



2019년 8월 14일 | Equity Research

# 현대해상 (001450)

## 하반기에도 험준한 환경. 적극적인 투자이익 시현 예상

### 2분기 순익 866억원(YoY -42.5%)으로 컨센서스 부합

2분기 순익은 866억원으로 전년 동기 대비 42.5% 감소하며 중시 컨센서스에 부합했다. 경과손해율이 4.3%p 상승한 86.3%를 기록하였는데 보종별로 일반보험 6.3%p, 장기보험 10.5%p, 자동차 9.2%p 악화되었다. 사업비율은 1.4%p 상승한 21.4%를 기록했는데 보장성 인보험 36% 증가에 따른 신계약비 상각비 증가 영향이다. 분기 투자이익률은 적극적인 채권 매각을 통하여 3.85%를 기록하며 합산비율 악화에 따른 실적 부진을 상당부분 상쇄하였다.

### 하반기에도 험준한 환경. 적극적인 투자이익 시현 예상

올 하반기에도 계절적인 차보험 손해율 악화가 예상되는 가운데 장기 위험손해율 불확실성이 여전할 것으로 추정된다. 2분기 들어 월별 실손보험 청구건수가 점진적으로 감소하였으나, 내년 실손보험료의 대대적 인상을 가정하지 않는 한 구조적 관점의 실손보험 손해율 개선 요인은 특별히 감지되지 않는다. GA채널 중심의 신계약 경쟁 강도 또한 사업비 관련 제도 변화는 '21년 본격화된다는 점에서 단기간에 급격한 완화를 기대하기 어렵다. 다만, 손보업계 전반적으로 매칭되는 부채 계정이 없는 일반계정 중심의 적극적인 투자이익 시현을 통해 실적 악화를 일부 상쇄할 것으로 보인다. 현대해상 또한 적극적인 투자이익 실현을 예상한다.

### 투자의견 BUY 유지, 목표주가 33,000원 하향조정

투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 35,000원에서 33,000원으로 하향 조정한다. 목표주가 하향은 12M Forward P/B 약 6만원 대비 0.55배를 적용한 수치로 Cost of Equity를 기준 11%에서 12%로 상향했다. 장기 위험손해율 관련 불확실성은 여전하나, 하반기 적극적인 투자이익 실현을 통해 합산비율 악화 부담을 상당부분 상쇄할 것으로 보인다. 주당배당금 또한 배당성향 상향을 통해서 이익 감소 대비 배당금 감소 폭은 적을 것으로 추정된다. 현 주가 기준 배당수익률은 4.0%로 추정된다.

### Earnings Review

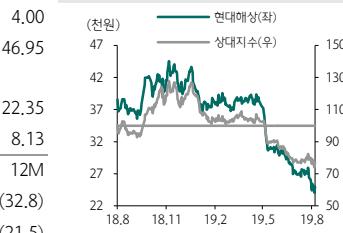
**BUY**

| TP(12M): 33,000원(하향) | CP(8월 13일): 25,000원

#### Key Data

|                  |                     | Consensus Data |                   |
|------------------|---------------------|----------------|-------------------|
|                  |                     | 2019           | 2020              |
| KOSPI 지수 (pt)    | 1,925.83            |                |                   |
| 52주 최고/최저(원)     | 44,550/24,050       | 매출액(십억원)       | 11,980.8 12,219.7 |
| 시가총액(십억원)        | 2,235.0             | 영업이익(십억원)      | 477.6 539.3       |
| 시가총액비중(%)        | 0.19                | 순이익(십억원)       | 315.0 367.5       |
| 발행주식수(천주)        | 89,400.0            | EPS(원)         | 3,523 4,111       |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 268.2               | BPS(원)         | 53,906 58,010     |
| 60일 평균 거래금액(십억원) | 7.6                 |                |                   |
| 19년 배당금(예상,원)    | 1,000               |                |                   |
| 19년 배당수익률(예상,%)  | 4.00                |                |                   |
| 외국인지분율(%)        | 46.95               |                |                   |
| 주요주주 지분율(%)      |                     |                |                   |
| 정동운 외 3 인        | 22.35               |                |                   |
| 국민연금공단           | 8.13                |                |                   |
| 주가상승률            | 1M 6M 12M           |                |                   |
| 절대               | (7.2) (36.4) (32.8) |                |                   |
| 상대               | 0.5 (27.3) (21.5)   |                |                   |

