

보험

Overweight
(Maintain)

2016. 11.23

위기와 기회의 교차점

금리가 급등하고 있습니다. 이는 보험주에 긍정적이나, 단기적으로 부정적 요인도 있습니다. 내년부터는 보험회계 및 감독제도 확정안이 마련되고 이에 대한 준비가 본격화될 것입니다. 제도 강화와 맞물린 금융당국의 규제완화와 업계 구조개편은 일부 보험사에 기회가 될 전망입니다.

Top Picks로 삼성화재, 동부화재를 관심종목으로 삼성생명을 유지합니다.



증권/보험

Analyst 김태현

02) 3787-4904

thkim@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. 위기와 기회의 교차점 3

- > 트럼프 당선 이후 급반전된 금리 기조 3
- > 관건은 안착하는 금리 Level 수준 4
- > 2017년 위기와 기회가 공존하는 불확실성 시대 5

II. 금리 반등 반가우나... 7

- > 금리의 급격한 반등, 또는 방향 불확실성이 부담스러운 이유 7
- > 금리 상승이 반가운 현실적 이유 10

III. 제도 변화 준비는 이미 시작됐다 11

- > 본격화되는 책임준비금적정성 평가(LAT) 강화 11
- > 부채 듀레이션 확대도 2년여에 걸쳐 시행 예정 17

IV. IFRS17, 보험사는 전환 시점에 주목한다 20

- > 할인율, 생보사에 가장 부담스러운 요인 21
- > 손보사의 부담은 보장성 갱신형 상품이나, 단기적 부담요인은 아닐 전망 23

V. 제도 변화 과정 속의 기회 26

- > 금융당국, 자본 규제에 대응할 수단으로 수익성 규제 완화 26
- > 산업 구조 개편 과정에서의 기회 31

- 당사는 11월 22일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 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.

위기와 기회의 교차점

>>> 보험주에 중요한 건 안착하는 금리 수준

미국 대선에서 트럼프가 대통령으로 당선된 후, 국내 금리는 급등했다. 보험주에 반가운 소식이나, 중장기 금리방향성은 여전히 불확실하다. 17년 보험주에 중요한 것은 불확실성이 완화된 후, 오버슈팅이 마무리되는 국면에서의 금리 레벨이다. 당사는 보험주에 투자하기 수월한 금리 레벨을 2.5%(국고채 10년물 기준)로 제시한다

>>> 금리 반등 반가우나...

금리의 급격한 반등 또는 방향 불확실성이 단기적으로 보험사에 부담을 주는 가장 큰 요인은 자본, RBC비율이다. 현재 금리 수준에서 추가적으로 시중금리가 50bp내외 상승해 연말까지 유지될 경우, 보험사들의 연말 RBC비율에 부담이 될 수 있다. 이에 대응하기 위한 보험사의 후순위채 발행 움직임은 이미 가시화되고 있다.

금리 상승이 보험주에 반가운 이유는 1) 실제 보험사의 가치 증가에 기여하며, 2) 보험부채 시가평가 관련 이슈에서 엄격한 할인율 잭대를 완화시킬 수 있는 개연성을 제공하기 때문이다.

>>> 제도 변화 준비는 이미 시작됐다

2017년엔 보험업계의 회계제도(IFRS17)와 감독제도(신지급여력비율) 변경의 구체적 윤곽이 드러날 예정이다. 제도 변화 불확실성이 보험주 주가에 영향을 줄 것으로 예상되는 가운데, 2017년 예정된 금융당국의 건전성 강화규제는 1) LAT(부채적정성평가) 강화와 2) 부채 듀레이션 확대이다.

IFRS17 도입에 있어 생보사는 할인율이, 손보사는 보장성 갱신형 상품이 부담이다. 다만, 손보사들의 부담은 단기적으로 크지 않을 전망이다.

>>> 제도 변화 속의 기회

건전성 규제 강화 하에 금융당국은 가격 자율화를 시행하고, 업계는 구조개편 중이다. 내년엔 대선도 있다. 이는 일부 보험사에 위기 속의 기회를 제공해 줄 것이다.

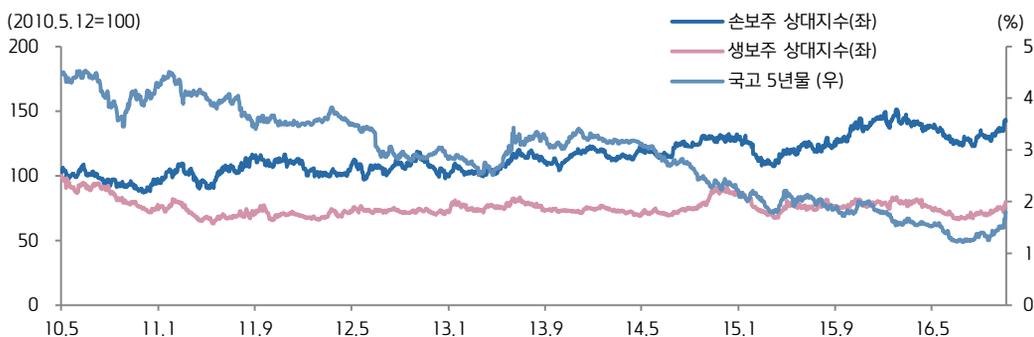
업종 Top Picks로 삼성화재, 동부화재를, 관심종목으로 삼성생명을 유지한다.

I. 위기와 기회의 교차점

>>> 트럼프 당선 이후 급반전된 금리 기조

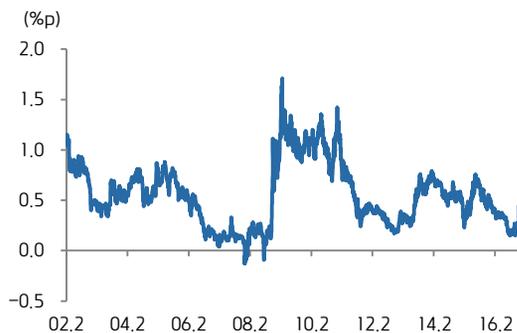
미국 대선에서 트럼프가 대통령으로 당선됐다. 시장에서 예상지 못한 결과였다. 이후, 글로벌 금리는 급등했고, 장단기금리차는 확대됐다. 국내 10년물 금리는 미국 대선 이후 45bp 상승했고(11/21일 기준 국고채 10년물 금리 2.12%), 장단기금리차는 13bp 확대됐다. 이는 트럼프 정책이 가파르게 인플레이 이션을 야기할 수 있고, 이에 미 연준이 빠르게 긴축정책을 시행할 수 있다는 예상 때문이다. 국내 보험주도 금리 반등과 함께 급등했다.

국내 금리와 보험주 주가 흐름



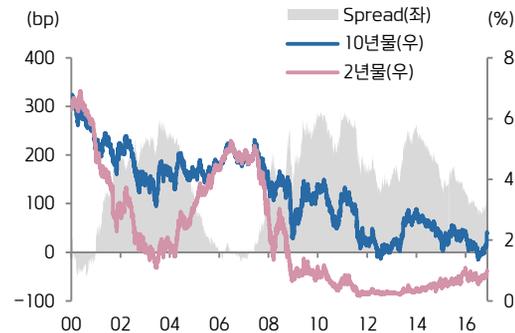
자료: Fnguide, 키움증권

국내 장단기금리차



주: 국고 10년물-3년, 자료: Fnguide, 키움증권

미국 국채 금리와 장단기 금리차 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

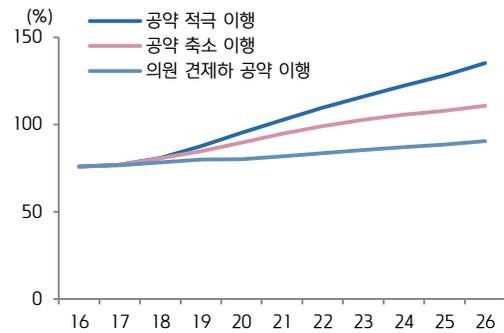
>>> 관건은 안착하는 금리 Level 수준

금리 반등은 분명 보험주에 긍정적이다. 금리 민감도가 가장 높은 업종이 보험업이기 때문이다. 2008년 금융위기 이후 지속적인 금리 하락으로 힘들었고, 이미 임계치 수준을 하회하는 금리 레벨로 고전하는 보험주에게 금번 금리 반등은 분명 반가운 소식이다.

그러나 중장기 금리 방향성은 여전히 불확실하다. 급등 후 안착되는 금리 레벨에 대한 불확실성이 크다. 금리 반등이 보험애널리스트 입장에서 반가운 소식임에도 불구하고 선불리 환호하지 못하는 이유다.

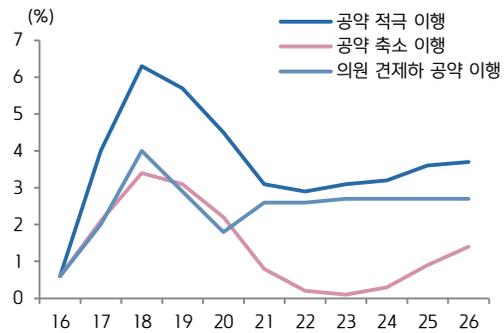
Moody's는 트럼프가 공약을 적극적으로 실행 시 2018년을 기점으로 미국이 경제 침체 국면에 진입할 가능성을 예상했다. 급격한 인플레이션 우려가 확산되면서 미 연준이 내년부터 급격한 긴축정책을 펼 가능성도 제시했다.

트럼프 공약 이행 시 GDP대비 정부부채 비율



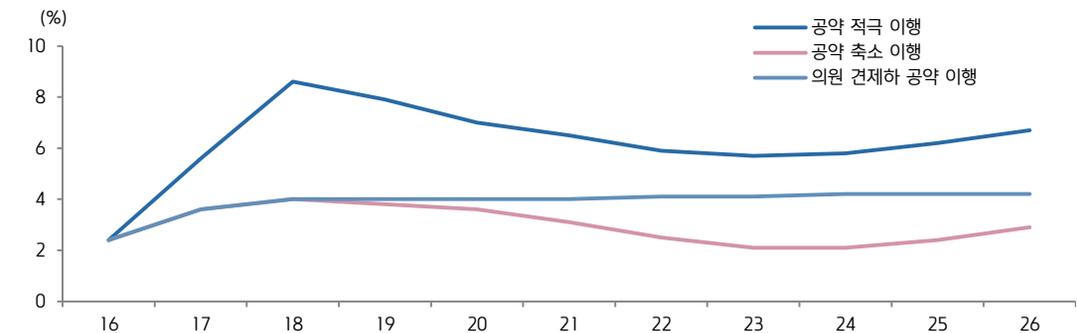
자료:Moody's, 키움증권

연준의 금리 인상 속도 빨라질 가능성 제기



자료:Moody's, 키움증권

트럼프 공약 이행 시나리오별 미국 국채 10년물 금리 추이



자료:Moody's, 키움증권

보험은 장기 산업이다. 따라서 회사 전략 수립에 있어 단기보다는 중·장기 예상이 중요하다. 통상 예상에 있어서 단기와 중기 방향성은 일치한다. 그러나 트럼프 공약 실행을 근간으로 한 단기와 중장기 경제 및 금리 방향은 상이하다. 여기에 고민이 있다. 또한, 트럼프가 대통령으로 임명된 이후 후보 시절 제시한 정책을 일관적으로 펼칠지도 미지수다.

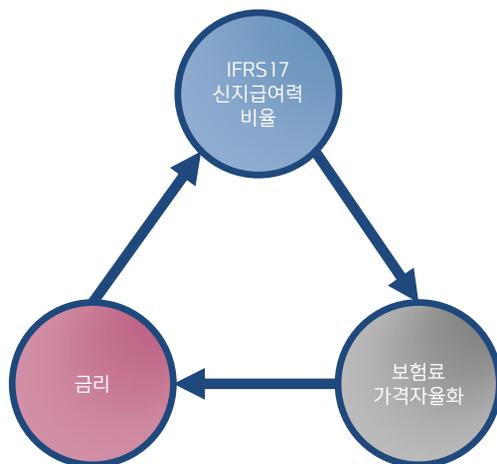
결국 17년 보험주에 중요한 금리는 정책 및 경제에 대한 불확실성이 완화된 후, 오버슈팅이 마무리되는 국면에서 금리 레벨이다.

>>> 2017년 위기와 기회가 공존하는 불확실성 시대

2017년도 불확실성 시대이다. 보험주에게 기존 2~3년과 차이점은 위기와 기회가 동시에 공존하는 시대, 경제적 불확실성뿐만 아니라 정치적 불확실성도 공존하는 시대라는 점이다.

현재 시장에서 예상하는 내년 이벤트는 1) 회계(IFRS17) 및 감독 제도(신지급여력비율) 변경안 확정 및 관련된 제도 변경 시행, 2) 손보사들의 지속적인 증익(당사 커버리지 5개사 합산 기준 7.6%YoY 이익 증가) 예상이다. 불확실한 요인은 금리와 정책이다. 올해 미국 대선에 이어 내년에는 한국도 본격적인 대선 레이싱에 진입할 예정이다. 미국 정책뿐만 아니라 국내 정책도 불확실하다.

금리와 정책은 유기적 관계



자료: 키움증권

IMF이후 우리는 불확실성이 만연된 사회에 살고 있다. 호시절엔 보험사간 차별화가 진행되기 힘들다. 모두가 위기라 하는 때에 누군가에게는 기회가 될 수 있다.

가지고 있는 여력이 상이한 상황에서 보험사의 규제 강화에 대응하는 전략이 상이해지고 있다. 종목별 차별화는 불가피하다.

보험 업종 Top Picks로 삼성화재와 동부화재를, 관심종목으로 삼성생명을 유지한다.

삼성화재는 높은 자본여력으로 모든 제도 변경에서 국내 보험사 중 가장 자유로우며, 탁월한 언더라이팅 능력을 보유하고 있다는 점이 투자포인트다. 삼성증권 및 본사 매각 이익으로 순이익 증가 및 ROE 제고가 가능할 전망이다. 그룹 지배구조 변화 속에 주주친화정책의지는 강해질 것으로 예상된다.

동부화재는 사업비 효율화, 운용능력 차별화로 2위권사 중 가장 안정적인 이익 흐름을 보이고 있다. 경쟁사 대비 장기보험 안정화에 보다 많은 힘을 쏟고 있다. 삼성생명도 현재 금리 수준에서 이원차역마진이 확대되고 있으나, 제도 변화에 따른 부담 증가는 지배구조 변화 기대로 연결될 수 있다.

보험사 주요 지표 및 밸류에이션 (단위: 원, %, 십억원, 배)

		삼성화재	동부화재	현대해상	KB손해보험	메리츠화재	삼성생명	한화생명	동양생명
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	Marketperform	BUY	Marketperform	Marketperform
목표주가		380,000	86,000	40,000	35,000	16,500	130,000	7,000	12,500
현주가		293,500	73,400	34,900	28,550	16,500	114,000	6,660	13,100
시가총액		13,905	5,197	3,120	1,713	1,821	22,800	5,784	1,409
ROE	FY15	7.7	11.5	8.0	8.8	11.8	5.0	5.6	8.2
	FY16E	8.7	11.8	11.4	12.1	14.3	8.2	4.9	10.1
	FY17E	8.7	11.2	9.9	11.6	13.1	4.2	4.7	9.0
당기순이익	FY15	783	413	203	174	171	1,211	500	151
	FY16E	908	477	348	281	242	2,190	449	241
	FY17E	981	521	356	315	264	1,252	465	211
자본총계	FY15	9,971	3,683	2,642	2,077	1,471	23,722	8,572	1,946
	FY16E	10,946	4,383	3,478	2,572	1,924	32,323	9,936	2,279
	FY17E	11,665	4,904	3,753	2,844	2,115	33,240	9,880	2,415
자산총계	FY15	62,871	30,563	33,171	26,504	14,604	230,363	98,855	22,571
	FY16E	67,731	34,033	36,920	29,351	16,776	267,653	108,142	27,189
	FY17E	71,579	36,759	39,883	31,141	18,514	283,407	116,843	31,510
PBR	FY15	1.2	1.2	1.1	0.7	1.1	0.9	0.7	0.6
	FY16E	1.1	1.1	0.8	0.7	0.9	0.6	0.5	0.6
	FY17E	1.0	0.9	0.7	0.6	0.9	0.6	0.5	0.5
PER	FY15	16.0	10.8	14.3	8.8	9.8	17.0	11.7	7.9
	FY16E	12.9	9.7	8.1	6.1	7.3	9.0	11.2	6.2
	FY17E	11.9	8.9	7.9	5.4	6.9	15.2	10.8	6.4
BPS	FY15	245,229	58,179	32,859	37,190	14,219	126,987	10,863	19,061
	FY16E	274,841	69,241	43,256	42,862	17,881	177,547	12,957	22,327
	FY17E	292,875	77,467	46,668	47,406	19,292	182,583	13,149	23,655
EPS	FY15	19,251	6,519	2,528	3,111	1,656	6,475	634	1,479
	FY16E	22,786	7,533	4,328	4,681	2,254	12,628	597	2,099
	FY17E	24,642	8,226	4,430	5,246	2,405	7,481	619	2,062
배당성향	FY15	28.3	23.8	29.4	13.8	35.1	27.5	27.0	41.9
	FY16E	29.0	24.0	23.0	15.0	30.0	14.6	27.0	35.0
	FY17E	30.0	24.0	23.0	20.0	28.0	25.0	23.0	35.0
DPS	FY15	5,150	1,550	750	400	570	1,800	180	620
	FY16E	6,600	1,800	1,000	700	660	1,800	160	730
	FY17E	7,400	1,950	1,020	1,000	670	1,700	140	720
배당수익률	FY15	1.7	2.9	2.1	1.4	3.5	1.6	2.4	5.3
	FY16E	2.2	2.5	2.9	2.5	4.0	1.6	2.4	5.6
	FY17E	2.5	2.7	2.9	3.5	4.1	1.5	2.1	5.5

자료: 보험업계, 키움증권

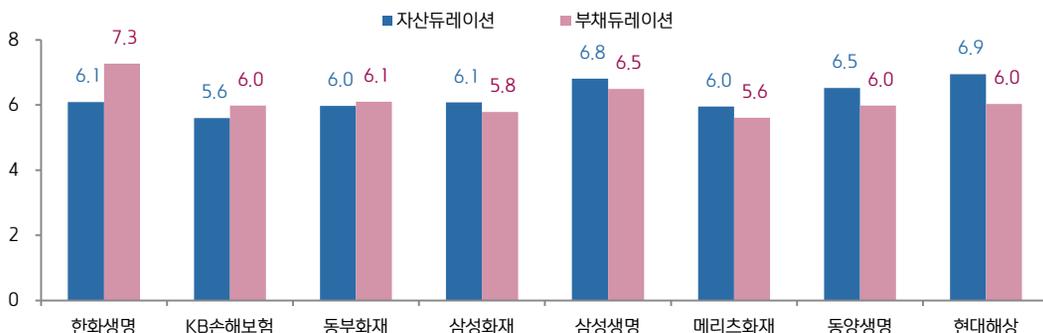
II. 금리 반등 반가우나...

11월 미국 대선을 기점으로 금리가 반등했다.

트럼프 정책에 따른 기대인플레이션 영향으로 금리 추세는 하락에서 상승으로 전환되고 있다. 다만, 국내 금리는 국내외 재정 및 통화정책, 채권시장 수급에 따른 레벨과 속도 불확실성은 여전히 존재한다. 금리 상승은 보험주에 긍정적이다. 부채와 자산 듀레이션 갭 차이 때문이다.

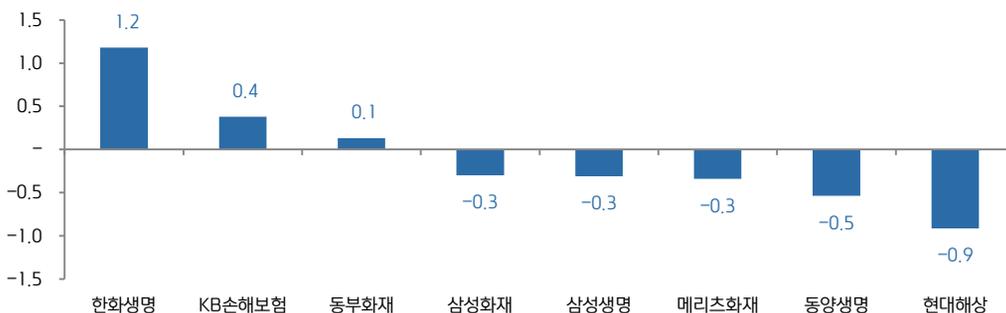
다만, 본격적인 회계 및 감독 제도 변경을 앞두고 이에 대한 대응책에 여념 없는 보험사에게 금리의 급반등은 그리 반갑지만은 않다. 보험사에겐 금리의 오버슈팅 이후 급락을 거친 안정화보다는 더디지만 점진적인 상승이 편하다.

보험사들의 자산 및 부채듀레이션 현황



주: 3Q16 기준, RBC기준, 자료: 보험업계, 키움증권

보험사들의 자산·부채듀레이션 갭



주: 3Q16 기준, RBC기준, 듀레이션갭= 부채듀레이션-자산듀레이션, 자료: 보험업계, 키움증권

>>> 금리의 급격한 반등, 또는 방향 불확실성이 부담스러운 이유

금리의 급격한 반등 또는 방향 불확실성이 보험사에 부담을 주는 가장 큰 요인은 자본이다. 실제 보험사의 부채는 자산보다 듀레이션이 길고 이와 같은 듀레이션 차에 의해 금리 상승 시 보험사는 수익개선과 더불어 자본여력도 증가한다.

그러나 국내 보험사 현실은 이와 다르다. 현행 회계 상의 한계(자산의 시가평가, 부채의 원가평가) 때문이다. 부채 시가평가를 근간으로 하는 IFRS17은 2021년에 시행될 예정이다.

문제는 현재다. 현재는 회계 제도 변화의 과도기 국면에 놓여 있으며, 대부분 보험사들은 자본규제 강화에 대응하기 위해 2015년~2016년 동안 채권 재분류(만기보유→매도가능)를 단행했다. 채권 재분류 당시 보험사는 채권 평가이익 인식으로 자본이 증가했다. 이는 자본의 금리 민감도를 높였고, 금리 급등 시 보험사의 자본여력이 약화되는 문제에 봉착케 하는 요인이 될 수 있다. 게다가, 보험사마다 들고 있는 평가이익 규모가 상이해서 채권 평가손익 규정 변경 합의도 쉽지 않을 예정이다.

16년 보험사들의 채권재분류 현황 (단위: 십억원)

		변경시기	변경전	변경후
메리츠화재	당기손익인식	2016년 5월	20	20
	매도가능		2,882	4,054
	만기보유		1,020	
	합계		3,922	4,074
현대해상	당기손익인식	2016년 6월	160	200
	매도가능		5,315	11,048
	만기보유		4,840	
	합계		10,315	11,249
동부화재	당기손익인식	2016년 8월	250	302
	매도가능		5,792	7,804
	만기보유		1,595	
	합계		7,636	8,106

자료: 보험업계, 언론, 키움증권

보험사들의 보유채권 현황 (단위: 십억원)

	삼성생명	한화생명	동양생명	삼성화재	동부화재	현대해상	KB 손해보험	메리츠화재
채권	117,166	51,493	12,682	31,922	11,592	15,639	10,061	6,363
국내채권	109,255	38,395	9,541	29,423	7,973	11,490	7,270	4,550
당기손익인식	11	30		296	245	110	358	20
매도가능	108,945	38,364	6,559	28,986	7,728	11,380	3,988	4,530
만기보유	299		2,982	141			2,924	
외화채권	7,911	13,098	3,141	2,499	3,620	4,149	2,791	1,812
%채권	6.8	25.4	24.8	7.8	31.2	26.5	27.7	28.5
당기손익인식					10			
매도가능	7,911	13,098	3,141	2,499	3,609	4,149	2,747	1,812
만기보유							44	

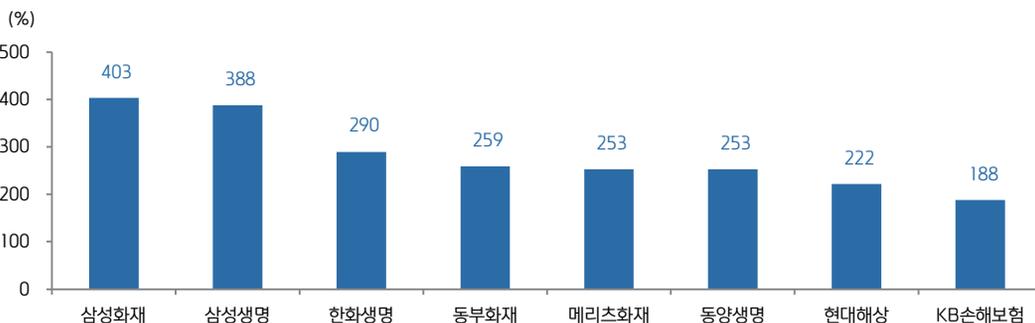
주: 3Q16 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

보험사들의 RBC비율과 매도가능증권평가이익 현황 (단위: %, 십억원)

	삼성생명	한화생명	동양생명	삼성화재	동부화재	현대해상	KB 손해보험	메리츠화재
RBC 비율	388.3	289.8	253.0	403.4	258.9	222.0	187.9	253.3
지급여력금액	37,441	11,489	2,385	12,456	5,273	4,330	2,887	2,489
지급여력기준금액	9,641	3,965	943	3,088	2,037	1,950	1,537	983
자본총계	27,364	9,925	2,283	11,956	4,619	3,583	2,506	2,078
매도가능증권평가손익	17,962	2,885	641	5,035	938	952	473	588

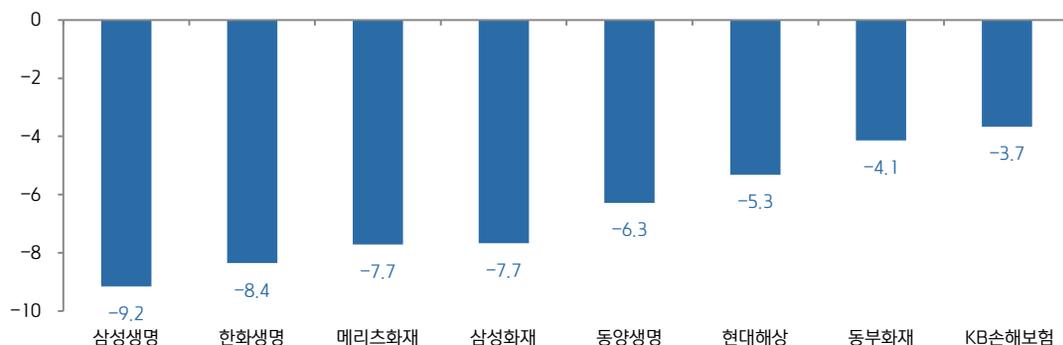
주: 3Q16 기준, 자료: 금감원, 키움증권

보험사들의 RBC비율 현황



주: 3Q16기준, 자료: 금감원, 키움증권

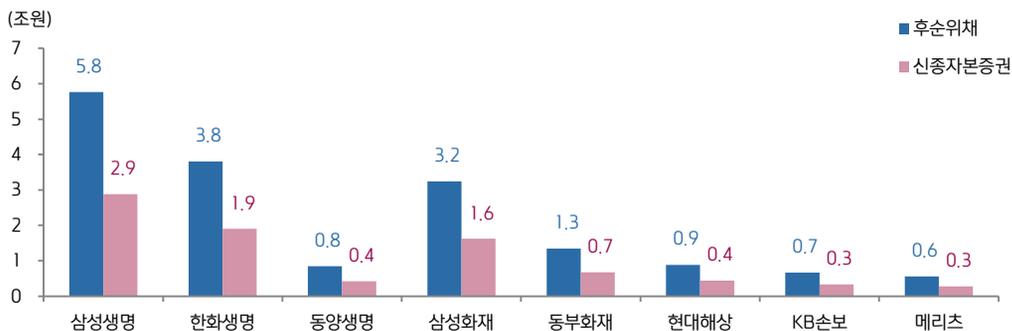
보험사들의 RBC비율 금리 민감도



주: 금리 10bp 상승 시 RBC비율 변화율, 동부화재는 채권재분류 반영 전 기준, 2Q16 기준
자료: 금감원, 키움증권

현재 금리 수준에서 추가적으로 시중금리가 50bp내외의 상승해 연말까지 유지될 경우, 보험사들의 연말 RBC비율에 부담이 될 수 있다. 이에 대응하기 위한 보험사의 후순위채 발행 움직임은 이미 가시화되고 있다.

후순위채와 신증자본증권 발행 한도



주: 3Q16 기준, 현대해상과 메리츠화재 후순위채 발행 금액 3,989억원, 2,853억원(사채할인발행차금 제외)
자료: 보험업계, 금감원, 키움증권

>>> 금리 상승이 반가운 현실적 이유

금리 상승이 보험주에 반가운 이유는 1) 실제 보험사의 가치 증가에 기여하며, 2) 보험부채 시가평가 관련 이슈에서 엄격한 할인을 잣대를 단기적으로 완화시킬 수 있는 근거를 제공하기 때문이다.

보험사의 가치는 재무제표 상의 자본가치에 보유계약 가치를 더한 내재가치(Embedded Value)로 산출된다. 상장 후 금리의 지속적 하락에 따른 가정치 변경과 산출 시 한계점이 대두되며 국내 생보사들이 발표하는 TEV(Traditional Embedded Value)에 대한 신뢰성은 훼손됐으나, 금리 반등 시 우리는 오랜 만에 경제 가정치 변경에 따른 내재가치 감소 현상을 목도하지 않게 될 수 있다.

보험사 가치 금리 민감도(단위: 십억원)

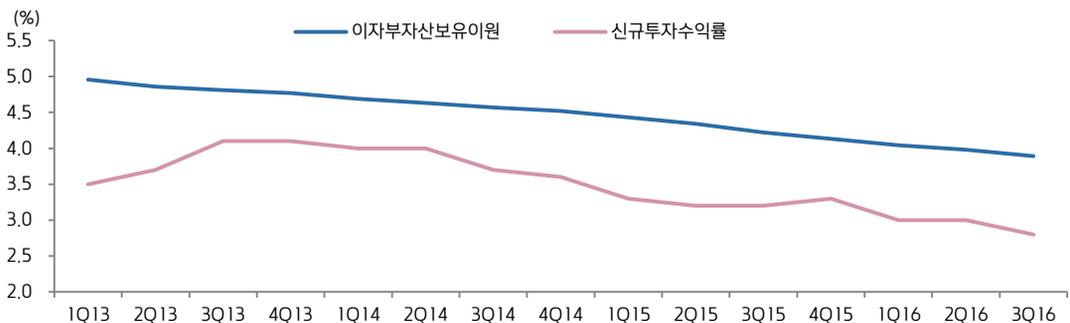
	삼성생명	한화생명	동양생명	삼성화재	동부화재	현대해상
EV	25,298	8,927	1,996	14,688	6,115	4,833
ANW	23,808	9,196	1,947	9,577	3,480	2,404
VIF	1,490	-269	50	5,111	2,635	2,429
투자수익률 가정	3.6	3.5	3.5	3.2	3.4	3.3
금리 50bp 상승 시 가치 변화						
EV 변화	1,011	385	72			
VIF+ 자본 변화						
VIF 변화				1,393	545	408
자본 변화				1,076	306	-498

주: TEV기준, 15년 기준, 자료: 보험업계, 금감원, 키움증권

이보다 보험사 입장에서 단기적으로나마 금리 반등이 반가운 실질적 이유는 금융당국의 규제 강화 스탠스에 대응할 수 있는 경제적 논리를 얻을 수 있다는 점이다. 보험사들은 2021년 IFRS17 시행을 준비하기 위해 내년부터 본격적으로 시행 예정인 LAT(Liability Adequacy Test) 할인을 기준 강화 시 다소나마 할인을 인하 폭을 낮춰야 한다고 주장할 수 있는 현실적 근거를 얻을 수 있다. 현실을 무시할 수 없고 미래 전망에 대한 불확실성이 커진 상황에 직면한 금융당국의 고심도 커질 것이다.

당사는 보험주에 투자하기 수월한 금리 레벨을 2.5%(국고채 10년물 기준)로 제시한다. 현재 변동성이 확대된 금리가 2.5%에서 안정화되어 점진적 상승세를 이어갈 경우 생보사들의 이차역마진은 확대되지 않을 것으로 추정하기 때문이다.

삼성생명의 보유이원과 신규투자수익률 추이



자료: 삼성생명, 키움증권

Ⅲ. 제도 변화 준비는 이미 시작됐다

2017년엔 보험업계의 회계제도(IFRS17)와 감독제도(신지급여력비율) 변경의 구체적 윤곽이 드러날 예정이다.

국제회계기준위원회(International Accounting Standard Board(IASB))는 11월 16일 개최된 회의에서 IFRS17(보험계약)의 시행일을 2021년 1월 1일로 결정했다. 최종 기준서는 IASB의원들의 서면 투표로 확정되며 투표는 기준서 공표(2017년 상반기 예정) 직전에 실시될 예정이다. 적용 준비 기간은 기준서 공표 후 3년 6개월 정도가 될 전망이다.

신지급여력비율 도입을 위한 준비를 위해 현재 일부 보험사들은 4월에 나온 자산·부채 공정가치평가 초안으로 Field Test를 진행 중이다. 이는 어느 정도 마무리가 되고 있는 가운데, 내년엔 가용자본 및 요구자본 산출 초안을 바탕으로 Field Test2를 진행할 예정이다.

내년 상반기엔 IFRS17 확정안이, 하반기엔 신지급여력비율제도안이 구체화될 것으로 예상된다.

금융당국 입장에서는 IMF/World Bank의 한국에 대한 금융부문평가 프로그램(FSAP) 평가가 2018년에 실시된다는 점도 보험업계의 제도 도입을 채근하는 요인으로 작용할 수 있다. IMF는 2013년에 진행된 금융부문평가 프로그램(FSAP)에서 국내 보험산업의 국제 정합성 노력을 긍정적으로 평가했다.

이미 대형사들을 중심으로 관련 준비가 진행되는 가운데, 중소형사들도 대응 전략을 수립해나가야 한다. 제도 변화 불확실성이 보험주 주가에 영향을 줄 것으로 예상되는 가운데, 2017년 예정되어 있는 구체적 제도 변경 내용은 1) LAT(부채적정성평가) 강화와 2) 부채 듀레이션 확대이다.

>>> 본격화되는 책임준비금적정성 평가(LAT) 강화

지난 6월 금감원은 'IFRS4 2단계 연착륙 유도 방안 설명회'를 열고 LAT의 할인율을 향후 3년간 단계적으로 '20년 국고채 금리+유동성 프리미엄' 수준으로 낮출 의지를 표명했다. 언론에 따르면 현행 보험사별로 3.5~4%수준인 할인율을 2018년에 연 2.5% 수준으로 낮아질 개연성이 높다고 한다.

LAT제도 강화 안은 올해 안에 개정을 통해 내년 중 변경 예정 중이다. 기본적인 안은 현재 보험사의 미래자산운용수익률을 감안해서 적용하는 할인율을 무위험수익률+유동성프리미엄으로 정의, 모든 회사에 동일하게 적용하겠다는 것이다. 이는 IFRS17에서 적용할 할인율과 유사하다.

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
계약률	최근 5년 경험통계를 기반으로 경과기간별(최소 10년)로 구분하여 산출 계약건수, 보험가입금액, 보험료 기준 등 회사 실적을 반영하여 사용
위험율	최근 5년 경험통계를 기반으로 경과기간별(최소 10년)로 구분하여 산출 위험보험료 대비 지급보험금 비율로 산출하되, 보험료 산출 시 적용한 위험을 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 최고를 적용)을 반영하여 산출한 공시이율(최저보증이율보다 낮을 경우 최저보증이율) 적용
할인율	미래운용자산이익률을 산출하여 미래순현금흐름의 현재가치 계산을 위한 할인율도 적용 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

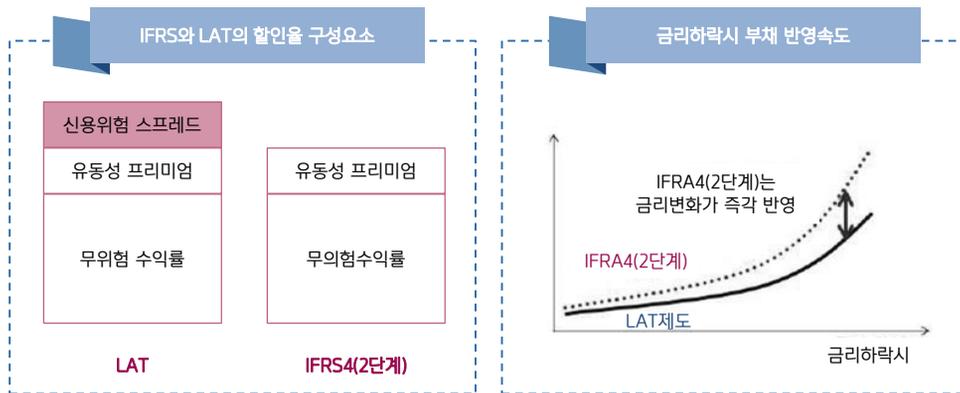
자료: 금감원, 키움증권

연도별 LAT 할인율 추정 모수 (국고채 5년 기준)

평가연월	11년 3월	12년 3월	13년 3월	13년 12월	14년 12월	15년 12월
통계기간	01년1월~11년12월	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, 키움증권

IFRS와 LAT제도 할인율 비교



자료: 금감원, 키움증권

LAT 할인율 인하 효과는 손보사보다 생보사가 클 것으로 예상된다.

현재 LAT평가 시 대부분의 보험사가 책임준비금 전체로 보면 잉여를 기록하고 있으나, 할인율을 2% 중·후반까지 낮출 시 일부 생보사를 중심으로 결손 발생은 불가피해 보인다. 특히, 과거 고금리 확정형 상품 매출이 컸던 보험사와 최근 만기가 상대적으로 단기인 금리 확정형 저축성 상품 매출에 주력한 보험사의 피해가 클 것으로 예상된다.

손보사들의 LAT 평가 결과 (단위: 십억원, %)

구분				상생화재	동부화재	현대해상	KB손해보험	메리츠화재	
잉여(결손)금액 (개인연금포함)	장기손해보험	금리확정형	유배당	-59	-86	-408	-3	-7	
		무배당		-503	-28	-182	-17	66	
	금리연동형	유배당		65	95	32	25	7	
		무배당		7,442	7,415	6,606	2,884	2,686	
	일반손해보험(자동차보험 제외)				266	145	194	62	68
	자동차보험				364	59	68	40	8
합계				7,575	7,600	6,310	2,990	2,828	
평가대상준비금 (개인연금포함)	장기손해보험	금리확정형	유배당	114	300	606	8	14	
		무배당		2,216	858	1,026	659	253	
	금리연동형	유배당		13,601	2,665	3,638	3,180	984	
		무배당		21,957	15,765	15,482	12,454	8,939	
	일반손해보험(자동차보험 제외)				866	556	619	367	230
	자동차보험				2,346	1,408	1,480	940	355
합계				41,101	21,552	22,851	17,608	10,775	
결손금액 합계				-562	-114	-590	-20	59	
잉여금액 합계				8,137	7,714	6,900	3,011	2,769	
할인율 가정(%)				1.92~13.90	3.09~6.76	2.41~9.07	2.06~8.18	3.38~4.18	
자본				11,956	4,619	3,583	2,077	2,078	
자본금				26	35	45	30	55	
자본잉여금				939	38	114	181	437	
자본조정				-1,348	-30	-37	0	-13	
기타포괄손익누계액				3,558	1,224	1,127	503	788	
이익잉여금				7,329	3,352	2,335	1,792	811	
결손금액 합계/ 평가대상준비금				-1.4%	-0.5%	-2.6%	-0.1%	0.5%	
결손금액합계/ 자본				-4.7%	-2.5%	-16.5%	-1.0%	2.9%	
잉여금액 합계/평가대상준비금				19.8%	35.8%	30.2%	17.1%	25.7%	

주: 2Q16 기준

자료: 금감원, 키움증권

생보사들의 LAT 평가 결과 추이 (단위: 십억원, %)

	삼성생명			한화생명			교보생명			NH농협생명		
	FY14	FY15	IH16	FY14	FY15	IH16	FY14	FY15	IH16	FY14	FY15	IH16
금리확정형												
유배당	-15,006	-19,224	-19,541	-5,644	-6,793	-6,863	-3,329	-4,637	-4,905	-21	-18	-14
무배당	-6,828	-6,928	-6,524	-1,220	-2,972	-2,924	-2,304	-3,191	-3,424	107	220	348
금리연동형												
유배당	-666	-950	-831	-217	-307	-300	173	133	171	73	92	182
무배당	21,087	22,053	22,719	5,742	6,669	6,912	10,544	11,008	8,009	397	623	1,014
변액	8,123	9,608	9,799	3,179	4,587	4,542			3,593			0
계	6,709	4,559	5,621	1,840	1,184	1,367	5,085	3,313	3,444	555	916	1,529
결손금액 합계	-22,501	-27,103	-26,896	-7,081	-10,072	-10,087	-5,633	-7,828	-8,329	-21	-18	-14
잉여금액 합계	29,210	31,662	32,518	8,921	11,256	11,454	10,718	11,141	11,773	577	935	1,544
합인출 가점	2.7~14.4	2.22~8.37(평균 3.6%)	2.07~9.35	평균 4.26%	평균 3.78%	평균 3.72%	평균 4.43%	평균 4.00%	2.79~11.18%	1.9~6.4	평균 3.36%	
투자수익률	4.26	3.69	4.10	5.21	4.49	4.04	4.74	4.50	4.31	4.11	3.60	3.44
자본	22,840	22,866	25,874	9,311	8,572	9,784	7,175	7,136	7,612	3,760	3,802	3,836
자본금	100	100	100	4,343	4,343	4,343	103	103	103	574	574	574
자본잉여금	6	6	6	485	485	485	432	432	432	2,592	2,592	2,592
자본조정	-1,080	-1,568	-2,110	-404	-924	-924	-9	-9	-9	0	0	0
기타포괄손익누계액	13,040	13,571	16,812	2,372	2,174	3,258	1,107	1,065	1,256	546	33	92
이익잉여금	10,774	10,757	11,066	2,514	2,494	2,622	5,544	5,546	5,830	0	603	578
평가대상준비금	130,585	140,917	145,608	57,602	63,244	66,456	51,763	55,665	57,686	45,467	50,785	52,923
보험료적립금	133,554	143,277	147,747	59,450	64,726	67,844	53,480	57,129	59,053	46,283	51,612	53,679
미경과보험료적립금	16	16	14	6	7	13	8	7	9	67	61	105
보충준비금	994	1,480	1,558	576	826	844	331	487	495	0	0	1
미상각신계약비	3,979	3,856	3,712	2,430	2,315	2,245	2,056	1,958	1,871	883	888	862
결손금액 합계/평가대상준비금	-17.2%	-19.2%	-18.5%	-12.3%	-15.9%	-15.2%	-10.9%	-14.1%	-14.4%	0.0%	0.0%	0.0%
결손금액 합계/자본	-98.5%	-118.5%	-104.0%	-76.1%	-117.5%	-103.1%	-78.5%	-109.7%	-109.4%	-0.6%	-0.5%	-0.4%
잉여금액 합계/평가대상준비금	22.4%	22.5%	22.3%	15.5%	17.8%	17.2%	20.7%	20.0%	20.4%	1.3%	1.8%	2.9%

