

# 현대해상 (001450)

박혜진

권용수RA

hyejin.park@daishin.com

yongsukwon@daishin.com

투자의견

**Buy**

매수, 유지

6개월

목표주가

**48,000**

상향

현재주가

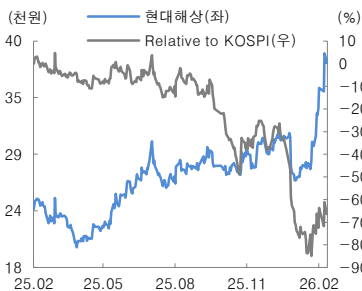
(26.02.23)

**37,900**

보험업종

KOSPI	5,846.09
시가총액	3,388십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	45십억원
52주 최고/최저	38,800원 / 19,960원
120일 평균거래대금	156억원
외국인지분율	34.12%
주요주주	정몽윤 외 3 인 22.84% 국민연금공단 9.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	35.6	36.8	37.6	57.9
상대수익률	15.7	-9.8	-25.4	-28.3



## 좋아질 일만 남았다

- 손실계약비용 대거 발생하여 4분기 실적은 컨센서스 하회
- 그러나 '26년 위험손해를 하락 가능성 높고 비약적인 자본비율 개선에 주목
- 악재는 모두 노출, 좋아질 요인 밖에 남지 않음. 목표주가 상향 조정

### 투자의견 매수, 목표주가 48,000원으로 37.8% 상향

전일 컨퍼런스콜에서 당사는 '26년 장기보험 위험손해를 전망을 '25년 101.8%에서 -0.6%p 하락한 101.2%로 예측, UY 1~3년차 손해율을 상당히 관리하고 있고, 실제로 UY 1, 2년차에서 손해율 하락이 관측되어 장기보험손익이 개선될 수 있다는 입장. 더불어 당 분기 실적발표에서 크게 개선된 K-ICS비율에 주목. 장기채 대거 매입, 연만기 갱신형 상품비중 확대로 자산-부채 듀레이션이 -0.7년까지 축소된 영향

우리는 동사의 목표주가를 기존 35,000원에서 48,000원으로 상향함. 예실차/손실계약비용은 여전히 관리되지 않고 있는 것으로 파악되나, 손해율 트렌드가 전술한 요인으로 실제로 하락할 가능성이 크다고 판단되고, 지난 1년간 자본관리가 비약적으로 개선되었기 때문. 또한 하반기부터 관리급여항목 도입되는 부분도 긍정적

### 4Q25 실적 -730억원(QoQ -적전%, YoY -적지%) 순손실 기록

4분기 별도기준 순손실 730억원으로 당사 추정에 부합하고 컨센서스 하회. 기타보험손익 내 손실계약비용이 대규모 손실 기록함에 따라 부진한 실적을 기록. 손실계약비용은 -3,157억원 기록하였는데 대부분 실손보험 3세대 청구액 증가에 기인. 동사의 경우 어린이보험 비중이 많은 특성상 취학 전 연령대에서 호흡기질환 청구가 증가하였기 때문. 실적을 발표한 대부분 보험사들이 1, 2세대 실손보험에서 환입이 있었음을 감안하면 전술한 보험금 청구액은 더 컸을 것으로 추정. 실손보험 손해를 악화로 보험금 예실차 역시 -1,152억원 손실 기록. 자동차보험 손실액은 -521억원으로 타사와 달리 3분기 대비 적자폭이 축소되었는데, 12월 손해율이 94.2%로 업계평균 97.3%대비 크게 하회하였기 때문

신계약 CSM은 5,710억원(QoQ 11.2%, YoY +15.1%), CSM조정은 -1.15조원으로 대규모 감소. CSM조정은 1, 2세대 실손보험 계리적 가정 변경 영향 6,000억원, 간편보험 계리적 가정 변경 영향 2,500억원, 교육세를 인상 효과 2,200억원으로 추정. 이에 따라 기말 CSM잔액은 8.9조원(QoQ -7.5%, YoY +7.9%) 기록. 당 분기 K-ICS비율이 190.1%로 크게 개선. 이는 1) 자산-부채 듀레이션갭이 -0.7년으로 지난 1분기 -3.2년 대비 크게 축소되었고, 2) 실손보험 손해율 가정 변경 관련 보수적으로 추정하여 관련 영향 정정하여 보험리스량이 5,000억원 감소, K-ICS비율 10%p 상승시킴

