

보험

Overweight
(Maintain)

2016. 5. 27

흔돈 속의 투자전략

4월 독일 알리안츠 그룹이 안방보험에 알리안츠
한국법인을 35억원에 매각하면서 생보사 적정
가치 논란이 제기됐습니다.
동 보고서에선 본격적인 제도 변화 출발점에
서있는 보험업계의 각 제도 주요 이슈를 점검
하고 영향을 생각해보았습니다. 보험업계
위기의 근본적인 원인은 저금리입니다.
Top Picks로 삼성화재, 동부화재,
KB손해보험을 유지합니다.



증권/보험
Analyst 김태현
02) 3787-4904
thkim@kiwoom.com

키움증권 

Contents



I. 알리안츠생명 한국법인, 35억원에 매각	3
> 생보사 적정 가치에 대한 논란 제기	3
> 투자 기준 제시	4
II. 제도 변화의 출발점에 서다	5
> 5년여간의 책임준비금적정성 평가(LAT)가 의미하는 것	6
> IFRS4 Phase2 도입 시 가장 큰 변화는 할인율	11
> 신지급여력비율 도입의 의미: 금융당국의 보험사 배당 억제 수단 확보	15
> 보증 이슈도 있다	21
III. 근본적인 문제는 저금리	23
> 현 회계제도에서도 저금리 장기화 부담 가시화	23
> 생명보험사의 이차마진은 2030년이 넘어야 (+)로 전환 가능	25
> 장수리스크: 연금 시장을 통한 성장의 아킬레스 건	26
IV. 투자 기준 제시	28
> 저금리와 제도 변화에 대응할 수단 보유	28
> 환경 변화에서의 이점 활용 가능한 보험사	32
> 업종 Top Pick으로 삼성화재, 동부화재, KB손해보험 유지	33

- 당사는 5월 26일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

혼돈 속의 투자전략

>> 생보사 적정 가치 논란 제기

4월 1일 알리안츠 그룹은 안방보험에 알리안츠생명 한국법인 매각을 발표했다. 35억원 매각가격이 알려지면서, 한국 생보사 가치 논란이 제기됐다. 유럽과 한국의 회계 및 감독기준 차에 의한 가격 이슈로 결론 지어졌지만, IFRS4 Phase2와 신지급여력비율(가칭)제도 도입을 앞둔 현재 국내 보험업계에 대한 불확실성 우려는 남아 있다.

>> 제도 변화의 출발점에 서다

보험업계는 본격적인 제도 변화 출발점에 서 있다. 회계 제도 변경(IFRS4 Phase2, IFRS9)은 2020년 말~2021년에 시행 예정이고, 감독기준인 신지급여력비율은 논의를 거쳐 2018년경에는 모습을 드러낼 예정이다. 금융당국의 완급조절이 예상되길 하나, 도태되는 보험사 출현은 불가피해 보인다. IFRS4 Phase2와 관련되어 주목 받은 이슈는 1) 보유계약결손(포트폴리오 구분 기준), 2) 할인율, 3) 전환시점의 보유계약의 계약서비스마진(CSM)산출 방식과 CSM의 자본인정 유무와 4) 계약자 행동가정(보험계약에 내재된 옵션·보증) 등이다.

금융당국은 신지급여력비율 도입안을 발표하면서 보험사 배당을 억제시킬 수 있는 가장 큰 논리이자 수단을 획득할 것이다. 현재 공개협의안을 논의하는 단계에서 영향을 분석하길 이르다. 이슈화 가능한 것은 1) 할인율과 2) 보유계약 포트폴리오 구분 기준 외에 3) 위험조정(RM)의 측정대상 위험 범위 확대, 4) 자산의 시가평가 기준(대출채권 등), 5) 가용자본의 인정범위와 질(Quality) 등이다.

>> 투자 기준 제시

당분간 저금리 하의 제도 변화에 따른 불확실성은 지속될 전망이나 현 시점에서 투자 가능한 종목 선정 기준으로 세 가지를 제시한다. 1) 제도 변화에 따른 영향이 적거나, 2) 저금리와 제도 변화에 대응할 수단을 보유했거나, 3) 환경 변화 속에서 이점을 누릴 수 있는 보험사다.

업종 Top Picks로 삼성화재, 동부화재, KB손해보험을, 관심종목으로 삼성생명을 유지한다.

I. 알리안츠생명 한국법인, 35억원에 매각

>>> 생보사 적정 가치에 대한 논란 제기

전달 독일 알리안츠그룹은 중국 안방보험에 알리안츠생명 한국법인 매각을 발표했다. 시장에서 예상했던 가격 대비 현저히 낮은 매각가격(300만달러(약 35억원))이 알려지면서, 생보사 가치 논란의 불씨를 제공했다. 헐값 매각의 이유는 1) 독일 알리안츠그룹의 Solvency II(2016년 1월부터 적용)에 대한 대응과 2) 유럽 회계기준에서 측정된 한국법인의 가치(2015년초 한국법인의 수정 MCEV -6억 유로)이다.

한국은 당장 유럽과 같은 기준의 Solvency II 적용 일정이 잡혀있지 않아, 보험업계에 급작스런 혼돈이 야기될 가능성은 제한적으로 보인다. 다만, 생보사 매각 매물이 지속적으로 출현할 것으로 예상되는 가운데, 향후 계획되어 있는 금융당국의 신지급여력비율제도(가칭) 시행(2017년말~2018년경부터 시행 예정)과 회계제도 변경(IFRS4 Phase2(2020년~2021년 적용 예정), IFRS9(2018년~2021년 적용 예정))에 따른 불확실성은 생보주를 중심으로 한 보험주 주가 상승을 제한할 수 있다.

알리안츠생명 한국법인 주요 지표 (단위: 십억원, %, 명)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
당기순이익	-57	89	46	45	-32	-51	6	-87
ROE	-6.6	10.7	5.1	4.6	-3.0	-6.6	0.7	-8.6
위험손해율	97.2	93.8	93.4	92.5	91.7	92.2	87.4	89.5
운용자산이익률	4.0	5.6	5.8	6.1	4.9	4.7	4.9	4.6
RBC 비율				306.8	277.4	217.7	199.5	183.6
임직원수		1,621	1,622	1,674	1,657	1,578	1,305	1,183
설계사수		7,382	6,747	6,726	5,482	4,454	3,418	4,239

자료: 생보협회, 키움증권

알리안츠생명 재무상태표 (단위: 십억원)

	금액
자산	16,651
부채	15,657
자본	994
자본금	12
자본잉여금	646
기타포괄손익	345
이익결손금	(9)

자료: 생보협회, 키움증권

알리안츠생명 15년 책임준비금 적정성 평가 (단위: 십억원)

	평가후 책임준비금	평가전 책임준비금	변동금액
보험료적립금	13,012	12,942	69.5
미경과보험료적립금	3	3	
보증준비금	15	15	
합계	13,029	12,960	70

자료: 생보협회, 키움증권

>>> 투자 기준 제시

보험업계는 저금리 영향 가시화와 다가오는 제도 변경으로 향후 2~4년간 극심한 혼돈의 시기를 겪을 것으로 예상된다. 새로운 기준 도입으로 현 회계 및 감독 기준에 대한 신뢰성이 낮아진 상태에서 일시적 요인(매각 이익 등)에 따른 당기순이익 증가는 주가에 단기적인 영향만을 미칠 전망이다.

저금리 하의 제도 변경에 따른 불확실성은 지속될 전망이나 현 시점에서 투자 가능한 종목 선정 기준으로 세 가지를 제시한다. 1) 제도 변경에 따른 영향이 적거나, 2) 저금리와 제도 변화에 대응할 수단을 보유했거나, 3) 환경 변화 속에서 이점을 누릴 수 있는 보험사다.

시장에서 가장 궁금해 하는 사항은 제도 변화에 따른 영향이나, 신지급여력비율제도 관련 '자산부채 시가평가 공개협의안'만 나온 상황에서 이를 논하기 너무 이르다. 이에 여기서는 신지급여력비율제도와 관련해 주요 논점을 정리하고, 2), 3)을 중심으로 업종 Top Picks를 선정했다.

업종 Top Picks로 삼성화재, 동부화재, KB손해보험을, 관심종목으로 삼성생명을 유지한다.

보험사들의 지급여력비율과 자본총계 현황 (단위: 십억원)

	삼성생명	한화생명	동양생명	미래에셋생명	삼성화재	동부화재	현대해상	KB 손보	메리츠
지급여력비율(%)	336.5	277.0	239.2	261.3	350.4	210.9	171.2	170.2	199.3
지급여력금액	29,225	9,733	1,961	1,973	10,218	3,911	3,072	2,379	1,768
지급여력기준금액	8,685	3,515	820	755	2,916	1,854	1,795	1,398	887
보험위험액	1,183	685	135	73	1,254	904	970	727	506
금리위험액	4,180	1,934	436	383	957	439	508	414	211
신용위험액	4,648	1,576	379	326	1,388	937	742	558	392
시장위험액	562	96	36	86	60	43	12	54	0
운영위험액	275	150	42	62	197	121	135	106	57
자본총계	22,866	8,572	1,946	1,855	9,971	3,683	2,435	2,077	1,471
자본금	100	4,343	538	832	26	35	45	30	53
자본잉여금	6	485	206	301	939	38	114	181	369
이익잉여금	10,757	2,494	786	309	6,795	3,031	2,058	1,577	650
비상위험준비금					1,692	702	663	620	191
자본조정	-1,568	-924	-61	-10	-1,348	-30	-37	0	-4
기타포괄손익누계액	13,571	2,174	477	424	3,558	608	255	288	403
매도가능금융자산평가손익	13,595	1,797	464	410	3,514	328	120	267	206

주: 4Q15 기준, 자료: 금감원, 키움증권

보험사 가치 금리 민감도(단위: 십억원)

	삼성생명	한화생명	동양생명	삼성화재	동부화재	현대해상
EV	25,298	8,927	1,996	14,688	6,115	4,833
ANW	23,808	9,196	1,947	9,577	3,480	2,404
VIF	1,490	-269	50	5,111	2,635	2,429
투자수익률 가정	3.6	3.5	3.5	3.2	3.4	3.3
금리 50bp 하락 시 가치 변화						
EV 변화	-1,144	-428	-98			
VIF+ 자본 변화				-503	-287	-314
VIF 변화				-1,579	-593	-487
자본 변화				1,076	306	174

주: TEV기준, 15년 기준, 자료: 보험업계, 금감원, 키움증권

II. 제도 변화의 출발점에 서다

보험업계는 본격적인 제도 변화 출발점에 서있다. 부채시가평가를 주요 내용으로 하는 IFRS4 Phase2에 대한 논의가 활발한 지금, 금융당국은 일반회계와 이원화된 감독회계기준을 준비하기 시작했다. 현재 공개협의안 초안 수준에 머물고 있는 신지급여력비율제도는 업계 의견 수렴과 Field Test 등을 거쳐 빠르면 2017년말~2018년 경에는 공표될 예상이다. 업계 부담을 경감시키기 위한 노력이 진행될 예정이나, 보험사들은 회계 기준변화와 감독 기준 변경을 동시에 준비해 나가야 한다. 특히 IFRS4 Phase2 이슈가 회계상의 이슈였다면 감독기준 변경은 준수하지 못할 경우 지속적인 영업 활동이 힘들어지는 중대한 이슈다. 금융당국의 완급조절이 예상되긴 하나, 도태되는 보험사의 출현은 불가피해 보인다.

보험회계와 감독 기준 이원화 방안(IFRS4 Phase2 vs. 신지급여력비율 제도)

일반회계와 완전 이원화(Solvency2, ICS)

개요

- 일반회계(IFRS)를 기초로 재무제표를 작성하되, 자산 및 부채(준비금 포함)평가 등 주요한 항목에 대해,
- EU Solvency 2와 같이 규정중심의 구체적인 감독회계를 별도 운영하여 지급 여력 수준 평가

평가

- 감독회계가 일반회계와 상당한 차이 발생이나 정치한 감독목적이 달성되며 국제자본규제와 정합성 제고

적용방안

- 감독회계에 의한 감독목적 재무제표 작성

(자산) 감독회계 기준에 따라 전체 자산에 대해 시가평가(대출채권, 부동산 등)

(부채) 감독회계 기준에 따라 보험부채 산출을 위한 최적 기준 제시

할인율: 상향접근법만 허용, 수익률을 곡선(무위험이자율 +비유동성 프리미엄) 제시

위험마진: 신뢰수준법 75% 또는 자본비용법 6% 제시

계약서비스 마진: 보험부채에 불포함

(자본) 감독회계 기준에 따라 평가된 자산에서 부채를 차감한 금액이 그대로 가용자본으로 평가

IFRS (일반회계)	감독회계	지급여력제도
<u>자산</u> 원가평가+시가평가	<u>부채</u> BEL+RA+CSM <u>자산</u>	<u>부채</u> BEL+RA <u>자본</u>

자료: 금감원, 키움증권

IFRS4 Phase2와 Solvency2의 부채 시가 평가 비교

항목	Solvency II	IFRS4(2 단계)	유사점 및 차이점
현금흐름	사전에 정의됨	포트폴리오 단위의 중분현금흐름	전반적으로 유사
할인율	무위험수익률과 유동성프리미엄	무위험수익률과 유동성 프리미엄	기본적으로 유사
위험조정	자본비용	신뢰수준(VaR), CTE, 자본비용 등 선택가능	다양한 방법 허용
계약서비스마진	-	최초 이익 인식 불가	차이 존재

자료: 금감원, 키움증권

>>> 5년여간의 책임준비금적정성 평가(LAT)가 의미하는 것

2011년 IFRS 1104 발표 시, IASB는 보험부채 평가방식에 대해 국가별 회계처리 관행을 인정하고 매 보고시점에서 보험부채에 대한 적정성평가를 요구했다. 보험부채를 적정하게 평가했는지 여부를 검증하는 제도가 책임준비금적정성평가(LAT; Liability Adequacy Test)다. 동 제도는 IFRS4 Phase2가 도입되면 자연히 보험부채 시가평가로 대체된다.

국내 보험사는 2011년부터 지난 5년간 보험사들은 연말에 책임준비금적정성평가(LAT)를 실시했다. 시행한지는 5년이 지났으나, 실제 결손이 발생해 부채 추가 적립 이슈가 발생한 것은 작년 알리안츠생명이 처음이다. 이는 국내 보험사들의 보유계약 질이 우수하다기 보다는 기준이 느슨했던 영향이 컸다. 2011년에 본제도를 처음 도입한 금융당국은 지난 2년 동안 책임준비금적정성평가제도(LAT) 개선에 힘을 기울였다.

한국의 책임준비금 적립 제도의 변천사

1978년 이전	질미(Zillmer)식 적립방식
1979~1998년	순보험료식과 혜약현금금식 혼합비례 적립방식
1999~2003년	순보험료식 적립 및 예정신계약비 이연 방식
2004년	순보험료식 적립 및 실제 신계약비 이연방식
2011년	순보험료식 적립 및 실제 신계약비 이연방식 + 책임준비금적정성 평가(LAT) 추가

자료: 한기평, 키움증권

책임준비금 적정성평가(LAT) 기준의 주요 내용

구분	주요 내용
평가대상 책임준비금	보험료적립금(손해보험은 장기저축성보험료적립금), 미경과보험료 적립금 및 보증준비금 보험료 적립금은 순보험료식보험료적립금에서 보험감독규정 제 6-3 조에 의한 미상각신계약비를 공제한 금액 현행추정치를 사용하여 평가한 부채와 평가시점 현재 지급의무가 확정된 부채는 평가대상에서 제외
미래현금흐름의 현행 추정	회계연도말 현재의 보험계약으로부터 발생할 것으로 예상되는 모든 현금유입·유출액(옵션, 보증 및 보험금처리 원가 포함)의 현행추정치를 반영 현행추정 시 보유계약의 특성, 규모에 따라 과거의 경험치, 미래추세 등을 반영
평가단위	배당 및 금리 확정여부를 구분하여 평가, 동종 및 유사 위험군 등 보다 세분화된 단위에서 평가가능하며, 세분화된 단위는 매회계연도별로 일관되게 적용 손해보험은 일반손해보험, 장기 및 연금보험, 자동차보험으로 구분하고, 일반손해보험은 대분류기준, 자동차보험은 담보별로 구분
상계단위	평가 단위에 따라 각 단위별 잉여, 부족분에 대해 회사 전체수준에서 상계 가능 단, 손해보험의 경우 일반손해보험, 장기 및 연금보험, 자동차보험 간 잉여, 부족분 상계 불가능
평가시점	회계연도말에 책임준비금 적정성 평가를 실시 분/반기 검토 시 현행 추정에 중요한 변동이 있는 경우 회계연도말과 동일 수준으로 실시
추가적립	평가결과 추가적립분은 평가단위에 따라 보험료 적립금으로 계상 단, 일반손해보험 및 자동차보험은 미경과보험료적립금으로 계상

