



현대해상 (001450)

최악의 구간을 통과

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Buy (유지)

목표주가(유지): 34,000원

현재 주가(5/14)	22,150원
상승여력	▲53.5%
시가총액	19,802억원
발행주식수	89,400천주
52 주 최고가 / 최저가	36,150 / 19,960원
90 일 일평균 거래대금	72.19억원
외국인 지분율	36.4%
주주 구성	
정몽윤 (외 5인)	22.8%
자사주 (외 1인)	12.3%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%

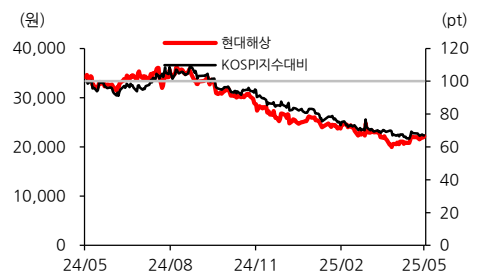
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.8	-9.2	-22.7	-35.2
상대수익률(KOSPI)	0.3	-11.1	-31.9	-31.9

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	526	1,043	862	1,049
투자손익	451	352	478	486
영업이익	977	1,395	1,340	1,535
당기순이익	772	1,031	989	1,140
CSM (*)	9,079	8,248	9,720	10,580
수정 EPS	9,849	13,144	12,615	14,534
수정 BPS	119,603	90,311	98,495	108,267
수정 PER	3.1	1.9	1.8	1.5
수정 PBR	0.3	0.3	0.2	0.2
수정 ROE	6.5	12.5	13.4	14.1
배당수익률	6.8	0.0	0.0	0.0

* 보유 순부채 기준

주가 추이



현대해상의 1Q25 실적은 낮아진 컨센서스에 부합했습니다. 마진 중심의 영업이 효과를 보이고 있으며, 계절성과 효율 인상, CSM 정상화를 고려하면 당분기를 최악으로 손익과 안정성이 개선될 것으로 예상됩니다.

1Q25 별도 순이익 2,032억원(-57% YoY), 컨센서스 부합

현대해상의 1Q25 별도 당기순이익은 2,032억원(-57% YoY)으로 낮아진 시장 전망치에 부합한 실적을 기록. 당사 추정치를 7% 상회한 것은 본질 투자손익이 양호했고 자동차 수익성이 우려만큼 나쁘지는 않았기 때문. 1Q25 보험손익은 1,759억원(-67% YoY), 전년 동기 대규모 일회성 환입(시행세칙 변경 영향) 제외 시 33% YoY 감소. 기저를 감안하면 예상치에서 실제보험금이 10% 증가한 것과 자동차 수익성이 악화된 것이 감익의 주 원인. 1Q25 투자손익은 1,070억원(-1% YoY)을 기록. 본질적으로 이자 및 배당수익과 보험금융손익이 기대보다 양호했고, 그외 기타손실(손상차손, 매매평가손 등)이 예상보다 적게 나타남. 신계약은 3% QoQ 감소했으나 상위 손보사와 달리 마진배수 하락이 제한되면서 신계약 CSM은 -4% QoQ에 그침. 타사들과 마찬가지로 무저해지 효율 인상에 따라 2Q25부터 마진배수는 더 높아질 전망. 기중 CSM 조정은 +5,400억원대로 대폭 확대. 해지 증가 등이 -1,500억원 있었으나 실손 및 비실손의 효율 인상과 연령별 손해를 반영의 영향이 +7,000억원 수준으로 나타남. 덕분에 CSM 잔액은 10% QoQ 증가함

최악의 구간을 통과

연초 금감원의 제도 강화(LTFR, LoT 등 부채 할인을 인)로 인해 자산-부채 평가액(CAOC)이 9,200억원 감소. 이를 후순위채 발행과 CSM 증가로 방어하며 K-ICS비율은 159%로 2%p QoQ 개선됨. 동사에게 자본과 이익의 충격이 가장 컸던 것은 당분기가 될 것으로 추정. 계절적 청구의 감소 및 효율 인상, CSM 정상화로 보험손익이 개선되고, 인위적인 부채 증가가 제한되면서 수익성과 안정성이 함께 제고될 것으로 기대되기 때문. 여전히 ROA는 높지 않고, 배당 재개도 단기적으로 어려워, 금리 및 제도 환경을 고려하면 이익과 조정준비금 증가를 통한 정석적인 자본비율 관리도 상당히 필요. 그러나 신계약 마진과 영업행태, ALM 관리 노력으로 보건대 최악의 구간은 통과한 것으로 판단됨. 역사적 최저의 valuation을 나타내는 동사를 업종 차선후주로 유지함

