

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com
02-3773-8876

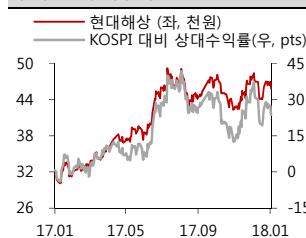
Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	8,940 만주
자사주	899 만주
액면가	500 원
시가총액	4,099 십억원
주요주주	
정몽윤(와4)	22.25%
현대해상 자사주	10.05%
외국인지분율	49.85%
배당수익률	4.29%

Stock Data

주가(18/01/24)	45,850 원
KOSPI	2,538.0 pt
52주 Beta	0.57
52주 최고가	49,200 원
52주 최저가	30,100 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.1%	-7.1%
6개월	-0.3%	-3.9%
12개월	45.6%	22.7%

현대해상 (001450/KS | 중립(하향) | T.P 53,000 원(상향))

4Q17 순이익 626 억원 (-0.4% YoY) 전망

현대해상의 4Q17 순이익은 626 억원 (-0.4% YoY)으로 시장 컨센서스 738 억원 대비 낮으며 법인세 조정 반영 시 추가 하회가 예상됨. 현대해상의 4Q17 경과손해율은 84.7%로 자동차손해율 상승에 따라 +1.2%p YoY를 기록할 전망. 사업비율 또한 판매비 증가 및 희망퇴직비용 발생으로 21.1% (+1.1%p YoY)로 상승하면서 4Q17 합산비율은 105.8% (+0.8%p YoY)로 상승할 전망. 4Q17 투자수익률은 3.2% (+0.0%p YoY)로 양호한 이자수익 증가에 따라 전년동기와 유사한 수준이 예상됨

4Q17 순이익 626 억원 (-0.4% YoY) 전망

현대해상의 4Q17 순이익은 626 억원 (-0.4% YoY, -49.5% QoQ)으로 시장 컨센서스 738 억원 대비 낮으며, 법인세 조정 반영 시 추가 하회가 예상된다. 현대해상의 4Q17 경과손해율은 84.7%로 자동차손해율 상승에 따라 +1.2%p YoY를 기록할 전망이다. 사업비율 또한 판매비 증가 및 희망퇴직비용 (150 억원 가정) 발생으로 21.1% (+1.1%p YoY)로 상승하면서 4Q17 합산비율은 105.8% (+0.8%p YoY)로 상승할 전망이다. 현대해상의 4Q17 투자수익률은 3.2% (+0.0%p YoY)로 양호한 이자수익 증가에 따라 전년동기와 유사한 수준이 예상된다.

목표주가 53,000 원으로 1.9% 상향 조정, 투자의견 중립으로 하향 조정

후순위채 발행여력 소진을 감안해 현대해상의 목표주가 산정에 부여했던 5%p 의 할인율을 제거함에 따라 목표주가를 1.9% 상향 조정한다. 후순위채 발행여력은 여전히 RBC 비율 10% 미만으로 추산되나, 대형사의 보험업종 자본비율 우려가 축소되고 있는 추세와 더불어 일부 생보사의 신종자본증권 발행 사례를 볼 때 후순위채 외의 조달수단에 여유가 있다는 판단 때문이다. 다만 현재 2018년 말 PBR 1.1 배를 고려하면 주가 상승여력은 제한적이므로 투자의견을 중립으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	10,157	10,976	11,255	11,520	11,731	11,972
YoY	%	5.1	8.1	2.5	2.4	1.8	2.1
보험손익	십억원	-455	-558	-418	-385	-384	-403
투자손익	십억원	777	852	960	1,022	1,062	1,112
합산비율	%	104.5	105.1	103.7	103.3	103.3	103.4
투자수익률	%	3.9	3.6	3.5	3.4	3.2	3.1
영업이익	십억원	322	294	542	637	677	710
YoY	%	-15.3	-8.6	84.0	17.7	6.3	4.8
세전이익	십억원	279	284	513	616	649	682
순이익	십억원	233	203	400	469	481	504
YoY	%	-8.6	-12.9	96.6	17.2	2.6	4.9
EPS	원	2,902	2,550	5,013	5,877	6,029	6,323
BPS	원	28,759	30,534	34,591	39,222	43,751	48,523
PER	배	9.0	14.1	6.3	8.0	7.6	7.3
PBR	배	0.9	1.2	0.9	1.2	1.0	0.9
ROE	%	10.9	8.6	15.4	15.9	14.5	13.7
배당수익률	%	2.9	2.1	4.3	3.2	3.4	3.5

