2025-04-22

현대해상 (001450/KS)

규제 개선을 기다리며

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 25,000 원(하향)
현재주가: 21,050 원
상승여력: 18.8%

목표주가 25,000 원으로 하향

현대해상의 목표주가를 1) OCI 감소로 인한 BPS 추정치 하향, 2) 실적 추정치 조정 등을 종합적으로 반영하여 25,000 원으로 하향한다. 목표주가는 Target PBR 0.48 배에 25E BVPS 52,335 원을 적용하여 산출했다. 다만 실손/비급여 등 제도 개선에 따른 민감도가 가장 큰 회사라는 점을 감안하여 투자의견은 매수로 유지한다. 투자 리스크로는 1) 실손/비급여 관련 제도 개선 지연, 2) Legacy 계약으로 인한 손익 부진 추세 지속 등을 제시한다.

규제 개선을 기대한다면

현대해상의 손익 및 자본 측면의 불확실성이 지속되고 있다. 과거 판매한 구 세대 실손, 세만기 보험 등 만기가 긴 보험 상품 등 영향으로 여타 대형사 대비 높은 장해/질병위험액 등을 보유함에 따라 요구자본 측면의 부담이 지속되고 있으며 가용자본도 금리 하락에 따라 OCI 중심으로 자본 관련 Pressure 가 가중되고 있다. 손익 측면에서도 보험금 예실차 관련 실적 부진이 지속되는 등 상대적으로 어려움이 지속되고 있다. 최근 간편보험 등 연만기 중심 상품 판매 등 전반적인 포트폴리오 측면의 구조조정을 추진하고 있으나 실질적인 효과가 가시적으로 확인되기까지는 시간이 필요할 전망이다. 다만 향후 비급여 항목 관리, 구세대 실손 계약 재매입 등 제도 측면의 변화가 나타날 경우 펀더멘털 측면의 유의미한 제고 효과를 기대할 수 있을 것으로 예상한다.

1Q25 순이익 1,921 억원(-59.8% YoY) 전망

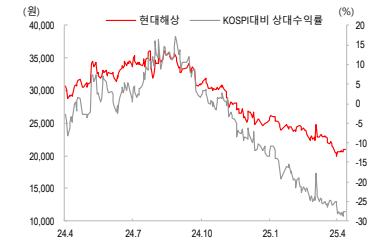
현대해상의 1Q25 순이익은 1,981 억원(-58.5% YoY)로 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 1Q24 세칙 개정안 관련 대규모 일회성 환입 약 2,700 억원에 따른 기저효과가 존재하는 가운데 호흡기 질환 관련 부담이 지속되며 보험금 예실차가 부진할 것으로 예상되며 4Q24 중 대규모 CSM 가정 조정에 따라 CSM 상각이익도 부진한 모습을 보일 전망이다. 다만 1Q25 중 구세대 실손 요율 갱신에 따라 가정 조정에 따른 CSM 증가 요인이 전년도 감소 폭을 상당부분 상쇄할 것으로 예상되는 만큼 향후 CSM 상각손익은 빠르게 정상화될 것으로 예상한다.

Analyst
설용진
s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

Company Data	
발행주식수	8,940 만주
시가총액	1,882 십억원
주요주주	
정몽윤(외3)	22.84%
자사주	12.29%

Stock Data	
주가(25/04/21)	21,050 원
KOSPI	2,488.42 pt
52주 최고가	36,150 원
52주 최저가	19,960 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	십억원		527	1,043	691	840	894
투자손익	십억원		451	352	395	417	414
영업이익	십억원		977	1,395	1,086	1,257	1,308
당기순이익	십억원		772	1,031	802	930	968
EPS	원		9,849	13,144	10,223	11,863	12,350
PER	배		3.1	1.9	2.1	1.8	1.7
PBR	배		0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
ROE	%		10.3	18.7	16.7	18.7	17.4

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~2027F ROE 평균	17.6%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	주주환원 불확실성 및 경과조치 반영하여 할인율 82.5% 적용	77.5%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.48
목표주가	**2025F BPS 52,335 원에 Target PBR 적용**	**25,000**
현재가		21,050
Upside / Downside		18.8%
투자의견		매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		**81%**
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	18.6%
COE	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-67.5%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.73
목표주가(Bull case)	**2025F BPS 52,335 원에 Target PBR 적용**	**38,100**
Downside case		**-38%**
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	16.6%
COE	무위험수익률 3.4%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.3%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-87.5%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.25
목표주가(Bear case)	**2025F BPS 52,335 원에 Target PBR 적용**	**13,100**

