Results Comment

현대해상 (001450)

제한적인 손해율 상승

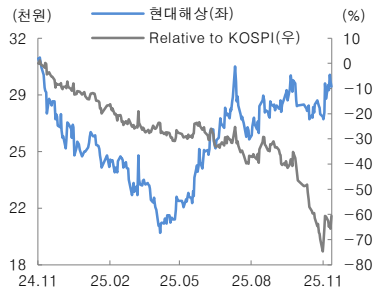
박혜진 hyejin.park@daishin.com
권용수RA yongsu.kwon@daishin.com

- 예실차 손실 확대, 자동차보험 손익 적자전환으로 실적은 컨센서스 하회
- 다만 '25년 예실차 적자 지속하여 장기보험손익 변동성 가장 적었음
- 지난해부터 두 차례 걸쳐 인상한 보험료 효과 가시화, 위험손해율 상승 제한

투자의견	Buy 매수, 유지
6개월 목표주가	35,000 유지
현재주가 (25.11.14)	29,000
	보험업종

KOSPI	4,011.57
시가총액	2,593십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	45십억원
52주 최고/최저	30,250원 / 19,960원
120일 평균거래대금	132억원
외국인지분율	36.13%
주요주주	정몽윤 외 3인 22.84% 국민연금공단 9.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.5	4.3	30.9	1.2
상대수익률	-6.4	-16.1	-13.8	-39.0



투자의견 매수, 목표주가 35,000원 유지

체질개선을 위해 경쟁사 대비 선제적으로 보험료 인상한 효과가 처음에는 CSM 배수로 나타났고 지금은 예실차에서 나타나고 있는 모습. 따라서 당사 커버리지 가운데 보험손익 하락폭이 가장 적기도 하였음. 높은 배수와 견조한 CSM이 유지가 잘 되고 있으며 당 분기 조정폭도 크지 않아 기말 CSM은 9.6조원 달성, 순증폭 역시 가장 높았음. 상황에 따라 경험요율 조정을 '26년에도 진행할 가능성이 있어 손해율 상승폭 타사 대비 제한적일 것

3Q25 순이익 1,832억원(QoQ -26.1%, YoY -14.2%) 기록

3분기 순이익은 컨센서스 2,079억원을 -11.9% 하회. 이는 앞선 보험사들의 실적발표에서도 알 수 있듯 예실차 손실 확대와 자동차보험 손익 적자전환 한데 기인. 다만 전체 예실차 적자전환폭은 타사 대비 양호했는데, (-677억원) 이는 사업비 효율화가 지속되고 있어 3분기 사업비 예실차 이익이 229억원 (+)로 반영되었기 때문. 보험금 예실차는 -905억원, 자동차보험 손익은 -553억원 적자전환하였음

어린이보험 비중이 높은 동사 장기보험 계약 특성상 호흡기 질환 유행에 따라 보험금 예실차 변동성이 심해 최근 관련 질환이 계속 유행하고 있어 손실이 지속되는 흐름이었음. 따라서 불행인지 다행인지 모르겠으나 앞서 실적발표한 경쟁사 대비 보험손익 감소폭은 가장 적은 수치를 기록

또 한가지 주목 할 점은 손실부담 계약관련 비용이 꾸준히 흑자를 지속하고 있다는 점. 이는 3, 4세대 실손보험 손해율에 기인하는데, 최근 4세대 실손보험 청구액이 '24년 대비 감소함에 따라 분기 마다 소소하게 환입되고 있는 것으로 파악. 이는 4분기 가정 변경에서 크게 흑자요인으로 작용할 것으로 예상됨

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, %)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	526	1,043	739	959	1,296
투자손익	496	352	673	258	256
순이익	806	1,031	1,019	853	1,096
YoY	-40.4%	27.9%	-1.2%	-16.2%	28.5%
기말 CSM	9,142	8,305	9,752	10,505	10,940
ROE	13.17	20.92	20.01	15.47	17.88
PBR	0.38	0.43	0.42	0.38	0.35
PER	2.90	2.07	2.08	2.48	1.93
DPS	2,063	0	0	0	3,095

