



하나금융그룹

2018년 5월 23일 | Equity Research

코리안리 (003690)

재보험요율 상승 반전과 중장기 남북경협 수혜 기대

독일 통일 사례에서 관찰되는 뮌헨리의 Outperform의 함의

6월 북미 정상회담을 앞두고 증시 내 남북경협에 대한 기대가 높아간다. 물론 경협 관련 규모와 시점 등을 예단할 수 없겠으나, 대북관계 개선 가능성이 그 어느 때보다 높다는 점에서 기업/ 산업별 중장기적 수혜 분석은 분명히 의미있는 작업이다. 독일 통일 전후 주요 기업별 주가 수익률을 따져보면, DAX지수를 구성하는 상위 기업을 기준으로 뮌헨리 재보험의 꾸준한 Outperform이 관찰된다. '90년 이후 3년간 인데스 대비 50%p 수준의 초과 상승을 나타냈다. 주가 이외에도 뮌헨리 일반보험 경과보험료 증가율을 살펴보면, '90년 이전 3년 연평균 5.6%에서 '91~'93년 연평균 10.9%로 2배 가까운 성장을 시현했다.

재보험요율 반등과 중장기 남북경협에 따른 성장기회 포착

남북 경협 관련하여 공단, 자원, 항만, 철도 등 어떤 사업의 본격화를 가정하더라도 일반보험 및 재보험에 미치는 승수효과(multiplier effect)는 충분히 클 것으로 추정된다. 예를 들어 공장 설립시 설계업자 전문배상책임보험, 건설시 기술보험, 자재운반시 해상/적하보험, 건설 완료 후 재물보험과 배상책임보험 등의가입이 필요하다. 실제 과거 사례를 살펴보면, '94년 10월 북한과 미국의 제네바 합의 이후 북한에 경수로 2기 건설사업이 전개되었는데 당시 보험료 규모가 약 900억원대로 추산된다. '94년 국내 기업성 보험시장 규모가 1.2조원에 불과했음을 감안시 상당히 큰 규모이다. 지난 4대강 사업 추진시에도 일반보험료가 4,000억원대에 육박했으며 코리안리 기준 연 매출의 4%p 매출 상승 요인으로 작용했다. 미약한 국내 시장 성장 한계를 바탕으로 해외 수재 확대를 꾀했던 코리안리에게 큰 성장의 기회라 판단된다. 재보험요율 또한 '13년 이후 연성화 흐름에서 탈피하며 '18년 6%대 상승 전환에 성공했다. 재보험시장 내 초과 자본 공급 요인으로 작용해온 Cat bond의 발행 시장은 글로벌 금리 상승 추세로 인해 성장성 둔화가 관찰되고 있다.

코리안리, 재보험에 대한 관심을 높일 시점

코리안리에 대해 BUY 및 목표가 16,000원을 신규 제시한다. 현 P/B는 0.6배로 역사적 하단인 반면, 올해 EPS +53%으로 보험업계 내 가장 높고, 글로벌 요율 상승 전환이 확인되었으며 중장기 남북 경협에 따른 수혜 또한 부각될 전망이다.

Initiation

BUY
| TP(12M): 16,000원(신규) | CP(5월 21일): 12,500원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,465.57		
52주 최고/최저(원)	13,300/10,650	매출액(십억원)	5,341.7 5,700.0
시가총액(십억원)	1,504.6	영업이익(십억원)	257.8 280.5
시가총액비중(%)	0.12	순이익(십억원)	187.7 203.5
발행주식수(천주)	120,369.1	EPS(원)	1,559 1,691
60일 평균 거래량(천주)	270.9	BPS(원)	20,380 21,947
60일 평균 거래금액(십억원)	3.2		
18년 배당금(예상, 원)	0		
18년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	38.11		
주요주주 지분율(%)			
장인순 외 6인	22.43		
국민연금	8.03		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	10.6 14.7 11.6		
상대	11.1 17.7 3.6		

Stock Price	
(천원)	120 110 100 90 80 70 60
17.5 17.8 17.11 18.2 18.5	14 13 12 11 10
	코리안리(좌) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
보험영업수익	십억원	6,661	7,185	7,521	7,871	8,242
영업이익	십억원	4,658	4,984	5,208	5,471	5,735
연결순익	십억원	218	195	280	290	320
EPS	십억원	163	133	203	217	237
증감률	%	1,415	1,154	1,765	1,889	2,061
PER	배	-14.4	-18.5	53.0	7.0	9.1
PBR	배	8.1	9.5	7.1	6.6	6.1
ROE	%	0.67	0.59	0.65	0.63	0.59
BPS	원	1.9	1.5	2.1	2.2	2.3
DPS	원	9.2	6.4	9.3	9.7	10.0



Analyst 오진원
02-3771-7532
jw.oh@hanafn.com

RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

CONTENTS

1. 독일 통일 사례에서 관찰되는 뮌헨리의 Outperform	3
'90년 이후 3년간 50%p 수준의 인덱스 대비 Outperform 시현	3
2. 국내 과거 사례 분석시 매출 증가 확인	7
'94년 제네바 합의 이후 북한 경수로 사업, 4대강 사업 추진시 매출 증가	7
3. 코리안리, 재보험에 대한 관심을 높일 시점	10
코리안리 BUY 및 목표주가 16,000원 신규 의견 제시	10

남북경협 기대감 확산.
독일 통일 전후
뮌헨리 재보험의 의미있는
주가 Outperform 확인

1. 독일 통일 사례에서 관찰되는 뮌헨리의 Outperform

'90년 이후 3년간 50%p 수준의 인덱스 대비 Outperform 시현

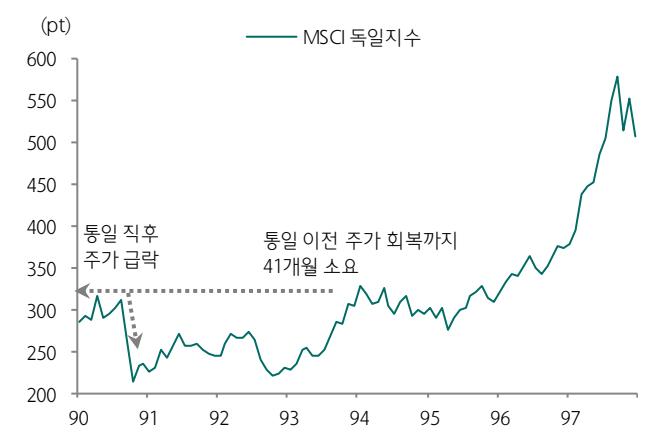
6월 북미 정상회담을 앞두고 중시 내 남북경협에 대한 기대가 높아간다. 물론 경협 관련 규모와 시점 등을 예단할 수 없겠으나, 대북관계 개선 가시성이 그 어느 때보다 높다는 점에서 기업/ 산업별 중장기적 수혜 분석은 분명히 의미있는 작업이다. 독일 통일 전후 주요 기업별 주가 수익률을 따져보면, DAX지수를 구성하는 상위 기업을 기준으로 뮌헨리 재보험의 꾸준한 Outperform이 관찰된다. 특히 독일 중시는 '90년 8월을 고점으로 '90년 10월(통일 시점)까지 31%나 급락하고 통일 이전 주가 회복까지 41개월(3년 5개월)이라는 시간이 소요된 반면, 뮌헨리는 '90년 이후 3년간 인덱스 대비 50%p 수준의 초과 상승을 나타냈다.

