

SK COMPANY Analysis



Analyst
김도하
dohakim@sk.com
02-3773-8876

Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	8,940 만주
자사주	899 만주
액면가	500 원
시가총액	3,768 십억원
주요주주	
정몽윤(와)	22.25%
현대해상 자사주	10.05%
외국인지분율	49.72%
배당수익률	4.29%

Stock Data

주가(18/02/23)	42,150 원
KOSPI	2,451.5 pt
52주 Beta	0.68
52주 최고가	49,200 원
52주 최저가	32,200 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.2%	-6.9%
6개월	-9.6%	-13.2%
12개월	31.9%	15.6%

현대해상 (001450/KS | 매수(상향) | T.P 53,000 원(유지))

4Q17 Review: 기대와 우려의 공존

현대해상의 4Q17 당기순이익은 668 억원 (+6.2% YoY)으로 시장 전망치에 부합하고 당사 추정치를 상회하는 양호한 실적을 기록. 손보업종의 신계약 경쟁으로 경합적 사업비율은 상승할 것으로 예상되나, 동시에 사차이익이 증가하면서 연간 3% YoY의 이익 증가가 전망됨. 채권을 통한 자본 인정 한도와 기발행 후순위채를 고려하면 연중 채권 발행과 함께 리스크 관리의 병행이 필요할 전망. 목표주가는 유지하나, 향후 3 개년 ROE 14% 대비 12m fwd PBR 0.95 배는 저평가 상태로 판단해 투자의견을 매수로 상향함

4Q17 당기순이익 668 억원 (+6.2% YoY)으로 컨센서스에 부합

현대해상의 4Q17 당기순이익은 668 억원 (+6.2% YoY)으로 컨센서스 677 원에 부합하고 SK 증권 추정치 626 억원을 상회하는 양호한 실적을 기록. 현대해상의 4Q17 경과손해율은 83.8% (-1.6%p YoY)로 장기 손해율 (-2.0%p YoY) 하락이 손해율 개선을 견인. 사업비율은 희망퇴직비용 (170 억원 추정), 초과상각비 증가 및 영업손실 충당금 발생으로 21.8% (+2.2%p YoY)로 상승함 (손실금 제외 시 21.0%). 동사의 4Q17 위험손해율은 83.6%로 7.9%p YoY 하락해 영업일수를 고려해도 개선을 나타낸 것으로 판단

기대와 우려의 공존

손보업종의 신계약 경쟁에 따라 현대해상의 2018 년 경합적 사업비율은 상승할 것으로 예상되나 ('17 년 일회성 사업비 제외 시 +0.3%p YoY), 동시에 장기 위험손해율 개선으로 사차이익은 증가하면서 연간 3.2% YoY의 이익 증가가 전망됨. 한편 부족한 자본 확충여력은 우려가 될 수 있음. 보험업법 감독규정상 채권을 통한 자본 인정 한도와 기발행한 후순위채 규모를 고려하면 현 시점 기준 후순위채 발행여력은 RBC +8%p, 신종 자본증권 발행여력은 RBC +20%p 대로 추정돼 채권 발행과 함께 리스크 관리의 병행이 필요할 전망

현대해상의 주가는 연초 이후 10.3% 하락해 KOSPI를 9.7%p 하회했으며, 향후 3 개년 기대 ROE 14.1% 대비 12m fwd. PBR 0.95 배는 저평가 상태로 판단. 현대해상에 대한 목표주가 53,000 원을 유지하며 상승여력을 감안해 투자의견을 매수로 상향 조정함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	10,157	10,976	11,255	11,533	11,676	11,922
YoY	%	5.1	8.1	2.5	2.5	1.2	2.1
보험손익	십억원	-455	-558	-418	-380	-376	-405
투자손익	십억원	777	852	960	1,020	1,063	1,126
합산비용	%	104.5	105.1	103.7	103.3	103.2	103.4
투자수익률	%	3.9	3.6	3.5	3.3	3.2	3.1
영업이익	십억원	322	294	542	640	687	721
YoY	%	-15.3	-8.6	84.0	18.2	7.3	5.0
세전이익	십억원	279	284	513	625	659	689
순이익	십억원	233	203	400	473	488	510
YoY	%	-8.6	-12.9	96.6	18.3	3.2	4.5
EPS	원	2,902	2,550	5,013	5,929	6,116	6,392
BPS	원	28,759	30,534	34,591	38,912	43,528	48,421
PER	배	9.0	14.1	6.3	7.9	6.7	6.4
PBR	배	0.9	1.2	0.9	1.2	0.9	0.8
ROE	%	10.9	8.6	15.4	16.1	14.8	13.9
배당수익률	%	2.9	2.1	4.3	3.2	3.7	3.8

