

# 한화생명 (088350)

## 변액 관련 영향으로 호실적. 제도 불확실성은 상존

### 2Q26 별도 순이익 2,624억원(+353.1% YoY)

한화생명의 2Q26 순이익은 2,624억원(+353.1% YoY)으로 2Q26 증시 활성화에 따라 변액보험과 관련하여 손실계약비용 환입, 헤지운용 손익이 대거 발생하며 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다.

**[신계약]** 보장성 신계약은 APE 기준 6,339억원(-9.5% QoQ), 월초 (월평균) 176억원(-9.8% QoQ)으로 1Q26 대비 축소되었다. 다만 금리 상승 등 영향으로 CSM배수가 월초 기준 12.3배(+2.5배 QoQ)로 개선되며 신계약 CSM은 6,892억원(+57.6% YoY)으로 크게 상승했다. 가정 조정의 경우 먼저 처리 가정 선진화 관련 영향으로 CSM이 약 2,700억원 감소했다. 한편 VFA 모형의 CSM Movement를 제외한 일반모형 기준 2Q26 CSM 가정 조정은 약 7,088억원 감소로 추정되는데 다소 높은 변동성이 지속되고 있다는 점에서 일부 부담요인이 지속되고 있다고 판단한다.

**[보험손익]** 별도 기준 보험손익은 2,229억원(+209.7% YoY)을 기록했다. 전년 대비 보험금 예실차가 소폭 개선된 가운데 변액보험과 관련하여 손실계약비용 환입이 약 800억원 발생함에 따라 전년 대비 큰 폭으로 보험손익이 개선되었다. 한편 CSM 상각이익은 1,816억원(-7.3% YoY)로 잔액 증가에도 감소하는 모습이 나타났는데 과거 대비 중/장기납 종신 판매 비중이 확대되며 상각 비율이 축소된 영향 등으로 추정된다.

**[투자손익]** 투자손익은 1,129억원(+205.8% YoY)으로 일반계정 투자손익 486억원, 특별계정 투자손익 643억원으로 구성되었다. 변액보험 관련 헤지운용 부문에서 대규모 이익을 시현했으며 일반계정도 금리 상승 등을 바탕으로 경상 투자이익이 개선되는 등 영향으로 안정적인 이익을 시현했다.

**[K-ICS]** K-ICS비율은 167%(+4.9%p QoQ)로 금리 상승 등 영향에 힘입어 전분기 대비 개선되는 모습이 나타났다. 다만 현재 이익잉여금 내 해약환급금준비금 적립 한도가 소진되어 재무제표 상 추가적인 해약환급금 준비금 순증액이 실제 적립 규모 대비 제한적인 수준에 머무를 것으로 예상된다. 이를 감안했을 때 가용자본 산출 시 보완자본으로 분류되는 '해약환급금 부족분 상당액 중 해약환급금 준비금 상당액 초과분'이 증가하며 기본자본 증가 폭이 둔화될 것으로 예상되는 만큼 향후 기본자본 K-ICS비율 관리에 보다 많은 노력이 필요할 전망이다.

### 실질적인 기업가치는 여전히 이익보다 제도 불확실성 해소가 관건

한화생명은 IFRS17 회계기준 전환 이후 해약환급금준비금이 큰 폭으로 증가함에 따라 배당가능이익이 제한되고 있다. 재무제표 기준 동사의 실적과 관계없이 순이익보다 해약환급금 준비금 순증 규모가 높은 상황이 지속되고 있는 점을 감안했을 때 향후 동사의 기업가치 제고에 있어 핵심은 해약환급금준비금 등 제도 관련 불확실성 해소가 될 것으로 예상된다. 다만 1) 해약환급금준비금이 발생하는 주요 요인이 과거 대비 큰 폭으로 증가한 신계약비에 기인하고 있으며 2) 동사의 보장성 보험 APE가 IFRS17 도입 이전 대비 100% 이상 증가한 수준이 지속되고 있는 점 등을 종합적으로 감안할 때 향후 해약환급금 준비금 등 제도 개선의 선결조건은 동사의 자체적인 신계약비 관리 여부가 될 것으로 예상된다. 밸류에이션 관점에서 동사의 26E PBR은 0.31배 수준에 불과하다는 점에서 추가적인 하락 우려는 제한적일 것으로 예상된다. 다만 Upside 여부는 제도 불확실성이 해소되지 않는 한 동사의 이익이 주주에게 귀속될 수 없다는 점에서 제도 개선에 대한 베타에 가깝다고 판단한다.

