

SK COMPANY Analysis



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

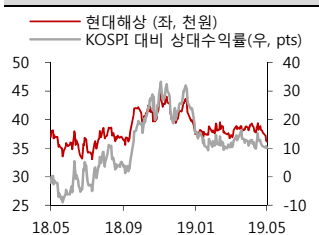
Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	8,940 만주
자사주	899 만주
액면가	500 원
시가총액	3,232 십억원
주요주주	
정몽운(외)	22.36%
현대해상 자사주	10.05%
외국인지분률	47.81%
배당수익률	2.75%

Stock Data

주가(19/05/10)	36,150 원
KOSPI	2108.0 pt
52주 Beta	0.44
52주 최고가	44,550 원
52주 최저가	33,100 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.4%	-1.1%
6개월	-15.6%	-16.7%
12개월	-2.3%	12.2%

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

1Q19 Review: 사차익 개선을 위한 전략이 요구되는 시점

현대해상의 1Q19 당기순이익은 773 억원 (-27% YoY)으로 컨센서스를 13% 하회했으나, 법인세 영향 제외하면 영업이익은 5% 하회. 당사 추정을 1%p 상회한 장기 손해율이 예상 하회의 원인. 2Q16 이후 90% 내외로 안정되었던 장기 위험손해율이 4Q18 및 1Q19 90% 후반대로 상승. 비용 지출을 수반한 경쟁보다는 사차익 개선을 위한 수익성 중심의 전략이 요구되는 시점이라고 판단. 연간 이익 전망치 하향으로 목표주가를 이전 대비 4% 하향. 다만 보험료 인상효과 고려시 실적 YoY 개선세는 하반기 본격화될 전망

1Q19 당기순이익 773 억원 (-27% YoY)으로 컨센서스 하회

현대해상의 1Q19 당기순이익은 773 억원 (-27% YoY, +4,710% QoQ)으로 SK 증권 추정치 및 시장 전망치를 각각 19%, 13% 하회하는 부진한 실적 기록. 31%에 달한 실효세율을 감안해 영업이익 비교 시 컨센서스 5% 하회. 당사 추정을 1%p 상회한 장기 손해율이 기대치 하회의 원인. 현대해상의 1Q19 경과손해율은 85.2%로 1.8%p YoY 상승했는데, 자동차 손해율이 3.5%p YoY, 장기 손해율이 0.8%p YoY 악화된 데 따름 (장기 위험손해율은 +5.4%p YoY). 사업비율은 20.7%로 신계약 규모가 유사했던 전년 동기대비 0.5%p 개선되며 기대한 수준을 시현. 1Q19 보장성 인보험 신계약은 251 억원 (+2% YoY, +7% QoQ)으로 완만하게 증가. 1Q19 투자수익률은 3.3% (-0.2%p YoY)로 손상차손이 260 억원 발생한 데 따라 하락함 (2018 년 연간 손상차손 110 억원)

사차익 개선을 위한 전략이 요구되는 시점

2Q16 이후 90% 내외로 안정되었던 동사의 장기 위험손해율이 4Q18 및 1Q19 다시금 90% 후반대로 상승. 비용 지출을 수반한 경쟁보다는 손해율 관리에 중점을 두고 사차익 개선을 위한 전략이 요구되는 시점이라고 판단. 손해율 가정치 상향 조정에 따라 2019 년 및 2020 년 당기순이익을 각각 4.4%, 2.0% 하향 조정하며, 목표주가를 이전 대비 4.2% 하향한 46,000 원으로 제시함. 다만 연말로 갈수록 자동차 및 실손 보험료의 인상효과가 나타나면서 실적의 YoY 개선세는 하반기 본격화될 것이라는 전망에 따라 투자여건 매수를 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
경과보험료	십억원	11,255	11,533	11,766	11,960	12,230	12,498
YoY	%	2.5	2.5	2.0	1.7	2.3	2.2
보험손익	십억원	-418	-380	-573	-605	-597	-621
투자손익	십억원	960	1,020	1,087	1,156	1,212	1,289
합산비율	%	103.7	103.3	104.9	105.1	104.9	105.0
투자수익률	%	3.5	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1
영업이익	십억원	542	640	514	552	616	668
YoY	%	84.0	18.2	-19.7	7.3	11.5	8.5
세전이익	십억원	513	625	491	521	584	636
순이익	십억원	400	473	359	381	433	471
YoY	%	96.6	18.3	-24.1	6.3	13.5	8.7
EPS	원	5,013	5,929	4,502	4,784	5,430	5,905
BPS	원	34,591	38,912	51,590	57,105	61,039	65,287
PER	배	6.3	7.9	9.1	7.6	6.7	6.1
PBR	배	0.9	1.2	0.8	0.6	0.6	0.6
ROE	%	15.4	16.1	9.9	8.8	9.2	9.3
배당수익률	%	4.3	3.2	2.8	3.3	3.8	4.1

