

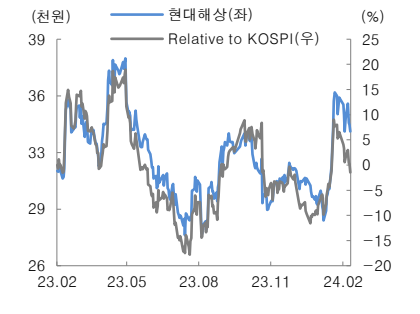
현대해상
(001450)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견 **Buy**
매수, 유지
6개월
목표주가 **44,000**
유지
현재주가 **33,700**
(24.02.23)
보험업종

KOSPI	2,664.27
시가총액	3,013십억원
시가총액비중	0.16%
자본금(보통주)	45십억원
52주 최고/최저	37,900원 / 27,750원
120일 평균거래대금	122억원
외국인지분율	37.69%
주요주주	정몽윤 외 4인 22.85% 국민연금공단 10.54%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.6	10.0	20.1	6.8
상대수익률	6.9	3.7	13.4	-3.1



실손보험의 굴레가 끝나길

- 예실차 적자폭 축소 긍정적이나 손실부담계약 비용 대거 반영
- 다만 이에 따라 손해율 악화되는 것으로 가정 적용하여 '24년 환입 예상
- '23년 부진했으나 '24년 실적 정상화 전망, 이에 따른 DPS 증가 예상

투자의견 매수, 목표주가 44,000원 유지

예실차 개선은 긍정적이나 실손보험 손실부담계약부담 비용이 대거 반영되어 장기보험손익은 적자 전환. 이에 따라 '23년 연간 순이익은 8,060억원(YoY -37.1%)에 그쳤으며 이에 따라 DPS도 2,063원으로 예상을 하회. 다만 대규모 손실부담계약비용을 발생시킨 원인이 호흡기 질환 청구 증가에 따라 손해율이 크게 상승하여 손해율 가정을 악화되는 방향으로 설정했기 때문에 관련 청구가 감소함에 따라 '24년 예실차는 개선되고 동 비용은 환입 될 것으로 사측은 설명. 결론적으로 일시적 영향에 따른 기저효과로 '24년 이익은 경상적인 수준으로 회복할 것. 우리는 2024년 동사의 순이익을 +41.5% 증가한 1.14조원으로 전망. 순이익 증가분만큼 DPS에 반영하겠다는 사측의 의지가 보여 '24년 DPS는 기대하는 수준 충족될 수 있을 것. 자사주 매입 및 소각 계획은 아직 없음

3Q23 별도기준 순이익 190억원(QoQ -93.3%, YoY -95.5%) 기록

3분기 순이익은 당사 추정 및 컨센서스 -80% 이상 하회

[장기보험손익] -2,270억원(적전) 손실 전환. CSM상각액 2,370억원(QoQ +7.1%, YoY +16.8%)으로 증가했고 호흡기 질환 청구 감소로 예실차 개선되었으나 손실 부담계약비용 4,000억원 이상 반영되어 적자 전환

[CSM] 기시 CSM 8.9조원으로 신계약 매출 감소, 배수 하락 등으로 신계약 CSM 3,570억원(QoQ -20%) 다소 부진하였으나 구실손 손해율 개선효과로 CSM조정 은 210억원(QoQ +42%)으로 플러스 지속. 이에 따라 기말 CSM 9.1조원(QoQ +2.4%) 달성

[자동차/일반보험손익] 자동차보험손익은 계절성에 따른 손해율 상승으로 -60억 원 적자 전환하였으며 일반보험손익 역시 50억원(QoQ -81.7%, YoY -12%)으로 부진

[투자손익] 금리 하락에 따른 FVPL채권 평가이익 및 배당수익, 처분이익 반영으로 1,840억원(QoQ +227%, YoY +53%) 크게 개선

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, %)

