



# 현대해상 (001450)

예실차 정상화로 53% YoY 증익 전망

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 58,000원

현재 주가(7/3)	34,150원
상승여력	▲69.8%
시가총액	30,530억원
발행주식수	89,400천주
52 주 최고가 / 최저가	35,950 / 27,750원
90 일 일평균 거래대금	137.11억원
외국인 지분율	39.4%
주주 구성	
정몽윤 (외 5인)	22.9%
자사주 (외 1인)	12.3%
국민연금공단 (외 1인)	10.0%

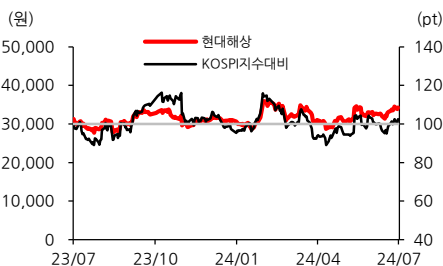
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.0	11.4	12.9	9.1
상대수익률(KOSPI)	-1.1	8.2	5.7	1.7

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	1,358	526	1,285	1,211
투자손익	415	496	385	426
영업이익	1,772	1,022	1,670	1,636
당기순이익	1,281	806	1,240	1,214
CSM (*)	8,319	9,079	9,602	10,347
수정 EPS	6,852	10,275	15,820	15,486
수정 BPS	93,237	119,577	117,187	126,728
수정 PER	4.3	3.0	2.2	2.2
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
수정 ROE	8.8	6.7	13.4	12.7
배당수익률	6.7	6.8	8.8	9.4

\* 보유 순부채 기준

주가 추이



현대해상의 2Q24 순익은 예실차 개선으로 53% YoY 증가하며 컨센서스에 부합할 전망이다. 이익 정상화에 따른 기대 DY 상승, 해약준비금 산출식 변경 시의 수혜 등을 고려해 업종 내 top pick으로 유지합니다.

**2Q24 별도 순이익 2,772억원(+53% YoY), 컨센서스 부합**

현대해상의 2Q24 별도 당기순이익은 2,772억원(+53% YoY)으로 컨센서스와 유사할 전망이다. 전년 동기에는 예상치 못한 청구가 다수 발생하면서 보험금 예실차가 크게 부진했으나, 그런 추세를 반영해 4Q23 중 미래 손실부담을 선반영한 덕분에 예실차가 개선되는 것이 YoY 증익을 견인하겠다. 전분기와 비교하면 세칙개정에 따른 손실계약비용 환입(2,700억원)이 소멸돼 감익이지만 경상 실적은 유사하다.

2Q24 보험손익은 2,645억원(+56% YoY)으로 증가할 전망이다. 일회성 환입을 제외하면 전분기와 유사한 수준이다. 예실차 정상화, CSM상각의 증가 등 장기보험에서의 개선이 주 원인이다. PAA 부문은 부진하다. 수익성이 양호한 계절임에도 자동차 합산비율은 QoQ 상승하고, 일반보험에 특이요인은 없으나 손해율이 특이하게 낮았던 전분기보다는 수익성이 악화될 것으로 가정했다. 2Q24 투자손익은 1,091억원(+34% YoY)으로 증가할 전망이다. 금리 하락에 따른 평가익을 450억원 가정한 동시에 부동산 등 일부 자산에 대한 손상차손과 평가손을 300억원 반영하였다. 4월 경험위험률 조정으로 보험료가 인상되면서 신계약 물량은 18% QoQ 감소하나 마진 배수가 2배 상승해 신계약 CSM은 -2% QoQ로 방어될 것으로 추정한다.

