

현대해상 (001450)

보험/증권



정태준 CFA

02 3770 5585
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	29,000원 (I)
현재주가 (9/20)	25,850원
상승여력	12%

시가총액	23,110억원
총발행주식수	89,400,000주
60일 평균 거래대금	71억원
60일 평균 거래량	278,169주
52주 고	44,550원
52주 저	23,050원
외인지분율	46.06%
주요주주	정몽윤 외 4 인 22.35%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.5	(11.6)	(29.7)
상대	3.5	(9.9)	(21.9)
절대(달러환산)	11.8	(14.0)	(34.0)

오늘의 전략, 내일의 부담

투자의견 BUY, 목표주가 29,000원으로 커버리지 개시

현대해상 투자의견 BUY, 목표주가 29,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 투자포인트는 1) 경쟁에 적극적으로 참여하는 전략을 취하기 때문에 성장기에 실적 개선이 빠르다는 점과 2) 이익 방어를 위해 채권 매각도 감행하기 때문에 단기적으로 서프라이즈가 발생할 수 있다는 점이다.

투자포인트 1 성장을 위해 경쟁하는 전략 동사는 손해보험업 성장기 때 경쟁에 적극적으로 참여 하면서 대형사로 발전해왔다. 이번 장기보험 경쟁에서도 타사 대비 공격적인 사업비 집행을 감내 하였고, 이제 자동차보험 비대면 채널 경쟁에서 또 적극적인 사업비 집행이 예상된다. 이런 성장 전략은 성장기 때 실적 개선이 빠르다는 장점이 있다.

투자포인트 2 단기 서프라이즈가 발생할 수 있다 또한 지난 2분기와 같이 이익 방어를 위해 채 권 매각을 감행한 사례가 있기 때문에 연말 주당배당금 방어를 위해 채권 매각으로 단기 서프라 이즈를 낼 수 있는 가능성도 있다. 이런 전략은 연말 배당시즌이 다가올수록 매력적일 수 있다.

중장기 전망: 내일도 좋을까?

보험영업이익 경쟁 지향적인 전략은 장기적으로는 부담이다. 손해율 개선 사이클이 끝나고 나면 사업비율이 높을수록 불리해지기 때문이다. 이번 상승 사이클이 바로 손해율 개선 사이클이기 때 문에 주기가 끝나는 2021년에 동사의 합산비율은 타사 대비 높게 마무리 될 것으로 예상된다. 그 후에는 효율 인하가 기다리고 있다.

투자영업이익 경상적 투자영업이익률과 운용자산 성장을 둔화될 것이기 때문에 경상적 투자영업 이익은 감소할 전망이다. 그러나 앞서 언급했듯이 동사는 채권 매각을 통한 이익 방어 전략을 쓰 기 때문에 실제 투자영업이익은 당사 추정치를 상회할 수 있다. 그러나 이는 미래의 투자영업이익 을 당겨오는 것이기 때문에 그럴 경우 경상적 투자영업이익률과 미래 이익의 추정치는 하향 조정 이 불가피하다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
원수보험료	3,248	1.0	-3.1	3,267	-0.6
경과보험료	3,011	1.0	1.0	3,002	0.3
영업이익	112	-24.1	-12.1	107	4.5
세전이익	107	-24.9	-10.8	108	-1.2
당기순이익	77	-25.2	-10.8	85	-8.8

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019E	2020E
원수보험료	12,826	12,978	13,181	13,246
영업이익	641	523	429	468
지배순이익	473	368	282	325
PER (배)	4.9	6.3	8.2	7.1
PBR (배)	0.74	0.56	0.50	0.48
ROE (%)	16.2	10.2	6.5	6.9
ROA (%)	1.23	0.88	0.63	0.71

자료: 유안타증권

[표1] Valuation table

(단위: 원, %, 배)

2019E BPS	57,751
2020E ROE	6.9
COE	13.8
Risk-free rate	1.6
Risk premium	28.6
Beta	0.4
Growth rate	0.0
목표주가	29,000

