

# 코리안 리(003690)

---

## 코리안 리 기업분석 리포트

2006. 05. 20



Research Team #2

안세윤, 이지훈, 김일로, 강동수

---

### ▶ 들어가며 - 재보험 산업이란?

재보험이란 **보험회사가 인수한 계약의 일부를 다른 보험회사에 인수시키는 것으로 '보험을 위한 보험'**이다. 즉, 보험이 개인이나 기업이 불의의 사고로 입게 되는 경제적 손실을 보상해주는 제도라면 재보험은 보험회사의 보상책임을 분담해주는 제도이다. 이에 따라 **보험회사는 위험의 규모 대비 자사가 부담할 수 있는 책임한도액을 정하고 그 한도액을 초과하는 부분은 재보험을 통하여 다른 보험회사에 보상책임을 전가시킴으로 경영의 안정성을 확보**하고 있다. 또한, 보험회사는 제한된 담보력에도 불구하고 다른 보험회사와 분담함으로써 안심하고 거대위험을 인수할 수 있으며 사업 확장을 추구할 수 있다. 뿐만 아니라, 보험회사가 보험금 지급불능상태에 놓이게 되더라도 보험계약자 또는 피보험자는 재보험자가 인수한 책임에 대하여는 보험사고 발생시 보험금을 지급받을 수 있다. 재보험산업은 기업성 보험 비중이 높아 가계성 보험 위주의 원수보험 시장보다는 **경기 변동의 민감도가 상대적으로 낮으며 국제간의 거래와 영업이 매우 활발한 분야**로서 국내에 지점이나 현지법인의 설립 없이도 자격을 갖춘 해외보험사라면 국내보험사와 재보험영업이 가능하다.

## I. 산업 분석

### 1. 국내 재보험 산업 과거 추이와 앞으로의 전망

#### 1.1. 국내 재보험 산업 특징

최근 2~3년간 국내재보험시장 규모를 보면, 손해보험재보험은 전체 손해보험 원수보험시장의 약 12~13% 수준으로 손해보험사들의 보유정책에 따라 소폭 변동하고 있으며 생명보

험재보험은 전체 원수보험시장의 3%대로 꾸준한 상승세를 유지하고 있다.

국내 재보험시장은 1997년 4월 완전 자유화되어 모든 규제가 완전 철폐됨으로써 국제간의 재보험거래가 더욱 활발하게 이루어지고 있으며 현재 국내시장에는 국내 유일의 전업 재보험사인 코리안 리와 뮌헨재보험, 스위스재보험, 쾰른 재보험 및 동경해상보험 등 해외 재보험사들이 기존의 주재사무소를 지점 형태로 전환하여 재보험영업활동을 하고 있다.

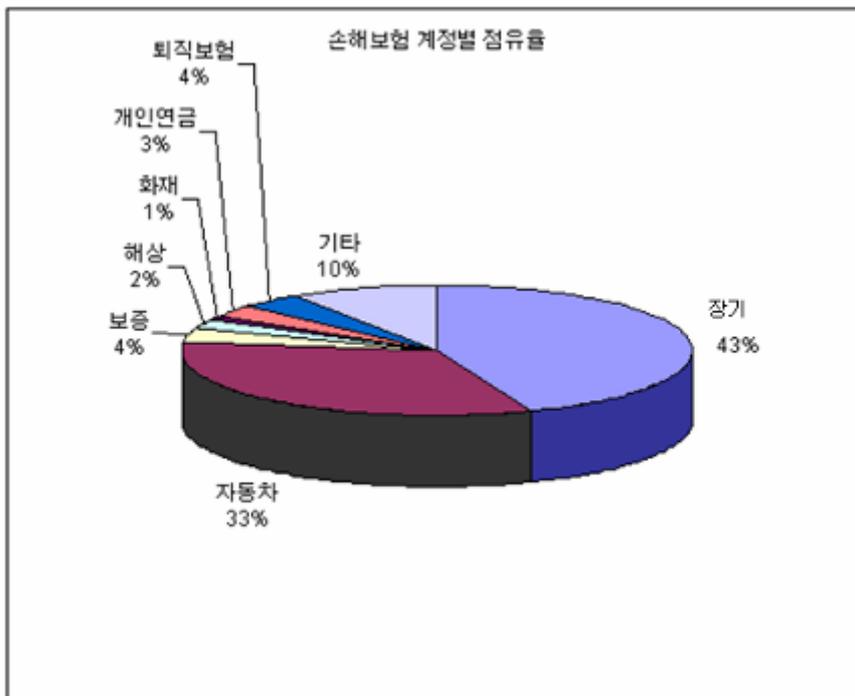
재보험산업은 수재보험료와 원수보험료를 비교했을 때 생명보험산업의 0.6~0.9%수준인데 비해 손해보험산업의 9.0%~11.6% 수준에 이른다. **코리안 리의 수재보험료의 대부분은 손해보험 산업에서 발생하며**, 시간이 경과됨에 따라 생명보험산업에서 재보험률은 지속적으로 하강하는 반면에 **손해보험산업에서의 재보험률은 지속적으로 증가**하고 있다. 따라서 코리안리의 성장을 분석하기 위해 손해보험산업 위주의 분석이 필요하다.

### 별첨1) 생명보험 시장

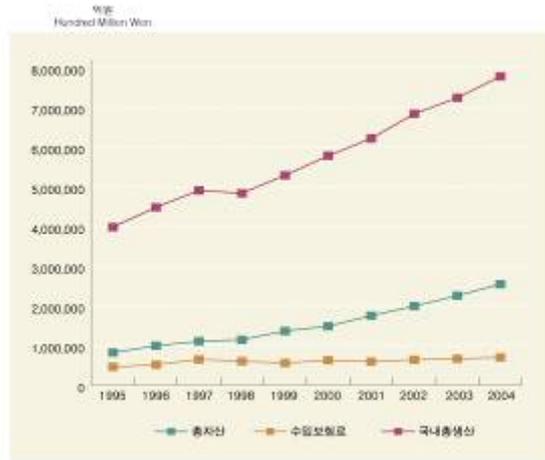
## 1.2. 국내 손해보험 산업과 재보험 산업

### 1.2.1. 국내 손해보험 산업 현황 및 성장성

간단히 손해보험 산업을 살펴 보도록 하자. 손해보험을 종목별로 뜯어보면 장기보험이 전체의 43.8%로 가장 높고, 자동차 33.1%, 보증 3.6%, 해상 2.2%, 화재 1.3%, 개인연금 2.8%, 퇴직보험 3.7%등의 점유 비율을 보이고 있다.

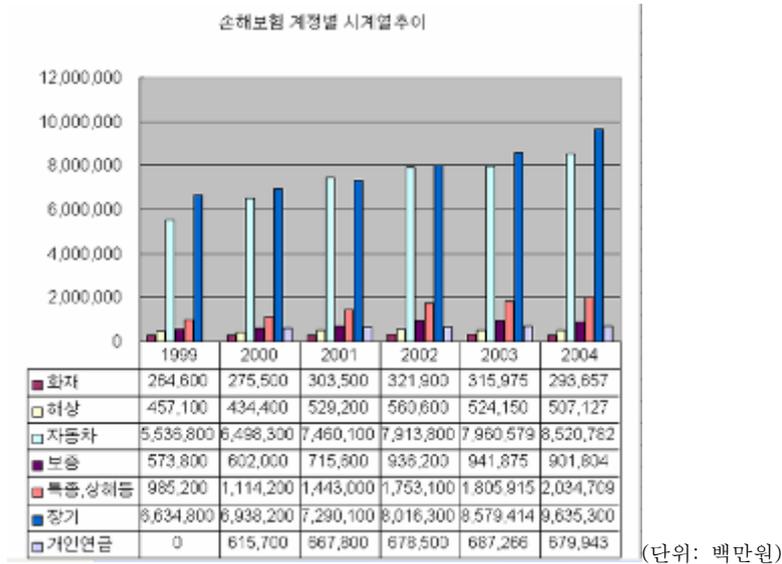


전체 보험산업에서 손해보험산업의 비중은 25~30% 수준이지만 98년도 이후 성장성은 생명보험산업이 1.6%, 손해보험산업이 5.5% 수준으로 손해 보험산업의 성장율이 훨씬 높다. 아래 차트는 손해보험산업의 개략적인 성장추이를 나타낸다.



<손보사의 성장 추이>

손해 보험의 계정별 성장성을 원수 보험료 기준으로 구해 보았다.

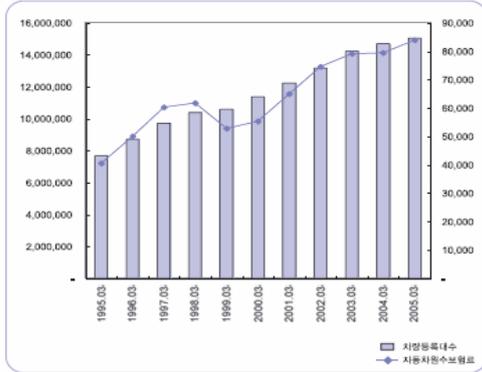


기준연도	1999	2000	2001	2002	2003	2004	GACR
화재	264,600	275,500	303,500	321,900	315,975	293,657	2.11%
해상	457,100	434,400	529,200	560,600	524,150	507,127	2.10%
자동차	5,536,800	6,498,300	7,460,100	7,913,800	7,960,579	8,520,782	9.00%
보증	573,800	602,000	715,600	936,200	941,875	901,804	9.46%
특종,상해등	985,200	1,114,200	1,443,000	1,753,100	1,805,915	2,034,709	15.61%
장기	6,634,800	6,938,200	7,290,100	8,016,300	8,579,414	9,635,300	7.75%
개인연금	0	615,700	667,800	678,500	687,266	679,943	2.51%

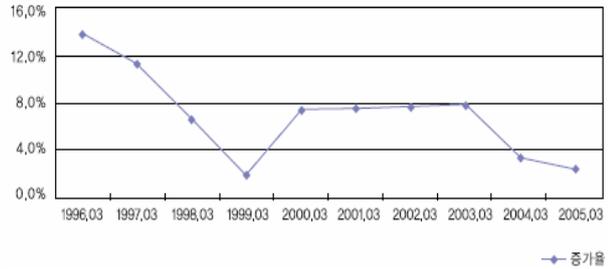
화재나 해상 시장은 규모가 그다지 크지 않거나 최근 5개 년도의 성장성 또한 물가 상승률을 하회하는 수준이었다. 가장 큰 규모의 시장인 자동차 보험과 장기 보험은 서로 다른 방향의 움직임을 보여주고 있다.

자동차 보험 시장은 최근들어 그 성장세가 약해지는 모습을 보이고 있다. 건설교통부 자료에 따르면 2005년 3월 현재 자동차등록대수는 15,031,987대를 기록하여 전년 동기 대비 2.4% 증가하여 증가율이 지속적으로 둔화되고 있는 것으로 나타났다. 그에 따라 자동차 보험의 증가세도 둔화되고 있는 것으로 보인다.

<그림 4> 연도별 자동차등록대수 및 자동차보험료



<그림 3> 연도별 3월말 자동차등록대수 증가추이



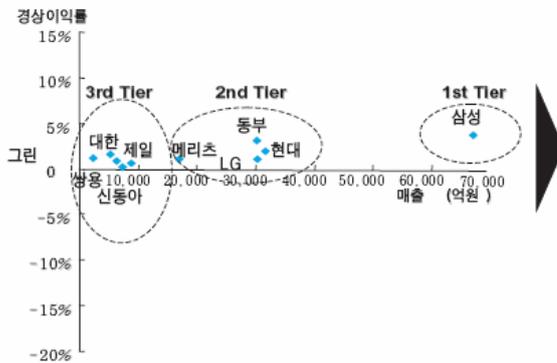
반면, 장기보험 시장은 그와 대조적으로 최근에 와서 그 성장세가 더욱 강해지는 모습을 보여주고 있다. 또한 특종, 상해 등의 시장이 다른 보험시장에 비해 그 성장세가 두드러진다는 점도 염두에 두어야 할 것이다.

해상보험의 경우 수출이 증가하면서 선박, 적하, 운송보험은 증가하였으나 9.11 테러사태로 급상승하였던 요율의 안정화로 항공보험이 크게 감소한 것이 성장성 둔화의 원인이 되었다.

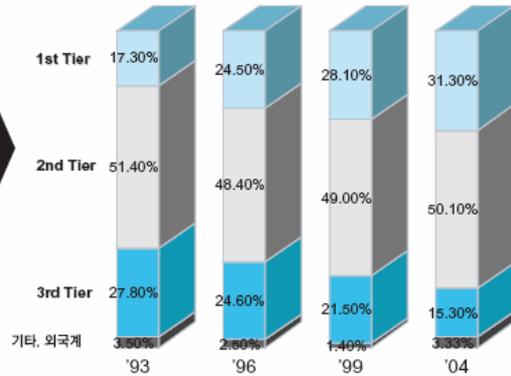
특종보험은 종합보험 및 상해보험 중심으로 상대적으로 높은 성장세가 예상된다. 장기손해보험은 통합형 보험 등 상해, 질병 부문에 대한 꾸준한 수요와 함께 방카슈랑스를 통한 저축성보험의 확대로 특종보험과 함께 높은 성장세가 예상된다. 하지만 생명보험회사와 경쟁을 해야하며, 신규로 도입되는 퇴직연금시장의 경우는 생명보험회사 뿐만 아니라 은행, 증권 등 타금융권과도 경쟁을 해야 하는 상황은 악재가 될 수 있다.

2005년 3월 경과 보험료 기준으로 국내보험사는 97.9%의 시장점유율을 차지한 반면 외국사는 2.1%를 차지하여 미미한 수준이나 증가추세에 있다. 보험사별 시장점유율(2005년 3월 경과보험료 기준)은 삼성화재가 28.72%, 현대해상이 12.4%, 동부화재가 13%, LIG보험이(구 LG화재) 12.3% 로 상위 4개사가 전체시장의 66.5%를 차지한 과점 상태이다. 손해보험시장은 외환위기 이후 부실손해보험사의 구조조정과 우량 보험사에 대한 선호 증대로 대형보험사의 시장지배력이 지속적으로 강화되고 있는 상황이다.

매출 및 수익대비 손보산업 구조(2004년 기준)



시장 점유율 변화



### 1.2.2. 국내 손해보험 산업의 수익성

손해보험산업은 1996년 이후 2000년까지 적자 상태가 지속되었으며, 2001년 이후에는 줄곧 흑자기조를 유지하고 있으나 수익구조를 보면 보험영업에서 발생한 적자를 투자영업에서 보존하여 당기손익을 창출하는 구조이다. 이러한 구조는 당분간 지속될 것으로 예상된다 한다.

「표 4」 손해보험사 수익구조

(단위 : 억원)

구 분	'04.4.~9.(A)			'05.4.~9.(B)			증감액(B-A)		
	서울 보증	서울 보증 제외		서울 보증	서울 보증 제외		서울 보증	서울 보증 제외	
보험손익	△115	1,865	△1,980	601	2,626	△2,025	717	760	△43
투자손익	8,857	955	7,902	9,451	938	8,513	593	△17	610
기타손익	△1,772	39	△1,811	△1,957	△189	△1,768	△190	△228	38
당기손익	6,970	2,859	4,111	8,095	3,375	4,721	1,121	515	605

\* 기타손익 : 영업외손익, 법인세비용 등

「표 5」 손해보험 종목별 보험영업이익 현황

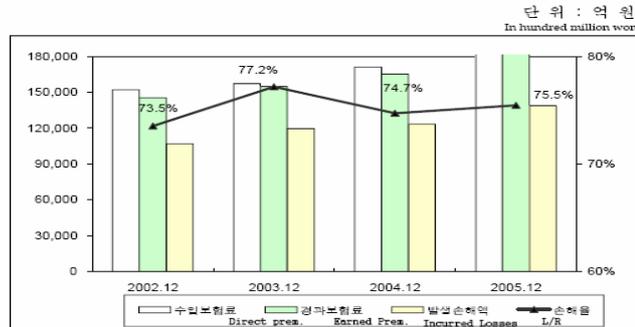
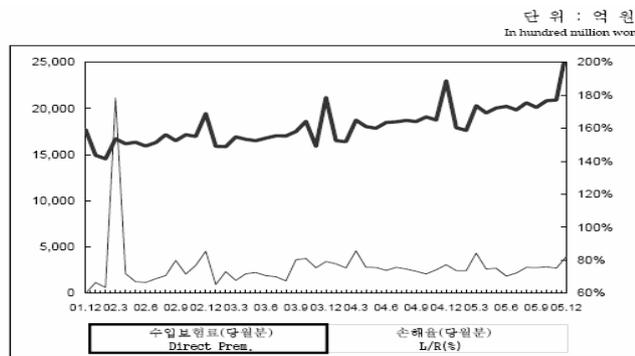
(단위 : 억원)

구 분	화재	해상	자동차	보증	특종	장기	개인연금	기타	총계
'04.4.~9.(A)	2	123	△988	1,917	1,329	△1,193	△987	△320	△116
'05.4.~9.(B)	△4	230	△1,882	2,430	1,661	△801	△963	△70	601
증감(B-A)	△6	107	△894	513	332	392	23	250	152

### 1.2.3. 재보험에 영향을 미치는 손해보험 산업의 요인 분석

#### 1.2.3.1. 손해보험의 손해율 추이 분석

원수경과손해율은 전체적으로 전년동월대비 0.7%p가 높은 75.5%를 기록하고 있으며, 종목별로 화재 49.0%, 해상 48.0%, 자동차 76.5%, 장기 85.2%, 개인연금 119.1%, 퇴직보험 104.0%를 보이고 있다. 당연히 손해율의 증가세가 둔화되거나 감소되면 코리안리의 보험수익은 늘어날 것이다. 그러나 재보험산업의 특성상 **수재 이익 수수료**를 통해 원수보험사와 초과수익에 대해 공유를 하는 것은 물론이고 **수재보험 수수료**라는 계정을 통해 원수보험사의 손실의 일정부분을 보상해주게 된다. 또한 **조정수수료**라는 계정을 통해 **합산비율을 일정하게 조정함으로써 과도한 손실이 발생하지 않도록 시스템이 정비되어 있다.** 따라서 손해율의 변동에 따라 크게 보험수익이 증가하거나 감소하지 않으리라 추정된다.



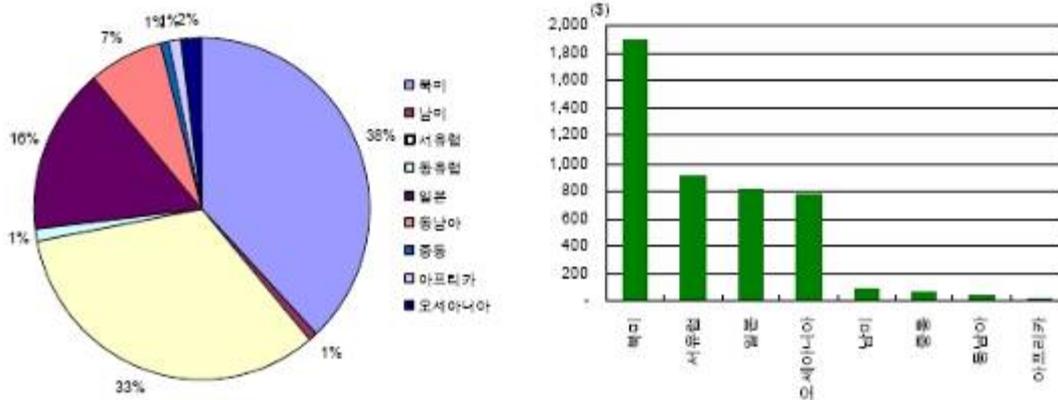
## 2. 해외 재보험 산업의 추이와 전망.

