

# 현대해상 (001450/KS)

## 이익과 배당 측면의 불확실성 지속

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 36,000 원(하향)

현재주가: 30,400 원

상승여력: 18.4%

### 목표주가 36,000 원으로 하향

현대해상의 목표주가를 36,000 원으로 하향한다. 1) 해약환급금준비금으로 단기적으로 배당 여부가 불투명한 가운데 2) 보험개혁회의 중 무/저해지보험 가정 관련 충격이 예상되며 3) 금리 하락으로 K-ICS 및 자본 측면의 부담이 가중되는 점을 반영하여 할 인율을 조정했다. 다만 지속적인 제도 불확실성 이슈로 주가가 큰 폭 하락함에 따라 상위사와의 밸류에이션 갭이 벌어졌으며 향후 제도 개편 시 가장 큰 수혜가 예상되는 점을 감안하여 투자의견은 일단 매수를 유지한다. 다만 향후 무/저해지보험 가정 조정 관련 영향이 예상보다 크거나 IFRS17 관련 제도 개편이 지연되어 중장기적으로 구조적인 배당가능이익 확보 여부가 불투명해질 경우 투자의견을 하향 조정할 계획이다.

### 3Q24E 순이익 2,170 억원(-25% YoY) 전망

현대해상의 3Q24E 순이익은 2,170 억원(-25% YoY)로 컨센서스를 하회할 것으로 예상된다. 보장성 신계약은 월평균 100 억원(+2.5% YoY)를 전망하며 환산배수도 전분기 수준이 예상되는 만큼 신계약 CSM 은 약 4,493 억원(+0.6% YoY)을 예상한다. 다만 예상차는 예상 대비 높은 7~8 월 손해액 등으로 다소 부진할 전망이다. 손실계약비용은 경상적인 월평균 약 100 억원대가 예상되나 3Q23 중 가정 조정에 따른 손실계약비용 환입 기저효과로 다소 부진해 보일 전망이다. 장기보험 손익은 총 1,635 억원(-35% YoY)를 전망한다. 자동차보험/일반손해보험도 요율 인하 등에 따른 손해를 악화로 합산 366 억(-58% YoY)으로 부진 추세를 예상한다. 투자손익은 금리 하락에 따른 평가처분손익 개선으로 936 억원(+66.2% YoY)로 개선되며 보험손익 부진을 일부 상쇄할 전망이다. 2Q24 중 해외 금리 상승 등 영향으로 OCI 가 큰 폭 감소하며 자본 관련 우려가 높아졌으나 3Q24 중 미국 기준금리 인하 등 영향으로 시장금리가 큰 폭 하락한 점을 감안했을 때 전반적으로 안정적인 모습이 예상된다. K-ICS 도 약 170% 내외 수준을 전망한다. 1) 4Q24 중 보험개혁회의 중 무/저해지보험 가정 조정 관련 영향으로 CSM 역성장이 나타날 가능성이 존재하며 2) 해약환급금준비금 및 OCI 감소 영향으로 현재 배당을 장담하기 어려운 점은 부담 요인이지만 관련 이슈가 회사의 본질적인 펀더멘털이 아닌 제도 이슈에 의해 발생한 점을 감안했을 때 향후 제도가 유의미하게 개선될 때 가장 큰 Upside 를 기대할 수 있다고 판단한다.



Analyst  
설용진

s.dragon@sk.com  
3773-8610

#### Company Data

|         |           |
|---------|-----------|
| 발행주식수   | 8,940 만주  |
| 시가총액    | 2,718 십억원 |
| 주요주주    |           |
| 정몽윤(외4) | 22.85%    |
| 자사주     | 12.29%    |

#### Stock Data

|              |             |
|--------------|-------------|
| 주가(24/10/18) | 30,400 원    |
| KOSPI        | 2,593.82 pt |
| 52주 최고가      | 36,150 원    |
| 52주 최저가      | 28,600 원    |
| 60일 평균 거래대금  | 14 십억원      |

