

## 보험

## 산업이슈

2023. 11. 15

## 주요 보험사 신계약 수익성 분석

## News

**IFRS17 자리잡혀 하지만, 비교분석에 시간이 부족한 현실:** 금감원이 제시한 가이드라인이 3분기부터 본격 적용됨에 따라 IFRS17 실적 발표가 자리를 잡아가고 있다. 하지만 가이드라인을 소급 적용한 DB손보 및 현대해상의 경우 2022년부터 재무제표가 수정되었고, 전진적용한 회사들의 경우에도 메리츠화재 등이 4분기 적용 예정이었던 성과급의 CSM 미반영 분을 선반영하는 등 전체적으로 단 순 비교가능성은 떨어진다. 따라서 심층 비교분석에는 물리적으로 더 시간이 필요해 보인다. 그래서 일단 보험사에게 가장 중요한 신계약 수익성을 우선적으로 분석해 보았다.

**신계약 수익성 분석, 삼성화재의 약진이 돋보인다:** 삼성화재는 3Q23 신계약 물량도 크게 늘어났을 뿐만 아니라 수익성도 크게 높아지면서 분기 기준으로 업계 1위의 CSM 실적을 거두었다. 전체적으로 살펴보면 DB손보가 양호한 수익성을 유지하는 가운데, 삼성생명도 수익성이 개선되고 있다. 한화생명의 경우 일단 공시자료로는 CSM실적이 주춤한 것으로 나타나는데 실적발표를 통해 검증한 후 팔로우업할 예정이다.

## Comment

**신계약 수익성, '미래현금유입의현가추정치'를 중심으로 분석해야:** 삼성화재의 수익성이 크게 높아졌는데, 이는 '미래현금유입의현가추정치 대비 마진율'이 전분기 23.6%에서 29.8%로 크게 상승한 것과 '미래현금유입의현가추정치'/APE 배수가 6.0에서 7.2로 길어진 것이 영향을 미쳤다. 대부분의 손보사들의 경우 무해지 및 세만기 비중이 30~50% 수준인데, 삼성화재의 경우 3분기 해당상품 비중이 각각 70%를 넘어섰다. 이는 다분히 일시적인 현상으로, 삼성화재의 신계약 체력이 높아진 것은 분명하지만 현재와 같은 수익성을 장기간 유지할 가능성은 높지 않다고 본다. 한화생명의 경우 일단 공시데이터 분석으로는 신계약비 지급이 늘어나면서 수익성이 하락한 것으로 나타나는데 해당 내용에 대해서 좀더 살펴볼 필요가 있을 것이다.

## Action

**감독원 가이드라인, 회사별 영향 차이가 기업가치에 미치는 영향은 크지 않아:** 감독원 가이드라인의 반영 방법과 영향 정도, 그리고 반영 시기가 회사별로 상이하기 때문에 투자자들은 혼란스럽다. 하지만 CSM 증가 케이스는 극히 예외적이며, 우리가 살펴본 대부분의 회사들은 4Q적용 예정인 성과급의 CSM반영(메리츠화재는 3Q23 반영 CSM 5,300억원 감소) 효과까지 감안하면 CSM감소폭이 심각한 차이를 보이지는 않는 것으로 판단된다. 결국 신계약 CSM 증가를 바탕으로 한 CSM증가가 가장 중요한 투자포인트이다. 이를 근거로 판단하면 주요 보험사들의 주가는 여전히 매력적이라는 의견에 변함이 없다.

## 주요 보험사 신계약 실적

대부분의 보험회사들은 양호한 CSM 흐름을 유지했다. 3Q23의 신계약 CSM 실적은 삼성화재가 1조 원대를 넘어서면서 업계 1위 실적을 거두었다. 전체적으로 대부분 회사들이 양호한 실적을 거둔 가운데 한화생명도 주춤한 것으로 나타나는데, 실적발표를 통해 살펴볼 필요가 있다.