**개선의 여지가 가장 큰 보험주**

2023년 소아과 중심의 청구 증가 추세에 의해 타격을 입었던 현대해상의 실적은 정상화를 증명하고 있다. 경상 ROE(adjusted) 13% 내외의 이익 체력에도 불구하고 PBR이 0.3배를 하회하는 등 현저한 저평가 상태가 지속되고 있다. 이에 따라 2024년 배당수익률은 8.8%에 달할 것으로 기대된다. 수요예측 초과 달성으로 후순위채 5,000억원을 발행하면서 K-ICS비율은 다시 170%대로 회복될 것으로 예상된다. 또한 해약환급금준비금의 산출식 변경 시 배당가능이익의 추세 전환에 따른 수혜가 가장 클 것으로 예상되는 만큼 개선의 여지가 높다는 판단이다. 업종 내 top pick으로 유지한다.

[표1] 현대해상의 2Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	2Q24E	2Q23	YoY	1Q24	QoQ	컨센서스	차이
보험손익	264.5	169.6	56.0	532.9	-50.4	n/a	n/a
투자손익	109.1	81.4	34.1	108.2	0.8	n/a	n/a
영업이익	373.6	251.0	48.9	641.1	-41.7	383.6	-2.6
당기순이익	277.2	181.7	52.6	477.3	-41.9	284.7	-2.6

자료: 현대해상, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

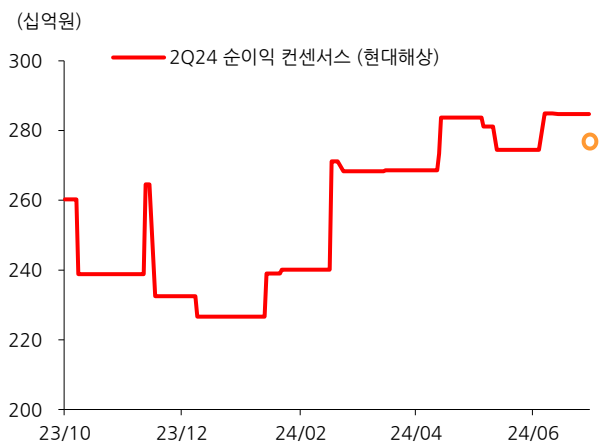
[표2] 현대해상의 분기별 주요 손익 및 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	246	170	339	-228	533	265	268	219	-50.4	56.0
일반/VFA 모형	148	81	274	-227	454	211	222	246	-53.4	160.3
예실차	-40	-89	-44	-11	-40	-28	-22	-3	적지	적지
RA 변동	33	31	32	34	35	36	36	37	3.8	14.8
CSM 상각	206	210	221	237	239	238	243	247	-0.3	13.8
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-43	-66	68	-481	226	-30	-30	-30	적전	적지
기타	-8	-4	-3	-7	-7	-5	-5	-5	적지	적지
PAA 모형	102	93	92	3	91	59	52	-4	-35.6	-36.8
보험수익	1,503	1,542	1,579	1,577	1,547	1,537	1,565	1,580	-0.7	-0.3
비용	1,400	1,449	1,487	1,575	1,456	1,478	1,513	1,584	1.5	2.0
기타사업비	4	5	26	3	12	6	5	23	-54.1	20.0
투자손익	174	81	56	184	108	109	121	47	0.8	34.1
보험금융손익	-196	-194	-204	-189	-212	-212	-215	-216	적지	적지
투자서비스손익	370	275	261	373	320	321	336	263	0.4	16.6
영업이익	420	251	395	-44	641	374	389	266	-41.7	48.9
영업외이익	-7	-7	-6	-5	-9	0	0	0	n/a	n/a
세전이익	413	244	390	-49	632	374	389	266	-40.9	52.9
당기순이익	315	182	289	19	477	277	288	198	-41.9	52.6
CSM (보유 순부채)	8,415	8,560	8,867	8,856	9,064	9,273	9,446	9,602	2.3	8.3
K-ICS (%)	179	185	172	173	168	176	174	174	8.3	-9.3