자료: 금감원, 키움증권

책임준비금 적정성평가 미래현금흐름 추정 가정 및 산출 방식

구분	산출방식
사업비율	최근 1년간 경험통계를 기반으로 회사의 미래 사업비정책 및 물가상승률을 반영 신계약비는 경과기간별로 구분하여 미래에 실제 집행될 금액 기준으로 산출 유지비는 보유계약건수 또는 수입보험료 등을 기준으로 산출
해약률	최근 5년 경험통계를 기반으로 경과기간별(최소 10년)로 구분하여 산출 계약건수, 보험가입금액, 보험료 기준등 회사 실적을 반영하여 사용
위험율	최근 5년 경험통계를 기반으로 경과기간별(최소 10년)로 구분하여 산출 위험보험료 대비 지급보험금 비율로 산출하되, 보험료 산출 시 적용한 위험율 대비 현행추정위험률로 산출 가능 동종 또는 유사한 보험상품별로 산출하거나 보험상품의 위험별로 세분화하여 산출
적립이율	금리 연동형 보험의 지급보험금 산출시 적용되는 적립이율은 무위험수익률과 미래운용자산이익률을 가중평균한 공시기준 이율에 조정률(10%, 직전 1년간 적용률 중 최고율 적용)을 반영하여 산출한 공시이율(최저보증이율보다 낮을 경우 최저보증이율) 적용 미래운용자산이익률을 산출하여 미래순현금흐름의 현재가치 계산을 위한 할인율도 적용
할인율	과거 운용자산 실적에 미래추세, 회사의 투자전략 등 미래전망을 반영하여 산출 ① 운용자산 분류 → ② 기준금리 결정 → ③ 운용자산별 이익률 산출 → ④ 미래운용자산이익률 산출 ① 운용자산은 고정수익자산, 주식, 부동산, 해외투자자산, 기타자산 등 최소 5개로 구분하되 총자산 대비 구성비가 5% 이상일 경우 별도로 구분 ② 고정수익자산 이익률은 보유자산은 해당자산의 만기까지 유지되는 것으로 가정하여 산출하며, 신규자산은 기준금리(회사의 현행 추정 또는 감독원 제시 시나리오 사용)에 위험스프레드(최근 5년 경험치에 미래전망 반영)를 가산하는 방식으로 결정 ③ 고정수익자산과 이외 자산의 이익률은 최근 5년 경험치에 미래전망을 반영하여 결정 ④ 미래자산이익률은 평가시점의 자산구성비가 미래에서 유지된다고 가정하여 운용자산별 이익률을 가중평균하여 산출

자료: 금감원, 카운증권

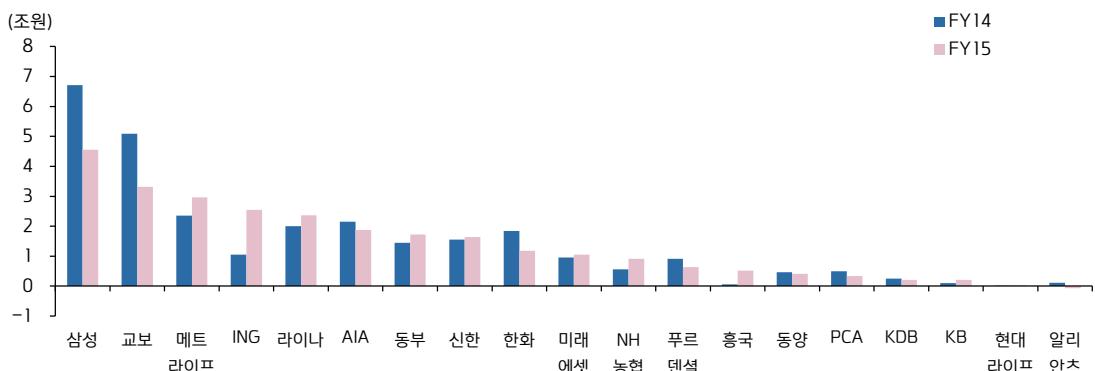
연도별 LAT 할인율 추정 모수 (국고채 5년 기준)

평가연월	11년 3월	12년 3월	13년 3월	13년 12월	14년 12월	15년 12월
통계기간	01년1월~11년2월	01년1월~11년12월	03년1월~12년12월	03년1월~13년9월	03년1월~14년9월	03년1월~15년9월
시작금리	4.28	3.65	2.91	3.14	2.66	1.89
장기평균	4.8	4.6	4.2	4.0	3.8	3.5
변동성	24.8	24.2	22.7	22.6	22.0	22.7
회귀모수		1.50		1.30	1.15	1.00

자료: 금감원, 카운증권

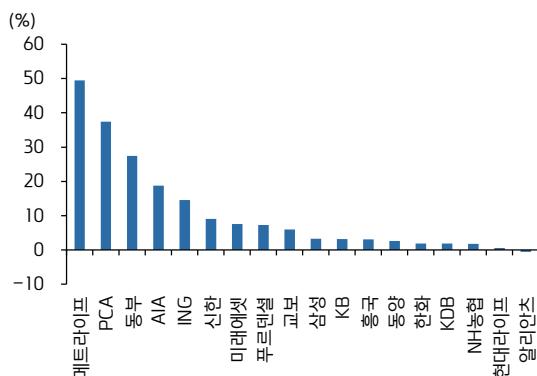
저금리가 지속되는 가운데, 16년에도 할인율은 더욱 보수적이 될 확률이 높다. 올해 9월말이 기준인 시작금리는 미국 기준금리 인상으로 현재보다 소폭 상향될 수도 있으나, 장기평균 금리는 하락할 확률이 높다. 따라서 LAT 시 결손금액의 추가적립 이슈가 발생하는 생보사는 더 발생할 수 있다.

주요 생보사의 LAT 잉여·결손금



주: 전체 보유계약 기준, 자료: 금감원, 카운증권

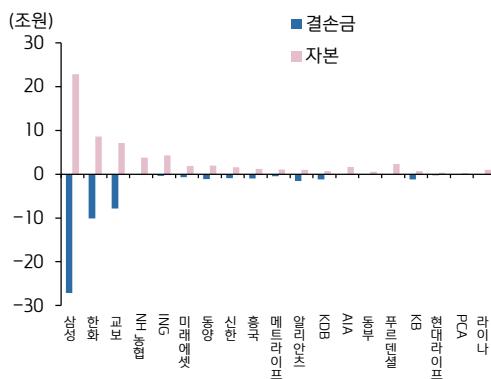
LAT평가, 평가 대상 준비금 대비 전체잉여금 현황



주: 15년 기준, 라이너생명 170.5%

자료: 금감원, 키움증권

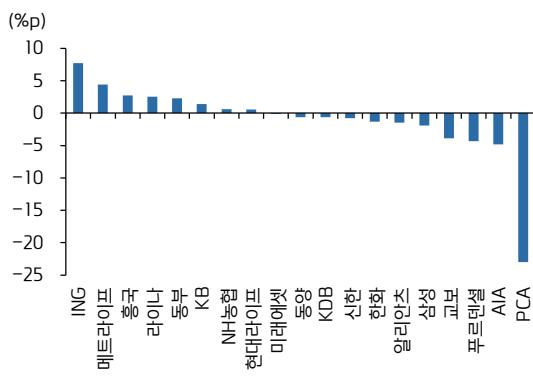
LAT평가, 결손금과 자본 현황



주: 15년 기준, 포트폴리오간 상계 금지 시

자료: 금감원, 키움증권

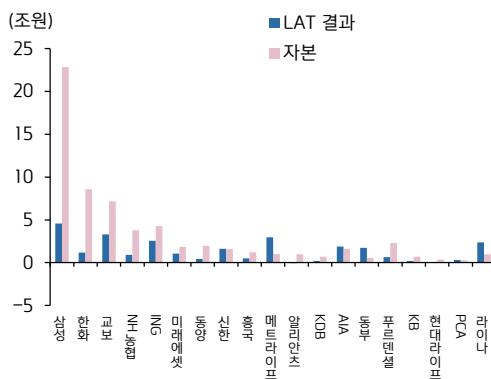
평가대상준비금 대비 전체잉여금 변화율



주: 15년과 14년 LAT 비교

자료: 금감원, 키움증권

LAT평가 결과와 자본과의 비교



주: 15년 기준

자료: 금감원, 키움증권

주요 생보사의 LAT 평가 결과 및 자본 부채 현황 (단위: 십억원, %)

	삼성생명		한화생명		교보생명		NH 농협생명		ING 생명		미래에셋생명	
	FY14	FY15	FY14	FY15	FY14	FY15	FY14	FY15	FY14	FY15	FY14	FY15
금리확정형												
유배당	-15,006	-19,224	-5,644	-6,793	-3,329	-4,637	-21	-18	-646	-117	-537	-628
무배당	-6,828	-6,928	-1,220	-2,972	-2,304	-3,191	107	220	932	1,780	91	-60
금리연동형						0						
유배당	-666	-950	-217	-307	173	133	73	92	-253	-301	-7	-7
무배당	21,087	22,053	5,742	6,669	10,544	11,008	397	623	254	265	901	995
변액	8,123	9,608	3,179	4,587					761	921	511	756
계	6,709	4,559	1,840	1,184	5,085	3,313	555	916	1,048	2,548	959	1,057
결손금액 합계	-22,501	-27,103	-7,081	-10,072	-5,633	-7,828	-21	-18	-899	-418	-544	-695
잉여금액 합계	29,210	31,662	8,921	11,256	10,718	11,141	577	935	1,947	2,965	1,503	1,752
합인율 가정	2.7	2.22-8.37	평균	평균	평균	평균	1.9	평균		평균	평균	평균
	~14.4	(평균 3.6%)	4.26%	3.78%	4.43%	4.00%	~6.4	3.36%		5.07%	3.76%	
자본	22,840	22,866	9,311	8,572	7,175	7,136	3,760	3,802	2,826	4,261	1,530	1,855
자본금	100	100	4,343	4,343	103	103	574	574	82	82	632	832
자본잉여금	6	6	485	485	432	432	2,592	2,592	497	497	208	301
자본조정	-1,080	-1,568	-404	-924	-9	-9	0	0	0	0	0	-10
기타포괄손익누계액	13,040	13,571	2,372	2,174	1,107	1,065	546	33	744	1,974	487	424
이익잉여금	10,774	10,757	2,514	2,494	5,544	5,546	0	603	1,504	1,708	204	309
평가대상준비금	130,585	140,917	57,602	63,244	51,763	55,665	45,467	50,785	15,341	17,488	12,464	13,947
보험료적립금	133,554	143,277	59,450	64,726	53,480	57,129	46,283	51,612	15,759	17,844	12,942	14,356
미경과보험료적립금	16	16	6	7	8	7	67	61	1	1	0	0
보증준비금	994	1,480	576	826	331	487	0	0	112	161	89	107
미상각신계약비	3,979	3,856	2,430	2,315	2,056	1,958	883	888	531	518	567	516
결손금액	-17.2	-19.2	-12.3	-15.9	-10.9	-14.1	0.0	0.0	-5.9	-2.4	-4.4	-5.0
합계/평가대상준비금												
잉여금액 합계	22.4	22.5	15.5	17.8	20.7	20.0	1.3	1.8	12.7	17.0	12.1	12.6
/평가대상준비금												

자료: 금감원, 기움증권

주요 생보사의 LAT 평가 결과 및 자본 부채 현황 (단위: 십억원, %)

	동양생명		신한생명		흥국생명		메트라이프생명		알리안츠생명		KDB 생명	
	FY14	FY15	FY14	FY15	FY14	FY15	FY14	FY15	FY14	FY15	FY14	FY15
금리확정형												
유배당	-1,006	-1,099	-559	-867	-674	-779	-461	-439	-874	-963	-452	-575
무배당	428	307	460	628	165	-161	864	770	-310	-545	-394	-616
금리연동형												
유배당	-13	-21	-31	-63	22	23	-2.8	-2.4	-3	-8	68	47
무배당	592	730	1,749	2,016	493	1,328	74.3	62.9	905	1,001	942	1,230
변액	463	498	2,209	2,643	49	108	1,880	2,572	397	445	87	126
계	464	415	1,553	1,633	55	519	2,354	2,964	114	-69	251	211
결손금액 합계	-1,019	-1,120	-589	-930	-674	-940	-464	-442	-1,187	-1,585	-847	-1,192
잉여금액 합계	1,482	1,535	2,143	2,564	729	1,459	2,819	3,405	1,302	1,515	1,097	1,402
합계/평가대상준비금												
평균	6.41	2.55	2.55	2.55	2.6	3.27	3.5	3.5	3.5	3.5	3.82%	3.85%
합인율 가정	3.92%	4.18%	~21.03	~6.88	4.1%	3.85%	~20.13	~4.46	~5.8	~4.9	4.28%	3.85%
자본	1,758	1,946	1,477	1,583	834	1,226	966	1,045	1,051	994	699	695
자본금	538	538	200	200	68	68	142	142	12	12	613	613
자본잉여금	206	206	0	0	80	80	68	68	646	646	-5	0
자본조정	-61	-61	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-5
기타포괄손익누계액	385	477	68	85	276	349	261	324	314	345	185	153
이익잉여금	691	786	1,209	1,298	567	728	496	511	79	-9	-94	-66
평가대상준비금	14,535	16,146	15,761	18,022	14,024	16,726	5,221	5,990	12,251	12,783	10,215	11,536
보험료적립금	15,165	16,744	16,827	19,052	14,607	17,355	5,530	6,090	12,527	13,012	10,775	12,125
미경과보험료적립금	1	1	2	1	0	0	1	1	3	3	2	2
보증준비금	98	124	32	42	54	65	409	601	41	61	17	22
미상각신계약비	729	723	1,100	1,073	637	694	719	702	320	293	579	613
결손금액	-7.0	-6.9	-3.7	-5.2	-4.8	-5.6	-8.9	-7.4	-9.7	-12.4	-8.3	-10.3
합계/평가대상준비금												
평균	10.2	9.5	13.6	14.2	5.2	8.7	54.0	56.8	10.6	11.9	10.7	12.2
합계/평가대상준비금												

자료: 금감원, 기움증권

주요 생보사의 LAT 평가 결과 및 자본 부채 현황 (단위: 십억원, %)

	AIA 생명		동부생명		푸르덴셜생명		KB 생명		현대라이프생명		PCA 생명		라이나생명	
	FY14	FY15	FY14	FY15	FY14	FY15	FY14	FY15	FY14	FY15	FY14	FY15	FY14	FY15
금리확정형														
유배당	-4	-17	-124	-129	0	0	-5	-575	-98	-236	-3	-4	-39	-31
무배당	1,780	1,478	195	100	422	73	-3	-616	60	7	184	117	2,023	2,376
금리연동형													0	0
유배당			-1	-2			-3	47	-30	-20	-2	-3	0	0
무배당	264	170	1,376	1,754	82	184	97	1,230	62	273	22	6	6	3
변액	113	248			404	382	20	126	7	2	297	216	12	19
계	2,153	1,878	1,447	1,723	908	639	105	211	1	26	497	332	2,002	2,366
결손금액 합계	-4	-17	-125	-131	0	0	-11	-1,192	-127	-256	-6	-7	-39	-31
잉여금액 합계	2,157	1,895	1,572	1,854	908	639	117	1,402	128	282	503	339	2,041	2,397
할인율 가정	3.81	2.95	평균	평균	평균	평균	2.35	평균			평균	평균	1.3	1.3
	~4.29	~5.22	4.65%	4.39%	4.28%	4.24%	~7.79	3.85%			4.2%	3.53%	~4.0	~3.0
자본	1,541	1,638	526	547	2,072	2,288	584	695	192	356	256	285	883	986
자본금	257	257	193	193	150	150	456	613	196	381	234	234	35	35
자본잉여금	0	0	65	65	0	0	0	0	147	175	3	4	32	32
자본조정	0	0	0	0	4	3	0	-5	0	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	385	382	119	94	378	539	63	153	-11	-12	29	37	43	58
이익잉여금	898	998	148	195	1,540	1,596	64	-66	-139	-188	-10	10	773	861
평가대상준비금	9,119	9,996	5,763	6,286	7,798	8,731	6,024	6,692	3,753	4,428	823	889	1,192	1,388
보험료적립금	9,442	10,251	6,041	6,558	7,972	8,795	6,185	6,823	3,870	4,566	992	1,050	1,670	1,902
미경과보험료적립금	3	3	0	0	4	4	1	1	4	4	0	0	0	0
보증준비금	24	54	48	83	130	276	6	8	1	0	7	8	0	1
미상각신계약비	350	312	326	355	308	344	168	140	122	142	176	169	478	515
결손금액	0.0	-0.2	-2.2	-2.1	0.0	0.0	-0.2	-17.8	-3.4	-5.8	-0.7	-0.7	-3.3	-2.2
합계/평가대상준비금	23.7	19.0	27.3	29.5	11.7	7.3	1.9	21.0	3.4	6.4	61.1	38.1	171.2	172.7

자료: 금감원, 키움증권

>>> IFRS4 Phase2 도입 시 가장 큰 변화는 할인율

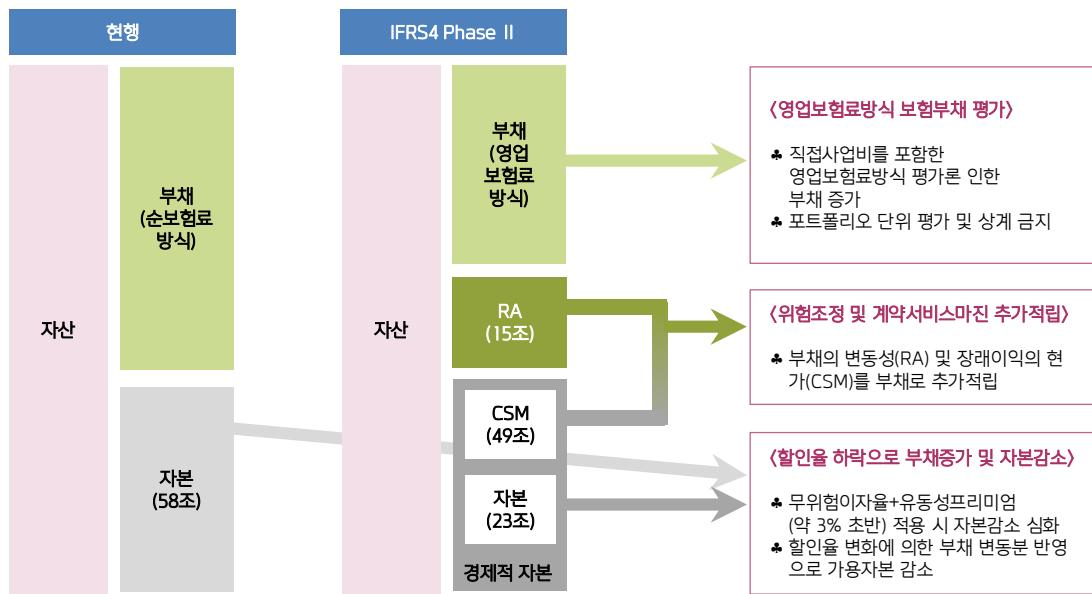
책임준비금 적정성 평가와 금융위의 재무건전성 감독규정 선진화만으로도 벼거운 보험사들은 2020년 말~2021년 경에 회계 제도 변경을 앞두고 있다. IFRS4 Phase2와 IFRS9 도입이다. 회계제도 변경과 관련된 논의는 당사 이전 자료에서도 이뤄졌다('2015년 화두는 금리와 재무건전성(2014.11.27)'와 '보험주 Re-rating의 필요조건(2015.11.9) 자료 참조).

