

현대해상 (001450/KS)

체질 개선을 위한 노력 지속 중

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 32,000 원(하향)
 현재주가: 25,950 원
 상승여력: 23.3%

목표주가 32,000 원으로 하향

현대해상의 목표주가를 1) 지속되는 예실차 손실 등에 따른 실적 전망치 조정 및 2) 배당 관련 불확실성에 따른 할인율 조정을 반영하여 32,000 원으로 하향한다. 목표주가는 25E BVPS 59,154 원에 Target PBR 0.54 배를 적용하여 산출했다. 다만 최근 실손 등 전반적인 제도 개선 기대감 등을 감안하여 투자의견은 지속적으로 매수를 유지한다. 투자 리스크로는 1) 계속되는 예실차 손실로 인한 실적 측면의 불확실성, 2) 배당 가능이익 부족에 따른 주주환원 측면의 불확실성 등을 제시한다.

보험료 인상, 포트폴리오 재편을 통한 체질 개선 중

현대해상은 최근 K-ICS 비율이 지속적으로 하락함에 따라 4Q24 중 후순위채를 약 1.3 조 발행하는 등 자본성 증권 등을 활용하여 적극적으로 자본 적정성을 제고하기 위한 노력을 지속하고 있다. 단순 가용자본 확충 외에도 1) 신계약 포트폴리오에서 간편보험 등 연만기 상품 판매를 확대하여 전반적인 부담 위험을 축소하고 있으며 2) 물량이 다소 감소하더라도 보험료 인상을 적극적으로 단행하여 위험 대비 적정 마진을 확보하는 등 적극적으로 체질을 개선하기 위해 노력하는 모습이 나타나고 있다. 최근 실손 요율 인상, 제도 개선 등 전반적인 규제 방향성을 감안했을 때 실손 관련 익스포저가 높은 동사가 가장 민감하게 영향을 받을 것으로 예상하며 실질적인 실손보험 제도 개편 등에 따른 영향 등을 고려한 긴 호흡의 접근이 필요할 전망이다.



Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
 3773-8610

Company Data

발행주식수	8,940 만주
시가총액	2,342 십억원
주요주주	
정몽윤(외4)	22.85%
자사주	12.29%

Stock Data

주가(25/01/13)	25,950 원
KOSPI	2,489.56 pt
52주 최고가	36,150 원
52주 최저가	24,700 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



4Q24 순이익 92 억원(-52.6% YoY) 전망

현대해상의 4Q24 순이익은 92 억원(-52.6% YoY)으로 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 실적 부진의 주요 요인은 4Q24 중 계절적으로 예실차 손익이 부진한 가운데 독감 유행 등 영향으로 추가적인 보험금 예실차 악화가 나타날 것으로 예상되는데 기인한다. 자동차보험 등도 11 월 폭설 등 영향을 감안했을 때 다소 부진할 것으로 전망하며 전체 보험손익은 -960 억원(적자지속 YoY)을 전망한다. 투자손익은 전반적으로 경망적인 수준에 부합하는 1,134 억원(-38.4% YoY)을 예상한다. 타사와 달리 신계약은 무/저해지 절판 이슈에도 물량 확대보다는 보험료 인상 등 수익성 중심의 전략을 취하고 있는 만큼 보장성 인보험 기준 106 억원(+0.5% QoQ)을 예상한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			1,550	1,641	1,651	1,707
투자손익	십억원			467	811	762	788
영업이익	십억원			2,017	2,452	2,412	2,494
당기순이익	십억원			1,537	1,865	1,831	1,893
EPS	원			21,705	26,341	25,858	26,739
PER	배			3.9	3.9	3.9	3.7
PBR	배			0.7	0.84	0.72	0.64
ROE	%			17.2	21.5	19.7	18.1

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~2027F ROE 평균	18.0%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	주주환원 불확실성 반영하여 할인율 75% 적용	75.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.54
목표주가	2025F BPS 59,154 원에 Target PBR 적용	32,000
현재가		25,950
Upside / Downside 투자의견		23.3% 매수

자료: SK 증권 추정

항목	비고	내용
Upside case		82%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	19.0%
COE	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-65.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.80
목표주가(Bull case)	2025F BPS 59,154 원에 Target PBR 적용	47,300
Downside case		-30%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	17.0%
COE	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-85.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.31
목표주가(Bear case)	2025F BPS 59,154 원에 Target PBR 적용	18,100

