

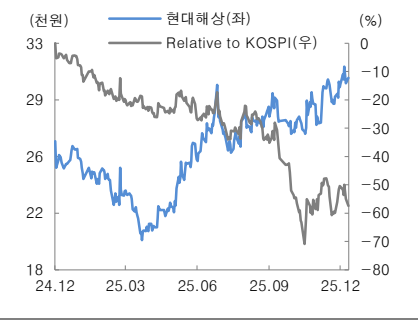
현대해상
(001450)

박해진 hyejin.park@daishin.com
권용수RA yongsu.kwon@daishin.com

투자의견 **Buy**
매수, 유지
6개월
목표주가 **35,000**
유지
현재주가 **30,700**
(25.12.29)
보험업종

KOSPI	4,220.56
시가총액	2,745십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	45십억원
52주 최고/최저	31,450원 / 19,960원
120일 평균거래대금	123억원
외국인지분율	36.09%
주요주주	정몽운 외 3인 22.84% 국민연금공단 9.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.2	5.1	15.2	22.3
상대수익률	-5.0	-14.5	-16.6	-30.3



서광이 비추기 시작한다

- 2026년 실손보험 세대별 인상을 결정, 도수치료 관리 급여 포함
- 실손 비중 가장 높은 손보사, 연이은 호재로 '26년 실적 개선 가시성
- 배당 못해 답답했던 지난 2년, '26년 모든 것이 정상화 되는 첫 해

'26 실적 정상화 원년, 투자의견 Buy, 목표주가 35,000원 유지

4분기 실적이 당초 예상보다 부진할 것으로 예상됨에 따라 '26년 이익 증가율이 크게 상승할 것으로 전망. 4분기 실적부진은 손해율 상승에 따른 예상차 손실 및 자동차보험손실 확대에 기인. 계리적 가정 업데이트에 따른 CSM조정액 폭도 -3,000억원에 육박할 것으로 추정(다만 이는 동사만의 이슈는 아님. 커버리지 보험사 공통적인 것으로 예상하며 자세한 실적은 4분기 프리뷰에서 언급할 예정). 그러나 이 뿐만 아니라 동사는 '25년 내내 신계약 마진 개선을 위해 이익 증가를 일부 포기한 바 있음. 따라서 경쟁사 대비 실적은 부진하였는데 '26년을 기점으로 실적 정상화가 점진적으로 나타날 전망. 후술할 실손보험료 인상과 더불어 실손보험 개혁이 점차적으로 진행되고 있는데, 동 보험 익스포저가 가장 큰 동사의 특성상 실적 하방리스크는 거의 없는 상황. 4조원이 넘는 해약환급금준비금과 더불어 낮은 K-ICS비율로 '24년부터 배당을 할 수 없어 1조원을 상회하는 이익이 무색하게 시장에 충격을 준 바 있음. 따라서 주가는 이후 지지부진할 수밖에 없었는데 '25년부터 보험료 인상을 시작으로 체질개선에 나서 CSM배수 상승을 유지하고 있음. 계절별로 유행하는 질병이 빠르게 변화하여 예상차 손실 축소가 아직 속제로 남아 있긴 하나 후술할 내용에 따라 긍정적인 2026년 주가 전망을 기대해 볼만

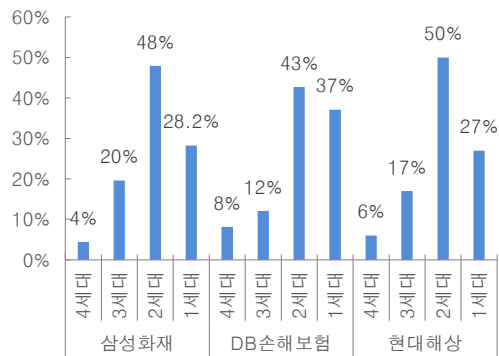
실손보험 인상을 결정, 도수치료 관리급여 포함된 것도 호재

지난 23일 실손의료보험 보험료 인상률이 대략적인 윤곽이 결정. 평균 7.8% 인상될 예정이며 인상률은 전체 보험사 기준으로 세대별로 상이. 당사 커버리지 기준 1, 2세대는 3~7%, 3, 4세대는 16~22% 가량 인상될 예정. 동사는 2세대를 제외하고 업계 평균 수준으로 인상할 것으로 예상되며 2세대는 업계 평균 5%대를 소폭 웃도는 7% 인상할 것으로 전망. 1세대의 경우 인상율은 3% 내외이나 '26년 갱신되는 비중이 거의 없어 영향은 미미할 전망. 2세대의 경우 갱신물량은 14% 내외. 전술한 기준으로 동사의 실손보험료 증가액은 '25년 대비 6.9% 증가, 위험손해율은 2%p 하락할 것으로 추정

