2026.11.13

한화생명 (088350)

투자손익 변동성 아쉬우나 본업 개선 긍정적

3Q26 별도 순이익 -2,174억원(적전 YoY) 기록

한화생명의 3Q26 별도 순이익은 -2,174억원(적전 YoY)으로 1) 신종자본증권 환손실, 2) 변액 헷지운용 손실 등 One-off 요인이 대거 반영되며 컨센서스를 하회했다.

[신계약] 보장성 신계약은 APE 6,159억원(-2.8% QoQ), 월초(월평균) 기준 171억원(-2.9% QoQ)로 축소되었다. 다만 2Q26 가정 조정으로 인한 보장성보험 배수 하락 요인에도 갱신형 담보 판매 비중 확대 등을 통해 배수를 방어함에 따라 신계약 CSM 배수가 12.7배(+1.0배 QoQ)로 증가함에 따라 신계약 CSM은 7,859억원(+39.3% YoY)으로 증가세를 지속했다. 가정 조정으로 인한 CSM 감소 규모는 다른 회사 대비 높지만 이전보다 줄어든 -2,010억원을 기록하며 견조한 CSM 잔액 증가 추세가 나타났다. 4분기 중에는 700종신 판매 중단에 따른 신계약 영향이 일부 예상되며 향후 신계약 물량과 CSM을 안정적으로 방어할 수 있을지 여부가 관건이 될 전망이다.

[보험손익] 별도 보험손익은 999억원(흑전 YoY)으로 전년도 대규모 보험금예실차 관련 부담 축소 및 대규모 손실계약비용 기저효과 영향으로 개선된 실적을 시현했다. 25년 말 저점을 확인한 이후 CSM이 다시 회복세를 보이며 9.4조원(+3.9% YoY)로 증가한 만큼 경상 이익 측면의 개선을 기대할 수 있는 점은 긍정적이라고 판단한다.

[투자손익] 투자손익은 -4,621억원(적전 YoY)으로 일반계정 -1,885억원, 특별계정 -2,736억원을 기록했다. 환율 변동으로 인한 외화 신종자본증권 환손실 약 -1,836억원, 시장 변동으로 인한 변액 헷지운용 손실 약 -2,467억원이 발생하며 투자손실이 확대되었다. 동사 투자손익은 26년 상반기 중 대체투자 관련 평가처분손익 1,980억원, 변액 헷지운용 이익 643억원 등 플러스가 큰 폭으로 반영된 반면 하반기에는 환 손실, 헷지운용 손실이 대거 반영되며 변동성이 타사보다 다소 높은 모습이 지속되고 있다. 향후 전반적인 이익 변동성 관리 강화 여부에 대한 확인이 필요할 전망이다.

[K-ICS] K-ICS비율은 171%(+3.0%p QoQ)로 개선되었다. 다만 현재 보험사 배당에 있어 핵심이 K-ICS비율이 아닌 해약환급금준비금이며 동사의 경우 이익잉여금 내 해약환급금준비금 적립 한도가 모두 소진된 점을 감안했을 때 추가적인 관련 제도 개선이 없는 한 배당 재개는 어려울 것으로 전망한다. 향후 판매수수료 제도 개편 이후 신계약비 축소가 나타난 이후 유의미한 제도 개선이 나타날 것으로 전망한다.

