

한화생명 (088350)

이익은 확인됐고 이제 남은 건 주주환원분

2026년 8월 13일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	6,000 원 (유지)
✓ 상승여력	27.7%	✓ 현재주가 (8월 12일)	4,700 원

신한생각 보험손익과 투자손익의 동반 개선

보험손익 정상화와 투자손익 호조가 동반되며 분기 최대 이익 시현. 신계약 CSM 수익성 개선과 K-ICS 비율 회복으로 손익과 자본 체력이 함께 개선. 자회사 손해보험, 증권 등의 이익 기여 확대도 연결 이익 레벨을 한 단계 높이는 요인. 배당 재개 시 본격적인 리레이팅 기대

2Q26P 지배주주순이익 4,476억원(+257.8% YoY), 기대치 대폭 상회

[보험영업] 보험손익 3,404억원(+106.8%, 이하 YoY) 기록. 신계약 APE 7,376억원(-16.1% YoY), CSM 전환배수 11.2배(+5.2x), 신계약 CSM 6,892억원(+57.6%), 외형은 줄었으나 종신 중장기납 중심 상품 믹스 개선이 배수를 끌어올림. 예실차 -570억원(적지, -97억원), 변액보험 사업비 재분류(직접→간접)에 따라 손실부담계약비용 약 900억원 환입0. CSM 조정 -5,920억원(계리가정 영향 2,700억원, 해지 영향 2,500억원, 금리 영향 720억원 등), 기말 CSM 8.9조원

[투자영업] 투자손익 2,864억원(+276.2% YoY) 기록. 이자-배당수익 안정적 확대에 더해 평가차분이익이 크게 늘며 전년의 낮은 기저 대비 대폭 개선. 운용자산이익률은 3.34%(+14bp) 기록

Valuation & Risk: 2027F ROE 7.5%, PBR 0.3x

투자손익 변동성이 이익의 상방과 하방을 모두 키우는 구조인 점은 유의 필요. 현재 밸류에이션 할인의 가장 큰 요소는 해약환급금준비금 제도로 인한 배당 제한. 참고로 전일 컨콜에서 경영진은 현재 논의되고 있는 안(대량해지 가정 보장성 25%, 저축성 35%)으로 해약환급금준비금 제도 완화 시 배당가능이익 확보가 가능하다고 언급

12월 결산	보험손익 (십억원)	투자손익 (십억원)	영업이익 (십억원)	당기순이익 (십억원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2024	834.7	262.2	1,097.0	737.3	0.7	5.9	0.2	-
2025	623.9	523.4	1,147.3	641.3	1.1	5.0	0.2	-
2026F	808.9	999.0	1,807.9	1,199.9	0.8	7.8	0.2	-
2027F	865.5	1,090.5	1,956.0	1,255.7	0.8	7.2	0.2	-
2028F	963.1	1,142.2	2,105.4	1,346.7	0.7	7.1	0.2	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[생명보험]

임희연 연구위원

✉ heeyeon.lim@shinhan.com

이지연 연구원

✉ jiyeon2@shinhan.com

Revision

실적추정치	상향
Valuation	유지

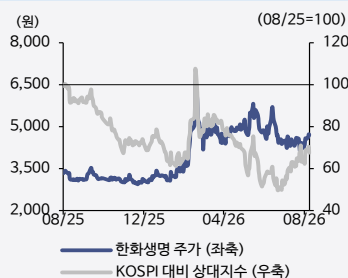
시가총액	4,082.1 십억원
발행주식수(유동비율)	868.5 백만주 (41.4%)
52주 최고가/최저가	6,600 원/2,940 원
일평균 거래액 (60일)	27,145.7 백만원
외국인 지분율	8.4%

주요주주 (%)

한화 외 5인	45.1
예금보험공사	10.0

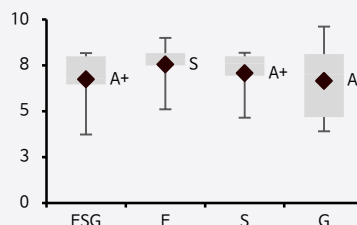
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	1.1	(3.0)	40.5	44.6
상대	14.9	12.7	(31.9)	(5.3)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



2Q26 컨퍼런스콜 요약

2분기 실적 Key Highlights

26년 상반기 당사는 본업 경쟁력 강화와 사업 포트폴리오 다각화 등을 통해 보험·비보험을 아우르는 전 사업 영역에서 견고한 재무 성과를 실현. 먼저 상반기 신계약 CSM은 수익성 중심의 판매 전략으로 약 1.3조원을 기록하며 IFRS17 도입 이후 상반기 기준 최대치를 경신한 가운데 신계약 수익성 또한 11배로 개선

연결 당기순이익은 별도 당기순이익이 전년동기대비 180% 이상 큰 폭으로 증가한 가운데 주요 국내외 종속법인의 실적 고성장에도 힘입어 9,045억원으로 확대

신계약 CSM

상반기 신계약 CSM은 1분기 6,109억원, 2분기 6,892억원을 기록하며 1.3조원(+40.5% 이하 YoY)을 달성. 수익성의 경우 종신 중장기납 판매 확대 등에 힘입어 2분기 종신보험 수익성이 10.5배까지 상승한 가운데, 상반기 전체 신계약 수익성은 전년 대비 3.8배 증가한 11배를 기록

하반기에도 당사는 중장기납 종신상품 판매를 확대하는 한편, 치매·간병 시장을 선도하는 신상품 출시 등을 통해 상품 경쟁력과 수익성을 지속 강화해 나가겠음