현대해상 1Q19 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q19	1Q18	YoY (%)	4Q18	QoQ (%)	1Q19E	차이 (%)	컨센서스	YoY (%)
보험영업이익	(173.6)	(133.6)	적지	(256.7)	적지	(163.1)	n/a		
투자영업이익	298.7	283.2	5.5	263.2	13.4	297.8	0.3		
영업이익	125.1	149.5	(16.4)	6.6	1,800.9	134.7	(7.1)	131.0	(4.5)
순이익	77.3	106.0	(27.1)	1.6	4,710.2	95.7	(19.2)	88.8	(13.0)

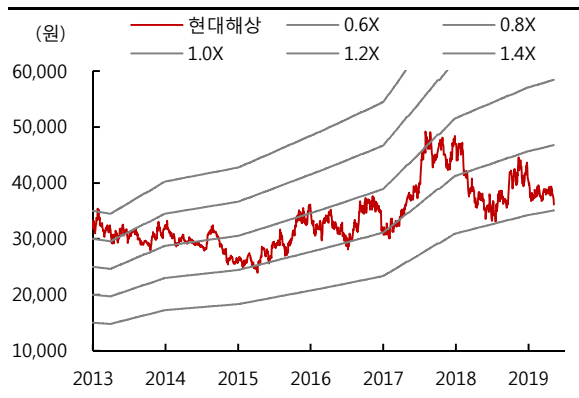
자료: 현대해상, FnGuide, SK 증권

현대해상의 목표주가 산출식

항목	현대해상	비고
자기자본비용 (%)	10.6	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.8	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.2	(c): Rm-(b) (Bloomberg KOSPI Rm 적용)
Beta (β)	0.9	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	8.6	(e): 2019~2021년 기대 ROE 평균 (Hybrid 이자비용은 제거)
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.81	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율 %)	(10.0)	(h): 제도 변경 관련 자본가치 불확실성 반영
목표 PBR (X)	0.73	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	62,809	(j): 회사별 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	46,000	(k): (i)*(j)
조정률 (%)	(4.2)	직전 목표주가 대비 조정률
현 주가 (5/10, 원)	36,150	
상승여력 (%)	27.2	

