



# 현대해상 (001450)

Highest or Zero

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479 / RA 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 58,000원

현재 주가(8/14)	34,950원
상승여력	▲66.0%
시가총액	31,245억원
발행주식수	89,400천주
52 주 최고가 / 최저가	36,050 / 27,850원
90 일 일평균 거래대금	141.33억원
외국인 지분율	39.6%
주주 구성	
정몽윤 (외 5 인)	22.9%
자사주 (외 1 인)	12.3%
국민연금공단 (외 1 인)	9.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.5	2.2	0.9	14.0
상대수익률(KOSPI)	8.9	5.3	-0.1	11.2

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	1,358	526	1,426	1,254
투자손익	415	496	391	431
영업이익	1,772	1,022	1,817	1,685
당기순이익	1,281	806	1,355	1,250
CSM (*)	8,319	9,079	9,580	10,352
수정 EPS	6,852	10,275	17,278	15,944
수정 BPS	93,237	119,577	109,230	119,204
수정 PER	4.3	3.0	2.0	2.2
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
수정 ROE	8.8	6.7	15.1	14.0
배당수익률	6.7	6.8	8.6	9.3

\* 보유 순부채 기준

## 주가 추이



현대해상의 2Q24 순이익은 예상치 개선으로 서프라이즈를 기록했습니다. OCI 감소로 해약준비금 적립 방식 변경이 필요해진 것으로 보이나, 제도 변경 가능성이 높다고 판단해 차선후주로 제시합니다.

**2Q24 별도 순이익 3,557억원(+96% YoY), 어닝 서프라이즈**  
현대해상의 2Q24 별도 당기순이익은 3,557억원(+96% YoY)으로 당사 추정과 컨센서스를 28% 이상 상회하는 서프라이즈를 기록. 2023년 이래 처음으로 예상치가 흑자 전환된 것과 예상 이상의 PAA순이익이 서프라이즈의 원인. 2Q24 보험손익은 3,759억원(+122% YoY)으로 기대를 크게 상회. 보험금 부문에서 예상치가 대폭 개선되고, 실손 보험료의 갱신으로 손실계약비용이 줄어들면서 호실적을 기록. 실손과 비실손의 개선이 동반되었는데, 비실손은 의료 파업 영향이 있었을 것으로 판단하여 하반기 예상치는 다시 적자로 가정하고 그 폭은 줄어들 것으로 추정함. 2Q24 투자손익은 959억원(+18% YoY)으로 해외 부동산 관련 자산의 처분손에 의해 예상보다 부진하였음. 투자수익률은 2.9%로 15bp YoY 개선됨. 경험위험률 조정으로 보험료가 인상되면서 신계약은 인보험 중심으로 18% QoQ 감소하였으나 마진 배수는 3개월치 상승. 이에 신계약 CSM은 8% QoQ 증가하며 기대 이상의 성과를 나타냄. 단, 해지 증가를 주 원인으로 하여 CSM이 기중 -1,520억원 조정되는 등으로 CSM 잔액은 1% QoQ 증가에 그침

## Highest or Zero

시장금리가 하락한 가운데 4월 금리기간구조(부채 할인을 커브)의 유동성 프리미엄(LP)이 추가 인하되면서 모든 커버리지 보험사가 자산(OCI +)보다 부채(OCI -)의 영향을 더 크게 받았고, 대부분 보험사는 자기자본이 감소함. 동사 또한 마찬가지인데, 이로써 배당가능이익에 부정적인 영향이 나타난 것으로 추산됨. 올들어 어닝 서프라이즈를 연속하며 배당 기대감이 높아졌으나, OCI 급감에 따라 해약환급금 준비금의 적립 방식에 대한 제도적인 변경이 필요해진 것으로 보임. 정상적인 상황을 가정해 DPS 추정치는 변경하지 않았으며, 이때 배당수익률은 2024년 8.6%, 향후 3개년 평균 9.3%로 배당 지급이 가능하다면 업종 내 가장 높은 수익률이 기대됨. 기존에 우려치 않았던 불확실성이 발생했으나, 해약 준비금 변경은 통과 가능성이 높다고 판단. 차선후주로 제시함

