



코리안리 (003690)

힘을 숨기는 중

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Buy (유지)

목표주가(유지): 12,000원

현재 주가(11/15)	8,590원
상승여력	▲39.7%
시가총액	12,097억원
발행주식수	140,823천주
52 주 최고가 / 최저가	9,100 / 6,630원
90 일 일평균 거래대금	27.78억원
외국인 지분율	31.7%

주주 구성	
장인수 (외 6 인)	19.5%
자사주 (외 1 인)	12.9%
국민연금공단 (외 1 인)	8.7%

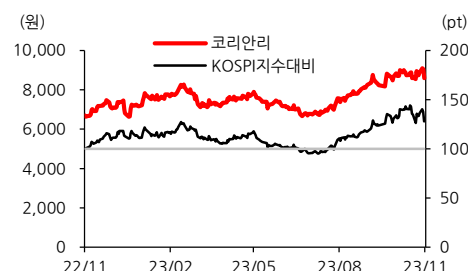
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.9	13.5	10.1	28.5
상대수익률(KOSPI)	-2.2	16.7	9.8	28.2

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	n/a	233	306	305
투자손익	n/a	233	196	210
영업이익	n/a	467	503	516
당기순이익	n/a	360	380	389
CSM (*)	1,043	873	786	728
수정 EPS	1,535	2,608	2,774	2,851
수정 BPS	23,540	21,987	22,949	24,144
수정 PER	4.4	3.3	3.1	3.0
수정 PBR	0.4	0.4	0.4	0.4
수정 ROE	6.1	12.7	12.3	12.1
배당성향	6.3	7.7	7.8	7.2

* 보유 순부채 기준

주가 추이



코리안리의 3Q23 실적은 어닝 쇼크를 나타냈으나, 이는 상반기 호실적을 기록한 가운데 기중 부채를 보수적으로 평가한 결과로 판단됩니다. 배당 기준의 이익 체력은 대폭 개선됐고, 한 차례 더 개선될 전망입니다.

3Q23 별도 순이익 240억원(-50% YoY), 어닝 쇼크

코리안리의 3Q23 별도 당기순이익은 240억원(-50% YoY, -83% QoQ)(단, 전년 동기 IFRS17 적용 & IFRS9 미적용)으로 당사 추정치 864억원을 72% 하회하는 어닝 쇼크를 기록. 단, 기대를 어긋난 원인은 단기 계약(PAA)에서의 부채 전입비용이 크게 증가한 점이 유일했음. 3Q23 보험손익은 -204억원으로 적자 전환. PAA 적용계약의 이행현금흐름(BEL+RA) 증가 요인 중 발생사고부채 변동분은 3Q22 1,740억원으로 상반기 평균 670억원 대비 1,000억원 이상 증가했는데, 이것이 분기 손익 부진의 원인이었음. 실제 합산비용은 개선세를 이어나간 점을 고려하면, 해당 비용은 사고 증가때문이 아니라 부채를 보수적으로 평가한 데 따른 것으로 보임. 투자수익률(보험금융손익, 환율 영향 제거)은 3.7%로, 대부분이 이자수익으로 구성된 안정적인 투자 성과를 시현 중

‘실질’의 개선 지속

코리안리의 3Q23 합산비용율은 96.1%로, 계절적으로 수익성이 가장 양호한 2분기와 유사한 수준을 나타낸 동시에 전년 동기보다 6%p 개선됨. 특히 해외 합산비용율이 90.2%로 15%p YoY 개선된 점이 주요. 상반기 해외 합산비용율 개선이 주로 보험료 증가(+24% YoY)에 의한 것이었다면, 3Q23 개선은 고액사고 감소에 의한 비용 감소(-15% YoY)가 원인. 보험 수익성 개선으로 IFRS4 기준 분기 순이익은 1,047억원으로 63% YoY 증가함

IFRS4 기준 배당성향 30% 가정 시, 기대 DY 7.7%

코리안리는 IFRS4 기준의 배당정책(성향 30%)을 유지하고 있음. 해당 기준의 3Q23 누적 순이익은 2,597억원으로, 4Q23 순이익 100억원을 가정하면 배당성향 30%에 대해 배당수익률은 7.7%로 기대됨. 2024년에도 글로벌 재보요율이 인상될 것으로 예상돼 배당 기준의 이익 체력은 한 차례 더 제고될 전망. 긍정적인 업황을 고려해 업종 내 top pick으로 유지함

