

2024. 5. 16

금융/소비재팀

정민기  
Analyst  
mingi1.jeong@samsung.com

박세웅  
Research Associate  
sewoong.park@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	<b>BUY</b>	
목표주가	41,000원	19.9%
현재주가	34,200원	
시가총액	3.1조원	
Shares (float)	89,400,000주 (64.9%)	
52주 최저/최고	27,750원/35,950원	
60일-평균거래대금	148.2억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
현대해상 (%)	19.0	15.0	-3.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	16.8	2.4	-12.4

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	41,000	38,000	7.9%
2024E EPS	13,571	11,622	16.8%
2025E EPS	13,395	13,285	0.8%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	13
Target price	43,754
Recommendation	3.9
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

## 현대해상 (001450)

### 1Q24 review: 손실계약 비용 환입으로 어닝 서프라이즈

- IBNR 기준 변경에 따른 손실계약 비용 대규모 환입으로 어닝 서프라이즈 시현
- 후순위채 발행, 추가 재보험 출자 검토 등 연중 K-ICS 보완책 지속될 전망
- 작년 대규모 손실계약 비용의 기저 효과 및 배당수익률 측면의 메리트 감안하여 목표주가 41,000원으로 상향

#### WHAT'S THE STORY?

**일회성 비용 환입에 따른 대규모 어닝 서프라이즈:** 1Q24 현대해상의 순이익은 4,773억원으로 컨센서스를 82.8% 상회하는 어닝 서프라이즈 기록. 실적 호조의 핵심 요인은 실손보험 담보 IBNR 적립 기준 변경(원인사고 일자 → 지급사유 일자)에 따른 발생사고 부채 감소로 손실계약 비용이 -2,264억원 환입 반영되었기 때문. CSM 상각익의 경우 전분기 대비 1.1% 증가한 2,400억원을 기록하였으며, 예상차는 -470억원으로 전년 동기와 유사한 수준에서 유지. 신계약CSM은 YoY +15.2% 증가한 4,100억원을 기록하며, 시장 평균 수준으로 판단.

**연중 K-ICS 보완책 지속될 전망:** 동사의 1분기 K-ICS 비율은 1) 보험 부채 할인을 조정 및, 2) 기초가정 리스크(예실차 관련) 반영 등에 따라 전분기 대비 5.4%p 하락한 167.8%를 기록. 다만, 사측은 2분기 중 후순위채 발행을 통해 자본을 보완하고, 추가 재보험 출자 검토 등을 통해 K-ICS 비율을 적정 수준에서 관리한다는 방침.

**전년도 기저 효과에 따른 이익 및 DPS 증가세 부각:** 작년 대규모 손실계약 비용 인식 등에 따라 올해 이익은 전년 대비 40% 이상 증가할 전망. 이에 따라 DPS 또한 유의미한 증액이 가능할 것으로 판단. 낮은 K-ICS 비율 및 법정준비금 등 제도적 불확실성에 따라 주주 환원 정책 가시성은 상대적으로 낮은 상황이나, 24E 배당수익률 7.3%에 육박하는 등 경쟁사 대비 Valuation 메리트가 존재하는 현 상황에서는 갭 축소 Play가 유효한 구간이라 판단. BUY 투자 의견 유지.

#### 현대해상 1Q24 review

(십억원)	1Q24	4Q23	전분기 대비 (%)	1Q23	전년동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)	삼성증권 추정	차이 (%)
보험손익	532.9	-228.0	흑전	246.0	116.6	n/a	n/a	294.5	80.9
투자손익	108.2	184.0	-41.2	173.9	-37.8	n/a	n/a	110.6	-2.1
영업이익	641.1	-44.0	흑전	419.9	52.7	355.7	80.3	405.1	58.3
당기순이익	477.3	19.4	2,364.4	315.3	51.4	261.1	82.8	293.7	62.5
기말 CSM	9,120.4	9,078.7	0.5	8,415.3	8.4	n/a	n/a	9,209.1	-1.0
*투자수익률 (%)	3.1	3.6	-0.5	3.7	-0.6	n/a	n/a	2.9	0.2

