

2021년 보험업종 투자 전략에 대한 의견

내년 단기적으로는 생보, 중장기적으로는 손보 추천

내년 보험업종에 대한 투자전략은 단기적으로 생명보험, 중장기적으로는 손해보험을 추천한다. 실질적인 펀더멘털을 떠나, 주가 측면에서 내년 초까지 금리 모멘텀은 유효할 가능성이 있기에 단기적으로는 금리 민감도 관점에서 접근이 타당할 것으로 판단한다. 한편, 이익의 안정성이 비교 우위에 있고, 정책 변화 모멘텀이 있는 손보업종에 대해서는 중장기적인 관점에서 비중 확대를 추천한다. 보험업종 Top Pick은 DB손해보험과 현대해상을 추천하며, 당사 생명보험업 커버리지 내 금리 민감도는 한화생명이 가장 높다.

시장금리 상승은 호재이나 지나친 기대는 금물

하나금융투자는 내년 시장금리의 상승을 전망하고 있다. 시장금리 상승은 보험사의 보유이원 방어에 유리하게 작용되고, 특히 생명보험업의 경우 변액보증준비금 적립 부담이 완화되어 손익 측면에서 호재이다. 하지만 준비금이 환입되기까지는 국고채 5년물 금리가 가파른 우상향을 보여야한다는 점, 경상적인 채권 매각이익이 축소될 수 밖에 없다는 점에서 손익 개선 효과는 희석될 것으로 추정된다. 또한, 시장금리 상승 시 보험부채적정성평가 등 제도 관련 불확실성도 완화되나, OCI 감소에 따라 RBC 비율 하락도 동반되기에 다소 중립적인 영향으로 해석될 수 있다.

실손 보험 관련 전망이 마냥 비관적이지만은 않음

내년 실손 보험료 인상폭은 평균 약 +11%대로, 지난 해보다 높아지는 것으로 파악된다. 이는 비록 계리적 관점에서 요구되는 수준은 아니지만 제반 상황들을 고려했을 때 최선의 결론으로 생각되며, 향후 손보업종의 위험보험료 유입 속도가 현재 수준만큼 유지될 수 있을 것으로 추정된다. 한편, 올해 극심한 COVID-19 영향에도 손해액은 증가하였고, 과도한 비급여 진료비 청구 문제가 일부 소수의 계약자들에 국한되기 때문에 내년 COVID-19 영향이 소멸되더라도 손해액 증가 속도가 폭증할 가능성은 높지 않다고 예상된다. 또한, 정부 부처에서 비급여 관리 강화 대책을 예고한 만큼 중장기적으로 손해액 증가 속도가 완화될 가능성이 있다.

Update

OVERWEIGHT

Top picks 및 관심종목

| 종목명 | 투자 의견 | TP(12M) | CP(12월29일) |
|----------------|-------|---------|------------|
| DB손해보험(005830) | BUY | 68,000원 | 43,650원 |
| 현대해상(001450) | BUY | 35,000원 | 22,600원 |

Financial Data (유니버스 보험 8개사 합산)

| 투자지표 | 단위 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|-------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출 | 십억원 | 77,334 | 80,910 | 86,517 | 88,324 | 89,393 |
| 영업이익 | 십억원 | 2,423 | 1,237 | 2,303 | 2,394 | 2,540 |
| 당기순이익 | 십억원 | 2,752 | 1,808 | 2,518 | 2,564 | 2,680 |
| (증감률) | % | -19.8 | -34.3 | 39.3 | 1.8 | 4.5 |
| ROA | % | 0.7 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| ROE | % | 7.4 | 4.3 | 5.3 | 5.1 | 5.2 |

주: 생명보험은 수입보험료, 손해보험은 경과보험료를 매출로 구분. 코리안리 제외
자료: 하나금융투자



Analyst 이용재
02-3771-7515
leehj612@hanafn.com

시장금리 상승은 화재이나 지나친 기대는 금물

금리 상승 모멘텀은 최소한 내년 초까지 유효할 가능성

하나금융투자에서는 2021년 시장금리 상승을 전망하고 있으며, 그 폭의 차이가 있을 뿐 컨센서스도 시장금리 상승을 예상하고 있다. 구체적인 금리 전망이 필자의 영역은 아니나, 최근 세계 주요국들의 COVID-19 백신 접종이 시작되었고 우리나라 또한 내년 초까지 백신 확보 및 접종 확대를 목표로 하고 있어, 경기회복 기대감에 따른 금리 모멘텀은 최소한 내년 초까지 부각될 가능성이 있다.