#### 주가 및 상대수익률



#### 영업실적 및 투자지표

| 구분    | 단위  | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------|-----|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 보험손익  | 십억원 |       |       | 526   | 1,081  | 891    | 980    |
| 투자손익  | 십억원 |       |       | 496   | 383    | 376    | 381    |
| 영업이익  | 십억원 |       |       | 1,022 | 1,464  | 1,267  | 1,361  |
| 당기순이익 | 십억원 |       |       | 806   | 1,089  | 939    | 1,010  |
| EPS   | 원   |       |       | 9,013 | 12,179 | 10,503 | 11,297 |
| PER   | 배   |       |       | 3.4   | 2.5    | 2.9    | 2.7    |
| PBR   | 배   |       |       | 0.5   | 0.51   | 0.43   | 0.38   |
| ROE   | %   |       |       | 10.8  | 19.0   | 16.1   | 15.1   |

목표주가 산정 Table

| 항목                        | 비고                                    | 내용          |
|---------------------------|---------------------------------------|-------------|
| Sustainable ROE (a)       | 2024E ~ 2026F ROE 평균                  | 16.8%       |
| Cost of Equity (b)        | 무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준 | 9.0%        |
| Growth (c)                | 보수적으로 0% 가정                           | 0.0%        |
| Discount (d)              | K-ICS 비율 200% 하회 시 65% 적용             | 72.5%       |
| Target PBR                | $(a-c)/(b-c) \times (1-d)$            | 0.51        |
| 목표주가                      | 2025F BPS 70,285 원에 Target PBR 적용     | 36,000      |
| 현재가                       |                                       | 30,400      |
| Upside / Downside<br>투자의견 |                                       | 18.4%<br>매수 |

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

| 항목               | 비고                                    | 내용     |
|------------------|---------------------------------------|--------|
| Upside case      |                                       | 72%    |
| Sustainable ROE  | 예실차 축소, 투자손익 개선 등                     | 17.8%  |
| COE              | 무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준 | 9.0%   |
| Growth           | 보수적으로 0% 가정                           | 0.0%   |
| Premium/Discount | 글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소                  | -62.5% |
| Target PBR       | $(a-c)/(b-c) \times (1-d)$            | 0.74   |
| 목표주가(Bull case)  | 2025F BPS 70,285 원에 Target PBR 적용     | 52,200 |
| Downside case    |                                       | -29%   |
| Sustainable ROE  | 예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등      | 15.8%  |
| COE              | 무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준 | 9.0%   |
| Growth           | 보수적으로 0% 가정                           | 0.0%   |
| Premium/Discount | 글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화                  | -82.5% |
| Target PBR       | $(a-c)/(b-c) \times (1-d)$            | 0.31   |
| 목표주가(Bear case)  | 2025F BPS 70,285 원에 Target PBR 적용     | 21,600 |

