한화생명(088350)

기다림의 시간

중립 | 목표주가 -

홍예란
yeran.hong@koreainvestment.com

#예실차 #CSM 조정

순이익 1,361억원으로 컨센서스 13% 하회

- 3분기 순이익은 1,361억원으로 컨센서스를 13% 하회. 다만 우리 추정치는 8% 상회. 예상대비 호조를 보인 투자손익에도 불구하고 보험손익이 적자를 기록하며 부진했기 때문
- 보험손익은 -366억원으로 전년동기대비 1,434억원 감소하며 적자전환. 보험금 예실차 악화와 손실부담계약 비용 증가 때문
- 보험금 예실차는 전년동기대비 1,057억원 악화된 -1,444억원을 기록. 건강보험 중심의 신계약 확대에 따라 생존급부 중심으로 보험금 지급이 증가한 가운데, 3분기 영업일수가 길었던 점도 부담 요인
- 한편 유배당 확정형 연금보험과 변액보험에서 각각 약 -200억원, -400억원의 손실부담계약 비용 발생
- 투자손익은 2,151억원을 기록하며 전년동기대비 24% 증가. 금융시장 호조에 따라 주식과 대체투자 평가이익이 증가했고 이자수익도 꾸준하게 늘어나는 모습
- 예상 K-ICS 비율은 157.0%로 전분기대비 3.6%p 하락. 회사는 2025년 말까지 155% 수준에서 관리하겠다는 계획을 밝힘

중립의견 유지. 반등의 실마리가 보이는 점은 긍정적

- 중립의견을 유지. 실적 반등과 제도 개선을 확인할 필요
- 기말 CSM 전분기대비 2,263억원 증가한 9.1조원 기록. 6개 분기 만에 순증 전환한 점은 고무적. 유지율 상승에 따라 CSM 조정 규모가 개선됐기 때문. 13회차 유지율과 25회차 유지율은 전년동기대비 각각 0.2%p, 14.3%p 상승. 향후 유지율 개선 추세 유지가 중요할 것
- 해약환급금준비금 제도 개선 필요성과 관련해 업종 차원의 건의가 이뤄지고 있는 가운데, 내부모형 제도 도입 시 요구자본 축소 기대. 모든 제도 개선이 현실화될 경우 배당 재개 여부와 시기, 규모에 대한 가늠이 가능할 것

실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

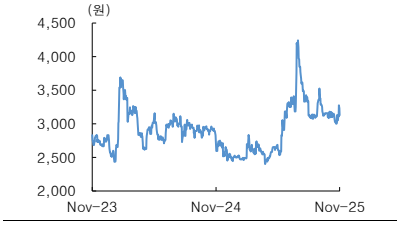
	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
영업이익	281	182	149	68	179	163.2	(36.4)	210
보험손익	107	125	104	72	(37)	적전	적전	-
투자손익	174	57	45	(4)	215	흑전	23.8	-
세전이익	291	183	152	71	170	138.8	(41.4)	214
순이익	237	136	122	58	136	135.9	(42.5)	156

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업이익(십억원)	741	897	522	752	874
보험손익(십억원)	651	506	169	315	423
순이익(십억원)	616	721	413	564	655
EPS(원)	770	921	549	751	872
PBR(배)	0.20	0.20	0.27	0.26	0.24
PER(배)	3.7	2.7	5.7	4.2	3.6
ROA(%)	0.53	0.63	0.34	0.44	0.50
ROE(%)	3.8	6.3	4.0	4.8	5.3
배당수익률(%)	5.3	0.0	0.0	4.8	6.4

Stock Data

KOSPI(11/14)	4,012
주가(11/14)	3,130
시가총액(십억원)	2,718
52주 최고/최저가(원)	4,240/2,400
유동주식비율/외국인지분율(%)	41.4/9.7
주요주주(%) 한화 외 5 인	45.1
예금보험공사	10.0

