

한화생명 (088350)

보험손익의 개선세 시현

금융

Analyst 조아해
like.cho@meritz.co.kr

RA 공건희
kunhee.kong@meritz.co.kr

4Q25 당기순손실 25억원: 어닝쇼크

한화생명 4Q 당기순손실은 25억원 (적전 YoY, 적전 QoQ)로 컨센서스 688억원을 크게 하회했다. 투자손익이 적자를 기록했다.

[CSM Movement] CSM은 8.7조원 (-3.8% QoQ)로 감소세로 전환되었다. 1) 신계약CSM은 경쟁 완화에 따른 포트폴리오의 질적 개선 기반 배수 회복 (8.3배 vs. 3Q25 7.2배)으로 증가세를 시현했으나 (+2.2% QoQ), 2) CSM조정은 교육세 인상 (1,300억원), 연말 계리적 가정 변경 등으로 (-)폭이 확대되었다 (-0.8조원 vs. 3Q25 -0.2조원, 4Q24 -0.5조원).

[보험손익] 전년동기대비 64.1% 증가하며 예상대비 양호했다. 1) 예실차는 청구 건수 증가에 따른 악화가 지속되고 있으나 (-1,160억원 vs. 4Q24 -680억원), 2) 손실 부담계약비용에서 신규 담보 통계가 유입됨에 따른 최적 가정이 조정됨에 따라 1,400억원의 환입이 발생했다.

[투자손익] 적자로 전환되었다. 주로 금리 상승에 따른 투자이익률 감소에 기인한다.

[자본비율] K-ICS비율은 157.0% (-1.2%p QoQ)을 기록했다 (기본자본 K-ICS비율 58%). 시장금리 상승에도 불구하고, 최적가정 반영에 따른 부채 증가 (-3%p), 예실차 확대에 따른 위험액 증가 (-2%p), 투자자산 순증에 따른 시장위험액 증가 (-2%p) 등으로 하락세를 시현했다.

확인이 필요한 국면

적정주가를 4,800원으로 상향한다. 순자산 증가폭을 반영했다 (기타포괄손익누계액 -1.4조원 vs. 3Q25 -2.2조원). 다만 투자여건 Hold를 유지한다. 보험손익 회복세가 가시화된 점은 긍정적이다. 또한 해약환급금준비금 제도 개선에 따른 보험사들의 배당가능이익 확보에 대한 가능성이 언급됨에 따라 동사의 배당 재개에 따른 기대감도 나타나고 있다. 다만 1) 본질적인 보험사의 체력인 CSM 잔액 순증이 이뤄져야 하며 (4Q25 -4.3% YoY), 2) 현 동사의 배당가능이익의 (-)폭을 고려해볼 시, 제도 개선의 강도를 확인할 필요가 있다.

Meritz Research 2026. 2. 24

Hold (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 4,800원
현재주가 (2.23) 5,970원
상승여력 -19.6%

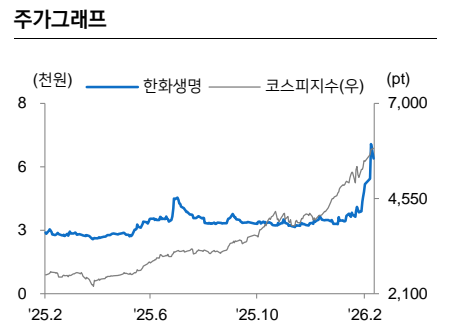
KOSPI (pt)	5,846.09pt
시가총액 (억원)	51,851 억원
발행주식수 (백만주)	86,853 만주
유동주식비율 (%)	41.36%
외국인비중 (%)	7.45%
52주 최고/최저가 (원)	6,600 원/2,400 원
평균거래대금 (억원)	413.3 억원

주요주주 (%)

한화 외 5 인	45.06
예금보험공사	10.00
국민연금공단	5.57

주가상승률 (%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	73.5	93.5	127.9
상대주가	48.1	4.9	3.5



