

# 한화생명 (088350)

EARNINGS REVIEW Company Analysis | 보험 | 2025. 05. 16

## 비우호적 경영여건 지속

### 보험/투자손익, CSM잔액 동반 감소

1분기 순이익은 1,220억원으로 시장 예상을 하회. 보험손익은 1,042억원을 기록해 전년동기대비 15% 증가했으나 전분기 대비로는 17% 감소. 24년 1분기 IBNR 적립 기준 강화 영향 소멸에도 CSM 상각이익 정체되고 700억원의 손실부담계약비용이 발생한 영향. 투자손익의 경우 금융시장 변동성 확대에 따른 평가이익 축소로 445억원에 그치며 부진. 3월말 CSM 잔액은 8.9조원으로 연말 대비 0.2조원 감소했는데, 신계약 CSM이 0.5조원 증가했음에도 해지 증가 등에 따른 경험조정과 부채할인을 강화 영향이 각각 0.3조원 마이너스 요인으로 작용했기 때문

### CSM 흐름은 안정적인 전망. 자본관리 필요성 고조

전년도 단기납 종신의 높은 기저로 신계약 증가율은 둔화되었으나 CSM 배수는 6.6배로 전년동기대비 1배 상승. 일반보장 중심의 매출성장고 고수익 신상품 출시로 견조한 신계약 CSM 흐름 지속 예상. 보유 CSM 감소세가 이어지고 있으나 유지율 및 정착률 상승이 병행되고 있고, 변액보험 VFA 영향도 점진적으로 경감될 것으로 보여 추가적인 CSM 조정 폭은 크지 않을 전망. 다만 제도강화와 금리하락 영향으로 익스피리언스 155%로 하락했고, 해약환급금준비금 또한 24년말 대비 3,000억원 가량 증가해 배당가능여력이 축소된 상태. 자본규모가 재차 감소하고 부채드레이션이 크게 확대됨에 따라 향후 자본변동성 관리 필요성이 더욱 높아질 것

### 비우호적 여건에도 실적안정성 유지 전망. 기존 의견 유지

금리인하 기조 하에서 자본건전성 부담이 지속되고 있으나 PBR 0.2배 수준의 주가에는 관련 불확실성이 충분히 반영되어 있음. 전반적인 효율성지표가 개선추세를 보이고 있고 부진했던 투자손익은 회복이 예상되어 향후 실적안정성은 유지될 것으로 예상. 기존 투자 의견과 목표주가 유지

### Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	651	506	615	668	676
투자손익	90	391	295	299	326
당기순이익	616	721	689	721	746
CSM	9,238	9,109	9,102	9,433	9,789
EPS (원)	820	959	917	959	993
증감률 (%)	-	16.9	-4.4	4.6	3.6
BPS (원)	14,492	12,295	11,853	12,578	13,187
ROE (%)	5.4	6.6	6.6	6.6	6.6
PER (x)	3.2	3.0	2.9	2.8	2.7
PBR (x)	0.18	0.24	0.22	0.21	0.20

주: IFRS 연결 기준

자료: 한화생명, LS증권 리서치센터



Analyst 전배승  
bsjun@ls-sec.co.kr

Hold (유지)

목표주가 (유지)	2,800 원
현재주가	2,640 원
상승여력	6.1 %

### 컨센서스 대비

	상회	부합	하회
			●

### Stock Data

KOSPI (05/15)	2,621.36 pt
시가총액	22,929 억원
발행주식수	868,530 천주
52 주 최고가/최저가	3,160 / 2,400 원
90 일 일평균거래대금	29.97 억원
외국인 지분율	10.1%
배당수익률(25.12E)	0.0%
BPS(25.12E)	11,853 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 0.0%
	6개월 -6.7%
	12개월 -9.7%
주주구성	한화 (외 6인) 45.1%
	자사주 (외 1인) 13.5%
	예금보험공사 (외 1인) 10.0%

