



BUY (Maintain)

목표주가: 28,000 원

주가(2/21): 24,000 원

시가총액: 21,456 억원



보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI	2,654.58pt
시가총액	21,456 억 원
52 주 주가동향	최고가 36,150 원 최저가 23,700 원
최고/최저가대비 등락율	-33.61% 1.27%
수익률	절대 상대 1M 0.0% 4.6% 6M -32.0% -0.9% 1Y -25.5% 0.2%

Company Data

발행주식수	89,400 천주
일평균 거래량(3M)	361 천주
외국인 지분율	39.38%
배당수익률(24E)	0.0%
BPS(24E)	55,114 원
주요 주주	정몽윤 외 4 인
	22.85%

(십억원, 배)	2023	2024	2025E
보험이익	526.5	1,043.1	948.9
투자이익	450.8	352.1	371.4
영업이익	977.3	1,395.2	1,320.3
세전이익	952.9	1,366.4	1,320.3
당기순이익	772.3	1,030.7	990.2
ROE	9.9	18.7	19.3
ROA	0.5	2.2	2.1
EPS	8,639	11,529	11,076
BPS	68,424	55,114	59,473
PER	3.6	2.1	2.2
PBR	0.5	0.4	0.4
DPS	2,063	0	0
배당수익률 (%)	6.7	0.0	0.0

Price Trend



현대해상 (001450)

아쉬운 대규모 CSM 조정



4 분기 순이익은 -157 억원을 기록하며 전년동기에 이어 적자 지속. 예실차 악화 및 손실부담계약비용 반영 지속 등의 영향이며, CSM 조정도 전분기말 잔액의 15%에 해당하는 1 조 4,365 억원이 반영되었음. K-ICS 비율도 전분기대비 큰 폭 하락. 신계약 CSM은 증가세를 보이고 있으나 현재로서는 CSM 상각의 감소 및 추가 자본비율 하락 가능성 등으로 주주환원 재개 시점을 예상하기 어려운 상황. 투자의견 Outperform, 목표주가 28,000 원 유지

>>> 연간 순이익 33% (YoY) 증가

2024년 4분기 순이익은 전년동기에 이어 적자가 유지된 -157 억원을 기록했다. 손실부담계약비용의 큰 폭 축소에도 예실차가 악화되며 보험이익의 부진이 지속되었다. 2024년 연간 순이익은 33% (YoY) 증가한 1조 307 억원을 기록했다(공시이율 예실차 회계처리 변동이 소급 적용되면서 2023년 연간 순이익은 334 억원 감소).

>>> 비용 반영과 계절성 요인 등으로 부진

현대해상의 4분기 보험이익은 -478 억원으로 전년동기에 이어 적자를 기록했는데(vs. 4Q23 -2279 억원), 실손 요율 인상 효과 등으로 손실계약비용은 1,499 억원으로 전년동기대비 큰 폭으로 축소되었으나(vs. 4Q23 4,808 억원) 계절성 질환 유행에 따라 손해율이 상승하면서 보험금예실차가 악화된 영향이다. 자동차보험손익은 손해율 상승으로 전년동기대비 적자폭이 약 700 억원 가량 확대되었으며, 일반보험손익은 외형 성장에 힘입어 전년동기대비 약 340 억원 증가했다. 투자이익은 보유자산의 평가/처분이익 감소로 전년동기대비 72% 감소했다. 신계약 CSM은 전년동기대비 39% 증가한 4,960 억원이었는데, 앙호한 매출과 동시에 요율 인상이 반영됨에 따라 CSM 배수가 향상된 영향이다. 2025년에도 요율 인상에 따른 CSM 배수 상승을 추가로 기대 중이다. CSM 잔액은 1조 4,365 억원의 조정이 반영되면서 전분기말대비 12% 감소한 8조 2,478 억원이었는데, 무/저해지보험 가이드라인 적용의 영향이 약 7,300 억원 반영되었다. 연말 예상 K-ICS 비율은 전분기말대비 14%p 감소한 156%인데, 할인율 규제 강화 영향으로 13%p 감소가 예상되나 신계약 CSM 확보 등을 통해 2025년말 160%를 목표 중이다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 28,000 원 유지