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, %)

	2023	2024	2025P	2026E	2027E
보험손익	526	1,043	396	876	1,117
투자손익	496	352	330	332	336
순이익	806	1,031	561	847	1,024
YoY	-40.4%	27.9%	-45.6%	51.0%	20.9%
기말 CSM	9,142	8,305	8,978	9,822	10,680
ROE	13.17	20.92	11.49	15.88	17.32
PBR	0.38	0.43	0.43	0.59	0.53
PER	2.90	2.07	3.77	3.70	3.06
DPS	2,063	0	0	0	3,095

자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

표 1. 현대해상 분기실적 요약

(단위: 십억원)

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	QoQ	YoY
장기 보험손익	-10.4	114.3	184.1	181.5	-141.9	적전	적지
CSM 상각	216.2	234.2	239.6	245.7	231.5	-5.8%	7.1%
RA 변동	33.9	30.8	32.8	36.5	36.0	-1.4%	6.3%
예상/실제현금 흐름 차이	-98.5	-103.3	-41.4	-67.7	-93.7	적지	적지
손해액	-110.6	-104.8	-39.3	-90.5	-115.2	적지	적지
사업비	12.1	1.5	-2.1	22.9	21.4	-6.3%	77.4%
기타 보험손익	-162.0	-47.4	-46.8	-33.1	-315.7	적지	적지
일반 보험손익	39.1	45.9	27.6	35.2	40.1	13.8%	2.6%
자동차 보험손익	-76.5	15.7	0.9	-55.3	-52.1	적지	적지
보험손익	-47.8	175.9	212.7	161.4	-153.9	적전	적지
투자영업수익	1,220.3	676.4	1,053.5	606.9	510.8	-15.8%	-58.1%
투자영업비용	1,181.5	569.4	924.0	517.5	506.3	-2.2%	-57.1%
투자손익	38.8	107.0	129.5	89.4	4.5	-95.0%	-88.5%
영업이익	-9.0	282.9	342.1	250.8	-149.4	적전	적지
영업외손익	-8.5	-10.6	-9.5	-6.0	-5.9	적지	적지
세전이익	-17.5	272.3	332.6	244.8	-155.4	적전	적지
당기순이익	-15.7	203.2	247.8	183.2	-73.0	적전	적지

자료: 현대해상, 대신증권 Research center

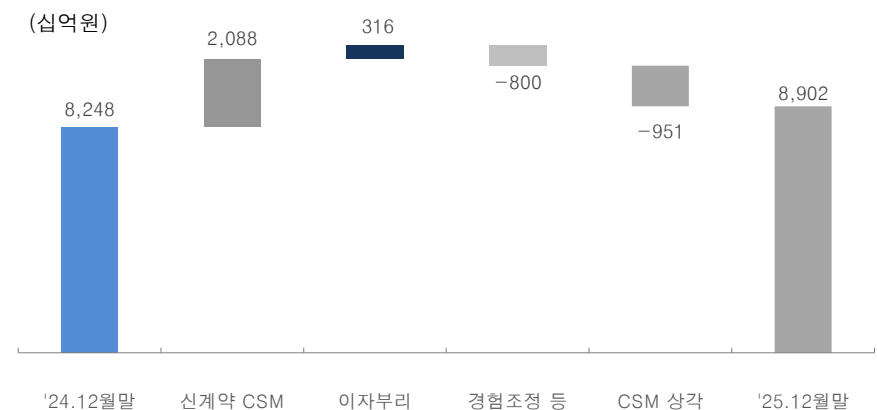
표 2. 현대해상 CSM 관련

(단위: 십억원)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	QoQ	YoY
기초 CSM	9,244	9,321	8,248	9,108	9,376	9,628	2.7%	3.3%
신계약 CSM	485	496	478	526	514	571	11.2%	15.1%
이자부리	82	83	73	80	81	83	2.7%	0.0%
부리아울	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.0%	-3.2%
CSM 상각	-240	-216	-234	-240	-246	-231	적지	적지
CSM 조정	-250	-1,436	543	-97	-97	-1,149	적지	적지
기말 CSM	9,321	8,248	9,108	9,376	9,628	8,902	-7.5%	7.9%

