

2018/08/20

# 현대해상(001450)

은행/증권/보험 강승건

(2122-9181) neo.cygun@hi-ib.com

## 시장 우려보다 양호한 조건으로 신종증권 발행

Buy (Maintain)

### ■ 투자의견 Buy, 목표주가 51,000원 유지

- 현대해상에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 51,000원을 유지
- 투자의견을 매수로 유지하는 이유는 1) 2분기 실적도 우리 및 컨센서스를 충족하는 이익을 시현하였고 3분기에는 이익의 전년동기대비 개선을 시현할 수 있을 것으로 전망되며 2) 인담보 신계약 성장을 통해 위험보험료 증가율 하락을 일정부분 방어하고 있음. 다만 금리가 빠르게 상승하는 구간에서 RBC 관련 불확실성이 존재한다는 점이 약점이었지만 이 또한 이번 신종자본증권 발행을 통해 상당부분 해소될 것으로 전망되기 때문임
- 동사의 2분기 RBC 비율은 182%로 당장에는 문제가 없음. 다만 2016년 2분기 보유 중인 만기보유증권을 매도가능증권으로 재 분류하여 금리가 10bp 상승하면 RBC 비율이 약 5%p 하락하는 높은 민감도를 보유하게 됨에 따라 금리 상승 구간에서 RBC 방어에 부담이 존재하였음
- 동사는 이번에 신종 자본증권 5,000억원(사모 3,400억원, 공모 1,600억원) 발행을 추진하고 있으며 발행이 완료되면 RBC비율(약 22%p 상승 효과)은 204%p까지 상승할 것으로 예상됨. 또한 내년 1월에는 만기보유증권 계정을 사용할 수 있게 되기 때문에 금리 상승에 따른 RBC 비율 하락 민감도를 크게 축소할 수 있을 것으로 전망됨. 회사의 선택 사항이지만 주주가치 방어를 위해 동사가 이 안을 선택할 가능성은 매우 높다고 판단됨
- 우리는 동사를 보험업종 최선호 종목으로 유지함

### ■ 국내 신종자본증권 3,400억원(사모) 발행조건 확정

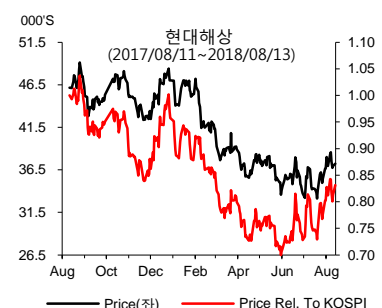
- 만기 30년, 5년 콜, 5년 리셋 및 10년 스텝업 조항 포함. 발행이율은 4.9%
- 국채 5년물 금리에 스프레드 약 261bp 가산
- 중소형 보험사들의 높은 신종자본증권 발행 금리로 인하여 동사의 조달금리가 매우 높아질 수 있다는 우려가 존재하였음. 하지만 이번에 확정된 4.9%는 시장의 당초 우려보다는 양호한 수준으로 판단됨
- 조달 금리가 4.9%라는 점에서 일정부분의 운용손실이 불가피 하겠지만 RBC 비율의 여유로운 관리가 주가에는 더 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망됨. 향후 잔여금액 1,600억원은 공모로 진행될 예정이며 발행조건을 동일할 것으로 예상됨

목표주가(12M)	51,000원
종가(2018/08/17)	38,450원

#### Stock Indicator

자본금	45십억원
발행주식수	8,940만주
시가총액	3,326십억원
외국인지분율	46.9%
배당금(2017)	1,500원
EPS(2018E)	6,105원
BPS(2018E)	41,014원
ROE(2018E)	14.2%
52주 주가	33,100~49,100원
60일평균거래량	242,118주
60일평균거래대금	8.7십억원

#### Price Trend



## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	29,643	32,448	35,007	35,944	36,628
현금 및 예금	1,157	854	988	1,015	1,034
유가증권	18,780	21,083	22,610	23,215	23,657
당기손익증권	357	605	680	698	711
매도가능증권	18,060	19,830	21,410	21,997	22,426
만기보유증권	0	0	0	0	0
관계기업투자주식	362	649	520	520	520
대출채권	8,691	9,505	10,356	10,633	10,836
부동산	1,015	1,006	1,052	1,081	1,101
비운용자산	3,796	3,938	3,690	3,819	3,929
특별계정자산	3,213	3,736	3,919	3,994	4,033
별도자산총계	36,652	40,122	42,616	43,757	44,590
책임준비금	28,653	31,051	32,595	33,215	33,539
지급준비금	2,480	2,554	2,475	2,525	2,574
보험료적립금	23,934	26,132	27,600	28,017	28,119
미경과보험료 적립금	2,179	2,304	2,444	2,565	2,687
기타준비금	60	61	76	108	160
기타부채	1,835	2,177	2,285	2,329	2,352
특별계정부채	3,406	3,791	3,980	4,055	4,095
별도부채총계	33,894	37,019	38,860	39,599	39,986
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	2,398	2,763	3,620	4,022	4,468
자본조정	-37	-37	-37	-37	-37
신종자본증권	0	0	500	500	500
기타포괄손익누계	238	218	15	15	15
별도자본총계	2,758	3,103	3,756	4,158	4,604

