한화생명(088350)

중립(유지)

나도 수혜주

자본비율 부담이 본격적으로 경감되는 구간

우려 요인이었던 자본 부담이 완화되는 국면이다. 금융감독원의 K-ICS 할인율 산출기준에 따라 2026년 최종관찰만기는 23년, 장기선도금리는 4.30%로 2025년과 동일하다. 올해 상반기까지만 해도 2026년의 최종관찰만기와 장기선도금리가 모두 추가 하락할 것으로 예상됐으나 규제 완화와 시장금리 환경을 반영해 동결됐다. 한편 3분기 실적발표를 통해 밝힌 회사의 2025년 말 K-ICS 비율 목표치는 155%로 최근 시장금리 환경을 고려할 때 무난하게 달성 가능할 것이다. 또한 2026년 해약환급금준비금 적립 완화 기준치는 2025년 170%에서 10%p 하락한 160%다. 제반 환경을 모두 고려할 때 2026년 자본비율 부담은 제한적이다.

해약환급금준비금 제도 개선은 가시화

해약환급금준비금 제도 개선 가능성은 꾸준히 높아지고 있다. 2025년 10월 금융위원장의 해약환급금준비금 적립 합리화 필요성 검토 발언에 이어, 12월 개최된 보험업권 생산적 금융 활성화 세미나에서도 금융당국은 건전성 규제를 지속적으로 정비해 가겠다는 입장을 재차 발표했다. 2025년 9월 말 기준 적립액은 5.3조원으로 커버리지 기업 내 가장 큰 수치임을 감안할 때 제도 개선 시 배당가능이익 확보 규모도 가장 크게 나타날 것이다.

밸류에이션 부담은 낮은 가운데 2026년 실적이 중요

밸류에이션 부담은 낮다. 12월 19일 종가 기준, trailing PBR은 0.21배에 불과하다. 다만 제도 개선 이후 추가적인 주가 상승을 위해서는 실적 반등이 중요하다. 업종 전반의 신계약 경쟁이 둔화된 점을 고려하면 향후 관건은 유지율 개선 및 CSM 순증 추세 유지다. 3분기 13회차 유지율과 25회차 유지율은 전년동기대비 각각 0.2%p, 14.3%p 상승했다. 4분기 연말 가정변경 등에 따른 음(-)의 CSM 조정은 불가피할 것으로 보이나, 유지율 상승으로 경상적인 CSM 조정 규모가 감소하고 있음을 고려할 때 2026년부터는 본격적인 CSM 순증이 예상된다.

	영업이익 (십억원)	보험손익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	DY (%)
2023A	741	651	616	770	14,492	3.7	0.20	3.8	0.53	5.3
2024A	897	506	721	921	12,295	2.7	0.20	6.3	0.63	0.0
2025F	522	169	413	549	11,571	5.7	0.27	4.0	0.34	0.0
2026F	752	315	564	751	12,247	4.2	0.26	4.8	0.44	4.8
2027F	874	423	655	872	12,895	3.6	0.24	5.3	0.50	6.4

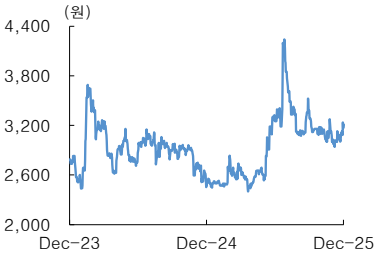
Stock Data

KOSPI(12/19)		4,021
주가(12/19)		3,210
시가총액(십억원)		2,788
발행주식수(백만)		869
52주 최고/최저가(원)		4,240/2,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)		6,523
유동주식비율/외국인지분율(%)		41.4/9.5
주요주주(%)	한화 외 5 인	45.1
	예금보험공사	10.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.6	(2.7)	29.2
KOSPI 대비(%p)	4.3	(37.7)	(35.9)

