

Analyst 김도하 · 02)6923-7342 · doha.kim@capefn.com

현대해상 (001450KS | Buy 유지 | TP 28,000원 유지)**보험손익 개선 사이클 지속**

현대해상은 4Q20 당기순손실 86억원(적전 YoY)을 기록해 컨센서스 +152억원에 미달했습니다. 손상차손에 더해 경상 yield의 부진이 원인입니다. 경쟁 강도 약화로 사업비 부담이 축소된 가운데 성장을 지속한 데 따라, 2021년은 보험료 성장과 사업비율 하락이 동반될 전망입니다. 보험손익의 개선 국면에도 불구하고 12mf PER 4.5X에 불과한 현 주가는 저평가로 판단합니다.

4Q20 당기순손실 86억원(적자전환 YoY)으로 컨센서스 미달

- 현대해상은 4Q20 당기순손실 86억원 (적자전환 YoY, QoQ)을 기록하며 당사 추정치 38억원과 시장 전망치 152억원을 모두 하회. 당사 추정 대비로는 보험료, 손해액, 사업비 등 모든 보험부문이 기대보다 양호했으나 투자손익이 크게 부진했음
- 4Q20 투자수익률은 2.4%(-1.6%p YoY)로 부진. 일회성 손상차손을 제외해도 2.6%로 경상 yield의 하락을 보임. 연 중 발생했던 부동산 매각익의 기저를 감안해 2021년 투자수익률은 3.0% (-41bp YoY)로 추정
- 4Q20 보장성 인보험 신계약은 328억원으로 2% QoQ, 13% YoY 증가. 연간으로는 월 평균 103억원으로 15% YoY 증가했는데, 2021년은 이보다 소폭 감소할 것으로 보임
- 2020년 장기 위험손해율은 97.2%로 1%p YoY 하락. COVID로 인한 청구감소 등이 영향을 미친 것으로 보이는데, 2021년 들어 요율 인상 및 불량계약 관리 등으로 위험손해율 개선이 나타나고 있는 것으로 파악돼 기저효과에도 불구하고 연간 장기 위험손해율은 2020년 수준을 유지할 수 있을 것으로 전망

보험손익 개선 사이클 지속

- 업종의 판매 경쟁 강도가 약화되면서 사업비 부담이 축소된 가운데 신계약 성장을 지속한 데 따라, 2021년 보험료 성장과 사업비율 하락이 동반될 전망. 이에 따라 보험손익은 2년 연속 개선될 것으로 추정
- 개선 국면에도 불구하고, 동사의 12m forward PER은 5.4X에 불과해 저평가 상태로 판단. 투자의견 매수와 목표주가 28,000원을 유지함



경영실적 전망						
결산기(12월)	단위	2018A	2019A	2020P	2021E	2022E
경과보험료	(십억원)	11,766	12,061	12,837	13,486	13,917
영업이익	(십억원)	514	383	479	463	462
순이익	(십억원)	359	250	306	322	322
합산비율	(%)	104.9	108.7	106.7	105.7	106.1
투자수익률	(%)	3.2	3.9	3.4	3.0	3.1
EPS	(원)	4,502	3,141	3,855	4,111	4,100
BPS	(원)	51,590	56,155	59,815	63,375	66,124
PER	(배)	9.1	8.6	5.9	5.2	5.3
PBR	(배)	0.8	0.5	0.4	0.3	0.3
ROE	(%)	9.9	5.8	6.6	6.6	6.3
배당성향	(%)	25.1	28.0	25.9	25.5	25.6
배당수익률	(%)	2.8	3.3	4.4	4.9	4.9

현대해상 | 보험손익 개선 사이클 지속

현대해상의 4Q20 주요 실적 요약

(십억원)	4Q20P	4Q19	YoY (%)	3Q20	QoQ (%)	4Q20E	diff. (%)	컨센서스	diff. (%)
보험영업이익	(234.0)	(368.6)	적지	(248.6)	적지	(307.8)	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	240.7	385.2	(37.5)	448.3	(46.3)	319.3	(24.6)	n/a	n/a
영업이익	6.7	16.7	(59.7)	199.7	(96.6)	11.5	(41.7)	30.1	(77.7)
당기순이익	(8.6)	14.2	적전	131.0	적전	3.8	적전	15.2	적전

