



인카금융서비스 (211050)

OPM의 레버리지 효과가 매력적인 GA

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

Not Rated

현재 주가(1/10)	20,900원
상승여력	-
시가총액	939억원
발행주식수	4,494천주
52 주 최고가 / 최저가	22,850 / 7,290원
90 일 일평균 거래대금	0.15억원
외국인 지분율	0.0%
주주 구성	
최병채 (외 11 인)	44.9%
프리미어파트너스 (외 2 인)	19.6%
인카금융서비스우리사주 (외 1 인)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.5	2.2	72.7	90.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	168	200	244	301
영업이익	2	5	3	15
EBITDA	3	5	10	23
순이익	2	1	4	11
EPS(원)	590	340	886	2,471
순차입금	-5	-7	-5	-7
PER	6.1	17.8	6.7	4.3
PBR	1.0	2.5	1.8	1.9
EV/EBITDA	2.1	3.7	2.1	1.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	12.4	9.4	31.5	55.6

주가 추이



Top 10 GA 중 유일하게 이익과 자본이 지속 증가 중인 동사는 코스닥시장에 상장될 예정입니다. 동사의 핵심 포인트는 순이익의 레버리지 구조이며, 설계사 수에 대한 전망이 주된 투자판단의 근거가 될 것입니다.

순이익의 레버리지 효과가 매력적인 GA

인카금융서비스는 업계에서 4번째로 많은 설계사를 보유한 대형 법인 보험대리점(GA)임. 동사의 가장 큰 특징은 GA 특성상 순이익의 레버리지 효과가 뛰어나다는 점인데, 매출총이익은 매출과 유사한 비율로 증가하지만 판관비 증가는 비탄력적이기 때문. 동사의 매출이 2017년 1,514억원→2020년 3,010억원으로 연평균 26% YoY 증가할 때, 영업이익은 19억원에서 155억원으로 연평균 102% YoY 증가. 매출액 증가 시 영업이익뿐 아니라 영업이익률도 제고되는 구조가 매력적임

GA산업의 핵심 동력은 설계사 수

이 구조에서는 매출을 성장시킬 수 있는 동력, 즉 설계사 수가 가장 중요. 동사는 독립형 GA인 동시에 사업가형 지점의 비중이 높은 독특한 구조로, 유연한 설계사 유치가 가능함. 실제 2017년부터 매년 말 설계사 수가 꾸준히 증가한 보험대리점은 Top 10 GA 중 동사를 포함해 두 곳뿐인데, 이를 기반으로 동사의 영업이익률은 Top 10 중 두 번째로, 총자본영업이익률은 가장 높게 나타남. 결과적으로 영업이익과 자본 규모가 꾸준히 증가 중인 것은 peer 중 동사가 유일

코스닥시장 상장 예정

코넥스 상장사인 인카금융서비스는 코스닥 상장을 앞두고 2/7~8일 청약을 진행할 예정. 희망공모가 밴드는 23,000원~27,000원으로, 3Q21 누적 실적을 연 환산한 PER 7.6~8.9배에 해당. 유일한 상장 GA인 에이플러스에셋의 PER이 3Q21 누적 실적 연 환산 시 12.5배와 비교해 29~40% 할인된 수준

동사의 포인트는 레버리지 구조를 활용해 매출 성장을 상회하는 이익 성장을 실현하는 것이며, 이에 기여하는 재원은 설계사 수임. 주된 투자 판단의 근거는 2차년도에 들어선 1,200%를, 언급되는 수준에 그쳤던 수수료 총량제, GA업계 구조조정 가능성 등 업황의 변화가 동사의 설계사 수 확보(→매출 증대)에 긍정적인지의 여부가 될 것

I. 기업개요

업계 4위의
대형 보험대리점

인카금융서비스는 업계에서 4번째로 많은 설계사(2021년 상반기 말)를 보유한 보험대리점 (GA, General Agency)이다. 1999년 12월 설립된 자동차보험 판매업체 ‘(주)자동차보험시장’을 전신으로 하는 동사는 2007년 10월 생명보험 영업을 추가로 개시하며 ‘인카인슈’로 재출범했고 2014년 7월 현재의 사명인 ‘인카금융서비스’로 변경, 손보/생보/제3보험을 모두 취급하는 법인보험 판매대리점으로 사업을 영위하고 있다. 동사와 모집위탁계약을 체결한 보험사는 손보사 14곳, 생보사 20곳으로, 2020년 보험판매 수입수수료 내에서 손보와 생보의 비중은 63:37였다.

보험상품이 ‘상품설계 → 출시 → 판매 → 위험인수 → 심사 → 보험금/환급금 지급’ 등의 생애주기를 갖고 있다면, 보험대리점은 이 중 판매만을 담당(*)하므로 보험상품에 대한 리스크(보험위험, 사업비위험, 금리위험 등)를 보유하지 않고 fee business를 영위한다. (*단, GA의 영향력이 충분한 경우 보험사에 오더메이드(order made) 상품 개발을 요청하기도 한다.) 따라서 보험대리점의 핵심 매출은 설계사 조직에서 보험상품을 판매한 대가로써 원수보험사로부터 판매수수료를 수취하는 것이고, 이에 대한 매출원가는 설계사들에게 지급하는 수수료에 해당한다. 결국 보험대리점 사업의 동력은 설계사 조직에 있다. 인카금융서비스의 설계사 수는 2017년 말 8,355명에서 2021년 상반기 말 11,446명으로 증가했다. 2017년부터 매년 말 설계사 수가 꾸준히 증가한 보험대리점은 Top 10 중 인카금융서비스와 메가(설계사 수 업계 7위, 8,698명)뿐이다.

인카금융서비스는 2021년 상반기 말 자산총계 1,772억원, 자본총계 339억원(자본금 22억원), 매출액 1,586억원의 규모를 기록했고, 연결대상 자회사로 (주)에인(보험비교 인프라 및 온라인, AI 중심의 서비스 개발)을 100% 보유하고 있다.

