

현대해상 (001450/KS)

여전히 가야할 길이 멀다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 36,000 원(유지)

현재주가: 28,650 원

상승여력: 25.7%

3Q24 순이익 2,134 억원(-26.2% YoY) 기록

현대해상의 3Q24 순이익은 2,134 억원(-26.2% YoY)으로 컨센서스를 하회하는 실적을 기록했다. 보험손익이 전반적으로 크게 부진한 모습을 보였다. 먼저 장기보험손익은 1,419 억원(-43.7% YoY)을 기록했는데 주로 7~8월 중 감염병 증가 등 실손보험 중심으로 손해액이 증가하며 보험금 예실차 손실이 큰 폭으로 악화되는데 기인한다. 손실 계약비용은 224 억원으로 전반적으로 경상적인 수준에 머물렀으나 전년 동기 중 발생한 계리적 가정 관련 일회성 요인 기저효과와 영향으로 보험손익이 큰 폭으로 감소하는 모습이 나타났다. 자동차보험도 계절적 손해율 악화 및 누적된 요율 인하 영향으로 132 억원(-77.4% YoY)의 부진한 실적을 기록했다. 투자손익은 1,091 억원(+93.7% YoY)으로 경상적인 수준을 기록했으나 금리 상승으로 인한 평가처분손익 부진 기저효과와 영향으로 높은 증익 폭을 보였다. K-ICS 비율은 2Q24 와 거의 유사한 170.1%를 기록했으며 11월 중 발행한 후순위채 약 4 천억원에 따라 약 5%p 내외 수준의 상승 요인이 나타날 전망이다. 다만 연말 계리적 가정 조정에 따른 CSM 감소 영향이 예상된다는 점에서 자본 측면의 부담은 지속될 것으로 예상된다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

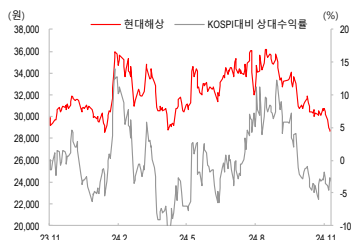
Company Data

발행주식수	8,940 만주
시가총액	2,561 십억원
주요주주	
정몽윤(외4)	22.85%
자사주	12.29%

Stock Data

주가(24/11/14)	28,650 원
KOSPI	2,418.86 pt
52주 최고가	36,150 원
52주 최저가	28,600 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



실손, 무/저해지보험 가정, 해약환급금준비금 등 여전히 남은 숙제들

현대해상의 예실차 손익은 과거 판매한 구세대 실손 영향으로 지속적으로 높은 변동성이 나타나고 있다는 점에서 실적 측면의 불확실성이 높다고 판단한다. 연말 계리적 가정 조정 시점에는 실손 손해율 등 가정 조정과 더불어 이번 보험개혁회의에서 공개된 무/저해지보험의 해지율 조정에 따른 영향도 반영될 것으로 예상되는 만큼 상대적으로 실적 측면의 불확실성이 높을 것으로 예상된다. 구체적인 수치는 향후 확인이 필요하겠으나 당사는 무/저해지보험 해지율 조정 등 영향으로 약 6~7 천억원 내외 수준의 CSM 감소가 추가적으로 나타날 것으로 가정했다. CSM 감소에 따른 K-ICS 비율 측면의 영향이 예상되나 11월 후순위채 발행에 따라 일부 상쇄가 가능할 전망이다. 주주 환원 측면에서도 해약환급금준비금 및 OCI 관련 영향을 감안했을 때 현재 상황에서 제도 개편 없이는 배당가능이익이 충분하지 않을 것으로 예상되며 향후 본격적인 Upside 를 확인하기 위해서는 K-ICS 비율 및 배당가능이익 측면의 불확실성 해소가 필요할 것으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			526	1,149	993	1,055
투자손익	십억원			496	425	489	490
영업이익	십억원			1,022	1,574	1,482	1,545
당기순이익	십억원			806	1,172	1,106	1,153
EPS	원			9,013	13,105	12,370	12,901
PER	배			3.4	2.2	2.3	2.2
PBR	배			0.5	0.48	0.41	0.37
ROE	%			10.8	20.4	19.0	17.4

