한화생명 (088350)

EARNINGS REVIEW Company Analysis | 보험 | 2025. 11. 17

수익성 둔화 VS 견조한 성장성

Analyst 전배승
bsjun@ls-sec.co.kr

Buy (상향)

목표주가 (유지)	3,600 원
현재주가	3,130 원
상승여력	15.0%

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (11/14)	4,011.57 pt
시가총액	27,185 억원
발행주식수	868,530 천주
52 주 최고가/최저가	4,240 / 2,400 원
90 일 일평균거래대금	44.7 억원
외국인 지분율	9.8%
배당수익률(25.12E)	0.0%
BPS(25.12E)	11,575 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -13.7%
	6 개월 -35.6%
	12 개월 -45.2%
주주구성	한화 (외 6 인) 45.1%
	자사주 (외 1 인) 13.5%
	예금보험공사 (외 1 인) 10.0%

Stock Price

보험손익 부진을 투자손익이 일부 만회

3분기 순이익은 1,361억원으로 시장예상을 하회. CSM 상각익이 정체된 가운데 예실차가 큰 폭으로 악화되고, 전분기에 이어 손실부담계약비용이 높게 유지되면서 보험손익이 -366억원 적자로 전환한데에 기인. 투자손익의 경우 2,151억원으로 23년 1분기 이후 가장 높은 수준을 기록했는데, 대체투자 및 주식/수익증권에서 대규모 평가 및 처분이익이 발생한 영향. 9월말 CSM 잔액은 9.1조원으로 6월말 대비 0.2조원(2.6%) 증가했으며, 신계약 CSM은 0.6조원 증가해 상반기 대비 증가 폭이 확대되었고 해지 증가 따른 CSM 조정요인이 -0.2조원 발생. 종합적으로 보면 보험손익 부진을 투자손익이 일부 만회했으며, 신계약 및 보유 CSM은 양호한 성장세를 보임

고성장세 지속. 예실차 악화 VS 유지율 개선

3분기 보장성 APE 증가율은 13%로 2분기(19%)에 이어 높은 성장세를 이어갔으며, CSM 배수도 6.7배로 반등. 건강보험과 중장기납 종신보험 등 수익성 중심의 매출확대로 연간 2조원 수준의 신계약 CSM 체력 견지. 다만 고성장의 부작용이 수술, 진단 등 생존급부를 중심으로 예실차 악화로 나타나고 있음. 향후 언더라이팅 강화와 가정변경을 통한 예상보험금 증가 등을 통해 대응할 예정. 예실차 악화로 4분기 CSM 조정 가능성이 있으나, 한편으로는 유지율이 지속적인 개선추세를 보이고 있음. 9월말 킥스비율은 보험리스크 확대와 해외 자회사 인수영향으로 157%로 3.6%p 하락. 최종 관찰만기 도달시점이 연기된 가운데 내부모형 승인, 해약환급금준비금 이슈 등 제도개선 관련 긍정적 논의 지속 기대

목표주가 3,600원 유지. 주가 상승여력 확대로 투자의견 상향

수익성과 성장성, 효율지표 간의 혼재양상이 이어지고 있으나 보유 CSM 순증의 가시성은 점차 높아지고 있다고 판단. 기존 목표주가 3,600원을 유지하나 주가조정에 따른 상승여력 확대로 투자의견을 기존 보유(Hold)에서 매수(Buy)로 상향. PBR 0.3배 미만의 현 주가에는 수익성 둔화와 자본건전성 부담이 충분히 반영된 수준이며 향후 방향성은 점진적 개선흐름을 전망함

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	651	506	254	530	623
투자손익	90	391	326	316	319
당기순이익	616	721	446	598	668
CSM	9,238	9,109	9,250	9,940	10,589
EPS (원)	820	959	593	796	890
증감률 (%)	-	16.9	-38.1	34.1	11.8
BPS (원)	14,492	12,295	11,575	11,957	12,304
ROE (%)	5.4	6.6	4.0	5.0	5.5
PER (x)	3.2	3.0	5.3	3.9	3.5
PBR (x)	0.18	0.24	0.27	0.26	0.25

