

20180409

---

S K  
I N D U S T R Y  
A N A L Y S I S

**보험**

**재보험, 태풍 온 뒤에 땅이 굳는다**

보험·금융. 김도하, 3773-8876

R.A. 이진만, 3773-9957



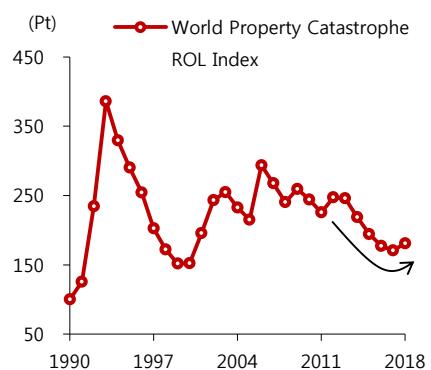


*Analyst*

김도하

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

## 글로벌 재물 재해보험 가격지수 6년 만의 반등



자료 Bloomberg, SK 증권

## 코리안리의 PBR valuation은 역사적 저점



자료 SK 증권

## 보험

2018-04-09

### 재보험, 태풍 온 뒤에 땅이 굳는다

2017년 3분기 연달아 발생한 미국 허리케인은 역사적으로 세 번째 큰 글로벌 보험 손실을 야기한 동시에, 재보험 요율지수를 6년 만에 상승시켰다. 한국에서는 중장기적으로 회계/감독기준 변경, 단기적으로 현 RBC 제도의 단계적 강화를 맞이한 시점에서 보유 리스크 축소의 필요성이 지속 확대되고 있다. 국내외 영업환경이 양호한 가운데 코리안리의 2018년 순이익은 48% YoY 증가할 것으로 전망되는데, 12m PBR은 0.53 배로 역사적 저점을 형성하고 있다. 원수사와는 다른 특성을 고려하면 현재의 valuation 하락은 재보험주에 대한 투자기회가 될 수 있다는 판단이다.

### 글로벌 재보험시장: 전년의 위기는 올해의 기회

2017년 3분기 연이어 발생한 미국 허리케인은 역사적으로 세 번째 큰 1,360억 원의 보험손실을 야기한 재해였다. 이는 글로벌 상위 5개 재보험사의 연간 순이익을 55% YoY 감소시켰으나, 동시에 2018년 글로벌 재물 재해보험 요율지수가 6% YoY 상승해 6년 만의 재보험가격 상승을 나타냈다. 글로벌 재보험시장의 공급(담보력) 경쟁 심화로 요율 상승폭이 제한된 점은 아쉬우나, 정도의 차이일 뿐 수익성 개선에 기여할 것이라는 점은 변함이 없다.

### 한국 재보험시장: 원수사의 리스크 관리 필요 → 수요 확대

중장기적으로는 회계/감독기준의 변경, 단기적으로는 현행 RBC 제도의 단계적 강화로 인해 국내 보험사들에게 자급여력비율(RBC 비율) 관리는 가장 중요한 이슈 중 하나이다. 채권 평가손이 발생하는 금리 상승기에 자본 확충만으로 RBC 비율 관리에 한계가 있다면 보유 리스크 축소는 효과적인 자급여력 관리 방안이다. 실제 RBC 규제가 강화되고 시장금리가 상승한 이후 손해보험업종의 출재보험료 증가율은 지속 상승하고 있다. 더불어 신자급여력제도 하에서 출재분 전액을 리스크 경감으로 인정하는 방안이 검토됨을 감안하면 (현행 50% 인정), 중장기적으로도 국내 재보험시장의 영업환경은 긍정적으로 전망된다.

### 코리안리: 재해 이후의 요율 상승에도 valuation은 저점

글로벌 재보험요율의 상승과 국내 보험사의 보험위험 관리 필요성 확대로 영업환경이 양호한 가운데, 코리안리의 2018년 순이익은 48% YoY 증가한 1,958억 원, ROE는 2.5%p YoY 상승한 8.7%로 예상된다. 그럼에도 불구하고 동사의 12m fwd PBR은 0.53 배로 글로벌 금융위기 당시를 제외하면 역사상 최저 수준까지 하락했다. 보유 리스크에 금리위험이 부재한 특성상 원수사 대비 자본적정성 우려가 높지 않으며, 올해의 증익 규모 및 중장기적인 영업환경을 고려하면 현재의 valuation 하락은 과도하다고 판단한다. 코리안리에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 15,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다.

# Contents

재보험사: 보험사의 보험사	3
글로벌 재보험시장: 전년의 위기는 올해의 기회	6
한국 재보험시장: 원수사의 리스크 관리 → 수요 확대	13
Company Analysis	18

코리안리 (A003690) / BUY / 15,000 원

## 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 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 (2018년 4월 9일 기준)

매수	89.44%	중립	10.56%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

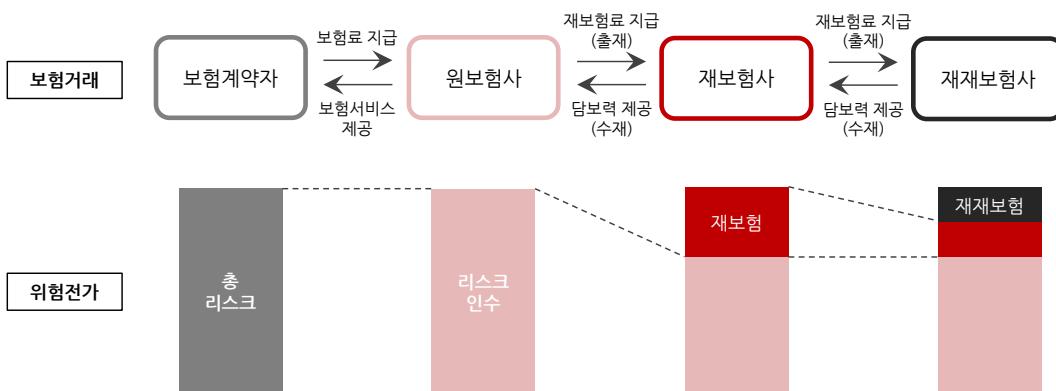
## 재보험사: 보험사의 보험사

### 재보험에 대한 이해

한국의 재보험사는 국내 유일의 전업 재보험사인 코리안리와 해외 재보험사의 한국지점 등으로 구성돼 있다. 광의(廣義)로는 보험의 일종이나 흔히 접하는 원보험과는 또 다른 성격의 비즈니스 구조를 갖고 있는데, 관련 회사가 많지 않은 특성상 업종에 대한 주식시장의 이해는 높지 않다. 이에 따라 업종 현황 분석에 앞서 산업에 대한 개괄적 설명을 붙인다.

재보험사(reinsurer)란 보험사의 보험사로, 개인이나 기업의 리스크를 직접 부담하는 원수보험사(primary insurer)와 달리 이들이 거래한 보험계약의 리스크 일부 또는 전부를 다시 인수하는 역할을 수행한다. 원수보험사는 인수한 계약을 재보험사에 출재함으로써 리스크 분산과 추가적인 계약의 인수 여력 마련, 담보력 확대, 손익변동성 축소 등의 효과를 얻을 수 있다.

#### 계약관계와 위험의 전가



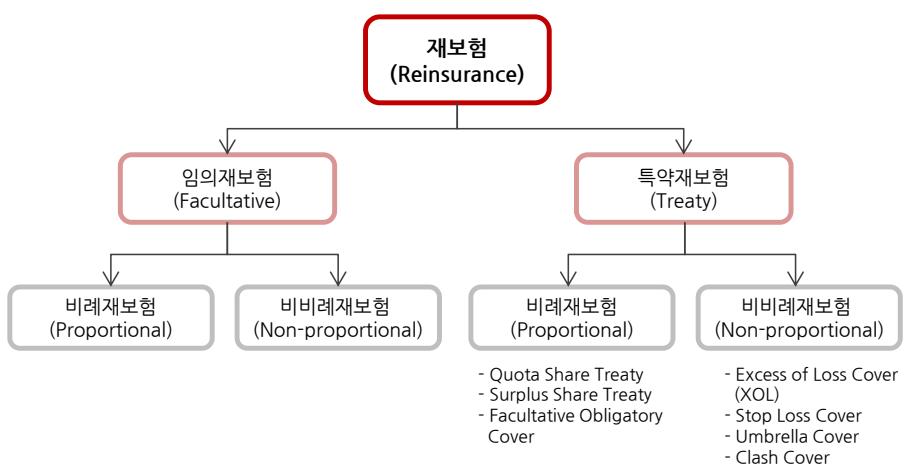
자료: 코리안리, SK증권

재보험 계약은 거래형태에 따라 ‘임의재보험’ 및 ‘특약재보험’으로, 또는 책임분담 방법에 따라 ‘비례재보험’ 및 ‘비비례재보험’으로 분류된다.

**거래형태별:** ‘임의재보험’은 개별 원보험계약 단위로 이루어진다. 단일 위험을 거래하므로 출재사와 재보험사가 건별로 계약조건과 인수 여부를 협의하여 거래한다. ‘특약재보험’은 계약 건별이 아닌 포트폴리오 단위로 이루어진다. 사전에 출재 대상 계약의 범위, 지역, 책임한도, 수수료, 약정기간 등의 조건을 설정하고 이에 부합하는 원보험계약 체결 시 재보험 거래가 자동적으로 처리된다.

**책임분담 방법별:** ‘비례재보험’은 출재사 보유 위험과 재보험사 인수 위험에 비례해 보험료 및 보험금이 배분되는 방식이다. 예컨대 보험가입금액 10 억원의 물건에 대해 재보험사가 6 억원(60%)의 위험을 인수할 때, 총 보험료가 100 만원이라면 재보험료는 60%인 60 만원이 되고, 보험사고 발생으로 보험금이 1 억원 지급된다면 재보험사가 부담하는 보험금은 60%인 6,000 만원되는 형태이다. 반면 ‘비비례재보험’은 보험사고 발생 시 사전에 합의한 출재사의 부담 한도금액을 초과하는 부분을 재보험사가 담보하는 방식이다. 예컨대 보험가입금액 10 억원의 물건에 대해 출재사의 부담 한도가 6 억원일 때, 보험료는 출재사와 재보험사의 기대손실확률에 따라 배분되고, 보험사고 발생으로 보험금이 7 억원 지급된다면 재보험사는 출재사 부담한도 6 억원을 초과하는 1 억원을 지급하게 된다. 즉 리스크 분담 비율과 보험료 배분비율, 보험금 지급비율 사이에 비례성이 존재하지 않는다.

## 재보험의 분류



자료: 코리안리, SK증권

## 원수보험사와의 재무적 차이

원보험을 수행하지 않는 코리안리와 수재 규모가 거의 없는 한화손해보험의 재무제표를 비교해보면 이하와 같은데, 가장 큰 차이는 부채와 보험료 구성에서 나타난다. 부채 총계의 82%를 보험료적립금이 차지하는 한화손해보험과 달리, 저축요소가 부재한 코리안리는 보험료적립금을 인식하지 않는다. 코리안리는 원보험계약에 의한 원수보험료 대신 재보험거래에 의한 수재보험료를 인식하고, 보험사고 발생 시 출재사에 수재보험금을 지급한다. 또한 출재사에게 사업비 보전 명목으로 수재보험수수료를 지급하고, 특정 수재계약으로부터 이익이 발생할 경우 이를 공유하는 차원의 수재이익수수료 지급 한다. 그 외 항목들은 원수보험사와 재보험사가 유사한 구성을 이룬다.