조직 규모

상반기 설계사 수는 한화생명금융서비스를 중심으로 지속적인 증가세를 나타내며 38,092명으로 확대. 13회차 유지율은 신제도 도입 이후 가장 높은 수준인 90%를 달성, 25회차 유지율 또한 77.4%를 기록하며 개선세를 이어가고 있음. 향후에도 당사는 업계 최고 수준의 브랜드 경쟁력과 더불어 AI STS 시스템 등을 활용한 영업 지원 인프라 강화 등을 통해 채널 경쟁력을 더욱 공고히 하겠음

보유계약 CSM

상반기 보유계약 CSM은 손해율 및 사업비 가정 가이드라인 적용에도 불구하고 1.3조원의 견조한 신계약 CSM 유입과 경험조정 축소 등에 힘입어 연초 대비 2,148억원 증가한 약 8.9조원을 기록. 앞으로도 당사는 유지율 개선 및 정교한 가정 관리 등을 통해 중장기 보유계약 CSM을 지속 확대해 나가도록 하겠음

연결 당기순이익

별도 당기순이익은 보험손익과 투자손익의 동반 개선으로 전년동기대비 183.9% 증가한 5,102억원으로 확대되었으며, 연결 당기순이익 또한 한화손해보험 2,150억원, 투자증권 560억원, 해외법인 1,030억원 등 주요 종속법인의 고른 이익 성장에 9,045억원(+96%)을 실현. 한편 종속법인의 지분율을 반영한 지배주주 순이익은 7,719억원(+119.8%)

이월별 손익

상반기 보험손익은 2,853억원을 기록, 분기별 세부 내역에서 보시는 바와 같이 보험금 예실차와 사업비 예실차, 손실부담계약 등이 모두 전분기 대비 개선되는 모습을 보이고 있음. 투자손익은 이자·배당수익의 안정적인 성장 및 양호한 대체 투자 성과 등에 힘입어 지난해 대비 큰 폭으로 증가한 3,548억원을 기록

주요 종속법인 재무 현황

국내외 자회사의 고른 이익 성장으로 상반기 종속법인의 합산 당기순이익은 약 5,010억원을 기록하며 2023년 이후 꾸준한 증가세를 이어가고 있음. 해외 자회사 손익 또한 지역과 권역을 넘어서는 사업 확장을 통해 그 비중이 11%까지 확대. 앞으로도 당사는 종속법인의 수익성 제고와 한화생명 본체와의 시너지 확대를 통해 이익 창출력을 지속 강화해 나가겠음

자산 및 운용자산

당사는 국내채권 58%, 해외증권 20%, 대출채권 13% 등의 균형 잡힌 자산 포트폴리오를 구축하고 있음. 운용자산이익률의 경우 금리 및 환율 상승, 증시 불확실성 확대 등 높은 시장 변동성 하에서도 전년말 대비 14bp 상승한 3.34% 기록

K-ICS 및 Duration Gap

26년 상반기 말 K-ICS 비율은 계리가정 가이드라인 적용에도 불구하고 이익 확대 및 금리 상승 등에 따른 가용자본 증가에 힘입어 전년말 대비 9.5%p 상승한 167%로 예상. 자산과 부채의 듀레이션은 각각 11.36년과 10.1년으로서 듀레이션 갭은 0.93년을 기록

당사는 수익성 중심의 체질 개선을 통한 가용자본 확대와 요구자본 축소 노력 등을 통해 중장기 자본 건전성을 안정적으로 관리해 나가도록 하겠음

Q&A

Q1) 해약환급금준비금 제도 완화 관련해서 언론 보도가 된 바 있는데, 지금 논의되고 있는 이러한 안으로 만약에 적용되었을 경우에 이 개선안이 적용되는 연간 결산 시점부터 당사가 배당가능이익이 회복되고 실제로 주주환원을 할 수 있는 재원이 생기는 것인지? 만약에 그렇게 된다고 할 경우에 주주환원 정책을 어떤 형태로 펼칠 예정인지 내용을 공유 부탁

A) 최근 보장성 25%, 저축성 35%로 적립률을 현실화하는 방안이 유력 검토된다는 기사에 대해서 금융당국에서 제도 개선 방안에 대해 정해진 바가 없다는 보도자료가 나왔음. 만약에 보장성 25%, 저축성 35% 적립으로 제도 개선이 된다고 하면 당사의 경우 충분한 배당가능이익이 확보될 것으로 예상. 다만 아직 확정되지 않은 사항으로 인해서 배당과 관련해 말씀드리는 부분은 너무 시기상조라고 생각하며, 배당 관련 이 제도 개선 관련 윤곽이 확정되면 향후에 배당 계획에 대해 말씀드리겠음

Q2) 2분기에 CSM 조정이 크게 반영되었고 여기에 가이드라인 적용분이 반영되었다고 말씀 주셨는데, 세부적인 가이드라인 효과가 어느 정도 반영되었는지?