세계 재보험시장의 역사란 재해의 역사라 보아도 과언이 아니다. 80년대 중반 미국의 배상책임 보험위기와 90년대 초반 자연재해 누적손해로 세계재보험 시장은 변화의 소용돌이 안에 들게 되었다. 석면 클레임과 환경오염 클레임 등으로 손해율이 급등하고, 허리케인 앤드류 등 자연재해로 연평균 약 300억 달러의 손해가 기록되었으며, 90년대 후반 터키, 대만 등지에서의 강력한 지진, 미국 오클라호마주의 토네이도, 시드니의 폭풍우, 태풍 바트 등 연속적으로 발생하는 자연재해로 그 손실규모가 수그러질 줄을 모른 채 재보험시장에 압박해 왔다. 여기에 WTC 붕괴, 04년 말 최악의 쓰나미 05년 카트리나 등은 한시도 재보험시장에 평화를 주지 않았다. 그 결과 과거 세계 유수의 재보험사들은 자연재해 피해를 일회성

항목으로 간주하였으나 최근에는 지구온난화 등에 따른 자연재해의 발생 가능성이 구조적으로 높아졌다고 판단하기에 이르렀다. 이에 따라 기상이변 관련 리스크를 요율에 반영하고자 하는 움직임이 나타나고 있어 재보험 시장의 경화(Hard market) 현상이 상당 기간 지속되고 있다. 그 결과 지속적으로 증가하는 자연 재해에 대한 재 보험사들의 관리 능력은 전과 비교할 수 없을 정도로 높아진 동시에 다양한 신시장 개척의 노력을 함께 경주하며 수익률 향상을 기할 수 있게 되었다. 이로 인한 국제 재보험 시장의 최근 트렌드는 다음과 같다.

## 2.1. 보험 시장의 저변 확대- 동남아 시장의 성장.

04년 쓰나미의 엄청난 피해가 보험 시장에 끼친 영향 중 빼놓을 수 없는 것으로 신흥이머징 마켓에서의 보험시장 성장 가속화를 볼 수 있다. 04년 전세계 보험금 지급액 중 쓰나미 관련 손실이 약 50억 달러 정도로 엄청난 규모였지만 이는 실제로 발생한 쓰나미의 피해에 비하면 약소한 규모이다. 그 이유는 쉽게 생각할 수 있듯이 선진시장에 비해 상대적으로 낙후된 동남아 시장에서 보험 가입 비율이 그만큼 낮았기 때문이다. 전세계 보험 시장에서 선진시장과 과의 차이는 엄청난 규모인데 이 격차가 줄어드는 과정이 지금이라 볼 수 있다.



<보험료 기준으로 본 세계 보험시장 규모 & 1인당 보험액. 2003. Swiss Re>

이미 2001년부터 가속화 된 동남아의 보험시장 규모 확대는 이러한 이슈와 더불어 연 10% 대로 고성장 하리라 기대되며 이는 재보험시장에 관해서도 마찬가지이다. 특히 더 주목할 수 있는 부분은 아시아 시장이 선진 시장에 비해 출재 비율이 높다는 점이다. 그 이유는 아시아 시장이 신흥시장으로서 산업 및 사회 구조상의 허점이 많고 대형 보험사의 부재로 보험 커버리지의 한계가 명백히 규정되어 있기 때문이다. 향후 동남아 시장과 중국 시장의 성장성을 판단할 때 이러한 가정들이 충실히 반영 될 것이다.

구분		보험료 실질성장률	세계시장 점유율	GDP대비 보험료
미주	북미	2.2	39.42	8.80
	중남미	6.7	1.71	2.17
유럽	서유럽	-2.4	30.71	8.31
	중동유럽	15.3	0.94	2.83
아시아	일본	0.8	18.51	11.07
	동남아	8.3	5.75	4.40
	중동아	12.2	0.45	1.64
아프리카		4.1	1.02	4.54
오세아니아		-1.9	1.48	8.56
세계 그룹별	세계전체	1.0	100.00	7.83
	선진국	0.2	90.13	9.01
	신흥시장	8.2	9.87	3.37
	OECD	0.1	93.03	8.82
	G7	0.1	79.72	9.27
	EU	-2.7	28.96	8.41
	NAFTA	2.3	39.88	8.42
	ASEAN	8.9	0.62	2.75

<세계 보험 시장 성장률. 2001. 대한손해보험협회>

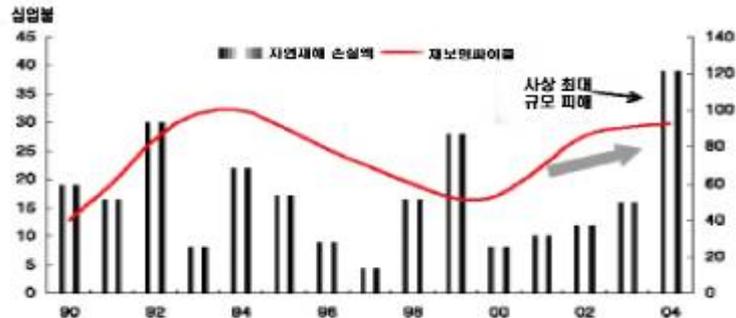
## 2.2. 보험 시장의 저변 확대- 라틴아메리카에서의 성장

동남아시아 시장과 비슷한 특성을 가진 시장이 바로 남미시장이다. 보험선진국의 경우 보험 가입자들은 작은 사고 조차 보험소송을 통해 보험료 지급을 받아내는 성향이 있으나 남미의 보험가입자들은 동남아시아 가입자와 비슷해서 손해율이 선진국보다 낮다. 현재 남미 시장에서 평균 150억원 정도의 수재보험료를 받고 있는데, 이 중 80%가 화재 부문이다. 지역적으로는 멕시코에 몰려있다. 따라서 **코리안 리는 남미시장의 지역적, 상품적 다변화를 꾀하고 있다.** 먼저, 화재 뿐 아니라 해상, 특종 등 기업성 보험 위주로 시장을 확대하고, 지역적으로는 멕시코 외의 페루, 칠레, 콜롬비아 등으로 넓혀가고자 하고 있다.

## 2.3. 상승세인 재보험 싸이클 - 보험료율 인상과 교섭력 강화

앞서 살펴본 바와 같이 해외 재보험사들은 자연재해 빈발로 인해 재보험실적이 급격히 악화돼 대형재해 이후 보험료율 인상은 불가피하다는 입장을 고수하게 된다. 이에 따라 06년 재보험료율은 재물보험의 경우 10% 내외로 인상되고 적하, 운송보험은 카트리나 손실여부와 관계없이 **요율이 5~15% 오를 것**으로 보인다. 선박보험의 경우 대형 손해가 없어 제한적인 요율 인상이 전망되고 있으며, 항공보험은 손해가 제한적이어서 단기기간에는 안정된 후 장기적으로 상승압력이 있을 것으로 예상된다. 어찌됐건 재보험 업계의 입장에서는 보험료율 인상은 호재로 받아들여 질 수 있다. 여기에 당연히 재보험 업계 측에서는 교섭력이 높아지는 효과도 있다. 재보험의 재미있는 속성은 원수보험업에 비해 평시에는 그 교섭력이 떨어지지만 일단 대형 사고가 터지고 나면 자신의 역할을 재확인 하며 순식간에 달라진 위치로 교섭을 시작한다는 것이다. 1년 단위로 계약을 갱신하는 경우가 많은 화재 보험의 경우 직전 해에 대형 사고가 있었는지의 여부가 협상 테이블에서 둘의 위치를 가늠하는 중요한 변수로 작용한다고 한다. 예를 들어 국내 보험시장은 지난 2001년 미국뉴욕 WTC 테러사고와 직접 관련이 없는데도 2002년 갱신 시 요율 인상, 담보위험 축소, 공제금액 상향조정 등으로

인해 재보험계약 갱신에 상당한 어려움을 겪은 바 있다. 더 나아가 재보험 협상자를 찾지 못하는 경우도 속출하였다고 하니 재보험 기업을 분석하는 입장에서는 하루 빨리 하나라도 더 큰 대형사고가 터지기를 기다려야 하는 입장이다.

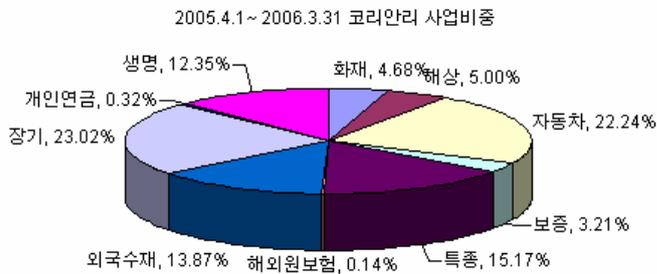


<자연재해 손실액과 재보험 사이클. 2004. Swiss RE>

## II. 기업 분석

### 1. 코리안 리 소개

#### 1.1. 코리안리의 사업



코리안 리가 주로 하고 있는 재보험 형태는 특약 부문이다. 약 80%가 매 회계 연도에 계약 조건을 다시 갱신하는 특약은 사실 수익성이 좋지 않다. 특히 원수 보험사의 과점화가 점차 진행되면서 특약에서의 수익성은 앞으로 더 안 좋아질 것으로 생각된다. 계약 조건에 포함되는 내용은 수재보험료 수수료나 수재 이익 수수료와 같이 수수료 비용(커미션), 원수 보험사들의 보유 비중 등이 포함된다. 현재 코리안 리의 수재보험료 대비 수수료 비율은 22%로 실제로 점점 커지고 있다. 그만큼 교섭력이 밀리고 있다는 증거다.

나머지 20%는 임의 계약으로 주로 원수보험 회사들이 리스크가 큰 건을 맡게 될 때 임의계약의 형태로 하게 되는 데, 이것의 수익성이 특약보다 좋다고 한다. **별첨) 임의계약과 특약**

#### 1.2. 코리안리의 경쟁력

국내에서의 가장 큰 경쟁력이라 하면, 원수 보험사와 같은 언어를 구사하고, 지역적으로 가

**값**다는 점이다. 이것은 코리안 리를 분석한 한 외국계 투자은행 보고서에 가장 큰 장점으로 꼽히고 있을 정도다. 예를 들어 대한항공 비행기가 떨어져 엄청난 손해가 발생했다고 하면 코리안 리는 바로 사정하여 손해액에 대한 보험금을 바로 지급할 수 있지만 외국계는 본사에서 인력을 파견하고 사정하고 손해액을 지급하는데 까지 더 많은 시간이 걸린다. 재보험의 경우 보험금을 빨리 지급하는 능력도 마케팅의 중요한 요소이기에 이런 점에서 코리안 리는 큰 경쟁력을 가진다. 또한 같은 언어를 쓰기 때문에 **수재보험 수수료, 수재이익 수수료** **네고 과정에서 유리하다.** 이 부분은 원수보험사의 영업비용을 충당하는데 주로 쓰이기 때문에 얼마나 내고를 잘하는지가 사실 경쟁력의 여부를 결정한다고 할 수 있다.

또한 국내에서 **약 40여 년간 업무를 하며 방대한 데이터를 보유하고** 있어 고객과 상품에 대한 위험 분석 능력이 뛰어나고 이를 얼마나 보유한 후 다시 출재할 지를 결정하는 능력이 뛰어나다. 이런 역할을 하는 언더라이터가 각 사업부문마다 따로 있고 이들의 능력도 코리안 리 경쟁력에 한 몫 하는 것이다.

**코리안 리의 또다른 강점으로는 비전을 가지고 조직을 이끄는 CEO가 왔다는 점이다.**

코리안리 재보험 대표이사인 박종원 사장은 1998년 7월 국제통화기금(IMF) 관리체제아래 파산으로 치달던 코리안리재보험(당시 대한재보험) 대표이사 자리를 떠맡은 이후 조직을 발각 뒤집는 혁신을 단행, 아시아1위·세계16위의 초우량기업으로 탈바꿈 시켰다.

박 사장은 공무원(행정고시 14회) 출신이다. 재무부 국고국 결산관리과장과 재정경제원 총무과장, 통계청 통계조사국장, 재경부 공보관 등 요직을 두루 거쳤다. 일반적으로 공무원들은 모험을 싫어한다. 그러나 지난 7년동안 그가 코리안리재보험에서 보인 행적을 보면 그가 과연 공무원 출신인지 의심이 갈 정도로 사기업의 전문경영인 뽑치는 혁신, 과감한 도전, 진취적 아이디어 등을 잇달아 내놓으며 코리안의 변화를 이끌고 있다.

코리안리는 1963년 정부투자기관인 대한손해재보험공사로 시작된 국내 유일의 재보험회사이다. 1978년 민영인 대한재보험(주)으로 전환했지만 여전히 독점적인 사업권을 누리면서 ‘온실속의 화초’를 벗어나지 못하는 상황이었다. 그런 탓에 조직문화에 ‘경쟁’이란 요소가 없었다.

박사장은 취임하자마자 전체인원 320명 중 3분의 1인 100여명을 정리하고 한다. 물론 합리적인 기준에 따라 평가를 하고 공정한 기준에 따랐지만 반발이 없을 리가 없었다.

이런 상황에서 구조조정대상에 전직 노조위원장까지 오르자 노조와의 갈등을 우려한 임원들이 반대하고 나섰고 정치권으로부터의 압력도 있었다. 그렇지만 한명이라도 예외를 두면 원칙이 무너지게 되고, 조직을 통제하는 설득력 역시 잃게 된다는 생각에 전직 노조위원장을 포함한 대상자 전원을 예외없이 정리하고했다.. 2001년 7월부터는 호봉제를 폐지하고 연봉제 및 성과급 인센티브제를 도입하기도 했다.

이처럼 기존에는 생각할 수 없는 변화를 시도한 박사장에게 많은 불만과 반발이 있었지만 이런 문제들을 해결할 수 있었던 이유는 박사장의 투명경영에 대한 철저한 원칙 때문이었다. 지금도 주 1회씩 열리는 간부회의에 노조대표가 참석하고 있을 정도로 과거의 쉬쉬문화를 없애는데 큰 노력을 기울였다고 한다.

박 사장의 투명경영과 혁신경영은 풍성한 결실로 되돌아왔다. 그의 취임 첫 해인 1998년 2800억원의 당기 순손실이 예상되던 부실기업은 당장 37억원의 흑자를 냈다. 1963년 설립 이후 1997년까지 35년동안의 누적 당기 순이익이 827억원에 불과하던 코리안리재보험은 그의 취임기간인 1998~2005년 불과 8년 동안 3700억원의 누적 당기순이익을 기록했다. 취임이후 연평균 13%의 매출 성장률을 보였다. 1998년 1조원이던 총자산 외형이 지난해 2조8000억원으로 3배 가까이 늘었다.

코리안리는 2010년까지 총자산 5조원, 운용자산 3조원, 당기순이익 1000억원, 세계 12위 진입을 목표로 하는 '비전 2010' 계획을 세워놓고 있다. 박 사장의 경영철학과 일에 대한 열정을 볼 때 충분히 가능한 일이라고 본다. 한명의 유능한 경영자가 기업의 경쟁력이 될 수 있음을 코리안리를 통해 확인할 수 있었다.

### 1.3. 국내 재보험 산업에서의 코리안 리의 비중

한국에서 재보험 영업을 하는 대표적인 5개사의 보유 보험료를 바탕으로 재보험시장의 성장 및 각 재보험사의 비중을 추정하였다. 2002년 이후 외국계 재보험사들이 국내에 진입 하였으나 그다지 괄목할만한 성과를 보여주고 있지는 못하며 , 재보험시장에서 코리안리의 비중에는 별 영향을 미치지 못하고 있는 것으로 보인다. 코리안리는 재보험시장의 시장성장 률 이상의 성장률을 보여주고 있기 때문에 시간이 갈수록 재보험시장에서의 코리안리의 비 중이 더 커질 것으로 예상된다. 그러나 실질적으로는 외국계 재보험사는 코리안리의 재재보 험의 수재보험사로서의 역할이 크기 때문에 코리안리의 급속한 M/S 확대는 이루어지지 않을 것으로 보인다.

게다가 대형 보험사 위주로의 시장재편이 가속화될 것으로 예상되는 바 담보비율이 뛰어난 회사들의 증가로 재보험시장의 성장률은 계속 둔화될 것이다.

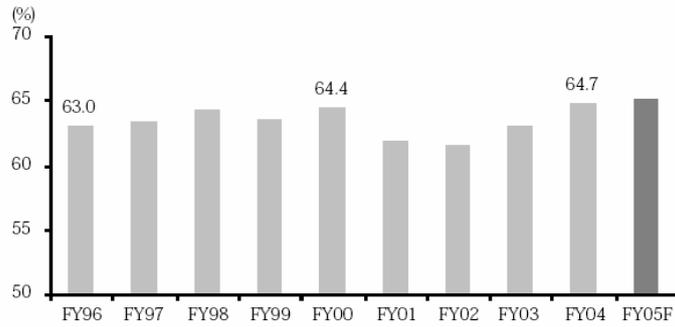
	보유보험료 (2002년 3월기준)				보유보험료 (2003년 3월기준)		
	금 액	비중	증가율		금 액	비중	증가율
코리안리	1,239,059	99.01%	14.46	코리안리	1,457,820	84.67%	17.66
Cologne Re	3,045	0.24%	-	Cologne Re	147,454	8.56%	4,742.50
Tokio	-	0.00%	-	Tokio	-	0.00%	-
Swiss Re	262	0.02%	-	Swiss Re	95,483	5.55%	36,343.89
Munich Re	9,092	0.73%	-	Munich Re	20,989	1.22%	130.85
총 계	1,251,458		15.61%	총 계	1,721,746		37.58%

	보유보험료 (2004년 3월기준)				보유보험료 (2005년 3월기준)		
	금 액	비중	증가율		금 액	비중	증가율
코리안리	1,613,773	85.31%	10.70	코리안리	1,758,163	86.84%	8.95
Cologne Re	109,808	5.80%	-25.53	Cologne Re	87,493	4.32%	-20.32
Tokio	3,765	0.20%	-	Tokio	10,452	0.52%	177.61
Swiss Re	142,642	7.54%	49.39	Swiss Re	135,545	6.69%	-4.98
Munich Re	21,735	1.15%	3.55	Munich Re	33,057	1.63%	52.09
총 계	1,891,723		9.87%	총 계	2,024,710		7.03%

<코리안리의 시장점유율 추정치>

그림 17> 코리안리의 시장점유율(손해보험부분)



참고: 코리안리의 손해보험부분의 시장점유율은 손보사의 출재보험료에 대한 코리안리의 수입보험료(해위수재, 생명보험재보험 제외)로 산출하였음  
 자료: 대한손해보험협회, 코리안리, 현대증권

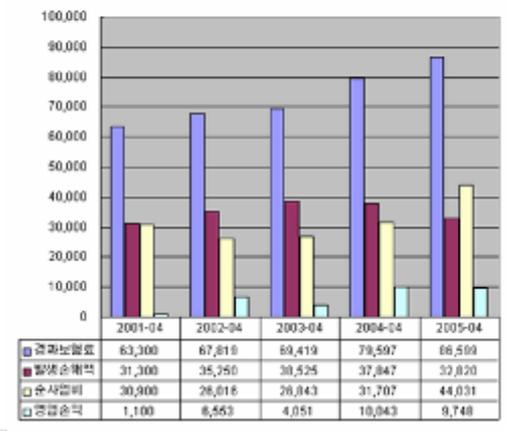
## 2. 산업의 추세 및 전망을 통해 본 코리안 리의 미래

### 2.1. 국내 사업에서의 계정별 수익성 체크 (단위 : 백만원)

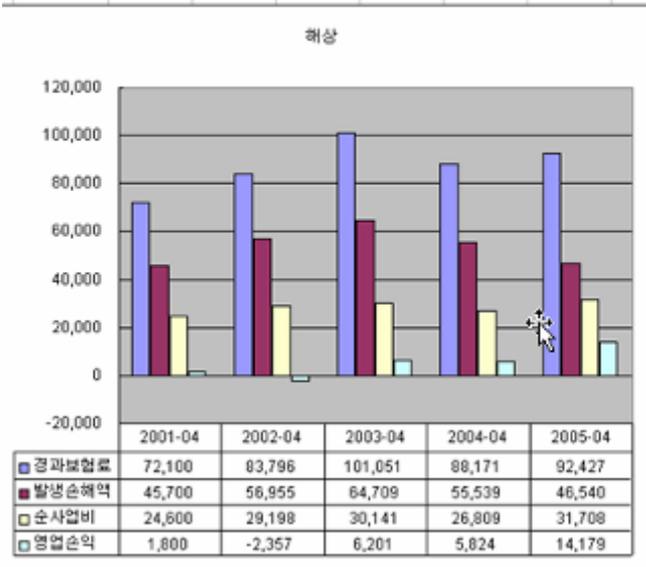
#### 2.1.1. 화재 재보험

최근 5개년도 화재보험에서 코리안리의 경과보험료 및 발생손해액, 순사업비등의 CAGR의 옆에서 제시된 바와 같다. 화재보험의 경우의 시장의 CAGR이 2.11%(원수보험료 기준)임에도 불구하고 코리안 리는 화재 부문에서 의미 있는 수준의 성장률을 보여주고 있다. 그러나 순 사업비의 CAGR이 상당히 높은 수준을 보이는 점은 수익성 악화의 원인이 될 수 있을 것으로 보인다.