현대해상 4Q17 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	4Q17P	4Q16	YoY (%)	3Q17	QoQ (%)	4Q17E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(162.7)	(143.0)	적지	(102.8)	적지	(167.3)	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	252.9	234.0	8.1	268.7	(5.9)	254.9	(0.8)	n/a	n/a
영업이익	90.2	91.0	(0.8)	165.9	(45.6)	87.6	3.0	94.9	(4.9)
순이익	66.8	62.8	6.2	123.9	(46.1)	62.6	6.6	67.7	(1.4)

자료: 현대해상, FnGuide, SK 증권

주: 결산 실적 공시한 2월 8일 FnGuide 컨센서스 기준

현대해상 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016	2017				QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2016	2017	YoY (%, %p)
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			연간	연간	
원수보험료	3,206.6	3,120.8	3,216.1	3,274.5	3,214.7	(1.8)	0.3	12,582.8	12,826.1	1.9
일반	292.9	254.4	287.9	241.4	297.1	23.1	1.4	1,078.9	1,080.8	0.2
자동차	828.3	781.5	832.5	887.4	827.7	(6.7)	(0.1)	3,145.2	3,329.2	5.9
장기	2,085.5	2,084.9	2,095.6	2,145.7	2,089.9	(2.6)	0.2	8,358.7	8,416.1	0.7
경과보험료	2,840.4	2,830.2	2,850.9	2,953.8	2,898.0	(1.9)	2.0	11,255.4	11,532.9	2.5
일반	113.6	109.1	112.8	111.4	117.6	5.6	3.6	455.0	451.0	(0.9)
자동차	716.7	720.1	737.2	760.2	773.7	1.8	8.0	2,739.5	2,991.2	9.2
장기	2,010.1	2,001.0	2,000.9	2,082.3	2,006.6	(3.6)	(0.2)	8,060.9	8,090.8	0.4
순사업비	557.6	552.3	560.3	591.9	632.3	6.8	13.4	2,148.3	2,336.8	8.8
보험영업이익	(143.0)	(81.6)	(33.0)	(102.8)	(162.7)	적지	적지	(418.3)	(380.0)	적지
투자영업이익	234.0	245.8	252.7	268.7	252.9	(5.9)	8.1	960.0	1,020.1	6.3
영업이익	91.0	164.3	219.7	165.9	90.2	(45.6)	(0.8)	541.8	640.1	18.2
순이익	62.8	115.5	166.7	123.9	66.8	(46.1)	6.2	399.7	472.8	18.3
경과손해율 (%)	85.4	83.4	81.5	83.4	83.8	0.4	(1.6)	84.6	83.0	(1.6)
일반	71.0	60.3	56.9	75.1	71.2	(3.9)	0.2	65.2	65.9	0.7
자동차	85.1	77.8	77.0	78.8	84.3	5.4	(0.8)	81.8	79.5	(2.3)
장기	86.3	86.6	84.5	85.6	84.4	(1.2)	(2.0)	86.7	85.3	(1.4)
위험손해율*	91.4	92.7	84.1	87.7	83.6	(4.1)	(7.9)	92.2	86.9	(5.3)
순사업비율 (%)	19.6	19.5	19.7	20.0	21.8	1.8	2.2	19.1	20.3	1.2
합산비율 (%)	105.0	102.9	101.2	103.5	105.6	2.1	0.6	103.7	103.3	(0.4)
순투자수익률 (%)	3.2	3.3	3.3	3.4	3.1	(0.3)	(0.0)	3.4	3.3	(0.2)
장기월납환산	26.9	27.7	23.1	29.8	24.6	(17.4)	(8.5)	107.4	105.1	(2.1)
저축성	2.3	2.7	1.7	5.8	1.7	(71.5)	(27.9)	16.5	11.9	(27.6)
보장성	24.6	24.9	21.4	24.0	22.9	(4.2)	(6.6)	90.9	93.2	2.5
인보험	20.5	21.6	17.2	19.6	19.0	(3.1)	(7.2)	76.4	77.4	1.3