CSM 회복 추세 긍정적이나 향후 가정과 제도 측면의 영향 모니터링 필요

한화생명의 3Q26 실적은 투자손익 측면의 높은 변동성으로 부진했으나 보험손익 측면에서는 이전보다 개선된 모습이 나타났다는 점은 긍정적이다. 평가처분손익 등을 포함한 투자 측면의 일회성 요인을 제외한 경상 실적은 분기 기준 약 1,500억원 내외 수준으로 추정한다. 다만 여전히 계리 가정 선진화에 따라 4Q26 중 간편보험에 대한 손해율 가정 강화, 타 생보사의 700종신 해지율 쇼크 발생에 따른 잠재적인 가정 강화 관련 불확실성 등 가정 관련 영향을 확인할 필요가 있다고 판단하며 변액 헷지운용 등 투자손익 측면의 변동성 완화 여부도 추후 확인할 필요가 있다고 판단한다. 해약환급금준비금 제도 개선이 없는 한 자력으로 배당 재개가 어렵다는 점에서 향후 동사 기업가치는 동사의 영업력이나 언더라이팅보다 전반적인 계리적 가정 강화 여부나 해약환급금준비금, 판매수수료 제도 변경 등 대외적 요인에 의해 결정될 전망이다. 생명 외 주요 자회사 및 해외 사업 바탕으로 전반적인 이익 체력이 개선되고 있는 점은 긍정적이나 핵심인 생보 및 손보의 배당가능이익 관련 불확실성이 지속되고 있는 만큼 종합적인 기업가치 측면의 반영까지는 시간이 필요할 전망이다.

iM증권

Company Brief

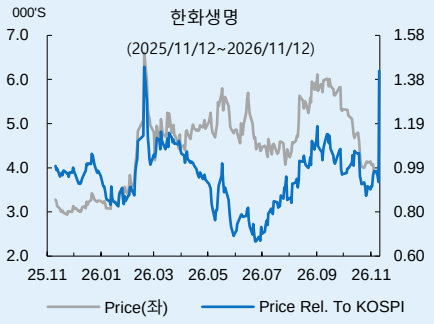
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	5,400원(유지)
종가(2026.11.12)	3,840원
상승여력	40.6 %

Stock Indicator	
자본금	4,343십억원
발행주식수	86,853만주
시가총액	3,335십억원
외국인지분율	8.5%
52주 주가	2,930~7,560원
60일평균거래량	3,734,967주
60일평균거래대금	20.십억원

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

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(십억원)	345	437	565	630
투자손익(십억원)	87	-59	175	190
영업이익(십억원)	432	378	740	819
순이익	314	369	579	638
EPS(원)	418	424	667	735
BPS(원)	12,500	14,112	14,678	15,323
PER(배)	7.8	9.1	5.8	5.2
PBR(배)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	3.4	3.7	5.4	5.7
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**	**223**	**99.9**	**52**	**-55.2**	**흑전**
CSM 상각	199	196	196	197	191	182	190.9	198	5.1	-2.6
RA 해제	39	37	40	40	44	48	45.3	45	-5.2	14.6
예실차	-29	-38	-126	-116	-92	-56	-73.4	-107	적지	적지
기타사업비용	-28	-32	-60	-27	-32	-37	-61.1	-50	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-76	-91	-86	111	-49	86	-1.8	-33	적전	적지
투자손익	**45**	**-4**	**215**	**-169**	**242**	**113**	**-462.1**	**48**	**적전**	**적전**
일반계정	-20.9	16	247	-64	246	49	-188.5	48	적전	적전
자산운용수익	653	704	934	615	933	772	565.1	808	-26.8	-39.5
보험금융손익	-673	-688	-687	-679	-687	-723	-753.6	-760	적지	적지
특별계정	65	-20	-32	-105	-4	64	-273.6	0	적전	적지
영업이익	**149**	**68**	**179**	**36**	**304**	**336**	**-362.2**	**100**	**적전**	**적전**
영업외손익	3	3	-8	-17	4	-16	52.8	-6	흑전	흑전
세전이익	152	71	170	19	308	320	-309.4	94	적전	적전
별도 당기순이익	**122**	**58**	**136**	**-2**	**248**	**262**	**-217.4**	**76**	**적전**	**적전**
								0		
보장성 APE	688	743	879	788	700	634	615.9	544	-2.8	-29.9
신계약 CSM	488	437	564	576	611	689	785.9	666	14.0	39.3
자산총계	**125,761**	**126,797**	**127,200**	**125,777**	**124,018**	**124,571**	**122,722**	**122,101**	**-1.5**	**-3.5**
운용자산	**107,959**	**108,593**	**109,415**	**107,602**	**105,423**	**103,411**	**102,361**	**102,154**	**-1.0**	**-6.4**
비운용자산	3,086	2,719	2,395	2,472	2,488	2,466	3,294	2,880	33.6	37.5
부채총계	**115,595**	**115,122**	**115,486**	**113,316**	**110,608**	**110,228**	**109,088**	**109,873**	**-1.0**	**-5.5**
책임준비금	96,270	95,523	95,637	92,012	87,198	82,749	84,743	84,781	2.4	-11.4
장기보험 CSM 잔액	**8,866**	**8,833**	**9,059**	**8,714**	**8,921**	**8,928**	**9,414**	**9,334**	**5.4**	**3.9**
자본총계	**10,166**	**11,675**	**11,714**	**12,461**	**13,410**	**14,343**	**13,635**	**13,672**	**-4.9**	**16.4**
해약환급금준비금	3,934	4,672	5,279	6,508	7,109	7,305	7,084	7,261	-3.0	34.2
ROE (%)	**5.5**	**2.7**	**6.3**	**-0.1**	**10.0**	**9.7**	**-8.0**	**2.9**	**-17.7%p**	**-14.3%p**
K-ICS 비율(%)	**155.0**	**161.0**	**158.2**	**157.0**	**162.1**	**168.0**	**171.0**	**172.5**	**3%p**	**12.8%p**

