한화투자증권

2026년 11월 13일
기업분석



한화생명 (088350)

비연속적 요인에 의한 적자

▶Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Buy (유지)

목표주가(하향): 5,300원

현재 주가(11/12)	3,840원
상승여력	▲38.0%
시가총액	33,352억원
발행주식수	868,530천주
52 주 최고가 / 최저가	6,600 / 2,940원
90 일 일평균 거래대금	210.24억원
외국인 지분율	8.5%
주주 구성	
한화 (외 6 인)	45.1%
자사주 (외 1 인)	13.5%
예금보험공사 (외 1 인)	10.0%

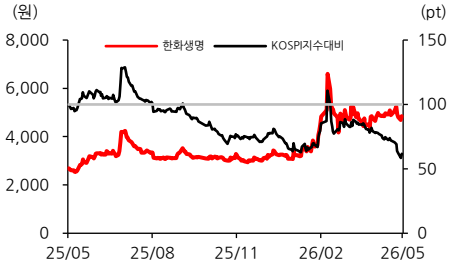
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-24.9	-18.3	-20.7	17.3
상대수익률(KOSPI)	-8.5	0.5	9.4	-11.5

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	344	495	585	691
투자손익	87	-71	325	352
영업이익	431	424	910	1,043
당기순이익	313	402	670	766
CSM (*)	8,352	9,197	10,373	11,720
수정 EPS	223	312	668	797
수정 BPS	18,448	19,641	20,942	22,366
수정 PER	14.6	12.3	5.7	4.8
수정 PBR	0.2	0.2	0.2	0.2
수정 ROE	1.2	1.6	3.3	3.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0

* 보유 순부채 기준

주가 추이



한화생명은 환 손실과 변액 헤지 손실에 의해 적자를 기록했습니다. 이들은 비연속적 요인이며, 보험금 및 CSM이 예상보다 양호한 점은 실적 정상화에 대한 기대를 높여준다고 판단됩니다.

3Q26 순손실 2,174억원으로 적자 전환

한화생명의 3Q26 별도 실적은 2,174억원의 순손실로 적자전환되면서 컨센서스를 하회. 보험손익은 당사 추정과 유사했으나, 투자에서의 손실이 예상보다 컸던 것이 주 원인. 3Q26 보험손익은 998억원으로, 보험금 예실차가 사상 최대 적자를 기록하고 손실계약비용 전입이 크게 나타났던 전년 동기와 비교해 흑자 전환함. 당사 추정과 비교하면 보험금 예실차가 개선된 반면 간접사업비가 증가하면서 보험손익이 유사하게 나타남. 예상보다 CSM이 크게 성장하면서 상각익이 증가한 점이 긍정적. 3Q26 투자손익은 -4,621억원으로 대폭 적자를 기록. 여타 보험사들과 마찬가지로 FVPL 평가손실이 발생한 데 더해 (1)외화 신종자본증권과 매칭된 해외 자산의 환 손실이 1,836억원, (2)시장 변동성 확대에 따른 변액 헤지 손실이 2,467억원 반영된 결과. 환 및 헤지 손실을 제외하면 타사 수준의 변동성을 나타낸 것으로 판단됨. 본질 투자스프레드(이자+배당-부담이자)는 -0.1%로 평기 수준을 나타냄. 3Q26 신계약은 보장성 APE가 3% QoQ 감소한 반면 고금리 환경의 연금 수요가 대폭 증가하며 전체 32% QoQ 증가. 상대적으로 마진이 낮은 연금 비중이 확대되면서 마진배수는 하락했으나, 양적 증가에 의해 신계약 CSM은 14% QoQ 증가. 기중 조정이 -2,010억원으로 축소되면서 CSM 잔액은 6% QoQ 증가함

비연속적 요인에 의한 적자

한화생명은 분기 대규모 적자를 나타냈으나, 환 손실과 변액 헤지라는 비연속적 요인이 부진의 대부분을 설명. 자산시장 변동에 의한 영향은 대규모 평가익을 인식했던 상반기와 상반되는 것으로, 3Q26 누적 손익으로 비교하면 7% YoY 감소한 상황. 반면 연속성을 지닌 보험금 요소 및 CSM 잔액은 예상보다 양호하게 나타나 실적 정상화에 대한 기대를 높인 것으로 판단. 다만 당해연도 실적 추정이 31% 감소한 데 따라 목표주가를 13% 하향 조정하며, 상승여력을 감안해 투자의견 Buy를 유지함

[표1] 한화생명의 2026 년 3 분기 실적 (단위: 십억 원, %)

