

현대해상 (001450)

실현되고 있는 내러티브

1Q26 순이익 2,233억원(+9.9% YoY)기록

현대해상의 1Q26 별도 순이익은 2,233억원(+9.9% YoY)로 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다. 컨센서스 상회의 배경으로는 실손 관련 RA 제도 변경 효과로 손실계약비용이 약 900억원 환입되며 장기보험 손익이 개선된 점을 제시한다.

[장기보험/신계약] 별도 장기보험 손익은 2,659억원(+132.5% YoY)으로 보험금 예실차가 -725억원으로 전년 동기 -1,048억원 대비 적자 폭이 축소되었으며 실손 RA 조정 영향으로 손실계약비용 환입이 약 900억원 발생한데 기인한다. 실손 보험금예실차가 약 787억원 적자인 반면 실손외 담보는 6억원 이익이 발생했다. 1Q26 중 어린이보험 호흡기 질환 악화 영향이 300억원 정도 반영된 점을 감안했을 때 향후 관련 요인 소멸 등에 힘입어 보험금 예실차 개선 추세가 지속될 전망이다. 보장성 인보험 신계약은 월평균 85억원(-16% QoQ)으로 수익성 중심 영업으로 축소되었으며 신계약 배수가 16.6배로 소폭 개선되었으나 신계약 CSM은 4,708억원(-1.8% YoY)로 소폭 감소했다. 가정 조정으로 인한 CSM 조정의 경우 실손 제도 관련 영향으로 500억 개선이 나타났으나 경상 해지 영향이 약 600억원 등이 나타났다.

[자동차/일반] 자동차보험 손익은 -140억원(적자전환 YoY)으로 누적된 요율 인하 영향으로 부진했다. 일반보험은 우량 담보 중심 보유보험료 증가, 고액사고 감소 영향으로 개선되었으며 최근 발생한 호르무즈 나무호 피격 사건 영향 우려도 재보험 XoL 기준 최대 약 200만불 내에서 관리될 전망이다.

[투자손익] 투자손익은 약 61억원(-94.3% YoY)로 구조화채권 관련 손실 500억원, 대체투자 관련 손실 약 400억원이 반영되며 다소 부진한 실적을 기록했다. 다만 구조화채권의 경우 금리 등 변동에 따라 3월 이후 개선 추세를 기록하고 있음을 감안할 때 일회성 요인 성격을 띄고 있다고 판단한다.

[K-ICS비용] K-ICS비용은 207.2%(+17%p QoQ)로 금리 상승 효과 7%p, 예실차 감소로 인한 예실차 위험액 감소 4%p, 실손 요구자본 산출 기준 변경 약 5%p 개선 등이 반영되며 이전보다 큰 폭 개선되었다. 금리 상승에 따라 듀레이션 갭도 0 수준으로 수렴하고 있다. 다만 개선된 자본비율과 이익에도 동사의 배당가능이익은 약 -1.4조원으로 추가적인 제도 개선 없이는 배당 재개 여부가 불투명하다.

여전히 불확실성은 남아있으나 점점 실현되고 있는 내러티브

현대해상은 1) 배당 재개 불확실성, 2) 실손 등으로 인한 대규모 예실차 손실, 3) 가정 조정 시 반영되는 대규모 손실계약비용으로 2위권사 중 가장 밸류에이션 할인을 크게 받아왔다. 다만 지속적인 언더라이팅 강화 및 수익성 중심 전략 등에 힘입어 1) 예실차가 예상보다 빠르게 개선되고 있으며 2) 하반기 관리급여 시행에 따른 실손 지급보험금 감소가 예상되는 만큼 기존 할인 요인 중 상당 부분이 해소될 것으로 예상된다. 관리급여 시행 영향은 월 지급보험금 기준 약 50억원 개선이 나타날 전망이다. 1) 계리감독 선진화 등 추가적인 CSM 조정 및 손실계약비용 발생 가능성과 2) 해약환급금준비금 개편 여부에 따른 배당 재개에 대한 불확실성이 상존하고 있음을 감안해도 여전히 내러티브 측면에서는 가장 높은 Upside를 기대할 수 있을 전망이다. 불확실성은 높으나 최근 개선된 손해를 및 관리급여 시행에 따른 영향 등 최근 할인요인 해소 추세를 반영하여 동사의 목표주가를 40,000원으로 상향한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

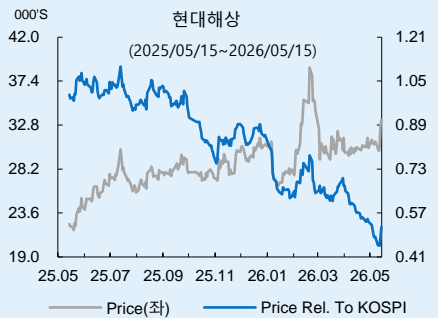
목표주가(12M)	40,000원(상향)
증가(2026.05.15)	33,350원
상승여력	19.9%

