



# 현대해상

| Bloomberg Code (001450 KS) | Reuters Code (001450.KS)

2024년 2월 26일

## [손해보험]

임희연 수석연구원

☎ 02-3772-3498

✉ heeyeon.lim@shinhan.com

김민중 연구원

☎ 02-3772-1584

✉ minjongkim@shinhan.com

## 비 온 뒤에 땅이 굳어진다



**매수**  
(유지)



현재주가 (2월 23일)

**34,650 원**



목표주가

**43,000 원 (유지)**



상승여력

**24.1%**

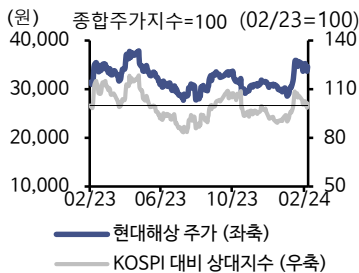
- ◆ 4Q23P 순이익 194억원(-93.3% QoQ), 기대치 하회
- ◆ 2023년의 기저효과로 2024년에는 23.1% 증익 전망
- ◆ 밸류업 프로그램 내용 공개 시 주주환원 정책 검토 후 발표 예정



신한 리서치 투자정보  
www.shinhansec.com

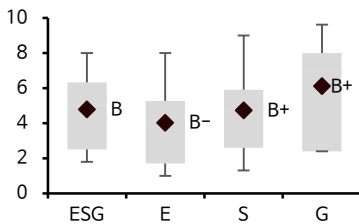
시가총액	3,097.7십억원
발행주식수	89.4백만주
유동주식수	58.0백만주(64.9%)
52 주 최고가/최저가	37,900 원/27,750 원
일평균 거래량 (60 일)	339,762 주
일평균 거래액 (60 일)	10,964백만원
외국인 지분율	37.83%
<b>주요주주</b>	
정몽운 외 4 인	22.85%
국민연금공단	10.54%
<b>절대수익률</b>	
3개월	12.7%
6개월	21.2%
12개월	2.4%
<b>KOSPI 대비 상대수익률</b>	
3개월	6.2%
6개월	13.8%
12개월	-6.4%

## 주가



## ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## 4Q23P 순이익 194억원(-93.3% QoQ), 기대치 하회

4Q23P 영업손실 440억원(적전, 이하 QoQ), 순이익 194억원(-93.3%)으로 당사 추정치(순이익 1,027억원)를 크게 하회했다. 계절적 가정 변경을 반영해 손실부담계약비용이 4,810억원 인식된 영향이다. 손실부담계약비용 증가에 가장 큰 영향을 준 분야는 호흡기 관련 질환 손해를 상승인데, 이번 가정 변경으로 인해 향후 관련 손해를 개선 시 (+) 예상차가 발생하고 관련 비용은 다시 환입될 예정이다.

월평균 보장성 신계약은 105억원(-14.5%), CSM 전환배수는 11.4x(-0.7x)를 기록했다. 신계약 CSM은 3,570억원으로 전분기 대비 20% 감소했으나, 기말 CSM은 9.1조원(+2.4%)으로 양호했다. CSM 상각손익은 2,366억원(+7.1%)으로 연내 최대치를 기록했으며, 예상차 손실도 179억원(+295억원)으로 안정화됐다. 계절적 요인으로 자동차보험은 59억원 적자(적전), 일반보험은 52억원(-81.7%)으로 부진했다. 투자손익은 1,840억원(+227%)으로 양호했다. 금리 하락에 힘입은 FVPL 평가이익과 동시에 배당수익이 증가한 덕분이다.

## 2024년 순이익 9,915억원(+23.1% YoY) 전망

2024년 영업이익 1.4조원(+35%, 이하 YoY), 순이익 9,915억원(+23.1%)이 전망된다. 지난해 일회성 손실부담계약비용 인식의 정상화에 따른 보험손익의 안정화를 감안했다. 단, 기대와 달리 예상차가 안정적인 흐름을 나타내지 못할 경우 손익 추정치는 하향될 수 있다.

