

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)

1분기 실적에 대한 고찰

핵심은 지속성

새로운 회계제도에서의 첫 이익은 예상했던 바와 같이 이전 제도에서의 수준보다 현저히 높은 모습으로 나타났다. 다만 실적의 상세 내용을 비교해보았을 때 회사별로 현저히 다른 요소들이 드러났으며, 이런 차이점들은 실적에 대한 불신으로 이어졌다. 이에 따라 금융당국은 가이드라인 재정비를 선언했으며, 가이드라인 적용 후의 수치는 기존과는 상당히 다를 수 있다. 다만 당사는 현재 나타나는 회사별 차이점을 통해서도 어떤 회사의 실적이 더 지속성이 있게 유지될 것인가를 추정할 수 있다고 판단한다. 생명보험보다는 손해보험이, 그 중에서는 삼성화재가 가장 실적의 지속성이 뛰어날 것으로 예상한다.

K-ICS비율 비교

배당 지급에 있어 이익만큼이나 중요한 K-ICS(신지급여력제도)비율은 연초 회사들의 전망과는 달리 금리 하락에도 불구하고 대체로 상승했다. 상승의 가장 큰 이유는 금리 하락에 따라 해약 리스크가 감소했기 때문으로, 지난 연말 자금 경색 시기에 발생한 대규모 해약이 연초 이후 안정된 점을 반영한 것이다. 당초 제시한 금리 민감도는 분자 항목인 가용자본의 민감도를 제시한 것으로, 실제 비율은 분모 항목인 리스크의 영향을 더 크게 받는다는 점을 알 수 있다. 다만 분모 항목의 리스크 역시 가정에 따라 산출하는 것이기 때문에 비율 자체와 그 지속성에 대한 검증이 추후 필요하다. 게다가 배당 결정에 영향을 미치는 자본비율은 연말 기준이라는 점에도 유의해야한다.

가이드라인 영향 추정

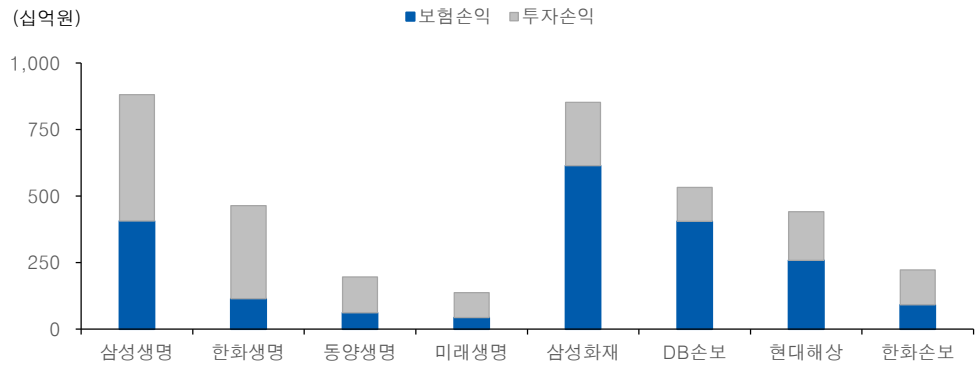
한편 당국이 제시할 가이드라인은 BEL의 과소계상을 조정하는 내용일 것으로 예상된다. 1) 공정가치법 적용 계약에 대한 과소계상과 2) 수정소급법 적용 계약에 대한 과소계상으로 구분할 수 있는데, 전자는 K-ICS비율 하락으로, 후자는 CSM 감소로 나타날 전망이다. 전자의 경우 경제적 가정을 조정해 BEL 규모를 늘려 해약환급금 준비금을 줄이는 방식으로 이루어질 수 있는데, 이 경우 가용자본이 감소해 K-ICS비율이 하락할 것으로 예상된다. 후자의 경우 BEL 대비 CSM 규모를 조정하는 방식으로 이루어질 수 있는데, 이 경우 보험계약부채는 유지되지만 BEL의 규모는 커지면서 CSM 규모가 감소할 전망이다. 다만 이는 당사의 추정이며 실제 변화는 추후 확인해야한다.

