



Outperform (Maintain)

목표주가: 3,500 원
주가(11/14): 3,130 원
시가총액: 27,185 억원



보험/증권 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

Stock Data

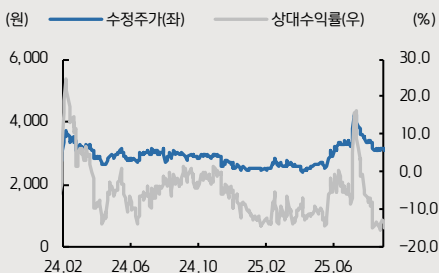
KOSPI	4,011.57pt	
시가총액	27,185 억 원	
52 주 주가동향	최고가	최저가
	4,240 원	2,400 원
최고/최저가대비 등락율	-26.18%	30.42%
수익률	절대	상대
	1M	7.1%
	6M	64.0%
	1Y	72.7%

Company Data

발행주식수	868,530	전주
일평균 거래량(3M)	1,354	전주
외국인 지분율	9.79%	
배당수익률(25E)	0.0%	
BPS(25E)	11,899	원
주요 주주	(주)한화 외 5인	45.06%

(십억원, 배)	2023	2024	2025E
보험이익	650.9	506.3	614.1
투자이익	90.4	390.7	407.6
영업이익	741.3	897.0	1,021.7
세전이익	753.4	904.9	1,003.6
당기순이익	616.3	720.6	752.7
ROE	5.5	0.0	0.0
ROA	0.4	0.0	0.0
EPS	710	830	867
BPS	13,111	11,899	13,480
PER	3.2	3.0	2.8
PBR	0.2	0.2	0.2
DPS	150	0	0
배당수익률 (%)	5.3	0.0	0.0

Price Trend



한화생명 (088350)

기대치 하회. CSM 순증했으나 보험이익 안정화 필요



- 3분기 순이익은 전년동기대비 43% 감소한 1,361 억원, 컨센서스를 13% 하회,
- 투자이익은 양호했으나 보험금예실차와 손실부담계약비용 등으로 보험이익 부진
- CSM 턱어라운드 긍정적이나 보험이익 안정화 필요. 투자의견 Outperform 유지

>>> 3Q25 순이익 43% (YoY) 감소, 기대치 하회

2025년 3분기 순이익은 전년동기대비 43% 감소한 1,361 억원으로 시장 기대치를 13% 하회했다. 양호한 투자이익에도 보험금예실차 악화와 손실부담계약비용 확대 등에 따라 보험이익이 부진하면서 컨센서스를 밑도는 실적을 기록했다.

>>> 신계약 보험이익 부진, CSM 조정폭 축소는 긍정적

한화생명의 보험이익은 전년동기 1,068 억원이었으나 3분기 -366 억원을 기록하며 적자전환했다. 보험금예실차는 전년동기대비 1,551 억원 감소했는데, 의료파업 완화 등으로 연초부터 보험금예실차 부진이 이어지고 있는 영향이다. 손실부담계약비용은 896 억원 발생했는데(3Q24 431 억원), 변액보험 관련 약 400 억원, 유배당 연금 관련이 약 200 억원 반영되었다. 투자이익은 전년동기대비 24% 증가한 2,151 억원을 기록했는데, 이자이익의 증가와 더불어 우호적인 시장 환경으로 전년동기대비 평가/처분이익이 크게 개선되었기 때문이다. 신계약 CSM은 4% (YoY) 증가한 5,643 억원이었는데, 보장성 상품을 중심으로 APE가 3% (YoY) 증가했다. CSM 배수는 전분기대비 향상되었으나 전년동기와 유사한 수준인 것으로 보인다. 기말 CSM은 전분기대비 2.6% 증가한 9조 594 억원을 기록했는데, 견조한 신계약 CSM과 조정폭 축소로 작년 1분기 이후 6개분기만에 전분기대비 순증에 성공했다. 분기말 예상 K-ICS 비율은 전분기말대비 3.6%p 하락한 157%이다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 3,500 원 유지

