

# 한화생명 (088350/KS)

## 약점 보완 및 제도 개선 필요한 상황

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 3,300 원(하향)

현재주가: 2,640 원

상승여력: 25.0%



Analyst  
설용진

s.dragon@sk.com  
3773-8610

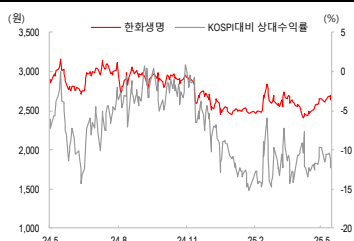
#### Company Data

발행주식수	86,853 만주
시가총액	2,293 십억원
주요주주	
한화(외5)	45.06%
자사주	13.49%

#### Stock Data

주가(25/05/15)	2,640 원
KOSPI	2,621.36 pt
52주 최고가	3,160 원
52주 최저가	2,400 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 1Q25 순이익 1,221억원(-30.5% YoY) 기록

한화생명의 1Q25 순이익은 1,221억원(-30.5% YoY)로 컨센서스를 하회하는 실적을 기록했다. 컨센서스를 하회한 주요 요인은 1) 일회성 손실계약비용 VFA 280 억원, 유배당 확정형 보험 관련 120 억원, 간병 특약 관련 180 억원 등이 발생했으며 2) 관세 이슈 등 불확실성으로 해외투자 관련 변동성이 커지며 평가처분손익이 감소한데 기인한다. 신계약 보장성 APE 는 6,881 억원(-15.9% QoQ)로 손보와 달리 절판 효과 영향이 크지 않았다. 보장성 보험 수익성 개선에 따라 신계약 CSM 은 4,882 억원(-5.3% YoY)로 가이드선 수준에 부합하는 모습을 보였으며 연간 2 조원 수준의 신계약 CSM 이 예상된다. CSM 가정 조정 영향은 VFA 를 제외하면 실적효과 등 영향으로 약 3,300 억원 하락했다. 손실계약비용이 일회성 요인 포함 약 700 억원 발생했으며 계절적 영향으로 보험금 예실차가 부진했지만 전년 세척 개정안 기저효과로 전체 보험 손익은 1,043 억원(+14.8% YoY)을 기록했다. 투자손익은 해외 변동성 확대에 따른 평가처분손익 감소로 일반계정 기준 -209 억원(적전 YoY)을 기록했으나 2Q25 중 실적이 회복되는 모습이 나타나고 있다. K-ICS 는 신종자본증권 발행 등에도 할인을 제도 강화 등 영향으로 12%p 하락 영향이 나타나며 155%로 하락할 전망이다.

### 약점 보완 노력과 제도 개선 등 필요한 상황

동사의 판매채널에 기반한 신계약 측면의 강점이 이어지고 있으나 과거에도 나타났던 1) 다소 높은 규모의 가정 조정으로 인한 CSM 감소, 2) 금리 등으로 인한 높은 자본 변동성 등이 지속적으로 나타나고 있다. 이러한 영향으로 높은 CSM 에도 불구하고 CSM 잔액 증가가 제한적이며 OCI 감소로 인한 자본 총계 감소 등 영향으로 K-ICS 비율 하락 추세가 지속되고 있다. 신계약 측면의 강점이 보다 부각되기 위해서는 기존 약점에 대한 보완이 필요할 전망이다. 주주환원, K-ICS 등 자본적정성에 있어서도 당국의 제도 개선이 요구될 전망이다. 배당가능이익이 확보되기 위해서는 해약환급금준비금 제도 개편이 필요한 상황이며 기본자본 K-ICS 도입 및 27년까지 예정된 단계적 할인을 제도 강화, 시장금리 하락 기조 등 영향을 종합적으로 감안했을 때 주주환원에 대해서는 다소 보수적인 접근이 요구될 전망이다. 실적 추정치 조정 및 할인을 제도 강화로 인한 BPS 하락 등을 반영하여 목표주가를 3,300 원으로 하향한다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	십억원	651	507	609	695	725	
투자손익	십억원	90	391	148	137	142	
영업이익	십억원	742	897	758	832	867	
지배지분순이익	십억원	0	0	0	0	0	
EPS	원	710	830	710	778	810	
PER	배	4.0	3.0	3.7	3.4	3.3	
PBR	배	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	
ROE	%	4.9	7.2	6.9	7.8	8.1	

### 목표주가 산정 테이블

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~ 2027F ROE 평균	7.6%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.9%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 등 감안하여 차등적으로 적용	65.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.34
<b>목표주가</b>	<b>2025F BPS 9,918 원에 Target PBR 적용</b>	<b>3,300</b>
현재가		2,640
Upside / Downside 투자의견		25.0% 매수