자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

표 1. 현대해상 분기실적 요약 (단위: 십억원)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	QoQ	YoY
장기 보험손익	142	-10.4	114.3	184.1	181.5	-1.4%	27.9%
CSM 상각	240	216.2	234.2	239.6	245.7	2.6%	2.3%
RA 변동	32	33.9	30.8	32.8	36.5	11.2%	14.0%
예상/실제현금 흐름 차익	-98	-98.5	-103.3	-41.4	-67.7	적지	적지
손해액	-93	-110.6	-104.8	-39.3	-90.5	적지	적지
사업비	-5	12.1	1.5	-2.1	22.9	흑전	흑전
기타 보험손익	32	162.0	47.4	46.8	33.1	-29.4%	4.1%
일반 보험손익	27	39.1	45.9	27.6	35.2	27.5%	30.7%
자동차 보험손익	13	-76.5	15.7	0.9	-55.3	적전	적전
보험손익	182	-47.8	175.9	212.7	161.4	-24.1%	-11.3%
투자영업수익	193	1,220.3	676.4	1,053.5	606.9	-42.4%	214.9%
투자영업비용	84	1,181.5	569.4	924.0	517.5	-44.0%	519.1%
투자손익	109	38.8	107.0	129.5	89.4	-30.9%	-18.1%
영업이익	291	-9.0	282.9	342.1	250.8	-26.7%	-13.9%
영업외손익	-5	-8.5	-10.6	-9.5	-6.0	적지	적지
세전이익	286	-17.5	272.3	332.6	244.8	-26.4%	-14.4%
당기순이익	213	-15.7	203.2	247.8	183.2	-26.1%	-14.2%

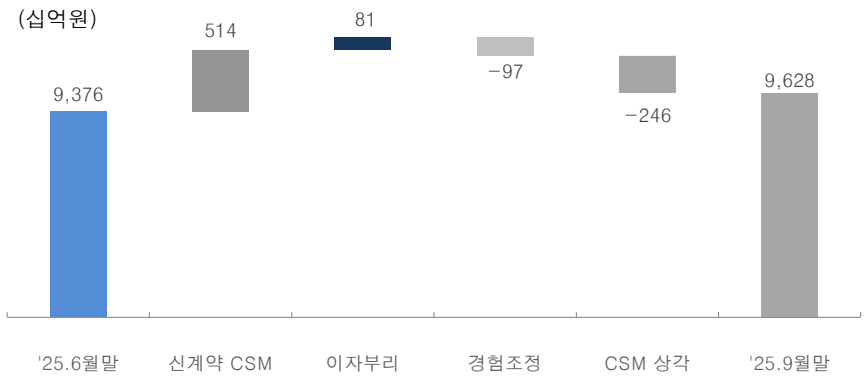
자료: 현대해상, 대신증권 Research center

표 2. 현대해상 CSM 관련 (단위: 십억원)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	QoQ	YoY
기초 CSM	9,120	9,244	9,321	8,248	9,108	9,376	2.9%	1.4%
신계약 CSM	435	485	496	478	526	514	-2.3%	5.9%
이자부리	78	82	83	73	80	81	1.0%	-1.8%
부리이율	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	-1.9%	-3.2%
CSM 상각	-237	-240	-216	-234	-240	-246	적지	적지
CSM 조정	-152	-250	-1,436	543	-97	-97	적지	적지
기말 CSM	9,244	9,321	8,248	9,108	9,376	9,628	2.7%	3.3%