자료: 현대해상 SK 증권

주: *K-GAAP 기준

현대해상 월별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016	2017						MoM (%, %p)	YoY (%, %p)	2016	2017	YoY (%, %p)
	12월	7월	8월	9월	10월	11월	12월			누적	누적	
원수보험료	1,118.8	1,066.1	1,056.3	1,152.1	1,005.2	1,069.8	1,139.6	6.5	1.9	12,582.8	12,826.1	1.9
일반	133.0	77.8	73.5	90.0	68.1	81.5	147.5	81.0	10.9	1,078.9	1,080.8	0.2
자동차	287.5	294.1	287.5	305.8	246.1	291.3	290.3	(0.3)	1.0	3,145.2	3,329.2	5.9
장기	698.2	694.1	695.3	756.3	691.0	697.1	701.8	0.7	0.5	8,358.7	8,416.1	0.7
경과보험료	960.6	958.9	982.3	1,012.7	964.4	955.8	977.8	2.3	1.8	11,255.4	11,532.9	2.5
일반	41.6	39.2	36.5	35.7	40.8	34.0	42.8	26.0	3.0	455.0	451.0	(0.9)
자동차	244.8	255.2	255.8	249.2	259.8	252.0	262.0	4.0	7.0	2,739.5	2,991.2	9.2
장기	674.1	664.5	689.9	727.9	663.9	669.8	672.9	0.5	(0.2)	8,060.9	8,090.8	0.4
순사업비	194.6	190.2	200.7	201.1	195.1	197.3	239.9	21.6	23.3	2,148.3	2,336.8	8.8
보험영업이익	(70.2)	(19.2)	(35.1)	(48.5)	(15.5)	(57.5)	(89.7)	적지	적지	(418.3)	(380.0)	적지
투자영업이익	79.9	90.6	85.8	92.2	85.1	85.1	82.7	(2.9)	3.5	960.0	1,020.1	6.3
영업이익	9.6	71.4	50.7	43.8	69.6	27.7	(7.0)	적전	적전	541.8	640.1	18.2
순이익	4.8	54.2	38.5	31.2	51.9	20.3	(5.5)	적전	적전	399.7	472.8	18.3
경과손해율 (%)	87.1	82.2	83.1	84.9	81.4	85.4	84.6	(0.7)	(2.4)	84.6	83.0	(1.6)
일반	61.1	65.2	72.7	88.4	65.3	75.5	73.4	(2.1)	12.2	65.2	65.9	0.7
자동차	88.0	78.7	77.3	80.5	80.1	85.8	87.0	1.2	(1.0)	81.8	79.5	(2.3)
장기	88.3	84.5	85.9	86.3	82.9	85.7	84.5	(1.3)	(3.8)	86.7	85.3	(1.4)
위험손해율*	98.8	83.7	91.1	88.1	77.0	88.9	84.7	(4.2)	(14.1)	92.2	86.9	(5.3)
순사업비율 (%)	20.3	19.8	20.4	19.9	20.2	20.6	24.5	3.9	4.3	19.1	20.3	1.2
합산비율 (%)	107.3	102.0	103.6	104.8	101.6	106.0	109.2	3.2	1.9	103.7	103.3	(0.4)
순투자수익률 (%)	3.3	3.5	3.3	3.5	3.2	3.2	3.1	(0.1)	(0.2)	3.4	3.3	(0.2)
장기월납환산	10.3	8.3	8.4	13.1	8.1	8.2	8.3	1.2	(19.0)	107.4	105.1	(2.1)
저축성	0.6	0.5	0.4	4.8	0.8	0.5	0.4	(15.4)	(32.2)	16.5	11.9	(27.6)
보장성	9.7	7.8	8.0	8.2	7.3	7.8	7.9	2.2	(18.2)	90.9	93.2	2.5
인보험	8.4	6.2	6.6	6.8	6.1	6.3	6.6	4.0	(21.4)	76.4	77.4	1.3

