



기업분석 | Mid-Small Cap

Analyst

조은애

02 3779 8951

goodkid@ebestsec.co.kr

NR

목표주가	NR
현재주가	13,700 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KONEX (11/17)

시가총액	616 억원
발행주식수	4,494 천주
52주 최고가/최저가	18,350 / 3,050 원
90일 일평균거래대금	0.13 억원
액면가	500 원
주주구성	최병채 (외 11인) 44.9%
	프리미어파트너스 (외 2인) 19.6%

Stock Price



인카금융서비스 (211050)

코넥스 상장 보험판매 전문회사

한국거래소 코넥스기업 분석보고서 발간 지원사업(KONEX Research Project)에 따라 선정되어 작성된 보고서입니다.

코넥스 상장 보험판매 전문회사

인카금융서비스는 2007년 설립된 GA(General Agency) 전문회사이다. GA는 33개 손해 보험 및 생명보험 회사의 다양한 금융상품을 비교하여 소비자에게 최적의 상품을 추천하고, 종합 자산관리 컨설팅 서비스를 제공하는 회사이다. 동사는 GA업계 유일하게 코넥스에 상장해 있으며, 지난 9월 코스닥으로의 이전상장을 신청한 상태다. 사업부문별 매출액 구성은 장기손해보험 49%, 장기생명보험 37%, 자동차보험 13%, 일반보험 1%이다.

보험산업 내 GA 역할 부각

우리나라 보험산업 전체의 초회보험료는 역성장 추세이다. 그러나 초회보험료 내 GA 비중은 지속적으로 증가하는 추세이다. 2019년 기준 초회보험료 내 GA 점유율은 손해보험이 44.3%, 생명보험은 5.9%이다. 전체 설계사 중 GA 소속 설계사 수는 이미 보험사 소속 설계사수를 넘어섰다. 다수의 보험사와 업무 협약을 맺고 여러 상품을 비교 분석할 수 있는 보험 대리점 형태로 설계사들이 몰리고 있는 것이다.

2021년 목표로 코스닥 이전상장 신청 완료

초회보험료와 신규계약 규모 측면에서 보험사를 앞서고 있는 GA 업체들의 자본시장 진출 속도가 빨라지고 있다. 인카금융서비스는 2021년을 목표로 지난 9월 코스닥으로의 이전상장 신청을 완료했다. 같은 GA 업계 에이플러스에셋은 오는 11월 20일 코스피에 신규 상장하며 GA 업체의 IPO 판로를 열 예정이다.

Financial Data

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	119.6	131.0	168.1	199.9	244.4
영업이익	-1.0	1.5	2.2	4.6	2.8
세전계속사업손익	-0.8	1.7	2.5	3.0	4.8
순이익(지배주주)	-1.1	1.5	1.7	1.2	3.4
EPS (원)	-362	508	590	340	757
증감률 (%)	적전	흑전	16.3	-42.3	122.5
PER (x)	-15.2	9.6	23.2	40.3	18.1
PBR (x)	2.2	1.7	4.0	5.6	4.5
EV/EBITDA (x)	-29.4	7.2	20.1	10.5	6.0
영업이익률 (%)	-0.8	1.1	1.3	2.3	1.1
EBITDA 마진 (%)	-0.5	1.6	1.7	2.7	3.8
ROE (%)	n/a	12.4	12.4	9.4	27.5
부채비율 (%)	323.6	297.2	316.5	866.5	873.3

주: IFRS 별도 기준

자료: 오션스톤, 이베스트투자증권 리서치센터

기업개요

인카금융서비스는 2007년 설립된 GA(General Agency) 전문회사이다. GA는 33개 손해보험 및 생명보험 회사의 다양한 금융상품을 비교하여 소비자에게 최적의 상품을 추천하고, 종합 자산관리 컨설팅 서비스를 제공하는 회사이다. 당사는 GA업계 유일하게 코넥스에 상장해 있으며, 지난 9월 코스닥으로의 이전상장을 신청한 상태다.

당사는 1999년 10개 손해보험회사의 자동차보험 비교사이트를 운영하면서 (주)자동차보험시장을 설립했다. 설립초기는 보험사의 자동차보험 상품 위탁 영업을 시작으로 사업을 개시하였으며, 2014년 현재의 인카금융서비스로 사명을 변경했다.

