

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	3,397 십억원
주요주주	
정몽운(와4)	2234%
현대해상 자사주	10.05%
외국인지분율	49.97%
배당수익률	3.19%

Stock Data

주가(18/05/11)	38,000 원
KOSPI	2,477.7 pt
52주 Beta	0.82
52주 최고가	49,200 원
52주 최저가	35,550 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



현대해상 (001450/KS | 매수(유지) | T.P 46,000 원(하향))

1Q18 Review: 손해율 방어 및 양호한 yield, 다만 예상보다 높은 사업비

현대해상의 1Q18 당기순이익은 1,060 억원 (-8% YoY)으로 컨센서스에 부합함. YoY 이익 감소는 판매비 증가에 따라 사업비가 615 억원 증가한 영향이나, 투자수익률을 호조로 예상을 상회하는 실적을 기록. 다만 사업비율(21.7%)은 예상보다 높은 수준으로 나타났는데, 회계적 이슈를 배제한 동사의 1Q18 실제 판매비(회계적 요인 제거)는 700 억원대 YoY 증가한 것으로 추정돼 연간 사업비 추정치를 상향 조정함

1Q18 당기순이익 1,060 억원 (-8.2% YoY)으로 컨센서스에 부합

현대해상의 1Q18 당기순이익은 1,060 억원 (-8.2% YoY)으로 SK증권 추정치 및 컨센서스를 각각 8%, 1% 상회. YoY 이익 감소는 판매비 증가에 따라 사업비가 615 억원 증가한 영향이나, 투자수익률을 호조로 예상을 상회하는 실적을 기록. 현대해상의 1Q18 경과손해율은 83.4%로, 자동차 손해율 (80.4%, +2.6%p YoY) 상승에도 불구하고 전년 동기와 같은 수준을 나타냄. 장기 위험손해율은 91.4%로 1.3%p YoY 개선되었으나, 1~2월 저기온 및 3월 대기환경 등 계절적 요인으로 전분기대비 7.8%p 상승. 1Q18 사업비율은 신계약 경쟁에 따른 판매비 증가로 21.2% (+1.7%p YoY)로 악화되었으나, 보장성 인보험 신계약은 247 억원으로 14.4% YoY 증가. 동사의 1Q18 투자수익률은 배당수익 및 매도가능증권 처분의 증가로 3.5% (+0.2%p YoY)로 상승함

손해율 방어 및 양호한 투자수익률, 다만 예상보다 높은 사업비

현대해상은 손해율 방어와 양호한 투자 성과로 경쟁사 대비 낮은 이익 감소율을 기록. 이익 방어는 긍정적이나 사업비율은 예상보다 높은 수준으로 나타났는데, 회계적 이슈를 배제한 동사의 1Q18 실제 판매비(*)는 전년동기대비 700 억원대 증가한 것으로 추정돼 연간 순사업비 추정치를 상향 조정하였음. 이익 전망치 하향 및 신계약 성장에 따른 드실의 시차를 고려해 목표주가를 46,000 원 (목표 PBR 1.08X)로 이전 대비 13% 하향 조정함. 다만 향후 3개년 기대 ROE 14.1% 대비 12m fwd. PBR 0.88 배는 저평가 상태이며, 현 주가 대비 상승여력이 존재하는 것으로 판단해 투자의견 매수를 유지함

*추가상각비+이연신계약비+신계약비+대리점수수료로 추산

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
경과보험료	십억원	10,976	11,255	11,533	11,678	11,918	12,196
YoY	%	8.1	2.5	2.5	1.3	2.1	2.3
보험손익	십억원	-558	-418	-380	-459	-448	-467
투자손익	십억원	852	960	1,020	1,096	1,145	1,205
합산비율	%	105.1	103.7	103.3	103.9	103.8	103.8
투자수익률	%	3.6	3.5	3.3	3.3	3.3	3.2
영업이익	십억원	294	542	640	637	698	737
YoY	%	-8.6	84.0	18.2	-0.5	9.5	5.7
세전이익	십억원	284	513	625	613	666	701
순이익	십억원	203	400	473	452	493	518
YoY	%	-12.9	96.6	18.3	-4.4	9.0	5.2
EPS	원	2,550	5,013	5,929	5,666	6,177	6,501
BPS	원	30,534	34,591	38,912	40,228	45,005	50,006
PER	배	14.1	6.3	7.9	6.7	6.2	5.8
PBR	배	1.2	0.9	1.2	0.9	0.8	0.8
ROE	%	8.6	15.4	16.1	14.3	14.5	13.7
배당수익률	%	2.1	4.3	3.2	3.7	3.9	4.2

