



코리안리 (003690)

무상증자 반영

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 10,000원

현재 주가(11/21)	7,720원
상승여력	▲29.5%
시가총액	12,766억원
발행주식수	165,368천주
52 주 최고가 / 최저가	7,757 / 5,652원
90 일 일평균 거래대금	27.71억원
외국인 지분율	31.7%
주주 구성	
장인수 (외 6 인)	20.0%
자사주 (외 1 인)	11.0%
국민연금공단 (외 1 인)	8.9%

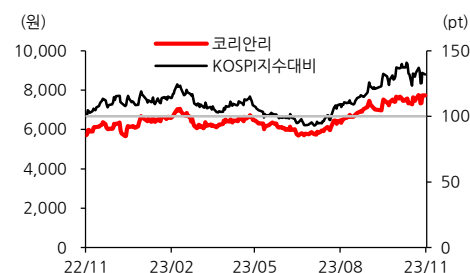
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.6	19.5	19.0	35.5
상대수익률(KOSPI)	-5.1	19.4	20.1	31.7

(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	2,545	2,311	2,376
수정 BPS	23,540	18,322	19,124	20,118
수정 PER	4.4	3.0	3.3	3.2
수정 PBR	0.4	0.4	0.4	0.4
수정 ROE	6.1	12.7	12.3	12.1
배당수익률	6.3	7.1	7.3	6.7

* 보유 순부채 기준

주가 추이



코리안리는 지난해에 이어 두 번째 무상증자를 결정했습니다. 직전과 마찬가지로 자사주를 제외한 주식 1 주당 0.2 주를 배정합니다. 이에 기계적으로 목표주가를 하향하나, 가치 변동은 없습니다.

무상증자 20% 실시

코리안리는 자기주식을 제외한 발행주식수의 20%에 대해 무상증자를 실시. 2022년 말 이후 두 번째 무상증자에 해당. 지난 11월 6일 공시 후 11월 21일 신주 배정이 완료되면서 표면적인 주당 가격은 15% 하락했으나, 시장가치의 변동은 없음. 시가총액 측면에서 신주 배정일과 상장일 사이의 시차는 존재하며, 현 주가는 상장 후 시가총액 1조 2,766억원에 해당

증자 대상에서 자사주가 제외됐으므로 전체 발행주식수는 17% 증가에 그치며 주주에게 배분되는 비율(20%)이 더 높으므로 지분율은 상승함. 무상증자이므로 자본총계 변화는 없음

증가한 주식수를 반영하면 동사의 EPS는 2023년 -2%, 2024년 -17%로 조정되고, BPS는 2023년 및 2024년 -17%로 조정됨. 이에 따라 목표주가를 기존 12,000원에서 10,000원으로 하향 조정. 목표 시가총액은 증자 전에 비해 2% 감소하지만, 기존 대비 1.2배의 주식수를 부여받는 모든 주주에게 총 보유 주식가치는 동일하게 유지됨. 무상증자는 자본가치의 변화를 야기하지 않지만 일반적으로 시장가치에 우호적인 평가를 받는데, 동사의 경우 자사주를 배제함으로써 지분율이 상승하는 효과가 있다는 점이 긍정적임. 동일한 배당성향 가정 하에 2023년 DPS 추정치는 550원으로 하락하나, 주식수 증가로 주주당 지급받는 배당총액은 유지됨

무상증자에 따른 가치 변동은 없는 것으로 판단. 단, 2024년에도 글로벌 재보요율이 인상될 가능성이 높은 가운데 연이은 수익성 개선으로 긍정적인 업황이 전망되는 점을 고려해 보험업종 내 top pick을 유지함

[표1] 코리안리의 무상증자 주요 내용

항목	내용
이사회 결의일	2023년 11월 06일
신주 배정 기준일	2023년 11월 21일
신주 상장 예정일	2023년 12월 12일
신규 발행주식수	24,544,587주
주당 액면가액	500원
1주당 신주배정 주식수	0.2주
발행 후 총 주식수	165,367,526주

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 코리안리의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

구분	코리안리	설명
자기자본비용 (CoE)	21.6	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.7	(b): 국고채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.0	(c)
Beta (β)	1.8	(d)
Average ROE	12.4	(e): 3개년 기대 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.57	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인률)	(10.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여*
목표 PBR	0.52	(i): (g)*(h)
수정 BPS	19,057	(j): 12개월 forward BPS
목표주가	10,000	(k): (i)*(j)
직전 대비 조정률	-16.7	
현 주가	7,720	
상승여력	29.5	

주: *회계기준 변경을 앞두고 모든 손보사에 부여 중인 premium

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(폭)	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
당기순이익	360	380	360	380	0.0	0.0
수정 EPS	2,545	2,311	2,608	2,774	-2.4	-16.7
수정 BPS	18,322	19,124	21,987	23,059	-16.7	-17.1
수정 ROE	12.7	12.3	12.7	12.3	0.0	0.0