설립자인 최병채 대표이사는 경희대학교 조경학과 학사를 지내고, 1988년~1999년 현대해상화재보험 지점장을 지냈다. 1999년 당사를 설립하여 지금까지 경영을 맡고 있으며, 지분율은 25.3%로 최대주주이다.

그림1 인카금융서비스 GA 사업구조



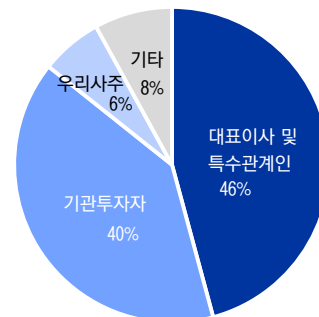
자료: 인카금융서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 주요연혁

시기	주요연혁
1999.04	(주)자동차보험시장 설립
2001.03	국내 전 손보사와 보험업 계약체결
2007.10	(주)인카인슈 법인 설립
2012.01	TRM(생/손보 통합 보험 설계서비스) 특허 등록
2014.07	(주)인카금융서비스로 사명 변경
2015.08	온라인 보험몰 '더조은보험' 신설
2015.11	코넥스 상장
2016.10	CA부문(생명보험 판매 전문영업 채널) 신설
2017.10	자동차 일반보험 비교견적 프로그램 개발

자료: 인카금융서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 주요주주 현황 (1H20 기준)



자료: 인카금융서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

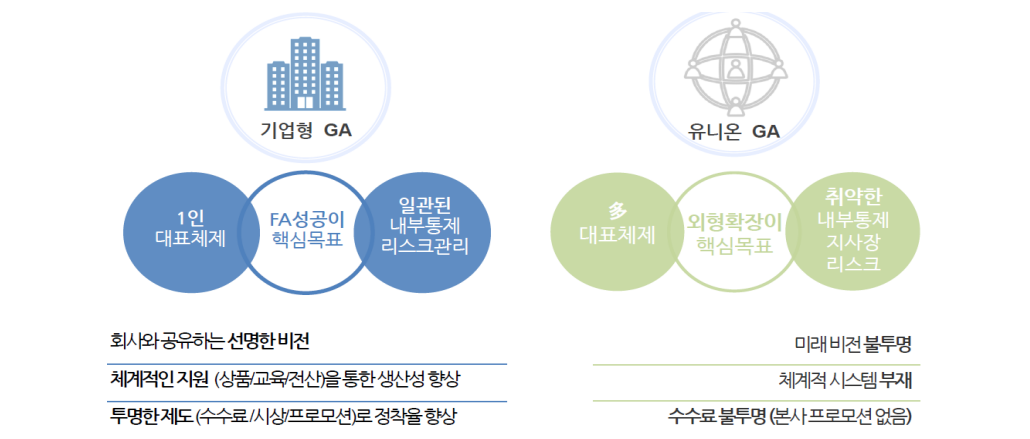
인카금융서비스는 대표적인 기업형 GA 기업

GA의 사업형태는 크게 기업형과 유니온형(연합형)으로 구분된다. 기업형의 가장 큰 특징은 FA(설계사) 개인의 성공을 가장 큰 핵심 목표로 하며, 1인 대표체제와 일관된 내부통제 리스크 관리 시스템을 유지한다. 이에 따라 체계적인 영업 시스템과 투명한 제도 운영이 가능하다.

유니온 GA는 외형확장이 중요한 목표로 다수의 대표체제를 지니고 있다. 실제로 여러 회사의 집합체이기 때문에 통일된 내부 통제 시스템이 없거나 취약하고 수수료 제도가 불투명한 단점이 있다.

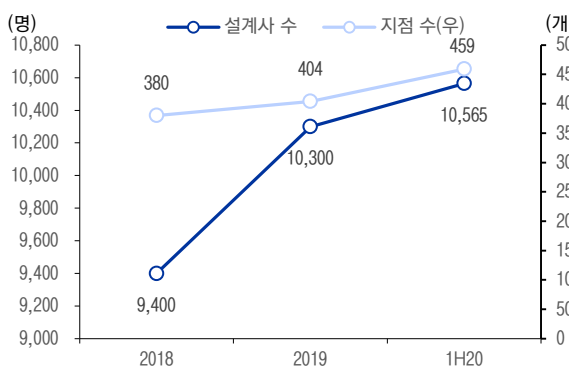
인카금융서비스는 소속 설계사에 보험상품비교와 고객마케팅 관련 판매지원 시스템을 지원하고 있다. 설계 및 전산, 지표, 고객관리 등 영업관리 시스템은 모바일로 가능하도록 시스템을 제공하고 있다. 2020년 6월 말 기준 10,565명의 설계사와 285명의 임직원이 근무하고 있으며, 459개의 오프라인 지점을 운영하고 있다.

