



2018/08/20

현대해상(001450)

은행/증권/보험 강승건

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

시장 우려보다 양호한 조건으로 신종증권 발행

■ 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 쿨, 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

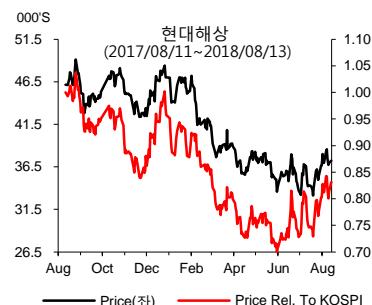
Buy (Maintain)

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)						성장성지표(별도)						
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
운용자산	29,643	32,448	35,007	35,944	36,628	원수보험료	3.8	1.9	1.2	2.0	2.3	
현금 및 예금	1,157	854	988	1,015	1,034	일반	3.7	0.2	4.9	5.0	5.0	
유가증권	18,780	21,083	22,610	23,215	23,657	자동차	15.4	5.9	1.3	2.3	2.5	
당기순익증권	357	605	680	698	711	장기	0.1	0.7	0.6	1.5	1.8	
매도가능증권	18,060	19,830	21,410	21,997	22,426	장기위험	13.9	16.2	13.5	11.5	9.8	
만기보유증권	0	0	0	0	0	경과보험료	2.5	2.5	1.4	2.0	2.1	
관계기업투자주식	362	649	520	520	520	투자영업이익	12.7	6.3	8.4	3.6	3.9	
대출채권	8,691	9,505	10,356	10,633	10,836	총영업이익	84.0	18.2	4.1	9.3	10.6	
부동산	1,015	1,006	1,052	1,081	1,101	별도당기순이익	96.6	18.3	0.7	10.3	10.8	
비운용자산	3,796	3,938	3,690	3,819	3,929	운용자산	13.0	9.5	7.9	2.7	1.9	
특별계정자산	3,213	3,736	3,919	3,994	4,033	책임준비금	11.6	8.4	5.0	1.9	1.0	
별도자산총계	36,652	40,122	42,616	43,757	44,590	별도자본총계	13.3	12.5	21.1	10.7	10.7	
책임준비금	28,653	31,051	32,595	33,215	33,539	수익성 지표(별도)					(단위%)	
지급준비금	2,480	2,554	2,475	2,525	2,574	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F		
보험료적립금	23,934	26,132	27,600	28,017	28,119	손해율	84.6	83.0	83.4	83.5	83.3	
미경과보험료 적립금	2,179	2,304	2,444	2,565	2,687	일반	65.2	65.9	62.0	63.5	64.0	
기타준비금	60	61	76	108	160	자동차	81.8	79.5	81.7	82.4	82.0	
기타부채	1,835	2,177	2,285	2,329	2,352	장기	86.7	85.3	85.2	85.0	84.9	
특별계정부채	3,406	3,791	3,980	4,055	4,095	장기위험	92.4	87.2	86.2	84.4	84.3	
별도부채총계	33,894	37,019	38,860	39,599	39,986	사업비율	19.1	20.3	20.4	20.0	19.9	
자본금	45	45	45	45	45	합산비율	103.7	103.3	103.8	103.5	103.1	
자본잉여금	114	114	114	114	114	투자수익률	3.4	3.3	3.3	3.2	3.3	
이익잉여금	2,398	2,763	3,620	4,022	4,468	재무제표(연결)					(단위:십억원)	
자본조정	-37	-37	-37	-37	-37	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F		
신종자본증권	0	0	500	500	500	연결자산총계	37,057	40,493	42,972	44,112	44,946	
기타포괄손익누계	238	218	15	15	15	연결부채총계	34,209	37,389	39,210	39,949	40,335	
별도자본총계	2,758	3,103	3,756	4,158	4,604	지배기업소유지분	2,848	3,104	3,770	4,172	4,618	
손익계산서(별도)						비지배지분	0	0	0	0	0	
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	연결자본총계	2,848	3,104	3,762	4,164	4,610	
원수보험료	12,583	12,826	12,974	13,239	13,539	법인세차감전 순이익	527	622	666	727	805	
일반	1,079	1,081	1,133	1,190	1,249	법인세	117	157	179	190	211	
자동차	3,145	3,329	3,374	3,452	3,538	세율	22.2	25.3	26.9	26.1	26.2	
장기	8,359	8,416	8,466	8,597	8,752	연결순이익	410	464	487	537	594	
경과보험료	11,255	11,533	11,690	11,920	12,175	지배주주지분순이익	410	464	487	537	594	
일반	455	451	464	486	511	비지배지분순이익	0	0	0	0	0	
자동차	2,739	2,991	3,096	3,175	3,257	투자지표(별도)					(단위: 십억원, 배, %)	
장기	8,061	8,091	8,130	8,258	8,407	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F		
경과손해액	9,525	9,576	9,745	9,948	10,140	ROE	15.4	16.1	13.9	13.3	13.3	
보험금	3,892	4,205	4,652	4,595	4,663	ROA	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	
환급금/연금/배당	2,623	2,707	2,854	3,057	3,089	EPS(원)	5,013	5,929	5,971	6,586	7,298	
준비금 증가액	2,710	2,337	1,903	1,961	2,052	BPS(원)	34,591	38,912	40,841	45,877	51,475	
순해조사비	299	328	337	335	335	투자지표(연결)					(단위: 십억원, 배, %)	
순사업비	2,148	2,337	2,384	2,387	2,418	ROE	15.3	15.6	14.2	13.5	13.5	
일반	82	87	91	91	92	ROA	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	
자동차	576	614	606	604	612	EPS(원)	5,140	5,824	6,105	6,737	7,449	
장기	1,490	1,635	1,686	1,692	1,715	BPS(원)	35,720	38,925	41,014	46,050	51,649	
보험영업이익	-418	-380	-439	-416	-383	DPS(원)	1,350	1,500	1,550	1,700	1,850	
투자영업이익	960	1,020	1,105	1,145	1,189	P/E	6.1	8.1	6.30	5.7	5.2	
총영업이익	542	640	667	728	806	P/B	0.9	1.2	0.94	0.8	0.7	
영업외손익	-29	-15	-16	-17	-17	배당수익률	4.3	3.2	4.0	4.4	4.8	
법인세차감전순이익	513	625	651	711	789	RBC	158	187	198	202	214	
법인세	113	152	174	186	208	Emded Value	5,191	5,600	6,242	6,795	7,395	
세율	22.1	24.3	26.8	26.2	26.3	RoEV	9.8	10.2	11.5	8.9	8.8	
별도당기순이익	400	473	476	525	582	EVPS(원)	65,097	70,228	78,287	85,220	92,745	
주: 손해율, 사업비율, 합산비율은 경과보험료 기준						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 기관투자가 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 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

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

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	구분	구분	구분
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-