

현대해상 (001450/KS)

중장기 관점의 Quality 는 분명히 개선되는 중 **SK증권 리서치센터**

중립(유지)

목표주가: 25,000 원(유지)

현재주가: 26,150 원

상승여력: -4.4%



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

Company Data

발행주식수	8,940 만주
시가총액	2,338 십억원
주요주주	
정몽윤(외3)	22.84%
자사주	12.29%

Stock Data

주가(25/08/13)	26,150 원
KOSPI	3,224.37 pt
52주 최고가	36,150 원
52주 최저가	19,960 원
60일 평균 거래대금	14 십억원

주가 및 상대수익률



2Q25 순이익 2,478 억원(-30.4% YoY) 기록

현대해상의 2Q25 순이익은 2,478 억원(-30.4% YoY)로 컨센서스를 하회하는 실적을 기록했다. 보험손익의 경우 2,127 억원(-43.4% YoY)로 부진했는데 1) 장기보험의 경우 전년도 의료 파업 및 호흡기질환 청구 안정화 등 기저효과 영향으로 양호했던 보험금 예실차가 악화되며 전체적인 예실차 손익이 적자로 전환했으며 2) 일반보험 손익도 금호타이어 등 고액사고 영향으로 실적이 부진했으며 3) 자동차보험의 경우에도 누적적인 요율 인하 등 영향으로 전년 대비 큰 폭으로 손익이 감소한데 기인한다. 투자손익의 경우 주식/구조화채권 중심으로 양호한 실적을 기록하며 1,295 억원(+35% YoY)으로 개선되었으나 보험손익 감소 폭이 훨씬 크게 나타나며 전체적으로 부진한 실적을 기록했다.

전반적인 지표 Quality 개선 고무적이나 확인까지는 여전히 시간 필요

긍정적인 점은 동사의 CSM 배수, 잔액 및 K-ICS 비율 등 전체적인 Quality 측면의 개선이 나타났던 점을 제시할 수 있다. 2 회에 걸친 경험위험을 조정, 4 월 무/저해지 보험 요율 인상 등 영향으로 신계약 CSM 배수는 보장성 인보험 기준 18 배를 상회하는 수준까지 개선되었으며 신계약 물량이 보장성 인보험 기준 월평균 91 억원(-11.6% QoQ)로 감소했음에도 불구하고 전체 신계약 CSM 물량은 5,257 억원(+9.7% QoQ)으로 큰 폭 개선되는 모습이 나타났다. CSM 가정 조정의 경우에도 전체적인 관리 강화에 힘입어 약 1,081 억원 감소에 그치며 전체적인 CSM 잔액은 9.4 조원 수준까지 빠르게 개선되는 모습이 나타났다. K-ICS 비율도 금리리스크 축소를 위한 연만기 보험 판매 확대, 장기채 매입 등을 통해 요구자본 부담이 줄어들며 170%(+10.6%p QoQ)로 개선되었으며 연말까지 170% 수준으로 관리하겠다는 Target 을 제시했다. 여전히 다른 대형 손보사 대비 높은 예실차 손실이 이어지고 있어 양호한 CSM 관리 등에 따른 영향이 드러나고 있지 않으나 2Q25 기준 전체적인 손해율 상승 및 보험금 증가 폭이 시장 평균 대비 양호한 만큼 점진적으로 개선되는 추세를 보일 것으로 예상된다. 배당 재개 등을 위해 여전히 제도 개선이 필요하며 개선된 재무제표 Quality 요소가 유의미한 실적으로 반영되는 데까지 시간이 소요되는 만큼 기존 목표주가 및 투자 의견을 유지하나 이전보다는 저점을 벗어나는 시점 자체는 빨라질 것으로 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	십억원		527	1,043	672	835	934
투자손익	십억원		451	352	427	439	436
영업이익	십억원		977	1,395	1,099	1,274	1,369
당기순이익	십억원		772	1,031	796	936	1,007
EPS	원		9,849	13,144	10,152	11,935	12,848
PER	배		3.1	1.9	2.6	2.2	2.1
PBR	배		0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
ROE	%		10.3	18.7	16.1	17.6	16.9

