



한화생명 (088350)

경상 체력의 안정적인 시현이 필요

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 3,600원

현재 주가(1/12)	3,080원
상승여력	▲16.9%
시가총액	26,751억원
발행주식수	868,530천주
52 주 최고가 / 최저가	4,240 / 2,400원
90 일 일평균 거래대금	49.48억원
외국인 지분율	9.2%

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

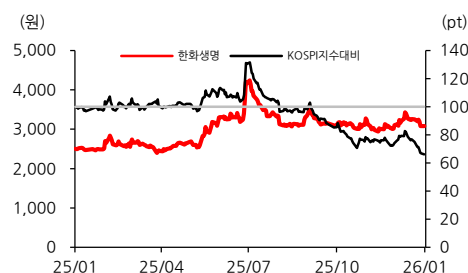
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.8	-0.6	-26.1	23.2
상대수익률(KOSPI)	-11.8	-28.7	-71.8	-60.6

(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 4Q25 실적은 계정 대체 영향을 제외하면 컨센서스를 소폭 상회할 것으로 전망됩니다. 이미 준수한 듀레이션 갭을 보유한 동사는 분기 1,000억원 중반의 실적을 안정적으로 시현하며 근본적인 자본력 확충을 도모할 필요가 있다고 판단됩니다.

4Q25 순이익 648억원(-52% YoY)

한화생명의 4Q25 별도 순이익은 648억원(-52% YoY, -52% QoQ)으로 시장 컨센서스를 46% 하회하지만 이는 대부분 변액 투자손익의 계정대체(손익 감소→CSM 증가)에 따른 것으로, 해당 효과를 제외하면 시장 기대치를 소폭 상회하는 실적이 예상됨

vs. 4Q24(YoY): 특기할 만한 일회성 요인이 부재했던 전년 동기와 비교해 당분기의 비경상 요인으로 변동성이 발생할 전망

vs. 3Q25(QoQ): 전분기보다 일당 손해액이 증가하지만 영업일수가 감소하면서 예상치는 소폭 개선될 것으로 가정. 또한 전분기 중 매매평가익이 평가보다 큰 2,150억원 발생한 것에 대한 기저효과 존재

보험손익에 일회성 이익이 기대됨. 기중 손실계약에 대한 보수적인 추정으로 인식했던 비용이 연말 가정변경을 거치면서 환입될 전망(800억원대 가정). 투자는 일반계정을 평가 수준으로 가정했으나, 변액계정에서 손익으로 반영해왔던 성과(YTD +900억원대)가 해지 여부의 변화로 당기부터 CSM에 반영하게 되면서 인식했던 손익이 제거되고 같은 만큼 CSM이 증가하는 비경상적 변동이 예상됨. 이에 투자손익이 적자를 기록할 것으로 추정되나, 이는 현재손익이 미래손익으로 치환된 것으로 이해. 신계약 CSM을 전분기 수준으로 가정한 가운데, 교육세 인상 및 연말 가정변경에 의한 기중 조정 -6,000억원대에 상술한 변액계정 손익의 조정(+)을 더하면 CSM잔액은 -1% QoQ로 방어될 전망

경상 체력의 안정적인 시현이 필요

한화생명은 주로 투자손익을 원인으로 하여 당사 커버리지 보험사 중 가장 높은 실적 변동성을 나타냄(IFRS17 도입 후 11개 분기 OP 대상). 기본 자본규제 도입을 앞두고 이미 준수한 듀레이션 갭을 보유한 만큼, 이제 분기 1,000억원 중반의 실적(for ROE 5%)을 안정적으로 시현하며 근본적인 자본력 확충을 도모할 필요가 있다고 판단됨

[표1] 한화생명의 4Q25 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %, %p)

	4Q25E	4Q24	YoY	3Q25	QoQ	컨센서스	차이
보험손익	176.8	124.9	41.5	-36.6	흑전	n/a	n/a
투자손익	-91.1	57.2	적전	215.1	적전	n/a	n/a
영업이익	85.7	182.1	-53.0	178.5	-52.0	156.8	-45.4
당기순이익	64.8	136.0	-52.3	136.1	-52.4	119.2	-45.6

