

현대해상 (001450/KS)

미래 손실의 선제적 반영. Turn around 기대

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 43,000 원(유지)

현재주가: 34,650 원

상승여력: 24.1%



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

Company Data

발행주식수	8,940 만주
시가총액	3,098 십억원
주요주주	
정몽윤(외4)	22.85%
자사주	12.29%

Stock Data

주가(24/02/23)	34,650 원
KOSPI	2,667.70 pt
52주 최고가	37,900 원
52주 최저가	27,750 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 순이익 194 억원(-95.5% YoY) 기록

현대해상의 4Q23 순이익은 194 억원으로 컨센서스를 크게 하회했다. 부진한 실적의 원인은 기존 손실계약으로 반영되던 3/4 세대 실손의 손해율 악화 등과 관련된 가정 조정으로 미래 현금흐름 조정에 따라 손실요소가 증가하며 손실계약비용 4,809 억원이 인식된데 기인한다. 한편 CSM 은 가정 조정에 따라 479 억 개선되었는데 과거 동사 실적 부진의 주요 원인이던 구 세대 실손 위험손해율 개선이 가정에 반영된 영향이다. 예실차는 계절성이 반영된 현금흐름 가정 등을 바탕으로 개선되었다. 가정 조정을 통해 반영된 보수적인 현금흐름 가정을 감안하면 향후 예실차는 23 년 대비 유의미한 개선세가 나타날 전망이다. 투자손익의 경우 FVPL 자산의 평가손익을 중심으로 평가처분손익이 291 억원으로 개선되며 1,840 억원을 기록했다. 다만 동사의 경우 부동산 자산 등에 대한 평가처분손익이 1Q 중 반영되는 비중이 높다는 점을 감안하면 1Q24 투자손익의 변동성이 발생할 가능성이 존재한다.

실적 Turn around 에 대한 기대 유효. 관건은 K-ICS 비율 관리

4Q23 중 보수적인 가정 반영으로 손실요소가 증가했음을 감안하면 24 년 실적은 1) 예실차 손익 개선 및 2) 손실계약비용 감소에 기반한 보험손익 중심의 실적 Turn around 가 나타날 것으로 예상된다. 다만 K-ICS 비율은 대량해지위험 계수 조정에도 금리 하락 및 가정 조정에 따른 BEL 증가 영향으로 상대적으로 낮은 173%를 기록했으며 보수적으로 4Q23 중 낮아진 금리 및 증가한 BEL 을 모두 감안했을 때 할인율 현실화에 따른 영향도 다소 부담스러울 전망이다. 향후 부채 변동 및 금리 환경을 감안할 필요는 있겠으나 기업 밸류업 프로그램이 도입되더라도 이익 개선에 기반한 배당 확대 외에 추가적인 주주 환원을 기대하기는 다소 쉽지 않을 것으로 예상된다. 그럼에도 현재 DPS 기준으로 상위 3 사 중 가장 배당수익률을 자체가 높다는 점(삼성화재 5.2%, DB 손보 5.4% vs 현대해상 6%)과 실적 Turn around 에 따라 상대적으로 높은 DPS 증가를 기대할 수 있다는 점은 충분히 긍정적이라고 판단한다. 상위 3 사 중 가장 낮은 밸류에이션을 감안할 때 저가매수 관점 접근 여전히 유효하다고 판단하며 목표주가 43,000 원 및 투자 의견 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023P	2024E	2025E
보험손익	십억원			1,358	526	1,030	1,141
투자손익	십억원			415	496	326	355
영업이익	십억원			1,772	1,022	1,356	1,496
당기순이익	십억원			1,281	806	1,012	1,118
EPS	원				9,013	11,319	12,506
PER	배				3.4	3.1	2.8
PBR	배				0.45	0.45	0.40
ROE	%				10.8	15.5	15.2