주가추이

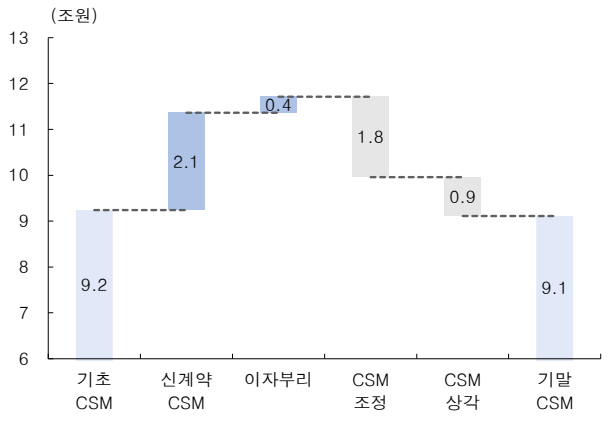


자료: FnGuide

홍예란
yeran.hong@koreainvestment.com

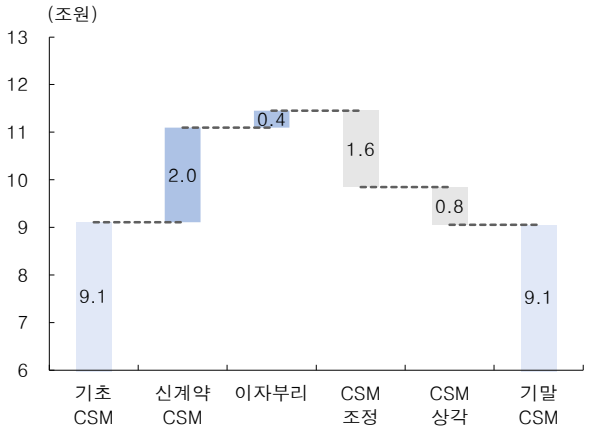
한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

[그림 1] 한화생명 2024A CSM Movement



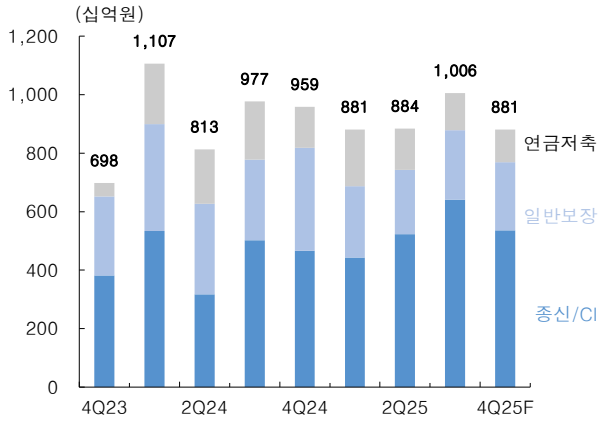
자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 2] 한화생명 2025F CSM Movement



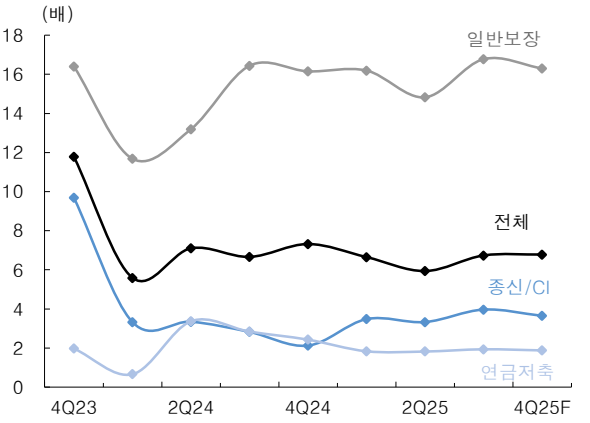
자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 3] 한화생명 연납화보험료(APE)



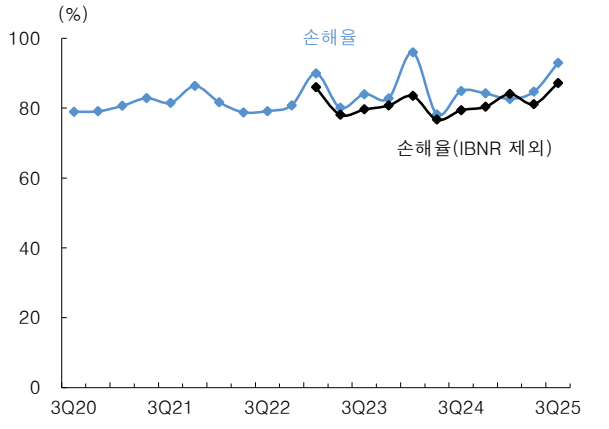
자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 4] 한화생명 CSM 배수



