

보험

보험

정태준 CFA

02 3770 5585

taejeon.jeong@yuantakorea.com



종목	투자의견	목표주가 (원)
삼성화재	BUY (M)	310,000 (U)
DB 손해보험	BUY (M)	80,000 (U)
현대해상	BUY (M)	35,000 (U)
한화손해보험	BUY (M)	7,000 (M)

손해보험, IFRS17 수혜업종 [10월 monthly]

삼성화재, DB손해보험, 현대해상 목표주가 상향

보험업 최선호주로 삼성화재, 차선호주로 DB손해보험, 관심종목으로 현대해상을 제시하며 보험업 최선호 업종으로 손해보험을 제시한다. IFRS17 전환으로 인한 수혜를 가장 크게 받을 전망이다. IFRS17의 핵심은 지금까지 제대로 평가 받지 못하고 있던 회사의 가치가 재평가된다는 것이기 때문에 1) 보유계약의 수익성과 2) 자본의 안정성 면에서 상대적으로 우월한 손해보험이 더 높은 valuation을 정당화할 수 있을 것이라고 판단한다. 3분기 실적은 자동차보험 및 일반보험 손해를 호조에 힘입어 컨센서스를 상회할 것으로 예상하며, 이런 흐름은 4분기에도 이어질 전망이다.

손해보험을 주목해야하는 이유

손해보험의 보유계약 수익성이 더 뛰어나다는 점은 LAT(부채적정성평가) 잉여금액을 통해 알 수 있다. LAT 잉여금액이 높을수록 IFRS17에서도 유리하기 때문이다. 최근 생명보험사들의 LAT 잉여금액도 크게 상승하였지만 이는 국고채 5년물 금리 상승에 기인한 것으로, 금리의 변화에 따라 변동성이 크다는 점에서 손해보험이 안정적으로 더 높은 잉여금액을 보유하고 있다고 판단한다. 자본의 안정성에 있어서도 손해보험이 우위에 있다고 판단하는데, 이는 자본 내 이익잉여금 비중이 손해보험이 더 높기 때문이다. 현재 RBC 제도에서는 이런 면을 반영하지 못하고 손해보험과 생명보험이 유사한 자본비율을 보이고 있으나 IFRS17에서는 손해보험이 더 높은 자본비율을 보일 것으로 예상된다.

손해보험 3Q21E preview

한편 앞서 언급한 바와 같이 손해보험 3분기 실적은 자동차보험과 일반보험 손해를 개선으로 컨센서스를 상회하는 실적을 보일 전망이다. 이에 더불어 전년동기대비 큰 폭의 이익 증가를 보일 것으로 예상하는데, 이는 초년도 사업비 규제 영향으로 사업비율이 안정될 것으로 판단하기 때문이다. 이번 실적에서 주목할만한 점은 보험료 인상 효과가 소멸되고 차량 운행도 증가한 3분기에도 자동차보험 손해율이 전년동기대비 큰 폭으로 개선되고 있다는 점인데, 이런 현상은 작년부터 진행되어온 제도 개선의 영향이 본격적으로 반영되고 있기 때문으로 판단한다.

*보험업 monthly는 매월 세번째 월요일에 나옵니다.

1. 삼성화재, DB손해보험, 현대해상 목표주가 상향

삼성화재 최선호주, DB 손해보험 차선호주 제시

보험업 최선호주로 삼성화재, 차선호주로 DB 손해보험, 관심종목으로 현대해상을 제시하며 보험업 최선호 업종으로 손해보험을 제시한다. IFRS17 전환으로 인한 수혜를 가장 크게 받을 전망이다. IFRS17의 핵심은 지금까지 제대로 평가 받지 못하고 있던 회사의 가치가 재평가된다는 것이기 때문에 1) 보유계약의 수익성과 2) 자본의 안정성 면에서 상대적으로 우월한 손해보험이 더 높은 valuation 을 정당화할 수 있을 것이라고 판단한다. 이를 반영하여 삼성화재와 DB 손해보험, 현대해상의 목표주가를 상향하였다. 한화손해보험 역시 생명보험사 대비 경쟁력 있지만 채널 점유율이 낮아 신계약 경쟁이 어려울 수 있기 때문에 추가로 목표주가를 상향하지는 않았다. 4사 모두 3분기 실적은 자동차보험 및 일반보험 손해를 호조에 힘입어 컨센서스를 상회할 것으로 예상하며, 이런 흐름은 4분기에도 이어질 전망이다. 내년 이익은 신계약 확보를 위한 비용 지출 등으로 인해 올해 대비 감소할 것으로 예상하지만 이는 내후년 이후의 이익 체력을 늘리기 위한 과정으로 보아야한다고 판단한다.

