

# 현대해상 (001450)

## 변화를 지켜볼 시기

금융

Analyst 조아해  
like.cho@meritz.co.kr

RA 공건희  
kunhee.kong@meritz.co.kr

### 4Q25 당기순손실 730억원

현대해상 4Q 당기순손실은 730억원 (적지 YoY, 적전 QoQ)으로 부진했다. 제도 변경 관련 일회성 요인이 발생했다. 다만 자본비율이 개선되었다.

**[CSM Movement]** CSM잔액은 8.9조원 (-7.5% QoQ)을 기록했다. 1) 신계약CSM은 운전자보험 절판 영향 (배수 -0.6배 vs. 판매량 +5.8% QoQ)으로 양호했으나 (+11.2% QoQ), 2) CSM조정은 교육세 인상, 실손보험 손해를 상승 관련 가정 변경 등으로 (-)폭이 확대되었다 (-1.2조원 vs. 3Q25 -0.1조원, 4Q24 -1.4조원).

**[보험손익]** 적자를 기록하며 부진했다 (-1,539억원 vs. 4Q24 -478억원). 1) 장기보험손익 부문의 적자 폭이 확대되었다 (-1,419억원 vs. 4Q24 -104억원). 손실계약부담비용이 기존 실손 영향 외에도 RA (Risk Adjustment) 제도 변경 관련 일회성 요인 (1,000억원)으로 적자폭이 확대되었다 (-2,960억원 vs. 4Q24 -1,500억원). 2) 자동차보험은 요율인하 영향이 지속되고 있다 (-521억원 vs. 4Q24 -765억원).

**[투자손익]** 배당 현금흐름 예실차 관련 회계처리 이슈로 부진했다 (-88.5% YoY). 다만 이를 제외한 투자서비스손익은 양호했다 (+5.4% YoY).

**[K-ICS비율]** 190.1% (+10.3%p QoQ)로 개선되었다. 듀레이션갭 축소 (-0.7년 vs. 1Q25 -3.2년) 외에도 실손위험액 산출 기준 관련 동사의 보수적인 기준에서 당국의 기준 적용으로 개선효과가 발생했다 (기본자본 K-ICS비율 65.9%; +6.2%p QoQ).

### 달라질 올해

투자의견 BUY 및 적정주가를 45,000원으로 상향한다. 듀레이션 개선에 따른 순자산 증가폭을 반영했다. 25년 중 제도 변경에 따른 실적 변동성이 높았으나, 1) 실손보험 개혁 (도수, 온열치료 등 관리급여 선정), 자동차보험 요율 인상 등 올해 실적 기대감은 유효하며, 2) 무엇보다도 자본비율 개선이 긍정적이다. 또한 3) 해약환급금준비금 제도 개선에 대해 지켜봐야할 시기이다. 물론 구체적인 내용은 부재하나, 만약 해당 준비금의 적립비율 수준이 50%로 될 시, 배당가능이익이 확보될 것으로 예상된다 (배당가능이익 -1.4조원; 해약환급금준비금 10%당 4,500억원 ~ 5,000억원).

Meritz Research 2026. 2. 24

**Buy**

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	45,000원
현재주가 (2.23)	37,900원
상승여력	18.7%

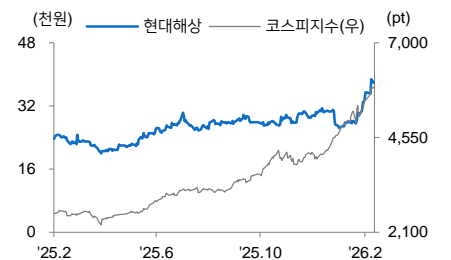
KOSPI (pt)	5,846.09pt
시가총액 (억원)	33,883 억원
발행주식수 (백만주)	8,940 만주
유동주식비율 (%)	64.87%
외국인비중 (%)	34.12%
52주 최고/최저가 (원)	38,800 원/19,960
평균거래대금 (억원)	183.5 억원

### 주요주주 (%)

정몽윤 외 3 인	22.84
국민연금공단	9.40

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	35.6	37.6	57.9
상대주가	15.7	-25.4	-28.3

### 주가그래프



(십억원)	보험손익	투자손익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023	526	451	772	9,848	n/a	78,010	3.1	0.4	12.6	1.8	6.7
2024	1,043	352	1,031	13,144	33.5	62,835	1.9	0.4	20.9	2.1	-
2025P	396	330	561	7,156	(45.6)	62,278	4.3	0.5	11.5	1.1	-
2026E	736	273	744	9,492	32.7	70,154	4.0	0.5	13.5	1.5	5.0
2027E	807	341	849	10,830	14.1	79,229	3.5	0.5	13.7	1.7	5.8