[표1] 현대해상의 1Q25 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	1Q25P	1Q24	YoY	4Q24	QoQ	1Q25E	차이	컨센서스	차이
보험손익	175.9	532.9	-67.0	-47.8	흑전	169.1	4.0	n/a	n/a
투자손익	107.0	108.2	-1.2	38.8	175.7	87.2	22.7	n/a	n/a
영업이익	282.9	641.1	-55.9	-9.0	흑전	256.3	10.4	275.1	2.8
당기순이익	203.2	477.3	-57.4	-15.7	흑전	190.5	6.7	213.4	-4.8

자료: 현대해상, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 현대해상의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

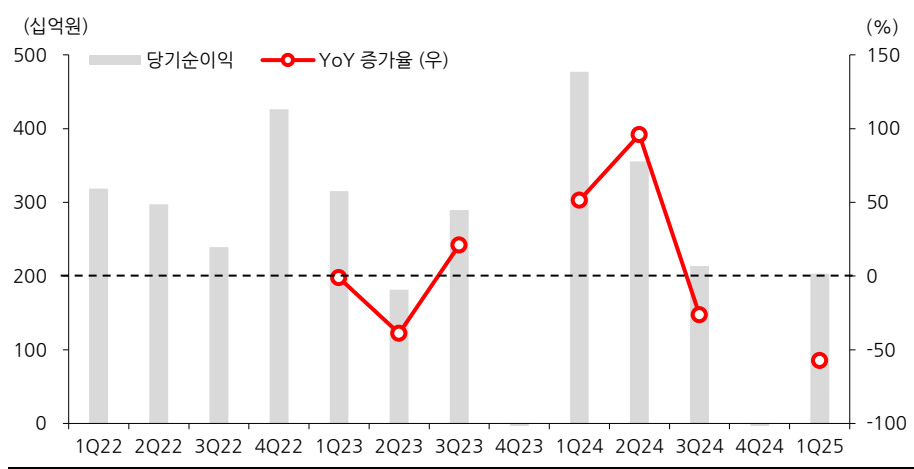
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	QoQ	YoY
보험+재보험손익	533	376	182	-48	176	흑전	-67.0
일반/VFA 모형	454	302	152	2	129	5,747.9	-71.5
예실차	-40	44	-92	-98	-98	적지	적지
보험금*	-31	50	-92	-110	-104	적지	적지
사업비	-9	-6	0	12	6	-52.1	흑전
RA 변동	35	32	32	34	31	-9.1	-11.2
CSM 상각	239	237	240	216	234	8.3	-2.1
손실계약관련	226	-2	-22	-150	-33	적지	적전
기타	-7	-9	-6	-0	-4	적지	적지
PAA 모형	91	87	44	-35	69	흑전	-24.1
보험수익	1,547	1,550	1,575	1,561	1,503	-3.7	-2.8
발생순보험금	888	898	962	1,041	865	-16.9	-2.6
발생순손사비	83	81	83	84	86	2.4	4.2
손실계약관련	-4	-0	1	13	-3	적전	적지
재보험비용	237	240	254	258	252	-2.5	6.2
기타	-244	-243	-233	-226	-228	적지	적지
기타사업비	12	13	14	15	23	55.4	85.5
투자손익	108	96	109	39	107	175.7	-1.2
보험금융손익	-212	-209	-196	-240	-210	적지	적지
투자서비스손익	320	305	305	278	317	13.9	-0.9
영업이익	641	472	291	-9	283	흑전	-55.9
영업외이익	-9	-6	-5	-9	-11	적지	적지
세전이익	632	466	286	-17	272	흑전	-56.9
당기순이익	477	356	213	-16	203	흑전	-57.4
AUM	41,481	42,814	44,044	45,787	47,353	3.4	14.2
투자서비스손익	320	305	305	278	317	13.9	-0.9
Yield	3.1	2.9	2.8	2.5	2.7	0.2	-0.4
CSM (보유 순부채)	9,120	9,244	9,321	8,248	9,108	10.4	-0.1
CSM 상각	239	237	240	216	234	8.3	-2.1
단순상각률	10.5	10.3	10.3	9.8	10.3	0.4	-0.2
신계약 CSM (원수)	405	435	485	496	478	-3.7	18.1
월납 신계약 보험료	39.7	32.5	34.7	35.1	33.9	-3.3	-14.6
단순마진 (개월)	10.2	13.4	14.0	14.1	14.1	-0.1	3.9