표 1. 독일 통일 이후 주요 기업 주가 수익률 비교(수익률 top 기업)

업종	기업명	1990년 10월 이전 고점 대비 동일시점 주가수익률(%)	1991년 주가수익률 (%)	1992년 주가수익률 (%)	1993년 주가수익률 (%)	1994년 주가수익률 (%)	1995년 주가수익률 (%)	5년 평균 주가수익률 (%)
자동차	BMW	-33.2	35.6	3.3	47.5	10.3	-4.0	18.6
항공/물류	루프트한자	-47.6	30.0	-26.9	69.8	13.9	1.8	17.7
전력/에너지	E.ON	-34.4	20.5	1.3	44.4	3.4	13.0	16.5
의류	휴고 보스	-35.6	-6.2	-30.7	67.9	15.7	18.8	13.1
제약	바이엘	-36.7	27.3	-3.4	37.3	-2.2	5.7	12.9
은행	코메르츠방크	-27.4	8.3	-0.6	59.3	-15.1	3.3	11.0
재보험	뮌헨재보험	-18.6	1.1	11.8	44.4	-16.1	13.9	11.0
화학	바스프	-36.7	9.4	-7.1	45.4	4.4	0.3	10.5
미디어	악셀스프링어	-8.4	-32.9	24.0	8.1	0.0	53.1	10.5
BM	HDAX지수	-24.6	8.3	-4.3	46.3	-5.6	6.3	10.2

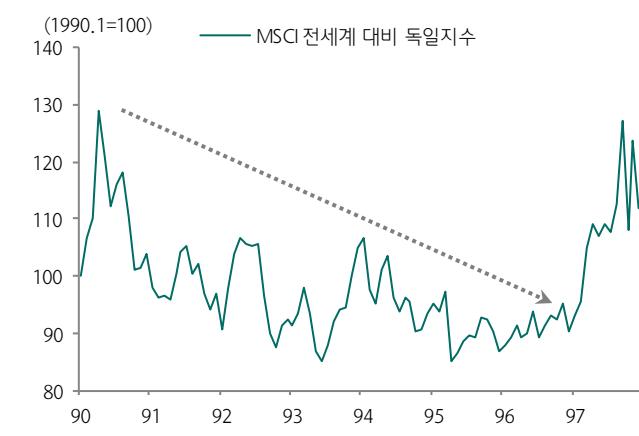
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 1. 통일 직후 독일 증시 부진



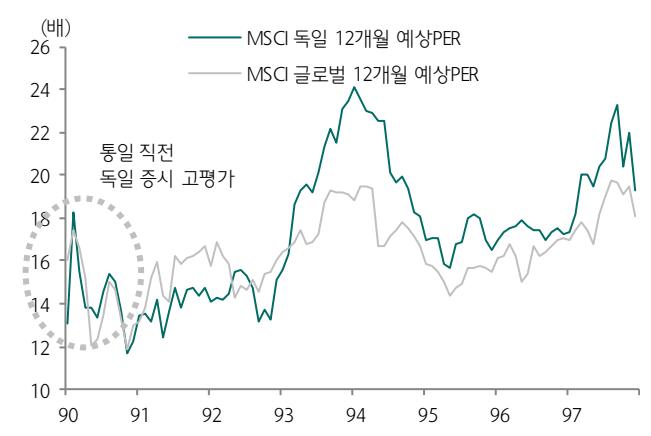
자료: Datastream, 하나금융투자

그림 2. 글로벌 대비 독일 증시 부진은 1997년까지 지속



자료: Datastream, 하나금융투자

그림 3. 독일은 통일 직전 글로벌 대비 고평가



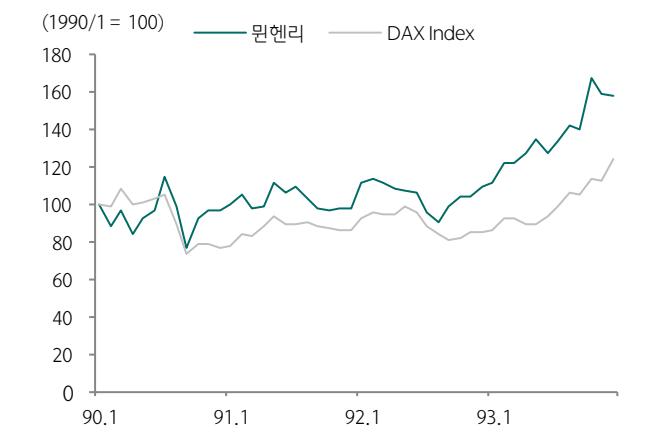
자료: Datastream, 하나금융투자

그림 4. 한국은 글로벌 대비 저평가



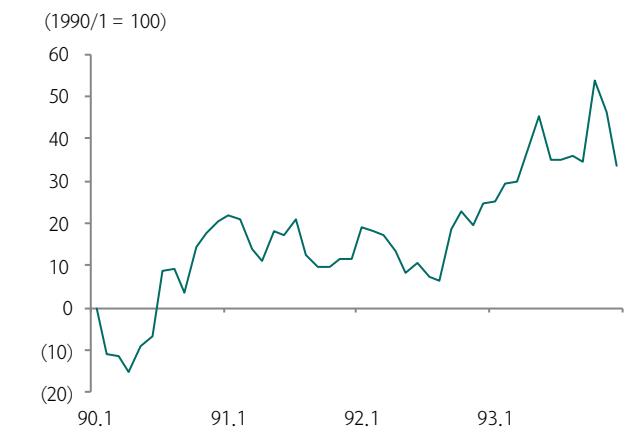
자료: Datastream, 하나금융투자

그림 5. 독일 증시 Index와 뮌헨리 재보험 주가 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 6. Index 대비 뮌헨리 상대 주가 수익률 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

뮌헨리 재보험은
통일을 전후로 가파른
매출 성장과 순익 증가 시현

비단 주가뿐 만 아니라, 뮌헨리 일반보험 경과보험료 증가율을 살펴보면, '90년 이전 3년 연평균 5.6%에서 '91~'93년 연평균 10.9%로 2배 가까운 성장을 시현했다. 시계열을 확장해서 보더라도 통일 전 5년 연평균 4.6%, 통일 이후 5년 연평균 9.6%로 통일을 전후로 일반보험 매출 증가를 보였다는 사실은 분명해 보인다. 순이익 또한 통일 시점을 전후로 급격한 레벨업이 확인되었는데 이는 시중은행인 코메르츠방크와 비교해 보더라도 훨씬 빠른 이익 성장 속도였다.