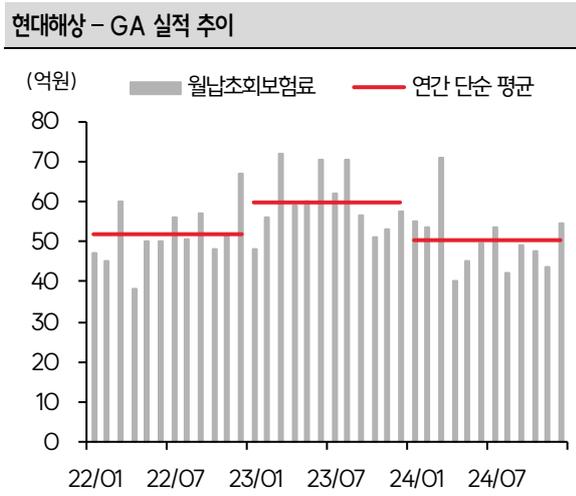
자료: SK 증권 추정

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	526	995	819	867
	수정 전		1,149	993	1,055
	증감률(%)		-13.4%	-17.5%	-17.8%
투자손익	수정 후	496	427	455	456
	수정 전		425	489	490
	증감률(%)		0.4%	-7.0%	-6.9%
세전이익	수정 후	998	1,396	1,252	1,301
	수정 전		1,548	1,460	1,523
	증감률(%)		-9.8%	-14.2%	-14.6%
당기순이익	수정 후	806	1,056	949	986
	수정 전		1,172	1,106	1,153
	증감률(%)		-9.9%	-14.2%	-14.5%

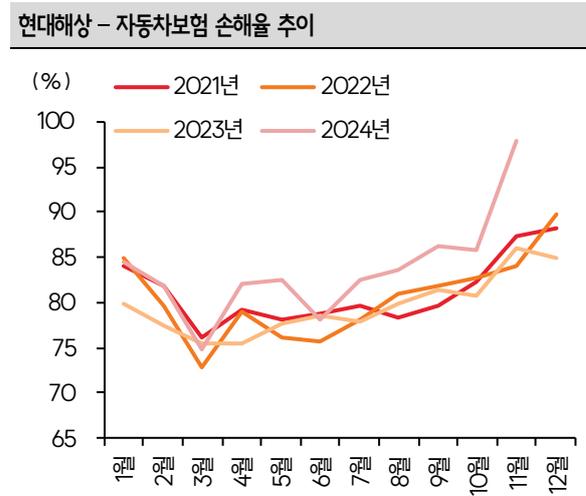
자료: 현대해상, SK 증권 추정

현대해상 - 분기별 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	246	170	339	-228	533	376	182	-96.0	적전	적지
장기보험	145	79	252	-227	444	290	142	-31.3	적전	적지
CSM 상각	206	210	221	237	239	237	240	241.9	0.7	2.2
RA 해제	33	31	32	34	35	32	32	32.3	0.8	-5.9
예실차	-46	-94	-47	-18	-47	32	-98	-121.3	적지	적지
손실계약비용	-43	-66	68	-481	226	-2	-22	-175.0	적지	적지
기타사업비 및 재보험 손익	-4	-1	-21	0	-10	-8	-9	-9.2	적지	적전
일반손해보험	26	17	29	5	47	46	27	17.3	-35.6	232.4
자동차보험	76	73	58	-6	42	40	13	-82.0	적전	적지
투자손익	174	81	56	184	108	96	109	113.4	3.9	-38.4
자산운용손익	370	275	261	373	320	305	305	315.8	3.5	-15.4
평가처분손익	107	-2	-20	29	-143	13	-12	10.0	흑전	-65.6
보험금융손익	-196	-194	-204	-189	-212	-209	-196	-202.4	적지	적지
영업이익	420	251	395	-44	641	472	291	17.4	-94.0	흑전
영업외손익	-7	-7	-6	-5	-9	-6	-5	-5.5	적지	적지
세전이익	413	244	390	-49	632	466	286	11.9	-95.8	흑전
당기순이익	315	182	289	19	477	356	213	9.2	-95.7	-52.6
월납보험료(보장성 인보험)	11.3	11.9	12.3	10.5	12.1	9.8	10.5	10.6	0.5	1.0
신계약 CSM	457.3	418.3	446.5	357.1	411.5	435.5	484.9	484.2	-0.1	35.6
자산총계	42,574	42,481	41,540	43,758	43,651	44,912	46,183	47,565	3.0	8.7
운용자산	40,238	40,088	39,294	41,500	41,481	42,814	44,044	46,562	5.7	12.2
비운용자산	2,327	2,379	2,230	2,241	2,146	2,076	2,116	2,075	-1.9	-7.4
부채총계	36,064	35,635	34,874	37,641	37,836	39,423	40,752	42,875	5.2	13.9
책임준비금	33,107	32,590	31,675	34,817	34,798	36,169	37,798	39,771	5.2	14.2
장기보험 CSM 잔액	8,453	8,598	8,904	9,142	9,199	9,300	9,373	8,698	-7.2	-4.9
자본총계	6,510	6,846	6,666	6,117	5,815	5,489	5,430	4,689	-13.6	-23.3
해약환급금준비금	3,038	3,234	3,604	3,422	3,975	4,219	4,432	4,603	3.9	34.5
ROE (%)	17.0	11.8	17.8	1.2	32.0	25.2	15.6	0.7	-15%p	-0.5%p
K-ICS 비율(%)	178.6	185.4	172.1	173.2	166.9	169.7	170.1	161.4	-8.8%p	-12%p

