

현대해상 (001450/KS)

예실차 손실 기저효과로 반등 기대

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 43,000 원(상향)

현재주가: 30,100 원

상승여력: 42.9%

목표주가 43,000 원으로 상향

현대해상의 목표주가를 기존 37,000 원에서 43,000 원으로 상향한다. 목표주가 상향의 주된 근거는 이익 추정치 조정 및 BPS 기준 연도 변경으로 Target PBR 0.51배에 2024년 예상 BPS 84,220 원을 적용하여 산출했다. 투자 리스크로는 예실차 관련 불확실성 및 상위 3사 중 가장 낮은 자본력 등을 제시한다.

가정조정을 통해 미래 예실차 손실을 손실계약비용으로 반영할 전망

현대해상의 2023년 실적은 다소 높은 예실차 손실로 부진한 흐름이 나타났다. 실적 부진의 주요 원인은 3/4 세대 실손보험의 위험손해율 악화로 동사의 주력 보험인 어린이보험과 관련하여 소아과 대란 등이 나타난 영향으로 분석된다. 대신 과거 동사 실적 부진의 주된 원인이었던 구세대 실손 위험손해율은 갱신 사이클 도래 및 누적된 요율 인상으로 전반적으로 개선된 상황이라고 판단한다. 2023년 중 전반적으로 높은 예실차 손실이 나타난 만큼 연말 가정 조정 시 3/4 세대 실손보험 중심으로 보다 보수적인 손해율 등 가정을 적용하며 다소 높은 손실계약비용을 인식할 것으로 예상된다. 미래 발생할 예실차 손실을 가정 조정을 통해 4Q23 중 선제적으로 인식하게 되는 만큼 2024년부터는 이전보다 확연히 개선된 예실차 손익을 기록할 전망이다.

4Q23E 순이익 1,639 억원 전망

현대해상의 4Q23 예상 순이익은 1,639 억원으로 이전 대비 부진한 실적이 예상된다. 동사가 보험계약 현금흐름의 계절적 영향을 가정에 어느정도 반영하고 있음을 감안하면 상반기 대비 예실차 손익은 일부 개선될 전망이다. 다만 계리적 가정 등 조정에 따른 손실계약비용을 대거 인식하며 전체 장기보험손익은 846 억원으로 부진할 전망이다. 일반손해보험 및 자동차보험 역시 계절적 영향으로 다소 낮아질 것으로 예상되며 전체 보험손익은 1,324 억원을 예상한다. 투자손익은 금리 하락 등에 따른 FVPL 평가액이 일부 반영되며 약 890 억원을 기록할 것으로 예상된다. 보통주 기준 2023년 결산 DPS는 2,090 원을 전망하며 전년 대비 약 6% 증가할 것으로 예상된다. 배당수익률은 약 6.7%를 기록할 전망이다. 향후 K-ICS 제도 및 배당가능이익 관련 제도가 안정화되는 시점에 보다 명확해진 주주 환원 정책을 기대할 수 있을 것으로 판단한다.



Analyst
설용진

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

Company Data

발행주식수	8,940 만주
시가총액	2,691 십억원
주요주주	
정몽윤(외4)	22.85%
자사주	12.29%

Stock Data

주가(23/01/16)	30,100 원
KOSPI	2,497.59 pt
52주 최고가	37,900 원
52주 최저가	27,750 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익	십억원				887	1,064	1,134
투자손익	십억원				401	336	351
영업이익	십억원				1,288	1,400	1,485
당기순이익	십억원				950	1,044	1,108
EPS	원				10,629	11,674	12,395
PER	배				2.9	2.6	2.4
PBR	배				0.42	0.35	0.32
ROE	%				12.3	14.7	13.9

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2023E ~2025F ROE 평균	13.6%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.75%, 베타 1 기준	9.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 비율 200% 하회 시 할인율 65% 적용	65%
Target PBR	(a-c)/(b-d)(1-d)	0.51
목표주가	2023F BPS 84,220 원에 Target PBR 적용	43,000
현재가		30,100
Upside / Downside 투자의견		42.9% 매수

