

현대해상 (001450/KS)

CSM 확대 긍정적이나 여전히 제도 개선 필요

SK증권 리서치센터

중립(하향)

목표주가: 25,000 원(유지)
 현재주가: 22,150 원
 상승여력: 12.9%

1Q25 순이익 2,032 억원(-57.4% YoY) 기록

현대해상의 1Q25 순이익은 2,032 억원(-57.4% YoY)로 예상보다 양호한 CSM 개선 등 영향으로 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다. 신계약은 보장성 인보험 기준 월평균 103 억원(-3.5% QoQ)으로 3월 절판효과 등이 이어지며 안정적인 흐름을 보였다. 무/저해지보험 가이드라인 영향에도 신계약 Mix 개선(간편보험 등 비중 확대) 효과가 나타나며 전분기 수준에서 환산배수를 방어함에 따라 타사와 달리 신계약 CSM이 4,792 억원(+16.5% YoY)으로 개선되는 모습이 나타났다. 또한 1) 연령별 손해를 가정 적용에 따른 CSM 약 3 천억원, 2) 구세대 실손 및 4 월 요율 인상 등에 따른 CSM 4 천억원 등 영향으로 CSM 가정 조정 영향이 약 5,414 억원 발생하며 전체 CSM 잔액은 9 조 1,648 억원(+10.3% QoQ)으로 증가했다. 다만 1) 호흡기 질환 영향으로 보험금예실차 중심으로 대규모 손실이 지속되었으며 2) 전년 동기 중 발생한 세척 개정안 기저효과가 존재함에 따라 전체 장기보험손익은 1,143 억원(-74.2% YoY)을 기록했다. 자동차보험도 요율 인하 영향이 누적되며 157 억원(-63% YoY)으로 부진한 실적을 기록했다. 투자손익은 1,070 억원(-1.2% YoY)을 기록했다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
 3773-8610

Company Data

발행주식수	8,940 만주
시가총액	1,980 십억원
주요주주	
정몽윤(외3)	22.84%
자사주	12.29%

Stock Data

주가(25/05/14)	22,150 원
KOSPI	2,640.57 pt
52주 최고가	36,150 원
52주 최저가	19,960 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



자본과 예실차 등 부담 지속 중. 여전히 제도 개선 요구되는 상황

적극적인 포트폴리오 개선, 수익성 제고 노력 및 가정 조정 등 영향으로 24 년 중 역성장했던 CSM이 다시 23년 말 수준을 상회하는 9.2조원 수준까지 상승하는 등 펀더멘털 측면의 개선이 나타난 것을 긍정적이라고 판단한다. 다만 대규모 보험금 예실차 손실이 지속되고 있는 만큼 실질적인 이익체력 개선을 확인하기까지는 시간이 더욱 필요할 전망이다. 자본 측면에서도 금리 하락, 할인을 제도 강화 등 영향으로 OCI 가 약 9,200 억원 감소하는 등 ALM 미스매치로 인한 변동성이 계속되고 있어 K-ICS 및 배당 여력 측면의 부담이 지속되고 있다. 최근 금리 하락 추세를 감안했을 때 OCI 변동분 및 해약환급금준비금 순증 규모가 25 년 당기순이익 규모를 초과할 것으로 예상되는 만큼 주주환원 재개 등을 위해서는 유의미한 제도 개선이 선행될 필요가 있을 것으로 예상된다. 1Q25 이익 기준 PER 은 2.1 배(연율화)이나 해약환급금준비금 순증액을 차감하면 약 7.1배로 실질적인 밸류에이션 매력은 제한적이라고 판단한다. 목표주가 25,000 원을 유지하며 괴리율 축소에 따라 투자의견을 중립으로 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	십억원		527	1,043	718	869	941
투자손익	십억원		451	352	424	444	436
영업이익	십억원		977	1,395	1,142	1,313	1,378
당기순이익	십억원		772	1,031	832	965	1,014
EPS	원		9,849	13,144	10,612	12,303	12,925
PER	배		3.1	1.9	2.1	1.8	1.7
PBR	배		0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	%		10.3	18.7	17.7	21.2	21.6

