

코리안리 (003690)

차별화된 성장 동력 보유

투자의견 BUY, 목표주가 10,000원 유지

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 10,000원을 유지한다. 다만 기존 목표주가 10,000원은 지난 11월 21일 무상증자 영향이 반영되기 이전의 기준이기 때문에, 이를 무상증자 후 기준으로 조정할 경우 실질적으로는 목표주가를 17.3% 상향 조정한 것이다. 동사는 앞으로도 매 4분기마다 동일한 비율의 무상증자를 지속할 계획이며, 무상증자 시 전체 유통주식 수에서 동사가 보유한 자사주의 비율이 감소하기 때문에 자사주 소각과 같은 효과를 발생시킨다는 점에서 긍정적이다.

공동재보험 시장의 본격적인 성장 기대

목표주가를 상향 조정한 가장 큰 이유는 동사의 차별화된 성장 동력인 공동재보험이 이제 본격적으로 확대될 전망이다. 올해부터 경제적 가정 변경 영향으로 요구자본이 증가할 전망이다. 만큼 당사는 자본비용이 낮은 보험사들을 중심으로 가용자본 확대 노력이 나타날 것으로 예상된다. 물론 가용자본 확대 노력은 우선적으로 신계약 CSM 확대를 통해 이루어질 것으로 예상하지만, 이미 과당 경쟁이 이루어지고 있는 현재 상황에서 신계약을 늘리기 위해서는 수익성을 낮추고 양적인 성장에 집중할 수 밖에 없다. 그러나 이는 곧 해약환급금 준비금 증가 폭이 이익을 상회해 배당가능이익이 소진됨을 의미하기 때문에 결국에는 공동재보험에 대한 수요가 증가하는 결과가 나타날 것으로 예상된다.

4Q23E preview

4분기 실적은 저이원 채권 교체매매에 따른 금융상품 처분손실과 IBNR 추가 적립을 통한 선제적 비용 인식에 따라 소폭 적자를 기록할 것으로 예상된다. 그러나 당사는 이를 상반기 중 FVPL 평가익과 기타보험손익 확대로 급격히 증가한 이익을 미래의 이익 재원으로 적립하고자 하는 전략으로 판단하며, 이를 통해 올해에도 안정적인 이익 흐름이 나타날 것으로 예상된다. 4분기 신계약 CSM은 지난 11월 삼성생명과 체결한 7,000억원 규모의 공동재보험 계약으로 크게 증가할 전망이다.

	4Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험손익	-21	-	N/A	-	-
투자손익	18	-	-67.2	-	-
영업이익	-3	-	N/A	-	-
영업외손익	0	-	0.0	-	-
세전이익	-2	-	N/A	-	-
당기순이익	-2	-	N/A	-	-

결산 (12월)	2021A	2022A	2023E	2024E
영업이익			376	384
세전이익			376	386
당기순이익			291	284
PER (배)		IFRS4	4.5	5.0
PBR (배)			0.33	0.37
수정 배당수익률			7.4	8.4

자료: 유안타증권 리서치센터



정태준 보험/증권/은행/CFA
taejoon.jeong@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **10,000원 (M)**

현재주가 (1/19) **6,960원**

상승여력 **44%**

시가총액	11,460억원
총발행주식수	165,367,526주
60일 평균 거래대금	25억원
60일 평균 거래량	311,235주
52주 고/저	8,100원 / 5,686원
외인지분율	26.12%
배당수익률	0.00%
주요주주	장인순 외 5인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.6)	(7.1)	6.7
상대	3.6	(6.2)	3.6
절대 (달러환산)	(4.7)	(6.4)	(1.5)

