

현대해상 (001450.KS)

자본 영향 예상되나 주가는 과도한 조정

금융당국의 IFRS17 가이드라인 제시에 따라 자본 및 자본비율의 일부 조정 예상. 다만 현재 주가 조정은 다소 과한 측면이 존재한다고 판단

Analyst 정준섭
02)768-7835, junsup@nhqv.com

금융당국 가이드라인에 따른 자기자본 감소 예상

금융당국이 IFRS17 계리적 가정의 가이드라인을 제시함에 따라, 기존 공시된 IFRS17 재무제표의 일부 조정은 불가피. 아직 세부 내용은 정해지지 않았지만, 전반적으로 손익보다는 자본에 크게 영향을 줄 것으로 예상됨

가이드라인 중 현대해상이 주로 영향을 받는 부분은 실손의료보험에 대한 가정으로, 목표손해율(100%)에 도달하는 기간이 15년으로 확장됨. 공정가치법 적용 대상인 실손 1~2세대의 부채(BEL, CSM) 증가와 자본 감소가 예상되며, 소폭의 CSM 증가가 CSM 상각 기준 변경에 따른 이익 감소와 상쇄되어 결과적으로 손익 영향은 제한적일 전망. 즉, 이번 가이드라인을 적용하면 손익보다는 주로 자기자본 감소 및 K-ICS 비율 하락이 예상됨

불확실성 감안해 목표주가 하향하나, 현 주가 조정은 과도하다고 판단

자기자본 감소 영향은 손보 3사 중 현대해상이 가장 크게 나타날 전망. 현대해상의 1분기 해약환급금준비금은 4.4조원, 자기자본 내 비중 56%로 경쟁사보다 크기 때문. 자기자본 감소 시 현 K-ICS 비율(178.6%)도 하락 예상

현 시점에서 구체적인 영향을 추정하기는 어렵지만 불확실성은 커진 만큼, 추정치 변경보다는 할인율 확대(55%→60%)로 목표주가를 50,000원으로 하향. 목표주가는 2023년 BPS 111,202원에 타깃PBR 0.45배를 적용해 산출함. 다만 1) 해약환급금준비금 감소분만큼 이익잉여금이 감소하는 만큼 배당가능이익의 변화는 없고, 2) 제도 불확실성도 단계적으로 축소를 예상하며 3) 지금의 주가 조정은 과도하다고 판단

현대해상 1분기 실적 Review (K-IFRS 별도)

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P					2Q23E
					발표치	y-y	q-q	기준 추정	컨센 서스	
보험손익	365	-	-	-	260	-28.7	-	-	-	298
투자손익	123	-	-	-	184	49.6	-	-	-	137
세전이익	481	-	-	-	437	-9.1	-	-	-	437
당기순이익	346	-	-	-	334	-3.5	-	-	-	327

자료: 현대해상, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가 50,000원 (하향)
현재가 ('23/06/01) 32,800원

업종	보험업
KOSPI / KOSDAQ	2,569.17 / 863.78
시가총액(보통주)	2,932.3십억원
발행주식수(보통주)	89.4백만주
52주 최고가 ('23/5/11)	37,900원
최저가 ('22/11/15)	28,300원
평균거래대금(60일)	11.4십억원
배당수익률(2023E)	7.93%
외국인지분율	38.9%

주요주주	
정몽윤 외 4 인	22.9%
국민연금공단	11.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-6.8	8.4	4.5
상대수익률 (%p)	-12.5	4.7	9.2

	2022	2023E	2024F	2025F
보험손익	-	1,059	1,103	1,160
장기	-	744	812	852
일반, 자동차	-	315	291	308
투자손익	-	602	590	637
당기순이익	-	1,249	1,270	1,348
증감률	-	-	1.7	6.1
EPS	-	15,928	16,197	17,193
PER	-	2.1	2.0	1.9
PBR	0.3	0.3	0.3	0.2
ROA	-	2.8	2.8	2.8
ROE	-	13.7	14.5	13.6
DPS	1,965	2,300	2,300	2,300
배당성향	-	14.4	14.2	13.4

