

2024. 5. 16



▲ 금융

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 42,000 원

현재주가 (5.14) 34,200 원

상승여력 22.8%

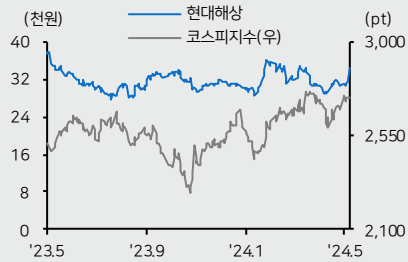
KOSPI	2,730.34pt
시가총액	30,575억원
발행주식수	8,940만주
유동주식비율	64.86%
외국인비중	36.97%
52주 최고/최저가	35,950원/27,750원
평균거래대금	148.2억원

주요주주(%)

정몽윤 외 4 인	22.85
국민연금공단	10.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.0	15.0	-3.4
상대주가	16.8	2.4	-12.4

주가그래프



현대해상 001450

1Q24 Review: 변동성의 끝을 향해

- ✓ 1Q24 당기순이익 4,773억원(+51.4% YoY, +2,364.3% QoQ): 컨센서스 상회
- ✓ 보험손익 5,329억원 (+116.6% YoY): 손실계약부담비용 환입 발생
- ✓ 보험금융손익 제외한 투자손익 3,199억원(-37.8% YoY): FVPL 적전
- ✓ K-ICS비율 168% (-5.4%p QoQ): 할인율 조정 (-9%p)
- ✓ 투자의견 BUY, 적정주가 42,000원 유지

1Q24 당기순이익 4,773억원: 컨센서스 상회

현대해상 1Q 당기순이익은 4,773억원(+51.4% YoY, +2,364.3% QoQ)으로 컨센서스를 82.8% 큰 폭으로 상회했다. 손실계약부담비용 환입 (2,700억원)에 기인한다.

[보험손익] 5,329억원 (+116.6% YoY)으로 크게 회복되었다. 장기보험손익은 4,436억원 (+206.4% YoY)를 기록했다. 1) 예실차는 부진하나 (-470억원 vs. 1Q23 -464억원), 2) 손실계약부담비용 환입이 주효했다 (-2,264억원 vs. 1Q23 +430억원). IBNR 산출 기준 변경으로 1) 손실계약 실손은 손실계약부담비용 환입 (2,700억원)이 발생한 반면 (= BEL 감소), 2) 이익계약 실손은 CSM 조정 (1,800억원)이 발생했다 (= BEL 증가). 일반/자동차보험손익은 손해율 악화로 전년동기대비 11.8% 감소했다.

[CSM Movement] CSM 잔액은 9.1조원 (+0.5% QoQ)을 기록했다. 1) 신계약CSM은 배수 하락 (10.4배 vs. 23년 11.1배)을 매출 증가로 상쇄했으나 (+13.3% QoQ), 2) CSM조정은 앞서 언급한 요인으로 확대되었다 (-2,000억원 vs. 4Q23 210억원).

[투자손익] 보험금융손익 제외한 투자손익은 3,199억원 (-37.8% YoY)을 기록했다. 금리 상승으로 FVPL이 적자전환되었다

[자본비율] K-ICS비율은 할인율 조정 (-9%p)으로 168% (-5.4%p QoQ)를 기록했다.

경상으로의 회복

투자 의견 Buy와 적정주가 42,000원을 유지한다. 전년과 달리 올해는 경상적인 이익 체력 회복을 기대할 수 있겠다. 물론 현 자본비율은 타사대비 낮은 수준이나 1) 2Q 중 후순위채 발행을 준비하고 있는 점 고려 시, 향후 180%으로 회복될 것으로 기대되며, 2) Valuation (PBR 0.4배) 및 배당 (24E DY 8.8%) 매력 또한 유효하다.