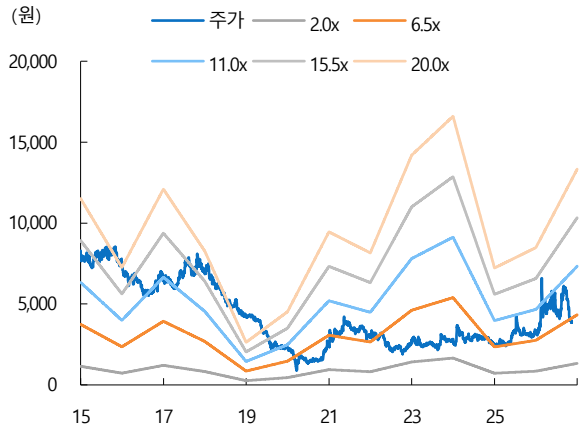
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 실적 추정치 변경

항목	분류	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	수정 후	345	437	565	630
	수정 전		474	573	605
	증감률(%)		*-7.8%*	*-1.4%*	*4.1%*
투자손익	수정 후	87	-59	175	190
	수정 전		152	202	202
	증감률(%)		*적전*	*-13.4%*	*-6.2%*
세전이익	수정 후	413	413	740	818
	수정 전		609	762	795
	증감률(%)		*-32.1%*	*-2.8%*	*2.9%*
순이익	수정 후	314	369	579	638
	수정 전		495	596	620
	증감률(%)		*-25.6%*	*-2.8%*	*2.9%*

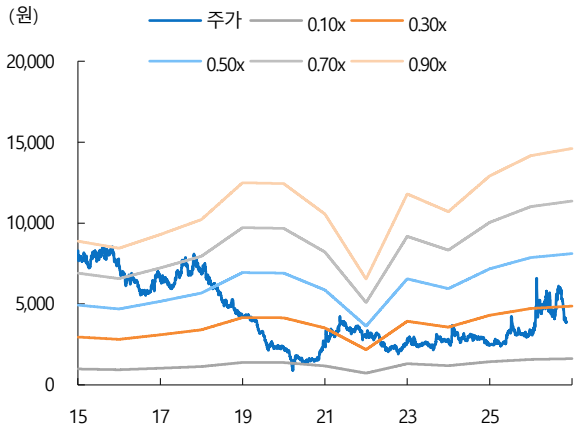
자료: 한화생명, iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



