

코리안리 (003690/KS)

계속되는 구조적 성장세

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 11,000 원(하향)
 현재주가: 7,790 원
 상승여력: 41.2%

목표주가 11,000 원으로 조정

코리안리의 목표주가를 1) 무상증자로 인한 주식 수 변경(기존 1억 4,082 만주 > 무증 1억 6,537 만주), 2) 실적 추정치 변경 등을 반영하여 기존 14,000 원에서 11,000 원으로 조정한다. 목표주가는 Target PBR 0.68 배에 2024E BVPS 15,645 원을 적용하여 산출했다. 투자 리스크로는 1) 대형 재해 및 2) 가정 관련 불확실성을 제시한다.

지속되는 공동재보험을 통한 구조적 성장

코리안리는 최근 삼성생명과 약 7 천억원 규모의 보험 부채에 대한 공동재보험 계약 체결을 발표했다. 이번 계약은 과거 신한라이프, 삼성생명과 체결한 계약과 동일하게 부채와 자산을 모두 이전하는 형태로 이루어질 전망이며 과거 판매한 확정형 종신보험 부채를 대상으로 하는 것으로 분석된다. 2024 년부터 예정된 할인을 현실화 방안 도입 등을 앞두고 K-ICS 비율 제고를 위한 공동재보험 등 금융재보험에 대한 수요가 지속되고 있는 것으로 추정되며 관련 시장의 확대를 통한 지속적인 성장세를 기대할 수 있을 전망이다. 이번 계약까지 동사는 공동재보험을 통해 약 1.4 조원 규모의 자산/부채를 이전받아 왔으며 이에 기반한 투자손익 중심의 경상 실적 Level up 이 예상된다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
 3773-8610

23E 순이익 3,295 억원/IFRS4 기준 2,948 억원(+68% YoY) 전망

코리안리의 2023E 순이익은 IFRS17 기준 3,295 억원을 전망한다. 동사는 3Q23 중 발생사고요소 조정 비용 2,507 억원 등 영향으로 부진한 보험손익을 기록했지만 IFRS4 기준 합산비율이 하와이 산불 등에도 오히려 96.1%(-5.6%p YoY)로 개선되었음을 감안하면 실제 손실보다 보수적 가정 적용에 따른 영향으로 분석된다. Munich Re 등 해외 재보험사들이 1) 보수적 가정에 기반해 보험 부채를 산정하고 2) 미래에 이를 환입하는 형태로 실적 측면의 버퍼를 확보해왔음을 감안하면 장기적 관점에서는 긍정적 효과를 기대한다. 한편 동사는 IFRS17 전환 이후로도 IFRS4 실적에 기반한 배당정책을 시행하고 있다. IFRS4 기준 2023E 당기순이익은 2,948 억원(+68% YoY)를 전망하며 2023E DPS 는 600 원(배당수익률 7.7%)을 예상한다. 최근 주요 재보험자 회의에서 23 년보다 상승 폭은 낮지만 24 년에도 하드마켓 트렌드가 지속될 것으로 예상되었음을 감안하면 IFRS4 기준 양호한 실적 및 배당이 이어질 전망이다.

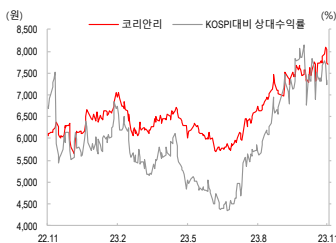
Company Data

발행주식수	16,537 만주
시가총액	1,097 십억원
주요주주	
장인순(외5)	19.96%
자사주	10.95%

Stock Data

주가(23/12/04)	7,790 원
KOSPI	2,514.95 pt
52주 최고가	8,100 원
52주 최저가	5,652 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익	십억원				191	190	210
투자손익	십억원				236	211	211
영업이익	십억원				427	402	422
당기순이익	십억원				330	303	318
EPS	원				1,993	1,830	1,920
PER	배				3.91	4.26	4.06
PBR	배				0.54	0.50	0.46
ROE	%				14.3	12.2	11.7