자료: SK 증권 추정

### 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
<b>Upside case</b>		<b>86%</b>
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	8.6%
COE	무위험수익률 3%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.9%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선	-55.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.49
<b>목표주가(Bull case)</b>	<b>2025F BPS 9,918 원에 Target PBR 적용</b>	<b>4,900</b>
<b>Downside case</b>		<b>-20%</b>
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	6.6%
COE	무위험수익률 3%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.9%
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
<b>목표주가(Bear case)</b>	<b>2025F BPS 9,918 원에 Target PBR 적용</b>	<b>2,100</b>

자료: SK 증권 추정

### 실적 추정치 변경

		2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	수정 후	507	609	695	725
	수정 전		630	674	703
	증감률(%)		-3.3%	3.2%	3.2%
투자손익	수정 후	391	148	137	142
	수정 전		258	207	215
	증감률(%)		-42.5%	-34.0%	-34.0%
세전이익	수정 후	905	769	843	878
	수정 전		905	897	934
	증감률(%)		-15.1%	-6.1%	-6.1%
순이익	수정 후	721	617	676	704
	수정 전		726	719	749
	증감률(%)		-15.1%	-6.0%	-6.0%

자료: 한화생명, SK 증권 추정

## 한화생명 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	% QoQ	% YoY
<b>보험손익</b>	<b>91</b>	<b>184</b>	<b>107</b>	<b>125</b>	<b>104.3</b>	<b>175</b>	<b>162</b>	<b>168</b>	<b>-16.5</b>	<b>14.8</b>
CSM 상각	220	215	211	205	198.6	193	196	198	-3.0	-9.8
RA 해제	28	36	37	37	38.9	38	37	38	4.6	38.8
예실차	-101	-8	-47	-68	-29.2	-7	-5	-31	적지	적지
기타사업비용	-47	-32	-48	-19	-27.7	-32	-48	-19	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-10	-27	-47	-30	-76.3	-17	-18	-17	적지	적지
<b>투자손익</b>	<b>129</b>	<b>30</b>	<b>174</b>	<b>57</b>	<b>44.5</b>	<b>55</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>-22.2</b>	<b>-65.6</b>
일반계정	138.5	46	88	58	-20.9	55	25	24	적전	적전
자산운용수익	817	722	781	738	652.5	747	721	725	-11.6	-20.1
보험금용손익	-679	-676	-693	-681	-673.4	-692	-696	-701	적지	적지
특별계정	-9	-16	85	0	65.4	0	0	0	흑전	흑전
<b>영업이익</b>	<b>220</b>	<b>214</b>	<b>281</b>	<b>182</b>	<b>148.8</b>	<b>230</b>	<b>186</b>	<b>192</b>	<b>-18.3</b>	<b>-32.4</b>
영업외손익	0	-3	10	1	3.4	2	3	2	258.2	흑전
세전이익	220	212	291	183	152.2	232	189	195	-16.9	-30.7
<b>별도 당기순이익</b>	<b>176</b>	<b>172</b>	<b>237</b>	<b>136</b>	<b>122.1</b>	<b>186</b>	<b>152</b>	<b>157</b>	<b>-10.2</b>	<b>-30.5</b>
보장성 APE	900	627	778	818	688.1	609	616	587	-15.9	-23.6
신계약 CSM	515	481	542	585	488.2	477	484	465	-16.5	-5.3
<b>자산총계</b>	<b>113,618</b>	<b>115,882</b>	<b>118,798</b>	<b>122,135</b>	<b>125,761</b>	<b>126,115</b>	<b>126,982</b>	<b>127,359</b>	<b>3.0</b>	<b>10.7</b>
<b>운용자산</b>	<b>95,978</b>	<b>98,404</b>	<b>101,401</b>	<b>105,018</b>	<b>107,959</b>	<b>108,601</b>	<b>109,325</b>	<b>109,773</b>	<b>2.8</b>	<b>12.5</b>
비운용자산	2,045	2,027	2,366	2,511	3,086	2,799	2,942	2,871	22.9	50.9
<b>부채총계</b>	<b>102,958</b>	<b>106,114</b>	<b>108,744</b>	<b>111,800</b>	<b>115,595</b>	<b>116,582</b>	<b>117,358</b>	<b>118,008</b>	<b>3.4</b>	<b>12.3</b>
책임준비금	82,924	86,641	90,674	92,335	96,270	97,136	97,973	98,592	4.3	16.1
생명보험 CSM 잔액	9,244	9,154	9,130	9,109	8,866	8,973	9,087	8,930	-2.7	-4.1
<b>자본총계</b>	<b>10,659</b>	<b>9,769</b>	<b>10,054</b>	<b>10,335</b>	<b>10,166</b>	<b>10,235</b>	<b>10,270</b>	<b>10,310</b>	<b>-1.6</b>	<b>-4.6</b>
해약환급금준비금	3,057	3,405	3,665	3,631	3,934	4,196	4,447	4,678	8.3	28.7
ROE (%)	6.7	7.1	10.4	6.0	5.5	8.8	7.1	7.3	-0.5%p	-1.2%p
K-ICS 비율(%)	173.1	162.8	164.1	163.7	155.0	156.2	156.2	154.5	-8.7%p	-18.1%p