[표1] 현대해상의 2Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	2Q24P	2Q23	YoY	1Q24	QoQ	2Q24E	차이	컨센서스	차이
보험손익	375.9	169.6	121.7	532.9	-29.5	264.5	42.1	n/a	n/a
투자손익	95.9	81.4	17.8	108.2	-11.4	109.1	-12.1	n/a	n/a
영업이익	471.8	251.0	88.0	641.1	-26.4	373.6	26.3	376.8	25.2
당기순이익	355.7	181.7	95.8	477.3	-25.5	277.2	28.3	276.0	28.9

자료: 현대해상, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 현대해상의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

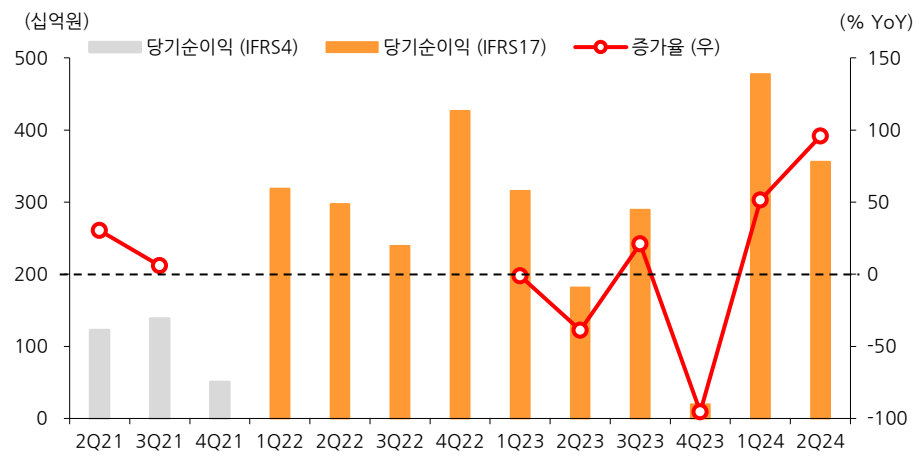
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	QoQ	YoY
AUM	40,238	40,088	39,294	41,500	41,481	42,814	3.2	6.8
투자서비스손익	370	275	261	373	320	305	-4.6	10.7
Yield	3.6	2.8	2.6	3.7	3.1	2.9	-0.2	0.2
CSM (보유 순부채)	8,415	8,560	8,867	9,079	9,120	9,244	1.4	8.0
CSM 상각	206	210	221	237	239	237	-0.7	13.3
단순상각률	9.8	9.8	10.0	10.4	10.5	10.3	-0.2	0.5
신계약 CSM (원수)	458	418	446	357	405	435	7.6	4.1
월납 신계약 보험료	37.7	39.2	39.8	34.6	39.7	32.5	-18.1	-16.9
단순마진 (개월)	12.2	10.7	11.2	10.3	10.2	13.4	3.2	2.7
보험+재보험손익	246	170	339	-228	533	376	-29.5	121.7
일반/VFA 모형	148	81	274	-227	454	302	-33.5	271.7
예실차	-40	-89	-44	-11	-40	44	흑전	흑전
보험금*	-50	-90	-47	-8	-31	50	흑전	흑전
사업비	10	0	3	-3	-9	-6	적지	적전
RA 변동	33	31	32	34	35	32	-8.4	1.2
CSM 상각	206	210	221	237	239	237	-0.7	13.3
손실계약관련비용	-43	-66	68	-481	226	-2	적전	적지
기타	-8	-4	-3	-7	-7	-9	적지	적지
PAA 모형	102	93	92	3	91	87	-4.6	-6.3
보험수익	1,503	1,542	1,579	1,577	1,547	1,550	0.2	0.5
발생순보험금	861	890	930	976	888	898	1.1	0.9
발생순손사비	78	80	83	85	83	81	-2.0	2.2
손실계약관련비용	1	-0	0	-23	-4	-0	적지	적지
재보험비용	235	239	240	256	237	240	1.4	0.7
기타	-228	-240	-234	-236	-244	-243	적지	적지
기타사업비	4	5	26	3	12	13	5.8	176.9
투자손익	174	81	56	184	108	96	-11.4	17.8
보험금융손익	-196	-194	-204	-189	-212	-209	적지	적지
투자서비스손익	370	275	261	373	320	305	-4.6	10.7
영업이익	420	251	395	-44	641	472	-26.4	88.0
영업외이익	-7	-7	-6	-5	-9	-6	적지	적지
세전이익	413	244	390	-49	632	466	-26.3	90.7
당기순이익	315	182	289	19	477	356	-25.5	95.8

