

2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

증권/보험

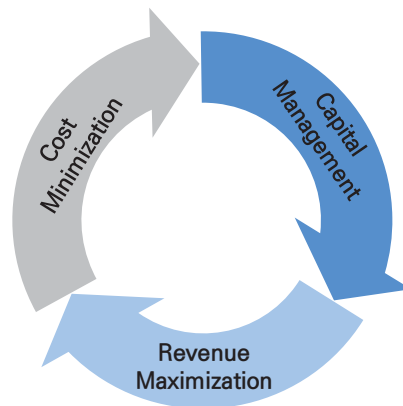
순환과 더 큰 순환

정길원 02-3774-1675 gilwon.jeong@miraeasset.com

금융업의 순환과정

- 모든 금융회사의 비즈니스 작동방식?
 - 주어진 라이선스 하에서
 - 적절한 자본 활용 통해
 - 수익을 최대화하고
 - 수반되는 비용을 최소화하여
 - 주주 자본을 증대시키는 일련의 순환과정

금융업의 순환과정



자료: 골드만삭스, 미래에셋대우 리서치센터 재구성

금융의 순환

순환과정 상의 세가지 Factor

- 세가지 요소, 국면 별로 중요도가 변화
 - 성장하는 국면에서는 Revenue의 창출 속도가 중요
 - 불황기에는 Cost 관리가 중요
 - 성장이 포화되어 주주환원 요구가 커지거나, 자본규제가 강화되는 국면에서는 자본 관리의 중요성이 부상

순환과정 상의 세가지 Factor

자본 관리	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 더 많은 수익원을 거둘 수 있도록 자본을 배분 ▪ 노출되는 Risk와 규제를 고려하여 적정 자본비율을 유지 ▪ 순환과정의 마지막에 해당하는 배당 등 주주환원을 포함
Revenue	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 주어진 라이선스 하에서 수익을 최대화하고 다각화 ▪ 적정 레버리지를 유지하면서, ROA를 높이는 영업활동
Cost	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 주주가 부담하는 모든 비용 ▪ 직접 비용 : 판관비 ▪ 간접 비용 : 자본비용

자료: 미래에셋대우 리서치센터

순환과정을 측정하는 Tool

- ROIC는 효율의 수준을 의미
 - 100%를 넘어야 주주가 부담하는 비용 이상의 수익을 창출하는 정상 수준
- ROE는 순환의 속도를 의미
 - 자본비용율(COE) 이상의 ROE를 거두면 순환과정이 빠르다고 볼 수 있음

순환을 측정하는 Tool

수준

$ROIC = \frac{Revenue}{\text{직접비용 (판매비)} + \text{간접 비용 (자본비용)}} \geq 100\%$

속도

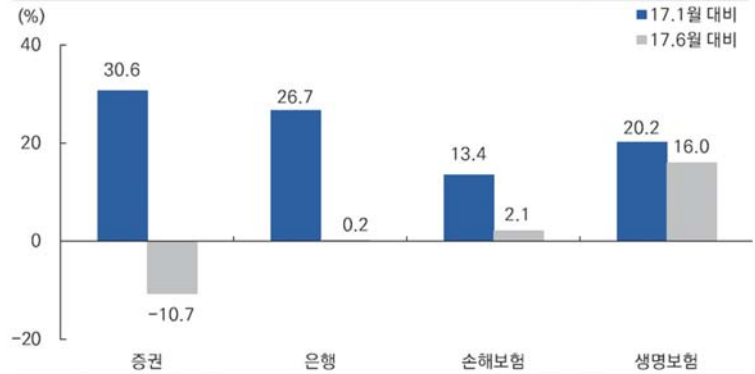
$ROE = \frac{\text{이익}(Revenue - \text{직접비용})}{\text{주주 자본의 총량}} \geq COE$

자료: 미래에셋대우 리서치센터

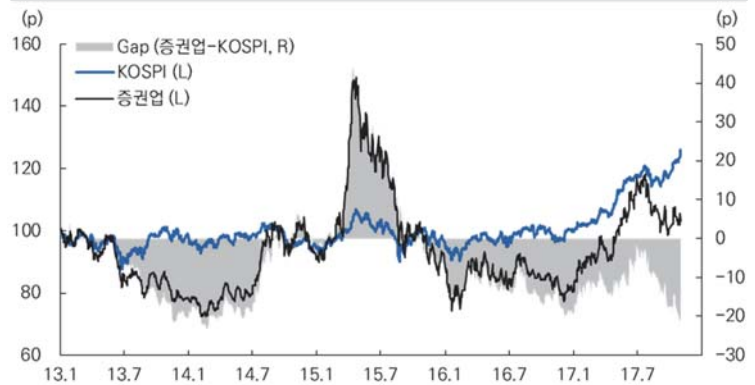
Bottom Out, 절반의 성공

- 자본시장 펀더멘탈 개선
 - 금리 상승하면서 상품 손실 발생하였으나 파생결합증권의 발행과 조기 상환 호조로 상쇄
 - 대형화 및 다각화로 과거와 다른 이익 안정성 확인
 - 4분기 연속 Quality earning 시현
- 자본시장 기능 강화를 위한 정책 기조
 - 성장동력 확보 위한 자본시장의 정상화 필요성 확산
 - 은행에 편중된 금융 중개 기능의 균형 요구
- 새로운 사업모델 구축의 기대는 유효
 - 대형사 중심의 M&A 마무리
 - 자본력 수준에 따른 새로운 업무 범위 부여
 - 자본시장 중심으로 대형화, 전문화 유도하려는 기존 정책의 연장선

금융업종 수익률 (YTD)



증권업 상대 Performance



7 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

자료: QuantiWise, 미래에셋대우 리서치센터

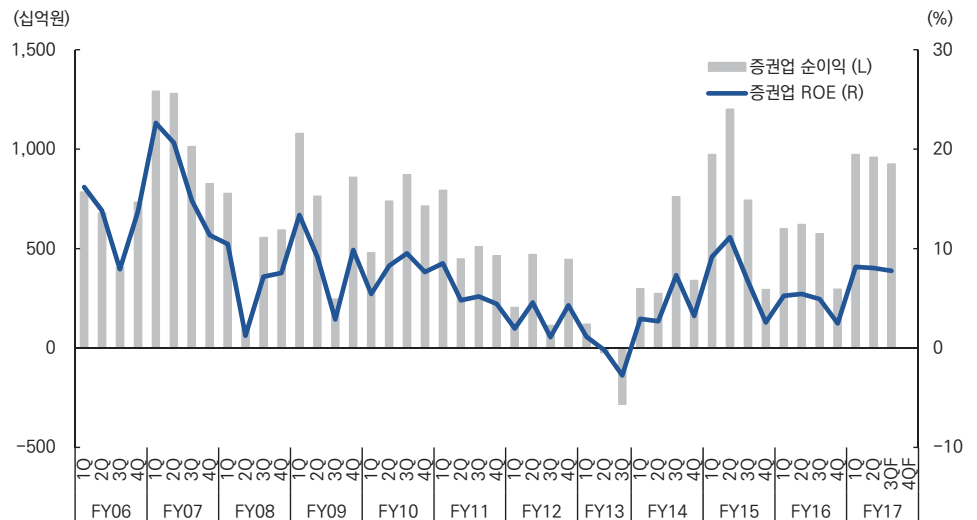
Mirae Asset Daewoo Research

[증권] II. Revenue

Quality Earnings 기조

- 대형사들은 4분기 연속으로 Quality earnings 추세
 - 수익 다각화의 진전
 - 대형화를 통한 규모의 경제
 - 자본시장 펀더멘탈 개선

증권업종 분기 실적 및 ROE 추이

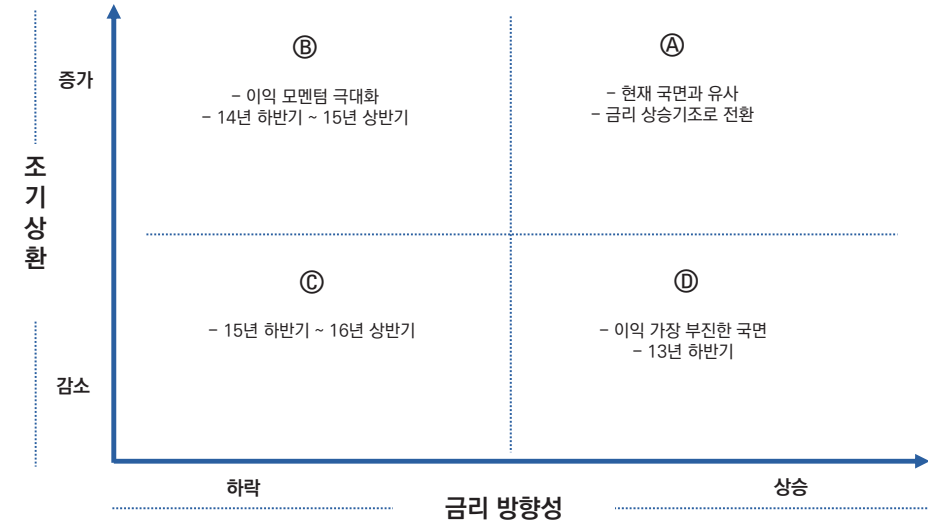


자료: 금융통계정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

최근 증권업종의 Driver?

- 증권업종 최근 실적의 2 x 2 Matrix
 - 금리 방향성 : 채권 운용 Book의 성과를 가능
 - 파생결합증권 상황 : 조기 상황이 많아지면 이연되어 있는 수익이 일시에 인식되는 효과
- 나머지 수익(수수료 및 이자수익)은 변동성이 낮고, 판관비도 안정화 상태

증권업 실적 Driver 2x2 Matrix

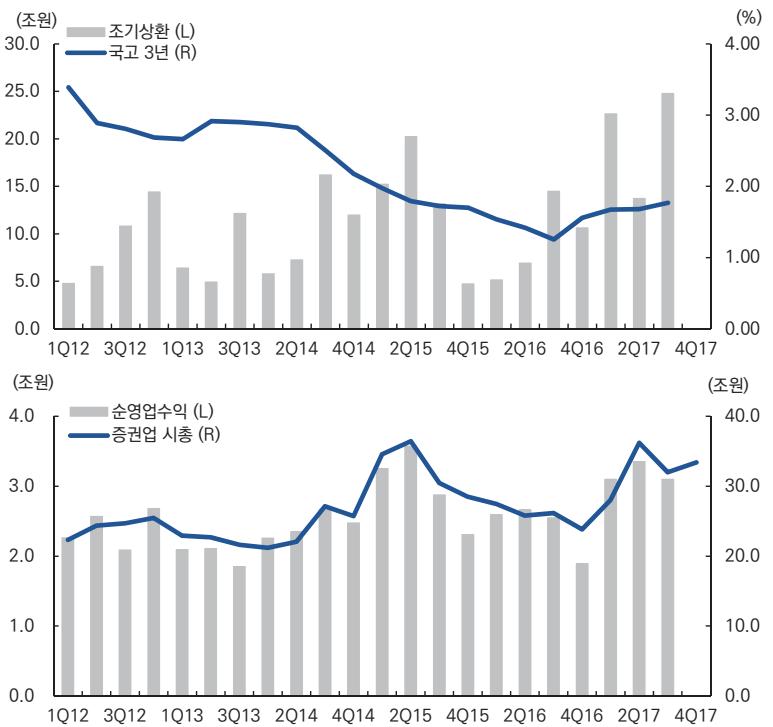


[증권] II. Revenue

파생결합증권 > 금리 방향성

- 파생결합증권 상황은 지속적으로 호조 예상
 - ELS, DLS 조기상환 사상 최대 수준 기록 중
 - 글로벌 Index 상승 지속되면서 이연된 조기상환은 호조를 보일 것으로 기대
 - 17년 상반기 늘어났던 발행물의 조기 상환 구간 진입
- 금리 상승의 속도가 문제이나 방향성이 이미 예견되어 있어 적절한 포지션 변화 진전된 상태
- 즉 금리 변동에 따른 손실의 델타가 크게 줄어든 상태

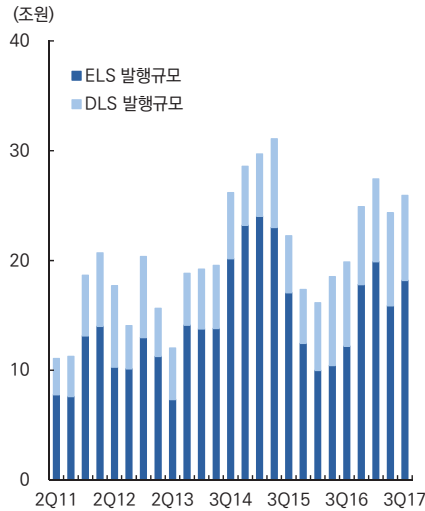
증권업종 순영업수익 : 파생결합증권 조기상환과 금리 추이가 결정



2 Drivers + α

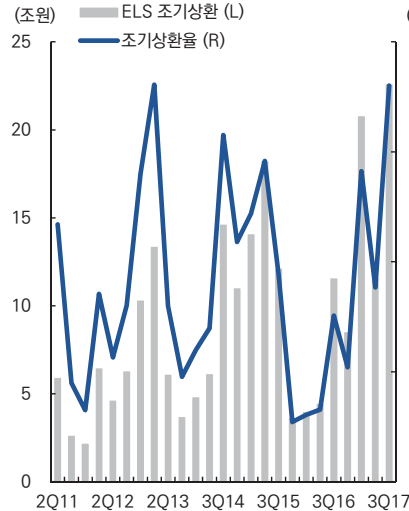
- 글로벌 자산가치 상승으로 PI 자산의 수익 실현 기회 부상
- + α : 한계비용 낮은 전통적인 수익원의 회복 예상
 - Brok : 거래대금 상승 추세 진입 → 한계비용이 Zero에 가깝기 때문에 매출 = 영업이익으로 직결
 - 금융상품 판매 수익 : AUM 증대로 소폭 개선

