

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**김도하**

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

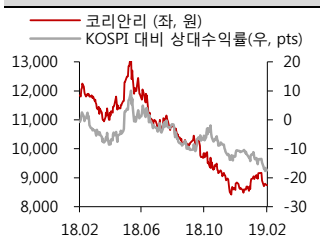
## Company Data

자본금	60 십억원
발행주식수	12,037 만주
자사주	550 만주
액면가	500 원
시가총액	1,052 십억원
주요주주	
장인순(외6)	22.42%
국민연금공단	8.38%
외국인지분율	35.04%
배당수익률	2.73%

## Stock Data

주가(19/02/18)	8,740 원
KOSPI	2,210.9 pt
52주 Beta	0.70
52주 최고가	13,200 원
52주 최저가	8,420 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.5%	-6.5%
6개월	-19.1%	-17.5%
12개월	-26.2%	-17.5%

## 코리아리 (003690/KS | 매수(유지) | T.P 13,000 원(유지))

### 4Q18 Review: 보험사고의 독립시행을 믿으며, 관심종목 제시

코리아리의 4Q18 당기순이익은 68억원 (흑전 YoY)으로 계절적 손해를 상승 및 과징금 비용 고려시 무난한 실적으로 판단. 보험사건은 독립시행이며 동사의 12m trailing 합산비율이 98%에서 사이클을 형성하는 점, 올초 글로벌 재보유율이 평균 0~3% 상승한 점을 감안해 '19년 합산비율을 2%p 개선된 99%로 가정하며, 예정된 주식 매각익을 포함한 투자손익 증가로 연간 이익을 1,981억원으로 추정함. 이때 향후 3년 기대 ROE 8.1% 대비 12mf PBR은 0.42X로 현저한 저평가로 판단. 보험업종 내 관심종목으로 제시함

### 4Q18 당기순이익 68 억원으로 흑자 전환

코리아리는 지난 2/7 일 공시한 대로 4Q18 당기순이익 68 억원 (흑자전환 YoY)을 기록. 계절적 손해를 상승 및 비경상적 영업외비용 (과징금 76 억원) 고려 시 무난한 실적으로 판단. 4Q18 합산비율(\*)은 101.6% (-1%p YoY, -3% QoQ)로 미국 허리케인 손실이 있었던 4Q17 및 고액사고가 집중된 3Q18 대비 개선되었으며, 2015 년 이후 4Q 합산비율 중 최저치를 기록. 4Q18 투자수익률(\*)은 3.1%로 연중 꾸준히 3.0% 내외의 수익률 시현. 4Q18 수재보험료는 국내 가계성 (+9% YoY) 및 해외 부문 (+10% YoY)을 중심으로 8% YoY 증가함 (\*환 평가 효과 제외한 기준)

### 보험사고의 독립시행을 믿으며, 보험업종 내 관심종목으로 제시

코리아리의 2018 년 순이익은 1,018 억원 (-23% YoY)으로 3Q 고액사고 집중에 따라 감익 시현 (건당 20 억원 이상 고액사고 2018 년 2,510 억원 vs. 2017 년 1,948 억원). 이는 동사에 대한 투자심리 악화를 야기. 다만 1) 보험사고는 독립사건인 점, 2) 매년 재산 정되는 특약 요율로 동사의 합산비율(12m trailing)이 98% 내외에서 사이클을 형성하는 점 (2page 참조), 3) 올초 글로벌 재보험 요율이 평균 0~3% 상승한 점을 감안해 동사의 2019 년 합산비율을 1.6%p 개선된 99.1%로 가정함 또한 원수보험사 대비 부진하고 높은 변동성을 보였던 투자수익률은 2017 년부터 이어진 포트폴리오 개선에 따라 2018 년 중 3.1% 내외를 안정적으로 유지. 1Q19 코람코 지분 매각익 267 억원을 포함해 2019 년 투자수익률은 3.6%를 기록할 전망 합산비율의 회귀와 투자손익의 증가로 코리아리의 2019 년 당기순이익을 1,981 억원으로 추정함. 향후 3 개년 평균 기대 ROE 8.1% 대비 12mf PBR 0.42X 는 현저한 저평가 상태로 판단하며, 동사를 보험업종 내 관심종목으로 제시함