영업 기초	2001-04	2002-04	2003-04	2004-04	2005-04	CAGR
경과보험료	63,300	67,819	69,419	79,537	86,599	8.15%
발생손해액	31,300	35,250	30,525	37,047	32,820	1.19%
순사업비	30,900	26,016	26,043	31,707	44,031	9.26%
영업손익	1,100	6,553	4,051	10,043	9,748	



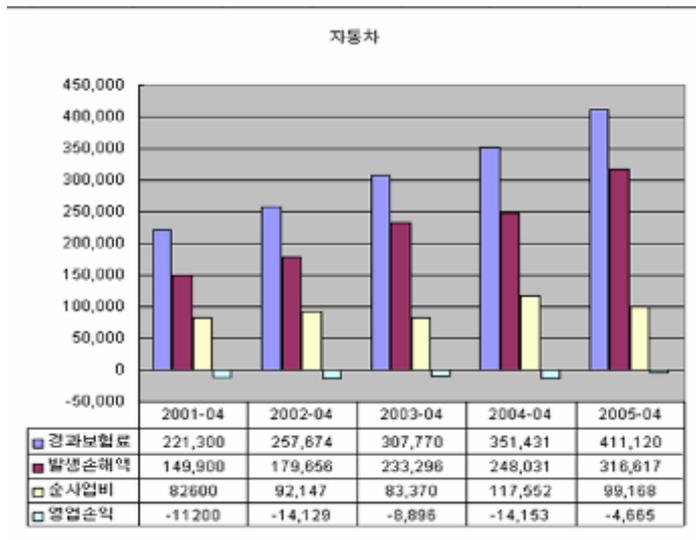
영업 기초	2001-04	2002-04	2003-04	2004-04	2005-04	CAGR
경과보험료	72,100	83,796	101,051	88,171	92,427	6.41%
발생손해액	45,700	56,955	64,709	55,539	46,540	0.46%
순사업비	24,600	29,198	30,141	26,809	31,708	6.55%
영업손익	1,800	-2,357	6,201	5,824	14,179	



#### 2.1.2. 해상 재보험

해상 보험의 최근 5개년도 CAGR은 2.10%수준(원수보험료 기준)인 것으로 나타났다. 그럼에도 불구하고 코리안리의 경과보험료 CAGR은 6.41%수준으로 상당히 양호한 수준이나 최근 들어 그 성장세는 정체되는 모습

을 보이고 있다. 발생 손해액은 최근들어 급격하게 감소하는 추세이다. 그러나 순사업비 역시 경과보험료의 CAGR수준으로 늘어나는 모습을 보이고 있다. 그러나 발생손해액이 손익에 미치는 영향이 더 크기 때문에 순사업비가 증가하는 추세라 할지라도 발생 손해액이 감소하고 있으므로 수익성이 더 늘어날 전망이다.



### 2.1.3. 자동차 재보험

자동차 보험 시장의 최근 5개년 CAGR은 9.46%(원수보험료 기준)으로 상당히 높은 수준이다. 또한 코리안리의 경과보험료 성장 추이는 더욱 가파르게 증가하며 CAGR이 16.75%에 이르고 있다.

시간이 감에 따라 자동차 보험은 코리안의 매출에서 차지하는 비중이 더욱 커질 것이다. 문제는 발생 손해액인데 이것의 CAGR은 무려 20.55%

에 이른다. 이로 인해 자동차보험에서는 수익성이 그다지 확보가 안되고 있는 실정이며 순사업비 절감으로 손실 폭을 최소화 시켜야 할 것으로 생각된다.

자동차 보험의 적정손해율을 약 72%로 예상하여 보험료를 산정하고 있다고 하는데 최근 자동차보험 손해율은 2005년 11월에는 82.8%, 12월에는 92.5%까지 치솟았다. 그 첫번째 원인은 교통사고 증가인데 주5일 근무제 확대시행, 속도위반단속 모형 무인단속카메라 철거, 교통법규위반자에 대한 8.15 대사면 및 폭설등 계절적 요인들이 복합적으로 작용한 것으로 보인다. **별첨)주5일 근무제 시행현황 등**

그럼에도 불구하고 최근의 교통사고 감소추이는 자동차 보험의 손해율 하락으로 연결될 것으로 보인다.

<표 10> 연도별 교통사고연황

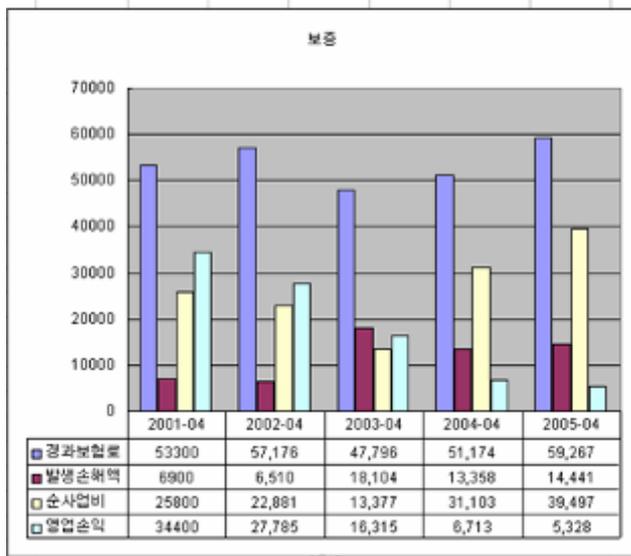
구분	교통사고발생건수		교통사고사망자			교통사고부상자		
	(건)	전년대비(%)	(명)	전년대비(%)	1만대당	(명)	전년대비(%)	1만대당
1993	260,921	-3.3	10,402	-13.3	12.7	337,679	-1.7	411.3
1994	266,107	2.0	10,087	-3.0	10.6	350,892	3.9	369.0
1995	248,865	-6.5	10,323	2.3	9.6	331,747	-5.5	308.9
1996	265,052	6.5	12,653	22.6	10.6	355,962	7.3	296.9
1997	246,452	-7.0	11,603	-8.3	8.9	343,159	-3.6	264.6
1998	239,721	-2.7	9,057	-21.9	6.9	340,564	-0.8	260.4
1999	275,938	15.1	9,353	3.3	7.2	402,967	18.3	308.6
2000	290,481	5.3	10,236	9.4	7.4	426,984	6.0	307.4
2001	260,579	-10.3	8,097	-20.9	5.5	386,539	-9.5	264.5
2002	231,026	-11.3	7,222	-10.8	4.6	348,149	-9.9	222.4
2003	240,832	4.2	7,212	-0.1	4.4	376,503	8.1	224.0
2004	220,755	-8.3	6,563	-9.0	3.9	346,987	-7.8	208.2

2.1.4. 보증 재보험

영업 기초	2001-04	2002-04	2003-04	2004-04	2005-04	CAGR
경과보험료	53300	57,176	47,796	51,174	59,267	2.69%
발생손해액	6900	6,510	18,104	13,358	14,441	20.28%
순사업비	25800	22,881	13,377	31,103	39,497	11.23%
영업손익	34400	27,785	16,315	6,713	5,328	

원수보험료 기준으로 최근 5개년간 보증보험의 성장률은 9.46%에 이르렀다. 그러나 그동안의 코리안리의 성장률은 2.69% 수준이었으며 최근에 들어서 그 성장세가 크게 개선되었다.

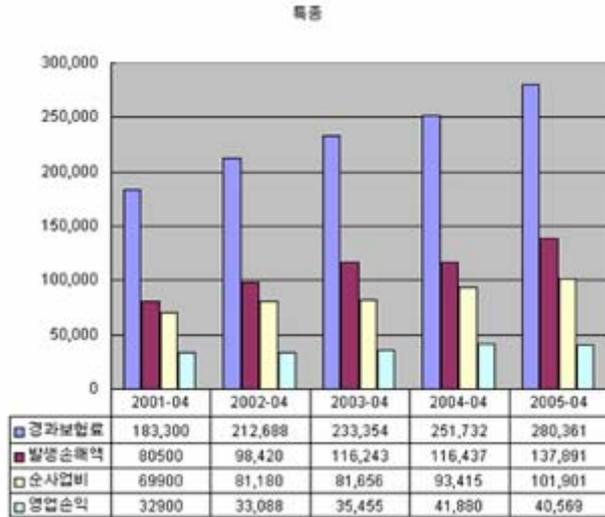
하지만 순사업비의 과도한 증가로 인해 그 수익성이 크게 훼손된 상태이다.



2.1.5. 특종 재보험

특종						
영업 기초	2001-04	2002-04	2003-04	2004-04	2005-04	CAGR
경과보험료	183,300	212,688	233,354	251,732	280,361	11.21%
발생손해액	80,500	98,420	116,243	116,437	137,891	14.40%
순사업비	69,900	81,180	81,656	93,415	101,901	9.88%
영업손익	32,900	33,088	35,455	41,880	40,569	

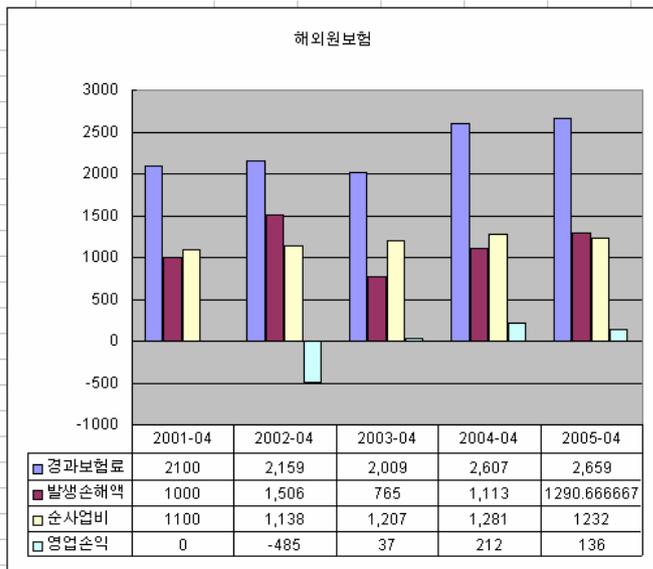
특종 보험은 보험시장에서도 가장 괄목할 만한 성장세를 보였는데 원수보험료 기준으로 최근 5년간 CAGR이 15.61%에 이른다.



코리아리 역시 꾸준한 성장세를 보이고 있다. 하지만 상대적으로 발생손해액의 증가세 성장세보다 커서 순사업비의 상대적 감소를 상쇄시켜 버리는 효과가 생김에 따라 그 수익성은 크게 개선되지 않고 있다.

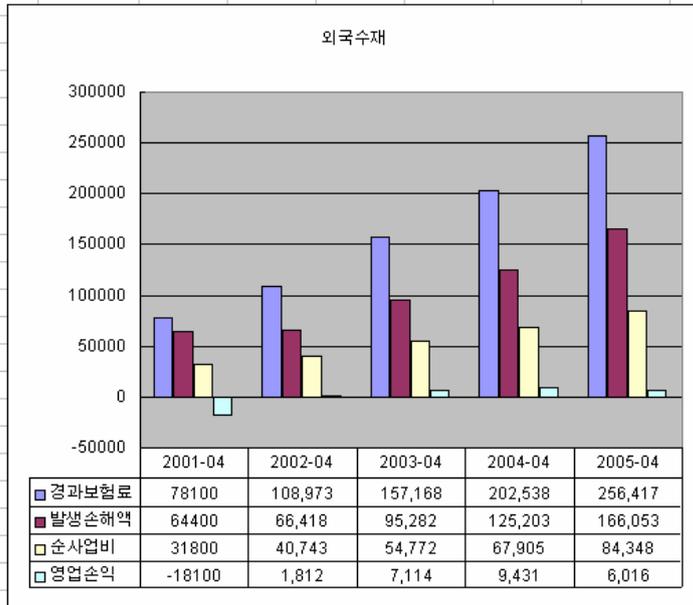
### 2.1.6. 해외원보험

해외원보험						
영업 기초	2001-04	2002-04	2003-04	2004-04	2005-04	CAGR
경과보험료	2,100	2,159	2,009	2,607	2,659	6.07%
발생손해액	1,000	1,506	765	1,113	1,290.667	6.59%
순사업비	1,100	1,138	1,207	1,281	1,232	2.87%
영업손익	0	-485	37	212	136	



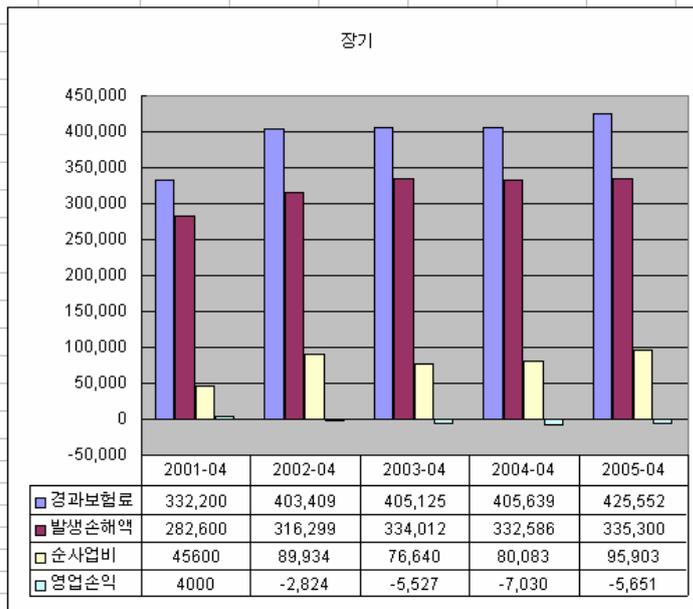
### 2.1.7. 외국수재보험

외국수재						
영업 기초	2001-04	2002-04	2003-04	2004-04	2005-04	CAGR
경과보험료	78100	108,973	157,168	202,538	256,417	34.61%
발생손해액	64400	66,418	95,282	125,203	166,053	26.72%
순사업비	31800	40,743	54,772	67,905	84,348	27.62%
영업손익	-18100	1,812	7,114	9,431	6,016	



### 2.1.8. 장기 재보험

장기						
영업 기초	2001-04	2002-04	2003-04	2004-04	2005-04	CAGR
경과보험료	332,200	403,409	405,125	405,639	425,552	6.39%
발생손해액	282,600	316,299	334,012	332,586	335,300	4.37%
순사업비	45600	89,934	76,640	80,083	95,903	20.42%
영업손익	4000	-2,824	-5,527	-7,030	-5,651	



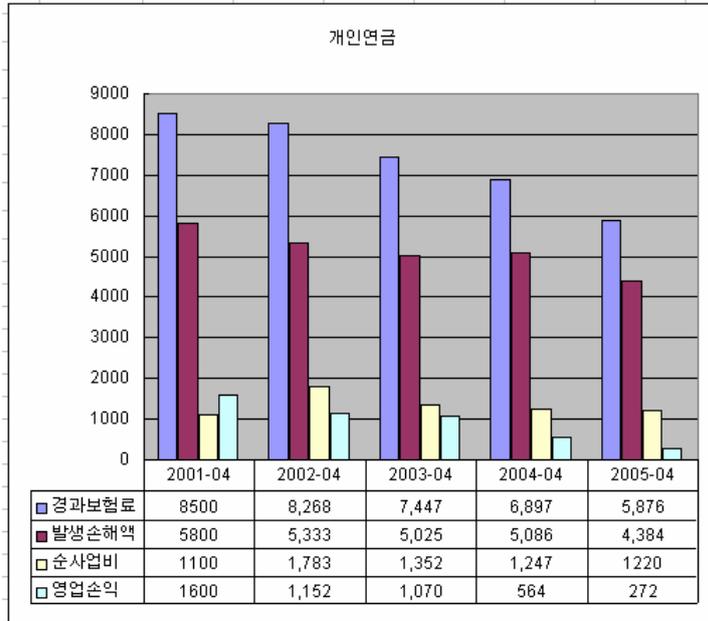
장기보험 시장은 자동차 보험 시장과 함께 손해보험시장에서 가장 큰 시장을 형성하고 있다. 최근 5개년도의 CAGR은 7.75%였다.

코리안리는 이 시장에서 6.39%의 성장세를 보였으나 최근 4개년도를 보면 실제 성장추세는 이보다 덜 한 것으로 보인다.

발생손해액은 그 최근들어 그 증가세가 둔화되는 추세이나 순사업비의 증가세가 커져서 수익성 개선은 그다지 크지 않을 것으로 전망된다.

### 2.1.9. 개인연금 재보험

개인연금						
영업 기초	2001-04	2002-04	2003-04	2004-04	2005-04	CAGR
경과보험료	8500	8,268	7,447	6,897	5,876	-8.82%
발생손해액	5800	5,333	5,025	5,086	4,384	-6.76%
순사업비	1100	1,783	1,352	1,247	1220	2.62%
영업손익	1600	1,152	1,070	564	272	



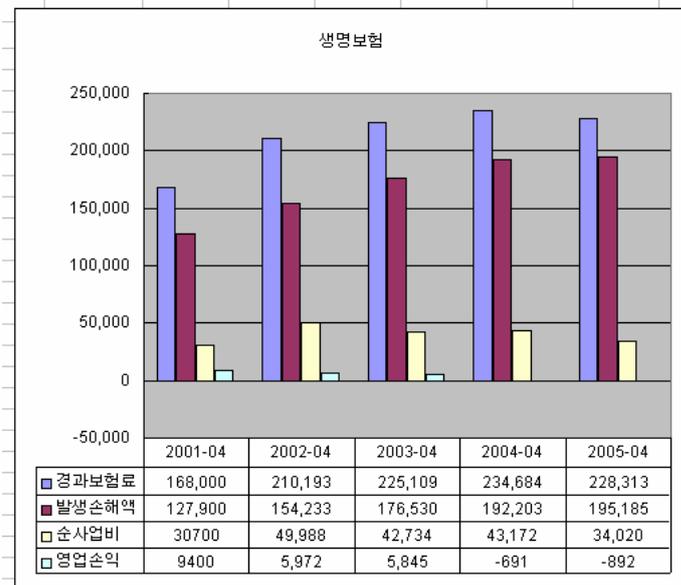
개인연금은 시장 자체도 그다지 크지 않을 뿐더러 원수보험료 기준으로 최근 5개년도의 CAGR도 2.51%에 이르는 정체된 시장이다. 당사의 경우 경과보험료 수준이 지속적으로 감소하는 추세를 보이고 있다.

이에 따라 발생손해액 역시 꾸준히 감소하는 추세를 보이고 있으나 경과보험료 감소추세보다는 약하여 수익성 악화의 한 요인이 되고 있다.

경과보험료의 감소에도 불구하고 순사업비는 일정수준이 유지됨에 따라 수익성은 더욱 악화되고 있다.

### 2.1.10. 생명보험 재보험

생명보험						
영업 기초	2001-04	2002-04	2003-04	2004-04	2005-04	CAGR
경과보험료	168,000	210,193	225,109	234,684	228,313	7.97%
발생손해액	127,900	154,233	176,530	192,203	195,185	11.15%
순사업비	30700	49,988	42,734	43,172	34,020	2.60%
영업손익	9400	5,972	5,845	-691	-892	



당사의 생명보험 사업은 CAGR이 7.97%의 성장세를 보였으나 최근들어 그 성장세가 급격하게 둔화되어 오히려 마이너스 성장을 하는 모습을 보이고 있다.

