

보험

보험



정태준 CFA

02 3770 5585

taejoon.jeong@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
삼성생명	HOLD (M)	80,000 (M)
한화생명	BUY (M)	3,500 (M)
동양생명	BUY (M)	7,500 (M)
미래에셋생명	BUY (M)	4,000 (M)
삼성화재	BUY (M)	310,000 (M)
DB 손해보험	BUY (M)	90,000 (M)
현대해상	BUY (M)	42,000 (M)
한화손해보험	BUY (M)	8,000 (M)
코리안리	BUY (M)	9,000 (M)

무엇이 가치를 결정하는가 [4월 monthly]

초과 자본비율의 차이에 주목

새로운 회계제도에서 볼 수 있는 가장 큰 문제점은 회사마다 사용하는 가정이 다르다는 점이다. 당사는 배당과 자본비율, 특히 K-ICS비율이 최저 요구수준을 얼마나 초과하는지에 주목해야한다고 판단한다. 손익에서 낙관적인 가정을 사용할수록 자본비율의 수준과 안정성은 떨어지고, 자본비율이 기준 수준을 맞추지 못하면 회계 상 이익 증가와 무관하게 배당을 적극적으로 늘리기 어렵기 때문이다. CSM과 달리 자본비율은 회사가 보유한 모든 보험계약을 반영하기 때문에 자본비율 차이가 크게 변하지는 않을 것으로 판단한다. 최선호주 삼성화재, 차선호주 DB손해보험을 유지한다.

1분기 실적 관련 포인트

손익을 도출하는 가정이 회사마다 다르다보니 분기 실적 발표가 주가에 미치는 영향은 더욱 제한적일 것으로 예상된다. 오히려 앞으로 분기 실적에서는 단순히 신계약을 많이 팔아 이익을 극대화 했는가 보다도 수익성 위주의 판매 전략을 더 고수했는가에 주목해야한다고 판단한다. 과거 2018~2019년 메리츠화재발 경쟁 심화의 국면에서도 신계약의 양적인 면보다 질적인 면에 주목한 회사들이 장기적으로 더 나은 수익성을 유지했기 때문이다. 또한 앞으로는 시간이 지날수록 예실차가 손익에 미치는 영향이 커질 것이기 때문에 회계제도 전환으로 인한 손익 개선이 조삼모사로 끝나지 않으려면 맹목적인 양적 성장을 지양해야 한다고 판단한다.

Monthly review

4월 주가는 3월 낙폭을 회복하지 못하면서 회계제도 전환에 대한 기대감이 소멸하고 있음을 시사했다. 이는 앞서 언급한 가정의 문제로 손익에 대한 신뢰성이 떨어진다는 점과, 결국 배당을 확인하기까지는 시간이 필요하다는 점 때문으로 판단한다. 따라서 향후 주가의 동인은 보험의 본질로 돌아가 손해보험은 보험의 수익성, 생명보험은 시장금리의 영향을 가장 많이 받을 것으로 예상된다. 보험의 수익성은 1) 경쟁의 강도, 2) 보험료, 3) 보험금의 면에서 짚어볼 수 있는데, 최근 나타나는 판매 경쟁 심화와 자동차 보험료 인하는 부정적 요인이다. 시장금리는 경기 둔화를 반영하며 지속적으로 하락할 전망이다라는 점에서 부담요인이다.

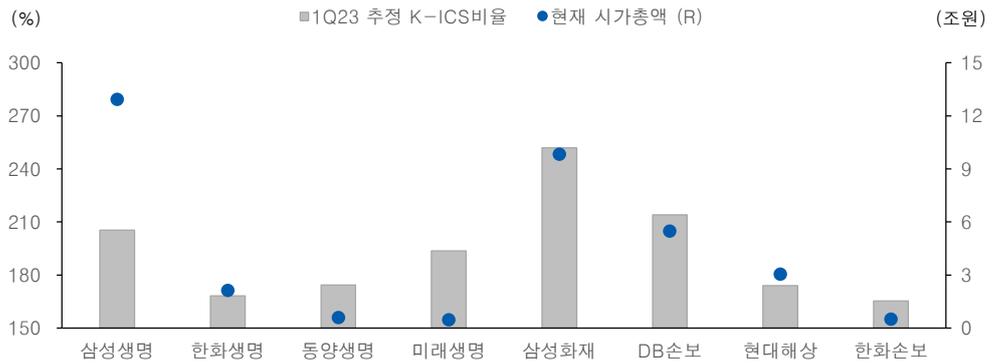
*보험업 monthly는 매월 세번째 월요일에 나옵니다.