참고: 투자수익률은 '기타투자수익/운용자산'으로 산출  
자료: 현대해상, FnGuide, 삼성증권

#### Valuation 및 실적 추정 요약

(십억원)	보험손익	투자손익	당기순이익	BPS (원)	EPS (원)	P/B (배)	P/E (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	1,358	415	1,281	104,672	14,332	0.3	2.1	13.7	6.5
2023E	526	496	806	68,424	9,013	0.5	3.4	10.4	6.7
2024E	1,399	257	1,213	71,082	13,571	0.5	2.5	19.5	7.3
2025E	1,150	501	1,197	79,652	13,395	0.4	2.6	17.8	8.8
2026E	1,202	498	1,233	90,720	13,787	0.4	2.5	16.2	9.1

자료: 현대해상, 삼성증권 추정

**목표주가 변경**

현대해상의 목표주가를 41,000원으로 기존 대비 7.9% 상향 조정한다. 이는 1분기 실손보험 담보 IBNR 적립 기준 변경에 따른 어닝 서프라이즈를 반영하여 2024년 이익 전망치를 16.8% 상향 조정하면서, 동사의 지속 가능 ROE 및 '24E 주주 환원액 추정치 또한 상향되었기 때문이다.

**현대해상 valuation**

		2024E
<b>A. 적정 PBR-ROE 방식</b>		
Forward ROA (%)		2.8
총자산/총자본 (배)		0.1
* 지속 가능 ROE (Sustainable ROE, %)	(a)	8.5
자본 비용(Cost of capital, %)	(b)	7.97
영구 성장률 (Long-term growth, %)	(c)	3.3
Target P/ B (x)	(d=[a-c]/[b-c])	0.8
Forward BVPS (원)	(e)	71,082
적정 주가 (원)	(f=d*e)	55,587

**B. 적정 주주 환원 수익률 방식**

금융업종 Target 총 주주 환원 수익률 (%)		5.0
** 할인/할증 (%)		30%
종목 Target 총 주주 환원 수익률 (%)		6.5
'24E 총 주주 환원액 (십억원)		196.0
예상 총 주주 환원율 (%)		16.2
Target 시가총액 (십억원)		3,015.9
적정 주가 (원)	(g)	33,735

**C. 목표주가**

적정 주가 (원)	(f+g)/2	44,661
목표주가 (원)		41,000
***현재 주가 (원)		34,200
Upside (%)		19.9%
직전 목표주가 (원)		38,000
Diff (%)		7.9%

참고: \* 중장기(10년) Forward ROE 추정 기반

\*\* 은행업종 대비 자본 정책 구체화 여부(Target 자본비율 등 존재 여부)에 따라 10% discount 적용

명시적인 자본 활용 정책 부재 및 업종 내 자본여력(K-ICS비율) 열위에 따른 추가 20% discount 적용

\*\*\*현재 주가는 5/14 종가 기준

자료: 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
자산총계	45,633	43,758	43,593	47,187	51,076
운용자산	43,118	41,500	41,427	44,842	48,538
현금및예치금	1,302	1,350	1,336	1,446	1,565
주식	1,380	1,620	1,634	1,769	1,915
채권	15,184	14,538	14,613	15,818	17,122
대출	10,461	10,397	10,354	11,207	12,131
해외	7,940	6,767	6,722	7,277	7,876
부동산	1,110	1,092	1,088	1,178	1,275
기타(수익증권 등)	5,740	5,735	5,679	6,147	6,654
기타자산	2,515	2,259	2,166	2,345	2,538
부채총계	36,275	37,641	37,238	40,066	42,966
책임준비금	32,260	34,817	34,870	35,721	36,999
보험계약부채	28,614	31,527	31,568	32,419	33,697
보험계약마진(CSM)	8,352	9,142	9,227	9,558	10,055
최선추정부채(BEL)	11,171	12,970	12,835	13,295	13,986
위험조정(RA)	1,485	1,586	1,661	1,720	1,810
기타부채	4,006	2,811	2,351	4,327	5,949
특별계정부채	9	13	18	18	18
자본총계	9,358	6,117	6,355	7,121	8,110
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113	113
이익잉여금	5,827	6,553	7,404	8,170	9,160
해약환급금준비금	0	3,422	4,288	4,732	5,305
자본조정	-68	-69	-68	-68	-68
기타포괄손익누계	2,942	-524	-1,139	-1,139	-1,139
신종자본증권	498	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0

