

# 한화생명 (088350)

EARNINGS REVIEW

Company Analysis | 보험 | 2025. 02. 21

## 견조한 실적흐름 유지

### 보험 및 투자손익 동반 개선

24년 4분기 순이익은 1,360억원으로 시장예상을 상회하며 견조한 실적흐름 유지. 보험손익은 계절적 예상치 악화에도 손실부담계약비용 축소로 전년동기대비 큰 폭으로 개선. 투자손익의 경우 사옥매각 수익 소멸로 전분기 대비 축소되었으나, 부담금리 하락과 평가손실 축소로 전년동기대비 개선흐름 유지. 12월말 CSM 잔액은 9.11조원으로 9월말 9.13조원에 비해 감소했는데, 신계약 CSM이 0.6조원 증가했음에도 전분기에 이어 해지 증가 등으로 CSM 조정요인이 -0.5조원 발생했기 때문

### 가정변경 영향 크지 않았음. 25년 보험손익 탄력적 증가 예상

4분기에도 건강보험 상품을 중심으로 매출 고성장이 이어지며 신계약 APE가 37% 증가. CSM 배수는 7.3배로 3분기의 6.7배에 비해 반등하며 24년 중 가장 높은 규모의 신계약 CSM을 기록. 유지율이 추가로 하락하고(13회차) 위험손해율 상승추세가 이어지는 등 효율성 지표는 둔화양상이 이어지고 있으나, 보험손익과 CSM 조정 측면에서 타사 대비 계리적가정 변경에 따른 부정적 영향이 크지 않았음. 킷비율은 후순위 채 발행효과로 3분기 수준인 165%를 유지하였으며, 올해 최종관찰만기 단계적 확대와 장기선도금리 영향은 9%p 수준으로 회사는 예상. 25년 보험손익은 견조한 CSM 성장익과 IBNR 손실요인 소멸로 탄력적 증가 예상되며, 금리하락과 부채할인을 강화 부담이 이어지고 있으나 적절한 자본확충 병행으로 자본안정성 유지 전망

### 비우호적 경영여건에도 실적안정성 유지 전망. 기존 의견 유지

금리인하 기조 하에서 업권 내 매출경쟁 심화가 수익성과 건전성의 부담요인으로 작용하고 있으나 안정적 실적흐름은 25년에도 지속될 것으로 예상. 지난해에 이어 해약환급금준비금 제도개선을 통한 배당가능이익 확보가 관건이 될 것이며, 현재 PBR 0.2배의 추가수준 역시 관련 불확실성이 반영된 수준으로 판단. 기존 투자 의견과 목표주가 유지

### Financial Data

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
보험손익	651	506	719	740	772
투자손익	90	391	278	299	312
당기순이익	616	721	735	766	799
CSM	9,238	9,109	9,775	10,411	11,044
EPS (원)	820	959	978	1,020	1,064
증감률 (%)	-	16.9	2.0	4.2	4.3
BPS (원)	14,492	12,295	13,252	14,187	15,017
ROE (%)	5.4	6.6	6.9	6.7	6.6
PER (x)	3.2	3.0	2.8	2.7	2.6
PBR (x)	0.18	0.24	0.20	0.19	0.18

주: IFRS 연결 기준

자료: 한화생명, LS증권 리서치센터

Analyst 전배승  
bsjun@ls-sec.co.kr

Hold (유지)

목표주가 (유지)	2,800 원
현재주가	2,715 원
상승여력	3.13 %

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

### Stock Data

KOSPI (02/20)	2,654.06 pt
시가총액	23,581 억원
발행주식수	868,530 천주
52 주 최고가/최저가	3,505 / 2,445 원
90 일 일평균거래대금	36.35 억원
외국인 지분율	10.1%
배당수익률(25.12E)	0.0%
BPS(25.12E)	13,252 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 2.0%
	6개월 -9.7%
	12개월 -19.8%
주주구성	한화 (외 6인) 45.1%
	자사주 (외 1인) 13.5%
	예금보험공사 (외 1인) 10.0%