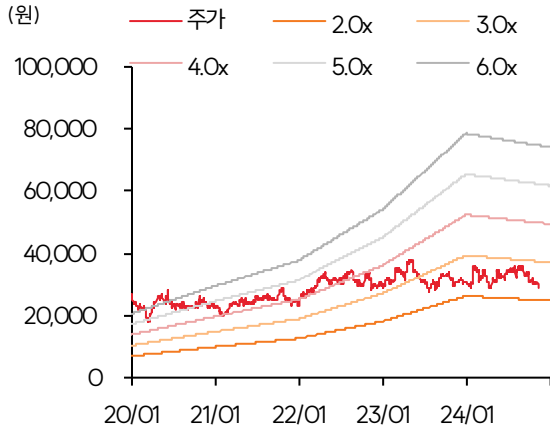
현대해상 - 분기별 실적 추정치 및 전망										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	246	170	339	-228	533	376	182.0	58	-51.6	-46.3
장기보험	145	79	252	-227	444	290	141.9	51	-51.1	-43.7
CSM 상각	206	210	221	237	239	237	240.1	241	1.2	8.7
RA 해제	33	31	32	34	35	32	32.0	32	0.8	1.5
예실차	-46	-94	-47	-18	-47	32	-98.5	-40	적전	적지
손실계약비용	-43	-66	68	-481	226	-2	-22.4	-175	적지	적전
기타사업비 및 재보험 손익	-4	-1	-21	0	-10	-8	-9.4	-7	적지	적지
일반손해보험	26	17	29	5	47	46	27.0	17	-41.0	-5.5
자동차보험	76	73	58	-6	42	40	13.2	-10	-67.2	-77.4
투자손익	174	81	56	184	108	96	109.1	112	13.9	93.7
자산운용손익	370	275	261	373	320	305	305.1	323	0.0	17.0
평가처분손익	107	-2	-20	29	-143	13	-11.7	0	적전	적지
보험금융손익	-196	-194	-204	-189	-212	-209	-196.0	-211	적지	적지
영업이익	420	251	395	-44	641	472	291.2	170	-38.3	-26.3
영업외손익	-7	-7	-6	-5	-9	-6	-5.2	-6	적지	적지
세전이익	413	244	390	-49	632	466	285.9	164	-38.6	-26.6
당기순이익	315	182	289	19	477	356	213.4	125	-40.0	-26.2
월납보험료(보장성 인보험)	11.3	11.9	12.3	10.5	12.1	9.8	10.5	10.0	7.6	-14.1
신계약 CSM	457.3	418.3	446.5	357.1	411.5	435.5	484.9	446.1	11.4	8.6
자산총계	42,574	42,481	41,540	43,758	43,651	44,912	46,183	48,278	2.8	11.2
운용자산	40,238	40,088	39,294	41,500	41,481	42,814	44,044	46,622	2.9	12.1
비운용자산	2,327	2,379	2,230	2,241	2,146	2,076	2,116	2,075	1.9	-5.1
부채총계	36,064	35,635	34,874	37,641	37,836	39,423	40,752	42,923	3.4	16.9
책임준비금	33,107	32,590	31,675	34,817	34,798	36,169	37,798	39,818	4.5	19.3
장기보험 CSM 잔액	8,453	8,598	8,904	9,142	9,199	9,300	9,373	8,861	0.8	5.3
자본총계	6,510	6,846	6,666	6,117	5,815	5,489	5,430	5,355	-1.1	-18.5
계약환급금준비금	3,038	3,234	3,604	3,422	3,975	4,219	4,432	4,593	5.0	23.0
ROE (%)	17.0	11.8	17.8	1.2	32.0	25.2	15.6	9.3	-9.5%p	-2.2%p
K-ICS 비율 (%)	178.6	185.4	172.1	173.2	166.9	169.7	170.1	161.2	0.4%p	-2%p

