

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

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

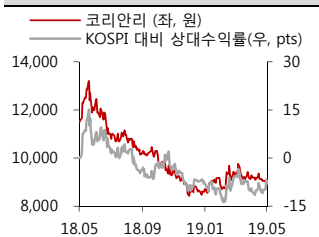
## Company Data

자본금	60 십억원
발행주식수	12,037 만주
자사주	550 만주
액면가	500 원
시가총액	1,072 십억원
주요주주	
장인순(외6)	22.54%
국민연금공단	10.03%
외국인지분율	34.11%
배당수익률	3.18%

## Stock Data

주가(19/05/10)	8,910 원
KOSPI	2,108.0 pt
52주 Beta	0.73
52주 최고가	13,200 원
52주 최저가	8,420 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.9%	1.4%
6개월	-5.2%	-6.3%
12개월	-22.5%	-8.1%

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

## 1Q19 Review: 합산비율 약화는 2Q 개선으로 되돌아올 것

코리안리의 1Q19 당기순이익은 638억원 (+20% YoY)으로 증가했으나, 일회성 이익 제외 시 17% 감익하며 당사 추정치를 24% 하회. 이는 해외 수재에서의 비경상적 비용이 130억원 증가한 데 따른 것으로, 당사는 이 중 100억원이 2Q19 다시 회복될 것으로 반영. 합산비율의 회귀와 투자손익의 증가에 따라 코리안리의 2019년 당기순이익을 1,853억원 (+82% YoY)으로 추정하며, 향후 3개년 평균 기대 ROE 7.7% 대비 12mf PBR 0.41X는 현저한 저평가 상태로 판단

## 1Q19 당기순이익 638억원 (+20% YoY)으로 기대치 하회

코리안리의 1Q19 당기순이익은 638억원 (+20% YoY)으로 증가했으나, 일회성 매각의 제외 시 17% 감익하며 SK 증권 추정치를 24% 하회. 이는 해외 수재에서의 비경상적 비용이 증가한 데 따른 것으로, 해당 비용 중 대부분이 2Q19 다시 회복될 것으로 예상. 1Q19 수재보험료는 정책보험 유입이 있었던 국내 기업성을 중심으로 9.1% YoY 증가했으나, 경과보험료는 국내 가계 및 해외수재를 중심으로 6.3% YoY 증가. 1Q19 합산비율(\*)은 99.4% (+2%p YoY, -2% QoQ)로 해외수재 합산비율이 9.1%p YoY 상승한 데 따라 다소 약화됨. 이 중 1) 미주 배상책임 준비금이 48억원 증가한 점은 2Q 준비금 감소로 이어지는 일시적인 요인이고, 2) 계산서 조기 접수에 따라 해외 농업보험 사고금액 82억원이 반영된 점은 2Q 비용의 선제적 인식으로 봐야 함. 1Q19 투자수익률(\*)은 4.9% (+1.9%p YoY)로 코람코자산신탁 지분 매각의 267억원 발생으로 높은 수준 기록 (매각의 제외 시 3.0%, +4bp YoY) (\*환 평가 효과 제외한 기준)