(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	1,193	435	1,201	15,123	49.1	80,598	2.3	0.4	18.8	2.6	8.8
2025E	1,188	452	1,211	15,243	0.8	91,973	2.2	0.4	16.6	2.5	9.4
2026E	1,279	481	1,302	16,389	7.5	107,841	2.1	0.3	15.2	2.6	10.2

표1 현대해상 1Q24 실적 요약

(십억원)	1Q24P	(% YoY)	(% QoQ)	당사예상치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
보험손익	532.9	116.6	흑전	251.3			
투자손익	108.2	(37.8)	(41.2)	105.8			
영업이익	641.1	52.7	흑전	357.1			
당기순이익	477.3	51.4	2,364.3	265.5	79.7	261.1	82.8

자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

표2 현대해상 연간이익 전망 변경

(십억원)	New		Old		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
당기순이익	1,201	1,211	1,010	1,192	18.9	1.5

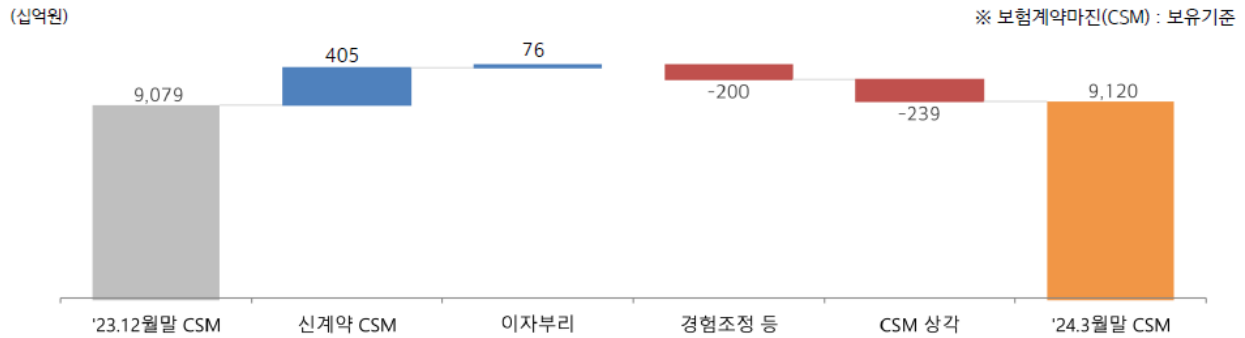
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 현대해상 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E
보험손익	246.0	169.6	338.8	(228.0)	532.9	1,192.5	1,187.8	1,279.2
일반/변동수수료모형(VFA)	148.0	79.5	274.3	(224.8)	456.8	971.7	888.2	970.3
CSM상각	206.7	211.2	222.5	240.2	242.9	974.6	1,026.2	1,086.7
RA환입	32.9	31.6	31.7	34.5	34.8	135.2	141.0	143.5
예실차 및 기타	(91.6)	(163.3)	20.1	(499.5)	179.1	(138.0)	(279.0)	(259.9)
보험료배분(PPA)	230.4	207.3	298.6	231.3	243.9	847.6	858.8	867.4
재보험손익	(128.3)	(112.4)	(207.6)	(231.3)	(155.4)	(576.6)	(506.9)	(504.1)
기타사업비	(4.1)	(4.7)	(26.5)	(3.2)	(12.4)	(50.3)	(52.3)	(54.4)
투자손익	173.9	81.4	56.3	184.0	108.2	434.7	452.1	481.3
보험금융손익	(195.8)	(194.1)	(204.5)	(189.1)	(211.6)	(886.8)	(948.6)	(986.2)
투자서비스손익	369.7	275.5	260.8	373.1	319.9	1,321.5	1,400.7	1,467.5
영업이익	419.9	251.0	395.2	(44.0)	641.1	1,627.2	1,639.9	1,760.5
영업외이익	(6.8)	(6.7)	(5.6)	(5.3)	(9.1)	(36.6)	(36.6)	(36.6)
세전이익	413.1	244.3	389.6	(49.3)	632.0	1,590.6	1,603.3	1,723.9
법인세비용	(97.8)	(62.6)	(100.2)	68.7	(154.7)	(389.6)	(392.8)	(422.4)
당기순이익	315.3	181.7	289.4	19.4	477.3	1,201.0	1,210.5	1,301.6