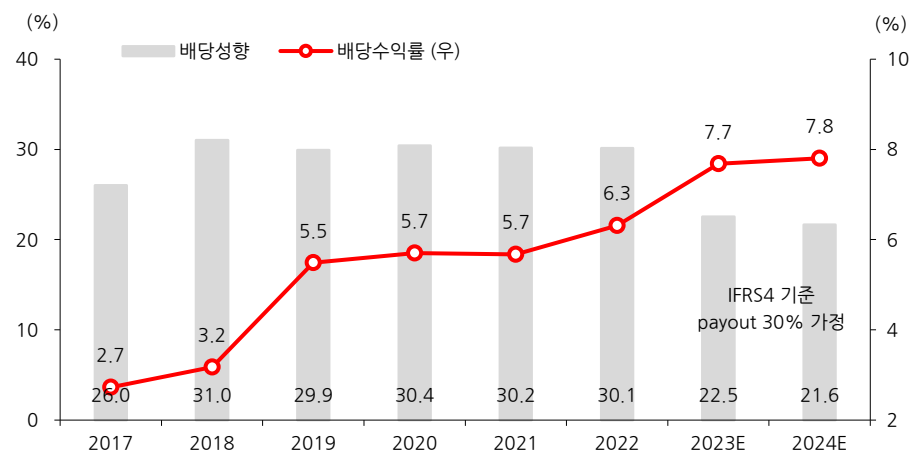
[표1] 코리안리의 3Q23 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %, %p)

	3Q23P	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	3Q23E	차이
보험손익	-20.4	63.1	적전	117.1	적전	79.5	적전
투자손익	56.2	-1.1	흑전	63.2	-11.1	34.9	60.7
영업이익	35.7	62.0	-42.4	180.3	-80.2	114.5	-68.8
당기순이익	24.0	47.9	-49.8	142.6	-83.1	86.4	-72.2

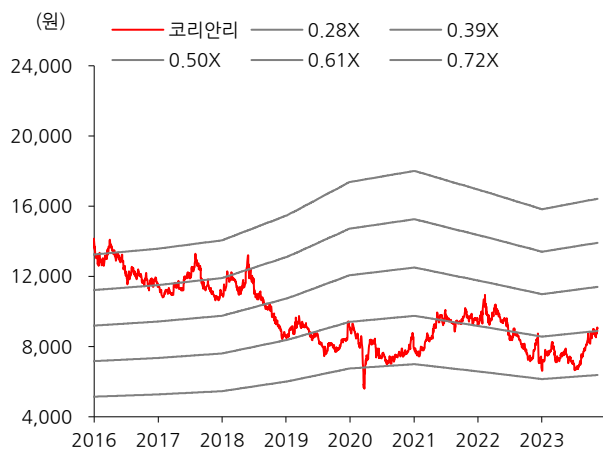
자료: 코리안리, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 코리안리의 배당지표



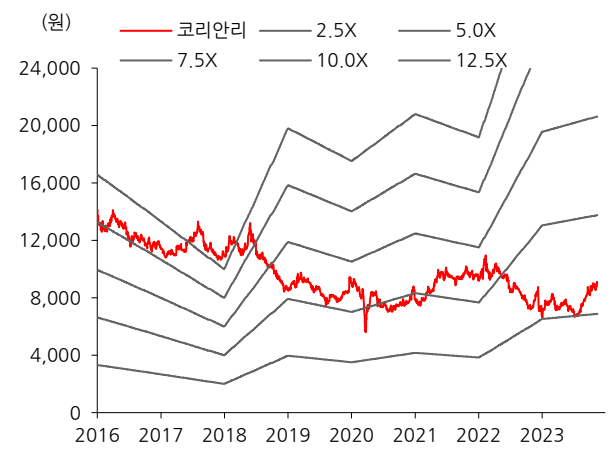
자료: 코리안리, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 코리안리의 12m forward PBR



자료: 코리안리, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 코리안리의 12m forward PER



자료: 코리안리, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 코리안리의 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

