

# 코리안리 (003690/KS)

## 제도 불확실성 속 안정적인 대안

## SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 11,000 원(유지)

현재주가: 8,090 원

상승여력: 36.0%

### 제도 불확실성에서 가장 자유로운 보험사

최근 CSM 상각률 이슈 등 영향으로 제도 불확실성 우려가 다시 부각되고 있으며 해약환급준비금 제도 개편과 관련하여 배당가능이익 및 법인세 등의 변동 가능성도 높아지는 모습이 나타나고 있다. 다만 동사의 경우 1) 공동재보험을 제외하면 전반적인 부채 듀레이션이 짧아 CSM 상각률 관련 영향이 적고 2) 이익잉여금 내 해약환급준비금 비중이 작아 제도 개편 관련 영향도 크지 않을 것으로 예상되는 만큼 최근 제도 관련 불확실성에서 가장 자유롭다고 판단한다. 전반적인 제도 관련 불확실성이 높아진 환경 속에서 동사를 업종 내 유용한 대안으로 고려해볼 수 있을 전망이다.

### 보수적인 부채 적립에 기반한 버퍼 예상

기존 IFRS4 기준 합산비율과 IFRS17 합산비율의 차이는 할인율, 분산효과 및 재보험 수수료 비용 반영 차이 등에 기인한다. 실제로 1Q22 이후 합산비율 트렌드를 살펴보면 할인율 등으로 인한 갭이 일부 존재하지만 전반적인 트렌드는 IFRS4 와 IFRS17 이 대체로 일치하는 것을 확인할 수 있다. 다만 3Q23 에는 IFRS4 합산비율보다 IFRS17 합산비율이 악화되는 모습이 나타났는데 이는 해외수채 중심으로 보수적인 가정을 적용하여 부채를 적립한 영향으로 추정된다. 1Q22~2Q23 중 IFRS4 - IFRS17 합산비율 갭 평균을 기준으로 추정해보면 약 700~800 억원의 추가 부채 적립이 이뤄진 것으로 추정되며 향후 환입을 통한 이익 개선을 기대해볼 수 있다고 판단한다.

### 2024E 순이익 2,929 억원(+1.9% YoY) 전망

코리안리의 2024E 순이익은 2,929 억원(+1.9% YoY)를 전망한다. 1Q24 실적은 635 억원(-49.7% YoY)를 기록했으나 1) 23년 하반기부터 나타난 보수적 부채 적립 기초, 2) 1Q24 중 생보사 IBNR 제도 변경 영향 약 200 억원 및 부동산 PF 총담금 적립 100 억원 등 일회성 비용이 나타난데 기인한다. 향후 엘니뇨에서 라니냐 전환이 예상되는 환경 등을 감안하면 자연재해 손실 등 대응을 위한 보수적인 부채 적립 기초가 이어질 것으로 예상되지만 이를 감안해도 하반기에는 기저효과에 따른 증익을 기대해볼 수 있다고 판단한다. 또한 24년에도 하반기 중 약 20% 규모의 무상증자를 단행할 것으로 예상되며 이에 기반한 Upside 도 유효할 전망이다.



Analyst  
설용진

s.dragon@sk.com  
3773-8610

#### Company Data

발행주식수	16,537 만주
시가총액	1,338 십억원
주요주주	
장인순(외5)	19.96%
자사주	10.95%

#### Stock Data

주가(24/05/27)	8,090 원
KOSPI	2,722.99 pt
52주 최고가	8,510 원
52주 최저가	5,686 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

#### 주가 및 상대수익률



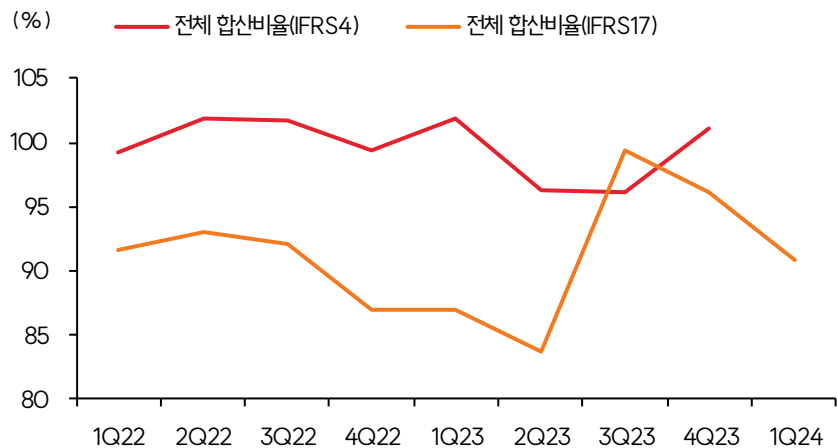
#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원		277	209	215	211	211
투자손익	십억원		106	156	160	180	186
영업이익	십억원		383	365	375	390	397
당기순이익	십억원		307	287	293	305	310
EPS	원		2,178	1,738	1,771	1,844	1,873
PER	배		3.13	4.11	4.57	4.39	4.32
PBR	배		0.43	0.47	0.55	0.52	0.51
ROE	%		13.5	12.2	11.9	12.2	11.9

