

# 한화생명 (088350/KS)

## 제도 동향은 긍정적이나 보다 확실한 개선 필요 **SK증권 리서치센터**

### 중립(하향)

목표주가: 3,900 원(상향)  
현재주가: 4,170 원  
상승여력: -6.5%

### 목표주가 3,900 원으로 상향, 투자의견 중립 하향

한화생명의 목표주가를 무위험수익률 조정, 금리 환경 및 최근 할인율 제도 동향을 반영한 OCI 변동 폭 조정 등 예상 자본 규모 증가 등을 반영하여 3,900 원으로 상향한다. 목표주가는 25E BVPS 10,022 원에 Target PBR 0.39 배를 적용하여 산출했다. 투자 리스크로는 1) 해약환급금준비금 제도 등 요인으로 불충분한 배당가능이익 및 2) 상대적으로 부진한 예실차 등 지표를 제시한다. 최근 제도 동향은 대체로 긍정적이라고 판단하나 여전히 주주환원 측면의 불확실성이 지속되고 있는 점 등을 종합적으로 감안하여 목표주가 상향에도 투자의견은 중립으로 하향한다.

### K-ICS 부담 완화 예상하나 여전히 높은 주주환원 측면의 불확실성

최근 1) 낮아진 금리 수준으로 27년까지 단계적 도입이 예정되어 있던 할인율 현실화 방안 중 관찰만기 확대(20년에서 30년) 적용 속도를 완화하는 방안이 제시되고 있으며 2) 기본자본 지급여력비율 제도 도입에 있어서도 CSM 중 일부를 기본자본으로 반영하는 방안 등이 제시되는 등 K-ICS 비율 측면의 부담은 이전보다 대체로 낮아졌다고 판단한다. 최근 장기채 금리 환경도 자본비율 측면에 있어서는 긍정적이라고 판단한다. 이전보다 자본 측면의 부담은 다소 개선되었다고 판단하나 K-ICS 와 별개로 배당가능이익 확보 측면의 핵심인 해약환급금준비금 제도 개편의 경우 아직 명확하게 배당가능이익이 확보될 수 있는 수준의 내용이 제시되지 못한 상황이라는 점에서 25년 결산 배당 여부는 여전히 불확실성이 높다고 판단한다.



Analyst  
**설용진**

s.dragon@sk.com  
3773-8610

### Company Data

발행주식수	86,853 만주
시가총액	3,622 십억원
주요주주	
한화(외6)	45.08%
자사주	13.49%

### Stock Data

주가(25/07/11)	4,170 원
KOSPI	3,175.77 pt
52주 최고가	4,200 원
52주 최저가	2,400 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

### 주가 및 상대수익률



### 2Q25 별도 순이익 1,280 억원(-25.8% YoY) 예상

한화생명의 2Q25 순이익은 1,280 억원(-25.8% YoY)으로 컨센서스를 하회하는 실적을 예상한다. 신계약은 1Q25와 유사하게 양호한 모습을 예상하나 보험금 예실차 악화 등 영향으로 보험손익이 1,445 억원(-21.4% YoY)으로 부진할 것으로 예상한다. 투자손익의 경우 1Q 대비 개선된 경상 이익에도 변액 헷지 손실 등 영향으로 전년 동기 대비 낮아진 124 억원(-59.1% YoY)을 예상한다. K-ICS 비율은 5월 중 발행한 10억달러의 신종자본증권 영향으로 1Q25 대비 상승할 것으로 예상한다. 향후 예실차 안정화, 가정 조정에 따른 CSM 하락 방어 등 여부를 주목할 필요가 있다고 판단한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	십억원		651	507	558	659	702
투자손익	십억원		90	391	135	165	186
영업이익	십억원		742	897	693	824	888
순이익	십억원		616	721	565	669	720
EPS	원		710	830	651	770	829
PER	배		4.0	3.0	6.4	5.4	5.0
PBR	배		0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
ROE	%		4.9	7.2	6.3	7.7	8.3

