



Analyst
김도하

dohakim@sk.com
02-3773-8876

보험

상반기보다 하반기가 낮고, 2018년보다 2019년이 낮다

1Q19 합산 순이익은 1조 250억원 (-18% YoY)으로, 보험료 증가율이 가파른 메리츠화재를 제외한 전 보험사의 YoY 감익 예상. 손보사는 신계약 확대에 따른 사업비 증가 및 위험손해를 악화, 생보사는 위험손해율 및 이차손익 부진이 감익의 원인. 2H18 이례적으로 높았던 자동차 손해율에 따른 기저효과와 올해 인상한 실손 보험료의 점진적 반영을 고려하면, 손보사 실적은 상반기보다 하반기가 낮고 2018년보다 2019년이 나은 turn-around 형태를 보일 것으로 전망함

9개 보험사 1Q19 합산 순이익 1 조 250 억원 (-18% YoY) 예상

SK증권 커버리지 보험 9사 (손보 5사, 생보 4사)의 1Q19 합산 순이익은 1조 250억원 (-18% YoY, +451% QoQ)으로, 보험료 증가율이 가파른 메리츠화재를 제외한 전 보험사의 YoY 감익이 예상됨. 손보 5사 합산 순이익은 5,330억원 (-13% YoY)으로, 전년동기를 상회하는 사업비 지출 및 실손담보 중심의 위험손해를 악화에 따라 YoY 감익 전망. 생보 4사 합산 순이익은 4,921억원 (-23% YoY)으로, 위험손해율 및 이차손익 부진이 예상됨. 실적 특이요인은 1) 한화생명의 손상차손 1,200억원, 2) 삼성생명의 계열사 배당 379억원 YoY 감소 등으로, 일회성 요인은 많지 않음

위험손해율의 전반적인 상승 예상

1Q19 위험손해율은 대부분 보험사가 YoY 상승할 전망. 문재인 케어 실행에도 불구하고 실손 손해액 증가는 여전히 가파른 것으로 파악되며, 이는 특히 실손 exposure가 많은 손보사에 부정적임. 일부 생보사의 사망담보 손해율 악화가 더해져 손보 평균 1.6%p YoY, 생보 평균 0.2%p YoY의 위험손해율 상승을 전망함. 기대할 요인은 실손보험 중 올해 갱신주기가 도래하는 물량의 비중이 높다는 점임. 2009년 10월 실손보험이 처음으로 표준화되기 직전까지 갱신주기 5년 상품의 절반이 있었고, 이들의 보험료는 2019년 갱신되기 때문. 손해액 증가율이 예상을 상회하면서 악화된 손해율을 점진적인 보험료 증가가 상쇄시킬 것으로 예상

자동차 보험료, 6월~7월 추가 인상 예상

정비수가 인상분의 추가 반영에 더해 최저임금 증가와 육체노동 가동연한 연장, 추나요법 급여화 등으로 정상적인 자동차 보험료의 증가가 예상되며, 이는 4~5%의 보험료 인상요인으로 알려짐. 6월~7월 경에는 비용 요인의 보험료 반영이 필요할 것으로 판단

결론적으로 손보사에 대해 상반기보다 하반기가 낮고, 2018년보다 2019년이 나은 turn-around 전망을 유지함. 2H18 이례적으로 높았던 자동차 손해율에 따른 기저효과와 더불어, 올해 인상한 실손 보험료의 영향은 갱신주기가 도래하면서 점진적으로 반영되기 때문. 실적 추적을 위해 지켜봐야 할 변수는 사업비 증가를 유발하는 신계약 경쟁의 지속 여부와 자동차 보험료의 인상 시기 및 인상폭 등임

보험업 1Q19 실적 Preview

9개 보험사 1Q19 합산 순이익 1조 250억원 (-18% YoY) 예상

SK증권 커버리지 보험 9사 (손보 5사, 생보 4사)의 1Q19 합산 순이익은 1조 250억원 (-18% YoY, +451% QoQ)으로, 보험료 증가율이 가파른 메리츠화재를 제외한 전 보험사의 YoY 감익이 예상된다. 손해보험사는 장기 위험손해율 및 사업비 악화, 생명보험사는 위험손해율 및 이차손익 부진이 주 원인이다.

손해보험 5사의 합산 순이익은 5,330억원 (-13% YoY, +122% QoQ)으로, 전년동기를 상회하는 사업비 지출에 따라 YoY 감익이 전망된다. 손보 5사의 평균 경과손해율은 83.0%로 0.9%p YoY 상승이 예상된다. 사고 심도 확대로 자동차 손해율이 평균 3.0%p YoY 상승하고, 의료비 담보 중심의 손해액 증가로 장기 위험손해율이 악화되기 때문이다. 신계약 경쟁은 여전하다. 1Q18 24% YoY 증가했던 보장성 인보험이 1Q19에도 추가 성장하면서 사업비율 상승을 유발할 전망이다. 5사 평균 투자수익률은 3.6%로 보유이원 하락 지속으로 -17bp YoY를 가정했다.

생명보험 4사의 합산 순이익은 4,921억원 (-23% YoY, 흑전 QoQ)으로 예상된다. 위험손해율이 평균 0.3%p YoY 상승하고, 보유이원 하락 및 손상차손으로 투자수익률이 32bp YoY 악화되는 것이 실적 부진의 주 원인이다.

1Q19 실적의 특이요인은 1) 한화생명의 손상차손 1,200억원, 2) 삼성생명의 계열사 배당 379억원 YoY 감소 등으로, 일회성 요인은 많지 않다.