파생결합증권 발행 추이



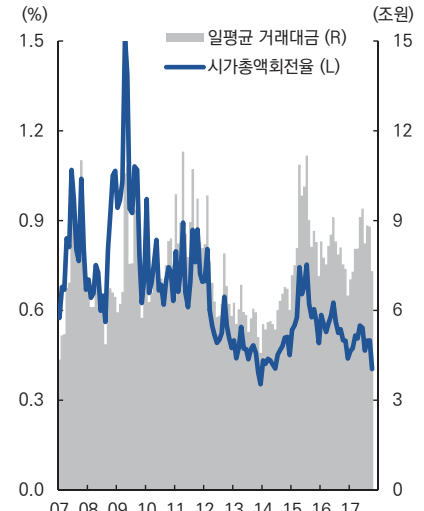
자료: 미래에셋대우 리서치센터

파생결합증권 상환규모와 상환율 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

+ α 거래대금 회전을



자료: QuantWise, 미래에셋대우 리서치센터

[증권] II. Revenue

펀더멘탈 개선 > 금리 상승의 우려

- 결과적으로 FY17 대비 10% 이상의 증익 예상
- 글로벌 경기 호조는 결국 기업이익의 증대로 귀결되어 자본시장 펀더멘탈과 영업환경도 개선
- 금리 상승의 속도가 우려이나 이익 변동성은 크게 줄여 놓은 상태
- 파생결합증권 및 수수료 수익의 증대, PI 수익 등이 기여하면서 채권 손실을 만회

증권업종 전체 PL 추이 및 전망

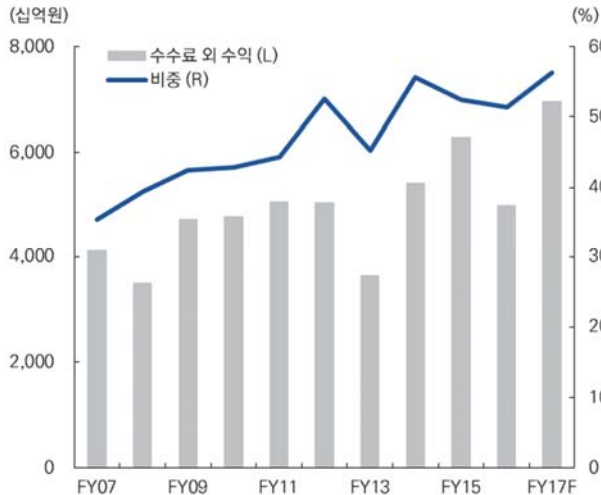
(십억원, %)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17F	FY18F	YoY
순영업수익	11,415	9,591	8,050	9,739	11,997	9,697	12,403	13,013	4.9
수수료순수익	7,001	5,279	5,124	5,190	6,852	6,172	7,256	7,416	2.2
순수탁수수료	4,527	2,883	2,729	2,574	3,513	2,442	2,900	3,051	5.2
자산관리수수료	939	807	831	799	909	921	899	931	3.6
IB관련수수료	890	852	847	944	1,289	1,353	1,653	1,585	-4.1
기타 수수료	523	721	708	862	1,128	1,447	1,804	1,849	2.5
순이자수익	3,141	3,254	3,491	3,847	4,446	4,043	4,134	4,288	3.7
상품이익+기타	1,273	1,059	-565	702	699	-518	1,014	1,308	29.1
판매비와 관리비	8,400	7,847	7,535	7,504	7,923	7,075	7,651	7,631	-0.3
영업이익	3,015	1,744	515	2,235	4,074	2,621	4,752	5,382	13.2
영업외이익	-67	-80	-455	57	95	11	-28	6	흑전
법인세차감전 순이익	2,947	1,665	60	2,292	4,169	2,632	4,724	5,388	14.1
법인세 비용	739	422	309	619	970	606	1,097	1,304	18.8
당기순이익	2,208	1,242	-249	1,673	3,215	1,995	3,627	4,084	12.6

자료: 금융통계정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

직접비용(판관비)는 이미 안정화

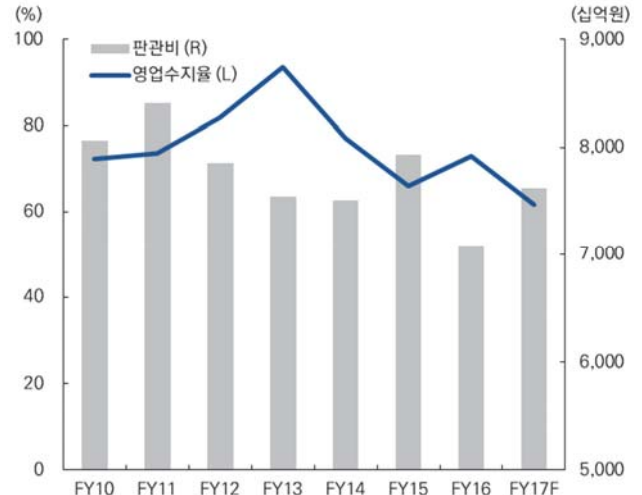
- 영업수지율(판관비/Revenue)은 13년 이후 지속적으로 하락 추세
 - 구조조정 이후 고정비 수준 하락
 - 업황 회복되면서 Revenue 상승
- 수익구조 변화에 따른 변동비의 감소
 - 과거에는 수수료 중심 수익구조로 연동하는 변동성 인건비의 비중이 많았음
 - 최근에는 자본활용 중심의 수익구조로 변모하면서 이같은 부담이 줄어들 수 밖에 없는 추세
 - 즉 수익에 대한 판관비 민감도가 하락함을 의미

수수료 외 수익 비중이 60%로 증가



자료: 금융통계정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

영업수지율과 판관비 추이



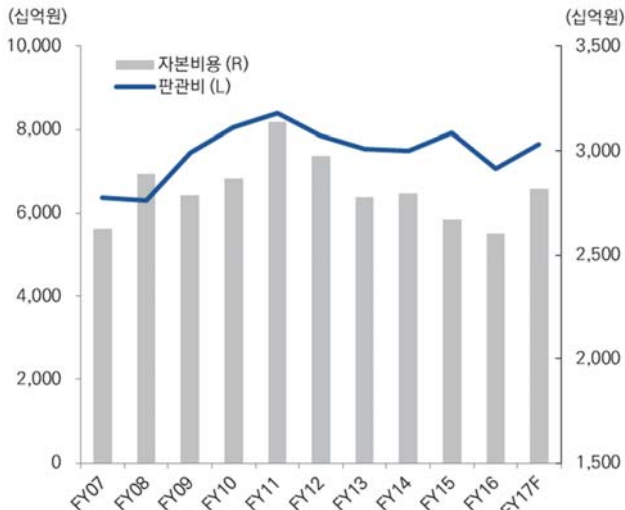
자료: 금융통계정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

[증권] III. Cost

간접비용은 늘어날 여지

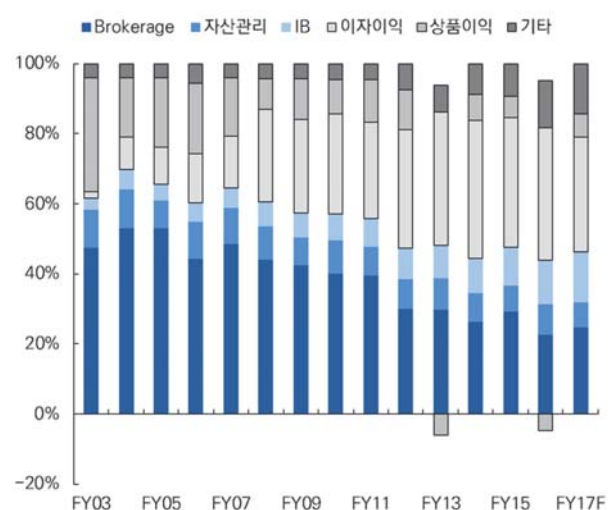
- 직접비용의 부담은 낮아지지만, 간접비용은 늘어날 여지 많음
- 자기자본의 증대와 금리가 상승하면서 주주의 기회비용(무위험 수익 대비)은 상승 불가피
- 다만 수익구조의 변화로 인한 이익 변동성 축소가 COE를 하락시키고 있음

자본비용과 판관비 추이



자료: 금융통계정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

순영업수익의 구성과 추이 : 다각화의 진전

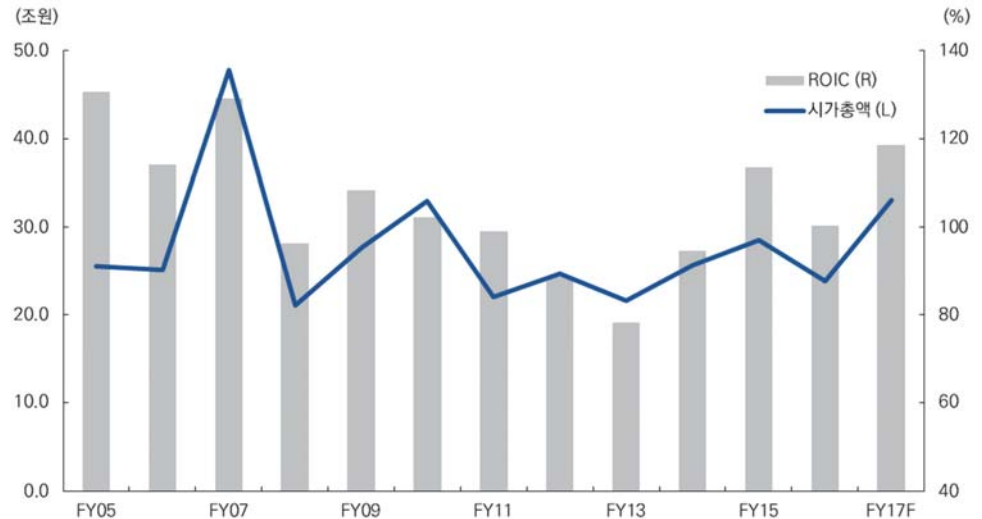


자료: 금융통계정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

ROIC와 일치하는 주가의 궤적

- 최근의 ROIC 개선은 기존의 비즈니스모델에 업황 회복이 결합된 결과에 불과
- 현재의 모델로는 ROIC의 구조적 회복에는 한계
- 결국 비즈니스모델을 재구축해야 구조적 개선 가능
- M&A 또는 자본력을 활용한 Leverage game으로 전환 해야 하는 이유

증권업종 ROIC와 시가총액 추이



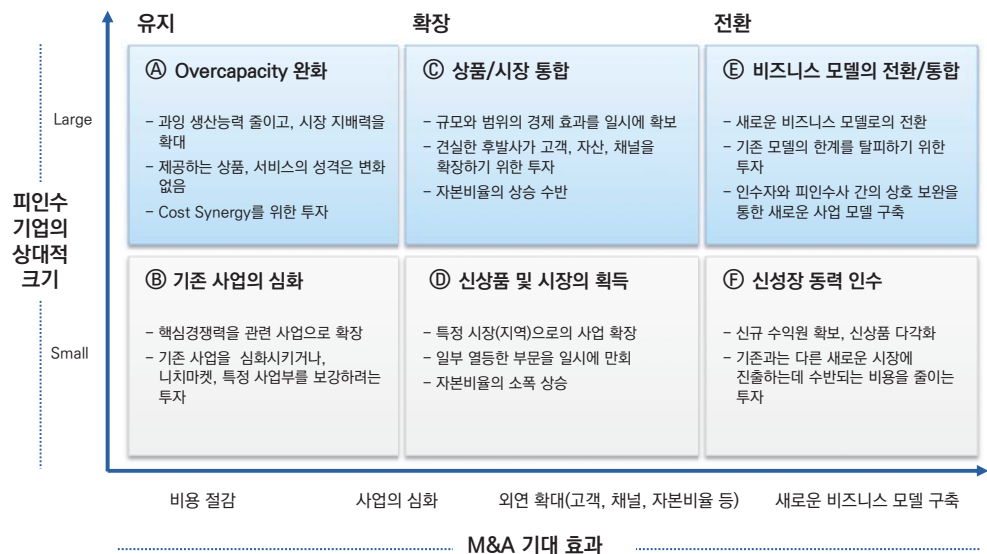
자료: 금융통계정보 시스템, 미래에셋대우 리서치센터

[증권] IV. Capital mgt.