자료: SK 증권 추정

## 현대해상 - 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원, %)       | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23   | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24E  | 4Q24E  | % QoQ  | % YoY  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 보험손익           | 246    | 170    | 339    | -228   | 533    | 376    | 200.0  | -28    | -46.8  | -41.0  |
| 장기보험           | 145    | 79     | 252    | -227   | 444    | 290    | 163.5  | -17    | -43.7  | -35.2  |
| CSM 상각         | 206    | 210    | 221    | 237    | 239    | 237    | 240.2  | 243    | 1.2    | 8.7    |
| RA 해제          | 33     | 31     | 32     | 34     | 35     | 32     | 31.8   | 32     | 0.1    | 0.8    |
| 예실차            | -46    | -94    | -47    | -18    | -47    | 32     | -65.8  | -85    | 적전     | 적지     |
| 손실계약비용         | -43    | -66    | 68     | -481   | 226    | -2     | -30.0  | -200   | 적지     | 적전     |
| 기타사업비 및 재보험 손익 | -4     | -1     | -21    | 0      | -10    | -8     | -12.8  | -7     | 적지     | 적지     |
| 일반손해보험         | 26     | 17     | 29     | 5      | 47     | 46     | 10.6   | 9      | -76.7  | -62.8  |
| 자동차보험          | 76     | 73     | 58     | -6     | 42     | 40     | 26.0   | -20    | -35.2  | -55.4  |
| 투자손익           | 174    | 81     | 56     | 184    | 108    | 96     | 93.6   | 85     | -2.3   | 66.2   |
| 자산운용손익         | 370    | 275    | 261    | 373    | 320    | 305    | 307.0  | 302    | 0.7    | 17.7   |
| 평가차분손익         | 107    | -2     | -20    | 29     | -143   | 13     | 10.0   | 0      | -23.7  | 흑전     |
| 보험금융손익         | -196   | -194   | -204   | -189   | -212   | -209   | -213.4 | -217   | 적지     | 적지     |
| 영업이익           | 420    | 251    | 395    | -44    | 641    | 472    | 293.7  | 57     | -37.8  | -25.7  |
| 영업외손익          | -7     | -7     | -6     | -5     | -9     | -6     | -7.5   | -7     | 적지     | 적지     |
| 세전이익           | 413    | 244    | 390    | -49    | 632    | 466    | 286.2  | 50     | -38.6  | -26.5  |
| 당기순이익          | 315    | 182    | 289    | 19     | 477    | 356    | 217.0  | 39     | -39.0  | -25.0  |
| 월납보험료(보장성 인보험) | 11.3   | 11.9   | 12.3   | 10.5   | 12.1   | 9.8    | 10.0   | 10.2   | 2.5    | -18.2  |
| 신계약 CSM        | 457.3  | 418.3  | 446.5  | 357.1  | 411.5  | 435.5  | 449.3  | 455.9  | 3.2    | 0.6    |
| 자산총계           | 42,574 | 42,481 | 41,540 | 43,758 | 43,651 | 44,912 | 44,946 | 45,818 | 0.1    | 8.2    |
| 운용자산           | 40,238 | 40,088 | 39,294 | 41,500 | 41,481 | 42,814 | 42,954 | 44,214 | 0.3    | 9.3    |
| 비운용자산          | 2,327  | 2,379  | 2,230  | 2,241  | 2,146  | 2,076  | 2,090  | 2,062  | 0.7    | -6.3   |
| 부채총계           | 36,064 | 35,635 | 34,874 | 37,641 | 37,836 | 39,423 | 39,441 | 40,474 | 0.0    | 13.1   |
| 책임준비금          | 33,107 | 32,590 | 31,675 | 34,817 | 34,798 | 36,169 | 36,294 | 37,273 | 0.3    | 14.6   |
| 장기보험 CSM 잔액    | 8,453  | 8,598  | 8,904  | 9,142  | 9,199  | 9,300  | 9,388  | 8,931  | 0.9    | 5.4    |
| 자본총계           | 6,510  | 6,846  | 6,666  | 6,117  | 5,815  | 5,489  | 5,506  | 5,345  | 0.3    | -17.4  |
| 해약환급금준비금       | 3,038  | 3,234  | 3,604  | 3,422  | 3,975  | 4,219  | 4,418  | 4,580  | 4.7    | 22.6   |
| ROE (%)        | 17.0   | 11.8   | 17.8   | 1.2    | 32.0   | 25.2   | 15.8   | 2.9    | -9.4%p | -2%p   |
| K-ICS 비율(%)    | 178.6  | 185.4  | 172.1  | 173.2  | 166.9  | 169.7  | 171.6  | 159.8  | 1.9%p  | -0.5%p |

