

현대해상  
(001450)

박해진 hyejin.park@daishin.com

투자 의견

Buy

매수, 유지

6개월

목표주가

44,000

유지

현재주가

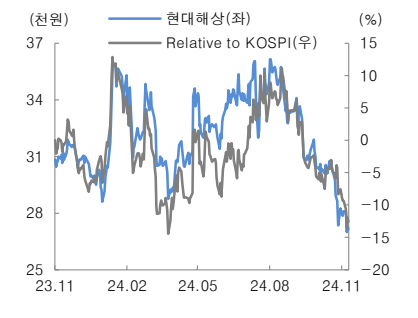
(24.11.28)

27,150

보험업종

KOSPI	2,504.67
시가총액	2,427십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	45십억원
52주 최고/최저	36,150원 / 27,000원
120일 평균거래대금	122억원
외국인지분율	39.54%
주요주주	정몽준 외 4인 22.85% 국민연금공단 9.67%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.1	-23.1	-15.9	-12.7
상대수익률	-6.2	-17.4	-8.6	-12.1



Blessings in disguise

- '24년 배당 불가능해짐에 따라 내년 최우선 목표는 자본관리
- 상품 구성도 변화. 보험료 인상을 비롯하여 퀄리티 컨트롤 강화할 듯
- 실손보험구조개혁 가장 수혜, 재무 안정성 갖춰 과거 위상 회복 고대

자본관리가 우선, 내년은 내실 다지는 한 해 될 것

해약환급금준비금 제도 개선이 K-ICS비율 200% 상회하는 회사에 한해 적립 부담을 줄여주게 되면서 '24년 동사의 배당은 불가능해짐. 이에 따라 자본관리가 동사의 최우선 목표가 될 수 밖에 없는데 1) 후순위채 발행(1조원 추정), 2) 금융재보험 등으로 K-ICS비율 상향 시킬 예정. 1) 안으로 동 비율은 +13%p 가량 상승하고, 2) 안으로 추가 +10%p 내외 상승하여 '25년말 180% 이상 유지 가능할 것으로 예상. 다만 변수는 금리인데, 자산-부채 듀레이션 미스매칭으로 금리 하락 시 K-ICS비율 하락. 특히 20년물 이상 장기채 금리에 민감한데, 내년 금리 하락폭이 예상보다 크다면 애써 올려둔 자본비율을 상쇄시킬 수 있음. 민감도는 금리 100bp당 가용자본 8,600억원

상품판매도 변화가 이뤄질 것인데, 물량과 리스크를 줄이고 내년 1월 1일 무/저해지 상품 보험료 인상 예정. 듀레이션 매칭을 위해 주력 상품인 어린이보험 만기를 줄이고 있으며 보험료 인상으로 신계약은 감소할 수 밖에 없어 해약환급금준비금 증가율은 둔화될 것으로 전망. 무/저해지 보험 가정 변경으로 4분기 CSM은 7,000억원 가량 감소할 것으로 예상

실손보험구조개혁, 동사에게 가장 유리한 변화

당사 커버리지 보험 5사 가운데 동사의 실손보험 비중이 가장 높은데, 정부는 12월말 비급여 및 실손보험 구조개혁 발표 예정. 언론보도에 따르면 급여와 비급여를 모두 청구하는 혼합진료 제한, 비급여 서비스 가격을 공개하는 참조 가격제 등이 언급. 실손보험의 근본적인 문제는, 자기부담금이 없거나 적기 때문에 환자와 의사 양쪽 모두 과잉진료를 선호한다는 것. 궁극적으로는 환자의 부담을 가중시키거나, 비급여를 통제 해야하는데, 후자가 관리하기 훨씬 어렵기 때문에 환자 본인 부담금을 크게 가중시키는 방향으로 발표되어야 효과적일 것. 자기부담금을 대폭 높인 5세대 실손보험 출시하여 구 실손 계약자를 재배치 하거나, 계약재매입제도 등이 고려될 수 있음. 실손보험때문에 발생하는 예실차 손실, 손실계약비용의 규모를 감안하면 제도 정상화에 따른 반사이익은 동사가 가장 클 수 밖에 없음

