

# 현대해상 (001450)

2026.04.21

## 내러티브는 어느 정도 갖춰진 상황

[금융] 설용진  
2122-9159 s.dragon@imfnsec.com

### 투자 의견 Buy, 목표주가 37,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 37,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 37,000원은 Target PBR 0.64 배(신종자본증권 등을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 11.8%, CoE 7.4%, 베타 1, 영구성장률 0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신종자본증권 등 제외 기준) 57,634원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 실손 관련 제도 개선 지연, 2) 자동차보험 실적 부진, 3) 제도 관련 이슈로 인한 CSM 잔액 및 손익 변동성을 제시한다.

### 실손 등 제도만 개선되면 정말 좋아질 상황

현대해상은 IFRS17 전환 이후 1) 대규모 보험금 예실차로 인한 실적 부진, 2) 높은 구세대 실손 비중으로 인해 가정 변경에 따른 BEL 및 K-ICS 변동성, 3) 해약환급금준비금으로 인한 배당가능이익 소진 등 영향으로 다른 보험사 대비 현저히 부진한 주가 흐름을 기록해왔다. 다만 최근 시장 금리 상승으로 자본 부담이 완화되었으며 실손 제도 개편(관리급여 신설, 5세대 실손 도입 등)이 추진되고 있는 점을 감안할 때 동사의 펀더멘털을 압박하던 요인들이 점진적으로 해소될 전망이다. 특히 관리급여 도입에 따라 도수치료 등 주요 비급여 항목의 수가 낮아질 경우 업종 내 보험금 예실차 개선이 가장 크게 나타날 전망이다. 또한 해약환급금준비금 적립 비율 완화에 대한 논의에 따라 중장기적으로 배당가능이익 확보에 대한 기대감도 유효한 상황이다. 여전히 지속되는 제도 관련 이슈(신규담보/비실손 갱신 담보에 대한 손해율 가정 강화, 갑상선암 분류 기준 변화, 대체납입 관련 이슈 등)가 남아있고 지속적으로 제도 개편이 지연되었음을 감안할 때 단기적으로는 보수적 접근이 필요하겠으나 제도만 개편된다면 가장 민감한 개선세를 보일 전망이다. 자동차 보험 손실 누적에 따라 추가적인 요율 인상이 기대되는 점도 긍정적이다.

### 2026E 순이익 5,540억원(-1.3% YoY) 전망

현대해상의 26E 별도 순이익은 5,540억원(-1.3% YoY)으로 컨센서스를 하회하는 실적을 전망한다. 신계약 월초보험료는 연간 1,229억원(-4.2% YoY)으로 전년에 이어 지속적으로 감소세를 보일 전망이며 신계약 CSM은 2조81억원(-1.4% YoY)으로 예정이율 하락 등에 따른 요율 인상 영향으로 마진 개선 효과가 반영되며 전년 수준을 유지할 전망이다. 신계약은 연만기, 갱신형 담보 등 위주로 판매하여 전체적인 부채 듀레이션 축소를 위한 노력이 지속되고 있는 상황이다. 보험손익은 5,006억원(+26.4% YoY)을 전망한다. 전년 대비 보험금 예실차가 개선세를 보일 것으로 예상됨에 따라 자동차보험 손실을 상쇄할 것으로 전망한다. 투자손익은 약 2,519억원(-23.7% YoY)을 예상하며 최근 금리 상승 등에 따른 FVPL자산으로 반영된 구조화채권, 코코본드 등의 손익 변동이 반영될 전망이다. CSM 잔액은 0.9조원(+1.5% YoY)을 전망하나 추후 손해율 가정 강화 등에 따라 추가 하락할 가능성이 상존한다. 배당에 있어서는 해약환급금준비금 적립 비율이 큰 폭으로 하락하지 않는 한 쉽지 않다고 판단하며 보수적 관점을 유지한다.

