

현대해상 (001450/KS)

다 따져봐도 정말로 싼 편

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 43,000 원(유지)

현재주가: 34,350 원

상승여력: 25.2%



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

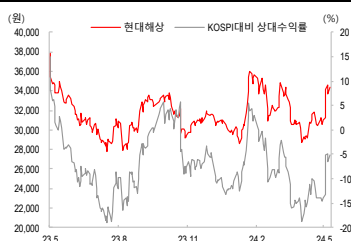
Company Data

발행주식수	8,940 만주
시가총액	3,071 십억원
주요주주	
정몽윤(외4)	22.85%
자사주	12.29%

Stock Data

주가(24/05/20)	34,350 원
KOSPI	2,742.14 pt
52주 최고가	35,950 원
52주 최저가	27,750 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

주가 및 상대수익률



다 따져봐도 다소 과도한 밸류에이션 디스카운트

현대해상은 경쟁사 대비 1) 상대적으로 부진한 예실차 손익 및 2) 이로 인한 4Q23 중 대규모 손실계약비용 및 3) 다소 낮은 수준의 K-ICS 비율 등 요인으로 상위사 중 가장 큰 폭의 밸류에이션 디스카운트를 받는 모습이 나타났다. 다만 예실차 손익의 경우 23년 중 발생한 어린이보험 관련 실손 손해율 악화 등 기저효과를 감안했을 때 24년에는 전반적으로 개선될 것으로 예상되며 실제로 1Q24 보험금 예실차는 전년 동기 대비 약 174억원 개선된 313억원의 손실을 기록하는 모습이 나타났다. 2Q23 중 예실차 관련 손실이 대거 발생한 점을 감안했을 때 하반기로 갈수록 뚜렷한 예실차 손익 개선을 확인할 수 있을 것으로 예상된다. 또한 4Q23 중 발생한 대규모 손실계약비용에 있어서도 1Q24 중 세척 개정으로 발생한 약 2,700억원 규모의 환입을 감안하면 향후 관련 실적 변동성 요인이 전반적으로 개선되는 모습이 나타날 것으로 예상된다. K-ICS 비율의 경우 할인을 제도 강화 등 영향으로 1Q24 중 약 167.8%(-5.4%p QoQ)로 낮아진 만큼 다른 상위권사처럼 적극적으로 주주 환원 정책을 제시하기는 어려울 것으로 예상되지만 후순위채 발행, 재보험 출재 등을 통해 170% 수준을 유지하는데 어려움은 없을 것으로 전망되는 만큼 안정적인 DPS 상승세가 나타날 것으로 예상된다. 현재 동사의 밸류에이션은 24E PER 2.6 배(일회성 이익 2,700억원 영향 존재), PBR 0.49 배로 삼성(PER 8.7 배, PBR 1.08 배), DB(PER 4.2 배, PBR 0.81 배) 대비 다소 과도하게 할인되어 있는 만큼 충분히 저가매수 관점의 접근이 유효할 전망이다.

24E 순이익 1조 1,841억원(+47% YoY) 전망

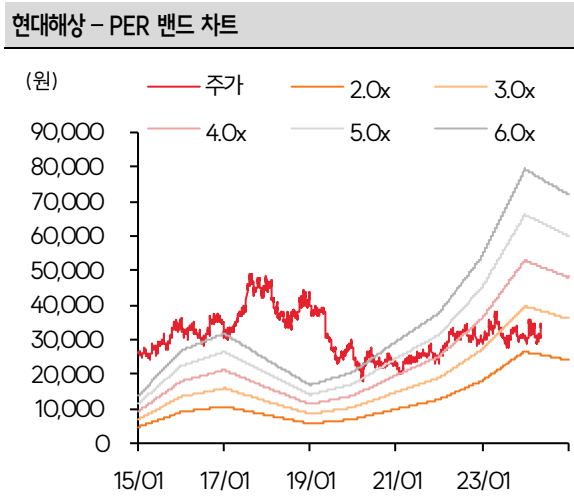
현대해상의 24E 순이익은 1조 1,841억원(+47% YoY) 을 전망한다. 1Q24 중 발생한 2,700억원의 일회성 요인을 제외하면 전반적으로 이전 컨센서스 수준의 이익이 예상되지만 4Q23 중 발생한 대규모 손실계약비용 등 요인으로 23년 결산배당에 영향이 발생했던 점 등을 감안하면 이번 일회성 이익 중 일정 부분은 주주 환원에 활용될 것으로 기대할 수 있을 전망이다. 24E 배당성향은 약 18.5% 수준을 전망하며 예상 DPS 2,800 원 기준 배당수익률은 약 8.2% 수준에 달할 것으로 예상된다. 상위사 중 배당 관점의 매력도가 가장 높을 것으로 전망하며 배당 매력을 감안했을 때 주가의 하방 경직성이 충분히 확보되었다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