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	수정 후	1,043	691	840	894
	수정 전		872	1,017	1,083
	증감률(%)		*-20.7%*	*-17.4%*	*-17.4%*
투자손익	수정 후	352	395	417	414
	수정 전		408	408	404
	증감률(%)		*-3.2%*	*2.3%*	*2.3%*
세전이익	수정 후	1,366	1,057	1,227	1,278
	수정 전		1,251	1,396	1,454
	증감률(%)		*-15.5%*	*-12.1%*	*-12.1%*
당기순이익	수정 후	1,031	802	930	968
	수정 전		948	1,057	1,100
	증감률(%)		*-15.4%*	*-12.0%*	*-12.0%*

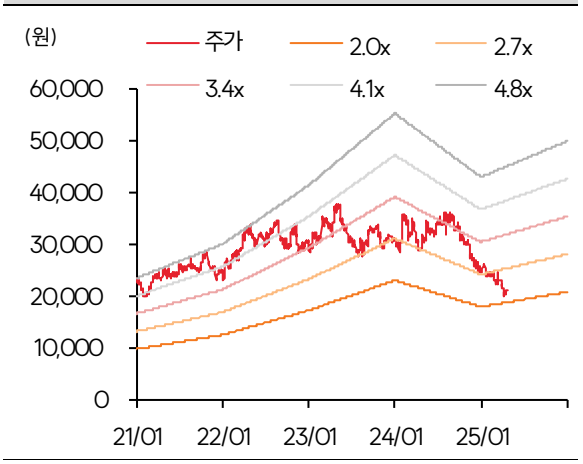
자료: 현대해상, SK 증권 추정

현대해상 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	% QoQ	% YoY
보험손익	**533**	**376**	**182**	**-48**	**153.9**	**237**	**226**	**74**	**흑전**	**-71.1**
장기보험	**444**	**290**	**142**	**-10**	**110.3**	**189**	**183**	**109**	**흑전**	**-75.1**
CSM 상각	239	237	240	216	201.5	230	233	236	-6.8	-15.7
RA 해제	35	32	32	34	37.4	38	38	38	10.5	7.9
예실차	-47	32	-98	-99	-88.7	-38	-48	-55	적지	적지
손실계약비용	226	-2	-22	-150	-30.0	-30	-30	-100	적지	적전
기타사업비 및 재보험 손익	-10	-8	-9	-12	-10.0	-10	-10	-10	적지	적지
일반손해보험	**47**	**46**	**27**	**39**	**32.0**	**31**	**32**	**40**	**-18.0**	**-31.7**
자동차보험	**42**	**40**	**13**	**-76**	**11.6**	**18**	**11**	**-75**	**흑전**	**-72.6**
투자손익	**108**	**96**	**109**	**39**	**106.1**	**94**	**96**	**98**	**173.4**	**-2.0**
자산운용손익	320	305	305	278	339.5	338	345	352	22.0	6.1
평가처분손익	-143	13	-12	-51	0.0	0	0	0	-100.0	-100.0
보험금융손익	-212	-209	-196	-240	-233.4	-244	-249	-254	적지	적지
영업이익	**641**	**472**	**291**	**-9**	**260.0**	**331**	**322**	**172**	**흑전**	**-59.4**
영업외손익	-9	-6	-5	-9	-6.9	-8	-7	-7	적지	적지
세전이익	632	466	286	-17	253.1	324	315	165	흑전	-59.9
당기순이익	**477**	**356**	**213**	**-16**	**192.1**	**245**	**239**	**126**	**흑전**	**-59.8**
월납보험료(보장성 인보험)	12.1	9.8	10.5	10.6	10.1	9.1	9.3	8.9	-5.0	-16.5
신계약 CSM	411.5	435.5	484.9	496.0	456.8	444.7	453.5	435.7	-7.9	11.0
자산총계	**43,651**	**44,912**	**46,183**	**47,978**	**48,570**	**50,162**	**50,861**	**51,776**	**1.2**	**11.3**
운용자산	**41,481**	**42,814**	**44,044**	**45,787**	**47,654**	**48,854**	**49,777**	**50,692**	**4.1**	**14.9**
비운용자산	2,146	2,076	2,116	2,168	2,163	2,187	2,197	2,214	-0.2	0.8
부채총계	**37,836**	**39,423**	**40,752**	**43,051**	**44,351**	**45,747**	**46,258**	**47,098**	**3.0**	**17.2**
책임준비금	34,798	36,169	37,798	38,302	40,498	41,447	42,181	42,909	5.7	16.4
장기보험 CSM 잔액	**9,199**	**9,300**	**9,373**	**8,305**	**9,534**	**9,683**	**9,839**	**9,924**	**14.8**	**3.6**
자본총계	**5,815**	**5,489**	**5,430**	**4,927**	**4,219**	**4,414**	**4,603**	**4,679**	**-14.4**	**-27.4**
해약환급금준비금	3,975	4,219	4,432	4,018	4,085	4,132	4,171	4,201	1.7	2.8
ROE (%)	**32.0**	**25.2**	**15.6**	**-1.2**	**16.8**	**22.7**	**21.2**	**10.8**	**18%p**	**-15.2%p**
K-ICS 비율(%)	**166.9**	**169.7**	**170.1**	**155.8**	**154.8**	**154.2**	**154.5**	**153.1**	**-1%p**	**-12.1%p**