자료: 한화생명, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
운용자산	97,010	105,018	109,773	114,363	119,040
현금및예치금	2,127	1,799	1,388	1,352	1,299
유가증권	75,725	85,830	91,106	95,121	99,222
대출금	16,378	15,156	15,116	15,812	16,523
부동산	2,780	2,233	2,164	2,078	1,997
비운용자산	2,238	2,511	2,871	2,893	2,894
특별계정자산 및 기타	15,545	14,606	14,715	14,715	14,715
자산총계	114,793	122,135	127,359	131,971	136,650
책임준비금	83,364	92,335	98,592	103,484	108,531
CSM잔액(원수)	9,238	9,109	8,930	9,133	9,353
계약자지분조정	28	18	9	9	9
특별계정부채 및 기타	15,561	19,447	19,407	19,398	19,397
부채총계	103,406	111,800	118,008	122,890	127,936
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
신종자본증권	498	1,097	1,695	1,695	1,695
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	6,307	6,886	7,438	8,047	8,682
해약환급금준비금	2,505	3,631	4,678	5,526	6,226
기타자본	-1,119	-2,476	-3,652	-4,227	-4,802
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	11,387	10,335	10,310	10,343	10,403

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
신계약 수익성					
신계약 APE	3,263	3,856	3,279	3,267	3,314
신계약 CSM	2,541	2,123	1,915	1,951	1,980
신계약 CSM 수익성	0.8	55.1	58.4	59.7	59.8
CSM 관련 지표					
기초CSM	9,763	9,238	9,109	8,930	9,133
CSM 조정 가점 변경	-2,531	-1,751	-1,622	-1,250	-1,250
신계약 CSM(원수)	2,541	2,123	1,915	1,951	1,980
CSM 이자부리	353	350	313	297	302
상각 전 CSM	10,126	9,961	9,715	9,928	10,166
CSM상각액	888	852	785	795	813
CSM상각률(%)	8.8	8.6	8.1	8.0	8.0
CSM 순증액	-524	-129	-179	203	220
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률	2.9	3.0	2.6	2.6	2.6
FVPL 제외 운용수익률	2.6	2.7	2.5	2.5	2.5
손익구성					
보험손익	87.8	56.5	80.4	83.6	83.6
CSM상각	119.7	94.9	103.7	95.5	93.7
투자손익	12.2	43.5	19.6	16.4	16.4
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)	183.8	163.7	154.5	151.9	149.7

자료: 한화생명, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	651	507	609	695	725
CSM상각	888	852	785	795	813
RA해제	118	138	152	157	165
예실차	-54	-224	54	67	67
기타사업비용	-146	-146	-127	-127	-127
손실계약비용 및 기타	-155	-114	-129	-69	-65
투자손익	90	391	148	137	142
일반계정손익	97	331	83	137	142
평가처분손익	230	364	159	195	205
특별계정손익	-7	60	65	0	0
영업이익	742	897	758	832	867
영업외손익	12	8	11	10	10
세전이익	754	905	769	843	878
법인세비용	137	184	152	167	174
법인세율 (%)	18.2	20.4	19.8	19.8	19.8
당기순이익	616	721	617	676	704

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율		8.3	4.5	4.2	4.1
CSM증가율		-1.4	-2.0	2.3	2.4
BPS증가율		-15.2	-6.8	0.4	0.7
보험손익증가율		-22.2	20.3	14.1	4.3
투자손익증가율		332.2	-62.0	-7.9	4.0
영업이익증가율		21.0	-15.6	9.8	4.2
세전이익증가율		20.1	-15.1	9.6	4.2
당기순이익증가율		16.9	-14.5	9.6	4.1
주당지표(원)					
EPS	710	830	710	778	810
BPS	12,537	10,637	9,918	9,956	10,027
EV(BV+CSM)	23,358	21,368	20,200	20,472	20,795
보통주 DPS	150	0	0	0	0
보통주 배당수익률(%)	5.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation 지표					
PER(배)	4.0	3.0	3.7	3.4	3.3
PBR(배)	0.23	0.23	0.27	0.27	0.26
P/EV(배)	0.12	0.12	0.13	0.13	0.13
ROE(%)	4.9	7.2	6.9	7.8	8.1
ROA(%)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
배당성향(%)	18.3	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.05.16	매수	3,300원	6개월		
2025.01.14	매수	3,500원	6개월	-26.37%	-19.00%
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 기관투자자 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 05월 16일 기준)

매수	96.88%	중립	3.13%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------