

현대해상(001450)

장기 위험손해율 개선은 여전히 중요한 투자 포인트

■ 투자 의견 Buy, 목표주가 51,000원으로 커버리지 개시

- 투자 의견을 Buy로 제시하는 이유는 1) 장기 위험손해율 개선을 통해 수익성 정상화가 진행되고 있으며 2) 보완자본을 통한 지급여력 방어로 높은 ROE를 실현하고 있다. 11.8조원 규모의 LAT 잉여금을 감안할 때 IFRS17 이후의 지급여력에 대한 우려는 크지 않다고 판단되어 자본의 효율적 이용이 이루어지고 있다고 판단된다.
- 목표주가 51,000원은 2018년 예상 BPS 43,773원과 예상 EVPS 77,858원에 Target multiple 1.1배와 0.7배를 적용한 목표주가를 산술평균하여 산출하였다.

■ 투자 포인트: 장기위험 손해율 개선은 여전히 중요한 투자포인트

- 동사의 장기 위험손해율은 2012년 82.7% 수준에서 2015년 93.5%까지 상승하며 상위사 중 가장 부진한 상황이었다. 하지만 2016년 92.4%, 2017년 87.2%으로 상위사 중 가장 빠르게 개선되고 있다.
- 경쟁사 대비 갱신주기 5년 상품의 비중이 높아 보험료 인상 효과가 느리게 반영되었기 때문으로 판단된다. 동사의 위험보험료 규모가 2017년 기준으로 2.2조원 수준이라는 점을 감안하면 2017년 위험손해율 개선으로 약 1,000억원의 세전이익이 개선된 것이다.
- 우리는 2018년에도 동사의 위험손해율은 3.0%p 개선될 것으로 예상하고 있으며 위험보험료가 2.4조원 수준까지 증가한다는 점을 감안할 때 신계약비 추가상각 부담 및 자동차보험 손해율 상승에 따른 이익 감소분을 충분히 상쇄할 수 있을 것으로 판단한다.
- 동사의 2018년 예상 ROE는 15.1%이며 P/E 5.7배, P/B 0.8배 수준임을 감안할 때 매우 Valuation 매력은 매우 높다고 판단된다.

■ 18년 1분기 별도순이익의 933억원으로 컨센서스 하회 전망

- 1분기 별도순이익은 전년동기대비 19.2% 감소할 것으로 전망된다. 이유는 1) 신계약비 추가상각 부담과 2) 자동차보험 손해율 상승 때문이다.
- 1분기 손해율은 83.7%로 전년동기대비 0.3%p 상승할 것으로 전망된다. 장기보험 손해율은 1.7%p 개선되었지만 자동차 및 일반보험 손해율의 5.0%p, 6.0%p 상승할 것으로 예상되기 때문이다.
- 사업비율은 판매비가 증가하며 1.6%p 상승할 것으로 전망된다.

은행/보험/증권 강승건

(2122-9181) neo.cygun@hi-ib.com

은행/보험/증권 최영수

(2122-9213) yschoi@hi-ib.com

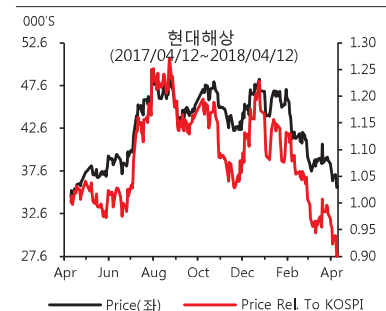
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	51,000원
증가(2018/04/12)	35,800원

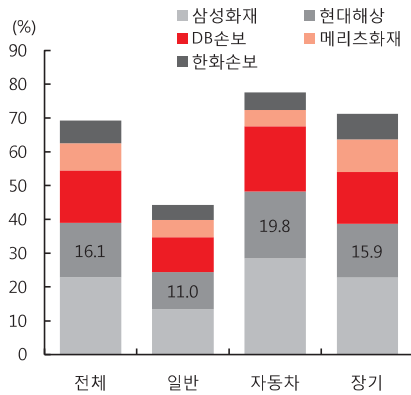
Stock Indicator

자본금	45십억원
발행주식수	8,940만주
시가총액	3,201십억원
외국인지분율	50.1%
배당금(2017)	1,500원
EPS(2018E)	6,297원
BPS(2018E)	43,773원
ROE(2018E)	15.2%
52주 주가	34,550~49,200원
60일평균거래량	203,722주
60일평균거래대금	8.4십억원

