

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	3,353 십억원
주요주주	
정몽윤(와4)	22.34%
현대해상 자사주	10.05%
외국인지분율	45.88%
배당수익률	3.19%

Stock Data

주가(19/01/25)	37,500 원
KOSPI	2,177.7 pt
52주 Beta	0.54
52주 최고가	47,200 원
52주 최저가	33,100 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-14.1%	-20.1%
6개월	5.6%	9.8%
12개월	-17.9%	-2.8%

현대해상 (001450/KS | 매수(유지) | T.P 48,000 원(하향))

4Q18 순이익 280 억원 (-58% YoY), 컨센서스 21% 하회 전망

현대해상의 4Q18 순이익은 280 억원 (-58% YoY, -72% QoQ)으로 컨센서스를 21% 하회할 전망. 실적 부진의 주 원인은 손해율 악화. '19년 당기순이익은 4,383 억원으로, 창출된 신계약으로부터의 지속적인 수익 인식 및 사업비율 하락, 투자수익률 방어 등에 따라 14% YoY 증가할 전망. 손해율 가정 악화 및 신종증권 이자부담 증가에 따른 기대 ROE 하락으로 목표주가를 6% 하향. Hybrid 이자비용을 이익에서 차감해 경쟁사 대비 ROE 하락폭이 크게 나타났으나 '19년 증익률은 유사해 긍정적인 전망을 유지함

4Q18 순이익 280 억원 (-58% YoY), 컨센서스 21% 하회 전망

현대해상의 4Q18 순이익은 280억원 (-58% YoY, -72% QoQ)으로 시장 컨센서스를 21% 하회할 전망이다. 실적 부진의 주 원인은 손해율 악화로, 자동차 손해율이 10.7%p YoY, 장기 손해율이 0.5%p YoY 상승할 것으로 추정했다. 이때 전체 경과손해율은 2.9%p YoY 상승할 전망이다. 전년동기 카드슈랑스 관련 손실금을 인식했던 기저효과로 사업비율은 1.1%p YoY 낮아진 20.7%로 예상된다. 4Q18 투자수익률은 보유이원 하락으로 전년동기대비 5bp 낮아진 3.0%로 가정하였다. 현대해상의 2019년 당기순이익은 4,383억원으로, 창출된 신계약으로부터의 지속적인 보험료 수익 인식 및 사업비율 하락, 투자수익률 방어 등에 따라 14% YoY 증가할 전망이다.

목표주가 5.9% 하향 조정, 투자의견 매수 유지

현대해상의 향후 3 개년 평균 ROE 기댓값은 10.6%로, 손해율 가정 악화 및 신종자본증권 이자비용 증가(2018년 118 억원 → 이후 연간 236 억원)에 따라 이전의 12.5% 대비 하락했다. 이를 주된 이유로 목표 PBR 을 0.85 배로 하향했으며, 12mf BPS 56,241 원에 적용해 목표주가를 48,000 원으로 이전 대비 5.9% 하향 조정하였다. 당사는 자본 차감 항목인 신종자본증권 이자비용을 순이익에도 반영해 ROE 를 산출하므로 현대해상의 ROE 하락폭이 경쟁사 대비 크게 나타났으나, 2019년 당기순이익 증가율은 유사한 수준을 보일 전망이며 turn-around 관점을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

