한화투자증권

2024년 11월 15일
기업분석

현대해상 (001450)

아직 넘어야 할 산이 많다

▶Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479 / RA 권지우 Jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (유지)

목표주가(하향): 50,000원

현재 주가(11/14)	28,650원
상승여력	▲74.5%
시가총액	25,613억원
발행주식수	89,400천주
52 주 최고가 / 최저가	36,150 / 28,600원
90 일 일평균 거래대금	126.38억원
외국인 지분율	40.0%
주주 구성	
정몽윤 (외 5 인)	22.9%
자사주 (외 1 인)	12.3%
국민연금공단 (외 1 인)	9.7%

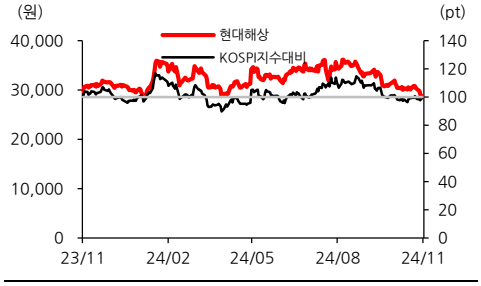
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.6	-18.0	-16.2	-3.7
상대수익률(KOSPI)	-1.8	-9.5	-4.8	-3.1

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	1,358	526	1,288	1,126
투자손익	415	496	373	499
영업이익	1,772	1,022	1,661	1,625
당기순이익	1,281	806	1,237	1,206
CSM (*)	8,319	9,079	8,817	9,854
수정 EPS	6,852	10,275	15,772	15,380
수정 BPS	93,237	119,577	97,537	112,537
수정 PER	4.3	3.0	1.8	1.9
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
수정 ROE	8.8	6.7	14.5	14.6
배당수익률	6.7	6.8	0.0	0.0

* 보유 순부채 기준

주가 추이



현대해상의 3Q24 실적은 보험금 증가에 의해 기대치를 하회했습니다. 연말 계리가정 가이드 적용시의 CSM 전망치 하향, 얇아진 자본비율 여력 등을 감안해 목표주가를 하향합니다. 자본 구조의 개선이 필요합니다.

3Q24 별도 순이익 2,134억원(-26% YoY), 컨센서스 하회

현대해상의 3Q24 별도 당기순이익은 2,134억원(-26% YoY)으로 당사 추정을 16%, 컨센서스를 13% 하회하는 부진한 실적을 기록. 당사 추정과 비교하면 보험금 예실차의 적자폭 확대가 부진의 주 원인이었음. 3Q24 보험손익은 1,820억원(-46% YoY)으로 감소. 소아 질환의 청구 확대가 재차 발생하며 발생보험금이 12% YoY 증가해 예실차가 전년 동기보다 480억원 감소함. 3Q24 투자손익은 1,091억원(+94% YoY)으로 보유이원 개선, 배당수익 증가가 손익 개선을 견인함. 신계약은 인보험 중심으로 7% QoQ 증가했고, 요율 인상의 효과가 이어지며 마진 배수도 상승하면서 신계약 CSM은 11% QoQ 증가. 단, 해지 증가 및 2009년 절판되었던 구실손의 갱신주기(5년)가 집중되면서 기중 조정이 -2,500억원 발생해 CSM 잔액은 1% QoQ 증가에 그침

아직 넘어야 할 산이 많다

연말 적용될 IFRS17 계리가정 가이드라인(주로 무저해지)의 영향은 밝혀지지 않았으나, CSM이 6,000억원 감소(=BEL 증가)할 것으로 가정함. 경험위험률 조정에 따른 신계약 마진배수 개선이 연중 이어져 신계약 CSM 추정치를 상향하였으나, 가이드라인 적용을 함께 고려한 연간 이익 추정치는 2025년 및 2026년 각각 3%, 4% 하향됨

현대해상에 대해 (1)이익 추정치 하향, (2)CSM 잔액 전망치 하향에 따른 수정 BPS 감소, (3)얇아진 자본비율 여력과 배당재원 확보의 필요성을 감안한 valuation discount 확대 등을 적용해 목표 PBR을 0.45배로 제시하며, 목표주가를 14% 하향 조정함. 제도 강화의 부정적 영향을 반영한 수정 ROE가 14%대로 예상되는 가운데 12mf PBR 0.26배, 12mf PBR 1.9배의 현 주가는 저평가 상태로 판단함. 다만 자본 측면에서의 구조적인 개선을 위해 아직 해결할 과제가 많은 시기로 보임

[표1] 현대해상의 목표주가 산출식 (단위: %, 배, 원)