1. 목표주가 11,000 원으로 조정

(1) 무상증자 및 실적 추정치 변경에 따라 목표주가 조정

무상증자에 따른 주식 수 증가 및 실적 추정치 변경에 따라 목표주가 11,000 원으로 조정

코리안리의 목표주가를 1) 무상증자로 인한 주식 수 변경(기존 1억4,082만주 > 무증 1억 6,537만주), 2) 실적 추정치 변경 등을 반영하여 기존 14,000 원에서 11,000 원으로 조정한다. 무상증자의 경우 자사주를 제외하고 주당 0.2주의 비율로 신주를 배정했으며 이에 따라 주식 수가 약 17% 증가할 전망이다. 실적 추정치는 3Q23 중 가정 조정에 따른 실적 부진 등을 반영했다. 목표주가는 Target PBR 0.68 배에 2024E BVPS 15,645 원을 적용하여 산출했으며 투자 리스크로는 1) 대형 재해 발생으로 인한 실적 변동성 및 2) 가정 관련 불확실성 등을 제시한다.

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2023E ~2025F ROE 평균	12.8%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.75%, 베타 1 기준	9.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	글로벌 재보험사 밸류에이션 대비 국내 보험사 할인 수준 반영	50%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.68
목표주가	2023F 조정 BPS 15,645 원에 Target PBR 적용	11,000
현재가		7,790
Upside / Downside		41.2%
투자의견		매수

자료: SK 증권

항목	비고	내용
Upside case		103%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	15.8%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.75%, 베타 1 기준	9.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-40.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	1.01
목표주가(Bull case)	2023F 조정 BPS 15,645 원에 Target PBR 적용	15,700
Downside case		-17%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	9.8%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.75%, 베타 1 기준	9.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-60.0%
Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.42
목표주가(Bear case)	2023F 조정 BPS 15,645 원에 Target PBR 적용	6,500

자료: SK 증권

2. 지속되는 공동재보험을 통한 구조적 성장

(1) 금융재보험 시장 확대에 기반한 국내 시장 성장세 지속

삼성생명과 약 7천억원 규모의 부채에 대한 공동재보험 계약 체결

코리안리는 최근 삼성생명과 약 7천억원 규모의 보험 부채에 대한 공동재보험 계약 체결을 발표했다. 이번 계약은 과거 신한라이프, 삼성생명과 체결한 공동재보험과 동일하게 원보험사의 보험부채와 자산을 모두 코리안리에게 이전하는 형태로 이루어질 전망이며 과거 삼성생명이 판매한 무배당 확정형 종신보험 계약을 대상으로 하는 것으로 분석된다.

할인을 현실화 등을 앞두고 생보업계의 금융재보험에 대한 수요가 지속되는 것으로 추정

생명보험 업계에 있어 2024년부터 예정된 할인율 현실화 방안 도입 등을 앞두고 K-ICS 비율의 안정성 제고 목적의 공동재보험 등 금융재보험에 대한 수요가 계속되고 있는 것으로 추정된다. 비록 대량해지 재보험 등 계약의 경우 대량해지위험 관련 계수 조정(일괄 30%에서 보장성/저축성 차등 적용) 등에 따라 추가적인 수요는 제한적일 것으로 예상되지만 여전히 공동재보험 등 금융재보험을 통해 보험 계약이 내포한 금리리스크 등 포괄적인 위험을 완벽하게 헷지할 수 있다는 강점을 고려했을 때 관련 시장의 지속적 확대를 통한 성장을 기대해볼 수 있을 전망이다.

3회에 걸쳐 약 1.4조 수준의 자산/부채를 확보함에 따라 투자손익 중심 개선 기대

이번 계약까지 동사는 3회에 걸친 공동재보험 계약을 통해 약 1.4조원 규모에 해당하는 자산/부채를 원보험사로부터 이전받은 만큼 경상 투자손익 측면의 개선 추세가 지속될 것으로 전망한다.