### 원수보험사 (한화손해보험)와 재보험사 (코리안리)의 별도 재무제표 주요 항목 비교

재무상태표 (SAP): 부채 (십억원, %)		한화손해보험 금액 구성비		코리안리 금액 구성비		
부채총계*		13,699	100.0	부채총계*	7,872	100.0
책임준비금 (보험부채)	12,817	93.6	책임준비금 (보험부채)	5,134	65.2	
지급준비금	842	6.1	지급준비금	3,305	42.0	
보험료적립금	11,244	82.1	보험료적립금	0	0.0	
미경과보험료적립금	709	5.2	미경과보험료적립금	1,829	23.2	
기타부채	877	6.4	기타부채	2,737	34.8	
보험미지급금	394	2.9	보험미지급금	2,311	29.4	
재보험미지급금	160	1.2	재보험미지급금	1,273	16.2	
외국재보험미지급금	192	1.4	외국재보험미지급금	1,015	12.9	
순익계산서 (SAP): 보험영업이익 (십억원, %)						
(십억원, %)		한화손해보험 금액 구성비		코리안리 금액 구성비		
경과보험료	4,151	78.4	경과보험료	4,984	68.6	
수입보험료	5,277	99.7	수입보험료	7,185	98.8	
원수보험료*	5,291	100.0	원수보험료	3	0.0	
수재보험료	25	0.5	수재보험료*	7,269	100.0	
해약환급금	40	0.7	해약환급금	87	1.2	
지급보험료	1,126	21.3	지급보험료	2,183	30.0	
출재보험료	1,128	21.3	출재보험료	2,204	30.3	
발생손해액	1,261	23.8	발생손해액	3,898	53.6	
지급보험금	1,926	36.4	지급보험금	5,025	69.1	
원수보험금	1,960	37.0	원수보험금	0	0.0	
수재보험금	15	0.3	수재보험금	5,115	70.4	
수입보험금	817	15.4	수입보험금	1,308	18.0	
출재보험금	824	15.6	출재보험금	1,321	18.2	
순사업비	985	18.6	순사업비	917	12.6	
지급경비	1,116	21.1	지급경비	1,249	17.2	
인건비	213	4.0	인건비	49	0.7	
일반관리비	254	4.8	일반관리비	35	0.5	
수재보험수수료	3	0.1	수재보험수수료	978	13.4	
수재이익수수료	0	0.0	수재이익수수료	185	2.5	
수입경비	131	2.5	수입경비	331	4.6	
보험환급금	987	18.7	보험환급금	0	0.0	
보험료적립금증가액	1,159	21.9	보험료적립금증가액	0	0.0	
계약자배당준비금증가액	4	0.1	계약자배당준비금증가액	0	0.0	
보험영업이익	-245		보험영업이익	169		

자료 각 사, SK증권

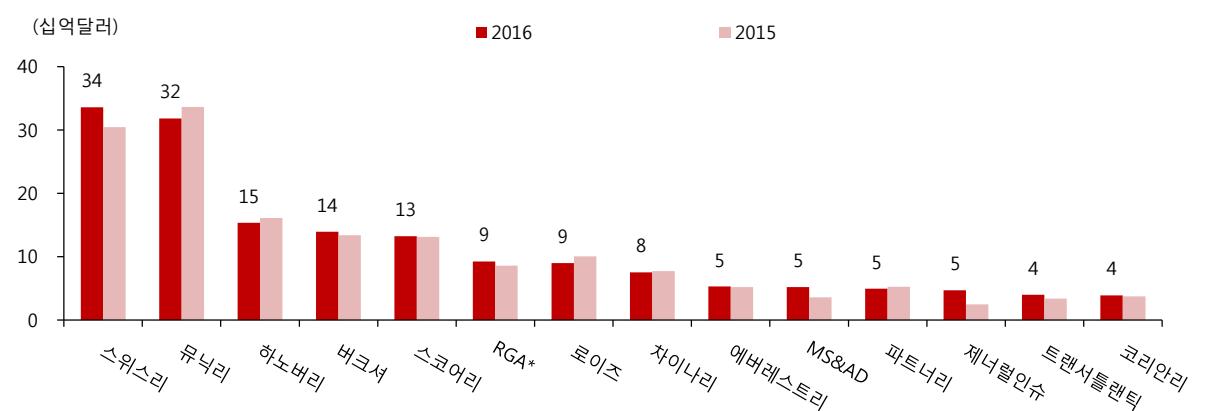
주 2017년 기준 \*각 카테고리의 구성비 기준 항목

## 글로벌 재보험시장: 전년의 위기는 올해의 기회

재보험 거래는 원보험 계약보다 복잡하므로 전문성이 요구되고, 대규모 리스크의 경우 보다 큰 담보력과 함께 다양한 주체에 분산할 필요가 있다. 이에 따라 재보험시장은 원수보험시장보다 국제적인 성격을 지닌다. 결국 재보험산업을 알기 위해서는 글로벌 동향을 들여다봐야 한다.

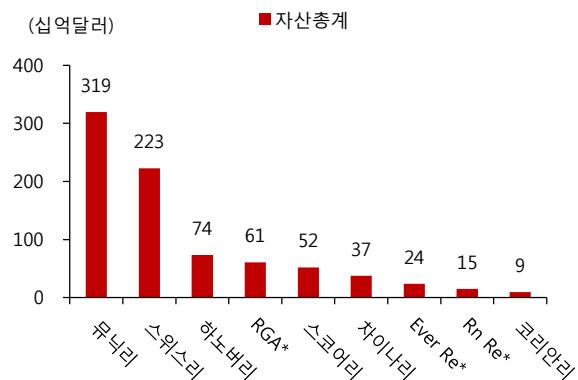
글로벌 상위 재보험사 5 곳은 스위스리 (Swiss Re), 뮤닉리 (Munich Re), 하노버리 (Hannover Re), 베크셔 해서웨이 (Berkshire Hathaway), 스코어리 (SCOR RE) 등으로 5개사가 글로벌 수재보험료 (S&P 집계 40개사 합산 기준)의 50% 이상을 차지하고 있다. 한국 재보험사인 코리안리는 수재보험료 규모로는 2017년 기준 14위, 재보험을 주로 영위하는 재보험사 내에서는 시가총액 9위를 기록하고 있다.

### 글로벌 재보험사 수재보험료 규모별 순위



자료: S&P, SK 증권

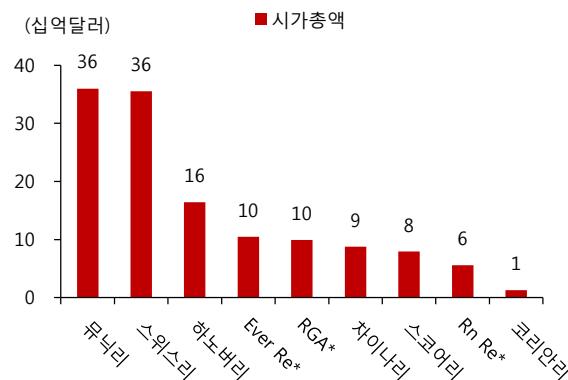
### 상장 글로벌 재보험사 자산 규모



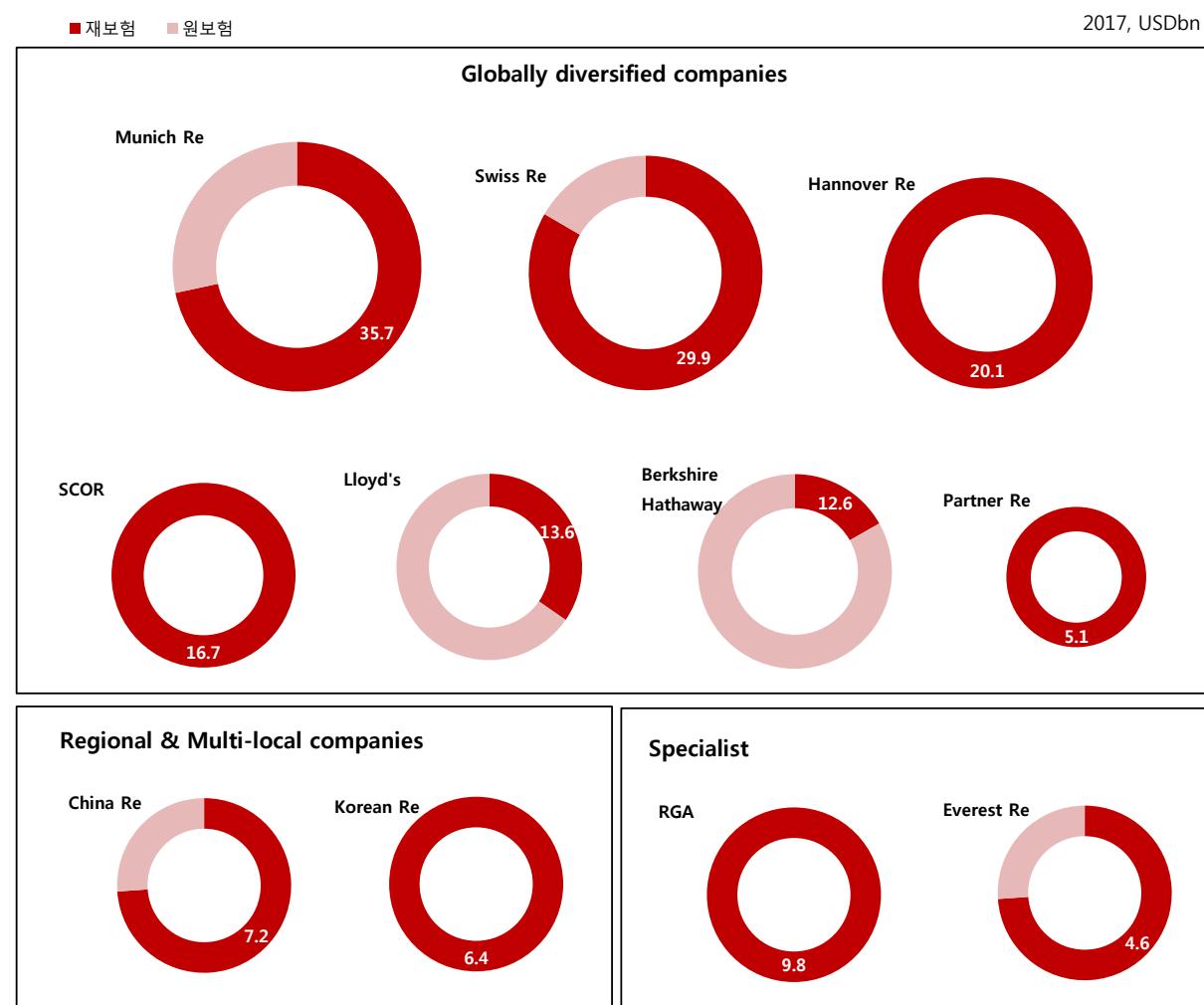
자료: Bloomberg, SK 증권

주: 2017년 기준 \*RGA=Reinsurance Group of America / Ever Re=Everest Re / Rn Re=Renaissance Re

### 상장 글로벌 재보험사 시가총액 규모



## 글로벌 재보험사 분류 및 보험료 규모

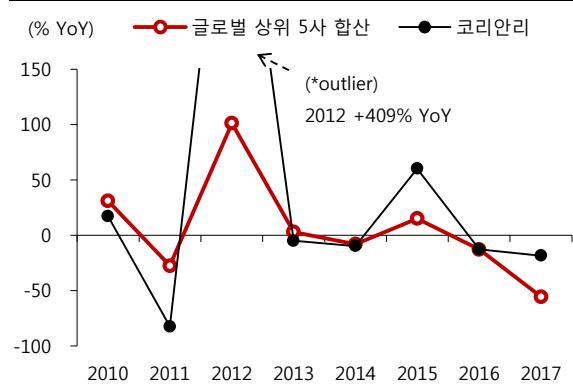


자료 각 사, Bloomberg, S&P, SK 증권

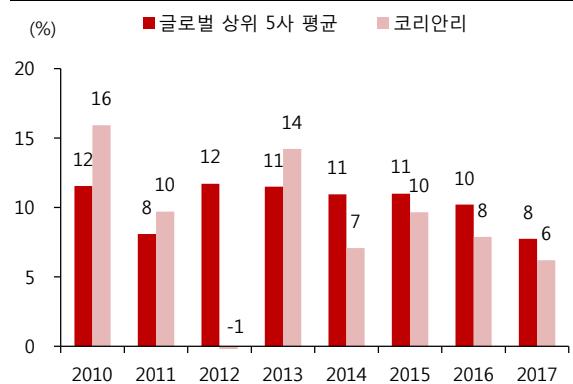
주: 전체 보험료가 아닌 수재보험료 규모 순 나열, 재보험사 분류는 McKinsey 기준에 따름

글로벌 상위 5 개 재보험사는 2011년 및 2017년을 제외하면 두 자릿수 ROE를 기록하고 있다. 2017년 5 개사 합산 순이익은 55% YoY 감소, RGA의 일회성 법인세 이슈를 제외하면 67% YoY 감소했다. 2011년 및 2017년의 실적 부진의 원인은 대재해로 설명된다. 대재해로 인한 글로벌 보험손실은 2005년, 2011년, 2017년이 가장 크게 나타난다. 미주 허리케인, 멕시코 지진 등이 발생한 2017년 재해로 인한 보험손실은 1,360 억달러로 역사상 세 번째 큰 손실을 기록하면서 재보험사에 타격을 입혔다. 이러한 대재해는 결코 긍정적일 수 없으나, 재보험 가격 상승에는 일조할 수 있다.

