2024. 11. 14

▲ 금융
Analyst 조아해
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

현대해상 001450

3Q24 Review: 변동성 국면

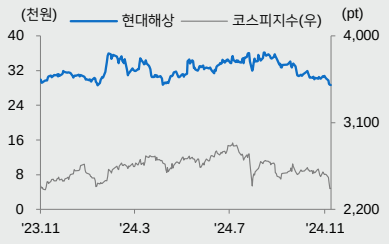
- ✓ 3Q24 당기순이익 2,134억원 (-26.2% YoY, -40.0% QoQ): 컨센서스 하회
- ✓ 보험손익 -46.3% YoY: 장기보험 -43.7%, 일반/자동차보험 -53.7% YoY
- ✓ 투자손익 +93.7% YoY: 투자이익률 2.8% vs. 3Q23 2.6%
- ✓ K-ICS비율 170.1% (+0.4%p QoQ): 후순위채 발행으로 방어
- ✓ 투자의견 Hold 유지 및 적정주가 32,000원 하향

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	32,000 원
현재주가 (11.14)	28,650 원
상승여력	11.7%
KOSPI	2,418.86pt
시가총액	25,613 억원
발행주식수	8,940 만주
유동주식비율	64.86%
외국인비중	40.10%
52주 최고/최저가	36,150 원/28,600 원
평균거래대금	126.4 억원
주요주주(%)	
정몽윤 외 4 인	22.85
국민연금공단	9.67

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.6	-16.2	-3.7
상대주가	-2.0	-5.4	-3.1

주가그래프



3Q24 당기순이익 2,134억원: 컨센서스 하회

현대해상 3Q 당기순이익은 2,134억원 (-26.2% YoY, -40.0% QoQ)으로 컨센서스를 13.5% 하회했다. 보험손익이 장기보험의 예실차 확대, 자동차보험의 손해율 악화 등으로 부진했다.

[보험손익] 전년동기대비 46.3% 감소했다. 1) 장기보험손익은 전년동기대비 43.7% 감소했다. CSM 순증 (+5.1% YoY) 기반 CSM상각익은 양호했다 (+8.7% YoY). 다만 예실차는 호흡기 질환 관련 손해율 상승, 질병 담보 청구 빈도 증가 등으로 예상 대비 부진했다 (-985억원 vs. 3Q23 -474억원). 2) 일반/자동차보험손익은 자동차보험의 요율인하 영향 지속, 손해율 악화 등으로 전년동기대비 53.7% 감소했다.

[CSM Movement] CSM 잔액은 9.3조원 (+0.8% QoQ)을 기록했다. 1) 신계약CSM은 효율적인 판매 전략 (14배; +1.0배 QoQ)으로 양호했으나 (+11.4% QoQ), 2) CSM조정은 실손 세대별 요율 조정 영향으로 확대되었다 (-2,498억원 vs. 2Q24 -1,522억원).

[투자손익] 전년동기대비 93.7% 큰 폭으로 회복되었다. 금리 하락 기반 투자이익률이 제고되었다 (2.8% vs. 3Q23 2.6%).

[K-ICS비율] 금리 하락 영향에도 불구, 4,000억원 규모의 후순위채 발행으로 안정적으로 방어되었다 (170.1%; +0.4%p QoQ).

불확실성

투자의견 Hold를 유지하고 적정주가를 32,000원으로 하향한다. 1) 손해율 안정화 확인이 필요한 가운데, 2) 4Q 중 무저해지가정 변경 관련 영향으로 실적 변동성이 존재하며, 3) 해약환급금준비금 제도 개선 미적용으로 배당가능이익 확보가 어려운 상황이다 (해약환급금준비금 규모 자본대비 82% vs. 4Q23 56%).

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023	526	496	806	10,146	n/a	77,028	3.1	0.4	13.2	1.8	6.7
2024E	1,210	409	1,205	15,168	49.5	68,176	1.9	0.4	22.2	2.5	-
2025E	1,098	413	1,125	14,165	(6.6)	78,394	2.0	0.4	18.1	2.1	-
2026E	1,228	426	1,233	15,527	9.6	87,470	1.8	0.3	17.8	2.1	10.8

표1 현대해상 3Q24 실적 요약

(십억원)	3Q24P	(% YoY)	(% QoQ)	당사예상치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
보험손익	182.0	(46.3)	(51.6)	226.6			
투자손익	109.1	93.7	13.9	77.4			
영업이익	291.2	(26.3)	(38.3)	304.0			
당기순이익	**213.4**	**(26.2)**	**(40.0)**	**227.7**	**(6.2)**	**246.7**	**(13.5)**

