



현대해상 (001450)

연간 실적 개선에 대한 확신은 여전

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 54,000원

현재 주가(4/17)	29,250원
상승여력	▲84.6%
시가총액	26,150억원
발행주식수	89,400천주
52 주 최고가 / 최저가	37,900 / 27,750원
90 일 일평균 거래대금	157.71억원
외국인 지분율	36.5%
주주 구성	
정몽윤 (외 5인)	22.9%
자사주 (외 1인)	12.3%
국민연금공단 (외 1인)	10.0%

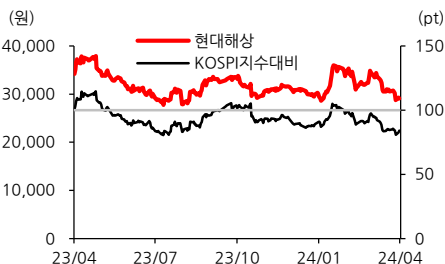
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-15.1	-0.5	-11.8	-14.5
상대수익률(KOSPI)	-12.1	-6.6	-16.8	-14.8

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	1,358	526	1,090	1,179
투자손익	415	496	392	472
영업이익	1,772	1,022	1,481	1,651
당기순이익	0	0	0	0
CSM (*)	8,319	9,079	9,578	10,130
수정 EPS	6,852	10,275	14,029	15,627
수정 BPS	93,237	119,577	128,002	137,415
수정 PER	4.3	3.0	2.1	1.9
수정 PBR	0.3	0.3	0.2	0.2
수정 ROE	8.8	6.7	11.3	11.8
배당성향	6.7	6.8	9.6	10.7

* 보유 순부채 기준

주가 추이



현대해상의 1Q24 순이익은 컨센서스에 부합할 전망입니다. 커버리지사 중 가장 높은 연간 증익률이 예상되며, 배당성향 유지 시 기대 DY는 9%대입니다. 초점을 실적으로 다시 돌리며, 업종 내 top pick 으로 제시합니다.

1Q24 별도 순이익 2,680억원(-15% YoY), 어닝 서프라이즈
현대해상의 1Q24 별도 당기순이익은 2,680억원(-15% YoY)으로 컨센서스와 유사할 전망이다. 전년 동기 발생한 FVPL손익에 의한 기저효과가 YoY 감익의 주된 원인이다.

1Q24 자동차 합산비율 상승을 감안해 단기 보험의 손익 감소를 가정해도, CSM상각의 증가와 예상차 적자폭 축소 등에 의해 보험손익은 19% YoY 증가할 전망이다. 보장성 신계약 매출이 5% YoY 증가한 반면 계리적 가정 변경에 따라 마진 배수는 10개월로 하락하면서 신계약 CSM은 20% YoY 감소할 것으로 추정된다. 그럼에도 연간 신계약 CSM을 누적적으로 반영해온 점과 타사들과 달리 2023년 말 가정 조정에 따른 CSM 절하가 제한적이었던 점에 의해 CSM 잔액(보유, 순)은 10% YoY 증가한다.

1Q24 투자수익률은 2.8%로 가정하였다. 금리 하락에 따른 채권형 펀드 등의 평가의 증가로 FVPL손익이 1,006억원 발생했던 전년 동기에 비해서는 78bp 낮지만, 평분기(2Q23, 3Q23)보다는 높은 수준이다. 보유이원이 꾸준히 상승하고 있기 때문이다. 다만 평가의 기저에 더해, 1Q24 말 무위험 금리기간구조가 급격히 하락하면서 보험금융손익을 포함한 투자손익은 61% YoY 감소할 전망이다.

연간 실적 개선에 대한 확신은 여전

현대해상의 1Q24 당기순이익은 감익이나, 이는 다수의 보험사에 대해 지난해 이미 예상된 일이었다. 2024년 연간으로는 커버리지 보험사 중 가장 가파른 이익 증가율(+37% YoY)을 나타낼 것으로 추정된다. 이때 2023년과 같은 배당성향을 유지한다면 기말 배당수익률은 9.6%에 달한다. 동사는 지난 1월 하순부터 나타난 밸류업 흐름에서 제외되면서 연초 이후 -6%, 1/22일 이후 -0%의 주가 수익률을 기록했다. 조정받을 이유가 없다는 의미이기도 하다. 그 어떤 보험사도 정책 없이는 주주환원책을 제시하지 못하는 상태에서, 초점을 다시 실적으로 맞추어야 할 때라고 판단한다. 업종 내 top pick으로 제시한다.

