

한화생명 (088350)

보험 Up, 투자 Down. 관건은 신계약, 배당

3Q26E 별도 순이익 -755억원(적전 YoY) 전망

한화생명의 3Q26E 순이익은 -755억원(적전 YoY)으로 평가처분손익 악화 및 특별계정 변액 헷지운용 손실 등 투자손익 부진 영향으로 컨센서스를 하회할 전망이다.

[신계약] 보장성 신계약은 APE 6,022억원(-5% QoQ), 월초(월평균) 기준 167억원(-5% QoQ)으로 축소 추세가 지속될 전망이다. 다만 금리 상승 추세에 따라 중신 중심으로 CSM배수가 높은 수준을 유지하며 신계약 CSM은 6,319억원(+12% YoY)으로 높은 수준을 유지할 전망이다. 가정 조정의 경우 계리 가정 선진화 등 영향이 없는 만큼 경상 해지차 수준을 전망한다. 한편 지난 9/21부터 700종신 상품의 판매가 중단되었다. 언론 보도 등에 따르면 700종신이 동사 월초보험료의 약 30~40%로 신계약 내 상당 비중을 차지하고 있었던 만큼 향후 신계약 물량 및 CSM 축소(연금/저축보험과 유사한 2~3 배 수준을 가정할 경우 약 1천억원 내외로 추정) 등 영향이 예상된다. 아울러 단기납종신의 해지율 가정 등에 대한 우려가 높아지고 있는 만큼 제도 강화 가능성에 유의할 필요가 있다.

[보험손익] 별도 보험손익은 1,162억원(흑전 YoY)을 기록할 전망이다. 전년도 보험금 예실차 관련 손실(건강보험 청구 확대) 및 유배당연금/변액 관련 손실계약비용 등 기저효과에 기인한다. 연말 간편보험 등 추가 계리 가정 선진화 항목 반영 시 점진적으로 보험금 예실차 개선 추세가 나타날 전망이다.

[투자손익] 투자손익은 -2,066억원(적전 YoY)을 전망하며 일반계정 -1,816억원, 특별계정 -250억원을 시현할 것으로 예상된다. 금리 상승, 환율 하락 등에 따라 FVPL자산의 평가처분손실이 큰 폭으로 발생하고 증시 변동 영향으로 변액 헷지운용 손실까지 반영되며 전반적으로 부진한 실적을 시현할 것으로 전망한다.

[K-ICS] K-ICS비율은 169.1%(+2.14%p QoQ)로 금리 상승 등 영향에 힘입어 전분기 대비 개선될 전망이다. 금리 상승 시 가용자본 개선에도 대량해지위험액 증가로 인한 요구자본 부담이 가중되고 있어 향후 재보험 출재 등을 통해 자본비율을 안정적으로 관리할 전망이다. 이익잉여금 내 해약환급금준비금 적립 한도가 소진되어 기본자본 증가 폭이 둔화되고 있으나 제도 관련 개선 요인이 남아있는 점을 감안했을 때 단기적으로 문제가 될 수준은 아닐 것으로 예상된다.

투자손익 중심으로 높은 이익 변동성. 향후 관건은 신계약과 배당이라 판단

한화생명의 평가처분손익과 변액 관련 운용손익이 상반기 및 3Q26의 이익 변동폭을 크게 좌우하고 있다. 향후 투자손익 측면의 변동성 완화가 이익의 예측가능성을 제고할 것으로 전망한다. 최근 대내외 환경을 감안했을 때 동사의 핵심 관건은 신계약 전략 및 해약환급금준비금 제도 개편에 따른 배당가능이익 확보가 될 전망이다. 700종신 판매 중단 등 동사 주력상품인 종신 관련 제도 변화가 나타나고 있는 가운데 단기납종신에 대한 해지율 우려가 높아지고 있는 만큼 추가적인 가정 강화 가능성이 상존하고 있다고 판단하며 신계약 전략 및 가정 불확실성에 대한 대응 방안을 확인할 필요가 있다. 아울러 해약환급금준비금 관련 제도 개선이 지연되며 배당 관련 불확실성이 지속되는 점도 부담 요인이다. 향후 유의미한 신계약비 축소가 나타난 이후 본격적인 제도 개선이 나타날 것으로 예상하며 판매수수료 규제로 신계약비 축소가 확인되는 27년 하반기 전후로 제도 개선에 대한 윤곽이 파악 가능할 것으로 전망한다. 투자손익 가정 변동으로 인한 이익 추정치 조정에 따라 목표주가를 5,400원으로 조정하며 투자 리스크로는 금리 하락에 따른 자본비율 및 CSM 배수 측면의 하락 압력을 제시한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

