

현대해상(001450)

매수(분석재개) / TP: 33,000원

주가(9/15, 원)	28,300
시가총액(십억원)	2,530
발행주식수(백만)	89
52주 최고/최저가(원)	34,100/19,960
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	10,483
유동주식비율(%)	64.9
외국인지분율(%)	35.5
주요주주(%)	정몽윤 외 3 인 22.8
	국민연금 15.0

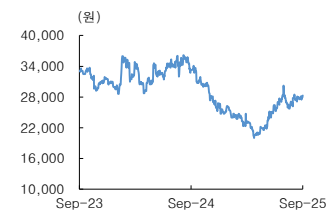
	영업이익 (십억원)	보험손익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (x)	PBR (x)	ROE (%)	ROA (%)	DY (%)
2023A	1,022	526	772	9,750	78,010	3.2	0.40	12.6	1.69	6.7
2024A	1,395	1,043	1,031	13,144	62,835	1.9	0.39	16.8	2.36	0.0
2025F	1,100	705	786	10,023	62,617	2.8	0.45	16.0	1.64	0.0
2026F	1,408	999	1,007	12,848	76,314	2.2	0.37	20.5	1.98	0.0
2027F	1,484	1,061	1,063	13,558	93,914	2.1	0.30	17.8	1.98	8.8

다음주 날씨는 맑음

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.8	23.3	(15.0)
상대주가(%)	(3.8)	(9.5)	(47.3)

주가추이



목표주가 33,000원으로 분석 재개: 현대해상에 대해 투자 의견 ‘매수’와 목표주가 33,000원으로 분석을 재개한다. 목표주가는 2분기 BPS에 목표 PBR 0.55배를 적용했다. 목표 PBR에 내재된 ROE와 자본비용은 각각 18.1%, 31.4%다. 질적 성장을 위한 회사의 노력이 구체적인 성과로 가시화되고 있는 가운데 비급여 관리 및 실손 개혁, 해약환급금준비금 제도 개선 시 가장 직접적인 수혜가 예상된다.

체질 개선 효과 본격화 국면: 고수익 상품 중심의 영업 전략에 따른 체질 개선이 돋보인다. 2024년 1분기 132억원까지 확대됐던 월평균 신계약은 2025년 2분기 101억원까지 꾸준히 감소했다. 저수익성 상품의 판매를 의도적으로 축소하는 영업이다. 반면 수익성 지표는 꾸준히 개선됐는데 2023년 말 10.9배 수준이었던 보장성 인보험 CSM 배수는 2024년 말 15.3배, 2025년 6월 말 18.9배까지 상승했다. 이에 2025년 상반기 신계약 CSM은 1.0조원을 기록하며 업황 둔화에도 불구하고 전년동기대비 19.5% 증가했다. 한편 8월 예정이율 인하를 통해 보험료 인상을 단행한 타사들과는 달리, 동사는 연내 추가 보험료 조정 계획이 없음을 밝혔다. 가격 경쟁력을 감안하면 3분기부터 신계약 물량 역시 점차 확대될 것으로 보인다.

약점 보완은 지속: 금리 민감도 관리를 위해 1) 신계약 차원에서 연만기 상품 구성비를 지속적으로 높이고, 2) ALM 차원에서 적극적인 자산 리밸런싱을 실행하고 있다. 어린이 보험을 주력 상품으로 판매해 왔는데 2025년 상반기 월평균 신계약 97억원 내 어린이보험이 차지하는 비중은 18.6%로 타사대비 월등히 높다. 해당 상품의 경우 수익성은 높은 반면 만기가 긴 특성상 금리 민감도가 높다. 이에 연만기 신계약 비중을 50% 후반대로 관리한다는 방침이다. 자산-부채 듀레이션 갭이 -3.0년으로 여전히 높은 수준이나 적극적인 ALM 관리에 따라 전분기 대비로는 축소되는 모습이다. 2025년 6월 말 기준 채권 선도 잔액은 1.6조원으로 전년말대비 108% 증가했다. 향후에도 장기채 및 선도거래 비중 확대 등을 통해 금리 리스크를 점진적으로 경감시킬 것이다.

