BUYSIGNAL
VALUE-INVESTING
ACADEMIA

Company Report 2024.08.10

Opinion

Buy

Price trend (1 year)

KRX 보험 지수

현재 : 1,980.53 (2024/08/07)

최고 : 2,124.24

(+7.26%, 2024/07/31)

최저 : 1,479.01

(-25.32%, 2024/01/19)

Team 4

박종원 홍수연

김다경 김미진

박민재 오성필

이익주 이준수

한다원

손해보험사

- **밸류업 프로그램의 대표적인 수혜주**
- **킥스(K-ICS) 도입로 커진 자산 부채관리(ALM)에 대한 중요성**
- **금리하락에 따른 K-ICS 비율 하락 가능성은 지켜봐야**
- **금리인하기에도 안정적인 ALM 관리로 충분한 기초체력을 가진 삼성화재를 관심주로**

Signal 1: ALM 관리의 중요성

금리 인하가 다가오면서 보험사의 ALM 관리가 더욱 중요해질 전망이다. 일반적으로 보험사는 부채 듀레이션이 자산 듀레이션보다 길기 때문에 ALM 관리 측면에서 금리 인하기에 부담이 더 쌓이게 된다. 결국 자산 듀레이션이 길고 이를 잘 관리하는 보험사가 상품 판매 확대에 유리하며 ALM 이 100%가 넘어가면 자산 듀레이션이 부채 듀레이션보다 길게 형성되고 있다는 의미로 상품 판매에 건전한 환경을 가졌다고 평가할 수 있다. 주요 손해보험사의 ALM 은 삼성화재 130%, 매리츠화재 107%, DB 손해보험 98%, 현대해상 76%로 나타난다.

Signal 2: 밸류업 프로그램에 적극적인 참여

보험주도 밸류업 프로그램의 수혜주로 꼽힌다. 보험주는 대표적 저평가주로 해마다 배당을 실시하며 주주환원을 열심히 하였고 KRX 보험지수는 2024 년 상반기 20% 상승했다. 이러한 기대에 부응하기 위해 삼성화재는 2024 년 1 분기 실적발표 자리에서 주주환원 방안 등이 담긴 중장기 자본정책 검토안을 내놨고, 메리츠금융지주는 국내 금융사 통틀어 처음으로 일반 주주들도 참여하는 '열린 기업설명회(IR)'를 열었다. 이에 힘입어, 2024 년 8 월 4 일 급락 이후 삼성화재, 메리츠금융지주는 급락 전 가격으로 빠르게 회복하는 모습을 보여줬다.

Signal 3: 신계약 CSM을 높이는 것이 관건

최근 보장성 보험 신계약의 핵심 상품은 무해지, 저해지 보험 상품이다. 이들 상품은 새롭게 부상한 지표인 CSM을 높일 수 있고, 보험료도 낮아 소비자가 선호한다는 강점이 있어, 보험사들은 이들 상품 판매에 공들이고 있다. 다만 무해지, 저해지 보험은 부채의 듀레이션을 높이는 리스크를 가져온다. 때문에 이들 상품을 잘 활용하기 위해서는 자산의 듀레이션 또한 높은 수준으로 유지하여 자산과 부채의 균형인 ALM을 맞출 수 있어야 한다.

CONTENTS

산업 개요 3

수익 구조 9

산업 현황 14

산업 전망 17

투자전략 21

리스크 24

관련 기업 28

I. 산업 개요

1) 보험업의 등장과 현재

보험업이란, 보험상품의 취급과 관련하여 발생하는 보험의 인수, 보험료 수수 및 보험금 지급 등을 영업으로 하는 것으로써, 생명보험업·손해보험업 및 제3보험업을 말한다.

보험은 예상치 못한 사고·질병 등 위험에 대비하기 위해 다수의 가입자가 보험사에 보험료를 미리 지불하고, 위험 발생 시 보험금을 지급해 개개인의 경제적 부담을 덜어주는 금융상품을 뜻한다. 보험업법 제6조 제1항에 따르면 보험업의 허가를 받으려는 자는 ① 제9조 제1항 및 제2항에 따른 자본금 또는 기금을 보유하고 ② 보험계약자를 보호할 수 있고, 그 경영하려는 보험업을 수행하기 위하여 필요한 전문 인력과 전산설비 등 물적 시설을 충분히 갖추고 있으며 ③ 사업계획이 타당하고 건전해야 하고 ④ 대주주가 「금융회사의 지배구조에 관한 법률」 제5조 제1항 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니하고, 충분한 출자능력과 건전한 재무상태를 갖추고 있으며, 건전한 경제질서를 해친 사실이 없어야 한다.

1950년대 말 국내에 도입된 보험산업은 사회 안전망의 한 축으로써 역할을 하며 지속적으로 성장해왔으나 최근 그 성장세가 둔화되고 있다. 2000~2012년 수입보험료 연평균 성장률은 9.3%였으나, 2014~2023년의 경우에는 2.7%로 큰 폭 감소하였다. 성장세 둔화의 원인은 보험시장의 포화와 인구 고령화 등 미래 수요 성장 기반 약화에서 기인한다. 성장 정체에 빠져있던 한국 보험업은 2020년 코로나 특수를 맞이하게 되었다. 생명보험사의 경우, 저축성보험 판매와 보증준비금 전입액 감소 등으로 보험영업손실이 축소되었으며, 증시 상승에 따른 투자이익이 증가하며 수익이 개선되었다. 손해보험사 또한 장기보험의 손해율 하락으로 보험영업손실이 감소하며 순이익이 증가하였다. 2023년에는 사상 최대 순이익을 기록하였는데, 23년 보험사 합산 당기순이익은 전년 대비 45.5% 증가한 13.4조 원이었다. 이익 개선의 주 요인 중 하나는 IFRS17 도입 효과의 영향이 큰 것으로 분석된다. 새로운 제도 하에서 CSM 지표는 이익으로 인식되며, 보험사의 수익 증대에 기여하였다.

단기적 실적의 호조에도 중장기 성장의 불확실성은 여전하다. 산업의 Life Cycle 상 성숙기 산업으로 국내 경제성장률 저성장세 지속으로 보험업 성장성도 동반 둔화되고 있다. 가구당 보험 가입률은 98%를 상회하였으며, 1인당 보험가입률 또한 95%로 국민 대부분이 보험에 가입한 상태이다. 보험업 전체의 수익은 증가하였으나 생명보험사의 수입보험료는 23년에는 전년 대비 6% 감소하며 역성장하였고, 손해보험사의 원수보험료의 성장률도 둔화되었다. 보험업계는 이러한 성장 둔화와 수요층 변화에 따른 신성장 전략의 확보가 필수적이게 되었다.

그림 1) 보험업 주요 손익 현황

(단위: 억원, %)

구 분		'22년*(A)	'23년*(B)	증 감(C=B-A)	증감률(C/A)
생명보험 회사	당기순이익	37,037	50,952	13,915	37.6
	보험손익	△218,711**	48,743	267,454	이익전환
	투자손익	229,709	16,180	△213,529	△93.0
	영업외손익	36,008	△1,384	△37,392	손실전환
손해보험 회사	당기순이익	54,758	82,626	27,868	50.9
	보험손익	△14,152**	83,218	97,370	이익전환
	투자손익	90,903	26,917	△63,986	△70.4
	영업외손익	△3,177	△327	2,850	손실감소
보험회사 당기순이익		91,795	133,578	41,783	45.5

* (회계기준) '22년 : IAS39·IFRS4, '23년 : IFRS9·IFRS17 ** 책임준비금전입(환입)액 반영 후 보험손익

자료: 금융감독원

2) 분류

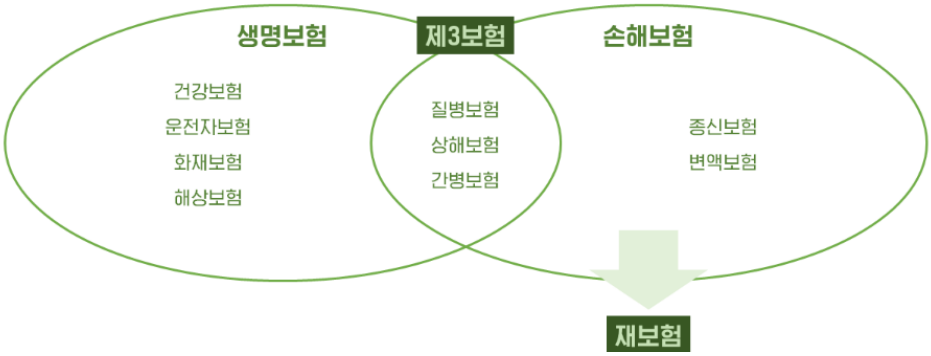
보험업은 나라에서 운영하는 공적 보험업과 보험사에서 운영하는 사적 보험업으로 분류할 수 있는데, 공적 보험은 의무가입이 원칙이지만 사적 보험은 개인의 선택으로 가입할 수 있다. 본 자료는 사적 보험업에 해당하는 손해보험업을 집중적으로 다루므로 사적 보험업에 대해 기술하도록 하겠다. 사적 보험업은 크게 생명보험업, 손해보험업, 제3보험업 세 가지로 구분할 수 있다.

-생명보험업: 위험보장을 목적으로 사람의 생존 또는 사망에 관하여 약정한 금전 및 그 밖의 급여를 지급할 것을 약속하고 대가를 수수하는 계약을 다루는 영업

-손해보험업: 위험보장을 목적으로 우연한 사건으로 발생하는 손해에 관하여 금전 및 그 밖의 급여를 지급할 것을 약속하고 대가를 수수하는 계약을 다루는 영업

-제3보험업: 위험보장을 목적으로 사람의 질병·상해 또는 이에 따른 간병에 관하여 금전 및 그 밖의 급여를 지급할 것을 약속하고 대가를 수수하는 계약을 다루는 영업

그림 2) 사적 보험의 분류

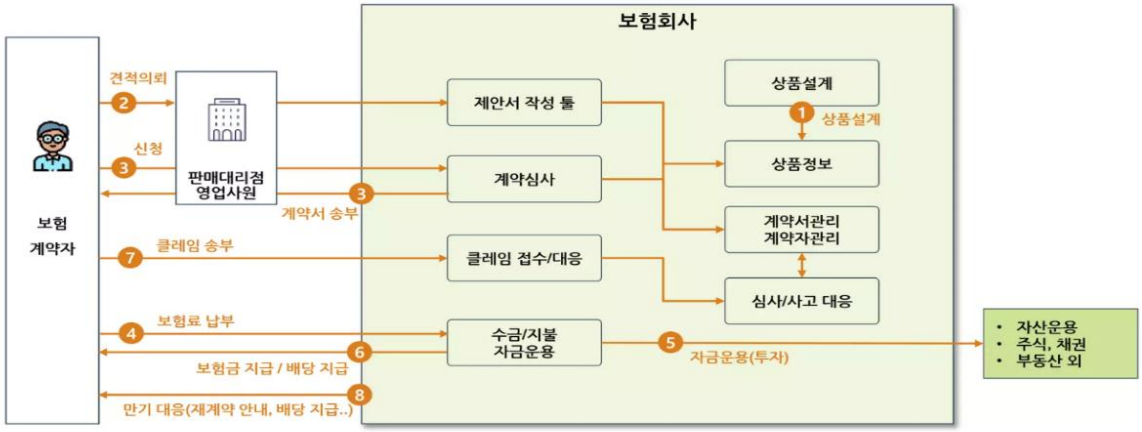


자료: 메리츠증권

3) 업무 및 상품 종류

보험업은 고객에게 다양한 보험 상품을 제공하고, 보험 계약을 체결하며, 보험금을 지급하는 일을 한다. 주요 업무로 고객의 필요와 시장 상황에 맞는 새로운 보험 상품을 개발하고 관리하며, 보험 상품을 마케팅하고 판매한다. 또한, 가입 신청자의 위험을 평가하는 언더라이팅, 보험 계약의 유지 및 관리, 보험 사고가 났을 때 보험금 청구를 처리하고 지급하는 일도 포함된다. 고객 상담과 문제 해결 같은 고객 서비스, 보험 회사가 직면할 수 있는 다양한 위험을 식별하고 관리하는 리스크 관리, 법률과 규제를 준수하는 일도 주요 업무에 해당한다. 이러한 업무들을 통해 고객에게 재정적 안전망을 제공하고, 예기치 않은 사고나 손실에 대비할 수 있도록 돕는 중요한 역할을 한다.

