

# 인카금융서비스(211050)



SMIC

2024년 10월 11일

내가 왕이 될 상인카?

## 최저가 투자 이익 보장 보험

동사의 2025 EPS 1,325원에 Target 12mf PER 6.09x를 적용한 8,100원을 Base case 목표주가로 제시한다. 동사는 22년 코스닥으로 이전 상장한 뒤 단 한 번도 12mf PER 5x 이상 부여 받지 못한 저평가 주식이다. 국내에서는 GA를 개별 영업사원들의 집합으로 생각하여 동사의 성장세와 지금의 이익이 일회성일 수도 있다는 불안감에 사로잡혀 낮은 멀티플을 부여하고 있기 때문이다. 지금부터 이익의 지속성과 다가올 성장 모멘텀을 통해 규명하는 동사의 Re-rating 가능성을 만나보자.

## 편견을 넘어 기회를 잡고 : 고래 싸움에 팝콘 팔기

보험업계의 경쟁강도는 계속해서 치열해지고, 동사는 그 본질적 니즈를 충족하는 해결사이다. GA는 개별 영업사원의 집합이 아니라, 그 자체로 강한 협상력과 이익창출 능력을 갖는 주체이다. 영업 비즈니스이기 때문에 동사의 성장세가 일회성일 수도 있다는 오해는 이제 내려놓자. 편견을 걷으면, 수많은 GA 중 단연 빛나는 탑픽인 동사의 매력을 비로소 만날 수 있을 것이다.

## 미래를 연다 : 우리도 고래가 되어볼까?

어둡던 저평가의 늪에 모멘텀이 비춘다. GA 업계의 오랜 숙원, 보험판매전문회사 제도 도입이 목전에 있다. 금융당국은 보험 판매채널에 대한 단속을 강화하고자 하며, 이는 숙원 실현의 걸림돌이던 보험사 측마저 제도 도입에 찬성표를 던지게 한다. 염원을 이루는 과정은 고될지라도, 그 열매는 달콤하다. 보험판매전문회사로의 전환은 종합선물세트를 보따리 채 가져왔고, 그 모든 수혜는 동사를 가리킨다. 보험 대리점에 안주하지 않고 종합금융판매회사로 나아가고자 하는 동사의 꿈을 맞이해보자.

추정 손익계산서							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
매출액	314,623	401,449	556,822	396,404	821,442	964,932	1,129,261
YoY (%)	4.52%	27.60%	38.70%	61.78%	47.52%	17.47%	17.03%
매출원가	254,279	323,914	450,959	322,665	673,583	791,244	925,994
매출총이익	60,344	77,534	105,864	73,739	147,860	173,688	203,267
GPM (%)	19.18%	19.31%	19.01%	18.60%	18.00%	18.00%	18.00%
판매비와 관리비	39,210	50,142	59,287	34,293	68,644	78,682	88,580
영업이익	21,134	27,392	46,576	39,446	79,216	95,006	114,687
OPM (%)	6.72%	6.82%	8.36%	9.95%	9.64%	9.85%	10.16%
기타손익	556	837	588	256	648	691	643
금융손익	(191)	(1,687)	(6,674)	(3,900)	(6,138)	(5,323)	(3,624)
법인세비용차감전순이익	21,499	26,542	40,490	35,802	73,726	90,374	111,706
법인세비용	5,103	5,754	10,981	8,309	21,189	25,035	29,962
당기순이익	16,396	20,788	29,509	27,493	52,537	65,340	81,744
NPM (%)	5.21%	5.18%	5.30%	6.94%	6.40%	6.77%	7.24%

Rating Buy

현재주가: 5,080 원

Base Case: 8,100 원

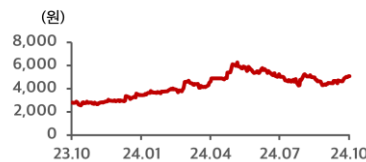
상승여력: 59%

Bull Case: 13,700

상승여력: 170%

### 12M 추가추이

시가총액 2,610 억 원



### B/S data (1Q24)

자산 총계 5,600 억원

부채 총계 4,432 억원

자본 총계 1,168 억원

### Valuation (24E)

EPS 1,121 원

PER(12mf) 3.59x

ROE 43.37%

### 주요 주주

최병채 외 11인 39.28%

한화손해보험 외 2인 5.03%

자사주 4.94%

### SMIC 2 팀

팀장 49 기 이대영

팀원 49 기 이효진

50 기 김남호

50 기 노현성

50 기 오태한

# CONTENT

---

1. 편견을 넘어 : 보험업 바로알기	3
2. 기회를 잡고 : 고래싸움에 팝콘파는 기업	9
3. 미래로 연다 : 우리도 고래가 되어볼까?	16
4. Plus $\alpha$ , Value Up	22
5. Issue & Risk	23
6. 매출추정	24
7. Valuation	27
8. Appendix	31

## 1. 편견을 넘어 : 보험업 바로알기

보험을 알고  
알파를 찾다

**알파는 어디에 있을까? 보험업, 언뜻 보기에는 공부하기에도 막막하고 어려운데다, 성장은 하고 있는지 물음표만 가득한 산업이다.** 그러나 항상 기회는 남들이 찾지 않고 열어보기 꺼려하는 곳에 있다. 따라서 본 보고서는 편견을 거두고, 열린 마음으로 기업을 바라보는 자에게 주어지는 투자의 기회를 소개하려 한다. 이를 위해서는, **보험 밸류체인에 대한 본질적인 이해**가 필요하다.

저평가 소외주,  
적정 가치를 되찾을  
시간

동사는 저성장이라는 오해와 위탁업체라는 편견에 사로잡혀 시장의 관심을 받지 못하는 저평가 소외주였다. 그러나, 본 보고서는 동사가 1) **보험사들의 치열한 경쟁환경 속에 수혜를 입으며 지속적인 이익을 창출하고**, 2) **보험판매전문회사 제도라는 모멘텀**을 발판으로 **Re-Rating**을 받을 기업임을 논증하려 한다. 이익의 지속성과 성장성을 갖춘 기업이 12m fwd PER 3.5배라는 믿을 수 없는 저렴한 구간에 있는 지금 이 순간, 바로 알파를 얻기에 최적의 시간이다.

### 1.1. 보험상품 : 너에게 닿기를

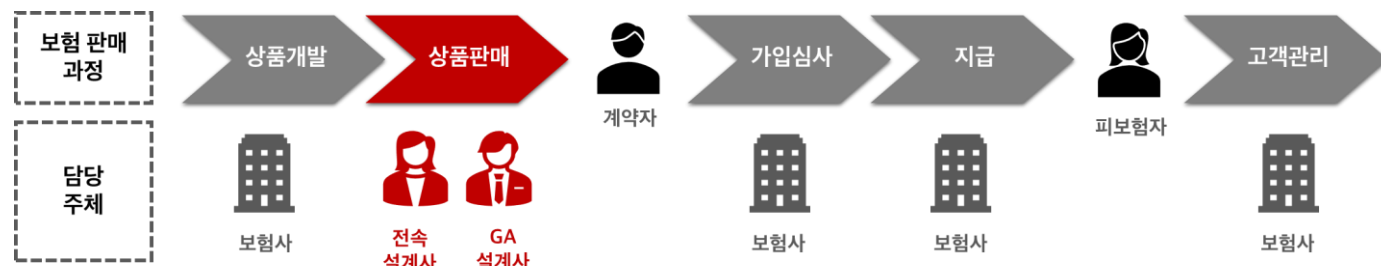
보험회사의 사업  
3단계

보험회사는 ①소비자로부터 보험료를 받아 ②모은 돈으로 투자를 진행하여 자산을 증식하고 ③보장하기로 한 사건이 발생시 보험금을 소비자에게 지급한다. 보험사는 미래에 지급하게 될 보험금의 발생 확률을 기반으로 소비자로부터 받을 적정 수준의 보험료를 계산한다. 보험사는 이익을 얻기 위해 ①받은 보험료로 ②증식한 자산이 ③지급한 보험금보다 작게 되도록 노력한다.

결국 핵심은  
상품 판매

보험회사의 이익은 ①소비자의 보험상품 구매를 통해 받은 보험료로부터 시작된다. 즉, 보험회사가 돈을 벌기 위해서는 **다른 산업과 마찬가지로 상품을 팔아야 한다.** 보험회사가 소비자에게 상품을 판매하기까지 필요한 과정은 아래 [도표 1-1]과 같다.

도표 1-1. 보험 상품 판매 과정



출처: SMIC 2팀

#### (1) 상품개발

상품 개발의 시작 :  
보장할 위험 파악

보험회사가 소비자의 선택을 받기 위한 첫 걸음은 소비자가 **보장받고 싶어하는 위험에 대한** 파악이다. 화재, 자동차 사고, 각종 질병과 같은 위험에 대해 사람들이 어떻게 대비하고 싶은지 파악한 후 상품의 보장 내용을 설계한다. 보험회사는 보장 내용에 따라 미래에 지급될 수 있는 보험금의 예상 금액을 계산한 후 소비자들로부터 받을 **적정 가격인 보험료를 결정**한다.

#### (2) 상품판매

보험산업의 낮은  
비대면 채널 이용률

상품을 만들었다면, 이제는 **팔아야 한다.** 보험은 상품 특성상 **오프라인 채널을 통한 영업에 집중**한다는 특징이 있다. 대다수의 보험상품이 내용이 많고 그 약관이 복잡하여 소비자들은 오프라인 채널을 통해 직접 설명을 듣기를 선호하기 때문이다. 이에 다른 금융산업의 **비대면 채널 이용률이 70%에 육박해 갈 때**도, **보험산업은 여전히 6% 미만** 수준이다.

영업의 주인공은 이러한 오프라인 영업은 대부분 보험설계사를 통해 이뤄진다. 보험설계사는 그 소속에 따라 전속설계사와 GA(대리점 소속)설계사로 구분된다. 전속설계사는 보험상품을 개발하는 보험회사에 소속되어 있으며, 이들은 소속된 회사의 상품만 판매할 수 있다. 반면 GA설계사는 특정 보험회사에 국한되지 않고 다양한 회사의 상품들을 소비자에게 판매할 수 있다.

## 1.2. 당신의 취향대로, 보험의 종류

생명과 건강을 책임지는 생명보험 보험은 보장 내용에 따라 ①생명보험, 손해보험, 제3보험으로 구분된다. 먼저 생명보험은 사람의 생명과 건강에 관련된 위험을 보장한다. 생명보험사는 소비자로부터 보험료를 매달 받고 보장 기간 안에 사건 발생시 보험금을 지급한다. 사망 시 2억원 지급 등의 광고문구가 대표적 예시다.

재산을 책임지는 손해보험 손해보험은 재산의 피해 또는 배상 책임을 보장하는 보험이다. 생명보험과 달리 정해진 액수의 보험금 대신 실제 발생한 손해만큼 보장한다. 자동차, 화재 보험 등이 그 예시다. 제3보험은 상해, 질병, 장애와 관련된 위험을 보장하는 민간의료보험의 성격을 띤다. 생명보험사와 손해보험사 모두 취급할 수 있지만, 손해보험사의 점유율이 22년 기준 71.3%로 더 높다.

손해 보상에 집중하는 보장성보험 또 다른 기준으로 저축 기능 여부에 따라 ②보장성과 저축성으로 분류하기도 한다. 보장성보험은 사고로 인해 발생하는 손해를 보상해주는데 집중하는 상품이다. 소비자가 지급하는 보험료는 비교적 적지만, 만기까지 아무런 사건이 발생하지 않으면 돌려받는 금액이 없다.

저축도 해주는 저축성보험 저축성보험은 만기 시점에 돌려받는 금액인 만기환급금이 존재한다. 보장성보험에 비해 소비자가 지급하는 보험료 부담이 큰 대신, 만기에 이전에 낸 보험료 합계액의 120%등의 배수를 곱하여 소비자에게 돌려준다. 일반 저축과 다른 점은 ①사망 보장과 같은 위험 보장 내용이 포함되고 ②만기 이전 해지 시 원금을 보장받지 못한다는 점이다. 연금보험, 교육보험, 재테크보험이 대표적 예시이나, 최근에는 보장성보험과 저축성보험의 성질을 혼합한 보험도 출시되고 있다.

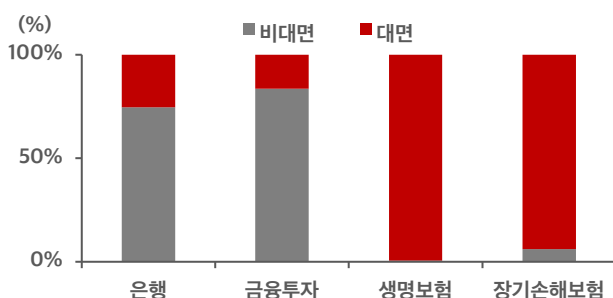
## 1.3. 보험산업에 침투한 GA, 누구인가

설계사들의 소속사 보험의 판매 과정에서 유일하게 보험사 소속 이외의 플레이어는 바로 GA설계사다. GA(General Agency, 보험판매대리사)는 설계사들의 소속사 역할을 한다. 즉, 마치 연예인 소속사처럼 다양한 보험회사의 상품들을 판매하기 위해 설계사들이 필요로 하는 자원을 제공하는 것이다.

### (1) 다양한 GA의 형태

지사형의 한계 GA의 형태는 그 형성 구조에 따라 지사형, 독립형, 자회사형, 흡소핑형으로 분류된다. 먼저 글로벌금융, GA코리아 등 지사형은 각 지점의 연합체다. 따라서 빠른 확장은 쉽지만, 통제권을 갖고 조율 및 관리를 하는 본사가 없어 제대로 된 협상력을 갖추지 못하고, 퀄리티 관리도 어렵다.

도표 1-2. 디지털 전환 속도



출처: PWC, SMIC 2팀

도표 1-3. 위험의 종류



출처: SMIC 2팀

통제 잘하는 독립형, 보험사 동생 자회사형

**독립형 GA**는 본사에서 여러 운영 지점을 관리하는 형태이다. 본사 중심으로 규정, 조직체계가 이뤄지기에 **통제가 효과적이다**. 동사를 비롯한 에이플러스에셋, 굿리치 등이 대표적인 독립형 GA다. **자회사형**은 삼성생명, 한화생명 등의 **보험사가 GA를 자회사로 보유한 형태로 한화생명금용서비스, 삼성화재금융서비스 등이 그 예시다**. 보험업 제판분리 기조로 최근 증가세에 있다.

홈쇼핑형 GA의 성장 제한

**홈쇼핑형 GA**는 홈쇼핑 채널을 통해 보험 판매 광고와 콜센터 사업을 영위하며 GS홈쇼핑, 현대홈쇼핑 등의 홈쇼핑 채널들이 이 형태에 속한다. 그러나, 이들은 **법적으로 판매할 수 있는 상품에 한계가 있어** 시장에서 유의미한 성장을 보이지 못했다.

1.4. 인카금융서비스, 너는 누구인가

독립형 GA 중 1등

동사는 **독립형 GA** 중 하나로, 자동차 보험료를 비교해주는 서비스로 시작해 성장했다. 이후 꾸준한 투자를 통해 손해·생명보험 30여개사의 상품을 판매하는 **초대형 GA**로 자리잡았으며, 24년 기준 설계사 수 15,544명을 기록하며 업계 2위, **독립형 GA 중에서는 1위의 규모**를 갖고 있다.

1) 재무구조

뛰어난 유동비율 든든한 부채비율

보험사로부터 판매 수수료를 지급받고, 설계사들에게 모집 수수료를 지급하는 GA 비즈니스 모델 특성상 **유동비율과 부채비율**이 중요하다. 유동비율의 경우, 동사는 20년부터 현재까지 **유동비율이 110% 이하로 떨어진 적 없는 건전한 재무구조**를 갖고 있다. 부채비율의 경우 1H24 기준 379%로 높아보일 수 있으나, 부채의 60%가 미래에 상각되며 **수익으로 인식되는 계약부채**이기 에 오히려 성장을 엿볼 수 있는 지표로 봐야 한다.

2) 브랜드 평판

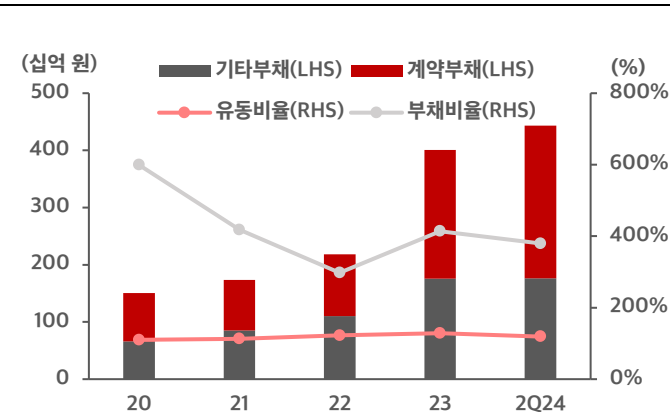
소비자 평판의 중요성

GA에게 **소비자의 평판은 중요하다**. 소비자들이 GA를 믿어야 거래를 지속할 수 있을 뿐 아니라 신규 소비자와 소개로 연결될 수 있기 때문이다. GA의 평판을 결정짓는 요소 중 하나는 **불완전판매율**이다. 소비자에게 약관에 대한 설명 없이 보험상품을 판매하는 불완전판매는 보험업계에 서 엄격하게 감독하며 관련 데이터를 수집하여 국민에게公示된다.

불완전판매율 ↓ 소비자 신뢰 ↑

동사의 **압도적으로 낮은 불완전판매율**은 소비자들의 신뢰를 얻는데 일조했다. 동사는 업계 2위의 설계사 수를 바탕으로 많은 보험상품을 판매했음에도 불완전판매율이 20년 이후 0.1%를 초과한적이 없으며 20, 22, 23년에는 **0.00%의 불완전판매율**을 기록하는 기염을 토했다. 동사의 설계사들에 대한 소비자들의 믿음은 지속적인 거래와 신규 거래로 연결됐다.