현대해상 1Q18 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q18P	1Q17	YoY (%)	4Q17	QoQ (%)	1Q18E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(133.6)	(81.6)	적지	(162.7)	적지	(120.8)	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	283.2	245.8	15.2	252.9	12.0	260.7	8.6	n/a	n/a
영업이익	149.5	164.3	(9.0)	90.2	65.7	139.9	6.9	145.2	2.9
순이익	106.0	115.5	(8.2)	66.8	58.8	98.4	7.7	104.9	1.0

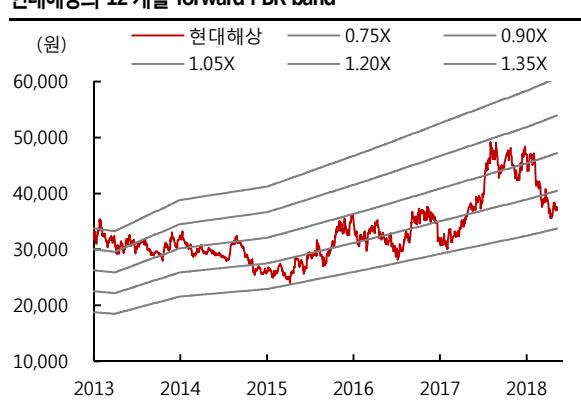
자료: 현대해상, FnGuide, SK 증권

현대해상의 목표주가 산출식

항목	현대해상	비고
자기자본비율 (%)	11.1	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.3	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.8	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.9	(d): 현대해상의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	14.2	(e): 현대해상의 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.27	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	(15.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.08	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	42,218	(j): 현대해상의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	46,000	(k): (i)*(j)
현주가 (05/11, 원)	38,000	
상승여력 (%)	21.1	

