



현대해상

| Bloomberg Code (001450 KS) | Reuters Code (001450.KS)

2024년 3월 19일

[손해보험]

임희연 수석연구원

☎ 02-3772-3498

✉ heeyeon.lim@shinhan.com

김민중 연구원

☎ 02-3772-1584

✉ minjongkim@shinhan.com

뭘 좋아할지 몰라서 일단 다 준비했어요!



매수
(유지)



현재주가 (3월 18일)

33,800 원



목표주가

50,000 원 (유지)



상승여력

47.9%

- ◆ 2024년 NP +23.4% YoY 전망: 가정치 정상화에 따른 예실차 축소
- ◆ 후순위채 발행 및 재보험 출재를 통한 자본비율 관리 - 180% 목표
- ◆ 저평가된 밸류에이션에 주목 - 2024F PBR 0.44x, ROE 14.3%



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

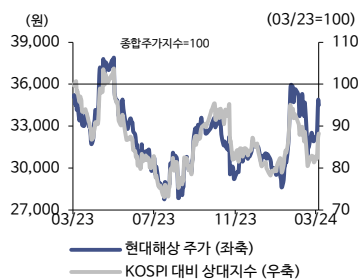
시가총액	3,021.7십억원
발행주식수	89.4백만주
유동주식수	58.0백만주(64.9%)
52 주 최고가/최저가	37,900 원/27,750 원
일평균 거래량 (60 일)	415,816 주
일평균 거래액 (60 일)	13,543백만원
외국인 지분율	36.93%

주요주주	
정몽윤 외 4 인	22.85%
국민연금공단	10.54%

절대수익률	
3 개월	10.1%
6 개월	2.7%
12 개월	-2.2%

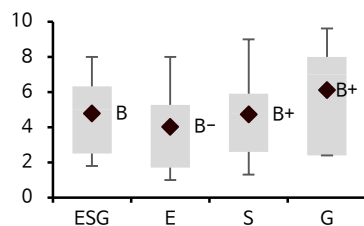
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	5.2%
6 개월	-1.5%
12 개월	-12.7%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



2024년 연간 순이익 9,944억원(+23.4% YoY) 전망

2024년 연간 영업이익의 1.4조원(+35.4%, 이하 YoY), 순이익 9,944억원(+23.4%)이 전망된다. 2023년의 기저효과와 신계약 유입 덕분이다.

2023년 연간 예실차 손실 2,000억원과 호흡기 질환 청구 증가로 인해 연말에 약 4,000억원 규모의 손실부담계약비용을 일시에 인식했다. 코로나19 유행의 부작용으로 과거와 달리 병원 방문 빈도가 잦아졌고, 독감/코로나19 동시검사 비용이 반영된 영향으로 추정된다. 올해 들어 이러한 청구는 예년 대비 감소하고 있다.

예실차의 경우, 과거 5년 평균 통계를 적용한 가정치를 적용하는데, 2023년의 경우 코로나19 유행 당시 청구가 낮았던 통계가 반영돼 실제와 다를 수 밖에 없는 한계가 존재했다. 연말 가정 업데이트에 따라 올해부터는 예실차 손실이 약 1,650억원으로 축소될 것으로 기대된다.

월평균 보장성 신계약은 111억원(-3.3%), 전환배수 13.4x(+1.2x)이 전망된다. 경쟁 심화에 따른 신계약 감소는 불가피하다. 단, 4월부터 여타 보험사 대비 큰 폭의 보험료 인상이 이루어짐에 따라 신계약의 Quality가 개선될 것으로 기대된다. 경쟁사들과 차별화되는 요인이다.

후순위채 발행과 재보험 출재를 통한 자본비용 관리 예정

연내 후순위채 발행과 대량해지위험의 재보험 출재를 통해 자본비용을 180%대로 끌어올릴 계획이다. 현재 K-ICS 비율은 173.2%로 규제 수준을 20%p 이상 상회하고 있으나, 투자자들의 눈높이가 200%에 형성되어 있는 만큼 기대치에 부합하기 위한 전략이다. 불필요한 자본비용이 지출되는 것은 다소 아쉽지만, 현재 주가에 반영된 할인율은 자본비용 증가보다 크기 때문에 지금의 전략은 정당화될 수 있다. 주가 Upside에 대한 기대감이 유효하다고 판단되는 이유다.