홍예란

yeran.hong@koreainvestment.com

준비된 자에게 올 기회: 경상환자 제도 개선, 자동차보험료율 인상 및 5세대 실손 도입으로 탄력적인 실적 개선이 예상된다. 2026년 상반기 경상환자 제도 개선에 따른 보험금 지급 감소 규모(손익 증가)는 760억원이다. 하반기에는 보험료율 인상 조정을 통한 손해율 추가 개선도 예상된다. 이에 2025년 -586억원을 기록하며 부진했던 자동차보험손익은 2026년 719억원으로 개선될 것이다. 5세대 실손 효과는 2026년 3분기부터 점진적으로 나타날 것으로 보이는데 보험금 예실차 적자 폭 감소와 잔여보장부채 내 손실 요소(2분기 말 기준 1.39조원) 환입이 예상된다. 결론적으로 2026년 순이익은 1.01조원으로 전년대비 28% 증가하며 커버리지 손해보험사 내 가장 높은 증가율을 기록할 것이다.

주가 상승의 마지막 열쇠: 해약환급금준비금 제도 개선 시 가장 큰 수혜가 예상된다. 2025년 6월 말 기준 4.3조원의 해약환급금준비금을 적립했다. 해약환급금준비금 제도 개선과 무방하게 배당이 가능할 것으로 예상되는 삼성화재와 DB손해보험과는 달리 제도 개선의 내용과 시기에 따라 배당 재개 시기가 결정될 것으로 보인다. IFRS4에서 IFRS17으로 전환되는 과정에서의 차이를 유보하고자 도입된 제도가 IFRS17 전환 이후에도 신계약에 비례해 과도하게 증가하고 있다는 주장의 합리성을 고려할 때 제도 개선 가능성은 크다고 판단한다.

듀레이션 갭 규제 수준은 모니터링 필요: 금융당국은 7월 보험산업 건전성 T/F 1차 회의와 9월 금감원장-보험회사 CEO 간담회를 통해 자본규제를 완화하는 한편 듀레이션 갭 규제 기준을 마련해 금리리스크 관리 기조를 지속할 예정임을 밝혔다. 현재 현대해상의 듀레이션 갭은 앞서 언급한대로 -3.0년인데 대략 1~2년 내의 절댓값 내에서 유지 중인 타 손해보험사 대비 높다. 해외 사례를 고려할 때 언급되는 규제 수준은 2년으로 현대해상 역시 2025년 2분기 실적발표 컨퍼런스콜을 통해 연말 -2.0년 수준까지 축소한 후 중장기적으로 절댓값 1.5~2.0년 수준에서 관리하겠다고 밝혔다. 해당 규제 도입과 연말까지의 듀레이션 갭 추이에 대한 모니터링이 필요하다.

낮은 밸류에이션 부담: 2025년과 2026년 예상 ROE가 각각 16.0%, 19.3%에 달하는데 반해 현재 PBR은 0.46배에 불과하다. 자본건전성 관련 우려가 일부 잔존하나 삼성화재와 DB손해보험의 PBR 1.17배, 1.01배와 비교할 때 과도하게 저평가됐다고 판단한다. 배당 불확실성을 감안하더라도 추가적인 주가 하락 가능성은 낮다.

