



기업분석 | 보험

Analyst
박혜진
02 3779 8634
oashes@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	50,000 원
현재주가	38,950 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(2/22)	2,230.5 pt	
시가총액	34,821 억원	
발행주식수	89,400 천주	
52주 최고가 / 최저가	44,550 / 33,100 원	
90일 일평균거래대금	98.82 억원	
외국인 지분율	46.4%	
배당수익률(19.12E)	3.1%	
BPS(19.12E)	50,392 원	
KOSPI 대비 상대수익률	1개월	0.1%
	6개월	6.6%
	12개월	2.8%
주주구성	22.4%	22.4%
	현대해상 자사주	10.1%
	국민연금공단	9.1%

Stock Price

**현대해상** (001450)**위험손해를 상승으로 부진, 2019년은 질적성장을 목표****4분기 순이익 16억원(QoQ -98.4%, YoY -97.6%)기록**

4분기 실적은 우리의 추정 468억원과 컨센서스 365억원을 크게 하회하였다. 예상했었던 것처럼 자동차보험 손해율이 크게 상승하였고, 예상하지 못했던 부분은 장기위험손해율의 상승이었다. 먼저 자동차보험손해율은 당분기 95.6%까지 상승하며 전 분기 대비, 전년동기 대비 각각 9.0%p, 11.3%p 상승하였다. 하지만 사업비율은 인터넷 다이렉트 채널 점유율이 상승하면서 지난해 대비 1.3%p하락한 19.2%를 기록하였다.

장기위험손해율은, 연말 계절적으로 청구액이 증가하여 손해율 상승이 반복되나 당 분기 상승폭이 컸다. 장기위험손해율은 당 분기 94%까지 상승하며 전 분기, 전년동기 대비 각각 10%p이상 상승하였다. 이는 2018년 초 건강보험 보장성강화 대책(이하 문 케어) 발표가 예고되면서 실손보험료 인상이 지연 된 점은 업계 공통적인 현상이나 동사는 문 케어 실시 이후 비급여 청구가 증가하고 일부 재물보험이나 고액 사망보험이 발생한 데 기 인한다. 따라서 경쟁사 대비 상승률이 상대적으로 높았다.

신계약은 여전히 호조세를 보였다. 보장성 인보험은 전년동기 대비 22.8%증가하며 전체 보장성 보험 성장을 견인하였다. 연말 시책경쟁이 격화될 것으로 예상하였는데 사업비율, 수입보험료 증가 효과를 감안해도 사업비 절대금액 자체가 3분기 대비 감소하여 사업비율 역시 감소하는 모습을 보였다.

투자의견 Buy, 목표주가 50,000원 으로 하향

어려운 환경에서 고무적인 인보험 성장세를 기록했다. 배당은 1,130원, 배당성향 25.1%, 2018년 증가기준 배당수익률 2.8%에 해당한다. 2019년 경영환경은 쉽지 않을 것임을 시사했다. 자동차와 장기보험에서 무리한 외형성장보다 마진 중심의 질적 성장을 목표로 하고 있다. (2페이지 계속)

Financial Data

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
경과보험료	11,255	11,533	11,766	11,863	11,973
총영업이익	542	640	514	551	595
순이익	400	473	359	388	417
손해율(%)	85	83	84	85	84
사업비율(%)	19	20	21	21	21
합산비율(%)	103	103	105	104	103
ROE(%)	15.4	15.2	8.7	8.6	8.6
EPS(원)	4,471	5,288	4,016	4,340	4,660
BPS(원)	30,961	34,706	46,013	50,392	54,175
PBR(x)	1.02	1.35	0.89	0.77	0.72

주: IFRS 연결 기준

자료: 현대해상, 이베스트투자증권 리서치센터

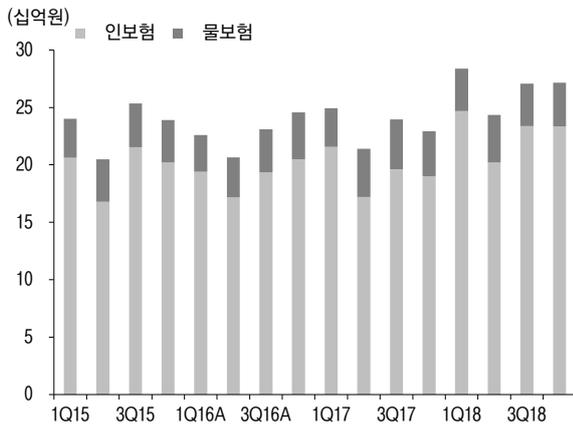
상반기 추가적으로 인상 될 자동차보험료, 올 초 인상한 실손보험료, 그리고 보험 판매 수당 수수료 규제 등으로 올해 증익은 가능할 전망이다. 하지만 그 눈높이를 낮춰 잡아야 할 듯 하다. 따라서 우리는 동사의 '19년, '20년 실적추정치를 하향조정하였다. 이에 따른 BPS 하락으로 목표주가 역시 50,000원으로 -9.1%하향한다. 하지만 투자의견은 Buy를 유지하는데, 연간 이익을 하향 조정해도 순이익 증가율 8%는 가능할 것으로 예상하고, 전술한 보험료 인상효과가 올해 하반기부터 가시화될 것이기 때문이다.