그림4 GA 구분



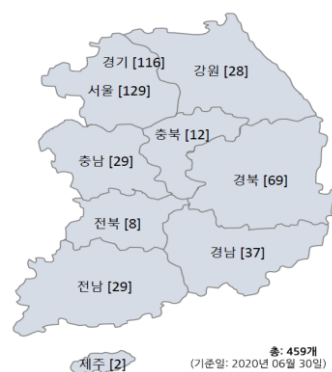
자료: 인카금융서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 인카금융서비스 설계사 및 지점수 추이



자료: 인카금융서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 인카금융서비스 전국 지점현황



자료: 인카금융서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

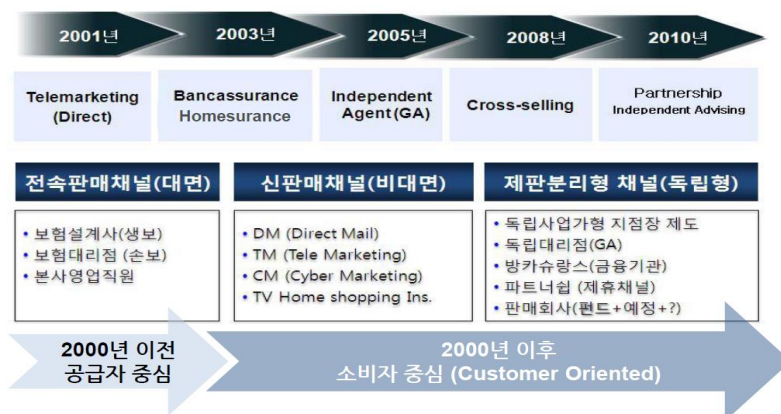
국내 보험산업 현황

국내 보험산업은 2000년 이전 공급자 중심의 시장에서 현재의 소비자 중심의 시장으로 변화되었다. 2000년 이후 DM, TM, TV 홈쇼핑 등 비대면 신채널이 등장하면서 본격적인 경쟁구도가 구축되었고, 2000년대 중반 이후에는 보험의 제조와 판매가 분리되면서 소비자 중심의 시장으로 변화했다.

퇴직연금의 확대에 따라 2019년 수입보험료는 크게 확대되었다. 2019년 손해보험의 수입보험료는 95.6조원(+4% yoy)으로 증가했다. 동기간 생명보험 수입보험료는 +6% yoy 증가한 117.3조원을 기록했다.

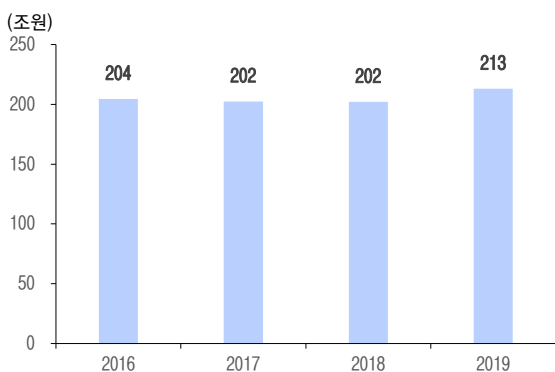
그러나 보험산업의 초회보험료는 역성장 추세에 있다. 2019년 기준 손해보험 초회보험료는 1.1조원(2016년 1.6조원), 생명보험 초회보험료는 6.1조원(2016년 12.2) 수준이다. 손해보험의 장기상해 및 질병보험을 제외한 대부분 종목의 초회보험료는 역성장 추세이다.