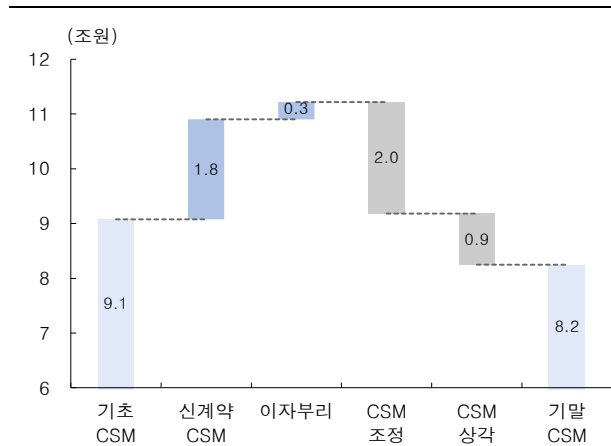
<표 17> 현대해상 실적 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024A	2025F	2026F
손익계산서															
보험손익	533	376	182	(48)	176	213	157	159	229	292	234	244	1,043	705	999
장기	444	290	142	(10)	114	184	149	177	148	241	190	208	865	625	786
CSM 상각	239	237	240	216	234	240	246	253	244	257	263	268	933	973	1,032
RA 상각	35	32	32	34	31	33	32	33	34	35	35	36	132	129	139
예실차	(47)	32	(98)	(99)	(103)	(41)	(83)	(62)	(83)	(4)	(62)	(49)	(212)	(289)	(197)
기타	217	(11)	(32)	(162)	(47)	(47)	(47)	(47)	(47)	(47)	(47)	(47)	12	(188)	(188)
자동차	42	40	13	(76)	16	1	(18)	(57)	35	23	18	(3)	19	(59)	72
일반	47	46	27	39	46	28	26	38	46	29	27	39	159	138	141
투자손익	108	96	109	39	107	129	119	40	110	136	125	39	352	395	410
운용손익	320	305	305	278	317	316	335	299	334	336	358	318	1,208	1,268	1,346
보험금융손익	(212)	(209)	(196)	(240)	(210)	(187)	(216)	(260)	(224)	(200)	(234)	(279)	(856)	(872)	(937)
영업이익	641	472	291	(9)	283	342	276	199	339	428	359	283	1,395	1,100	1,408
영업외손익	(9)	(6)	(5)	(9)	(11)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(29)	(40)	(40)
세전이익	632	466	286	(17)	272	333	266	189	329	418	349	273	1,366	1,060	1,369
법인세비용	155	110	73	(2)	69	85	70	50	87	110	92	72	336	274	361
당기순이익	477	356	213	(16)	203	248	196	139	242	308	257	201	1,031	786	1,007
주요지표															
기초 CSM	9,079	9,120	9,244	9,321	8,248	9,108	9,376	9,629	9,300	9,853	10,105	10,294	9,079	8,248	9,300
신계약 CSM	405	435	485	496	478	526	534	547	544	547	547	549	1,821	2,085	2,187
기말 CSM	9,120	9,244	9,321	8,248	9,108	9,376	9,629	9,300	9,853	10,105	10,294	9,593	8,248	9,300	9,593
CSM 전환배수(배)	10.2	13.4	14.0	14.1	14.1	17.4	17.0	17.3	17.1	17.2	17.2	17.2	12.8	16.4	17.2
운용자산이익률(%)	3.08	2.89	2.81	2.48	2.72	2.68	2.81	2.48	2.72	2.68	2.81	2.48	2.80	2.68	2.68
ROE(%)	31.4	24.6	15.5	(1.2)	16.7	23.6	16.4	11.4	20.0	23.9	18.5	13.8	16.8	16.0	20.5
ROA(%)	4.39	3.28	1.89	(0.14)	1.72	2.00	1.57	1.09	1.93	2.36	1.92	1.48	2.36	1.64	1.98
BPS(원)	74,154	69,997	69,251	62,835	53,725	60,408	61,888	62,617	65,920	70,057	73,543	76,314	62,835	62,617	76,314
PBR(배)	0.41	0.49	0.48	0.39	0.41	0.44	0.46	0.45	0.43	0.40	0.38	0.37	0.39	0.45	0.37