자료: 유안타증권 리서치센터

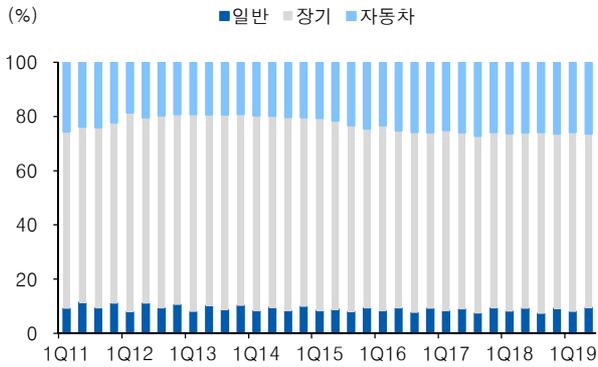
[표2] 분기별 이익 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
원수보험료	3,237	3,354	3,248	3,342	12,978	13,181	13,246
일반	258	313	236	305	1,093	1,112	1,118
장기	2,146	2,156	2,135	2,113	8,510	8,550	8,329
자동차	833	884	877	924	3,376	3,518	3,800
경과보험료	2,953	2,981	3,011	2,995	11,766	11,939	11,998
일반	114	119	116	118	458	467	470
장기	2,053	2,063	2,050	2,027	8,165	8,193	7,981
자동차	786	799	845	848	3,142	3,277	3,539
발생손해액	2,511	2,571	2,563	2,597	9,914	10,241	10,221
일반	73	75	76	77	282	300	305
장기	1,779	1,787	1,762	1,756	6,941	7,084	6,858
자동차	659	710	725	764	2,691	2,858	3,058
순사업비	612	639	613	616	2,416	2,480	2,455
일반	17	23	25	18	77	83	84
장기	447	468	443	451	1,736	1,809	1,795
자동차	147	148	146	147	603	587	576
보험영업이익	-169	-229	-165	-218	-565	-782	-678
투자영업이익	299	356	277	279	1,087	1,211	1,146
영업이익	130	127	112	61	523	429	468
세전이익	117	119	107	56	500	399	448
당기순이익	77	87	77	40	368	282	325
손해율	85.0	86.3	85.1	86.7	84.3	85.8	85.2
일반	63.8	63.1	65.0	65.0	61.5	64.2	65.0
장기	86.6	86.6	86.0	86.6	85.0	86.5	85.9
자동차	83.8	88.9	85.8	90.2	85.6	87.2	86.4
사업비율	20.7	21.4	20.4	20.6	20.5	20.8	20.5
합산비율	105.7	107.7	105.5	107.3	104.8	106.6	105.7
투자영업이익률	3.3	3.8	2.9	2.9	3.0	3.2	3.0

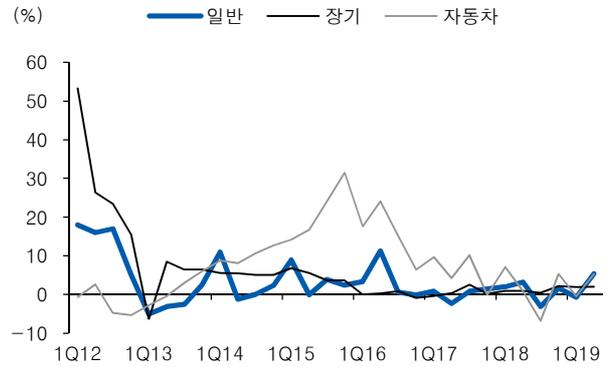
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 원수보험료 구성



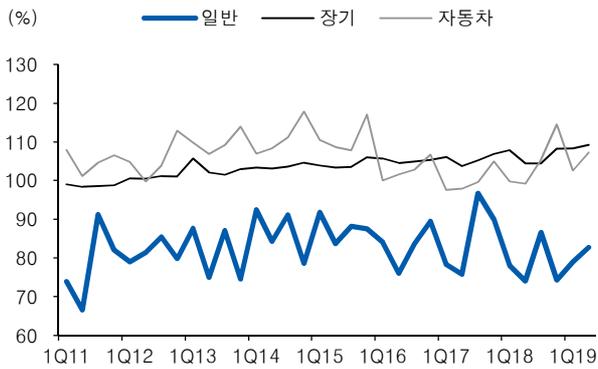
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 보증별 원수보험료 YoY 성장률 추이