ROIC 높이는 수단? M&A와 라이선스 취득을 통한 대형화, 다각화

- Revenue를 늘리는 방법?
1) 기존 사업을 강화, 2) M&A를 통한 규모 확대 또는 BM 변화, 3) 새로운 라이선스의 취득
- 수수료 중심의 기존 사업 강화로는 Revenue 창출에 한계
- M&A와 새로운 라이선스 확보가 남은 선택지
- 이 둘은 자본력을 키우지 않으면 불가능, 결국 Capital mgt.의 문제

금융업종 M&A의 유형

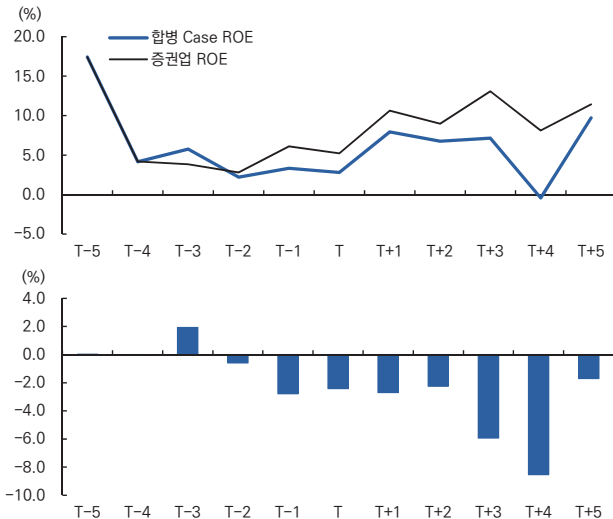


자료: Harvard Business Review, 미래에셋대우 리서치센터 재구성

지금까지는 거의 모든 M&A가 실패

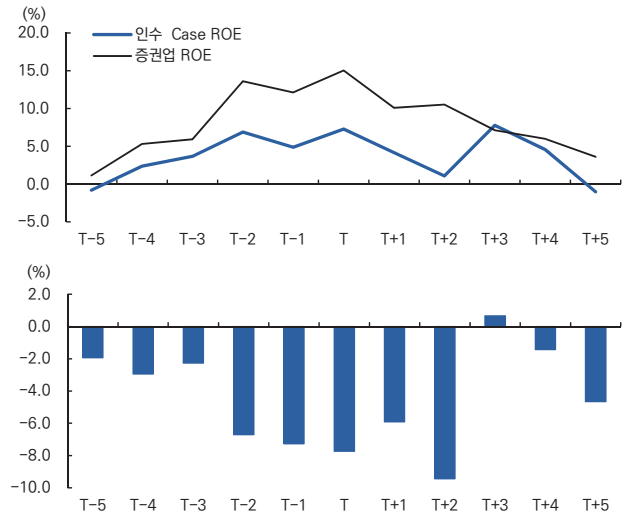
- 과거 사례의 경우 의도에 부합하는 성과를 낸 경우는 거의 없음
 - 합병 또는 인수 시점(T) 이전과 이후 재무적인 성과는 업종을 상회하지 못함
 - 외형은 커졌으나(자본력 증가 + Leverage 상승), ROA 상승이나 판관비 효율화 등이 수반되지 않으면서 수익성 개선은 제자리 걸음
- 소규모 M&A로서 규모의 경제 달성이 미흡했고, 상호보완적인 사업모델이 없어 시너지에 한계

Merger



자료: 금융통계정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

Acquisition



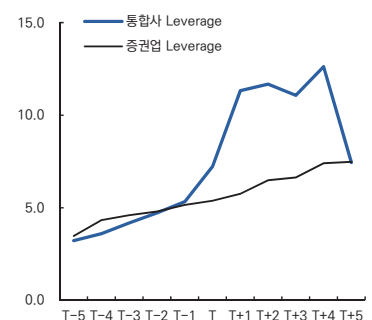
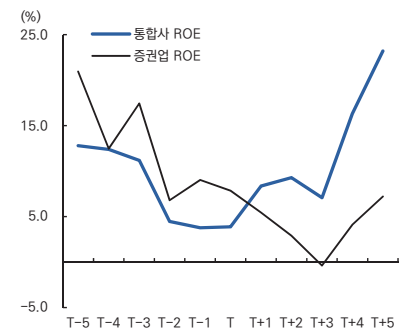
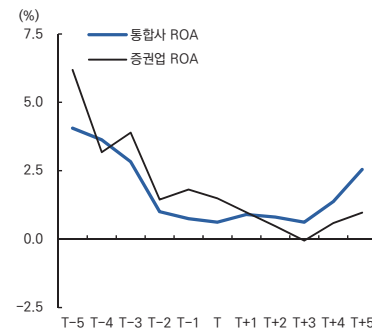
자료: 금융통계정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

[증권] IV. Capital mgt.

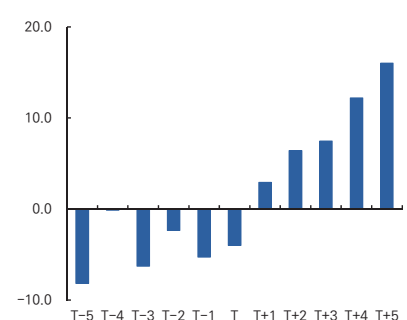
Key는 비즈니스모델의 전환 여부

- 메리츠증권증권의 경우 합병이 성공한 거의 유일한 사례
- 증권사의 고객 기반에 종금 라이선스의 특수성을 활용하여 원활한 조달능력(수신 기반)이 결합
- 단순외형 확대가 아닌 비즈니스모델의 전환을 달성한 점이 주효

Best Case: 메리츠증권+종금



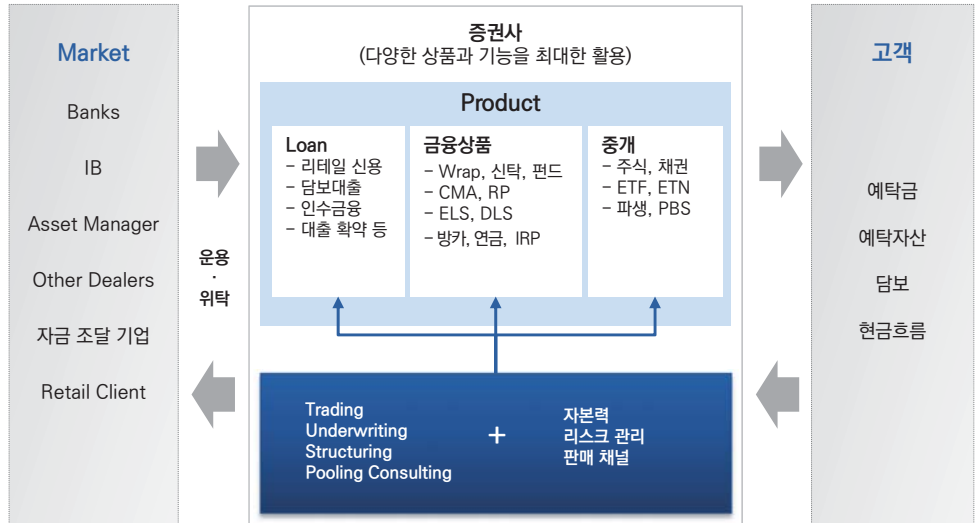
자료: 금융감독원 통계, 미래에셋대우 리서치센터



증권사의 비즈니스 모델은 근본적으로 유연

- 증권사는 확장성과 수용성이 높은 비즈니스 구조
 - 예금을 제외하면 모든 금융상품을 취급할 수 있는 구조
- 중개형 모델에서 점진적으로 자본력을 활용하여 복합적인 모델로 변모 중
- 그러나 은행과 같은 단순하고 핵심적인 '수신 Tool'은 부족

증권업의 Business Process : 수용성과 확장성



자료: 미래에셋대우 리서치센터

19 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

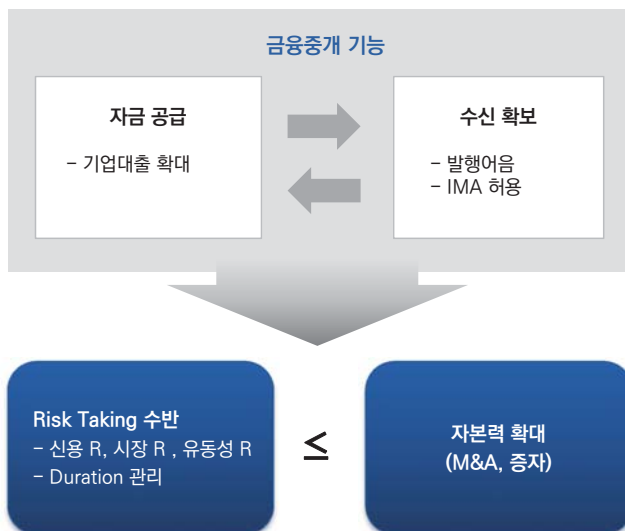
Mirae Asset Daewoo Research

[증권] IV. Capital mgt.

신규 라이선스: 비즈니스 모델 전환의 촉매

- IMA와 발행어음의 허용은 비즈니스 모델에 변화를 줄 수 있는 중요한 계기
 - 저금리에 만족하지 못하는 부동산자금을 흡수할 수 있는 새로운 Tool
 - 시중 자금을 흡수(레버리지 확대)하여, 이를 위험자산에 중개하면서 수익성을 높이는(ROA 상승) 선순환 구조를 만들면서 ROE를 올리고 안정화 → $ROE = \text{Leverage} \times ROA$
- 자본력 갖춘 대형사에 유리 : 레버리지를 늘리고, 운용 대상이 커지면 필연적으로 리스크 상승

IB육성을 통한 금융중개 기능의 보완



자료: 미래에셋대우 리서치센터

발행어음과 IMA

구분	단기금융업무	종합투자계좌
허용 대상	자기자본 4조원이상	자기자본 8조원이상
수익배분방식	약정금리 지급	실적배당방식
발행한도	자기자본의 2배	한도 없음 *단, 경영실태평가 중 자본적정성 평가에 IMA 수탁금규모를 반영
기업금융 최소운용비율	수탁금의 50%이상	수탁금의 70%이상
부동산 투자 상한	수탁금의 30% 초과 제한	
여유자금운용규제	개인여신 금지 등 네거티브 방식	
구분 관리	구분계리 (별도 자산부채현황표)	자기 신탁
손실충당금적립	해당 없음	수탁액의 5%가 될 때까지 적립

자료: 금융위원회

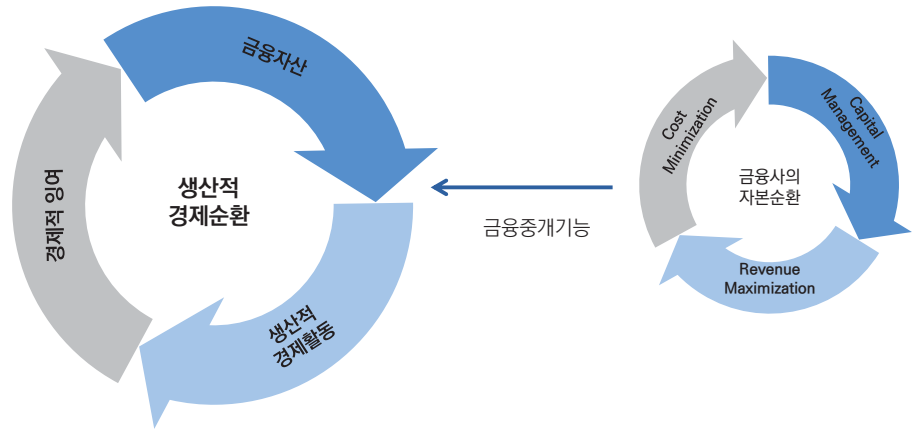
20 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

더 큰 순환을 촉진하는 금융업의 순환

- 금융의 순환과정
 - 축적된 금융자산을 '생산적인 경제활동'에 효과적으로 분배하여
 - 경제적 잉여를 창출하도록 돕고
 - 이를 금융자산으로 재축적하는 순환과정
- 금융산업은 이러한 순환과정이 효과적으로 작동하도록 돕는 역할

생산적 순환을 매개하는 금융업의 순환



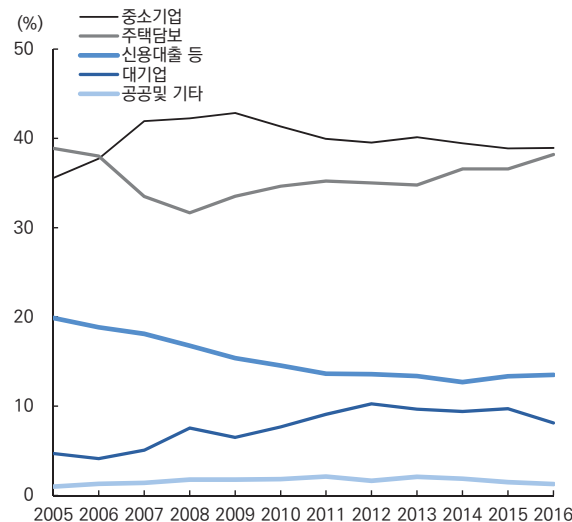
자료: 미래에셋대우 리서치센터

[증권] IV. Capital mgt.

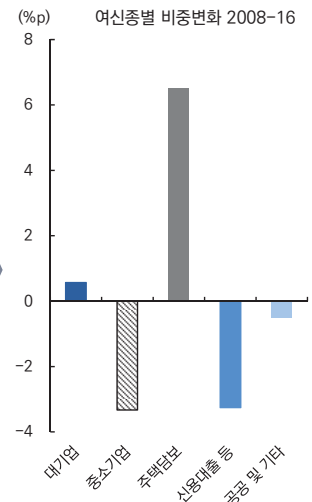
생산적 경제활동으로 순환되는가?

- 은행 중심의 금융시스템
 - 은행 : 고도 경제성장기에는 집중적, 효과적으로 대규모 금융자산의 축적과 투자가 용이한 금융업
 - 생산적 경제활동 영역에 금융자산이 투자되는 강도는 약화 중
 - 저성장, 산업구조의 변화에 따라 금융산업의 구조도 변화 필요
- 더 큰 순환이 원활히 이루어지도록 금융산업과 시스템도 변모해야...

시중은행의 여신 구성 추이



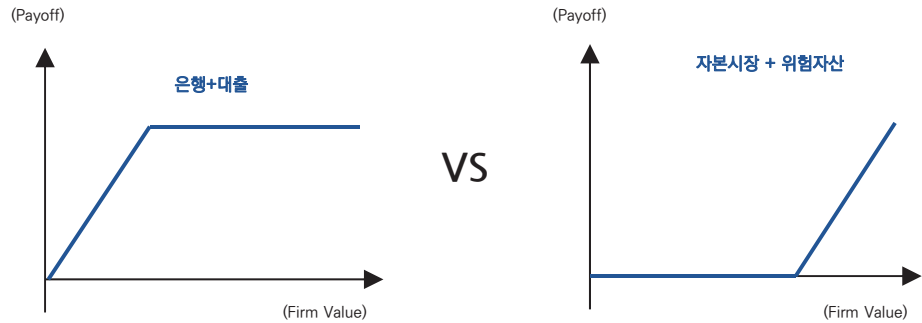
자료: 금융통계정보시스템, 미래에셋대우



큰 순환을 촉진하기
위해 알맞은
금융산업?

저성장 + 산업구조 변화 시대에 적합한 금융?