그림7 보험산업 환경 변화



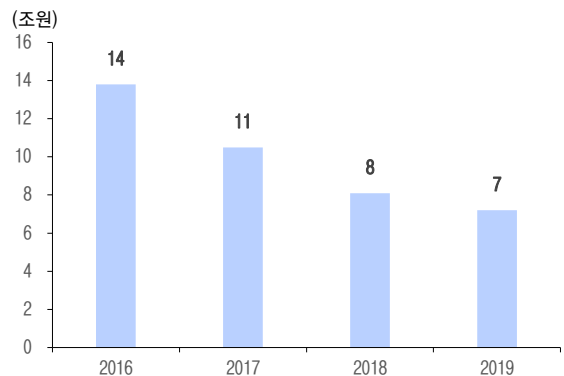
자료: 인카금융서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 수입보험료(손해+생명) 추이



자료: 보험연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 초회보험료(손해+생명) 추이



자료: 보험연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

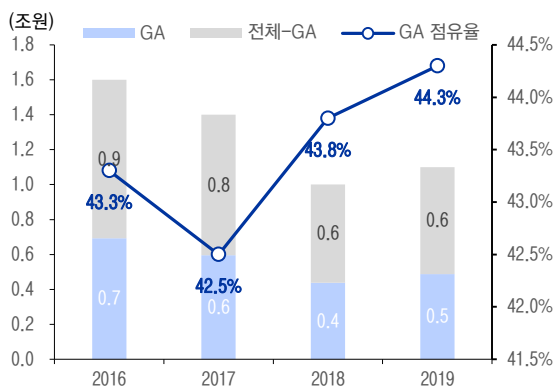
보험산업 내 GA 현황

GA는 19세기 미국에서 시작된 개념으로 대표적인 미국 GA 업체 ARTHUR J GALLAGH의 2019년 매출액은 7.9조원(+2% yoy)에 달한다. 1H20 기준 국내 500인 이상 대형 GA 업체수는 58개로 2019년 말 대비 2개 업체가 줄었다. GA는 영업전문 조직으로 업계 내 소속 설계사의 이직이 자유로운 편이며, 설계사의 진출입에 따라 업체별 통폐합, 대규모화가 가능한 시장이다.

앞선 설명에서처럼 우리나라 보험산업 전체의 초회보험료는 역성장 추세이다. 그러나 초회보험료 내 GA 비중은 지속적으로 증가하는 추세이다. 2019년 기준 초회보험료 내 GA 점유율은 손해보험이 44.3%, 생명보험은 5.9% 이다.

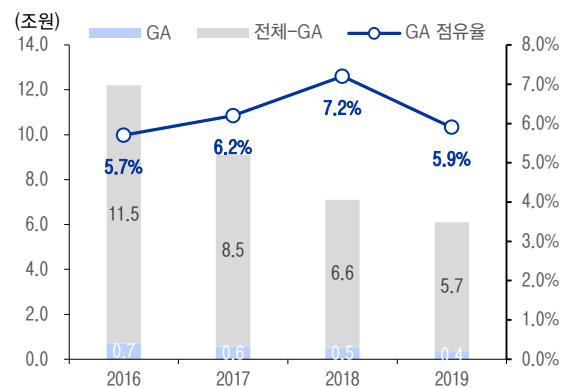
전체 설계사 중 GA 소속 설계사 수 역시 이미 보험사 소속 설계사수를 넘어섰다. 다수의 보험사와 업무 협약을 맺고 여러 상품을 비교 분석할 수 있는 보험 대리점 형태로 설계사들이 몰리고 있는 것이다.

그림10 손해보험 초회보험료 내 GA 점유율



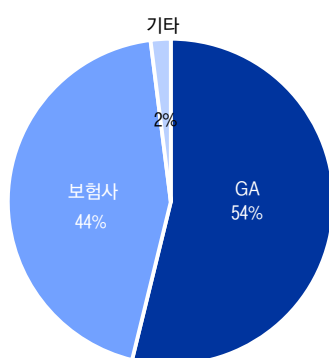
자료: 보험연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 생명보험 초회보험료 내 GA 점유율



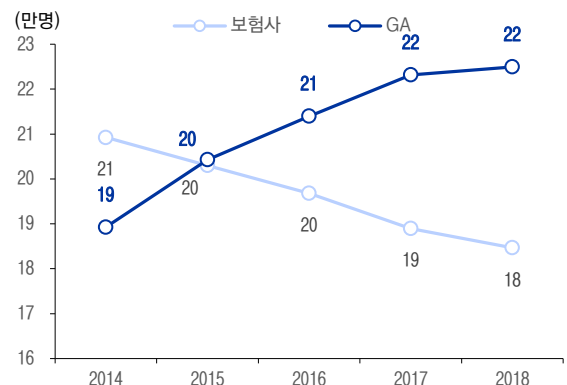
자료: 보험연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 보험사와 GA 소속 설계사 비중