#### 글로벌 재보험사 순이익 증가율



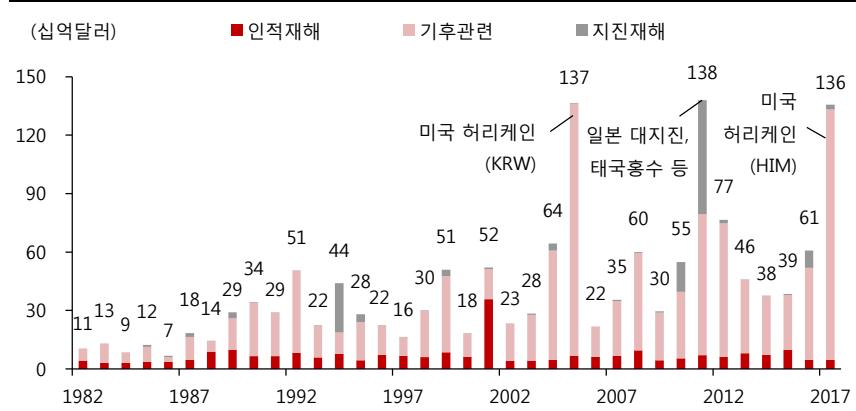
#### 글로벌 재보험사 ROE



자료 Bloomberg, SK 증권

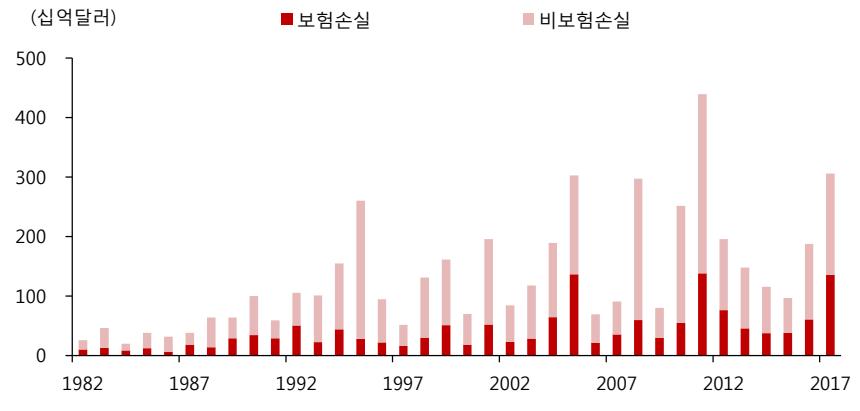
주: 상위 5사는 뮤니리, 스위스리, 하노버리, RGA, 스코어리 기준 (버크셔 해서웨이는 원수보험 비중이 높아 상위 재보험사에서 제외)

#### 재해로 인한 글로벌 보험손실 규모



자료 Swiss Re, SK 증권

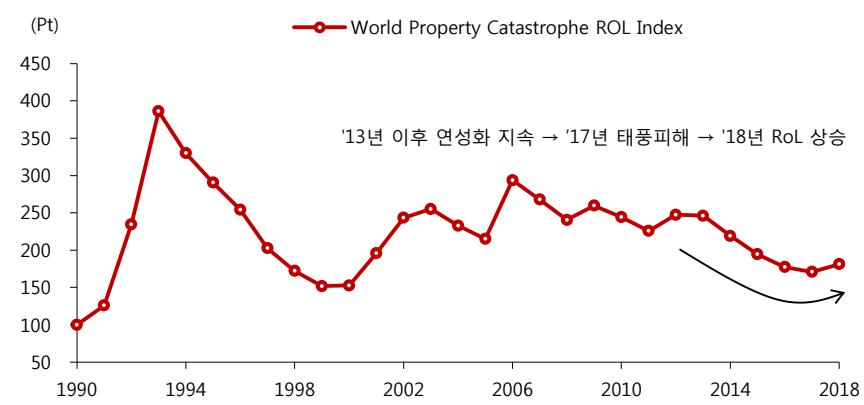
### 재해로 인한 글로벌 총 손실



자료 Swiss Re, SK 증권

글로벌 재물 재해보험의 ROL(Rate Of Line, 최대지급보험금/재보험료) 지수는 재보험 시장의 담보력 확대에 따른 연성화(soften)로 2013년 이후 지속 하락했다. 그러나 2017년의 대규모 보험손실로 인해 2018년 ROL 지수는 6.1% YoY 상승하면서 6년 만의 가격 상승을 나타냈고, Willis Re에 따르면 글로벌 재물 재해보험 가격이 평균적으로 0~7.5% 상승했다. 유사한 규모의 보험손실이 발생했던 2005년 및 2011년 직후에도 ROL 지수는 상승했고, 글로벌 재보험사의 ROE는 평년보다 높은 수준을 기록했다.

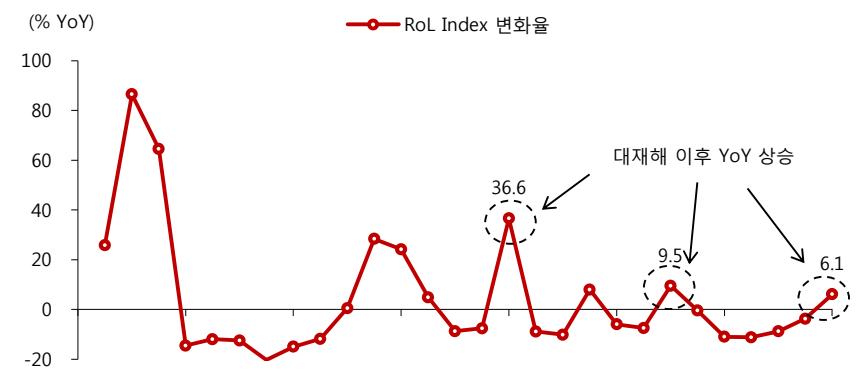
### 글로벌 대재해 ROL (rate-of-line) 지수:



자료 Bloomberg (원 출처 Guy Carpenter), SK 증권

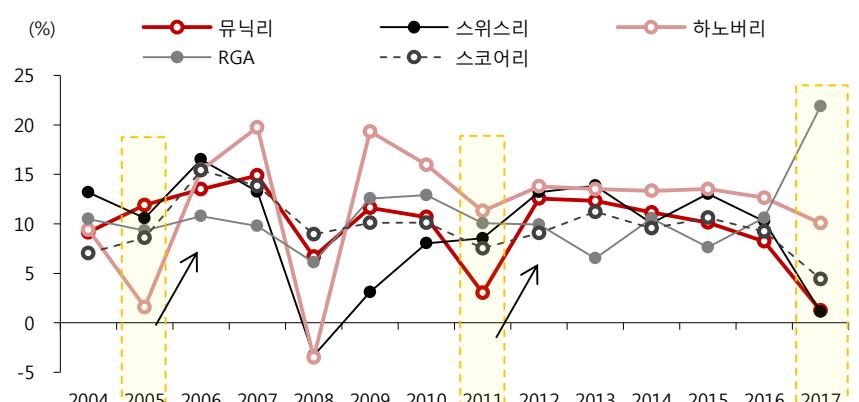
주: ROL=Premium/Coverage, 최대지급보험금 대비 재보험료의 비율

## ROL 지수의 YoY 변화율: 2018년 +6.1% YoY, 6년 만의 상승



자료 Bloomberg (원 출처 Guy Carpenter), SK증권

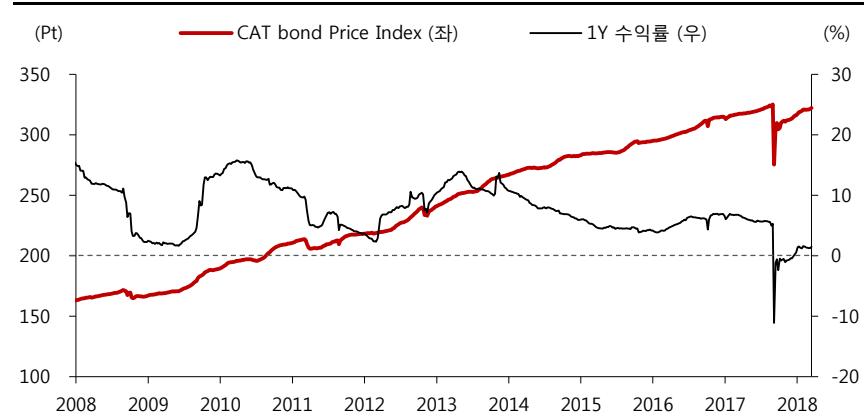
## 글로벌 재보험사 연간 ROE 추이



자료 Bloomberg, SK증권

한편 2018년의 요율 인상폭은 과거의 대재해 사례와 비교하면 높지 않은 수준이기도 한데, 이는 글로벌 재보험 시장의 담보력 확대에 따른 재보험요율의 연성화(soften) 영향으로 판단된다. 대재해채권(CAT bond) 및 보험연계증권(ILS, Insurance Linked Securities)이 간접적인 담보력을 제공한 것이다. 2011년 태국 홍수 및 일본 대지진 이후 한동안 대재해로 인한 글로벌 손실규모가 상대적으로 제한적이었고 (=수요 감소), 저금리 장기화로 인해 재보험의 대체재 성격인 보험연계증권으로 투자자금이 유입(=공급 증가)된 것이 주된 원인이다. 재보험시장에 늘어나는 자본 유입은 재보험주 투자에 리스크 요인이 될 수 있다 보험연계증권 시장에 유입되는 투자자금은 일종의 공급 경쟁 심화로 해석할 수 있기 때문이다. 최근 재보험사의 M&A가 활발하게 일어나고 있는 점도 담보력 이슈의 일환이라는 판단이다.

### Swiss Re Global CAT Bond Price Index 및 연 수익률



자료 Bloomberg, SK 증권

### 2017~2018년 글로벌 재보험사 M&A 내역

공표일	인수기업	피인수기업	국적	인수금액 (USDmn)
2017-01	Jardin Lloyd Thompson Re	Risk & Reinsurance Solutions Corp	미국	-
2017-01	K2 Insurance Services	Alteris Insurance Services	미국	-
2017-01	National Financial Partners	Serra & DelVecchio	미국	-
2017-02	ACR Capital Holdings	Asia Capital Reinsurance Malaysia	말레이시아	-
2017-02	Renaissance Alliance Insurance Services	Peter M Bakker Agency	미국	-
2017-03	Hannover Re	Argenta Holdings	영국	-
2017-03	Randall & Quilter Investment Holdings	Linco Ltd	버뮤다	-
2017-05	Hilb Group	Keough Kirby Associates	미국	-
2017-05	American International Group (AIG)	Hamilton USA Holdings	미국	110
2017-07	Markel	State National	미국	919
2017-08	HUB International	Coordinated Resources Group	미국	-
2017-09	Industrial Alliance Insurance & Financial Services	Dealers Assurance Company and Southwest Reinsure	미국	135
2017-10	Apollo Global Management	Catalina Holdings Bermuda	버뮤다	-
2018-01	American International Group (AIG)	Validus	버뮤다	5,560
2018-01	American Bancorp	US Premium Finance	미국	-
2018-01	Acrisure	Beach & Associates	영국	-
2018-03	Monument Re	ABN AMRO Life Capital Belgium	벨기에	-

자료 Bloomberg, 각 언론, SK 증권

주: 인수금액 '-'는 미공개

실제 발행된 대재해채권 사례로 미국 지역의 폭풍 리스크를 담보로 하는 한 채권을 살펴보자. 해당 채권은 1 억 6,500 만달러 규모로 2018년 3월 발행되었고 2개의 트렌치로 구성됐는데, Class A는 1 억 2,500 만달러로 손실개시확률 (attachment probability) 2.22%, 예상손실률 1.08%를 보유해 4.5% 내외의 쿠폰을 제공한다. 보다 위험한 등급인 Class B는 4,000 만달러 발행됐는데 손실개시확률 6.99%, 예상손실률 4.07%를 보유해 8% 내외의 쿠폰을 제공한다. 세부항목을 보다시피 재해 발생 확률과 그로 인한 예상손실을 기반으로 구성되므로, 기대수익률이 시장 지표와 무관하다는 특성이 있다. 즉 금리 하락기에 여타 채권 대비 상대적인 투자매력도가 높아지는데, 결국 금리 하락은 재보험 시장의 담보력 상승을 야기한 요인 중 하나였다.

보험연계증권은 여전히 자산시장 변동의 리스크를 헷지하기 위한 목적에는 적합한 투자상품이나 금리 상승기에 들어서면서 상대적인 투자매력은 낮아질 수 있다는 판단이다. 일반적인 채권에서 금리 상승이 채권가격 하락을 의미하듯이 보험연계증권도 기대 손실 대비 추가로 지급되는 이율이 투자 매력도를 의미하는데, ILS의 기대 손실 대비 이율은 수년 만에 소폭 상승했다. 미주 허리케인 이슈로 수년 만에 상승한 ROL 지수를 감안하면, 글로벌 재보험 시장은 2013년 이후 가장 양호한 업황을 맞이하는 해가 될 것이라는 판단이다.