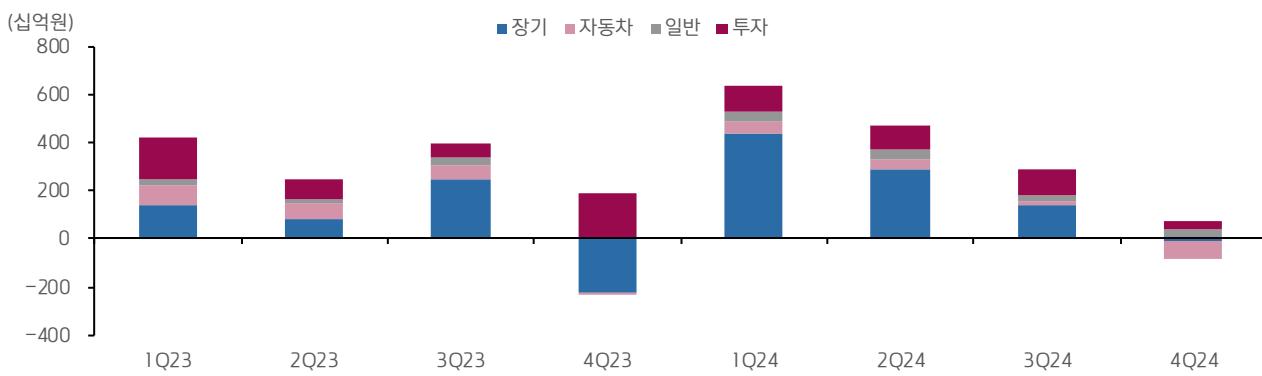
견조한 연간 실적을 기록했으나 전년에 이어 높은 실적 변동성이 유지되고 있는 점은 아쉽다. K-ICS 비율도 CSM 조정에 따라 상대적으로 하락폭이 커던 바 향후 관리가 필요할 것으로 보인다. 경쟁사 대비 늦었던 요율 인상이 CSM 배수 향상 등에 점진적으로 영향을 미치고 있는 바 향후 비용 축소와 실적 개선이 기대된다. 주주환원 재개 시점은 여전히 불확실한 상황이다.

현대해상 분기실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P
보험이익 (YoY)	246.0	169.6	338.8	(228.0)	532.9	375.9	182.0	(47.8)	526.5	1,043.1
일반/VFA	144.8	79.2	252.1	(227.3)	443.6	290.2	141.9	(10.4)	248.8	865.3
CSM 상각	205.7	209.6	220.9	236.6	239.1	237.4	240.1	216.2	872.9	932.8
RA 해제	32.8	31.4	31.6	34.3	34.7	31.8	32.0	33.9	130.0	132.5
예실차	(46.4)	(94.0)	(47.4)	(17.9)	(47.0)	31.6	(98.5)	(98.5)	(205.7)	(212.4)
보험금예실차	(48.7)	(90.2)	(47.7)	(8.0)	(31.3)	46.8	(93.3)	(110.6)	(194.6)	(188.3)
사업비예실차	2.3	(3.8)	0.3	(9.9)	(15.8)	(15.2)	(5.2)	12.1	(11.1)	(24.1)
기타	(47.3)	(67.8)	47.1	(480.4)	216.8	(10.6)	(31.8)	(162.0)	(548.4)	12.4
PAA	101.3	90.4	86.7	(0.7)	89.3	85.8	40.1	(37.4)	277.7	177.8
자동차보험손익	75.6	73.4	58.2	(5.9)	42.4	40.1	13.2	(76.5)	201.2	19.2
일반보험손익	25.7	17.0	28.5	5.2	46.9	45.7	27.0	39.1	76.4	158.6
투자이익 (YoY)	173.9	81.4	56.3	139.2	108.2	95.9	109.1	38.8	450.8	352.1
보험금융손익	(195.8)	(194.1)	(204.5)	(234.0)	(211.6)	(209.1)	(196.0)	(239.6)	(828.3)	(856.4)
투자서비스손익	369.7	275.5	260.8	373.1	319.9	305.0	305.1	278.4	1,279.1	1,208.4
영업이익 (YoY)	419.9	251.0	395.2	(88.8)	641.1	471.8	291.2	(9.0)	977.3	1,395.2
영업외손익	(6.8)	(6.7)	(5.6)	(5.3)	(9.1)	(5.8)	(5.2)	(8.5)	(24.4)	(28.7)
세전이익	413.1	244.3	389.6	(94.1)	632.0	466.0	285.9	(17.5)	952.9	1,366.4
법인세비용	97.8	62.6	100.2	(80.1)	154.7	110.3	72.5	(1.8)	180.6	335.8
당기순이익 (YoY)	315.3	181.7	289.4	(14.0)	477.3	355.7	213.4	(15.7)	772.3	1,030.7

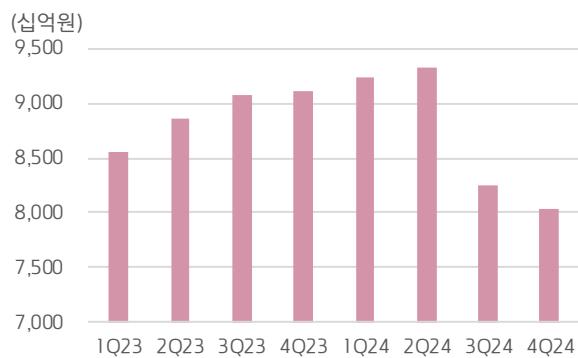
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