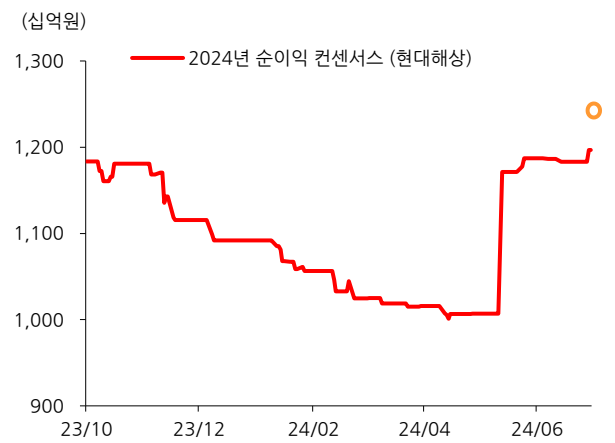
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 현대해상의 2Q24 당기순이익 컨센서스



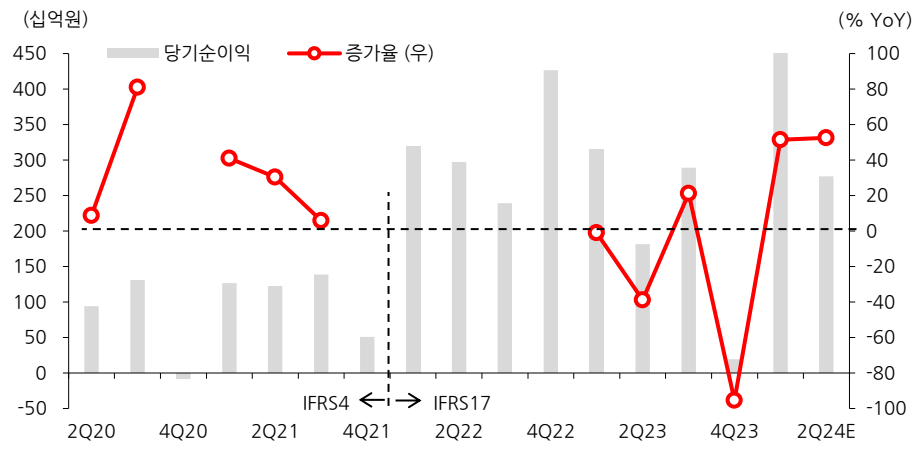
주: 황색 원은 당사 추정치  
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 현대해상의 2024년 당기순이익 컨센서스



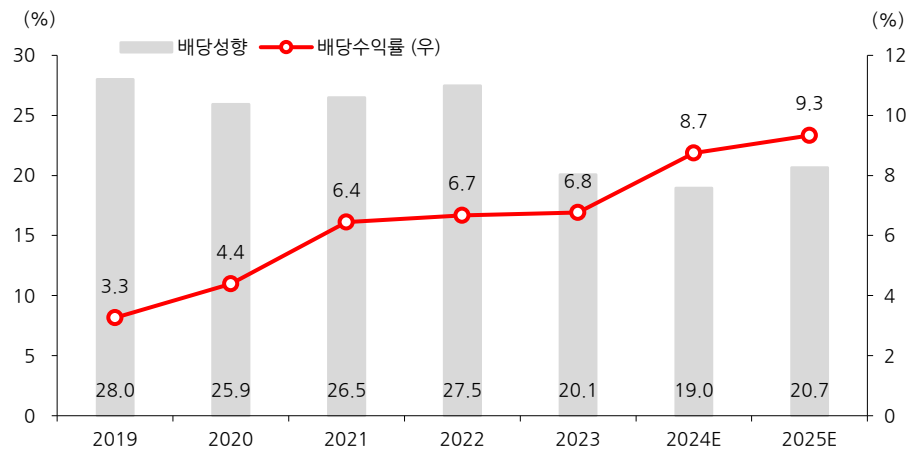
주: 황색 원은 당사 추정치  
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 현대해상의 분기별 당기순이익 및 증가율



