

Cash is King

판매수수료 제도 변화 영향 분석





CONTENTS

[산업분석]

Summary	4
I. GA, 보험사의 핵심 판매채널	6
II. 제도 변화로 나타날 GA 산업의 변화	15
III. 대형 GA의 중장기적 경쟁력 강화 전망	31

[기업분석]

<GA>

인카금융서비스 (211050)	42
에이플러스에셋 (244920)	48



산업분석

I. GA, 보험사의 핵심 판매채널

1. 보험사의 주요 판매채널로 자리잡은 GA
2. IFRS17 이후 신계약 확대에 인한 영향

II. 제도 변화로 나타날 GA 산업의 변화

1. 선지급 비중 줄이고 유지/관리 비중을 늘리는 방향의 제도 변화
2. GA 설계사 1200%를 확대 적용
3. 계약체결비용 한도 설정 및 4년/7년 분급

III. 대형 GA의 중장기적 경쟁력 강화 전망

1. Cash is King: 유동성 확보 역량이 제도 대응의 핵심
2. 과거 1200%를 도입 초기와 유사한 흐름 전망
3. 전속채널과의 경쟁 심화 예상하나 GA 경쟁력 지속 전망
4. 단기적 충격 해소 시 더욱 높아질 기업가치 영향 예상
5. 상장 GA 분석

Summary

[GA 산업 개요]

보험상품은 계리적 가정의 신뢰 확보를 위해 다수의 계약이 필요하다는 점에서 판매채널의 중요성이 높고 특히 역선택 방지를 위한 푸시 마케팅이 요구되는 특성상 설계사의 역할이 중요하다. 과거 전속 중심의 판매채널은 외환위기 등을 거치며 고정비용 등 축소를 위한 구조조정으로 축소되었고 비용을 투입하면 단기간에 판매채널을 확보할 수 있는 GA 등 비전속 채널 비중이 확대되었다. 특히 GA의 경우 소비자, 설계사 및 보험사의 니즈가 부합하며 가파른 성장세를 보였다.

IFRS17 회계기준 도입 이후 신계약비 관련 초기 비용 부담이 축소된 가운데 CSM 확보의 중요성이 부각되며 보장성 보험 중심으로 신계약이 빠르게 확대되었다. GA 매출이 빠르게 늘어나며 설계사 확보를 위한 스카우트 경쟁이 심화되었는데 23년~25년 중 GA들이 적극적으로 투자를 유치한 것도 1200%를 시행 이후 선지급수수료 재원 확보 등을 위한 노력의 일환으로 추정된다. 실제로 1200%룰로 축소된 GA의 실적은 2023년 IFRS17 회계기준 도입 이후 보험사들의 신계약 확대 및 과거 계약의 이연수수료 등 영향에 힘입어 큰 폭으로 개선되었다. 다만 신계약 경쟁 심화로 유지율 악화 등 부작용이 나타났으며 이를 해소하기 위해 26년 하반기부터 29년에 걸쳐 1) GA 설계사 대상 1200%룰 확대 적용, 2) 계약 체결비용 한도 설정, 3) 4년/7년 분급 등 규제가 점진적으로 도입될 계획이다.

[1200%룰 확대 적용]

21년 시행된 1200%룰의 경우 보험사가 지급하는 수수료에 대해서만 적용되고 GA 소속 설계사에 대해서는 적용되지 않았다. 이에 따라 GA들은 선지급을 바탕으로 리쿠르팅 측면의 우위를 가져갈 수 있었으며 정착지원금을 바탕으로 적극적으로 경력 설계사를 확보해왔다. 다만 26년 7월부터 1200%룰이 GA 설계사로 확대되었으며 1200% 범위에 정착지원금 등을 포함하도록 규정함에 따라 과거 같은 설계사 확보 전략이 어려워진 상황이다. 정착지원금에 기반한 경력설계사 중심 조직 확대 대신 1200%룰에서 제외되는 신인활동지원비 등을 활용한 신인 중심 리쿠르팅이 나타날 전망이다. 그 외에도 중간관리자에 대한 오버라이딩, DB 구매 비용 등이 모두 1200%룰 범위 내로 포함된 점을 감안하면 설계사 확보를 위한 수당 보전 등 과정에서 조직 구조 등 변경이 수반될 것으로 예상하며 상대적으로 제도 관련 충격이 적은 전속 채널의 경쟁력 강화 기조가 나타날 전망이다.

