

# 현대해상 (001450/KS)

## 오랫동안 기다리던 예실차 손익의 정상화

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 43,000 원(유지)

현재주가: 33,700 원

상승여력: 27.6%

### 보험손익: 예실차 개선에 기반한 실적 개선 전망

현대해상의 2Q24E 보험손익은 3,049 억원(+80% YoY)을 전망한다. 실적 개선의 핵심은 예실차로 지속적으로 부진한 모습을 보여온 보험금 예실차가 계리적 가정 조정 등을 거쳐 2Q24 부터 유의미한 개선세를 보일 것으로 예상된다. 손실계약비용도 세칙 개정 이후 전반적인 개선세가 예상되는 만큼 장기보험 손익은 총 2,334 억원(+195% YoY)을 기록할 전망이다. 다만 자동차보험은 예상보다 악화된 4~5월 중 손해율 등을 감안했을 때 1Q24에 이어 부진한 모습이 예상되며 약 324 억원(-56% YoY)를 예상한다. 월납 보장성 인보험 보험료는 월평균 약 97 억원(-20% QoQ)으로 물량 감소가 예상되지만 4 월 경험생명표 조정 이후 환산배수가 약 13 배 수준까지 개선될 것으로 보이는 만큼 신계약 CSM은 견조한 흐름이 나타날 전망이다.

### 투자손익: 포트폴리오 조정 관련 영향 일부 예상

동사의 2Q24E 투자손익은 약 579 억원(-29% YoY)를 예상한다. 2Q24 중 전반적으로 양호한 보험손익이 예상되는 만큼 자산 운용의 효율성 제고를 위해 일부 자산의 포트폴리오의 조정을 단행할 것으로 전망하며 관련 처분손실이 일부 발생할 것으로 예상된다. 다만 6 월 중 금리 하락세가 나타난 만큼 FVPL 자산의 평가손익이 처분손실을 일부 상쇄할 것으로 전망한다. 최근 이슈가 되고 있는 부동산 PF 사업장 재분류에 따른 영향이 거의 없을 것으로 예상되는 점도 긍정적이다.



Analyst  
설용진

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

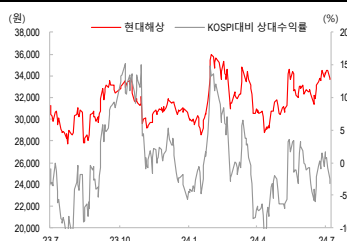
### Company Data

발행주식수	8,940 만주
시가총액	3,013 십억원
주요주주	
정몽윤(외4)	22.85%
자사주	12.29%

### Stock Data

주가(24/07/09)	33,700 원
KOSPI	2,867.38 pt
52주 최고가	35,950 원
52주 최저가	27,750 원
60일 평균 거래대금	14 십억원

### 주가 및 상대수익률



### 2Q24E 순이익 2,693 억원(+48.2% YoY) 전망

현대해상의 2Q24E 순이익은 2,693 억원(+48% YoY)로 컨센서스와 비슷한 수준의 실적을 예상한다. K-ICS 비율은 후순위채 발행에 따라 약 7%p 수준의 개선이 기대되지만 최근 금리 하락 등 영향을 감안했을 때 약 170% 수준을 기록할 것으로 예상하며 향후 재보험 등을 활용하여 자본비율 제고를 추진할 전망이다. K-ICS 비율 측면의 여력 및 자본 현황 등을 감안했을 때 24E DPS는 세칙 개정 등에 따른 증익 폭보다는 다소 점진적으로 증가할 것으로 보이며 2,500 원(배당수익률 7.4%)을 예상한다. 향후 해약환급금준비금 제도 개정 시 상위사 중 배당가능이익 증가 폭이 가장 클 것으로 예상되며 24E PBR이 0.48 배에 불과한 만큼 밸류에이션 매력도 높다고 판단한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			526	1,242	1,077	1,157
투자손익	십억원			496	324	354	365
영업이익	십억원			1,022	1,566	1,431	1,522
당기순이익	십억원			806	1,161	1,060	1,129
EPS	원			9,013	12,982	11,856	12,624
PER	배			3.4	2.6	2.8	2.7
PBR	배			0.5	0.48	0.42	0.37
ROE	%			10.8	18.7	15.8	14.9