자료: 현대해상, SK 증권 추정

실적 추정치 변경					
		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	526	1,149	993	1,055
	수정 전		1,301	1,036	1,098
	증감률(%)		-11.7%	-4.1%	-3.9%
투자손익	수정 후	496	425	489	490
	수정 전		378	420	474
	증감률(%)		12.4%	16.3%	3.4%
세전이익	수정 후	998	1,548	1,460	1,523
	수정 전		1,652	1,435	1,550
	증감률(%)		-6.2%	1.8%	-1.7%
당기순이익	수정 후	806	1,172	1,106	1,153
	수정 전		1,252	1,081	1,170
	증감률(%)		-6.4%	2.3%	-1.4%

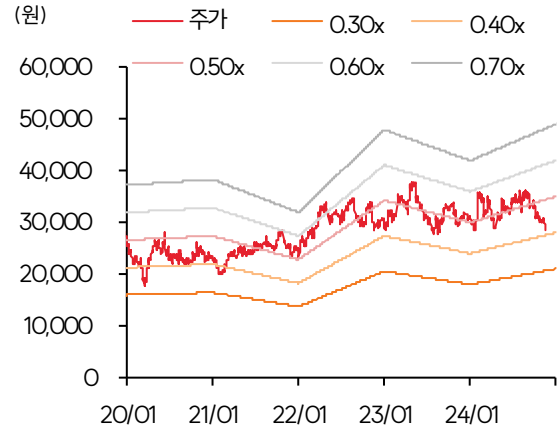
자료: 현대해상, SK 증권 추정

PER 밴드 차트



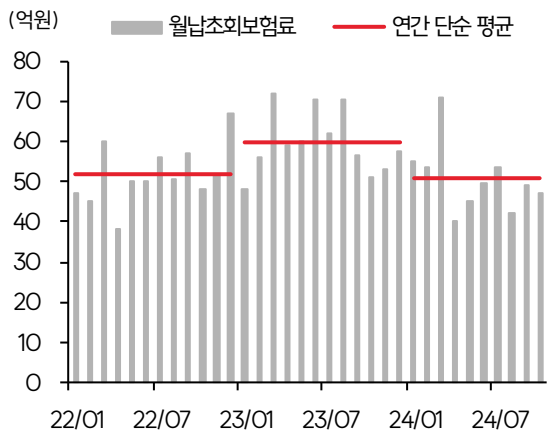
자료: SK 증권 추정

PBR 밴드 차트



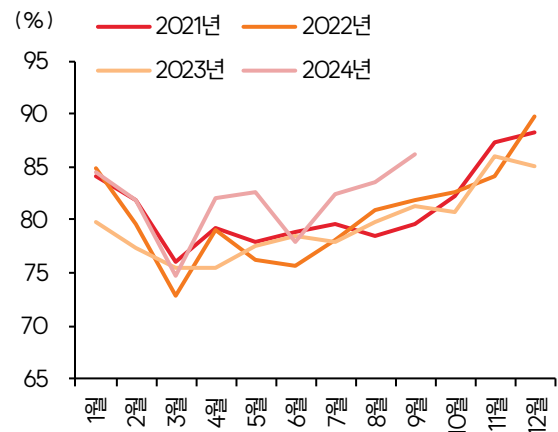
자료: SK 증권 추정

GA 실적 추이



자료: 언론 보도, SK 증권

자동차 손해율 추이



자료: 언론 보도, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		41,500	46,622	46,828	46,977
현금및예치금		1,350	1,494	1,547	1,596
유가증권		28,660	32,979	33,088	33,158
대출금		10,397	10,911	10,959	10,994
부동산		1,092	1,239	1,235	1,230
비운용자산		2,241	2,075	2,028	1,975
특별계정자산		18	22	22	22
자산총계		43,758	48,278	49,370	50,282
책임준비금		34,817	39,818	40,050	40,240
CSM잔액(원수)		9,142	8,861	9,380	9,925
기타부채		2,811	3,085	3,038	3,035
특별계정부채		13	20	20	20
부채총계		37,641	42,923	43,108	43,295
자본금		45	45	45	45
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		113	113	113	113
이익잉여금		6,553	7,558	8,664	9,590
해약환급금준비금		3,422	4,593	5,010	5,187
자본조정		-69	-68	-68	-68
기타포괄손익누계액		-524	-2,293	-2,493	-2,693
자본총계		6,117	5,355	6,261	6,987