CAT bond 및 ILS 연도별 멀티플 (평균 기대손실률 대비 평균 채권이율의 배수)



자료 Bloomberg, SK 증권

## 한국 재보험시장: 원수사의 리스크 관리 필요 → 수요 확대

국내 재보험시장에서는 출재 확대를 기대할 수 있다고 판단한다. 2021년 회계기준 (IFRS17) 및 감독기준 (K-ICS) 변경을 앞두고 국내 보험사들에게 자본비율 관리는 중장기적으로 가장 중요한 목표 중 하나이다. 또한 새로운 제도 도입에 앞서 현재의 감독 규제 (RBC 제도)도 단계적 강화를 계속하고 있어 단기적인 자급여력 관리도 필요하다. 이에 더해 시장금리의 상승은 보험사의 수익성 개선에 기여하지만 동시에 매도가능채권 평가손실로 인한 자본 감소를 야기한다. 실제 손해보험업종 및 생명보험업종의 RBC 비율은 규제 강화와 금리 상승으로 인해 하락 추세를 보이고 있다.

**손해보험업종 RBC 비율 추이**



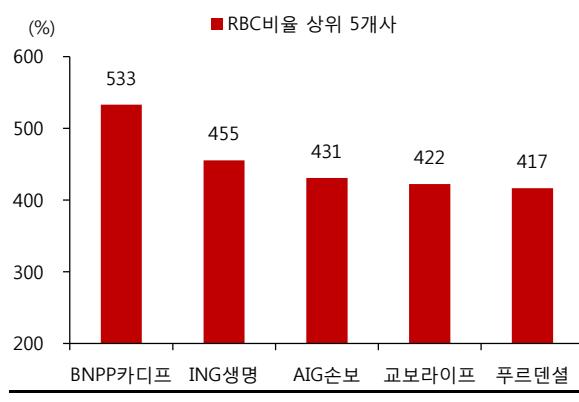
자료: 금융감독원, SK증권

**생명보험업종 RBC 비율 추이**



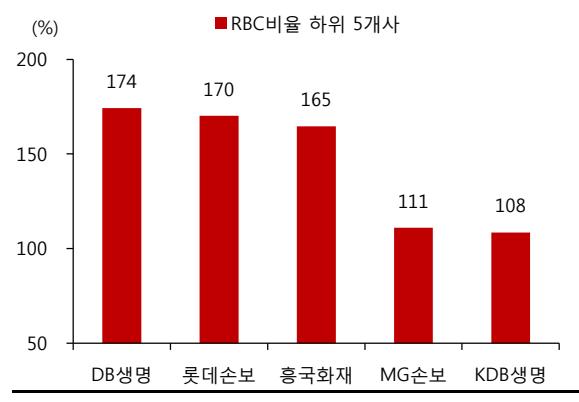
자료: 금융감독원, SK증권

**RBC 비율 상위 5개사**



자료: 금융감독원, SK증권

**RBC 비율 하위 5개사**

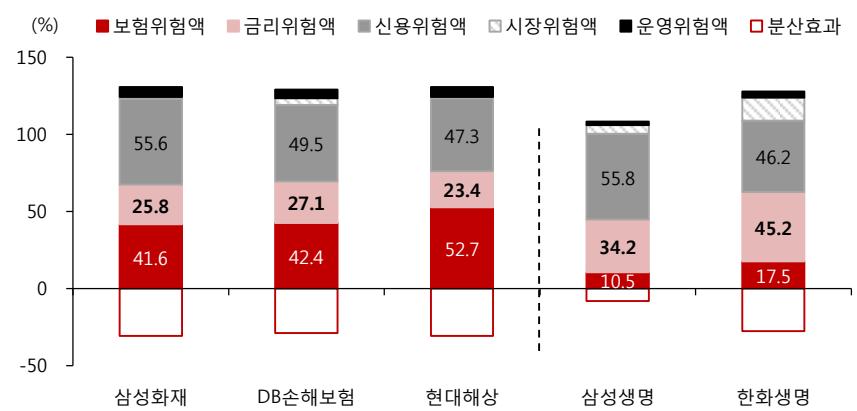


자료: 금융감독원, SK증권

보험업종의 보험금 지급여력은 보유 리스크 (지급여력기준) 대비 자기자본 (지급여력) 규모의 비율로 산출된다. 자기자본 확충만으로 지급여력비율을 제고하는 데 한계가 있다면 보유 리스크를 축소하는 방법이 병행되어야 한다. 주요 대형 보험사의 보유 리스크 중 보험리스크 비중은 손해보험사는 40~50%, 생명보험사는 10%대로 나타난다. 보험위험 일부를 재보험사에 전가함으로써 리스크를 축소하는 방법은 효과적인 지급여력 비율 관리 방안이다. 실제 RBC 규제가 강화되고 시장금리가 상승한 2016년 4분기 이후 손해보험업종의 출재보험 증가율은 지속 상승하고 있으며, 생명보험업종의 재보험 비용도 경상적으로 2015년 이후 8% YoY 내외의 증가율을 나타내고 있다.

현행 RBC 하에서 출재분의 리스크경감을 50%만 인정하는 데 반해, 신지급여력제도 하에서는 출재 전액을 인정해주는 방안이 검토되고 있다는 점도 중장기적으로 긍정적이다. 더불어 손해보험사를 중심으로 2018년 신계약이 증가하고 있는데, 출재는 자본 비율 관리뿐 아니라 원보험사의 담보력을 다시 확대하므로 신계약 유치에도 필요한 수단이 될 수 있다. 원수보험사의 출재 확대는 재보험사에게 협상력 증대로 이어질 수 있어 재보험사의 영업 환경에 우호적인 것으로 판단한다.

#### 국내 보험사 리스크별 비중



자료 손해보험협회, 생명보험협회, SK증권

주: 지급여력기준

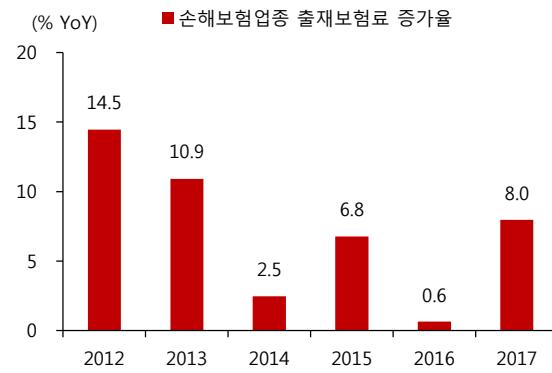
### 손해보험업종 분기별 재보험비용 증가율



자료: 금융감독원 SK 증권

주: 삼성화재의 미국지점 보험부채 이전 관련 출재로 추정되는 보험료는 제외함

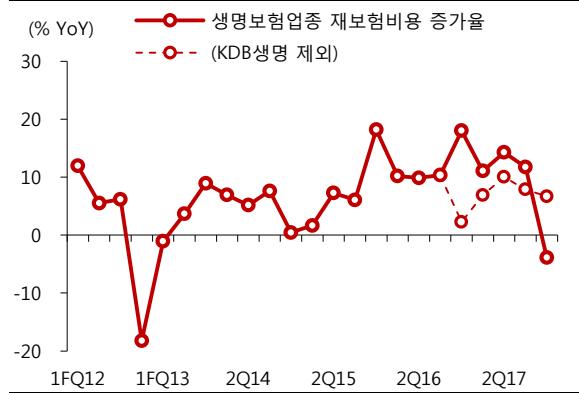
### 손해보험업종 연도별 재보험비용 증가율



자료: 금융감독원 SK 증권

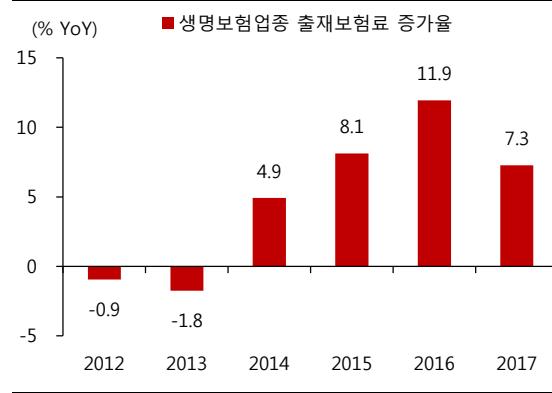
주: 삼성화재의 미국지점 보험부채 이전 관련 출재로 추정되는 보험료는 제외함

### 생명보험업종 분기별 재보험비용 증가율



자료: 금융감독원 SK 증권

### 생명보험업종 연도별 재보험비용 증가율



자료: 금융감독원 SK 증권

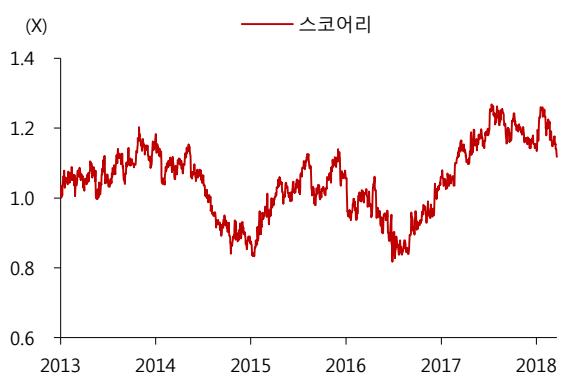
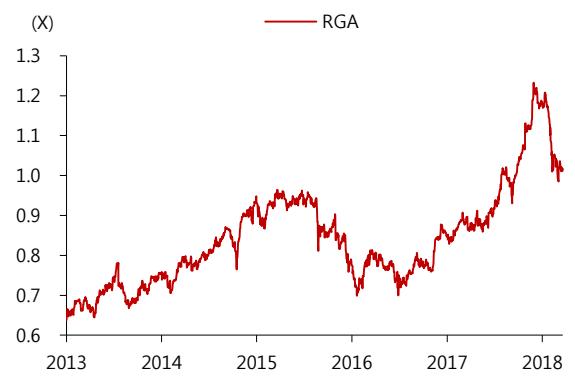
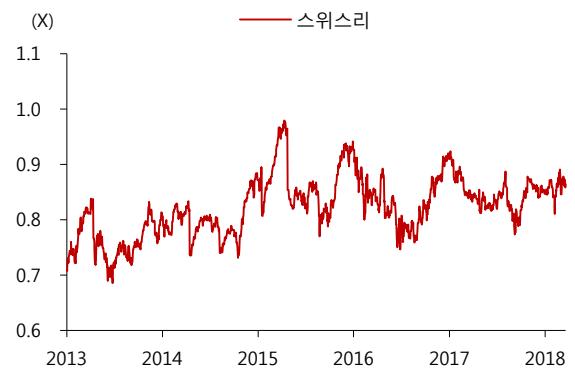
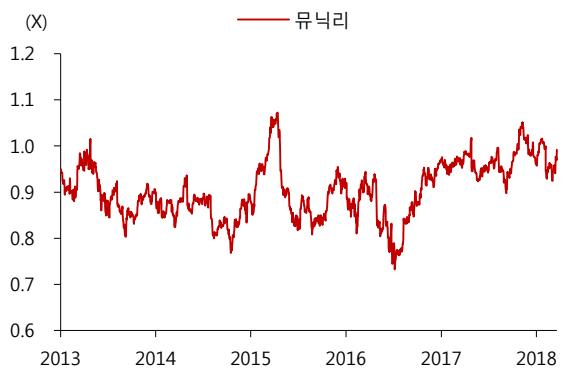
## Appendix