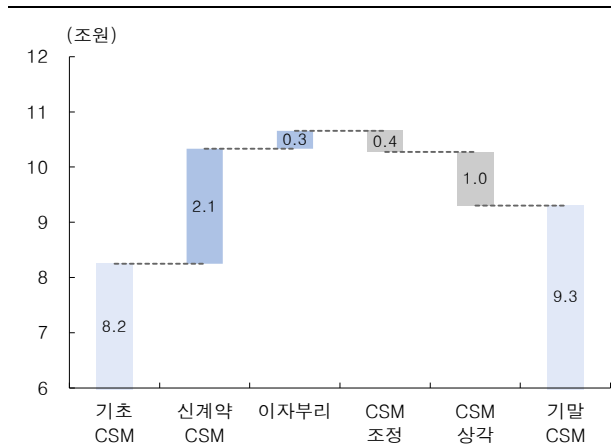
자료: Quantwise, 현대해상, 한국투자증권

[그림 51] 현대해상 2024A CSM Movement



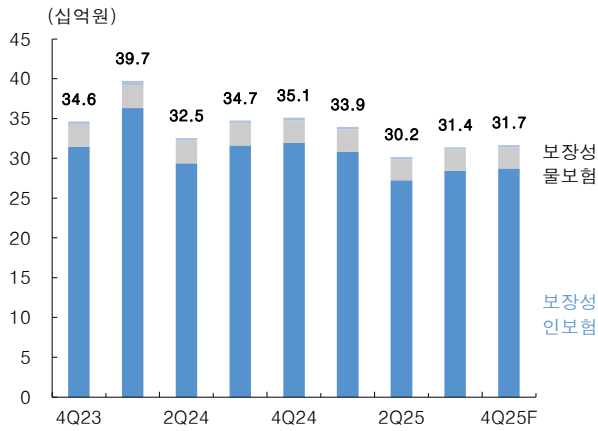
자료: 현대해상, 한국투자증권

[그림 52] 현대해상 2025F CSM Movement



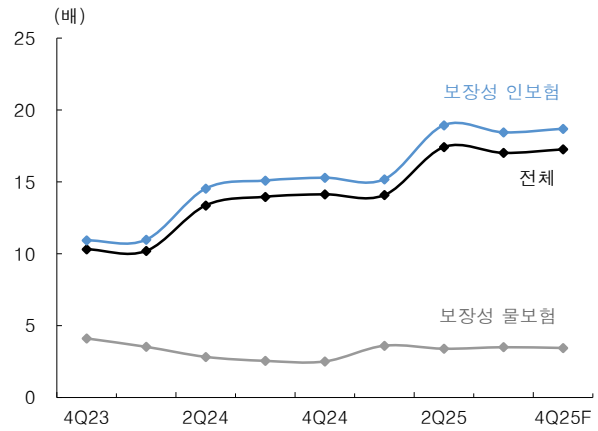
자료: 현대해상, 한국투자증권

[그림 53] 현대해상 월납환산 신계약



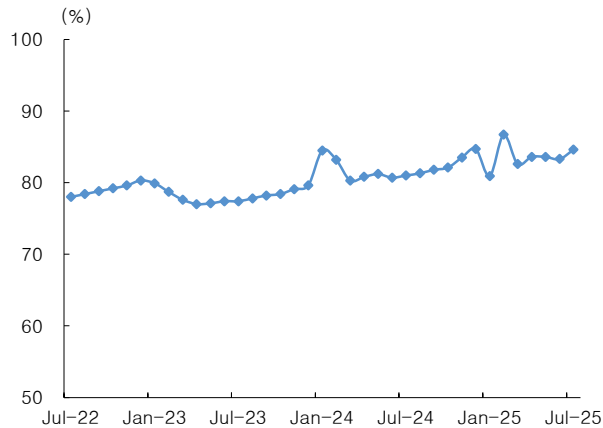
자료: 현대해상, 한국투자증권

[그림 54] 현대해상 CSM 배수



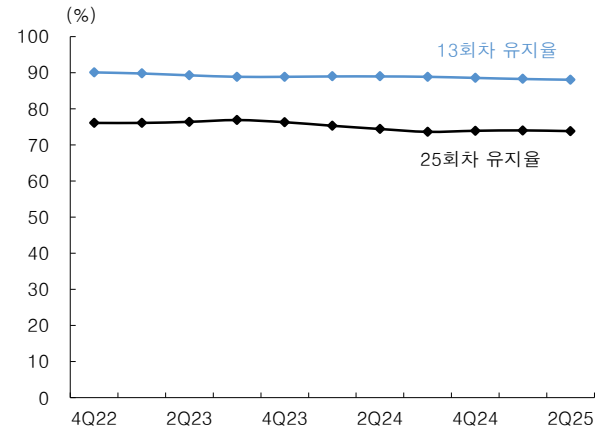
자료: 현대해상, 한국투자증권

[그림 55] 현대해상 자동차보험 누계 손해율



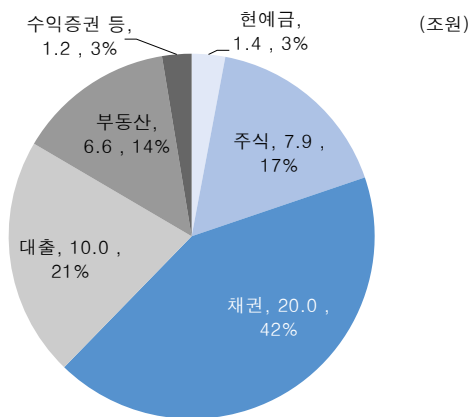