현대해상의 목표주가 산출식

항목	현대해상	비고
자기자본비율 (%)	10.3	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.1	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.0	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.9	(d): 현대해상의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	13.9	(e): 현대해상의 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.34	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율 %)	(10.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.21	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	44,148	(j): 현대해상의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	53,000	(k): (i)*(j)
현주가 (01/24, 원)	45,850	
상승여력 (%)	15.6	

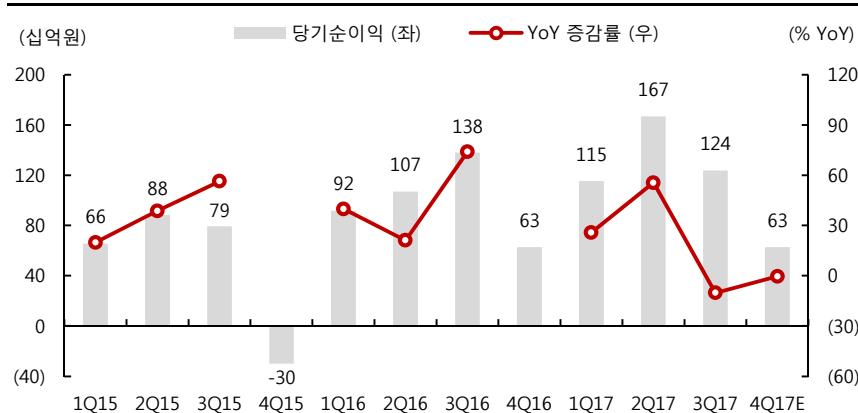
자료 SK 증권

현대해상 4Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q17E	3Q17	QoQ (%)	4Q16	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(167.3)	(102.8)	적확	(143.0)	적확	n/a	n/a
투자영업이익	254.9	268.7	(5.1)	234.0	9.0	n/a	n/a
영업이익	87.6	165.9	(47.2)	91.0	(3.7)	101.2	(13.4)
당기순이익	62.6	123.9	(49.5)	62.8	(0.4)	73.8	(15.2)
(단위: %)	4Q17E	3Q17	QoQ (%p)	4Q16	YoY (%p)		
경과손해율	84.7	83.4	1.2	85.4	(0.7)		
일반	70.0	75.1	(5.1)	71.0	(1.0)		
자동차	84.6	78.8	5.7	85.1	(0.5)		
장기	85.5	85.6	(0.0)	86.3	(0.8)		
사업비용	21.1	20.0	1.1	19.6	1.5		
투자수익률	3.2	3.4	(0.2)	3.2	0.0		