시기	원보험사	재보험사	거래 부채 규모(십억원)	비고
2021.03	ABL생명	RGA재보험	10	양로보험인 알리안츠파워보험 보유계약 일부 출재
2022.01	신한라이프생명	코리안리	230	고금리 확정형 종신보험 일부 출재
2022.11	삼성생명	코리안리	500	금리연동형 종신보험 관련 출재
2023.06	한화생명	뮤닉리, 하노버리	800	대량 해지리스크 관련 금융재보험
2023.06	교보생명	뮤닉리	n/a	대량 해지리스크 관련 금융재보험
2023.10	국내 보험사 3곳	코리안리	n/a	대량 해지리스크 관련 금융재보험
2023.11	삼성생명	코리안리	700	무배당 확정형 종신보험 관련 출재

자료: 언론보도, SK증권

3. 2023E 순이익 IFRS17 기준 3,295 억원, IFRS4 기준 2,948 억원(+68% YoY) 전망

(1) 2023E 순이익 IFRS17 기준 3,295 억원 전망

3Q23 중 발생사고요소 조정 관련 비용 등 영향으로 부진한 보험손익 기록

코리안리의 2023E 순이익은 IFRS17 기준 3,295 억원을 전망한다. 동사는 3Q23 중 발생사고요소 조정을 통해 2,507 억원을 비용으로 인식하는 등 영향으로 부진한 보험손익을 기록하며 3Q23 당기순이익 240 억원(-49.8% YoY)을 시현했다.

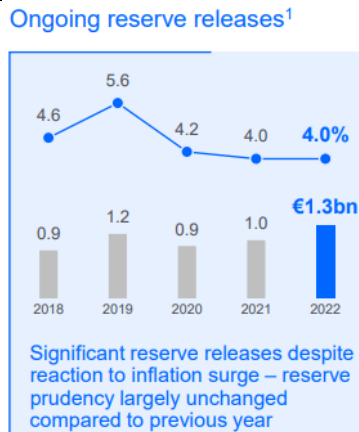
IFRS4 기준 합산비율 감안했을 때 실제 손실보다는 보수적 가정 적용 영향으로 추정

다만 3Q23 중 실적 부진이 실제 손실로 인한 영향으로 보기는 어렵다고 판단한다. 이는 동사의 IFRS4 기준 합산비율이 하와이 산불 등 대형 재해 발생에도 96.1%(-5.6%p YoY)로 오히려 개선되는 모습이 나타났기 때문이다. 따라서 IFRS17 기준 3Q23 실적은 실제 손실 보다는 보수적 가정을 적용한데 기인하는 것으로 분석된다.

Munich Re 등 해외 재보험사에서 보수적 가정으로 부채를 적립하고 미래 환입하는 모습이 나타남

해외 사례를 살펴보면 Munich Re 등 주요 대형 재보험사가 과거부터 1) 보수적인 가정을 기반으로 보험 부채를 적립하고 2) 미래에 이를 환입하여 이익으로 인식하는 형태로 실적 측면의 버퍼를 확보하는 모습이 나타난 바 있다. 이를 감안했을 때 동사의 보수적 가정 적용 역시 장기적으로는 실적 및 부채 측면의 안정성에 긍정적 영향을 미칠 것으로 전망한다.

Munich Re - Reserve Release 로 연간 약 4~5% 수준의 합산비율 개선



자료: Munich Re, SK 증권

보수적인 가정 적용을 감안하여
이전 대비 보험 손익을 하향 조정

다만 보수적 가정 적용을 감안하여 IFRS17 기준 보험손익을 이전 대비 약 40%
하향조정했다. P&C 재보험 손익에 대한 보수적 가정 적용을 감안했을 때 상반기 수
준의 높은 실적을 단기적으로 기대하기는 어려울 전망이다. 다만 장기적으로는 준비
금 환입에 기반한 실적 개선이 나타날 수 있을 것으로 예상된다.