현대해상 - 별도 기준 분기별 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	% QoQ	% YoY
보험손익	533	376	182	-48	176	212.7	211	73	20.9	-43.4
장기보험	444	290	142	-10	114	184.1	196	109	61.1	-36.6
CSM 상각	239	237	240	216	234	239.6	246	252	2.3	0.9
RA 해제	35	32	32	34	31	32.8	33	33	6.5	3.3
예실차	-47	32	-98	-99	-103	-41.4	-35	-60	적지	적전
손실계약비용	226	-2	-22	-150	-33	-32.7	-33	-100	적지	적지
기타사업비 및 재보험 손익	-10	-8	-9	-12	-14	-14.2	-15	-15	적지	적지
일반손해보험	47	46	27	39	46	27.6	19	26	-39.8	-39.5
자동차보험	42	40	13	-76	16	0.9	-4	-62	-94.2	-97.7
투자손익	108	96	109	39	107	129.5	95	96	21.0	35.0
자산운용손익	320	305	305	278	317	316.4	300	301	-0.2	3.7
평가처분손익	-143	13	-12	-51	5	16.3	0	0	231.0	24.4
보험금융손익	-212	-209	-196	-240	-210	-186.9	-205	-206	적지	적지
영업이익	641	472	291	-9	283	342.1	306	168	20.9	-27.5
영업외손익	-9	-6	-5	-9	-11	-9.5	-10	-10	적지	적지
세전이익	632	466	286	-17	272	332.6	296	159	22.2	-28.6
당기순이익	477	356	213	-16	203	247.8	224	121	21.9	-30.4
월납보험료(보장성 인보험)	121	9.8	10.5	10.6	10.3	9.1	9.3	8.9	-11.6	-7.2
신계약 CSM	411.5	435.5	484.9	496.0	479.2	525.7	536.0	515.0	9.7	20.7
자산총계	43,651	44,912	46,183	47,978	49,568	49,625	50,102	50,343	0.1	10.5
운용자산	41,481	42,814	44,044	45,787	47,353	47,164	47,313	47,611	-0.4	10.2
비운용자산	2,146	2,076	2,116	2,168	2,192	2,436	2,337	2,410	11.1	17.3
부채총계	37,836	39,423	40,752	43,051	45,355	44,888	45,185	45,351	-1.0	13.9
책임준비금	34,798	36,169	37,798	38,302	40,162	40,021	40,154	40,402	-0.4	10.6
장기보험 CSM 잔액	9,199	9,300	9,373	8,305	9,165	9,423	9,687	9,834	2.8	1.3
자본총계	5,815	5,489	5,430	4,927	4,213	4,737	4,916	4,992	12.4	-13.7
해약환급금준비금	3,975	4,219	4,432	4,018	4,161	4,326	4,495	4,657	4.0	2.6
ROE (%)	32.0	25.2	15.6	-1.2	17.8	22.1	18.6	9.8	4.4%p	-3%p
K-ICS 비율 (%)	166.9	169.7	170.1	157.0	159.4	170.0	169.6	169.0	10.6%p	0.3%p

자료: 현대해상, SK 증권 추정

별도 기준 실적 추정치 변경		2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	수정 후	1,043	672	835	934
	수정 전		718	869	941
	증감률(%)		-6.4%	-3.9%	-0.8%
투자손익	수정 후	352	427	439	436
	수정 전		424	444	436
	증감률(%)		0.7%	-1.1%	0.0%
세전이익	수정 후	1,366	1,059	1,235	1,330
	수정 전		1,102	1,273	1,338
	증감률(%)		-3.9%	-3.0%	-0.6%
당기순이익	수정 후	1,031	796	936	1,007
	수정 전		832	965	1,014
	증감률(%)		-4.3%	-3.0%	-0.6%

자료: 현대해상, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
운용자산	41,500	45,787	47,611	47,125	46,535
현금및예치금	1,350	2,119	1,939	2,009	2,073
유가증권	28,660	32,189	34,557	34,299	33,966
대출금	10,397	10,246	9,893	9,599	9,283
부동산	1,092	1,234	1,222	1,218	1,213
비운용자산	2,241	2,168	2,410	2,457	2,522
특별계정자산	18	23	24	24	24
자산총계	43,758	47,978	50,343	51,474	52,579
책임준비금	34,817	38,302	40,402	40,881	41,287
CSM잔액(원수)	9,142	8,305	9,834	10,764	11,750
기타부채	2,811	4,727	4,925	4,950	4,952
특별계정부채	13	22	25	25	25
부채총계	37,641	43,051	45,351	45,856	46,263
자본금	45	45	45	45	45
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	113	113	113	113	113
이익잉여금	6,553	7,391	8,187	9,123	10,131
해약환급금준비금	3,422	4,018	4,657	5,353	6,090
자본조정	-69	-68	-68	-68	-68
기타포괄손익누계액	-524	-2,554	-3,286	-3,596	-3,906
자본총계	6,117	4,927	4,992	5,618	6,315