현대해상 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
보험손익	246	170	339	-228.0	293	284	265	188	526	1,030
장기보험	145	79	252	-227.3	210	203	209	137	249	759
CSM 상각	206	210	221	237	243	247	250	254	873	994
RA 해제	33	31	32	34	36	36	36	37	130	145
예실차	-46	-94	-47	-18	-32	-31	-42	-50	-206	-155
손실계약비용	-43	-66	68	-481	-32	-32	-32	-100	-522	-196
기타사업비 및 재보험 손익	-4	-1	-21	0	-4	-16	-4	-4	-26	-30
일반손해보험	26	17	29	5	23	21	18	13	76	75
자동차보험	76	73	58	-6	59	60	38	38	201	196
투자손익	174	81	56	184.0	66	86	87	87	496	326
자산운용손익	370	275	261	373	271	293	294	297	1,279	1,155
평가처분손익	107	-2	-20	29	-20	0	0	0	114	-20
보험금융손익	-196	-194	-204	-189	-206	-207	-208	-210	-783	-829
영업이익	420	251	395	-44	358	370	352	275	1,022	1,356
영업외손익	-7	-7	-6	-5	-5	-5	-5	-5	-24	-22
세전이익	413	244	390	-49	353	365	346	270	998	1,334
당기순이익	315	182	289	19.4	268	276	263	205	806	1,012
월납보험료(보장성 인보험)	11.3	11.9	12.3	10.5	10.6	10.8	11.0	11.1	11.5	10.9
자산총계	42,574	42,481	41,540	43,758	44,396	44,758	45,279	45,628	43,758	45,628
운용자산	40,238	40,088	39,294	41,500	41,717	41,931	42,187	42,636	41,500	42,636
비운용자산	2,327	2,379	2,230	2,241	2,213	2,205	2,187	2,174	2,241	2,174
부채총계	36,064	35,635	34,874	37,641	38,011	38,096	38,355	38,689	37,641	38,689
책임준비금	33,107	32,590	31,675	34,817	34,998	35,177	35,388	35,746	34,817	35,746
장기보험 CSM 잔액	8,453	8,598	8,904	9,142	9,185	9,328	9,476	9,627	9,142	9,627
자본총계	6,510	6,846	6,666	6,117	6,385	6,661	6,924	6,939	6,117	6,939
해약환급금준비금	3,038	3,234	3,604	3,422	3,275	3,155	3,058	2,979	3,422	2,979
ROE (%)	17.0	11.8	17.8	1.2	17.1	17.0	15.5	11.8	10.8	15.5

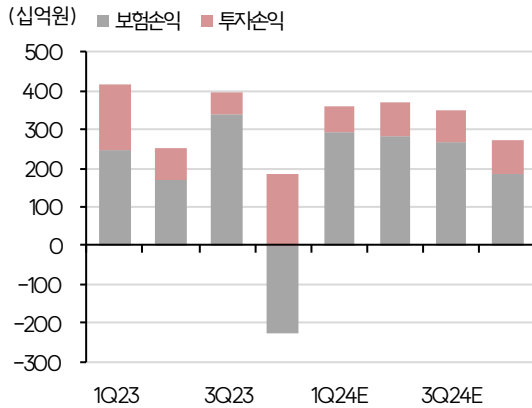
자료: 현대해상, SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2022	2023P	2024E	2025E
보험손익	수정 후	1,358	526	1,030	1,141
	수정 전		887	1,064	1,134
	증감률(%)		-40.6%	-3.2%	0.7%
투자손익	수정 후	415	496	326	355
	수정 전		401	336	351
	증감률(%)		23.6%	-3.0%	1.1%
세전이익	수정 후	1,747	998	1,334	1,474
	수정 전		1,262	1,376	1,461
	증감률(%)		-20.9%	-3.1%	0.9%
당기순이익	수정 후	1,281	806	1,012	1,118
	수정 전		950	1,044	1,108
	증감률(%)		-15.2%	-3.1%	0.9%