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 별도 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

현대해상은 1955년 3월 해상보험 전업회사인 동방해상보험주식회사로 창립했으며 최대주주는 정몽윤 현대해상 의장(지분율 21.9%). 2021년 원수보험료 기준 시장점유율은 16.7%. 해상보험 등 기업성보험과 어린이보험 등 장기 인보험에서 강점을 갖고 있음

Share price drivers/Earnings Momentum

- 자동차 요율 인상과 양호한 기상여건
- 과잉진료 축소와 실손 요율 인상
- 신계약 성장과 안정적 사업비 관리

Downside Risk

- 기상 악화 및 수리비용 증가에 따른 자동차 손해액 증가
- 비급여 의료비 증가에 따른 청구액 증가
- 신계약 경쟁 심화에 따른 사업비 지출 증가
- 정부의 보험사 규제 강화
- 금리 하락

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
삼성화재	5.9	4.6	0.7	0.5	11.4	11.7
DB 손해보험	3.1	2.6	0.5	0.4	16.4	15.0
한화손해보험	1.8	1.6	0.3	0.2	14.5	13.9
PingAn Insurance	5.3	4.8	0.8	0.7	14.7	14.7
Tokio Marine	11.6	10.5	1.3	1.1	11.3	10.4

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	-	-	2.1	2.0	1.9
PBR	-	0.3	0.3	0.3	0.2
ROA	-	-	2.8	2.8	2.8
ROE	-	-	13.7	14.5	13.6
Payout ratio	-	-	14.4	14.2	13.4

자료: NH투자증권 리서치본부

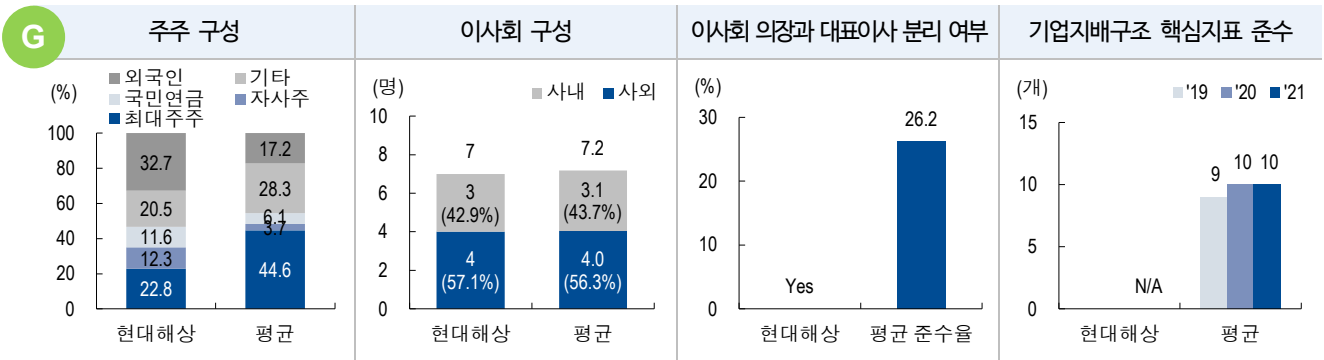
Historical Key financials (IFRS4 기준)

(단위: 십억원, %)