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
경과보험료	십억원	4,255	4,658	4,984	5,253	5,480	5,749
	% YoY	8.5	9.5	7.0	5.4	4.3	4.9
보험손익	십억원	80	33	169	-54	48	132
	투자손익	십억원	168	185	26	200	214
합산비율	%	97.8	98.9	98.4	100.7	99.1	98.7
	투자수익률	%	3.6	3.6	0.5	3.5	3.5
영업이익	십억원	248	218	195	146	261	253
	% YoY	59.7	-12.1	-10.5	-25.1	79.1	-3.1
세전이익	십억원	241	210	173	134	261	253
	순이익	십억원	186	163	133	102	198
YoY	%	60.1	-12.7	-18.5	-23.2	94.6	-3.1
	EPS	원	1,621	1,415	1,154	886	1,725
BPS	원	17,545	18,411	18,870	19,524	20,885	22,085
PER	배	8.7	8.1	9.5	9.8	5.1	5.2
PBR	배	0.8	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
ROE	%	9.7	7.9	6.2	4.6	8.5	7.8
배당수익률	%	2.5	2.9	2.7	3.2	4.4	4.6

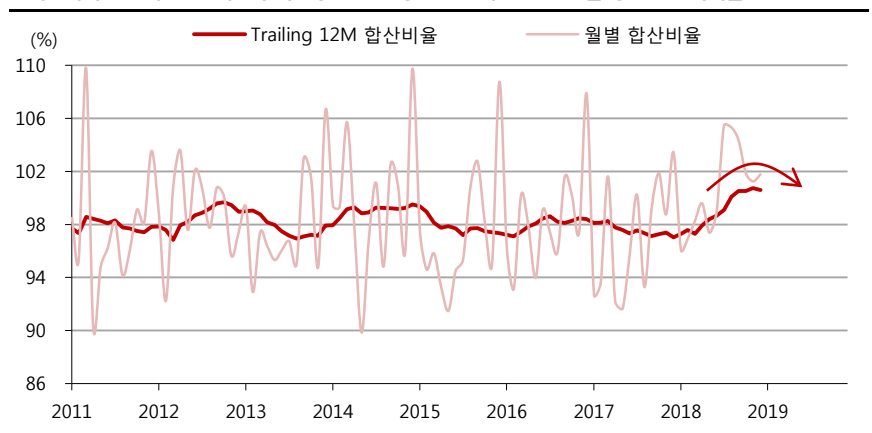
코리안리 4Q18 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	4Q18	4Q17	YoY (%)	3Q18	QoQ (%)	2017	2018	YoY (%)
보험영업이익*	(23.5)	(37.4)	적지	(64.5)	적지	79.4	(36.2)	적전
투자영업이익*	45.3	23.1	95.8	45.2	0.2	132.9	173.4	30.4
영업이익	19.0	(24.3)	흑전	(15.3)	흑전	194.9	145.9	(25.1)
순이익	6.8	(27.3)	흑전	(14.3)	흑전	132.5	101.8	(23.2)