1. 핵심은 지속성

영업이익 breakdown

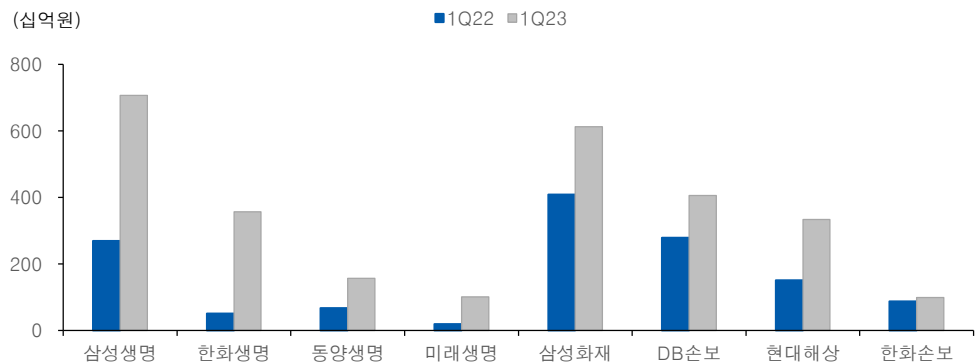
새로운 회계제도에서의 첫 이익은 예상했던 바와 같이 이전 제도에서의 수준보다 현저히 높은 모습으로 나타났다. 다만 실적의 상세 내용을 비교해보았을 때 회사별로 현저히 다른 요소들이 드러났으며, 이런 차이점들은 실적에 대한 불신으로 이어졌다. 이에 따라 금융당국은 가이드라인 재정비를 선언했으며, 가이드라인 적용 후의 수치는 기존과는 상당히 다를 수 있다. 다만 당사는 현재 나타나는 회사별 차이점을 통해서도 어떤 회사의 실적이 더 지속성이 있게 유지될 것인가를 추정할 수 있다고 판단한다. 생명보험보다는 손해보험이, 그 중에서는 삼성화재가 가장 실적의 지속성이 뛰어날 것으로 예상된다.

[그림 1] 1Q23 영업이익 구성



주: 삼성생명과 삼성화재는 연결 기준, 나머지는 별도 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 1Q22 vs. 1Q23 순이익 비교

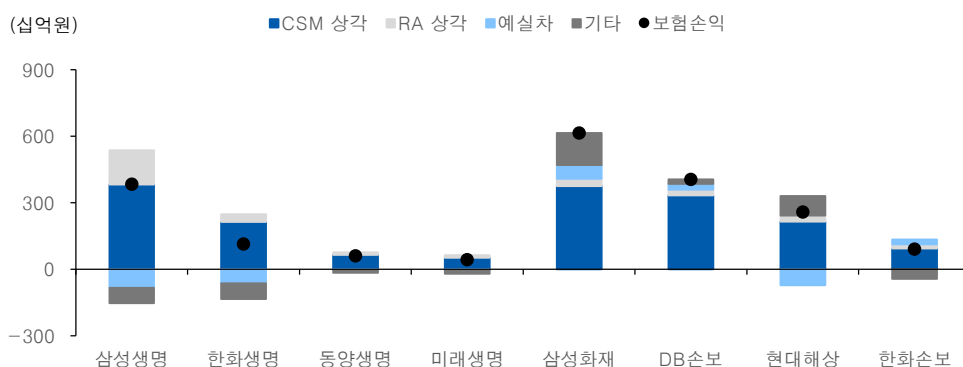


주: 1Q22는 IFRS4+IAS39 기준, 삼성생명과 삼성화재(1Q23)는 지배주주순이익 기준, 나머지는 별도 순이익 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

보험손익: 예실차에 주목

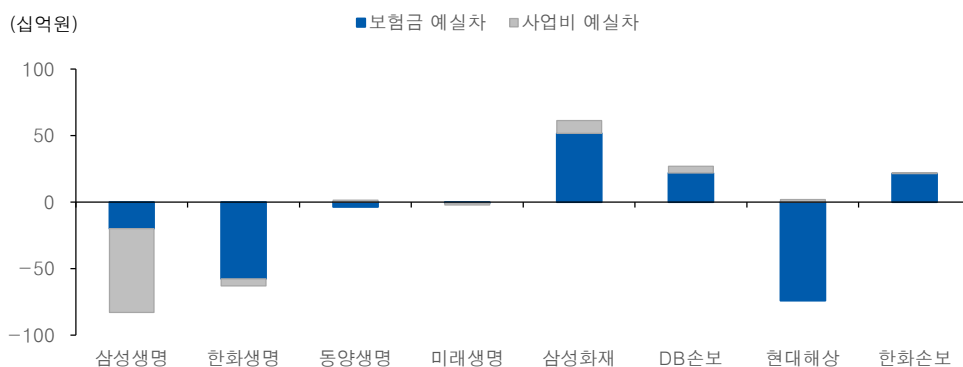
보험손익의 지속성은 예실차를 통해 가늠할 수 있다. 보험손익은 1) 매출에 해당하는 CSM(보험계약마진) 상각, 2) 총당금 환입과 유사한 RA(위험조정) 해제, 3) 조정 항목인 예실차, 4) 그리고 기타항목으로 구성되어있는데, 이 중 가정과 실제의 차이를 조정해주는 예실차의 규모가 CSM 가정이 어떻게 이루어졌는가를 시사하기 때문이다. 예실차는 1) 예상 지급보험금과 실제 지급보험금의 차이인 보험금 예실차와 2) 예상 사업비와 실제 사업비의 차이인 사업비 예실차로 이루어져 있으며, 항목별로 예상보다 지출이 많을 경우 음의 예실차가, 반대의 경우 양의 예실차가 발생한다. 사업비 예실차가 두드러지게 음의 값을 기록한 삼성생명, 보험금 예실차가 두드러지게 음의 값을 기록한 한화생명, 현대해상은 지급보험금이 예상보다 컸음을 의미한다. 다만 예실차에 적용하는 가정은 1년에 한번 조정하기 때문에 1분기에 발생한 예실차가 2~4분기까지 이어질 가능성도 배제할 수 없다. 이는 곧 가정을 적절하게 사용하지 못할수록 보험손익의 지속성이 떨어짐을 시사한다.