## Buy (Initiate)

목표주가(12M)	37,000원(신규)
증가(2026.04.17)	30,400원
상승여력	21.7%

Stock Indicator	
자본금	44.7십억원
발행주식수	8,940만주
시가총액	2,718십억원
외국인지분율	34.4%
52주 주가	20,550~38,800원
60일평균거래량	628,039주
60일평균거래대금	20.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.3	13.4	12.6	44.4
상대수익률	-7.1	-12.8	-52.6	-104.9

### Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(십억원)	396	501	541	583
투자손익(십억원)	330	252	341	345
영업이익(십억원)	726	753	883	928
당기순이익(십억원)	561	554	652	687
EPS(원)	7,156	7,025	8,224	8,658
BPS(원)	54,625	57,634	61,462	65,675
PER(배)	4.3	4.3	3.7	3.5
PBR(배)	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	11.4	11.0	12.3	12.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~2028F ROE 평균	11.8%
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	60.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.64
목표주가	2026F BPS 57,634 원에 Target PBR 적용	37,000
현재가		30,400
Upside / Downside		21.7%
투자 의견		매수

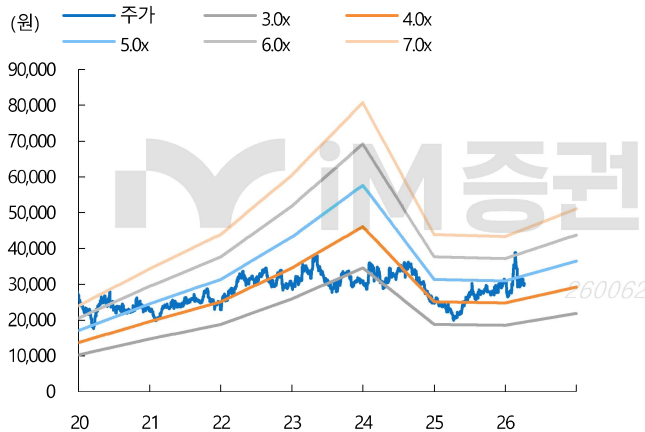
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
<b>Upside case</b>		63%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	12.8%
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	-50.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.86
목표주가(Bull case)	2026F BPS 57,634 원에 Target PBR 적용	49,600
<b>Downside case</b>		-17%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	10.8%
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	-70.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.44
목표주가(Bear case)	2026F BPS 57,634 원에 Target PBR 적용	25,100

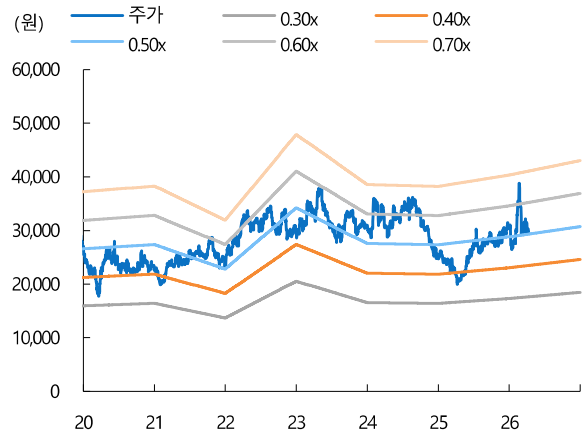
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