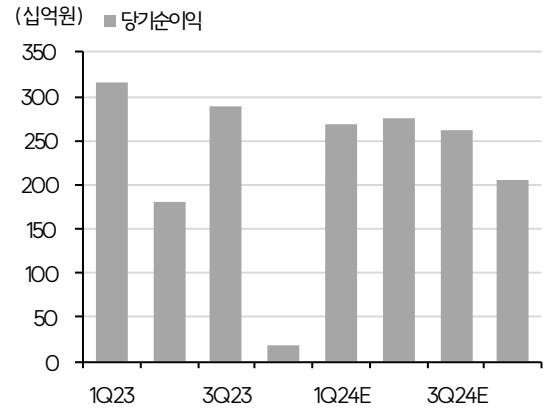
자료: 현대해상, SK 증권 추정

현대해상 - 영업이익 추이 및 전망



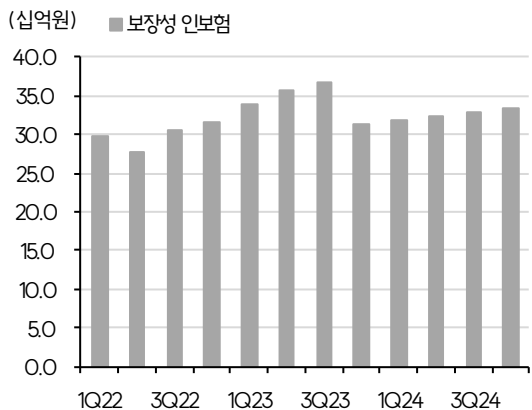
자료: 현대해상, SK 증권 추정

현대해상 - 당기순이익 추이 및 전망



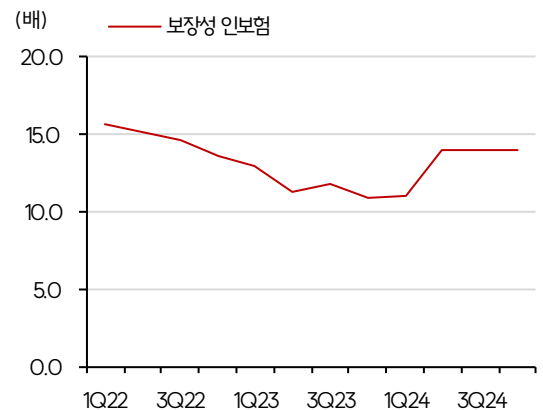
자료: 현대해상, SK 증권 추정

신계약 - 보장성 인보험 월납보험료 추이 및 전망



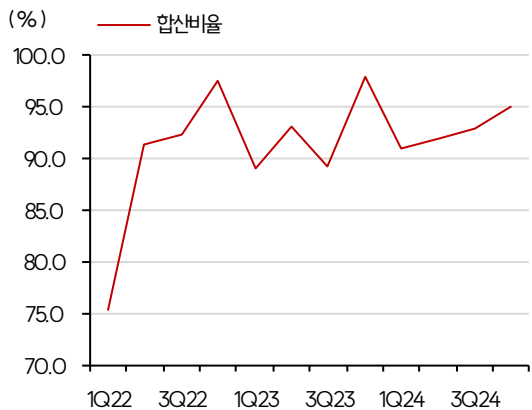
자료: 현대해상, SK 증권 추정

신계약 - 보장성 인보험 CSM 배수 추이 및 전망



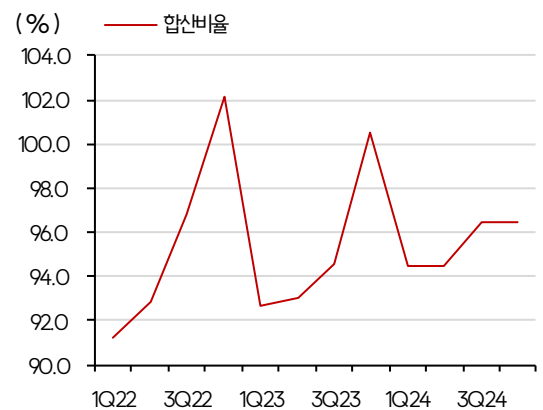
자료: 현대해상, SK 증권 추정

일반손해보험 - 합산비율



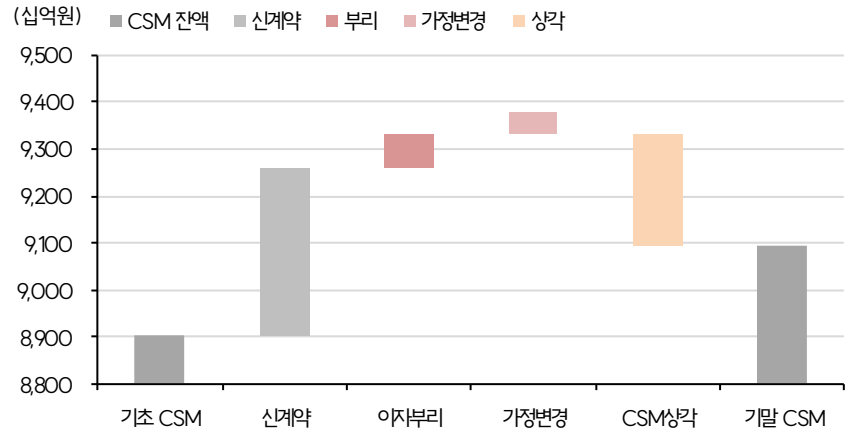
자료: 현대해상, SK 증권 추정; 주: 유럽 보험사처럼 IFRS17 기준 수익 및 비용으로 산정

자동차보험 - 합산비율



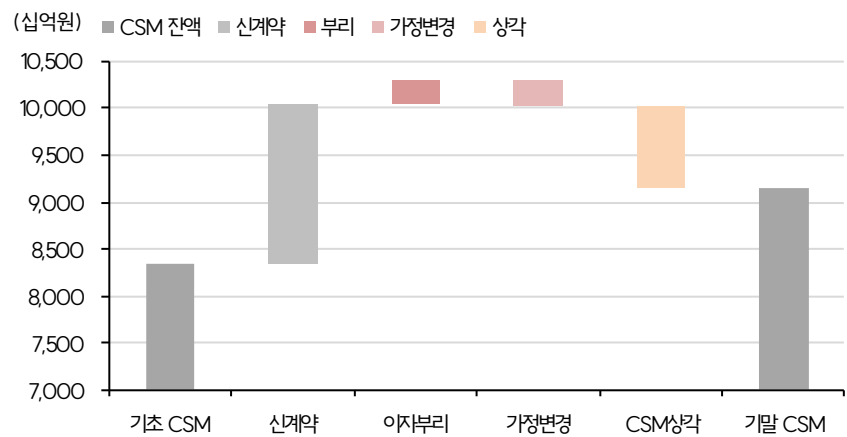
자료: 현대해상, SK 증권 추정; 주: 유럽 보험사처럼 IFRS17 기준 수익 및 비용으로 산정

현대해상 CSM Movement(4Q23)



자료: 현대해상, SK 증권

현대해상 CSM Movement(2023)



자료: 현대해상, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023P	2024E	2025E
운용자산		43,118	41,500	42,636	43,618
현금및예치금		1,302	1,350	1,454	1,551
유가증권		30,244	28,660	29,412	30,055
대출금		10,461	10,397	10,682	10,928
부동산		1,110	1,092	1,088	1,083
비운용자산		2,506	2,241	2,174	2,116
특별계정자산		8	18	18	18
자산총계		45,633	43,758	45,628	47,363
책임준비금		32,260	34,817	35,746	36,560
CSM잔액(원수)		8,352	9,142	9,627	10,275
기타부채		4,006	2,811	2,929	2,937
특별계정부채		9	13	13	13
부채총계		36,275	37,641	38,689	39,510
자본금		45	45	45	45
신종자본증권		498	0	0	0
자본잉여금		113	113	113	113
이익잉여금		5,827	6,553	7,374	8,288
해약환급금준비금		0	3,422	2,979	2,787
자본조정		-68	-69	-69	-69
기타포괄손익누계액		2,942	-524	-524	-524
자본총계		9,358	6,117	6,939	7,853