도표 1-4. 동사 재무제표 비율



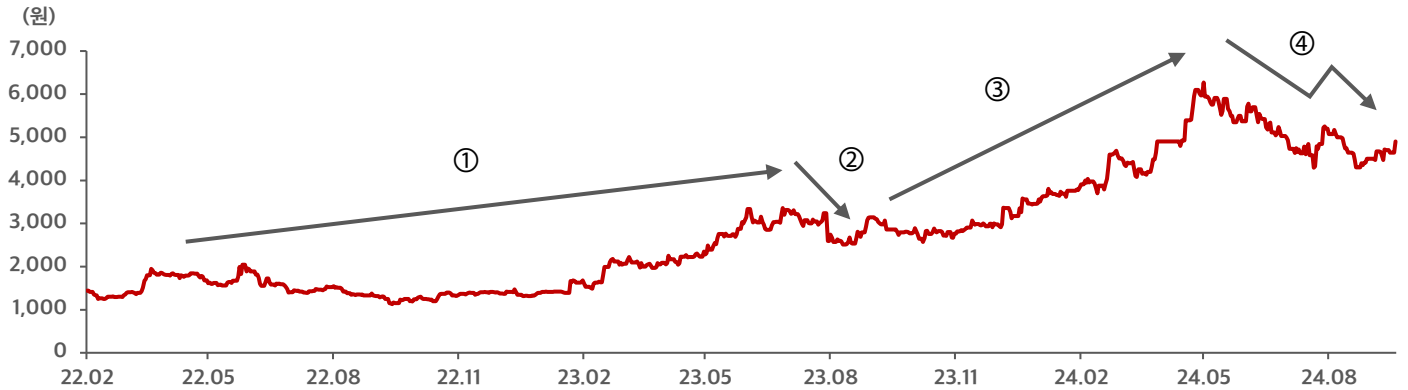
출처: DART, SMIC 2팀

도표 1-5. GA 형태별 특징



출처: SMIC 2팀

## 1.5. 주가분석



매출의 성장과 같이 된 주가	① 22년 2월 ~ 23년 5월 : 코스닥 상장 이후 22년 하반기 매출액이 전년 동기 대비 37%의 성장을 기록하자 주가는 이에 반응하였고 주가와 매출의 성장은 23년 1분기까지 지속됐다.
어닝쇼크로 인한 하락세	② 23년 8월 ~ 23년 9월 : 2분기 실적에서 매출의 컨센서스 하회와 당기순이익에서 어닝쇼크로 인해 동사의 주가는 큰 폭으로 하락했다. 어닝 쇼크의 원인은 마진이 낮은 단기납 종신보험의 판매 비중 증가와 설계사 모집을 위한 비용이 증가하면서 높아진 원가율이었다.
비용↓ 매출↑ 액면분할	③ 23년 9월 ~ 24년 5월 : 23년 9월부터 시행된 GA간 자율협약은 과도한 리크루팅을 제한하여 리크루팅 비용을 감소시켰다. 또한, 보험사들이 IFRS17 도입에 대비하기 위해 22년에 판매한 장기성 보험으로부터 발생한 이연수익이 23년 하반기부터 인식되기 시작하면서 3Q23의 매출액은 YoY 43% 성장을 보여줬다. 더 나아가, 24년 3월 13일 동사는 유통 주식수 확대 목적으로 액면분할을 공시했고, 24년 1분기에 역대 최고 매출과 영업이익에 힘입어 주가는 가파르게 상승했다.
뛰어난 실적 이를 의심하는 예상	④ 24년 5월 ~ : 금감원의 GA 수시 검사 예고와 동사 소속 설계사의 보험금 부당 뉴스로 주가가 하락했다. 그 와중에 1H23 역대 최고 매출과 영업이익으로 주가가 소폭 반등하였으나, 실적 발표 후 이를 뒤 3분기 실적 악화를 예상한 컨센서스로 인해 주가가 하락하는 모습을 보였다.

## 1.6. 보험 시장에 대한 오해 풀기

보험업에 대한 오해 2가지	동사를 비롯한 GA시장에 대한 저평가는 1) 보험이 역성장하고, 2) 높은 침투율, 고령화 및 저성장으로 인해 보험 신규 가입자가 존재하지 않는다는 오해에서 기인한다. 이에 본 보고서는 보험산업의 정체된 성장에 대한 오해를 소명하고자 한다. 그리고 보험판매 시장은 3) IFRS17의 도입으로 시작된 보험사들의 경쟁과 4) 생명보험사의 보장성보험 진출로 더욱 커질 것임을 알아보자.
-------------------	---

## 1) 보험사의 큰 그림: 보장성 보험으로의 진출

보험사의 전략적 선택의 결과	보험산업의 정체의 근거 중 하나는 1) 저축성 보험의 역성장이다. 그러나 저축성보험 신계약 수의 큰 감소는 보험사의 전략적 판단이다. 저축성보험은 보험사 입장에서 계류과 같은 존재다. 저축성보험은 받는 월납입보험료의 크기는 크나, 신계약마진은 2%로 낮다. 더 나아가, 후술할 23년에 도입된 IFRS17은 저축성보험의 만기환급금을 부채로 계상하여 보험사의 자본건전성에 악영향을 끼친다. 즉, 보험사 입장에서는 판매할 유인이 점점 없어진다.
--------------------	--

보험사의 선택과 집중	보험사는 고마진의 보장성보험의 개발과 판매에 집중하는 선택을 했다. 이에 보장성보험의 비중이 높은 손해보험사의 보험료 매출은 꾸준히 상승했으며, 이는 다양한 보장성보험의 출시와 절판으로부터 기인한다. 18년 치아보험, 19년 치매보험, 20년 운전자보험, 24년 암 보장 등의 보장성보험의 신규 상품은 절판과 출시를 거듭하며 보장성 보험에 대한 견고한 수요를 증명했다.
-------------	--

## 2) 새로운 가입자는 언제나 환영이야

오해 ② : 고령화, 저출산  
보험 신규 가입자 수가 감소한다는 주장은 그 근거로 **고령화, 저출산의 인구구조**를 제시한다. 국내 인구 수는 하향 추세이니 보험의 신규 가입자도 점차 없어질 것이라는 의미다. 그러나 이는 ① **인당 가입 보험 개수**, ② **보험 갈아타기 수요**, ③ **새로운 상품** 출시를 고려하지 못한 견해다.

한 명당 보험 여러 개 먼저, ① **사람 한 명 당 하나의 보험상품만 가입하는 것이 아니다**. 생명, 손해, 저축, 보장 등 보험의 내용에 따라 상품이 구별될 뿐 아니라, 보장하는 항목도 세분화되어 있다. 실제로, 설문조사 결과 소비자들은 적게는 3개, 많게는 9개가 넘는 보험을 가입하고 유지하고 있다.

중요한 갈아타기 수요 **보험 계약을 종료하고 ② 새로운 보험을 찾는 소비자들** 또한 항상 존재한다. 보험 갈아타기는 주로 **기존 보험 대비 보험료 축소** 목적으로 이루어진다. 23년 생명보험사 보장성 보험의 해약 건수는 253만건, 해지금액은 758억 원인 반면 동기간 신계약 건수는 768만건, 보험료는 1,507억 원이다. 해약 보험과 신규 보험의 건당 평균 보험료를 역산하면 각각 3만원과 19,629원이다. **저렴한 저축성 보험으로의 갈아타기 수요**를 가늠해 볼 수 있는 부분이다.

새로운 시장의 수요 ③ **새로운 시장을 향한 상품도** 개발되고 있다. 예를 들어, 과거 만성 질환이 있거나, 병력이 있는 유병자는 보험 가입이 힘들었다. 의료기술의 발전으로 질병 완치율이 높아지자, 보험사는 **유병자를 위한 보장성 보험상품을 개발**했다. 그 결과 보험료가 높고 보장 범위가 적음에도 **유병자 보험 가입 건수는 5년간 약 6배 이상 증가**했다. 이를 통해 새로운 성장 룬을 엿볼 수 있다.

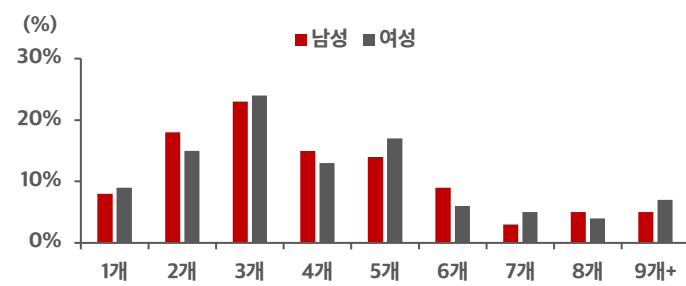
## 3) 수익과 비용의 even함을 증시하는 IFRS17

과거 회계정책의 문제 이러한 보험계의 격변은 23년 보험업계에 도입된 새로운 회계정책인 IFRS17의 도입과 분리하여 생각할 수 없다. IFRS17이 도입된 이후로, 보험사의 보험부채와 수익에 대한 인식이 변화됐기 때문이다. 과거에는 지급해야 할 보험금을 하나의 부채항목에 인식한 후 매년 시가평가를 하지 않았다. 또한, 보험금이 지급되기 전에는 비용의 인식 없이 매달 받는 보험료만 수익으로 인식했다. 이러한 방식은 수익과 비용이 대응되지 않아 보험사의 건전성을 제대로 파악하기 어려웠다.

IFRS17의 새로운 계정 새로 도입된 IFRS17에서 보험부채는 보험계약의 순현금 흐름의 현가인 **최적추정부채**, 추정의 불확실성에 대한 부분인 **위험조정**, 보험으로 인한 예상 미래 이익의 현재가치인 **계약서비스 마진(CSM)**으로 구성된다. 보험료를 받을 때 수익으로 인식하는 것이 아니라, CSM을 기간에 따라 상각하며 인식하고, 예상한 이익의 크기가 감소하면 그 차이를 손실로 인식하는 것이다.

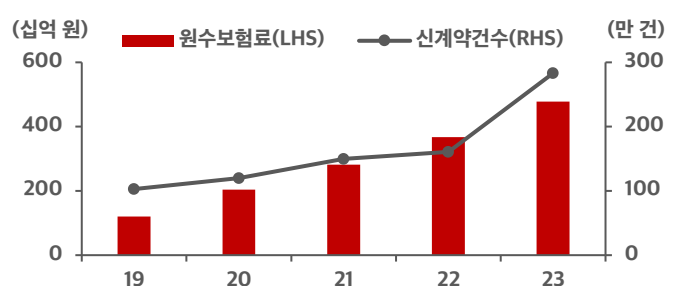
CSM의 보험 판매 촉진 이러한 변화는 보험사들의 **새로운 보험상품 판매 유인을 강화**했다. 보험사는 기간이 경과할수록 기간에 따른 소비자의 보험 계약 해지를 전제한다. 이는 기초 CSM의 잔액이 전기 상각액보다 더 큰 금액만큼 감소시켜 인식되는 **수익의 절대적 크기를 감소**시킨다. 예를 들어보자.

도표 1-6. 인당 보험 가입 수



출처: 언론 종합, SMIC 2팀

도표 1-7. 유병자보험 가입 추이



출처: 삼성화재, 현대해상, KB손해보험, 메리츠화재, SMIC 2팀

기간 경과에 따른 수익 하락 구조  
최초 CSM이 100이라 가정하고 이를 10년에 상각시키면 최초 연도의 수익은 10이다. 그러나, 고객의 계약 해지를 고려하여 CSM이 1만큼 추가적으로 줄어든다. 즉, 기말 CSM은 81(=100-10-9)이 되어 내년에 인식할 수익은 9(=81/9)가 된다. 기간이 지남에 따라 보험계약의 해지율은 높아진다고 가정하기에 **최초 CSM으로부터 인식되는 수익은 더 빠른 속도로 줄어든다.** 이는 보험사로 하여금 보험상품 판매를 통한 **신규 CSM 확보를 유도해 수익성을 유지하게 한다.**

단기 보장성 보험의 확대  
또한 CSM은 보험상품 중 단기보다는 장기, 저축성보다는 보장성의 보험 판매의 확대를 촉진시켰다. CSM은 1) 소비자로부터 받는 **보험료의 수취일이 가까울수록**, 2) 보험사의 **보험금 예상 지급일이 멀수록** 커진다. 단기납 종신보험은 이 두 조건을 모두 만족한다. 그래서 22년 보험사들은 단기납 종신보험을 많이 판매함으로써 IFRS17 도입에 대비했다. 또한, **저축성보험의 만기환급금**은 미래에 지급해야할 부채로 계상되어 **판매한 보험사의 재무건전성을 악화**시킨다. 이는 후술할 생명보험사들의 보장성보험 시장 진출의 기폭제로 작용했다.

#### 4) 생명보험의 보장성보험 도전기

제3보험에서의 경쟁 심화  
보험사들의 **영업 경쟁은 제3보험에서도 더욱 심화**되고 있다. 손해보험사는 높은 제3보험 시장점유율을 기반으로 여태 손해보험사가 높은 제3보험 점유율을 유지할 수 있던 이유는 역설적이게도 많은 가입자수를 기반으로 수집한 데이터 덕분이다. 지금까지 확보한 확률 데이터를 통해 최적의 보험료를 산출할 수 있었던 것이다. 반면, 생명보험사는 데이터가 부족해 제3보험에 대하여 비교적 큰 안전마진을 확보해야 했다.

국가의 개입 with 참조위험률  
보험은 국민의 삶과 깊게 연관되어 있는 영역이기에 **국가가 개입**한다. 이런 개입 중 일원이 보험개발원의 보험종목의 특성에 따른 위험률인 **참조위험률** 계산 및 공시다. 참조위험률이 공시되면 보험사들은 이를 반영하여 보험료를 조정한 상품을 출시한다.

생명보험사의 생존을 위한 사투  
23년 보험사에 적용된 새로운 회계정책인 IFRS17은 **저축성보험이 보험사의 재무건전성에 부정적인 영향**을 끼치도록 설계됐다. 이는 저축성보험 위주로 상품을 구성하는 생명보험사들에 큰 타격이었다. 이에 생명보험사들은 생존을 위해 **보장성보험 시장 진출을 시도**했다. 그러나 생명보험사들의 보장성보험 데이터의 부족으로 적정 보험료를 계산하는데 실패하자 생명보험사들은 **보험개발원에 제3보험 관련 참조위험률을 공시해 줄 것을 요청**했다.

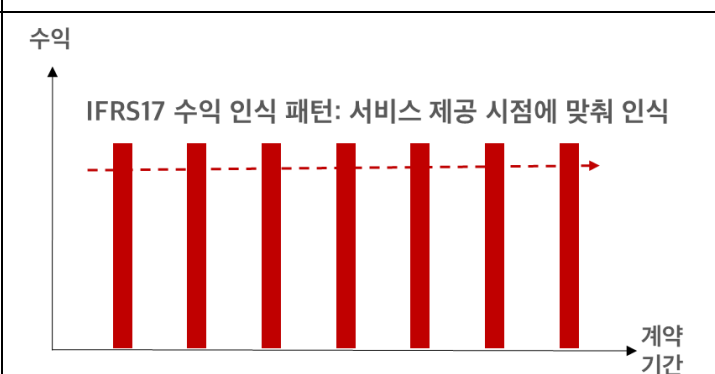
신규 영역에서의 경쟁 격화  
그 결과, 24년 4월 공시된 참조위험률 개정안에는 뇌 3종(뇌출혈, 뇌졸중, 뇌경색)과 심장 1종(금성심근경색증)의 위험률이 추가됐다. 이는 생명보험사들의 뇌·심장 질환 관련 보험료의 30%~50% 하락으로 이어졌다. **생명보험사의 보장성 보험에 대한 진출이 확대됨에 따라 제3보험 관련 참조위험률 항목은 증가할 것이고, 제3보험 등 신규 영역에서의 경쟁은 치열해질 것이다.**

도표 1-8. IFRS17 도입에 따른 부채 인식 변화



출처: SMIC 2팀

도표 1-9. IFRS17 수익 인식 패턴



출처: SMIC 2팀

## 2. 기회를 잡고 : 고래 싸움에 파콘 파는 기업

보험사의 경쟁은  
동사의 수혜

상품을 많이 팔고 싶은 것은 모든 기업의 염원이다. 보험사도 다르지 않다. 더 좋은 상품을 사고 싶은 것은 소비자의 본능이다. 보험 가입자도 마찬가지일 것이다. 그리고 여기, 보험사들의 경쟁이 치열해질수록, 소비자들이 더 많이 비교하고 넓은 선택지를 원할수록 수혜를 받는 기업이 있다. 공급자와 소비자 모두의 본질적 니즈와 가장 가까이 맞닿아 있는 동사를 만나보자.

갑의 위치를  
차지한 동사

GA는 현재 보험 업계의 해결사 역할을 하며 밸류체인인 핵심적 위치를 점하고 있다. 지금껏 동사를 향한 저평가의 원인 중 하나는, 수수료를 지급하는 보험사가 갑이고, 판매를 위탁받는 GA가 을이라는 오래된 편견에서 기인한다. 하지만 세상은 바뀌고, 갑을도 바뀌었다. 지금부터, ① 이제 GA는 보험사에 막강한 협상력을 가진 갑의 위치를 차지하게 되었으며, ② 이러한 GA 중 단연 빛나는 실적을 시현한 동사가 앞으로도 Top Pick이 될 수밖에 없음을 알아보자.

### 2.1. 보험산업의 핵심은 판촉

보험사 상품의 저매력

보험사에게는 GA가 꼭 필요하다. GA가 단순 영업 하청이라는 편견에서 벗어나려면 보험 상품에 대한 본질적인 이해가 필요하다. GA는 왜 존재하나? 왜 소비자는 보험을 직접 안 살까? 그 이유는 보험이 일반 상품들과는 다른 성격을 갖기 때문이다. 바로 **상품 자체의 매력을 소비자들이 잘 체감하지 못한다는 점**이다.

비용은 크나,  
효용은 작다

보험은 비용과 효용의 시차가 크다. 보험료는 당장 지불되는 반면, 효용은 먼 훗날에 얻거나 확률적으로 보상을 얻지 못할 수도 있다. 우리는 음식이나 물건 등에 일반적으로 비용을 지불할 때, 그에 상응하는 제품이나 서비스가 근시일내에 제공될 것임을 명확히 기대한다. 그러나 보험은 다르다. 소비자 입장에서 대부분의 보험은 **비용 지불에 대한 보상이 불투명하거나, 거의 외당지 않는다**. 이에 현재에 느끼는 비용은 크고, 미래 효용의 가치는 작게 느껴질 수밖에 없다.