	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P			증감		차이	
					발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
보험손익	-36.6	205.0	62.4	222.9	**99.8**	101.2	n/a	*흑전*	*-55.2*	*-1.3*	*n/a*
투자손익	215.1	-168.8	241.9	112.9	**-462.1**	-155.4	n/a	*적전*	*적전*	*적지*	*n/a*
영업이익	178.5	36.2	304.3	335.8	**-362.3**	-54.3	28.5	*적전*	*적전*	*적지*	*적전*
당기순이익	136.1	-2.5	247.8	262.4	**-217.4**	-40.1	18.6	*적전*	*적전*	*적지*	*적전*

자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화생명의 연간 수익 추정 변경 (단위: 십억 원, %)

	2026E			2027E		
	변경 전	변경 후	차이	변경 전	변경 후	차이
보험손익	492.0	495.1	0.6	589.0	584.8	-0.7
투자손익	242.1	-70.7	적전	324.2	325.3	0.4
영업이익	734.1	424.4	-42.2	913.1	910.1	-0.3
당기순이익	579.6	402.2	-30.6	671.9	669.7	-0.3

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 한화생명의 목표주가 산출식 (단위: %, 배, 원)

항목	한화생명	비고
자기자본비용	10.2	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.1	(b): 국채 3Y 금리(3 개년 일평균)
Risk Premium	7.9	(c): 시장 12m fwd PER 의 역수(1 년 일평균)
Beta (β)	0.9	(d): 52 주 beta
Average ROE	2.9	(e): 향후 3 개년 기대 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.28	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-10.0	(h): Valuation premium(discount)
목표 PBR	**0.25**	(i): (g)*(h)
수정 BPS	20,833	(j): 12 개월 forward BPS
목표주가	**5,300**	**(k): (i)*(j)**
조정률	-13.1	이전 목표주가 대비 조정률
현주가	3,840	
상승여력	38.0	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 한화생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표 (단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
보험+재보험손익	104	72	-37	205	62	223	100	94	506	344	479	577
일반/VFA 모형	133	104	24	232	95	259	163	149	657	493	667	804
예실차	-25	-45	-131	-110	-84	-52	-57	-57	-189	-312	-250	-91
보험금	-42	-74	-138	-109	-72	-62	-69	-47	-198	-362	-250	-103
사업비	17	29	7	-1	-12	9	13	-10	9	51	0	11
RA 변동	39	37	39	40	44	47	45	41	137	154	177	169
CSM 상각	192	189	188	187	182	173	182	187	829	756	723	792
손실계약관련	-70	-89	-90	114	-40	91	-1	-16	-100	-135	33	-45
기타	-2	12	17	2	-7	1	-5	-5	-20	30	-17	-21
기타사업비	28	32	60	27	32	37	61	54	146	147	184	223
투자손익	45	-4	215	-169	242	113	-462	17	391	87	-91	325
일반계정	-21	16	247	-64	246	49	-188	17	331	179	123	325
특별계쩡	65	-20	-32	-105	-4	64	-274	0	60	-92	-213	0
보험금융손익	-1,060	-1,234	-1,060	-995	-838	-2,874	334	-744	-3,040	-4,350	-4,122	-2,984
투자서비스손익	1,105	1,230	1,275	826	1,080	2,987	-796	761	3,431	4,437	4,032	3,310
영업이익	149	68	179	36	304	336	-362	111	897	431	389	903
영업외이익	3	3	-8	-17	4	-16	53	0	8	-19	41	0
세전이익	152	71	170	19	308	320	-309	111	905	413	430	903
당기순이익	122	58	136	-2	248	262	-217	83	721	313	376	664
AUM	107,959	108,593	109,415	107,602	105,423	103,411	102,361	104,408	105,018	107,602	104,408	105,246
Yield* (%)	2.4	2.6	3.4	2.3	3.5	3.0	2.2	2.9	3.0	2.7	2.9	3.2
CSM (보유 순부채)	8,642	8,606	8,826	8,352	8,559	8,576	9,082	9,197	8,898	8,352	9,197	10,373
신계약 CSM (원수)	488	437	564	576	611	689	786	720	2,123	2,066	2,806	2,886
월납 신계약 보험료	881	884	1,006	878	845	740	975	707	3,856	3,650	3,267	3,204
단순마진** (개월)	8.5	7.2	7.9	9.3	10.6	13.4	14.8	14.3	8.4	8.2	13.2	13.9