그림 3) 보험회사 핵심 업무

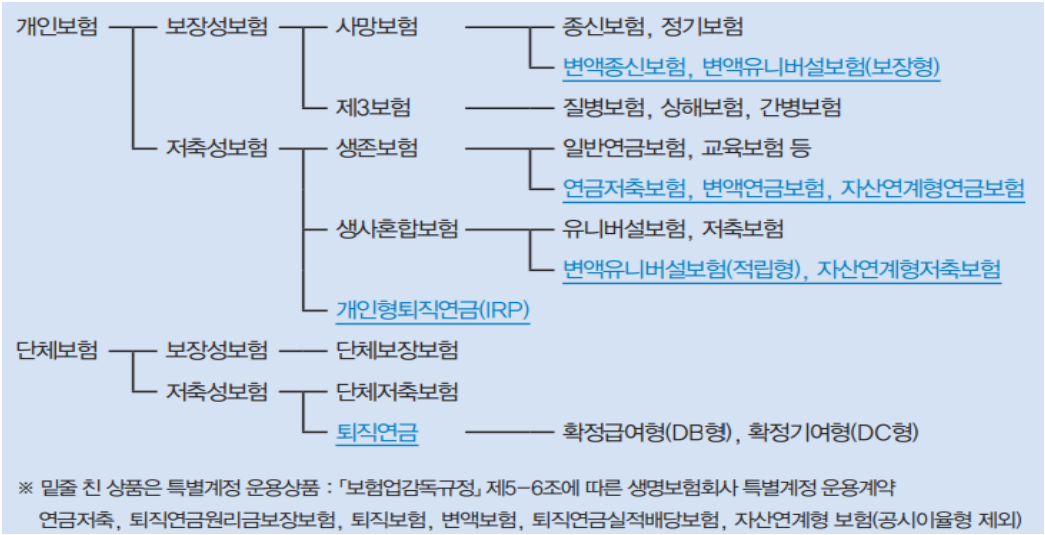


자료: 에스넷시스템

3-1) 생명보험업

생명보험 상품은 주계약의 보험사고를 기준으로 크게 생존보험, 사망보험, 생사혼합보험 세 가지로 분류할 수 있다. 그러나 최근에는 변화하는 고객의 요구를 충족시키기 위해 매우 다양한 상품을 개발 및 판매하고 있고, 종합보험 성격의 상품이 증가하여 일률적인 기준에 의한 단순분류가 어려워지고 있다. 아래의 표는 최근 생명보험회사에서 판매·운용되는 상품들을 단계적으로 분류한 것으로 계약자 구성, 상품의 성격 및 고객의 보험가입 목적, 보장의 범위, 적립금의 운용방법 등에 따라 다양한 형태로 분류할 수 있다.

그림 4) 생명보험 종류



자료: 생명보험협회

3-2) 손해보험업

손해보험업은 우연한 사고로 인하여 발생한 재산 및 신체 손해 등에 대해 실제 손해액만큼 보상한다. 손해보험사는 각종 산업 및 개인에게 발생할 수 있는 모든 리스크를 보장하는 것을 목표로 다양한 상품을 개발하여 판매하고 있으며, 판매하는 보험상품은 크게 일반보험, 자동차보험, 장기손해보험, 개인연금, 퇴직연금으로 구분할 수 있다. 통상적으로 손해보험 시장은 산업의 발달과 개인 소득의 증가에 따라 시장 규모가 동반 성장하는 것으로 알려져 있다. 특히 개발도상국의 손해보험 시장이 타 국가들에 비해 높은 성장을 하고 있으며, 이에 따라 글로벌 보험사들의 개발도상국 시장으로의 진출이 매우 활발하게 이루어지고 있다.

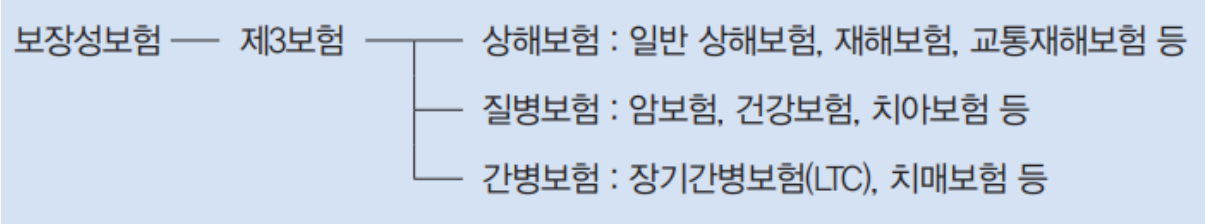
그림 5) 손해보험 종류

자료: 한국화재보험협회

3-3) 제3보험업

「보험업법」은 원칙적으로 생명보험의 장기·안정적 위험과 손해보험의 단기·거대위험이라는 상이한 리스크를 고려하여 생명보험업과 손해보험업의 겸영을 금지하고 있다. 그러나 생명보험업이나 손해보험업에 해당하는 보험종목 전부에 관하여 허가를 받은 자는 제3보험업을 영위할 수 있어, 제3보험업에 대해서는 겸영을 허용하고 있다(「보험업법」 제4조 제3항). 제3보험 상품은 사람의 질병·상해 또는 이에 따른 간병에 관하여 보장하는 상품으로, 보장내용에 따라 크게 상해보험, 질병보험, 간병보험으로 분류할 수 있다. 상해보험의 경우 일반 상해보험 및 재해보험, 교통재해보험 등의 상품이 있으며, 질병보험의 경우 암보험, 건강보험, 치아보험 등의 상품이 있다. 또한 간병보험은 장기간병보험(LTC), 치매보험 등의 상품이 있다. 제3보험 상품은 어린이보험, 실손의료보험과 같이 상해와 질병이 함께 보장되는 종합형 상품이 많다. 또한 각 질병담보 등을 특화하여 개발하는 경우가 많기 때문에 주 계약뿐만 아니라 특약으로도 다양하게 부가되어 판매되고 있다.

그림 6) 제3보험 종류



자료: 생명보험협회

4) 손해보험과 생명보험의 차이

첫째, 손해보험의 경우 계약 성립 시 보험사고 발생으로 인해 지급해야 할 금액을 미리 알 수 없는 불확정보험이라는 점에서 정액보험인 생명보험과 차이를 보인다. 손해보험은 실손보상을 원칙으로 하는 반면, 생명보험의 경우 계약체결 당시 약정한 보험금을 지급하기 때문이다.

둘째, 손해보험은 물건 또는 기타 재산상의 손해보상을 목적으로 한다는 점에서 생명이나 신체에 대한 사고를 대상으로 하는 생명보험계약과 차이가 존재한다. 손해보험은 자연인이나 법인, 유체물이나 무체물 모두 피보험이익의 요건을 충족하는 것이라면 모두 보험의 목적이 될 수 있으나, 인보험은 자연인에 한하며 15세 미만자, 심신상실자, 심신박약자는 사망보험의 피보험자가 될 수 없다.

셋째, 손해보험은 실손보상 원칙이 적용되므로 보험자 대위가 인정되나, 인보험은 대부분 정액보험으로 보험자 대위가 인정되지 않는다. 다만, 상해보험과 같이 실손보상 개념이 있는 인보험의 경우 당사자 간 특약에 의해 보험자 대위가 인정될 수도 있다.

넷째, 손해보험은 생명보험에 비해 보험기간이 단기라는 특징을 보인다.

그림 7) 생명보험, 손해보험, 제3보험 비교

	생명보험	손해보험	제3보험
보험사고	생존 또는 사망	재산상의 손해	신체의 상해, 질병, 간병
피보험이익	없음	존재	없음
중복보험 (보험가액 초과)			실손보상급부에 존재
보상방법	정액보상	실손보상	정액보상+실손보상
피보험자 (보험대상액)	보험사고의 대상	손해의 보상을 받을 권리가 있는 사람	보험사고의 대상
보험기간	장기	단기	장기

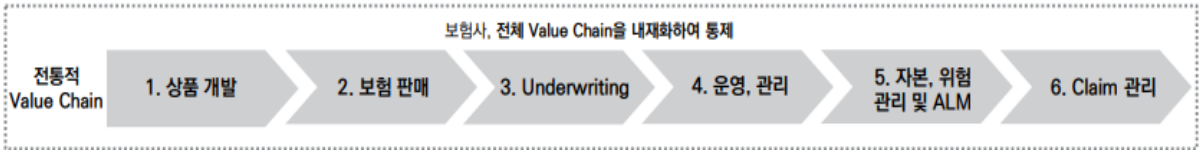
자료: 생명보험협회

Ⅱ. 수익구조

보험사의 전통적 Value Chain은 1) 상품 개발, 2) 보험 판매, 3) Underwriting, 4) 운영 및 관리, 5) 자본, 위험 관리 및 ALM, 6) Claim 관리의 여섯 단계로 구성된다.

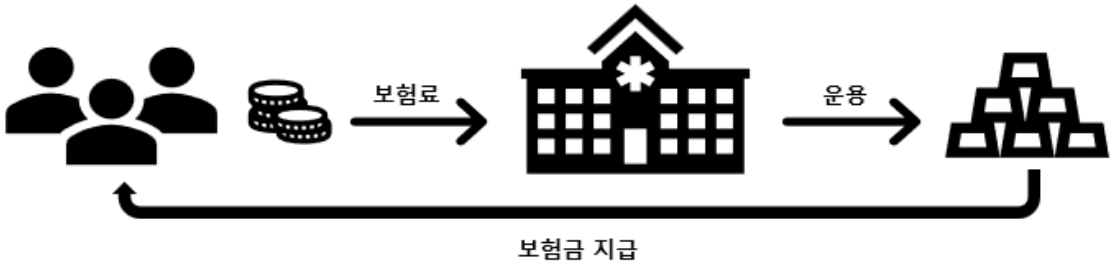
보험사 수익의 근간은 보험 계약자가 납부하는 보험료로, 보험 계약자는 보험 계약을 체결하면 일정 기간 동안 보험료를 납부하는 데 동의하게 된다. 여기서 발생하는 월별, 분기별, 연간 보험료는 보험사 수익의 시작이 된다. 보험사는 이러한 보험료 수입을 투자 및 운용하여 이익을 늘려가고 자산을 쌓아 향후 보험 계약자에 사고 및 손해가 발생할 시 보험금을 지급한다. 결론적으로 보험업의 본질은 보험 수요에 적합한 상품을 개발 및 판매하여 보험료를 수취하고 이를 계약에 따라 계약자에 지급하며, 자산운용을 통해 보험료의 수취와 지급 사이를 연결하는 것이다.