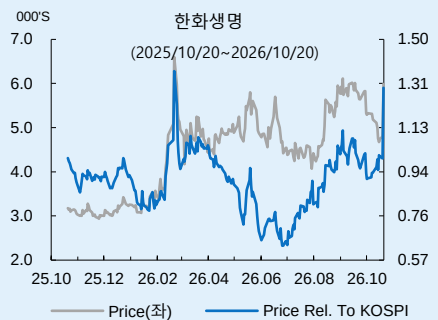
목표주가(12M)	5,400원(하향)
증가(2026.10.20)	4,630원
상승여력	16.6%

Stock Indicator

자본금	4,343십억원
발행주식수	86,853만주
시가총액	5,202십억원
외국인지분율	8.6%
52주 주가	2,940~6,600원
60일평균거래량	3,910,580주
60일평균거래대금	21.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.2	38.8	23.8	88.7
상대수익률	21.7	53.6	34.5	43.1

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(십억원)	345	474	573	605
투자손익(십억원)	87	152	202	202
영업이익(십억원)	432	627	775	807
순이익	314	495	596	620
EPS(원)	418	570	686	714
BPS(원)	12,500	15,292	15,901	16,543
PER(배)	7.8	8.1	6.7	6.5
PBR(배)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	3.4	4.7	5.1	5.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

[금융]

설용진 2122-9159 s.dragon@imfnsec.com

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~ 2028E ROE 평균	5.0%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 8%, 베타 1 기준	10.8%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 등 감안하여 차등적으로 적용	25.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.35
목표주가	2026F-2027F 평균 BPS 15,597 원에 Target PBR 적용	5,400
현재가		4,630
Upside / Downside		16.6%
투자의견		매수

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		60%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	6.0%
COE	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 8%, 베타 1 기준	10.8%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선	-15.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.47
목표주가(Bull case)	2026F-2027F 평균 BPS 15,597 원에 Target PBR 적용	7,400
Downside case		-20%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	4.0%
COE	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 8%, 베타 1 기준	10.8%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력 부진세	-35.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.24
목표주가(Bear case)	2026F-2027F 평균 BPS 15,597 원에 Target PBR 적용	3,700

자료: iM증권 리서치본부 추정

실적 추정치 변경

항목	분류	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	수정 후	345	474	573	605
	수정 전		492	491	530
	증감률(%)		-3.6%	16.6%	14.1%
투자손익	수정 후	87	152	202	202
	수정 전		446	240	235
	증감률(%)		-65.9%	-15.8%	-14.0%
세전이익	수정 후	413	609	762	795
	수정 전		910	696	729
	증감률(%)		-33.1%	9.5%	9.0%
순이익	수정 후	314	495	596	620
	수정 전		733	545	570
	증감률(%)		-32.5%	9.3%	8.9%