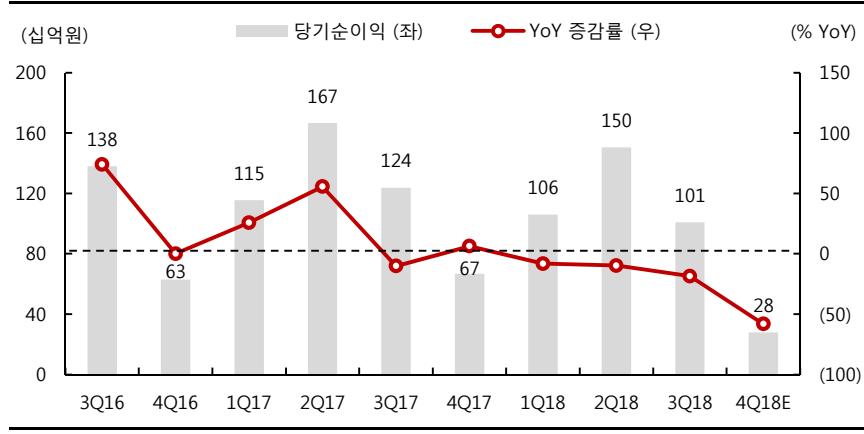
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
경과보험료	십억원	10,976	11,255	11,533	11,789	12,054	12,311
YoY	%	8.1	2.5	2.5	2.2	2.2	2.1
보험손익	십억원	-558	-418	-380	-538	-547	-547
투자손익	십억원	852	960	1,020	1,088	1,162	1,224
합산비율	%	105.1	103.7	103.3	104.6	104.5	104.4
투자수익률	%	3.6	3.5	3.3	3.3	3.3	3.2
영업이익	십억원	294	542	640	549	615	677
YoY	%	-8.6	84.0	18.2	-14.2	11.9	101
세전이익	십억원	284	513	625	529	591	645
순이익	십억원	203	400	473	385	438	477
YoY	%	-12.9	96.6	18.3	-18.5	13.7	8.9
EPS	원	2,550	5,013	5,929	4,833	5,497	5,986
BPS	원	30,534	34,591	38,912	47,488	51,509	55,849
PER	배	14.1	6.3	7.9	8.5	6.8	6.3
PBR	배	1.2	0.9	1.2	0.9	0.7	0.7
ROE	%	8.6	15.4	16.1	11.2	11.1	11.2
배당수익률	%	2.1	4.3	3.2	2.9	3.6	3.9

현대해상 4Q18 실적 preview 및 시장 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	4Q18E	3Q18	QoQ (%)	4Q17	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(222.1)	(123.0)	적확	(162.7)	적확	n/a	n/a
투자영업이익	263.8	267.5	(1.4)	252.9	4.3	n/a	n/a
영업이익	41.8	144.5	(71.1)	90.2	(53.7)	52.4	(203)
당기순이익	28.0	100.9	(72.3)	66.8	(58.1)	35.4	(209)
(단위: %)	4Q18E	3Q18	QoQ (%)	4Q17	YoY (%p)		
경과손해율	86.7	83.7	3.1	83.8	2.9		
일반	65.0	65.3	(0.3)	71.2	(6.2)		
자동차	95.0	86.6	8.4	84.3	10.7		
장기	84.9	83.5	1.3	84.4	0.5		
사업비율	20.7	20.5	0.3	21.8	(1.1)		
투자수익률	3.0	3.1	(0.1)	3.1	(0.1)		

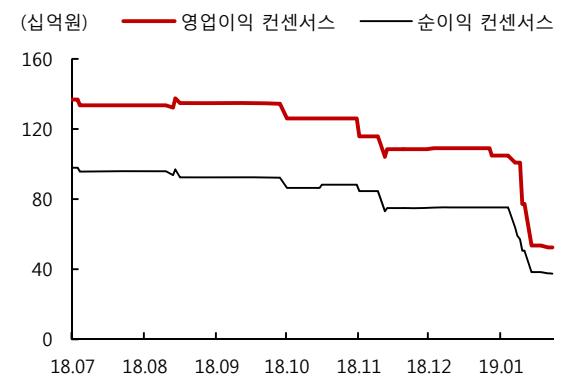
자료: FnGuide, SK 증권

현대해상의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



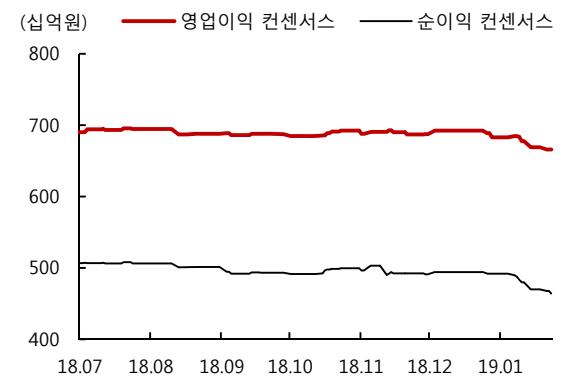
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 4Q18 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화