현대해상의 부문별 이익 추이



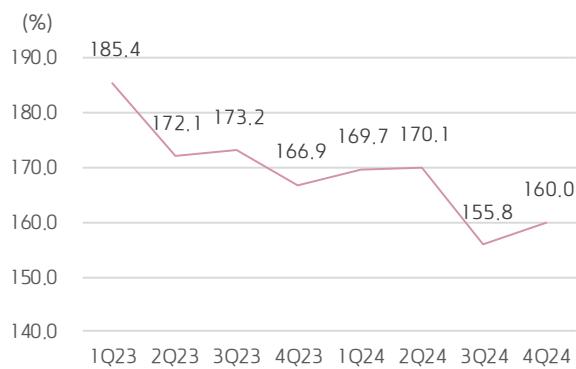
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터.

CSM 기말 잔액 추이



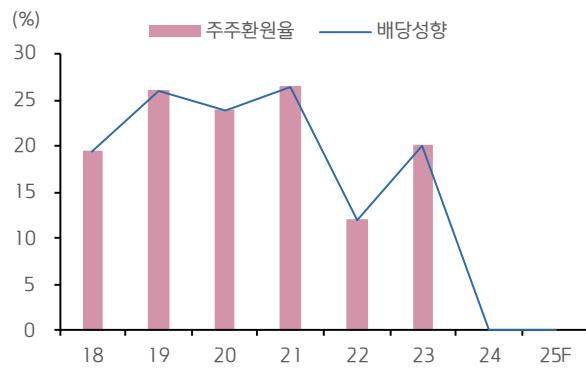
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터.

K-ICS 비율 추이



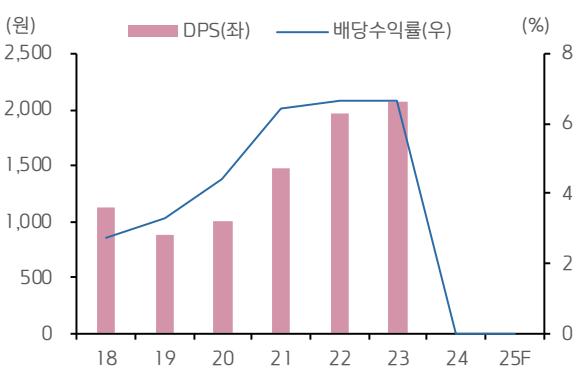
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터.

주주환원율과 배당성향



자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터.

DPS 와 배당수익률



자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터.

포괄손익계산서

	(단위: 십억원)				
12 월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
보험이익	526.5	1,043.1	948.9	1,138.4	
일반/VFA	248.8	865.3	814.2	1,012.2	
CSM 상각	872.9	932.8	785.9	830.3	
RA 해제	130.0	132.5	149.6	149.5	
예실차	(205.7)	(212.4)	(91.8)	80.2	
보험금예실차	(194.6)	(188.3)	(40.6)	129.4	
사업비예실차	(11.1)	(24.1)	(51.2)	(49.2)	
기타	(548.4)	12.4	(29.5)	(47.8)	
PAA	277.7	177.8	134.7	126.1	
자동차보험손익	201.2	19.2	9.3	(29.4)	
일반보험손익	76.4	158.6	125.4	155.6	
투자이익	495.6	352.1	371.4	394.6	
보험금융손익	(783.5)	(856.4)	(769.0)	(784.5)	
투자서비스손익	1,279.1	1,208.4	1,140.4	1,179.1	
영업이익	1,022.1	1,395.2	1,320.3	1,533.0	
영업외손익	24.4	28.7	0.0	0.0	
세전이익	997.7	1,366.4	1,320.3	1,533.0	
법인세비용	191.9	335.8	330.1	383.2	
당기순이익	805.7	1,030.7	990.2	1,149.7	
CSM Movement					
기시	8,319	9,079	8,248	8,762	
신계약	357	496	420	436	
이자부리	70	83	77	81	
상각	237	216	201	212	
조정	(21)	1,436	182	179	
기말	9,079	8,248	8,762	9,259	
CSM 증감 (YoY, %)	9	(9)	6	6	
순증액	759	(831)	514	497	
K-ICS 비율	173.2	155.8	160.7	162.3	
지급여력금액	12,074	11,984	12,517	13,181.3	
지급여력기준금액	6,972	7,442	7,790	8,123.2	

