



BUY

목표주가(12M) 50,000원  
현재주가(2.23) 34,650원

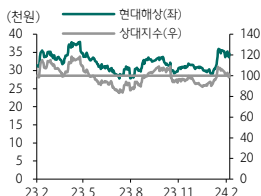
#### Key Data

|                  |               |
|------------------|---------------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 2,667.70      |
| 52주 최고/최저(원)     | 37,900/27,750 |
| 시가총액(십억원)        | 3,097.7       |
| 시가총액비중(%)        | 0.14          |
| 발행주식수(천주)        | 89,400.0      |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 339.8         |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 11.0          |
| 외국인지분율(%)        | 37.83         |
| 주요주주 지분율(%)      |               |
| 정몽운 외 4인         | 22.85         |
| 국민연금공단           | 10.54         |

#### Consensus Data

|           | 2022 | 2023   |
|-----------|------|--------|
| 매출액(십억원)  |      | N/A    |
| 영업이익(십억원) |      | 1,288  |
| 순이익(십억원)  |      | 951    |
| EPS(원)    |      | 10,642 |
| BPS(원)    |      | 86,453 |

#### Stock Price



#### Financial Data

| 투자지표  | 2021  | 2022  | 2023F   | 2024F   |
|-------|-------|-------|---------|---------|
| 보험손익  |       |       | 526.5   | 731.7   |
| 투자손익  |       |       | 495.6   | 459.5   |
| 영업이익  |       |       | 1,022.1 | 1,191.2 |
| 당기순이익 |       |       | 805.7   | 877.6   |
| 지배순이익 |       |       | 805.7   | 877.6   |
| 증감률   |       |       | #DIV/0! | 9%      |
| DPS   | 1,480 | 1,965 | 2,063   | 2,250   |
| P/E   |       |       | 3.44    | 3.53    |
| P/B   |       |       | 0.45    | 0.44    |
| ROA   |       |       | 0.0     | 2.0     |
| ROE   |       |       | 0.0     | 13.4    |
| 배당수익률 | 6.4%  | 6.7%  | 6.7%    | 6.5%    |



Analyst 안영준 yjahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 2월 26일 | 기업분석

## 현대해상(001450)

### 4Q23 Re: 먼저 맞은 매?

#### 대규모 손실부담계약 비용 반영으로 실적 부진

현대해상에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 5만 원을 유지한다. 4분기 실적은 투자 이익 개선에도 불구하고 가정 변경에 따른 대규모 손실부담계약 비용이 반영되면서 부진했다. 전분기 대비 신계약 실적이 소폭 부진했음에도 양의 CSM 조정으로 CSM 잔액이 증가한 점은 긍정적이나, 상대적으로 손익의 변동성과 자본에 대한 우려가 큰 만큼 추가적인 확인이 필요하다.

#### 4분기 순이익은 194억원 (-93% (QoQ)) 기록

4분기 순이익은 194억원(-93% (QoQ))을 기록했는데, 보험이익과 투자이익이 각각 전분기 대비 적자 전환/+227% 변동한 -2,280억원/1,840억원을 기록했다. 보험이익이 전분기 대비 크게 감소한 이유는 견조한 CSM 상각액과 예상차 개선에도 불구하고 가정 변경으로 인한 손실부담계약 비용이 4,809억원 반영되었기 때문이다. 대규모의 손실부담계약 비용은 2023년 호흡기 질환이 유행함에 따라 가정에 적용되는 손해율이 상승했기 때문인 것으로 판단되는데, 해당 가정 변경 이후에는 부채 및 예상보험금이 증가함에 따라 향후 손해율이 개선될 경우 양의 예상차 발생 및 비용 환입 등으로 손익이 개선될 것으로 예상된다. 신계약 CSM은 20% (QoQ) 감소한 3,571억원을 기록했는데, 신계약 월납환산보험료가 13% (QoQ) 감소했고 CSM 배수는 10.3배로 전분기 대비 0.9배 하락했다. 요율 개선이 긍정적인 영향을 미치면서 CSM 조정은 +209억원 반영되었고, 이에 따라 기말 CSM은 2% (QoQ), 9% (YoY) 증가한 9조 787억원을 기록했다. 신계약 CSM 증가와 더불어 요율 가정 조정에 따라 양의 CSM 조정이 이루어지면서 기말 CSM은 4% (QoQ) 증가한 8조 8,671억원을 기록했다. 자동차보험손익은 교통량 증가 및 계절성 요인 등으로 손해율이 상승하면서 전분기 대비 적자 전환했고, 일반보험손익은 손해율 상승으로 82% (QoQ) 감소했다. 투자손익은 227% (QoQ) 증가했는데, 보유이원 상승에 따른 이자수익 증가 및 4분기 시중금리 하락에 따른 FVPL 자산의 평가이익이 되었다. 투자이익률은 1.07%p (QoQ) 상승한 3.71%를 기록했다.

