

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

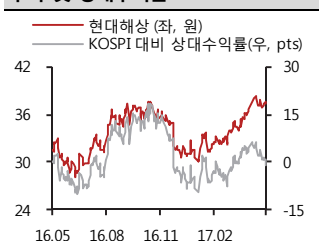
Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	8,940 만주
자사주	899 만주
액면가	500 원
시가총액	3,330 십억원
주요주주	
정몽윤(와)	22.25%
현대해상 자사주	10.05%
외국인지분율	50.70%
배당수익률	3.60%

Stock Data

주가(17/05/26)	37,250 원
KOSPI	2355.3 pt
52주 Beta	0.65
52주 최고가	38,250 원
52주 최저가	28,150 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.5%	-3.9%
6개월	5.4%	-11.7%
12개월	20.9%	0.5%

현대해상 (001450/KS | 매수(신규편입) | T.P 45,000 원(신규편입))

성공적인 후순위채 발행으로 자본 우려 일부 해소

현대해상은 2Q17 중 5,000 억원의 후순위채를 발행하며 RBC 비율을 23.3%p 수준 제고시켰다 (1Q17 말 159.8%). 추가 발행여력은 거의 소진된 것으로 판단되지만, 현대해상의 듀레이션 갭은 +1 년으로 2017 년 예정된 현 RBC 의 단계적 강화 영향은 미미할 것으로 예상되며, 시장금리가 급등하지 않는 한 자본확충의 필요성은 당분간 제한적일 것으로 판단

성공적인 후순위채 발행으로 자본 우려를 일부 해소

현대해상은 2Q17 중 5,000 억원의 후순위채를 발행하며 RBC 비율을 23.3%p 수준 제고시켰다 (1Q17 말 159.8%). 당초 3,000 억원 발행을 계획했으나 수요예측 과정 중 초과수요가 발생해 규모를 늘린 점을 고려하면 성공적인 발행이었다고 판단한다. 2015 년 발행분을 포함해 총 9,000 억원의 후순위채를 발행했기 때문에 추가적인 발행여력은 거의 소진된 것으로 판단된다. 다만 현대해상의 듀레이션 갭은 +1 년이므로 2017 년 예정된 현 RBC 의 단계적 강화(부채 듀레이션 상승) 영향은 미미할 것으로 예상되며, 시장금리가 급등하지 않는 한 자본확충의 필요성은 당분간 제한적일 것으로 판단한다.

2017 년 순이익 4,010 억원으로 일회성 제외 시 +9.7% YoY 전망

SK 증권은 현대해상의 2017 년 순이익을 4,010 억원 (+0.3% YoY)으로 전망한다. 이는 2016 년 발생했던 중국자동차사 관련 일회성 이익 452 억원을 제외하면 9.7% YoY 증가한 수준이다. 손해를 하락 전망에 따라 합산비율은 103.5%로 -0.2%p YoY 개선될 것으로 예상한다. 현대해상의 합산비율은 5 개 분기 연속으로 YoY 하락을 기록해 지속적인 보험영업 수익성 개선을 보이고 있다. 다만 장기보험을 중심으로 경과보험료 증가율이 둔화 추세 (1Q17 +1.2% YoY)를 보이는 것은 개선 노력이 필요할 것으로 보인다.

현대해상에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 45,000 원으로 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
경과보험료	십억원	10,157	10,976	11,255	11,395	11,730	12,104
YoY	%		8.1	2.6	1.2	2.9	3.2
보험손익	십억원	-455	-558	-418	-402	-417	-424
투자손익	십억원	777	852	960	969	998	1,040
합산비율	%	104.5	105.1	103.7	103.5	103.6	103.5
투자수익률	%	3.9	3.6	3.5	3.2	3.1	3.0
영업이익	십억원	322	294	542	568	581	617
YoY	%		-8.6	84.0	4.8	2.3	6.2
세전이익	십억원	279	284	513	527	545	577
순이익	십억원	233	203	400	401	413	437
YoY	%		-12.9	96.6	0.3	3.0	5.9
EPS	원	2,902	2,550	5,013	5,027	5,179	5,482
BPS	원	28,759	30,534	34,591	38,618	42,547	46,778
PER	배	9.0	14.1	6.3	7.4	7.2	6.8
PBR	배	0.9	1.2	0.9	1.0	0.9	0.8
ROE	%	10.9	8.6	15.4	13.7	12.8	12.3
배당수익률	%	2.9	2.1	4.3	3.4	3.4	3.6