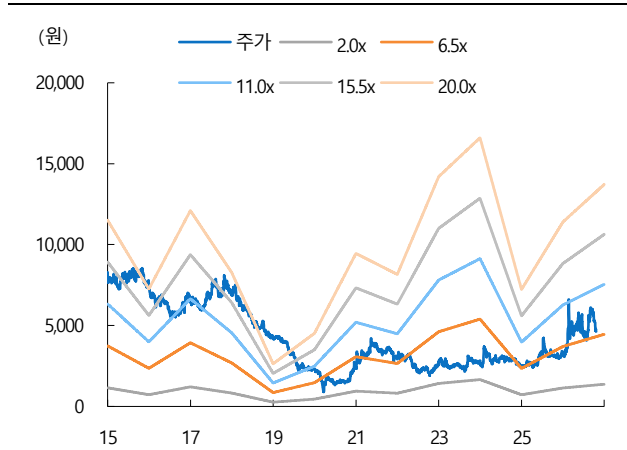
자료: 한화생명, iM증권 리서치본부 추정

표4. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	104	72	-36	205	62	223	116.2	73	-47.9	흑전
CSM 상각	199	196	196	197	191	182	184.0	187	1.4	-6.1
RA 해제	39	37	40	40	44	48	50.8	54	6.5	28.7
예실차	-29	-38	-126	-116	-92	-56	-70.4	-103	적지	적지
기타사업비용	-28	-32	-60	-27	-32	-37	-30.5	-27	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-76	-91	-86	111	-49	86	-17.7	-37	적전	적지
투자손익	45	-4	215	-169	242	113	-206.6	4	적전	적전
일반계정	-20.9	16	247	-64	246	49	-181.6	4	적전	적전
자산운용수익	653	704	934	615	933	772	550.1	736	-28.8	-41.1
보험금융손익	-673	-688	-687	-679	-687	-723	-731.7	-732	적지	적지
특별계정	65	-20	-32	-105	-4	64	-25.0	0	적전	적지
영업이익	149	68	179	36	304	336	-90.4	77	적전	적전
영업외손익	3	3	-8	-17	4	-16	-2.8	-3	적지	적지
세전이익	152	71	170	19	308	320	-93.3	74	적전	적전
별도 당기순이익	122	58	136	-2	248	262	-75.5	60	적전	적전
보장성 APE	688	743	879	788	700	634	602.2	475	-5.0	-31.5
신계약 CSM	488	437	564	576	611	689	631.9	521	-8.3	12.0
자산총계	125,761	126,797	127,200	125,777	124,018	124,571	125,130	124,768	0.4	-1.6
운용자산	107,959	108,593	109,415	107,602	105,423	103,411	103,958	103,603	0.5	-5.0
비운용자산	3,086	2,719	2,395	2,472	2,488	2,466	2,477	2,471	0.5	3.4
부채총계	115,595	115,122	115,486	113,316	110,608	110,228	110,227	110,547	0.0	-4.6
책임준비금	96,270	95,523	95,637	92,012	87,198	82,749	83,497	83,443	0.9	-12.7
장기보험 CSM 잔액	8,866	8,833	9,059	8,714	8,921	8,928	9,172	8,903	2.7	1.2
자본총계	10,166	11,675	11,714	12,461	13,410	14,343	14,533	14,559	1.3	24.1
해약환급금준비금	3,934	4,672	5,279	6,508	7,109	7,305	7,334	7,360	0.4	38.9
ROE (%)	5.5	2.7	6.3	-0.1	10.0	9.7	-2.7	2.1	-12.4%p	-9%p
K-ICS 비율 (%)	155.0	161.0	158.2	157.0	162.1	167.0	169.1	167.1	2.1%p	10.9%p

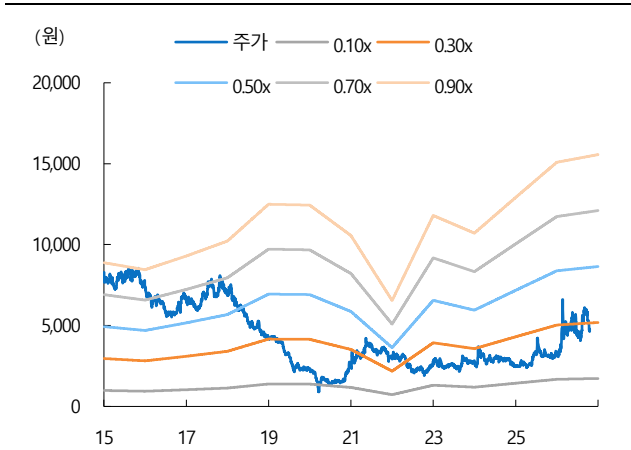
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



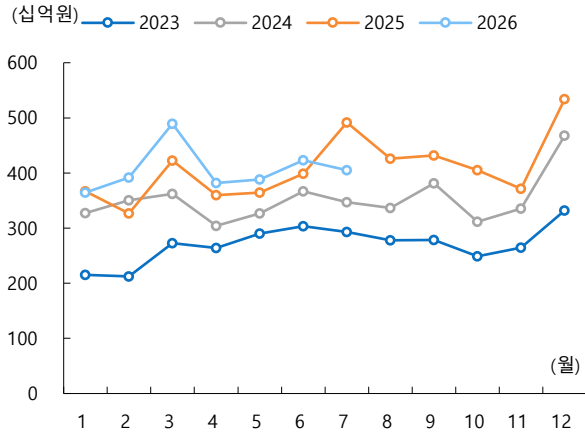
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