목표주가 50,000원, 투자 의견 '매수' 유지 - Top Pick

대표적인 디스카운트 요인인 낮은 CSM 전환배수와 K-ICS 비율을 모두 제고하기 위한 준비를 모두 마쳤다. 결과물은 올해 연간 숫자로 확인될 것이다. 주주환원 확대에 대해서도 적극적으로 검토 중이다. 1위권사의 밸류에이션이 부담스럽다면 지금은 갈아탈 때다.

12월 결산	보험손익 (십억원)	투자손익 (십억원)	영업이익 (십억원)	당기순이익 (십억원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	DPS (원)	배당수익률 (%)
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2023	526.5	495.6	1,022.1	805.7	3.4	0.5	13.2	1.8	2,063	6.7
2024F	926.9	457.0	1,383.9	994.4	3.0	0.4	14.3	2.3	2,550	7.5
2025F	1,095.2	453.9	1,549.1	1,114.9	2.7	0.4	14.2	2.5	2,850	8.4
2026F	1,217.8	463.5	1,681.3	1,211.5	2.5	0.3	13.7	2.6	3,100	9.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

1Q24F 실적 Preview

(십억원, %)	1Q24F	4Q23	1Q23	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap
보험손익	265.3	(228.0)	246.0	흑전	7.8		
투자손익	185.3	184.0	173.9	0.7	6.6		
영업이익	450.6	(44.0)	419.9	흑전	7.3	374.9	20.2
당기순이익	324.9	19.4	315.3	1,577.9	3.1	281.6	15.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F
보험손익	526.5	926.9	526.5	926.9	0.0	0.0
투자손익	495.6	457.0	495.6	457.0	0.0	0.0
영업이익	1,022.1	1,383.9	1,022.1	1,383.9	0.0	0.0
당기순이익	805.7	994.4	805.7	994.4	0.0	0.0

자료: 신한투자증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	증감률
보험손익	246.0	169.6	338.8	(228.0)	265.3	252.7	240.1	168.8	526.5	926.9	76.1
장기	144.8	79.2	252.1	(227.3)	179.5	179.5	194.4	204.2	248.8	757.5	204.4
자동차	75.6	73.4	58.2	(5.9)	70.1	62.2	30.9	(48.1)	201.2	115.0	(42.8)
일반	25.7	17.0	28.5	5.2	15.8	11.1	14.8	12.7	76.4	54.4	(28.9)
투자손익	173.9	81.4	56.3	184.0	185.3	110.3	72.5	88.9	495.6	457.0	(7.8)
운용손익	369.7	275.5	260.8	373.1	384.8	311.6	304.7	309.4	1,279.1	1,310.4	2.5
보험금융손익	(195.8)	(194.1)	(204.5)	(189.1)	(199.4)	(201.2)	(232.3)	(220.5)	(783.5)	(853.4)	적지
영업이익	419.9	251.0	395.2	(44.0)	450.6	363.1	312.6	257.7	1,022.1	1,383.9	35.4
영업외손익	(6.8)	(6.7)	(5.6)	(5.3)	(5.5)	(5.4)	(5.4)	(5.4)	(24.4)	(21.8)	적지
세전이익	413.1	244.3	389.6	(49.3)	445.1	357.6	307.1	252.2	997.7	1,362.1	36.5
당기순이익	315.3	181.7	289.4	19.4	324.9	261.1	224.2	184.1	805.7	994.4	23.4
월평균 보장성 신계약	11.3	11.9	12.3	10.5	12.0	10.5	11.0	11.0	11.5	11.1	(3.3)
CSM 전환배수	13.5	11.7	12.1	11.4	13.0	13.5	13.5	13.5	12.2	13.4	9.9
CSM 상각률	2.5	2.5	2.6	2.7	2.6	2.7	2.6	2.6	10.5	11.0	5.3
신계약 CSM	458.0	418.2	446.3	357.0	468.0	425.3	445.5	445.5	1,679.4	1,784.3	6.2
기말 CSM	8,415.3	8,560.4	8,867.1	9,078.7	9,370.1	9,612.5	9,886.4	10,167.5	9,078.7	10,167.5	12.0
투자영업이익률	3.7	2.8	2.6	3.7	3.7	3.0	2.9	3.0	3.2	3.2	0.0
ROE (평균)	19.4	10.6	17.4	1.3	20.2	15.6	12.9	10.6	0.0	15.2	15.2
ROA (%)	3.0	1.7	2.8	0.2	3.0	2.4	2.0	1.7	1.8	2.3	0.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