A) 2분기 제도변경 효과는 크게 두 가지가 있었는데, 첫 번째가 계리가정 변경 관련 사항, 그 다음에 실손 RA와 관련된 제도변경 사항이었음. 그중에서 계리가정 관련 사항은 약 -2,000억원의 CSM 조정이 있었고, 그 외에 기타 사항에서는 -400억원으로 총 -2,400억원의 조정이 있었음. -2,000억원에 대한 세부 내용으로는 변동 분석 과정에서 가정변동 효과로 -1,200억원이 반영됐고 기타 손실환입으로 -800억원이 반영되었음

그 외에 400억원은 RA 증가에 의해서 -700억원, 기타 +300억원이 물량변동에 의한 실적 효과로 반영된 결과임. 다만 -1,200억원에 대해서는 당사의 보험금 예실차 상황을 고려한 측면이며, -800억원에 대해서는 변액보험의 손실 흡수 능력이 커졌기 때문에 중장기적으로 긍정적인 조정이라고 판단됨

Q3) 이번 분기 K-ICS 비율이 QoQ로 조금 올라왔는데 K-ICS 비율 무브먼트 브레이크다운이 가능하면 부탁드립니다, 현재 기준 국고채 10년물 등 시장금리에 대한 K-ICS 비율 금리 민감도가 어떤지, 그리고 2분기 말 기준 Tier1 자본비율이 얼마 정도인지 궁금함. 마지막으로 연말 K-ICS 비율과 Tier1 자본비율을 얼마 정도로 예상하는지?

A) 26년 3월 대비 6월 K-ICS 비율의 증가량은 4.9%p가 상승. 주요 플러스 요인으로는 금리 및 환율 상승 영향으로 +4%p, 신계약 유입에 따른 CSM 증가 영향으로 +4%p, 이익 증가 및 자회사 자본 증가 영향이 +3%p가 있었고, 마이너스 요인으로는 계리가정 가이드라인 영향으로 -2%p, 보험·신용 등 요구자본 증가로 -4%p가 있었음

금리 민감도는 국내 금리와 해외 금리의 민감도가 서로 조금 다른데, 국내 금리가 +10bp 상승했을 때 K-ICS 비율은 +1%p 증가하고, 해외 금리의 경우에는 +10bp 상승 시 K-ICS 비율은 -0.6%p임. 그래서 국내든 해외든 두 금리가 동시에 +10bp 올라갔다고 봤을 때 K-ICS 비율은 +0.4%p 정도로 보면 됨

2분기 말 기본자본비율은 3월 대비 소폭 하락이 예상되고 있는데, 금리 상승과 이익 확대에도 불구하고 요구자본 증가 등의 영향으로 보이며, 현재 6월 결산이 진행 중인 바 기본자본비율 수치와 변동 요인에 대해서는 추후 IR 부서를 통해 공유드리겠습니다

연말 목표치와 관련해서는 올 연말 K-ICS 비율은 165% 이상, 기본자본비율은 60% 이상을 타겟으로 관리하겠습니다. 이를 위한 노력으로 보험금 예실차 관리를 위한 기초가정 위험 축소 노력을 지속하고, 신규 CSM 이익 확대 그리고 공동재보험 활용 등 제품을 통한 부채 변동성 축소·금리위험 축소를 지속하며, 내부모형 승인을 차질 없이 추진하겠습니다

Q4) 이번 연결 기준으로도 손익 세부 내역을 공유해 주셨는데, 해외 자회사로부터의 손익 기여도에 대해서 중장기적으로 목표로 가지고 있는 바가 있는지, 아니면 주요 해외 자회사들의 실적 관련 전망을 어떻게 보는지 가이던스 공유 부탁

A) 자료에서 보셨듯이 당사 해외사업은 상반기 주요 법인에서 누적 순이익 1,030억원을 달성했으며 연결 당기순이익의 11%를 차지. 이는 그동안 추진해 온 업종과 지역을 넘어선 포트폴리오 다변화 전략이 구체적인 성과로 이어진 결과라고 보고 있으며, 기존 생명보험 법인의 수익성 개선과 함께 신규 편입한 비보험 법인들이 빠르게 안착한 점도 주요 요인임. 먼저 베트남 생명법인은 보험손익과 투자손익이 모두 개선되면서 매출 1,007억원, 세전이익 406억원을 기록했으며 특히 세전이익은 전년 대비 81억원 증가

인도네시아 노부은행(Nobu Bank)은 부동산 담보대출을 기반으로 한 이자수익과 QR 결제 확대에 따른 수수료 수익 증가로 매출 1,553억원, 세전이익 370억원을 기록. 당사 해외사업은 하반기에도 상반기 기조를 유지하면서 글로벌 금융시장 변동성에 대응하는 한편 수익성 중심의 질적 성장을 이어갈 계획. 단순한 사업 규모 확대를 넘어 글로벌 금융 생태계를 구축해 나가는 것을 목표로 하고 있으며, 이를 통해 2026년 세전이익 2천억원을 목표하며 계획을 초과 달성할 전망이고, 2030년 3,041억원을 달성하며 해외 자회사 연결 이익 기여도도 현재 11%에서 지속적으로 높여 나갈 계획. 하반기에도 기존 사업의 수익성을 높이는 동시에 새로운 사업 기회를 발굴하며 글로벌 사업의 성장 모멘텀을 이어갈 계획

Q5) 앞서 계리가정 영향이 약 2,400억원 정도라고 말씀 주셨는데, 2분기에 VFA를 빼고 가정 조정이 약 7,000억원 정도 나와서 그 부분을 빼면 약 4,700억원 정도 추가적으로 조정이 있었음. 이 부분을 그냥 경상 해지차로 봐야 할지 추가적인 요인이 있었는지 설명 부탁드립니다, 4분기에 간편고지 관련해서 추가적으로 가정 조정 이슈가 있는 것으로 아는데 그 부분 영향을 혹시 내부적으로 파악하고 있으면 설명 부탁. 아울러 이번에 손실계약 환입이 있었는데 이 부분이 제도 영향인지 아니면 특별하게 다른 영향이 있었는지 설명 부탁