[그림 3] 보험손익 구성 비교



주: 한화손해보험은 공시 기준, 나머지는 감독 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 예실차 구성 비교



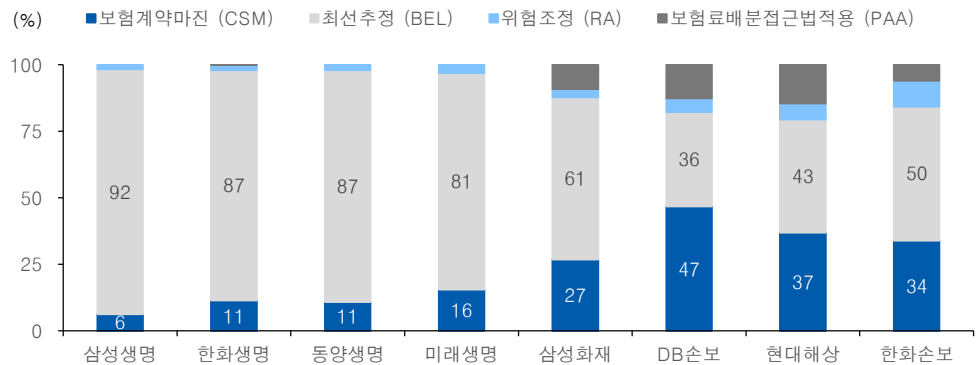
주: 한화손해보험은 공시 기준, 나머지는 감독 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

보험계약부채: BEL 대비 CSM 규모와 CSM 조정에 주목

다만 예실차보다도 더 근본적인 지속성 지표는 보험계약부채라고 판단한다. 보험계약부채 중 고객의 몫인 BEL(최선추정부채)과 회사의 몫인 CSM 을 비교해보면 회사별로 보험계약부채에서 BEL 과 CSM 이 차지하는 비중이 상이하기 때문이다. 이 비중이 특정 수치로 통일되어야 하는 것은 아니지만 보험사들이 큰 틀에서는 유사한 상품을 팔기 때문에 타사와 비중이 지나치게 다르다면 향후 CSM 규모의 지속성에 대해서 의심해볼 수 있다. CSM 비중이 높다는 점은 1) 그만큼 회사가 벌어들일 몫이 많다고 가정한 것이고 2) 장기적으로 환경이 가정에서 크게 벗어날 때 CSM 이 급감할 가능성도 크다는 의미이기 때문이다.

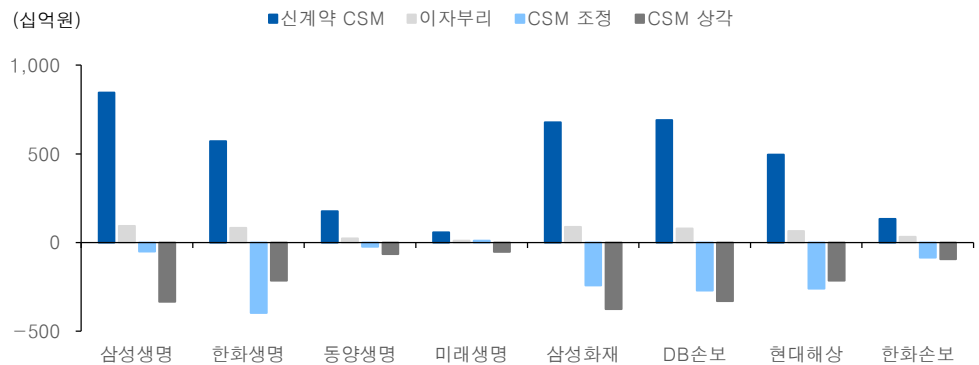
단기적으로는 CSM 상각 규모 대비 CSM 조정 규모를 통해 유추할 수 있다고 판단한다. CSM 조정은 1) 실제 보험료 수입이 예상보다 적었거나 2) 실제 고객들이 예상했던 것만큼 계약을 유지하지 않을 때 이를 CSM 에서 차감하는 것이기 때문이다. 예상했던 CSM 상각보다 예상하지 못했던 CSM 조정이 더 크게 발생한다면 CSM 산출 당시의 가정에 의문이 들게 되는 것이다.