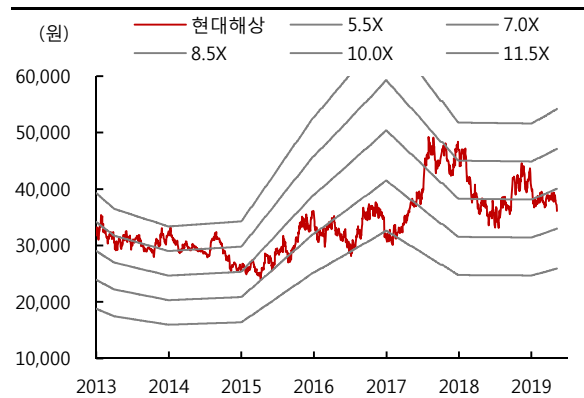
자료: SK 증권

현대해상의 12개월 forward PBR band



자료: SK 증권

현대해상의 12개월 forward PER band



자료: SK 증권

현대해상 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2018				2019	QoQ	YoY
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	(%, %p)	(%, %p)
원수보험료	3,201.8	3,251.4	3,216.2	3,308.8	3,236.8	(2.2)	1.1
일반	259.4	297.2	233.9	302.1	257.6	(14.7)	(0.7)
자동차	837.4	839.7	827.2	871.6	833.2	(4.4)	(0.5)
장기	2,105.0	2,114.5	2,155.1	2,135.2	2,146.0	0.5	1.9
경과보험료	2,891.4	2,928.2	2,981.0	2,965.0	2,953.2	(0.4)	2.1
일반	110.7	115.5	115.1	117.3	114.0	(2.8)	3.0
자동차	766.1	779.3	797.1	799.7	785.7	(1.8)	2.6
장기	2,014.7	2,033.5	2,068.8	2,048.0	2,053.5	0.3	1.9
순사업비	613.8	587.6	610.0	604.9	611.7	1.1	(0.3)
보험영업이익	(133.6)	(59.8)	(123.0)	(256.7)	(173.6)	적지	적지
투자영업이익	283.2	273.4	267.5	263.2	298.7	13.4	5.5
영업이익	149.5	213.6	144.5	6.6	125.1	1,800.9	(16.4)
순이익	106.0	150.5	100.9	1.6	77.3	4,710.2	(27.1)
경과손해율 (%)	83.4	82.0	83.7	88.3	85.2	(3.1)	1.8
일반	56.6	56.7	65.3	67.2	63.8	(3.4)	7.2
자동차	80.4	79.6	86.6	95.6	83.8	(11.7)	3.5
장기	86.0	84.3	83.5	86.6	86.9	0.3	0.8
위험손해율*	91.4	86.1	85.0	95.8	96.8	0.9	5.4
순사업비율 (%)	21.2	20.1	20.5	20.4	20.7	0.3	(0.5)
합산비율 (%)	104.6	102.0	104.1	108.7	105.9	(2.8)	1.3
순투자수익률 (%)	3.5	3.3	3.1	3.0	3.3	0.3	(0.2)
장기월납환산	29.7	25.3	27.9	27.9	29.7	6.5	(0.3)
저축성	1.4	1.0	0.8	0.7	1.0	47.6	(26.2)
보장성	28.4	24.3	27.1	27.2	28.6	5.4	0.9
인보험	24.7	20.2	23.4	23.3	25.1	7.4	1.7

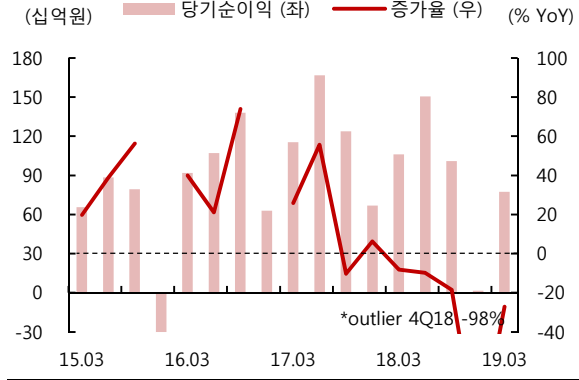
자료: 현대해상, SK 증권 주 *K-GAAP 기준

현대해상 운용자산 현황

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	구성비 (%)	QoQ (%)	YTD (%)
운용자산	32,704	33,542	34,828	35,811	36,684	100.0	2.4	12.2
현금및예치금	849	947	1,046	1,058	1,163	3.0	9.9	37.0
유가증권	21,128	21,664	22,764	23,590	24,027	65.9	1.9	13.7
주식	713	646	669	587	494	1.6	(16.0)	(30.8)
채권	11,195	11,324	11,950	12,575	12,743	35.1	1.3	13.8
수익증권	3,289	3,525	3,687	3,652	3,514	10.2	(3.8)	6.8
외화유가증권	5,170	5,428	5,758	6,118	6,623	17.1	8.3	28.1
기타유가증권	241	220	186	144	145	0.4	0.7	(39.9)
관계사 지분	520	520	513	514	510	1.4	(0.8)	(2.0)
대출채권	9,723	9,923	10,008	10,143	10,466	28.3	3.2	7.6
부동산	1,004	1,008	1,009	1,021	1,028	2.9	0.7	2.4