A) 첫 번째 질문 주신 것을 분기 경험조정 내용을 설명드리면서 말씀드리면, 먼저 앞서 2분기에 제도변경분을 포함해서 2분기의 경험조정은 총 5,920억원이었음. 그중에서 실적 효과에 의한 조정, 다시 말해 투자 요소의 예실차와 물량변동에 의한 변동 효과 그리고 실적 변동에 의한 금액이 2,460억원 반영됐는데, -2,460억원은 앞서 제도변경 효과에 플러스 효과가 반영되어 경상적인 부분에서는 -2,700억원이라고 보면 됨. 실적 효과에 의한 분기 변동이 2,400억원 있었고, 그다음에 가정 관련 비용은 앞서 말씀드린 대로 -1,200억원이 있었음. 이를 제외한 나머지 VFA 효과와 RA 변동, 손실환입 효과가 약 -2,250억원이 있었는데 제도변경 효과 말씀드린 대로 -1,500억원이 반영된 결과임

앞서 CFO가 발표한 내용의 반기 조정 내용을 정리해서 말씀드리면, 발표 내용

대로 약 8,900억원 정도의 경험조정이 있었고, 그중에 실적 효과가 2분기 2,400억원이 반영된 5,600억원이 반영되었으며, 가정 변경이 이번에 반영된 -1,200억원이 반영됐고, 기타 조정으로 -2,150억원이 반영된 결과임

손실환입에 대해 말씀드리면, 변액보험에서 이번에 가정 변경 조정으로 BEL이 감소하고 CSM이 증가한 효과가 있었는데, 그 증가한 효과 중에서 기존에 VFA 효과로 손실이 있었던 내용들이 다시 이익으로 전환되면서 손실부담계약과 관련된 비용 처리가 오히려 이익으로 약 800억원 정도 반영된 결과

Q6) 이번에 해약환급금준비금 증가 규모가 줄어들었는데, 아무래도 이익잉여금 내에서 한도가 다 소진되어 줄어든 것 같다고 생각하고 있음. 실질적으로 늘어난 금액이 얼마인지 공유해 주면 도움이 될 것 같고, 기본자본비율도 이 부분이 영향이 있을 것 같은데 연말 목표치에 이 부분을 반영해서 지금 말씀 주신 건지?

A) 질문하신 내용 중에 해약환급금준비금이 한도를 초과하였는지 질문하셨는데 2분기에 일부 초과한 상황임. 그리고 연말 기본자본비율 60% 이상을 목표로 관리하겠다고 했는데 그 부분을 고려했는지 질문하셨는데, 당사는 그 부분도 고려해서 말씀드린 것이며, 앞서 말씀드린 바와 같이 보험금 예실차 관리라든지 내부 모형 승인 등 그런 부분들을 통해서 연말 목표를 달성하도록 노력하겠음

이익잉여금을 감안하지 않았을 때 해약환급금준비금 순증 규모가 얼마인지 확인 요청하셨는데, 이 부분에 대해서는 IR 부서를 통해서 별도로 공유드리겠습니다

Q7) 에큐온캐피탈 인수 관련 질문. 지금 인수를 추진 중인 것으로 아는데, 첫 번째로 현재 진행 상황과 향후 일정, 인수를 통해서 기대하는 재무적 시너지 효과는 어떤 것을 보고 있는지?

인수 과정에서 K-ICS 비율에 어느 정도 영향이 있을지, 앞서 말씀 주신 연말 K-ICS 비율 목표에 이 부분이 반영되어 있는지도 궁금함. 마지막으로는 에큐온캐피탈·저축은행 이외에 다른 M&A를 혹시 국내든 해외든 추진하고 있는 것이 있다면 함께 말씀 부탁

A) 현재 한화생명은 사업 포트폴리오 다각화 차원에서 에큐온캐피탈 인수를 위한 경쟁입찰에 참여했고, 현재는 우선협상대상자로 선정되어 관련 절차, 거래조건 등을 협의 중임. 당사는 에큐온 인수를 통해서 기존의 보험과 금융투자업 중심의 현재 포트폴리오에 캐피탈업, 즉 여신전문업을 추가해 여신 기능을 강화하고 한화생명의 경쟁력 제고를 기대하고 있으며, 또한 금융 부문 전체의 수익성이 라든지 실적 안정성 제고에도 기여할 것으로 보고 있음

다만 현재는 인수와 관련해서 세부 조건, 즉 인수금액·인수구조·파이낸싱 등이 아직 확정되지 않은 상황임. 따라서 K-ICS 비율이라든지 기타 재무적 효과에 대한 정량적인 영향은 답변드리기 어려운 점 양해 부탁. 마지막으로 에큐온캐피탈 외에 추가적으로 구체적으로 진행되고 있는 M&A 건은 없음을 말씀드림

Q8) CSM 마진 관련해서 여쭙고 싶음. 이번 분기에 신계약 마진 배수가 상당히 많이 올라갔는데 금리 상승 영향도 있을 것이고 믹스 개선에 따른 영향도 있을 것임. 하반기에는 다시 계리감독 가이드라인을 반영한 영향에 역방향 효과가 있을 것이고, 하반기에 또 믹스 변화가 있는 등 계리감독 영향만 반영되지는 않을 것 같아서 이걸 어떻게 추정해야 할지가 조금 난감함