[그림 5] 보험계약부채 내 잔여보장요소 구성 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 기준 CSM 변동 내역 비교

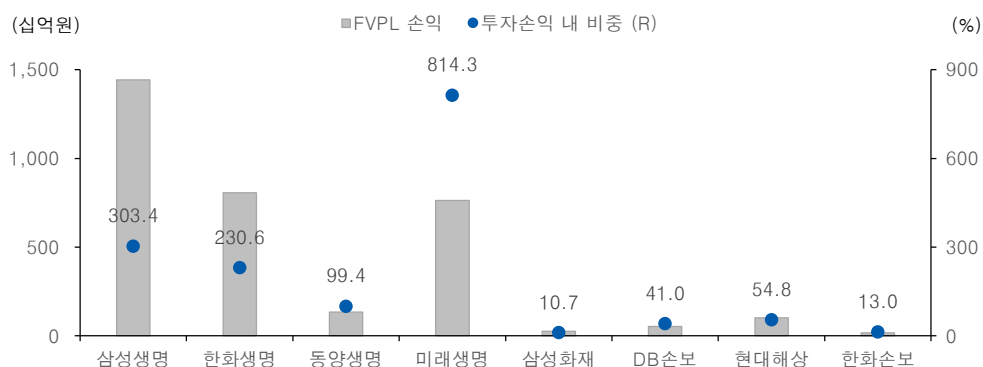


자료: 유안타증권 리서치센터

투자손익: FVPL 자산 평가손익 비중에 주목

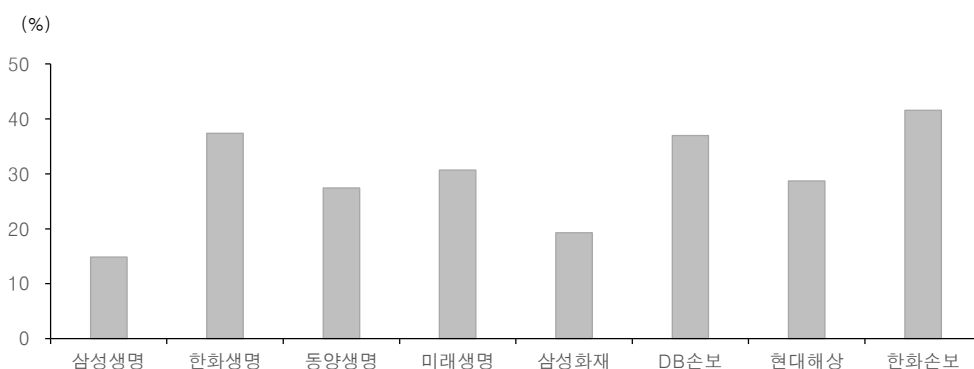
투자손익 역시 향후 실적의 변동성을 키울 수 있는 영역이다. 이는 특히 생명보험에서 두드러질 전망이다. 1) 영업이익에서 투자손익이 차지하는 비중과 2) 투자손익에서 FVPL(당기손익-공정가치 측정) 자산 평가손익의 비중이 손해보험보다 현저히 크기 때문이다. FVPL 자산은 금리나 증시 등의 변화로 인한 가치 변동을 실시간으로 인식하기 때문에 1분기와 같이 금리가 급락하고 증시가 급등하는 경우 관련 평가손익이 극대화 될 수 있다. 그러나 당장 2분기에는 금리 하락과 증시 상승의 강도가 모두 약해졌기 때문에 1분기와 같은 평가손익을 기대할 수 없으며, 반대로 금리가 상승하고 증시가 하락한다면 대규모 손실이 발생할 가능성도 배제할 수 없다. 이는 결국 FVPL 자산 평가손익 비중이 클수록 이익 지속성은 떨어진다는 점을 의미한다.

