

현대해상 (001450)

긴 터널의 끝

2026년 8월 18일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	63,000 원 (상향)
✓ 상승여력	38.9%	✓ 현재주가 (8월 14일)	45,350 원

신한생각 배당 재개 가시성 확보, 손해보험 업종 Top Pick 제시

손실부담계약 환입과 예실차 개선으로 어닝 서프라이즈. 해약환급금준비금 적립 부담 이어지나 제도 완화 시 배당 재개 가능. 배당 재개 시점 앞당겨질 경우 업종 내 최고 수준 베타 기대. 손해보험 업종 Top Pick 제시

2Q26 순이익 3,918억원(+58.2% YoY), 어닝 서프라이즈

[CSM] 월평균 보장성 인보험 신계약 85억원(-6.3%, 이하 YoY), CSM 전 환배수 17.2x(-0.2x), 신계약 CSM 4,800억원(-8.7%). CSM 조정액 +4,238억원(흑전, +5,212억원), 13회차 유지율 +0.9%p·25회차 유지율 +0.8%p 개선 영향. 기말 CSM 9.9조원(+10.3% YTD)

[예실차 및 기타] 예실차 -25억원(적지, +342억원), 보험금 예실차 -56억원(적지, +337억원), 사업비 예실차 32억원(흑지, +6억원). UY1 손해율 -5.6%p, UY2 손해율 -4.4%p 개선. 손실부담계약비용 778억원 환입

[자동차/일반] 자동차 합산비율 99.6%(-0.3%p). 일반 합산비율 83.2%(-6.5%p), 작년 금호타이어 공장 화재(약 250억원) 기저효과

[자산운용] 투자이익률 2.94%(+25bp). 운용자산 45.6조원(-3.0% YTD)

[자본비용] K-ICS 209.0%(+18.9%p YTD), 기본자본비용 83.8%(+17.9%p YTD), 해약환급금준비금 100% 인정 시 95.0%. 해약환급금준비금 민감도는 적립비율 약 10%p 완화 당 4,500억원~5,000억원 수준

Valuation & Risk: 2027F ROE 14.8%, PBR 0.49x

이익 추정치 상향 조정 반영해 목표주가를 6.3만원으로 26% 상향 조정

12월 결산	보험손익 (십억원)	투자손익 (십억원)	영업이익 (십억원)	당기순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	DY (%)
2024	1,043.1	352.1	1,395.2	1,030.7	0.5	18.7	0.4	-
2025	396.1	330.3	726.4	561.1	1.1	11.4	0.5	-
2026F	1,031.4	236.8	1,268.2	923.2	1.0	17.0	0.6	-
2027F	1,047.4	342.7	1,390.1	959.3	0.9	14.8	0.5	-
2028F	1,163.9	410.1	1,574.0	1,088.8	0.8	14.5	0.4	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[손해보험]

임희연 연구위원

✉ heeyeon.lim@shinhan.com

이지연 연구원

✉ jiyeon2@shinhan.com

Revision

실적추정치	상향
Valuation	상향

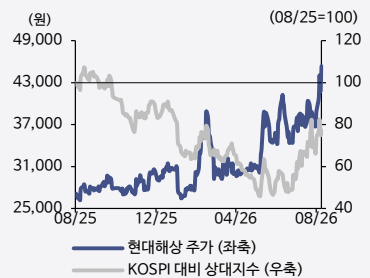
시가총액	3,866.0십억원
발행주식수(유동비율)	85.2 백만주(69.1%)
52주 최고가/최저가	45,350 원/26,450 원
일평균 거래액 (60일)	22,305.9백만원
외국인 지분율	38.7%

주요주주 (%)

정몽윤 외 6인	24.0
국민연금공단	10.2

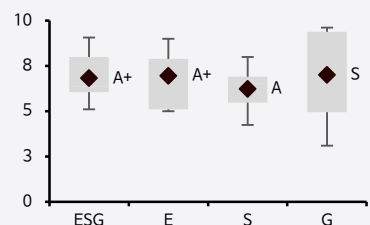
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	21.9	38.5	63.1	48.4
상대	19.8	58.4	(24.6)	(8.3)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



2Q26 컨퍼런스콜 요약

상반기 경영 실적

2026년 2분기 별도 기준 당기순이익은 전년 대비 58.2% 증가한 3,918억원(+58.2%, 이하 YoY). 보험손익은 일반·장기·자동차 전 보종의 손익 증가에 따라 4,037억원(+89.8%). 특히 장기보험 손익은 보험금 예실차 적자 규모 축소와 손실부담계약 비용 환입 등으로 1분기에 이어 2분기에도 손익이 개선되었음. 투자손익은 997억원으로 1분기 평가손실이 일부 만회되며 회복하는 모습을 보였음

2분기 신계약 CSM 배수는 17.2배로 전분기에 이어 업계에서 가장 높은 수준을 유지하고 있음. 보험금 예실차는 -56억원으로 전년도 -393억원 대비 개선되었으며, 전년도 말 가정 변경에 따른 예상 보험금 증가와 실제 지급보험금의 안정화 추세가 맞물리면서 올해부터 예실차 개선세가 나타나고 있음. K-ICS 비율은 전년 말 대비 18.9%p 상승한 209%를 기록하였음

장기보험

장기보험의 2분기 보험순이익은 3,480억원(+89%)을 기록. 장기보험 손익 증감 요인을 세부적으로 보면 CSM 상각 수익은 전년 동기 대비 177억원 증가하였고, 예실차 관련 손익은 228억원 개선되었음. 손실부담계약 관련 비용을 포함한 기타 손익 항목도 전년 대비 1,140억원 개선되었는데, 이는 감독당국의 계리가정 선진화 가이드라인을 반영하여 손해율 및 사업비 가정 변화에 따라 실손보험에서 약 900억원의 손실부담계약 비용 환입이 발생했기 때문

