

# SK COMPANY Analysis



Analyst

구경희

kh.koo@sks.co.kr

02-3773-9083

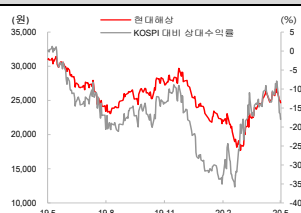
## Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	8,940 만주
자사주	953 만주
액면가	500 원
시가총액	2,204 십억원
주요주주	
정몽윤(외4)	22.35%
자사주	10.81%
외국인지분률	41.00%
배당수익률	3.60%

## Stock Data

주가(20/05/22)	24,550 원
KOSPI	1970.13 pt
52주 Beta	0.62
52주 최고가	31,450 원
52주 최저가	17,700 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.0%	-5.0%
6개월	-9.5%	-5.1%
12개월	-20.5%	-18.0%

## 현대해상 (001450/KS | 매수(신규편입) | T.P 31,000 원(신규))

### 비교적 양호한 부채 구조, 2020 년 실적 개선이 장점

보험주 중에서 상대적으로 양호한 투자 매력도 보유, '매수' 의견과 31,000 원의 목표주가 제시. 투자 포인트는 1) 장기보험 부담이율과 자산운용이익률의 갭이 작은 점과, 2) 양호한 2020 년 실적 전망임. 2020 년 수정 EPS 는 23.7% 증가할 전망. 실적 개선의 이유는 자동차보험료 인상으로 인한 손해율 하락, 사업비율의 안정, 예상보다 양호한 투자이익률 등임

### 보험주 중에서 상대적으로 양호한 투자 매력도 보유, '매수' 의견 제시

현대해상에 대해 '매수' 의견과 31,000 원의 목표주가를 제시한다. 저금리 장기화, 2023 년 부채시기평가로 인해 보험업종에 대한 투자심리가 긍정적이지 못하다. 그럼에도 불구하고 현대해상은 보험주 중에서 비교적 투자 매력도가 양호한 것으로 보고 있다. 그 이유는 1) 장기보험 부담이율과 자산운용이익률의 갭이 작은 점, 2) 2020 년 실적 전망이 양호한 점 등을 들 수 있다.

### 장기보험 부담이율과 자산운용이익률의 갭이 작은 것이 장점

보험주의 가장 큰 문제는 '저금리 때문에 고객에게 돌려줄 돈에 비해 운용이익이 작아졌다'는 점이다. 현대해상도 그 부담에서 자유롭지는 않지만, 상대적으로 부담이 작은 편이다. 현대해상의 투자운용이익률은 2014 년부터 6 년 연속 장기보험부담금리를 상회했다. 2023 년부터 IFRS 17 이 시행되면서 보험사 부채를 시가 평가할 예정이다. 현대해상도 부채시기평가를 시행할 경우 자기자본이 감소할 전망이다. 다만 장기부담금리가 비교적 낮아 자기자본의 감소 폭은 상대적으로 작을 전망이다.

### 2020 년 수정 EPS 는 23.7% 증가할 전망

1 회성 이익을 제외한 수정 EPS 는 2019 년 2,801 원에서 2020 년 3,466 원으로 23.7% 증가할 전망이다. 실적 개선의 이유는 1) 자동차보험료 인상으로 인한 손해율 하락, 2) 사업비율의 안정, 3) 우려보다 양호한 투자이익률 등이다. 세전 1,500 억원으로 추정되는 부동산 매각이익은 수정 EPS 에 포함되어 있지 않다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
경과보험료	십억원	11,533	11,766	12,061	12,503	12,755	13,034
YoY	%	2.5	2.0	2.5	3.7	2.0	2.2
영업이익	십억원	634	509	372	440	450	443
YoY	%	29.7	-19.7	-26.9	18.3	2.3	-1.6
당기순이익	십억원	473	359	250	421	318	315
YoY	%	18.3	-24.1	-30.2	68.2	-24.4	-1.0
합산비율	%	103.3	104.9	108.7	107.0	107.1	106.9
투자영업이익률	%	3.3	3.2	3.9	3.4	3.3	3.2
수정 ROE	%	16.1	10.1	6.1	7.2	7.1	6.7
ROA	%	1.35	0.95	0.61	0.97	0.71	0.67
배당성향	%	28.4	28.1	31.4	29.7	30.9	34.0
수정 EPS	원	5,288	4,016	2,801	3,466	3,560	3,525
BPS	원	34,706	44,877	47,424	48,888	51,189	53,719
주당배당금	원	1,500	1,130	880	1,400	1,100	1,200
수정 PER	배	7.6	9.8	11.1	7.1	6.9	7.0
PBR	배	1.15	0.88	0.66	0.50	0.48	0.46
배당수익률	%	3.8	2.9	2.8	5.7	4.5	4.9

## 1. '매수' 의견으로 커버리지 편입

현대해상에 대해 '매수' 의견과 31,000 원의 목표주가를 제시한다. 현재 증시에서는 저금리 장기화로 인해 보험업종에 대해 부정적인 투자심리가 존재하며, 현대해상도 여기에서 자유롭지 못하다. 그럼에도 불구하고 현대해상은 보험주 중에서 비교적 투자 메리트가 큰 것으로 보고 있다. 그 이유는 1) 장기보험 부담이율과 자산운용이익률의 갭이 작고, 2) 2020 년 실적 전망이 양호하기 때문이다.

