

**BUY**

목표주가(12M) 50,000원
현재주가(11.14) 29,750원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,433.25
52주 최고/최저(원)	37,900/27,750
시가총액(십억원)	2,659.7
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	89,400.0
60일 평균 거래량(천주)	443.1
60일 평균 거래대금(십억원)	13.9
외국인지분율(%)	37.15
주요주주 지분율(%)	
정몽준 외 4인	22.85
국민연금공단	11.32

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	N/A	-
영업이익(십억원)	1,434	-
순이익(십억원)	1,083	-
EPS(원)	12,109	-
BPS(원)	105,372	-

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
보험손익	(1,046.8)	(856.0)	(566.3)	(428.2)
투자손익	1,430.1	1,335.0	1,211.1	1,251.2
영업이익	383.2	479.0	644.9	822.9
당기순이익	250.4	306.1	438.4	560.9
자배순이익	269.1	331.9	432.6	574.6
증감률	(28)	23	30	33
DPS	880	1,000	1,480	1,965
P/E	8.0	5.8	5.2	4.8
P/B	0.4	0.4	0.4	0.5
ROA	0.60	0.70	0.86	1.11
ROE	6.27	7.19	8.97	12.82
배당수익률	3.3	4.4	6.4	6.7



Analyst 안영준 yjahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 11월 15일 | 기업분석

현대해상(001450)

3Q23 Re: 아직은 남아있는 숙제

가이드라인 적용으로 상반기 순이익 및 CSM과 자본 감소

현대해상에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 5만원을 유지한다. 계리적 가정 가이드라인을 수정 소급법으로 적용함에 따라 상반기 재무제표가 변경되었는데 상반기 누적 보험이익/투자 이익은 가이드라인 적용 전 대비 17%/8% (839억원/237억원) 감소했고, 순이익은 14% (811억원) 감소했다. CSM은 5,757억원이 감소하였으며, 자본은 1.3조원 감소했다. 다만 자본 내에서는 이익잉여금에 속한 해약환급금준비금이 1.4조원 줄어들며 배당가능재원(해약환급금준비금을 제외한 이익잉여금)의 규모에는 큰 영향이 없었다.

3분기 순이익은 2,894억원 (+59% (QoQ)) 기록

3분기 순이익은 2,894억원(+59% (QoQ))을 기록했는데, 보험이익과 투자이익이 각각 전분기 대비 +100%/-31% 변동한 3,388억원/563억원을 기록했다. 보험이익이 전분기 대비 크게 증가한 이유는 예실차가 축소되었고 계리적 가정 가이드라인 적용에 따라 손실부담계약 발생에 따른 손실이 일부 환입되었기 때문이다. 신계약 CSM은 7% (QoQ) 증가한 4,463억원을 기록했는데, 신계약 월납환산보험료가 2% (QoQ) 증가했고 CSM 배수는 11.2배로 전분기 대비 0.5배 상승했다. 신계약 CSM 증가와 더불어 요율 가정 조정에 따라 양의 CSM 조정이 이루어지면서 기말 CSM은 4% (QoQ) 증가한 8조 8,671억원을 기록했다. 자동차보험손익은 교통량 증가에 따라 손해율이 소폭 상승하면서 21% (QoQ) 감소했고, 일반보험손익은 68% (QoQ) 증가했다. 투자손익은 31% (QoQ) 감소했는데, 시중금리가 상승함에 따라 채권과 해외부동산 등 FVPL 자산의 평가손실이 반영되었기 때문이다. 투자이익률은 이자이익 증가에도 평가손실이 반영됨에 따라 0.11%p (QoQ) 감소한 2.64%를 기록했다.

가이드라인 적용 영향은 우려보다는 나았던 것으로 보이지만...

계리적 가정 가이드라인이 적용됨에 따라 CSM과 이익이 이전보다 축소되기는 했지만, 배당 가능재원 확보에는 큰 무리가 없을 것으로 예상된다는 점은 긍정적이다. 하지만 경쟁사 대비 낮은 K-ICS 비율(3분기말 기준 172% 예상), 높은 음의 보험금예실차, 높은 손해율로 인한 낮은 CSM 배수 등은 향후 이익 및 배당에 대한 불확실성을 높이는 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 향후 감독당국의 추가적인 사안에 대한 가이드라인이 새롭게 적용될 가능성도 있는 바, 이에 대한 불안감을 해소하기 위해서는 수익성과 자본비율에 대한 안정성을 증명할 필요가 있다고 판단한다.