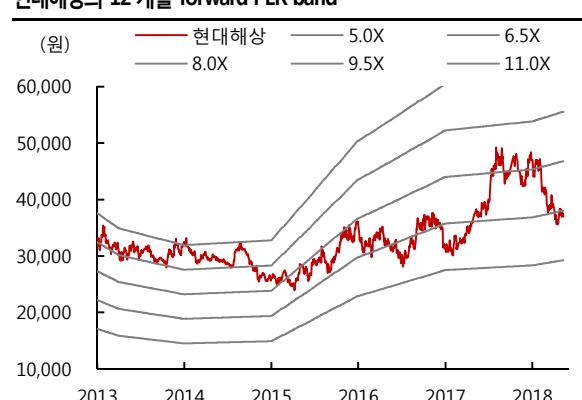
자료: SK 증권

현대해상의 12 개월 forward PBR band



자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 12 개월 forward PER band



자료: 현대해상, SK 증권

현대해상 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)
원수보험료	3,120.8	3,216.1	3,274.5	3,214.7	3,201.8	(0.4)	2.6
일반	254.4	287.9	241.4	297.1	259.4	(12.7)	2.0
자동차	781.5	832.5	887.4	827.7	837.4	1.2	7.1
장기	2,084.9	2,095.6	2,145.7	2,089.9	2,105.0	0.7	1.0
경과보험료	2,830.2	2,850.9	2,953.8	2,898.0	2,891.4	(0.2)	2.2
일반	109.1	112.8	111.4	117.6	110.7	(5.9)	1.4
자동차	720.1	737.2	760.2	773.7	766.1	(1.0)	6.4
장기	2,001.0	2,000.9	2,082.3	2,006.6	2,014.7	0.4	0.7
순사업비	552.3	560.3	591.9	632.3	613.8	(2.9)	11.1
보험영업이익	(81.6)	(33.0)	(102.8)	(162.7)	(133.6)	적지	적지
투자영업이익	245.8	252.7	268.7	252.9	283.2	12.0	15.2
영업이익	164.3	219.7	165.9	90.2	149.5	65.7	(9.0)
순이익	115.5	166.7	123.9	66.8	106.0	58.8	(8.2)
경과손해율 (%)	83.4	81.5	83.4	83.8	83.4	(0.4)	0.0
일반	60.3	56.9	75.1	71.2	56.6	(14.5)	(3.7)
자동차	77.8	77.0	78.8	84.3	80.4	(3.9)	2.6
장기	86.6	84.5	85.6	84.4	86.0	1.7	(0.6)
위험손해율*	92.7	84.1	87.7	83.6	91.4	7.8	(1.3)
순사업비율 (%)	19.5	19.7	20.0	21.8	21.2	(0.6)	1.7
합산비율 (%)	102.9	101.2	103.5	105.6	104.6	(1.0)	1.7
순투자수익률 (%)	3.3	3.3	3.4	3.1	3.5	0.3	0.2
장기월납환산	27.7	23.1	29.8	24.6	29.7	20.9	7.5
저축성	2.7	1.7	5.8	1.7	1.4	(17.8)	(50.1)
보장성	24.9	21.4	24.0	22.9	28.4	23.7	13.9
인보험	21.6	17.2	19.6	19.0	24.7	29.8	14.4

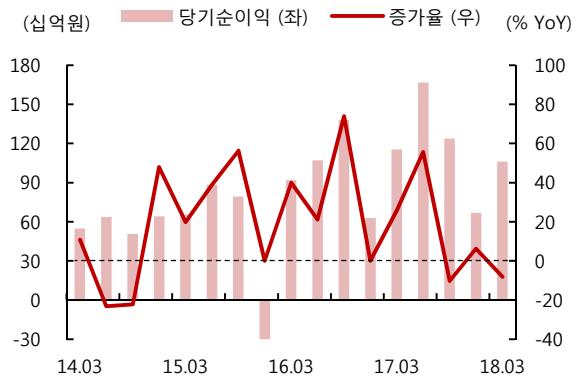
자료: 현대해상, SK 증권

주: *K-GAAP기준

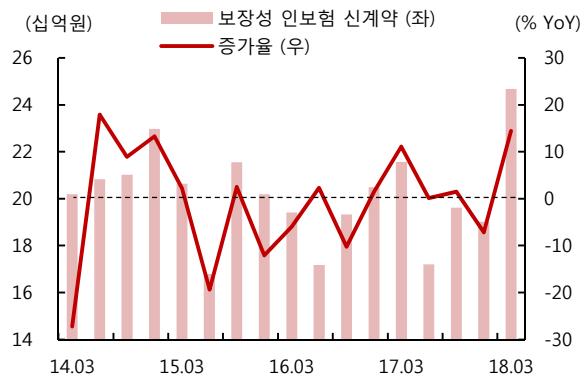
현대해상 운용자산 현황

(단위: 십억원)	17년 3월	17년 6월	17년 9월	17년 12월	18년 3월	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	29,734	31,350	32,106	32,448	32,704	100.0	0.8	10.0
현금및예치금	1,067	1,058	1,334	854	849	2.6	(0.6)	(20.4)
유가증권	18,817	20,188	20,672	21,083	21,128	64.6	0.2	12.3
주식	664	678	643	702	713	2.2	1.5	7.3
채권	10,539	10,750	10,978	11,207	11,195	34.2	(0.1)	6.2
수익증권	2,477	3,054	3,114	3,227	3,289	10.1	1.9	32.8
외화유가증권	4,276	4,740	5,063	5,112	5,170	15.8	1.1	20.9
기타유가증권	313	293	228	185	241	0.7	29.7	(23.0)
관계사 지분	549	674	646	649	520	1.6	(19.8)	(5.3)
대출채권	8,839	9,096	9,092	9,505	9,723	29.7	2.3	10.0
부동산	1,011	1,009	1,007	1,006	1,004	3.1	(0.2)	(0.7)