레몬마켓이  
되는 것을 막기위해

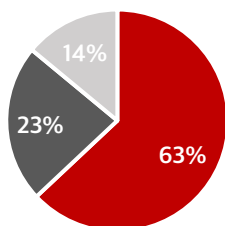
이 과정에서, 판촉활동 없이 보험을 ‘필요로 하는’ 사람만 가입하게 될 경우 보험사는 정보의 비대칭성으로 인해 수익성이 악화될 위험이 존재한다. 미래 위험을 크게 느끼는 위험도가 높은 사람들, 즉 **‘Lemon’만 가입할 가능성이 높기 때문이다**. 다시 말해, ‘필요 없는’ 사람도 보험에 가입시키는 것. 이 점이 보험 산업에서 보험상품을 만드는 것보다 파는 것이 중요한 이유가 된다.

없던 니즈도 만드는  
판촉의 필요성

따라서 보험산업에서 중요한 것은 바로 **‘사게 하는 것’**이다. 즉각적 효용을 추구하는 본능을 거스르고 일반인들이 보험상품에 가입하게 하려면, **‘적극적인 판촉’**만이 거의 유일한 방법이다. 소비자의 필요에 맞는 상품을 공급하는 것이 아니라, 없던 니즈도 만들어야 하는 것이다.

도표 2-1. 국내 보험 가입 경로

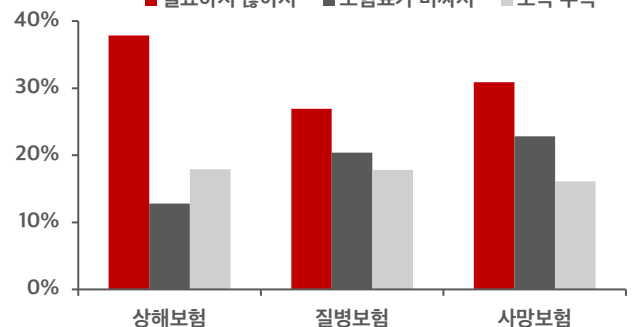
■ 보험설계사를 통해 ■ 홈페이지/보험 비교 사이트를 통해 ■ 기타



출처: 보험연구원, SMIC 2팀

도표 2-2. 보험을 가입하지 못하는 이유 설문

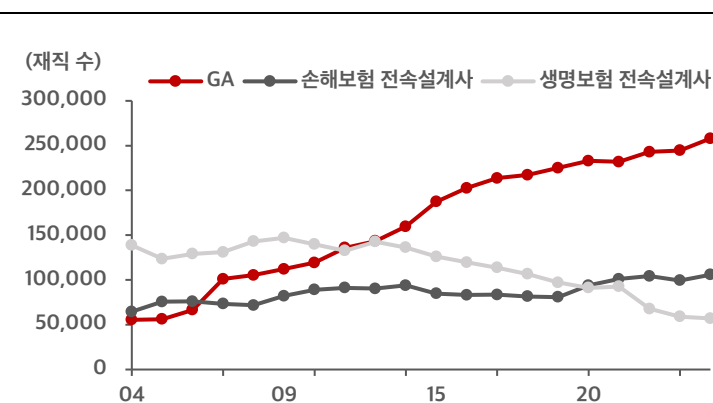
(%) ■ 필요하지 않아서 ■ 보험료가 비싸서 ■ 소득 부족



출처: 보험연구원, SMIC 2팀

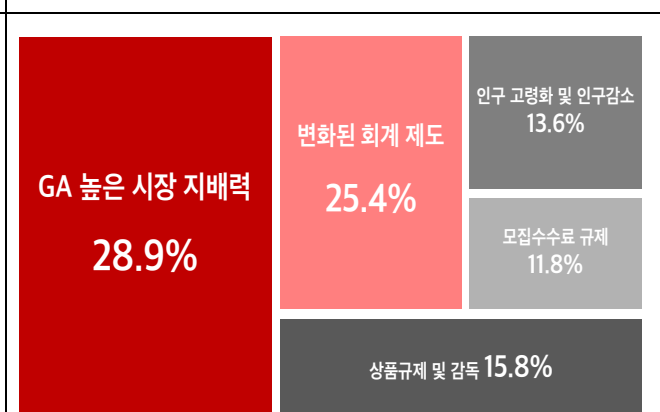
판촉은 생각을 바꾼다	실제로 보험연구원에서 실시한 보험에 가입하지 않은 이유에 대한 설문 결과, 질병보험, 상해보험, 재산손해보험 등 모든 보험 종류에서, 전 연령대 모두 <b>‘필요할 확률이 낮을 것 같아서’</b> 라고 답한 비율이 가장 높았다. 반면 보험 가입 동기 요인에 대한 설문 결과, 복수 응답을 허용했음에도 불구하고 <b>‘필요하다고 생각해서’</b> 는 단 <b>1%에 불과했다</b> . 이는 보장내용이 좋고, 가입을 하면 이득이라는 점을 보험이 필요하지 않았던 이들에게도 설득했다는 뜻이다.
보험사의 판촉은 GA가 지배	<b>그렇다면 사람들은 왜, 어떻게 보험에 가입할까?</b> 보험연구원 설문문에 따르면 ‘주변사람, 보험상담사의 추천’이 각각 33%, 19%에 달했으며 <b>보험가입 경로의 63%는 ‘보험설계사를 통해’</b> 가입했다고 답했다. 이처럼 보험사에는 상품을 가장 잘 팔아줄 사람, 보험사의 판촉에는 반드시 GA가 필요하다. 따라서 보험사는 본능적으로 GA를 찾고, 경쟁이 심화될수록 더 의존할 수밖에 없다.
보험사 자체 설계사의 낮은 경쟁력	그렇다면 보험사 자체에서 설계사를 고용해 판촉을 하면 될 것 같지만, <b>근본적으로 GA에 비해 경쟁력을 갖기 어려울 수밖에 없다</b> . 만약 풀무원 브랜드만 팔 수 있는 편의점이 있고 온갖 브랜드를 다 팔 수 있는 편의점이 있다면 풀무원 전속 편의점을 차리고 싶은 점장은 몇이나 될까?
설계사는 GA로 모인다	보험사 전속 설계사들은 <b>계속해서 GA로 이직하는 추세</b> 에 있다. 실제로 과거에는 보험사 전속 설계사가 많았고 소형 GA가 대부분이었지만, 현재는 23년 말 기준 전체 설계사 60만 6,353명 중 <b>43.4%가 GA 소속</b> 이며, 전속 설계사 수는 27.2%에 불과하다. 보다 자세히 후술하겠지만, 전속 설계사와 달리 GA 소속은 ① 보험사 수수료와 대리점 <b>지급 수수료를 모두 받고</b> , ② <b>의무 관리 고객도 없으며</b> , ③ <b>다양한 상품을 취급하며 신규 고객을 자유롭게 유치할 수 있기</b> 때문이다.
보험사로의 이동은 0	보험사 전속 설계사에서 GA로의 이동은 계속해서 일어나지만, <b>반대로의 이동은 거의 일어나지 않기에</b> 격차는 더 벌어질 일만 남았다. 현직 설계사 인터뷰 결과, 대리점에서 리베이트를 받고 원수사(보험사)로 가는 경우가 가끔 있어도, 이미 보유한 타사 상품의 고객들을 잃게 되고 수수료의 차이도 있기 때문에 결국 다시 대리점으로 돌아온다고 입을 모아 말했다. 이러한 GA로의 설계사 이동은 단순 국내의 현상만이 아니라, 해외는 이미 GA 설계사 비율이 80~90%에 달한다. 반면 우리나라는 이제 43% 수준이기 때문에, <b>앞으로 성장 여력은 더욱 높다고</b> 볼 수 있다.
높은 시장지배력을 기반으로 한 협상력	이렇게 GA가 대형화되며 영향력이 세짐에 따라, <b>이들이 가진 협상력은 보험사에 맞먹기 시작했다</b> . 보험사 CEO 설문문에 따르면, 보험 업계 경쟁심화 원인 1위로 <b>GA의 높은 시장지배력</b> 을 꼽았을 정도다. 이미 보험사들의 수입보험료 중 보험대리점이 차지하는 비중은 20년 기준 이미 50%를 넘어섰다. 특히 동사의 주 고객인 메리츠손해보험과 DB손해보험은 각각 56%, 50%의 인보험 신계약이 GA채널을 통해 이뤄졌다. GA는 더 이상 무시할 수 없는 강력한 채널이 된 것이다.

도표 2-3. 채널별 설계사 수 변화 추이



출처: 보험연구원, SMIC 2팀

도표 2-4. 보험사 CEO 설문결과



출처: 보험저널, SMIC 2팀

GA 중 탑픽은 동사 이렇게 성장하는 GA 중에서도, 투자자의 자원은 한정적이기에 가장 경쟁력 있는 하나의 선택지를 찾는 것이 가장 중요한 과제일 것이다. 따라서 지금부터 본 보고서는 동사가 GA 업계에서 이익의 지속성이 꺾이지 않을 탑픽임을 ① 설계사들을 끌어모으는 탑라인 성장과, ② GA 중 동사만이 가진 영업 레버리지 효과로 마진을 높이는 힘을 통해 논증하고자 한다.

2.2. 설계사들이 동사에게 찾아오는 이유 : TOP

보험사는 GA를 찾을 수 밖에 없다 대형 GA는 보험계의 올리브영이자 쿠팡이다. 화장품은 비싼 수수료를 내는 입장인데도, 올리브영의 요구조건에 맞춰야만 입점할 수 있을 뿐 아니라 좋은 위치를 차지하려면 광고비 등을 또 지출해야 한다. 보험상품 또한, 아무리 좋은 상품이라도 수익성을 지키기 위해서는 GA와의 협상을 통한 판매 전략이 필요하다. 앞서 [보험업 바로알기]에서 설명했듯, 더욱 치열해지는 보험사간의 신규 판매 경쟁에서 살아남기 위해서는 GA와 우호적 관계를 맺을 수밖에 없다. 보험사 CEO 설문문에 따르면, 보험 업계 경쟁심화 원인 1위로 GA의 높은 시장지배력을 꼽았을 정도다.

압도적 규모 + 좋은 조직구조 = 동사 GA의 협상력과 경쟁력은 규모에서 나온다. 아무리 GA가 갑인 시대가 되었다고 해도, 국내에는 설계사 500인이 넘는 GA만 약 70개에 달한다. 당연히 모든 GA가 갑일 수는 없다. 동사의 설계사 증가율은 작년 기준 15.8%로, 대형 GA 업계평균 11.1%에 비해 유의미하게 높은 수준이었다. 그렇다면 설계사들은 왜 동사를 선택할까? 그 비결에는 1) 독립 GA 내 압도적인 규모로 만들어 내는 초격차와, 2) 타사와는 다른 동사 조직구조의 장점이 있다.

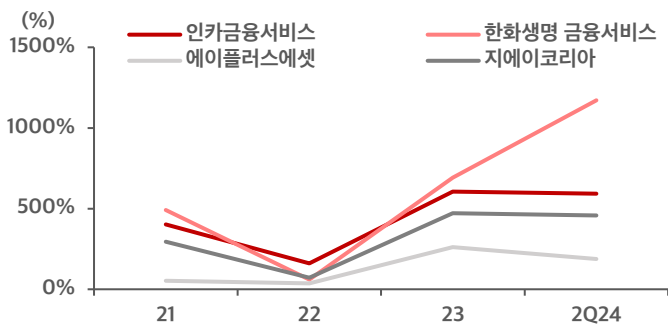
1) 대형 GA의 시간 : 위탁이 아니라 부탁

대형 GA만 더 커지는 원인 GA 업계는 대형 GA는 몸집이 더 커지고, 소형 GA는 위기에 처하는 양극화가 심해지는 중이다. 그 이유는 동사를 비롯한 대형 GA는 ①1,200% 룰의 도입으로 판도를 뒤집기 어려운 상황에서 유리한 고지를 선점하며 유출은 방지되었고, ② 대형 GA일수록 더 커지는 규모의 선순환이 작용하며 유입은 열려있으며, ③ 현금 유동성을 갖추지 못한 소형 GA는 수수료를 지급하기 어려워지기 때문이다. 설계사의 수가 곧 해자가 되는 업계에서 우위를 점한 동사의 경쟁력을 확인해보자.

① 1,200% 룰, 소형GA 사다리 걷어차기 : 하방은 닫고

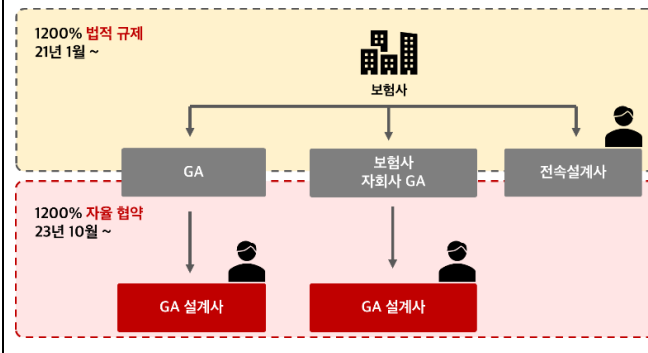
스카우트비의 제한 과거에는 GA의 설계사 확보 경쟁이 과열된 나머지, 손해보험사를 중심으로 GA 설계사들에게 고액의 스카우트비를 지급했다. 심지어는 수 백만 원대 안마 의자와 순금 등을 현물을 지급하는 일도 빈번했다. 이러한 수수료 출혈경쟁이 지속되자, 23년 10월 GA업계는 자율협약으로 1,200% 룰을 제정했다. 모집수수료 1,200% 룰이란, GA가 설계사들에게 첫해(12개월)에 지급하는 수수료 등이 월 보험료의 1,200%가 넘는 고액 스카우트비를 더 이상 지급할 수 없도록 하는 것이다.

도표 2-5. 보험사로부터 수령하는 수수료율 증가 추이



출처: 보험연구원, SMIC 2팀

도표 2-6. 수수료율 관련 법적 규제 및 자율 협약



출처: SMIC 2팀

사다리는 이미 없다 현재는 설계사 2,000명 이상인 대형 GA 모두가 이 협약에 참여하고 있고, 현재 500명 이상 GA 64개 사 중 58개 사가 참여 중이다. 이제 **대규모 자본을 투입해도 설계사를 한 번에 빼 갈 수 없고, 소형 GA는 더욱 살아남기 어려운 구조**가 완성됐다. 한 마디로 '사다리 걷어차기'다.

움직일 수 없는 설계사 **설계사들의 자유로운 조직 이동은 더욱 쉽지 않을 예정이다.** 신계약에 대한 모집 수수료가 2차, 3차 년도까지 이연되고, 상생 시책(신계약 체결 후 1년 이상 유지 시 지급되는 수수료) 또한 재직중일 때만 지급되기 때문이다. 이는 자율협약이지만, 지키지 않을 경우 협회차원에서 협약 참여 GA에서 단체 제재를 가하기에 구속력이 강하다. 실제로 영업실적 상위 손해보험사에 상품교육 금지를 요청하거나, 이적한 설계사 지원 거부 등으로 대응할 것임을 밝혔다. 또한, 이로 인해 불완전판매 사례가 크게 줄어 소비자의 이익도 늘기에 당국에서 규제화할 가능성도 존재한다.

동사는 이미 사다리를 탔다 동사는 이러한 규제가 도입되기 전 메리츠를 통한 대규모 차입과 공격적인 리크루팅을 통해 **설계사들을 대규모로 이미 확보**했고, 이제는 위협 없이 그 지위를 공고히 할 일만 남았다.

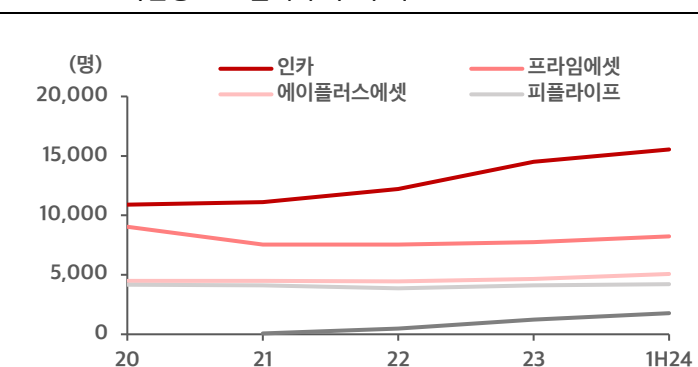
## ② 설계사가 설계사를 부르는 구조 : 상방은 열었다

설계사는 데이터베이스를 원한다 하지만 이 와중에도, 다양한 요소들이 여전히 **설계사 이직 수요를 자극**하고 있다. 설계사 이직 플랫폼 GA월드의 설문조사 따르면, 이직에서 고려하는 요소 중 **DB(데이터베이스)제공이 20%로 높은 수수료(24%)와 맞먹는 수준의 높은 응답률**을 보였다. 그리고 대형 GA는 설계사 규모를 기반으로 보험사에 대한 협상력과 데이터베이스를 확보하고, 이를 기반으로 높은 수수료와 편리한 영업 발판을 제공하고, 그래서 설계사를 또 불러오는 선순환 구조를 취할 수 있다.

동사의 압도적인 데이터베이스 창고 동사는 업력 25년의 **압도적인 데이터를 보유해 양질의 DB를 제공**한다. DB란, 상품 정보와 고객 정보를 설계사들이 영업에 활용할 수 있도록 제공하는 전산 자료이다. 국내에는 보험사만 약 30개, 연간 신규보험은 60개 정도 출시된다. 보험 상품이 다양해지면서, **현재 GA에서 DB를 활용한 영업의 비중은 무려 30%로 지인, 소개 영업(35%)과 비슷한 수준**이다. 하지만 이 상품들은 하나하나 회차에 따른 수수료, 환수율 등이 천차만별이기 때문에 일일이 처리하기에는 데이터의 양이 너무 많다. 이렇게 수천 개에 달하는 상품 정보를 설계사가 모두 알아서 따라잡을 수 없다.

유료로 구매하는 DB, 동사는 이미 있다 이러한 정보 데이터는 특성상 **업력이 오래되고 규모가 크지 않으면 쌓기 어렵다.** 또한 이러한 데이터를 전산화하고 어플 등에 연동하는 GA는 더더욱 거의 없다. 실제로 타사 GA 설계사들은 토스 등이 종종 제공하는 DB를 얻으러 다니고, 커뮤니티에서 유료로 구매하기도 한다. 그래서 동사의 **DB는 설계사들을 지속적으로 유인하는 큰 강점**이다. 동사는 자체 전산 시스템을 개발하여 16,000명에 달하는 설계사들이 다룰 수 있게 하고있다. 소형 GA들이 데이터를 엑셀파일, 심지어는 수기로 관리하기도 하는 것을 볼 때, 이는 설계사들을 지속적으로 유인하는 큰 강점이다.