#### Stock Price



#### Financial Data

| 투자지표  | 단위  | 2017   | 2018   | 2019F  | 2020F  | 2021F  |
|-------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 경과보험료 | 십억원 | 11,533 | 11,766 | 12,018 | 12,313 | 12,533 |
| 영업이익  | 십억원 | 640    | 515    | 418    | 454    | 443    |
| 순이익   | 십억원 | 473    | 359    | 285    | 325    | 321    |
| EPS   | 원   | 5,929  | 4,502  | 3,575  | 4,081  | 4,024  |
| 증감율   | %   | 18.3   | -24.1  | -20.6  | 14.2   | -1.4   |
| PER   | 배   | 7.9    | 9.1    | 7.0    | 6.1    | 6.2    |
| PBR   | 배   | 1.21   | 0.80   | 0.42   | 0.40   | 0.38   |
| ROE   | %   | 16.1   | 9.9    | 6.5    | 6.8    | 6.3    |
| BPS   | 원   | 38,912 | 51,590 | 58,859 | 61,940 | 65,964 |
| DPS   | 원   | 1,500  | 1,130  | 1,000  | 1,000  | 1,050  |



Analyst 오진원

02-3771-7525

jw.oh@hanafn.com

RA 박은규

02-3771-8532

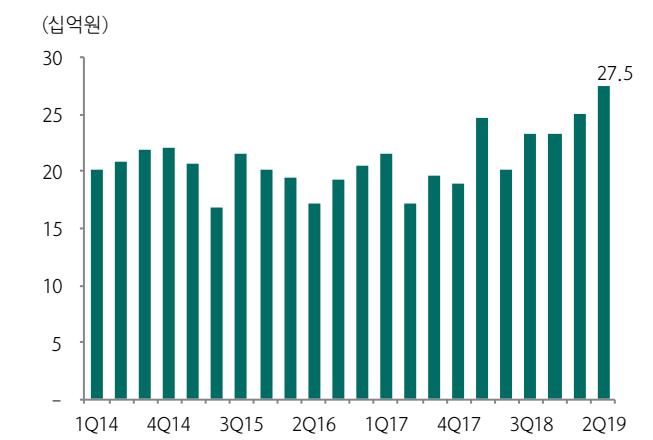
ek.p@hanafn.com

표 1. 현대해상 분기별 실적

| (십억원, %)   | 1Q18       | 2Q18       | 3Q18       | 4Q18     | 1Q19      | 2Q19        | 3Q19F      | 4Q19F     |
|------------|------------|------------|------------|----------|-----------|-------------|------------|-----------|
| 원수보험료      | 3,202      | 3,251      | 3,216      | 3,309    | 3,237     | 3,354       | 3,371      | 3,405     |
| 경과보험료      | 2,891      | 2,928      | 2,981      | 2,965    | 2,953     | 2,981       | 3,037      | 3,048     |
| 일반         | 111        | 115        | 115        | 118      | 114       | 119         | 119        | 158       |
| 자동차        | 766        | 779        | 797        | 800      | 786       | 799         | 815        | 820       |
| 장기         | 2,015      | 2,034      | 2,069      | 2,048    | 2,053     | 2,063       | 2,103      | 2,070     |
| 발생손해액      | 1,228      | 1,219      | 1,305      | 1,459    | 1,378     | 1,437       | 1,432      | 1,562     |
| 순사업비       | 614        | 588        | 610        | 605      | 612       | 639         | 615        | 620       |
| 보험영업이익     | -134       | -60        | -123       | -257     | -174      | -229        | -211       | -321      |
| 투자영업이익     | 284        | 273        | 268        | 263      | 299       | 356         | 356        | 353       |
| <b>순이익</b> | <b>106</b> | <b>150</b> | <b>101</b> | <b>2</b> | <b>77</b> | <b>86.6</b> | <b>100</b> | <b>23</b> |
| 원수보험 성장률   | 2.9%       | 0.8%       | -1.8%      | 2.9%     | 1.1%      | 3.2%        | 4.8%       | 2.9%      |
| 경과보험 성장률   | 2.2%       | 2.7%       | 0.9%       | 2.3%     | 2.1%      | 1.8%        | 1.9%       | 2.8%      |
| 순이익 증가율    | -8.2%      | -9.7%      | -18.5%     | -97.6%   | -27.1%    | -42.5%      | -0.5%      | 1354.7%   |
| 경과손해율      | 83.4%      | 82.0%      | 83.7%      | 88.3%    | 85.2%     | 86.3%       | 86.7%      | 90.2%     |
| 경과사업비율     | 21.2%      | 20.1%      | 20.5%      | 20.4%    | 20.7%     | 21.4%       | 20.2%      | 20.3%     |
| 운용자산 이익률   | 3.5%       | 3.3%       | 3.1%       | 3.0%     | 3.3%      | 3.8%        | 3.8%       | 3.7%      |
| 보장성신계약 성장률 | 13.9%      | 13.7%      | 13.0%      | 18.4%    | 0.9%      | 28.6%       | 6.7%       | 0.7%      |
| 보장성인보험 성장률 | 14.4%      | 17.5%      | 19.1%      | 22.8%    | 1.6%      | 36.0%       | 7.0%       | 0.0%      |