[표1] 인카금융서비스 회사 개요

구분	주요 내용
회사명	인카금융서비스
설립일	1999년 12월
자본금	2,247 백만 원
사업영역	금융상품 판매 및 S/W개발 (손해, 생명, 일반)
소재지	서울특별시 성동구 아차산로 33
홈페이지	http://www.incar.co.kr

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 인카금융서비스와 원수보험사의 모집위탁계약 체결 현황 및 실적

(단위: 백만 원)

보험사명	영업자격	모집수수료	
		2020	1H21
생명보험			
오렌지라이프	생명보험, 제3보험	16,538	1,076
DB 생명	생명보험, 제3보험	14,887	6,032
라이나	생명보험, 제3보험	14,254	5,780
KDB	생명보험, 제3보험	10,991	3,865
삼성	생명보험, 제3보험	10,065	7,575
동양	생명보험, 제3보험	7,317	4,566
미래에셋	생명보험, 제3보험	7,120	8,164
메트라이프	생명보험, 제3보험	6,677	2,282
신한	생명보험, 제3보험	5,703	877
흥국	생명보험, 제3보험	4,830	2,374
KB	생명보험, 제3보험	4,788	5,302
한화	생명보험, 제3보험	4,081	1,672
ABL	생명보험, 제3보험	2,341	1,004
푸르덴셜	생명보험, 제3보험	2,182	796
농협	생명보험, 제3보험	2,101	574
DGB	생명보험, 제3보험	1,842	887
교보	생명보험, 제3보험	1,442	1,130
처브라이프	생명보험, 제3보험	1,232	831
현대라이프	생명보험, 제3보험	1	0
AIA	생명보험, 제3보험	0	0
손해보험			
메리츠화재	손해보험, 제3보험	37,691	25,379
현대해상	손해보험, 제3보험	31,949	18,441
DB 손보	손해보험, 제3보험	28,123	15,678
KB 손보	손해보험, 제3보험	24,156	14,065
삼성화재	손해보험, 제3보험	20,272	7,854
롯데손보	손해보험, 제3보험	12,513	5,544
한화손보	손해보험, 제3보험	5,873	2,328
농협손보	손해보험, 제3보험	5,558	2,222
흥국화재	손해보험, 제3보험	5,098	2,654
MG 손보	손해보험, 제3보험	2,743	1,400
AIG 손보	손해보험, 제3보험	484	270
카디프손보	손해보험, 제3보험	6	0
더케이손해보험	손해보험, 제3보험	0	0
DAS	손해보험	n/a	n/a

자료: 이클린보험서비스, 한화투자증권 리서치센터

II. ‘독립형’ GA 로써의 우위

보험상품 판매 채널:
대형 GA의 성장

보험상품을 판매하는 채널은 크게 보험사의 전속조직과 별도의 대리점으로 나뉘고, 대리점은 다시 개인, 법인, 금융사로 나뉜다. 겸업 개념이 혼재된 금융사를 제외할 때 법인대리점의 설계사 수는 보험업종의 전속설계사 수를 상회하며, 소속설계사가 100명 이상인 중대형 법인대리점만 집계해도 원수사 전체와 유사한 수준이다. 2018년 대형 손해보험사 중심의 GA채널 경쟁이 두드러지면서 시장 성장이 본격화되고, 보험사의 전속설계사 이동 및 GA 설립이 늘어나게 된 덕분이다.

중대형 법인대리점의 연간 수수료수익은 2017년 5.2조원에서 2020년 7.2조원으로 연평균(CAGR) 11.5% YoY 증가했다. 이때 2020년 182개의 중대형 GA가 거둔 전체 수수료수익에서 설계사 수 상위 10개사가 차지하는 비중은 48%로, 대형사의 매출 우위가 이어지고 있다.

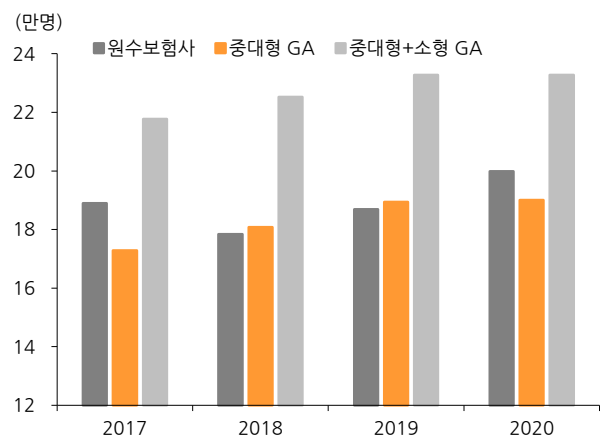
[표3] 보험모집조직 현황

(단위: 명)

	2019	2020	YoY
법인대리점 전체	412,183	411,221	(962)
대형 (설계사 500명 이상)	159,948	162,680	2,732
중형 (100~499명)	29,447	27,348	(2,099)
소형 (100명 미만)	43,375	42,734	(641)
금융기관	179,413	178,459	(954)
개인대리점	4,198	3,971	(227)
보험회사	186,922	199,877	12,955
총합계	603,303	615,069	11,766

자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

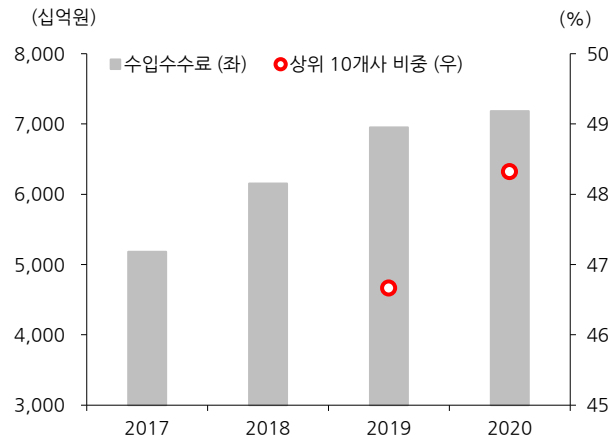
[그림1] 보험회사와 법인대리점의 소속 설계사 수



주: 소속 설계사 수 500명 이상→대형 GA, 100명 이상~500명 미만→중형 GA, 100명 미만→소형 GA 등으로 분류

자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 중대형 법인대리점의 수수료수익



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

GA의 분류:
대형사는 대부분
지사형 or 독립형

보험연구원의 기준을 빌리면, 법인대리점의 형태는 지사형(Network), 독립형(Central), 자회사형(Subsidiary), 홈쇼핑형(Home Shopping) 등으로 분류된다(보험연구원, 2020).

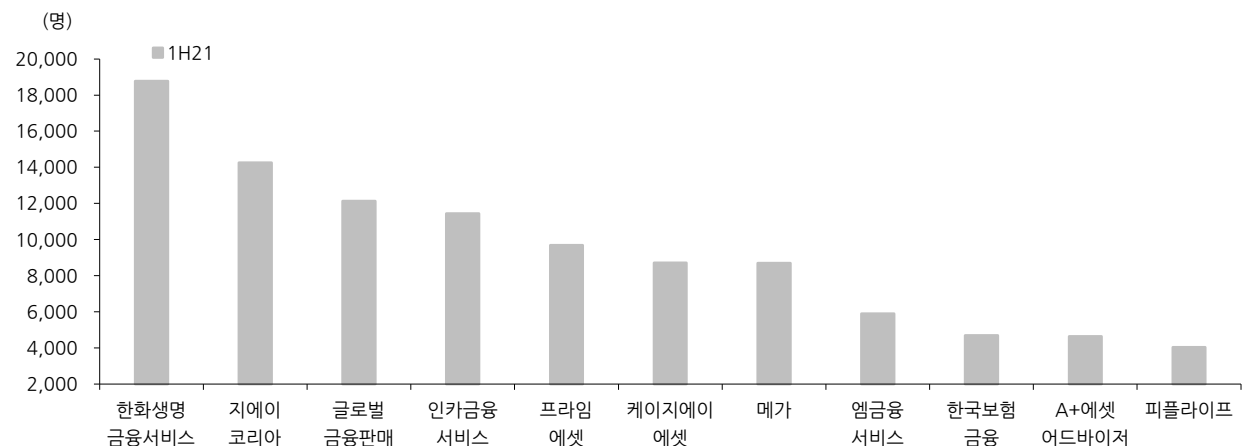
‘지사형 GA’는 개별 대리점들이 규모의 경제 등을 위해 연합(union)한 형태로, 법적인 실체는 한 곳이지만 실제로는 지사마다 별도로 운영된다. 반면 ‘독립형 GA’는 본점의 책임과 통제 하에서 지점들이 관리된다. ‘자회사형 GA’는 원수보험사가 자회사로 보유한 대리점인데, 모회사가 아닌 타사의 상품도 판매할 수 있다는 점에서 전속조직과 차이를 보인다. 2021년 중 설립된 한화생명금융서비스(자회사형)를 제외하면 설계사 수 상위의 대형 GA의 대부분은 지사형이고, 인카금융서비스와 에이플러스에셋, 피플라이프가 독립형으로 구성돼 있다.

