

2023. 11. 15



## Company Analysis | 보험

Analyst 전배승

02 3779 8978 \_ bsjun@ebestsec.co.kr

## Buy (유지)

목표주가 (유지) 37,000 원

현재주가 29,750 원

상승여력 24.4 %

## 컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

## Stock Data

KOSPI (11/14)	2,433.25 pt
시가총액	26,597 억원
발행주식수	89,400 천주
52 주 최고가/최저가	37,900 / 27,750 원
90 일 일평균거래대금	137.88 억원
외국인 지분율	37.1%
배당수익률(23.12E)	6.9%
BPS(23.12E)	88,708 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -10.3%
	6 개월 -14.3%
	12 개월 3.9%
주주구성	정몽윤 (외 5 인) 22.9%
	자사주 (외 1 인) 12.3%
	국민연금공단 (외 1 인) 11.3%

## Stock Price



# 현대해상

 (001450)

## 장기보험 손익 큰 폭 개선

### 장기보험 손익 호조로 실적 개선

2023년 3분기 순이익은 2,894억원으로 시장예상을 상회하며 전년동기 대비 21% 증가. 보험손익은 3,388억원으로 22년 1분기 이후 가장 높은 수준을 기록하며 실적개선을 견인. 장기보험 손익이 2,521억원으로 큰 폭으로 증가했는데 CSM 상각규모가 확대된 가운데 예실차 감소 폭이 2분기 대비 축소된데다 손실부담계약 관련 비용이 환입된 영향. 투자손익의 경우 금리상승에 따른 금융자산 평가손실로 563억원에 그쳤음. 한편 실손 계리적 가정 변경으로 인해 상반기 기준 CSM이 0.5조원 감소했고 자본규모는 1.3조원 감소했으며 810억원의 손실요인이 발생

### 이익기반은 안정적

전년동기 대비로는 여전히 CSM 배수가 낮고 신계약 CSM 규모도 적은 상태. 다만 꾸준한 신계약 성장세가 이어지고 2분기 대비로는 CSM 배수가 확대되면서(11.2배) 신계약 CSM 규모가 6.8%(QoQ) 증가. 예실차 역시 감소세를 기록 중이나 전분기에 비해 감소폭은 축소되었으며, 4분기에는 변경된 계리적 가정 적용효과와 계절성이 반영되며 추가 개선이 예상됨. 장기보험 실적은 긍정적 흐름이 이어질 전망. 자동차보험의 경우 손해액 증가세가 이어지면서 손익둔화 양상이 나타나고 있음. 투자손익은 4분기 중 시장금리 안정으로 평가손실이 축소될 것으로 보여 3분기 대비 개선이 예상됨. 한편 9월말 키스비율은 172.1%로 가이드라인 적용과 신종자본증권 조기상환 영향으로 하락했으며, 향후 규제환경 변화를 감안해도 현 수준 유지는 가능할 전망

### 목표주가 37,000원, 매수의견 유지

기존 목표주가 37,000원과 매수의견을 유지함. 안정적 이익기반과 예상수익성 감안 시 PBR 0.4배 미만의 현 주가는 저평가 영역으로 판단. 예상 배당수익률 또한 6.9%에 달해 고배당 매력 겸비

### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익			1,025	1,209	1,295
투자손익			388	403	422
당기순이익			1,037	1,168	1,245
CSM잔액		8,352	9,190	10,292	11,353
EPS (원)			13,227	14,895	15,883
증감률 (%)				10.2	6.6
BPS (원, adj.)		112,303	88,708	103,551	119,191
ROE (%)			12.8	15.5	14.3
PER (x)			2.2	2.0	1.9
PBR (x)		0.27	0.34	0.29	0.25

주: IFRS 별도 기준

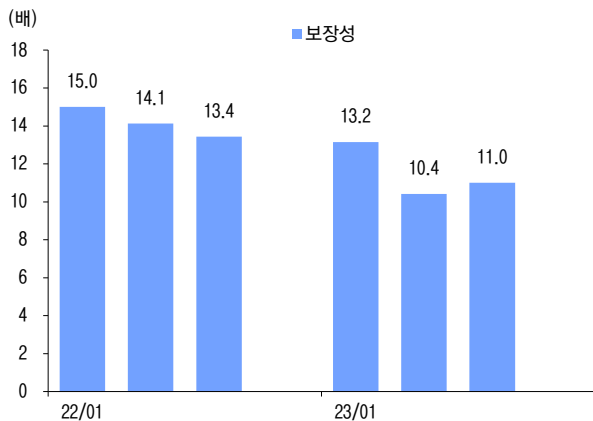
자료: 현대해상, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 현대해상 손익현황과 주요지표