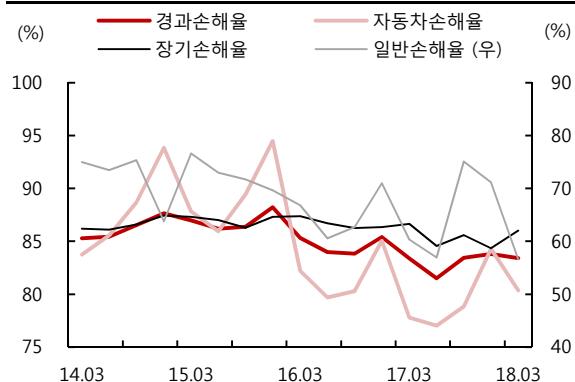
자료 현대해상, SK 증권

현대해상의 분기별 순이익 및 증가율

자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 보장성 인보험 신계약 및 증가율

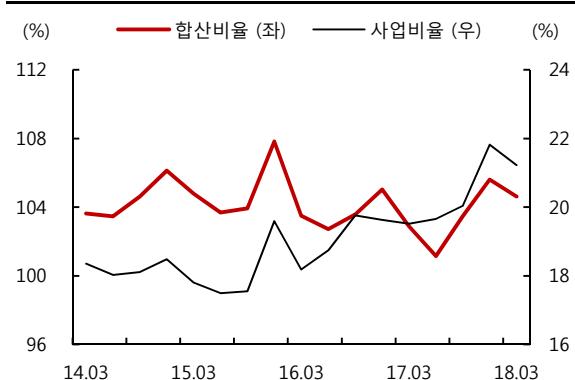
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 보증별 경과손해율

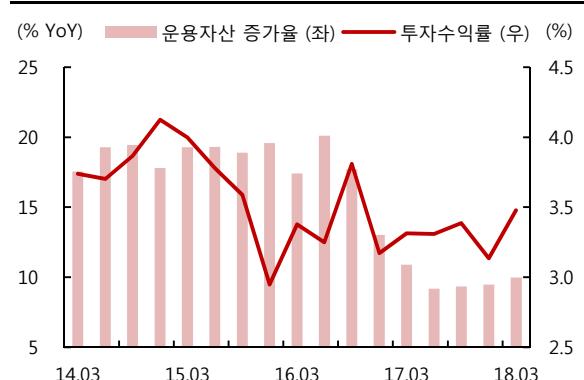
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 장기 위험손해율

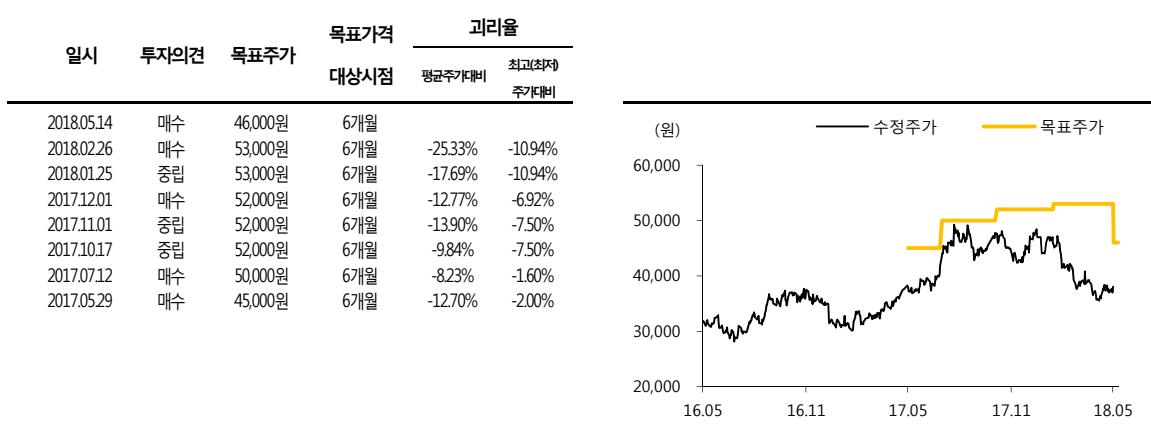
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 합산비율 및 사업비율

자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 운용자산 증가율 및 투자수익률

자료: 현대해상, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(김도하는 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 5월 14일 기준)

