

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	1,529 십억원
주요주주	
장인순(외6)	22.42%
국민연금공단	7.37%
외국인지분율	38.11%
배당수익률	2.73%

Stock Data

주가(18/05/31)	12,700 원
KOSPI	2,423.0 pt
52주 Beta	0.45
52주 최고가	13,300 원
52주 최저가	10,650 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.6%	11.3%
6개월	17.1%	19.2%
12개월	6.3%	3.1%

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

4월 Review: 보험영업의 월별 변동성이 높아서

코리안리의 4월 당기순이익은 당월 127억원 (-54% YoY)으로 감소. 4월 해외수재 합산 비율이 110% (+27%p YoY)로 상승한 것이 실적 부진의 배경. 동사의 경과보험료 변동 계수는 원수보험사의 4배 이상으로, 월별 매출 변동성이 높은 특성을 지님. 따라서 동사의 “월” 합산비율로는 보험영업 수익성의 추세를 파악할 수 없음. 당월 실적보다는 추세적인 개선과 당사가 강조하는 투자수익률 반등에 초점을 두고 투자할 것을 권고하는 바임

4월 당기순이익 127 억원 (-54.1% YoY)

코리안리의 4월 당기순이익은 당월 127 억원 (-54.1% YoY). 누적 658 억원 (-1.3% YoY)으로 감소. 4월 해외수재 합산비율(*)이 110.1% (+26.7%p YoY)로 상승한 것이 실적 부진의 배경. 이는 손해액(분자)의 증가뿐 아니라 4월 해외수재 경과보험료(분모)가 1~3월 평균 대비 20% 감소한 영향으로 판단. 코리안리의 4월 수재보험료는 5,356 억원 (+5.0% YoY)으로 증가하고, 경과보험료는 가계성보험의 증가(+7.8% YoY)에 힘입어 3,480 억원 (+5.8% YoY)으로 증가. 4월 합산비율(*)은 99.6% (+7.4%p YoY)로 악화되었으나, 투자수익률(*)은 상대적으로 수익성이 높은 대체투자 중심의 성장에 따라 3.0%로 0.4%p YoY 개선됨

(*환 평가 효과 제외한 기준)

보험영업의 월별 변동성이 높아서

코리안리의 월별 합산비율은 높은 변동성을 나타냄. 다수의 계약에 위험이 분산돼있고 보험료를 월납으로 수취하는 원수보험사보다 단기 변동폭이 큰 것은 동사의 불가피한 특성임. 특히 수익성 지표의 분모인 보험료의 변동성이 높다는 것이 특징적인데, 코리안리의 경과보험료 변동계수는 원수 손해보험사의 4 배 이상으로 나타남 (3page 참조). 따라서 동사의 ‘월’ 합산비율로는 보험영업 수익성의 추세를 파악할 수 없음을 강조하고자 함. 또한 지난 2Q17 합산비율이 93.5%로 역사적 최저수준이었음을 감안하면 2Q18 보험 수익성의 YoY 개선은 기대하기 어려움. 재보험의 특성을 고려해 당월 실적보다는 추세적인 개선과 당사가 강조하는 투자수익률 반등에 초점을 두고 투자할 것을 권고함

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	5.1
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	2.8	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	21,520	22,900
PER	배	8.7	8.1	9.5	7.5	7.0	6.7
PBR	배	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	%	9.7	7.9	6.2	8.7	8.7	8.5
배당수익률	%	2.5	2.9	2.7	3.5	3.8	3.9