현대해상 - 분기별 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	% QoQ	% YoY
보험손익	533	376	182	-48	175.9	233	246	63	흑전	-67.0
장기보험	444	290	142	-10	114.3	198	219	101	흑전	-74.2
CSM 상각	239	237	240	216	234.2	236	241	245	8.3	-2.1
RA 해제	35	32	32	34	30.8	31	32	32	-9.1	-11.2
예실차	-47	32	-98	-99	-103.3	-25	-9	-65	적지	적지
손실계약비용	226	-2	-22	-150	-33.1	-33	-33	-100	적지	적전
기타사업비 및 재보험 손익	-10	-8	-9	-12	-14.3	-12	-12	-12	적지	적지
일반손해보험	47	46	27	39	45.9	21	22	30	17.5	-2.1
자동차보험	42	40	13	-76	15.7	15	6	-68	흑전	-63.0
투자손익	108	96	109	39	107.0	104	105	107	175.7	-1.2
자산운용손익	320	305	305	278	317.0	321	325	330	13.9	-0.9
평가처분손익	-143	13	-12	-51	4.9	0	0	0	흑전	흑전
보험금융손익	-212	-209	-196	-240	-210.0	-217	-220	-223	적지	적지
영업이익	641	472	291	-9	282.9	337	351	170	흑전	-55.9
영업외손익	-9	-6	-5	-9	-10.6	-10	-10	-10	적지	적지
세전이익	632	466	286	-17	272.3	327	341	161	흑전	-56.9
당기순이익	477	356	213	-16	203.2	248	259	122	흑전	-57.4
월납보험료(보장성 인보험)	12.1	9.8	10.5	10.6	10.3	8.7	8.9	8.5	-3.5	-15.2
신계약 CSM	411.5	435.5	484.9	496.0	479.2	482.7	492.2	473.0	-3.4	16.5
자산총계	43,651	44,912	46,183	47,978	49,568	49,993	50,779	51,392	3.3	13.6
운용자산	41,481	42,814	44,044	45,787	47,353	47,873	48,516	49,389	3.4	14.2
비운용자산	2,146	2,076	2,116	2,168	2,192	2,202	2,219	2,232	1.1	2.2
부채총계	37,836	39,423	40,752	43,051	45,355	45,632	46,260	46,900	5.4	19.9
책임준비금	34,798	36,169	37,798	38,302	40,162	40,660	41,177	41,873	4.9	15.4
장기보험 CSM 잔액	9,199	9,300	9,373	8,305	9,165	9,341	9,523	9,634	10.3	-0.4
자본총계	5,815	5,489	5,430	4,927	4,213	4,361	4,519	4,492	-14.5	-27.5
해약환급금준비금	3,975	4,219	4,432	4,018	4,161	4,321	4,481	4,641	3.6	4.7
ROE (%)	32.0	25.2	15.6	-1.2	17.8	23.1	23.3	10.9	19%p	-14.2%p
K-ICS 비율(%)	166.9	169.7	170.1	157.0	159.4	159.2	159.4	156.5	2.4%p	-7.5%p

자료: 현대해상, SK 증권 추정

실적 추정치 변경		2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	수정 후	1,043	718	869	941
	수정 전		691	840	894
	증감률(%)		3.9%	3.5%	5.3%
투자손익	수정 후	352	424	444	436
	수정 전		395	417	414
	증감률(%)		7.2%	6.4%	5.4%
세전이익	수정 후	1,366	1,102	1,273	1,338
	수정 전		1,057	1,227	1,278
	증감률(%)		4.2%	3.8%	4.7%
당기순이익	수정 후	1,031	832	965	1,014
	수정 전		802	930	968
	증감률(%)		3.8%	3.7%	4.7%

자료: 현대해상, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
운용자산	41,500	45,787	49,389	51,274	53,307
현금및예치금	1,350	2,119	2,049	2,266	2,500
유가증권	28,660	32,189	35,495	36,947	38,509
대출금	10,397	10,246	10,620	10,840	11,082
부동산	1,092	1,234	1,226	1,221	1,216
비운용자산	2,241	2,168	2,232	2,293	2,355
특별계정자산	18	23	23	23	23
자산총계	43,758	47,978	51,392	53,872	56,549
책임준비금	34,817	38,302	41,873	44,221	46,734
CSM잔액(원수)	9,142	8,305	9,634	10,331	11,089
기타부채	2,811	4,727	5,005	5,022	5,023
특별계정부채	13	22	22	22	22
부채총계	37,641	43,051	46,900	49,266	51,779
자본금	45	45	45	45	45
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	113	113	113	113	113
이익잉여금	6,553	7,391	8,223	9,188	10,202
해약환급금준비금	3,422	4,018	4,641	5,281	5,921
자본조정	-69	-68	-68	-68	-68
기타포괄손익누계액	-524	-2,554	-3,822	-4,672	-5,522
자본총계	6,117	4,927	4,492	4,606	4,770