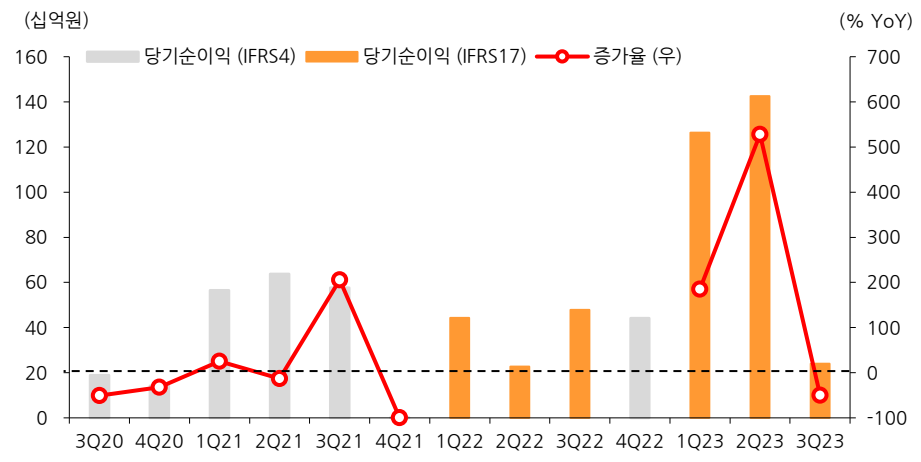
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	QoQ	YoY
AUM	7,244	7,891	8,234		8,684	8,589	8,731	1.7	6.0
투자서비스손익 (경상)	51	60	84		94	76	79	3.7	-6.6
Yield (%)	2.9	3.2	4.2		4.4	3.5	3.7	0.1	-0.6
CSM (보유 순부채)	1,172	1,166	1,273	1,040	1,178	1,046	945	-9.7	-25.8
CSM 상각	44	45	47		39	27	28	4.4	-40.4
단순상각률 (%)	14.9	15.3	14.8		13.2	10.3	11.9	1.6	-2.9
보험+재보험손익	59	49	63		98	117	-20	적전	적전
일반/VFA 모형	-22	60	47		42	27	66	139.6	38.9
예실차	-54	34	0		2	-6	28	흑전	14,507.9
보험금*	-54	34	0		2	-6	28	흑전	8,828.0
사업비	-0	-0	-0		-0	-1	-0	적지	적지
RA 변동	23	5	7		6	6	5	-23.7	-34.2
CSM 상각	44	45	47		39	27	28	4.4	-40.4
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-34	-25	-8		-9	-0	-3	적지	적지
기타	0	1	1		5	1	8	825.8	685.7
PAA 모형	102	8	37		76	116	-60	적전	적전
보험수익	859	939	902		902	970	948	-2.2	5.1
발생순보험금	327	451	482		466	436	557	27.7	15.6
발생순손사비	31	18	21		19	21	19	-9.8	-7.1
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-38	-1	9		-0	3	-36	적전	적전
재보험비용	352	441	342		335	391	389	-0.5	13.9
기타	-8	-20	-30		-6	-8	-6	적지	적지
기타사업비	21	19	21		20	26	26	-1.0	26.0
투자손익	0	-22	-1		64	63	56	-11.1	흑전
환율 영향	-15	-21	-23		-27	-24	-30	적지	적지
경상	70	101	203		173	60	111	83.9	-45.3
보험금융손익	-70	-124	-205		-109	3	-55	적전	적지
환율변동손익	-55	-102	-182		-82	26	-25	적전	적지
경상	-15	-21	-23		-27	-24	-30	적지	적지
투자서비스손익	70	101	203		173	60	111	83.9	-45.3
외환파생손익	19	42	119		79	-15	32	흑전	-72.7
경상	51	60	84		94	76	79	3.7	-6.6
영업이익	59	26	62		163	180	36	-80.2	-42.4
영업외이익	-0	1	0		-0	-1	0	흑전	207.4
세전이익	59	27	62		163	180	36	-79.9	-42.0
당기순이익	44	23	48		126	143	24	-83.1	-49.8

