

현대해상 (001450/KS)

Turn around

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 37,000 원(유지)

현재주가: 30,650 원

상승여력: 20.7%



Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

Company Data

발행주식수	8,940 만주
시가총액	2,740 십억원
주요주주	
정몽윤(외4)	22.85%
자사주	12.29%

Stock Data

주가(23/11/17)	30,650 원
KOSPI	2,469.85 pt
52주 최고가	37,900 원
52주 최저가	27,750 원
60일 평균 거래대금	14 십억원

주가 및 상대수익률



완화된 예실차 손실 부담

상반기 현대해상의 가장 큰 부담요인인 예실차 손실은 소아과 대란 등으로 어린이보험 관련 3/4 세대 실손 클레임이 증가한데 기인한다. 과거 동사의 부담요인인 구세대 실손은 지속적인 요율 갱신 등을 통해 부담이 축소된 상황이다. 3Q23 예실차 손실 축소는 1) 계절성이 반영된 예상 보험금, 2) 축소된 클레임 등에 따른 영향으로 분석되며 향후 연말 계리적 가정 조정 이후에는 더욱 개선된 예실차 손익을 기대한다.

3Q23 별도 당기순이익 2,894 억원(+21% YoY) 기록

동사의 3Q23 별도 당기순이익은 2,894 억원(+21% YoY)을 기록했다. 예실차 손실이 493 억원으로 상반기 대비 축소되었으며 손실계약 환입 등이 발생함에 따라 보험손익이 3,388 억원(+24% YoY)로 개선된데 기인한다. 투자손익의 경우 FVPL 평가손실 및 가이드라인 적용에 따른 보험금융비용 등 영향으로 563 억원(-12% YoY)을 기록했다. 다만 신계약의 경우 경쟁사 대비 둔화되는 모습이 나타났다. 동사의 보장성 인보험 월납보험료는 123억원(+2.8% QoQ)로 삼성(+23% QoQ), DB(+13% QoQ) 대비 상승 폭이 다소 낮았는데 언더라이팅 강화 등에 따른 영향으로 분석된다. 향후 가정 관리 등 측면의 개선을 기대할 수 있을 전망이다.

2024E 당기순이익 1조 283 억원(+4.7% YoY) 전망

동사의 2024E 순이익은 1조 283억원(+4.7% YoY)을 전망한다. 신계약은 꾸준한 성장세를 예상하며 24E 보장성 인보험 월납보험료는 122 억원(+3% YoY)을 기대한다. 환산배수는 23 년 대비 다소 낮아진 11 배를 가정했으며 전반적인 신계약 CSM 증가 규모는 23 년과 유사할 전망이다. 예실차는 가정 조정 등에 따라 23 년 대비 축소를 예상하나 보수적으로 약 1 천억원 손실을 가정했다. 위험손해율 1.5%p 개선에 따른 예실차 개선이 약 1 천억원으로 예상되는 만큼 향후 손해를 추세 등에 대한 모니터링이 필요할 전망이다. 경쟁사 대비 낮은 K-ICS 비율 등 감안하여 배당성향을 약 17%로 가정하더라도 23E DPS 는 2,180 원(배당수익률 7.1%)를 예상한다. 경쟁사와 밸류에이션 갭(2023E PBR 삼성 0.77x, DB 0.65x) 감안했을 때 불확실성 완화에 따른 Turn around 관점에 가장 부합하는 손보사라고 판단하며 Top pick 으로 제시한다.

영업실적 및 투자지표

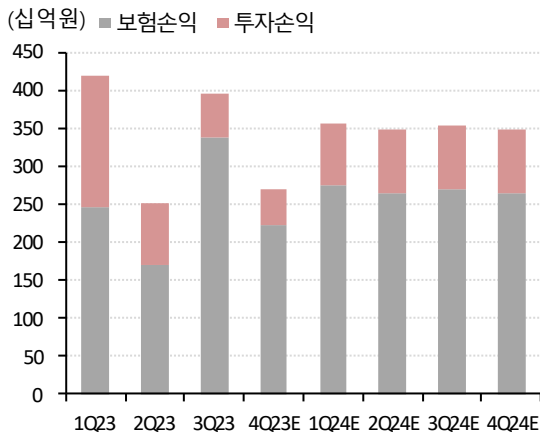
구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익	십억원				976	1,074	1,193
투자손익	십억원				359	332	340
영업이익	십억원				1,335	1,406	1,533
당기순이익	십억원				982	1,028	1,122
EPS	원				10,987	11,502	12,550
PER	배				2.8	2.7	2.4
PBR	배				0.40	0.35	0.32
ROE	%				12.5	14.1	13.7