자료: 금융감독원, 생명보험협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 주체별 설계사 수 추이



자료: 금융감독원, 생명보험협회, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 국내 GA 설계사 수 기준 업체 순위

순위	업체명	2019년 말	2020년 6월	증가율
1	지에이코리아주식회사	15,049	15,131	1%
2	글로벌금융판매	13,965	13,730	-2%
3	프라임에셋	10,179	10,627	4%
4	인카금융서비스	10,296	10,566	3%
5	케이지에이에셋	8,595	8,503	-1%
6	메가	8,167	8,480	4%
7	엠금융서비스	6,579	6,756	3%
8	리더스금융판매	8,653	6,493	-25%
9	한국보험금융	4,871	5,014	3%
10	에이플러스에셋어드바이저	4,271	4,417	3%
11	피플라이프	4,538	4,202	-7%
12	유퍼스트보험마케팅	3,908	3,920	0%
13	리치앤코	3,106	3,450	11%
14	더블유에셋	3,181	3,102	-2%
15	에즈금융서비스	2,240	2,638	18%
16	퍼스트에셋	2,597	2,635	1%
17	삼성화재금융서비스보험대리점	2,411	2,467	2%
18	비엠피 금융서비스	2,457	2,243	-9%
19	프리미엄에셋보험대리점	2,066	2,231	8%
20	영진에셋	2,087	2,179	4%
21	디비금융서비스	2,203	2,101	-5%
500인 이상 대형 GA 전체		159,289	159,482	0%

자료: 이클린보험서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 코멘트

1H20 기준 인카금융서비스 매출액은 1,480억원, 영업이익은 79억원을 기록했다. 같은 기간 OPM은 5.4%로 최근 4년 평균 OPM 1.5% 대비 큰 폭으로 개선되었다. 2019년 말 기준 동사의 부문별 매출액은 장기손해보험 49%, 장기생명보험 37%, 자동차보험 13%, 일반보험 1%이다.

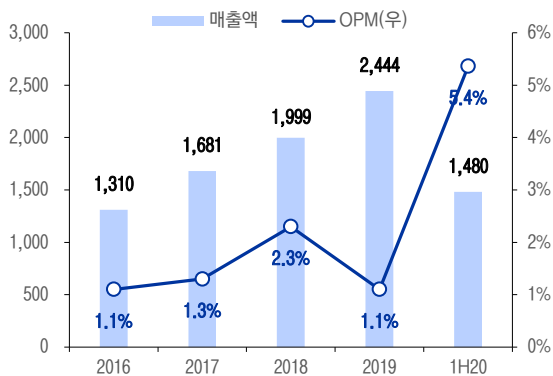
초회보험료와 신규계약 규모 측면에서 보험사를 앞서고 있는 GA 업체들의 자본시장 진출 속도와 규모화가 가팔라질 것으로 전망된다. 동사는 2021년을 목표로 지난 9월 코스닥으로의 상장이전 신청을 완료했다. 같은 GA 업계 에이플러스에셋은 오는 11월 20일 코스피에 신규 상장하며 GA 업체의 IPO 판로를 연다. 에이플러스에셋의 공모가 기준 예상 시가총액은 2,373~2,781억원이다.

표2 인카금융서비스 국내외 PEER Valuation

(억원)	인카금융서비스	에이플러스에셋	ARTHUR J GALLAGH
매출액	2,444	2694	79,822
영업이익	28	209	8,907
당기순이익	34	154	7,612
시가총액	616	2,781	198,207
PER	18	18	26

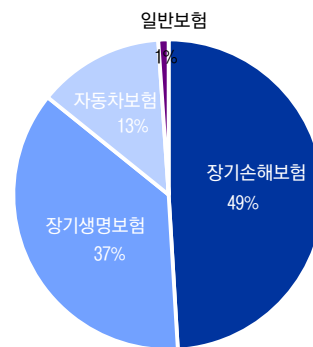
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터, 주석: 손익은 2019년 기준, 에이플러스에셋 시가총액은 공모가 상단 기준

그림14 매출액과 영업이익률 추이



자료: 인카금융서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 부문별 매출액 비중 (2019 기준)



자료: 인카금융서비스, 이베스트투자증권 리서치센터

인카금융서비스 (211050)

