



## BUY (Maintain)

목표주가: 26,000 원(하향)

주가(5/14): 22,100 원

시가총액: 19,802 억원



보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

## Stock Data

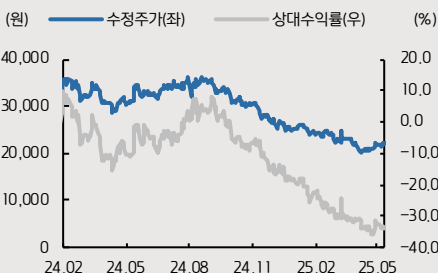
KOSPI		2,640.57pt	
시가총액		19,802 억 원	
52 주 주가동향		최고가	최저가
		36,150 원	19,960 원
최고/최저가대비 등락율		-38.73%	10.97%
수익률		절대	상대
	1M	6.2%	7.0%
	6M	-19.0%	7.5%
	1Y	-35.2%	-2.1%

## Company Data

발행주식수	89,400 천주
일평균 거래량(3M)	323 천주
외국인 지분율	36.49%
배당수익률(25E)	0.0%
BPS(25E)	47,206 원
<hr/>	
주요 주주	정몽윤 외 4인 22.85%

(십억원, 배)	2023	2024	2025E
보험이익	526.5	1,043.1	1,196.1
투자이익	450.8	352.1	403.2
영업이익	977.3	1,395.2	1,599.3
세전이익	952.9	1,366.4	1,588.7
당기순이익	772.3	1,030.7	1,190.5
ROE	9.9	18.7	26.0
ROA	0.5	2.2	2.5
EPS	8,639	11,529	13,317
BPS	68,424	55,114	47,206
PER	3.6	1.9	1.7
PBR	0.5	0.4	0.5
DPS	2,063	0	0
배당수익률 (%)	6.7	0.0	0.0

## Price Trend



## 현대해상 (001450)

## CSM 회복으로 미래 기를 마련



1 분기 순이익은 2,032 억원을 기록하며 전년동기대비 57% 감소. 전년동기 손실부담계약비용 환입이 있었던 높은 기저와 이번 분기 독감 유행에 따른 손해를 상승 등의 영향. 작년 4 분기 대규모 조정이 있었던 CSM 은 빠르게 회복하며 향후 수익성에 대한 우려는 완화되는 중. 상대적으로 높은 실적 변동성과 주주환원 불확실성이 이어지고 있기에 투자의견 Outperform, 목표주가 26,000 원 하향

## &gt;&gt;&gt; 1Q25 순이익 -57% (YoY)

2025 년 1 분기 순이익은 전년동기대비 57% 감소한 2,032 억원을 기록했다. 실적이 상대적으로 큰 폭으로 감소한 이유는 보험금예실차가 크게 부진했기 때문이다. 상대적으로 높은 실적 변동성과 주주환원 관련 불확실성이 이어지고 있는 모습이다.

## &gt;&gt;&gt; 실적은 부진했지만, CSM 은 선방

현대해상의 1 분기 보험이익은 67% (YoY) 감소했는데, 전년동기 2,264 억원의 손실부담계약비용 환입이 있었던 높은 기저와 독감 유행으로 보험금예실차가 부진했던 영향이다. 자동차보험손익은 누적된 요율 인하에 따른 손해를 상승으로 63% (YoY) 감소했으며, 일반보험손익은 외형과 손해액이 모두 증가하여 2% (YoY) 감소했다. 투자이익은 1% (YoY) 감소한 1,070 억원이었는데, 이자/배당손익은 감소하였으나 평가/처분손익의 적자폭이 축소된 것이 이를 상쇄했다.

신계약 CSM 은 전년동기대비 18% 증가한 4,779 억원이었는데, 월초보험료는 15% (YoY) 감소했음에도 요율 인상이 반영됨에 따라 신계약 CSM 배수가 전년동기 10.4 배에서 14.1 배로 큰 폭으로 상승하며 신계약 CSM 성장을 견인했다. CSM 잔액은 전년말대비 10.4% 증가한 9 조 1,083 억원을 기록했는데, 양호한 신계약 CSM 과 약 5,000 억원의 양의 CSM 조정 등이 반영되었기 때문이다. 1 분기말 예상 K-ICS 비율은 CSM 성장과 후순위채 발행 등에 힘입어 전년말대비 2.4%p 상승한 159.4%이다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 Outperform 유지, 목표주가 26,000 원 하향

