

현대해상 (001450)

미운 오리새끼는 백조가 될 수 있는가

2Q26 별도 순이익 3,918억원(+58.2% YoY) 기록

현대해상의 2Q26 순이익은 3,918억원(+58.2% YoY)으로 1) 예실차 개선 및 2) 계리 가정 선진화로 인한 손실계약비용 환입으로 컨센서스를 상회하는 실적을 시현했다.

[신계약/CSM] 보장성 인보험 신계약은 월평균 93억원(-1.5% QoQ)으로 축소세를 이어갔으나 수익성 중심 신계약 전략으로 배수가 17.2배(+0.6배 QoQ)로 상승하며 신계약 CSM은 4,800억원(-0.2% QoQ)로 소폭 축소되는데 그쳤다. 하반기 중 계리 가정 선진화로 환산배수 1배 하락이 예상되나 수익성을 방어할 전망이다. 계리 가정 선진화에 따른 CSM 영향은 약 4,400억원으로 손해를 가정 관련 6,000억원 증가 효과가 나타났으나 사업비 가정 관련 감소 요인 약 1,700억원이 반영되었다.

[장기보험] 장기보험 손익은 3,480억원(+89% YoY)을 기록했다. 과거 가정 조정으로 예상보험금이 늘어났으며 언더라이팅 강화 등으로 지급보험금이 축소됨에 따라 전이암 관련 보험금 약 206억원에도 보험금 예실차 손실이 -56억원까지 축소되었다. 과거 대규모 예실차 손실의 주요 원인이던 실손 관련 예실차가 흑자로 전환된 점 또한 긍정적이다. 손실계약비용의 경우에도 계리 가정 선진화와 관련하여 실손 사업비 재분류 등에 따라 약 900억원 환입이 발생하며 보험손익 개선이 나타났다. 하반기 중에는 관리급여 도입에 따라 근골격계 질환 중심으로 지급보험금 개선 효과가 나타날 수 있다고 판단하며 과거 대비 현저하게 개선된 실손 관련 손익을 감안했을 때 4Q26 가정 조정 시 추가적인 손실계약비용 환입이 나타날 것으로 예상된다.

[자동차/일반] 자동차보험 손익은 38억원(+312% YoY)으로 사고 발생률이 안정화되며 전년 동기 대비 개선세가 나타났다. 향후 8주를 도입에 따른 추가적인 개선을 전망한다. 일반보험손익은 520억원(+88% YoY)으로 기저효과 영향이 나타났다.

[투자손익] 투자손익은 997억원(-23% YoY)으로 운용손익 개선에도 환율, 금리 상승 등 영향으로 보험부채 부리이율 및 외화부채 환율비용이 상승한데 기인한다.

[K-ICS] K-ICS비율은 209%(+1.9%p QoQ)로 금리, 경험조정 축소, 이익 개선 등 개선 요인을 계리 가정 선진화, 후순위채 상환 등 하락 요인이 일부 상쇄했다.

배당가능이익이 없는 회사 중 가장 긍정적. 자력 배당 재개도 기대 가능

현대해상을 포함한 다수 보험사가 해약환급금준비금 이슈로 배당이 불가한 상황이다. 다만 현대해상의 경우 1) 적극적인 신계약비 절감, 2) 과거 2~3년에 걸친 이익 Quality 개선 및 3) 최근 금리 상승에 힘입어 관련 부담이 빠르게 해소되고 있다. 2Q26 동사의 배당가능이익은 -6,600억원으로 금리 상승에 따른 OCI 개선, 해약환급금준비금 증가 둔화 등 영향으로 1Q26 대비 약 7천억원 개선되었다. 배당 불가한 다른 상장 보험사들과 달리 1) 동사는 이익잉여금 내 해약환급금준비금 적립 한도가 소진되지 않아 기본자본 부담이 없으며 2) 적극적 신계약비 절감을 통해 해약환급금준비금을 타이트하게 관리하고 있어 금리나 실손 관련 충격이 없는 한 관련 제도 개선 없이도 1~2년 내 배당가능이익을 확보할 수 있을 것으로 전망한다. 26년 배당 재개는 여전히 불확실성이 높으나 1) 업종 내 빠른 속도로 개선되고 있는 이익의 질과 2) 실손 관련 제도 개선 기대감, 3) 금리 환경 등을 종합적으로 감안할 때 상위사 대비 큰 폭의 할인율은 빠르게 개선될 전망이다. 1) 실손 중심으로 개선된 보험금 예실차를 반영하여 미래 보험손익 추정치를 대거 상향하고 2) 할인율을 축소함에 따라 목표주가를 58,000원으로 상향한다. 다만 실손 관련 가정의 높은 민감도에 대한 유의는 필요하다.

