

2018/05/14

현대해상(001450)

사업비 부담에도 예상치를 상회하는 실적 시현

■ 투자의견 Buy, 목표주가 51,000원 유지

- 현대해상에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 51,000원을 유지
- 투자의견을 Buy로 유지하는 이유는 1) 장기 위험손해율의 개선 흐름이 견조하고 2) Valuation 측면에서 매력이 충분하기 때문임
- 신계약 판매 규모 증가와 경쟁 심화에 따라 사업비율이 전년동기대비 1.7%p 상승하였고 연초 폭설의 영향으로 손해율 부담이 심화되었지만 1분기 14.2%의 ROE를 시현하였음
- 신계약 판매 경쟁이 빠르게 완화되기는 어렵겠지만 2분기에는 절판효과가 제거되며 판매규모 축소에 따른 사업비율 하락이 예상되며 자동차보험 손해율의 계절성이 제거될 것으로 예상되어 실적 모멘텀이 점진적으로 개선될 것으로 전망됨. 반면 동사는 2018년 예상 BPS대비 0.87배, EPS대비 5.95배에서 거래되고 있어 반등 가능한 구간에 있다고 판단됨
- 언론에 동사가 RBC 비율을 제고하기 위해 해외에서 신종자본증권 발행을 검토하고 있다고 보도되었음. RBC 관련 선제적 대응으로 판단되며 연초 동사가 검토하겠다고 언급한 내용으로 불확실성 축소 측면에서 긍정적으로 판단
- 목표주가 51,000원은 2018년 예상 BPS 43,862원 및 EVPS 78,107원 Target multiple 1.1배, 0.7배를 적용하여 산출하였음

■ 2018년 1분기 순이익 1,060억원, 전년동기대비 8.2% 감소

- 1분기 순이익은 우리 예상치를 13.6% 상회하였으며 컨센서스에 부합하는 수준으로 평가함
- 순이익이 전년동기대비 감소한 이유는 1) 인담보 신계약 판매가 14.4% 증가하였고 판매 경쟁이 심화되면서 사업비율이 전년동기대비 1.7%p(장기 2.4%p) 상승하였고 2) 연초 폭설의 영향과 지난해 보험료 인하효과로 자동차보험 손해율이 2.6%p 상승하였기 때문임
- 하지만 장기 위험손해율 개선(YoY -2.5%p)이 견조하게 진행되고 있으며 자동차 손해율 및 투자수익률이 예상보다 양호한 수준을 시현하였다고 판단됨
- 1분기 장기 위험보험료는 전년동기대비 14.3% 증가하였으며 손해율이 개선되며 위험률차 이익이 전년동기대비 60.9% 증가한 523억원을 시현하였음
- 1분기 투자수익률은 3.5%로 처분 및 평가이익 278억원이 반영되었음

은행/증권/보험 강승건

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

은행/증권/보험 최영수

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

Buy(Maintain)

목표주가(12M)	51,000원
종가(2018/05/11)	38,000원

Stock Indicator

자본금	45십억원
발행주식수	8,940만주
시가총액	3,397십억원
외국인지분율	50.1%
배당금(2017)	1,500원
EPS(2018E)	6,386원
BPS(2018E)	43,862원
ROE(2018E)	15.4%
52주 주가	35,550~49,200원
60일평균거래량	198,429주
60일평균거래대금	7.6십억원

Price Trend



(단위: 십억원, %)

	1Q17	4Q17	1Q18				2Q18 (F)		
			확정치	YoY	QoQ	컨센서스	당사추정	YoY	QoQ
경과보험료	2,830	2,898	2,891	2.2	-0.2	2,906	2,904	1.9	0.4
영업이익	164	90	150	-8.7	66.2	145	213	-2.9	42.3
별도 순이익	115	67	106	-8.2	58.8	105	156	-6.3	47.3