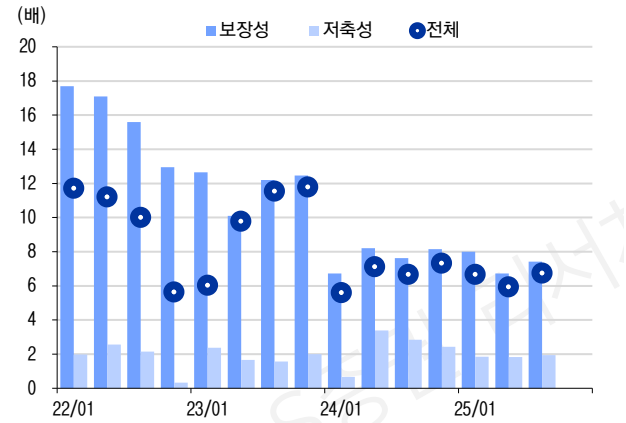
주: IFRS 연결 기준
자료: 한화생명, LS증권 리서치센터

표1 **한화생명 분기실적**

(단위: 십억원,%)	2024			2025					2024 연간	2025 연간E
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	YoY(%,%p)	QoQ(%,%p)		
보험손익	184	107	125	104	72	-37	적전	적전	506	254
CSM상각	215	211	205	199	196	196	-7.3	0.1	852	791
RA변동	36	37	37	39	37	40	6.2	6.2	138	155
예실차	-8	-47	-68	-29	-38	-126	-	-	-224	-256
기타	-59	-94	-49	-104	-123	-146	-	-	-260	-435
손실부담계약	-19	-43	-27	-70	-89	-90	-	-	-100	-294
투자손익	30	174	57	45	-4	215	23.8	-	391	326
보험금융손익	-1,030	-665	-582	-1,060	-1,234	-1,060	-	-	-3,040	-4,189
기타투자손익	1,061	839	640	1,105	1,230	1,275	52.0	3.7	3,431	4,515
영업이익	214	281	182	149	68	179	-36.4	163.2	897	580
세전이익	212	291	183	152	71	170	-41.4	138.8	905	570
지배주주순이익	172	237	136	122	58	136	-42.5	135.9	721	446
운용자산	98,404	101,401	105,018	107,959	108,593	109,415	7.9	0.8	105,018	109,962
책임준비금	86,641	90,674	92,335	96,270	95,523	95,637	5.5	0.1	92,335	95,840
CSM	9,154	9,130	9,109	8,866	8,833	9,059	-0.8	2.6	9,109	9,250
자본총계	9,769	10,054	10,335	10,166	11,675	11,714	16.5	0.3	10,335	11,766
신계약	813	977	959	881	884	1,006	3.0	13.7	3,856	3,726
신계약CSM	481	542	585	488	437	564	4.1	29.0	2,123	2,025
CSM배수(배)	7.1	6.7	7.3	6.6	5.9	6.7	-	-	6.6	6.5
ROE	6.8	9.5	5.3	4.8	2.1	4.6	-	-	6.6	4.0
투자수익률	4.4	3.4	2.5	4.2	4.5	4.7	1.3	0.1	3.4	4.2
부채부담이율	5.5	3.4	2.9	5.1	5.8	5.0	1.6	-0.8	4.0	5.1