코리아리 - 분기별 실적 추이 및 전망										
(%, 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	98.2	117.1	-20.4	14.3	49.8	75.1	39.4	51.0	247.2	-49.3
생명/장기부문	42.3	27.4	65.6	8.9	-22.4	26.5	17.6	6.0	적전	적전
CSM 상각	39.0	26.9	28.0	11.3	17.8	18.3	17.9	17.6	57.3	-54.3
RA 해제	6.0	6.0	4.6	5.7	8.2	7.8	7.7	7.7	45.1	35.9
예실차	3.1	-7.9	32.3	14.2	-22.1	15.3	6.9	-4.2	적전	적전
손실계약비용 및 기타	-5.8	2.4	0.7	-22.3	-26.3	-15.0	-15.0	-15.0	적지	적지
일반/자동차부문	76.0	116.2	-59.8	26.6	97.9	76.1	49.1	67.0	267.7	28.9
합산비율(IFRS17)	86.6	79.9	110.7	95.3	80.9	86.3	92.1	88.5	-15.1	-6.5
기타사업비	20.1	26.5	26.2	21.2	25.7	27.5	27.2	22.0	21.5	28.0
투자손익	64.4	63.2	56.2	-27.7	30.9	45.3	46.9	36.6	흑전	-51.9
투자손익(환효과 제외)	67.8	52.4	48.7	-23.0	27.9	45.3	46.9	36.6	-221.5	-58.9
자산운용손익	94.4	75.9	78.8	10.1	70.2	84.2	85.6	75.2	598.5	-25.6
보험금융손익	-26.6	-23.5	-30.0	-33.0	-42.3	-38.9	-38.7	-38.6	적지	적지
외화관련손익	-3.4	10.8	7.4	-4.7	3.0	0.0	0.0	0.0	흑전	흑전
영업이익	162.6	180.3	35.7	-13.3	80.7	120.4	86.4	87.6	흑전	-50.3
세전이익	162.5	179.6	36.0	-14.9	80.2	119.6	85.6	85.7	흑전	-50.7
당기순이익	126.3	142.6	24.0	-5.5	63.5	93.5	67.9	68.0	흑전	-49.7
자산총계	11,006	10,603	11,143	12,001	11,839	11,734	11,865	11,738	-1.3	7.6
운용자산	8,684.2	8,588.8	8,731.4	9,679.3	9,541.2	9,483.1	9,644.9	9,604.9	-1.4	9.9
부채총계	7,911.4	7,394.1	7,897.9	8,700.1	8,621.5	8,485.2	8,563.7	8,481.1	-0.9	9.0
원수/수재보험 CSM 잔액	1,202.6	1,072.8	910.5	803.1	871.2	853.8	836.7	820.0	8.5	-27.6
자본총계	3,094.4	3,208.8	3,244.6	3,301.1	3,217.6	3,248.5	3,301.4	3,257.2	-2.5	4.0
신종자본증권	808.1	808.1	808.1	808.1	808.1	808.1	808.1	808.1	0.0	0.0
비상위험준비금	1,333.9	1,492.3	1,509.2	1,378.5	1,396.5	1,418.1	1,446.8	1,468.2	1.3	4.7
해약환급금준비금	139.8	137.8	136.8	102.0	102.4	102.9	103.4	103.9	0.4	-26.8
ROE (%)	22.4	24.3	4.0	-0.9	10.4	15.4	11.0	11.0	11.2%p	-12%p

