

한화생명 (088350/KS)

규모의 경제

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 3,500 원(하향)
 현재주가: 2,505 원
 상승여력: 39.7%

목표주가 3,500 원으로 하향

한화생명의 목표주가를 주주환원 불확실성에 따른 할인율 조정 등 영향을 반영하여 3,500 원으로 하향한다. 목표주가는 25E BVPS 10,736 원에 Target PBR 0.33 배를 적용하여 산출했다. 다만 동사가 적극적으로 신계약을 확대하는 추세가 이어지는 상황에서 최근 판매수수료 규제 전반적인 방향성이 긍정적일 것으로 예상되는 점을 감안하여 투자 의견은 매수로 유지한다. 투자리스크로는 해약환급금준비금 및 금리 하락으로 인한 OCI 감소에 따른 배당 관련 불확실성을 제시한다.

신계약 측면의 강점은 지속될 전망

동사의 가장 큰 강점은 한화생명금융서비스 등 판매채널 측면의 강점에 기반한 신계약 판매를 제시할 수 있다. 최근 판매 수수료 제도 강화 등 제도 방향성을 살펴봤을 때 현재 제시된 내용으로 규제가 시행될 경우 전반적인 GA 업계가 충분한 자본력을 보유한 대형 GA 중심으로 재편될 것으로 예상되는 상황이다. 이를 감안했을 때 동사의 주력 판매 채널인 한화생명금융서비스가 규모의 경제를 바탕으로 GA 업계 내 점유율 상승 및 경쟁력 제고되는 모습이 향후 나타날 것으로 기대할 수 있으며 동사 신계약 또한 탄력적인 판매 기조를 이어갈 것으로 전망한다. 가정 조정 등 영향으로 CSM 배수 하락이 나타나더라도 물량에 기반한 신계약 CSM 규모가 유지되는 모습을 전망한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
 3773-8610

Company Data

발행주식수	86,853 만주
시가총액	2,171 십억원
주요주주	
한화(외5)	45.06%
자사주	13.49%

Stock Data

주가(25/01/13)	2,505 원
KOSPI	2,489.56 pt
52주 최고가	3,690 원
52주 최저가	2,435 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



4Q24 순이익 1,067 억원(+177.8% YoY) 예상

한화생명의 4Q24 순이익은 1,067 억원(+177.8% YoY)을 예상한다. 4Q24 중 다른 생보사와 동일하게 유배당 연금 블록, 고금리 종신 등에 따른 영향으로 손실계약부담비용 감소 등이 나타날 전망이다. 신계약은 4Q24 중 단기납 종신, 무/저해지보험 절판 효과 등 영향으로 가파르게 상승할 것으로 예상되며 보장성 APE 기준 9,611 억원(+23.5% QoQ)을 예상한다. 향후 환급강화형 건강보험 등 판매 확대 등에 따라 신계약 CSM 배수는 일부 하락하는 모습이 나타날 것으로 예상되나 신계약 물량을 바탕으로 견조한 신계약 CSM 규모를 지속할 수 있을 것으로 예상된다. 금리 하락 등에 따른 K-ICS 비율 하락 우려가 존재하나 자본성증권 발행을 통해 160%를 상회하는 수준에서 충분히 방어할 수 있을 것으로 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			651	499	666	705
투자손익	십억원			90	343	206	239
영업이익	십억원			742	843	872	945
당기순이익	십억원			616	692	721	779
EPS	원			710	796	831	897
PER	배			4.0	3.1	3.0	2.8
PBR	배			0.2	0.24	0.23	0.22
ROE	%			4.9	7.0	7.9	8.2

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~2027F ROE 평균	8.1%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.6%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 등 감안하여 차등적으로 적용	65%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.33
목표주가	2025F BPS 10,736 원에 Target PBR 적용	3,500
현재가		2,505
Upside / Downside 투자의견		39.7% 매수

자료: SK 증권 추정

항목	비고	내용
Upside case		104%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	9.1%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.6%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선	-55.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.48
목표주가(Bull case)	2025F BPS 10,736 원에 Target PBR 적용	5,100
Downside case		-12%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	7.1%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.6%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력 부진세	-75.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.21
목표주가(Bear case)	2025F BPS 10,736 원에 Target PBR 적용	2,200