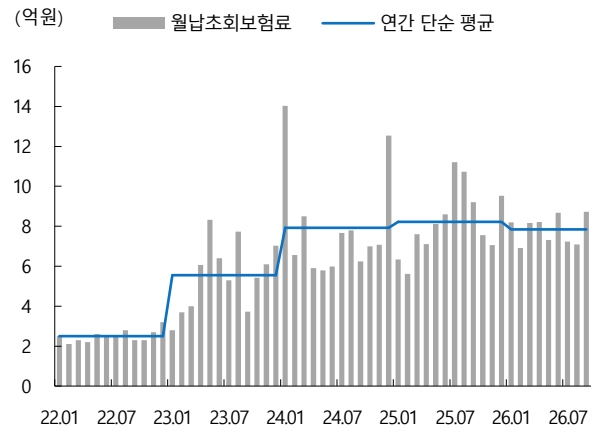
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 월별 사업비 추이



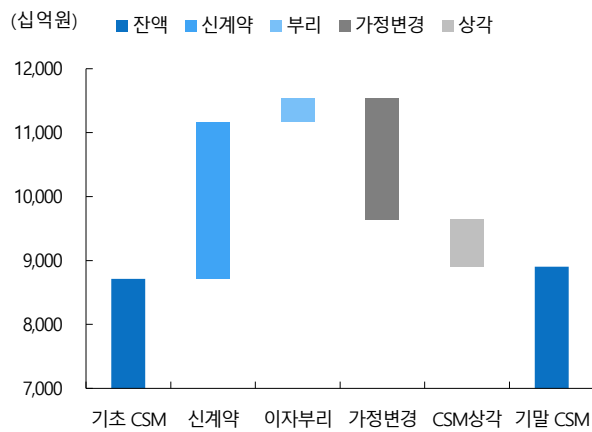
자료: 생명보험협회, iM증권 리서치본부

그림4. GA 신계약 실적



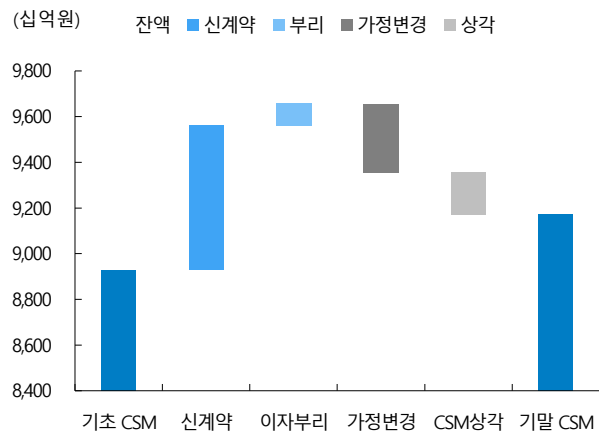
자료: 보험저널, iM증권 리서치본부

그림5. CSM Movement(연간 추정)



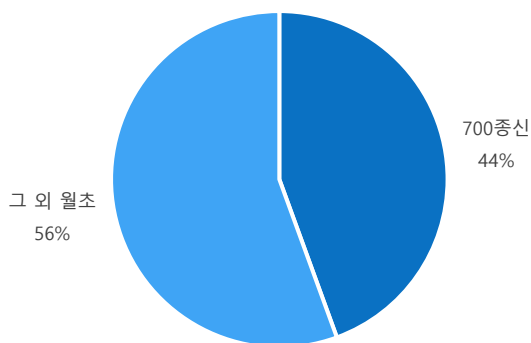
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림6. CSM Movement(분기)



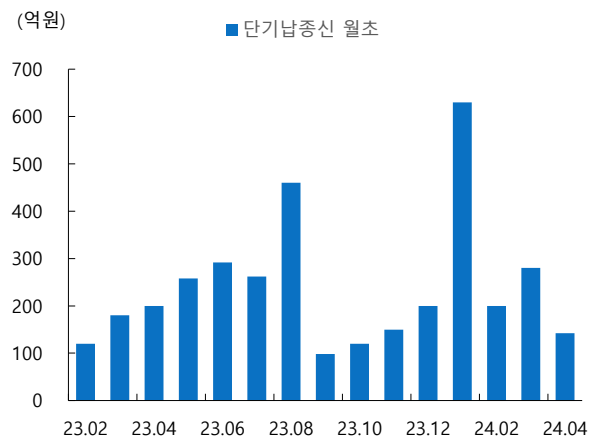
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림7. 한화생명 26년 9월 월초보험료 - 700종신 비중