(십억원)	보험손익	투자손익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023	651	90	616	820	n/a	15,155	3.5	0.2	5.4	0.5	5.3
2024	506	391	721	959	16.9	13,755	2.6	0.2	7.0	0.6	-
2025P	344	87	313	417	(56.5)	16,583	7.8	0.2	2.5	0.2	-
2026E	414	336	557	742	77.9	17,291	8.0	0.3	4.3	0.4	-
2027E	466	351	608	809	9.1	17,916	7.4	0.3	4.5	0.4	2.3

표1 한화생명 4Q25P 분기 지배주주순이익, 컨센서스 큰 폭 하회 기록

(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 추정치	(% diff.)
보험손익	205.0	124.9	64.1	(36.6)	흑전				
투자손익	(168.8)	57.2	적전	215.1	적전				
영업이익	36.2	182.1	(80.1)	178.5	(79.7)	220.7	(83.6)	55.6	(34.8)
당기순이익	(2.5)	136.0	적전	136.1	적전	68.8	n/a	41.1	n/a
신계약 CSM	576	585	(1.4)	564	2.2				
CSM 잔액	8,714	9,109	(4.3)	9,059	(3.8)				
K-ICS비율 (%)	157	164	(6.7)	158	(1.2)				

주: 별도 기준

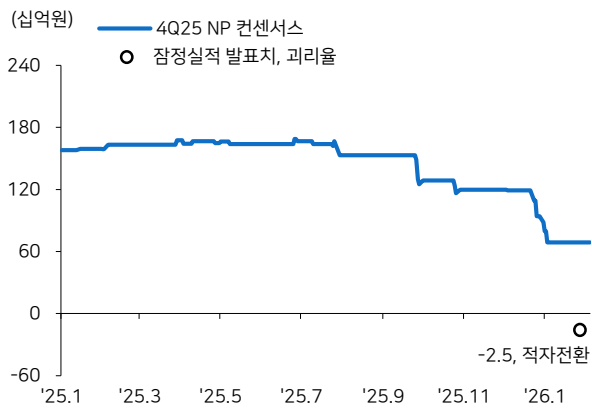
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화생명, 2026년 · 2027년 연간 지배주주순이익, 컨센서스 2%, 1% 상회 전망

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
영업이익	749	784	(4.5)	817	878	(6.9)
지배주주순이익	557	576	(3.3)	608	645	(5.8)

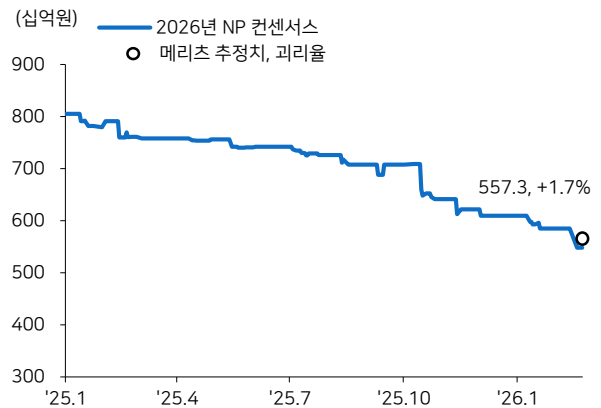
자료: QuantiWise, 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25 지배주주 순이익, 컨센서스 대비 적자전환