항목	현대해상	비고
자기자본비용	15.8	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.9	(b): 국채 3 년물 3 개월 평균 금리
Risk Premium	10.7	(c): Market Risk Premium (Bloomberg)
Beta (β)	1.2	(d): 회사별 1 년 기준 beta
Average ROE	14.3	(e): 회사별 향후 3 개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.91	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-50.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	0.45	(i): (g)*(h)
수정 BPS	111,287	(j): 회사별 12 개월 forward 수정 BPS
목표주가	**50,000**	**(k): (i)*(j)**
조정률	-13.8	직전 목표주가 대비 조정률
현주가	28,650	
상승여력	74.5	

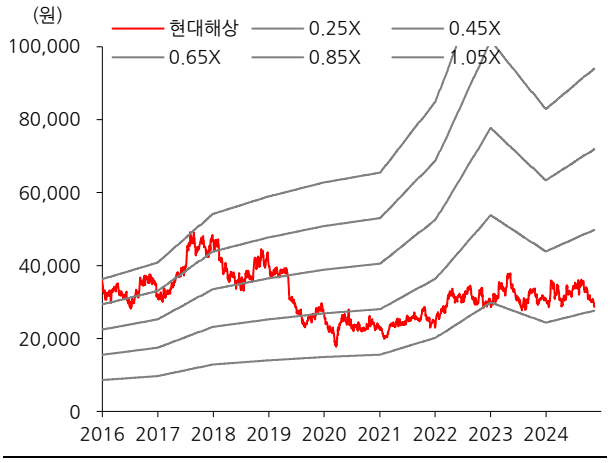
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 주요 투자지표 추정치 변동 (단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(폭)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
당기순이익	1,237	1,206	1,293	1,240	-4.4	-2.7
수정 EPS	15,772	15,380	16,492	15,810	-4.4	-2.7
수정 BPS	97,537	112,537	109,076	123,130	-10.6	-8.6
수정 ROE	14.5	14.6	14.4	13.6	0.1	1.0

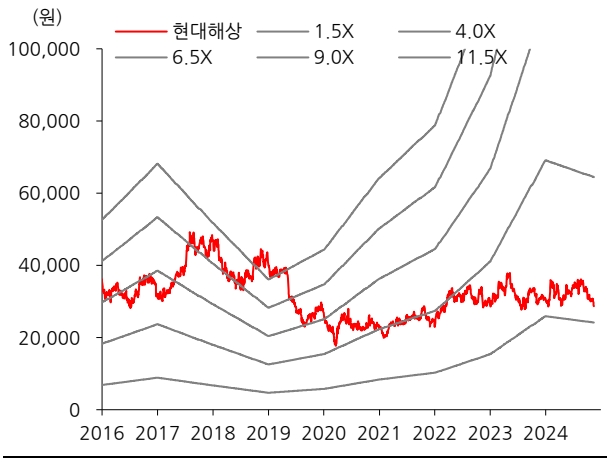
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 현대해상 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 현대해상 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 현대해상의 3Q24 주요 실적 요약 (단위: 십억 원, %)

	3Q24P	3Q23	YoY	2Q24	QoQ	3Q24E	차이	컨센서스	차이
보험손익	182.0	338.8	-46.3	375.9	-51.6	254.1	-28.4	n/a	n/a
투자손익	109.1	56.3	93.7	95.9	13.9	88.2	23.8	n/a	n/a
영업이익	291.2	395.2	-26.3	471.8	-38.3	342.3	-14.9	327.5	-11.1
당기순이익	213.4	289.4	-26.2	355.7	-40.0	253.9	-15.9	246.7	-13.5