	2021	2022	2023P	2024E	2025E
보험손익	-566	1,436	539	1,169	1,294
투자손익	1,211	438	505	425	401
순이익	438	1,352	806	1,140	1,213
YoY	43.2%	208.5%	-40.4%	41.5%	6.4%
기말 CSM		8,352	9,142	9,687	10,198
ROE	8.97	14.53	13.17	16.26	15.26
PBR	0.37	0.25	0.38	0.33	0.29
PER	4.11	1.73	2.90	2.05	1.92
DPS	1,480	1,965	2,063	3,095	3,559

자료:현대해상, 대신증권 Research Center

표 1. 현대해상 분기실적 요약

(단위: 십억 원)

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	QoQ	YoY
장기 보험손익	468	156	79	252	-227	적전	적전
CSM 상각	203	215	210	221	237	7.1%	16.8%
RA 변동	34	27	31	32	34	8.7%	2.3%
예상/실제현금흐름 차이	-59	-72	-94	-47	-18		
손해액	-56	-74	-90	-48	-8		
사업비	-4	2	-4	0	-10		
기타 보험손익	-294	11	70	-51	476		-261.6%
일반 보험손익	6	26	17	29	5	-81.7%	-12.0%
자동차 보험손익	-22	76	73	58	-6	적전	적전
보험손익	452	259	170	339	-228	적전	적전
투자영업수익	-292	939	493	622	427	-31.4%	-246.2%
투자영업비용	-412	755	412	566	243	-57.1%	-158.9%
투자손익	120	184	81	56	184	226.6%	53.0%
영업이익	572	420	251	395	-44	적전	적전
영업외손익	-6	-7	-7	-6	-5		
세전이익	566	413	244	390	-49	적전	적전
당기순이익	426	315	182	289	19	-93.3%	-95.5%

자료: 현대해상, 대신증권 Research center

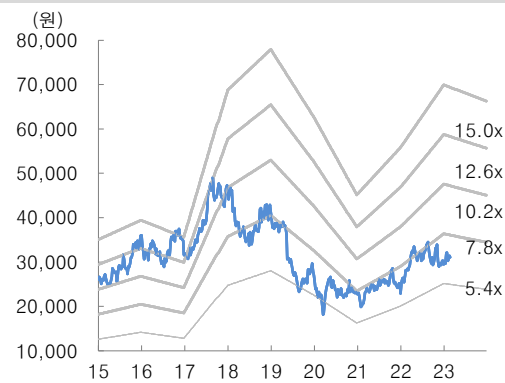
표 2. 현대해상 CSM 관련

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	QoQ
기초 CSM	8,319	8,415	8,560	8,867	3.6%
신계약 CSM	458	418	446	357	-20.0%
이자부리	61	64	67	70	5.6%
부리이율	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	2.0%
CSM 상각	-206	-210	-221	-237	7.1%
CSM 조정	-218	-128	15	21	42.0%
기말 CSM	8,415	8,560	8,867	9,079	2.4%
신계약 CSM					
보장성	489	418	447	357	-20.0%
인보험	478	404	435	344	-20.8%
물보험	11	14	12	13	9.4%
저축성	6	4	0	0	
합계	495	418	447	357	-20.0%