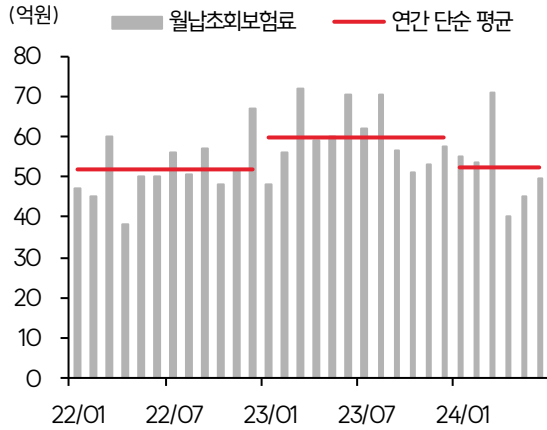
현대해상 - 분기별 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	246	170	339	-228	533	304.9	257	147	-42.8	79.8
장기보험	145	79	252	-227	444	233.4	215	158	-47.4	194.6
CSM 상각	206	210	221	237	239	240.1	244	248	0.4	14.6
RA 해제	33	31	32	34	35	35.7	36	36	2.9	13.8
예실차	-46	-94	-47	-18	-47	0.5	-11	-18	흑전	흑전
손실계약비용	-43	-66	68	-481	226	-30.0	-30	-95	적전	적지
기타사업비 및 재보험 손익	-4	-1	-21	0	-10	-12.9	-24	-13	적지	적지
일반손해보험	26	17	29	5	47	39.1	15	10	-16.6	129.9
자동차보험	76	73	58	-6	42	32.4	27	-22	-23.7	-55.9
투자손익	174	81	56	184	108	57.9	79	79	-46.5	-28.8
자산운용손익	370	275	261	373	320	271.4	294	297	-15.2	-1.5
평가처분손익	107	-2	-20	29	-143	-20.0	0	0	적지	적지
보험금융손익	-196	-194	-204	-189	-212	-213.5	-215	-217	적지	적지
영업이익	420	251	395	-44	641	362.8	336	226	-43.4	44.6
영업외손익	-7	-7	-6	-5	-9	-7.2	-8	-8	적지	적지
세전이익	413	244	390	-49	632	355.6	328	218	-43.7	45.5
당기순이익	315	182	289	19	477	269.3	248	166	-43.6	48.2
월납보험료(보장성 인보험)	11.3	11.9	12.3	10.5	12.1	9.7	9.9	10.0	-20.0	-18.8
자산총계	42,574	42,481	41,540	43,758	43,651	44,050	44,623	45,028	0.9	3.7
운용자산	40,238	40,088	39,294	41,500	41,481	41,769	42,106	42,692	0.7	4.2
비운용자산	2,327	2,379	2,230	2,241	2,146	2,171	2,137	2,133	1.2	-8.7
부채총계	36,064	35,635	34,874	37,641	37,836	37,966	38,291	38,726	0.3	6.5
책임준비금	33,107	32,590	31,675	34,817	34,798	35,033	35,305	35,767	0.7	7.5
장기보험 CSM 잔액	8,453	8,598	8,904	9,142	9,199	9,353	9,511	9,671	1.7	8.8
자본총계	6,510	6,846	6,666	6,117	5,815	6,084	6,332	6,302	4.6	-11.1
해약환급금준비금	3,038	3,234	3,604	3,422	3,975	4,329	4,618	4,852	8.9	33.9
ROE (%)	17.0	11.8	17.8	1.2	32.0	18.1	16.0	10.5	-14%p	6.3%p

자료: 현대해상, SK 증권 추정

실적 추정치 변경		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	526	1,242	1,077	1,157
	수정 전		1,188	1,037	1,125
	증감률(%)		4.5%	3.8%	2.9%
투자손익	수정 후	496	324	354	365
	수정 전		407	412	426
	증감률(%)		-20.4%	-14.0%	-14.4%
세전이익	수정 후	998	1,533	1,399	1,490
	수정 전		1,563	1,418	1,519
	증감률(%)		-1.9%	-1.3%	-1.9%
당기순이익	수정 후	806	1,161	1,060	1,129
	수정 전		1,184	1,075	1,152
	증감률(%)		-2.0%	-1.4%	-2.0%