주가추이



자료: FnGuide

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
■ 본 리포트는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
총자산	114,793	122,135	128,269	131,767	135,394
운용자산	97,010	105,018	110,107	113,648	117,186
현금 및 예치금	2,127	1,799	1,214	1,228	1,243
유가증권	75,725	85,830	91,708	94,768	97,842
대출채권	16,378	15,156	14,959	15,425	15,873
부동산	2,780	2,233	2,227	2,227	2,227
비운용자산	2,238	2,511	2,772	2,729	2,818
특별계정자산	15,545	14,606	15,390	15,390	15,390
총부채	103,406	111,800	116,505	119,496	122,636
책임준비금	83,364	92,335	96,199	99,196	102,082
보험계약부채	74,287	83,046	86,761	89,609	92,342
BEL	63,400	72,034	75,737	78,248	80,534
RA	1,644	1,899	1,963	2,003	2,037
CSM	9,238	9,109	9,054	9,350	9,762
기타	4	4	8	8	8
재보험계약부채	28	34	40	40	40
투자계약부채	9,049	9,254	9,398	9,548	9,700
기타부채	4,481	4,840	4,897	4,890	5,145
특별계정부채	15,561	14,626	15,409	15,409	15,409
자기자본	11,387	10,335	11,763	12,271	12,757
지배자기자본	-	-	-	-	-
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
보통주자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
신종자본증권	498	1,097	3,068	3,068	3,068
자본잉여금	485	485	485	485	485
자본조정	(1,119)	(1,114)	(1,107)	(1,107)	(1,107)
기타포괄손익누계액	873	(1,363)	(2,264)	(2,264)	(2,264)
이익잉여금	6,307	6,886	7,238	7,745	8,232
해약환급금준비금	2,505	3,631	5,381	5,804	6,228

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
보험손익	651	506	169	315	423
CSM상각	888	852	791	806	835
종신/CI보험	-	-	-	-	-
일반보장	-	-	-	-	-
연금/저축	-	-	-	-	-
RA상각	118	138	155	161	166
예실차	(54)	(224)	(282)	(173)	(148)
보험금	(84)	(207)	(352)	(195)	(183)
사업비	30	(17)	70	21	35
기타	(301)	(260)	(494)	(479)	(430)
투자손익	90	391	352	437	451
운용손익	4,416	3,431	4,318	4,384	4,524
보험금융손익	(4,326)	(3,040)	(3,966)	(3,947)	(4,073)
영업이익	741	897	522	752	874
영업외이익	12	8	(0)	(0)	(0)
세전이익	753	905	521	752	874
법인세비용	137	184	109	188	218
실효세율(%)	18.5	20.5	20.9	25.0	24.9
계속사업이익	616	721	413	564	655
중단사업이익	-	-	-	-	-
당기순이익	616	721	413	564	655
지배순이익	-	-	-	-	-
비지배순이익	-	-	-	-	-
기초 CSM	9,763	9,238	9,109	9,054	9,350
신계약 CSM	2,541	2,123	1,988	2,062	2,061
이자부리	353	350	357	364	378
CSM 조정	(2,531)	(1,751)	(1,609)	(1,324)	(1,191)
CSM 상각	(888)	(852)	(791)	(806)	(835)
기말 CSM	9,238	9,109	9,054	9,350	9,762

주요 투자 지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
수익성 지표					
CSM 전환배수(배)	9.3	6.6	6.5	6.7	6.7
종신/CI보험	8.8	2.9	3.6	3.8	3.8
일반보장	17.1	14.3	16.0	16.5	16.5
연금/저축	2.3	2.3	1.9	1.9	1.9
CSM 상각률(%)	8.4	8.8	8.4	8.4	8.4
종신/CI보험	-	-	-	-	-
일반보장	-	-	-	-	-
연금/저축	-	-	-	-	-
자본적정성					
K-ICS비율(%)	183.8	163.7	158.7	159.7	161.4
지급여력금액	20,979	21,332	22,612	23,485	24,462
지급여력기준금액	11,414	13,028	14,244	14,702	15,160

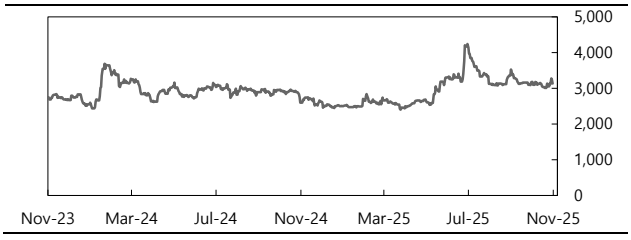
주: K-IFRS (별도) 기준

Valuation

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당 지표(원)					
BPS	14,492	12,295	11,571	12,247	12,895
EPS	770	921	549	751	872
(증가율, %)	-	19.6	(40.4)	36.8	16.1
DPS	150	0	0	150	200
주가 지표(배)					
PBR	0.20	0.20	0.27	0.26	0.24
PER	3.7	2.7	5.7	4.2	3.6
배당수익률(%)	5.3	0.0	0.0	4.8	6.4
배당성향(%)	18.3	0.0	0.0	20.0	22.9
수익성(%)					
ROE	3.8	6.3	4.0	4.8	5.3
ROA	0.53	0.63	0.34	0.44	0.50

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한화생명 (088350)	2025.04.21	중립	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 11월 17일 현재 한화생명 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.5%	18.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함