주: Quantwise 컨센서스에서 outlier를 제거함

자료: 한화생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화생명의 분기별 주요 손익 및 추정치

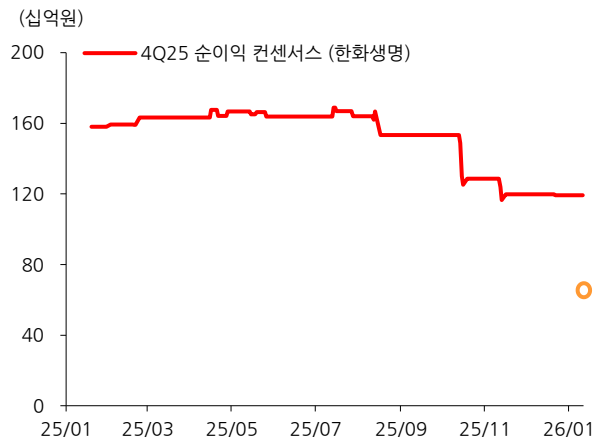
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	91	184	107	125	104	72	-37	177	흑전	41.5
일반/VFA 모형	141	216	155	144	133	104	24	216	793.3	49.2
예실차	-96	-22	-54	-73	-33	-26	-114	-91	적지	적지
RA 변동	28	36	37	37	39	37	39	41	4.1	10.6
CSM 상각	215	210	206	198	192	189	188	198	5.3	0.1
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-12	-18	-43	-27	-70	-89	-90	65	흑전	흑전
기타	6	11	9	9	7	-7	0	2	흑전	-77.4
PAA 모형	-4	0	-1	-1	-1	0	-1	-1	적지	적지
기타사입비	47	32	48	19	28	32	60	38	-36.5	100.0
투자손익	129	30	174	57	45	-4	215	-91	적전	적전
일반계정	139	46	88	58	-21	16	247	-91	적전	적전
투자서비스손익	817	722	781	738	653	704	934	696	-25.5	-5.8
보험금융손익	-679	-676	-693	-681	-673	-688	-687	-787	적지	적지
특별계정	-9	-16	85	0	65	-20	-32	0	n/a	n/a
영업이익	220	214	281	182	149	68	179	86	-52.0	-53.0
영업외이익	0	-3	10	1	3	3	-8	0	n/a	n/a
세전이익	220	212	291	183	152	71	170	86	-49.7	-53.2
당기순이익	176	172	237	136	122	58	136	65	-52.4	-52.3
CSM (보유 순부채)	9,087	8,983	8,969	8,898	8,642	8,606	8,826	8,717	-1.2	-2.0

주: 별도 기준, QoQ 및 YoY는 4Q25E 기준

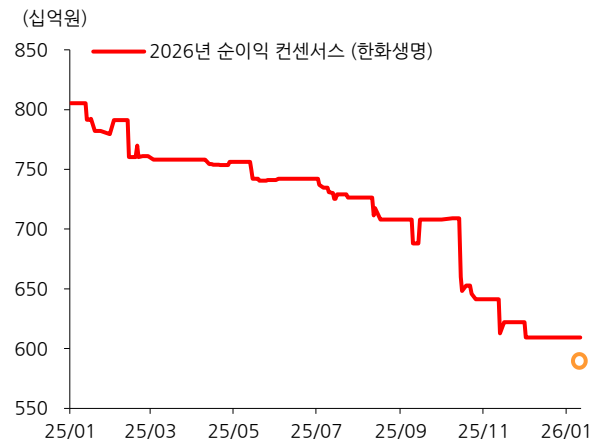
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화생명의 4Q25 당기순이익 컨센서스



