



현대해상 (001450)

드디어 듀레이션 매칭에 성공

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Buy (유지)

목표주가(유지): 43,000원

현재 주가(5/15)	33,350원
상승여력	▲28.9%
시가총액	28,430억원
발행주식수	85,248천주
52 주 최고가 / 최저가	38,800 / 21,800원
90 일 일평균 거래대금	199.67억원
외국인 지분율	37.0%
주주 구성	
정몽윤 (외 7 인)	24.0%
국민연금공단 (외 1 인)	9.9%
자사주 (외 1 인)	7.0%

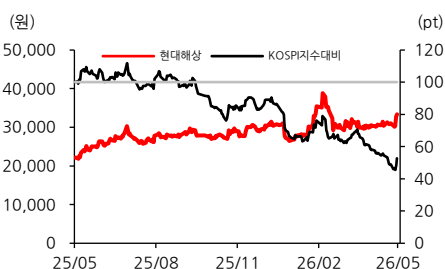
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.8	-5.9	15.0	48.6
상대수익률(KOSPI)	-12.2	-42.0	-71.8	-137.3

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
보험손익	1,043	396	684	741
투자손익	352	330	345	538
영업이익	1,395	726	1,029	1,279
당기순이익	1,031	561	753	937
CSM (*)	8,248	8,902	9,321	9,988
수정 EPS	13,144	7,156	9,558	11,884
수정 BPS	90,311	96,999	103,203	113,511
수정 PER	1.9	4.3	3.5	2.8
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
수정 ROE	12.5	7.6	9.5	10.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0

* 보유 순부채 기준

주가 추이



현대해상은 손실계약의 대규모 환입으로 어닝 서프라이즈를 기록했습니다. 금리 상승 덕분에 듀레이션이 매칭되고, 자본비율이 200%를 상회했습니다. 준비금 제도 완회시 배당재원 확보가 가장 유리한 보험사입니다.

1Q26 별도 순이익 2,233억원(+10% YoY), 어닝 서프라이즈
현대해상의 1Q26 별도 당기순이익은 2,233억원(+10% YoY)으로 당사 추정과 컨센서스를 40% 이상 상회하며 어닝 서프라이즈를 기록. 당사 추정치와 비교하면 주요 라인이 모두 유사했으나 예상치 못한 환입이 900억원 발생하였음. 1Q26 보험손익은 3,021억원(+72% YoY), 환입을 제외하면 21% YoY 증가. 보험금 예실차는 여전히 적자이나 그 폭이 축소되었으며, 적자는 전액 실손에 기인함. 자동차 손해율 악화로 PAA 손익도 전년 동기보다 감소했으나 예상 수준이었음. 손실계약에서는 리스크 기준 변경에 의해 보유계약에서 900억원이 환입됨. 1Q26 투자 손익은 61억원(-94% YoY)으로 대폭 감소. 본질 스프레드(이자+배당-부담이자)는 경상 수준이었으나 구조화채권 및 대체투자에서 평가손이 900억원 발생함. 신계약 CSM은 18% QoQ 감소. 보장성을 중심으로 매출이 14% QoQ 감소하고 마진배수가 1개월 하락한 데 따름. 한편 해지 등에 의한 기중 (-) 조정폭이 크게 축소되면서 CSM 잔액은 3% QoQ 증가함

드디어 듀레이션 매칭에 성공

현대해상은 과거 듀레이션 언매칭(부채d) 자산d)이 큰 보험사로써 금리 하락기에 자본 감소를 경험. 그러나 최근 시장금리 상승으로 부채 할인 폭이 더 크게 나타나면서 당분기 듀레이션 갭이 0에 수렴했고, AOCI 와 호실적에 의해 자본이 4,000억원 증가. 이에 K-ICS비율은 처음으로 200%를 상회함. 다만 배당 재개 여부는 자본비율이 아닌 배당가능 이익에 달려 있으며, 이는 해약준비금 부담이 제도적으로 완회되는 시기를 기다려야 할 것. 제도 개선 시 미배당 보험사 중 배당재원 확보가 가장 유리한 것이 현대해상이라는 의견에는 변함이 없음. 당분기 서프라이즈를 기록했으나 일회성 요인을 감안하면 목표주가 변동이 미미해 기존 43,000원을 유지하며 투자여건 Buy를 유지함