IFRS17 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2023E	2024E
보험손익	59.0	48.5	63.1		98.2	117.1	-20.4	-3.6	191.2	190.4
생명/장기부문	-21.7	59.6	47.3		42.3	27.4	65.6	9.6	144.9	150.5
CSM 상각	52.3	51.9	51.8		41.6	29.0	21.7	20.4	112.7	102.2
RA 해제	22.7	4.9	7.3		6.3	6.3	4.9	5.3	22.8	19.9
예실차 및 기타	-96.8	2.8	-11.8		-5.6	-7.9	39.0	-16.1	9.4	28.4
일반/자동차부문	101.9	7.8	36.6		76.0	116.2	-59.8	14.2	146.4	149.6
기타사업비	21.2	18.9	20.8		20.1	26.5	26.2	27.4	100.2	109.7
투자손익	0.1	-22.2	-1.1		64.4	63.2	56.2	52.1	235.8	211.1
투자손익(환효과 제외)	36.4	38.4	61.7		67.8	52.4	48.7	52.1	221.1	211.1
자산운용손익	51.4	59.6	84.3		94.4	75.9	78.8	79.5	328.6	326.3
보험금융손익	-15.0	-21.3	-22.6		-26.6	-23.5	-30.0	-27.4	-107.5	-115.2
외화관련손익	-36.3	-60.5	-62.8		-3.4	10.8	7.4	0.0	14.7	0.0
영업이익	59.1	26.3	62.0		162.6	180.3	35.7	48.4	427.0	401.5
세전이익	59.1	27.5	62.1		162.5	179.6	36.0	48.3	426.5	401.5
당기순이익	44.3	22.7	47.9		126.3	142.6	24.0	36.6	329.5	302.5
자산총계	9,366.8	9,844.4	10,359.1		11,005.8	10,602.8	11,142.5	11,196.3	11,196.3	11,462.7
운용자산	7,243.7	7,890.7	8,234.0		8,684.2	8,588.8	8,731.4	8,846.4	8,846.4	8,997.6
비운용자산	2,123.1	1,953.7	2,125.1		2,321.6	2,014.1	2,411.1	2,349.9	2,349.9	2,465.1
부채총계	7,148.1	7,371.1	7,881.9		7,911.4	7,394.1	7,897.9	8,003.5	8,003.5	8,067.5
원수/수재보험 기준 CSM 잔액	1,228.8	1,224.4	1,270.0		1,202.6	1,072.8	910.5	856.4	856.4	909.3
자본총계	2,218.7	2,473.3	2,477.2		3,094.4	3,208.8	3,244.6	3,192.8	3,192.8	3,395.2
비상위험준비금	1,499.9	1,504.7	1,428.5		1,333.9	1,492.3	1,509.2	1,557.2	1,557.2	1,753.4
ROE (%)	8.4	4.5	9.5		22.4	24.3	4.0	6.1	14.3	12.2

자료: 코리안리, SK 증권 추정

실적 전망 추정치 변경

		2023E	2024E	2025E
보험손익	수정후	191	190	210
	수정전	322	323	332
	증감률(%)	-41%	-41%	-37%
투자손익	수정후	236	211	211
	수정전	217	187	195
	증감률(%)	9%	13%	8%
세전이익	수정후	426	402	421
	수정전	537	509	526
	증감률(%)	-21%	-21%	-20%
당기순이익	수정후	330	303	317
	수정전	416	382	394
	증감률(%)	-21%	-21%	-19%

자료: SK 증권 추정

(2) 2023E 순이익 IFRS4 기준 2,948 억원(+68% YoY) 전망

IFRS4 기준으로는 2023년 기준 2천억원을 상회하는 호실적을 기록할 전망

한편 IFRS4 기준으로는 2023E 당기순이익은 2,948 억원(+68% YoY)를 전망한다. 동사는 이미 3Q23 누적 2,597억원(+98% YoY)를 기록했는데 과거 2022년까지 동사의 연간 당기순이익이 2천억원을 넘지 못했음을 감안하면 1) 코로나19 영향의 축소 및 2) 하드마켓 트렌드, 3) 공동재보험 수재를 통한 운용자산 확대 등에 기반한 호실적 추세가 이어지고 있는 것으로 분석된다. 4Q23E 순이익은 보수적으로 100%를 상회하는 합산비율을 가정하여 351억원(-20% YoY)을 예상한다.