[표1] 현대해상의 1Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	1Q24E	1Q23	YoY	4Q23	QoQ	컨센서스	차이
보험손익	292.6	246.0	18.9	-228.0	흑전	n/a	n/a
투자손익	68.2	173.9	-60.8	184.0	-63.0	n/a	n/a
영업이익	360.8	419.9	-14.1	-44.0	흑전	374.9	-3.8
당기순이익	268.0	315.3	-15.0	19.4	1,283.6	273.2	-1.9

자료: 현대해상, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

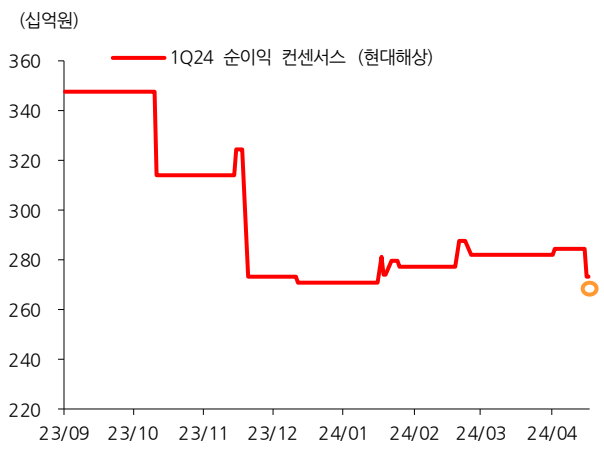
[표2] 현대해상의 분기별 주요 손익 및 추정치

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	246	170	339	-228	293	284	272	240	흑전	18.9
일반/VFA 모형	148	81	274	-227	218	200	227	255	흑전	47.4
예실차	-40	-89	-44	-11	-16	-37	-13	12	적지	적지
RA 변동	33	31	32	34	34	34	34	35	-0.8	3.9
CSM 상각	206	210	221	237	234	237	241	244	-0.9	14.0
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-43	-66	68	-481	-30	-30	-30	-30	적지	적지
기타	-8	-4	-3	-7	-5	-5	-5	-5	적지	적지
PAA 모형	102	93	92	3	80	90	50	8	2,968.9	-22.1
보험수익	1,503	1,542	1,579	1,577	1,547	1,564	1,569	1,593	-1.9	2.9
비용	1,400	1,449	1,487	1,575	1,467	1,474	1,519	1,586	-6.8	4.8
기타사업비	4	5	26	3	5	6	5	23	50.6	20.0
투자손익	174	81	56	184	68	101	101	121	-63.0	-60.8
보험금융손익	-196	-194	-204	-189	-220	-224	-228	-229	적지	적지
투자서비스손익	370	275	261	373	289	326	330	350	-22.7	-21.9
영업이익	420	251	395	-44	361	386	373	361	흑전	-14.1
영업외이익	-7	-7	-6	-5	0	0	0	0	n/a	n/a
세전이익	413	244	390	-49	361	386	373	361	흑전	-12.7
당기순이익	315	182	289	19	268	287	277	268	1,283.6	-15.0
CSM (보유 순부채)	8,415	8,560	8,867	8,856	9,219	9,345	9,474	9,578	4.1	9.6
K-ICS (%)	179	185	172	173	169	170	172	165	-4.1	-9.5

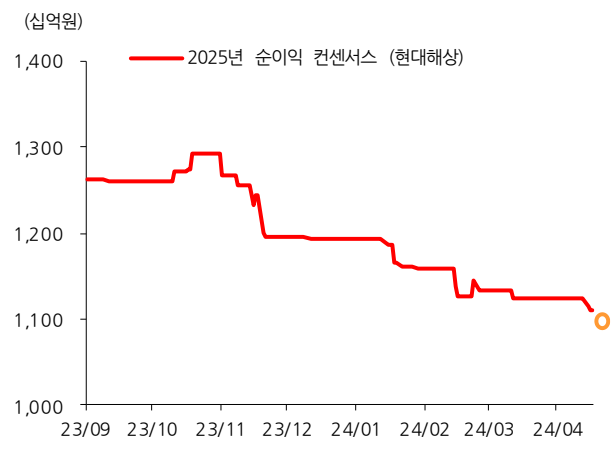
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 현대해상의 1Q24 지배주주 순이익 컨센서스