장기보험 신계약

2분기 월평균 신계약 실적은 93억원(-7.5%)이고, 인보험은 월평균 85억원을 기록. 전속 채널의 신계약 CSM 배수는 약 19.6배로 개선세를 이어가고 있고, GA 채널은 작년과 유사한 16배 수준을 보였음. 무해지 보험의 매출 구성비는 지속적으로 상승 중이지만 연만기 보험 구성비는 전년 말 대비 소폭 하락하였음

장기보험 CSM 및 수익성 지표

CSM 잔액은 9조 8,944억원으로 전년 말 대비 약 1조원이 증가하였음. CSM 변동 내역을 보면 2분기 신계약 CSM은 4,796억원 증가하여 1분기 4,703억원과 유사한 수준을 기록. CSM 경험조정은 4,238억원 증가하였는데, 이는 2분기 계리과정 선진화 가이드라인 적용에 따라 약 4,400억원이 반영된 결과. 유지율은 13회차, 25회차 모두 전년 대비 개선된 모습을 보였음

UY 손해율은 손익 중심 포트폴리오 강화 기조에 따라 개선세를 이어갔으며, 반기 기준 UY 1차년 손해율은 20.3%(+5.6%p) 개선되었고, UY 2차년은 72%로 4.4%p 개선되어 업계에서 가장 양호한 손해율 관리 성과를 보여주었음

자동차보험 및 일반보험

2분기 자동차보험 순이익은 38억원으로 전년동기대비 증가하였음. 합산비율 증감 요인을 살펴보면 2월 이후 보험료 인상 이후 대당 경과보험료 감소 추세가 둔화되는 가운데, 보상 원가 상승세로 건당 손해액은 증가하고 있지만 사고 발생률이 안정화되며 순이익이 개선된 모습을 나타냈음. 2분기 일반보험 순이익은 520억원을 기록해 전년 동기 대비 증가하였는데, 이는 작년 2분기 금호타이어 공장 화재 등의 고액사고로 인한 기저효과가 반영된 결과. 보유율은 전년과 유사한 42.3%

자산운용

2분기 말 회사 전체 운용자산은 45.6조원. 운용자산 내 포트폴리오 구성을 보면 국내채권 비중은 시장금리 상승세에 따른 보유채권 평가액 감소로 인해 전년 말 43%에서 40%로 소폭 감소하였고, 반면 외화채권은 환율 상승에 따른 평가금액 증가로 비중이 소폭 확대되었음

투자손익

2분기 보험금융손익을 차감한 투자손익은 997억원(-23%)으로 감소하였음. 전년 대비 감소한 원인은 투자이익이 3,358억원으로 금리 상승에 따라 이자·배당수익이 확대되며 6% 증가한 반면, 보험금융손익(비용)은 2,356억원으로 26% 증가했기 때문이며, 이는 시장금리·환율이 상승하며 보험부채의 이자비용과 외화보험부채의 환율비용이 상승한 탓. 평가·처분을 제외한 투자이익률, 즉 기본이익률은 금리 상승에 따른 이자수익의 견조한 증가에 힘입어 약 3% 수준까지 상승하였음

자본 및 지급여력비율 (K-ICS)

K-ICS 비율은 전분기 말 대비 약 1.8%p 상승한 209%를 기록하였음. 세부 변동 요인을 살펴보면 금리 상승으로 인해 약 7%p의 상승 요인이 있었고, 이익잉여금 증가로 약 6%p, 그리고 보험금 예실차 안정화에 따른 예실차 위험액 감소로 약 2%p 이상의 지급여력비율 상승 요인이 있었음. 반면 계리감독 선진화 적용에 따른 요구자본 증가로 약 8%p 하락 요인이 있었고, 지난 5월 후순위채 3,500억원을 조기 상환하며 약 5%p의 하락 요인이 반영되었음

기본자본비율은 전분기 말 대비 8.9%p 상승한 83.8%를 기록. 2027년 3월부터 적용될 해약환급금준비금 100% 인정 기준 기본자본비율로 환산해 보면 95%로 금융당국의 권고치인 80%를 상회함. 2분기 말 듀레이션 갭은 0.7년으로 소폭의 오버매칭 상태이며, K-ICS 비율 금리민감도는 50bp당 1%p 미만으로 매우 안정적인 수준에 도달하였음

하반기 경영 전망 및 대응 방안

제도적인 측면에서 간편보험 신규담보 손해를 가정 관련 가이드라인 적용으로 인해 연도 말 부채 증가 가능성이 존재함. 그러나 본질적인 이익 창출력 관점에서 보면 장기보험은 7월부터 시행된 관리급여 제도에 따라 예상차 실적의 추가적인 개선이 예상되며, 자동차보험은 보험료 증가에 9월 경상환자 제도 개선 효과가 더해지며 점진적인 순익 회복 추세가 진행될 것으로 보임

자산운용은 개선된 ALM 성과를 기반으로 채권 매입 비중을 점차 축소하고 기업대출 등 중위험 중수익 자산 위주로 투자 포트폴리오를 확대시켜서 투자이익률을 적극적으로 제고해 나갈 계획. 당사는 이익 창출력 향상에 더욱 역량을 집중하여 기업가치 제고의 토대가 될 안정적인 자본력을 확보할 수 있도록 지속 매진하겠음

Q&A

Q1) 내년부터 판매수수료 관련 규제가 도입될 예정인데 관련해서 판매 채널에 변화가 있을 것으로 예상하는지, 그리고 FP와 GA 간의 무게 중심 변화라든가 내부적으로 예상하는 부분이 있다면 공유 부탁