보험업종 내 금리 상승 시 가장 큰 수혜는 생명보험

시장금리 상승 시 보험업종 공통적으로 보유이원 방어와 이차마진 불확실성 측면에서 화재이며 생명보험/손해보험/재보험 중 생명보험업종에 가장 큰 수혜가 예상된다. 이유는 우선 단기 손익 측면에서 변액보증준비금 적립 부담이 완화되기 때문이다. 변액보증준비금은 결산 분기별로 KOSPI 지수 등의 영향을 받으나 연간 손익에서 가장 큰 변동요인은 3분기 시장금리로 산출되는 4분기 적립액이며, 내년 시장금리 상승 시 준비금 적립에 따른 손익 부담은 완화된다.

시장금리 상승 시 생명보험사들의 보험부채 시가평가에 대한 불확실성 완화

新 제도 도입 측면에서도 시장금리 상승은 화재로 작용된다. 보험부채의 시가 평가로 요약되는 IFRS17 도입(2023년 예정) 시 시장금리는 보험부채의 할인율을 결정하는 사실상 유일한 변수이며, 시장금리 하락은 부채의 증가(=자본의 감소)로 이어져 지금까지 생명보험사들의 주가에 큰 할인요인으로 작용되었다. 따라서 내년 시장금리 상승 전망은 IFRS 17 관련 불확실성을 완화하며 추가적인 자본 Injection 가능성을 낮춘다. 또한, 단기적인 측면에서도 LAT(보험부채적정성평가) 결손 가능성을 낮춰 화재로 작용된다.

하지만 지나친 기대감은 금물. 현재 당사의 금리 전망치 가정 시 이익 모멘텀 제한적. 시장금리 상승에 따라 회사 가치가 우상향 한다고 보기는 어려움

다만, 유의한 변화를 위해서는 금리 상승 속도가 좀 더 높아져야 한다고 분석된다. 보유이원의 하락 속도가 낮아질 가능성은 있으나 여전히 낮은 장기채 금리는 이차역마진 우려를 상쇄하기 역부족이다. 또한, 전술한 4분기 변액보증준비금은 당해연도와 직전연도 시작금리 및 장기평균금리의 차이에 의해 산출되는데, 저금리 고착화로 장기평균금리가 지속 하락하여 시작금리의 반등이 가파르지 않으면 준비금 환입 효과를 기대하기 어렵기 때문이다. 현재 하나금융투자에서 예상하는 2021년 국고채 5년물 금리는 1.45%이며, 필자가 추정하는 변액보증준비금의 손익분기점은 1.6~1.7%이다.