[표1] 현대해상의 1Q26 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	1Q26P	1Q25	YoY	4Q25	QoQ	1Q26E	차이	컨센서스	차이
보험손익	302.1	175.9	71.7	-153.9	흑전	192.1	57.3	n/a	n/a
투자손익	6.1	107.0	-94.3	4.5	36.4	6.6	-7.5	n/a	n/a
영업이익	308.1	282.9	8.9	-149.4	흑전	198.6	55.1	224.0	37.6
당기순이익	223.3	203.2	9.9	-73.0	흑전	146.2	52.7	157.2	42.0

자료: 현대해상, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

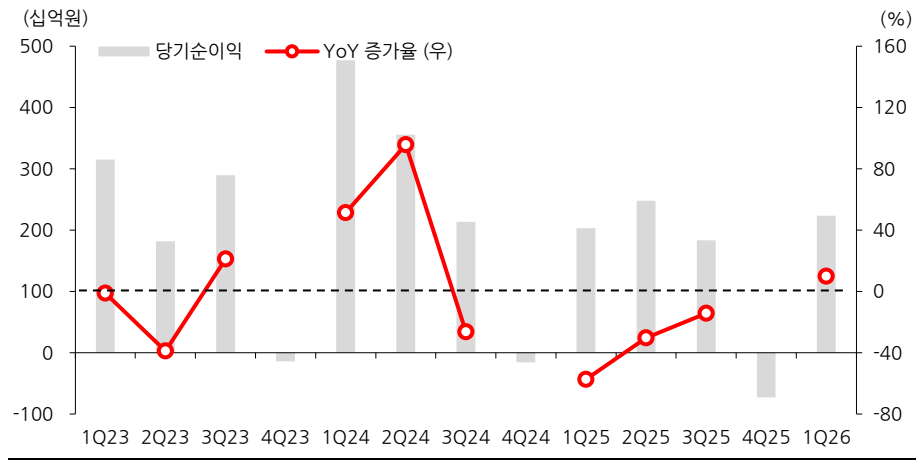
[표2] 현대해상의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	QoQ	YoY
보험+재보험손익	176	213	161	-154	302	흑전	71.7
일반/VFA 모형	129	198	196	-121	276	흑전	113.2
예실차	-99	-37	-72	-94	-75	적지	적지
보험금	-105	-39	-91	-115	-78	적지	적지
사업비	6	3	18	21	4	-82.7	-36.9
RA 변동	31	33	37	36	38	5.2	23.0
CSM 상각	234	240	246	231	238	2.7	1.6
손실계약관련	-33	-33	-19	-296	81	흑전	흑전
기타	-4	-5	4	1	-6	적전	적지
PAA 모형	69	40	-10	-9	40	흑전	-42.1
보험수익	1,503	1,521	1,522	1,529	1,477	-3.4	-1.8
발생순보험금	946	965	1,058	1,049	935	-10.8	-1.1
발생순손사비	147	150	144	146	157	7.6	6.9
손실계약관련	-3	0	2	5	-3	적전	적지
재보험비용	252	277	259	277	262	-5.4	4.2
기타	-86	-90	-72	-72	-79	적지	적지
기타사업비	23	25	25	23	14	-39.8	-38.7
투자손익	107	129	89	4	6	36.4	-94.3
보험금융손익	-210	-187	-202	-289	-227	적지	적지
투자서비스손익	317	316	292	293	233	-20.4	-26.3
영업이익	283	342	251	-149	308	흑전	8.9
영업외이익	-11	-10	-6	-6	-9	적지	적지
세전이익	272	333	245	-155	299	흑전	9.9
당기순이익	203	248	183	-73	223	흑전	9.9
AUM	47,353	47,164	47,382	47,016	46,107	-1.9	-2.6
투자서비스손익	317	316	292	293	233	-20.4	-26.3
Yield	2.7	2.7	2.5	2.5	2.0	-0.5	-0.7
CSM (보유 순부채)	9,108	9,376	9,628	8,902	9,170	3.0	0.7
CSM 상각	234	240	246	231	238	2.7	1.6
단순상각률	10.3	10.2	10.2	10.4	10.4	-0.0	0.1
신계약 CSM (원수)	478	526	514	571	470	-17.7	-1.6
월납 신계약 보험료	33.9	30.2	31.2	33.0	28.4	-14.0	-16.4
단순마진 (개월)	14.1	17.4	16.5	17.3	16.6	-0.7	2.5