[그림 7] 전체 투자손익 내 FVPL 자산 평가손익 비중 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 운용자산 내 FVPL 자산 비중 비교



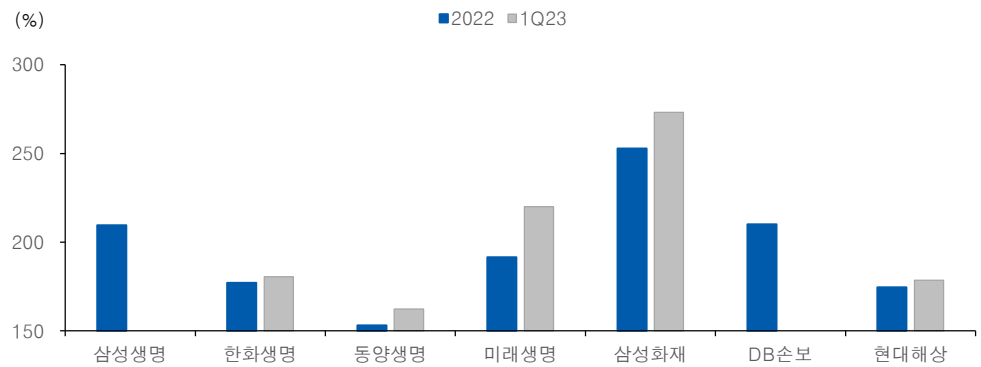
자료: 유안타증권 리서치센터

2. K-ICS비율 비교

‘해약 리스크 감소’로 상승

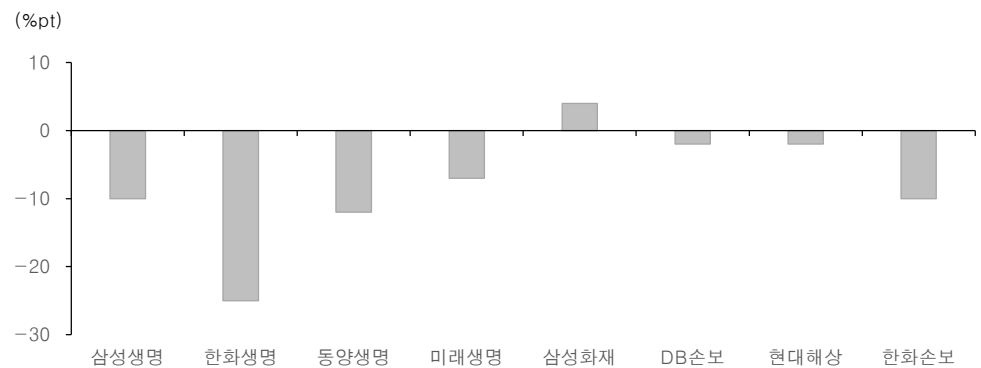
배당 지급에 있어 이익만큼이나 중요한 K-ICS(신지급여력제도)비율은 연초 회사들의 전망과는 달리 금리 하락에도 불구하고 대체로 상승했다. 상승의 가장 큰 이유는 금리 하락에 따라 해약 리스크가 감소했기 때문으로, 지난 연말 자금 경색 시기에 발생한 대규모 해약이 연초 이후 안정된 점을 반영한 것이다. 당초 제시한 금리 민감도는 분자 항목인 가용자본의 민감도를 제시한 것으로, 실제 비율은 분모 항목인 리스크의 영향을 더 크게 받는다는 점을 알 수 있다. 다만 분모 항목의 리스크 역시 가정에 따라 산출하는 것이기 때문에 비율 자체와 그 지속성에 대한 검증이 추후 필요하다. 게다가 배당 결정에 영향을 미치는 자본비율은 연말 기준이라는 점에도 유의해야한다.

[그림 9] K-ICS 비율 비교



주: K-ICS 비율을 공시하지 않은 경우 기재하지 않았음, 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 연초 제시한 국고채 5년물 금리 1%pt 하락에 대한 K-ICS 비율 민감도



