



한화생명 (088350)

추후 실적 정상화를 가정

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Buy (유지)

목표주가(상향): 3,600원

현재 주가(10/17)	3,100원
상승여력	▲16.1%
시가총액	26,924억원
발행주식수	868,530천주
52 주 최고가 / 최저가	4,240 / 2,400원
90 일 일평균 거래대금	49.71억원
외국인 지분율	9.9%

주주 구성	
한화 (외 6 인)	45.1%
자사주 (외 1 인)	13.5%
예금보험공사 (외 1 인)	10.0%

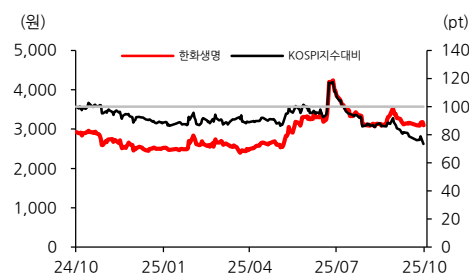
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.1	-21.7	25.3	6.2
상대수익률(KOSPI)	-18.0	-39.2	-26.5	-37.5

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	506	411	708	778
투자손익	391	180	227	213
영업이익	897	591	935	992
당기순이익	721	461	698	740
CSM (*)	8,898	8,833	9,804	10,826
수정 EPS	916	480	778	834
수정 BPS	18,990	19,589	18,998	18,880
수정 PER	2.7	6.5	4.0	3.7
수정 PBR	0.1	0.2	0.2	0.2
수정 ROE	4.5	2.5	4.0	4.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0

* 보유 순부채 기준

주가 추이



한화생명의 3Q25 실적은 컨센서스를 22% 하회할 것으로 전망합니다. 보험손익 부진이 주 원인인데, 연말 경험조정을 통한 예상치의 일부 개선과 손실 신계약이 자제될 것이라는 가정 하에 손익 정상화를 예상합니다.

3Q25 순이익 1,318억원(-44% YoY)

한화생명의 3Q25 별도 순이익은 1,318억원(-44% YoY, +128% QoQ)으로 시장 컨센서스를 22% 하회할 것으로 전망

vs. 3Q24(YoY): 손실 신계약에 의한 비용 증가와 CSM잔액 감소에 따른 상각익 감소로 보험손익이 21% 감소할 전망. 전년 동기 중 특별계정(일부 변액 및 퇴직) 손익이 850억원 발생한 데 따른 기저효과로 전체 투자손익이 48% 감소하나, 일반계정 손익은 유사할 것으로 예상

vs. 2Q25(QoQ): 투자서비스에서 처분익 실현을 가정하면서 일반계정 투자손익이 840억원 증가할 것으로 추정

보험손익이 1,000억원을 하회하며 실적 부진을 야기. 업종 전반과 마찬가지로 보험금 예상치가 기존의 예상보다 악화되는 것에 더해, 적자 전환된 담보의 신계약 판매가 이어지며 손실계약비용이 증가하는 것이 주된 원인. 투자손익은 일반계정 기준 904억원으로, 이자수익을 중심으로 한 정상 손익 증가에 처분익 500억원 수준을 가정하였음. 보장성 신계약 APE가 5% QoQ 증가하는 가운데 믹스 개선에 따라 마진배수가 상승하면서 신계약 CSM은 27% 증가해 역대 최대 수준을 기록할 것으로 추정됨

추후 실적 정상화를 가정

신계약 CSM 호조에 힘입어 한화생명의 CSM잔액은 2개분기 연속 증가할 전망. 업권 전반의 공통사항인 예상치 악화는 연말 경험조정을 통해 일부 개선될 것으로 예상되며, 손실계약의 신규 판매가 자제될 것이라는 전제 하에 보험손익이 점차 정상화될 것으로 가정하였음. 손익 정상화와 직전 시점 대비 장기 금리가 20~30bp 상승한 점을 감안해 목표주가를 6% 상향 조정함