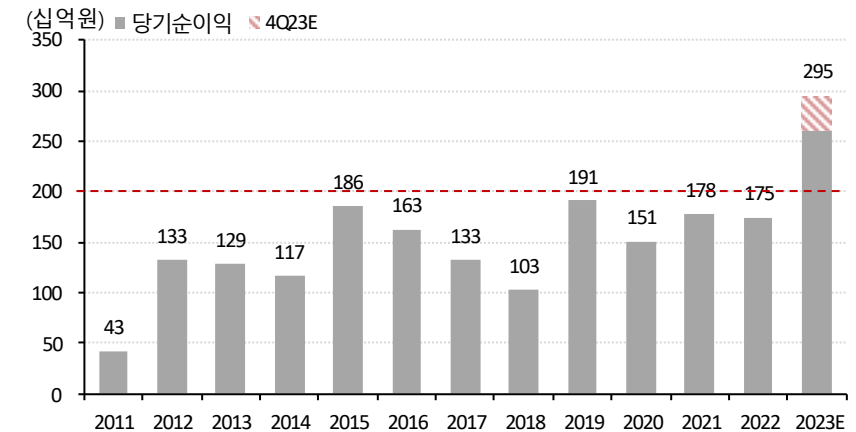
IFRS17 전환 이후로도 IFRS4 순이익에 기반한 배당정책 시행. 2023E DPS는 600원 예상

동사는 IFRS17 전환 이후로도 IFRS4 기준 실적에 기반한 배당정책을 시행하고 있다. 2023E 순이익 기준 약 30%의 배당성향을 적용할 경우 2023E DPS 600원을 전망하며 배당수익률은 약 7.7%를 예상한다.

2024년의 경우 2023년 대비 상승 폭은 낮더라도 하드마켓 트렌드가 지속될 것으로 예상

2024년 재보험 시장의 경우 올해 9월 RVS(몬테카를로 재보험자 회의), 10월 SIRC(싱가포르 국제 재보험 회의) 등 글로벌 주요 재보험자 회의 내용을 고려했을 때 2023년보다 요율 상승 폭은 둔화되더라도 하드마켓 트렌드가 어느정도 이어질 것으로 예상된다. 이를 감안했을 때 가정 관련 변동성 영향이 존재하는 IFRS17 실적과 별개로 IFRS4 실적 기준으로는 지속적인 성장세 및 손익 개선 흐름이 지속될 것으로 예상되며 동시에 배당 매력도 높아질 전망이다.

코리안리 - 연간 당기순이익 추이 및 전망



자료: 코리안리, SK 증권

IFRS4 기준 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	3Q22 누계	3Q23 누계	2022	2023E	전년 대비 증감률
수입보험료	6,943.0	5,718.0	9,724.2	8,332.7	-14.3%
기업	1,783.1	1,737.7	2,274.9	2,236.9	-1.7%
가계	3,106.3	2,019.7	4,180.5	2,721.6	-34.9%
해외	1,812.3	1,951.7	2,467.0	2,665.4	8.0%
공동재보험	241.2	8.8	801.7	708.8	-11.6%
경과보험료	4,930.0	4,257.1	7,178.8	6,433.1	-10.4%
기업	728.6	735.4	983.6	988.4	0.5%
가계	2,564.5	1,916.3	3,475.2	2,587.4	-25.5%
해외	1,396.1	1,596.7	1,918.9	2,148.7	12.0%
공동재보험	240.7	8.7	801.0	708.7	-11.5%
발생손해액	4,238.8	3,391.5	6,214.9	5,324.2	-14.3%
기업	476.8	509.9	650.3	692.1	6.4%
가계	2,393.2	1,750.0	3,223.1	2,343.0	-27.3%
해외	1,124.7	1,101.8	1,531.9	1,559.3	1.8%
공동재보험	244.1	29.8	809.5	729.8	-9.9%
사업비	738.6	780.6	998.4	1,051.1	5.3%
기업	184.9	207.9	237.1	260.9	10.0%
가계	176.5	151.9	241.3	222.6	-7.8%
해외	372.1	419.0	504.5	565.8	12.1%
공동재보험	5.0	1.8	15.5	1.8	-88.1%
보험영업이익(환효과 제외)	-47.4	85.0	-34.6	57.8	-267.2%
투자영업이익(환효과 제외)	165.6	253.4	250.8	334.4	33.3%
영업이익(환 효과 제외)	118.2	338.5	216.2	392.1	81.3%
환 효과 반영 후 영업이익	150.2	387.7	224.3	441.4	96.8%
당기순이익	131.0	259.7	175.2	294.8	68.2%
경과손해율	86.0	79.7	86.6	82.8	-3.8%p
기업	65.4	69.3	66.1	70.0	3.9%p
가계	93.3	91.3	92.7	90.6	-2.2%p
해외	80.6	69.0	79.8	72.6	-7.3%p
경과 사업비율	15.0	18.3	13.9	16.3	2.4%p
기업	25.4	28.3	24.1	26.4	2.3%p
가계	6.9	7.9	6.9	8.6	1.7%p
해외	26.7	26.2	26.3	26.3	0.0%p
합산비율	101.0	98.0	100.5	99.1	-1.4%p
기업	90.8	97.6	90.2	96.4	6.2%p
가계	100.2	99.3	99.7	99.2	-0.5%p
해외	107.2	95.2	106.1	98.9	-7.2%p
배당성향			30%	30%	0.0%p
총 배당금			52.8	88.8	36.0%
주식수(백만주)			140.8	165.4	17.4%
자기주식			18.1	18.1	0.0%
DPS			430	600	39.5%