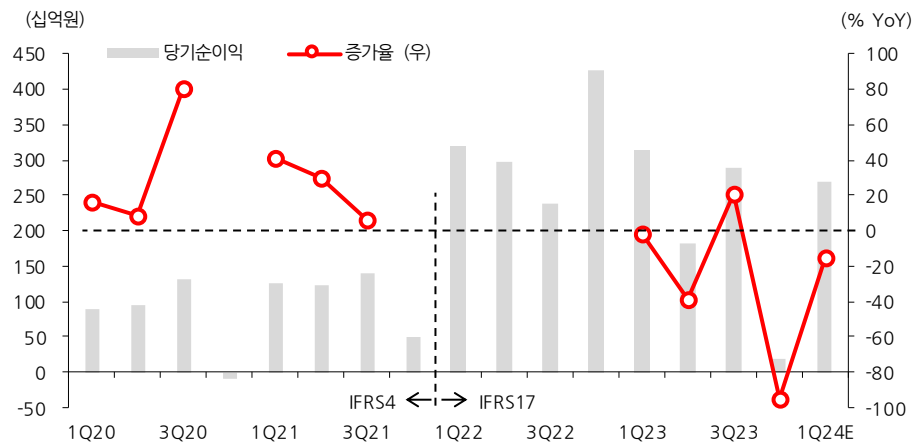
주: 황색 원은 당사 추정치
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 현대해상의 2024년 지배주주 순이익 컨센서스



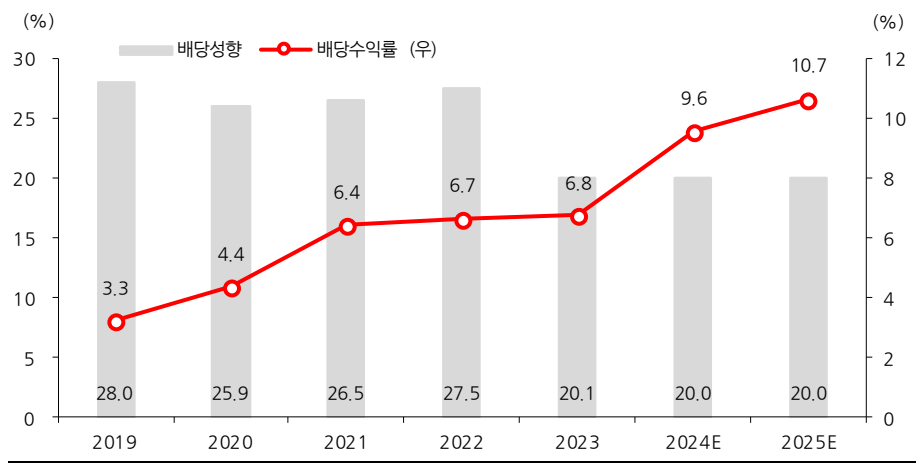
주: 황색 원은 당사 추정치
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 현대해상의 분기별 당기순이익 및 증가율



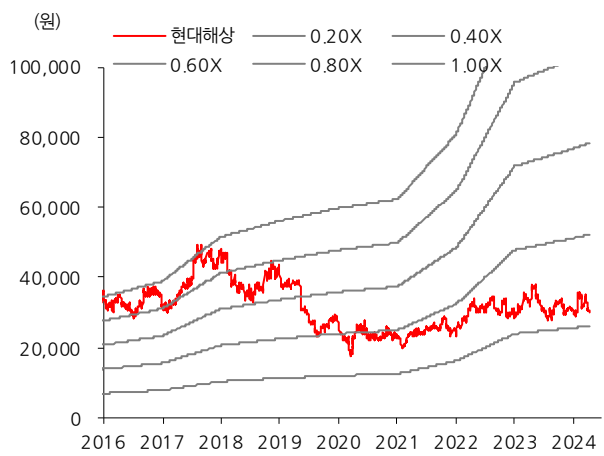
주: 2021년까지는 IFRS4, 2022년은 IFRS17 & IAS39 기준, 2023년 이후는 IFRS17 & IFRS9 기준
 자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 현대해상의 배당지표 추이 및 전망