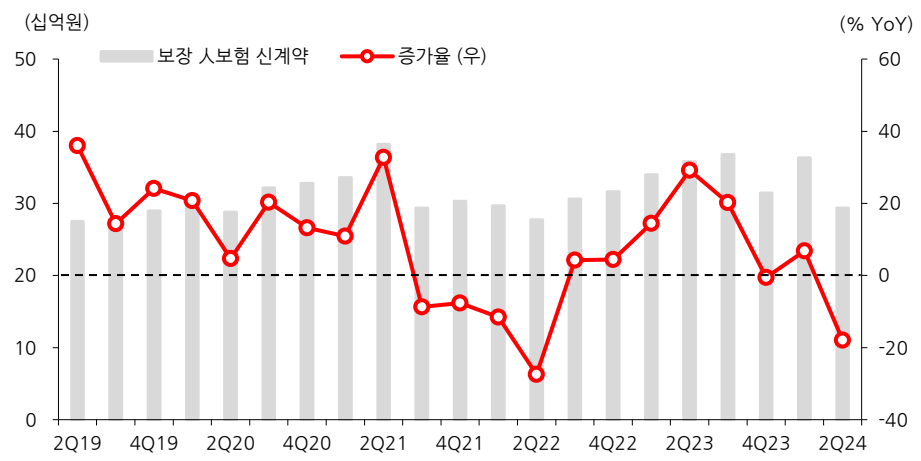
주: 회색 음영 부분은 데이터 부재, \*보험료 경험조정 포함

자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

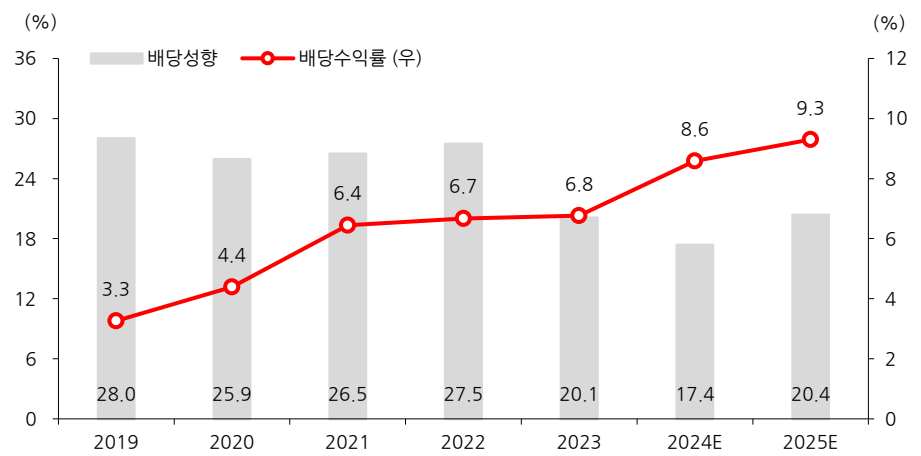
[그림1] 현대해상의 분기별 당기순이익 및 증가율



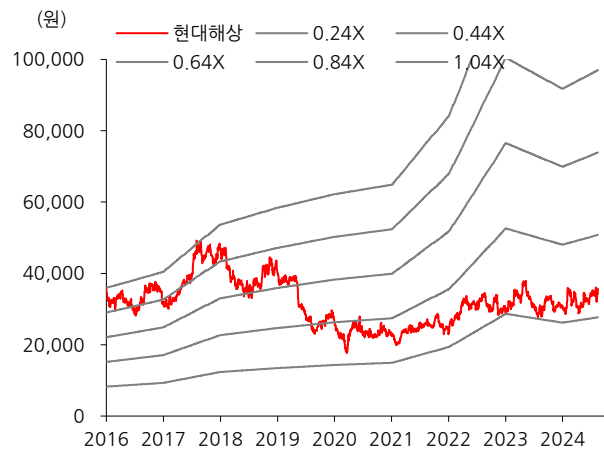
[그림2] 현대해상의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



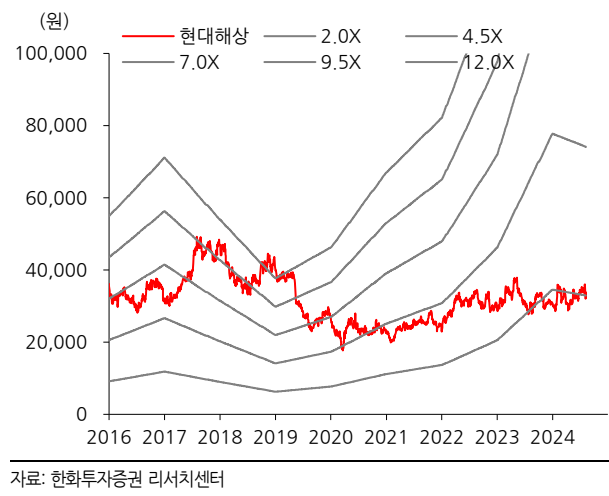
[그림3] 현대해상의 배당지표 추이 및 전망



[그림4] 현대해상 12m forward PBR Band



[그림5] 현대해상 12m forward PER Band



## [ 재무제표 ]

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	43,118	41,500	43,890	45,221
현금및예치금	1,302	1,350	1,364	1,388
유가증권	30,244	28,660	30,865	31,783
FVPL	717	8,130	8,766	9,068
FVOCI	14,077	19,515	21,072	21,688
AC	14,644	0	0	0
대출채권	10,461	10,397	10,516	10,872
부동산	1,110	1,092	1,145	1,179
비운용자산	2,507	2,241	2,063	1,917
특별계정자산	8	18	23	24
<b>자산총계</b>	<b>45,633</b>	<b>43,758</b>	<b>45,977</b>	<b>47,163</b>
책임준비금	32,328	34,817	36,939	37,177
BEL	15,250	17,105	18,410	17,755
RA	1,689	1,752	1,894	1,953
CSM	8,351	9,142	9,636	10,409
PAA	3,392	3,527	3,550	3,680
투자계약부채	3,646	3,290	3,449	3,380
기타부채	3,988	2,811	3,080	3,063
후순위채	945	945	1,551	1,551
특별계정부채	9	13	19	20
<b>부채총계</b>	<b>36,325</b>	<b>37,641</b>	<b>40,039</b>	<b>40,261</b>
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	7,742	8,757
해약환급금준비금	0	3,422	4,706	5,679
자본조정	-68	-69	-68	-68
기타포괄손익누계	2,943	-524	-1,894	-1,945
<b>자본총계</b>	<b>9,308</b>	<b>6,117</b>	<b>5,938</b>	<b>6,902</b>