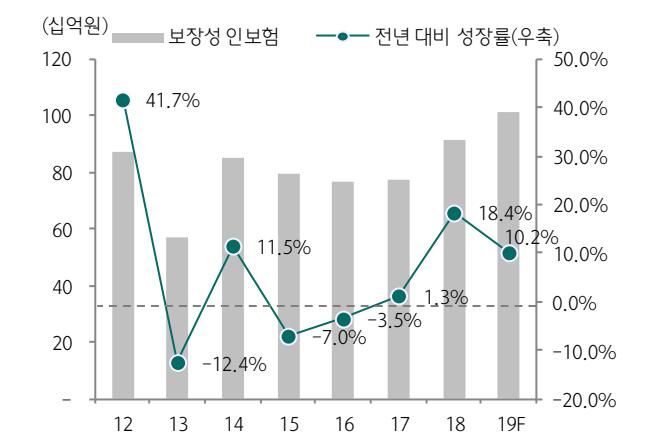
자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 1. 분기별 장기 인보험 추이



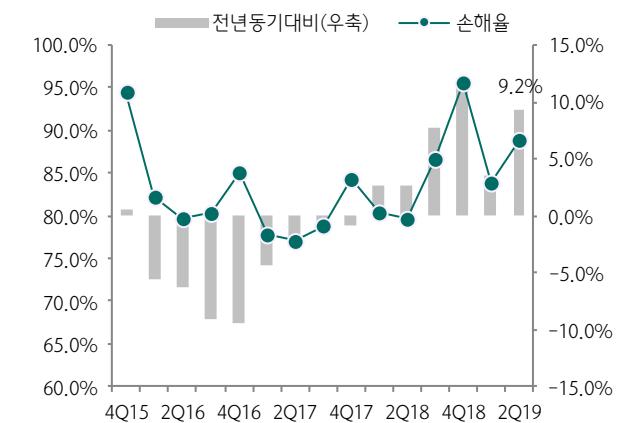
자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 2. 현대해상 연도별 보장성 인보험 추이



자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 3. 현대해상 분기별 차보험 손해율 추이



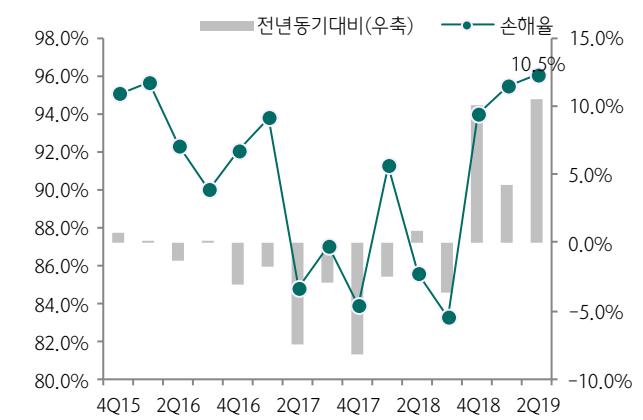
자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 4. 현대해상 연도별 차보험 손해율 추이