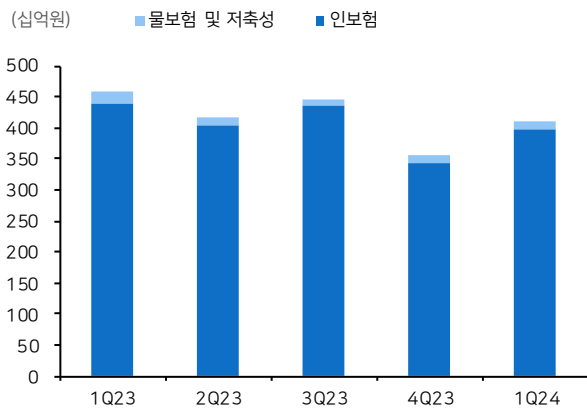
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림1 CSM Movement



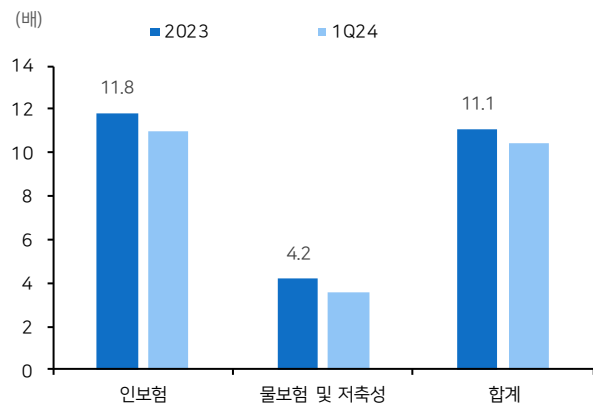
자료: 현대해상

그림2 신계약 CSM 추이



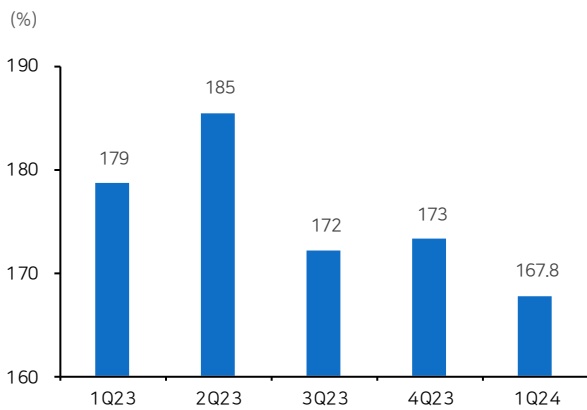
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신계약 CSM 배수 추이



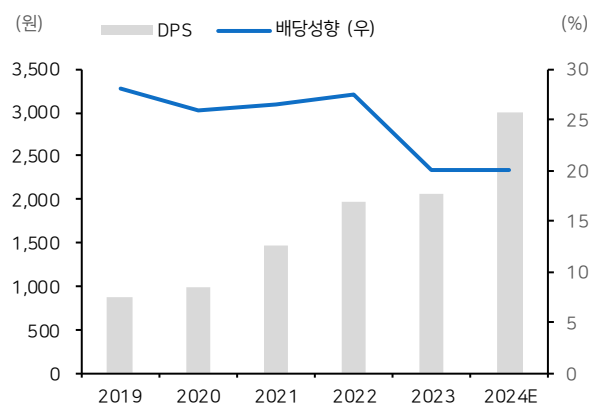
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림4 K-ICS비율 추이



자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림5 DPS, 배당성향 추이



자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

현대해상(001450)