주: 수정 배당수익률은 향후 예정된 무상증자 영향을 제외한 기준

자료: 유안타증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 10,000원 유지

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 10,000원을 유지한다. 다만 기존 목표주가 10,000원은 지난 11월 21일 무상증자 영향이 반영되기 이전의 기준이기 때문에, 이를 무상증자 후 기준으로 조정할 경우 실질적으로는 목표주가를 17.3% 상향 조정한 것이다. 동사는 앞으로도 매 4분기마다 동일한 비율의 무상증자를 지속할 계획이며, 무상증자 시 전체 유통주식 수에서 동사가 보유한 자사주의 비율이 감소하기 때문에 자사주 소각과 같은 효과를 발생시킨다는 점에서 긍정적이다. 게다가 동사는 IFRS17로의 회계 제도 전환 이전부터 꾸준히 별도 순이익의 30%에 해당하는 현금 배당을 지급해왔기 때문에 배당의 가시성도 뛰어나다. 2023년 배당은 IFRS4 대비 이익이 급작스럽게 증가해 타사와 마찬가지로 배당성향이 감소할 수 있으나, 2024년부터는 다시 원래의 추세를 되찾을 것으로 예상된다.

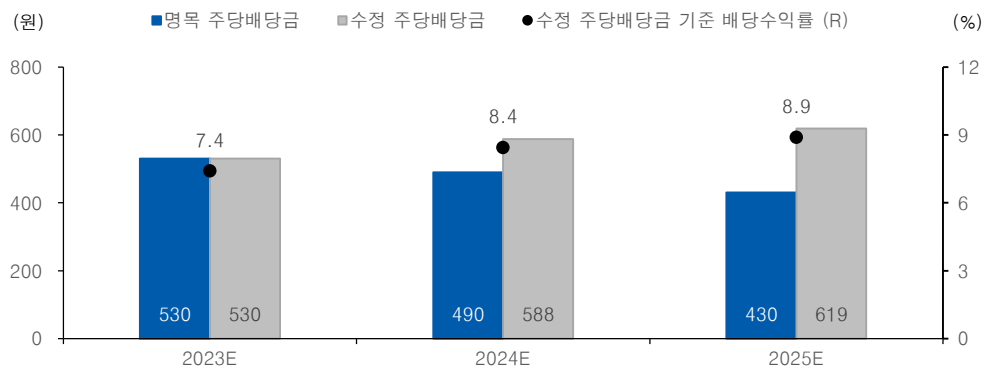
[표 1] 목표주가 산출

(단위: 원, %)

항목	코리아리	비고
현재 주가	6,960	(A)
2024E 주당배당금	490	(B)
2024E 수정 주당배당금	588	(B'), 4Q24E 무상증자 영향 제거한 수정 DPS
2024E 수정 배당수익률	8.4	(C) = (A) ÷ (B')
요구 배당수익률	6.0	(D)
2024E K-ICS 비율	206.3	(E)
할증/할인율	103.1%	(F) = (E) ÷ 200
신규 목표주가	10,000	(G) = (A) × (C) ÷ (D) × (F)
기존 목표주가 (무증 전 기준)	10,000	
기존 목표주가 (무증 후 기준)	8,524	목표주가 변화율: +17.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 명목 vs. 수정 주당배당금

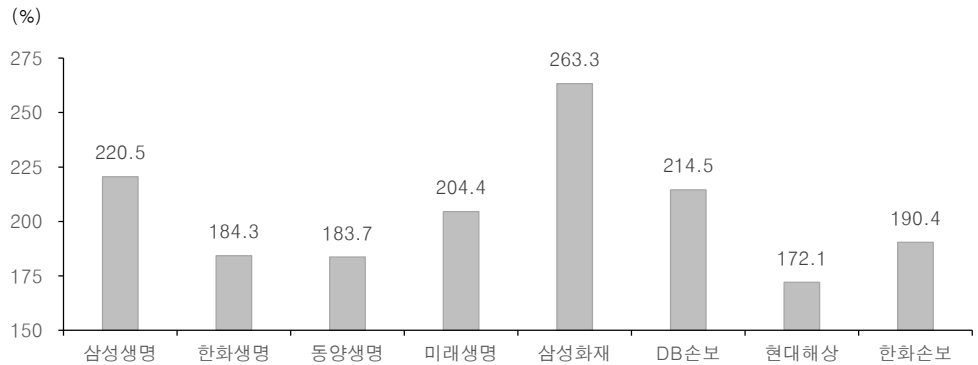


주: 수정 주당배당금은 향후 예정된 무상증자 영향을 제외한 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