1200%룰 확대 적용에 따라 단기적으로 26년 하반기 중 GA 실적 및 현금흐름에는 긍정적 영향이 예상된다. 계약 초기 선지급 규모 축소 및 과거 높은 지출 규모를 차지하던 정착지원금 등 비용이 대폭 축소될 것으로 예상되기 때문이다. 다만 27년 하반기부터 26년 하반기 신계약의 13차월이 도래하게 되는 만큼 이연된 수당 지급에 따른 비용 증가 영향이 예상된다.

[계약체결비용 한도 설정 및 4년/7년 분급]

금융당국은 계약의 유지/관리를 위한 재원인 계약유지비용을 신계약 체결을 위한 재원인 계약체결비용과 합쳐서 판매수수료를 선지급하는 부분에 대해서도 문제를 제기하며 1) 선지급수수료는 계약체결비용 한도 내에서만 사용하고 2) 계약 유지/관리수수료는 별도로 분할지급하며 3) 27년부터는 분급 기간을 4년, 29년부터 7년으로 확대하는 방안을 제시했다. 이러한 계약체결비용 한도 규제를 적용하게 되면 GA가 판매한 계약을 장기간 유지할 때 이론적으로 수취 가능한 최대 판매수수료는 더욱 높아질 것으로 전망한다. 다만 저조한 보험계약 유지율 등을 감안할 때 환수 여지가 높다고 판단하며 향후 GA업계에 있어 Quantity와 동시에 Quality를 모두 관리할 수 있을지 여부가 분급 등 판매수수료 관련 규제 시행 이후 매출 확보 역량에 있어 핵심이 될 것으로 전망한다.

GA 수수료 수취 시점이 이연된 가운데 GA 소속 설계사에 대해서도 계약체결비용 한도 등 규제가 적용되는 점을 감안하면 향후 GA들의 핵심 관건은 변화한 현금흐름 속에서 조직 규모를 어떻게 유지하고 확대할 것인지 여부가 될 전망이다. 지급 가능한 범위 내에서 최대한 선지급을 추진하는 등 수입 보전을 위한 노력이 필요할 것으로 예상되나 공통비 부담, 수수료 수취 시점 이연 등을 감안할 때 자체자금 등 활용이 일부 요구될 것으로 예상하며 일정 부분 현금흐름 미스매치가 나타날 것으로 예상된다. 또한 이론상 전체 수취 가능한 수수료 규모가 확대되더라도 계약 해지 등에 따른 환수 이슈가 존재하는 점 등을 감안할 때 선지급 등에 따른 리스크가 과거보다 높아질 것으로 예상된다.

[대형 GA의 중장기적 경쟁력 강화 전망]

단기적으로 GA의 현금흐름 미스매치가 예상되는 만큼 향후 몇 년 간 유동성 확보 역량이 GA의 핵심이 될 것으로 예상된다. 상대적으로 보유 현금이 많고 규모의 경제로 비용 부담이 작으며 외부 투자 유치 등을 통한 자금 조달이 용이한 대형 GA가 유리할 것으로 예상되며 상대적으로 어려움이 가중될 것으로 예상되는 중소형 GA에 대한 인수합병 등이 확대되는 모습이 나타날 전망이다. 단기적인 충격 해소 시 이연수수료 확대, 중소형 GA 인수 합병을 통한 조직 규모 확대 등을 바탕으로 기업가치 개선을 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

다만 단기적으로는 이익과 현금흐름에 대한 고민이 심화될 전망이다. 제도 관련 이슈 외에도 원수사들의 신계약 축소 기조가 나타나고 있기 때문이다. 다만 전속 채널과 차별화되는 강점과 과거 저축성보험, 단기납종신 등 관련 이슈로 인한 유동성 확보 니즈 등을 감안했을 때 GA 채널에 대한 수요가 일정 수준 지속될 것으로 전망한다. 현재 상장 GA 에이플러스에셋과 인카금융서비스 모두 제도 대응력이 어느정도 갖춰져 있다고 판단한다. 두 회사의 수익/비용 인식 기준의 차이점을 감안할 때 Valuation의 핵심 지표로 각 사가 창출하는 월초보험료와 상대적으로 인식 기준이 유사한 수익에 기반한 PSR을 제시한다.