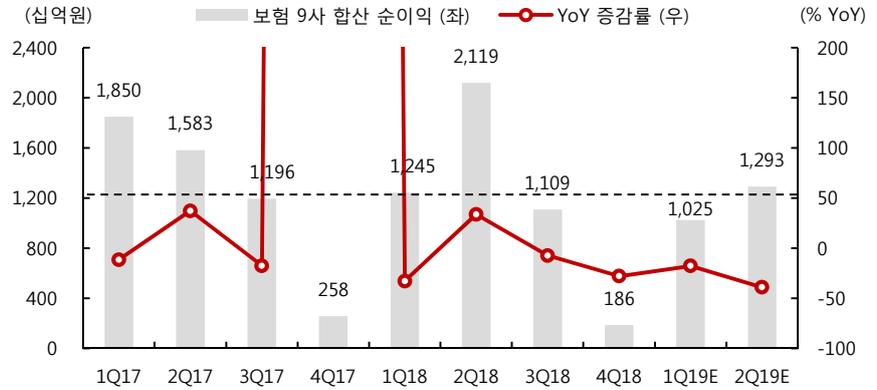
SK 증권 커버리지 보험 9사의 1Q19 당기순이익 전망치 및 시장 컨센서스

(단위: 십억원)	1Q19E	4Q18	QoQ (%)	1Q18	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
삼성화재	239.5	154.3	55.2	301.1	-20.5	263.1	-9.0
DB손해보험	104.6	63.0	66.0	110.2	-5.0	105.0	-0.4
현대해상	95.7	1.6	5,852.3	106.0	-9.7	95.5	0.2
메리츠화재	67.3	55.1	22.2	63.1	6.7	66.6	1.1
한화손해보험	25.8	-33.6	흑전	29.4	-12.2	25.0	3.5
손해보험 5사	533.0	240.5	121.7	609.8	-12.6	555.2	-4.0
삼성생명*	348.8	-61.2	-669.5	389.9	-10.6	355.4	-1.9
한화생명	45.8	-26.1	흑전	114.6	-60.0	83.5	-45.1
오렌지라이프	68.5	46.2	48.3	88.9	-22.9	83.9	-18.3
동양생명	29.0	-13.4	흑전	41.9	-30.8	21.9	32.8
생명보험 4사	492.1	-54.5	흑전	635.3	-22.5	544.6	-9.6
보험 9사	1,025.0	186.0	451.2	1,245.1	-17.7	1,099.7	-6.8

자료: FnGuide, SK 증권

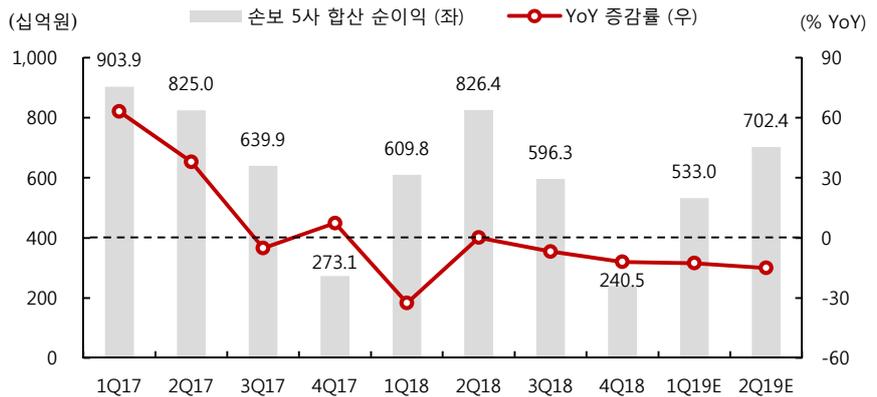
주: *삼성생명은 연결 지배주주 순이익 그 외 보험사 별도 당기순이익 기준