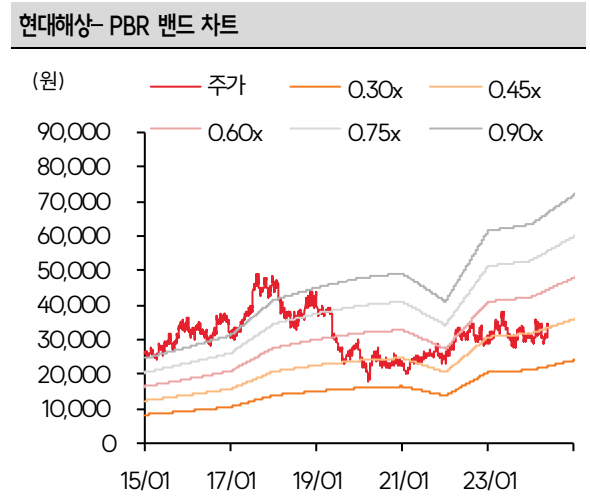
구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			526	1,188	1,037	1,125
투자손익	십억원			496	407	412	426
영업이익	십억원			1,022	1,596	1,450	1,551
당기순이익	십억원			806	1,184	1,075	1,152
EPS	원			9,013	13,246	12,029	12,885
PER	배			3.4	2.6	2.9	2.7
PBR	배			0.45	0.49	0.43	0.38
ROE	%			10.8	19.1	16.0	15.1

현대해상 - 분기별 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	246	170	339	-228	532.9	266	261	128	흑전	116.6
장기보험	145	79	252	-227	443.6	192	212	138	흑전	206.4
CSM 상각	206	210	221	237	239.1	240	243	247	1.1	16.3
RA 해제	33	31	32	34	34.7	36	36	36	1.2	6.0
예실차	-46	-94	-47	-18	-47.0	-30	-25	-38	적지	적지
손실계약비용	-43	-66	68	-481	226.4	-35	-35	-100	흑전	흑전
기타사업비 및 재보험 손익	-4	-1	-21	0	-9.6	-19	-7	-7	적전	적지
일반손해보험	26	17	29	5	46.9	18	15	10	798.6	82.6
자동차보험	76	73	58	-6	42.4	56	34	-20	흑전	-43.9
투자손익	174	81	56	184	108.2	99	100	101	-41.2	-37.8
자산운용손익	370	275	261	373	319.9	312	315	319	-14.3	-13.5
평가처분손익	107	-2	-20	29	-143.2	0	0	0	적전	적전
보험금융손익	-196	-194	-204	-189	-211.6	-214	-215	-218	적지	적지
영업이익	420	251	395	-44	641.1	365	361	229	흑전	52.7
영업외손익	-7	-7	-6	-5	-9.1	-7	-8	-8	적지	적지
세전이익	413	244	390	-49	632.0	357	353	221	흑전	53.0
당기순이익	315	182	289	19	477.3	271	268	168	2,364.3	51.4
월납보험료(보장성 인보험)	11.3	11.9	12.3	10.5	12.1	10.9	11.1	11.2	15.5	6.8
자산총계	42,574	42,481	41,540	43,758	43,651	44,091	44,701	45,114	-0.2	2.5
운용자산	40,238	40,088	39,294	41,500	41,481	41,820	42,181	42,805	0.0	3.1
비운용자산	2,327	2,379	2,230	2,241	2,146	2,171	2,137	2,133	-4.2	-7.8
부채총계	36,064	35,635	34,874	37,641	37,836	38,005	38,348	38,812	0.5	4.9
책임준비금	33,107	32,590	31,675	34,817	34,798	35,072	35,362	35,853	-0.1	5.1
장기보험 CSM 잔액	8,453	8,598	8,904	9,142	9,199	9,340	9,484	9,632	0.6	8.8
자본총계	6,510	6,846	6,666	6,117	5,815	6,086	6,353	6,302	-4.9	-10.7
해약환급금준비금	3,038	3,234	3,604	3,422	3,975	4,373	4,697	4,959	16.2	30.9
ROE (%)	17.0	11.8	17.8	1.2	32.0	18.2	17.2	10.6	31%p	15%p

