



# 현대해상 (001450)

예상된 당기 부진, 개선된 미래 지표

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 38,000원

현재 주가(8/13)	26,150원
상승여력	▲45.3%
시가총액	23,378억원
발행주식수	89,400천주
52 주 최고가 / 최저가	36,150 / 19,960원
90 일 일평균 거래대금	130.32억원
외국인 지분율	34.9%
<b>주주 구성</b>	
정몽윤 (외 4인)	22.8%
자사주 (외 1인)	12.3%
국민연금공단 (외 1인)	8.4%

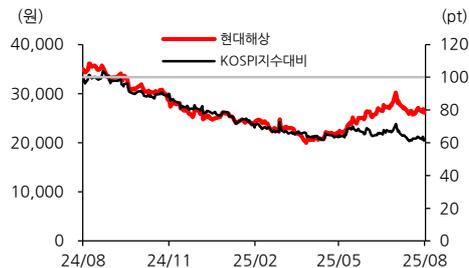
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.8	19.4	10.3	-26.6
상대수익률(KOSPI)	-9.3	-4.2	-14.5	-49.6

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

<b>재무정보</b>	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	526	1,043	740	1,002
투자손익	451	352	477	490
영업이익	977	1,395	1,217	1,492
당기순이익	772	1,031	892	1,108
CSM (*)	9,079	8,248	9,647	10,604
수정 EPS	9,849	13,144	11,371	14,126
수정 BPS	119,603	90,311	100,340	109,886
수정 PER	3.1	1.9	2.3	1.9
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.2
수정 ROE	6.5	12.5	11.9	13.4
배당수익률	6.8	0.0	0.0	0.0

\* 보유 순부채 기준

**주가 추이**



현대해상의 2Q25 실적은 당사 추정에 부합하나 컨센서스는 미달했습니다. 당기서비스에서 예상된 부진을 나타낸 한편, 미래손익 지표는 질적인 개선을 지속하고 있습니다. 투자 포인트인 제도 기대감도 유효합니다.

**2Q25 별도 순이익 2,478억원(-30% YoY), 컨센서스 하회**

현대해상의 2Q25 별도 당기순이익은 2,478억원(-30% YoY)으로 당사 추정치에 부합하지만 시장 컨센서스를 8% 하회. 2Q25 보험손익은 2,127억원(-43% YoY)으로 감소, 전년 동기에 이례적으로 흑자를 나타낸 예실차가 적자로 전환된 것과 PAA손익의 감소가 YoY 감익의 주 원인. 예실차는 주로 비실손에서의 손해를 상승으로 악화되었는데, 전분기 대비로는 보험금 예실차 적자 규모가 40% 수준으로 축소됨. PAA손익은 자동차 보험료의 감소, 일반 고액사고에 따른 손해액 증가 및 복원보험료 발생이 고르게 영향을 미침. 2Q25 투자손익은 1,295억원(+35% YoY)으로 증가. 본질 투자성과인 이자+배당수익이 전년 동기보다 400억원 증가한 동시에, 환율 하락에 따른 보험금융손익 영향이 +107억원 반영된 결과. 신계약은 매출이 11% QoQ 감소했음에도 불구하고, 무저해지 요율 인상으로 마진배수가 3개월 QoQ 개선되면서 신계약 CSM이 10% QoQ 증가함. 기중 조정도 -1,000억원 미만에 그치면서 CSM 잔액은 3% QoQ 증가함

**예상된 당기 부진, 개선된 미래 지표**

업종 전반적으로 발생보험금 증가세가 지속되는 국면에서 현대해상의 보험손익은 예상된 수준의 부진을 나타냄. 긍정적인 점은 CSM의 기중 조정 규모가 축소되고 시장금리 상승에 의한 AOCI 개선으로 K-ICS비율이 170%로 상승하면서 재무안정성이 직전보다 개선된 것과, 연이은 신계약 마진 제고로 인해 미래서비스손익을 담보하는 CSM이 질적으로 좋아진 것이었음. 반면 자산-부채 듀레이션 갭은 -3.0년으로 전분기보다 0.8년 개선되었지만 여전히 상장사 중 가장 언매칭이 심한 것으로 나타남. 기본자본을 강조하는 금융당국의 기조를 고려하면 손익보다 ALM관리를 우선순위에 두어야 할 것으로 판단. 한편 현대해상의 투자 포인트인 관리급여 신설과 자본 규제 강도의 악화 기대감은 유효함. 커버리지사 중 유일하게 YTD 10% 미만의 주가 상승률을 기록한 동사는 재료 실현에 시간이 필요할지언정 상승여력이 가장 높은 것으로 판단하며 업종 차선후주로 유지함