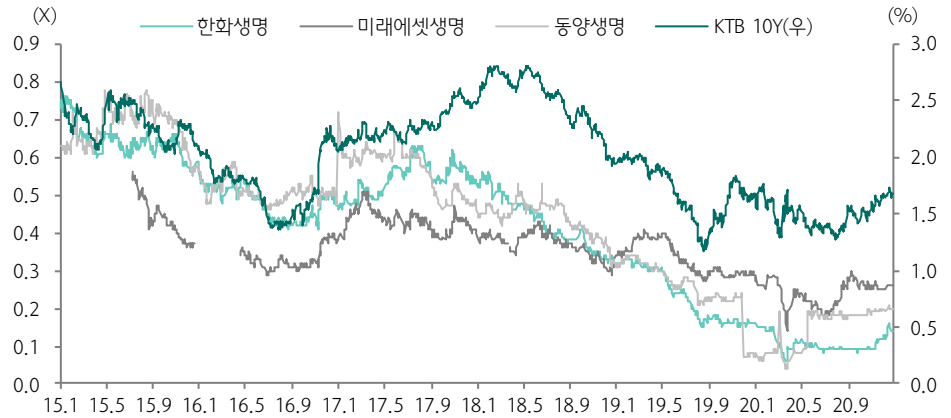
물론, 국고채 금리가 손익분기점에 달성하지 못하더라도 작년이나 올해와 같은 대규모 준비금 부담에서는 벗어날 것으로 예상된다. 하지만 대부분의 생명보험사들이 여전히 제도 강화를 대비해 자산 Duration 확보해야 하는 상황에서, 장단기 교체매매 시 시장금리 하락 구간보다 채권 매각익이 줄어들 가능성이 높아 손익 개선 효과는 희석될 것으로 예상된다. 또한, 제도 대응 측면에서 시장금리 상승에 따라 LAT 결손 가능성은 낮아지나 매도가능증권의 평가의 감소로 RBC 비율은 소폭 둔화될 것으로 추정된다.

그럼에도 금리 상승 시 생보업종 주가에는 화재이며, 단기적으로 금리 민감도가 가장 높은 한화생명에 대한 관심이 유효

하지만 Trading 관점에서만 본다면 생명보험사 주가에 시장금리는 절대적인 영향을 미친다. 특히, 커버리지 사 중 **한화생명(088350.KS/중립/TP 2,100원(상향))**은 금리 민감도가 높을 수 밖에 없는 보험부채 구조를 가지고 있어 주가가 시장금리에 연동되는 경향을 보인다. 내년 당사의 금리 전망을 가정했을 때, 동사에 유의한 펀더멘털 개선이나 이익 체력의 변화가 예상되지는 않아 12MF 투자의견은 중립(Neutral)이나, 단기적인 Trading 관점에서는 동사에 대한 관심이 유효하다고 판단된다. 목표주가 상향 배경은 하나금융투자 자산분석실 시장금리 전망 상향에 기인한다.

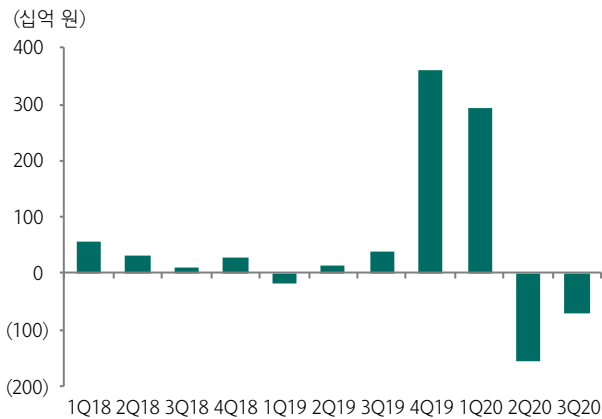
시장금리의 방향성과 유사한 흐름인 생보업종 주가. 특히 한화생명 은 2018년부터 최근까지 상관관계가 0.95로 금리 민감도 높음

그림 1. 생보 3사 12MF P/B 및 국고채 10년물 금리



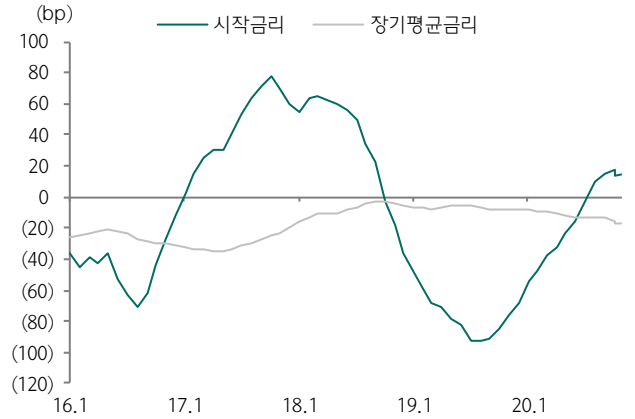
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 2. 생보 3사 보증준비금 적립액