주요 글로벌 재보험사 Peer Comparison Table

	뮤너리	스위스리	하노버리	에베레스트리	RGA	차이나리	스코어리	르네상스리
현재주가 (USD)	235.8	98.0	138.8	254.3	149.4	0.21	42.2	138.1
시가총액 (USDmn)	36,549	34,236	16,744	10,384	9,639	8,914	8,187	5,536
EPS (USD)								
2016	17.9	10.7	10.7	23.9	10.9	0.02	3.6	11.6
2017	28	1.0	9.0	11.4	28.3	0.02	1.7	(6.2)
2018E	20.2	8.9	10.9	22.6	12.7	0.02	3.8	10.1
2019E	22.3	9.6	12.1	23.6	13.6	0.03	4.4	10.9
2020E	25.1	10.1	12.8	25.4	14.7	0.03	4.6	12.0
BPS (USD)								
2016	211.9	105.9	78.7	197.4	110.3	0.24	37.9	108.4
2017	222.6	106.1	85.0	205.0	148.5	0.27	39.9	99.7
2018E	235.7	106.7	92.4	221.3	158.8	0.29	43.6	107.7
2019E	244.7	109.8	97.1	239.6	169.8	0.31	45.5	115.3
2020E	253.6	111.8	101.4	261.2	181.2	0.35	46.3	122.1
ROE (%)								
2016	83	10.6	13.7	12.6	10.6	73	9.3	10.9
2017	13	1.0	10.9	5.6	21.9	72	4.4	(5.8)
2018E	88	8.3	12.0	10.7	10.5	82	9.0	9.4
2019E	95	8.8	12.7	10.2	10.6	91	10.0	9.6
2020E	9.9	8.9	12.6	10.2	10.3	92	10.1	9.7
PER (X)								
2016	11.1	8.8	10.6	9.2	12.9	13.7	10.1	9.0
2017	74.1	91.0	13.2	24.8	14.4	124	21.9	13.7
2018E	11.6	11.1	12.7	11.3	11.8	8.9	11.1	13.7
2019E	10.5	10.2	11.5	10.8	11.0	7.8	9.6	12.7
2020E	9.4	9.7	10.9	10.0	10.1	7.0	9.3	11.6
PBR (X)								
2016	0.89	0.90	1.38	1.10	1.14	0.98	0.91	1.26
2017	0.98	0.88	1.48	1.08	1.05	0.85	1.01	1.26
2018E	1.00	0.92	1.51	1.15	0.94	0.72	0.97	1.28
2019E	0.96	0.89	1.44	1.06	0.88	0.67	0.93	1.20
2020E	0.93	0.88	1.38	0.97	0.82	0.60	0.92	1.13

자료: Bloomberg, SK 증권

## 주요 상장 재보험사 12 개월 forward PBR 추이



자료 Bloomberg, SK 증권

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

## Company Data

자본금	60 십억원
발행주식수	12,037 만주
자사주	550 만주
액면가	500 원
시가총액	1,318 십억원
주요주주	
장인순(외6)	22.35%
국민연금	8.03%
외국인지분율	39.68%
배당수익률	2.73%

## Stock Data

주가(18/04/06)	10,950 원
KOSPI	2,429.6 pt
52주 Beta	0.33
52주 최고가	13,300 원
52주 최저가	10,650 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.6%	-8.3%
6개월	-3.5%	-5.0%
12개월	-4.0%	-16.8%

## 코리안리 (003690/KS | 매수(신규편입) | T.P 15,000 원(신규편입))

양호한 영업환경, 견조한 증익, 낮은 베이류에이션은 투자 기회

코리안리는 2018년 +48% YoY의 견조한 이익 증가를 시현할 전망. 재해로 인한 요율 상승과 운용 포트폴리오 개선, 출재보험료 성장 전망을 고려 시 영업환경은 긍정적이라고 판단. 업종 특성상 높은 이익 변동성은 리스크 요인이나 합산비율 변동성이 과거 대비 안정화되었으며, 금리상승기에 지금여력 우려가 상대적으로 적은 것은 원수사와 차별화되는 투자포인트. 코리안리에 대해 투자의견 매수, 목표주가 15,000 원으로 커버리지를 개시

## 2018년 순이익 +48% YoY, ROE +2.5%p YoY 전망

코리안리는 2018년 견조한 이익 증가와 ROE 상승을 시현할 전망. 연간 당기순이익은 1,958 억원으로 48% YoY 증가하고, ROE는 8.7%로 2.5%p YoY 상승할 것으로 예상. 가파른 증익의 가장 큰 이유는 2017년 발생한 손실로부터의 정상화임. 역사상 세 번째로 큰 글로벌 손해를 야기한 연중 재해와 보유 지분의 손상차손 등 비연속적 요인이 기저효과를 형성한 가운데, 전년 재해로 인한 요율 상승과 운용자산 포트폴리오 개선, 국내 출재보험료 성장 전망을 고려하면 2018년 영업환경은 긍정적이라고 판단함

## 이익 변동성은 리스크 요인, 자본적정성은 차별화 요인

재보험업종 특성에 따른 높은 이익 변동성은 코리안리의 투자 리스크 요인. 다만 합산비율의 변동성은 과거 대비 안정화되었으며, 2017년 허리케인 때에도 2011년 태국 홍수피해 당시와는 다른 수준의 변동성을 보임. 한편 재보험사로써 원수보험사 대비 지금여력 우려가 적은 것은 긍정적. 자산 재분류를 통한 자본의 금리민감도 축소, 금리위험액의 부재 및 리스크량의 변동성이 상대적으로 낮은 점은 금리상승기에 RBC 비율 관리 우려가 거론되는 원수보험사와는 차별화된 투자포인트가 될 전망

## 그럼에도 PBR 0.53 배로 저평가된 주가

악재 이후의 호재가 기대됨에도 동사의 12개월 forward PBR은 0.53 배로 글로벌 금융위기 당시를 제외하면 역사적 저점까지 하락함. 올해의 증익 및 중장기적인 영업환경을 고려하면 현재 valuation은 과도한 저평가로 판단. 향후 3개년 기대 ROE 8.6%를 고려한 목표 PBR 0.73 배를 적용해 코리안리에 대해 목표주가 15,000 원을 제시하며 충분한 상승여력을 감안해 투자의견 매수로 커버리지를 개시함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
경과보험료	십억원	4,255	4,658	4,984	5,311	5,607	5,890
YoY	%	8.5	9.5	7.0	6.6	5.6	5.0
보험손익	십억원	80	33	169	100	98	123
투자손익	십억원	168	185	26	158	177	165
합산비율	%	97.8	98.9	98.4	98.2	98.3	98.3
투자수익률	%	3.6	3.6	0.5	2.7	2.9	2.6
영업이익	십억원	248	218	195	259	275	288
YoY	%	59.7	-12.1	-10.5	32.7	6.3	4.8
세전이익	십억원	241	210	173	258	275	286
순이익	십억원	186	163	133	196	208	217
YoY	%	60.1	-12.7	-18.5	47.7	6.4	4.1
EPS	원	1,621	1,415	1,154	1,704	1,813	1,888
BPS	원	17,545	18,411	18,870	20,190	21,510	22,885
PER	배	8.7	8.1	9.5	6.4	6.0	5.8
PBR	배	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	%	9.7	7.9	6.2	8.7	8.7	8.5
배당수익률	%	2.5	2.9	2.7	3.7	3.9	4.2

## Valuation

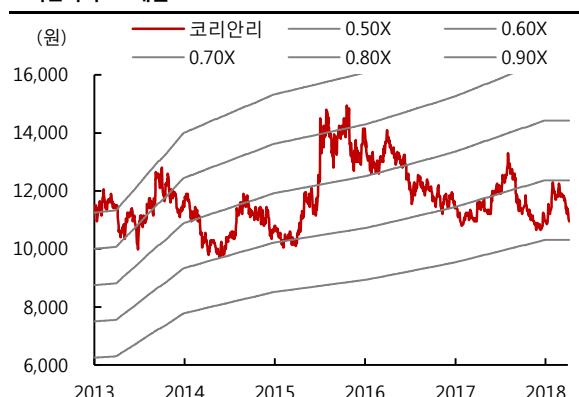
코리안리의 목표주가를 15,000 원으로 제시한다. 향후 3개년 ROE 기댓값 8.6%에 자기자본비용률 10.6%를 적용한 이론적 PBR은 0.81 배이나 높은 실적 변동성을 감안해 10%의 할인율을 부여했으며, 이에 따른 목표 PBR 0.73 배를 12개월 forward BPS 20,630 원에 적용한 결과이다. 현 주가 대비 충분한 상승여력을 감안해 투자의견은 매수로 제시한다.

커버리지 보험사의 목표주가 산출식

항목	코리안리	비고
자기자본비용 (%)	10.6	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.1	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.0	(c): 시장수익률 (b)
Beta ( $\beta$ )	0.9	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	8.6	(e): 회사별 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR ( $X$ )	0.81	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	-10.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR ( $X$ )	0.73	(i): (g)* <sup>(h)</sup>
수정 BPS (원)	20,630	(j): 회사별 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	15,000	(k): (i)* <sup>(j)</sup>
현주가 (04/06, 원)	10,950	
상승여력 (%)	37.0	

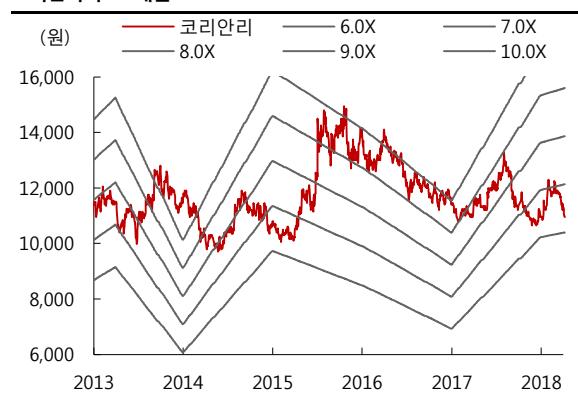
자료: SK 증권

코리안리의 12개월 forward PBR



자료: SK 증권

코리안리의 12개월 forward PER



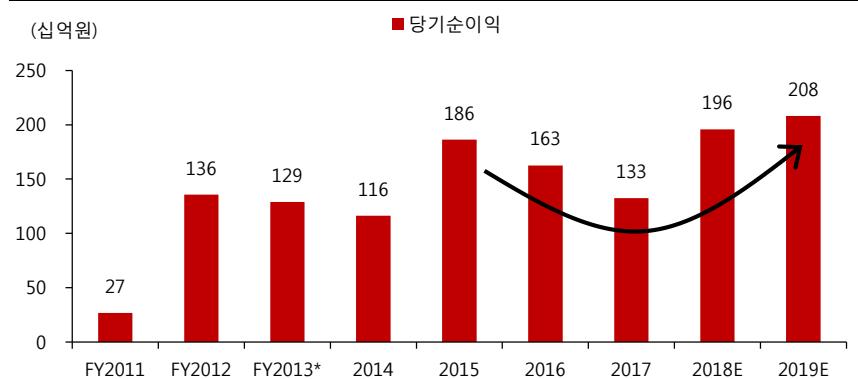
자료: SK 증권

## 2018년 순이익 +48% YoY, ROE +2.5%p YoY 전망

코리안리는 2018년 견조한 이익 증가와 ROE 상승을 시현할 전망이다. 연간 당기순이익은 1,958 억원으로 48% YoY 증가하고, ROE는 8.7%로 2.5%p YoY 상승할 것으로 예상한다.

가파른 증익의 가장 큰 이유는 2017년 발생한 비연속적 손실로부터의 '정상화'이다. 전년 미국 허리케인에 의한 손실 476 억원, 홍콩 태풍 피해 165 억원 등의 대규모 해외 손실에 더해 보유 중인 KDB 생명 지분의 손상차손을 200 억원 인식했는데, 이는 연속성이 없는 요소들로 판단된다. 특히 KDB 생명에 대한 잔여 지분가치 160 억원 수준으로 가치의 절반 이상을 손상차손 처리한 현 시점에서 추가 감액의 여지는 높지 않은 것으로 판단한다. 보수적으로 홍콩 태풍 수준의 재해를 재발할 수 있는 요인으로 가정하고, 미주 허리케인 손실 및 손상차손을 일회성으로 제거하면 당사의 2018년 경상적인 이익 증가율은 세전 기준 7.3% YoY 수준이다.