주: *보험료 경험조정 포함

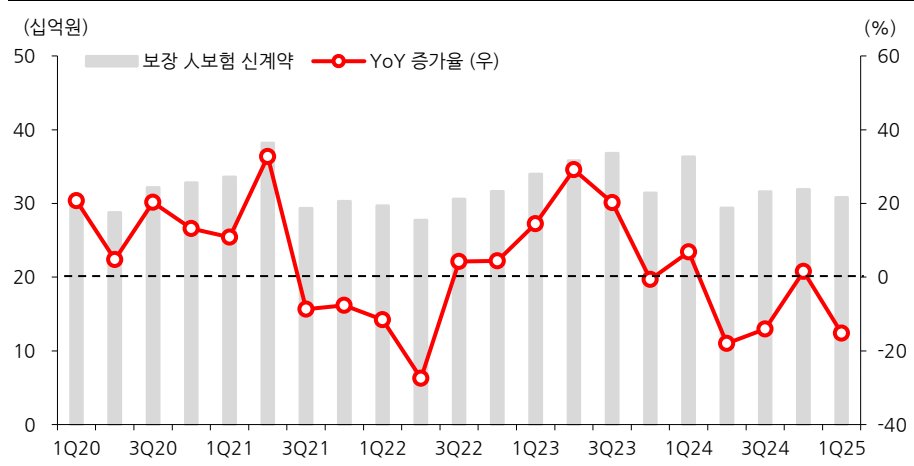
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 현대해상의 분기별 당기순이익 및 증가율



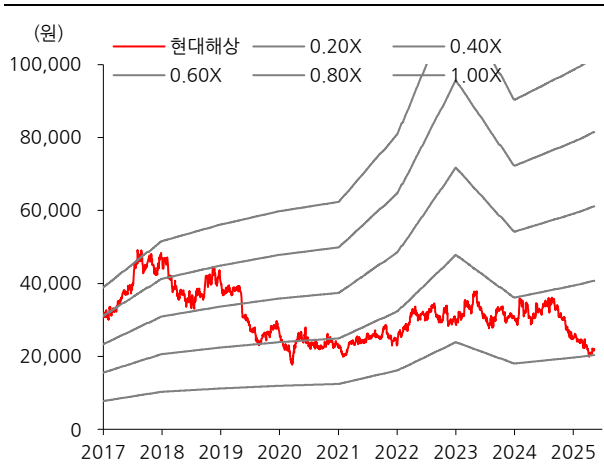
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 현대해상의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



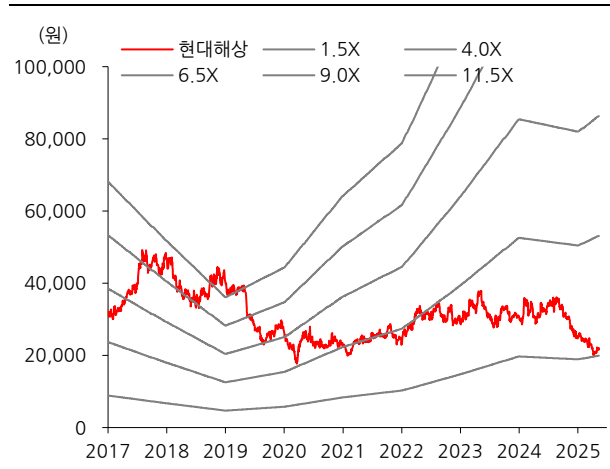
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 현대해상 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 현대해상 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E
운용자산	41,500	45,787	49,173	51,270
현금및예치금	1,350	2,119	1,715	1,717
유가증권	28,660	32,189	35,080	36,611
FVPL	8,130	8,453	9,365	9,812
FVOCI	19,515	22,671	24,644	25,729
AC	0	0	0	0
대출채권	10,397	10,246	11,070	11,578
부동산	1,092	1,234	1,309	1,365
비운용자산	2,241	2,168	2,189	2,279
특별계정자산	18	23	24	25
자산총계	43,758	47,978	51,386	53,574
책임준비금	34,817	38,302	41,341	43,088
BEL	17,105	20,913	22,162	22,619
RA	1,752	2,093	2,194	2,293
CSM	9,142	8,305	9,778	10,639
PAA	3,527	3,490	3,671	3,858
투자계약부채	3,290	3,500	3,536	3,679
기타부채	2,811	4,727	5,090	4,940
후순위채	945	2,547	3,345	3,345
특별계정부채	13	22	23	24
부채총계	37,641	43,051	46,454	48,052
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	6,553	7,391	8,381	9,520
해약환급금준비금	3,422	4,018	4,589	5,160
자본조정	-69	-68	-68	-68
기타포괄손익누계	-524	-2,554	-3,538	-4,088
자본총계	6,117	4,927	4,933	5,522