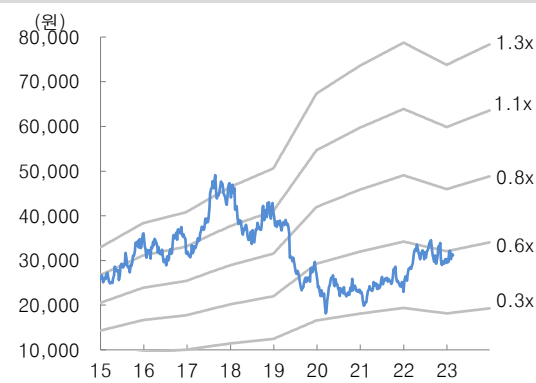
자료: 현대해상, 대신증권 Research center

그림 1. 현대해상 PER 밴드



자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

그림 2. 현대해상 PBR 밴드



자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

현대해상 기업개요

기업 및 경영진 현황

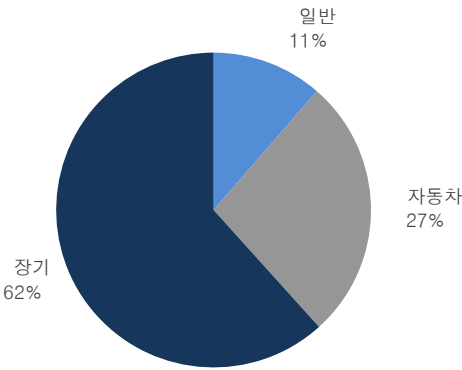
- 1955년 3월에 설립된 국내 손해보험산업의 선두주자로서 해상, 화재, 자동차, 특종, 장기, 연금 및 퇴직보험 등 손해보험업을 주요사업으로 영위하고 있음. 2020년 시장점유율은 16.8%로, 국내 손해보험업계에서 꾸준히 시장지배력을 유지하고 있음
- 조용일, 이성재 대표이사 (2020.03~)
- 자산 54.4조, 부채 49.4조, 자본 5.0조 (2023년 3월 기준)
(발행주식 수: 89,400,000/ 자사주: 9,985,500)