[그림3] 법인보험대리점(GA)의 유형 및 특징



주: '보험회사 자회사형 GA의 성과와 시사점 (보험연구원, 김동경 저, 2020/03/16 발간)'에서 발췌
자료: 보험연구원, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 상위 대형 GA의 설계사 수



자료: 이클린보험서비스, 한화투자증권 리서치센터

독특한 구조의 독립형 GA 인카금융서비스는 독립형 GA로, 컨트롤타워 역할을 하는 본사에서 이하 지점들을 관리하는 형태다. 독립형 GA는 개별 대리점 간의 연합(union) 형태로 구성된 지사형 GA에 비해 내부통제가 용이하고, 자본여력이 있다면 업계의 환경 변화에 대응하기에도 유리하다는 장점을 갖고 있다.

이 가운데 인카금융서비스는 직영이 아닌 사업가형 지점의 비율이 높다는 점에서 다른 독립형 GA들과 차별점을 갖는다. 직영과 사업가형 모두 영업관리, 설계사 교육, 급여 등의 인프라를 본사에서 제공하며 지점을 관리한다는 점은 공통이지만, 판매실적에 따른 수수료 지급의 원가율(직영<사업가형)과 사무실 임차료, 각종 사무비용, 설계사 지원 등의 관리비의 부담 주체(직영: 본사, 사업가형: 지점)에서는 차이를 보인다. 쉽게 보면 직영은 원가율이 사업가형보다 낮지만 판관비율은 사업가형보다 높다. GA 간 손익을 비교하기 위해 영업이익을 봐야 하는 이유다. 더불어 사업가형 지점 비중이 높은 인카금융서비스의 경우, 특수고용직의 고용보험 의무화 방안에 보험설계사가 포함되면서 보험업계의 판관비 부담이 커진 상황에서도 비교적 자유롭다.

[그림5] 사업가형 점포 위주의 인카금융서비스

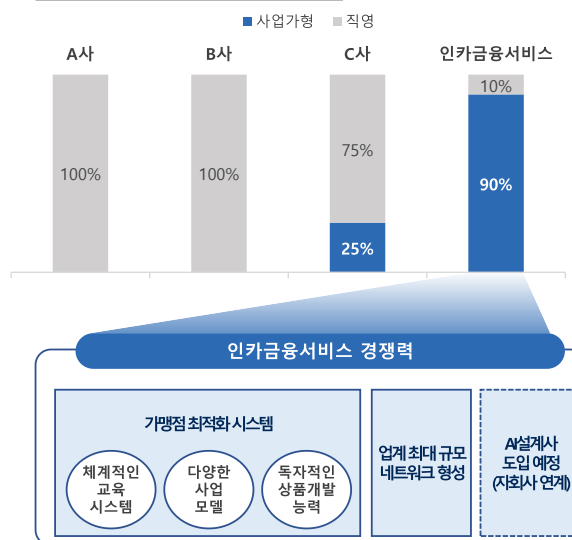
핵심 경쟁력을 통해 사업가형 중심의 비즈니스 구조 최적화

기업형 GA 운영방식 비교

구분	직영	사업가형
영업점 관리자	본사	영업관리자 (본부장, 지점장 등)
관리비 (인건비, 임대료 등)	본사에서 부담	해당 영업조직에서 부담
설계사 교육시스템	본사 시스템	본사 시스템
지역 분포	주로 수도권 내에 분포	지역적 구속력 없이 전국 단위 분포
영업조직 규모	본사의 계획에 따라 확대 및 축소	독자적인 영업조직 확대 및 축소 가능
가맹수수료	본사에서 일정 수수료 수취	수수료 X