목표주가 31,000 원은 ROE 를 자기자본요구수익률( $K_e$ )로 할인한 PBR 모델을 적용했는데, ROE 는 장기 유지 가능한 배당성장(예상치) 40%를 감안하여 계산했다. 현재 배당성장은 30%대 초반이지만, 장기적으로 40% 정도까지는 상승 가능하다고 판단했다. 결론적으로 적정 PBR 은 0.64 배로 추산했다. 보험주는 고성장주가 아니기 때문에 배당 정책이 주가에 매우 큰 영향을 준다.

### 현대해상 목표주가 계산 방법

$$\text{Target Price} = \text{Target PBR} \times \text{BPS}$$

$$\text{Target PBR} = \text{배당가능 ROE} / (K_e - g)$$

$$K_e = R_f + (\beta \times \text{Market Risk Premum})$$

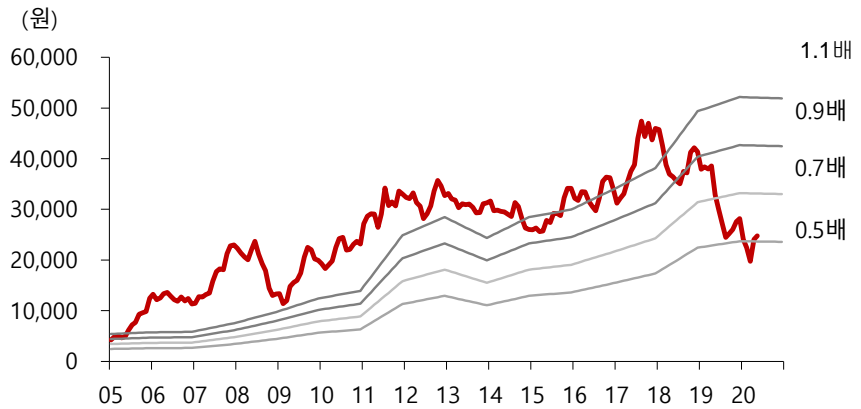
- ROE = 2020~2021 년 예상치 7.2%(평균)에 장기 배당성장 40%를 감안한 2.9% 적용
- g 는 영구배당성장률 → 0.7% 가정
- $R_f$  는 국고채수익률 10 년물 평균인 1.4%
- $\beta$  는 2000 년 이후 배당금의 변동성과 주식베타를 고려한 1.35 적용 (참고로 60 개월 주식베타는 0.6 내외)
- BPS(주당순자산가치)는 2020 년말 예상치
- $K_e$  는 Risk Premum 계산 모델 3 개를 평균한 값을 사용 → 5.2%

$$\Rightarrow 2.9\% / (5.2\% - 0.7\%) \times 48,888 \text{ 원} \approx 31,000 \text{ 원}$$

자료 SK 증권

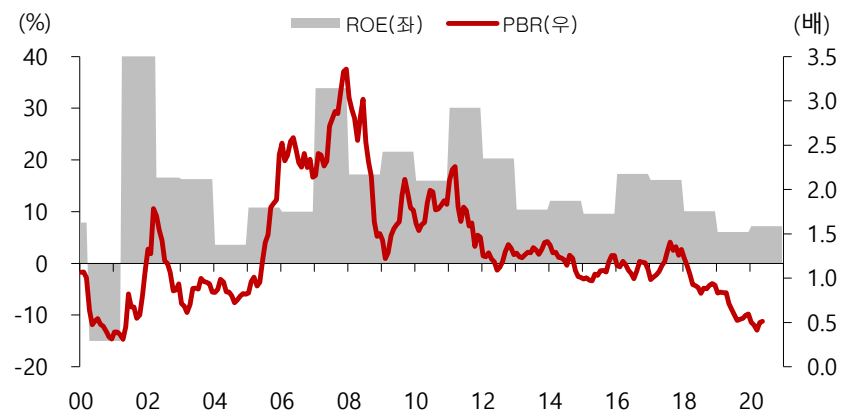
PBR 기준으로 현대해상의 최근 밸류에이션은 2000년대 들어 가장 낮은 수준이다. 0.5 배 내외에 불과한 최근의 PBR은 2000~2001년과 비슷한 수준인데, 당시 현대해상은 큰 폭의 적자를 기록했을 뿐만 아니라 근본적으로 자동차보험의 손해율에 따라 손보사들의 실적 변동성이 매우 컸던 시기다. 20년이 지난 현재는 실적 안정성이 훨씬 높아졌음에도 불구하고, 최근의 PBR은 20년 전으로 되돌아간 상황이다. 단기적으로 보면 현대해상의 PBR은 2017년 1.4배에서 2018~2019년 연이은 실적 저하로 점차 하락했다.