자료: 코리안리, SK 증권

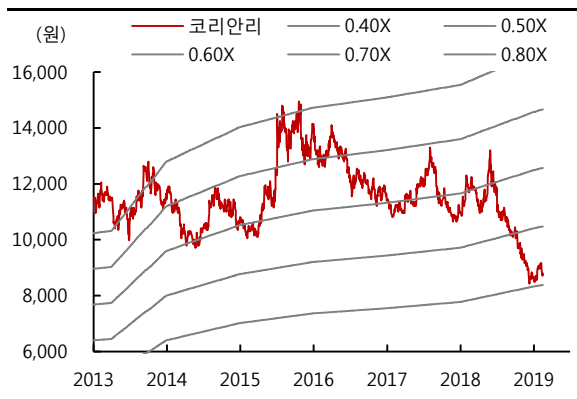
주: \*환 효과 제외 기준

코리안리의 합산비율: 1) 재보사 특성상 월별 변동성은 높지만, 2) 98%를 중심으로 사이클 형성



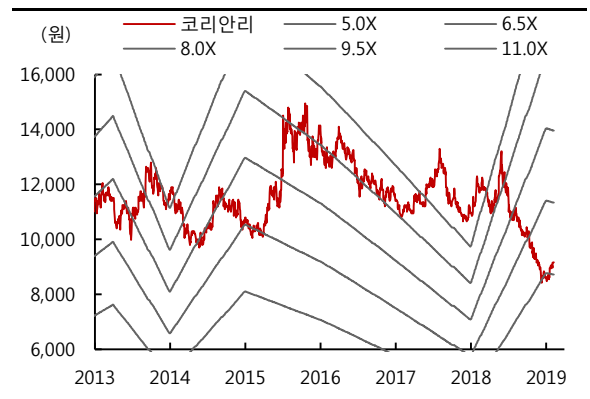
자료: 코리안리, SK 증권

코리안리의 12개월 forward PBR band



자료: 코리안리, SK 증권

코리안리의 12개월 forward PER band



자료: 코리안리, SK 증권

코리안리 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2017	2018	YoY (%, %p)
수입보험료	1,839	1,761	1,951	1,862	1,862	(4.5)	4.2	7,185	7,555	5.1
국내가계	865	869	886	895	895	1.0	4.6	3,376	3,595	6.5
국내기업	492	496	604	494	494	(18.2)	(4.8)	2,168	2,098	(3.3)
해외	482	396	461	474	474	2.7	14.6	1,640	1,862	13.6
수재보험료	1,857	1,782	1,975	1,884	1,884	(4.6)	4.0	7,269	7,673	5.6
경과보험료	1,305	1,216	1,315	1,291	1,291	(1.9)	3.9	4,984	5,253	5.4
국내가계	694	706	718	707	707	(1.5)	(1.1)	2,808	2,913	3.7
국내기업	222	207	240	229	229	(4.6)	0.4	898	890	(0.8)
해외	389	304	356	354	354	(0.7)	18.5	1,278	1,450	13.4
보험영업이익	27.6	27.6	(6.8)	(44.9)	(44.9)	적지	적지	168.7	(53.8)	적전
투자영업이익	(52.0)	39.6	81.8	29.6	29.6	(63.8)	(35.3)	26.2	199.7	661.3
보험영업이익*	(37.4)	33.2	18.6	(64.5)	(64.5)	적전	적지	79.4	(36.2)	적전
투자영업이익*	23.1	41.4	41.5	45.2	45.2	8.8	35.7	132.9	173.4	30.4
영업이익	(24.3)	67.2	75.0	(15.3)	(15.3)	적전	적전	194.9	145.9	(25.1)
순이익	(27.3)	53.0	56.2	(14.3)	(14.3)	적전	적전	132.5	101.8	(23.2)
합산비용률 (%)	97.9	97.7	100.5	103.5	103.5	3.0	2.3	96.6	101.0	4.4
국내가계	99.2	99.3	99.5	98.7	98.7	(0.8)	(0.2)	99.4	99.5	0.1
국내기업	90.4	98.7	91.8	109.7	109.7	17.9	7.1	91.0	96.8	5.9
해외	99.8	93.4	108.4	109.1	109.1	0.6	3.5	94.4	106.6	12.2
순투자수익률 (%)	(3.7)	2.9	5.9	2.1	2.1	(3.8)	(1.2)	0.5	3.5	3.0
합산비용률* (%)	102.8	97.3	98.6	105.0	105.0	6.4	4.9	98.4	100.7	2.3
국내가계*	99.2	99.3	99.5	98.7	98.7	(0.8)	(0.2)	99.4	99.5	0.1
국내기업*	91.8	98.6	90.9	110.1	110.1	19.2	7.6	91.6	96.6	5.1
해외*	115.7	91.7	102.0	114.3	114.3	12.4	13.0	101.0	105.5	4.5
순투자수익률* (%)	1.6	3.0	3.0	3.2	3.2	0.2	0.8	2.4	3.0	0.6

