

현대해상 (001450.KS)

좋아진 내실, 빠듯한 배당

현대해상은 손보 3사 중 가장 저평가. 다만 배당가능이익이 충분하지 않아, 해약환급금준비금 제도 개선이 절실한 상황

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

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

경상 실적은 빠르게 개선 중

현대해상 투자이견 Buy, 목표주가 42,000원 유지. IFRS17 전환 이후, 회계적 불확실성과 별개로 동사의 실질적인 체력은 빠르게 좋아지고 있다고 판단. 경쟁사(삼성, DB) 대비 동사의 가장 큰 열위 요인이었던 예실차가 빠르게 개선되고 있으며, 경쟁사보다 다소 낮았던 신계약 CSM 배수(신계약 마진)도 2분기부터는 격차가 축소될 예정

내실은 갈수록 개선되고 있지만, 배당은 다소 불안한 상황. 신계약 유입에 따른 해약환급금준비금 증가, 보험부채 단계적 할인을 강화로 배당가능이익이 충분하지 않기 때문. 당사 추정 현재 배당가능이익은 약 3천억원으로, 연 배당 총액(약 2천억원)과 큰 차이가 나지 않음. 정부 당국이 하반기 보험사 해약환급금준비금 산출 기준 완화를 검토하는 것으로 알려져 있으며, 이 부분이 해결되어야 현대해상 등 다수 보험사의 유의미한 주주환원 확대가 가능할 전망

2Q24 별도 순이익 2,660억원, +46.4% y-y 예상

현대해상의 2024년 2분기 예상 별도 순이익은 2,660억원(보험손익 3,080억원, 투자손익 585원)으로 시장 컨센서스 소폭 하회. 호흡기 관련 질환 감소, 요율 개선 등에 힘입어 IFRS17 전환 이후 가장 양호한 예실차가 예상되는 상황. 일반보험도 양호할 것으로 보이나, 자동차보험은 다소 부진

2024년 배당성향을 16.9%(2023년 20.1%)로 가정시 DPS 2,500원, 배당수익률 7.3%. 아직은 배당 불확실성이 있지만, 향후 제도가 개선되면 이 이상의 DPS도 기대 가능

현대해상 2분기 실적 Preview (K-IFRS 별도)

(단위: 십억원, %)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E					3Q24F
					예상치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
보험손익	170	339	-228	533	308	81.4	-42.3	289	-	269
투자손익	81	56	184	108	58	-28.1	-46.0	92	-	89
세전이익	244	390	-49	632	359	47.1	-43.1	374	356	351
당기순이익	182	289	19	477	266	46.4	-44.3	277	279	260

자료: 현대해상, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)				
목표주가	42,000원 (유지)			
현재가 ('24/07/15)	34,000원			
업종	보험업			
KOSPI / KOSDAQ	2,860.92 / 852.88			
시가총액(보통주)	3,039.6십억원			
발행주식수(보통주)	89.4백만주			
52주 최고가 ('24/2/2)	35,950원			
최저가 ('23/7/26)	27,750원			
평균거래대금(60일)	13.6십억원			
배당수익률(2024E)	6.65%			
외국인지분율	39.4%			
주요주주				
정몽윤 외 4 인	22.9%			
국민연금공단	10.0%			
주가상승률	3개월	6개월	12개월	
절대수익률 (%)	16.2	12.2	13.0	
상대수익률 (%p)	8.5	-0.9	3.8	
	2023	2024E	2025F	2026F
보험손익	526	1,253	1,094	1,166
장기	249	1,107	959	1,019
일반, 자동차	278	146	135	147
투자손익	496	327	408	441
당기순이익	806	1,158	1,090	1,169
증감률	-	43.7	-5.8	7.2
EPS	10,275	14,762	13,902	14,902
PER	3.0	2.3	2.5	2.3
PBR	0.4	0.4	0.4	0.3
ROA	1.8	2.6	2.3	2.4
ROE	11.2	18.4	15.7	14.9
DPS	2,063	2,500	2,500	2,700
배당성향	20.1	16.9	18.0	18.1

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

- IFRS17 전환으로 회계적 이익 증가와 실적 안정성 확보
- 과잉진료 축소와 실손 요율 인상
- 해약환급금준비금 산출 기준 개선시 높은 수혜

