

현대해상 (001450)

대외 불확실성과 차별화된 펀더멘탈 개선 전망

2분기 순익 1,420억원(YoY -14.8%) 추정

2분기 순익은 1,420억원으로 전년 동기 대비 14.8% 감소하며 컨센서스와 유사할 전망이다. 손보업종 전반적으로 컨센서스를 크게 하회했던 1분기 실적과 비교하면, 안정적인 실적이므로 2분기 실적 시즌이 가까워질수록 과도한 주가하락에 대한 반등 심리가 조성될 것으로 예상된다. 특히나, 1분기 순익 부진요인으로 지목되었던 차보험 손해율은 1분기 대비 2.7%p 개선되었고 사업비율 또한 1.0%p 안정화된 20.2%가 예상된다. 하반기에는 사업비율의 추가적 개선과 더불어 실손보험 5년상품 갱신주기 본격 도래의 영향으로 장기 위험손해를 개선폭이 확대되기에 전년 대비 이익 증가 기조로의 선회를 전망한다.

올 하반기 대외 불확실성과 차별화된 펀더멘탈 개선 전망

통상적으로 보험주는 경기 방어적 주가 속성을 지니고 있으나, 올해는 연초 이후 30% 가까이 주가가 하락하는 부진을 나타냈다. 이는, 1분기 예상보다 더 악화되었던 차보험 손해를 및 사업비율 상승의 영향이 컸다. 반면 부진했던 차보험 손해율 및 사업비율은 2분기 안정화가 확인되고 있으며 GA 채널 시책 경쟁은 이미 지난 1분기가 고점이었었던 것으로 파악된다. 차보험료 인하 효과 또한 올해 8월(전년도 인하 시점)을 기점으로 누그러들 것이라는 점에서 펀더멘탈 악화 불확실성 여지는 크지 않아 보인다.

투자 의견 BUY 및 목표주가 4.6만원 유지

기존 투자 의견 BUY 및 4.6만원 목표주가를 유지한다. 보수적인 실적 가정에서도 올해 ROE는 14.5%에 달하는 반면 이미 P/B는 역사적 저점 레벨인 0.8배까지 하락하여 밸류에이션 매력이 충분하다. 배당수익률 또한 4.4%에 달한다는 점에서 대외 불확실성 속에서 버려진 손보주를 다시 매수할 만한 시점이라 판단한다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 46,000원 | CP(7월 3일): 34,300원

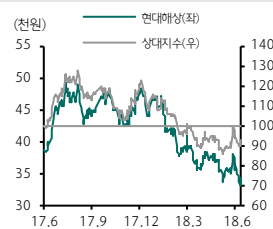
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,272.76
52주 최고/최저(원)	49,200/33,200
시가총액(십억원)	3,066.4
시가총액비중(%)	0.25
발행주식수(천주)	89,400.0
60일 평균 거래량(천주)	205.7
60일 평균 거래대금(십억원)	7.4
18년 배당금(예상, 원)	1,500
18년 배당수익률(예상, %)	4.37
외국인지분율(%)	48.88
주요주주 지분율(%)	
정몽윤 외 4인	22.35
국민연금	7.06
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.7) (25.1) (14.4)
상대	6.5 (18.1) (9.8)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	11,808.4	12,029.5
영업이익(십억원)	653.4	707.0
순이익(십억원)	468.4	506.4
EPS(원)	5,239	5,664
BPS(원)	40,648	45,362

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
경과보험료	십억원	11,255	11,533	11,835	11,845	12,018
영업이익	십억원	542	640	642	693	664
순이익	십억원	400	473	457	494	474
EPS	원	5,013	5,929	5,726	6,192	6,594
증감율	%	96.6	18.3	- 3.4	8.1	- 3.9
PER	배	6.3	7.9	6.0	5.5	5.8
PBR	배	0.91	1.21	0.85	0.76	0.69
ROE	%	15.4	16.1	14.5	14.5	12.6
BPS	원	34,591	38,912	40,288	44,980	49,429
DPS	원	1,350	1,500	1,500	1,500	1,500