자료: 현대해상, Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

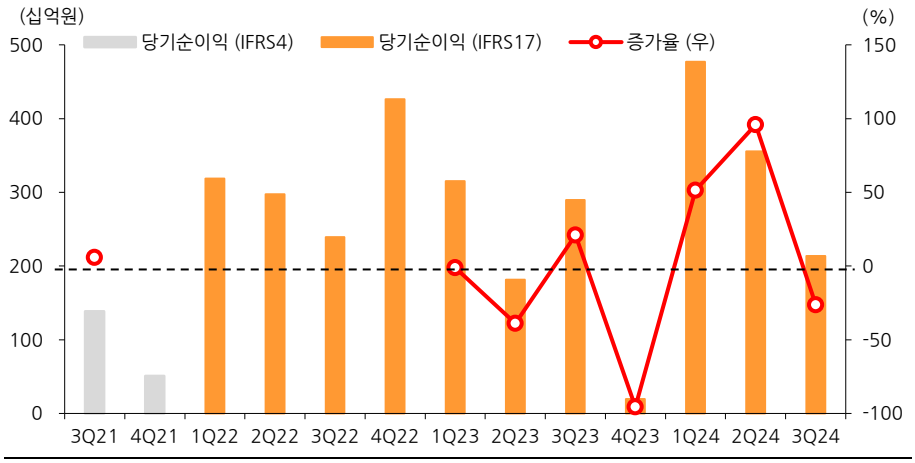
[표4] 현대해상의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표 (단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	QoQ	YoY
AUM	40,238	40,088	39,294	41,500	41,481	42,814	44,044	2.9	12.1
투자서비스손익	370	275	261	373	320	305	305	0.0	17.0
Yield	3.6	2.8	2.6	3.7	3.1	2.9	2.8	-0.1	0.2
CSM (보유 순부채)	8,415	8,560	8,867	9,079	9,120	9,244	9,321	0.8	5.1
CSM 상각	206	210	221	237	239	237	240	1.2	8.7
단순상각률	9.8	9.8	10.0	10.4	10.5	10.3	10.3	0.0	0.3
신계약 CSM (원수)	458	418	446	357	405	435	485	11.4	8.7
월납 신계약 보험료	37.7	39.2	39.8	34.6	39.7	32.5	34.7	6.7	-12.7
단순마진 (개월)	12.2	10.7	11.2	10.3	10.2	13.4	14.0	0.6	2.7
보험+재보험손익	246	170	339	-228	533	376	182	-51.6	-46.3
일반/VFA 모형	148	81	274	-227	454	302	152	-49.6	-44.4
예실차	-40	-89	-44	-11	-40	44	-92	적전	적지
보험금*	-50	-90	-47	-8	-31	50	-92	적전	적지
사업비	10	0	3	-3	-9	-6	0	흑전	-88.2
RA 변동	33	31	32	34	35	32	32	0.8	1.5
CSM 상각	206	210	221	237	239	237	240	1.2	8.7
손실계약관련비용	-43	-66	68	-481	226	-2	-22	적지	적전
기타	-8	-4	-3	-7	-7	-9	-6	적지	적지
PAA 모형	102	93	92	3	91	87	44	-49.1	-51.5
보험수익	1,503	1,542	1,579	1,577	1,547	1,550	1,575	1.6	-0.2
발생순보험금	861	890	930	976	888	898	962	7.1	3.4
발생순손사비	78	80	83	85	83	81	83	2.0	-0.4
손실계약관련비용	1	-0	0	-23	-4	-0	1	흑전	110.5
재보험비용	235	239	240	256	237	240	254	5.5	5.6
기타	-228	-240	-234	-236	-244	-243	-233	적지	적지
기타사업비	4	5	26	3	12	13	14	10.6	-45.3
투자손익	174	81	56	184	108	96	109	13.9	93.7
보험금융손익	-196	-194	-204	-189	-212	-209	-196	적지	적지
투자서비스손익	370	275	261	373	320	305	305	0.0	17.0
영업이익	420	251	395	-44	641	472	291	-38.3	-26.3
영업외이익	-7	-7	-6	-5	-9	-6	-5	적지	적지
세전이익	413	244	390	-49	632	466	286	-38.6	-26.6
당기순이익	315	182	289	19	477	356	213	-40.0	-26.2