매수	89.73%	중립	10.27%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	29,643	32,448	34,594	36,824	39,163
현금 및 예치금	1,157	854	611	431	330
유가증권	18,780	21,083	22,695	24,414	26,132
주식	1,003	1,351	1,392	1,441	1,492
채권	10,829	11,207	11,949	12,719	13,527
수익증권	2,244	3,227	3,550	3,905	4,296
외화유가증권	4,395	5,112	5,604	6,133	6,584
기타유가증권	308	185	200	216	234
대출채권	8,691	9,505	10,285	10,948	11,643
부동산	1,015	1,006	1,003	1,031	1,058
비운용자산	3,796	3,938	3,954	3,981	3,995
특별계정자산	3,213	3,736	4,109	4,438	4,793
자산총계	36,652	40,122	42,658	45,243	47,951
책임준비금	28,653	31,051	32,896	34,926	37,051
지급준비금	2,480	2,554	2,708	2,870	3,042
보험료적립금	23,934	26,132	27,860	29,656	31,540
미경과보험료적립금	2,179	2,304	2,266	2,337	2,406
기타부채	1,835	2,177	2,573	2,628	2,689
특별계정부채	3,406	3,791	3,981	4,100	4,223
부채총계	33,894	37,019	39,450	41,655	43,964
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	2,398	2,763	3,096	3,477	3,875
비상위험준비금	731	806	838	857	878
자본조정	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄손익누계	238	218	-9	-9	-9
자본총계	2,758	3,103	3,208	3,588	3,987
부채와자본총계	36,652	40,122	42,658	45,243	47,951

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	13.5	9.5	6.3	6.1	6.0
운용자산	13.0	9.5	6.6	6.4	6.4
부채	13.5	9.2	6.6	5.6	5.5
책임준비금	11.6	8.4	5.9	6.2	6.1
자본	13.3	12.5	3.4	11.9	11.1
경과보험료	2.5	2.5	1.3	2.1	2.3
일반	-3.0	-0.9	2.0	2.0	2.0
자동차	12.7	9.2	3.4	2.5	3.5
장기	-0.2	0.4	0.4	1.9	1.9
순사업비	8.0	8.8	4.0	-0.1	2.5
투자영업이익	12.7	6.3	7.4	4.5	5.2
영업이익	84.0	18.2	-0.5	9.5	5.7
순이익	96.6	18.3	-4.4	9.0	5.2

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,583	12,826	13,018	13,313	13,650
일반	1,079	1,081	1,102	1,124	1,147
자동차	3,145	3,329	3,442	3,545	3,687
장기	8,359	8,416	8,474	8,643	8,816
보유보험료	11,414	11,702	11,935	12,229	12,564
경과보험료	11,255	11,533	11,678	11,918	12,196
일반	455	451	460	469	479
자동차	2,739	2,991	3,092	3,168	3,280
장기	8,061	8,091	8,126	8,281	8,438
경과손해액	9,525	9,576	9,707	9,939	10,176
일반	297	297	300	319	325
자동차	2,242	2,379	2,517	2,618	2,712
장기	6,986	6,900	6,890	7,002	7,138
순사업비	2,148	2,337	2,430	2,426	2,488
보험영업이익	-418	-380	-459	-448	-467
투자영업이익	960	1,020	1,096	1,145	1,205
영업이익	542	640	637	698	737
영업외이익	-29	-15	-24	-32	-36
세전이익	513	625	613	666	701
법인세비용	113	152	161	173	183
당기순이익	400	473	452	493	518

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.6	83.0	83.1	83.4	83.4
일반	65.2	65.9	65.3	68.0	68.0
자동차	81.8	79.5	81.4	82.6	82.7
장기	86.7	85.3	84.8	84.6	84.6
사업비율	19.1	20.3	20.8	20.4	20.4
투자이익률	3.5	3.3	3.3	3.3	3.2
수익성 (%)					
ROE	154	161	143	145	13.7
ROA	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	5,013	5,929	5,666	6,177	6,501
보통주 BPS	34,591	38,912	40,228	45,005	50,006
보통주 DPS	1,350	1,500	1,400	1,500	1,600
기타 지표					
보통주 PER (X)	6.3	7.9	6.7	6.2	5.8
보통주 PBR (X)	0.9	1.2	0.9	0.8	0.8
배당성향 (%)	26.9	25.3	24.7	24.3	24.6
보통주 배당수익률 (%)	4.3	3.2	3.7	3.9	4.2