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~ 2027F ROE 평균	7.4%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.7%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS, 해약환급금준비금 비중 등 산정하여 차등 적용	60.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.39
<b>목표주가</b>	<b>2025F BPS 10,022 원에 Target PBR 적용</b>	<b>3,900</b>
현재가		4,170
Upside / Downside 투자의견		-6.5% 중립

자료: SK증권 추정

항목	비고	내용
<b>Upside case</b>		<b>32%</b>
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	8.4%
COE	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.7%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선	-50.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.55
<b>목표주가(Bull case)</b>	<b>2025F BPS 10022 원에 Target PBR 적용</b>	<b>5,500</b>
<b>Downside case</b>		<b>-40%</b>
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	6.4%
COE	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	7.7%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력 부진세	-70.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.25
<b>목표주가(Bear case)</b>	<b>2025F BPS 10022 원에 Target PBR 적용</b>	<b>2,500</b>

자료: SK증권 추정

		2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	수정 후	507	558	659	702
	수정 전		609	695	725
	증감률(%)		-8.3%	-5.2%	-3.1%
투자손익	수정 후	391	135	165	186
	수정 전		148	137	142
	증감률(%)		-8.8%	20.2%	30.7%
세전이익	수정 후	905	704	834	898
	수정 전		769	843	878
	증감률(%)		-8.4%	-1.1%	2.3%
순이익	수정 후	721	565	669	720
	수정 전		617	676	704
	증감률(%)		-8.4%	-1.0%	2.3%

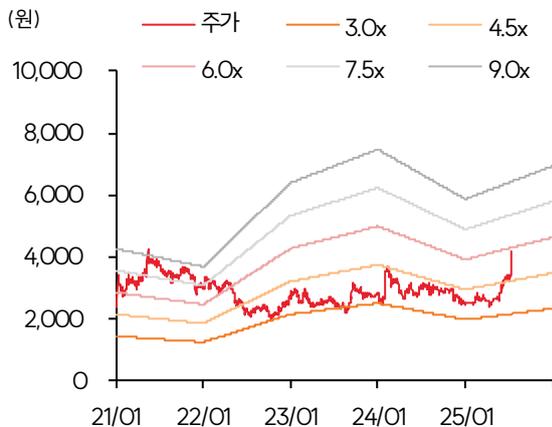
자료: SK증권 추정

한화생명 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	% QoQ	% YoY
<b>보험손익</b>	91	184	107	125	104	144.5	156	154	38.6	-21.4
CSM 상각	220	215	211	205	199	194.0	197	200	-2.3	-9.9
RA 해제	28	36	37	37	39	38.2	37	38	-1.9	6.7
예실차	-101	-8	-47	-68	-29	-25.7	-8	-44	적지	적지
기타사업비용	-47	-32	-48	-19	-28	-32.4	-48	-19	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-10	-27	-47	-30	-76	-29.6	-23	-22	적지	적지
<b>투자손익</b>	129	30	174	57	45	12.4	39	39	-72.0	-59.1
일반계정	138.5	46	88	58	-21	12.4	39	39	흑전	-73.2
자산운용수익	817	722	781	738	653	704.0	736	741	7.9	-2.5
보험금융손익	-679	-676	-693	-681	-673	-691.5	-697	-702	적지	적지
특별계정	-9	-16	85	0	65	0.0	0	0	-100.0	-100.0
<b>영업이익</b>	220	214	281	182	149	157.0	195	193	5.5	-26.8
영업외손익	0	-3	10	1	3	2.2	3	2	-36.0	흑전
세전이익	220	212	291	183	152	159.2	198	195	4.6	-24.8
별도 당기순이익	176	172	237	136	122	128.0	159	157	4.9	-25.8
보장성 APE	900	627	778	818	688	648.7	614	586	-5.7	3.5
신계약 CSM	515	481	542	585	488	508.7	482	463	4.2	5.7
자산총계	113,618	115,882	118,798	122,135	125,761	126,301	127,285	127,832	0.4	9.0
운용자산	95,978	98,404	101,401	105,018	107,959	108,787	109,627	110,246	0.8	10.6
비운용자산	2,045	2,027	2,366	2,511	3,086	2,799	2,942	2,871	-9.3	38.1
부채총계	102,958	106,114	108,744	111,800	115,595	116,667	117,505	118,275	0.9	9.9
책임준비금	82,924	86,641	90,674	92,335	96,270	97,221	98,120	98,859	1.0	12.2
생명보험 CSM 잔액	9,244	9,154	9,130	9,109	8,866	9,055	9,215	9,154	2.1	-1.1
자본총계	10,659	9,769	10,054	10,335	10,166	11,635	11,713	11,764	14.5	19.1
해약환급금준비금	3,057	3,405	3,665	3,631	3,934	4,181	4,358	4,503	6.3	22.8
ROE (%)	6.7	7.1	10.4	6.0	5.5	6.0	7.4	7.2	0.5%p	-1.1%p
K-ICS 비율 (%)	173.1	162.8	164.1	163.7	155.0	162.6	163.1	162.0	7.6%p	-0.2%p