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
운용자산 비중 (%)					
FVPL	19.6	18.5	18.1	17.7	
FVOCI	47.0	49.5	49.9	50.3	
AC	0.0	0.0	0.0	0.0	
대출채권	25.1	22.4	25.3	26.1	
부동산	2.6	2.7	2.7	2.7	
주요비율 (%، 배)					
ROA	0.5	2.2	2.1	2.6	
ROE	10.3	18.7	19.3	20.6	
P/E	3.4	2.1	2.2	1.9	
P/B	0.45	0.44	0.41	0.37	

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계					
운용자산	43,758	47,978	44,562	45,479	
FVPL	41,500	45,787	42,527	43,403	
FVOCI	8,130	8,453	7,695	7,698	
AC	19,515	22,671	21,226	21,837	
대출채권	0	0	0	0	
부동산	10,397	10,246	10,287	10,328	
비운용자산	1,092	1,234	1,146	1,170	
비운용자산	2,241	2,168	2,035	2,076	
부채총계					
책임준비금	37,641	43,051	39,245	39,645	
보험계약부채	34,817	38,302	35,353	35,886	
잔여보장요소	31,527	34,802	35,353	35,886	
최선추정	27,226	30,166	30,754	31,323	
위험조정	12,970	16,462	16,466	16,466	
보험계약마진	1,586	1,908	1,908	1,908	
보험료배분접근법	9,142	8,305	8,820	9,317	
발생사고요소	3,527	3,490	3,561	3,632	
최선추정	4,301	4,636	4,599	4,563	
위험조정	4,134	4,451	4,415	4,380	
재보험계약부채	167	185	184	182	
투자계약부채	0	0	0	0	
기타부채	3,290	3,500	3,500	3,504	
기타부채	2,825	4,749	3,891	3,760	
자본총계					
자본금	6,117	4,927	5,317	5,834	
자본잉여금	45	45	45	45	
자본잉여금	113	113	113	113	
신종자본증권	0	0	0	0	
이익잉여금	6,526	7,391	8,042	8,820	
해약환급금준비금	3,422	4,018	4,344	4,749	
자본조정	(69)	(68)	(68)	(68)	
기타포괄손익누계액	(498)	(2,554)	(2,815)	(3,076)	
비자본금	0	0	0	0	

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주주환원지표					
DPS (원)	2,063	0	0	0	
증가율(YoY, %)	5				
배당성향 (%)	20.1	0.0	0.0	0.0	
배당수익률 (%)	6.7	0.0	0.0	0.0	
현금배당액 (십억원)	161.8	0.0	0.0	0.0	
자기주식수 (천주)	10,986	10,986	10,986	10,986	
발행주식수 (천주)	89,400	89,400	89,400	89,400	
자기주식 비중 (%)	12.3	12.3	12.3	12.3	
자기주식 소각액	0	0	0	0	
총주주환원율 (%)	20.1	0.0	0.0	0.0	

Compliance Notice

- 당사는 2월 21일 현재 '현대해상(001450)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

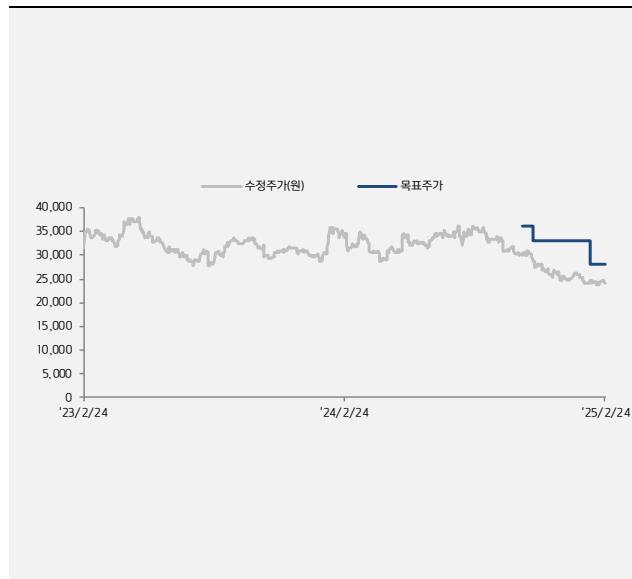
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
현대해상 (001450)	2024-10-30	Outperform(Initiate)	36,000 원	6개월	-16.59	-14.44
	2024-11-15	Outperform(Maintain)	33,000 원	6개월	-20.64	-14.39
	2025-02-03	Outperform(Maintain)	28,000 원	6개월	-15.24	-12.00
	2025-02-24	Outperform(Maintain)	28,000 원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기법	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/01/01~2024/12/31)

매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%