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)	151	142	122	123	130
신계약 CSM	1,679	1,828	1,927	2,030	2,147
신계약 CSM 배수	13.2	12.9	15.8	16.5	16.5
CSM 관련 지표					
기초CSM	8,352	9,142	8,305	9,634	10,331
CSM 조정 가정 변경	-278	-2,051	41	-650	-650
신계약 CSM(원수)	1,679	1,828	1,927	2,030	2,147
CSM 이자부리	262	319	316	339	358
상각 전 CSM	10,015	9,238	10,590	11,353	12,185
CSM상각액	873	933	956	1,022	1,096
CSM상각률(%)	8.7	10.1	9.0	9.0	9.0
CSM 순증액	791	-837	1,328	697	759
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률	3.0	2.8	2.7	2.7	2.6
평가차분손익 제외 수익률	2.8	3.2	2.7	2.7	2.6
손익구성					
보험손익	53.9	74.8	62.9	66.2	68.3
CSM상각	89.3	66.9	83.8	77.9	79.5
투자손익	46.1	25.2	37.1	33.8	31.7
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)	173.2	157.0	156.5	154.6	153.1

자료: DB손해보험, SK증권 추정

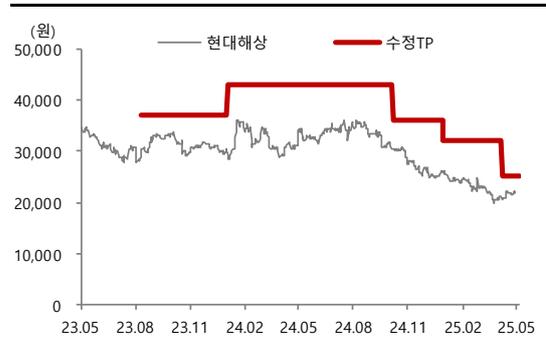
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	527	1,043	718	869	941
장기보험	249	865	631	779	847
CSM 상각	873	933	956	1,022	1,096
RA해제	130	132	125	133	140
예실차	-206	-212	-202	-143	-153
손실계약비용	-522	52	-199	-184	-184
기타사업비 및 재보험 손익	-26	-39	-50	-49	-51
일반손해보험	76	159	119	123	128
합산비율(IFRS17)	92	85	89	89	89
자동차보험	201	19	-32	-33	-34
합산비율(IFRS17)	95	100	101	101	101
투자손익	451	352	424	444	436
자산운용손익	1,279	1,208	1,294	1,352	1,378
평가차분손익	114	-193	5	0	0
보험금융손익	-828	-856	-871	-908	-941
영업이익	977	1,395	1,142	1,313	1,378
영업외손익	-24	-29	-40	-40	-40
세전이익	953	1,366	1,102	1,273	1,338
법인세비용	181	336	269	308	324
법인세율(%)	19.0	24.6	24.5	24.2	24.2
당기순이익	772	1,031	832	965	1,014

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율		10.3	7.9	3.8	4.0
CSM증가율		-9.2	16.0	7.2	7.3
BPS증가율		-19.5	-8.8	2.6	3.6
보험손익증가율		98.1	-31.2	21.0	8.3
투자손익증가율		-21.9	20.3	4.7	-1.7
영업이익증가율		42.7	-18.2	15.0	4.9
세전이익증가율		43.4	-19.4	15.6	5.1
당기순이익증가율		33.4	-19.3	15.9	5.1
주당지표(원)					
EPS	9,849	13,144	10,612	12,303	12,925
BPS	68,424	55,114	50,243	51,527	53,356
EV(BV+CSM)	171,401	148,663	158,003	167,081	177,397
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	0.44	0.43	0.41
P/EV(배)	0.18	0.17	0.14	0.13	0.12
ROE(%)	10.3	18.7	17.7	21.2	21.6
ROA(%)	1.7	2.2	1.7	1.8	1.8
배당성장률(%)	20.9	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.05.15	중립	25,000원	6개월		
2025.04.22	매수	25,000원	6개월	-13.75%	-11.20%
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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 05월 15일 기준)

매수	97.50%	중립	2.50%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------