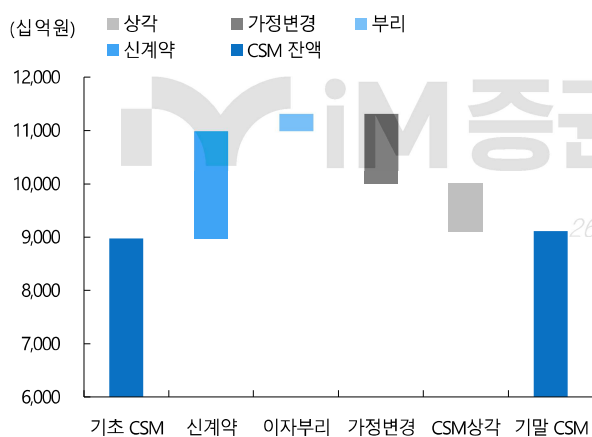
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	176	213	161	-154	208	203.7	107	-18	흑전	18.3
장기보험	114	184	182	-142	161	187.2	143	19	흑전	40.5
CSM 상각	234	240	246	231	215	220.9	227	233	-7.1	-8.2
RA 해제	31	33	37	36	35	34.2	33	33	-2.9	13.4
예실차	-103	-41	-68	-94	-44	-22.9	-72	-81	적지	적지
손실계약비용	-33	-33	-19	-296	-30	-30.0	-30	-150	적지	적지
기타사업비/재보험	-14	-14	-15	-19	-15	-15.1	-15	-15	적지	적지
일반손해보험	46	28	35	40	51	34.7	37	33	27.8	11.6
자동차보험	16	1	-55	-52	-4	-18.2	-73	-71	적지	적전
투자손익	107	129	89	4	-2	84.0	85	85	적전	적전
자산운용손익	317	316	292	293	222	308.6	311	311	-24.5	-30.1
평가처분손익	5	16	-264	-30	-85	0.0	0	0	적지	적전
보험금융손익	-210	-187	-202	-289	-223	-224.6	-226	-226	적지	적지
영업이익	283	342	251	-149	206	287.7	192	67	흑전	-27.0
영업외손익	-11	-10	-6	-6	-6	-6.0	-6	-6	적지	적지
세전이익	272	333	245	-155	200	281.7	186	61	흑전	-26.4
당기순이익	203	248	183	-73	152	213.6	141	47	흑전	-25.0
월납보험료(보장성인보험)	10.3	9.1	9.6	10.2	9.1	9.3	9.6	9.5	-10.0	-11.0
신계약 CSM	479.2	525.7	511.6	521.0	488.7	498.3	513.0	508.0	-6.2	2.0
자산총계	49,568	49,625	49,960	49,646	49,754	50,253	50,670	50,394	0.2	0.4
운용자산	47,353	47,164	47,382	47,016	47,323	47,640	48,090	47,659	0.7	-0.1
비운용자산	2,192	2,436	2,550	2,596	2,599	2,623	2,637	2,656	0.1	18.5
부채총계	45,355	44,888	45,155	44,762	44,868	45,199	45,519	45,241	0.2	-1.1
책임준비금	40,162	40,021	40,142	39,452	39,703	39,961	40,317	40,021	0.6	-1.1
장기보험 CSM 잔액	9,165	9,423	9,670	8,978	9,228	9,485	9,752	9,110	2.8	0.7
자본총계	4,213	4,737	4,805	4,883	4,886	5,054	5,151	5,152	0.0	16.0
해약환급금준비금	4,161	4,326	4,049	3,917	4,066	4,219	4,376	4,531	3.8	-2.3
ROE (%)	17.8	22.1	15.4	-6.0	12.5	17.2	11.1	3.6	18.5%p	-5.3%p
K-ICS 비율 (%)	159.4	170.0	179.8	190.2	187.1	190.3	192.4	187.3	-3.1%p	27.6%p

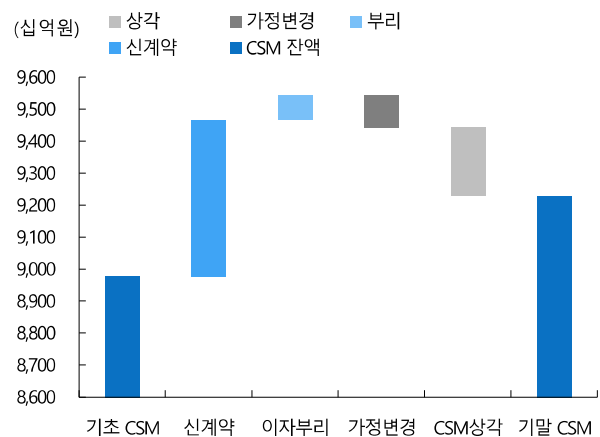
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림3. CSM Movement(연간 추정)



자료: 현대해상, iM증권 리서치본부

그림4. CSM Movement(분기)



자료: 현대해상, iM증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>운용자산</b>	<b>47,016</b>	<b>47,659</b>	<b>48,248</b>	<b>48,790</b>
현금 및 예치금	1,647	1,691	1,732	1,769
유가증권	34,596	35,069	35,502	35,901
대출금	9,568	9,699	9,819	9,929
부동산	1,205	1,200	1,195	1,190
<b>비운용자산</b>	<b>2,596</b>	<b>2,656</b>	<b>2,727</b>	<b>2,801</b>
특별계정자산	34	34	34	34
<b>자산총계</b>	<b>49,646</b>	<b>50,394</b>	<b>51,261</b>	<b>52,136</b>
<b>책임준비금</b>	<b>39,452</b>	<b>40,021</b>	<b>40,552</b>	<b>41,051</b>
CSM잔액(원수)	8,978	9,110	9,320	9,556
기타부채	5,276	5,185	5,179	5,179
특별계정부채	35	35	35	35
<b>부채총계</b>	<b>44,762</b>	<b>45,241</b>	<b>45,766</b>	<b>46,264</b>
자본금	45	45	45	45
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	113	113	113	113
이익잉여금	7,953	8,507	9,159	9,845
해약환급금준비금	3,917	4,531	5,173	5,827
자본조정	-68	-68	-68	-68
기타포괄손익누계액	-3,159	-3,444	-3,754	-4,064
<b>자본총계</b>	<b>4,883</b>	<b>5,152</b>	<b>5,495</b>	<b>5,871</b>