SK 증권 커버리지 보험 9 사의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



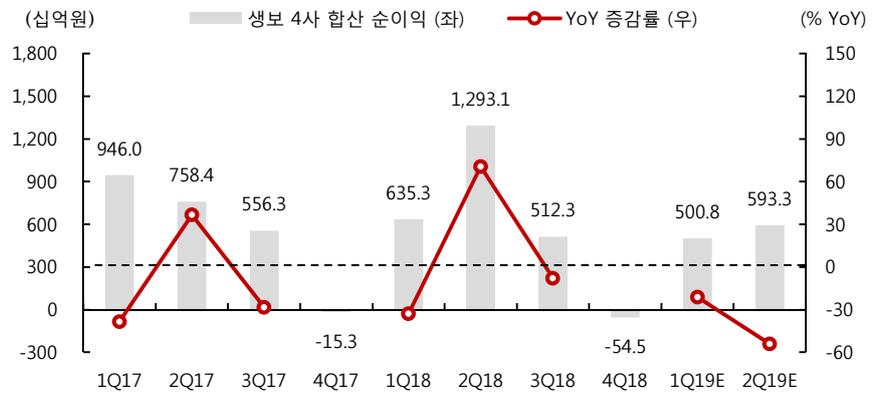
자료: 각 사, SK 증권

SK 증권 커버리지 손해보험 5 사의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



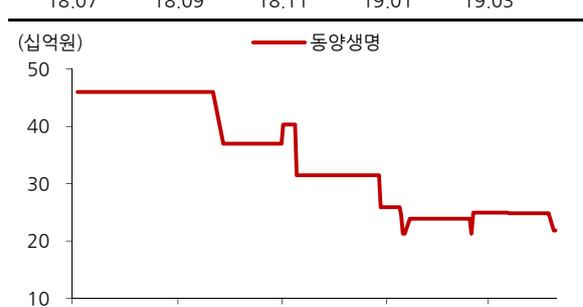
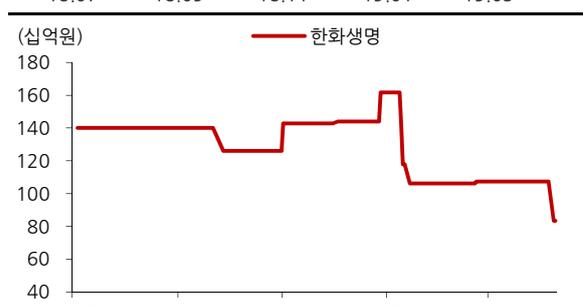
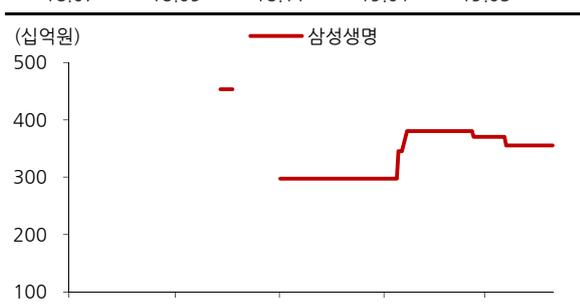
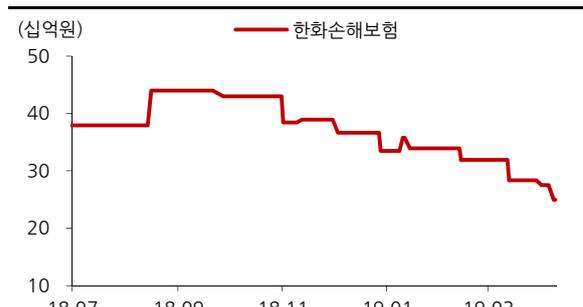
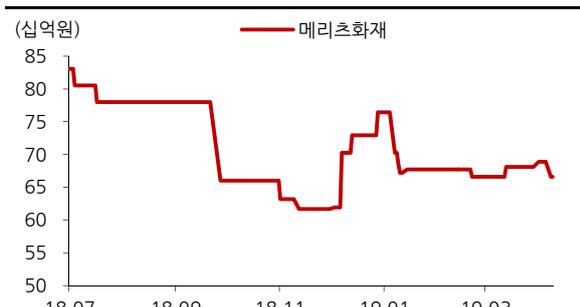
자료: 각 사, SK 증권