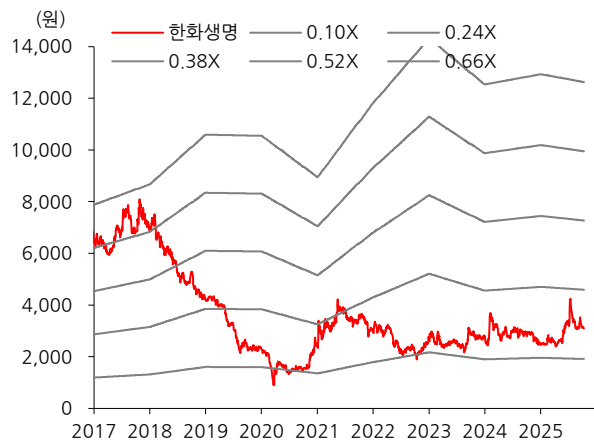
[표1] 한화생명의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

항목	한화생명	비고
자기자본비용	13.6	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.5	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	11.2	(c): Market Risk Premium (Bloomberg)
Beta (β)	1.0	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE	3.6	(e): 회사별 향후 3개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.27	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-30.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	0.19	(i): (g)*(h)
수정 BPS	19,097	(j): 회사별 12개월 forward 수정 BPS
목표주가	3,600	(k): (i)*(j)
조정률	5.9	직전 목표주가 대비 조정률
현주가	3,100	
상승여력	16.1	

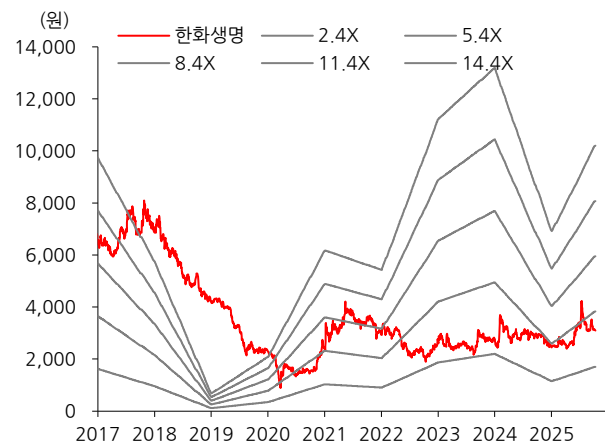
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화생명의 12m forward PBR



자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화생명의 12m forward PER



자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화생명의 3Q25 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %, %p)

	3Q25E	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	컨센서스	차이
보험손익	84.8	106.8	-20.6	71.8	18.1	n/a	n/a
투자손익	90.4	173.8	-48.0	-4.0	흑전	n/a	n/a
영업이익	175.1	280.6	-37.6	67.8	158.2	214.6	-18.4
당기순이익	131.8	236.8	-44.3	57.7	128.4	168.1	-21.6

주: Quantwise 컨센서스에서 outlier를 제거함

자료: 한화생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 한화생명의 분기별 주요 손익 및 추정치

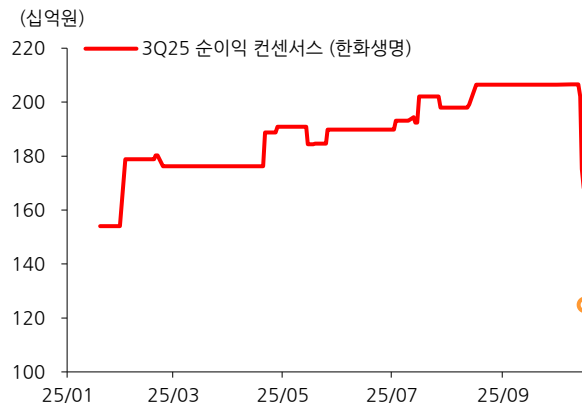
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	91	184	107	125	104	72	85	150	18.1	-20.6
일반/VFA 모형	141	216	155	144	133	104	118	170	13.7	-24.0
예실차	-96	-22	-54	-73	-33	-26	-49	-43	적지	적지
RA 변동	28	36	37	37	39	37	39	39	5.5	5.3
CSM 상각	215	210	206	198	192	189	197	202	4.6	-4.2
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-12	-18	-43	-27	-70	-89	-69	-29	적지	적지
기타	6	11	9	9	7	-7	0	0	n/a	n/a
PAA 모형	-4	0	-1	-1	-1	0	0	0	12.2	흑전
기타사입비	47	32	48	19	28	32	33	20	4.0	-30.0
투자손익	129	30	174	57	45	-4	90	49	흑전	-48.0
일반계정	139	46	88	58	-21	16	90	49	468.2	2.3
투자서비스손익	817	722	781	738	653	704	780	742	10.8	-0.2
보험금융손익	-679	-676	-693	-681	-673	-688	-689	-693	적지	적지
특별계정	-9	-16	85	0	65	-20	0	0	n/a	n/a
영업이익	220	214	281	182	149	68	175	199	158.2	-37.6
영업외이익	0	-3	10	1	3	3	0	0	n/a	n/a
세전이익	220	212	291	183	152	71	175	199	145.6	-39.8
당기순이익	176	172	237	136	122	58	132	150	128.4	-44.3
CSM (보유 순부채)	9,087	8,983	8,969	8,898	8,642	8,780	9,032	8,833	2.9	0.7