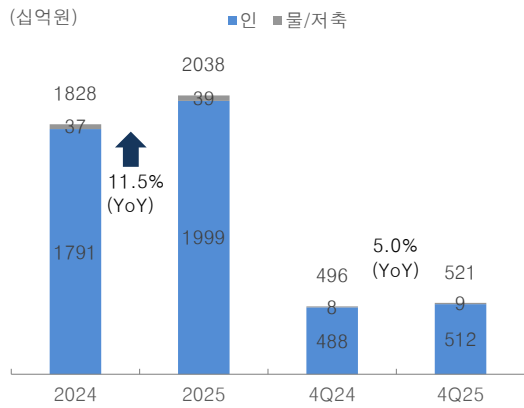
자료: 현대해상, 대신증권 Research center

그림 1. 현대해상 CSM 변동 상세



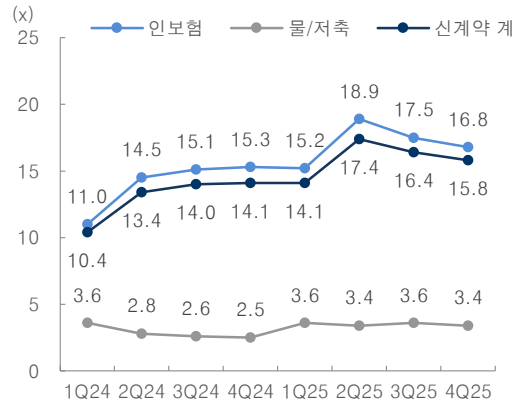
자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

그림 2. 현대해상 신계약 CSM



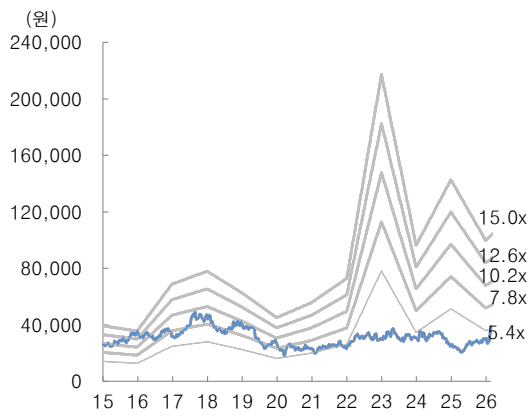
자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

그림 3. 현대해상 신계약(월납환산) CSM 배수



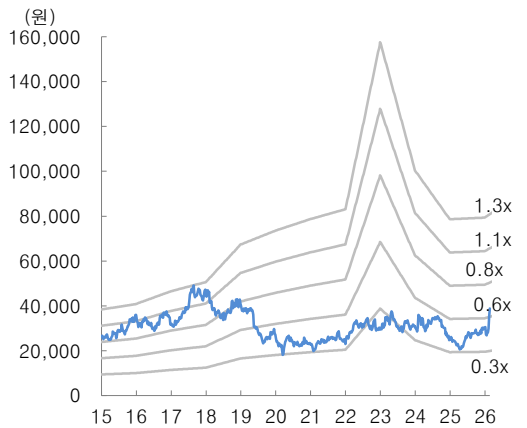
자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

그림 4. 현대해상 PER 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 5. 현대해상 PBR 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 현대해상 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

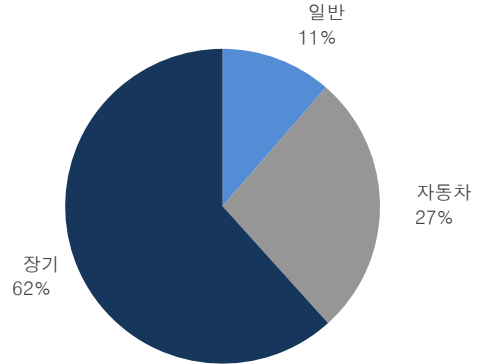
- 1955년 3월에 설립된 국내 손해보험산업의 선두주자로서 해상, 화재, 자동차, 특종, 장기, 연금 및 퇴직보험 등 손해보험업을 주요사업으로 영위하고 있음. 2020년 시장점유율은 16.8%로, 국내 손해보험업계에서 꾸준히 시장지배력을 유지하고 있음
- 조용일, 이성재 대표이사 (2020.03~)
- 자산 54.4조, 부채 49.4조, 자본 5.0조 (2023년 3월 기준)  
(발행주식 수: 89,400,000/ 자사주: 9,985,500)