그럼에도 불구하고 발생손해액은 지속적인 증가추세를 보이고 있어서 생명보험 재보험 계정의 수익성 악화의 가장 큰 요인으로 볼 수 있겠다.

그러나 최근들어 생명보험시장의 정체로 인해 당분간 당사의 수익성 악화 및 매출감소는 크게 개선되지 않을 것으로 추정된다.

## 2.2. 시나리오

### 2.2.1. 가정

- 생명보험시장은 외환위기 이후(1998년 이후)에는 연평균 성장률이 1.15%를 기록하면서 정체된 모습을 보이고 있으며 앞으로 2010년까지 비슷한 성장률을 유지한다고 가정한다.
- 손해보험시장은 외환위기 이후(1998년 이후)에는 연평균 성장률이 5.5%를 기록하였으나 최근 5년간은 10%내외의 강한 성장세를 보이며 보험시장에서 그 비중이 점점 커지고 있다. 따라서 성장률을 최근 5년간의 CAGR인 9.4%를 유지한다고 가정한다.
- 생명/손해 보험시장에서는 M/S상위의 보험회사 위주의 형태가 지속적으로 강화되고 있는 추세를 보이는데 재보험시장에서도 이와 비슷한 양상을 보인다고 가정한다. 최소한 당사의 급격한 M/S의 감소는 없다고 가정한다.
- 손해보험시장의 미래의 성장추세는 최근 과거 5년간의 CAGR을 통해서 추정하는 것을 따른다고 가정한다.
- 자료를 바탕으로 손해보험의 손해률은 시장의 성장추세보다 더 급격한 증가세는 보이지 않을 것으로 추정한다.
- 경과보험료, 발생손해액, 순사업비에 대해 최근 2개년도의 CAGR(2)와 5개년도의 CAGR(5)를 구하여 부정적인 경우, 긍정적인 경우의 2가지 관점으로 CAGR을 적용한다.
- 1) 부정적 시나리오의 경우  
최근 5년에 비해 최근 2년동안 사업을 잘한 결과 나왔을 경우 앞으로 5년간 다시.. 5년 평균수준으로 돌아갈 것이라고 가정하였고,  
최근 5년에 비해 최근 2년동안 사업을 못한 결과 나왔을 경우 과거 5년 평균수준으로 돌아가는데 5년은 걸릴 것이라고 가정 하였다.
- 2) 긍정적 시나리오의 경우  
최근 5년에 비해 최근 2년동안 사업을 잘한 결과 나왔을 경우 앞으로 2년간은 과거 최근 2년간 수준을 유지하다가 2013년까지 향후 5년간 단계적으로 과거 5년간 수준으로 돌아갈 것이라고 가정하였고,  
최근 5년에 비해 최근 2년동안 사업을 못한 결과 나왔을 경우 기업의 적극적인 개선의지로 2년 내에 5년 평균수준으로 돌아갈 수 있을 것이라고 가정하였다.
- BAD: 경과보험료의 CAGR(2)가 CAGR(5)보다 낮아진 경우 부정적인 관점에서는 5년후에 CAGR(5)수준에 이를 것이라고 가정하고, 긍정적인 관점으로는 2년후부터 CAGR(5)수준에 이를 수 있도록 기업의 적극적인 의지가 개입될 것이라고 가정한다

다.

- **GOOD** : 경과보험료의 CAGR(2)가 CAGR(5)보다 높아진 경우에는 부정적인 관점에서 5년 후부터는 CAGR(5) 수준에 이를 것이라고 가정하고, 긍정적인 관점에서는 향후 2년간 CAGR(2)수준을 유지하다가 2013년까지 천천히 CAGR(5)수준으로 하락할 것이라고 가정한다.
- **GOOD** : 발생손해액의 CAGR(2)가 CAGR(5)보다 낮아진 경우에는 부정적인 관점에서는 5년 후부터는 CAGR(5) 수준으로 다시 악화될 것으로 , 긍정적인 관점으로는 향후 2년간 CAGR(2)수준을 유지하다가 2013년까지 천천히 CAGR(5)수준으로 높아질 것이라고 가정한다.
- **BAD** : 발생손해액의 CAGR(2)가 CAGR(5)보다 높아진 경우에는 부정적인 관점에서 5년 후부터는 CAGR(5) 수준에 이를 것이라고 가정하고, 긍정적인 관점에서는 2년 후부터는 CAGR(5)수준에 이를 수 있도록 기업의 적극적인 의지가 개입될 것이라고 가정한다.
- **GOOD** : 순 사업비의 CAGR(2)가 CAGR(5)보다 낮아진 경우에는 부정적인 관점에서는 5년 후부터는 CAGR(5) 수준으로 다시 악화될 것으로 , 긍정적인 관점으로는 향후 2년간 CAGR(2)수준을 유지하다가 2013년까지 천천히 CAGR(5)수준으로 높아질 것이라고 가정한다.
- **BAD** : 순 사업비의 CAGR(2)가 CAGR(5)보다 높아진 경우에는 부정적인 관점에서 5년 후부터는 CAGR(5) 수준에 이를 것이라고 가정하고, 긍정적인 관점에서는 2년 후부터는 CAGR(5)수준에 이를 수 있도록 기업의 적극적인 의지가 개입될 것이라고 가정한다.
- 2006년도에는 과거 최근 2년간의 추이를 그대로 따른다고 가정한다.

계정별 최근 2년간 및 5년간 CAGR								
	화재		해상		자동차		보증	
	CAGR(5)	CAGR(2)	CAGR(5)	CAGR(2)	CAGR(5)	CAGR(2)	CAGR(5)	CAGR(2)
경과보험료	8.15%	11.89%	8.41%	-4.36%	16.75%	15.58%	2.69%	11.36%
발생손해액	1.19%	-7.70%	0.46%	-15.19%	20.55%	16.50%	20.28%	-10.69%
순사업비	9.26%	28.07%	8.55%	2.57%	4.68%	9.06%	11.23%	71.83%
	특종		장기		개인연금		생명보험	
	CAGR(5)	CAGR(2)	CAGR(5)	CAGR(2)	CAGR(5)	CAGR(2)	CAGR(5)	CAGR(2)
경과보험료	11.21%	9.61%	8.39%	2.49%	-8.82%	-11.17%	7.97%	0.71%
발생손해액	14.40%	8.91%	4.37%	0.19%	-6.76%	-6.60%	11.15%	5.15%
순사업비	9.88%	11.71%	20.42%	11.86%	2.62%	-5.01%	2.60%	-10.78%

## 2.2.2. 시나리오 구현

### 2.2.2.1. 부정적인 관점

2005-04-01 ~ 2006-03-31														(단위:백만원)		
계	회계		해상		자동차		보통		특종		장기		개인연금		생명보험	
	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액
경리보통료		86,599		92,427		411,120		59,267		280,361		425,552		5,876		228,313
발령순해액		32,820		46,540		316,617		14,441		137,891		335,300		4,384		195,185
순사업비		44,031		31,708		93,168		39,497		101,901		95,903		1,220		34,020
영업순익		9,748		14,179		-4,665		5,329		40,569		-5,651		272		-892

2006-04-01 ~ 2007-03-31														(단위:백만원)		
계	회계		해상		자동차		보통		특종		장기		개인연금		생명보험	
	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액
경리보통료	11.63%	96,722	-4.36%	88,397	15.58%	475,172	11.36%	66,000	9.61%	307,304	2.43%	436,148	-11.17%	5,220	0.71%	229,934
발령순해액	-7.70%	30,293	-15.13%	39,471	16.50%	368,859	-10.63%	12,897	8.91%	150,177	0.19%	335,937	-6.60%	4,095	5.15%	205,237
순사업비	28.07%	56,391	25.7%	32,523	9.06%	108,153	50.00%	59,246	11.71%	113,834	11.86%	107,277	-5.01%	1,159	-10.78%	30,353
영업순익		10,039		16,404		-1,839		-6,143		43,293		-7,066		-34		-5,656

2007-04-01 ~ 2008-03-31														(단위:백만원)		
계	회계		해상		자동차		보통		특종		장기		개인연금		생명보험	
	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액
경리보통료	10.81%	107,173	-1.67%	86,923	15.87%	550,594	9.19%	72,067	10.01%	338,065	3.47%	451,261	-10.58%	4,667	25.3%	235,740
발령순해액	-3.26%	27,702	-7.37%	32,440	18.53%	513,753	4.80%	13,117	11.66%	184,922	2.28%	347,840	-6.68%	3,567	8.15%	236,724
순사업비	23.37%	69,568	35.7%	33,682	7.97%	116,767	40.31%	83,126	11.25%	126,543	14.00%	122,296	-3.10%	1,123	-7.44%	28,096
영업순익		8,972		18,222		372		-23,576		45,803		-11,121		-278		-11,241

2008-04-01 ~ 2009-03-31														(단위:백만원)		
계	회계		해상		자동차		보통		특종		장기		개인연금		생명보험	
	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액
경리보통료	9.92%	117,805	1.03%	87,814	16.17%	639,598	7.03%	77,129	10.41%	373,257	4.44%	471,297	-10.00%	4,201	4.34%	245,971
발령순해액	-3.26%	27,702	-7.37%	32,440	18.53%	513,753	4.80%	13,117	11.66%	184,922	2.28%	347,840	-6.68%	3,567	8.15%	236,724
순사업비	18.67%	82,552	4.56%	35,218	6.87%	124,789	30.62%	108,755	10.80%	140,314	16.14%	142,034	-1.20%	1,110	-4.09%	26,947
영업순익		7,551		20,156		1,056		-44,563		48,022		-18,578		-476		-17,700

2009-04-01 ~ 2010-03-31														(단위:백만원)		
계	회계		해상		자동차		보통		특종		장기		개인연금		생명보험	
	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액
경리보통료	9.04%	128,449	3.72%	91,079	16.48%	744,860	4.86%	80,876	10.81%	413,606	5.42%	496,817	-9.41%	3,806	6.16%	261,110
발령순해액	-1.03%	27,416	-3.45%	31,320	19.54%	614,127	12.54%	14,762	13.03%	209,013	3.33%	354,406	-6.72%	3,328	9.65%	259,568
순사업비	13.96%	94,079	5.56%	37,175	5.78%	131,995	20.92%	131,291	10.34%	154,819	18.28%	167,998	0.71%	1,117	-0.75%	26,746
영업순익		6,954		22,584		-1,263		-65,177		49,775		-30,586		-639		-25,204

2010-04-01 ~ 2011-03-31														(단위:백만원)		
계	회계		해상		자동차		보통		특종		장기		개인연금		생명보험	
	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액
경리보통료	8.15%	138,917	6.41%	96,917	16.75%	869,624	2.89%	83,052	11.21%	459,972	6.39%	528,564	-8.82%	3,470	7.97%	281,921
발령순해액	1.19%	27,742	0.46%	31,464	20.55%	740,330	20.28%	17,756	14.40%	239,110	4.37%	375,112	-6.76%	3,103	11.15%	288,510
순사업비	9.26%	102,790	6.55%	39,610	4.68%	138,173	11.23%	146,035	9.88%	170,115	20.42%	202,304	2.62%	1,147	2.60%	27,441
영업순익		8,385		25,843		-8,880		-80,739		50,746		-48,851		-779		-34,031

### 2.2.2.2. 긍정적인 관점

2005-04-01 ~ 2006-03-31														(단위:백만원)		
계	회계		해상		자동차		보통		특종		장기		개인연금		생명보험	
	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액
경리보통료		86,599		92,427		411,120		59,267		280,361		425,552		5,876		228,313
발령순해액		32,820		46,540		316,617		14,441		137,891		335,300		4,384		195,185
순사업비		44,031		31,708		93,168		39,497		101,901		95,903		1,220		34,020
영업순익		9,748		14,179		-4,665		5,329		40,569		-5,651		272		-892

2006-04-01 ~ 2007-03-31														(단위:백만원)		
계	회계		해상		자동차		보통		특종		장기		개인연금		생명보험	
	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액
경리보통료	11.63%	96,722	-4.36%	88,397	15.58%	475,172	11.36%	66,000	9.61%	307,304	2.43%	436,148	-11.17%	5,220	0.71%	229,934
발령순해액	-7.70%	30,293	-15.13%	39,471	16.50%	368,859	-10.63%	12,897	8.91%	150,177	0.19%	335,937	-6.60%	4,095	5.15%	205,237
순사업비	28.07%	56,391	25.7%	32,523	9.06%	108,153	50.00%	59,246	11.71%	113,834	11.86%	107,277	-5.01%	1,159	-10.78%	30,353
영업순익		10,039		16,404		-1,839		-6,143		43,293		-7,066		-34		-5,656

2007-04-01 ~ 2008-03-31														(단위:백만원)		
계	회계		해상		자동차		보통		특종		장기		개인연금		생명보험	
	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액
경리보통료	11.63%	108,029	1.03%	89,303	16.17%	551,984	11.36%	73,497	10.41%	339,294	4.44%	455,513	-10.00%	4,699	4.34%	239,913
발령순해액	-7.70%	27,960	-15.13%	33,475	16.50%	429,721	-10.63%	11,519	8.91%	163,558	0.19%	336,575	-6.68%	3,821	5.15%	215,807
순사업비	18.67%	66,916	25.7%	33,359	6.87%	115,583	30.62%	77,384	10.80%	126,122	11.86%	120,000	-5.01%	1,101	-10.78%	27,081
영업순익		13,153		22,470		6,681		-15,405		49,614		-1,062		-224		-2,974

2008-04-01 ~ 2009-03-31														(단위:백만원)		
계	회계		해상		자동차		보통		특종		장기		개인연금		생명보험	
	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액	CAGR	금액
경리보통료	10.98%	113,893	6.41%	95,028	16.75%	644,441	9.63%	80,572	11.21%	377,329	6.39%	484,621	-8.82%	4,284	7.97%	259,034
발령순해액	-5.92%	26,305	-12.06%	29,438	17.31%	504,105	-4.50%	11,001	10.01%	179,927	1.03%	340,029	-6.76%	3,563	6.35%	229,510
순사업비	9.26%	73,112	3.37%	34,482	4.68%	120,992	11.23%	86,074	9.88%	138,583	13.57%	136,287	-5.36%	1,042	-8.10%	24,886
영업순익		20,476		31,108		19,344		-16,502		58,819		8,305		-321		4,638

2009-04-01 ~ 2010-03-31														(단위:백만원)		
계	회계		해상		자동차		보통		특종		장기		개인연금		생명보험	
	CAGR	금액	CAGR	금액												
경리보통료	10.27%	132,211	6.41%	101,119	16.75%	752,385	7.83%	86,931	11.21%	419,627	6.39%	515,588	-8.82%	3,906	7.97%	279,679
발령순해액	-4.14%	25,214	-8.93%	26,809	18.12%	595,449	1.70%	11,187	11.11%	199,909	1.86%	346,360	-6.76%	3,322	7.55%	246,839
순사업비	9.26%	79,882	4.16%	35,917	4.68%	126,654	11.23%	95,740	9.88%	152,275	15.28%	157,117	-5.71%	982	-5.43%	23,535
영업순익		27,114		38,393		30,282		-19,996		67,443		12,111		-399		9,306

2010-04-01 ~ 2011-03-31														(단위:백만원)		
계	회계		해상		자동차		보통		특종		장기		개인연금		생명보험	
	CAGR	금액	CAGR	금액												
경리보통료	9.57%	144,858	6.41%	107,601	16.75%	878,410	6.16%	92,284	11.21%	466,668	6.39%	548,534	-8.82%	3,561	7.97%	301,970
발령순해액	-2.37%	24,618	-5.80%	25,254	18.93%	708,167	7.83%	12,070	12.20%	224,306	2.70%	355,705	-6.76%	3,097	8.75%	268,437
순사업비	9.26%	87,279	4.96%	37,697	4.68%	132,582	11.23%	106,491	9.88%	167,320	17.00%	183,820	-6.06%	923	-2.75%	22,888
영업순익		32,961		44,649		37,661		-26,278		75,042		9,00				

### 2.2.3. 시나리오 종합

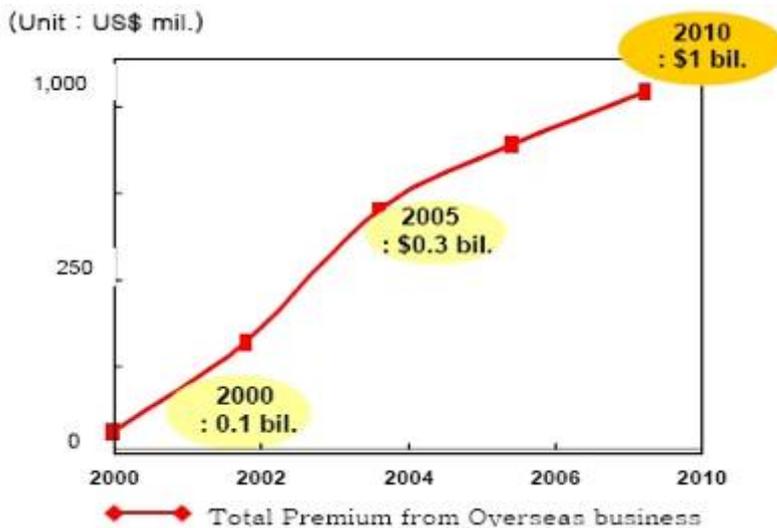
보험 수익을 추정함에 있어서 코리안리의 국내 재보험산업에서의 독점적 지위와 영위하는 사업의 긍정적인 비즈모델을 고려하여 부정적인 시나리오와 긍정적인 시나리오의 가능성을 40:60 정도의 비중을 두었다.

	2006-04-01 ~ 2007-03-31			2007-04-01 ~ 2008-03-31			2008-04-01 ~ 2009-03-31			2009-04-01 ~ 2010-03-31			2010-04-01 ~ 2011-03-31		
	부정	긍정	종합												
경과보험료	1,704,897	1,704,897	1,704,897	1,846,490	1,862,232	1,855,935	2,017,072	2,065,201	2,045,950	2,220,603	2,291,446	2,263,109	2,462,436	2,543,885	2,511,306
발생손해액	1,146,965	1,146,965	1,146,965	1,238,038	1,222,435	1,228,677	1,360,065	1,323,877	1,338,352	1,518,939	1,455,090	1,480,629	1,723,127	1,621,655	1,662,244
순사업비	508,934	508,934	508,934	581,300	567,544	573,047	681,539	615,457	633,890	745,221	672,102	701,350	827,615	739,000	774,446
영업손익	48,998	48,998	48,998	27,152	72,253	54,212	-4,532	125,868	73,708	-43,557	164,254	81,130	-88,306	183,230	74,616

### 2.3. 코리안 리의 해외 시나리오

해외 재보험 시장의 현황과 이슈를 충분히 살펴 보았다고 판단하고 지금부터 이를 코리안 리의 성과와 접목 시키는 작업을 하겠다.

현재 코리안 리의 해외수재 보험료는 2005년 회계연도(05년4월~06년3월) 기준으로 3106 억 원으로 전년 대비 28%가 증가한 금액이고 이는 총 매출액(2조8565억 원)의 약11%에 해당한다. 더욱 멋진 점은 폭발적 성장이 비단 작년 한 해 만의 성과가 아니라는 점이다. 지난 1998년 4,400만불 가량이던 해외영업 실적이 연평균 26%씩 성장하며 2004년에는 1억 6,500만 불을 기록했다.



<코리안 리 해외 수재 보험료 성장 추이. 2005. Korean Re>

이러한 성장은 중국 등 아시아 시장 확대와 해외 선박, 기술보험 시장의 효과적인 공략이 있었기 때문에 가능하다. 코리안 리는 이 같은 성장세를 계속 이어가 2010년엔 4억 달러 수준의 해외영업 매출을 기록할 계획이다. 연평균 15%수준의 성장세로 회사전체 매출의 20%까지 확대할 방침이다. 이에 대한 구체적 가능성을 SMIC TEAM 2의 시나리오와 함께 펼쳐 보자.