자료: 현대해상 SK 증권

주: *K-GAAP 기준

현대해상 운용자산 현황

(단위: 십억원)	16년 12월	17년 3월	17년 6월	17년 9월	17년 12월	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	29,643	29,734	31,350	32,106	32,448	100.0	1.1	9.5
현금및예치금	1,157	1,067	1,058	1,334	854	2.6	(36.0)	(26.2)
유가증권	18,780	18,817	20,188	20,672	21,083	65.0	2.0	12.3
주식	641	664	678	643	702	2.2	9.2	9.6
채권	10,829	10,539	10,750	10,978	11,207	34.5	2.1	3.5
수익증권	2,244	2,477	3,054	3,114	3,227	9.9	3.6	43.8
외화유가증권	4,395	4,276	4,740	5,063	5,112	15.8	1.0	16.3
기타유가증권	308	313	293	228	185	0.6	(18.7)	(39.9)
관계사 지분	362	549	674	646	649	2.0	0.4	78.9
대출채권	8,691	8,839	9,096	9,092	9,505	29.3	4.5	9.4
부동산	1,015	1,011	1,009	1,007	1,006	3.1	(0.1)	(0.9)

자료: 현대해상 SK 증권

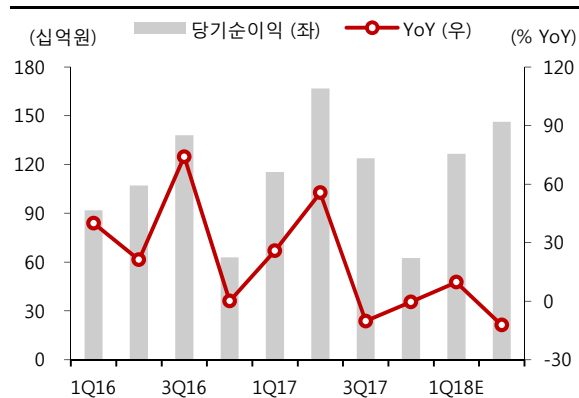
현대해상 연간 내재가치

(단위: 십억원)	2017	2016	YoY (% , %p)
내재가치 (EV)	5,600	5,190	7.9
조정순자산가치 (ANW)	2,927	2,693	8.7
보유계약가치 (VIF)	2,673	2,497	7.0
신계약가치 (VNB)	470	456	3.1
신계약마진율 (%)	8.6	8.0	0.6

자료: 현대해상, SK 증권

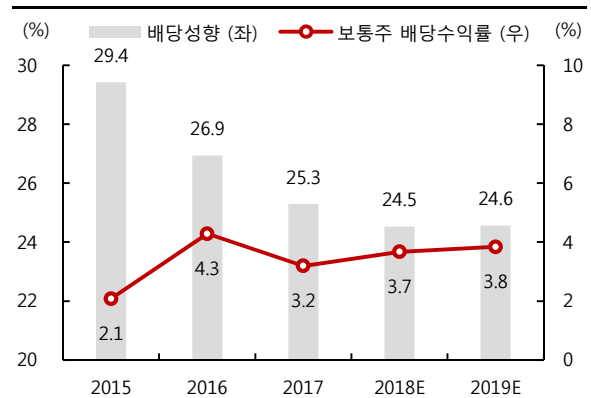
주: *미래보험료현가 기준

현대해상 당기순이익 추이 및 전망



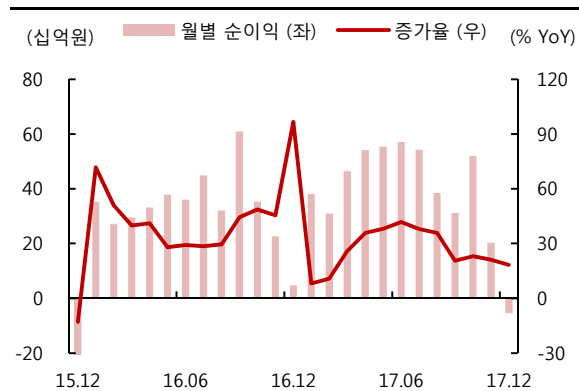
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상 배당지표 추이 및 전망