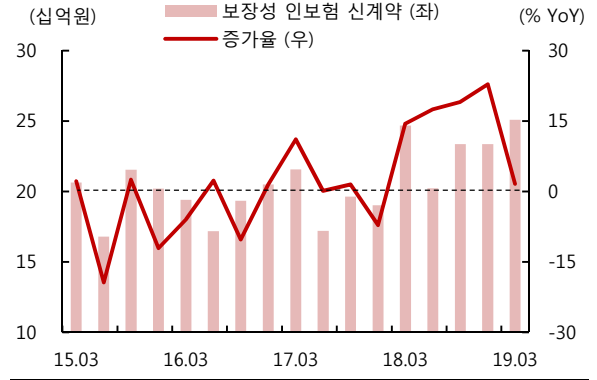
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 분기별 순이익 및 증가율



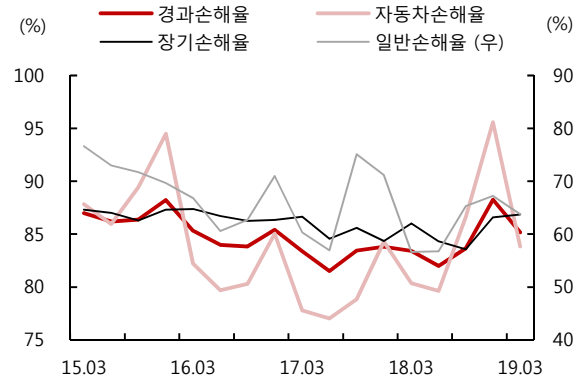
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 보장성 인보험 신계약 및 증가율



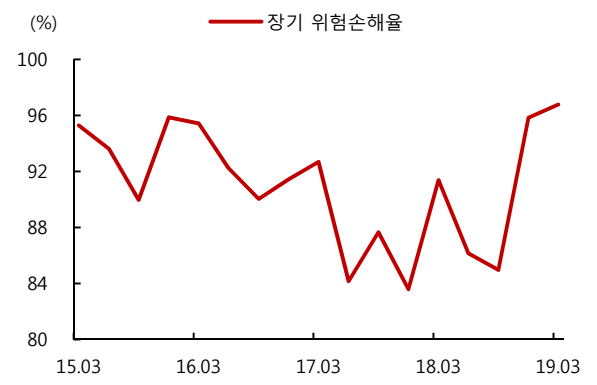
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 보종별 경과손해율



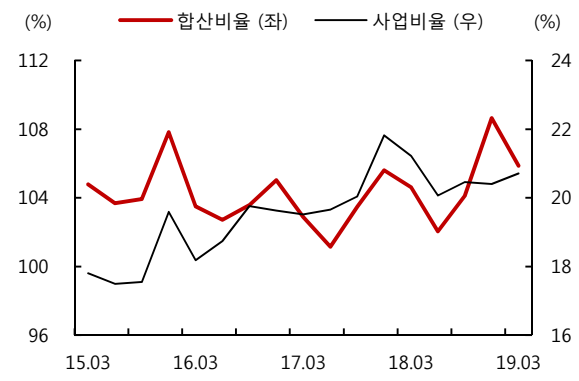
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 장기 위험손해율