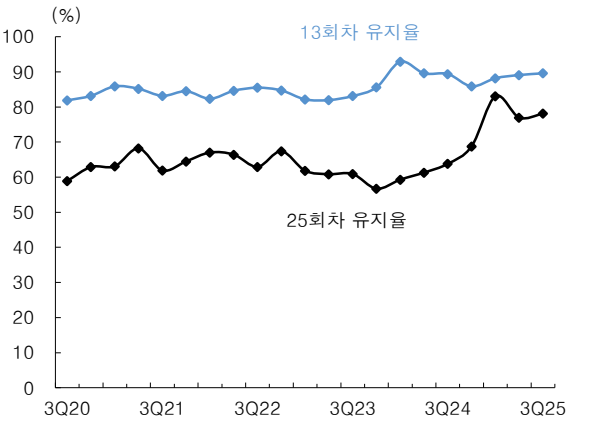
자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 5] 한화생명 위험손해율



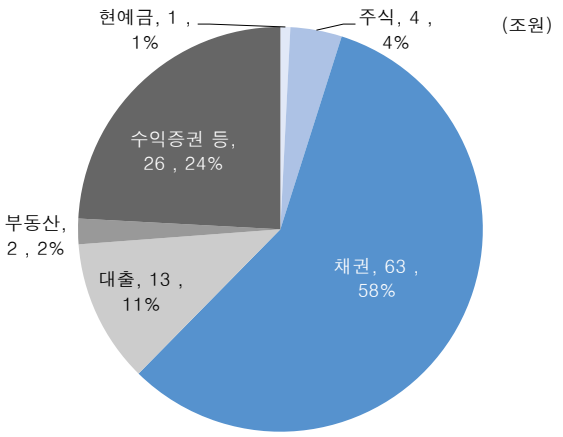
자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 6] 한화생명 유지율



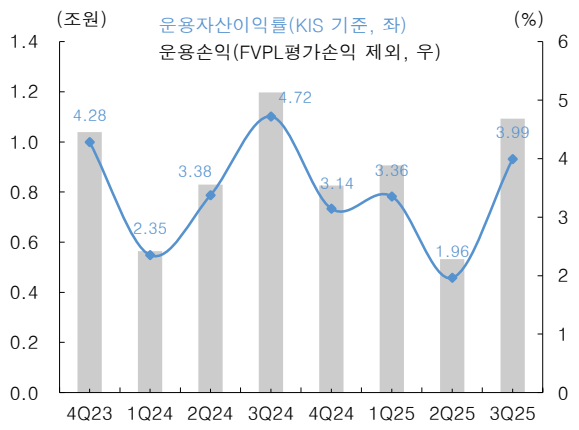
자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 7] 한화생명 운용자산 포트폴리오(2025년 9월 말)