작년에 이어 올해도 꾸준히 절판이 이루어지고 있는 점을 감안하면 보장성 신계약은 전년과 유사한 수준에서 유지될 전망이다. 보험업계 전반적으로 올해 타겟하는 유병자시장의 높은 마진을 감안 시 CSM 전환배수도 12.1x(-0.1x) 하락에 그칠 가능성이 높아보인다.

## 투자의견 '매수', 목표주가 43,000원 유지

작년 일회성 요인으로 인한 부진한 실적의 기저효과로 올해 큰 폭의 증익이 예상된다. 특히 구실손 손해율의 상승세가 제한적인 점을 감안 하면 손익 관련 과도한 우려는 기우다. 아직 주주환원정책 중 자사주 계획은 없지만, 밸류업 프로그램 세부 내용 공개 시 포괄적으로 검토할 예정이다. '매수' 관점을 유지한다.

12월 결산	보험손익 (십억원)	투자손익 (십억원)	영업이익 (십억원)	당기순이익 (십억원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	DPS (원)	배당수익률 (%)
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2023P	526.5	495.6	1,022.1	805.7	3.4	0.5	13.2	1.8	2,063	6.7
2024F	921.8	458.2	1,380.1	991.5	3.1	0.5	14.3	2.2	2,550	7.4
2025F	1,073.6	459.7	1,533.3	1,103.4	2.8	0.4	14.1	2.5	2,850	8.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 4Q23P 실적 요약

(십억원, %)	4Q23P	3Q23	4Q22	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap	신한 추정치	% Gap
보험손익	(228.0)	338.8	-	적전	-			2.4	(9,708.3)
투자손익	184.0	56.3	-	226.6	-			140.7	30.8
영업이익	(44.0)	395.2	-	적전	-	381.2	(111.5)	143.1	(130.7)
당기순이익	19.4	289.4	-	(93.3)	-	287.7	(93.3)	102.7	(81.1)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2023P	2024F	2023P	2024F	2023P	2024F
보험손익	756.9	850.3	526.5	921.8	(30.4)	8.4
투자손익	452.3	410.6	495.6	458.2	9.6	11.6
영업이익	1,209.2	1,260.9	1,022.1	1,380.1	(15.5)	9.5
당기순이익	889.1	927.2	805.7	991.5	(9.4)	6.9

자료: 신한투자증권 추정

## 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023P	2024F	증감률
보험손익	246.0	169.6	338.8	(228.0)	265.3	252.1	238.4	166.0	526.5	921.8	75.1
장기	144.8	79.2	252.1	(227.3)	179.5	178.9	192.7	201.4	248.8	752.4	202.4
자동차	75.6	73.4	58.2	(5.9)	70.1	62.2	30.9	(48.1)	201.2	115.0	(42.8)
일반	25.7	17.0	28.5	5.2	15.8	11.1	14.8	12.7	76.4	54.4	(28.9)
투자손익	173.9	81.4	56.3	184.0	185.3	110.4	72.9	89.6	495.6	458.2	(7.5)
운용손익	369.7	275.5	260.8	373.1	384.8	311.6	304.7	309.4	1,279.1	1,310.4	2.5
보험금융손익	(195.8)	(194.1)	(204.5)	(189.1)	(199.4)	(201.1)	(231.8)	(219.8)	(783.5)	(852.2)	적지
영업이익	419.9	251.0	395.2	(44.0)	450.6	362.6	311.3	255.6	1,022.1	1,380.1	35.0
영업외손익	(6.8)	(6.7)	(5.6)	(5.3)	(5.5)	(5.4)	(5.4)	(5.4)	(24.4)	(21.8)	적지
세전이익	413.1	244.3	389.6	(49.3)	445.1	357.1	305.8	250.2	997.7	1,358.3	36.1
당기순이익	315.3	181.7	289.4	19.4	324.9	260.7	223.2	182.7	805.7	991.5	23.1
월평균 보장성 신계약	11.3	11.9	12.3	10.5	12.0	11.0	11.5	11.3	11.5	11.5	(0.5)
CSM 가치배수	13.5	11.7	12.1	11.4	13.0	12.0	11.5	12.0	12.2	12.1	(0.2)
CSM 상각률	2.5	2.5	2.6	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	10.5	11.0	4.8
신계약 CSM	458.0	418.2	446.3	357.0	468.0	396.0	396.8	406.8	1,679.4	1,667.6	(0.7)
기말 CSM	8,415.3	8,560.4	8,867.1	9,078.7	9,370.1	9,583.8	9,810.6	10,055.1	9,078.7	10,055.1	10.8
투자영업이익률	3.7	2.8	2.6	3.7	3.7	3.0	2.9	3.0	3.2	3.2	0.0
ROE (평균)	19.4	10.6	17.4	1.3	20.2	15.6	12.9	10.5	0.0	15.2	15.2
ROA (%)	3.0	1.7	2.8	0.2	3.0	2.4	2.0	1.7	1.8	2.2	0.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