1. 초과 자본비율의 차이에 주목

결국 중요한 것은 배당이기 때문

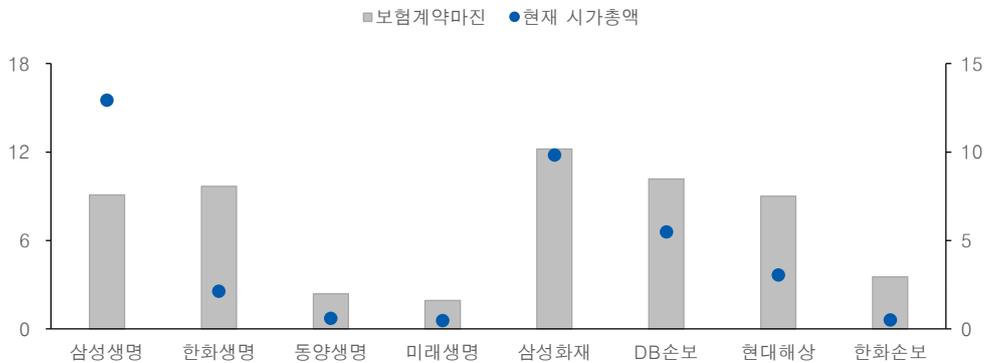
새로운 회계제도에서 볼 수 있는 가장 큰 문제점은 회사마다 사용하는 가정이 다르다는 점이다. 보험계약 원가와 실제 현금흐름을 기반으로 인식하던 과거 회계제도와 달리 새로운 제도에서는 보험계약으로부터의 미래 현금흐름을 예측해서 현재가치로 환산해야하는데, 이 과정에서 사용하는 계리적, 경제적 가정이 달라 회사 간의 비교 가능성과 실적 가시성이 오히려 떨어진다는 문제가 생기는 것이다. 따라서 당사는 이제 배당과 자본비율, 특히 K-ICS 비율이 최저 요구수준 150%를 얼마나 초과하는지에 주목해야한다고 판단한다. 손익에서 낙관적인 가정을 사용할수록 자본비율의 수준과 안정성은 떨어지고, 자본비율이 기준 수준을 맞추지 못하면 회계 상 이익 증가와 무관하게 배당을 적극적으로 늘리기 어렵기 때문이다. 실제로 현재 회사별 시가총액 차이에 대한 설명력도 초과 K-ICS 비율이 보험계약마진 규모보다 더 높다.

[그림 1] 1분기 추정 초과 K-ICS 비율 vs. 시가총액



주: 경과조치 적용 이전 기준, 시가총액은 4월 14일 기준, 자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 보험계약마진 vs. 시가총액

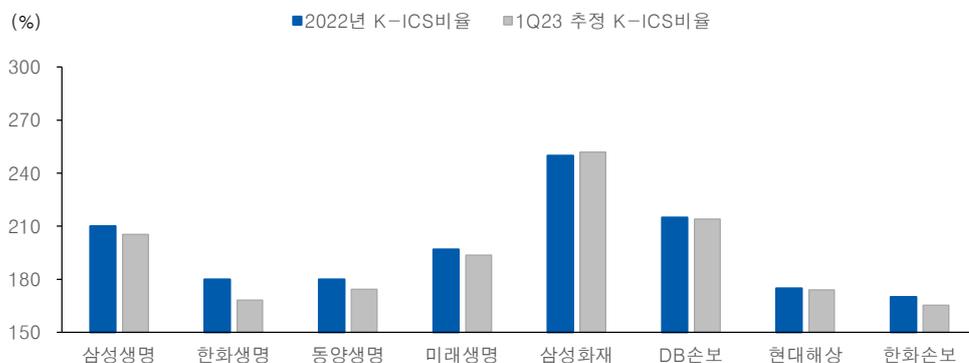


주: 보험계약마진은 2022년 기준, 시가총액은 4월 14일 기준, 자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