### Stock Price

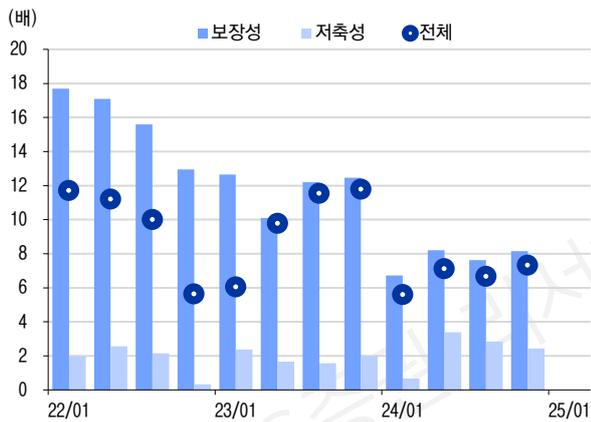


표1 한화생명 분기실적

(단위: 십억원,%)	2023		2024						2023 연간	2024 연간P
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP	YoY(%,%p)	QoQ(%,%p)		
보험손익	173	86	91	184	107	125	44.6	16.9	651	506
CSM상각	217	219	220	215	211	205	-6.7	-3.2	888	852
RA변동	28	25	28	36	37	37	46.3	-0.1	118	138
예실차	-15	-20	-101	-8	-47	-68	-	-	-54	-224
기타	-57	-138	-57	-59	-94	-49	-	-	-301	-260
손실부담계약	-27	-118	-12	-19	-43	-27	-	-	-146	-100
투자손익	-253	-9	129	30	174	57	-	-67.1	90	391
보험금융손익	-393	-1,808	-762	-1,030	-665	-582	-	-	-4,326	-3,040
기타투자손익	141	1,799	891	1,061	839	640	-64.4	-23.8	4,416	3,431
영업이익	-80	78	220	214	281	182	134.3	-35.1	741	897
세전이익	-80	83	220	212	291	183	121.8	-37.0	753	905
당기순이익	-41	38	176	172	237	136	254.4	-42.6	616	721
운용자산	92,992	97,010	95,978	98,404	101,401	105,018	8.3	3.6	97,010	105,018
책임준비금	76,393	83,364	82,924	86,641	90,674	92,335	10.8	1.8	83,364	92,335
CSM	9,799	9,238	9,244	9,154	9,130	9,109	-1.4	-0.2	9,238	9,109
자본총계	12,528	11,387	10,659	9,769	10,054	10,335	-9.2	2.8	11,387	10,335
신계약	720	698	1,107	813	977	959	37.4	-1.9	3,263	3,856
신계약CSM	692	685	515	481	542	585	-14.7	7.8	2,541	2,123
CSM배수(배)	11.5	11.8	5.6	7.1	6.7	7.3	-	-	9.3	6.6
CSM상각률	8.0	8.4	9.0	8.9	8.7	8.4	-	-	8.4	8.8
투자수익률	0.6	7.6	3.7	4.4	3.4	2.5	-5.1	-0.9	4.5	3.4
부채부담이율	2.3	10.4	4.2	5.5	3.4	2.9	1.1	-2.1	5.5	4.0

