



현대해상 (001450)

Valuation 바겐세일이 끝날 때가 됐습니다

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 54,000원

현재 주가(11/14)	29,750원
상승여력	▲81.5%
시가총액	26,597억원
발행주식수	89,400천주
52 주 최고가 / 최저가	37,900 / 27,750원
90 일 일평균 거래대금	137.85억원
외국인 지분율	37.2%
주주 구성	
정몽윤 (외 5 인)	22.9%
자사주 (외 1 인)	12.3%
국민연금공단 (외 1 인)	11.3%

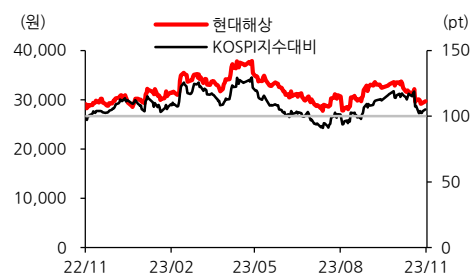
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-11.2	-2.9	-16.0	2.2
상대수익률(KOSPI)	-10.3	2.4	-14.3	3.9

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	n/a	1,013	1,221	1,463
투자손익	n/a	475	441	557
영업이익	n/a	1,487	1,662	2,020
당기순이익	n/a	1,104	1,233	1,497
CSM (*)	8,786	9,601	10,512	11,424
수정 EPS	6,852	13,933	15,727	19,089
수정 BPS	93,237	130,458	141,083	152,205
수정 PER	2.6	2.2	1.9	1.6
수정 PBR	0.2	0.3	0.3	0.2
수정 ROE	8.8	10.7	11.6	13.0
배당성향	17.2	18.0	18.0	18.0

* 보유 순부채 기준

주가 추이



현대해상의 3Q23 순이익은 컨센서스를 26% 상회하는 서프라이즈를 기록했습니다. 목표주가는 5% 하향하나, 할인 요인의 해소에 따라 valuation 격차는 좁혀질 전망입니다. 업종 내 top pick 으로 제시합니다.

3Q23 별도 순이익 2,894억원(+21% YoY), 어닝 서프라이즈

현대해상의 3Q23 별도 당기순이익은 2,894억원(+21% YoY, +59% QoQ)(단, 전년 동기 IFRS17 적용 & IFRS9 미적용)으로 컨센서스를 26% 상회하는 서프라이즈를 기록. 손실계약비용이 680억원 환입된 것이 주 원인. IFRS17 가이드라인을 소급법으로 적용하면서 2Q23 말 BEL은 2.2조원, RA는 1,090억원 증가했고 CSM은 5,000억원대, 자본은 1.3조원 감소함. 3Q23 보험손익은 3,388억원(+100% QoQ)으로 증가. 예실차 개선 및 손실계약비용 환입의 영향임. 4Q23에는 계절성을 반영한 예상보험금 증가와 청구 감소 추세로 예실차가 추가 개선될 전망. 다만 손실계약비용 환입 효과는 소멸될 것으로 추정. 투자수익률(보험금융손익 제외)은 2.6%, FVPL평가손 및 외환파생손 390억원을 제외하면 3.0%를 기록. 신계약은 인보험을 중심으로 2% QoQ 증가함

CSM movement

현대해상의 3Q23 말 CSM(보유, 순부채)은 8.9조원으로 4% QoQ 증가. 신계약 CSM은 4,463억원(+7% QoQ)으로 마진 체고(+0.5개월 QoQ)에 의해 신계약 판매 증가율을 상회. 주요 가이드라인의 적용을 완료한 현 시점에서 CSM 잔액은 2023년 말 10%, 2024년 말 11%, 2025년 말 10% 증가할 것으로 추정

배당성향 19% 가정 시, 기대 DY 8.2%

현대해상의 2023년 배당성향을 19%, 배당수익률을 8.2%로 추정. 전년과 같은 DPS 상승폭(+485원)을 지속하는 것으로 가정. 이때 2024년 배당성향은 19%, 배당수익률은 9.9%로 기대. 예실차 부진 및 가이드라인 적용에 따른 불확실성에 의해 12mf PER 2배의 저평가를 받아왔으나, 할인 요인의 해소에 따라 peer와의 valuation 차이는 좁혀질 것으로 예상. 가이드라인 적용 영향으로 향후 추정치를 하향 조정하며 목표주가를 5% 낮추었으나, 여전히 높은 상승여력 및 불확실성 해소 국면임을 고려해 업종 내 top pick으로 제시함