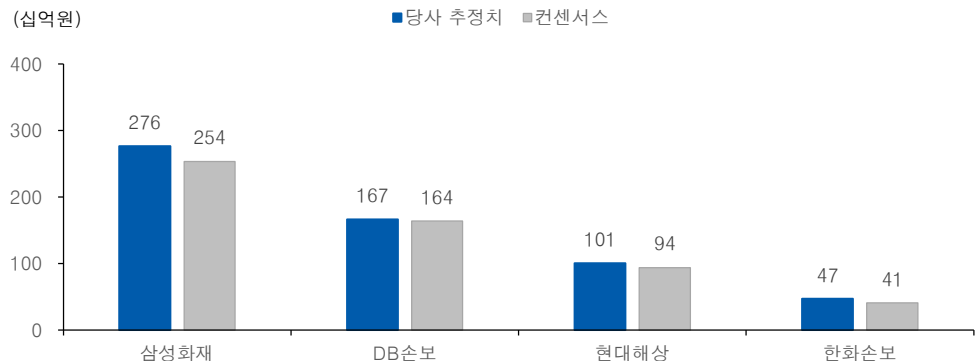
[표 1] 목표주가 변경

(단위: 원, %, 배)

	삼성화재	DB 손해보험	현대해상	한화손해보험
기존 목표주가	280,000	72,000	31,000	7,000
신규 목표주가	310,000	80,000	35,000	7,000
2020 BPS	382,525	106,826	60,501	14,390
2021E ROE	7.6	11.6	9.2	10.2
COE	9.5	15.6	16.0	22.0
현재 PBR	0.73	0.76	0.53	0.32
적정 PBR	0.95	0.93	0.67	0.51

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 손해보험사별 3Q21E 이익 당사 추정치 vs. 컨센서스



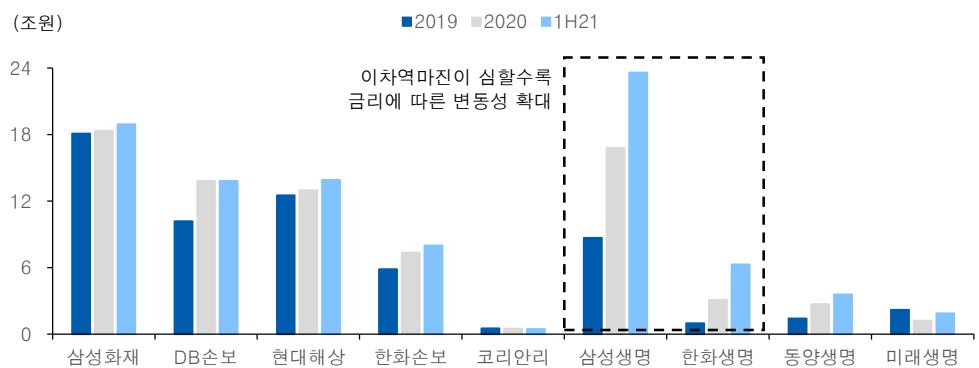
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

2. 손해보험을 주목해야하는 이유

LAT 잉여금액이 높고 안정적이다

손해보험의 보유계약 수익성이 더 뛰어나다는 점은 LAT(부채적정성평가) 잉여금액을 통해 알 수 있다. LAT 잉여금액은 보유계약을 현재가치로 평가했을 때 (+)인 이익계약에서 (-)인 손실계약을 차감한 잔액인데, IFRS17에서도 CSM 이 (+)인 계약은 이익의 재원이 되고 (-)인 계약은 전액 손실비용으로 처리한다는 점에서 LAT 잉여금액이 높을수록 IFRS17에서도 유리하기 때문이다. 최근 생명보험사들의 LAT 잉여금액도 크게 상승하였지만 이는 국고채 5년물 금리 상승에 기인한 것으로, 금리의 변화에 따라 변동성이 크다는 점에서 손해보험이 안정적으로 더 높은 잉여금액을 보유하고 있다고 판단한다. 또한 국고채 5년물 금리는 경기 사이클과 동행하는 경향이 있고, 과거에도 기준금리 인상이 이어지면서 유동성이 축소되는 구간에서는 경기 성장이 둔화되는 점을 반영하며 하락했기 때문에 내년에는 오히려 하락할 가능성도 있다.