### 주가 변동요인

- 자동차보험료 추가인상 여부
- 실손보험료 요율 조정 수준
- 매출 경쟁 완화 여부
- 전향적 배당정책

자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

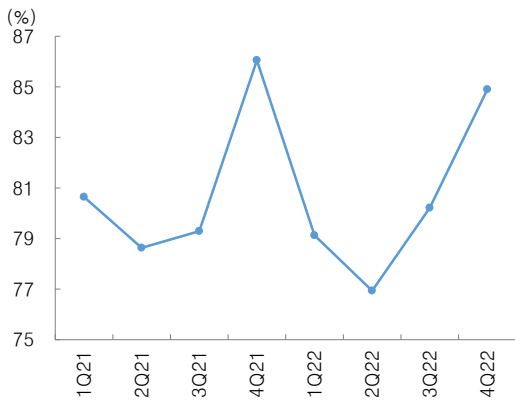
### 원수보험료 비중



주: 2023년 1분기 별도 매출 기준  
자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

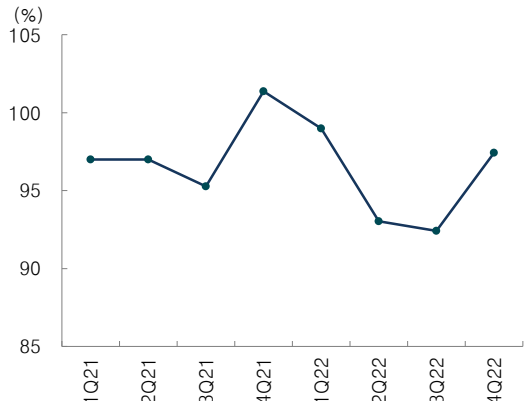
## Earnings Driver

### 현대해상 자동차보험 손해율 추이



자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

### 현대해상 위험손해율 추이



자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

재무제표

PL	(단위: 십억원)					BS	(단위: 십억원)				
	2023	2024	2025P	2026E	2027E		2023	2024	2025P	2026E	2027E
장기 보험손익	249	865	338	807	962	운용자산	41,500	45,787	47,016	49,779	52,712
CSM 상각	873	933	951	997	1,120	현예금	1,350	2,119	1,647	1,748	1,856
RA 변동	130	132	136	132	132	유가증권	28,660	32,189	34,596	36,671	38,874
예실차	-206	-212	-306	-222	-190	당기손익공정가치측정	8,130	8,453	8,426	8,943	9,491
일반 보험손익	76	159	149	134	140	기타포괄손익공정가치측정	19,515	22,671	25,341	26,896	28,547
보험료배분접근법 수익	1,005	1,085	1,130	1,190	1,195	상각후원가측정	0	0	0	0	0
발생손해액	625	598	646	687	696	지분법적용투자주식	1,015	1,065	829	832	836
사업비	304	329	335	368	358	대출채권	10,397	10,246	9,568	10,155	10,779
자동차 보험손익	201	19	-91	-65	15	부동산	1,092	1,234	1,205	1,205	1,205
보험료배분접근법 수익	4,234	4,172	3,894	3,857	3,872	비운용자산	2,241	2,168	2,596	2,099	1,634
발생손해액	3,355	3,497	3,374	3,347	3,380	특별계정자산	18	23	34	34	34
사업비	678	655	611	601	600	총자산	43,758	47,978	49,646	51,913	54,381
보험손익	526	1,043	396	876	1,117	부채총계	37,641	43,051	44,762	46,579	48,468
투자영업수익	2,481	3,146	2,848	2,931	3,104	책임준비금	34,817	38,302	39,452	41,054	42,721
보험금융수익	163	118	122	848	1,031	보험계약부채	31,527	34,802	34,853	36,268	37,741
기타투자수익	2,318	3,027	2,725	2,083	2,072	최선추정	12,970	16,462	15,522	16,152	16,808
투자영업비용	1,986	2,794	2,517	3,036	3,037	위험조정	1,586	1,908	1,888	1,888	1,888
보험금융비용	946	975	1,010	1,285	1,301	보험계약마진	9,142	8,305	8,978	9,822	10,680
기타투자비용	1,039	1,819	1,507	1,751	1,737	보험료배분접근법적용	3,527	3,490	3,477	3,386	3,400
투자손익	496	352	330	332	336	재보험계약부채	0	0	0	0	0
영업이익	1,022	1,395	726	1,209	1,453	투자계약부채	3,290	3,500	4,599	4,786	4,980
영업외손익	-24	-29	-32	-40	-40	기타부채	2,811	4,727	5,276	5,490	5,713
세전이익	998	1,366	694	1,169	1,413	특별계정부채	13	22	35	35	35
지배기업주주지분손이익	806	1,031	561	847	1,024	자본총계	6,117	4,927	4,883	5,334	5,912
						자본금	45	45	45	45	45
<b>Valuation</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025P</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	자본잉여금	113	113	113	113	113