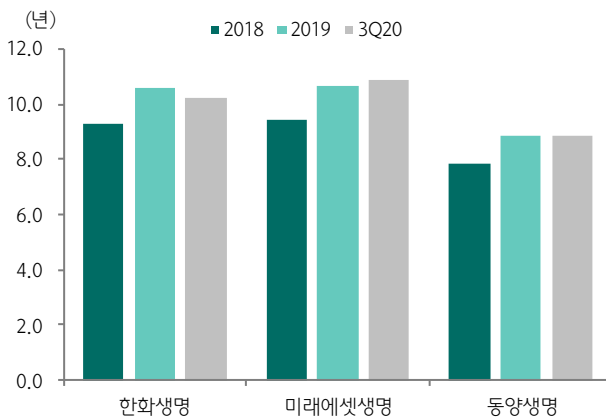
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 3. 시작금리 및 장기평균금리 전년 대비 증감 추정



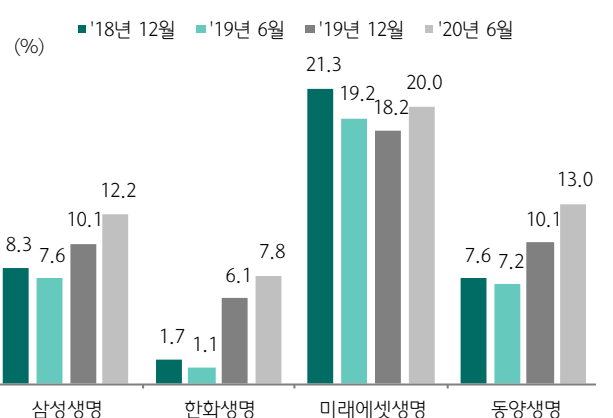
주: 2021년 KTB 5년물 1.45% 일괄 가정
자료: 인포맥스, 하나금융투자

그림 4. 생보 3사 부채 Duration



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 5. 주요 생명보험사 LAT 잉여비율



자료: 생명보험협회, 하나금융투자

실손 보험 관련 전망이 마냥 비관적이지만은 않음

내년 실손 보험료 인상 폭은 올해보다 높아질 것으로 예상

최근 언론보도 및 보험업계에 따르면 지난 주 금융위원회가 각 보험사들에 내년 실손 보험료 인상 폭을 舊 실손 +16%, 표준화 실손 +11%, 新 실손 동결, 전체적으로는 평균 +11%대로 의견을 전달하였다. 아직 최종 확정은 아니지만 과거의 사례들로 봤을 때 금융위원회의 가이드라인 수준으로 최종 인상 폭이 결정될 가능성이 높다.

이번 실손 보험료 인상은 제반상황을 고려했을 때 양호한 결론이라고 판단

이번 실손 보험료 인상률은 당사의 기대에 부합하는 수준으로 판단된다. 최근 COVID-19 등으로 국내 실물경기가 다소 위축된 상황에서 보험료 동결을 요구할 가능성까지 열려 있었으나, 지난 해의 인상 폭을 상회하는 결과는 양호한 결론으로 생각된다. 계리적 관점에서 요구되는 인상률인 +20%는 최근과 같이 거센 손해액 증가를 가정한 수치이기에 향후 손해액에 대한 적절한 통제만 이루어진다면 실손 손해를 관련 불확실성이 현재보다 크게 확대되지는 않을 것으로 예상된다.