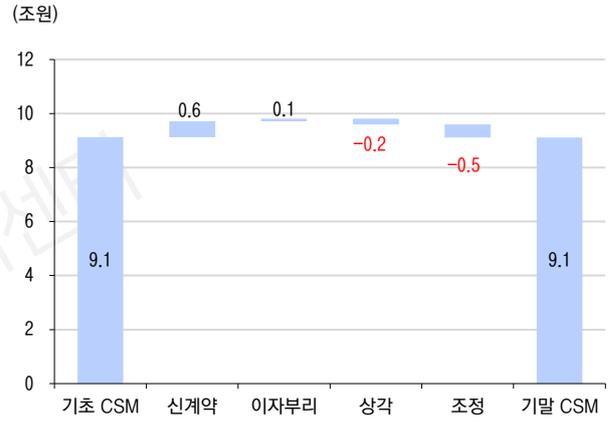
자료: LS증권 리서치센터

그림1 CSM 배수 추이



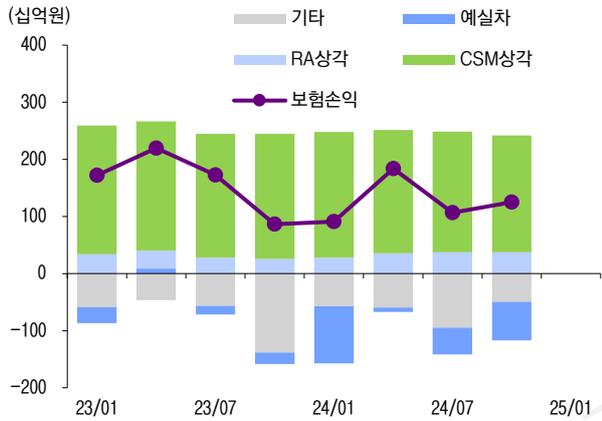
자료: LS증권 리서치센터

그림2 CSM Movement (24.4Q)