자료: 언론 보도, 한국투자증권

[그림 56] 현대해상 유지율



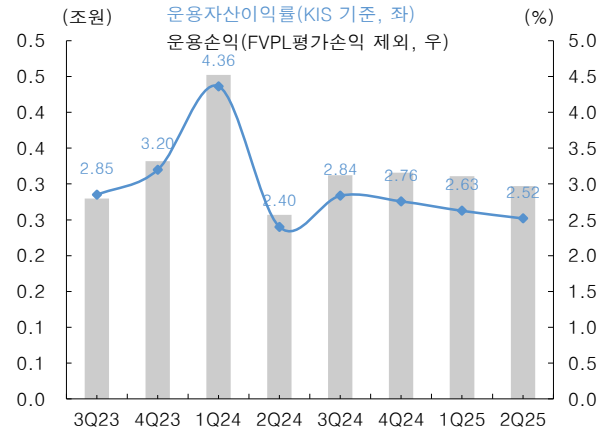
주: 장기보험 기준
자료: 현대해상, 한국투자증권

[그림 57] 현대해상 운용자산 포트폴리오(6월 말 기준)



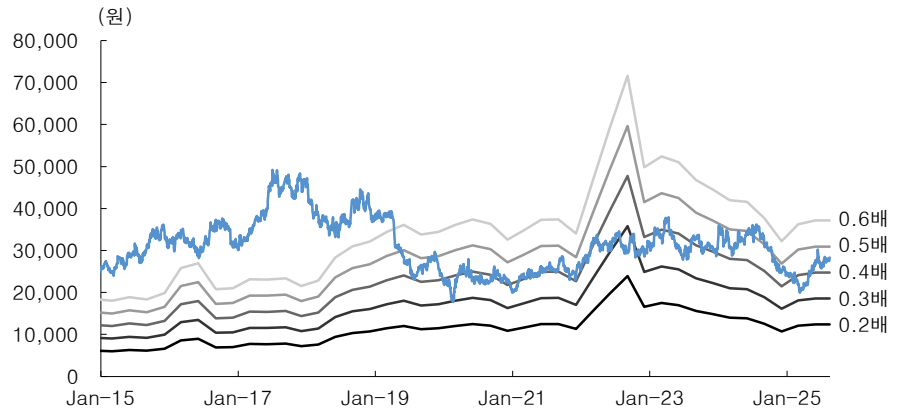
자료: 현대해상, 한국투자증권

[그림 58] 현대해상 운용손익 및 운용자산이익률



주: 운용손익은 FVPL 평가손익 제외 기준
자료: 현대해상, 한국투자증권

[그림 59] 현대해상 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

<표 18> 현대해상 목표주가 산출 내역

항목	산식	내용
ROE	A	18.1%
자기자본비용	B	31.4%
영구성장률	C	2.0%
목표 PBR(배)	$D = (A - C) / (B - C)$	0.55
2Q25A BPS(원)	E	60,408
목표주가(원)	$D \times E$	33,000

