

## 현대해상(001450)

Above

In line

Below

## 종립(하향)

단기적인 주주가치보다는, 장기적 이해관계자가치 증대가 초점

## Stock Data

KOSPI(2/17)	1,946
주가(2/17)	29,700
시가총액(십억원)	2,655
발행주식수(백만)	89
52주 최고/최저가(원)	33,200/27,950
일평균거래대금(6개월, 백만원)	7,643
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.9/31.6
주요주주(%)	정몽운 외 3인 22.0
국민연금공단	9.7

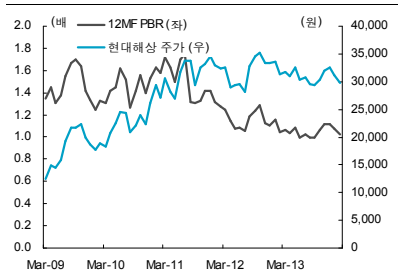
## Valuation 지표

	2012A	2013P	2014F
PER(x)	8.5	11.4	9.8
PBR(x)	1.3	1.5	1.2
ROE(%)	18.9	12.0	13.6
DY(%)	3.3	2.3	2.5
EPS(원)	3,729	2,142	3,034
BPS(원)	23,736	22,379	24,917

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.7)	(1.5)	(9.5)
상대주가(%p)	(5.8)	(2.9)	(7.7)

## 12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## What's new: FY2014 순이익에 대해 회사는 2,500억원, 당사는 2,700억원 전망

전일 동사는 FY13 실적의 자세한 내용과 차기 경영 목표를 제시하는 발표회를 열었다. 2월 5일의 탐방보고서에서 전달했던 동사의 조심스러운 태도를 구체적으로 확인하는 시간이었다. 비록 업황과 회사의 이익 모멘텀에 대해 긍정적 내용을 발견하기 어려웠지만, 최근 부진한 주가에 추가로 부정적일 사안은 없는 것 같다. 동사는 FY14(2014년 1~12월)의 순이익 전망을 2,500억원으로 제시했다. 2013년 같은 기간 동안 순이익에 비해서는 3.8% 증가한다는 것이지만, CY13의 순이익이 기대에 미치지 못한 상태여서 우리가 기존에 내다보던 3,140억원과의 괴리도 큰 편이다. 우리의 이익 전망도 기존 대비 14% 낮추어 2,709억원으로 제시한다. 동사 전망에 비해서는 200억원 가량 많은데 우리 전망과의 주요 차이는 아래와 같다.

## Positives: 자동차보험손해율, 투자이익률 가정은 상대적으로는 가장 보수적

(1)자동차보험 손해율에 대해 상대적으로는 매우 보수적인 86.6%를 제시했다. CY13 대비 0.1%p 높은 것이다. 손해율 상승이 지속될 경우의 보험료 인상을 가정하지 않았고, 인상되더라도 효과는 FY15 경에나 본격화될 것으로 관측하는 것 같다. (2)투자이익률 가정 역시 보수적이다. 투자수익률 3.54%, 올해 말 운용자산은 21.0조원을 전망해 투자이익규모는 6,900억원을 전망했다. (3) 우리는 자보손해율 가정 85.9%, 투자이익규모 7,090억원(투자이익률 3.65%, 운용자산 21.0조원)을 적용했다. 자보손해율은 삼성화재 추정 가정에 대해 1.5%p(GAAP 환산시 3.0%p 격차)의 스프레드를 적용했기 때문이다. 더 높은 투자이익률 가정은 안정적 수익 창출 자산의 비중이 손보사 중 가장 높기 때문이다(현대 85%, 삼성 81%, LIG 82%, 메리츠 75%, 동부 69%). 이자부자산 공헌 수익률이 3.5%p인 상태에서 금리가 더 하락하지 않는다면 동 수준은 유지될 것이다.