SK 증권 커버리지 생명보험 4 사의 분기별 당기순이익 추이 및 전망



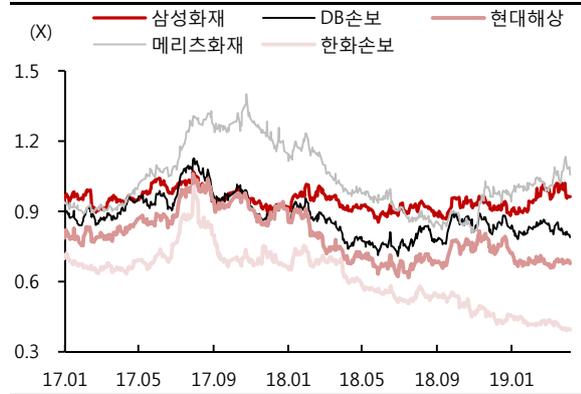
자료: 각 사, SK 증권

커버리지 보험사 순이익 컨센서스 변화

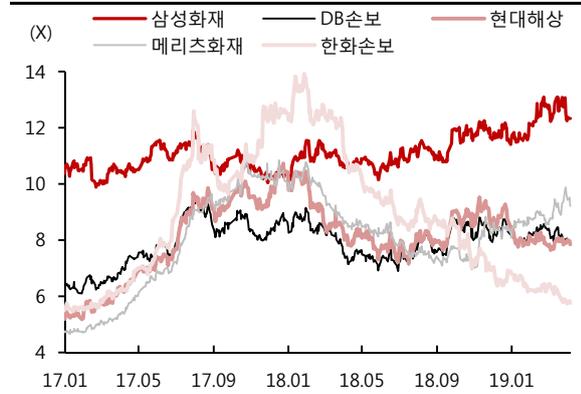


자료: FnGuide, SK 증권 주 삼성생명은 연결 지배주주 순이익 그 외 별도 당기순이익 기준

커버리지 손해보험사 12개월 forward PBR 추이

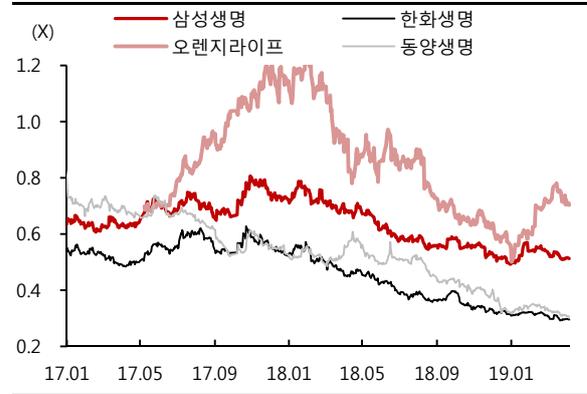


커버리지 손해보험사 12개월 forward PER 추이

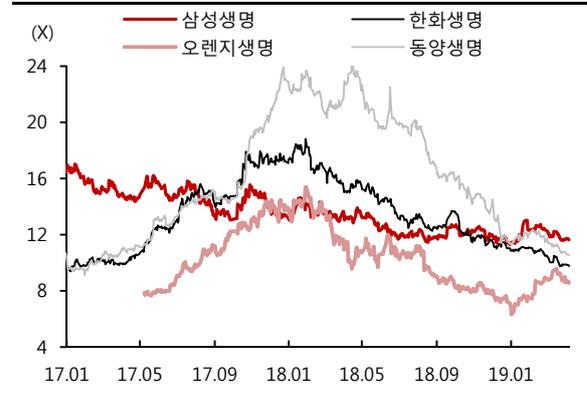


자료: SK 증권

커버리지 생명보험사 12개월 forward PBR 추이



커버리지 생명보험사 12개월 forward PER 추이



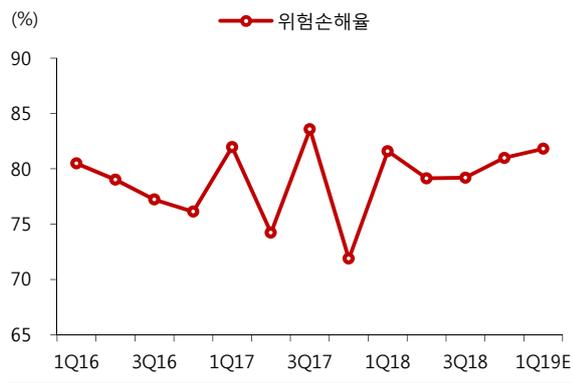
자료: SK 증권

위험손해율의 전반적인 상승 예상

커버리지 보험사의 1Q19 위험손해율은 전년동기대비 상승할 전망이다. 문재인 케어의 일환인 비급여의 급여화로 실손보험의 보장범위가 축소됨에도 불구하고 실손보험 손해액 증가는 여전히 가파른 것으로 파악되며, 이는 손해보험사의 위험손해율에 부정적인 영향을 미친다 (·:주요 손보사 장기 위험보험료 중 실손 비중 30%대 중반). 이에 일부 생명보험사의 사망담보 손해를 악화가 더해지면서 손보 5사 평균 1.6%p YoY, 생보 4사 평균 0.2%p YoY의 위험손해율 상승이 전망된다.

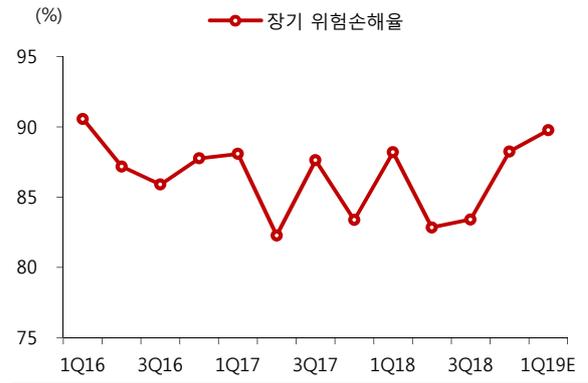
기대할 요인은 실손보험 중 올해 갱신주기가 도래하는 물량의 비중이 높다는 점이다. 2009년 10월 실손보험이 처음으로 표준화되기 직전까지 갱신주기 5년 상품의 절반이 있었고, 이들의 보험료는 2019년 갱신되기 때문이다. 손해액(분자) 증가율이 예상치를 상회하면서 악화된 손해율을 점진적인 보험료(분모) 증가가 상쇄시킬 것으로 예상된다. 하반기부터 손해보험사의 위험손해율 개선을 기대하는 이유이다.

커버리지 생보사의 합산 위험손해율



자료: 각 사, SK증권

커버리지 손보사의 합산 위험손해율



자료: 각 사, SK증권

가입시점(Y축)에 따라 도래하는 갱신주기 스케줄(X축) 도식화: 최초의 표준화 직전, 절판으로 판매된 물량의 보험료가 올해 갱신된다

Y축: 가입시점

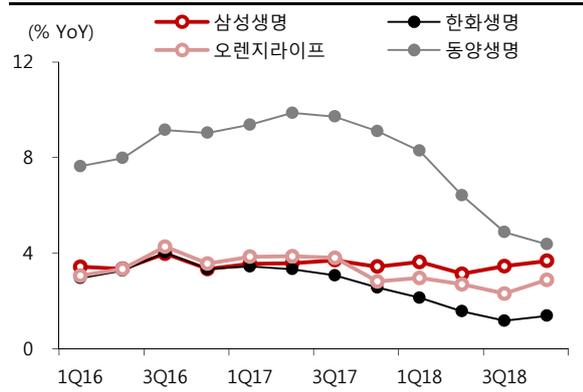
↑ 표준화 이전	2006	가입		갱신		갱신									
	2007		가입		갱신		갱신								
	2008			가입		갱신		갱신							
↓	2009 (~9월)			가입		갱신		갱신							
↑	2009 (10월~)			가입	*	갱신		갱신							
표준화 (갱신 3년)	2010			가입		*		갱신	갱신						
	2011				가입		*	갱신	갱신						
	2012					가입		갱신	갱신						
표준화 (갱신 1년)	2013					가입	*	갱신	갱신	갱신	갱신				
	2014						가입	갱신	갱신	갱신	갱신				
	2015							가입	갱신	갱신	갱신				
	2016								가입	갱신	갱신				
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019

