



### BUY (Maintain)

목표주가: 8,500 원

주가(5/12): 4,845 원

시가총액: 42,080 억원



보험/증권/지주 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

#### Stock Data

KOSPI	7,643.15pt		
시가총액	42,080 억 원		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	6,600 원	2,535 원	
최고/최저가대비 등락율	-26.59%	91.12%	
수익률	절대	상대	
	1M	4.2%	32.9%
	6M	50.0%	124.9%
	1Y	80.8%	348.9%

#### Company Data

발행주식수	868,530 천주
일평균 거래량(3M)	13,394 천주
외국인 지분율	6.17%
배당수익률(26E)	0.0%
BPS(26E)	17,121 원
주요 주주	(주)한화 외 4인 45.05%

(십억원, 배)	2024	2025	2026E
보험이익	506.3	614.1	536.4
투자이익	390.7	407.6	192.3
영업이익	897.0	1,021.7	728.6
세전이익	904.9	1,003.6	698.6
당기순이익	720.6	752.7	523.9
ROE	0.0	0.0	3.8
ROA	0.0	0.0	0.4
EPS	830	867	603
BPS	11,899	13,480	17,121
PER	3.0	2.8	5.4
PBR	0.2	0.2	0.2
DPS	0	0	0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0

#### Price Trend



## 한화생명 (088350)

### 1Q26 Re: 제도 개선을 기다리며 펀더멘털 회복 중



- 1 분기 순이익은 전년동기대비 103% 증가한 2,478 억원
- 전년동기대비 보험손익은 감소했지만 투자이익 호조가 전체 실적을 견인
- 실적 및 자본비율 등 주요 지표 회복세 이어질 것으로 전망

#### >>> 1Q26 순이익 103% (YoY) 증가한 2,478 억원

2026년 1분기 순이익은 전년동기대비 103% 증가한 2,478 억원을 기록했다. 전년대비 보험손익은 감소했으나 투자손익이 큰 폭으로 증가하면서 전체적인 실적을 견인하는 모습이었다. 연결 기준 순이익은 자회사 실적 호조에 힘입어 전년동기대비 29% 증가한 3,816 억원을 기록했다.

#### >>> 보험이익 감소 vs. 투자이익 호조

한화생명의 보험이익은 전년동기대비 40% 감소한 624 억원을 기록했다. 전년동기대비 손실부담계약비용은 축소되었음에도 음의 예실차가 확대된 영향이다. 다만 보험금예실차는 작년 하반기부터 점진적으로 개선되고 있는 모습이다. 투자이익은 전년동기대비 444% 증가한 2,419 억원을 기록했는데, 대체투자 관련 평가이익이 약 2,000 억원 반영된 영향이다. 신계약 CSM 은 25% (YoY) 증가한 6,109 억원이었는데, 높은 수준의 APE 가 유지되고 있는 동시에 중장기납 상품 판매 확대에 따라 종신 상품의 CSM 배수 상승의 영향이다. 기말 CSM 은 전분기대비 2.4% 증가한 8 조 9,209 억원을 기록했는데, 견조한 신계약 CSM 을 기록한 동시에 CSM 조정 폭은 전분기 8,169 억원에서 1분기 3,007 억원으로 개선되었기 때문이다. 분기말 예상 K-ICS 비율은 전분기말대비 4.5%p 상승한 162%이다.