도표 2-7. 독립형 GA 설계사 수 추이



출처: 법인보험대리점 통합공시조회, SMIC 2팀

도표 2-8. 보험상담에서 가장 부족한 요소 설문



출처: 보험저널, SMIC 2팀

## ③ 아무나 따라 할 수 없는 설계사 수수료 선지급

선지급의 제약조건 : 현금 보유량	GA의 비즈니스 모델은 현금이 잠기는 구조이다. 설계사에게 먼저 12개월 분량의 모집 수수료를 선지급하고, 그 다음에 보험사로부터 수수료를 분납 받는 시스템이기 때문이다. 다만 <b>1,200% 룰이 여기서 다시 한 번 발목을 잡는다.</b> GA가 설계사에게 주는 수수료를 규제하는 것이 자율협약이었다면, 보험사가 GA에게 1차년도에 주는 수수료율을 1,200%로 제한하는 규제는 보험업법으로 규정하고 있다. 2차년도부터는 나머지 수수료를 이연해서 일시에 줄 수 있지만, 이 과정에서 현금유동성이 충분하지 않은 GA는 설계사에게 수수료를 선지급하지 못하게 될 수도 있다.
계약이 많아질수록 위험한 중소형 GA	또한 협상력이 낮은 소형 GA는 2차년도, 3차년도까지 수수료가 밀리게 될 가능성도 존재하고, 그럴수록 설계사에게 줄 수 있는 수수료도 밀림과 동시에 재무구조가 위험해지게 된다. 즉, 중소형 GA들은 현금에 제한이 있기 때문에 새로운 계약이 늘수록 회사는 오히려 위험해지는 것이다.
이미 사라져가는 중소형 GA	결국 <b>중소형 GA는 성장에 제약이 걸리고, 수수료 등에서 경쟁력을 갖춘 대형 GA로의 설계사 유출이 일어나게 된다.</b> 따라서 이들은 <b>장기생존을 장담할 수 없게 된다.</b> 이 같은 상황이 장기화된다면 대형 GA로 시장이 재편될 가능성이 높고, 인력 쏠림 현상은 더욱 가속화될 것이다. 실제로 1000명 이하 GA의 재적인원은 작년 한 해에만 17.6%가 감소했다.

도표 2-9. 신계약 체결 시 수수료 지급 구조 예시



출처: SMIC 2팀

## 2) GA의 성장 본질에 가장 적합한 독립 GA

통제력 + 확장에 유리한 조직구조	사실, 대형 GA로 도약한 동사의 성장은 우연이 아니다. 동사는 본질적으로 성장에 유리한 조직 구조를 갖추고 있다. 동사는, [보험업 바로 알기]에서 상술한 GA의 종류 중에서 '독립'GA이자 '사업가형' 비율이 높다. 따라서 자회사형과 달리 특정 보험사의 영향 아래 있지 않고 다양한 상품을 취급하면서도, 지사형과 달리 각 지점에 대해 통제력 있는 영향력 행사가 가능하고, 직영 비율이 높은 타사와 다르게 각 지점에 자율성을 부여하며 확장에 유리한 구조를 갖고 있다. 따라서 동사는 ① 이해관계와 ② 설계사 유인 측면에서 구조적으로 성장의 격차를 벌린다.
--------------------	---

## ① 자회사형 GA의 한계

반쪽자리 GA인 자회사 GA	자회사형 GA는 태생부터 GA로서의 경쟁력을 갖추기 어렵다. 혹자는 보험사의 자회사 GA 밀어 주기를 우려하지만, 사실 이들은 근본적으로 이해관계가 충돌한다. 보험사는 자기 회사의 상품을 많이 팔고 싶어한다. 이로 인해 자회사의 상품을 주력으로 팔다 보면 외형 확대가 제한되고 결국 설계사의 이탈 명분을 제공한다. 하이마트가 LG 냉장고보다 삼성 냉장고를 의무적으로 팔아야 한다면 성과베이스 영업사원들은 하이마트에 계속 남고 싶을까? 실제로 한화, 삼성 등의 자회사 GA는 모회사 상품 비중이 80%를 넘는데, 이는 당연히 자연스러운 비율은 아니다.
-----------------	---

점점 다가오는 전속 및 자회사형 GA의 한계

실제로 삼성생명 설계사 인터뷰 결과, 본인의 고객이 '이 보험사 보험 해주세요'라 찾아올 때 아쉬운 경우가 많았다고 언급했다. 보험 비교 서비스가 고도화되는 현재, **전속 및 자회사형 GA 설계사는 점점 명백한 한계**를 체감하게 된다. 또한, 경쟁이 치열해질수록 상품을 개발해도 타사의 GA에 좋은 조건으로 상품을 맡기지 않을 가능성도 존재한다. 타사의 자회사형 GA의 경쟁력을 강화해주고 싶은 보험사는 없을 것이기 때문이다.

## ② 사업가형 GA, 설계사 유인에 유리한 구조

독립형 GA의 두 모습 : 사업가형 & 직영

독립형 GA 영업점은 **판매조직의 형태에 따라 직영과 사업가형으로 구분**할 수 있다. 관리 하에 데이터베이스, 교육 등을 제공하며 통제력을 갖고 운영되는 것은 동일하지만, **관리비 차원에서 차이가 있다**. 직영은 관리비부터 영업조직 규모까지 본사가 관리하지만, 사업가형은 지점장에 해당하는 관리자가 인건비, 임대료 등 모든 관리비를 부담하고 높은 자유도를 갖는다.

스타 설계사도 오고 싶은 동사

동사는 조직 수를 빠르게 늘리는 과정에서, **독립 GA 중 유일하게 직영 비중보다 사업가형 비중이 더 높은 채산형 조직 전략**을 취했다. 이러한 조직형태는 **스타 설계사를 유입하기에도, 일반 설계사를 유입하기에도 유리**하다. 먼저 스타 설계사의 경우, 브랜드 파워 및 DB를 활용하면서도 지점장으로써 자유를 누릴 수 있는 GA는 동사가 유일하다는 점에서 강력한 유인이 생긴다.

친구따라 GA간다

**일반 설계사의 경우에도 동사는 유리**하다. 동사를 비롯한 6개사 설계사 30명을 인터뷰한 결과, 대리점을 선택할 때 지리적으로 가깝고 **아는 사람이 있는 곳으로 간다는 의견이 14명**에 달했다. 동사의 지점은 총 7133개로, 상위 GA 10개사 중 지사형인 GA코리아와 글로벌금융판매를 제외하고, **통제력을 보유한 유의미한 경쟁사 중 압도적으로 가장 많은 지점**을 보유했다. 설계사 수 역시 약 16,000명으로 한화생명금융서비스의 뒤를 잇는 업계 2위로 3위와의 격차를 벌리고 있다.

한물 간 전속 & 자회사형 GA

이렇게 모집한 동사의 설계사들은 **퀄리티도 높다**. 보험 업계에서는 에이스 설계사가 되는 주력 연령대를 40~50대로 보고 있다. 네트워크 기반 영업인 만큼 적당한 인맥과 경력을 보유하면서도 적극적인 활동이 가능하기 때문이다. 한국 설계사 평균연령은 50대 후반에서 60대 초반인데, 전속 및 자회사형 설계사는 대부분 60~70대의 고령이다.

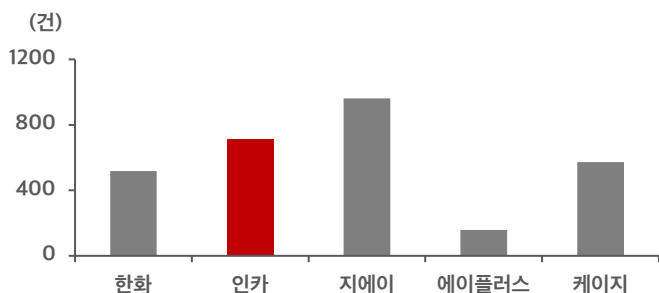
젊은 피가 계속 모인다

반면 **동사의 설계사 연령은 47세로 최적의 나이대**를 형성하고 있다. 실제로 보험사로부터의 젊은 설계사들의 유입은 더욱 늘고있다. 타사와 달리 보상을 한 번에 지급하고 다양한 상품 판매가 자유로운 동사 특성상, 적극적 영업에 자신있는 설계사들에게 더욱 매력적이기 때문이다.

모든 보험 취급하는 유일한 GA

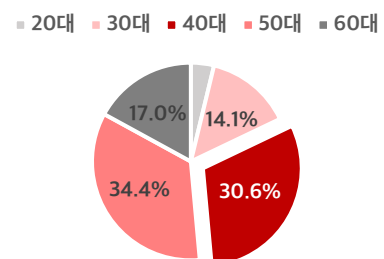
뿐만 아니라, 이러한 능력있는 스타 GA 설계사에게는 다양한 상품을 취급할 수 있는지가 중요한데, 독립 GA라고 해서 똑같이 모든 상품을 취급할 수 있는 것도 아니다. 제후 보험사가 아니면 해당 상품을 취급할 수 없는 경우도 많다. GA 상위 10개사 중, **판매 불가한 곳 없이 모든 보험사와 제휴하여 자유롭게 영업할 수 있는 GA는 동사가 유일**하다.

도표 2-10. GA 점포 수 비교



출처: DART, SMIC 2팀

도표 2-11. 설계사 나이 비중



출처: 언론종합, SMIC 2팀

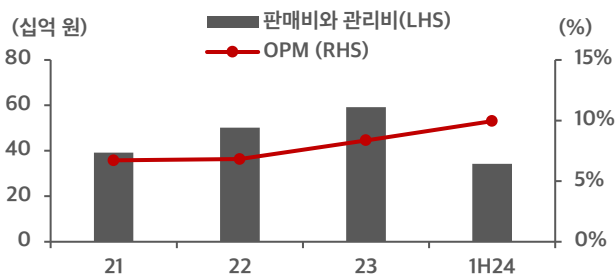
2.3. 규모가 커질수록 격차도 커진다, GA 중 유일한 영업레버리지 효과 : Bottom

사업가형 지점의 효과: 동사는 특별한 사업구조로 인해 주요 GA 중 유일하게 영업 레버리지가 발생한다. GA 비즈니스 영업 레버리지 모델 상, 규모의 경제가 일어나는 사업은 아니다. 그러나 동사는 사업가형 지점의 비중이 높아, 이로 인해 판관비에서 영업 레버리지가 발생한다.

압도적 규모 + 영업 레버리지 = 마진 증가  
 동사는 독립형 GA 중 독보적으로, 80%의 높은 사업가형 비율을 유지 중이다. 동사는 영업에 필요한 비용에 대해 최소한의 지원을 하고, 각 지점장이 인건비, 관리비 등을 모두 감당하는 대신 상대적으로 설계사에게 높은 수수료를 지급한다. 다만 이를 위한 시스템 개발 유지보수비용 등이 지출되고 있는데, 이는 고정비 성격으로 판관비에 반영된다. 따라서 이로 인해 동사는 규모의 경제를 달성한 후, 규모가 커지면 커질수록 강한 영업 레버리지 효과가 발생해 마진이 증가한다.

더 이상 따라잡을 수 없는 격차  
 이러한 구조는 다른 GA들이 쉽게 따라할 수 없다. 이러한 판관비를 커버할 수 있을만큼의 규모의 경제가 달성되기 전에는 적자구간을 건너가야 하기 때문이다. 그래서 에이플러스 등 다른 직영 GA들은 쉽게 전환할 수 없고, 이는 확장성과 마진 개선의 격차를 더욱 벌린다. 사업가형이 애초에 성장에 유연한 구조이기 때문에 성장성에서 유리한데, 규모가 성장할수록 동사는 마진도 더욱 개선되며 따라올 수 없는 이익 수준의 격차가 벌어지게 될 수 밖에 없는 것이다.

도표 2-12. 판관비율 + 영업이익률 추이



출처: GA월드, SMIC 2팀

도표 2-13. 독립 GA 운영방식 비교

구분	직영	사업가형
영업점 관리자	본사	영업관리자(본부장, 지점장 등)
관리비(인건비, 임대료 등)	본사에서 부담	해당 영업조직에서 부담
설계사 교육시스템	본사 시스템	본사 시스템
지역 분포	주로 수도권 내에 분포	지역적 구속력 없이 전국 단위 분포
영업조직 규모	본사의 계획에 따라 확대 및 축소	독자적인 영업조직 확대 및 축소 가능
가맹수수료	본사에서 일정 수수료 수취	수수료 X

출처: SMIC 2팀

선순환을 통한 성장은 좋게 평가받아 마땅  
 지금까지 동사는 설계사에게 매력적인 기업으로 포지셔닝하여 규모를 키웠고, 이를 통해 협상력을 확보했으며, 이를 기반으로 설계사를 더 불러모으는, 쉽게 꺾일 수 없는 선순환 성장을 이뤄내는 기업임을 확인했다. 이익의 예측 가능성이 낮다고 저평가 받을 이유가 없는 기업인 것이다.

의심의 여지없는 탐픽  
 GA업계의 4대장은 동사와 한화생명금융서비스, GA코리아, 글로벌금융판매이다. 지금까지 서술한 바를 정리하면, 이 중 한화생명금융서비스는 자회사형이라는 한계가 존재하고, GA코리아와 글로벌금융판매는 연합형이라는 한계가 있을 뿐 아니라 국세청의 세무조사가 진행중에 있다. 독립형 GA로 건강한 성장을 이뤄내는 동사가 업계 Top Pick임은 의심할 여지가 없다.

도표 2-14. 주요 GA 포지셔닝 맵



출처: 보험연구원, SMIC 2팀

### 3. 미래를 연다 : 우리도 고래가 되어볼까?

시장에서 소외받던 동사에게도, 모멘텀이 빛을 비출 때가 왔다. '보험판매전문회사' 제도의 도입은 시장으로 하여금 동사를 보험 영업사원 단체가 아니라 금융회사로 다시 보게 할 것이다.

#### 3.1. 새로운 인카 문명이 도래한다.

동사의 꿈 : 종합금융판매회사	'인카금융서비스'. 동사의 사명을 들여다보면 하나의 의문이 생긴다. 동사는 GA로 보험상품 판매 사업을 영위하는데, 왜 인카'보험서비스'가 아닌 '금융서비스'일까? 동사의 비전은 단순히 보험대리점의 지위에 안주하지 않고, <b>종합금융판매회사</b> 라는 더욱 원대한 꿈을 그려나가고 있다.
종합금융판매회사, 금융계의 백화점	인카의 꿈, 종합금융판매회사는 다양한 금융 상품을 독립적으로 취급하는 중개업체이다. 즉, 비단 <b>보험에 국한되지 않고 연금, 펀드, 증권, 대출 등 여러 금융 상품의 판매를</b> 대리할 수 있다는 의미이다. 이는 마치 식료품만을 취급하던 동네 마트가, 의류, 레저용품, 가전제품까지 종합적으로 판매하는 백화점으로 변모하는 것과 같다.
막강한 권한을 가진 미국의 MGA	실제로, 미국의 <b>총괄 보험 대리점(MGA)</b> 은 <b>종합금융판매회사의 역할을 수행한다</b> . MGA는 보험상품뿐만 아니라 다양한 금융상품을 취급하여 고객들에게 종합적인 금융서비스를 제공한다. 또한, 본업인 보험에서의 영향력도 우리나라 GA에 비해 압도적이다. MGA는 <b>보험 설계에 직접적으로 관여하여 맞춤형 상품을 개발하고, 고객의 리스크를 판단해</b> 해당 보험 상품의 적용 여부를 결정할 수 있다. 우리나라의 GA가 보험사에 대해 갑이라면, 미국의 MGA는 가히 슈퍼갑이라고 말할 수 있다. 그리고 해당 모델이 동사가 꿈꾸는 최종적 목표인 것이다.
꿈을 향한 과정, 보험판매전문회사	종합금융판매회사의 꿈을 꾸는 동사에게 반드시 넘어야 하는 관문이 있으니, 바로 <b>'보험판매전문회사 전환'</b> 이다. 해당 관문을 넘는 것은 비단 동사뿐만 아니라, GA 차원의 오래된 숙원이다. 보험판매전문회사는 무엇이고, 어떠한 권한을 지니기에 GA가 이토록 염원하는 것일까?
판매전문회사 전환, 금융사업자로 발돋움	<b>보험판매전문회사 전환</b> 은 GA가 비금융기관으로 분류되는 현재와 달리, 독립적으로 보험 계약을 체결하는 법인이 되어 <b>당당한 금융사업자로 발돋움하는 것을</b> 의미한다. 단순하게 생각하여, 보험사에 종속된 기업이 어떻게 보험 외의 종합적인 금융상품 판매를 영위하겠는가? 보험판매전문회사는 동사의 여정에서 반드시 밟고 지나가야하는 돌다리 <sup>1</sup> 와 같은 것이다.
전환으로 얻는 수혜 ① 집합투자상품 중개 ② 보험 계약 유지비 ③ 보험료 협상권	<b>보험판매전문회사로의 전환</b> 은 동사로 하여금 <b>실적을 극적으로 향상시킬 수 있는 권한을 부여</b> 한다. 판매전문회사는 ① <b>집합투자상품을 중개</b> 할 수 있고, ② <b>보험 계약 유지비</b> 를 지급받을 수 있으며, ③ <b>보험료 협상권</b> 을 가지게 된다. 다소 난해해 보일 수 있는 세 가지 권한은 무엇이고, 해당 권한들이 동사에게 어떻게 수혜로 작용하는지 알아보자.

도표 3-1. 미국의 주요 MGA



출처: 각 사, SMIC 2팀

도표 3-2. 법인대리점, 판매전문회사 비교

구분	법인대리점	판매전문회사
법적지위	보험계약의 체결을 대리하는 법인	독립적으로 보험계약의 체결을 중개하는 법인
업무범위	생명보험대리점 : 생명보험종목 손해보험대리점 : 손해보험종목 제3보험대리점 : 제3보험종목	보험계약의 모집 보험사고 접수 및 사실 확인 소액 보험금 지급대행 보험요율 협상 대통령령으로 정하는 업무 (집합투자상품 중개 포함)

출처: 국민참여입법센터, SMIC 2팀

### 3.2. 판매전문회사 전환, 동사를 위한 종합선물세트

#### 1) 집합투자상품 중개 : 꿈을 향한 첫 걸음

집합투자상품 중개  
->수익의 다각화

**집합투자상품을 취급**하는 것은, 종합금융판매회사를 향해 나아가는 동사의 첫걸음이다. 집합투자상품은 전문 운용사가 관리하는 펀드에 투자하여 자금을 운용하는 구조로, 대표적인 예시로 뮤추얼 펀드, ETF 등이 있다. 해당 권한을 통해 판매전문회사는 보험 판매 수익에 의존하던 구조를 개선하고, 투자 상품 중개를 통해 **추가적인 수익을 창출**할 수 있게 된다.

