한화생명 (088350)

EARNINGS REVIEW Company Analysis | 보험 | 2025. 08. 18

제도변화에 거는 기대

보험/투자손익 동반 부진, 보유 CSM 정체

2분기 순이익은 577억원으로 시장예상을 하회. 보험손익은 718억원으로 전년동기대비 61% 감소했는데, CSM 상각익 축소와 예실차 악화, 손실부담계약비용 확대에 기인. 투자손익 또한 평가이익 감소와 변액계정 헷지손실 영향으로 -40억원에 그침. 6월말 CSM 잔액은 8.8조원으로 3월말 대비 0.1조원 감소했으며, 신계약 CSM이 0.4조원 증가했음에도 해지증가 따른 CSM 조정요인이 -0.3조원 작용했기 때문

고성장의 부작용이 일부 나타나는 것으로 해석

2분기 보장성 APE 증가율은 19%로 높게 나타났으나 CSM 배수가 5.9배로 하락하면서 신계약 CSM은 전분기와 전년동기대비 10% 내외 감소. 발생보험금 증가로 보험금 예실차가 -763억원을 기록해 대규모 IBNR 적립기준 변경영향이 있었던 24년 1분기를 제외하면 가장 부진. 손실부담계약비용 역시 전분기에 이어 생존담보를 중심으로 큰 규모로 발생. 전반적으로 고성장의 부작용이 일부 나타나는 것으로 해석되며, 향후 예정이율 인상 등을 통한 대응이 예상됨. 보유 CSM 정체양상이 이어지고 있으나 하반기에는 유지율 개선과 변액보험 영향 축소로 증가세 전환이 가능할 전망. 킥스비율은 자본성증권 발행효과로 160%대로 회복되었으며, 견조한 신계약 CSM 유입과 보유 CSM 순증, 듀레이션갭 축소를 바탕으로 안정적 흐름을 예상함. 부채할인율과 해약환급금준비금 관련 규제완화 논의는 동사의 자본관리와 배당재개 여부에 결정적 요소

제도변화에 거는 기대. 보유의견 유지

실적추정치 변경을 반영해 목표주가를 기존 4,000원에서 3,600원으로 하향하며 보유의견을 유지함. 수익성 및 효율지표 악화, 자본건전성 부담으로 주가가 재차 PBR 0.3배 미만으로 하락했으며, 관련 불확실성은 이미 충분히 반영. 주가의 저평가 정도가 확대된 상태로 평가하며 제도개선 관련 논의의 방향성이 긍정적일 경우 탄력적인 주가반등 예상

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	651	506	507	632	646
투자손익	90	391	202	297	317
당기순이익	616	721	547	693	718
CSM	9,238	9,109	8,980	9,227	9,435
EPS (원)	820	959	728	923	956
증감률 (%)	-	16.9	-24.1	26.8	3.6
BPS (원)	14,492	12,295	12,180	13,576	14,854
ROE (%)	5.4	6.6	4.8	5.4	5.2
PER (x)	3.2	3.0	4.3	3.4	3.3
PBR (x)	0.18	0.24	0.26	0.23	0.21

주: IFRS 연결 기준
자료: 한화생명, LS증권 리서치센터

Analyst 전배승
bsjun@ls-sec.co.kr

Hold (유지)

목표주가 (하향)	3,600 원
현재주가	3,125 원
상승여력	15.2%

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (08/14)	3,225.66 pt
시가총액	27,142 억원
발행주식수	868,530 천주
52 주 최고가/최저가	4,240 / 2,400 원
90 일 일평균거래대금	96.66 억원
외국인 지분율	10.5%
배당수익률(25.12E)	0.0%
BPS(25.12E)	12,180 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -27.0%
	6 개월 -6.6%
	12 개월 -11.2%
주주구성	한화 (외 6 인) 45.1%
	자사주 (외 1 인) 13.5%
	예금보험공사 (외 1 인) 10.0%