표1 현대해상, 4Q25P 분기 지배주주순손실 기록

(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 추정치	(% diff.)
보험손익	(153.9)	(47.8)	적지	161.4	적전				
투자손익	4.5	38.8	(88.5)	89.4	(95.0)				
영업이익	(149.4)	(9.0)	적지	250.8	적전	(79.8)	87.2	(92.5)	61.6
당기순이익	(73.0)	(15.7)	적지	183.2	적전	(78.4)	n/a	(91.1)	n/a
신계약 CSM	571	496	15.1	514	11.2				
CSM 잔액	8,902	8,248	7.9	9,628	(7.5)				
K-ICS비율 (%)	190	157	33.1	180	10.3				

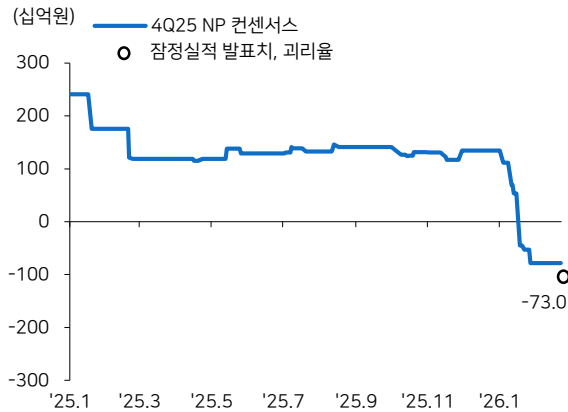
주: 별도 기준  
 자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

표2 현대해상, 2026년 · 2027년 연간 지배주주순이익, 컨센서스 2%, 1% 상회 전망

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
영업이익	1,010	983	2.7	1,149	1,122	2.4
지배주주순이익	744	716	4.0	849	820	3.5

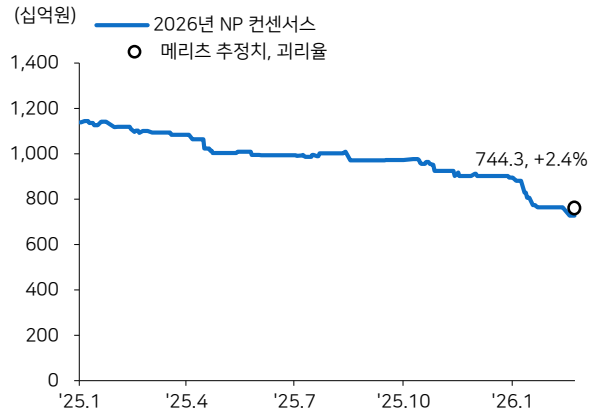
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25 지배주주 순이익, 적자 기록