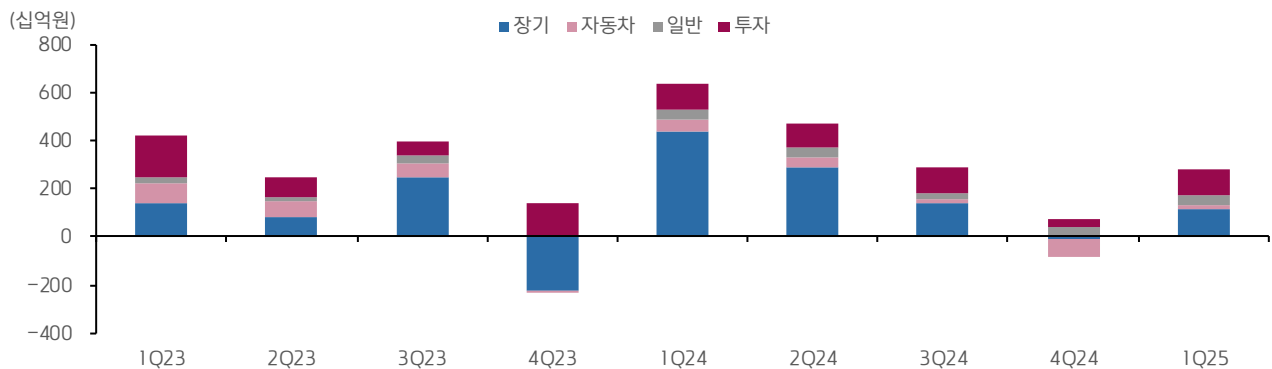
보험금예실차 부진에 따른 실적 악화는 다소 아쉽지만, 전년 반영된 대규모 CSM 조정이 대부분 회복되었으며 신계약 CSM 역시 견조한 모습을 보이고 있다. 향후 높은 실적 변동성 요인의 영향은 이전보다 크게 축소될 것으로 예상되나, 아직까지 주주환원에 대한 불확실성은 이어지고 있다. 투자의견 Outperform 유지, 목표주가는 26,000 원으로 하향한다.

## 현대해상 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
보험이익	532.9	375.9	182.0	(47.8)	175.9	419.1	418.1	182.9	1,043.1	1,196.1
(YoY)	117%	122%	-46%	적지	-67%	11%	130%	흑전	98%	15%
일반/VFA	443.6	290.2	141.9	(10.4)	114.3	329.7	341.6	195.3	865.3	980.8
CSM 상각	239.1	237.4	240.1	216.2	234.2	258.6	266.6	275.7	932.8	1,035.1
RA 해제	34.7	31.8	32.0	33.9	30.8	31.3	31.3	31.3	132.5	124.6
예실차	(47.0)	31.6	(98.5)	(98.5)	(155.5)	37.4	42.8	(73.3)	(212.4)	(148.6)
보험금예실차	(31.3)	46.8	(93.3)	(110.6)	(157.0)	35.3	30.8	(101.8)	(188.3)	(192.6)
사업비예실차	(15.8)	(15.2)	(5.2)	12.1	1.5	2.1	11.9	28.5	(24.1)	44.0
기타	216.8	(10.6)	(31.8)	(162.0)	4.8	2.5	0.9	(38.5)	12.4	(30.3)
PAA	89.3	85.8	40.1	(37.4)	61.6	89.4	76.6	(12.4)	177.8	215.3
자동차보험손익	42.4	40.1	13.2	(76.5)	15.7	23.2	7.5	(81.7)	19.2	(35.4)
일반보험손익	46.9	45.7	27.0	39.1	45.9	66.2	69.1	69.4	158.6	250.6
투자이익	108.2	95.9	109.1	38.8	107.0	96.8	105.1	94.4	352.1	403.2
(YoY)	-38%	18%	94%	-72%	-1%	1%	-4%	143%	-22%	15%
보험금융손익	(211.6)	(209.1)	(196.0)	(239.6)	(210.0)	(211.1)	(212.1)	(213.2)	(856.4)	(846.5)
투자서비스손익	319.9	305.0	305.1	278.4	317.0	307.8	317.3	307.6	1,208.4	1,249.7
영업이익	641.1	471.8	291.2	(9.0)	282.9	515.9	523.3	277.3	1,395.2	1,599.3
(YoY)	53%	88%	-26%	적지	-56%	9%	80%	흑전	43%	15%
영업외손익	(9.1)	(5.8)	(5.2)	(8.5)	(10.6)	0.0	0.0	0.0	(28.7)	(10.6)
세전이익	632.0	466.0	285.9	(17.5)	272.3	515.9	523.3	277.3	1,366.4	1,588.7
법인세비용	154.7	110.3	72.5	(1.8)	69.1	129.0	130.8	69.3	335.8	398.2
당기순이익	477.3	355.7	213.4	(15.7)	203.2	386.9	392.5	208.0	1,030.7	1,190.5
(YoY)	532.9	375.9	182.0	(47.8)	-57%	9%	84%	흑전	33%	16%