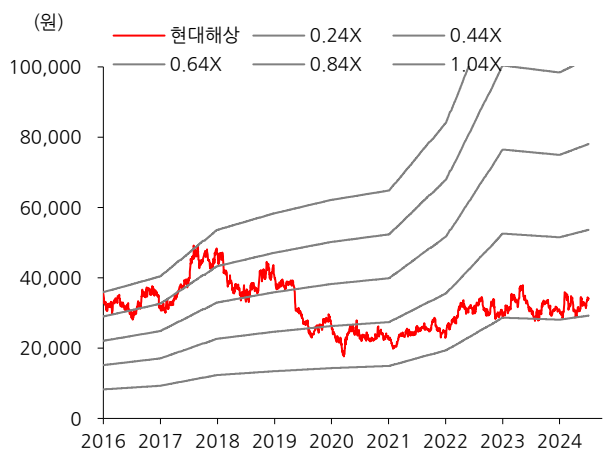
주: 2021년까지는 IFRS4, 2022년은 IFRS17 & IAS39 기준, 2023년 이후는 IFRS17 & IFRS9 기준  
 자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 현대해상의 배당지표 추이 및 전망



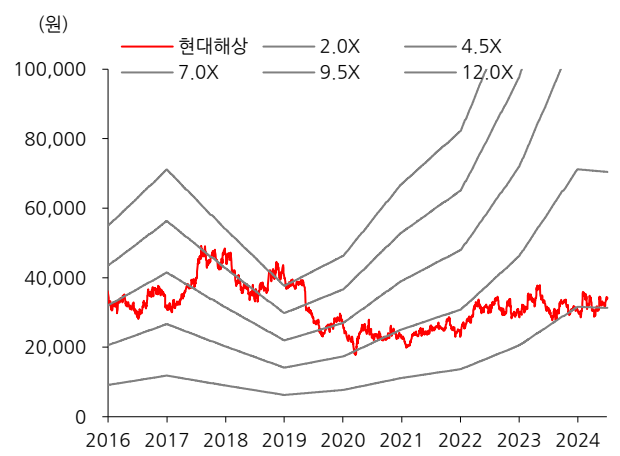
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 현대해상 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 현대해상 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	43,118	41,500	42,738	43,816
현금및예치금	1,302	1,350	1,335	1,354
유가증권	30,244	28,660	29,489	30,218
FVPL	717	8,130	8,440	8,684
FVOCI	14,077	19,515	20,059	20,545
AC	14,644	0	0	0
대출채권	10,461	10,397	10,777	11,074
부동산	1,110	1,092	1,137	1,170
비운용자산	2,507	2,241	2,457	2,549
특별계정자산	8	18	24	25
<b>자산총계</b>	<b>45,633</b>	<b>43,758</b>	<b>45,219</b>	<b>46,391</b>
책임준비금	32,328	34,817	35,778	35,969
BEL	15,250	17,105	17,244	16,524
RA	1,689	1,752	1,874	1,931
CSM	8,351	9,142	9,682	10,428
PAA	3,392	3,527	3,731	3,904
투자계약부채	3,646	3,290	3,247	3,183
기타부채	3,988	2,811	2,859	2,859
후순위채	945	945	1,245	1,245
특별계정부채	9	13	18	19
<b>부채총계</b>	<b>36,325</b>	<b>37,641</b>	<b>38,655</b>	<b>38,847</b>
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113
신종자본증권	498	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	5,777	6,553	7,627	8,606
해약환급금준비금	0	3,422	4,734	5,745
자본조정	-68	-69	-68	-68
기타포괄손익누계	2,943	-524	-1,153	-1,153
<b>자본총계</b>	<b>9,308</b>	<b>6,117</b>	<b>6,565</b>	<b>7,544</b>

성장률

(% YoY)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	-4.1	3.3	2.6
운용자산	n/a	-3.8	3.0	2.5
부채총계	n/a	3.6	2.7	0.5
CSM	n/a	9.5	5.9	7.7
자본총계	n/a	-34.3	7.3	14.9
보험손익	n/a	-61.2	144.0	-5.8
투자손익	n/a	19.5	-22.3	10.5
영업이익	n/a	-42.3	63.4	-2.0
순이익	n/a	-37.1	54.0	-2.1