Company Brief

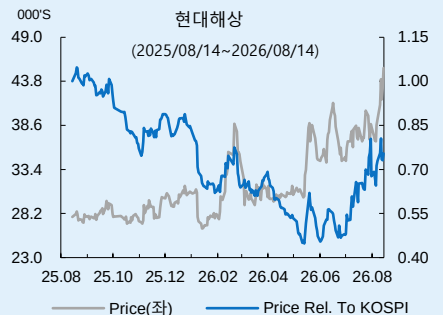
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	58,000원(상향)
증가(2026.08.14)	45,350원
상승여력	27.9%

Stock Indicator	
자본금	45십억원
발행주식수	8,525만주
시가총액	3,866십억원
외국인지분율	38.7%
52주 주가	26,450~45,350원
60일평균거래량	567,635주
60일평균거래대금	22.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.9	38.5	27.9	63.1
상대수익률	20.1	51.0	1.2	-53.2

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(십억원)	396	1,290	1,116	1,165
투자손익(십억원)	330	252	318	323
영업이익(십억원)	726	1,542	1,433	1,487
순이익(십억원)	561	1,153	1,056	1,096
EPS(원)	7,156	14,623	13,315	13,819
BPS(원)	62,278	85,024	97,771	108,523
PER(배)	4.3	3.1	3.4	3.3
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE(%)	11.4	19.8	14.6	13.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	5.5

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	15.9%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 9%, 베타 1 기준	11.8%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 비율 및 현재 배당가능이익 등 반영하여 할인율 차등 적용	50.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.68
목표주가	2026F BPS 85,024원에 Target PBR 적용	58,000
현재가		45,350
Upside / Downside		27.9%
투자이견		매수

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		62%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	16.9%
COE	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 9%, 베타 1 기준	11.8%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-40.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.86
목표주가(Bull case)	2026F BPS 85,024원에 Target PBR 적용	73,500
Downside case		-5%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	14.9%
COE	무위험수익률 2.75%, 리스크 프리미엄 9%, 베타 1 기준	11.8%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-60.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.51
목표주가(Bear case)	2026F BPS 85,024원에 Target PBR 적용	43,200

자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 실적 추정치 변경

항목	분류	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	수정 후	396	1,290	1,116	1,165
	수정 전		613	612	663
	증감률(%)		110.4%	82.3%	75.7%
투자손익	수정 후	330	252	318	323
	수정 전		264	351	353
	증감률(%)		-4.6%	-9.4%	-8.6%
세전이익	수정 후	694	1,503	1,394	1,447
	수정 전		845	931	985
	증감률(%)		77.8%	49.7%	46.9%
당기순이익	수정 후	561	1,153	1,056	1,096
	수정 전		631	696	736
	증감률(%)		82.8%	51.7%	48.9%