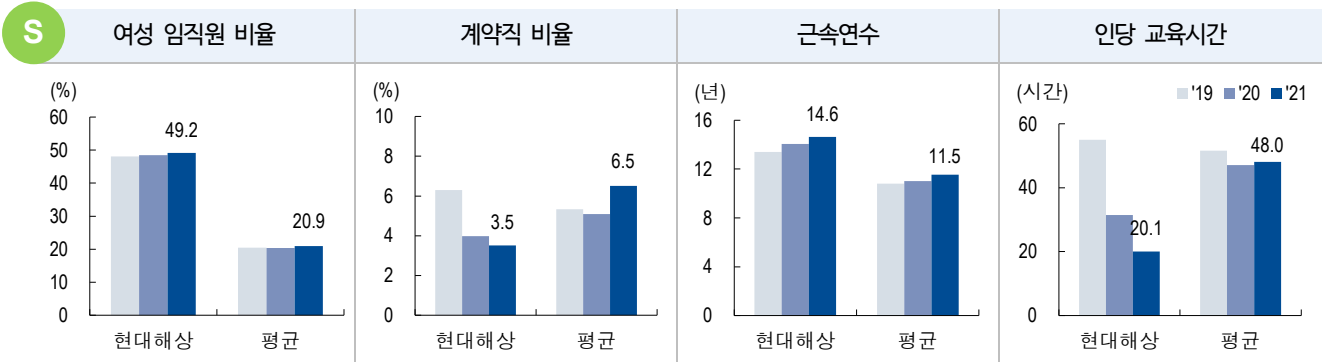
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
원수보험료	11,203	12,119	12,583	12,826	12,978	13,417	14,410	15,409	16,298
보험영업이익	-455	-558	-418	-380	-573	-1,047	-856	-566	-428
손해율(%)	86.2	87.0	84.6	83.0	84.3	87.3	85.6	83.7	83.1
사업비율(%)	18.2	18.1	19.1	20.3	20.5	21.3	21.0	20.5	19.8
합산비율(%)	104.5	105.1	103.7	103.3	104.9	108.7	106.7	104.2	103.0
투자영업이익	777	852	960	1,020	1,087	1,430	1,335	1,211	1,251
투자이익률(%)	3.8	3.5	3.4	3.3	3.2	3.8	3.4	2.9	2.9
세전이익	279	284	513	625	491	348	445	605	768
당기순이익	233	203	400	473	359	250	306	438	561
EPS(원)	2,902	2,550	5,013	5,929	4,502	3,141	3,855	5,590	7,153
BPS(원)	28,759	30,534	34,591	38,912	51,590	56,155	59,815	62,354	51,977
DPS(원)	750	750	1,350	1,500	1,130	880	1,000	1,480	1,965
ROE(%)	10.9	8.6	15.4	16.1	9.9	5.8	6.6	9.1	12.5
ROA(%)	0.9	0.7	1.2	1.2	0.9	0.6	0.6	0.9	1.1
배당성향(%)	25.8	29.4	26.9	25.3	25.1	28.0	25.9	26.5	27.5
배당수익률(%)	2.9	2.1	4.3	3.2	2.8	3.3	4.4	6.4	6.7

자료: 현대해상, NH투자증권 리서치본부

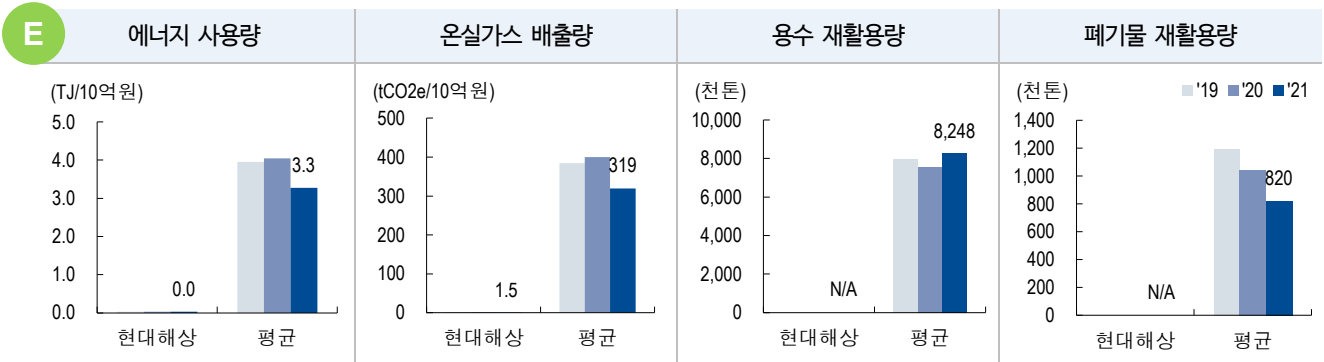
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 현대해상, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 현대해상, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 현대해상, NH투자증권 리서치본부

