



하나금융그룹

2018년 5월 14일 | Equity Research

현대해상 (001450)

올 상반기는 전년 대비 감익 불가피

1분기 순익 1,060억원(YoY -8.2%) 컨센서스 상회

1분기 순익은 1,060억원으로 전년 동기 대비 8.2% 감소하였으나 낮아진 시장 컨센서스를 상회했다. 경과손해율은 83.4%로 전년동기 수준을 유지했고 사업비율은 신계약 호조에 따른 추가상각 발생과 업계 경쟁 심화로 전년 동기 대비 1.7%p 상승한 21.2%를 기록했다. 재물보험을 제외한 보장성 월납초회는 전년 동기 대비 14.4% 증가했다. 투자이익률은 3.49%로 호조를 나타냈는데 1~2월 유가증권시장 호조시 상장주식 처분익을 적극 실현하면서 전년 동기 대비 약 100억원 처분익이 증가했다. 보종별 손해율을 살펴보면, 대형사고가 부재했던 일반보험 손해율은 3.7%p 개선, 실손보험 손해율 안정화가 지속된 장기위험손해율은 2.5%p 개선된 반면, 차보험 손해율은 2.6%p 상승했다.

연간 가이던스 대비 사업비율 상승할 전망

지난 4분기 실적 발표시 회사는 '18년 가이던스 순익을 3.6% 증가한 4,900억원으로 제시하였다. 1,2월 차보험 손해율 급등 이후 3,4월 안정화로 전년 대비 확연한 손해율 악화는 없을 것으로 보인다. 차보험 손해율이 악화되더라도 장기위험손해율 개선세는 올해도 유효하기 때문이다. 다만, 사업비율은 예상보다 양호한 신계약 성장세와 더불어 업계 전반의 경쟁강도 심화에 따라 전년 대비 상승이 불가피해 보인다. 당 리서치센터는 현대해상의 올해 사업비율을 0.4%p 상승한 20.7%로 예상하며 전년 대비 4% 순익 감소를 전망한다. 향후 투자이익률 향방이 사업비율 악화를 상쇄할 수 있는 요인이라 평가한다.

투자의견 BUY 유지. 목표주가 4.6만원 하향조정

기존 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 4.6만원으로 하향조정한다. 목표주가 하향은 '18~19년 이익 하향조정의 영향으로 2년 평균 ROE 14.4%, '17년 동일 COE 13.4%, 12M Forward bps 42,564원을 반영해 산출했다. 이익 증가 모멘텀 둔화는 불가피하나, 현 배당수익률은 3.95%에 달해 저평가 매력은 존재하는 상황이다.

Earnings Review

BUY

TP(12M): 46,000원(하향) | CP(5월 11일): 38,000원

Key Data		Consensus Data		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,477.71				
52주 최고/최저(원)	49,200/35,550	매출액(십억원)	12,006.3	12,222.8	
시가총액(십억원)	3,397.2	영업이익(십억원)	669.4	708.0	
시가총액비중(%)	0.28	순이익(십억원)	480.6	512.0	
발행주식수(천주)	89,400.0	EPS(원)	5,376	5,727	
60일 평균 거래량(천주)	198.4	BPS(원)	43,671	48,451	
60일 평균 거래대금(십억원)	7.6				
18년 배당금(예상,원)	1,500				
18년 배당수익률(예상,%)	3.95				
외국인지분율(%)	49.97				
주요주주 지분율(%)					
정몽윤 외 4 인	22.35				
국민연금	7.06				
주가상승률	1M 6M 12M				
절대	6.4 (14.6)				
상대	5.0 (12.4)		(7.3)		

Stock Price	
(천원)	연대해상(좌)
52	
47	
42	
37	
32	
17.5 17.8 17.11 18.2 18.5	상대지수(우)
	130
	120
	110
	100
	90
	80
	70
	60

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
경과보험료	십억원	11,255	11,533	11,833	11,838	12,002
영업이익	십억원	542	640	634	695	671
순이익	십억원	400	473	452	495	479
EPS	원	5,013	5,929	5,671	6,210	6,008
증감율	%	96.6	18.3	-	4.4	9.5
PER	배	6.3	7.9	6.7	6.1	6.3
PBR	배	0.9	1.2	0.9	0.8	0.8
ROE	%	15.4	16.1	14.3	14.6	12.7
BPS	원	34,591	38,912	40,232	44,942	49,449
DPS	원	1,350	1,500	1,500	1,500	1,500