[표1] 현대해상의 2Q25 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	2Q25P	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	2Q25E	차이	컨센서스	차이
보험손익	212.7	375.9	-43.4	175.9	20.9	207.5	2.5	n/a	n/a
투자손익	129.5	95.9	35.0	107.0	21.0	123.6	4.7	n/a	n/a
영업이익	342.1	471.8	-27.5	282.9	20.9	331.1	3.3	359.6	-4.9
당기순이익	247.8	355.7	-30.4	203.2	21.9	246.4	0.6	268.6	-7.8

자료: 현대해상, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 현대해상의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

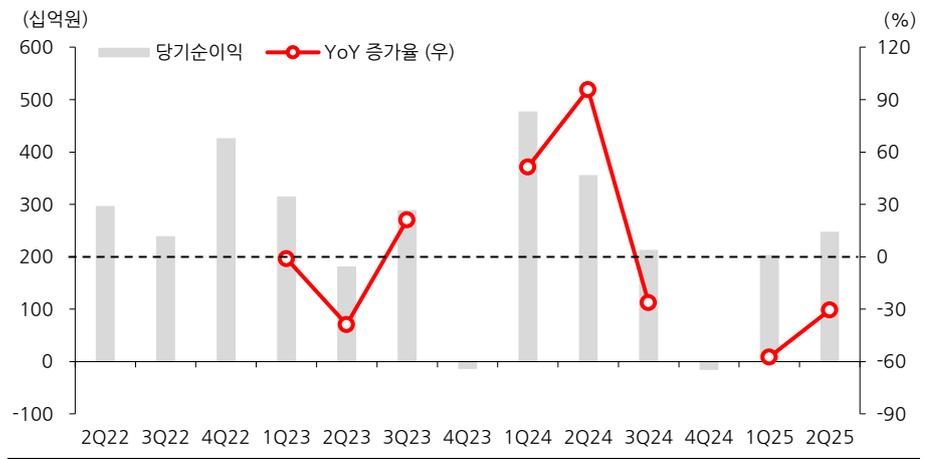
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	QoQ	YoY
보험+재보험손익	533	376	182	-48	176	213	20.9	-43.4
일반/VFA 모형	454	302	152	2	129	198	52.8	-34.5
예실차	-40	44	-92	-98	-98	-37	적지	적전
보험금*	-31	50	-92	-110	-104	-40	적지	적전
사업비	-9	-6	0	12	6	3	-55.6	흑전
RA 변동	35	32	32	34	31	33	6.5	3.3
CSM 상각	239	237	240	216	234	240	2.3	0.9
손실계약관련	226	-2	-22	-150	-33	-33	적지	적지
기타	-7	-9	-6	-0	-4	-5	적지	적지
PAA 모형	91	87	44	-35	69	40	-42.2	-54.0
보험수익	1,547	1,550	1,575	1,561	1,503	1,521	1.2	-1.9
발생순보험금	965	974	1,040	1,120	946	965	2.0	-1.0
발생순손사비	152	155	150	151	147	150	1.7	-3.7
손실계약관련	-4	-0	1	13	-3	0	흑전	흑전
재보험비용	237	240	254	258	252	277	9.9	15.1
기타	-98	-92	-88	-80	-86	-90	적지	적지
기타사업비	12	13	14	15	23	25	10.0	92.8
투자손익	108	96	109	39	107	129	21.0	35.0
보험금융손익	-212	-209	-196	-240	-210	-187	적지	적지
투자서비스손익	320	305	305	278	317	316	-0.2	3.7
영업이익	641	472	291	-9	283	342	20.9	-27.5
영업외이익	-9	-6	-5	-9	-11	-10	적지	적지
세전이익	632	466	286	-17	272	333	22.2	-28.6
당기순이익	477	356	213	-16	203	248	21.9	-30.4
AUM	41,481	42,814	44,044	45,787	47,353	47,164	-0.4	10.2
투자서비스손익	320	305	305	278	317	316	-0.2	3.7
Yield	3.1	2.9	2.8	2.5	2.7	2.7	-0.0	-0.2
CSM (보유 순부채)	9,120	9,244	9,321	8,248	9,108	9,376	2.9	1.4
CSM 상각	239	237	240	216	234	240	2.3	0.9
단순상각률	10.5	10.3	10.3	9.8	10.3	10.2	-0.1	-0.1
신계약 CSM (원수)	405	435	485	496	478	526	10.0	20.7
월납 신계약 보험료	39.7	32.5	34.7	35.1	33.9	30.2	-11.0	-7.3
단순마진 (개월)	10.2	13.4	14.0	14.1	14.1	17.4	3.3	4.0

