

SK COMPANY Analysis



Analyst
김도하
doha.kim@sk.com
02-3773-8876

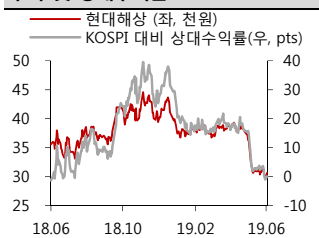
Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	8,940 만주
자사주	899 만주
액면가	500 원
시가총액	2,740 십억원
주요주주	
정몽윤(외4)	22.36%
현대해상 자사주	10.05%
외국인지분율	46.99%
배당수익률	2.75%

Stock Data

주가(19/06/10)	30,650 원
KOSPI	2,099.5 pt
52주 Beta	0.49
52주 최고가	44,550 원
52주 최저가	29,850 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-15.2%	-14.8%
6개월	-23.8%	-26.0%
12개월	-13.3%	1.1%

현대해상 (001450/KS | 매수(유지) | T.P 42,000 원(하향))

내실 다지기가 요구되는 시점

현대해상은 1Q19 손해율과 투자수익률의 동반 부진에 따라 사업비 소요를 제한하며 낮은 신계약 성장률을 기록. 2Q19에는 다시 경쟁에 참여한 것으로 보여 사업비율 전망치를 상향 조정했으며 순이익은 25% YoY 감소한 1,132 억원으로 전망. 실적 전망치 하향으로 목표주가를 9% 하향 조정. 동사의 경우 손해율 부담과 자본여력 제한으로 주도적인 경쟁 참여는 어려울 것으로 전망. 다만 12mf PBR 0.5 배에 불과해 향후 3년 평균 ROE 8% 대비 저평가 상태로 판단돼 투자의견 매수를 유지함

내실 다지기가 요구되는 시점

현대해상의 1Q19 장기 위험손해율은 5.4%p YoY 상승, 전체 경과손해율은 1.8%p YoY 상승해 실손발(發) 손해율 악화를 이미 예상했음에도 불구하고 기대보다 부진한 수익성을 기록했다. 보장성 인보험 기준 신계약은 2% YoY 증가에 그쳐 사업비율도 0.5%p YoY 하락했다. 손해율과 투자수익률이 함께 부진했던 1Q와 달리 2Q에는 다시 신계약 경쟁에 참여한 것으로 보이며, 이에 따라 2Q19 사업비율을 0.6%p YoY 상승할 것으로 가정했다. 여기에 업종 전반의 자동차보험 손익 악화와 안정화되지 않은 실손 손해율을 감안해 2Q19 당기순이익은 25% YoY 감소한 1,132억원으로 전망한다. 대형사 간의 인보험 시장 점유율 경쟁이 격화되는 가운데 2위권사인 현대해상이 전선을 이탈하기는 어렵겠으나, 지금은 비용 소요를 동반한 성장보다는 보유계약의 손해를 여력을 만들어내는 게 우선이라는 판단이다.

실적 전망치 하향으로 목표주가 9% 하향 조정, 현 valuation은 지나친 저평가

분기별 사업비율 상향에 따라 2019년 당기순이익을 기존 3,810억원에서 3,530억원으로 7% 하향 조정하였다. 이를 반영해 현대해상의 목표주가를 46,000원에서 42,000원으로 8.7% 하향한다. 동사의 경우 손해율 부담과 자본여력 제한에 따라 신계약 경쟁에 주도적으로 참여하기는 어려울 것으로 보인다. 다만 현대해상의 12개월 forward PBR은 0.51배로 향후 3개월 평균 ROE 8% 대비 valuation 매력은 높으며, 과도하게 하락한 주가로 인해 상승여력이 충분하므로 투자의견 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