비급여 관리 강화는 긍정적인 방향이나 당장에 손해액을 경감시키기 보다는 추가적인 폭등을 억제하는 수준의 효과 예상

아울러 이번 공사보험협의체에서는 ‘비급여관리강화 종합대책’ 수립 계획이 논의되었다. 주요 내용은 비급여 관리체계 구축과 의료소비자 정보제공 확대로 요약될 수 있다. 세부적으로는 비급여 가격정보 공개 확대, 급여 병행 비급여 자료 제출, 비급여 사전설명 제도 등이 도입될 예정이다. 추진되는 비급여 관리 강화 제도는 현재의 손해액을 경감시키는 데는 역부족으로 생각되나, 모럴헤저드를 예방하여 비급여 청구의 추가적인 폭등은 일부 억제하는 효과가 있을 것으로 예상된다. 또한, 보건복지부에 따르면 내년 비급여 표준화 작업도 진행되는데, 시행계획 상 중장기적인 기대요인이다.

내년 사회적 거리 두기가 완화되더라도 위험손해율이 크게 악화될 가능성은 제한적으로 전망

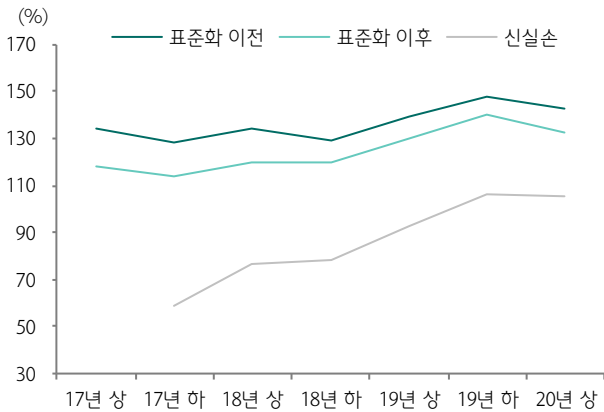
기대에 부합하는 수준의 실손 보험료 인상폭과 정부 관련 부처의 비급여 관리 강화 제도는 긍정적으로 생각되나, 당장에 내년 장기 위험손해율에 미치는 영향이 크지 않을 것으로 추정된다. 다만, 내년 COVID-19 영향 소멸에도 장기 위험손해율이 크게 악화되지는 않을 것으로 예상된다. 올해 COVID-19 확산으로 인한 강도 높은 사회적 거리 두기에도 불구하고 이미 전년 대비 두 자릿수 수준의 손해액 증가를 보였고, 현재 문제가 되는 부분은 모럴헤저드를 일으키는 계약자들에 한정되기에 전년 대비 손해액 증가 폭이 급격히 확대될 가능성은 제한적이라고 판단하기 때문이다.

Top Pick은 DB손해보험과 현대해상으로 유지. 이번 실손 보험료 인상과 비급여 관리 제도 변화에 대한 민감도가 높기 때문

2021년 하나금융투자 보험업 유니버스의 Top Pick은 DB손해보험(005830.KS/매수/TP 68,000원)과 현대해상(001450.KS/매수/TP 35,000원)으로 유지한다. 손보업종 2위권 사인 두 회사의 주가는 실손 보험 관련 정책 변화들에 민감하게 반응하는 경향을 보이기에 때문에 내년 비급여 표준화 진행 경과에 따라 정책 측면의 모멘텀이 작용될 수 있다.

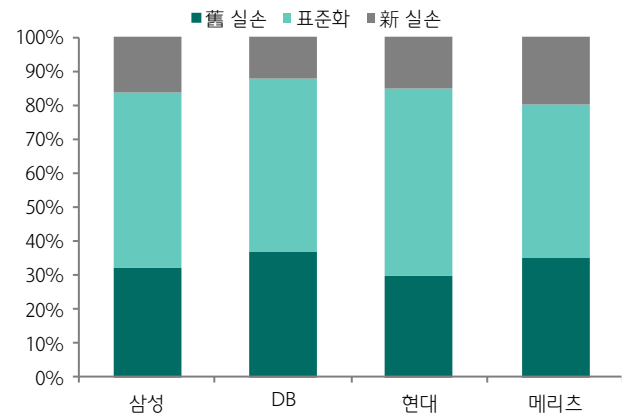
또한, 현대해상은 장기보험 손해액 변동에 따른 이익 변동성이 높은 편이기에 내년에 추진되는 비급여 관리 강화에 따른 수혜가 예상되며, DB손해보험은 舊 실손 보험 비중이 가장 높은 만큼 이번 보험료 인상 효과가 상대적으로 크게 나타날 것이기 때문이다. 이외에도 내년 자동차 손해율 및 장기 사업비율 안정화 등 중장기 이익 안정성 측면에서도 부족함이 없고, P/E 5x 수준으로 상위사 중 Valuation 매력도 유효하다.