자료: 코리안리, SK증권 추정

IFRS17 및 재보험 관련 용어 설명

분류	용어	설명
IFRS17 회계기준	보험계약마진(CSM)	- 보험계약의 기대 현금유입액의 현재가치에서 기대 현금유출액의 현재가치로 산출 - 보험계약 최초 인식 시점의 미실현이익 개념으로 보험 기간에 걸쳐 상각하여 수익으로 인식
	위험조정(RA)	- 보험 위험, 해지 위험, 사업비 위험 등 비금융위험으로 인한 현금 흐름의 금액 및 시기의 불확실성 관련 버퍼 - 보험 기간 경과에 따라 해제하여 수익으로 인식
	최선추정부채(BEL)	- 보험계약의 이행과 관련된 미래현금흐름의 현재가치 추정치 - 예상현금유입액으로는 보험료 등, 예상현금유출액으로는 보험금, 신계약비, 사업비, 해약환급금 등 포함. 보험사는 계리적 가정 등을 바탕으로 예상현금흐름을 추정하고 할인율을 적용하여 현재가치로 산출
	이행현금흐름	- BEL 과 RA 를 포함한 개념. 보험서비스 이행에서 발생할 미래 현금 유입/유출액에 리스크를 조정하여 측정된 기대치
	할인율	- 현금흐름과 관련된 화폐의 시간가치 및 금융위험을 반영. 감독회계는 상향식 접근법에 따른 할인율을 요구 - 상향식 접근법의 경우 시장금리(관측기간), 장기선도금리(수령기간) 및 그 사이의 보외기간으로 구성된 무위험 수익률에 유동성프리미엄을 더하여 산출하는 구조
	투자요소	- 보장 사건 발생과 무관하게 보험사가 보험 계약에 따라 모든 상황에서 보험계약자에게 상환해야 하는 금액 - 해약/만기환급금, 재보험 계약에서 발생하는 재보험수수료 등이 투자요소에 해당 - 당기손익에 영향을 미치지 않으며 잔여보장요소 및 발생사고요소 간 조정으로 나타남
	잔여보장부채	- 아직 발생하지 않은 보험사고와 지급사유가 발생하지 않은 투자요소와 관련된 보험자의 보험계약상 의무 - 최선추정부채, 위험조정, 보험계약마진으로 구성
	발생사고부채	- 이미 발생한 보험사고 및 지급사유가 발생한 투자요소 관련 보험자의 보험계약상 의무. 지급사유가 발생했지만 아직 계약자에게 지급되지 않은 보험금, 환급금 등과 관련된 부채. 최선추정부채, 위험조정으로 구성
	해약환급금준비금	- 금리 상승 등에 따라 해약환급금 > 보험부채인 경우 자본으로 인정되는 차액에 해당하는 법정준비금
	보험금융손익	- 보험계약 집합에서 발생한 화폐의 시간가치 효과, 할인율/환율 등 경제적 가정 변경 효과, 재보험 불이행위험 변경 효과 등 보험 부채의 변동분. 보험사의 회계 정책에 따라 당기손익 혹은 OCI 변동으로 표기
	보험취득현금흐름	- 보험계약 집합의 판매, 인수 심사 및 개시 관련 원가에서 발생하는 현금흐름으로 과거 신계약비 개념 - 비례/비비례수당, 판매촉진비, 대리점수수료, 점포운영비, 광고비 등 비용 포함
	손실부담계약	- 최초 인식시점에 미래예상현금유출액의 현가가 유입액 현가 대비 높은 계약. 순유출 관련 손실은 비용으로 인식 - 후속 측정시 BEL 과 RA 조정이 CSM 잔액을 초과하는 경우 손실계약으로 분류하고 초과분을 손실로 인식