코리안리 월별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2017			2018				MoM (%, %p)	YoY (%, %p)	2017	2018	YoY (%, %p)
	4월	11월	12월	1월	2월	3월	4월			누적	누적	
수입보험료	504	564	767	581	498	682	528	(22.5)	4.8	2,192	2,289	4.4
국내가계	244	229	393	243	228	397	255	(35.7)	4.8	1,054	1,124	6.6
국내기업	156	171	200	210	115	172	153	(11.3)	(1.8)	670	649	(3.2)
해외	104	164	175	128	155	112	120	6.7	15.0	467	516	10.4
수재보험료	510	571	773	588	504	689	536	(22.3)	5.0	2,218	2,317	4.5
경과보험료	329	394	557	325	363	529	348	(34.2)	5.8	1,514	1,564	3.3
국내가계	169	187	320	159	194	353	183	(48.2)	7.8	852	888	4.2
국내기업	80	77	72	71	60	75	84	11.3	4.7	292	291	(0.5)
해외	79	130	165	94	109	101	81	(19.2)	2.7	370	385	4.3
보험영업이익	11.6	30.9	(10.8)	1.0	12.8	13.9	(1.0)	적전	적전	115.8	26.7	(77.0)
투자영업이익	24.3	(20.8)	(14.5)	22.8	6.5	10.3	19.9	93.5	(18.2)	(17.2)	59.5	흑전
보험영업이익*	25.6	(2.1)	(20.4)	12.8	11.3	9.2	14	(84.7)	(94.5)	62.9	34.6	(45.0)
투자영업이익*	11.4	15.1	(2.8)	15.2	11.1	15.1	13.6	(9.6)	19.5	47.2	55.0	16.5
영업이익	35.9	10.1	(25.3)	23.8	19.3	24.2	18.9	(21.7)	(47.3)	98.6	86.2	(12.6)
순이익	27.7	3.2	(19.6)	21.4	13.8	17.8	12.7	(28.4)	(54.1)	66.6	65.8	(1.3)
합산비율 (%)	96.5	92.2	101.9	99.7	96.5	97.4	100.3	2.9	3.8	92.4	98.3	5.9
국내가계	98.2	99.0	99.6	99.7	97.9	99.9	98.8	(1.1)	0.6	99.9	99.2	(0.7)
국내기업	89.2	91.1	103.2	88.4	94.7	111.7	91.6	(20.0)	24	85.6	96.7	11.0
해외	100.1	82.9	105.7	108.2	95.0	78.0	112.6	34.6	12.5	80.3	97.5	17.2
순투자수익률 (%)	5.6	(4.4)	(3.1)	4.9	1.4	2.3	4.3	2.1	(1.2)	(1.0)	3.2	4.2
합산비율* (%)	92.2	100.5	103.6	96.1	96.9	98.3	99.6	1.3	7.4	95.8	97.8	1.9
국내가계*	98.2	99.0	99.6	99.7	97.9	99.9	98.8	(1.1)	0.6	99.9	99.2	(0.7)
국내기업*	88.3	93.3	103.9	87.9	94.8	111.9	91.2	(20.6)	3.0	86.7	96.5	9.8
해외*	83.4	107.0	111.3	96.1	96.3	82.5	110.1	27.6	26.7	93.7	95.5	1.8
순투자수익률* (%)	2.6	3.2	(0.6)	3.3	2.4	3.3	3.0	(0.3)	0.4	2.7	3.0	0.3