그림 7. 통일 전/후 뮌헨리 일반보험 성장률의 레벨업 확인

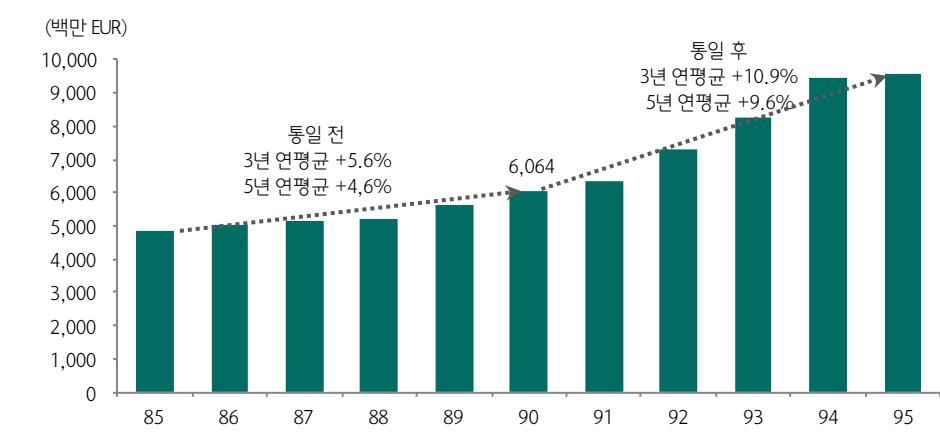


그림 8. 통일 이후 가파른 뮌헨리의 순익 증가

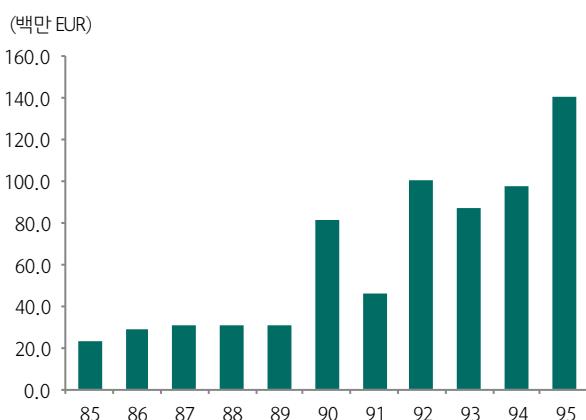
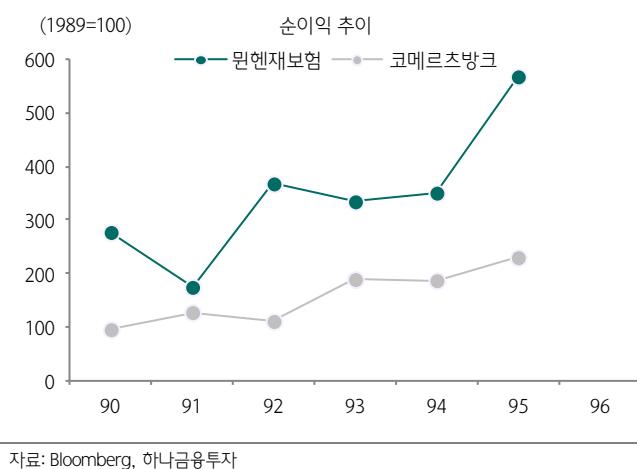


그림 9. 뮌헨리의 이익 성장 속도는 시중은행보다도 빠르게 진행



통일 이후

재보험료율도 가파른 상승 추세.

요율 상승에 따른 주가 및 실적 상승
으로 평가할 수도 있음

그러나,

요율과 주가 상관관계는

지속적으로 매우 낮게 관찰.

요율이 주가에 영향을 주었다
가정해도

'17년말 요율 상승 반전으로

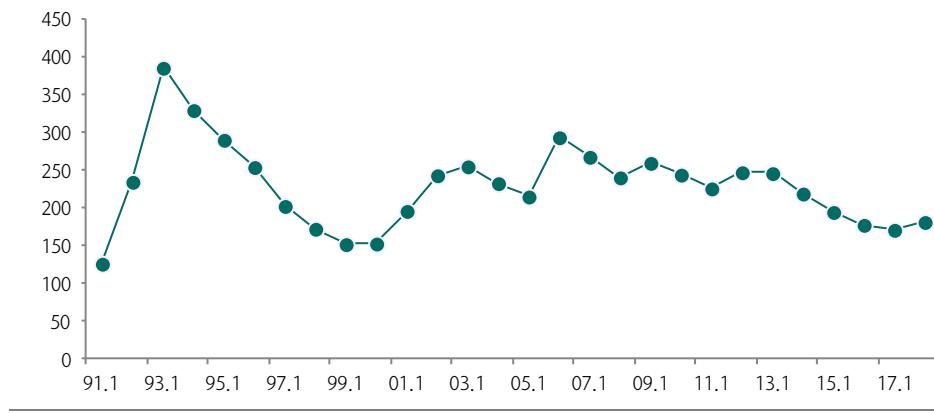
현 시점은 긍정적으로

볼 수 있는 시기

물론, 당시 재보험 Index의 급상승 영향을 배제하고 주가 및 실적 증가를 논할 수는 없을 것이다. '90년 이후 수치가 집계되는 Guy Carpenter의 재보험료율 인덱스를 살펴보면 '90년 3월을 100으로 기준했을 때, '91~'93년 가파른 상승세를 시현하였기 때문이다.

그러나, 요율 상승이 동사 주가 상승 및 실적 증가를 견인했다고 보기엔 주가에 대한 설명력이 불충분하다. 뮌헨리와 함께 글로벌 Top tier 재보험사라 할 수 있는 스위스리의 주가를 그려보면, 재보험 요율이 상승한 '90~93년 대비 요율 하락이 본격화된 94년 이후 주가 상승률이 훨씬 높게 나타난다. 이는 '94년 상장한 하노버리 또한 마찬가지 주가 흐름을 보였다. 결론적으로 요율 흐름과 글로벌 재보험사 주가 흐름의 상관관계가 높지 않게 나타난다. 또한, 요율이 주가에 영향을 미쳤다고 가정하더라도 '17년말 요율 상승 반전으로 인해 현재는 재보험사에 대한 기대가 높아질 수 있는 국면이다.

그림 10. Guy Carpenter 재보험료율 인덱스 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 11. '94년 이후 재보험료율 하락 구간에 더욱 높은 주가 상승률을 기록한 글로벌 재보험사



주: 1990년 11월 스위스리, '94년 11월 하노버리 상장

자료: Bloomberg, 하나금융투자

2. 국내 과거 사례 분석시 매출 증가 확인

'94년 제네바 합의 이후 북한 경수로 사업, 4대강 사업 추진시 매출 증가

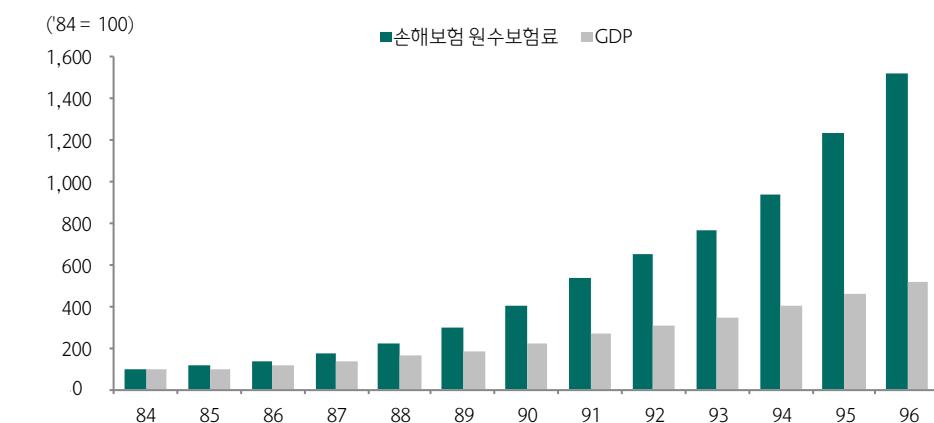
그 어떤 남북 경협 사업의 구체화를 가정하더라도 일반보험 및 재보험에 미치는 승수효과는 매우 큼 전망

과거 사례를 보면,
경수로 건설시 일반보험
대폭 증가,
4대강 사업시 매출 상승요인으로
작용한 바 있음

굳이 독일 사례를 거론하지 않더라도, 남북 경협 관련하여 공단, 자원, 항만, 철도 등 사업의 본격화를 가정면 일반보험 및 재보험에 미치는 승수효과(multiplier effect)는 충분히 큼 것으로 추정된다. 예를 들어 공장 설립시 설계업자 전문배상책임보험, 건설시 기술보험, 자재운반시 해상/적하보험, 건설 완료 후 재물보험과 배상책임보험 등의 가입이 필요하다. 거시적 관점에서 국내 GDP 성장률과 손보시장 보험료 성장률을 비교시 '84년을 지수 100으로 가정시 86년 GDP는 116.7, 손보업계는 137.0, '96년 GDP는 514.7, 손보업계는 1,523.3으로 약 3배의 가파른 성장을 시현했다.

실제 과거 사례를 살펴보면, '94년 10월 북한과 미국의 제네바 합의 이후 북한에 경수로 2기 건설사업이 전개되었는데 당시 보험료 규모가 약 900억원대로 추산된다. '94년 국내 기업성 보험시장 규모가 1.2조원에 불과했음을 감안시 막대한 규모이다. 지난 4대강 사업 추진시에도 일반보험료가 4,000억원대에 육박했으며 코리안리 기준 연 매출의 4%p 매출 상승 요인으로 작용했다. 미약한 국내 시장 성장 한계를 바탕으로 해외 수재 확대를 꾀했던 코리안리에게 큰 성장의 기회라 판단된다.