- 금융자산의 수익률 전반적 하락 → 금리+ α 상품 필요
- 혁신 산업의 지원 + 사회적 문제(가계 부채, 부동산, 고용, 복지, 양극화 등의 완화) 해결



- 대출자의 Pay off: 차주의 신용, 안정적 Cash flow, 명확한 담보가치 → 금리 수준에 제한된 Pay off
- 자본시장의 Pay off: 리스크를 기반으로 '금리+ α ' 상품 공급을 통한 다양한 금융중개 가능

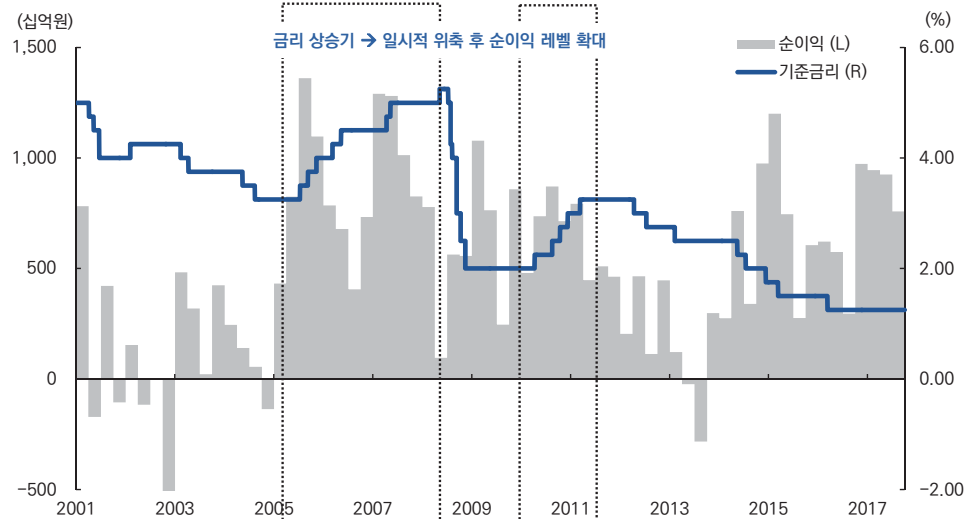
자료: 미래에셋대우 리서치센터

[증권] V. Valuation 및 투자 전략

비중확대 유지
종목선택은 압축

- 주가는 실적과 성장이 교차되는 지점에서 결정
- 과거 증권업은 '자본-수익-비용-자본'의 순환과정이 단절
- 자본 활용(M&A와 신규 라이선스) → 비즈니스 모델의 변화를 통해 순환과정이 정상화되는 초기
- 금리 상승의 의미 = 경기회복 → 기업실적 개선 → 자본시장 펀더멘탈 개선
금리상승 초기 국면을 지나면 평가손 우려는 사라지고 적극적인 비중 확대 필요

금리 상승과 증권업 순이익 추이



자료: 한국은행, 금융통계정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

바벨 전략

Top Picks : 대형사 + 특화사

- 바벨 전략 유효
 - 일본증권업과 같이 Leader 와 Others로 경쟁구도 변모 중
 - 자본력을 기준으로 '대형사' 위주 편입
 - 비즈니스모델이나 수익성 특화되어 있는 증권사로 균형
- 대형사 + 키움증권의 조합
 - 대형사 :
업황 개선 국면에서는 고객자산과 운용자산이 많은 대형사의 이익 Leverage ↑
 - 키움증권:
핵심 수익원(Brok+이자이익)의 한계비용이 제로에 가깝기 때문에 업황 개선 시 이익 증가율에서 월등히 우위

바벨 전략

대형사

- 업황 개선 국면에서는 고객 기반+운용자산 많은 대형사
- 새로운 라이선스를 통한 성장 가능성

특화사

- 기존 증권사와 다른 안정적인 수익 구조
- 지속적인 고객 확보를 통한 비즈니스 모델의 강화 및 파생

	투자의견	목표주가 (원)	현재주가 (원)	목표수익률 (%)
키움증권	매수	120,000	74,500	61.1
한국금융지주	매수	70,000	64,000	9.4
NH투자증권	Trading Buy	16,000	13,900	15.1
삼성증권	Trading Buy	45,000	35,800	25.7

자료: 미래에셋대우 리서치센터

[증권] V. Valuation 및 투자 전략

	키움증권	한국금융지주	삼성증권	NH투자증권
투자의견	매수	매수	Trading Buy	Trading Buy
목표주가(원)	120,000	70,000	45,000	16,000
현재주가(원)	74,500	64,000	35,800	13,900
상승여력(%)	61.1	9.4	25.7	15.1
EPS (원)	14.12	3,420	3,157	270
	15.12	8,585	3,923	716
	16.12	8,142	4,542	786
	17.12F	9,631	7,560	3,030
	18.12F	8,414	6,478	2,880
	19.12F	8,871	7,082	3,235
BPS (원)	14.12	41,500	44,832	14,550
	15.12	49,913	51,466	15,127
	16.12	56,278	52,872	15,448
	17.12F	70,165	61,007	16,296
	18.12F	75,471	66,165	16,959
	19.12F	81,068	71,883	17,747
P/E (배)	14.12	13.5	14.1	38.0
	15.12	7.2	9.4	14.1
	16.12	8.8	10.6	14.1
	17.12F	7.7	13.9	12.3
	18.12F	8.9	11.8	11.3
	19.12F	8.4	12.4	11.9
P/B (배)	14.12	1.1	11.1	10.8
	15.12	1.2	1.0	0.7
	16.12	1.3	0.9	0.7
	17.12F	1.1	0.6	0.6
	18.12F	1.0	0.7	0.9
	19.12F	0.9	0.7	0.8
ROE (%)	14.12	8.6	6.7	2.1
	15.12	18.7	7.9	4.8
	16.12	15.3	4.7	5.1
	17.12F	15.0	6.6	7.8
	18.12F	11.3	5.7	7.0
	19.12F	11.1	6.1	7.4
순이익 (십억원)	14.12	76	230	81
	15.12	190	275	215
	16.12	180	274	236
	17.12F	213	271	371
	18.12F	186	257	350
	19.12F	196	289	388
배당성향 (%)	14.12	13.1	20.6	60.1
	15.12	8.1	25.5	56.3
	16.12	10.4	28.5	51.1
	17.12F	10.4	19.8	40.7
	18.12F	12.5	24.3	43.1
	19.12F	12.4	21.6	38.9
배당수익률 (%)	14.12	0.9	1.5	1.6
	15.12	1.1	2.4	4.0
	16.12	1.2	2.1	4.1
	17.12F	1.4	1.7	3.6
	18.12F	1.5	2.0	3.6
	19.12F	1.5	2.0	3.6

보험

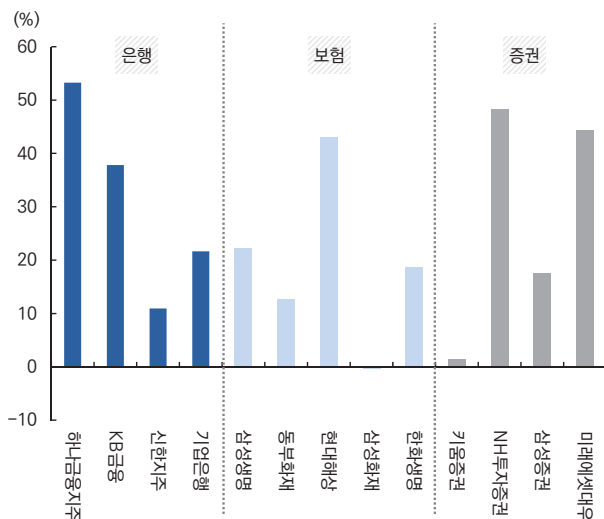
[보험] I. 2017년 Review

보험

금융업종 전형적인 순환매 패턴

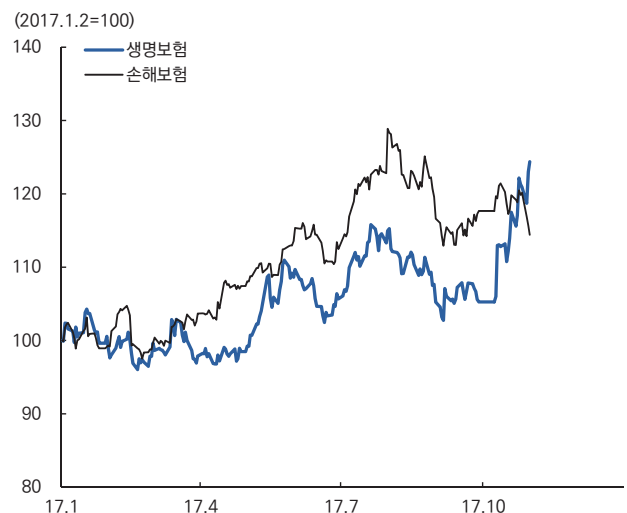
- 금융주 내 전형적 순환매 패턴
- 손보 : 건조한 실적 보여주고 있으나, 이익 개선 사이클 Peak out + 보험료 인하 우려 부상
- 생보 : 신계약 부진 지속되고 있으나, 금리 상승 현실화되면서 반등(공모가 회복)

주요 금융회사 주가 상승률(2017 YTD)



자료: QuantiWise, 미래에셋대우 리서치센터

상대주가 추이

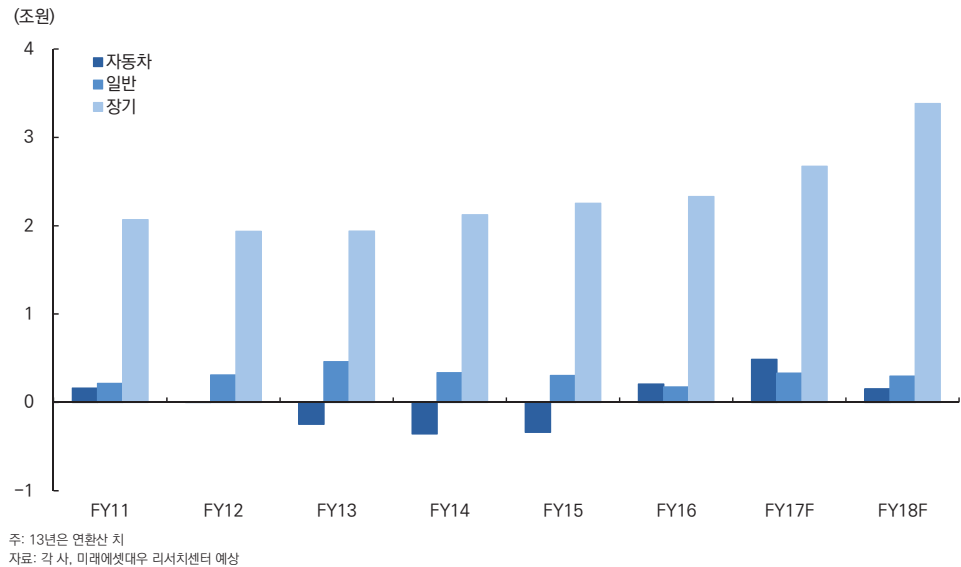


자료: QuantiWise, 미래에셋대우 리서치센터

자동차보험에서 장기보험으로 이익 개선의 바톤터치

- 지난해 보다는 둔화되지만 여전히 10% 가까운 이익 개선
 - 1) 자동차부문의 영업이익은 감익이지만 흑자 기조는 유지
 - 2) 위험손해율 안정화 되면서 자동차보험 감익 상쇄
 - 3) 금융시장 지표 호조 및 금리 상승 등으로 투자이익의 Bottom out

보종별 영업이익 추이 추정



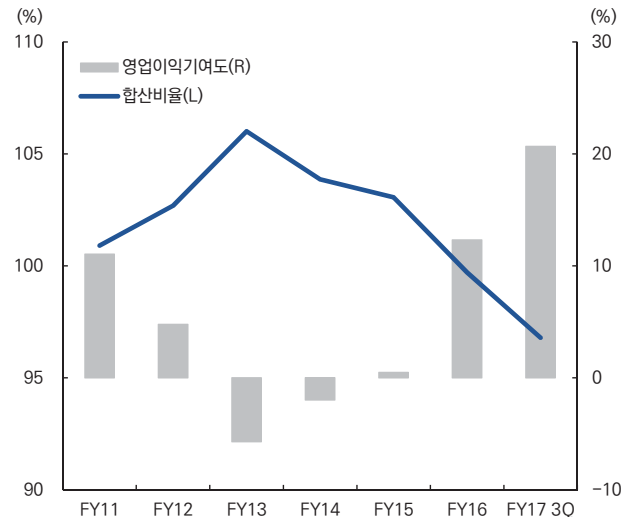
자동차보험 : 모멘텀은 소진되었으나 흑자 기조 안착

- FY11 이후 처음으로 자동차보험 부문은 흑자 시현 중
- 보험료 인상 사이클 마무리되면서 추가적인 이익 개선은 제한
- 다만 과거와 같은 가격을 놓고 극심한 치킨게임 양상은 없는 상황

자동차보험 원수보험료와 경과보험료 성장률



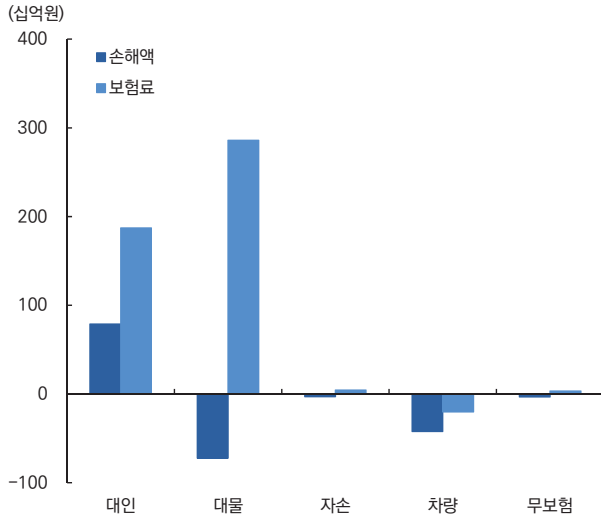
자동차보험 영업이익 기여도 추이



요율 효과 > 손해액 감소

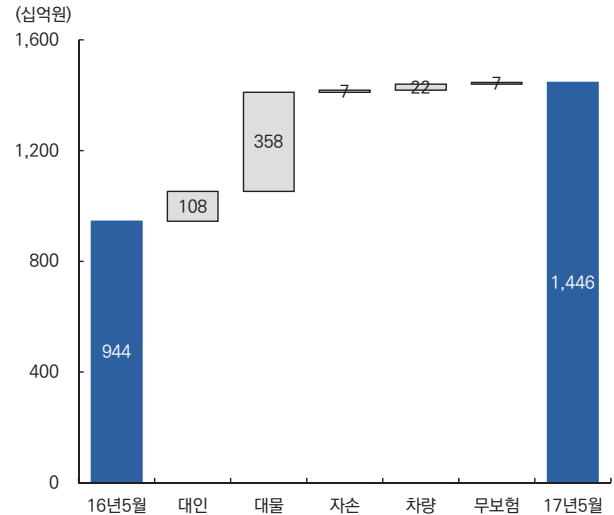
- 보험료 인상 효과가 손해액 감소를 상회
- 손해율 상승을 견인하던 대물 담보의 손해율은 보험료 인상, 손해액 감소가 결합
- 개선 효과는 둔화되었지만, 전반적인 안정성은 유효하여 적자 기조로 재진입 하지는 않을 것