자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 5. 현대해상 분기별 장기위험 손해율 추이



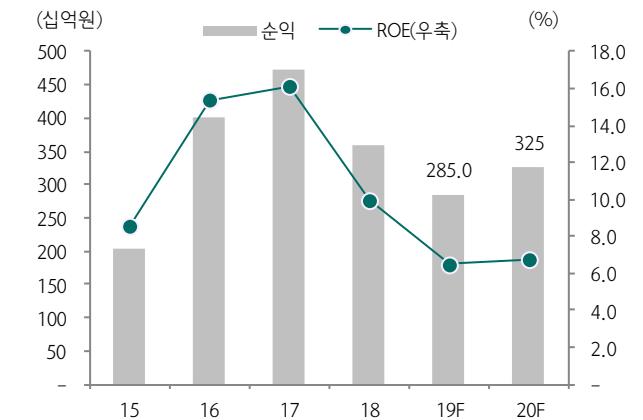
자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 6. 현대해상 연도별 장기위험 손해율 추이



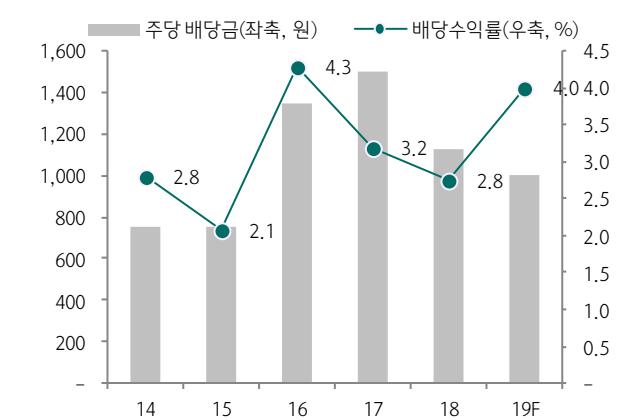
자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 7. 현대해상 연도별 순익 및 ROE 추이



자료: 현대해상, 하나금융투자

그림 8. 현대해상 연도별 DPS 및 배당수익률 추이



자료: 현대해상, 하나금융투자

## 추정 재무제표

| 손익계산서  | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|        | 2017      | 2018   | 2019F  | 2020F  | 2021F  |
| 원수보험료  | 12,827    | 12,978 | 13,367 | 13,688 | 13,944 |
| 경과보험료  | 11,533    | 11,766 | 12,018 | 12,313 | 12,533 |
| 장기보험   | 8,091     | 8,165  | 8,290  | 8,386  | 8,515  |
| 자동차보험  | 2,991     | 3,142  | 3,219  | 3,358  | 3,426  |
| 일반보험   | 451       | 459    | 510    | 569    | 592    |
| 발생손해액  | 9,576     | 9,922  | 10,464 | 10,710 | 11,008 |
| 장기보험   | 6,900     | 6,949  | 7,243  | 7,458  | 7,697  |
| 자동차보험  | 2,379     | 2,691  | 2,893  | 2,894  | 2,940  |
| 일반보험   | 297       | 282    | 328    | 358    | 371    |
| 순사업비   | 2,337     | 2,416  | 2,485  | 2,524  | 2,525  |
| 보험영업이익 | -380      | -573   | -931   | -921   | -1,000 |
| 투자영업이익 | 1,020     | 1,088  | 1,349  | 1,375  | 1,444  |
| 영업이익   | 640       | 515    | 418    | 454    | 443    |
| 영업외손익  | -15       | -23    | -26    | -25    | -20    |
| 세전이익   | 625       | 491    | 392    | 429    | 423    |
| 법인세    | 152       | 132    | 107    | 104    | 102    |
| 순이익    | 472.8     | 359.0  | 285.0  | 325    | 320.9  |