X축: 연도

자료: SK증권

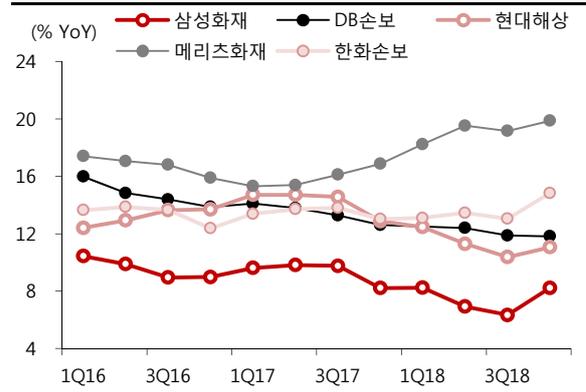
생명보험사의 경우, 손해액보다는 보험료가 위험손해율 개선에 방해 요인이라고 판단된다. 신계약 부진 및 해약 확대로 보유계약 금액이 감소하면서 주요 생보사의 위험보험료 증가율도 둔화되었으며, 이는 손해율 개선 (→사차이익 증대)에 부정적으로 작용하고 있다. 국내 경기 부진과 손·생보 업권의 복합적인 신계약 경쟁을 고려하면 당분간 사차이익의 의미 있는 증가를 기대하기는 어려운 전망이다.

커버리지 생보사의 합산 위험손해율



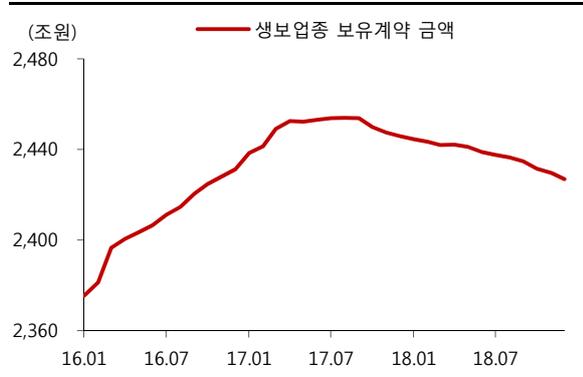
자료: 각 사, SK증권

커버리지 손보사별 위험보험료 증가율



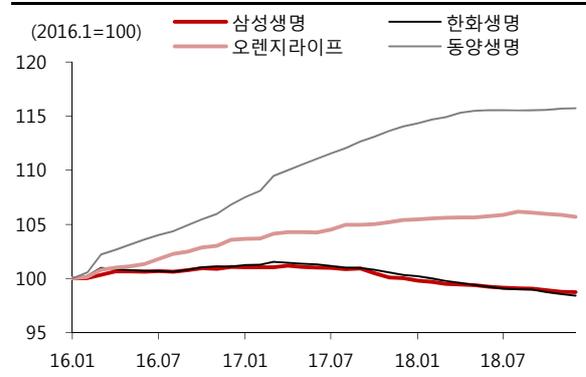
자료: 각 사, SK증권

생보업종 일반계정 보유계약 금액: 2017.08월 이후 감소세



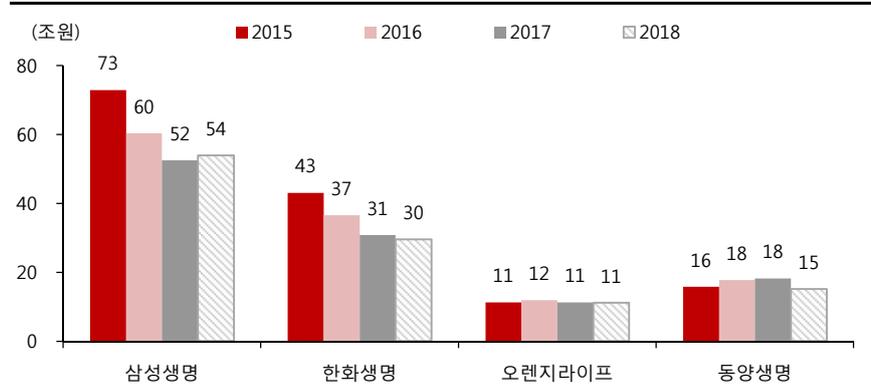
자료: 보험개발원, SK증권

일반계정 보유계약 금액: 대형사 중심으로 보유계약 감소



자료: 보험개발원, SK증권

상장 생보사의 연도별 신계약 금액 (일반계정 기준)