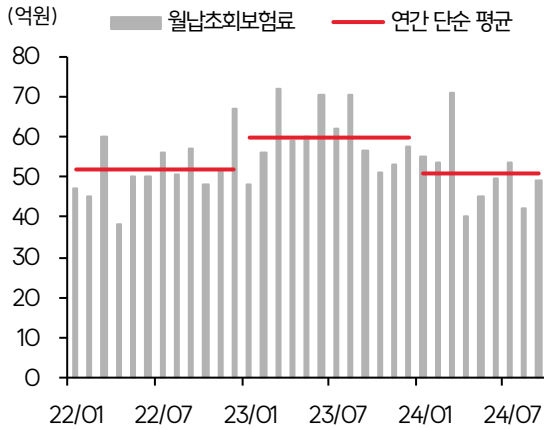
자료: 현대해상, SK 증권 추정

## 실적 추정치 변경

|       |        | 2023 | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------|--------|------|--------|--------|--------|
| 보험손익  | 수정 후   | 526  | 1,081  | 891    | 980    |
|       | 수정 전   |      | 1,301  | 1,036  | 1,098  |
|       | 증감률(%) |      | -16.9% | -14.0% | -10.7% |
| 투자손익  | 수정 후   | 496  | 383    | 376    | 381    |
|       | 수정 전   |      | 378    | 420    | 474    |
|       | 증감률(%) |      | 1.2%   | -10.5% | -19.7% |
| 세전이익  | 수정 후   | 998  | 1,435  | 1,239  | 1,333  |
|       | 수정 전   |      | 1,646  | 1,424  | 1,540  |
|       | 증감률(%) |      | -12.8% | -13.0% | -13.4% |
| 당기순이익 | 수정 후   | 806  | 1,089  | 939    | 1,010  |
|       | 수정 전   |      | 1,252  | 1,081  | 1,170  |
|       | 증감률(%) |      | -13.0% | -13.1% | -13.7% |

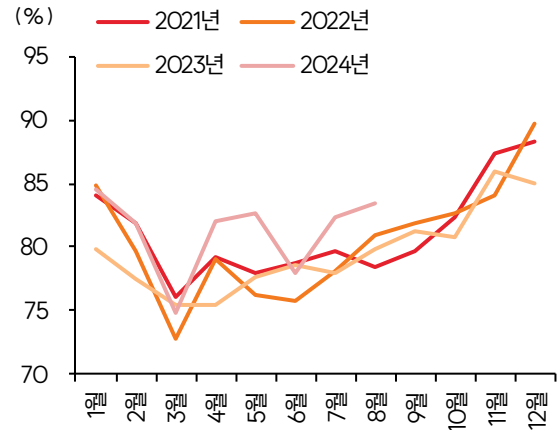
자료: 현대해상, SK 증권 추정

### 현대해상 - 보장성 인보험 GA 실적 추이



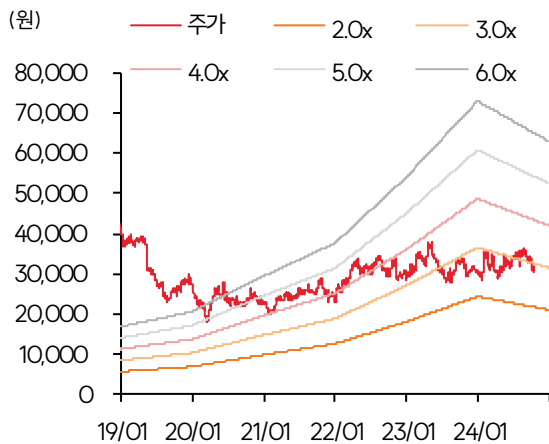
자료: 보험저널, SK 증권  
주: 한화생명금융서비스 등 자회사형 GA 제외 기준