주: 회색 음영 부분은 데이터 부재, *보험료 경험조정 포함

자료: 코리안리, 한화투자증권 리서치센터

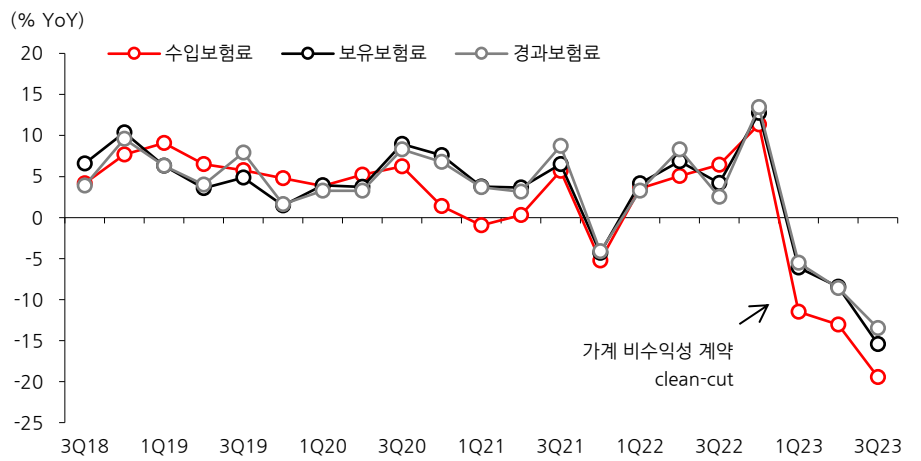
[그림4] 코리안리의 분기별 당기순이익 및 증가율



주: 1Q22~3Q22는 IFRS17 & IAS39 기준, 1Q23~3Q23은 IFRS17 & IFRS9 기준

자료: 코리안리, 한화투자증권 리서치센터

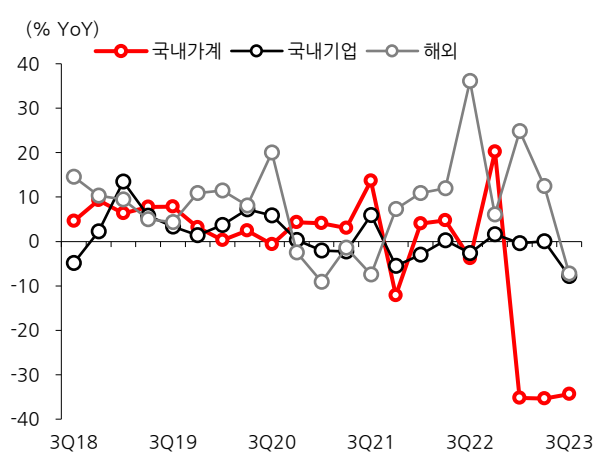
[그림5] 코리안리의 보험료 증가율



주: 연속성을 위해 공동재보험료는 제외함

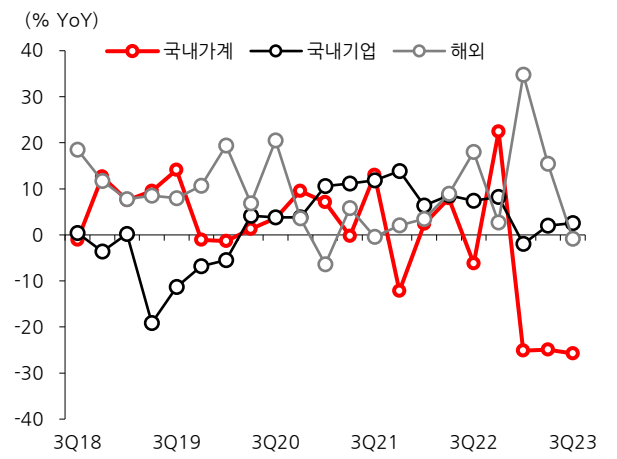
자료: 코리안리, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 코리안리의 보증별 수입보험료 증가율



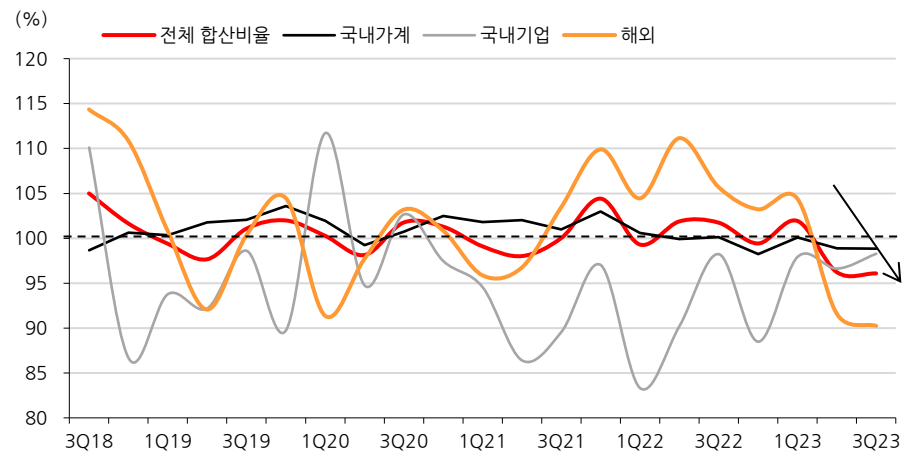
자료: 코리안리, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 코리안리의 보증별 경과보험료 증가율