주:*일반계정 투자서비스손익에 대한 투자수익률, **위험+부가보험료 추정치로 산출한 당사 추산

자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	107,602	104,408	105,246	109,086
현금및예치금	2,482	1,407	1,205	1,073
유가증권	88,460	86,537	87,166	90,330
FVPL	24,941	24,900	25,236	26,330
FVOCI	48,218	46,282	46,482	48,162
AC	10,689	10,736	10,829	11,218
대출채권	14,442	14,192	14,554	15,271
부동산	2,218	2,271	2,321	2,413
비운용자산	2,472	2,695	3,608	2,000
특별계정자산	15,703	17,238	17,938	18,666
자산총계	125,777	124,341	126,792	129,752
책임준비금	92,012	87,252	88,501	90,234
BEL	71,158	66,023	65,899	66,091
RA	1,986	2,198	2,318	2,434
CSM	8,643	9,465	10,641	11,988
PAA	6	10	10	10
투자계약부채	10,219	9,557	9,634	9,711
기타부채	5,567	6,645	6,645	6,619
후순위채	2,768	2,848	2,848	2,848
특별계정부채	15,727	17,240	17,940	18,668
부채총계	113,316	111,110	113,058	115,494
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485
신종자본증권	3,068	3,068	3,068	3,068
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	7,085	7,344	7,846	8,445
해약환급금준비금	6,508	7,151	7,653	8,252
자본조정	-1,107	-1,084	-1,084	-1,084
기타포괄손익누계	-1,414	-925	-925	-999
자본총계	12,461	13,232	13,734	14,258

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2025	2026E	2027E	2028E
자산총계	3.0	-1.1	2.0	2.3
운용자산	2.5	-3.0	0.8	3.6
부채총계	1.4	-1.9	1.8	2.2
CSM	-4.4	9.5	12.4	12.7
자본총계	20.6	6.2	3.8	3.8
보험손익	-32.0	43.7	18.1	18.2
투자손익	-77.8	-181.4	-560.2	8.1
영업이익	-51.9	-1.6	114.5	14.6
순이익	-56.5	28.4	66.5	14.4

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	344	495	585	691
일반 및 변동수수료모형	493	682	811	929
CSM 상각	756	723	792	871
RA 변동	154	177	169	176
예상과실제차이	-312	-234	-84	-52
손실계약	-135	33	-45	-45
기타	30	-17	-21	-21
보험료배분접근법모형	-2	-3	-4	-3
간접사업비	147	184	223	234
투자손익	87	-71	325	352
보험금융손익	-4,350	-4,122	-2,984	-3,067
이자수익	2,673	2,851	3,034	3,145
배당수익	115	158	134	152
FVPL 평가손익	1,212	1,011	0	0
기타	436	31	142	122
영업이익	431	424	910	1,043
영업외이익	-19	41	0	0
세전이익	413	466	910	1,043
법인세비용	99	64	240	277
당기순이익	313	402	670	766

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2025	2026E	2027E	2028E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	3,650	3,267	3,204	3,292
신계약 CSM	2,066	2,806	2,886	2,927
투자수익률	4.2	3.8	3.2	3.2
수정 Book Value	13,862	14,758	15,735	16,806
수익성				
수정 ROE	1.2	1.6	3.3	3.7
수정 ROA	0.1	0.2	0.4	0.5
주당 지표				
수정 EPS	223	312	668	797
수정 BPS	18,448	19,641	20,942	22,366
보통주 DPS	0	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	14.6	12.3	5.7	4.8
수정 PBR	0.2	0.2	0.2	0.2
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0

[Compliance Notice] (공표일: 2026 년 11 월 13 일)

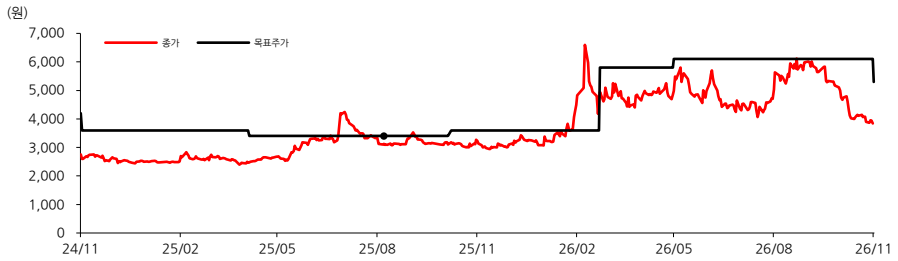
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

상기 '한화생명'은 당사와 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률"에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화생명 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.11.14	2025.01.20	2025.02.21	2025.03.13	2025.04.17
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		3,600	3,600	3,600	3,600	3,400
일 시	2025.10.20	2026.01.13	2026.03.06	2026.04.15	2026.05.13	2026.07.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	3,600	3,600	5,800	5,800	6,100	6,100
일 시	2026.10.27	2026.11.05	2026.11.13			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	6,100	6,100	5,300			

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.14	Buy	3,600	-28.42	-21.25
2025.04.17	Buy	3,400	-6.76	24.71
2025.10.20	Buy	3,600	-3.81	83.33
2026.03.06	Buy	5,800	-16.79	-9.48
2026.05.13	Buy	6,100	-19.11	0.16
2026.11.13	Buy	5,300		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일 2026 년 09 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%