



BUY (Upgrade)

목표주가: 8,500 원 (상향)

주가(2/23): 5,970 원

시가총액: 51,851 억원



보험/증권/지주 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

Stock Data

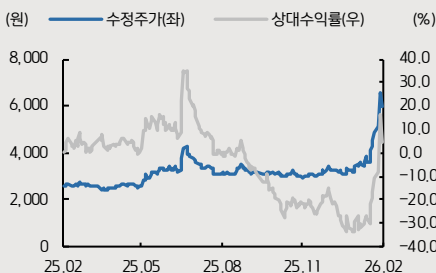
KOSPI	5,846.09pt		
시가총액	51,851 억 원		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	6,600 원	2,400 원	
최고/최저가대비 등락율	-9.55%	148.75%	
수익률	절대	상대	
	1M	73.5%	29.8%
	6M	94.1%	162.0%
	1Y	130.5%	278.9%

Company Data

발행주식수	868,530 천주
일평균 거래량(3M)	6,619 천주
외국인 지분율	7.40%
배당수익률(26E)	0.0%
BPS(26E)	17,121 원
주요 주주	(주)한화 외 4인 45.05%

(십억원, 배)	2024	2025	2026E
보험이익	506.3	614.1	536.4
투자이익	390.7	407.6	192.3
영업이익	897.0	1,021.7	728.6
세전이익	904.9	1,003.6	698.6
당기순이익	720.6	752.7	523.9
ROE	0.0	0.0	3.8
ROA	0.0	0.0	0.4
EPS	830	867	603
BPS	11,899	13,480	17,121
PER	3.0	2.8	5.4
PBR	0.2	0.2	0.2
DPS	0	0	0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0

Price Trend



한화생명 (088350)

4Q25 Re: 이번 주가 상승, 난 좀 다르게 본다



- 4 분기 순이익은 전년동기대비 적자전환한 -25 억원
- 비용 환입 등으로 보험이익 호조에도 채권 교체매매 등에 따른 투자손익 악화
- 실적보다는 그룹 지배구조 개편 기대감이 주가 상승 트리거로 작용한 것으로 판단. 해당 기대감이 이어지고 있는 바 투자의견 및 목표주가 상향

>>> 4Q25 순이익 -25 억원, 전년동기대비 적자전환

2025 년 4 분기 순이익은 전년동기대비 적자전환한 -25 억원을 기록했다. 1,000 억원 이상의 손실부담계약비용 환입이 있었음에도 불구하고 예실차 악화와 투자손익 부진 등의 영향이다. 연간 순이익은 전년대비 57% 감소한 3,313 억원을 기록했다. 별도 실적 감소에도 불구하고 연결 기준 순이익은 자회사 실적 호조에 힘입어 전년동기대비 3% 감소에 그친 8,363 억원을 기록했다.

>>> 보험이익 호조 vs. 투자이익 부진

한화생명의 보험이익은 전년동기대비 64% 증가한 2,050 억원을 기록했다. 3 분기에 이어 보험금예실차의 부진이 이어졌으나, 신규 담보 상품 등의 손실부담계약비용 환입이 약 1,137 억원 있었다. 투자이익은 전년동기대비 적자전환한 -1,688 억원을 기록했는데, 이자손익은 견조한 증가세를 이어가고 있으나 채권 교체매매와 일부 대체자산 평가 등에 따른 손실이 반영된 영향이다. 신계약 CSM 은 1% (YoY) 감소한 5,764 억원이었는데, 경쟁 심화에도 CSM 배수가 2 개 분기 연속 상승하고 있다는 점이 긍정적이다. CSM 배수는 전년과 유사한 수준을 유지하고 있다. 기말 CSM 은 전분기대비 3.8% 감소한 8 조 7,137 억원을 기록했는데, 가정 변경 등으로 약 8,000 억원의 조정이 있었으나 상대적으로 양호한 수준이라고 판단한다. 연말 예상 K-ICS 비율은 전분기말대비 1.2%p 하락한 157%이다.