#### >>> 점진적 회복세 이어질 것으로 기대

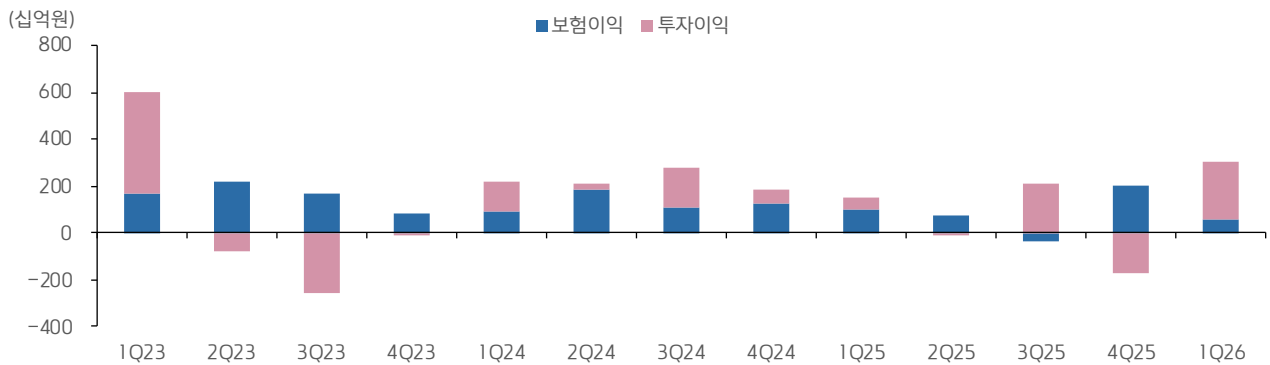
한화생명에 대해 투자 의견 BUY 와 목표주가 8,500 원을 유지한다. 해약환급금준비금 제도 개선이 이루어지지 않을 경우 아직 배당 재개에 대한 가시성은 낮으나, 작년 부진했던 보험손익이 올해는 개선될 것으로 예상되며 우려 요인이었던 자본비율도 상승세를 지속 중인 등 펀더멘털이 회복되고 있는 모습을 보이고 있는 점은 긍정적이다. 국내외 다양한 자회사들도 보유 중인 가운데, 자회사들의 미래 성장 및 지분가치 상승에 대한 기대감도 가져볼 수 있다.

한화생명 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
보험이익	104.2	71.8	(36.6)	205.0	62.4	107.7	161.9	144.8	344.4	476.8
(YoY)	15%	-61%	적전	64%	-40%	50%	흑전	-29%	-32%	38%
일반/VFA	104.2	71.8	(36.6)	205.0	62.4	107.7	161.9	144.8	344.4	476.8
CSM 상각	198.6	195.8	196.0	196.8	191.4	196.0	198.4	201.5	787.3	787.3
RA 해제	38.9	37.2	39.5	40.0	44.3	44.3	44.3	44.3	155.6	177.4
예실차	(79.5)	(68.8)	(153.5)	(151.3)	(145.9)	(96.4)	(59.2)	(43.7)	(453.2)	(345.2)
보험금예실차	(96.6)	(97.8)	(159.5)	(144.5)	(134.1)	(97.8)	(32.8)	(1.8)	(498.5)	(266.5)
사업비에실차	17.1	29.0	6.0	(6.8)	(11.9)	1.4	(26.5)	(41.9)	45.3	(78.8)
기타	(53.8)	(92.4)	(118.6)	119.5	(27.5)	(36.2)	(21.5)	(57.4)	(145.3)	(142.6)
투자이익	44.5	(4.0)	215.1	(168.8)	241.9	104.2	84.5	14.8	86.8	445.4
(YoY)	-66%	적전	24%	적전	444%	흑전	-61%	흑전	-78%	413%
보험금융손익	(1,060.4)	(1,234.4)	(1,060.3)	(994.9)	(837.6)	(871.0)	(837.6)	(599.6)	(4,350.1)	(3,145.8)
투자서비스손익	1,104.9	1,230.4	1,275.4	826.2	1,079.5	975.3	922.0	614.3	4,436.9	3,591.2
영업이익	148.7	67.8	178.5	36.2	304.3	212.0	246.4	159.6	431.3	922.2
(YoY)	-32%	-68%	-36%	-80%	105%	213%	38%	340%	-52%	114%
영업외손익	3.4	3.5	(8.2)	(17.4)	4.0	(4.5)	(6.5)	(6.1)	(18.6)	(13.0)
세전이익	152.1	71.3	170.3	18.9	308.3	207.5	239.9	153.5	412.7	909.2
법인세비용	30.1	13.6	34.2	21.4	60.5	51.9	60.0	38.4	99.3	210.7
당기순이익	122.0	57.7	136.1	(2.5)	247.8	155.6	179.9	115.1	313.3	698.5
(YoY)	-31%	-67%	-43%	적전	103%	170%	32%	흑전	-57%	123%