Downside Risk

- 자동차 요율 인하에 따른 실적 악화
- 비급여 의료비 증가에 따른 청구액 증가
- 신계약 경쟁 심화에 따른 사업비 지출 증가
- 정부의 보험업 규제 강화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
삼성화재	7.0	6.7	0.8	0.7	11.1	10.9
DB 손해보험	3.6	3.4	0.6	0.5	15.4	14.9
한화손해보험	2.4	2.6	0.2	0.2	8.4	8.1
PingAn Insurance	6.0	5.5	0.7	0.7	12.0	12.0
Tokio Marine	12.7	11.6	2.3	2.2	17.7	18.6

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	-	3.0	2.3	2.5	2.3
PBR	-	0.4	0.4	0.4	0.3
ROA	-	1.8	2.6	2.3	2.4
ROE	-	11.2	18.4	15.7	14.9
Payout ratio	-	20.1	16.9	18.0	18.1

자료: NH투자증권 리서치본부

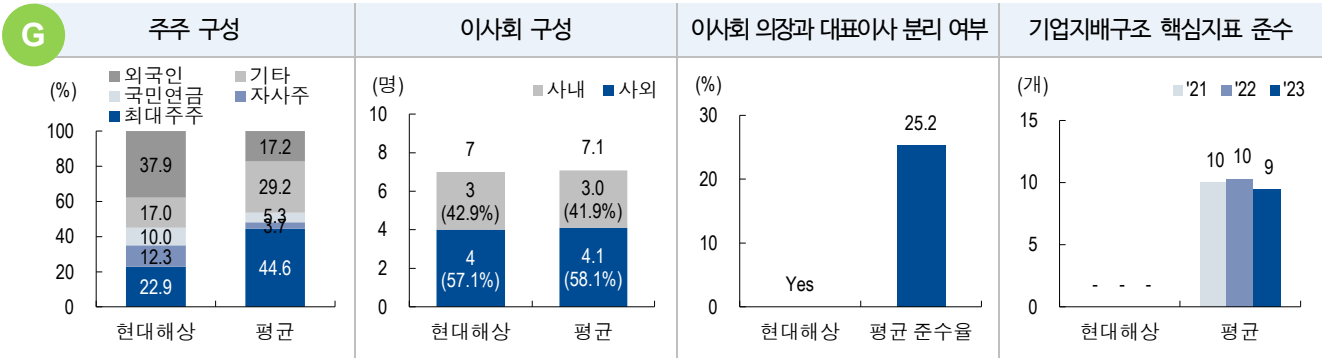
Historical Key financials (IFRS4 기준)

(단위: 십억원, %)

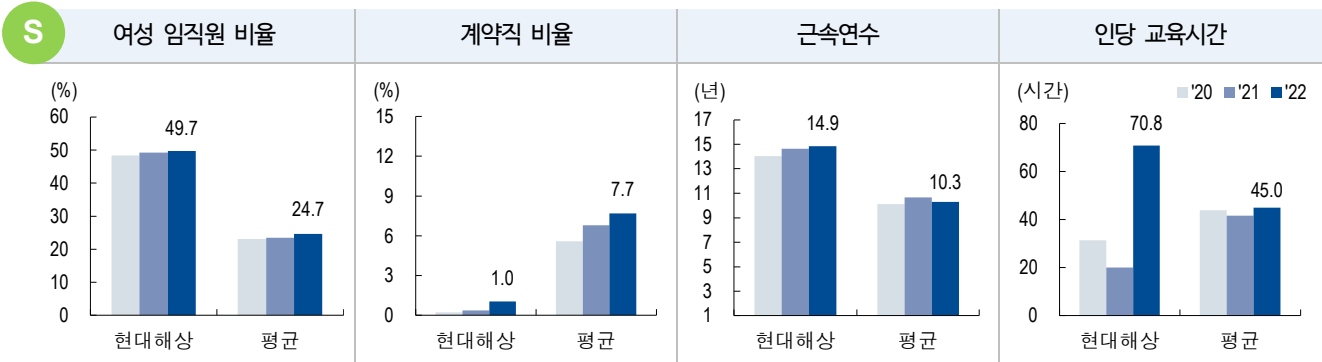
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
원수보험료	11,203	12,119	12,583	12,826	12,978	13,417	14,410	15,409	16,298
보험영업이익	-455	-558	-418	-380	-573	-1,047	-856	-566	-428
손해율(%)	86.2	87.0	84.6	83.0	84.3	87.3	85.6	83.7	83.1
사업비율(%)	18.2	18.1	19.1	20.3	20.5	21.3	21.0	20.5	19.8
합산비율(%)	104.5	105.1	103.7	103.3	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