BPS	78,010	62,835	62,278	68,026	75,396	이익잉여금	6,553	7,391	7,953	8,800	9,824
EPS	10,275	13,144	7,156	10,805	13,062	해약환급금준비금	3,422	4,018	3,917	4,408	4,961
ROE	13.17	20.92	11.49	15.88	17.32	비상위험준비금	0	0	0	0	0
PBR	0.38	0.43	0.43	0.59	0.53	자본조정	-69	-68	-68	-68	-68
PER	2.90	2.07	3.77	3.70	3.06	기타포괄손익누계액	-524	-2,554	-3,159	-3,556	-4,002
DPS	2,063	-	-	-	3,095	부채 및 자본총계	43,758	47,978	49,646	51,913	54,381
현금배당	162	-	-	-	243						
배당성향	20.08	0.00	0.00	0.00	23.69						
<b>증가율</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025P</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>						
장기보험손익	-78.7%	247.8%	-60.9%	138.7%	19.2%						
보험손익	-63.3%	98.1%	-62.0%	121.3%	27.5%						
순이익	-40.4%	27.9%	-45.6%	51.0%	20.9%						
운용자산	-3.8%	10.3%	2.7%	5.9%	5.9%						
CSM	9.5%	-9.2%	8.1%	9.4%	8.7%						
자본총계	-34.3%	-19.5%	-0.9%	9.2%	10.8%						

자료: 현대해상, 대산증권 Research Center

[Compliance Notice]

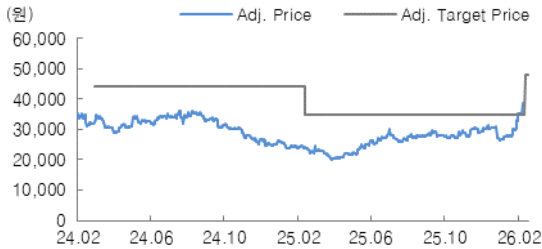
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박해진, 권용수)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

현대해상(001450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.02.24	26.01.26	26.01.19	25.12.30	25.12.02	25.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	48,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
과리율(평균%)		(15.77)	(17.38)	(17.09)	(16.43)	(18.26)
과리율(최대/최소%)		10.86	(10.14)	(10.14)	(10.14)	(13.00)
제시일자	25.11.28	25.11.14	25.10.28	25.08.24	25.08.14	25.07.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
과리율(평균%)	(18.48)	(18.66)	(19.16)	(20.01)	(30.38)	(30.91)
과리율(최대/최소%)	(13.86)	(13.86)	(15.00)	(15.14)	(13.57)	(13.57)
제시일자	25.05.23	25.05.14	25.04.24	25.03.18	25.02.24	25.02.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	44,000
과리율(평균%)	(32.06)	(37.02)	(37.09)	(36.74)	(33.72)	(38.27)
과리율(최대/최소%)	(13.57)	(29.29)	(29.29)	(29.29)	(29.29)	(27.50)
제시일자	25.01.16	25.01.10	24.11.28	24.11.21	24.11.16	24.10.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000
과리율(평균%)	(37.92)	(36.29)	(36.01)	(32.22)	(31.48)	(31.02)
과리율(최대/최소%)	(27.50)	(27.50)	(27.50)	(27.50)	(27.50)	(27.50)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:2026.02.21)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.0%	10.0%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상