그림 1) 보험업 Value Chain



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2) 수익구조



자료: 바이시그널 4조

1) 보험료 수익

보험 상품의 가격에 해당하는 보험료는 보험 가입자가 위험 보장에 대한 대가로 보험사에 지불하는 금액으로, 보험 계약자와 보험회사의 계약관계를 성립시키는 매개체이다. 보험 계약자는 보험료를 지불하여 미래 위험을 보험사에 전가하고, 향후 이벤트가 발생할 시 보험금을 지급받는다. 이때 보험료는 보험사에 수익이 되며 보험금은 비용이 된다.

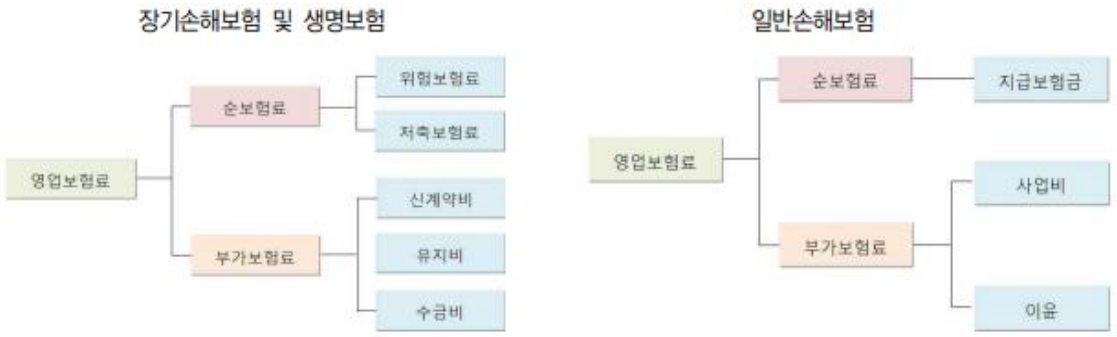
보험 상품의 가격인 보험료는 순보험료와 부가보험료로 구성된다. 순보험료는 피보험자의 사망, 상해, 입원, 만기 등과 같은 보험금 지급 사유 발생 시 보험금으로 충당할 수 있도록 계산된 보험료이다. 순보험료는 예정위험률과 예정이율을 기초로 장래 전체 보험기간 동안 보험료 수입의

현가와 지출의 현가를 고려하여 보험료를 산출한다. 순보험료는 위험보험료와 저축보험료로 분리할 수 있다.

위험보험료는 위험이 발생했을 때 지급되는 보험료의 몫을 뜻한다. 생명보험에서는 사망 시 지급되는 금액이 되고, 손해보험의 경우 화재, 상해, 자동차 사고 등으로 인해 지급되는 금액이다. 저축보험료는 만기생존보험금, 해약 환급금 등에 대비하는 보험료이다. 보험사는 이러한 가입자에 대한 미래 보험금 지급에 대비하여 자신의 자산을 관리한다.

한편, 부가보험료는 보험회사가 보험계약을 체결하고 관리하기 위한 비용과 적정이윤을 충당하기 위한 비용에 해당되는 보험료로 예정사업비율을 기초로 하여 산출한다. 계약 체결 시 발생하는 신규계약비, 계약 유지비, 수금비, 사업비 등 여러 기타 비용들이 부가보험료에 포함된다.

그림 3) 보험료의 구성체계



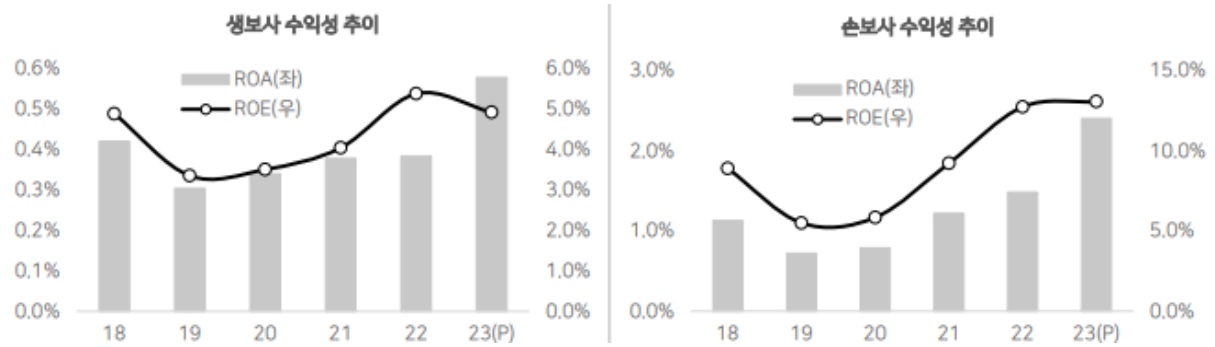
자료: 보험연구원

1)-1 보험계약 서비스 마진(CSM)

2023년부터 보험부채를 공정가치로 평가하는 IFRS17이 시행됨에 따라, 보험사는 자체적인 근거 및 방법을 활용하여 보험부채를 평가하게 되었다. 이러한 변화내에서 보험계약 서비스 마진(CSM: Contractual Service Margin)이 새로운 수익성 지표로 주목받고 있다.

CSM은 보험사가 보유한 보험 계약에서 미래에 얻을 수 있을 것으로 추정되는 미실현 이익의 현재가치를 의미한다. 보험사는 CSM을 일단 부채로 계상한 뒤 매년 상각해 수익으로 인식하게 된다. 이러한 CSM의 도입으로 보험사의 수익성 개선이 나타나고 있으며 이는 향후에도 지속될 것으로 예상된다. 2023년 말 기준 생명보험사의 CSM 상각은 약 6조 원으로 보험수익 중 약 19.1%를 차지하였으며, 손해보험사의 CSM 상각은 약 6.7조 원으로 보험수익 중 8.8%를 차지하였다.

그림 4) CSM의 수익성 개선



자료) 보험연구원, 금융통계정보시스템, 삼일PwC경영연구원

2) Underwriting

보험료 수익의 Q에 해당하는 가입자 수는 이미 정체되고 있으며, 향후에는 줄어들 것으로 예상된다. 때문에 P에 해당하는 적정 보험료의 산정이 보험사 수익에 중대한 관심사가 된다. 보험 대상이 가지는 위험이 무엇이고 사고가 발생하였을 때 생기는 손실 규모는 어느 정도인지를 추정하여야 한다. 이러한 추정 하에 보험료율을 산출하고 보험의 가격을 결정한다. 각 계약들은 동질적인 위험을 가지고 있지 않기에 개별 위험을 평가하고 요율을 결정하는 프로세스는 매우 중요하며, 이를 언더라이팅이라고 한다.

보험 가입자가 보험 가입을 청구하였을 때 보험회사는 위험을 고려해 선택적으로 고객을 보험에 가입시킨다. 손해발생위험이 높은 사람은 보험에 가입하는 것을 선호하는데, 이때 보험사의 역선택 방지를 위한 업무가 언더라이팅이다. 언더라이팅은 역선택 문제 방지를 통한 보험사의 수익성 확보와 리스크 관리를 위한 필수적 업무이다. 잘못된 언더라이팅으로 위험도가 높은 가입자의 비중이 늘어날 경우 빈번한 보험 사고로 보험사에 위험이 될 수 있으며, 반대로 손해율에 급급해 보험 계약자의 보험 가입의사를 지나치게 회피할 경우 적정한 보험 판매 매출을 통한 손익 창출에 제한이 생겨 보험사 경영에 문제를 초래하게 될 수 있다.

최근에는 기술 진보, 디지털화, IT 발달 등에 따른 언더라이팅 심사 자동화로의 발전도 이루어지고 있다. AI와 빅데이터를 이용한 언더라이팅을 통해 더욱 정교한 위험 예측을 수행하고, 이를 통한 더욱 발전된 위험관리를 가능하게 한다. 이를 기반으로 적정 보험료 산정하여 보험사 손익 창출 증대를 꾀하기 위해 노력하고 있다.

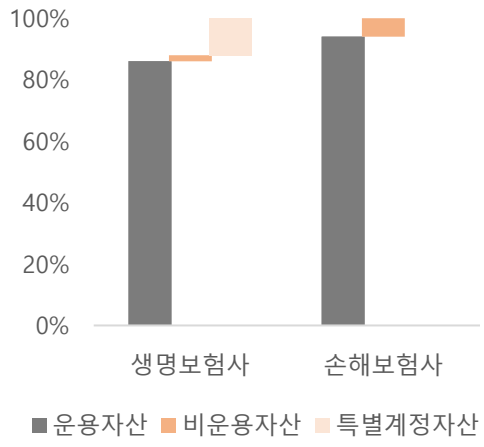
3) 자산 운용 수익

보험사는 보험 판매를 통해 수익을 창출하고, 벌어들인 자산을 이용하여 여러 투자 상품에 투자를 진행하여 운용 수익을 얻는다. 보험사는 고객으로부터 수령한 보험료에 대한 이자 및 미래 보험금 지급을 위해 자산을 운용하고, 그 결과인 운용이익을 책임준비금으로 관리한다.

보험사의 자산은 자산운용에 따르는 투자위험을 누가 부담하느냐에 따라 보험회사가 위험을 부담하는 일반계정 자산과 보험 계약자가 위험을 감수하는 특별계정 자산으로 구분된다. 일반계정 자산은 보유계약의 보험료 적립금 등을 기초로 투자수익을 창출하는 운용자산과 투자수익 창출과 관계없는 비운용자산으로 구성된다. 2023년 말 기준 생명보험사의 운용자산은 757조 원으로 전체 자산 대비 약 86%를 차지하며, 손해보험사의 운용자산은 299.4조 원으로 전체 자산 대비 약 94%를 차지할 만큼, 보험사는 자산의 많은 부분을 운용에 사용한다. 같은 해 생명보험사의 투자 손익은 당기순이익의 31.7%이며, 손해보험사의 경우는 32%를 차지하였다. 이처럼 보험사의 자산운용 손익은 보험 판매 수입 못지않은 보험사의 매우 중요한 수익원이 된다.

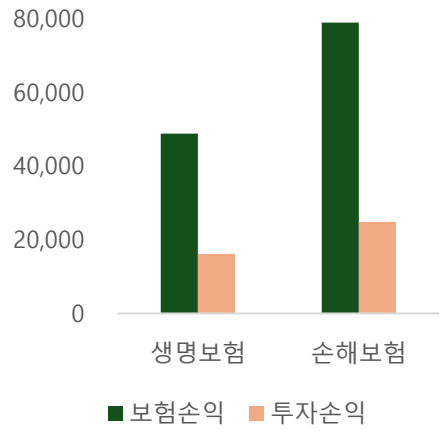
보험사의 전체 자산 중 가장 많은 비율을 차지하는 것은 유가증권이다. 2023년 말 기준 전체 자산 대비 유가증권 비중은 생명보험사, 손해보험사 각각 69%, 66%이다. 유가증권 중 가장 높은 비중을 차지하는 항목은 채권이며, 최근에는 만기가 긴 장기채의 매입이 늘어나고 있다. 보험업에서는 장기 보험계약이 많아 부채 듀레이션이 긴 편이며, 새롭게 도입된 IFRS17과 K-ICS하에서 부채를 시가로 평가하게 되어 부채 듀레이션의 확대가 예상된다. 또한 2024년부터는 보험부채 할인율 조정이 단계적으로 시행될 예정으로 부채 듀레이션의 확대 가능성이 점쳐진다. 보험사는 금리 리스크를 최소화하기 위해 자산부채종합관리(ALM) 전략을 사용하는데, 길어진 부채 듀레이션에 자산 듀레이션을 일치시키기 위해 만기가 긴 장기채 수요가 증가한 것이다.