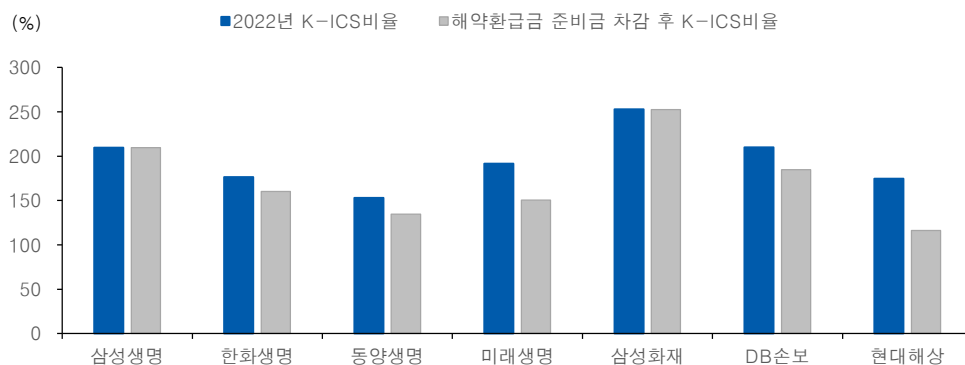
자료: 유안타증권 리서치센터

3. 가이드라인 영향 추정

핵심은 BEL 의 과소계상 여부

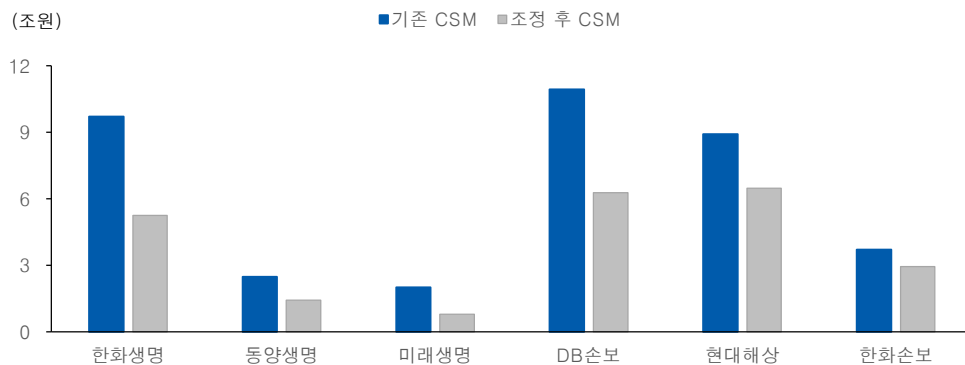
한편 당국이 제시할 가이드라인은 BEL 의 과소계상을 조정하는 내용일 것으로 예상된다. 1) 공정가치법 적용 계약에 대한 과소계상과 2) 수정소급법 적용 계약에 대한 과소계상으로 구분할 수 있는데, 전자는 K-ICS 비율 하락으로, 후자는 CSM 감소로 나타날 전망이다. 공정가치법 적용 계약에 대한 부채 과소계상의 경우 경제적 가정을 조정해 BEL 규모를 늘려 해약환급금 준비금을 줄이는 방식으로 이루어질 수 있는데, 이 경우 가용자본이 감소해 K-ICS 비율이 하락할 것으로 예상된다. 수정소급법 적용 계약에 대한 부채 과소계상의 경우 BEL 대비 CSM 규모를 조정하는 방식으로 이루어질 수 있는데, 이 경우 보험계약부채는 유지되지만 BEL 의 규모는 커지면서 CSM 규모가 감소할 전망이다. 하단 차트는 각각의 경우에 대한 시뮬레이션을 표현한 것으로, 이는 당사의 추정이며 실제 변화는 추후 확인해야한다.

[그림 11] 해약환급금 준비금 전액을 가용자본에서 차감할 경우 K-ICS 비율 변화



주: 2022년 기준, K-ICS 비율을 공시하지 않은 경우 기재하지 않았음, 자료: 유안타증권 리서치센터

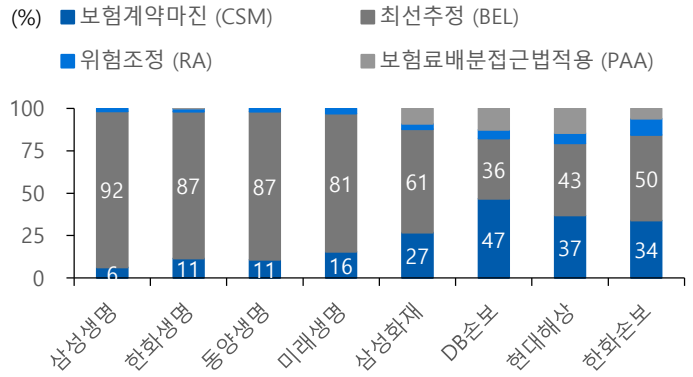
[그림 12] BEL 대비 CSM 비중을 삼성생명·삼성화재 수준으로 조정할 경우 타사 CSM 변화



주: 생명보험은 삼성생명 기준, 손해보험은 삼성화재 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