올해 내내 소외된 주가, 재무 구조 안정화로 과거 위상 회복 고대

어쨌든 제도 강화로 올해 배당은 불가능하게 되었지만, 이를 계기로 자본 관리와 계약의 퀄리티 통제가 원활하게 진행되어 건조한 재무구조를 달성한다면 장기적인 관점에서 동사에게 훨씬 유리한 결과. 실손보험 개혁이 전술한대로 이뤄진다면 더더욱 긍정적. 이제 보험사에게 가장 중요한 관리 지표는 자본비율이기 때문에 이에 따라 PBR로 격차가 벌어질 수 밖에 없어 동사의 주가는 올 한해 계속 소외. 모쪼록 회사가 계획한 바 잘 수행되어 과거 위상 빠르게 회복하길 기대

표 1. 언론 보도된 실손보험구조개혁 주요 논의 사항(확정 아님)

주요 논의사항	내용	기대 효과
혼합진료 제한	- 건강보험이 적용되는 급여 진료와 민간 실손보험이 보장하는 비급여 진료를 동시에 받는 '혼합진료'의 보험금 청구 제한 - 의료법, 건강보험법 등에 혼합진료 금지에 관한 법적 근거 포함 - 혼합진료 시 보험사가 보험금을 지급하지 않아도 된다는 약관을 실손보험 상품에 넣는 정부 지침 마련	- 과잉 진료 및 의료비 과다 청구 따른 민간 보험사 및 국민건강보험공단 재정 위험 해소
참조가격제 도입	- 모든 비급여 항목이 아닌, 경증이면서 과잉 청구된 항목을 중심으로 제한 예정 - 의사들이 임의로 정하는 비급여 진료 가격을 정부가 주기적으로 조사해 공시 - 비급여 진료 가격이 정부가 공시한 참조 가격으로 수렴할 것으로 기대	- 비급여 진료 시장 성장 따른 의사들의 특정 진료과 쏠림 현상 막아 필수의료 체계 회복
12세대 실손의료보험 개편	- 비급여 진료 비용을 사실상 무제한으로 보장받을 수 있는 12세대 상품 개선	
응급실 관련 보장범위 축소	- 응급실에서 감기 등 경증 질환 진료 시 실손보험 보장 범위 축소 - 경증 환자를 일반병원으로 유도해 응급실 쏠림 방지	

자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

표 2. 현대해상 CSM 관련

(단위: 십억 원)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	QoQ	YoY
기초 CSM	8,560	8,867	9,079	9,120	9,244	1.4%	8.0%
신계약 CSM	446	357	405	435	485	11.4%	8.7%
이자부리	67	70	76	78	82	5.1%	23.3%
부리이율	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	3.7%	14.2%
CSM 상각	-221	-237	-239	-237	-240	1.2%	8.7%
CSM 조정	15	21	-200	-152	-250	64.2%	-1797.8%
기말 CSM	8,867	9,079	9,120	9,244	9,321	0.8%	5.1%

자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

표 3. 현대해상 자본 관련

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	QoQ	YoY
자본총계	6,510	6,846	6,666	6,117	5,815	5,489	5,430	-1.1%	-18.5%
자본금	45	45	45	45	45	45	45	0.0%	0.0%
자본잉여금	113	113	113	113	113	113	113	0.0%	0.0%
이익잉여금	6,011	6,195	6,485	6,553	6,864	7,220	7,433	3.0%	14.6%
해약환급금준비금	3,038	3,234	3,604	3,422	3,975	4,219	4,432	5.0%	23.0%
자본조정	-68	-68	-69	-69	-68	-68	-68		
기타포괄손익누계액	-89	63	92	-524	-1,139	-1,821	-2,093		

자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

현대해상 기업개요

기업 및 경영진 현황

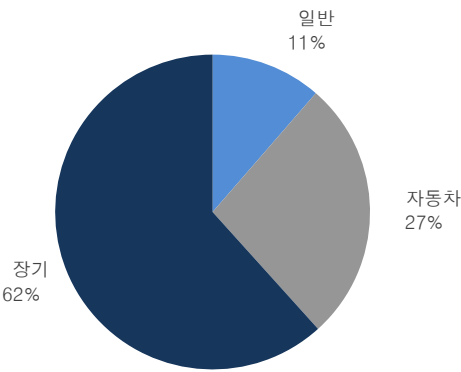
- 1955년 3월에 설립된 국내 손해보험산업의 선두주자로서 해상, 화재, 자동차, 특종, 장기, 연금 및 퇴직보험 등 손해보험업을 주요사업으로 영위하고 있음. 2020년 시장점유율은 16.8%로, 국내 손해보험업계에서 꾸준히 시장지배력을 유지하고 있음
- 조용일, 이성재 대표이사 (2020.03~)
- 자산 54.4조, 부채 49.4조, 자본 5.0조 (2023년 3월 기준)  
(발행주식 수: 89,400,000/ 자사주: 9,985,500)