Valuation

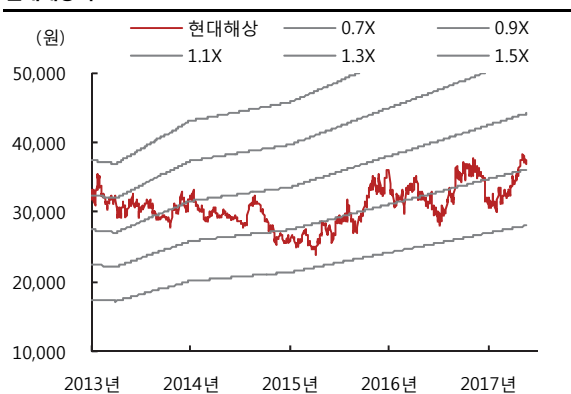
SK 증권은 현대해상의 12 개월 forward BPS 40,255 원에 목표 PBR 1.12X 를 적용한 45,000 원을 목표주가로 제시한다. 목표 PBR 은 향후 3 개년 기대 ROE 평균 12.9%를 COE 로 할인하여 산출한 이론적 PBR 1.40X 에 자본 불확실성을 감안한 할인을 20% 를 부여하였다.

현대해상의 목표주가 산출식

항목	현대해상	비고
자기자본비용 (%)	9.2	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.81	(d): 현대해상의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	12.9	(e): 현대해상의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.40	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	(20.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.12	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	40,255	(j): 현대해상의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	45,000	(k): (i)*(j)
현재가 (05/26, 원)	37,250	
상승여력 (%)	20.8	

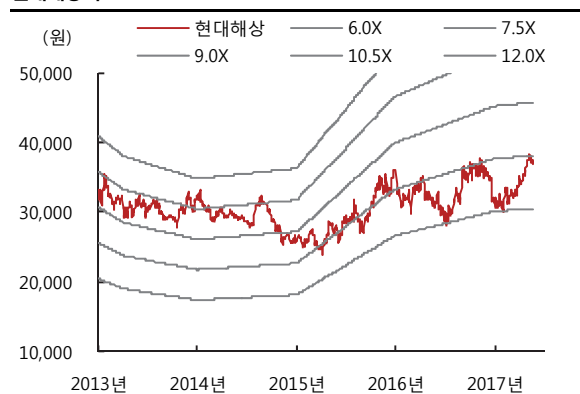
자료: SK 증권

현대해상의 PBR Band chart



자료: SK 증권

현대해상의 PER Band chart



자료: SK 증권

분기별/연도별 현대해상 실적추정

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
원수보험료	3,057	3,182	3,137	3,207	3,121	3,202	3,189	3,248	12,583	12,760	13,136
일반	252	295	239	293	254	283	249	299	1,079	1,085	1,115
자동차	712	799	806	828	782	831	838	853	3,145	3,303	3,419
장기	2,092	2,089	2,092	2,085	2,085	2,089	2,102	2,096	8,359	8,372	8,602
경과보험료	2,796	2,793	2,826	2,840	2,830	2,817	2,873	2,874	11,255	11,395	11,730
일반	112	113	116	114	109	114	121	116	455	460	473
자동차	665	665	693	717	720	688	726	738	2,739	2,872	2,972
장기	2,019	2,015	2,017	2,010	2,001	2,015	2,027	2,020	8,061	8,063	8,285
경과손해율 (%)	85.3	84.0	83.8	85.4	83.4	83.8	84.4	85.2	84.6	84.2	84.2
일반	66.8	60.5	62.7	71.0	60.3	68.0	68.0	68.0	65.2	66.2	68.0
자동차	82.2	79.7	80.3	85.1	77.8	79.2	83.3	85.2	81.8	81.4	81.9
장기	87.4	86.7	86.3	86.3	86.6	86.2	85.8	86.1	86.7	86.2	85.9
순사업비	508	524	559	558	552	524	559	570	2,148	2,206	2,273
사업비율 (%)	18.2	18.7	19.8	19.6	19.5	18.6	19.5	19.8	19.1	19.4	19.4
보험영업이익	(98)	(76)	(101)	(143)	(82)	(66)	(111)	(143)	(418)	(402)	(417)
합산비율 (%)	103.5	102.7	103.6	105.0	102.9	102.4	103.8	105.0	103.7	103.5	103.6
투자영업이익	224	226	277	234	246	237	242	245	960	969	998
투자이익률 (%)	3.4	3.3	3.8	3.2	3.3	3.1	3.1	3.1	3.5	3.2	3.1
영업이익	126	150	175	91	164	170	131	102	542	568	581
당기순이익	92	107	138	63	115	122	93	70	400	401	413
ROE (%)	14.5	14.1	15.7	7.9	16.6	17.1	12.5	9.2	15.4	13.7	12.8