공동재보험 시장의 본격적인 성장 기대

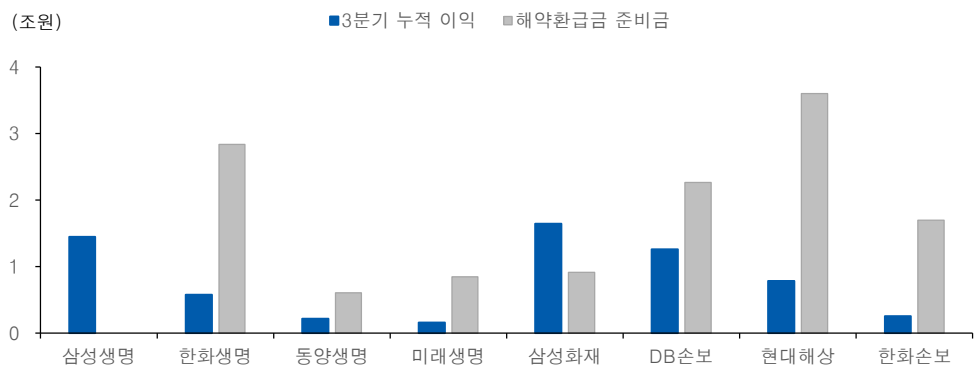
목표주가를 상향 조정한 가장 큰 이유는 동사의 차별화된 성장 동력인 공동재보험이 이제 본격적으로 확대될 전망이다. 올해부터 경제적 가정 변경 영향으로 요구자본이 증가할 전망이다. 만큼 당사는 자본비율이 낮은 보험사들을 중심으로 가용자본 확대 노력이 나타날 것으로 예상된다. 물론 가용자본 확대 노력은 우선적으로 신계약 CSM 확대를 통해 이루어질 것으로 예상하지만, 이미 과당 경쟁이 이루어지고 있는 현재 상황에서 신계약을 늘리기 위해서는 수익성을 낮추고 양적인 성장에 집중할 수 밖에 없다. 그러나 이는 곧 해약환급금 준비금 증가 폭이 이익을 상회해 배당가능이익이 소진됨을 의미하기 때문에 결국에는 공동재보험에 대한 수요가 증가하는 결과가 나타날 것으로 예상된다.

[그림 2] 3분기 K-ICS 비율 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 3분기 누적 이익 vs. 해약환급금 준비금 잔액



자료: 유안타증권 리서치센터

4Q23E preview

4분기 실적은 저이원 채권 교체매매에 따른 금융상품 처분손실과 IBNR 추가 적립을 통한 선제적 비용 인식에 따라 소폭 적자를 기록할 것으로 예상된다. 그러나 당사는 이를 상반기 중 FVPL 평가익과 기타보험손익 확대로 급격히 증가한 이익을 미래의 이익 재원으로 적립하고자 하는 전략으로 판단하며, 이를 통해 올해에도 안정적인 이익 흐름이 나타날 것으로 예상된다.

한편 4분기 신계약 CSM 은 지난 11월 삼성생명과 체결한 7,000억원 규모의 공동재보험 계약으로 크게 증가할 전망이다. 다만 이는 신한라이프와 5,000억원 규모의 공동재보험 계약을 체결한 2022년 1분기 당시 동사의 신계약 CSM 2,327억원을 기준으로 산출한 것이며, 삼성생명과 공동재보험은 2022년과 2023년 두 차례 모두 4분기에 체결했기 때문에 더 정확한 추정은 2023년 사업보고서에서 당기(2023년)과 전기(2022년)의 신계약 CSM 비교를 통해 가능할 것으로 판단한다.