Analyst 오진원
02-3771-7525
jvw.oh@hanafn.com

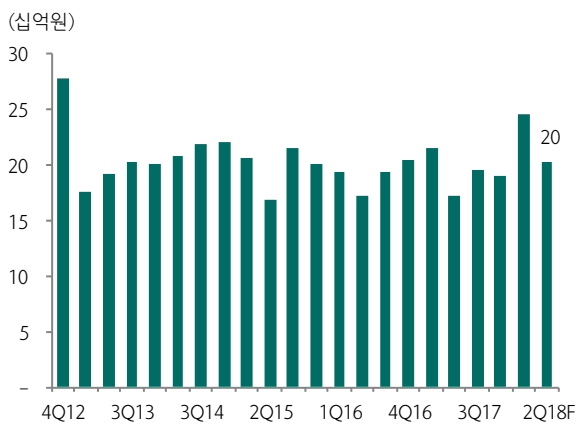
RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

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	3,334	3,310	3,307
경과보험료	2,830	2,851	2,954	2,898	2,891	2,977	3,007	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	2,069	2,119	2,052
발생손해액	1,121	1,104	1,212	1,231	1,228	1,201	1,264	1,295
순사업비	552	560	592	632	614	602	603	620
보험영업이익	-82	-33	-103	-163	-134	-76	-103	-168
투자영업이익	246	253	269	253	284	275	280	284
순이익	115	166.7	124	67	106	142.0	128	84
원수보험 성장률	1.8%	1.3%	4.4%	0.3%	2.9%	3.4%	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%	82.3%	83.4%	84.7%
경과사업비율	19.5%	19.7%	20.0%	21.8%	21.2%	20.2%	20.0%	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%	3.2%	12.2%	-15.1%
보장성인보험 성장률	11.1%	0.1%	1.5%	-7.2%	14.4%	18.0%	8.0%	5.0%

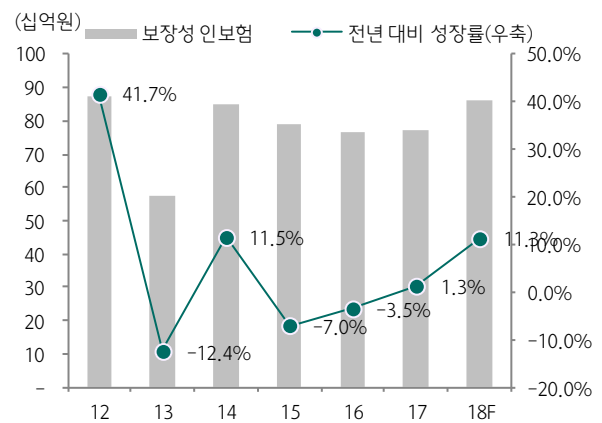
자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 1. 2분기에도 보장성 인보험 18% 성장 전망



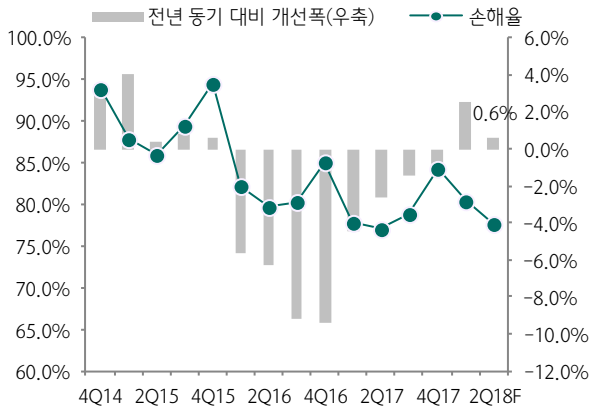
자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 2. 현대해상 연도별 보장성 인보험 추이



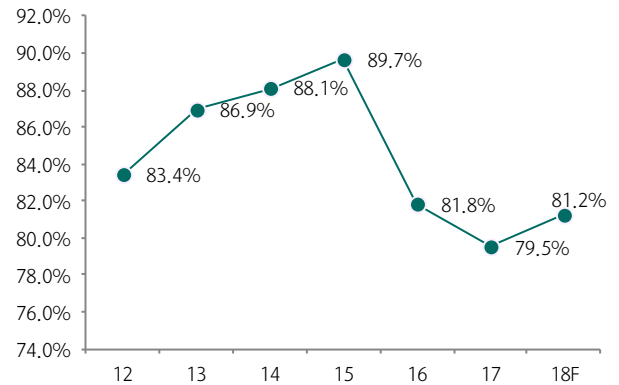
자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 3. 현대해상 분기별 차보험 손해율 추이