자료, fnguide, 현대해상, 하이투자증권 리서치센터

현대해상 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY	QoQ
원수보험료	3,121	3,216	3,274	3,215	3,202	2.6	-0.4
보유보험료	2,848	2,915	3,030	2,908	2,929	2.8	0.7
경과보험료	2,830	2,851	2,954	2,898	2,891	2.2	-0.2
발생손해액	2,359	2,324	2,465	2,428	2,411	2.2	-0.7
순사업비	552	560	592	632	614	11.1	-2.9
요약손익							
보험영업이익	-82	-33	-103	-163	-134	N/A	N/A
투자영업이익	246	253	269	253	283	15.2	12.0
총영업이익	164	220	166	90	150	-9.0	65.7
영업외손익	-14	1	-3	1	-3	N/A	적전
세전이익	151	221	163	91	146	-2.8	60.6
당기순이익	115	167	124	67	106	-8.2	58.8
일반	254	288	241	297	259	2.0	-12.7
원수보험료 (성장지표)							
자동차	782	833	887	828	837	7.1	1.2
장기	2,085	2,096	2,146	2,090	2,105	0.9	0.7
장기위험	523	542	588	581	598	14.3	2.9
보험영업 (수익지표)							
손해율	83.4	81.5	83.4	83.8	83.4	0.0	-0.4
사업비율	19.5	19.7	20.0	21.8	21.2	1.7	-0.6
합산비율	102.9	101.2	103.5	105.6	104.6	1.7	-1.0
보종별 손해율 (수익지표)							
일반	60.3	56.9	75.1	71.2	56.6	-3.7	-14.5
자동차	77.8	77.0	78.8	84.3	80.4	2.6	-3.9
장기	86.6	84.5	85.6	84.4	86.0	-0.6	1.7
장기위험	93.8	84.8	87.0	83.9	91.3	-2.5	7.4
보종별 사업비율 (수익지표)							
일반	18.1	18.9	21.6	18.9	21.5	3.4	2.6
자동차	19.8	20.8	20.8	20.7	19.4	-0.3	-1.2
장기	19.5	19.3	19.7	22.4	21.9	2.4	-0.5
운용자산	29,734	31,350	32,106	32,448	32,704	10.0	0.8
투자부문							
투자수익률	3.3	3.3	3.4	3.1	3.5	0.2	0.3
평가/처분이익	17	38	24	4	28	67.3	535.4
투자지표							
ROE	16.6	22.7	16.2	8.7	14.2	-2.4	5.6
자기자본	2,794	3,071	3,065	3,103	2,862	2.4	-7.8
신계약(월납환산)	28	23	30	25	30	7.5	20.9
신계약							
보장성	25	21	24	23	28	13.9	23.7
인담보	22	17	20	19	25	14.4	29.8

자료: 현대해상, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	29,643	32,448	34,678	36,207	37,191
현금 및 예금	1,157	854	900	940	965
유가증권	18,780	21,083	22,403	23,391	24,027
당기손익증권	357	605	637	665	683
매도가능증권	18,060	19,830	21,246	22,206	22,824
만기보유증권	0	0	0	0	0
관계기업투자주식	362	649	520	520	520
대출채권	8,691	9,505	10,310	10,765	11,057
부동산	1,015	1,006	1,065	1,112	1,142
비운용자산	3,796	3,938	4,225	4,439	4,594
특별계정자산	3,213	3,736	3,976	4,124	4,201
별도자산총계	36,652	40,122	42,879	44,770	45,986
책임준비금	28,653	31,051	33,047	34,282	34,923
지급준비금	2,480	2,554	2,525	2,572	2,622
보험료적립금	23,934	26,132	28,014	29,036	29,441
미경과보험료 적립금	2,179	2,304	2,430	2,560	2,690
기타준비금	60	61	78	114	171
기타부채	1,835	2,177	2,317	2,404	2,449
특별계정부채	3,406	3,791	4,035	4,185	4,264
별도부채총계	33,894	37,019	39,399	40,871	41,636
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	2,398	2,763	3,141	3,560	4,012
자본조정	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄손익누계	238	218	218	218	218
별도자본총계	2,758	3,103	3,480	3,899	4,351