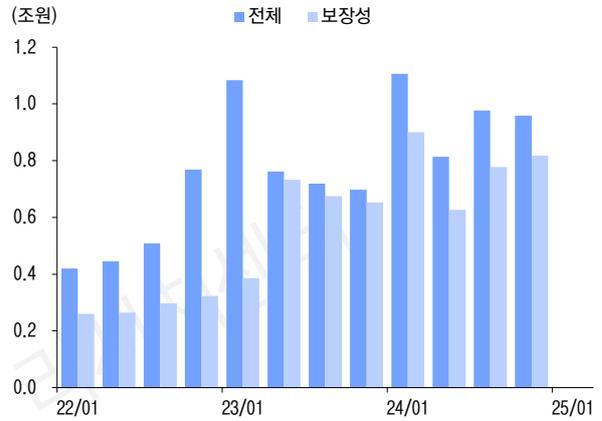
자료: LS증권 리서치센터

그림3 보험손익 추이



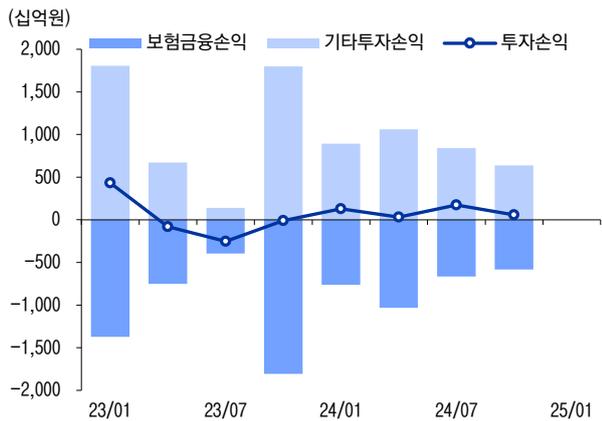
자료: LS증권 리서치센터

그림4 신계약 APE



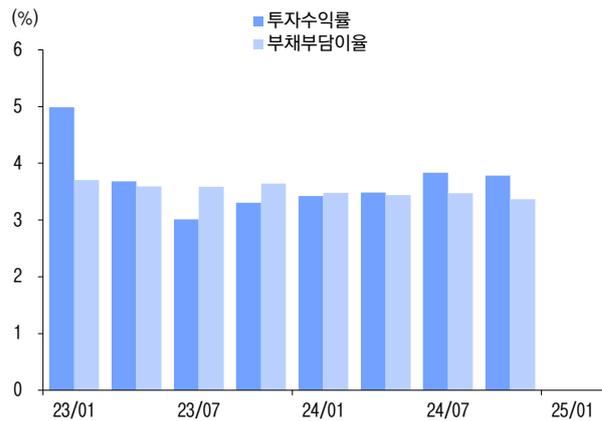
자료: LS증권 리서치센터

그림5 투자손익 추이



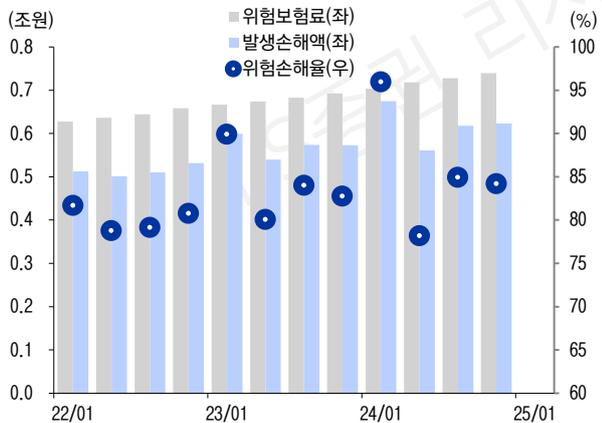
자료: LS증권 리서치센터

그림6 투자수익률과 부담이율



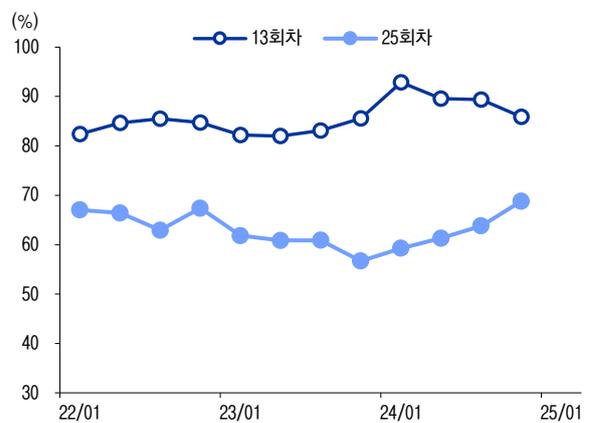
자료: LS증권 리서치센터

그림7 위험손해율 추이



자료: LS증권 리서치센터

그림8 유지율 추이



자료: LS증권 리서치센터

## 한화생명 (088350)

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>보험손익</b>	<b>651</b>	<b>506</b>	<b>719</b>	<b>740</b>	<b>772</b>
CSM상각	888	852	869	904	946
RA변동	118	138	149	149	149
예실차	-54	-224	-122	-126	-131
기타	-301	-260	-178	-187	-192
<b>투자손익</b>	<b>90</b>	<b>391</b>	<b>278</b>	<b>299</b>	<b>312</b>
보험금융손익	-4,326	-3,040	-3,211	-3,214	-3,217
기타투자손익	4,416	3,431	3,489	3,513	3,529
연결조정	0	0	0	0	0
<b>영업이익</b>	<b>741</b>	<b>897</b>	<b>996</b>	<b>1,039</b>	<b>1,084</b>
영업외이익	12	8	4	4	4
세전이익	753	905	1,000	1,042	1,087
법인세비용	137	184	265	276	288
<b>당기순이익</b>	<b>616</b>	<b>721</b>	<b>735</b>	<b>766</b>	<b>799</b>
기타포괄손익	-311	-2,236	-16	-63	-63
총포괄이익	305	-1,515	719	703	736

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>총자산</b>	<b>114,793</b>	<b>122,135</b>	<b>124,596</b>	<b>127,107</b>	<b>129,668</b>
총운용자산	97,010	105,018	107,134	109,293	111,495
현예금	2,127	1,799	1,836	1,873	1,910
유가증권	72,004	81,877	83,527	85,210	86,927
대출채권	16,378	15,156	15,461	15,773	16,091
부동산	6,502	6,185	6,310	6,437	6,567
기타자산	17,783	17,117	17,462	17,814	18,173
<b>총부채</b>	<b>103,406</b>	<b>111,800</b>	<b>113,542</b>	<b>115,350</b>	<b>117,288</b>
책임준비금	83,364	92,335	92,663	92,972	93,290
보험계약부채	74,287	83,046	83,123	83,173	83,226
최선추정부채(BEL)	63,400	72,034	71,460	70,890	70,324
위험조정(RA)	1,644	1,899	1,884	1,869	1,854
계약서비스마진(CSM)	9,238	9,109	9,775	10,411	11,044
기타	4	4	4	4	4
재보험/투자계약부채	9,077	9,288	9,540	9,798	10,063
기타부채	20,042	19,465	20,879	22,378	23,998
<b>자본총계</b>	<b>11,387</b>	<b>10,335</b>	<b>11,054</b>	<b>11,757</b>	<b>12,380</b>
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
신종자본증권	498	1,097	1,097	1,097	1,097
이익잉여금	6,307	6,886	7,622	8,388	9,074
해약환급금준비금	2,505	3,631	4,248	4,970	5,814
기타자본	-246	-2,476	-2,492	-2,556	-2,619