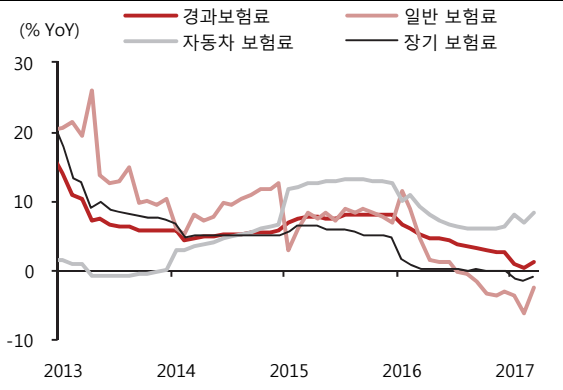
자료: 현대해상, SK 증권

2Q17 중 발행한 현대해상의 후순위채 상세내용

종류	발행금액 (십억원)	발행금리 (%)	가산금리	만기
후순위채	193	3.547	국채 5년+1.65%p	2024년 5월 (7년)
후순위채	233	3.844	국채 10년+1.60%p	2027년 5월 (10년)
후순위채 (5년 콜옵션)	74	3.444	국채 10년+1.20%p	2027년 5월 (10년)

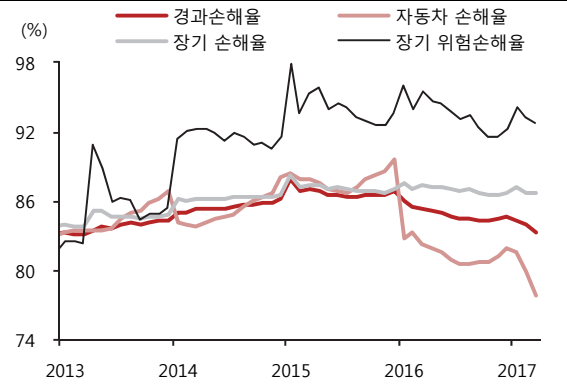
자료: 전자공시시스템 SK 증권

현대해상의 보증별 경과보험료 증가율



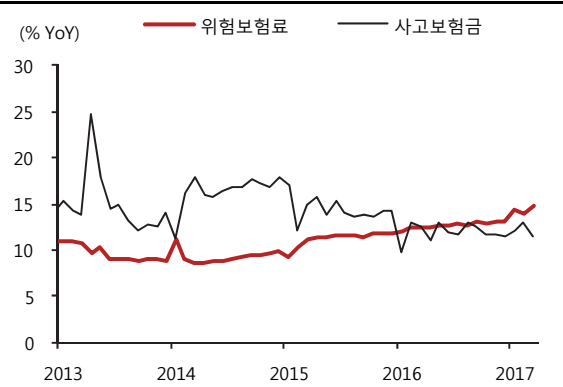
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 보증별 경과손해율



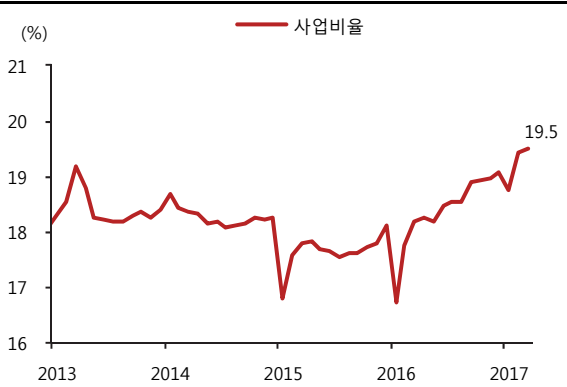
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 장기 위험보험료 및 사고보험금 증가율



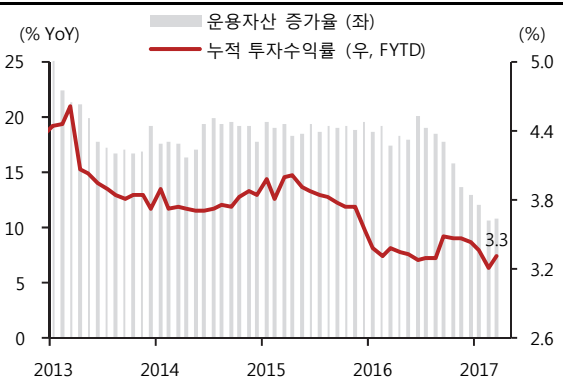
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 사업비율



