

현대해상 (001450.KS/Buy유지/TP:44,000원유지/CP:31,250원)

현대해상 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)

Hyundai M&F Quarterly Results							[누계 실적]				
[분기 실적]	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	(단위: 십억원, %, %p)		IFRS	IFRS	
	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	Y-Y	Q-Q	~4Q15	~4Q16	Y-Y
원수보험료	3,011.2	3,174.9	3,057.1	3,182.2	3,136.9	3,206.6	1.0	2.2	12,119.4	12,582.8	3.8
일반	237.8	293.2	252.2	294.5	239.3	292.9	-0.1	22.4	1,040.0	1,078.9	3.7
자동차	699.4	777.8	712.5	798.8	805.6	828.3	6.5	2.8	2,726.6	3,145.2	15.4
장기	2,073.9	2,103.9	2,092.4	2,088.9	2,092.0	2,085.5	-0.9	-0.3	8,352.8	8,358.7	0.1
경과보험료	2,796.1	2,828.7	2,795.9	2,792.9	2,826.2	2,840.4	0.4	0.5	10,975.6	11,255.4	2.5
일반	125.0	121.6	111.8	113.2	116.5	113.6	-6.6	-2.5	469.2	455.0	-3.0
자동차	661.6	668.0	664.9	664.7	693.2	716.7	7.3	3.4	2,430.2	2,739.5	12.7
장기	2,009.5	2,039.1	2,019.3	2,015.0	2,016.5	2,010.1	-1.4	-0.3	8,076.2	8,060.9	-0.2
보험영업이익	-109.8	-221.4	-98.0	-76.0	-101.3	-143.0	적지	적지	-557.6	-418.3	적지
투자영업이익	219.1	188.5	223.9	225.5	276.6	234.0	24.1	-15.4	852.1	960.0	12.7
영업이익	109.3	-32.9	126.0	149.5	175.3	91.0	흑전	-48.1	294.5	541.8	84.0
당기순이익	79.3	-30.0	91.8	107.1	137.9	62.8	흑전	-54.4	203.3	399.7	96.6
IFRS 기준											
손해율	86.4	88.3	85.3	84.0	83.8	85.5	-2.8	1.7	87.0	84.6	-2.3
일반	71.7	69.6	66.8	60.5	62.7	71.0	1.4	8.3	72.6	65.2	-7.3
자동차	89.4	94.5	82.2	79.7	80.3	85.1	-9.4	4.8	89.7	81.8	-7.8
장기	86.3	87.3	87.4	86.7	86.3	86.3	-1.0	0.1	87.0	86.7	-0.3
사업비율	17.6	19.6	18.2	18.7	19.8	19.6	0.0	-0.1	18.1	19.1	1.0
합산비율	103.9	107.9	103.5	102.7	103.6	105.1	-2.8	1.5	105.1	103.7	-1.4
투자이익률	3.6	2.9	3.4	3.2	3.8	3.2	0.2	-0.6	3.6	3.5	-0.1
운용자산	24,947	26,229	26,816	28,712	29,362	29,643	13.0	1.0	26,229	29,643	13.0
자기자본	2,510	2,435	2,642	3,430	3,583	2,758	13.3	-23.0	2,435	2,758	13.3
ROE	12.8	13.1	12.1	14.1	15.7	7.9	5.2	-7.8	8.6	16.7	8.1
장기신계약(월납환산)	32.4	29.2	28.3	25.1	27.1	26.9	-8.1	-1.0	130.9	107.4	-17.9
보장성신계약(월납환산)	25.3	23.9	22.6	20.7	23.1	24.6	2.7	6.4	93.8	90.9	-3.0
보장성보험 비중	78.2%	81.8%	79.9%	82.3%	85.1%	91.4%	9.7	6.3	71.6%	84.7%	13.0
인보험(월납환산)	21.5	20.2	19.4	17.2	19.3	20.5	1.5	6.0	79.2	76.4	-3.5
RBC	166.3	171.1	180.4	221.5	222.0	158.3	-12.8	-63.7	171.1	158.3	-12.8
장기 위험손해율	89.9	95.1	95.6	92.3	90.0	92.0	-3.1	2.0	93.7	92.4	-1.2