A) 판매수수료 개편과 관련해서 올 7월부터 GA 설계사도 1200% 룰을 준수하게 됨에 따라 소득 감소와 함께 조직 확대가 둔화되어 영업 활동이 일부 위축될 것으로 예상하고 있음. 이어서 27년 상반기에는 분급제 도입으로 수수료 총액 한도와 분할 지급 기간까지 설정됨으로써 수수료 경쟁이 축소될 것으로 예상

제도 개편 이후 정착금 폐지 및 시장 축소에 따라 채널 간 수수료 격차가 축소됨으로 인해서, 전속 채널에 대해서는 체계적인 육성 시스템, DB 지원, 상품 차별화, 인수 시스템 등을 바탕으로 채널 경쟁력을 확대해서 M/S를 확대할 예정

GA 채널에 대해서는 수수료 외적인 경쟁력이 중요할 것으로 예상되어 대형 GA 인원 확대라든지 수익성 중심의 상품 경쟁력 강화, 차별화된 인수 시스템을 바탕으로 매출을 확대하는 전략을 운영할 예정

Q2) 7월부터 관리급여가 적용되면서 당사에 대한 기대가 굉장히 올라가 있는 상태인데, 도입 이후 도수치료 보험금의 감소 효과를 상반기 대비 혹은 6월 대비 어떤 기준 시점 대비하여 어떻게 감소하였는지, 그리고 풍선효과가 예상되니 근 골격계 전체에 대한 보험금 변동까지 같이 알려주면 도움이 될 것 같음

앞서 발표한 타사들은 6월에 청구되어 7월에 접수된 것까지 섞여 있어 완전히 분리하기 어려운 것 같았는데, 가급적 관리급여의 영향을 파악할 수 있도록 도움 말씀 부탁

A) 7월 한 달만 놓고 봤을 때 도수치료 감소분은 전년 동월 대비 약 35억원으로 확인되고 있음. 다만 풍선효과까지 같이 발생했는데, 신장분사치료가 162%, 그리고 무통증 신호요법이 230% 동시에 증가하면서 근골격계 전체로는 7월 한 달만 놓고 봤을 때 실제 감소액은 없었다고 보고 있음

현재 신규로 접수되는 도수치료는 약 97% 정도 감소되어 있는 상태인데, 이것이 전반적으로 대체가 되면서 연말이 되면 최대 월 65억원까지는 보고 있으며, 다만 풍선효과가 지금처럼 크지 않을 때 65억원 정도까지 예상하고 있음

Q3) 이번에 CSM 조정이 플러스로 3,200억원대 나왔고 제리감독 가이드 반영으로 4,400억원 말씀 주신 게 플러스였을 것 같은데, 이것이 세부 항목별로 브레이크다운이 되는지 궁금함. 여쭙는 이유는 3분기 이후 제리 과정 반영에 따른 마진 배수의 변동을 봐야 할지, 전체적으로 플러스였지만 앞으로 신계약에 대해서 마이너스가 합쳐지는 부분이라면 마진 배수가 빠질 수 있기 때문. 그 관점에서 브레이크다운을 보여주고, 4분기의 경우 추가적인 제리감독 가이드 반영에 따른 실적 영향이 있을 것이라고 말씀 주셨는데 수치적으로 도움 주면 감사하겠습니다

A) CSM 조정 관련해서, 상반기에 3,200억원 정도의 CSM 플러스 조정이 발생했는데 이 중에서 일회성으로 제도 관련된 부분이 4,000억원 증가가 있었고 나머지는 경상 조정으로 봐야 함. 경상 조정이 더 중요한데, 경상 조정 부분은 전년 대비 약 1,300억원 개선된 수준이고 경쟁사 대비해도 가장 양호한 수준

연도 말 CSM 조정 예상 부분에서 걱정되는 부분은 역시 간편보험의 신규 담보 손해를 가정을 조정하면서 CSM이 하락되는 부분임. 물론 CSM 하락은 되지만 이것이 손익으로 터지는 부분은 아님. 그리고 긍정적인 부분은 실손 쪽에 보험금 추세가 완화되면서 손실계약 환입이 발생할 수도 있는 상황으로 예상하고 있고, 그리고 다른 최적가정인 해지 가정이나 사업비 가정 같은 경우에는 긍정적으로 보고 있음

정리해 드리면 간편담보 신규 담보 소멸 과정으로 CSM 하락 영향은 있지만 다른 최적가정에 대해서는 긍정적인 부분들이 있고, 또 실손보험 쪽의 요율 현실화가 된다면 상쇄 가능한 수준이라고 보고 있음

Q4) 보험금 예실차가 실손 외에서는 나던 대로 또는 줄어서 나지만 실손 쪽에서 상당히 좋아진 것으로 보임. 결국 4분기에 계속 나왔던 손실계약 비용 부담이 이번에는 달라질 수 있느냐가 관건일 것 같음

현재 손실 요소가 어느 정도 쌓여 있는지, 손실 요소의 잔액이 실손/비실손과 실손 세대별로 어떤지 알려주고, 올해 연도 말에는 전년처럼 대규모 손실이 아니라 돌아설 가능성이 있는지 전망을 공유해 주면 좋겠음

A) 연도 말 손실계약 비용 환입 가능성과 관련해서, 당사 손실 요소 잔액은 1조 3천억원이고 3세대가 1조 1천억원, 4세대가 2천억원, 그리고 나머지 비실손 등은 1~200억원 수준. 상반기에 실손 보험금 증가 추세가 완료되면서 예실차가 좋아졌고 이 부분이 최적가정 기초 통계에 긍정적인 영향을 미칠 것은 확실

지금 3세대의 손실 요소가 1조 2천억원 잔액이 있는데, 연도 말에 말씀드리기는 조심스럽지만 이 부분에 영향을 미쳐 손실 환입이 발생할 가능성을 매우 높게 생각하고 있고, 규모는 아직 확실히 말씀드릴 수는 없지만 어쨌든 환입 가능성은 매우 높음

Q5) 금리가 오르면서 OCI 쪽이 많이 풀려나 배당 받는 쪽이 긍정적으로 움직였을 것 같음. 만약 실손 쪽에서 손익이 달라지고 연말에 어느 정도 배당가능이익이 발생하는 것을 기대 못할 상황은 아닌 것 같은데, 연말에 혹시라도 배당가능이익이 소액이라도 발생되면 그동안 못하셨던 배당을 시행할 가능성이 있는지?