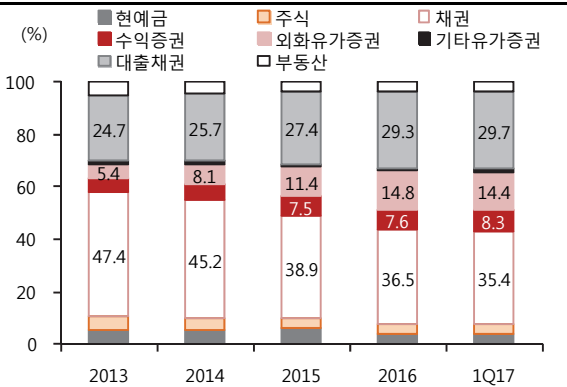
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 운용자산 증가율 및 투자수익률



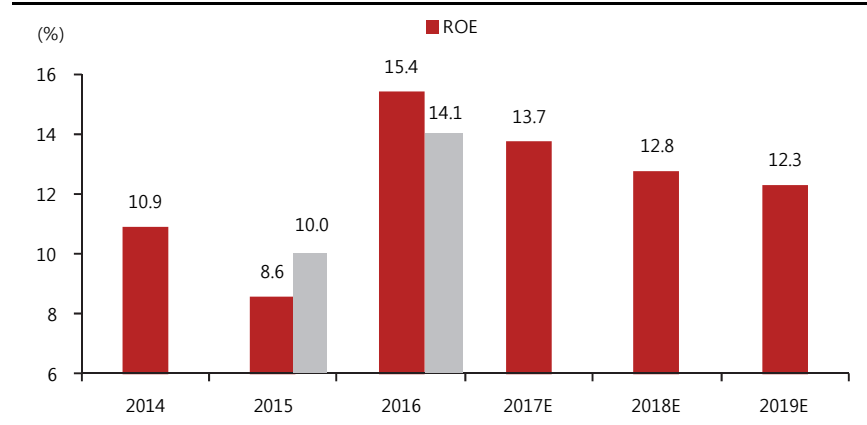
자료: 현대해상, SK 증권

현대해상의 운용자산 구성비



자료: 현대해상, SK 증권

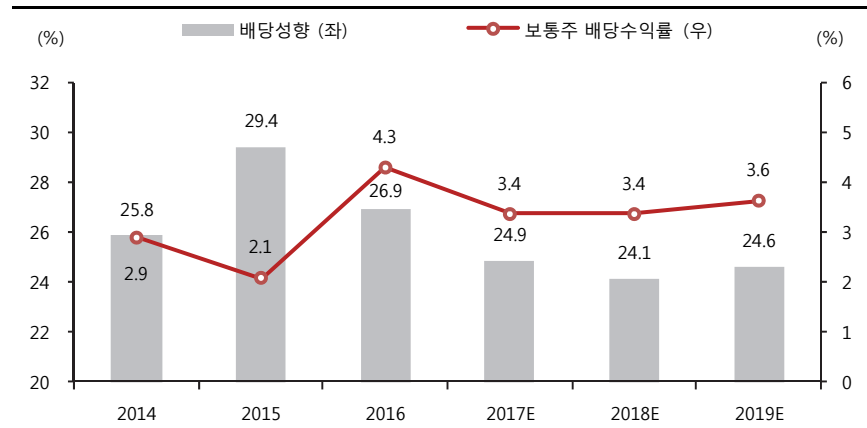
현대해상의 연도별 ROE



자료: 현대해상, SK 증권

주: 화색 막대는 중국 종속회사의 재보험금 소송 관련 일회성 손실/이익을 제외한 기준

현대해상의 배당성향 및 배당수익률 전망



자료: WiseFn, SK 증권

투자의견변경

일시

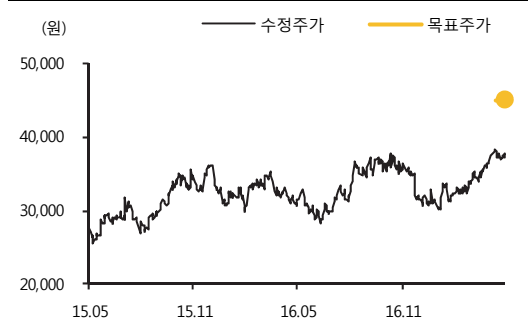
투자의견

목표주가

2017.05.29

매수

45,000원



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 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 5 월 29 일 기준)