비급여관리정책협의체 제 4차 회의 결과에 따라 도수치료, 경피적 경막외강 신경성형술, 방사선온열치료 3가지 항목이 관리급여로 선정. 체외충격파치료와 언어치료 총 5개 항목이 우선 논의 항목이었으며 제외된 2항목은 추후 재논의할 예정. 어쨌든 가장 쟁점이 되었던 도수치료가 관리급여 항목으로 포함된 점이 긍정적. 위험보험료 가운데 실손 비중이 가장 높은 동사의 경우 도수치료 관련 지급보험금이 한 해 3,000억원 내외일 것으로 우리는 추정. 이 부담액이 10%만 경감되어도 손실계약비용이 연간 300억원은 개선될 수 있음

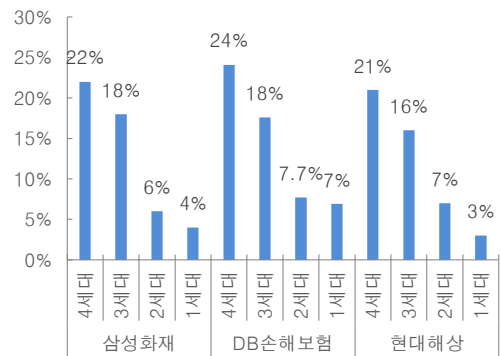
5세대 실손보험은 내년 상반기 중 출시될 예정으로 언론보도되고 있으며 1, 2세대 계약 재매입 역시 법 개정에서 제외되었으나 협의중인 것으로 파악

그림 1. 커버리지 손보사 실손보험 세대별 비중추정



자료: 대신증권 Research Center

그림 2. '26년 실손보험 세대별 인상을 추정



자료: 대신증권 Research Center

표 1. 실손보험 업계 평균 세대별 인상률

구분	1 세대	2 세대	3 세대	4 세대	전체 평균
'26년 인상률	3%대	5%대	16%대	20%대	7.8%
'25년 인상률	2%대	6%대	20%대	13%대	7.5%
위험손해율	113.2%	112.6%	138.8%	147.9%	—
위험보험료 비중	30%	46%	15%	9%	—

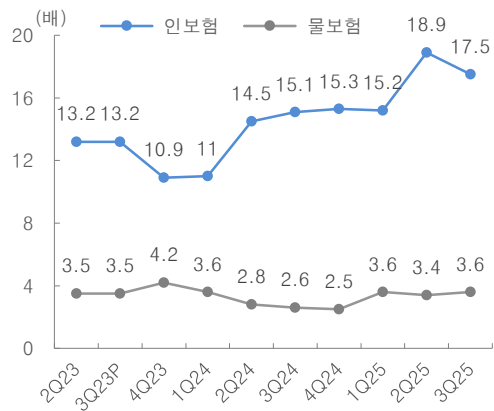
자료: 보험저널, 대신증권 Research Center *위험손해율, 위험보험료 비중은 '25년 3분기말 기준

표 2. 비급여 관련 신규 실손보험 비교

구분		4세대	신규상품	
			중증(특약 1)	비중중(특약 2)
보상한도	연간	5,000만원		1,000만원
	통원	회당 20만원		일당 20만원
	입원한도	없음		입원(병·의원) 회당 300만원
자기부담률	입원	30%		50%
	외래 최대	30%, 3만원		50%, 5만원
보험금미지급		미용·성형 등		미용·성형 등 마등재 신의료기술 일부 비급여*
할인·할증제		이용량에 따라 할인·할증 (단, 중증질환 제외)		할인·할증적용
자기부담한도		없음	입원(상중·중병) 500만원 신설	없음