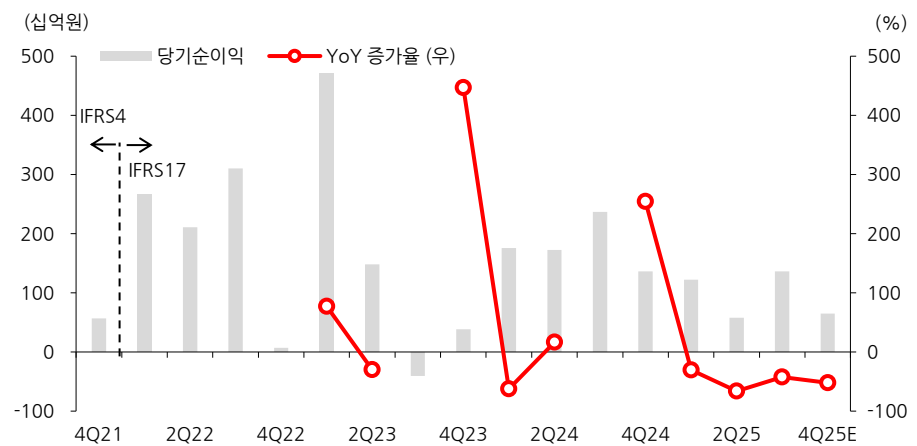
주: 황색 원은 당사 추정치
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화생명의 2026년 당기순이익 컨센서스



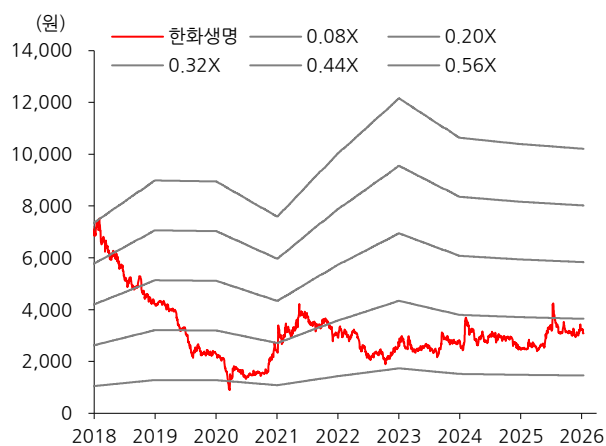
주: 황색 원은 당사 추정치
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화생명의 분기별 당기순이익 및 증가율



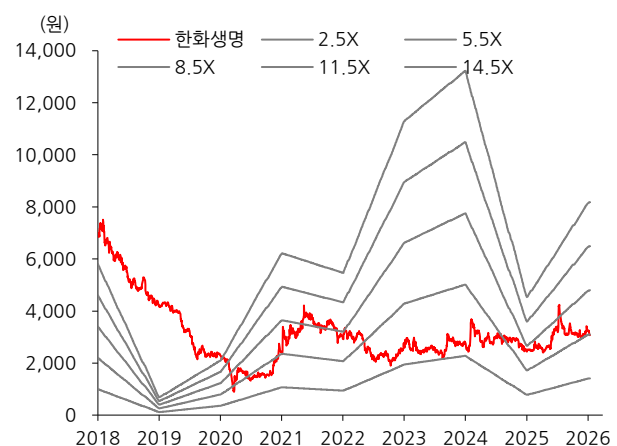
주: 2021년까지는 IFRS4, 2022년은 IFRS17 & IAS39 기준, 2023년 이후는 IFRS17 & IFRS9 기준
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화생명의 12m forward PBR