[표 2] 분기 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2023E	2024E	2025E
보험손익	98	117	-20	-21	174	155	173
CSM 상각	39	27	28	32	126	131	160
RA 해제	6	6	5	5	22	20	20
예실차	-16	-34	42	-9	-17	-17	-17
기타	69	118	-95	-50	42	21	10
투자손익	64	63	56	18	202	230	230
보험금융손익 제외	173	60	111	74	418	450	451
FVPL 평가익	23	6	1	4	34	10	11
금융상품 처분익	0	0	0	-40	-39	0	0
영업이익	163	180	36	-3	376	384	403
영업외손익	0	-1	0	0	0	1	1
세전이익	163	180	36	-2	376	386	405
당기순이익	126	143	24	-2	291	284	298
기시 CSM	1,064	1,203	1,073	911	1,064	1,051	1,221
신계약 CSM	110	7	19	326	461	440	538
이자부리	19	13	17	17	65	67	67
CSM 상각	-42	-27	-28	-32	-129	-131	-160
CSM 조정	51	-123	-170	-170	-411	-205	-103
기말 CSM	1,203	1,073	911	1,051	1,051	1,221	1,564

자료: 유안타증권 리서치센터

코리아리 (003690) 추정재무제표 (K-IFRS)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익			174	155	173
CSM 상각			126	131	160
RA 해제			22	20	20
예실차			-17	-17	-17
기타			42	21	10
투자손익			202	230	230
보험금융손익 제외			418	450	451
FVPL 평가익	IFRS4		34	10	11
금융상품 처분익			-39	0	0
영업이익			376	384	403
영업외손익			0	1	1
세전이익			376	386	405
법인세비용			85	102	107
법인세율			25.4	26.4	26.4
당기순이익			291	284	298

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PER			4.4	5.0	5.6
PBR			0.32	0.37	0.41
수정 배당수익률*			7.4	8.4	8.9
EPS			1,577	1,399	1,232
BPS			21,486	19,021	16,825
수정 DPS*			530	588	619
ROE	IFRS4		9.1	8.7	8.6
ROA			2.68	2.70	2.87
K-ICS 비율			203.8	206.3	214.5
지급여력금액			3,766	4,133	4,682
지급여력기준금액			1,847	2,004	2,183
배당성향			26.9	30.5	30.6
보통주 배당성향			26.9	30.5	30.6

주: 배당 관련 지표는 보통주 기준,
 주: 수정 배당수익률과 수정 DPS는 향후 예정된 무상증자 영향을 제외한 기준
 자료: 유안타증권

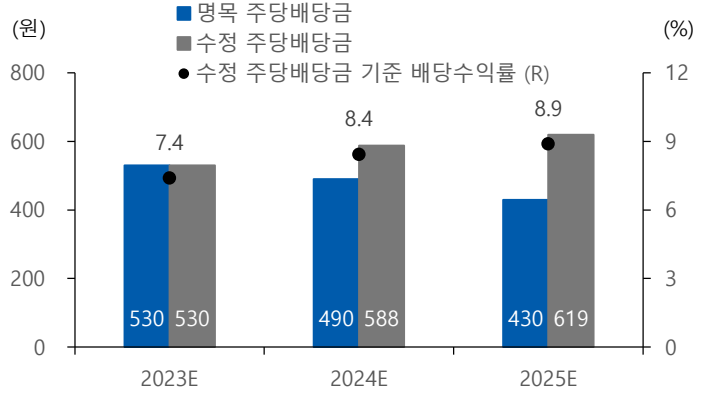
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
자산			10,605	10,435	10,320
현금			535	526	521
금융자산			7,381	7,263	7,183
FVPL			2,077	2,044	2,021
FVOCI			1,796	1,768	1,748
FVAC			3,952	3,889	3,846
기타자산			2,689	2,646	2,617
부채			7,440	7,074	6,752
보험부채			6,461	6,094	5,773
BEL			4,349	3,742	2,923
CSM	IFRS4		1,051	1,221	1,564
RA			571	641	796
기타			491	491	491
기타부채			979	979	979
자본			3,164	3,361	3,568
자본금			83	97	115
자본잉여금			154	139	121
이익잉여금			2,104	2,301	2,508
해약환급금 준비금			134	79	12
자본조정			-134	-134	-134
기타포괄손익누계액			150	150	150
신증자본증권			808	808	808

