

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

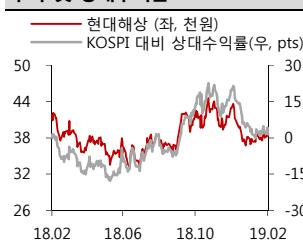
Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	8,940 만주
자사주	899 만주
액면가	500 원
시가총액	3,482 십억원
주요주주	
정몽윤(와4)	22.34%
현대해상 자사주	10.05%
외국인지분율	46.44%
배당수익률	3.19%

Stock Data

주가(19/02/22)	38,950 원
KOSPI	2,230.5 pt
52주 Beta	0.50
52주 최고가	44,550 원
52주 최저가	33,100 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.4%	0.1%
6개월	4.7%	6.6%
12개월	-4.8%	2.8%

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

4Q18 Review: 경쟁적 성장보다는 관리가 예상되는 2019년

현대해상의 4Q18 당기순이익은 16 억원 (-98% YoY)으로 컨센서스 대폭 하회. 당사 추정보다 1.5%p 높게 나타난 장기 손해율이 예상 하회의 원인으로 판단. 동사는 '19년 신계약 성장보다는 사차익 개선 및 계속보험료 관리 등 수익성 중심의 전략을 실행할 계획. '18년 장기 위험손해율이 3%p YoY 상승해 타사들과는 다른 방향성을 나타낸 만큼, 비용을 수반한 경쟁보다는 손해율 관리가 필요한 시기였음. 배당성향은 당분간 현 수준을 유지할 것으로 밝혔으며, 향후 3개년 평균 기대 DY는 3.7%로 양호한 수준이라고 판단

4Q18 당기순이익 16 억원 (-98% YoY)으로 컨센서스 대폭 하회

현대해상의 4Q18 당기순이익은 16 억원 (-98% YoY, -98% QoQ)으로 SK증권 추정치 280 억원 및 시장 전망치 373 억원을 대폭 하회. 당사 추정보다 1.5%p 높게 나타난 장기 손해율이 예상 하회의 원인으로 판단. 현대해상의 4Q18 경과손해율은 88.3%로 4.5%p YoY 상승했는데, 자동차손해율이 11%p YoY, 장기손해율이 2%p YoY 상승한데 따른. 사업비율은 20.4%로, 비경상적 손실과 희망퇴직비용이 400 억원 수준 발생했던 4Q17 대비 1.4%p YoY 하락. 4Q18 보장성 인보험 신계약도 279 억원 (+13% YoY, flat QoQ)으로 견조한 증가세를 지속. 4Q18 투자수익률은 3.0% (-0.2%p YoY)로, 부진한 시장 환경으로 손상차손 및 처분손실이 발생하면서 하락함

경쟁적 성장보다는 관리가 예상되는 2019년

현대해상은 2019년 장기 인보험 신계약의 성장보다는 사차익 개선 및 계속보험료 관리 등 수익성 중심의 전략을 실행할 계획. 비급여 의료비의 지속 증가로 실손 손해율이 악화되면서 동사의 장기 위험손해율은 2018년 89.6% (+2.7%p YoY)로 상승. 타 손보사와는 다른 방향성을 나타낸 만큼 비용 지출을 수반한 경쟁보다는 손해율 관리가 필요한 시기였으며, 옳은 전략을 택한 것으로 판단됨. 배당성향은 당분간 현 수준을 유지할 것으로 밝혔으며, 배당성향 25% 가정 시 향후 3개년 평균 기대 배당수익률은 3.7%로 양호한 수준이라고 판단. 현대해상에 대한 투자의견 매수, 목표주가 48,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
경과보험료	십억원	10,976	11,255	11,533	11,766	11,969	12,240
YoY	%	8.1	2.5	2.5	2.0	1.7	2.3
보험손익	십억원	-558	-418	-380	-573	-570	-576
투자손익	십억원	852	960	1,020	1,087	1,153	1,209
합산비율	%	105.1	103.7	103.3	104.9	104.8	104.7
투자수익률	%	3.6	3.5	3.3	3.2	3.2	3.1
영업이익	십억원	294	542	640	514	583	633
YoY	%	-8.6	84.0	18.2	-19.7	13.3	8.7
세전이익	십억원	284	513	625	491	559	601
순이익	십억원	203	400	473	359	415	446
YoY	%	-12.9	96.6	18.3	-24.1	15.6	7.5
EPS	원	2,550	5,013	5,929	4,502	5,203	5,593
BPS	원	30,534	34,591	38,912	51,590	55,367	59,364
PER	배	14.1	6.3	7.9	9.1	7.5	7.0
PBR	배	1.2	0.9	1.2	0.8	0.7	0.7
수정 ROE	%	8.6	15.4	16.1	9.9	9.7	9.8
배당수익률	%	2.1	4.3	3.2	2.8	3.3	3.6