적자상품인 실손보험을 판매하는 손보사들이 생보사들에 비해 손실부담계약 비용이 크게 나타난다. 특히 실손보험 손해율이 상대적으로 높은 현대해상의 손실부담계약 비용규모가 크다는 점에 주의할 필요가 있다.

도표 1. 주요보험사 신계약 CSM 및 손실계약비용 추이

(단위: 십억원)

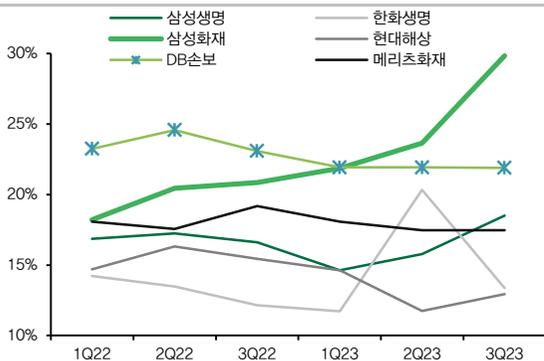
		1Q22	2Q22	3Q22	1Q23	2Q23	3Q23
삼성생명	CSM	832	848	852	846	970	956
	손실계약	-3	-4	-6	-4	-3	-4
한화생명	CSM	414	421	430	572	788	497
	손실계약	-19	-11	0	-14	-6	-12
삼성화재	CSM	501	546	558	678	764	1,164
	손실계약	-9	-9	-8	-13	-9	-7
DB손보	CSM	678	632	790	686	667	772
	손실계약	-33	2	-23	-39	-11	-33
현대해상	CSM	481	433	462	457	418	447
	손실계약	-29	-26	-27	-36	-65	-50
메리츠화재	CSM	444	412	468	428	396	410
	손실계약	-35	-35	-35	-25	-26	-27

자료: DB금융투자

## 신계약 수익성은 어디서 어떻게 높아졌나

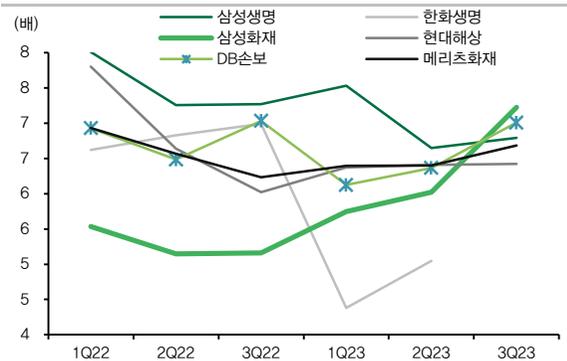
신계약 수익성 지표인 CSM/APE 배수는 다음의 두 요소로 나누어 분석해야 한다.

도표 2. 미래현금유입의현가추정치 대비 수익성 비교



자료: 공시자료, DB금융투자

도표 3. 미래현금유입의현가추정치 / APE 배수



자료: 공시자료, DB금융투자

삼성화재의 수익성이 크게 높아졌는데, 이는 ‘미래현금유입의현가추정치 대비 마진율’ 이 전분기 23.6%에서 29.8%로 크게 상승한 것과 ‘미래현금유입의현가추정치’ / APE 배수가 6.0에서 7.2로 길어진 것도 영향을 미쳤다.

도표 4. 주요 보험사 신계약 수익성의 요소 분석

(단위: 십억원 배)