자료: 현대해상, Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

현대해상의 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

(십억원)	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2019	2020P	YoY (%, %p)
원수보험료	3,480.1	3,470.9	3,644.0	3,593.2	3,702.3	3.0	6.4	13,417.4	14,410.4	7.4
일반	324.2	296.3	363.7	286.6	326.5	13.9	0.7	1,155.6	1,273.0	10.2
자동차	946.3	948.5	1,033.9	1,033.4	1,072.3	3.8	13.3	3,565.3	4,088.1	14.7
장기	2,209.6	2,226.1	2,246.5	2,273.2	2,303.5	1.3	4.3	8,696.5	9,049.3	4.1
경과보험료	3,073.4	3,113.3	3,175.1	3,248.1	3,300.4	1.6	7.4	12,060.6	12,836.9	6.4
일반	136.1	132.6	136.6	142.7	140.7	(1.4)	3.4	498.9	552.6	10.8
자동차	834.9	846.4	878.6	921.9	946.4	2.7	13.3	3,240.3	3,593.2	10.9
장기	2,102.4	2,134.3	2,159.9	2,183.5	2,213.3	1.4	5.3	8,321.4	8,691.0	4.4
순사업비	671.2	643.8	665.2	700.5	691.7	(1.3)	3.1	2,573.9	2,701.2	4.9
보험영업이익	(368.6)	(217.6)	(155.8)	(248.6)	(234.0)	적지	적지	(1,046.8)	(856.0)	적지
투자영업이익	385.2	350.2	295.7	448.3	240.7	(46.3)	(37.5)	1,430.1	1,335.0	(6.6)
영업이익	16.7	132.6	139.9	199.7	6.7	(96.6)	(59.7)	383.2	479.0	25.0
당기순이익	14.2	89.7	94.1	131.0	(8.6)	적전	적전	250.4	306.1	22.2
% YoY	786.3	16.0	8.7	81.1	n/a			(30.2)	22.2	
경과손해율 (%)	90.2	86.3	84.0	86.1	86.1	0.0	(4.0)	87.3	85.6	(1.7)
일반	69.7	71.0	68.2	73.3	71.4	(1.9)	1.7	66.3	71.0	4.7
자동차	99.1	85.3	82.9	85.9	87.3	1.3	(11.9)	91.6	85.4	(6.2)
장기	87.9	87.6	85.4	87.0	86.6	(0.4)	(1.3)	86.9	86.7	(0.3)
장기 위험손해율	100.8	100.2	92.0	98.1	98.5	0.4	(2.3)	98.2	97.2	(1.0)
순사업비율 (%)	21.8	20.7	21.0	21.6	21.0	(0.6)	(0.9)	21.3	21.0	(0.3)
합산비율 (%)	112.0	107.0	104.9	107.7	107.1	(0.6)	(4.9)	108.7	106.7	(2.0)
순투자수익률 (%)	4.0	3.6	3.0	4.4	2.4	(2.1)	(1.6)	3.8	3.4	(0.5)
장기월납환산	32.9	34.9	31.5	35.0	36.0	2.8	9.5	125.1	137.5	9.8
저축성	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3	(9.9)	(39.1)	2.3	1.4	(40.1)
보장성	32.5	34.4	31.1	34.7	35.8	2.9	10.2	122.8	136.0	10.8
인보험	29.0	30.3	28.8	32.2	32.8	2.0	13.2	108.3	124.0	14.5