자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

표2 현대해상 연간이익 전망 변경

	New		Old		차이	
(십억원)	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
당기순이익	1,205	1,125	1,224	1,150	(1.6)	(2.2)

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 현대해상 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E
보험손익	**169.6**	**338.8**	**(228.0)**	**532.9**	**375.9**	**182.0**	**1,210.0**	**1,097.8**	**1,228.1**
일반/변동수수료모형(VFA)	79.5	274.3	(224.8)	456.8	303.7	156.8	1,005.6	858.8	934.4
CSM상각	211.2	222.5	240.2	242.9	243.3	244.7	972.1	970.6	992.0
RA환입	31.6	31.7	34.5	34.8	31.9	32.1	135.7	159.6	187.2
예실차 및 기타	(163.3)	20.1	(499.5)	179.1	28.4	(120.0)	(102.3)	(271.3)	(244.8)
보험료배분(PPA)	207.3	298.6	231.3	243.9	244.7	213.2	910.0	918.0	927.2
재보험손익	(112.4)	(207.6)	(231.3)	(155.4)	(159.3)	(173.5)	(651.0)	(619.1)	(571.0)
기타사업비	(4.7)	(26.5)	(3.2)	(12.4)	(13.1)	(14.5)	(54.6)	(60.0)	(62.4)
투자손익	**81.4**	**56.3**	**184.0**	**108.2**	**95.9**	**109.1**	**408.8**	**413.2**	**426.0**
보험금융손익	(194.1)	(204.5)	(189.1)	(211.6)	(209.1)	(196.0)	(828.9)	(901.2)	(1,010.8)
투자서비스손익	275.5	260.8	373.1	319.9	305.0	305.1	1,237.7	1,314.4	1,436.8
영업이익	**251.0**	**395.2**	**(44.0)**	**641.1**	**471.8**	**291.2**	**1,618.8**	**1,510.9**	**1,654.1**
영업외이익	(6.7)	(5.6)	(5.3)	(9.1)	(5.8)	(5.2)	(25.4)	(20.9)	(20.9)
세전이익	244.3	389.6	(49.3)	632.0	466.0	285.9	1,593.3	1,490.0	1,633.2
법인세비용	(62.6)	(100.2)	68.7	(154.7)	(110.3)	(72.5)	(388.8)	(365.0)	(400.1)
당기순이익	**181.7**	**289.4**	**19.4**	**477.3**	**355.7**	**213.4**	**1,204.5**	**1,124.9**	**1,233.0**

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 현대해상 적정주가 변경 내역

(원)	New	Old	차이 (%)	현재가 (11/14)	Upside Potential
현대해상	**32,000**	35,000	(8.6)	28,650	11.7

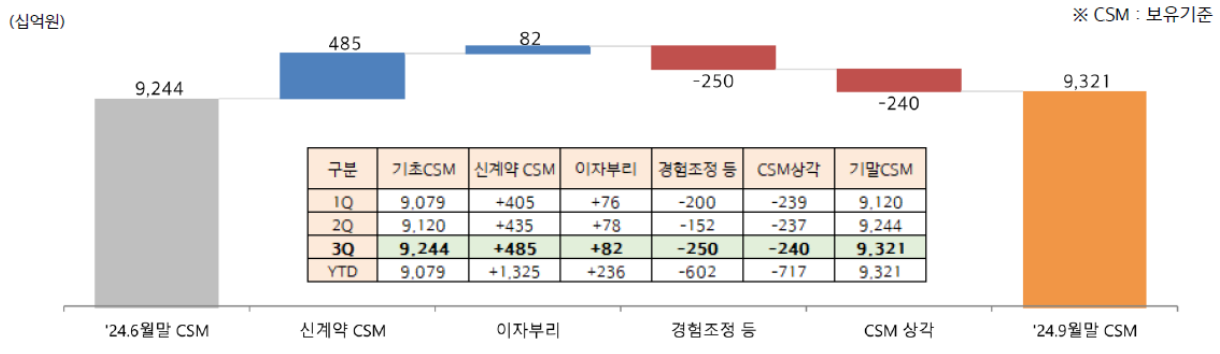
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표5 현대해상 적정주가 산출

	단위	현대해상
3개년 평균 ROE [A]	%	12.3
Cost of Equity [B]	%	6.4
할증폭 [C]		26.6
조정 COE [E=B+C]		32.9
Eternal Growth [D]	%	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]		0.4
Premium/Discount [G]	%	(20)
Target PBR [H=F*(1+G)]	**배**	**0.3**
12M Fwd 수정 BPS [I]	원	108,415
적정주가 [J=H*I]	**원**	**32,000**
현재가 (11/14) [K]	원	28,650
Upside Potential [L=(J-K)/K]	**%**	**11.7**