자료 FnGuide, SK 증권

현대해상의 분기별 당기순이익 추이 및 전망

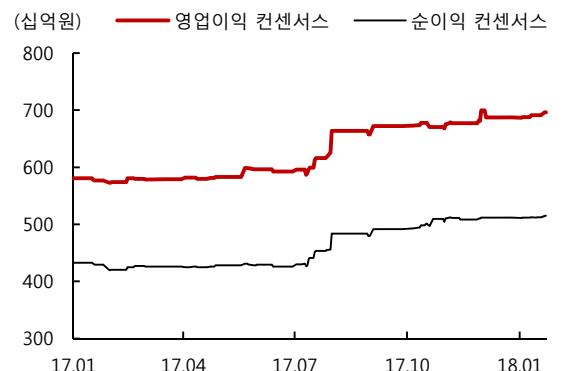


자료 현대해상, SK 증권

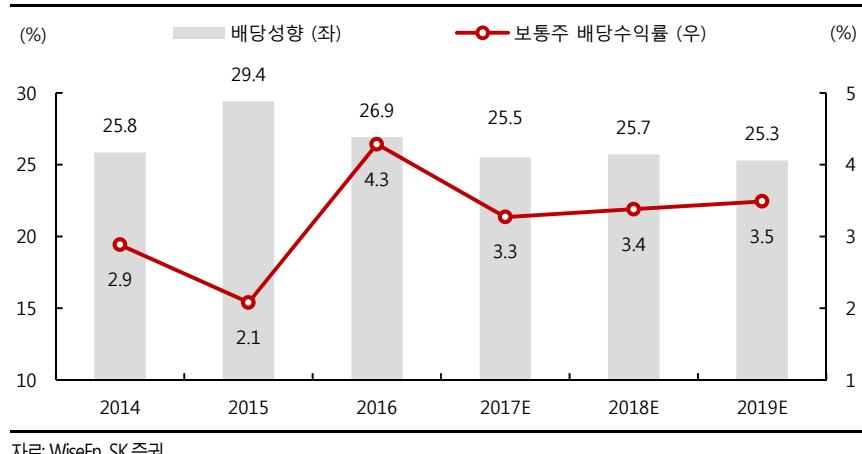
현대해상의 4Q17 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



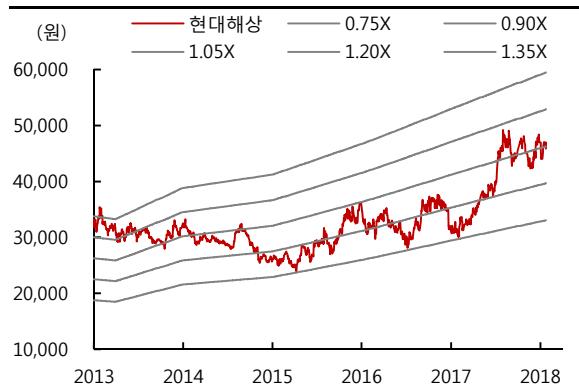
현대해상의 2018년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