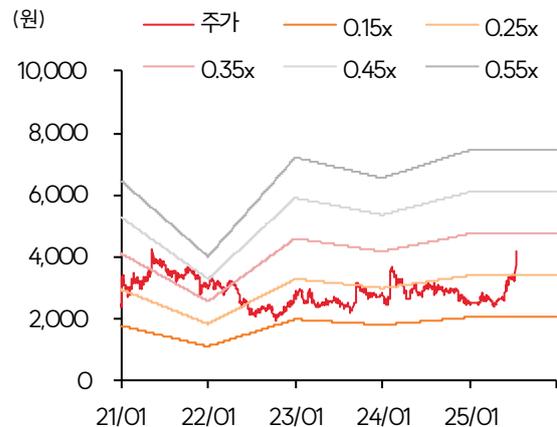
자료: 한화생명, SK 증권 추정

PER 밴드 차트



자료: 한화생명, SK 증권 추정

PBR 밴드 차트



자료: 한화생명, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>운용자산</b>	<b>97,010</b>	<b>105,018</b>	<b>110,246</b>	<b>115,205</b>	<b>120,227</b>
현금및예치금	2,127	1,799	1,552	1,547	1,522
유가증권	75,725	85,830	91,369	95,672	100,043
대출금	16,378	15,156	15,161	15,908	16,665
부동산	2,780	2,233	2,164	2,078	1,997
<b>비운용자산</b>	<b>2,238</b>	<b>2,511</b>	<b>2,871</b>	<b>2,893</b>	<b>2,894</b>
특별계정자산 및 기타	15,545	14,606	14,715	14,715	14,715
<b>자산총계</b>	<b>114,793</b>	<b>122,135</b>	<b>127,832</b>	<b>132,814</b>	<b>137,837</b>
<b>책임준비금</b>	<b>83,364</b>	<b>92,335</b>	<b>98,859</b>	<b>104,045</b>	<b>109,366</b>
CSM잔액(원수)	9,238	9,109	9,154	9,529	9,910
계약자지분조정	28	18	9	9	9
특별계정부채 및 기타	15,561	19,447	19,407	19,398	19,397
<b>부채총계</b>	<b>103,406</b>	<b>111,800</b>	<b>118,275</b>	<b>123,451</b>	<b>128,771</b>
<b>자본금</b>	<b>4,343</b>	<b>4,343</b>	<b>4,343</b>	<b>4,343</b>	<b>4,343</b>
신종자본증권	498	1,097	3,060	3,060	3,060
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	6,307	6,886	7,353	7,900	8,498
해약환급금준비금	2,505	3,631	4,503	4,914	5,132
기타자본	-1,119	-2,476	-3,477	-4,052	-4,627
비배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>11,387</b>	<b>10,335</b>	<b>11,764</b>	<b>11,736</b>	<b>11,759</b>