### Company Brief

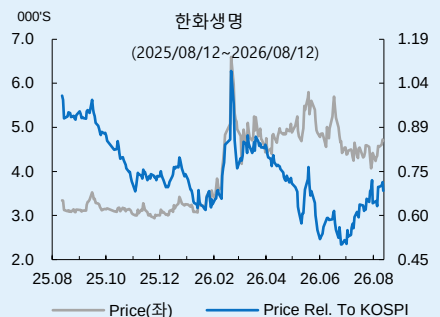
## Buy (Maintain)

|                |            |
|----------------|------------|
| 목표주가(12M)      | 5,900원(유지) |
| 증가(2026.08.12) | 4,700원     |
| 상승여력           | 25.5 %     |

| Stock Indicator |              |
|-----------------|--------------|
| 자본금             | 4,343십억원     |
| 발행주식수           | 86,853만주     |
| 시가총액            | 4,082십억원     |
| 외국인지분율          | 8.4%         |
| 52주 주가          | 2,940~6,600원 |
| 60일평균거래량        | 5,276,268주   |
| 60일평균거래대금       | 27.1십억원      |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률    | 1.1  | -3.0 | 4.6   | 40.5  |
| 상대수익률    | 13.1 | 10.9 | -14.6 | -65.7 |

### Price Trend



| FY        | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 보험손익(십억원) | 345    | 492    | 491    | 530    |
| 투자손익(십억원) | 87     | 446    | 240    | 235    |
| 영업이익(십억원) | 432    | 938    | 731    | 765    |
| 순이익       | 314    | 733    | 545    | 570    |
| EPS(원)    | 418    | 843    | 628    | 657    |
| BPS(원)    | 12,500 | 15,209 | 15,552 | 16,127 |
| PER(배)    | 7.8    | 5.6    | 7.5    | 7.2    |
| PBR(배)    | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| ROE(%)    | 3.4    | 7.0    | 4.7    | 4.8    |
| 배당수익률(%)  | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |

주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

[금융]

설용진 2122-9159 s.dragon@imfnsec.com

표1. 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원, %)    | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25    | 4Q25    | 1Q26    | 2Q26    | 3Q26E   | 4Q26E   | % QoQ  | % YoY |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|-------|
| 보험손익        | 104     | 72      | -36     | 205     | 62      | 222.9   | 134     | 73      | 257.0  | 209.7 |
| CSM 상각      | 199     | 196     | 196     | 197     | 191     | 181.6   | 183     | 187     | -5.1   | -7.3  |
| RA 해제       | 39      | 37      | 40      | 40      | 44      | 47.7    | 51      | 54      | 7.6    | 28.3  |
| 예실차         | -29     | -38     | -126    | -116    | -92     | -55.7   | -57     | -103    | 적지     | 적지    |
| 기타사업비용      | -28     | -32     | -60     | -27     | -32     | -36.6   | -31     | -27     | 적지     | 적지    |
| 손실계약비용 및 기타 | -76     | -91     | -86     | 111     | -49     | 86.0    | -13     | -37     | 흑전     | 흑전    |
| 투자손익        | 45      | -4      | 215     | -169    | 242     | 112.9   | 46      | 45      | -53.3  | 흑전    |
| 일반계정        | -20.9   | 16      | 247     | -64     | 246     | 48.6    | 46      | 45      | -80.2  | 205.8 |
| 자산운용수익      | 653     | 704     | 934     | 615     | 933     | 772.1   | 761     | 763     | -17.2  | 9.7   |
| 보험금융손익      | -673    | -688    | -687    | -679    | -687    | -723.5  | -715    | -718    | 적지     | 적지    |
| 특별계정        | 65      | -20     | -32     | -105    | -4      | 64.3    | 0       | 0       | 흑전     | 흑전    |
| 영업이익        | 149     | 68      | 179     | 36      | 304     | 335.8   | 180     | 118     | 10.3   | 393.8 |
| 영업외손익       | 3       | 3       | -8      | -17     | 4       | -15.5   | -6      | -11     | 적전     | 적전    |
| 세전이익        | 152     | 71      | 170     | 19      | 308     | 320.3   | 174     | 108     | 3.9    | 347.9 |
| 별도 당기순이익    | 122     | 58      | 136     | -2      | 248     | 262.4   | 136     | 86      | 5.8    | 353.1 |
| 보장성 APE     | 688     | 743     | 879     | 788     | 700     | 633.9   | 581     | 554     | -9.5   | -14.7 |
| 신계약 CSM     | 488     | 437     | 564     | 576     | 611     | 689.2   | 595     | 570     | 12.8   | 57.6  |
| 자산총계        | 125,761 | 126,797 | 127,200 | 125,777 | 124,018 | 124,571 | 125,327 | 125,435 | 0.4    | -1.8  |
| 운용자산        | 107,959 | 108,593 | 109,415 | 107,602 | 105,423 | 103,411 | 104,156 | 104,269 | -1.9   | -4.8  |
| 비운용자산       | 3,086   | 2,719   | 2,395   | 2,472   | 2,488   | 2,466   | 2,477   | 2,471   | -0.9   | -9.3  |
| 부채총계        | 115,595 | 115,122 | 115,486 | 113,316 | 110,608 | 110,228 | 110,536 | 111,187 | -0.3   | -4.3  |
| 책임준비금       | 96,270  | 95,523  | 95,637  | 92,012  | 87,198  | 82,749  | 83,806  | 84,083  | -5.1   | -13.4 |
| 장기보험 CSM 잔액 | 8,866   | 8,833   | 9,059   | 8,714   | 8,921   | 8,928   | 9,133   | 8,912   | 0.1    | 1.1   |
| 자본총계        | 10,166  | 11,675  | 11,714  | 12,461  | 13,410  | 14,343  | 14,445  | 14,497  | 7.0    | 22.9  |
| 해약환급금준비금    | 3,934   | 4,672   | 5,279   | 6,508   | 7,109   | 7,305   | 7,515   | 7,598   | 2.8    | 56.3  |
| ROE (%)     | 5.5     | 2.7     | 6.3     | -0.1    | 10.0    | 9.7     | 4.8     | 3.0     | -0.3%p | 7%p   |
| K-ICS 비율(%) | 155.0   | 161.0   | 158.2   | 157.0   | 162.1   | 167.0   | 164.8   | 162.8   | 4.9%p  | 6%p   |