아니면 발생되더라도 안정적이라고 판단되지 않으면 올해는 넘어가고 충분한 배당 재원이 쌓일 때까지 기다릴지 회사 입장을 말씀 부탁 (이 부분은 해약환급금 준비금 규제는 전혀 생각하지 않고 여쭙본 것)

A) 2분기 말 현재 배당가능이익은 -6,600억원으로 1분기 말 대비 약 7천억원 정도 회복되었음. 말씀하신 것처럼 시장금리 상승에 따른 부채 평가액 감소액이 금융자산 평가손실 확대보다 커서 기타포괄손익 누계액 마이너스 규모가 5천억원 이상 축소되었기 때문으로 풀이됨

연도 말을 예상해 보면 해약환급금준비금 증가 속도를 고려할 수밖에 없는데, 이를 감안하면 연도 말 여러 가지 변수가 있지만 배당가능이익은 여전히 마이너스 규모를 보일 것으로 예상하고 있음. 다만 하반기에 금리라든가 이익 전망에 따라 변수가 많기 때문에 현재로서는 단언할 수 없지만, 만에 하나 말씀 주신 것처럼 배당가능이익이 소폭이라도 플러스로 전환된다면 소액이라도 배당을 할 계획

Q6) 예실차가 실손 내에서 마이너스가 난 게 전이암 보험금 이슈가 있으셨던 것 같은데, 혹시 규모라든가 이런 부분 공유해 주면 도움이 될 것 같음

A) 먼저 갑상선 전이암 금액은 206억원이며 손해를 영향도는 0.7%p임. 그리고 실손의 예실차가 큰 이유는 호흡기 질환이 상반기에 2월까지 심했던 그 부분이 약 300억원 정도 되는데 그 부분이 실제 보험금에 반영되면서 실손 예실차가 커졌음. 앞서 말씀드린 것처럼 갑상선 전이암을 지급했음에도 불구하고 실손 외 예실차가 괜찮은 수준이어서 그 부분은 긍정적으로 보고 있음. 하반기에는 상반기 처럼 실손 외 예실차 관리를 잘 하고, 실손에서 관리급여 효과가 누적되면서 실손 예실차 규모가 축소될 것으로 긍정적으로 기대하고 있음

Q7) 실손에서 보험 리스크가 나오고 있고 하반기에도 관리 제도 등이 시행되면 아무래도 실손요율 인하 가능성도 검토해야 할 것 같은데, 혹시 민감도나 추정에 도움이 될 만한 내용이 있을지?

A) 관리급여 효과에 따른 실손 요율 조정과 관련해서, 기본적으로 실손보험 요율 조정은 당해년도 9월까지 통계 마감율 기준으로 적용하고 있음. 요율 조정률은 아직 9월 마감율 안 됐기 때문에 정확히 알 수 없는 상황이고, 관리급여 효과는 아직 확실하지는 않지만 그 정도 효과로 요율 조정에 영향을 미칠 수준은 아닌 것으로 예상하고 있음

Q8) 요구자본을 매우 안정적으로 관리해 오신 것으로 보이는데, 올해 말까지 그리고 2027년에 약 7조원 중반 수준으로 이 요구자본이 계속 관리가 가능할지 궁금하고, 2027년 요구자본 관리를 위해서 현재 경영진이 생각하고 있는 관리 톨이나 전략이 있다면 공유 부탁

A) 요구자본 전망에 대해서는 여러 가지 대외 변수가 있을 수 있겠습니다만 현재의 안정적인 기조가 계속 유지되는 것을 목표로 하고 있음. 다만 이를 위해서 전체적으로 자산과 부채 쪽에서의 안정적인 손익 관리, 그리고 손해를 관리 등을 기본 기조로 가져가려고 하고 있음. 자산과 부채 측면에서 포트폴리오를 평가할 때 자본 비용을 감안해서 손익을 관리하는 체계를 유지하고 있는데, 그러한 기조를 지속적으로 유지해서 투자를 할 때, 그리고 매출 구성을 할 때 자본 비용이 충분히 감안될 수 있도록 그런 기조를 유지하겠습니다

Q9) 이번에 가용자본 증가에 사실상 금리 영향이 많이 있었다고 생각하는데, 향후에 가용자본이 보다 안정적으로 관리될 수 있게 회사에서 생각하는 부분도 말씀 부탁드립니다. 만약에라도 금리 변동성이 생긴다면 코어 캐피탈의 변동성도 있을 것 같아서, 좋은 수준까지 오셨는데 실질적인 관리를 더 어떻게 잘 하실 수 있는지 여러 가지 말씀해 주면 참고가 될 것 같음

A) 가용자본 관리 측면과 관련해서, 앞서 말씀드린 것처럼 금리에 대한 영향도는 상당히 많이 줄어든 상태임. 자산과 부채의 매칭이 자산이 조금 더 오버매칭이 되면서 금리가 변동하는 상황에서도 안정적인 가용자본 관리가 유지 가능할 것으로 보고 있음

보험 매출 측면에서는 우선 안정적인 손해를 관리 기조를 통해서 이익 기반을 지속적으로 마련하고, 자산 쪽에서도 매칭이 어느 정도 된 만큼 중위험 중수익 위주의 투자 포트폴리오를 구성해 가면서 안정적인 투자 관리·매출 구조를 유지하고, 그에 따라 가용자본이 지속적으로 관리될 수 있도록 유지할 예정

Q10) 2027년이 다가오면서 해약환급금준비금 규제 완화에 대한 기대감이 높아지고 있는 것 같은데, 관련해서 배당가능이익 규모에 대한 민감도와, 그 여력이 확보되어 배당 재개를 할 수 있는 상황에서 경영진 측의 고려 사항을 말씀 부탁드립니다. 근 3년 동안 배당을 못한 상황이라 이를 더 고려해 줄 생각이 있으신지?