자료: 코리안리, SK 증권

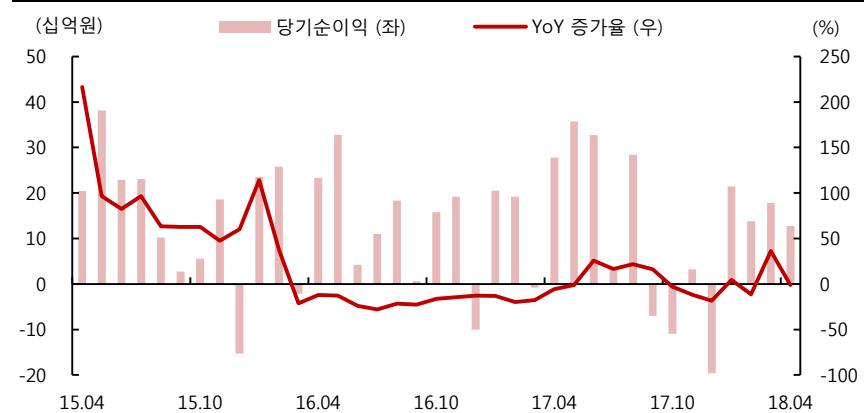
주: *음영은 환 효과 제외 기준

코리안리 운용자산 현황

(단위: 십억원)	17년 4월	17년 12월	18년 3월	18년 4월	구성비 (%)	MoM (%)	YTD (%)	YoY (%)	환 제외한 yield
운용자산	5,230	5,626	5,458	5,458	100.0	1.5	(1.5)	4.8	3.0%
현금및예치금	606	410	355	355	9.2	43.1	23.8	(5.7)	
유가증권	4,142	4,362	4,113	4,113	72.8	(2.0)	(7.6)	(4.9)	단기자금 1.5%
주식	198	195	201	201	3.6	0.4	3.8	1.1	주식 0.6%
채권	1,921	2,038	2,100	2,100	37.3	(1.6)	1.4	8.7	국내채권 2.9%
수익증권	864	807	430	430	6.7	(14.2)	(54.2)	(59.2)	
외화유가증권	1,133	1,292	1,351	1,351	24.6	0.8	5.5	12.8	대체투자 4.7% (수익증권+대출)
기타유가증권	4	4	4	4	0.1	2.5	1.5	(0.7)	해외채권 3.4%
관계사 지분	21	27	27	27	0.5	0.0	0.0	26.8	
대출채권	296	668	804	804	14.7	1.4	22.1	154.0	해외주식 등 0.8%
부동산	186	186	186	186	3.3	(0.1)	(0.1)	(0.4)	