주: Premium/Discount = 각 보험사별 K-ICS비율, 해약환급금준비금 기반한 주주환원율 확대 여력을 차등화하여 반영
수정 BPS = 자기자본+CSM규모-해약환급금준비금
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

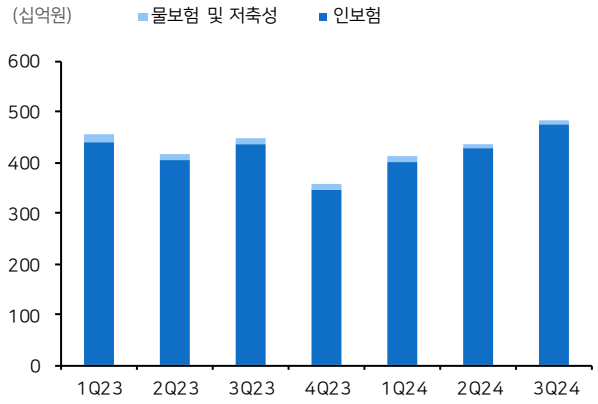
그림1 CSM Movement



구분	기초CSM	신계약 CSM	이자부리	경험조정 등	CSM상각	기말CSM
1Q	9,079	+405	+76	-200	-239	9,120
2Q	9,120	+435	+78	-152	-237	9,244
3Q	**9,244**	**+485**	**+82**	**-250**	**-240**	**9,321**
YTD	9,079	+1,325	+236	-602	-717	9,321

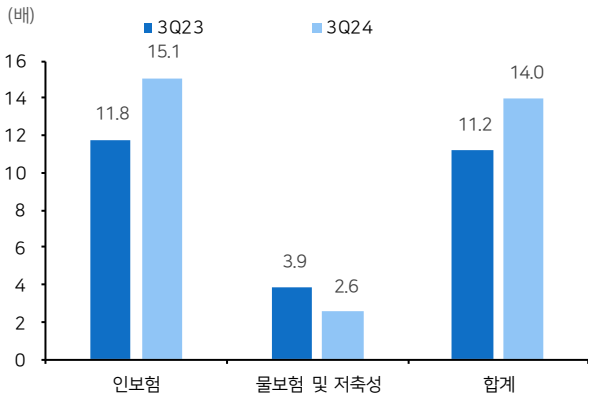
자료: 현대해상

그림2 신계약 CSM 추이



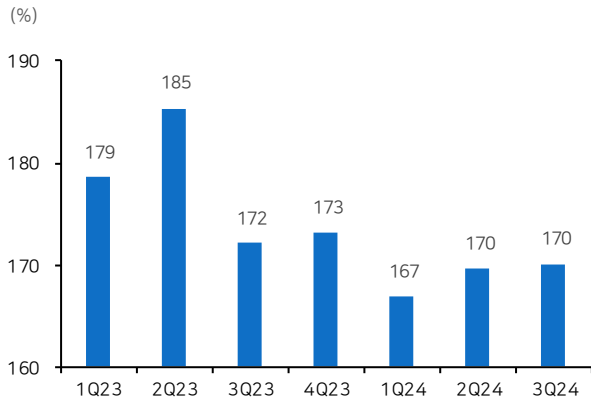
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신계약 CSM 배수 추이



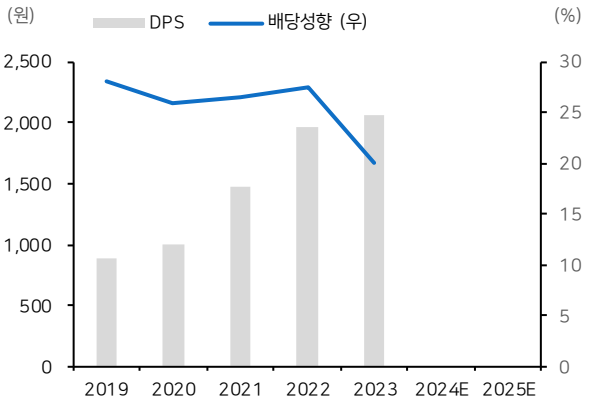
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림4 K-ICS비율 추이



자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림5 DPS, 배당성향 추이 및 전망



자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

현대해상(001450)

Balance Sheet (별도)