(단위: 십억원,%)	2022		2023E				YoY(%), %p		2023 연간E
	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP		QoQ(%), %p		
보험손익	272		246	170	339	24.5	99.8	1,014	
장기	222		145	79	252	13.6	218.2	702	
CSM상각	176		206	210	221	25.5	5.4	846	
RA변동	34		33	31	32	-8.4	0.5	127	
예실차	47		-46	-94	-47	-	-	-227	
기타	-36		-47	-68	47	-230.5	-169.5	-44	
자동차	33		76	73	58	76.2	-20.7	226	
일반	17		26	17	29	64.4	67.8	86	
투자손익	64		174	81	56	-12.2	-30.8	388	
보험금융손익	-203		-186	-194	-204	0.6	5.3	-785	
기타투자손익	267		360	275	261	-2.5	-5.3	1,172	
영업이익	336		420	251	395	17.5	57.5	1,402	
세전이익	330		413	244	390	17.9	59.5	1,377	
당기순이익	239		315	182	289	21.1	59.3	1,029	
운용자산			40,238	40,088	39,294		-2.0	39,490	
책임준비금			31,309	30,788	31,675		2.9	31,729	
CSM			8,921	9,136	8,904		-2.5	9,198	
자본총계			7,806	8,146	6,666		-18.2	6,948	
신계약	39		38	39	40	1.8	1.6	156	
신계약CSM	462		495	418	447	-3.4	6.8	1,784	
CSM 배수(배)	11.8		13.1	10.7	11.2	-	-	11.4	
CSM 상각률	152.3		9.3	9.0	9.2	-	-	9.1	
투자수익률			3.5	2.7	2.6		-0.1	2.8	
부채부담이율			3.8	4.1	4.4		0.3	4.1	

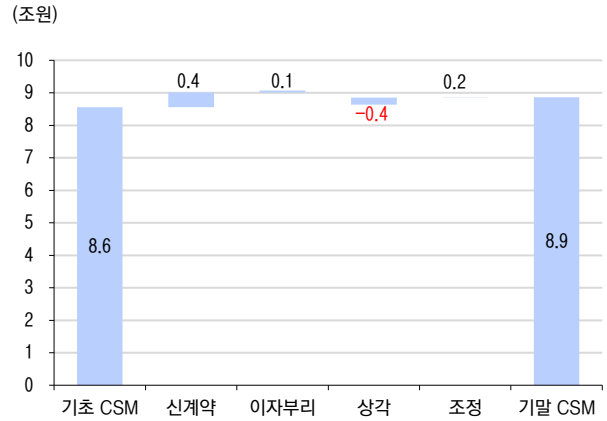
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 CSM 환산배수



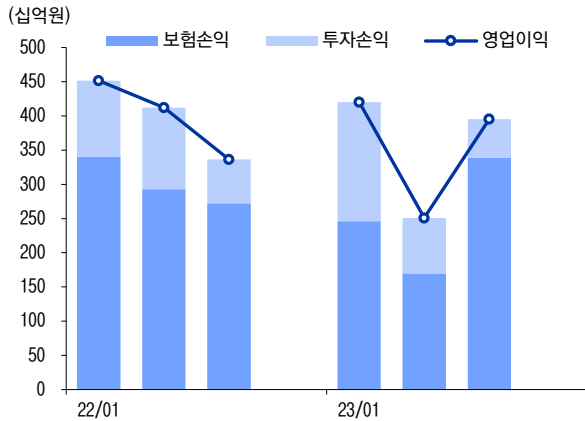
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 CSM Movement (23.3Q)



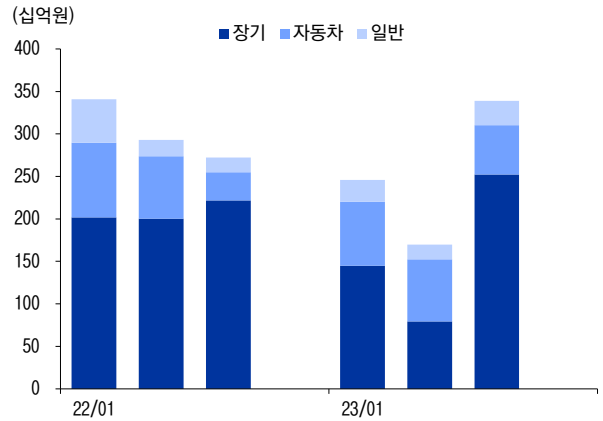
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 보험손익과 투자손익 추이