도표 1. 현대해상의 실적

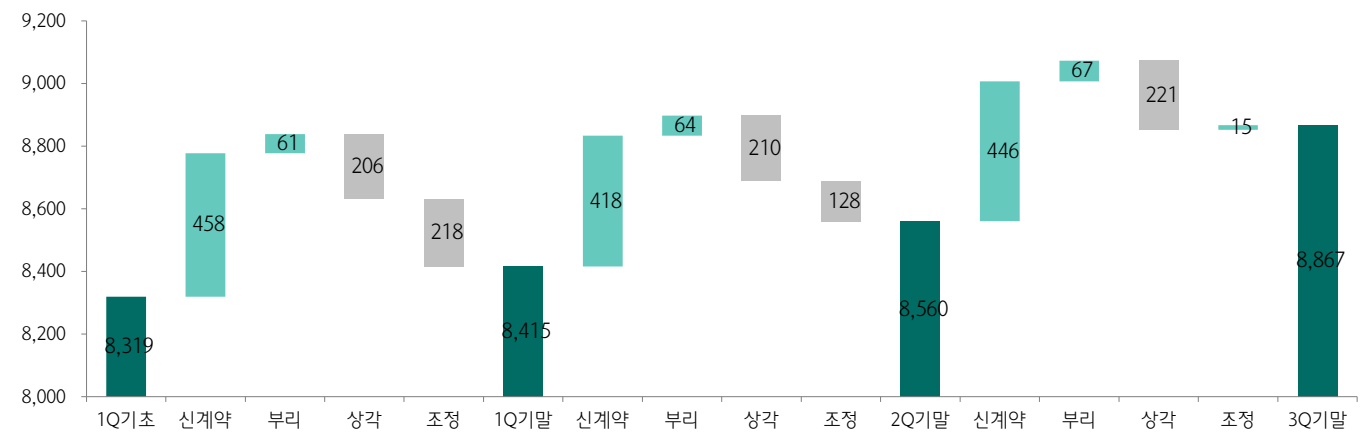
(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	QoQ
보험이익	246.0	169.6	338.8	100%
장기	144.8	79.2	252.1	218%
CSM상각	205.7	209.6	220.9	5%
RA상각	32.8	31.4	31.6	0%
예실차	(46.4)	(94.0)	(47.4)	적지
보험금	(48.7)	(90.2)	(47.7)	적지
사업비	2.3	(3.8)	0.3	흑전
기타	(47.3)	(67.8)	47.1	흑전
자동차	75.6	73.4	58.2	-21%
일반	25.7	17.0	28.5	68%
투자이익	173.9	81.4	56.3	-31%
투자서비스손익	369.7	275.5	260.8	-5%
(투자이익률)	3.74%	2.75%	2.64%	-0.11%p
보험금융손익	(195.8)	(194.1)	(204.5)	적지
영업이익	419.9	251.0	395.2	57%
영업외손익	(6.8)	(6.7)	(5.6)	적지
세전이익	413.1	244.3	389.6	59%
당기순이익	315.3	181.7	289.4	59%

자료: 현대해상, 하나증권

도표 2. 현대해상의 CSM Movement

(십억원)



자료: 현대해상, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
보험영업이익	(573)	(1,047)	(856)	(566)	(428)
원수보험료	12,978	13,417	14,410	15,409	16,298
경과보험료	11,766	12,061	12,837	13,497	14,314
장기	8,165	8,321	8,691	8,916	9,453
자동차	3,142	3,240	3,593	3,939	4,129
일반	459	499	553	642	732
지급보험료	1,112	1,186	1,228	1,627	1,761
발생손해액	5,211	6,013	6,469	6,714	7,354
보험환급금	2,707	2,755	3,129	3,131	3,569
보험료적립금증가액	1,993	1,749	1,377	1,449	975
계약자배당준비금증가액	11	17	17	9	3
순사업비	2,416	2,574	2,701	2,760	2,841
보험료적립금증가액	1,993	1,749	1,377	1,449	975
계약자배당준비금증가액	11	17	17	9	3
투자손익	1,087	1,430	1,335	1,211	1,251
투자영업수익	1,580	2,026	2,226	1,978	2,153
투자영업비용	493	596	891	767	902
영업이익	514	383	479	645	823
영업외손익	25	23	38	27	32
세전이익	491	348	445	605	768
법인세비용	132	98	139	167	207
당기순이익(별도)	359	250	306	438	561
당기순이익(연결)	374	269	332	433	575
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	374	269	332	433	575