자료: 현대해상, 케이프투자증권 리서치본부

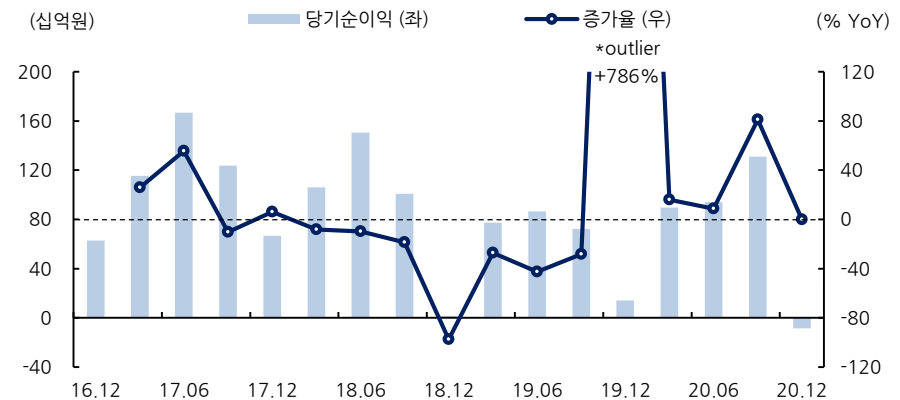
현대해상 | 보험손익 개선 사이클 지속

현대해상의 운용자산 구성 현황

(십억원)	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	38,501	39,467	40,164	40,747	40,697	100.0	(0.1)	5.7
현금및예치금	977	1,449	1,239	865	996	2.4	15.1	1.9
유가증권	25,572	25,988	26,777	27,789	27,258	67.0	(1.9)	6.6
주식	445	443	458	470	489	1.2	4.0	10.0
채권	13,082	13,021	13,481	14,021	13,756	33.8	(1.9)	5.2
수익증권	4,011	4,144	4,301	4,674	4,545	11.2	(2.8)	13.3
외화유가증권	7,297	7,663	7,798	7,929	7,642	18.8	(3.6)	4.7
기타유가증권	143	124	129	82	82	0.2	0.7	(42.2)
관계사 지분	595	593	608	613	744	1.8	21.3	25.0
대출채권	10,881	10,963	11,085	11,191	11,547	28.4	3.2	6.1
부동산	1,071	1,068	1,063	901	896	2.2	(0.6)	(16.4)