주: \*보험료 경험조정 포함

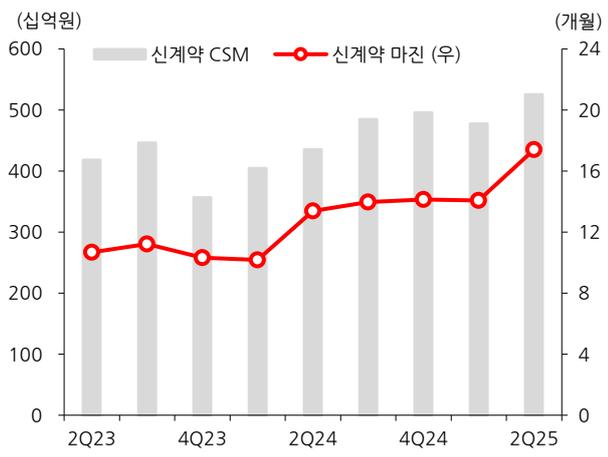
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 현대해상의 분기별 당기순이익 및 증가율



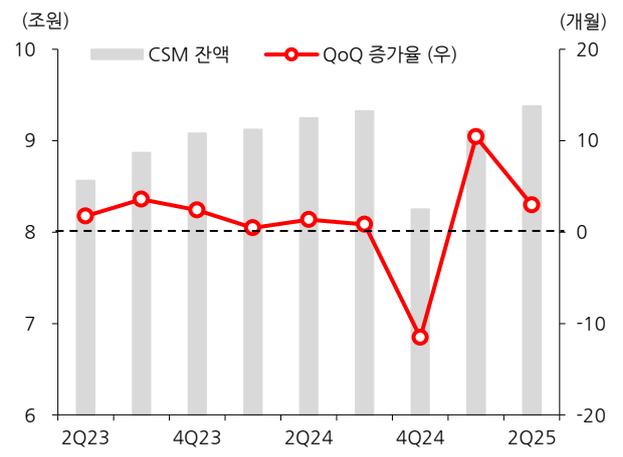
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 현대해상의 신계약 CSM 및 마진배수



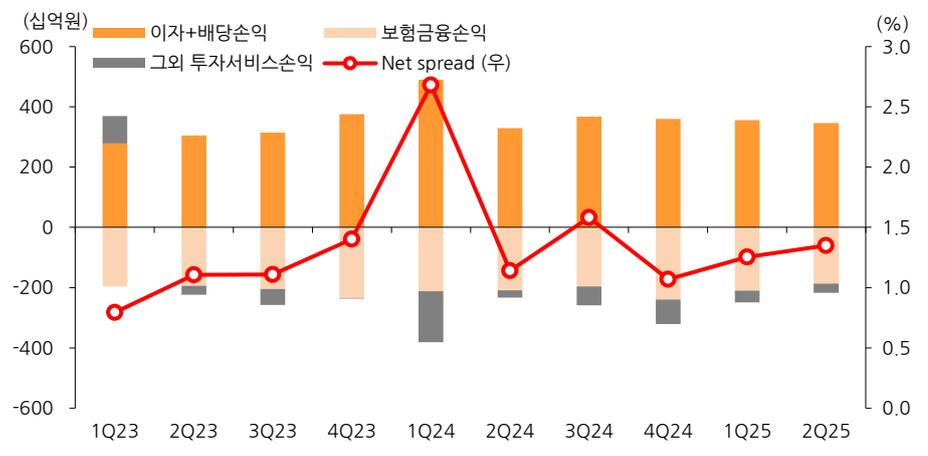
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 현대해상의 CSM 잔액 및 증가율