그림 6. 실손 보험 위험손해율



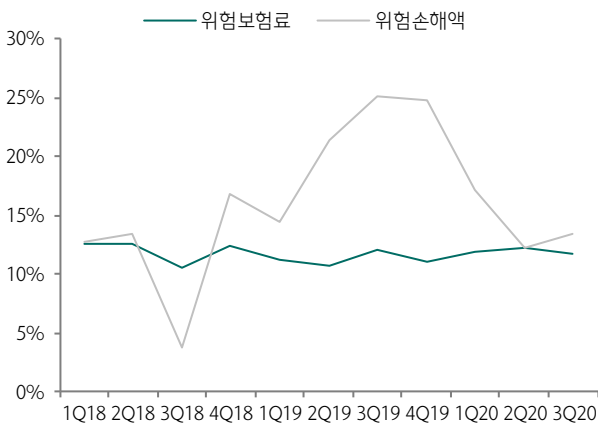
주: 전체 보험사 기준
자료: 보험연구원, 하나금융투자

그림 7. 손보 4사 실손 보험 종류별 비중



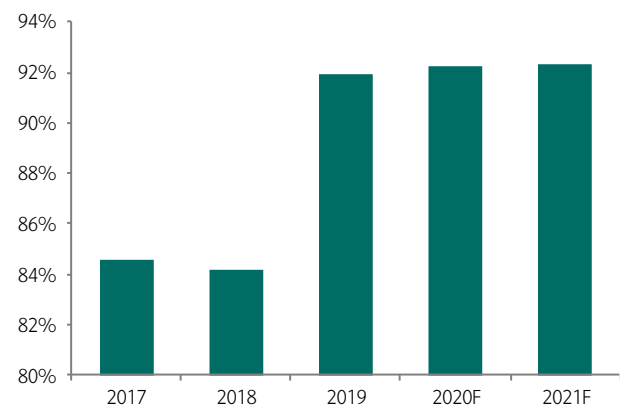
주: 한화손해보험 제외(Outlier로 판단)
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 8. 손보 4사 장기 위험보험료 및 손해액 전년 대비 증감



주: 한화손해보험 제외(Outlier로 판단)
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 9. 손보 4사 장기 위험손해율 추정



주: 한화손해보험 제외(Outlier로 판단)
자료: 각 사, 하나금융투자

표 1. 2021년 비급여 관리체계 추진 계획

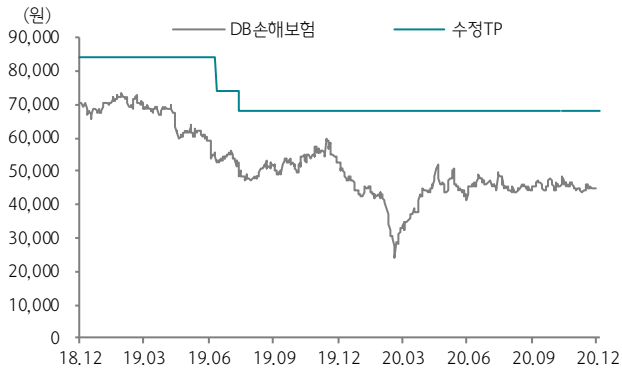
비급여 표준코드(표준화)는 비급여 손해액 통제의 핵심이 될 것으로 예상. 내년 관리체계 구축 예정 (중장기적 기대요인)