자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한화생명의 12m forward PER



자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	105,018	107,445	109,828	112,041
현금및예치금	1,799	1,179	1,222	1,247
유가증권	85,830	89,401	91,402	93,028
FVPL	25,014	25,721	26,309	26,766
FVOCI	45,320	47,743	49,220	50,234
AC	11,543	11,442	11,378	11,533
대출채권	15,156	14,689	15,011	15,530
부동산	2,233	2,176	2,193	2,237
비운용자산	2,511	2,433	2,393	2,519
특별계정자산	14,606	15,544	16,175	16,832
자산총계	122,135	125,423	128,396	131,392
책임준비금	92,335	92,889	94,808	96,644
BEL	72,141	72,768	74,054	75,070
RA	1,891	1,964	2,015	2,073
CSM	9,044	8,878	9,681	10,658
PAA	4	8	8	8
투자계약부채	9,254	9,271	9,051	8,836
기타부채	4,822	5,241	5,241	5,241
후순위채	2,793	2,743	2,743	2,743
특별계정부채	14,626	15,564	16,195	16,853
부채총계	111,800	113,671	116,223	118,716
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	7,177	7,600	8,103
해약환급금준비금	3,631	5,825	7,792	9,758
자본조정	-1,114	-1,107	-1,107	-1,107
기타포괄손익누계	-1,363	-2,216	-2,216	-2,216
자본총계	10,335	11,751	12,174	12,676

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
자산총계	6.4	2.7	2.4	2.3
운용자산	8.3	2.3	2.2	2.0
부채총계	8.1	1.7	2.2	2.1
CSM	-1.4	-1.8	9.0	10.1
자본총계	-9.2	13.7	3.6	4.1
보험손익	-22.2	-37.5	69.5	18.9
투자손익	332.1	-57.9	53.1	3.2
영업이익	21.0	-46.4	63.9	13.9
순이익	16.9	-47.2	54.9	13.6

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	506	316	536	637
일반 및 변동수수료모형	657	476	714	823
CSM 상각	829	767	817	875
RA 변동	137	156	166	169
예상과실계차이	-245	-264	-137	-88
손실계약	-100	-184	-140	-140
기타	35	2	8	8
보험료배분접근법모형	-5	-2	-3	-2
간접사업비	146	158	175	184
투자손익	391	164	252	260
보험금융손익	-3,040	-4,142	-2,828	-2,941
이자수익	2,539	2,663	2,798	2,903
배당수익	131	118	122	138
FVPL 평가손익	14	1,080	0	0
기타	746	445	160	160
영업이익	897	481	788	897
영업외이익	8	-1	0	0
세전이익	905	479	788	897
법인세비용	184	99	198	227
당기순이익	721	381	590	670

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025E	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	3,856	3,749	3,673	3,808
신계약 CSM	2,123	2,055	2,171	2,262
투자수익률	3.4	4.1	2.8	2.9
수정 Book Value	14,269	13,939	13,466	13,227
수익성				
수정 ROE	4.5	1.7	3.1	3.8
수정 ROA	0.6	0.2	0.3	0.4
주당 지표				
수정 EPS	912	313	562	669
수정 BPS	18,990	18,552	17,922	17,603
보통주 DPS	0	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	2.7	10.4	5.5	4.6
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: 2026 년 1 월 13 일)

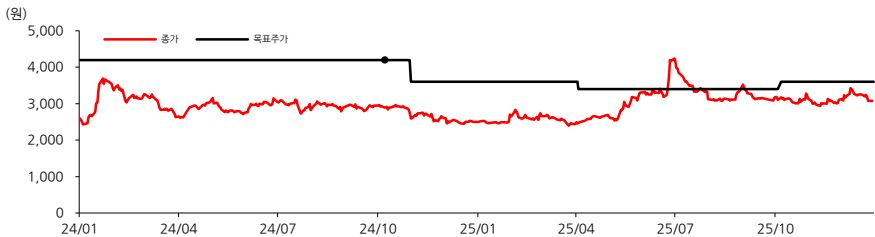
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

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]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.01.15	2024.02.22	2024.05.17	2024.06.17	2024.07.10
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		4,200	4,200	4,200	4,200	4,200
일 시	2024.08.14	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.14	2025.01.20	2025.02.21
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	4,200	4,200	4,200	3,600	3,600	3,600
일 시	2025.03.13	2025.04.17	2025.10.20	2026.01.13		
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표 가격	3,600	3,400	3,600	3,600		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	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 1 년간 +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 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2025 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%