



현대해상 (001450)

강한 증익 모멘텀에도, 설명하기 어려운 저평가

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 58,000원

현재 주가(5/14)	34,200원
상승여력	▲69.6%
시가총액	30,575억원
발행주식수	89,400천주
52 주 최고가 / 최저가	35,950 / 27,750원
90 일 일평균 거래대금	148.38억원
외국인 지분율	37.0%
주주 구성	
정몽윤 (외 5 인)	22.9%
자사주 (외 1 인)	12.3%
국민연금공단 (외 1 인)	10.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	19.0	-1.3	15.0	-3.4
상대수익률(KOSPI)	17.1	-5.5	2.7	-13.7

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	1,358	526	1,345	1,174
투자손익	415	496	398	479
영업이익	1,772	1,022	1,743	1,653
당기순이익	1,281	806	1,295	1,226
CSM (*)	8,319	9,079	9,513	10,163
수정 EPS	6,852	10,275	16,509	15,641
수정 BPS	93,237	119,577	120,010	127,681
수정 PER	4.3	3.0	2.1	2.2
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
수정 ROE	8.8	6.7	13.8	12.6
배당수익률	6.7	6.8	8.8	9.4

* 보유 순부채 기준

주가 추이



현대해상의 1Q24 순익은 일회성 환입으로 컨센서스를 83% 상회하는 서프라이즈를 기록했습니다. 밸류업 동참을 기대하긴 어려우나 이미 기대 DY 가 9%입니다. 지나친 저평가 상태를 고려해 top picks 로 유지합니다.

1Q24 별도 순이익 4,773억원(+51% YoY), 어닝 서프라이즈
현대해상의 1Q24 별도 당기순이익은 4,773억원(+51% YoY)으로 당사 추정과 컨센서스의 1.8배에 달하는 대폭 서프라이즈를 기록. IBNR 전 입에 관한 시행세칙 변경을 실손 계약에 적용하면서 손실계약비용에서 2,700억원의 환입이 발생한 것이 주 원인. 이를 제외 시 당사 추정 대비 보험손익은 100억원 하회, 투자손익은 200억원 호조를 보여 영업 이익이 3% 상회한 수준. 1Q24 보험손익은 5,329억원(+117% YoY), 일회성 환입 제외 시 7% YoY 증가. 신계약 축적에 따른 CSM잔액 증가(+8% YoY)로 상각이익이 16% YoY 증가한 것이 증익의 원인. 지난해 부진했던 보험금 예실차는 개선되었으나 사업비 소요로 전체 예실차는 전년 동기과 같은 수준. 1Q24 투자손익은 1,082억원(-38% YoY)으로 기저효과(FVPL평가손익 -1,700억원 YoY)에 의해 감소했으나 경상 수준의 투자수익률(3.1%)을 기록. 신계약이 인보험 중심으로 15% YoY 증가하면서 신계약 CSM은 13% QoQ 증가. 마진 배수는 0.1개월치 감소해 경쟁사들에 비해 양호하게 방어됨. 전술한 시행세칙 개정으로 BEL이 손실계약에서 2,700억원 감소했으나 이익계약에서는 1,800억원 증가하면서 CSM 기중 조정(-2,391억원)에 영향을 미침

강한 증익 모멘텀에도, 설명하기 어려운 저평가

1Q24 서프라이즈는 일회성으로, 추정치 변경 요인은 아님. 다만 세칙 개정이 전년에 적용됐다면 4Q23의 대규모 손실계약비용(실손 발, 4,000억원대)은 희석되고 배당에 활용되었을 것으로 판단. 따라서 해당 손익으로 인한 2024년 이익 추정치 상향은 기대 DPS 상승으로 이어질 전망. 이때 2024년 배당성향 18% 가정 시 배당수익률은 8.8%로 기대. 미래현금흐름 악화를 반영해 4Q23 손익이 쇼크를 나타내고 향후 비용 부담이 낮아진 만큼, 강한 증익이 예상됨. 그럼에도 경상 수정 ROE 13% 대비 12mf PBR 0.26배의 현 주가는, 밸류업 정책의 동참을 기대하기 어려운 자본비율을 감안해도, 설명하기 어려운 저평가라고 판단. 이익 추정치 조정을 반영해 목표주가를 상향하며, top picks로 유지함

[표1] 현대해상의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

항목	현대해상	비고
자기자본비용	15.1	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.4	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.3	(c): Market Risk Premium (Bloomberg)
Beta (β)	1.1	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE	13.1	(e): 회사별 향후 3개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.87	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-46.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	0.47	(i): (g)*(h)
수정 BPS	123,206	(j): 회사별 12개월 forward 수정 BPS
목표주가	58,000	(k): (i)*(j)
조정률	7.4	직전 목표주가 대비 조정률
현주가	34,200	
상승여력	69.6	