Stock Indicator

자본금	455억원
발행주식수	8,525만주
시가총액	2,843십억원
외국인지분율	37.0%
52주 주가	21,800~38,800원
60일평균거래량	581,481주
60일평균거래대금	20.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.7	-5.9	15.2	50.2
상대수익률	-11.3	-42.0	-68.0	-135.0

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(십억원)	396	613	612	663
투자손익(십억원)	330	264	351	353
영업이익(십억원)	726	877	963	1,016
순이익(십억원)	561	631	696	736
EPS(원)	7,156	8,000	8,773	9,276
BPS(원)	62,278	70,076	74,940	80,307
PER(배)	4.3	4.1	3.7	3.5
PBR(배)	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	11.4	12.1	12.1	11.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

[금융]

설용진 2122-9159 s.dragon@imfnsec.com

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~ 2028F ROE 평균	12.0%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 비율 및 현재 배당가능이익 등 반영하여 할인율 차등 적용	65.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.57
목표주가	2026F BPS 70,076원에 Target PBR 적용	40,000
현재가		32,750
Upside / Downside		22.1%
투자의견		매수

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		69%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	13.0%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-55.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.79
목표주가(Bull case)	2026F BPS 70,076원에 Target PBR 적용	55,400
Downside case		-20%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	11.0%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준	7.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-75.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.37
목표주가(Bear case)	2026F BPS 70,076원에 Target PBR 적용	26,100

자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 실적 추정치 변경

(십억원)		2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	수정 후	396	613	612	663
	수정 전		501	541	583
	증감률(%)		22.3%	13.1%	13.7%
투자손익	수정 후	330	264	351	353
	수정 전		252	341	345
	증감률(%)		4.8%	2.9%	2.3%
세전이익	수정 후	694	845	931	985
	수정 전		729	859	904
	증감률(%)		15.9%	8.4%	8.9%
당기순이익	수정 후	561	631	696	736
	수정 전		554	652	687
	증감률(%)		13.9%	6.7%	7.1%