성장률

(단위: %)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E
자산총계	-4.1	9.6	7.1	4.3
운용자산	-3.8	10.3	7.4	4.3
부채총계	3.6	14.4	7.9	3.4
CSM	9.5	-9.2	17.7	8.8
자본총계	-34.3	-19.5	0.1	12.0
보험손익	-61.2	98.1	-17.3	21.7
투자손익	8.7	-21.9	35.7	1.6
영업이익	-44.9	42.8	-3.9	14.5
순이익	-39.7	33.4	-4.0	15.2

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	526	1,043	862	1,049
일반 및 변동수수료모형	275	910	823	1,021
CSM 상각	873	933	961	1,035
RA 변동	130	132	157	173
예상과실제차이	-186	-186	-117	-57
손실계약	-522.1	51.9	-159	-110.0
기타	-19	-21	-19	-20
보험료배분접근법모형	290	188	139	135
간접사업비	38	55	99	107
투자손익	451	352	478	486
보험금융손익	-828	-856	-859	-885
이자수익	1,023	1,122	1,217	1,232
배당수익	440	615	482	499
FVPL 평가손익	117	-129	12	0
기타	-302	-400	-374	-361
영업이익	977	1,395	1,340	1,535
영업외이익	-24	-29	-11	0
세전이익	953	1,366	1,329	1,535
법인세비용	181	336	340	395
당기순이익	772	1,031	989	1,140

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	151	142	133	136
신계약 CSM	1,677	1,821	2,046	2,168
투자수익률	3.0	2.8	2.8	2.7
수정 Book Value	9,379	7,082	7,723	8,490
수익성				
수정 ROE	6.5	12.5	13.4	14.1
수정 ROA	1.7	2.2	2.0	2.2
주당 지표				
수정 EPS	9,849	13,144	12,615	14,534
수정 BPS	119,603	90,311	98,495	108,267
보통주 DPS	2,063	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	3.1	1.9	1.8	1.5
수정 PBR	0.3	0.3	0.2	0.2
배당성향	20.9	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	6.8	0.0	0.0	0.0

[Compliance Notice]

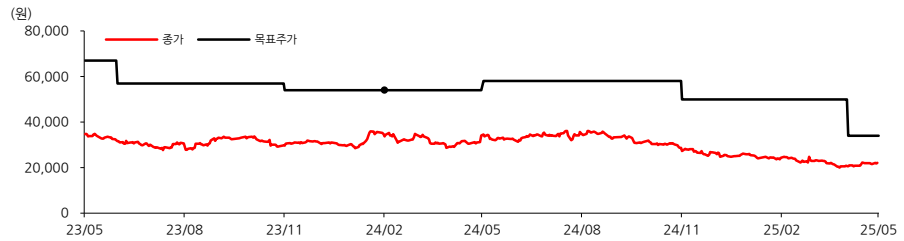
(공표일: 2025년 5월 15일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[현대해상 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.06.14	2023.08.16	2023.09.01	2023.11.15	2023.11.29
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		57,000	57,000	57,000	54,000	54,000
일 시	2023.12.28	2024.01.15	2024.01.26	2024.04.17	2024.05.16	2024.05.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	54,000	54,000	54,000	58,000	58,000
일 시	2024.06.17	2024.06.28	2024.07.04	2024.07.26	2024.08.16	2024.08.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2024.09.27	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.15	2025.01.20	2025.02.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	58,000	58,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2025.03.13	2025.03.20	2025.03.28	2025.04.17	2025.04.25	2025.05.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	50,000	50,000	34,000	34,000	34,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.06.14	Buy	57,000	-45.99	-40.79
2023.11.15	Buy	54,000	-41.54	-33.43
2024.05.16	Buy	58,000	-42.98	-37.67
2024.11.15	Buy	50,000	-51.08	-43.50
2025.04.17	Buy	34,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%