

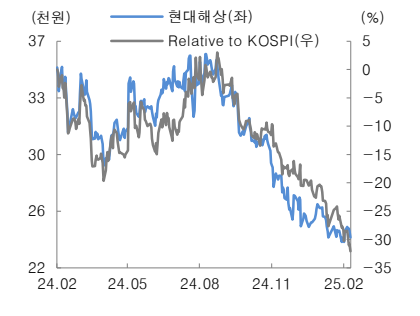
현대해상
(001450)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견 **Buy**
매수, 유지
6개월
목표주가 **35,000**
하향
현재주가 **24,000**
(25.02.21)
보험업종

KOSPI	2,654.58
시가총액	2,146십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	45십억원
52주 최고/최저	36,150원 / 23,700원
120일 평균거래대금	107억원
외국인지분율	39.61%
주요주주	정몽윤 외 4인 22.85% 국민연금공단 7.36%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.6	-13.8	-33.6	-29.6
상대수익률	-9.5	-19.5	-32.4	-29.7



후퇴는 추진력을 얻기 위함

- K-ICS비율 160% 하회함에 따라 '24년 배당 불가, '25년도 마찬가지로
- 장기보험손익/자동차보험손익 적자전환 함에 따라 당기순손실 기록
- 배당 가시성 불투명하여 목표주가 하향, 그러나 올해 긍정적인 이벤트도 존재

투자의견 매수, 목표주가 35,000원으로 -19.4% 하향

K-ICS비율이 160%를 하회함에 따라 '24년 배당은 지급하지 못함. '25년에도 배당 가시성이 요원하여 우리는 동사의 목표주가를 기존 44,000원에서 35,000원으로 -19.4% 하향 조정. 지난 12월 후순위채 9,000억원 발행에도 자본비율 하락을 막기에는 역부족이었으며 올해도 최종관찰만기 확대, 장기선도금리 인하 등 여전히 Challenge한 상황이 지속. 그럼에도 투자의견을 Buy로 유지하는 이유는, 악재는 모두 반영되었으며, 실손보험 개혁, 호흡기 질환 청구 감소, 3세대 실손보험 손해를 개선 등 이제는 동사에게 유리한 이벤트만 남았기 때문. 금번 계기를 통해 치열한 체질개선을 통해 자본안정성이 높은 회사로 거듭나기를 기대

4Q24 별도기준 순손실 -157억원(QoQ 적전, YoY 적전) 기록

[장기보험손익] -104억원 손실 전환. 3분기부터 신계약 양보다는 질적 성장 주력 함에 따라 보장성 CSM배수는 당 분기에도 상승하여 신계약 CSM역시 2개 분기 연속 증가. 다만 CSM 조정이 -1.44조원 발생하여 상각익 감소했으며 독감 등 호흡기질환 유행하며 보험금 예실차 -1,106억원 발생, 3세대 실손보험 손해를 상승에 따라 손실계약비용 1,572억원 반영되어 장기보험손익은 부진. 3세대 실손 관련 '23년에도 4,700억원의 비용이 발생하였는데, 올해부터 20% 가량 인상된 요율이 적용되는 바 '25년 4분기 부담은 완화될 것으로 전망

[CSM] 전술한 바와 같이 신계약 CSM 4,960억원(QoQ +2.3%, YoY +39%) 증가 하였으나 무/저해지 가정변경 7,300억원, 연말 계리적 가정 변경 1,000억원 등 조정액이 상당히 발생하여 기말 CSM은 8.3조원(QoQ -11.5%, YoY -9.2%) 감소. CSM배수는 회사가 3분기부터 관리 들어감에 따라 배수는 꾸준히 상승, 4분기 15.3배로 최근 2년 중 가장 높은 마진을 기록

[K-ICS비율] 사실 동사의 실적보다 당 분기 관심은 자본비율이었었는데, 3분기 대비 -14.3%p 하락한 155.8% 기록. '25년 최종관찰만기확대, 장기선도금리 하락 영향으로 킥스비율 -13%p 하락 예상하는데, 후순위채 발행, 재보험 출재 등으로 '25년말 160% 관리 목표