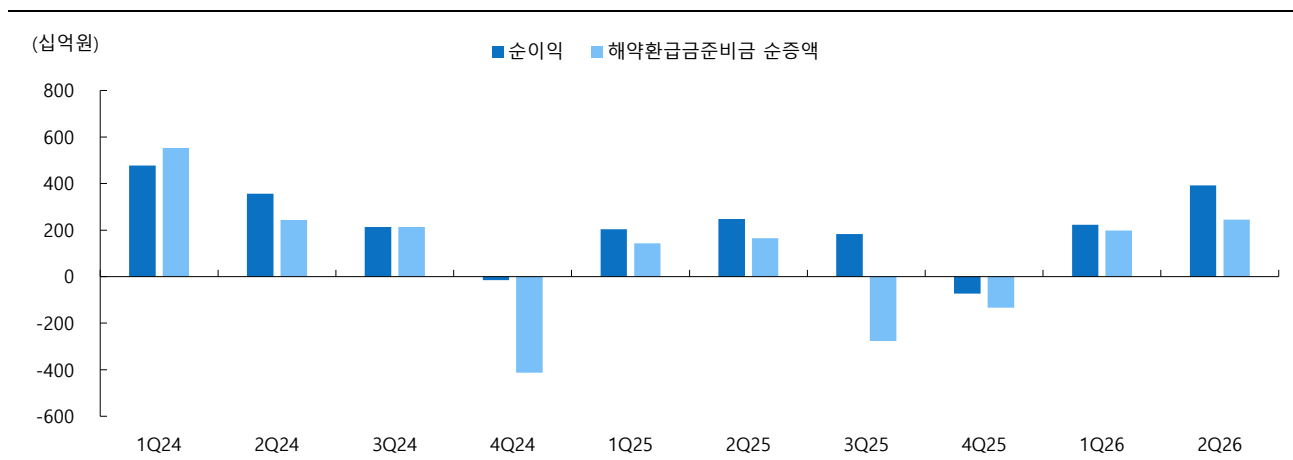
자료: 현대해상, iM증권 리서치본부 추정

표4. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	176	213	161	-154	302	404	266	318	33.7	89.8
장기보험	114	184	182	-142	266	348	284	338	30.9	89.0
CSM 상각	234	240	246	231	238	257	275	279	8.2	7.4
RA 해제	31	33	37	36	38	42	43	44	11.7	29.0
예실차	-103	-41	-68	-94	-75	-19	1	-44	적지	적지
손실계약비용	-33	-33	-19	-296	81	78	-20	75	-4.3	흑전
기타사업비/재보험 손익	-14	-14	-15	-19	-16	-11	-15	-16	적지	적지
일반손해보험	46	28	35	40	50	52	37	33	3.5	88.0
자동차보험	16	1	-55	-52	-14	4	-55	-53	흑전	312.1
투자손익	107	129	89	4	6	100	84	63	1,541.2	-23.0
자산운용손익	317	316	292	293	233	335	309	286	43.6	6.0
평가처분손익	5	16	-264	-30	-86	29	0	-20	흑전	75.7
보험금융손익	-210	-187	-202	-289	-227	-236	-226	-223	적지	적지
영업이익	283	342	251	-149	308	503	349	381	63.4	47.1
영업외손익	-11	-10	-6	-6	-9	-10	-10	-10	적지	적지
세전이익	272	333	245	-155	299	493	340	371	64.7	48.2
순이익	203	248	183	-73	223	392	258	281	75.5	58.2
월납보험료(보장성 인보험)	10.3	9.1	9.6	10.2	8.5	8.5	8.6	8.3	-0.2	-6.3
신계약 CSM	479.2	525.7	511.6	521.0	470.8	480.0	484.8	465.8	2.0	-8.7
자산총계	49,568	49,625	49,960	49,646	48,660	48,313	48,732	48,099	-0.7	-2.6
운용자산	47,353	47,164	47,382	47,016	46,107	45,594	46,065	44,548	-1.1	-3.3
비운용자산	2,192	2,436	2,550	2,596	2,513	2,659	2,612	2,662	5.8	9.2
부채총계	45,355	44,888	45,155	44,762	43,375	42,107	42,270	41,356	-2.9	-6.2
책임준비금	40,162	40,021	40,142	39,452	37,350	35,702	36,045	35,040	-4.4	-10.8
장기보험 CSM 잔액	9,165	9,423	9,670	8,978	9,248	9,905	10,099	9,370	7.1	5.1
자본총계	4,213	4,737	4,805	4,883	5,285	6,205	6,463	6,743	17.4	31.0
해약환급금준비금	4,161	4,326	4,049	3,917	4,115	4,360	4,501	4,637	6.0	0.8
ROE (%)	17.8	22.1	15.4	-6.0	17.6	27.3	16.3	17.0	9.7%p	5.1%p
K-ICS 비율(%)	159.4	170.0	179.8	190.2	207.2	209.0	219.0	221.4	1.9%p	39%p

