

# 현대해상 (001450/KS)

## 하반기로 갈수록 뚜렷해질 증익 기대감

**SK증권 리서치센터**

### 매수(유지)

목표주가: 43,000 원(유지)

현재주가: 29,250 원

상승여력: 47.0%

### 예실차 및 손실계약비용 중심 보험손익 개선 전망

현대해상의 23 년 손익은 어린이보험 관련 실손보험 손해율 악화에 따른 예실차 손실 확대 및 손실계약비용 영향으로 부진한 모습이 나타났다. 24 년 실적의 경우 연말 보수적 가정 반영을 고려했을 때 예실차 손실 축소 및 손실계약비용 환입에 따른 보험손익 개선이 예상된다. 다만 1 월 중 감기 관련 클레임 증가가 나타난 점을 감안하면 1Q24 예실차 손익은 YoY 로 소폭 개선되는 정도를 예상하며 보다 본격적인 예실차 손익 실적 개선은 2Q24 부터 나타날 것으로 전망한다. 손실계약비용은 실손보험 등 신계약 관련 비용을 환입 효과가 상쇄하며 분기별 약 300 억원 수준이 나타날 전망이다.

### 투자손익은 평가처분손익 기저효과 영향 예상

동사의 경우 투자손익 내 대체투자 등과 관련 평가처분손익 영향이 타사와 달리 4Q 보다 1Q 에 크게 나타나며 해외 부동산 공실률 이슈 등을 감안할 때 관련 손익은 다소 부진할 것으로 예상된다. 동사가 1Q23 중 금리 하락 등 영향으로 평가처분손익을 대거 인식한 점을 감안하면 1Q24 중 기저효과 소멸에 따른 평가처분손익 부진이 불가피할 것으로 예상된다. 전년 동기 대비 약 1천억원 수준의 평가처분손익이 감소하며 전체 투자손익 부진으로 이어질 전망이다.

### 1Q24E 순이익 2,521 억원(-20.1% YoY) 예상

현대해상의 1Q24 순이익은 2,521 억원(-20.1% YoY)으로 컨센서스를 하회할 것으로 예상된다. 신계약은 경험생명표 조정 관련 절판 효과 등 영향으로 전년 동기 대비 소폭 상승한 월평균 115 억원 수준을 예상하며 마진율은 4 월부터 개선될 전망이다. 보험손익은 자동차보험 손해율 상승 등에 따른 영향을 예실차 손실 축소 및 손실계약비용 감소가 상쇄하며 2,671 억원(+8.5% YoY)으로 개선될 것으로 예상되지만 투자손익은 평가처분손익 기저효과로 706 억원(-59% YoY) 수준으로 하락할 전망이다. K-ICS 는 할인을 현실화 등 영향이 나타날 것으로 예상되나 170% 내외 수준을 유지할 것으로 예상된다. 동사 주가는 23 년 손익 부진 및 낮은 K-ICS 등 영향으로 상위 3 사 중 가장 큰 폭의 Discount 를 받아왔으나 24 년 연간 이익 개선 기대감 및 이에 기반한 DPS 상승 여력을 감안하면 다소 과도한 저평가 구간에 머물러 있다고 판단한다.

Analyst  
설용진

s.dragon@sk.com  
3773-8610

#### Company Data

발행주식수	8,940 만주
시가총액	2,615 십억원
주요주주	
정몽준(외4)	22.85%
자사주	12.29%

#### Stock Data

주가(24/04/15)	29,250 원
KOSPI	2,670.43 pt
52주 최고가	37,900 원
52주 최저가	27,750 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

#### 주가 및 상대수익률



#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			526	955	1,061	1,157
투자손익	십억원			496	329	349	354
영업이익	십억원			1,022	1,284	1,410	1,511
당기순이익	십억원			806	958	1,053	1,129
EPS	원			9,013	10,715	11,777	12,630
PER	배			3.4	2.7	2.5	2.3
PBR	배			0.5	0.38	0.34	0.30
ROE	%			10.8	14.7	14.4	13.8