그림 5) 2023년 말 보험사 자산 비중



자료) 예금보험공사, 바이시그널 4조

그림 6) 2023년 말 보험사 손익



자료) 예금보험공사, 바이시그널 4조

4) 판매채널

국내 보험 판매 시장은 대면 채널이 주도하고 있는 구조이다. 2023년 초회보험료 기준 생명보험사와 손해보험사의 전화 및 인터넷 등 디지털 채널을 통한 보험 판매 비중은 각각 약 0.4%, 25.3%를 차지하며 매우 저조한 가입 실적을 보였다. 보험 상품의 경우 타 금융 상품(예금, 대출 등)에 비해 상품별 보장 내용 및 특성이 복잡하여 가입 시 온라인을 통한 약관 정독이 아닌 전문 설계사와의 질의를 선호하기 때문으로 판단된다.

한편 보험업 시장에서는 보험의 제작과 판매의 분리 현상이 나타나고 있다. 보험사는 보험 상품을 제작하고 보험 상품의 판매에는 비 전속 채널을 이용하거나 본사에 별도의 조직을 떼어내 보험 대리점(GA: General Agency)과 같은 유통조직을 운영하기도 한다. 이러한 제판분리는 비용 관리를 통한 운용효율성 개선을 가지고 오며, 전속 설계사의 이탈 방지와 타 보험사 상품 판매가 가능한 GA를 통한 수익성 강화 또한 가능하게 한다. 2023년 6월 계약건수 기준, 개인생명보험 가입 경로에서 가장 높은 비중을 차지한 것은 GA(32.1%)였으며, 전속설계사(25.4%), 방카슈랑스(19.4%)가 그 뒤를 이었다. 손해보험의 경우도 마찬가지로 GA가 전체 계약 건 중 44.4%를 차지하며 가장 높은 비중을 보였고 전속설계사가 27.8%로 두번째로 큰 비중을 차지하는 모습을 보였다.

III. 산업현황

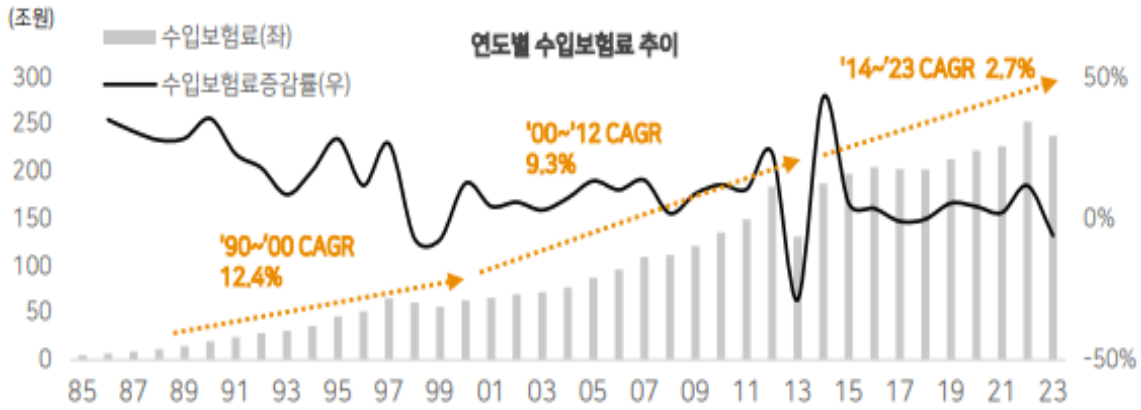
1) 인구구조 변화와 금리 인상의 여파

동 산업의 소비자의 보험 수요 및 소비 형태는 저출산 및 고령화 현상으로 인해 중 장기적인 측면에서 변화하고 있으며, 급격한 금리 상승의 여파로 변동성이 높아져 금리 리스크는 점점 확대되고 있다. 수입보험료는 2010년대 후반 이후로 성장률이 둔화되고 있으며 23년 상반기 보험사들이 사상 최대의 순이익을 냈다고는 하나 그 이면에는 IFRS17의 도입이 있었고, 실제로 23년 수입보험료는 전년 대비 6% 감소한 수치를 보여주었다. 실제로 동 산업의 2000~2012년 수입보험료 연평균 성장률은 9.3%였으나, 2014~2023년의 경우에는 2.7%로 그 수치가 큰 폭으로 감소하였다. 인구의 고령화, 저출산 등 인구 구조의 변화가 일어남에 따라 성장이 정체, 장래 보험 수요의 기반이 위축될 것으로 예상되는 가운데 많은 보험사들은 이러한 리스크로부터 벗어나기 위해 신시장에 진출하고 신제품을 출시하는 등 많은 노력을 기울이고 있다.

일례로 삼성생명은 디지털 소비에 익숙하고 합리적인 소비를 추구하는 2030세대를 겨냥해 디지털 헬스케어 플랫폼 '굿닥', 건강검진 플랫폼 '착한의사' 등 많은 비보험사들과 손을 잡고 임베디드(Embedded) 보험 상품을 출시하고 있다. 임베디드 보험이란 비보험사의 상품 또는 서비스 구매 및 이용 시 보험사의 보험상품이 내장되어 제공되는 서비스로, 소비자가 직접 보험료를 지불하지 않고 제품 구매 시 가격에 보험 관련 비용이 포함되어 있어 보험료 지불이 용이하다. 한편 디지털보험사인 카카오페이손해보험은 인터파크 트리플과 협력하여 임베디드 보험의 성격을 띄는 여행취소보험의 출시를 준비 중이다. 기상 악화 등 불가피한 상황 발생 시 여행을 취소할 때 발생하는 수수료를 보장하는 동 상품은 코로나 이후 폭발적으로 늘어난 여행 수요를 반영해 여행 특화 금융상품을 경쟁적으로 강화하고 있는 카카오페이손해보험이 동 시장에서 확실한 우위를 점할 수 있도록 도울 전망이다.

국내 보험사들이 해외 시장에 진출하는 모습 또한 지속적으로 확인할 수 있다. DB손해보험은 2024년 2월 베트남 현지 손보사 베트남국가항공보험과 사이공하노이보험의 최대 주주에 올랐으며, 한화생명은 2023년 3월 한화손해보험과 함께 인도네시아 리포 그룹의 리포손해보험의 지분 62.6%를 인수하기도 했다. 정부 또한 이를 인지하고 보험사의 해외 진출을 적극 장려하며 23년 7월 해외 자회사 소유 범위를 확대하고 자금지원의 규제를 개선하는 등의 모습을 보여주고 있다.

그림 1) 국내 보험시장 성장률 추이



자료: 삼일PwC경영연구원

2) 신회계기준 IFRS-17과 신지급여력제도 K-ICS의 도입

2023년 1월 부로 새로운 보험계약 국제회계기준 IFRS-17과 감독기준인 신지급여력제도(K-ICS)가 전면적으로 시행되고 있다. 이에 따라 동 산업은 회계처리부터 상품전략과 자산운용, 자본 및 리스크 관리까지 경영 전반에서 큰 변화를 맞게 되었다.

2023년부터 기존의 회계 기준 IFRS4 대신 신회계기준 IFRS17이 시행됨에 따라 보험사들은 보험부채를 원가가 아닌 시가로 평가하게 되었으며 현금주의가 아닌 발생주의에 기반하여 이익을 인식되게 되었다. 기존의 회계기준을 따라 보험 부채를 보험판매 시점의 금리를 이용해 평가하게 되면 보험사가 보험계약자에게 지급할 실질가치를 적절히 계산하지 못한다는 지적이 있었기 때문이다. 보험부채 측정방식이 시가로 변경되며 보험사들은 부채가 늘어나게 되었고, 부채 증가 비율에 맞춰 자본을 추가로 확충해야 하는 상황에 놓이게 되었다. 이에 따라 단기 상품경쟁이 심화되었고, 불완전판매나 장기적으로 손실을 야기하는 상품이 출시될 가능성도 높아졌다.

또한, 이전까지는 일부의 자산과 부채를 원가로 평가, 정해진 산식과 특정한 비율을 이용해 보험사에 내재된 위험과 지급여력을 비교적 단순하게 도출해낼 수 있는 '위험기준자기자본(RBC)' 제도를 활용했다면 2023년부터는 RBC보다 더욱 세분화된 기준과 복잡한 산식을 사용하는 신지급여력제도(K-ICS)를 통해 보험사의 건전성을 확인하고 있다. 이번 1분기 국내 19개 보험사들의 평균 지급여력비율은 206.6%로, 지난해 4분기(214%) 대비 7.4%p 감소한 모습을 보였다. 보험사들의 지급여력비율이 떨어진 것은 주식위험 등의 시장 리스크와 올해 3월부터 시행된 기초가정위험액(사업비 예실차에 대비한 자본적립 기준)에 따른 운영 리스크가 크게 증가한 것에 기인한다. 보험업법상 동 비율이 100%를 넘지 못하면 신규업무제한 등의 적기시정조치를 받을 수 있기에 보험사들은 후순위채 발행 및 유상증자 등 다양한 방식을 사용하여 자본확충에 나서고 있다.

또한 새로운 회계기준 하에서 보험사가 보유한 보험계약에서 미래에 얻을 수 있을 것으로 추정하는 미실현 이익의 현재가치를 의미하는 CSM(보험계약마진)이 가장 중요한 지표로 올라서게 되었다. CSM은 IFRS17 하에서 재무제표상에 고스란히 드러나기에 투자자들은 자연스럽게 CSM의 규모를 확인한 후 해당 보험사의 수익성을 가늠하게 되었고, 이에 보험사들은 울며 겨자 먹기로 보험료의 크기보다 CSM의 비중이 높은 보장성보험 상품 위주로 영업을 진행하게 되었다. 또한 소비자들의 중도 해지는 미래 보험료 수익을 저해하기에 CSM을 낮추는 주요한 요인으로 고려되었고, 따라서 손해보험 업계 내 보장성 신계약 내 무해지, 저해지 보험의 비중이 2023년 초 30%에서 최근 40% 이상으로 상승하였다.

Ⅳ. 산업전망

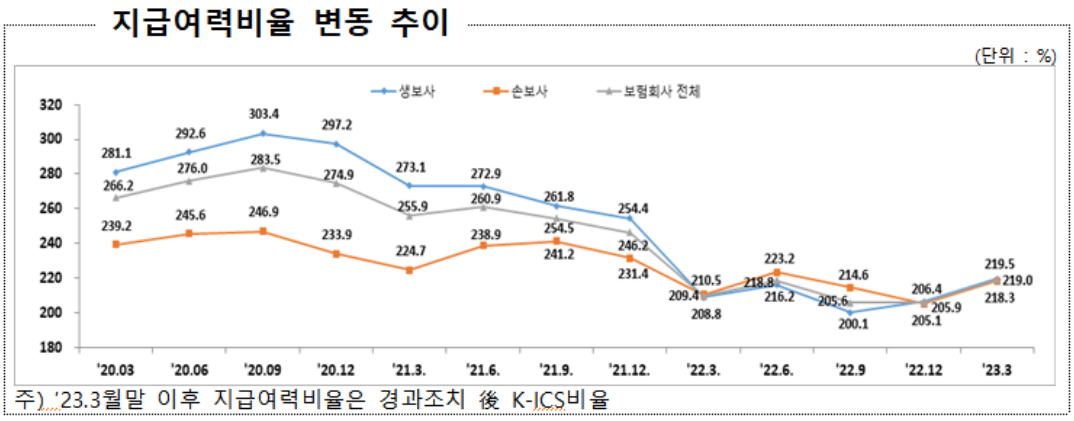
보험업은 회계처리의 변화와 K-ICS비율의 영향, CSM 확대로 인한 신계약 경쟁 등 새로운 제도 도입으로 변화를 맞이하고 있다. 특히 2024년 하반기에 대한 전망은 다양한 측면에서 분석할 필요성이 있다.