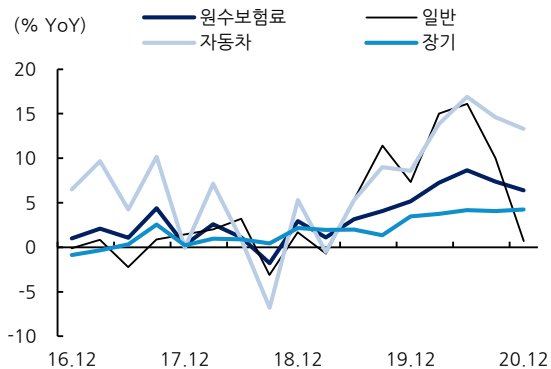
자료: 현대해상, 케이프투자증권 리서치본부

현대해상의 분기별 지배주주 순이익



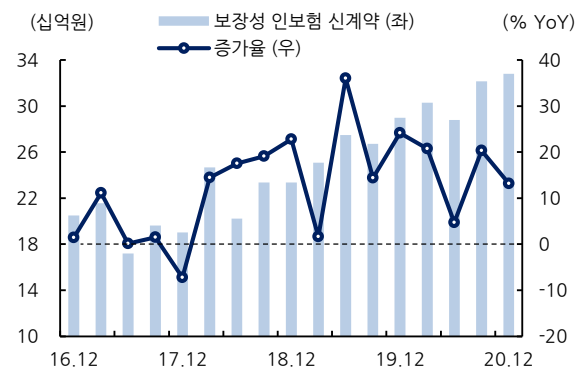
자료: 현대해상, 케이프투자증권 리서치본부

현대해상의 원수보험료 증가율



자료: 현대해상, 케이프투자증권 리서치본부

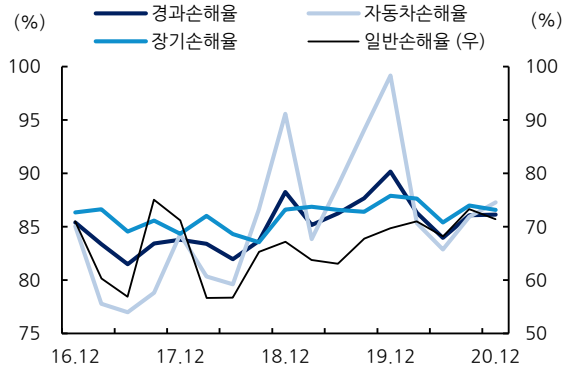
현대해상의 보장성 인보험 신계약 금액 및 증가율



자료: 현대해상, 케이프투자증권 리서치본부

현대해상 | 보험손익 개선 사이클 지속

현대해상의 보증별 경과손해율



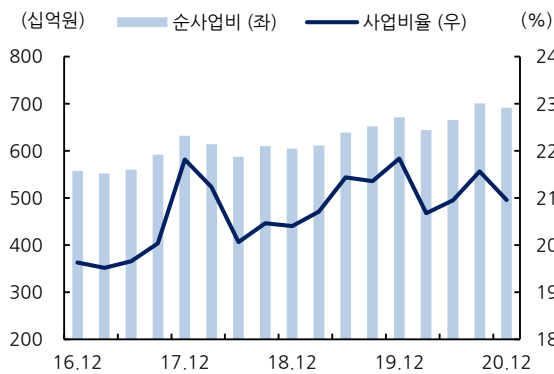
자료: 현대해상, 케이프투자증권 리서치본부

현대해상의 장기 위험손해율



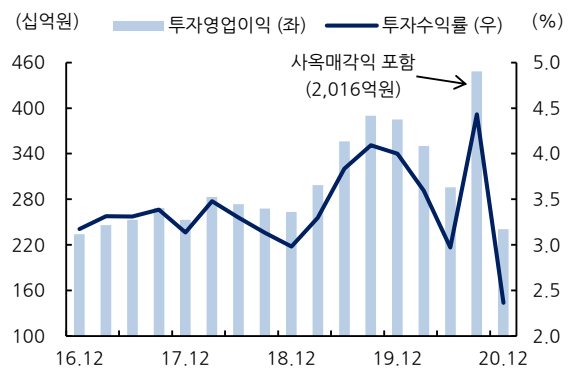
자료: 현대해상, 케이프투자증권 리서치본부

현대해상의 순사업비 규모 및 사업비율



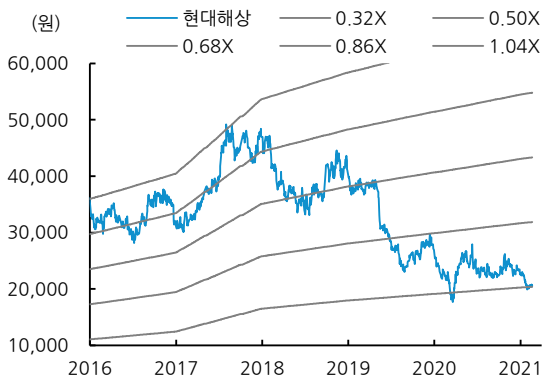
자료: 현대해상, 케이프투자증권 리서치본부

현대해상의 투자영업이익 및 투자수익률



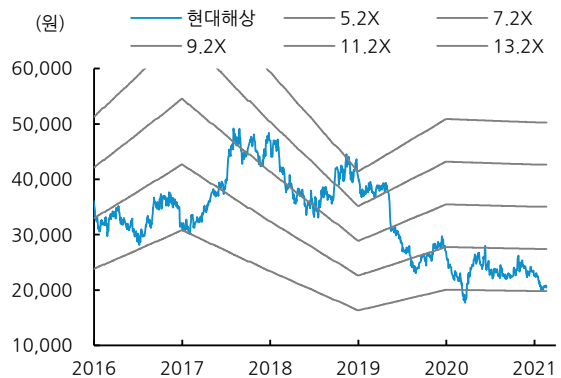
자료: 현대해상, 케이프투자증권 리서치본부

현대해상 12m forward PBR Band



자료: 케이프투자증권 리서치본부

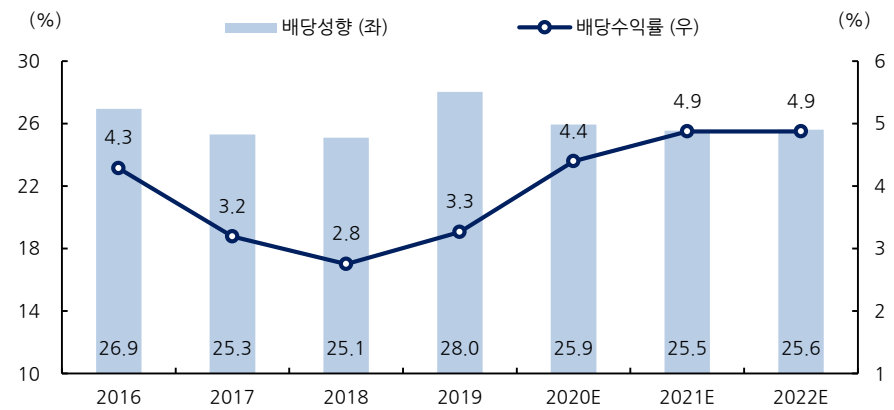
현대해상 12m forward PER Band



자료: 케이프투자증권 리서치본부

현대해상 | 보험손익 개선 사이클 지속

현대해상의 배당지표 추이 및 전망



자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

현대해상 | 보험손익 개선 사이클 지속

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2019A	2020P	2021E	2022E	(십억원)	2019A	2020P	2021E	2022E
운용자산	38,501	40,697	42,453	44,087	원수보험료	13,417	14,410	15,112	15,584
현금 및 예치금	977	996	845	788	일반	1,156	1,273	1,326	1,352
유가증권	25,572	27,258	28,672	29,908	자동차	3,565	4,088	4,410	4,597
주식	1,039	1,233	1,275	1,318	장기	8,696	9,049	9,377	9,635
채권	13,082	13,756	14,488	15,045	보유보험료	12,271	13,160	13,827	14,286
수익증권	4,011	4,545	4,772	5,011	경과보험료	12,061	12,837	13,486	13,917
외화유가증권	7,297	7,642	8,048	8,438	일반	499	553	576	588
기타유가증권	143	82	89	96	자동차	3,240	3,593	3,922	4,112
대출채권	10,881	11,547	12,045	12,509	장기	8,321	8,691	8,988	9,217
부동산	1,071	896	892	882	경과손해액	10,534	10,992	11,531	11,932
비운용자산	3,849	4,061	4,173	4,266	일반	331	392	398	406
특별계정자산	3,476	4,063	4,184	4,310	자동차	2,968	3,068	3,311	3,496
자산총계	45,826	48,820	50,811	52,663	장기	7,235	7,531	7,822	8,031
책임준비금	35,343	37,310	38,861	40,469	순사업비	2,574	2,701	2,729	2,830
지급준비금	2,756	2,999	3,179	3,370	보험영업이익	-1,047	-856	-774	-846
보험료적립금	29,875	31,252	32,601	33,921	투자영업이익	1,430	1,335	1,237	1,308
미경과보험료적립금	2,623	2,953	2,951	3,017	영업이익	383	479	463	462
기타부채	2,563	2,573	2,877	2,989	영업외이익	-35	-34	-32	-32
특별계정부채	3,442	4,187	4,103	4,021	세전이익	348	445	431	430