손익계산서(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	12,583	12,826	12,946	13,190	13,490
일반	1,079	1,081	1,137	1,194	1,254
자동차	3,145	3,329	3,360	3,415	3,501
장기	8,359	8,416	8,449	8,580	8,735
경과보험료	11,255	11,533	11,653	11,865	12,120
일반	455	451	479	503	528
자동차	2,739	2,991	3,065	3,124	3,205
장기	8,061	8,091	8,108	8,238	8,387
경과손해액	9,525	9,576	9,693	9,867	10,069
보험금	3,892	4,205	4,498	4,442	4,513
환급금/연금/배당	2,623	2,707	2,994	3,130	3,215
준비금 증가액	2,710	2,337	1,871	1,964	2,009
손해조사비	299	328	330	331	331
순사업비	2,148	2,337	2,367	2,387	2,440
일반	82	87	108	128	151
자동차	576	614	609	603	611
장기	1,490	1,635	1,650	1,656	1,678
보험영업이익	-418	-380	-407	-390	-388
투자영업이익	960	1,020	1,092	1,140	1,200
총영업이익	542	640	685	750	812
영업외손익	-29	-15	-9	-10	-9
법인세차감전순이익	513	625	676	740	802
법인세	113	152	178	194	211
세율	22.1	24.3	26.4	26.2	26.3
별도당기순이익	400	473	498	546	591

주: 손해율, 사업비율, 합산비율은 경과보험료 기준

성장성지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	3.8	1.9	0.9	1.9	2.3
일반	3.7	0.2	5.2	5.0	5.0
자동차	15.4	5.9	0.9	1.6	2.5
장기	0.1	0.7	0.4	1.6	1.8
장기위험	13.9	16.2	15.4	11.5	9.8
경과보험료	2.5	2.5	1.0	1.8	2.2
투자영업이익	12.7	6.3	7.0	4.4	5.3
총영업이익	84.0	18.2	7.0	9.5	8.2
별도당기순이익	96.6	18.3	5.2	9.9	8.2
운용자산	13.0	9.5	6.9	4.4	2.7
책임준비금	11.6	8.4	6.4	3.7	1.9
별도자본총계	13.3	12.5	12.2	12.0	11.6

수익성 지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
손해율	84.6	83.0	83.2	83.2	83.1
일반	65.2	65.9	63.7	65.3	65.8
자동차	81.8	79.5	81.2	81.9	81.8
장기	86.7	85.3	85.1	84.7	84.7
장기위험	92.4	87.2	85.0	83.2	83.1
사업비율	19.1	20.3	20.3	20.1	20.1
합산비율	103.7	103.3	103.5	103.3	103.2
투자수익률	3.4	3.3	3.3	3.2	3.3

재무제표(연결)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결 자산총계	37,057	40,466	43,223	45,114	46,330
연결부채총계	34,209	37,352	39,731	41,204	41,968
지배기업소유지분	2,848	3,120	3,497	3,916	4,368
비지배지분	0	0	0	0	0
연결자본총계	2,848	3,114	3,491	3,910	4,362
법인세차감전 순이익	527	628	692	756	818
법인세	117	158	183	198	215
세율	22.2	25.1	26.4	26.1	26.2
연결순이익	410	470	509	558	603
지배주주지분순이익	410	470	509	558	603
비지배지분순이익	0	0	0	0	0

투자지표(별도)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	15.4	16.1	15.1	14.8	14.3
ROA	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
EPS(원)	5,013	5,929	6,235	6,853	7,415
BPS(원)	34,591	38,912	43,648	48,901	54,566

투자지표(연결)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	15.3	15.8	15.4	15.1	14.6
ROA	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
EPS(원)	5,140	5,899	6,386	7,004	7,566
BPS(원)	35,720	39,127	43,862	49,115	54,780
DPS(원)	1,350	1,500	1,600	1,750	1,900
P/E	6.1	8.0	5.95	5.4	5.0
P/B	0.9	1.2	0.87	0.8	0.7
배당수익률	4.3	3.2	4.2	4.6	5.0
RBC	158	187	179	193	211
Embedded Value	5,191	5,600	6,228	6,760	7,328
RoEV	9.8	10.2	11.2	8.5	8.4
EVPS(원)	65,097	70,228	78,107	84,783	91,908
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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 강승건\)](#)

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.

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 %	-