[표1] 현대해상의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

구분	현대해상	설명
자기자본비용 (CoE)	25.9	
Average ROE	11.7	회사별 향후 3개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	
이론적 PBR	0.45	
할증률 (할인율)	-10.0	Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	0.41	
수정 BPS	133,504	회사별 12개월 forward 수정 BPS
목표주가	54,000	
조정률	-5.3	직전 목표주가 대비 조정률
현 주가	29,750	
상승여력	81.5	

자료: 한화투자증권 리서치센터

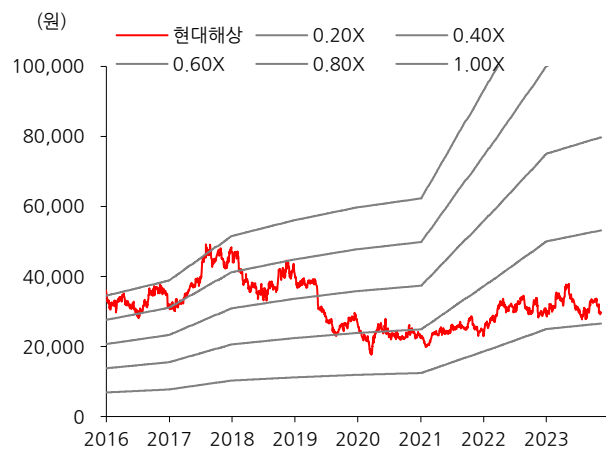
[표2] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(폭)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
지배 순이익	1,203	1,404	1,233	1,497	-2.4	-6.2
수정 EPS	15,344	17,910	15,727	19,089	-2.4	-6.2
수정 BPS	134,262	143,293	141,083	152,205	-4.8	-5.9
수정 ROE	11.8	12.9	11.6	13.0	0.2	-0.1

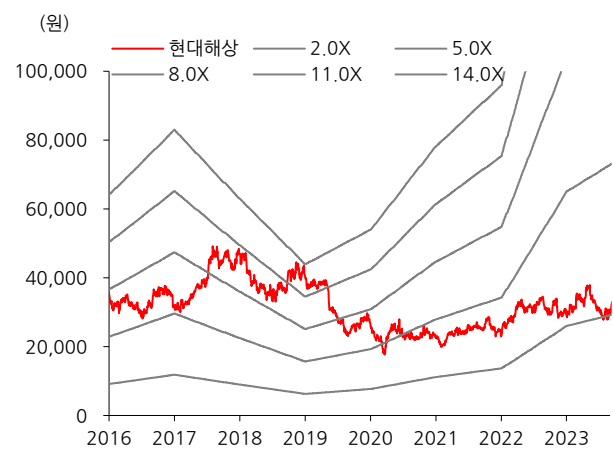
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 현대해상 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 현대해상 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 현대해상의 3Q23 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	3Q23P	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	컨센서스	차이
보험손익	339	272	24.5	170	99.8	n/a	n/a
투자손익	56	64	-12.2	81	-30.8	n/a	n/a
영업이익	395	336	17.5	251	57.5	315	25.4
당기순이익	289	239	21.1	182	59.3	229	26.2

자료: 현대해상, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 현대해상의 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