주: 회색 음영 부분은 데이터 부재, *보험료 경험조정 포함

자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

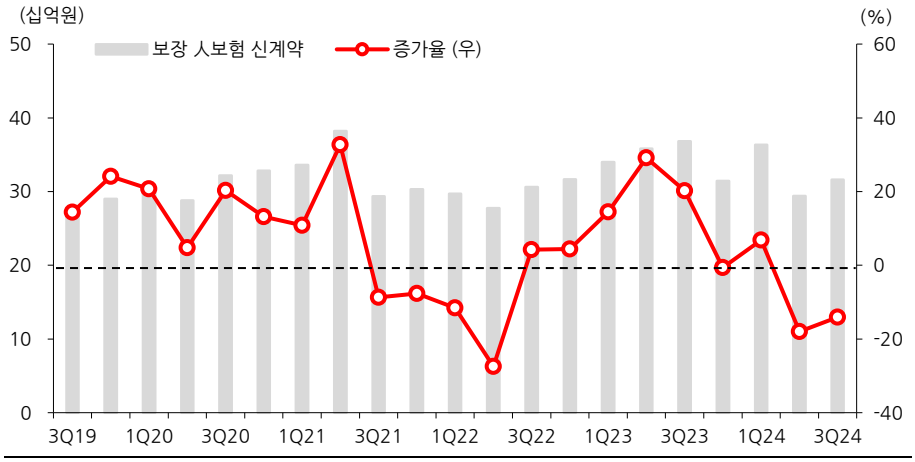
[그림3] 현대해상의 분기별 당기순이익 및 증가율



주: 2022년까지는 IAS39, 2023년부터는 IFRS9 기준

자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 현대해상의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	43,118	41,500	44,396	46,198
현금및예치금	1,302	1,350	1,377	1,378
유가증권	30,244	28,660	31,272	32,582
FVPL	717	8,130	8,495	8,942
FVOCI	14,077	19,515	21,735	22,597
AC	14,644	0	0	0
대출채권	10,461	10,397	10,570	11,006
부동산	1,110	1,092	1,178	1,233
비운용자산	2,507	2,241	2,116	2,121
특별계정자산	8	18	23	24
자산총계	45,633	43,758	46,535	48,343
책임준비금	32,328	34,817	38,034	38,711
BEL	15,250	17,105	20,107	19,645
RA	1,689	1,752	1,918	2,001
CSM	8,351	9,142	8,869	9,907
PAA	3,392	3,527	3,562	3,649
투자계약부채	3,646	3,290	3,579	3,508
기타부채	3,988	2,811	2,923	2,909
후순위채	945	945	1,251	1,251
특별계정부채	9	13	20	21
부채총계	36,325	37,641	40,977	41,641
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113
신종자본증권	498	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	5,777	6,553	7,624	8,830
해약환급금준비금	0	3,422	4,669	5,621
자본조정	-68	-69	-68	-68
기타포괄손익누계	2,943	-524	-2,156	-2,218
자본총계	9,308	6,117	5,558	6,701

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	-4.1	6.3	3.9
운용자산	n/a	-3.8	7.0	4.1
부채총계	n/a	3.6	8.9	1.6
CSM	n/a	9.5	-3.0	11.7
자본총계	n/a	-34.3	-9.1	20.6
보험손익	n/a	-61.2	144.6	-12.6
투자손익	n/a	19.5	-24.8	33.9
영업이익	n/a	-42.3	62.5	-2.1
순이익	n/a	-37.1	53.5	-2.5

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	2023	2024E	2025E
보험손익	1,358	526	1,288	1,126
일반 및 변동수수료모형	1,120	275	1,129	947
CSM 상각	703	873	961	955
RA 변동	137	130	136	152
예상과실제차이	79	-186	-123	-40
손실계약	227	-522.1	181.8	-100
기타	-26	-19	-26	-20
보험료배분접근법모형	275	290	222	246
간접사업비	38	38	63	68
투자손익	415	496	373	499
보험금융손익	-745	-783	-829	-860
이자수익	961	1,023	1,122	1,204
배당수익	393	440	607	454
FVPL 평가손익	-1	117	-92	0
기타	-193	-302	-436	-299
영업이익	1,772	1,022	1,661	1,625
영업외이익	-26	-24	-20	0
세전이익	1,747	998	1,640	1,625
법인세비용	465	192	404	419
당기순이익	1,281	806	1,237	1,206

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

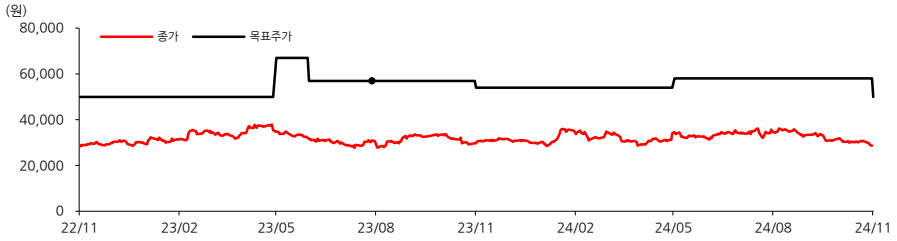
	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	142	151	141	138
신계약 CSM	1,840	1,677	1,785	1,875
투자수익률	2.7	3.0	2.8	3.0
수정 Book Value	14,557	9,377	7,648	8,825
수익성				
수정 ROE	8.8	6.7	14.5	14.6
수정 ROA	1.0	1.8	2.7	2.5
주당 지표				
수정 EPS	6,852	10,275	15,772	15,380
수정 BPS	93,237	119,577	97,537	112,537
보통주 DPS	1,965	2,063	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	4.3	3.0	1.8	1.9
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
배당성향	27.5	20.1	0.0	0.0
보통주 배당수익률	6.7	6.8	0.0	0.0

[Compliance Notice] (공표일: 2024 년 11 월 15 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하, 권지우)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[현대해상 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.12.28	2023.02.23	2023.05.14	2023.06.14	2023.08.16
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		50,000	50,000	67,000	57,000	57,000
일 시	2023.09.01	2023.11.15	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.15	2024.01.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	57,000	54,000	54,000	54,000	54,000	54,000
일 시	2024.04.17	2024.05.16	2024.05.31	2024.06.17	2024.06.28	2024.07.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2024.07.26	2024.08.16	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.08	2024.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2024.11.15					
투자의견	Buy					
목표가격	50,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.14	Buy	67,000	-49.84	-47.91
2023.06.14	Buy	57,000	-45.99	-40.79
2023.11.15	Buy	54,000	-41.54	-33.43
2024.05.16	Buy	58,000	-42.98	-37.67
2024.11.15	Buy	50,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2024 년 9 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	575	0.0%	100.0%