자료: 코리안리, SK증권

주: \*음영 영역은 환 효과 제외한 실질적인 데이터

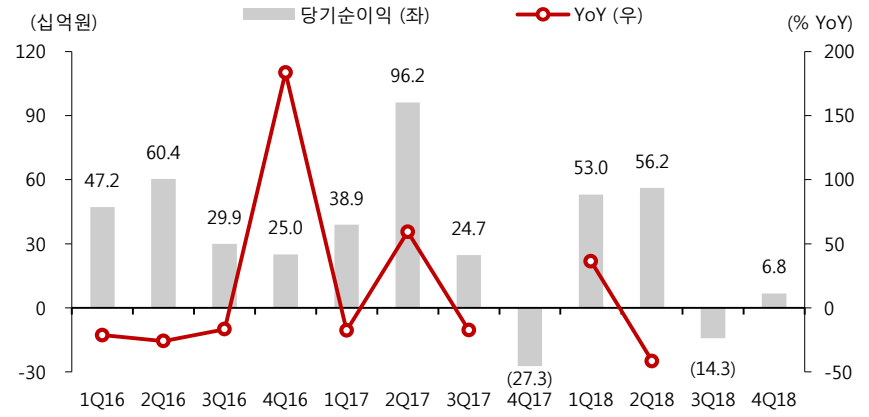
코리안리 운용자산 현황

(단위: 십억원)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YTD (%)	YoY (%)	YTD yield
운용자산	5,626	5,458	5,617	5,843	5,882	100.0	0.7	4.5	4.5	2.9%
현금및예치금	410	355	369	444	417	7.1	(6.0)	1.6	1.6	
유가증권	4,362	4,113	4,253	4,455	4,348	73.9	(2.4)	(0.3)	(0.3)	단기자금 14%
주식	195	201	203	210	198	3.4	(5.6)	1.8	1.8	주식 -2.3%
채권	2,038	2,100	2,014	1,943	1,882	32.0	(3.1)	(7.6)	(7.6)	국내채권 3.0%
수익증권	807	430	593	790	679	11.5	(14.0)	(15.9)	(15.9)	대체투자 4.6%
외화유가증권	1,292	1,351	1,411	1,474	1,550	26.3	5.2	20.0	20.0	(수익증권+대출)
기타유가증권	4	4	5	4	5	0.1	3.1	5.0	5.0	
관계사 지분	27	27	27	34	34	0.6	0.0	26.2	26.2	해외채권 3.5%
대출채권	668	804	811	760	933	15.9	22.8	39.6	39.6	해외주식 등 2.6%
부동산	186	186	185	185	185	3.1	(0.2)	(0.6)	(0.6)	