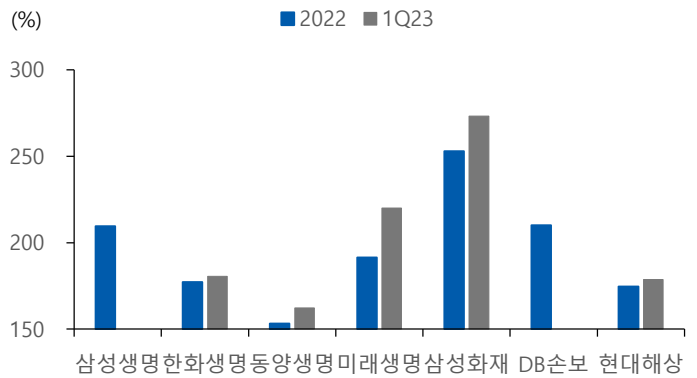
Key Chart

보험계약부채 내 잔여보장요소 구성 비교



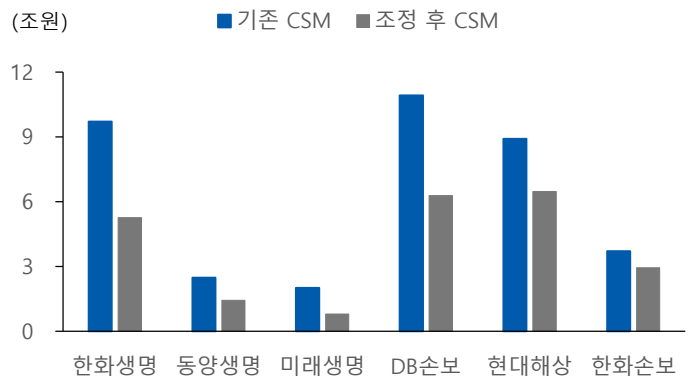
자료: 유안타증권 리서치센터

K-ICS비율 비교



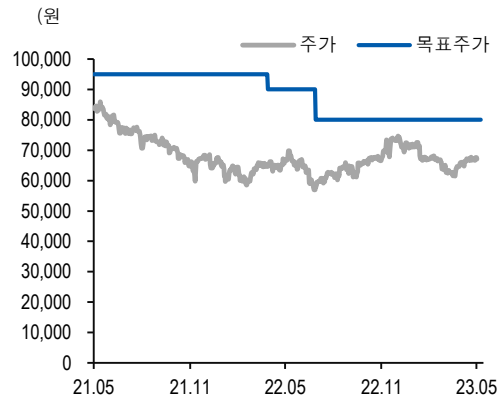
주: K-ICS 비율을 공시하지 않은 경우 기재하지 않았음, 자료: 유안타증권 리서치센터

BEL 대비 CSM 비중을 삼성생명·삼성화재 수준으로 조정할 경우 타사 CSM 변화



주: 생명보험은 삼성생명 기준, 손해보험은 삼성화재 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

삼성생명 (032830) 투자등급 및 목표주가 추이



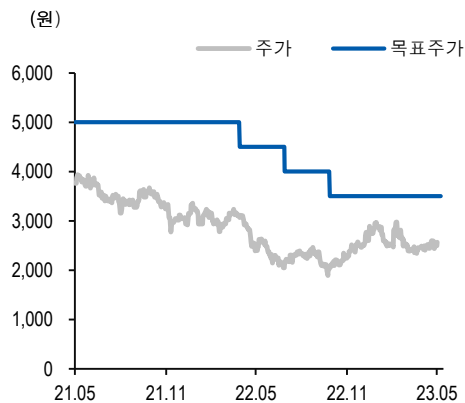
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-05-24	HOLD	80,000	1년		
2022-12-19	HOLD	80,000	1년		
2022-07-18	BUY	80,000	1년	-18.64	-7.50
2022-04-18	BUY	90,000	1년	-28.30	-22.44
2021-08-14	1년 경과 이후		1년	-29.49	-20.84
2020-08-14	BUY	95,000	1년	-24.72	-9.05

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



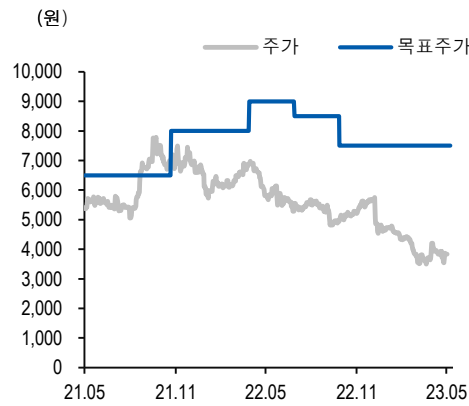
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-05-24	BUY	3,500	1년		
2022-10-17	BUY	3,500	1년		
2022-07-18	BUY	4,000	1년	-43.74	-38.38
2022-04-18	BUY	4,500	1년	-44.28	-30.78
2021-05-14	BUY	5,000	1년	-33.18	-21.20

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



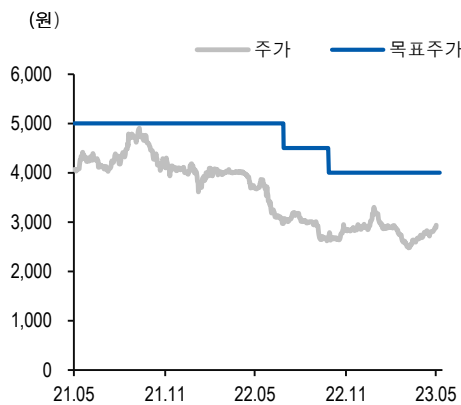
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-05-24	BUY	7,500	1년		
2022-10-17	BUY	7,500	1년		
2022-07-18	BUY	8,500	1년	-37.13	-33.29
2022-04-18	BUY	9,000	1년	-33.18	-22.56
2021-11-11	BUY	8,000	1년	-17.95	-6.38
2021-05-12	BUY	6,500	1년	-7.19	19.69