IFRS4 Phase II 도입에 따른 주요 변화

	현행	IFRS4 2단계
보험부채 평가 변화		
평가방법	원가평가	시가평가 • 매결산시점마다 기초율 재산출해서 적용
평가대상	순보험료 vs 보험금 • 부가보험료와 사업비 제외	영업보험료 vs 보험금 및 사업비 • 부가보험료와 사업비 포함
구성요소	미래현금흐름: 보험금-순보험료 • 현금흐름에 안전할증이 포함 할인율: 예정이율	미래현금흐름: 보험금+사업비-영업보험료 할인율: 결산시점 시장이자율 위험조정: 불확실한 현금흐름의 대가
사업비 이연제도 변화		
사업비 분류	신계약비과 유지비로 구분	직접비와 간접비로 구분 직접비는 신계약비와 유지비로 구분
사업비 이연대상	신계약비 전액	직접신계약비만 이연효과 발생
사업비 이연방법	지출한 신계약비를 이연자산(미상각 신계약비)으로 계상 이연자산은 7년 이내 균등 상각	직접 신계약비를 보험부채평가에 반영 직접신계약비를 보험기간동안 체계적으로 배분
수익인식변화		
수익인식방법	당기에 수입한 보험료 전액을 수익으로 인식(현금주의와 유사)	추정한 당기비용(보험금 및 사업비)에 이익을 가산하여 수익으로 인식
보험수익 구성요소	영업보험료 수입 전액	추정한 보험금 및 사업비 • 보험비용과 동일한 금액 보험기간 총예상이익 중 당기 해당분
보험비용 구성요소	보험금 및 사업비 • 위험보장과 관계없는 보험금 포함 (해약환급금, 만기보험금, 종도급부금 등) 책임준비금 전입액	추정한 위험보험금 및 사업비 • 위험보장과 관계없는 보험금 제외 추정과 실제의 차이 조정

자료: 금감원, 카운증권

IFRS4 Phase2 부채 평가 기준 변경에 따른 자본 이슈



주: 2014년 기준, 자료: 리스크관리학회, 키움증권

IFRS4 Phase1과 Phase2의 손익계산서 비교

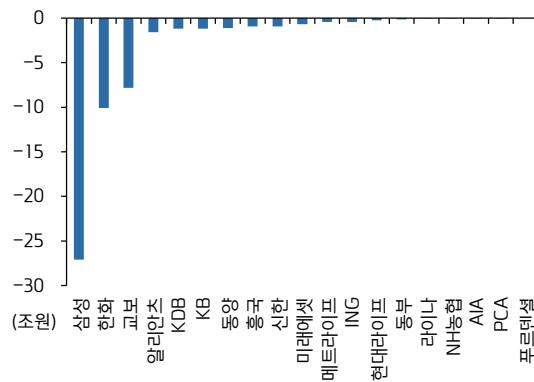


자료: 보험연구원, 키움증권

IFRS4 Phase2와 관련되어 주목 받은 이슈는 1) 보유계약결손(포트폴리오 구분 기준), 2) 할인률, 3) 전환시점의 보유계약의 계약서비스마진(CSM)산출 방식과 CSM의 자본인정 유무와 4) 계약자 행동가정(보험계약에 내재된 옵션·보증) 등이다. 타격을 크게 받는 국내 생보업계는 한국회계기준원, IASB 등을 통해 동 기준을 원화하고자 노력했으나, 금융당국의 감독기준 이원화에 따라 IFRS4 Phase2 기준완화의 상대적인 중요도는 절감될 예상이다. 다만, 상장사에겐 여전히 중요하다.

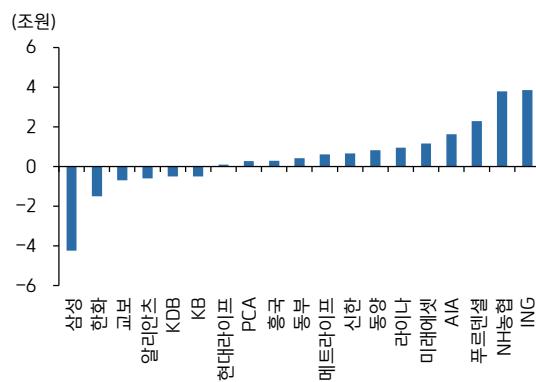
첫째, 보유계약의 결손 이슈은 보험부채평가 시 포트폴리오 단위별로 평가하고 상계를 금지해서 발생한다. IFRS4 Phase II 공개 초안에 보유계약에서 장래 손실 예상 시 준비금 추가적립을 통해 손실을 즉시 인식할 것을 규정하고 있다. 현재 대형사를 중심으로 생명보험 업계는 유배당/금리확정형 보험계약 등에서 결손이 발생하고 있어 현행 포트폴리오 구분 기준을 유지한다면 IFRS4 Phase II 도입 시 자본 급감이 예상된다. 최근 한국회계기준원은 이와 관련해서 IASB에 건의를 통해 회계단위(이익손실 상계 단위)를 확대해서 국내 보험업계의 부담을 완화시켰다고 발표했다. 회계통합단위가 확대됨에 따라 전환시점 계약서비스마진 증가 폭은 감소될 수 있다. 그러나 이와 같은 노력에도 불구하고 고금리 확정형 상품과 금리 연동형 상품은 통합되더라도 계약서비스마진(CSM) 감소 효과는 크지 않을 수 있다. 할인율 하락에 따른 부채 증가는 기타포괄손익(OCI)에서 처리되고 계리적 가정 변화만이 CSM에서 흡수되기 때문이다. 그러나 보유계약 결손과 관련된 이슈는 유럽 주요국에서도 겪고 있는 이슈이고 보유계약의 만기가 길다는 점에서 이에 따른 단기 충격을 완화하기 위한 작업이 동시에 진행될 예상이다.

주요 생보사의 보유계약 결손금 규모



주: 15년 기준, 현재 포트폴리오 구분 유지 가정 시
자료: 금감원, 키움증권

주요 생보사의 자본-보유계약 결손금 현황



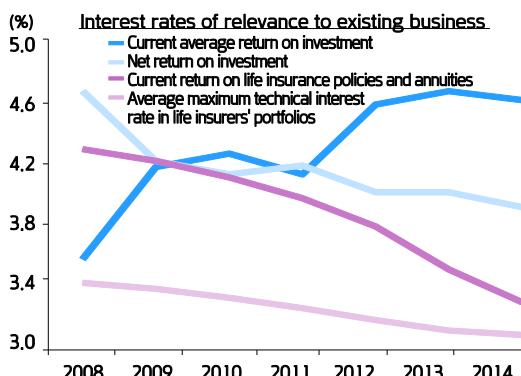
주: 15년 기준, 현재 포토폴리오 구분 유지 가정 시
자료: 금감원, 키움증권

IFRS4 2단계 도입 이슈 완화를 위한 한국회계기준원의 노력

구분	이슈	한국회계기준원 제안	IASB의 결정사항
회계단위 확대	미래이익(부채인식)이 발생하는 계약(예: 금리연동형상품)과 미래손실(즉시 손실인식)이 발생하는 계약(예: 고금리 확정형 상품)을 통합 계산하여 손실인식 폭 감소 필요	보험의 본질은 '상호부조'이므로 보험부채 측정의 기본 단위는 포트폴리오가 적절	미래이익과 미래손실이 어느정도 통합가능하도록 완화된 회계기준 (Group of contracts)원칙을 제시
계약서비스마진(CSM)의 공정가치 측정	미래이익(CSM)의 부채 인식으로 최초 전환 시 부채 비율 증가	부채 증가 폭 감소를 위하여 전환시점에 CSM을 공정가치로 평가할 수 있는 방안 제시	과거 소급 추정이 불가능한 경우 공정가치를 이용하여 계약서비스마진을 측정할 수 있도록 허용
전환 시점의 현행할인율 적용(Fresh Start)	전환 시 할인율의 변동 누적 효과를 기타포괄손익에 반영 - 할인율의 소급추정이 어려우며 부의 기타포괄손익으로 인식할 경우 부채 증가에도 불구하고 이익잉여금도 증가	부채전환일의 할인율을 최초 적용 할인율로 간주하는 방안을 건의(기타포괄손익을 인식하지 않음)	유효이자율법을 적용하는 계약의 경우(고금리 확정형 상품 해당) 전환일의 할인율을 최초 적용할인율로 간주하고 금리변동효과를 모두 이익잉여금에 반영

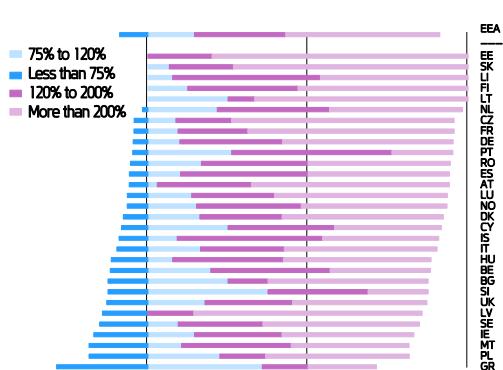
자료: 한국회계기준원, 키움증권

독일 생명보험사 주요 금리 추이



자료: Bundesbank, 키움증권

Solvency2 적용시 유럽 국가별 SCR 분포

주: QIS5 기준
자료: EIOPA, 키움증권

유럽 Solvency II QIS(Quantitative Impact Study)5 결과와 IMF의 권고

Compared to Solvency I, for groups using the accounting-consolidation method with the QIS5 SCR standard formula calculation a reduction in the group surplus of around €86bn has been observed (from €200bn to €114bn), which represents a reduction of 43% compared to the Solvency I surplus. For groups that submitted internal model results, an increase in surplus of about €6bn has been observed when moving from Solvency I to QIS5, which represents an increase of 6%. However, it should be noted that there is a high variability in the results in this area

[EIOPA]

Across advanced economies the contribution of life insurers to systemic risk has increased in recent years, although it clearly remains below that of banks. This increase is largely due to growing common exposures to aggregate risk, caused partly by a rise in insurers' interest rate sensitivity. Thus, in the event of an adverse shock, insurers are unlikely to fulfill their role as financial intermediaries precisely when other parts of the financial system are failing to do so as well. The higher common exposures do not seem to be driven by marked changes in insurers' investment portfolios, although smaller and weaker insurers in some countries have taken on more risk.

The findings suggest that supervisors and regulators should take a more macroprudential approach to the sector. Doing so is necessary if supervision is to go beyond guarding against the solvency and contagion risks of individual firms and take on the systemic risk arising from common exposures. Steps that would complement a push for stronger macroprudential policies include the international adoption of capital and transparency standards for the sector. In addition, the different behavior of smaller and weaker insurers warrants attention by supervisors.

[IMF]

자료: EIOPA, IMF, 키움증권

둘째, 할인율 이슈는 생보업계의 가장 큰 고민거리이다. 특히, 과거 고금리 확정형 부채가 큰 생명보험사에 더 절실한 이슈다. IFRS4 Phase II가 도입되면 보험사들이 책임준비금 적립 시 사용하는 할인율을 현행 예정이율에서 결산 시점 시장이율로 변경해서 적용해야 한다. 현재 시장금리(국고채 3년물 기준)는 1% 중반이고, 보험업계가 부채적정성평가(LAT) 시 적용하고 있는 할인율은 평균 3%초 • 중반 ~4%초 • 중반 수준이다. 생보업계는 신계약 매출로 보유계약가치를 높이기 위해 보장성보험 및 보증이 간소화된 변액보험 매출 증대에 주력을 쏟고 있다. 장기보험을 뒤늦게 판매하기 시작한 손보업계는 상대적으로 할인율을 이슈에선 자유롭다. IFRS4 Phase2에선 보험료 적립금 외에 IBNR에도 할인율이 적용되기 때문에 일부 손보사는 현재보다 부채가 줄어들 가능성도 있다(BEL 기준)

IFRS4 Phase2의 가장 큰 이슈는 할인율

현재	IFRS4 2단계
<p>▶ 보험료 적립금</p> <ul style="list-style-type: none"> 상품 개발시 사용한 예정이율을 할인율로 적용하고 시기별 동일 <p>▶ 부채 적정성 평가(LAT)</p> <ul style="list-style-type: none"> 할인율은 미래자산운용수익률로 정의 기준금리(국고채)에 위험스프레드 가산 기준금리는 국고채(만기 5년)의 과거 수익률을 이용하므로 시장가치가 즉시 반영되지 않음 	<p>▶ 보험부채</p> <ul style="list-style-type: none"> 평가일(결산일) 현재 시장이자율을 이용하여 시장가치가 즉시 반영 보험계약 만기별로 다른 이자를 적용, 즉 수익률 곡선에 기반 무위험수익률에 유동성 프리미엄 반영(상향식) 보험료 적립금 외 IBNR에도 할인율 적용

자료: 금감원, 키움증권

셋째, 전환시점의 보유계약의 계약서비스마진(CSM)산출 방식과 CSM의 자본인정 유무는 감독회계 기준 이원화 결정 전에 RBC비율의 사용자본 규모를 결정한다는 점에서 첨예하게 논의되던 이슈다. 감독회계 기준 이원화 결정으로 상대적 중요성은 감소했으나, 보험사의 자본을 결정한다는 점에서 상장사에겐 여전히 중요할 것이다. 전환시점 보유계약의 계약서비스마진 산출 방법으로 완전소급법, 간편소급법, 공정가치법 등이 있으나 이론적으로 첨예하게 대립하고 있어, IFRS4 Phase2 도입 직전이 되어서야 결정될 것으로 예상된다. 한 가지 유념할 점은 CSM이 적은 것이 꼭 긍정적이지만은 않다는 것이다. 계약서비스마진의 미래이익의 현가로 도입 초기에는 부채로 계상되지만, 이후부터는 상각되면서 이익으로 처리되기 때문이다.

IFRS4 Phase2 경영성과 표시



자료: 보험연구원, 키움증권

계약자 행동가정(보험계약에 내재된 옵션·보증)과 연관된 이슈는 ‘생보업계는 보증이슈도 있다(22 page)에서 다루기로 한다.

>>> 신지급여력비율 도입의 의미: 금융당국의 보험사 배당 억제 수단 확보

지금까지 언론에선 보험사의 건전성 관련 이슈에서 IFRS4 Phase2가 주로 언급되었다면, 향후엔 신지급여력비율(신RBC비율)이 주요 Key Word로 등장할 것이다. 이미 지난 4월 중순 금감원은 신지급여력비율 산출과 관련된 자산부채시가평가 감독기준 공개협의안을 발표했고, 이르면 6월 중에 가용자본과 요구자본 산출과 관련된 감독기준 공개협의안을 발표할 예정이다. 업계 의견을 수렴하고 Field Test를 거쳐서 2017년말~2018년에 가서야 실제 도입이 순차적으로 이뤄질 수 있을 전망이나, 이와 관련된 노이즈는 지속적으로 보도되며 보험주 투자심리를 훼손할 가능성이 높다. 신지급여력비율은 유럽의 Solvency2와 IAIS의 ICS(Insurance Capital Standard)를 준용한다는 점에서 현 RBC비율보다 강화되는 기준이다.

다만, 당사는 금감원의 본연의 의무를 감안 시 관련 규정은 한시에 갑자기 시행된다기 보다 오랜 기간을 거치며 점진적으로 진행될 것이라 본다. 금융시장이 급 변동하지 않는 한 규제로 인한 일시적 자본 확충 우려는 현재 시장에서 우려하는 수준보다 낮을 것이다. 그럼에도 불구하고 도태되는 생보사는 간헐적으로 발생 가능하다.

이원화된 감독기준에 대한 논의가 본격화된 시점이 올 초이고 지난달에 초안 중 일부가 공개됐기 때문에 신지급여력비율에 대한 효과를 논하기엔 너무 이른 시점이다. 다만, 금융당국은 신지급여력비율 도입안을 발표하면서 보험사 배당을 억제시킬 수 있는 가장 큰 논리이자 수단을 획득할 것이다. 현재 논의하는 단계에서 이슈화 가능한 것은 IFRS4 Phase2와 같이 1) 할인율과 2) 보유계약 포트폴리오 구분 기준 외에 3) 위험조정(RM)의 측정대상 위험 범위 확대, 4) 자산의 시가평가 기준(대출채권 등), 5) 가용자본의 인정범위와 질(Quality) 등이다.

금융위의 재무건전성 감독제도 선진화 종합로드맵(2014.7)→ 18년 이후엔 신지급여력비율 적용 도입 논의 본격화

구분	14년	15년	16년	17년	18년 이후
자기자본규제 제도					
Pillar 1(양적규제)					
금리리스크 신뢰수준 상향 상관계수 정교화 연결 RBC 제도 변액보증리스크 해지효과 신용리스크 신뢰수준 상향 운용리스크 산출방식 정교화 자율적 자본확충 인센티브 제도 보험부채 드레이션 확대 장수리스크 도입 내부모형 승인제도	시행 시행 시범운영 (방안수립) 시행 시행 단계적 시행 (방안수립) (방안수립) (방안수립) 시범운영 시행				
Pillar 2(질적규제)			시범운영	시행	
Pillar3(시장 공시)					
재무건전성 공시개선	(방안수립)	시행			
보험부채 평가제도					
IFRS4 2 단계 도입 책임준비금적정성평가제도(LAT)개선 IBNR 제도 개선 변액보증준비금제도 개선		도입 준비 단계적 시행 단계적 시행 (방안수립)			시행 폐지 시행

주: 신용리스크 신뢰수준 상향: (15년말) 50% 시행, (16년말) 100% 시행, 자료: 금감원, 키움증권

감독자본 비교

구분	국내 RBC	Solvency II	ICS
가용 자본 인정여부	계층화 수준 장래이익 인정여부	2 단계(Tier1/Tier2) 3 단계(Tier1/Tier2/Tier3)	2 단계(Tier1/Tier2) Tier1에 인정 논의예정
	신뢰수준	VaR 99%	VaR 99.5% VaR 99.5% (목표)
요구 자본 리스크	산출대상	<ul style="list-style-type: none"> 보험, 금리, 신용, 시장, 운영 장수, 해약, 사업비, 대재해 등은 미포함 	<ul style="list-style-type: none"> 보험: 사망, 장수, 장해/질병, 해약, 사업비, 대재해, 법률개정 시장: 금리, 주식, 부동산, 환율, 자산집중 보험: 사망, 장수, 장해/질병, 해약, 사업비, 대재해 시장: 금리, 주식, 부동산, 환율, 자산집중
	리스크		

자료: 금감원, 키움증권

보험 회계기준 변경 및 감독기준 변경 비교

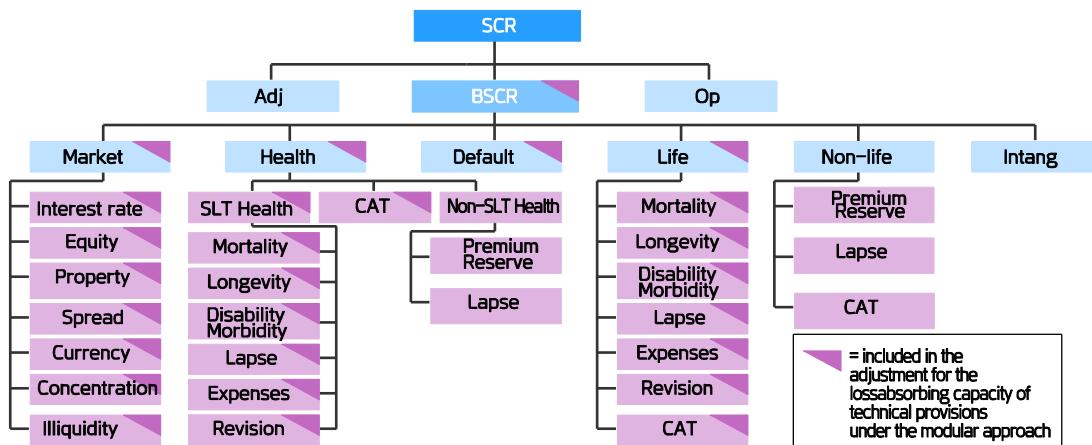
		IFRS4 Phase2 & IFRS5	신 RBC 비율 공개협의안 & Solvency II, ICS
목적 및 형식		<p>자산·부채 각각의 평가에 초점을 맞추고 있어 자산과 부채간 상호관련성 등은 평가에 반영되지 않으며 →자산·부채의 평가방법론, 가정의 산출 등에 대해서는 원칙중심으로 제정되어 있어 보험회사간 재무정보 비교 곤란</p>	<p>자산·부채의 시가 평가 등에 기반한 가용·요구자본 측정과 검증·비교가능성 제고에 초점을 맞추고 있으며 →회사가 비교가능성이 필요한 부분에 대해서는 규정중심(Rule-based)의 기준을 제시</p>
보험부채 시가평가 구조		<p>보험부채는 현금흐름 기대가치(최선추정부채, BEL) 및 불확실성(위험조정, RA), 이익(계약서비스마진, CSM)으로 구성되며 →계약서비스마진은 회계적 수익·비용 대응원칙에 의거 보험기간의 경과에 따라 이익이 점진적으로 인식되도록 하기 위해 계상되는 항목</p>	<p>(공개협의안)보험부채는 현금흐름의 기대가치(최선추정부채) 및 기대가치의 불확실성(위험조정)으로 구성 필요 보험부채는 계약서비스마진을 제외하고 IFRS4 2 단계의 보험부채와 구조 및 구성요소가 동일하여 →Solvency2와 ICS는 회계적 이익측정보다 가용·요구자본의 합리적 측정에 초점을 두고 있고, IFRS4 기준의 보험부채와 감독기준상 보험부채의 차이는 보험기간동안 이익으로 실현될 금액으로 부채보다는 잉여금·성과에 부합한다고 보아 사용자본으로 인정</p>
최선추정 부채(BEL)	1) 현금흐름 산출 단위	<p>보험계약을 구성하는 주계약과 특약을 구분하지 않고 보험계약 단위로 현금흐름을 산출</p>	<p>(공개협의안) 보험계약 내에 서로 다른 보장리스크가 있을 경우 보장리스크별로 구분하여 현금흐름을 산출 필요 하나의 보험계약에 서로 다른 리스크가 있을 경우 이를 구분하여 현금흐름을 산출(보장리스크별 구분) →중요성이 낮은 리스크나 기술적으로 구분되지 않은 계약들에 대해 대표위험(Solvency2)이나 그 유사한 단위(ICS)로 산출 가능 →공개협의안 통해, 포트폴리오 단위 제시</p>
보험부채 평가 확인	2) 현금흐름 산출	<p>보험계약의 의무의 이행과 관련된 예상 가능한 모든 시나리오(옵션, 보증 포함)를 반영하여 현금흐름을 산출하여 →신계약비·증여·보증계약의 판매에 직접 관련된 금액만 현금흐름에 반영하고, 간접신계약비는 발생 즉시 비용으로 처리</p>	<p>(공개협의안) 모든 시나리오(옵션, 보증 포함)를 반영하되 계약특성에 따라 결정론적 기본적용하고, 가정신계약비도 현금흐름에 반영 필요 모든 시나리오(옵션, 보증 포함) 반영이 원칙이나 계약의 특성에 따라 단일시나리오의 결정론적 기법을 적용할 수 있으며 →신계약비는 보험계약과 직접 관련된 신계약비 뿐만 아니라 가정신계약비도 그 분야인 현금흐름에 반영</p>
	3) 계리적 가정 산출단위	<p>유사한 위험을 제공하면서 단일집합군(Single Pool)으로 관리되는 계약의 집단별로 산출</p>	<p>(공개협의안) 계리적 가정의 산출을 위한 최소구분단위를 설정도록 →으로써 가정의 적정성 확보 필요 Solvency2는 보장리스크별 6 개군, ICS는 보장리스크별 12 개군을 최소단위로 해서 산출</p>
	4) 계리적 가정 산출 원칙	<p>(공개협의안) 중요한 현행추정치에 대해서는 산출방식과 관련된 구체적 기준 제시 필요 위험율, 해약률 등 계리적 가정은 현행추정치를 적용한다는 원칙만 제시 →현행추정 기초통계의 통계기간, 현행추정치 산출단위에: 성별, 납입방법 등 구체적 기준은 보험회사의 판단에 따라 적용</p>	
보험부채 평가 확인	1) 무위험 수익률	<p>할인을 산출의 원칙만 제시하고 무위험수익률 측정, 유동성프리미엄 산출 등 구체적인 기준에 대해서는 미규정</p>	<p>(공개협의안) 무위험수익률은 국고채금리를 기준으로 20년만기까지 측정하고, 20년 이상의 금리 추정은 스미스-윌슨 방법을 적용 필요 무위험수익률은 국고채 금리와 이자율 스왑금리 중 원칙적으로 이자율스왑금리 적용 →시장에서 측정가능한 이자율스왑만기(20년) 이후 무위험수익률은 스미스-윌슨방법 적용하여 측정 스미스-윌슨방법 적용하기 위한 장기목표금리(연수익률)은 Solvency2 4.2%, ICS 4.5%로 제시</p>
	2) 유동성 프리미엄	<p>보험계약의 현금흐름은 국고채나 이자율스왑에 비해 유동화가 용이하지 않으므로 그에 대해서는 유동성프리미엄을 부가해야 한다는 원칙만 제시하고 구체적 산출기준은 미규정</p>	<p>(공개협의안) Solvency2와 ICS 기준과 유사하게 산업위험스프레드(보험산업 운용용자수익률·국고채수익률의 65%를 유동성프리미엄으로 적용 필요 Solvency2는 각각 보험산업 포트폴리오의 무위험수익률을 대비 초과수익률의 65%를 유동성프리미엄으로 적용하며 ICS는 10년만기 회사채 스프레드의 40%를 유동성프리미엄으로 측정하여 무위험수익률에 가산</p>
위험조정	1) 위험조정 측정방법	<p>위험조정 산출을 위한 특정방법을 제한하고 있지 않아, 보험회사가 적절한 방법론을 선택할 수 있으나 →자본비용접근법을 사용한 경우, 산출된 위험조정액을 신뢰수준법을 적용하였을 경우와 비교하여 공시</p>	<p>(공개협의안) 자본비용접근법을 적용하여 위험조정 측정하며 모든 보험사에 동일한 신뢰수준(99.5%), 자본비용 등의 계수 적용 필요 Solvency2는 자본비용접근법을 적용하였으며, 신뢰수준은 99.5%, 자본비용률은 6%로 모든 보험사에 동일하게 적용 ICS는 신뢰수준법과 자본비용접근법을 모두 적용하도록 하였으며, 자본비용접근법의 신뢰수준은 99.5%, 자본비용률은 6%로 제시(15년 Field Test)에서 우수방법 모두 적용했으나 최종적으로 하나의 방법 선택할 예정이며, 자본비용률은 16년 Field Test에서 5% 적용할 예정</p>
	2) 위험조정 측정대산위험	<p>보험계약의 현금흐름 주정에 반영되는 계리적 가정의 불리한 변동에 대비하기 위해 위험조정을 부채로 계상하여 →보험부채와 관련 없는 자산투자위험, 자산·부채 만기 불일치 위험, 운용·신용위험은 위험 조정 축정대상에서 배제</p>	<p>(공개협의안) 요구자본 측정의 대상인 보험, 금리, 시장, 운용, 신용위험에 대해 위험조정을 계상 필요 계리적 가정의 변동성 위험 뿐아니라 해지불가능한 자산관련 시장위험, 신용·운용 위험에 대해서는 위험조정 계상</p>
일반손해보험 부채평가		<p>일반손해보험부채는 보험료부채와 보험금 부채로 나뉘며 →보험료부채는 생명(장기손해)보험과 동일한 평가방식 또는 보험료배분접근법을 선택하여 적용하며 보험금부채는 생명(장기손해)보험과 동일한 평가방식을 적용</p>	<p>(공개협의안) 생명(장기손해)보험과 동일한 평가방식을 적용하고 보험료 부채와 보험금 부채 모두 장기보험과 동일한 평가방식을 적용하여 계약서비스마진 미계상</p>
금융자산		<p>금융자산을 현금흐름 특성, 사업모형에 따라 세가지로 분류·측정하고, 상각후원가 또는 공정가치로 측정 →지분·파생상품의 공정가치 변동분은 단기손익인식이 원칙이나, 지분상품에 한해 선택적으로 기타포괄손익 인식 가능 →채무상품은 보유자의 사업모형 및 채무상품 현금흐름의 특성을 감안하여 상각후 원가, 공정가치 평가를 적용</p>	<p>(공개협의안) 재무제표 계상액 중 공정가치로 평가되지 않은 경우 공정가치로 조정하여 반영 필요 Solvency2는 자산과 부채에 대해 공정가치 적용 원칙만을 제시하고 구체적인 방법론은 미제시</p>
유,무형자산 및 투자부동산, 관계회사 주식	유형자산과 투자부동산	<p>유형자산은 취득원가 또는 재평가모형 중 선택하여 측정하고, 투자부동산은 취득원가 또는 공정가치로 계상</p>	<p>(공개협의안) 유형자산은 재평가모형, 투자부동산은 공정가치로 평가하는 방안을 채택 Solvency2는 유형자산과 투자부동산에 대해 각각 재평가모형과 공정가치보정으로 평가하도록 규정 ICS는 IFRS의 평가기준을 준용</p>
	무형자산과 영업권	<p>무형자산의 평가방법은 취득원가 또는 재평가모형 중 선택가능하며, 영업권은 취득원가로 계상</p>	<p>(공개협의안) 무형자산은 시장성이 있는 자산에 한해 재평가모형으로 평가하고, 시장성 없는 무형자산과 영업권은 불인정 필요 Solvency2는 무형자산 중 시장성이 있는 경우는 시가로 평가하고 시기가 없는 무형자산과 영업권은 불인정 ICS는 IFRS를 준용</p>
	관계회사 주식	<p>관계회사 주식에 대해서는 원가법, 지분법, 공정가액법 중에서 하나를 선택하여 평가 가능</p>	<p>(공개협의안) 관계회사 주식을 지분법으로 평가 필요 Solvency2는 관계회사 주식을 지분법으로 평가하도록 하고 있는 반면, ICS는 IFRS 평가방법 준용</p>

공개협의안에서 제시된 보험부채 포트폴리오 단위

현재		공개협의안	
생명보험	손해보험	생명보험	손해보험
▶ 금리확정형 • 유배당 • 무배당	▶ 장기 ▶ 자동차 ▶ 일반 ▶ 합계	구분	사업종목 대표위험
▶ 금리연동형 • 유배당 • 무배당		①	유배당 사망
▶ 변액 ▶ 합계		②	건강
		③	연금(저축)
		④	기타
		⑤	사망
		⑥	(변액제외) 건강
		⑦	연금(저축)
		⑧	기타
		⑨	변액 사망
		⑩	건강
		⑪	연금(저축)
		⑫	기타
		⑬	자산연계 연금(저축)
		구분	사업종목 대표위험
		①	유배당 상해
		②	질병
		③	재물
		④	연금(저축)
		⑤	기타
		⑥	무배당 상해
		⑦	질병
		⑧	재물
		⑨	연금(저축)
		⑩	기타
		⑪	자산연계 연금(저축)

자료: 금감원, 키움증권

Solvency II에서의 리스크 단위



자료: EIOPA, 키움증권

Solvency 2에서의 자본요건과 적정 시기 조치

Solvency 2에서의 자본요건

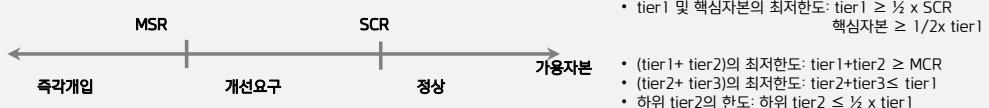
▶ 요구자본

- SCR(Solvency Capital Requirement): 예상 밖의 손실 발생해도 보험사가 충격 흡수할 수 있는 능력유지하기 위해 필요한 목표 자본금. 통계적 신뢰수준(예 99.5%)에서 특정기간(예 1년) 동안 모든 보험금 청구 충족할 수 있는 자본금
- MCR(Minimum Capital Requirement): 보험사 경영이 계약자에게 용인될 수 없는 리스크를 가지고 있는가 판단하는 자본금 요구. SCR보다 낮은 신뢰수준(예: 80~90%)에 의하여 산출

▶ 가용자본

tier1	핵심자본: 의결권보통주식, 내부 유보금, 회계기준책임준비금평가와 지금능력 평가의 정의 차이
	비핵심자본: 비누적적 영구 우선주 자본 등
tier2	핵심자본
	상위 tier2: 영속적, 누적적 우선주(영속성) 하위 tier2: 기한부 후순위채권 및 우선주(설정 기간에만 손실 흡수기능 보유)
tier3	특정 환경 하에서만 손실 흡수

▶ 적정 시기 조치



자료: 보험연구원, 키움증권

보험감독회계 운영 해외 사례

1. ICS (Insurance Capital Standard)

개요

- IAIS는 각 국가별 보험그룹에 대한 지급여력 비교가능성 제고목적으로 연결기준의 자기자본 기준(ICS) 마련을 추진(2020년 시행 예정)
 - ICS제정을 위한 필드테스트에 전 세계적으로 34개사 참여
 - 일정조건*을 만족하는 보험사만 대상이나, 향후 은행권 Basel 기준과 같이 보험권 자본규제의 국제 표준이 될 전망
 - 국제보험그룹(Internationally Active Insurance Group)
1. 국제성: 3개국 이상에서 보험료 수입 & 해외 수입보험료 비중 10% 이상
 2. 규모: 총자산 500억 달러 이상 또는 총 수입보험료 100억달러 이상

자산부채 평가

- (자산) 현재 원가로 평가하는 만기보유증권, 대출채권, 부동산도 시가기준 산출
- (부채) 시가평가로 현행추정치(Current Estimate)와 마진(Margin Over Current Estimate)으로 구성

2. Solvency 2

개요

- EIOPA(유럽보험연금감독청)에서 제정하고 EU 국가의 전 보험사가 대상이며 2016년 시행
- 리스크 중심의 경제적 요구자본 개념을 도입하였으며 지급능력(Pillar 1), 리스크관리 (Pillar 2), 공시(Pillar 3)의 3층 체계로 구성

자산부채 평가

- (자산) 현재 원가로 평가하는 만기보유증권, 대출채권, 부동산도 시가기준 산출
- (부채) 시가평가로 최선추정치(Best Estimate)와 리스크 마진(Risk Margin)으로 구성

IFRS4 2단계	ICS	Solvency 2
계약서비스 마진	마진	리스크 마진
위험조정	=	=
미래현금흐름	=	=
	현행 추정 부채	최선 추정 부채

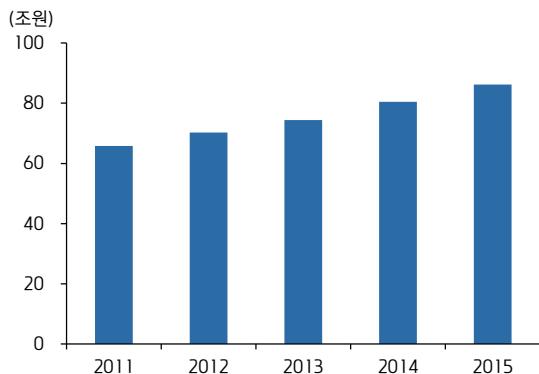
자료: 금감원, 키움증권

>>> 보증 이슈도 있다

생보업계는 보증에 대한 부담도 크다. 이미 2011년부터 변액보험 보증리스크 평가 및 준비금의 시가평가가 책임준비금 적정성 평가(LAT)내에서 진행됐고, 이에 따른 보증준비금 추가적립 이슈는 지난 2년여간 생보사들의 연말 실적 저조의 주요인이 되어 왔다. 1) 금리 하락 속도 둔화, 2) 신상품 개정과 3) 최저보증해지에 따른 리스크 경감 허용 등으로 올해는 관련된 추가적립금 규모가 작년대비 작을 것으로 예상되나, 장기금리 하락에 따른 부담은 여전하다. 최근 생보업계가 변액보험 신상품 출시와 판매에 주력하고 있으나, 저금리 상황에서의 수익률 고전과 변화되는 지급여력제도 하에서의 자본비용 상승을 감안하면 장기적인 경쟁력 있는 몇 개 생보사만이 의미 있는 매출 수준을 기록할 예상이다.

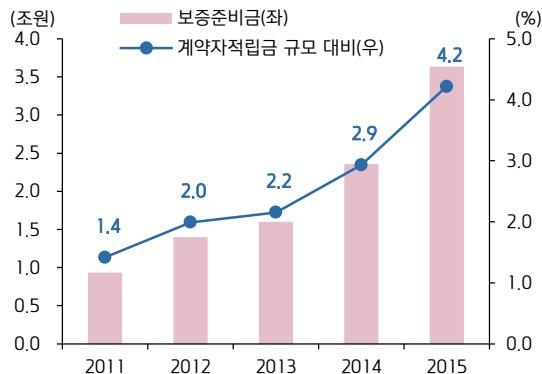
지난 5년여간 변액보험 보증준비금 이슈로 고생했던 생보사들은 일반계정의 이원화 보증 준비금 이슈로 골머리를 앓을 것이다. IFRS4 Phase2 이슈를 목전에 앞두고 있는 보험업계의 부담을 감안하면 동 이슈는 장기적인 이슈가 될 수 있다. 또한 지속적인 금융당국의 판매채널을 통한 사업비 규제 의지와 IFRS4 Phase2 도입을 감안하면 최저보증이율 등도 향후 이슈화될 여지는 있다.

변액보험 계약자적립금 추이



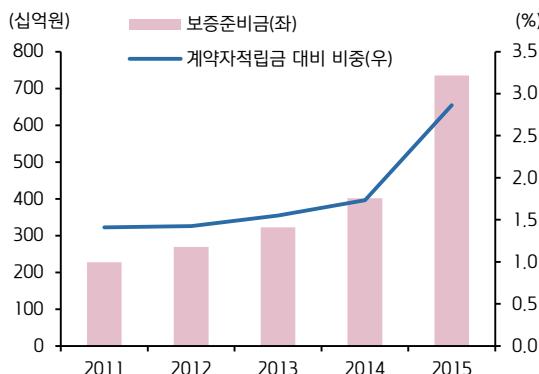
주: 17개 생보사 합산 기준
자료: 금감원, 키움증권

변액보험 보증준비금 추이



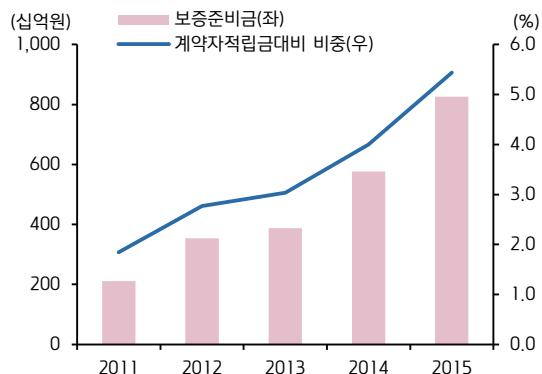
주: 17개 생보사 합산 기준
자료: 금감원, 키움증권

삼성생명 변액보험 보증준비금 추이



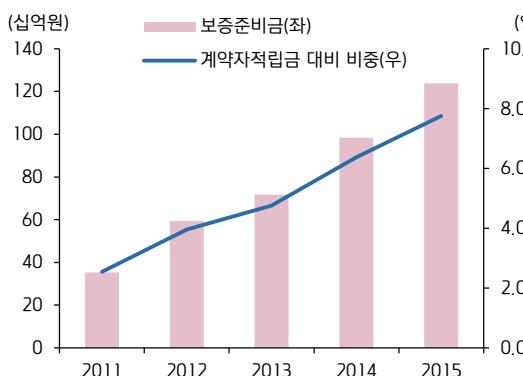
자료: 금감원, 키움증권

한화생명 변액보험 보증준비금 추이



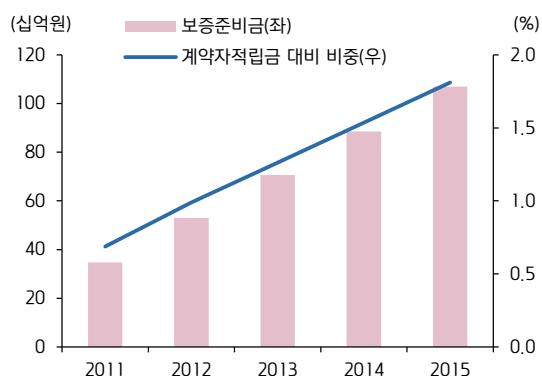
자료: 금감원, 키움증권

동양생명 변액보험 보증준비금 추이



자료: 금감원, 키움증권

미래에셋생명 변액보험 보증준비금 추이



자료: 금감원, 키움증권

주요 생보사의 변액보험 적립금, 보증준비금 및 최저보증위험액 현황 (단위: 십억원)

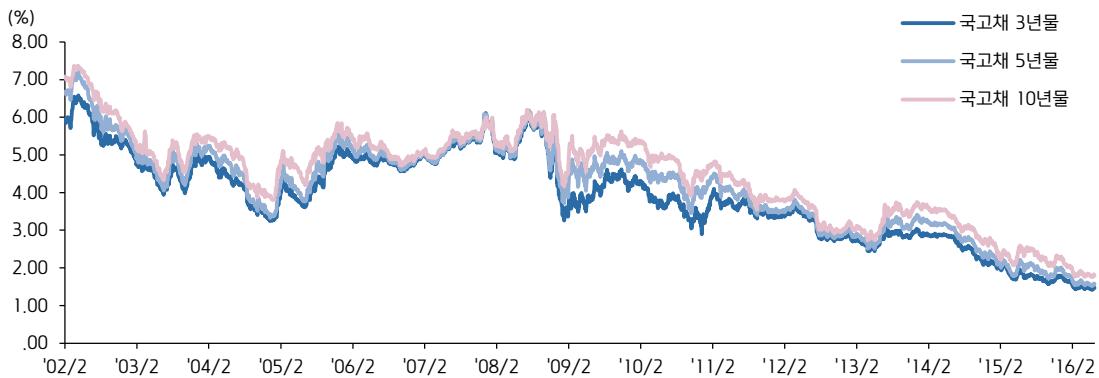
계약자적립금	삼성	한화	교보	미래 에셋	ING	메트 라이프	PCA	푸르 덴셜	신한	알리 안초	동양	홍국	동부	AIA	KB	KDB	라이나
변액종신보험	7,507	344	661	489	0	1,586	0	150	151	193	58	39	308	0	0	0	0
변액연금보험	16,537	7,750	8,017	3,213	3,485	1,480	324	1,031	1,454	544	965	886	448	114	519	400	0
변액유니버설보장성보험	0	1,712	3,032	0	488	0	27	863	0	243	252	140	0	85	4	84	0
변액유니버설저축성보험	1,614	1,621	1,506	2,199	1,544	2,324	3,420	391	331	740	322	345	120	672	100	260	9
기타	0	3,756	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	4	215	0	0
합계	25,658	15,184	13,216	5,901	5,516	5,390	3,771	2,435	1,938	1,719	1,596	1,410	876	874	838	744	9
보증준비금	한화	삼성	메트 라이프	교보	푸르 덴셜	ING	동양	미래 에셋	동부	홍국	AIA	알리 안초	신한	KDB	PCA	KB	라이나
변액종신보험	96.3	607.3	555.9	232.8	39.2	—	22.0	81.1	78.6	9.4	—	18.9	30.6	—	—	—	0.6
변액연금보험	113.8	126.3	40.2	61.5	8.4	26.4	7.4	24.6	3.5	10.2	8.1	4.3	11.2	3.1	2.5	5.6	—
변액유니버설보장성보험	189.9	—	—	191.7	227.6	134.6	94.2	—	—	45.6	45.1	23.1	—	18.8	5.1	2.1	—
변액유니버설저축성보험	0.8	1.2	5.3	0.8	0.5	0.2	0.2	1.2	0.5	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.7	0.2	0.0
기타	425.1	—	—	—	—	—	—	—	—	0.0	—	0.0	—	—	—	0.2	—
합계	825.9	734.8	601.4	486.8	275.7	161.2	123.8	106.9	82.5	65.2	53.7	46.4	42.0	22.0	8.3	8.0	0.6
최저보증위험액	삼성	교보	미래 에셋	한화	ING	홍국	신한	메트 라이프	동양	KDB	알리 안초	동부	푸르 덴셜	KB	PCA	AIA	라이나
변액종신보험	187.3	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
변액연금보험	229.2	119.3	76.2	52.9	48.5	45.8	44.8	26.3	23.8	20.5	10.1	10.9	13.8	10.7	4.5	0.0	—
변액유니버설보장성보험	—	199.1	—	—	—	—	—	—	—	—	8.9	—	—	—	4.6	—	—
변액유니버설저축성보험	1.2	1.7	2.1	1.6	2.2	0.0	0.3	2.3	0.3	0.3	1.0	3.7	0.5	—	1.0	0.9	0.0
기타	—	—	—	—	—	—	0.0	—	—	—	—	—	0.2	—	0.0	—	—
합계	417.7	320.1	78.3	54.5	50.7	45.8	45.1	28.6	24.1	20.8	20.1	14.6	14.3	10.9	10.0	1.0	0.0

자료: 금감원, 키움증권

III. 근본적인 문제는 저금리

보험업계의 제도 개편을 앞두고 이슈가 되고 있으나, 보험업계 직면한 위험의 근본적인 이유는 저금리다. 회계 및 감독 기준 변화 과정에서 가장 이슈화되는 것은 할인율이다. 시가평가 하에서의 할인율이 현재 시중금리를 따르기 때문에, 현재 저금리가 근원적 문제인 것이다.

2008년 이후 금리 지속적으로 하락

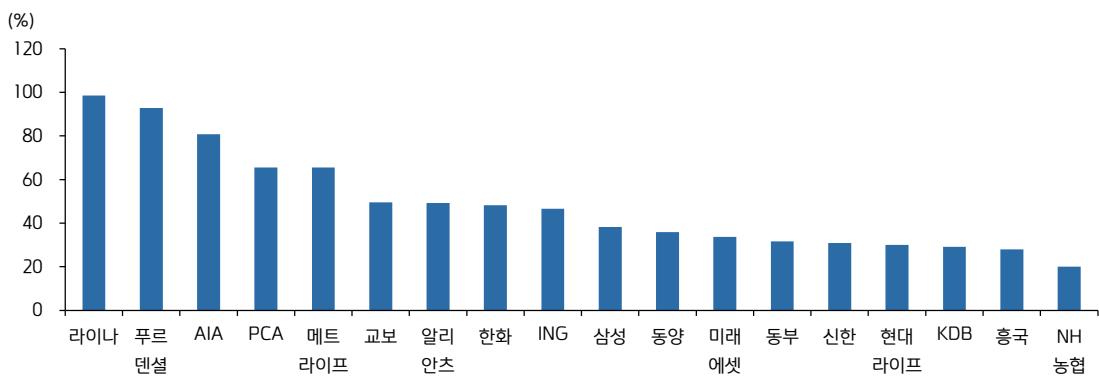


자료: Fnguide, 키움증권

>>> 현 회계제도에서도 저금리 장기화 부담 가시화

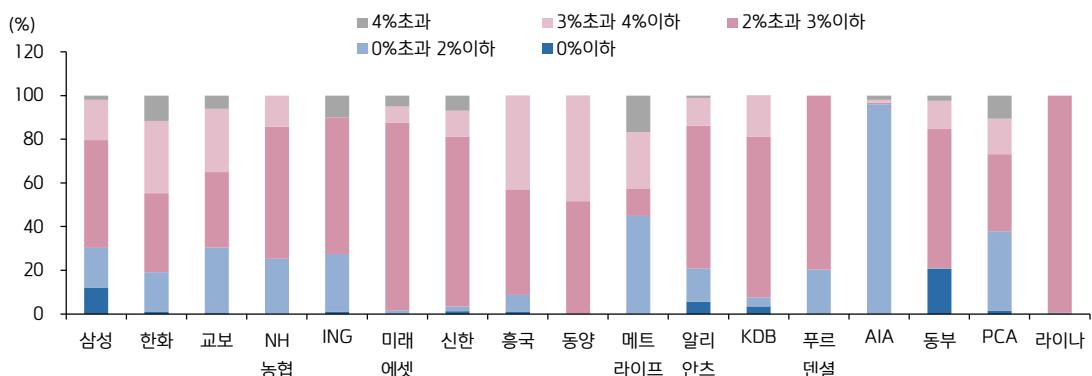
이미 현재 금리는 현재 회계제도 하에서도 저금리에 대한 부담이 가시화되는 수준이다. 생보업계의 고질적인 고금리 확정형 부채뿐만 아니라, 기존 금리연동형 부채에서도 문제는 발생하고 있다. 공시이율이 최저보증이율 이하까지 하락하면서, 더 이상 금리 연동형이 아닌 확정형으로 전환되고 있다. 시중금리가 반등하더라도 그 폭이 크지 않을 것으로 예상되는 상황이고, 제도 변경 영향과 운용수익률 하락으로 공시이율이 추가적으로 더 하락할 수 있다는 점을 감안하면 단기적으로 해소될 이슈도 아니다. RBC비율은 2013~2014년경 최저보증이율 금리민감도 적용방식을 Sliding식으로 변경해 지급여력산출 시에는 관련된 효과가 적용되고 있고, 손익에 미치는 영향도 가시화되기 시작할 전망이다.