Stock Price

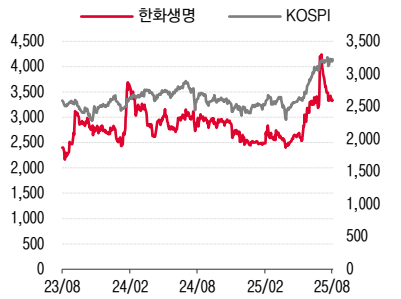
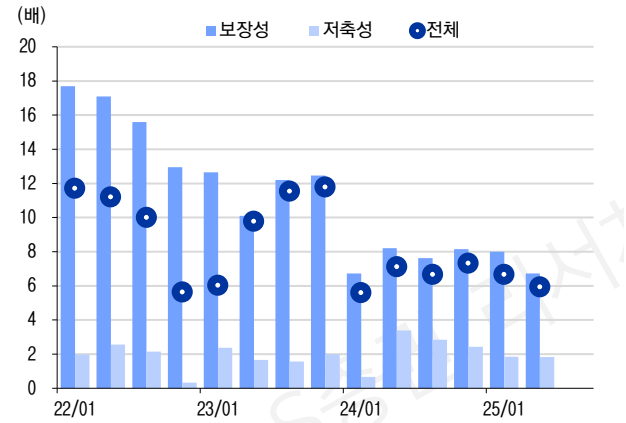


표1 **한화생명 분기실적**

(단위: 십억원,%)	2024				2025				2024 연간	2025 연간E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	YoY(%,%p)	QoQ(%,%p)		
보험손익	91	184	107	125	104	72	-60.9	-31.1	506	507
CSM상각	220	215	211	205	199	196	-9.1	-1.4	852	789
RA변동	28	36	37	37	39	37	4.0	-4.3	138	150
예실차	-101	-8	-47	-68	-29	-38	-	-	-224	-131
기타	-57	-59	-94	-49	-104	-123	-	-	-260	-302
손실부담계약	-12	-19	-43	-27	-70	-89	-	-	-100	-213
투자손익	129	30	174	57	45	-4	-113.1	-108.9	391	202
보험금융손익	-762	-1,030	-665	-582	-1,060	-1,234	-	-	-3,040	-3,959
기타투자손익	891	1,061	839	640	1,105	1,230	16.0	11.4	3,431	4,162
영업이익	220	214	281	182	149	68	-68.3	-54.4	897	709
세전이익	220	212	291	183	152	71	-66.3	-53.1	905	723
지배주주순이익	176	172	237	136	122	58	-66.5	-52.7	721	547
운용자산	95,978	98,404	101,401	105,018	107,959	108,593	10.4	0.6	105,018	109,682
책임준비금	82,924	86,641	90,674	92,335	96,270	95,523	10.3	-0.8	92,335	95,701
CSM	9,244	9,154	9,130	9,109	8,866	8,833	-3.5	-0.4	9,109	8,980
자본총계	10,659	9,769	10,054	10,335	10,166	11,675	19.5	14.8	10,335	12,220
신계약	1,107	813	977	959	881	884	8.8	0.4	3,856	3,546
신계약CSM	515	481	542	585	488	437	-9.1	-10.4	2,123	1,912
CSM배수(배)	5.6	7.1	6.7	7.3	6.6	5.9	-	-	6.6	6.5
ROE	6.4	6.8	9.5	5.3	4.8	2.1	-	-	6.6	4.8
투자수익률	3.7	4.4	3.4	2.5	4.2	4.5	0.2	0.4	3.4	3.9
부채부담이율	4.2	5.5	3.4	2.9	5.1	5.8	0.3	0.7	4.0	4.8