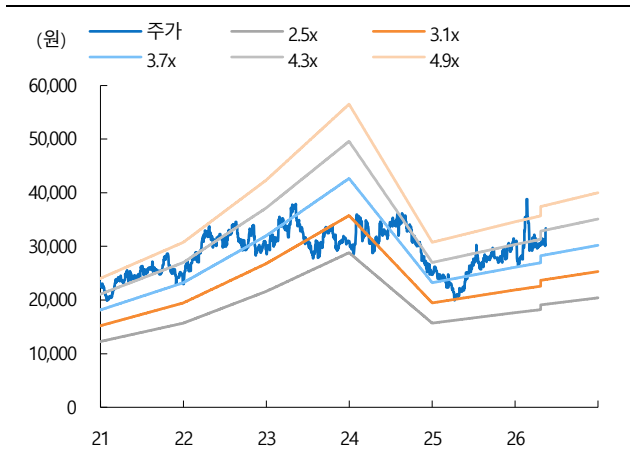
자료: iM증권 리서치본부 추정

표4. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	176	213	161	-154	302	226	137	-52	흑전	71.7
장기보험	114	184	182	-142	266	214	179	-8	흑전	132.5
CSM 상각	234	240	246	231	238	245	240	245	2.7	1.6
RA 해제	31	33	37	36	38	33	33	32	5.2	23.0
예실차	-103	-41	-68	-94	-75	-28	-60	-86	적지	적지
손실계약비용	-33	-33	-19	-296	81	-20	-20	-185	흑전	흑전
기타사업비/재보험	-14	-14	-15	-19	-16	-15	-14	-14	적지	적지
일반손해보험	46	28	35	40	50	35	37	33	25.3	9.4
자동차보험	16	1	-55	-52	-14	-23	-78	-77	적지	적전
투자손익	107	129	89	4	6	93	93	72	36.4	-94.3
자산운용손익	317	316	292	293	233	316	317	294	-20.4	-26.3
평가처분손익	5	16	-264	-30	-86	0	0	-20	적지	적전
보험금융손익	-210	-187	-202	-289	-227	-223	-224	-222	적지	적지
영업이익	283	342	251	-149	308	318	230	20	흑전	8.9
영업외손익	-11	-10	-6	-6	-9	-7	-8	-8	적지	적지
세전이익	272	333	245	-155	299	311	222	13	흑전	9.9
순이익	203	248	183	-73	223	232	166	9	흑전	9.9
월납보험료(보장성 인보험)	10.3	9.1	9.6	10.2	8.5	8.6	8.7	8.4	-16.0	-16.9
신계약 CSM	479.2	525.7	511.6	521.0	470.8	475.5	480.2	461.4	-9.6	-1.8
연결 자산총계	49,568	49,625	49,960	49,646	48,660	48,419	48,930	48,172	-2.0	-1.8
운용자산	47,353	47,164	47,382	47,016	46,107	45,971	46,238	45,316	-1.9	-2.6
비운용자산	2,192	2,436	2,550	2,596	2,513	2,580	2,572	2,602	-3.2	14.7
연결 부채총계	45,355	44,888	45,155	44,762	43,375	42,946	43,337	42,614	-3.1	-4.4
책임준비금	40,162	40,021	40,142	39,452	37,350	37,276	37,489	36,855	-5.3	-7.0
장기보험 CSM 잔액	9,165	9,423	9,670	8,978	9,248	9,057	9,274	8,569	3.0	0.9
연결 자본총계	4,213	4,737	4,805	4,883	5,285	5,472	5,593	5,558	8.2	25.4
해약환급금준비금	4,161	4,326	4,049	3,917	4,115	4,258	4,403	4,542	5.1	-1.1
ROE (%)	17.8	22.1	15.4	-6.0	17.6	17.3	12.0	0.7	23.6%p	-0.2%p
K-ICS 비율(%)	159.4	170.0	179.8	190.2	207.2	193.3	195.9	191.6	17%p	47.7%p

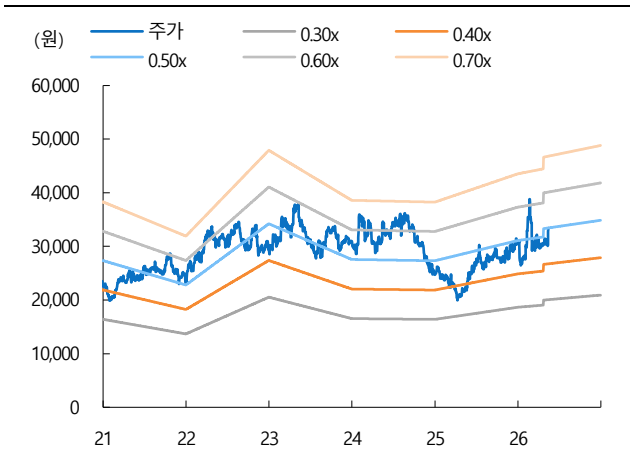
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



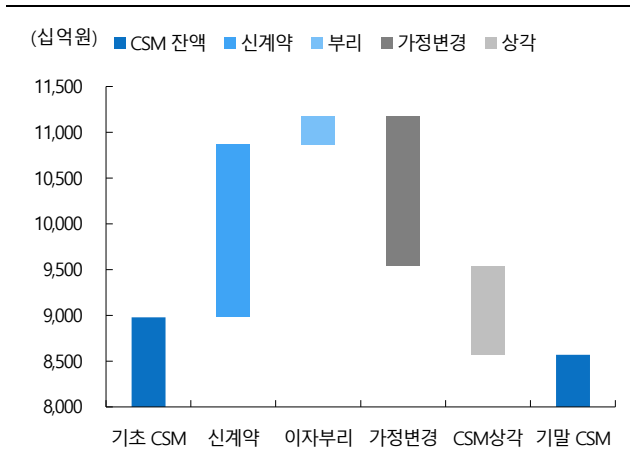
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림1. PBR 밴드 추이



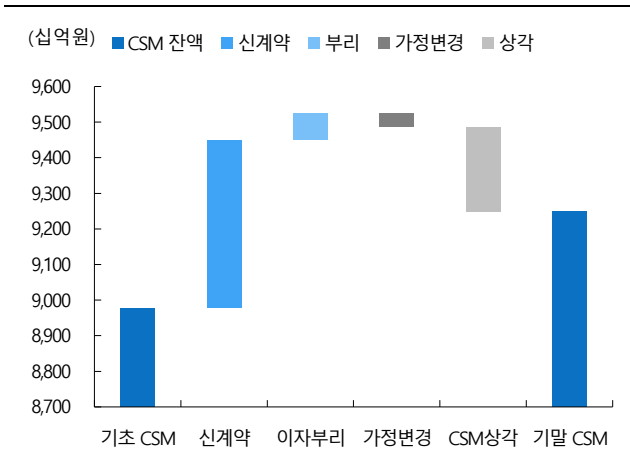
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. CSM Movement(연간 추정)



자료: iM증권 리서치본부 추정

그림3. CSM Movement(분기)