그림 12. GDP 상승에 따른 손해보험 성장 승수효과(Multiplier effect)



주: 1990년대 후반 이후에는 장기손해보험 매출 급신장으로 비교 불가

자료: 보험개발원, 한국은행, 하나금융투자

표 2. 금호지구 경수로건설보험 관련 보험종목 및 담보내용

보험종목	담보내용
조립보험	현장에서 조립과 관련된 제반 물적 손해
적하보험	건설자재, 장비 운송도중 및 보관중 발생한 손해
신변안전보험	인력의 상해, 질병으로 인한 사망 후유장애, 치료비, 억류시 구조비용 등
배상책임보험	제3자에게 발생하는 이적/물적 손해(영업배상, 사용자배상, 전문직배상)
자동차보험	공사 관계자들의 자동차 운행 관련한 인적/물적 손해
동산종합보험	건설장비 및 비품에 대한 물적 손해

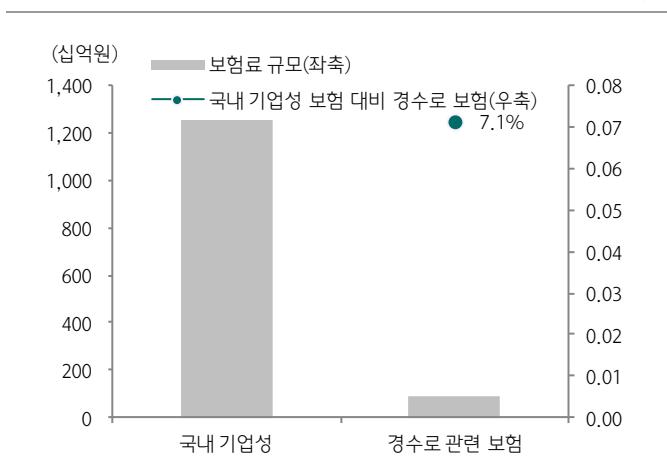
자료: 보험개발원, 하나금융투자

표 3. 경제현력형태별 진출가능 보험분야

경험형태	발생위험	보험상품	
물자교역	- 운송 중 화재, 파손, 분실, 도난 등 재물손괴 - 북한 파견 근로자, 주재원, 가족 등의 위험 - 대금 미회수 등	- 운송, 적하보험 - 근재, 상해보험 - 불가항력 보험	
위탁가공	- 운송 중 화재, 파손, 분실, 도난 등 재물손괴 - 위탁가공 중 화재, 파손, 분실, 도난 등 재물손괴 - 북한 파견 근로자, 주재원, 가족 등의 위험 - 대금 미회수 등	- 운송, 적하보험 - 화재, 재산종합보험 - 근재, 상해보험 - 불가항력보험	
협력 사업	공장 설립이전	- 공장과 사무실의 조립 및 건설관련 위험 - 원/부자재 운송 중 화재, 파손, 분실, 도난 등 재물손괴 - 북한 파견 근로자, 주재원, 가족 등의 위험 - 자동차 및 곤사관련 배상책임 - 대금 미회수 등	- 건설, 조립보험 - 운송, 적하보험 - 근재, 상해보험 - 자동차, 배상책임보험 - 불가항력보험
	공장 설립이후	- 공장과 사무실의 화재, 파손, 도난 등 재물손괴 - 기계적, 전기적 사고 - 재물손괴 및 기계적, 전기적 사고에 의한 기업 휴지 - 제 3자에 대한 법률상의 배상책임 - 북한 파견 근로자, 주재원, 가족 등의 위험 - 자동차 관련 사고 - 대금 미회수 등	- 화재, 재산종합보험 - 기계보험 - 화재, 재산종합보험 - 배상책임보험 - 근재, 상해보험 - 자동차보험 - 불가항력보험

자료: 보험개발원, 하나금융투자

그림 13. '94년 경수로 사업 보험료 규모 및 국내 기업성 보험 대비 비중



자료: 보험개발원, 하나금융투자

표 4. 녹색성장 관련 보험수요 대상사업 및 추정결과(2009~2012년)

추정대상 사업유형	추정대상 보험수요	추정 보험료
녹색뉴딜사업	공사관련보험(건설공사보험, 설계감리배상책임보험, 근재보험) 및 화재보험	3,473억원
CDM사업	탄소배출권 이행보증보험	143억원
녹색생활실천사업	-자전거보험	163억원

자료: 보험개발원, 하나금융투자

그림 14. 국정기획자문위원회 한반도 신경제지도 구상



자료: 국정기획자문위원회

그림 15. 경수로 보험 및 남북정상회담 개최 발표 이후 북한 보험 관련 뉴스 발췌

'경수로 보험' 인수 물밀 경쟁 KEDO-북한 협상 진전따라

최근 대북 경수로 사업의 착공을 위한
한반도에너지개발기구(KEDO)와 북한간 실무협의가 진전됨에 따라 국내 손해보험사들이
'경수로 보험'을 인수하기 위한 물밀 경쟁에 돌입했다.

북한이 조속한 공사개시를 원하는 입장이어서 실무협의가 원만하게
이뤄질 경우, 빠르면 올 하반기에는 부지공사가 개시될 전망이다.
이에 따라, 현대해상, 화재 등 대형 손보사들은
5백억~6백억원 규모의 보험료 수입이 예상되는 경수로 보험을
유치하기 위해 저마다 요율산정에 나서는 등 경쟁에 들어갔다.
이는 원자력보험과 같이 대형 물건인 경우, 통상 보험료 산출작업에
주도적으로 참가하는 회사가 간사로 선정돼, 많은 지분을 차지할 수 있기 때문이다.

손보사들은 경수로 보험을 건설, 조립, 화재보험 등 경수로 공사와 관련한 모든 위험을
종합적으로 보장하는 상품으로 개발중인 것으로 알려졌다.
남북간의 정치적 환경변화에 따른 공사 중단 또는 연기 등 특수상황도 요율산정에 포함된다.

1997-04-21 조선일보

북한관련 보험 특수 예상

정부의 남북정상회담 개최 발표로 손보사들은 북한관련 보험에 관심을 모으고 있으며
업계는 향후 북한이 새로운 보험시장으로 발전할 가능성을 기대하고 있다.
지난 10일 정부는 오는 6월 양국 정상들이 평양에서 평화회담을 개최한다고 발표했다.

이에 따라 경제, 문화 등 각분야에서 활발한 남북교류가 이루어질 것으로 기대된다.
특히 경제 부문에서의 교류 확대는 손보업계에 영향을 미치게 될 것으로 전망된다.
지금도 북한으로 들어가거나 나오는 일부 적하, 운송보험은 손보사들이 취급을 하고 있으며
경수로 건설 사업에 동산종합보험, 건설공사보험, 전문직업배상보험 등 화재, 특종보험에 가입되어 있다.

향후 남북 교류가 활발히 이루어진다면 건설 및 물류관계 교류가 가장 활발할 것으로 예상되며 때문에
관련보험인 건설공사보험, 화재보험, 배상책임보험 등은 그 수요가 늘어날 가능성이 매우 높다.
또한 적하보험 및 운송보험도 교류 초반에는 많이 필요한 보험이 될 것으로 예상된다.