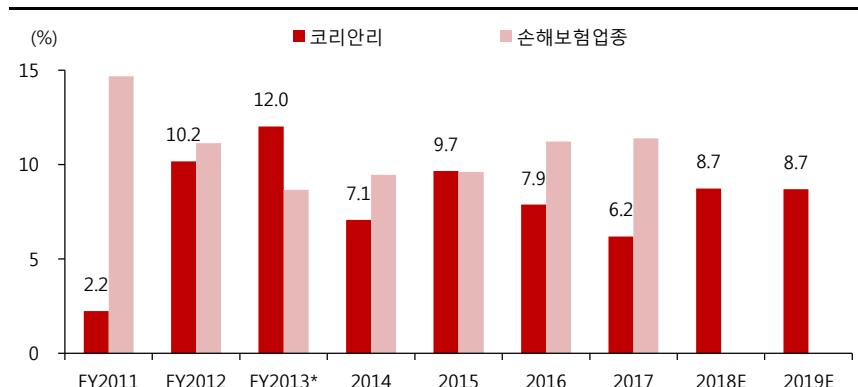
### 코리안리의 연간 당기순이익



자료 코리안리 SK증권

주. \*FY13 9개월분 (2013.04~2013.12)

### 코리안리의 ROE



자료 코리안리, 금융감독원, SK증권

주. \*FY13 연환산

## 코리안리의 주요 실적지표 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	% YoY
수입보험료	1,688	3,558	5,345	7,185	1,820	3,819	5,691	7,582	7,185	7,582	5.5
국내가계	810	1,656	2,511	3,376	887	1,792	2,699	3,624	3,376	3,624	7.3
국내기업	515	1,157	1,676	2,168	515	1,189	1,729	2,251	2,168	2,251	3.8
해외	363	745	1,158	1,640	418	837	1,263	1,707	1,640	1,707	4.1
경과보험료	1,186	1,251	1,242	1,305	1,288	1,334	1,317	1,373	4,984	5,311	6.6
국내가계	683	716	715	694	743	746	759	783	2,808	3,030	7.9
국내기업	212	236	228	222	214	246	244	234	898	938	4.5
해외	291	299	299	389	331	342	314	356	1,278	1,343	5.1
발생순해액	871	951	1,052	1,024	1,013	1,035	1,063	1,134	3,898	4,246	8.9
순사업비	211	249	205	253	229	242	236	258	917	965	5.2
보험영업이익	104	51	-14	28	45	57	17	-19	169	100	-40.6
투자영업이익	-42	74	46	-52	32	56	34	36	26	158	504.2
영업이익	63	125	32	-24	77	113	52	17	195	259	32.7
영업외이익	-11	2	1	-14	-1	1	0	0	-22	0	n/a
세전이익	51	127	33	-38	76	114	51	16	173	258	49.4
법인세비용	12	31	8	-11	18	28	12	4	40	63	54.9
당기순이익	39	96	25	-27	58	86	39	12	133	196	47.7
순이율 (%)	73.4	76.0	84.6	78.5	78.7	77.6	80.8	82.6	78.2	79.9	1.7
사업비율 (%)	17.8	19.9	16.5	19.4	17.8	18.1	17.9	18.8	18.4	18.2	-0.2
합산비율 (%)	91.2	95.9	101.1	97.9	96.5	95.7	98.7	101.4	96.6	98.1	1.5
합산비율* (%)	96.9	93.5	100.1	102.8	97.0	95.0	99.0	101.7	95.2	99.2	4.0
국내가계*	100.3	99.4	98.8	99.2	99.1	99.4	99.4	99.5	99.7	99.7	0.0
국내기업**	86.2	85.6	102.5	91.8	90.6	86.9	97.1	95.8	87.2	98.0	10.8
해외*	96.5	85.7	101.3	115.7	96.5	91.1	99.4	110.6	91.1	98.8	7.6
투자수익률 (%)	-3.2	5.5	3.3	-3.7	2.3	3.9	2.4	2.5	3.1	2.9	-0.1
투자수익률* (%)	2.7	3.0	2.4	1.6	2.9	2.9	2.7	2.8	3.0	2.9	-0.1

자료 코리안리, SK 증권

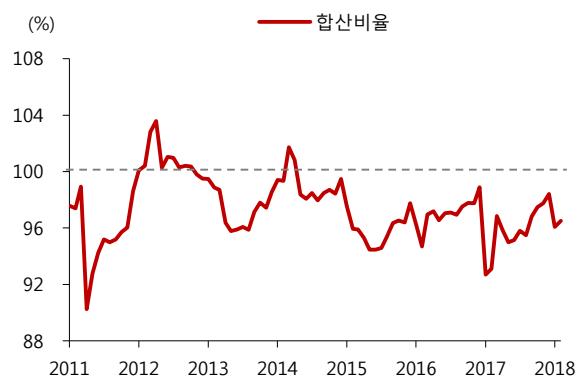
주: \*환 효과 제외한 기준

## Turn-around의 순리가 기다린다.

재해 가능성 및 피해 규모를 예단하기 쉽지 않다는 점은 재보험 투자를 어렵게 하는 요인이다. 다만 대재해의 연속적인 발생 가능성은 확률적으로 낮다는 점과 전년도 재해로 인해 요율이 상승된 점의 중복 효과는 기대해도 좋다는 판단이다.

또한 코리안리의 합산비율은 국내 기업성 수재 및 해외수재 부문으로 인해 높은 변동성을 나타내지만 그 수준은 과거 대비 줄어든 것으로 판단된다. 대재해에도 불구하고 2017년 동사의 합산비율 변동성은 2011년 태국 홍수 당시와는 달라진 흐름을 나타냈다. 동사는 재재보험 XOL (Excess of Loss, 출재사의 최대손실에 상한선 부여) cover를 활용하여 추가 담보력을 확보하고, 대형 리스크에 대비해 손익 변동성을 낮추는 대응전략을 취하고 있다. 이는 이익 성장에 일부 부정적일 수 있으나, 대규모 손실 가능성이 있는 물건의 리스크 상단을 제한하는 긍정적 영향이 더 크다고 판단한다.

**코리안리의 합산비율**



자료: 코리안리, SK 증권

주: FYTD 기준, 환 효과 제외한 합산비율

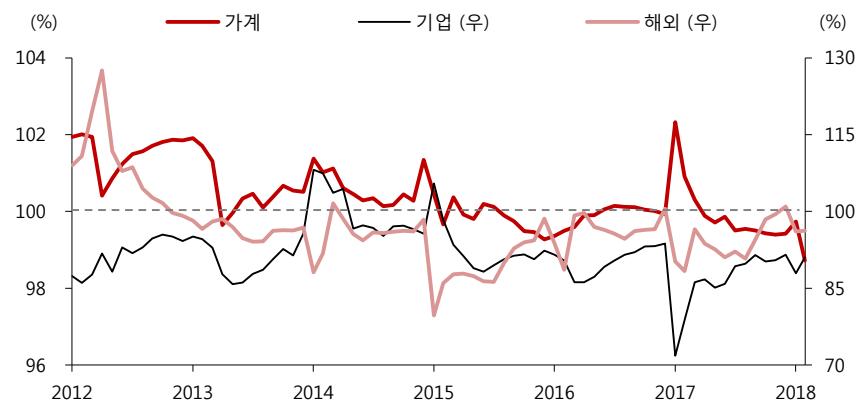
**합산비율의 변동성은 과거대비 축소되었다고 판단**



자료: 코리안리, SK 증권

주: 환 효과 제외한 합산비율, 직전 12개월의 월별 합산비율 간 변동성을 의미, 점선은 2017년 미주 허리케인 손실 제외

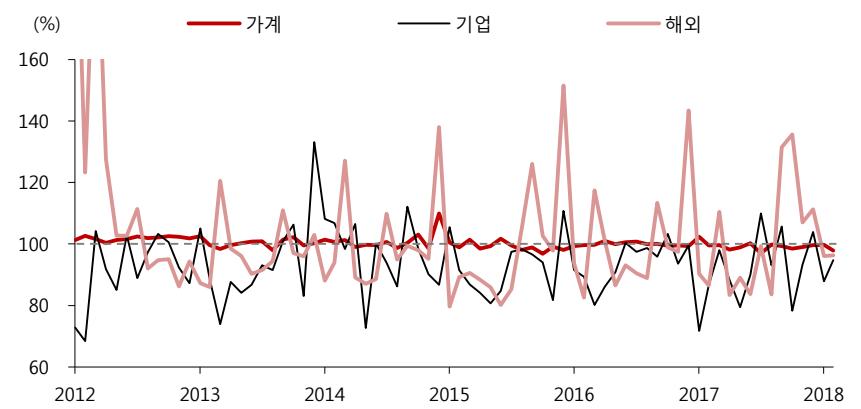
**코리안리의 보종별 합산비율 I: 추세를 파악하기 위해 월 누적(YTD)으로 볼 땐 평坦하지만,**



자료: 코리안리, SK 증권

주: FYTD 기준, 환 효과 제외한 합산비율

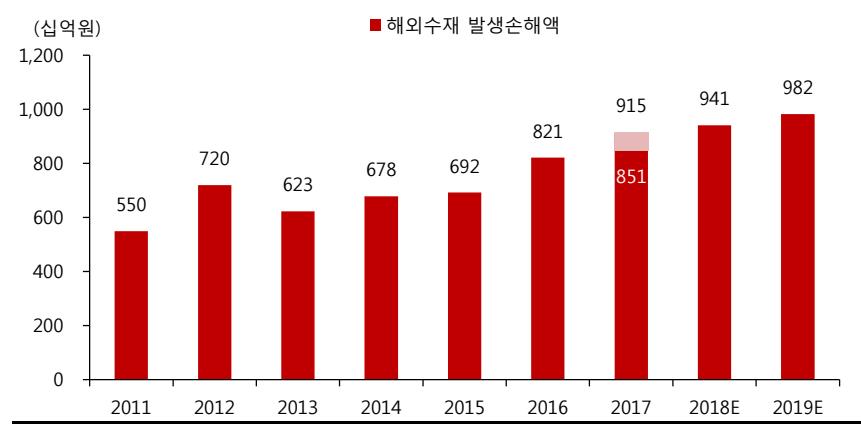
### 코리안리의 보종별 합산비율 II : 월별로 보면 리스크 상방 제한의 필요성이 느껴진다.



자료 코리안리, SK증권

주: 환 효과 제외한 합산비율

### 코리안리의 해외수재 부문 발생손해액 추이

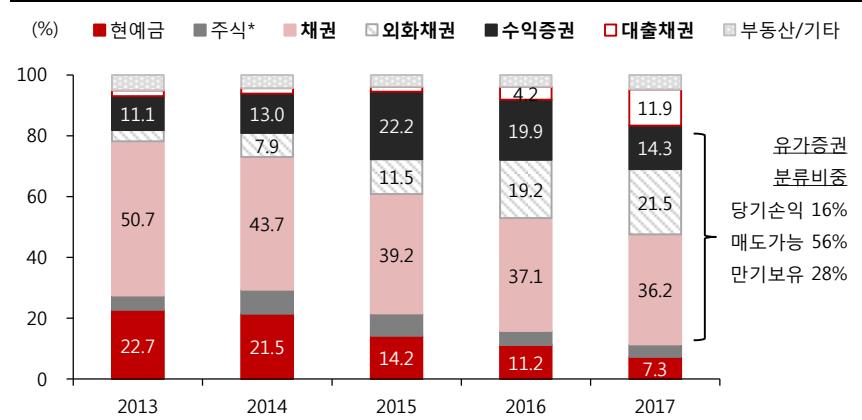


자료 코리안리, SK증권

주: 분홍색은 미주 허리케인 및 홍콩 태풍 손실 규모를 의미. 이를 제거 시 2017년 해외수재 손해액 7,670 억원

운용 포트폴리오의 개선을 통한 투자수익률 회복도 전망된다. 코리안리는 국내 원수보험사들과 달리 저축성 부채(보험료적립금)가 부채하므로 지급여력기준 내 금리위험액을 산출하지 않는다. 따라서 자산운용의 자유도가 상대적으로 높음에도 불구하고 현금성자산 및 채권 비중이 높은 보수적 운용기조를 보였고, 이는 낮은 투자수익률로 이어졌다. 그러나 최근 동사는 투자영업 체질 개선의 일환으로써 단기자금과 국내채권 비중을 축소하고 대체투자 비중을 확대하는 방향으로 포트폴리오 및 내부조직을 개편하고 있다. 운용자산 구성 변경을 통한 영향은 단기 성과보다 완만한 투자수익률 제고로 나타날 전망이다. SK 증권은 코리안리의 투자수익률(환 효과 제외)을 2018년 2.9%, 2019년 3.0%로 전망한다. 보유 중인 KDB 생명 자분의 손상차손을 제외한 2017년 투자수익률이 2.8%임을 고려하면 달성하기 어려운 수준은 아니라고 판단한다.