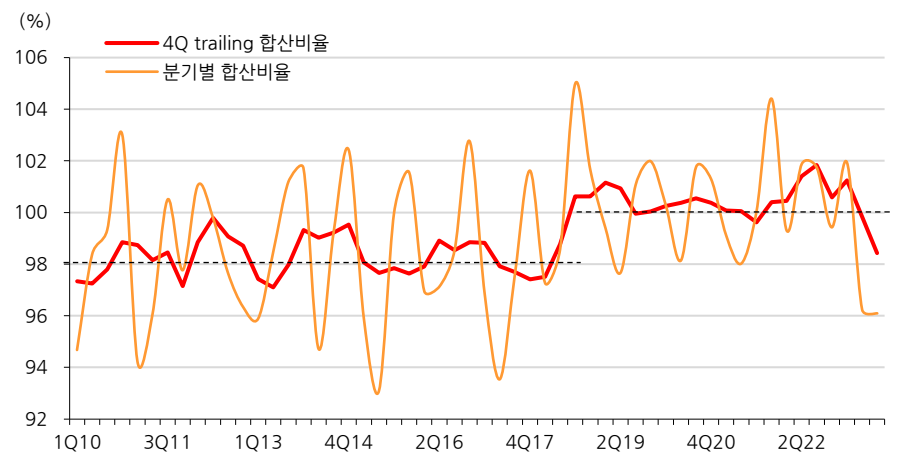


자료: 코리안리, 한화투자증권 리서치센터

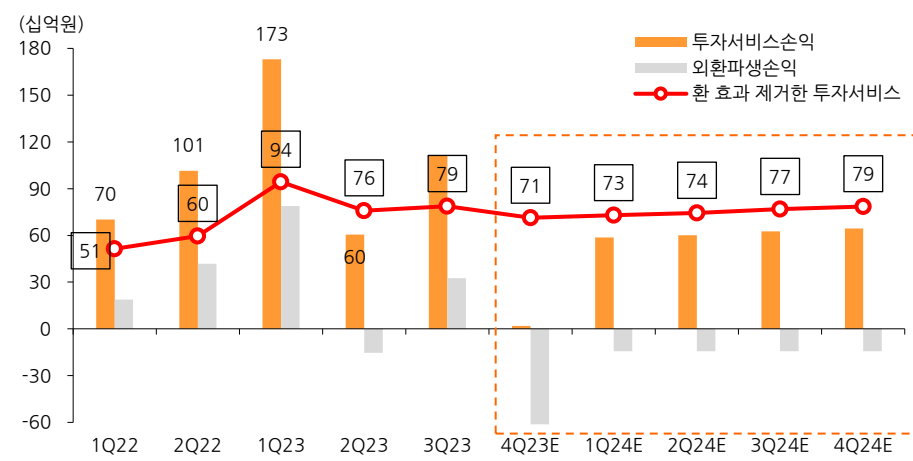
[그림8] 코리안리의 보종별 합산비율 추이



[그림9] 코리안리의 4Q trailing 해외 합산비율



[그림10] 코리안리의 경상 투자서비스손익 추이



[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
운용자산	8,503	8,906	8,995	9,130
현금및예치금	640	564	573	583
유가증권	6,642	7,159	7,224	7,332
FVPL	114	1,992	2,004	2,034
FVOCI	3,278	1,753	1,727	1,753
AC	3,007	3,171	3,249	3,301
대출채권	1,039	994	1,008	1,023
부동산	182	189	190	193
비운용자산	2,450	2,561	2,509	2,544
특별계정자산	0	0	0	0
자산총계	10,953	11,467	11,504	11,674
책임준비금	n/a	7,514	7,267	7,143
BEL	n/a	5,486	5,274	5,105
RA	n/a	479	513	561
CSM	1,063	906	844	811
PAA	n/a	643	636	666
투자계약부채	n/a	0	0	0
기타부채	n/a	651	677	704
후순위채	n/a	0	0	0
특별계정부채	n/a	0	0	0
부채총계	8,180	8,165	7,944	7,847
자본금	70	70	70	70
자본잉여금	166	166	166	166
신종자본증권	559	808	808	808
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	1,953	2,241	2,501	2,768
해약환급금준비금	1,456	1,534	1,637	1,744
자본조정	-134	-134	-134	-134
기타포괄손익누계	162	150	148	148
자본총계	2,773	3,302	3,559	3,827