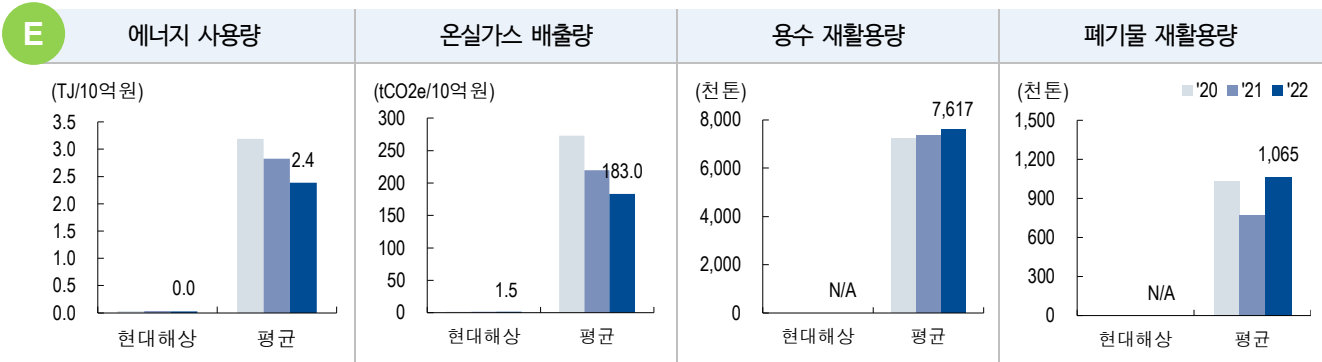
ESG Index & Event



주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 현대해상, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 현대해상, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 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

		2023	2024E	2025F	2026F
보험손익	- 수정 후	526	1,253	1,094	1,166
	- 수정 전		1,272	1,131	1,235
	- 변동률		-1.5	-3.3	-5.6
세전이익	- 수정 후	998	1,551	1,473	1,579
	- 수정 전		1,626	1,535	1,625
	- 변동률		-4.6	-4.0	-2.8
당기순이익		806	1,158	1,090	1,169
EPS	- 수정 후	10,275	14,762	13,902	14,902
	- 수정 전		15,469	14,490	15,331
	- 변동률		-4.6	-4.1	-2.8
PER		3.0	2.3	2.5	2.3
PBR		0.4	0.4	0.4	0.3
ROE		11.2	18.4	15.7	14.9

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

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24F	2022	2023E	2024F
보험손익	170	339	-228	533	308	269	526	1,253	1,094
장기보험 손익	79	252	-227	444	261	241	249	1,107	959
CSM 상각	210	221	237	239	242	249	873	984	1,057
RA 해제	31	32	34	35	35	36	130	143	150
예실차	-94	-47	-18	-47	4	-14	-206	-87	-28
일반보험 손익	17	29	5	47	36	23	76	123	132
자동차보험 손익	73	58	-6	42	10	5	201	23	3
투자손익	81	56	184	108	58	89	496	327	408
당기순이익	182	289	19	477	266	260	806	1,158	1,090
합산비용(일반)	93.2%	89.3%	97.9%	81.9%	86.9%	92.1%	92.4%	88.9%	89.1%
합산비용(자동차)	93.0%	94.6%	100.6%	96.0%	99.0%	99.6%	95.2%	99.5%	99.9%
투자이익률	2.7%	2.7%	3.6%	3.1%	2.6%	2.8%	12.3%	10.6%	11.0%
운영자산	40,088	39,294	41,500	41,481	42,502	43,765	41,500	44,290	46,266
보험계약부채	29,254	28,343	31,527	31,496	32,161	33,053	31,527	33,383	34,338
BEL	14,782	14,235	17,105	16,859	17,226	17,777	17,105	17,983	18,099
RA	1,736	1,711	1,752	1,830	1,866	1,916	1,752	1,942	2,002
CSM	8,598	8,904	9,142	9,199	9,358	9,542	9,142	9,689	10,330
CSM 변동	145	305	239	56	160	184	791	547	641
자본총계	6,846	6,666	6,117	5,815	6,076	6,329	6,117	6,481	7,375
신계약(월납환산)	39.2	39.8	34.6	39.7	37.2	37.9	151.2	150.1	153.0
신계약 CSM multiple	10.7	11.2	10.3	10.4	11.8	11.8	11.1	11.4	11.6