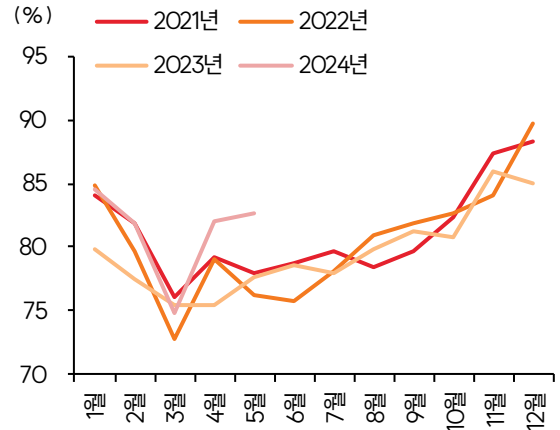
자료: 현대해상, SK 증권 추정

현대해상 - 보장성 인보험 GA 실적 추이



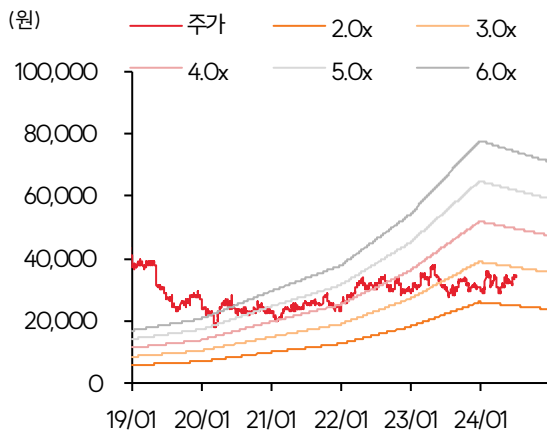
자료: 보험저널, SK 증권  
주: 한화생명금융서비스 등 자회사형 GA 제외 기준

현대해상 - 자동차보험 손해율 추이



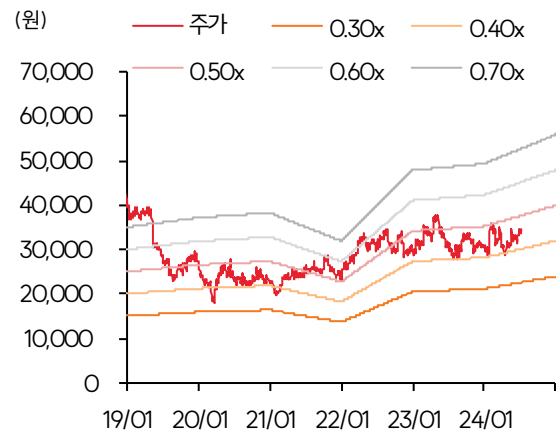
자료: 언론보도 SK 증권

현대해상 - PER Band 차트



자료: FnGuide, SK 증권 추정

현대해상 - PBR Band 차트



자료: FnGuide, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>운용자산</b>		41,500	42,692	44,119	45,470
현금및예치금		1,350	1,437	1,560	1,681
유가증권		28,660	29,499	30,451	31,347
대출금		10,397	10,670	11,027	11,364
부동산		1,092	1,087	1,082	1,078
<b>비운용자산</b>		2,241	2,133	2,073	2,018
특별계정자산		18	23	23	23
<b>자산총계</b>		43,758	45,028	47,028	49,016
<b>책임준비금</b>		34,817	35,767	36,918	38,013
CSM잔액(원수)		9,142	9,671	10,345	11,070
기타부채		2,811	2,942	2,950	2,950
특별계정부채		13	18	18	18
<b>부채총계</b>		37,641	38,726	39,886	40,981
<b>자본금</b>		45	45	45	45
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		113	113	113	113
이익잉여금		6,553	7,351	8,192	9,085
해약환급금준비금		3,422	4,852	5,425	5,673
자본조정		-69	-68	-68	-68
기타포괄손익누계액		-524	-1,139	-1,139	-1,139
<b>자본총계</b>		6,117	6,302	7,142	8,036

