

## 지급여력비율이 선별의 기준이 될 수 있음

### 1분기 RBC 비율 둔화는 불가피할 것

최근 시장금리 상승에 따라 보험사들의 1분기 RBC 비율은 둔화될 전망이다. 이는 매도가능증권으로 분류된 채권의 평가액 감소로 가용자본이 감소하기 때문이며 2020년 말 기준으로 시장금리  $\pm 10\text{bp}$ 당 RBC 비율 민감도는 커버리지 사 평균  $\mp 5\%$ p, 회사별로는  $\mp 1.0\%$ p ~  $9.0\%$ p에 이르는 것으로 추정된다. 2020년 말 대비 국고채 10년물 금리는 약 +29bp 상승했는데, 단순히 금리 영향만 놓고 본다면 1분기 RBC 비율이 평균 약 -14%p 감소할 것으로 예상된다.

### 당장에 리스크는 제한적이나 선택의 기준이 될 수 있음

2021년 1분기 대다수 보험사들의 RBC 비율은 금융당국에서 제시하는 하한선인 150%와 생명보험의 경우 투자 심리에 있어 마지노선인 200%는 상회할 것으로 예상된다. 또한, 중장기적으로 이익잉여금 유보와 계정 재분류, 보완자본 발행으로 대응 가능하기에 대규모 유상증자까지는 번지지 않을 것으로 전망된다. 하지만 지난 2년간 이어진 금리 하락기 동안은 OCI가 확대됨에 따라 회사 간에 RBC 비율 차별화 정도가 희석되었지만 현재는 중장기적으로도 시장금리 상승이 전망되는 바, 당분간 RBC 비율의 상대 우위가 보험사에 투자함에 있어 선별 기준이 될 수 있다고 판단한다. 현재의 RBC 비율은 당장에 보험사 경영에 있어 운신의 폭을 결정하고, 주주환원정책에도 직접적인 영향을 미치기 때문이다.

### 절대치는 삼성화재, 민감도는 DB손해보험과 코리안리 우위. 외국인 수급에서도 유사한 패턴 확인

2020년말 기준으로 삼성화재의 RBC 비율은 303.3%로 하나금융투자 유니버스 보험업종 내에서 절대 수준이 가장 높으며, 금리  $\pm 10\text{bp}$ 당 민감도는 DB손해보험이  $\mp 2.6\%$ p(RBC 205.7%), 코리안리  $\mp 1.0\%$ p(RBC 206.1%)로 가장 낮아 3사가 비교 우위에 있다고 판단된다. 실제로 외국인 수급에서도 유사한 패턴이 나타나는데, 언급한 3사는 외국인의 연간 누적 순매수 규모에서 우위를 보이고 있다. Valuation, 이익의 안정성, 자본적정성을 고려했을 때 보험업종 Top Pick은 DB손해보험을, 관심 종목은 삼성화재와 코리안리를 제시한다.

Update

## OVERWEIGHT

#### Top picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(3월29일)
DB손해보험(005830)	BUY	68,000원	46,000원
삼성화재(000810)	BUY	260,000원	187,000원
코리안리(003690)	BUY	12,000원	8,300원

#### Compliance Notice

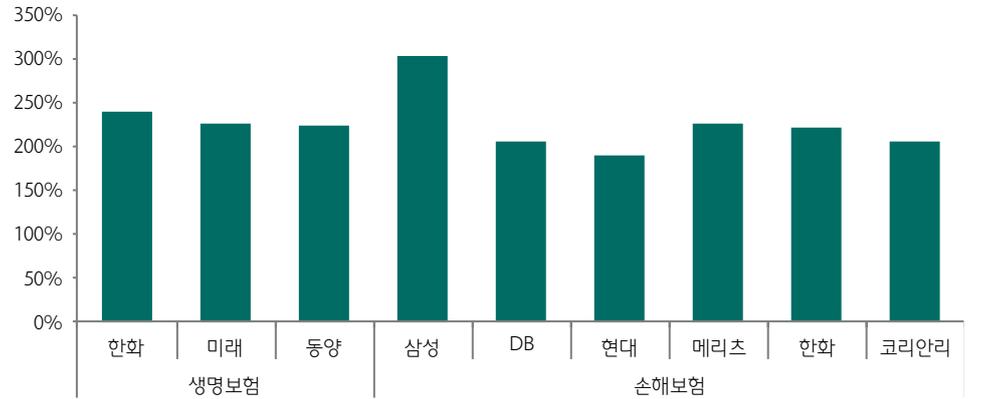
본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식 투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