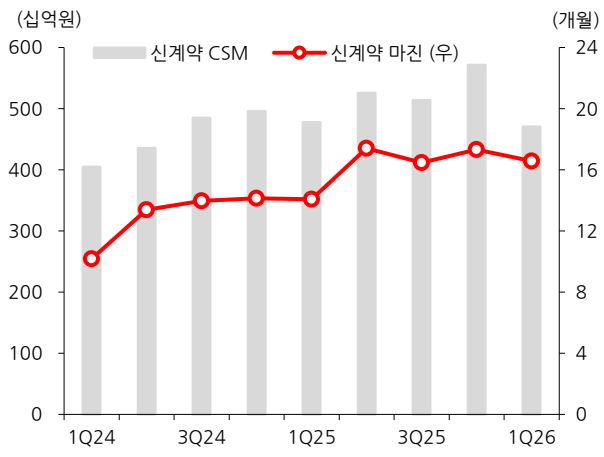
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 현대해상의 분기별 당기순이익 및 증가율



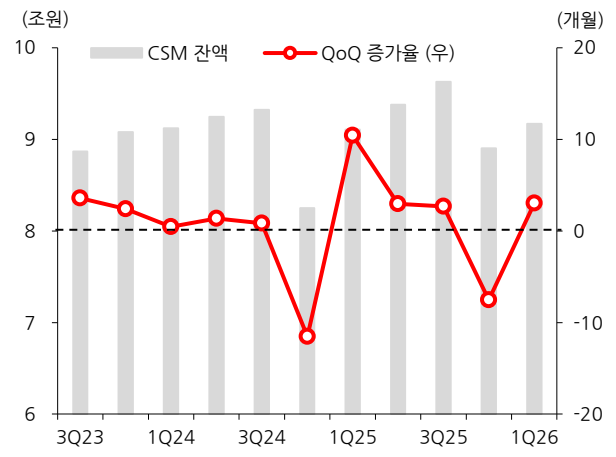
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 현대해상의 신계약 CSM 및 마진배수



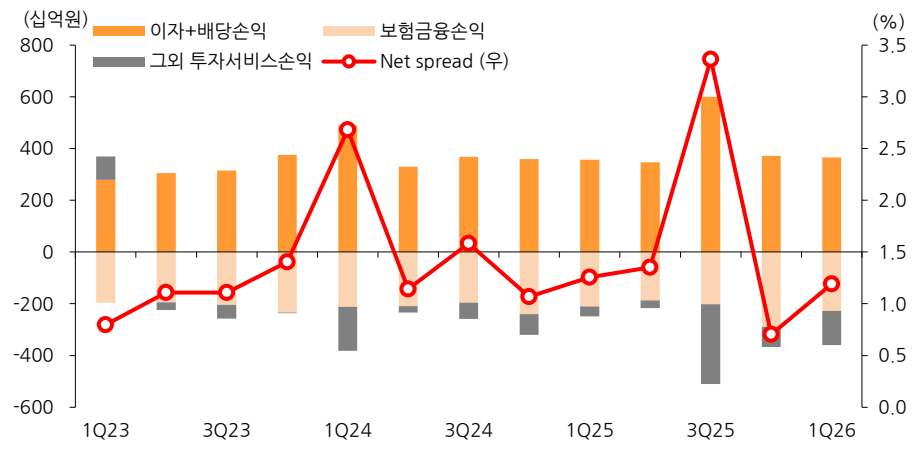
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 현대해상의 CSM 잔액 및 증가율