본업도 더 잘해요

기존의 보험 상품 판매 실적도 개선된다. 집합투자상품의 취급으로 **고객의 기반을 넓힐** 수 있기 때문이다. 투자 상품에만 관심이 있던 고객들에게 보험 상품을 홍보하여 새로운 가입층을 확보할 수 있고, 반대의 경우도 마찬가지이다. 실제로 미국, 영국 등 해당 권한을 가진 선진국들은 **기존 보험 상품에 투자 상품을 결합한 패키지**를 제공하여 고객을 유치하는 중이다.

일본의 사례 참고하자

자연스럽게 한 가지 가장 핵심적인 의문이 든다. **그래서 얼마나 더 버는데?** 이를 가능하기 위해서는 **일본의 사례를 참고**해야 한다. 우리나라가 일본 보험 대리업계의 발전사를 따른다는 것은 업계에서 통용되는 개념이다. 일본의 경우, 이미 2021년 11월 단일 사업 면허로 은행, 증권, 보험의 금융서비스를 제공할 수 있게 하는 금융서비스중개업 제도를 도입하였다.

최적의 Peer

FP 파트너스

일본의 **FP 파트너스**는 동사가 보험판매전문회사로 도약할 시 맞이할 실적 변화를 엿볼 수 있게 하는 최적의 Peer다. FP 파트너스(FP Partner Inc)는 09년 사업을 개시하여 22년 도쿄 증권 거래소에 상장하였으며, 제도 도입 전 동사와 마찬가지로 **독립 GA**로서 생명보험, 손해보험 위주의 보험 대리업을 영위하였다. 도입 이후 FP 파트너스는 22년 3월부터 **투자 신탁과 채권의 중개를 개시**하며 **사업을 확장**하였고 현재까지 해당 **금융 중개업을 영위**하고 있다.

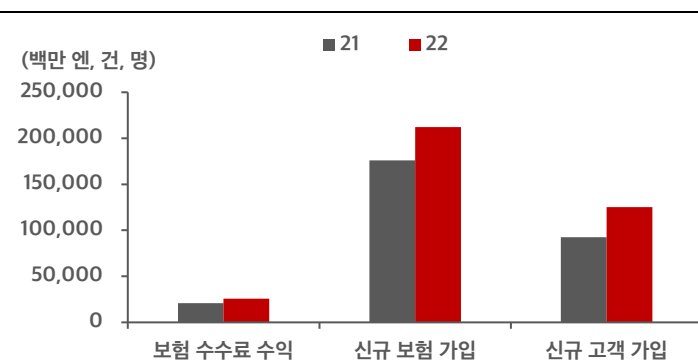
금융중개업 영위 후  
실적의 극적 향상

회사의 실적은 사업 확장 후 크게 향상되었다. 22년 매출액은 YoY 22.4% 증가하였으며, **영업이익률과 순이익률 또한 79.5%, 55.9% 증가**하였다. 만일 동사가 동일한 실적 향상을 이룰 시, 1,200억 원의 매출 증가와 함께 14.9%, 8.3%의 영업이익률과 순이익률을 기록하게 된다.

시너지 효과,  
보험도 잘 팔린다.

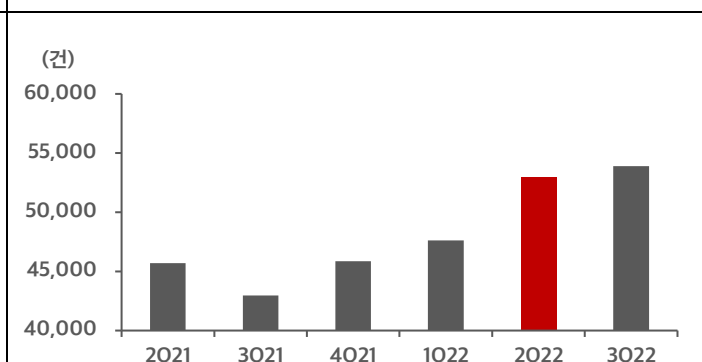
해당 회사의 사례는 **기존의 보험 판매 실적 또한 향상**될 것임을 증명한다. 22년 보험 수수료로 인한 매출은 YoY 23.1% 증가하였으며, **신규 보험 가입 수 및 고객 수 또한 각각 21.6%, 35.2% 만큼 증가**하였다. 보험 상품과 투자 상품의 유기적인 연계로 고객층을 확장한 것이다. 신규 보험 추이를 분기별로 확인할 시 이 점은 더욱 명확히 드러난다. 전술하였듯 사업 확장 시기는 22년 3월이다. 사업 확장 전인 22년 1분기의 경우 전 분기 대비 신규 보험 가입이 3.8% 증가하는 것에 그쳤지만, 확장 후인 2분기의 경우 해당 비율의 3배가 넘는 11.3%의 증가가 확인되었다.

도표 3-3. 금융중개업 영위 후 각종 지표 변화



출처: FP Partner, SMIC 2팀

도표 3-4. 분기별 신규 가입 보험 수 변화



출처: FP Partner, SMIC 2팀

**대조군과의 비교 필요** 그런데, 단순히 GA의 업황이 좋았기 때문에 실적 향상이 일어난 것은 아닐까? 이를 반박하기 위해 가장 좋은 방안은 ① FP 파트너스와 기존의 사업 구조가 유사하면서도, ② 제도 도입 후에도 금융 중개업을 영위하지 않은 일본 GA의 실적 변동을 확인하는 것이다.

**아이릭, 최적의 대조 사례** 그리고 이를 만족하는 최적의 기업, '아이릭'이 존재한다. 아이릭 (IRRC Coperation)은 1995년 주식회사의 형태로 설립되어 2018년 도쿄 증권거래소에 상장하였으며, 동사 및 FP 파트너스와 마찬가지로 독립 GA로서 생명보험, 손해보험 위주의 보험 대리업을 영위한다. FP 파트너스와 구분되는 아이릭의 차별점은, 21년도 제도 개정 당시는 물론 현재까지도 **금융 중개업을 영위하지 않고 기존의 사업만을 수행하고 있다**는 것이다.

**가설 검증 완료!** 사업을 확장하지 않은 아이릭의 실적은 FP 파트너스에 비하여 상당히 저조한 성적표를 받았다. 아이릭의 22년 매출액은 YoY 10.7% 증가하였지만, 영업이익률과 순이익률은 각각 4.3%, 29.1% 감소하였다. 즉, **매출액 증가율은 FP 파트너스의 절반에도 미치지 못하며 영업이익률과 순이익률은 오히려 악화된 것이다.** 사업 확장을 택하지 않은 아이릭은, 법 제도 개정의 수혜를 누리지 못하고 경쟁사의 잔치를 지켜만 봐야 했다. 해당 사례는 **금융 중개업으로의 사업 확장이 GA에게 확고한 실적 개선을 선물해 줄 것임을 증명한다.**

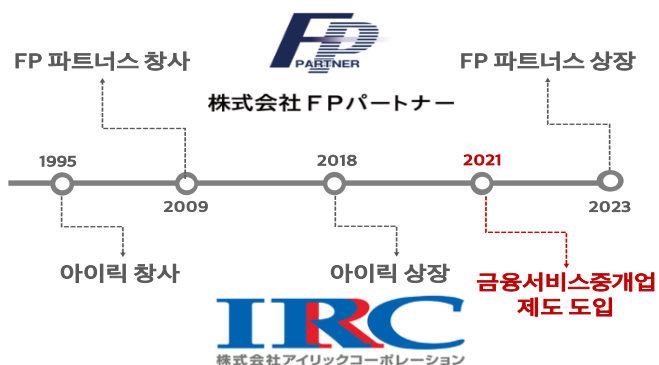
**이제는 동사의 차례** 이제는 동사의 차례다. **보험판매전문회사 전환 시, 종합금융판매회사의 꿈을 꾸는 동사가 금융 중개로 사업을 확장할 것임은 자명하다.** 집합투자상품 판매를 영위할 수 있게 된 동사는, 보험 판매를 위해 이미 전국에 구축해 놓은 영업망을 바탕으로 빠르게 판매 실적을 향상시킬 것이다. 더욱이 동사가 제공하는 재무설계 서비스 또한 더 이상 상담 수준에 그치는 것이 아니라 **상품 판매와 연계된 금융·보험 포트폴리오를 능동적으로 제공할 수 있을 것이다.**

## 2) 계약 유지비 지급 : 새로운 수입원 확보

**계약 유지비 지급, 또 다른 수입원** 원수사의 계약 유지비 지급은 동사 매출의 새로운 동력으로 작용할 것이다. 한 레스토랑에 시급 5만 원의 일자리와 1만 원의 일자리가 있다고 할 때, 전자의 일자리를 찾는 구직자가 많은 것은 당연한 이치다. 시급 만 원의 일자리가 관심을 받기 위해서는 또 다른 유인을 제공해야 한다. 그리고 보험업계에서의 그 유인이 바로 '계약 유지비 지급'이다.

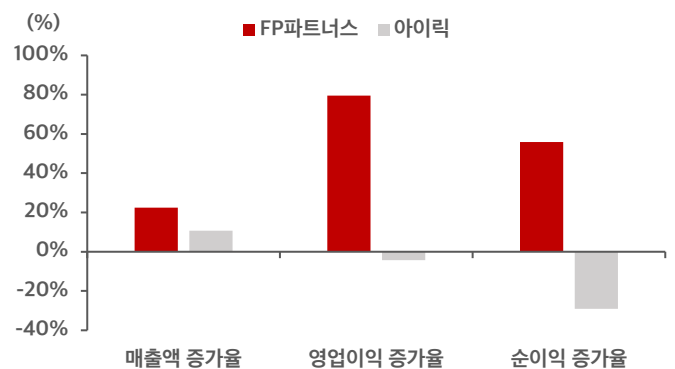
**수수료율이 더 높은 신규 가입 유치** 동사는 지금까지 보험 계약 유지보다 **신규 가입 유치에 집중하였다.** 그 이유는 바로 신규 가입 유치가 위 예시의 시급 5만 원의 일자리와 같기 때문이다. 동사의 입장에서 신규 고객을 모집하나 기존 고객을 유지하나 비용이 드는 것은 매한가지인 상황에서, 더욱 돈이 되는 신규 유치에 힘을 기울이자는 동사의 선택은 합리적인 것이었다.

도표 3-5. FP파트너스, 아이릭 타임라인



출처: 각 사, SMIC 2팀

도표 3-6. FP파트너스, 아이릭 21-22년 실적 변동



출처: 각 사, SMIC 2팀

계약 유지비,  
또 하나의 성과금

**보험 계약 유지비의 도입**은 이러한 **쓸림 현상을 완화**시킨다. 계약 유지비는 일정 유지 목표를 달성할 때 **원수보험사가 GA에 지급하는 성과금과 같은 것으로**, 하나의 계약을 유지함에 따라 지급하는 유지 수수료와 구분된다. 예를 들어서 협의를 통해 보험의 유지 비율을 5% 올린다는 목표를 설정할 시, 이를 달성하면 수령하는 성과금이 계약 유지비이고, 달성 여부와 관계없이 계약을 유지한 기간만큼 받는 수당이 유지 수수료인 것이다.

매출 25% 상승 기대

보험판매전문회사 제도는 계약 유지비 지급의 법적 근거를 마련하고, 이를 통해 동사는 새로운 수입원을 얻게 된다. 계약 유지비 지급이 가능한 **일본의 경우**, 해당 수당은 **보험 판매 매출의 20% 가량을 차지**한다. 다시 말해, 계약 유지비 지급이 가능해지면 동사의 **매출은 25% 정도 상승**하는 것이다. 신규 고객 유치에 몰두하여야 했던 동사에게 계약 유지비 지급이라는 유의미한 추가 수입원이 생긴 것은 단비 같은 희소식이다.

### 3) 보험료 협상권 : 더욱 강화되는 권력

보험료 협상권  
= 가격 결정권

자본주의에서 가격의 힘은 막강하다. 가격은 수요와 공급을 결정하는 주요 요소이며, 경쟁과 자본의 흐름을 유도하는 등 경제 시스템을 구동하는 핵심 원리로 작용한다. 그러나 GA의 경우 여태껏 보험업계의 가격이라 할 수 있는 보험료에 관여할 수 있는 권한이 없었으며, 이는 오로지 보험사의 전유물이었다. 그러나, 판이 요동치고 있다. **보험판매전문제도 도입 시** 동사가 가지게 될 또 하나의 강력한 권한, **보험료 협상권**을 소개한다.

판매사가 보험료를  
조정한다

**보험료 협상권**이란, **보험료를 판매회사와 보험사 간의 협상으로 조정할 수 있는 권한**을 의미한다. 이는 보험료에 대한 소비자의 부담을 덜어주기 위해 도입되는 권한으로, 보험료를 인하하는 방향의 하방 협상만이 허용된다. 또한, 보험사의 건전성을 저해할 정도로 과도하게 보험료가 인하되는 것을 우려하여 인하 비율을 제한한다.

동사를 위한 무기,  
보험료 협상권

보험료 협상권 획득은 GA가 **보험사와의 협상 테이블에서 또 하나의 무기를 가지게 되는 것과 같다**. GA는 이를 바탕으로 보험 판매 및 계약 유지 시 받는 수수료의 인상을 꾀할 수 있으며, 더 많은 종류의 보험에 대한 판매권을 요구할 수 있다. 이는 전술한 두 권한과 달리 일본 GA조차 가지지 못한 권한으로, 이미 보험사와의 관계에서 값이 된 **동사에게 더욱 강력한 힘을 부여**한다.

진정한 시장의 플레이  
어로 거듭난다

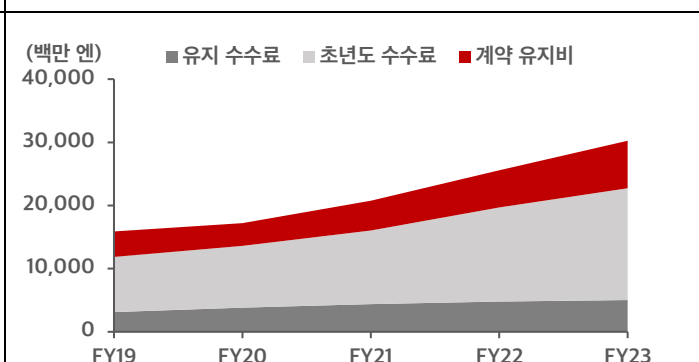
가격에 대한 권한을 가지게 된 GA는, 시장에 적합한 여러 전략을 구사할 수 있다. 고객층별로 구매력이 다르다는 점을 고려하여 가격 변동을 통해 매출과 이익을 극대화할 수 있을 뿐만 아니라, 특정 시점의 판매량을 조절할 수도 있다. 이를 통해 GA는 단순히 판매를 대리하던 과거와 달리, **시장에서 수급을 조절할 수 있는 플레이어로 자리매김**할 수 있게 될 것이다.

도표 3-7. 보험 수수료 매출 종류

구분	내용
초기 수수료	보험 상품이 처음 판매될 때 대리인이 받는 수수료
계약 유지비	일정 계약 유지비율 달성 시 수령하는 성과
유지 수수료	주로 장기 계약에서 계약을 유지함에 따라 건별로 지급되는 수당

출처: 보험연구원, SMIC 2팀

도표 3-8. FP파트너스 보험 수수료 매출 비중



출처: FP Partner, SMIC 2팀

**최대 수혜는 동사에게** 보험료 협상권으로 인한 **최대의 수혜자는, 최대 규모의 독립 GA인 동사**이다. 다수의 보험사의 상품을 취급하는 동사는, 보험료 협상에 있어 보험사 간의 가격 경쟁을 유도하여 입맛대로 보험료를 결정할 수 있는 권력을 가지게 된다. 상품을 팔기 전부터 중소 GA에 대비하여 가격 경쟁력을 가지는 것이다. 더욱이 판매전문회사로 전환을 실패한 GA의 경쟁력은 더욱 퇴보하게 되고, 침몰하는 배에서 탈출한 설계사들은 업계 선호도 1위인 동사로 향하게 될 것이다.

**Why not 한화생명금융서비스?** 그렇다면, 동사의 수혜를 규모가 가장 큰 한화생명금융서비스가 앗아가지는 않을까? 동사는 이에 대해 굳건한 방어선을 구축했으나, 바로 **독립 GA라는 차별적인 지위**이다. 보험료 협상 과정에서 보험사는 자사 상품의 판매량, 수익 구조 등의 민감한 정보를 판매 회사에 공개하게 된다. 그리고 자사의 중요 정보를 경쟁업체의 자회사에 알리고 싶은 기업은 없기에, 보험사가 자회사형 GA보다 동사와 같은 **독립 GA를 파트너로 선호**하게 되는 것은 당연한 수순이다.

**모회사 상품 비중이 압도적** 더욱이, **한화생명금융서비스**의 경우 모회사 상품의 비중이 압도적으로 높기에 보험사 간의 가격 경쟁을 유도하지 못한다. 실제로 **생명보험 계약금 비중의 96.9%**는 **한화생명의 지분**이다. 그에 비해 동사의 경우 아래 표와 같이 여러 생명보험사가 유사한 비중을 차지하며, 전술하였듯 보험사의 독립 GA 선호 현상은 갈수록 강화될 전망이기에 현재의 구조가 변화할 가능성은 작다.

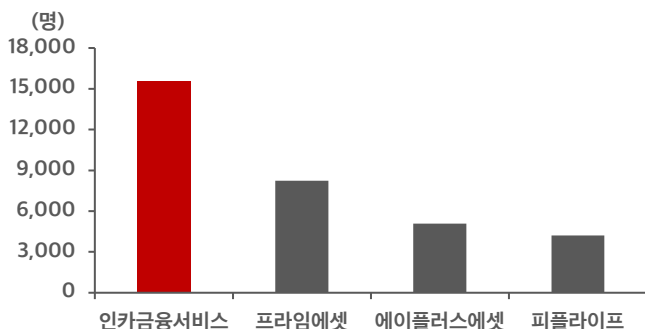
### 3.3 보험판매전문회사로 가는 관문 : 보험법 개정

**보험판매전문회사란?** 지금까지 보험판매전문회사 전환과 함께 동사가 그럴 장밋빛 미래를 엿보았다. 동사가 미래를 향해 도약하기 위한 중대한 전제 조건이 있으니. 바로 **보험법 개정**이다. 본 보고서는 **보험법이 성공적으로 개정되어 GA업계와 동사의 숙원이 마침내 이루어질 것**임을 논증할 것이다.