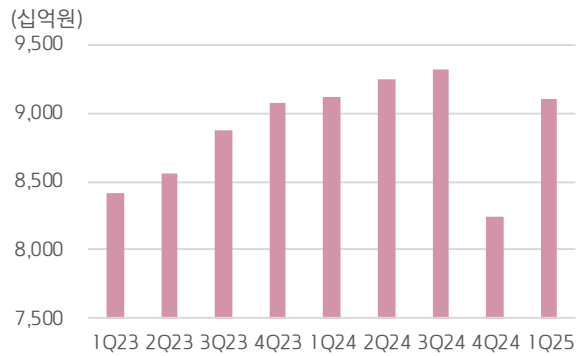
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터

## 현대해상의 부문별 이익 추이



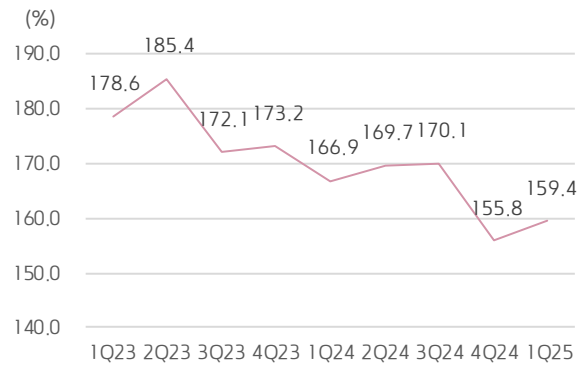
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터.

## CSM 기말 잔액 추이



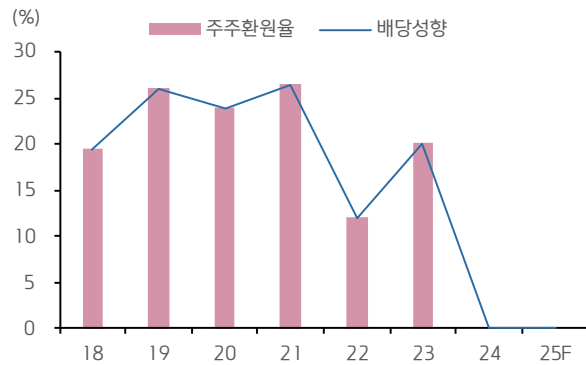
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터.

## K-ICS 비율 추이



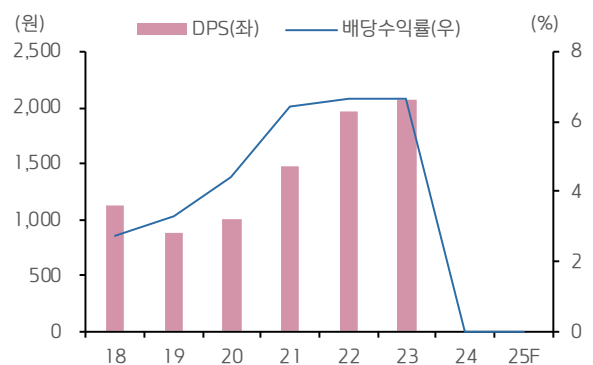
자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터.

## 주주환원율과 배당성향



자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터.

## DPS와 배당수익률



자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터.

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>보험이익</b>		526.5	1,043.1	1,196.1	1,391.5
일반/VFA		248.8	865.3	980.8	1,289.9
CSM 상각		872.9	932.8	1,035.1	1,215.3
RA 해제		130.0	132.5	124.6	125.0
예실차		(205.7)	(212.4)	(148.6)	(0.5)
보험금예실차		(194.6)	(188.3)	(192.6)	(55.3)
사업비예실차		(11.1)	(24.1)	44.0	54.8
기타		(548.4)	12.4	(30.3)	(49.8)
PAA		277.7	177.8	215.3	101.6
자동차보험손익		201.2	19.2	(35.4)	(56.0)
일반보험손익		76.4	158.6	250.6	157.6
<b>투자이익</b>		450.8	352.1	403.2	422.7
보험금융손익		(828.3)	(856.4)	(846.5)	(863.5)
투자서비스손익		1,279.1	1,208.4	1,249.7	1,286.2
<b>영업이익</b>		977.3	1,395.2	1,599.3	1,814.2
영업외손익		(24.4)	(28.7)	(10.6)	0.0
<b>세전이익</b>		952.9	1,366.4	1,588.7	1,814.2
법인세비용		180.6	335.8	398.2	453.5
<b>당기순이익</b>		772.3	1,030.7	1,190.5	1,360.6
<b>CSM Movement</b>					
기시		8,319	9,079	8,248	10,094
신계약		357	496	499	514
이자부리		70	83	86	100
상각		237	216	276	320
조정		(21)	1,436	(73)	(86)
기말		9,079	8,248	10,094	11,646
CSM 증감 (YoY, %)		9	(9)	22	15
손증액		759	(831)	1,846	1,552
<b>K-ICS 비율</b>		173.2	155.8	159.4	164.7
지급여력금액		12,074	11,984	12,416	13,379.5
지급여력기준금액		6,972	7,442	7,790	8,123.2