자본비율 추정

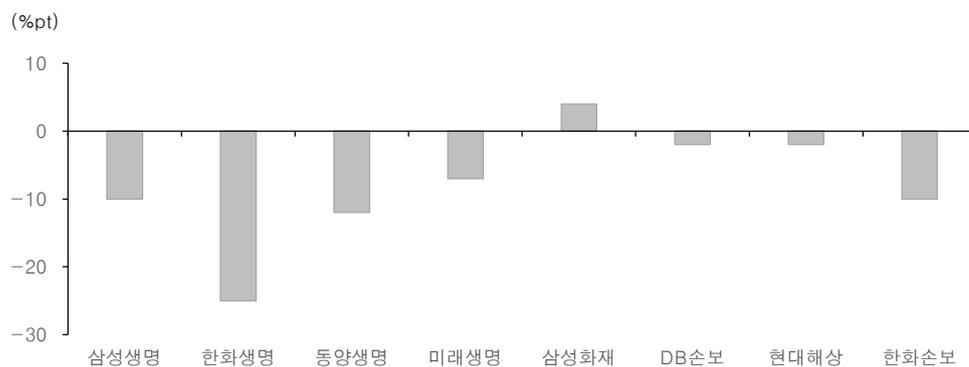
K-ICS 비율은 손해보험사가 1) 절대 수준도 높고 2) 금리 민감도도 낮아 더 안정적인 전망이다. 이는 생명보험이 고질적으로 안고 있는 문제점인 역마진 계약들의 영향이 자본비율에 반영되어있기 때문이다. 이에 따라 1분기 K-ICS 비율은 연말 대비 상당히 하락했을 것으로 추정하며, 향후 시장금리가 하락하면서 손해보험과의 괴리가 더욱 확대될 것으로 예상된다. 자본비율이 CSM 과 달리 회사 간 차별화가 두드러지는 이유는 최근 수년 간의 보험계약만을 반영하는 CSM 과 달리 자본비율은 회사가 보유한 모든 보험계약을 반영하기 때문이다. 따라서 신계약을 아무리 많이 판매하고 가정을 아무리 낙관적으로 사용한다고 해도 회사 간 자본비율 차이가 크게 변하지는 않을 것으로 판단한다. 이는 곧 회사 간 valuation 차이도 크게 변하지 않을 것임을 시사한다. 최선호주 삼성화재, 차선호주 DB 손해보험을 유지한다.

[그림 3] 보험사별 K-ICS 비율 추정



주: 경과조치 적용 이전 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 국고채 5년물 금리 1% 하락에 따른 K-ICS 비율 변화 폭 추정