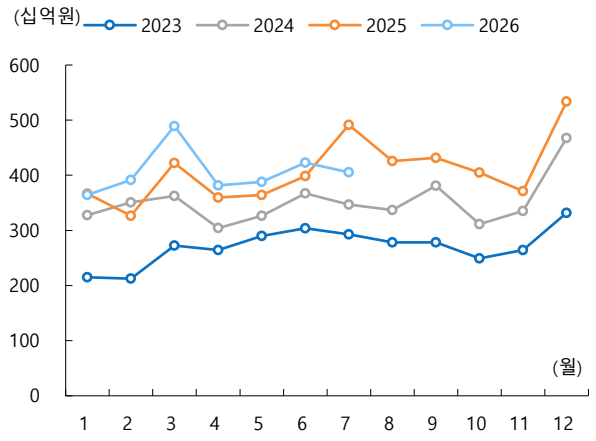
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



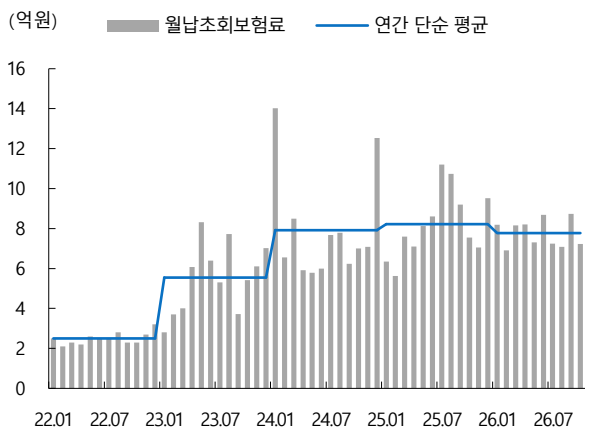
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 월별 사업비 추이



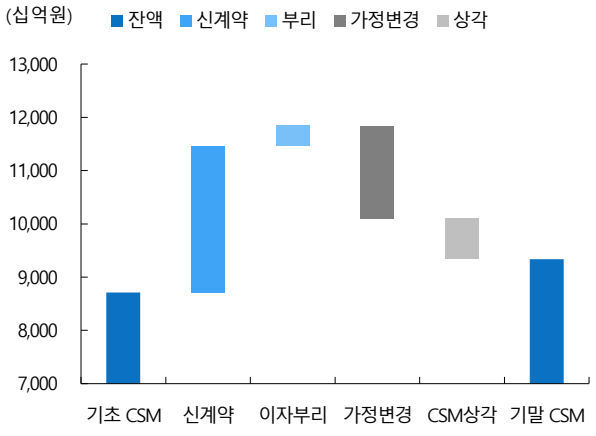
자료: 생명보험협회, iM증권 리서치본부

그림4. GA 신계약 실적



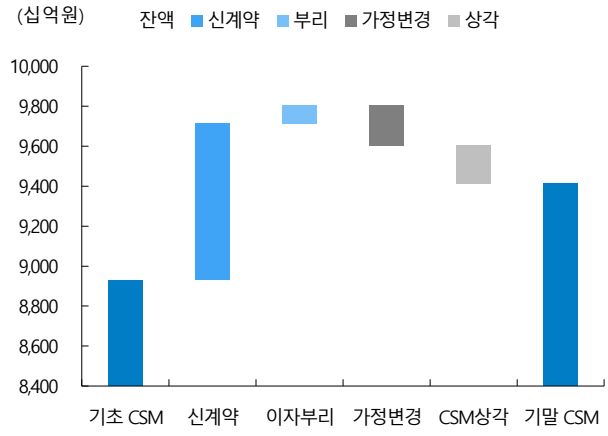
자료: 보험저널, iM증권 리서치본부

그림5. CSM Movement(연간 추정)



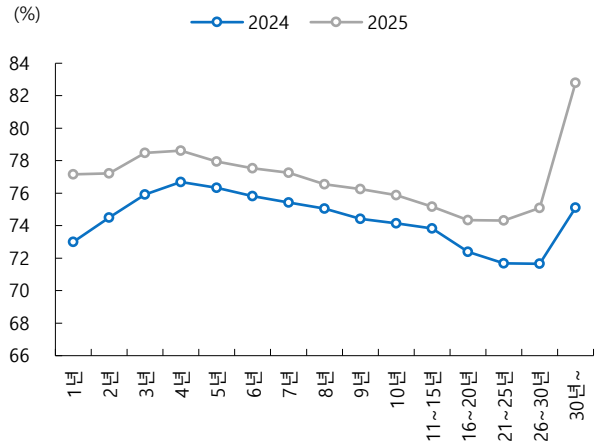
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림6. CSM Movement(분기)