Price Trend

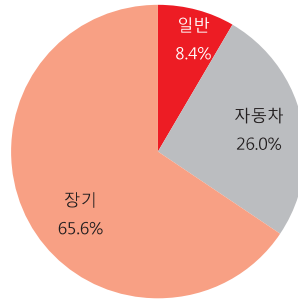


〈그림1〉 보종별 시장점유율



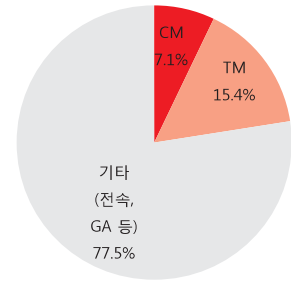
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 2017년 원수보험료 기준

〈그림2〉 원수보험료 내 보종별 비중



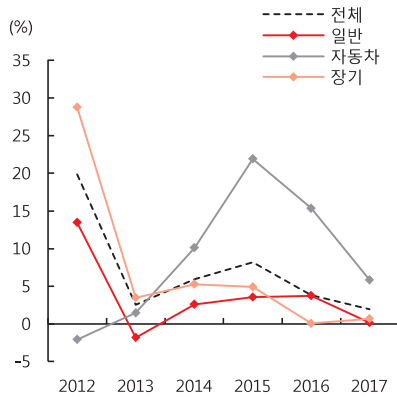
자료: 현대해상, 하이투자증권
주: 2017년 원수보험료 기준

〈그림3〉 자동차보험 다이렉트 채널 비중



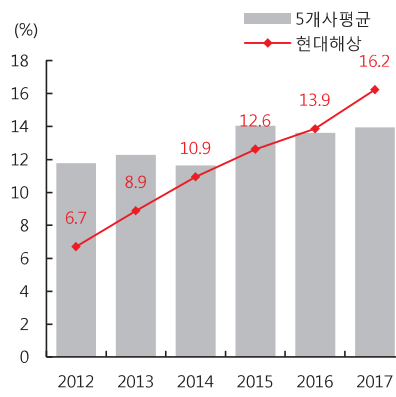
자료: 현대해상, 하이투자증권
주: 2017년 기준

〈그림4〉 보종별 원수보험료 증가율



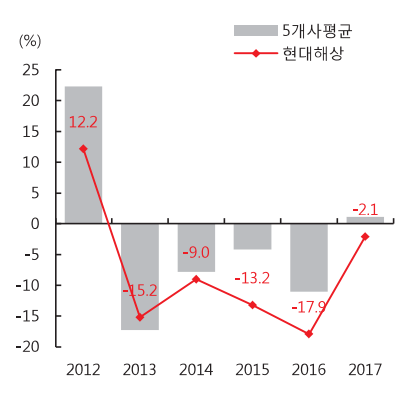
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 수입보험료(일반+변액) 기준

〈그림5〉 위험보험료 증가율



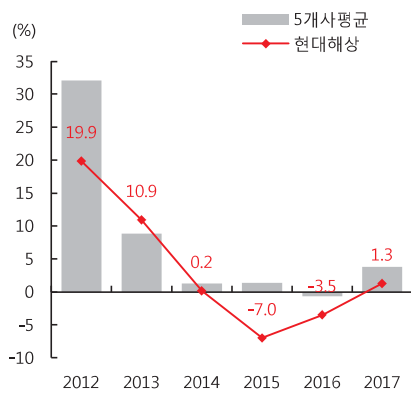
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림6〉 신계약 성장률



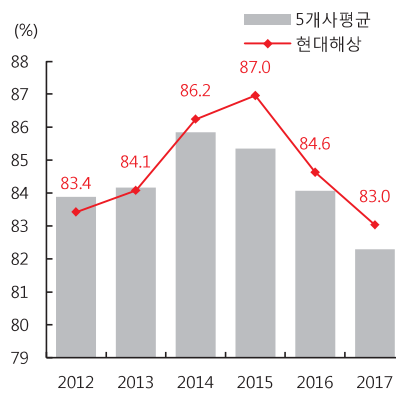
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림7〉 인담보 신계약 성장률



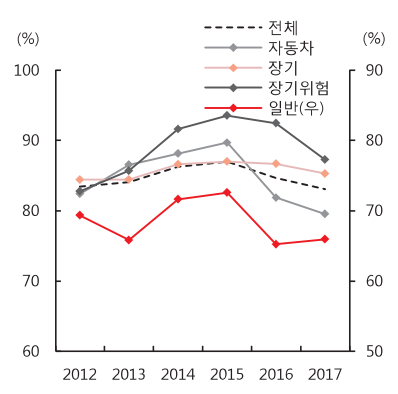
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림8〉 손해율