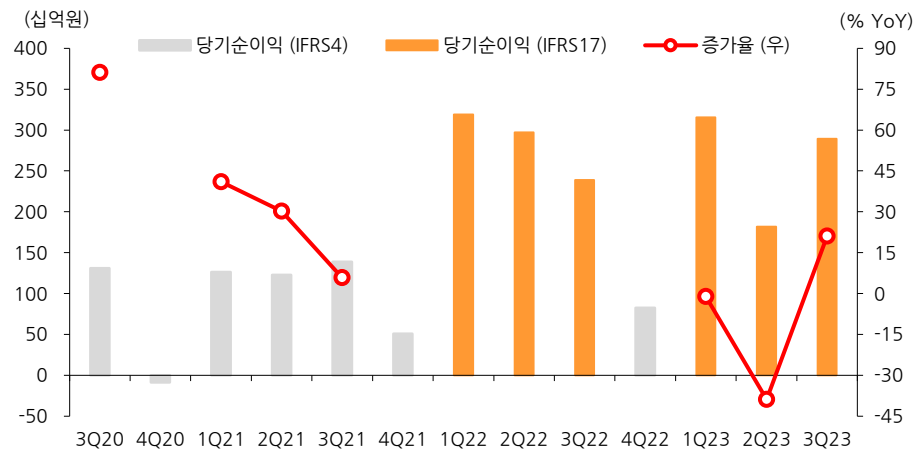
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	QoQ	YoY
AUM				43,118	40,238	40,088	39,294	-2.0	n/a
투자서비스손익	289	298			370	275	261	-5.3	n/a
Yield (%)					3.6	2.8	2.6	-0.1	2.6
CSM (보유 순부채)				8,319	8,415	8,560	8,867	3.6	n/a
CSM 상각	157	168	176		206	210	221	5.4	25.5
단순상각률 (%)					9.8	9.8	10.0	0.2	10.0
신계약 CSM (보유)					458	418	446	6.7	n/a
월납 신계약 보험료	32.9	31.3	39.1	39.1	37.7	39.2	39.8	1.6	1.8
단순마진 (개월)					12.2	10.7	11.2	0.5	11.2
보험+재보험 손익	341	293	272		246	170	339	99.8	24.5
일반/VFA 모형	205	217	226		148	81	274	237.2	21.3
예실차	41	36	48		-40	-89	-44	적지	적전
보험금*	37	45	43		-50	-90	-47	적지	적전
사업비	4	-9	4		10	0	3	1,425.9	-31.3
RA 변동	35	34	34		33	31	32	0.5	-8.4
CSM 상각	157	168	176		206	210	221	5.4	25.5
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-18	-20	-34		-43	-66	68	흑전	흑전
기타	-10	-1	1		-8	-4	-3	적지	적전
PAA 모형	140	102	53		102	93	92	-1.7	73.8
보험수익	1,406	1,452	1,504		1,503	1,542	1,579	2.4	5.0
발생순보험금	780	839	921		861	890	930	4.5	1.0
발생순손사비	69	77	72		78	80	83	4.7	16.3
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-4	-4	-4		1	-0	0	흑전	흑전
재보험비용	196	199	231		235	239	240	0.5	3.8
기타	-216	-231	-223		-228	-240	-234	적지	적지
기타사업비	4	25	6		4	5	26	459.5	328.9
투자손익	111	119	64		174	81	56	-30.8	-12.2
보험금융손익	-178	-179	-203		-196	-194	-204	적지	적지
투자서비스손익	289	298	267		370	275	261	-5.3	-2.5
영업이익	452	412	336		420	251	395	57.5	17.5
영업외이익	-7	-6	-6		-7	-7	-6	적지	적지
세전이익	444	406	330		413	244	390	59.5	17.9
당기순이익	319	297	239		315	182	289	59.3	21.1