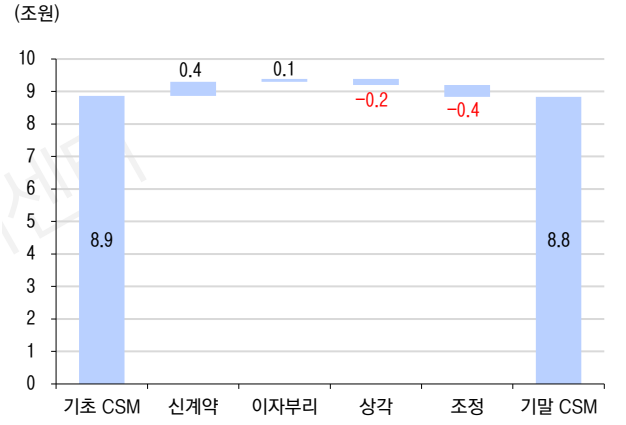
자료: LS증권 리서치센터

그림1 **CSM 배수 추이**



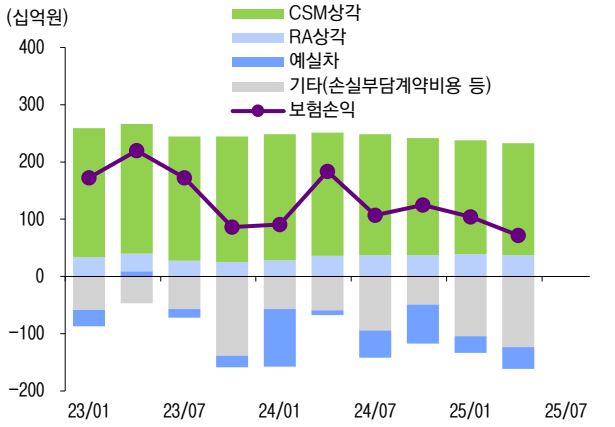
자료: LS증권 리서치센터

그림2 **CSM Movement (25.2Q)**



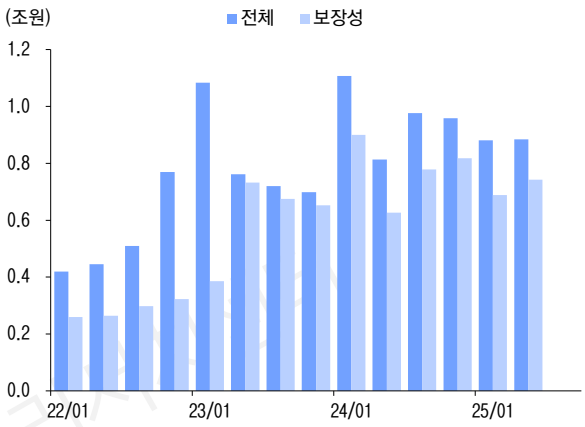
자료: LS증권 리서치센터

그림3 보험손익 추이



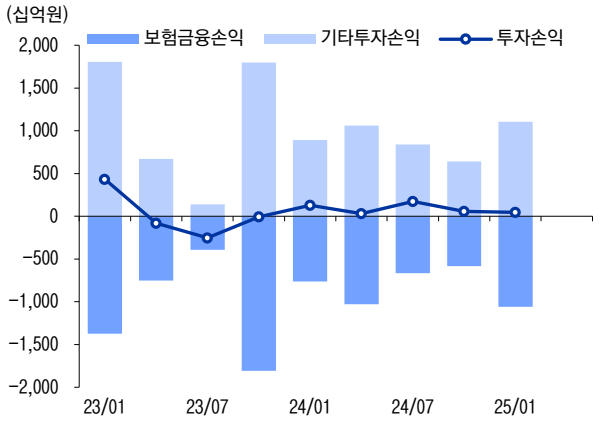
자료: LS증권 리서치센터

그림4 신계약 APE



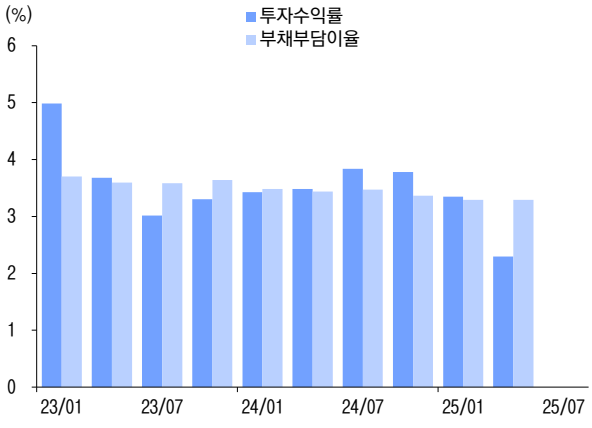
자료: LS증권 리서치센터

그림5 투자손익 추이



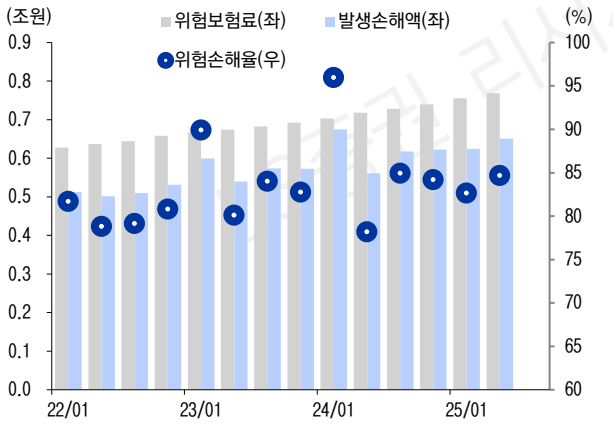
자료: LS증권 리서치센터

그림6 투자수익률과 부담이율



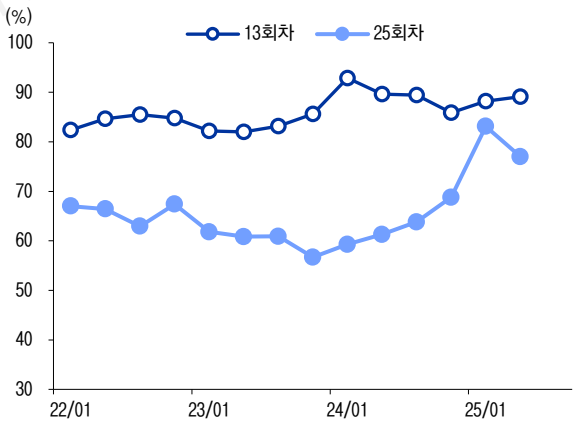
자료: LS증권 리서치센터

그림7 위험손해율 추이



자료: LS증권 리서치센터

그림8 유지율 추이



자료: LS증권 리서치센터

한화생명 (088350)

손익계산서

(단위:십억원)

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	**651**	**506**	**507**	**632**	**646**
CSM상각	888	852	789	805	823
RA변동	118	138	150	149	149
예실차	-54	-224	-131	-144	-143
기타	-301	-260	-302	-178	-183
투자손익	**90**	**391**	**202**	**297**	**317**
보험금융손익	-4,326	-3,040	-3,959	-3,327	-3,324
기타투자손익	4,416	3,431	4,162	3,625	3,641
연결조정	0	0	0	0	0
영업이익	**741**	**897**	**709**	**929**	**963**
영업외이익	12	8	14	14	14
세전이익	753	905	723	943	977
법인세비용	137	184	176	250	259
당기순이익	**616**	**721**	**547**	**693**	**718**
기타포괄손익	-311	-2,236	-612	356	356
총포괄이익	305	-1,515	-66	1,049	1,074

재무상태표

(단위:십억원)