자료: 현대해상, SK 증권 추정



자료: 보험저널, SK 증권



자료: 언론 보도, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		41,500	46,562	46,722	46,827
현금및예치금		1,350	1,631	1,681	1,728
유가증권		28,660	32,795	32,873	32,911
대출금		10,397	10,896	10,934	10,958
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	47,565	48,314	48,875
책임준비금		34,817	39,771	39,968	40,124
CSM잔액(원수)		9,142	8,698	8,873	8,998
기타부채		2,811	3,085	3,038	3,035
특별계정부채		13	20	20	20
부채총계		37,641	42,875	43,026	43,179
자본금		45	45	45	45
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		113	113	113	113
이익잉여금		6,553	7,442	8,391	9,150
해약환급금준비금		3,422	4,603	4,984	5,136
자본조정		-69	-68	-68	-68
기타포괄손익누계액		-524	-2,843	-3,193	-3,543
자본총계		6,117	4,689	5,288	5,697

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		151	142	131	129
신계약 CSM		1,679	1,816	1,752	1,711
신계약 CSM 배수		11.1	12.8	13.3	13.3
CSM 관련 지표					
기초CSM		8,352	9,142	8,698	8,873
CSM 조정 가정 변경		-278	-1,621	-975	-975
신계약 CSM(원수)		1,679	1,816	1,752	1,711
CSM 이자부리		262	319	313	318
상각 전 CSM		10,015	9,657	9,789	9,927
CSM상각액		873	959	915	929
CSM상각률(%)		8.7	9.9	9.4	9.4
CSM 순증액		791	-444	175	125
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률		3.0	2.8	2.8	2.8
평가처분손익 제외 수익률		2.8	3.1	2.8	2.8
손익구성					
보험손익		51.5	70.0	64.3	65.5
CSM상각		85.4	67.4	71.9	70.2
투자손익		48.5	30.0	35.7	34.5
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		173.2	161.4	162.2	165.4

자료: 현대해상, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		526	995	819	867
장기보험		249	844	657	703
CSM 상각		873	959	915	929
RA해제		130	131	134	142
예실차		-206	-235	-156	-132
손실계약비용		-522	27	-200	-200
기타사업비 및 재보험 손익		-26	-37	-37	-37
일반손해보험		76	137	155	156
합산비용(IFRS17)		92	87	86	86
자동차보험		201	14	7	8
합산비용(IFRS17)		95	100	100	100
투자손익		496	427	455	456
자산운용손익		1,279	1,246	1,287	1,290
평가처분손익		114	-132	0	0
보험금융손익		-783	-819	-832	-834
영업이익		1,022	1,422	1,274	1,323
영업외손익		-24	-26	-22	-22
세전이익		998	1,396	1,252	1,301
법인세비용		192	340	303	315
법인세율(%)		19.2	24.4	24.2	24.2
당기순이익		806	1,056	949	986

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율				12.2	0.3
CSM증가율				-4.9	2.0
BPS증가율				-23.3	12.8
보험손익증가율				89.0	-17.7
투자손익증가율				-13.9	6.6
영업이익증가율				39.1	-10.4
세전이익증가율				39.9	-10.3
당기순이익증가율				31.0	-10.1
주당지표(원)					
EPS		9,013	11,808	10,614	11,027
BPS		68,424	52,455	59,154	63,723
EV(BV+CSM)		171,401	149,750	158,405	164,368
보통주 DPS		2,063	0	0	2,900
보통주 배당수익률(%)		6.7	0.0	0.0	11.2
Valuation 지표					
PER(배)		3.4	2.1	2.4	2.4
PBR(배)		0.45	0.47	0.44	0.41
P/EV(배)		0.18	0.16	0.16	0.16
ROE(%)		10.8	19.5	19.0	17.9
ROA(%)		1.8	2.3	2.0	2.0
배당성향(%)		20.1	0.0	0.0	23.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.01.14	매수	32,000원	6개월		
2024.10.21	매수	36,000원	6개월	-23.56%	-14.44%
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 기관투자가 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 (2025년 01월 14일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------