**현대해상 주가와 PBR 밴드**



자료: 현대해상, KRX, SK 증권

**현대해상 PBR 과 ROE 추이**

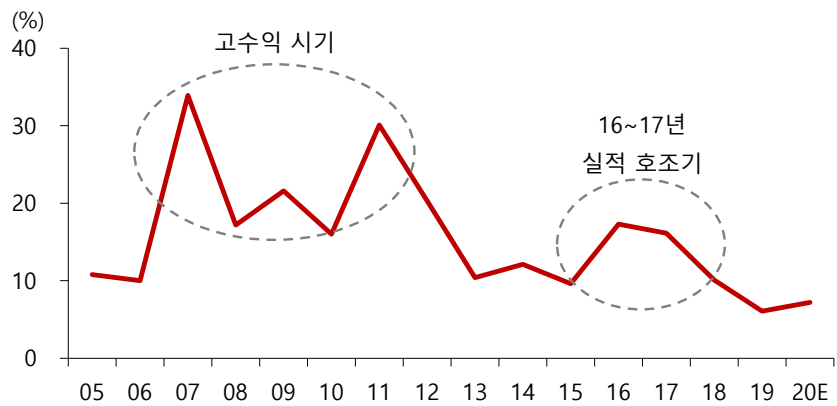


자료: 현대해상, KRX, SK 증권

## 2. 보험업황의 둔화로 ROE 하락

COVID-19 로 인해 각국 정부와 금융당국이 사상 초유의 적극적인 금융정책을 펼치고 있어, 보험주는 당분간 저금리라는 근본적인 악재에서 쉽게 벗어나지는 못할 것으로 판단된다. 저금리는 보험사의 투자운용이익률을 낮추기 때문에 ROE 기대치는 점차 낮아지고 있다. 현대해상도 이러한 보험주의 문제점에서 자유롭지는 않다.

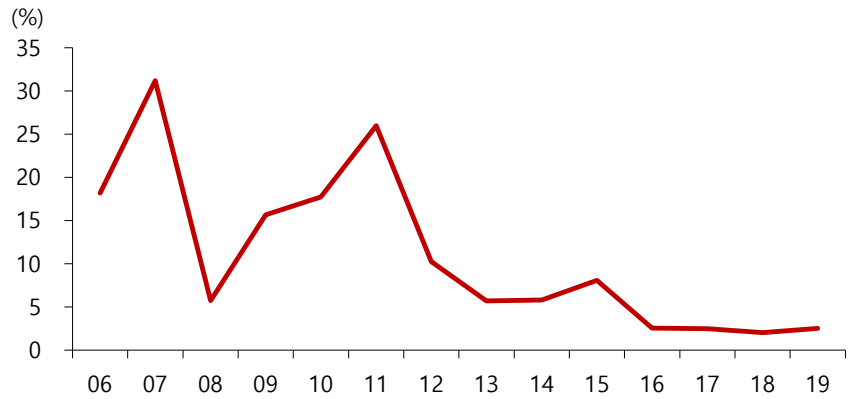
### 현대해상 장기 ROE 추이



자료 현대해상, SK증권

현대해상이 과거처럼 10% 이상의 높은 ROE 시절로 돌아갈 가능성이 낮아진 것은 가격 규제 때문이기도 하지만, 무엇보다 외형 성장률이 낮아진 것이 결정적인 이유다. 지난 2016년부터 4년 동안 현대해상의 경과보험료(매출 개념) 증가율은 연평균 2.5%(CAGR)에 그쳤다. 외형 성장률이 낮아진 것은 금융업종 전반적인 공통점이지만, 보험업은 특히 두드러진다.