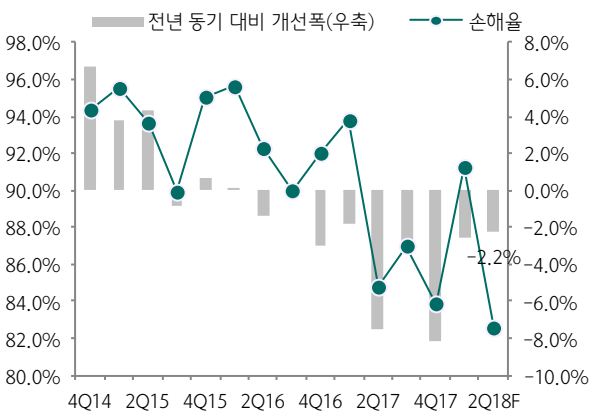
자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 4. 현대해상 연도별 차보험 손해율 추이



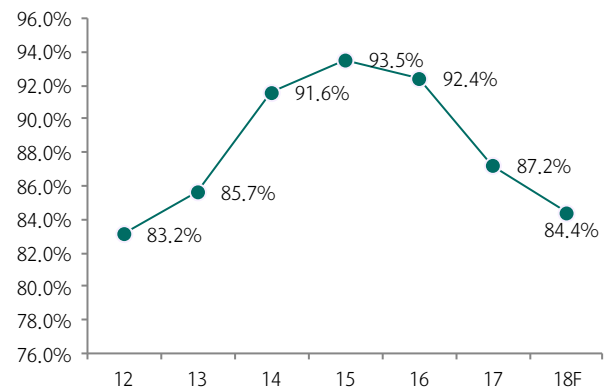
자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 5. 현대해상 분기별 장기위험 손해율 추이



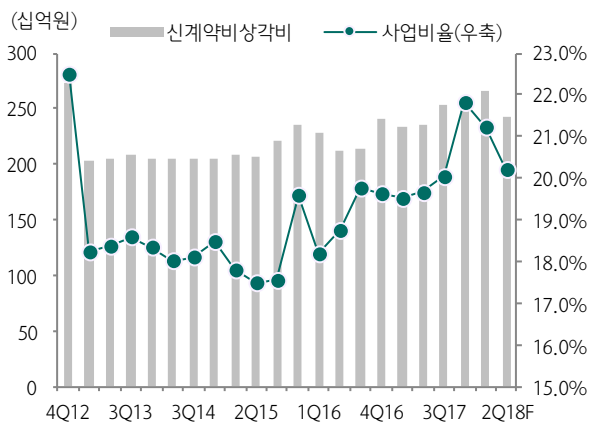
자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 6. 현대해상 연도별 장기위험 손해율 추이



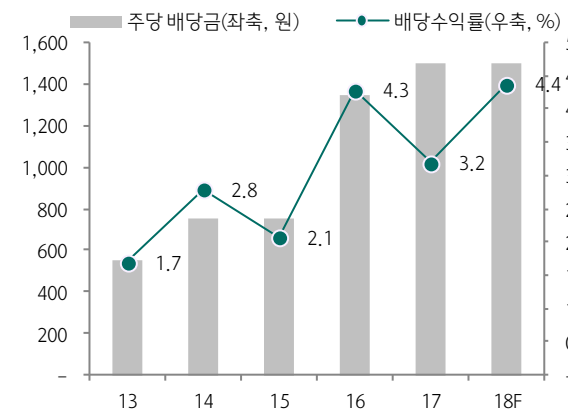
자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 7. 현대해상 신계약비상각비 및 사업비용 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	13,154	13,198	13,402
경과보험료	11,255	11,533	11,835	11,845	12,018
장기보험	8,061	8,091	8,255	8,372	8,453
자동차보험	2,739	2,991	3,080	2,943	2,997
일반보험	455	451	500	530	569
발생손해액	9,525	9,576	9,878	9,959	10,241
장기보험	6,986	6,900	7,058	7,207	7,445
자동차보험	2,242	2,379	2,502	2,402	2,432
일반보험	297	297	317	349	364
순사업비	2,148	2,337	2,438	2,400	2,421
보험영업이익	-418	-380	-481	-514	-644
투자영업이익	960	1,020	1,123	1,207	1,307
영업이익	542	640	642	693	664
영업외손익	-29	-15	-11	-12	-9
세전이익	513	625	630	681	654
법인세	113	152	173	187	180
순이익	400	473	457	494	474