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)	151	142	125	127	134
신계약 CSM	1,679	1,828	2,056	2,211	2,338
신계약 CSM 배수	13.2	12.9	16.5	17.5	17.5
CSM 관련 지표					
기초CSM	8,352	9,142	8,305	9,834	10,764
CSM 조정 가점 변경	-278	-2,051	125	-566	-566
신계약 CSM(원수)	1,679	1,828	2,056	2,211	2,338
CSM 이자부리	262	319	319	350	376
상각 전 CSM	10,015	9,238	10,806	11,828	12,912
CSM상각액	873	933	972	1,064	1,162
CSM상각률(%)	8.7	10.1	9.0	9.0	9.0
CSM 순증액	791	-837	1,528	930	986
투자이익 관련 지표					
총 운용수익률	3.0	2.8	2.6	2.6	2.6
평가치분손익 제외 수익률	2.8	3.2	2.6	2.6	2.6
손익구성					
보험손익	53.9	74.8	61.2	65.5	68.2
CSM상각	89.3	66.9	88.4	83.5	84.8
투자손익	46.1	25.2	38.8	34.5	31.8
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)	173.2	157.0	169.0	173.1	177.8

자료: 연대해상, SK증권 추정

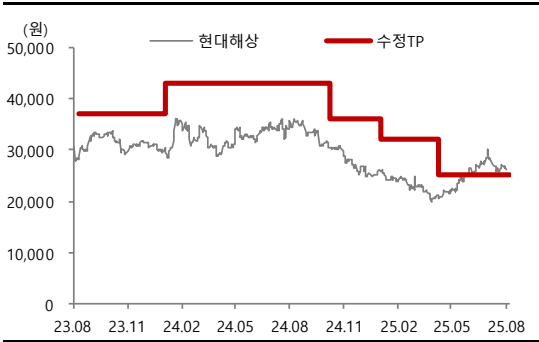
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	527	1,043	672	835	934
장기보험	249	865	604	774	873
CSM 상각	873	933	972	1,064	1,162
RA해제	130	132	129	130	131
예실차	-206	-212	-240	-176	-171
손실계약비용	-522	52	-198	-183	-183
기타사업비 및 재보험 손익	-26	-39	-58	-62	-64
일반손해보험	76	159	119	110	109
합산비율(IFRS17)	92	85	89	89	89
자동차보험	201	19	-50	-49	-49
합산비율(IFRS17)	95	100	101	101	101
투자손익	451	352	427	439	436
자산운용손익	1,279	1,208	1,235	1,250	1,236
평가치분손익	114	-193	21	0	0
보험금융손익	-828	-856	-808	-811	-800
영업이익	977	1,395	1,099	1,274	1,369
영업외손익	-24	-29	-40	-40	-40
세전이익	953	1,366	1,059	1,235	1,330
법인세비용	181	336	263	299	322
법인세율(%)	19.0	24.6	24.9	24.2	24.2
당기순이익	772	1,031	796	936	1,007

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율		10.3	4.0	-1.0	-1.3
CSM증가율		-9.2	18.4	9.5	9.2
BPS증가율		-19.5	1.3	12.5	12.4
보험손익증가율		98.1	-35.5	24.2	11.8
투자손익증가율		-21.9	21.3	2.8	-0.8
영업이익증가율		42.7	-21.2	15.9	7.4
세전이익증가율		43.4	-22.5	16.6	7.7
당기순이익증가율		33.4	-22.8	17.6	7.7
주당지표(원)					
EPS	9,849	13,144	10,152	11,935	12,848
BPS	68,424	55,114	55,838	62,839	70,640
EV(BV+CSM)	171,401	148,663	165,833	183,240	202,075
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	2.6	2.2	2.1
PBR(배)	0.45	0.45	0.48	0.43	0.38
P/EV(배)	0.18	0.17	0.16	0.15	0.13
ROE(%)	10.3	18.7	16.1	17.6	16.9
ROA(%)	1.7	2.2	1.6	1.8	1.9
배당성향(%)	20.9	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	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 기관투자자 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 08월 14일 기준)

매수	94.23%	중립	5.77%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------