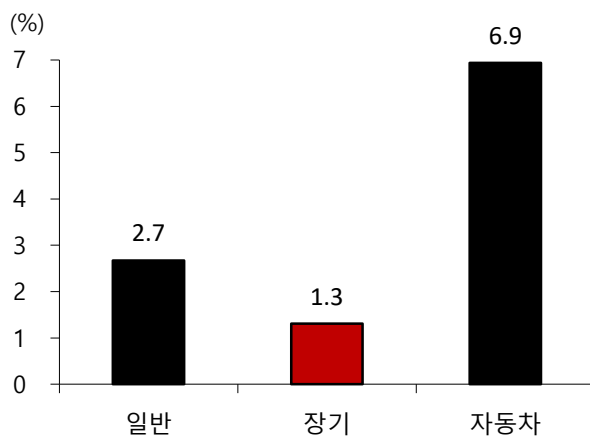
현대해상 경과보험료 증가율



자료 현대해상, KRX, SK 증권

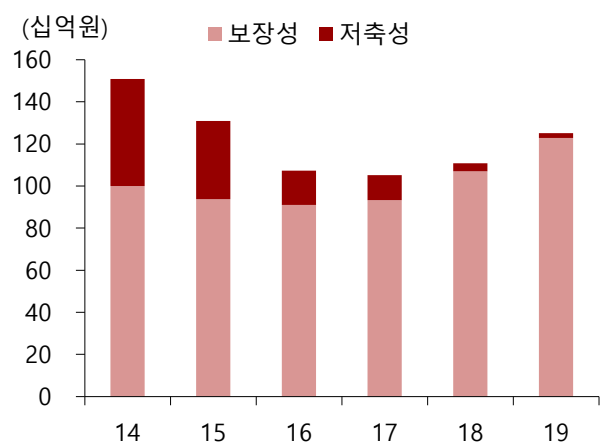
손보사 외형 성장률이 둔화되고 있는 핵심에는 장기보험 성장률의 저하가 있다. 현대해상 원수보험료의 65%를 점유하고 있는 장기보험은 2016년부터 4년 동안 연평균 1.3%의 성장률(원수보험료 기준)을 기록하는데 그쳤다. 장기보험 저성장의 근본 원인은 ‘저금리로 인한 저축성 장기보험의 신계약 부진’이다. 손보사 입장에서는 저금리로 인해 역마진이 발생할 수 있는 저축성 장기보험의 판매를 꺼리고, 소비자 입장에서도 저금리로 인해 가격이 상승한 저축성보험의 매력도가 줄어든 것이다.

현대해상의 부문별 원수보험료 증가율(2015~2019년)



자료 현대해상, SK 증권  
주: 2015년 이후 2019년까지 4년간 CAGR

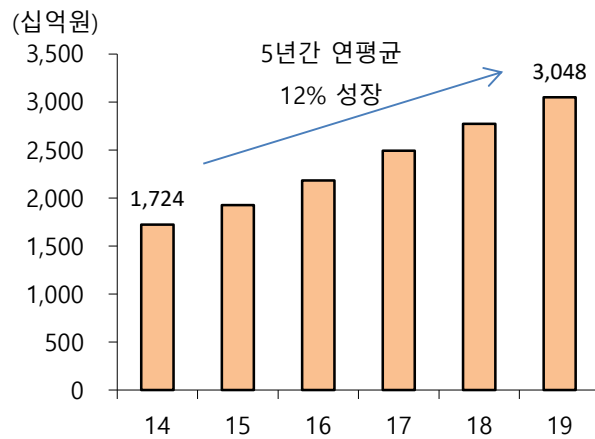
현대해상의 장기보험 신계약 원수보험료 추이



자료 현대해상, SK 증권

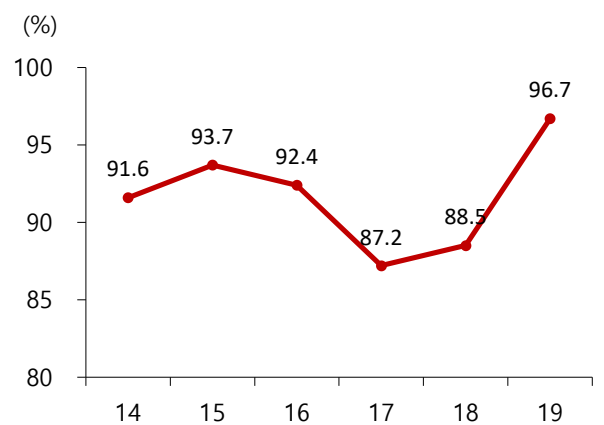
일부에서는 손보사가 실제 이익을 시현하고 있는 장기보험 위험보험료의 증가세가 양호하기 때문에 저성장주가 아니라는 의견을 제시하고 있다. 손보사의 장기보험료를 위험보험료와 저축보험료로 나눌 경우, 장기위험보험료는 지난 5년간 연평균 12%의 높은 성장률을 보인 바 있어, 그 의견에도 일리는 있다. 그런데 문제는 장기위험보험의 손해율이 2019년 상승했고, 향후에도 급락할 가능성이 낮다는 점이다. 이럴 경우 장기보험에서 손보사들이 얻을 수 있는 이익은 크게 늘어나기 어려워진다. 따라서 보험주는 저성장주로 간주하는 것이 맞다고 본다.