A) 해약환급금준비금 제도와 관련해서, 현재 기사에서 보셨듯이 해약환급금준비금 적립 비율을 완화한다든지 여러 가지 제도를 금융당국이 검토하는 것으로 알고 있음

6월 말 현재 당사 해약환급금준비금 규모는 4.3조원 정도 되고, 민감도는 적립 비율 약 10% 완화당 약 4,500억원에서 5천억원 정도 준비금이 감소할 전망

Q11) 여전히 멀티플이 낮아서 자사주 매입·소각도 옵션 중 하나로 생각하고 있을 수는 있지만, 전반적으로 주주환원에 대해서 어떤 생각을 가지고 있는지 말씀 주면 큰 도움이 될 것 같음

A) 주주환원 정책에 대해서 추가 코멘트를 드리면, 현재 발표했던 주주환원 정책은 기본적으로 당사가 보유하고 있던 자사주 약 12% 중 3%는 임직원 성과 보상 재원 외에 4.5%를 올해 소각한 바 있고, 나머지는 내년 상반기에 소각할 예정. 향후에 배당가능이익이 확보됐을 경우 주주환원 정책에 대해서는 아직 확정된 바는 없으나 방향성에 대해서는 설명드릴 수 있음

기본적으로는 기본자본비율의 훼손이 없는 선에서 배당은 확대할 예정이며, 오늘 설명 들으신 바와 같이 당사의 기본자본비율이 안정적인 흐름을 보이고 있다는 점은 긍정적 요소임. 이런 전제 조건이 확보됐을 때에는 과거 통상적인 배당환원율이 당사 약 20% 수준이었다고 본다면 그보다 더 상향된 수준으로 검토하고 있고, 배당가능이익이 확보됐을 경우에는 기본자본비율 수준에 따라 매입 후 자사주 즉시 소각도 열린 대안으로 검토하고 있음

Q12) 듀레이션 관리를 적극적으로 하신 덕분에 positive 듀레이션까지 온 것 같은데, 향후 채권 비중을 줄이고 중위험 자산을 확대하시겠다고 말씀 주셨음

그렇다면 향후 기대할 수 있는 혹은 목표로 하는 투자손익 규모가 어느 정도 되는지, 정상적으로 분기에 어느 정도 이익을 기대해도 되겠다는 계획이 있으신지?

A) 전반적으로 당사가 자본력 개선에 집중하다 보니 국고채 위주로 대응할 수밖에 없었고 전반적인 손익력이 떨어져 있던 상태였는데, 현재는 수익성 자금도 증대되면서 수익률도 증가할 수 있는 시장 상황·여건이 마련됐다고 생각하고 있음. 전반적인 포트폴리오 관점에서 중위험 중수익 위주로, 국고채와 지분형 대체투자 위주에서 기업대출이나 가계대출 아니면 대출형 대체 위주로 포트폴리오를 재구성해 나가면서 차분하게 장기적인 관점에서 준비해 나갈 계획

투자손익 계획은 보험금융손익 쪽의 영향까지 있어서 단언해서 말씀드리기는 조금 어려운데, 하반기에 그래도 한 2천억원 정도가 되었으면 좋겠다는 기대 정도는 있음. 다만 투자영업이익이 그렇게 빠른 시간 내에 올라오기는 쉽지 않은 자산 규모가 있다 보니 최선의 노력을 다해서 달성하도록 하겠음

Q13) 9월부터 향후치료비 제도 개선이 시작되는데, 혹시 회사가 생각하는 자동차 부문에서의 향후치료비 효과를 알려주면 감사하겠습니다

A) 자동차보험 경상환자 제도 개선에 따른 효과를 말씀드리면, 이번 경상환자 제도 개선의 핵심 내용은 경상 환자에게 향후치료비를 지급하는 것이 금지되는 것이고, 8주를 초과하는 경우에는 공적 기구 심사를 거쳐서 초과 치료를 하는 것임. 향후치료비가 금지되면 직접적으로 향후치료비 지급분이 감소하는 효과가 있고, 반면 향후치료비가 지급되지 않음으로 인해서 치료 일수 지연 그리고 경상 환자라도 이 제도 개선 밖에 있는 다른 곳으로 풍선효과가 예상됨

이러한 풍선효과들을 다 감안해서 당사는 9월에서 12월 올해는 경과보험료 대비 손해율이 약 2% 정도의 감소 효과를 기대하고 있고, 이러한 풍선효과를 최대한 억제하고 제도가 안정적으로 정착된다면 내년도에는 3% 이상의 효과가 있을 것으로 예상하고 있음

Q14) 아까 관리를 위한 도수치료 효과에 대해 말씀해 주셨는데 풍선효과가 있어서 그 효과가 생각보다 크지 않았다고 하셨고, 그렇지만 연말까지 봤을 때는 개선되는 효과를 기대한다고 하셨습니다. 혹시 지금 풍선효과 때문에 실제적인 효과가 없으면 왜 연말에 개선되는 효과를 기대해도 되는지 설명해 주면 좋을 것 같고, 풍선효과가 다른 회사보다 크게 나타나는 것 같아서 당사만의 이유가 있는지?