| 대차대조표   | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|---------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|         | 2017      | 2018   | 2019F  | 2020F  | 2021F  |
| 총자산     | 40,122    | 43,719 | 46,840 | 49,663 | 52,638 |
| 운용자산    | 32,448    | 35,811 | 38,817 | 41,483 | 44,313 |
| 현금예금    | 854       | 1,058  | 537    | 1,185  | 668    |
| 유가증권    | 21,083    | 23,590 | 26,067 | 27,126 | 29,938 |
| 대출      | 9,505     | 10,143 | 11,137 | 12,053 | 12,543 |
| 기타      | 1,006     | 1,021  | 1,076  | 1,119  | 1,165  |
| 비운용자산   | 3,938     | 3,712  | 4,081  | 4,078  | 4,056  |
| 특별계정자산  | 3,736     | 4,197  | 3,942  | 4,102  | 4,268  |
| 부채      | 37,019    | 39,606 | 42,147 | 44,725 | 47,378 |
| 보험계약준비금 | 31,051    | 33,098 | 35,475 | 37,781 | 40,153 |
| 기타부채    | 2,177     | 2,299  | 2,711  | 2,821  | 2,936  |
| 특별계정부채  | 3,791     | 4,208  | 3,961  | 4,122  | 4,289  |
| 자본총계    | 3,103     | 4,114  | 4,693  | 4,939  | 5,260  |
| 자본금     | 45        | 45     | 45     | 45     | 45     |
| 자본잉여금   | 114       | 114    | 114    | 114    | 114    |
| 이익잉여금   | 2,763     | 2,997  | 3,183  | 3,429  | 3,750  |
| 기타 자본조정 | 180       | 958    | 1,351  | 1,351  | 1,351  |

| 주요 성장성 및 수익성 지표       | (단위: 십억원, %) |         |       |         |         |
|-----------------------|--------------|---------|-------|---------|---------|
|                       | 2017         | 2018    | 2019F | 2020F   | 2021F   |
| <b>성장률(전년대비, %)</b>   |              |         |       |         |         |
| 원수보험료                 | 1.9          | 1.2     | 3.0   | 2.4     | 1.9     |
| 경과보험료                 | 2.5          | 2.0     | 2.1   | 2.5     | 1.8     |
| 장기보험                  | 0.4          | 0.9     | 1.5   | 1.2     | 1.5     |
| 자동차보험                 | 9.2          | 5.0     | 2.5   | 4.3     | 2.0     |
| 일반보험                  | -0.9         | 1.8     | 11.0  | 11.6    | 4.1     |
| 영업이익                  | 18.2         | -19.6   | -18.9 | 8.7     | -2.4    |
| 순이익                   | 18.3         | -       | 24.1  | -       | 20.6    |
| 총자산                   | 9.5          | 9.0     | 7.1   | 6.0     | 6.0     |
| 운용자산                  | 9.5          | 10.4    | 8.4   | 6.9     | 6.8     |
| <b>매출구성(경과보험료, %)</b> |              |         |       |         |         |
| 장기보험                  | 70.2         | 69.4    | 69.0  | 68.1    | 67.9    |
| 자동차보험                 | 25.9         | 26.7    | 26.8  | 27.3    | 27.3    |
| 일반보험                  | 3.9          | 3.9     | 4.2   | 4.6     | 4.7     |
| <b>수익성(%)</b>         |              |         |       |         |         |
| 손해율                   | 83.0         | 84.3    | 87.1  | 87.0    | 87.8    |
| 장기보험                  | 85.3         | 85.1    | 87.4  | 88.9    | 90.4    |
| 자동차보험                 | 79.5         | 85.6    | 89.9  | 86.2    | 85.8    |
| 일반보험                  | 65.9         | 61.5    | 64.4  | 62.9    | 62.6    |
| 사업비율                  | 20.3         | 20.5    | 20.7  | 20.5    | 20.1    |
| 합산비율                  | 103.3        | 104.9   | 107.7 | 107.5   | 108.0   |
| 운용자산이익률               | 3.29         | 3.19    | 3.61  | 3.43    | 3.37    |
| <b>안정성(%)</b>         |              |         |       |         |         |
| 지급여력비율                | 186.8        | 218.8   | 232.9 | 230.1   | 229.8   |
| 총자산/자기자본              | 1,293.1      | 1,062.8 | 998.1 | 1,005.6 | 1,000.8 |