직영 본사 부담 ↑ 사업가형 본사 부담 ↓

기업형 GA 운영방식 비중 비교

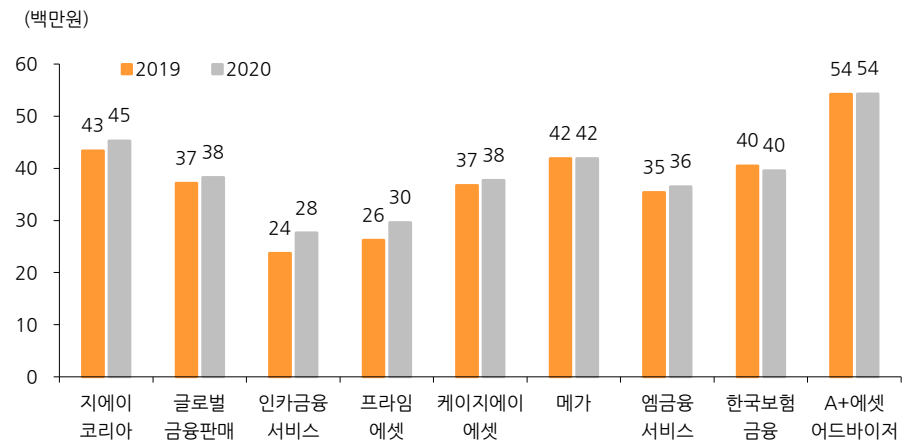


자료: 인카금융서비스, 한화투자증권 리서치센터

인당 매출과 원가율은
상대적 열위

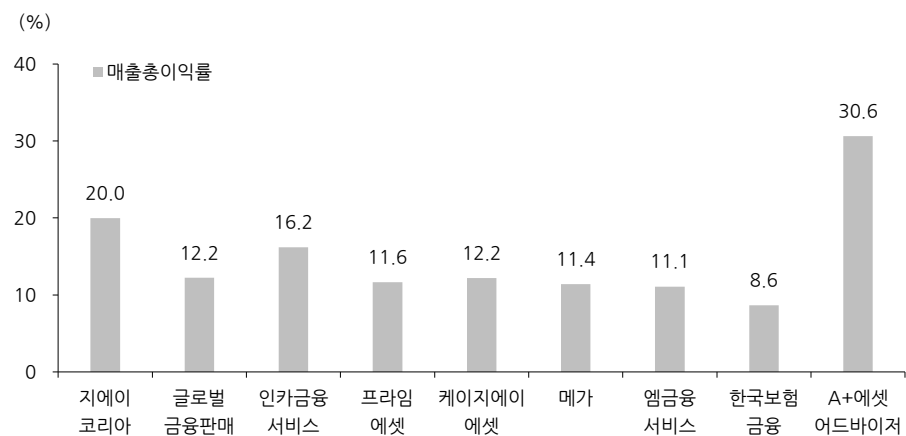
GA마다 형태와 구조가 다르다보니 설계사 인당 매출, 원가율, 판관비용률 등을 단순 비교하기는 어렵다. 인카금융서비스는 본사가 통제권을 지닌 독립형이면서도 효율적인 설계사 유치에 중점을 둔 사업가형 지점이 우세하다. 이로 인해 회사 규모에 비해 많은 설계사 수를 보유한 대신 인당 수수료수익은 peer 대비 낮은 모습이다. 더불어 원가율이 높은 사업가형 지점의 특성상, 다른 독립형 GA에 비해 매출총이익률이 낮다.

[그림6] 상위 대형 GA의 설계사 인당 매출



자료: 전자공시시스템, 이클린보험서비스, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 상위 대형 GA의 2020년 매출총이익률



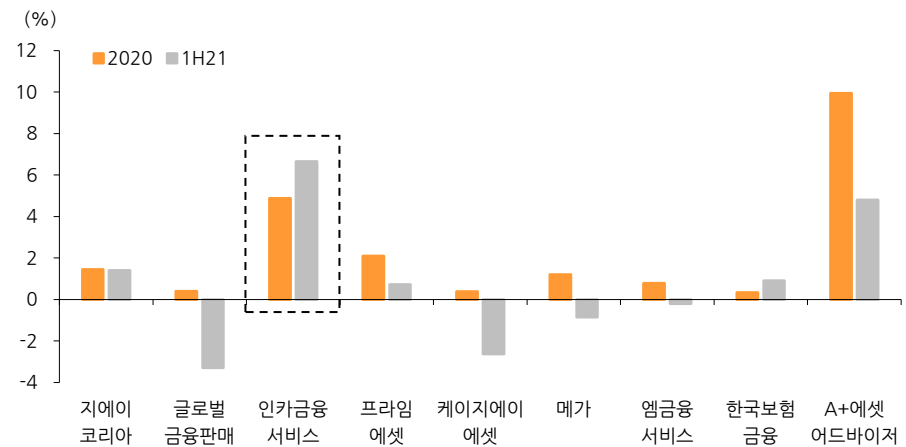
주: 매출액은 별도 기준 보험판매수입수수료만 고려

자료: 전자공시시스템, 이클린보험서비스, 한화투자증권 리서치센터

최종적인 수익성은
절대적 우위

그러나 판관비용률이 포함된 최종적인 마진율(OPM)은 상위 GA 중에서도 높은 수준이며, 회사 규모 대비 많은 판매조직을 확보한 결과로 자기자본 대비 영업이익은 peer 중 가장 높다. 결과적으로 사업가형 지점에 중점을 둔 구조로 설계사 유치를 늘리고, 이에 따른 총 영업이익 규모를 확대시킨 것이 수익성 우위를 점하는 데 주효했다는 판단이다.

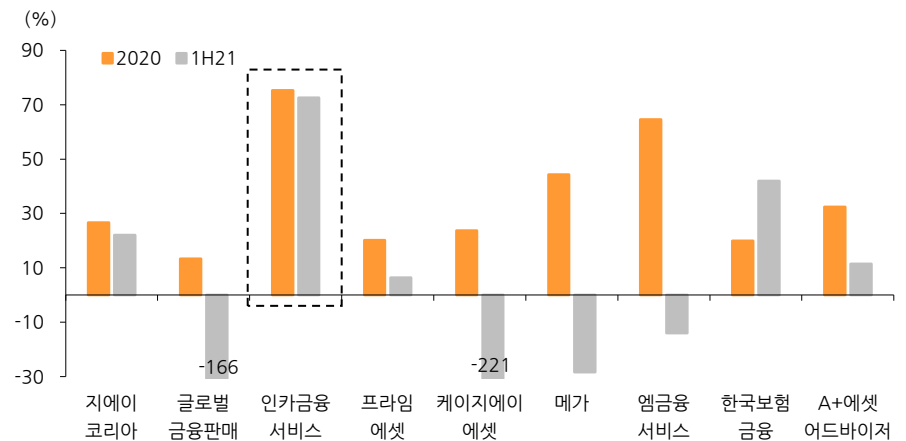
[그림8] 상위 대형 GA의 영업이익률



주: 별도 기준

자료: 전자공시시스템, 이클린보험서비스, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 상위 대형 GA의 총자본영업이익률



주: 별도 기준, 2021년 상반기는 연 환산

자료: 전자공시시스템, 이클린보험서비스, 한화투자증권 리서치센터

III. 매출의 레버리지 효과 기대

OPM의 레버리지 효과

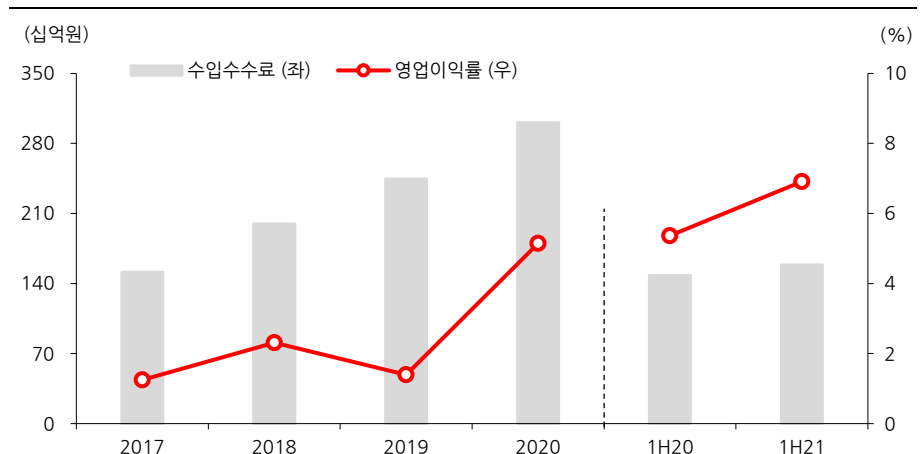
전술한 대로 GA의 매출은 보험상품을 판매한 대가로 보험사로부터 수취한 수입수수료, 매출원가는 이를 설계사들에게 배분한 지급수수료다. 이로써 산출된 매출총이익에서 일반관리비를 제거하면 영업이익이 나오는 비교적 단순한 수익구조를 갖고 있다.