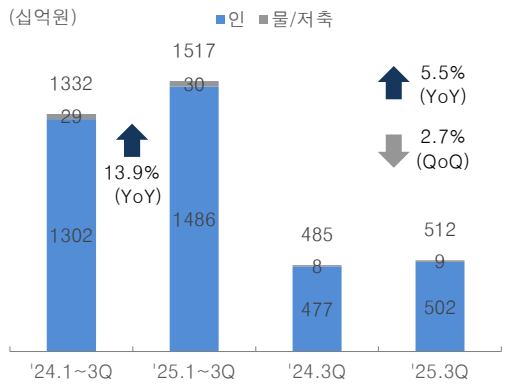
자료: 현대해상, 대신증권 Research center

그림 1. 현대해상 CSM 변동 상세



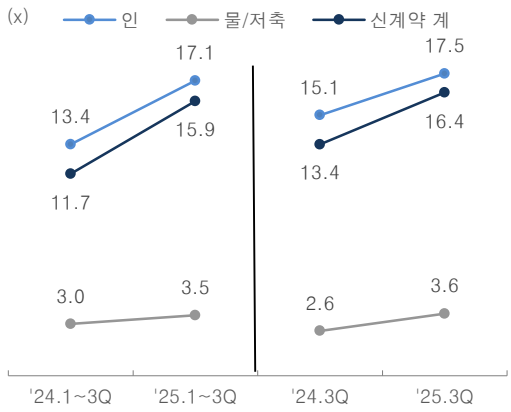
자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

그림 2. 현대해상 신계약 CSM



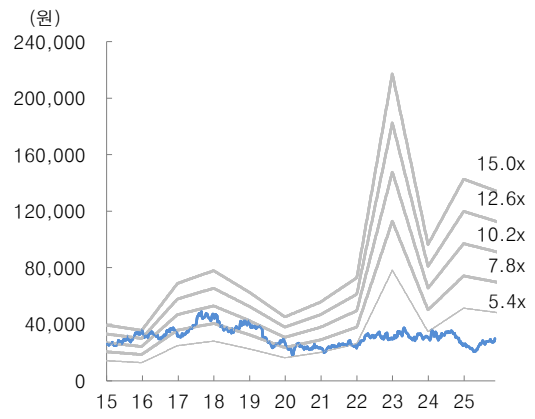
자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

그림 3. 현대해상 신계약(월납환산) CSM 배수



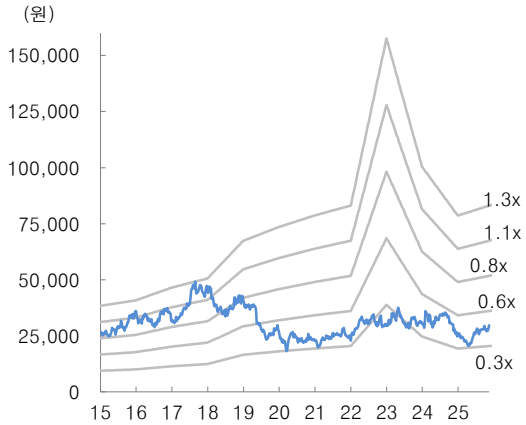
자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

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

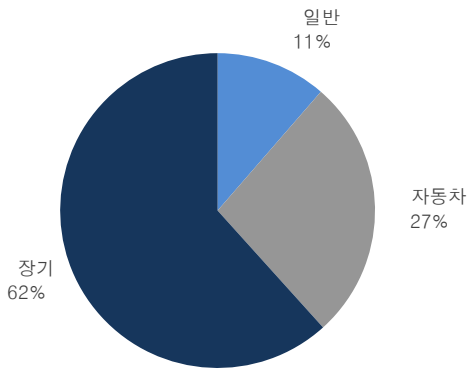
- 1955년 3월에 설립된 국내 손해보험산업의 선두주자로서 해상, 화재, 자동차, 특종, 장기, 연금 및 퇴직보험 등 손해보험업을 주요사업으로 영위하고 있음. 2020년 시장점유율은 16.8%로, 국내 손해보험업계에서 꾸준히 시장지배력을 유지하고 있음
- 조용일, 이성재 대표이사 (2020.03~)
- 자산 54.4조, 부채 49.4조, 자본 5.0조 (2023년 3월 기준)
  (발행주식 수: 89,400,000/ 자사주: 9,985,500)