## Negatives: 산업의 성장성 하락, 경영방침에 따른 사업비율 경직성은 어쩔 수 없음

(1)보험료의 성장관련 지표들이 모두 낮아졌다. 연간 원수보험료 증가율은 3.0%(CY13 대비)를 제시했고, 보장성보험 월평균 신계약은 8.1억원으로 FY13대비 1% 증가를 가정했다. 이에 전체적인 장기보험 보험료 증가율은 CY13대비 4.3% 증가에 그친다. (2)사업비율은 애초 우리가 내다보았던 것보다는 높게 제시했다. 회사는 18.7%를 전망해 우리 전망(18.4%)보다 높다. 비용 구조가 타사에 비해 경직적인 요소(호봉제 인건비 구조 유지, 강한 노조)를 감안 하더라도 차이는 큰 편이다. (3)장기보험 위험손해율에 대해서는 올해 연말 정도부터 갱신을 통해 인상되는 비율이 높아 손해율은 안정화될 것으로 내다보았지만, 우리는 의료수가 인상으로 인해 업계 전반의 체계적 상승 위험도 만만치 않다고 전망한다. 이 때문에 다소 높은 가정을 적용했다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q13P				증감률		2014F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
경과보험료	2,460	2,447	(0.6)	2,461	1.0	5.3	9,906	10,177
보험영업이익	(93)	(93)	N/M	(87)	N/M	N/M	(314)	(224)
합산비율	104	103.8	0.0	N/A	1.2	1.1	103.2	N/A
투자영업이익	173	164	(5.1)	177	2.9	(2.6)	709	737
당기순이익	55	43	(20.7)	57	(33.5)	(41.1)	271	332

**결론: 낮춰잡은 실적 전망에 맞추어 목표가격과 투자의견을 하향**

이익 전망을 14% 하향함에 따라 목표가격도 10% 하향한 33,000원으로 제시한다. 2014년 말 BPS 24,917원에 1.3배를 적용한 것이다. ROE 전망이 기존 16% 수준에서 14%로 낮아짐에 따라 목표배수가 1.3배(기존 1.6배)로 낮아지는 탓이 크다. 상승여력이 11%로 줄어들에 따라 당사 규정에 따라 투자의견을 '중립'으로 하향한다. '중립' 하향은 어쩔 수 없는 기계적인 조치다. 분석자는 동사 경영진이 '주주가치'를 앞세우며 당기의 순이익 증가에 몰두하지 않는 자세, ALM을 중심으로 보험사 본연의 모습에 충실하고자 하는 자세, 주주가치 외에도 계약자/종업원을 포함한 이해관계자 가치증대에 힘쓰며 시장과의 의사소통을 게을리하지 않는데 대해 높게 평가한다.

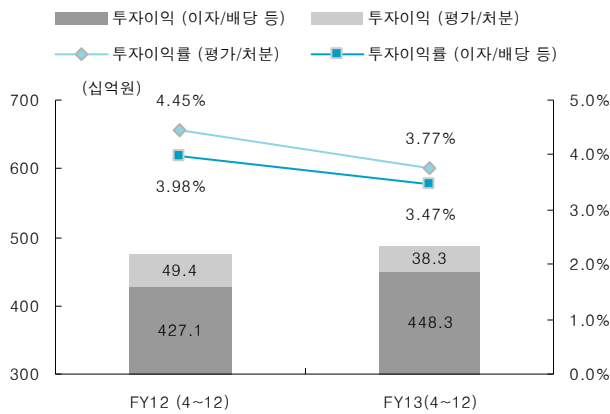
**<표 1> 3QFY13 주요 실적 및 수익 전망 변경 내역**

(단위: 십억원)