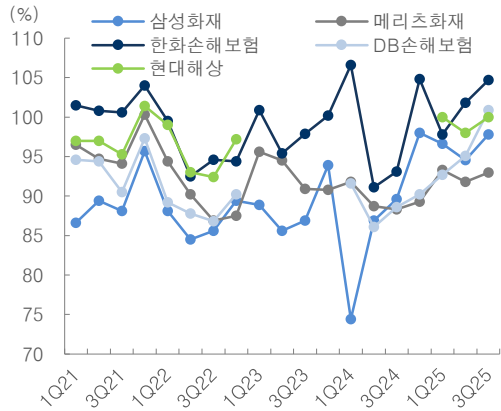
자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center *일부 비급여 항목은 도수체와중식 등 근골격계 치료, 비급여 주사제 등

그림 3. 현대해상 보장성보험 배수 추이



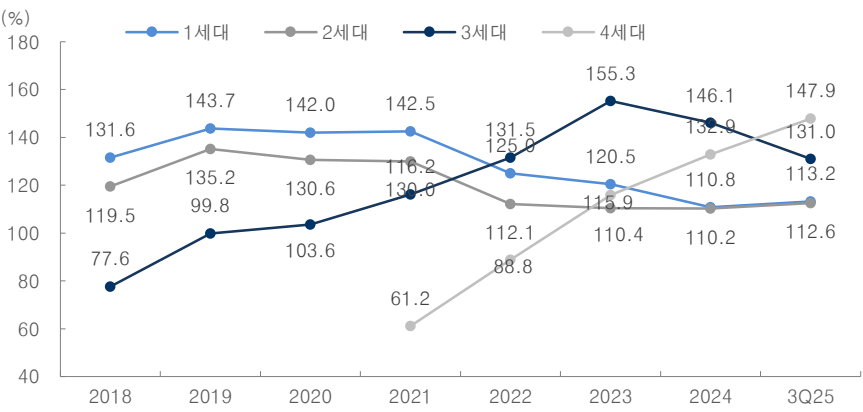
자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

그림 4. 주요 손보사 위험손해율 추이



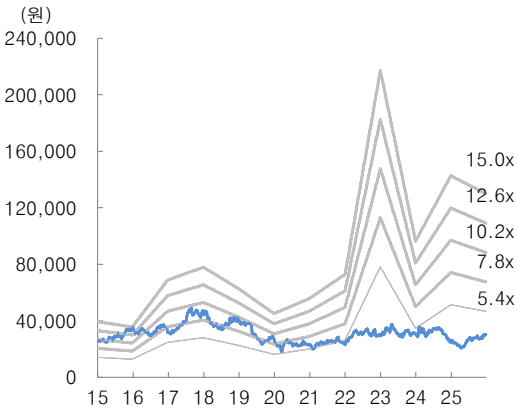
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 5. 실손보험 세대별 위험손해율 추이



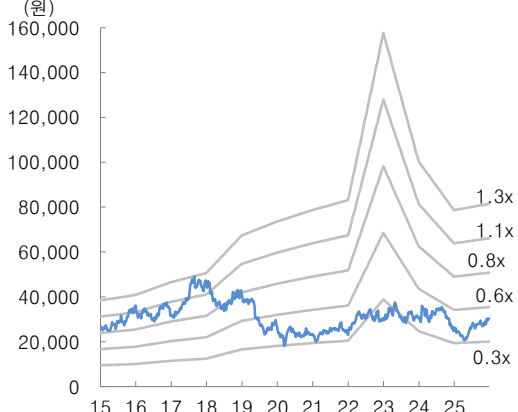
자료: 보험연구원, 대신증권 Research Center

그림 6. 현대해상 PER 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 7. 현대해상 PBR 밴드



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

현대해상 기업개요

기업 및 경영진 현황

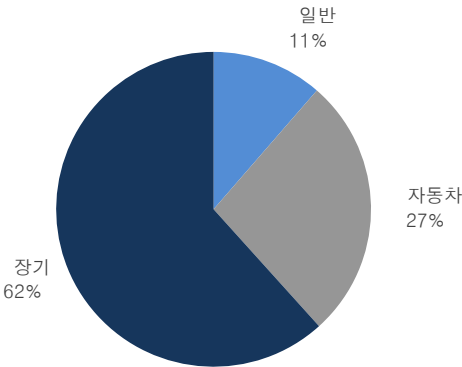
- 1955년 3월에 설립된 국내 손해보험산업의 선두주자로서 해상, 화재, 자동차, 특종, 장기, 연금 및 퇴직보험 등 손해보험업을 주요사업으로 영위하고 있음. 2020년 시장점유율은 16.8%로, 국내 손해보험업계에서 꾸준히 시장지배력을 유지하고 있음
- 조용일, 이성재 대표이사 (2020.03~)
- 자산 54.4조, 부채 49.4조, 자본 5.0조 (2023년 3월 기준)
(발행주식 수: 89,400,000/ 자사주: 9,985,500)