이때 설계사에게 지급되는 수수료율, 즉 매출원가율은 비교적 안정적이므로 매출총이익은 매출액과 유사한 비율로 증가한다. 반면 매출이 증가해도 일반관리비는 비탄력적으로 증가하기 때문에, 영업이익은 매출이 늘수록 가파르게 증가한다. 매출총이익률은 구조적 변화가 없다면 상수에 가깝지만 영업이익률은 매출액에 정비례하는 함수가 되며, 동사는 관리비용의 부담이 낮은 사업가형 지점의 비중이 높기 때문에 이 특성이 배가된다. 결국 매출액이 증가하면 영업이익 규모뿐 아니라 영업이익률도 제고되는 레버리지 효과를 기대할 수 있다.

실제 인카금융서비스의 영업이익률은 수수료 증가에 따라 우상향을 그리고 있다. 동사의 수입수수료는 2017년 1,514억원에서 2020년 3,010억원으로 연 평균(CAGR) 26% YoY 증가했는데, 같은 기간 영업이익은 19억원에서 155억원으로 연 평균 102% YoY 증가했다. 결국 영업이익률은 2017년 1.2%에서 2020년 5.1%로 제고되었으며, 리스회계기준 변경으로 연속성이 절단되었던 2019년을 제외하면 꾸준한 상승을 보이고 있다. 회계기준의 연속성을 고려해 세전이익으로 비교하면, 본격적인 흑자 달성이 시작된 2017년 이후 세전이익은 항상 매출액보다 가파르게 증가했음을 알 수 있다.

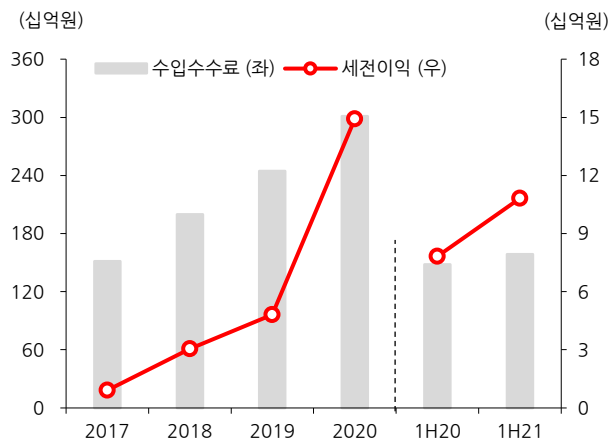
이러한 레버리지 효과로 인카금융서비스의 영업이익은 꾸준히 증가하고 있다. 대형 GA 중에서도 손익 규모와 이익잉여금이 안정적으로 우상향하는 곳은 많지 않다.

[그림10] 인카금융서비스의 영업이익 레버리지



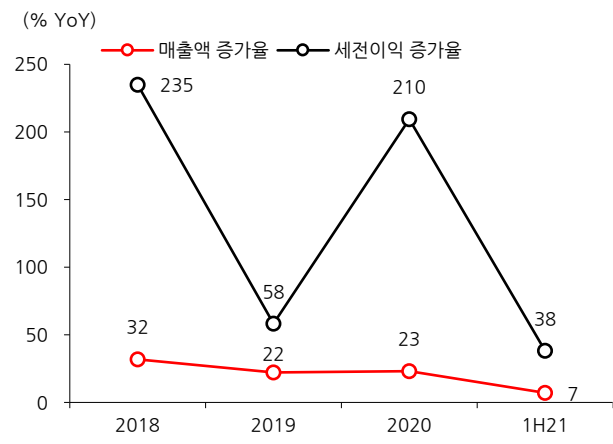
자료: 전자공시시스템, 한국거래소, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 인카금융서비스의 매출액 및 세전이익 규모



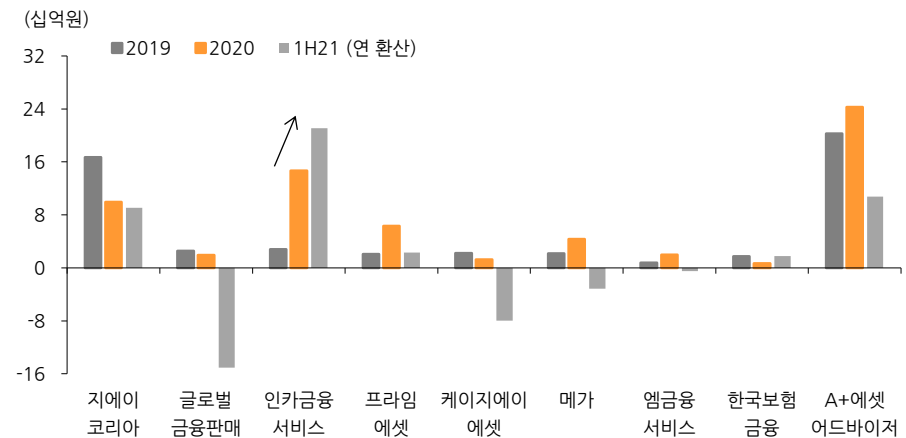
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 인카금융서비스의 매출액 및 세전이익 증가율



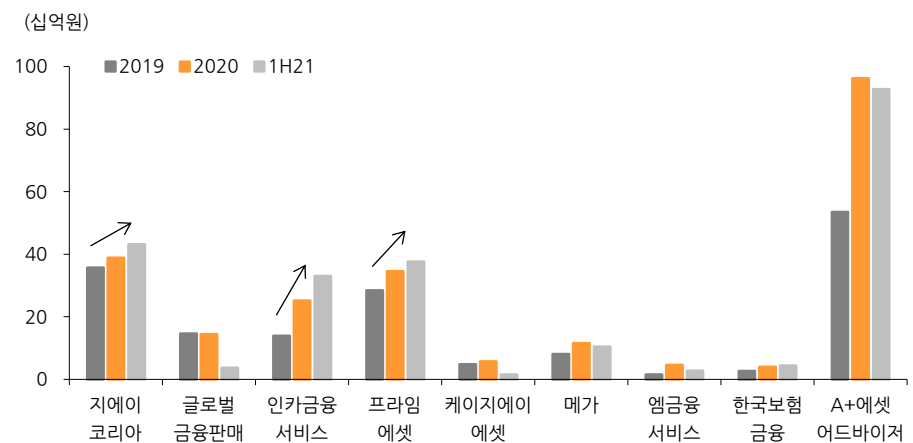
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 상위 대형 GA의 영업이익



자료: 전자공시시스템, 이클린보험서비스, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 상위 대형 GA의 별도 자기자본