I. GA, 보험사의 핵심 판매채널

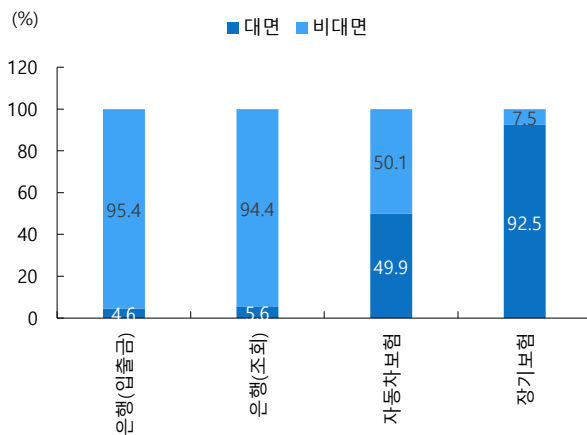
1. 보험사의 주요 판매채널로 자리잡은 GA

다른 업종보다 판매채널의
중요성이 부각되는 보험업

보험사의 보험상품은 경험통계에 기반한 계리적 가정을 바탕으로 한다. 통계를 기반으로 하는 보험의 특성상 보험사가 리스크 관리 및 손익을 안정적으로 확보하기 위해서는 적극적으로 보험 계약을 팔아 대수의 법칙이 성립할 수 있는 수준의 고객 규모 확보가 필수적으로 요구된다. 따라서 보험사에 있어 판매채널의 중요성은 다른 금융업종 대비 현저히 높다고 판단한다.

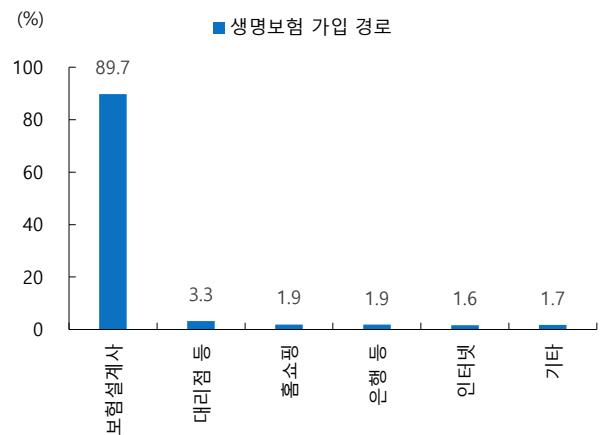
특히 다른 금융상품과 달리 위험을 보장하는 보험상품의 특성상 역선택 발생 가능성이 높은 만큼 소비자를 대상으로 적극적으로 푸시 마케팅을 수행할 수 있는 설계사의 역할이 중요하다. 과거 출범한 다수의 디지털보험사가 수익성 확보에 실패한 주요 이유 중 하나로 이러한 판매채널 측면의 제약이 존재했던 부분을 제시한다. 이러한 영향을 감안하여 향후 AI 등의 역할이 전반적으로 확대되는 국면에서도 판매채널에 있어 설계사의 역할은 지속적으로 높은 비중을 차지할 것으로 전망한다.

그림1. 금융상품 - 대면/비대면 가입 방식 비중(2023년)



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림2. 생명보험 - 가입경로 대부분이 설계사를 통한 가입



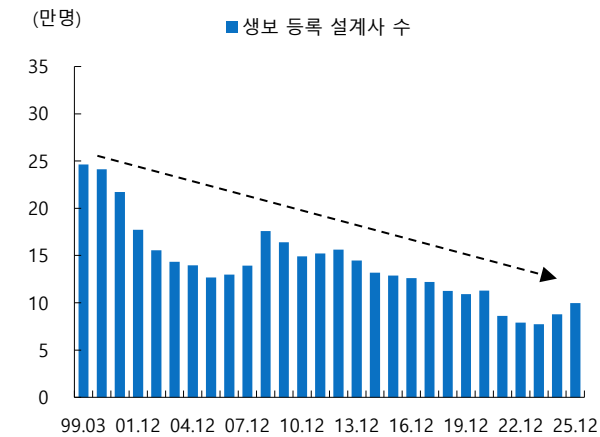
자료: 생명보험협회, iM증권 리서치본부

과거 전속 중심 판매채널은
외환위기 등을 거치며 GA
등 비전속 채널로 다각화

과거에는 회사별로 차별화된 상품 개발 등이 어려웠던 만큼 대량의 설계사와 브랜드에 기반한 영업이 이루어졌으며 전속설계사 중심으로 보험상품 판매가 이루어져왔다. 특히 1980년대 후반 국내 보험시장 개방, 생보사 신설 허가 기준 발표 등에 따라 신규 보험사가 다수 설립되었으며 여전히 상품 간 차별성 등을 통한 마케팅이 어려웠던 만큼 전속설계사를 활용한 판매에 더욱 집중하는 모습이 나타났다. 이에 회사 간 전속설계사 확보 경쟁이 심화되며 사업비 지출이 급격하게 확대되었고 외환위기를 거치며 다수의 보험사가 도산하는 결과로 이어졌다.

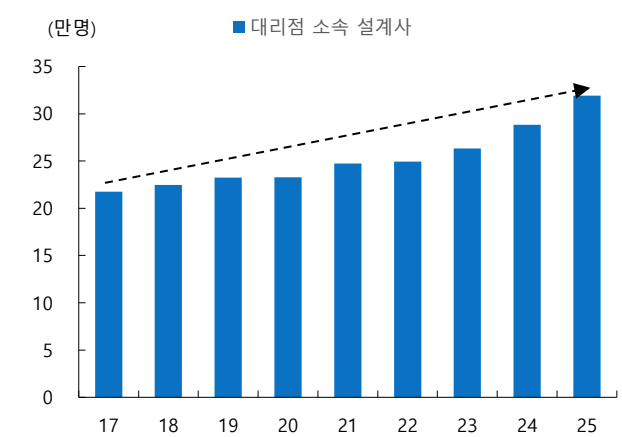
이후 2000년대부터는 상대적으로 고정비용 등 비용 지출이 큰 전속설계사에 대한 구조조정이 나타나는 가운데 방카슈랑스, TM, 홈쇼핑, GA 등 새로운 판매 채널로 다각화되는 모습이 나타났다. 시간과 비용 지출이 요구되는 전속설계사와 달리 비용만 투입하면 단기간에 판매채널을 확보할 수 있는 특성상 이러한 신규 판매채널 활용 비중은 빠르게 확대되었다. 특히 GA 채널의 경우 1) 소비자 입장에서 전속 설계사와 달리 다양한 회사의 상품을 비교 가입 가능하며 2) 설계사 입장에서도 정착지원금과 선지급 등을 통해 전속 대비 수당 등을 많이 확보할 수 있으며 3) 보험사 입장에서도 전속채널에 요구되는 고정비용 등을 축소할 수 있다는 점에서 판매채널 내 비중이 빠르게 확대되었다.

그림3. 생명보험 - 등록 설계사 수 추이



자료: 금융감독원, 통계청, 언론 보도, iM증권 리서치본부

그림4. GA - 소속 설계사 수 지속적으로 증가세



자료: 금융감독원, 언론 보도, iM증권 리서치본부

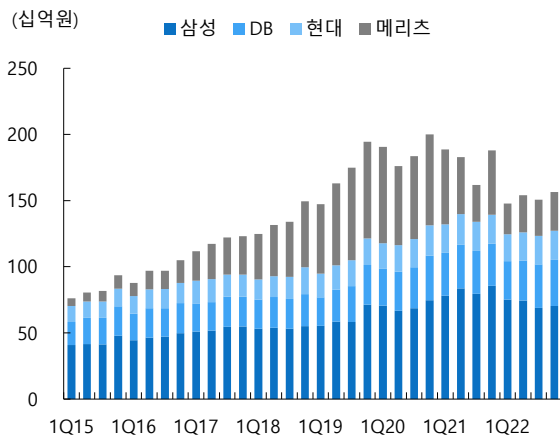
2. IFRS17 이후 신계약 확대에 대한 영향

IFRS17 전환 이후 비용
부담 축소 및 CSM 확보를
위한 신계약 확대

과거 IFRS4 회계기준에서 신계약비 이연 상각 기간은 최대 7년이었으며, 신계약비 이연한도(보장성 기준 표준계약공제액의 50%)를 초과하여 비용을 집행할 경우 초과 금액을 당기손익에 비용으로 처리함에 따라 신계약을 많이 팔 수록 당기 손익이 감소하는 모습이 나타났다.

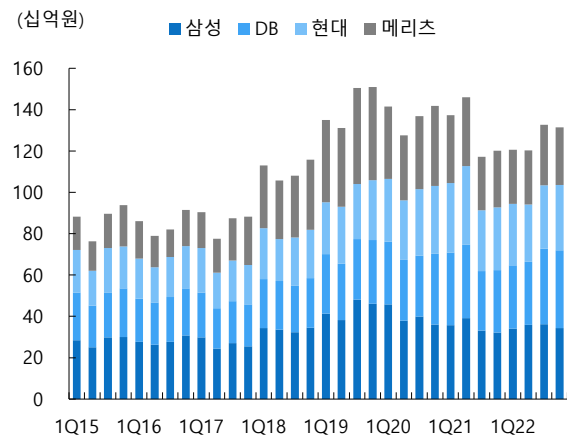
다만 IFRS17 전환 이후로는 신계약비 이연 상각기간이 보험계약기간 전체로 확대됨에 따라 계약 초기 신계약비 부담이 줄어들었다. 상대적으로 손익 부담이 축소된 가운데 미래 이익인 CSM 확보의 중요성이 부각되었고 이에 따라 보험사들이 보장성 보험 중심으로 신계약을 적극적으로 확대하는 모습이 나타났다. 보험사들이 적극적으로 비용을 집행하여 신계약을 늘림에 따라 GA들의 매출이 가파르게 증가하는 모습이 나타났으며 GA들도 매출 확대의 원천인 설계사를 확보하기 위한 노력을 확대하며 스카우트 경쟁이 심화되는 모습이 나타났다.

그림5. 손해보험 - IFRS4 기준 신계약비(~2022년)



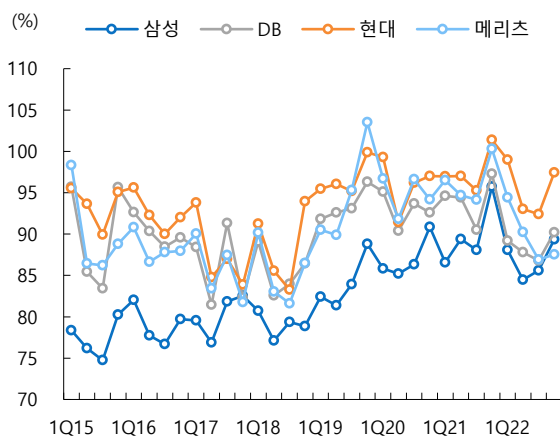
자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

그림6. 손해보험 - IFRS4 기준 월납초회보험료(~2022년)



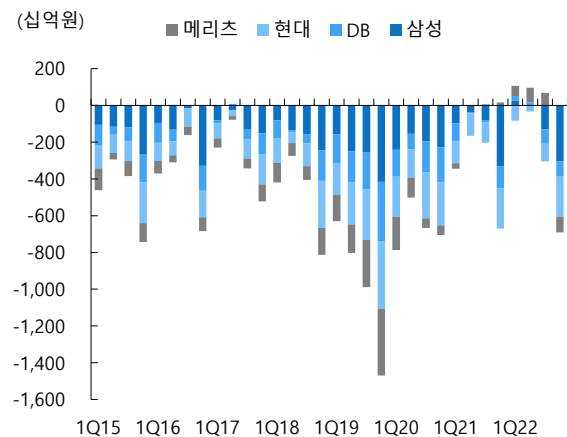
자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림7. 손해보험 - 위험손해율 추이



자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림8. 손해보험 - 보험영업손익 추이



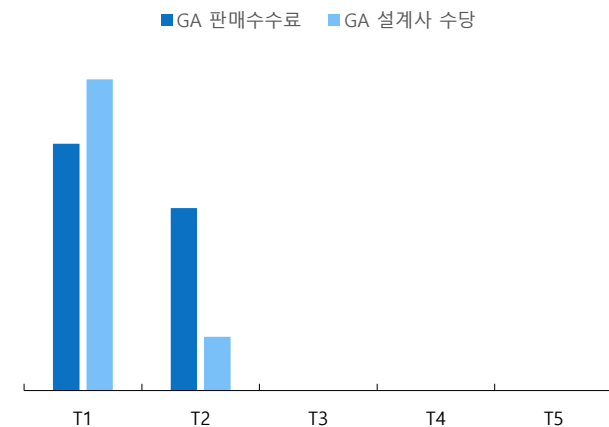
자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

GA들은 투자 유치를 통해
선지급 재원을 확보하여
설계사 수를 늘리고 현금
흐름을 확대

실제로 2023년~2025년 중 GA들이 PE나 보험사로부터 CB발행, 주식담보대출 등을 통해 적극적으로 투자를 유치하는 모습이 나타났다. 이는 1200%를 시행 이후 보험사가 GA에게 지급하는 판매수수료 초년도 귀속분이 축소되고 13차월 이후 지급 규모가 늘어난 상황에서 설계사 대상 선지급수수료 재원을 확보하기 위한 목적이 주요 요인이었던 것으로 추정된다.

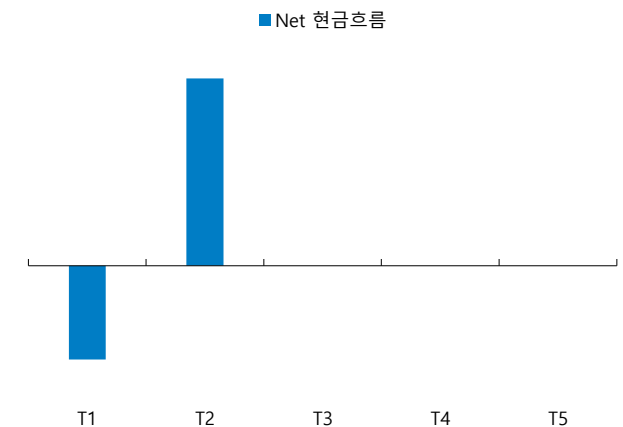
1200%를 시행에 따라 초년도 수수료가 감소하는 대신 전체 수수료 총량이 늘어난 만큼 1) 오히려 보험사들의 신계약 확대 니즈에 맞춰 적극적으로 설계사를 확보하고 2) 판매수당을 선지급함으로써 발생하는 현금흐름 미스매치 기간을 3) 투자금 등을 활용하여 안정적으로 넘길 수 있다면 4) 13차월 이후 유입되는 시책 등을 바탕으로 중장기적인 현금흐름 확대 및 기업가치 제고를 기대할 수 있는 사업 구조가 형성되었기 때문이다.

그림9. 보험 판매 수수료 및 설계사 수당(예시, 26년 7월 이전)



자료: iM증권 리서치본부

그림10. GA Net 현금흐름(예시, 26년 7월 이전)



자료: iM증권 리서치본부

표1. 외부 기관으로부터 투자/차입을 유치한 주요 GA 현황

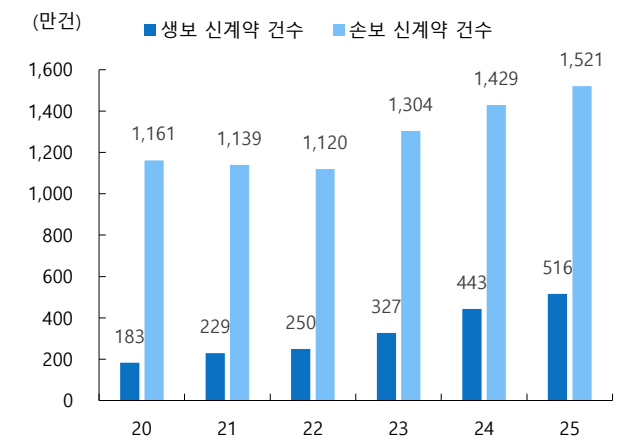
GA	시기	투자사	투자 규모
에이플러스에셋	2017년	스카이레이크인베스트먼트	약 500억원
인카금융서비스	2021년	한화손해보험	약 31억원
	2021년	메리츠화재	약 31억원
	2022년	DB손해보험	약 29억원
	2023년	메리츠금융그룹	약 500억원
더베스트	2022년	우리PE, 다이노캐피탈	약 100억원
	2024년	우리PE, 다이노캐피탈, NH투자증권 등	약 420억원
iFA	2023년	하나금융그룹	약 100억원
한화생명금융서비스	2023년	한국투자PE	약 1천억원
메타리치	2025년	흥국생명	약 100억원
인포유금융서비스	2025년	데일리파트너스	약 200억원
리더스에셋어드바이저	2026년	푸른현대생명	약 100억원대로 추정

자료: Dart, 언론보도, iM증권 리서치본부

1200%룰로 축소된 GA
실적은 2023년 이후 큰
폭으로 개선

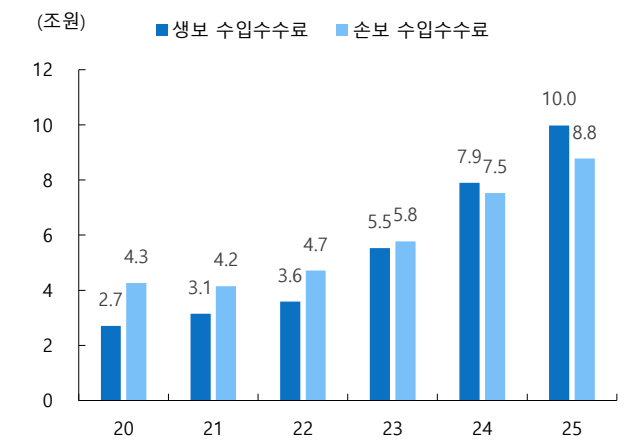
실제로 1200%룰 시행 직후 축소된 주요 GA의 실적은 2023년 IFRS17 회계기준 도입 이후 보험사들의 신계약 확대 및 과거 계약에서 발생한 이연수수료 수취 등 영향에 힘입어 큰 폭으로 개선되었다. 현재 상장된 대형 GA인 에이플러스에셋과 인카금융서비스 모두 신계약 증가에 따라 매출이 가파르게 증가했으며 영업이익의 경우 두 회사가 수입과 비용을 인식하는 세부적인 기준이 달라 직접적으로 비교하기는 어려우나 공통적으로 1200%룰 도입 이후 둔화되었던 이익이 이연 수수료 증가 등에 힘입어 다시 개선되는 모습이 나타났다. 두 회사 모두 공통적으로 정착지원금 등을 활용하여 설계사 수를 적극적으로 확대했으며 이를 바탕으로 신계약 월초보험료 성장 등 이익 기반이 늘어났다.