[그림 2] 보험사별 LAT 잉여금액 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 기준금리 vs. 국고채 5년물 금리

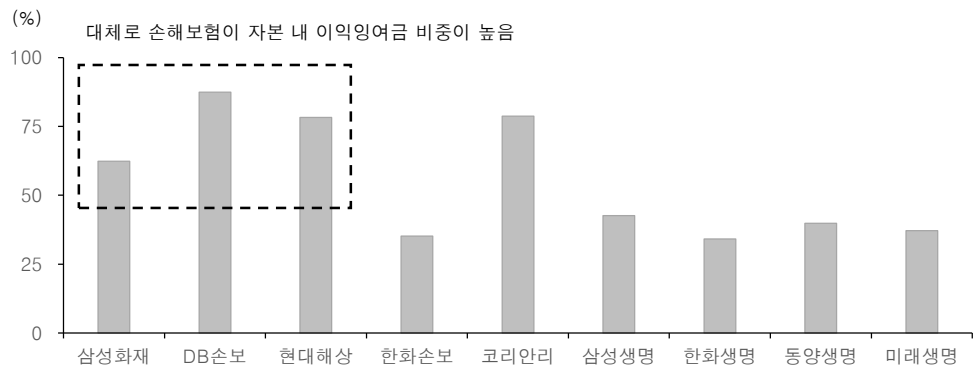


자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

자본 또한 안정적이고 질적으로 우수하다

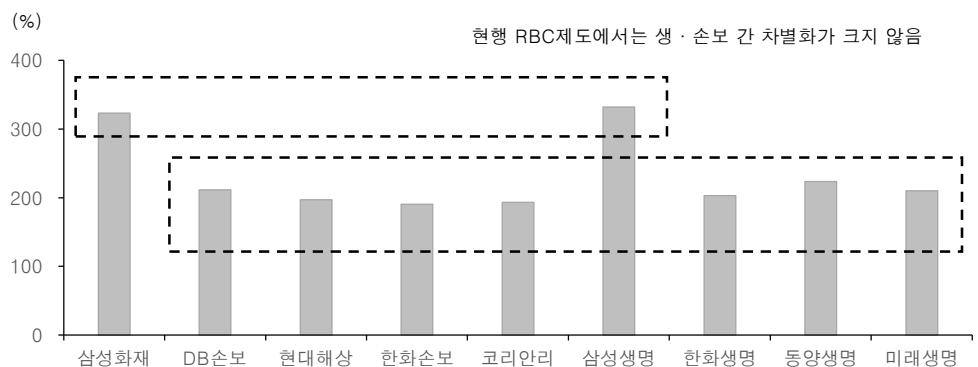
자본의 안정성에 있어서도 손해보험이 우위에 있다고 판단하는데, 이는 자본 내 이익잉여금 비중이 손해보험이 더 높기 때문이다. 이익잉여금의 비중이 높다는 점은 상대적으로 변동성이 높은 기타포괄손익누계액이나 부담금리가 높은 신종자본증권의 비중이 낮다는 것이기 때문에 손해보험의 자본이 더욱 안정적이고 질적으로 우수함을 의미한다. 또한 IFRS17에서는 변액보증준비금 관련 손익이 기존과 달리 기타포괄손익누계액에만 반영되기 때문에 향후 대형 생명보험사들은 4분기마다 손익을 좌우하던 변동성을 자본에서 인식해야한다. 물론 이에 대한 헤지는 지속적으로 강화하고 있다는 점은 긍정적이지만 100% 헤지는 어렵기 때문에 변액보험 익스포저가 없는 손해보험보다는 변동성을 가져갈 수 밖에 없다. 한편 현재 RBC 제도에서는 이런 면을 반영하지 못하고 손해보험과 생명보험이 유사한 자본비율을 보이고 있으나 IFRS17에서는 손해보험이 더 높은 자본비율을 보일 것으로 예상된다.

