

2017. 2. 21



▲ 보험

Analyst 김고은
02. 6098-6670
goenkim@meritz.co.kr

Buy

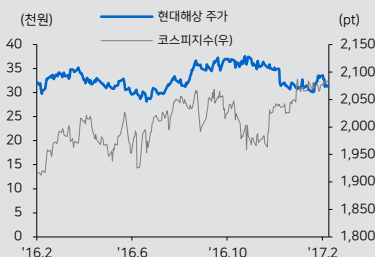
적정주가 (12개월) **45,000 원**
현재주가 (2.20) **31,250 원**
상승여력 **44.0%**

KOSPI	2,084.39pt
시가총액	27,938억원
발행주식수	8,940만주
유동주식비율	66.98%
외국인비중	51.78%
52주 최고/최저가	37,650 원 / 28,150원
평균거래대금	120.0억원

주요주주(%)	
정몽윤	24.55
BlackRock Fund Advisors	5.61
국민연금공단	5.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.97	-0.79	-1.11
상대주가	-0.72	-5.99	-8.34

주가그래프



현대해상 001450

4Q16 Review: 자산 듀레이션 확대 중

- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 45,000원 유지
- ✓ 자동차 손해율 및 장기위험손해율 개선세 지속 중
- ✓ RBC 비율 부담 있으나 자산 듀레이션이 크게 확대되어 대응 중
- ✓ 후순위채 발행여력 충분해 증자 가능성 제한적이라 판단

4Q16 당기순이익 628 억원(-54.4% QoQ, 흑전 YoY)

4Q16 당기순이익 628 억원(-54.4% QoQ, 흑전 YoY)을 시현했다. 당사 추정치 및 컨센서스 대비 각각 +32.3%, +28.7% 상회하는 실적이다. 계절성에도 불구하고 자동차 손해율 85.1%(+4.8%p QoQ, -9.4%p YoY)로 개선세를 이어가고 있으며 장기위험손해율 88.1%(-2.0%p QoQ, -7.8%p YoY) 개선되어 펀더멘탈 양호하다. 투자수익률 3.2%(-0.6%p QoQ, +0.2%p YoY)로 하락은 중국연합재산보험 관련 환입에 따른 기저효과 때문이다.

2017년 순이익 가이드스 4,050 억원 제시

동사는 2017년 순이익 가이드스로 4,050억원을 제시했다. 자동차 관련 다이렉트 광고집행비 증가로 사업비율이 상승하나 자동차 및 장기위험손해율 개선을 계획하고 있다. 투자수익률 목표는 3.1%이며 대출, 해외투자, 대체투자 비중을 늘릴 계획이다. RBC 비율은 158.3%(-63.7%p QoQ, -12.8%p YoY)로 하락했으나 17년 중 규제강화 영향은 제한적이라고 설명했다.

투자의견 Buy 및 적정주가 45,000 원 유지

투자의견 Buy 및 적정주가 45,000원을 유지한다. 주요 수익성 지표인 자동차 및 장기위험손해율의 개선이 긍정적이다. RBC 비율 규제 강화로 인한 부담이 존재하나 해외 장기채권 편입을 통해 자산 듀레이션(15년말 4.97 → 16년말 6.95)을 크게 늘리는 등 적극적인 대응을 하고 있다. 또한, 후순위채 발행여력 또한 충분하기 때문에 증자 가능성은 제한적이다.

(십억원)	경과보험료	영업이익	순이익	EPS (원)	증감율 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2014	10,157	322	233	2,610	21.8	28,759	10.0	0.9	10.9	2.9
2015	10,976	294	203	2,274	-12.9	30,534	15.9	1.2	8.6	2.1
2016P	11,255	542	400	4,471	96.6	34,591	8.3	1.1	15.4	3.6
2017E	11,633	536	393	4,397	-1.7	39,077	7.1	0.8	13.4	3.9
2018E	11,921	570	416	4,649	5.7	43,991	6.7	0.7	12.5	4.2

표1 현대해상 분기 실적 Review

(십억원)	4Q16	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
원수보험료	3,207	3,175	1.0	3,137	2.2	3,180	0.8	2,889	11.0
보험영업이익	-143	-221	적자	-101	적자	-163	적자		
투자영업이익	234	189	24.1	277	-15.4	231	1.3		
영업이익	91	-33	흑전	175	-48.1	68	33.9	71	28.9
당기순이익	63	-30	흑전	138	-54.4	47	32.3	49	28.7