#### 자본비율 및 실적 변동성에 대한 추가적인 검증 필요

2023년말 예상 K-ICS 비율은 전년말 대비 1.4%p 하락한 173.2%로, 향후 금리 하락을 가정한다면 금리 100bp 하락 시 K-ICS 비율 8%p의 하락이 예상되어 자본비율 부담이 가중될 것으로 예상된다. 지금까지의 CSM 조정 등을 고려하면 향후 실적은 개선될 가능성이 크나 주주환원 확대를 위해서는 자본 안정화 및 실적 변동성을 줄이는 것이 우선이다. 2023년 DPS는 2,063원으로 시장 기대치를 하회했는데, 아직까지는 재무적인 부담이 이어지고 있는 것으로 보인다. 향후 실적과 자본 개선이 현실화될 것인지 확인할 필요가 있다.

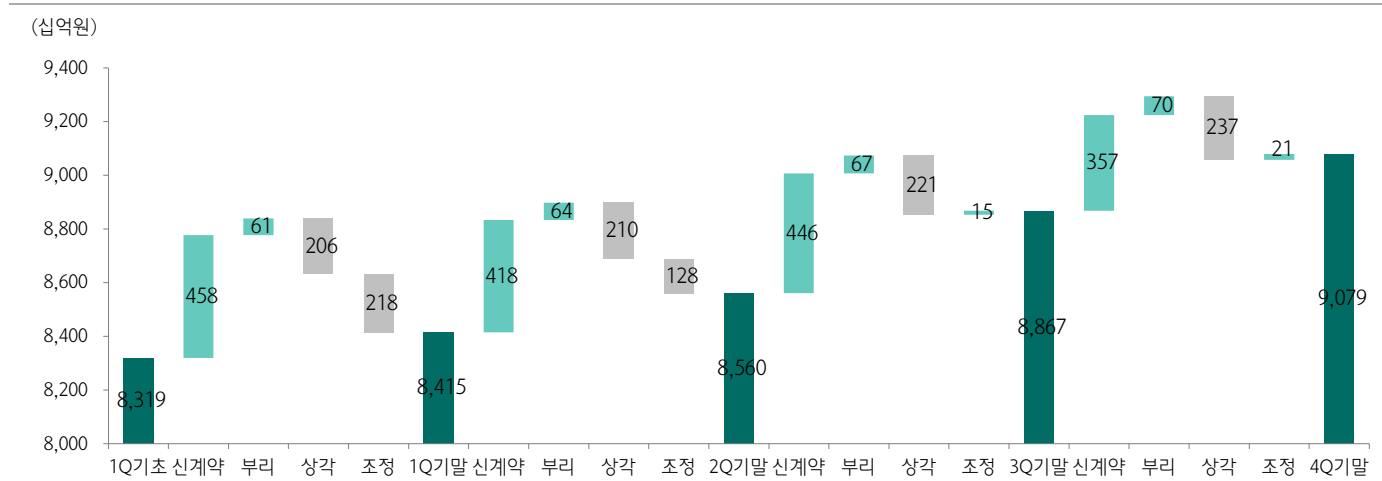
도표 1. 현대해상의 실적

(단위: 십억원)

|              | 1Q23         | 2Q23         | 3Q23         | 4Q23P          | QoQ         | 2023P          |
|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|----------------|
| <b>보험이익</b>  | <b>246.0</b> | <b>169.6</b> | <b>338.8</b> | <b>(228.0)</b> | <b>적전</b>   | <b>526.5</b>   |
| 장기           | 144.8        | 79.2         | 252.1        | (227.3)        | 적전          | 248.8          |
| CSM상각        | 205.7        | 209.6        | 220.9        | 236.6          | 7%          | 872.9          |
| RA상각         | 32.8         | 31.4         | 31.6         | 34.3           | 9%          | 130.0          |
| 예실차          | (46.4)       | (94.0)       | (47.4)       | (17.9)         | 적지          | (205.7)        |
| 보험금          | (48.7)       | (90.2)       | (47.7)       | (8.0)          | 적지          | (194.6)        |
| 사업비          | 2.3          | (3.8)        | 0.3          | (9.9)          | 적전          | (11.1)         |
| 기타           | (47.3)       | (67.8)       | 47.1         | (480.4)        | 적전          | (548.4)        |
| 자동차          | 75.6         | 73.4         | 58.2         | (5.9)          | 적전          | 201.2          |
| 일반           | 25.7         | 17.0         | 28.5         | 5.2            | -82%        | 76.4           |
| <b>투자이익</b>  | <b>173.9</b> | <b>81.4</b>  | <b>56.3</b>  | <b>184.0</b>   | <b>227%</b> | <b>495.6</b>   |
| 투자서비스손익      | 369.7        | 275.5        | 260.8        | 373.1          | 43%         | 1,279.1        |
| (투자이익률)      | 3.74%        | 2.75%        | 2.64%        | 3.71%          | +1.07%p     | 3.22%          |
| 보험금융손익       | (195.8)      | (194.1)      | (204.5)      | (189.1)        | 적지          | (783.5)        |
| <b>영업이익</b>  | <b>419.9</b> | <b>251.0</b> | <b>395.2</b> | <b>(44.0)</b>  | <b>적전</b>   | <b>1,022.1</b> |
| 영업외손익        | (6.8)        | (6.7)        | (5.6)        | (5.3)          | 적지          | (24.4)         |
| 세전이익         | 413.1        | 244.3        | 389.6        | (49.3)         | 적전          | 997.7          |
| <b>당기순이익</b> | <b>315.3</b> | <b>181.7</b> | <b>289.4</b> | <b>19.4</b>    | <b>-93%</b> | <b>805.7</b>   |