[그림 4] 2Q21 기준 자본 내 이익잉여금 비중 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 보험사별 2Q21 RBC 비율 비교



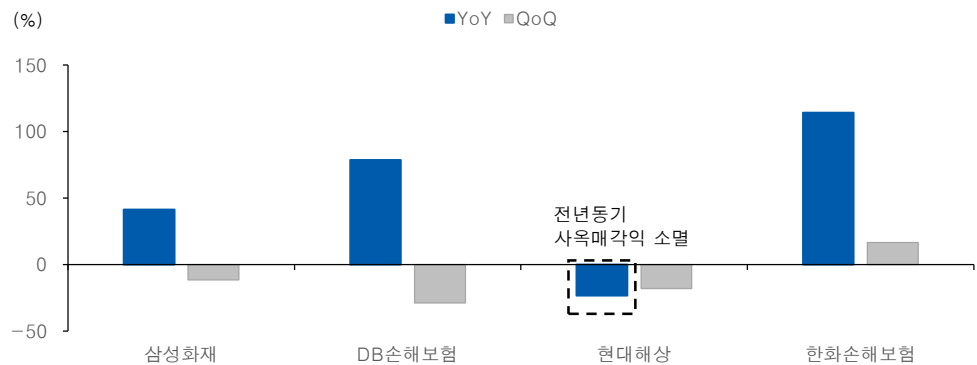
자료: 유안타증권 리서치센터

3. 손해보험 3Q21E preview

전년동기대비 대폭 개선될 전망

한편 앞서 언급한 바와 같이 손해보험 3분기 실적은 자동차보험과 일반보험 손해율 개선으로 컨센서스를 상회하는 실적을 보일 전망이다. 이에 더불어 전년동기대비 큰 폭의 이익 증가를 보일 것으로 예상하는데, 이는 초년도 사업비 규제 영향으로 사업비율이 안정될 것으로 판단하기 때문이다. 현대해상은 전년동기 사옥매각익이 소멸됨에 따라 이익이 감소하는 것처럼 보이지만 경상 이익 증가 폭은 4사 중 가장 높을 전망이다. 장기보험 손해율은 연초 6~12%의 실손보험료 인상에도 불구하고 청구가 지속적으로 증가함에 따라 전년동기대비 보험 수준에 머무를 것으로 예상된다.

[그림 6] 손해보험사별 3Q21E 이익 YoY, QoQ 성장률 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 손해보험사 3Q21E 실적 전망

(단위: 십억원, %, %pt)

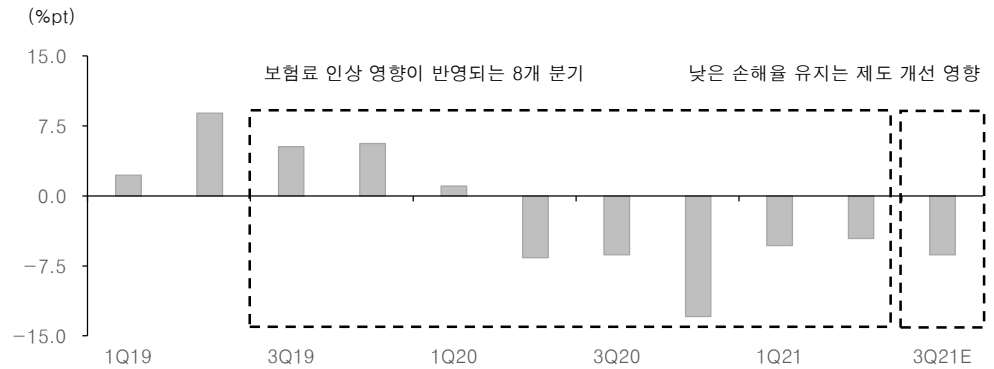
	삼성화재	YoY	DB 손보	YoY	현대해상	YoY	한화손보	YoY
보험영업이익	-86	N/A	-67	N/A	-158	N/A	-72	N/A
투자영업이익	487	1.0	296	0.9	302	-32.7	142	25.4
영업이익	401	40.2	230	83.4	144	-28.0	70	119.9
세전이익	381	43.3	230	84.0	139	-28.2	65	134.6
당기순이익	276	41.4	167	78.7	101	-23.2	47	114.2
손해율	81.1	-2.1	81.6	-2.9	84.1	-1.9	84.5	-1.7
일반	77.3	-5.0	60.1	-17.0	63.3	-10.0	64.6	-20.0
장기	82.2	0.0	84.7	-0.3	87.2	0.3	85.3	-0.4
자동차	80.0	-5.8	78.9	-6.4	79.0	-6.9	82.4	-7.5
사업비율	20.7	-0.2	20.3	-0.4	20.5	-1.1	21.1	0.9
합산비율	101.9	-2.4	101.9	-3.3	104.6	-3.0	105.6	-0.9
투자영업이익	2.6	0.0	2.9	-0.1	2.9	-1.5	3.0	0.4