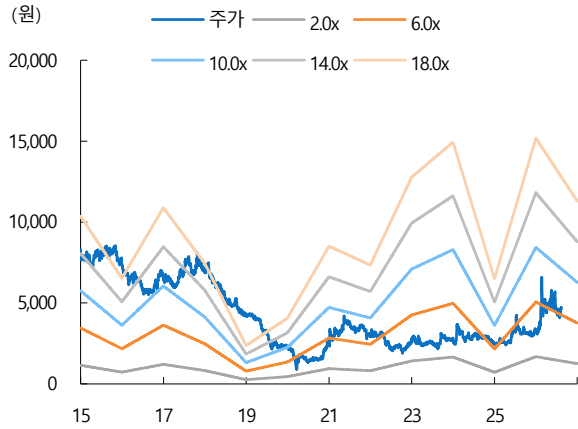
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 실적 추정치 변경

| 항목   | 분류     | 2025 | 2026E | 2027E  | 2028E  |
|------|--------|------|-------|--------|--------|
| 보험손익 | 수정 후   | 345  | 492   | 491    | 530    |
|      | 수정 전   |      | 342   | 381    | 396    |
|      | 증감률(%) |      | 44.0% | 28.9%  | 33.8%  |
| 투자손익 | 수정 후   | 87   | 446   | 240    | 235    |
|      | 수정 전   |      | 429   | 298    | 296    |
|      | 증감률(%) |      | 3.9%  | -19.4% | -20.6% |
| 세전이익 | 수정 후   | 413  | 910   | 696    | 729    |
|      | 수정 전   |      | 772   | 676    | 688    |
|      | 증감률(%) |      | 17.9% | 2.9%   | 5.9%   |
| 순이익  | 수정 후   | 314  | 733   | 545    | 570    |
|      | 수정 전   |      | 620   | 544    | 553    |
|      | 증감률(%) |      | 18.2% | 0.2%   | 3.1%   |