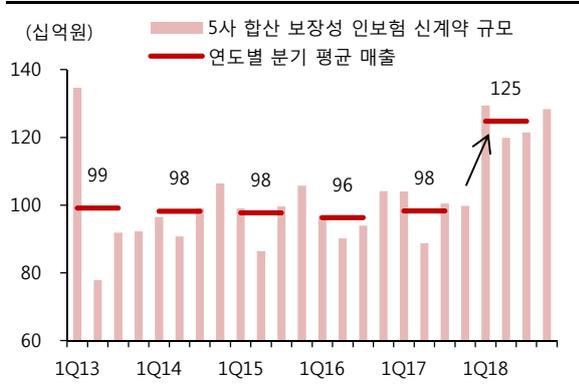


자료: 보험개발원, SK증권

이번 분기도 신계약 성장 격전

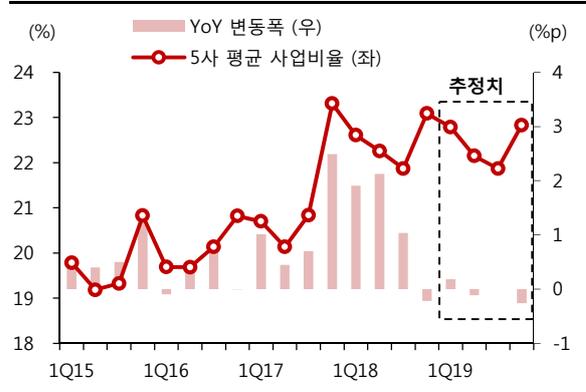
1Q19 에도 보장성 보험 신계약은 증가했다. 특히 손보사의 경우 3 월의 공격적인 영업으로 인해 이미 보장성 인보험 매출이 24% YoY 증가했던 1Q18 보다 추가 성장하는 점이 고무적이다. 기존 예상을 상회하는 신계약 매출로 사업비율 또한 상승할 전망이다. 사업비율 악화의 원인은 단위비용의 상승보다는 추가상각 발생에 따라 매출이 증가할수록 당기 비용률이 상승하는 convex 구조 때문이다.

상장 손보 5사 합산 신계약 규모 (보장성 인보험)



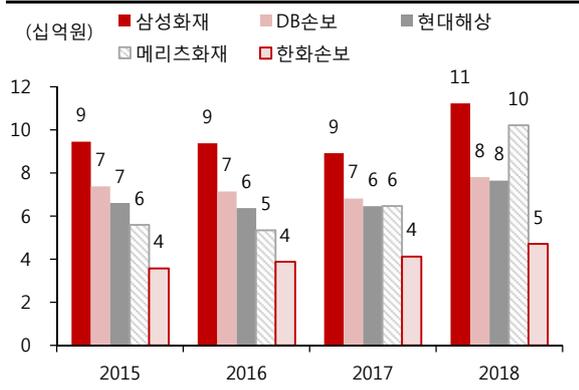
자료: 각 사, SK 증권

상장 손보 5사 평균 사업비율



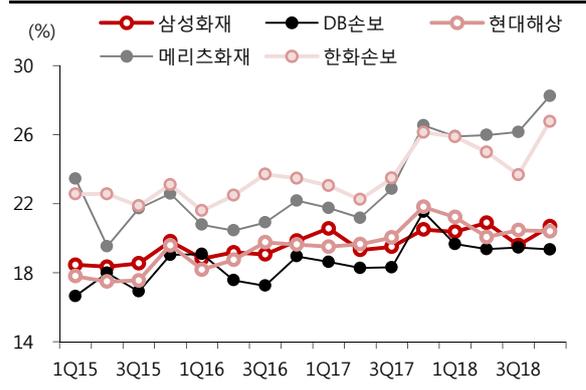
자료: 각 사, SK 증권

손보사별 신계약 규모 (보장성 인보험, 월 평균)



자료: 각 사, SK 증권

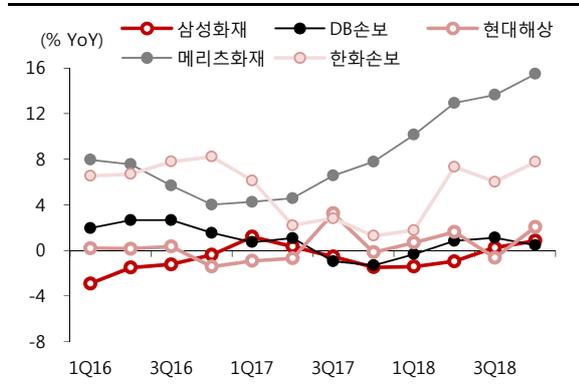
손보사별 사업비율



자료: 각 사, SK 증권

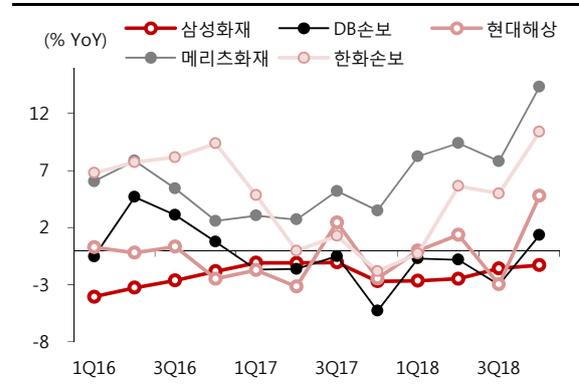
당사는 여전히 사업비보다는 신계약의 연속적 증가에 따른 한계이윤(marginal profit) 저하 가능성에 우려를 제기한다. 현재 신계약에 따른 당기 사업비의 증분은 대부분 추가상각이므로 소멸성인데, 저수익성 상품에 수반되는 발생손해액은 지속적으로 영향을 미치기 때문이다. 이들에 대응되는 수익인 월납 보험료는 보험기간에 걸쳐 인식될 것이므로 기판매분으로 창출되는 보험료수익은 향후에도 매출 성장에 기여한다. 따라서 매출의 증분(Δ)에 해당하는 신계약이 지속적으로 고성장하는 것보다는 계약의 질적 관리가 필요하다는 판단이다.