1) 할인율과 금리 환경 변화

보험업계에서 손해보험사와 생명보험사의 2024 하반기 전망의 기대감 차이는 크게 두 가지 요인에 의해 좌우되고 있다. 먼저 할인율과 금리 환경 변화에 따른 K-ICS (지급여력제도) 비율 변동성이다. 생명보험사는 금리와 할인율 변화에 상대적으로 더 민감하여, 이러한 변동성은 큰 영향을 미친다. 반면 손해보험사는 이러한 요인의 영향을 상대적으로 덜 받으며, K-ICS 비율이 더 안정적으로 유지된다는 특징이 있다.

먼저 할인율의 경우, 금융당국이 보험부채를 평가할 때 작용하며 할인율이 떨어지면 보험부채가 증가되어 손익과 자본에 영향을 미친다. 따라서 적립보험료 비중이 상대적으로 더 큰 생명보험사가 손해보험사에 비해 할인율 변동에 영향을 많이 받는다. 또한 금리 하락의 경우, 생명보험사들이 저축보험료를 운용해 얻는 운용자산이익률이 보험계약자들에게 제공하는 금리인 예정·공시이율에 미치지 못해 손해를 보는 현상을 역마진이라 한다. 이때 저축성 보험을 주 상품으로 하는 생명보험사는 금리인하에 더 민감하게 반응한다.

그림 1) 지급여력비율 변동 추이



자료: 금융감독원

2) 신지급여력제도 K-ICS

지급여력비율 K-ICS는 보험사의 재무 건전성을 나타내는 지표로, 보험사가 미래에 발생할 수 있는 손해를 감당할 수 있는 능력을 의미한다. K-ICS는 보험사가 충분한 자본을 보유하고 있는지를

평가하여 보험사가 보유한 자본이 미래의 예상 손실을 얼마나 커버할 수 있는지를 보여준다. 이에 따라 안정적인 K-ICS는 보험사가 건강한 신계약을 유치하고, 주주환원을 위한 재원을 마련하는 데 중요한 역할을 한다.

손해보험사인 삼성화재의 경우, 약 220% 수준의 목표 K-ICS 비율을 언급했는데 1Q24 기준 K-ICS 비율이 약 277%로 나타나고 있어 할인율 제도의 영향을 크게 받지 않았으며 상대적으로 높은 수준의 자본 여력이 예상됨에 따라 주주 환원 등에 대한 기대감이 높아지고 투자매력도가 증가하였다. 이처럼 자본 민감도를 고려할 때, 대형 손해보험사 중심으로 주주 환원 기대감이 형성되고 있다.

3) 밸류업 프로그램

주주환원과 관련하여 정부의 증시 부양책인 '기업 밸류업 프로젝트' 발표에 대한 기대감으로 보험사 주가가 급등하였다. 정부가 코리아 디스카운트 현상의 해결과 국내 기업가치 제고를 위해 2024년 2월에 내놓은 기업 밸류업 프로그램이 2024년 7월 25일, 세제 완화를 목적으로 한 '2024년 세법개정안'이 공개되며 다시 많은 관심을 받고 있다.

밸류업 프로그램 이전에 보험산업은 새로운 시장진출이나 제품혁신이 제한적이기에 성장성이 낮은 산업이었다. 또한 2017~2021년 동안 보험사의 배당성향은 대체로 코스피 평균보다 낮았다. 예를 들어, 2021년 삼성화재의 배당성향은 37.3%, 삼성생명 32.7%, 현대해상 26.6%, DB손해보험 18.2%로, 금융당국의 대손충당금 적립 및 자본 확충 강조로 인해 배당이 적었다. 그러나 밸류업 프로그램의 대표적인 수혜 산업으로 자리잡으면서 배당을 늘리고 주주환원에 대한 의지를 보이며 2024년 1분기 동안 보험사 주가는 코스피 및 코스닥 지수 상승률을 크게 웃돌았다. 앞으로도 신회계기준의 도입으로 실적 개선세가 이어져 주주환원 여력이 충분해진 보험사들이 다양한 주주환원 정책을 통한 지속적인 기업 가치 제고에 힘쓸 것을 기대해 볼 수 있다.

4) 신계약 CSM 증대의 중요성

4)-1 신계약 CSM 확보경쟁

2024년 시작부터 IFRS17 시행에 따른 새로운 수익성 지표인 CSM 확보경쟁이 계속되고 있다. 특히 양적 수익 증대와 시장점유율 확대를 위해서 CSM이 높은 보장성 보험 신계약 상품에 대한 관심이 높다. CSM규모가 클수록 인식하는 이익이 높아지고 신계약 CSM의 유입 증가가 CSM 총액을 증가시켜 순이익의 증가로 이어지기 때문이다. 이로 인해 심지어 손보사의 경우 간편보험, 자녀보험, 운전자보험 등 보험료 할인경쟁이 확대되면서 판매 건당 CSM은 줄더라도 판매량을 확대해 신계약 CSM을 확대하고자 노력하고 있다.

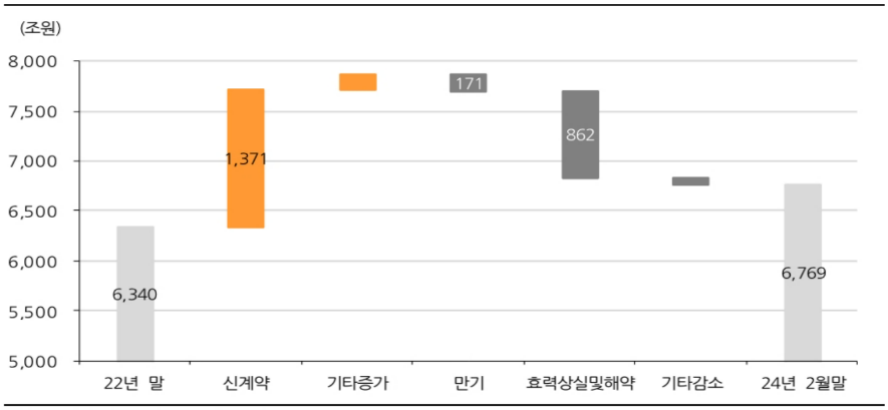
CSM 상각으로 소멸되는 CSM만큼 신계약 CSM이 추가돼야만 초기의 이익 규모를 유지할 수 있어 신계약이 증대되는 것이 매우 중요하다. 따라서 보험사는 안정적 이익 확보를 위해 최소한의 CSM 상각률을 넘은 신계약 CSM 유입이 필요하고 지속적으로 유입되는 신계약이 있어야만 안정적인 보험손익을 장기적으로 거둘 수 있다. IFRS17 시행으로 보험사는 신계약으로 유입되는 보험료를 부채(최선추정부채, 위험조정, CSM)로 나누고, CSM을 일정 기간에 걸쳐 상각해 이를 이익으로 인식한다. 현실적으로 유지율을 높여 기존 보유계약 CSM을 높일 수 없기 때문에 당분간 상각률에 준하는 신계약 CSM확보경쟁은 불가피하다.

4)-2 CSM을 높이는 보장성 보험

손해보험업계의 CSM 확대의 중요 창구인 신계약은 보장성 보험, 특히 무해지나 저해지 상품위주로 구성되고 있다. CSM 상각률을 단기간에 높이기 위해 보험료 납입기간이 짧고 보장기간이 긴 상품을 판매하고 소비자 역시 낮은 보험료로 인해 선호도가 높아지면서 인기를 끌고 있다. 동시에 해당 상품들은 보험계약 해지 시 환급금 페널티가 적용되는 만큼 해지율이 낮은 상품이다. 따라서 보유계약의 기간을 늘려 부채 듀레이션 상승으로 이어진다. 일반적으로 보험사는 부채 듀레이션이 자산 듀레이션보다 길기 때문에 자산과 부채의 균형인 ALM 관리에 어려움을 겪게 된다. 이에 IFRS17의 도입 이후 듀레이션 매칭도가 경쟁의 차별적 요소가 되었다.

종합적으로 볼 때, 보험업계는 손해보험사 중심으로 긍정적인 전망을 가지고 있음을 알 수 있다. 생명보험사는 금리와 할인율 변화에 더 민감하여 상대적으로 주주 환원에 대한 여력이 제한적이지만 대형 손해보험사는 높은 K-ICS 비율과 자본 여력을 바탕으로 주주 환원에 대한 기대감을 높이고 있는 상황이다. 그러나 동시에 해약환급금 준비금 산출 방법 변경과 금리 환경 변화, 할인율 제도 강화 등의 불확실성 요인이 존재하기에 주의가 필요하다.

그림 2) 손해보험업종의 보장성 보유계약 금액 변화



자료: 보험개발원, 한화투자증권 리서치센터

그림3) 손해보험사 2024년 2분기 신계약 CSM 전망

커버리지 손해보험사 2Q24F 신계약 CSM 전망

(십억원, x, %)	삼성화재	DB손해보험	현대해상	한화손해보험
2Q23 신계약 CSM	764.3	648.4	418.2	159.7
월평균 신계약	14.8	13.9	14.1	5.9
CSM 전환배수	17.2	17.7	11.7	9.1
1Q24 신계약 CSM	885.6	717.5	404.5	198.6
월평균 신계약	19.4	15.7	13.8	6.1
CSM 전환배수	15.2	17.9	11.1	10.9
2Q24F 신계약 CSM	787.5	663.0	392.7	168.0
월평균 신계약	17.6	14.2	12.5	5.0
CSM 전환배수	15.0	17.0	11.9	11.2
YoY				
신계약 CSM, %	3.0	2.3	(6.1)	5.2
월평균 신계약, %	18.7	2.2	(11.2)	(14.9)
CSM 전환배수, x	(2.2)	(0.7)	0.2	2.1
QoQ				
신계약 CSM, %	(11.1)	(7.6)	(2.9)	(15.4)
월평균 신계약, %	(9.4)	(9.2)	(9.2)	(17.3)
CSM 전환배수, x	(0.2)	(0.9)	0.8	0.3

자료: 신한투자증권 추정

자료: 신한투자증권 추정

Ⅴ. 투자 전략

1) 운용자산의 FVPL 계정 비중 고려(수익성 고려)

미국FOMC의 9월 금리 인하 발표가 예상되는 가운데, 2024년 상반기 보험사의 주가는 상승세를 보였다. 이러한 상승세의 배경에는 보험사의 채권 중심 안정적 자산운용 포트폴리오가 있다. 금리가 하락하면 채권의 가격이 올라 평가이익이 오를 것으로 예상했기 때문이다. 특히, 운용자산의 10%~20%는 당기손익-공정가치(FVPL)법을 사용하는데 해당 방식은 평가이익이 기타포괄손익이(OCI) 아닌 당기손익(NI)로 반영되어 금리 변동 효과가 기업 실적에 직접적으로 반영되게 해준다. 금리 하락 시 FVPL비중이 높은 기업이 상대적으로 높은 실적을 기록할 것이다.