자료: Quantiwise, Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1955년 해상보험 전업회사인 동방화재해상보험 설립. 1983년 현대그룹 계열사로 편입 이후 1989년 거래소 상장. 1999년 그룹에서 계열 분리되어 독립 경영 체제로 전환. 화재보험업 인가를 시작으로 해상보험, 자동차보험, 특종보험 등 다양한 손해보험 상품 및 서비스 제공. 자회사로 현대 C&R, 현대하이카손해사정 등을 보유 중

- 월납한산초회보험료: 납입주기가 월·3개월·6개월·연납인 계약의 초회보험료를 월단위 납입금액으로 환산한 보험료
- 위험손해율: 위험보험료에 대한 발생손해액 비율
- 유지율: 보험계약의 효력이 상실되지 않고 계속되는 상황을 나타내는 것으로 성립 계약에 대한 계속계약의 비율

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
총자산	43,758	47,978	50,847	53,740	57,029
운용자산	41,500	45,787	48,458	51,195	54,335
현금 및 예치금	1,350	2,119	1,407	1,436	1,465
유가증권	28,660	32,189	35,544	37,597	39,962
대출채권	10,397	10,246	10,282	10,938	11,683
부동산	1,092	1,234	1,225	1,225	1,225
비운용자산	2,241	2,168	2,364	2,520	2,670
특별계정자산	18	23	24	24	24
총부채	37,641	43,051	45,937	47,756	49,665
책임준비금	34,817	38,302	41,154	43,780	46,764
보험계약부채	31,527	34,802	37,567	40,119	43,041
BEL	15,184	18,900	20,407	22,558	24,718
RA	1,628	1,957	2,022	2,083	2,134
CSM	9,142	8,305	9,347	9,641	10,335
PAA	5,573	5,640	5,792	5,838	5,855
재보험계약부채	0	0	0	0	0
투자계약부채	3,290	3,500	3,587	3,660	3,722
기타부채	2,811	4,727	4,758	3,952	2,877
특별계정부채	13	22	25	25	25
자기자본	6,117	4,927	4,910	5,984	7,364
지배자기자본	-	-	-	-	-
자본금	45	45	45	45	45
보통주자본금	45	45	45	45	45
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	113	113	113	113	113
자본조정	(69)	(68)	(68)	(68)	(68)
기타포괄손익누계액	(524)	(2,554)	(3,357)	(3,291)	(2,974)
이익잉여금	6,553	7,391	8,177	9,185	10,248
해약환급금준비금	3,422	4,018	4,367	4,445	4,523

주요 투자 지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
CSM Movement					
기초 CSM	8,319	9,079	8,248	9,300	9,593
신계약 CSM	1,679	1,821	2,085	2,187	2,205
이자부리	262	319	321	346	362
CSM 조정	(310)	(2,038)	(379)	(1,209)	(794)
CSM 상각	(874)	(932)	(973)	(1,032)	(1,082)
기말 CSM	9,079	8,248	9,300	9,593	10,283
CSM 전환배수(배)	11.1	12.8	16.4	17.2	17.2
CSM 상각률(%)	9.8	9.7	10.1	9.9	9.9
자본적정성					
K-ICS비율(%)	173.2	157.0	166.6	172.8	184.5
지급여력금액	12,074	12,403	13,932	15,269	17,296
지급여력기준금액	6,972	7,900	8,363	8,835	9,377