매수	93.88%	중립	6.12%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	26,229	29,643	31,960	34,302	36,675
현금 및 예치금	1,570	1,157	1,048	1,097	886
유가증권	16,506	18,780	20,636	22,415	24,290
주식	1,015	1,003	1,065	1,100	1,140
채권	10,201	10,829	11,912	12,785	13,669
수익증권	1,959	2,244	2,491	2,740	3,014
외화유가증권	2,992	4,395	4,834	5,430	6,077
기타유가증권	339	308	333	360	388
대출채권	7,178	8,691	9,277	9,785	10,462
부동산	973	1,015	1,000	1,005	1,037
비운용자산	3,746	3,796	3,938	4,105	4,324
특별계정자산	2,317	3,213	3,502	3,783	4,085
자산총계	32,292	36,652	39,400	42,190	45,084
책임준비금	25,678	28,653	30,882	33,265	35,764
지급준비금	2,213	2,480	2,629	2,787	2,954
보험료적립금	21,369	23,934	26,044	28,213	30,447
미경과보험료적립금	2,036	2,179	2,148	2,205	2,302
기타부채	1,656	1,835	1,727	1,523	1,260
특별계정부채	2,522	3,406	3,712	4,009	4,330
부채총계	29,857	33,894	36,321	38,797	41,354
지배주주지분					
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	2,058	2,398	2,691	3,005	3,342
비상위험준비금	663	731	759	782	808
자본조정	-38	-38	-38	-38	-38
기타포괄손익누계	255	238	266	266	266
자본총계	2,435	2,758	3,079	3,392	3,730
부채와자본총계	32,292	36,652	39,400	42,190	45,084

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	16.8	13.5	7.5	7.1	6.9
운용자산	19.6	13.0	7.8	7.3	6.9
부채	17.9	13.5	7.2	6.8	6.6
책임준비금	15.4	11.6	7.8	7.7	7.5
자본	5.3	13.3	11.6	10.2	10.0
경과보험료	8.1	2.6	1.2	2.9	3.2
일반	6.9	-3.0	1.2	2.8	3.0
자동차	20.8	12.7	4.8	3.5	3.8
장기	4.8	-0.2	0.0	2.8	3.0
순사업비	7.4	8.0	2.7	3.1	3.2
투자영업이익	9.6	12.7	1.0	3.0	4.2
영업이익	-8.6	84.0	4.8	2.3	6.2
순이익	-12.9	96.6	0.3	3.0	5.9

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
원수보험료	12,119	12,583	12,760	13,136	13,564
일반	1,040	1,079	1,085	1,115	1,148
자동차	2,727	3,145	3,303	3,419	3,555
장기	8,353	8,359	8,372	8,602	8,860
보유보험료	11,063	11,414	11,563	11,903	12,315
경과보험료	10,976	11,255	11,395	11,730	12,104
일반	469	455	460	473	487
자동차	2,430	2,739	2,872	2,972	3,084
장기	8,076	8,061	8,063	8,285	8,533
경과손해액	9,544	9,525	9,591	9,874	10,182
일반	341	297	305	322	331
자동차	2,179	2,242	2,338	2,433	2,537
장기	7,025	6,986	6,949	7,119	7,314
순사업비	1,989	2,148	2,206	2,273	2,346
보험영업이익	-558	-418	-402	-417	-424
투자영업이익	852	960	969	998	1,040
영업이익	294	542	568	581	617
영업외이익	-11	-29	-41	-36	-40
세전이익	284	513	527	545	577
법인세비용	81	113	126	132	140
당기순이익	203	400	401	413	437
지배주주 순이익					

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
경과손해율	87.0	84.6	84.2	84.2	84.1
일반	72.6	65.3	66.2	68.0	68.0
자동차	89.7	81.9	81.4	81.9	82.3
장기	87.0	86.7	86.2	85.9	85.7
사업비율	18.1	19.1	19.4	19.4	19.4
투자이익률	3.6	3.5	3.2	3.1	3.0
수익성 (%)					
ROE	8.6	15.4	13.7	12.8	12.3
ROA	0.7	1.2	1.1	1.0	1.0
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	2,550	5,013	5,027	5,179	5,482
보통주 BPS	30,534	34,591	38,618	42,547	46,778
보통주 DPS	750	1,350	1,250	1,250	1,350
기타 지표					
보통주 PER (X)	14.1	6.3	7.4	7.2	6.8
보통주 PBR (X)	1.2	0.9	1.0	0.9	0.8
배당성장률 (%)	29.4	26.9	24.9	24.1	24.6
보통주 배당수익률 (%)	2.1	4.3	3.4	3.4	3.6

자료 : SK증권 추정