주: K-IFRS 별도 기준. 자료: 현대해상, NH 투자증권 리서치본부

현대해상 (001450.KS/Buy유지/TP:44,000원유지/CP:31,250원)

현대해상 월별 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)

Hyundai M&F Monthly Results													
[당월 실적]	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
	'15.12	'16.1	'16.2	'16.3	'16.4	'16.5	'16.6	'16.7	'16.8	'16.9	'16.10	'16.11	'16.12
월수보험료	1,102.8	1,001.5	993.1	1,062.5	1,042.5	1,042.6	1,097.1	1,058.2	1,037.2	1,041.5	1,039.4	1,048.4	1,118.8
일반	135.1	77.6	78.2	96.4	88.9	82.7	122.9	85.1	73.8	80.4	78.7	81.1	133.0
자동차	267.3	226.1	219.7	266.7	255.5	267.9	275.3	278.1	267.6	260.0	265.4	275.3	287.5
장기	692.7	692.7	690.8	695.1	698.1	691.9	698.9	695.1	695.8	701.1	695.2	692.0	698.2
경과보험료	946.1	942.2	919.7	934.0	926.7	933.7	932.5	940.4	943.9	941.8	943.5	936.3	960.6
일반	40.3	38.2	37.6	36.0	34.8	40.8	37.5	39.3	39.6	37.5	35.4	36.6	41.6
자동차	226.1	228.2	211.9	224.7	218.2	225.6	220.9	231.2	233.3	228.7	238.5	233.4	244.8
장기	679.6	675.8	670.2	673.3	673.6	667.3	674.0	669.9	671.0	675.6	669.6	666.3	674.1
보험영업이익	-117.1	-26.7	-34.5	-36.7	-27.4	-21.4	-27.2	-17.1	-34.7	-49.5	-29.6	-43.1	-70.2
투자영업이익	36.7	74.1	72.4	77.4	73.5	75.0	77.1	80.7	76.8	119.1	78.6	75.5	79.9
당기순이익	-68.2	35.3	27.0	29.5	33.2	38.0	36.0	44.9	32.1	60.9	35.4	22.7	4.8
IFRS 기준													
손해율	90.8	86.1	84.9	84.9	84.5	84.3	83.1	83.0	85.1	83.4	83.9	85.2	87.1
일반	70.1	81.1	63.2	55.4	63.2	61.5	57.0	56.6	68.2	63.2	63.2	64.0	61.1
자동차	99.5	82.8	83.8	80.1	81.4	80.0	77.6	77.9	81.2	81.8	81.6	85.4	88.0
장기	89.1	87.5	86.5	88.1	86.7	87.1	86.4	86.3	87.5	85.1	84.4	86.3	88.3
사업비율	21.6	16.7	18.8	19.0	18.4	18.0	19.8	18.9	18.6	21.9	19.3	19.4	20.3
합산비율	112.4	102.8	103.8	103.9	103.0	102.3	102.9	101.8	103.7	105.3	103.1	104.6	107.3
투자이익률	1.7	3.4	3.3	3.5	3.3	3.3	3.3	3.4	3.2	4.9	3.2	3.1	3.3
운용자산	26,229	26,369	26,829	26,816	27,066	27,537	28,712	28,901	29,111	29,362	29,383	29,091	29,643
자기자본	2,435	2,526	2,649	2,642	2,686	2,707	3,430	3,567	3,521	3,583	3,258	2,728	2,758
ROE	-33.1	17.2	12.6	13.5	15.0	17.0	14.2	15.5	10.9	20.8	12.5	9.1	2.1
장기신계약(월납환산)	11.0	8.0	8.7	11.6	8.3	8.1	8.7	9.0	8.5	9.6	8.1	8.5	10.3
보장성신계약(월납환산)	9.6	6.1	7.1	9.4	6.9	6.6	7.2	7.7	7.0	8.4	7.1	7.8	9.7
보장성보험 비중	87.6%	76.0%	81.3%	81.7%	82.9%	81.2%	82.8%	85.5%	81.9%	87.6%	87.2%	91.9%	94.4%
인보험 (월납환산)	8.3	5.0	6.1	8.3	5.9	5.4	5.8	6.5	5.8	7.0	5.8	6.3	8.4
장기 위험손해율	93.5	96.1	92.6	98.1	92.1	93.7	91.1	89.7	95.5	84.9	83.9	91.7	99.4