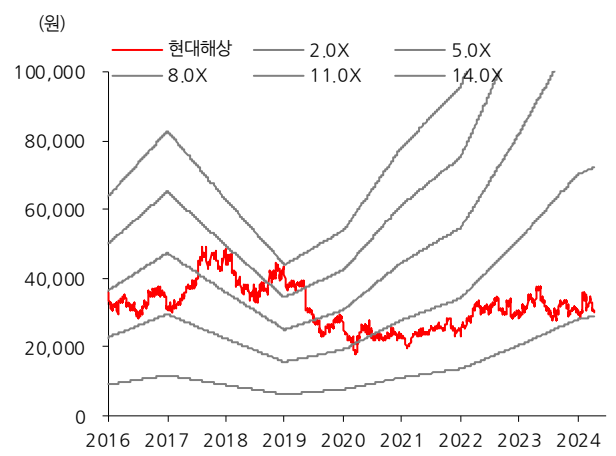
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[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	43,014	44,099
현금및예치금	1,302	1,350	1,282	1,297
유가증권	30,244	28,660	29,628	30,358
FVPL	717	8,130	8,548	8,798
FVOCI	14,077	19,515	20,065	20,545
AC	14,644	0	0	0
대출채권	10,461	10,397	10,942	11,248
부동산	1,110	1,092	1,162	1,196
비운용자산	2,507	2,241	1,991	2,175
특별계정자산	8	18	19	19
자산총계	45,633	43,758	45,024	46,294
책임준비금	32,328	34,817	35,047	35,310
BEL	15,250	17,105	16,648	16,210
RA	1,689	1,752	1,790	1,829
CSM	8,351	9,142	9,643	10,196
PAA	3,392	3,527	3,742	3,915
투자계약부채	3,646	3,290	3,225	3,161
기타부채	3,988	2,811	2,867	2,867
후순위채	945	945	945	945
특별계정부채	9	13	14	14
부채총계	36,325	37,641	37,928	38,192
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	7,491	8,497
해약환급금준비금	0	3,422	4,217	5,011
자본조정	-68	-69	-69	-69
기타포괄손익누계	2,943	-524	-483	-483
자본총계	9,308	6,117	7,096	8,102

성장률

(% YoY)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	-4.1	2.9	2.8
운용자산	n/a	-3.8	3.6	2.5
부채총계	n/a	3.6	0.8	0.7
CSM	n/a	9.5	5.5	5.7
자본총계	n/a	-34.3	16.0	14.2
보험손익	n/a	-61.2	106.9	8.2
투자손익	n/a	19.5	-21.0	20.6
영업이익	n/a	-42.3	44.9	11.5
순이익	n/a	-37.1	36.5	11.4

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
보험손익	1,358	526	1,090	1,179
일반 및 변동수수료모형	1,120	275	900	996
CSM 상각	703	873	956	1,009
RA 변동	137	130	137	140
예상과실제차이	79	-186	-54	-5
손실계약	227	-522	-120	-128
기타	-26	-19	-20	-20
보험료배분접근법모형	275	290	228	225
재보험손익	38	38	38	41
간접사업비	415	496	392	472
투자손익	-745	-783	-902	-935
보험금융손익	961	1,023	1,173	1,227
이자수익	393	440	425	453
배당수익	-1	117	-4	0
FVPL 평가손익	-193	-302	-300	-272
기타	1,772	1,022	1,481	1,651
영업이익	-26	-24	0	0
영업외이익	1,747	998	1,481	1,651
세전이익	465	192	381	426
법인세비용	1,281	806	1,100	1,225
당기순이익	1,358	526	1,090	1,179

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	142	151	150	155
신계약 CSM	1,823	1,677	1,388	1,428
투자수익률	2.7	3.0	3.1	3.2
수정 Book Value	14,557	9,377	10,037	10,775
수익성				
수정 ROE	8.8	6.7	11.3	11.8
수정 ROA	1.0	1.8	2.5	2.7
주당 지표				
수정 EPS	6,852	10,275	14,029	15,627
수정 BPS	93,237	119,577	128,002	137,415
보통주 DPS	1,965	2,063	2,800	3,120
Valuation 및 배당				
수정 PER	4.3	3.0	2.1	1.9
수정 PBR	0.3	0.3	0.2	0.2
배당성향	27.5	20.1	20.0	20.0
보통주 배당수익률	6.7	6.8	9.6	10.7

[Compliance Notice]

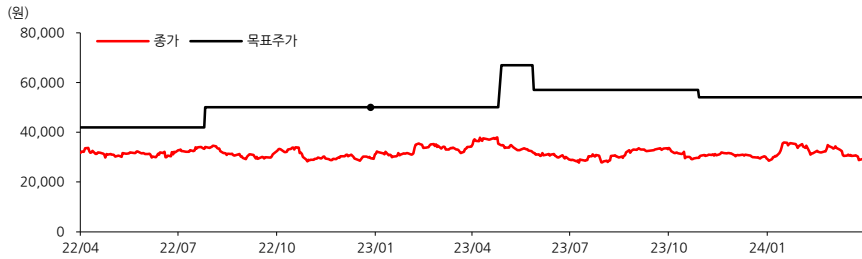
(공표일: 2024년 4월 17일)

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 종목의 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]

일시	2016.08.12	2022.05.13	2022.07.11	2022.08.12	2022.09.26	2022.11.11
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		42,000	42,000	50,000	50,000	50,000
일시	2022.12.28	2023.02.23	2023.05.14	2023.06.14	2023.08.16	2023.09.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	50,000	67,000	57,000	57,000	57,000
일시	2023.11.15	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.15	2024.01.26	2024.04.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	54,000	54,000	54,000	54,000	54,000

[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		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%