자료: 코리안리, SK 증권

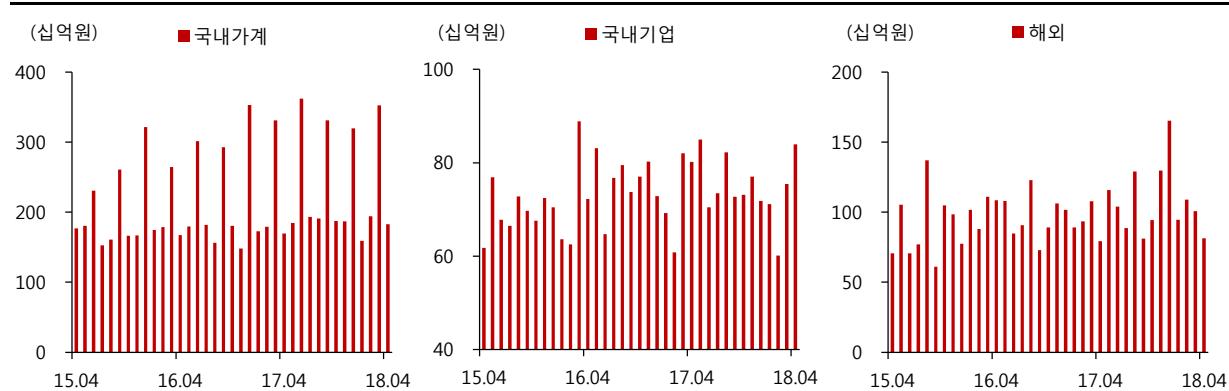
코리안리 월별 당기순이익 추이



자료: 코리안리, SK 증권

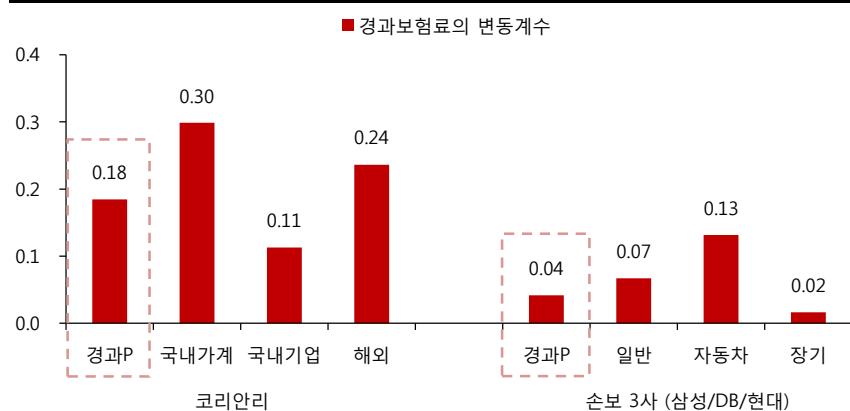
주: YoY 증가율은 YTD 누적 기준

코리안리의 보종별 경과보험료 추이: 안정적으로 월납 보험료를 인식하는 원수보험사와는 달리, 보험료수익의 월별 변동성 존재



자료: 코리안리, SK 증권

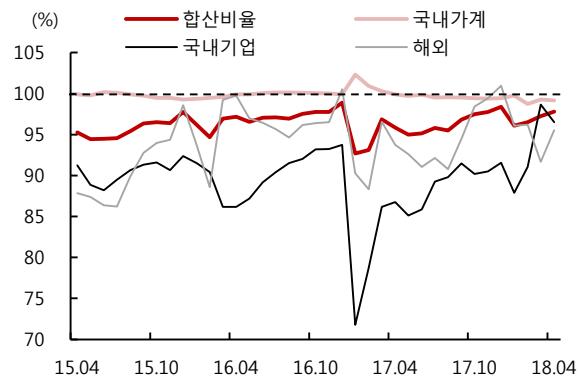
코리안리의 보험료 변동성이 높다는 것을 숫자로 표현하자면....



자료: 각 사, SK 증권

주: 보종별 최근 48 개월 경과보험료의 변동계수

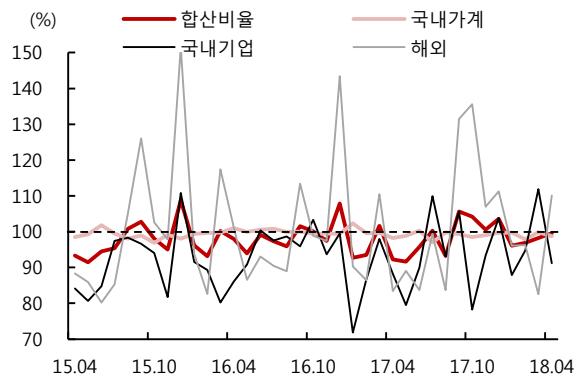
코리안리의 보증별 합산비율 (YTD 누적)



자료: 코리안리, SK 증권

주: YTD 누적 기준, 환 효과 제외

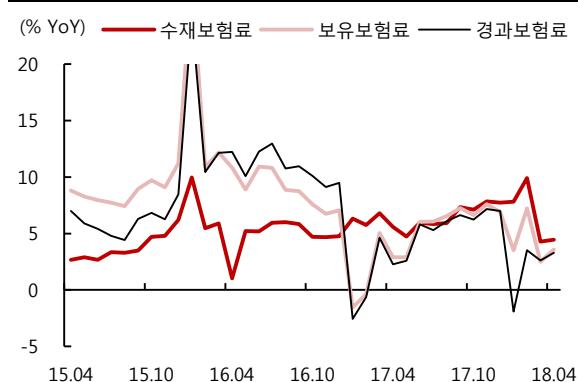
코리안리의 보증별 합산비율 (월별)