자료: 현대해상, 하나증권

도표 2. 현대해상의 CSM Movement



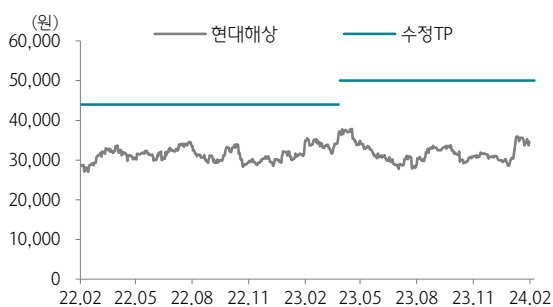
자료: 현대해상, 하나증권

## 추정 재무제표

| 손익계산서        |        |        |         |         |          | 재무상태표     |      |      |          |          |          |
|--------------|--------|--------|---------|---------|----------|-----------|------|------|----------|----------|----------|
| (단위: 십억원)    |        |        |         |         |          | (단위: 십억원) |      |      |          |          |          |
|              | 2021   | 2022   | 2023E   | 2024E   | 2025E    |           | 2021 | 2022 | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
| 보험이익         |        |        | 526.5   | 731.7   | 859.8    | 자산총계      |      |      | 43,758.5 | 45,457.3 | 47,222.0 |
| 장기보험         |        |        | 248.8   | 682.4   | 806.4    | 운용자산      |      |      | 41,499.5 | 43,110.6 | 44,784.2 |
| CSM상각액       |        |        | 872.9   | 936.4   | 984.2    | FVPL      |      |      | 8,130.2  | 8,113.1  | 8,095.9  |
| RA상각액        |        |        | 130.0   | 151.2   | 165.9    | FVOCI     |      |      | 19,514.8 | 20,475.9 | 21,484.3 |
| 예실차          |        |        | (205.7) | (161.2) | (142.9)  | AC        |      |      | -        | -        | -        |
| 보험금예실차       |        |        | (194.6) | (155.7) | (140.1)  | 대출채권      |      |      | 10,397.3 | 10,800.9 | 11,220.2 |
| 사업비예실차       |        |        | (11.1)  | (5.6)   | (2.8)    | 부동산       |      |      | 1,092.1  | 1,134.5  | 1,178.5  |
| 기타           |        |        | (548.4) | (244.0) | (200.8)  | 비운용자산     |      |      | 2,241.0  | 2,328.8  | 2,420.0  |
| 자동차보험이익      |        |        | 201.2   | 28.2    | 31.8     | 특별계정자산    |      |      | 17.9     | 17.8     | 17.8     |
| 일반보험이익       |        |        | 76.4    | 21.1    | 21.6     | 부채총계      |      |      | 37,641.3 | 38,462.5 | 39,234.4 |
| 연결조정         |        |        | 0.0     | 0.0     | 0.0      | 책임준비금     |      |      | 34,816.8 | 35,581.0 | 36,294.8 |
| 연결보험이익       |        |        | 526.5   | 731.7   | 859.8    | 보험계약부채    |      |      | 31,526.9 | 32,356.4 | 33,134.2 |
| 투자이익         |        |        | 495.6   | 459.5   | 482.8    | 잔여보장요소    |      |      | 27,225.8 | 28,033.8 | 28,897.4 |
| 투자서비스손익      |        |        | 1,279.1 | 1,219.9 | 1,249.2  | 최선추정      |      |      | 12,970.2 | 12,866.8 | 12,764.1 |
| 보험금융손익       |        |        | (783.5) | (760.4) | (766.5)  | 위험조정      |      |      | 1,585.9  | 1,573.2  | 1,560.7  |
| 영업이익         |        |        | 1,022.1 | 1,191.2 | 1,342.6  | 보험계약마진    |      |      | 9,142.4  | 9,995.3  | 10,901.6 |
| 영업외손익        |        |        | (24.4)  | (21.0)  | (18.8)   | 보험료배분접근법  |      |      | 3,527.4  | 3,598.5  | 3,671.0  |
| 세전이익         |        |        | 997.7   | 1,170.2 | 1,323.8  | 발생사고요소    |      |      | 4,301.0  | 4,322.6  | 4,236.8  |
| 당기순이익        |        |        | 805.7   | 877.6   | 992.8    | 최선추정      |      |      | 4,207.8  | 4,124.3  | 4,042.4  |
|              |        |        |         |         |          | 위험조정      |      |      | 202.3    | 198.3    | 194.4    |
|              |        |        |         |         |          | 재보험계약부채   |      |      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
|              |        |        |         |         |          | 투자계약부채    |      |      | 3,289.9  | 3,224.6  | 3,160.6  |
| CSM Movement |        |        |         |         |          | 기타부채      |      |      | 2,811.4  | 2,868.0  | 2,925.8  |