자료: 유안타증권 리서치센터

제도 개선 효과가 본격적으로 반영

한편 이번 실적에서 주목할만한 점은 보험료 인상 효과가 소멸되고 차량 운행도 증가한 3분기에도 자동차보험 손해율이 전년동기대비 큰 폭으로 개선되고 있다는 점이다. 언론을 통해 보도되는 월별 가마감 손해율이 70% 후반~80% 초반 대를 기록하고 있는데, 전년동기 자동차보험 손해율이 80% 후반대였다는 점을 고려하면 괄목할만한 개선임을 알 수 있다. 이런 현상은 작년부터 진행되어온 제도 개선의 영향이 본격적으로 반영되고 있기 때문으로 판단한다. 현재 시행 중인 내용은 수리비 개선, 음주·뺑소니 처벌 강화, 한방 과잉진료 개선, 심평원 진료비 심사 강화 등인데, 향후 치료비 전액지급제도 개선, 진단서 제출 의무화, 상급병실 등 보험금 지급 개선, 수리비 원가 공개 등이 시행 예정이고 진료수가 개선, 음주운전 등 사고책임 강화 등이 추진 중에 있기 때문에 연내 자동차보험료가 오르지 않더라도 양호한 손해율 흐름이 나타날 수 있을 전망이다.

[그림 7] 손해보험사별 자동차보험 손해율 YoY 변화 폭 추이



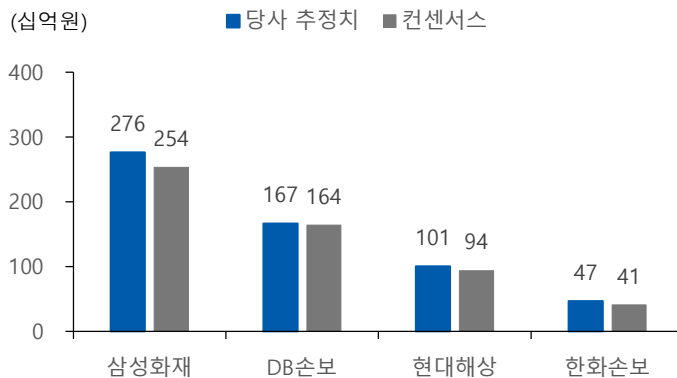
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 자동차보험 관련 제도 개선

구분	내용	시행시기
시행 중	수리비 개선	2020년 5월 이후
	음주·뺑소니 처벌 강화	2020년 6월 이후
	한방 과잉진료 개선	2020년 12월 이후
	심평원 진료비 심사 강화	2021년 1월 이후
시행 예정 또는 추진 중	치료비 전액지급제도 개선 (금융위·국토부)	2023년 1월 이후
	진단서 제출 의무화 (금융위·국토부)	2023년 1월 이후
	상급병실 등 보험금 지급 개선 (금융위·국토부)	2022년 중
	수리비 원가 공개 (금융위·국토부)	2022년 상반기
	진료수가 개선 (국토부)	2022년 중
	음주운전 등 사고책임 강화 (국토부)	추진 중