자료: 현대해상, SK 증권

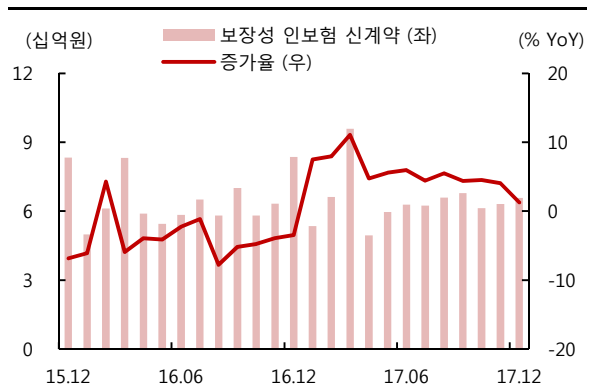
현대해상의 월별 순이익 및 증가율



자료: 현대해상, SK 증권

주: 증가율은 YTD 누적 기준

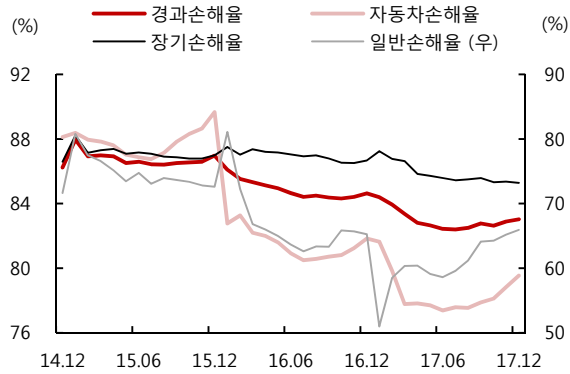
현대해상의 보장성 인보험 신계약 및 증가율



자료: 현대해상, SK 증권

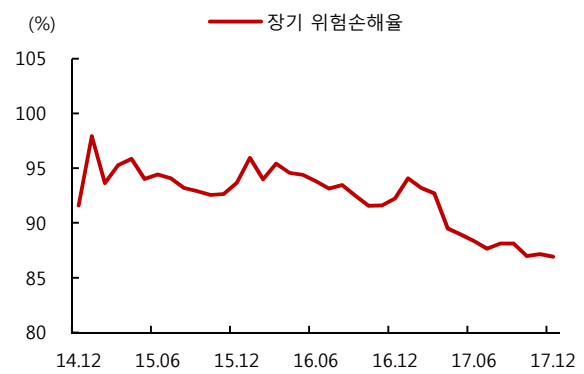
주: 증가율은 YTD 누적 기준

현대해상의 보종별 경과손해율



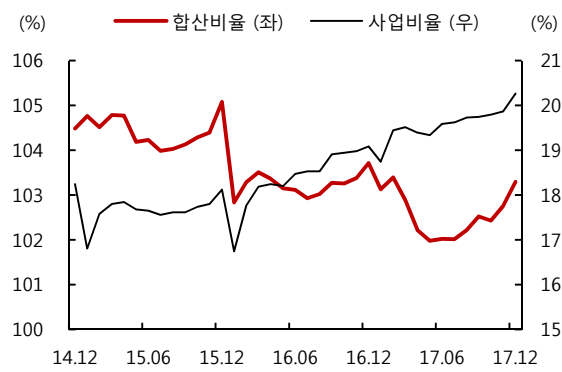
자료: 현대해상, SK 증권
주: YTD 누적 기준

현대해상의 장기 위험손해율



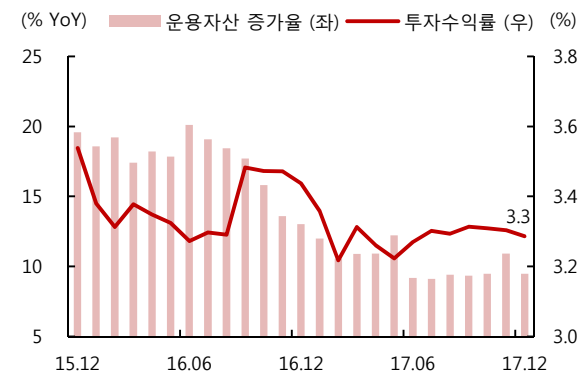
자료: 현대해상, SK 증권
주: YTD 누적 기준

현대해상의 합산비율 및 사업비율



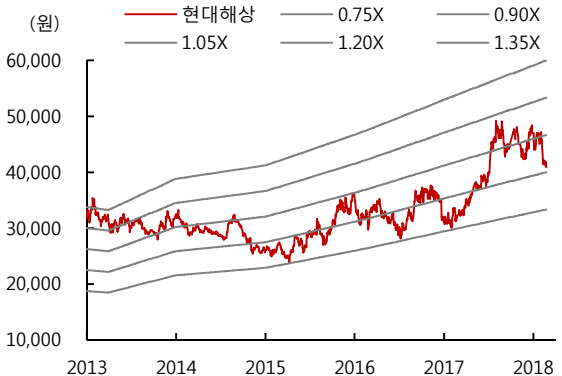
자료: 현대해상, SK 증권
주: YTD 누적 기준

현대해상의 운용자산 증가율 및 투자수익률



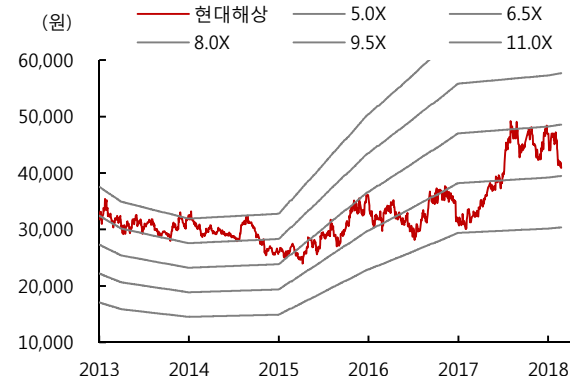