A) 도수치료 효과가 적었다는 것은 6월에 막바지 치료들이 7월에 같이 접수됐기 때문에 그 금액이 컸던 것이고, 당사가 향후 효과를 추정할 때는 제도가 바뀌고 나서 신규로 접수되는 건들을 추적하고 있음. 그 신규 건은 97% 감소했는데, 그 이유는 앞에 선행 치료가 2주간 필요하기 때문에 그 치료 기간이 경과돼야 하기 때문임. 신규 치료 건들의 구성비가 점점 커지는 연말쯤에는 앞서 말씀드린 그 정도 효과까지 기대할 수 있다는 취지에서 말씀드린 것

또 하나 이 정책의 효과성을 위해서 업계와 당국이 함께 노력하는 의식적인 효과도 존재할 수밖에 없기 때문에 그 부분도 플러스 알파로 기대하고 있음. 그리고 하나만 더 첨언드리면, 앞서 실손 예실차 관련 효과를 말씀드릴 때 당사 실손 손해율이 2.1%p 하락했는데, 실제 지급보험금이 감소·관리되는 영향이 있기 때문에 그것을 참고해서 이해해 주시면 될 것 같음

2Q26 현대해상 실적 요약

(십억원, %)	2Q26	1Q26	2Q25	% QoQ	% YoY	컨센서스	차이	신한 추정치	차이
보험손익	403.7	302.1	212.7	33.7	89.8			314.5	28.4
투자손익	99.7	6.1	129.5	1,541.2	(23.0)			113.4	(12.1)
영업이익	503.4	308.1	342.1	63.4	47.1	369.0	36.4	428.0	17.6
지배주주순이익	391.8	223.3	247.8	75.5	58.2	268.3	46.0	290.1	35.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

현대해상 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		차이	
	2026F	2027F	2026F	2026F	2027F	2026F
보험손익	916.0	1,030.8	1,031.4	1,047.4	12.6	1.6
투자손익	280.3	227.1	236.8	342.7	(15.5)	50.9
영업이익	1,196.3	1,257.9	1,268.2	1,390.1	6.0	10.5
지배주주순이익	815.1	824.0	923.2	959.3	13.3	16.4

자료: 신한투자증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	증감률
보험손익	175.9	212.7	161.4	(153.9)	302.1	403.7	277.5	48.1	396.1	1,031.4	160.4
장기	114.3	184.1	181.5	(141.9)	265.9	348.0	271.8	46.7	338.1	932.4	175.8
CSM 상각	234.2	239.6	245.7	231.5	237.8	257.2	258.4	265.4	950.9	1,018.9	7.1
RA 환입	30.8	32.8	36.5	36.0	37.9	42.4	25.3	28.0	136.2	133.6	(1.9)
예실차	(99.0)	(36.7)	(72.2)	(93.8)	(68.8)	(2.5)	5.2	(126.4)	(301.7)	(192.5)	적지
기타	(51.7)	(51.6)	(28.5)	(315.6)	58.9	50.9	(17.2)	(120.3)	(447.4)	(27.6)	적지
자동차	15.7	0.9	(55.3)	(52.1)	(14.0)	3.8	(22.3)	(26.7)	(90.8)	(59.2)	적지
일반	45.9	27.6	35.2	40.1	50.2	52.0	28.0	28.1	148.8	158.3	6.3
투자손익	107.0	129.5	89.4	4.5	6.1	99.7	94.1	36.9	330.3	236.8	(28.3)
영업이익	282.9	342.1	250.8	(149.4)	308.1	503.4	371.6	85.0	726.4	1,268.2	74.6
영업외손익	(10.6)	(9.5)	(6.0)	(5.9)	(8.9)	(10.5)	(8.2)	(7.9)	(32.1)	(35.4)	적지
세전이익	272.3	332.6	244.8	(155.4)	299.3	492.9	363.5	77.1	694.3	1,232.8	77.6
지배주주순이익	203.2	247.8	183.2	(73.0)	223.3	391.8	254.7	53.4	561.1	923.2	64.5
월납환산 신계약	10.3	9.1	9.6	10.2	8.5	8.5	9.2	9.1	9.8	8.8	(9.6)
CSM 전환배수	14.1	17.4	16.4	15.8	16.6	17.2	15.6	15.4	15.9	16.2	1.8
기초 CSM	8,305.5	9,164.8	9,422.7	9,670.3	8,977.8	9,248.5	9,905.4	10,176	9,670.3	10,175.7	5.2
(+) 신계약 CSM	479.2	525.7	511.6	521.0	470.8	480.0	495.9	491.9	2,037.6	1,938.7	(4.9)
(+) 이자부리	72.9	79.9	80.7	82.9	75.9	77.9	84.7	86.6	316.3	325.1	2.8
(+) CSM 조정	543.5	(97.4)	(97.2)	(1,149)	(39.9)	423.8	(51.9)	(892.8)	(799.8)	(560.8)	적지
(-) CSM 상각	(234.2)	(239.6)	(245.7)	(231.5)	(237.8)	(257.2)	(258.4)	(265.4)	(950.9)	(1,019)	적지
기말 CSM	9,164.8	9,422.7	9,670.3	8,977.8	9,248.5	9,905.4	10,176	9,596.0	8,977.8	9,596.0	6.9
투자영업이익률	0.9	1.1	0.8	0.0	0.1	0.9	0.8	0.3	0.9	0.1	(0.9)
ROE (평균)	17.8	22.1	15.4	(6.0)	17.6	27.3	16.8	3.6	17.8	17.6	(0.2)
ROA	1.6	2.0	1.5	(0.6)	1.8	3.2	2.1	0.4	1.6	1.8	0.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