## 1Q 합산비율 약화는 2Q 합산비율 개선으로 되돌아올 것

코리안리의 1Q19 실적이 SK 증권 추정치를 하회한 것은 대부분 해외 합산비율 약화에 의한. 다만 해외 합산비율 중 4%p (130억원)가량은 전술한 비경상적 요인으로 판단되며, 당사는 2Q19 해외수재 손해액이 100억원 절감될 것으로 반영. 코리안리의 리스크 중 하나였던 투자손익 변동성은 2018년부터 경상 투자수익률 3.0% 내외를 안정적으로 지속하며 개선된 모습을 보이고 있음. 합산비율의 회귀와 투자손익의 증가에 따라 코리안리의 2019년 당기순이익을 1,853억원 (+82% YoY)으로 추정하며, 향후 3개년 평균 기대 ROE 7.7% 대비 12mf PBR 0.41X는 현저한 저평가 상태로 판단. 투자의견 매수, 목표주가 13,000 원을 유지함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
경과보험료	십억원	4,658	4,984	5,253	5,451	5,744	6,008
YoY	%	9.5	7.0	5.4	3.8	5.4	4.6
보험손익	십억원	33	169	-54	-38	113	131
투자손익	십억원	185	26	200	276	141	120
합산비율	%	98.9	98.4	100.7	99.7	98.7	98.9
투자수익률	%	3.6	0.5	3.5	4.6	2.2	1.8
영업이익	십억원	218	195	146	238	254	251
YoY	%	-12.1	-10.5	-25.1	63.3	6.8	-1.2
세전이익	십억원	210	173	134	245	254	251
순이익	십억원	163	133	102	185	193	191
YoY	%	-12.7	-18.5	-23.2	82.1	4.1	-1.2
EPS	원	1,415	1,154	886	1,613	1,679	1,659
BPS	원	18,411	18,870	19,524	20,802	22,006	23,180
PER	배	8.1	9.5	9.8	5.5	5.3	5.4
PBR	배	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	%	7.9	6.2	4.6	8.0	7.8	7.3
배당수익률	%	2.9	2.7	3.2	4.3	4.5	4.6

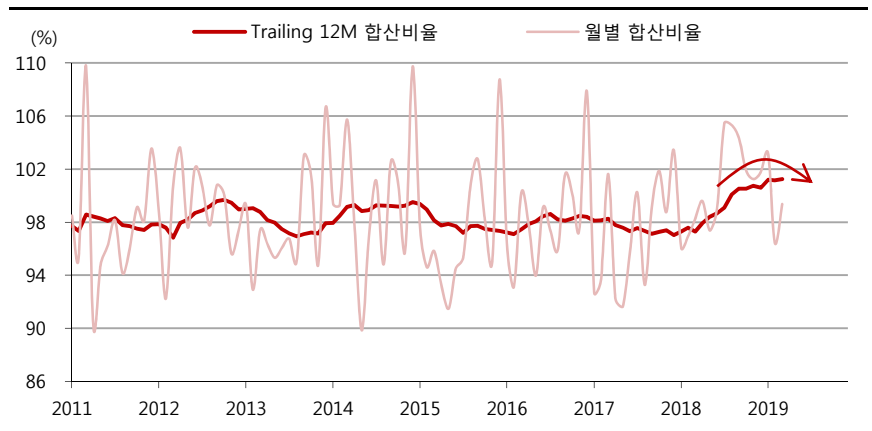
코리안리 1Q19 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q19	1Q18	YoY (%)	4Q18	QoQ (%)	1Q19E	차이 (%)
보험영업이익*	7.8	33.2	(76.6)	(23.5)	흑전	41.3	n/a
투자영업이익*	70.7	41.4	70.9	45.3	56.1	67.2	5.2
영업이익	77.9	67.2	15.8	19.0	310.9	110.0	(29.2)
순이익	63.8	53.0	20.2	6.8	839.6	83.4	(23.5)