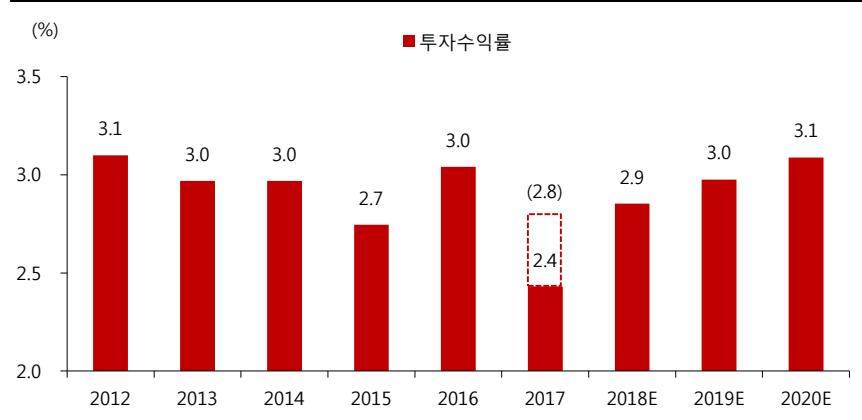
### 코리안리의 운용자산 구성



자료: 코리안리, SK 증권

주: \*국내주식, 해외주식, 출자금 등 포함

### 코리안리의 투자수익률



자료: 코리안리, SK 증권

주: 환 효과 제외한 투자수익률, 점선은 KDB 생명 손상차손 제외한 기준

코리안리의 이익 체력을 가늠하기 어렵게 하는 요인 중 하나는 환율 영향이다. 합산비율, 투자수익률, 신종자본증권 등 외화에 연동된 변수가 많기 때문이다. 해외수재와 일부 해상보험의 손해액이 환율에 노출되므로, 환율이 상승하면 원화로 계상되는 손해액 부담이 증가하고(→합산비율 악화) 환율이 하락하면 손해액 부담이 감소한다(→합산비율 개선). 자산-부채 간 매칭을 위해 투자한 외화자산은 반대의 영향을 미치는데, 환율이 상승하면 원화로 계상되는 투자수익이 증가하고(→투자수익률 상승), 환율이 하락하면 투자수익이 감소한다(→투자수익률 하락). 결국 환 변동이 보험영업과 투자영업에 서로 반대로 작용하면서 영향을 상쇄시킨다. 유불리를 나누자면 투자영업의 민감도가 더 높으므로 순이익에는 환율이 상승하는 것이 유리하다. SK 증권의 추정에 따르면 원/달러 환율이 매 분기 10 원 QoQ 상승할 경우 연간 순이익은 6.5% 증가한다. 1Q17 및 4Q17 원/달러 환율이 각각 89 원 QoQ, 75 원 QoQ 하락해 동사의 손익에 부정적인 영향을 미쳤음을 고려하면 환율영향 역시 기저효과를 기대하게 하는 요인이다.

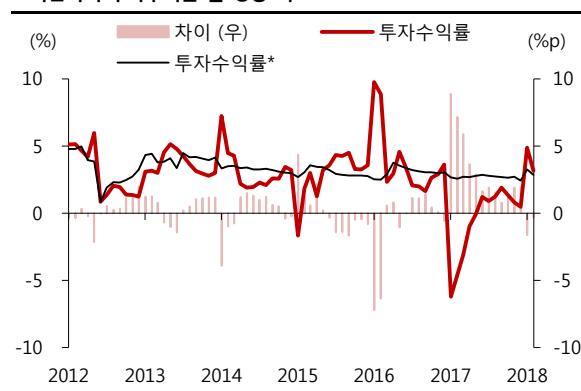
코리안리의 합산비율 환 영향 비교



자료: 코리안리, SK 증권

주: \*환 효과 제외한 기준

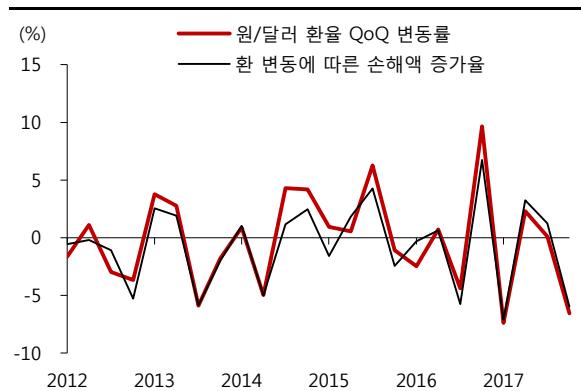
코리안리의 투자수익률 환 영향 비교



자료: 코리안리, SK 증권

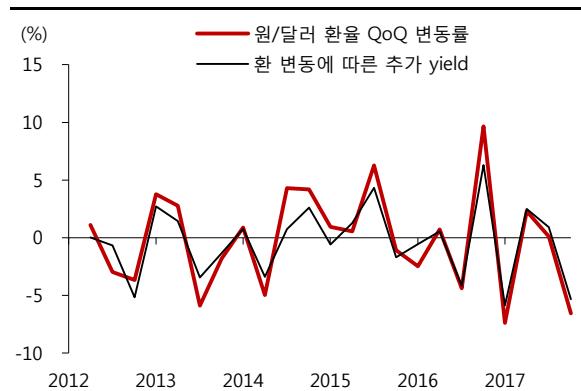
주: \*환 효과 제외한 기준

환율이 오르면 손해액이 늘어나지만



자료: 코리안리, SK 증권

환율이 오르면 투자수익(+α)도 늘어난다



자료: 코리안리, SK 증권

환율이 전년 말 대비 매 분기 10 원씩 오르면, 코리안리의 예상 이익은 6.5% 증가한다.

(단위: 십억원)	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E	무변동 대비 (%)
-10원 QoQ	63.7	83.2	38.2	9.8	194.9	-6.7
-5원 QoQ	65.6	85.0	40.0	11.4	202.0	-3.3
무변동	67.4	86.8	41.8	13.0	209.0	0.0
+5원 QoQ	69.3	88.6	43.6	14.5	215.9	3.3
+10원 QoQ	71.1	90.3	45.3	16.0	222.7	6.6

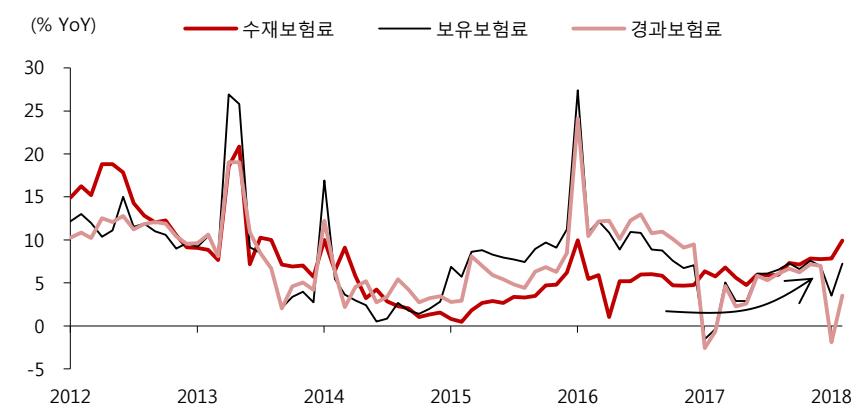
자료 Bloomberg, SK 증권

주: 2018년 말 환율은 Bloomberg 컨센서스 원/달러 환율 1,066 원 적용. 최하단 행의 경우, 2019년 환율을 1Q 1,076 원 2Q 1,086 원 3Q 1,096 원 4Q 1,106 원으로 가정 시 연간 순이익은 2,227 억원으로 전망됨을 의미

성장성에 대해 살펴보면, 수재보험료의 증가율 상승세가 이어지고 있는 점이 특징이다. 코리안리의 수재보험료 성장률은 2016년 1~4월을 제외하면 2015년부터 지속적으로 상승해 2017년 +7.7% YoY, 2018년 2월 +9.9% YoY를 기록했다. 2018년 초 출재 특약구조 변경에 따른 일시적 출재 증가로 보유 및 경과보험료가 수재보험료 증가율을 하회했으나, 이는 시간 경과에 따라 해소될 이슈다.

SK 증권은 규제 강화에 따른 원수보험사의 리스크 관리 필요성을 고려할 때 출재 수요가 증가적으로 증가할 것으로 전망하며, 이는 수재물량 증가(양적 성장)와 요율 협상력 제고(질적 성장) 모두에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상한다. 실제로 2016년부터 국내 보험업종의 출재보험료 증가율은 상승하고 있어 국내 수재보험료 규모의 70%를 차지하는 코리안리에겐 반가운 시장 환경이다. 수재보험료 성장에 대한 전망은 낙관적이라고 판단한다.

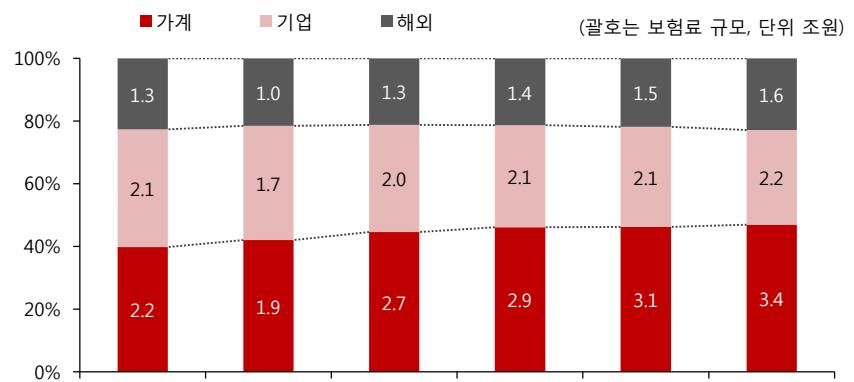
#### 코리안리의 보험료 성장률



자료 코리안리, SK 증권

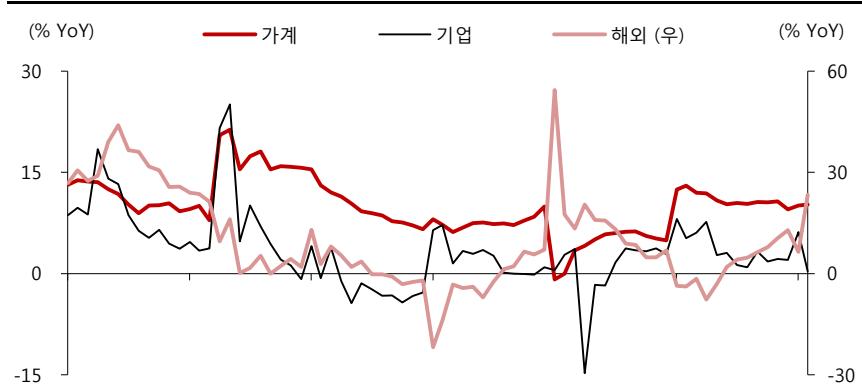
주: FYTD 기준

## 코리안리의 보종별 수입보험료 구성



자료 코리안리, SK증권

## 코리안리의 보종별 수입보험료 증가율



자료 코리안리, SK증권

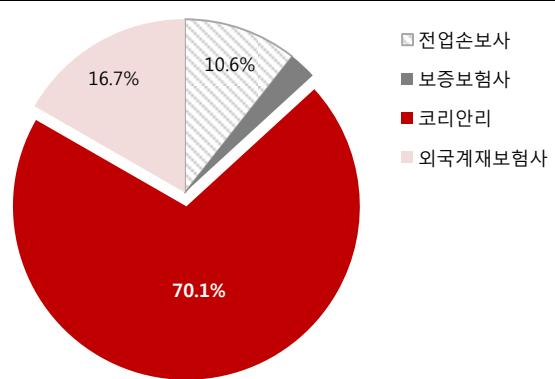
## 국내 보험업종 출재보험료 증가율



자료: 금융감독원, SK증권

주: 생보업종은 재보험비용을 출재보험료로 적용

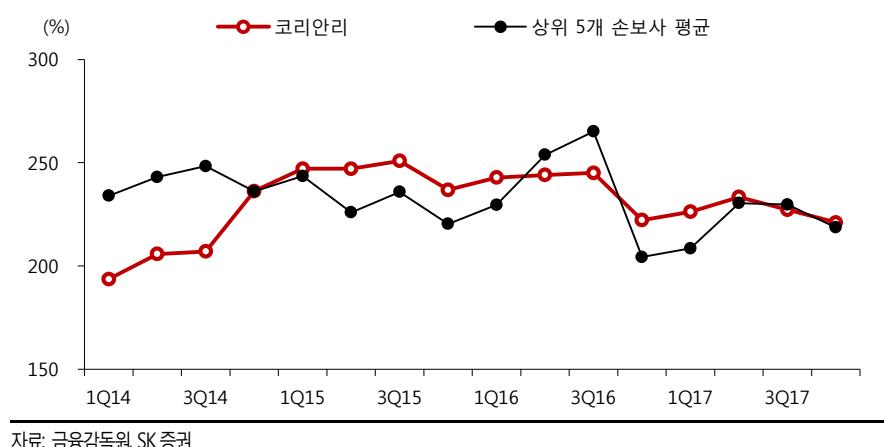
## 코리안리의 국내 수재보험료 점유율



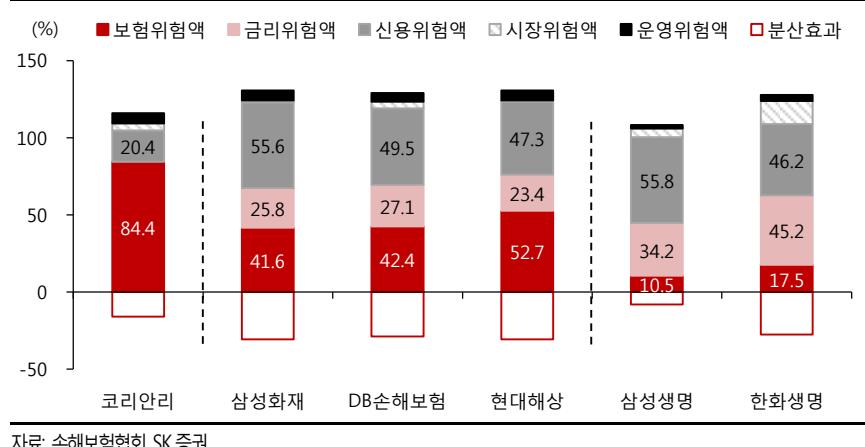
자료: 금융감독원, SK증권

자본적정성 면에서는 원수보험사 대비 지급여력 관련 우려가 적다. 코리안리의 RBC 비율은 2017년 말 221%로 상위 5개 손보사 평균 219%와 유사한 수준이다. 자본(분자) 측면에서는 2014년 2억달러의 외화 신종자본증권(이자율 4.5%)을 발행해 여력을 높였으며, 과거 매도가능증권으로 분류했던 채권을 만기보유증권으로 재분류해 금리에 대한 자본의 민감도를 축소시켰다. 리스크(분모) 측면에서는 원수보험사와 달리 금리위험액이 부재하며, 리스크량의 변동성도 보다 낮게 나타난다. 이는 금리 상승기에 RBC 비율 관리 우려가 거론되는 원수보험사와는 차별화된 투자포인트이다.