주요투자지표(1)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>신계약 수익성</b>				
월납보험료	128	123	128	131
신계약 CSM	2,038	2,008	2,102	2,142
신계약 CSM 배수	15.9	16.3	16.4	16.4
<b>CSM 관련 지표</b>				
기초CSM	8,305	8,978	9,110	9,320
CSM 조정 가정 변경	-731	-1,300	-1,300	-1,300
신계약 CSM(원수)	2,038	2,008	2,102	2,142
CSM 이자부리	316	321	322	329
상각 전 CSM	9,929	10,006	10,234	10,491
CSM상각액	951	896	914	935
CSM상각률(%)	9.6	9.0	8.9	8.9
CSM 순증액	672	133	210	236
<b>투자이익 관련 지표</b>				
총 운용수익률	2.6	2.4	2.6	2.6
평가치분손익 제외 수익률	3.2	2.6	2.6	2.6
<b>손익구성</b>				
보험손익	54.5	66.5	61.3	62.8
CSM상각	130.9	119.1	103.6	100.7
투자손익	45.5	33.5	38.7	37.2
<b>자본적정성</b>				
지급여력비율(K-ICS)	190.2	187.3	190.8	195.1

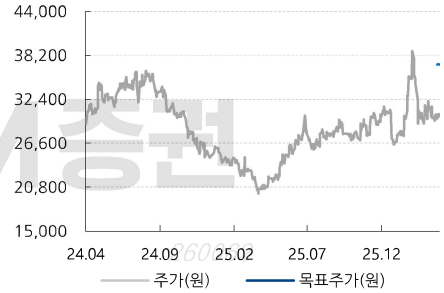
자료: 현대해상, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>보험손익(별도)</b>	<b>396</b>	<b>501</b>	<b>541</b>	<b>583</b>
강기보험	338	510	532	554
CSM 상각	951	896	914	935
RA해제	136	135	124	114
예실차	-306	-220	-204	-191
손실계약비용	-381	-240	-240	-240
기타사업비/재보험손익	-62	-61	-63	-63
<b>일반손해보험</b>	<b>149</b>	<b>157</b>	<b>157</b>	<b>157</b>
합산비율(IFRS17)	87	87	87	87
자동차보험	-91	-166	-147	-128
합산비율(IFRS17)	102	104	104	103
<b>투자손익(별도)</b>	<b>330</b>	<b>252</b>	<b>341</b>	<b>345</b>
자산운용손익	1,218	1,153	1,254	1,268
평가치분손익	-273	-85	0	0
보험금융손익	-888	-901	-912	-923
<b>영업이익(별도)</b>	<b>726</b>	<b>753</b>	<b>883</b>	<b>928</b>
영업외손익	-32	-24	-24	-24
<b>세전이익(별도)</b>	<b>694</b>	<b>729</b>	<b>859</b>	<b>904</b>
법인세비용	133	175	206	218
법인세율(%)	19.2	24.0	24.0	24.1
<b>별도순이익</b>	<b>561</b>	<b>554</b>	<b>652</b>	<b>687</b>

주요투자지표(2)				
	2025	2026E	2027E	2028E
<b>성장성지표(%)</b>				
운용자산증가율	2.7	1.4	1.2	1.1
CSM증가율	8.1	1.5	2.3	2.5
BPS증가율	-0.9	5.5	6.6	6.9
보험손익증가율	-62.0	26.4	8.1	7.7
투자손익증가율	-6.2	-23.7	35.5	1.2
영업이익증가율	-47.9	3.6	17.3	5.2
세전이익증가율	-49.2	5.0	17.8	5.3
당기순이익증가율	-45.6	-1.3	17.7	5.3
<b>주당지표(원)</b>				
EPS	7,156	7,025	8,224	8,658
BPS	54,625	57,634	61,462	65,675
EV(BV+CSM)	155,900	159,540	165,713	172,569
보통주 DPS	0	0	0	0
보통주 배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation 지표</b>				
PER(배)	4.3	4.3	3.7	3.5
PBR(배)	0.56	0.53	0.49	0.46
P/EV(배)	0.20	0.19	0.18	0.18
ROE(%)	11.4	11.0	12.3	12.1
ROA(%)	1.1	1.1	1.3	1.3
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		



260062

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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-