

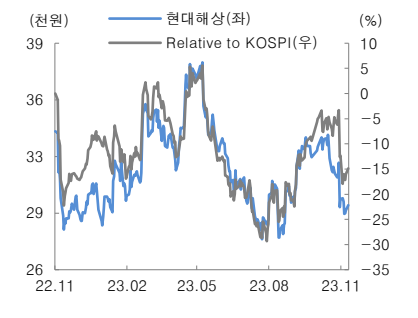
현대해상  
(001450)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견 **Buy**  
매수, 유지  
6개월  
목표주가 **44,000**  
유지  
현재주가 **29,700**  
(23.11.14)  
보험업종

KOSPI	2,403.76
시가총액	2,655십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	45십억원
52주 최고/최저	37,900원 / 27,750원
120일 평균거래대금	127억원
외국인지분율	37.15%
주요주주	정몽윤 외 4인 22.85% 국민연금공단 11.32%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.3	-3.9	-16.1	-1.3
상대수익률	-9.4	3.6	-13.6	1.9



발목을 잡던 요인 모두 반영,  
과도했던 우려

- 예실차 적자폭 축소되며 장기보험손익 선전, 컨센서스 크게 상회
- 계리적 가정 변경으로 CSM 감소했으나 신계약 워낙 좋아 금방 회복 할 것
- 자본감소, K-ICS비율 하락 등 우려 요인 모두 반영, 예상보다 양호

투자의견 매수, 목표주가 44,000원 유지

2분기까지 발목을 잡던 (-)예실차가 호흡기 질환 청구 감소함에 따라 3분기 적자폭이 축소되어 장기보험손익 호조를 견인. 계리적 가정 변경으로 CSM 5,000억원 감소하였으나 매출 호조에 따른 신계약 CSM이 워낙 좋아 연말 CMS은 9조원을 상회할 것. 당 분기 희망퇴직비용 270억원 반영되었음에도 장기보험손익이 좋아 실적은 컨센서스를 크게 상회. K-ICS비율은 8월 신증자본증권 5,000억원 상환, 가이드라인 영향 등으로 172%까지 하락하였는데 신계약 CSM 유입으로 연간 3%p씩 상승할 것이라 크게 우려 되진 않음. 상법시행령 개정으로 배당가능이익 확보한 점도 긍정적

3Q23 별도기준 순이익 2,890억원(QoQ +59.3%, YoY +21.1%) 기록

3분기 순이익은 우리의 추정 및 컨센서스를 34%, 28.9% 상회, 호실적 달성 [장기보험손익] 2,520억원(QoQ +218%, YoY +13.6%) 기록. CSM상각액 2,210억원(QoQ +5.4%, YoY +25.5%)으로 증가했고 호흡기 질환 청구 감소로 예실차 개선된 영향. 예실차는 -470억원으로 2분기 절반 수준

[CSM] 계리적 가정 변경 수정 소급법 적용함에 따라 CSM은 감소. 올해 상반기 기준 영향은 BEL 1.6조원 증가, CSM 5,000억원 감소, 해약환급금준비금 1.4조원 감소함에 따라 총 자본은 1.3조원 감소. 기시 CSM 8.6조원으로 신계약 매출이 여전히 좋아 신계약 CSM 4,460억원(QoQ +6.7%) 반영되었으며 경험요율 조정으로 CSM조정액이 150억원으로 (+)전환함에 따라 기말 CSM은 8.9조원(QoQ 3.6%) 기록

[자동차/일반보험손익] 자동차보험은 손해율 상승으로 580억원(QoQ -20.7%, YOY +76.2%)으로 2분기 대비 감소하였으며 일반보험은 보험료배분적용수익이 증가하며 290억원(QoQ +67.8%, YoY 64.4%)으로 개선

[투자손익] 금리 상승에 따른 FVPL채권 평가손실 반영으로 560억원(QoQ -30.8%, YoY -12.2%) 다소 부진

영업실적 및 주요 투자지표	(단위: 십억원, %)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	-566	-428	1,057	1,442	1,549
투자손익	1,211	1,251	231	-69	-56
순이익	438	561	945	979	1,066
YoY	43.2%	28.0%	68.5%	3.6%	8.8%
기말 CSM			9,171	10,393	11,446
ROE	8.97	11.14	14.27	13.27	13.03
PBR	0.37	0.46	0.35	0.32	0.29
PER	4.11	4.12	2.47	2.38	2.19
DPS	1,480	1,965	2,358	2,830	3,396