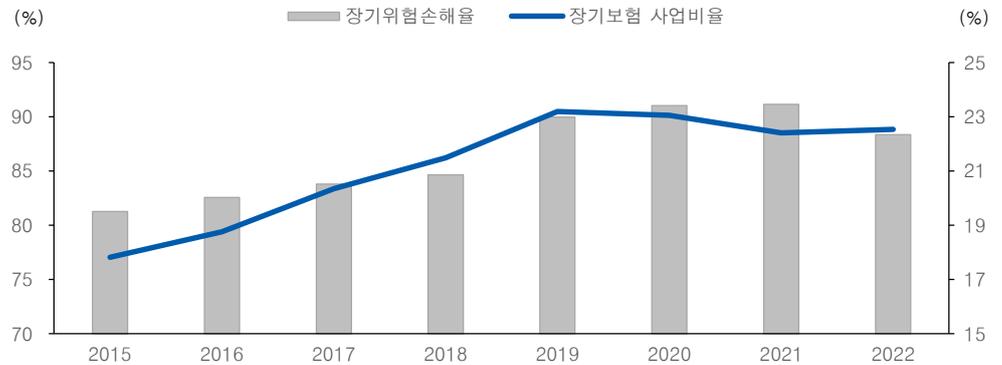
자료: 유안타증권 리서치센터

2. 1분기 실적 관전 포인트

신계약의 질적인 측면

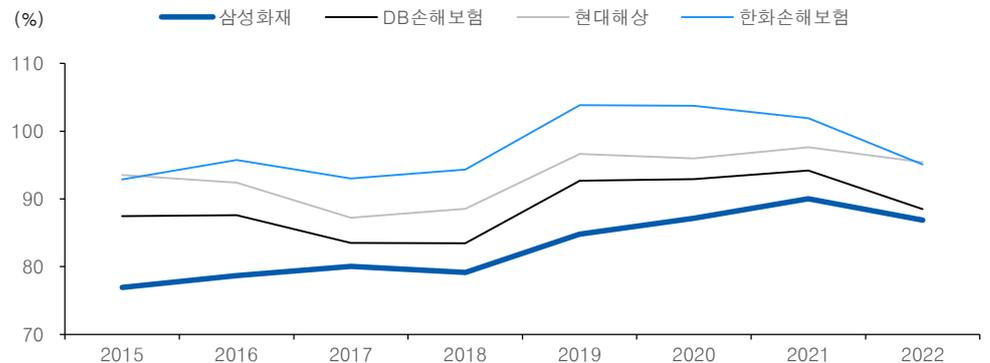
손익을 도출하는 가정이 회사마다 다르다보니 분기 실적 발표가 주가에 미치는 영향은 더욱 제한적일 것으로 예상된다. 오히려 앞으로 분기 실적에서는 단순히 신계약을 많이 팔아 이익을 극대화 했는가 보다도 수익성 위주의 판매 전략을 더 고수했는가에 주목해야한다고 판단한다. 과거 2018~2019년 메리츠화재발 경쟁 심화의 국면에서도 신계약의 양적인 면보다 질적인 면에 주목한 회사들이 장기적으로 더 나은 수익성을 유지했기 때문이다. 또한 앞으로는 시간이 지날수록 예상차가 손익에 미치는 영향이 커질 것이기 때문에 회계제도 전환으로 인한 손익 개선이 조삼모사로 끝나지 않으려면 맹목적인 양적 성장을 지양해야 한다고 판단한다.

[그림 5] 손해보험 합산 장기위험손해율 vs. 장기보험 사업비율



주: 당사 커버리지 합산 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 손해보험사별 장기위험손해율 비교



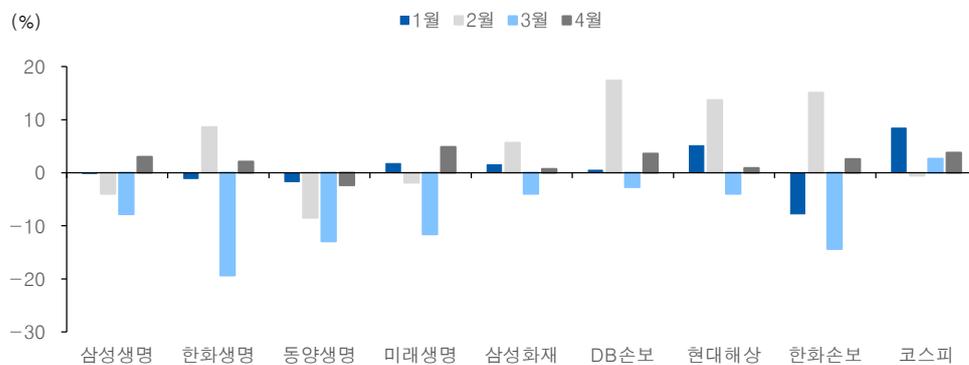
자료: 유안타증권 리서치센터

3. Monthly review

회계제도 전환에 대한 기대 소멸

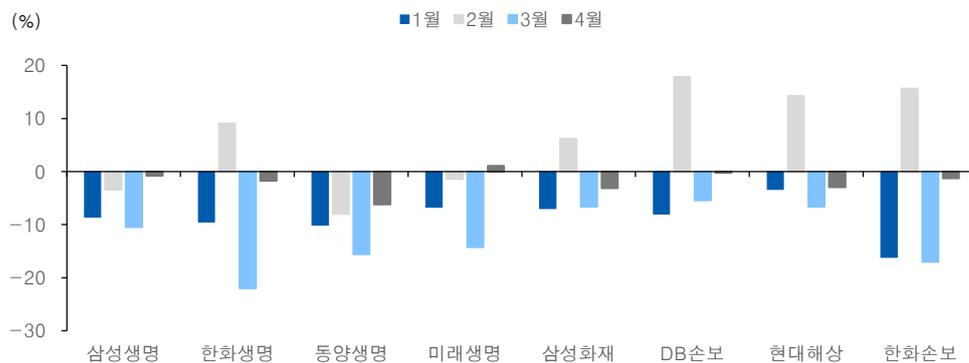
4월 주가는 3월 낙폭을 회복하지 못하면서 회계제도 전환에 대한 기대감이 소멸하고 있음을 시사했다. 이는 앞서 언급한 가정의 문제로 손익에 대한 신뢰성이 떨어진다는 점과, 결국 배당을 확인하기까지는 시간이 필요하다는 점 때문으로 판단한다. 따라서 향후 주가의 동인은 보험의 본질로 돌아가 손해보험은 보험의 수익성, 생명보험은 시장금리의 영향을 가장 많이 받을 것으로 예상된다. 보험의 수익성은 1) 경쟁의 강도, 2) 보험료, 3) 보험금의 면에서 깊어볼 수 있는데, 최근 나타나는 판매 경쟁 심화와 자동차 보험료 인하는 부정적 요인이다. 시장금리는 경기 둔화를 반영하며 지속적으로 하락할 전망이다. 이 점에서 부담요인이다.