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, %)

	2021	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	-566	1,436	526	1,043	849
투자손익	1,211	438	496	352	242
순이익	438	1,352	806	1,031	813
YoY	43.2%	208.5%	-40.4%	27.9%	-21.1%
기말 CSM		8,352	9,142	8,305	8,429
ROE	8.97	14.53	13.17	20.92	16.41
PBR	0.37	0.25	0.38	0.43	0.39
PER	4.11	1.73	2.90	2.07	2.35
DPS	1,480	1,965	2,063	0	3,000

자료:현대해상, 대신증권 Research Center

표 1. 현대해상 분기실적 요약

(단위: 십억 원)

	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	QoQ	YoY
장기 보험손익	-227	444	290	142	-10	적전	적지
CSM 상각	237	239	237	240	216	-10.0%	-8.6%
RA 변동	34	35	32	32	34	5.8%	-1.2%
예상/실제현금흐름 차이	-18	-47	32	-98	-99	적지	적지
손해액	-8	-31	47	-93	-111	적지	적지
사업비	-10	-16	-15	-5	12	흑전	흑전
기타 보험손익	-476	222	-8	-28	-157	적지	적지
일반 보험손익	5	47	46	27	39	45.0%	648.8%
자동차 보험손익	-6	42	40	13	-76	적전	적지
보험손익	-228	533	376	182	-48	적전	적지
투자영업수익	427	971	761	193	1,220	533.1%	186.0%
투자영업비용	243	863	666	84	1,182	1313.4%	386.8%
투자손익	184	108	96	109	39	-64.5%	-78.9%
영업이익	-44	641	472	291	-9	적전	적지
영업외손익	-5	-9	-6	-5	-9	적지	적지
세전이익	-49	632	466	286	-17	적전	적지
당기순이익	19	477	356	213	-16	적전	적전

자료: 현대해상, 대신증권 Research center

표 2. 현대해상 CSM 관련

(단위: 십억 원)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	QoQ	YoY
기초 CSM	8,560	8,867	9,079	9,120	9,244	9,321	0.8%	5.1%
신계약 CSM	446	357	405	435	485	496	2.3%	39.0%
이자부리	67	70	76	78	82	83	0.9%	17.8%
부리이율	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.0%	12.0%
CSM 상각	-221	-237	-239	-237	-240	-216	-10.0%	-8.6%
CSM 조정	15	21	-200	-152	-250	-1,436	적지	적전
기말 CSM	8,867	9,079	9,120	9,244	9,321	8,248	-11.5%	-9.2%