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
운용자산	**41,500**	**44,485**	**46,291**	**48,170**
현금및예치금	1,350	1,346	1,401	1,458
유가증권	28,660	30,017	31,236	32,505
FVPL	8,130	8,111	8,440	8,783
FVOCI	19,515	20,903	21,751	22,635
AC	0	0	0	0
대출채권	10,397	10,410	10,833	11,273
부동산	1,092	1,253	1,304	1,357
비운용자산	2,241	4,162	7,754	10,497
특별계정사잔	18	22	22	22
자산총계	**43,758**	**48,669**	**54,067**	**58,690**
책임준비금	34,817	40,300	44,887	48,789
보험계약부채	31,527	36,667	41,106	44,855
최선추정(BEL)	17,105	21,674	25,355	28,395
위험조정(RA)	1,752	2,152	2,557	2,888
보험계약마진(CSM)	9,142	9,268	9,476	9,702
보험료배분접근법(PAA)	3,527	3,573	3,718	3,869
투자계약부채	3,646	3,633	3,781	3,934
기타부채	2,811	2,934	2,934	2,934
특별계정부채	13	20	20	20
부채총계	**37,641**	**43,255**	**47,841**	**51,744**
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113
신종자본증권	0	0	0	0
이익잉여금	6,553	7,591	8,716	9,702
해약환급금준비금	3,422	4,571	4,770	4,975
자본조정	(69)	(68)	(68)	(68)
기타포괄손익누계액	(524)	(2,267)	(2,581)	(2,846)
자본총계	**6,117**	**5,414**	**6,226**	**6,946**

Income Statement (별도)

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	**526**	**1,210**	**1,098**	**1,228**
일반/변동수수료모형(VFA)	277	1,006	859	934
CSM 상각	881	972	971	992
RA 환입	131	136	160	187
예실차 및 기타	(734)	(102)	(271)	(245)
보험료배분(PPA)	968	910	918	927
재보험손익	(680)	(651)	(619)	(571)
기타사업비	(38)	(55)	(60)	(62)
투자손익	**496**	**409**	**413**	**426**
보험금융손익	(783)	(829)	(901)	(1,011)
투자서비스손익	1,279	1,238	1,314	1,437
영업이익	**1,022**	**1,619**	**1,511**	**1,654**
영업외이익	(24)	(25)	(21)	(21)
세전이익	998	1,593	1,490	1,633
법인세비용	(192)	(389)	(365)	(400)
당기순이익	**806**	**1,205**	**1,125**	**1,233**

Key Financial Data I

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표 (원)				
EPS	10,146	15,168	14,165	15,527
BPS	77,028	68,176	78,394	87,470
수정 BPS	120,849	98,731	108,415	117,068
보통주 DPS	2,063	-	-	3,100
Valuation (배, %)				
PER	3.1	1.9	2.0	1.8
PBR	0.4	0.4	0.4	0.3
수정 PBR	0.2	0.3	0.3	0.2
배당성향	20.1	-	-	20.1
보통주 배당수익률	6.7	-	-	10.8
재무비율 (%)				
ROA	1.8	2.5	2.1	2.1
ROE	13.2	22.2	18.1	17.8
수정 ROE	8.4	15.4	13.1	13.3

Key Financial Data II

	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익				
신계약 CSM	1,679	1,777	1,791	1,804
CSM 배수 (배, 개월)	11.1	12.8	13.9	13.7
CSM 상각률 (%)	8.7	8.8	8.8	8.8
CSM Movement				
기초 CSM	8,319	9,079	9,216	9,424
신계약 CSM	1,679	1,777	1,791	1,804
이자부리	262	319	333	341
CSM 조정	(310)	(1,002)	(946)	(927)
CSM 상각	(873)	(958)	(971)	(992)
기말 CSM	9,079	9,216	9,424	9,650
투자손익				
투자서비스 수익률	3.1	2.8	2.8	3.0
FVPL 제외 투자서비스 수익률	2.8	3.0	2.8	2.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 –20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 –20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

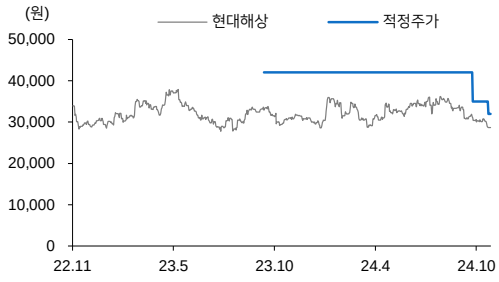
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024 년 9 월 30 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2022.05.30	Indepth	Buy	41,000	은경완	-21.7	-7.6
2023.05.30		1 년 경과			-24.8	-18.0
2023.10.11	산업분석	Buy	42,000	조아해	-22.8	-13.9
2024.10.17	산업브리프	Hold	35,000	조아해	-13.6	-11.4
2024.11.14	기업브리프	Hold	32,000	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이