2000-04-17 보험신보

자료: 언론, 하나금융투자

3. 코리안리, 재보험에 대한 관심을 높일 시점

코리안리 BUY 및 목표주가 16,000원 신규 의견 제시

코리안리,
투자의견 BUY 및
목표주가 16,000원
신규 제시

글로벌 재보험요율
관련 긍정적 환경 변화

올해 순익 증가율
53%로 업계 내
가장 높을 전망

금리 상승시
자산 운용 이익률 상승
가장 빠르게 나타날 전망

코리안리에 대한 투자의견 BUY 및 목표주가 16,000원을 신규로 제시한다. 목표주가는 12M Forward 기준 BPS 19,522원 대비 0.81배를 적용한 것으로 '18~'19년 평균 ROE 9.5% 대비 COE는 11.7%를 가정했다. '13년 이후 지속된 요율 하락 흐름에서 탈피하여 요율 상승 반전이 확인되었고 전년 대비 이익 증가율은 53%로 보험업계 내 가장 높으며 중장기적으로는 남북 경협 구체화시 일반보험 성장 잠재력 또한 부각될 수 있다는 점에서 코리안리에 대한 관심을 높여갈 시점이라 판단한다.

지난 '17년은 하반기 글로벌 자연재해 증가로 인해 역대 최대 수준의 대규모 보험 손해액이 발생하였다. Swiss Re에 따르면 '17년 글로벌 보험 손해액은 1,360억 USD로 지난 '05, '11년에 이어 역대 최대 수준의 규모로 확인된다. 이에 따라 재보험요율은 Guy Carpenter 재보험 요율 인덱스 기준 올 3월에 6.1% 상승 반전이 나타났다. 글로벌 전반의 금리 하락에 따라 급증해 왔던 CAT Bond의 발행 또한 그 증가세가 둔화되고 있다는 점에서도 재보험 수요/공급상 긍정적 환경 변화라 할 수 있다.

코리안리 Bottom up 상 보더라도, 4Q17 순익은 미국 허리케인 손실에 대한 적립액 증가 등으로 인해 해외수재 합산비율이 115.5%를 기록했고, KDB 지분투자에 대한 손상차손 203억원 또한 반영하면서 -268억원의 순손실을 기록하였다. 반면, 올 1분기는 530억원의 순익으로 전년 동기 대비 36% 증가하였으며 올해 연간 순익은 2,028억원으로 전년 대비 53%의 증가를 나타낼 것으로 추정된다.

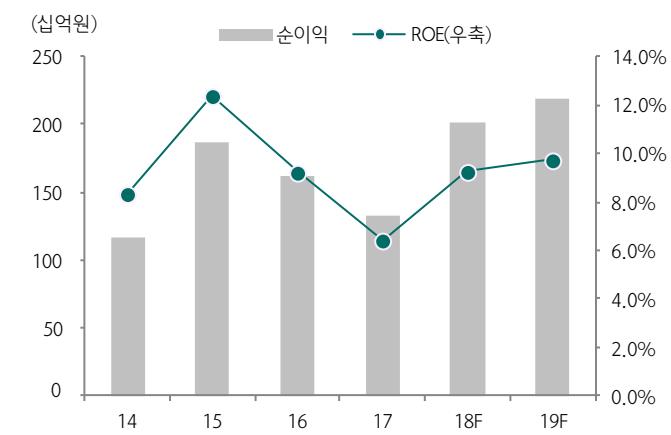
코리안리의 경우 생보/ 손보 대비 자산 드레이션이 짧고 부채의 부담이율이 없다는 점에서 금리 상승시 수혜가 보다 빠르게 확인된다는 점도 긍정적 투자 포인트 중 하나이다.