주: 별도 기준, QoQ 및 YoY는 3Q25E 기준

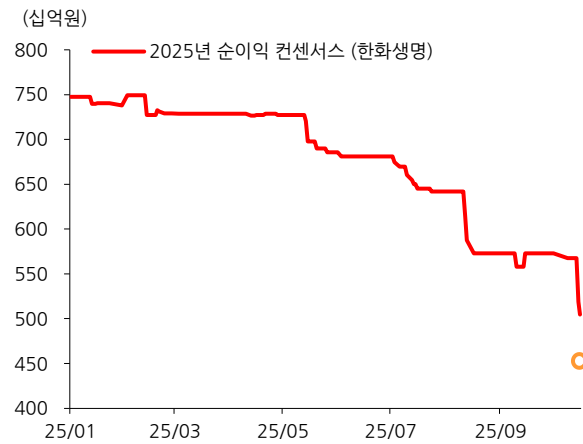
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화생명의 3Q25 당기순이익 컨센서스



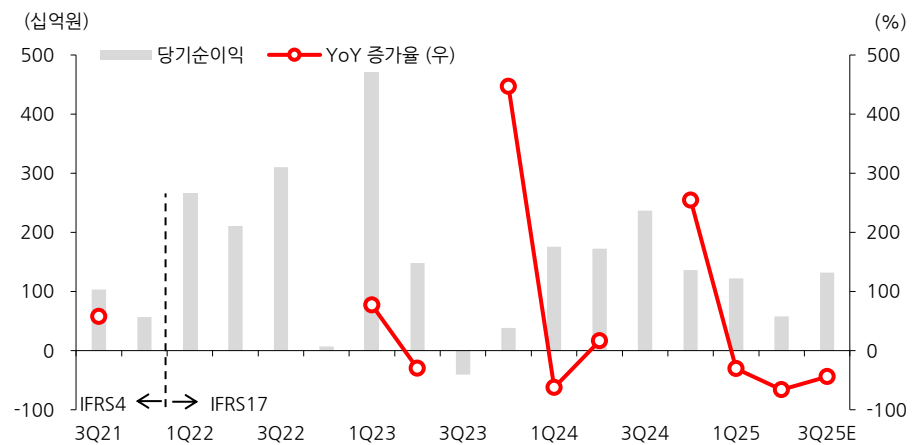
주: 황색 원은 당사 추정치, Quantwise 컨센서스에서 outlier를 제거함
 자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화생명의 2025년 당기순이익 컨센서스



주: 황색 원은 당사 추정치, Quantwise 컨센서스에서 outlier를 제거함
 자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한화생명의 분기별 당기순이익 및 증가율



주: 2021년까지는 IFRS4, 2022년은 IFRS17 & IAS39 기준, 2023년 이후는 IFRS17 & IFRS9 기준
 자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	105,018	109,355	111,336	113,467
현금및예치금	1,799	1,455	1,402	1,417
유가증권	85,830	90,180	91,740	93,321
FVPL	25,014	25,541	26,068	26,487
FVOCI	45,320	48,832	49,760	50,709
AC	11,543	11,578	11,684	11,896
대출채권	15,156	15,501	15,924	16,415
부동산	2,233	2,219	2,270	2,314
비운용자산	2,511	2,521	2,579	2,582
특별계정자산	14,606	15,796	16,438	17,105
자산총계	122,135	127,672	130,353	133,154
책임준비금	92,335	95,380	97,636	99,543
BEL	72,141	75,222	76,661	77,691
RA	1,891	1,892	1,956	2,025
CSM	9,044	8,996	9,969	10,993
PAA	4	6	6	6
투자계약부채	9,254	9,264	9,043	8,828
기타부채	4,822	4,386	4,190	4,091
후순위채	2,793	0	0	0
특별계정부채	14,626	15,779	16,420	17,087
부채총계	111,800	115,534	118,234	120,710
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485
신종자본증권	1,097	3,068	3,068	3,068
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	6,886	7,264	7,849	8,475
해약환급금준비금	3,631	5,403	6,916	8,491
자본조정	-1,114	-1,107	-1,107	-1,107
기타포괄손익누계	-1,363	-1,915	-2,519	-2,821
자본총계	10,335	12,138	12,119	12,444