### Stock Price

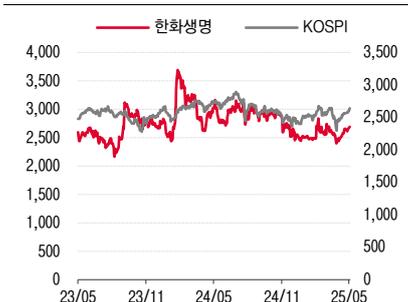
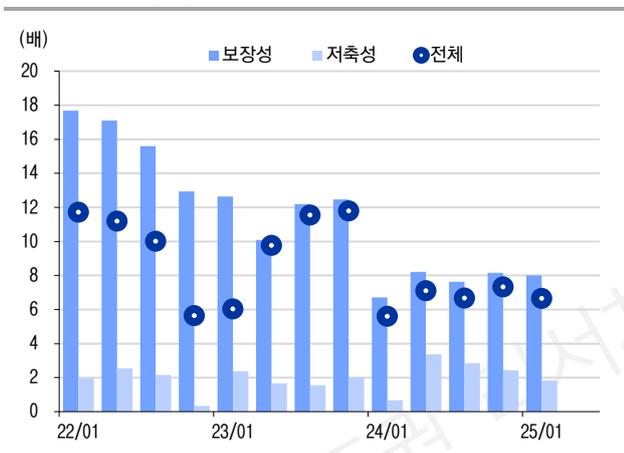


표1 한화생명 손익현황과 주요지표

(단위: 십억원,%)	2024				2025E			2025 연간E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	YoY(%,%p)	QoQ(%,%p)	
보험손익	91	184	107	125	104	14.7	-16.6	615
CSM상각	220	215	211	205	199	-9.8	-3.0	819
RA변동	28	36	37	37	39	38.8	4.6	156
예실차	-101	-8	-47	-68	-29	-	-	-129
기타	-57	-59	-94	-49	-104	-	-	-231
손실부담계약비용	-12	-19	-43	-27	-70	-	-	-134
투자손익	129	30	174	57	45	-65.6	-22.2	295
보험금융손익	-762	-1,030	-665	-582	-1,060	-	-	-3,580
기타투자손익	891	1,061	839	640	1,105	23.9	72.8	3,876
영업이익	220	214	281	182	149	-32.4	-18.4	910
세전이익	220	212	291	183	152	-30.7	-16.9	924
당기순이익	176	172	237	136	122	-30.5	-10.3	689
운용자산	95,978	98,404	101,401	105,018	107,959	12.5	2.8	109,587
책임준비금	82,924	86,641	90,674	92,335	96,270	16.1	4.3	96,371
CSM	9,244	9,154	9,130	9,109	8,866	-4.1	-2.7	9,102
자본총계	10,659	9,769	10,054	10,335	10,166	-4.6	-1.6	10,601
신계약	1,107	813	977	959	881	-20.4	-8.1	3,646
신계약CSM	515	481	542	585	488	-5.3	-16.5	2,020
CSM배수(배)	5.6	7.1	6.7	7.3	6.6	-	-	6.6
CSM상각률	9.0	8.9	8.7	8.4	8.3	-	-	8.6
투자수익률	3.7	4.4	3.4	2.5	4.2	0.5	1.7	3.6
부채부담이율	4.2	5.5	3.4	2.9	5.1	0.9	2.2	4.3