회사가 보고 있는 3~4분기 계리감독 가이드라인 적용에 따른 마이너스 효과나, 추가적으로 믹스 개선이 있을 것으로 본다면 그에 대한 플러스 효과를 같이 합쳐서 어떤 수준, 어떤 방향성을 보고 있는지 도움 주면 좋을 것 같음

이건 질문은 아니고 제언인데, 해약환급금준비금도 앞서 질문이 나왔지만 미처분 이익잉여금·보충준비금이 다 소멸되어서 적립률 100%의 금액이 얼마큼 늘어나는지를 추정하기가 어려움. 아마 80%를 적용받았을 것이라 그렇게 놓고 보면 거의 1조원 늘어났을 수도 있을 것 같은데, 지금 그런 흐름대로면 언론 기사상 나온 30%의 적립률을 적용받는다고 하더라도 일순간에 배당가능액이 생겨도 그게 유지되기는 어려울 것 같음

그러면 기본자본 차감도 꽤 될 것이고 해당 재원도 계산했을 때 확보되는 그림은 아니다 보니, 이런 것과 관련해 문제가 없고 타겟을 달성하는 데 마땅한 자구책들을 이행하고 있다고 하면 숫자를 섞어서 말씀을 주셔야 저희가 더 납득하기 쉬울 것 같아 그 부분을 제언하고 싶음. 다음 분기 때부터라도 어려운 부분에 소통을 함께 있어서 데이터베이스의 이야기를 좀 해 주시면 좋을 것 같음

A) CSM 마진 관련해서 말씀드리면, 앞서 CFO께서 말씀 주셨듯이 상반기 신계약 CSM은 1조 3,000억원으로 1분기·2분기 연속 증가세를 시현. 이는 대부분 중장기납 중심으로의 종신보험 판매 포트폴리오 확대와 함께 보험료 정책 조정 등을 통한 보장성 상품 전반의 CSM 배수를 개선한 것이 주요 요인으로 작용

앞서 말씀드린 바와 같이 당사는 상반기 중에 양질의 신계약 CSM을 지속적으로 확대하기 위해서 종신보험의 경우 장기 납입 중심으로 포트폴리오를 재편하는 한편, 건강보험은 신상품 및 고수익성 특약 출시 등을 통해서 상품 수익성을 제고하는 데 집중

하반기에도 이러한 신계약 정책은 지속될 예정으로, 상반기의 양호한 신계약 CSM 증가 추세가 유지될 수 있도록 영업 조직력에 기반한 수익성 중심의 상품 판매 확대로, 계리가정 변경 가이드라인이 반영된다 하더라도 상반기 수준 이상의 신계약 CSM 규모 및 CSM 배수 달성을 위해서 적극 노력하겠음

추가적으로 말씀드리면, 당사는 계리가정 가이드라인 반영 이후에도 CSM 배수는 0.8배 정도의 소폭 하락이 예상되고 있음. 다만 7월 이후에 갱신형 신상품을 출시하고 상반기에 지속해 왔던 중장기납 중심의 확대가 가속화되고 있음. 또한 하반기에는 고객의 소구력을 높인 신상품 종신보험 추가 출시를 통해서 중장기 가치 확대에 좀 더 매진할 생각. 따라서 수익성 배수가 양호한 상품으로의 포트폴리오 개선 및 보험료 조정 등으로 인해서 약 2~3배 이상의 추가적인 수익성 개선이 이루어지고 있고, 결과적으로 상반기 이상의 개선된 CSM 목표를 전망할 수 있을 것 같음

Q9) 듀레이션 갭이 지금 빠르게 커지고 있는데 이번 분기에는 0.9까지, 1에 가까이까지 증가했음. 금리 상승세가 이어진다는 것을 감안하더라도 0.5까지 떨어뜨리는 게 맞지 않나 생각이 들어서, 혹시 듀레이션 갭을 어떻게 관리할 계획이 있는지?

A) 3월 대비 6월에 듀레이션 갭이 +0.5 정도 더 늘어났는데 그 상승분 중에 시장금리 상승 영향이 약 0.3 정도 되고, 나머지 0.2는 자산과 부채 포트폴리오 변동 영향임. 지금 금리 상승 시에 아직까지는 저희는 금리가 상승하더라도 순자산은 늘어난 것으로 보고 있는데, 추가적으로 금리가 더 상승할 경우에 순자산이 감소할 개연성이 있음. 채권 매입에 대해서는 좀 더 탄력적으로 운영할 계획

다만 향후 금리 하락기에 대비해서, 그리고 부채 할인을 강화 로드맵이 여전히 장기간 동안 진행될 예정이어서 그런 부분을 고려하여 당분간 듀레이션 갭은 플러스 상태로 유지하되 현 수준에서 소폭의 변동 여지는 있을 것 같은데, 그것은 금리 상황을 좀 더 지켜봐야 할 것 같음

Q10) 해약환급금준비금을 여쭙보고 싶은데, 준비금 증가 속도가 이익 증가 속도보다 빠르게 커지는 것 같음. 아까 신계약 CSM은 하반기도 상반기처럼 큰 규모로 계속 이어지겠다고 말씀하셨는데, 그럼 설계사 증가라든지 아니면 마진에 좀 더 포커스를 하겠다든지 구체적으로 기본자본비율 60%를 어떤 식으로 맞출 수 있을지?