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
자산총계	6.4	4.5	2.1	2.1
운용자산	8.3	4.1	1.8	1.9
부채총계	8.1	3.3	2.3	2.1
CSM	-1.4	-0.5	10.8	10.3
자본총계	-9.2	17.4	-0.2	2.7
보험손익	-22.2	-18.9	72.4	9.9
투자손익	332.1	-53.9	25.8	-5.8
영업이익	21.0	-34.1	58.2	6.1
순이익	16.9	-36.0	51.3	6.0

주: IFRS 별도 기준, 2022년 수정 지표들은 자본총계(OCI)를 보정함

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	506	411	708	778
일반 및 변동수수료모형	657	524	826	901
CSM 상각	829	780	826	901
RA 변동	137	154	160	164
예상과실계차이	-245	-152	-80	-84
손실계약	-100	-258	-80	-80
기타	35	0	0	0
보험료배분접근법모형	-5	-0	2	2
간접사업비	146	113	119	125
투자손익	391	180	227	213
보험금융손익	-3,040	-3,677	-2,780	-2,834
이자수익	2,539	2,646	2,731	2,774
배당수익	131	114	117	113
FVPL 평가손익	14	897	0	0
기타	746	201	158	160
영업이익	897	591	935	992
영업외이익	8	7	0	0
세전이익	905	598	935	992
법인세비용	184	136	237	252
당기순이익	721	461	698	740

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025E	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	3,856	3,573	3,640	3,773
신계약 CSM	2,123	2,008	2,239	2,332
투자수익률	3.4	3.6	2.7	2.7
수정 Book Value	14,269	14,719	14,275	14,186
수익성				
수정 ROE	4.5	2.5	4.0	4.4
수정 ROA	0.6	0.3	0.5	0.5
주당 지표				
수정 EPS	916	480	778	834
수정 BPS	18,990	19,589	18,998	18,880
보통주 DPS	0	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	2.7	6.5	4.0	3.7
수정 PBR	0.1	0.2	0.2	0.2
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 10월 20일)

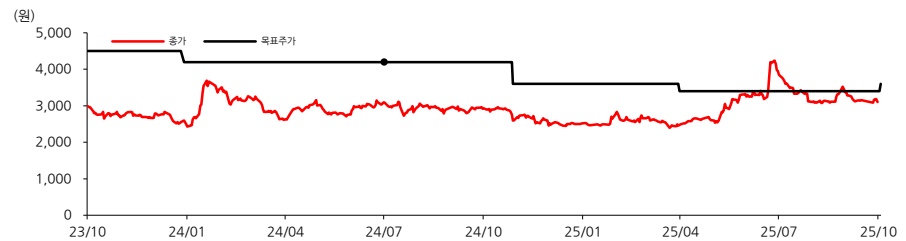
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

상기 '한화생명'은 당사와 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화생명 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시 투자의견 목표가격	일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2024.01.15 Buy 4,200	2024.02.22 Buy 4,200	2024.05.17 Buy 4,200	2024.06.17 Buy 4,200
일 시 투자의견 목표가격	일 시 투자의견 목표가격	2024.08.14 Buy 4,200	2024.10.08 Buy 4,200	2024.11.11 Buy 4,200	2024.11.14 Buy 3,600	2025.01.20 Buy 3,600
일 시 투자의견 목표가격	일 시 투자의견 목표가격	2025.03.13 Buy 3,600	2025.04.17 Buy 3,400	2025.10.20 Buy 3,600		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.15	Buy	4,200	-29.48	-12.14
2024.11.14	Buy	3,600	-28.42	-21.25
2025.04.17	Buy	3,400	-6.76	24.71
2025.10.20	Buy	3,600		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%