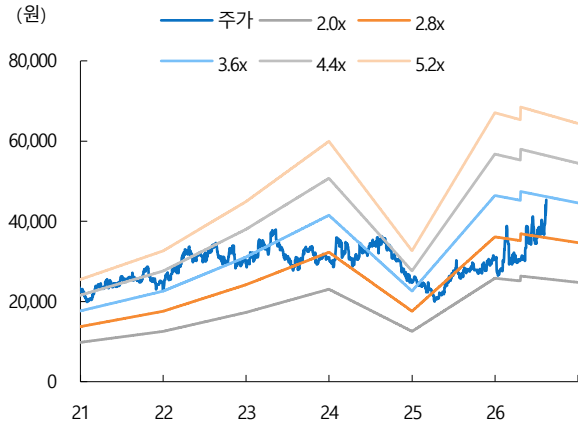
자료: iM증권 리서치본부 추정

분기별 순이익 vs 해약환급금준비금 순증액 규모



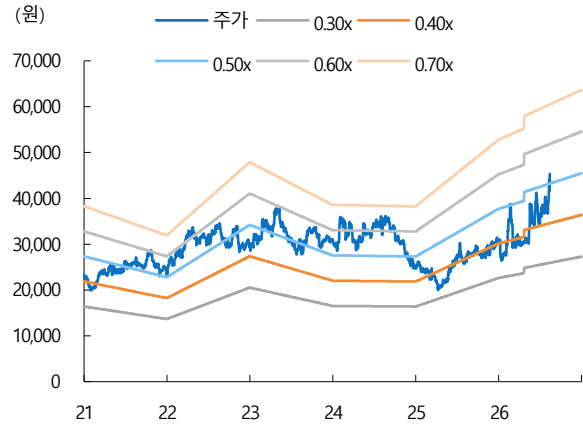
자료: 현대해상, iM증권 리서치본부

PER 밴드 추이



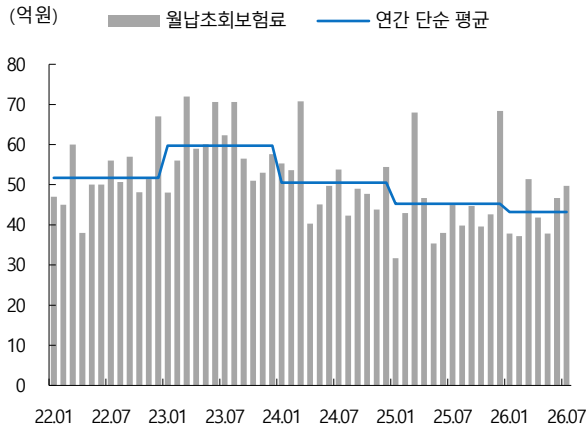
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

PBR 밴드 추이



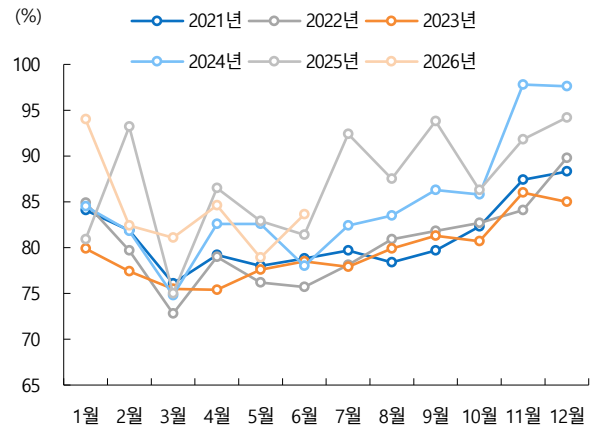
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