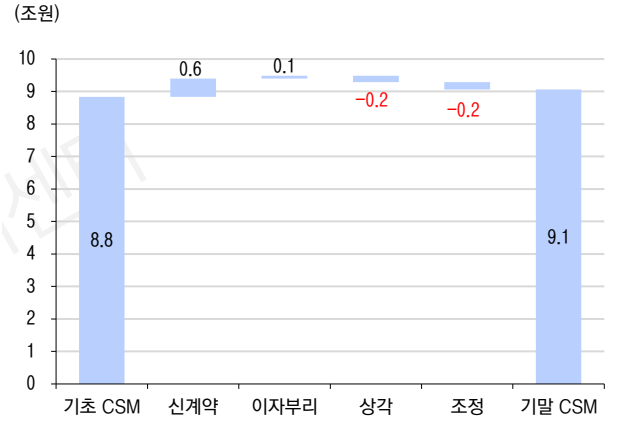
자료: LS증권 리서치센터

그림1 **CSM 배수 추이**



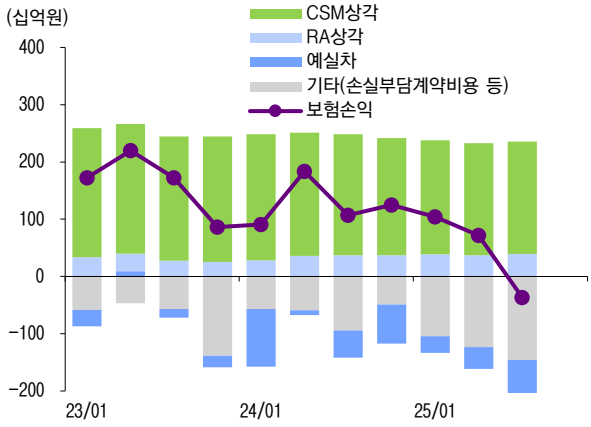
자료: LS증권 리서치센터

그림2 **CSM Movement (25.3Q)**



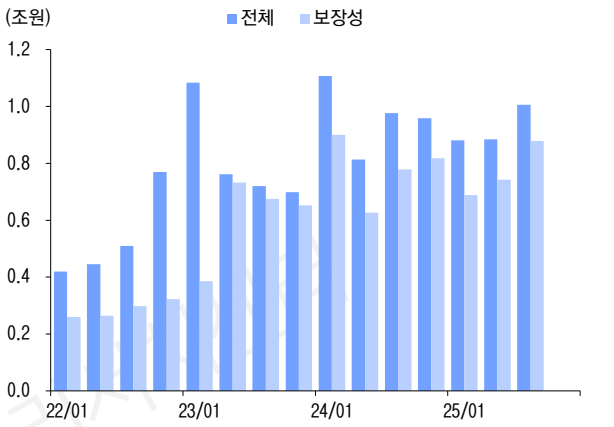
자료: LS증권 리서치센터

그림3 보험손익 추이



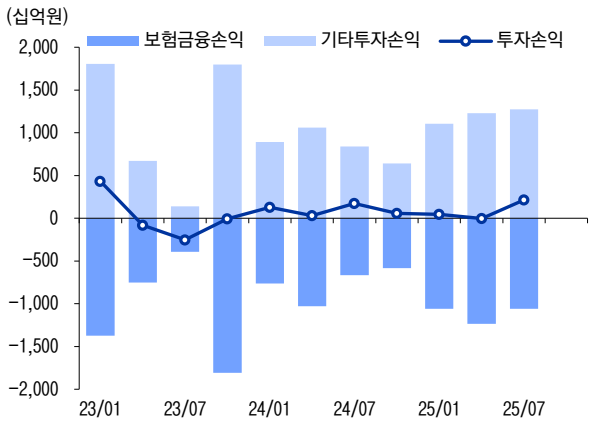
자료: LS증권 리서치센터

그림4 신계약 APE



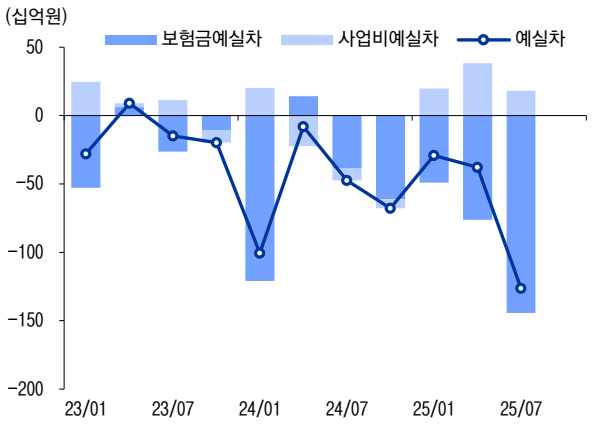
자료: LS증권 리서치센터

그림5 투자손익 추이



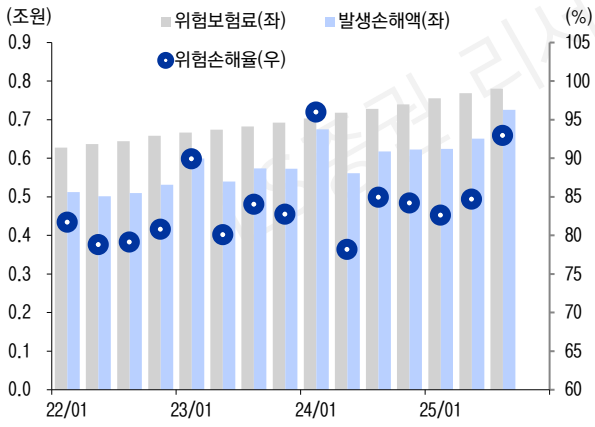
자료: LS증권 리서치센터

그림6 예실차 추이



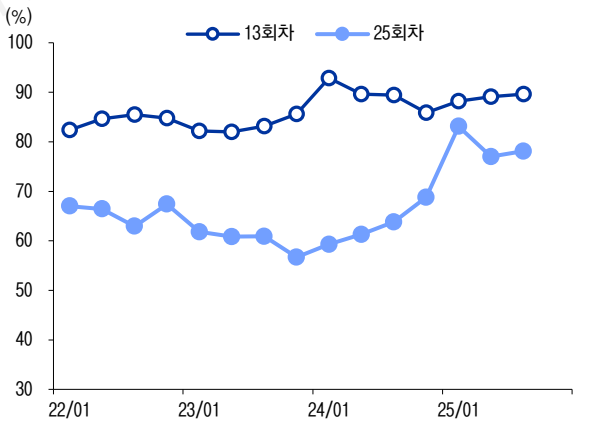
자료: LS증권 리서치센터

그림7 위험손해율 추이



자료: LS증권 리서치센터

그림8 유지율 추이



자료: LS증권 리서치센터

한화생명 (088350)

손익계산서

(단위:십억원)

