COMPANY UPDATE

2025. 11. 17.

금융/소비재팀

정민기 Analyst

mingi1.jeong@samsung.com

리서치센터 리포트 바로가기

한화생명 (088350)

3Q review – 신계약 성장 동력 지속은 긍정적

- 3분기 당기순이익 컨센서스 12.5% 하회
- 예실차 및 손실부담계약 비용 증가에 따라 보험 손익 부진
- CSM 순성장 기조로 전환된 점은 긍정적. 향후 배당 관련 리스크 해소가 관건

WHAT'S THE STORY?

투자 손익 둔화되며 순이익 역성장: 한화생명의 3Q25 당기순이익은 1,361억원(-42.5% y-y)으로, 컨센서스(FnGuide)를 12.5% 하회.

- 보험 손익: 보험 손익은 -366억원으로 y-y 적자 전환. CSM 상각이익 y-y 감소 폭은 -7%로 축소되었으나, 1) 보험금 청구 금액 증가에 따른 예실차 (-) 손익 규모가 -1,264억원으로 확대되었고, 2) 유배당 연금(200억원) 및 변액보험(400억원) 등 영향으로 손실부담계약 비용 또한 약 900억원 반영되었기 때문.
- 투자 손익: 투자 손익은 2,151억원으로 y-y 24% 증가. 동 분기 대체투자, 주식, 채권 교체매매 등 자산군 전반적으로 우호적 환경 반영되며 평가/처분 이익 증가한 데 기인.
- CSM: 3Q25 CSM 잔액은 9.1조원으로 q-q 2.5% 증가하며 분기 기준 순증가세로 전환. 종신보험 판매 강화에 따라 신계약 CSM이 5,643억원으로 q-q 29% 증가한 가운데, CSM 경험조정 폭 또한 점진적으로 축소되고 있음.

보험 손익 부진 vs 신계약 성장 가속: 3분기 실적 기대치 하회 및 예실차 손익 부진 가능성 등을 반영하여 '25E, '26E 이익 전망치를 기존 대비 13.4%, 3.5% 하향하며, 이에 따라 목표가 또한 3,500억원으로 하향. 다만 신계약 창출력을 중심으로 CSM이 순성장 기조로 돌아선 점은 긍정적. '26년 기준 PBR 0.2배, PER 4.0배 수준으로, 관건인 배당가능 이익 관련 규제 환경 변화 시 주가는 유의미한 Re-rating이 가능할 전망.

한화생명 3Q25 review

(십억원)	3Q25	2Q25	전분기 대비 (%)	3Q24	전년동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	71.8	104.2	-31.1	183.7	-60.9		
투자손익	0.0	0.0	n/a	0.0	n/a		
영업이익	67.8	148.7	-54.4	214.1	-68.3	n/a	n/a
당기순이익	57.7	122.0	-52.7	172.3	-66.5	n/a	n/a
기말 CSM	8,833.1	8,865.7	-0.4	9,153.7	-3.5		
투자영업수익률 (%)	0.0	0.0	n/a	0.0	n/a		

자료: 한화생명, FnGuide, 삼성증권

Valuation 및 실적 추정 요약

(십억원)	보험손익	투자손익	당기순이익	BPS (원)	EPS (원)	P/B (배)	P/E (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	651	90	616	15,155	710	0.2	4.0	4.5	5.3
2024	506	390	720	13,755	830	0.2	3.0	6.6	0.0
2025E	316	340	499	15,833	574	0.2	5.5	4.5	0.0
2026E	620	361	687	16,597	791	0.2	4.0	5.6	4.8
2027E	857	216	754	17,601	868	0.2	3.6	5.9	4.8

자료: 한화생명, 삼성증권 추정

▶ 종목 정보

HOLD

목표주가	3,500원	11.8%
현재주가	3,130원	
시가총액	2.7조원	
주식수 (유동주식 비중)	868,530,000주 (41.4%)	
52주 최저/최고	2,400원/4,240원	
60일-평균거래대금	43.0억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
한화생명 (%)	-1.1	16.4	20.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	-12.2	-23.4	-27.3

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	3,500	3,800	-7.9%
2025E EPS	574	663	-13.4%
2026E EPS	791	820	-3.5%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	9
목표주가	3,588
추천 점수	3.6