ESG Event		
E	2018.12	- 친환경투자 운용규모 2,113억원 달성
S	2019.5~	- 현대해상 및 일부 손보사, 맘모통 및 페인 스크램블러 시술 의료기관에 보험금 반환 소송 제기하며 분쟁 본격화
G	2020.3	- 기존 단일 대표 체제에서 조용일 총괄사장 및 이성재 부문총괄사장 주축의 각자 대표 체제 전환

자료: 현대해상, NH투자증권 리서치본부

표1. 목표주가 산정

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023E	2024F	2025F
BPS	111,202	125,090	139,982
ROE	13.7%	14.5%	13.6%
ROE	13.9%	2023~2025년 평균	
COE	12.5%	무위험이자율 3.5%, Risk Premium 6.0%	
할증/할인율	-60%		
Target PBR	0.45	영구성장률 0.5%	
BPS	111,203	2023년 기준, 비지배지분과 신종자본증권 제외	
목표주가	50,000	BPS × Target PBR	
현재주가	32,800		
상승여력	52.4%		

주: EPS, PER, PBR, ROE는 별도 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 현대해상 실적 전망 (IFRS 별도)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023E	2024F	2025F
보험손익	- 수정 후	997	1,059	1,103	1,160
	- 수정 전		1,059	1,103	1,160
	- 변동률		0.0	0.0	0.0
세전이익	- 수정 후	1,506	1,658	1,693	1,798
	- 수정 전		1,658	1,692	1,794
	- 변동률		0.0	0.1	0.2
(지배지분)순이익		1,115	1,249	1,270	1,348
EPS	- 수정 후	14,217	15,928	16,197	17,193
	- 수정 전		15,927	16,181	17,156
	- 변동률		0.0	0.1	0.2
PER		-	2.1	2.0	1.9
PBR		0.3	0.3	0.3	0.2
ROE		-	13.7	14.5	13.6

주: EPS, PER, PBR, ROE는 별도 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	2022	2023E	2024F
보험손익	365.4	-	-	-	260.5	297.7	-	1,058.7	1,103.1
장기보험 손익	228	-	-	-	158	193	-	744	812
CSM 상각	179	-	-	-	215	220	-	886	936
RA 해제	32	-	-	-	27	27	-	110	115
예실차	-11	-	-	-	-70	-51	-	-225	-216
일반보험 손익	51	-	-	-	26	35	-	86	91
자동차보험 손익	87	-	-	-	76	69	-	229	200
투자손익	123	-	-	-	184	137	-	602	590
당기순이익	346	-	-	-	334	327	-	1,249	1,270
손해율(일반)	45.2%	-	-	-	60.0%	56.4%	-	60.4%	60.8%
손해율(자동차)	75.3%	-	-	-	76.7%	77.0%	-	78.6%	79.4%
투자이익률	2.6%	-	-	-	3.7%	3.2%	-	12.8%	12.2%
운영자산	-	-	-	43,118	40,238	40,968	43,118	42,438	44,806
보험계약부채	-	-	-	26,962	27,896	28,242	26,962	29,002	30,102
BEL	-	-	-	9,625	13,819	13,966	9,625	14,291	14,652
RA	-	-	-	1,381	1,649	1,662	1,381	1,707	1,771
CSM	-	-	-	8,828	8,921	8,973	8,828	9,255	9,733
CSM 변동	-	-	-	-	93	52	-	426	479
자본총계	-	-	-	10,569	7,806	8,133	10,569	8,720	9,809
신계약(월납환산)	32.9	31.3	39.1	39.1	37.7	33.8	142.4	152.6	156.4
신계약 CSM multiple	-	-	-	-	13.1	13.0	-	12.9	12.9