장기 경과보험료 증가율



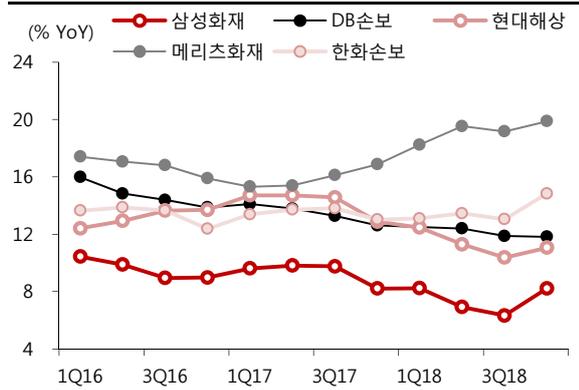
자료: 각 사, SK 증권

장기 발생손해액 증가율: 벌써 상승할 것인가?



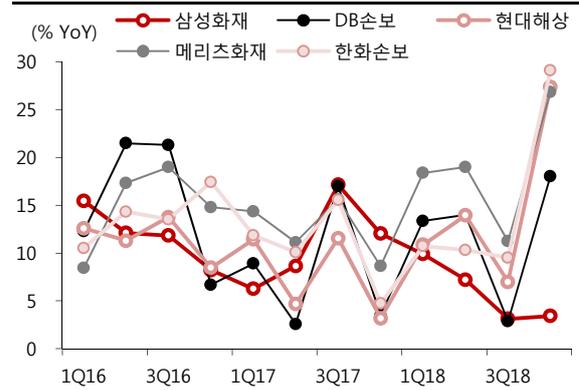
자료: 각 사, SK 증권

장기 위험보험료 증가율



자료: 각 사, SK 증권

장기 위험손해액 증가율



자료: 각 사, SK 증권

자동차 보험료, 6월~7월 추가 인상 예상

손해보험사의 자동차보험 손해율은 YoY 상승하지만, 기존 예상보다는 양호할 전망이다. 4Q18 손보 5사의 자동차 손해율은 평균 10%p YoY 상승했는데, 1Q19에는 그 상승폭이 3%p YoY로 줄어들 것으로 예상된다. 현 시점에서의 관건은 자동차 보험료의 추가 인상 여부와 시기, 인상폭이다.

정비수가 인상분의 추가 반영에 더해 최저임금 증가와 육체노동 가동연한 연장 (→일실소득 증가에 따른 보험금 증가), 추나요법 급여화 등으로 경상적인 자동차 보험금의 증가가 예상되며, 이는 4~5%의 보험료 인상요인으로 알려져 있다. 육체노동 가동연한 연장 등은 5월 중 자동차보험 표준약관 개정을 통해 반영될 예정이며, 연초부터 진행된 정비수가 인상 계약 체결을 고려하면 6월~7월 경에는 비용 요인의 보험료 반영이 필요할 것으로 판단된다.

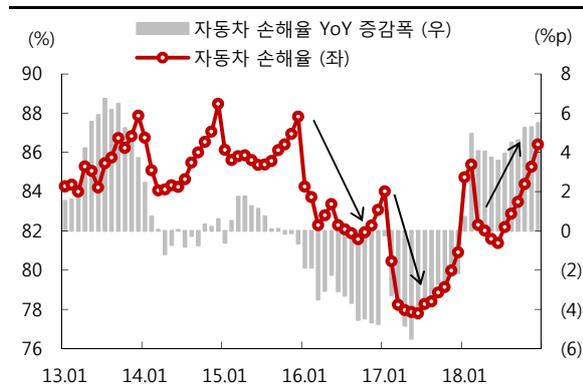
손해보험업종 자동차보험료 조정 내역

시행시기	조정	세부내용
2003년 11월	인상	자동차보험료 평균 3.5% 인상
2004년 06월	인상	대형사 자동차보험료 1.5~2% 인상 (중소형사 4월 인상)
2005년 11월	인상	자동차보험료 2.9~4.1% 인상
2006년 04월	인상	자동차보험료 평균 4%대 인상
2006년 11월	인상	개인용 자동차보험료 평균 1.6%대 인상 (소형사 중심)
2007년 02월	인상	자동차보험료 5~6% 인상
2008년 01월	인하	자동차보험료 1~3% 인하
2008년 08월	인하	자동차보험료 2~4% 인하
2010년 09월	인상	자동차보험료 평균 3% 인상
2012년 04월	인하	자동차보험료 평균 2%대 인하
2Q14	인상	소형사 자동차보험료 평균 2.3% 인상
2H15	인상	중소형사 자동차보험료 평균 5% 인상
1H16	인상	대형사 자동차보험료 평균 2.6% 인상
2017년 1월	인하	삼성화재 자동차보험료 2.7% 인하
2017년 3월	인상	제도변경에 의해 자동차보험료 1% 인상, 메리츠/AXA는 1% 수준 인하
2017년 4월	인하	더케이손보 자동차보험료 2.1% 인하
2017년 6월	인하	메리츠화재 개인용 자동차보험료 0.7% 인하
2017년 8월	인하	삼성/DB/현대/한화 개인용 각각 1.6%, 1.0%, 1.5%, 1.6% 인하
2018년 4월	인하	삼성화재 개인용 및 업무용 0.8% 인하
2019년 1월	인상	자동차보험료 3~4% 인상 (정비수가 인상 일부 대응)