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>신계약 수익성</b>					
신계약 APE	3,263	3,856	3,130	2,872	2,912
신계약 CSM	2,541	2,123	1,942	1,943	1,972
신계약 CSM 수익성	77.9	55.1	62.0	67.7	67.7
<b>CSM 관련 지표</b>					
기초CSM	9,763	9,238	9,109	9,154	9,529
CSM 조정 가점 변경	-2,531	-1,751	-1,422	-1,060	-1,060
신계약 CSM(원수)	2,541	2,123	1,942	1,943	1,972
CSM 이자부리	353	350	315	308	318
상각 전 CSM	10,126	9,961	9,944	10,345	10,758
CSM상각액	888	852	790	816	848
CSM상각률(%)	8.8	8.6	7.9	7.9	7.9
CSM 순증액	-524	-129	45	375	381
<b>투자이익 관련 지표</b>					
자산운용수익률	2.9	3.0	2.6	2.7	2.7
FVPL 제외 운용수익률	2.6	2.7	2.5	2.5	2.5
<b>손익구성</b>					
보험손익	87.8	56.5	80.5	80.0	79.1
CSM상각	119.7	94.9	114.0	99.1	95.5
투자손익	12.2	43.5	19.5	20.0	20.9
<b>자본적정성</b>					
지급여력비율(K-ICS)	183.8	163.7	162.0	160.9	160.3

자료: 한화생명, SK증권 추정

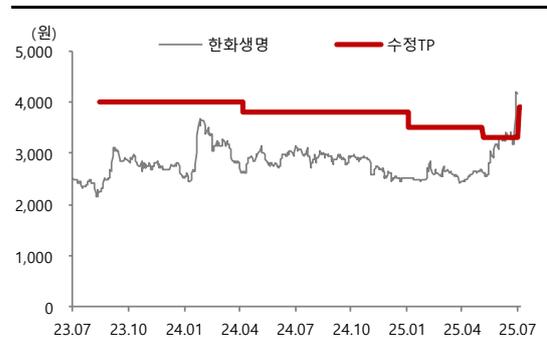
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>보험손익</b>	<b>651</b>	<b>507</b>	<b>558</b>	<b>659</b>	<b>702</b>
CSM상각	888	852	790	816	848
RA해제	118	138	152	157	165
예실차	-54	-224	21	34	34
기타사업비용	-146	-146	-127	-127	-127
손실계약비용 및 기타	-155	-114	-151	-94	-90
<b>투자손익</b>	<b>90</b>	<b>391</b>	<b>135</b>	<b>165</b>	<b>186</b>
일반계정손익	97	331	70	165	186
평가처분손익	230	364	159	195	205
특별계정손익	-7	60	65	0	0
<b>영업이익</b>	<b>742</b>	<b>897</b>	<b>693</b>	<b>824</b>	<b>888</b>
영업외손익	12	8	11	10	10
<b>세전이익</b>	<b>754</b>	<b>905</b>	<b>704</b>	<b>834</b>	<b>898</b>
법인세비용	137	184	139	165	178
법인세율(%)	18.2	20.4	19.7	19.8	19.8
<b>당기순이익</b>	<b>616</b>	<b>721</b>	<b>565</b>	<b>669</b>	<b>720</b>

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>성장성지표 (%)</b>					
운용자산증가율		8.3	5.0	4.5	4.4
CSM증가율		-1.4	0.5	4.1	4.0
BPS증가율		-15.2	-5.8	-0.3	0.3
보험손익증가율		-22.2	10.2	18.0	6.6
투자손익증가율		332.2	-65.4	22.0	12.7
영업이익증가율		21.0	-22.7	18.8	7.8
세전이익증가율		20.1	-22.2	18.4	7.7
당기순이익증가율		16.9	-21.6	18.3	7.6
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	710	830	651	770	829
BPS	12,537	10,637	10,022	9,989	10,015
EV(BV+CSM)	23,358	21,368	20,561	20,961	21,426
보통주 DPS	150	0	0	0	0
보통주 배당수익률(%)	5.3	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation 지표</b>					
PER(배)	4.0	3.0	6.4	5.4	5.0
PBR(배)	0.23	0.23	0.42	0.42	0.42
P/EV(배)	0.12	0.12	0.20	0.20	0.19
ROE(%)	4.9	7.2	6.3	7.7	8.3
ROA(%)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
배당성장률(%)	18.3	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.07.14	중립	3,900원	6개월		
2025.05.16	매수	3,300원	6개월	-3.56%	27.27%
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 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 07월 14일 기준)

매수	96.82%	중립	3.18%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------