재무상태표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
자산총계	43,719	45,826	48,820	52,291	51,608
운용자산	35,811	38,501	40,697	43,265	43,097
현금과예치금	1,058	977	996	879	1,052
유가증권	23,590	25,572	27,258	28,850	28,042
주식	269	158	174	198	146
채권	12,575	13,082	13,756	13,632	13,088
외화유가증권	6,118	7,297	7,642	5,939	2,677
대출채권	10,143	10,881	11,547	12,409	12,893
부동산	1,021	1,071	896	1,128	1,110
비운용자산	3,712	3,849	4,061	4,406	5,187
미상각신계약비	1,578	1,532	1,617	1,808	1,971
특별계정자산	4,197	3,476	4,063	4,620	3,324
부채총계	39,606	41,348	44,070	47,401	47,532
책임준비금	33,099	35,343	37,310	39,328	41,025
보험료적립금	28,125	29,875	31,252	32,684	33,629
계약자지분조정	61	67	76	85	93
기타부채	2,299	2,563	2,573	3,412	2,875
특별계정부채	4,208	3,442	4,187	4,661	3,632
자본총계	4,114	4,478	4,750	4,890	4,076
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	113	113	113
신종자본증권	498	498	498	498	498
이익잉여금	2,997	3,138	3,412	3,754	4,181
자본조정	(37)	(37)	(45)	(68)	(68)
기타포괄손익누계액	497	720	727	547	(693)

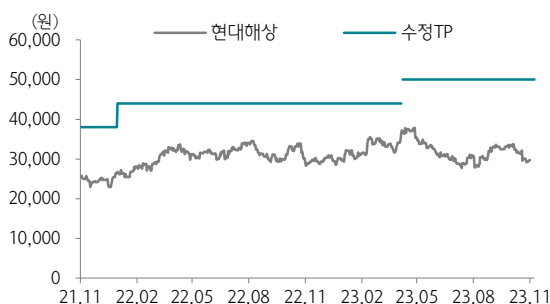
투자지표 (I)	2018	2019	2020	2021	2022
성장률(YoY, %)					
보험손익	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
투자손익	7	32	-7	-9	3
영업이익	-20	-25	25	35	28
세전이익	-21	-29	28	36	27
별도순이익	-24	-30	22	43	28
연결순이익	-20	-28	23	30	33
지배순이익	-20	-28	23	30	33
자산총계	9	5	7	7	-1
부채총계	7	4	7	8	0
자본총계	33	9	6	3	-17
주요사업지표(%)					
손해율	84.3	87.3	85.6	83.7	83.1
사업비율	20.5	21.3	21.0	20.5	19.8
지급여력비율	219	214	190	203	175

자료: 하나증권

투자지표 (II)	2018	2019	2020	2021	2022
운용자산 비중 (%)					
현금 및 예치금	3	3	2	2	2
유가증권	66	66	67	67	65
대출채권	28	28	28	29	30
부동산	3	3	2	3	3
투자지표 (%, 배)					
ROA	0.89	0.60	0.70	0.86	1.11
ROE	10.35	6.27	7.19	8.97	12.82
P/E	7.47	7.98	5.76	5.19	4.77
P/B	0.83	0.43	0.35	0.38	0.5
배당 지표					
DPS	1,130	880	1,000	1,480	1,965
증가율(YoY, %)	(25)	(22)	14	48	33
배당성장률 (%)	24	26	24	27	27
배당수익률 (%)	2.8	3.3	4.4	6.4	6.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

현대해상



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.4.21	BUY	50,000	-	-
22.5.31	담당자 변경	-	-	-
22.1.13	BUY	44,000	-32.35%	-23.41%
21.10.6	BUY	38,000	-32.56%	-24.61%
20.11.10	BUY	35,000	-31.55%	-22.43%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(안영준)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 11월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(안영준)는 2023년 11월 15일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.14%	5.41%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 11월 12일