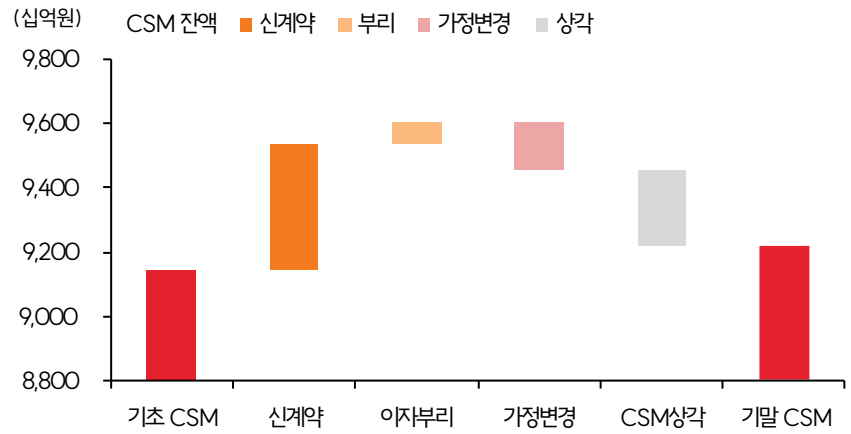
현대해상 - 분기별 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	246	170	339	-228	267.1	276	275	137	흑전	8.5
장기보험	145	79	252	-227	200.7	201	224	146	흑전	38.6
CSM 상각	206	210	221	237	238.3	243	248	253	0.7	15.9
RA 해제	33	31	32	34	35.8	36	36	37	4.4	9.3
예실차	-46	-94	-47	-18	-39.1	-31	-26	-39	적지	적지
손실계약비용	-43	-66	68	-481	-30.0	-30	-30	-100	적지	적지
기타사업비 및 재보험 손익	-4	-1	-21	0	-4.3	-17	-5	-5	적전	적지
일반손해보험	26	17	29	5	23.1	21	18	13	342.6	-10.1
자동차보험	76	73	58	-6	43.2	54	33	-22	흑전	-42.8
투자손익	174	81	56	184	70.6	86	86	87	-61.6	-59.4
자산운용손익	370	275	261	373	275.9	292	292	294	-26.1	-25.4
평가처분손익	107	-2	-20	29	-15.0	0	0	0	적전	적전
보험금융손익	-196	-194	-204	-189	-205.3	-206	-206	-208	적지	적지
영업이익	420	251	395	-44	337.7	362	361	223	흑전	-19.6
영업외손익	-7	-7	-6	-5	-5.5	-5	-5	-5	적지	적지
세전이익	413	244	390	-49	332.2	357	355	218	흑전	-19.6
당기순이익	315	182	289	19	252.1	271	269	166	1,201.5	-20.1
월납보험료(보장성 인보험)	11.3	11.9	12.3	10.5	11.5	11.6	11.8	12.0	9.5	1.2
자산총계	42,574	42,481	41,540	43,758	44,304	44,566	44,983	45,242	1.2	4.1
운용자산	40,238	40,088	39,294	41,500	41,616	41,706	41,817	42,203	0.3	3.4
비운용자산	2,327	2,379	2,230	2,241	2,213	2,205	2,187	2,174	-1.2	-4.9
부채총계	36,064	35,635	34,874	37,641	37,935	37,926	38,073	38,360	0.8	5.2
책임준비금	33,107	32,590	31,675	34,817	34,922	35,007	35,107	35,417	0.3	5.5
장기보험 CSM 잔액	8,453	8,598	8,904	9,142	9,218	9,400	9,587	9,778	0.8	9.0
자본총계	6,510	6,846	6,666	6,117	6,369	6,640	6,909	6,882	4.1	-2.2
계약환급금준비금	3,038	3,234	3,604	3,422	3,264	3,135	3,030	2,945	-4.6	7.4
ROE (%)	17.0	11.8	17.8	1.2	16.1	16.6	15.9	9.6	14.9%p	-0.8%p

자료: 현대해상, SK 증권 추정

실적 추정치 변경		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	526	955	1,061	1,157
	수정 전		1,030	1,141	1,245
	증감률(%)		-7.3%	-7.1%	-7.1%
투자손익	수정 후	496	329	349	354
	수정 전		326	355	359
	증감률(%)		0.9%	-1.6%	-1.6%
세전이익	수정 후	998	1,262	1,388	1,489
	수정 전		1,334	1,474	1,581
	증감률(%)		-5.4%	-5.8%	-5.8%
당기순이익	수정 후	806	958	1,053	1,129
	수정 전		1,012	1,118	1,199
	증감률(%)		-5.3%	-5.8%	-5.8%