(단위: 십억원, %, %p)

Y-Y

M-M

[누계 실적]

~'15.12

~'16.12

Y-Y

1.4

6.7

12,119.4

12,582.8

3.8

-1.5

64.0

1,040.0

1,078.9

3.7

7.6

4.5

2,726.6

3,145.2

15.4

0.8

0.9

8,254.2

8,344.8

1.1

1.5

2.6

10,975.6

11,255.4

2.5

3.2

13.6

469.2

455.0

-3.0

8.3

4.9

2,430.2

2,739.5

12.7

-0.8

1.2

8,076.2

8,060.9

-0.2

적지

적지

-557.6

-418.3

적지

117.4

5.8

852.1

960.0

12.7

흑전

-78.9

203.3

399.7

96.6

-3.7

1.8

87.0

84.6

-2.3

-9.0

-2.9

72.6

65.2

-7.3

-11.5

2.6

89.7

81.8

-7.8

-0.8

2.0

87.0

86.7

-0.3

-1.3

0.9

18.1

19.1

1.0

-5.1

2.7

105.1

103.7

-1.4

1.6

0.2

3.6

3.5

-0.1

13.0

1.9

26,229

29,643

13.0

13.3

1.1

2,435

2,758

13.3

35.2

-7.0

8.6

16.7

8.1

-6.8

20.9

130.9

107.4

-17.9

0.4

24.2

93.8

90.9

-3.0

6.8

2.5

71.6%

84.7%

13.0

0.2

32.2

79.2

76.4

-3.5

5.9

7.8

93.7

92.4

-1.2

- 연말 합산비용 상승으로 손익은 연 중 최저치 기록, 예상치 상회
- 투자 부문에서 손상차손 발생하였지만 매각익 내면서 이익을 방어하였기 때문
- 2016년 연간 ROE 16.7%로 매우 양호한 실적 실현
- 2017년 연간 target은 4,050억원 (+1.3%p y-y) (시장 예상보다 보수적 가정들은 다음과 같음)
  - 사업비용 상승 예상(+0.5%p y-y)
  - 투자이익률 3.1% 전망
- RBC비용은 158%. 2017년 연말 Target은 160% 수준.
- 2016년말 자산 듀레이션이 부채 듀레이션 보다 길어 부채 듀레이션 확대 제도 변화에 긴밀하게 대응 중
- 하반기 위험손해율 개선으로 2016년 연간으로 전년비 손해율 1.2%p 하락. 2017년에도 89.8%로 2.6%p 개선 이 목표

주: K-IFRS 별도 기준. 자료: 현대해상, NH투자증권 리서치본부

현대해상 (001450.KS/Buy유지/TP:44,000원유지/CP:31,250원)