## 투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>운용자산 비중 (%)</b>					
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
<b>주요비율 (% 배)</b>					
ROA		0.5	2.2	2.5	2.9
ROE		9.9	18.7	26.0	29.4
P/E		3.6	1.9	1.7	1.5
P/B		0.45	0.40	0.47	0.39

자료: 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>자산총계</b>		43,758	47,978	46,517	48,816
운용자산		41,500	45,787	44,438	46,634
FVPL		8,130	8,453	8,346	8,584
FVOCI		19,515	22,671	22,967	24,295
AC		0	0	0	0
대출채권		10,397	10,246	10,484	10,526
부동산		1,092	1,234	1,154	1,211
비운용자산		2,241	2,168	2,079	2,182
<b>부채총계</b>		37,641	43,051	42,297	43,781
책임준비금		34,817	38,302	37,743	39,332
보험계약부채		31,527	34,802	37,743	39,332
잔여보장요소		27,226	30,166	33,171	34,796
최선추정		12,970	16,462	17,469	17,469
위험조정		1,586	1,908	1,940	1,940
보험계약마진		9,142	8,305	10,150	11,702
보험료배분접근법		3,527	3,490	3,612	3,684
발생사고요소		4,301	4,636	4,572	4,536
최선추정		4,134	4,451	4,391	4,356
위험조정		167	185	181	180
재보험계약부채		0	0	0	0
투자계약부채		3,290	3,500	3,486	3,489
기타부채		2,825	4,749	4,553	4,449
<b>자본총계</b>		6,117	4,927	4,220	5,035
자본금		45	45	45	45
자본잉여금		113	113	113	113
신종자본증권		0	0	0	0
이익잉여금		6,526	7,391	8,237	9,193
해약환급금준비금		3,422	4,018	4,508	5,024
자본조정		(69)	(68)	(68)	(68)
기타포괄손익누계액		(498)	(2,554)	(4,107)	(4,247)
비지배지분		0	0	0	0

## 투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>주주환원지표</b>					
DPS (원)		2,063	0	0	0
증가율(YoY, %)					
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 5월 14일 현재 '현대해상(001450)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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

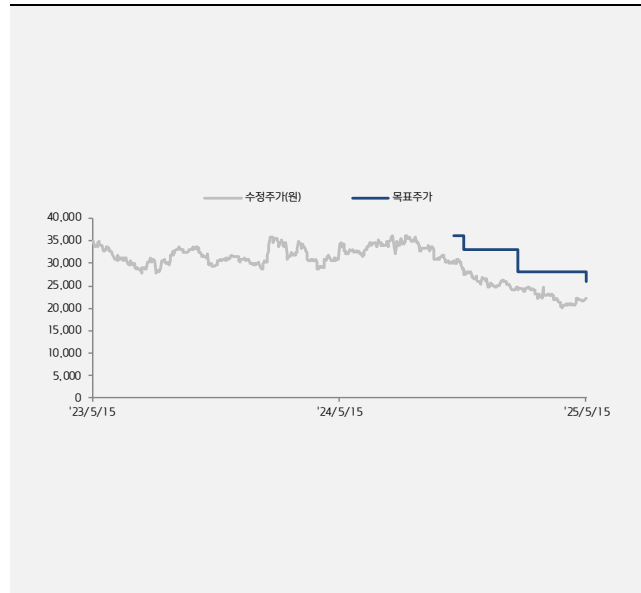
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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(2 개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
현대해상 (001450)	2024-10-30	Outperform(initial)	36,000 원	6개월	-16.59	-14.44
	2024-11-15	Outperform(Maintenance)	33,000 원	6개월	-20.64	-14.39
	2025-02-03	Outperform(Maintenance)	28,000 원	6개월	-19.23	-11.61
	2025-05-15	Outperform(Maintenance)	26,000 원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2 개년)



## 투자의견 및 적용기준

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

## 투자등급 비율 통계 (2024/04/01~2025/03/31)

매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%