2024년 1분기 연결 재무제표 기준 보험사 상위 열 곳의 FVPL 비중은 21.1%(손해보험사 19.4%)로 2023년 말 대비 0.6%p 상승했다. 보험사가 공정가치 방식으로 측정되는 FVOCI, FVLP이 더 높은 투자 수익률을 이끌어 낼 것이라는 판단 하에 해당 계정 비중을 늘릴 것으로 보인다. 손해보험사 중 FVPL계정 비중이 가장 높은 보험사는 KB손해보험이다. FVPL과 FVOCI를 합한 비중이 가장 높은 보험사는 메리츠화재이다.

그림 1) 주요 보험사 2024년 1분기 운용자산 구성과 비중

구분	당기손익공정가치(FVPL)	기타포괄손익공정가치(FVOCI)	상각후원가(AC)
삼성생명	14.7	53.8	26
한화생명	33.5	33	27
교보생명	34	40	19.1
신한라이프	20.1	60.3	15.5
NH농협생명	11.9	55.9	30.3
삼성화재	12.8	44.8	34.5
DB손해보험	19.6	44.4	26
현대해상	19.1	44.5	25.9
KB손해보험	25.8	48.4	17.2
메리츠화재	19.7	68.7	3.4

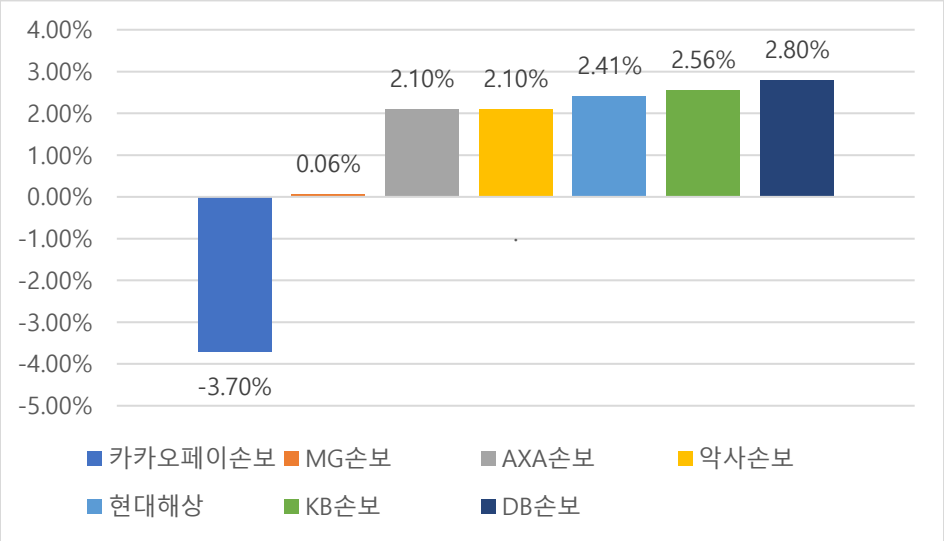
자료: IB토마토(전자공시시스템 활용)

높은 FVPL 비중은 금리 환경에 따라 자산에 대한 평가손익 변동성이 높다는 단점이 있다. FVPL 중 수익 증권은 펀드 형태로 채권, 부동산, 실물 등 다양한 자산에 투자된다. 기존 회계에서 이자나 배당으로 인식되던 것이 평가 손익으로 인식되면서 높은 수익률을 가져갈 수 있는 강점이 있지만, 상황에 따라 빠른 실적 저하로 이어질 수 있다는 문제가 존재한다. FVPL 중 외화 증권도 국내 채권 대비 수익률이 높지만 환율 변동으로 인한 헤지 비용 등이 실적을 감소시킬 수 있다는 단점이 있다.

따라서, 그저 높은 FVPL비중이 높은 수익률을 의미하지 않는다. 그러나 투자자의 위험 회피도에 따라 보험사 주식을 매입하는 데에 FVPL 비중은 적절한 지표가 될 것이다.

각 보험사의 투자자산 규모, 비중이 모두 다르기 때문에 한 가지 지표만 가지고 우위를 결정할 수 없다. 하지만 운용자산수익률은 보험사별 수익성을 직관적으로 비교하기에 유용하다. 2024년 1분기 DB손해보험이 가장 높은 운용수익률을 기록했고, 카카오페이 손해보험은 마이너스 수익률을 기록했다.

그림 2) 2024년 1분기 손해보험사 운용자산이익률



자료: 손해보험협회, 바이시그널 4조

2) 자산 부채관리(ALM)에 대한 중요성, 킥스(K-ICS) 도입(재무 건전성 고려)

IFRS17 도입 이후 자산뿐만 아니라 부채도 시가평가되기 시작했다. 부채 듀레이션과 자산 듀레이션의 차이를 듀레이션 갭이라고 한다. 마이너스 듀레이션 갭이 큰 상황에서 금리가 하락하면 보험사의 보험부채 부담이 커지게 된다. 국내 보험 업계는 장기 보험계약이 많은 시장이며 이에 따른 금리 변동성이 자본 지급 여력이나 투자수익에 큰 영향을 준다. 따라서 보험부채 듀레이션이 상대적으로 큰 손해보험사 투자 시 주의가 필요하다.

K-ICS는 2023년부터 도입된 IFRS17회계기준에 포함된 표준 모형을 이용한 지급여력비율 산출 방법으로 모든 가입자들이 일시에 보험금을 청구했을 때 이를 지급할 수 있는 보험사의 지급여력을 보여주는 건전성 지표다. 금융당국의 K-ICS 비율 권고치는 150% 이상이며 100% 미만으로 떨어지면 보험사는 제재를 받게 된다. 최근 금리 하락이 예상되는 가운데 보험계에서 보험부채 부담 증가에 대한 우려의 목소리가 나오고 있다. K-ICS 모형을 통해 보험 회사 간 재무 건전성 비교가 필요할 것으로 보인다. 2024년 1분기 K-ICS비율이 가장 높은 곳은 카카오페이손해보험(2179.7%), 가장 낮은

곳은 MG손해보험(52.5%)이다. 하지만 K-ICS 모형은 각 회사의 사업모형과 규모 등을 고려하지 않기 때문에 완벽히 신뢰할 수는 없는 지표인 점에 주의해야 한다.

그림 3) 2024년 1분기 손해보험사 및 재보험사 K-ICS 비율 공시

	'24년 1분기 (경과조치 전)	'23년 4분기 (경과조치 전)	'23년 3분기 (경과조치 전)
삼성화재	280.1	272.3	263.3
현대해상	166.9	173.2	172.1
DB손보	229.6	233.1	214.5
KB손보	202.4	215.9	194
메리츠화재	226.9	242.2	230.8
한화손보	211.3(172.8)	232.7(183.3)	283.1(190.4)
롯데손보	184.0(146.4)	213.2(174.8)	208.5(148.9)
코리안리	181.2	183.2	187.4
흥국화재	207.1(157.0)	229.2(158.0)	272.3(160.7)
NH농협손보	318.1(232.3)	316.8(248.2)	306(226.1)

	'24년 1분기 (경과조치 전)	'23년 4분기 (경과조치 전)	'23년 3분기 (경과조치 전)
서울보증보험	450.1	437.3	408.8
MG손보	52.5(43.3)	76.9(64.0)	64.5(50.1)
하나손보	130.5	153.1	160.9
악사손보	275.0(237.2)	269.7(233.5)	297(246.0)
AIG손보	247.8	246.0	280.6
캐롯손해보험	234.9	281.3	172.3
신한EZ손보	401.6	469.4	407
카카오페이손보	2179.7	4777.2	6455.8
스코르	165.0(148.0)	176(154)	162(137)

자료: 대한금융신문

3) 밸류업 프로그램

보험주도 밸류업 프로그램의 수혜주로 꼽힌다. 보험주는 대표적 저평가주로 해마다 배당을 실시하며 주주환원에 열심이었으며, KRX 보험지수는 2024년 상반기 20% 상승했다. 이러한 기대에 부응하기 위해 삼성화재는 2024년 1분기 실적발표 자리에서 주주환원 방안 등이 담긴 중장기 자본정책 검토안을 내놨고, 메리츠금융지주는 국내 금융사 통틀어 처음으로 일반 주주들도 참여하는 '열린 기업설명회(IR)을 열었다. 이에 힘입어, 2024년 8월 4일 급락 이후 삼성화재, 메리츠금융지주는 급락 전 가격으로 빠르게 회복하는 모습을 보여줬다.

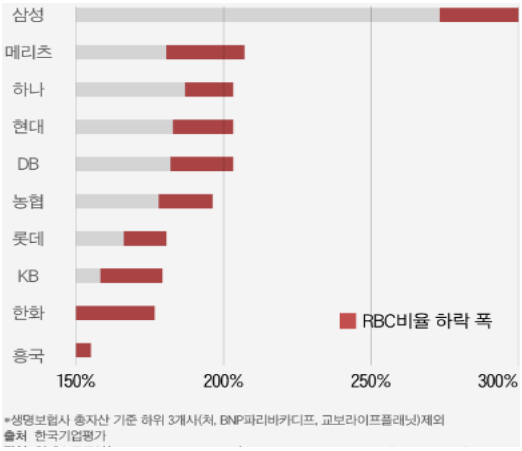
VI. 리스크

1) 금리하락에 따른 K-ICS 비율 하락 가능성

고금리 기조가 피크를 넘어서 하락세에 도달했다는 것이 시장의 중론이다. 7월 미국 실업률은 4.3% 수준으로 컨센서스를 상회하였고, 노동시장과 경기침체에 대응하기 위한 기준금리 인하가 눈앞으로 다가왔다. 미 국채 2년물 금리는 30bp 급락, 10년물 금리도 18bp 하락했다. 금리 인하기를 가정했을 때 손해보험업계에 미칠 영향을 고려해야 하는 시기이다. 불행히도 금리인하는 보험사들의 재무비율 악화를 가져올 전망이다. 특히 IFRS17로의 변화에 따라 금리 인하기에 보험업계가 지는 리스크가 증가했다.

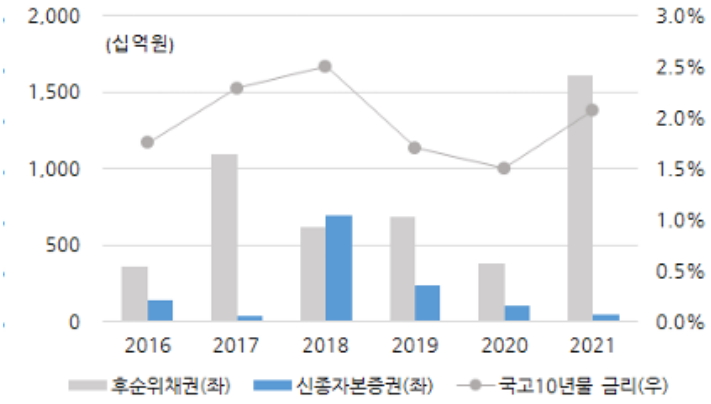
기존 RBC 방식은 부채는 원가평가, 자산은 시장가치로 평가하여 자산 가치만 금리변화에 영향을 받았다. 이에 금리가 상승하면 부채감소분은 재무제표에 반영되지 않아 지급여력비율이 하락하여, 금리 상승 시 자본성 증권을 발행하여 증자하였다.