자료:현대해상, 대신증권 Research Center

표 1. 현대해상 분기 실적 요약 (단위: 십억원)

	3Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	QoQ	YoY
장기 보험손익	222	156	79	252	218.2%	13.6%
CSM 상각	176	215	210	221	5.4%	25.5%
RA 변동	34	27	31	32	0.5%	-8.4%
예상/실제현금흐름 차이	47	-72	-94	-47		
손해액	42	-74	-90	-48		
사업비	6	2	-4	0		
기타 보험손익	37	11	70	-51		
일반 보험손익	17	26	17	29	67.8%	64.4%
자동차 보험손익	33	76	73	58	-20.7%	76.2%
보험손익	272	259	170	339	99.8%	24.5%
투자영업수익	1,196	939	493	622	26.1%	-48.0%
투자영업비용	1,132	755	412	566	37.4%	-50.0%
투자손익	64	184	81	56	-30.8%	-12.2%
영업이익	336	442	251	395	57.5%	17.5%
영업외손익	-6	-7	-7	-6		-7.9%
세전이익	330	435	244	390	59.5%	17.9%
당기순이익	239	334	182	289	59.3%	21.1%

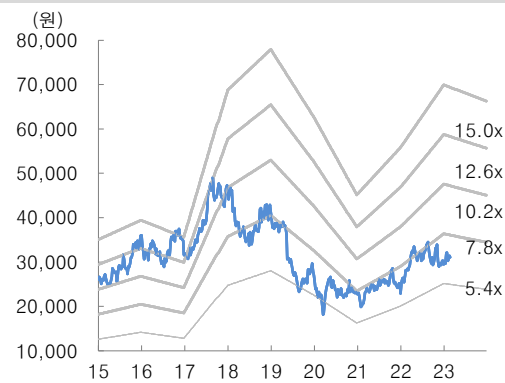
자료: 현대해상, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 2. 현대해상 CSM 관련 지표 (단위: 단위)

	1Q23	2Q23	3Q23P	QoQ
기초 CSM	8,319	8,415	8,560	1.7%
신계약 CSM	458	418	446	6.7%
이자부리	61	64	67	3.6%
부리이율	0.7%	0.8%	0.8%	0%
CSM 상각	-206	-210	-221	5.4%
CSM 조정	-218	-128	15	
기말 CSM	8,415	8,560	8,867	3.6%
신계약 CSM				
보장성	489	418	447	6.8%
인보험	478	404	435	7.6%
물보험	11	14	12	-17.1%
저축성	6	4	0	-100.0%
합계	495	418	447	6.8%

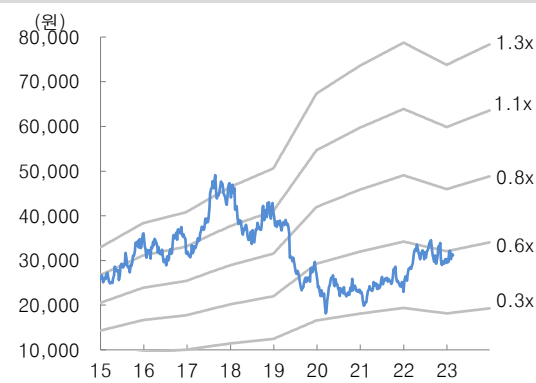
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

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

보험료 유형	비중 (%)
장기	62%
자동차	27%
일반	11%

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

Earnings Driver

현대해상 자동차보험 손해율 추이

기간	손해율 (%)
1Q21	81.0
2Q21	79.0
3Q21	79.5
4Q21	86.0
1Q22	79.5
2Q22	77.0
3Q22	80.0
4Q22	85.0

자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

현대해상 위험손해율 추이

기간	위험손해율 (%)
1Q21	97.0
2Q21	97.0
3Q21	95.5
4Q21	101.0
1Q22	99.0
2Q22	93.0
3Q22	92.5
4Q22	97.5