Balance Sheet (별도)

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
운용자산	41,500	42,738	44,474	46,279
현금및예치금	1,350	1,378	1,434	1,492
유가증권	28,660	28,087	29,228	30,414
FVPL	8,130	7,983	8,307	8,644
FVOCI	19,515	19,136	19,913	20,722
AC	0	0	0	0
대출채권	10,397	10,681	11,115	11,567
부동산	1,092	1,123	1,168	1,216
비운용자산	2,241	3,015	3,507	4,048
특별계정자산	18	23	23	23
자산총계	43,758	45,777	48,004	50,351
책임준비금	34,817	36,339	37,662	38,749
보험계약부채	31,527	32,942	34,128	35,071
최선추정(BEL)	17,105	17,665	18,078	18,254
위험조정(RA)	1,752	1,923	1,962	1,970
보험계약마진(CSM)	9,142	9,636	10,219	10,822
보험료배분접근법(PAA)	3,527	3,718	3,869	4,026
투자계약부채	3,646	3,396	3,534	3,678
기타부채	2,811	3,020	3,020	3,020
특별계정부채	13	18	18	18
부채총계	37,641	39,376	40,700	41,786
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113
신종자본증권	0	0	0	0
이익잉여금	6,553	7,347	8,302	9,604
해약환급금준비금	3,422	4,219	4,544	4,876
자본조정	(69)	(68)	(68)	(68)
기타포괄손익누계액	(524)	(1,036)	(1,088)	(1,130)
자본총계	6,117	6,401	7,304	8,564

Key Financial Data I

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표 (원)				
EPS	10,146	15,123	15,243	16,389
BPS	77,028	80,598	91,973	107,841
수정 BPS	120,849	119,075	131,901	149,323
보통주 DPS	2,063	3,000	3,200	3,500
Valuation (배, %)				
PER	3.1	2.3	2.2	2.1
PBR	0.4	0.4	0.4	0.3
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.2
배당성향	20.1	20.1	21.1	21.1
보통주 배당수익률	6.7	8.8	9.4	9.4
재무비율 (%)				
ROA	1.8	2.6	2.5	2.6
ROE	13.2	18.8	16.6	15.2
수정 ROE	8.4	12.7	11.6	11.0

Income Statement (별도)

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	526	1,193	1,188	1,279
일반/변동수수료모형(VFA)	277	972	888	970
CSM 상각	881	975	1,026	1,087
RA 환입	131	135	141	143
예실차 및 기타	(734)	(138)	(279)	(260)
보험료배분(PPA)	968	848	859	867
재보험손익	(680)	(577)	(507)	(504)
기타사업비	(38)	(50)	(52)	(54)
투자손익	496	435	452	481
보험금융손익	(783)	(887)	(949)	(986)
투자서비스손익	1,279	1,321	1,401	1,467
영업이익	1,022	1,627	1,640	1,760
영업외이익	(24)	(37)	(37)	(37)
세전이익	998	1,591	1,603	1,724
법인세비용	(192)	(390)	(393)	(422)
당기순이익	806	1,201	1,211	1,302

Key Financial Data II

	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익				
신계약 CSM	1,679	1,625	1,625	1,658
CSM 배수 (배, 개월)	11.1	10.4	10.5	10.5
CSM 상각률 (%)	8.7	9.1	9.2	9.2
CSM Movement				
기초 CSM	8,319	9,079	9,558	10,140
신계약 CSM	1,679	1,625	1,625	1,658
이자부리	262	309	327	347
CSM 조정	(310)	(485)	(343)	(316)
CSM 상각	(873)	(971)	(1,026)	(1,087)
기말 CSM	9,079	9,558	10,140	10,743
투자손익				
투자서비스 수익률	3.1	3.1	3.1	3.2
FVPL 제외 투자서비스 수익률	2.8	3.9	3.6	3.6

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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대해상 (001450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