자료: 한화투자증권 리서치센터

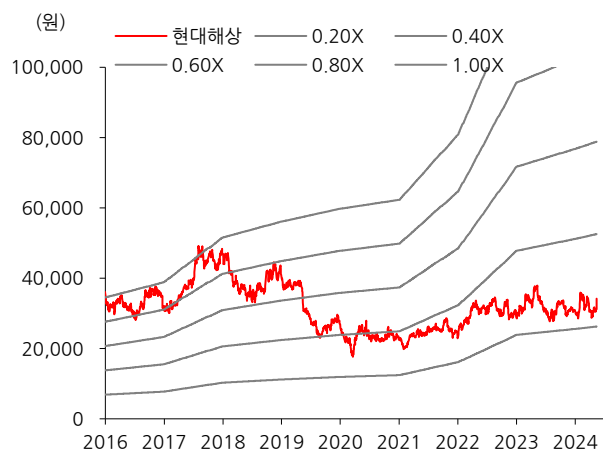
[표2] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(%)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
당기순이익	1,295	1,226	1,100	1,225	17.7	0.1
수정 EPS	16,509	15,641	14,029	15,627	17.7	0.1
수정 BPS	120,010	127,681	128,002	137,415	-6.2	-7.1
수정 ROE	13.8	12.6	11.3	11.8	2.4	0.9

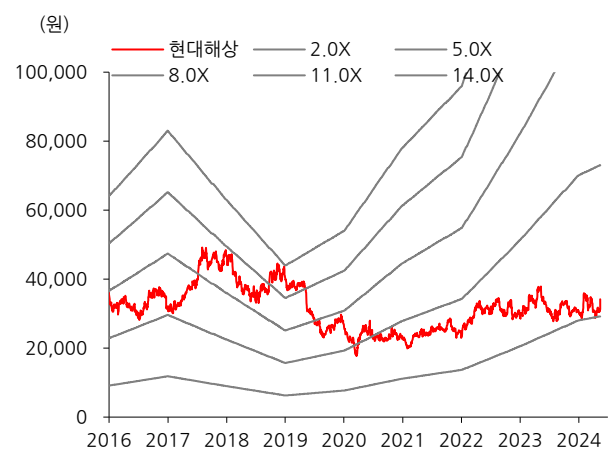
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 현대해상 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 현대해상 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 현대해상의 1Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	1Q24P	1Q23	YoY	4Q23	QoQ	1Q24E	차이	컨센서스	차이
보험손익	532.9	246.0	116.6	-228.0	흑전	292.6	82.1	n/a	n/a
투자손익	108.2	173.9	-37.8	184.0	-41.2	68.2	58.8	n/a	n/a
영업이익	641.1	419.9	52.7	-44.0	흑전	360.8	77.7	355.7	80.3
당기순이익	477.3	315.3	51.4	19.4	2,364.3	268.0	78.1	261.1	82.8

자료: 현대해상, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 현대해상의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

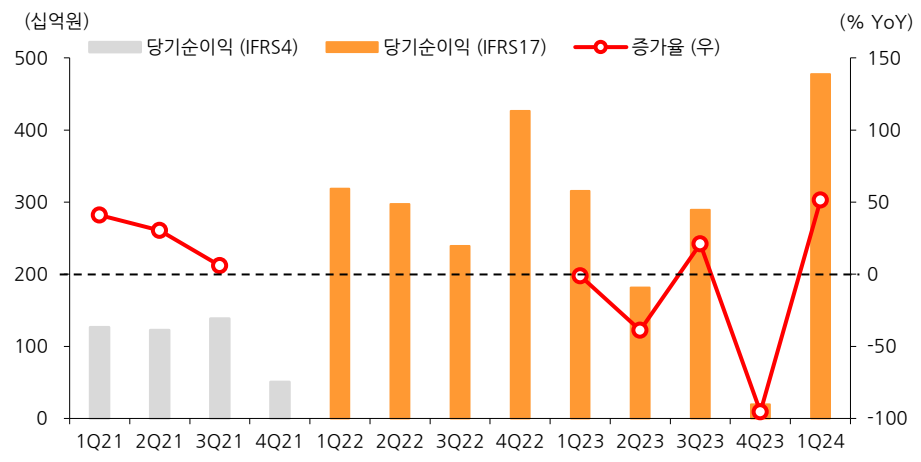
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	QoQ	YoY
AUM	40,238	40,088	39,294	41,500	41,481	-0.0	3.1
투자손익 (일반계)	370	275	261	373	320	-14.3	-13.5
Yield	3.6	2.8	2.6	3.7	3.1	-0.6	-0.5
CSM (보유 순부채)	8,415	8,560	8,867	9,079	9,120	0.5	8.4
CSM 상각	206	210	221	237	239	1.1	16.3
단순상각률	9.8	9.8	10.0	10.4	10.5	0.1	0.7
신계약 CSM (원수)	458	418	446	357	405	13.3	-11.7
월납 신계약 보험료	37.7	39.2	39.8	34.6	39.7	14.8	5.5
단순마진 (개월)	12.2	10.7	11.2	10.3	10.2	-0.1	-2.0
보험+재보험손익	246	170	339	-228	533	흑전	116.6
일반/VFA 모형	148	81	274	-227	454	흑전	207.2
예실차	-40	-89	-44	-11	-40	적지	적지
보험금*	-50	-90	-47	-8	-31	적지	적지
사업비	10	0	3	-3	-9	적지	적전
RA 변동	33	31	32	34	35	1.2	6.0
CSM 상각	206	210	221	237	239	1.1	16.3
손실계약관련비용	-43	-66	68	-481	226	흑전	흑전
기타	-8	-4	-3	-7	-7	적지	적지
PAA 모형	102	93	92	3	91	3,419.8	-10.7
보험수익	1,503	1,542	1,579	1,577	1,547	-1.9	3.0
발생순보험금	861	890	930	976	888	-9.1	3.2
발생순손사비	78	80	83	85	83	-2.1	6.9
손실계약관련비용	1	-0	0	-23	-4	적지	적전
재보험비용	235	239	240	256	237	-7.3	0.9
기타	-228	-240	-234	-236	-244	적지	적지
기타사업비	4	5	26	3	12	283.7	205.7
투자손익	174	81	56	184	108	-41.2	-37.8
보험금융손익	-196	-194	-204	-189	-212	적지	적지
투자서비스손익	370	275	261	373	320	-14.3	-13.5
영업이익	420	251	395	-44	641	흑전	52.7
영업외이익	-7	-7	-6	-5	-9	적지	적지
세전이익	413	244	390	-49	632	흑전	53.0
당기순이익	315	182	289	19	477	2,364.3	51.4