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

삼성증권

목표주가 산정

한화생명 valuation

		2025E
A.적정 PB-ROE 방식		
Forward ROA (%)		0.4
총자산/총자본 (배)		11.3
* 지속 가능 ROE (Sustainable ROE, %)	(A)	5.1
자본 비용(Cost of capital, %)	(B)	8.25
영구 성장률 (Long-term growth, %)	(C)	0.0
Target P/B (x)	(D = {A-C}/{B-C})	0.4
Forward BVPS (원)	(E)	13,697
적정 주가 (원)	**(F = D*E)**	**5,936**
B. 적정 주주 환원 수익률 방식		
금융업종 Target 총 주주 환원 수익률 (%)	(G)	4.0
** 할인/할증 (%)	(H)	30%
종목 Target 총 주주 환원 수익률 (%)	(I = G * {1-H})	5.2
`24E 총 주주 환원액 (십억원)	(J)	0.0
예상 총 주주 환원율 (%)		0.0
Target 시가총액 (십억원)	(K = J / I)	1,083.7
적정 주가 (원)	**(L)**	**1,442**
C. 목표주가		
적정 주가 (원)	(F+L) / 2	3,689
목표주가 (원)		**3,500**
***현재 주가 (원)		3,130
Upside (%)		**11.8%**
직전 목표주가 (원)		3,800
Diff (%)		-7.9%

참고: * 중장기(10년) Forward ROE 추정 기반
** 은행업종 대비 자본 정책 구체화 여부(Target 자본비율 등 존재 여부)에 따라 10% discount 적용,
명시적인 자본 활용 정책 부재 및 업종 내 자본여력(K-ICS비율) 열위에 따른 추가 20% discount 적용
***현재 주가는 11/14 종가 기준
자료: 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
자산총계	**114,793**	**122,135**	**129,895**	**137,855**	**147,605**
운용자산	**97,010**	**105,018**	**110,242**	**112,464**	**114,730**
현금및예치금	1,871	1,064	869	887	904
주식	3,973	4,593	4,534	4,625	4,718
채권	54,068	60,386	63,345	64,622	65,924
대출	14,198	12,571	12,624	12,878	13,137
해외	12,119	14,643	17,025	17,368	17,718
부동산	2,780	2,233	2,244	2,289	2,335
기타(수익증권 등)	8,001	8,760	8,631	9,619	9,530
기타자산	17,783	17,117	19,652	25,392	32,876
부채총계	**103,406**	**111,800**	**117,998**	**125,384**	**134,380**
책임준비금	83,364	91,187	98,148	105,535	114,531
보험계약부채	74,287	81,898	88,781	96,167	105,164
보험계약마진(CSM)	**9,238**	**9,109**	**9,323**	**10,099**	**11,044**
최선추정부채(BEL)	63,400	72,034	77,437	83,880	91,728
위험조정(RA)	1,644	1,899	2,013	2,181	2,385
기타부채	20,042	20,613	19,849	19,849	19,849
특별계정부채	15,561	14,626	15,409	15,409	15,409
자본총계	**11,387**	**10,335**	**11,897**	**12,471**	**13,225**
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	6,307	6,886	7,337	7,912	8,666
해약환급금준비금	2,505	3,631	5,414	5,838	6,394
자본조정	-1,119	-1,114	-1,107	-1,107	-1,107
기타포괄손익누계	873	-1,363	-2,231	-2,231	-2,231
신종자본증권	498	1,097	3,068	3,068	3,068
비지배지분	0	0	0	0	0

배당 및 주당지표

12월 31일 기준 (원, %)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS (원)	710	830	574	791	868
BPS (원)	13,111	11,899	13,697	14,359	15,227
PER (x)	4.0	3.0	5.5	4.0	3.6
PBR (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROA (%)	0.5	0.6	0.4	0.5	0.5
ROE (%)	4.5	6.6	4.5	5.6	5.9
DPS (원)	150	0	0	150	150
배당수익률 (%)	5.3	0.0	0.0	4.8	4.8
배당성향 (%)	18.3	0.0	0.0	16.4	15.0
총주주환원율 (%)	18.3	0.0	0.0	16.4	15.0