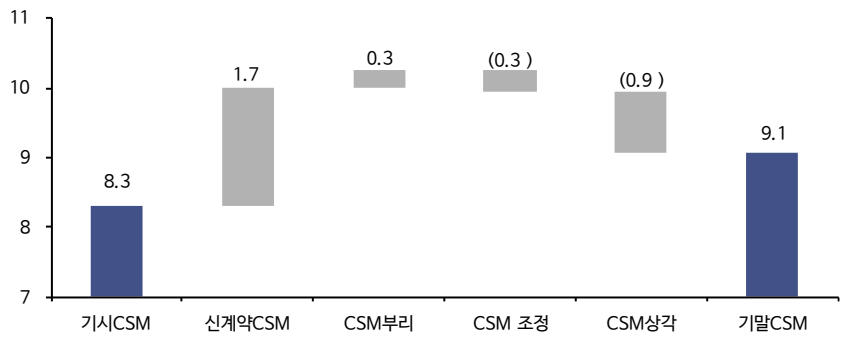
목표주가 산출 테이블

FAIR PRICE BASED ON PBR	현대해상
ROE (%)	14.3
Adj. Cost of capital (%)	15.1
Risk free rate (%)	3.4
Beta	0.4
Market return (%)	28.8
Adjustment (%)	-
Long-term growth (%)	0.0
Fair P/ B (x)	0.9
Discount/Premium	(30.0)
Adj. Fair P/B (x)	0.7
BPS (원)	77,624
Target Price (won)	50,000
Upside (%)	47.9

자료: 신한투자증권 추정

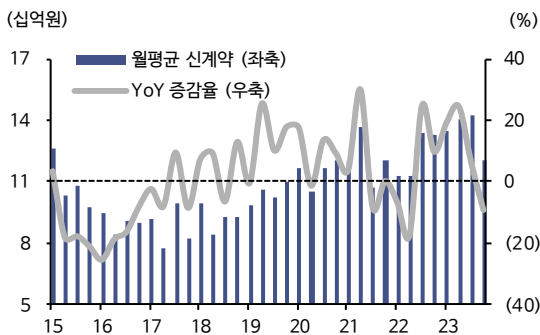
2023 CSM Movement

(조원)



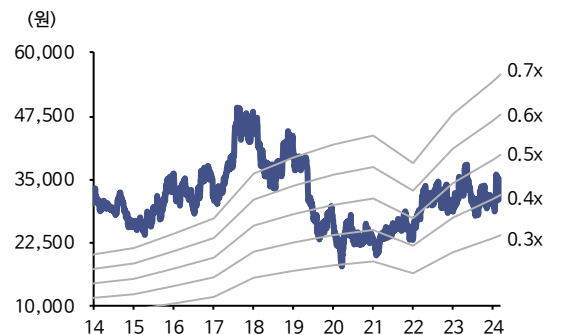
자료: 회사 자료, 신한투자증권

월평균 신계약 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

1yr fwd PBR Band Chart



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

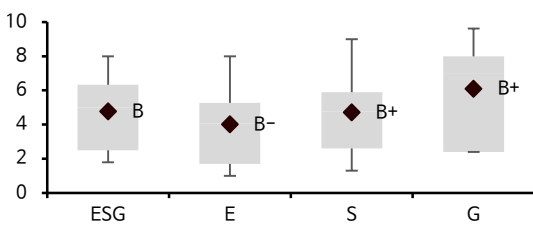
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 친환경 상품 분류체계를 자체 구축하여 친환경 보험 상품 개발 및 출시 확대
- ◆ ECO 마일리지 특약, 전기차 전용 자동차보험 보장 강화로 친환경 경영 실천
- ◆ 전사적인 전자 결재 및 보고 문화 확대로 사무용지 사용 꾸준한 감소