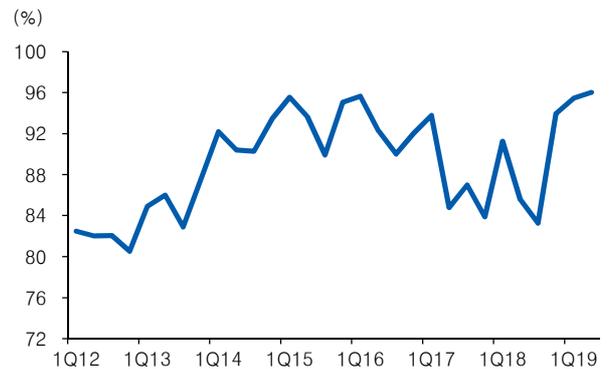
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 보증별 합산비율 추이



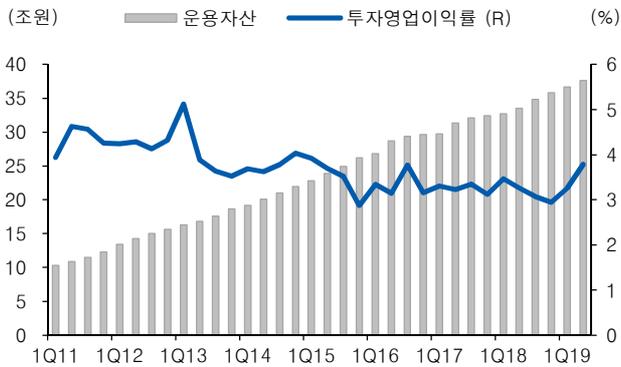
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 장기위험손해를 추이



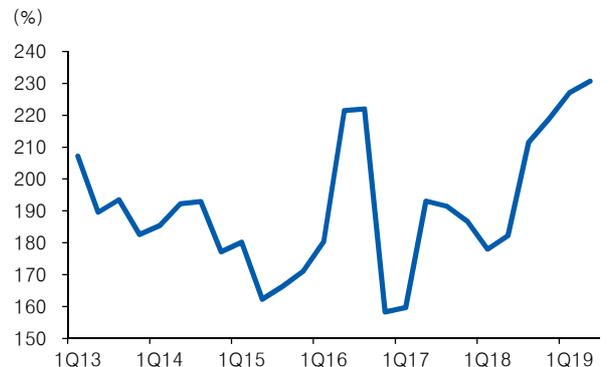
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 운용자산 vs. 투자영업이익률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] RBC 비율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

현대해상 (001450) 추정재무제표 (K-IFRS)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료	12,826	12,978	13,181	13,246	13,262
일반	1,081	1,093	1,112	1,118	1,119
장기	8,416	8,510	8,550	8,329	8,115
자동차	3,329	3,376	3,518	3,800	4,028
경과보험료	11,533	11,766	11,939	11,998	12,013
일반	451	458	467	470	470
장기	8,091	8,165	8,193	7,981	7,777
자동차	2,991	3,142	3,277	3,539	3,751
발생손해액	9,575	9,914	10,241	10,221	10,179
일반	297	282	300	305	306
장기	6,899	6,941	7,084	6,858	6,647
자동차	2,379	2,691	2,858	3,058	3,226
순사업비	2,337	2,416	2,480	2,455	2,469
일반	87	77	83	84	90
장기	1,635	1,736	1,809	1,795	1,815
자동차	614	603	587	576	564
보험영업이익	-379	-565	-782	-678	-635
투자영업이익	1,020	1,087	1,211	1,146	1,142
영업이익	641	523	429	468	508
세전이익	626	500	399	448	488
당기순이익	473	368	282	325	354