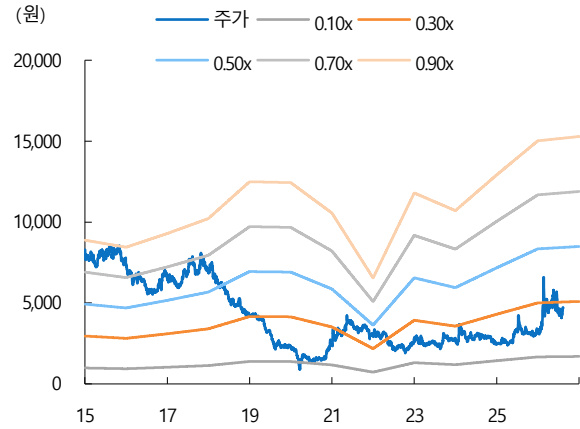
자료: 한화생명, iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



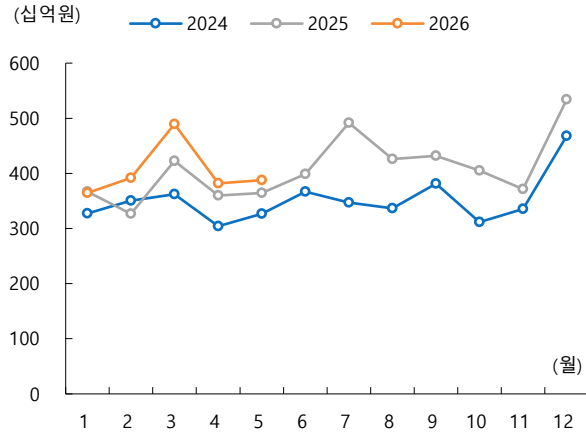
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



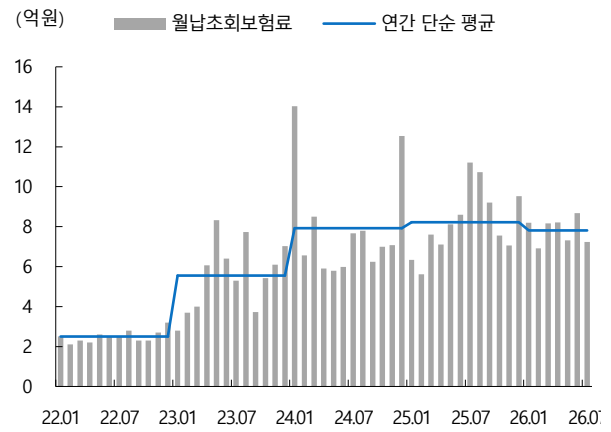
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 월별 사업비 추이



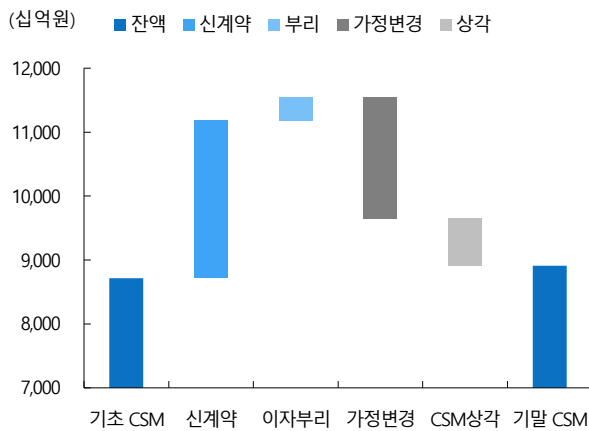
자료: 생명보험협회, iM증권 리서치본부

그림4. GA 신계약 실적



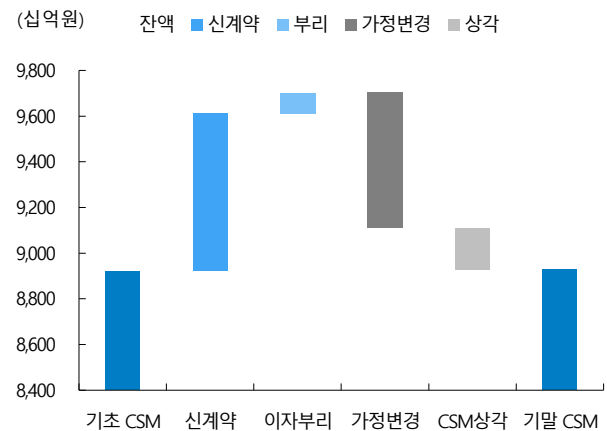
자료: 보험저널, iM증권 리서치본부

그림5. CSM Movement(연간 추정)



자료: iM증권 리서치본부 추정

그림6. CSM Movement(분기)



