



코리안리 (003690)

공동재보험 수요가 확대되는 국면

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479 / RA 권지우 Jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (유지)

목표주가(하향): 8,000원

현재 주가(11/19)	7,990원
상승여력(신주효과를 선반영)	▲18.0%
시가총액	15,566억원
발행주식수	194,821천주
52 주 최고가 / 최저가	8,130 / 5,831원
90 일 일평균 거래대금	17.05억원
외국인 지분율	26.6%

주주 구성	
장인순 (외 6인)	20.3%
자사주 (외 1인)	9.3%
신영증권 (외 5인)	8.8%

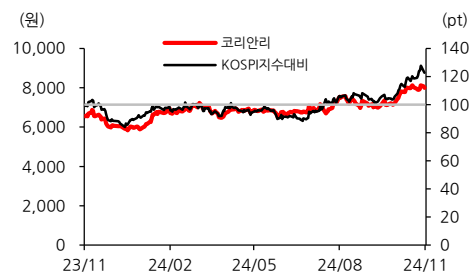
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.5	7.0	18.0	21.6
상대수익률(KOSPI)	15.2	14.5	27.2	21.5

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	277	209	166	179
투자손익	106	156	175	225
영업이익	383	365	340	404
당기순이익	307	286	266	307
CSM (*)	1,043	829	879	816
수정 EPS	1,535	1,976	1,502	1,652
수정 BPS	23,540	19,028	16,465	17,242
수정 PER	4.4	3.6	5.3	4.8
수정 PBR	0.3	0.4	0.5	0.5
수정 ROE	6.1	9.4	7.9	9.0
배당성향	6.3	6.5	5.6	6.5

주: 상장 예정인 신주 효과를 미리 반영함, *보유 순부채 기준

주가 추이



코리안리의 3Q24 실적은 평분기 수준을 기록했습니다. 이익 추정치 하향과 무상증자를 감안해 목표주가를 8,000 원(증자전 9,400 원)으로 제시합니다. 출재 수요 확대 국면에서 수익성은 제고될 가능성이 높습니다.

3Q24 별도 순이익 670억원(+179% YoY)

코리안리의 3Q24 별도 당기순이익은 670억원(+179% YoY, -27% QoQ)으로 평분기 수준인 것으로 판단. IFRS17 도입 원년인 2023년에는 상반기 보험수익이 집중되는 구조가 나타난 반면 하반기 발생사고 요소조정 등을 통한 비용 확대가 나타남. 따라서 높은 YoY 증익률은 기저효과에 의함. 한편 2024년은 이러한 추이를 평탄화함으로써 분기 순익 변동성이 낮아졌으나, 전분기 발생한 대체투자 평가익과 충당금 환입을 주 원인으로 QoQ 감익을 나타냄. 3Q24 보험손익은 492억원으로, 보험금 예실차 부진에 따라 일반모형은 적자를 나타냈으나 PAA 모형의 손익 평탄화가 실현됨. 3Q24 투자손익은 310억원으로 해외 법인의 누적 적자에 따른 손상차손 270억원을 감안하면 양호한 수준인 것으로 판단

무상증자를 감안해 목표주가 8,000원 제시

코리안리는 2022년부터 매년 4분기 무상증자를 실시. 자사주를 제외한 주식수의 20%를 기존 주주에게 추가 배정하면서 간접적으로 자사주 비율을 축소해옴. 최근 공시한 2,945만주의 신주는 11월 25일 상장될 예정. 주로 투자손익 전망치의 조정에 따라 2025년 및 2026년 당기순이익 추정치를 각각 6%, 4% 하향하면서 6%의 목표주가 하향 요인이 발생. 여기에 곧 상장될 신주 효과를 미리 반영해 목표주가를 8,000원으로 제시함. 이는 현재 발행주식수 기준으로 9,400원에 해당하며 현 주가와와의 괴리율은 18%로 나타남

공동재보험 수요가 확대되는 국면

계리가정 강화와 부채 할인을 인하 등에 따라 원수보험사의 자본비용 관리 필요성은 더욱 높아질 전망. 장기채 매입, 금리선도거래, 자본증권 발행뿐 아니라 공동재보험 출재의 수요도 확대되는 국면임. 코리안리의 capa를 고려할 때 추가적인 수재를 통해 수익성이 제고될 가능성도 높다고 판단됨. 투자 의견 매수를 유지함

[표1] 코리안리의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

구분	코리안리	설명
자기자본비용 (CoE)	11.0	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.9	(b): 국고채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.7	(c)
Beta (β)	0.8	(d)
Average ROE	8.7	(e): 3개년 기대 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.80	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인률)	-40.0	(h): Valuation premium (discount) 부여*
목표 PBR	0.48	(i): (g)*(h)
수정 BPS	16,679	(j): 12개월 forward BPS
목표주가	8,000	(k): (i)*(j)
직전 대비 조정률	-5.8	
현 주가	6,782	
상승여력	18.0	