현대해상 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	% YoY
보험손익	246	170	339	222	274	265	270	266	976	1,074	10.0%
장기보험	148	82	271	143	175	181	186	191	644	733	13.8%
CSM 상각	206	210	221	223	228	232	236	240	860	936	8.9%
RA 해제	33	31	32	34	35	36	37	39	129	146	13.3%
예실차	-48	-93	-49	-44	-25	-25	-25	-25	-233	-100	N/A
손실계약비용 및 기타	-43	-66	68	-70	-63	-63	-63	-63	-112	-250	N/A
자동차보험	78	76	61	61	73	74	69	61	275	277	0.6%
일반보험	24	17	33	22	30	16	19	18	96	84	-13.0%
(기타사업비)	4	5	26	4	5	5	5	5	39	19	-50.6%
투자손익	174	81	56	47	82	83	83	83	359	332	-7.5%
자산운용손익	370	275	261	268	281	285	287	290	1,174	1,143	-2.7%
FVPL 평가손익	101	-6	-19	0	0	0	0	0	76	0	N/A
보험금융손익	-196	-194	-204	-221	-199	-201	-204	-207	-815	-811	N/A
영업이익	420	251	395	269	356	349	353	349	1,335	1,406	5.3%
영업외손익	-7	-7	-7	-6	-6	-6	-6	-6	-25	-24	N/A
세전이익	413	244	390	263	350	343	347	343	1,310	1,382	5.5%
당기순이익	315	182	289	196	260	255	258	255	982	1,028	4.7%
월평균 보장성 신계약(인보험)	11.3	11.9	12.3	12.0	12.1	12.2	12.3	12.4	11.9	12.2	3.0%
자산총계	42,574	42,481	41,540	41,922	42,302	42,823	43,162	43,543	41,922	43,543	3.9%
운용자산	40,238	40,088	39,294	39,704	40,111	40,663	41,030	41,439	39,704	41,439	4.4%
FVPL	7,941	8,368	7,899	8,014	8,147	8,277	8,382	8,494	8,014	8,494	6.0%
비운용자산	2,327	2,379	2,230	2,202	2,175	2,145	2,116	2,088	2,202	2,088	-5.2%
부채총계	36,064	35,635	34,874	35,060	35,351	35,618	35,698	35,824	35,060	35,824	2.2%
책임준비금	33,107	32,590	31,675	32,072	32,533	32,997	33,352	33,738	32,072	33,738	5.2%
장기보험 CSM 잔액	8,453	8,598	8,904	8,998	9,170	9,341	9,514	9,661	8,998	9,661	7.4%
자본총계	6,510	6,846	6,666	6,861	6,951	7,206	7,464	7,719	6,861	7,719	12.5%
해약환급금준비금	3,038	3,234	3,604	3,931	4,228	4,497	4,741	4,962	3,931	4,962	26.2%
ROE (%)	17.0	11.8	17.8	11.6	15.1	14.4	14.1	13.4	12.5	14.1	1.6%p