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
기시 CSM			1,064	1,051	1,221
신계약 CSM			461	440	538
이자부리			65	67	67
CSM 상각	IFRS4		-129	-131	-160
CSM 조정			-411	-205	-103
기말 CSM			1,051	1,221	1,564

자료: 유안타증권

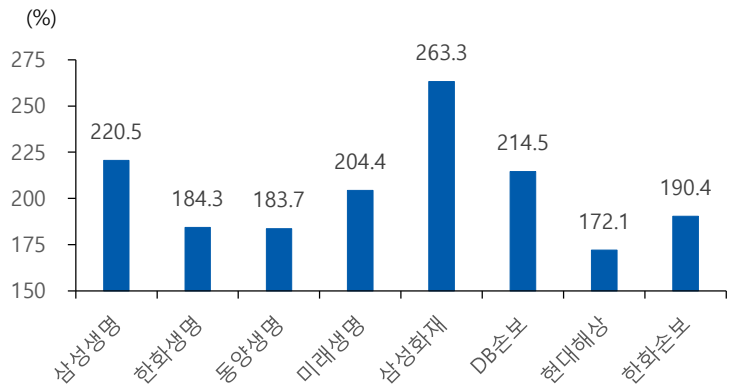
Key Chart

명목 vs. 수정 주당배당금



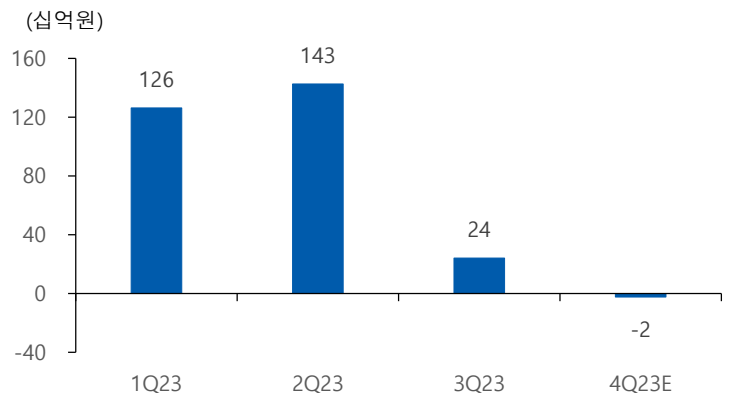
주: 수정 주당배당금은 향후 예정된 무상증자 영향을 제외한 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

3분기 K-ICS 비율 비교



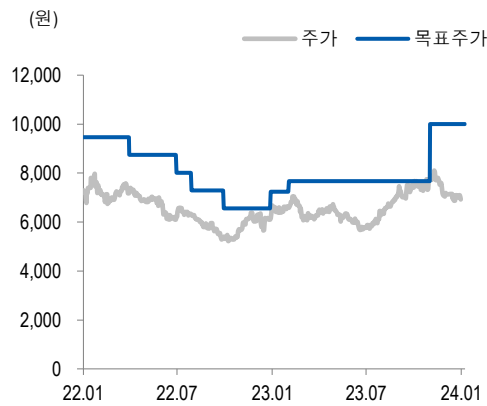
자료: 유안타증권 리서치센터

분기 실적 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

코리아리 (003690) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-01-22	BUY	10,000	1년		
2023-11-20	BUY	10,000	1년		
2023-02-20	BUY	7,672	1년	-14.58	1.11
2023-01-16	BUY	7,246	1년	-10.13	-7.88
2022-10-17	BUY	6,558	1년	-11.22	-2.78
2022-08-16	BUY	7,287	1년	-19.65	-13.70
2022-07-18	BUY	8,016	1년	-19.94	-17.82
2022-04-18	BUY	8,744	1년	-22.73	-15.42
2021-05-14	BUY	9,473	1년	-25.77	-15.77

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.8
Hold(중립)	11.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-01-19

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.