자료: 현대해상, SK 증권 추정

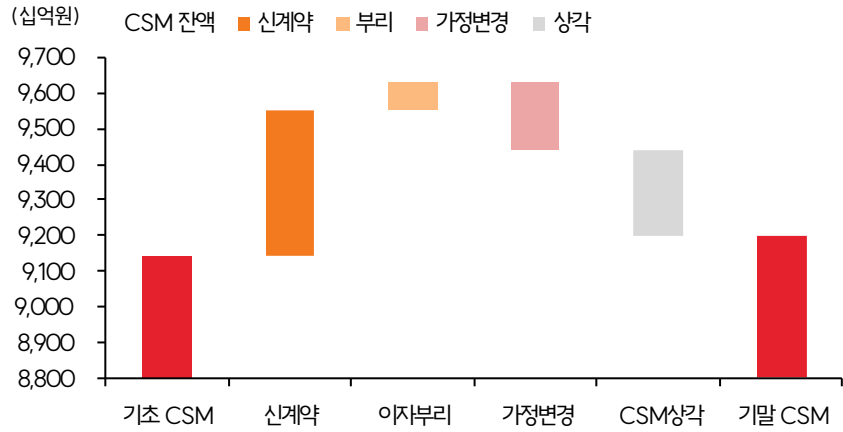


자료: 현대해상, FnGuide, SK 증권 추정



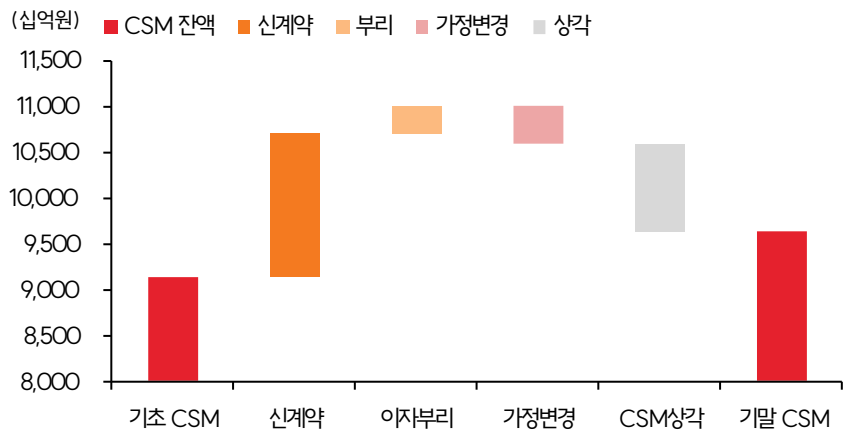
자료: 현대해상, FnGuide, SK 증권 추정

현대해상 - 1Q24 CSM Movement



자료: 현대해상, SK 증권

현대해상 - 2024E CSM Movement



자료: 현대해상, SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	526	1,188	1,037	1,125
	수정 전		1,188	1,037	1,125
	증감률(%)		0.0%	0.0%	0.0%
투자손익	수정 후	496	407	412	426
	수정 전		407	412	426
	증감률(%)		0.1%	0.1%	0.0%
세전이익	수정 후	998	1,563	1,418	1,519
	수정 전		1,563	1,418	1,519
	증감률(%)		0.0%	0.0%	0.0%
당기순이익	수정 후	806	1,184	1,075	1,152
	수정 전		1,184	1,075	1,152
	증감률(%)		0.0%	0.0%	0.0%

자료: 현대해상, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		41,500	42,805	44,329	45,741
현금및예치금		1,350	1,443	1,572	1,697
유가증권		28,660	29,577	30,595	31,534
대출금		10,397	10,698	11,079	11,432
부동산		1,092	1,087	1,082	1,078
비운용자산		2,241	2,133	2,073	2,018
특별계정자산		18	23	23	23
자산총계		43,758	45,114	47,203	49,261
책임준비금		34,817	35,853	37,077	38,218
CSM잔액(원수)		9,142	9,632	10,253	10,926
기타부채		2,811	2,942	2,950	2,950
특별계정부채		13	18	18	18
부채총계		37,641	38,812	40,045	41,186
자본금		45	45	45	45
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		113	113	113	113
이익잉여금		6,553	7,351	8,207	9,124
해약환급금준비금		3,422	4,959	5,600	5,878
자본조정		-69	-68	-68	-68
기타포괄손익누계액		-524	-1,139	-1,139	-1,139
자본총계		6,117	6,302	7,158	8,075