주가 변동요인

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

자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

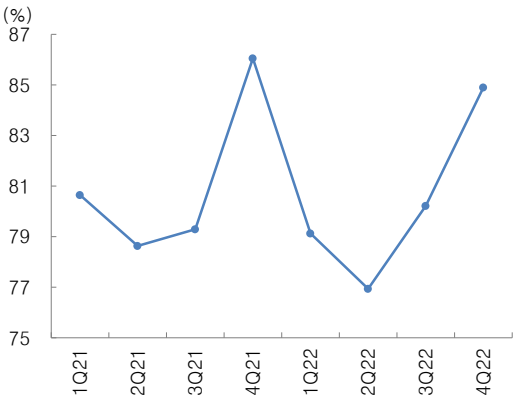
원수보험료 비중



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

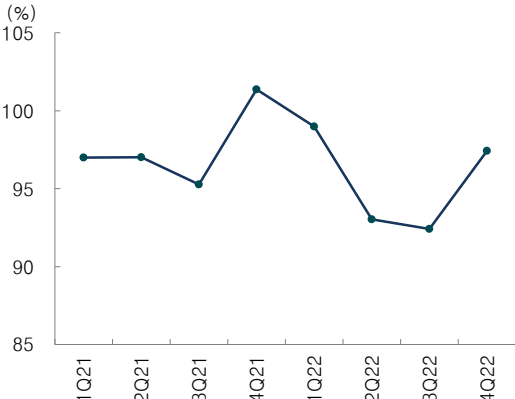
Earnings Driver

현대해상 자동차보험 손해율 추이



자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

현대해상 위험손해율 추이



자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

재무제표

PL						BS					
(단위: 십억원)						(단위: 십억원)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
장기 보험손익	249	865	565	840	957	운용자산	41,500	45,787	48,064	50,895	53,899
CSM 상각	873	933	978	1,030	1,115	현예금	1,350	2,119	1,271	1,349	1,431
RA 변동	130	132	137	132	132	유가증권	28,660	32,189	36,021	38,186	40,485
예실차	-206	-212	-324	-222	-190	당기손익공정가치측정	8,130	8,453	9,283	9,853	10,457
일반 보험손익	76	159	115	132	138	기타포괄손익공정가치측정	19,515	22,671	25,961	27,554	29,245
보험료배분접근법 수익	1,005	1,085	1,125	1,170	1,174	상각후원가측정	0	0	0	0	0
발생손해액	625	598	658	675	684	지분법적용투자주식	1,015	1,065	777	780	783
사업비	304	329	352	362	352	대출채권	10,397	10,246	9,569	10,156	10,779
자동차 보험손익	201	19	-119	-160	15	부동산	1,092	1,234	1,204	1,204	1,204
보험료배분접근법 수익	4,234	4,172	3,906	3,904	3,920	비운용자산	2,241	2,168	2,234	1,641	1,114
발생손해액	3,355	3,497	3,415	3,419	3,452	특별계정자산	18	23	28	28	28
사업비	678	655	606	602	601	총자산	43,758	47,978	50,326	52,564	55,042
보험손익	526	1,043	561	813	1,109	부채총계	37,641	43,051	45,607	47,457	49,383
투자영업수익	2,481	3,146	3,058	3,207	3,396	책임준비금	34,817	38,302	40,543	42,190	43,903
보험금융수익	163	118	16	312	481	보험계약부채	31,527	34,802	36,654	38,142	39,691
기타투자수익	2,318	3,027	3,042	2,895	2,915	최선추정	12,970	16,462	16,450	17,118	17,813
투자영업비용	1,986	2,794	2,699	3,421	3,448	위험조정	1,586	1,908	1,929	1,929	1,929
보험금융비용	946	975	909	878	888	보험계약마진	9,142	8,305	9,647	10,195	10,706
기타투자비용	1,039	1,819	1,789	2,543	2,559	보험료배분접근법적용	3,527	3,490	3,391	3,404	3,418
투자손익	496	352	359	352	356	재보험계약부채	0	0	0	0	0
영업이익	1,022	1,395	920	1,165	1,465	투자계약부채	3,290	3,500	3,890	4,048	4,212
영업외손익	-24	-29	-51	-40	-40	기타부채	2,811	4,727	5,035	5,239	5,452
세전이익	998	1,366	869	1,125	1,425	특별계정부채	13	22	28	28	28
지배기업주주지분순이익	806	1,031	648	816	1,033	자본총계	6,117	4,927	4,719	5,107	5,658
						자본금	45	45	45	45	45
Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E	자본잉여금	113	113	113	113	113
BPS	78,010	62,835	60,184	65,125	72,160	이익잉여금	6,553	7,391	8,039	8,855	9,888
EPS	10,275	13,144	8,262	10,400	13,178	해약환급금준비금	3,422	4,018	4,171	4,694	5,284
ROE	13.17	20.92	13.73	15.97	18.26	비상위험준비금	0	0	0	0	0
PBR	0.38	0.43	0.45	0.41	0.37	자본조정	-69	-68	-68	-68	-68
PER	2.90	2.07	3.27	2.60	2.05	기타포괄손익누계액	-524	-2,554	-3,410	-3,838	-4,320
DPS	2,063	-	-	-	3,095	부채 및 자본총계	43,758	47,978	50,326	52,564	55,042
현금배당	162	-	-	-	243						
배당성향	20.08	-	-	-	23.48						
증가율	2023	2024	2025E	2026E	2027E						
장기보험손익	-78.7%	247.8%	-34.7%	48.8%	13.8%						
보험손익	-63.3%	98.1%	-46.2%	44.9%	36.5%						
순이익	-40.4%	27.9%	-37.1%	25.9%	26.7%						
운용자산	-3.8%	10.3%	5.0%	5.9%	5.9%						
CSM	9.5%	-9.2%	16.2%	5.7%	5.0%						
자본총계	-34.3%	-19.5%	-4.2%	8.2%	10.8%						

자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

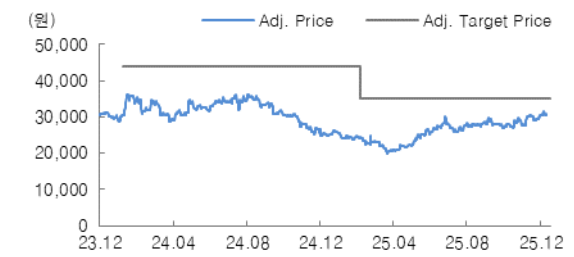
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박혜진, 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	25.12.30	25.12.02	25.12.01	25.11.28	25.11.14	25.10.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
과리율(평균.%)		(16.53)	(18.26)	(18.48)	(18.66)	(19.16)
과리율(최대/최소.%)		(10.14)	(13.00)	(13.86)	(13.86)	(15.00)

제시일자	25.08.24	25.08.14	25.07.22	25.06.23	25.06.14	25.04.24
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
과리율(평균.%)		(20.01)	(30.38)	(30.91)	(32.06)	(37.09)
과리율(최대/최소.%)		(15.14)	(13.57)	(13.57)	(13.57)	(29.29)

제시일자	25.03.18	25.02.24	25.02.16	25.01.16	25.01.10	24.11.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	35,000	35,000	44,000	44,000	44,000	44,000
과리율(평균.%)	(36.74)	(33.72)	(36.36)	(35.97)	(34.21)	(33.88)
과리율(최대/최소.%)	(29.29)	(29.29)	(21.48)	(21.48)	(21.48)	(21.48)

제시일자	24.11.21	24.11.16	24.10.14	24.10.03	24.09.25	24.09.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000
과리율(평균.%)	(30.04)	(29.30)	(28.84)	(25.74)	(24.50)	(23.94)
과리율(최대/최소.%)	(21.48)	(21.48)	(21.48)	(21.48)	(21.48)	(21.48)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:2025.12.26)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	88.5%	11.5%	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