**도입 실패의 주 원인** 보험판매전문회사 제도는 2008년 정부 발의 보험법 개정안에 포함된 바 있으나, 실제 도입까지 이어지지 못하였다. 그 원인은 이해관계자인 **원수보험사의 반대**와 **금융위기**라는 시대적 배경 때문이었다. 원수보험사들은 보험전문판매회사가 독립적인 판매 채널과 보험료 협상권을 지닐 경우 자신들의 영향력이 약화되고 실적 또한 감소할 것을 우려하였다. 게다가 금융위기 이후 금융시장에 혼란을 주는 것보다 안정성을 강화해야 한다는 분위기가 형성되어 보험업계에 막대한 변혁을 가져오는 해당 제도의 도입은 공감대를 형성하지 못하였다.

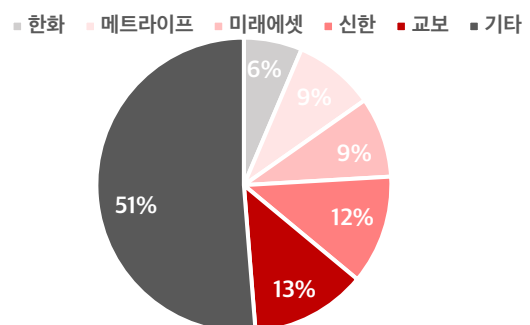
**시대적 흐름은 동사의 편** 동사를 가로막았던 시대적 상황은 이제 동사의 아군이 되었다. 금융시장의 안정성을 강화하고 기존 체제를 유지하고자 하였던 과거와 달리, 지난 7월 불거졌던 티몬, 위메프 사태로 인해 **금융 규제 사각지대를 해소해야 한다는 공감대**가 형성되었다. 이에 금융당국은 보험, 은행, 카드 등 업권별 운영 위험을 관리하기 위한 방안을 고심하고 있으며, 실제로 지난 8월부터 금융위원장은 업권별 릴레이 간담회를 통해 금융의 신뢰 회복을 위해 업계의 자성이 필요함을 강조하고 있다.

도표 3-9. 주요 독립 GA 설계사 수



출처: 법인보험대리점 통합공시조회, SMIC 2팀

도표 3-10. 동사 보험사별 생명보험 계약금 비중



출처: 법인보험대리점 통합공시조회, SMIC 2팀

보험사 또한 동사의 편으로	금융당국의 이러한 정책 기조는 이해당사자인 <b>보험업계까지 제도 도입에 동의</b> 하도록 한다. 현재 보험 상품 판매에 대한 일차적 관리책임은 상품을 개발한 보험사에 있다. 금융위원회는 보험업계의 불완전 판매를 줄이기 위해 판매 채널에 대한 보험사의 관리책임을 더욱 강화하거나, 보험 판매 전문회사 제도를 도입하여 일차적인 판매 책임을 GA에 부여하는 방안을 제시하였다. 금융감독원은 전자의 안을 보다 구체화하여 ① <b>보험사 임원과 이사회에도 GA 관리 책임을 묻고</b> ② GA가 촉발할 수 있는 금융 사고에 대비하기 위해 보험사로 하여금 <b>의무적으로 위험 자산을 보유</b> 하도록 하는 강경한 방침을 마련하였다.
보험사를 향한 최악의 시나리오	해당 안은 보험사의 입장에서 받아들이기 어려운 방침이다. 보험사 측은 위험자산을 보유하는 것은 가능해도 GA와 그 소속 설계사를 일일이 감독하는 것은 실질적으로 불가능하며 난색을 보였다. 실제로 현재 GA의 수는 4,000개를 돌파한 지 오래이며 소속 설계사 수도 30만 명대 진입을 눈앞에 두고 있기에, 보험사의 입장에서 해당 안은 완전한 기피의 대상이다.
보험사의 우월 전략: 제도 도입 찬성	보험사의 입장에서는 이번 <b>제도 도입에 찬성하는 것이 우월전략</b> 이다. 보험판매전문회사는 예정대로 신설되고, 판매 관리의 책임은 여전히 보험사가 지게 되는 최악의 시나리오가 존재하기 때문이다. 일본의 경우, 2014년 보험판매전문회사 제도와 유사한 '대형 특정보험모집인' 제도가 도입되었다. 해당 제도를 통해 일본의 GA는 <b>보험사와 동등한 금융사업자로 지위가 격상</b> 되었으나, <b>보험상품 판매 행위에 대한 일차적 배상책임의무는 여전히 보험사에 귀속</b> 되었다. 권한은 약화되지만 책임은 오히려 강화되는 리스크까지 부담하게 된 보험사는, 보험판매 전문회사 제도 도입이라는 최악의 시나리오를 지지할 수 밖에 없다.
이해관계자의 이해 일치	보험판매전문회사는 <b>관계자들의 이해가 일치되는 제도</b> 가 되었다. GA업계는 숙원 사업을 성취하게 되고, 금융당국은 보험 판매채널에 대한 관리, 감독을 강화하는 목적을 달성할 수 있다. 더불어 보험사는 비현실적인 규제 방안을 회피하고 판매채널에 대한 책임 부담을 경감할 수 있게 된 것이다. <b>당국과 이해관계자의 입장이 일치하는 제도는 도입되지 않을 이유가 없다.</b>
다가온 제도 도입	실제로 보험판매전문회사 제도는 현재 <b>입법을 위한 본격적인 절차를 밟고</b> 있다. 지난 25일, 금융감독원과 금융위원회 주도로 진행 중인 보험개혁회의 논의 안건으로 보험판매전문회사가 정식으로 상정되었으며, 정부와 국회는 해당 제도 신설을 포함한 보험법 개정안을 준비하고 있다. 입법 과정 또한 국민의힘 강명구 의원의 주도하에 의원 입법으로 신속 처리할 예정이다. 의원 입법의 경우 법안을 국회에 제출하기 위해 사전적으로 10단계의 절차를 거쳐야 하는 정부 입법에 비해 <b>평균 200일의 기간을 단축</b> 할 수 있다. 올해 말 법안 발의가 예상되며, 금융감독원에 따르면 <b>25년 하반기 보험법 개정이 완료될</b> 전망이다.

도표 3-11. 정부 입법 사전 과정

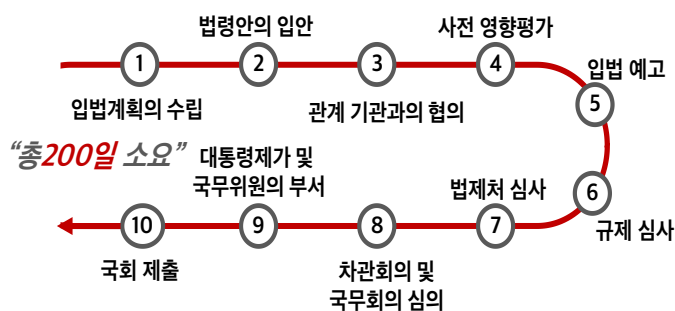


도표 3-12. 입법 타임라인

시기	내용
24년 9월	보험개혁회의 논의 안건으로 상정
24년 말	의원 입법 절차로 발의
25년 2H	보험법 개정
26년 2H	개정 보험법 시행

출처: 법제처, SMIC 2팀

출처: 금융위원회, 금융감독원, 언론 종합, SMIC 2팀

## 4. Plus $\alpha$ , Value Up

### 4.1. 밸류업까지 풀 코스 제공

주주환원도 잘해요	동사는 보험사만큼 성숙한 기업이 아니라 높은 수준의 성장율도 보여주고 있지만, 보험 관련주에 투자자들이 으레 기대하는 주주환원도 준비되었다. 이미 충분히 저렴한 밸류에, 주주환원을 통한 안전마진까지 존재하는 종합선물세트 같은 <b>동사의 밸류업 포인트를 소개</b> 한다.
압도적 수치의 주주환원율	동사는 지난 해 배당과 자사주 매입을 합쳐 <b>주주환원율이 33%</b> 에 육박했다. 순이익 300억원 수준의 기업이 총 30억을 배당하고, 70억의 자사주 매입을 발표했기 때문이다. 이는 <b>시가총액의 4.4%</b> 에 해당하는 금액이다. 그러나, 사실 동사의 실질적 유통 물량을 고려하면 자사주 매입 효과는 더 크다. 현재 최대주주를 비롯한 특수관계인 소유 지분 40%와 메리츠, DB등 보험사가 보유한 지분을 고려할 때 유통 주식수는 전체 상장 주식 수의 40%에 불과하다. 즉, 실제 유통 물량의 11.1%를 매입한 것이다.
비용 효율화를 통한 자사주 매입	동사는 설계사에게 비용을 선지급하고 보험사로부터 후에 수수료를 수취하는 구조이기 때문에 <b>현금이 잠기는 비즈니스 모델</b> 을 갖고 있다. 이 때문에 주주환원 가이던스를 공격적으로 사전에 제시하기에는 구조적 어려움이 존재했기에, 이번 자사주 매입 발표는 더 이상 과도한 리크루팅 비용을 지불하지 않고 <b>비용을 효율화할 것임을 시사</b> 하기도 한다.
메리츠의 좋은 점 다 따라하기	동사는 적극적 주주환원책으로 압도적인 주가부양을 시현한 메리츠의 관계회사이다. 메리츠는 현재 동사의 지분을 4.9% 갖고있다. 동사의 대표는 메리츠 김용범 부회장과 가끔 차나 식사를 함께하는 사이이며 메리츠의 자본 배치를 많이 배운다고 언급한 바 있다. 실제로 <b>메리츠로부터 23년 2월 500억을 조달한 이후, 바로 그해 9월 자사주 매입을 발표</b> 했다. 동사 기획실장의 말에 따르면 해당 자사주 매입 역시, 메리츠 부회장과 식사 중에 아이디어를 받은 것으로 확인된다.
자사주 매입을 할 의지와 이유	기대해 볼만 한 여지는 충분하다. 실제로 사측에서는 '작년 수준을 이어갈 생각'이라고 밝혔다. 현재 본인 지분율이 22%로 낮은 수준인데, 해당 비율을 늘리고 자식에게 물려줄 계획이 없으며 상속을 하더라도 이를 고려해서 회사 성장을 억제할 생각이 전혀 없다고 언급했다. 또한 현재로 써는 오히려 본인 지분의 가치를 높이고 싶은 생각이며, 자사주 매입을 계속 해나가는 것도 현재 주가가 현저히 저렴한 구간이라고 생각하기 때문이라는 내용도 덧붙였다.
구체적 계획도 확인	동사는 이미 거래량이 적다는 판단에 올해 3월, 주당 가액 500원을 100원으로 분할하는 <b>액면 분할도 시행</b> 한 바 있다. 뿐만 아니라 설계사 지급수수료 <b>선지급에 필요한 현금을 고려한 나머지 부분에 대해서 적극적으로 주주환원을 시행할 계획</b> 임을 거듭 밝혔다. 이러한 대표의 인터뷰 내용과 최근까지의 행보를 봤을 때, 사측의 밸류업에 대한 강한 의지를 엿볼 수 있다.
능력까지 확인 완료	이익체력 측면에서도 충분하다. 동사의 <b>현금성자산은 약 350억</b> 수준이며, 동사는 1H24에 이미 당기순이익은 270억을 넘어서며 24년 예상 당기순이익은 23년의 두 배 수준으로 예상된다. 이 경우 장기차입금 상환 계획 약 60억을 고려하더라도 <b>FCF가 약 300억 이상일</b> 것으로 예상된다. 또한 동사는 이미 공격적인 투자를 통한 규모의 경제를 확보했으며 현재 <b>비용 안정화 구간</b> 에 접어들었다. 뿐만 아니라, 동사에게는 현금을 크게 사용할 CAPEX 투자처도 존재하지 않는다. 따라서 작년 수준 혹은 그 이상의 주주환원을 합리적으로 기대할 수 있는 구간이다.

**따라서, 성장을 거듭하면서도 주주환원까지 준비된 기업인 동사를 매수할 것을 적극 추천한다.**

## 5. Issue & Risk : 온라인은 위협일까?

동사에게는 항상 온라인, 시를 활용한 보험 판매의 위협에 대한 물음표가 따라 붙는다. 하지만 다음의 이유들로, 오프라인 설계사의 경쟁력 약화에 대한 우려는 내려놓아도 좋다.

### 1) 온라인은 분명한 한계가 존재한다

온라인 판매의 한계 : 현재 보험법상 **온라인 판매 보험은 한정적이다**. 변액보험, 퇴직연금 등 복잡하거나, 투자형 보험 적은 상품, 불완전판매 상품은 판매할 수 없고 반드시 대면 상담을 통해 판매해야 한다. 이외에도, 고액보험이나 장기보험 또한 약관 및 가입절차가 복잡해 대면으로 가입하는 경우가 대부분이다. **온라인 채널의 경우 핵심내용이 고지되지 않는 불완전판매의 소지가 있어, 현실적으로 비대면 가입이 어렵다.**

장기성 보험은 온라인이 더 힘들다 사실 보험판매에서 **높은 비중을 차지하는 장기성 보험 가입은 생각보다 훨씬 어렵다**. 실제로 현업에서는 보험 가입이 오프라인으로 이뤄지더라도 불완전판매 소지로 인해 소송으로 비화되는 경우가 흔하다. 이 같은 **책임소재의 문제는 설계사와 보험사들이 겪는 가장 큰 문제 중 하나**이다. 10년 이상 적지 않은 보험료를 내야 하는데, 약관만 대충 보고 가입할 수가 없는 것이다. 보험사 입장에서도 온라인상에서는 가입자의 세부 정보를 알 수 없기 때문에, 오히려 설계사를 통해 가입할 때보다 보장이 적거나 제한돼 가입이 더 어려운 경우도 빈번하게 발생한다.

Push 마케팅은 대면이 제맛 이런 상황에서 온라인 채널이 아무리 비를 고도화한다고 해도, 복잡한 책임소재와 약관, 법률 문제가 걸려있는 상품을 비대면으로 파는 것은 어렵다. 또한, 소비자에게 적극적인 **Push 마케팅이 필요한 보험상품 특성상 온라인에서 아무리 상품을 추천하더라도 대면 영업의 벽을 넘기는 힘들다**. 토스의 경우에도 한 때 온라인 영업을 통한 게임체인저를 꾀했으나, 결국 GA를 인수하여 대면으로 영업하는 것으로 전략을 변경했다. 이는 사실상 온라인 보험의 한계점을 반증한다. 실제로 **온라인을 통한 생명보험 가입 비율은 여전히 채 1%가 되지 않는다**.

### 2) 인슈어테크 : 신계약 상승 및 독립 GA에 오히려 호재

인슈어테크의 제한적 서비스 토스 보험 추천처럼 정보기술을 활용해 보험 리모델링 서비스 등을 제공하는 기술을 **인슈어테크**라고 한다. 현재 보험업법상 빅테크 플랫폼의 서비스 범위는 매우 제한적이다. 금융위에 따르면, 이들의 비교추천 서비스 범위에는 단기보험과 자동차, 실손보험 정도만 해당한다.

위협? 오히려 조력자 심지어 사실 이들은 **위협이 아니다**. 갈아타기 수요를 자극해 신계약을 늘리며, 오히려 독립 GA에 긍정적인 효과를 불러온다. 또한 플랫폼은 보험을 비교추천만 할 수 있지 중개 및 모집행위를 할 수는 없다. 뿐만 아니라, 알고리즘을 검증 받아야 하고, 정당한 사유 없이 제휴 거절이 불가능해 특정사에 편중하여 추천을 할 수도 없다. 이들은 **규제 아래에서 GA의 조력자인 셈**이다.

### 3) 보험설계사 이익집단은 호락호락하지 않다

미래의 위협은? 가능성 낮다 인슈어테크가 매우 고도화되고 개인정보 및 보험업법이 모두 개정된다면 그 때는 정말 위협이 되지 않을까? 하지만 이 같은 우려도 **택시 업계의 우버, 타다 사례를 보면 당분간은 쉽지 않다**는 것을 짐작할 수 있다. 우리나라 택시기사는 25만명이고, 보험 설계사는 무려 60만명이다.

이유 : GA 협회의 강한 영향력 지금도 자율협약, 보험판매전문회사 등 **보험GA협회는 강한 영향력을 행사**하고 있다. 직접적인 위협이 되는 순간이 오면 강력한 반발이 일어날 것이고, 단기간에 대면 보험설계사가 경쟁력을 잃어버리는 일은 벌어지기 어려울 것이다. 뿐만 아니라 60만 보험 설계사가 생계에 직격탄을 맞게 되는 온라인 전용 간편 보험 설계의 등장을 정부에서 쉽게 허용한다는 것은 상상하기 어렵다.

## 6. 매출추정

본 보고서는 동사가 GA중 독보적인 지위를 통해 지속적으로 설계사를 유입할 수 있고, 보험사와의 관계에서 협상력 강화로 높은 수수료율을 받을 수 있을 것이라 서술한다. 따라서 매출추정에서는 설계사수 증가에 따른 총 계약 수와 계약 당 평균 가격을 주요 요소로 추정할 것이다.

동사의 유일한 매출원은 설계사들이 보험계약을 성사시킨 후 보험사로부터 받는 판매수수료이다. 판매 수수료는 보험사들이 수취할 1년 보험료인 신계약금액의 멀티플로 결정된다.

보험의 특성상 상품마다 수수료와 신계약금액이 다르고, 매일 새로운 상품이 만들어지기 때문에 각 상품의 개별적인 합리적 추정이 불가능하다. 따라서 보험의 종류는 생명보험과 손해보험으로 나누어 신계약 수와 수수료를 바탕으로 엄밀히 추정을 진행하였다.