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



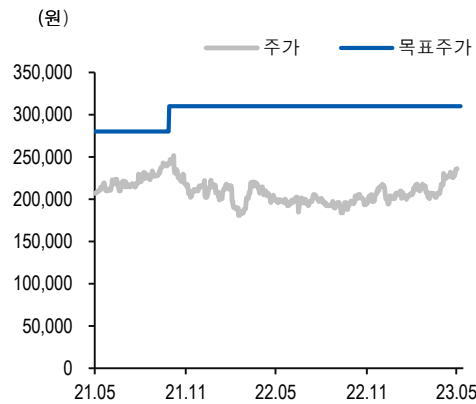
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-05-24	BUY	4,000	1년		
2022-10-17	BUY	4,000	1년		
2022-07-18	BUY	4,500	1년	-33.96	-28.89
2021-06-15	1년 경과 이후		1년	-18.77	-1.90
2020-06-15	BUY	5,000	1년	-20.96	-1.90

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



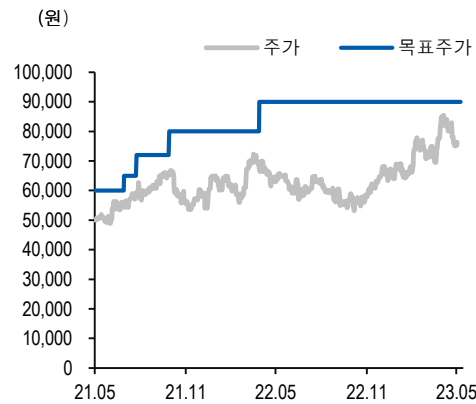
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-05-24	BUY	310,000	1년		
2022-06-15	1년 경과 이후		1년	-34.25	-23.71
2021-10-18	BUY	310,000	1년	-32.49	-18.87
2021-06-15	1년 경과 이후		1년		
2020-06-15	BUY	280,000	1년	-32.73	-21.61

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



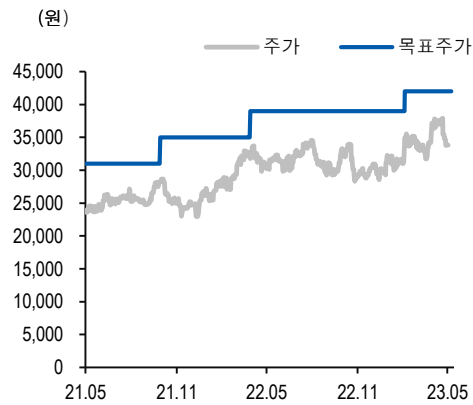
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-05-24	BUY	90,000	1년		
2023-04-18	1년 경과 이후		1년	-10.52	-5.11
2022-04-18	BUY	90,000	1년	-27.54	-5.11
2021-10-18	BUY	80,000	1년	-23.20	-9.63
2021-08-13	BUY	72,000	1년	-14.42	-8.19
2021-07-19	BUY	65,000	1년	-12.67	-9.23
2021-06-15	1년 경과 이후		1년	-10.75	-6.17
2020-06-15	BUY	60,000	1년	-23.26	-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



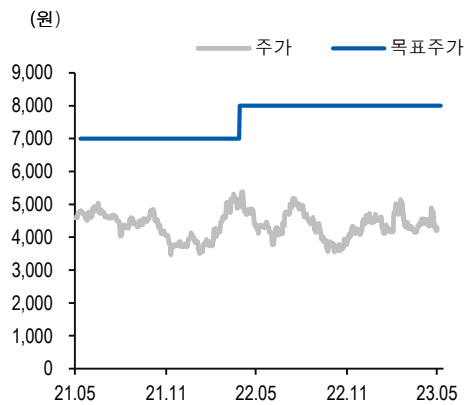
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-05-24	BUY	42,000	1년		
2023-02-24	BUY	42,000	1년		
2022-04-18	BUY	39,000	1년	-19.92	-11.41
2021-10-18	BUY	35,000	1년	-22.42	-5.86
2021-06-15	1년 경과 이후		1년	-17.15	-9.19
2020-06-15	BUY	31,000	1년	-23.06	-9.19

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
2023-05-24	BUY	8,000	1년		
2023-04-18	1년 경과 이후		1년	-44.13	-38.88
2022-04-18	BUY	8,000	1년	-45.29	-32.75
2021-06-01	BUY	7,000	1년	-37.16	-23.14

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)	90.4
Hold(중립)	9.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-05-21

※ 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.