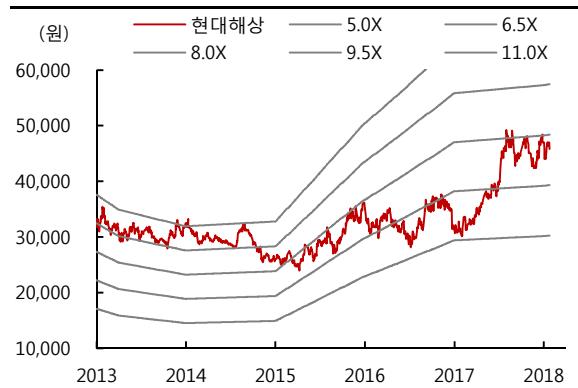
현대해상의 배당지표 추이 및 전망

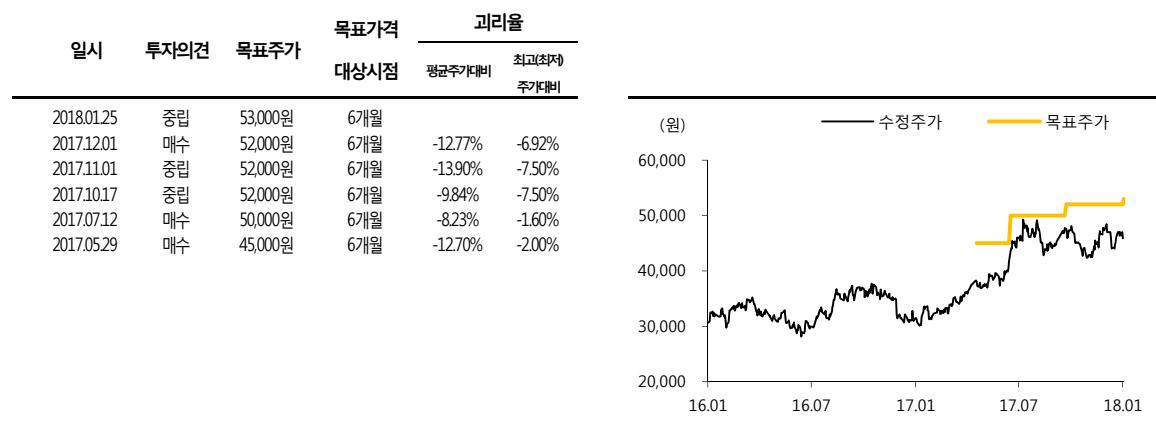


현대해상의 12개월 forward PBR 추이



현대해상의 12개월 forward PER 추이





Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 25일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	26,229	29,643	32,182	34,636	37,096
현금 및 예치금	1,570	1,157	1,259	1,243	1,135
유가증권	16,506	18,780	20,809	22,578	24,414
주식	1,015	1,003	1,065	1,100	1,140
채권	10,201	10,829	11,215	12,071	12,928
수익증권	1,959	2,244	3,142	3,456	3,802
외화유가증권	2,992	4,395	5,054	5,591	6,156
기타유가증권	339	308	333	360	388
대출채권	7,178	8,691	9,114	9,809	10,505
부동산	973	1,015	1,000	1,007	1,041
비운용자산	3,746	3,796	3,807	3,812	3,822
특별계정자산	2,317	3,213	4,016	4,338	4,685
자산총계	32,292	36,652	40,005	42,786	45,603
책임준비금	29,678	28,653	31,007	33,431	35,958
지급준비금	2,213	2,480	2,629	2,787	2,954
보험료적립금	21,369	23,934	26,103	28,356	30,653
미경과보험료적립금	2,036	2,179	2,214	2,228	2,291
기타부채	1,656	1,835	1,784	1,657	1,440
특별계정부채	2,522	3,406	4,087	4,209	4,336
부채총계	29,857	33,894	36,877	39,298	41,734
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	2,058	2,398	2,759	3,120	3,501
비상위험준비금	663	731	769	780	797
자본조정	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄손익누계	255	238	247	247	247
자본총계	2,435	2,758	3,127	3,488	3,869
부채와자본총계	32,292	36,652	40,005	42,786	45,603

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	16.8	13.5	9.1	7.0	6.6
운용자산	19.6	13.0	8.6	7.6	7.1
부채	17.8	13.5	8.8	6.6	6.2
책임준비금	15.4	11.6	8.2	7.8	7.6
자본	5.3	13.3	13.4	11.5	10.9
경과보험료	8.1	2.5	2.4	1.8	2.1
일반	6.9	-30	-18	2.0	2.0
자동차	20.8	127	8.7	4.6	2.2
장기	4.8	-02	0.4	0.8	2.0
순사업비	7.4	8.0	7.7	0.2	2.6
투자영업이익	9.6	12.7	6.5	3.9	4.8
영업이익	-8.6	84.0	17.7	6.3	4.8
순이익	-12.9	96.6	17.2	2.6	4.9

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	12,119	12,583	12,837	13,006	13,300
일반	1,040	1,079	1,077	1,098	1,120
자동차	2,727	3,145	3,342	3,423	3,525
장기	8,353	8,359	8,418	8,485	8,655
보우보험료	11,063	11,414	11,758	11,925	12,219
경과보험료	10,976	11,255	11,520	11,731	11,972
일반	469	455	447	456	465
자동차	2,430	2,739	2,979	3,116	3,185
장기	8,076	8,061	8,094	8,159	8,322
경과손해액	9,544	9,525	9,590	9,797	9,997
일반	341	297	293	310	316
자동차	2,179	2,242	2,371	2,530	2,606
장기	7,025	6,986	6,926	6,957	7,075
순사업비	1,989	2,148	2,314	2,318	2,378
보험영업이익	-558	-418	-385	-384	-403
투자영업이익	852	960	1,022	1,062	1,112
영업이익	294	542	637	677	710
영업외이익	-11	-29	-21	-28	-28
세전이익	284	513	616	649	682
법인세비용	81	113	148	169	178
당기순이익	203	400	469	481	504

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
경과손해율	87.0	84.6	83.3	83.5	83.5
일반	72.6	65.2	65.6	68.0	68.0
자동차	89.7	81.8	79.6	81.2	81.8
장기	87.0	86.7	85.6	85.3	85.0
사업비율	18.1	19.1	20.1	19.8	19.9
투자이익률	3.6	3.5	3.4	3.2	3.1
수익성 (%)					
ROE	8.6	15.4	15.9	14.5	13.7
ROA	0.7	1.2	1.2	1.2	1.1
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	2,550	5,013	5,877	6,029	6,323
보통주 BPS	30,534	34,591	39,222	43,751	48,523
보통주 DPS	750	1,350	1,500	1,550	1,600
기타 지표					
보통주 PER (X)	14.1	6.3	8.0	7.6	7.3
보통주 PBR (X)	1.2	0.9	1.2	1.0	0.9
배당성향 (%)	29.4	26.9	25.5	25.7	25.3
보통주 배당수익률 (%)	2.1	4.3	3.2	3.4	3.5