자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

재무제표

PL	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
장기 보험손익			720	1,113	1,232
CSM 상각			878	1,008	1,119
RA 변동			122	126	126
예실차			-262	-78	-54
일반 보험손익			74	64	64
보험료배분접근법 수익			1,018	1,070	1,074
발생손해액			635	674	677
사업비			308	331	332
자동차 보험손익			262	265	252
보험료배분접근법 수익			4,248	4,450	4,631
발생손해액			3,298	3,476	3,641
사업비			688	709	738
보험손익	-566	-428	1,057	1,442	1,549
투자영업수익			2,533	1,982	2,010
보험금융수익			97	189	199
기타투자수익			2,436	1,793	1,811
투자영업비용			2,302	2,051	2,067
보험금융비용			981	1,062	1,078
기타투자비용			1,321	988	988
투자손익	1,211	1,251	231	-69	-56
영업이익			1,287	1,373	1,493
영업외손익			-25	-22	-22
세전이익			1,263	1,351	1,470
지배기업주주지분순이익	438	561	945	979	1,066
Valuation					
BPS	62,354	64,224	84,435	94,094	104,290
EPS	5,590	7,153	12,050	12,488	13,592
ROE	8.97	11.14	14.27	13.27	13.03
PBR	0.37	0.46	0.35	0.32	0.29
PER	4.11	4.12	2.47	2.38	2.19
DPS	1,480	1,965	2,358	2,830	3,396
현금배당			185	222	266
배당성향	26.47	27.47	19.57	22.66	24.98
증가율					
장기보험손익				54.5%	10.7%
보험손익				36.4%	7.4%
순이익	43.2%	28.0%	68.5%	3.6%	8.8%
운용자산	6.3%	5.0%	6.1%	5.8%	5.8%
CSM				13.3%	10.1%
자본총계	2.9%	3.0%	6.1%	11.4%	10.8%

자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

BS	(단위: 십억원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
운용자산			39,853	42,174	44,637
현예금			1,126	1,195	1,268
유가증권			27,178	28,789	30,498
당기손익공정가치측정			8,017	8,509	9,031
기타포괄손익공정가치측정			18,164	19,279	20,462
상각후원가측정			0	0	0
지분법적용투자주식			997	1,001	1,005
대출채권			10,452	11,093	11,774
부동산			1,097	1,097	1,097
비운용자산			1,975	1,842	1,666
특별계정자산			16	16	16
총자산	52,291	54,398	41,844	44,031	46,318
부채총계	47,401	49,362	35,223	36,653	38,140
책임준비금			31,992	33,291	34,642
보험계약부채			28,627	29,789	30,999
최선추정			10,106	10,516	10,943
위험조정			1,507	1,507	1,507
보험계약마진			9,171	10,393	11,446
보험료배분접근법적용			3,623	3,744	3,870
재보험계약부채			0	0	0
투자계약부채			3,365	3,501	3,644
기타부채			3,220	3,351	3,487
특별계정부채			11	11	11
자본총계	4,889	5,036	6,621	7,378	8,178
자본금			45	45	45
자본잉여금			113	113	113
이익잉여금			6,440	7,198	7,997
해약환급금준비금			3,604	3,604	3,604
비상위험준비금			0	0	0
자본조정			-69	-69	-69
기타포괄손익누계액			92	92	92
부채 및 자본총계			41,844	44,031	46,318

[Compliance Notice]

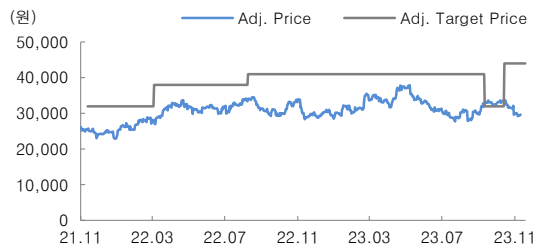
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박혜진, 임수진)

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



일자	23.11.15	23.10.17	23.09.14	23.08.12	23.02.12	22.08.12
의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
주가	44,000	44,000	32,000	41,000	41,000	41,000
율(평균%)		(29.43)	3.56	(26.44)	(20.06)	(24.77)
율(최대/최소%)		(23.30)	1.41	(19.88)	(7.56)	(15.73)
일자	22.03.07	21.11.15				
의견	Buy	Buy				
주가	38,000	32,000				
율(평균%)	(17.05)	(19.26)				
율(최대/최소%)	(10.13)	(9.69)				
일자						
의견						
주가						
율(평균%)						
율(최대/최소%)						
일자						
의견						
주가						
율(평균%)						
율(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 주가 상승 예상
  - Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
  - Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상