자료: 코리안리, SK 증권

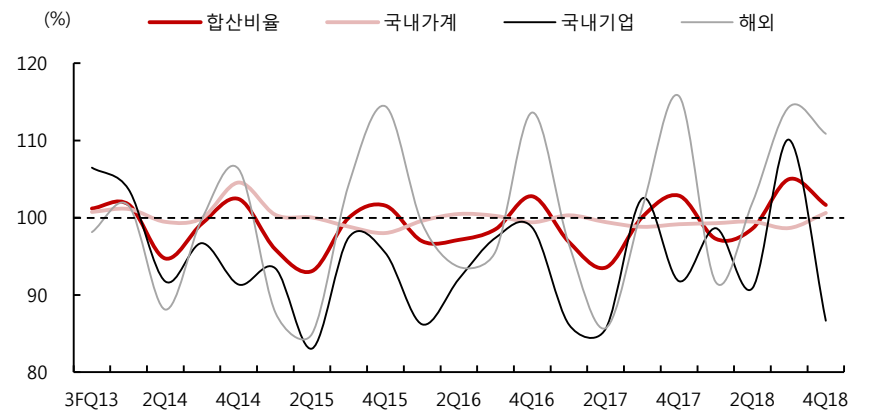
주: YTD yield 는 환 효과 제외 기준

코리안리 당기순이익 추이 및 전망



자료: 코리안리, SK 증권

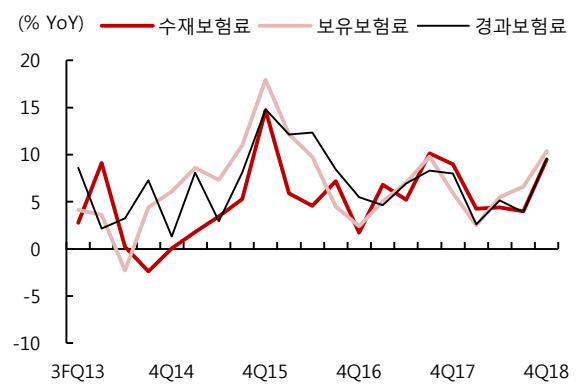
코리안리 보증별 합산비율 추이



자료: 코리안리, SK 증권

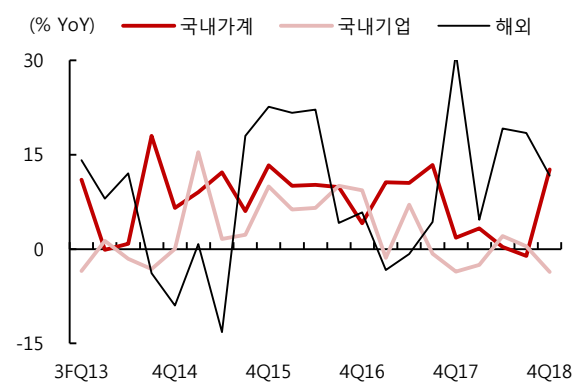
주: 환 효과 제외 기준

코리안리의 보험료 증가율



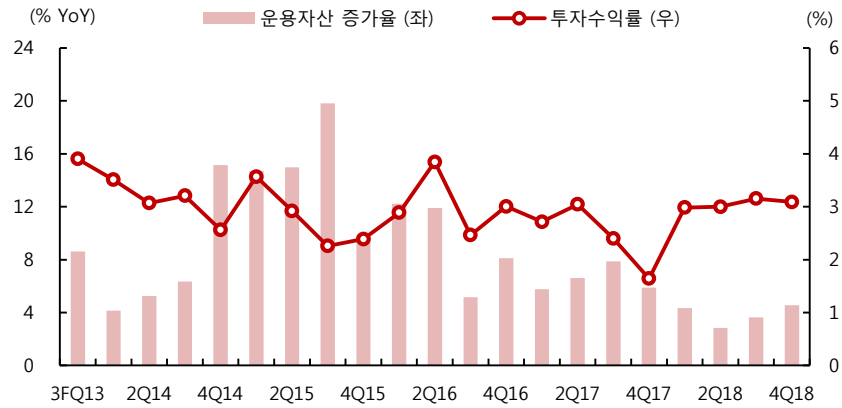
자료: 코리안리, SK 증권

코리안리의 보증별 경과보험료 증가율



자료: 코리안리, SK 증권

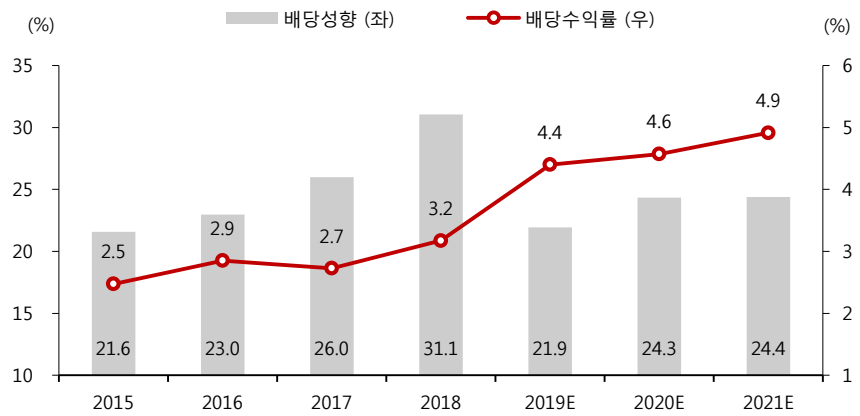
코리안리의 운용자산 증가율 및 투자수익률



자료: 코리안리, SK 증권

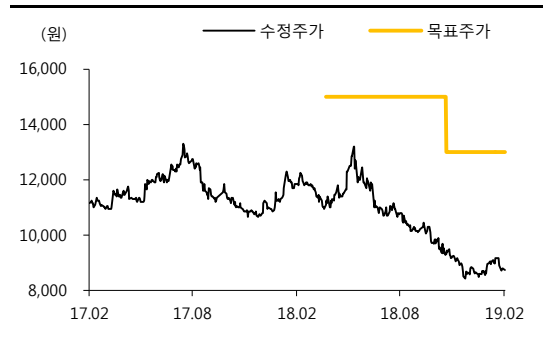
주: 환 효과 제외 기준

코리안리의 배당지표



자료: 코리안리, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2019.02.19	매수	13,000원	6개월		
2018.11.12	매수	13,000원	6개월	-31.80%	-27.00%
2018.08.01	매수	15,000원	6개월	-27.18%	-12.00%
2018.07.02	매수	15,000원	6개월	-22.85%	-12.00%
2018.06.01	매수	15,000원	6개월	-21.10%	-12.00%
2018.05.03	매수	15,000원	6개월	-21.57%	-12.00%
2018.04.09	매수	15,000원	6개월	-24.61%	-21.33%



### 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 기관투자자 또는 제 3자에게 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 (2019년 2월 19일 기준)