자료: SK 증권

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		90%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	14.6%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.75%, 베타 1 기준	9.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 비율 개선 및 안정화	-55.0%
Target PBR	(a-c)/(b-d)(1-d)	0.70
목표주가(Bull case)	2023F BPS 84,220 원에 Target PBR 적용	58,900
Downside case		-9%
Sustainable ROE	예실차순실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손의 부진 등	12.6%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.75%, 베타 1 기준	9.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 비율 악화 등 불확실성 가중	-75.0%
Target PBR	(a-c)/(b-d)(1-d)	0.34
목표주가(Bear case)	2023F BPS 84,220 원에 Target PBR 적용	28,300

자료: SK 증권

실적 추정치 변경

		2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	수정 후		887	1,064	1,134
	수정 전		976	1,074	1,193
	증감률(%)		-9.1%	-1.0%	-5.0%
투자손익	수정 후		401	336	351
	수정 전		359	332	340
	증감률(%)		11.6%	1.2%	3.3%
세전이익	수정 후		1,262	1,376	1,461
	수정 전		1,310	1,382	1,509
	증감률(%)		-3.6%	-0.5%	-3.2%
당기순이익	수정 후		950	1,044	1,108
	수정 전		982	1,028	1,122
	증감률(%)		-3.2%	1.5%	-1.2%

자료: 현대해상, SK 증권 추정

분기별 실적 추정 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
보험손익	246	170	339	132.4	309	308	283	164	887	1,064
장기보험	145	79	252	84.6	219	222	223	117	561	781
CSM 상각	206	210	221	232	239	243	246	250	868	978
RA 해제	33	31	32	31	31	31	32	32	127	126
예실차	-46	-94	-47	10	-23	-24	-26	-26	-178	-99
손실계약비용	-43	-66	68	-185	-25	-25	-25	-135	-226	-210
기타사업비 및 재보험 손익	-4	-1	-21	-3	-3	-3	-3	-3	-30	-14
일반손해보험	26	17	29	5	26	23	18	5	76	73
자동차보험	76	73	58	43	63	63	42	42	250	210
투자손익	174	81	56	89.0	83	83	84	85	401	336
자산운용손익	370	275	261	294	284	287	289	293	1,200	1,153
평가처분손익	107	-2	-20	15	0	0	0	0	99	0
보험금융손익	-196	-194	-204	-205	-201	-203	-205	-208	-799	-817
영업이익	420	251	395	221	391	391	367	249	1,288	1,400
영업외손익	-7	-7	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-25	-24
세전이익	413	244	390	215	386	385	362	243	1,262	1,376
당기순이익	315	182	289.4	163.9	292	292	274	185	950	1,044
월납보험료(보장성 인보험)	11.3	11.9	12.3	11.0	11.1	11.3	11.4	11.5	11.6	11.3
자산총계	42,574	42,481	41,540	42,253	42,875	43,441	44,044	44,593	42,253	44,593
운용자산	40,238	40,088	39,294	40,366	40,746	41,129	41,548	42,286	40,366	42,286
비운용자산	2,327	2,379	2,230	2,282	2,233	2,235	2,212	2,201	2,282	2,201
부채총계	36,064	35,635	34,874	35,588	35,917	36,191	36,519	37,064	35,588	37,064
책임준비금	33,107	32,590	31,675	32,465	32,756	33,049	33,368	33,917	32,465	33,917
장기보험 CSM 잔액	8,453	8,598	8,904	9,132	9,260	9,390	9,522	9,657	9,132	9,657
자본총계	6,510	6,846	6,666	6,666	6,958	7,250	7,524	7,529	6,666	7,529
해약환급금준비금	3,038	3,234	3,604	3,871	4,086	4,260	4,401	4,514	3,871	4,514
ROE (%)	17.0	11.8	17.8	9.8	17.2	16.5	14.8	9.8	12.3	14.7

자료: 현대해상, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
운용자산			40,366	42,286	44,131
현금및예치금			1,252	1,401	1,549
유가증권			27,441	28,712	29,930
대출금			10,578	11,081	11,565
부동산			1,096	1,091	1,087
비운용자산			2,282	2,201	2,142
특별계정자산			16	16	16
자산총계			42,253	44,593	46,911
책임준비금			32,465	33,917	35,317
CSM잔액(원수)			9,132	9,657	10,216
기타부채			3,112	3,136	3,137
특별계정부채			11	11	11
부채총계			35,588	37,064	38,465
자본금			45	45	45
신증자본증권			0	0	0
자본잉여금			113	113	113
이익잉여금			6,485	7,349	8,266
해약환급금준비금			3,871	4,514	4,789
자본조정			-69	-69	-69
기타포괄손익누계액			92	92	92
자본총계			6,666	7,529	8,446