자료: 현대해상, SK 증권
주: 투자수익률은 YTD 누적 기준

현대해상의 12 개월 forward PBR band



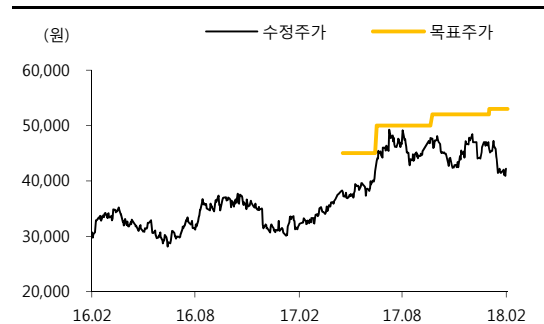
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 12 개월 forward PER band



자료: 현대해상, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.02.26	매수	53,000원	6개월		
2018.01.25	중립	53,000원	6개월	-17.69%	-10.94%
2017.12.01	매수	52,000원	6개월	-12.77%	-6.92%
2017.11.01	중립	52,000원	6개월	-13.90%	-7.50%
2017.10.17	중립	52,000원	6개월	-9.84%	-7.50%
2017.07.12	매수	50,000원	6개월	-8.23%	-1.60%
2017.05.29	매수	45,000원	6개월	-12.70%	-2.00%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 2월 26일 기준)