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	**651**	**506**	**254**	**530**	**623**
CSM상각	888	852	791	830	886
RA변동	118	138	155	158	158
예실차	-54	-224	-256	-161	-115
기타	-301	-260	-435	-297	-306
투자손익	**90**	**391**	**326**	**316**	**319**
보험금융손익	-4,326	-3,040	-4,189	-3,345	-3,360
기타투자손익	4,416	3,431	4,515	3,661	3,679
연결조정	0	0	0	0	0
영업이익	**741**	**897**	**580**	**846**	**942**
영업외이익	12	8	-9	-33	-33
세전이익	753	905	570	813	909
법인세비용	137	184	125	216	241
당기순이익	**616**	**721**	**446**	**598**	**668**
기타포괄손익	-311	-2,236	-946	-311	-311
총포괄이익	305	-1,515	-500	287	358

재무상태표

(단위:십억원)

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
총자산	**114,793**	**122,135**	**128,395**	**130,982**	**133,621**
총운용자산	97,010	105,018	109,962	112,177	114,438
현예금	2,127	1,799	1,884	1,922	1,961
유가증권	72,004	81,877	87,178	88,934	90,726
대출채권	16,378	15,156	15,090	15,394	15,704
부동산	6,502	6,185	5,810	5,927	6,047
기타자산	17,783	17,117	18,433	18,805	19,184
총부채	**103,406**	**111,800**	**116,629**	**118,929**	**121,308**
책임준비금	83,364	92,335	95,840	96,476	97,081
보험계약부채	74,287	83,046	86,410	86,791	87,133
최선추정부채(BEL)	63,400	72,034	75,171	74,870	74,571
위험조정(RA)	1,644	1,899	1,981	1,974	1,966
계약서비스마진(CSM)	9,238	9,109	9,250	9,940	10,589
기타	4	4	8	8	8
재보험/투자계약부채	9,077	9,288	9,430	9,685	9,947
기타부채	20,042	19,465	20,789	22,453	24,227
자본총계	**11,387**	**10,335**	**11,766**	**12,053**	**12,313**
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
신종자본증권	498	1,097	3,068	3,068	3,068
이익잉여금	6,307	6,886	7,284	7,882	8,453
해약환급금준비금	2,505	3,631	5,490	6,423	7,514
기타자본	-246	-2,476	-3,415	-3,726	-4,036

주요재무지표

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성/수익성(%)					
신계약(월납,십억원)	3,263	3,856	3,726	3,707	3,688
CSM배수(배)	9.3	6.6	6.5	6.7	6.7
CSM상각률	8.4	8.8	8.3	8.3	8.3
투자수익률	4.5	3.4	4.2	3.3	3.2
부채부담이율	5.5	4.0	5.1	4.0	4.0
CSM Movement					
기초 CSM	9,763	9,238	9,109	9,250	9,940
신계약 CSM	2,541	2,123	2,025	2,080	2,069
이자부리	353	350	353	365	391
CSM상각	-888	-852	-791	-830	-886
CSM조정	-2,531	-1,751	-1,447	-925	-925
기말 CSM	9,238	9,109	9,250	9,940	10,589

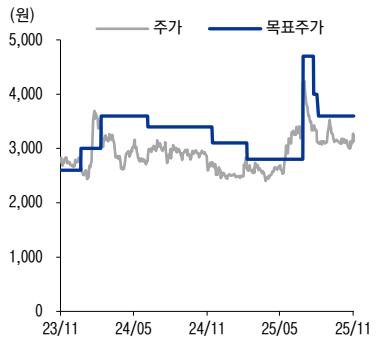
자료: LS증권 리서치센터

주요투자지표

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)/Valuation					
EPS	820	959	593	796	890
BPS	14,492	12,295	11,575	11,957	12,304
DPS	150	0	0	130	170
ROA	0.5	0.6	0.4	0.5	0.5
ROE	5.4	6.6	4.0	5.0	5.5
PER	3.2	3.0	5.3	3.9	3.5
PBR	0.18	0.24	0.27	0.26	0.25
배당성향	18.3	0.0	0.0	16.3	19.1
배당수익률	5.7	0.0	0.0	4.1	5.4
안정성(%)					
총자산/자본총계	10.1	11.8	10.9	10.9	10.9
K-ICS비율	183.8	163.7	158.6	152.2	146.9

LS증권 리서치센터

한화생명 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2021.12.15	신규	전배승			
2024.11.26	Hold	3,100	-8.5		-17.4
2025.02.21	Hold	2,800	50.0		0.4
2025.07.11	Hold	4,700	-9.8		-21.1
2025.08.06	Hold	4,000	-14.4		-16.6
2025.08.18	Hold	3,600	-2.1		-12.2
2025.11.17	Buy	3,600			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 전배승).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	89.4% 10.6%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024. 10. 01 ~ 2025. 09. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)