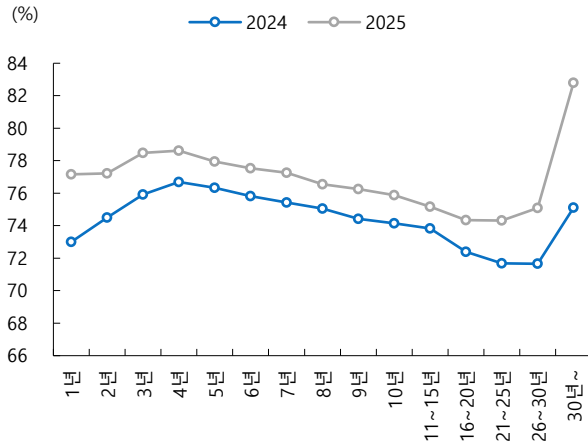
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림8. 생명보험 업계 전체 - 과거 단기납종신 월초보험료 추이



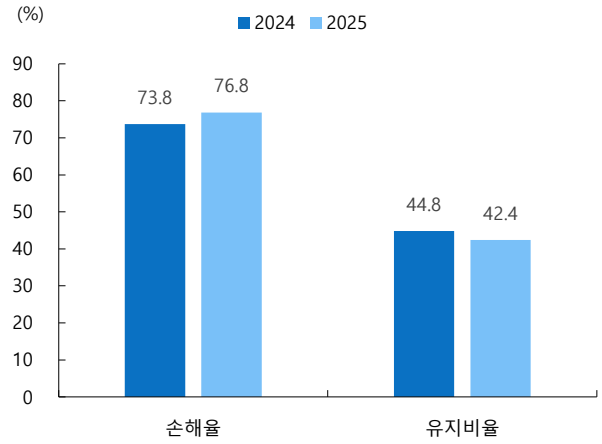
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림9. 전체 담보 합산 위험손해율 가정



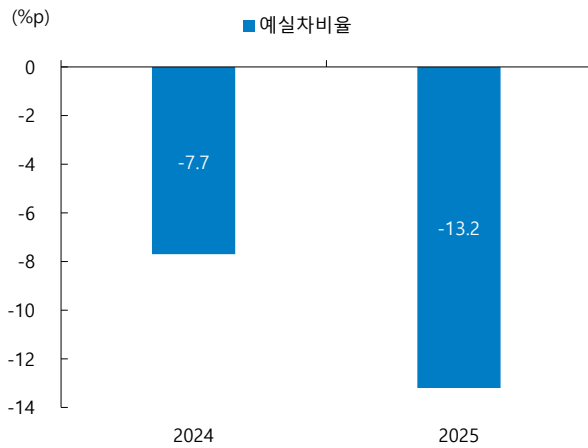
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림10. 현재가치 기준 전체 담보 손해율/유지비용 가정 현황



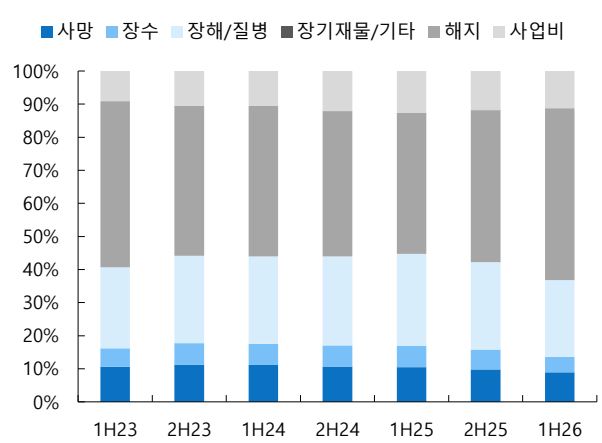
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림11. 연간 예실차 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림12. K-ICS 생명보험위험액 요구자본 세부 구성액 비중 현황



자료: 각사, iM증권 리서치본부

주: 한화손보 제거한 기준

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	107,602	103,603	103,592	103,530
현금 및 예치금	2,482	1,520	1,609	1,690
유가증권	88,460	85,333	85,325	85,276
대출금	14,442	14,473	14,471	14,463
부동산	2,218	2,277	2,187	2,101
비운용자산	2,472	2,471	2,473	2,473
특별계정자산 및 기타	15,703	18,694	18,694	18,694
자산총계	125,777	124,768	124,760	124,698
책임준비금	92,012	83,443	84,264	85,117
CSM잔액(원수)	8,714	8,903	9,281	9,667
계약자지분조정	11	-15	-15	-15
특별계정부채 및 기타	21,294	27,119	27,002	26,994
부채총계	113,316	110,547	111,251	112,097
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	7,422	7,880	8,363
해약환급금준비금	6,508	7,360	7,818	8,300
기타자본	-2,521	-760	-760	-760
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	12,461	14,559	15,017	15,499