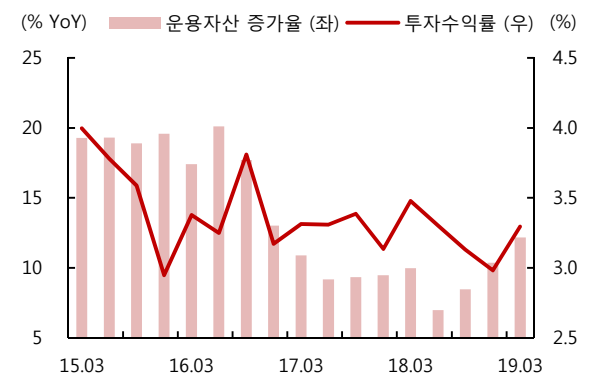
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 합산비율 및 사업비율



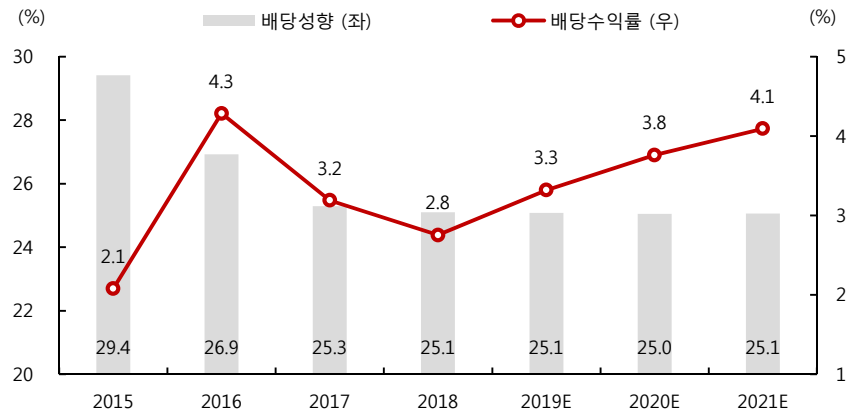
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 운용자산 증가율 및 투자수익률



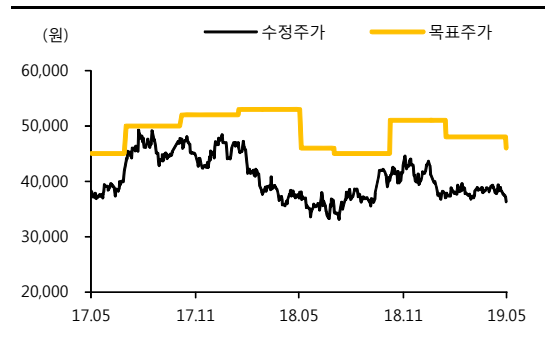
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 배당지표 추이 및 전망



자료: 현대해상, SK증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.05.13	매수	46,000원	6개월		
2019.02.25	매수	48,000원	6개월	-20.50%	-17.60%
2019.01.28	매수	48,000원	6개월	-20.33%	-17.60%
2018.11.12	매수	51,000원	6개월	-20.05%	-12.65%
2018.10.19	매수	51,000원	6개월	-19.01%	-15.98%
2018.07.12	매수	45,000원	6개월	-16.62%	-6.22%
2018.05.14	매수	46,000원	6개월	-22.57%	-17.17%
2018.02.26	매수	53,000원	6개월	-25.33%	-10.94%
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%



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 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 (2019년 5월 13일 기준)