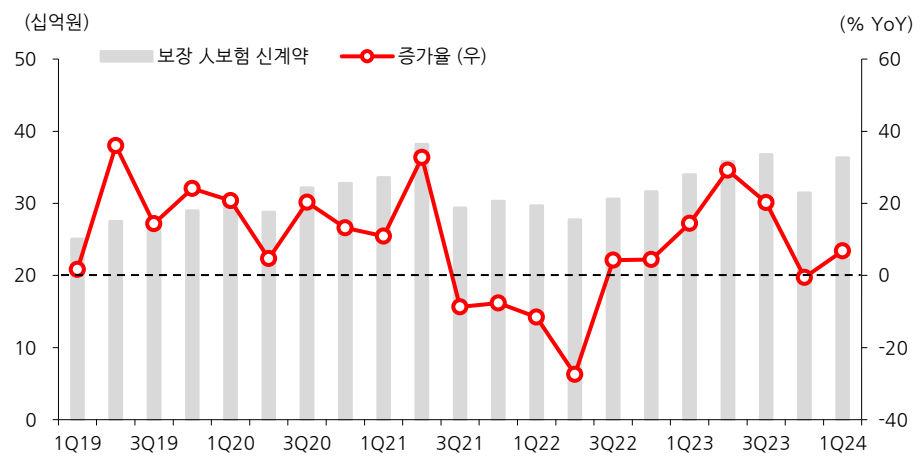
주: 회색 음영 부분은 데이터 부재, *보험료 경험조정 포함

자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

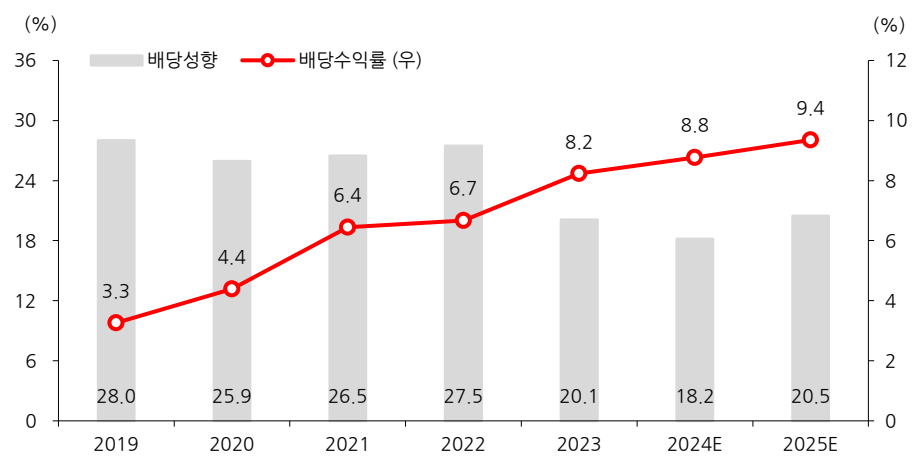
[그림3] 현대해상의 분기별 당기순이익 및 증가율



[그림4] 현대해상의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



[그림5] 현대해상의 배당지표 추이 및 전망



[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	43,118	41,500	42,738	43,816
현금및예치금	1,302	1,350	1,335	1,354
유가증권	30,244	28,660	29,489	30,218
FVPL	717	8,130	8,440	8,684
FVOCI	14,077	19,515	20,059	20,545
AC	14,644	0	0	0
대출채권	10,461	10,397	10,777	11,074
부동산	1,110	1,092	1,137	1,170
비운용자산	2,507	2,241	2,317	2,474
특별계정자산	8	18	24	25
자산총계	45,633	43,758	45,079	46,315
책임준비금	32,328	34,817	35,516	35,760
BEL	15,250	17,105	17,082	16,520
RA	1,689	1,752	1,863	1,908
CSM	8,351	9,142	9,593	10,244
PAA	3,392	3,527	3,731	3,905
투자계약부채	3,646	3,290	3,247	3,183
기타부채	3,988	2,811	2,626	2,626
후순위채	945	945	1,245	1,245
특별계정부채	9	13	18	19
부채총계	36,325	37,641	38,160	38,404
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	7,681	8,673
해약환급금준비금	0	3,422	4,824	5,955
자본조정	-68	-69	-68	-68
기타포괄손익누계	2,943	-524	-852	-852
자본총계	9,308	6,117	6,920	7,911

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	-4.1	3.0	2.7
운용자산	n/a	-3.8	3.0	2.5
부채총계	n/a	3.6	1.4	0.6
CSM	n/a	9.5	4.9	6.8
자본총계	n/a	-34.3	13.1	14.3
보험손익	n/a	-61.2	155.5	-12.8
투자손익	n/a	19.5	-19.8	20.5
영업이익	n/a	-42.3	70.5	-5.2
순이익	n/a	-37.1	60.7	-5.3

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)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	1,358	526	1,345	1,174
일반 및 변동수수료모형	1,120	275	1,137	998
CSM 상각	703	873	964	1,020
RA 변동	137	130	144	148
예상과실계차이	79	-186	-86	-10
손실계약	227	-522	136	-140
기타	-26	-19	-21	-20
보험료배분접근법모형	275	290	255	225
간접사업비	38	38	46	50
투자손익	415	496	398	479