Analyst 오진원

02-3771-7525

jw.oh@hanafn.com

RA 박은규

02-3771-8532

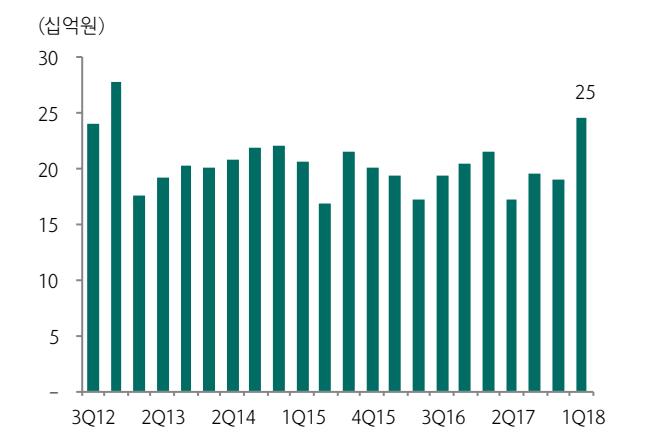
ek.p@hanafn.com

표 1. 현대해상 분기별 실적

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
원수보험료	3,112	3,225	3,274	3,215	3,202	3,332	3,310	3,307
경과보험료	2,830	2,851	2,954	2,898	2,891	2,975	3,006	2,960
일반	109	113	111	118	111	130	111	148
자동차	720	737	760	774	766	778	776	760
장기	2,001	2,001	2,082	2,007	2,015	2,067	2,119	2,052
발생손해액	1,121	1,104	1,212	1,231	1,228	1,190	1,270	1,295
순사업비	552	560	592	632	614	610	607	619
보험영업이익	-82	-33	-103	-163	-134	-75	-114	-169
투자영업이익	246	253	269	253	284	276	281	285
순이익	115	167	124	67	106	143	119	84
원수보험 성장률	1.8%	1.3%	4.4%	0.3%	2.9%	3.3%	1.1%	2.9%
경과보험 성장률	1.2%	2.1%	4.5%	2.0%	2.2%	4.4%	1.8%	2.1%
경과손해율	83.4%	81.5%	83.4%	83.8%	83.4%	82.0%	83.6%	84.8%
경과사업비율	19.5%	19.7%	20.0%	21.8%	21.2%	20.5%	20.2%	20.9%
운용자산 이익률	3.3%	3.3%	3.4%	3.1%	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%
보장성신계약 성장률	10.2%	3.6%	3.7%	-6.6%	13.9%	-5.4%	12.2%	-15.1%
보장성인보험 성장률	11.1%	0.1%	1.5%	-7.2%	14.4%	6.0%	8.0%	5.0%

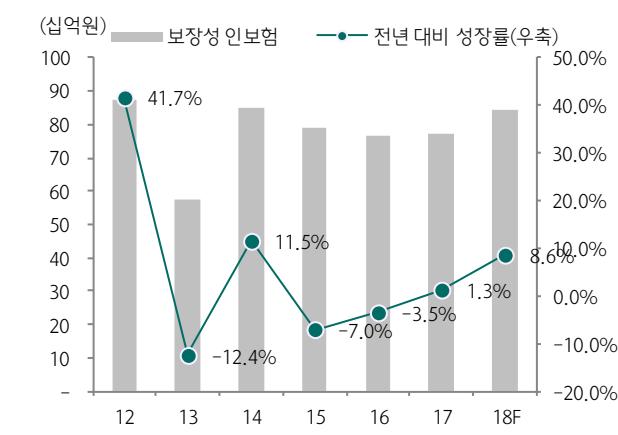
자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 1. 현대해상 분기별 보장성 인보험 추이



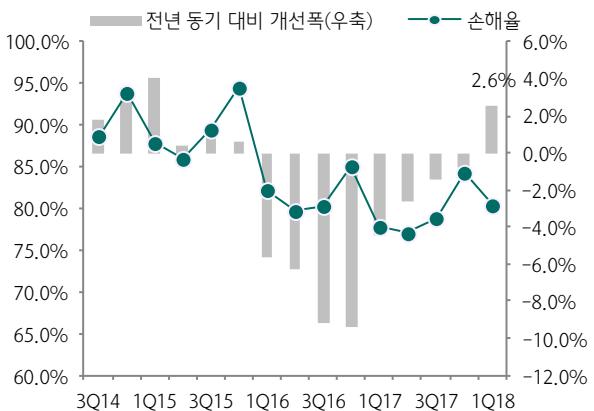
자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 2. 현대해상 연도별 보장성 인보험 추이