주: 당사는 EPS 산출에 기간 평균 주식수를, BPS 산출에 기간 말 주식수를 활용해 변화율이 상이

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 증자 전/후 코리안리의 주주별 주식수 및 지분율

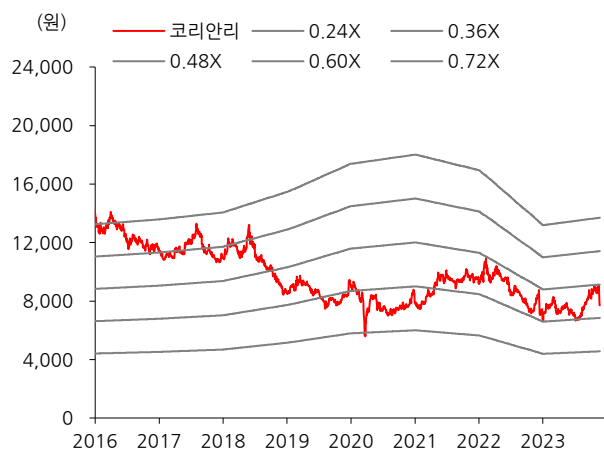
(단위: 천 주, %)

	주식 수		지분율	
	무상증자 전	무상증자 후	무상증자 전	무상증자 후
최대주주	27,510	33,012	19.5	20.0
주요주주				
신영증권	12,234	14,681	8.7	8.9
국민연금	9,543	11,452	6.8	6.9
SKAGEN AS	9,503	11,404	6.7	6.9
기타주주	63,932	76,718	45.4	46.4
자사주	18,100	18,100	12.9	10.9
전체	140,823	165,368	100.0	100.0

주: 무상증자 전 지분율은 3Q23 공시 기준

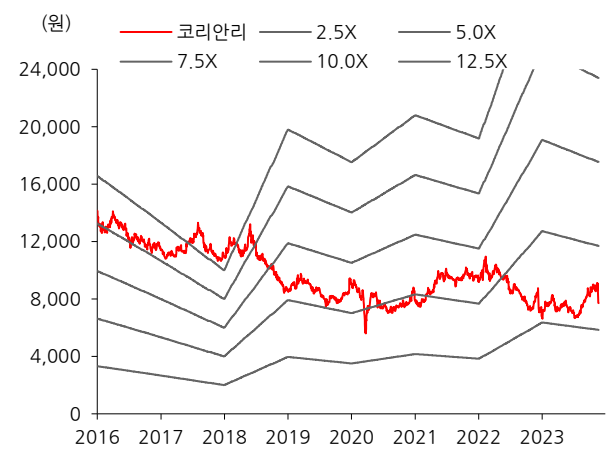
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 코리안리의 12m forward PBR



자료: 코리안리, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 코리안리의 12m forward PER



자료: 코리안리, 한화투자증권 리서치센터

[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	2,545	2,311	2,376
수정 BPS*	23,540	18,322	19,124	20,118
보통주 DPS	430	550	560	520
Valuation 및 배당				
수정 PER*	4.4	3.0	3.3	3.2
수정 PBR*	0.4	0.4	0.4	0.4
배당성향*	30.1	22.5	21.7	19.7
보통주 배당수익률	6.3	7.1	7.3	6.7

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

[Compliance Notice]

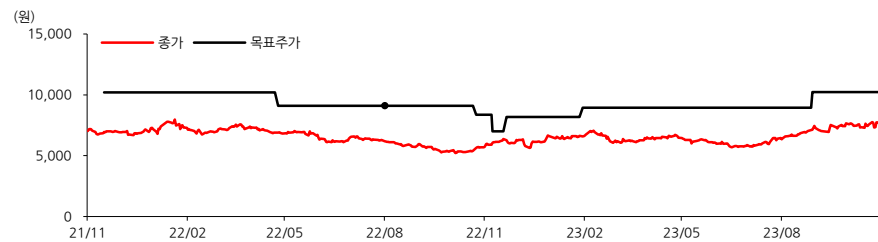
(공표일: 2023년 11월 22일)

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 책임소장에 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	2023.11.22	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	9,600	10,500	12,000	12,000	10,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.12.07	Buy	10,202	-30.00	-21.79
2022.05.16	Buy	9,109	-32.75	-22.88
2022.11.14	Buy	8,380	-31.04	-28.60
2022.11.29	Buy	6,996	-10.36	-4.60
2023.02.20	Buy	8,950	-29.39	-20.57
2023.09.19	Buy	10,229	-27.37	-24.17
2023.11.22	Buy	10,000		

[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 주가는 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%