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		142	153	148	154
신계약 CSM			1,698	1,814	1,886
신계약 CSM 배수			11.1	12.3	12.3
CSM 관련 지표					
기초CSM			8,352	9,132	9,657
CSM 조정 가정 변경			-308	-600	-600
신계약 CSM(원수)			1,698	1,814	1,886
CSM 이자부리			262	289	306
상각 전 CSM			10,004	10,635	11,249
CSM상각액			868	978	1,034
CSM상각률(%)			8.7	9.2	9.2
CSM 순증액			784	525	559
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률			2.9	2.8	2.8
평가처분순익 제외 수익률			2.6	2.8	2.8
손익구성					
보험손익			68.9	76.0	76.3
CSM상각			67.4	69.9	69.6
투자손익			31.1	24.0	23.7
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)			168.7	175.2	182.3

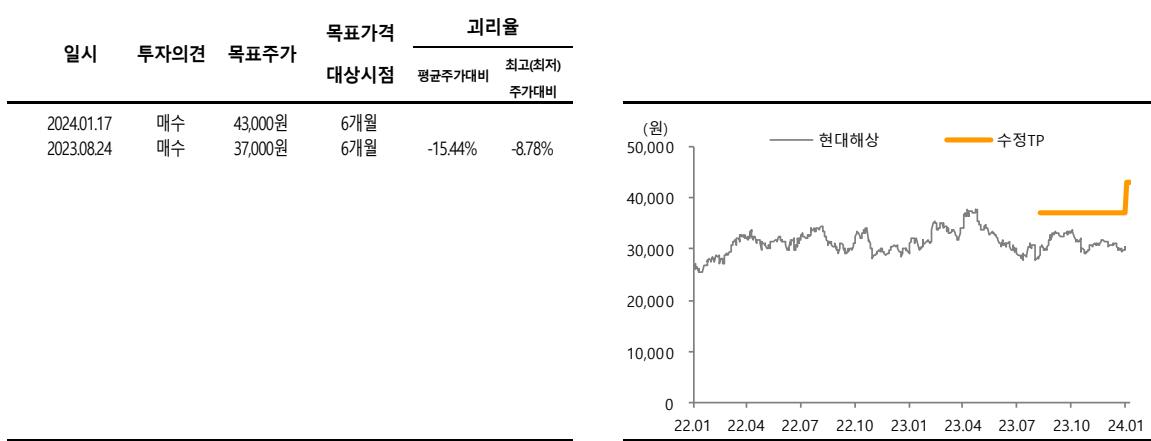
자료: 현대해상, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
보험손익				887	1,064	1,134
장기보험				561	781	853
CSM 상각				868	978	1,034
RA해제				127	126	129
예실차				-178	-99	-85
손실계약비용				-226	-210	-210
기타사업비 및 재보험 손익				-30	-14	-14
일반손해보험				76	73	72
합산비율(IFRS17)				92	93	93
자동차보험				250	210	209
합산비율(IFRS17)				94	95	95
투자손익				401	336	351
자산운용손익				1,200	1,153	1,206
평가처분손익				99	0	0
보험금용손익				-799	-817	-855
영업이익				1,288	1,400	1,485
영업외손익				-25	-24	-24
세전이익				1,262	1,376	1,461
법인세비용				312	332	353
법인세율(%)				24.7	24.1	24.2
당기순이익				950	1,044	1,108

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
성장성지표 (%)						
운용자산증가율					4.8	4.4
CSM증가율					5.8	5.8
BPS증가율					13.0	12.2
보험손익증가율					19.9	6.6
투자손익증가율					-16.1	4.6
영업이익증가율					8.7	6.1
세전이익증가율					9.0	6.2
당기순이익증가율					9.8	6.2
주당지표(원)						
EPS				10,629	11,674	12,395
BPS				74,560	84,220	94,479
EV(BV+CSM)				176,702	192,239	208,749
보통주 DPS				1,965	2,090	2,295
보통주 배당수익률(%)				6.7	6.7	8.1
Valuation 지표						
PER(배)					2.9	2.6
PBR(배)					0.42	0.35
P/EV(배)					0.18	0.16
ROE(%)					12.3	14.7
ROA(%)					2.2	2.4
배당성향(%)					17.2	17.2



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 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

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 17일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------