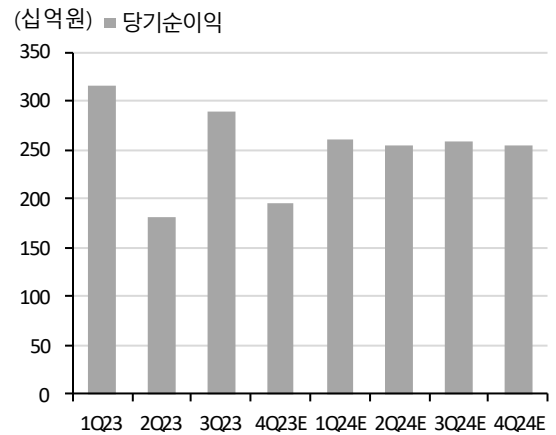
자료: 현대해상, Dart, SK 증권 추정

현대해상 - 영업이익 추이 및 전망



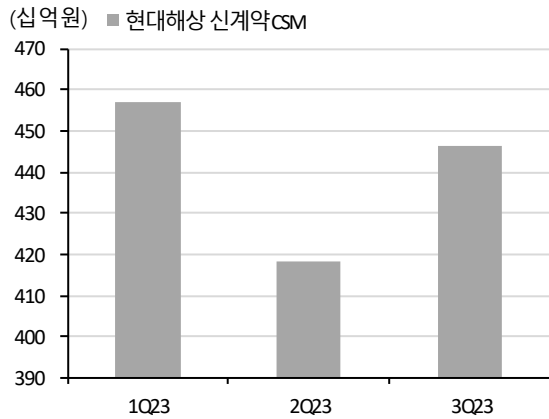
자료: 현대해상, SK 증권 추정

현대해상 - 당기순이익 추이 및 전망



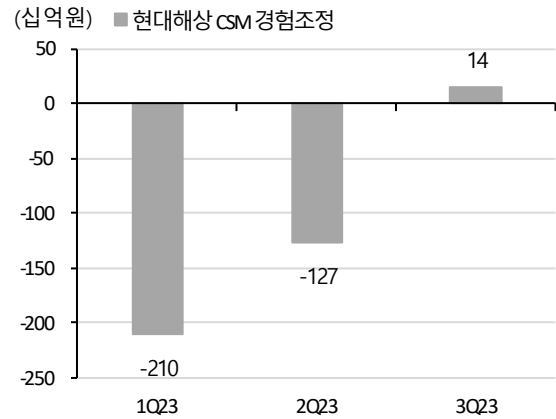
자료: 현대해상, SK 증권 추정

현대해상 - 신계약 CSM 추이



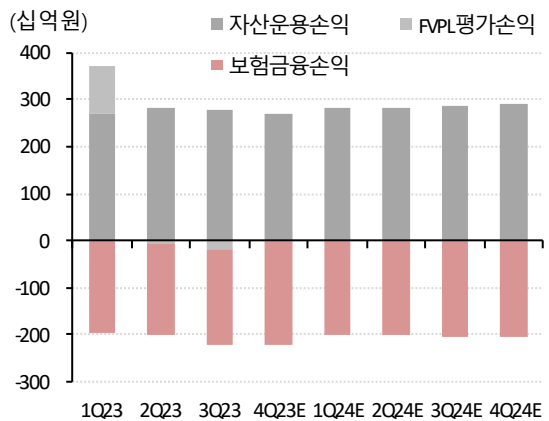
자료: 현대해상, SK 증권 추정

현대해상 - CSM 경험조정 추이



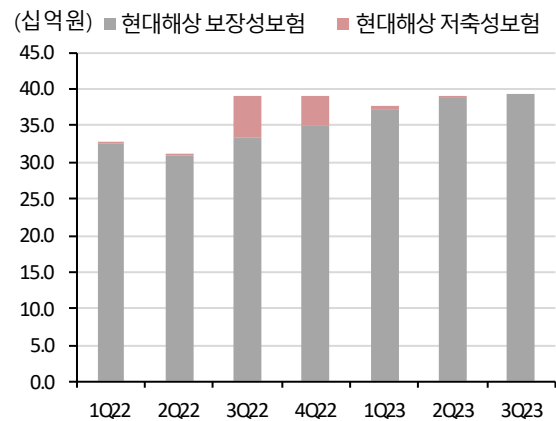
자료: 현대해상, SK 증권 추정

현대해상 - 투자손익 Breakdown



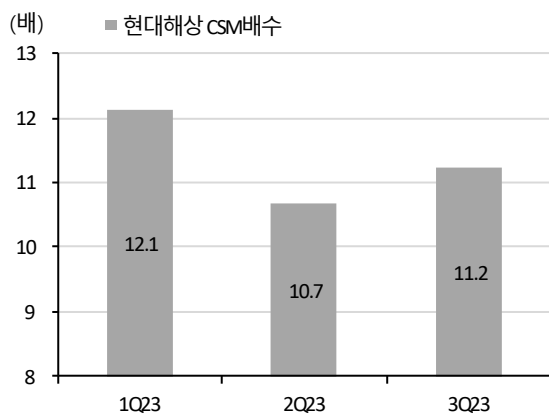
자료: 현대해상, SK 증권 추정

현대해상 - 월납보험료 추이



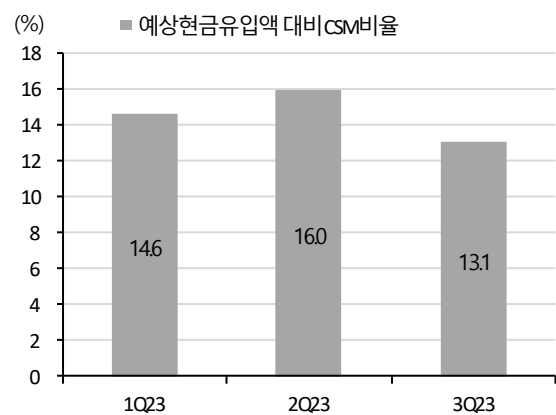
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상 - 신계약 CSM/월납보험료 배수