자료: 현대해상, 대신증권 Research center

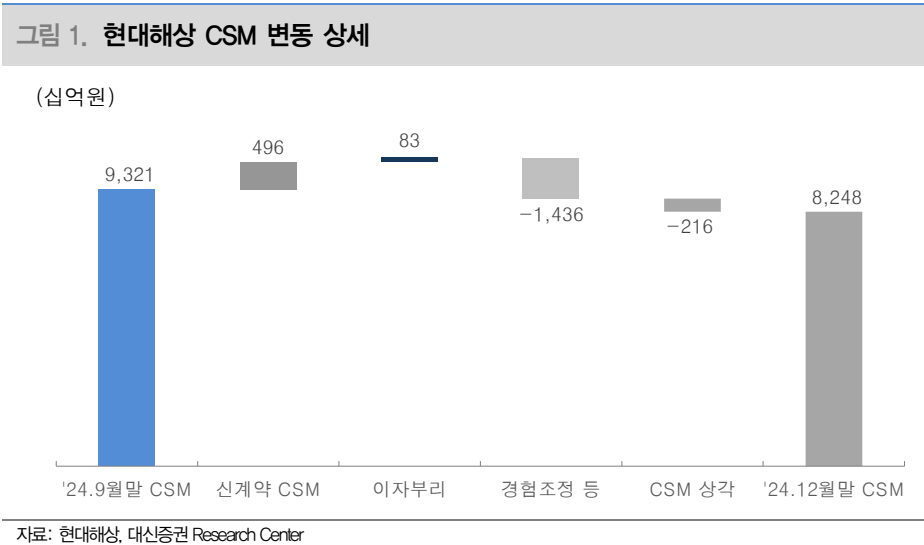
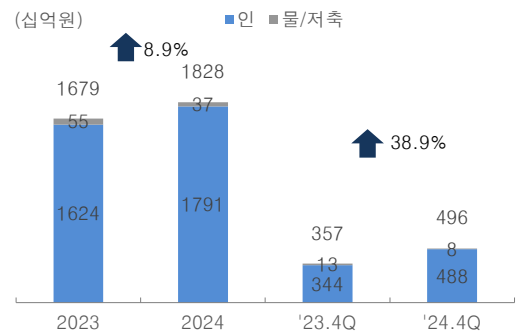
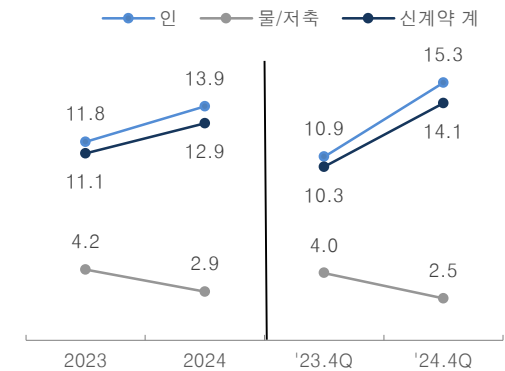


그림 2. 현대해상 신계약 CSM



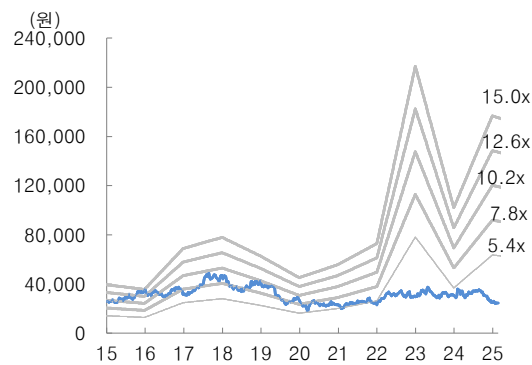
자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

그림 3. 현대해상 신계약(월납환산) CSM 배수



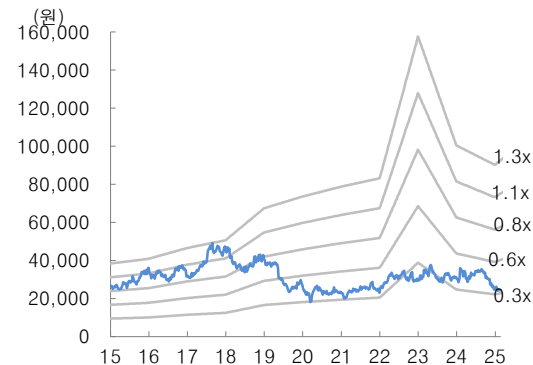
자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

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

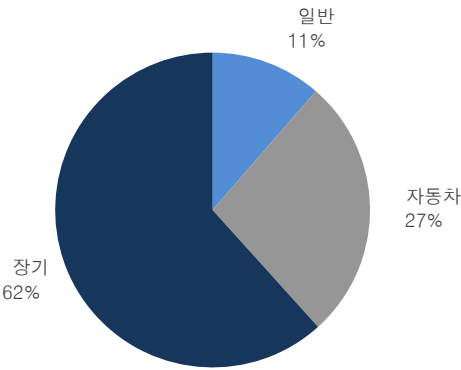
- 1955년 3월에 설립된 국내 손해보험산업의 선두주자로서 해상, 화재, 자동차, 특종, 장기, 연금 및 퇴직보험 등 손해보험업을 주요사업으로 영위하고 있음. 2020년 시장점유율은 16.8%로, 국내 손해보험업계에서 꾸준히 시장지배력을 유지하고 있음
- 조용일, 이성재 대표이사 (2020.03~)
- 자산 54.4조, 부채 49.4조, 자본 5.0조 (2023년 3월 기준)
(발행주식 수: 89,400,000/ 자사주: 9,985,500)