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023P	2024E	2025E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		142	151	143	152
신계약 CSM		1,825	1,679	1,783	1,992
신계약 CSM 배수		12.8	11.1	12.4	13.1
CSM 관련 지표					
기초CSM			8,352	9,142	9,627
CSM 조정 가정 변경			-278	-600	-600
신계약 CSM(원수)			1,679	1,783	1,992
CSM 이자부리			262	296	315
상각 전 CSM			10,015	10,621	11,334
CSM상각액			873	994	1,059
CSM상각률(%)			8.7	9.4	9.3
CSM 순증액			791	485	648
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률			3.0	2.7	2.8
평가처분손익 제외 수익률			2.8	2.8	2.8
손익구성					
보험손익		76.6	51.5	76.0	76.3
CSM상각		39.7	85.4	73.4	70.8
투자손익		23.4	48.5	24.0	23.7
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		174.6	173.2	172.7	175.5

자료: 현대해상, SK증권 추정

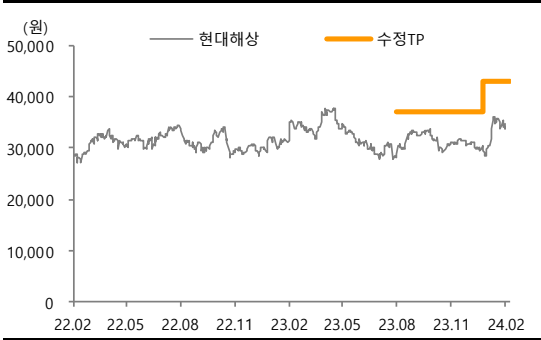
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023P	2024E	2025E
보험손익		1,358	526	1,030	1,141
장기보험		1,092	249	759	869
CSM 상각		703	873	994	1,059
RA해제		137	130	145	150
예실차		50	-206	-155	-133
손실계약비용		227	-522	-196	-175
기타사업비 및 재보험 손익		-25	-26	-30	-33
일반손해보험		94	76	75	75
합산비율(IFRS17)		90	92	93	93
자동차보험		172	201	196	197
합산비율(IFRS17)		96	95	96	96
투자손익		415	496	326	355
자산운용손익		1,160	1,279	1,155	1,205
평가처분손익		-12	114	-20	0
보험금융손익		-745	-783	-829	-851
영업이익		1,772	1,022	1,356	1,496
영업외손익		-26	-24	-22	-22
세전이익		1,747	998	1,334	1,474
법인세비용		465	192	322	356
법인세율(%)		26.6	19.2	24.1	24.2
당기순이익		1,281	806	1,012	1,118

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023P	2024E	2025E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			-3.8	2.7	2.3
CSM증가율			9.5	5.3	6.7
BPS증가율			-31.0	13.4	13.2
보험손익증가율			-61.2	95.6	10.9
투자손익증가율			19.5	-34.2	8.8
영업이익증가율			-42.3	32.6	10.4
세전이익증가율			-42.9	33.7	10.5
당기순이익증가율			-37.1	25.6	10.5
주당지표(원)					
EPS			9,013	11,319	12,506
BPS			68,424	77,617	87,837
EV(BV+CSM)			171,401	185,301	202,770
보통주 DPS		1,965	2,063	2,425	2,605
보통주 배당수익률(%)		6.7	6.7	7.0	7.5
Valuation 지표					
PER(배)			3.4	3.1	2.8
PBR(배)			0.45	0.45	0.39
P/EV(배)			0.18	0.19	0.17
ROE(%)			10.8	15.5	15.1
ROA(%)			1.8	2.3	2.4
배당성향(%)			20.1	18.8	18.3

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 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 (2024년 02월 26일 기준)

매수	94.71%	중립	5.29%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------