현대해상 GA 보장성 인보험 실적



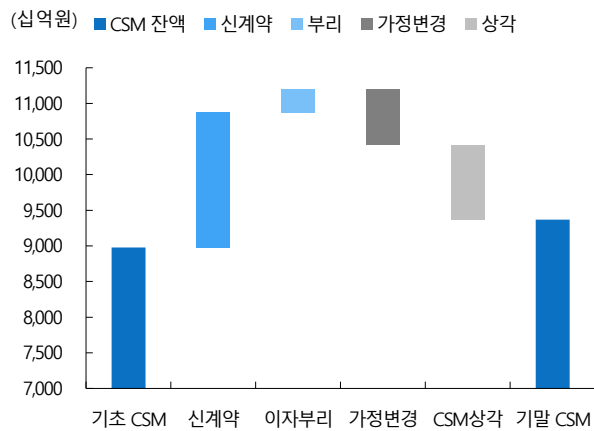
자료: 보험저널, iM증권 리서치본부

현대해상 - 자동차보험 손해율 추이



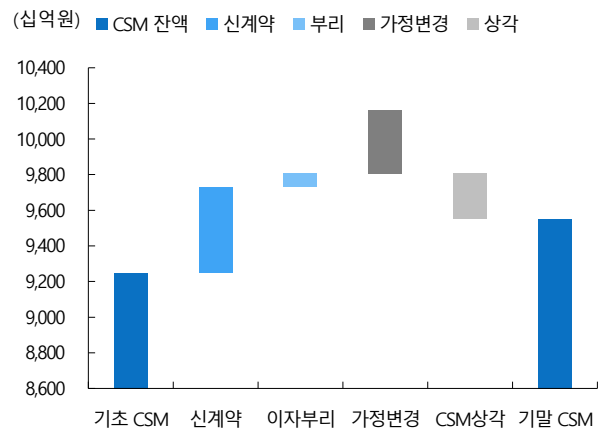
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

CSM Movement(연간 추정)



자료: iM증권 리서치본부 추정

CSM Movement(분기)