자료: 코리안리, SK 증권

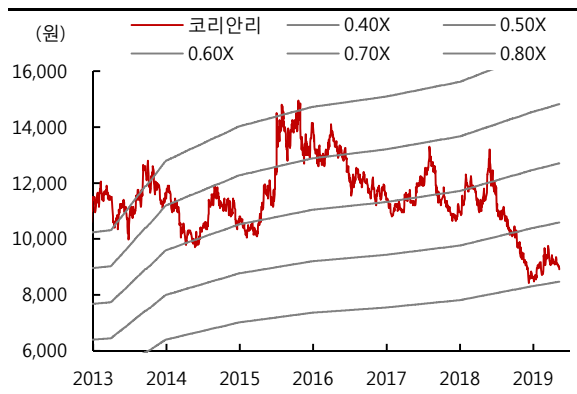
주: \*환 효과 제외 기준

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



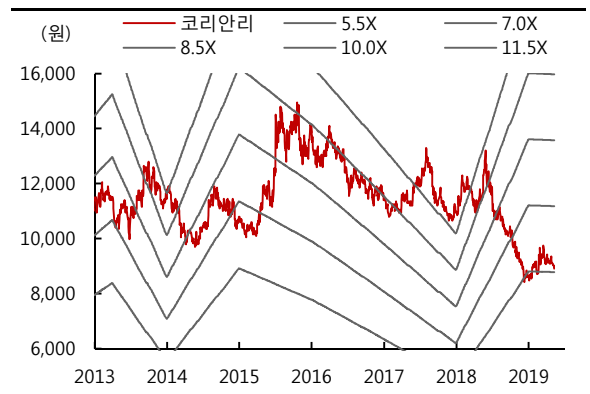
자료: 코리안리, SK 증권

코리안리의 12개월 forward PBR band



자료: SK 증권

코리안리의 12개월 forward PER band



자료: SK 증권

코리안리 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)
수입보험료	1,761	1,951	1,862	1,980	1,921	(3.0)	9.1
국내가계	869	886	895	945	924	(2.2)	6.4
국내기업	496	604	494	503	563	11.9	13.5
해외	396	461	474	532	433	(18.5)	9.5
수재보험료	1,782	1,975	1,884.0	2,033	1,953.1	(3.9)	9.6
경과보험료	1,216	1,315	1,291	1,431	1,293	(9.6)	6.3
국내가계	706	718	707	782	759	(3.0)	7.5
국내기업	207	240	229	214	207	(3.2)	0.2
해외	304	356	354	435	328	(24.7)	7.7
보험영업이익	27.6	(6.8)	(44.9)	(29.7)	(13.1)	적지	적전
투자영업이익	39.6	81.8	29.6	48.6	91.0	87.1	129.8
보험영업이익*	33.2	18.6	(64.5)	(23.5)	7.8	흑전	(76.6)
투자영업이익*	41.4	41.5	45.2	45.3	70.7	56.1	70.9
영업이익	67.2	75.0	(15.3)	19.0	77.9	310.9	15.8
순이익	53.0	56.2	(14.3)	6.8	63.8	839.6	20.2
합산비용률 (%)	97.7	100.5	103.5	102.1	101.0	(1.1)	3.3
국내가계	99.3	99.5	98.7	100.6	100.3	(0.3)	1.0
국내기업	98.7	91.8	109.7	86.8	94.1	7.4	(4.6)
해외	93.4	108.4	109.1	112.2	107.0	(5.3)	13.5
순투자수익률 (%)	2.9	5.9	2.1	3.3	6.3	2.9	3.4
합산비용률* (%)	97.3	98.6	105.0	101.6	99.4	(2.2)	2.1
국내가계*	99.3	99.5	98.7	100.6	100.3	(0.3)	1.0
국내기업*	98.6	90.9	110.1	86.7	93.8	7.1	(4.9)
해외*	91.7	102.0	114.3	110.9	100.8	(10.0)	9.1
순투자수익률* (%)	3.0	3.0	3.2	3.1	4.9	1.8	1.9