현대해상 4Q18 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	4Q18P	4Q17	YoY (%)	3Q18	QoQ (%)	4Q18E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험영업이익	(256.7)	(162.7)	적지	(123.0)	적지	(222.1)	n/a	n/a	n/a
투자영업이익	263.2	252.9	4.1	267.5	(1.6)	263.8	(0.2)	n/a	n/a
영업이익	6.6	90.2	(92.7)	144.5	(95.4)	41.8	(84.3)	50.7	(87.0)
순이익	1.6	66.8	(97.6)	100.9	(98.4)	28.0	(94.3)	37.3	(95.7)

자료: 현대해상, FnGuide, SK증권

현대해상 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2018				QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2017	2018	YoY	
	2017	4Q	1Q	2Q	3Q		연간	연간	(%, %p)	
원수보험료	3,214.7	3,201.8	3,251.4	3,216.2	3,308.8	2.9	2.9	12,826.1	12,978.3	1.2
일반	297.1	259.4	297.2	233.9	302.1	29.2	1.7	1,080.8	1,092.6	1.1
자동차	827.7	837.4	839.7	827.2	871.6	5.4	5.3	3,329.2	3,375.9	1.4
장기	2,089.9	2,105.0	2,114.5	2,155.1	2,135.2	(0.9)	2.2	8,416.1	8,509.9	1.1
경과보험료	2,898.0	2,891.4	2,928.2	2,981.0	2,965.0	(0.5)	2.3	11,532.9	11,765.7	2.0
일반	117.6	110.7	115.5	115.1	117.3	1.9	(0.3)	451.0	458.5	1.7
자동차	773.7	766.1	779.3	797.1	799.7	0.3	3.4	2,991.2	3,142.1	5.0
장기	2,006.6	2,014.7	2,033.5	2,068.8	2,048.0	(1.0)	2.1	8,090.8	8,165.0	0.9
순사업비	632.3	613.8	587.6	610.0	604.9	(0.8)	(4.3)	2,336.8	2,416.3	3.4
보험영업이익	(162.7)	(133.6)	(59.8)	(123.0)	(256.7)	적지	적지	(380.0)	(573.1)	적지
투자영업이익	252.9	283.2	273.4	267.5	263.2	(1.6)	4.1	1,020.1	1,087.4	6.6
영업이익	90.2	149.5	213.6	144.5	6.6	(95.4)	(92.7)	640.1	514.3	(19.7)
순이익	66.8	106.0	150.5	100.9	1.6	(98.4)	(97.6)	472.8	359.0	(24.1)
경과손해율 (%)	83.8	83.4	82.0	83.7	88.3	4.6	4.5	83.0	84.3	1.3
일반	71.2	56.6	56.7	65.3	67.2	1.9	(4.0)	65.9	61.5	(4.4)
자동차	84.3	80.4	79.6	86.6	95.6	9.0	11.3	79.5	85.6	6.1
장기	84.4	86.0	84.3	83.5	86.6	3.1	2.2	85.3	85.1	(0.2)
위험손해율*	83.6	91.4	86.1	85.0	95.8	10.9	12.3	86.9	89.6	2.7
순사업비율 (%)	21.8	21.2	20.1	20.5	20.4	(0.1)	(1.4)	20.3	20.5	0.3
합산비율 (%)	105.6	104.6	102.0	104.1	108.7	4.5	3.0	103.3	104.9	1.6
순투자수익률 (%)	3.1	3.5	3.3	3.1	3.0	(0.1)	(0.2)	3.3	3.2	(0.1)
장기월납환산	24.6	29.7	25.3	27.9	27.9	(0.1)	13.2	105.1	110.8	5.4
저축성	1.7	1.4	1.0	0.8	0.7	(16.3)	(58.9)	11.9	3.8	(68.0)
보장성	22.9	28.4	24.3	27.1	27.2	0.4	18.4	93.2	107.0	14.7
인보험	19.0	24.7	20.2	23.4	23.3	(0.1)	22.8	77.4	91.6	18.4