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		151	150	154	163
신계약 CSM		1,679	1,568	1,622	1,719
신계약 CSM 배수		11.1	10.5	10.5	10.6
CSM 관련 지표					
기초CSM		8,352	9,142	9,632	10,253
CSM 조정 가점 변경		-278	-417	-300	-300
신계약 CSM(원수)		1,679	1,568	1,622	1,719
CSM 이자부리		262	308	327	348
상각 전 CSM		10,015	10,601	11,281	12,020
CSM상각액		873	970	1,028	1,094
CSM상각률(%)		8.7	9.1	9.1	9.1
CSM 순증액		791	489	621	673
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률		3.0	3.0	3.0	3.0
평가차분손익 제외 수익률		2.8	3.3	3.0	3.0
손익구성					
보험손익		51.5	74.5	71.6	72.5
CSM상각		85.4	60.8	70.9	70.6
투자손익		48.5	25.5	28.4	27.5
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		173.2	170.5	179.9	190.3

자료: 연대해상, SK증권 추정

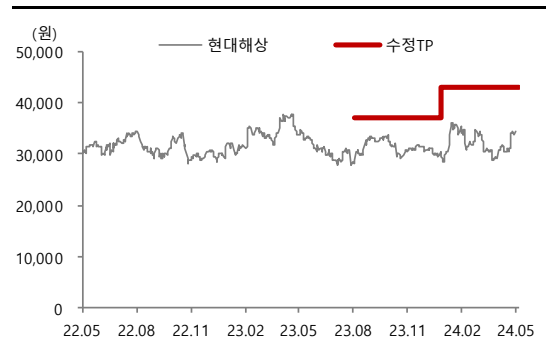
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		526	1,188	1,037	1,125
장기보험		249	986	815	902
CSM 상각		873	970	1,028	1,094
RA해제		130	143	145	146
예실차		-206	-141	-125	-117
손실계약비용		-522	56	-190	-175
기타사업비 및 재보험 손익		-26	-42	-43	-47
일반손해보험		76	90	92	92
합산비용(IFRS17)		92	91	91	91
자동차보험		201	112	131	131
합산비용(IFRS17)		95	97	97	97
투자손익		496	407	412	426
자산운용손익		1,279	1,266	1,303	1,347
평가차분손익		114	-143	0	0
보험금융손익		-783	-858	-891	-921
영업이익		1,022	1,596	1,450	1,551
영업외손익		-24	-32	-32	-32
세전이익		998	1,563	1,418	1,519
법인세비용		192	379	343	367
법인세율(%)		19.2	24.3	24.2	24.2
당기순이익		806	1,184	1,075	1,152

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			3.1	3.6	3.2
CSM증가율			5.4	6.4	6.6
BPS증가율			3.0	13.6	12.8
보험손익증가율			125.7	-12.7	8.4
투자손익증가율			-17.8	12	3.4
영업이익증가율			56.1	-9.2	7.0
세전이익증가율			56.7	-9.3	7.2
당기순이익증가율			47.0	-9.2	7.1
주당지표(원)					
EPS		9,013	13,246	12,029	12,885
BPS		68,424	70,493	80,067	90,320
EV(BV+CSM)		171,401	178,231	194,752	212,532
보통주 DPS	1,965	2,063	2,800	2,800	3,000
보통주 배당수익률(%)	6.7	6.7	8.2	8.2	8.7
Valuation 지표					
PER(배)		3.4	2.6	2.9	2.7
PBR(배)		0.45	0.49	0.43	0.38
P/EV(배)		0.18	0.19	0.18	0.16
ROE(%)		10.8	19.1	16.0	15.1
ROA(%)		1.8	2.7	2.3	2.4
배당성장률(%)		20.1	18.5	20.4	20.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.01.17	매수	43,000원	6개월		
2023.08.24	매수	37,000원	6개월	-15.44%	-8.78%



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 (2024년 05월 21일 기준)

매수	97.06%	중립	2.94%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------