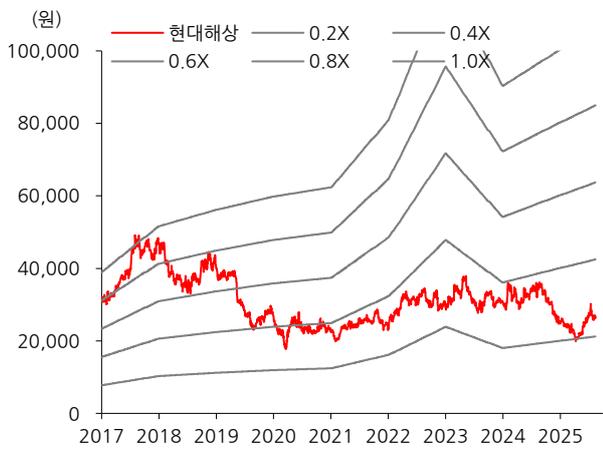
주: 보유 순부채 기준  
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 현대해상의 투자손익과 이차 스프레드



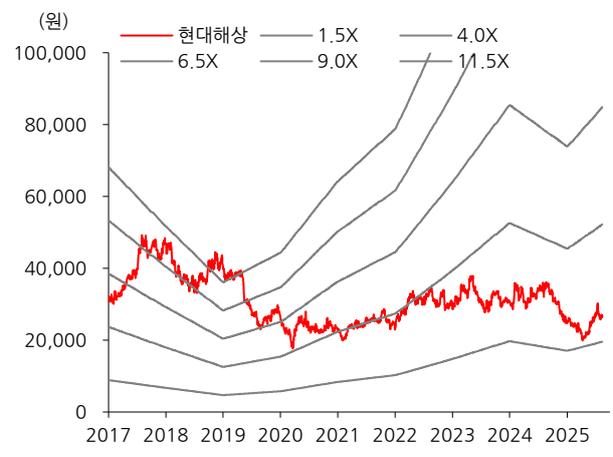
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 현대해상 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 현대해상 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E
운용자산	41,500	45,787	48,017	50,164
현금및예치금	1,350	2,119	1,323	1,400
유가증권	28,660	32,189	35,233	36,763
FVPL	8,130	8,453	8,699	9,072
FVOCI	19,515	22,671	25,451	26,608
AC	0	0	0	0
대출채권	10,397	10,246	10,193	10,678
부동산	1,092	1,234	1,268	1,323
비운용자산	2,241	2,168	2,491	2,814
특별계정자산	18	23	25	26
<b>자산총계</b>	<b>43,758</b>	<b>47,978</b>	<b>50,533</b>	<b>53,003</b>
책임준비금	34,817	38,302	40,487	42,550
BEL	17,105	20,913	21,401	22,140
RA	1,752	2,093	2,187	2,288
CSM	9,142	8,305	9,694	10,652
PAA	3,527	3,490	3,447	3,557
투자계약부채	3,290	3,500	3,760	3,912
기타부채	2,811	4,727	4,842	4,684
후순위채	945	2,547	3,345	3,345
특별계정부채	13	22	25	26
<b>부채총계</b>	<b>37,641</b>	<b>43,051</b>	<b>45,355</b>	<b>47,259</b>
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	8,283	9,391
해약환급금준비금	3,422	4,018	4,657	5,319
자본조정	-69	-68	-68	-68
기타포괄손익누계	-524	-2,554	-3,196	-3,737
<b>자본총계</b>	<b>6,117</b>	<b>4,927</b>	<b>5,178</b>	<b>5,744</b>