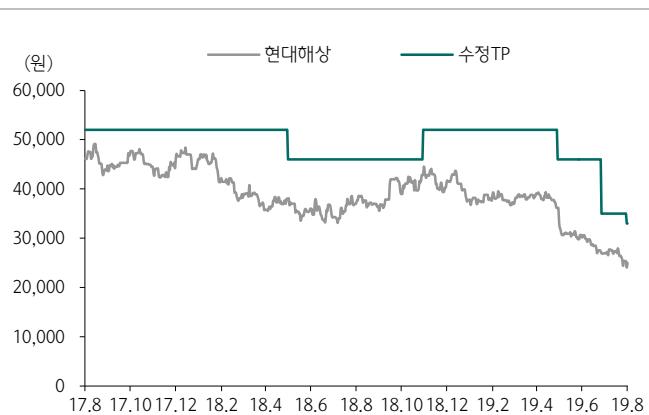
자료: 하나금융투자

| 주요밸류에이션 지표    | (단위: 십억원, 원, 배, %) |        |        |         |        |
|---------------|--------------------|--------|--------|---------|--------|
|               | 2017               | 2018   | 2019F  | 2020F   | 2021F  |
| EPS           | 5,929              | 4,502  | 3,575  | 4,081   | 4,024  |
| BPS           | 38,912             | 51,590 | 58,859 | 61,940  | 65,964 |
| P/E (배)       | 7.9                | 9.1    | 7.0    | 6.1     | 6.2    |
| P/B (배)       | 1.2                | 0.8    | 0.4    | 0.4     | 0.4    |
| ROE           | 16.1               | 9.9    | 6.5    | 6.8     | 6.3    |
| ROA           | 1.2                | 0.9    | 0.6    | 0.7     | 0.6    |
| DPS           |                    |        |        |         |        |
| 보통주           | 1,500              | 1,130  | 1,000  | 1,000   | 1,050  |
| 우선주           | -                  | -      | -      | -       | -      |
| 배당성향          | 24.8               | 24.4   | 27.0   | 23.8    | 25.3   |
| 배당수익률         |                    |        |        |         |        |
| 보통주           | 3.2                | 2.75   | 4.0    | 4.0     | 4.2    |
| 우선주           | -                  | -      | -      | -       | -      |
| 내재가치(EV)      | 5,600              | 6,947  | 7,724  | 8,121   | 5,600  |
| 조정순자산가치       | 2,927              | 3,968  | 4,558  | 4,797   | 2,927  |
| 보유계약가치        | 2,673              | 2,978  | 3,166  | 3,324   | 2,673  |
| 신계약가치         | 470                | 546    | 589    | 589     | 470    |
| ROEV (%)      | 10.2               | 13.8   | 12.3   | 5.1     | 15.0   |
| EV per Share  | 70,230             | 87,124 | 96,874 | 101,852 | 70,230 |
| VNB per Share | 5,894              | 6,849  | 7,390  | 7,390   | 5,894  |
| P/EV (배)      | 0.45               | 0.36   | 0.33   | 0.31    | 0.45   |
| EV 주요 경제적 가정  |                    |        |        |         |        |
| 투자이익률         | 3.1                | 3.3    | 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 폴리울

#### 현대해상



| 날짜       | 투자의견 | 목표주가   | 폴리울     |         |
|----------|------|--------|---------|---------|
|          |      |        | 평균      | 최고/최저   |
| 19.8.13  | BUY  | 33,000 |         |         |
| 19.7.10  | BUY  | 35,000 | -23.53% | -20.14% |
| 19.5.12  | BUY  | 46,000 | -34.73% | -28.15% |
| 18.11.12 | BUY  | 52,000 | -24.59% | -14.33% |
| 18.5.14  | BUY  | 46,000 | -18.71% | -6.85%  |
| 17.8.31  | BUY  | 52,000 | -17.67% | -6.92%  |
| 17.7.9   | BUY  | 47,000 | -1.18%  | 4.68%   |

### 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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 | 88.3%   | 11.1%       | 0.6%       | 100.0% |

\* 기준일: 2019년 8월 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 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 8월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2019년 8월 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 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.