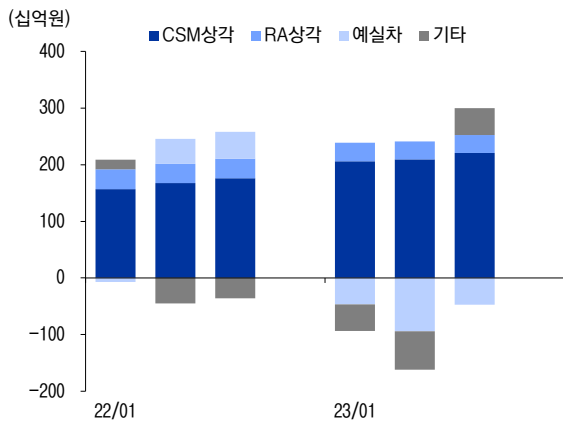
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 보증별 손익



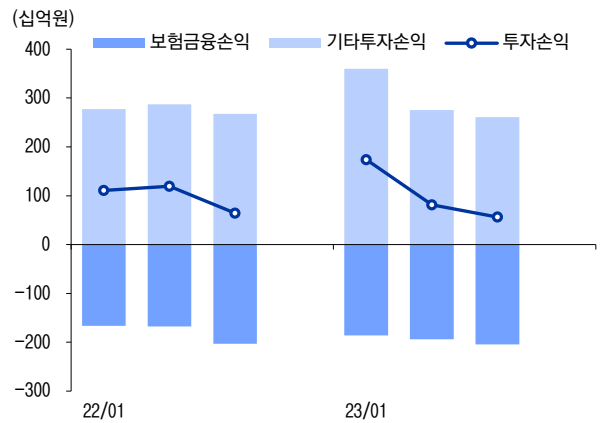
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 장기보험 세부손익



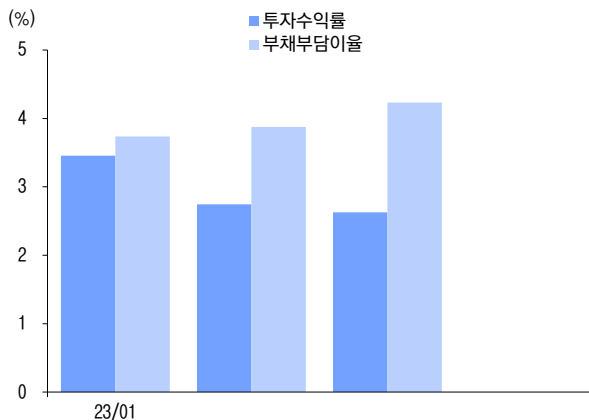
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 투자손익 추이



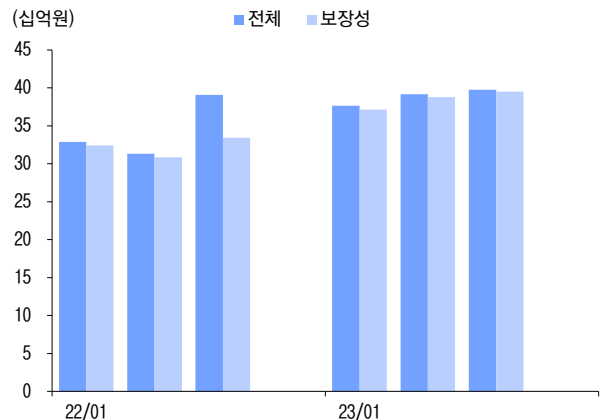
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 투자수익률과 부채부담이율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 신계약 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 현대해상(001450)

손익계산서		(단위:십억원)			
(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>보험손익</b>			<b>1,025</b>	<b>1,209</b>	<b>1,295</b>
장기			713	959	1,078
CSM상각			857	947	1,051
RA변동			127	128	131
예실차			-227	-136	-122
기타			-44	19	19
자동차			226	174	153
일반			86	76	63
연결조정			0	0	0
<b>투자손익</b>			<b>388</b>	<b>403</b>	<b>422</b>
보험금융손익			-784	-794	-799
기타투자손익			1,172	1,197	1,221
<b>영업이익</b>			<b>1,413</b>	<b>1,612</b>	<b>1,717</b>
영업외이익			-25	-22	-22
세전이익			1,388	1,589	1,694
법인세비용			351	421	449
<b>당기순이익</b>			<b>1,037</b>	<b>1,168</b>	<b>1,245</b>
기타포괄손익			825	158	158
총포괄이익			1,862	1,326	1,403