[그림 7] 보험사별 주가수익률 비교



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 보험사별 코스피 대비 상대 주가수익률 비교



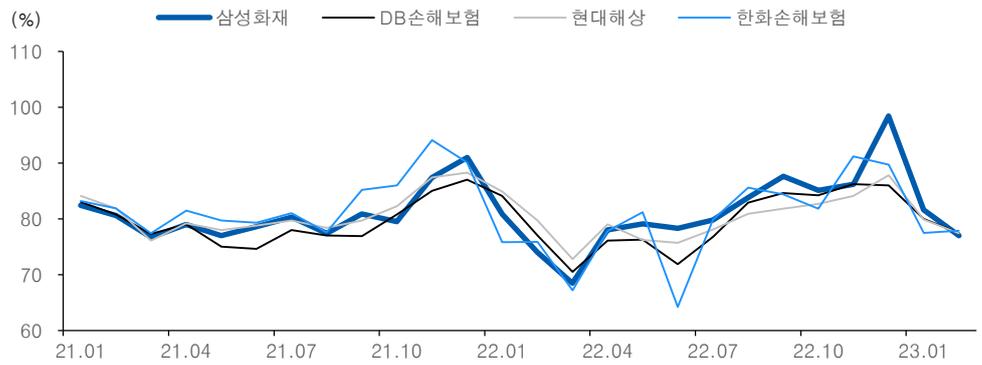
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 증시 vs. 국고채 5년물 금리



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 월별 자동차보험 손해율 추이



자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 분기별 YoY 재보험료 인상률 추이



주: Marsh 에서 2023 년부터 3Q15 이후 수치를 제작성, 자료: Marsh, 유안타증권 리서치센터

4. Valuation table

[표 1] 보험업 Valuation table

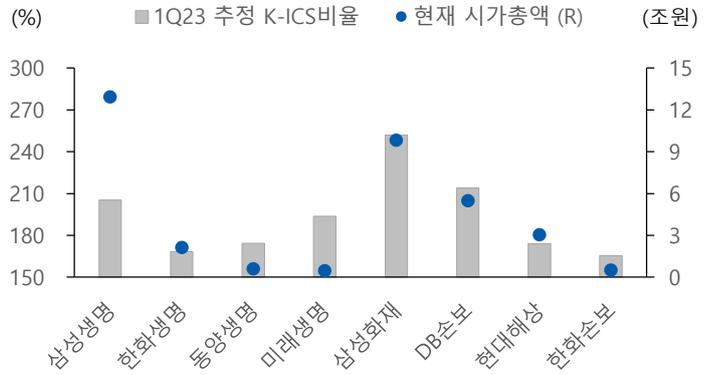
(단위: 원, 배, %)