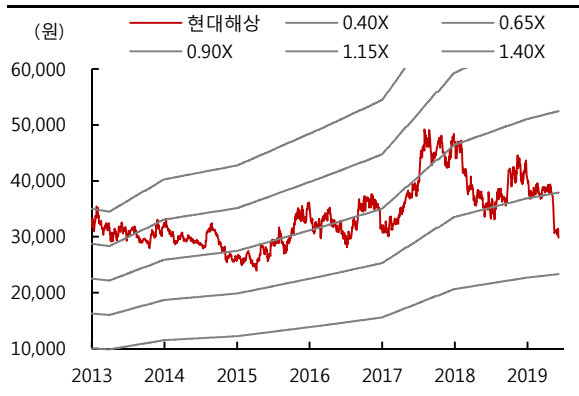
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
경과보험료	십억원	11,255	11,533	11,766	11,960	12,230	12,498
YoY	%	2.5	2.5	2.0	1.7	2.3	2.2
보험손익	십억원	-418	-380	-573	-646	-636	-661
투자손익	십억원	960	1,020	1,087	1,158	1,214	1,291
합산비율	%	103.7	103.3	104.9	105.4	105.2	105.3
투자수익률	%	3.5	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1
영업이익	십억원	542	640	514	513	578	630
YoY	%	84.0	18.2	-19.7	-0.3	12.7	8.9
세전이익	십억원	513	625	491	482	546	598
순이익	십억원	400	473	359	353	406	443
YoY	%	96.6	18.3	-24.1	-1.7	15.0	9.2
EPS	원	5,013	5,929	4,502	4,426	5,089	5,558
BPS	원	34,591	38,912	51,590	56,747	60,430	64,421
PER	배	6.3	7.9	9.1	6.8	5.9	5.4
PBR	배	0.9	1.2	0.8	0.5	0.5	0.5
ROE	%	15.4	16.1	9.9	8.2	8.7	8.9
배당수익률	%	4.3	3.2	2.8	3.7	4.2	4.6

현대해상 목표주가 산출식

항목	현대해상	비고
자기자본비용 (%)	10.8	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.1	(c): Rm-(b) (Bloomberg KOSPI Rm 적용)
Beta (β)	0.9	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	8.1	(e): 회사별 2019~2021년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.75	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	-10.0	(h): 제도 변경 관련 자본가치 불확실성 반영
목표 PBR (X)	0.67	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	62,426	(j): 회사별 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	42,000	(k): (i)*(j)
조정률 (%)	-8.7	직전 목표주가 대비 조정률
현 주가 (6/10, 원)	30,650	
상승여력 (%)	37.0	