자료: 현대해상, SK증권

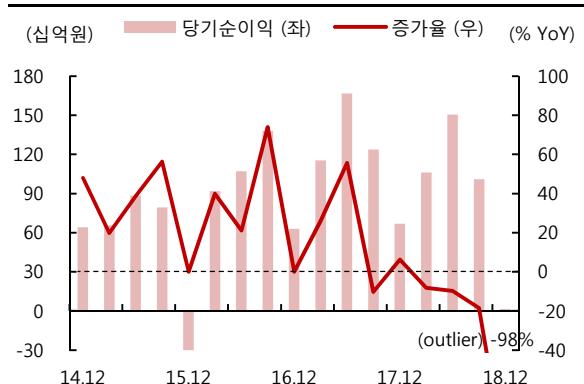
주: *K-GAAP 기준

현대해상 운용자산 현황

(단위: 십억원)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YTD (%)
운용자산	32,448	32,704	33,542	34,828	35,811	100.0	2.8	10.4
현금및예치금	854	849	947	1,046	1,058	3.0	1.1	23.9
유기증권	21,083	21,128	21,664	22,764	23,590	65.9	3.6	11.9
주식	702	713	646	669	587	1.6	(12.3)	(16.4)
채권	11,207	11,195	11,324	11,950	12,575	35.1	5.2	12.2
수익증권	3,227	3,289	3,525	3,687	3,652	10.2	(1.0)	13.2
외화유기증권	5,112	5,170	5,428	5,758	6,118	17.1	6.2	19.7
기타유기증권	185	241	220	186	144	0.4	(22.9)	(22.6)
관계사 지분	649	520	520	513	514	1.4	0.1	(20.8)
대출채권	9,505	9,723	9,923	10,008	10,143	28.3	1.3	6.7
부동산	1,006	1,004	1,008	1,009	1,021	2.9	1.2	1.5

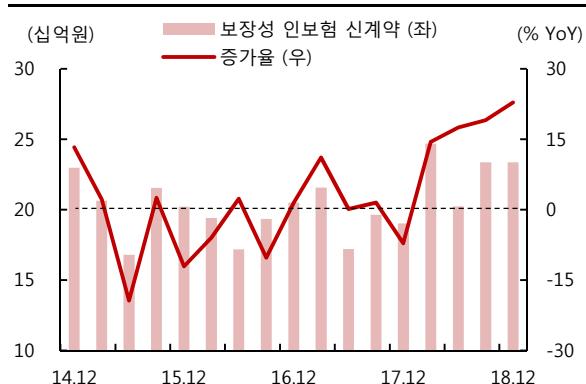
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 분기별 순이익 및 증가율



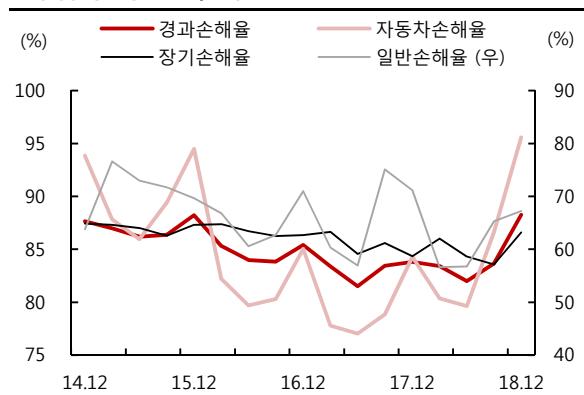
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 보장성 인보험 신계약 및 증가율