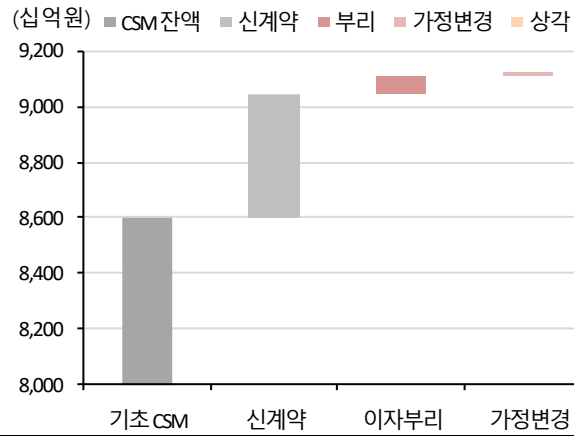
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상 - 예상현금유입액 대비 신계약 CSM 비율



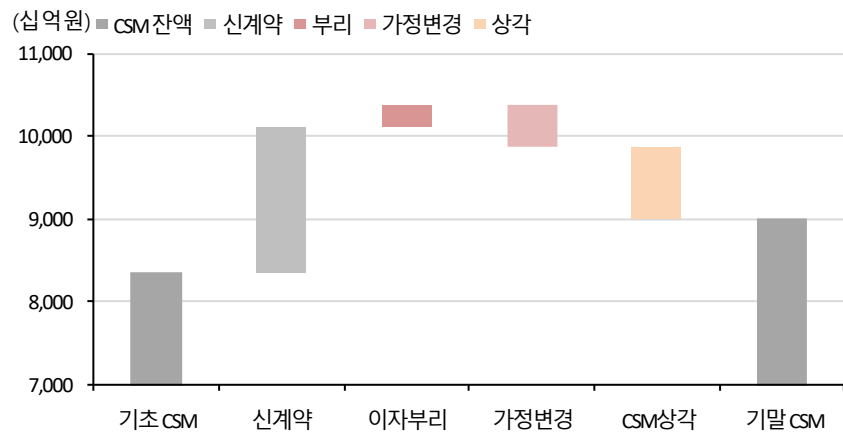
자료: 현대해상, Dart, SK 증권; 주: 누계 기준

현대해상 CSM Movement(3Q23)



자료: Dart, SK 증권

현대해상 예상 CSM Movement(2023E)



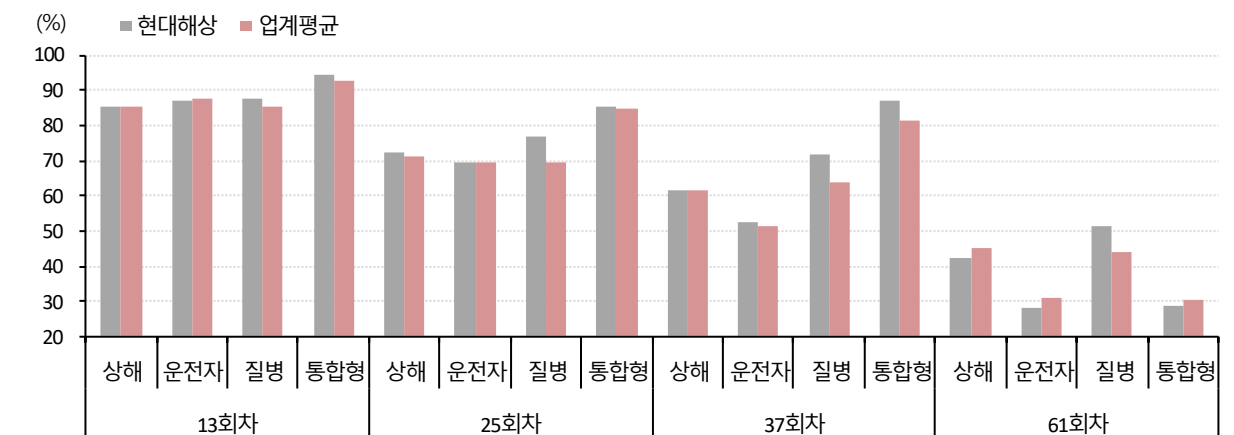
자료: Dart, SK 증권 추정

현대해상 - 유지율 현황(1H23 기준)