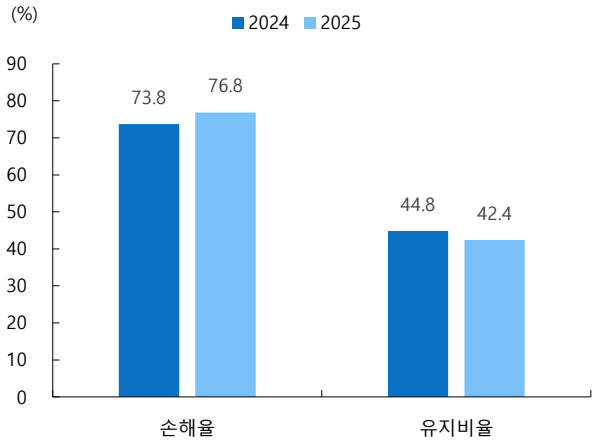
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림7. 전체 담보 합산 위험손해율 가정



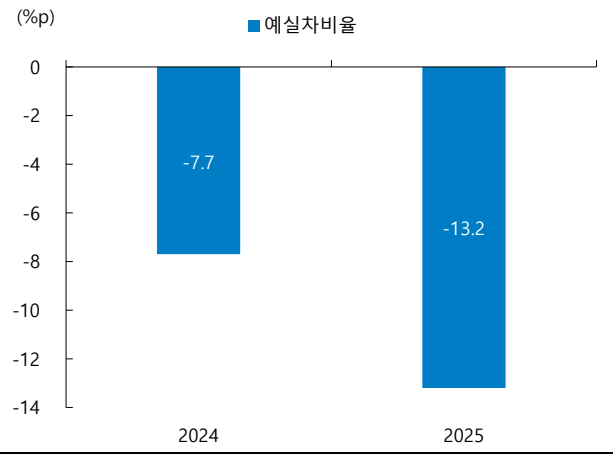
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림8. 현재가치 기준 전체 담보 손해율/유지비율 가정 현황



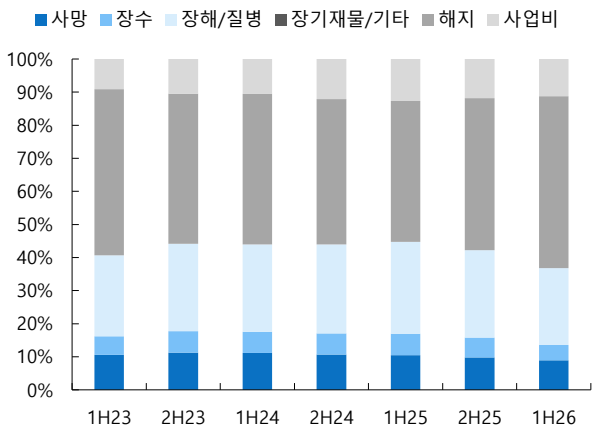
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림9. 연간 예실차 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림10. 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**	**102,154**	**102,945**	**103,670**
현금 및 예치금	2,482	1,529	1,685	1,832
유가증권	88,460	84,500	85,118	85,685
대출금	14,442	13,825	13,932	14,031
부동산	2,218	2,300	2,209	2,122
비운용자산	**2,472**	**2,880**	**3,009**	**3,017**
특별계정자산 및 기타	15,703	17,067	17,067	17,067
자산총계	**125,777**	**122,101**	**123,021**	**123,754**
책임준비금	**92,012**	**84,781**	**86,170**	**87,577**
CSM잔액(원수)	8,714	9,334	10,082	10,779
계약자지분조정	11	-27	-27	-27
특별계정부채 및 기타	21,294	25,118	24,885	24,870
부채총계	**113,316**	**109,873**	**111,028**	**112,420**
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	7,314	7,740	8,224
해약환급금준비금	6,508	7,261	7,687	8,171
기타자본	-2,521	-1,538	-1,538	-1,538
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	**12,461**	**13,672**	**14,098**	**14,582**