담보별 손해액, 보험료 증감(FY16 5월 누적 → FY17 5월 누적)



자료: 보험개발원, 미래에셋대우 리서치센터

자동차 보험 영업이익 Movement



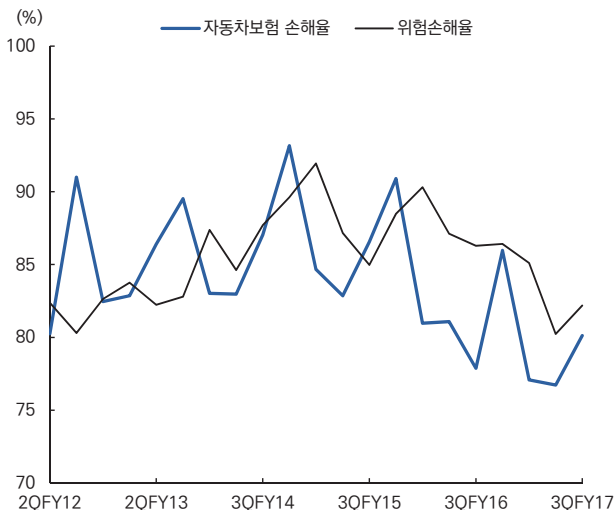
자료: 보험통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

수익성 개선 바톤터치

: 위험손해율 개선 가시화

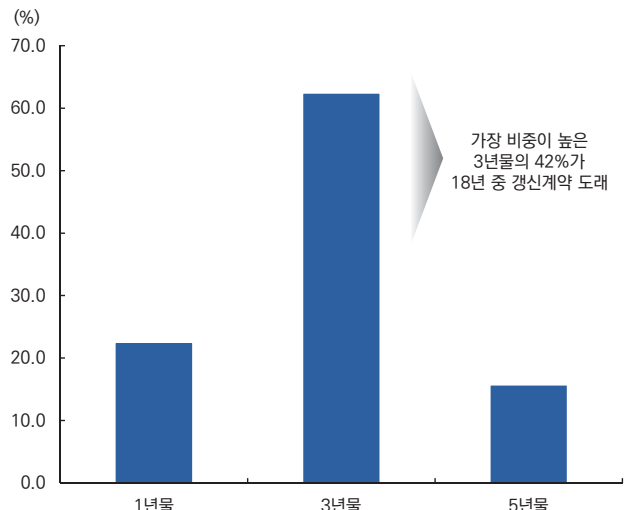
- 핵심적인 이익 원천인 장기보험의 위험손해율은 점진적 안정화 기대
- 실손 보험료의 인상 효과가 갱신과 함께 반영되면서 차츰 안정화
 - 최근 3년간 70% 이상의 보험료 인상 효과 누적
 - 갱신과 함께 위험보험료 증가에 일조
 - 18년의 경우 3년 갱신 상품의 갱신이 대거 도래하는 시점

장기위험 손해율 하락 가시화



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

실손보험 갱신 비중(동부화재)

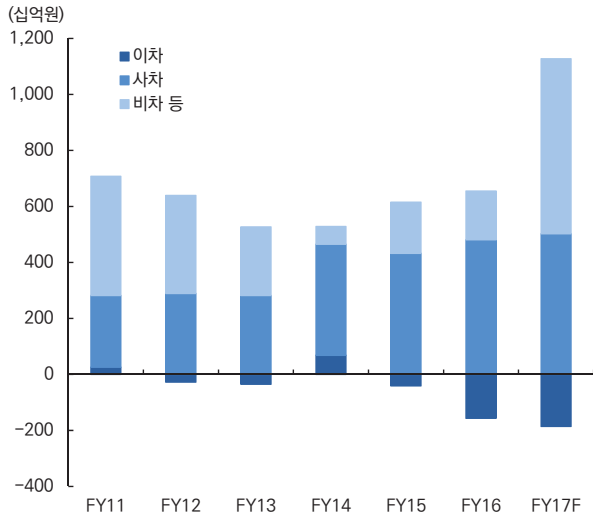


자료: 동부화재, 미래에셋대우 리서치센터

생보 : 금리상승의 온기가 확산 중

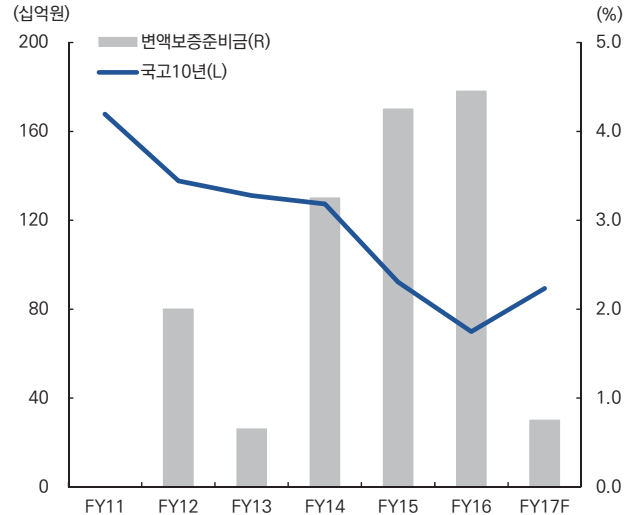
- 금리 상승의 온기가 재무상태 개선으로 반영 중
- 저금리 고착화에 따른 자구적인 대응 노력이 수익성 개선으로 나타나는 중
 - 위험손해를 지속적인 개선 : 약성 고보장 계약 out, 위험보험료 꾸준한 증대
 - 구조조정 지속으로 비용 level down
- 역마진 축소와 변액보험 준비금 부담 감소하면서 이익 정상화 국면 진입

이원별 손익 추이



자료: 한화생명, 미래에셋대우 리서치센터

금리 추이와 변액보증준비금 부담(한화생명)

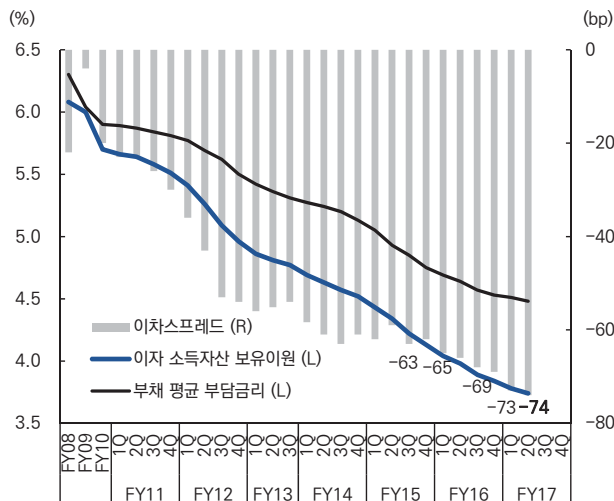


자료: 한화생명, QuantiWise, 미래에셋대우 리서치센터

이차역마진 확대는 둔화

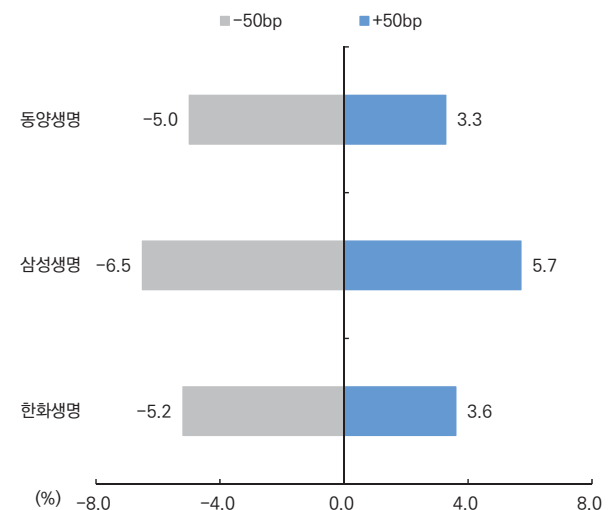
- 장기 금리 상승하면서 듀레이션과 yield를 모두 확보할 수 있는 기회
- 국고 10년 3% 초반으로 상승하면 실질적인 역마진 문제는 해소
- 다만 국내 경기여건과 가계부채 상황 고려할 때 지속적인 금리 인상 가능성은 제한

삼성생명 역마진Spread 추이



자료: 삼성생명, 미래에셋대우 리서치센터

EV 금리 민감도

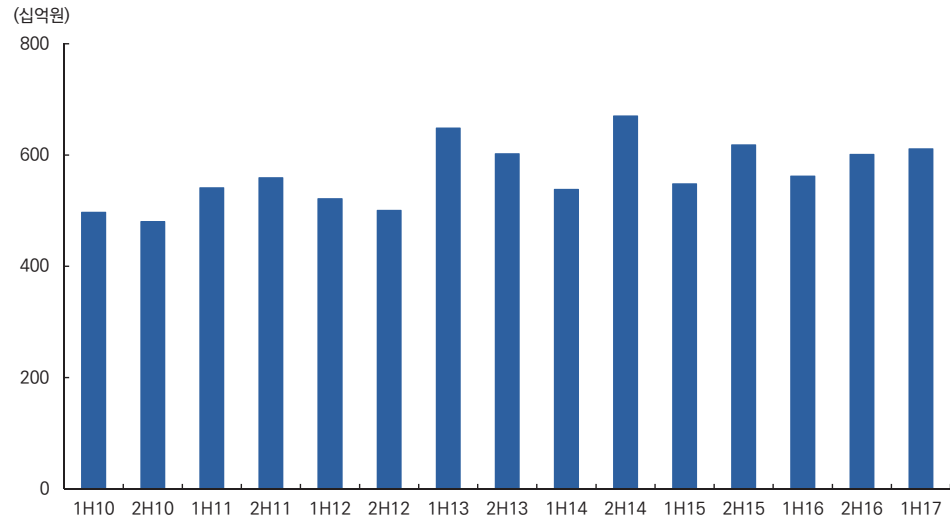


자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

수익성 악화의
저점은 통과하였으나,
신계약 부진은 지속

- 마진 높은 중저가 단품형 상품으로 볼륨 감소를 만회 중이나
- 일시적 특수(4차례 예정이율 인하 및 세제혜택 축소 전 절판)를 제외하면 신계약 부진 지속
- 예정이율의 지속적 인하에 따른 주력 상품(종신)의 보험료 급등
- 가격 자율화 본격화 되는 18년 이후 혁신적인 신상품 개발이 중요

신계약 가치 추이 (삼성생명)



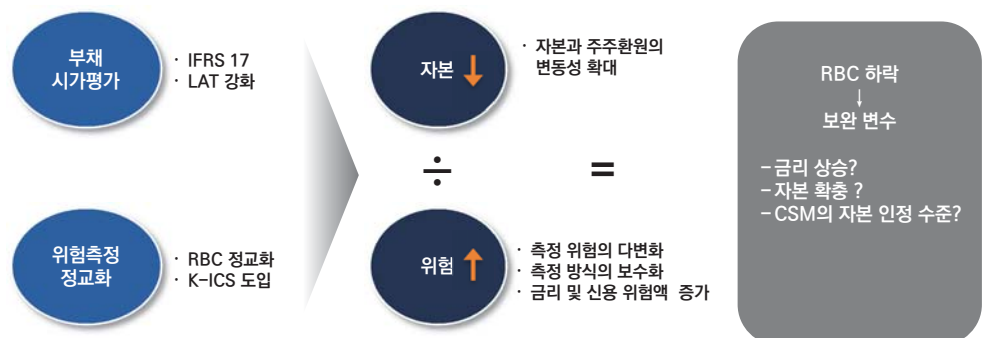
자료: 삼성생명, 미래에셋대우 리서치센터

[보험] III. Capital mgt.

상충과제의 해결
- 위험은 줄이고,
- 성장 여력은 확보

- 금리 반등하면서 많은 문제들이 완화 중이나 신계약을 통한 장기 수익 기반 확대는 불투명
- 규제 환경 변화가 구체화되면서 Capital management가 장기적으로 더욱 중요해 짐
- 국제적인 기준을 충족시키기 위한 회계기준 변경(부채 시가평가)와 건전성 감독제도 변화(RBC 강화) 본격화
- 위험은 줄이고, 자본여력은 안정화하면서 성장 동력 확보를 추구해야 하는 상충적 과제에 직면

Capital Mgt의 핵심 변수



자료: 미래에셋대우 리서치센터

Two Track 규제 본격화

- 규제는 단계적으로 대응 가능한 속도로 진행 중
- 시가평가 대응하기 위한 '할인율 단계적 하향' 시작
- 위험측정의 정교화·다각화·보수화를 통해 ICS 도입을 선제적으로 준비
- 요구자본 측정에 대한 신뢰수준(99.5%) 상향하여 국제적 정합성 확보

보험사 주요 규제변화 일정

		2017	2018	2019	2020	2021
회계기준 변경	IFRS17	기준서 공표	전환 준비기간		전환	시행
	할인율 단계적 조정 (16년 말 할인율 대비)	95%	92.5%	87%		
	LAT 강화 준비금 증가액 가용자본 인정 (인정비율 단계적 하향)	90%	80%	70%	60%	
	평가금액 결정방식 개선 (금리 시나리오 별 평가금액 중 높은 순서 적용)	500번째 높은 금액	550번째 높은 금액		전체 평균 (600번째)	
감독제도 변화	K-ICS	초안 1.0 공개, Field 테스트		최종안 채택	적용	
	RBC 정교화 부채 Duration 잔존만기 구간 확대	25년	30년			
	연동형 최저보증금리 리스크 현실화 (요구자본 증가액 반영 비율)			50%	100%	
	변액 최저보증 위험액 산출 방식 변경 (요구자본 증가액 반영 비율)	35%	70%	100%		

자료: 미래에셋대우 리서치센터

[보험] III. Capital mgt.

순환 과정의 출발점인

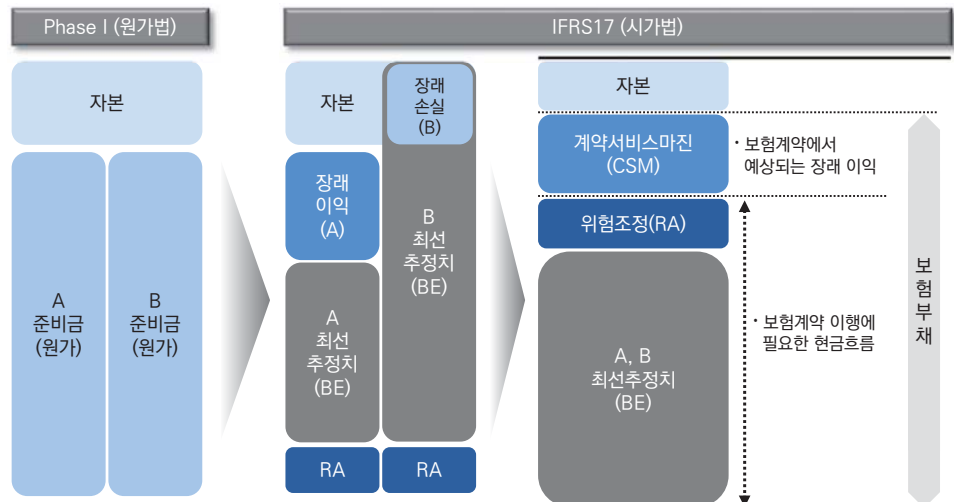
Capital mgt.가 더 중요

- IFRS17 2021년 시행 확정
- 이행 시점의 궤멸적인 자본 잠식 상황은 피했으나 근본적인 수익성 중심 비즈니스 모델 강제
- 현재의 원가법 기준의 회계방식은 보험계약의 장기 속성을 반영하지 못함
- 금리와 손해를 등의 수익성 Driver 가정을 주기적으로 반영하면서 실질적인 수익성을 반영
- 즉 '자본-수익-비용-주주환원-자본'의 순환과정을 뚜렷하게 파악할 수 있게 됨

IFRS17 적용에 따른 재무상태표의 변화 개념

CSM (Contractual Service Margin)

보험계약으로부터 장래 발생할 것으로 예상되는 이익. 부채로 계상 후 보험기간 동안 일정하게 상각하여 손익에 반영

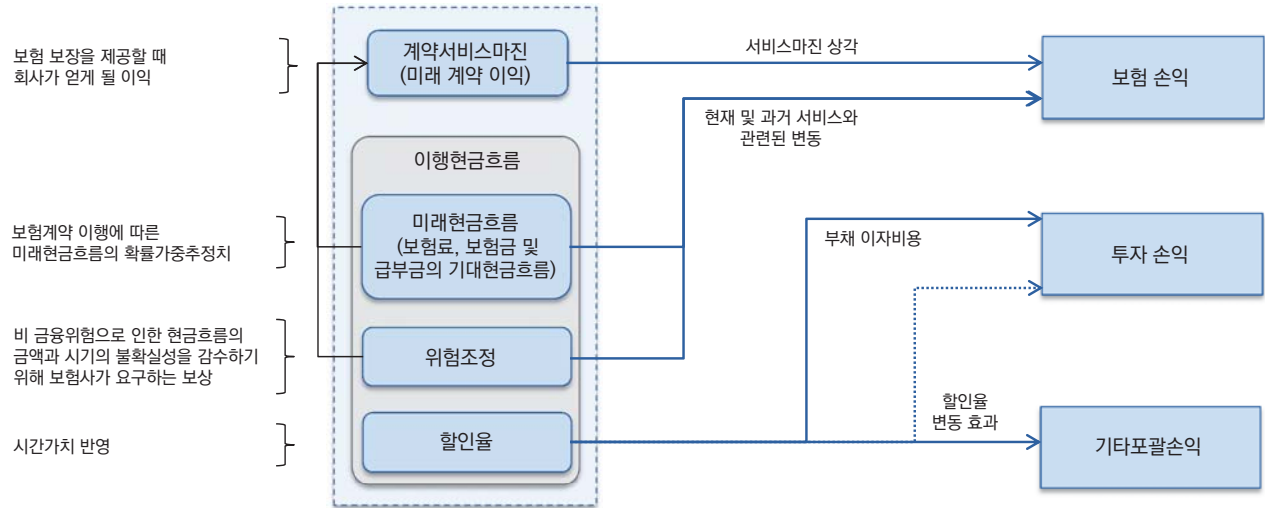


자료: 보험연구원, 미래에셋대우 리서치센터

PL은 부채 가치 변화를 시간에 따라 표기할 뿐

- 부채는 1) 계약서비스마진과 2) 이행현금흐름의 합으로 측정
- 매 보고기간 말 현행 할인율과 가정을 사용하여 보험부채를 측정
- 변동사항이 과거 보장과 관련이 있다면 당기 손익에 반영하고, 미래에 발생할 보장과 관련이 있다면 CSM을 조정

IFRS17 보험계약 부채의 개념



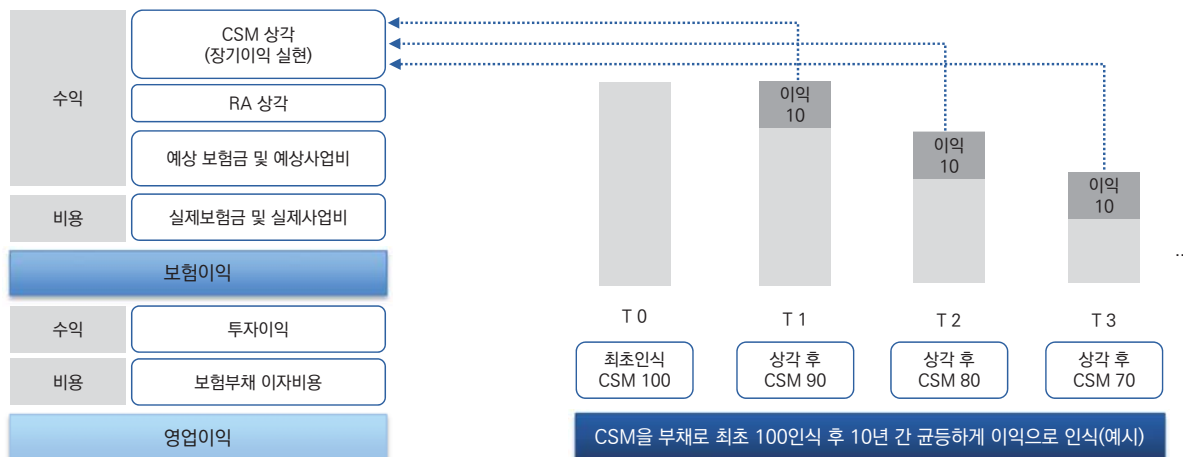
자료 : 한국회계기준원, 미래에셋대우 리서치센터

[보험] III. Capital mgt.

외형보다는 수익성 중심

- CSM이 향후 이익을 가늠
 - 수익과 비용을 보험 전 기간에 나눠서 인식하게 됨
 - 이익의 원천에 해당하는 CSM은 현재 보조적으로 발표하는 신계약가치와 개념적으로 유사
- CSM을 많이 확보한 회사가 미래 이익의 규모와 안정성을 담보
- 매출은 늘리지만 미래이익을 잠식하는 상품(저축보험 및 고보장 상품) 판매 축소 불가피
- 마침 가격 규제 완화로 인해 새로운 상품개발을 통한 질적 성장의 기회

CSM과 수익 인식



자료 : 미래에셋대우 리서치센터

자본여력이 있어야 규제완화의 기회에 대응 가능

- 위험은 지속적으로 경감
 - 시장 리스크 축소 : ALM 불일치 해소, 주식 등 위험자산 축소
 - 재보험 및 금융상품 통한 헷지 활용
- 상품 포트폴리오 변경 : 새로운 보장성 상품의 판매 → 결국은 '자본력'이 있어야 가능
 - 보증의 수준이 낮거나, 요구자본 증가가 낮은 상품 판매 확대
 - 소구력은 있지만 요구자본 부담이 크다면, 마진이 월등히 높은 상품으로 대체
 - 자본력 갖춘 회사는 능동적으로 대응하면서 수익성 높일 수 있는 기회

유럽 생보사들의 듀레이션 갭 축소

Allianz

(년)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
자산 듀레이션 (L)	6.8	7.6	7.6	8.3	8.8	9.5
부채 듀레이션 (L)	8.9	8.6	7.9	8.9	9.4	9.7
듀레이션 갭 (R)	-2.1	-1.0	-0.3	-0.6	-0.6	-0.2

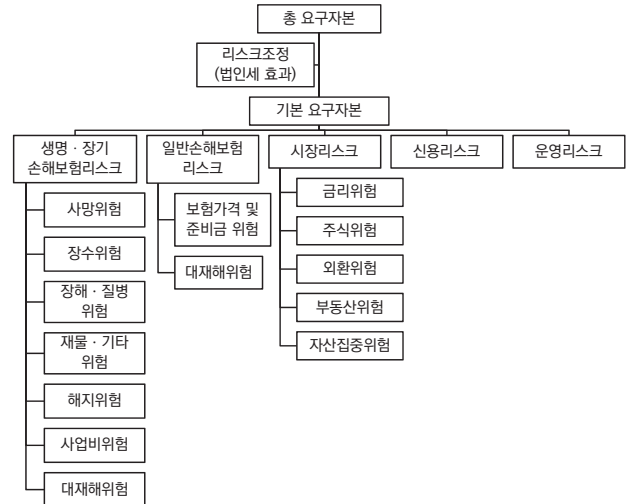
Generali

(년)	2012	2013	2014	2015	2016
부채 듀레이션 (L)	6.7	7.2	8.2	8	8.4
듀레이션 갭 (R)	-2.1	-1.5	-1.0	-1.0	-0.9

자료: 보험개발원, 미래에셋대우 리서치센터

41 | 2018 핵심 트렌드 및 산업별 투자전략

신RBC 상의 리스크 산출 구조



자료: 금융감독원, 미래에셋대우 리서치센터

Mirae Asset Daewoo Research

[보험] IV. Quality Growth로 전환 필요

가격자율화로 부터 출발하는 질적 성장의 기회

- 가격 규제완화로 인해 수익성 개선의 구조적 변화 기대
- 새로운 상품 개발에 필수적인 가격 산정에 대한 자율화가 가장 긍정적인 면
 - 위험률 조정한도 상향 및 단계적 폐지로 인해 갱신 시점의 가격리스크 회피가 가능해 짐
 - 특히 안전할증(Safety Margins)의 한도 폐지로 인해 신상품의 개발을 촉진
- 보장성 보험은 계약자와의 Put option 거래
 - 프리미엄, 즉 가격 산정이 자유로워 지면서 신상품 개발 촉진

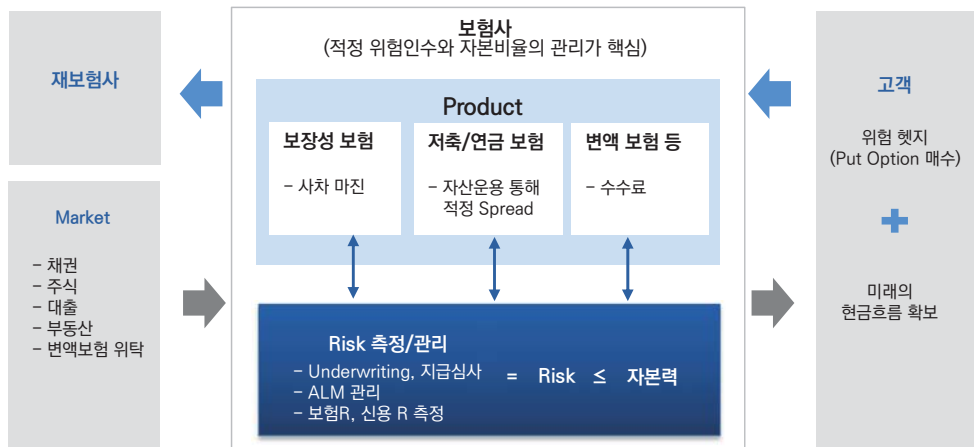


안전할증

(Safety Margins):

- 보험료 산출 시 적용하는 위험률에 실제발생률의 변동과 추세를 헤지하기 위해 더하는 일종의 버퍼. 보험감독규정상 과거에는 30%까지 적용. 신규 위험보장상품은 불확실성이 높고 유의적인 위험률 확보가 어려워 안전할증 한도가 논란이 되었음

보험업의 속성 : Put option의 거래와 자산운용

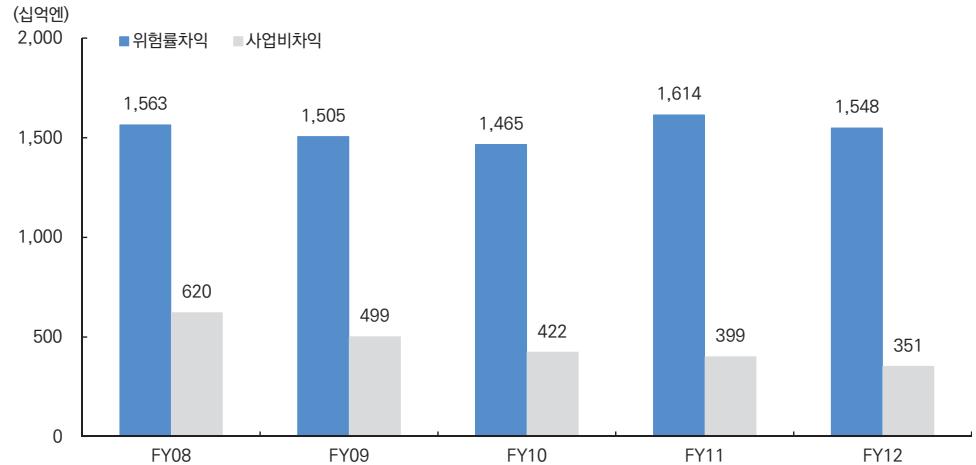


자료: 미래에셋대우 리서치센터

일본은 충분한 안전할증 적용으로 사차익 확보

- 일본의 경우 충분한 '안전할증'으로 건강 및 생존담보 상품의 수익성 확보 가능
 - 저금리, 성장둔화, 고질적인 이차역마진 문제는 한국과 일본이 유사
 - 또한 한국과 유사하게 단품으로 건강관련 보험을 제공하는 형태
 - 충분한 안전할증을 적용하여 다양한 상품 공급 → 일본 생보사들은 사차이익 중심의 이익구조 갖추어짐
 - 고령화로 인해 위험률 예측, 가격리스크 관리에 어려운 건강 및 질병보험 상품에 충분한 수익성을 확보하여 판매가능
 - 충분한 안전할증 부가가 가능해지면 종신 보장과 비갱신 형태의 판매도 수월

일본 생명보험회사 : 사차이익 중심의 수익구조

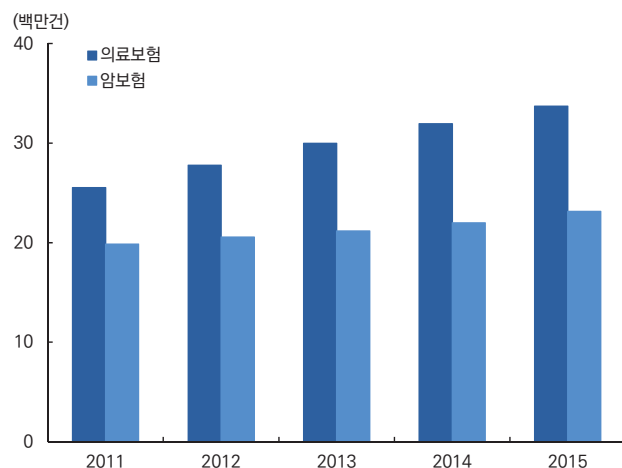


주: 제일생명(Daiichi), 스미토모(Sumitomo), 아플락(AFLAC), 간포생명(Japan Post Insurance), 메이지야사다(Meiji Yasuda) 5개사 합계치
 자료: 각 사 연차보고서, 보험연구원, 미래에셋대우 리서치센터

Medical 등 생존 담보의 견조한 성장 - 일본의 사례

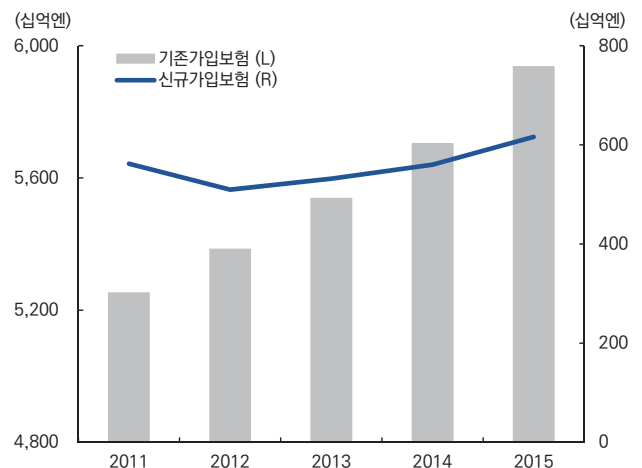
- 인구고령화로 인한 의료비지출 증가
 - 공적 건강보험도입으로 정부의 재정부담 증가
 - 의료지출을 민영보험사에서도 부담하게끔 제도 정비를 진행 중
- 민영보험사들의 시장개척기회
 - 고령인구의 의료비 지출이 비 고령인구보다 4배 가량 많음
 - 제3보험 섹터가 향후 보험성장 분야로 관심을 받고 있음

일본 의료보험과 암 보험 가입 추이



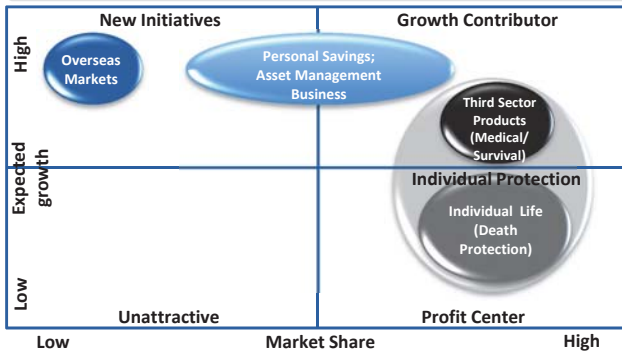
자료: 일본 생명보험협회, 미래에셋대우 리서치센터

“제3보험” 섹터 APE 추이

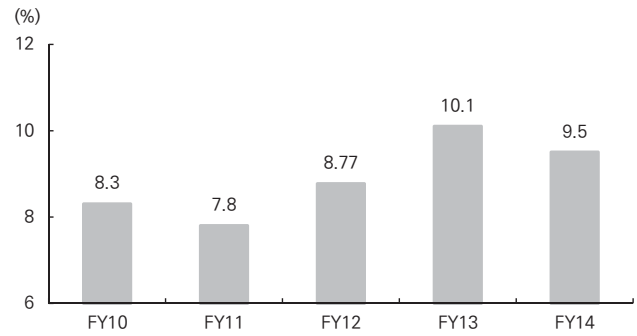


자료: 일본 생명보험협회, 미래에셋대우 리서치센터

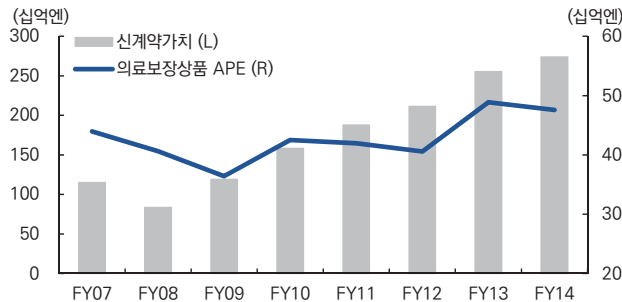
성장기에도 측면에서의 시장구분(다이이치생명)



다이이치생명의 의료보장 등 제3보험 시장 MS

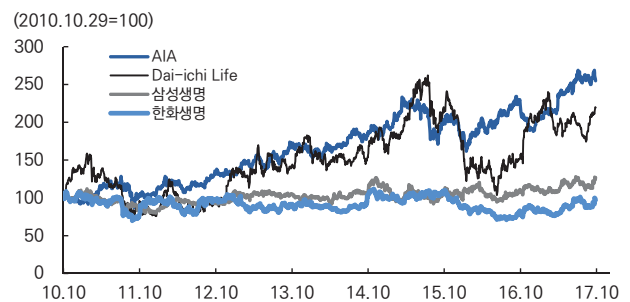


다이이치생명 의료보장 상품 판매와 신계약 가치 추이



자료: Dai-ichi Life, Datastream, 미래에셋대우 리서치센터

2010년 상장 아시아 생보사 상대 주가

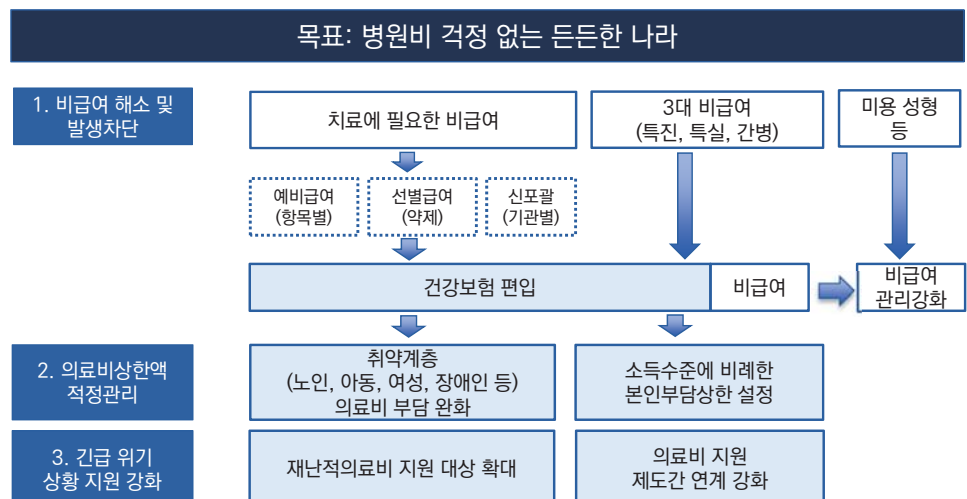


[보험] V. 이슈 : 건강보험 보장성 강화와 실손보험

문 케어와 실손보험

- 건강보험 보장성 강화 대책
 - 미용, 성형 등을 제외한 모든 의학적 비급여의 급여화 및 사후 관리 강화
 - 비용효과성 부족한 비급여는 본인부담율을 30(약제), 50, 70, 90%로 차등 적용하여 '예비급여'로 관리
 - 소득 수준에 비례한 본인부담 상한액 설정
- 궁극적으로 63%에 불과한 건강보험의 보장율을 70%까지 향상

보장성 강화 정책방향 및 추진방안



자료: 보건복지부, 미래에셋대우 리서치센터

문 케어와 실손보험

건강보험 보장성 강화대책

비급여 해소 및 발생 차단	의학적 비급여	치료에 필수적인 비급여	- 모두 급여·예비급여를 통해 급여화
		비용 효과성이 떨어지는 비급여	- 본인 부담률을 30~90%까지 차등하여 예비급여 적용
	3대 비급여 해소	예비급여 추진 대상	- 22년 까지 3,800여개 모두 건강보험 적용할 예정
		약제는 약가협상 절차가 필요함	- 현재방식 유지에 더해 환자의 본인 부담률 차등적용 (선별급여)
새로운 비급여 발생 차단	생애주기 별 한방의료 서비스	상급병실 이용 건강보험 적용	- 건강 보험 적용 확대 예정
		간호·간병 통합서비스	- 중증 호흡기 질환자, 출산직후 산모는 1인실도 건강보험 적용
	신 포괄수거제 적용 의료기관 확대	신 의료기술 평가 통과항목	- 현 2만 병상수준 → 22년 10만 병상으로 확대 계획
		건강보험과 실손보험 관계 재정립	- 신 포괄수거제: 퇴원까지의 진료를 하나로 묶어 정해진 금액 지불
개인 의료비 부담 상한액 적정 관리	취약계층 의료비 부담 완화	노인	- 기관별 비급여 총량 관리에 효과적
		아동·청소년	- 절감된 비용을 의료기관에 보상하는 인센티브 도입할 예정
	본인부담 상한액 설정	여성	- 공·사보험 연계법 제정 추진
		장애인	- 공·사보험 협의체 통해 보장범위 조정
긴급 위기 상황 지원 강화	재난적 의료비 지원 제도화	소득 하위 50%계층 건강보험	- 치매관련 정밀 신경인지검사, MRI등 급여화
		의료비 상한액 연 소득 10%로 인하	- 치매환자 산정특례적용 → 본인부담률 인하 (20~60% → 10%)
	제도간 연계 강화	동네의원과 대형병원 경쟁 완화	- 틀니·임플란트 부담률 50% → 30%
		의료서비스 질 평가제도 강화	- 6세 미만 입원진료비 부담 10% → 15세 이하 5%로 확대·인하

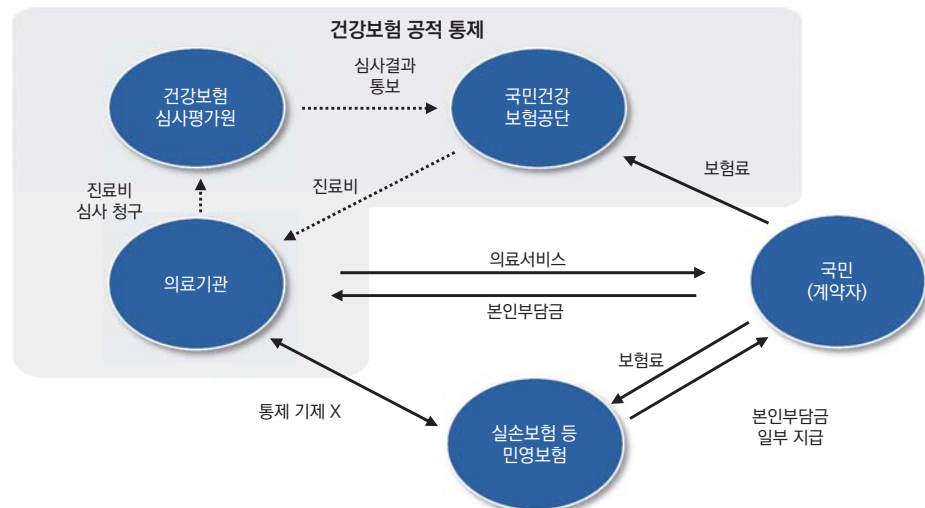
자료: 보건복지부 보도자료, 미래에셋대우 리서치센터

[보험] V. 이슈 : 건강보험 보장성 강화와 실손보험

보험료 인하는 지속 가능한 균형점 수준으로...

- 실손보험 수익성의 최대 문제는 비용의 통제력 상실과 그 영역이 크다는 점
- 보장성 강화 = 실손보험의 손해액이 통제되지 않는 음영지역의 축소
- 장기적으로는 자동차보험과 같은 수익-비용구조(합산비율 100%)로 바뀔 것
- 보험료 인하 불가피하지만 과잉 우려는 경계
 - 현재의 구조적인 적자 구조 탈피 + 실손보험의 지속가능한 수익성의 균형점을 찾는 수준으로 보험료 인하

실손보험 : 통제 기제를 확보하지 못한 채 시장 논리가 작동

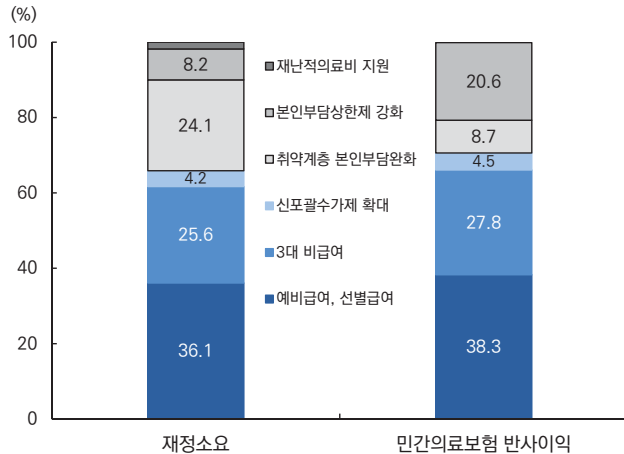


자료: 미래에셋대우 리서치센터

수요 위축?

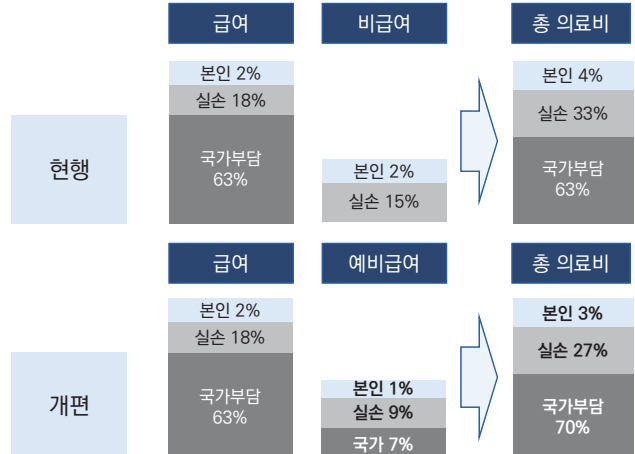
- 비급여 전환은 점진적으로 진행
 - 의학적 비급여의 급여화는 2022년 까지 단계적으로 추진
 - 3,800여개의 비급여 항목에 대한 논의 이제 시작
 - 재원 확보와 의료계와의 논의 과정은 상당한 시일 필요
- 비급여 항목의 다수인 '예비급여'는 여전히 높은 본인 부담비율(50~90%)
- 의료비 부담 상한액 확대의 수혜대상은 매우 제한
- 여전히 남아있는 30%에 달하는 비급여 영역

건강보험 보장성 강화대책 재정소요 및 반사이익 비중



자료: 국회예산정책처, 미래에셋대우 리서치센터

개편 후 주체별 부담



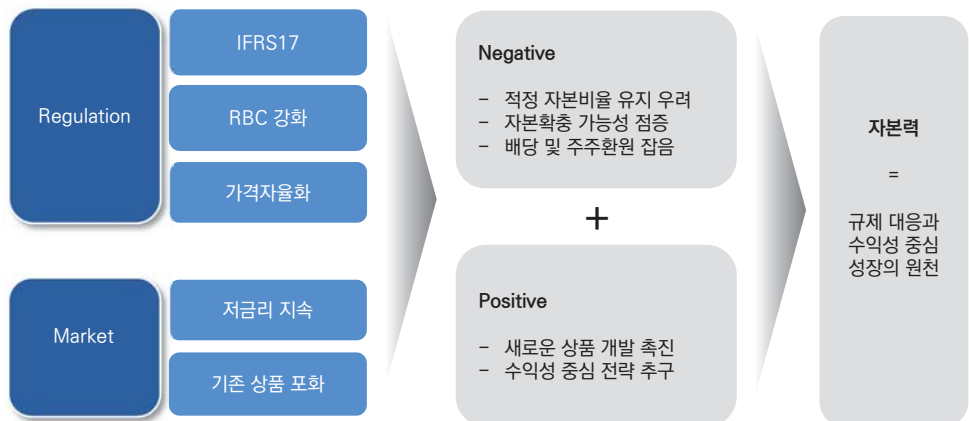
자료: 보건복지부, 미래에셋대우 리서치센터

[보험] VI. Valuation 및 투자전략

질적 성장으로 전환이 필요한 시점

- 양적 성장 한계 + 규제 환경 변화하면서 비즈니스모델도 변화 필요
- '사차이익' 확대를 통한 수익성 개선은 불가피한 과제
 - 저금리 심화로 인해 이차이익 확대 어렵고, 비차이익 역시 축소 추이
 - 고령화로 인해 사망담보 보다는 생존과 건강담보에 대한 수요는 꾸준히 증대
- 규제 대응과 신상품 개발은 자본력이 필요조건

보험산업의 환경



자료: 미래에셋대우 리서치센터

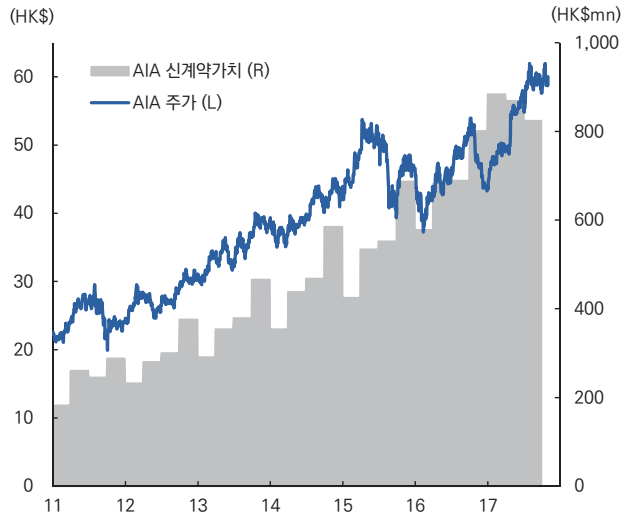
생보 :

신계약 성장 전제되지

않으면, 금리 따라 Trading

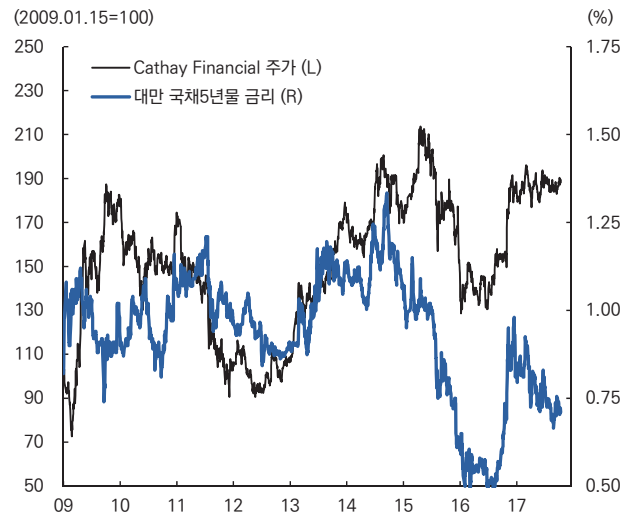
- 두 가지 사례: 성장 vs. 역마진 완화
 - 홍콩 AIA : 끊임없는 신계약가치 증가와 마진 개선 → 가장 이상적인 보험주 요건
 - 대만 Cathay: 역마진의 회복 기대 → 금리 상승기의 Trading 관점
- 한국 생보사들은 대만에 가까운 상황
 - 국내에서의 신계약 성장은 구조적인 제약 + 규제 강화에 따른 장기적 부담
 - 금리 상승 국면에 역마진 축소 기대를 반영한 Trading 관점 접근 필요

AIA 신계약가치와 주가 추이



자료: DataStream, AIA, 미래에셋대우 리서치센터

대만 금리와 Cathay Financial 주가 추이



자료: DataStream, Cathay Financial Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

[보험] VI. Valuation 및 투자전략

손보 :

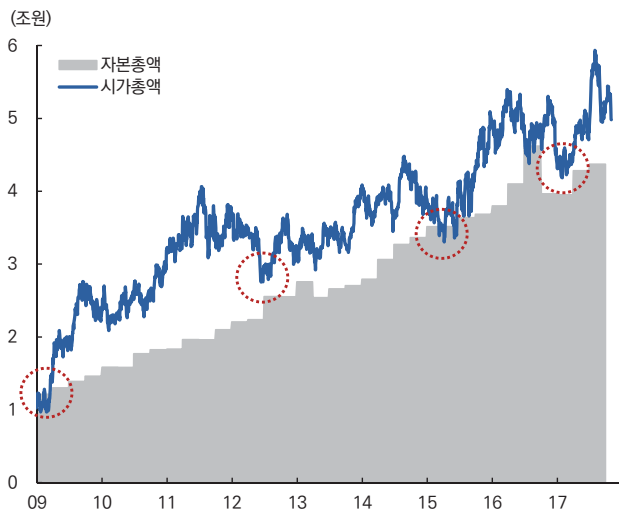
자본순환이 가장 빠르고

안정적인 상위 손보주

선호

- 자동차보험 손해율 개선 사이클 소멸을 상쇄하는 위험손해율의 개선
- 실손보험 인하 및 건강보험과의 관계 정립 마무리될 때까지는 Trading
- Top Picks 동부화재 : 자본의 순환 과정이 가장 빠르고 안정적인 금융주

순자산 증가에 수렴하는 주가 (동부화재의 사례)



자료: 동부화재, QuantWise, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가

기업명	투자의견	목표주가(원)	현재주가(원)	목표수익률(%)
동부화재	매수	105,000	68,700	52.8
삼성화재	매수	350,000	271,500	28.9
현대해상	매수	53,000	44,900	18.0
아이엔지생명	매수	47,000	50,000	-6.0
삼성생명	매수	167,000	132,500	26.0
한화생명	조사분석제한	-	7,500	-
메리츠화재	중립	-	25,400	-

자료: 미래에셋대우 리서치센터

	삼성화재	동부화재	현대해상	메리츠화재	삼성생명	원화생명	ING생명
투자자산	백수	백수	백수	중립	백수	조사분석제한	백수
목표주가(원)	350,000	105,000	53,000	-	167,000	-	47,000
현재주가(원)	271,500	68,700	44,900	25,400	132,500	7,500	50,000
상승여력(%)	28.9	52.8	18.0	-	26.0	-	-6.0
EPS (원)	14.12	15.035	6.324	2.902	1,121	476	-
	15.12	18.221	6,519	2,550	1,525	576	3,717
	16.12	19,782	7,428	5,013	2,352	440	2,936
	17.12F	28,434	9,366	5,761	3,217	7,550	4,132
	18.12F	28,053	10,299	5,928	3,401	9,300	4,289
BPS (원)	19.12F	29,723	10,793	6,329	3,651	10,491	4,397
	14.12	213,937	53,130	28,759	13,925	111,404	9,958
	15.12	232,111	58,179	30,534	13,951	118,609	9,870
	16.12	255,966	62,623	34,591	14,957	141,542	9,464
	17.12F	294,644	70,115	39,106	16,657	177,266	11,007
PER (배)	18.12F	315,897	78,914	43,934	19,558	187,088	11,699
	19.12F	338,619	88,107	49,063	22,709	198,188	12,413
	14.12	15.7	8.7	9.0	11.1	17.4	-
	15.12	16.9	10.8	14.1	9.9	12.8	-
	16.12	13.5	8.4	6.3	6.5	11.0	-
PBR (배)	17.12F	9.5	7.3	7.8	7.9	17.6	9.1
	18.12F	9.7	6.7	7.6	7.5	14.2	9.4
	19.12F	9.1	6.4	7.1	7.0	12.6	9.1
	14.12	1.32	1.04	0.90	0.89	1.05	0.83
	15.12	1.32	1.21	1.18	1.16	0.93	0.75
ROE (%)	16.12	1.05	1.00	0.91	1.02	0.79	0.69
	17.12F	0.92	0.98	1.15	1.52	0.75	0.68
	18.12F	0.86	0.87	1.02	1.30	0.71	0.64
	19.12F	0.80	0.78	0.92	1.12	0.67	0.60
	14.12	9.2	13.2	10.9	9.3	6.4	5.3
순이익(수정) (십억원)	15.12	8.1	11.7	8.6	11.9	5.3	5.8
	16.12	8.1	12.3	15.4	16.6	7.9	4.6
	17.12F	10.3	14.1	15.6	20.3	4.7	8.1
	18.12F	9.2	13.8	14.3	18.8	5.1	7.1
	19.12F	9.1	12.9	13.6	17.3	5.4	6.8
자기자본(수정) (십억원)	14.12	797	400	233	113	1,337	414
	15.12	783	413	203	171	1,211	500
	16.12	841	470	400	258	2,054	383
	17.12F	1,209	593	459	353	1,510	716
	18.12F	1,193	652	473	373	1,860	695
배당성장 (%)	19.12F	1,263	683	505	400	2,098	714
	14.12	9,450	3,363	2,313	1,400	22,285	8,648
	15.12	9,971	3,683	2,435	1,471	23,722	8,572
	16.12	10,881	3,964	2,758	1,640	28,308	8,220
	17.12F	12,525	4,438	3,118	1,826	35,453	9,560
배당수익률 (%)	18.12F	13,429	4,995	3,503	2,144	37,418	10,161
	19.12F	14,395	5,577	3,912	2,489	39,634	10,781
	14.12	25.0	22.9	25.8	33.9	25.4	36.0
	15.12	28.3	23.8	29.4	35.1	27.4	27.0
	16.12	30.8	22.2	26.9	35.3	10.5	15.7
DPS (원)	17.12F	23.9	16.0	19.1	15.5	19.0	11.5
	18.12F	25.0	15.5	20.2	14.7	19.3	11.9
	19.12F	23.6	14.8	19.8	13.7	21.4	11.6
	14.12	1.6	2.6	2.9	3.1	1.5	2.2
	15.12	1.7	2.2	2.1	3.5	1.6	2.4
	16.12	2.3	2.6	4.3	5.4	1.1	1.2
	17.12F	2.5	2.2	2.4	2.0	1.2	1.5
	18.12F	2.6	2.3	2.7	2.0	1.5	1.5
	19.12F	2.6	2.3	2.8	2.0	1.9	1.5
	14.12	4,500	1,450	750	390	1,800	180
	15.12	5,150	1,550	750	570	1,800	180
	16.12	6,100	1,650	1,350	830	1,200	80
	17.12F	6,800	1,500	1,100	500	1,600	110
	18.12F	7,000	1,600	1,200	500	2,000	110
	19.12F	7,000	1,600	1,250	500	2,500	110