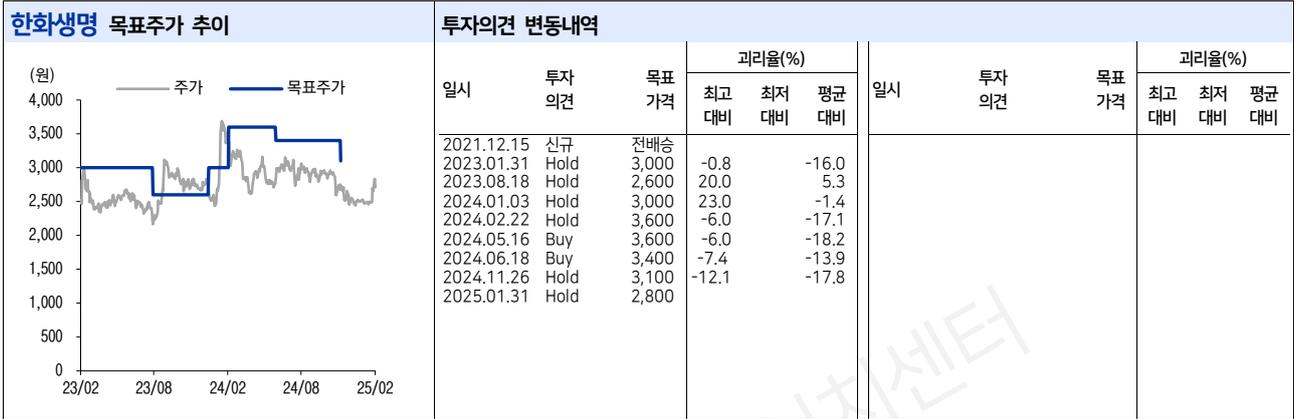
### 주요재무지표

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>성장성/수익성(%)</b>					
신계약(월납,십억원)	3,263	3,856	3,702	3,581	3,528
CSM배수(배)	9.3	6.6	7.0	7.0	7.0
CSM상각률	8.4	8.8	8.8	8.6	8.5
투자수익률	4.5	3.4	3.3	3.2	3.2
부채부담이율	5.5	4.0	4.0	4.0	4.0
<b>CSM Movement</b>					
기초 CSM	9,763	9,238	9,109	9,775	10,411
신계약 CSM	2,541	2,123	2,159	2,089	2,058
이자부리	353	350	361	386	410
CSM상각	-888	-852	-869	-904	-946
CSM조정	-2,531	-1,751	-984	-935	-888
기말 CSM	9,238	9,109	9,775	10,411	11,044

자료: LS증권 리서치센터

### 주요투자지표

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>주당지표(원)/Valuation</b>					
EPS	820	959	978	1,020	1,064
BPS	14,492	12,295	13,252	14,187	15,017
DPS	150	0	0	150	180
ROA	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	5.4	6.6	6.9	6.7	6.6
PER	3.2	3.0	2.8	2.7	2.6
PBR	0.18	0.24	0.20	0.19	0.18
배당성향	18.3	0.0	0.0	14.7	16.9
배당수익률	5.7	0.0	0.0	5.5	6.6
<b>안정성(%)</b>					
총자산/자본총계	10.1	11.8	11.3	10.8	10.5
K-ICS비율	183.8	165.0	164.7	163.0	163.8



**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 전배승).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	92.4% 7.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2024. 01. 01 ~ 2024. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)