주가 변동요인

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

자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

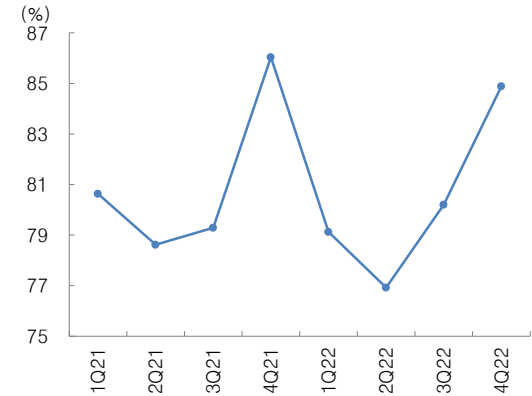
원수보험료 비중



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

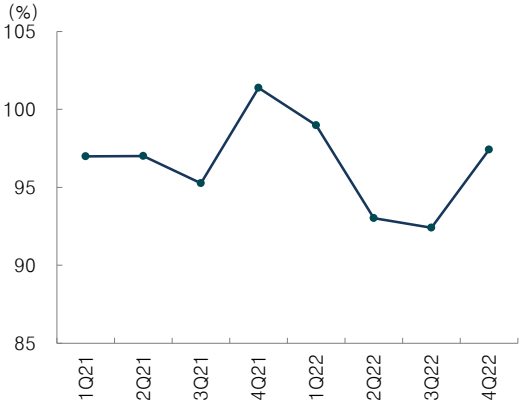
Earnings Driver

현대해상 자동차보험 손해율 추이



자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

현대해상 위험손해율 추이



자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

재무제표

PL						BS					
(단위: 십억원)						(단위: 십억원)					
	2021	2022	2023	2024P	2025E		2021	2022	2023	2024P	2025E
장기 보험손익		1,168	249	865	780	운용자산		43,118	41,500	45,787	48,460
CSM 상각		747	873	933	889	현예금		1,302	1,350	2,119	2,249
RA 변동		132	130	132	136	유가증권		30,244	28,660	32,189	34,103
예실차		25	-206	-212	-210	당기손익공정가치측정		0	8,130	8,453	8,971
일반 보험손익		91	76	159	86	기타포괄손익공정가치측정		0	19,515	22,671	24,063
보험료배분접근법 수익		899	1,005	1,085	1,124	상각후원가측정		0	0	0	0
발생손해액		540	625	598	663	지분법적용투자주식		806	1,015	1,065	1,069
사업비		268	304	329	348	대출채권		10,461	10,397	10,246	10,874
자동차 보험손익		176	201	19	-16	부동산		1,110	1,092	1,234	1,234
보험료배분접근법 수익		4,129	4,234	4,172	4,112	비운용자산		2,507	2,241	2,168	1,269
발생손해액		3,286	3,355	3,497	3,455	특별계정자산		8	18	23	23
사업비		667	678	655	641	총자산	52,291	45,633	43,758	47,978	49,752
보험손익	-566	1,436	526	1,043	849	부채총계	47,401	36,325	37,641	43,051	44,798
투자영업수익		2,311	2,481	3,146	4,197	책임준비금		32,328	34,817	38,302	39,857
보험금응수익		145	163	118	954	보험계약부채		28,681	31,527	34,802	36,215
기타투자수익		2,166	2,318	3,027	3,243	최선추정		11,171	12,970	16,462	17,130
투자영업비용		1,873	1,986	2,794	3,955	위험조정		1,485	1,586	1,908	1,908
보험금응비용		867	946	975	1,155	보험계약마진		8,352	9,142	8,305	8,429
기타투자비용		1,007	1,039	1,819	2,800	보험료배분접근법적용		3,392	3,527	3,490	3,514
투자손익	1,211	438	496	352	242	재보험계약부채		1	0	0	0
영업이익		1,873	1,022	1,395	1,091	투자계약부채		3,646	3,290	3,500	3,642
영업외손익		-26	-24	-29	30	기타부채		3,988	2,811	4,727	4,919
세전이익		1,848	998	1,366	1,121	특별계정부채		9	13	22	22
지배기업주주지분순이익	438	1,352	806	1,031	813	자본총계	4,889	9,308	6,117	4,927	4,954
						자본금		45	45	45	45
Valuation	2021	2022	2023	2024P	2025E	자본잉여금		113	113	113	113