부채총계	41,348	44,070	45,842	47,478	법인세비용	98	139	109	108
자본금	45	45	45	45	당기순이익	250	306	322	322
자본잉여금	612	611	611	611					
이익잉여금	3,138	3,412	3,631	3,847					
비상위험준비금	948	1,031	1,068	1,096					
자본조정	-37	-45	-45	-45					
기타포괄손익누계	720	727	727	727					
자본총계	4,478	4,750	4,969	5,185					
부채와자본총계	45,826	48,820	50,811	52,663					

성장률				
(% YoY)	2019A	2020P	2021E	2022E
자산	4.8	6.5	4.1	3.6
운용자산	7.5	5.7	4.3	3.8
부채	4.4	6.6	4.0	3.6
책임준비금	6.8	5.6	4.2	4.1
자본	8.8	6.1	4.6	4.3
경과보험료	2.5	6.4	5.1	3.2
일반	8.8	10.8	4.3	2.0
자동차	3.1	10.9	9.1	4.8
장기	1.9	4.4	3.4	2.5
순사업비	6.5	4.9	1.0	3.7
투자영업이익	31.5	-6.6	-7.4	5.8
영업이익	-25.5	25.0	-3.3	-0.2
순이익	-30.2	22.2	5.3	-0.3

주요 투자지표				
	2019A	2020P	2021E	2022E
영업지표 (%)				
경과손해율	87.3	85.6	85.5	85.7
일반	66.3	71.0	69.0	69.0
자동차	91.6	85.4	84.4	85.0
장기	86.9	86.7	87.0	87.1
사업비율	21.3	21.0	20.2	20.3
투자이익률	3.9	3.4	3.0	3.1
수익성 (%)				
ROE	5.8	6.6	6.6	6.3
ROA	0.6	0.6	0.6	0.6
주당 지표 (원)				
보통주 EPS	3,141	3,855	4,111	4,100
보통주 BPS	56,155	59,815	63,375	66,124
보통주 DPS	880	1,000	1,050	1,050
기타 지표				
보통주 PER (X)	8.6	5.9	5.2	5.3
보통주 PBR (X)	0.5	0.4	0.3	0.3
배당성향 (%)	28.0	25.9	25.5	25.6
보통주 배당수익률(%)	3.3	4.4	4.9	4.9

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경내역

현대해상(001450) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2019-11-06	2019-11-14	2020-01-22	2020-03-17	2020-05-15	2020-06-29	
투자 의견	Hold	Hold	Hold	Buy	Hold	Buy	
목표주가	30,000원	30,000원	27,500원	23,000원	27,000원	32,000원	
제시일자	2020-10-05	2020-11-14	2021-01-07	2021-02-22			
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy			
목표주가	32,000원	32,000원	28,000원	28,000원			

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고(최저)
2019-11-06	Hold	30,000원	-9.57	-1.00
2020-01-22	Hold	27,500원	-21.16	-14.73
2020-03-17	Buy	23,000원	1.05	16.09
2020-05-15	Hold	27,000원	-7.51	3.52
2020-06-29	Buy	32,000원	-27.15	-18.13
2021-01-07	Buy	28,000원		

Ratings System

구분	대상기간	투자 의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(93.88%) · 매도(0.68%) · 중립(5.44%)	* 기준일 2020.12.31까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

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 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.