회계 모형	일반모형(GM)	- VFA, PAA 모형을 사용하지 않는 보험계약집합 측정에 사용되는 회계 모형 - 이행현금흐름(현금흐름, 시간가치, 위험조정) 및 보험계약마진을 측정
	변동수수료접근법(VFA)	- 직접참가특성을 보유한 보험계약에 대해 적용하는 모델. 변액보험 등이 대표적 - 보험사가 계약에서 얻는 이익은 기초항목의 공정가치에서 변동가능한 수수료를 제한 금액이라는 개념에서 출발
	보험료배분접근법(PAA)	- 1년 정도의 단기 계약 측정을 위한 단순화된 모형 - 자동차보험, 일반보험 등에 주로 사용되며 기존 미경과보험료적립 방법과 유사한 개념
IFRS17 전환	완전소급법	- 계약체결시점의 CSM 산출 후 전환일까지 변동사항 및 상각 반영 - 최초 인식 시점의 계약정보, 위험수준, 변동성, 할인율 등 모든 정보 반영. 현실적으로 적용하는데 애로사항 존재
	수정소급법	- 계약체결시점의 CSM 산출 후 전환일까지 변동사항 및 상각 반영. 국내 보험사들은 5년 내에서 수정소급법 적용 - 집합의 구분, 할인율, CSM 상각 단위 등 일부 가정에 대해서는 전환일 시점 정보 사용
	공정가치법	- 전환일 시점 K-ICS 기준 공정가치 부채를 산정하고 IFRS17 기준 BEL 과 RA 를 차감한 금액을 CSM 으로 산정 - 소급법 적용을 위한 정보 부재 시 사용
재보험	재보험사	- 원보험사 보험 계약의 보험리스크의 일부/전부를 대상으로 재보험 계약을 체결하는 보험사
	출재	- 재보험 계약에 가입함으로써 보유한 보험 계약의 리스크를 재보험사로 이전하는 행위
	수재	- 재보험 계약을 체결함으로써 원보험사의 보험계약의 리스크를 인수하는 행위
	금융재보험	- 전통적인 재보험 계약은 보험 계약의 보험위험만을 한정하여 재보험사로 이전 - 금융재보험은 보험계약이 지닌 포괄적인 위험(금리위험, 운영위험 등)을 모두 이전할 수 있는 재보험 계약 - 국내에서는 2020년 공동재보험으로 처음 도입되었으나 해외에서는 과거부터 리스크 이전 수단으로 널리 활용
	특약재보험	- 사전에 범위 등 세부 조건을 규정한 특약을 체결하고 이를 충족하는 모든 계약이 자동적으로 출재되는 재보험
	임의재보험	- 개별 보험계약 단위로 인수 여부를 결정하는 계약. 희귀한 담보(예술품 등)나 대형 위험이 수반되는 담보 등에 사용
	비례재보험	- 재보험사와 원보험사가 보험료를 배분하는 비율과 보험금을 부담하는 비율이 동일 - 재보험수수료를 활용하여 원보험사의 언더라이팅으로 인한 재보험사의 이익을 공유. Sliding Scale 등이 적용되는 이익수수료를 통해 재보험사의 합산비율은 일정 수준으로 수렴
	비비례재보험	- 재보험사와 원보험사가 보험료를 배분하는 비율과 보험금을 배분하는 비율이 다른 계약 - XoL(Excess of Loss; 초과손해액재보험)이 대표적으로 일정 Excess point 를 초과하는 손실에 대해 Layer 내에서 재보험사가 손실을 부담하며 재보험수수료 등에 따른 영향은 크지 않음