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		151	140	143	148
신계약 CSM		1,679	1,778	1,936	1,998
신계약 CSM 배수		11.1	12.7	13.5	13.5
CSM 관련 지표					
기초CSM		8,352	9,142	8,861	9,380
CSM 조정 가점 변경		-278	-1,421	-800	-800
신계약 CSM(원수)		1,679	1,778	1,936	1,998
CSM 이자부리		262	319	321	339
상각 전 CSM		10,015	9,818	10,318	10,917
CSM상각액		873	958	938	992
CSM상각률(%)		8.7	9.8	9.1	9.1
CSM 순증액		791	-282	519	545
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률		3.0	2.8	2.9	2.9
평가치분손익 제외 수익률		2.8	3.2	2.9	2.9
손익구성					
보험손익		51.5	73.0	67.0	68.3
CSM상각		85.4	60.8	63.3	64.2
투자손익		48.5	27.0	33.0	31.7
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		173.2	161.2	166.8	170.1

자료: 연대해상 SK증권 추정

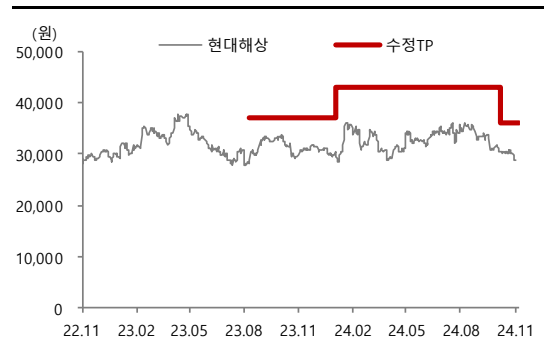
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		526	1,149	993	1,055
장기보험		249	926	733	791
CSM 상각		873	958	938	992
RA해제		130	131	134	141
예실차		-206	-154	-79	-82
손실계약비용		-522	27	-225	-225
기타사업비 및 재보험 손익		-26	-35	-34	-35
일반손해보험		76	137	155	156
합산비용(IFRS17)		92	87	86	86
자동차보험		201	86	106	107
합산비용(IFRS17)		95	98	97	97
투자손익		496	425	489	490
자산운용손익		1,279	1,253	1,356	1,361
평가치분손익		114	-142	0	0
보험금융손익		-783	-828	-868	-871
영업이익		1,022	1,574	1,482	1,545
영업외손익		-24	-26	-22	-22
세전이익		998	1,548	1,460	1,523
법인세비용		192	377	354	370
법인세율(%)		19.2	24.3	24.3	24.3
당기순이익		806	1,172	1,106	1,153

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			12.3	0.4	0.3
CSM증가율			-3.1	5.9	5.8
BPS증가율			-12.5	16.9	11.6
보험손익증가율			118.3	-13.5	6.2
투자손익증가율			-14.3	15.0	0.4
영업이익증가율			54.0	-5.8	4.2
세전이익증가율			55.2	-5.7	4.3
당기순이익증가율			45.4	-5.6	4.3
주당지표(원)					
EPS		9,013	13,105	12,370	12,901
BPS		68,424	59,905	70,038	78,158
EV(BV+CSM)		171,401	159,018	174,958	189,179
보통주 DPS		2,063	0	0	2,900
보통주 배당수익률(%)		6.7	0.0	0.0	10.1
Valuation 지표					
PER(배)		3.4	2.2	2.3	2.2
PBR(배)		0.45	0.48	0.41	0.37
P/EV(배)		0.18	0.18	0.16	0.15
ROE(%)		10.8	20.4	19.0	17.4
ROA(%)		1.8	2.5	2.3	2.3
배당성향(%)		20.1	0.0	0.0	19.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.10.21	매수	36,000원	6개월		
2024.01.17	매수	43,000원	6개월	-23.38%	-15.93%
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 11월 15일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------