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 지배주주 순이익, 컨센서스 +2.4% 상회 전망



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
<b>보험손익</b>	<b>175.9</b>	<b>212.7</b>	<b>161.4</b>	<b>(153.9)</b>	<b>221.1</b>	<b>246.2</b>	<b>244.3</b>	<b>24.8</b>	<b>1,043.1</b>	<b>396.1</b>	<b>736.3</b>
일반/변동수수료모형(VFA)	136.6	202.9	199.4	(129.3)	159.3	202.2	196.7	44.8	920.9	409.7	603.1
CSM상각	238.4	243.5	248.8	233.3	223.3	229.9	236.2	242.4	951.1	963.9	931.8
RA환입	30.9	32.9	37.3	36.9	38.7	37.0	36.1	34.5	132.9	138.1	146.3
예실차 및 기타	(132.7)	(73.5)	(86.7)	(399.5)	(102.7)	(64.6)	(75.6)	(232.1)	(163.1)	(692.3)	(475.0)
보험료배분(PPA)	227.4	5.3	184.2	176.8	216.0	36.8	186.0	141.4	836.2	593.6	580.3
재보험손익	(165.1)	29.7	(197.3)	(178.0)	(132.1)	28.2	(118.4)	(142.4)	(659.2)	(510.7)	(364.6)
기타사업비	(23.0)	(25.3)	(24.9)	(23.4)	(22.2)	(21.1)	(20.1)	(19.0)	(54.8)	(96.5)	(82.4)
<b>투자손익</b>	<b>107.0</b>	<b>129.5</b>	<b>89.4</b>	<b>4.5</b>	<b>57.9</b>	<b>65.2</b>	<b>69.3</b>	<b>80.9</b>	<b>352.1</b>	<b>330.3</b>	<b>273.3</b>
보험금융손익	(210.0)	(186.9)	(202.1)	(289.0)	(258.9)	(255.4)	(254.9)	(247.7)	(856.4)	(888.1)	(1,016.9)
투자서비스손익	317.0	316.4	291.5	293.5	316.8	320.6	324.2	328.6	1,208.4	1,218.4	1,290.2
<b>영업이익</b>	<b>282.9</b>	<b>342.1</b>	<b>250.8</b>	<b>(149.4)</b>	<b>278.9</b>	<b>311.4</b>	<b>313.6</b>	<b>105.6</b>	<b>1,395.2</b>	<b>726.4</b>	<b>1,009.6</b>
영업외이익	(10.6)	(9.5)	(6.0)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(28.7)	(32.1)	(23.7)
세전이익	272.3	332.6	244.8	(155.4)	273.0	305.5	307.7	99.7	1,366.4	694.3	985.9
법인세비용	(69.1)	(84.8)	(61.6)	82.3	(66.9)	(74.8)	(75.4)	(24.4)	(335.8)	(133.2)	(241.5)
<b>당기순이익</b>	<b>203.2</b>	<b>247.8</b>	<b>183.2</b>	<b>(73.0)</b>	<b>206.1</b>	<b>230.6</b>	<b>232.3</b>	<b>75.3</b>	<b>1,030.7</b>	<b>561.1</b>	<b>744.3</b>

자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

(원)	New	Old	차이 (%)	현재가 (2/23)	Upside Potential
<b>현대해상</b>	<b>45,000</b>	30,000	50.0	37,900	18.7

자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

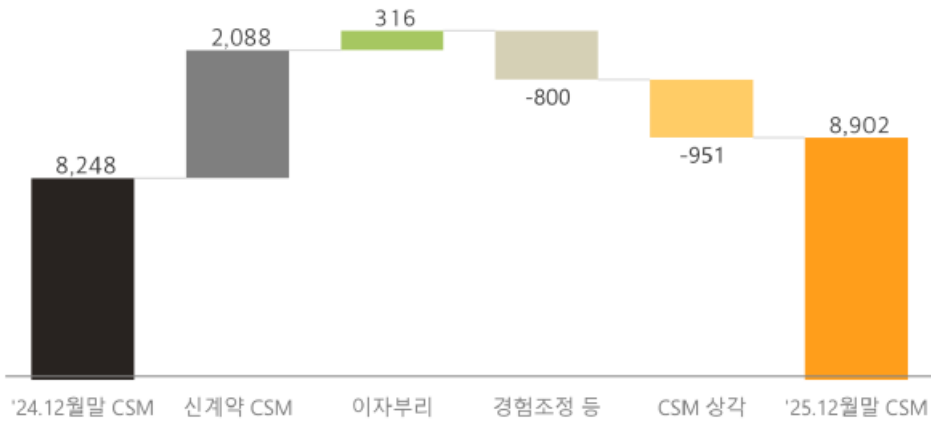
	단위	현대해상
3개년 평균 ROE [A]	%	8.5
Cost of Equity [B]	%	5.1
할증폭 [C]		15.0
조정 COE [E=B+C]		20.1
Eternal Growth [D]	%	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]		0.4
Premium/Discount [G]	%	0
<b>Target PBR [H=F*(1+G)]</b>	<b>배</b>	<b>0.4</b>
12M Fwd 수정 BPS [I]	원	106,883
<b>적정주가 [J=H*I]</b>	<b>원</b>	<b>45,000</b>
현재가 (2/23) [K]	원	37,900
<b>Upside Potential [L=(J-K)/K]</b>	<b>%</b>	<b>18.7</b>

주: Premium/Discount = 각 보험사별 K-ICS비용, 해약환급금준비금 기반한 주주환원을 확대 여력을 차등화하여 반영

수정 BPS = 자기자본+CSM규모-해약환급금준비금

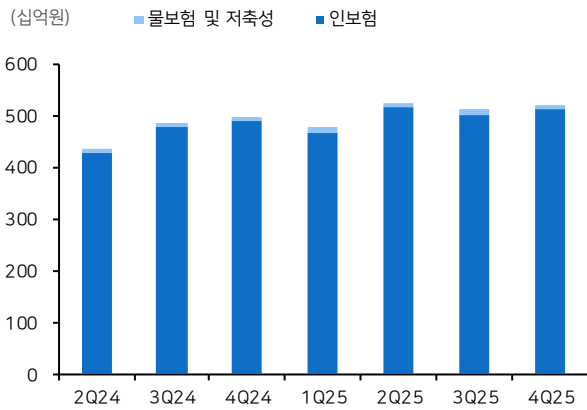
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림3 CSM Movement