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>신계약 수익성</b>					
신계약보험료(월납)		151	139	139	147
신계약 CSM		1,679	1,609	1,680	1,780
신계약 CSM 배수		11.1	11.6	12.1	12.1
<b>CSM 관련 지표</b>					
기초CSM		8,352	9,142	9,671	10,345
CSM 조정 가점 변경		-278	-417	-300	-300
신계약 CSM(원수)		1,679	1,609	1,680	1,780
CSM 이자부리		262	309	329	352
상각 전 CSM		10,015	10,643	11,380	12,178
CSM상각액		873	972	1,035	1,107
CSM상각률(%)		8.7	9.1	9.1	9.1
CSM 순증액		791	529	674	725
<b>투자이익 관련 지표</b>					
총 운용수익률		3.0	2.8	2.9	2.9
평가차분손익 제외 수익률		2.8	3.2	2.9	2.9
<b>손익구성</b>					
보험손익		51.5	79.3	75.2	76.0
CSM상각		85.4	62.0	72.4	72.7
투자손익		48.5	20.7	24.8	24.0
<b>자본적정성</b>					
지급여력비율(K-ICS)		173.2	172.3	179.5	187.2

자료: 연대해상, SK증권 추정

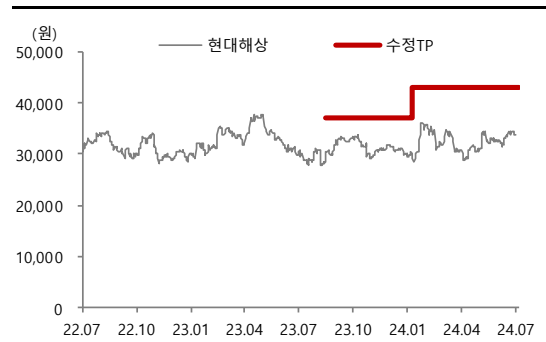
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>보험손익</b>		526	1,242	1,077	1,157
장기보험		249	1,050	883	963
CSM 상각		873	972	1,035	1,107
RA해제		130	142	144	146
예실차		-206	-75	-59	-51
손실계약비용		-522	71	-175	-175
기타사업비 및 재보험 손익		-26	-60	-63	-64
일반손해보험		76	111	113	113
합산비율(IFRS17)		92	89	89	89
자동차보험		201	80	81	81
합산비율(IFRS17)		95	98	98	98
<b>투자손익</b>		496	324	354	365
자산운용손익		1,279	1,182	1,242	1,281
평가차분손익		114	-163	0	0
보험금융손익		-783	-858	-888	-916
<b>영업이익</b>		1,022	1,566	1,431	1,522
영업외손익		-24	-32	-32	-32
<b>세전이익</b>		998	1,533	1,399	1,490
법인세비용		192	373	339	362
법인세율(%)		19.2	24.3	24.3	24.3
<b>당기순이익</b>		806	1,161	1,060	1,129

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>성장성지표 (%)</b>					
운용자산증가율			2.9	3.3	3.1
CSM증가율			5.8	7.0	7.0
BPS증가율			3.0	13.3	12.5
보험손익증가율			135.9	-13.3	7.5
투자손익증가율			-34.6	9.3	2.9
영업이익증가율			53.2	-8.6	6.4
세전이익증가율			53.7	-8.7	6.5
당기순이익증가율			44.0	-8.7	6.5
<b>주당지표(원)</b>					
EPS		9,013	12,982	11,856	12,624
BPS		68,424	70,493	79,893	89,885
EV(BV+CSM)		171,401	178,673	195,610	213,716
보통주 DPS		2,063	2,500	2,800	3,000
보통주 배당수익률(%)		6.7	7.4	8.3	8.9
<b>Valuation 지표</b>					
PER(배)		3.4	2.6	2.8	2.7
PBR(배)		0.45	0.48	0.42	0.37
P/EV(배)		0.18	0.19	0.17	0.16
ROE(%)		10.8	18.7	15.8	14.9
ROA(%)		1.8	2.6	2.3	2.4
배당성장률(%)		20.1	16.9	20.7	20.8

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 07월 10일 기준)**

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------