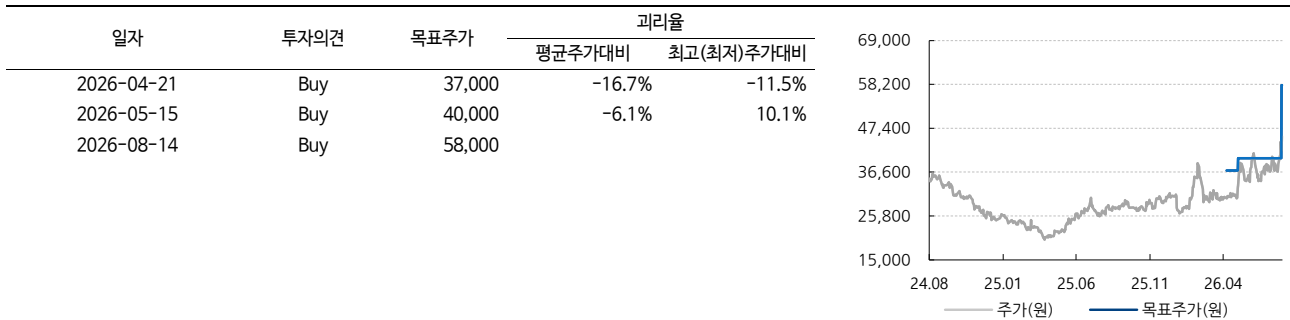
자료: iM증권 리서치본부 추정

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	47,016	44,548	45,297	45,764	보험손익(별도)	396	1,290	1,116	1,165
현금 및 예치금	1,647	1,730	1,785	1,820	장기보험	338	1,236	1,015	1,017
유가증권	34,596	32,205	32,746	33,084	CSM 상각	951	1,049	1,074	1,079
대출금	9,568	9,398	9,556	9,655	RA해제	136	167	176	178
부동산	1,205	1,215	1,210	1,205	예실차	-306	-137	-76	-79
비운용자산	2,596	2,662	2,723	2,796	손실계약비용	-381	214	-95	-95
특별계정자산	34	59	59	59	기타사업비/재보험손익	-62	-58	-64	-65
자산총계	49,646	48,099	49,687	50,953	일반손해보험	149	172	184	192
책임준비금	39,452	35,040	35,645	36,061	합산비용(IFRS17)	87	86	86	86
CSM잔액(원수)	8,978	9,370	9,398	9,460	자동차보험	-91	-118	-84	-45
기타부채	5,276	6,256	6,227	6,226	합산비용(IFRS17)	102	103	102	101
특별계정부채	35	60	60	60	투자손익(별도)	330	252	318	323
부채총계	44,762	41,356	41,933	42,346	자산운용손익	1,218	1,164	1,217	1,233
자본금	45	45	45	45	평가처분손익	-273	-78	-20	-20
신종자본증권	0	0	0	0	보험금융손익	-888	-912	-899	-911
자본잉여금	113	60	60	60	영업이익(별도)	726	1,542	1,433	1,487
이익잉여금	7,953	9,149	10,205	11,103	영업외손익	-32	-39	-40	-40
해약환급금준비금	3,917	4,637	5,198	5,770	세전이익(별도)	694	1,503	1,394	1,447
자본조정	-68	-37	-37	-37	법인세비용	133	349	338	351
기타포괄손익누계액	-3,159	-2,475	-2,520	-2,565	법인세율(%)	19.2	23.3	24.2	24.3
자본총계	4,883	6,743	7,754	8,607	당기순이익	561	1,153	1,056	1,096

주요투자지표(1)					주요투자지표(2)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성					성장성지표(%)				
월납보험료	128	112	112	114	운용자산증가율	2.7	-5.2	1.7	1.0
신계약 CSM	2,038	1,901	1,927	1,964	CSM증가율	8.1	4.4	0.3	0.7
신계약 CSM 배수	15.9	17.0	17.2	17.2	BPS증가율	-0.9	36.5	15.0	11.0
CSM 관련 지표					보험손익증가율	-62.0	225.6	-13.5	4.4
기초CSM	8,305	8,978	9,370	9,398	투자손익증가율	-6.2	-23.8	26.3	1.4
CSM 조정 가정 변경	-731	-782	-1,150	-1,150	영업이익증가율	-47.9	112.2	-7.0	3.7
신계약 CSM(원수)	2,038	1,901	1,927	1,964	세전이익증가율	-49.2	116.4	-7.2	3.8
CSM 이자부리	316	322	325	326	당기순이익증가율	-45.6	105.5	-8.4	3.8
상각 전 CSM	9,929	10,419	10,472	10,539	주당지표(원)				
CSM상각액	951	1,049	1,074	1,079	EPS	7,156	14,623	13,315	13,819
CSM상각률(%)	9.6	10.1	10.3	10.2	BPS	62,278	85,024	97,771	108,523
CSM 순증액	672	392	28	61	EV(BV+CSM)	155,900	189,013	201,204	211,926
투자이익 관련 지표					보통주 DPS	0	0	0	2,500
총 운용수익률	2.6	2.5	2.7	2.7	보통주 배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	5.5
평가처분손익 제외 수익률	3.2	2.7	2.8	2.8	Valuation 지표				
손익구성					PER(배)	4.3	3.1	3.4	3.3
보험손익	54.5	83.7	77.8	78.3	PBR(배)	0.49	0.53	0.46	0.42
CSM상각	130.9	68.0	74.9	72.6	P/EV(배)	0.20	0.24	0.23	0.21
투자손익	45.5	16.3	22.2	21.7	ROE(%)	11.4	19.8	14.6	13.4
자본적정성					ROA(%)	1.1	2.4	2.2	2.2
지급여력비율(K-ICS)	190.2	221.4	229.4	237.1	배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	18.1

자료: 현대해상, iM증권 리서치본부

현대해상 투자이견 및 목표주가 변동추이



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 기관투자가 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. 무단전재 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 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-