그림 16. 코리안리 P/B 및 ROE 추이



자료: 코리안리, 하나금융투자

그림 17. 코리안리 연도별 순익 및 ROE 추이



자료: 코리안리, 하나금융투자

그림 18. 글로벌 자연재해 손해액 연도별 추이

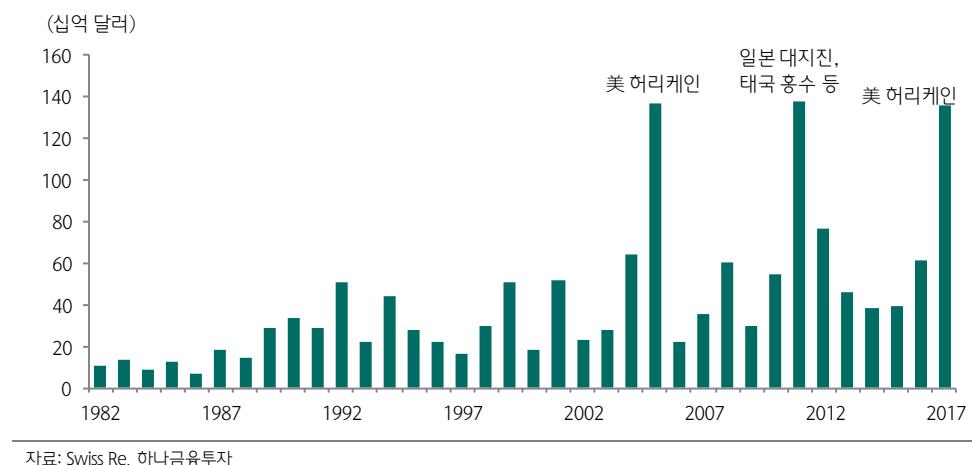


그림 19. Guy Carpenter 재보험료율 및 상승률 추이

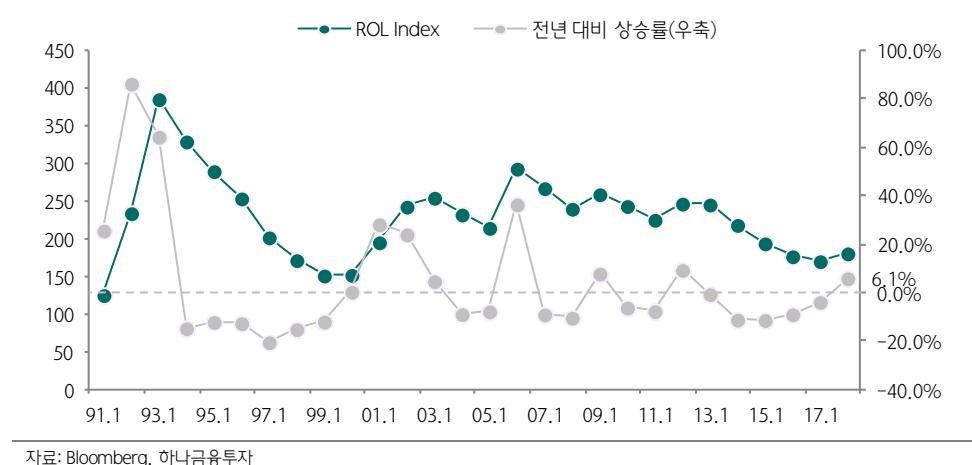


그림 20. 코리안리 분기별 순익 및 합산비율 추이

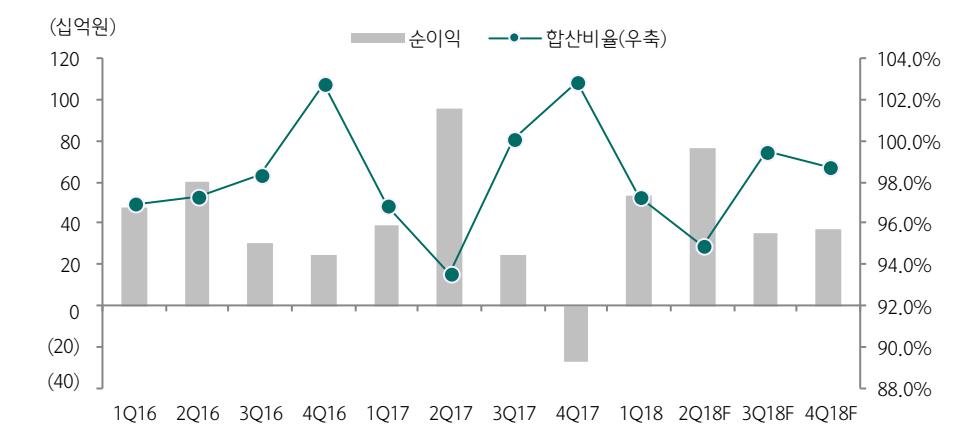


그림 21. 글로벌 재보험 지수 및 코리안리 주가 수익률 추이



그림 22. 글로벌 재보험사의 연초 이후 주가 수익률 추이

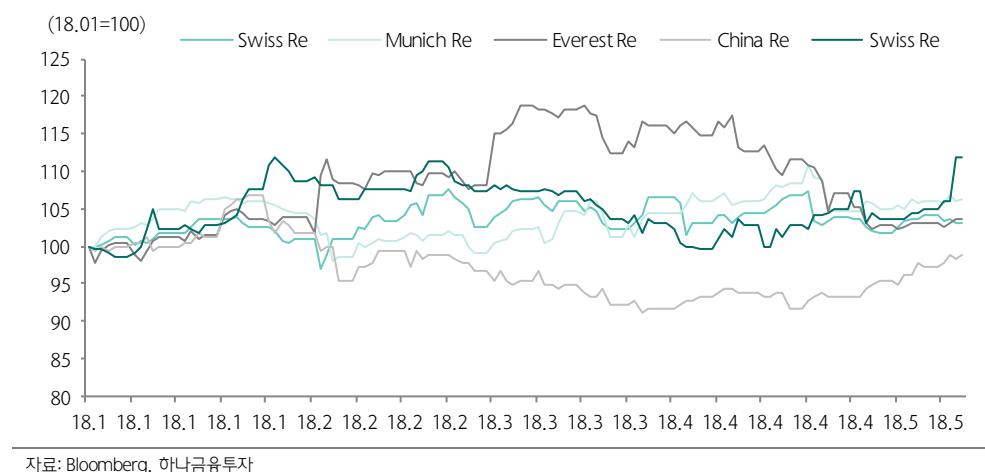


그림 23. 글로벌 재보험사 '18F ROE-PBR Matrix



표 5. 코리안리 분기별 실적추정 상세

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	17	18F	19F
수입보험료	1,688	1,869	1,788	1,839	1,761	1,956	1,874	1,930	7,185	7,521	7,871
가계	810	845	855	865	869	896	907	917	3,376	3,588	3,768
기업	515	643	519	492	496	655	529	502	2,168	2,183	2,249
해외	363	382	413	482	396	404	438	511	1,640	1,750	1,855
경과보험료	1,186	1,251	1,242	1,305	1,216	1,325	1,307	1,360	4,984	5,208	5,471
가계	683	716	715	694	706	739	742	747	2,808	2,933	3,081
기업	212	236	228	222	207	274	228	216	898	925	958
해외	291	299	299	389	304	312	336	398	1,278	1,350	1,432
발생손해액	871	951	1,052	1,024	984	1,027	1,078	1,114	3,898	4,203	4,365
순사업비	211	249	205	253	205	243	222	250	917	919	974
보험영업이익	104	51	- 14	28	28	55	7	-3	169	86	132
투자영업이익	- 42	74	46	- 52	40	52	40	62	26	194	158
영업이익	63	125	32	- 24	67	107	47	59	195	280	290
순이익	39	96	25	- 27	53	77	32	41	133	203	217
손해율	73.4%	76.0%	84.6%	78.5%	80.9%	77.5%	82.5%	81.9%	78.2%	80.7%	79.8%
가계	91.5%	87.2%	91.0%	86.8%	92.5%	91.0%	92.3%	88.9%	89.1%	91.2%	90.7%
기업	56.2%	55.0%	76.8%	63.1%	67.6%	58.1%	72.9%	67.5%	62.8%	66.1%	65.3%
해외	43.6%	66.0%	75.4%	72.3%	63.0%	62.7%	67.4%	76.6%	65.0%	68.0%	66.0%
사업비율	17.8%	19.9%	16.5%	19.4%	16.8%	18.3%	17.0%	18.3%	18.4%	17.6%	17.8%
가계	8.8%	12.3%	7.8%	12.3%	6.8%	9.0%	7.0%	10.0%	10.3%	8.2%	8.9%
기업	28.1%	31.2%	25.8%	27.3%	31.1%	29.0%	26.5%	28.2%	28.1%	28.7%	27.8%
해외	31.3%	29.2%	30.2%	27.5%	30.5%	31.1%	32.6%	28.6%	29.4%	30.6%	30.3%
합산비율	91.2%	95.9%	101.1%	97.9%	97.7%	95.9%	99.5%	100.2%	96.6%	98.4%	97.6%
가계	100.3%	99.4%	98.8%	99.2%	99.3%	100.0%	99.2%	98.9%	99.4%	99.4%	99.6%
기업	84.3%	86.2%	102.6%	90.4%	98.7%	87.1%	99.4%	95.7%	91.0%	94.8%	93.1%
해외	74.9%	95.2%	105.6%	99.8%	93.4%	93.7%	100.0%	105.2%	94.4%	98.6%	96.3%
투자이익률	-3.1%	5.5%	3.3%	-3.7%	2.9%	3.5%	3.7%	2.8%	4.2%	0.5%	3.7%
경과보험료 증가율	4.6%	7.0%	8.3%	8.0%	2.6%	5.9%	5.9%	5.2%	4.2%	7.0%	4.5%
(YoY) 가계	10.6%	10.5%	13.4%	1.8%	3.3%	3.2%	3.8%	7.6%	8.9%	4.5%	5.0%
기업	-1.4%	7.1%	-0.7%	-3.6%	-2.5%	16.4%	0.0%	-2.9%	0.3%	3.0%	3.6%
해외	-3.4%	-0.8%	4.3%	31.2%	4.7%	4.2%	12.5%	2.2%	7.8%	5.6%	6.1%
<환율효과 제거>											
손해율	79.1%	73.7%	83.6%	83.5%	80.4%	76.6%	82.5%	80.4%	80.0%	80.0%	79.9%
사업비율	17.8%	19.9%	16.5%	19.4%	16.8%	18.3%	17.0%	18.3%	18.4%	17.6%	17.8%
합산비율	96.9%	93.5%	100.1%	102.9%	97.3%	94.9%	99.5%	98.7%	98.4%	97.6%	97.7%
투자이익률	2.7%	3.0%	2.4%	1.6%	3.0%	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%	3.0%	3.0%

자료: 코리안리, 하나금융투자

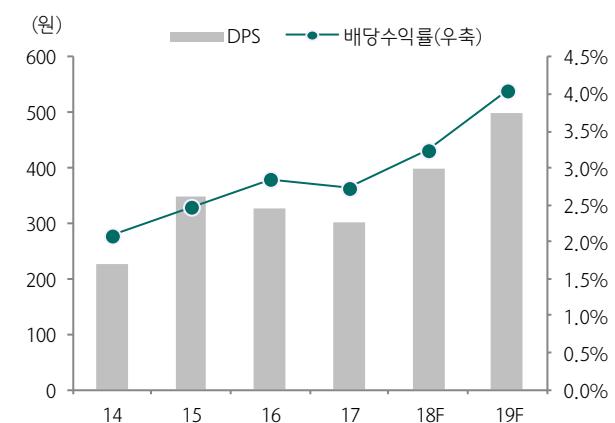
그림 24. 코리안리 환율 변화 손익 민감도 분석

(단위: 십억원)