자료: 현대해상, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

	2022	2023E	2024F	2025F
보험손익	-	1,059	1,103	1,160
장기	-	744	812	852
CSM 상각	-	886	936	984
RA 해제	-	110	115	118
예실차	-	-225	-216	-227
일반, 자동차	-	315	291	308
투자손익	-	602	590	637
투자서비스손익	-	1,360	1,365	1,431
보험금융손익	-	-758	-776	-795
영업이익	-	1,661	1,693	1,796
영업외손익	-	-3	1	1
세전이익	-	1,658	1,693	1,798
법인세비용	-	407	423	449
당기순이익	-	1,249	1,270	1,348

Statement of Financial Position

	2022	2023E	2024F	2025F
자산총계	45,630	44,855	47,315	49,515
현금 및 예치금	1,302	1,197	1,263	1,321
AC	14,644	0	0	0
FVOCI	14,077	20,040	21,274	22,204
FVPL	717	8,162	8,501	8,987
부채총계	35,061	36,135	37,506	38,538
BEL	9,625	14,291	14,652	14,725
RA	1,381	1,707	1,771	1,819
CSM	8,828	9,255	9,733	10,227
자본총계	10,569	8,720	9,809	10,977
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113
이익잉여금	7,188	8,333	9,422	10,590
기타포괄손익누계액	2,792	-201	-202	-202
신종자본증권	498	498	498	498

Statement of financial position

	2022	2023E	2024F	2025F
수익성 (%)				
신계약 CSM multiple	-	12.9	12.9	12.9
CSM 상각률	-	9.4	9.4	9.4
CSM 부리율	-	3.0	2.9	2.9
CSM 조정률	-	-10.4	-9.4	-9.0
성장성 (%)				
CSM(잔액)	-	4.8	5.2	5.1
CSM(신계약)	-	-	2.5	2.6
당기순이익	-	-	1.7	6.1
자산총계	-	-1.7	5.5	4.6
자기자본	-	-17.5	12.5	11.9
신계약	-	7.2	2.5	2.5

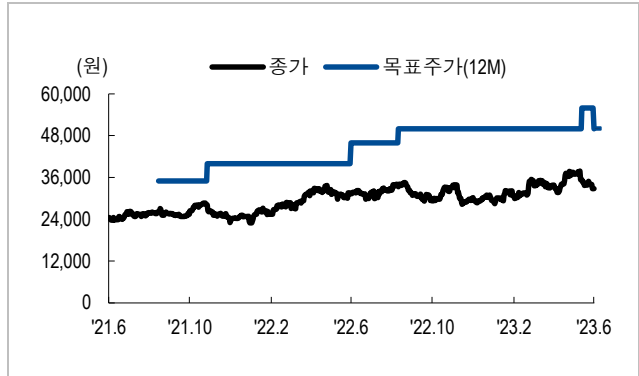
Valuation

	2022	2023E	2024F	2025F
Valuation				
EPS (원)	-	15,928	16,197	17,193
BPS (원)	134,787	111,203	125,090	139,982
DPS (원)	1,965	2,300	2,300	2,300
PER (배)	-	2.1	2.0	1.9
PBR (배)	0.2	0.3	0.3	0.2
ROE (%)	-	13.7	14.5	13.6
ROA (%)	-	2.8	2.8	2.8
배당성향 (%)	-	14.4	14.2	13.4
배당수익률 (%)	6.7	7.0	7.0	7.0

투자 의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2023.06.01	Buy	50,000원(12개월)	-	-
2023.05.14	Buy	56,000원(12개월)	-39.1%	-37.7%
2022.08.11	Buy	50,000원(12개월)	-35.9%	-24.2%
2022.05.31	Buy	46,000원(12개월)	-30.7%	-25.8%
2021.10.27	Buy	40,000원(12개월)	-30.1%	-15.8%
2021.08.15	Buy	35,000원(12개월)	-24.7%	-18.1%

현대해상 (001450.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2023년 5월 26일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
81.2%	18.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '현대해상'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.