표1 현대해상 연간이익 및 목표주가 변경 내역

	기존		변경			
	2019E	2020E	2019E	2020E	19년 변화율	20년 변화율
경과보험료(십억원, %)	11,860	11,977	11,863	11,973	0.03%	-0.04%
총영업이익(십억원, %)	572	660	551	595	-3.7%	-9.8%
순이익(십억원, %)	409	469	388	417	-5.1%	-11.2%
손해율(% , %p)	82.9	82.5	84.5	84.2	1.6	1.7
사업비율(% , %p)	20.7	20.1	20.7	20.7	-0.01	0.56
합산비율(% , %p)	104	103	104	103	-0.01	0.56
ROE(% , %p)	8.6	8.7	8.6	8.6	-0.03	-0.05
EPS(원, %)	4,366	4,717	4,340	4,660	-0.6%	-1.2%
목표주가(원, %)		55,000		50,000		-9.1%

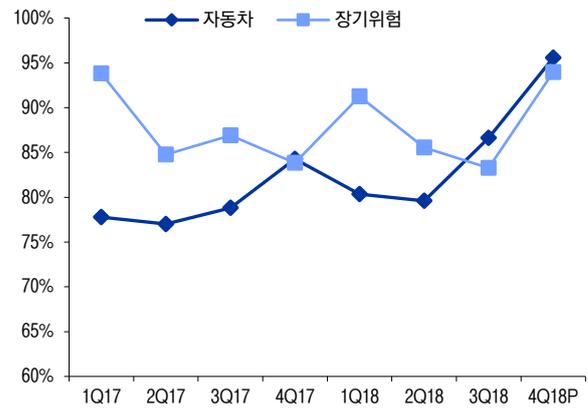
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 현대해상 보장성보험료 추이



자료: 현대해상, 이베스트투자증권 리서치센터 *CAGR은 2015~2018기준

그림2 현대해상 손해율 추이



자료: 현대해상, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 현대해상 분기별 실적 상세

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY
경과보험료	2,830	2,851	2,954	2,898	2,891	2,928	2,981	2,965	-0.5%	2.3%
일반	109	113	111	118	111	115	115	117	1.9%	-0.3%
자동차	720	737	760	774	766	779	797	800	0.3%	3.4%
장기	2,001	2,001	2,082	2,007	2,015	2,034	2,069	2,048	-1.0%	2.1%
경과손해액	2,359	2,324	2,465	2,428	2,411	2,400	2,494	2,617	4.9%	7.8%
일반	66	64	84	84	63	66	75	79	4.9%	-5.8%
자동차	560	568	599	652	616	620	690	764	10.7%	17.2%
장기	1,734	1,692	1,782	1,693	1,733	1,715	1,728	1,774	2.6%	4.8%
순사업비	552	560	592	632	614	588	610	605	-0.8%	-4.3%
보험영업이익	(82)	(33)	(103)	(163)	(134)	(60)	(123)	(257)	108.7%	57.8%
투자영업이익	246	253	269	253	283	273	268	263	-1.6%	4.1%
당기순이익	115.5	166.7	123.9	66.8	106.0	150.5	100.9	1.6	-98.4%	-97.6%
손해율	83.4%	81.5%	83.4%	83.8%	83.4%	82.0%	83.7%	88.3%	4.6%	4.5%
일반	60.3%	56.9%	75.1%	71.2%	56.6%	56.7%	65.3%	67.2%	1.9%	-4.0%
자동차	77.8%	77.0%	78.8%	84.3%	80.4%	79.6%	86.6%	95.6%	9.0%	11.3%
장기	86.6%	84.5%	85.6%	84.4%	86.0%	84.3%	83.5%	86.6%	3.1%	2.2%
장기위험	93.8%	84.8%	86.9%	83.8%	91.3%	85.6%	83.3%	94.0%	10.7%	10.1%
사업비율	19.0%	20.1%	21.9%	21.3%	21.2%	20.1%	20.5%	20.4%	-0.1%	-0.9%
합산비율	102.4%	101.7%	105.3%	105.1%	104.6%	102.0%	104.1%	108.7%	4.5%	3.5%
투자이익률	3.3%	3.3%	3.4%	3.1%	3.5%	3.3%	3.1%	3.0%	-0.2%	-0.1%
장기보험료 월납환산	28	23	30	25	30	25	28	28	-0.1%	13.2%
보장성	25	21	24	23	28	24	27	27	0.4%	18.4%
인보험	22	17	20	19	25	20	23	23	-0.1%	22.8%
물보험	3	4	4	4	4	4	4	4	3.0%	-2.8%
저축성	3	2	6	2	1	1	1	1	-16.3%	-58.9%