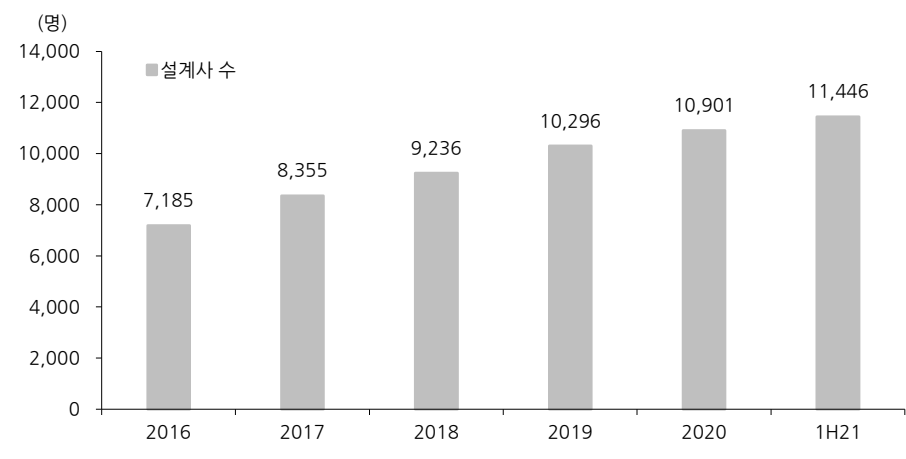


자료: 이클린보험서비스, 한화투자증권 리서치센터

결국 보험판매 대리점 비즈니스의 핵심 동력은 설계사에 있다. 매출이 지속 성장하기 위해서는 원수보험사의 상품 단가가 높아지거나(P), 원수보험사가 대리점에 지급하는 모집수수료율이 올라가거나(P), 설계사 수가 늘어나거나(Q), 설계사의 인당 판매고가 증가(Q)해야 한다. 상품 단가, 즉 보험료의 증가는 원수사의 업황상 기대하기 어렵다는 판단이고, 때때로 원수보험사의 판매 경쟁 시기에 시책이 확대될 수는 있으나 정상적인 모집수수료는 오히려 통제되는 기조(ex. 1,200%물)이다. 따라서 설계사 수를 확대하는 것이 가장 확실한 성장 동력이 될 것이다.

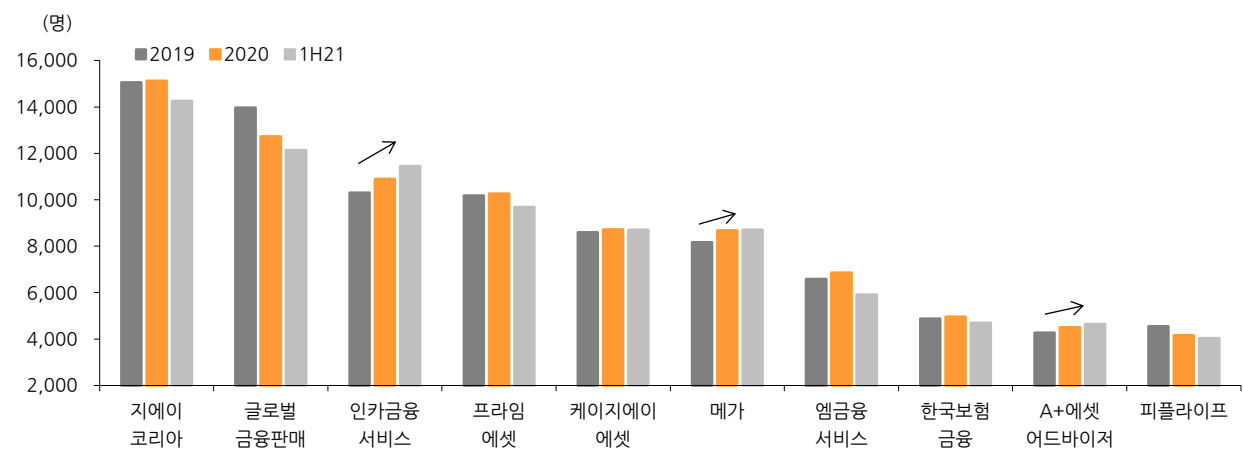
인카금융서비스의 설계사 수는 계속 늘어나고 있다. 특히 모집수수료 1,200%물이 시행된 2021년 들어 전반적으로 설계사 이탈 현상이 나타난 것과 비교하면 양호한 성과로 보인다.

[그림15] 인카금융서비스의 설계사 수 추이



자료: 이클린보험서비스, 한화투자증권 리서치센터

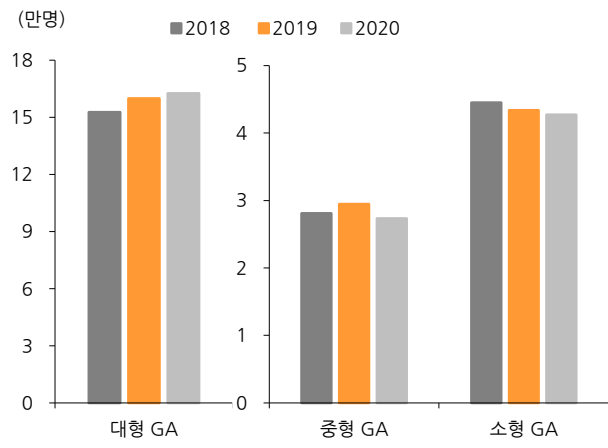
[그림16] 상위 대형 GA의 설계사 수 추이



자료: 이클린보험서비스, 한화투자증권 리서치센터

큰 흐름에서는 중형 및 소형 대리점들의 설계사 수가 줄어드는 반면 대형 GA의 설계사 수는 계속 늘어나고 있어 대형사로의 집중이 나타나는 것으로 보인다. 모집수수료 1,200%률이 적용된 2021년 들어서는 이러한 현상이 더 심화됐을 것으로 추측된다.

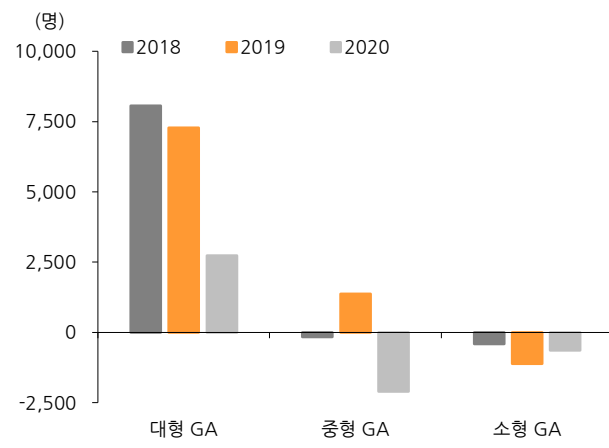
[그림 17] GA 규모별 설계사 수: 대형사로의 쏠림



주: 대형 GA는 보험협회 공시를 참조

자료: 이클린보험서비스, 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림 18] GA 규모별 설계사 수 증감: 대형사로의 쏠림



주: 대형 GA는 보험협회 공시를 참조

자료: 이클린보험서비스, 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

1,200%률의 고비를 넘기면
결국 '설계사 수가 중요'