### 현대해상 - 자동차보험 손해율 추이



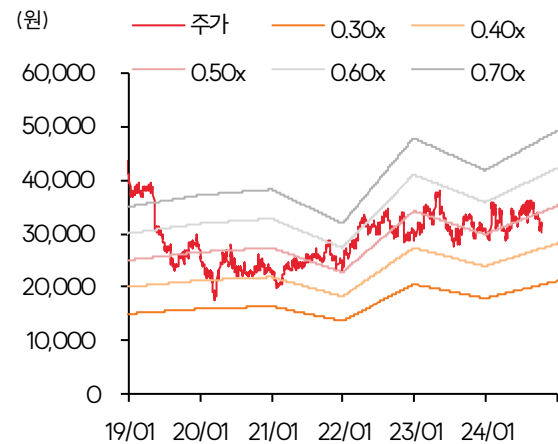
자료: 언론 보도, SK 증권

### 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>  |       | <b>41,500</b> | <b>44,214</b> | <b>44,863</b> | <b>45,384</b> |
| 현금및예치금       |       | 1,350         | 1,338         | 1,415         | 1,485         |
| 유가증권         |       | 28,660        | 31,277        | 31,699        | 32,031        |
| 대출금          |       | 10,397        | 10,516        | 10,670        | 10,794        |
| 부동산          |       | 1,092         | 1,083         | 1,078         | 1,074         |
| <b>비운용자산</b> |       | <b>2,241</b>  | <b>2,062</b>  | <b>2,012</b>  | <b>1,959</b>  |
| 특별계정자산       |       | 18            | 23            | 23            | 23            |
| <b>자산총계</b>  |       | <b>43,758</b> | <b>45,818</b> | <b>47,306</b> | <b>48,566</b> |
| <b>책임준비금</b> |       | <b>34,817</b> | <b>37,273</b> | <b>37,840</b> | <b>38,310</b> |
| CSM잔액(원수)    |       | 9,142         | 8,931         | 9,390         | 9,929         |
| 기타부채         |       | 2,811         | 3,181         | 3,164         | 3,163         |
| 특별계정부채       |       | 13            | 19            | 19            | 19            |
| <b>부채총계</b>  |       | <b>37,641</b> | <b>40,474</b> | <b>41,023</b> | <b>41,492</b> |
| <b>자본금</b>   |       | <b>45</b>     | <b>45</b>     | <b>45</b>     | <b>45</b>     |
| 신종자본증권       |       | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 자본잉여금        |       | 113           | 113           | 113           | 113           |
| 이익잉여금        |       | 6,553         | 7,476         | 8,415         | 9,205         |
| 해약환급금준비금     |       | 3,422         | 4,580         | 4,976         | 5,148         |
| 자본조정         |       | -69           | -68           | -68           | -68           |
| 기타포괄손익누계액    |       | -524          | -2,221        | -2,221        | -2,221        |
| <b>자본총계</b>  |       | <b>6,117</b>  | <b>5,345</b>  | <b>6,284</b>  | <b>7,074</b>  |

## 주요투자지표 I

| 12월 결산(십억원)       | 2022A | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <b>신계약 수익성</b>    |       |        |        |        |        |
| 신계약보험료(월납)        |       | 151    | 139    | 140    | 148    |
| 신계약 CSM           |       | 1,679  | 1,752  | 1,892  | 2,005  |
| 신계약 CSM 배수        |       | 11.1   | 12.6   | 13.5   | 13.6   |
| <b>CSM 관련 지표</b>  |       |        |        |        |        |
| 기초CSM             |       | 8,352  | 9,142  | 8,931  | 9,390  |
| CSM 조정 가점 변경      |       | -278   | -1,317 | -800   | -800   |
| 신계약 CSM(원수)       |       | 1,679  | 1,752  | 1,892  | 2,005  |
| CSM 이자부리          |       | 262    | 313    | 311    | 327    |
| 상각 전 CSM          |       | 10,015 | 9,891  | 10,334 | 10,923 |
| CSM상각액            |       | 873    | 959    | 943    | 994    |
| CSM상각률(%)         |       | 8.7    | 9.7    | 9.1    | 9.1    |
| CSM 순증액           |       | 791    | -211   | 459    | 539    |
| <b>투자이익 관련 지표</b> |       |        |        |        |        |
| 총 운용수익률           |       | 3.0    | 2.9    | 2.8    | 2.8    |
| 평가차분손익 제외 수익률     |       | 2.8    | 3.2    | 2.8    | 2.8    |
| <b>손익구성</b>       |       |        |        |        |        |
| 보험손익              |       | 51.5   | 73.9   | 70.3   | 72.0   |
| CSM상각             |       | 85.4   | 65.5   | 74.5   | 73.1   |
| 투자손익              |       | 48.5   | 26.1   | 29.7   | 28.0   |
| <b>자본적정성</b>      |       |        |        |        |        |
| 지급여력비율(K-ICS)     |       | 173.2  | 159.8  | 172.9  | 185.4  |