자료: 코리안리, SK증권

주: \*음영 영역은 환 효과 제외한 실질적인 데이터

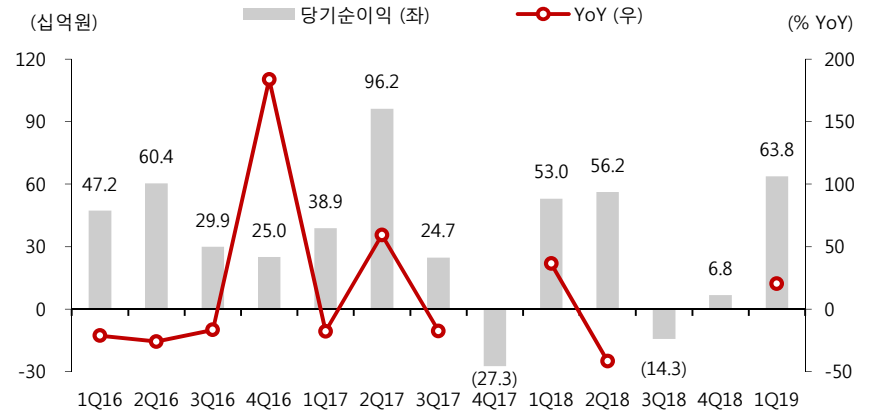
코리안리 운용자산 현황

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	구성비 (%)	QoQ (%)	YTD (%)	YoY (%)	YTD yield
운용자산	5,458	5,617	5,843	5,882	5,736	100.0	(2.5)	(2.5)	5.1	5.0%
현금및예치금	355	369	444	417	452	7.1	8.4	8.4	27.3	
유가증권	4,113	4,253	4,455	4,348	4,124	73.9	(5.1)	(5.1)	0.3	
주식	201	203	210	198	175	3.4	(11.8)	(11.8)	(13.1)	단기자금 1.4%
채권	2,100	2,014	1,943	1,882	1,888	32.0	0.3	0.3	(10.1)	주식 30.0%
수익증권	430	593	790	679	425	11.5	(37.4)	(37.4)	(1.3)	국내채권 3.0%
외화유가증권	1,351	1,411	1,474	1,550	1,599	26.3	3.2	3.2	18.3	대체투자 3.7%
기타유가증권	4	5	4	5	5	0.1	(2.1)	(2.1)	3.7	(수익증권+대출)
관계사 지분	27	27	34	34	34	0.6	0.0	0.0	26.2	해외채권 3.4%
대출채권	804	811	760	933	975	15.9	4.6	4.6	21.3	
부동산	186	185	185	185	185	3.1	0.1	0.1	(0.4)	