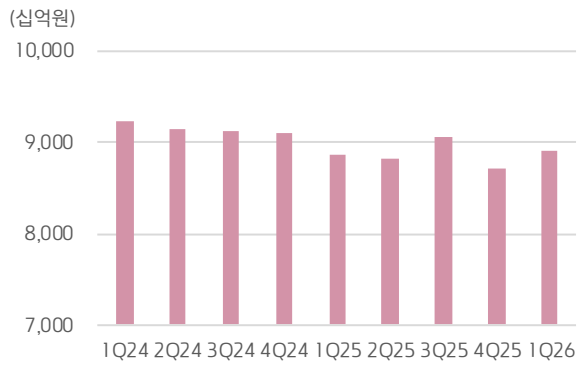
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터

한화생명의 보험이익과 투자이익 추이



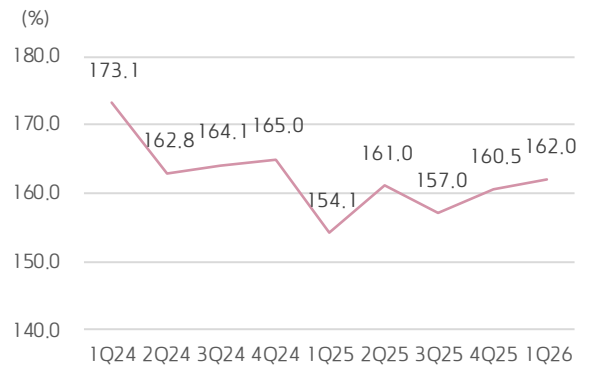
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

### CSM 기말 잔액 추이



자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

### K-ICS 비율 추이



자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F
<b>보험이익</b>		650.9	506.3	344.4	476.8
일반/VFA		650.9	506.3	344.4	476.8
CSM 상각		887.7	851.9	787.3	787.3
RA 해제		117.7	138.1	155.6	177.4
예실차		(39.4)	(82.2)	(453.2)	(345.2)
보험금예실차		(13.8)	(78.2)	(498.5)	(266.5)
사업비예실차		(25.6)	(4.0)	45.3	(78.8)
기타		(315.1)	(401.5)	(145.3)	(142.6)
PAA		0.0	0.0	0.0	0.0
자동차보험손익		0.0	0.0	0.0	0.0
일반보험손익		0.0	0.0	0.0	0.0
<b>투자이익</b>		90.4	390.7	86.8	445.4
보험금융손익		(4,326.1)	(3,040.5)	(4,350.1)	(3,145.8)
투자서비스손익		4,416.5	3,431.1	4,436.9	3,591.2
<b>영업이익</b>		741.3	897.0	431.3	922.2
영업외손익		12.1	8.0	(18.6)	(13.0)
<b>세전이익</b>		753.4	904.9	412.7	909.2
법인세비용		137.2	184.4	99.3	210.7
<b>당기순이익</b>		616.3	720.6	313.3	698.5
<b>CSM Movement</b>					
기시		9,799	9,130	9,059	9,173
신계약		2,541	2,123	2,066	2,344
이자부리		353	350	358	364
상각		888	852	787	787
조정		2,531	1,751	2,032	1,341
기말		9,238	9,109	8,714	9,294
CSM 증감 (YoY, %)			(1)	(4)	7
순증액		(561)	(21)	(346)	121
<b>K-ICS 비율</b>		183.8	165.0	160.5	156.1
지급여력금액		20,979	21,528	22,905	25,316.0
지급여력기준금액		11,414	13,049	14,732	16,217.6

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F
<b>운용자산 비중 (%)</b>					
FVPL		21.8	23.8	23.2	22.7
FVOCI		40.7	43.2	44.8	45.2
AC		11.8	11.0	9.9	9.9
대출채권		16.9	14.4	13.4	13.4
부동산		2.9	2.1	2.1	2.1
<b>주요비율 (% 배)</b>					
ROA		0.3	0.6	0.3	0.5
ROE		4.5	6.6	2.7	5.2
P/E		4.0	3.0	9.0	4.0
P/B		0.22	0.21	0.23	0.19