자료: 현대해상, NH투자증권 리서치본부

Appendix

분류	용어	설명
보험료 종류	수입보험료	보험회사가 일정기간 중 또는 한 회계연도 중에 받아들이는 보험료
	원수보험료	재보험료에 대응되는 개념으로, 원수보험계약에서 보험자가 취득하는 보험료
	경과보험료	원수보험료 중 당해 회계연도에 속하는 보험료
보험료 구성	영업보험료	총 보험료를 말하며, 순보험료와 부가보험료로 구성
	순보험료	영업보험료 중 예정위험률과 예정이율에 의해 산출된 장래 보험금 지급의 재원이 되는 보험료. 위험보험료와 저축보험료로 구분
	위험보험료	사망보험금 / 입원 / 수술 / 장애 급여금 등의 지급재원이 되는 보험료
	저축보험료	만기보험금 / 중도급부금의 지급 재원이 되는 보험료
	부가보험료	순보험료 이외의 사업운영에 필요한 비용에 총당하는 보험료
	주요 지표	신계약
	손해율	=보험금/보험료, 높을수록 보험사 손익관리 측면에서 부정적
	사업비율	=사업비/보험료, 높을수록 보험사 손익관리 측면에서 부정적
	연납화보험료(APE)	신규 매출의 평가 지표. 월납 / 분기납 / 연납 / 일시납 등 모든 납입 형태의 보험료를 연간 기준으로 환산
	요율	기준 보험금액에 대한 보험료. 계약보험금액, 보험종류, 성별, 연령별로 산출
	유지율	보험계약이 효력상실되지 않고 계속되는 상황을 나타냄. 성립 계약에 대한 계속 계약의 비율
3이원	이차손익	자산운용에 의한 실제수익률과 예정이율의 차이에서 발생하는 손익
	비차손익	실제 사업비와 예정사업비의 차이에서 발생하는 손익
	사차손익	그 사업연도에 해당되는 위험보험료와 위험보험금의 차액에서 발생하는 손익
가입목적에 따른 분류	보장성보험	사람의 생명과 관련하여 보험사고가 발생했을 때 약속된 급부금을 제공하는 보험상품
	저축성보험	보장성 보험을 제외한 보험. 지급 보험금 합계액이 이미 납입한 보험료를 초과하는 보험
	변액보험	납입 보험료 중 저축보험료를 분리하여 주식 및 채권 등의 유가증권에 투자 후 수익을 보험 계약자의 환급금에 반영하는 보험
생명보험 상품 분류	생존보험	피보험자가 보험기간 만료일까지 생존해 있을 때에 한하여 보험금이 지급되는 생명보험
	사망보험	피보험자의 사망을 보험사고로 해서 보험금을 지급하는 보험계약
	생사혼합보험	사망보험과 생존보험을 혼합한 형태의 생명보험
손해보험 상품 분류	일반보험	통상 만기 1년 이하의 보험을 통칭(자동차보험 제외)
	장기보험	적용이율을 적용하여 보험료를 산출하는 손해보험. 일반적으로 보험기간이 장기
	자동차보험	자동차 손해에 관한 보험. 의무적으로 가입하여야 하는 의무보험과 가입자가 가입여부를 결정할 수 있는 임의보험으로 구분
회계제도, 자본규제	IFRS9	금융회사 자산 관련 국제회계기준으로, 국내 보험사는 2023년부터 도입. 자산 성격(채무상품, 지분상품, 파생상품) 및 SPPI 충족 여부에 따라 AC, FVOCI, FVPL로 분류
	IFRS17	2023년부터 도입된 보험사 부채 관련 국제회계기준. 현금 유출입 기준 회계인 IFRS4에서 가정에 기반한 발생주의 기준 회계로 변경
	BEL	Best Estimated Liability. 최적추정부채. 보험기간동안 고객에 지급할 것으로 예상되는 금액의 현재. 손실 계약은 기존 부채보다 증가하며, 반대로 이익 계약은 기존 부채보다 감소
	CSM	Contractual Service Margin. 보험계약마진. 보험기간동안 기대하는 보유 계약 미래 이익의 현재가치 합계. CSM은 기본적으로 부채로 계상되며, 손실 계약의 CSM은 0이 됨
	예실차	예상과 실제 차이. 보험손익 구성 항목 중 하나로, 기존 가정에 의한 이익(CSM 상각이익)과 실제 이익과의 차이를 보정
	UFR(LTFR)	초장기선도금리. 60년 이상 만기 보험부채 할인율에 사용되는 금리로. 단일 수치(예: 4.95%)로 지정
	LLP	시장관측금리. 1~20년 만기 보험부채 할인율에 사용되는 금리로, 시장금리+유동성프리미엄으로 구성
	K-ICS	Korean-Insurance Capital Standard. IFRS17과 함께 도입된 신지급역력제도
계약 관련	주계약	보험계약의 기본이 되는 중심적인 보장내용 부분
	특약	특별보험약관. 주계약에 계약자가 필요로 하는 보장을 추가하거나 편의를 도모하기 위한 방법을 추가하는 것을 말함
채널	FC / FP	보험설계사. 다양한 보험상품을 추천하고 판매하는 사람
	GA(General Agency)	법인보험대리점. 보험회사와 계약을 맺고 보험 판매를 전문으로 하는 대리점