자료: SK 증권 추정

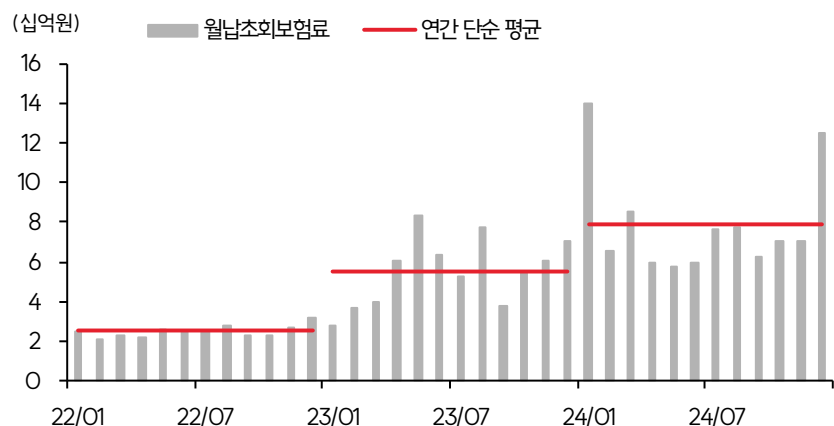
		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	651	499	666	705
	수정 전		548	692	709
	증감률(%)		-8.9%	-3.8%	-0.5%
투자손익	수정 후	90	343	206	239
	수정 전		358	158	162
	증감률(%)		-4.0%	30.4%	47.8%
세전이익	수정 후	754	853	896	968
	수정 전		956	843	863
	증감률(%)		-10.7%	6.3%	12.2%
순이익	수정 후	616	692	721	779
	수정 전		754	654	669
	증감률(%)		-8.3%	10.3%	16.4%

자료: 한화생명, SK 증권 추정

한화생명 - 분기별 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	172	220	173	86	91	184	107	117.7	10.1	36.2
CSM 상각	225	226	217	219	220	215	211	212.4	0.4	-3.2
RA 해제	34	31	28	25	28	36	37	37.4	0.5	47.2
예실차	-28	9	-15	-20	-101	-8	-47	-22.3	적지	적지
기타사업비용	-42	-48	-21	-35	-47	-32	-48	-34.7	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-16	1	-36	-104	-10	-27	-47	-75.0	적지	적지
투자손익	433	-81	-253	-9	129	30	174	9.9	-94.3	흑전
일반계정	246.1	58	-216	9	139	46	88	9.9	-88.8	9.6
자산운용수익	933	714	462	699	817	722	781	696.1	-10.9	-0.4
보험금융손익	-687	-656	-678	-690	-679	-676	-693	-686.2	적지	적지
특별계정	187	-139	-37	-18	-9	-16	85	0.0	-100.0	-100.0
영업이익	605	138	-80	78	220	214	281	127.6	-54.5	64.1
영업외손익	2	5	0	5	0	-3	10	3.7	-63.0	-22.6
세전이익	607	144	-80	83	220	212	291	131.3	-54.8	59.1
별도 당기순이익	471	148	-41	38	176	172	237	106.7	-55.0	177.8
보장성 APE	386	732	675	653	900	627	778	961.1	23.5	47.3
신계약 CSM	544	620	692	685	515	481	542	607.5	12.1	-11.4
자산총계	113,400	110,904	109,390	114,793	113,618	115,882	118,798	119,928	1.0	4.5
운용자산	96,635	94,072	92,992	97,010	95,978	98,404	101,401	102,701	1.3	5.9
비운용자산	1,700	1,661	1,693	2,238	2,045	2,027	2,366	2,196	-7.2	-1.9
부채총계	100,887	99,023	96,862	103,406	102,958	106,114	108,744	110,514	1.6	6.9
책임준비금	81,348	79,006	76,393	83,364	82,924	86,641	90,674	91,966	1.4	10.3
생명보험 CSM 잔액	9,879	10,123	9,799	9,238	9,244	9,154	9,130	9,256	1.4	0.2
자본총계	12,513	11,881	12,528	11,387	10,659	9,769	10,054	9,960	-0.9	-12.5
해약환급금준비금	1,910	2,394	2,840	2,505	3,057	3,405	3,665	3,896	6.3	55.5
ROE (%)	15.0	5.3	-1.4	1.3	6.7	7.1	10.4	4.8	-5.6%p	3.4%p
K-ICS 비율 (%)	181.2	180.4	184.3	183.8	173.1	162.8	164.5	161.6	-2.8%p	-22.2%p