주가 변동요인

- 자동차보험료 추가인상 여부
- 실손보험료 요율 조정 수준
- 매출 경쟁 완화 여부
- 전향적 배당정책

자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

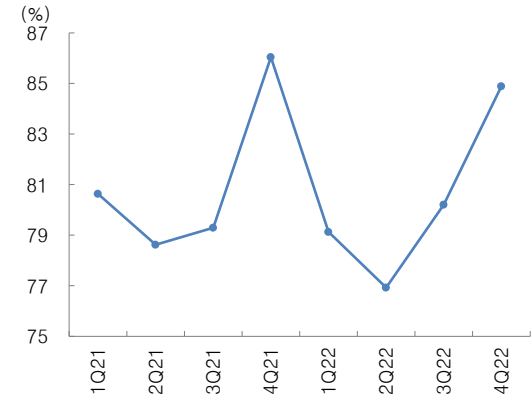
원수보험료 비중



주: 2023년 1분기 별도 매출 기준
자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

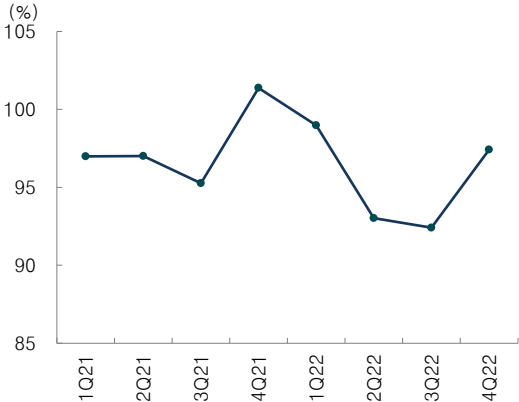
Earnings Driver

현대해상 자동차보험 손해율 추이



자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

현대해상 위험손해율 추이



자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

재무제표

PL						BS					
(단위: 십억원)						(단위: 십억원)					
	2021	2022	2023P	2024E	2025E		2021	2022	2023P	2024E	2025E
장기 보험손익		1,168	260	905	1,030	운용자산		43,118	41,500	43,921	46,490
CSM 상각		747	882	1,004	1,061	현예금		1,302	1,350	1,433	1,521
RA 변동		132	124	108	108	유가증권		30,244	28,660	30,361	32,165
예실차		25	-231	-22	-17	당기손익공정가치측정		0	8,130	8,629	9,159
일반 보험손익		91	77	61	61	기타포괄손익공정가치측정		0	19,515	20,712	21,983
보험료배분접근법 수익		899	1,005	1,019	1,023	상각후원가측정		0	0	0	0
발생손해액		540	625	642	645	지분법적용투자주식		806	1,015	1,019	1,023
사업비		268	304	316	317	대출채권		10,461	10,397	11,035	11,712
자동차 보험손익		176	202	203	203	부동산		1,110	1,092	1,092	1,092
보험료배분접근법 수익		4,129	4,234	4,293	4,310	비운용자산		2,507	2,241	2,245	2,200
발생손해액		3,286	3,355	3,416	3,436	특별계정자산		8	18	18	18
사업비		667	677	674	672	총자산	52,291	45,633	43,758	46,184	48,708
보험손익	-566	1,436	539	1,169	1,294	부채총계	47,401	36,325	37,641	39,169	40,759
투자영업수익		2,311	2,481	2,408	2,458	책임준비금		32,328	34,817	36,230	37,702
보험금융수익		145	163	747	802	보험계약부채		28,681	31,527	32,807	34,139
기타투자수익		2,166	2,318	1,661	1,656	최신추정		11,171	12,970	13,497	14,045
투자영업비용		1,873	1,976	1,983	2,057	위험조정		1,485	1,586	1,586	1,586
보험금융비용		867	936	883	897	보험계약마진		8,352	9,142	9,687	10,198
기타투자비용		1,007	1,039	1,100	1,160	보험료배분접근법적용		3,392	3,527	3,565	3,579
투자손익	1,211	438	505	425	401	재보험계약부채		1	0	0	0
영업이익		1,873	1,022	1,594	1,695	투자계약부채		3,646	3,290	3,423	3,562
영업외손익		-26	-24	-21	-21	기타부채		3,988	2,811	2,926	3,044
세전이익		1,848	998	1,573	1,674	특별계정부채		9	13	13	13
지배기업주주지분순이익	438	1,352	806	1,140	1,213	자본총계	4,889	9,308	6,117	7,015	7,949
Valuation	2021	2022	2023P	2024E	2025E	자본금		45	45	45	45
BPS	62,354	118,708	78,010	89,458	101,374	자본잉여금		113	113	113	113
EPS	5,590	17,244	10,275	14,542	15,475	이익잉여금		5,777	6,553	7,450	8,385
ROE	8.97	14.53	13.17	16.26	15.26	해약환급금준비금		0	3,422	3,422	3,422
PBR	0.37	0.25	0.38	0.33	0.29	비상위험준비금		0	0	0	0
PER	4.11	1.73	2.90	2.05	1.92	자본조정		-68	-69	-69	-69
DPS	1,480	1,965	2,063	3,095	3,559	기타포괄손익누계액		2,943	-524	-524	-524
현금배당		154	162	243	279	부채 및 자본총계		45,633	43,758	46,184	48,708
배당성향	26.47	26.80	20.08	21.28	23.00						
증가율	2021	2022	2023P	2024E	2025E						
장기보험손익			-77.7%	248.1%	13.7%						
보험손익			-62.5%	117.0%	10.6%						
순이익	43.2%	208.5%	-40.4%	41.5%	6.4%						
운용자산	6.3%	5.0%	-3.8%	5.8%	5.9%						
CSM			9.5%	6.0%	5.3%						
자본총계	2.9%	3.0%	-34.3%	14.7%	13.3%						

자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

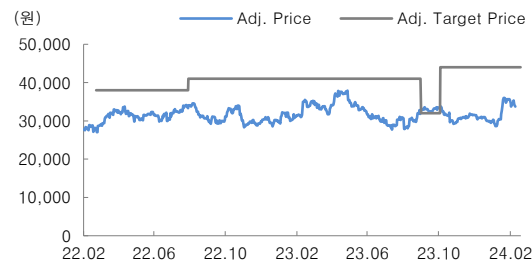
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박혜진)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

현대해상(001450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.02.23	23.10.17	23.09.14	23.08.12	23.02.12	22.08.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	32,000	41,000	41,000	41,000
과리율(평균.%)		(28.57)	3.56	(26.44)	(20.06)	(24.77)
과리율(최대/최소.%)		(18.30)	1.41	(19.88)	(7.56)	(15.73)
제시일자	22.03.07					
투자의견	Buy					
목표주가	38,000					
과리율(평균.%)	(17.05)					
과리율(최대/최소.%)	(10.13)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20230510)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.4%	0.0%

산업 투자의견
- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상