>>> 투자의견/목표가 상향. 대주주 관점에서 본 적정 가격은

한화생명에 대해 투자의견을 BUY, 목표주가는 8,500 원으로 상향조정한다. 목표주가 산출은 2026년 예상 연결 BPS 21,289원에 PBR 0.4배를 적용했다. PBR 0.4 배의 근거는 2025년의 연결 ROE 5%에 분리과세 요건을 고려, 미래 배당성향 25%를 가정했을 때 주주의 실질 배당수익률이 3%가 넘도록 하는 PBR 이기 때문이다[5%(ROE) * 25%(배당성향) / 0.4(PBR) = 3.1%(실질 배당수익률)]. 최근 주가 상승이 그룹 지배구조 개편 기대감에 기인한다면, 조달비용을 고려했을 때 PBR 0.4 배 수준까지는 지분 매입 시 부담이 적을 것으로 예상된다는 판단이다. 상법 개정으로 보유 중인 자사주 13.5% 소각에 대한 기대감도 커지고 있다.

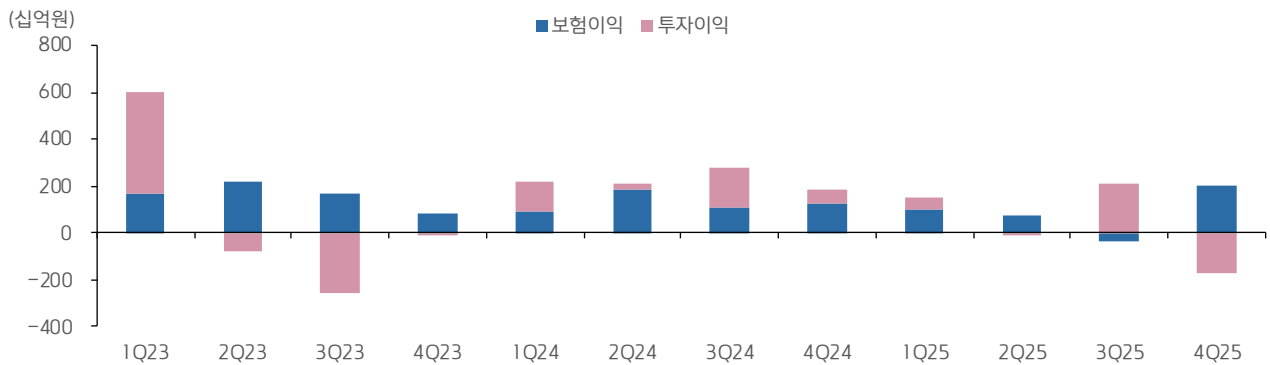
물론, 그룹 지배구조 개편은 여전히 불확실한 바 기대감의 영역이며, 해약환급금준비금 제도 개선 없이는 여전히 배당 재개가 어렵다는 점은 염두에 두어야 한다.

한화생명 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2024	2025E
보험이익	90.8	183.7	106.8	124.9	104.2	71.8	(36.6)	205.0	506.3	344.4
(YoY)	-47%	-16%	-38%	45%	15%	-61%	적전	64%	-22%	-32%
일반/VFA	90.8	183.7	106.8	124.9	104.2	71.8	(36.6)	205.0	506.3	344.4
CSM 상각	220.3	215.5	211.5	204.7	198.6	195.8	196.0	196.8	851.9	787.3
RA 해제	28.0	35.7	37.2	37.2	38.9	37.2	39.5	40.0	138.1	155.6
예실차	(17.5)	8.0	(9.1)	(63.7)	(79.5)	(68.8)	(153.5)	(151.3)	(82.2)	(453.2)
보험금예실차	(30.1)	16.0	(4.4)	(59.7)	(96.6)	(97.8)	(159.5)	(144.5)	(78.2)	(498.5)
사업비에실차	12.7	(8.0)	(4.7)	(3.9)	17.1	29.0	6.0	(6.8)	(4.0)	45.3
기타	(140.0)	(75.5)	(132.8)	(53.3)	(53.8)	(92.4)	(118.6)	119.5	(401.5)	(145.3)
투자이익	129.3	30.4	173.8	57.2	44.5	(4.0)	215.1	(168.8)	390.7	86.8
(YoY)	-70%	흑전	흑전	흑전	-66%	적전	24%	적전	332%	-78%
보험금융손익	(762.2)	(1,030.4)	(665.4)	(582.3)	(1,060.4)	(1,234.4)	(1,060.3)	(994.9)	(3,040.5)	(4,350.1)
투자서비스손익	891.5	1,060.9	839.2	639.6	1,104.9	1,230.4	1,275.4	826.2	3,431.1	4,436.9
영업이익	220.1	214.1	280.6	182.1	148.7	67.8	178.5	36.2	897.0	431.3
(YoY)	-64%	55%	흑전	134%	-32%	-68%	-36%	-80%	21%	-52%
영업외손익	(0.5)	(2.6)	10.1	1.0	3.4	3.5	(8.2)	(17.4)	8.0	(18.6)
세전이익	219.6	211.5	290.7	183.1	152.1	71.3	170.3	18.9	904.9	412.7
법인세비용	44.1	39.2	53.9	47.1	30.1	13.6	34.2	21.4	184.4	99.3
당기순이익	175.5	172.3	236.8	136.0	122.0	57.7	136.1	(2.5)	720.6	313.3
(YoY)	-63%	17%	흑전	254%	-31%	-67%	-43%	적전	17%	-57%