### 2.3.1. 틈새 공략의 전범 - 선단 보험 & 기단 보험.

일단 코리안 리는 모든 해외 시장을 상대 함에 있어서 철저히 차별화 전략을 구사한다. 이것이 한마디로 정의할 수 있는 코리안 리가 해외 시장에서 선전하는 이유이다. 그 중 눈에 띄는 부분은 바로 선단 보험과 기단 보험이다. 이 둘은 배와 비행기라는 차이점을 제외하고는 전반적으로 같은 성격의 보험이다. 이 둘은 타보험 종목에 비해 계약건수가 매우 적은 반면에 1기당 보험금액이 거액인 경우가 많고 그에 따라 대수의 법칙에 따라 보험요율 산정이 힘들다. 예를 들어 비행기 추락 확률이 1/2이고 사람이 암에 걸릴 확률을 1/2라고 할 때 사람은 100만 명을 대상으로 보험 상품을 팔고 비행기는 10대를 대상으로 보험 상품을 판다. 이 때 100만 명 중 거의 50만 명에 근사한 값으로 암이 걸리고 보험 손실이 발생할 것이지만 비행기의 경우 10대 중 5대가 추락할지 6대가 추락할지 4대가 추락할지를 예측하는 것이 쉽지 않다. 이러한 위험성과 예측 불가능성 때문에 재보험이 반드시 그 뒤를 받쳐 주어야 보험 관계가 성립 될 수 있다.

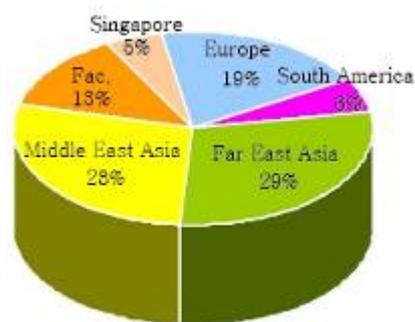
코리안 리는 바로 이 시장에 특화된 브랜드로 이미지를 구축해 가고 있다. 선진국 위주의 시장으로 수익률이 좋은 편이고, 사실 대형사고도 자주 발생하지 않아(비행기를 타다 죽을 확률이 교통사고 확률 보다 낮다는 사실) 손해율이 양호한 매력적인 시장이다. 이러한 시장에 블루 오션의 위치로 코리안 리가 버틸 수 있는 것은 1) 세계 제일의 조선 기술을 가지고 있는 우리 나라의 방대한 연구 데이터를 활용해 고도의 리스크 관리와 보험 프로그래밍이 가능하다는 점 2) 초기 시장 진입자로 이미 보험료율 산정에 기준이 될 만큼 확고한 위치를 가지고 있다는 점 3) 안정적인 재무구조와 뛰어난 커버리지 능력이 해외 보험시장에서 그만큼 인정받고 있는 점 때문에 가능한 일이다.

그 결과 코리안 리는 2002년부터 세계 3대 컨테이너 전문회사인 대만 에버 그린 선단, 말레이시아 MICS 선단, 그리스 엔터프라이즈 쉬핑 선단 등 대형 선단의 계약을 속속 인수해 왔다. 실제로 IR과의 통화를 통해 알아낸 점은 에버 그린 선단의 경우 거의 세계 최대 규모이고 로이드나 스위스 리와 직접 경쟁을 한 끝에 따낸 계약이라고 한다. 선박보험시장에서 2002년 660만 달러의 수입보험료를 거뒀으나 2003년엔 2170만 달러까지 매출을 늘렸다. 현재 세계 메이저 130개 선단에 대한 수재를 하고 있다. 항공기단보험도 지난 2004년 10월부터 독일 루프트 한자 및 에어 프랑스 등의 재보험을 인수하는 등 연간 620만 달러의 수입보험료를 거뒀다. 현재 세계 50개의 메이저 항공사로부터 수재를 하고 있다. 코리안 리의 이러한 경쟁력은 지속적으로 유지 될 것이라 보고 현재 4400만 달러 규모의 매출이 코리안 리의 예상대로 2010년 1억 달러의 매출에 도달할 것이라 가정한다.

### 2.3.2. 아시아는 나의 앞마당.

2005년 회계연도까지 코리안 리의 해외 수재를 지역별로 나누어 보면 60% 이상이 아시아 지역에서 발생하고 있다. 중동과 극동 아시아가 절반씩을 차지하고 있는데 이는 박종원 사장 개인이 시장 잠재력이 높은 신진 시장을 직접 뛰어 다니면서 손해율이 양호한 상품을

지속 발굴하였기 때문이라고 한다.



<코리안 리 해외수재 지역별 비중. 2005. Korean Re>

코리안 리의 아시아 지역 공략 전략은 지역밀착형 마케팅이다. 코리안 리는 베이징과 도쿄에 현지 사무소를 두고 있으며, 홍콩과 싱가포르에는 각각 현지법인과 지점을 설치하고 재보험영업에 나서고 있다. 아시아 보험시장의 특징은 아직까지 아시아적 가치, 즉 관계를 중시하는 관습과 문화가 뿌리 박혀 있어 현지와의 관계도모로서 진출을 시작해야 한다는 점에서 미루어 볼 때 코리안 리의 네트워크 영업은 매우 효과적인 듯 보인다. 실제로 동남아시아에는 이미 오래 전부터 외국사들이 진출하였으나 진입장벽과 명시적, 묵시적 제약으로 인하여 외국사의 회사 수 비중은 30%대에 이르고 있으나 시장점유율은 6%대에 그치는 수준이었다. 여기에 더불어 외환위기 이후 동남아 금융권에서는 의식적으로 서구 자본에 대한 상당한 반감을 가지고 있다는 분석(삼성화재 해상보험 팀장 정희남씨 리포트)도 있다. 중동 역시 비슷한 사정이다. 오랜 기간 함께 해온 파트너를 신뢰하는 경향이 매우 강한데, 우리나라는 과거 중동 건설 경기를 주도하며 중동 국가들과 돈독한 관계를 형성하고 있다는 점에 주목해야 한다. 또한 동남아와 비교하기 힘들 만큼 서구 자본에 대한 엄청난 반감을 가지고 있다. 이러한 점을 역으로 이용하면 코리안 리의 아시아 시장에서의 경쟁력은 상당히 견고한 것이라 볼 수 있다.

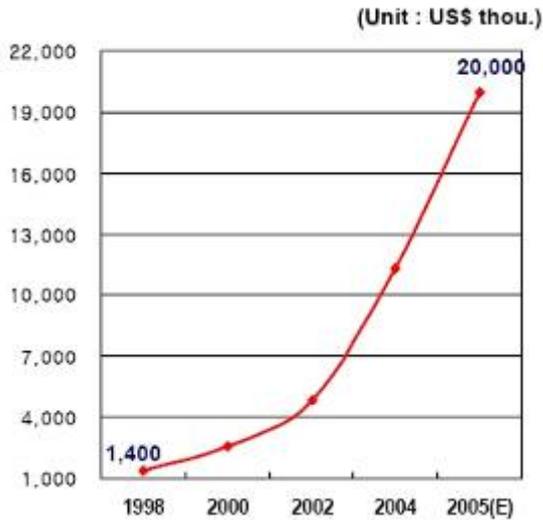
코리안 리는 동남아 지역이 지진, 태풍 등 자연재해 위험이 상대적으로 높은 만큼 우량 대형 보험사들을 중심으로 보험 인수를 받고 있고 동시에 XOL등을 이용하여 대형사고가 발생하였을 때도 손실액을 건당 150만 달러 이하로 막고 있다. 이 덕분에 실제로 04년 말 쓰나미가 동남아 지역을 강타했을 때 전세계 보험업계는 막대한 피해를 당했지만 코리안 리는 겨우 150만 달러만을 보험금으로 지급했을 정도다. 중동에서는 CAR, EAR이라고 하는 건설, 조립 보험에 특화 된 모습을 보이고 있다. 선단 보험 특화와 마찬가지로 건설 보험 특화도 우리나라의 앞선 건설 기술을 바탕이 되기 때문에 고도의 리스크 관리 및 보험프로그램이 가능한 부분이다. 이에 적극적으로 특화를 나서며 코리안 리는 05년 600만 달러 매출을 2010년까지 7000만 달러로 키우겠다는 의지를 보이고 있다.

동남아 시장의 매출액에 관한 정확한 수치는 기업 측에서도 제시를 못했지만 아시아 전체에서 발생한 1700억 원 중 중국 500억, 일본 250 억, 중동 600억 원을 제외한 부분이 상식적으로 나머지 동남아의 비율이 될 것이다. 이는 250억 달러 정도이고 여기에 싱가포르 매

출 180억을 더하면 약 **530억 원 정도의 매출이 2005년에 발생**했다고 대략적으로 예측한다. 앞서 말한 바와 같이 동남아의 연 평균 보험시장의 성장률은 8% 이상이고 재보험 출재 비율은 20%~25% 정도로 보인다. 과연 동남아 시장이 얼마까지 성장할 것인가에 대한 논의는 이 보고서의 범위를 넘어 서는 것이겠지만 현재 GDP 대비 보험 시장 규모가 선진 시장이 8.8% 인데 반해 동남아 지역은 4.4% 중동은 1.64%로 아직 갈 길이 멀다는 것을 알 수 있다. 즉 앞으로 코리안 리의 성장성을 직접 예상하게 될 5년 동안은 계속 성장기를 가정하여도 무리 없을 것이다. 01년도 통계 자료상의 8% 성장률에 현재 베트남을 비롯한 동남아 국가들의 실질 GDP성장률이 7%에 가까울 정도로 고속 성장이고 보험산업은 이보다 빠르게 성장하고 있다는 점, 쓰나미 사태 이후로 대부분의 국가에서 보험가입의 필요성을 뼈저리게 느꼈다는 점을 감안해 적어도 앞으로 **5년 간은 연평균 12%의 시장 성장**을 점치도록 하겠다.

### 2.3.3. 중국을 접수하기 위하여.

중국시장은 2006년 중국 정부의 차이나 리에 대한 보호장벽(모든 보험사가 의무적으로 20%수준의 출재를 차이나 리에 하도록 강제 했었다)이 완전 폐지됨에 따라 재보험 시장의 다크호스로 떠오르고 있다. 코리안 리는 이미 97년 북경에 사무소를 설립, 98년 150만 달러의 매출을 기록하였고 이는 매년 20% 이상 성장하며 05년 회계연도 5000만 달러의 매출을 기록한다. 이는 전체 해외 수입 보험료 내역의 1/6를 차지하는 막대한 규모이다. 2010년 중국에서 매출 1억 달러를 목표로 하고 있고 이를 위해 신설보험사들의 재보험 특약 선점하고 상해, 자동차, 배책 보험 등 성장시장에 마케팅 집중할 계획이다. 또한 중국은 오랫동안 사회주의 경제체제를 유지하면서 국영보험사에 의한 독과점 형태를 띠는 시장인데 이로 인해 손해보험에서 PICC, 태평양, 평안이 94%(각각 70%, 13%, 11%)의 시장을 점하고 있고 기타 중국 내 회사가 5%, 외국사의 점유율은 1%에 불과한 실정이다. 코리안 리는 PICC와 평안과 이미 계약이 되어 있는 상태이고 특히 판시를 적절히 이용한 돈독한 관계라고 기업 IR 자료에서 말하고 있다. 더 이상의 중국 시장에서의 경쟁력에 대해 점칠 수 있는 자료는 애석하게 현시점에서 구하지 못하였다. 다소 비 논리적일 수도 있지만 코리안 리 자체의 플랜이 얼마나 믿을 만 한 것인지 과거의 자료를 통해 추론해 보자.



<중국 시장 예상 매출액, 2002. Korean Re>

위의 자료는 코리안 리에서 02년도 IR자료에 나와 있는 중국시장에서의 예상 매출액 증가이다. 05년 2천만 불의 예상을 하고 있다. 이 당시 이미 중국의 China Re의 독점 해소 및 보험시장 성장에 관한 기본적인 가정은 충분히 논의가 된 상태였을 것으로 보인다. 즉 02년도 코리안 리가 가정하는데 이용했던 거의 모든 데이터는 특별히 급변한 점 없이 실제로 발생한 것이다. 이러한 상황에서 코리안 리는 실제로 05년도에 5천만 불의 매출을 올렸다. 어디에서 이런 문제가 발생한 것인가 더 깊게 살펴 볼 수도 있지만 리포트의 논의는 코리안 리가 매출액을 예상함에 있어서 자신의 실적을 과도하게 낙관하지 않는다(오히려 엄청나게 비관하고 있는 것이 이제까지 모습이지만)는 정도의 결론을 내린다. 실제로 코리안 리의 IR 담당자와 통화 해 본 결과, 이처럼 큰 차이가 나는 것은 그만큼 중국 시장의 성장이 폭발적이었기 때문-특히 자동차 보험-이고 또한 코리안 리가 미래 실적을 예상할 때 매우 보수적인 입장을 취하기 때문이라고 한다. 그러므로 코리안 리가 자체 예상하는 대로 2010년까지 1억불의 매출이 중국 시장에서 발생할 것이라고 봐도 크게 무리는 없을 것이다.

#### 2.4. 코리안 리 해외 부문 종합

이제까지 살펴본 바를 정리 하여 긍정적 시나리오와 부정적 시나리오를 만들어 보면 다음과 같다.

##### \*긍정적 시나리오

	2005년	2010년	연평균 성장률
전체	3100 억	10000 억	26.4%
CAR/EAR	60 억	700 억	63.5%
동남아	530 억	900 억	12%
중국	500 억	1000 억	14.8%
선단	440 억	1000 억	17.8%

전체에 대한 비율	49.3%	36%	
-----------	-------	-----	--

이 시나리오는 해외 매출이 코리안 리 자사의 예상과 같이 2010년에 1조를 달성하리라는 시나리오다. 앞서 살펴본 바와 같이 코리안 리의 해외 부분 실적 전망이 매우 밝고 동시에 스스로 매출을 예상할 때 대단히 보수적으로 잡는 다는 전제가 포함 되어 있다. 또한 당사가 매출 예상을 하는 시점에서 이미 재보험료 인상에 관한 정보는 충분히 시중에 나와 있었으므로 이를 감안하여 예상 목표치를 정했으리라 본다.

**\*부정적 시나리오**

	2005 년	2010 년	연평균성장률
전체	3100 억	7250 억	18.5%
CAR/EAR	60 억	700 억	63.5%
동남아	530 억	900 억	12%
중국	500 억	1000 억	14.8%
선단	440 억	1000 억	17.8%
전체에 대한 비율	49%	49%	

이번 시나리오는 개별 부분의 성장률은 위와 같은 가정을 따르되 전체 성장을 코리안 리 자체 예상과 달리 해 보았다. 이 때 기준은 앞서 살펴 본 4개의 주요 부분이 전체 수재액에서 차지하는 비율이 유지될 것이라는 가정이다. 시중의 자료는 물론 코리안 리 IR로부터도 해외 수재 부분에서 더 이상의 새로운 동력원은 찾을 수 없었다. 즉, 해외 수재 부분을 이끌어 갈 주요한 부분은 앞으로도 이제까지와 같은 것이다. 그렇다면 앞서 살펴본 긍정적 시나리오의 전체 매출 예상은 새로운 동력원을 발견하여 1조원이 된다고 보다는 재보험 환경을 낙관하여(요율 인상, 시장 성장 등) 예상한 수치라 미루어 짐작해 볼 수 있다. 지금의 시나리오는 그러한 예측 불가능한 낙관성을 배제한 셈이므로 부정적 시나리오라 칭할 수 있을 것이다.

해외 시장의 순익을 구하는 데 있어서는 합산 비율 94%를 쓰겠다. 현재 손해율이 64% 정도, 사업비가 30%인데 아시아 시장에서의 손해율이 매우 낮고 안정적인 추세를 보임에 따라 이러한 비율이 향후 유지 될 것이라 본다. 아시아 시장의 손해율이 낮은 것을 의아해 할지 모르겠지만 이는 실제고 가장 중요한 이유는 legal mind claim 소송이 작기 때문이다. 쉽게 말해 아시아 시장에서는 법적 서비스에 대한 친밀도나 법을 담보로 한 과도한 권리의 주장이 없다. 미국 시장이 1인 1변호사 시대로 모든 사건 사고에 변호사가 나서며 최대한 보험사를 희롱하고 있는 데 반해 아시아 시장에서는 이런 경향이 전혀 없고 특히 후진 시장에서 이러한 법적 마인드가 갖춰지는 데 까지는 엄청난 시간이 걸리지 않을 까 예상한다. 요컨대 합산 비율 94%를 일관 적용하여 긍정적인 시나리오의 경우 해외 영업 순익 600억 원 부정적인 시나리오의 경우 순익 435억 원을 예상한다.

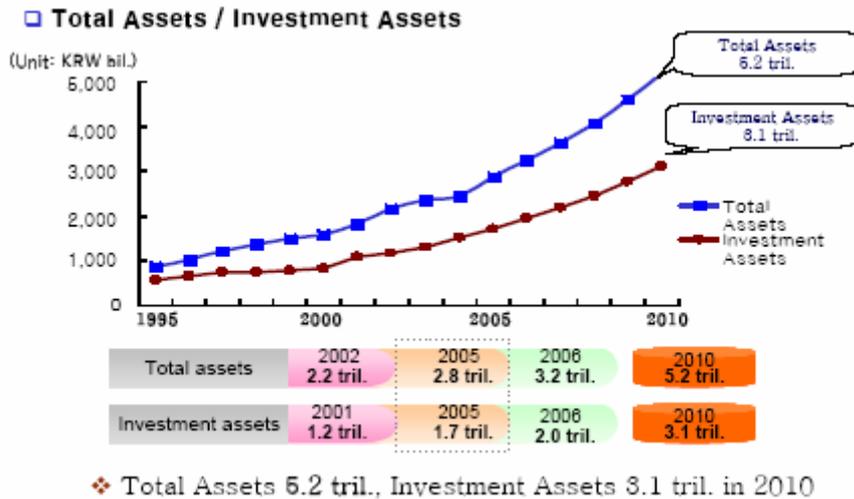
**3. 코리안 리 투자 잘하고 있나요?**

### 3.1. 코리안 리 투자현황

코리안 리의 운용자산은 05년 기준으로 총 자산의 60 % 가량인 1조 7천억이며 그 중 80%를 채권과 주식 등의 유가증권 투자하고 있고 그 밖에 대출과 예금으로 자산을 운용 중에 있다. 작년 코리안 리가 벌어들인 투자 영업수익은 526억원으로 전체 당기 순이익인 466억 보다 많고, 당기 순이익과 비상 위험준비금을 합계한 수정 순이익 806억에서 50%를 넘는다. 코리안 리가 보험 영업순익보다 투자영업 순이익이 4배 이상 많은 것은 이상한 일이 아니다. 보험 산업에 종사하고 있는 기업들의 당기순이익을 보면 보험료를 굴려서 얻는 순이익이 꽤 많은 비중을 차지하기 때문에 보험회사가 얼마나 운용 자산을 잘 투자하는지가 그 회사의 능력이다. 회사마다 사정이 다르지만 일반적으로 볼 때 현금 지급 능력의 필요성으로 보험회사들은 주로 안전하고 즉각적으로 현금화 시킬 수 있는 국,공채나 우량 회사채 투자를 많이 하는 편이다.

그럼 ??에서 볼 수 있듯이 코리안 리의 총자산과 투자 운용 자산은 꾸준히 증가하고 있다. 외환위기 때 3800억원의 적자를 내며 파산 직전에 있었던 코리안 리가 회생하여 이렇게 성장할 수 있었던 것은 현재 CEO인 박종원 사장이 98년 하반기에 취임하면서 부터다. 박종원 사장은 코리안 리의 미래를 긍정적으로 보게 하는 요소 중 하나라는 것을 이미 언급하였다.