자료: 생명보험협회, 손해보험협회, 언론 자료, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

	2023	2024E	2025F	2026F
보험손익	526	1,253	1,094	1,166
장기	249	1,107	959	1,019
CSM 상각	873	984	1,057	1,122
RA 해제	130	143	150	155
예실차	-206	-87	-28	-38
일반, 자동차	278	146	135	147
투자손익	496	327	408	441
투자서비스손익	1,279	1,171	1,272	1,328
보험금융손익	-783	-844	-864	-887
영업이익	1,022	1,581	1,502	1,607
영업외손익	-24	-29	-28	-28
세전이익	998	1,551	1,473	1,579
법인세비용	192	394	383	411
당기순이익	806	1,158	1,090	1,169

Statement of Financial Position

	2023	2024E	2025F	2026F
자산총계	43,758	46,584	48,625	50,703
현금 및 예치금	1,350	1,427	1,490	1,553
AC	0	0	0	0
FVOCI	19,515	21,629	22,684	23,700
FVPL	8,130	7,945	8,209	8,538
부채총계	37,641	40,102	41,250	42,355
BEL	17,105	17,983	18,099	18,204
RA	1,752	1,942	2,002	2,060
CSM	9,142	9,689	10,330	10,941
자본총계	6,117	6,481	7,375	8,348
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113
이익잉여금	6,553	7,544	8,438	9,411
기타포괄손익누계액	-524	-1,153	-1,153	-1,153
신종자본증권	0	0	0	0

Statement of financial position

	2023	2024E	2025F	2026F
수익성 (%)				
신계약 CSM multiple	11.1	11.4	11.6	11.6
CSM 상각률	9.6	10.0	10.1	10.1
CSM 부리율	3.2	3.3	3.3	3.3
CSM 조정률	-3.7	-5.3	-4.1	-4.1
성장성 (%)				
CSM(잔액)	-	6.0	6.7	5.9
CSM(신계약)	-	1.9	3.7	2.3
당기순이익	-	43.7	-5.8	7.2
자산총계	-	6.5	4.4	4.3
자기자본	-	6.0	13.8	13.2
신계약	9.8	-0.7	1.9	1.9

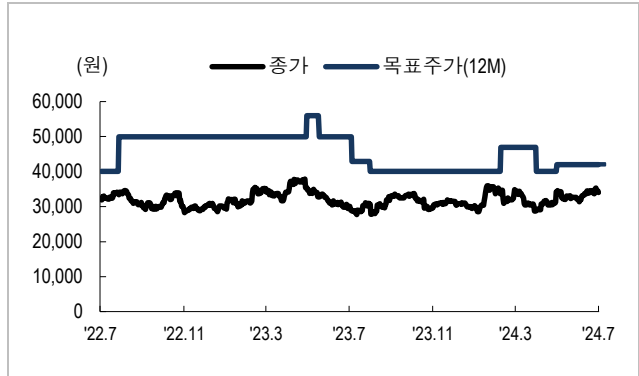
Valuation

	2023	2024E	2025F	2026F
Valuation				
EPS (원)	10,275	14,762	13,902	14,902
BPS (원)	78,011	82,655	94,057	106,459
DPS (원)	2,063	2,500	2,500	2,700
PER (배)	3.0	2.3	2.5	2.3
PBR (배)	0.4	0.4	0.4	0.3
ROE (%)	11.2	18.4	15.7	14.9
ROA (%)	1.8	2.6	2.3	2.4
배당성향 (%)	20.1	16.9	18.0	18.1
배당수익률 (%)	6.7	7.3	7.3	7.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.05.16	Buy	42,000원(12개월)	-	-
2024.04.15	Buy	40,000원(12개월)	-23.0%	-14.5%
2024.02.23	Buy	47,000원(12개월)	-31.9%	-25.9%
2023.08.15	Buy	40,000원(12개월)	-21.4%	-10.1%
2023.07.19	Buy	43,000원(12개월)	-31.6%	-27.7%
2023.06.01	Buy	50,000원(12개월)	-37.8%	-32.9%
2023.05.14	Buy	56,000원(12개월)	-39.1%	-37.7%
2022.08.11	Buy	50,000원(12개월)	-35.9%	-24.2%

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 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 6월 30일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.9%	14.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 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 제시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치부문의 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.