자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 3. 현대해상 분기별 차보험 손해율 추이



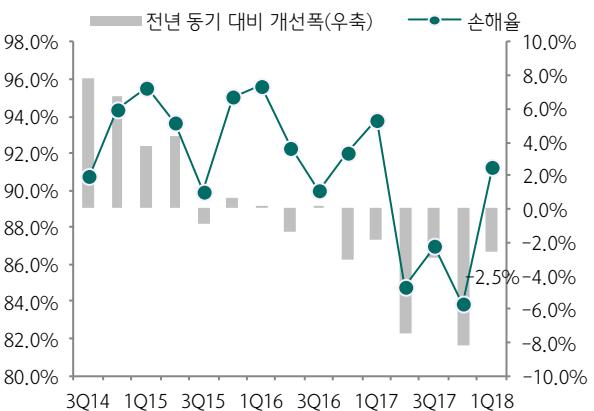
자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 4. 현대해상 연도별 차보험 손해율 추이



자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 5. 현대해상 분기별 장기위험 손해율 추이



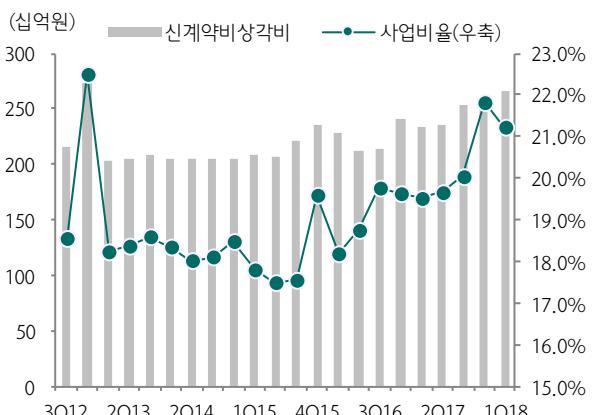
자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 6. 현대해상 연도별 장기위험 손해율 추이



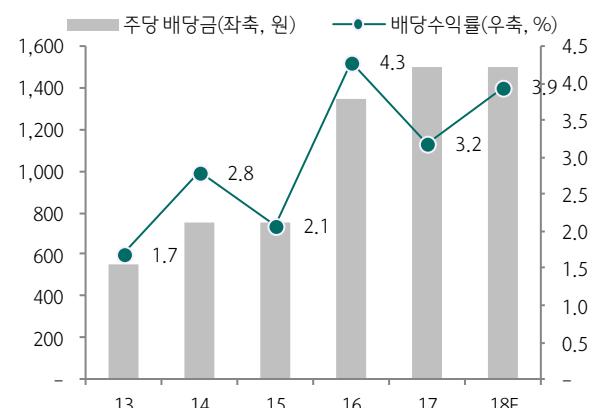
자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 7. 현대해상 신계약비상각비 및 사업비율 추이



자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 8. 현대해상 연도별 DPS 및 배당수익률 추이



자료: 현대해상, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
원수보험료	12,583	12,827	13,151	13,191	13,386
경과보험료	11,255	11,533	11,833	11,838	12,002
장기보험	8,061	8,091	8,253	8,365	8,436
자동차보험	2,739	2,991	3,080	2,943	2,997
일반보험	455	451	500	530	569
발생손해액	9,525	9,576	9,875	9,962	10,254
장기보험	6,986	6,900	7,061	7,210	7,458
자동차보험	2,242	2,379	2,497	2,402	2,432
일반보험	297	297	317	349	364
순사업비	2,148	2,337	2,450	2,398	2,410
보험영업이익	-418	-380	-492	-522	-663
투자영업이익	960	1,020	1,126	1,217	1,334
영업이익	542	640	634	695	671
영업외손익	-29	-15	-9	-12	-10
세전이익	513	625	624	683	661
법인세	113	152	172	188	182
순이익	399.7	472.8	452.1	495	479

주요 성장성 및 수익성 지표	(단위: 십억원, %)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
성장률(전년대비, %)					
원수보험료	3.8	1.9	2.5	0.3	1.5
경과보험료	2.5	2.5	2.6	0.0	1.4
장기보험	- 0.2	0.4	2.0	1.4	0.9
자동차보험	12.7	9.2	3.0	- 4.5	1.8
일반보험	- 3.0	- 0.9	10.8	6.0	7.3
영업이익	84.0	18.2	- 1.0	9.7	- 3.4
순이익	96.6	18.3	- 4.4	9.5	- 3.3
총자산	13.5	9.5	6.6	7.6	7.3
운용자산	13.0	9.5	7.6	7.4	7.3
매출구성(경과보험료, %)					
장기보험	71.6	70.2	69.7	70.7	70.3
자동차보험	24.3	25.9	26.0	24.9	25.0
일반보험	4.0	3.9	4.2	4.5	4.7
수익성(%)					
손해율	84.6	83.0	83.5	84.2	85.4
장기보험	86.7	85.3	85.6	86.2	88.4
자동차보험	81.8	79.5	81.1	81.6	81.1
일반보험	65.2	65.9	63.5	65.9	64.1
사업비율	19.1	20.3	20.7	20.3	20.1
합산비율	103.7	103.3	104.2	104.4	105.5
운용자산이익률	3.44	3.29	3.34	3.36	3.4
안정성(%)					
지급여력비율	158.3	186.8	169.6	165.3	178.1
총자산/자기자본	1,328.9	1,293.1	1,333.3	1,283.9	1,251.8