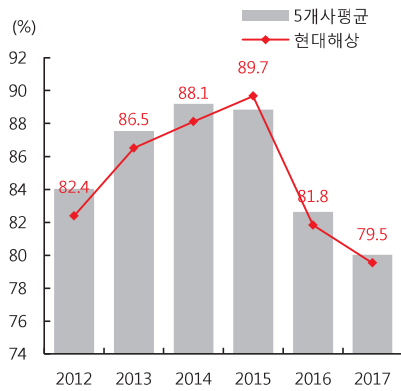
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림9〉 보종별 손해율



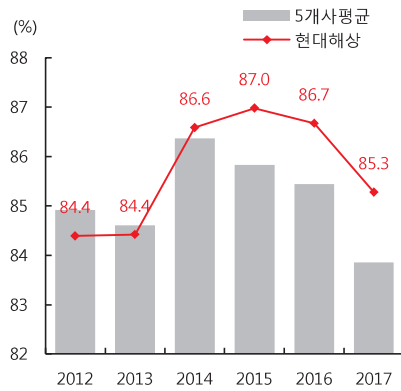
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림10〉 자동차 손해율



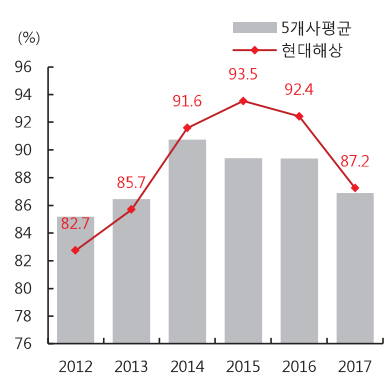
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림11〉 장기손해율



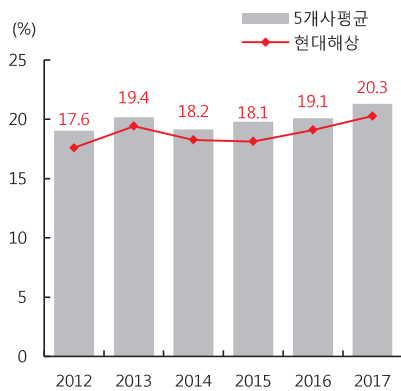
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림12〉 장기 위험손해율



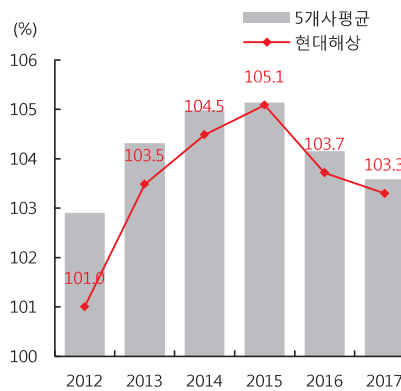
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림13〉 사업비율



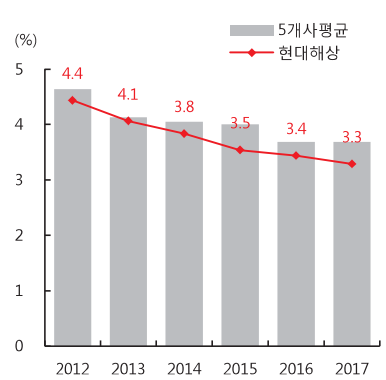
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림14〉 합산비율



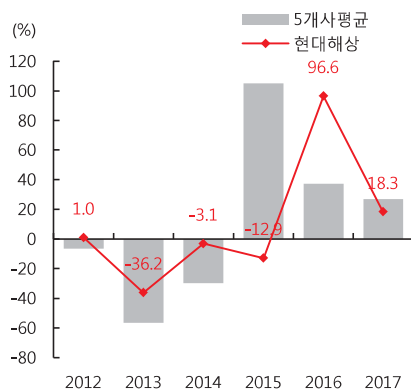
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림15〉 투자수익률



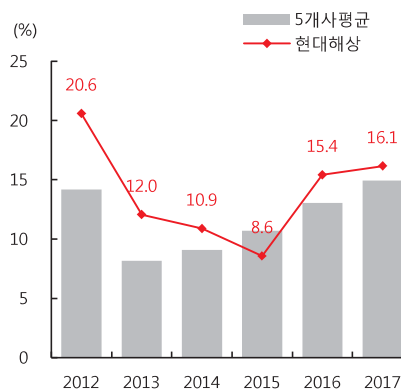
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림16〉 순이익 성장률