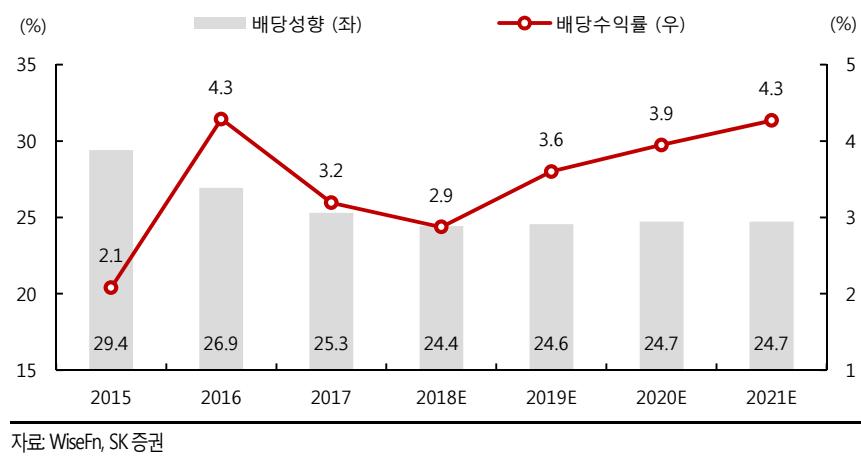
자료: FnGuide, SK 증권

현대해상의 2019년 영업이익 및 순이익 컨센서스 변화

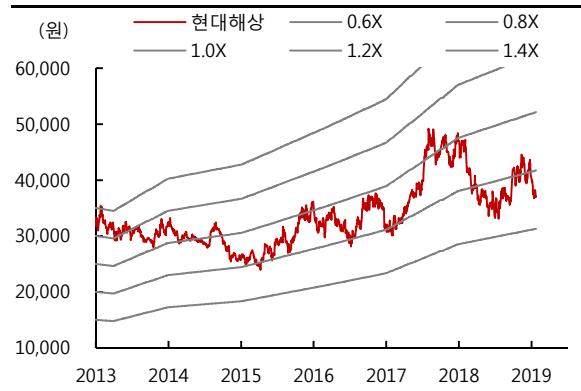


자료: FnGuide, SK 증권

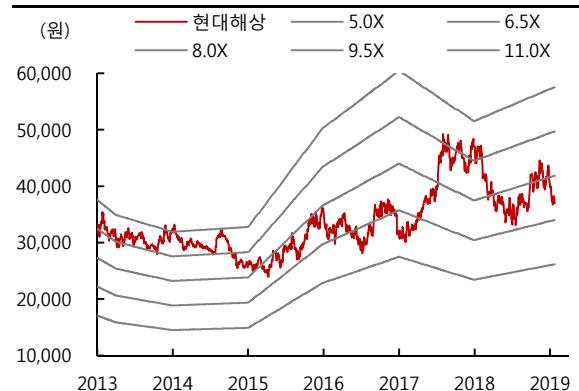
현대해상의 배당지표 추이 및 전망



현대해상의 12 개월 forward PBR 추이



현대해상의 12 개월 forward PER 추이



재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	29,643	32,448	34,726	37,251	40,068
현금 및 예치금	1,157	854	1,048	1,096	1,119
유가증권	18,780	21,083	22,761	24,631	26,594
주식	1,003	1,351	1,392	1,441	1,492
채권	10,829	11,207	11,994	12,866	13,839
수익증권	2,244	3,227	3,550	3,905	4,296
외화유가증권	4,395	5,112	5,625	6,202	6,733
기타유가증권	308	185	200	216	234
대출채권	8,691	9,505	9,910	10,481	11,274
부동산	1,015	1,006	1,007	1,043	1,082
비운용자산	3,796	3,938	3,934	3,928	3,911
특별계정자산	3,213	3,736	4,109	4,438	4,793
자산총계	36,652	40,122	42,769	45,617	48,772
책임준비금	28,653	31,051	33,302	35,733	38,272
지급준비금	2,480	2,554	2,708	2,870	3,042
보험료적립금	23,934	26,132	28,228	30,421	32,722
미경과보험료적립금	2,179	2,304	2,303	2,375	2,438
기타부채	1,835	2,177	1,701	1,677	1,825
특별계정부채	3,406	3,791	3,981	4,100	4,223
부채총계	33,894	37,019	38,983	41,510	44,319
지배주주지분					
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	612	612	612
이익잉여금	2,398	2,763	3,021	3,341	3,687
비상위험준비금	731	806	862	881	900
자본조정	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄손익누계	238	218	146	146	146
자본총계	2,758	3,103	3,787	4,107	4,453
부채와자본총계	36,652	40,122	42,769	45,617	48,772

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,583	12,826	13,011	13,360	13,661
일반	1,079	1,081	1,094	1,115	1,138
자동차	3,145	3,329	3,373	3,466	3,570