주가 변동요인

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

자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

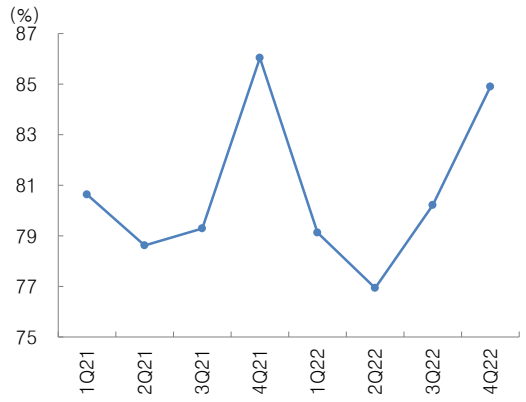
원수보험료 비중



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

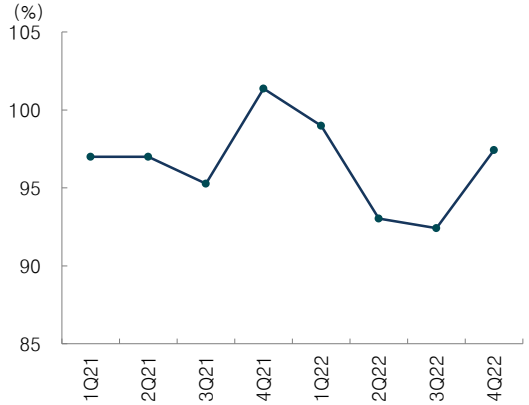
Earnings Driver

현대해상 자동차보험 손해율 추이



자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

현대해상 위험손해율 추이



자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

재무제표

PL (단위: 십억원)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
장기 보험손익	249	865	716	976	1,201
CSM 상각	873	933	979	1,055	1,145
RA 변동	130	132	137	146	146
예실차	-206	-212	-240	-125	10
일반 보험손익	76	159	132	132	138
보험료배분접근법 수익	1,005	1,085	1,125	1,170	1,174
발생손해액	625	598	641	675	684
사업비	304	329	352	362	352
자동차 보험손익	201	19	-109	-149	-44
보험료배분접근법 수익	4,234	4,172	3,906	3,904	3,920
발생손해액	3,355	3,497	3,415	3,419	3,452
사업비	678	655	606	602	601
보험손익	526	1,043	739	959	1,296
투자영업수익	2,481	3,146	3,202	3,735	3,745
보험금융수익	163	118	160	840	829
기타투자수익	2,318	3,027	3,042	2,895	2,915
투자영업비용	1,986	2,794	2,529	3,478	3,488
보험금융비용	946	975	909	878	888
기타투자비용	1,039	1,819	1,620	2,600	2,600
투자손익	496	352	673	258	256
영업이익	1,022	1,395	1,412	1,217	1,552
영업외손익	-24	-29	-32	-40	-40
세전이익	998	1,366	1,380	1,177	1,512
지배기업주주지분순이익	806	1,031	1,019	853	1,096

Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E
BPS	78,010	62,835	64,913	70,336	78,171
EPS	10,275	13,144	12,991	10,881	13,979
ROE	13.17	20.92	20.01	15.47	17.88
PBR	0.38	0.43	0.42	0.38	0.35
PER	2.90	2.07	2.08	2.48	1.93
DPS	2,063	-	-	-	3,095
현금배당	162	-	-	-	243
배당성향	20.08	-	-	-	22.14

증가율	2023	2024	2025E	2026E	2027E
장기보험손익	-78.7%	247.8%	-17.2%	36.3%	23.1%
보험손익	-63.3%	98.1%	-29.1%	29.7%	35.1%
순이익	-40.4%	27.9%	-1.2%	-16.2%	28.5%
운용자산	-3.8%	10.3%	5.0%	5.9%	5.9%
CSM	9.5%	-9.2%	17.4%	7.7%	4.1%
자본총계	-34.3%	-19.5%	3.3%	8.4%	11.1%