자료: 코리안리, SK 증권

주: 환 효과 제외

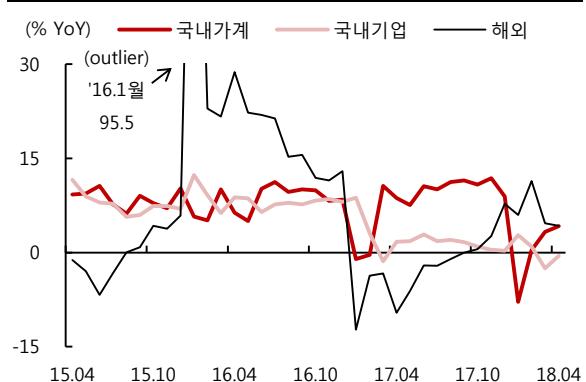
코리안리의 보험료 증가율



자료: 코리안리, SK 증권

주: YTD 누적 기준

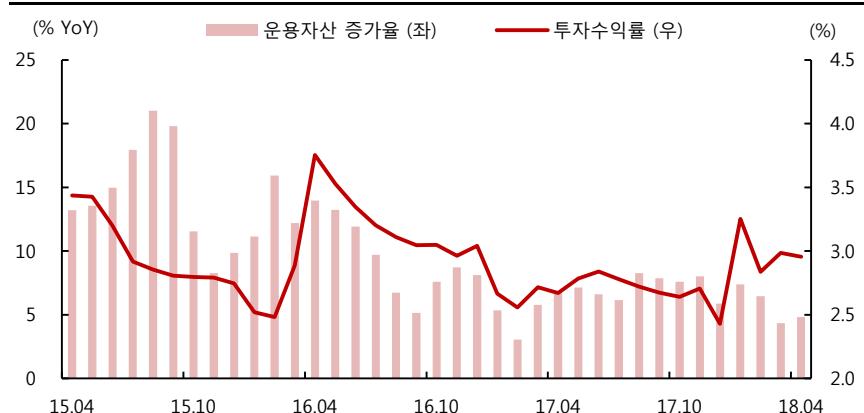
코리안리의 보증별 경과보험료 증가율



자료: 코리안리, SK 증권

주: YTD 누적 기준

코리안리의 운용자산 증가율 및 투자수익률



자료: 코리안리, SK 증권

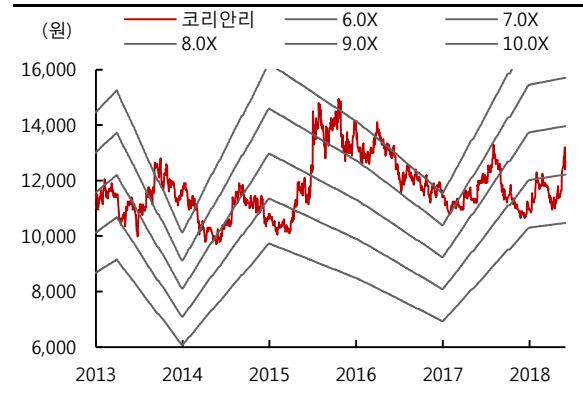
주: 투자수익률은 YTD 누적, 환 효과 제외

코리안리의 12 개월 forward PBR band



자료: 코리안리, SK 증권

코리안리의 12 개월 forward PER band



자료: 코리안리, 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 6월 1일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 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
자산총계	9,556	10,039	10,350	10,771	11,272
책임준비금	4,937	5,134	5,259	5,410	5,564
지급준비금	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	2,890	3,077
특별계정부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,441	7,872	8,031	8,299	8,641
자본금	60	60	60	60	60
자본잉여금	176	176	176	176	176
이익잉여금	1,560	1,645	1,797	1,950	2,108
자본조정	177	177	177	177	177
기타포괄손익누계	142	109	109	109	109
자본총계	2,115	2,168	2,319	2,472	2,631
부채와자본총계	9,556	10,039	10,350	10,771	11,272

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	5.9	5.1	3.1	4.1	4.7
운용자산	8.1	5.9	5.0	5.0	5.0
부채	6.2	5.8	2.0	3.3	4.1
책임준비금	5.2	4.0	2.4	2.9	2.9
자본	4.9	2.5	7.0	6.6	6.4
경과보험료	9.5	7.0	6.6	5.6	5.1
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	10.1	12.4	5.2	4.6	4.0
투자영업이익	10.2	-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

월 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

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
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	2.8	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
수익성 (%)					
ROE	7.9	6.2	8.7	8.7	8.5
ROA	1.8	1.4	1.9	2.0	2.0
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,415.0	1,153.8	1,704.4	1,812.8	1,887.9
보통주 BPS	18,411.4	18,869.7	20,190.4	21,519.9	22,900.4
보통주 DPS	325.0	300.0	400.0	425.0	445.0
기타 지표					
보통주 PER (X)	8.1	9.5	7.5	7.0	6.7
보통주 PBR (X)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
배당성향 (%)	23.0	26.0	23.5	23.4	23.6
보통주 배당수익률 (%)	2.9	2.7	3.5	3.8	3.9

*환 변동 효과 제거한 기준