자료: 한화생명, SK 증권 추정

한화생명 - GA 실적 추이



자료: 보험저널, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		97,010	102,701	105,618	108,453
현금및예치금		2,127	1,009	1,293	1,568
유가증권		75,725	83,750	86,023	88,232
대출금		16,378	15,737	16,184	16,618
부동산		2,780	2,205	2,118	2,034
비운용자산		2,238	2,196	2,249	2,253
특별계정자산 및 기타		15,545	15,031	15,031	15,031
자산총계		114,793	119,928	122,899	125,736
책임준비금		83,364	91,966	95,057	98,142
CSM잔액(원수)		9,238	9,256	9,738	10,096
계약자지분조정		28	-16	-16	-16
특별계정부채 및 기타		20,014	18,564	18,415	18,405
부채총계		103,406	110,514	113,456	116,532
자본금		4,343	4,343	4,343	4,343
신종자본증권		498	1,097	1,097	1,097
자본잉여금		485	485	485	485
이익잉여금		6,307	6,870	7,592	8,258
해약환급금준비금		2,505	3,896	4,247	4,348
기타자본		-246	-2,835	-3,095	-3,355
비지배주주지분		0	0	0	0
자본총계		11,387	9,960	10,422	10,828

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약 APE		3,263	4,058	3,337	3,099
신계약 CSM		2,541	2,146	1,995	1,903
신계약 CSM 수익성		77.9	52.9	59.8	61.4
CSM 관련 지표					
기초CSM		9,763	9,238	9,256	9,738
CSM 조정 가점 변경		-2,531	-1,608	-960	-960
신계약 CSM(원수)		2,541	2,146	1,995	1,903
CSM 이차부리		353	339	320	322
상각 전 CSM		10,126	10,115	10,611	11,003
CSM상각액		888	860	874	906
CSM상각률(%)		8.8	8.5	8.2	8.2
CSM 순증액		-524	17	482	359
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률		2.9	3.0	2.8	2.7
FVPL 제외 운용수익률		2.6	2.7	2.6	2.5
손익구성					
보험손익		87.8	59.3	76.4	74.7
CSM상각		119.7	102.0	100.2	95.9
투자손익		12.2	40.7	23.6	25.3
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		183.8	161.6	164.2	161.9

자료: 한화생명, SK증권 추정

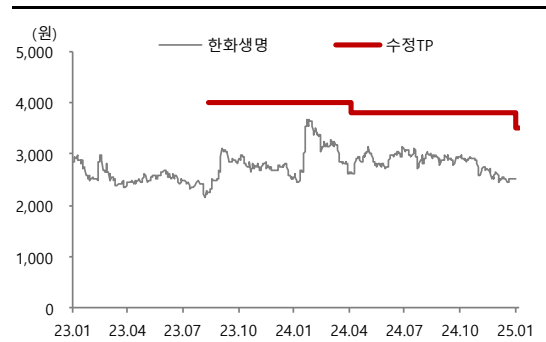
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		651	499	666	705
CSM상각		888	860	874	906
RA해제		118	138	154	161
예실차		-54	-17	113	115
기타사업비용		-146	-162	-165	-168
손실계약비용 및 기타		-155	-158	-145	-141
투자손익		90	343	206	239
일반계정손익		97	283	206	239
평가처분손익		230	320	190	190
특별계정손익		-7	60	0	0
영업이익		742	843	872	945
영업외손익		12	11	24	23
세전이익		754	853	896	968
법인세비용		137	162	175	189
법인세율(%)		18.2	19.0	19.5	19.6
당기순이익		616	692	721	779

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			5.9	2.8	2.7
CSM증가율			0.2	5.2	3.7
BPS증가율			-18.6	5.2	4.4
보험손익증가율			-23.3	33.3	5.9
투자손익증가율			279.8	-40.0	16.2
영업이익증가율			13.6	3.5	8.3
세전이익증가율			13.2	5.0	8.0
당기순이익증가율			12.2	4.3	7.9
주당지표(원)					
EPS		710	796	831	897
BPS		12,537	10,205	10,736	11,204
EV(BV+CSM)		23,174	20,862	21,948	22,829
보통주 DPS		150	0	0	150
보통주 배당수익률(%)		5.3	0.0	0.0	6.0
Valuation 지표					
PER(배)		4.0	3.1	3.0	2.8
PBR(배)		0.23	0.24	0.23	0.22
P/EV(배)		0.12	0.12	0.11	0.11
ROE(%)		4.9	7.0	7.9	8.2
ROA(%)		0.5	0.6	0.6	0.6
배당성향(%)		18.3	0.0	0.0	14.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.01.14	매수	3,500원	6개월		
2024.04.17	매수	3,800원	6개월	-25.07%	-16.84%
2023.08.24	매수	4,000원	6개월	-28.25%	-7.75%



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 01월 14일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------