		1Q22	2Q22	3Q22	1Q23	2Q23	3Q23
삼성생명	미래보험료현가	4,921	4,894	5,096	5,759	6,129	5,152
	CSM+손실계액	829	844	846	842	966	953
	APE	615	674	701	765	922	759
	(CSM+손실계액) / APE	1.35	1.25	1.21	1.10	1.05	1.26
	(CSM+손실계액) / 미래보험료현가	16.8%	17.2%	16.6%	14.6%	15.8%	18.5%
	미래보험료현가 / APE	8.0	7.3	7.3	7.5	6.6	6.8
한화생명	미래보험료현가	2,778	3,040	3,535	4,748	3,845	3,626
	CSM+손실계액	395	410	430	557	781	485
	APE	420	445	506	1,084	762	NA
	(CSM+손실계액) / APE	0.94	0.92	0.85	0.51	1.03	NA
	(CSM+손실계액) / 미래보험료현가	14.2%	13.5%	12.2%	11.7%	20.3%	13.4%
	미래보험료현가 / APE	6.6	6.8	7.0	4.4	5.0	NA
삼성화재	미래보험료현가	2,699	2,632	2,638	3,047	3,195	3,878
	CSM+손실계액	491	538	550	666	755	1,157
	APE	487	512	511	530	531	537
	(CSM+손실계액) / APE	1.01	1.05	1.08	1.26	1.42	2.15
	(CSM+손실계액) / 미래보험료현가	18.2%	20.4%	20.9%	21.8%	23.6%	29.8%
	미래보험료현가 / APE	5.5	5.1	5.2	5.7	6.0	7.2
DB손보	미래보험료현가	2,775	2,585	3,324	2,949	2,992	3,379
	CSM+손실계액	645	635	767	646	656	739
	APE	401	399	473	482	470	482
	(CSM+손실계액) / APE	1.61	1.59	1.62	1.34	1.40	1.53
	(CSM+손실계액) / 미래보험료현가	23.2%	24.6%	23.1%	21.9%	21.9%	21.9%
	미래보험료현가 / APE	6.9	6.5	7.0	6.1	6.4	7.0
현대해상	미래보험료현가	3,078	2,494	2,823	2,878	3,012	3,064
	CSM+손실계액	453	407	436	421	354	397
	APE	394	376	469	452	470	477
	(CSM+손실계액) / APE	1.15	1.08	0.93	0.93	0.75	0.83
	(CSM+손실계액) / 미래보험료현가	14.7%	16.3%	15.4%	14.6%	11.7%	12.9%
	미래보험료현가 / APE	7.8	6.6	6.0	6.4	6.4	6.4
메리츠화재	미래보험료현가	2,268	2,147	2,258	2,230	2,118	2,198
	CSM+손실계액	410	377	433	403	370	384
	APE	327	327	362	349	331	329
	(CSM+손실계액) / APE	1.25	1.15	1.19	1.16	1.12	1.17
	(CSM+손실계액) / 미래보험료현가	18.1%	17.6%	19.2%	18.1%	17.5%	17.5%
	미래보험료현가 / APE	6.9	6.6	6.2	6.4	6.4	6.7

자료: 공시자료, DB금융투자

대부분의 손보사들의 경우 무해지 및 세만기 비중이 30~50% 수준인데, 삼성화재의 경우 3분기 해당 상품의 비중이 각각 70%를 넘어선 것으로 확인된다. 삼성화재 측에서도 이러한 추세는 일시적인 것으로 언급하고 있어서, 삼성화재의 신계약 체결이 높아진 것은 분명하지만 현재와 같은 수익성을 장기간 유지할 가능성은 높지 않다고 본다.

한화생명역의 경우 일단 공시데이터 분석으로는 신계약비 지급이 늘어나면서 수익성이 하락한 것으로 나타나는데 해당 내용에 대해서 좀더 살펴볼 필요가 있을 것이다.

### 감독원 가이드라인 영향, 기업가치에 미치는 효과는 크지 않아

감독원 가이드라인의 반영 방법과 영향 정도, 그리고 반영 시기가 회사별로 상이하기 때문에 투자자들은 혼란스럽다. 하지만 CSM 증가 케이스는 극히 예외적이며, 우리가 살펴본 대부분의 회사들은 4Q 적용 예정인 성과급의 CSM반영(메리츠화재는 3Q23 반영 CSM 5,300억원 감소) 효과까지 감안하면 CSM감소폭이 심각한 차이를 보이지는 않는 것으로 판단된다. 결국 신계약 CSM 증가를 바탕으로 한 CSM증가가 가장 중요한 투자포인트이다. 이를 근거로 판단하면 주요 보험사들의 주가는 여전히 매력적이라는 의견에 변함이 없다.

#### Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 PO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2023-10-04 기준) - 매수(92.11%) 중립(7.89%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만