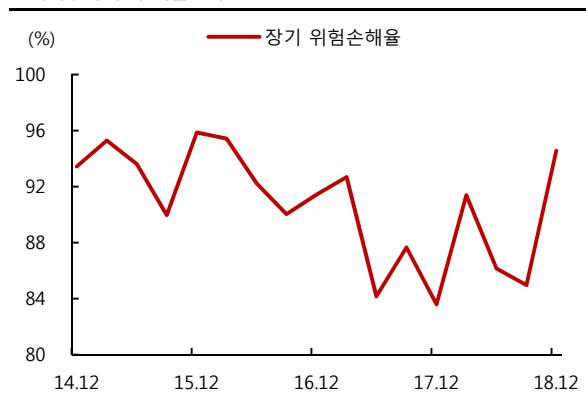
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 보증별 경과손해율

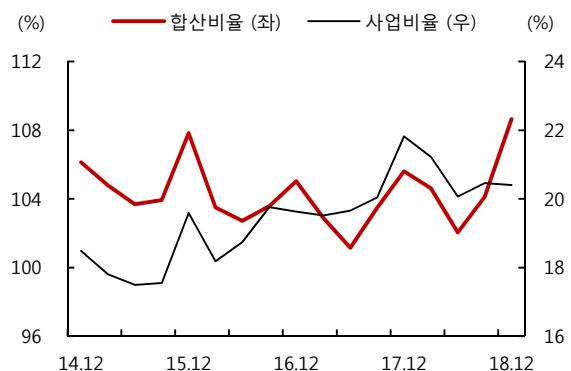


자료: 현대해상, SK 증권

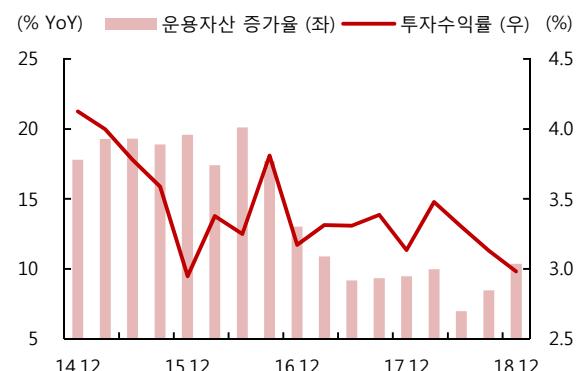
현대해상의 장기 위험손해율



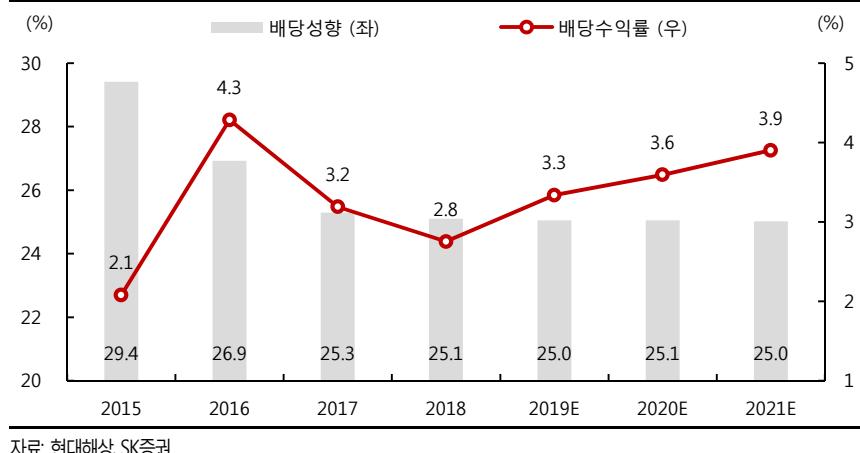
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 합산비율 및 사업비율