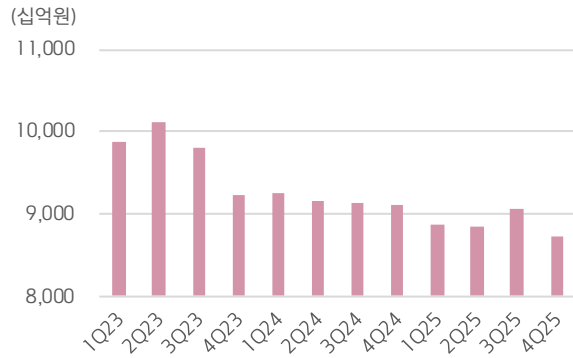
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터

한화생명의 보험이익과 투자이익 추이



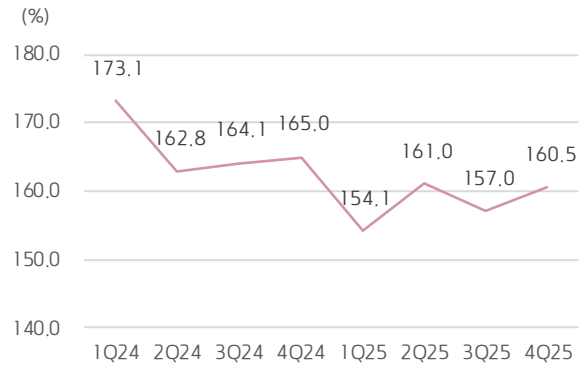
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

CSM 기말 잔액 추이



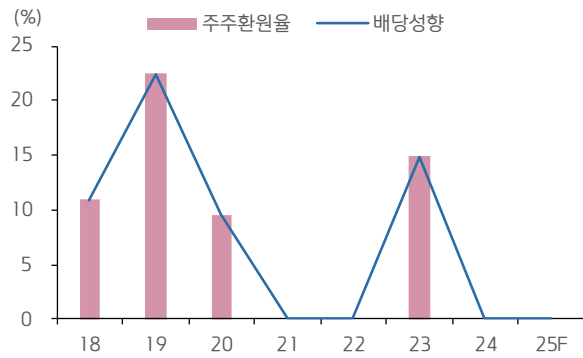
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

K-ICS 비율 추이



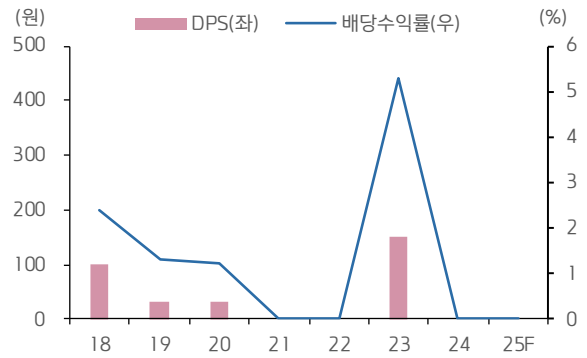
자료: 한화생명, 키움증권 리서치센터.