재무상태표		(단위:십억원)				
(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>총자산</b>	<b>45,633</b>	<b>41,848</b>	<b>42,691</b>	<b>42,691</b>	<b>43,552</b>	
총운용자산	43,118	39,490	40,286	40,286	41,098	
현예금	1,302	997	1,017	1,017	1,037	
유가증권	30,244	27,395	27,947	27,947	28,510	
대출채권	10,461	10,013	10,215	10,215	10,421	
부동산	1,110	1,085	1,107	1,107	1,129	
기타자산	2,516	2,358	2,406	2,406	2,454	
<b>총부채</b>	<b>36,325</b>	<b>34,892</b>	<b>34,572</b>	<b>34,572</b>	<b>34,205</b>	
책임준비금	32,328	31,723	32,584	32,584	33,408	
보험계약부채	28,681	28,396	29,274	29,274	30,115	
최선추정부채(BEL)	11,171	9,956	9,758	9,758	9,565	
위험조정(RA)	1,485	1,323	1,297	1,297	1,271	
계약서비스마진(CSM)	8,352	9,190	10,292	10,292	11,353	
기타	7,674	7,926	7,926	7,926	7,926	
재보험/투자계약부채	3,647	3,327	3,310	3,310	3,293	
기타부채	3,997	3,169	1,988	1,988	798	
<b>자본총계</b>	<b>9,308</b>	<b>6,956</b>	<b>8,120</b>	<b>8,120</b>	<b>9,346</b>	
자본금	45	45	45	45	45	
자본잉여금	113	113	113	113	113	
신종자본증권	498	0	0	0	0	
이익잉여금	5,777	6,736	7,742	7,742	8,810	
해약환급금준비금	0	3,604	3,604	3,604	3,604	
기타자본	2,876	62	220	220	378	

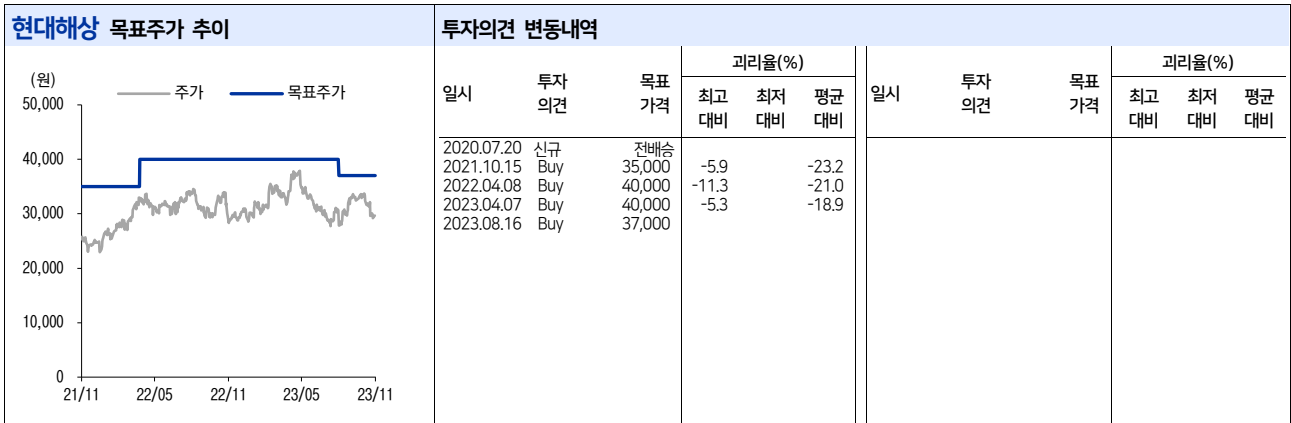
### 주요재무지표

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>성장성/수익성(%)</b>					
신계약(월납,십억원)			156	159	162
CSM배수(배)			11.4	10.7	10.7
CSM상각률			9.5	9.4	9.4
투자수익률			2.8	3.0	3.0
부채부담이율			4.1	4.0	3.9
<b>CSM Movement</b>					
기초 CSM			8,352	9,190	10,292
신계약 CSM			1,784	1,698	1,727
이자부리			260	292	325
CSM상각			-857	-947	-1,051
CSM조정			-316	59	59
기말 CSM			9,190	10,292	11,353

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### 주요투자지표

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>주당지표(원)/Valuation</b>					
EPS			13,227	14,895	15,883
BPS		112,353	88,708	103,551	119,191
DPS	1,480	1,965	2,067	2,256	2,308
ROA			2.4	2.8	2.9
ROE			12.8	15.5	14.3
PER			2.2	2.0	1.9
PBR		0.27	0.34	0.29	0.25
배당성향			15.6	15.1	14.5
배당수익률	6.1	6.4	6.9	7.6	7.8
<b>안정성(%)</b>					
총자산/자본총계		4.9	6.0	5.3	4.7
K-ICS비율	190.1	174.6	176.3	179.9	185.8



**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 전배승).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	91.4% 8.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)