현대해상의 장기보험 위험보험료 추이 (2014~2019년)



자료: 현대해상, SK 증권  
주: 원수보험료 기준

현대해상의 장기보험 위험손해율

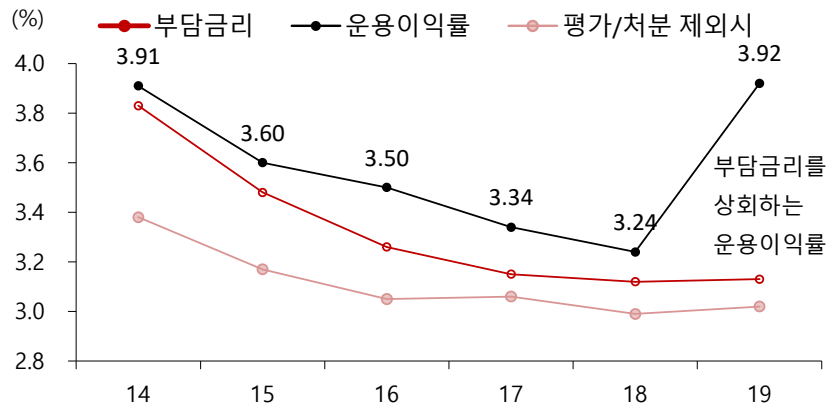


자료: 현대해상, SK 증권

### 3. 저금리 부담은 피할 수 없으나 상대적으로는 나은 편

보험업종의 근본적인 문제는 '저금리의 악영향으로 고객에게 돌려줄 돈에 비해 운용이익이 작아졌다'라는 점이다. 현대해상은 그러한 부담으로부터 상대적으로 부담이 작은 편이다. 현대해상의 투자운용이익률은 2014년부터 6년 연속 장기보험부담금리를 상회했다. 실제 운용 결과가 장기보험 고객에게 돌려줄 금리를 상회한 것이다. 다만 유가증권평가/처분이익을 제외할 경우 투자운용이익률은 3.02%로, 부담금리(3.13%)를 하회하는데, 이러한 역마진은 업계 공통적인 사항이다.

현대해상 부담금리와 운용이익률

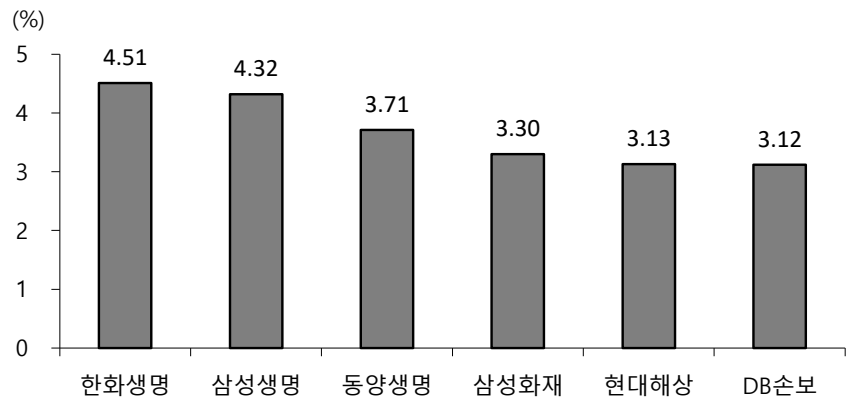


자료: 현대해상, KRX, SK 증권

현대해상의 역마진 상황은 타 보험사들에 비해 상대적으로 나은 편이다. 현대해상의 2019년 장기부담금리 3.13%는 상장 보험사들 중에서 낮은 편에 속한다. 과거부터 과도한 고정형 상품, 고금리 상품의 판매에 소극적이었던 것이 장기적으로 긍정적인 효과를 가져온 것으로 판단된다. 손보사들이 생보사들에 비해 과거 고금리상품의 부담이 훨씬 작은 점도 긍정적으로 작용했다. 자산과 부채의 듀레이션 갭도 1.03년 정도여서 상대적으로 부담이 적다.

이 부분이 중요한 이유는 국내 보험주의 주가를 억누르고 있는 큰 요인이 부채시가평가이기 때문이다. 2023년부터 IFRS 17이 시행되면서 보험사 부채를 평가 시점의 가치로 시가평가할 예정이다. 지속적으로 금리가 하락하면서 보험사 부채의 실제가치는 크게 상승했으며, 이로 인해 자기자본은 현재 평가되는 것보다 작다. 현대해상도 부채시가평가를 시행할 경우 자기자본이 감소할 수 밖에 없다. 다만 장기부담금리가 비교적 낮아 자기자본의 감소 폭은 상대적으로 작을 전망이다.