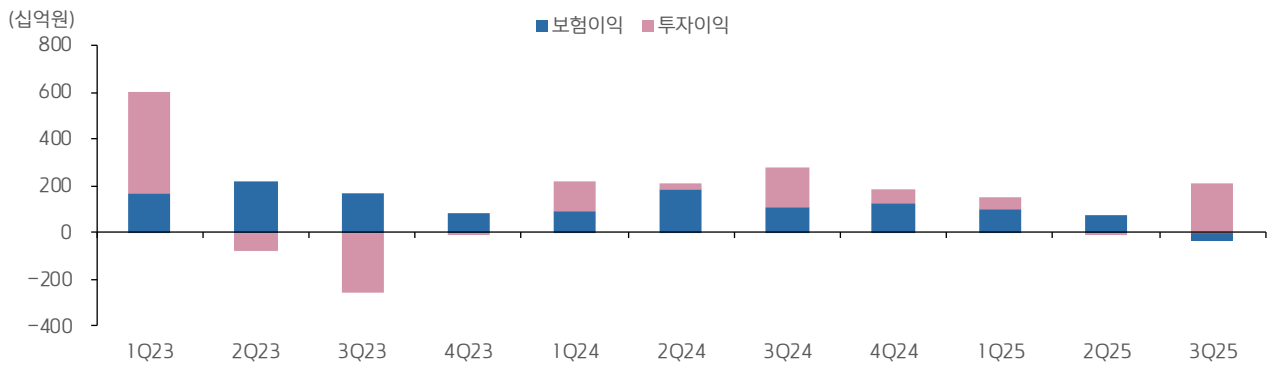
한화생명에 대한 투자의견 Outperform 과 목표주가 3,500 원을 유지한다. 영업력 강화에 따라 신계약 CSM은 견조한 흐름을 보이고 있으며, 그간 CSM 조정 폭이 상대적으로 컸다는 점이 부담으로 작용했으나 이번 분기 조정폭 축소 및 CSM 순증에 성공했다. 향후에는 손해율 상승 기조가 지속되고 있는 현 상황에서 예실차 관리 및 보험이익 안정화가 우선되어야 할 것으로 보인다. 단기적으로 주가는 해약환급금준비금 제도 개선에 따른 배당 재개 여부에 따라 움직일 것으로 예상된다.

한화생명 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E
보험이익	90.8	183.7	106.8	124.9	104.2	71.8	(36.6)	88.5	506.3	227.9
(YoY)	-47%	-16%	-38%	45%	15%	-61%	적전	-29%	-22%	-55%
일반/VFA	90.8	183.7	106.8	124.9	104.2	71.8	(36.6)	88.5	506.3	227.9
CSM 상각	220.3	215.5	211.5	204.7	198.6	195.8	196.0	201.0	851.9	791.5
RA 해제	28.0	35.7	37.2	37.2	38.9	37.2	39.5	46.3	138.1	161.9
예실차	(17.5)	8.0	(9.1)	(63.7)	(79.5)	(68.8)	(153.5)	(69.0)	(82.2)	(370.8)
보험금예실차	(30.1)	16.0	(4.4)	(59.7)	(96.6)	(97.8)	(159.5)	(76.0)	(78.2)	(429.9)
사업비에실차	12.7	(8.0)	(4.7)	(3.9)	17.1	29.0	6.0	7.0	(4.0)	59.1
기타	(140.0)	(75.5)	(132.8)	(53.3)	(53.8)	(92.4)	(118.6)	(89.9)	(401.5)	(354.6)
투자이익	129.3	30.4	173.8	57.2	44.5	(4.0)	215.1	104.1	390.7	359.7
(YoY)	-70%	흑전	흑전	흑전	-66%	적전	24%	82%	332%	-8%
보험금융손익	(762.2)	(1,030.4)	(665.4)	(582.3)	(1,060.4)	(1,234.4)	(1,060.3)	(1,044.3)	(3,040.5)	(4,399.5)
투자서비스손익	891.5	1,060.9	839.2	639.6	1,104.9	1,230.4	1,275.4	1,148.4	3,431.1	4,759.2
영업이익	220.1	214.1	280.6	182.1	148.7	67.8	178.5	192.6	897.0	587.6
(YoY)	-64%	55%	흑전	134%	-32%	-68%	-36%	6%	21%	-34%
영업외손익	(0.5)	(2.6)	10.1	1.0	3.4	3.5	(8.2)	(0.1)	8.0	(1.3)
세전이익	219.6	211.5	290.7	183.1	152.1	71.3	170.3	192.5	904.9	586.3
법인세비용	44.1	39.2	53.9	47.1	30.1	13.6	34.2	48.1	184.4	126.1
당기순이익	175.5	172.3	236.8	136.0	122.0	57.7	136.1	144.4	720.6	460.2
(YoY)	-63%	17%	흑전	254%	-31%	-67%	-43%	6%	17%	-36%