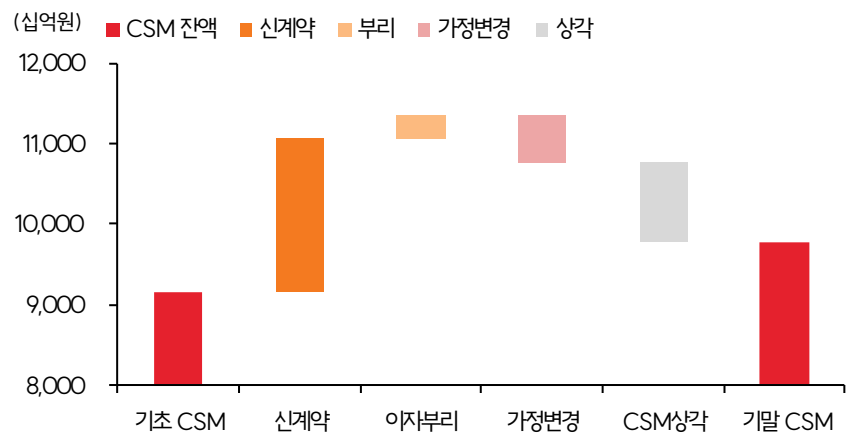
자료: 현대해상, SK 증권 추정

## CSM Movement - 1Q24 전망



자료: 현대해상, SK 증권 추정

## CSM Movement - 2024 전망



자료: 현대해상, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		41,500	42,203	42,775	43,249
현금및예치금		1,350	1,429	1,500	1,567
유가증권		28,660	29,113	29,474	29,768
대출금		10,397	10,573	10,717	10,836
부동산		1,092	1,088	1,083	1,079
비운용자산		2,241	2,174	2,116	2,060
특별계정자산		18	18	18	18
자산총계		43,758	45,242	46,591	47,923
책임준비금		34,817	35,417	35,919	36,349
CSM잔액(원수)		9,142	9,778	10,584	11,459
기타부채		2,811	2,929	2,937	2,937
특별계정부채		13	13	13	13
부채총계		37,641	38,360	38,869	39,299
자본금		45	45	45	45
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		113	113	113	113
이익잉여금		6,553	7,318	8,157	9,059
해약환급금준비금		3,422	2,945	2,737	2,647
자본조정		-69	-69	-69	-69
기타포괄손익누계액		-524	-524	-524	-524
자본총계		6,117	6,882	7,722	8,623

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		151	154	162	172
신계약 CSM		1,679	1,919	2,144	2,274
신계약 CSM 배수		11.1	12.5	13.2	13.2
CSM 관련 지표					
기초CSM		8,352	9,142	9,778	10,584
CSM 조정 가점 변경		-278	-600	-600	-600
신계약 CSM(원수)		1,679	1,919	2,144	2,274
CSM 이자부리		262	298	322	349
상각 전 CSM		10,015	10,760	11,645	12,606
CSM상각액		873	982	1,061	1,147
CSM상각률(%)		8.7	9.1	9.1	9.1
CSM 순증액		791	636	806	875
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률		3.0	2.8	2.8	2.8
평가차분손익 제외 수익률		2.8	2.8	2.8	2.8
손익구성					
보험손익		51.5	74.4	75.2	76.6
CSM상각		85.4	76.5	75.3	75.9
투자손익		48.5	25.6	24.8	23.4
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		173.2	168.4	173.0	176.4

자료: 연대해상, SK증권 추정

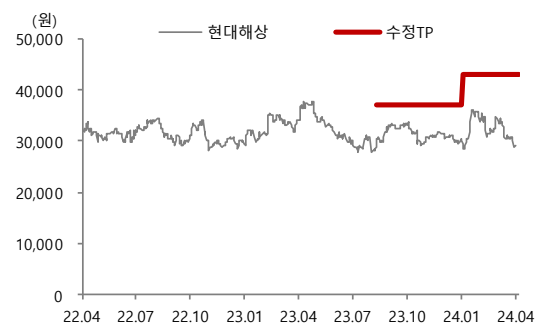
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		526	955	1,061	1,157
장기보험		249	772	876	972
CSM 상각		873	982	1,061	1,147
RA해제		130	145	150	154
예상차		-206	-135	-127	-118
손실계약비용		-522	-190	-175	-175
기타사업비 및 재보험 손익		-26	-30	-33	-36
일반손해보험		76	75	75	76
합산비용(IFRS17)		92	93	93	93
자동차보험		201	108	110	110
합산비용(IFRS17)		95	98	98	98
투자손익		496	329	349	354
자산운용손익		1,279	1,154	1,187	1,202
평가차분손익		114	-15	0	0
보험금융손익		-783	-825	-838	-848
영업이익		1,022	1,284	1,410	1,511
영업외손익		-24	-22	-22	-22
세전이익		998	1,262	1,388	1,489
법인세비용		192	304	335	360
법인세율(%)		19.2	24.1	24.1	24.2
당기순이익		806	958	1,053	1,129

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			1.7	1.4	1.1
CSM증가율			7.0	8.2	8.3
BPS증가율			12.5	12.2	11.7
보험손익증가율			81.4	11.1	9.1
투자손익증가율			-33.6	6.2	1.2
영업이익증가율			25.6	9.8	7.2
세전이익증가율			26.5	10.0	7.3
당기순이익증가율			18.9	9.9	7.2
주당지표(원)					
EPS		9,013	10,715	11,777	12,630
BPS		68,424	76,981	86,373	96,459
EV(BV+CSM)		171,401	186,356	204,759	224,631
보통주 DPS	1,965	2,063	2,460	2,720	2,900
보통주 배당수익률(%)	6.7	6.7	8.4	9.3	9.9
Valuation 지표					
PER(배)		3.4	2.7	2.5	2.3
PBR(배)		0.45	0.38	0.34	0.30
P/EV(배)		0.18	0.16	0.14	0.13
ROE(%)		10.8	14.7	14.4	13.8
ROA(%)		1.8	2.2	2.3	2.4
배당성향(%)		20.1	20.1	20.3	20.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.01.17	매수	43,000원	6개월		
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 기관투자가 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 (2024년 04월 17일 기준)

매수	96.55%	중립	3.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------