자료: 언론보도, 금융감독원, SK증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
운용자산			8,846	9,006	9,146
현금및예치금			498	516	533
유가증권			7,195	7,325	7,433
대출금			969	980	992
부동산			184	186	187
비운용자산			2,350	2,465	2,574
특별계정자산			0	0	0
자산총계			11,196	11,472	11,719
책임준비금			7,435	7,569	7,681
CSM잔액(원수/수재)			856	909	966
기타부채			568	499	412
특별계정부채			0	0	0
부채총계			8,004	8,067	8,093
자본금			83	83	83
신종자본증권			154	154	154
자본잉여금			808	808	808
이익잉여금			2,133	2,344	2,566
비상위험준비금			1,557	1,753	1,964
자본조정			-134	-134	-134
기타포괄손익누계액			150	150	150
자본총계			3,193	3,404	3,626

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익			191	190	210
생명/장기손해보험			145	150	164
CSM상각			113	102	108
RA해제			23	20	18
예실차 및 기타			13	6	26
재보험손익			-4	23	11
일반/자동차보험			146	150	158
(기타사업비)			100	110	112
투자손익			236	211	211
투자손익(환효과 제외)			221	211	211
자산운용손익			329	326	332
- FVPL자산 평가손익			30	0	0
보험금융손익			-108	-115	-120
외화관련손익			15	0	0
영업이익			427	402	422
영업외손익			-1	0	-0
세전이익			426	402	422
법인세비용			97	99	104
법인세율(%)			22.7	24.7	24.7
당기순이익			330	303	318

주요투자지표 I

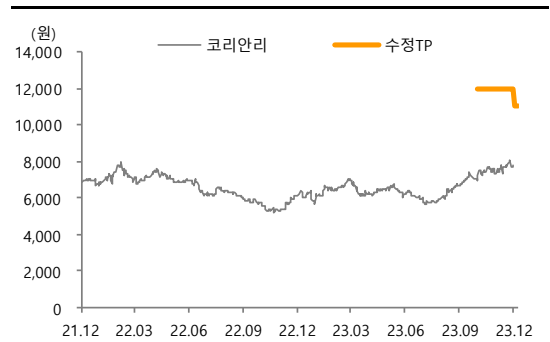
12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
수재보험료 추이	8,374	9,724	8,452	8,234	8,709
국내 일반/자동차	2,856	2,840	2,698	2,786	2,877
국내 생명/장기손해	3,397	3,616	2,340	2,419	2,500
국내 금융재보험	0	802	709	0	0
해외 수재	2,121	2,467	2,705	3,029	3,332
CSM 관련 지표					
기초CSM			1,064	856	909
CSM 조정 가점 변경			-325	-40	-40
신계약 CSM(원수/수재)			174	163	171
CSM 이자부리			56	32	34
상각 전 CSM			969	1,012	1,074
CSM상각액			113	102	108
CSM상각률(%)			11.6	10.1	10.1
CSM 순증액			-208	53	56
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률			3.9	3.7	3.7
FVPL 제외 운용수익률			3.6	3.7	3.7
손익구성					
보험손익			44.8	47.4	49.9
투자손익			55.2	52.6	50.1
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)			182.7	191.2	200.5

자료: 코리아리, SK증권 추정

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율				1.8	1.5
CSM증가율			-19.5	6.2	6.2
국내수재보험료 증가율	0.8	16.1	-20.8	-9.4	3.3
해외수재보험료 증가율	-2.5	16.3	9.6	12.0	10.0
BPS증가율				8.9	8.5
당기순이익증가율				-8.2	5.0
주당지표(원)					
EPS			1,993	1,830	1,920
BPS			14,421	15,698	17,040
CSM 포함			19,600	21,197	22,879
해약환급금준비금 제외			13,594	14,875	16,220
보통주 DPS		430	600	620	650
보통주 배당수익률(%)		6.3	7.7	8.0	8.3
Valuation 지표					
PER(배)			3.9	4.3	4.1
PBR(배)			0.5	0.5	0.5
CSM 포함			0.4	0.4	0.4
해약환급금준비금 제외			0.6	0.5	0.5
ROE(%)			14.3	12.2	11.7
ROA(%)			2.9	2.7	2.7
배당성장률(%)			26.8	30.2	30.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.12.05	매수	11,000원	6개월		
2023.10.05	매수	11,934원	6개월	-36.45%	-32.13%



Compliance Notice

작성자(설용진)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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 12월 05일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------