자료: 손해보험협회, 다수 언론, SK 증권

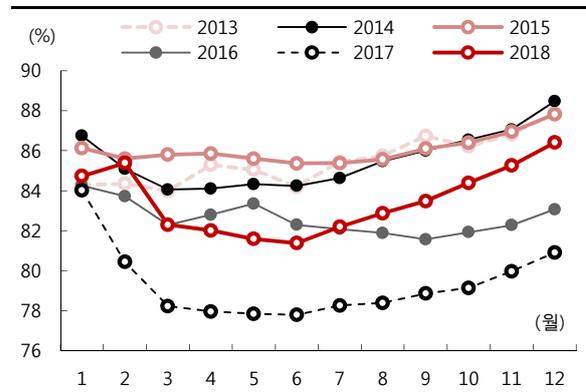
보험료 인하의 영향으로 자동차 한 대당 보험료는 감소하는 데 반해, 사고 한 건당 손해액은 증가하고 있다. 자동차 사고율(평균 유효대수 대비 사고 건수)은 추세적인 하락을 지속하고 있으나, 사고심도에 해당하는 건당 발생손해액은 2018년 들어 두 자릿수 YoY 증가율을 나타내며 가파르게 증가했다. 제도적인 차원의 손해액 감축(렌트 기준 변경, 수리비 지급 기준 강화 등 등)은 최근 4년에 걸쳐 이미 진행되었으므로 건당 손해액 증가에 대응하기 위해서는 역시 추가적인 보험료 인상이 불가피하다는 판단이다.

손해보험업종 자동차 손해율 및 증감폭



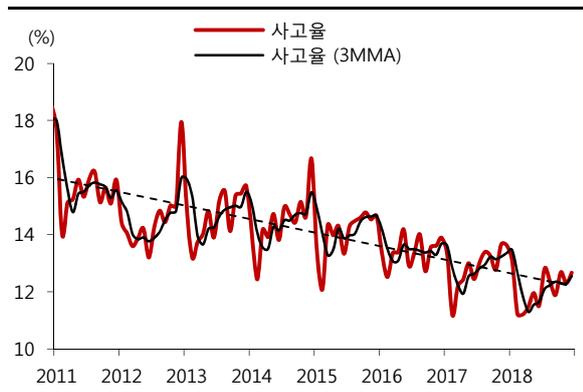
자료: 보험개발원 SK증권
주: FYTD 기준

손해보험업종 연도별 월 누적 자동차 손해율 비교



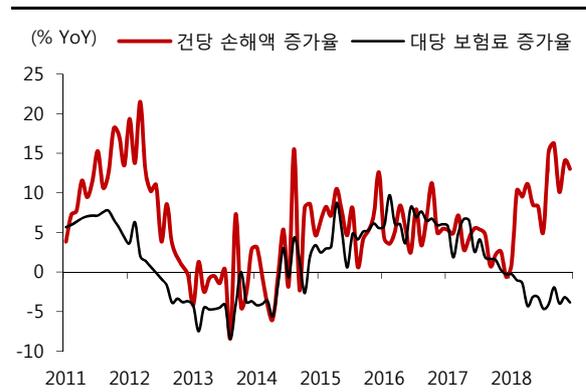
자료: 보험개발원 SK증권
주: FYTD 기준

자동차사고율 추이: 사고 '빈도'는 양호한데



자료: 보험개발원 SK증권
주: 평균 자동차등록대수 대비 사고건수 추이

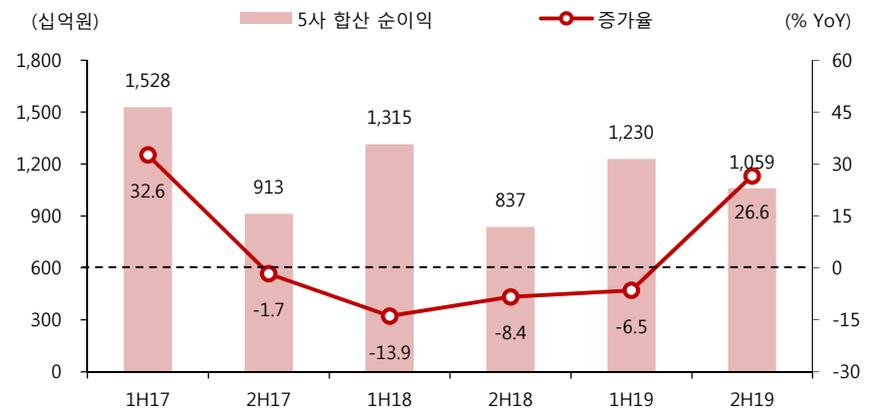
대당 경과보험료 및 건당 발생손해액 증가율: 사고 '심도'가 문제다



자료: 보험개발원 SK증권

주요 손해보험사에 대해 상반기보다 하반기가 낮고, 2018 년보다 2019 년이 나은 turn-around 전망은 여전히 유지한다. 2018 년 하반기 이례적으로 높았던 자동차 손해율에 따른 기저효과와 더불어, 올해 인상한 실손 보험료의 영향은 갱신주기가 도래하면서 점진적으로 반영되기 때문이다. 실적 추적을 위해 지켜봐야 할 변수는 사업비 증가를 유발하는 신계약 경쟁이 계속 이어질지 여부와 자동차 보험료의 인상 시기 및 인상폭이다.

손보 5사 합산 순이익: 1H19 보다 나은 2H19, 2018 년보다 나은 2019 년



자료 각 사, SK 증권

주: 삼성화재의 1Q17 본사 매각익 및 2Q18 계열사 지분 관련 손익 제외

Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 4월 11일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----