	ING생명			미래에셋생명			동양생명			신한생명		
	FY14	FY15	IH16	FY14	FY15	IH16	FY14	FY15	IH16	FY14	FY15	IH16
금리확정형												
유배당	-646	-117	-40	-537	-628	-725	-1,006	-1,099	-1,123	-559	-867	-837
무배당	932	1,780	1,178	91	-60	-226	428	307	474	460	628	415
금리연동형												
유배당	-253	-301	-296	-7	-7	-4	-13	-21	-14	-31	-63	-68
무배당	254	265	492	901	995	979	592	730	875	1,749	2,016	1,695
변액	761	921	1,316	511	756	787	463	498	506	2,209	2,643	225
계	1,048	2,548	2,652	959	1,057	812	464	415	719	1,553	1,633	1,430
결손금액 합계	-899	-418	-336	-544	-695	-955	-1,019	-1,120	-1,137	-589	-930	-905
잉여금액 합계	1,947	2,965	2,987	1,503	1,752	1,767	1,482	1,535	1,856	2,143	2,564	2,335
합인출 가점			사내취향 3.93%, 초기 30년 평균 3.49%, 30년 이후 평균 4.34%	평균 5.07%	평균 3.76%	1.89% -5.20%	평균 3.92%	평균 4.18%	2.30 ~10.64%	6.41 -21.08	2.55 -6.88	2.70% -22.81%
투자수익률	4.52	4.09	3.88	4.31	3.88	3.72	4.96	4.33	4.02	4.55	4.05	3.70
자본	2,826	4,261	4,943	1,530	1,855	2,125	1,758	1,946	2,219	1,477	1,583	1,752
자본금	82	82	52	632	832	832	538	538	538	200	200	200
자본잉여금	497	497	498	208	301	301	206	206	206	0	0	0
자본조정	0	0	0	0	-10	-10	-61	-61	-61	0	0	0
기타포괄손익누계액	744	1,974	2,731	487	424	666	385	477	662	68	85	173
이익잉여금	1,504	1,708	1,632	204	309	337	691	786	874	1,209	1,298	1,379
평가대상준비금	15,341	17,488	18,147	12,464	13,947	14,556	14,535	16,146	18,464	15,761	18,022	19,178
보험료적립금	15,759	17,844	18,498	12,942	14,356	14,938	15,165	16,744	19,061	16,827	19,052	20,175
미경과보험료적립금	1	1	0	0	0	0	1	1	1	2	1	2
보충준비금	112	161	163	89	107	106	98	124	123	32	42	43
미상각신계약비	531	518	515	567	516	488	729	723	721	1,100	1,073	1,042
결손금액 합계/평가대상준비금	-5.9%	-2.4%	-1.8%	-4.4%	-5.0%	-6.6%	-7.0%	-6.9%	-6.2%	-3.7%	-5.2%	-4.7%
결손금액 합계/자본	-31.8%	-9.8%	-6.8%	-35.6%	-37.5%	-44.9%	-57.9%	-57.6%	-51.2%	-39.9%	-58.7%	-51.6%
잉여금액 합계/평가대상준비금	12.7%	17.0%	16.5%	12.1%	12.6%	12.1%	10.2%	9.5%	10.1%	13.6%	14.2%	12.2%

생보사들의 LAT 평가 결과 추이(계속) (단위 십억원, %)

	흥국생명			메트라이프생명			일리안츠생명		KDB생명		
	FY14	FY15	IH16	FY14	FY15	IH16	FY14	FY15	FY14	FY15	IH16
금리확정형											
유배당	-674	-779	-762	-461	-439	-473	-874	-963	-452	-575	-571
무배당	165	-161	-204	864	770	573	-310	-545	-394	-616	-623
금리연동형											
유배당	22	23	29	-2.8	-2.4	-2.35	-3	-8	68	47	45
무배당	493	1,328	1,347	74.3	62.9	81.934	905	1,001	942	1,230	1,531
변액	49	108	115	1,880	2,572	2,182	397	445	87	126	122
계	55	519	525	2,354	2,964	2,362	114	-69	251	211	504
결손금액 합계	-674	-940	-966	-464	-442	-475	-1,187	-1,585	-847	-1,192	-1,194
잉여금액 합계	729	1,459	1,491	2,819	3,405	2,837	1,302	1,515	1,097	1,402	1,698
할인율 가정	평균 4.1%	평균 3.85%	2.76% ~7.19%	2.6~20.13	3.27~4.46	~10.39%	3.5~5.8	3.5~4.9	평균 4.28%	평균 3.85%	2.85 ~8.17%
투자수익률	4.52	3.97	3.78	4.63	4.10	3.93	4.93	4.58	4.90	4.44	4.03
자본	834	1,226	1,434	966	1,045	1,266	1,051	994	699	695	886
자본금	68	68	68	142	142	142	12	12	613	613	613
자본잉여금	80	80	80	68	68	68	646	646	-5	0	
자본조정	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-5	-5
기타포괄손익누계액	276	349	545	261	324	438	314	345	185	153	262
이익잉여금	567	728	741	496	511	618	79	-9	-94	-66	16
평가대상준비금	14,024	16,726	18,059	5,221	5,990	6,289	12,251	12,783	10,215	11,536	12,419
보험료적립금	14,607	17,355	18,706	5,530	6,090	6,355	12,527	13,012	10,775	12,125	12,997
미경과보험료적립금	0	0	0	1	1	1	3	3	2	2	6
보충준비금	54	65	69	409	601	599	41	61	17	22	23
미상각신계약비	637	694	716	719	702	666	320	293	579	613	607
결손금액 합계/평가대상준비금	-4.8%	-5.6%	-5.3%	-8.9%	-7.4%	-7.6%	-9.7%	-12.4%	-8.3%	-10.3%	-9.6%
결손금액 합계/자본	-80.8%	-76.7%	-67.3%	-48.0%	-42.3%	-37.5%	-113.0%	-159.4%	-121.1%	-171.4%	-134.8%
잉여금액 합계/평가대상준비금	5.2%	8.7%	8.3%	54.0%	56.8%	45.1%	10.6%	11.9%	10.7%	12.2%	13.7%

	AIA생명			동부생명			푸르덴셜생명			KB생명	
	FY14	FY15	IH16	FY14	FY15	IH16	FY14	FY15	IH16	FY14	IH16
금리확정형											
유배당	-4	-17	-18	-124	-129	-146	0	0	2	-5	-20
무배당	1,780	1,478	1,199	195	100	6	422	73	-169	-3	61
금리연동형											
유배당			0	-1	-2	1			0	-3	22
무배당	264	170	218	1,376	1,754	953	82	184	208	97	352
변액	113	248	288			1011.801	404	382	413	20	43
계	2,153	1,878	1,687	1,447	1,723	1,825	908	639	450	105	458
결손금액 합계	-4	-17	-18	-125	-131	-146	0	0	-170	-11	-20
잉여금액 합계	2,157	1,895	1,705	1,572	1,854	1,971	908	639	620	117	478
할인율 가정	3.81~4.29	2.95~5.22	2.9 7~4.55%	평균 4.65%	평균 4.39%	2.72 ~11.78%	평균 4.28%	평균 4.24%	2.11 ~27.08%	2.35~7.79	2.08 ~6.29%
투자수익률	4.41	3.65	3.42	4.44	4.52	4.16	4.80	4.43	4.18	4.17	3.59
자본	1,541	1,638	1,852	526	547	622	2,072	2,288	2,628	584	617
자본금	257	257	257	193	193	193	150	150	150	456	456
자본잉여금	0	0	0	65	65	65	0	0	0	0	0
자본조정	0	0	0	0	0	0	4	3	3	0	0
기타포괄손익누계액	385	382	526	119	94	148	378	539	789	63	75
이익잉여금	898	998	1,069	148	195	216	1,540	1,596	1,687	64	86
평가대상준비금	9,119	9,996	10,368	5,763	6,286	6,488	7,798	8,731	9,171	6,024	6,925
보험료적립금	9,442	10,251	10,608	6,041	6,558	6,756	7,972	8,795	9,228	6,185	7,058
미경과보험료적립금	3	3	2	0	0	0	4	4	4	1	3
보충준비금	24	54	52	48	83	97	130	276	282	6	7
미상각신계약비	350	312	294	326	355	365	308	344	343	168	143
결손금액 합계/평가대상준비금	0.0%	-0.2%	-0.2%	-2.2%	-2.1%	-2.2%	0.0%	0.0%	-1.9%	-0.2%	-0.3%
결손금액 합계/자본	-0.3%	-1.1%	-1.0%	-23.8%	-23.9%	-23.4%	0.0%	0.0%	-6.5%	-1.9%	-3.3%
잉여금액 합계/평가대상준비금	23.7%	19.0%	16.4%	27.3%	29.5%	30.4%	11.7%	7.3%	6.8%	1.9%	6.9%

생보사들의 LAT 평가 결과 추이(계속) (단위: 십억원, %)

	현대라이프생명			PCA생명			라이나생명		
	FY14	FY15	IH16	FY14	FY15	IH16	FY14	FY15	IH16
금리확정형									
유배당	-98	-236	-160	-3	-4	-4	-39	-31	-29
무배당	60	7	-158	184	117	95	2,023	2,376	2,522
금리연동형									
유배당	-30	-20	4	-2	-3	-3	0	0	0
무배당	62	273	456	22	6	15	6	3	2
변액	7	2	7	297	216	280	12	19	21
계	1	26	150	497	332	384	2,002	2,366	2,547
결손금액 합계	-127	-256	-318	-6	-7	-6	-39	-31	-29
잉여금액 합계	128	282	468	503	339	390	2,041	2,397	2,576
할인율 가정			2.2~12.9%	평균 4.2%	평균 3.53%	평균 3.79%	1.3~4.0	1.3~3.0	1.68~4.20%
투자수익률	3.79	3.50	4.20	4.56	4.56	4.30	2.48	2.74	2.48
자본	192	356	373	256	285	300	883	986	1,146
자본금	196	381	381	234	234	234	35	35	35
자본잉여금	147	175	175	3	4	4	32	32	32
자본조정	0	0		0	0		0	0	
기타포괄손익누계액	-11	-12	8	29	37	57	43	58	96
이익잉여금	-139	-188	-190	-10	10	5	773	861	983
평가대상준비금	3,753	4,428	4,977	823	889	928	1,192	1,388	1,476
보험료적립금	3,870	4,566	5,133	992	1,050	1,078	1,670	1,902	2,002
미경과보험료적립금	4	4	2	0	0	0	0	0	0
보증준비금	1	0	2	7	8	9	0	1	1
미상각신계약비	122	142	160	176	169	159	478	515	527
결손금액 합계/평가대상준비금	-3.4%	-5.8%	-6.4%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-3.3%	-2.2%	-2.0%
결손금액 합계/자본	-66.2%	-72.0%	-85.2%	-2.2%	-2.3%	-2.1%	-4.4%	-3.1%	-2.5%
잉여금액 합계/평가대상준비금	3.4%	6.4%	9.4%	61.1%	38.1%	42.0%	171.2%	172.7%	174.5%

>>> 부채 듀레이션 확대도 2년여에 걸쳐 시행 예정

보험사의 부채 듀레이션 확대가 2017년에서 2018년에 걸쳐 시행될 예정이다. 현행 RBC제도에서는 잔존만기 20년 이상 남아 있는 보험계약에 대해 동일한 듀레이션을 부과하나, 금감원은 2017년엔 만기 25년까지, 2018년까지는 만기 30년까지 듀레이션을 세분화한 기준을 제공할 예정이다.

부채 듀레이션 확대 이슈는 2014년 ‘금융위의 재무건전성 감독제도 선진화 종합로드맵’을 통해 제시되었다. 보험업계는 2016년부터 이미 준비를 본격화했다. 아직 세부적인 안이 나오지 않았으나, 부채 듀레이션을 30년까지 확대 시 부채 듀레이션은 현행 대비 2~3년 길어질 예정이다.

부채 듀레이션 확대는 금리 추세와 각 사별 최저보증이율 및 예정이율 현황에 따라 보험사별 효과는 상이할 것이다. 다만, 2010년여경부터 보험사들이 금리연동형 상품에 계단식 최저보증이율(5년 또는 10년)을 적용했고 올해부터 최저보증이율 하락 효과가 본격화되고 있다는 점을 감안하면, 대부분 보험사들은 2017년 보험 부채 듀레이션 확대에 대응할 여유가 있을 것으로 예상된다.

2011년 RBC제도 도입 시 국고채 5년물이 3.5% 수준이었다는 점과 신지급여력비율 제도 하에선 금리 위험액을 시나리오법으로 산출한다는 점을 고려하면 점진적인 부채 듀레이션 확대는 여전히 보험사에 부담 요인이다

보험사들은 이에 대응하기 위해 올해부터 자산 듀레이션 확대에 주력했다. 보험사들은 국내 장기채와 해외 채권을 적극적으로 매수했다. 보험사의 평균 자산 듀레이션(당사 커버리지 8개 보험사 평균기준)은 연초 5.4년에서 최근 6.2년까지 증가했고 외화 유가증권 투자 비중도 8.6%(운용자산 대비)에서 9.3%로 0.7%p 증가했다.

국내 금리가 상승하고 환율 변동성이 확대되는 국면에서 보험사의 국내 장기채에 대한 수요가 증가할 개연성이 있다.

금융위의 재무건전성 감독제도 선진화 종합로드맵(2014.7)

구분	14년	15년	16년	17년	18년 이후
자기자본규제 제도					
Pillar 1(양적규제)					
금리리스크 신뢰수준 상향	시행				
상관계수 정교화	시행				
연결 RBC 제도	시범운영	시행			
변액보증리스크 헤지효과	(방안수립)	시행			
신용리스크 신뢰수준 상향		단계적 시행			
운용리스크 산출방식 정교화		(방안수립)	시행		
자율적 자본확충 인센티브 제도		(방안수립)	시행		
보험부채 듀레이션 확대		(방안수립)	단계적 시행		
장수리스크 도입		(방안수립)	시범운영		시행
내부모형 승인제도					
Pillar 2(질적규제)					
자체 위험·지급여력 평가제도		시범운영		시행	
Pillar 3(시장 공시)					
재무건전성 공시개선	(방안수립)	시행			
보험부채 평가제도					
IFRS4 2 단계 도입			도입 준비		시행
책임준비금적정성평가제도(LAT)개선		단계적 시행			폐지
IBNR 제도 개선		단계적 시행			
변액보증준비금제도 개선	(방안수립)	시행			

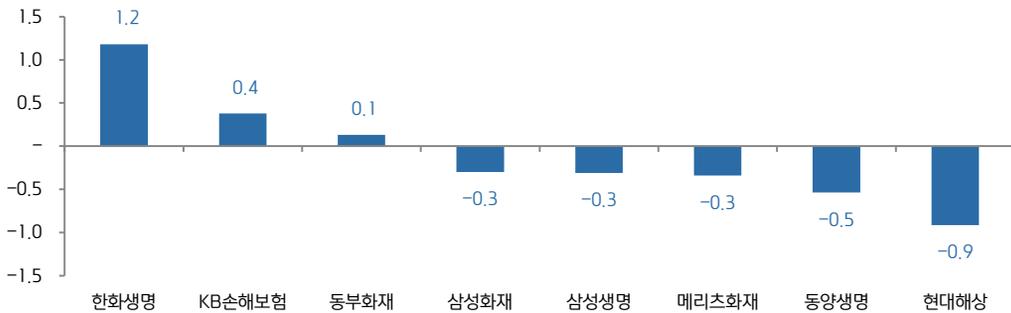
주: 신용리스크 신뢰수준 상향 (15년말) 50% 시행, (16년말) 100% 시행. 자료: 금감원, 키움증권

생명보험 및 장기손해보험 보험상품 종류별 금리 민감도(현행 RBC비율 기준)

		잔존만기						
		3년미만	3년 이상-5년미만	5년이상-10년미만	10년이상-15년미만	15년이상-20년미만	20년 이상	
생명보험	금리 확정형	(1) 보장성사망, 보장성상해, 질병보험	1.4	3.3	5.5	7.6	9.9	13.1
		(2) 저축성, 교육보험	1.4	2.5	3.5	5.2	7.5	8.3
		(3) 연금보험	1.4	2.3	4.1	6.2	8.0	9.9
	연동형	(1) 일반 ① 주계약	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
		② 금리확정형 특약	1.4	3.3	5.5	7.6	9.9	13.1
		(2) 기타 ① 최저보증이율 적용대상	1.4	3.2	5.1	7.1	9.6	11.4
② 금리개정주기 1년 초과	1.4	3.2	5.1	7.1	9.6	11.4		
장기손해보험	금리 확정형	(1) 상해-질병보험	1.4	3.5	5.4	7.7	9.9	13.1
		(2) 저축성-운전자-재물보험	1.4	3.1	4.4	6.5	7.8	9.1
		(3) 연금보험	1.4	2.3	4.0	6.1	8.5	10.0
	연동형	(1) 일반 ① 기본계약 적립부분	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
		② 기본계약 보장부분 및 금리확정형 특약	1.4	3.3	5.4	7.7	9.9	13.1
		(2) 기타 ① 최저보증이율 적용대상	1.4	3.4	5.2	7.3	9.6	11.5
② 금리개정주기 1년 초과	1.4	3.4	5.2	7.3	9.6	11.5		

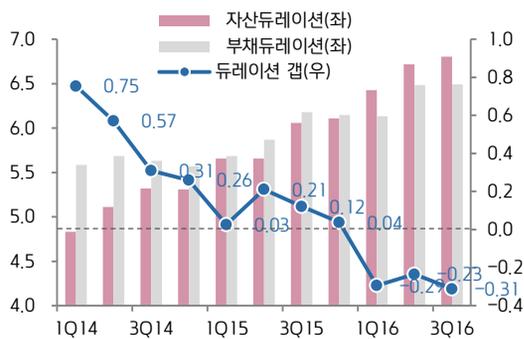
자료: 금감원, 키움증권

보험사의 부채 및 자산 듀레이션 갭 현황



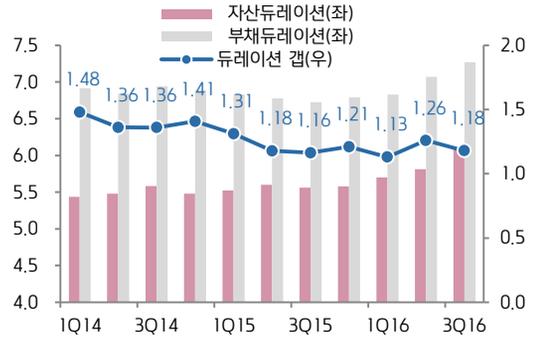
주: 듀레이션갭= 부채듀레이션-자산듀레이션, 3Q16기준, RBC기준, 자료: 보험업계, 키움증권

삼성생명의 자산 부채 듀레이션 갭 추이



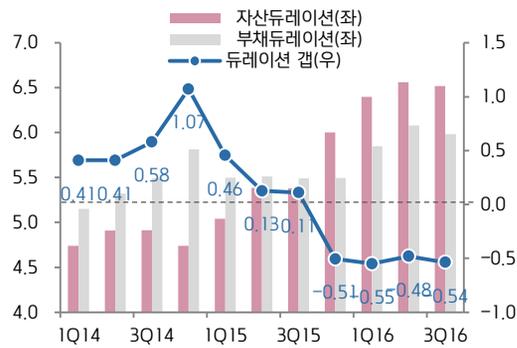
주: RBC 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

한화생명의 자산 부채 듀레이션 갭 추이



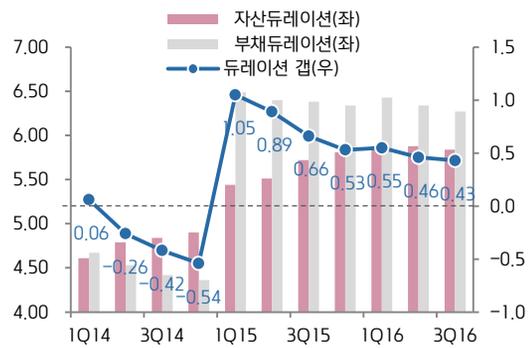
주: RBC 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

동양생명의 자산 부채 듀레이션 갭 추이



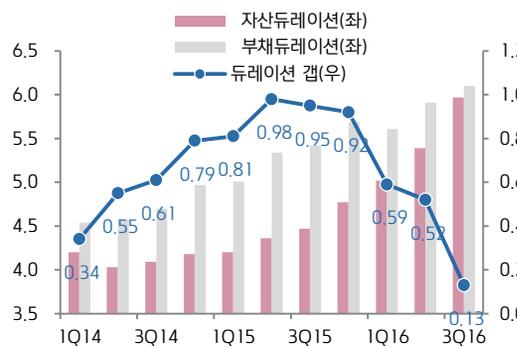
주: RBC 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

삼성화재의 자산 부채 듀레이션 갭 추이



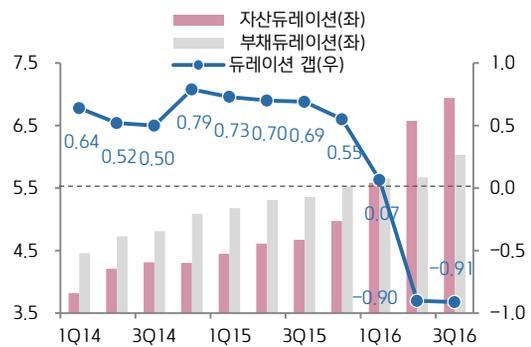
주: 15년부터는 회사 자체 기준, 이전 RBC 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

동부화재의 자산 부채 듀레이션 갭 추이



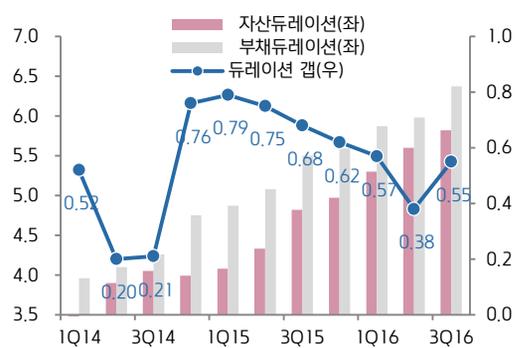
주: RBC 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

현대해상의 자산 부채 듀레이션 갭 추이



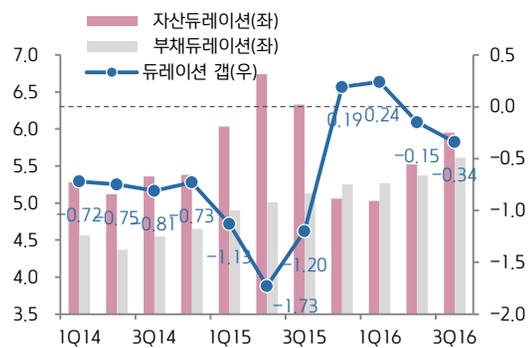
주: RBC 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

KB손해보험의 자산 부채 듀레이션 갭 추이



주: RBC 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

메리츠화재의 자산 부채 듀레이션 갭 추이



주: RBC 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

IV. IFRS17, 보험사는 전환 시점에 주목한다

IFRS17은 2021년 시행으로 확정됐다. IFRS17 확정안은 내년 상반기내에 IASB에서 발표할 예정이다. 확정안은 내년에 나올 예정이나, 대부분 보험사들은 이미 2년여전부터 부채 책임준비금적정성 평가(LAT)를 준용해서 이와 관련된 영향 평가와 준비를 해왔다. 또한, IFRS17 기준서 제정과정에서 한국회계기준원과 업계가 IASB에 의견서를 제출, 일부 규정을 수정해 시행 시 부담을 다소 완화시켰다.

보험사들은 내년부터 IFRS17도입을 위한 시스템 구축과 전환 시점 증가되는 부채에 대응하기 위한 준비를 주력할 것으로 예상된다. 물론, 전환 시 부채 평가와 관련, ISAB에서 실무적으로 논의될 부분은 아직 남아 있다.

IFRS17은 재무회계다. 보험사별로 여러 가지 다른 방안을 활용할 수 있고, 대형사를 중심으로 각 사별로 유리한 방안을 강구할 것이다.

보험사 입장에서 IFRS17보다 중요한 것은 감독제도 변경, 신지급여력비율 제도에 대한 준비이다. 금융당국의 건전성 평가 기준을 맞추지 못할 경우, 지속가능 영업이 불가능하기 때문이다. 따라서 중소형사를 중심으로 재무회계를 감독회계 기준과 맞추면서 진행할 것으로 예상된다.

신지급여력비율 제도는 유럽의 Solvency2와 국제보험감독협회(IAIS, International Association of Insurance Supervisors)의 ICS(Insurance Capital Standard)을 준용한다.

ICS and Field Testing Timetable

Date	Milestone
May-16	Launch of 2016 Quantitative Field Testing
Jul-16	Publication of second ICS CD
Aug-16	Phase 1 Field Testing submissions due
September/October 2016	Phase 2 Field Testing submissions due
Oct-16	Comments due on second ICS CD
Mid- 2017	Adoption of ICS Version 1.0 for confidential reporting Launch of 2017 confidential reporting process
September/October 2017	Data due for 2017 confidential reporting process
May/June 2018	Launch of 2018 confidential reporting process
Mid-2018	Publication of comprehensive ComFrame consultation including ICS Version 2.0
September/October 2018	Data due for 2018 confidential reporting process Comments due on ICS Version 2.0 and ComFrame consultation
April/May 2019	Launch of 2019 confidential reporting process
August/September 2019	Data due for 2018 confidential reporting process
IAIS 2019 General Meeting	Adoption of ComFramc, including ICS Version 2.0

자료: IAIS, 키움증권

>>> 할인율, 생보사에 가장 부담스러운 요인

IFRS17에 대한 부담은 손보사보다 생보사가 크다. 부채시가평가 때문이다.(관련된 논의는 지난 보고서(5월 27일자 “혼돈 속의 투자전략”) 참조)

초안 발표 시, 대형사 입장에서 부담 요인이었던 1)보유계약포트폴리오 구분 기준과 2) CSM 가치평가 이슈는 그간 보험업계와 한국회계기준원이 IASB와의 협의를 통해서 부담을 완화시켜 놓았다. 현재 명확한 회계단위와 CSM의 공정가치방법이 정해지지 않아 정확한 영향을 측정할 수 없다. 다만, 현재 시행 중인 LAT평가를 근간으로 어느 정도 유추해 볼 수 있다. 보험연구원은 LAT평가결과를 기초로 한국회계기준원이 제안한 회계단위확대와 계약서비스마진이 허용된다면 IFRS4 Phase17 이 국내 생보사 자본에 미치는 영향은 44조원에서 7~20조원으로 감소될 것으로 추정한다는 보고서를 발표했다.

IFRS4 2단계 도입 이슈 완화를 위한 한국회계기준원의 노력

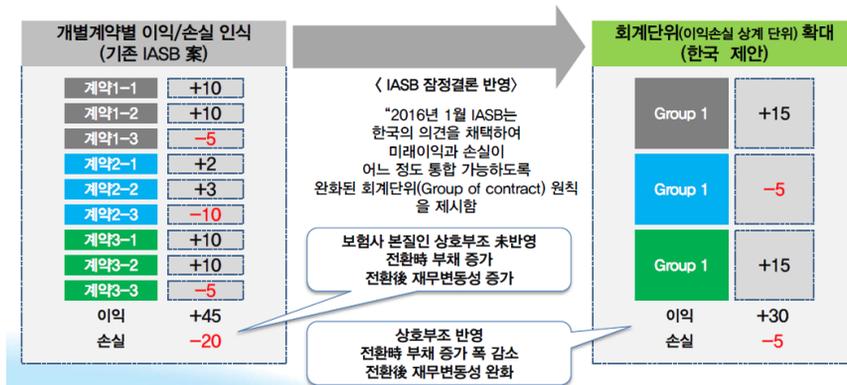
구분	이슈	한국회계기준원 제안	IASB의 결정사항
회계단위 확대	미래이익(부채인식)이 발생하는 계약(예: 금리연동형상품)과 미래손실(즉시 손실인식)이 발생하는 계약(예: 고금리 확정형 상품)을 통합 계산하여 손실인식 폭 감소 필요	보험의 본질은 '상호부조'이므로 보험부채 측정의 기본 단위는 포트폴리오가 적절	미래이익과 미래손실이 어느정도 통합가능하도록 완화된 회계기준(Group of contracts)원칙을 제시
계약서비스마진(CSM)의 공정가치 측정	미래이익(CSM)의 부채 인식으로 최초 전환 시 부채 비율 증가	부채 증가 폭 감소를 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

회계 단위 확대 시 기대 효과

■ 기대효과

개별계약의 미래 이익과 미래 손실을 통합할 수 있도록 회계단위가 확대됨에 따라 전환시점에 부채 증가 폭이 감소되고 전환 후에는 재무변동성이 완화

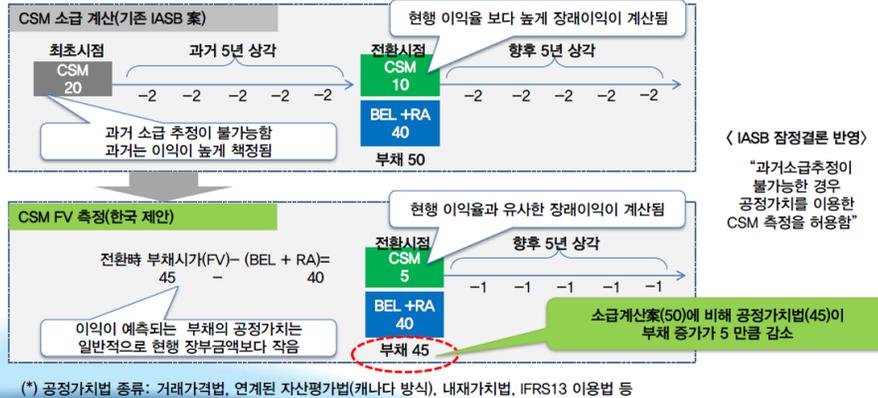


자료: 한국회계기준원, 키움증권

계약서비스마진(CSM)의 공정가치 측정 시 기대 효과

■ 기대효과

공정가치법 적용시 최근 발행되는 계약의 낮은 마진율을 이용하여 전환 시점의 CSM을 측정하므로 부채로 인식되는 CSM의 규모가 축소되어 부채 증가 폭 감소



자료: 한국회계기준원, 키움증권

실질적으로 생보사에 가장 위협적인 것은 할인율이다. IFRS17에 사용되는 할인율은 예정이율이 아닌 결산 시점 시장이자율이다. 생보사들의 현재 부담이율은 4%~5%이고 LAT평가 시 할인율은 3%중반~4% 중반에 이른다. 부채 만기를 감안 시 이와 같은 부담이율이 짧은 기간에 빠르게 하락할 가능성은 제한적이다.

현재 시장금리는 인플레이션 우려로 반등했다. 그러나 추세적인 금리 방향성과 안정화되는 수준에 대한 불확실성은 여전히 존재한다. 생보사들은 보장성 및 변액보험 위주의 신상품을 통해 보유계약가치를 높이고 있으나, 금리가 추세적으로 상승하지 않는 한 부담은 여전히 존재한다.

IFRS4 Phase17의 가장 큰 이슈는 할인율

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

자료: 금감원, 키움증권

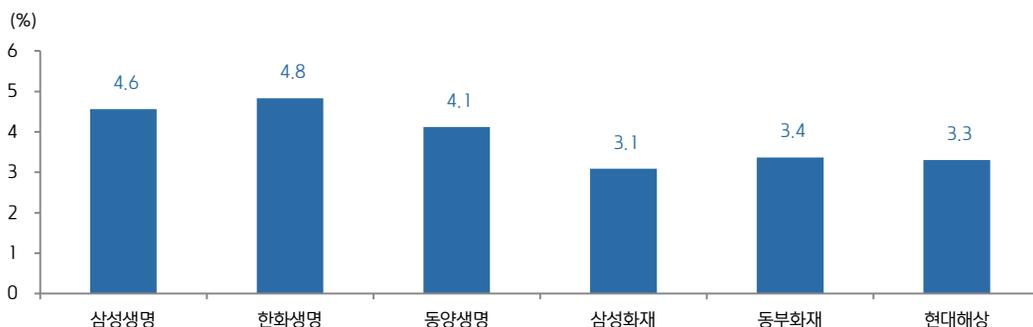
>>> 손보사의 부담은 보장성 갱신형 상품이나, 단기적 부담요인은 아닐 전망

IFRS17 도입 시 할인을 관련해서 손보사에 부담이 될 수 있는 부분은 예정이율로 부리되는 보장성 상품이다. 공시이율이 예정이율을 하회할 경우 확정금리형 성격의 부채로 전환될 수 있기 때문이다.

IFRS17 도입 관련 생보사 대비 부담이율이 낮은 손보사는 할인율보다는 손해율이 이슈화될 개연성이 높다. 현재 악화된 장기위험손해율이 개선되지 않을 경우다. 손보사들의 장기위험손해율이 높은 현실은 BEL(Best Estimate Liability) 뿐만 아니라 RA(Risk Adjustment) 적립 시에도 이슈가 될 수 있다. RA산출 시, 심도 리스크, 추세 리스크를 반영하는 등 보수적인 기준을 적용할 경우 이슈화 가능하다.

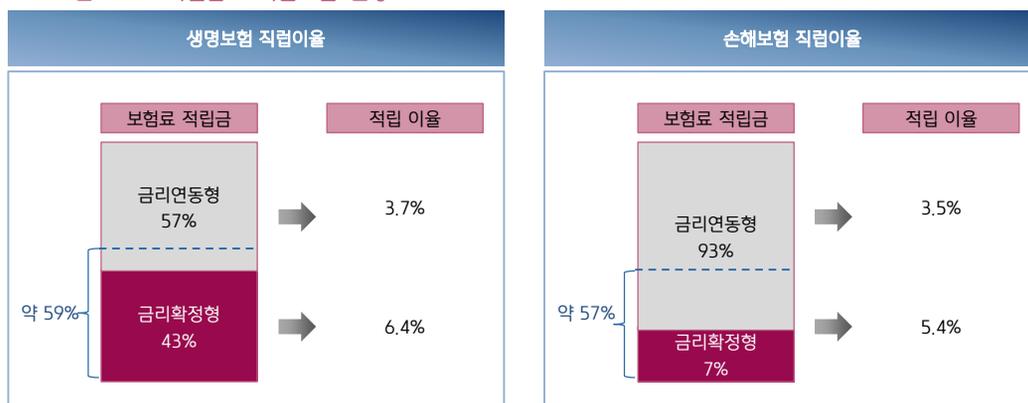
실손담보 특약을 끼워 판매한 갱신형 보장성 보험의 현금흐름 추정을 어떻게 할 것인가는 이미 이슈가 되고 있다. 여러 방법이 논의되고 있는데, 도입 시에는 손보사에 부담이 덜 되는 방향으로 전개될 가능성이 크다. 갱신형보험을 현금흐름추정에 넣기 위해선 불확실한 많은 가정이 필요하고, 국제보험감독협회의 ICS(Insurance Capital Standard)에서도 현금흐름추정 시 현실적이고 신뢰성 있는 가정, 객관적인 데이터에 근간할 것으로 명시하고 있기 때문이다.

보험사들의 부담이율 현황



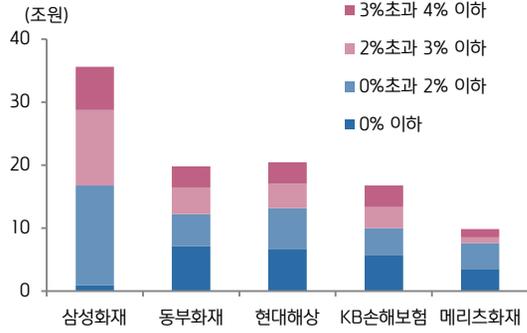
주 3Q16 기준, 자료: 금감원, 키움증권

생보사와 손보사의 적립금과 적립이율 현황



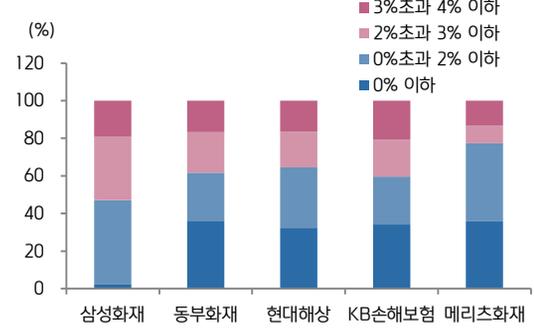
주 2015년 8월 말 기준
자료: 보험연구원, 키움증권

손보사들의 최저보증이율 현황



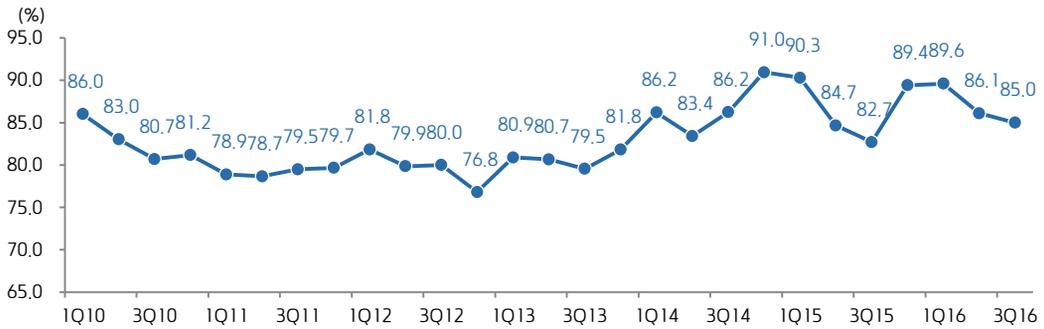
주: 2Q16 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

손보사들의 최저보증이율 비중



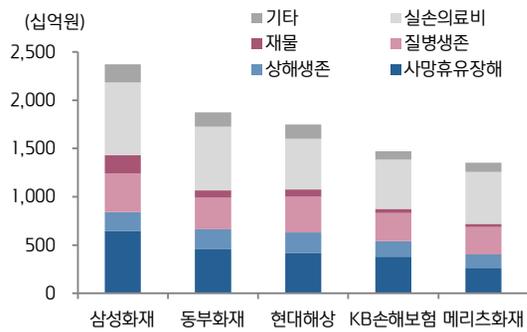
주: 2Q16 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

손보사들의 위험손해율 추이



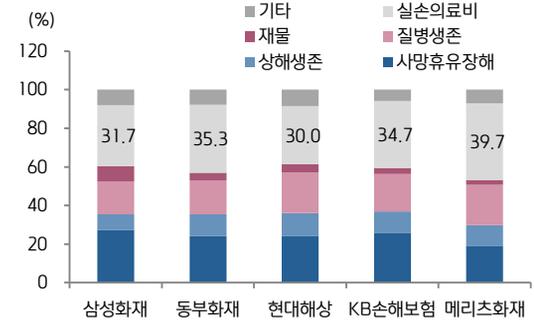
주: 손보 4개사 합산기준, 자료: 보험업계, 키움증권

손보사들의 위험보험료 담보 구성 현황



주: 2Q16 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

손보사들의 위험보험료 담보 구성 비중



주: 2Q16 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

손보사들의 장기보험 (보험가격위험액/위험보험료) 현황 (단위:%)

	삼성화재	동부화재	현대해상	KB 손해보험	메리츠화재
사망휴유장해	12.3	12.2	12.0	12.1	12.4
상해생존	12.9	14.0	14.7	14.5	14.5
질병생존	21.6	26.8	25.5	25.7	26.6
재물	46.8	47.1	47.2	47.0	47.2
실손의료비	45.3	47.9	64.7	46.1	47.5
기타	15.5	16.5	17.1	16.6	17.1
합계	27.4	29.3	33.0	28.1	30.7

주: 2Q16 기준, 자료: 금감원, 키움증권

ICS의 현금흐름 추정 방법론

77. The calculation of the current estimate should be based on up-to-date and credible information and realistic assumptions.

Implicit or explicit margins are not part of the current estimate. The determination of the current estimate should be comprehensive, and objectivity is required in terms of observable input data

78. Uncertainty in future cash flows should be captured in the current estimate. Uncertainty in cash flows can arise from a number of sources, namely:

- a) the timing, frequency and severity of claim events;
- b) claims amounts, including uncertainty in claims inflation, and the period needed to settle claims;
- c) the amount of expenses;
- d) the value of an index/market values used to determine claim amounts;
- e) policyholder behaviour; and
- f) path dependency

The calculation should consider the variability of the cash flows in order to ensure that the current estimate represents the mean of the distribution of cash flows

79. To calculate the current estimate, it may not be necessary or even possible to explicitly incorporate all possible scenarios in the valuation of insurance liabilities, or to develop explicit probability distributions in all cases. This depends mainly on the type of risks affecting the scenarios and the expected materiality of the financial impact in the overall calculation

ICS Consultation documents의 4.1.2 Methodology for calculation of the current estimate 중

자료:IAIS, 키움증권

V. 제도 변화 과정 속의 기회

지속되는 거시경제 불확실성과 강화되는 자본규제 속에서도 보험사들은 대응 방안 강구에 주력하고 있다. 금융당국도 보험업계의 자본 규제 강화가 금융산업에 미치는 심각성을 인지하고, 소비자보호라는 명제 하에 규제완화를 병행하고 있다. 2015년 11월 발표한 ‘보험산업 경쟁력 강화 로드맵’이 그 일환이다. 금융당국의 규제완화와 산업 구조 개편 과정에서 일부 보험사들은 위기를 기회로 전환시킬 수 있는 방안을 찾아낼 수 있을 것이다.

>>> 금융당국, 자본 규제에 대응할 수단으로 수익성 규제 완화

보험회계와 감독제도 변경을 앞두고, 금융당국의 규제 완화 기조가 보험사의 수익성 강화로 연계되고 있다.

IFRS17 도입은 이미 2년여전부터 예고되어 있었다. 여기에 은행업권에 이어 보험업권의 자본 규제 강화 논의도 IAIS를 중심으로 작년부터 활발히 논의되기 시작했다.

금융당국은 이와 같은 제도 도입과 관련된 충격을 줄이기 위해 보험사의 자본 건전성을 제외한 규제 완화에 나서고 있다. 작년 11월 발표된 ‘보험산업 경쟁력 강화 로드맵’을 통해 금융당국은 규제 완화 의지를 보여줬다. 가격 자율화를 주요 내용으로 하는 이 로드맵을 업계에서 획기적이라고 평가하는 이유는 대표적인 가격 규제 영역인 자동차보험 및 실손보험의 가격 규제 완화 내용이 비교적 상세히 표기됐기 때문이다. 그리고 실제 올해 초 보험사들의 보험료는 현실을 반영해 인상됐다.

2016년 손보사들의 자동차보험 손해율은 개선됐다. 이는 보험료 인상 및 보험금 지급 누수 방지 제도를 통한 구조적 개선으로 경과보험료 성장률에 의해 내년 상반기까지 이어질 개연성이 높다.

손보사별 자동차보험료 인상률과 시행 시기

구분	보험종목	인상률	시행시기
삼성화재	개인용	0.48	2016.07.21
	개인용	2.5	2016.04.15
	업무용	0.35	2016.07.21
동부화재	영업용	8.8	2016.04.15
	개인용	3.2	2016.04.26
현대해상	영업용	3.4	2016.04.26
	개인용	2.8	2016.01.25
KB 손해보험	업무용	2.7	2016.01.25
	영업용	7.8	2016.01.25
메리츠화재	개인용	3.5	2016.03.01
	영업용	3.2	2016.03.01
한화손보	개인용	2.9	2015.11.01
	업무용	3.7	2016.03.01
	영업용	5.8	2016.05.01
롯데손보	개인용	4.8	2015.11.11
	업무용	3.9	2015.12.01
	영업용	6.6	2015.12.01
MG 손보	개인용	5.2	2015.11.01
	업무용	7.4	2015.11.01
	영업용	6.6	2015.11.01
흥국화재	개인용	6.3	2016.08.01
	업무용	6.3	2016.08.01
	영업용	6	2016.08.01
AXA 손해보험	개인용	5.9	2015.11.01
	업무용	4.3	2015.10.01
더케이손보	개인용	0.5	2016.10.29
	업무용	4.7	2016.10.29
	영업용	11.3	2016.07.25

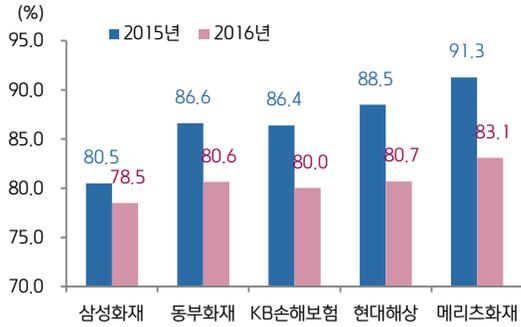
자료: 손보업계, 키움증권

자동차보험금 누수 방지를 위한 제도 변경

구분	내용
보험사기방지특별법 시행 (2016.9.30 일)	<ul style="list-style-type: none"> 형법상 '사기죄'와 구별하여 '보험사기죄'의 개념 정립 처벌강화: (형법) 10년 이하 징역 또는 2천만원 이하 벌금 → (특별법) 10년 이하의 직역 또는 5천만원 이하 벌금
자동차보험 표준약관 개정 등 (2016.4.1 일)	<ul style="list-style-type: none"> 렌트비 지급기준 개선(동종→동급 최저가), 미수선수리비 폐지, 경미손상 수리기준 개선 등 고가수리비 차량 할증요율 신설 → 수입차 38종, 국산차 8종 대상, 3~15% 할증

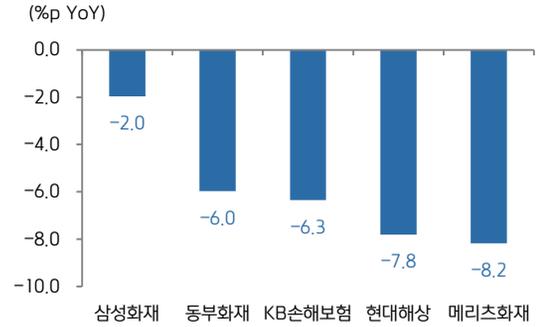
자료: 보험업계, 키움증권

손보사들의 자동차보험 손해율 현황



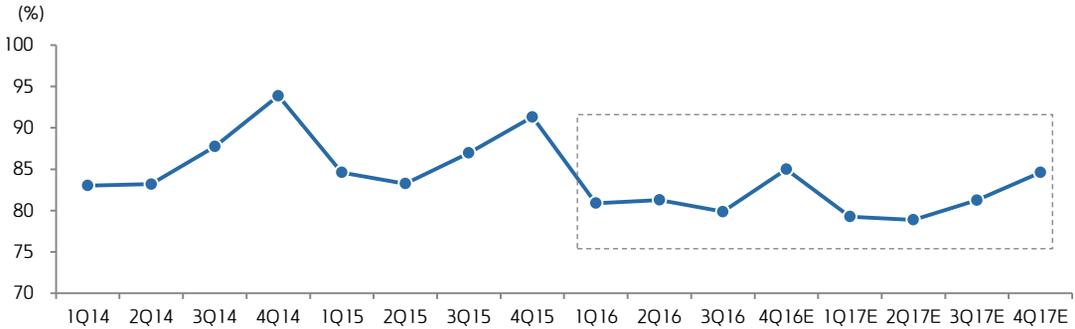
주: 9월 누계 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

손보사들의 자동차보험 손해율 개선 폭



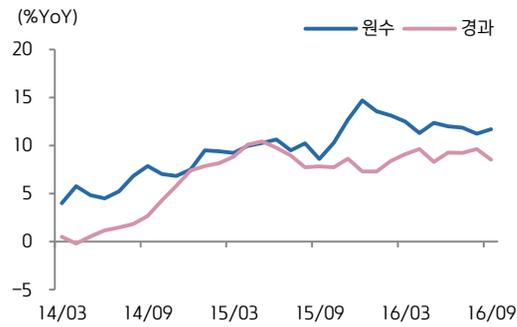
주: 9월 누계 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

손보사들의 자동차보험 손해율 추이와 전망



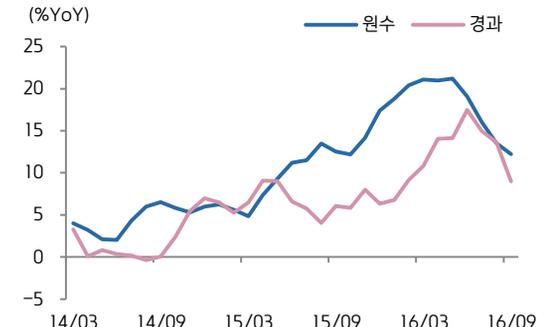
주: 5개사 합산 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

손보사의 자동차보험 원수 및 경과보험료 성장률 추이



주: 3MA 기준, 자료: 금감원, 키움증권

삼성화재 자동차보험 원수 및 경과보험료 성장률 추이



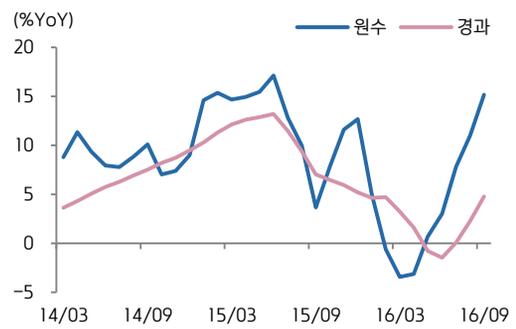
주: 3MA 기준, 자료: 금감원, 키움증권

동부화재 자동차보험 원수 및 경과보험료 성장률 추이



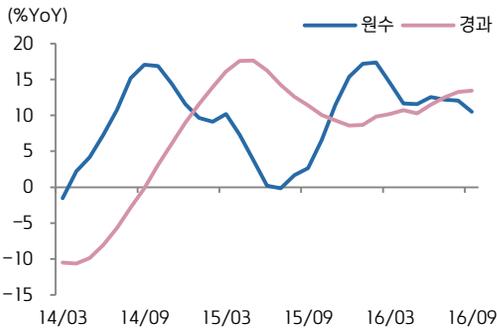
주: 3MA 기준, 자료: 금감원, 키움증권

현대해상 자동차보험 원수 및 경과보험료 성장률 추이



주: 3MA 기준, 하이카 포함 기준, 자료: 금감원, 키움증권

KB손보 자동차보험 원수 및 경과보험료 성장률 추이



주: 3MA 기준, 자료: 금감원, 키움증권

메리츠화재 자동차보험 원수 및 경과보험료 성장률 추이

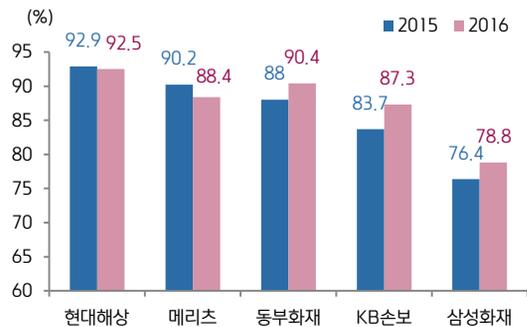


주: 3MA 기준, 자료: 금감원, 키움증권

수익성 강화를 위해 손보사들이 주력하고 있는 부분은 장기위험손해율이다. 시장에서 또 하나의 모멘텀으로 주목하고 있는 부분이기도 하다. 그러나 2년여간의 보험료 인상에도 불구하고 위험손해율 개선은 아직까지 눈에 띄지 않는다.

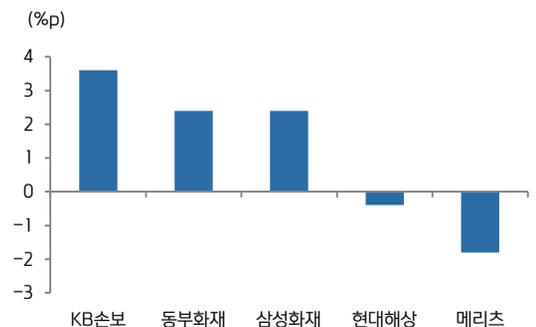
악화된 위험손해율의 주요인은 실손보험 담보이다. 고령화와 의료기술 발전을 감안 시, 보험료 인상만으로 한계가 있는 부분이다. 관련해 지난 5월 금융위원회와 보건복지부가 '실손의료보험 제도 개선방안 연구'를 위한 TF'를 구성하고 제도 개선 방안을 마련 중이다. 그러나 실질적 효과가 있을 것으로 예상되는 비급여 의료비 표준화 등의 진척 사항은 아직 미미하다.

손보사들의 위험손해율 현황 및 비교



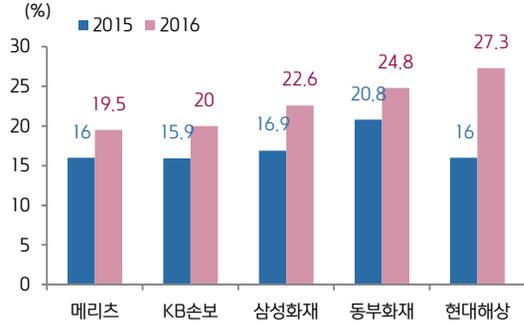
주: 삼성화재, 메리츠, 현대해상은 K-GAAP기준, 동부화재, KB손보 K-IFRS 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

손보사들의 위험손해율 증감폭(전년동기비)



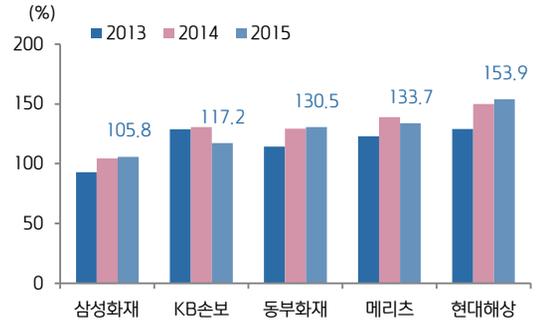
주: 삼성화재, 메리츠, 현대해상은 K-GAAP기준, 동부화재, KB손보 K-IFRS 기준, 9월 누계 기준 자료: 보험업계, 키움증권

손보사들의 보험료 인상률



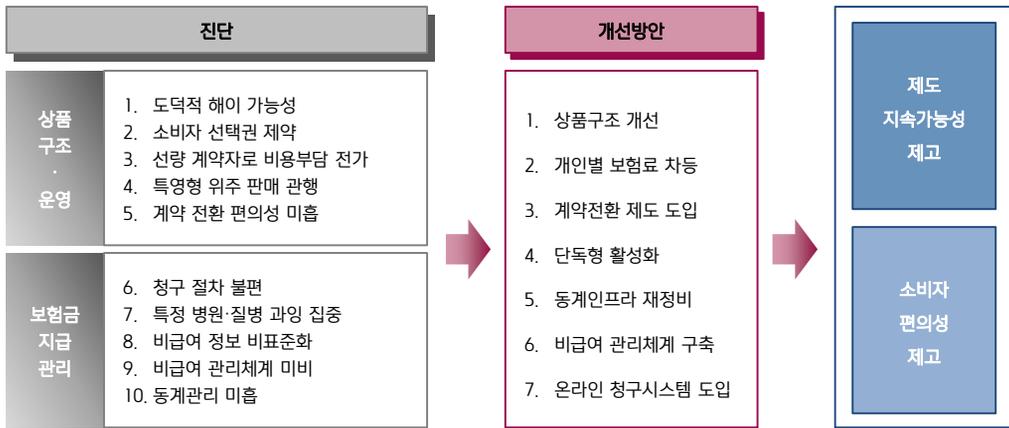
자료: 손보협회, 키움증권

손보사들의 실손보험 손해율



자료: 손보협회, 키움증권

보험연구원의 실손의료보험 제도 개선방안



자료: 금감원, 키움증권

비급여 진료비용 고지 및 공개에 관한 제도 비교

구분	비급여 진료비용 공지	비급여 진료비용 현황 조사·분석 및 공개
관련 법적규정	<ul style="list-style-type: none"> · 의료법 제 45 조(10.1.19 개정, 시행) · 의료법 시행규칙 제 42 조의 2 · 보건복지부 고시, '비급여 진료비용 등의 고지지침' 	<ul style="list-style-type: none"> · 의료법 제 45 조의 2(15.12.29 개정, 16.9.1 시행) · 의료법 시행령 제 42 조, 시행규칙 제 42 조의 3 · 보건복지부 고시 '비급여 진료비용 등의 공개에 관한 기준'
주요 내용	의료기관이 비급여 진료비용 등을 환자에게 고지 (의료기관 내 책자 등 비치, 인터넷 홈페이지 게재)	비급여 진료비용 등에 대한 자료조사·분석·공개 (매년 4월 1일, 2016년의 경우 12월 31일에 공개)
수행주체	개별 의료기관	보건복지부 업무위탁: 건강보험심사평가원
조사대상	의료기관	병원급 의료기관 : 150병상 미만 병원 및 요양기관은 2017년 1월부터 적용
조사항목	52개 항목(비급여 진료비용: 32개, 제증명수수료: 20개)	
위반 시 처벌규정	<ul style="list-style-type: none"> · 의료법 제 63 조, 64 조 · 의료관계 행정처분 규칙(2011.6.20 신설) · 의료법 제 45 조 위반 시: · 의료법 제 63 에 따라 시정명령 · 의료법 제 63 조에 따라 명령위반 또는 미이행 시 :의료법 제 64 조 제 1 항 제 3 호 및 6 호에 따라 업무정지 15 일 	<ul style="list-style-type: none"> · 의료법 시행규칙 제 42 조의 3 3 항(2016.10.6 신설) · 의료기관은 특별한 사유가 없는 한 관련자료 제출 · 비급여 진료비용 등의 공개에 관한 기준(2016.10.6) · 자료 미제출 시 현지 확인, 미제출 기관으로 공개

자료: 키움증권

올해 손보사들의 위험손해율은 안정화되지 못하고 있고, 일부 생보사들의 실손담보 손해율도 급격히 상승하고 있다. 17년에도 위험율 조정을 앞두고 보험사들은 실손담보를 중심으로 장기보험료 인상을 위해 노력하고 있다. 17년 실손의료보험 관련 위험율 조정안도 '보험산업 경쟁력 강화 로드맵'을 통해 35%까지 확대됐다.(15년 25%→16년 30%→17년 35%) 보험사들이 원하는 수준만큼 보험료 인상 시, 장기위험손해율은 3년 연속 연상에 따른 효과로 안정화될 개연성도 있다. 이는 분명 손보주 주가에 긍정적이다.

다만, 우리는 내년 연말 대선 결과를 주목해야 한다. 어느 당이 집권하느냐에 따라 보건정책이 변화할 수 있기 때문이다.

2013년 주요 대선후보들의 의료보건정책 비교

구분	박근혜	문재인	안철수
건강보험 보장률	OECD 회원국 평균(80% 수준) 4대 중증질환(암, 심혈관, 뇌혈관, 희귀난치성질환)에 대한 보장성 강화	의료비 100만원 본인 상한제 시행 입원진료 보장률 90%로 상향 (외래는 현수준 유지)	적정부담-적정급여 체계로 전환 OECD 회원국 평균(80% 수준)
3대 비급여 항목 (선택진료비, 상급병실료, 간병비) 건강보험 적용 여부	찬성 점진적 확대 적용	찬성 내년 선택진료비, 2015년 상급병실료, 간병비 적용 추진	찬성 집권 2년차부터 3년 계획으로 보험적용 추진
포괄수가제 전면도입 및 총액계약제 도입	반대 사회적 합의 및 추가검토 필요	포괄수가제 적용 확대 총액계약제 당장 실시 반대	당장 추진 반대 국민과 의료계 사이의 대화와 합의 중요서 강조
보험료 부과체계 개편	소득이라는 단일기준 입각해 건보료 책정 20% 국고 지원	경제적 능력에 따른 건보료 부과체계 국고지원 사후정상제	소득 파악능력 높아진 이후 소득 단일의 건보료 부과방식 고려
의료민영화	현정부 결정 존중	반대	반대
무상의료	반대	찬성	유보

자료: 대한의사협회

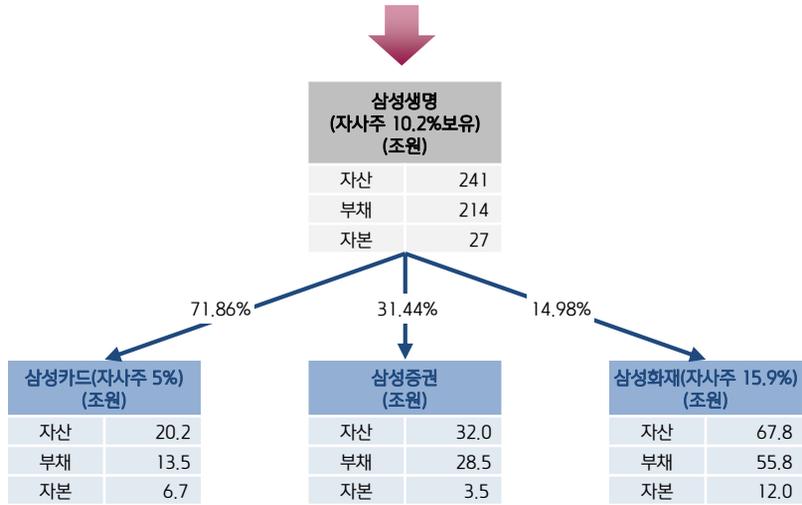
>>> 산업 구조 개편 과정에서의 기회

저금리와 자본규제로 보험업계의 구조 개편이 불가피하다. 일부 생보사는 이를 기회로 활용할 수 있다. 이미 생보사를 중심으로 매물이 출회되는 가운데, M&A가 간헐적으로 발생하고 있다. 중소형사는 M&A를 통해 지속가능 성장의 기회를 도모할 수 있을 것으로 예상된다.

저금리와 자본규제로 보험업계가 고전하는 가운데, 삼성그룹의 지배구조 변화 이슈도 점진적으로 마무리 국면으로 진입할 것으로 예상된다. 이에 따라 삼성화재의 주주환원정책 강화 의지는 지속되고 삼성생명도 제도 변경에 대응할 수 있는 여력을 얻고, 향후 자회사를 통해 수익 증대의 기회를 모색할 것이다.

삼성그룹의 금융계열사 현황

이건희 20.76%, 이재용 0.06%, 삼성물산 19.34%, 삼성문화재단 4.68%, 삼성생명공익재단 2.18%



자료: 금감원, 키움증권

투자 의견 변동 내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
삼성화재 000080	2013-02-01	BUY(Maintain)	267,000원
	2013-03-04	BUY(Maintain)	289,000원
담당자변경	2014-11-27	BUY(Reinitiate)	360,000원
	2015-01-02	BUY(Maintain)	360,000원
	2015-01-12	BUY(Maintain)	360,000원
	2015-02-17	BUY(Maintain)	360,000원
	2015-03-27	BUY(Maintain)	340,000원
	2015-04-01	BUY(Maintain)	340,000원
	2015-05-04	BUY(Maintain)	340,000원
	2015-06-01	BUY(Maintain)	340,000원
	2015-06-22	BUY(Maintain)	360,000원
	2015-07-09	BUY(Maintain)	360,000원
	2015-08-03	BUY(Maintain)	360,000원
	2015-10-01	BUY(Maintain)	360,000원
	2015-10-13	BUY(Maintain)	360,000원
	2015-10-28	BUY(Maintain)	360,000원
	2015-11-09	BUY(Maintain)	380,000원
	2015-11-24	BUY(Maintain)	380,000원
	2016-01-29	BUY(Maintain)	380,000원
	2016-04-01	BUY(Maintain)	380,000원
	2016-05-02	BUY(Maintain)	380,000원
	2016-05-27	BUY(Maintain)	380,000원
	2016-07-01	BUY(Maintain)	380,000원
	2016-07-19	BUY(Maintain)	380,000원
	2016-08-01	BUY(Maintain)	380,000원
2016-09-01	BUY(Maintain)	380,000원	
2016-09-27	BUY(Maintain)	380,000원	
2016-10-04	BUY(Maintain)	380,000원	
2016-10-19	BUY(Maintain)	380,000원	
2016-11-01	BUY(Maintain)	380,000원	
2016-11-23	BUY(Maintain)	380,000원	
동부화재 005830	2013-02-01	BUY(Maintain)	60,000원
	2013-03-04	BUY(Maintain)	60,000원
담당자변경	2014-11-27	BUY(Reinitiate)	70,000원
	2015-01-02	BUY(Maintain)	70,000원
	2012-01-12	BUY(Maintain)	70,000원
	2015-02-26	BUY(Maintain)	70,000원
	2015-04-01	BUY(Maintain)	67,000원
	2015-05-04	BUY(Maintain)	67,000원
	2015-06-01	BUY(Maintain)	67,000원
	2015-07-09	BUY(Maintain)	70,000원
	2015-08-03	BUY(Maintain)	75,000원
	2015-09-24	BUY(Maintain)	75,000원
	2015-10-01	BUY(Maintain)	75,000원
	2015-10-13	BUY(Maintain)	75,000원
	2015-11-09	BUY(Maintain)	80,000원
	2015-11-24	BUY(Maintain)	80,000원
	2016-01-29	BUY(Maintain)	80,000원
	2016-04-01	BUY(Maintain)	86,000원
	2016-04-12	BUY(Maintain)	86,000원
	2016-05-02	BUY(Maintain)	86,000원
	2016-05-27	BUY(Maintain)	86,000원
	2016-07-01	BUY(Maintain)	86,000원
	2016-07-19	BUY(Maintain)	86,000원
	2016-09-01	BUY(Maintain)	86,000원
	2016-09-27	BUY(Maintain)	86,000원
2016-10-04	BUY(Maintain)	86,000원	
2016-10-19	BUY(Maintain)	86,000원	
2016-11-01	BUY(Maintain)	86,000원	
2016-11-23	BUY(Maintain)	86,000원	

종목명	일자	투자 의견	목표주가
현대해상 001450	2013-02-01	BUY(Maintain)	43,000원
	2013-03-04	BUY(Maintain)	38,000원
담당자변경	2014-11-27	BUY(Maintain)	33,000원
	2015-01-02	BUY(Maintain)	33,000원
	2012-01-12	BUY(Maintain)	33,000원
	2015-02-25	BUY(Maintain)	33,000원
	2015-04-01	BUY(Maintain)	33,000원
	2015-05-04	BUY(Maintain)	33,000원
	2015-06-01	BUY(Maintain)	33,000원
	2015-07-09	BUY(Maintain)	36,000원
	2015-08-03	BUY(Maintain)	36,000원
	2015-10-01	BUY(Maintain)	36,000원
	2015-10-13	BUY(Maintain)	36,000원
	2015-11-09	BUY(Maintain)	36,000원
	2016-01-29	BUY(Maintain)	36,000원
	2016-04-01	BUY(Maintain)	36,000원
	2016-05-02	BUY(Maintain)	40,000원
	2016-05-27	BUY(Maintain)	40,000원
	2016-07-01	BUY(Maintain)	40,000원
	2016-07-19	BUY(Maintain)	40,000원
	2016-08-01	BUY(Maintain)	40,000원
	2016-09-01	BUY(Maintain)	40,000원
	2016-09-27	BUY(Maintain)	40,000원
	2016-10-04	BUY(Maintain)	40,000원
	2016-10-19	BUY(Maintain)	40,000원
2016-11-01	BUY(Maintain)	40,000원	
2016-11-23	BUY(Maintain)	40,000원	
KB손해보험 002550	2013-02-01	Outperform(Maintain)	30,000원
	2013-03-04	Outperform(Maintain)	28,000원
담당자변경	2014-11-27	BUY(Reinitiate)	33,000원
	2015-01-02	BUY(Maintain)	33,000원
	2012-01-12	BUY(Maintain)	33,000원
	2015-04-01	BUY(Maintain)	31,000원
	2015-06-01	BUY(Maintain)	31,000원
	2015-06-29	BUY(Maintain)	36,500원
	2015-07-09	BUY(Maintain)	36,500원
	2015-08-03	BUY(Maintain)	36,500원
	2015-10-01	BUY(Maintain)	36,500원
	2015-10-13	BUY(Maintain)	36,500원
	2015-11-09	BUY(Maintain)	36,500원
	2015-11-24	BUY(Maintain)	36,500원
	2016-01-29	BUY(Maintain)	36,500원
	2016-03-02	BUY(Maintain)	36,500원
	2016-03-21	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
	2016-07-01	BUY(Maintain)	40,000원
	2016-07-19	BUY(Maintain)	40,000원
	2016-08-01	BUY(Maintain)	40,000원
	2016-09-01	BUY(Maintain)	40,000원
	2016-10-04	BUY(Maintain)	35,000원
2016-10-19	BUY(Maintain)	35,000원	
2016-10-21	BUY(Maintain)	35,000원	
2016-11-23	BUY(Maintain)	35,000원	

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	
메리츠화재 000060	2013-02-01	Marketperform(Maintain)	14,500원	
	2013-03-04	Marketperform(Maintain)	13,500원	
	담당자변경	2014-11-27	BUY(Reinitiate)	15,000원
		2015-01-02	BUY(Maintain)	15,000원
	2012-01-12	BUY(Maintain)	15,000원	
	2015-04-01	BUY(Maintain)	14,000원	
	2015-06-01	Marketperform(Downgrade)	14,000원	
	2015-06-08	Marketperform(Maintain)	15,000원	
	2015-07-09	Marketperform(Maintain)	16,000원	
	2015-08-04	Marketperform(Maintain)	16,000원	
	2015-10-01	Marketperform(Maintain)	16,000원	
	2015-10-13	Marketperform(Maintain)	16,000원	
	2015-11-09	Marketperform(Maintain)	16,000원	
	2016-01-29	Marketperform(Maintain)	16,000원	
	2016-04-01	Marketperform(Maintain)	16,000원	
	2016-04-28	Marketperform(Maintain)	16,500원	
	2016-05-27	Marketperform(Maintain)	16,500원	
	2016-07-01	Marketperform(Maintain)	16,500원	
	2016-07-19	Marketperform(Maintain)	16,500원	
	2016-08-01	Marketperform(Maintain)	16,500원	
2016-09-01	Marketperform(Maintain)	16,500원		
2016-10-04	Marketperform(Maintain)	16,500원		
2016-10-19	Marketperform(Maintain)	16,500원		
2016-10-28	Marketperform(Maintain)	16,500원		
2016-11-23	Marketperform(Maintain)	16,500원		
한화생명 088350	2014-11-27	Marketperform(Initiate)	8,700원	
	2012-01-12	Marketperform(Maintain)	8,700원	
	2015-02-16	Marketperform(Maintain)	8,700원	
	2015-04-01	Marketperform(Maintain)	8,000원	
	2015-05-18	Marketperform(Maintain)	8,700원	
	2015-07-09	Marketperform(Maintain)	8,700원	
	2015-08-17	Outperform(Upgrade)	9,000원	
	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	
	2016-07-19	Marketperform(Downgrade)	7,000원	
	2016-08-16	Marketperform(Maintain)	7,000원	
	2016-10-19	Marketperform(Maintain)	7,000원	
2016-11-11	Marketperform(Maintain)	7,000원		
2016-11-23	Marketperform(Maintain)	7,000원		

종목명	일자	투자의견	목표주가
삼성생명 032830	2014-11-27	BUY(Initiate)	140,000원
	2012-01-12	BUY(Maintain)	140,000원
	2015-02-13	BUY(Maintain)	140,000원
	2015-04-01	BUY(Maintain)	130,000원
	2015-05-13	BUY(Maintain)	142,000원
	2015-06-29	BUY(Maintain)	142,000원
	2015-07-09	BUY(Maintain)	142,000원
	2015-07-15	BUY(Maintain)	142,000원
	2015-08-17	BUY(Maintain)	142,000원
	2015-10-13	BUY(Maintain)	142,000원
	2015-11-13	BUY(Maintain)	142,000원
	2016-01-29	BUY(Maintain)	142,000원
	2016-05-16	BUY(Maintain)	142,000원
	2016-05-27	BUY(Maintain)	142,000원
	2016-07-19	BUY(Maintain)	130,000원
	2016-08-11	BUY(Maintain)	130,000원
	2016-08-19	BUY(Maintain)	130,000원
	2016-10-19	BUY(Maintain)	130,000원
2016-11-14	BUY(Maintain)	130,000원	
2016-11-23	BUY(Maintain)	130,000원	
동양생명 082640	2015-07-28	BUY(Initiate)	17,000원
	2015-08-17	BUY(Maintain)	17,000원
	2015-10-13	BUY(Maintain)	17,000원
	2015-11-13	BUY(Maintain)	17,000원
	2016-01-29	BUY(Maintain)	14,000원
	2016-04-29	BUY(Maintain)	14,000원
	2016-05-13	Outperform(Downgrade)	13,000원
	2016-05-27	Outperform(Maintain)	13,000원
	2016-07-19	Outperform(Maintain)	13,000원
	2016-08-12	Marketperform(Downgrade)	12,500원
2016-10-19	Marketperform(Maintain)	12,500원	
2016-11-14	Marketperform(Maintain)	12,500원	
2016-11-23	Marketperform(Maintain)	12,500원	

목표주가 추이 (2개년)

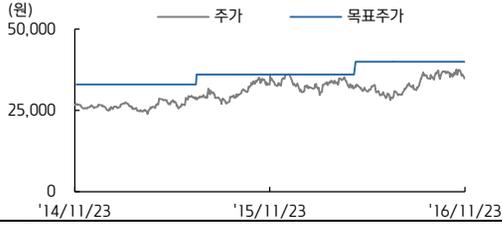
삼성화재(000810)



동부화재(005830)



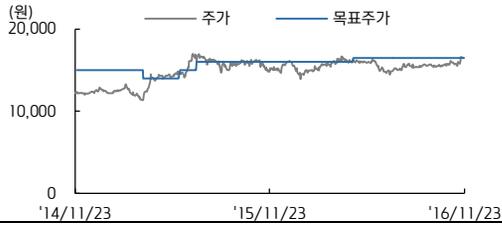
현대해상(001450)



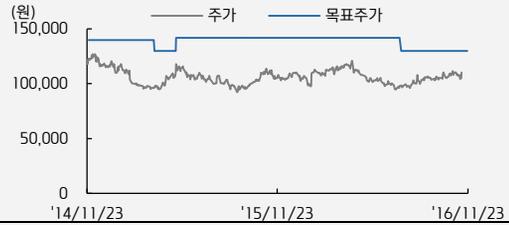
KB손해보험(002550)



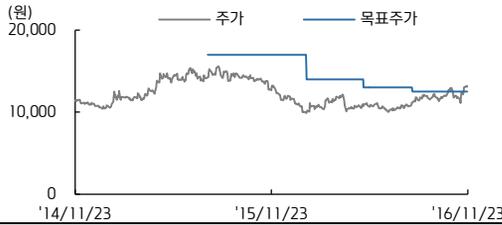
메리츠화재(000060)



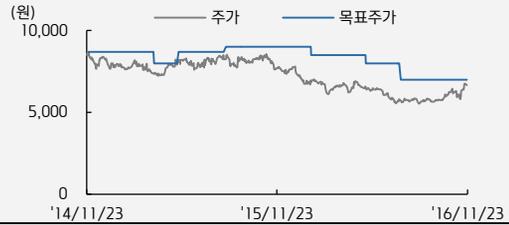
삼성생명(032830)



동양생명(082640)



한화생명(088350)



투자익전 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 (2015/10/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%