분석대상	구분	당분기말	
		손익 효과	자본효과
순외환자산	10% 상승	20.0	0.8
	10% 하락	-20.0	-0.8

자료: 코리안리, 하나금융투자

그림 25. 코리안리 연도별 DPS 및 배당수익률 추이



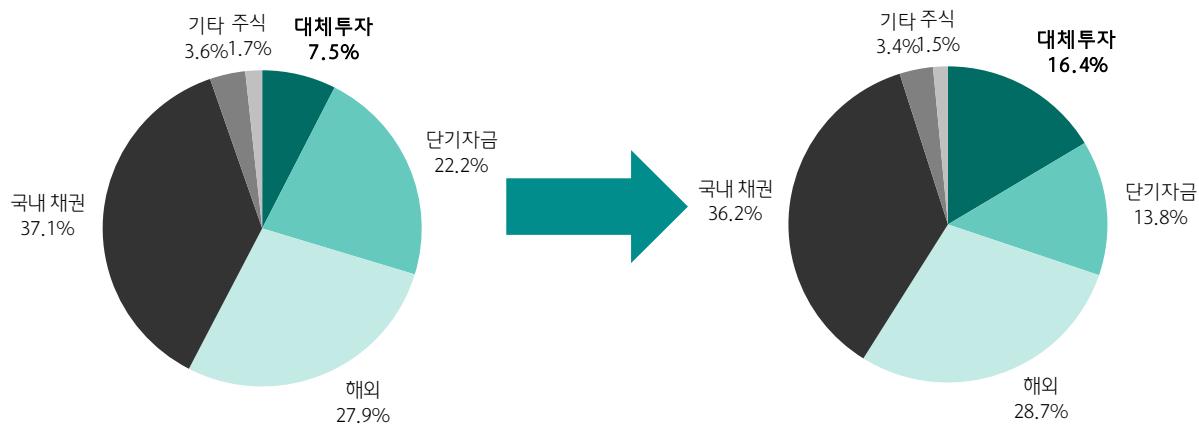
자료: 코리안리, 하나금융투자

표 6. 2018.1월 재보험 갱신 동향(종목별/지역별 요율 변동)

구분	요율증감(%)
글로벌 재보험 평균	0 ~ +5
재물보험	+5 ~ +7
미국 - 사고 계약	+10 ~ +25
미국 - 무사고 계약	0 ~ +5
캐리비안 지역	+10 ~ +40
중남미(캐리비안 지역 제외)	-2 ~ +5
유럽	0 ~ +5
아시아	0 ~ +3
항공, 해상, 에너지 보험	-5 ~ +10
배상책임 보험 - 미국	-5 ~ +5
배상책임 보험 - 유럽	0 ~ +5

자료: 코리안리, 하나금융투자

그림 26. 대체투자 비중이 대폭 증가한 운용자산 포트폴리오



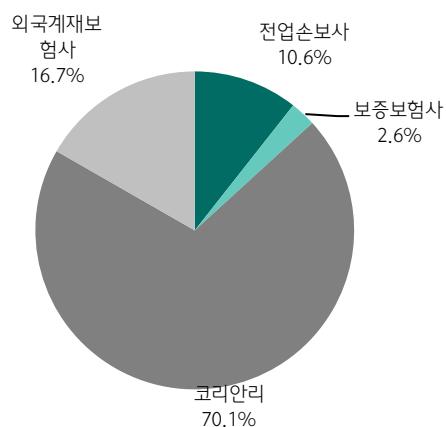
자료: 코리안리, 하나금융투자

그림 27. 코리안리 RBC비율 추이



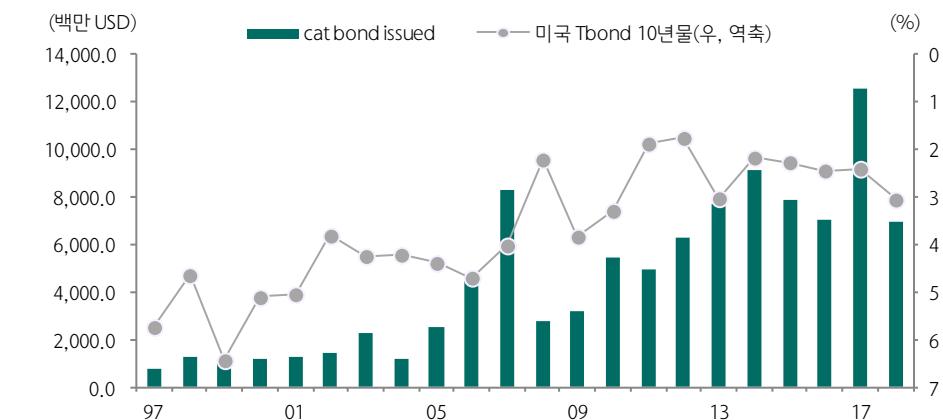
자료: 코리안리, 하나금융투자

그림 28. 코리안리 국내 수재보험료 점유율



자료: 금감원, 하나금융투자

그림 29. 대재해 채권(Cat Bond) 발행 및 미국채 10년물 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 7. 코리안리 목표주가 산출

	14	15	16	17	18F	19F
P/B (배)	0.84	1.03	0.67	0.59	0.65	0.63
ROE	8.4%	12.4%	9.2%	6.4%	9.3%	9.7%
COE	10.0%	12.1%	13.9%	10.9%		
BPS (원)	12,901	13,755	17,138	18,691	19,170	19,874
12M Forward BPS (원)						19,522
18~'19F Average ROE						9.5%
COE (지난 3년 평균)						11.7%
목표 P/B (배)						0.81
목표주가 (원)						16,000
현재주가 (원)						12,500
상승여력						28.0%

자료: 코리안리, 하나금융투자

표 8. 글로벌 재보험사 Peer Valuation

Name		KOREAN RE	SWISS RE	Munich RE	HANNOVER RE	EVEREST RE	RGA	CHINA RE	SCOR RE	RENAISSANCE RE
Nation		한국	독일	스위스	독일	프랑스	미국	중국	미국	미국
Ticker		003690 KS Equity	SREN SW Equity	MUV2 GR equity	THG US Equity	RE US equity	RGA US equity	1508 hk equity	scr fp equity	RNR US Equity
Price (Local)		12,350.0	94.2	193.4	119.2	226.5	148.7	1.8	33.1	126.0
Mkt Cap (백만달러)		1,375	33,038	34,071	5,070	9,284	9,593	9,450	7,510	5,071
절대수익률 (%)	1M	9.8	3.2	3.5	-0.9	-7.1	-2.7	5.4	-0.8	-7.2
	3M	4.2	5.1	11.0	7.5	-6.4	-4.1	-0.6	-2.3	-3.8
	6M	16.9	6.9	5.9	13.9	1.2	-0.5	2.9	0.2	-7.0
	12M	13.3	13.7	16.7	47.6	-5.1	21.9	3.8	1.2	-7.0
	YTD	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
초과수익률 (%)	1M	10.0	-4.9	-5.4	-2.2	-9.7	-5.9	5.8	-9.2	-10.2
	3M	3.3	-1.7	0.1	9.1	-7.3	-4.7	3.0	-12.9	-4.1
	6M	17.1	6.5	2.1	7.7	-3.0	-5.4	0.6	-8.1	-11.0
	12M	2.6	8.1	8.6	27.5	-18.5	5.0	-18.5	-9.0	-19.6
	YTD	12.6	8.4	5.7	8.7	0.9	-6.0	-4.7	-6.6	-1.1
순이익 (백만달러)	2014	112	3,569	4,187	282	1,199	684	877	680	533
	2015	165	4,665	3,449	332	978	502	1,206	713	431
	2016	138	3,626	2,856	155	996	701	775	667	503
	2017	118	398	424	186	469	1,822	779	323	-222
	2018F	188	2,693	2,899	359	890	766	975	658	432
	2019F	191	2,975	3,133	373	956	859	1,191	757	435
EPS (원, \$)	2014	1,033	10.2	24.3	6.4	26.2	9.9	0.0	3.7	12.8
	2015	1,654	13.4	20.8	7.6	22.3	7.6	0.0	3.8	9.4
	2016	1,415	10.7	17.9	3.6	23.9	10.9	0.0	3.6	11.6
	2017	1,154	1.0	2.8	4.4	11.4	28.3	0.0	1.7	-6.2
	2018F	1,756	8.6	19.5	8.4	21.9	11.9	0.0	3.6	10.9
	2019F	1,904	9.7	21.6	8.7	23.8	13.6	0.0	4.1	11.0
PER (배)	2014	10.6	8.3	9.1	12.8	6.2	9.6	-	9.2	8.5
	2015	9.2	7.4	9.9	12.4	9.6	10.1	9.9	10.0	9.6
	2016	8.7	8.8	11.1	26.3	9.2	12.9	13.7	10.1	9.0
	2017	5.2	93.5	74.1	20.3	26.1	14.0	11.5	20.0	-
	2018F	7.0	11.0	11.7	14.1	10.3	12.5	9.8	10.9	11.6
	2019F	7.3	9.7	10.6	13.7	9.5	11.0	8.5	9.5	11.4
BPS (원, \$)	2014	12,901	101.8	215.5	64.8	166.7	102.1	0.2	35.9	90.2
	2015	13,755	96.0	204.7	66.1	178.2	94.1	0.3	35.7	99.1
	2016	17,138	105.9	211.9	67.4	197.4	110.3	0.2	37.9	108.4
	2017	18,691	106.1	222.6	68.5	203.6	139.6	0.3	40.0	100.3
	2018F	19,170	104.8	221.1	73.3	217.0	144.0	0.3	42.3	108.5
	2019F	19,866	107.6	228.9	80.5	236.1	156.4	0.3	44.1	118.2
PBR (배)	2014	0.7	0.8	0.9	1.1	1.0	0.9	-	0.8	1.1
	2015	0.8	1.0	1.0	1.2	1.0	0.9	1.2	1.1	1.1
	2016	0.6	0.9	0.9	1.4	1.1	1.1	1.0	0.9	1.3
	2017	0.7	0.9	1.0	1.7	1.1	1.1	0.8	1.0	1.3
	2018F	0.6	0.9	1.0	1.6	1.0	1.0	0.8	1.0	1.2
	2019F	0.6	0.9	1.0	1.5	1.0	1.0	0.7	0.9	1.1
ROE (%)	2014	7.2	10.5	11.3	10.4	16.5	10.6	10.9	9.6	14.4
	2015	9.1	13.7	10.2	11.7	12.9	7.6	12.2	10.7	10.4
	2016	7.3	10.6	8.3	5.4	12.6	10.6	7.3	9.3	10.9
	2017	12.8	1.0	1.3	7.2	4.6	21.6	7.2	4.8	-6.7
	2018F	9.3	8.1	9.0	11.7	10.5	9.4	7.9	9.0	10.2
	2019F	8.8	8.9	9.7	11.3	10.4	10.1	9.0	10.0	9.8