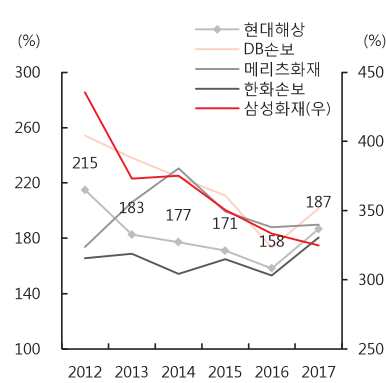
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림17〉 ROE



자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림18〉 RBC비율



자료: 각 사, 하이투자증권

현대해상 1분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)

		2018 1QF	2017 4Q	QoQ	2017 1Q	YoY
요약손익	원수보험료	3,220	3,215	0.2	3,121	3.2
	보유보험료	2,936	2,908	1.0	2,848	3.1
	경과보험료	2,885	2,898	-0.4	2,830	2.0
	발생손해액	2,414	2,428	-0.6	2,359	2.3
	순사업비	610	632	-3.5	552	10.5
	보험영업이익	-138	-163	N/A	-82	N/A
	투자영업이익	269	253	6.2	246	9.2
	총영업이익	130	90	44.1	164	-20.8
	세전이익	126	91	38.5	151	-16.1
	당기순이익	93	67	39.8	115	-19.2
보험영업	손해율	83.7	83.8	-0.1	83.4	0.3
	사업비율	21.1	21.8	-0.7	19.5	1.6
	합산비율	104.8	105.6	-0.8	102.9	1.9
원수보험료	자동차	842	828	1.7	782	7.7
	장기	2,109	2,090	0.9	2,085	1.1
	일반	270	297	-9.2	254	6.0
보종별손해율	자동차	82.8	84.3	-1.5	77.8	5.0
	장기	84.9	84.4	0.6	86.6	-1.7
	일반	66.3	71.2	-4.8	60.3	6.0
투자부문	운용자산	32,245	32,448	-0.6	29,734	8.4
	투자수익률	3.3	3.1	0.2	3.3	0.0
수익성	ROE	12.1	8.7	3.4	16.6	-4.6
신계약	신계약(월납환산)	29	25	17.9	28	4.9
	인담보 신계약	24	19	23.6	22	9.0

주: 연결 기준

자료: 현대해상, 하이투자증권

Valuation

투자의견	BUY
목표주가(원)	51,000
목표주가 P/B	1.2
목표주가 P/E	8.1
상승여력(%)	42.5
현재주가(원, 18.04.12)	35,800
P/B 기준	
Target Price I (원)	48,489
Target P/B(배)	1.1
2018년 예상 BPS(원)	43,773
Sustainable RoE(%)	15.0
Ke(%)	13.5
P/EV 기준	
Target Price II	54,500
Target P/EV	0.7
2018년 예상 EVPS	77,858
Sustainable RoEV	9.5

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	29,643	32,448	33,822	34,830	35,601
현금 및 예금	1,157	854	890	917	937
유가증권	18,780	21,083	21,976	22,631	23,132
당기손익증권	357	605	631	649	664
매도가능증권	18,060	19,830	20,697	21,333	21,819
만기보유증권	0	0	0	0	0
관계기업투자주식	362	649	649	649	649
대출채권	8,691	9,505	9,907	10,202	10,428
부동산	1,015	1,006	1,049	1,080	1,104
비운용자산	3,796	3,938	4,129	4,284	4,416
특별계정자산	3,213	3,736	3,870	3,953	4,004
별도자산총계	36,652	40,122	41,821	43,067	44,020
책임준비금	28,653	31,051	32,165	32,859	33,280
지급준비금	2,480	2,554	2,585	2,634	2,685
보험료적립금	23,934	26,132	27,045	27,517	27,694
미경과보험료 적립금	2,179	2,304	2,452	2,585	2,716
기타준비금	60	61	83	124	186
기타부채	1,835	2,177	2,255	2,304	2,333
특별계정부채	3,406	3,791	3,927	4,012	4,063
별도부채총계	33,894	37,019	38,348	39,175	39,677
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	2,398	2,763	3,134	3,552	4,004
자본조정	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄손익누계	238	218	218	218	218
별도자본총계	2,758	3,103	3,473	3,892	4,343