자료: 현대해상, SK증권 추정

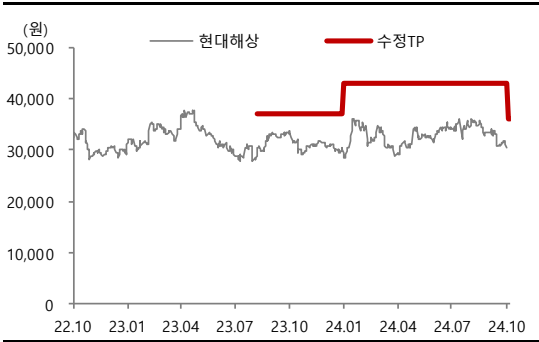
## 포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원)    | 2022A | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|----------------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>보험손익</b>    |       | <b>526</b>   | <b>1,081</b> | <b>891</b>   | <b>980</b>   |
| 장기보험           |       | 249          | 880          | 713          | 808          |
| CSM 상각         |       | 873          | 959          | 943          | 994          |
| RA해제           |       | 130          | 131          | 135          | 143          |
| 예실차            |       | -206         | -166         | -67          | -56          |
| 손실계약비용         |       | -522         | -6           | -265         | -240         |
| 기타사업비 및 재보험 손익 |       | -26          | -38          | -33          | -33          |
| 일반손해보험         |       | 76           | 112          | 100          | 97           |
| 합산비율(IFRS17)   |       | 92           | 89           | 90           | 90           |
| 자동차보험          |       | 201          | 89           | 78           | 75           |
| 합산비율(IFRS17)   |       | 95           | 98           | 98           | 98           |
| <b>투자손익</b>    |       | <b>496</b>   | <b>383</b>   | <b>376</b>   | <b>381</b>   |
| 자산운용손익         |       | 1,279        | 1,234        | 1,258        | 1,275        |
| 평가차분손익         |       | 114          | -120         | 0            | 0            |
| 보험금융손익         |       | -783         | -851         | -882         | -895         |
| <b>영업이익</b>    |       | <b>1,022</b> | <b>1,464</b> | <b>1,267</b> | <b>1,361</b> |
| 영업외손익          |       | -24          | -29          | -28          | -28          |
| <b>세전이익</b>    |       | <b>998</b>   | <b>1,435</b> | <b>1,239</b> | <b>1,333</b> |
| 법인세비용          |       | 192          | 346          | 300          | 323          |
| 법인세율(%)        |       | 19.2         | 24.1         | 24.2         | 24.2         |
| <b>당기순이익</b>   |       | <b>806</b>   | <b>1,089</b> | <b>939</b>   | <b>1,010</b> |

## 주요투자지표 II

| 12월 결산(십억원)         | 2022A | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|---------------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| <b>성장성지표 (%)</b>    |       |         |         |         |         |
| 운용자산증가율             |       |         | 6.5     | 1.5     | 1.2     |
| CSM증가율              |       |         | -2.3    | 5.1     | 5.7     |
| BPS증가율              |       |         | -12.6   | 17.6    | 12.6    |
| 보험손익증가율             |       |         | 105.3   | -17.6   | 10.0    |
| 투자손익증가율             |       |         | -22.8   | -1.8    | 1.3     |
| 영업이익증가율             |       |         | 43.2    | -13.5   | 7.4     |
| 세전이익증가율             |       |         | 43.8    | -13.6   | 7.6     |
| 당기순이익증가율            |       |         | 35.1    | -13.8   | 7.6     |
| <b>주당지표(원)</b>      |       |         |         |         |         |
| EPS                 |       | 9,013   | 12,179  | 10,503  | 11,297  |
| BPS                 |       | 68,424  | 59,783  | 70,285  | 79,126  |
| EV(BV+CSM)          |       | 171,401 | 159,687 | 175,323 | 190,187 |
| 보통주 DPS             |       | 2,063   | 0       | 0       | 2,800   |
| 보통주 배당수익률(%)        |       | 6.7     | 0.0     | 0.0     | 9.2     |
| <b>Valuation 지표</b> |       |         |         |         |         |
| PER(배)              |       | 3.4     | 2.5     | 2.9     | 2.7     |
| PBR(배)              |       | 0.45    | 0.51    | 0.43    | 0.38    |
| P/EV(배)             |       | 0.18    | 0.19    | 0.17    | 0.16    |
| ROE(%)              |       | 10.8    | 19.0    | 16.1    | 15.1    |
| ROA(%)              |       | 1.8     | 2.4     | 2.0     | 2.1     |
| 배당성향(%)             |       | 20.1    | 0.0     | 0.0     | 21.7    |

| 일시         | 투자의견 | 목표주가    | 목표가격 | 과리율     |             |
|------------|------|---------|------|---------|-------------|
|            |      |         | 대상시점 | 평균주가대비  | 최고(최저) 추가대비 |
| 2024.10.21 | 매수   | 36,000원 | 6개월  |         |             |
| 2024.01.17 | 매수   | 43,000원 | 6개월  | -23.38% | -15.93%     |
| 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 기관투자자 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 (2024 년 10 월 21 일 기준)

|    |        |    |       |    |       |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 97.60% | 중립 | 2.40% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|