손익계산서(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	12,583	12,826	12,974	13,239	13,539
일반	1,079	1,081	1,133	1,190	1,249
자동차	3,145	3,329	3,374	3,452	3,538
장기	8,359	8,416	8,466	8,597	8,752
경과보험료	11,255	11,533	11,690	11,920	12,175
일반	455	451	464	486	511
자동차	2,739	2,991	3,096	3,175	3,257
장기	8,061	8,091	8,130	8,258	8,407
경과손해액	9,525	9,576	9,745	9,948	10,140
보험금	3,892	4,205	4,652	4,595	4,663
환급금/연금/배당	2,623	2,707	2,854	3,057	3,089
준비금 증가액	2,710	2,337	1,903	1,961	2,052
손해조사비	299	328	337	335	335
순사업비	2,148	2,337	2,384	2,387	2,418
일반	82	87	91	91	92
자동차	576	614	606	604	612
장기	1,490	1,635	1,686	1,692	1,715
보험영업이익	-418	-380	-439	-416	-383
투자영업이익	960	1,020	1,105	1,145	1,189
총영업이익	542	640	667	728	806
영업외손익	-29	-15	-16	-17	-17
법인세차감전순이익	513	625	651	711	789
법인세	113	152	174	186	208
세율	22.1	24.3	26.8	26.2	26.3
별도당기순이익	400	473	476	525	582

주: 손해율, 사업비율, 합산비율은 경과보험료 기준

성장성지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	3.8	1.9	1.2	2.0	2.3
일반	3.7	0.2	4.9	5.0	5.0
자동차	15.4	5.9	1.3	2.3	2.5
장기	0.1	0.7	0.6	1.5	1.8
장기위험	13.9	16.2	13.5	11.5	9.8
경과보험료	2.5	2.5	1.4	2.0	2.1
투자영업이익	12.7	6.3	8.4	3.6	3.9
총영업이익	84.0	18.2	4.1	9.3	10.6
별도당기순이익	96.6	18.3	0.7	10.3	10.8
운용자산	13.0	9.5	7.9	2.7	1.9
책임준비금	11.6	8.4	5.0	1.9	1.0
별도자본총계	13.3	12.5	21.1	10.7	10.7

수익성 지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
손해율	84.6	83.0	83.4	83.5	83.3
일반	65.2	65.9	62.0	63.5	64.0
자동차	81.8	79.5	81.7	82.4	82.0
장기	86.7	85.3	85.2	85.0	84.9
장기위험	92.4	87.2	86.2	84.4	84.3
사업비율	19.1	20.3	20.4	20.0	19.9
합산비율	103.7	103.3	103.8	103.5	103.1
투자수익률	3.4	3.3	3.3	3.2	3.3

재무제표(연결)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결 자산총계	37,057	40,493	42,972	44,112	44,946
연결부채총계	34,209	37,389	39,210	39,949	40,335
지배기업소유지분	2,848	3,104	3,770	4,172	4,618
비지배지분	0	0	0	0	0
연결자본총계	2,848	3,104	3,762	4,164	4,610
법인세차감전 순이익	527	622	666	727	805
법인세	117	157	179	190	211
세율	22.2	25.3	26.9	26.1	26.2
연결순이익	410	464	487	537	594
지배주주지분순이익	410	464	487	537	594
비지배지분순이익	0	0	0	0	0

투자지표(별도)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	15.4	16.1	13.9	13.3	13.3
ROA	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
EPS(원)	5,013	5,929	5,971	6,586	7,298
BPS(원)	34,591	38,912	40,841	45,877	51,475

투자지표(연결)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	15.3	15.6	14.2	13.5	13.5
ROA	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
EPS(원)	5,140	5,824	6,105	6,737	7,449
BPS(원)	35,720	38,925	41,014	46,050	51,649
DPS(원)	1,350	1,500	1,550	1,700	1,850
P/E	6.1	8.1	6.30	5.7	5.2
P/B	0.9	1.2	0.94	0.8	0.7
배당수익률	4.3	3.2	4.0	4.4	4.8
RBC	158	187	198	202	214
Embedded Value	5,191	5,600	6,242	6,795	7,395
RoEV	9.8	10.2	11.5	8.9	8.8
EVPS(원)	65,097	70,228	78,287	85,220	92,745
P/EV	0.5	0.7	0.5	0.5	0.4

자료: 현대해상, 하이투자증권

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(현대해상)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	51,000	1년		

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 강승건\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	구분	구분	구분
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-