모집수수료 1,200%률이란, 보장성 보험의 계약 체결일로부터 1년간 지급되는 수수료 등이 납입보험료(=월 보험료*1,200%) 이내가 되도록 제한하는 규제(*)다. 동시에 표준해약공제액이 초년도 납입보험료를 초과하는 경우 수수료 등을 표준해약공제액의 60% 이하로 제한해 분급을 유도하기도 했다. 최소한 2021년에는 보험사로부터 수취하는 수수료 총액이 제한된 셈이므로, 규제 첫 해의 상황은 GA 자체의 여력에 따라 달랐을 것이다. (*해약시 표준해약공제액의 80%이상을 보험료적립금에서 공제하는 계약은 해약환급금을 합산하여 제한 → 계약 체결일로부터 1년 경과시점의 해약환급금+1년간 납입보험료 > 동기간 지급수수료)

다만 이는 수수료 총량제가 아닌 1차년도 지급액에 대한 제한이므로 2차년도부터는 남은 수수료의 일시 지급이 가능하며, 전체 기간의 수수료율은 오히려 종전보다 올라갈 가능성도 있다. 이 경우 규제 첫 해인 2021년을 잘 넘긴 GA의 설계사 수는 더 늘어날 수 있지만, 향후 모집수수료 총액을 제한하는 등으로 규제가 강화될 경우 GA 업계의 구조조정이 나타날 수도 있다. 전자는 GA 업계에 긍정적인 것이고, 후자는 구조조정 과정에서 줄어드는 GA로부터 이탈한 설계사를 확보할 수 있는 GA에게는 되려 기회가 될 수 있는 이벤트로 보인다. 앞서 강조했듯이, 중요한 것은 설계사 인력이기 때문이다.

자본력이 받쳐주는 GA이기에 창출 가능한 마진도 있다. 분급 수수료의 총액은 선지급 방식보다 5% 이상 높게 책정된다. 따라서 일정 기간의 순현금유출을 감내할 여력이 되는 GA는 보험사로부터 분급 수수료를 받고, 선취를 원하는 설계사에게는 선지급 수수료를 지급함으로써 마진을 창출할 수 있다. 인카금융서비스의 자본 규모와 잉여금이 꾸준히 증가하는 흐름을 고려하면 이 또한 가능한 수익모델로 보인다.

압도적인 수익성과 성장성 꾸준히 늘어나는 설계사 수와 자본력 등을 기반으로 인카금융서비스의 손익은 매년 증가하고 있다. 2019년 말 자기자본 규모가 같았던 모 GA와 비교해 현재는 9배 더 많은 자본을 보유하고 있고(·이익잉여금 증가), 현재 자본 규모가 유사한 타 GA와 비교해 2021년 상반기 영업이익이 9배 더 많다. 성장성, 그리고 레버리지 효과로 뒤이어 오는 수익성 제고가 담보된 것으로 보인다.

[표4] 인카금융서비스의 연도별 주요 실적 추이

(단위: 백만 원, %, %p)

	2016	2017	2018	2019	2020	3Q20 YTD	3Q21 YTD	YoY
매출액	124,816	151,406	199,878	244,432	301,025	222,542	233,842	5.1
보험판매수입수수료	124,816	151,406	199,878	244,432	301,001	222,531	233,644	5.0
매출원가	100,779	125,971	168,855	209,690	252,305	184,387	190,041	3.1
매출총이익	24,038	25,435	31,023	34,742	48,720	38,156	43,801	14.8
매출총이익률	19.3	16.8	15.5	14.2	16.2	17.1	18.7	9.2
판매관리비	21,464	23,549	26,416	31,934	34,055	24,682	28,113	13.9
판매비율	17.2	15.6	13.2	13.1	11.3	11.1	12.0	8.4
영업이익	2,573	1,886	4,607	2,808	14,665	13,473	15,688	16.4
영업이익률	2.1	1.2	2.3	1.1	4.9	6.1	6.7	10.8
세전이익	(73)	909	3,045	4,818	14,914	13,656	16,075	17.7
당기순이익	(227)	495	1,246	3,402	11,288	10,092	11,726	16.2
순이익률	(0.2)	0.3	0.6	1.4	3.7	4.5	5.0	10.6
설계사 수	7,185	8,355	9,236	10,296	10,901	(상반기) 11,446		

주: 2016~2017년 별도, 2018년부터 연결 기준으로 기재, YoY는 3Q20 누적 대비 3Q21 누적의 증가율,
 자료: 전자공시시스템, 한국거래소, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 인카금융서비스의 수익 종별 분류

(단위: 백만 원)

구분	장기생명보험	장기손해보험	자동차보험	일반보험	합계
서비스별					
보험계약의 판매	89,294 (29.7%)	85,941 (28.6%)	35,381 (11.8%)	3,065 (1.1%)	213,680 (71.0%)
보험계약의 유지	21,232 (7.1%)	66,089 (22.0%)	-	-	87,321 (29.1%)
합계	110,525 (36.8%)	152,030 (50.6%)	35,381 (11.8%)	3,065 (1.1%)	301,001 (100.0%)
수익인식 시기별					
한 시점에 인식	29,826 (10.0%)	106,216 (35.3%)	35,381 (11.8%)	3,065 (1.1%)	174,488 (58.0%)
기간에 걸쳐 인식	80,699 (26.9%)	45,814 (15.3%)	-	-	126,513 (42.1%)
합계	110,525 (36.8%)	152,030 (50.6%)	35,381 (11.8%)	3,065 (1.1%)	301,001 (100.0%)

주: 2020년 매출 기준, 괄호 안은 전체 수익 내 비중
 자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

IV. 상장 관련 내용

1/24~25일 수요예측
2월 중순 코스닥 상장 예상

인카금융서비스는 2015년 11월 코넥스시장에 상장되었다. 최근 코스닥시장에 대해 상
장예비심사를 통과했고, 수요예측을 앞두고 있다. 기존 발행주식수는 449만주, 상장 신
규 발행주식수는 60만주이며, 청약 완판 시 주관사의 의무인수 주식 수가 최대치로 포
합돼 44만주가 추가 발행된다. 따라서 총 발행주식수는 최대 514만주가 될 예정이다.
과거 전환권을 보유한 모든 우선주가 전환되었기 때문에 현재 보통주만 존재한다.

희망 공모가는 23,000원~27,000원으로, 시가총액 범위는 1,183억원~1,389억원이 된
다. 동사의 2021년 3분기 누적 순이익을 연 환산하면 EPS는 3,043원이며, 공모가 밴드
에 따라 PER은 7.6배~8.9배로 형성된다. 현재 유일하게 국내 증시에 상장된 보험대리
점인 에이플러스에셋의 2021년 PER(3분기 누적 순이익 연 환산) 12.5배와 비교해
29~40% 할인된 수준이다.

해당 공모가 밴드로 1월 24~25일 수요예측 후 1월 27일 공모가액을 확정, 2월 7~8일
청약을 거칠 예정이며 수순대로 진행 시 2월 중순경 코스닥시장 상장이 예상된다.