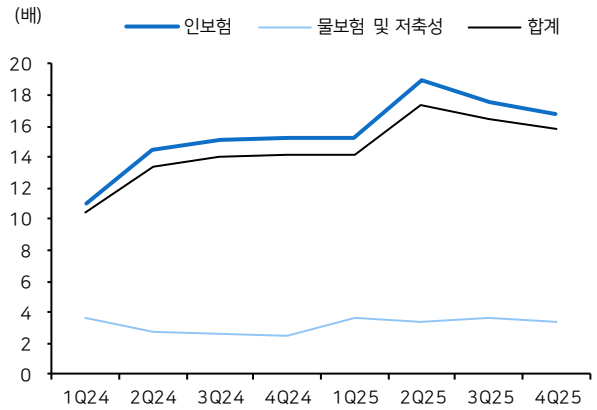
자료: 현대해상

그림4 신계약 CSM 추이



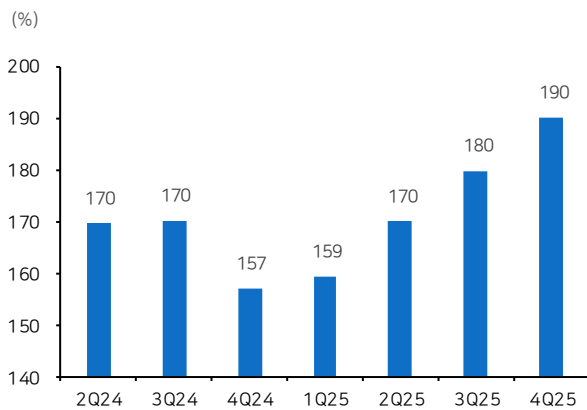
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신계약 CSM 배수 추이



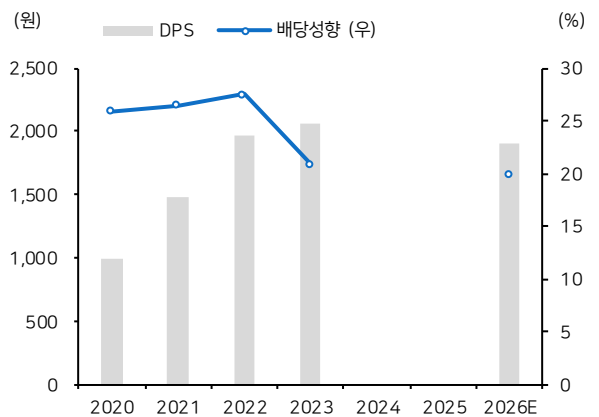
자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림6 K-ICS비율 추이



자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

그림7 DPS, 배당성향 추이 및 전망



자료: 현대해상, 메리츠증권 리서치센터

현대해상(001450)

Balance Sheet (별도)

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
운용자산	41,500	45,787	47,016	48,925	50,911
현금및예치금	1,350	2,119	1,647	1,714	1,784
유가증권	28,660	32,189	34,596	34,093	35,478
FVPL	8,130	8,453	8,426	8,303	8,640
FVOCI	19,515	22,671	25,341	24,973	25,987
AC	0	0	0	0	0
대출채권	10,397	10,246	9,568	9,957	10,361
부동산	1,092	1,234	1,205	1,253	1,304
비운용자산	2,241	2,168	2,596	1,249	(184)
특별계정자산	18	23	34	34	34
<b>자산총계</b>	<b>43,758</b>	<b>47,978</b>	<b>49,646</b>	<b>50,208</b>	<b>50,761</b>
책임준비금	34,817	38,302	39,452	39,396	39,238
보험계약부채	31,527	34,802	34,853	34,611	34,258
최선추정(BEL)	17,105	20,913	20,319	19,490	18,539
위험조정(RA)	1,752	2,093	2,079	1,963	1,830
보험계약마진(CSM)	9,142	8,305	8,978	9,539	10,123
보험료배분접근법(PAA)	3,527	3,490	3,477	3,618	3,765
투자계약부채	3,646	3,500	4,599	4,786	4,980
기타부채	2,811	4,727	5,276	5,276	5,276
특별계정부채	13	22	35	35	35
<b>부채총계</b>	<b>37,641</b>	<b>43,051</b>	<b>44,762</b>	<b>44,707</b>	<b>44,549</b>
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113	113
신종자본증권	0	0	0	0	0
이익잉여금	6,553	7,391	7,953	8,548	9,228
해약환급금준비금	3,422	4,018	3,917	4,322	4,736
자본조정	(69)	(68)	(68)	(68)	(68)
기타포괄손익누계액	(524)	(2,554)	(3,159)	(3,137)	(3,105)
<b>자본총계</b>	<b>6,117</b>	<b>4,927</b>	<b>4,883</b>	<b>5,501</b>	<b>6,213</b>