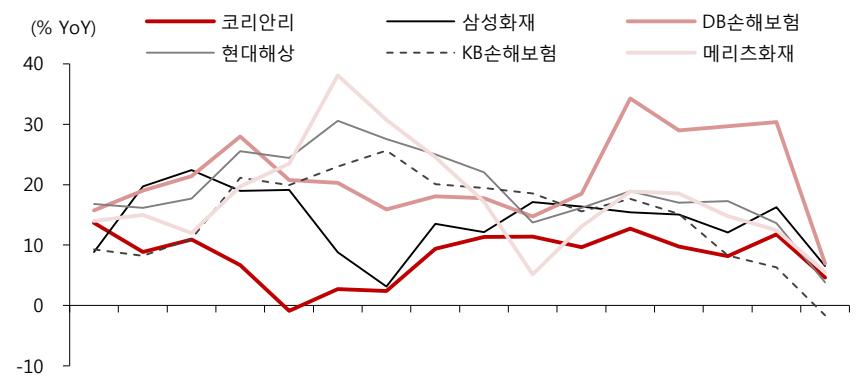
#### 코리안리의 RBC 비율



#### 지급여력기준 리스크 구성비 비교



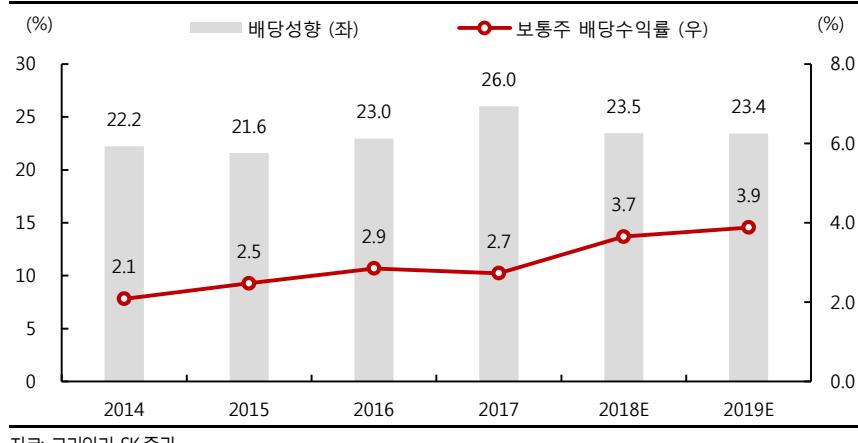
## 지급여력기준금액 요구자본 (리스크) 증가율 비교



자료 손해보험협회, SK증권

코리안리는 FY2010년~2016년 평균 21%의 배당성향, 동기간 평균 2.0%의 배당수익률을 기록해 상장 원수보험사 대비 낮은 배당 수준을 나타냈다. 2017년 배당성향은 26%로 평기보다 상승했으나, 실적 부진으로 인해 주당 배당금은 2016년 325 원보다 감소한 300 원을 기록했다. 이의 변동성이 높고, 뚜렷한 배당정책이 제시되지 않은 점은 동사의 배당 매력을 낮추는 점이다. 다만 코리안리는 향후 2위권 손해보험사 수준의 배당성향을 지향하고 있는데, 이를 감안한 23%대의 배당성향과 중의 수준을 고려하면 2018년 배당수익률은 3.7%로 예상돼 배당 매력도의 상승이 기대된다.

## 코리안리의 배당지표



자료 코리안리, SK증권

그럼에도 불구하고 코리안리의 valuation 은 역사적 저점을 형성하고 있다. 동사의 현 주가 기준 12 개월 forward PBR 은 0.53 배로 글로벌 금융위기 당시의 저점과 유사한 수준을 나타내었다. 보유 리스크에 금리위험이 부재한 특성상 원수보험사 대비 자본적 정성 우려가 높지 않으며, 올해의 증익 규모 및 중장기적인 영업환경을 고려하면 현재 의 valuation 하락은 과도하다고 판단한다.

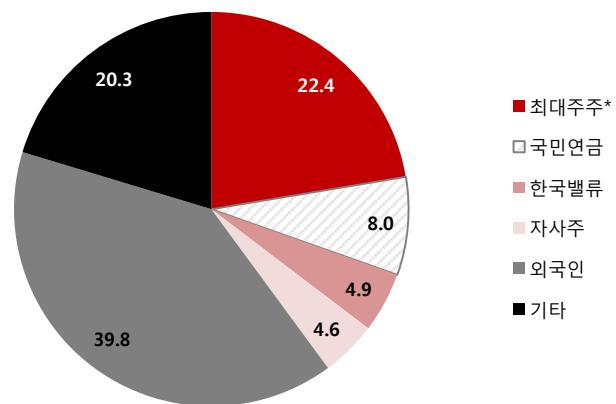
#### 역사상 최저 수준의 valuation



자료 SK증권

## Appendix

### 코리안리의 주요 주주 구성



자료 전자공시시스템 SK 증권

### 코리안리의 외국인 지분율

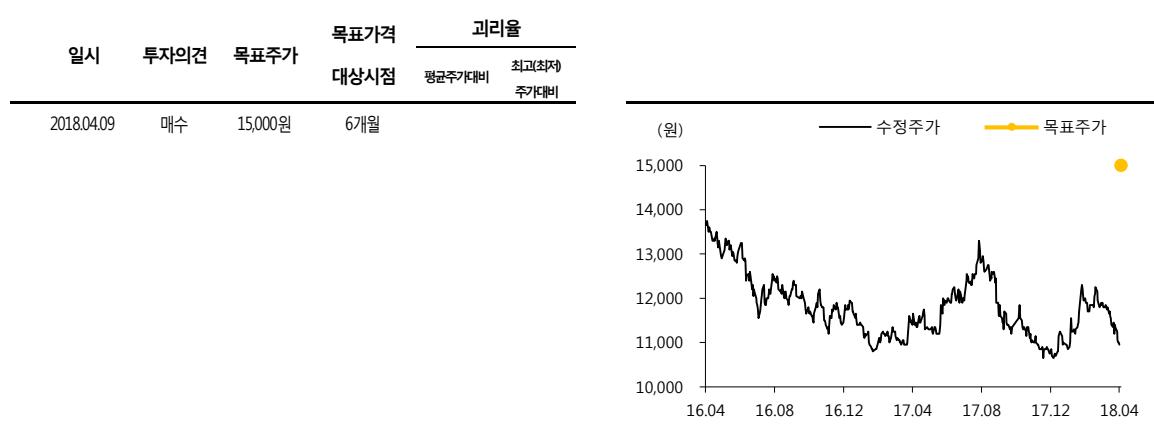


자료 전자공시시스템 SK 증권

### 코리안리의 20 일 평균 거래대금 추이



자료 WiseFn, SK 증권



### Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 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 (2018년 4월 9일 기준)

매수	89.44%	중립	10.56%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	5,314	5,626	5,908	6,203	6,513
현금 및 예치금	595	410	407	403	397
유가증권	4,308	4,362	4,569	4,785	5,011
주식	236	221	232	244	256
채권	1,972	2,038	2,187	2,346	2,515
수익증권	1,056	807	800	791	778
외화유가증권	1,040	1,292	1,345	1,399	1,456
기타유가증권	5	4	5	5	5
대출채권	224	668	796	935	1,086
부동산	187	186	195	205	215
비운용자산	4,242	4,413	4,443	4,568	4,759
특별계정자산	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>9,556</b>	<b>10,039</b>	<b>10,350</b>	<b>10,771</b>	<b>11,272</b>
책임준비금	4,937	5,134	5,259	5,410	5,564
자급준비금	3,196	3,305	3,404	3,506	3,611
보험료적립금	0	0	0	0	0
미경과보험료적립금	1,740	1,829	1,855	1,903	1,953
기타부채	2,504	2,737	2,772	2,891	3,079
특별계정부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>7,441</b>	<b>7,872</b>	<b>8,031</b>	<b>8,300</b>	<b>8,643</b>
자본금	60	60	60	60	60
자본잉여금	176	176	176	176	176
이익잉여금	1,560	1,645	1,797	1,948	2,106
자본조정	177	177	177	177	177
기타포괄손익누계	142	109	109	109	109
<b>자본총계</b>	<b>2,115</b>	<b>2,168</b>	<b>2,319</b>	<b>2,471</b>	<b>2,629</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>9,556</b>	<b>10,039</b>	<b>10,350</b>	<b>10,771</b>	<b>11,272</b>

## 성장률

12월 결산 (% YoY)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	59	51	31	41	46
운용자산	81	59	50	50	50
부채	62	58	20	34	41
책임준비금	52	40	24	29	29
자본	4.9	2.5	7.0	6.5	6.4
경과보험료	95	70	6.6	5.6	5.0
국내가계	8.4	8.9	7.9	6.0	5.5
국내기업	8.1	0.3	4.5	5.1	4.0
해외	13.0	7.8	5.1	4.9	4.7
순사업비	101	124	52	4.6	4.0
투자영업이익	102	-85.8	504.2	11.9	-7.2
영업이익	-12.1	-10.5	32.7	6.3	4.8
순이익	-12.7	-18.5	47.7	6.4	4.1

자료 : SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	6,661	7,185	7,582	7,974	8,388
국내가계	3,083	3,376	3,624	3,842	4,072
국내기업	2,126	2,168	2,251	2,341	2,434
해외	1,453	1,640	1,707	1,792	1,882
보유보험료	4,678	5,002	5,331	5,629	5,914
경과보험료	4,658	4,984	5,311	5,607	5,890
국내가계	2,578	2,808	3,030	3,213	3,390
국내기업	895	898	938	986	1,025
해외	1,185	1,278	1,343	1,408	1,475
발생손해액	3,809	3,898	4,246	4,500	4,717
순사업비	816	917	965	1,009	1,050
보험영업이익	33	169	100	98	123
투자영업이익	185	26	158	177	165
영업이익	218	195	259	275	288
영업외이익	-8	-22	-0	-0	-2
세전이익	210	173	258	275	286
법인세비용	48	40	63	66	69
당기순이익	163	133	196	208	217

## 주요 투자지표

12월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	81.8	78.2	79.9	80.3	80.1
사업비율	17.5	18.4	18.2	18.0	17.8
투자이익률	3.6	0.5	2.7	2.9	2.6
환율 가정	1,208	1,071	1,066	1,064	1,043
합산비율*	98.9	98.4	98.2	98.3	98.3
국내가계*	99.9	99.4	99.3	99.6	99.5
국내기업*	93.7	91.6	92.6	92.6	92.0
해외*	100.5	101.0	99.5	99.3	100.1
투자이익률*	3.0	2.4	2.9	3.0	3.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.9	6.2	8.7	8.7	8.5
ROA	1.7	1.4	1.9	2.0	2.0
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	1,415	1,154	1,704	1,813	1,888
보통주 BPS	18,411	18,870	20,190	21,510	22,885
보통주 DPS	325	300	410	430	460
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	8.1	9.5	6.4	6.0	5.8
보통주 PBR (X)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
배당성향 (%)	23.0	26.0	24.1	23.7	24.4
보통주 배당수익률 (%)	2.9	2.7	3.7	3.9	4.2

\*환 변동 효과 제거한 기준

# **memo**

---