배당 및 주당지표

12월 31일 기준 (원, %)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS	14,332	9,013	13,571	13,395	13,787
BPS	104,672	68,424	71,082	79,652	90,720
PER	2.1	3.4	2.5	2.6	2.5
PBR	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4
ROA	2.8	1.8	2.8	2.6	2.5
ROE	13.7	10.4	19.5	17.8	16.2
DPS	1,965	2,063	2,500	3,000	3,100
배당수익률	6.5	6.7	7.3	8.8	9.1
배당성장률	12.0	20.1	16.2	19.6	19.7
총주주 환원율	12.0	20.1	16.2	19.6	19.7

자료: 현대해상, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	1,358	526	1,399	1,150	1,202
장기	1,092	249	1,190	1,041	1,095
에실차	50	-206	-188	-150	-120
CSM상각	703	873	977	1,002	1,044
RA상각	137	130	139	141	147
기타(손실요소배분, 재보손익)	202	-548	262	48	24
자동차	172	201	120	99	96
일반	94	76	90	11	11
투자손익	415	496	257	501	498
기타투자수익	1,160	1,279	999	1,185	1,213
보험금융손익	-745	-783	-741	-684	-715
영업이익	1,772	1,022	1,656	1,652	1,700
영업외수익	5	3	1	0	0
영업외비용	30	28	10	0	0
세전이익	1,747	998	1,647	1,652	1,700
법인세비용	465	192	434	454	468
당기순이익	1,281	806	1,213	1,197	1,233

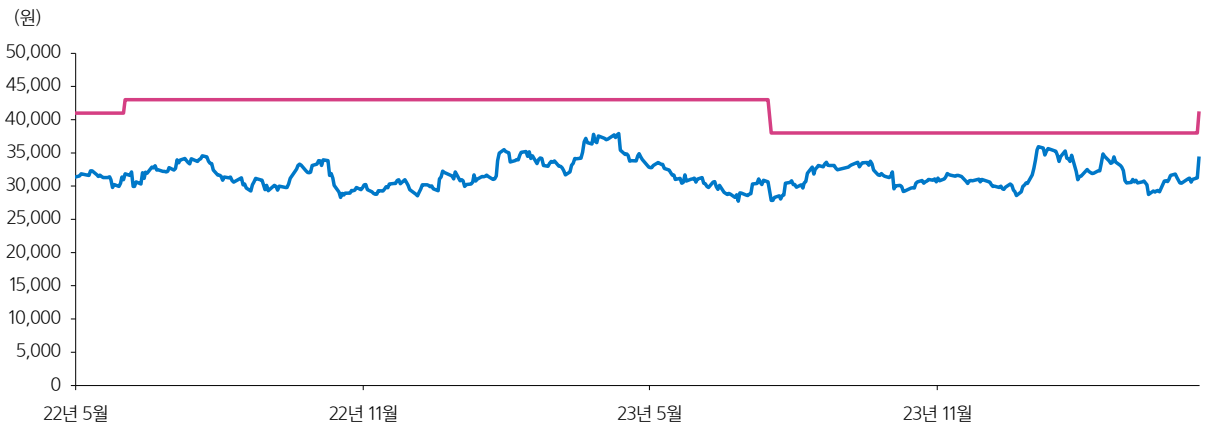
주요 가정

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
보험영업 수익성 (%)					
CSM 상각률	2.1	2.4	2.6	2.6	2.6
RA 상각률	2.3	2.1	2.1	2.1	2.0
합산비율(자동차)	95.8	95.2	97.2	97.7	97.7
합산비율(일반)	89.6	92.4	91.3	98.9	98.9
투자영업 수익성 (%)					
투자영업수익률	2.7	3.1	2.4	2.6	2.5
부채부담이율	3.8	3.5	3.4	3.0	3.0
CSM 변동 (십억원)					
기시 CSM	7,621	8,319	9,079	9,227	9,558
신계약 CSM	2,000	1,679	1,618	1,659	1,726
CSM 상각	-790	-873	-977	-1,002	-1,044
CSM 이자부리	240	262	306	313	327
CSM 경험조정	-752	-310	-799	-639	-511
기말 CSM	8,319	9,079	9,227	9,558	10,055

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 5월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 5월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2년간 목표주가 변경 추이**



**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

일 자	2022/5/13	7/1	2023/7/1	2023/8/16	2024/5/16
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	41000	43000	43000	38000	41000
과리율 (평균)	-24.13	-25.20	-31.07	-17.08	
과리율 (최대or최소)	-21.22	-11.86	-27.21	-5.39	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

\* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

**기업**

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

**산업**

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2015년 3월 31일 기준

매수: 72.6% | 보유: 27.4% | 매도: 0.0%

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA