【 주간포커스 】

생보사 상장으로 살펴본 보험사 주식가치 평가 방식

이경아 연구원

생명보험회사의 주식가치를 평가할 때 생명보험계약의 장기성과 수익의 이원적 구조(보험수익 및 투자수익) 등이 고려되어야 한다. PER, PBR, DCF, EVA 등 전통적 방법은 이를 적절히 반영하지 못하는 단점이 있으나 내재가치법(EV)은 보험영업활동의 보유계약가치와 투자활동의 순자산가치를 모두 반영한다는 장점을 지닌다. 그러나 동 방법은 평가 시 사용되는 가정에 따라 주식가치가 크게 달라질 수 있기 때문에 신중한 적용이 요구된다.

□ 주식의 가치를 나타내는 밸류에이션(Valuation) 지표는 크게 주가배수비교지표(P-Multiples)와 현재가치반영지표로 구분될 수 있음.

o 주가배수비교지표는 일정시점의 주가 대비 비교대상 항목의 비율을 투자지표로 활용하는 것인데, 적용이 쉽고 상대가치 비교가 용이하다는 장점이 있음.
- 주가이익비율(PER), 주가순자산비율(PBR), 주가매출비율(PSR) 등

o 현재가치반영지표는 미래의 현금흐름 또는 경제적 부가가치의 예측치를 가중평균자본비용으로 할인하여 산출하는 것인데, 주식의 절대가치를 충실히 반영한다는 장점이 있음.
- 현금흐름할인법(DCF), 경제적 부가가치법(EVA) 등

□ 주가이익비율은 일정기간의 이익을 반영하는 유량(flow) 개념의 투자지표로 '배당성향/(자기자본할인율-영구성장률)'의 구조를 가짐.

o PER의 논리적 근거는 기업의 수익성이 주가를 가장 잘 반영한다는 가정에 입각함.

o 비교시점의 이익만을 고려하기 때문에 이익 변동이 큰 기업의 주가 평가에 적합하지 않으며 회계적 이익의 처리 방법이나 조작 등에 영향을 받음.

□ 주가순자산비율은 일정시점의 순자산가치를 반영하는 저량(stock) 개념의 투자지표로 '(자기자본수익률-영구성장률)/(자기자본할인율-영구성장률)'의 구조를 가짐.

o PBR의 논리적 근거는 첫째, 기업의 자산은 미래 수익창출의 토대로 중요하며, 둘째, 단기간의 수익성에 근거한 평가보다 일정기간 동안의 영업활동 결과로 축적된 자산에 근거한 평가가 보다 타당하다는 것임.

o 그러나 산업별 자본집약도에 따라 요구자산의 차이가 크기 때문에 산업간 비교 가능성이 떨어질 수 있고 자산을 평가하는 회계처리방법에 따라 평가된 주식가치의 편차가 크다는 단점이 있음.

o 금융회사의 경우 자산이 영업활동의 수익원일 뿐만 아니라 자산의 대부분이 금융자산으로 이루어져 있기 때문에 장부가치와 순자산가치의 차이가 크지 않아 PBR을 주요 밸류에이션지표로 활용

□ **현금흐름할인법과 경제적 부가가치법은 기업의 가치를 미래 잉여현금흐름[1)]이나 경제적 부가가치[2)]의 현재가치로 보는 개념**

o DCF와 EVA는 P-Multiples처럼 일정 시점의 이익이나 자산가치가 아닌 미래의 잉여현금 또는 경제적 부가가치의 현재가치로서 기업의 절대 가치를 반영

o 잉여현금흐름은 기업이 벌어들인 현금흐름에서 세금, 영업비용, 설비투자액 등의 제비용을 제한 금액

o 경제적 부가가치는 영업을 통해 유입된 현금흐름에서 주주, 채권자 등에게 지불되는 자본비용을 제외한 금액

□ **생명보험회사 밸류에이션의 경우 가치 산정을 위해 상품의 장기 계약성, 수익의 이원적 구조(보험수익 및 투자수익)가 반영되어야 함.**

o 당기의 손익이나 자산가치를 기준으로 산정되는 PER나 PBR은 10년 이상의 장기보험계약으로부터 발생하는 미래 보험손익의 실제가치를 평가하는데 적합하지 않음.

o 생명보험회사의 자산과 부채는 시간의 경과에 따라 가치가 증가하고 미래 투자손익의 토대가 되므로 이에 대한 적절한 평가가 필요

□ **내재가치법은 이러한 보험계약의 장기성을 반영하기 위한 밸류에이션 지표로 '내재가치=조정순자산가치+보유계약가치'의 구조를 가짐.**

o 조정순자산가치(ANW: adjusted net worth)는 과거 영업활동의 결과 축적된 순자

1) 잉여현금흐름(FCFF: free cash flow to firm)=영업이익(1-세율) + 감가상각 등 비현금유출항목 - 순운전자본증감 - 자본적지출
2) 경제적부가가치(EVA: economic value added)=투하자본×(투하자본회수율-가중평균자본비용)

산의 시장가치로 '장부상자기자본+비상위험준비금 등-영업권 등-법인세'로 산출

o 보유계약가치(VIF: value of in-force business)는 보유계약으로부터 발생할 미래가치의 현재할인가격으로 '미래이익의 현재가치-자본비용'으로 산출

o 내재가치법은 보유계약가치와 순자산가치 모두를 고려함으로써 가치평가에 이익과 자산 모두를 반영한다는 장점이 있음.

<표 1> 생명보험회사의 밸류에이션지표 비교

(단위: 천주, 십억, 배)

내용	삼성생명	대한생명	동양생명
상장주식수	200,000	868,530	107,550
주가[3]	109,000	7,310	12,250
자본총계[4]	12,132	5,680	1,116
당기순이익[4]	906.1	418.3	135.0
주가이익비율(PER)	24.1	15.2	9.8
주가순자산비율(PBR)	1.8	1.1	1.2
조정순자산가치(ANW)[5]	12,917.7	4,463.9	660.1
보유계약가치(VIF)[5]	3,657.9	912.2	492.9
내재가치(EV)[5]	16,576.6	5,376.0	1,150.3
주가내재가치비율(P/EV)	1.3	1.1	1.1

출처: 각사자료

□ 그러나 내재가치법은 추정과정에서 가정에 따라 밸류에이션의 편차가 크다는 단점이 있으므로 신중한 적용이 필요

o 내재가치법을 적용하기 위해서는 위험할인율, 계약유지율, 위험보험료 마진, 부가보험료 마진, 운용자산이익률, 목표지급여력, 영구성장률 등에 대한 가정이 필요한데, 이들 가정이 달라짐에 따라 밸류에이션의 변동폭이 커짐.

o 유럽 보험사들은 내재가치 산출 및 공시에 관한 표준원칙을 제정하여 공시하고 있으며 일본과 중국 역시 상장 생명보험회사를 중심으로 내재가치 공시를 시행 중임.

o 우리나라의 경우 생명보험회사들이 상장 시 투자설명서를 통해 내재가치를 공시하였고 손해보험회사들도 최근 들어 자발적으로 내재가치를 공시하고 있음.KiRi

3) 2010년 5월 27일 종가 적용
4) 각사 FY2009 실적발표 참조
5) 각사 상장시 투자설명서 참조. 삼성과 대한은 2009년 3/4분기 기준, 동양은 2009년 1/4분기 기준 금액