주요 생보사의 금리부 부채 중 확정형 비중



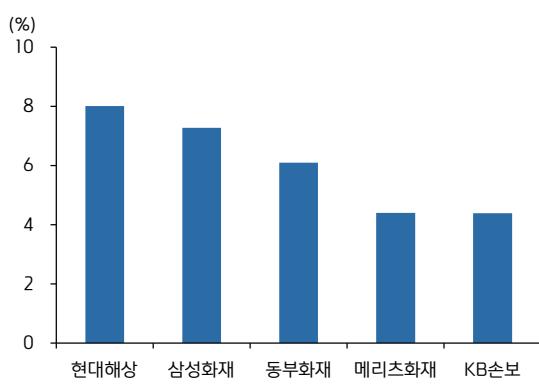
주: 4Q15 기준, 자료: 금감원, 키움증권

주요 생보사의 금리연동형 부채의 최저보증이율 비중 현황



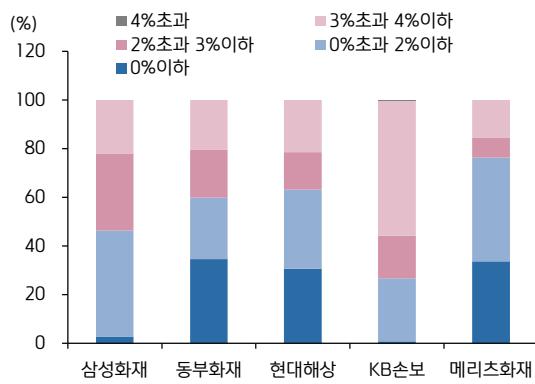
주: 4Q15 기준, 자료: 금감원, 키움증권

주요 손보사의 금리부 부채 중 확정형 비중



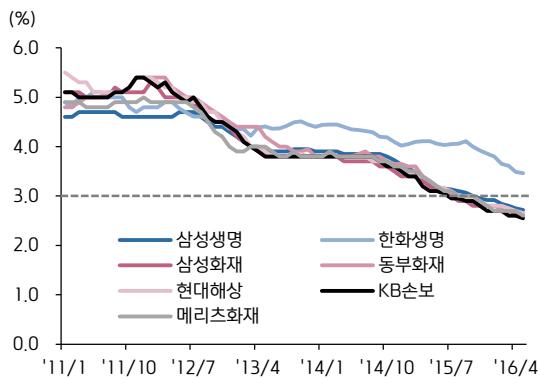
자료: 금감원, 키움증권

손보사의 금리연동형 부채의 최저보증이율 비중 현황



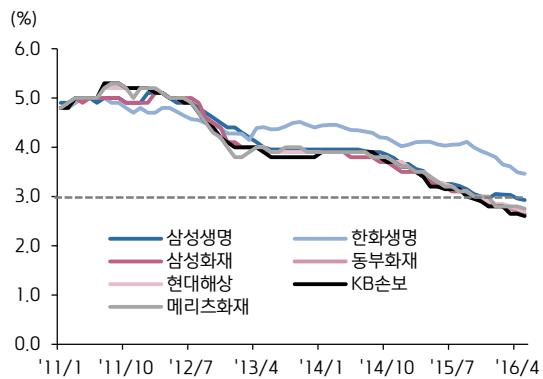
자료: 금감원, 키움증권

연금 공시이율 추이



자료: 금감원, 키움증권

저축성 공시이율 추이



자료: 금감원, 키움증권

주요 생보사의 금리부 부채 현황 (단위: 조원)

계약자적립금	삼성	한화	교보	NH 농협	ING	미래 애셋	신한	흥국	동양	메트 라이프	알리 앤초	KDB	푸르 텐셀	AIA	동부	PCA	라이나
금리부부채	141.0	63.0	55.9	50.7	17.5	14.0	17.9	16.7	16.1	5.9	12.3	11.6	8.6	10.0	6.4	1.0	1.4
금리확정형	54.0	30.4	27.7	10.2	8.1	4.7	5.5	4.7	5.8	3.9	6.1	3.4	8.0	8.1	2.0	0.7	1.4
금리연동형	87.0	32.6	28.2	40.5	9.3	9.3	12.4	12.0	10.3	2.0	6.3	8.2	0.6	1.9	4.3	0.4	0.0
금리연동형부채																	
최저보증이율 현황																	
0%이하	10.5	0.3	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.4	0.3	–	–	0.9	0.0	–
0%초과 2%이하	15.8	5.9	8.5	10.2	2.5	0.1	0.3	0.9	0.0	0.9	1.0	0.3	0.1	1.7	0.0	0.1	0.0
2%초과 3%이하	42.9	11.8	9.7	24.5	5.8	7.6	8.9	5.6	5.3	0.3	4.1	6.0	0.3	0.0	2.8	0.1	0.0
3%초과 4%이하	16.1	10.8	8.2	5.8	–	0.7	1.3	5.0	5.0	0.5	0.8	1.5	–	0.0	0.6	0.1	–
4%초과	1.7	3.8	1.7	–	0.9	0.5	0.8	0.0	0.0	0.3	0.1	0.0	–	0.0	0.1	0.0	–
합계	87.0	32.6	28.2	40.5	9.3	8.9	11.4	11.6	10.3	2.0	6.3	8.2	0.4	1.8	4.3	0.4	0.0

주: 최저보증이율 현황에는 일부사는 특약 제외, 4Q15기준, 자료: 금감원, 키움증권

주요 손보사의 금리부 부채 현황 (단위: 조원)

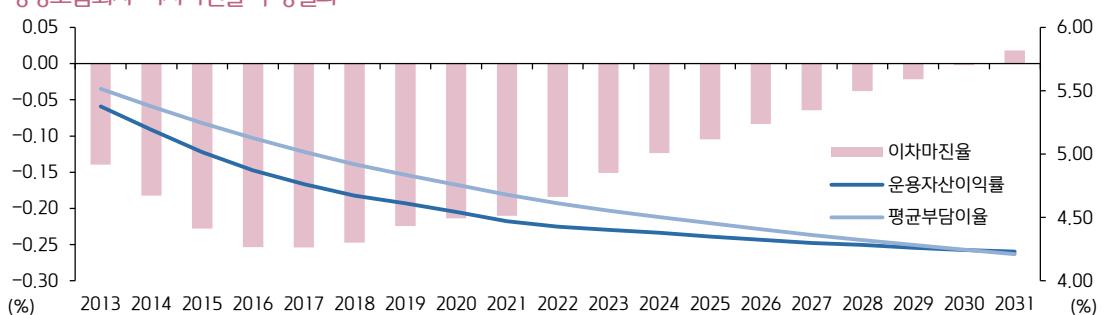
	삼성	동부	현대	KB손보	메리츠
금리부부채	36.4	19.6	20.5	16.4	9.5
금리확정형	2.6	1.2	1.6	0.7	0.4
금리연동형	33.7	18.4	18.9	15.6	9.0
금리연동형부채 최저보증이율 현황					
0%이하	0.9	6.4	5.8	0.1	3.0
0%초과 2%이하	14.7	4.7	6.1	4.1	3.9
2%초과 3%이하	10.7	3.6	2.9	2.7	0.8
3%초과 4%이하	7.4	3.8	4.0	8.7	1.4
4%초과	–	–	–	0.1	–
합계	33.7	18.4	18.9	15.6	9.0

주: 4Q15 기준, 자료: 금감원, 키움증권

>>> 생명보험사의 이차마진은 2030년이 넘어야 (+)로 전환 가능

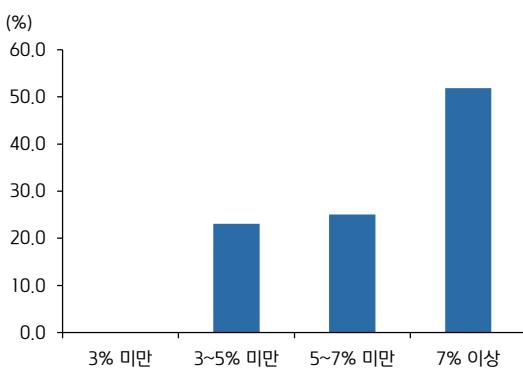
한은은 2013년 수준 금리(2013년 상반기 평균 국고채 5년물 금리 2.79%)에서 생명보험사의 이차마진율은 2031년에 가야 (+)로 전환 되는 것으로 추정했다. 생보사들이 금리연동형 부채 비중을 늘렸지만 현재 금리가 2013년보다 추가적으로 120~130bp 하락한 점을 감안하면, 이차마진이 흑자를 보일 수 있는 시점은 더 멀어졌다고 보여진다. 생명보험사가 보유한 수익률 5% 이상의 채권의 만기도 대부분 2020년 안에 몰려있다. 2013년 이후 일부 생보사를 중심으로 보유하고 있는 채권 매각을 통해 이차손실을 만회했다는 점을 감안하면, 현재 생보사들이 보유하고 있는 5% 이상 고금리 채권은 더 감소했을 것으로 추정된다.

생명보험회사 이차마진율 추정결과



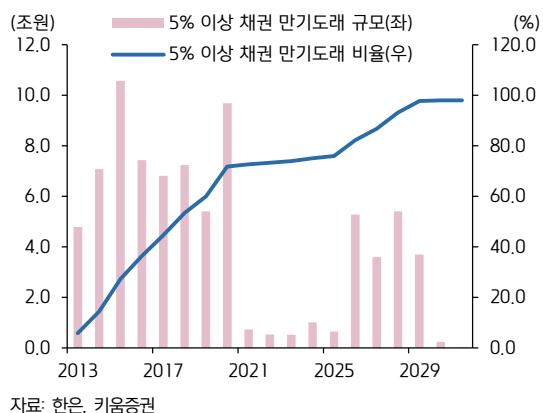
주: 생명보험회사의 수입보험료 연평균 6% 성장, 2013년 시장금리 유지 가정 자료: 한은, 키움증권

금리 확정형 보험의 예정이율별 비중



자료: 한은, 키움증권

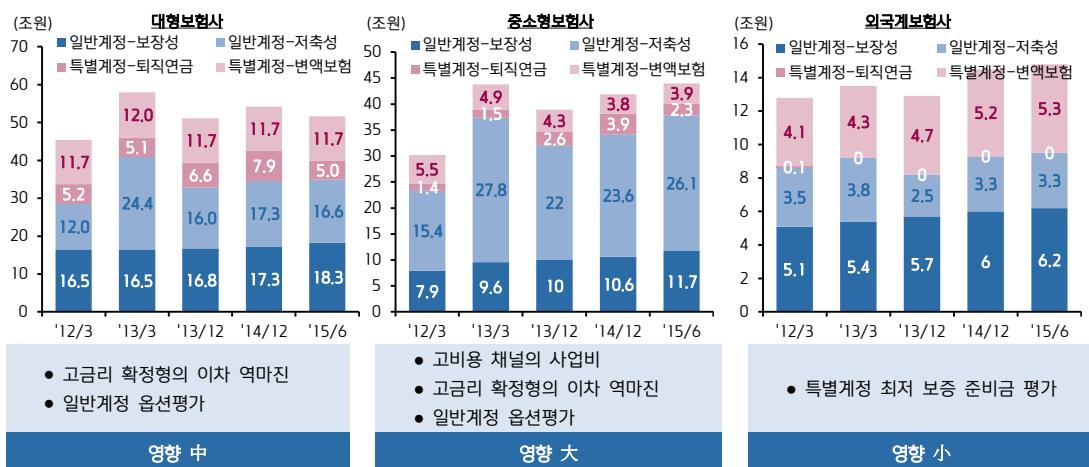
생보사 수익률 5% 이상 채권 만기 구조



자료: 한은, 키움증권

고금리확정형 부담에도 불구하고 저금리 및 제도 변화에 대한 대응은 중소형사보다 대형사가 더 나은 모습을 보이고 있다. 향후 금융지주사를 중심으로 한 방카슈랑스 규제 완화 움직임은 더욱 가속화될 수 있다.

국내 보험사의 IFRS4 Phase2 도입 영향



자료: 금감원, 키움증권

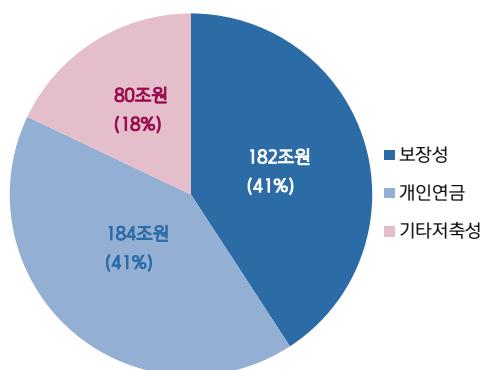
>>> 장수리스크: 연금 시장을 통한 성장의 아킬레스 건

연금 시장 성장에 대한 기대가 크다. 고령화가 가파르게 진행되는 국내 여건과 금융당국의 사적 연금활성화 정책에 기인한다. 전 금융권이 연금시장에서의 성장을 위해 주력하고 있는데, 보험권에서도 이에 발빠르게 대응해왔다. 특히, 생보업계는 ‘종신보장’ 기능이 있다는 점이 판매 포인트로 부각하고 있다.

그러나 향후 장수리스크의 대두는 생보사들의 연금시장을 통한 성장 의지를 제한할 전망이다.(퇴직연금 제외) 생보사들은 이미 보장성 상품과의 복합형 상품 출시를 통해 관련 리스크를 감소시키면서 연금시장에 대응하고 있다. 추가적으로 관련된 리스크를 완화하는 상품 등을 출시해서 대응할 계획이나, 계약자 소구력을 저하될 수 있다. 또한 장수리스크의 등장과 함께 기존에 판매했던 개인연금보험에서의 리스크 측정 및 대응이 주요이슈가 될 수 있다.

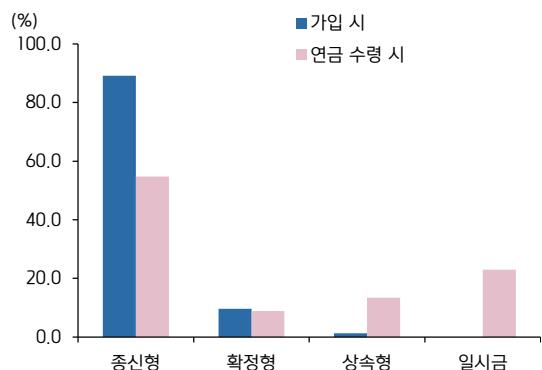
생보사의 개인연금 판매규모(적립금 기준, 2013년 3월말 기준)는 184조원으로 전체 보험판매액의 41%를 차지하고 있다. 연금지급방식에 따른 비중 중 장수리스크가 발생할 수 있는 종신형이 89%로 대부분을 차지하고 있다. 가입당시의 연령대 비율도 30대 이하 비중이 58%를 차지하고 있다. 한은 분석에 따르면 장수리스크는 상대적으로 낮은 기대수명을 적용하여 높은 확정금리로 저연령층에게 2002년 이전에 판매한 종신형 개인연금보험을 중심으로 발생할 가능성이 높으며, 장수 리스크 문제는 연금 개시가 본격화 될 것으로 예상되는 2023년 이후 크게 부각될 예상이다. 9개 생보사를 중심으로 한은이 계산한 장수리스크 규모는 당시 자본총계의 17.9~32.7%에 해당하며, RBC비율은 46.4~84.7%p 하락할 것으로 추정했다.

보험종류별 규모 및 비중



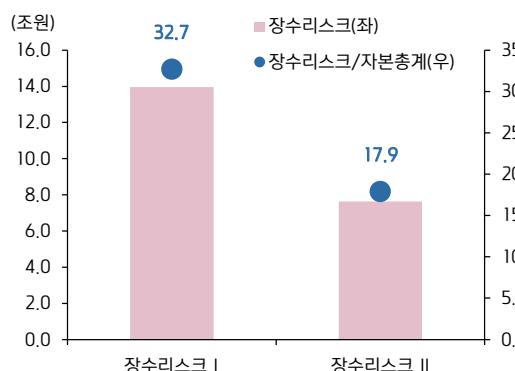
주: 2013년 기준
자료: 한은, 키움증권

연금 지급방식별 분포



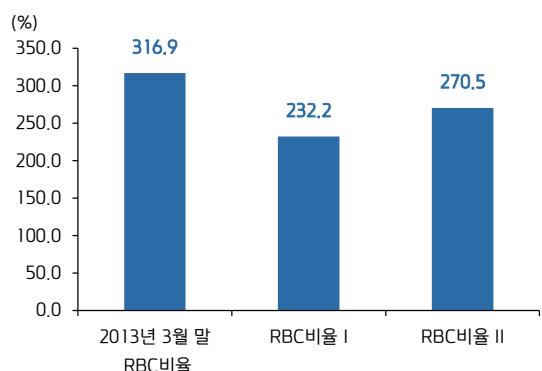
주: 연금 수령 시는 2007~2012년 실제 연금 수령방법 선택 기준
자료: 한은, 키움증권

장수 리스크 규모



주: I 은 종신형 보유기준, II는 연금수령방법 변경 반영
자료: 한은, 키움증권

장수리스크 반영 시 RBC비율



주: I 은 종신형 보유기준, II는 연금수령방법 변경 반영
자료: 한은, 키움증권

IV. 투자판단의 기준

저금리 영향 가시화와 다가오는 제도 변경으로 보험업계는 향후 2~4년간 극심한 혼돈의 시기를 겪을 것으로 예상된다. 새로운 기준 도입으로 현 회계 및 감독 기준에 대한 신뢰성이 낮아진 상태에서 일시적 요인(매각 이익 등)에 따른 당기순이익은 주가에 단기적인 영향만을 미칠 전망이다. 장기 비즈니스를 특성으로 하는 보험사 입장에서 현회계 기준하에선 1~2년 순이익을 양호하게 보이게 하는 것은 쉽다. 회계 및 감독 기준인 IFRS4 Phase2·IFRS9과 신지급여력비율제도로 전환되면 회사의 본질 가치가 재무제표와 각종 공시를 통해 보다 투명해질 전망이다. 이와 같은 기준 변경이 본격 도입되기 전까지 2018년~2021년에 거치면서 보험사들은 제도 변경 준비로 혼란스러운 가운데, 투자자들은 실제로 현재와 같은 저금리 하에서도 견조하게 성장 가능한 보험주를 찾기 위한 노력을 지속할 것이다.