#### 4Q16 Conference Call('17.2.20) - 1

##### 16년 결산설명회 Key takeaways

- 위험손해율은 2.6%p 개선 예상. 현재 UY으로는 실손의료보험 손해를 타사와 유사해짐
- RBC비율 2017년말 예상 RBC비율 160% 중후반. 제도 개선 강화 반영. 금리 상승등으로 자본 확충 필요하다면 후순위채 고려
- 2016년말 자산 듀레이션이 부채 듀레이션보다 높음(+1.08년). 부채 듀레이션 확대 등의 제도 변경 요소에 선제적 대응 결과. Yield pick up까지 고려하여 대출, 대체투자, 해외채권 비중 늘려나갈 것
- 수익성 훼손하는 전사적 보험료 인하 안할 것. 특약 등 조정해서 탄력적 요율 정책 가져갈 전망

기타 사항:

일반보험 합산비율 최근 안정적으로 85%에서 유지 중. 일반보험 손해를 2017년 소폭 상승 전망. 2016년에 평년 대비 낮았기 때문

투자이익률 목표: 3.1% (2016년 3.5% 대비 40bp 하락 예상. 경상 2016년 이익률 대비 20bp 낮아질 것으로 예상)

##### Q&A

Q1. 1) 자산 듀레이션 크게 상승. 외화채에서 일어난 것으로 보이는데, 외화채 듀레이션은? 환위험이 RBC에 별다른 영향은 주지 않나?

2) 배당 높아 좋지만 RBC비율이 낮은 상황에서 배당이 높았던 것이 아닌가? 배당성향과 주당배당금 계획은?

- A1)
- 작년 듀레이션 많이 늘렸음. 부채듀레이션 연장에 대응하여 장기채 많이 샀음. 특히 해외채를 많이 샀음.
  - 최저보증리스크 벗어나지 않는 범위 내에서 대응.
  - 해외채 듀레이션은 11년임
  - 환헤지: 1년 이상 헤지해야 듀레이션 인정 받지만, 앞으로는 이러한 조항 해지하는 것이 입법예고된 상황. 우리는 환헤지를 1년 미만으로 쪼개서 수익률 높이려고 함

- A2)
- 배당성향. 25% 배당성향 과거 유지, 2016년 26.5%로 평균 대비 조금 높지만 작년보다는 낮아짐
  - 향후 정책: 25% 내외에서 유지할 계획임

Q2. 1) 자본 관련 질문. 50~100bp 실질 금리 상승시 자본 확충 정책은? 2017년 연말 RBC 목표는? 재보험 활용 계획도 있나?  
2) 인보험 질문. 손해를 가정을 낙관적으로 수정한 것으로 보임. 위험손해율이 앞으로 얼마나 개선될 것으로 보이나? 이런 기대감이 EV에 반영되었나?

주: K-IFRS 별도 기준. 자료: 현대해상, NH투자증권 리서치본부

현대해상 (001450.KS/Buy유지/TP:44,000원유지/CP:31,250원)