주요 상장 보험사들의 2019년 부담금리 비교



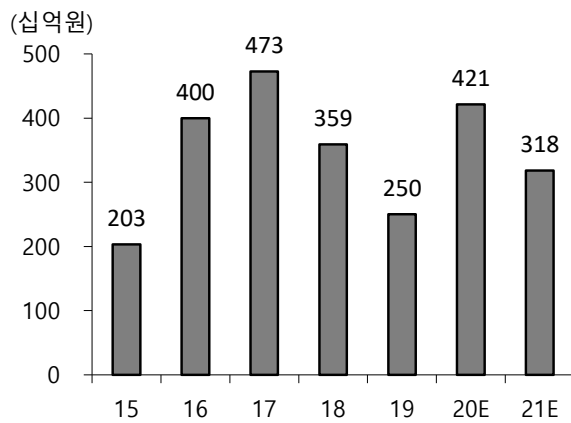
자료: 각 회사, SK 증권



## 4. 2020년 실적 개선 예상

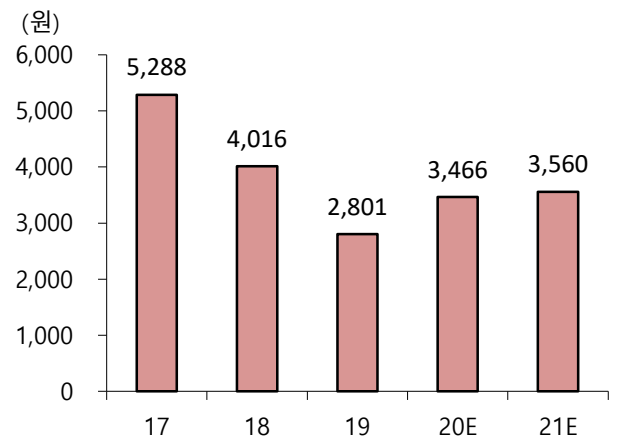
현대해상의 2020년 순이익은 4,206 억원으로 전년 대비 67.9% 늘어날 전망이다. 여기에는 1,500 억원(세전)으로 가정한 부동산 매각이익이 포함되어 있다. 이를 제외한 수정 EPS는 2019년 2,801 원에서 2020년 3,466 원으로 23.7% 증가할 전망이다. 1 회성 이익을 제외하고도 실적 개선을 예상하는 이유는 1) 자동차보험료 인상으로 인한 손해를 하락, 2) 사업비율의 안정, 3) 우려한 것보다 양호한 투자이익률 등이다.

현대해상의 당기순이익 추이와 전망



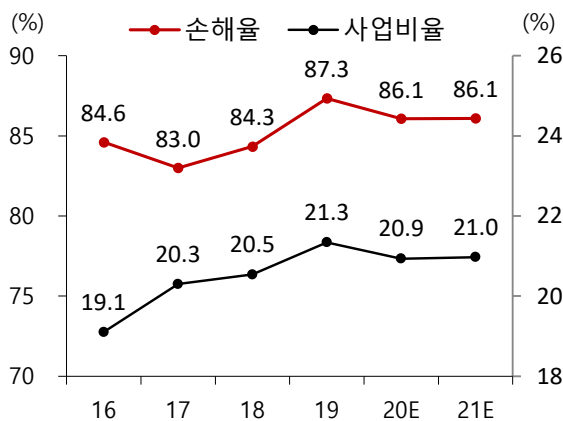
자료: 현대해상, SK 증권  
주: 비연결 기준

현대해상의 수정 EPS 전망



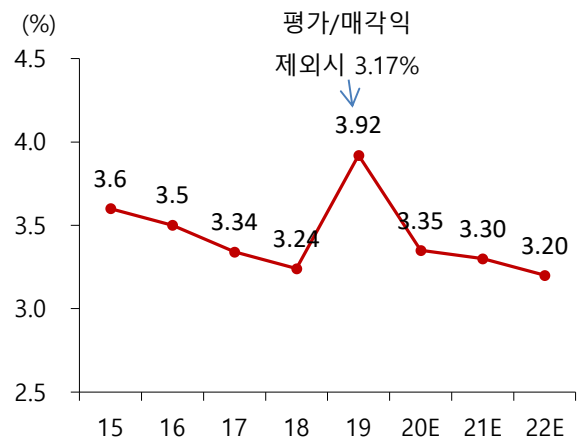
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 손해율과 사업비율 전망