A) 먼저 기본자본비율은 특성상 신계약 판매 시 요구자본은 분모에 즉시 반영되는 반면 분자인 기본자본에는 CSM 상각을 통해서 이익잉여금에 매년 반영되는 구조로서 비율 개선에 시간이 필요하다고 생각. 다만 당사는 내년부터 기본자본 비율 규제가 도입되는 것을 염두에 두고 이익 제고 노력과 더불어 연말까지 요구자본 축소를 위한 방안을 현재 추진 중임

구체적으로 말씀드리면 기초가정 관리를 통한 기초가정 위험의 축소 노력과 더불어, 공동재보험 등 제품 활용을 통한 금리위험이나 고위험 축소 추진, 그리고 내부모형 승인 제도 준비 등을 통해서 요구자본 축소 노력 등을 통해 연말 비율을 관리하겠음

2Q26 한화생명 실적 요약

(십억원, %)	2Q26P	1Q26	2Q25	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap	신한 추정치	% Gap
보험손익	340.4	146.2	164.6	132.9	106.8		-	229.8	48.1
투자손익	286.4	334.6	76.1	(14.4)	276.2		-	296.8	(3.5)
영업이익	626.8	480.8	240.7	30.4	160.4	210.0	198.5	526.6	19.0
당기순이익	447.6	324.4	125.1	38.0	257.8	156.2	186.5	338.6	32.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

한화생명 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
보험손익	636.0	725.1	808.9	865.5	27.2	19.4
투자손익	884.0	758.8	999.0	1,090.5	13.0	43.7
영업이익	1,520.0	1,483.9	1,807.9	1,956.0	18.9	31.8
당기순이익	1,134.8	1,071.6	1,199.9	1,255.7	5.7	17.2

자료: 신한투자증권 추정

한화생명 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	증감률
보험손익	233.4	164.6	(13.3)	239.2	146.2	340.4	257.9	64.4	623.9	808.9	29.7
CSM 상각	198.6	195.8	196.0	196.8	191.4	181.6	193.4	198.4	787.3	764.9	(2.8)
RA 환입	38.9	37.2	39.5	40.0	44.3	47.7	35.7	35.4	155.6	163.2	4.9
예실차	(31.8)	(47.3)	(138.4)	(117.1)	(84.8)	(57.0)	(58.9)	(191.2)	(334.6)	(391.9)	적지
기타	(101.5)	(114.0)	(133.6)	85.3	(88.6)	50.6	(40.1)	(25.3)	(263.8)	(103.4)	적지
투자손익	138.0	76.1	368.2	(58.9)	334.6	286.4	202.2	175.8	523.4	999.0	90.9
영업이익	371.4	240.7	354.9	180.3	480.8	626.8	460.1	240.2	1,147.2	1,807.9	57.6
영업외손익	5.9	8.1	(2.5)	(26.2)	3.8	0.5	(3.3)	(5.5)	(14.8)	(4.4)	적지
세전이익	377.3	248.8	352.4	154.0	484.6	627.3	456.8	234.7	1,132.5	1,803.4	59.2
지배주주순이익	226.1	125.1	267.0	23.2	324.4	447.6	281.3	146.6	641.3	1,199.9	87.1
신계약 APE	862.5	879.3	1,002.7	876.3	835.3	737.6	866.2	863.6	3,620.8	3,302.8	(8.8)
CSM 전환배수	6.8	6.0	6.8	7.9	8.8	11.2	8.7	9.2	6.8	9.4	37.4
기초 CSM	9,109	8,866	8,833	9,059	8,714	8,921	8,928	9,193	9,109	8,714	(4.3)
(+) 신계약 CSM	488.2	437.3	564.3	576.4	610.9	689.2	628.7	660.0	2,066.3	2,588.8	25.3
(+) 이자부리	88.6	88.3	89.3	91.5	88.5	91.9	90.4	93.4	357.8	364.3	1.8
(+) CSM 조정	(621.6)	(362.4)	(231.3)	(816.9)	(300.7)	(592.0)	(260.7)	(540.3)	(2,032)	(1,694)	적지
(-) CSM 상각	(198.6)	(195.8)	(196.0)	(196.8)	(191.4)	(181.6)	(193.4)	(198.4)	(787.3)	(764.9)	적지
기말 CSM	8,866	8,833	9,059	8,714	8,921	8,928	9,193	9,208	8,714	9,208	5.7
투자영업이익률	5.0	5.3	5.7	3.9	4.9	12.6	4.6	4.4	5.1	6.6	1.6
ROE (평균)	7.7	4.1	8.2	0.7	9.0	11.5	6.9	3.5	7.7	9.0	1.2
ROA	0.7	0.4	0.7	0.2	0.9	1.1	0.7	0.4	0.7	0.9	0.1

자료: 신한투자증권 추정

주1: 연결 기준

주2: 보험손익은 별도기준

목표주가 산출 테이블

(%, 배, 원)		기존 (8/10)	변경 후
ROE	(a)	5.6	7.5
Adj. Cost of capital	(b)	8.5	9.2
Risk free rate	국고 1년 금리	4.2	4.3
Beta	종목베타	0.6	0.6
Market return	시장 프리미엄	7.0	8.0
Adjustment		-	-
Long-term growth	(c)	-	-
Fair P/ B	(d = [a-c] / [b-c])	0.7	0.8
Discount/Premium		(50.0)	(60.0)
Adj. Fair P/B	(g)	0.3	0.3
BPS	(h)	19,385	21,196
Target Price	(i=g*h)	6,000	6,000
Upside		-	27.7