참고: 별도 재무제표 기준
자료: 한화생명, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
보험영업이익	**651**	**506**	**316**	**620**	**857**
예실차	-54	-224	-227	-136	-82
CSM 상각이익	888	852	793	858	933
RA 환입	118	138	148	137	148
기타(손실요소배분, 재보손익)	-301	-260	-398	-239	-143
투자영업이익	**90**	**390**	**340**	**361**	**216**
일반보험 투자손익	97	330	359	321	184
자산손익	2,808	3,058	3,094	3,233	3,355
부담이자	-2,711	-2,728	-2,736	-2,912	-3,171
변액보험 투자손익	-14	123	92	73	59
퇴직보험 투자손익	7	-62	-110	-33	-27
연결/지분법 배당 수익	0	0	0	0	0
영업이익	**741**	**897**	**656**	**981**	**1,072**
영업외수익	19	27	18	14	14
영업외비용	7	19	28	46	46
세전이익	**753**	**905**	**646**	**948**	**1,040**
법인세비용	137	184	147	261	286
당기순이익	**616**	**720**	**499**	**687**	**754**

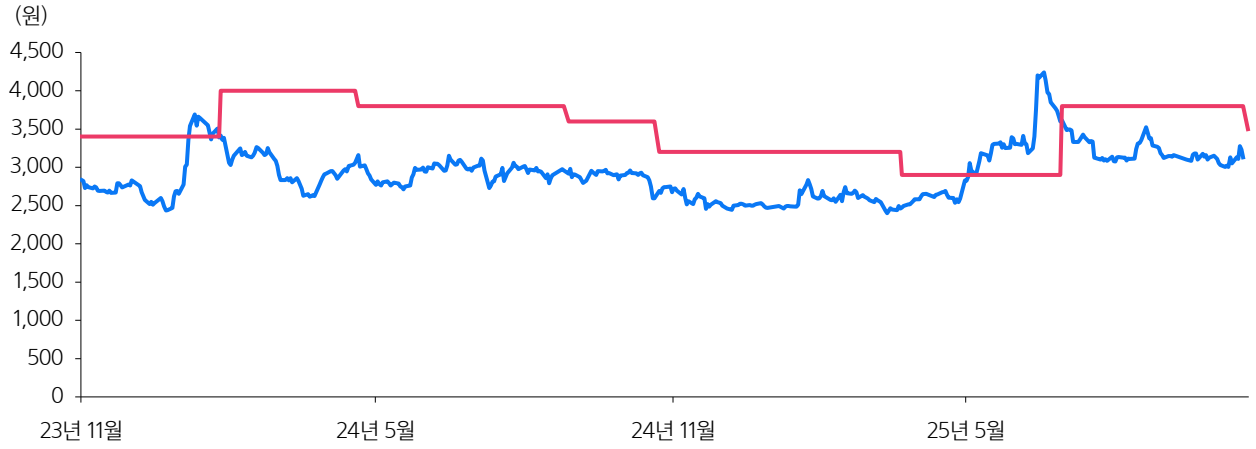
주요 가정

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
보험영업 수익성 (%)					
CSM 상각률	9.6	9.4	8.5	8.5	8.5
RA 상각률	7.2	7.3	7.3	6.3	6.2
투자영업 수익성 (%)					
투자영업수익률	2.9	2.9	2.8	2.9	2.9
부채부담이율	3.7	3.4	3.2	3.1	3.1
CSM 변동 (십억원)					
기시 CSM	9,763	9,238	9,109	9,323	10,099
신계약 CSM	2,541	2,123	2,096	2,548	2,758
CSM 상각	-888	-852	-793	-858	-933
CSM 이자부리	353	350	358	388	422
CSM 경험조정	-2,531	-1,751	-1,447	-1,302	-1,302
기말 CSM	9,238	9,109	9,323	10,099	11,044

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 11월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 11월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2023/8/18	11/16	2024/2/21	5/16	9/23	11/18	2025/4/17	7/25	11/17
투자의견	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD
TP (원)	2,600	3,400	4,000	3,800	3,600	3,200	2,900	3,800	3,500
괴리율 (평균)	5.27	-16.21	-25.36	-22.83	-19.84	-19.52	7.56	-15.71	
괴리율 (최대or최소)	20.00	8.53	-15.38	-17.11	-17.22	-11.41	46.21	-7.24	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.9.30 기준
매수(83.5%)·중립(16.5%)·매도(0%)

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상