손익계산서(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	12,583	12,826	12,972	13,211	13,512
일반	1,079	1,081	1,147	1,205	1,265
자동차	3,145	3,329	3,364	3,415	3,501
장기	8,359	8,416	8,460	8,591	8,746
경과보험료	11,255	11,533	11,652	11,867	12,123
일반	455	451	480	503	528
자동차	2,739	2,991	3,042	3,106	3,188
장기	8,061	8,091	8,130	8,257	8,407
경과손해액	9,525	9,576	9,691	9,865	10,072
보험금	3,892	4,205	4,439	4,426	4,500
환급금/연금/배당	2,623	2,707	2,914	2,998	3,037
준비금 증가액	2,710	2,337	2,007	2,110	2,203
손해조사비	299	328	330	331	331
순사업비	2,148	2,337	2,353	2,356	2,391
일반	82	87	92	96	101
자동차	576	614	614	607	616
장기	1,490	1,635	1,647	1,652	1,674
보험영업이익	-418	-380	-392	-354	-339
투자영업이익	960	1,020	1,065	1,105	1,152
총영업이익	542	640	673	751	812
영업외손익	-29	-15	-10	-11	-10
법인세차감전순이익	513	625	663	740	802
법인세	113	152	173	194	211
세율	22.1	24.3	26.1	26.2	26.3
별도당기순이익	400	473	490	546	591

주: 손해율, 사업비용, 합산비용은 경과보험료 기준

성장성지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	3.8	1.9	1.1	1.8	2.3
일반	3.7	0.2	6.2	5.0	5.0
자동차	15.4	5.9	1.1	1.5	2.5
장기	0.1	0.7	0.5	1.5	1.8
장기위험	13.9	16.2	14.8	11.5	9.8
경과보험료	2.5	2.5	1.0	1.8	2.2
투자영업이익	12.7	6.3	4.4	3.7	4.2
총영업이익	84.0	18.2	5.1	11.5	8.2
별도당기순이익	96.6	18.3	3.7	11.4	8.2
운용자산	13.0	9.5	4.2	3.0	2.2
책임준비금	11.6	8.4	3.6	2.2	1.3
별도자본총계	13.3	12.5	11.9	12.0	11.6

수익성 지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
손해율	84.6	83.0	83.2	83.1	83.1
일반	65.2	65.9	66.0	67.0	67.5
자동차	81.8	79.5	81.7	82.4	82.3
장기	86.7	85.3	84.7	84.4	84.4
장기위험	92.4	87.2	84.3	82.5	82.4
사업비용	19.1	20.3	20.2	19.9	19.7
합산비용	103.7	103.3	103.4	103.0	102.8
투자수익률	3.4	3.3	3.2	3.2	3.3

재무제표(연결)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결 자산총계	37,057	40,466	42,164	43,410	44,364
연결부채총계	34,209	37,352	38,680	39,508	40,009
지배기업소유지분	2,848	3,120	3,490	3,909	4,360
비지배지분	0	0	0	0	0
연결자본총계	2,848	3,114	3,484	3,903	4,354
법인세차감전 순이익	527	628	679	756	818
법인세	117	158	177	197	215
세율	22.2	25.1	26.0	26.1	26.2
연결순이익	410	470	502	558	603
지배주주지분순이익	410	470	502	558	603
비지배지분순이익	0	0	0	0	0

투자지표(별도)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	15.4	16.1	14.9	14.8	14.4
ROA	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
EPS(원)	5,013	5,929	6,146	6,849	7,413
BPS(원)	34,591	38,912	43,559	48,807	54,471
투자지표(연결)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	15.3	15.8	15.2	15.1	14.6
ROA	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
EPS(원)	5,140	5,899	6,297	6,999	7,564
BPS(원)	35,720	39,127	43,773	49,022	54,685
DPS(원)	1,350	1,500	1,600	1,750	1,900
P/E	6.1	8.0	5.7	5.1	4.7
P/B	0.9	1.2	0.8	0.7	0.7
배당수익률	4.3	3.2	4.5	4.9	5.3
RBC	158	187	180	189	199
Embedded Value	5,191	5,600	6,208	6,759	7,344
RoEV	9.8	10.2	10.9	8.9	8.6
EVPS(원)	65,097	70,228	77,858	84,770	92,100
P/EV	0.5	0.7	0.5	0.4	0.4

자료: 현대해상, 하이투자증권

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이 (현대해상)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	51,000	1년		

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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 강승건, 최영수)

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 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

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

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-