현재 코리안 리는 2010년까지 총 자산 5조, 투자자산을 3조로 키워 소 금융그룹으로 거듭나겠다는 비전을 제시하고 있다. **왜 그것이 가능할 수 있을 지에 대한 근거 첨가할 것**

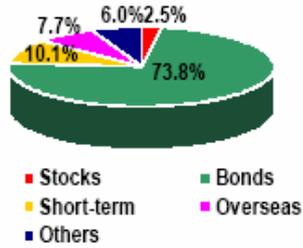


#### 코리안 리 총자산, 운용자산 성장추세

코리안 리는 현재 국공채를 비롯하여 최우량 회사채등 채권 부문에 가장 많은 투자를 하여 포트폴리오에서 채권이 73.8%를 차지하는 반면, 주식은 3%도 안 되는 상황이다. 코리안 리는 향후 2010년까지 주식투자에 대한 비중을 15%로 늘린다고 밝혀 현재보다는 좀 더 공격적인 투자를 할 것임을 시사했다. 인터뷰로 직접 확인한 결과 주식 투자에 대

한 비중을 늘린다고 하더라도 최대 10% 일 것이며, 채권에 대한 투자 비중을 70%로 유지하여 안전한 투자 수익 확보에도 노력할 것으로 보여 공격적인 투자로 크게 걱정하지 않아도 될 것으로 생각한다.

### Investment Asset Portfolio



(Unit : KRW bil.)

	FY 2005 (2005.4 ~ 2006.3)		
	Investment Portfolio	Profits	Yield Ratio
Stocks	42.6	16.9	64.8%
Bonds	1,271.8	44.7	4.2%
Short-term	173.3	9.4	3.3%
Overseas	132.0	5.1	4.0%
Others	102.9	2.1	2.0%
<b>Total</b>	<b>1,722.6</b>	<b>78.2</b>	<b>4.9%</b>

### 코리안 리 투자 부문 비율

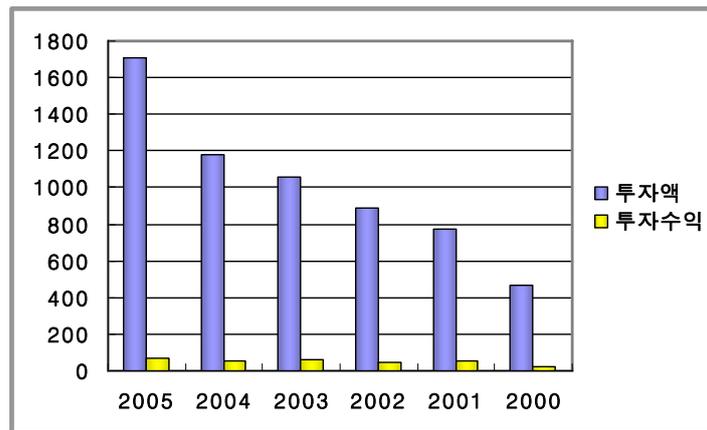
코리안 리는 주식 시장 상황이 어느 선을 그리며 움직이는지에 따라 투자비율을 정하는 내부 시스템이 있다고 한다. 올해의 경우 주식투자 비중인 2.5% 도 주식시장 활황으로 코리안 리가 그 비중을 늘린 것이며, 보유 종목이 대부분 우량한 회사의 주식이다. 앞으로 주식 투자 비중을 늘린다고 해도 이처럼 투자 수익이 비교적 안정적일 수 있는 종목 위주로 할 것으로 보이기 때문에 투자 수익과 현금 확보에 큰 불확실성이 존재하지는 않을 것이다.

구분	보유주식수 (주)	지분율 (%)	취득원가	공정가액
삼성중공업	100,000	0.04	951	1,775
현대중공업	19,000	0.03	1,000	1,461
우리금융	96,000	0.01	1,003	1,930
현대차	16,000	0.01	955	1,556
POSCO	5,500	0.01	972	1,111
신화지주	36,000	0.01	993	1,478
삼성전기	40,000	0.05	940	1,537
코리안제과	4,300	0.32	518	632
GS	45,000	0.05	992	1,060
삼성전자	2,000	-	991	1,318
SK	18,000	0.01	953	988
농심	2,000	0.03	510	560
LG	38,000	0.02	998	1,201
CJ	20,000	0.02	1,483	2,090
현대해운	60,000	0.08	1,518	1,380
LG 화학	40,000	0.07	707	806
하나금융지주	20,000	0.01	824	924
현대해상	55,000	0.06	721	803
삼성화학	5,500	0.01	696	704

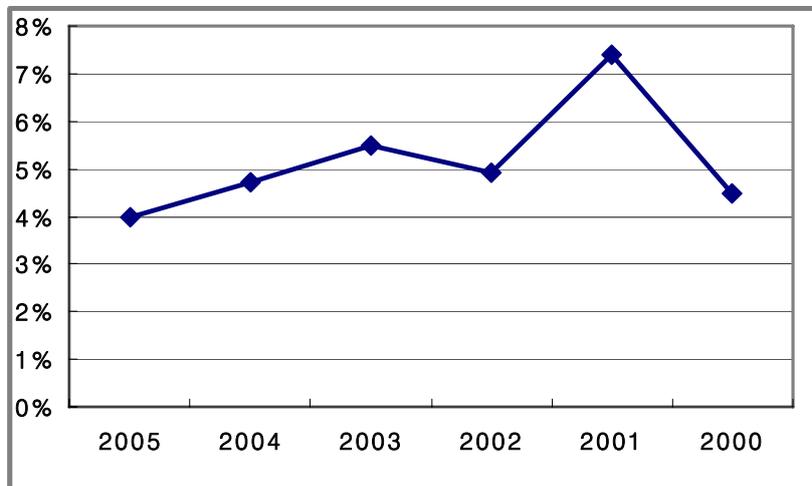
### 코리안 리 보유 주식 종목

코리안 리는 05년 1조 7천억을 투자하여 약 700억 가량의 투자수익을 거두었으니 약 4.1%의 수익률만 거두어 들인 셈이다. 1995년 도의 투자수익률이 4.4%, 2000년에 4.2%이니 약 10년간 수익률의 큰 변화가 없으며 2010년 경에 포트폴리오 구성이 변한다고 해도 수익률은 5%정도로 유지된다.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
총자산	15,815	18,173	21,717	23,582	23,857	26,885
자산운용률	0.526	0.59	0.534	0.549	0.62	0.614
투자금액	8,319	10,722	11,597	12,947	14,791	17,000



코리안 리 투자액/ 투자수익 추세 (단위 : 십억)



코리안 리 수익률 추세

### 3.2. 코리안 리 미래 투자 수익 예상

앞에서 본 것처럼 코리안 리의 투자 수익률은 주식 투자 비중을 크게 늘렸던 2001년을 제외하고 대부분 4~5%의 레인지에서 움직이고 있다. 포트폴리오의 구성대로 채권 수익률과 주식 수익률을 예측하기 위해서는 콜금리의 움직임과 주식시장의 움직임에 대한 예상이 필요한데 이를 하는데 주관적 가정이 많이 들어간다고 생각하여 총 투자자산에 대한 예측을

하고 이에 수익률을 곱하여 투자 수익을 예상하도록 하겠다.

코리안 리 미래 투자 수익에 보다 우호적인 시나리오는 코리안 리의 비전대로 2008년에 투자액 2조, 2010년에는 3조가 될 것으로 예상하고 주식 투자 비중이 점점 늘어나 2010년 경에는 약 10%가 될 것이므로 이에 따라 전체 수익률도 점차 늘려간다. 보다 부정적인 시나리오는 현재 코리안 리의 투자액이 2008년에는 2조가 되지만, 2010년 경에는 3조에 못 미치는 2조 5천억으로 예상한다. 또한 주식 투자 비중 역시 2010년 경 10%에 미치는 것으로 생각하고, 수익률을 조정한다. 주식시장 전망에 대해 디스카운트를 하여 수익률을 긍정적 시나리오보다 낮게 잡는다.

### GOOD 시나리오

#### 가정

1. 2008년 투자액 2조, 2010년 3조를 예상하고 2006~2008까지의 투자액 성장률을 가중평균성장률인 5.3%로 두고 2008~2010년까지의 성장률을 22%로 둔다.
2. 2010년 까지 주식 투자 비중을 10%까지 늘려 전체 수익률이 현재의 4~5%의 레인지에서 벗어난 7.5%가 될 것으로 생각한다. 이 수치는 주식 투자 비중이 높았던 2001년 경의 수익률을 근거로 한 것이며 수익률의 증가율은 가중평균인 6.05%이다.
3. 이렇게 되면, 2010년의 투자 수익은 2천 250억원이 된다.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
투자액	1,710.00	1,801.67	1,898.24	2,000.00	2,449.49	30,000.00
수익률	4.10%	4.63%	5.22%	5.89%	6.65%	7.50%
투자수익	70.00	83.35	99.09	117.81	162.81	2,250.00

### BAD 시나리오

#### 가정

1. 2008년 투자액 2조는 충분히 실현 가능하다고 판단되나 2010년 3조는 무리할 것으로 보고 2008년 2조를 달성하는데 평균성장률을 2010년까지 그대로 적용하여 2010년 투자액을 2조 2천2백억으로 예상한다.
2. 코리안 리의 전통적인 위험 회피 성향이 주식 투자 비중의 큰 증가를 억제할 것으로 보고 5~6% 로 그 비중을 생각했다.
3. 따라서 운용수익률 역시 현재의 레인지를 약간 벗어나는 증가를 하게 된다.
4. 이렇게 되면 2010년의 투자수익은 1천 2백 20억원 정도가 된다.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
투자액	1,710	1,802	1,898	2,000	2,107	2,220
수익률	4.10%	4.35%	4.61%	4.89%	5.19%	5.50%
투자수익	70.00	78.35	87.52	97.81	109.28	122.11

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
자산운용률	52.60%	59%	53.40%	54.90%	62%	61.40%

GOOD시나리오에서는 평균 자산 성장율 OR 코리안 리의 비전대로, BAD 시나리오에서는 자산 성장율이 저조했던 2003, 2004년의 성장율에 가중치를 좀 더 두어 계산한다.

### III. 재무 분석 & 주가 분석

#### 1. 재무비율분석

보험업의 대차대조표와 손익계산서의 각 계정들은 우리가 그 동안 분석해온 그것들과는 많이 다르다. 그렇기에 우리가 기업의 수익성, 성장성 등을 알아보기 위해 썼던 비율들과는 다른 비율이 필요했다. 일반적으로 보험업계에서 사용되는 비율들을 사용했으며, 재보험사는 원수보험사와는 다른 만큼 간혹 사용되지 않는 비율을 상황에 맞게 사용하기도 하였다. 비율 분석을 보기 전에 각 비율들이 무엇을 의미하는지를 알기 위해 비율을 구하기 위해서 사용되어진 계정들 중에서 우리에게 익숙하지 않은 몇몇 계정들을 살펴보도록 하자.

먼저, 수익성비율에서 자산운용수익율이 있는데 이것은 손해보험사 수익의 큰부분이 되는 투자수익에 관한 비율로서 운용한 자산에 비해 얼마만큼의 투자수익을 얻었는지에 대한 비율이다.

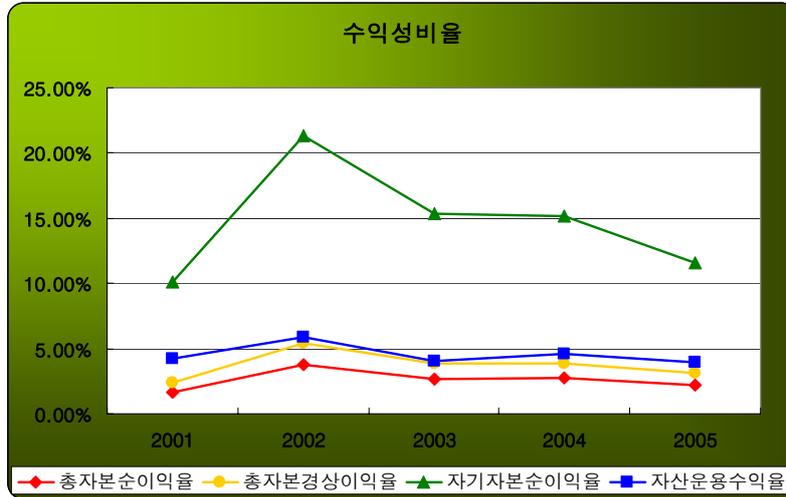
다음으로, 안정성 비율에서 보험영업수지율은 보험영업수익을 보험영업비용으로 나눈 것으로 비용대비 얼마만큼의 수익을 올리는지에 관한 비율이다. 보험영업수익은 보험료수익과 재보험금 수익의 합으로 보험영업비용은 보험금 비용과 재보험금 비용의 합으로 구할 수 있다.

활동성 비율에서는 총자본회전율과 자기자본 회전율을 구하기 위해 매출액 계정을 사용하게 되는데, 보험업계에서의 매출액이라 함은 영업수익을 일컫는다. 보험을 통한 수익뿐만 아니라 이자수익 임대수익 등을 더한 값이다.

마지막으로 살펴볼 것이 수재보험료와 경과보험료인데, 수재보험료는 원수보험사에서 재보험사에 지급하는 보험료이다. 이를 지급하고 원수보험사가 입을 위험을 서로 부담하는 형태이다. 경과보험료는 우리가 자동차 보험료를 보험사에 내고 사고가 일어났을 경우에만 보상을 받고 원금은 나중에 돌려받지 않듯이 보험기간이 지나서 더 이상 보험자에게 지급될 필요가 없는 보험료를 말한다. 보험가입자에게 지급될 필요가 없기 때문에 수익으로 인식된다.

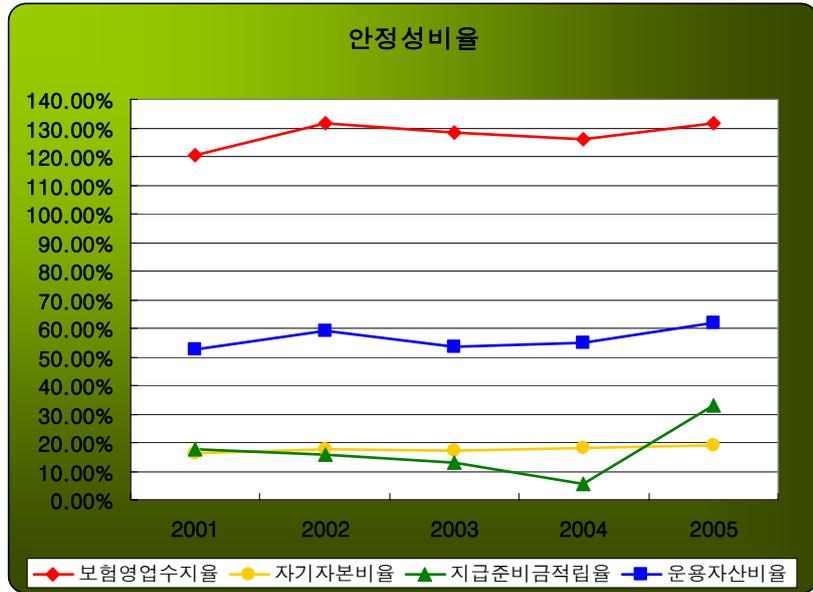
간단하게나마 생소한 계정들을 살펴보았으니 이제 재무비율 분석을 시작한다.

### 1.1. 수익성비율



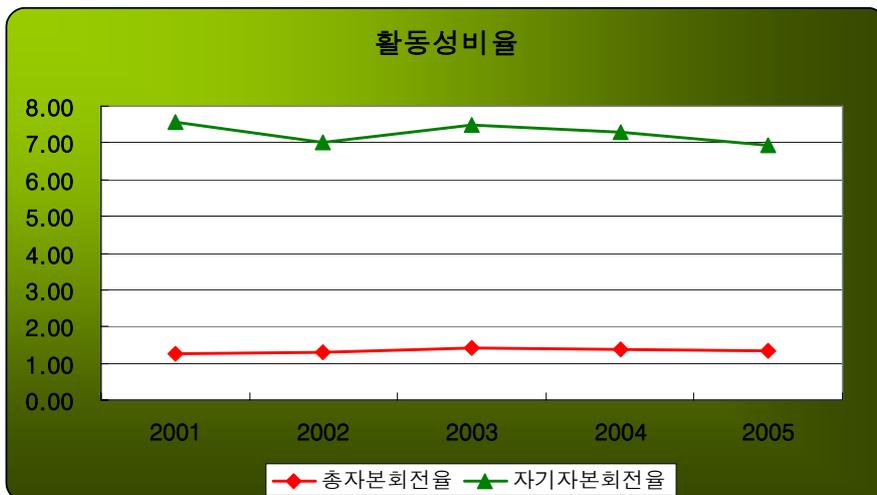
그래프를 살펴보면 나머지 선들은 큰 변동이 없으나 자기자본순이익율곡선은 2002년에 전년도에 비해 큰폭으로 상승하였다가 2003년에 5%이상 하락하게 된 것이 눈에 띈다. 이것은 영업수익 중에서도 수재 보험료 수익이 증가하였기 때문인데, 2000년 이전까지만 해도 수재 보험료 수익 증가액이 크지 않았으나 2000년 이후부터 큰 폭으로 증가하게 되었다. 수재보험료 수익이 증가하게 된 이유는 2001년 911테러 이후 각 보험사들이 재보험에 가입하게 되었고, 협상과정에서 우위를 점할 수 있게 된 코리안 리는 적절한 수준으로 재보험 효율을 인상하면서 큰 수익을 얻을 수 있게 되었기 때문이다. 그럼 2003년 이후가 2002년에 비해 자기자본순이익율이 낮아진 이유는 무엇일까? 왜냐하면 당기순이익이 줄고 있고 자기 자본이 증가하고 있기 때문이다. 당기 순이익이 줄어들게 된 이유는 비용으로 잡히는 책임준비금 전입액이 2004년부터 크게 늘어나서 2005년에는 2002년에 비해 2배 가까이 되었고, 수재보험금수익이 늘어난 만큼 수재보험금비용도 늘어나게 되었기 때문이다.

### 1.2. 안정성비율



2005년에 책임준비금계정에 포함되는 지급준비금이 상승하게 된 이유는 2005년부터 IBNR(미보고 발생손해액)적립제도가 도입되었기 때문이다. 미보고발생손해액(Incurred But Not Reported)이란, 보험사고가 이미 발생하였으나 아직 보험회사에 청구되지 아니한 사고에 대해 향후 지급될 보험금 추정액으로 보험금의 지급재원인 책임준비금을 구성한다. 올해에도 IBNR로 준비금 의무가 더 늘어났다. 생명보험의 경우는 3%에서 6%로, 장기보험은 5%에서 10%로 늘어났는데 이것은 회계상의 순이익을 감소시킬 뿐 보험회사는 수정당기 순이익을 구하는 과정에서 이것이 합산되기 때문에 재무 상태를 악화시키지는 않는다. 따라서 별문제 없다!!

### 1.3. 활동성 비율



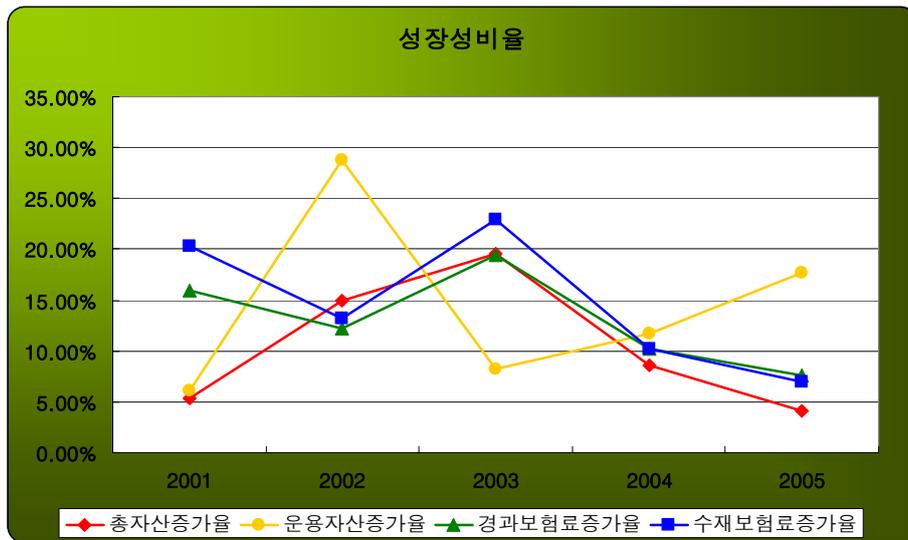
큰 변화가 없기 때문에 이야기 할 만한 것이 없지만, 다른 기업의 총자본회전율, 자기자본회전율과 비교하면 상황이 달라진다.