BPS	62,354	118,708	78,010	62,835	63,182	이익잉여금		5,777	6,553	7,391	7,969
EPS	5,590	17,244	10,275	13,144	10,367	해약환급금준비금		0	3,422	4,018	4,701
ROE	8.97	14.53	13.17	20.92	16.41	비상위험준비금		0	0	0	0
PBR	0.37	0.25	0.38	0.43	0.39	자본조정		-68	-69	-68	-68
PER	4.11	1.73	2.90	2.07	2.35	기타포괄손익누계액		2,943	-524	-2,554	-3,105
DPS	1,480	1,965	2,063	-	3,000	부채 및 자본총계		45,633	43,758	47,978	49,752
현금배당		154	162	-	235						
배당성향	26.47	26.80	20.08	0.00	28.94						
증가율	2021	2022	2023	2024P	2025E						
장기보험손익			-78.7%	247.8%	-9.9%						
보험손익			-63.3%	98.1%	-18.6%						
순이익	43.2%	208.5%	-40.4%	27.9%	-21.1%						
운용자산	6.3%	5.0%	-3.8%	10.3%	5.8%						
CSM			9.5%	-9.2%	1.5%						
자본총계	2.9%	3.0%	-34.3%	-19.5%	0.6%						

자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

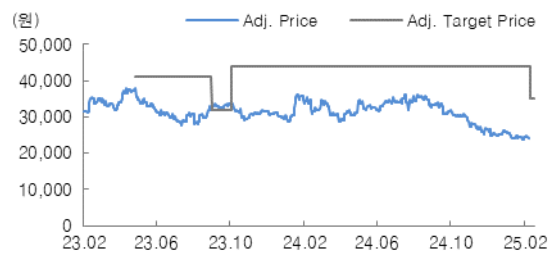
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박혜진)

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	25.02.24	25.02.16	25.01.16	25.01.10	24.12.07	24.11.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	35,000	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000
과리율(평균%)		(43.92)	(43.81)	(40.99)	(41.58)	(26.54)
과리율(최대/최소%)		(40.91)	(40.91)	(40.91)	(39.09)	(17.84)

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%)	(25.75)	(25.24)	(24.93)	(23.01)	(22.59)	(22.39)
과리율(최대/최소%)	(17.84)	(17.84)	(17.84)	(17.84)	(17.84)	(17.84)

제시일자	24.09.05	24.08.14	24.07.16	24.07.01	24.06.14	24.06.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000
과리율(평균%)	(22.36)	(22.17)	(22.99)	(23.91)	(25.33)	(26.02)
과리율(최대/최소%)	(17.84)	(17.84)	(18.07)	(19.66)	(21.59)	(25.68)

제시일자	24.06.02	24.05.16	24.04.16	24.03.12	24.02.23	24.02.02
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000
과리율(평균%)	(25.74)	(27.68)	(28.01)	(27.58)	(27.66)	(27.81)
과리율(최대/최소%)	(24.66)	(18.30)	(18.30)	(18.30)	(18.30)	(18.30)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250222)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	93.2%	6.8%	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