매수	90%	중립	10%	매도	0%
----	-----	----	-----	----	----

**재무상태표**

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	5,314	5,626	5,882	6,176	6,516
현금 및 예치금	595	410	417	413	410
유가증권	4,308	4,362	4,348	4,553	4,790
주식	236	221	232	244	257
채권	1,972	2,038	1,882	2,026	2,189
수익증권	1,056	807	679	663	648
외화유가증권	1,040	1,292	1,550	1,615	1,691
기타유가증권	5	4	5	5	5
대출채권	224	668	933	1,078	1,242
부동산	187	186	185	194	205
비운용자산	4,242	4,413	4,840	4,913	5,096
특별계정자산	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>9,556</b>	<b>10,039</b>	<b>10,722</b>	<b>11,089</b>	<b>11,611</b>
책임준비금	4,937	5,134	5,575	5,690	5,922
지급준비금	3,196	3,305	3,682	3,792	3,982
보험료적립금	0	0	0	0	0
미경과보험료적립금	1,740	1,829	1,894	1,898	1,941
기타부채	2,504	2,737	2,904	3,000	3,152
특별계정부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>7,441</b>	<b>7,872</b>	<b>8,479</b>	<b>8,690</b>	<b>9,075</b>
자본금	60	60	60	60	60
자본잉여금	176	176	176	176	176
이익잉여금	1,560	1,645	1,702	1,858	1,996
자본조정	177	177	177	177	177
기타포괄손익누계	142	109	127	127	127
<b>자본총계</b>	<b>2,115</b>	<b>2,168</b>	<b>2,243</b>	<b>2,399</b>	<b>2,537</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>9,556</b>	<b>10,039</b>	<b>10,722</b>	<b>11,089</b>	<b>11,611</b>

**성장률**

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	5.9	5.1	6.8	3.4	4.7
운용자산	8.1	5.9	4.5	5.0	5.5
부채	6.2	5.8	7.7	2.5	4.4
책임준비금	5.2	4.0	8.6	2.1	4.1
자본	4.9	2.5	3.5	7.0	5.7
경과보험료	9.5	7.0	5.4	4.3	4.9
국내가계	8.4	8.9	3.7	5.1	5.0
국내기업	8.1	0.3	-0.8	0.1	3.9
해외	13.0	7.8	13.4	5.3	5.3
순사업비	10.1	12.4	-0.7	2.9	4.0
투자영업이익	10.2	-85.8	661.3	6.9	-43.1
영업이익	-12.1	-10.5	-25.1	79.1	-3.1
순이익	-12.7	-18.5	-23.2	94.6	-3.1

**포괄손익계산서**

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	6,661	7,185	7,555	7,801	8,188
국내가계	3,083	3,376	3,595	3,754	3,960
국내기업	2,126	2,168	2,098	2,071	2,153
해외	1,453	1,640	1,862	1,977	2,074
보유보험료	4,678	5,002	5,315	5,547	5,821
경과보험료	4,658	4,984	5,253	5,480	5,749
국내가계	2,578	2,808	2,913	3,062	3,216
국내기업	895	898	890	891	926
해외	1,185	1,278	1,450	1,527	1,607
발생손해액	3,809	3,898	4,396	4,495	4,643
순사업비	816	917	911	937	975
보험영업이익	33	169	-54	48	132
투자영업이익	185	26	200	214	122
영업이익	218	195	146	261	253
영업외이익	-8	-22	-12	0	0
세전이익	210	173	134	261	253
법인세비용	48	40	32	63	61
당기순이익	163	133	102	198	192

**주요 투자지표**

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	81.8	78.2	83.7	82.0	80.8
사업비율	17.5	18.4	17.3	17.1	17.0
투자이익률	3.6	0.5	3.5	3.5	1.9
합산비율*	98.9	98.4	100.7	99.1	98.7
국내가계*	99.9	99.4	99.5	99.5	99.4
국내기업*	93.7	91.6	96.6	94.7	92.7
해외*	100.5	101.0	105.5	100.7	100.7
투자이익률*	3.0	2.4	3.0	3.4	3.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.9	6.2	4.6	8.5	7.8
ROA	1.7	1.4	1.0	1.8	1.7
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	1,415	1,154	886	1,725	1,670
보통주 BPS	18,411	18,870	19,524	20,885	22,085
보통주 DPS	325	300	275	385	400
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	8.1	9.5	9.8	5.1	5.2
보통주 PBR (X)	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
배당성향 (%)	23.0	26.0	31.0	22.3	23.9
보통주 배당수익률 (%)	2.9	2.7	3.2	4.4	4.6

\*환 변동 효과 제거한 기준

자료: SK증권 추정