매수	89.74%	중립	10.26%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2020E
운용자산	32,448	35,811	38,218	40,918	43,750
현금 및 예치금	854	1,058	894	852	784
유가증권	21,083	23,590	25,445	27,389	29,455
주식	1,351	1,101	1,140	1,180	1,222
채권	11,207	12,575	13,420	14,368	15,363
수익증권	3,227	3,652	4,017	4,419	4,861
외화유가증권	5,112	6,118	6,712	7,254	7,828
기타유가증권	185	144	155	167	181
대출채권	9,505	10,143	10,827	11,592	12,395
부동산	1,006	1,021	1,051	1,084	1,116
비운용자산	3,938	3,712	3,652	3,550	3,464
특별계정자산	3,736	4,197	4,533	4,895	5,287
자산총계	40,122	43,719	46,402	49,363	52,501
책임준비금	31,051	33,099	35,303	37,678	40,156
지급준비금	2,554	2,526	2,677	2,838	3,008
보험료적립금	26,132	28,125	30,156	32,287	34,522
미경과보험료적립금	2,304	2,376	2,390	2,463	2,525
기타부채	2,177	2,299	2,212	2,354	2,542
특별계정부채	3,791	4,208	4,334	4,464	4,598
부채총계	37,019	39,606	41,849	44,496	47,295
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	612	612	612	612
이익잉여금	2,763	2,997	3,266	3,580	3,919
비상위험준비금	806	875	911	931	952
자본조정	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄손익누계	218	497	667	667	667
자본총계	3,103	4,114	4,553	4,867	5,206
부채와자본총계	40,122	43,719	46,402	49,363	52,501

성장률

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2020E
자산	9.5	9.0	6.1	6.4	6.4
운용자산	9.5	10.4	6.7	7.1	6.9
부채	9.2	7.0	5.7	6.3	6.3
책임준비금	8.4	6.6	6.7	6.7	6.6
자본	12.5	32.6	10.7	6.9	7.0
경과보험료	2.5	2.0	1.7	2.3	2.2
일반	-0.9	1.7	1.8	1.8	2.1
자동차	9.2	5.0	0.3	3.3	3.0
장기	0.4	0.9	2.2	1.9	1.9
순사업비	8.8	3.4	1.1	1.9	2.6
투자영업이익	6.3	6.6	6.3	4.8	6.3
영업이익	18.2	-19.7	7.3	11.5	8.5
순이익	18.3	-24.1	6.3	13.5	8.7

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2020E
원수보험료	12,826	12,978	13,267	13,567	13,883
일반	1,081	1,093	1,107	1,130	1,152
자동차	3,329	3,376	3,464	3,568	3,684
장기	8,416	8,510	8,696	8,870	9,047
보유보험료	11,702	11,856	12,132	12,430	12,745
경과보험료	11,533	11,766	11,960	12,230	12,498
일반	451	458	467	475	485
자동차	2,991	3,142	3,152	3,255	3,353
장기	8,091	8,165	8,341	8,500	8,661
경과손해액	9,576	9,922	10,121	10,336	10,565
일반	297	282	306	314	320
자동차	2,379	2,691	2,707	2,762	2,862
장기	6,900	6,949	7,108	7,260	7,383
순사업비	2,337	2,416	2,444	2,490	2,554
보험영업이익	-380	-573	-605	-597	-621
투자영업이익	1,020	1,087	1,156	1,212	1,289
영업이익	640	514	552	616	668
영업외이익	-15	-23	-30	-32	-32
세전이익	625	491	521	584	636
법인세비용	152	132	140	151	165
당기순이익	473	359	381	433	471

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2020E
영업지표 (%)					
경과손해율	83.0	84.3	84.6	84.5	84.5
일반	65.9	61.5	65.5	66.0	66.0
자동차	79.5	85.6	85.9	84.9	85.4
장기	85.3	85.1	85.2	85.4	85.2
사업비용	20.3	20.5	20.4	20.4	20.4
투자이익률	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1
수익성 (%)					
ROE	16.1	9.9	8.8	9.2	9.3
ROA	1.2	0.9	0.8	0.9	0.9
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	5,929	4,502	4,784	5,430	5,905
보통주 BPS	38,912	51,590	57,105	61,039	65,287
보통주 DPS	1,500	1,130	1,200	1,360	1,480
기타 지표					
보통주 PER (X)	7.9	9.1	7.6	6.7	6.1
보통주 PBR (X)	1.2	0.8	0.6	0.6	0.6
배당성향 (%)	25.3	25.1	25.1	25.0	25.1
보통주 배당수익률 (%)	3.2	2.8	3.3	3.8	4.1

자료: SK증권 추정