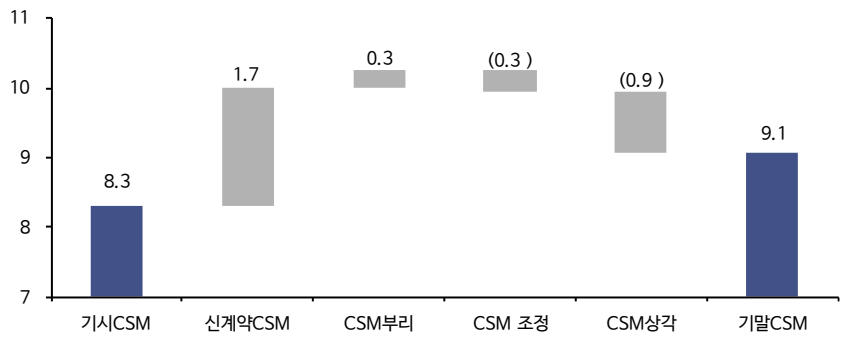
## 목표주가 산출 테이블

FAIR PRICE BASED ON PBR	현대해상
ROE (%)	14.3
Adj. Cost of capital (%)	15.1
Risk free rate (%)	3.3
Beta	0.4
Market return (%)	28.7
Adjustment (%)	-
Long-term growth (%)	0.0
Fair P/ B (x)	0.9
Discount/Premium	(40.0)
Adj. Fair P/B (x)	0.6
BPS (원)	77,592
Target Price (won)	43,000
Upside	24.1%

자료: 신한투자증권 추정

## 2023P CSM Movement

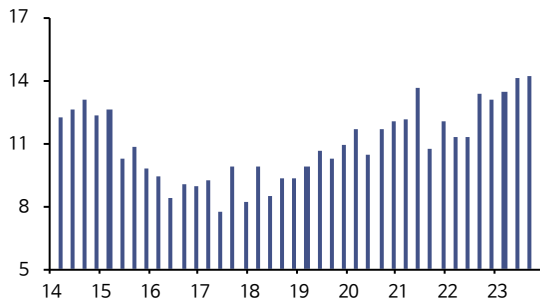
(조원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 월평균 신계약 추이

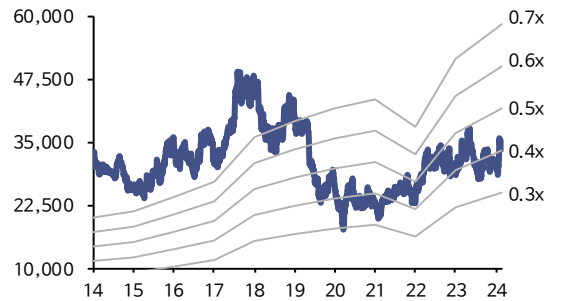
(십억원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 1yr fwd PBR Band Chart

(원)