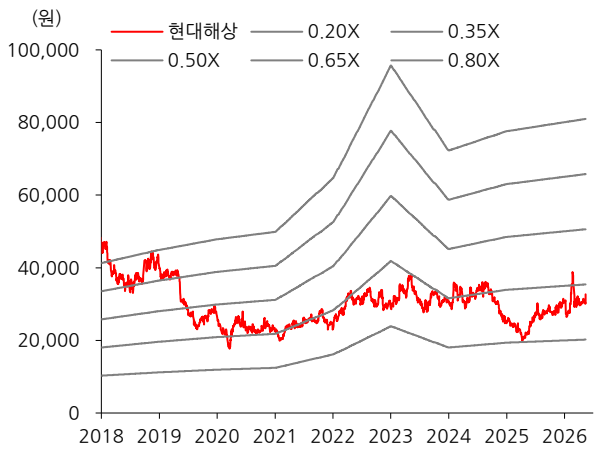
주: 보유 순부채 기준
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 현대해상의 투자손익과 이차 스프레드



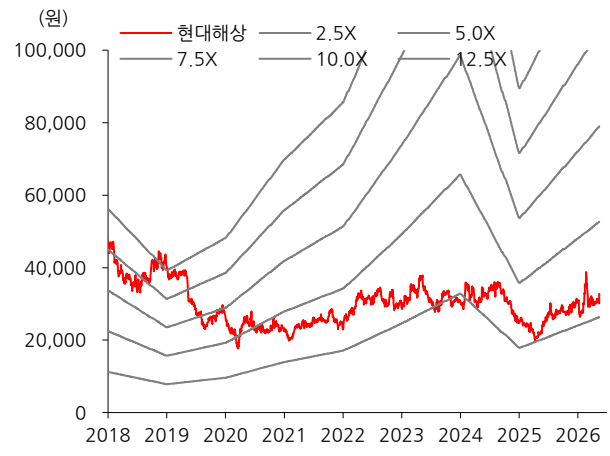
자료: 현대해상, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 현대해상 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 현대해상 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E
운용자산	45,787	47,016	47,268	49,236
현금및예치금	2,119	1,647	1,467	1,518
유가증권	32,189	34,596	34,484	35,873
FVPL	8,453	8,426	8,378	8,641
FVOCI	22,671	25,341	25,212	26,338
AC	0	0	0	0
대출채권	10,246	9,568	10,096	10,574
부동산	1,234	1,205	1,221	1,272
비운용자산	2,168	2,596	2,640	2,743
특별계정자산	23	34	41	43
자산총계	47,978	49,646	49,950	52,022
책임준비금	38,302	39,452	38,110	39,243
BEL	20,913	20,319	18,403	18,330
RA	2,093	2,079	1,938	2,036
CSM	8,305	8,978	9,400	10,069
PAA	3,490	3,477	3,738	3,990
투자계약부채	3,500	4,599	4,630	4,818
기타부채	4,727	5,276	5,984	5,984
후순위채	2,547	3,175	3,176	3,176
특별계정부채	22	35	42	43
부채총계	43,051	44,762	44,135	45,270
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	45	45
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	7,391	7,953	8,774	9,712
해약환급금준비금	4,018	3,917	4,710	5,504
자본조정	-68	-68	-68	-68
기타포괄손익누계	-2,554	-3,159	-2,982	-2,982
자본총계	4,927	4,883	5,814	6,752