[표6] 인카금융서비스의 상장 관련 내용

(단위: 백만 원)

구분	내용	단위	비고
공모주식수	879.8	천 주	
신주발행	600.0	천 주	
구주매출	279.8	천 주	
우리사주	83.1	천 주	우선배정
기관투자자	532.8~576.8	천 주	
일반투자자	220.0~263.9	천 주	
수요예측일	1/24~25일		
공모가액 확정	1/27일		
청약일	2/7~2/8일		
납입기일	2/10일		
기존 발행주식수	4,494.0	천 주	
신규 발행주식수	644.0	천 주	주관사 의무인수 주식수 (0~43,990주) 최대치 포함
총 상장주식수	5,138.0	천 주	
주당 공모가(최저)	23,000	원	
주당 공모가(최고)	27,000	원	
시가총액(최저)	118.3	십억 원	
시가총액(최고)	138.9	십억 원	
PER(최저)	7.6	배	
PER(최고)	8.9	배	

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

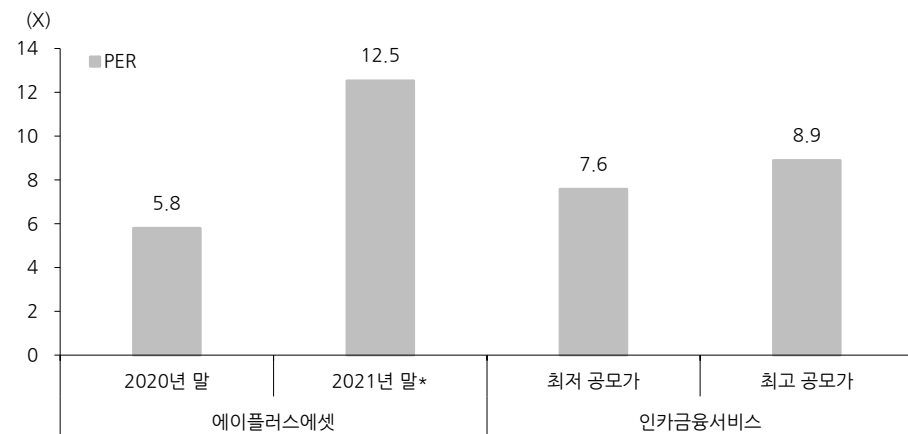
[표기] 인카금융서비스의 주요 주주 구성

(단위: 천 주, %)

구분	기존 보유주수	상장 후 주수	기존 지분율	상장 후 지분율
최병채(대표이사)	1,136	1,136	25.3	22.1
그 외 임원	955	955	21.3	18.6
프리미어Growth-M&A투자조합	882	662	19.6	12.9
우리사주조합	277	277	6.2	5.4
KoFC-Neoplux R&D Biz Creation 2013-1호투자조합	265	265	5.9	5.2
경기-퀀텀&코리아오메가Follow-on슈퍼맨투자조합	237	178	5.3	3.5
KB Pre IPO 세컨더리투자조합 1호	237	237	5.3	4.6
2014 성장사다리HMM 벤처펀드	173	173	3.8	3.4
기타 주주	332	1,256	7.4	24.4
총 발행주식수	4,494	5,138	100.0	100.0

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림 19] 에이플러스에셋과의 PER 비교



주: *3Q21 연결 지배주주 순이익을 단순 연 환산

자료: Quantwise, 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	131	168	200	244	301
매출총이익	131	168	31	35	49
영업이익	1	2	5	3	15
EBITDA	2	3	5	10	23
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	2	3	3	5	15
당기순이익	2	2	1	4	11
지배주주순이익	2	2	1	4	11
증가율(%)					
매출액	9.5	28.3	18.9	22.3	23.1
영업이익	흑전	47.7	113.8	-26.2	355.6
EBITDA	흑전	35.9	90.9	84.3	134.3
순이익	흑전	16.3	-28.7	219.7	178.8
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	15.5	14.2	16.2
영업이익률	1.1	1.3	2.3	1.4	5.1
EBITDA 이익률	1.6	1.7	2.7	4.1	7.7
세전이익률	1.3	1.5	1.5	2.2	4.9
순이익률	1.1	1.0	0.6	1.6	3.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
영업현금흐름	0	4	6	11	8
당기순이익	2	2	3	5	15
자산상각비	1	1	1	7	8
운전자본증감	-3	1	-1	0	-16
매출채권 감소(증가)	-5	-2	-3	-7	-6
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	1	1	4	6	7
투자현금흐름	4	-9	-3	-1	-12
유형자산처분(취득)	0	0	-1	4	-1
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	4	-20	-1	0	-10
재무현금흐름	-4	5	-3	-10	7
차입금의 증가(감소)	-4	5	-3	-10	7
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	2	4	6	12	25
(-)운전자본증가(감소)	2	-3	-10	-1	15
(-)설비투자	0	0	1	1	1
(+)자산매각	0	0	-1	5	0
Free Cash Flow	0	6	14	16	10
(-)기타투자	0	-9	10	6	3
잉여현금	0	15	4	10	6
NOPLAT	1	1	2	3	12
(+) Dep	1	1	1	7	8
(-)운전자본투자	2	-3	-10	-1	15
(-)Capex	0	0	1	1	1
OpFCF	0	4	12	8	4

주: IFRS 별도기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	41	55	111	141	159
현금성자산	5	15	14	15	29
매출채권	12	13	23	30	34
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	9	9	17	23	17
투자자산	4	5	11	14	8
유형자산	5	4	4	8	7
무형자산	0	0	1	2	1
자산총계	51	64	128	164	175
유동부채	35	44	108	142	144
매입채무	7	8	18	22	27
유동성이자부채	5	7	5	8	22
비유동부채	3	5	9	8	6
비유동이자부채	1	3	3	1	1
부채총계	38	49	117	150	150
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	15	16	10	4	4
이익잉여금	-4	-2	-2	8	19
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	13	15	11	14	25

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
주당지표					
EPS	508	590	340	886	2,471
BPS	2,833	3,445	2,428	3,208	5,673
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	742	1,223	1,739	2,634	5,528
ROA(%)	3.0	3.0	1.3	2.7	6.5
ROE(%)	12.4	12.4	9.4	31.5	55.6
ROIC(%)	10.7	12.4	25.6	38.5	83.7
Multiples(x, %)					
PER	9.6	6.1	17.8	6.7	4.3
PBR	1.7	1.0	2.5	1.8	1.9
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
PCR	6.6	2.9	3.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	7.2	2.1	3.7	2.1	1.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	297.2	316.5	1,073.1	1,039.0	588.0
Net debt/Equity	4.9	-30.0	-64.3	-36.6	-26.4
Net debt/EBITDA	29.8	-164.3	-129.9	-53.0	-28.9
유동비율	117.5	124.6	102.6	99.3	110.3
이자보상배율(배)	4.2	6.3	4.0	7.3	23.6
자산구조(%)					
투하자본	58.3	35.9	13.3	24.2	33.4
현금+투자자산	41.7	64.1	86.7	75.8	66.6
자본구조(%)					
차입금	31.4	39.2	40.6	40.3	46.7
자기자본	68.6	60.8	59.4	59.7	53.3

[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 1월 11일)

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.

[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 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

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: 2021년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	97.7%	2.3%	0.0%	100.0%