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 지배주주 순이익, 컨센서스 +1.7% 상회 전망



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
보험손익	104.2	71.8	(36.6)	205.0	127.1	117.2	106.2	63.2	506.3	344.4	413.7
일반/변동수수료모형(VFA)	137.9	105.8	19.5	234.4	148.5	143.7	136.2	85.3	666.3	497.7	513.7
CSM상각	198.6	195.8	196.0	196.8	189.8	192.1	194.1	197.5	851.9	787.3	773.5
RA환입	38.9	37.2	39.5	40.0	35.7	35.9	36.2	35.5	138.1	155.6	143.3
예실차 및 기타	(99.6)	(127.2)	(216.0)	(2.4)	(77.0)	(84.3)	(94.1)	(147.7)	(323.7)	(445.1)	(403.1)
보험료배분(PPA)	(1.2)	0.3	(0.8)	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(4.8)	(2.0)	(1.8)
재보험손익	(4.8)	(2.2)	4.6	(2.0)	1.3	(0.4)	0.5	0.0	(9.2)	(4.4)	1.4
기타사업비	(27.7)	(32.1)	(59.9)	(27.1)	(22.2)	(25.7)	(30.0)	(21.7)	(146.0)	(146.9)	(99.6)
투자손익	44.5	(4.0)	215.1	(168.8)	74.5	79.0	80.0	102.0	390.7	86.8	335.5
보험금융손익	(1,060.4)	(1,234.4)	(1,060.3)	(994.9)	(929.3)	(934.1)	(943.1)	(927.0)	(3,040.5)	(4,350.1)	(3,733.5)
투자서비스손익	1,104.9	1,230.4	1,275.4	826.2	1,003.8	1,013.1	1,023.1	1,029.0	3,431.1	4,436.9	4,069.0
영업이익	148.7	67.8	178.5	36.2	201.6	196.2	186.2	165.2	897.0	431.3	749.2
영업외이익	3.4	3.5	(8.2)	(17.4)	1.0	1.0	1.0	1.0	8.0	(18.6)	3.9
세전이익	152.1	71.3	170.3	18.9	202.6	197.1	187.2	166.2	904.9	412.7	753.1
법인세비용	(30.1)	(13.6)	(34.2)	(21.4)	(52.7)	(51.3)	(48.7)	(43.2)	(184.4)	(99.3)	(195.8)
당기순이익	122.0	57.7	136.1	(2.5)	149.9	145.9	138.5	123.0	720.6	313.3	557.3

자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

(원)	New	Old	차이 (%)	현재가 (2/23)	Upside Potential
한화생명	4,800	3,300	45.5	5,970	(19.6)

자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

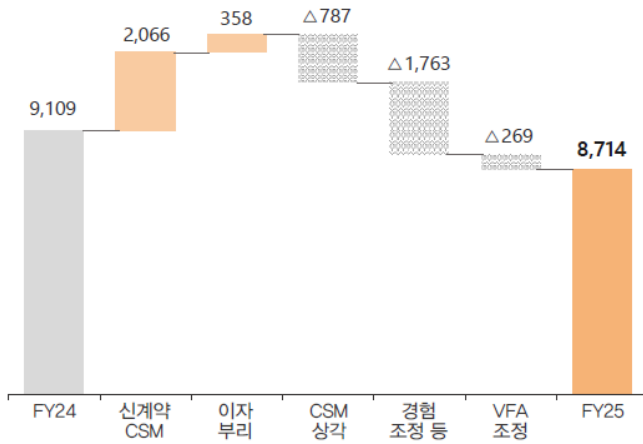
	단위	한화생명
3개년 평균 ROE [A]	%	7.4
Cost of Equity [B]	%	6.6
할증폭 [C]		10.5
조정 COE [E=B+C]		17.1
Eternal Growth [D]	%	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]		0.4
Premium/Discount [G]	%	0
Target PBR [H=F*(1+G)]	배	0.4
12M Fwd 수정 BPS [I]	원	11,235
적정주가 [J=H*I]	원	4,800
현재가 (2/23) [K]	원	5,970
Upside Potential [L=(J-K)/K]	%	(19.6)