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	344.4	536.4
일반/VFA		650.9	506.3	344.4	536.4
CSM 상각		887.7	851.9	787.3	762.4
RA 해제		117.7	138.1	155.6	187.5
예실차		(39.4)	(82.2)	(453.2)	(229.7)
보험금예실차		(13.8)	(78.2)	(498.5)	(253.9)
사업비예실차		(25.6)	(4.0)	45.3	24.3
기타		(315.1)	(401.5)	(145.3)	(183.9)
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	86.8	192.3
보험금융손익		(4,326.1)	(3,040.5)	(4,350.1)	(4,216.2)
투자서비스손익		4,416.5	3,431.1	4,436.9	4,408.4
영업이익		741.3	897.0	431.3	728.6
영업외손익		12.1	8.0	(18.6)	(30.0)
세전이익		753.4	904.9	412.7	698.6
법인세비용		137.2	184.4	99.3	174.6
당기순이익		616.3	720.6	313.3	523.9
CSM Movement					
기시		9,799	9,130	9,059	8,870
신계약		2,541	2,123	2,066	2,141
이자부리		353	350	358	354
상각		888	852	787	762
조정		2,531	1,751	2,032	1,524
기말		9,238	9,109	8,714	8,923
CSM 증감 (YoY, %)			(1)	(4)	2
순증액		(561)	(21)	(346)	53
K-ICS 비율		183.8	165.0	160.5	157.8
지급여력금액		20,979	21,528	22,905	25,584.8
지급여력기준금액		11,414	13,049	14,732	16,217.6

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
운용자산 비중 (%)					
FVPL		21.8	23.8	23.2	22.7
FVOCI		40.7	43.2	44.8	45.2
AC		11.8	11.0	9.9	9.9
대출채권		16.9	14.4	13.4	13.4
부동산		2.9	2.1	2.1	2.1
주요비율 (% 배)					
ROA		0.3	0.6	0.3	0.4
ROE		4.5	6.6	2.7	3.8
P/E		4.0	3.0	9.0	5.4
P/B		0.22	0.21	0.23	0.19

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계		114,793	122,135	125,777	129,895
운용자산		97,010	105,018	107,602	111,125
FVPL		21,134	25,014	24,941	25,247
FVOCI		39,462	45,320	48,218	50,196
AC		11,408	11,543	10,689	11,039
대출채권		16,378	15,156	14,442	14,914
부동산		2,780	2,233	2,218	2,291
비운용자산		17,783	17,117	18,175	18,770
부채총계		103,406	111,800	114,771	115,025
책임준비금		83,364	92,335	95,211	95,412
보험계약부채		74,287	83,046	85,907	86,094
잔여보장요소		71,583	80,183	83,142	83,351
최선추정		60,719	69,202	72,503	72,503
위험조정		1,621	1,868	1,925	1,925
보험계약마진		9,238	9,109	8,714	8,923
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	12,461	14,870
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	7,085	9,560
해약환급금준비금		2,505	3,631	6,508	8,587
자본조정		(1,119)	(1,114)	(1,107)	(1,107)
기타포괄손익누계액		873	(1,363)	(1,414)	(1,480)
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 2월 23일 현재 '한화생명(088350)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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.

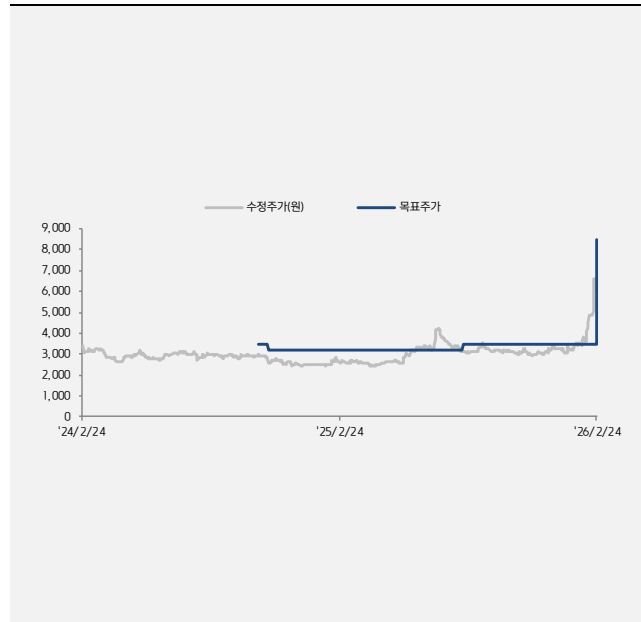
고지사항

- 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	-8.91	9.57
	2026-02-24	Buy(Upgrade)	8,500 원	6개월		

목표주가추이(2 개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 (2025/01/01~2025/12/31)

매수	중립	매도
96.39%	3.61%	0.00%