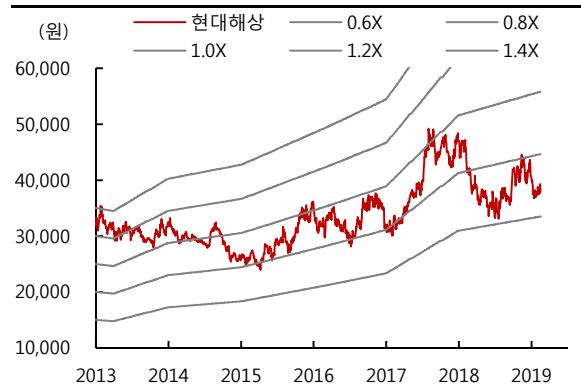
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 운용자산 증가율 및 투자수익률

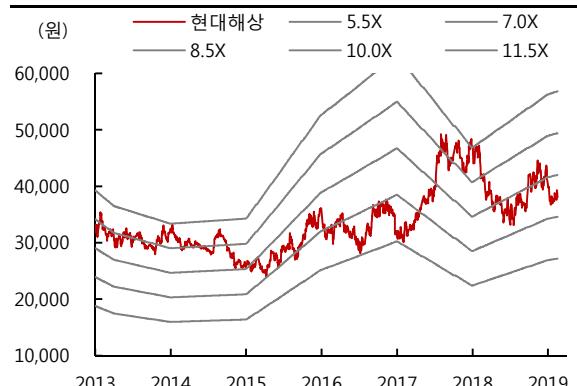
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 배당지표 추이 및 전망

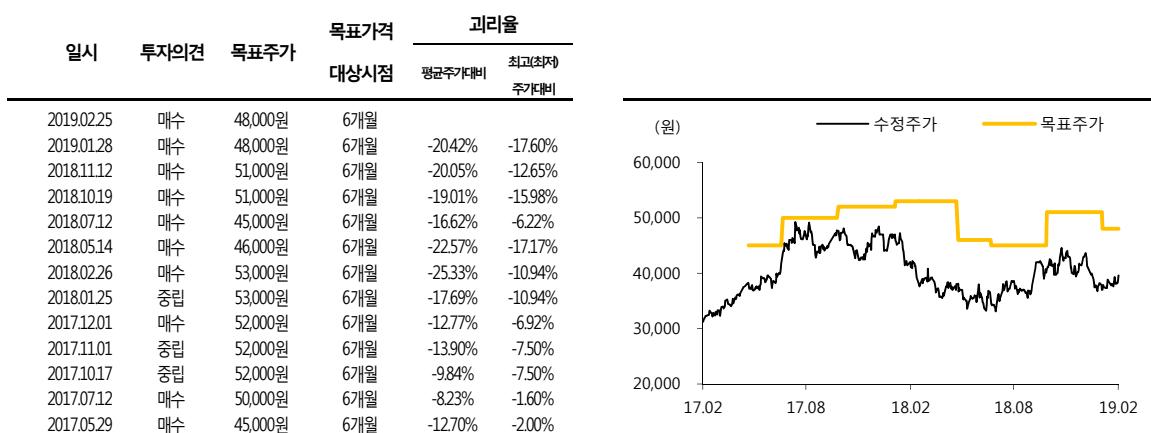
자료: 현대해상, SK증권

현대해상의 12 개월 forward PBR band

자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 12 개월 forward PER band

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 (2019년 2월 25일 기준)