성장률

(단위: %)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E
자산총계	9.6	3.5	0.6	4.1
운용자산	10.3	2.7	0.5	4.2
부채총계	14.4	4.0	-1.4	2.6
CSM	-9.2	8.1	4.7	7.1
자본총계	-19.5	-0.9	19.1	16.1
보험손익	98.1	-62.0	72.7	8.3
투자손익	-21.9	-6.2	4.3	56.1
영업이익	42.8	-47.9	41.6	24.3
순이익	33.4	-45.6	34.1	24.5

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E
보험손익	1,043	396	684	741
일반 및 변동수수료모형	910	402	760	800
CSM 상각	933	951	977	996
RA 변동	132	136	149	152
예상과실계차이	-191	-302	-229	-189
손실계약	51.9	-381	-109	-140
기타	-16	-3	-27	-20
보험료배분접근법모형	188	91	17	53
간접사업비	55	97	93	111
투자손익	352	330	345	538
보험금융손익	-856	-888	-874	-852
이자수익	1,122	1,232	1,307	1,365
배당수익	615	710	474	492
FVPL 평가손익	-129	-10	-79	0
기타	-400	-713	-485	-468
영업이익	1,395	726	1,029	1,279
영업외이익	-29	-32	-9	0
세전이익	1,366	694	1,020	1,279
법인세비용	336	133	267	342
당기순이익	1,031	561	753	937

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	142	128	120	124
신계약 CSM	1,821	2,090	1,961	1,991
투자수익률	2.8	2.6	2.6	2.9
수정 Book Value	7,082	7,606	8,185	9,002
수익성				
수정 ROE	12.5	7.6	9.5	10.9
수정 ROA	2.2	1.1	1.5	1.8
주당 지표				
수정 EPS	13,144	7,156	9,558	11,884
수정 BPS	90,311	96,999	103,203	113,511
보통주 DPS	0	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	1.9	4.3	3.5	2.8
수정 PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0

[Compliance Notice]

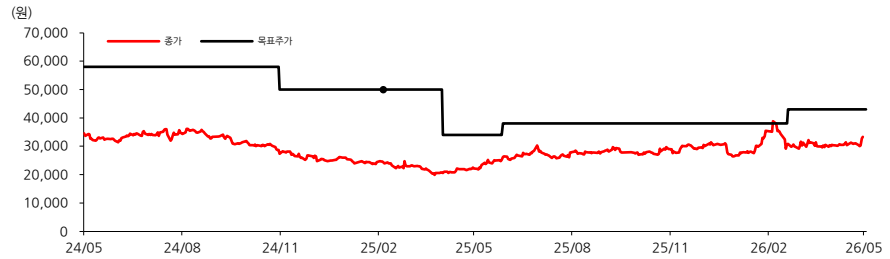
(공표일: 2026년 5월 18일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[현대해상 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.05.16	2024.05.31	2024.06.17	2024.06.28	2024.07.04
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2024.07.26	2024.08.16	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.08	2024.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2024.11.15	2025.01.20	2025.02.25	2025.03.13	2025.03.20	2025.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2025.04.17	2025.04.25	2025.05.15	2025.05.30	2025.06.12	2025.06.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	34,000	34,000	34,000	34,000	38,000	38,000
일 시	2025.07.04	2025.07.25	2025.08.14	2025.08.29	2025.09.15	2025.09.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
일 시	2025.10.15	2025.10.31	2025.11.28	2025.12.26	2026.01.05	2026.01.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
일 시	2026.03.06	2026.04.01	2026.05.18			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	43,000	43,000	43,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.15	Buy	50,000	-51.08	-43.50
2025.04.17	Buy	34,000	-33.54	-26.03
2025.06.12	Buy	38,000	-24.81	2.11
2026.03.06	Buy	43,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%