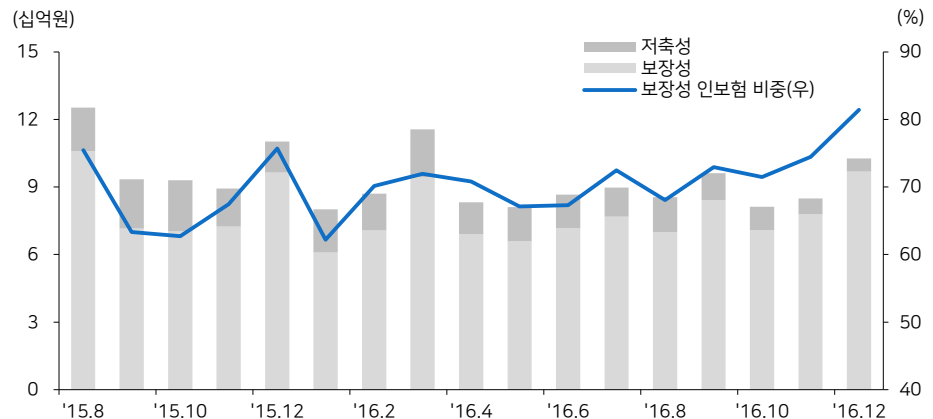
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 현대해상 월별 실적

(십억원, %)	15.12	16.01	16.02	16.03	16.04	16.05	16.06	16.07	16.08	16.09	16.10	16.11	16.12	MoM	YoY
원수보험료	1,103	1,001	993	1,063	1,043	1,043	1,097	1,058	1,037	1,041	1,039	1,048	1,119	6.7	1.4
일반	135	78	78	96	89	83	123	85	74	80	79	81	133	64.0	-1.5
자동차	267	226	220	267	256	268	275	278	268	260	265	275	288	4.5	7.6
장기	693	693	691	695	695	687	693	689	689	696	692	689	697	1.2	0.6
경과보험료	946	942	920	934	927	934	932	940	944	942	944	936	961	2.6	1.5
보험영업이익	-117	-27	-35	-37	-27	-21	-27	-17	-35	-49	-30	-43	-70	적지	적지
투자영업이익	37	74	72	77	73	75	77	81	77	119	79	75	80	5.8	117.4
당기순이익	-68	35	27	30	33	38	36	45	32	61	35	23	5	-78.9	흑전
투자영업이익률(%)	1.7	3.4	3.3	3.5	3.3	3.3	3.3	3.4	3.2	4.9	3.2	3.1	3.3	0.2	1.6
운용자산	26,229	26,369	26,829	26,816	27,066	27,537	28,712	28,901	29,111	29,362	29,383	29,091	29,643	1.9	13.0
손해율(%)	90.8	86.1	84.9	84.9	84.5	84.3	83.1	83.0	85.1	83.4	83.9	85.2	87.1	1.8	-3.7
일반	70.1	81.1	63.2	55.4	63.2	61.5	57.0	56.6	68.2	63.2	89.8	64.0	61.1	-2.9	-9.0
자동차	99.5	82.8	83.8	80.1	81.4	80.0	77.6	77.9	81.2	81.8	81.6	85.4	88.0	2.6	-11.5
장기	89.1	87.5	86.5	88.1	86.7	87.1	86.4	86.3	87.5	85.1	84.4	86.3	88.3	2.0	-0.8
장기위험손해율	104.5	95.9	92.1	98.2	92.1	93.7	90.9	89.4	95.5	85.3	83.6	91.7	88.8	-2.8	-15.7
사업비율	21.6	16.7	18.8	19.0	18.4	18.0	19.8	18.9	18.6	21.9	19.3	19.4	20.3	0.9	-1.3
합산비율	112.4	102.8	103.8	103.9	103.0	102.3	102.9	101.8	103.7	105.3	103.1	104.6	107.3	2.7	-5.1
장기신계약(월납)	11.0	8.0	8.7	11.6	8.3	8.1	8.7	9.0	8.5	9.6	8.1	8.5	10.3	20.9	-6.8
보장성	9.6	6.1	7.1	9.4	6.9	6.6	7.2	7.7	7.0	8.4	7.1	7.8	9.7	24.2	0.4
보장성 인보험	8.3	5.0	6.1	8.3	5.9	5.4	5.8	6.5	5.8	7.0	5.8	6.3	8.4	32.2	0.3
ROE(%)	-33.5	17.1	12.5	13.4	14.9	16.9	14.1	15.4	10.9	20.6	12.4	9.1	2.1	-7.0	35.6