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

그림 1. 하나금융투 유니버스 보험업종 연결 RBC 비율

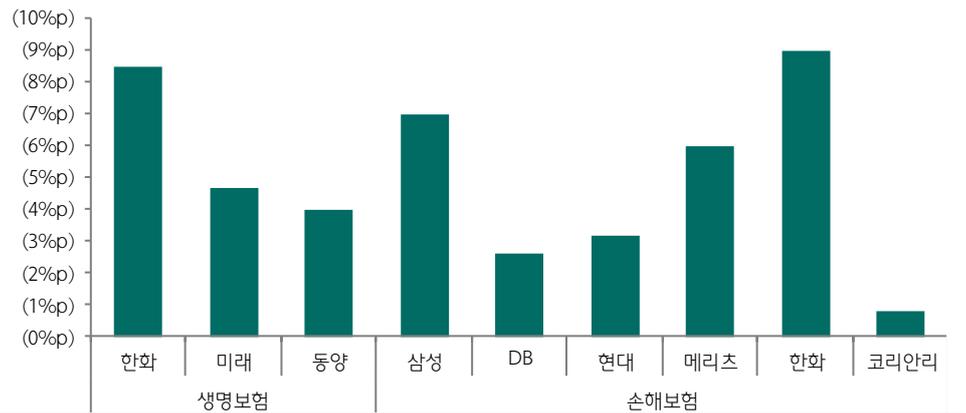
삼성화재의 RBC 비율은 타사를 압도하는 수준



주: 2020년말 기준  
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 2. 하나금융투 유니버스 보험업종 금리 +10bp 당 RBC 비율 민감도

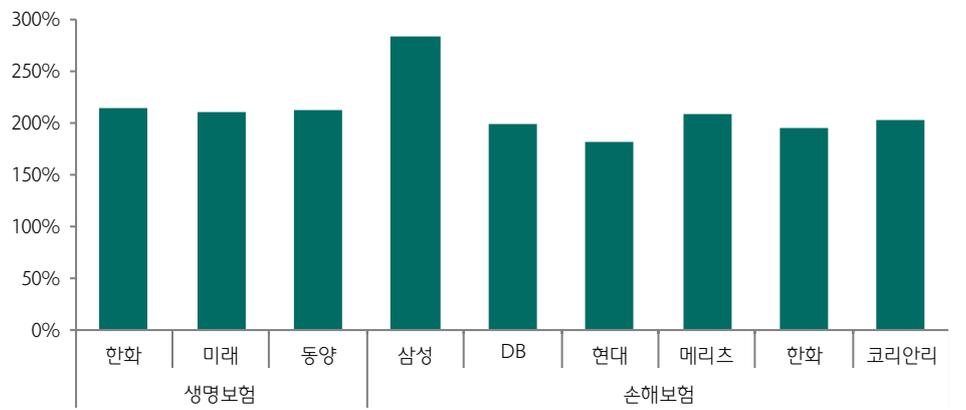
금리 민감도는 한화 금융 계열사가 가장 높으며, DB손해보험과 코리안리가 비교 우위에 있음



주: 2020년 말 기준 추정  
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 3. 하나금융투 유니버스 보험업종 금리 +29bp 상승 시 RBC 비율 추정