그림 1) 금리 상승 시 손보사 RBC 추정



자료: 한국기업평가

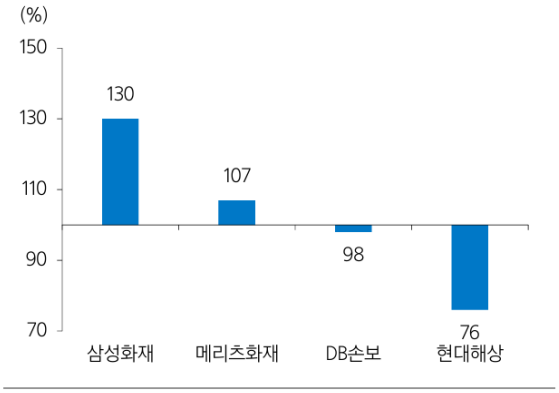
그림 2) 손해보험사 자본성증권 발행 추이



자료: 보험연구원

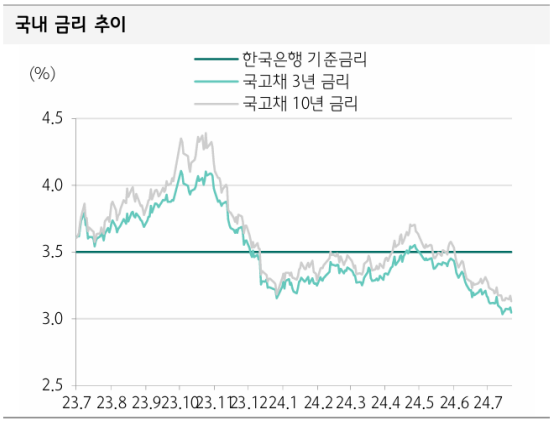
IFRS17 도입 전인 22년도에는 1분기 금리인상에 따라 RBC 급락이 우려되었다. 당시 국고채 10년물 상승폭은 72bp로, 이에 따른 RBC 하락 전망은 22%였다. 이에 보험사들은 RBC 비율을 방어하기 위해 자본성 증권 발행을 늘려, 1분기만에 전년도 총발행액에 준하는 2조 3000억 원을 조달했다. 금리 상승기에 자금을 조달하여 보험사에게는 부담이 되었다. 하지만 이 방식은 금리 인하기에는 오히려 부채부담 없이 자산만 높게 인식하게 되어 유리한 평가였다.

그림 3) 손해보험사 금리변동 민감액 매칭도(1Q24)



자료: 삼성증권

그림 4) 국내 금리 추이



자료: 한국은행, Quantiwise, 하나증권

반면 **IFRS17 도입 이후 부채도 시가평가**되기 시작하며, 금리 하락기에 자산가치 상승, 보험부채 부담이 동시에 증가하게 되었다. 이때 대부분 보험사가 그렇듯이 **부채 듀레이션이 자산보다 긴 경우에는, 부채 증가폭이 커 부담이 더욱 확대되며 자본 비율 하락**이 발생한다. 금리변동 민감액 매칭도는 금리 인상 시 자산이 부채 대비 얼마나 증가하는지를 계산한 값으로, 100 이하이면 부채증가폭이 더 큰 것이다.

이 시기에 유리한 것은 삼성화재, 메리츠화재와 같이 자산 듀레이션을 더 길게 유지하고 있는 보험사이다. 다만 국내 보험 업계는 장기보험계약이 많은 시장인만큼 업계 전반에 보험부채 증가가 불가피할 것으로 판단하며, 낙폭은 듀레이션 갭에 따라 증가할 전망이다.

2) 혁신과 규제가 반복되는 금융당국의 일관성 없는 정책

보험사들은 다소 정체된 환경에서도 꾸준한 신성장 동력 창출로 더디지만 성장을 이어가고 있다. 이들 기업이 역경을 뚫고 나아가는데 도움을 주어야 할 당국은 중용을 지키며 혁신과 규제를 끊임없이 되풀이하며 장애물이 되고 있다.

금융당국은 보수적인 지침으로 **신성장 동력 창출을 방해**하고 있다. 일례로 KB라이프생명은 '요양원 입소 우선권 서비스'를 탑재한 'KB 골든라이프케어 종신보험' 상품을 개발한 바 있다. 해당 상품은 업계 최초로 생명보험과 요양산업을 결합해 혁신적이라는 평가를 받았으나 노인장기요양보험법 제35조 6항 위반 소지가 불거지면서 결국 출시가 무산되었다. 또한 올해 1월, 정보의 비대칭성이 높은 보험 상품을 한 번에 비교·추천하여 소비자 편의성을 높인다는 목표로 출시된 보험 비교·추천 서비스는 사실 2020년부터 논의되어 온 것이지만, 금융 당국 규제에 막혀 출시가 3년이나 늦어지게 되었다.

또 다른 규제 개혁 대상은 보험사들의 **해외진출 부문**이다. 한국금융연구원에 따르면 국내 생명보험사와 손해보험사의 해외사업 비중은 각각 1.5%, 0.5%에 불과하다. 이러한 현상의 원인은 자금조달 규제 때문이라는 분석이 나온다. 현재 보험사는 재무건전성 기준을 충족하기 위한 경우에만 자금차입이 가능하며, 후순위채와 신종자본증권의 발행 한도는 자기자본의 1배 이내로 한정되어 있어 해외에 진출할 때 통상 합작법인, 신설투자의 방법이나 현지 보험사 인수·합병의 방법을 사용할 수밖에 없다. 해외사업부문 비중이 66.8%에 달하는 일본이나 프랑스, 영국과 같은 국가들은 채권 발행 목적에 제한을 두고 있지 않다는 점에서 명확한 차이가 존재한다. 전반적인 규제의 완화가 이루어지지 않을 경우, 국내 보험사들은 시장 변화 대응 및 신흥 시장 진출 기회를 놓쳐 산업의 정체가 일어날 것으로 전망된다.

다만 정부가 동 산업에 관심이 없는 것은 아니기에 규제 완화의 가능성이 작지는 않은 것으로 예상되고 있다. 전술한 보험사의 해외 진출 문제와 관련하여, 정부는 2023년 7월 해외 자회사 인수 및 설립과 관련된 규제를 완화, 보험사의 해외 자회사 소유 범위를 확대하고 절차를 간소화하도록 법을 개정하며 해당 문제에 대해 인지하고 있는 모습을 보여주었다.

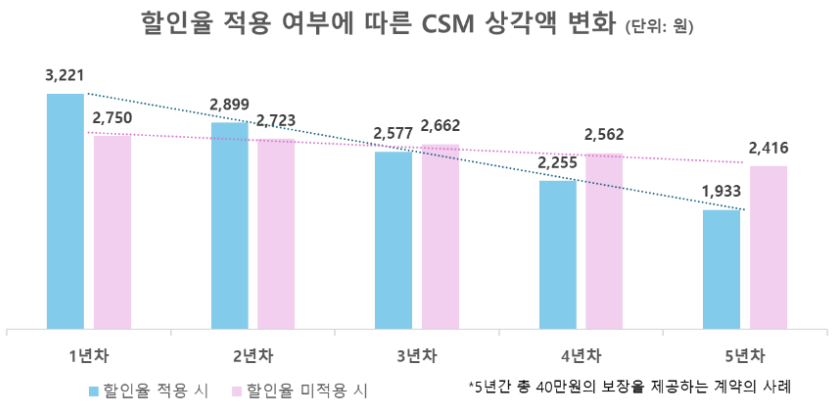
3) CSM 상각액 할인율 변동

아직 완전히 자리잡지 않은 IFRS17 또한 보험업계에 변동성을 더하는 이슈가 되었다. 보험사들은 CSM을 수익으로 인식할 때 매년 상각하는 CSM 금액을 현재가치로 할인하고 있다. CSM 할인은 미래 순이익을 줄이지만, CSM 총액은 이론상 같기 때문에 IFRS17 기준서도 "미래에 상각하는 CSM를 할인할지는 기업이 판단할 사항"이라고 명시하고 있다.

다만 금융당국에서는 보험사가 이 재량권을 악용하여 당장의 실적을 부풀리기 위한 목적으로 미래 CSM 상각액을 할인하고 있다는 우려를 보이고 있다. 금융당국이 인식하는 문제는 세 가지로 요약할 수 있다.

①초기에 수익을 과도 인식하면 수익-비용 매칭에 따라 초기에 비용을 과도 지출하며 ②보험기간이 남았는데 수익이 소진되는 순간 해당 상품은 손실로 전환된다. 초기 CSM 상각률이 높을 경우, 신계약 CSM이 뒷받침되지 못한다면 3~4년 뒤 이익이 손실로 전환될 가능성이 크다. ③이에 따라 CSM확보를 위한 과당경쟁으로 이어진다. 소진된 CSM 상각액을 충당하기 위한 보험사들의 단기납 과다경쟁이 계속될 수밖에 없다.

그림 5) 할인율 적용 여부에 따른 CSM 상각액 변화



출처: 영국계리학회, 하나증권

실제로 손해보험 업계는 24년도 1분기에 할인율을 10.7%로 설정해 보험수익의 수명을 10년 미만으로 두었다. 보험부채의 기대 잔존기간 대비 높게 설정했다고 해석되며, 2023년 사상 최대 순이익을 달성하는 등 CSM 할인에 따른 단기 이익을 누리고 있다. 이에 금융당국에서 각 보험사에 CSM 할인 전 수익구조를 요구하는 등 할인율 미적용 정책을 검토하였다. 할인율이 새로이 규정되어 수익구조가 변화할 수 있다는 가능성에 보험주는 5월 셋째 주 무렵 삼성화재 -7.9%, DB손해보험 -7%로 조정에 들어갔다. 결과적으로는 CSM 할인율이 보험사가 창출할 수 있는 이익창출 역량을 바꾸는 것이 아니지만, 이들 주가 회복에는 약 한달이 소요되었다. 때문에 제도상 변동성이 주가에 크게 반영될 수 있는 점과, 할인율 규제에 실패할 경우 보험사의 자의적인 할인율 산정이 업계에 미칠 영향 또한 우려되는 상황이다.

Ⅶ. 관련기업

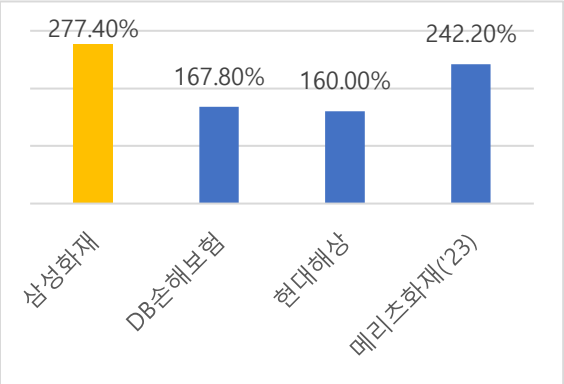
1) 삼성화재

1)-1 투자포인트 – 금리하락기를 견딜 든든한 기초체력, ALM 관리

삼성화재는 다가올 금리하락기에 보험업 전체에 다가올 부담을 ALM 관리 측면에서 극복해 낼 체력을 가졌다. 대부분의 보험업종의 경우 자산 듀레이션보다 부채 듀레이션이 길어 금리 하락기에 순자산가치 하락이 나타날 수 있다는 리스크가 존재한다. 결국 ALM 매칭도, 자산 듀레이션 여유를 얼마나 가지고 있는 가에 따라 신계약 시장의 경쟁 패권을 잡는 형태일 것으로 보인다. 이때 동사는 우수한 ALM관리로 듀레이션 매칭도에서 우위를 점할 것이다. 무, 저해지 신계약이 부채 듀레이션을 늘이기에 대부분의 보험사에게 부담으로 다가올 것과 달리 동사에겐 더 많은 무, 저해지 신계약 매출을 확보할 여력이 남아있음을 의미하기 때문이다.