매수	88.51%	중립	11.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	26,229	29,643	32,448	35,142	37,943
현금 및 예치금	1,570	1,157	854	859	784
유가증권	16,506	18,780	21,083	22,970	24,982
주식	1,015	1,003	1,351	1,392	1,441
채권	10,201	10,829	11,207	12,138	13,105
수익증권	1,959	2,244	3,227	3,550	3,905
외화유가증권	2,992	4,395	5,112	5,690	6,314
기타유가증권	339	308	185	200	216
대출채권	7,178	8,691	9,505	10,294	11,114
부동산	973	1,015	1,006	1,019	1,063
비운용자산	3,746	3,796	3,938	3,968	4,018
특별계정자산	2,317	3,213	3,736	4,109	4,438
자산총계	32,292	36,652	40,122	43,219	46,399
책임준비금	25,678	28,653	31,051	33,338	35,830
지급준비금	2,213	2,480	2,554	2,708	2,870
보험료적립금	21,369	23,934	26,132	28,301	30,557
미경과보험료적립금	2,036	2,179	2,304	2,268	2,341
기타부채	1,656	1,835	2,177	2,430	2,608
특별계정부채	2,522	3,406	3,791	3,981	4,100
부채총계	29,857	33,894	37,019	39,748	42,538
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	2,058	2,398	2,763	3,132	3,522
비상위험준비금	663	731	806	819	837
자본조정	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄손익누계	255	238	218	218	218
자본총계	2,435	2,758	3,103	3,471	3,861
부채와자본총계	32,292	36,652	40,122	43,219	46,399

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	16.8	13.5	9.5	7.7	7.4
운용자산	19.6	13.0	9.5	8.3	8.0
부채	17.8	13.5	9.2	7.4	7.0
책임준비금	15.4	11.6	8.4	7.4	7.5
자본	5.3	13.3	12.5	11.9	11.2
경과보험료	8.1	2.5	2.5	1.2	2.1
일반	6.9	-3.0	-0.9	2.6	1.7
자동차	20.8	12.7	9.2	2.8	2.5
장기	4.8	-0.2	0.4	0.6	2.0
순사업비	7.4	8.0	8.8	0.8	2.6
투자영업이익	9.6	12.7	6.3	4.2	6.0
영업이익	-8.6	84.0	18.2	7.3	5.0
순이익	-12.9	96.6	18.3	3.2	4.5

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	12,119	12,583	12,826	13,002	13,296
일반	1,040	1,079	1,081	1,102	1,124
자동차	2,727	3,145	3,329	3,433	3,536
장기	8,353	8,359	8,416	8,466	8,636
보유보험료	11,063	11,414	11,702	11,920	12,214
경과보험료	10,976	11,255	11,533	11,676	11,922
일반	469	455	451	463	471
자동차	2,430	2,739	2,991	3,074	3,150
장기	8,076	8,061	8,091	8,139	8,302
경과손해액	9,544	9,525	9,576	9,696	9,912
일반	341	297	297	315	320
자동차	2,179	2,242	2,379	2,498	2,586
장기	7,025	6,986	6,900	6,883	7,006
순사업비	1,989	2,148	2,337	2,355	2,415
보험영업이익	-558	-418	-380	-376	-405
투자영업이익	852	960	1,020	1,063	1,126
영업이익	294	542	640	687	721
영업외이익	-11	-29	-15	-28	-32
세전이익	284	513	625	659	689
법인세비용	81	113	152	171	180
당기순이익	203	400	473	488	510

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
경과손해율	87.0	84.6	83.0	83.0	83.1
일반	72.6	65.2	65.9	68.0	68.0
자동차	89.7	81.8	79.5	81.3	82.1
장기	87.0	86.7	85.3	84.6	84.4
사업비율	18.1	19.1	20.3	20.2	20.3
투자이익률	3.6	3.5	3.3	3.2	3.1
수익성 (%)					
ROE	8.6	15.4	16.1	14.8	13.9
ROA	0.7	1.2	1.2	1.2	1.1
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	2,550	5,013	5,929	6,116	6,392
보통주 BPS	30,534	34,591	38,912	43,528	48,421
보통주 DPS	750	1,350	1,500	1,500	1,570
기타 지표					
보통주 PER (X)	14.1	6.3	7.9	6.7	6.4
보통주 PBR (X)	1.2	0.9	1.2	0.9	0.8
배당성향 (%)	29.4	26.9	25.3	24.5	24.6
보통주 배당수익률 (%)	2.1	4.3	3.2	3.7	3.8

자료 : SK증권 추정