자료: 코리안리, SK 증권

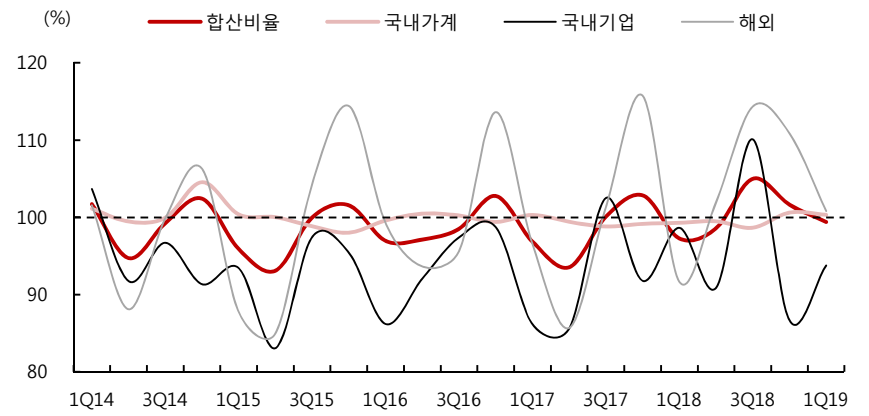
주: YTD yield는 환 효과 제외 기준

코리안리 당기순이익 추이 및 전망



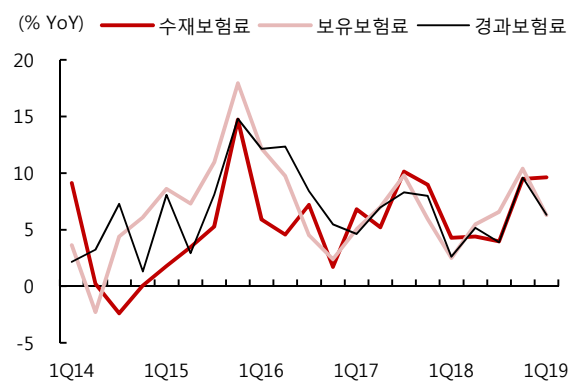
자료: 코리안리, SK 증권

코리안리 보증별 합산비율 추이



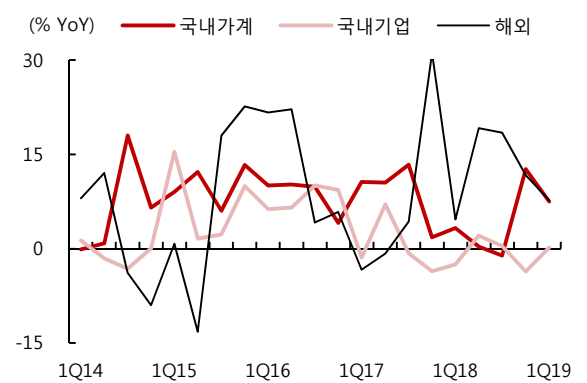
자료: 코리안리, SK 증권  
주: 환 효과 제외 기준

코리안리의 보험료 증가율



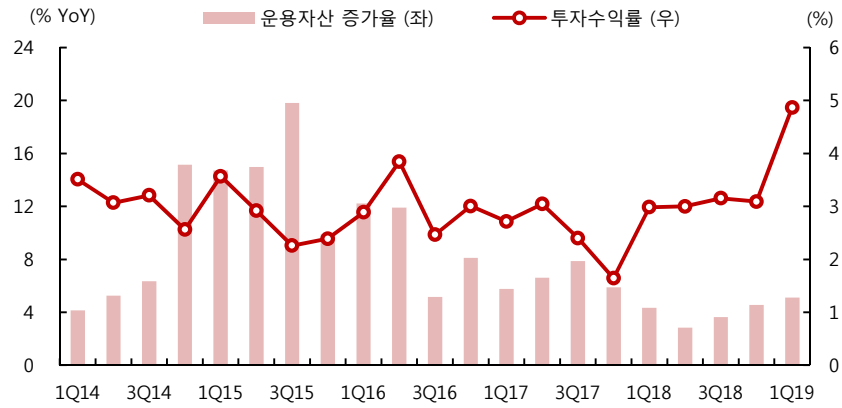
자료: 코리안리, SK 증권

코리안리의 보증별 경과보험료 증가율



자료: 코리안리, SK 증권

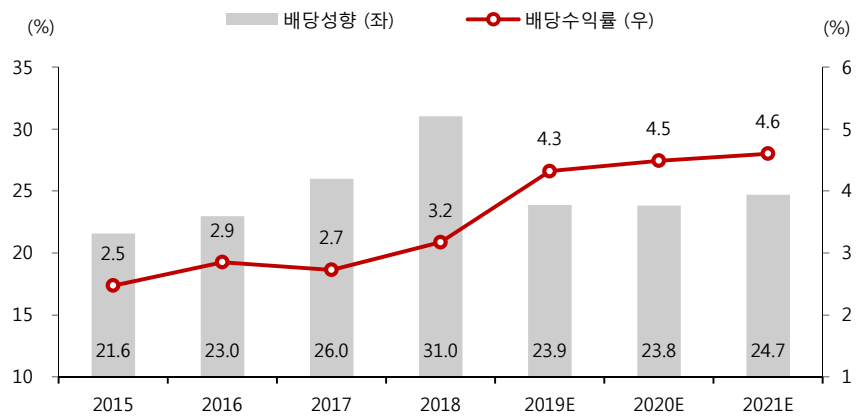
코리안리의 운용자산 증가율 및 투자수익률



자료: 코리안리, SK 증권

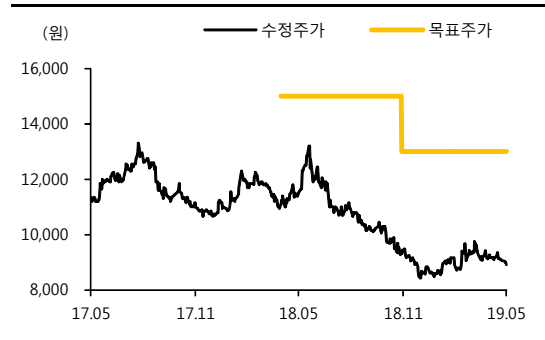
주: 환 효과 제외 기준

코리안리의 배당지표



자료: 코리안리, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.05.13	매수	13,000원	6개월		
2019.02.19	매수	13,000원	6개월	-30.48%	-25.00%
2018.11.12	매수	13,000원	6개월	-31.82%	-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 (2019 년 5 월 13 일 기준)**