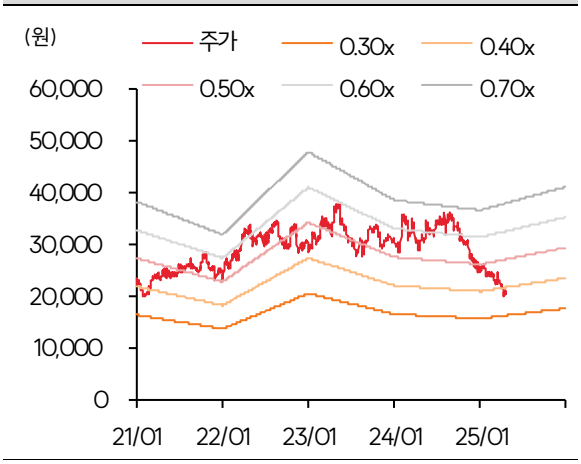
자료: 현대해상, SK 증권 추정

PER 밴드 차트



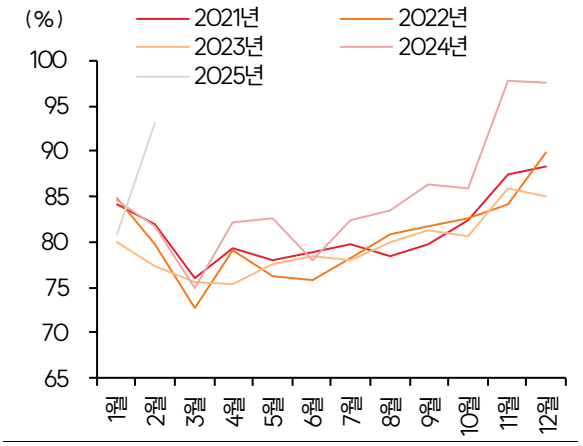
자료: FnGuide, SK 증권 추정

PBR 밴드 차트



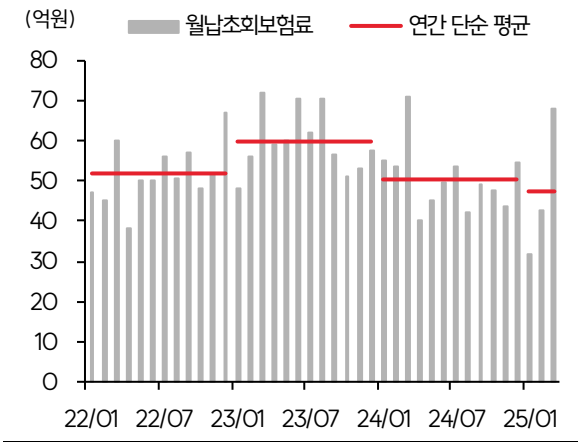
자료: FnGuide, SK 증권 추정

현대해상 - 자동차 보험 손해율 추이



자료: 언론보도, SK 증권

현대해상 – GA 채널 신계약 추이



자료: 언론보도, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
운용자산	**41,500**	**45,787**	**50,692**	**53,356**	**55,287**
현금및예치금	1,350	2,119	2,565	2,863	3,118
유가증권	28,660	32,189	35,729	37,691	39,134
대출금	10,397	10,246	11,169	11,578	11,816
부동산	1,092	1,234	1,229	1,224	1,219
비운용자산	**2,241**	**2,168**	**2,214**	**2,273**	**2,334**
특별계정자산	18	23	23	23	23
자산총계	**43,758**	**47,978**	**51,776**	**55,274**	**58,311**
책임준비금	**34,817**	**38,302**	**42,909**	**45,861**	**48,282**
CSM잔액(원수)	9,142	8,305	9,924	10,474	10,992
기타부채	2,811	4,727	4,167	4,132	4,130
특별계정부채	13	22	22	22	22
부채총계	**37,641**	**43,051**	**47,098**	**50,015**	**52,433**
자본금	**45**	**45**	**45**	**45**	**45**
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	113	113	113	113	113
이익잉여금	6,553	7,391	8,193	9,123	10,092
해약환급금준비금	3,422	4,018	4,201	4,275	4,306
자본조정	-69	-68	-68	-68	-68
기타포괄손익누계액	-524	-2,554	-3,604	-3,954	-4,304
자본총계	**6,117**	**4,927**	**4,679**	**5,259**	**5,877**