자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
수입보험료		6,661	7,185	7,521	7,871	8,242
경과보험료		4,658	4,984	5,208	5,471	5,735
가계성		2,578	2,808	2,933	3,081	3,219
기업성		895	898	925	958	997
해외		1,185	1,278	1,350	1,432	1,519
발생손해액		3,809	3,898	4,203	4,365	4,559
가계성		2,365	2,502	2,674	2,794	2,907
기업성		606	564	611	625	644
해외		838	831	918	945	1,008
순사업비		816	917	919	974	1,033
보험영업이익		33	169	86	132	143
투자영업이익		185	26	194	158	178
영업이익		218	195	280	290	320
영업외손익		-8	-22	-12	-4	-8
세전이익		210	173	267	286	312
법인세		48	40	64	69	76
순이익		163	133	203	217	237

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
총자산		8,867	9,381	9,694	10,213	10,654
운용자산		4,579	5,124	5,463	5,715	5,975
현금예금		914	645	499	380	406
유가증권		3,399	4,176	4,270	4,307	4,503
대출		78	115	508	842	880
기타		188	187	186	186	186
비운용자산		4,289	4,257	4,231	4,498	4,680
총부채		6,899	7,234	7,492	7,930	8,206
책임준비금		4,616	4,874	5,064	5,454	5,680
지급준비금		2,812	3,018	3,176	3,366	3,503
기타		1,803	1,856	1,888	2,088	2,177
기타부채		2,283	2,360	2,428	2,476	2,526
자본총계		1,969	2,147	2,202	2,283	2,448
자본금		60	60	60	60	60
자본잉여금		176	176	176	176	176
이익잉여금		1,408	1,510	1,652	1,740	1,905
기타 자본조정		324	401	313	306	306

주요 성장성 및 수익성 지표		(단위: 십억원, %)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
성장률(전년대비, %)						
수입보험료		4.7	7.9	4.7	4.7	4.7
경과보험료		9.5	7.0	4.5	5.0	4.8
가계		8.4	8.9	4.5	5.0	4.5
기업		8.1	0.3	3.0	3.6	4.1
해외		13.0	7.8	5.6	6.1	6.0
영업이익		-11.5	-10.5	43.5	3.7	10.4
순이익		-12.7	-18.5	53.0	7.0	9.1
총자산		4.0	5.8	3.3	5.4	4.3
운용자산		15.0	11.9	6.6	4.6	4.5
매출구성(경과, %)						
가계		55.3	56.3	56.3	56.3	56.1
기업		19.2	18.0	17.8	17.5	17.4
해외		25.4	25.6	25.9	26.2	26.5
수익성(%)						
손해율		81.8	78.2	80.7	79.8	79.5
가계		91.8	89.1	91.2	90.7	90.3
기업		67.7	62.8	66.1	65.3	64.6
해외		70.7	65.0	68.0	66.0	66.4
사업비율		17.5	18.4	17.6	17.8	18.0
합산비율		99.3	96.6	98.4	97.6	97.5
운용자산이익률		4.3	0.5	3.7	2.8	3.0
안정성(%)						
지급여력비율		222.2	221.1	219.4	215.9	222.0
총자산/자기자본		450.4	436.9	440.2	447.4	435.2

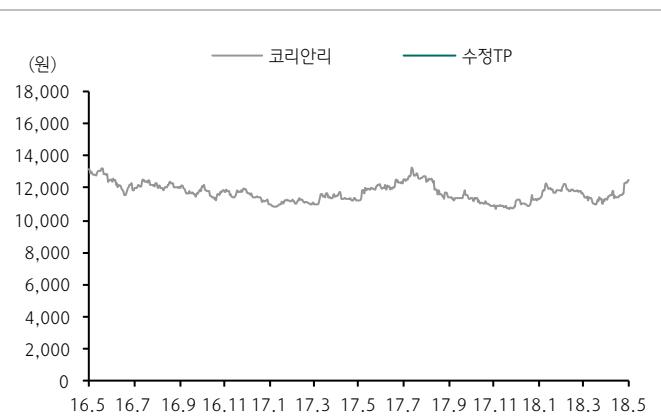
자료: 하나금융투자

주요 밸류에이션 지표		(단위: 십억원, 원, 배, %)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
밸류에이션 지표						
EPS		1,415	1,154	1,765	1,889	2,061
BPS		17,138	18,691	19,170	19,874	21,312
P/E (배)		8.1	9.5	7.1	6.6	6.1
P/B (배)		0.67	0.59	0.65	0.63	0.59
ROE		9.2	6.4	9.3	9.7	10.0
ROA		1.9	1.5	2.1	2.2	2.3
DPS		보통주	325	300	400	500
	우선주					
배당성향		23.0	26.0	22.7	26.5	26.7
배당수익률		보통주	2.9	2.7	3.2	4.0
	우선주					
환율효과 배제시						
손해율		81.4	80.0	80.0	79.9	79.7
사업비율		17.5	18.4	17.6	17.8	18.0
합산비율		98.9	98.4	97.6	97.7	97.7
투자이익률		3.6	2.7	3.0	3.0	3.2
보험영업이익		52	79	125	123	133
투자영업이익		156	133	160	167	188
영업이익		207	212	285	291	321
원달러환율						
기말 환율		1,124	1,165	1,140	1,080	1,090
기중 평균환율		1,161	1,130	1,079	1,091	1,081



투자의견 변동 내역 및 목표주가 평균

코리안리



날짜	투자의견	목표주가	평균		최고/최저
			평균	최고/최저	
18.5.23	BUY	16,000			

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 05월 22일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 05월 23일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.