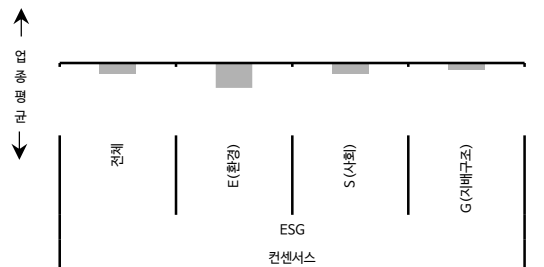
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차

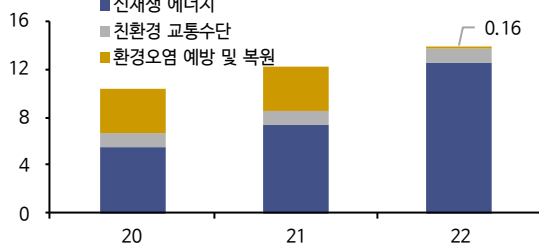


자료: 신한투자증권

Key Chart

친환경 상품 보험료 실적

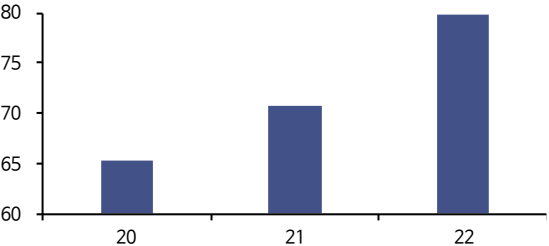
(십억원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

연도별 마일리지 특약 가입률

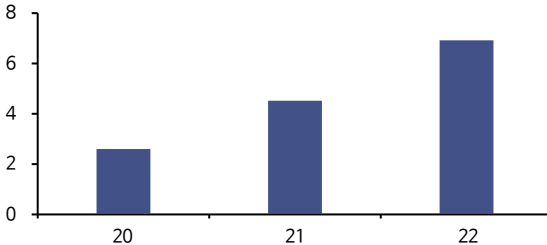
(%)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

전기차 전용 자동차보험 가입 건

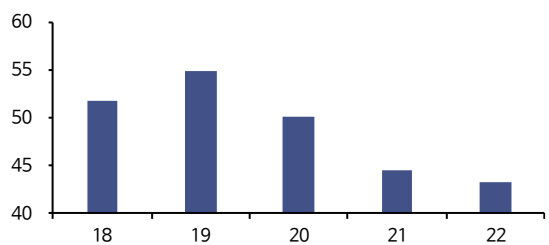
(만건)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

본사 부서 사무용지 구매 비용 및 사용 현황 추이

(백만원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

개별재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	-	43,758.5	44,134.5	44,664.1	46,018.2
운용자산	-	41,499.5	41,831.5	42,377.0	43,662.2
비운용자산	-	2,241.0	2,285.1	2,269.2	2,338.2
특별계정자산	-	17.9	17.9	17.9	17.9
부채총계	-	37,641.3	37,195.0	36,801.8	37,153.5
책임준비금	-	34,816.8	34,403.9	34,040.2	34,365.5
보험계약부채	-	31,526.9	32,915.5	34,388.0	36,128.5
일반모형	-	27,999.5	29,232.7	30,540.5	32,086.2
BEL	-	17,104.7	17,241.5	17,466.4	17,996.1
RA	-	1,752.4	1,823.7	1,898.0	1,975.7
CSM	-	9,142.4	10,167.5	11,176.2	12,114.5
보험료배분접근법적용	-	3,527.4	3,682.7	3,847.5	4,042.2
특별계정부채	-	13.2	13.2	13.2	13.2
자본총계	-	6,117.1	6,939.5	7,862.3	8,864.7
자본금	-	44.7	44.7	44.7	44.7
자본잉여금	-	113.2	113.2	113.2	113.2
신종자본증권	-	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-	6,552.6	7,375.0	8,297.8	9,300.2
자본조정	-	(69.4)	(69.4)	(69.4)	(69.4)
기타포괄손익누계액	-	(523.9)	(523.9)	(523.9)	(523.9)