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

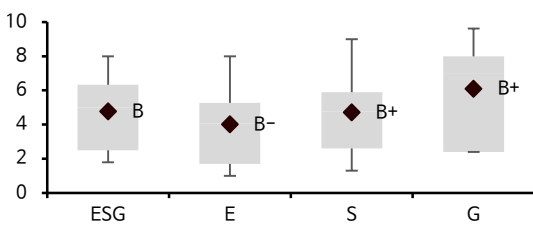
## ESG Insight

### Analyst Comment

- ◆ 친환경 상품 분류체계를 자체 구축하여 친환경 보험 상품 개발 및 출시 확대
- ◆ ECO 마일리지 특약, 전기차 전용 자동차보험 보장 강화로 친환경 경영 실천
- ◆ 전사적인 전자 결재 및 보고 문화 확대로 사무용지 사용 꾸준한 감소

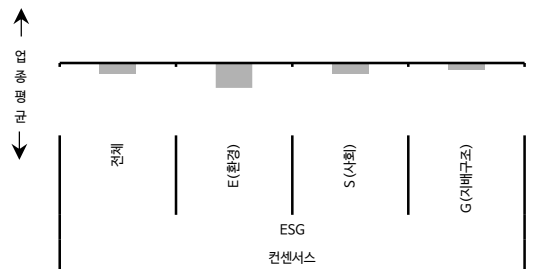
#### 신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

#### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차

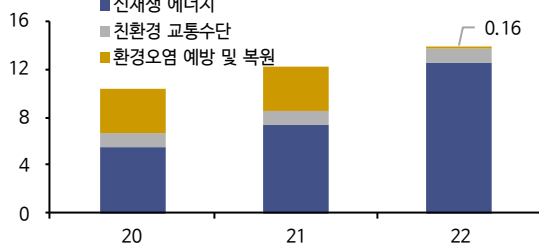


자료: 신한투자증권

### Key Chart

#### 친환경 상품 보험료 실적

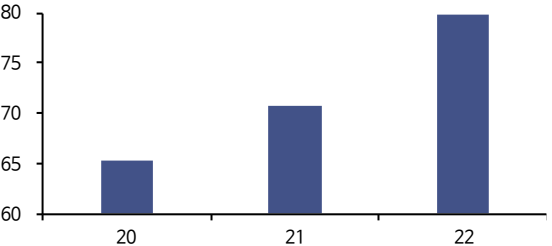
(십억원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

#### 연도별 마일리지 특약 가입률

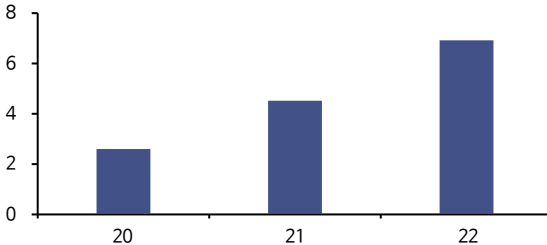
(%)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

#### 전기차 전용 자동차보험 가입 건

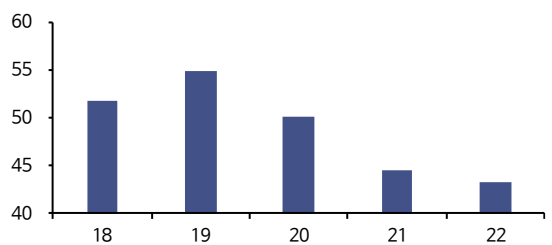
(만건)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

#### 본사 부서 사무용지 구매 비용 및 사용 현황 추이

(백만원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 개별재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	-	-	43,758.5	44,134.5	44,664.1
운용자산	-	-	41,499.5	41,831.5	42,377.0
비운용자산	-	-	2,241.0	2,285.1	2,269.2
특별계정자산	-	-	17.9	17.9	17.9
<b>부채총계</b>	-	-	37,641.3	37,197.8	36,816.1
책임준비금	-	-	34,816.8	34,406.5	34,053.4
보험계약부채	-	-	31,526.9	32,788.9	34,077.9
일반모형	-	-	27,999.5	29,120.3	30,265.1
BEL	-	-	17,104.7	17,241.5	17,466.4
RA	-	-	1,752.4	1,823.7	1,898.0
CSM	-	-	9,142.4	10,055.1	10,900.7
보험료배분접근법적용	-	-	3,527.4	3,668.6	3,812.8
특별계정부채	-	-	13.2	13.2	13.2
<b>자본총계</b>	-	-	6,117.1	6,936.7	7,848.0
자본금	-	-	44.7	44.7	44.7
자본잉여금	-	-	113.2	113.2	113.2
신종자본증권	-	-	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-	-	6,552.6	7,372.2	8,283.4
자본조정	-	-	(69.4)	(69.4)	(69.4)
기타포괄손익누계액	-	-	(523.9)	(523.9)	(523.9)