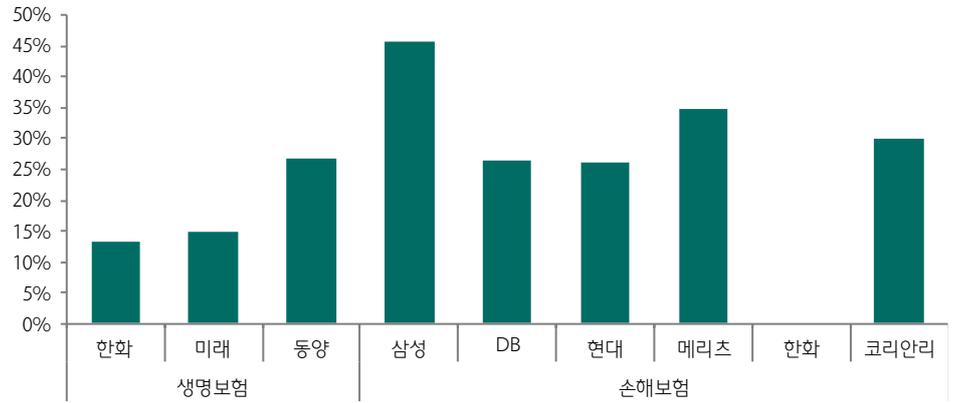
생명보험은 손해보험보다 지급여력비율 개선 니즈가 높음. 일부 손보사들은 K-ICS 도입 시 지급여력비율 개선



주: 2020년 말 기준 추정  
자료: 각 사, 하나금융투자

RBC 비율 우위가 일정 수준 배당성향(주주환원) 우위로 이어짐. 동양생명은 자회사 매각익 이연 배당 효과 포함

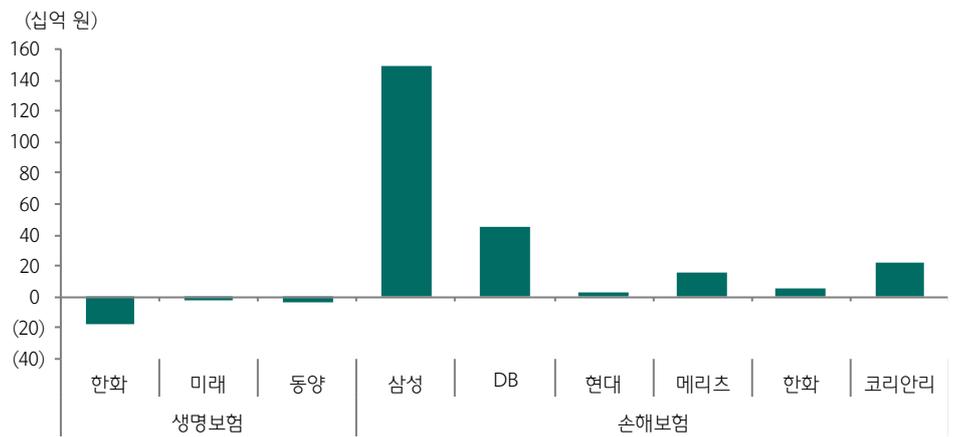
그림 4. 하나금융투 유니버스 보험업종 2020년 말 배당성향



주: 별도 손이익, 보통주 기준  
자료: 각 사, 하나금융투자

삼성화재, DB손해보험, 코리안리의 외국인 수급이 가장 양호

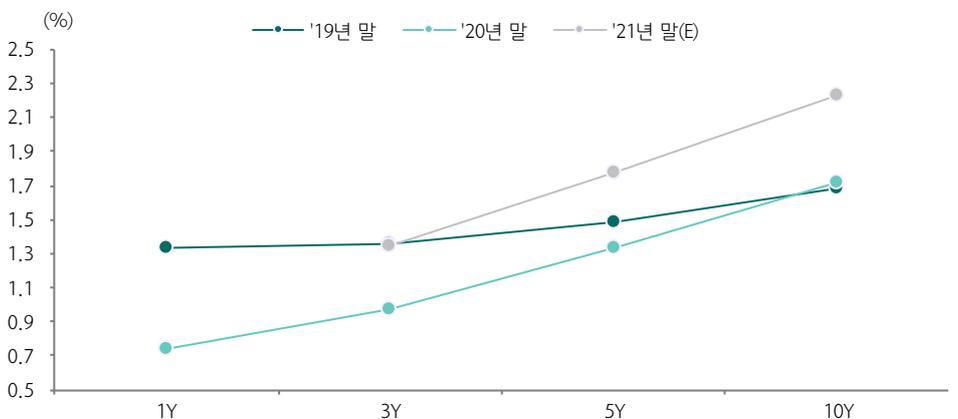
그림 5. 하나금융투 유니버스 보험업종 2021년 외국인 누적 순매수 금액 규모