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
자산총계	n/a	4.7	0.3	1.5
운용자산	n/a	4.7	1.0	1.5
부채총계	n/a	-0.2	-2.7	-1.2
CSM	n/a	-14.8	-6.8	-3.9
자본총계	n/a	19.1	7.8	7.5
보험손익	n/a	n/a	31.4	-0.3
투자손익	n/a	n/a	-15.9	7.0
영업이익	n/a	n/a	7.7	2.6
순이익	n/a	n/a	5.6	2.5

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	n/a	233	306	305
일반 및 변동수수료모형	n/a	169	129	123
CSM 상각	n/a	120	100	91
RA 변동	n/a	24	30	33
예상과실계차이	n/a	25	4	4
손실계약	n/a	-14	-5	-5
기타	n/a	14	0	0
보험료배분접근법모형	n/a	162	285	301
간접사업비	n/a	17	10	10
투자손익	n/a	233	196	210
보험금융손익	n/a	-113	-49	-136
이자수익	n/a	232	267	283
배당수익	n/a	19	21	22
FVPL 평가손익	n/a	30	-1	0
외환손익	n/a	27	-57	27
기타	n/a	38	15	15
영업이익	n/a	467	503	516
영업외이익	n/a	-0	0	0
세전이익	n/a	466	503	516
법인세비용	n/a	107	123	126
당기순이익	n/a	360	380	389

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023E	2024E	2025E
주요 지표				
KICS 비율	n/a	183.5	179.8	176.6
합산비율	100.5	99.4	99.2	99.7
투자수익률	n/a	4.0	2.8	3.9
수정 Book Value	2,358	2,698	2,816	2,963
수익성				
수정 ROE*	6.1	12.7	12.3	12.1
수정 ROA*	1.3	2.9	3.0	3.0
주당 지표				
수정 EPS*	1,535	2,608	2,774	2,851
수정 BPS*	23,540	21,987	22,949	24,144
보통주 DPS	430	660	670	620
Valuation 및 배당				
수정 PER*	4.4	3.3	3.1	3.0
수정 PBR*	0.4	0.4	0.4	0.4
배당성향*	30.1	22.5	21.6	19.5
보통주 배당수익률	6.3	7.7	7.8	7.2

주: IFRS 별도 기준, 2022년 수치는 IFRS17 & IAS39 적용, 2023년 이후 수치는 IFRS17 & IFRS9 적용

[Compliance Notice]

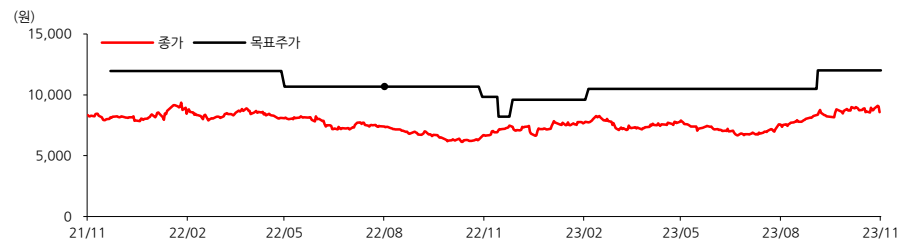
(공표일: 2023년 11월 16일)

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 종목을 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[코리안리 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.12.07	2021.12.07	2022.02.11	2022.05.16	2022.11.14
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김도하	14,000	14,000	12,500	11,500

일 시	2022.11.29	2023.02.20	2023.09.19	2023.11.16		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	9,600	10,500	12,000	12,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.12.07	Buy	11,968	-30.00	-21.78
2022.05.16	Buy	10,686	-32.75	-22.88
2022.11.14	Buy	9,831	-31.04	-28.61
2022.11.29	Buy	8,207	-10.37	-4.59
2023.02.20	Buy	10,500	-29.39	-20.57
2023.09.19	Buy	12,000		

[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 추정치에 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: 2023년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%