매수	89.74%	중립	10.26%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

**재무상태표**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
운용자산	5,626	5,882	6,176	6,516	6,874
현금 및 예치금	410	417	468	468	466
유가증권	4,362	4,348	4,434	4,665	4,908
주식	221	232	225	237	250
채권	2,038	1,882	2,070	2,235	2,413
수익증권	807	679	420	391	358
외화유가증권	1,292	1,550	1,715	1,796	1,881
기타유가증권	4	5	5	5	5
대출채권	668	933	1,118	1,284	1,464
부동산	186	185	199	210	221
비운용자산	4,413	4,840	4,905	5,086	5,100
특별계정자산	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>10,039</b>	<b>10,722</b>	<b>11,081</b>	<b>11,602</b>	<b>11,975</b>
책임준비금	5,134	5,575	5,690	5,922	6,165
지급준비금	3,305	3,682	3,792	3,982	4,181
보험료적립금	0	0	0	0	0
미경과보험료적립금	1,829	1,894	1,898	1,941	1,984
기타부채	2,737	2,904	3,001	3,152	3,147
특별계정부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>7,872</b>	<b>8,479</b>	<b>8,691</b>	<b>9,074</b>	<b>9,312</b>
자본금	60	60	60	60	60
자본잉여금	176	176	176	176	176
이익잉여금	1,645	1,702	1,849	1,987	2,122
자본조정	177	177	177	177	177
기타포괄손익누계	109	127	127	127	127
<b>자본총계</b>	<b>2,168</b>	<b>2,243</b>	<b>2,389</b>	<b>2,528</b>	<b>2,663</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>10,039</b>	<b>10,722</b>	<b>11,081</b>	<b>11,602</b>	<b>11,975</b>

**성장률**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	5.1	6.8	3.3	4.7	3.2
운용자산	5.9	4.5	5.0	5.5	5.5
부채	5.8	7.7	2.5	4.4	2.6
책임준비금	4.0	8.6	2.1	4.1	4.1
자본	2.5	3.5	6.5	5.8	5.3
경과보험료	7.0	5.4	3.8	5.4	4.6
국내가계	8.9	3.7	5.0	5.3	4.8
국내기업	0.3	-0.8	1.2	5.7	4.2
해외	7.8	13.4	2.9	5.3	4.4
순사업비	12.4	-0.7	-2.0	4.5	3.8
투자영업이익	-85.8	661.3	38.1	-48.8	-15.1
영업이익	-10.5	-25.1	63.3	6.8	-1.2
순이익	-18.5	-23.2	82.1	4.1	-1.2

**포괄손익계산서**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수입보험료	7,185	7,555	7,842	8,230	8,609
국내가계	3,376	3,595	3,757	3,964	4,162
국내기업	2,168	2,098	2,143	2,228	2,317
해외	1,640	1,862	1,943	2,039	2,130
보유보험료	5,002	5,315	5,517	5,815	6,082
경과보험료	4,984	5,253	5,451	5,744	6,008
국내가계	2,808	2,913	3,059	3,221	3,375
국내기업	898	890	901	953	992
해외	1,278	1,450	1,491	1,570	1,640
발생손해액	3,898	4,396	4,596	4,698	4,909
순사업비	917	911	892	932	967
보험영업이익	169	-54	-38	113	131
투자영업이익	26	200	276	141	120
영업이익	195	146	238	254	251
영업외이익	-22	-12	6	0	0
세전이익	173	134	245	254	251
법인세비용	40	32	59	62	61
당기순이익	133	102	185	193	191

**주요 투자지표**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업지표 (%)</b>					
경과손해율	78.2	83.7	84.3	81.8	81.7
사업비율	18.4	17.3	16.4	16.2	16.1
투자이익률	0.5	3.5	4.6	2.2	1.8
<b>합산비율*</b>	<b>98.4</b>	<b>100.7</b>	<b>99.7</b>	<b>98.7</b>	<b>98.9</b>
국내가계*	99.4	99.5	99.8	99.4	99.5
국내기업*	91.6	96.6	95.7	92.5	92.8
해외*	101.0	105.5	101.7	101.1	101.5
투자이익률*	2.4	3.0	3.5	3.1	3.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.2	4.6	8.0	7.8	7.3
ROA	1.4	1.0	1.7	1.7	1.6
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	1,154	886	1,613	1,679	1,659
보통주 BPS	18,870	19,524	20,802	22,006	23,180
보통주 DPS	300	275	385	400	410
<b>기타 지표</b>					
보통주 PER (X)	9.5	9.8	5.5	5.3	5.4
보통주 PBR (X)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
배당성향 (%)	26.0	31.0	23.9	23.8	24.7
보통주 배당수익률 (%)	2.7	3.2	4.3	4.5	4.6

\*환 변동 효과 제거한 기준

자료 SK증권 추정