주: K-IFRS (별도) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

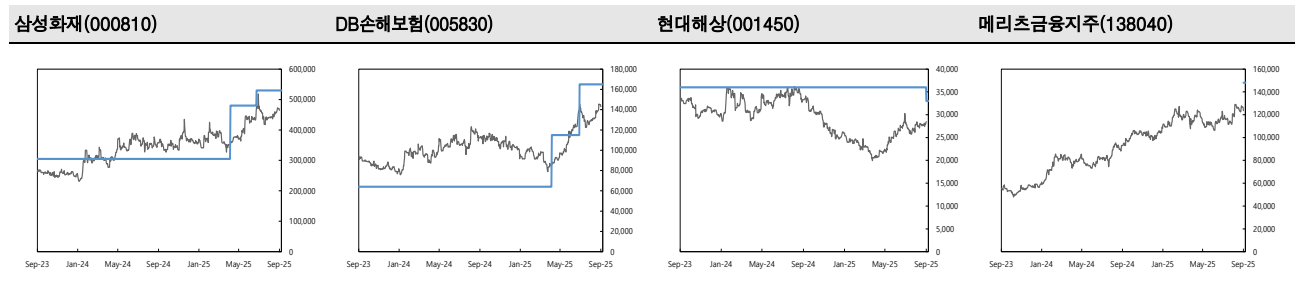
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
보험손익	526	1,043	705	999	1,061
장기	249	865	625	786	773
CSM상각	873	933	973	1,032	1,082
신계약	-	-	-	-	-
보유계약	-	-	-	-	-
RA상각	130	132	129	139	149
에실차	(206)	(212)	(289)	(197)	(270)
보험금	(195)	(188)	(287)	(182)	(261)
사업비	(11)	(24)	(2)	(15)	(9)
기타	(548)	12	(188)	(188)	(188)
자동차	201	19	(59)	72	146
자동차보험수익	4,234	4,172	3,962	4,044	4,067
자동차보험비용	4,032	4,152	4,021	3,972	3,920
일반	76	159	138	141	141
일반보험수익	1,005	1,085	1,091	1,110	1,116
일반보험비용	929	927	953	969	975
투자손익	496	352	395	410	423
운용손익	1,279	1,208	1,268	1,346	1,425
보험금융손익	(783)	(856)	(872)	(937)	(1,002)
영업이익	1,022	1,395	1,100	1,408	1,484
영업외이익	(24.4)	(28.7)	(40.0)	(39.6)	(39.6)
세전이익	953	1,366	1,060	1,369	1,445
법인세비용	181	336	274	361	381
실효세율(%)	19.0	24.6	25.9	26.4	26.4
계속사업이익	772	1,031	786	1,007	1,063
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	772	1,031	786	1,007	1,063
지배순이익	-	-	-	-	-
비지배순이익	-	-	-	-	-

Valuation

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당 지표(원)					
BPS	78,010	62,835	62,617	76,314	93,914
EPS	9,750	13,144	10,023	12,848	13,558
(증가율, %)	(39.5)	34.8	(23.7)	28.2	5.5
DPS	2,063	0	0	0	2,500
주가 지표(배)					
PBR	0.40	0.39	0.45	0.37	0.30
PER	3.2	1.9	2.8	2.2	2.1
배당수익률(%)	6.7	0.0	0.0	0.0	8.8
배당성장률(%)	20.9	0.0	0.0	0.0	18.4
수익성(%)					
ROE	12.6	16.8	16.0	20.5	17.8
ROA	1.69	2.36	1.64	1.98	1.98

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
삼성화재(000810)	2025.04.21	매수	480,000원	-15.5	-3.5	현대해상(001450)	2025.07.14	매수	165,000원	-	-
	2025.07.09	매수	530,000원	-	-		2025.09.16	매수	33,000원	-	-
DB손해보험 (005830)	2025.04.21	매수	115,000원	-6.9	20.7	메리츠금융지주 (138040)	2025.09.16	매수	148,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 9월 16일 현재 삼성화재, 현대해상, DB손해보험, 메리츠금융지주 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 9월 16일 현재 메리츠금융지주 발행주식의 자사주매매(신탁포함) 위탁 증권사입니다.
- 당사는 삼성화재 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.9%	22.1%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.