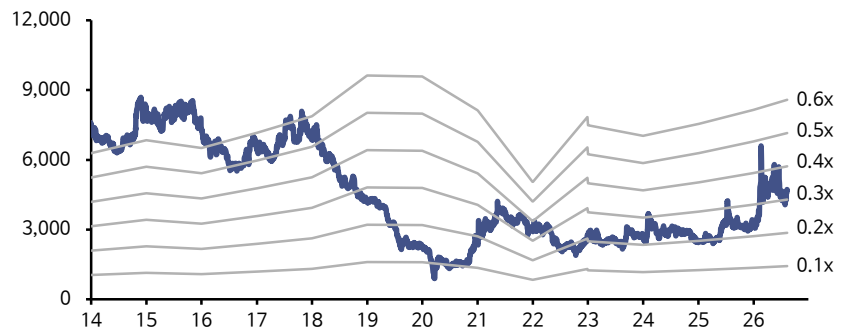
자료: 신한투자증권 추정

주1: 배당 불확실성 존재하는 모든 보험사에 대해 50% 일괄 할인 적용

주2: 투자손익 변동성 확대에 따른 이익 가시성 제약을 반영해 할인율 10% 추가 적용

12개월 선행 PBR 밴드 차트

(원)



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정

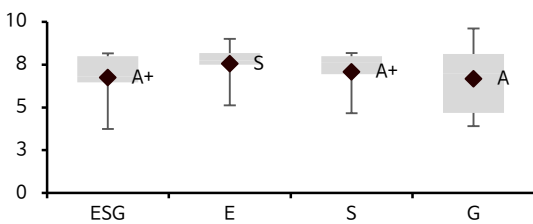
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ E: 직접보유 10개 사업장 및 리스차량을 추가하여 온실가스 측정 범위를 확대하고 2050년 탄소중립 로드맵을 보완
- ◆ S: 2024년부터 여성 특화 테마를 추가하여 총 5가지 테마 기반 전략적 사회 공헌 활동 전개
- ◆ G: 이사회의 경영 견제 기능이 정상적으로 작동할 수 있도록, 이사회 평가 방법을 30개로 구성하여 평가

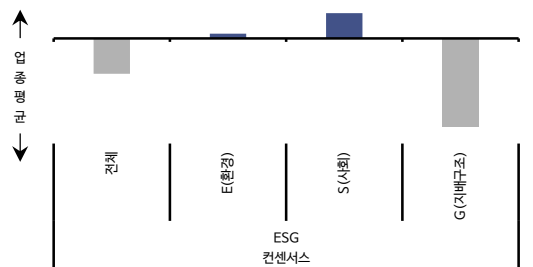
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차

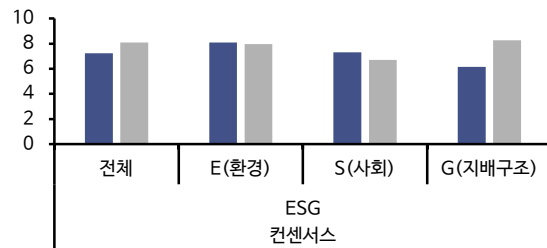


자료: 신한투자증권

Key Chart

ESG 필라

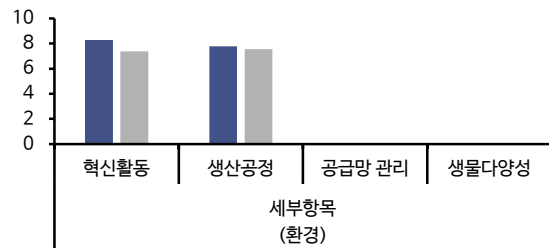
(점) ■ 한화생명 ■ 업종평균



자료: 회사 자료, 신한투자증권

세부항목 - E(환경)

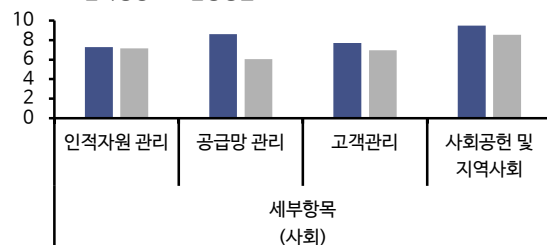
(점) ■ 한화생명 ■ 업종평균



자료: 회사 자료, 신한투자증권

세부항목 - S(사회)

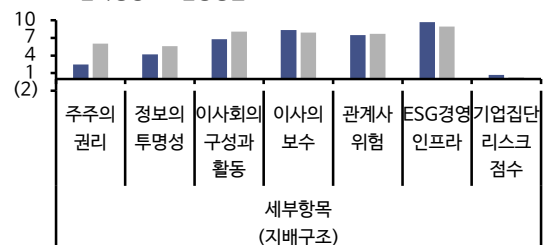
(점) ■ 한화생명 ■ 업종평균



자료: 회사 자료, 신한투자증권

세부항목 - G(지배구조)