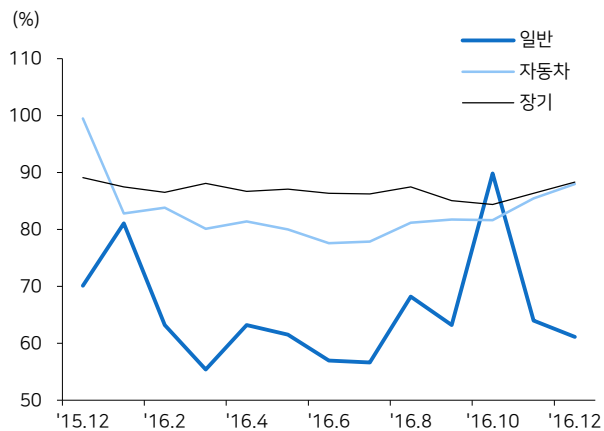
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 장기보험 신계약 추이



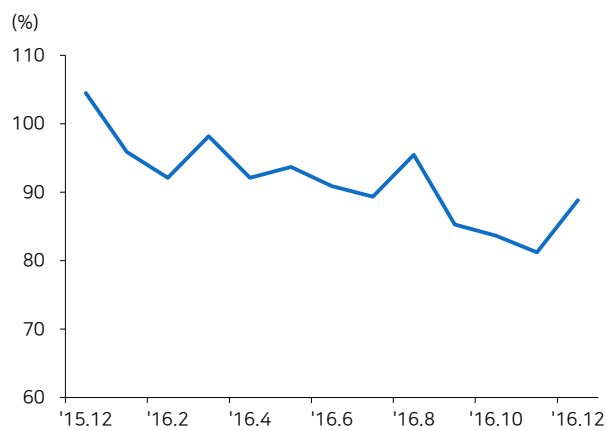
자료: 현대해상, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 경과손해율 추이