자료: 현대해상, SK 증권  
주: 비연결 기준

현대해상의 투자이익률 추이



자료: 현대해상, SK 증권

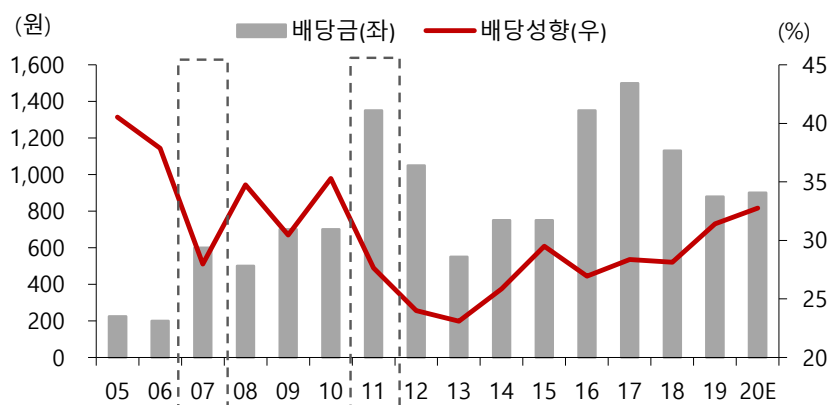
현대해상의 2021년(2020년에는 1회성 이익이 있어서 기준으로 삼기 어려움) 예상 배당성향은 31%, 배당수익률은 4.5% 수준이다. 4%를 넘는 배당수익률은 KOSPI 내에서는 높은 편이지만 그 범위를 금융주로 한정하면 높은 수치는 아니다. 대부분의 은행들이 현대해상보다 배당수익률이 높고, 증권업종에도 고배당주들이 있어서, 현대해상을 '고배당주'로 분류하기는 애매하다. 과거 현대해상의 배당수익률이 상승했을 경우는 배당금이 급증했던 2007년과 2011년을 제외하면 대부분 주가 하락으로 인한 결과였다.

현대해상 배당수익률과 주가



자료: 현대해상, KRX, SK 증권

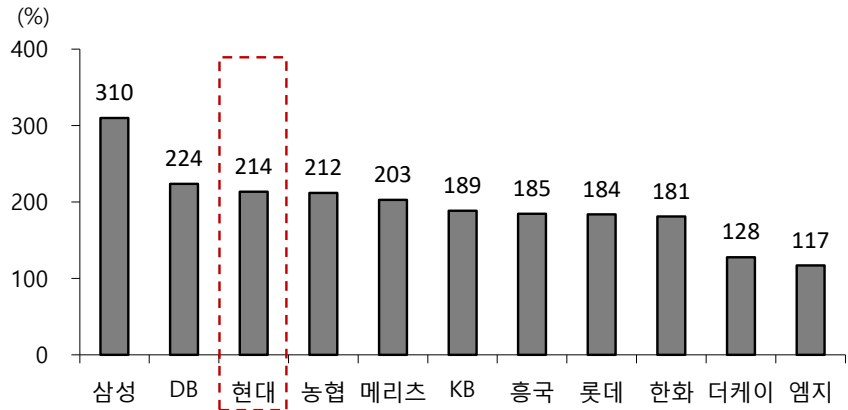
현대해상 배당금과 배당성향



자료: 현대해상, KRX, SK 증권

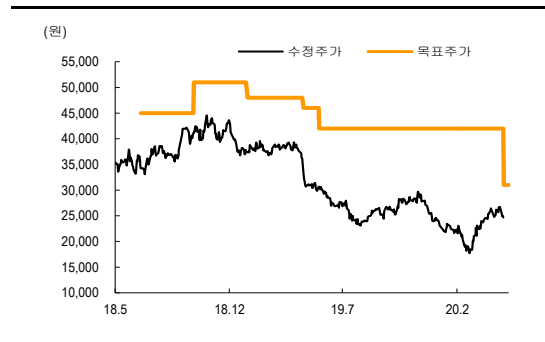
현대해상의 장기 배당여력이 업종 내에서 상대적으로 양호하다고 보는 이유는 지급여력비율이 214%로 다소 여유가 있기 때문이다. 금감원에서 발표한 손해보험사들의 2019 년말 평균 지급여력비율은 241%(가중평균)인데, 이는 외형이 가장 큰 삼성화재의 지급여력비율이 310%로 월등히 높기 때문에 나타난 현상일 뿐이다. 보통 시가총액이 큰 1 위 기업의 수치가 월등할 경우 업종 가중평균의 의미는 크게 희석된다. 현대해상의 지급여력비율 214%는 업계 3 위의 높은 수준이다. 참고로 금감원의 권장 수치는 150% 이상이다.

**2019 년말 손보사들의 지급여력비율**



자료: 금감원 SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.05.25	매수	31,000원	6개월 (애널리스트 변경)		
2019.06.11	매수	42,000원	6개월	-39.95%	-27.02%
2019.05.13	매수	46,000원	6개월	-32.53%	-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%