자료: iM증권 리서치본부 추정

| 재무상태표        |                |                |                |                |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (십억원)        | 2025           | 2026E          | 2027E          | 2028E          |
| <b>운용자산</b>  | <b>107,602</b> | <b>104,269</b> | <b>106,099</b> | <b>108,064</b> |
| 현금 및 예치금     | 2,482          | 1,353          | 1,476          | 1,716          |
| 유가증권         | 88,460         | 86,040         | 87,563         | 89,099         |
| 대출금          | 14,442         | 14,600         | 14,873         | 15,148         |
| 부동산          | 2,218          | 2,277          | 2,187          | 2,101          |
| <b>비운용자산</b> | <b>2,472</b>   | <b>2,471</b>   | <b>2,473</b>   | <b>2,473</b>   |
| 특별계정자산 및 기타  | 15,703         | 18,694         | 18,694         | 18,694         |
| <b>자산총계</b>  | <b>125,777</b> | <b>125,435</b> | <b>127,266</b> | <b>129,232</b> |
| <b>책임준비금</b> | <b>92,012</b>  | <b>84,083</b>  | <b>86,290</b>  | <b>88,577</b>  |
| CSM잔액(원수)    | 8,714          | 8,912          | 9,388          | 9,870          |
| 계약자지분조정      | 11             | -15            | -15            | -15            |
| 특별계정부채 및 기타  | 21,294         | 27,119         | 27,002         | 26,994         |
| <b>부채총계</b>  | <b>113,316</b> | <b>111,187</b> | <b>113,277</b> | <b>115,557</b> |
| 자본금          | 4,343          | 4,343          | 4,343          | 4,343          |
| 신종자본증권       | 3,068          | 3,068          | 3,068          | 3,068          |
| 자본잉여금        | 485            | 485            | 485            | 485            |
| 이익잉여금        | 7,085          | 7,660          | 8,067          | 8,500          |
| 해약환급금준비금     | 6,508          | 7,598          | 8,005          | 8,437          |
| 기타자본         | -2,521         | -1,060         | -1,210         | -1,210         |
| 비지배주주지분      | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>자본총계</b>  | <b>12,461</b>  | <b>14,497</b>  | <b>14,754</b>  | <b>15,186</b>  |

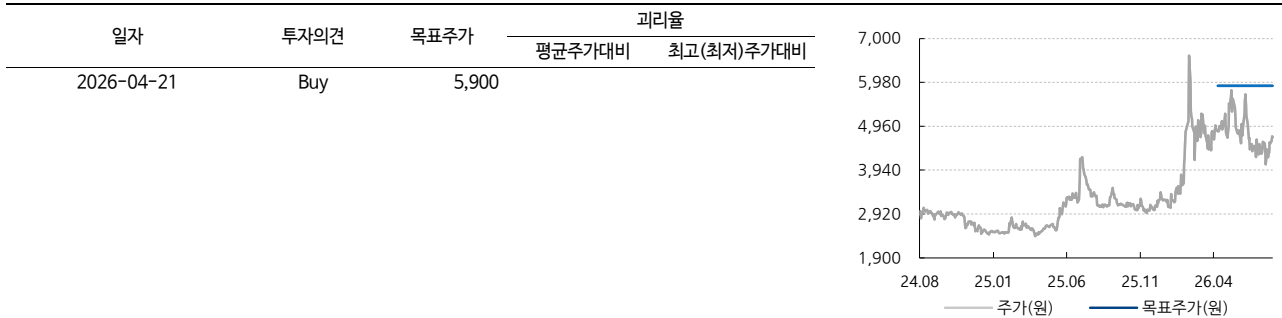
| 주요투자지표(1)         |        |        |        |        |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원)             | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
| <b>신계약 수익성</b>    |        |        |        |        |
| APE               | 3,650  | 2,935  | 2,773  | 2,804  |
| 신계약 CSM           | 2,066  | 2,466  | 2,400  | 2,424  |
| 신계약 CSM 배수        | 56.6   | 84.0   | 86.5   | 86.4   |
| <b>CSM 관련 지표</b>  |        |        |        |        |
| 기초CSM             | 9,109  | 8,714  | 8,912  | 9,388  |
| CSM 조정 가정 변경      | -2,032 | -1,893 | -1,550 | -1,550 |
| 신계약 CSM(원수)       | 2,066  | 2,466  | 2,400  | 2,424  |
| CSM 이자부리          | 358    | 368    | 383    | 402    |
| 상각 전 CSM          | 9,501  | 9,655  | 10,145 | 10,664 |
| CSM상각액            | 787    | 743    | 757    | 794    |
| CSM상각률(%)         | 8.3    | 7.7    | 7.5    | 7.4    |
| CSM 순증액           | -395   | 198    | 476    | 482    |
| <b>투자이익 관련 지표</b> |        |        |        |        |
| 총 운용수익률           | 2.7    | 3.0    | 3.0    | 3.0    |
| 평가처분손익 제외 수익률     | 2.6    | 2.5    | 2.5    | 2.5    |
| <b>손익구성</b>       |        |        |        |        |
| 보험손익              | 79.9   | 52.5   | 67.2   | 69.3   |
| CSM상각             | 182.3  | 79.2   | 103.6  | 103.9  |
| 투자손익              | 20.1   | 47.5   | 32.8   | 30.7   |
| <b>자본적정성</b>      |        |        |        |        |
| 지급여력비율(K-ICS)     | 157.0  | 162.8  | 164.3  | 166.5  |