성장률

(단위: %)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E
자산총계	-4.1	9.6	5.3	4.9
운용자산	-3.8	10.3	4.9	4.5
부채총계	3.6	14.4	5.4	4.2
CSM	9.5	-9.2	16.7	9.9
자본총계	-34.3	-19.5	5.1	10.9
보험손익	-61.2	98.1	-29.1	35.4
투자손익	8.7	-21.9	35.6	2.6
영업이익	-44.9	42.8	-12.8	22.5
순이익	-39.7	33.4	-13.5	24.2

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E
<b>보험손익</b>	<b>526</b>	<b>1,043</b>	<b>740</b>	<b>1,002</b>
일반 및 변동수수료모형	275	910	757	1,023
CSM 상각	873	933	973	1,044
RA 변동	130	132	148	173
예상과실계차이	-186	-186	-187	-53
손실계약	-522.1	51.9	-158	-120.0
기타	-19	-21	-19	-20
보험료배분접근법모형	290	188	84	87
간접사업비	38	55	101	109
<b>투자손익</b>	<b>451</b>	<b>352</b>	<b>477</b>	<b>490</b>
보험금융손익	-828	-856	-829	-862
이자수익	1,023	1,122	1,231	1,292
배당수익	440	615	469	485
FVPL 평가손익	117	-129	25	0
기타	-302	-400	-420	-426
<b>영업이익</b>	<b>977</b>	<b>1,395</b>	<b>1,217</b>	<b>1,492</b>
영업외이익	-24	-29	-20	0
세전이익	953	1,366	1,197	1,492
법인세비용	181	336	305	384
<b>당기순이익</b>	<b>772</b>	<b>1,031</b>	<b>892</b>	<b>1,108</b>

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024	2025E	2026E
<b>주요 지표</b>				
월납 신계약 보험료	151	142	127	128
신계약 CSM	1,677	1,821	2,083	2,175
투자수익률	3.0	2.8	2.8	2.8
수정 Book Value	9,379	7,082	7,868	8,617
<b>수익성</b>				
수정 ROE	6.5	12.5	11.9	13.4
수정 ROA	1.7	2.2	1.8	2.1
<b>주당 지표</b>				
수정 EPS	9,849	13,144	11,371	14,126
수정 BPS	119,603	90,311	100,340	109,886
보통주 DPS	2,063	0	0	0
<b>Valuation 및 배당</b>				
수정 PER	3.1	1.9	2.3	1.9
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.2
배당성향	20.9	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	6.8	0.0	0.0	0.0

[ Compliance Notice ]

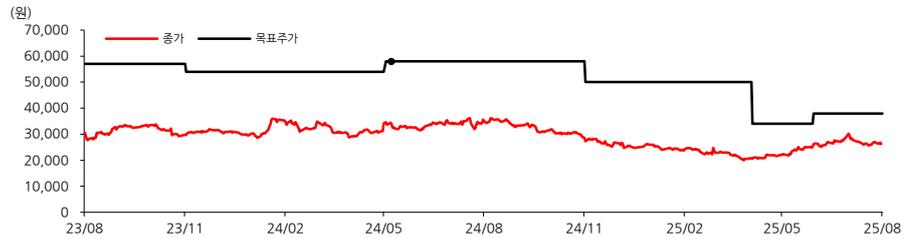
(공표일: 2025년 8월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 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 다룬 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	2023.08.16	2023.09.01	2023.11.15	2023.11.29	2023.12.28
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		57,000	57,000	54,000	54,000	54,000
일 시	2024.01.15	2024.01.26	2024.04.17	2024.05.16	2024.05.31	2024.06.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	54,000	54,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2024.06.28	2024.07.04	2024.07.26	2024.08.16	2024.08.30	2024.09.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.15	2025.01.20	2025.02.25	2025.03.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	58,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2025.03.20	2025.03.28	2025.04.17	2025.04.25	2025.05.15	2025.05.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	50,000	34,000	34,000	34,000	34,000
일 시	2025.06.12	2025.06.27	2025.07.04	2025.07.25	2025.08.14	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-33.54	-26.03
2025.06.12	Buy	38,000		

[ 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 투자 의견 ]**

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 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%