자료: 한화생명, 한국투자증권

[그림 8] 한화생명 운용손익 및 운용자산이익률



주: 운용손익은 FVPL 평가손익 제외 기준
자료: 한화생명, 한국투자증권

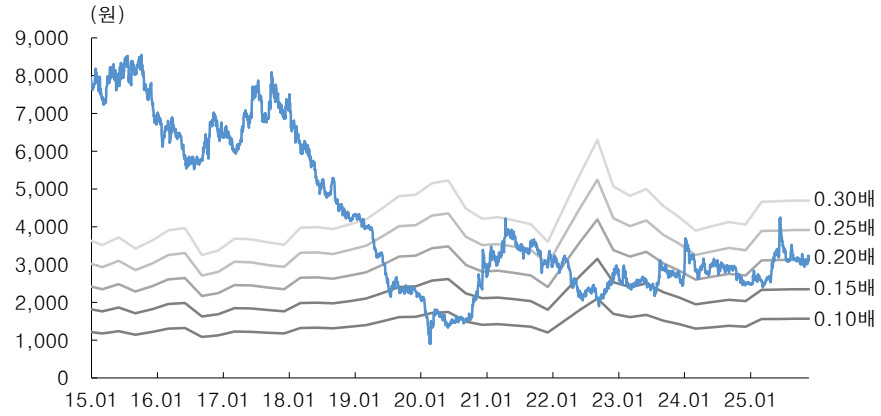
<표 1> 한화생명 분기 실적 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
손익계산서								
보험손익	**104**	**72**	**(37)**	**30**	**84**	**102**	**60**	**69**
CSM 상각	199	196	196	200	200	200	201	205
RA 상각	39	37	40	40	40	40	40	41
예실차	(29)	(38)	(126)	(89)	(32)	(15)	(65)	(62)
기타	(104)	(123)	(146)	(121)	(124)	(124)	(117)	(115)
투자손익	**45**	**(4)**	**215**	**97**	**169**	**14**	**183**	**71**
운용손익	1,105	1,230	1,275	708	1,147	1,265	1,271	701
보험금융손익	(1,060)	(1,234)	(1,060)	(611)	(977)	(1,251)	(1,088)	(630)
영업이익	149	68	179	127	253	116	243	141
영업외손익	3	3	(8)	1	4	4	(9)	1
세전이익	152	71	170	128	257	119	234	142
법인세비용	30	14	34	31	64	30	59	35
당기순이익	**122**	**58**	**136**	**97**	**192**	**89**	**176**	**106**
주요지표								
기초 CSM	9,109	8,866	8,833	9,059	9,054	9,024	9,107	9,302
신계약 CSM	488	437	564	498	515	519	514	514
기말 CSM	8,866	8,833	9,059	9,054	9,024	9,107	9,302	9,350
CSM 전환배수(배)	6.6	5.9	6.7	6.8	6.8	6.7	6.8	6.7
운용자산이익률(%)	4.15	4.55	4.68	2.58	4.15	4.55	4.53	2.48
ROE(%)	4.8	2.3	4.6	3.3	6.6	3.0	5.8	3.5
ROA(%)	0.41	0.18	0.43	0.30	0.61	0.28	0.54	0.32
BPS(원)	11,274	11,455	11,506	11,571	11,809	11,909	12,125	12,247
PBR(배)	**0.23**	**0.29**	**0.27**	**0.28**	**0.27**	**0.27**	**0.26**	**0.26**

주: PBR은 조정자기자본 기준
자료: Quantiwise, 한화생명, 한국투자증권

[그림 9] 한화생명 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1946년 국내 최초 생명보험사 대한생명보험으로 출범. 이후 2002년 한화그룹 편입, 2010년 거래소 상장. 2012년 한화생명으로 사명 변경. 종신보험, 건강보험, 연금보험 등 다양한 보험 상품 및 서비스 제공. 2021년 보험·모집 지원 부문은 한화생명금융서비스로 물적분할. 한화그룹에 속한 금융 계열회사로 현재 자회사로 한화손해보험, 한화자산운용 등을 보유 중

- 연납화보험료(Annualized Premium Equivalent, APE): 연납화한 보험료(월납보험료 x 12 + 일시납 보험료 ÷ 10)
- 위험손해율: 위험보험료에 대한 발생손해액 비율
- 유지율: 보험계약의 효력이 상실되지 않고 계속되는 상황을 나타내는 것으로 성립 계약에 대한 계속계약의 비율

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

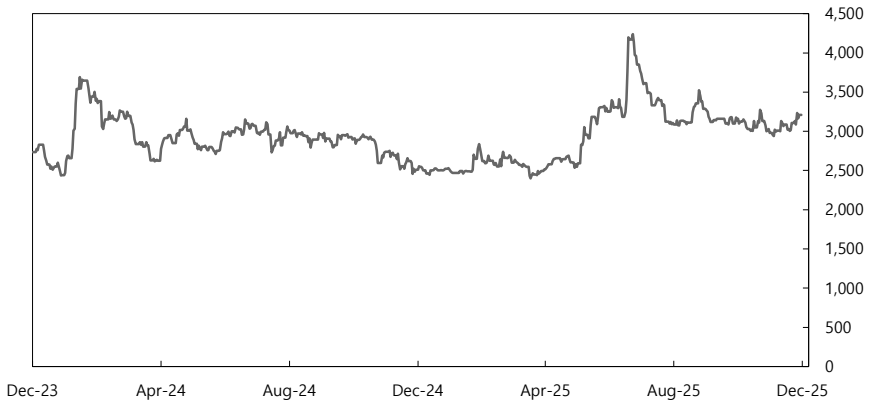
주: K-IFRS (별도) 기준

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 12월 22일 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

■ 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 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 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 리서치본부에서 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.