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
원수보험료 구성					
일반	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
장기	65.6	65.6	64.9	62.9	61.2
자동차	26.0	26.0	26.7	28.7	30.4
원수보험료 성장률	1.9	1.2	1.6	0.5	0.1
일반	0.2	1.1	1.8	0.5	0.1
장기	0.7	1.1	0.5	-2.6	-2.6
자동차	5.9	1.4	4.2	8.0	6.0
손해율	83.0	84.3	85.8	85.2	84.7
일반	65.9	61.5	64.2	65.0	65.0
장기	85.3	85.0	86.5	85.9	85.5
자동차	79.5	85.6	87.2	86.4	86.0
사업비율	20.3	20.5	20.8	20.5	20.6
일반	19.4	16.7	17.8	17.8	19.1
장기	20.2	21.3	22.1	22.5	23.3
자동차	20.5	19.2	17.9	16.3	15.0
합산비율	103.3	104.8	106.6	105.7	105.3
일반	85.3	78.3	82.0	82.8	84.1
장기	105.5	106.3	108.5	108.4	108.8
자동차	100.1	104.8	105.1	102.7	101.0
투자영업이익률	3.1	3.0	3.2	3.0	3.0

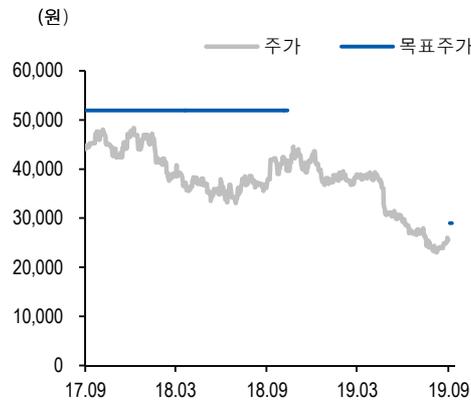
자료: 유안타증권

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	40,122	43,719	45,536	45,915	46,305
운용자산	32,448	35,811	37,888	38,229	38,573
현금 및 예치금	854	1,058	1,119	1,123	1,132
유가증권	21,083	23,590	24,985	25,225	25,454
대출채권	9,505	10,143	10,714	10,803	10,899
부동산	1,006	1,021	1,070	1,078	1,088
비운용자산	3,938	3,712	3,729	3,736	3,738
특별계정자산	3,736	4,197	3,919	3,950	3,994
부채	37,019	39,606	40,931	41,134	41,184
책임준비금	31,051	33,099	34,360	34,530	34,572
기타부채	2,177	2,299	2,472	2,494	2,496
특별계정부채	3,791	4,208	4,099	4,109	4,116
자본	3,103	4,114	4,605	4,782	5,120
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	2,763	2,997	3,108	3,349	3,611
자본조정	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄손익누계액	218	497	877	813	890
신종자본증권	0	498	498	498	498

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Valuation					
PER	4.9	6.3	8.2	7.1	6.5
PBR	0.74	0.56	0.50	0.48	0.45
배당수익률	5.8	4.4	3.5	4.1	4.4
주당지표					
EPS	5,938	4,610	3,531	4,076	4,434
BPS	38,912	51,590	57,751	59,973	64,219
DPS	1,500	1,130	900	1,050	1,150
수익성					
ROE	16.2	10.2	6.5	6.9	7.1
ROA	1.23	0.88	0.63	0.71	0.77
성장성					
자산 성장률	9.5	9.0	4.2	0.8	0.8
자본 성장률	12.5	32.6	11.9	3.8	7.1
운용자산 성장률	9.5	10.4	5.8	0.9	0.9
순이익 성장률	18.6	-22.4	-23.4	15.4	8.8
자본비용					
RBC 비율	186.8	218.8	230.9	235.9	247.2
지급여력금액	4,140	5,215	5,815	5,992	6,331
지급여력기준금액	2,216	2,384	2,519	2,540	2,561
배당성향	25.3	24.5	25.5	25.8	25.9

자료: 유안타증권

현대해상 (001450) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-23	BUY	29,000	1년		
2018-07-19	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-32.06	-14.33
2017-07-19	BUY	52,000	1년	-26.26	-5.38

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-18

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.