4Q16 Conference Call('17.2.20) - 2

A1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 매도가능증권 평가익 감소? 15~16년 같은 수준의 매도가능증권 평가익은 유사</li> <li>- 금리 상승시: 요구자본 증가 제어 노력. 부채 듀레이션 만기, 보험 리스크 최소화 노력 그럼에도 불구하고 금리 상승하면 시장에서 후순위채 발행 등 생각</li> <li>- 목표 RBC 160% 중후반대. 제도 강화로 RBC가 하락하였음. 하지만 손해를 개선으로 실질적 수익이 늘어나고 있어서 RBC는 크게 하락하지는 않음</li> <li>- 여러가지 대안 중으로 재보험을 고려하고 있으나, 실행 여부는 결정하지 않았음</li> </ul>
A2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2015년 실손의료보 손해를 하락하기 시작. 매년 요율 조정, 위험손해율은 지속 하락 전망 실손 의료비 인상을 2016년 27% 인상함(2017년 적용). 의료 손해를 개선 효과는 갱신과 더불어 점진적으로 커질 것으로 예상함</li> <li>- 신계약가치 전년비 17% 상승. 위험손해율 1.1%p 개선 반영. 위험손해율 지속 하락 전망</li> </ul>
Q3.	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 자동차 온라인 매출 확대 불만. 가격 경쟁, 기본보험료 인하 경쟁 확대. 우리의 입장은?</li> <li>2) 장기 위험손해율이 추가적으로 개선 전망. 자세한 설명?</li> </ol>
A1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2016년 합산비 크게 개선, 2017년 합산비율 101.9%를 계획 중. 자보료 인하하기에는 시기 상조</li> <li>- 일률적 가격 인하는 지양할 계획</li> <li>- 가격 경쟁력을 유지하기 위해 어린이 할인 특약 판매, 무사고자 할인, 각종 특약 세분화 등을 통해 target 계층 요율 조정은 지속할 것임</li> <li>- 손익 위주의 영업은 지속해나갈 계획</li> </ul>
A2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 실손의료보험 때문에 위험손해율 높음</li> <li>- 실손 담보의 위험보험료 2016, 2017년 연속 27%씩 인상했음</li> <li>- 보험료 인상으로 UY손해율인 이제 경쟁사와 유사(실손)</li> <li>- 의료보험에 대한 보험료 인상 효과 + 포트개선 노력 지속. 우량담보 포트 지속 증대하려고 노력 중</li> </ul>
Q4.	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 2016년 희망퇴직 등 있었는데도, 2017년 사업비율 증가하는 것으로 목표 잡았나?</li> <li>2) 장기 월납 신계약 목표. 신계약 성장이 크게 둔화되고 있으 보이는데, 가이던스 달성하기 위해 어떤 상품을 팔건지? 전략은?</li> </ol>

주: K-IFRS 별도 기준. 자료: 현대해상, NH투자증권 리서치본부

현대해상 (001450.KS/Buy유지/TP:44,000원유지/CP:31,250원)

4Q16 Conference Call('17.2.20) - 3

A1)	- 2017년 다이렉트 광고비 집행, 일반 관리비 효유성 집행 목표사업비를 이하로 관리하도록 노력할 예정
A2)	- 보장성 매출: 채널 효율성 증가시키려고 함. 오프라인 매출 구성비 GA 신장이 높은 매출 경쟁력을 확보하기 위해 노력 - TM, CM 많은 양 정보 확보 되어 있음. 장기보험 마케팅 기능을 확대. 다이렉트 채널을 확대할 계획임 <b>신계약 증대 방안: 운전자 보험 월평균 5억~6억원. 재물보험 12억 → 15억으로 확보하고자 함. 운전자/재물 확대하려고 함</b>
Q5.	1) 자동차 질문, 고객 segment 대응한다고 하더라도, 시간이 지날수록 회사가 copy. 타사 요율 인하 상태가 경쟁의 끝이 아닌가?
A1)	- 타사의 경우도 수익 위주의 경영을 할 수 밖에 없는 구조. 무분별하게 수익을 훼손하는 회사는 없을 것 - 시장 동향, 손익 동향을 고려해서 가격 정책을 손익 위주의 정책을 펼쳐나갈 계획임
Q6.	1) 기업대출에 조심스러운 태도를 은행들은 조심해 보이는데, 왜 우리는 기업대출 늘이는 것에 대해서 낙관적인가? 2017년 대출/해외 중심으로 2016년 구성비를 자산 성장할 것인가? 2) 위험손해를 가이던스 대비 조금씩 높는데, claim inflation에 대한 생각은? 실제로 하반기만 따져 보더라도 2015년 대비 가이던스 대비 높아 보이는데 그 이유는?
A1)	- 은행은 신용, 우리는 담보 물건이 확실한 부동산. SOC는 사업성, 정부 지급금 충분히 확보. 인수금융대출 PEF는 equity buffer가 충분한 건에 대해서 투자함 - credit risk가 크다고 생각하지 않음 - 여전히 금리 너무 낮음. 대출 0.4%p, 대체투자 1.2%p, 해외투자 0.9%p 포트 비중 확대 계획
A2)	- 16년 claim 건수 증가. 상반기 예상보다 많이. 하반기에는 덜 증가함 - 2H2016, 15년 하반기 대비 실손에서 손해를 약 10%p 개선이 있었음, 하반기 들어서 손해율이 안정화된 것으로 판단함 - 2017년 계획시, claim 건수 증가를 감안하였음. 위험P 증가 효과가 충분히 나타나서 손해율은 낮아질 수 있을 것
Q7.	1) RBC비율: 제도 변경 감안 160%선을 유지한다면 만족스러운 수준이냐? 2) 장기보험 채널 전략. GA채널 경쟁 치열해지는데, GA 자회사 설립 계획이 있나?
A1)	- 160% 만족이라는 수준은 아님. 제도 강화, 단기적으로 금리 상승이 오기 때문에 이 정도에서 대응 - 손해를 개선 통해서 수익성 개선 통해서 자본 개선 증가 꾸준히 노력할 것임. 훨씬 더 높은 지급여력비율을 유지하고자 함.