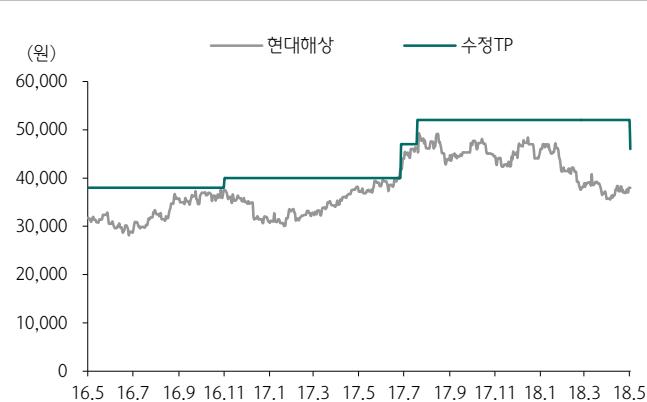
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
총자산	36,652	40,122	42,770	46,007	49,358
운용자산	29,643	32,448	34,905	37,495	40,219
현금예금	1,157	854	607	435	- 361
유가증권	18,780	21,083	22,639	24,024	26,000
대출	8,691	9,505	10,625	11,958	13,459
기타	1,015	1,006	1,035	1,077	1,121
비운용자산	3,796	3,938	4,019	4,511	4,976
특별계정자산	3,213	3,736	3,845	4,001	4,164
부채	33,894	37,019	39,562	42,424	45,416
보험계약준비금	28,653	31,051	33,442	36,055	38,788
기타부채	1,835	2,177	2,210	2,300	2,393
특별계정부채	3,406	3,791	3,910	4,069	4,234
자본총계	2,758	3,103	3,208	3,583	3,943
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	2,398	2,763	3,096	3,472	3,831
기타 자본조정	201	180	- 47	- 47	- 47

주요 밸류에이션 지표	(단위: 십억원, 원, 배, %)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS	5,013	5,929	5,671	6,210	6,008
BPS	34,591	38,912	40,232	44,942	49,449
P/E (배)	6.3	7.9	6.7	6.1	6.3
P/B (배)	0.9	1.2	0.9	0.8	0.8
ROE	15.4	16.1	14.3	14.6	12.7
ROA	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
DPS					
보통주	1,350	1,500	1,500	1,500	1,500
우선주	-	-	-	-	-
배당성향	26.3	24.8	25.9	23.7	24.5
배당수익률					
보통주	4.3	3.2	3.95	3.9	3.9
우선주	-	-	-	-	-
내재가치(EV)	5,191	5,600	6,908	7,734	8,292
조정순자산가치	2,693	2,927	3,033	3,409	3,751
보유계약가치	2,497	2,673	3,874	4,325	4,542
신계약가치	456	470	501	515	515
ROEV (%)	9.8	10.2	13.6	13.7	7.2
EV per Share	65,095	70,230	86,634	97,000	104,000
VNB per Share	5,718	5,894	6,285	6,464	6,464
P/EV (배)	0.48	0.45	0.36	0.32	0.30
EV 주요 경제적 가정					
투자이익률	3.1	3.1	3.3	3.3	3.3
할인율	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
인플레이션율	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

현대해상



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
18.5.14	BUY	46,000		
17.7.31	BUY	52,000	-16.65%	-5.38%
17.7.9	BUY	47,000	-4.01%	-1.38%
16.11.13	BUY	40,000	-12.79%	4.50%
16.7.6	BUY	38,000	-11.00%	-0.92%
15.9.29	BUY	36,000	-9.42%	0.42%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 초천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 뷔류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%
* 기준일: 2023년 1월 12일				

* 기준일: 2018년 5월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
 - 본 자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 - 당사는 2018년 05월 14일 현재 해당회사의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다
 - 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 05월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.