	FY12		FY13 (변경 후)				FY13(변경 전)		3Q Review		FY14F	
	3Q	연간(A)	1Q(A)	2Q(A)	3Q(P)	연간(P)	3Q(F)	연간(F)	YoY (%,%p)	전망대비	변경 후	변경 전
원수보험료	2,583	10,158	2,649	2,643	2,736	8,028	2,725	8,017	5.9	0.4	10,838	10,822
경과보험료	2,323	9,213	2,382	2,423	2,447	7,251	2,460	7,265	5.3	(0.6)	9,906	9,892
보험영업이익	(62)	(213)	(46)	(63)	(93)	(202)	(93)	(202)	N/M	N/M	(314)	(276)
투자영업이익	169	685	163	160	164	487	173	496	(2.6)	(5.1)	709	719
총영업이익	106	472	117	97	71	285	80	294	(32.8)	(11.0)	395	443
당기순이익	74	333	83	65	43	192	55	203	(41.1)	(20.7)	271	314
운용자산	15,613	16,291	16,796	17,566	18,619	18,619	18,244	18,244	19.2	2.1	20,960	20,030
(투자이익률)	4.43	4.72	3.96	3.73	3.88	3.77	3.88	3.88	(12.3)	0.0	3.65	3.83
자기자본	2,019	2,102	1,884	1,969	1,981	1,981	1,972	1,972	(1.9)	0.4	2,207	2,238
adj. BPS (원)	22,811	23,736	21,301	22,248	22,379	22,379	22,287	22,287	(1.9)	0.4	24,917	25,259
손해율(K-IFRS)	84.1	83.1	83.7	84.2	85.2	84.4	85.5	84.5	1.3	(0.4)	84.5	84.4
일반	68.3	69.8	65.7	70.0	60.0	65.2	69.0	68.2	(12.0)	(13.0)	68.0	68.0
자동차	90.5	83.4	83.6	86.9	90.3	86.9	90.8	87.1	(0.2)	(0.6)	85.9	84.0
장기(연금 포함)	83.2	83.7	84.7	84.1	85.4	84.8	85.1	84.7	2.6	0.4	85.1	85.4
사업비율(K-IFRS)	18.6	19.2	18.2	18.4	18.6	18.4	18.3	18.3	0.2	1.8	18.7	18.4
합산비율(K-IFRS)	102.7	102.3	101.9	102.6	103.8	102.8	103.8	102.8	1.1	0.0	103.2	102.8
경과보험료	2,323	9,213	2,382	2,423	2,447	7,251	2,460	7,265	5.3	(0.6)	9,906	9,892
일반	91	362	97	99	102	298	104	301	11.8	(2.2)	418	417
자동차	477	1,899	468	476	480	1,424	479	1,422	0.7	0.3	1,907	1,895
장기(연금 제외)	1,580	6,260	1,635	1,680	1,687	5,002	1,690	4,989	6.8	(0.2)	6,856	6,821
연금	175	692	182	167	178	527	187	552	1.8	(5.0)	725	758