	삼성생명	한화생명	동양생명	미래생명	삼성화재	DB 손보	현대해상	한화손보	코리안리
목표주가	80,000	3,500	7,500	4,000	310,000	90,000	42,000	8,000	9,000
목표 PBR	0.69	0.45	0.58	0.49	1.28	1.12	0.83	1.71	0.42
목표 PER	12.9	8.7	5.7	7.0	11.8	7.1	6.8	3.3	6.8
PBR									
2022	0.58	0.34	0.31	0.35	0.77	1.09	0.75	2.05	0.34
2023E	0.61	0.32	0.29	0.33	0.85	0.96	0.68	0.93	0.35
2024E	0.53	0.27	0.24	0.28	0.77	0.83	0.58	0.51	0.33
PER									
2022	8.2	6.0	6.2	8.4	8.4	5.6	5.4	1.7	5.5
2023E	10.5	6.1	2.9	4.7	7.9	6.1	5.5	1.8	5.6
2024E	9.8	6.2	3.0	4.9	7.8	6.2	5.8	1.6	5.2
ROE									
2022	5.0	4.3	3.9	3.4	8.7	17.4	12.5	34.9	6.4
2023E	5.2	5.4	10.5	7.2	11.1	16.7	12.9	71.3	6.3
2024E	5.4	4.7	8.8	6.2	10.5	14.2	10.7	40.1	6.3
ROA									
2022	0.48	0.28	0.26	0.14	1.27	1.93	1.08	1.50	1.27
2023E	0.39	0.27	0.56	0.27	1.41	1.72	1.04	1.38	1.22
2024E	0.41	0.26	0.52	0.27	1.40	1.58	0.93	1.47	1.20
배당수익률									
2022	4.6	0.0	0.0	0.0	6.9	5.9	5.8	0.0	5.9
2023E	4.6	2.0	12.1	3.7	7.0	5.9	5.9	0.0	6.3
2024E	4.6	2.0	12.1	3.7	7.2	6.2	5.9	0.0	6.7
배당성장률									
2022	34.0	0.0	0.0	0.0	48.2	28.2	27.5	0.0	30.2
2023E	43.5	10.8	33.3	12.4	46.5	30.8	28.4	0.0	30.8
2024E	40.7	10.9	34.9	12.5	47.1	32.8	29.9	0.0	30.5
주당배당금									
2022	3,000	0	0	0	13,800	4,600	1,965	0	430
2023E	3,000	50	450	100	14,500	4,600	2,000	0	465
2024E	3,000	50	450	100	15,000	4,800	2,000	0	490

주: IFRS4 · IAS39 기준, 자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

Key Chart

초과 K-ICS비율 vs. 시가총액



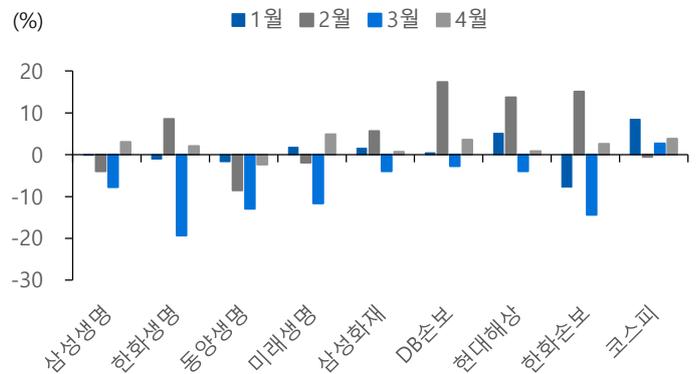
주: 경과조치 적용 이전 기준, 시가총액은 4월 14일 기준, 자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

손해보험 합산 장기위험손해율 vs. 장기보험 사업비율



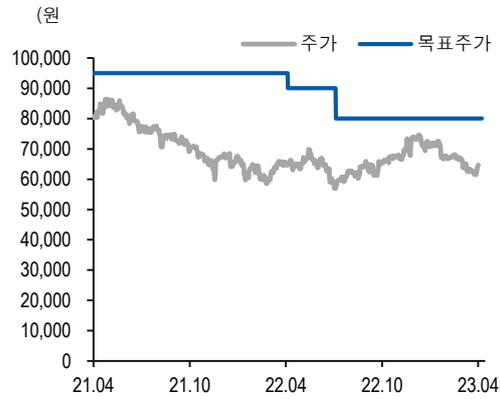
주: 당사 커버리지 합산 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