| 구분 | 내용 |
|-----|--|
| 1분기 | - 급여항목 병행 비급여항목 자료 제출 시범실시 방안 마련 및 의견 수렴(~6월) - 비급여 표준코드 및 분류체계 관리방안 마련 - 의료보장제도 거버넌스 구축 |
| 2분기 | - 비급여 표준코드 활용방안 도출 및 의견수렴 |
| 3분기 | - 급여항목 병행 비급여항목 자료제출 근거 법령 마련 - 건강보험 비급여 표준화를 위한 법령개정안 마련 - 의료보장제도 거버넌스 1차 회의 |
| 4분기 | - 급여항목 병행 비급여항목 자료제출방안 실시 기반 마련 - 건강보험 비급여 표준화를 위한 법령개정안 의견수렴 - 건강보험 비급여 표준화를 위한 법령개정 추진 |

자료: 보건복지부, 하나금융투자

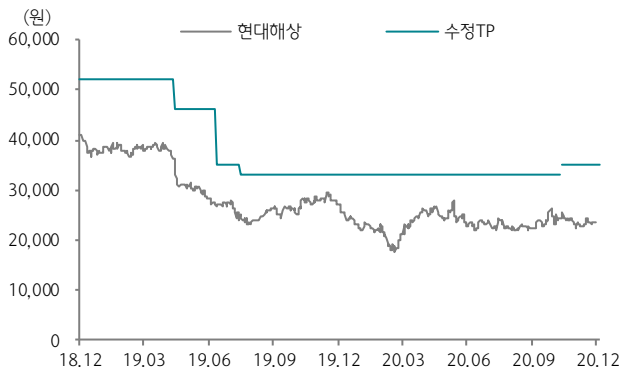
투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

DB손해보험



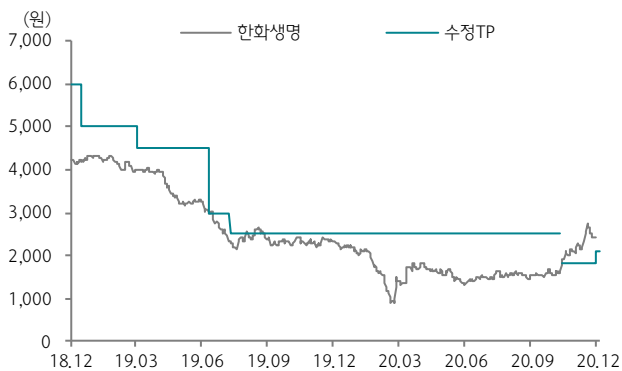
| 날짜 | 투자이견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|----------|------|--------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 20.11.10 | BUY | 68,000 | | |
| 19.7.10 | BUY | 74,000 | -27.27% | -24.19% |
| 18.5.13 | BUY | 84,000 | -21.01% | -11.67% |

현대해상



| 날짜 | 투자이견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|----------|------|--------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 20.11.10 | BUY | 35,000 | | |
| 19.8.13 | BUY | 33,000 | -26.56% | -10.00% |
| 19.7.10 | BUY | 35,000 | -23.89% | -20.14% |
| 19.5.12 | BUY | 46,000 | -34.89% | -28.15% |
| 18.11.12 | BUY | 52,000 | -24.67% | -15.29% |

한화생명



| 날짜 | 투자이견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|----------|---------|-------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 20.12.29 | Neutral | 2,100 | | |
| 20.11.10 | Neutral | 1,800 | 24.53% | 52.22% |
| 19.8.8 | Neutral | 2,500 | -25.86% | 6.80% |
| 19.7.10 | Neutral | 3,000 | -11.35% | 1.17% |
| 19.3.31 | BUY | 4,500 | -21.04% | -10.22% |
| 19.1.13 | BUY | 5,000 | -16.22% | -13.30% |
| 18.11.8 | BUY | 6,000 | -27.45% | -23.33% |

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

| 투자등급 | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계 |
|------------|---------|-------------|------------|------|
| 금융투자상품의 비율 | 93.31% | 6.69% | 0.00% | 100% |

* 기준일: 2020년 12월 29일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이흥재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 12월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이흥재)는 2020년 12월 30일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5% 이하)

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어 진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.