주: 회색 음영 부분은 데이터 부재, *보험료 경험조정 포함

자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

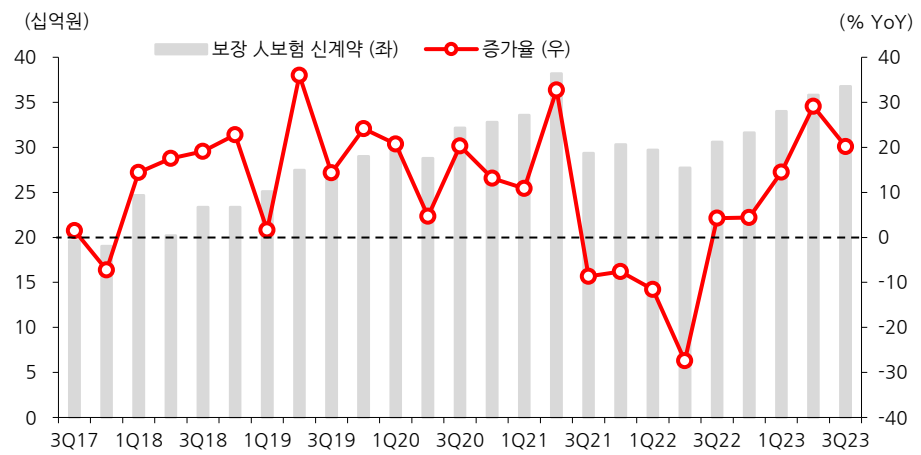
[그림3] 현대해상의 분기별 당기순이익 및 증가율



주: 1Q22~3Q22는 IFRS17 & IAS39 기준, 1Q23~3Q23은 IFRS17 & IFRS9 기준

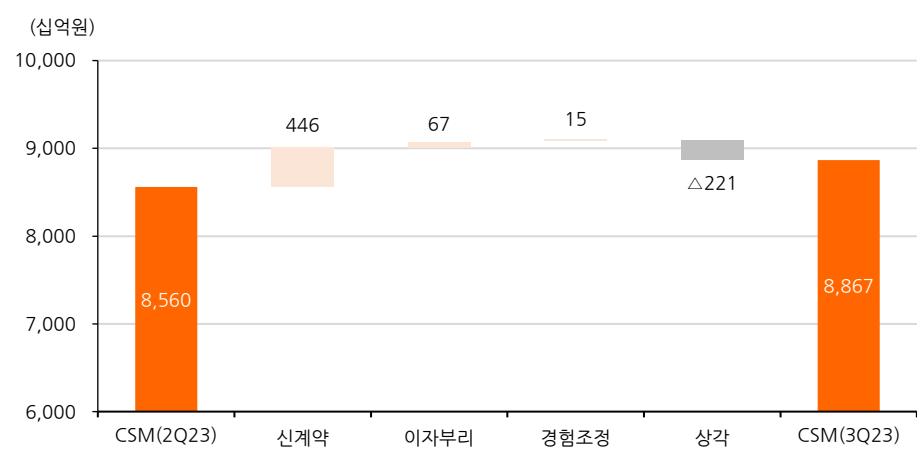
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 현대해상의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

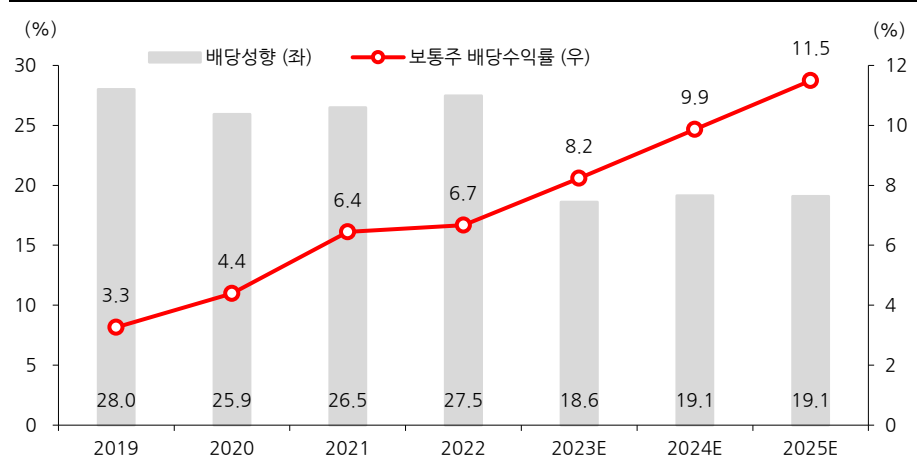
[그림5] 현대해상의 3Q23 CSM Movement



주: 보유 보험계약순부채 기준

자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 현대해상의 배당지표 추이 및 전망



자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
운용자산	43,118	40,974	42,807	44,722
현금및예치금	1,302	1,043	1,107	1,158
유가증권	30,244	28,512	29,713	31,033
FVPL	717	8,436	8,857	9,300
FVOCI	14,077	19,134	19,913	20,790
AC	14,644	0	0	0
대출채권	10,461	10,308	10,814	11,303
부동산	1,110	1,112	1,173	1,227
비운용자산	2,504	2,049	2,353	2,245
특별계정자산	8	15	16	17
자산총계	45,630	43,039	45,176	46,983
책임준비금	30,610	31,273	32,209	32,740
BEL	13,163	12,994	12,705	12,030
RA	1,598	1,675	1,784	1,893
CSM	8,827	9,650	10,561	11,474
PAA	3,376	3,585	3,721	3,836
투자계약부채	3,646	3,369	3,437	3,506
기타부채	4,443	3,535	3,535	3,535
후순위채	945	945	945	945
특별계정부채	9	10	11	11
부채총계	35,061	34,818	35,754	36,286
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113
신종자본증권	498	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	7,188	8,189	9,224	10,499
해약환급금준비금	0	5,159	6,196	7,264
자본조정	-68	-68	-68	-68
기타포괄손익누계	2,792	-59	108	108
자본총계	10,569	8,221	9,422	10,697