Key Financial Data I

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	9,848	13,144	7,156	9,492	10,830
BPS	78,010	62,835	62,278	70,154	79,229
수정 BPS	122,391	91,558	98,772	106,883	116,303
보통주 DPS	2,063	-	-	1,900	2,200
<b>Valuation (배, %)</b>					
PER	3.1	1.9	4.3	4.0	3.5
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
수정 PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
배당성향	20.9	-	-	20.0	20.0
보통주 배당수익률	6.7	-	-	5.0	5.8
<b>재무비율 (%)</b>					
ROA	1.8	2.1	1.1	1.5	1.7
ROE	12.6	20.9	11.5	13.5	13.7
수정 ROE	8.0	14.4	7.2	8.9	9.3

Income Statement (별도)

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
<b>보험손익</b>	<b>526</b>	<b>1,043</b>	<b>396</b>	<b>736</b>	<b>807</b>
일반/변동수수료모형(VFA)	277	921	410	603	653
CSM 상각	881	951	964	932	987
RA 환입	131	133	138	146	135
예실차 및 기타	(734)	(163)	(692)	(475)	(468)
보험료배분(PPA)	968	836	594	580	562
재보험손익	(680)	(659)	(511)	(365)	(340)
기타사업비	(38)	(55)	(97)	(82)	(67)
<b>투자손익</b>	<b>451</b>	<b>352</b>	<b>330</b>	<b>273</b>	<b>341</b>
보험금융손익	(783)	(856)	(888)	(1,017)	(1,060)
투자서비스손익	1,234	1,208	1,218	1,290	1,401
<b>영업이익</b>	<b>977</b>	<b>1,395</b>	<b>726</b>	<b>1,010</b>	<b>1,149</b>
영업외이익	(24)	(29)	(32)	(24)	(24)
세전이익	953	1,366	694	986	1,125
법인세비용	(181)	(336)	(133)	(242)	(276)
<b>당기순이익</b>	<b>772</b>	<b>1,031</b>	<b>561</b>	<b>744</b>	<b>849</b>

Key Financial Data II

	2023	2024	2025P	2026E	2027E
<b>보험손익</b>					
신계약 CSM	1,679	1,821	2,088	2,028	2,068
CSM 배수 (배, 개월)	11.1	12.9	15.9	16.3	16.3
CSM 상각률 (%)	8.7	8.6	9.2	8.5	8.6
<b>CSM Movement</b>					
기초 CSM	8,319	9,079	8,248	8,902	9,463
신계약 CSM	1,679	1,821	2,088	2,028	2,068
이자부리	262	319	316	320	339
CSM 조정	(310)	(2,038)	(800)	(854)	(837)
CSM 상각	(873)	(933)	(951)	(932)	(987)
기말 CSM	9,079	8,248	8,902	9,463	10,047
<b>투자손익</b>					
투자서비스 수익률	3.0	2.6	2.6	2.6	2.8
FVPL 제외 투자서비스	3.1	2.9	2.6	2.9	3.0

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)**

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**현대해상 (001450) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.02.26	기업브리프	Buy	42,000	조아해	-21.6	-13.9	
2024.10.17	산업브리프	Hold	35,000	조아해	-13.6	-11.4	
2024.11.14	기업브리프	Hold	32,000	조아해	-19.6	-10.5	
2025.02.21	기업브리프	Hold	27,000	조아해	-18.2	-8.3	
2025.05.15	기업브리프	Hold	25,000	조아해	4.0	21.0	
2025.08.13	기업브리프	Hold	29,000	조아해	-3.6	2.4	
2025.10.24	산업브리프	Hold	30,000	조아해	-1.9	29.3	
2026.02.24	기업브리프	Buy	45,000	조아해	-	-	