**Compliance Notice**

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

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 5월 25일 기준)**

매수	85.92%	중립	14.08%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

**재무상태표(별도)**

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
운용자산	35,811	38,501	40,118	41,743	43,304
현금및예치금	1,058	977	1,016	1,057	1,099
유가증권	23,590	25,572	26,595	27,678	28,626
채권/수익증권	18,693	19,177	20,136	20,962	21,674
주식/기타	4,897	6,395	6,459	6,717	6,952
대출채권	10,143	10,881	11,556	12,018	12,559
부동산	1,021	1,071	952	990	1,020
비운용자산 (특별계정자산)	3,712	3,849	4,003	4,167	4,325
	4,197	3,476	3,546	3,617	3,689
<b>자산총계</b>	<b>43,719</b>	<b>45,826</b>	<b>47,667</b>	<b>49,526</b>	<b>51,318</b>
책임준비금	33,099	35,343	36,757	38,264	39,718
차입성부채	898	898	898	898	898
기타부채	1,401	1,664	1,632	1,709	1,748
(특별계정부채)	4,208	3,442	3,511	3,581	3,653
<b>부채총계</b>	<b>39,606</b>	<b>41,348</b>	<b>42,798</b>	<b>44,452</b>	<b>46,017</b>
자본금	45	45	45	45	45
신종자본증권	498	498	498	498	498
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	2,997	3,138	3,489	3,694	3,921
기타자본	460	683	723	723	723
<b>자본총계</b>	<b>4,114</b>	<b>4,478</b>	<b>4,868</b>	<b>5,074</b>	<b>5,301</b>

**주요투자지표 I**

12월 결산(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성 지표 (%)					
수정ROE	10.1	6.1	7.2	7.1	6.7
ROA	0.95	0.61	0.97	0.71	0.67
손해율 (A)	84.3	87.3	86.1	86.1	86.0
일반보험	61.5	66.3	63.0	64.0	63.0
자동차보험	85.6	91.6	85.3	84.8	84.9
장기보험	85.1	86.9	87.8	88.0	87.9
위험손해율	88.5	96.7	99.0	98.8	98.7
사업비용 (B)	20.5	21.3	20.9	21.0	20.9
합산비용 (C=A+B)	104.9	108.7	107.0	107.1	106.9
투자영업이익률	3.2	3.9	3.4	3.3	3.2
부담이율	3.1	3.1	3.1	3.0	3.0
안정성, 자본적정성 (% 배)					
자급여력비율	218.8	213.6	225.4	228.5	221.0
운용자산/책임준비금	108.2	108.9	109.1	109.1	109.0
자산/자본 (배)	9.6	9.5	9.1	9.0	9.0
책임준비금/자본 (배)	8.0	7.9	7.6	7.5	7.5

**포괄손익계산서(별도)**

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
경과보험료 (A)	11,766	12,061	12,503	12,755	13,034
일반보험	459	499	513	533	549
자동차보험	3,142	3,240	3,535	3,624	3,732
장기보험	8,165	8,321	8,455	8,598	8,753
원수보험료	12,978	13,417	14,035	14,465	14,881
일반보험	1,093	1,156	1,188	1,234	1,271
자동차보험	3,376	3,565	3,890	3,987	4,107
장기보험	8,510	8,696	8,957	9,244	9,503
손해액 (B)	9,922	10,534	10,762	10,980	11,208
순사업비 (C)	2,416	2,574	2,617	2,675	2,744
일반관리비	956	987	1,007	1,032	1,063
영업사업비 등	1,461	1,587	1,610	1,643	1,680
보험영업이익 (D=A-B-C)	-573	-1,047	-877	-900	-918
투자영업이익 (E)	1,087	1,430	1,317	1,351	1,361
<b>영업이익(F=D+E)</b>	<b>509</b>	<b>372</b>	<b>440</b>	<b>450</b>	<b>443</b>
영업외이익	-18	-24	127	-25	-22
세전이익	491	348	567	425	421
법인세비용	132	98	146	107	106
법인세율 (%)	(26.9)	(28.1)	(25.8)	(25.2)	(25.1)
<b>당기순이익</b>	<b>359</b>	<b>250</b>	<b>421</b>	<b>318</b>	<b>315</b>
(연결지배주주순이익)	374	269	453	342	339

**주요투자지표 II**

12월 결산(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성, 자본적정성 지표 (%)					
운용자산증가율	10.4	7.5	4.2	4.1	3.7
경과보험료증가율	2.0	2.5	3.7	2.0	2.2
원수보험료증가율	1.2	3.4	4.6	3.1	2.9
순사업비증가율	3.4	6.5	1.7	2.2	2.6
투자영업이익증가율	6.6	31.5	-7.9	2.6	0.7
수정EPS증가율	-24.1	-30.2	23.7	2.7	-1.0
주당 지표 (원)					
EPS	4,016	2,801	4,712	3,560	3,525
수정EPS	4,016	2,801	3,466	3,560	3,525
BPS	44,877	47,424	48,883	51,184	53,719
주당배당금	1,130	880	1,400	1,100	1,200
배당성향 (%)	28.1	31.4	29.7	30.9	34.0
Valuation 지표					
수정PER(배)	9.8	11.1	7.1	6.9	7.0
PBR(배)	0.88	0.66	0.50	0.48	0.46
배당수익률 (%)	2.9	2.8	5.7	4.5	4.9

자료 현대해상, KRX, SK 증권 추정