주: K-IFRS 별도 기준. 자료: 현대해상, NH투자증권 리서치본부

현대해상 (001450.KS/Buy유지/TP:44,000원유지/CP:31,250원)

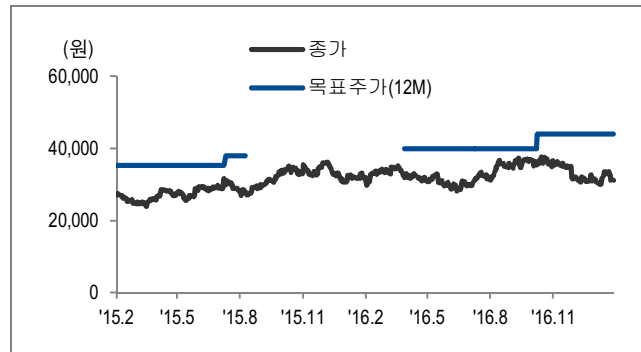
#### 4Q16 Conference Call('17.2.20) - 4

- A2) - 전속 채널 위주로 성장 계획임. 본업경쟁력 강화 - 도입인원 증가, 생산성 향상, 컨설팅 능력 함양 노력. 전속채널 40% 매출 비중을 더 이상 늘리려고 함  
- GA채널은 30%를 점함. 적정 시장점유율 유지가 목표. 채널 효율화 (지점 통폐합). GA 자회사 설립과 관련해서 보수적으로 진출 여부를 결정할 계획
- Q8. 1) 합산비 개선이 크지 않아보이는데, 사업비율 상승 세부적으로 좀 설명 부탁  
2) 자보 CyberMarketing - 온라인 손해율, 사업비율, M/S, 비중 target은?
- A1) - 2017년 다이렉트 광고선전비(+15.5% y-y) 집행 증가, 카드수수료 등, 규모 경제 등 매출 연동 관련비용 11.5%y-y 일반관리비 증가 예상
- A2) - 2016년 CM 실적:(매출) 924억원. 합산비 100% 큰폭 상회. 보험영업적자 기록. 사업초기에 경과보험료가 낮아 사업비율이 높기 때문임  
- 2017년 CM = 110% y-y 1,940억원 계획. 경과보험료 증가로 사업비율 하락을 예상. 손해율 현수준 유지하면 BEP에 근접할 것으로 생각함

주: K-IFRS 별도 기준. 자료: 현대해상, NH투자증권 리서치본부

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
현대해상	001450.KS	2016.11.01	Buy	44,000원(12개월)
		2016.04.21	Buy	40,000원(12개월)
		2015.08.03	Buy	38,000원(12개월)



## 종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자등급 분포는 다음과 같습니다. (2017년 2월 17일 기준)

- 투자등급 분포

Buy	Hold	Sell
75.1%	24.9%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자등급은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자등급 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '현대해상'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.