포괄손익계산서				
(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(별도)	**345**	**437**	**565**	**630**
CSM 상각	787	762	818	875
RA해제	156	182	181	191
예실차	-310	-328	-157	-158
손실계약비용	-147	-180	-202	-204
기타사업비/재보험손익	-141	1	-75	-74
투자손익(별도)	**87**	**-59**	**175**	**190**
일반계정손익	179	154	175	190
평가처분손익	102	261	405	421
특별계정손익	-92	-213	0	0
영업이익(별도)	**432**	**378**	**740**	**819**
영업외손익	-19	35	0	-2
세전이익(별도)	**413**	**413**	**740**	**818**
법인세비용	99	45	161	180
법인세율(%)	24.0	10.8	21.8	22.0
당기순이익	**314**	**369**	**579**	**638**

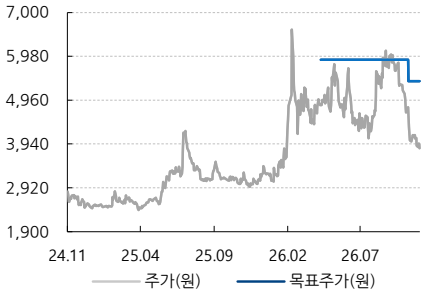
주요투자지표(1)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성				
APE	3,650	3,356	3,026	2,821
신계약 CSM	2,066	2,752	2,444	2,421
신계약 CSM 배수	56.6	82.0	80.8	85.8
CSM 관련 지표				
기초CSM	9,109	8,714	9,334	10,082
CSM 조정 가정 변경	-2,032	-1,744	-1,300	-1,300
신계약 CSM(원수)	2,066	2,752	2,444	2,421
CSM 이자부리	358	374	422	451
상각 전 CSM	9,501	10,096	10,900	11,653
CSM상각액	787	762	818	875
CSM상각률(%)	8.3	7.5	7.5	7.5
CSM 순증액	-395	621	748	697
투자이익 관련 지표				
총 운용수익률	2.7	2.9	3.1	3.2
평가처분손익 제외 수익률	2.6	2.7	2.8	2.8
손익구성				
보험손익	79.9	115.6	76.4	76.9
CSM상각	182.3	201.6	110.6	106.7
투자손익	20.1	-15.6	23.6	23.1
자본적정성				
지급여력비율(K-ICS)	157.0	172.5	178.5	177.2

주요투자지표(2)				
	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
운용자산증가율	2.5	-5.1	0.8	0.7
CSM증가율	-4.3	7.1	8.0	6.9
BPS증가율	1.7	12.9	4.0	4.4
보험손익증가율	-31.9	26.7	29.3	11.5
투자손익증가율	-77.8	적전	흑전	8.3
영업이익증가율	-51.9	-12.4	95.8	10.7
세전이익증가율	-54.4	0.0	79.1	10.5
당기순이익증가율	-56.5	17.4	57.2	10.2
주당지표(원)				
EPS	418	424	667	735
BPS	12,500	14,112	14,678	15,323
EV(BV+CSM)	21,263	23,258	24,307	25,667
보통주 DPS	0	0	0	0
보통주 배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation 지표				
PER(배)	7.8	9.1	5.8	5.2
PBR(배)	0.26	0.27	0.26	0.25
P/EV(배)	0.15	0.17	0.16	0.15
ROE(%)	3.4	3.7	5.4	5.7
ROA(%)	0.3	0.3	0.5	0.5
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한화생명, iM증권 리서치본부

한화생명 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	5,900	-14.2%	3.6%
2026-10-20	Buy	5,400		



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 기관투자가 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.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -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%	-