주: Premium/Discount = 각 보험사별 K-ICS비율, 해약환급금준비금 기반한 주주환원을 확대 여력을 차등화하여 반영

수정 BPS = 자기자본+CSM규모-해약환급금준비금

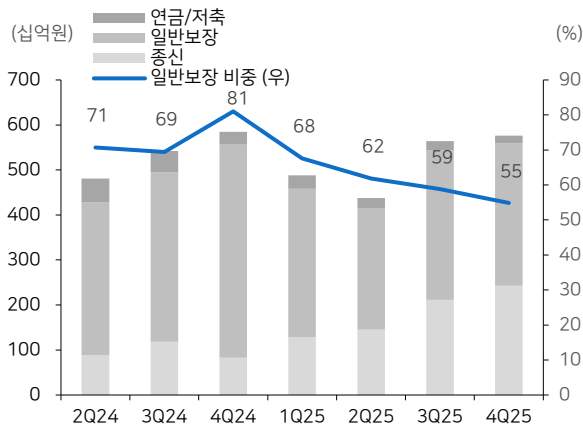
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 CSM Movement



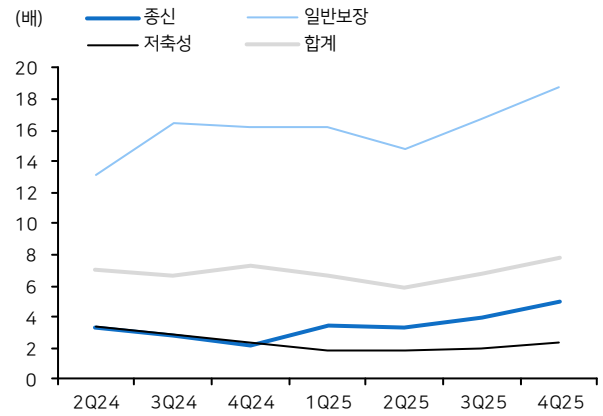
자료: 한화생명

그림4 신계약 CSM 추이



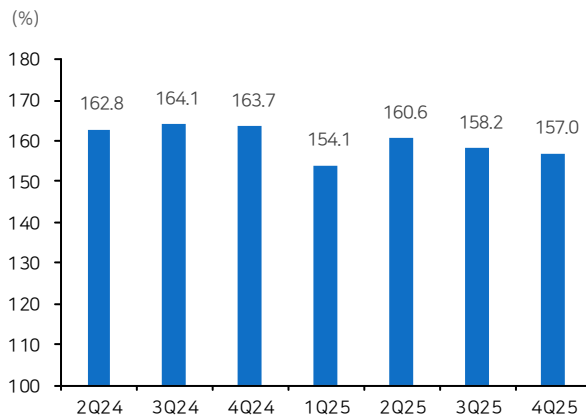
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신계약 CSM 배수 (추정)



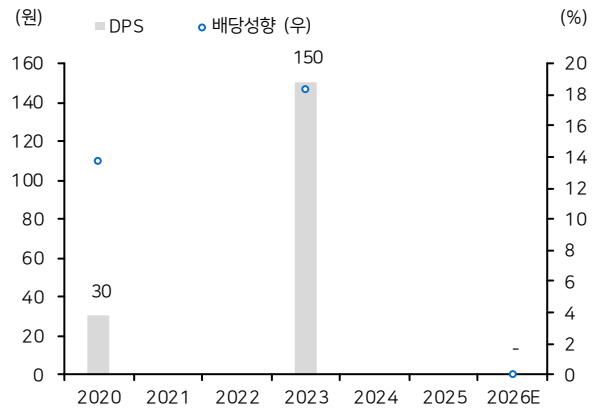
주: APE 기반 추정
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림6 K-ICS비율



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림7 DPS, 배당성향 추이 및 전망



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

한화생명(088350)

Balance Sheet (별도)