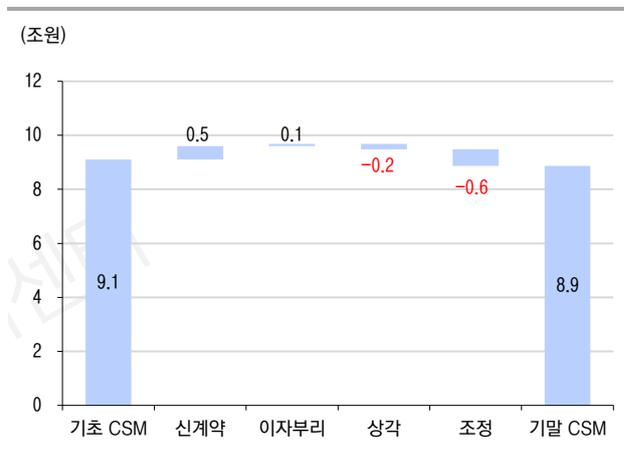
자료: LS증권 리서치센터

그림1 CSM 배수 추이



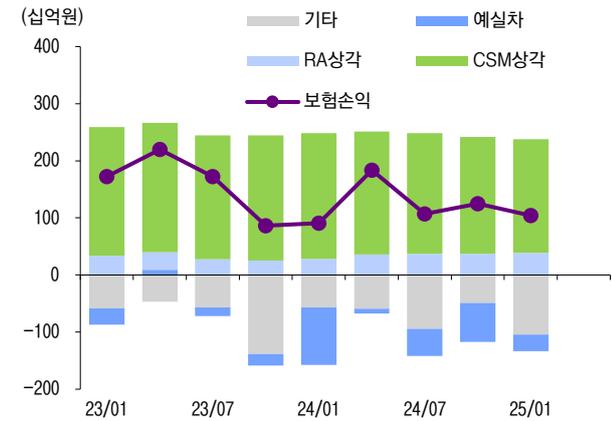
자료: LS증권 리서치센터

그림2 CSM Movement (25.1Q)