보험 종류	13 회차	25 회차	37 회차	61 회차
상해	85.63	72.45	61.63	42.52
운전자	86.95	69.46	52.52	28.10
재물	92.22	69.26	52.61	33.78
질병	87.69	76.59	71.99	51.24
통합형	94.62	85.52	86.82	28.68
저축성	81.59	82.43	62.57	33.03
연금저축	91.10	82.07	75.87	63.33
실손	96.87	96.33	94.52	91.60
계	88.14	75.52	65.57	44.31

자료: 손해보험협회, SK 증권

현대해상 - 장기인보험 유지율 비교(1H23 기준)



자료: 손해보험협회, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
운용자산			39,704	41,439	43,125
현금및예치금			1,106	1,120	1,112
유가증권			27,181	28,811	30,412
대출금			10,318	10,401	10,484
부동산			1,099	1,108	1,117
비운용자산			2,202	2,088	1,971
특별계정자산			16	16	16
자산총계			41,922	43,543	45,112
책임준비금			32,072	33,738	35,366
CSM잔액(원수)			8,998	9,661	10,426
기타부채			2,977	2,075	1,081
특별계정부채			11	11	11
부채총계			35,060	35,824	36,458
자본금			45	45	45
신종자본증권			0	0	0
자본잉여금			113	113	113
이익잉여금			6,681	7,538	8,473
해약환급금준비금			3,931	4,962	5,658
자본조정			-69	-69	-69
기타포괄손익누계액			92	92	92
자본총계			6,861	7,719	8,653

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		142	156	159	164
신계약 CSM(보유)			1,772	1,744	1,796
신계약 CSM 배수			11.4	11.0	11.0
CSM 관련 지표					
기초CSM			8,352	8,998	9,661
CSM 조정 가점 변경			-523	-425	-325
신계약 CSM(원수)			1,772	1,744	1,796
CSM 이자부리			262	287	308
상각 전 CSM			9,863	10,603	11,441
CSM상각액			865	942	1,015
CSM상각률(%)			8.8	8.9	8.9
CSM 순증액			646	664	765
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률			3.0	2.8	2.8
FVPL 제외 운용수익률			2.8	2.8	2.8
손익구성					
보험손익			73.1	76.4	77.8
CSM상각			64.4	66.6	65.9
투자손익			26.9	23.6	22.2
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)			175.3	176.5	177.6

자료: 현대해상, SK증권 추정

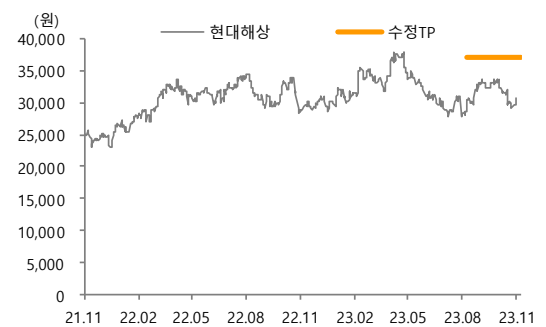
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익			976	1,074	1,193
장기보험			644	733	847
CSM상각			860	936	1,010
RA해제			129	146	164
예실차			-233	-100	-89
손실계약비용 및 기타			-112	-250	-238
자동차보험			275	277	282
일반보험			96	84	86
(기타사업비)			39	19	22
투자손익			359	332	340
자산운용손익			1,174	1,143	1,190
FVPL 관련 손익			76	0	0
보험금융손익			-815	-811	-850
영업이익			1,335	1,406	1,533
영업외손익			-25	-24	-24
세전이익			1,310	1,382	1,509
법인세비용			328	354	387
법인세율(%)			25.0	25.6	25.6
당기순이익			982	1,028	1,122

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율				4.4	4.1
CSM증가율			7.7	7.4	7.9
BPS증가율				12.5	12.1
보험손익증가율				10.0	11.0
투자손익증가율				-7.5	2.4
당기순이익증가율				4.7	9.1
주당지표(원)					
EPS			10,987	11,502	12,550
BPS			76,750	86,341	96,795
CSM 포함			177,002	194,068	213,119
해약환급금준비금 제외			32,778	30,840	33,507
보통주 DPS		1,965	2,180	2,390	2,660
보통주 배당수익률(%)			7.1	7.8	8.7
Valuation 지표					
PER(배)			2.8	2.7	2.4
PBR(배)			0.40	0.35	0.32
CSM 포함			0.17	0.16	0.14
해약환급금준비금 제외			0.94	0.99	0.91
ROE(%)			12.5	14.1	13.7
ROA(%)			2.3	2.4	2.5
배당성향(%)			17.4	18.2	18.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.08.24	매수	37,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 20일 기준)

매수	93.51%	중립	6.49%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------