자료: 현대해상, 이베스트투자증권 리서치센터

현대해상(001450)

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
원수보험료	12,583	12,826	12,886	13,034	13,239
일반	1,079	1,081	1,093	1,136	1,178
자동차	3,145	3,329	3,376	3,330	3,346
장기	8,304	8,398	8,508	8,569	8,715
경과보험료	11,255	11,533	11,766	11,863	11,973
일반	455	451	458	481	499
자동차	2,739	2,991	3,142	3,174	3,205
장기	8,061	8,091	8,165	8,209	8,269
경과손해액	9,525	9,576	9,922	10,026	10,076
일반	297	297	282	304	316
자동차	2,242	2,379	2,691	2,745	2,740
장기	6,986	6,900	6,949	6,978	7,020
순사업비	2,148	2,337	2,416	2,420	2,448
보험영업이익	-418	-380	-573	-583	-551
투자영업이익	960	1,020	1,087	1,134	1,146
영업이익	542	640	514	551	595
영업외이익	0	-11	-16	-16	-16
법인세이전이익	542	629	498	535	579
법인세비용	142	157	138	147	162
당기순이익	400	473	359	388	417

수익성(%)

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
손해율	84.6	83.0	84.3	84.5	84.2
장기보험	86.7	85.3	85.1	85.0	84.9
자동차보험	81.8	79.5	85.2	86.5	85.5
일반보험	65.3	65.9	61.6	61.7	61.8
사업비율	18.7	20.3	20.7	20.7	20.7
합산비율	103.3	103.4	105.0	103.6	103.2
투자영업이익률	3.8	3.3	3.3	3.1	2.9

성장률(%)

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
원수보험료	3.8	1.9	0.5	1.2	1.6
순이익	96.6	18.3	-24.1	8.1	7.4
운용자산	16.7	9.5	10.4	7.3	7.1
총자산	16.0	9.5	9.0	6.9	5.8
총자본	-0.7	12.5	32.6	9.5	7.5

자료: 현대해상, 이베스트투자증권 리서치센터

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
운용자산	29,643	32,448	35,811	38,439	41,157
현금 및 예금	1,157	1,436	1,058	1,653	1,769
유가증권	18,780	21,872	23,590	25,178	26,958
주식	798	888	952	1,022	1,094
채권	12,886	14,325	15,363	16,490	17,656
대출채권	8,691	8,687	10,143	10,000	10,707
부동산	1,015	1,398	1,021	1,609	1,723
비운용자산	3,796	3,845	4,017	4,097	4,097
특별계정자산	3,213	3,484	4,197	4,197	4,197
자산총계	36,652	40,122	43,719	46,733	49,451
책임준비금	28,653	31,051	33,099	35,449	37,428
보험료적립금	23,934	27,323	28,125	31,193	32,976
기타부채	1,835	2,685	2,299	2,487	2,888
부채총계	33,894	37,019	39,606	42,228	44,608
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	2,398	2,763	3,122	3,510	3,927
기타자본조정항목	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄손익누계	238	218	870	873	795
자본총계	2,758	3,103	4,114	4,505	4,843

주요 투자지표

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
EPS(원)	4,471	5,288	4,016	4,340	4,660
BPS(원)	29,042	34,706	46,013	50,392	54,175
DPS(원)	1,350	1,500	1,130	1,200	1,300
배당수익률(%)	4.3	3.2	2.8	3.1	3.3
배당성향(%)	26.9	28.4	25.1	24.7	24.9
ROA(%)	1.2	1.2	0.9	0.9	0.9
ROE(%)	15.4	15.2	8.7	8.6	8.6

원수보험료 구성비중(%)

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
일반	8.6	8.4	8.5	8.7	8.9
자동차	25.0	26.0	26.2	25.5	25.3
장기	66.0	65.5	66.0	65.7	65.8

현대해상 목표주가 추이		투자의견 변동내역							
		일시 투자 의견 목표 가격	괴리율(%) 최고 대비 최저 대비 평균 대비			일시 투자 의견 목표 가격	괴리율(%) 최고 대비 최저 대비 평균 대비		
			2018.03.05 변경 박해진 2018.03.05 Buy 55,000 2019.02.25 Buy 50,000	-19.0	-30.5				

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 박해진)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	96.4% 3.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2018. 1. 1 ~ 2018. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)