주가 변동요인

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

자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

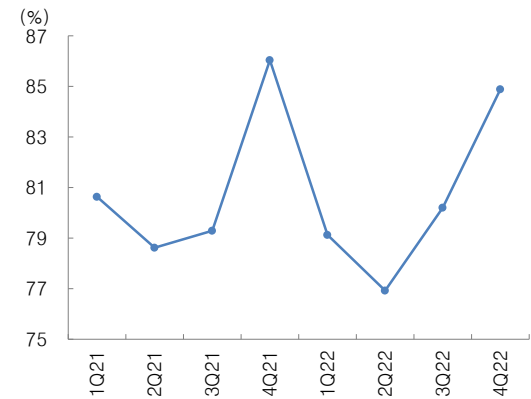
원수보험료 비중



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

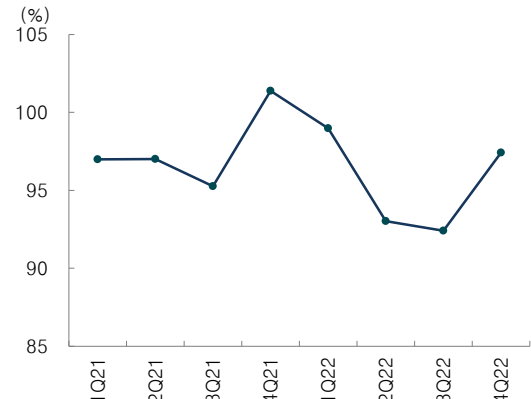
Earnings Driver

현대해상 자동차보험 손해율 추이



자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

현대해상 위험손해율 추이



자료: 현대해상, 대신증권 Research Center



[Compliance Notice]

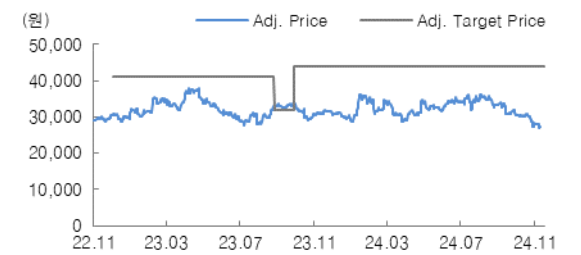
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.11.29	24.11.21	24.11.16	24.11.16	24.10.14	24.10.03
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000
과리율(평균%)		(37.43)	(36.28)	(24.97)	(24.97)	(23.35)
과리율(최대/최소%)		(36.14)	(35.80)	(17.84)	(17.84)	(17.84)
제시일자	24.09.25	24.09.24	24.09.05	24.08.14	24.07.16	24.07.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000
과리율(평균%)	(23.02)	(22.87)	(22.85)	(22.76)	(23.52)	(24.39)
과리율(최대/최소%)	(17.84)	(17.84)	(17.84)	(17.84)	(18.07)	(19.66)
제시일자	24.06.14	24.06.07	24.05.16	24.04.17	24.04.16	24.03.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000
과리율(평균%)	(25.27)	(25.38)	(25.18)	(29.12)	(28.28)	(28.19)
과리율(최대/최소%)	(21.59)	(21.93)	(21.93)	(21.36)	(18.30)	(18.30)
제시일자	24.02.23	24.02.02	24.01.26	23.12.02	23.11.15	23.10.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000	44,000
과리율(평균%)	(28.39)	(28.57)	(29.93)	(30.25)	(29.83)	(29.57)
과리율(최대/최소%)	(18.30)	(18.30)	(19.43)	(23.30)	(23.30)	(23.30)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20241126)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.0%	7.0%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweight(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
  - Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
  - Underweight(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 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