| 기시           |        |        | 8,319.4 | 9,078.7 | 9,995.3  | 특별계정부채    |      |      | 13.2     | 13.5     | 13.8     |
| 신계약          |        |        | 1,679.4 | 1,596.6 | 1,584.3  | 자본총계      |      |      | 6,117.1  | 6,994.8  | 7,987.6  |
| 이자부리         |        |        | 262.5   | 299.0   | 328.1    | 자본금       |      |      | 44.7     | 44.7     | 44.7     |
| 상각           |        |        | 872.9   | 936.4   | 984.2    | 자본잉여금     |      |      | 113.2    | 113.2    | 113.2    |
| 조정           |        |        | 309.8   | 42.5    | 21.9     | 신종자본증권    |      |      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 기말           |        |        | 9,078.7 | 9,995.3 | 10,901.6 | 이익잉여금     |      |      | 6,552.6  | 7,430.2  | 8,423.0  |
|              |        |        |         |         |          | 해약환급금준비금  |      |      | 3,422.4  | 2,640.4  | 1,862.7  |
| K-ICS 비율     |        |        | 168.4   | 172.0   | 179.7    | 자본조정      |      |      | (69.4)   | (69.4)   | (69.4)   |
|              |        |        |         |         |          | 기타포괄손익누계액 |      |      | (523.9)  | (523.9)  | (523.9)  |
|              |        |        |         |         |          | 비지배지분     |      |      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 재무비율         |        |        |         |         |          | 투자지표      |      |      |          |          |          |
| ROA          |        |        |         | 2.0     | 2.1      | 운용자산 비중   |      |      |          |          |          |
| ROE          |        |        |         | 13.4    | 13.3     | 현금 및 예치금  |      |      | 3%       | 3%       | 3%       |
| P/E          |        |        | 3.44    | 3.53    | 3.12     | 주식 및 출자금  |      |      | 1%       | 1%       | 1%       |
| P/B          |        |        | 0.45    | 0.44    | 0.39     | 채권        |      |      | 35%      | 35%      | 35%      |
| 배당지표         |        |        |         |         |          | 대출        |      |      | 25%      | 25%      | 25%      |
| DPS          | 1,480  | 1,965  | 2,063   | 2,250   | 2,600    | 수익증권      |      |      | 14%      | 13%      | 13%      |
| (YoY)        |        | 33%    | 5%      | 9%      | 16%      | 해외        |      |      | 17%      | 17%      | 17%      |
| 배당성장         |        |        | 20%     | 20%     | 21%      | 부동산       |      |      | 3%       | 3%       | 3%       |
| 기말총가         | 22,950 | 29,450 | 31,000  | 34,650  | 34,650   | 기타        |      |      | 3%       | 3%       | 3%       |
| 배당수익률        | 6.4%   | 6.7%   | 6.7%    | 6.5%    | 7.5%     |           |      |      |          |          |          |

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 현대해상



| 날짜      | 투자의견   | 목표주가   | 괴리율     |         |
|---------|--------|--------|---------|---------|
|         |        |        | 평균      | 최고/최저   |
| 23.7.7  | BUY    | 50,000 |         |         |
| 23.6.23 | BUY    | 50,000 | -38.43% | -37.40% |
| 23.4.21 | BUY    | 50,000 | -31.38% | -24.20% |
| 22.5.31 | 담당자 변경 |        | -       | -       |
| 22.1.13 | BUY    | 44,000 | -32.35% | -23.41% |

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(안영준)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 2월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(안영준)는 2024년 2월 26일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

## 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

| 투자등급       | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계   |
|------------|---------|-------------|------------|------|
| 금융투자상품의 비율 | 93.46%  | 6.07%       | 0.47%      | 100% |

\* 기준일: 2024년 02월 23일