주: IFRS 별도 기준, 2022년 수정 지표들은 자본총계(OCI)를 보정함  
2022년 수치는 IFRS17 & IAS39 적용, 2023년 이후 수치는 IFRS17 & IFRS9 적용

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
<b>보험손익</b>	<b>1,358</b>	<b>526</b>	<b>1,285</b>	<b>1,211</b>
일반 및 변동수수료모형	1,120	275	1,133	1,018
CSM 상각	703	873	967	1,032
RA 변동	137	130	144	149
예상과실제차이	79	-186	-93	-4
손실계약	227	-522.1	136.4	-140
기타	-26	-19	-21	-20
보험료배분접근법모형	275	290	198	243
간접사업비	38	38	46	50
<b>투자손익</b>	<b>415</b>	<b>496</b>	<b>385</b>	<b>426</b>
보험금융손익	-745	-783	-855	-883
이자수익	961	1,023	1,087	1,134
배당수익	393	440	569	436
FVPL 평가손익	-1	117	-55	0
기타	-193	-302	-361	-262
<b>영업이익</b>	<b>1,772</b>	<b>1,022</b>	<b>1,670</b>	<b>1,636</b>
영업외이익	-26	-24	-9	0
세전이익	1,747	998	1,661	1,636
법인세비용	465	192	420	422
<b>당기순이익</b>	<b>1,281</b>	<b>806</b>	<b>1,240</b>	<b>1,214</b>

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
<b>주요 지표</b>				
월납 신계약 보험료	142	151	142	139
신계약 CSM	1,840	1,677	1,622	1,641
투자수익률	2.7	3.0	3.0	3.0
수정 Book Value	14,557	9,377	9,189	9,937
<b>수익성</b>				
수정 ROE	8.8	6.7	13.4	12.7
수정 ROA	1.0	1.8	2.8	2.7
<b>주당 지표</b>				
수정 EPS	6,852	10,275	15,820	15,486
수정 BPS	93,237	119,577	117,187	126,728
보통주 DPS	1,965	2,063	3,000	3,200
<b>Valuation 및 배당</b>				
수정 PER	4.3	3.0	2.2	2.2
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
배당성향	27.5	20.1	19.0	20.7
보통주 배당수익률	6.7	6.8	8.7	9.3

[ Compliance Notice ]

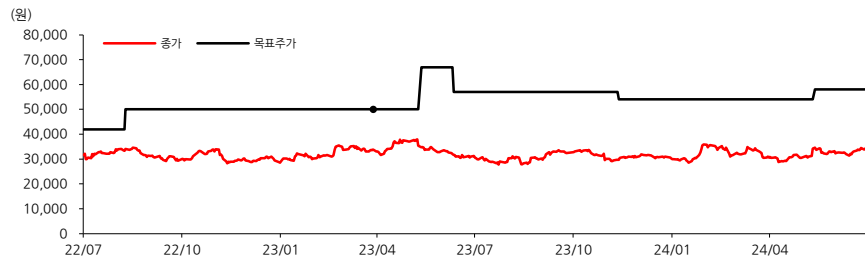
(공표일: 2024년 7월 4일)

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 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 현대해상 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2022.07.11	2022.08.12	2022.09.26	2022.11.11	2022.12.28
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		42,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2023.02.23	2023.05.14	2023.06.14	2023.08.16	2023.09.01	2023.11.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	67,000	57,000	57,000	57,000	54,000
일 시	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.15	2024.01.26	2024.04.17	2024.05.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	54,000	54,000	54,000	54,000	58,000
일 시	2024.05.31	2024.06.17	2024.06.28	2024.07.04		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000		

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.12	Buy	50,000	-35.89	-24.20
2023.05.14	Buy	67,000	-49.84	-47.91
2023.06.14	Buy	57,000	-45.99	-40.79
2023.11.15	Buy	54,000	-41.54	-33.43
2024.05.16	Buy	58,000		

**[ 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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

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: 2024년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%