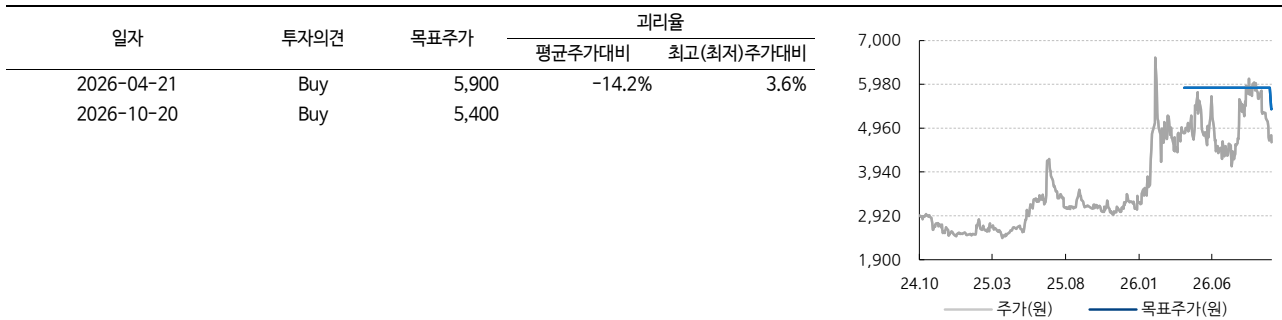
주요투자지표(1)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성				
APE	3,650	2,877	2,440	2,468
신계약 CSM	2,066	2,453	2,191	2,214
신계약 CSM 배수	56.6	85.3	89.8	89.7
CSM 관련 지표				
기초CSM	9,109	8,714	8,903	9,281
CSM 조정 가정 변경	-2,032	-1,893	-1,450	-1,450
신계약 CSM(원수)	2,066	2,453	2,191	2,214
CSM 이자부리	358	373	383	398
상각 전 CSM	9,501	9,647	10,028	10,443
CSM상각액	787	744	747	776
CSM상각률(%)	8.3	7.7	7.4	7.4
CSM 순증액	-395	190	378	386
투자이익 관련 지표				
총 운용수익률	2.7	2.8	3.0	3.0
평가처분손익 제외 수익률	2.6	2.5	2.6	2.6
손익구성				
보험손익	79.9	75.7	73.9	75.0
CSM상각	182.3	118.7	96.4	96.2
투자손익	20.1	24.3	26.1	25.0
자본적정성				
지급여력비율(K-ICS)	157.0	167.1	168.2	172.3

자료: 한화생명, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(별도)	345	474	573	605
CSM 상각	787	744	747	776
RA해제	156	197	219	225
예실차	-310	-321	-184	-186
손실계약비용	-147	-127	-128	-129
기타사업비/재보험손익	-141	-19	-82	-81
투자손익(별도)	87	152	202	202
일반계정손익	179	117	202	202
평가처분손익	102	353	445	445
특별계정손익	-92	35	0	0
영업이익(별도)	432	627	775	807
영업외손익	-19	-18	-12	-12
세전이익(별도)	413	609	762	795
법인세비용	99	114	166	174
법인세율(%)	24.0	18.8	21.8	21.9
당기순이익	314	495	596	620

주요투자지표(2)				
	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
운용자산증가율	2.5	-3.7	-0.0	-0.1
CSM증가율	-4.3	2.2	4.2	4.2
BPS증가율	1.7	22.3	4.0	4.0
보험손익증가율	-31.9	37.5	20.7	5.7
투자손익증가율	-77.8	75.3	32.6	0.0
영업이익증가율	-51.9	45.1	23.6	4.2
세전이익증가율	-54.4	47.4	25.1	4.3
당기순이익증가율	-56.5	57.7	20.4	4.1
주당지표(원)				
EPS	418	570	686	714
BPS	12,500	15,292	15,901	16,543
EV(BV+CSM)	21,263	23,481	24,443	25,442
보통주 DPS	0	0	0	0
보통주 배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation 지표				
PER(배)	7.8	8.1	6.7	6.5
PBR(배)	0.26	0.30	0.29	0.28
P/EV(배)	0.15	0.20	0.19	0.18
ROE(%)	3.4	4.7	5.1	5.1
ROA(%)	0.3	0.4	0.5	0.5
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 정확하게 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 2026-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-