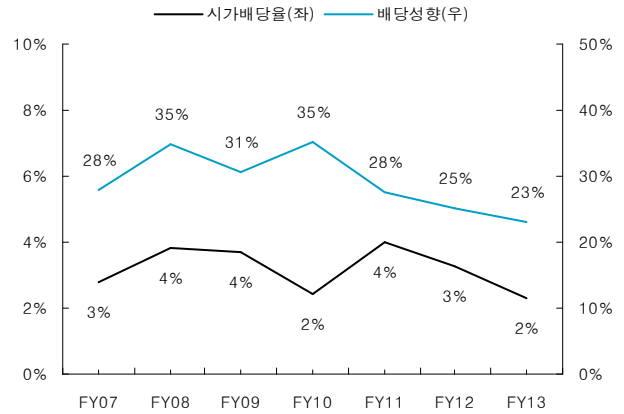
자료: 현대해상, 한국투자증권

[그림 1] 현대해상의 투자 영업이익 및 이익률



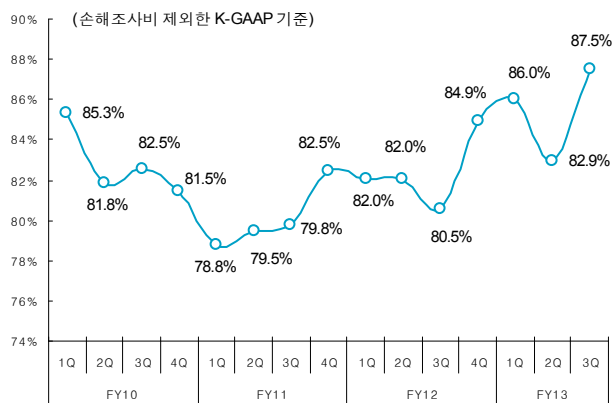
자료: 현대해상

[그림 2] 현대해상 시가배당을 및 배당성향 추이



자료: 현대해상

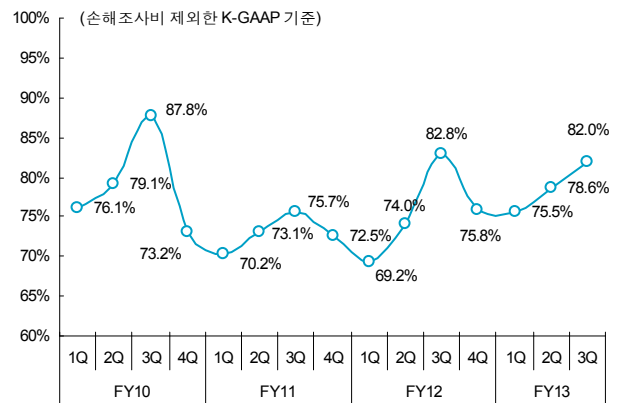
[그림 3] 현대해상 장기보험 위험손해를 추이



주: 원수손해율로써 IBNR(미보고발생손해액) 포함 기준

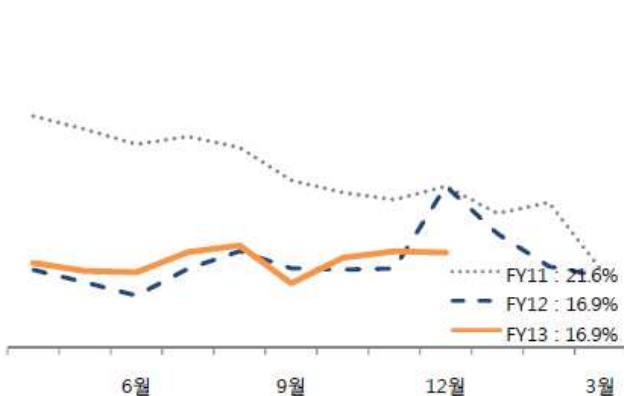
자료: 현대해상

[그림 4] 현대해상 자본손해를 추이



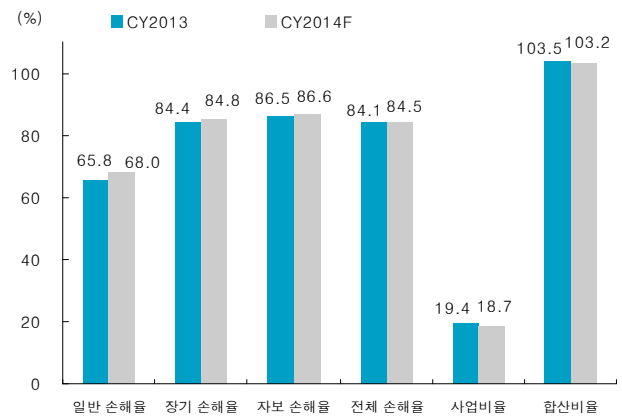
자료: 현대해상

[그림 5] 현대해상 자차 사고발생을 추이



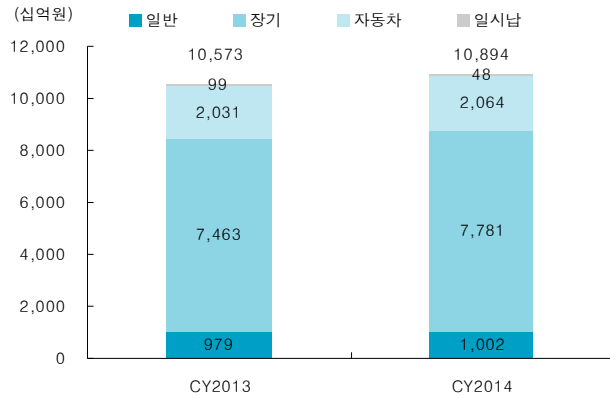
자료: 현대해상

[그림 6] 현대해상 2014 목표 손해를 및 사업비율

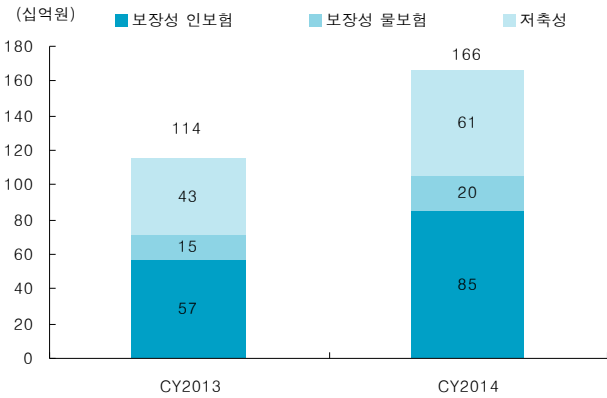


자료: 현대해상

[그림 7] 현대해상 2014 원수보험료 매출 계획



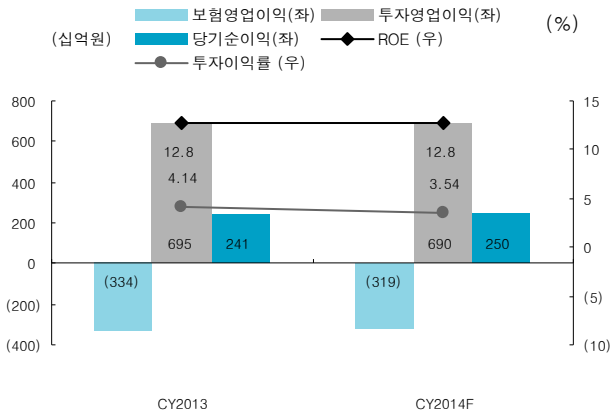
[그림 8] 현대해상 2014 장기보험 신계약 매출계획



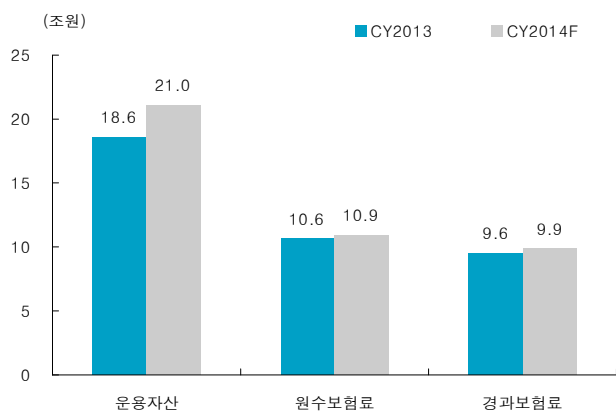
자료: 현대해상

자료: 현대해상

[그림 9] 현대해상 2014 손익 계획



[그림 10] 현대해상 2014 계획 주요 항목



자료: 현대해상

자료: 현대해상

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
운용자산	13,422	16,291	18,619	20,960	22,429
현예금	596	728	1,036	1,166	1,248
유가증권	8,704	10,763	12,016	13,527	14,475
상품유가증권	427	510	700	788	843
주식	0	20	20	23	25
채권	271	59	307	346	370
기타	156	431	372	419	449
투자유가증권	8,277	10,253	11,316	12,740	13,632
주식	596	655	905	1,019	1,091
채권	6,908	8,651	8,527	9,599	10,272
기타	773	947	1,884	2,121	2,270
대출금	3,232	3,838	4,595	5,173	5,535
부동산	890	961	971	1,093	1,170