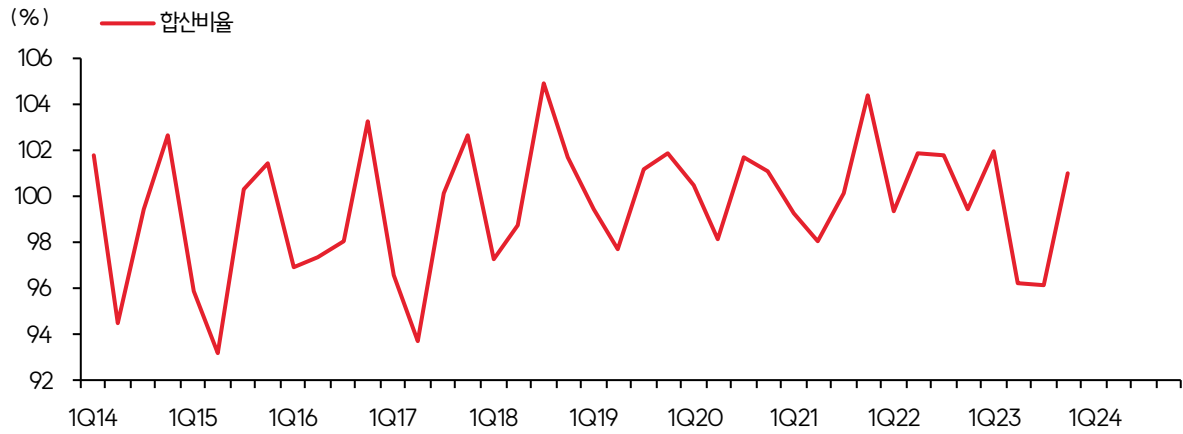
자료: 코리아리, SK 증권 추정

합산비율 - IFRS4 vs IFRS17



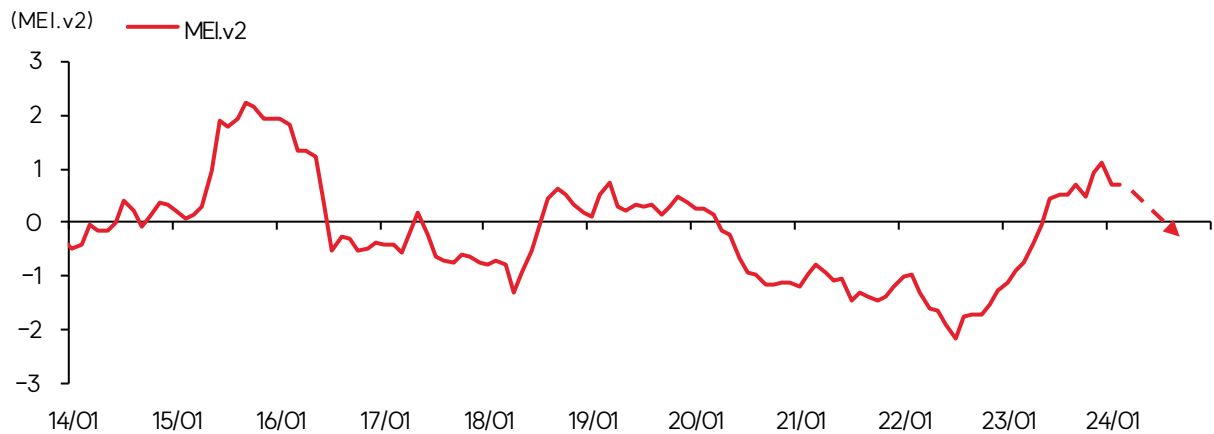
자료: 코리아리, SK 증권

코리아인리 - IFRS4 기준 합산비율



자료: 코리아인리, SK 증권

Multivariate ENSO Index.v2 추이



자료: NOAA, ISK 증권

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	209	215	211	211
	수정 전		262	257	263
	증감률(%)		-17.8%	-18.1%	-19.8%
투자손익	수정 후	156	160	180	186
	수정 전		137	170	185
	증감률(%)		16.6%	5.6%	0.7%
세전손익	수정 후	363	371	387	394
	수정 전		395	425	445
	증감률(%)		-6.0%	-8.9%	-11.5%
당기순이익	수정 후	287	293	305	310
	수정 전		298	320	335
	증감률(%)		-1.7%	-4.7%	-7.5%

자료: 코리아인리, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>운용자산</b>		<b>9,679</b>	<b>9,605</b>	<b>9,838</b>	<b>10,073</b>
현금및예치금		756	832	779	734
유가증권		7,956	7,826	8,096	8,358
대출금		784	762	778	793
부동산		184	185	186	188
<b>비운용자산</b>		<b>2,322</b>	<b>2,133</b>	<b>2,095</b>	<b>2,039</b>
특별계정자산		0	0	0	0
<b>자산총계</b>		<b>12,001</b>	<b>11,738</b>	<b>11,933</b>	<b>12,112</b>
<b>책임준비금</b>		<b>8,167</b>	<b>7,792</b>	<b>7,859</b>	<b>7,916</b>
CSM잔액(원수/수재)		796	623	610	598
기타부채		533	690	718	747
특별계정부채		0	0	0	0
<b>부채총계</b>		<b>8,700</b>	<b>8,481</b>	<b>8,576</b>	<b>8,663</b>
<b>자본금</b>		<b>83</b>	<b>83</b>	<b>83</b>	<b>83</b>
신종자본증권		808	808	808	808
자본잉여금		154	154	154	154
이익잉여금		2,179	2,167	2,272	2,364
비상위험준비금		1,379	1,468	1,563	1,661
자본조정		-134	-134	-134	-134
기타포괄손익누계액		212	180	174	174
<b>자본총계</b>		<b>3,301</b>	<b>3,257</b>	<b>3,357</b>	<b>3,449</b>