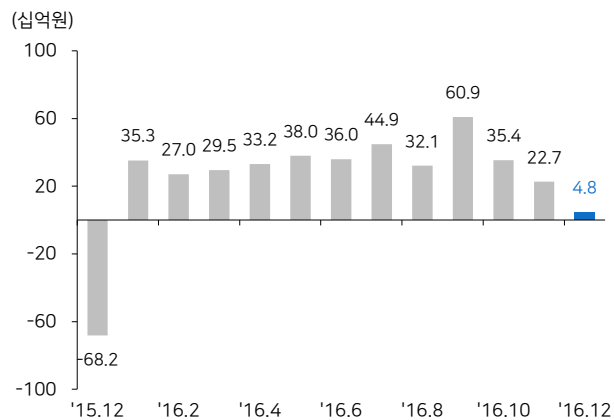
자료: 현대해상

그림3 장기위험손해율 추이



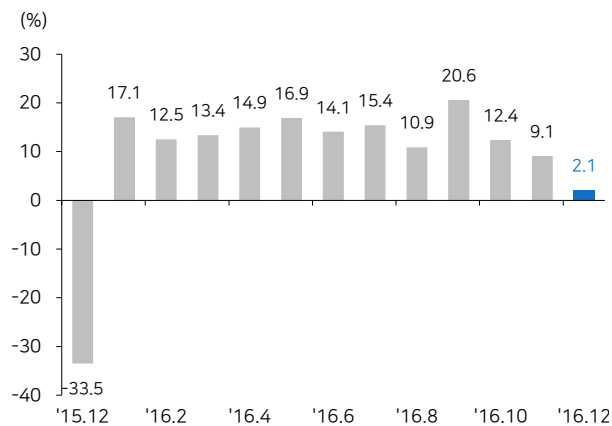
자료: 현대해상

그림4 당기순이익 추이



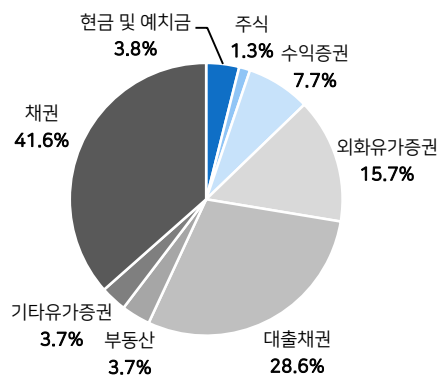
자료: 현대해상

그림5 ROE



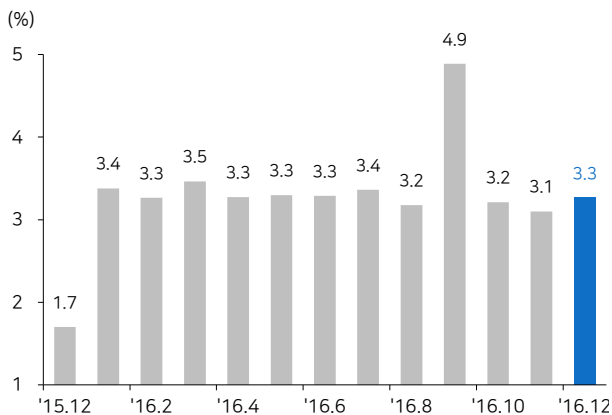
자료: 현대해상

그림6 운용자산 비중



자료: 현대해상

그림7 투자수익률 추이



자료: 현대해상

현대해상 (001450)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
원수보험료	11,202.5	12,119.4	12,582.8	12,926.2	13,262.5
일반	1,004.1	1,040.0	1,078.9	1,146.8	1,176.6
자동차	2,236.6	2,726.6	3,145.2	3,175.0	3,257.5
장기	7,860.5	8,254.2	8,304.0	8,604.5	8,828.3
보유보험료	10,291.7	11,062.6	11,413.6	11,759.3	12,077.8
경과보험료	10,157.1	10,975.6	11,255.4	11,633.1	11,920.9
일반	438.7	469.2	455.0	493.1	503.8
자동차	2,012.2	2,430.2	2,739.5	2,772.7	2,837.8
장기	7,706.2	8,076.2	8,060.9	8,367.3	8,579.3
경과손해액	8,759.6	9,544.1	9,525.3	9,865.4	10,164.2
일반	314.3	340.6	296.9	336.0	345.0
자동차	1,773.0	2,178.9	2,242.2	2,279.4	2,373.2
장기	6,672.3	7,024.5	6,986.3	7,250.1	7,445.9
손사업비	1,852.9	1,989.1	2,148.3	2,207.3	2,244.4
보험영업이익	-455.4	-557.6	-418.3	-439.7	-487.7
투자영업이익	777.4	852.1	960.0	975.8	1,057.7
영업이익	322.0	294.5	541.8	536.1	570.1
영업외손익	-43.4	-10.5	-28.9	-17.5	-21.8
세전순이익	278.6	283.9	512.9	518.6	548.3
법인세비용	45.2	80.6	113.2	125.5	132.7
당기순이익	233.3	203.3	399.7	393.1	415.6

Key Financial Data I

(%)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
수익성					
경과손해율	86.2	87.0	84.6	84.8	85.3
일반	71.6	72.6	65.2	68.1	68.5
자동차	88.1	89.7	81.8	82.2	83.6
장기	86.6	87.0	86.7	86.6	86.8
사업비율	18.2	18.1	19.1	19.0	18.8
합산비율	104.5	105.1	103.7	103.8	104.1
투자영업이익률	3.8	3.5	3.4	3.1	3.1
성장성					
총자산	18.5	16.8	13.5	9.6	9.5
운용자산	17.8	19.6	13.0	10.9	10.7
자기자본	16.8	5.3	13.3	13.0	12.6
원수보험료	N/A	8.2	3.8	2.7	2.6
경과보험료	N/A	8.1	2.5	3.4	2.5
순이익	N/A	-12.9	96.6	-1.7	5.7