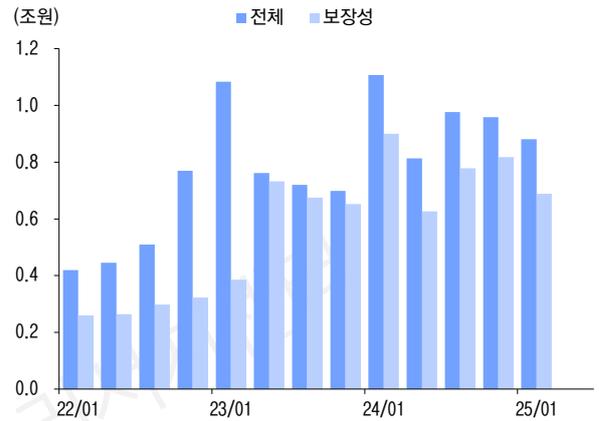
자료: LS증권 리서치센터

그림3 보험손익 추이



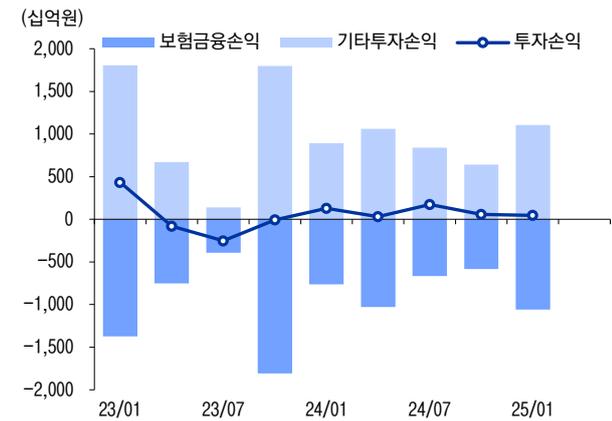
자료: LS증권 리서치센터

그림4 신계약 APE



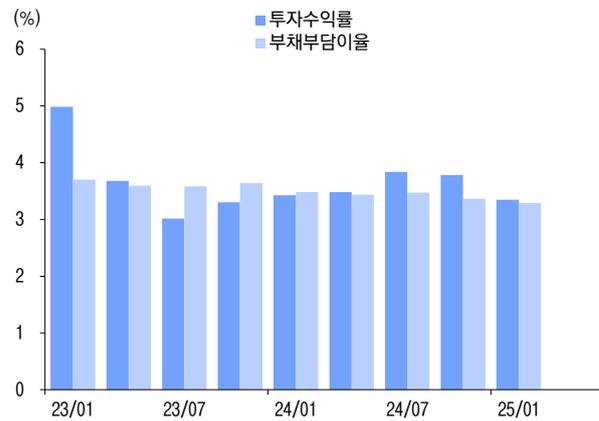
자료: LS증권 리서치센터

그림5 투자손익 추이



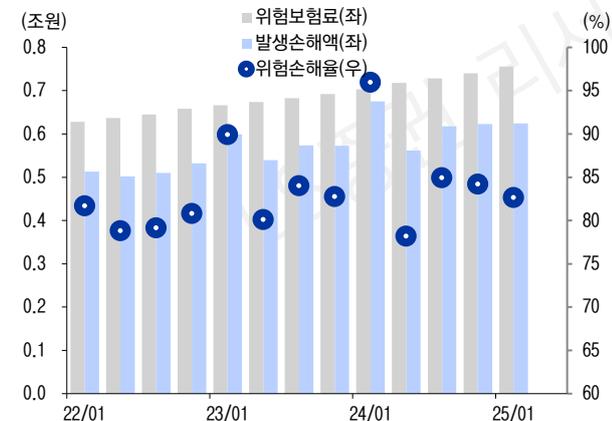
자료: LS증권 리서치센터

그림6 투자수익률과 부담이율



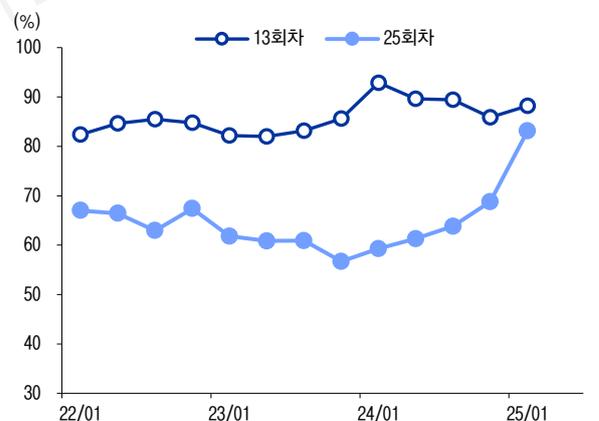
자료: LS증권 리서치센터

그림7 위험손해를 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>615</b>	<b>668</b>	<b>676</b>
CSM상각	888	852	819	831	849
RA변동	118	138	156	156	156
예실차	-54	-224	-129	-116	-121
기타	-301	-260	-231	-203	-209
<b>투자손익</b>	<b>90</b>	<b>391</b>	<b>295</b>	<b>299</b>	<b>326</b>
보험금융손익	-4,326	-3,040	-3,580	-3,350	-3,340
기타투자손익	4,416	3,431	3,876	3,649	3,666
연결조정	0	0	0	0	0
<b>영업이익</b>	<b>741</b>	<b>897</b>	<b>910</b>	<b>967</b>	<b>1,002</b>
영업외이익	12	8	14	14	14
세전이익	753	905	924	980	1,015
법인세비용	137	184	235	260	269
<b>당기순이익</b>	<b>616</b>	<b>721</b>	<b>689</b>	<b>721</b>	<b>746</b>
기타포괄손익	-311	-2,236	-1,011	-176	-176
총포괄이익	305	-1,515	-322	545	570

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>총자산</b>	<b>114,793</b>	<b>122,135</b>	<b>127,449</b>	<b>130,017</b>	<b>132,637</b>
총운용자산	97,010	105,018	109,587	111,795	114,048
현예금	2,127	1,799	1,878	1,915	1,954
유가증권	72,004	81,877	85,439	87,161	88,917
대출채권	16,378	15,156	15,815	16,134	16,459
부동산	6,502	6,185	6,455	6,585	6,717
기타자산	17,783	17,117	17,862	18,222	18,589
<b>총부채</b>	<b>103,406</b>	<b>111,800</b>	<b>116,848</b>	<b>118,871</b>	<b>121,033</b>
책임준비금	83,364	92,335	96,371	96,339	96,342
보험계약부채	74,287	83,046	86,882	86,593	86,333
최선추정부채(BEL)	63,400	72,034	75,777	75,173	74,573
위험조정(RA)	1,644	1,899	1,997	1,982	1,966
계약서비스마진(CSM)	9,238	9,109	9,102	9,433	9,789
기타	4	4	5	5	5
재보험/투자계약부채	9,077	9,288	9,489	9,746	10,009
기타부채	20,042	19,465	20,477	22,532	24,691
<b>자본총계</b>	<b>11,387</b>	<b>10,335</b>	<b>10,601</b>	<b>11,146</b>	<b>11,604</b>
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
신종자본증권	498	1,097	1,695	1,695	1,695
이익잉여금	6,307	6,886	7,562	8,282	8,916
해약환급금준비금	2,505	3,631	4,425	5,177	6,056
기타자본	-246	-2,476	-3,484	-3,660	-3,836