## 성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	-4.1	5.1	2.6
운용자산	n/a	-3.8	5.8	3.0
부채총계	n/a	3.6	6.4	0.6
CSM	n/a	9.5	5.4	8.0
자본총계	n/a	-34.3	-2.9	16.2
보험손익	n/a	-61.2	170.9	-12.1
투자손익	n/a	19.5	-21.2	10.4
영업이익	n/a	-42.3	77.7	-7.2
순이익	n/a	-37.1	68.2	-7.7

주: IFRS 별도 기준, 2022년 수정 지표들은 자본총계(OCI)를 보정함

2022년 수치는 IFRS17 &amp; IAS39 적용, 2023년 이후 수치는 IFRS17 &amp; IFRS9 적용

## 포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	1,358	526	1,426	1,254
일반 및 변동수수료모형	1,120	275	1,270	1,056
CSM 상각	703	873	973	1,029
RA 변동	137	130	141	151
예상과실계차이	79	-186	-19	-4
손실계약	227	-522.1	200.2	-100
기타	-26	-19	-26	-20
보험료배분접근법모형	275	290	210	256
간접사업비	38	38	53	58
투자손익	415	496	391	431
보험금융손익	-745	-783	-847	-873
이자수익	961	1,023	1,110	1,163
배당수익	393	440	574	442
FVPL 평가손익	-1	117	-30	0
기타	-193	-302	-417	-300
영업이익	1,772	1,022	1,817	1,685
영업외이익	-26	-24	-15	0
세전이익	1,747	998	1,802	1,685
법인세비용	465	192	447	435
<b>당기순이익</b>	<b>1,281</b>	<b>806</b>	<b>1,355</b>	<b>1,250</b>

## 주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
<b>주요 지표</b>				
월납 신계약 보험료	142	151	139	136
신계약 CSM	1,840	1,677	1,673	1,660
투자수익률	2.7	3.0	2.9	2.9
수정 Book Value	14,557	9,377	8,565	9,347
<b>수익성</b>				
수정 ROE	8.8	6.7	15.1	14.0
수정 ROA	1.0	1.8	3.0	2.7
<b>주당 지표</b>				
수정 EPS	6,852	10,275	17,278	15,944
수정 BPS	93,237	119,577	109,230	119,204
보통주 DPS	1,965	2,063	3,000	3,250
<b>Valuation 및 배당</b>				
수정 PER	4.3	3.0	2.0	2.2
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
배당성향	27.5	20.1	17.4	20.4
보통주 배당수익률	6.7	6.8	8.6	9.3

## [ Compliance Notice ]

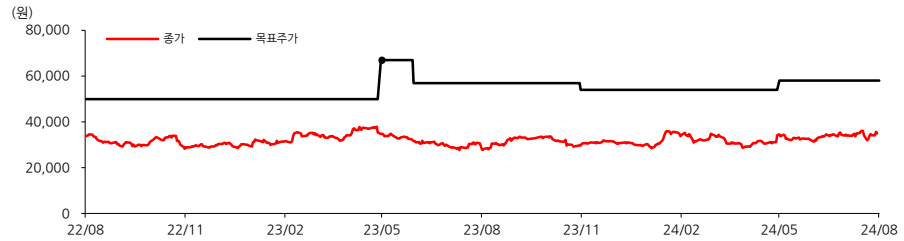
(공표일: 2024년 8월 16일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하, 권지우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 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 책임소계에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ 현대해상 주가와 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2022.09.26	2022.11.11	2022.12.28	2023.02.23	2023.05.14
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		50,000	50,000	50,000	50,000	67,000
일 시	2023.06.14	2023.08.16	2023.09.01	2023.11.15	2023.11.29	2023.12.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	57,000	57,000	57,000	54,000	54,000	54,000
일 시	2024.01.15	2024.01.26	2024.04.17	2024.05.16	2024.05.31	2024.06.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	54,000	54,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2024.06.28	2024.07.04	2024.07.26	2024.08.16		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000		

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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 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 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%