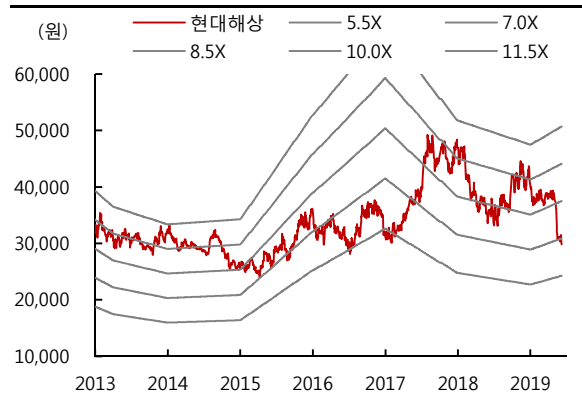
자료: SK증권

현대해상 12개월 forward PBR band



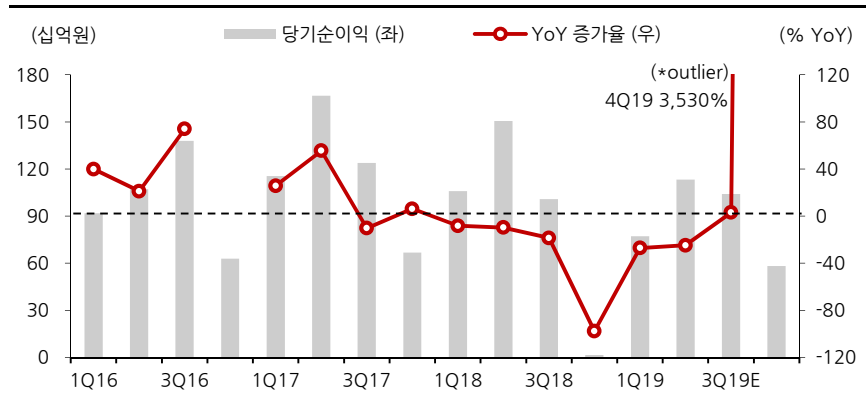
자료: SK증권

현대해상 12개월 forward PER band



자료: SK증권

현대해상의 분기별 당기순이익 추이 및 전망

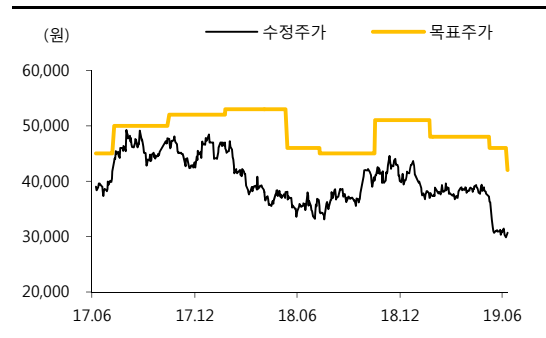


자료: 현대해상, SK증권

재무상태표

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.06.11	매수	42,000원	6개월		
2019.05.13	매수	46,000원	6개월	-32.48%	-28.15%
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%

포괄손익계산서



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 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 6월 11일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
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	2,240	2,402	2,611
특별계정부채	3,791	4,208	4,334	4,464	4,598
부채총계	37,019	39,606	41,877	44,545	47,364
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	612	612	612	612
이익잉여금	2,763	2,997	3,238	3,531	3,849
비상위험준비금	806	875	911	931	952
자본조정	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄손익누계	218	497	667	667	667
자본총계	3,103	4,114	4,525	4,818	5,137
부채외자본총계	40,122	43,719	46,402	49,363	52,501

성장률

12월 결산(% YoY)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
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	6.4	6.3
책임준비금	8.4	6.6	6.7	6.7	6.6
자본	12.5	32.6	10.0	6.5	6.6
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	2.1	1.9	2.6
투자영업이익	6.3	6.6	6.5	4.8	6.3
영업이익	18.2	-19.7	-0.3	12.7	8.9
순이익	18.3	-24.1	-1.7	15.0	9.2

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
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	10,138	10,351	10,580
일반	297	282	308	314	320
자동차	2,379	2,691	2,707	2,762	2,862
장기	6,900	6,949	7,123	7,275	7,399
순사업비	2,337	2,416	2,468	2,515	2,579
보험영업이익	-380	-573	-646	-636	-661
투자영업이익	1,020	1,087	1,158	1,214	1,291
영업이익	640	514	513	578	630
영업외이익	-15	-23	-30	-32	-32
세전이익	625	491	482	546	598
법인세비용	152	132	129	140	154
당기순이익	473	359	353	406	443

주요투자지표

12월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업지표 (%)					
경과손해율	83.0	84.3	84.8	84.6	84.7
일반	65.9	61.5	66.0	66.0	66.0
자동차	79.5	85.6	85.9	84.9	85.4
장기	85.3	85.1	85.4	85.6	85.4
사업비용	20.3	20.5	20.6	20.6	20.6
투자이익률	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1
수익성 (%)					
ROE	16.1	9.9	8.2	8.7	8.9
ROA	1.2	0.9	0.8	0.8	0.9
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	5,929	4,502	4,426	5,089	5,558
보통주 BPS	38,912	51,590	56,747	60,430	64,421
보통주 DPS	1,500	1,130	1,110	1,270	1,390
기타 지표					
보통주 PER (X)	7.9	9.1	6.8	5.9	5.4
보통주 PBR (X)	1.2	0.8	0.5	0.5	0.5
배당성향 (%)	25.3	25.1	25.1	25.0	25.0
보통주 배당수익률 (%)	3.2	2.8	3.7	4.2	4.6

자료: SK증권 추정