비운용자산	3,271	3,499	3,479	4,258	4,557
특별계정자산	878	1,079	1,237	1,051	1,124
총 자산	17,571	20,868	23,335	26,269	28,110
보험계약준비금	14,418	17,173	19,518	20,157	21,165
지급준비금	1,457	1,557	1,603	1,766	1,796
기타부채	962	1,034	851	2,854	3,355
보험미지급금	369	391	374	1,152	1,350
기타	593	643	476	1,702	2,005
(특별계정부채)	899	1,060	1,526	1,051	1,124
부채총계	15,827	18,766	21,354	24,062	25,644
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	1,379	1,580	1,726	1,953	2,211
(비상위험준비금)	452	501	541	587	634
자본조정	19	33	42	43	43
자기주식 취득가액	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)
자본총계	1,744	2,102	1,981	2,207	2,466
부채 및 자본총계	17,571	20,868	23,335	26,269	28,110

## 주요 재무지표

(단위: %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
<b>경과보험료 비중</b>					
자동차	22.5	20.6	19.6	19.2	18.8
장기	67.0	67.9	69.0	69.2	69.6
일반	3.6	3.9	4.1	4.2	4.2
연금	6.8	7.6	7.3	7.3	7.4
<b>손해율</b>					
자동차	80.8	75.5	78.7	77.5	77.5
장기	81.3	80.6	81.6	81.8	82.1
일반	69.3	65.5	61.3	64.0	64.0
연금	102.8	102.8	105.7	105.9	107.9
<b>안정성</b>					
지급역력비율	209.4	207.2	182.6	182.6	186.8
레버리지(배)	10.1	9.9	11.8	11.9	11.4
주식비중(운용자산기준)	4.4	4.1	5.0	5.0	5.0
채권/대출 비중	77.6	77.0	72.1	72.1	72.1
보험계약준비금/경과보험료	1.7	1.9	2.0	2.0	2.0
<b>효율성</b>					
운용자산 비중	76.4	78.1	79.8	79.8	79.8
합산비율	99.6	102.3	102.8	103.2	103.1
종합비율	95.1	97.6	99.0	99.5	99.5