자료: iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	47,016	45,316	45,593	45,867
현금 및 예치금	1,647	1,478	1,499	1,520
유가증권	34,596	32,834	33,034	33,233
대출금	9,568	9,802	9,862	9,921
부동산	1,205	1,202	1,197	1,193
비운용자산	2,596	2,602	2,668	2,739
특별계정자산	34	40	40	40
자산총계	49,646	48,172	48,874	49,590
책임준비금	39,452	36,855	37,144	37,433
CSM잔액(원수)	8,978	8,569	8,683	8,825
기타부채	5,276	5,719	5,746	5,748
특별계정부채	35	40	40	40
부채총계	44,762	42,614	42,931	43,221
자본금	45	45	45	45
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	113	45	45	45
이익잉여금	7,953	8,653	9,348	10,084
해약환급금준비금	3,917	4,542	5,117	5,704
자본조정	-68	-68	-68	-68
기타포괄손익누계액	-3,159	-3,117	-3,427	-3,737
자본총계	4,883	5,558	5,943	6,369

주요투자지표(1)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성				
월납보험료	128	114	115	117
신계약 CSM	2,038	1,888	1,909	1,945
신계약 CSM 배수	15.9	16.6	16.6	16.6
CSM 관련 지표				
기초CSM	8,305	8,978	8,569	8,683
CSM 조정 가정 변경	-731	-1,638	-1,150	-1,150
신계약 CSM(원수)	2,038	1,888	1,909	1,945
CSM 이자부리	316	309	300	304
상각 전 CSM	9,929	9,536	9,628	9,783
CSM상각액	951	968	944	958
CSM상각률(%)	9.6	10.1	9.8	9.8
CSM 순증액	672	-409	115	142
투자이익 관련 지표				
총 운용수익률	2.6	2.5	2.7	2.7
평가처분손익 제외 수익률	3.2	2.7	2.8	2.8
손익구성				
보험손익	54.5	69.9	63.5	65.2
CSM상각	130.9	110.3	98.1	94.3
투자손익	45.5	30.1	36.5	34.8
자본적정성				
지급여력비율(K-ICS)	190.2	191.6	196.0	201.1

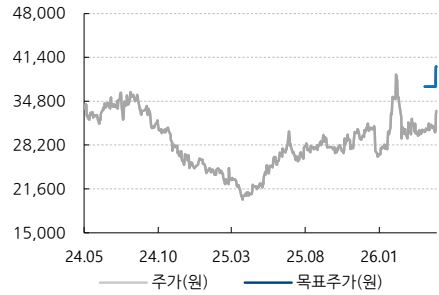
자료: 현대해상, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(별도)	396	613	612	663
장기보험	338	650	630	662
CSM 상각	951	968	944	958
RA해제	136	136	128	126
예실차	-306	-250	-224	-202
손실계약비용	-381	-144	-160	-160
기타사업비/재보험손익	-62	-60	-58	-60
일반손해보험	149	155	161	166
합산비율(IFRS17)	87	87	87	87
자동차보험	-91	-193	-180	-165
합산비율(IFRS17)	102	105	105	104
투자손익(별도)	330	264	351	353
자산운용손익	1,218	1,161	1,243	1,251
평가처분손익	-273	-106	-20	-20
보험금융손익	-888	-897	-892	-898
영업이익(별도)	726	877	963	1,016
영업외손익	-32	-32	-32	-32
세전이익(별도)	694	845	931	985
법인세비용	133	214	235	249
법인세율(%)	19.2	25.3	25.3	25.3
당기순이익	561	631	696	736

주요투자지표(2)				
(%)	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
운용자산증가율	2.7	-3.6	0.6	0.6
CSM증가율	8.1	-4.6	1.3	1.6
BPS증가율	-0.9	12.5	6.9	7.2
보험손익증가율	-62.0	54.7	-0.2	8.4
투자손익증가율	-6.2	-20.0	32.8	0.6
영업이익증가율	-47.9	20.7	9.8	5.6
세전이익증가율	-49.2	21.7	10.2	5.7
당기순이익증가율	-45.6	12.4	10.3	5.7
주당지표(원)				
EPS	7,156	8,000	8,773	9,276
BPS	62,278	70,076	74,940	80,307
EV(BV+CSM)	155,900	165,707	171,577	178,234
보통주 DPS	0	0	0	0
보통주 배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation 지표				
PER(배)	4.3	4.1	3.7	3.5
PBR(배)	0.49	0.47	0.44	0.41
P/EV(배)	0.20	0.20	0.19	0.18
ROE(%)	11.4	12.1	12.1	11.9
ROA(%)	1.1	1.3	1.4	1.5
배당성장률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

현대해상 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	37,000	-16.7%	-11.5%
2026-05-15	Buy	40,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-