### CSM Movement

12월 결산 (%)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
<b>기초 CSM</b>	-	-	8,319.4	9,078.7	10,055.1
신계약 CSM	-	-	1,679.4	1,667.6	1,602.8
이자부리	-	-	262.5	294.0	322.7
CSM 조정	-	-	(309.8)	12.7	11.0
CSM 상각	-	-	(872.9)	(997.9)	(1,090.8)
신계약	-	-	(32.7)	(34.6)	(33.3)
보유계약	-	-	(840.1)	(963.3)	(1,057.5)
<b>기말 CSM</b>	-	-	9,078.7	10,055.1	10,900.7
CSM 가치배수	-	-	12.2	12.1	11.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 개별손익보고서

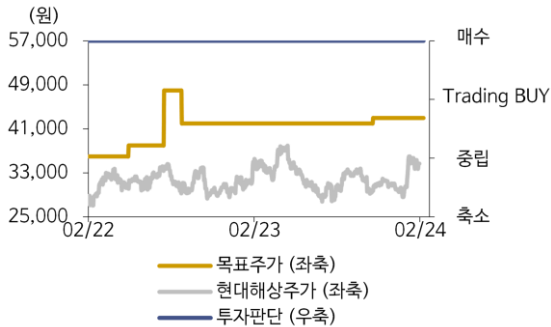
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
<b>보험손익</b>	-	-	526.5	921.8	1,073.6
장기	-	-	248.8	752.4	953.2
CSM 상각	-	-	872.9	997.9	1,090.8
RA 변동	-	-	130.0	137.8	143.6
에실차	-	-	(205.7)	(165.0)	(104.9)
기타	-	-	(548.4)	(218.2)	(176.3)
자동차	-	-	201.2	115.0	65.4
일반	-	-	76.4	54.4	55.0
<b>투자손익</b>	-	-	495.6	458.2	459.7
운용손익	-	-	1,279.1	1,310.4	1,331.5
보험금융손익	-	-	(783.5)	(852.2)	(871.8)
<b>영업이익</b>	-	-	1,022.1	1,380.1	1,533.3
영업외손익	-	-	(24.4)	(21.8)	(21.7)
세전이익	-	-	997.7	1,358.3	1,511.5
법인세비용	-	-	191.9	366.7	408.1
<b>당기순이익</b>	-	-	805.7	991.5	1,103.4

### Valuation Indicator

12월 결산	2021	2022	2023P	2024F	2025F
EPS (원)	-	-	9,013	11,091	12,342
BPS (원)	-	-	68,424	77,592	87,785
PER (배)	-	-	3.4	3.1	2.8
PBR (배)	-	-	0.45	0.45	0.39
ROE (%)	-	-	13.2	14.3	14.1
ROA (%)	-	-	1.8	2.2	2.5
배당성향 (%)	-	-	17.3	17.3	17.4
DPS (원)	-	-	2,063	2,550	2,850
배당수익률 (%)	-	-	6.7	7.4	8.2

## 투자 의견 및 목표주가 추이

### 현대해상(001450)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 01월 25일	매수	36,000	(16.5)	(6.4)
2022년 05월 26일	매수	38,000	(16.1)	(10.1)
2022년 08월 12일	매수	48,000	(33.4)	(28.0)
2022년 09월 20일	매수	42,000	(25.8)	(15.5)
2023년 03월 21일		6개월경과	(23.4)	(9.8)
2023년 09월 22일		6개월경과	(24.2)	(19.6)
2023년 11월 15일	매수	43,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 임희연, 김민중)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 02월 23일 기준)

매수 (매수)	92.68%	Trading BUY (중립)	5.69%	중립 (중립)	1.63%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------