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
총자산	**114,793**	**122,135**	**128,068**	**130,649**	**133,281**
총운용자산	97,010	105,018	109,682	111,892	114,147
현예금	2,127	1,799	1,879	1,917	1,956
유가증권	72,004	81,877	86,956	88,708	90,495
대출채권	16,378	15,156	15,051	15,355	15,664
부동산	6,502	6,185	5,795	5,912	6,031
기타자산	17,783	17,117	18,386	18,757	19,135
총부채	**103,406**	**111,800**	**115,848**	**117,380**	**119,052**
책임준비금	83,364	92,335	95,701	95,899	96,065
보험계약부채	74,287	83,046	86,161	86,100	86,001
최선추정부채(BEL)	63,400	72,034	75,193	74,893	74,594
위험조정(RA)	1,644	1,899	1,982	1,974	1,966
계약서비스마진(CSM)	9,238	9,109	8,980	9,227	9,435
기타	4	4	6	6	6
재보험/투자계약부채	9,077	9,288	9,540	9,799	10,064
기타부채	20,042	19,465	20,146	21,481	22,987
자본총계	**11,387**	**10,335**	**12,220**	**13,269**	**14,230**
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
신종자본증권	498	1,097	3,068	3,068	3,068
이익잉여금	6,307	6,886	7,406	8,099	8,704
해약환급금준비금	2,505	3,631	5,053	5,912	6,916
기타자본	-246	-2,476	-3,082	-2,726	-2,371

주요재무지표

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성/수익성(%)					
신계약(월납,십억원)	3,263	3,856	3,546	3,493	3,441
CSM배수(배)	9.3	6.6	6.5	6.6	6.6
CSM상각률	8.4	8.8	8.4	8.4	8.4
투자수익률	4.5	3.4	3.9	3.3	3.2
부채부담이율	5.5	4.0	4.8	4.0	4.0
CSM Movement					
기초 CSM	9,763	9,238	9,109	8,980	9,227
신계약 CSM	2,541	2,123	1,912	1,935	1,906
이자부리	353	350	347	349	358
CSM상각	-888	-852	-789	-805	-823
CSM조정	-2,531	-1,751	-1,600	-1,232	-1,232
기말 CSM	9,238	9,109	8,980	9,227	9,435

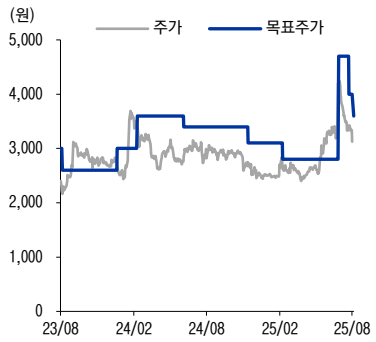
자료: LS증권 리서치센터

주요투자지표

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)/Valuation					
EPS	820	959	728	923	956
BPS	14,492	12,295	12,180	13,576	14,854
DPS	150	0	0	150	180
ROA	0.5	0.6	0.4	0.5	0.5
ROE	5.4	6.6	4.8	5.4	5.2
PER	3.2	3.0	4.3	3.4	3.3
PBR	0.18	0.24	0.26	0.23	0.21
배당성향	18.3	0.0	0.0	16.3	18.8
배당수익률	5.7	0.0	0.0	4.8	5.7
안정성(%)					
총자산/자본총계	10.1	11.8	10.5	9.8	9.4
K-ICS비율	183.8	163.7	165.5	168.3	170.6

LS증권 리서치센터

한화생명 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2021.12.15	신규	전배승			
2023.01.31	Hold	3,000	-0.8		-16.0
2023.08.18	Hold	2,600	20.0		5.1
2024.01.03	Hold	3,000	23.0		-1.4
2024.02.22	Hold	3,600	-6.0		-17.1
2024.05.16	Buy	3,600	-12.2		-21.2
2024.06.18	Buy	3,400	-7.4		-13.9
2024.11.26	Hold	3,100	-8.5		-17.4
2025.02.21	Hold	2,800	50.0		0.4
2025.07.11	Hold	4,700	-9.8		-21.1
2025.08.06	Hold	4,000	-14.4		-16.6
2025.08.18	Hold	3,600			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

LS증권 리서치센터

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 당사에게 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)	투자의견 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)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	89.2% 10.8%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024. 07. 01 ~ 2025. 06. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)