삼성화재	2002/03	2003/03	2004/03	2005/03
총자본회전율	0.7	0.67	0.61	0.57
자기자본회전율	2.57	2.53	2.31	2.15

<출처 : 한경닷컴 증권플러스>

국내 손해보험업계 시장점유율 1위인 삼성화재와 비교해보자. 2002년부터 삼성화재의 총자본회전율을 살펴보면 0.7을 넘지 않는다. 이에 반해 코리안리의 그것은 약 2배의 차이를 보이며 1.3의 수준을 유지하고 있다. 자기자본회전율도 삼성화재는 2.5수준에서 움직이고 있지만, 코리안리는 무려 7이 넘는다. 그만큼 코리안 리가 다른 기업에 비해 자산을 효율적으로 사용하고 있음을 알 수 있다.

#### 1.4. 성장성비율



보통 보험업계에서 성장성분석에 이용되는 것이 원수보험료증가율이다. 코리안리도 보험사라고는 하나, 일반적인 원수보험사와는 다른 재보험사이므로 원수보험료의 비중이 작고 수재보험료의 비중이 크기에 원수보험료증가율을 빼고 수재보험료증가율을 넣어보았다.

그래프를 살펴보면 가장 눈에 띄는 것이 운용자산증가율의 그래프인데, 2002년에 28.75%의 증가율을 보여주었다. 2003년에는 8%대로 떨어졌으나 이후에 조금씩 상승하는 추세를 보이고 있다. 비록 증가율이 2002년에 비해 많이 떨어졌다고는 하나 말그대로 증가율 그래프이므로 걱정할 필요가 없다. 비록 적은 폭의 증가율이기 는 하나 운용자산은 계속 증가하고 있으며, 총자산에서 운용자산이 차지하는 비중은 점점 커지고 있는 실정이다. 보험사의 수익이 보험료 수익과 투자수익이라고 보았을 때, 운용자산의 비중이 커지고 있는 것은 앞

으로의 투자수익 증가를 기대할 수 있는 부분이지만, 안정적인 채권위주로 투자하기 때문에 다른 손해보험사에 비해 투자 수익률이 낮다는 단점이 있다.

다음으로 살펴볼 것이 총자산 증가율, 경과보험료 증가율, 수재보험료증가율의 관계이다. 2002년 이후로 대체적으로 세 그래프는 궤를 같이 하는데, 수익으로 잡히는 경과보험료와 수재보험료의 증가율 감소가 총자산증가율의 감소의 원인이라 할 수 있겠다. 경과보험료는 수재보험료 대비 0.6%정도이므로 경과보험료의 감소가 크게 수익에 영향을 미칠 것이라 보지는 않지만, 수재보험료의 경우는 재보험의 상당부분을 차지하고 있는 손해보험업계가 과점체제로 전환되면서 덩치가 커지므로써 위험의 상당부분을 재보험을 통해서가 아니라 스스로 떠맡을 수 있고, 손해보험사와의 재보험 요율 조정 등 협상과정에서 우위에 놓이기가 쉽지 않은 상황이므로 수재보험증가율이 올라갈 것으로 보이지는 않는다.

#### 별첨) 재무비율 수식

#### 별첨)재무비율데이터

## 2. 주가분석

### 2.1. 지난 5년간의 랠리



지난 2001년부터 현 시점까지의 주봉은 위와 같다. 2003년 전반기부터 현재까지 약 400%의 주가상승이 있었다. 이러한 상승 이면에는 거래량 이평선이 거의 수평인 점에서 알

수 있듯이 꾸준한 거래량이 받쳐 주고 있다. 주가가 일정 수준에 도달하여도 매매하지 않고 주가가 어느 정도 수준으로 떨어지면 바로 매수 세력이 주가를 받쳐주는 안정적인 형국이다. 2002년 10월의 한차례 폭발적인 거래량은 당시 태풍 ‘루사’에 의해 코리안 리가 상당한 타격(240억)을 받으면서 발생한 것이다. 이 후에도 태풍 ‘매미’를 비롯한 각종 악재들이 발생했지만 여기에 주가나 거래량이 크게 반응하지 않는 것은 그만큼 코리안 리의 리스크 관리 능력이 과거보다 좋아졌기 때문이다. 즉 주가는 코리안 리의 실적 향상과 함께 지속적으로 상승한 것이고 05년 이후 한차례도 볼린저 밴드 중심선 이탈이 없었다는 점은 특히 고무적이다. 또한 지난 5년간 볼린저 밴드의 상한선, 하한선(표준 편차) 속에서 얌전히 뛰노는 모습을 볼 때 코리안 리의 주가는 급격한 환경 변화에도 비이성적으로 과민 반응하지 않고 꾸준히 자신의 가치를 지킬 줄 아는 주식이라 평가해 봄직도 하다.

## 2.2. 외국인을 위한 외국인에 의한 코리안 리.

코리안 리의 주식은 전체 주식의 45% 이상이 외국인 소유고 유통 물량이 전체의 72% 이므로 실질적으로 주가의 움직임은 전적으로 외국인 손에 달렸다고 봐도 무방하다. 외국인들이 코리안 리를 좋아하는 이유는 단순하다. 탄탄한 펀더멘탈을 바탕으로 지속적인 고 ROE를 만들어 내고 있기 때문이다. 주요 외국계 기관과 그 비율을 보면 UBS 9.3%, 노지스뱅크 코리아는 5월 중 계속 매수 하며 7.4%, 이머징 마켓 매니지먼트 6.5% 등 낮 익은(?) 얼굴들을 볼 수이다. 또한 워렌 버핏이 한국에 1억 달러의 투자를 했을 때 편입 종목으로 가장 많이 거론 됐건 종목도 코리안 리이다(여부는 알 수 없다).

여기에 5월 초 MSCI(모건스탠리캐피털인터내셔널) 지수에 신규 편입 된 점도 주목해 볼 필요가 있다. MSCI 지수는 해외 주요 펀드의 투자의 판단에 절대적 기준을 제공하고 있는데 이를 기준으로 운용되는 자산만 3조 달러가 넘는다. 우리나라에서 91개의 종목이 한국의 인덱스를 구성하고 있는데 코리안 리가 이중 하나란 점은 외국계 펀드들의 추가적인 매수가 예상되는 부분이다. 다만 우리나라 인덱스가 이머징 마켓 전체에서 차지하는 비중은 점점 작아지는 추세이고 특히 러시아의 가스프롬(러시아 최대의 가스 회사)이 이에 편입되는 등 브릭스 권의 위협이 크다는 점은 악재이다. 다시 말해 이머징 마켓 포트폴리오에서 우리나라의 비중을 줄일 경우 코리안 리에 대한 외국인들의 관심은 상대적으로 작아질 것이고 주가도 불리해 질 것이다. 또한 현재 세계 증시와 이머징 마켓 지수의 과열이 전문가들 사이에서 이슈로 대두되고 있다는 점도 위험하다. 최근 1년간 이머징 마켓 지수는 지역별로 최소 50%에서 85% 이상 오르며 투기 양상을 보이고 있다. 이러한 거품이 미국 발 악재(부동산 버블 붕괴 따위)로 일시에 꺼질 가능성이 있다. 이러한 가능성에 대해 측정 하는 것은 불가능하다고 판단되며 일단 외국인이 주도하고 있다는 점은 코리안 리의 매력이라 판단하겠다. 주요 외국계 기관들의 코리안 리에 대한 벨류에이션은 뉴스 상으로는 12000~13000원대(UBS의 2월 자료를 보면 코스피 지수 1550에 코리안리 주사 12200원을 목표로 한다)이지만 실제로 지난 4월 12600원의 신고가를 기록할 때도 전혀 거래량이 미동하지 않는 것을 보아 크게 믿을만 하지 못하다. 오히려 11000원 대에 계속 추가 매수를 하고 있는 노지스

뱅크의 거래 형태를 보면 펀더멘탈 상의 변화가 없는 한 외국계 기관들은 현시점의 적정주가를 14000원 정도는 보고 투자를 하는 것이 아닐까 예상 된다.

### 2.3. 8방 미인형 주식.

코리안 리는 실적, 배당, 수급, 차트 네 가지 측면에서 모두 강한 주식이고 여기에 상대적 저평가와 지속 가능한 성장이라는 수식어까지 더해지며 진정한 멀티플레이어 주식으로 그 입지를 굳히고 있다. 실적에 관해서야 누차 말했고 배당은 시가배당률 2.5~4%를 오가며 꾸준한 모습이다. 충분한 유동성을 바탕으로 주식이 시장에 풀려 있고 차트 상으로도 앞서 살펴본 바와 같이 안정 그 자체이다. 누구나 미워하기 힘든 주식이기에 오히려 기뻛찬 매수 타이밍이 안 오지 않을까 걱정되는 코리안 리. 이에 대한 판단은 결국 과연 지금 이 시점에서 코리안 리의 주가가 얼마나 저평가 되어 있는지에 달려 있을 것이다. 지금부터 코리안 리의 적정 주가를 ‘SMIC 파행 2팀’과 함께 알아 보자.

## IV. Valuation.

코리안 리의 벨류에이션은 국내 보험수익, 해외 보험수익, 투자운용수익 세 부문으로 나눈 시나리오를 바탕으로 구하려고 한다. 금융업은 대규모의 시설투자가 불필요하기 때문에 투자자본의 수익력을 평가하지 않고 금융중개 기능에 의한 부가가치를 직접 평가하므로 자기자본가치 접근법을 사용한다. 시나리오를 합계하여 성장률  $g$ 를 구하고, 이를 바탕으로 자기자본비용을 근거로 구한 PER와 PBR 을 구하여 적정주가를 산정하도록 하겠다.

먼저 자기자본비용은  $K_e$  11.26% 로 잡는다. 한국신용평가와 애널리스트의 베타 값이 달라 삼성증권의 베타 값을 이용하여 자기자본 비용을 구하였다.

국내 보험수익과 해외보험수익, 투자수익으로 크게 매출 부문을 나누고 긍정적 시나리오와 부정적 시나리오를 구하면 다음과 같다.

### 긍정적 시나리오

	2006	2007	2008	2009	2010
국내 보험손익	48998	72253	125868	164254	74616
해외 보험손익	8,100	10,300	13,100	16,600	21,000
총 보험손익	57,098	82,553	138,968	180,854	95,616
투자손익	83350	99090	117810	16281	225000
총손익	140,448	181,643	256,778	197,135	320,616

### 부정적 시나리오

	2006	2007	2008	2009	2010
국내보험손익	48998	27152	-4532	-43557	-88306
해외보험손익	6,100	7,200	8,600	10,200	12,200
총 보험손익	55,098	34,352	4,068	-33,357	-76,106
투자손익	78350	87520	97810	109280	122110
총 손익	133,448	121,872	101,878	75,923	46,004

코리안 리의 시장 경쟁력과 해외 시장에서의 기대를 반영하여 긍정적 시나리오에 60%, 부정적 시나리오에 40%의 가중치를 두고 합산 결과를 얻는다. 이때 부정적 시나리오에도 40%의 가중치를 둬으로써 무조건 낙관적이지만 한 결과를 얻는 것을 방지한다. 가중치를 곱하여 얻게 된 시나리오 결과는 아래와 같다.

	2006	2007	2008	2009	2010
국내보험손익	48,998	54,213	73,708	81,130	9,447
해외보험손익	7,300	9,060	11,300	14,040	17,480
총 보험손익	56,298	63,273	85,008	95,170	26,927
투자손익	81,350	94,462	109,810	53,481	183,844
총손익	137,648	157,735	194,818	148,650	210,771

각 사업부문으로 나누어 추정된 손해율과 사업비율을 이용하여 2010년까지의 합산비율을 구하였고, 과거 자기자본의 성장율이 대개 비슷한 수치를 나타내어 이를 가중평균한 6.1% 만큼 자기자본을 성장시켰으며 비상위험 준비금은 올해 수정된 비율로 2010년까지 구하였고, 이를 바탕으로 자기자본과 비상위험준비금을 합한 수정자기자본을 구하였다. 이제, 성장률g를 계산하여 목표 PBR을 추정해보도록 하자.

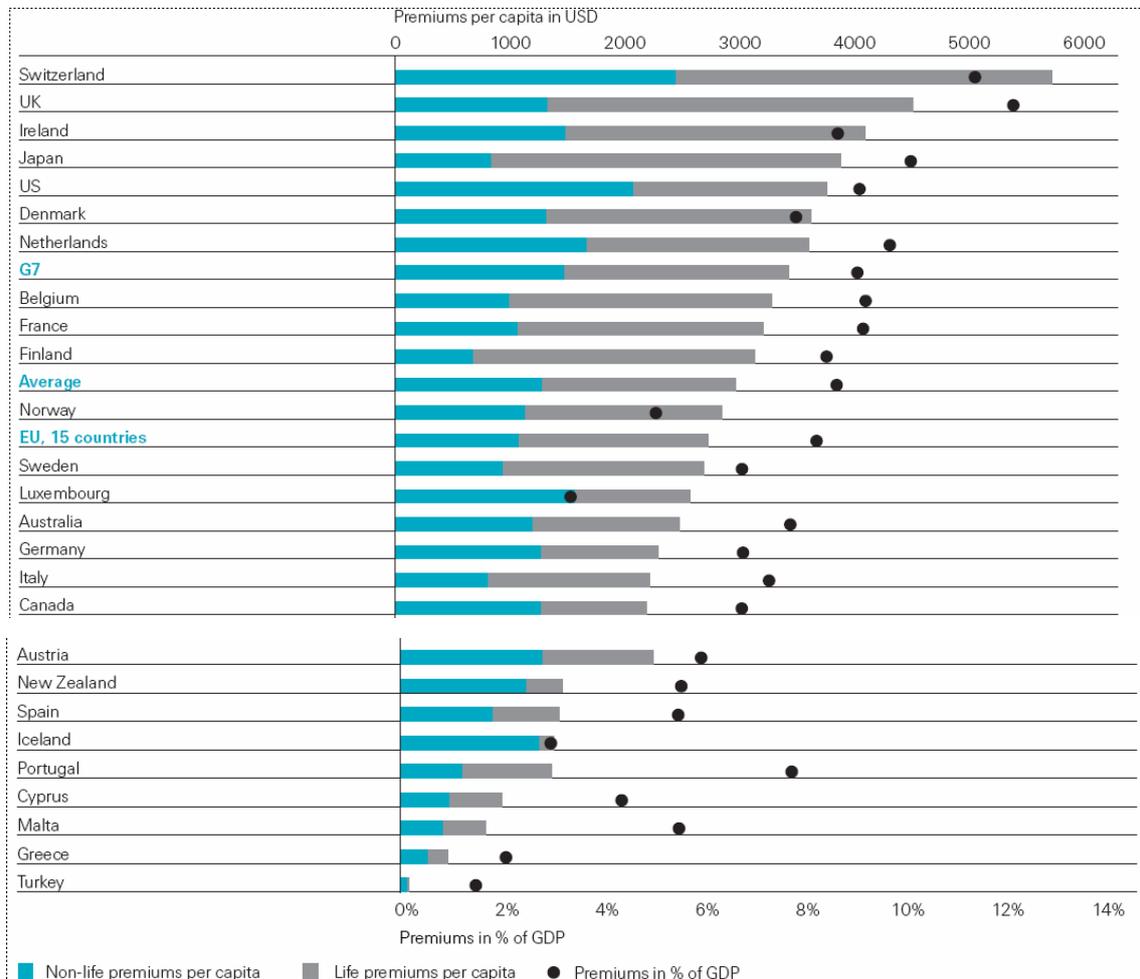
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
손해율	67.8	63.9	67.6	67.3	66.2	65.4	65.4	66.2
사업비율	26.3	29.8	27.5	29.9	30.9	31	31	30.8
합산비율	94.1	93.7	95.1	95.2	95.3	95.4	95.5	95.6
보험 마진율	0.059	0.067	0.049	0.048	0.047	0.046	0.045	0.044
자산회전율	0.487236027	0.513769544	0.52	0.57	0.56	0.55	0.55	0.55
총자산	21716	24562	26884	29,896	33,244	36,968	41,108	45,712
경과보험료				17049	18559	20459	22631	25113
투자영업이익률	0.052	0.048	0.041	0.044	0.048	0.052	0.056	0.06
자산운용률	0.549	0.62	0.614	0.59	0.56	0.53	0.55	0.59
수정ROA	4.01%	4.49%	3.53%	3.73%	3.71%	3.71%	3.90%	4.16%
LEVERAGE	3.67	4.15	4.55	5.05	5.62	6.25	6.95	7.73
수정 ROE	14.72%	18.66%	16.05%	18.87%	20.88%	23.19%	27.09%	32.16%
자기자본	428,602,000,000	462,895,000,000	482,812,000,000	512,263,532,000	543,511,607,452	576,665,815,507	611,842,430,252	649,164,818,498
비상위험준비금	162,936,000,000	189,845,000,000	223,845,000,000	249,131.70	271,563.55	295,993.37	322,632.77	351,669.72
수정자기자본	591,538,000,000	652,740,000,000	706,657,000,000	512,263,781,132	543,511,879,006	576,666,111,500	611,842,752,885	649,165,170,168

현재 코리안 리의 매출 비중은 국내에서 약 88%, 해외에서 12%정도로 이루어져있다. 국내 손해보험 시장은 생명보험 시장에 비해 성장률이 높은 편이지만, 세계 시장에서 봤을 때 이미 성숙 단계에 있다. 반면 코리안 리의 해외시장인 아시아와 남미는 이제 막 성장을 시작하여 국내보다 비교적 높은 성장률을 보이고 있다. 따라서 코리안 리의 성장률 g는 이러한 시장의 특성을 고려하여 가중 평균한 것으로 구해야 할 것으로 보인다. 아래 그래프를 보면 GDP 당 보험료에서 한국은 8% 정도로 미국의 8.5%의 수치와 거의 근사한 값을 가진다. 한국과 미국 시장의 특성의 차이를 무시한 채 수치상의 비교만을 하는 것은 바람직하다고 볼 수는 없으나 스위스 리 등 해외 보험사들의 리서치 자료에 의하면 한국의 손해보험

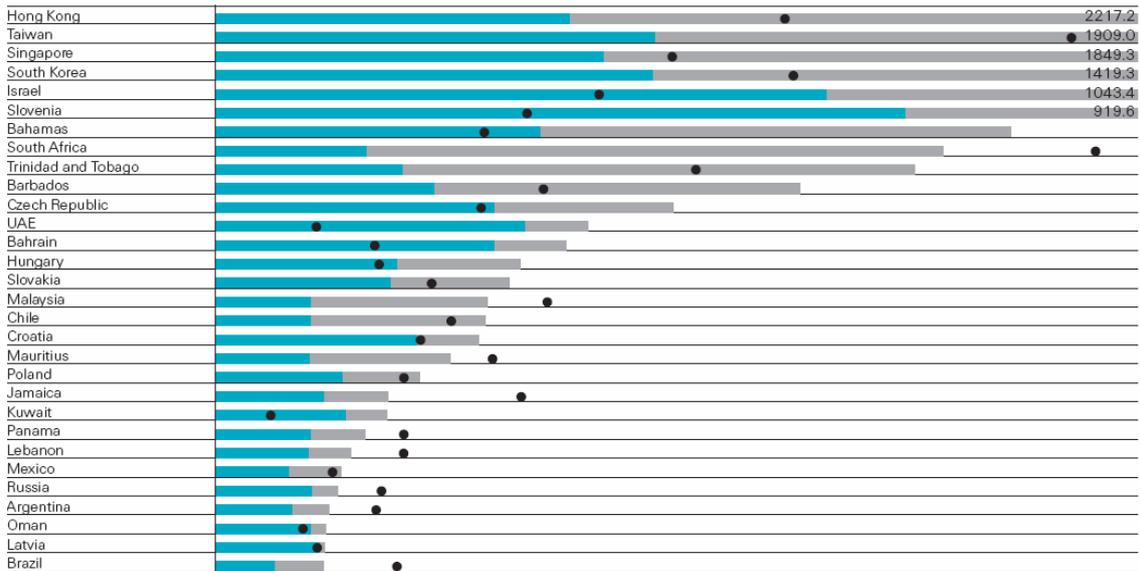
시장은 04년에서 05년 사이 2.3% 성장하는 등 (국내 수치 자료와 차이가 존재) 향후 폭발적인 성장을 할 것으로 보이지 않는다. 따라서 미국의 94년도부터 2005년까지의 평균성장률인 2.5%를 국내 시장의 성장율로 잡는다. 또한 코리안리는 향후 2010년까지 해외시장 매출 비중을 20%로 늘려 나갈 것을 목표로 하고 있다. 이 것은 허울 좋은 말 뿐 이 아니라 국내 시장에서의 수익률이 점점 안 좋아지고 있기 때문에 기업의 입장에서는 필사적으로 선택할 수 밖에 없는 것이다. 그 이상의 비중 확대는 없을 것이라 보고 이 비율을 전제로 이머징 마켓의 성장율을 7%~8%로 잡는다. 따라서 코리안 리의 terminal growth는

$$0.8 \times 0.025 + 0.2 \times 0.07 = 3.4 \%$$

$$0.8 \times 0.025 + 0.2 \times 0.08 = 3.6 \%$$



선진국 GDP 당 보험료



한국 외 emerging market의 GDP당 보험료

$$PBR = (ROE - g) / (K_e - g)$$

수정 ROE를 가중평균하여 ROE를 18%로 잡았다. 2010년에 가까울수록 ROE가 20%에 육박하는 양상을 보이는데, 시나리오를 토대로 구했을 때 3년 후의 수치보다, 과거와 가까운 미래의 수치를 보다 신뢰할 수 밖에 없는 이유에서다. 이런 과정을 통해 구한 적정 PBR은

$$18 - 3.4 / 11.16 - 3.4 = 1.9 \rightarrow \text{1.9가 적정 PBR}$$

$$18 - 3.6 / 11.16 - 3.6 = 1.905 \rightarrow \text{1.9가 적정 PBR}$$

	2,003	2,004	2,005
수정 PBR	0.40	0.80	0.90
수정 BPS	4,696	5,538	6,027
수정 자기자본	469,320,447,120	553,470,322,860	602,341,212,690
유통주식수	99,940,470	99,940,470	99,940,470

05년 기준 수정 BPS는 6520원이므로 PBR 1.9을 적용하면 12390원으로 현재 주가 10900원에 매입했을 경우 **13%의 상승여력을** 확보할 수 있다. 따라서 코리안 리에 대해 **BUY를 추천한다.**

▶ 결론

수치적인 벨류에이션 결과가 그다지 매력적이지 않음에도, 2조가 코리안 리 매수추천을 때린 이유는 다음과 같은 이유에서다.