보험금융손익	-745	-783	-870	-903
이자수익	961	1,023	1,109	1,191
배당수익	393	440	585	453
FVPL 평가손익	-1	117	-85	0
기타	-193	-302	-341	-262
영업이익	1,772	1,022	1,743	1,653
영업외이익	-26	-24	-9	0
세전이익	1,747	998	1,734	1,653
법인세비용	465	192	439	426
당기순이익	1,281	806	1,295	1,226

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	142	151	152	156
신계약 CSM	1,840	1,677	1,530	1,537
투자수익률	2.7	3.0	3.0	3.2
수정 Book Value	14,557	9,377	9,411	10,012
수익성				
수정 ROE	8.8	6.7	13.8	12.6
수정 ROA	1.0	1.8	2.9	2.7
주당 지표				
수정 EPS	6,852	10,275	16,509	15,641
수정 BPS	93,237	119,577	120,010	127,681
보통주 DPS	1,965	2,063	3,000	3,200
Valuation 및 배당				
수정 PER	4.3	3.0	2.1	2.2
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
배당성향	27.5	20.1	18.2	20.5
보통주 배당수익률	6.7	6.8	8.8	9.4

[Compliance Notice]

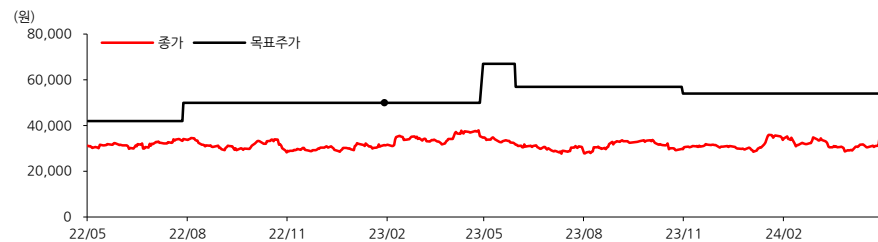
(공표일: 2024년 5월 16일)

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 종목을 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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[현대해상 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.07.11	2022.08.12	2022.09.26	2022.11.11	2022.12.28
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		42,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2023.02.23	2023.05.14	2023.06.14	2023.08.16	2023.09.01	2023.11.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	67,000	57,000	57,000	57,000	54,000
일 시	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.15	2024.01.26	2024.04.17	2024.05.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	54,000	54,000	54,000	54,000	58,000

[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	-41.54	-33.43
2024.05.16	Buy	58,000		

[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 추정치에 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%