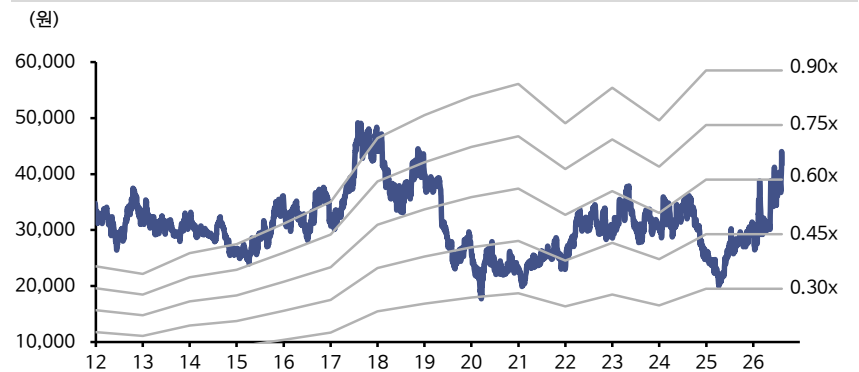
목표주가 산출 테이블

FAIR PRICE BASED ON PBR	기존 (7/13)	변경 후
ROE (%)	15.6	14.8
Adj. Cost of capital (%)	9.4	10.2
Risk free rate (%)	4.2	4.2
Beta	0.74	0.7
Market return (%)	7.0	8.0
Adjustment (%)	-	-
Long-term growth (%)	-	-
Fair P/ B (x)	1.66	1.5
Discount/Premium	(50.0)	(50.0)
Adj. Fair P/B (x)	0.83	0.7
BPS (원)	67,021	88,327
Target Price (won)	50,000	63,000
Upside (%)	-	-

자료: 신한투자증권 추정

주: 밸류에이션 50% 할인 적용, BPS 상향(67,021원 → 88,327원)이 적용 ROE 하향(15.6% → 14.8%) 및 요구수익률 상향(시장프리미엄·beta 변경)을 상쇄하며 목표주가를 기존 50,000원에서 63,000원으로 26.0% 상향

12개월 선행 PBR 밴드 차트



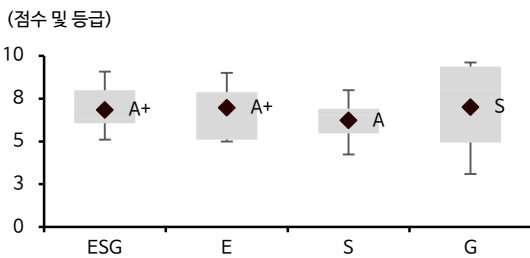
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

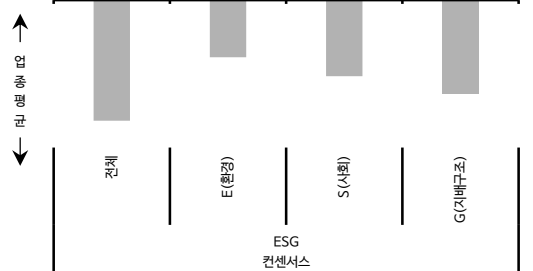
- ◆ E: 환경 발자국 최소화를 위해 환경경영 방침을 수립, 환경경영 추진 조직을 통해 환경경영을 통합적으로 수행
- ◆ S: 사회 문제 해결을 위한 상품을 꾸준히 개발. 2023년 '사회재난상해보장 특약', '난임 치료보장 특약' 개발
- ◆ G: 꾸준한 배당금 증가 및 일관성 있는 배당 정책 유지하기 위해 노력 중

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

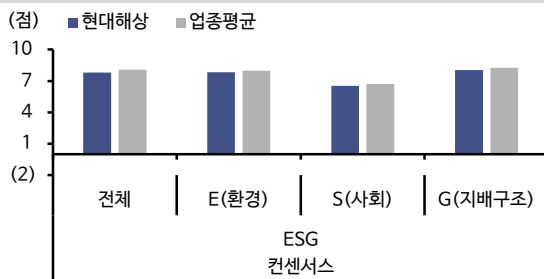
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

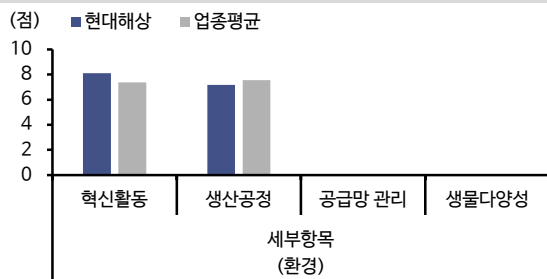
Key Chart

ESG 필라



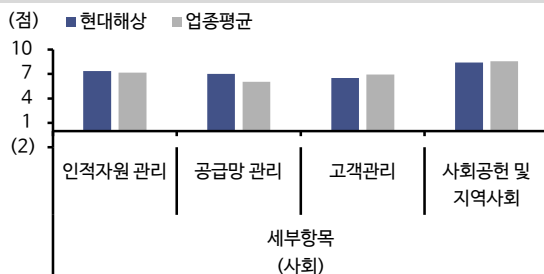
자료: 회사 자료, 신한투자증권

세부항목 - E(환경)