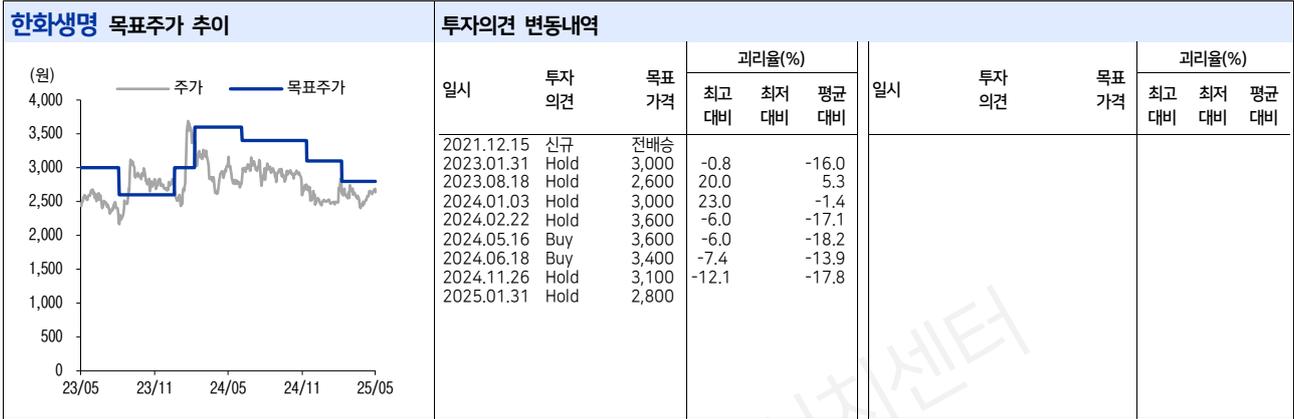
### 주요재무지표

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>성장성/수익성(%)</b>					
신계약(월납,십억원)	3,263	3,856	3,646	3,591	3,537
CSM배수(배)	9.3	6.6	6.6	6.6	6.6
CSM상각률	8.4	8.8	8.6	8.6	8.5
투자수익률	4.5	3.4	3.6	3.3	3.2
부채부담이율	5.5	4.0	4.3	4.0	4.0
<b>CSM Movement</b>					
기초 CSM	9,763	9,238	9,109	9,102	9,433
신계약 CSM	2,541	2,123	2,020	1,990	1,960
이자부리	353	350	346	354	367
CSM상각	-888	-852	-819	-831	-849
CSM조정	-2,531	-1,751	-1,554	-1,181	-1,122
기말 CSM	9,238	9,109	9,102	9,433	9,789

자료: LS증권 리서치센터

### 주요투자지표

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>주당지표(원)/Valuation</b>					
EPS	820	959	917	959	993
BPS	14,492	12,295	11,853	12,578	13,187
DPS	150	0	0	150	165
ROA	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	5.4	6.6	6.6	6.6	6.6
PER	3.2	3.0	2.9	2.8	2.7
PBR	0.18	0.24	0.22	0.21	0.20
배당성향	18.3	0.0	0.0	15.6	16.6
배당수익률	5.7	0.0	0.0	5.7	6.2
<b>안정성(%)</b>					
총자산/자본총계	10.1	11.8	12.0	11.7	11.4
K-ICS비율	183.8	163.7	153.2	155.4	158.6



**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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	91.7% 8.3%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2024. 04. 01 ~ 2025. 03. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)