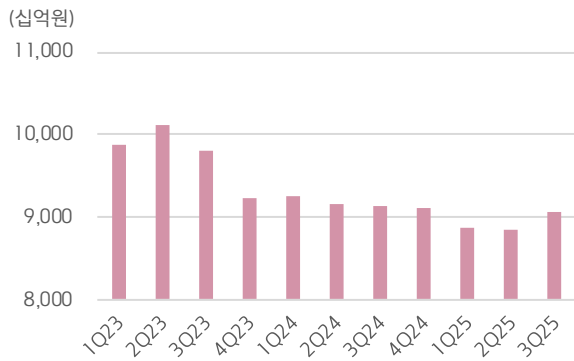
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터

한화생명의 보험이익과 투자이익 추이



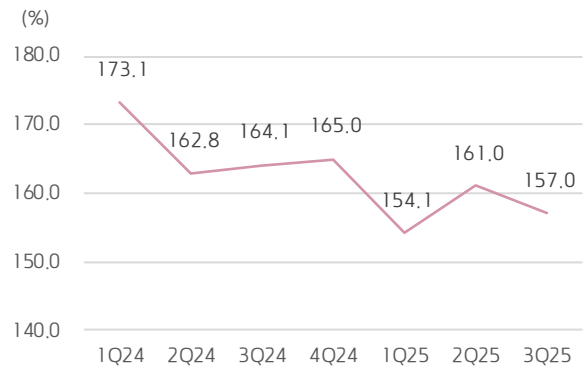
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

CSM 기말 잔액 추이



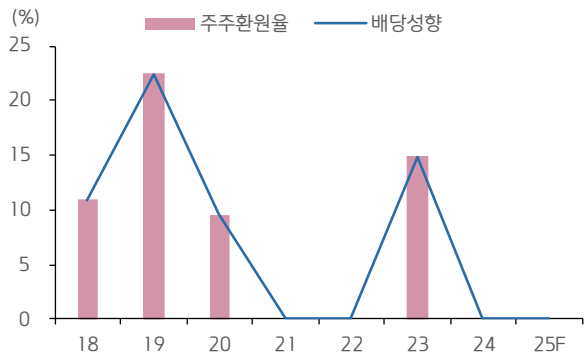
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

K-ICS 비율 추이



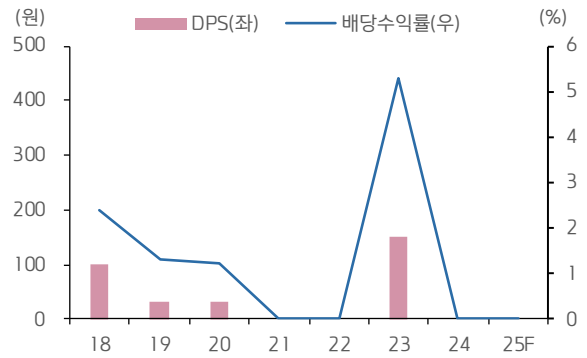
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