CSM Movement

12월 결산 (%)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
기초 CSM	-	8,319.4	9,078.7	10,167.5	11,176.2
신계약 CSM	-	1,679.4	1,784.3	1,782.0	1,782.0
이자부리	-	262.5	294.8	328.1	358.7
CSM 조정	-	(309.8)	12.7	11.0	10.2
CSM 상각	-	(872.9)	(1,002.9)	(1,112.4)	(1,212.5)
신계약	-	(32.7)	(37.0)	(37.0)	(37.0)
보유계약	-	(840.1)	(966.0)	(1,075.4)	(1,175.5)
기말 CSM	-	9,078.7	10,167.5	11,176.2	12,114.5
CSM 전환배수	-	12.2	13.4	13.5	13.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

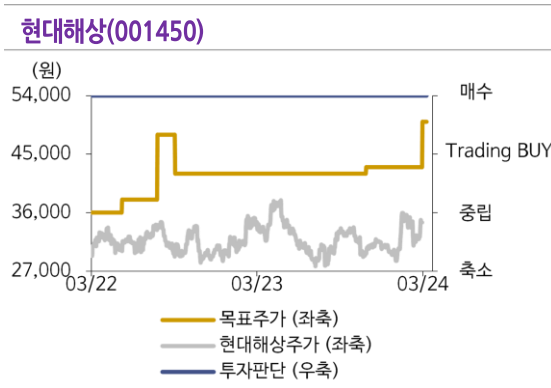
개별손익보고서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
보험손익	-	526.5	926.9	1,095.2	1,217.8
장기	-	248.8	757.5	974.8	1,147.1
CSM 상각	-	872.9	1,002.9	1,112.4	1,212.5
RA 변동	-	130.0	137.8	143.6	149.5
에실차	-	(205.7)	(165.0)	(104.9)	(61.7)
기타	-	(548.4)	(218.2)	(176.3)	(153.2)
자동차	-	201.2	115.0	65.4	13.1
일반	-	76.4	54.4	55.0	57.6
투자손익	-	495.6	457.0	453.9	463.5
운용손익	-	1,279.1	1,310.4	1,331.5	1,368.3
보험금융손익	-	(783.5)	(853.4)	(877.6)	(904.8)
영업이익	-	1,022.1	1,383.9	1,549.1	1,681.3
영업외손익	-	(24.4)	(21.8)	(21.7)	(21.7)
세전이익	-	997.7	1,362.1	1,527.3	1,659.5
법인세비용	-	191.9	367.8	412.4	448.1
당기순이익	-	805.7	994.4	1,114.9	1,211.5

Valuation Indicator

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (원)	-	9,013	11,123	12,471	13,551
BPS (원)	-	68,424	77,624	87,945	99,158
PER (배)	-	3.4	3.0	2.7	2.5
PBR (배)	-	0.45	0.44	0.38	0.34
ROE (%)	-	13.2	14.3	14.2	13.7
ROA (%)	-	1.8	2.3	2.5	2.6
배당성향 (%)	-	17.3	17.3	17.2	17.3
DPS (원)	-	2,063	2,550	2,850	3,100
배당수익률 (%)	-	6.7	7.5	8.4	9.2

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 01월 25일	매수	36,000	(16.5)	(6.4)
2022년 05월 26일	매수	38,000	(16.1)	(10.1)
2022년 08월 12일	매수	48,000	(33.4)	(28.0)
2022년 09월 20일	매수	42,000	(25.8)	(15.5)
2023년 03월 21일		6개월경과	(23.4)	(9.8)
2023년 09월 22일		6개월경과	(24.2)	(19.6)
2023년 11월 15일	매수	43,000	(26.1)	(16.4)
2024년 03월 18일	매수	50,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 임희연, 김민중)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 15일 기준)

매수 (매수)	92.27%	Trading BUY (중립)	6.01%	중립 (중립)	1.72%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------