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
자산총계	27,647.7	32,291.6	36,652.2	40,155.6	43,959.5
운용자산	21,933.2	26,228.6	29,642.7	32,861.4	36,369.2
현예금 및 예치금	1,219.0	1,570.4	1,157.0	1,282.6	1,419.5
유가증권	14,123.3	16,506.3	18,779.5	20,818.7	23,040.9
주식	1,156.7	1,353.9	1,311.3	1,453.7	1,608.9
채권	9,920.5	10,201.4	10,829.3	12,005.2	13,286.7
대출채권	5,635.8	7,178.5	8,690.7	9,634.4	10,662.8
부동산	955.2	973.5	1,015.5	1,125.7	1,245.9
비운용자산	3,669.4	3,746.3	3,796.4	3,950.5	4,111.0
특별계정자산	2,045.0	2,316.7	3,213.2	3,343.6	3,479.4
부채총계	25,335.1	29,856.9	33,894.1	37,039.7	40,451.9
보험계약준비금	22,242.9	25,678.1	28,653.1	31,786.1	34,985.0
책임준비금	22,242.9	25,678.1	28,653.1	31,786.1	34,985.0
기타부채	961.0	1,656.5	1,835.4	1,910.0	1,987.5
특별계정부채	2,045.0	2,316.7	3,213.2	3,343.6	3,479.4
자본총계	2,312.6	2,434.7	2,758.1	3,115.9	3,507.6
자본금	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
자본잉여금	114.2	114.2	114.2	114.2	114.2
이익잉여금	1,915.3	2,058.3	2,398.3	2,756.1	3,147.8
자본조정	-20.0	-37.5	-37.5	-37.5	-37.5
기타포괄손익누계액	258.5	255.0	238.4	238.4	238.4

Key Financial Data II

(%)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당지표 (원)					
EPS	2,610	2,274	4,471	4,397	4,649
BPS	28,759	30,534	34,591	39,077	43,991
DPS	750	750	1,350	1,232	1,303
밸류에이션 (배)					
PER	10.0	15.9	8.3	7.1	6.7
PBR	0.9	1.2	1.1	0.8	0.7
수익성					
ROE	10.9	8.6	15.4	13.4	12.5
ROA	0.9	0.7	1.2	1.0	1.0
배당지표					
배당성향	25.8	29.4	26.9	25.0	25.0
배당수익률	2.9	2.1	3.6	3.9	4.2
안정성					
총자산/자기자본	1,196	1,326	1,329	1,289	1,253
보유보험료/자기자본	445	454	414	377	344

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 2월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주권사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 2월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 2월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다.본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김고은)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
종가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일	Overweight (비중확대)		
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.7
중립	7.3
매도	0.0

2016년 12월 31 기준으로

최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

현대해상(001450) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.05.12	산업분석	Buy	35,000	김고은	
2015.10.01	기업브리프	Buy	35,000	김고은	
2015.10.14	산업브리프	Buy	39,000	김고은	
2015.10.19	산업브리프	Buy	39,000	김고은	
2015.11.02	기업브리프	Buy	39,000	김고은	
2015.11.19	산업브리프	Buy	39,000	김고은	
2015.12.01	기업브리프	Buy	39,000	김고은	
2015.12.07	산업분석	Buy	39,000	김고은	
2016.01.19	산업브리프	Buy	39,000	김고은	
2016.01.26	기업브리프	Buy	39,000	김고은	
2016.02.12	산업브리프	Buy	39,000	김고은	
2016.02.24	기업브리프	Buy	36,000	김고은	
2016.03.17	산업브리프	Buy	36,000	김고은	
2016.04.01	산업브리프	Buy	36,000	김고은	
2016.04.14	산업브리프	Buy	36,000	김고은	
2016.04.15	산업브리프	Buy	36,000	김고은	
2016.05.02	기업브리프	Buy	36,000	김고은	
2016.06.01	산업브리프	Buy	36,000	김고은	
2016.07.01	산업브리프	Buy	36,000	김고은	
2016.07.21	산업브리프	Buy	40,000	김고은	
2016.08.01	기업브리프	Buy	40,000	김고은	
2016.11.01	기업브리프	Buy	43,000	김고은	
2016.11.21	산업분석	Buy	45,000	김고은	
2016.12.21	산업브리프	Buy	45,000	김고은	
2017.01.18	산업브리프	Buy	45,000	김고은	
2017.02.21	기업브리프	Buy	45,000	김고은	