자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

BS (단위: 십억원)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	41,500	45,787	48,064	50,895	53,899
현예금	1,350	2,119	1,271	1,349	1,431
유가증권	28,660	32,189	36,021	38,186	40,485
당기손익공정가치측정	8,130	8,453	9,283	9,853	10,457
기타포괄손익공정가치측정	19,515	22,671	25,961	27,554	29,245
상각후원가측정	0	0	0	0	0
지분법적용투자주식	1,015	1,065	777	780	783
대출채권	10,397	10,246	9,569	10,156	10,779
부동산	1,092	1,234	1,204	1,204	1,204
비운용자산	2,241	2,168	2,604	2,049	1,585
특별계정자산	18	23	28	28	28
총자산	43,758	47,978	50,697	52,973	55,513
부채총계	37,641	43,051	45,607	47,457	49,383
책임준비금	34,817	38,302	40,543	42,190	43,903
보험계약부채	31,527	34,802	36,654	38,142	39,691
최선추정	12,970	16,462	16,450	17,118	17,813
위험조정	1,586	1,908	1,929	1,929	1,929
보험계약마진	9,142	8,305	9,752	10,505	10,940
보험료배분접근법적용	3,527	3,490	3,391	3,404	3,418
재보험계약부채	0	0	0	0	0
투자계약부채	3,290	3,500	3,890	4,048	4,212
기타부채	2,811	4,727	5,035	5,239	5,452
특별계정부채	13	22	28	28	28
자본총계	6,117	4,927	5,090	5,515	6,130
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113	113
이익잉여금	6,553	7,391	8,410	9,263	10,360
해약환급금준비금	3,422	4,018	4,171	4,694	5,284
비상위험준비금	0	0	0	0	0
자본조정	-69	-68	-68	-68	-68
기타포괄손익누계액	-524	-2,554	-3,410	-3,838	-4,320
부채 및 자본총계	43,758	47,978	50,697	52,973	55,513

[Compliance Notice]

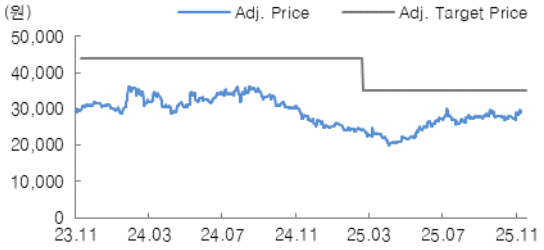
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.11.17	25.10.28	25.08.24	25.08.14	25.07.22	25.05.23
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
괴리율(평균,%)			(20.01)	(30.38)	(30.91)	(32.06)
괴리율(최대/최소,%)			(15.14)	(13.57)	(13.57)	(13.57)
제시일자	25.05.14	25.04.24	25.03.18	25.02.24	25.02.16	25.01.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	35,000	35,000	35,000	35,000	44,000	44,000
괴리율(평균,%)	(37.02)	(37.09)	(36.74)	(33.72)	(43.92)	(43.81)
괴리율(최대/최소,%)	(29.29)	(29.29)	(29.29)	(29.29)	(40.91)	(40.91)
제시일자	25.01.10	24.12.14	24.11.28	24.11.21	24.11.16	24.10.14
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000
괴리율(평균,%)	(41.02)	(41.93)	(27.12)	(25.72)	(25.19)	(24.87)
괴리율(최대/최소,%)	(41.02)	(39.43)	(17.84)	(17.84)	(17.84)	(17.84)
제시일자	24.10.03	24.09.25	24.09.24	24.09.05	24.08.14	24.07.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000
괴리율(평균,%)	(22.80)	(22.34)	(22.10)	(22.07)	(21.81)	(22.58)
괴리율(최대/최소,%)	(17.84)	(17.84)	(17.84)	(17.84)	(17.84)	(18.07)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:2025.11.12)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	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 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상