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F
<b>자산총계</b>		114,793	122,135	125,777	130,003
운용자산		97,010	105,018	107,602	110,511
FVPL		21,134	25,014	24,941	26,797
FVOCI		39,462	45,320	48,218	48,813
AC		11,408	11,543	10,689	11,436
대출채권		16,378	15,156	14,442	14,826
부동산		2,780	2,233	2,218	2,348
비운용자산		17,783	17,117	18,175	19,492
<b>부채총계</b>		103,406	111,800	114,771	115,395
책임준비금		83,364	92,335	95,211	95,782
보험계약부채		74,287	83,046	85,907	86,464
잔여보장요소		71,583	80,183	83,142	83,721
최선추정		60,719	69,202	72,503	72,503
위험조정		1,621	1,868	1,925	1,925
보험계약마진		9,238	9,109	8,714	9,294
보험료배분접근법		4	4	0	0
발생사고요소		2,704	2,863	2,765	2,743
최선추정		2,682	2,832	2,733	2,712
위험조정		22	31	31	31
재보험계약부채		28	34	109	108
투자계약부채		9,049	9,254	9,305	9,318
기타부채		20,042	19,465	19,560	19,613
<b>자본총계</b>		11,387	10,335	12,461	14,608
자본금		4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금		485	485	485	485
신종자본증권		498	1,097	3,068	3,068
이익잉여금		6,307	6,886	7,085	9,272
해약환급금준비금		2,505	3,631	6,508	8,615
자본조정		(1,119)	(1,114)	(1,107)	(1,095)
기타포괄손익누계액		873	(1,363)	(1,414)	(1,465)
비지배지분		0	0	0	0

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F
<b>주주환원지표</b>					
DPS (원)		150	0	0	0
증가율(YoY, %)			(100)		
배당성향 (%)		14.9	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)		5.3	0.0	0.0	0.0
현금배당액 (십억원)		112.7	0.0	0.0	0.0
자기주식수 (천주)		117,140	117,140	117,140	117,140
발행주식수 (천주)		868,530	868,530	868,530	868,530
자기주식 비중 (%)		13.5	13.5	13.5	13.5
자기주식 소각액		0	0	0	0
총주주환원율 (%)		14.9	0.0	0.0	0.0

Compliance Notice

- 당사는 5월 12일 현재 '한화생명(088350)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

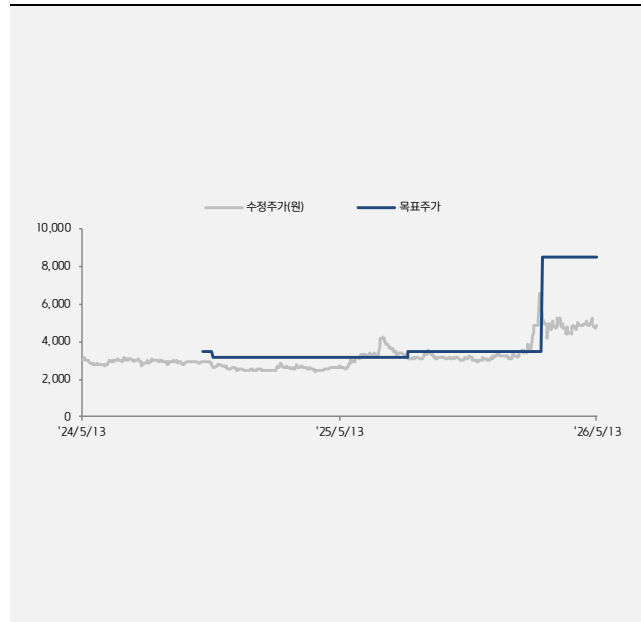
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2 개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화생명 (088350)	2024-10-30	Outperform (initiate)	3,500 원	6개월	-16.14	-15.43
	2024-11-14	Outperform (Maintain)	3,200 원	6개월	-14.22	-11.06
	2025-02-21	Outperform (Maintain)	3,200 원	6개월	-19.57	-11.41
	2025-08-18	Outperform (Maintain)	3,500 원	6개월	-9.69	0.71
	2025-11-17	Outperform (Maintain)	3,500 원	6개월	-8.91	9.57
	2026-02-24	BUY(Upgrade)	8,500 원	6개월	-43.17	-37.41
	2026-05-13	BUY(Maintain)	8,500 원	6개월		

목표주가추이(2 개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2025/04/01~2026/03/31)

매수	중립	매도
96.04%	3.96%	0.00%