### 6.1. 설계사 수, 총 계약 수 추정

설계사 수에 따른 신계약수								
(단위: 개)	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
신계약수	685,969	780,424	894,901	1,091,273	589,236	1,234,237	1,345,319	1,439,491
<i>YoY(%)</i>	<b>5.4%</b>	<b>13.8%</b>	<b>14.7%</b>	<b>21.9%</b>	<b>16.3%</b>	<b>13.1%</b>	<b>9.0%</b>	<b>7.0%</b>
설계사 수	11,006	11,238	12,228	14,516	15,544	16,113	17,563	18,792
<i>YoY(%)</i>	<b>1.0%</b>	<b>2.1%</b>	<b>8.8%</b>	<b>18.7%</b>	<b>7.1%</b>	<b>11.0%</b>	<b>9.0%</b>	<b>7.0%</b>
설계사 당 계약 수	62.3	69.4	73.2	75.2	37.9	76.6	76.6	76.6

$$\text{신계약수} = \text{설계사 수} \times \text{설계사 당 계약수}$$

설계사의 증가율은 대형 3사 (한화생명금융서비스, 동사, 지에이코리아)의 직전 3분기 평균 증가율인 11%를 사용한다. 투자포인트 1에서 서술했듯 중소형 GA에서 대형 GA로 인력 이동이 이뤄지고 있다. 대형 GA를 대표하는 동사는 23년 연 18.7%의 높은 성장을 보였다. 하지만 전체 설계사 수의 증가율이 연 2.9% 수준임을 감안하면 보수적 추정이 필요하다. 따라서 유사한 경향성을 보이는 대형 3사의 평균 수치를 사용해 보수적 추정을 진행하였다. 25년 이후 증가율은 보험당국의 1200%를 강화에 따라 점진적으로 감소할 것으로 추정한다.

설계사 당 계약수는 20년 이후 지속적으로 상승세에 있다. 하지만 23년 이후 반기별로 확인한 결과 정체구간에 있고, 지속적인 성장엔 물리적 한계가 있어 24년 이후 플랫폼 처리하였다.

### 6.2. 생명보험 매출추정

생명보험 매출								
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
매출액	110,525	115,301	138,830	175,057	149,530	300,356	320,380	348,467
<i>YoY(%)</i>	<b>23.1%</b>	<b>4.3%</b>	<b>20.4%</b>	<b>26.1%</b>	<b>100.9%</b>	<b>71.6%</b>	<b>6.7%</b>	<b>8.8%</b>
신규 계약 금액 (A)	25,870	27,123	86,056	36,251	28,400	53,427	55,079	62,071
계약수	60,603	63,545	77,616	110,453	73,135	137,586	134,235	144,244
계약 당 금액	0.43	0.43	1.11	0.33	0.39	0.39	0.41	0.43
x Multiple (B)	457.6%	402.7%	160.6%	605.5%	592.6%	600.0%	600.0%	600.0%
수수료 (C) = (A) X (B)	118,392	109,230	138,163	219,505	168,296	320,563	330,475	372,425
신규매출	89,294	88,695	91,984	114,749	105,808	199,053	202,824	228,683
이연매출	21,232	26,607	46,846	60,308	43,722	101,303	117,556	119,783

$$\text{신규 계약금액} = \text{계약 수} \times \text{계약 당 금액}$$

생명보험의 계약수는 지속적으로 전체 계약수의 10% 수준을 유지했다. 구간에 따라 1~2%의 오차는 있지만 장기적 관점에서 10%수준을 유지하고 있어 24년 이후에도 해당 비율을 적용한다.

계약 당 금액이란 계약 1건 성사 시 1년간 보험사가 수취하는 금액이다. 납기 기간이 짧은 일시납, 단기납 상품의 경우 계약 당 금액을 키우는 요인이 된다. 23년 이후 CSM 측면에서 보험사에 이점이 있는 단기납 종신보험과 같은 보장성 보험의 비중이 늘면서 계약 당 금액의 상승 있었다. 이는 일시적 현상이 아닌, 회계방식 개정의 영향으로 지속될 경향이 있다고 판단된다. 그리고 이러한 경향은 코로나로 인한 보장성 보험의 인기와 새로운 IFRS도입을 앞둔 21년도와 유사하다.

따라서 계약당 금액은 21년도의 계약당 금액인 43만원을 26년 목표치로 하여 순차적으로 증가한다고 가정하였다. 이는 연간 2만원 수준의 상승을 보이는데, 지난 상승 대비 보수적 추정이다.

$$\text{수수료} = \text{신규 계약 금액} \times \text{Multiple}$$

수수료는 신규계약 금액의 멀티플로서 결정된다. 그리고 멀티플은 보험사와의 협상력, 상품의 종류에 따라서 달라진다. 보험사 입장에서는 장기성 상품일수록 신규 계약금액에 비해 더 많은 수수료를 제공할 수 있다. 동사는 향후 GA수 증가로 더 높은 협상력을 가질 것이지만, 보수적 추정을 위해 24년 상반기의 600%의 멀티플을 이후에도 계속 적용 받는다는 가정을 사용했다.

산정된 수수료는 당기에 인식되는 신규매출과 다음 년도에 인식되는 이연매출로 나누어진다. 보험 상품에 따라 분산되는 비중이 달라지지만, 추정의 편의를 위해 당기와 차기로만 나누어 인식된다고 가정했다. 당기에 수취한 수수료의 분배비율은 최근 3분기동안 63%(신규매출), 37%(이연매출)로 일정했다. 24년 이후 추정에도 해당 비율을 사용하여 수수료를 분배하였다.

22년 신규계약 금액이 크게 늘었지만 수수료는 안 늘어난 이유는 22년 하반기 보험사들이 유동성압박으로 일시납 저축성 보험을 찍어냈기 때문이다. 10년전 12년 6월 세법 개정안이 발표되면서 13년부터는 저축성보험의 세제혜택이 줄어들었다는 내용이 공표되었다. 이에 보험사들은 6개월 동안 10년납 장기 저축성 보험을 많이 팔았고, 상황이 10년뒤 돌아오면서 유동성 압박의 원인이 되었다. 일시납 저축성 보험의 경우 처음에 큰 돈을 납입하기 때문에 신규 계약금액은 큰 반면 GA가 받는 수수료율이 낮은 상품이기 때문에 수수료는 크게 늘지 못했다.

### 6.3. 손해보험 매출추정

손해보험 매출 (단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
매출액	190,475	199,026	262,037	380,769	246,218	521,086	644,552	780,795
YoY(%)	23.2%	4.5%	31.7%	45.3%	44.7%	36.9%	23.7%	21.1%
신규 계약 금액 (A)	300,822	351,701	379,009	393,533	193,025	389,473	400,916	388,805
계약수	625,366	716,879	817,285	980,820	516,101	1,096,160	1,208,119	1,298,198
계약 당 금액	0.48	0.49	0.46	0.40	0.37	0.36	0.33	0.30
x Multiple (B)	59.0%	57.2%	71.4%	108.1%	134.4%	146.0%	182.2%	215.5%
수수료 (C) = (A) X (B)	177,386	201,156	270,738	425,508	259,519	568,667	730,302	837,733
신규매출	124,387	138,026	130,431	190,919	122,058	267,358	343,242	393,734
이연매출	66,089	61,000	131,606	189,850	124,160	253,728	301,310	387,060

손해보험의 매출 추정논리도 생명보험과 같다. 다른 점은 자동차보험 판매 비중 감소에 따른 계약 당 금액 감소와 멀티플 증가에 있다. 동사의 자동차보험 판매 비중은 21년 이후 감소 중이다.

자동차보험은 건당 계약금액이 높은 편이고, 수수료율이 낮은 편이다. 코로나 이후 자동차보험 판매가 온라인채널을 통해 많이 이뤄졌고, 보험설계사들이 수수료율이 높은 장기손해보험을 대신해서 팔게 되면서 손해보험의 계약 당 금액은 낮아지고 멀티플은 커지는 현상이 나타난다.

24년 이후 건당 계약금액과 멀티플은 상장사이자 경쟁사인 에이플러스에셋의 24년 상반기 Case를 통해 추정했다. 24년 상반기 에이플러스에셋의 자동차보험 신계약금액은 전체 신계약금액의 80%이다. 동사의 자동차보험 신계약금액은 현재 연 3,360억 수준으로 일정하게 유지되는 중인데, 전체 신계약금액이 성장함에 따라, 기존 85%에 달하던 자동차보험 비중이 25년 상반기에는 전체 신계약금액 비중이 80% 수준으로 하락한다고 가정하였다.

인카 자동차보험 비중								
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
자동차보험 신계약금액	271,680	316,627	336,157	337,636	162,315	324,630	314,891	305,444
<b>자동차 보험 비중</b>	<b>90.3%</b>	<b>90.0%</b>	<b>88.7%</b>	<b>85.8%</b>	<b>84.1%</b>	<b>81.3%</b>	<b>76.6%</b>	<b>76.6%</b>
손해보험 신계약금액	300,822	351,701	379,009	393,533	193,025	399,124	410,974	398,605

에이플러스에셋 자동차보험 비중								
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
자동차보험 신계약금액	85,299	101,536	96,689	98,189	49,507			
<b>자동차 보험 비중</b>	<b>83.3%</b>	<b>85.4%</b>	<b>85.0%</b>	<b>83.0%</b>	<b>80.4%</b>			
손해보험 신계약금액	102,445	118,853	113,790	118,234	61,599			

24년 상반기의 에이플러스에셋 손해보험 부분의 멀티플은 168%이고 건당 신계약금액은 30만원이다. 따라서 동사도 25년 상반기 170%의 멀티플과 건당 신계약금액이 30만원이 될 것이라 예상하고, 잔여기간을 추정했다.

에이플러스에셋 1H24 Case		동사 1H25 (E)	
(단위 : 백만원)		(단위 : 백만원)	
자동차보험 신계약 금액	49,507	자동차보험 신계약 금액	162,315
손해보험 신계약 금액	61,599	손해보험 신계약 금액	203,081
자동차보험 비율	80%	자동차보험 비율	80%
<i>X Multiple</i>	168%	<i>X Multiple</i>	170%
건당 계약금액	0.3	건당 계약금액	0.3

#### 6.4. 최종 매출추정

매출 추정								
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
매출액	301,001	314,327	400,867	555,826	395,748	821,442	964,932	1,129,261
<b>YoY(%)</b>	<b>23.1%</b>	<b>4.4%</b>	<b>27.5%</b>	<b>38.7%</b>	<b>61.8%</b>	<b>47.8%</b>	<b>17.5%</b>	<b>17.0%</b>
생명보험	110,525	115,301	138,830	175,057	149,530	300,356	320,380	348,467
<i>% of sales</i>	36.7%	36.7%	34.6%	31.5%	37.8%	36.6%	33.2%	30.9%
손해보험	190,475	199,026	262,037	380,769	246,218	521,086	644,552	780,795
<i>% of sales</i>	63.3%	63.3%	65.4%	68.5%	62.2%	63.4%	66.8%	69.1%

## 7. Valuation - Peer PER Method

### 7.1. 비용추정

#### (1) 매출원가 및 판매비와 관리비 추정

매출원가 (보험판매지급수수료) 및 판매비와관리비 추정							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
매출액	314,623	401,449	556,822	396,404	821,442	964,932	1,129,261
YoY (%)	5%	28%	39%	62%	48%	17%	17%
매출원가	254,279	323,914	450,959	322,665	673,583	791,244	925,994
매출원가율 (%)	80.82%	80.69%	80.99%	81.40%	82.00%	82.00%	82.00%
판매비와 관리비	39,210	50,142	59,287	34,293	68,644	78,682	88,580
판매비율 (%)	12.46%	12.49%	10.65%	8.65%	8.36%	8.15%	7.84%
종업원급여	17,222	22,893	25,479	13,906	26,884	29,484	33,818
% of sales	5.47%	5.70%	4.58%	3.51%	3.27%	3.06%	2.99%
감가상각비	8,661	10,867	12,009	6,571	13,292	14,718	15,586
% of sales	2.75%	2.71%	2.16%	1.66%	1.62%	1.53%	1.38%
지급임차료와건물관리비	4,580	4,765	5,629	3,290	6,254	6,948	7,719
% of sales	1.46%	1.19%	1.01%	0.83%	0.76%	0.72%	0.68%
보험료	1,483	3,251	5,054	3,308	7,054	8,208	9,790
% of sales	0.47%	0.81%	0.91%	0.83%	0.86%	0.85%	0.87%
지급수수료	2,759	3,361	4,069	3,148	6,695	7,665	8,809
% of sales	0.88%	0.84%	0.73%	0.79%	0.82%	0.79%	0.78%
광고선전비	901	1,030	1,121	823	2,038	2,271	2,577
% of sales	0.29%	0.26%	0.20%	0.21%	0.25%	0.24%	0.23%
대손상각비	638	130	1,621	950	1,667	1,958	2,291
% of sales	0.20%	0.03%	0.29%	0.24%	0.20%	0.20%	0.20%
기타판매비와관리비	2,966	3,844	4,304	2,297	4,760	7,430	7,989
% of sales	0.94%	0.96%	0.77%	0.58%	0.58%	0.77%	0.71%

매출원가는 설계사에게 지급되는 보험판매지급수수료로 정착지원금, 판매지급수수료, 시책금이 포함된다. 동사는 상장이후 장기적 이익 목표 수준에 따라 매출원가율을 오차범위 1%내로 81%를 유지하였지만, 23년 2분기 82.73%로 역대 가장 높은 매출원가율을 기록하였다. 이는 23년 10월 상술한 1,200% 규약이 도입되기 전, GA간의 과도한 경쟁이 반영된 것이며 이후 매출원가율은 안정화되었다. 그리고 23년 2분기로부터 13개월 이후인 24년 2분기부터 과열 경쟁의 잔재인 시책금이 반영되며 매출원가율은 81.99%를 기록하였다.

본서에서는 ① 24년 2분기 기록한 81.99% 이후 다시 매출원가율은 안정화될 것이며, ② 보수적 추정에 기초하여 매출원가율을 82%로 고정하는 것이 투자자 입장에서 가장 합리적인 추정임을 주장한다. 동사는 장기적 이익 목표에 따라 매출원가율 81%를 유지하기 원하며, 인센티브를 통해 매출원가를 조절하기 때문에 자의적 추정을 통해 81% 수준을 맞추는 것이 아닌, 보수적 추정에 기초하여 최상단 매출원가율을 적용하는 것이 가장 합리적이라고 판단한다. 상술했듯 보험업계의 과도한 출혈경쟁을 막기위한 시책금에 대한 규제가 당국차원에서 논의 중이라는 점과 동사는 더 이상의 과도한 수수료 지급보다는 주주환원을 예고하며 기업차원에서 기업가치 부양에 더욱 힘을 쏟고 있기 때문에 이후 매출원가율은 안정화될 것임을 주장한다.

판매비와 관리비는 종업원급여, 감가상각비, 지급임차료와건물관리비, 보험료, 지급수수료, 광고선전비, 대손상각비, 기타판매비와 관리비로 나누어 추정해 주었다. 동사의 경우 매출원가가 일정수준으로 고정되어 있기에 이익 스프레드를 결정하는 것은 판매비와 관리비이다. 따라서 변동비 성격의 판매비와 고정비 성격의 판매비를 나누어 엄밀하게 추정하였다.

### ① 종업원급여

동사의 종업원급여는 급여, 퇴직급여, 복리후생비로 구분된다. 먼저 급여는 종업원 수에 인당 급여를 곱하여 추정하였다. 동사의 본사 종업원 수는 동사의 전체 설계사 수가 증가할수록 관리 인원이 증가하기 때문에 추정한 설계사 증가 추이에 연동하여 종업원 수를 추정하였고, 인당 급여의 경우 과거 3개년 평균 임금 상승률 추이를 고려하여 추정하였다. 퇴직급여는 급여와 연동되는 계정임을 고려하여 산출하였다. 복리후생비는 종업원 수에 비례하는 경향이 강하여, 추정한 종업원 수에 연동하여 추정하였다. 다만, 동사의 사업구조 특성상 지속적으로 인당 복리후생비가 상승하기 때문에 2개년 평균 임금 상승률 추이를 반영하여 추정하였다.

종업원급여 추정 (단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
매출액	314,623	401,449	556,822	396,404	821,442	964,932	1,129,261
종업원급여	17,222	22,893	25,479	13,906	26,884	29,484	33,818
급여	15,154	19,997	21,568	11,005	22,351	24,719	28,513
종업원 수	299	316	349	372	387	402	437
인당 급여	39	45	54	26	58	61	65
퇴직급여	1,222	1,692	1,971	1,147	2,088	2,220	2,610
복리후생비	846	1,205	1,940	1,753	2,446	2,545	2,695

### ② 보험료

동사의 보험료는 앞서 추정한 설계사 수와 연동하여 산출하였다. 동사의 설계사는 20년부터 특수고용노동자로 편입되면서 동사는 설계사의 고용보험료를 비용으로 인식하기 시작하였다. 보험료는 설계사 수와 인당 보험료 상승 추이를 반영하여 추정하였다.

### ③ 기타비용

감가상각비의 경우 별도 추정해주었다([Appx 4.]). 지급임차료와 건물관리비는 19년 본사 이전 이후 추가 임차가 계획이 없어 2개년 평균 지급임차료와 건물관리비 상승률 추이를 반영하여 추정하였다. 대손상각비의 경우 변동비적 성격을 보여 매출에 연동하여 추정하였다. 불완전 판매율이 지속적으로 낮아지고 있어 다시 21년의 매출액 대비 비중으로 안정화되고 있다는 점을 반영하여 추정하였다. 그 외 기타 비용은 변동비 및 고정비로 분류하여 매출 연동, Average Flat, Moving Average 처리하여 추정하였다.