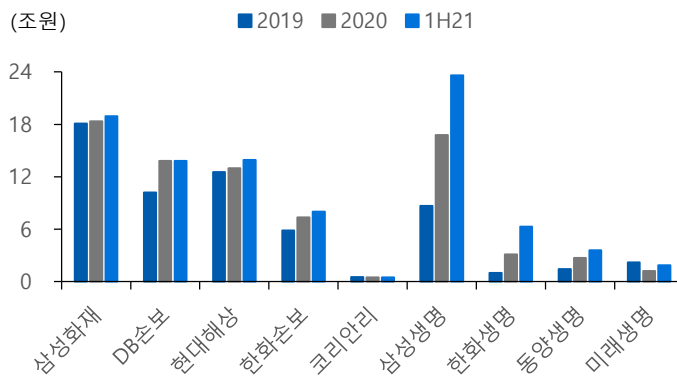
자료: DB 손해보험, 유안타증권 리서치센터

Key Chart

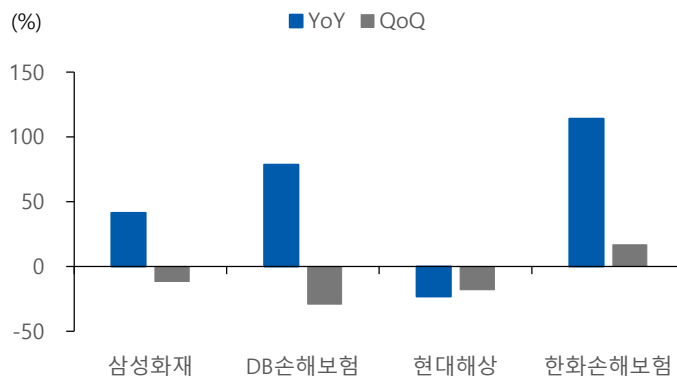
손해보험사별 3Q21E 이익
당사 추정치 vs. 컨센서스

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

보험사별 LAT 잉여금액 추이

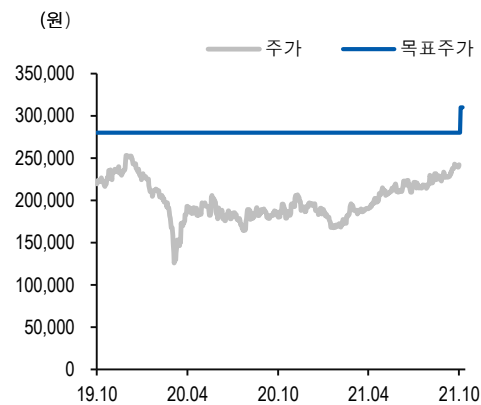


자료: 유안타증권 리서치센터

손해보험사별 3Q21E 이익
YoY, QoQ 성장률 비교

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성화재 (000810) 투자등급 및 목표주가 추이



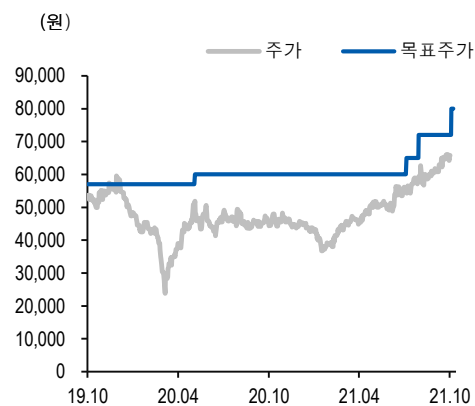
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-10-18	BUY	310,000	1년		
2020-09-23	1년 경과 이후		1년	-28.12	-13.21
2019-09-23	BUY	280,000	1년	-28.26	-9.64

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

DB 손해보험 (005830) 투자등급 및 목표주가 추이



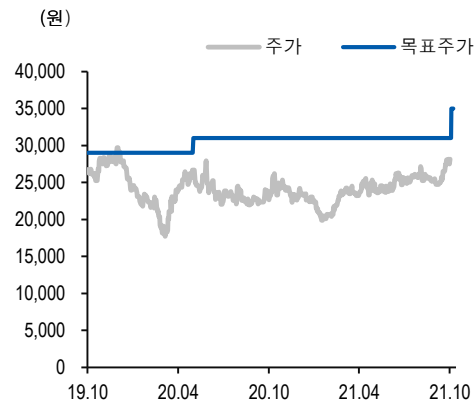
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-10-18	BUY	80,000	1년		
2021-08-13	BUY	72,000	1년	-14.42	-8.19
2021-07-19	BUY	65,000	1년	-12.67	-9.23
2021-05-18	1년 경과 이후		1년	-13.08	-6.17
2020-05-18	BUY	60,000	1년	-23.16	-6.17
2020-02-07	BUY	57,000	1년	-19.52	4.39
2019-10-16	HOLD	57,000	1년	-8.96	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

현대해상 (001450) 투자등급 및 목표주가 추이



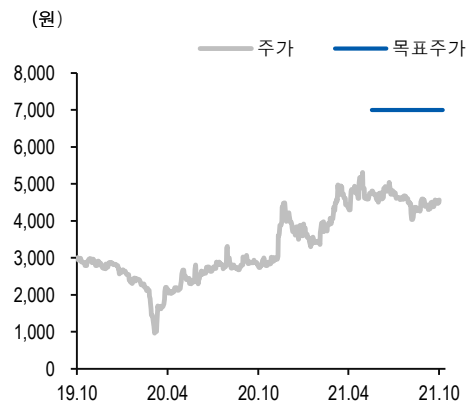
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-10-18	BUY	35,000	1년		
2021-05-15	1년 경과 이후		1년	-18.25	-9.19
2020-05-15	BUY	31,000	1년	-22.80	-9.19
2020-02-07	BUY	29,000	1년	-16.88	2.41
2019-10-16	HOLD	29,000	1년	-9.16	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

한화손해보험 (000370) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-10-18	BUY	7,000	1년		
2021-06-01	BUY	7,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.0
Hold(중립)	9.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-10-13

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.