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	**527**	**1,043**	**691**	**840**	**894**
장기보험	249	865	592	737	787
CSM 상각	873	933	901	976	1,026
RA해제	130	132	151	155	158
예실차	-206	-212	-230	-188	-195
손실계약비용	-522	52	-190	-165	-160
기타사업비 및 재보험 손익	-26	-39	-40	-41	-42
일반손해보험	76	159	134	139	145
합산비율(IFRS17)	92	85	88	88	88
자동차보험	201	19	-35	-36	-38
합산비율(IFRS17)	95	100	101	101	101
투자손익	**451**	**352**	**395**	**417**	**414**
자산운용손익	1,279	1,208	1,374	1,483	1,548
평가처분손익	114	-193	0	0	0
보험금융손익	-828	-856	-979	-1,066	-1,134
영업이익	**977**	**1,395**	**1,086**	**1,257**	**1,308**
영업외손익	-24	-29	-29	-30	-30
세전이익	**953**	**1,366**	**1,057**	**1,227**	**1,278**
법인세비용	181	336	255	297	310
법인세율(%)	19.0	24.6	24.1	24.2	24.2
당기순이익	**772**	**1,031**	**802**	**930**	**968**

주요투자지표 I

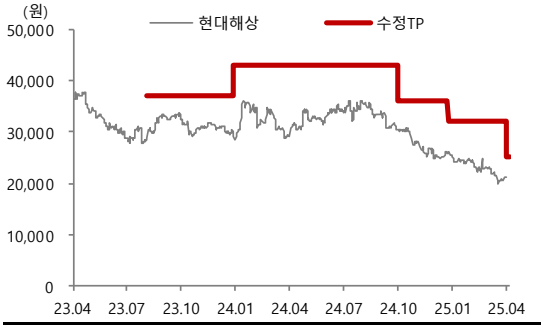
12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)	151	142	125	125	125
신계약 CSM	1,679	1,828	1,791	1,820	1,819
신계약 CSM 배수	13.2	12.9	14.3	14.6	14.6
CSM 관련 지표					
기초CSM	8,352	9,142	8,305	9,924	10,474
CSM 조정 가정 변경	-278	-2,051	400	-650	-650
신계약 CSM(원수)	1,679	1,828	1,791	1,820	1,819
CSM 이자부리	262	319	329	356	374
상각 전 CSM	10,015	9,238	10,825	11,450	12,017
CSM상각액	873	933	901	976	1,026
CSM상각률(%)	8.7	10.1	8.3	8.5	8.5
CSM 순증액	791	-837	1,619	550	518
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률	3.0	2.8	2.8	2.9	2.8
평가처분손익 제외 수익률	2.8	3.2	2.8	2.9	2.8
손익구성					
보험손익	53.9	74.8	63.7	66.8	68.4
CSM상각	89.3	66.9	82.9	77.7	78.4
투자손익	46.1	25.2	36.3	33.2	31.6
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)	173.2	155.8	153.1	153.5	155.8

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율		10.3	10.7	5.3	3.6
CSM증가율		-9.2	19.5	5.5	4.9
BPS증가율		-19.5	-5.0	12.4	11.8
보험손익증가율		98.1	-33.7	21.5	6.5
투자손익증가율		-21.9	12.1	5.7	-0.9
영업이익증가율		42.7	-22.1	15.7	4.0
세전이익증가율		43.4	-22.7	16.1	4.1
당기순이익증가율		33.4	-22.2	16.0	4.1
주당지표(원)					
EPS	9,849	13,144	10,223	11,863	12,350
BPS	68,424	55,114	52,335	58,826	65,743
EV(BV+CSM)	171,401	148,662	163,345	175,983	188,694
보통주 DPS	2,063	0	0	0	0
보통주 배당수익률(%)	6.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation 지표					
PER(배)	3.1	1.9	2.1	1.8	1.7
PBR(배)	0.45	0.45	0.40	0.36	0.32
P/EV(배)	0.18	0.17	0.13	0.12	0.11
ROE(%)	10.3	18.7	16.7	18.7	17.4
ROA(%)	1.7	2.2	1.6	1.7	1.7
배당성향(%)	20.9	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 현대해상, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.04.22	매수	25,000원	6개월		
2025.01.14	매수	32,000원	6개월	-27.72%	-18.75%
2024.10.21	매수	36,000원	6개월	-23.56%	-14.44%
2024.01.17	매수	43,000원	6개월	-23.38%	-15.93%
2023.08.24	매수	37,000원	6개월	-15.44%	-8.78%



Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 04 월 22 일 기준)

매수	97.52%	중립	2.48%	매도	0.00%