주주환원율과 배당성향



자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

DPS와 배당수익률



자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
보험이익		650.9	506.3	227.9	585.2
일반/VFA		650.9	506.3	227.9	585.2
CSM 상각		887.7	851.9	791.5	825.6
RA 해제		117.7	138.1	161.9	185.2
예실차		(39.4)	(82.2)	(370.8)	(59.1)
보험금예실차		(13.8)	(78.2)	(429.9)	(165.3)
사업비예실차		(25.6)	(4.0)	59.1	106.2
기타		(315.1)	(401.5)	(354.6)	(366.6)
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
투자이익		90.4	390.7	359.7	382.6
보험금융손익		(4,326.1)	(3,040.5)	(4,399.5)	(4,196.6)
투자서비스손익		4,416.5	3,431.1	4,759.2	4,579.2
영업이익		741.3	897.0	587.6	967.7
영업외손익		12.1	8.0	(1.3)	(5.1)
세전이익		753.4	904.9	586.3	962.6
법인세비용		137.2	184.4	126.1	240.7
당기순이익		616.3	720.6	460.2	722.0
CSM Movement					
기시		9,799	9,130	9,059	9,531
신계약		2,541	2,123	2,006	2,040
이자부리		353	350	358	376
상각		888	852	792	826
조정		2,531	1,751	1,557	1,013
기말		9,238	9,109	9,125	9,702
CSM 증감 (YoY, %)			(1)	0	6
순증액		(561)	(21)	65	171
K-ICS 비율		183.8	165.0	153.8	173.5
지급여력금액		20,979	21,528	22,655	24,673.6
지급여력기준금액		11,414	13,049	14,732	14,217.6

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
운용자산 비중 (%)					
FVPL		21.8	23.8	23.8	23.3
FVOCI		40.7	43.2	45.6	46.0
AC		11.8	11.0	9.8	9.8
대출채권		16.9	14.4	13.7	13.7
부동산		2.9	2.1	2.0	2.0
주요비율 (% 배)					
ROA		0.3	0.6	0.4	0.6
ROE		4.5	6.6	4.1	5.5
P/E		4.0	3.0	5.9	3.8
P/B		0.22	0.21	0.22	0.19

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계		114,793	122,135	127,404	129,792
운용자산		97,010	105,018	109,591	111,644
FVPL		21,134	25,014	26,133	26,094
FVOCI		39,462	45,320	49,897	51,240
AC		11,408	11,543	10,689	10,889
대출채권		16,378	15,156	14,895	15,174
부동산		2,780	2,233	2,231	2,272
비운용자산		17,783	17,117	17,814	18,148
부채총계		103,406	111,800	115,186	115,808
책임준비금		83,364	92,335	95,626	96,196
보험계약부채		74,287	83,046	86,322	86,877
잔여보장요소		71,583	80,183	83,557	84,135
최선추정		60,719	69,202	72,507	72,507
위험조정		1,621	1,868	1,925	1,925
보험계약마진		9,238	9,109	9,125	9,702
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
자본총계		11,387	10,335	12,218	13,983
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	7,656	9,403
해약환급금준비금		2,505	3,631	5,687	6,930
자본조정		(1,119)	(1,114)	(1,107)	(1,107)
기타포괄손익누계액		873	(1,363)	(2,227)	(2,209)
비지배지분		0	0	0	0

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주주환원지표					
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 11월 14일 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

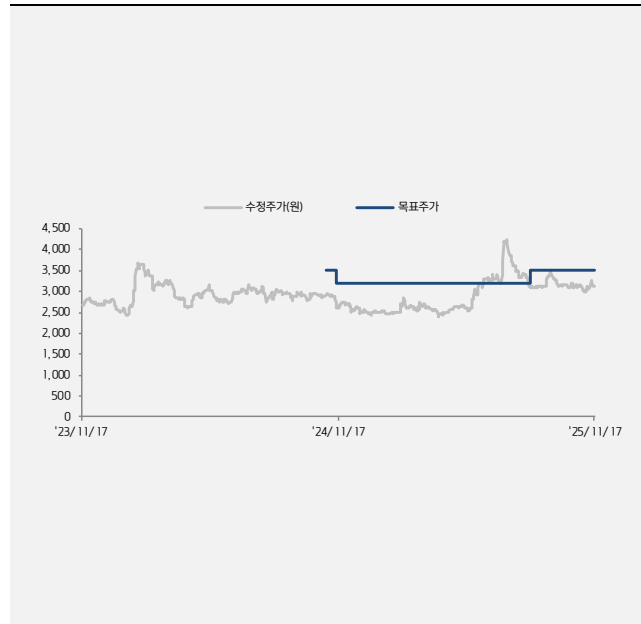
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2 개년)



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 (2024/10/01~2025/09/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%