주: 상장 예정인 신주 효과를 미리 반영함

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 주요 투자지표 추정치 변동

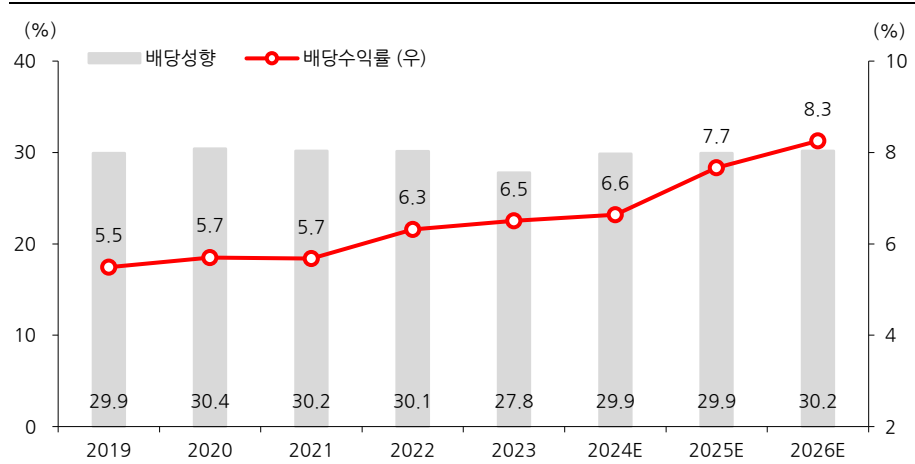
(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(푼)	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
당기순이익	307	328	326	342	-5.8	-4.2
수정 EPS	1,652	1,780	1,945	2,057	-15.1	-13.4
수정 BPS	17,242	18,124	20,549	21,475	-16.1	-15.6
수정 ROE	9.0	9.2	9.6	9.8	-0.6	-0.6

주: 상장 예정인 신주 효과를 미리 반영함

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 코리안리의 배당지표 추이 및 전망



자료: 코리안리, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 코리안리의 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	QoQ	YoY
AUM	8,684	8,589	8,731	9,679	9,541	9,972	10,360	3.9	18.7
투자서비스손익 (경상)	94	76	79	10	70	121	72	-40.3	-8.1
Yield (%)	4.4	3.5	3.7	0.4	2.9	5.0	2.9	-2.1	-0.8
CSM (보유 순부채)	1,178	1,046	945	829	887	907	892	-1.6	-5.5
CSM 상각	39	27	28	11	18	17	17	1.2	-39.3
단순상각률 (%)	13.2	10.3	11.9	5.5	8.0	7.4	7.6	0.2	-4.2
보험+재보험손익	98	117	-20	14	50	43	49	15.5	흑전
일반/VFA 모형	42	27	66	9	-22	-34	-2	적지	적전
예실차	2	-6	28	15	2	-68	-20	적지	적전
보험금*	2	-6	28	15	2	-68	-20	적지	적전
사업비	-0	-1	-0	-0	0	-0	0	흑전	흑전
RA 변동	6	6	5	6	8	5	5	12.3	15.6
CSM 상각	39	27	28	11	18	17	17	1.2	-39.3
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-9	-0	-3	-24	-27	9	-5	적전	적지
기타	5	1	8	1	-24	3	1	-61.9	-85.6
PAA 모형	76	116	-60	27	98	99	79	-19.6	흑전
보험수익	902	970	948	938	835	951	940	-1.1	-0.9
발생순보험금	466	436	557	553	374	465	493	6.1	-11.4
발생순손사비	19	21	19	20	18	19	20	7.1	5.4
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-0	3	-36	43	-13	-8	2	흑전	흑전
재보험비용	335	391	389	366	322	348	334	-4.0	-14.2
기타	-6	-8	-6	-15	-11	-11	-15	적지	적지
기타사업비	20	26	26	21	26	22	29	30.3	9.2
투자손익	64	63	56	-28	31	80	31	-61.0	-44.8
환율 영향	68	52	49	-23	28	81	27	-66.6	-44.6
경상	-3	11	7	-5	3	-1	4	흑전	-46.2
보험금융손익	-109	3	-55	28	-112	-108	51	흑전	흑전
환율변동손익	-27	-24	-30	-33	-42	-40	-45	적지	적지
경상	-82	26	-25	61	-69	-68	97	흑전	흑전
투자서비스손익	173	60	111	-56	142	188	-20	적전	적전
외환파생손익	94	76	79	10	70	121	72	-40.3	-8.1
경상	79	-15	32	-66	72	66	-93	적전	적전
영업이익	163	180	36	-13	81	122	80	-34.4	124.4
영업외이익	-0	-1	0	-2	-1	-1	1	흑전	102.8
세전이익	163	180	36	-15	80	122	81	-33.5	124.2
당기순이익	126	143	24	-7	63	92	67	-27.1	178.8