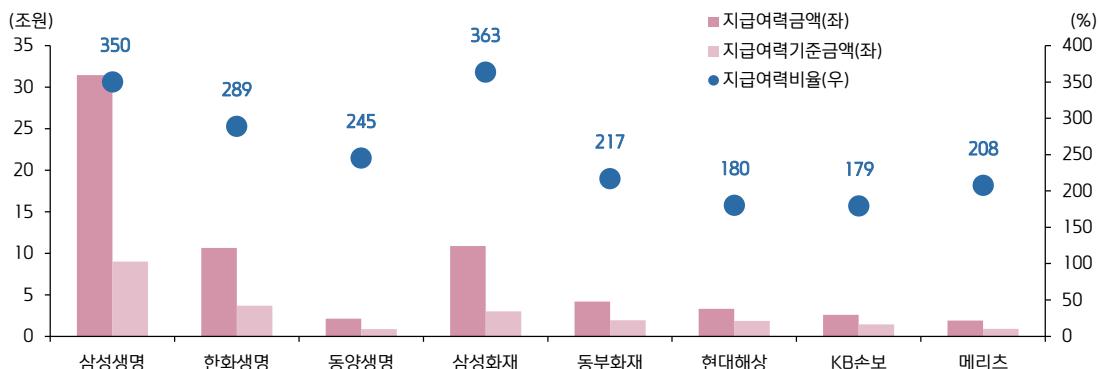
저금리 하의 제도 변경에 따른 불확실성은 지속될 전망이나 현 시점에서 투자 가능한 종목 선정 기준을 세 가지로 제시한다. 1) 제도 변경에 따른 영향이 적거나, 2) 저금리와 제도 변화에 대응할 수단을 보유했거나, 3) 환경 변화 속에서 이점을 누릴 수 있는 보험사다. 다만, 신지급여력비율제도(가칭)의 구체적 안도 정해지지 않은 상황에서 1) 제도 변경에 따른 영향을 논하기는 이르다.

이에 제도 변경에 따른 영향은 향후 제도 제정 등의 과정 및 Field Test를 살펴보며, 추후 레ポート에서 다루기로 한다. 여기선 2), 3) 기준을 통해 업종 Top Pick을 선정한다.

>>> 저금리와 제도 변화에 대응할 수단 보유

저금리와 제도 변화에 대응할 수 있는 수단은 1) 자본, 2) 이차익 외의 다른 이익원, 3) 자산운용 부분에서의 ALM 및 Yield Picking 능력, 4) 신계약 창출 능력으로 구분할 수 있다. 신계약 창출 능력은 상품 개발 능력과 판매채널로 구분된다. 현재는 전속설계사 규모가 판매를 좌우할 수 있으나, 금융업권 전체적으로 판매채널의 변화가 진행되고 있는 점을 감안하면 향후 대체 채널로 부각 가능한 신채널에 대한 관심도 필요하다.

보험사들의 RBC비율 현황



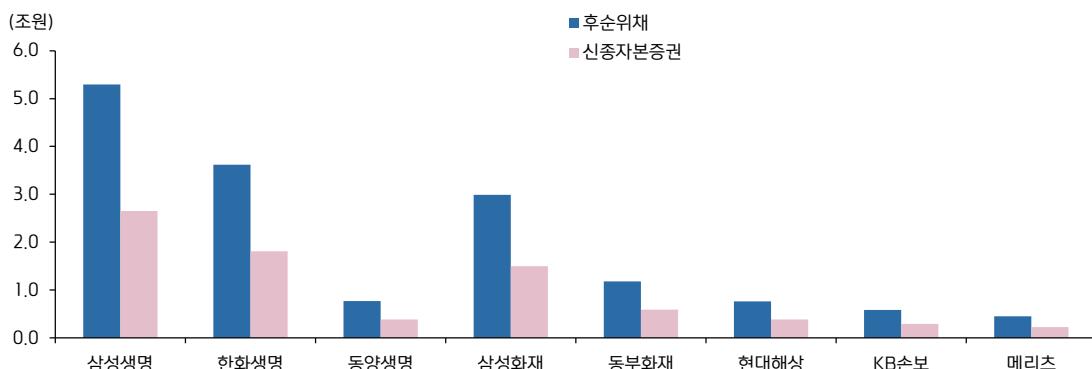
주: 1Q16기준, 자료: 금감원, 키움증권

보험사들의 지급여력비율과 자본총계 현황 (단위: 십억원, %)

	삼성생명	한화생명	동양생명	미래에셋생명	삼성화재	동부화재	현대해상	KB손보	메리츠
지급여력비율	336.5	277.0	239.2	261.3	350.4	210.9	171.2	170.2	199.3
지급여력금액	29,225	9,733	1,961	1,973	10,218	3,911	3,072	2,379	1,768
지급여력기준금액	8,685	3,515	820	755	2,916	1,854	1,795	1,398	887
보험위험액	1,183	685	135	73	1,254	904	970	727	506
금리위험액	4,180	1,934	436	383	957	439	508	414	211
신용위험액	4,648	1,576	379	326	1,388	937	742	558	392
시장위험액	562	96	36	86	60	43	12	54	0
운영위험액	275	150	42	62	197	121	135	106	57
자본총계	22,866	8,572	1,946	1,855	9,971	3,683	2,435	2,077	1,471
자본금	100	4,343	538	832	26	35	45	30	53
자본잉여금	6	485	206	301	939	38	114	181	369
이익잉여금	10,757	2,494	786	309	6,795	3,031	2,058	1,577	650
비상위험준비금					1,692	702	663	620	191
자본조정	-1,568	-924	-61	-10	-1,348	-30	-37	0	-4
기타포괄손익누계액	13,571	2,174	477	424	3,558	608	255	288	403
매도가능금융자산평가손익	13,595	1,797	464	410	3,514	328	120	267	206

자료: 금감원, 키움증권

보험사들의 후순위채 및 신종자본증권 발행 현황



주: 1Q16기준, 현대해상 후순위채 4000억원, 메리츠화재 후순위채 2,490억원 보완자본에 반영 중, 자료: 금감원, 키움증권

회사 가치의 금리 민감도 (단위: 십억원)

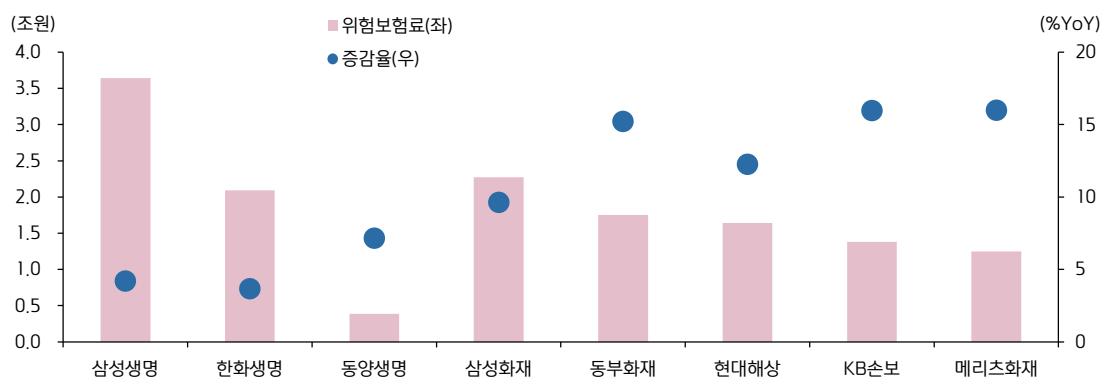
	삼성생명	한화생명	동양생명	삼성화재	동부화재	현대해상
EV	25,298	8,927	1,996	14,688	6,115	4,833
ANW	23,808	9,196	1,947	9,577	3,480	2,404
VIF	1,490	-269	50	5,111	2,635	2,429
투자수익률 가정	3.6	3.5	3.5	3.2	3.4	3.3

금리 50bp 하락 시 가치 변화

EV 변화	-1,144	-428	-98	-503	-287	-314
VIF+ 자본 변화				-1,579	-593	-487
VIF 변화				1,076	306	174
자본 변화						

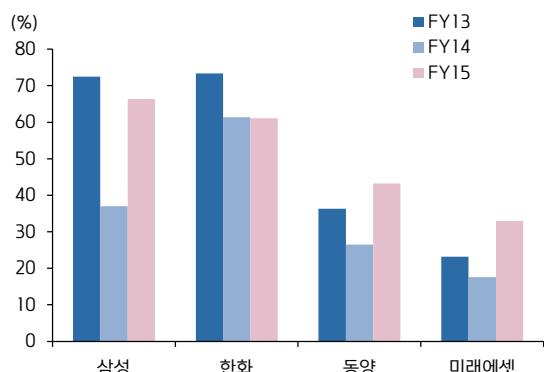
자료: 보험업계, 금감원, 키움증권

보험사들의 연간 위험보험료 현황과 증감율



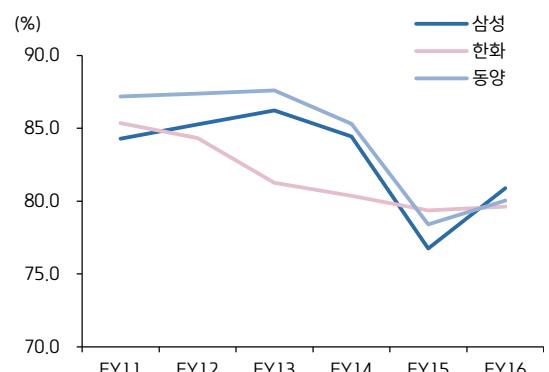
주: FY15기준, 자료: 금감원, 기움증권

세전이익에서 사차익이 차지하는 비중 추이



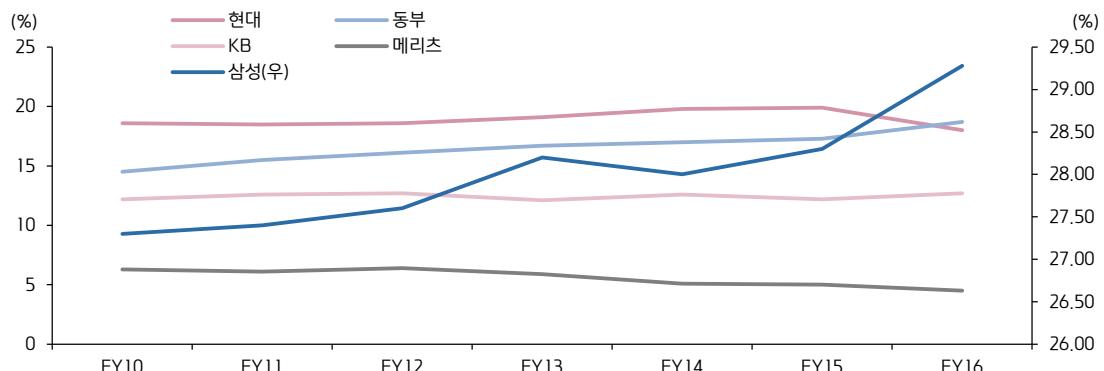
자료: 금감원, 기움증권

생보사의 위험손해율 추이



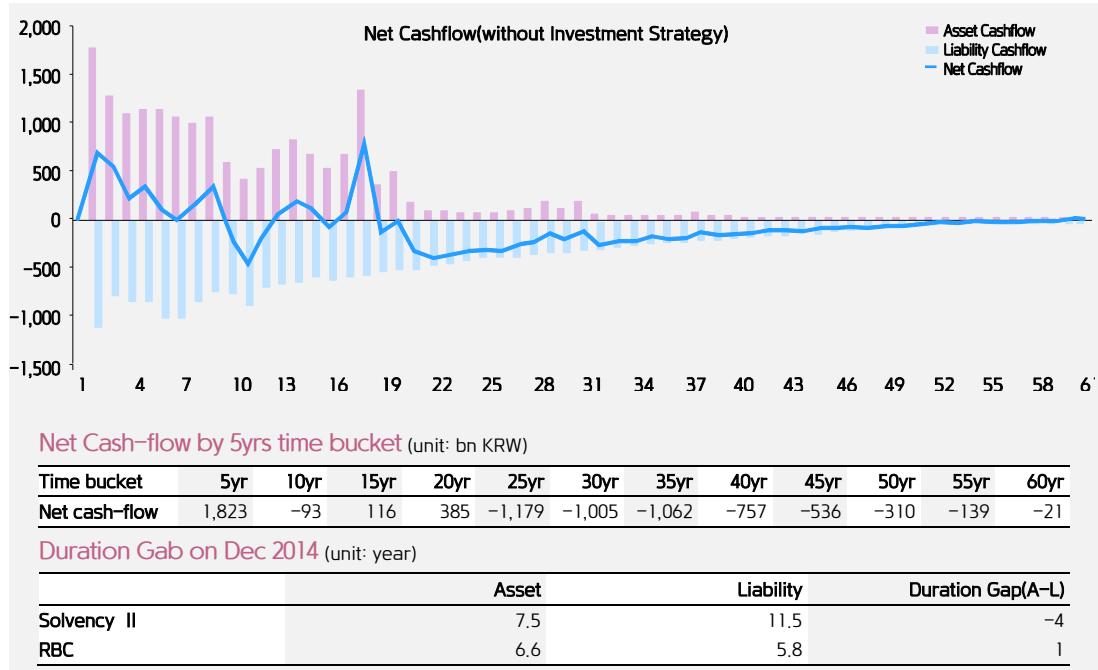
자료: 보험업계, 기움증권

손보사들의 자동차보험 원수보험료 M/S 추이



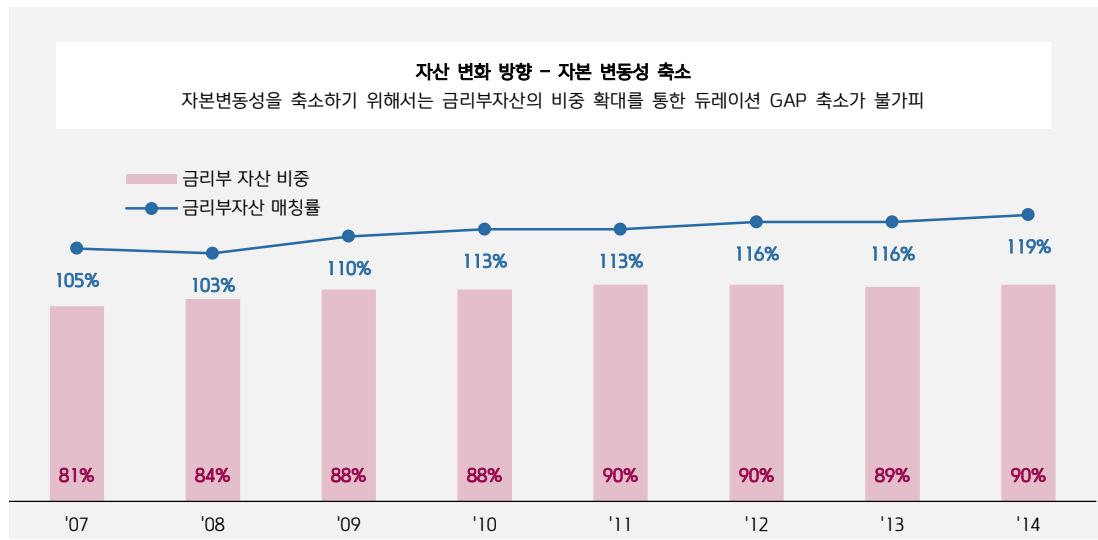
주: FY15기준, 자료: 보험개발원, 기움증권

Allianz 사례: ALM Mismatch



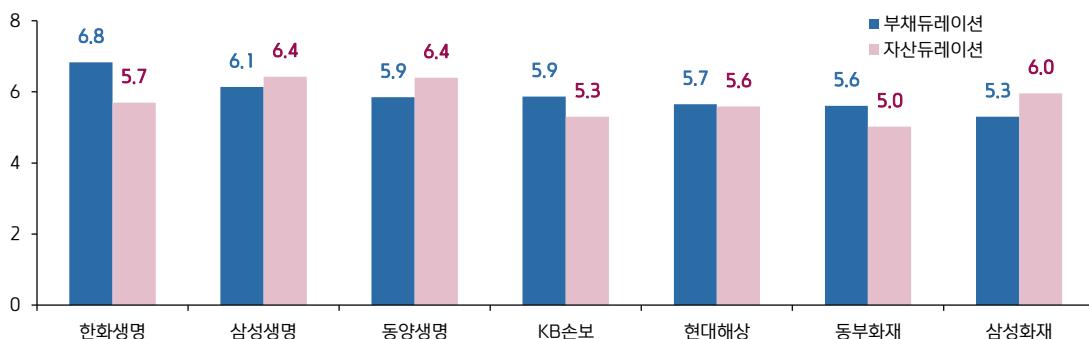
자료: 보험연구원, 키움증권

Allianz 사례: 금리부자산 비중 확대



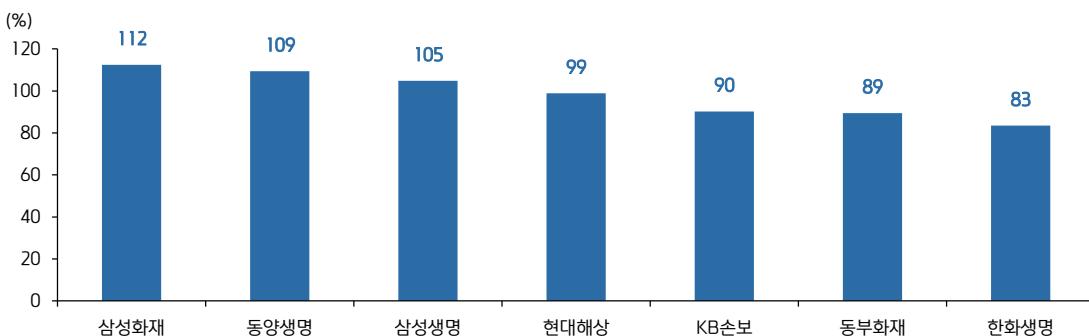
자료: 금감원, 키움증권

보험사들의 부채 및 자산 드레이션 현황



주: 1Q16 기준, RBC기준, 자료: 금감원, 키움증권

보험사들의 부채 및 자산 드레이션 매칭률



주: 1Q16 기준, RBC기준, 자료: 금감원, 키움증권

>>> 환경 변화에서의 이점 활용 가능한 보험사

저금리에 따른 손익 및 재무건전성 악화 가시화와 제도 변화 속에서 보험 업계는 혼돈의 시기를 맞이 할 예상이다. 지배구조 변화와 활성화되는 M&A 시장에서 이점을 잘 활용할 수 있는 보험사에 대한 관심이 필요하다.