자료: Quantivise, 하나금융투자

당사는 장단기 Spread 확대, 2020년말 대비 국고채 10년물 +52bp를 전망

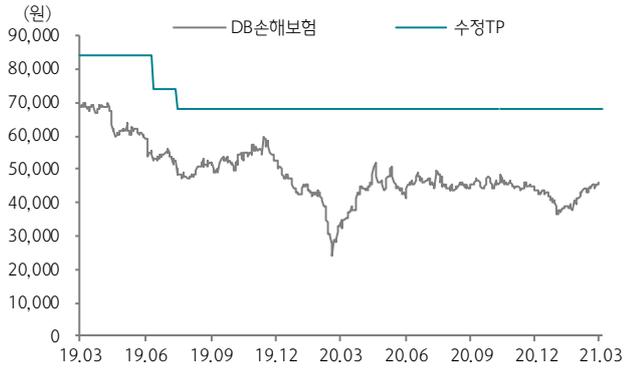
그림 6. 국고채 Yield Curve 전망



주: 전망치는 하나금융투자 글로벌리서치팀 최근 전망  
자료: Quantivise, 하나금융투자

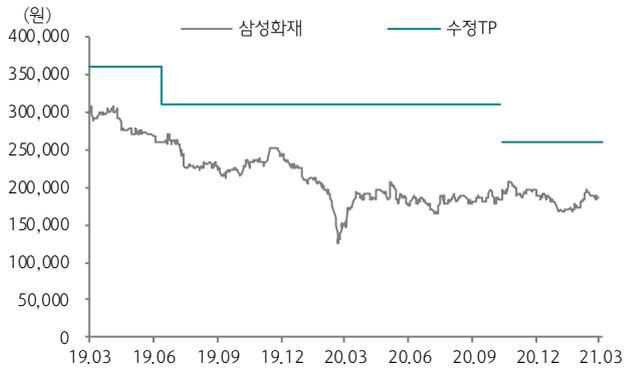
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

DB손해보험



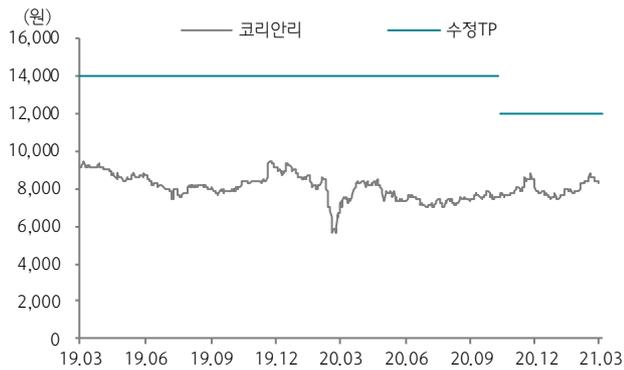
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.10	BUY	68,000		
19.7.10	BUY	74,000	-27.27%	-24.19%
18.5.13	BUY	84,000	-21.01%	-11.67%

삼성화재



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.10	BUY	260,000		
19.7.10	BUY	310,000	-33.75%	-13.06%
18.4.9	BUY	360,000	-23.17%	-14.17%

코리아나리



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.10	BUY	12,000		
18.11.11	BUY	14,000	-41.21%	-30.36%

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	93.49%	6.51%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 03월 26일

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 2021년 3월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(이흥재)는 2021년 3월 30일 현재 해당회사의 유가증권 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조연 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.