## 손익계산서

(단위: 십억원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
경과보험료	8,358	9,213	7,251	9,906	10,402
(원수보험료)	9,317	10,158	8,028	10,838	11,380
일반	911	986	777	1,089	1,112
자동차	2,041	1,988	1,544	2,058	2,129
장기	5,792	6,485	5,178	6,967	7,357
연금	573	698	530	724	783
발생손해액	2,706	2,942	2,323	1,922	1,975
장기환급금	1,547	2,125	1,620	2,927	3,112
순사업비	1,454	1,767	1,334	1,850	1,898
장기적립금증가	2,622	2,595	2,174	3,522	3,744
계약자준비금증	(1)	(3)	1	(1)	(1)
보험영업손익	30	(213)	(202)	(314)	(327)
투자영업이익	530	685	487	709	772
영업외손익	(24)	(30)	(27)	(37)	(24)
법인세비용	137	109	67	87	102
당기순이익	399	333	192	271	319
adj. ROE	27.0	18.9	12.0	13.6	14.3
평균 레버리지(배)	8.6	9.5	10.7	11.5	11.7
adj. ROA	3.1	1.9	1.2	1.2	1.2
수정보험영업이익률	0.2	(1.2)	(1.3)	(1.3)	(1.2)
(경과손해율)	82.2	83.1	84.4	84.5	84.9
(경과사업비율)	17.4	19.2	18.4	18.7	18.3
(경과보험료/총자산)	54.7	47.9	32.8	39.9	38.3
투자영업이익률	4.1	3.9	3.1	3.0	2.9
(순투자이익률)	4.5	4.6	3.7	3.6	3.6
(운용자산/총자산)	77.6	77.3	79.0	79.8	79.8
기타이익률	(1.2)	(0.8)	(0.6)	(0.5)	(0.5)

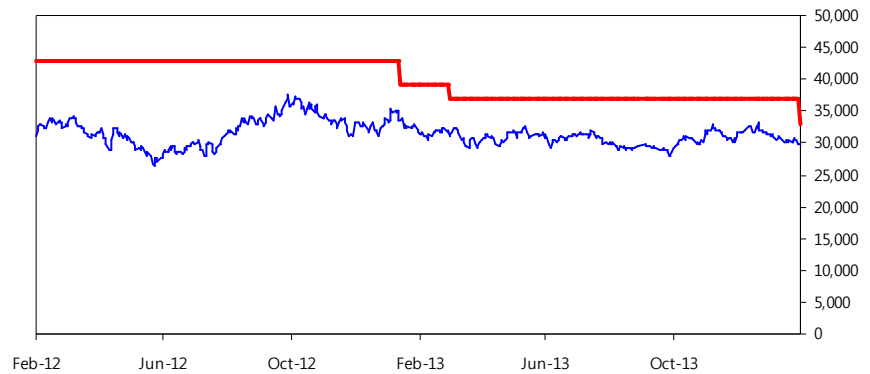
## Valuation 지표

(단위: 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
BVPS	21,688	26,139	24,630	27,451	30,663
adj. BVPS	19,732	23,736	22,379	24,917	27,806
EPS	4,961	4,146	2,382	3,373	3,962
adj. EPS	4,462	3,729	2,142	3,034	3,564
DPS	1,350	1,050	550	750	900
Payout Ratio	27.2	25.3	23.1	22.2	22.7
PBVR(기말/평균)	1.5/1.4	1.2/1.2	1.3	1.1	1.0
PBVR(최고/최저)	1.7/1.1	1.4/1.0			
adj. PBVR(기말/평균)	1.7/1.6	1.3/1.3	1.5	1.2	1.1
adj. PBVR(최고/최저)	1.8/1.2	1.6/1.1			
PER	6.6	7.7	10.2	8.8	7.5
adj. PER	7.3	8.5	11.4	9.8	8.3
Dividend Yield	4.1	3.3	2.3	2.5	3.0
총자산 증가율	35.1	18.8	15.5	12.6	7.0
운용자산 성장률	30.1	21.4	19.2	12.6	7.0
자기자본 증가율	21.1	20.5	(1.9)	11.5	11.7
경과보험료 증가율	26.0	10.2	5.7	2.0	5.0
보험계약준비금 증가율	35.8	19.1	17.2	3.3	5.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
현대해상(001450)	2012.03.25	매수	43,000 원
	2013.02.01	매수	39,000 원
	2013.03.20	매수	37,000 원
	2014.02.18	중립	-



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 2월 18일 현재 현대해상 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.