매수	90.08%	중립	9.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	29,643	32,448	35,811	38,275	41,034
현금 및 예치금	1,157	854	1,058	1,060	1,039
유가증권	18,780	21,083	23,590	25,475	27,450
주식	1,003	1,351	1,101	1,140	1,180
채권	10,829	11,207	12,575	13,440	14,410
수익증권	2,244	3,227	3,652	4,017	4,419
외화유가증권	4,395	5,112	6,118	6,722	7,274
기타유가증권	308	185	144	155	167
대출채권	8,691	9,505	10,143	10,687	11,458
부동산	1,015	1,006	1,021	1,053	1,088
비운용자산	3,796	3,938	3,712	3,669	3,594
특별계정자산	3,213	3,736	4,197	4,533	4,895
자산총계	36,652	40,122	43,719	46,477	49,524
책임준비금	28,653	31,051	33,099	35,346	37,764
지급준비금	2,480	2,554	2,526	2,677	2,838
보험료적립금	23,934	26,132	28,125	30,201	32,379
미경과보험료적립금	2,179	2,304	2,376	2,390	2,463
기타부채	1,835	2,177	2,299	2,382	2,562
특별계정부채	3,406	3,791	4,208	4,334	4,464
부채총계	33,894	37,019	39,606	42,062	44,791
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	612	612	612
이익잉여금	2,398	2,763	2,997	3,298	3,617
비상위험준비금	731	806	875	895	915
자본조정	-38	-38	-37	-37	-37
기타포괄손익누계	238	218	497	497	497
자본총계	2,758	3,103	4,114	4,415	4,733
부채와자본총계	36,652	40,122	43,719	46,477	49,524

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	13.5	9.5	9.0	6.3	6.6
운용자산	13.0	9.5	10.4	6.9	7.2
부채	13.5	9.2	7.0	6.2	6.5
책임준비금	11.6	8.4	6.6	6.8	6.8
자본	13.3	12.5	32.6	7.3	7.2
경과보험료	2.6	2.5	2.0	1.7	2.3
일반	-3.0	-0.9	1.7	1.6	2.2
자동차	12.7	9.2	5.0	0.7	3.2
장기	-0.2	0.4	0.9	2.1	1.9
순사업비	8.0	8.8	3.4	0.0	2.8
투자영업이익	12.7	6.3	6.6	6.0	4.9
영업이익	84.0	182	-19.7	13.3	8.7
순이익	96.6	183	-24.1	15.6	7.5

자료: SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
원수보험료	12,583	12,826	12,978	13,318	13,619
일반	1,079	1,081	1,093	1,114	1,137
자동차	3,145	3,329	3,376	3,502	3,607
장기	8,359	8,416	8,510	8,701	8,875
보우보험료	11,414	11,702	11,856	12,178	12,478
경과보험료	11,255	11,533	11,766	11,969	12,240
일반	455	451	458	466	476
자동차	2,739	2,991	3,142	3,163	3,265
장기	8,061	8,091	8,165	8,341	8,499
경과손해액	9,525	9,576	9,922	10,123	10,332
일반	297	297	282	303	314
자동차	2,242	2,379	2,691	2,727	2,777
장기	6,986	6,900	6,949	7,093	7,241
순사업비	2,148	2,337	2,416	2,417	2,483
보험영업이익	-418	-380	-573	-570	-576
투자영업이익	960	1,020	1,087	1,153	1,209
영업이익	542	640	514	583	633
영업외이익	-29	-15	-23	-24	-32
세전이익	513	625	491	559	601
법인세비용	113	152	132	144	156
당기순이익	400	473	359	415	446

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	84.6	83.0	84.3	84.6	84.4
일반	65.3	66.0	61.5	65.0	66.0
자동차	81.9	79.5	85.6	86.2	85.1
장기	86.7	85.3	85.1	85.0	85.2
사업비율	19.1	20.3	20.5	20.2	20.3
투자이익률	3.5	3.3	3.2	3.2	3.1
수익성 (%)					
수정 ROE	154	161	9.9	9.7	9.8
수정 ROA	1.2	1.2	0.9	0.9	0.9
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	5,013	5,929	4,502	5,203	5,593
보통주 BPS	34,591	38,912	51,590	55,367	59,364
보통주 DPS	1,350	1,500	1,130	1,300	1,400
기타 지표					
보통주 PER (X)	6.3	7.9	9.1	7.5	7.0
보통주 PBR (X)	0.9	1.2	0.8	0.7	0.7
배당성향 (%)	26.9	25.3	25.1	25.0	25.0
보통주 배당수익률 (%)	4.3	3.2	2.8	3.3	3.6