보험사별 주가수익률 비교



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

삼성생명 (032830) 투자등급 및 목표주가 추이



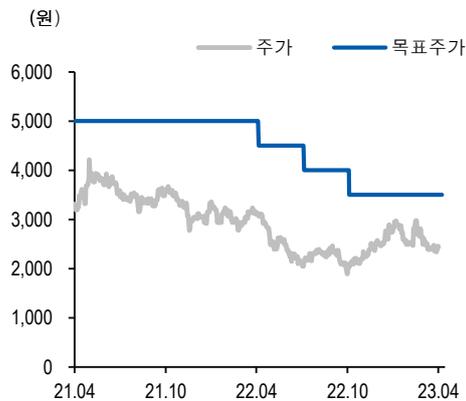
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-04-17	HOLD	80,000	1년		
2022-12-19	HOLD	80,000	1년		
2022-07-18	BUY	80,000	1년	-18.64	-7.50
2022-04-18	BUY	90,000	1년	-28.30	-22.44
2021-08-14	1년 경과 이후		1년	-29.49	-20.84
2020-08-14	BUY	95,000	1년	-24.72	-9.05

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

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

한화생명 (088350) 투자등급 및 목표주가 추이



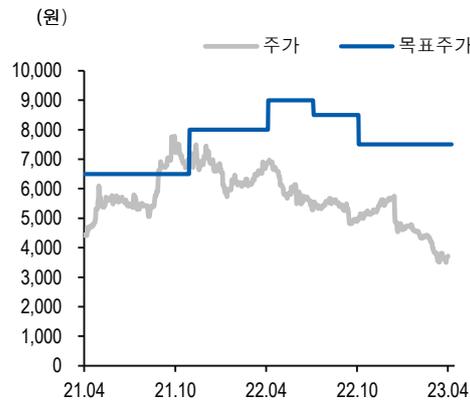
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-04-17	BUY	3,500	1년		
2022-10-17	BUY	3,500	1년		
2022-07-18	BUY	4,000	1년	-43.74	-38.38
2022-04-18	BUY	4,500	1년	-44.28	-30.78
2021-05-14	BUY	5,000	1년	-33.18	-21.20
2021-02-19	BUY	3,500	1년	-6.00	20.43

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

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

동양생명 (082640) 투자등급 및 목표주가 추이



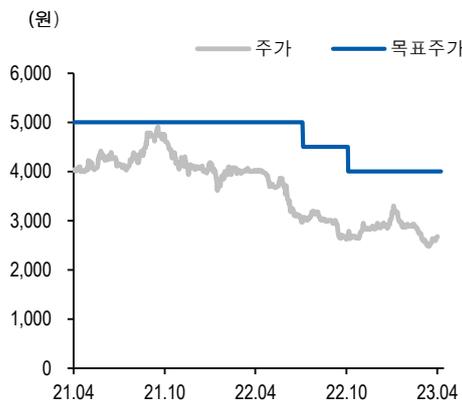
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-04-17	BUY	7,500	1년		
2022-10-17	BUY	7,500	1년		
2022-07-18	BUY	8,500	1년	-37.13	-33.29
2022-04-18	BUY	9,000	1년	-33.18	-22.56
2021-11-11	BUY	8,000	1년	-17.95	-6.38
2021-05-12	BUY	6,500	1년	-7.19	19.69
2020-05-14	BUY	5,000	1년	-28.53	11.00

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

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

미래에셋생명 (085620) 투자등급 및 목표주가 추이



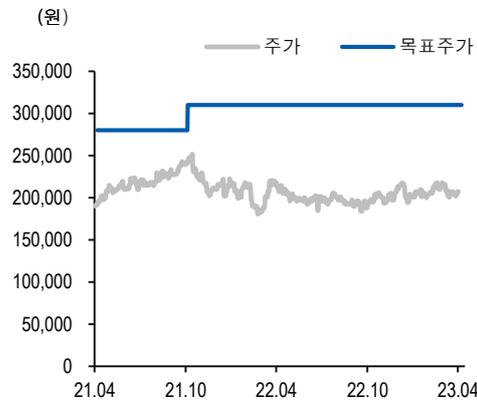
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-04-17	BUY	4,000	1년		
2022-10-17	BUY	4,000	1년		
2022-07-18	BUY	4,500	1년	-33.96	-28.89
2021-05-15	1년 경과 이후		1년	-18.56	-1.90
2020-05-15	BUY	5,000	1년	-21.53	-1.90