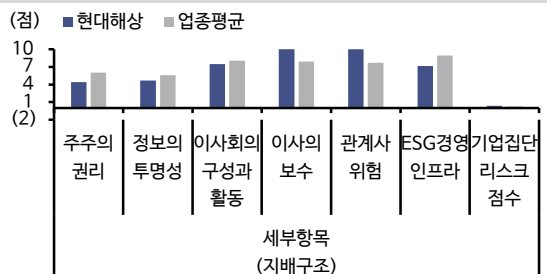
자료: 회사 자료, 신한투자증권

세부항목 - S(사회)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

세부항목 - G(지배구조)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

개별재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	47,977.7	49,645.9	47,497.2	45,555.6	43,743.1
운용자산	45,787.1	47,015.8	44,879.8	43,045.2	41,332.6
비운용자산	2,167.9	2,595.9	2,617.4	2,510.4	2,410.5
부채총계	43,050.5	44,762.4	41,491.4	38,590.5	35,689.2
보험계약부채	34,801.9	34,852.9	29,314.0	26,057.7	23,975.9
일반모형	26,675.4	26,388.0	21,009.3	18,005.3	16,167.3
BEL	16,462.0	15,522.2	10,084.9	7,124.4	5,313.0
RA	1,907.8	1,888.0	1,328.4	956.9	724.1
CSM	8,305.5	8,977.8	9,596.0	9,924.0	10,130.2
보험료배분잔금법적용	8,126.6	8,465.0	8,304.8	8,052.4	7,808.7
자본총계	4,927.1	4,883.5	6,005.8	6,965.1	8,053.9
자본금	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
자본잉여금	113.2	113.2	60.1	60.1	60.1
신종자본증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	7,391.4	7,952.7	8,919.5	9,878.7	10,967.5
자본조정	0.0	0.0	(36.6)	(36.6)	(36.6)
기타포괄손익누계액	(2,093)	(3,310.9)	(2,982)	(2,982)	(2,982)

CSM Movement

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
기초 CSM	9,373.2	9,670.3	10,176	10,092	10,101
신계약 CSM	1,827.9	2,037.6	1,938.7	1,951.7	1,954.1
이자부리	319.2	316.3	325.1	334.9	340.4
CSM 조정	(2,038)	(799.8)	(560.8)	(920.7)	(1,034)
CSM 상각	(932.8)	(950.9)	(1,019)	(1,038)	(1,055)
신계약	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
보유계약	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기말 CSM	8,305.5	8,977.8	9,596.0	9,924.0	10,130
CSM 전환배수 (배)	12.9	15.9	16.2	15.2	15.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

개별손익보고서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
보험손익	1,043.1	396.1	1,031.4	1,047.4	1,163.9
장기	865.3	338.1	932.4	908.7	975.2
CSM 상각	932.8	950.9	1,018.9	1,037.9	1,054.7
RA 변동	132.5	136.2	133.6	95.3	70.4
예실차	(190.8)	(301.7)	(192.5)	(141.3)	(103.0)
기타	(9.2)	(447.4)	(27.6)	(83.1)	(46.9)
자동차	19.2	(90.8)	(59.2)	(24.9)	17.8
일반	158.6	148.8	158.3	163.6	170.9
투자손익	352.1	330.3	236.8	342.7	410.1
영업이익	1,395.2	726.4	1,268.2	1,390.1	1,574.0
영업외손익	(28.7)	(32.1)	(35.4)	(34.1)	(33.9)
세전이익	1,366.4	694.3	1,232.8	1,356.0	1,540.1
법인세비용	335.8	133.2	309.6	396.8	451.3
당기순이익	1,030.7	561.1	923.2	959.3	1,088.8

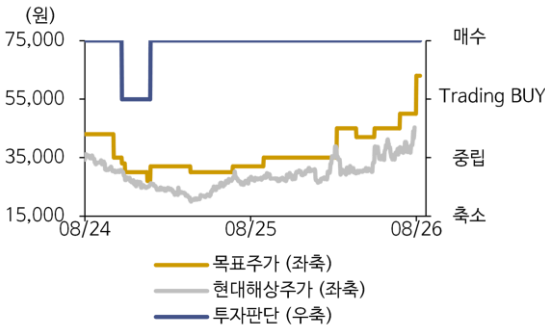
Valuation Indicator

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	13,145	7,156	11,708	12,165	13,808
BPS (원)	62,837	62,280	76,163	88,327	102,135
PER (배)	0.5	1.1	1.0	0.9	0.8
PBR (배)	0.39	0.49	0.60	0.51	0.44
ROE (%)	18.7	11.4	17.0	14.8	14.5
ROA (%)	2.1	1.1	1.9	2.1	2.5
배당성향 (%)	-	-	-	-	-
DPS (원)	-	-	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이

현대해상(001450)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 08월 16일	매수	43,000	(22.1)	(15.9)
2024년 10월 21일	매수	35,000	(13.2)	(12.0)
2024년 11월 08일	Trading BUY	33,000	(12.0)	(9.8)
2024년 11월 15일	Trading BUY	30,000	(11.8)	(5.8)
2025년 01월 03일	Trading BUY	27,000	(5.6)	(4.1)
2025년 01월 10일	매수	32,000	(26.0)	(18.8)
2025년 04월 08일	매수	30,000	(21.0)	(7.7)
2025년 07월 10일	매수	32,000	(14.3)	(5.5)
2025년 09월 16일	매수	35,000	(16.7)	10.9
2026년 02월 24일	매수	45,000	(31.2)	(21.2)
2026년 04월 08일	매수	42,000	(26.9)	(20.6)
2026년 05월 18일	매수	45,000	(18.2)	(8.3)
2026년 07월 13일	매수	50,000	(21.9)	(9.3)
2026년 08월 18일	매수	63,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 임희연, 이지연임희연, 이지연)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 상기 회사 현대해상을 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	투자등급	비중확대
◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 08월 14일 기준)

매수 (매수)	94.36%	Trading BUY (중립)	2.26%	중립 (중립)	3.38%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------