(점) ■ 한화생명 ■ 업종평균



자료: 회사 자료, 신한투자증권

개별재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	160,146.4	178,534.4	182,779.6	172,659.9	163,357.4
운용자산	105,017.8	107,601.7	101,367.0	95,754.8	90,595.8
현-예금	1,799.3	2,482.2	1,214.2	1,147.0	1,085.2
유가증권	85,829.8	88,459.8	83,682.4	79,049.3	74,790.3
FVPL	25,013.9	24,941.3	23,178.5	21,895.2	20,715.6
FVOCI	45,320.5	48,218.1	45,167.1	42,666.4	40,367.7
AC	11,542.6	10,689.1	10,797.0	10,199.2	9,649.7
지분법적용대상	3,952.8	4,611.2	4,539.8	4,288.4	4,057.4
대출채권	15,156.0	14,441.5	14,193.2	13,407.4	12,685.1
부동산	2,232.7	2,218.2	2,277.2	2,151.1	2,035.2
특별계정자산	14,606.4	15,703.1	18,324.9	17,310.3	16,377.7
부채총계	145,868.4	161,911.0	162,992.9	151,406.1	140,530.1
보험계약부채	113,097.2	113,103.1	99,026.9	86,530.1	76,633.9
BEL	72,034.4	71,046.4	56,706.3	45,635.7	36,869.4
RA	1,898.8	1,993.9	1,697.7	1,391.3	1,138.4
CSM	9,109.1	8,713.7	9,208.2	9,563.2	9,889.4
특별계정부채	14,625.7	15,727.2	18,228.5	16,932.7	15,716.4
자본총계	14,278.0	16,623.4	19,786.7	21,253.8	22,827.4
자본금	4,342.7	4,342.7	4,342.7	4,342.7	4,342.7
자본잉여금	(268.9)	(374.4)	(351.9)	(351.9)	(351.9)
신중자본증권	1,096.8	3,068.5	3,068.5	3,068.5	3,068.5
이익잉여금	8,206.0	8,731.2	9,914.6	11,381.7	12,955.3
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	(1,581.7)	(1,892.6)	(220.1)	(220.1)	(220.1)

CSM Movement

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
기초 CSM	9,238.5	9,109.1	8,713.7	9,208.2	9,563.2
신계약 CSM	2,123.1	2,066.3	2,588.8	2,624.0	2,625.6
이자부리	350.1	357.8	364.3	379.7	394.1
CSM 조정	(1,750.6)	(2,032.2)	(1,693.7)	(1,850.0)	(1,864.1)
CSM 상각	(851.9)	(787.3)	(764.9)	(798.7)	(829.5)
기말 CSM	9,109.1	8,713.7	9,208.2	9,563.2	9,889.4
CSM 전환배수 (배)	6.6	6.8	9.4	9.4	9.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

개별손익보고서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
보험손익	834.7	623.9	808.9	865.5	963.1
CSM 상각	851.9	787.3	764.9	798.7	829.5
RA 변동	138.1	155.6	163.2	128.8	103.8
예설차	(210.6)	(334.6)	(391.9)	(399.9)	(339.3)
기타	(273.1)	(263.8)	(103.4)	(52.7)	(59.4)
투자손익	262.2	523.4	999.0	1,090.5	1,142.2
영업이익	1,097.0	1,147.3	1,807.9	1,956.0	2,105.4
영업외손익	76.0	(14.8)	(4.4)	(15.6)	(15.6)
세전이익	1,173.0	1,132.5	1,803.4	1,940.4	2,089.8
법인세비용	307.0	296.2	398.9	473.2	516.3
당기순이익	737.3	641.3	1,199.9	1,255.7	1,346.7

Investment Portfolio

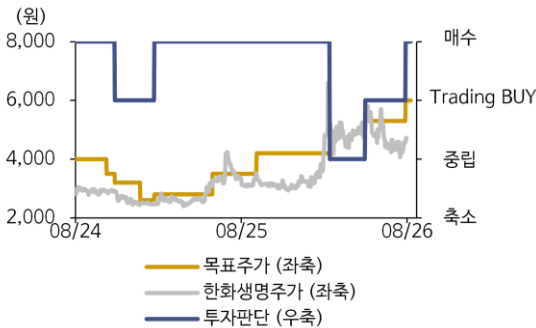
12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
현-예치금	1.8	2.4	1.2	1.2	1.2
주식	3.4	3.7	3.9	3.9	3.9
채권	49.7	49.1	46.5	46.5	46.5
수익증권	14.3	13.8	13.5	13.5	13.5
외화유가증권	13.6	15.2	18.4	18.4	18.4
대출채권	15.0	13.7	14.3	14.3	14.3
부동산	2.2	2.1	2.3	2.3	2.3

Valuation Indicator

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	849	738	1,381	1,446	1,551
BPS (원)	13,580	15,976	19,290	20,979	22,791
PER (배)	0.7	1.1	0.8	0.8	0.7
PBR (배)	0.18	0.20	0.24	0.22	0.20
ROE (%)	5.9	5.0	7.8	7.2	7.1
ROA (%)	0.5	0.5	0.8	0.8	1.0
배당성장 (%)	0	0	0	0	0
DPS (원)	0	0	0	0	0
배당수익률 (%)	0	0	0	0	0

투자의견 및 목표주가 추이

한화생명(088350)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 02월 22일	매수	4,000	(26.2)	(15.4)
2024년 08월 23일		6개월경과	(26.8)	(24.6)
2024년 10월 21일	매수	3,500	(16.8)	(15.4)
2024년 11월 08일	Trading BUY	3,200	(18.1)	(10.3)
2025년 01월 03일	Trading BUY	2,600	(3.7)	(2.7)
2025년 02월 03일	매수	2,800	(5.9)	13.8
2025년 06월 11일	매수	3,500	(3.1)	21.1
2025년 09월 16일	매수	4,200	(21.0)	57.1
2026년 02월 24일	중립	-	14.9	25.0
2026년 05월 13일	Trading BUY	5,300	(10.0)	9.4
2026년 08월 10일	매수	6,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 임희연, 이지연)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	섹터
- 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 - Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% - 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% - 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	- 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 - 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 - 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 08월 11일 기준)

매수 (매수)	93.21%	Trading BUY (중립)	4.15%	중립 (중립)	2.64%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------