자료: 한화생명, iM증권 리서치본부

| 포괄손익계산서         |            |            |            |            |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| (십억원, %)        | 2025       | 2026E      | 2027E      | 2028E      |
| <b>보험손익(별도)</b> | <b>345</b> | <b>492</b> | <b>491</b> | <b>530</b> |
| CSM 상각          | 787        | 743        | 757        | 794        |
| RA해제            | 156        | 197        | 219        | 225        |
| 예실차             | -310       | -307       | -282       | -285       |
| 손실계약비용          | -147       | -127       | -128       | -129       |
| 기타사업비/재보험손익     | -141       | -14        | -76        | -76        |
| <b>투자손익(별도)</b> | <b>87</b>  | <b>446</b> | <b>240</b> | <b>235</b> |
| 일반계정손익          | 179        | 385        | 240        | 235        |
| 평가처분손익          | 102        | 587        | 499        | 499        |
| 특별계정손익          | -92        | 60         | 0          | 0          |
| <b>영업이익(별도)</b> | <b>432</b> | <b>938</b> | <b>731</b> | <b>765</b> |
| 영업외손익           | -19        | -28        | -36        | -36        |
| <b>세전이익(별도)</b> | <b>413</b> | <b>910</b> | <b>696</b> | <b>729</b> |
| 법인세비용           | 99         | 178        | 150        | 158        |
| 법인세율(%)         | 24.0       | 19.5       | 21.6       | 21.7       |
| <b>당기순이익</b>    | <b>314</b> | <b>733</b> | <b>545</b> | <b>570</b> |

| 주요투자지표(2)           |        |        |        |        |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
|                     | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
| <b>성장성지표(%)</b>     |        |        |        |        |
| 운용자산증가율             | 2.5    | -3.1   | 1.8    | 1.9    |
| CSM증가율              | -4.3   | 2.3    | 5.3    | 5.1    |
| BPS증가율              | 1.7    | 21.7   | 2.2    | 3.7    |
| 보험손익증가율             | -31.9  | 42.8   | -0.3   | 7.9    |
| 투자손익증가율             | -77.8  | 413.2  | -46.1  | -2.2   |
| 영업이익증가율             | -51.9  | 117.3  | -22.1  | 4.6    |
| 세전이익증가율             | -54.4  | 120.3  | -23.6  | 4.8    |
| 당기순이익증가율            | -56.5  | 133.4  | -25.6  | 4.6    |
| <b>주당지표(원)</b>      |        |        |        |        |
| EPS                 | 418    | 843    | 628    | 657    |
| BPS                 | 12,500 | 15,209 | 15,552 | 16,127 |
| EV(BV+CSM)          | 21,263 | 23,419 | 24,263 | 25,316 |
| 보통주 DPS             | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 보통주 배당수익률(%)        | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| <b>Valuation 지표</b> |        |        |        |        |
| PER(배)              | 7.8    | 5.6    | 7.5    | 7.2    |
| PBR(배)              | 0.26   | 0.31   | 0.30   | 0.29   |
| P/EV(배)             | 0.15   | 0.20   | 0.19   | 0.19   |
| ROE(%)              | 3.4    | 7.0    | 4.7    | 4.8    |
| ROA(%)              | 0.3    | 0.6    | 0.4    | 0.4    |
| 배당성향(%)             | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |

## 한화생명 투자이견 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자이견]

## 종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

## 산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## [투자등급 비율 2026-06-30 기준]

| 매수    | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|----|
| 89.8% | 10.2%  | -  |