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
총자산	36,652	40,122	42,771	46,001	49,328
운용자산	29,643	32,448	34,902	37,485	40,184
현금예금	1,157	854	603	426	-395
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	4,024	4,515	4,980
특별계정자산	3,213	3,736	3,845	4,001	4,164
부채	33,894	37,019	39,558	42,415	45,386
보험계약준비금	28,653	31,051	33,438	36,046	38,759
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	3,212	3,586	3,941
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	2,398	2,763	3,100	3,475	3,829
기타 자본조정	201	180	-47	-47	-47

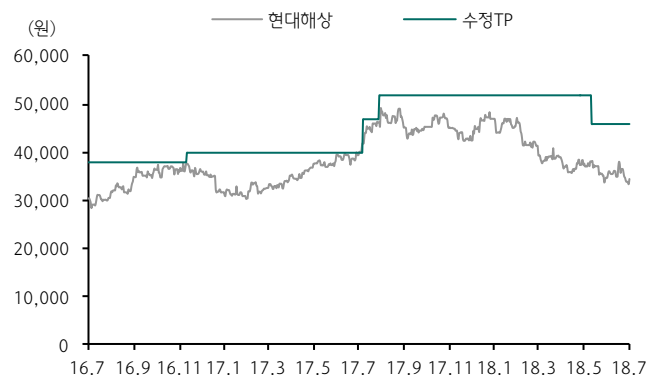
주요 성장성 및 수익성 지표	(단위: 십억원, %)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
성장률(전년대비, %)					
원수보험료	3.8	1.9	2.6	0.3	1.5
경과보험료	2.5	2.5	2.6	0.1	1.5
장기보험	-0.2	0.4	2.0	1.4	1.0
자동차보험	12.7	9.2	3.0	-4.5	1.8
일반보험	-3.0	-0.9	10.8	6.0	7.3
영업이익	84.0	18.2	0.3	8.0	-4.2
순이익	96.6	18.3	-3.4	8.1	-3.9
총자산	13.5	9.5	6.6	7.6	7.2
운용자산	13.0	9.5	7.6	7.4	7.2
매출구성(경과보험료, %)					
장기보험	71.6	70.2	69.8	70.7	70.3
자동차보험	24.3	25.9	26.0	24.8	24.9
일반보험	4.0	3.9	4.2	4.5	4.7
수익성(%)					
손해율	84.6	83.0	83.5	84.1	85.2
장기보험	86.7	85.3	85.5	86.1	88.1
자동차보험	81.8	79.5	81.2	81.6	81.1
일반보험	65.2	65.9	63.5	65.9	64.1
사업비율	19.1	20.3	20.6	20.3	20.1
합산비율	103.7	103.3	104.1	104.3	105.4
운용자산이익률	3.4	3.3	3.3	3.3	3.4
안정성(%)					
지급여력비율	158.3	186.8	169.6	165.3	178.5
총자산/자기자본	1,328.9	1,293.1	1,331.4	1,282.6	1,251.6

자료: 하나금융투자

주요 밸류에이션 지표	(단위: 십억원, 원, 배, %)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS	5,013	5,929	5,726	6,192	5,949
BPS	34,591	38,912	40,288	44,980	49,429
P/E (배)	6.3	7.9	6.0	5.5	5.8
P/B (배)	0.9	1.2	0.9	0.8	0.7
ROE	15.4	16.1	14.5	14.5	12.6
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	25.6	23.7	24.7
배당수익률					
보통주	4.3	3.2	4.4	4.4	4.4
우선주	-	-	-	-	-
내재가치(EV)	5,191	5,600	6,916	7,756	8,311
조정순자산가치	2,693	2,927	3,038	3,412	3,749
보유계약가치	2,497	2,673	3,879	4,344	4,562
신계약가치	456	470	513	528	528
ROEV (%)	9.8	10.2	13.8	13.9	7.2
EV per Share	65,095	70,230	86,744	97,276	104,232
VNB per Share	5,718	5,894	6,439	6,622	6,622
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	괴리율	
			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%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 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 분류

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	93.0%	6.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 7월 3일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 07월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 07월 04일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.