주: *보험료 경험조정 포함

자료: 코리안리, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	8,503	9,679	10,464	11,519
현금및예치금	640	756	809	944
유가증권	6,642	7,956	8,684	9,532
FVPL	114	2,198	2,285	2,492
FVOCI	3,278	2,641	3,308	3,761
AC	3,007	2,859	2,859	3,046
대출채권	1,039	784	778	832
부동산	182	184	194	211
비운용자산	2,450	2,341	2,369	2,837
특별계정자산	0	0	0	0
자산총계	10,953	12,021	12,833	14,355
책임준비금	n/a	8,167	8,676	9,981
BEL	n/a	6,417	7,042	8,401
RA	n/a	493	435	436
CSM	1,063	826	689	627
PAA	n/a	431	510	517
투자계약부채	n/a	0	0	0
기타부채	n/a	554	742	772
후순위채	n/a	0	0	0
특별계정부채	n/a	0	0	0
부채총계	8,180	8,721	9,418	10,753
자본금	70	83	83	83
자본잉여금	166	154	154	154
신종자본증권	559	808	808	808
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	1,953	2,178	2,317	2,505
해약환급금준비금	1,456	1,379	1,432	1,432
자본조정	-134	-134	-134	-134
기타포괄손익누계	162	212	188	188
자본총계	2,773	3,300	3,415	3,603

성장률

(% YoY)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	9.7	6.8	11.9
운용자산	n/a	13.8	8.1	10.1
부채총계	n/a	6.7	8.0	14.2
CSM	n/a	-19.5	-16.6	-9.1
자본총계	n/a	18.8	3.5	5.5
보험손익	n/a	-24.4	-20.8	7.9
투자손익	n/a	47.0	12.0	28.9
영업이익	n/a	-4.6	-6.8	18.7
순이익	n/a	-6.7	-6.9	15.4

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	277	209	166	179
일반 및 변동수수료모형	132	144	-64	9
CSM 상각	196	105	67	62
RA 변동	41	22	23	19
예상과실제차이	-22	38	-108	-53
손실계약	-86	-37	-28	-19
기타	3	16	-19	0
보험료배분접근법모형	239	159	328	273
간접사업비	95	94	99	103
투자손익	106	156	175	225
보험금융손익	-162	-133	-320	-55
이자수익	191	237	280	292
배당수익	75	18	23	24
FVPL 평가손익	1	27	23	0
외환손익	5	30	140	-104
기타	-3	-22	29	69
영업이익	383	365	340	404
영업외이익	-0	-2	-1	0
세전이익	382	363	340	404
법인세비용	76	77	74	97
당기순이익	307	286	266	307

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표				
투자수익률	3.4	3.2	5.0	2.6
순투자손익률	1.4	1.7	1.7	2.1
수정 Book Value	2,462	2,802	2,910	3,047
수익성				
수정 ROE*	6.1	9.4	7.9	9.0
수정 ROA*	1.3	2.1	1.8	2.0
주당 지표				
수정 EPS*	1,535	1,976	1,502	1,652
수정 BPS*	23,540	19,028	16,465	17,242
보통주 DPS	430	540	450	520
Valuation 및 배당				
수정 PER*	4.4	3.6	4.5	4.1
수정 PBR*	0.3	0.4	0.4	0.4
배당성향*	30.1	27.8	29.9	29.9
보통주 배당수익률	6.3	6.5	6.6	7.7

주: IFRS 별도 기준, 2022년 수치는 IFRS17 & IAS39 적용, 2023년 이후 수치는 IFRS17 & IFRS9 적용, 상장 예정인 신주 효과를 미리 반영함

[Compliance Notice]

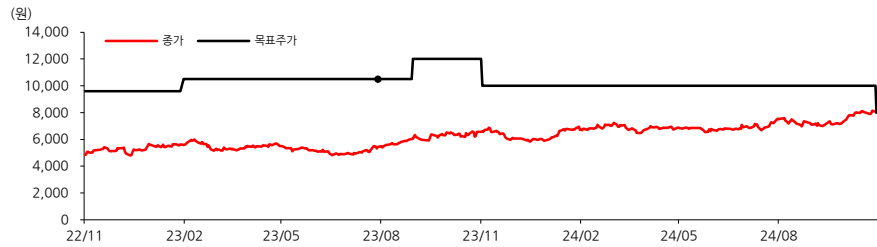
(공표일: 2024년 11월 20일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[코리안리 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2022.11.29	2023.02.20	2023.09.19	2023.11.16	2023.11.22
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		9,600	10,500	12,000	12,000	10,000
일시	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.26	2024.04.18	2024.11.20	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	10,000	10,000	10,000	10,000	8,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.29	Buy	9,600	-10.36	-4.58
2023.02.20	Buy	10,500	-29.39	-20.57
2023.09.19	Buy	12,000	-27.31	-24.16
2023.11.22	Buy	10,000	-18.99	-4.21
2024.11.20	Buy	8,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%