### (2) 영업외손익 및 법인세비용 추정

영업외손익 추정 (단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
영업외손익	365	(850)	(6,086)	(3,644)	(5,490)	(4,632)	(2,981)
기타손익	556	837	588	256	648	691	643
잡손익	275	502	335	47	371	403	370
복구공사손익	398	343	421	290	387	384	397
유형자산폐기손익	(62)	(53)	(49)	(58)	(67)	(57)	(58)
기타영업외손익	(55)	46	(119)	(22)	(43)	(39)	(67)
금융손익	(191)	(1,687)	(6,674)	(3,900)	(6,138)	(5,323)	(3,624)
이자손익	(300)	(985)	(7,390)	(4,003)	(6,188)	(5,389)	(3,711)
금융자산관련평가손익	-	(768)	543	51	-	-	-
금융자산관련처분손익	-	(11)	(1)	2	-	-	-
리스해지손익	109	74	28	46	-	-	-
기타금융손익	-	3	146	3	50	66	87

영업외손익은 성격상 대응되는 계정의 경우 상계하여 손익 개념으로 추정하였다. 23년부터 시작된 동사의 가파른 이익 성장세는 **이자비용**이 누르고 있어 동사의 당기순이익에 분명하게 반영되지 않았다. 상술하였듯, 메리츠로부터 차입한 **500억**의 차입금은 **17%의 이율**로 동사 당기순이익의 30% 수준이다. 24년 상반기에 **60억**을 **상환**한 것과 상환계획을 보수적으로 반영하여 이자비용을 엄밀히 추정하였다. 동사는 설계사에게 **보험판매수수료**와 **시책금**을 선지급하여 현금 유동성이 충분해야 된다. 따라서 매출대비 일정한 수준으로 차입금을 유지한다고 가정하였고, 유효이자율은 금리인하 기조에 따라 안정화될 것을 반영하였다. **이자수익**은 이자부자산 바탕으로 **유효이자율**을 산출한 뒤 이를 반영하여 추정하였다. 23년 이자부자산 중 단기금융상품의 증가는 메리츠의 예금근질권에 따른 상승임으로 상환계획을 반영하여 추정하였다.([Appx 3.]) **법인세비용**은 구간별 법인세율을 적용하여 추정하였으며, 상세 추정 내역은 [Appx 5.]에 첨부하였다.

### (3) 최종 손익계산서 Table

상기 논의를 종합한 **최종 손익계산서 Table**은 아래와 같다

추정 손익계산서							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
매출액	314,623	401,449	556,822	396,404	821,442	964,932	1,129,261
<i>YoY (%)</i>	<b>4.52%</b>	<b>27.60%</b>	<b>38.70%</b>	<b>61.78%</b>	<b>47.52%</b>	<b>17.47%</b>	<b>17.03%</b>
매출원가	254,279	323,914	450,959	322,665	673,583	791,244	925,994
매출총이익	60,344	77,534	105,864	73,739	147,860	173,688	203,267
<i>GPM (%)</i>	<b>19.18%</b>	<b>19.31%</b>	<b>19.01%</b>	<b>18.60%</b>	<b>18.00%</b>	<b>18.00%</b>	<b>18.00%</b>
판매비와 관리비	39,210	50,142	59,287	34,293	68,644	78,682	88,580
영업이익	21,134	27,392	46,576	39,446	79,216	95,006	114,687
<i>OPM (%)</i>	<b>6.72%</b>	<b>6.82%</b>	<b>8.36%</b>	<b>9.95%</b>	<b>9.64%</b>	<b>9.85%</b>	<b>10.16%</b>
기타손익	556	837	588	256	648	691	643
금융손익	(191)	(1,687)	(6,674)	(3,900)	(6,138)	(5,323)	(3,624)
법인세비용차감전순이익	21,499	26,542	40,490	35,802	73,726	90,374	111,706
법인세비용	5,103	5,754	10,981	8,309	21,189	25,035	29,962
당기순이익	16,396	20,788	29,509	27,493	52,537	65,340	81,744
<i>NPM (%)</i>	<b>5.21%</b>	<b>5.18%</b>	<b>5.30%</b>	<b>6.94%</b>	<b>6.40%</b>	<b>6.77%</b>	<b>7.24%</b>

## 7.2. Valuation - Peer PER Method

동사의 Valuation Method로 Peer PER Method를 제시한다. 투자포인트 논리에 따르면, 동사는 더 이상 보험사가 수수료를 지불하여 용역을 맡기는 단순한 심부름꾼이 아니며, 지속적으로 증가하는 설계사와 협상력 강화에 따라 동사는 **본격적인 매출액 증대**를 앞두고 있다. 이에 본격적인 이익 성장 국면에서 동사가 누리게 될 증익을 반영할 수 있는 **PER Method**를 사용하였다.

### Why Not Historical?

동사는 22년 코스닥으로 이전 상장한 뒤 단 한번도 **12MF PER 5x** 이상 부여받지 못한 **저평가** 주식이며, 본서의 투자논리에 의하면 동사는 지속적인 이익 성장세에 의한 Re-rating이 필요하다고 판단하였다. PER은 **이익의 지속성**을 내포하는 지표인데, 현재 국내에서는 **GA**를 **개별 영업사원들의 집합**으로 생각하여 동사의 성장세와 지금의 이익이 **일회성**일 수도 있다는 **불안감**에 사로잡혀 낮은 멀티플을 부여 하고 있다. 그러나 투자포인트에서 상술했듯, GA는 개별영업사원들의 집합이 아니라 그 자체로 **협상력**을 갖는 하나의 주체로서 기능하고 **설계사들이 대거 이탈할 수 없는 구조상 이익은 담보**될 수 밖에 없어, 동사는 **Re-rating**이 필요하다.

Peer 선정 논리 과거와 같이 낮은 멀티플을 받기에 동사는 성장궤도에 진입하여 지속하여 성장하고 있기 때문에 국내 GA는 해외 Peer들과 비교하여 저평가 받을 이유가 없다고 판단하였다. 그러나 미국, 호주 등의 금융선진국들은 개인을 위한 보험판매를 전문으로 하는 것이 아닌 부동산 PF, 신재생 프로젝트의 보험을 주관하는 스페셜티 상품을 판매하고 있기에 비교가 적합하지 않다고 판단하였다. 국내 보험업 제도는 일본을 따라가며 개정하는 모습을 보이며 GA 역시 일본과 가장 형태가 유사하기 때문에 일본의 GA사들과 비교가 적합하다고 판단하였고, 그 중 동사와 같이 독립형 GA인 'IRRC Corporation'과 'FP Partner Inc.' 중 보험판매만 영위하는 일본의 독립형 GA 'IRRC Corporation'를 동사의 Peer로 선정하였다.

Target Multiple 선정 논리 IRRC Corporation의 12mf PER인 12.15x에 국내 보험업과 일본의 보험업 평균 멀티플의 차이인 50.1% 할인 적용한 6.09x를 Target Multiple로 제시한다. 글로벌 GA중 동사와 가장 성격이 비슷하며, 23년 매출성장률 15.48%, 영업이익률 9.1%, ROE 5.9%를 기록한 IRRC Corporation에 비교하여 동사는 39%의 매출성장률과 8.37%의 영업이익률, ROE 34.68%인 점을 고려하면 충분히 실현 가능하며 보수적인 Target Multiple 부여이다.

**상기 논의를 종합하여 Base Case 2025E EPS 1,325원에  
Target Multiple 6.09x를 적용하여 목표주가 8,100원 상승여력 59%로  
투자의견 Buy를 제시한다**

한 번 더 Re-rating 동사에게는 추가적인 Re-rating 기회가 남아있다. 투자포인트 2에서 다룬 '보험판매전문회사'의 도입이 가시화되면 동사 역시 21년 일본의 '금융서비스중개업제도' 도입 이후 FP Partner Inc.가 받았던 Re-rating을 받을 수 있다. FP Partner Inc.는 21년 이후 보험상품 뿐만 아니라 집합상품 투자 중개권한을 얻게 되며 다양한 금융상품을 판매할 수 있게 되었다. 전년도 대비 영업이익률이 79.5% 상승한 14.9%를 기록하였고, 이는 그동안 머물렀던 10%대 영업이익률에서 가파른 성장을 보였다. 이후 FP Partner Inc.의 12mf PER은 21년 17.24x에서 22년 23.40x로 Re-rating 되었다. 동사 역시 보험판매전문회사가 가시화되는 25년 하반기 같은 Re-rating을 받을 수 있기 때문에 Bull Case로 FP Partner Inc.의 Re-rating 증가분인 35%를 할증하여 8.25x를 부여한다.

**Bull Case 2026E EPS 1,658원에  
Target Multiple 8.26x를 적용하여 목표주가 13,700원 상승여력 170%로  
투자의견 Buy를 제시한다**

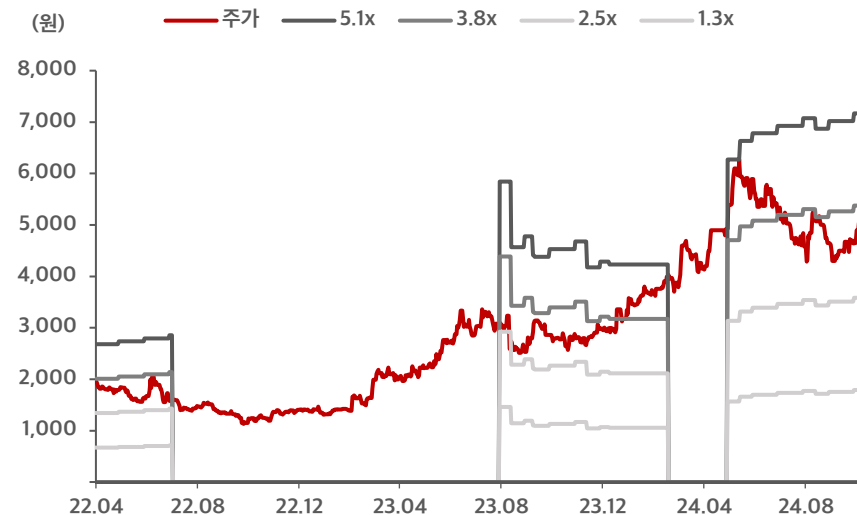
Base Case Valuation Peer PER Method (2025E)		Bull Case Valuation Peer PER Method (2026E)	
2025E 당기순이익 (단위: 백만 원)	65,340	2026E 당기순이익 (단위: 백만 원)	81,744
유통가능주식수 (단위: 주)	49,306,770	유통가능주식수 (단위: 주)	49,306,770
2025E EPS (단위: 원)	1,325	2026E EPS (단위: 원)	1,658
Target PER Multiple	6.09x	Target PER Multiple	8.26x
목표주가 (단위: 원)	8,100	목표주가 (단위: 원)	13,700
현재주가 (단위: 원)	5,080	현재주가 (단위: 원)	5,080
상승여력	59%	상승여력	170%

## 8. Appendix.

Appx 1. 재무상태표 및 현금흐름표

연결재무상태표					연결현금흐름표				
(단위 : 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	(단위 : 백만 원)	2021	2022	2023	1H24
<b>자산</b>	<b>214,906</b>	<b>291,945</b>	<b>497,329</b>	<b>560,084</b>	<b>영업활동현금흐름</b>	<b>(549)</b>	<b>(885)</b>	<b>8,697</b>	<b>22,560</b>
유동자산	183,353	246,917	428,681	454,481	당기손이익	16,396	20,788	29,509	27,493
현금및현금성자산	4,591	3,752	937	1,582	비현금손익항목의 조정	14,858	18,337	31,735	19,965
단기금융상품	8,250	6,000	31,858	34,600	영업활동 자산·부채 변동	(30,963)	(39,538)	(46,175)	(20,555)
당기손익인식금융자산	-	438	452	512	이자의 수취	193	144	1,134	648
미수금및수취채권	39,232	52,296	75,945	80,490	이자의 지급	(451)	(616)	(7,503)	(4,401)
기타금융자산	8,473	10,876	13,135	13,312	법인세의 납부	(582)	-	(4)	(591)
기타유동자산	122,777	173,532	306,157	323,986	<b>투자활동현금흐름</b>	<b>8,939</b>	<b>(2,949)</b>	<b>(28,671)</b>	<b>(1,874)</b>
당기법인세자산	30	22	198	0	단기금융상품의 처분	55,100	26,758	694,870	-
비유동자산	31,553	45,028	68,648	105,603	당기손익인식금융자산(유동)의 처분	-	64	331	39
당기손익인식금융자산	-	1,276	1,807	1,807	단기대여금의 회수	3,428	4,223	2,982	1,222
미수금및수취채권	1,565	2,641	1,172	1,137	주임종대여금의 회수	28	589	413	35
유형자산	12,386	11,636	11,794	10,811	임차보증금의 회수	4,460	2,026	2,537	2,076
무형자산	1,497	1,836	3,108	3,448	장기대여금의 회수	79	442	960	137
기타금융자산	3,864	3,809	3,686	3,399	종속회사지분의 처분	-	-	19	-
기타비유동자산	12,241	23,829	47,081	85,000	유형자산의 처분	-	57	17	-
<b>부채</b>	<b>173,426</b>	<b>218,532</b>	<b>400,580</b>	<b>443,229</b>	무형자산의 처분	-	-	1,000	-
유동부채	161,860	201,339	333,280	381,309	단기금융상품의 취득	(39,297)	(24,508)	(720,883)	(2,742)
미지급금및지급채무	45,115	61,082	79,397	79,680	당기손익인식금융자산(유동)의 취득	-	(557)	(348)	(45)
차입금	18,050	19,800	18,296	29,654	당기손익인식금융자산(비유동)의 취득	-	2,000	-	-
기타금융부채	7,445	9,531	9,999	9,616	단기대여금의 증가	(2,034)	(642)	(219)	-
기타유동부채	5,923	6,534	7,333	6,867	장기대여금의 증가	(4,676)	(2,988)	(2,139)	-
유동계약부채	84,137	102,941	215,928	253,016	주임종대여금의 증가	(10)	(1,526)	-	-
복구충당부채	1,190	1,451	1,736	1,769	종속기업지분의 취득	-	-	-	(87)
당기법인세부채	-	-	591	707	임차보증금의 증가	(6,555)	(3,545)	(5,116)	(1,732)
비유동부채	11,566	17,193	67,300	61,920	유형자산의 취득	(1,284)	(833)	(459)	(417)
차입금	-	-	36,022	18,660	무형자산의 취득	(311)	(481)	(2,617)	(320)
기타금융부채	3,567	2,366	2,257	1,572	기타보증금의 증가	11	(27)	(20)	(40)
복구충당부채	534	543	486	464	<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(7,115)</b>	<b>2,995</b>	<b>17,159</b>	<b>(20,040)</b>
비유동계약부채	4,006	5,070	8,937	14,118	단기차입금의 증가	1,000	15,000	32,518	-
이연법인세부채	3,459	9,213	19,598	27,105	장기차입금의 증가	-	-	49,318	-
<b>자본</b>	<b>41,480</b>	<b>73,412</b>	<b>96,749</b>	<b>116,855</b>	주식의 발행	-	11,144	-	-
지배기업 소유지분	41,480	73,412	96,749	116,855	단기차입금의 상환	(500)	(13,250)	(47,318)	(6,450)
자본금	2,247	5,138	5,138	5,138	리스부채의 지급	(7,615)	(9,899)	(11,186)	(6,203)
자본잉여금	4,054	12,308	12,308	12,308	자기주식의 취득	-	-	3,090	(3,866)
기타자본	(14)	(14)	(3,104)	(6,970)	배당금의 지급	-	-	(3,083)	(3,522)
이익잉여금	35,193	55,981	82,408	106,379	<b>현금및현금성자산의 증가(감소)</b>	<b>1,275</b>	<b>(839)</b>	<b>(2,815)</b>	<b>645</b>
비지배지분	-	-	-	-	기초의현금및현금성자산	3,316	4,591	3,752	937
<b>부채와자본총계</b>	<b>214,906</b>	<b>291,945</b>	<b>497,329</b>	<b>560,084</b>	기말의현금및현금성자산	4,591	3,752	937	1,582

Appx 2. 동사 PER(12MF) Band



## Appx 3. 이자손익 추정

이자부자산 유효이자율							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
기말 이자부자산	25,178	24,437	49,615	52,893	52,599	45,042	24,022
현금및현금성자산	4,591	3,752	937	1,582	3,093	3,422	3,258
단기금융상품	8,250	6,000	31,858	34,600	33,434	25,085	4,325
기타유동금융자산	8,473	10,876	13,135	13,312	12,441	12,962	12,905
기타비유동금융자산	3,864	3,809	3,686	3,399	3,631	3,572	3,534
이자수익	555	282	1,476	934	1,433	1,115	535
유효이자율	2.20%	1.15%	2.98%	1.77%	2.73%	2.48%	2.23%

이자부부채 유효이자율							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
기말 이자부부채	18,050	19,800	54,318	48,315	48,315	51,431	60,190
유동성장기차입금	18,050	19,800	18,296	29,654			
장기차입금	-	-	36,022	18,660			
이자비용	855	1,268	8,866	4,937	7,621	6,504	4,246
유효이자율	4.74%	6.40%	16.32%	10.22%	15.77%	12.65%	7.05%

기존 차입금 이자비용 추정				추가 차입금 이자비용 추정			
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E
기존 차입금	48,315	36,250	6,250	매출액	821,442	964,932	1,129,261
추정 이자비용	7,621	5,570	1,063	추정 이자비용	-	934	3,183
메리츠	43,315	31,250	6,250	필요 차입금	-	15,181	53,940
이자율 (%)	17%	17%	17%	이자율 (%)	6.40%	6.15%	5.90%
타 은행	5,000	5,000	-				
이자율 (%)	5.15%	5.15%	5.15%				

## Appx 4. 감가상각비 추정

## 감가상각비 - CapEx 반영 전

(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
차량운반구	-	-	-	-	-
비품	255	255	255	-	-
시설장치	368	368	368	-	-
임차점포시설물	549	-	-	-	-
사용권자산	9,377	-	-	-	-
합계	10,549	623	623	-	-

## 유형자산 CapEx

(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
차량운반구	20	20	20	20	20
비품	335	335	335	335	335
시설장치	498	498	498	498	498
임차점포시설물	698	698	698	698	698
사용권자산	10,673	12,359	12,359	12,359	12,359
합계	12,224	13,910	13,910	13,910	13,910

감가상각비 - CapEx 반영 후					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
차량운반구 (5년)	4	8	12	16	20
비품 (5년)	322	389	456	268	335
시설장치 (5년)	468	567	667	398	498
임차점포시설물	1,247	1,395	2,093	2,790	3,488
사용권자산	11,252	12,359	12,359	12,359	12,359
합계	13,292	14,718	15,586	15,832	16,700

## Appx 5. 법인세비용 추정

법인세비용 추정					
(단위: 백만 원)		2024E	2025E	2026E	구간법인세율
과세구간	2억원 이하	200	200	200	9.00%
	2억원~200억원	19,800	19,800	19,800	19.00%
	200억원 초과	53,726	70,382	93,576	21.00%
과세구간별 법인세	2억원 이하	18	18	18	
	2억원~200억원	3,762	3,762	3,762	
	200억원 초과	15,482	18,980	23,851	
최종법인세	합계	19,262	22,760	27,631	
	지방세	1,926	2,276	2,763	
	법인세비용	21,189	25,036	30,394	

**Notice.**

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.