생보사의 최대 주주현황

구분	최대주주 현황
삼성	이건희(20.76%), 삼성물산(19.35%), 이마트(5.885), 삼성문화재단(4.68%), 신세계(2.19%), 삼성생명공익재단(2.18%)
한화	한화건설(24.9%), 예금보험공사(15.3%), (주)한화(21.67%), (주)한화갤러리아타임월드(1.75%)
교보	신창재(33.78%), 신인재(2.53%), 신경애(1.71%), 신영애(1.41%)
NH농협	NH 농협금융지주(100%)
ING	라이프투자유한회사(100%)
동양	안방생명보험주식유한회사(63.01%)
미래에셋	미래에셋증권(19.87%), 미래에셋캐피탈(19.01%), 미래에셋자산운용(6.17%), 미래에셋펀드서비스(0.53%), 미래에셋컨설팅(0.11%)
신한	신한금융지주회사(100%)
흥국	이호진(56.3%), 이원준(14.65%), 대한화선주식회사(10.43%) 등
메트라이프	Metropolitan Global Management, LLC(85.36%)
알리안츠	Allianz Societas Europaea(100%)
KDB	케이디비칸서스밸류유한회사(60.35%)
푸르덴셜	Prudential International Insurance Holdings, Ltd.(100%)
동부	동부화재(99.6%), 김준기(0.16%)
PCA	Prudential Corporation Holdings Limite(100%)
라이나	Cigna Chestnut Holding, Ltd.(100%)

자료: 생명보험협회, 키움증권

>>> 업종 Top Pick으로 삼성화재, 동부화재, KB손해보험 유지

업종 Top Pick으로 삼성화재, 동부화재, KB손해보험을, 관심종목으로 삼성생명을 유지한다.

삼성화재는 높은 자본여력으로 모든 제도 변경에서 국내 보험사 중 가장 자유로우며, 탁월한 언더라이팅 능력을 기반으로 사차익 중심의 이익 구조로 이미 자리잡고 있다는 점이 투자포인트다. 동사의 진가는 업계 경쟁이 심화되면서 발휘될 전망이다.

동부화재는 2위권 손보사 중 펀더멘털이 가장 강하다. 사업비 효율화, 운용능력의 차별화에 이어 최근 엔 장기위험손해율 안정화도 점진적으로 차별화된 모습을 보여주고 있다. 연결 RBC도입 시 자회사인 동부생명 등의 영향으로 RBC비율의 하락 폭이 상대적으로 크나, 자본여력은 2위권사 중 우수하다.

KB손해보험은 자본규제 강화 속에서 낙관한 자본여력이 있는 대주주 밑에 있다는 점이 수혜이다. 또한 금융지주사의 일원으로 향후 변화될 환경 속에서 이점을 누릴 수 있다. 삼성생명은 이월차역마진이 확대되고 있으나, 제도 변화에 따른 부담 증가는 지배구조 변화 기대로 연결될 수 있다.

보험사의 주요 지표 및 밸류에이션 (단위: 원, 십억원, 배 %)

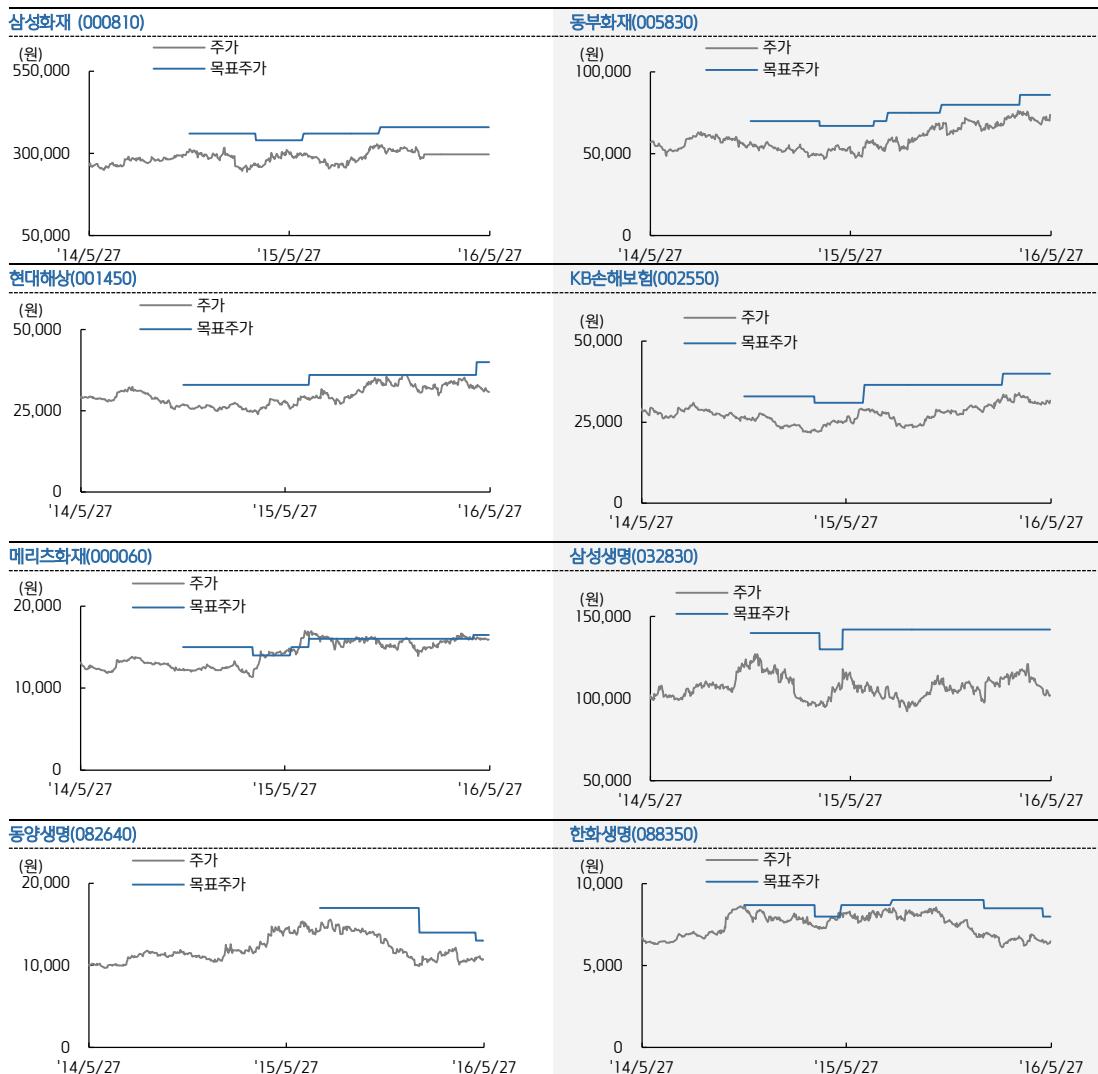
	삼성화재	동부화재	현대해상	KB 손해보험	메리츠화재	삼성생명	한화생명	동양생명
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	Marketperform	BUY	Outperform	Outperform
목표주가	380,000	86,000	40,000	40,000	16,500	142,000	8,000	13,000
시가총액	13,099	5,147	2,754	1,890	1,695	20,500	5,559	1,173
ROE	FY15 FY16E FY17E	7.7 8.6 8.8	11.5 11.9 11.9	8.0 10.9 11.2	8.8 11.7 12.3	11.8 11.9 11.5	5.0 7.7 4.3	5.6 8.2 7.7
당기순이익	FY15 FY16E FY17E	783 887 975	413 453 492	203 300 334	174 252 288	171 186 200	1,211 2,038 1,324	500 454 483
자본총계	FY15 FY16E FY17E	9,971 10,726 11,444	3,683 3,908 4,350	2,642 2,850 3,098	2,077 2,216 2,449	1,471 1,667 1,802	23,722 30,662 32,421	8,572 8,891 9,251
자산총계	FY15 FY16E FY17E	62,871 68,319 73,770	30,563 33,095 35,703	33,171 35,347 37,645	26,504 28,663 30,488	14,604 16,283 17,953	230,363 264,820 284,083	98,855 106,628 115,366
PBR	FY15 FY16E FY17E	1.3 1.0 1.0	1.2 1.2 1.1	1.1 0.9 0.8	0.8 0.9 0.8	1.1 1.0 1.0	0.9 0.6 0.6	0.7 0.5 0.5
PER	FY15 FY16E FY17E	16.0 12.4 11.3	10.8 10.2 9.3	14.3 8.3 7.4	9.4 7.5 6.6	9.8 9.3 8.8	17.0 9.0 13.8	11.7 10.6 10.0
BPS	FY15 FY16E FY17E	245,229 269,309 287,340	58,179 61,735 68,721	32,859 35,443 38,371	37,190 36,938 40,812	14,219 15,476 16,393	126,987 166,162 175,692	10,863 11,833 12,312
EPS	FY15 FY16E FY17E	19,251 22,276 24,490	6,519 7,152 7,776	2,528 3,727 4,148	3,111 4,196 4,797	1,656 1,728 1,820	6,475 11,338 7,420	634 604 643
배당성향	FY15	28.3	23.8	29.4	13.8	35.1	27.5	27.0
DPS	FY15	5,150	1,550	750	400	570	1,800	180
배당수익률	FY15	1.7	2.2	2.1	1.4	3.5	1.6	2.4
								5.3

자료: 키움증권

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	종목명	일자	투자의견	목표주가
삼성화재 (000810)	2014/11/27	BUY(Reinitiate)	360,000원	동부화재 (005830.)	2014/11/27	BUY(Reinitiate)	70,000원
	2015/01/02	BUY(Maintain)	360,000원		2015/01/02	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/01/12	BUY(Maintain)	360,000원		2015/01/12	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/02/17	BUY(Maintain)	360,000원		2015/02/26	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/03/27	BUY(Maintain)	340,000원		2015/04/01	BUY(Maintain)	67,000원
	2015/04/01	BUY(Maintain)	340,000원		2015/05/04	BUY(Maintain)	67,000원
	2015/05/04	BUY(Maintain)	340,000원		2015/06/01	BUY(Maintain)	67,000원
	2015/06/01	BUY(Maintain)	340,000원		2015/07/09	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/06/22	BUY(Maintain)	360,000원		2015/08/03	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/07/09	BUY(Maintain)	360,000원		2015/09/24	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/08/03	BUY(Maintain)	360,000원		2015/10/01	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/10/01	BUY(Maintain)	360,000원		2015/10/13	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/10/13	BUY(Maintain)	360,000원		2015/11/09	BUY(Maintain)	80,000원
	2015/10/28	BUY(Maintain)	360,000원		2015/11/24	BUY(Maintain)	80,000원
	2015/11/09	BUY(Maintain)	380,000원		2016/01/29	BUY(Maintain)	80,000원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	380,000원		2016/03/31	BUY(Maintain)	86,000원
	2016/01/29	BUY(Maintain)	380,000원		2016/04/12	BUY(Maintain)	86,000원
	2016/04/01	BUY(Maintain)	380,000원		2016/05/02	BUY(Maintain)	86,000원
	2016/05/02	BUY(Maintain)	380,000원		2016/05/27	BUY(Maintain)	86,000원
	2016/05/27	BUY(Maintain)	380,000원				
현대해상 (001450)	2014/11/27	BUY(Maintain)	33,000원	KB손해보험 (002550)	2014/11/27	BUY(Reinitiate)	33,000원
	2015/01/02	BUY(Maintain)	33,000원		2015/01/02	BUY(Maintain)	33,000원
	2012/01/12	BUY(Maintain)	33,000원		2012/01/12	BUY(Maintain)	33,000원
	2015/02/25	BUY(Maintain)	33,000원		2015/04/01	BUY(Maintain)	31,000원
	2015/04/01	BUY(Maintain)	33,000원		2015/06/01	BUY(Maintain)	31,000원
	2015/05/04	BUY(Maintain)	33,000원		2015/06/29	BUY(Maintain)	36,500원
	2015/06/01	BUY(Maintain)	33,000원		2015/07/09	BUY(Maintain)	36,500원
	2015/07/09	BUY(Maintain)	36,000원		2015/08/03	BUY(Maintain)	36,500원
	2015/08/03	BUY(Maintain)	36,000원		2015/10/01	BUY(Maintain)	36,500원
	2015/10/01	BUY(Maintain)	36,000원		2015/10/13	BUY(Maintain)	36,500원
	2015/10/13	BUY(Maintain)	36,000원		2015/11/09	BUY(Maintain)	36,500원
	2015/11/09	BUY(Maintain)	36,000원		2015/11/24	BUY(Maintain)	36,500원
	2016/01/29	BUY(Maintain)	36,000원		2016/01/29	BUY(Maintain)	36,500원
	2016/04/01	BUY(Maintain)	36,000원		2016/03/02	BUY(Maintain)	36,500원
	2016/05/02	BUY(Maintain)	40,000원		2016/03/21	BUY(Maintain)	40,000원
	2016/05/27	BUY(Maintain)	40,000원		2016/04/01	BUY(Maintain)	40,000원
					2016/04/22	BUY(Maintain)	40,000원
					2016/05/27	BUY(Maintain)	40,000원
메리츠화재 (000060)	2014/11/27	BUY(Reinitiate)	15,000원	삼성생명 (032830)	2014/11/27	BUY(Initiate)	140,000원
	2015/01/02	BUY(Maintain)	15,000원		2015/01/12	BUY(Maintain)	140,000원
	2012/01/12	BUY(Maintain)	15,000원		2015/02/13	BUY(Maintain)	140,000원
	2015/04/01	BUY(Maintain)	14,000원		2015/04/01	BUY(Maintain)	130,000원
	2015/06/01	Marketperform(Downgrade)	14,000원		2015/05/13	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/06/08	Marketperform(Maintain)	15,000원		2015/06/29	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/07/09	Marketperform(Maintain)	16,000원		2015/07/09	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/08/04	Marketperform(Maintain)	16,000원		2015/07/15	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/10/01	Marketperform(Maintain)	16,000원		2015/08/17	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/10/13	Marketperform(Maintain)	16,000원		2015/10/13	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/11/09	Marketperform(Maintain)	16,000원		2015/11/13	BUY(Maintain)	142,000원
	2016/01/29	Marketperform(Maintain)	16,000원		2016/01/29	BUY(Maintain)	142,000원
	2016/04/01	Marketperform(Maintain)	16,000원		2016/05/16	BUY(Maintain)	142,000원
	2016/04/28	Marketperform(Maintain)	16,500원		2016/05/27	BUY(Maintain)	142,000원
	2016/05/27	Marketperform(Maintain)	16,500원				
동양생명 (082640)	2015/07/28	BUY(Initiate)	17,000원	한화생명 (088350)	2014/11/27	Marketperform(Initiate)	8,700원
	2015/08/17	BUY(Maintain)	17,000원		2015/01/12	Marketperform(Maintain)	8,700원
	2015/10/13	BUY(Maintain)	17,000원		2015/02/16	Marketperform(Maintain)	8,700원
	2015/11/13	BUY(Maintain)	17,000원		2015/04/01	Marketperform(Maintain)	8,000원
	2016/01/29	BUY(Maintain)	14,000원		2015/05/18	Marketperform(Maintain)	8,700원
	2016/04/29	BUY(Maintain)	14,000원		2015/07/09	Marketperform(Maintain)	8,700원
	2016/05/13	Outperform(Downgrade)	13,000원		2015/08/17	Outperform(Upgrade)	9,000원
	2016/05/27	Outperform(Downgrade)	13,000원		2015/10/13	Outperform(Maintain)	9,000원
					2015/11/13	Outperform(Maintain)	9,000원
					2016/01/29	Outperform(Maintain)	8,500원
					2016/05/12	Outperform(Maintain)	8,000원
					2016/05/27	Outperform(Maintain)	8,000원

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상	Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~20%주가상승예상	Neutral(중립)	시장대비+10~10%변동예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~10%주가변동예상	Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~20%주가하락예상		
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상		

투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%