장기	8,359	8,416	8,544	8,778	8,954
보우보험료	11,414	11,702	11,905	12,236	12,537
경과보험료	11,255	11,533	11,789	12,054	12,311
일반	455	451	460	467	477
자동차	2,739	2,991	3,123	3,164	3,251
장기	8,061	8,091	8,206	8,423	8,583
경과손해액	9,525	9,576	9,897	10,164	10,357
일반	297	297	281	318	325
자동차	2,242	2,379	2,668	2,708	2,745
장기	6,986	6,900	6,948	7,139	7,287
순사업비	2,148	2,337	2,430	2,437	2,501
보험영업이익	-418	-380	-538	-547	-547
투자영업이익	960	1,020	1,088	1,162	1,224
영업이익	542	640	549	615	677
영업외이익	-29	-15	-20	-24	-32
세전이익	513	625	529	591	645
법인세비용	113	152	144	153	167
당기순이익	400	473	385	438	477

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	13.5	9.5	6.6	6.7	6.9
운용자산	13.0	9.5	7.0	7.3	7.6
부채	13.5	9.2	5.3	6.5	6.8
책임준비금	11.6	8.4	7.2	7.3	7.1
자본	13.3	12.5	22.0	8.5	8.4
경과보험료	2.5	2.5	2.2	2.2	2.1
일반	-3.0	-0.9	2.0	1.5	2.2
자동차	12.7	9.2	4.4	1.3	2.8
장기	-0.2	0.4	1.4	2.6	1.9
순사업비	8.0	8.8	4.0	0.3	2.6
투자영업이익	12.7	6.3	6.7	6.8	5.3
영업이익	84.0	18.2	-14.2	11.9	10.1
순이익	96.6	18.3	-18.5	13.7	8.9

성

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.6	83.0	84.0	84.3	84.1
일반	65.2	65.9	61.0	68.0	68.0
자동차	81.8	79.5	85.4	85.6	84.4
장기	86.7	85.3	84.7	84.8	84.9
사업비율	191	203	20.6	202	203
투자이익률	3.5	33	33	33	32
수익성 (%)					
ROE	154	161	11.2	11.1	11.2
ROA	12	12	0.9	1.0	1.0
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	5,013	5,929	4,833	5,497	5,986
보통주 BPS	34,591	38,912	47,488	51,509	55,849
보통주 DPS	1,350	1,500	1,180	1,350	1,480
기타 지표					
보통주 PER (X)	6.3	7.9	8.5	6.8	6.3
보통주 PBR (X)	0.9	1.2	0.9	0.7	0.7
배당성향 (%)	26.9	25.3	24.4	24.6	24.7
보통주 배당수익률 (%)	4.3	3.2	2.9	3.6	3.9

자료: SK증권 추정