1. 40여년간 국내에서 유일무이하게 재보험산업을 하여 국내 보험사와의 신뢰관계와 내

고, 방대한 데이터 관리 능력을 가지고 있다.

2. 보험산업에서 그 수익률을 결정한다고 볼 수 있는 합산비율을 일정 수준 유지할 수 있도록 조종수수료 등 안전장치를 만들어 놓고 있다. 합산비율이 세계 최저 수준이다.
3. 앞으로 코리안 리가 타겟으로 하는 시장의 성장성이 기대된다.
4. 파산위기에 놓였던 코리안 리를 현재의 모습으로 바꾸어 놓은 박종원 CEO는 코리안 리를 점점 더 좋은 모습으로 만들어 갈 것임을 확신한다.
5. 해상보험과 같이 수익률이 높은 기업 보험에서의 경쟁력이 존재한다.
6. 장기투자 목적의 해외투자자 비중이 45%를 넘는 상황이다

코리안 리의 위와 같은 능력은 국내 손보사 시장 상황이 변동하더라도, 굳건한 위치를 지킬 수 있게 한다. 영구성장률을 가정하였기에 신흥시장의 현 성장률에 비해 낮은 성장을 책정하여 그 수익률이 크지는 않지만, 기본적으로 코리안 리가 갖고 있는 비즈 모델과 영업 상황을 모두 감안한 결과 코리안 리의 주식은 대박의 가능성은 적지만 큰 변동 없이 안정적인 수익을 가져다 주기엔 확실한 자산이라 생각하였다. 코리안 리의 비전대로 세계 10위권의 재보험 회사로의 도약을 기대해본다.

### 별첨1) 생명 보험 시장

우리나라의 보험 시장은 90년대 이후 외환위기 이전까지 연평균 20%에 육박하는 고성장을 달성하여 왔으나, 외환위기 직후에는 연속적 마이너스 성장을 기록하였다. 최근에는 성장세가 크게 둔화되어 정체된 상태로 `98~`04 기간중에는 수입보험료 기준으로 연평균 2.5% 성장했다. 이러한 현상은 우리나라의 경제 성장 여력이 축소되고 보험시장이 성숙기에 접어들면서 일어난 현상으로 해석되고 있다.

외환위기 이전(1991-1997) 연평균 17.5%의 성장률을 기록한 것과 비교할 경우 외환위기 이후(1998년 이후)에는 연평균 성장률이 1.15%를 기록하여 성장세가 크게 둔화되었다. 특히, 1998년 (-5.2%)과 2001년(-8.4%)에는 마이너스 성장을 기록한 바 있어 국내 생명보험산업은 침체기에 처해 있다.

생명보험과 손해보험의 국내보험시장 점유율을 살펴보면 1991년 80.4%, 19.6% 이다가 외환위기 직전인 1996년에는 74%, 26%로 손해보험이 증가한 이후, 1997년부터 손해보험의 비중이 감소하기 시작하여 1998년에는 83.3%, 16.77%로 비중이 크게 감소하였다. 그러나 2002년 이후 다시 손해보험의 시장점유율이 증가하는 추세이고 2004년도 회계말(2005.03) 현재 생명보험과 손해보험의 시장점유율은 각각 66%, 32%로 손해보험의 점유비중이 증가하는 추세이다.

<표 3> 보험시장의 성장률과 시장점유율

연도	보험료수익								시장점유율	
	생보			손보			합계		생보	손보
	일반계정	특별계정	증가률	일반계정	특별계정	증가률	증가률			
1991	19,377	-	20.8%	4,730	-	31.8%	24,107	-	80.4%	19.6%
1992	22,641	-	16.8%	5,781	-	22.2%	28,422	18%	79.7%	20.3%
1993	24,053	-	6.2%	6,780	-	17.3%	30,834	6.5%	78.0%	22.0%
1994	27,749	-	15.4%	8,313	-	26.6%	36,063	17.0%	76.9%	23.1%
1995	35,288	-	27.2%	10,924	-	31.4%	46,212	28.1%	76.4%	23.6%
1996	38,163	-	8.1%	13,466	-	23.3%	51,630	11.7%	73.9%	26.1%
1997	48,956	-	28.3%	16,318	-	21.2%	65,274	26.4%	75.0%	25.0%
1998	46,390	-	-5.2%	14,254	-	-12.7%	60,644	-7.1%	76.5%	23.5%
1999	41,895	5,061	0.8%	14,452	370	4.0%	56,147	-7.4%	83.3%	16.7%
2000	46,671	4,983	10.5%	16,478	365	13.6%	63,149	12.5%	81.8%	18.2%
2001	41,584	5,780	-8.3%	18,420	285	11.1%	60,004	-5.0%	78.9%	21.1%
2002	44,091	4,976	3.6%	20,181	444	10.3%	64,272	7.1%	76.3%	23.7%
2003	45,755	4,637	2.7%	20,887	492	3.7%	66,642	10.45%	70.2%	29.8%
2004	47,324	6,426	6.7%	22,661	558	8.5%	70,000	6.75%	69.8%	30.2%
연평균	-	-	8.9%	-	-	14.15%	-	10%	77.7%	22.3%
'97이전 연평균	-	-	17.6%	-	-	24.8%	-	18.9%	-	-
'98이후 연평균	-	-	1.6%	-	-	5.5%	-	2.5%	-	-

주) 보험사의 사업연도는 달해연도 4월초에서 다음연도 3월말까지임  
특별계정은 퇴직보험과 연액보험 등임

### 생명보험산업의 현황

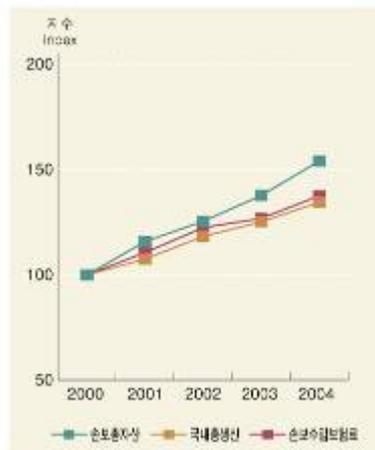
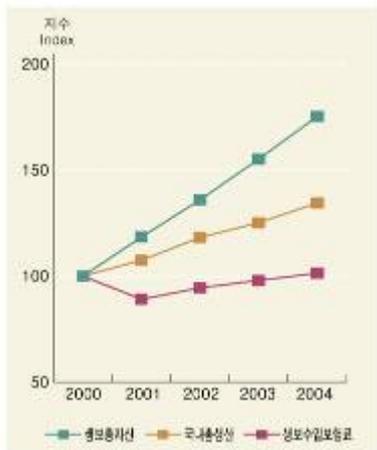
생명보험 산업에서 시장의 집중도를 측정해보면 상위3개사의 시장집중지수인 CR3가 77.2%에 달한다. 이러한 현상은 중소 생명보험사의 퇴출과 우량보험사에 대한 선호증대 등으로 대형보험사의 시장지배력이 상승하였기 때문인 것으로 해석된다. 그러나 이러한 시장 집중현상은 2001년을 정점으로 완화되는 현상을 보이는데 이는 외국계 보험사의 시장점유율 증가현상과 관련이 깊은 것으로 해석된다.

<표 5> 생명보험시장의 집중도 추이

회계연도	1996년	1997년	1998년	1999년	2000년	2001년	2002년	2003	2004
HHI	2,237	2,393	2,512	2,721	2,696	2,734	2,694	2,625	2,480
CR1(%)	37.6	39.3	41.2	44.2	44.4	45.0	44.7	44.5	43
CR3(%)	76.0	78.8	79.4	81.6	80.8	81.4	80.9	79.3	77.2
CR5(%)	85.5	86.9	87.6	88.8	87.5	88.1	87.2	85.1	82.1

주) 총자산 기준, 회계연도 다음해 3월말 기준

우리나라 생명보험시장의 집중도는 보험선진국과 비교해도 과한 수준으로 미국과 영국에 비해 29~43% 높은 수준이다.



## 별첨2) 임의재보험과 특약 재보험

### 임의 재보험

임의재보험은 계약 당사자 간에 자유로운 선택에 의해 재보험 계약이 이루어진다. 원보험자는 자신이 선택한 재보험자에게 재보험인수여부를 타진하고 재보험자는 위험의 수락여부를 자유로운 선택에 의해 결정하게 되는 것이다. 임의재보험에 있어서 요율 및 계약건의 결정, 선택이 재보험자에게 달려 있기 때문에 특약 재보험에서와 같이 원보험자가 재보험 특약의 실적안정을 위해 특별히 신경쓸 필요성이 적다.

원보험자가 임의 재보험을 구입하는 이유는, 1. 원보험자가 인수한 계약이 고의 리스크로서 특약 재보험 한도액을 초과하는 경우, 2. 특약 재보험 실적을 저해할 수 있는 리스크에 대하여 특약수수료보다 저렴한 재보험 수수료로서 임의 재보험자를 선택, 3. 원보사가 신상품을 개발할 경우 특약 재보험 프로그램을 작성할 만한 위험수가 미흡하므로 일정 포트폴리오가 형성될 수 있을 때까지 잠정적으로 임의 재보험을 통해 재보험 처리를 하는 경우이다.

임의 재보험은 많은 시간이 소요되며 충분한 언더라이팅 정보를 제공해야 하므로 업무처리 경비가 많이 드는 단점을 갖는다.

### 특약 재보험

특약 재보험은 원보험자와 재보험자간의 약정에 의해 자동담보시설을 확보하는데 그 목적

이 있다. 즉 특약에 출재할 수 있는 계약의 범위, 재보험 수수료, 회계처리 등의 제반 특약 조건을 정하게 됨으로써, 재보험 처리 시간의 단축 및 재보험 처리비용이 임의 재보험에 비해 절감되는 이점이 있다. 그러나 원보험자의 언더라이팅 재량권에 제한을 받는 점이 단점으로 될 수 있다.

별첨2) 손해보험 산업의 개별기업별 2005년 3월기준 보험료수입

2005년 3월 기준							(2004년 3월 현재)			
구분	원수보험료		보유보험료		경과보험료		구분	원수보험료	보유보험료	경과보험료
	금액	증가율	금액	증가율	금액	증가율				
동양	1,694,789	9.77	1,412,579	16.93	1,391,986	15.58	동양	1,543,954	1,208,070	1,204,298
신동아	820,022	1.22	661,166	1.06	657,081	1.85	신동아	810,165	654,233	645,119
대한	510,982	-0.88	453,970	-1.98	449,978	-1.22	대한	515,530	463,142	455,519
그린	340,690	-6.63	253,770	-8.65	258,154	-7.99	국제	364,892	277,813	280,574
쌍용	717,420	-4.44	529,836	-11.57	549,742	-10.28	쌍용	750,781	589,154	612,726
제일	844,094	0.95	670,266	0.90	661,083	-0.08	제일	836,185	664,315	661,589
삼성	6,804,921	8.12	6,101,432	9.02	5,989,738	7.22	삼성	6,293,611	5,596,371	5,586,543
현대	3,167,118	9.45	2,657,373	9.31	2,584,371	6.14	현대	2,893,703	2,431,022	2,434,951
L G	3,044,447	12.48	2,618,226	14.29	2,555,966	12.35	열지	2,706,683	2,290,895	2,275,019
동부	3,089,853	11.38	2,794,039	12.13	2,717,923	9.18	동부	2,774,267	2,491,851	2,489,400
(소계)	21,034,336	7.93	18,152,857	8.85	17,816,022	7.03	(소계)	19,489,771	16,676,866	16,645,738
서울보증	903,237	-4.22	776,690	-6.00	715,199	-7.10	서보	943,018	826,284	769,893
코리아리	1,449	23.85	1,758,163	8.95	1,674,471	7.60	재보	1,170	1,613,773	1,556,249
교보	325,529	31.02	202,196	20.06	180,783	12.28	교보	248,457	168,414	161,006
<b>합계</b>	<b>22,264,551</b>	<b>7.65</b>	<b>20,889,706</b>	<b>8.32</b>	<b>20,386,475</b>	<b>6.55</b>	<b>합계</b>	<b>20,682,416</b>	<b>19,285,337</b>	<b>19,132,886</b>
A. H. A	165,637	24.03	134,175	32.67	132,817	36.24	A.H.A	133,542	101,138	97,485
A C E	77,856	97.49	21,019	66.86	18,220	30.02	ACE	39,423	12,597	14,013
FEDERAL	13,891	5.64	23,002	17.40	22,986	10.44	FEDERAL	13,149	19,593	20,813
ROYAL	160	-88.71	150	-85.65	488	-78.56	ROYAL	1,417	1,045	2,276
Gen Re	-	-	87,493	-20.32	87,926	-20.87	Gen Re	-	109,808	111,109
F.A.T.I.C	2,117	305.56	2,120	305.35	2,120	305.35	F.A.T.I.C	522	523	523
Tokio	-	-	10,452	177.61	8,066	611.29	Tokio	-	3,765	1,134
M.S.I.K	3,385	21.68	9,794	40.88	8,762	63.01	M.S.I.K	2,782	6,952	5,375
Swiss Re	-	-	135,545	-4.98	121,242	-13.28	Swiss Re	-	142,642	139,804
Munich Re	-	-	33,057	52.09	27,523	25.92	Munich Re	-	21,735	21,857
<b>총계</b>	<b>22,527,597</b>	<b>7.93</b>	<b>21,346,513</b>	<b>8.33</b>	<b>20,816,625</b>	<b>6.49</b>	<b>총계</b>	<b>20,873,251</b>	<b>19,705,135</b>	<b>19,547,275</b>

주) · 원수, 보유, 경과보험료 증가율은 전년 동기 대비임. · 순손해율 = 경과손해 / 경과보험료  
· 원수손해율 = 원수보험금 / 원수보험료 · 경과손해율 = 경과손해액 / 경과보험료

『표 4』 주5일 근무제 시행현황

시행시기	대상	사업장
2004년7월1일	1,000명이상 사업장	금융, 보험업 589개
2006년7월1일	300명 이상 사업장	공공기관 1,670개

『표 5』 고정식 모형 무인단속카메라 현황

구분	모형카메라	현거	철거예정
대수	2,466대	1,109대	1,357대

주) 경찰청 자료기준

『표 7』 운전면허 벌점 등 특별감면 조치 대상

조치내역	인원
도로교통법상 벌점 삭제	3,710,397명
운전면허 행정처분 면제	156,441명
운전면허취득 결격기간 해제	340,314명
합계	4,207,152명

### 별첨3) 재무비율수식

#### 수익성비율

총자본순이익율 = (당기순이익/총자본)\*100

총자본경상이익율 = (경상이익/총자본)\*100

자기자본순이익율 = (당기순이익/자기자본)\*100

자산운용수익율 = (투자수익/운용자산)\*100

#### 안정성비율

보험영업수지율 = (보험영업수익/보험영업비용)\*100

자기자본비율 = (자기자본/총자산)\*100

지급준비금적립율 = 지급준비금/총자산

운용자산비율 = 운용자산/총자산

#### 활동성비율

총자본회전율 = 매출액/[(당기총자본+ 전기총자본)/2]

자기자본회전율 = 매출액/자기자본

#### 성장성비율

총자산증가율 = (당기총자산 - 전기총자산)/전기총자산

운용자산증가율 = (당기운용자산 - 전기운용자산)/전기운용자산 X 100

경과보험료증가율 = (당기경과보험료 - 전기경과보험료)/전기경과보험료\*100

원수보험료증가율 = (당기원수보험료 - 전기원수보험료)/전기원수보험료\*100

### 첨부3) 재무비율데이터

#### 수익성데이터

	2001/03	2002/03	2003/03	2004/03	2005/03
당기순이익	26,137,580	68,106,285	57,675,148	65,012,281	53,781,639
경상이익	37,683,599	97,893,329	82,891,701	91,391,237	76,518,734
투자수익	34,890,000	63,530,000	47,181,000	59,250,000	60,283,000
운용자산	832,548,000	1,071,933,000	1,159,465,000	1,295,089,000	1,523,963,000
자기자본	258,486,237	319,245,172	376,280,496	428,602,561	462,895,171
총자본	1,581,509,623	1,817,331,754	2,171,675,097	2,358,200,499	2,456,245,273

#### 안정성데이터

	2001/03	2002/03	2003/03	2004/03	2005/03
보험료수익	1,523,777,953	1,743,103,097	2,154,193,600	2,387,376,519	2,548,552,590
재보험금수익	240,378,358	295,305,202	398,920,552	452,571,049	380,384,773
보험금비용	1,021,123,353	1,045,549,842	1,290,045,591	1,477,914,472	1,436,016,848
재보험료비용	441,249,785	504,044,172	696,373,872	773,603,760	790,389,819
자기자본	258,486,237	319,245,172	376,280,496	428,602,561	462,895,171
지급준비금	282,890,561	286,444,489	287,229,617	132,530,413	807,950,592
운용자산	832,548,000	1,071,933,000	1,159,465,000	1,295,089,000	1,523,963,000
총자산	1,581,509,623	1,817,331,754	2,171,675,097	2,358,200,499	2,456,245,273

활동성데이터

	2001/03	2002/03	2003/03	2004/03	2005/03
매출액(영업수익)	1,958,322,536	2,238,180,272	2,810,404,163	3,128,414,227	3,212,361,983
자기자본	258,486,237	319,245,172	376,280,496	428,602,561	462,895,171
자산총계	1,581,509,623	1,817,331,754	2,171,675,097	2,358,200,499	2,456,245,273

성장성데이터