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>보험수익</b>					
P&C 전체		3,758	3,765	3,797	3,911
- 국내 P&C보험		2,218	2,161	2,179	2,244
- 해외수재		1,540	1,605	1,618	1,667
L&H 전체		1,327	1,157	1,185	1,371
<b>순보험수익(보험수익-재보험비용)</b>					
P&C 전체		2,276	2,267	2,286	2,355
- 국내 P&C보험		1,034	1,010	1,019	1,049
- 해외수재		1,242	1,257	1,268	1,306
L&H 전체		1,268	1,124	1,149	1,329
<b>합산비용(IFRS17 기준)</b>					
P&C 전체		93.0	87.2	88.8	88.5
- 해외수재		91.3	83.4	87.9	87.9
L&H 전체		88.6	97.5	94.7	96.2
<b>투자이익 관련 지표(환영향 제외)</b>					
자산운용수익률		2.9	3.3	3.4	3.4
FVPL 제외 운용수익률		2.6	3.3	3.4	3.4
<b>손익구성</b>					
보험손익		57.3	57.4	54.0	53.1
투자손익		42.7	42.6	46.0	46.9
<b>자본적정성</b>					
지급여력비율(K-ICS)		183.2	182.4	184.4	186.2

자료: 코리안리, SK증권 추정

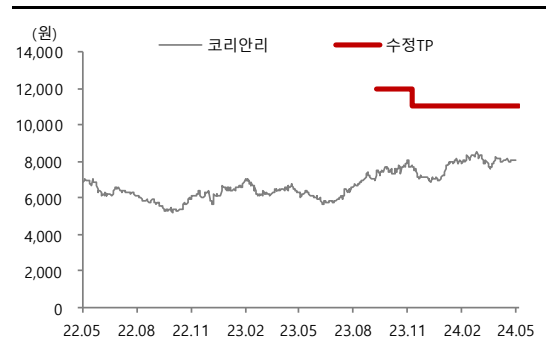
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>보험손익</b>		<b>209</b>	<b>215</b>	<b>211</b>	<b>211</b>
생령/장기손해보험		144	28	61	51
CSM상각		105	72	70	67
RA해제		22	31	30	29
예실차 및 기타		42	-4	21	15
재보험손익		-25	-71	-60	-60
일반/자동차보험		159	290	256	271
(기타사업비)		94	103	107	111
<b>투자손익</b>		<b>156</b>	<b>160</b>	<b>180</b>	<b>186</b>
투자손익(환효과 제외)		146	157	180	186
자산운용손익		259	315	332	340
- FVPL 자산 평가손익		-39	-31	-10	-10
보험금융손익		-113	-158	-153	-154
외화관련손익		10	3	0	0
<b>영업이익</b>		<b>365</b>	<b>375</b>	<b>390</b>	<b>397</b>
영업외손익		-2	-4	-3	-3
<b>세전이익</b>		<b>363</b>	<b>371</b>	<b>387</b>	<b>394</b>
법인세비용		76	78	82	84
법인세율 (%)		20.9	21.1	21.2	21.3
<b>당기순이익</b>		<b>287</b>	<b>293</b>	<b>305</b>	<b>310</b>

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>성장성지표 (%)</b>					
운용자산증가율			-0.8	2.4	2.4
CSM증가율			-21.7	-2.1	-2.0
P&C 보험수익 증가율			0.2	0.8	3.0
L&H 보험수익 증가율			-12.9	2.4	15.7
보험손익 증가율			2.9	-2.2	0.2
투자손익 증가율			2.4	12.4	3.8
BPS증가율			-1.8	4.1	3.6
당기순이익증가율			1.9	4.1	1.6
<b>주당지표(원)</b>					
EPS		1,738	1,771	1,844	1,873
BPS		15,075	14,810	15,412	15,970
EV(BV+CSM)		19,888	18,580	19,101	19,585
보통주 DPS	430	540	600	620	640
보통주 배당수익률(%)	6.3	7.6	7.5	7.7	8.0
<b>Valuation 지표</b>					
PER(배)		4.1	4.5	4.4	4.3
PBR(배)		0.5	0.5	0.5	0.5
P/EV(배)		0.4	0.4	0.4	0.4
ROE(%)		12.2	11.9	12.2	11.9
ROA(%)		2.5	2.5	2.6	2.6
배당성장률(%)		27.7	30.2	30.0	30.4

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 (2024년 05월 28일 기준)

매수	96.27%	중립	3.73%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------