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
자산총계	n/a	-5.7	5.0	4.0
운용자산	n/a	-5.0	4.5	4.5
부채총계	n/a	-0.7	2.7	1.5
CSM	n/a	9.3	9.4	8.6
자본총계	n/a	-22.2	14.6	13.5
보험손익	n/a	n/a	20.6	19.8
투자손익	n/a	n/a	-7.1	26.5
영업이익	n/a	n/a	11.8	21.6
순이익	n/a	n/a	11.7	21.4

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	2023E	2024E	2025E
보험손익	n/a	1,084	1,345	1,473
일반 및 변동수수료모형	n/a	881	1,149	1,266
CSM 상각	n/a	885	993	1,105
RA 변동	n/a	105	113	123
예상과실계차이	n/a	-79	42	38
손실계약	n/a	-15	0	0
기타	n/a	-15	0	0
보험료배분접근법모형	n/a	503	472	456
재보험손익	n/a	-261	-235	-205
간접사업비	n/a	39	41	43
투자손익	n/a	550	443	427
보험금융손익	n/a	-774	-848	-896
이자수익	n/a	975	1,062	1,131
배당수익	n/a	362	374	381
FVPL 평가손익	n/a	180	46	0
기타	n/a	-194	-191	-189
영업이익	n/a	1,634	1,788	1,899
영업외이익	n/a	-7	0	0
세전이익	n/a	1,628	1,788	1,899
법인세비용	n/a	409	462	492
당기순이익	n/a	1,218	1,326	1,408

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023E	2024E	2025E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	142	153	154	158
신계약 CSM	n/a	1,774	1,589	1,636
투자수익률	n/a	2.9	3.1	3.2
수정 Book Value	13,104	10,230	11,063	11,935
수익성				
수정 ROE	8.8	10.7	11.6	13.0
수정 ROA	1.0	2.5	2.8	3.2
주당 지표				
수정 EPS	6,852	13,933	15,727	19,089
수정 BPS	93,237	130,458	141,083	152,205
보통주 DPS	1,965	2,530	2,830	3,440
Valuation 및 배당				
수정 PER	2.6	2.2	1.9	1.6
수정 PBR	0.2	0.3	0.3	0.2
배당성향	17.2	18.0	18.0	18.0
보통주 배당수익률	6.7	8.3	9.2	11.2

[Compliance Notice]

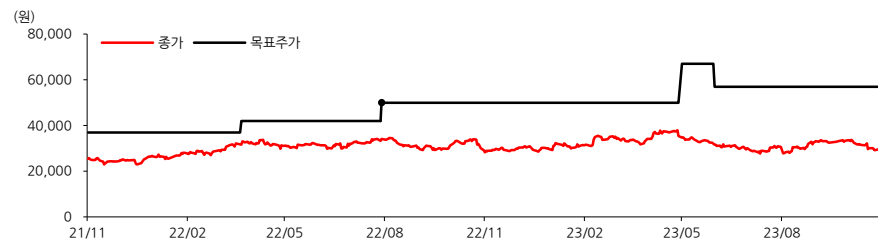
(공표일: 2023년 11월 15일)

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 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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[현대해상 주가와 목표주가 추이]



[투자이전 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.11.15	2022.01.21	2022.02.23	2022.04.05	2022.05.13
투자이전	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		37,000	37,000	37,000	42,000	42,000
일 시	2022.07.11	2022.08.12	2022.09.26	2022.11.11	2022.12.28	2023.02.23
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	42,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2023.05.14	2023.06.14	2023.08.16	2023.09.01	2023.11.15	
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	67,000	57,000	57,000	57,000	54,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자이전	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.04.05	Buy	42,000	-24.27	-18.69
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	-45.97	-40.79
2023.11.15	Buy	54,000		

[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. 밸류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이전 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이전]

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: 2023년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%