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

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

삼성화재 (000810) 투자등급 및 목표주가 추이



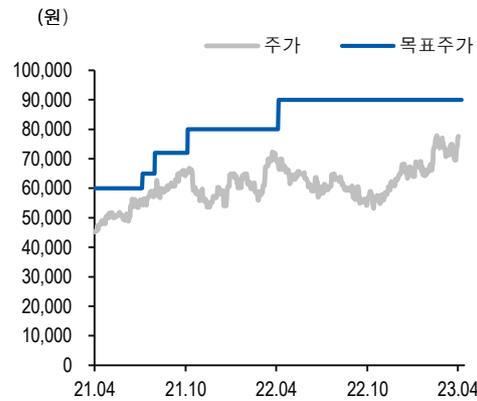
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-04-17	BUY	310,000	1년		
2022-04-27	1년 경과 이후		1년	-35.14	-29.68
2021-10-18	BUY	310,000	1년	-32.75	-18.87
2021-04-27	1년 경과 이후		1년		
2020-04-27	BUY	280,000	1년	-33.56	-26.25

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



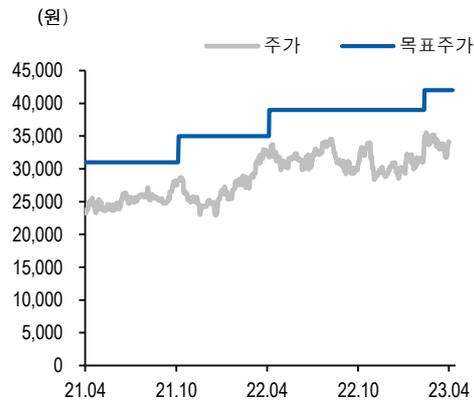
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-04-17	BUY	90,000	1년		
2022-04-18	BUY	90,000	1년		
2021-10-18	BUY	80,000	1년	-23.33	-9.63
2021-08-13	BUY	72,000	1년	-14.42	-8.19
2021-07-19	BUY	65,000	1년	-12.67	-9.23
2021-05-18	1년 경과 이후		1년	-13.08	-6.17
2020-05-18	BUY	60,000	1년	-23.16	-6.17

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



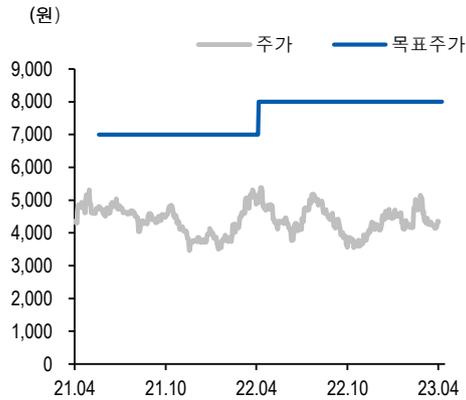
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-04-17	BUY	42,000	1년		
2023-02-24	BUY	42,000	1년		
2022-04-18	BUY	39,000	1년	-19.92	-11.41
2021-10-18	BUY	35,000	1년	-22.42	-5.86
2021-05-15	1년 경과 이후		1년	-18.25	-9.19
2020-05-15	BUY	31,000	1년	-22.80	-9.19

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



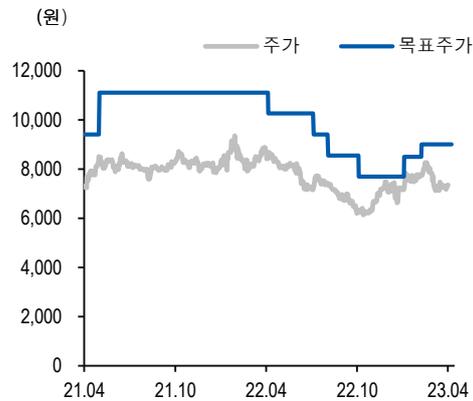
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-04-17	BUY	8,000	1년		
2022-04-18	BUY	8,000	1년		
2021-06-01	BUY	7,000	1년	-37.76	-24.14

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

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

코리안리 (003690) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-04-17	BUY	9,000	1년		
2023-02-20	BUY	9,000	1년		
2023-01-16	BUY	8,500	1년	-10.13	-7.88
2022-10-17	BUY	7,694	1년	-11.23	-2.78
2022-08-16	BUY	8,549	1년	-19.65	-13.70
2022-07-18	BUY	9,403	1년	-19.93	-17.81
2022-04-18	BUY	10,258	1년	-22.73	-15.41
2021-05-14	BUY	11,113	1년	-25.77	-15.77
2020-11-30	BUY	9,403	1년	-24.61	-9.54

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.2
Hold(중립)	8.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-04-13

※해의 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.