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
운용자산	97,010	105,018	107,602	111,971	116,517
현금및예치금	2,127	1,799	2,482	2,583	2,688
유가증권	75,725	85,830	88,460	92,052	95,789
FVPL	21,134	25,014	24,941	25,954	27,008
FVOCI	39,462	45,320	48,218	50,176	52,213
AC	11,408	11,543	10,689	11,123	11,575
대출채권	16,378	15,156	14,442	15,028	15,638
부동산	2,780	2,233	2,218	2,308	2,402
비운용자산	2,238	2,511	2,472	2,572	2,677
특별계정자산	15,545	14,606	15,703	15,643	16,464
자산총계	114,793	122,135	125,777	130,186	135,658
책임준비금	98,216	106,440	108,948	112,826	117,828
보험계약부채	89,139	97,151	98,696	102,157	106,726
최선추정(BEL)	78,252	86,140	87,983	91,277	95,523
위험조정(RA)	1,644	1,899	1,994	2,069	2,165
보험계약마진(CSM)	9,238	9,109	8,714	8,806	9,033
보험료배분접근법(PAA)	4	4	6	6	6
투자계약부채	9,049	9,254	10,219	10,634	11,066
기타부채	(10,371)	(9,266)	(11,359)	(11,359)	(11,359)
부채총계	103,406	111,800	113,316	117,194	122,196
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	6,307	6,886	7,085	7,643	8,147
해약환급금준비금	2,505	3,631	6,508	10,935	15,323
자본조정	(1,119)	(1,114)	(1,107)	(1,107)	(1,107)
기타포괄손익누계액	873	(1,363)	(1,414)	(1,440)	(1,475)
자본총계	11,387	10,335	12,461	12,992	13,462

Key Financial Data I

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당지표 (원)					
EPS	820	959	417	742	809
BPS	15,155	13,755	16,583	17,291	17,916
수정 BPS	20,735	17,711	16,330	11,235	6,239
보통주 DPS	150	-	-	-	140
Valuation (배, %)					
PER	3.5	2.6	7.8	8.0	7.4
PBR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
수정 PBR	0.1	0.1	0.4	0.5	1.0
배당성향	18.3	-	-	-	17.0
보통주 배당수익률	5.3	-	-	-	2.3
재무비율 (%)					
ROA	0.5	0.6	0.2	0.4	0.4
ROE	5.4	7.0	2.5	4.3	4.5
수정 ROE	4.0	5.4	2.6	6.6	13.0

Income Statement (별도)

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
보험손익	651	506	344	414	466
일반/변동수수료모형(VFA)	806	666	498	514	547
CSM 상각	888	852	787	773	785
RA 환입	118	138	156	143	126
예실차 및 기타	(199)	(324)	(445)	(403)	(364)
보험료배분(PPA)	(12)	(5)	(2)	(2)	(2)
재보험손익	2	(9)	(4)	1	1
기타사업비	(146)	(146)	(147)	(100)	(80)
투자손익	90	391	87	336	351
보험금융손익	(4,326)	(3,040)	(4,350)	(3,733)	(3,905)
투자서비스손익	4,416	3,431	4,437	4,069	4,256
영업이익	741	897	431	749	817
영업외이익	12	8	(19)	4	4
세전이익	753	905	413	753	821
법인세비용	(137)	(184)	(99)	(196)	(214)
당기순이익	616	721	313	557	608

Key Financial Data II

	2023	2024	2025P	2026E	2027E
보험손익					
신계약 CSM	2,541	2,123	2,066	2,077	2,059
CSM 배수 (배, 개월) -APE 기준	9.4	6.6	6.8	7.3	7.2
CSM 상각률 (%)	7.2	7.5	7.0	7.2	7.2
CSM Movement					
기초 CSM	9,763	9,238	9,109	8,714	8,806
신계약 CSM	2,541	2,123	2,066	2,077	2,059
이자부리	353	350	358	358	363
CSM 조정	(2,531)	(1,751)	(2,032)	(1,568)	(1,411)
CSM 상각	(888)	(852)	(787)	(773)	(785)
기말 CSM	9,238	9,109	8,714	8,806	9,033
투자손익					
투자서비스 수익률	4.6	3.3	4.1	3.6	3.7
FVPL 제외 투자서비스 수익률	3.6	3.3	3.0	3.1	3.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