재무상태표

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	382	413	551	925	1,134
현금 및 현금성자산	4	3	5	6	7
매출채권 및 기타채권	78	117	128	134	141
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	300	294	418	785	986
비유동자산	103	93	94	130	211
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	48	45	43	45	82
무형자산	4	4	4	14	16
자산총계	485	506	645	1,055	1,345
유동부채	296	351	442	898	1,136
매입채무 및 기타채무	54	67	81	75	86
단기금융부채	52	51	72	49	85
기타유동부채	190	234	289	773	964
비유동부채	75	27	48	48	72
장기금융부채	43	7	28	25	13
기타비유동부채	32	20	20	23	59
부채총계	371	378	490	946	1,207
지배주주지분	115	127	155	109	138
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	148	146	156	102	41
이익잉여금	-56	-41	-23	-16	75
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	115	127	155	109	138

현금흐름표

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	-5	-5	44	57	109
당기순이익(손실)	-11	15	17	30	48
비현금수익비용가감	46	7	19	33	65
유형자산감가상각비	4	6	7	7	66
무형자산상각비	0	0	0	1	0
기타현금수익비용	0	2	0	0	-18
영업활동 자산부채변동	-40	-27	7	-7	-4
매출채권 감소(증가)	-42	-46	-22	-28	-74
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	9	13	14	10	15
기타자산, 부채변동	-8	6	15	11	55
투자활동 현금	-90	44	-92	-29	-3
유형자산처분(취득)	-11	-4	-3	-7	35
무형자산 감소(증가)	-4	0	0	-14	-3
투자자산 감소(증가)	-48	41	-197	-12	1
기타투자활동	-27	7	107	5	-37
재무활동 현금	91	-40	51	-27	-105
차입금의 증가(감소)	-35	-40	51	-27	-105
자본의 증가(감소)	126	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-4	-1	2	1	1
기초현금	8	4	3	5	6
기말현금	4	3	5	6	7

자료: 인카금융서비스, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	1,196	1,310	1,681	1,999	2,444
매출원가	0	0	0	1,689	2,097
매출총이익	1,196	1,310	1,681	310	347
판매비 및 관리비	1,206	1,295	1,659	264	319
영업이익	-10	15	22	46	28
(EBITDA)	-5	21	28	54	94
금융손익	-1	1	2	-3	4
이자비용	6	4	3	11	5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	3	1	2	-12	16
세전계속사업이익	-8	17	25	30	48
계속사업법인세비용	3	2	8	18	14
계속사업이익	-11	15	17	12	34
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-11	15	17	12	34
지배주주	-11	15	17	12	34
총포괄이익	-11	15	17	12	34
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	15.5	14.2
영업이익률 (%)	-0.8	1.1	1.3	2.3	1.1
EBITDA마진률 (%)	-0.5	1.6	1.7	2.7	3.8
당기순이익률 (%)	-0.9	1.1	1.0	0.6	1.4
ROA (%)	-2.5	3.0	3.0	1.5	2.8
ROE (%)	n/a	12.4	12.4	9.4	27.5
ROIC (%)	-7.5	10.7	12.4	22.4	27.9

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	-15.2	9.6	23.2	40.3	18.1
P/B	2.2	1.7	4.0	5.6	4.5
EV/EBITDA	-29.4	7.2	0.5	0.2	0.1
P/CF	4.7	6.6	11.2	7.9	5.5
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-28.8	9.5	28.3	18.9	22.3
영업이익	적전	흑전	47.7	113.8	-39.0
세전이익	적전	흑전	51.7	21.1	58.2
당기순이익	적전	흑전	16.3	-28.7	173.1
EPS	적전	흑전	16.3	-42.3	122.5
안정성 (%)					
부채비율	323.6	297.2	316.5	866.5	873.3
유동비율	129.3	117.5	124.6	103.0	99.9
순차입금/자기자본(x)	-1.2	4.9	-30.0	-45.3	-40.2
영업이익/금융비용(x)	-1.6	4.2	6.3	4.0	6.0
총차입금 (십억원)	95	58	100	75	98
순차입금 (십억원)	-1	6	-46	-49	-56
주당지표(원)					
EPS	-362	508	590	340	757
BPS	2,549	2,833	3,445	2,428	3,076
CFPS	1,183	742	1,223	1,739	2,513
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

인카금융서비스 목표주가 추이		투자의견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
2020.11.19	신규	조은애												
2020.11.19	NR	NR												

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조은애)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	86.9% 13.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 10. 1 ~ 2020. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)