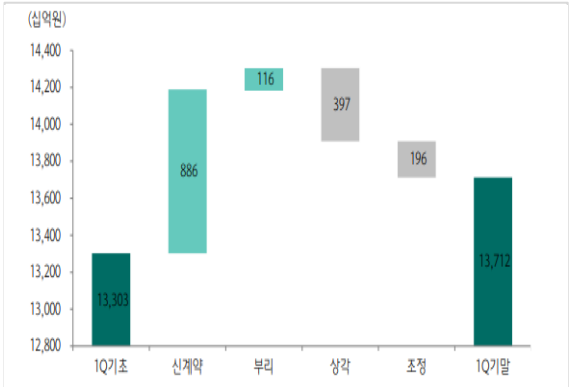
유사한 맥락에서 ALM 자체의 개선 효과도 얻을 수 있을 것으로 보인다. ALM 매칭도는 신계약 판매 유불리와 별개로 자본비율(K-ICS) 관리를 위해 적정선에 맞춰야 한다. 경쟁 보험사들은 ALM 관리를 위해 자산 듀레이션을 늘리거나 부채 듀레이션을 줄여야 하는데 자산운용 전략이나 보험계약 만기 특성상 어려운 부분이 존재한다. 반면 동사는 1Q24 매칭도 130%로 오히려 자산 듀레이션을 줄이거나 부채 듀레이션을 늘일 여유가 있다. 따라서 신계약 영업에 집중하면서도 ALM도 개선되는 만큼 향후 보장성 시장 경쟁에서 간격을 벌릴 힘이 있는 기업이다.

그림 1) 손해보험사 K-ICS 비율



자료: 각 사 사업보고서, 바이시그널 4조

그림 2) 삼성화재 1분기 CSM Movement



자료: 삼성화재, 하나증권

동사의 1Q24 CSM은 14.3조 원으로 2% QoQ 증가, 10.5% YoY 증가를 보였다. 동기간 신계약 CSM은 8,860억 원 수준으로 전년 동기 대비 30.6% 증가를 기록했다. 같은 기간 현대해상과 DB 손해보험이 각각 15.2%, 6.0% 증가한 것과 비교했을 때 가파르게 성장했음을 알 수 있다. CSM Movement는 기시시점 CSM과 기말시점 CSM을 비교하여 보험사의 미래이익 성장속도를 확인할 수 있는 지표이다. 동사는 1Q기초 13.3조 원을 기록한 CSM이 1Q기말 13.7조 원을 기록하며 상승세를

보여 미래이익의 성장을 기대할 수 있으며 지속 가능한 신계약 창출을 일으킬 수 있는 강한 보험사이다.

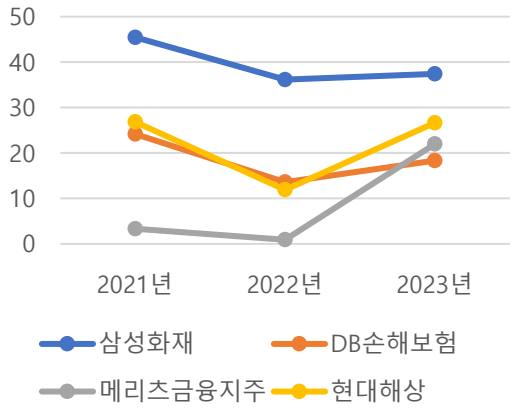
1)-2 리스크

- 실망스러운 '24년 1차 컨퍼런스 콜'

올해 초 밸류업 프로그램이 발표되면서 보험사들은 저마다 컨퍼런스 콜을 통해 주주환원 확대 입장을 밝혔다. 실제로 밸류업 프로그램이 시행 후 주주환원 기대감에 힘 입어 보험주의 수익률은 약 +38%로 시장 수익률 +8%를 크게 상회하는 모습을 보였다.

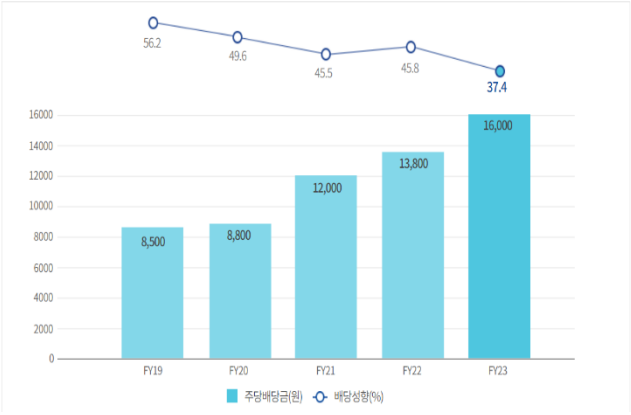
그러나 동사의 2024년 2월 컨퍼런스 콜에서의 주주환원 계획은 정체되었다는 평가를 받았다. 2023년 K-ICS비율 271.9%로 주요 보험사 중 가장 압도적인 자본비율을 보유했음에도 주주환원에 여전히 소극적인 모습이었다. 과거 동사의 배당성향 추이를 살펴보면, 2021년 45.46%, 2022년 36.15%, 2023년 37.40%로 하락세에 있다. 기관에서 권고하는 K-ICS비율은 150%-200%로 이 수준을 상회하는 K-ICS비율은 자본 듀레이션을 늘이는 것에 쓰일 수 있음을 의미하는 것과 동시에 자본 효율성이 떨어짐을 의미하는데, 자본 잉여를 해소할 만한 전략적 방향성이 필요한 상황에서 주주환원은 물론 기대에 부합하는 배당성향조차 제시하지 않은 것은 아쉬운 지점이다.

그림 3) 손해보험사 4사 배당성향 추이



자료: 각 사 사업보고서, 바이시그널 4조

그림 4) 동사 주주환원율 추이



자료: 동사 IR

- 개선된 2024년 2차 컨퍼런스 콜

이에 2024년 5월 컨퍼런스 콜에서는 주주환원 정책에 있어서 일부 개선된 모습을 보였다. 중장기 자본정책 검토안에서 1Q24 K-ICS 비율 277%를 바탕으로 적정자본 220%를 초과하는 자본에 대해서는 주주환원 및 국내외사업 확대에 쓸 것과 2027년까지 주주환원율 50% 도달을 목표로

발표했다. 이에 더해 현금배당 뿐만 아니라 자사주 매입·소각을 검토 중이라 밝히며 전 분기보다는 주주환원에 적극적인 의지를 피력했다.

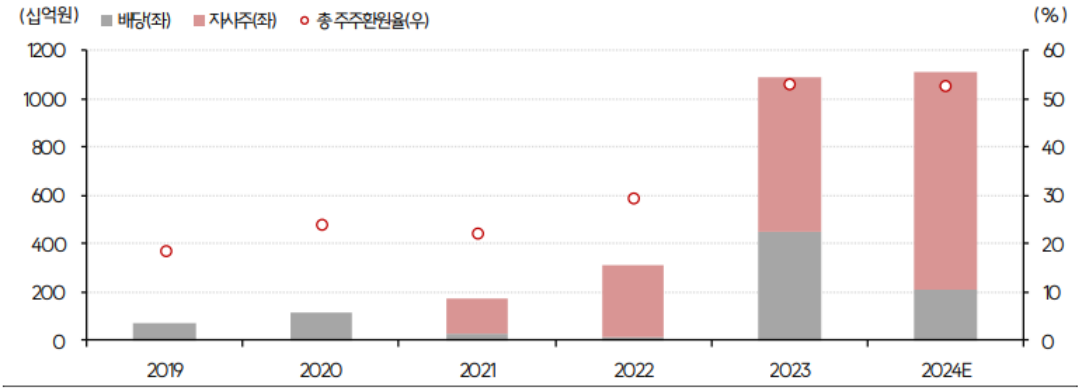
- 여전히 불확실한 자사주 소각 가능성

동사가 중장기 자본정책 검토안을 발표했지만 추후 공개될 구체적인 주주환원 정책에 기대에 부합하는 배당수익률과 특히 자사주 소각에 관한 내용이 포함될 지는 여전히 불확실하다. 이는 동사의 지배구조 문제에서 기인한 것이다. 주주환원을 위해 기존 현금배당 방식 외 자사주 활용을 검토하고 있으며 자사주 소각이나 매입을 고려하고 있지만 자사주를 소각할 경우 보험업법상 현재 최대주주인 삼성생명의 보유 지분이 올라 자회사로 편입될 우려가 있기 때문이다. 안정적인 지배구조 차원에서 자사주와 관련한 동사의 고민이 깊은 이유이다. 실제로 동사는 2019년부터 단 한 차례도 자사주를 소각한 적이 없다.

이에 비해 메리츠금융지주는 주주가치 제고와 자사주 소각에 적극적인 모습을 보이고 있다. 2021년부터 매년 자사주를 매입, 소각하고 있으며 2022년 11월 중 공시를 통해 연결 당기순이익 50% 수준의 총 주주환원율을 원칙으로 하는 중기 주주환원 정책을 제시했으며 2023년에는 이를 바탕으로 자사주 약 0.64조 및 현금배당 약 0.45조로 총 1.09조 원 규모의 주주환원을 시행했다. 이에 따라 연결 당기순이익 기준 약 51%, 연결 지배순이익 기준으로는 약 53%에 달하는 주주환원율을 기록하는 모습이 나타났다.

또한 2024년 3월 22일 메리츠금융지주는 5000억 원규모의 자사주 매입을 공시하였다. 실적개선에 따라 2024년 연간 매입 자사주 규모가 7000억 원을 상회할 것이며 공격적인 매입을 이어갈 것이라는 전망이다. 단순 자사주 매입에 그치지 이후 소각까지 이어진다는 점도 긍정적이다. 2023년 매입한 자사주는 2024년 3월 4000억 원, 4월 2400억원어치씩 나눠 소각하였으며 현재 전체 유통주식수는 1억 9,070만여주다.

그림 5) 메리츠금융지주 주주 환원 추이 및 전망



자료: SK 증권

- 지켜봐야 할 상반기 컨퍼런스 콜

주주환원책의 온도를 알 수 있는 다음 컨퍼런스 콜은 2024년 8월 14일이다. 이때 공유되는 정책에 투자자들의 기대에 부합하는 구체적인 주주환원책 특히 자사주 소각 및 매입에 관한 내용이 포함되어야 한다. 동사가 지속가능한 중장기 자본정책을 제시할 경우 적정 기대 배당수익률은 5% 중후반이며, 중장기 목표로 설정한 주주환원율 50%를 배당성향으로만 구성한다면 현 주가에서 보통주 배당 수익률은 2024E 6.7%, 2025E 6.8%, 2026E 7.1%로 기대된다. 그러나 현재 금융주 내에서 매력적인 투자포인트가 될 수 있을 정도인 지는 불확실하다.