그림11. 대형 GA 신계약 건수 추이



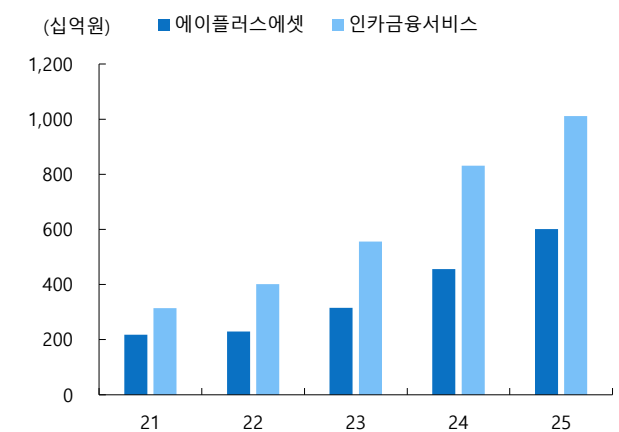
자료: 보험대리점협회, iM증권 리서치본부

그림12. 대형 GA 수입수수료 추이



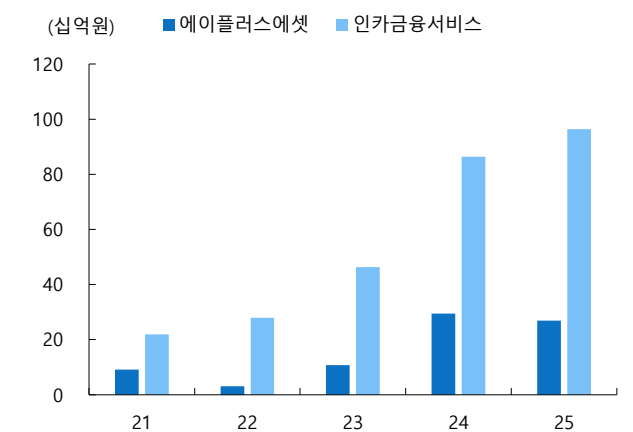
자료: 보험대리점협회, iM증권 리서치본부

그림13. 주요 상장 GA 매출 추이



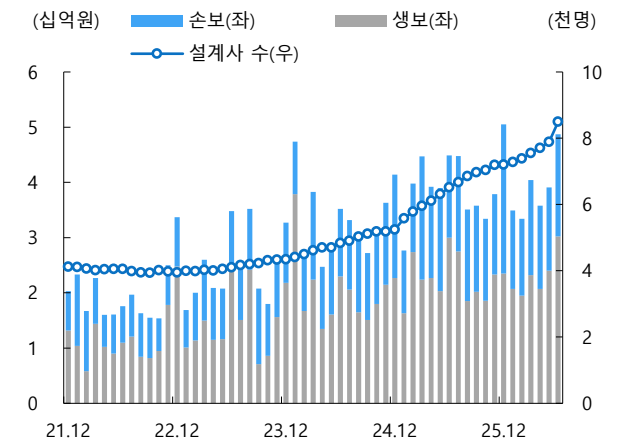
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림14. 주요 상장 GA 영업이익 추이



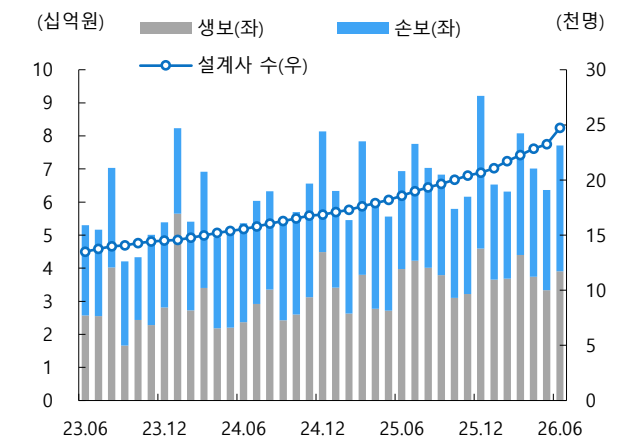
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

그림15. 에이플러스에셋 - 설계사 수 및 월납초회보험료 실적 추이



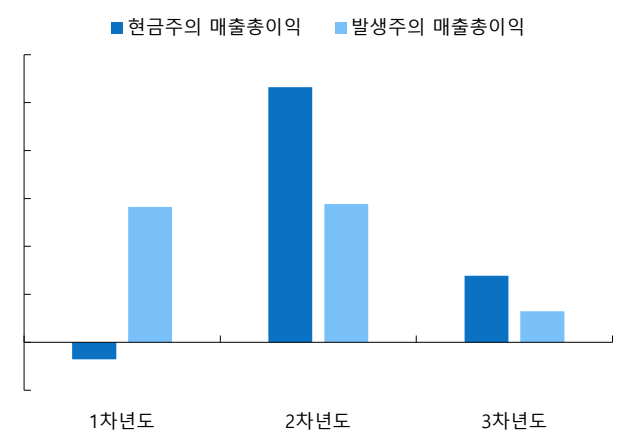
자료: 언론 보도, iM증권 리서치본부

그림16. 인카금융서비스 - 설계사 수 및 월납초회보험료 실적 추이



자료: 언론 보도, iM증권 리서치본부

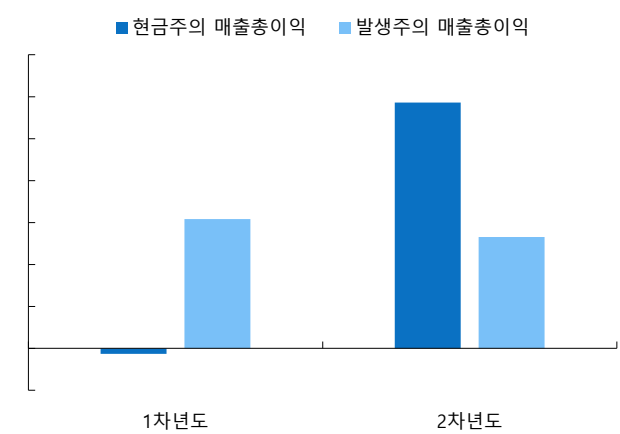
그림17. 예시 - 생보 종신보험 기준 매출총이익 비교



자료: iM증권 리서치본부 추정

주: 임의 수치 사용했으며 업적수수료의 20%를 계약부채로 전환한다고 가정

그림18. 예시 - 손보 보장성 보험 기준 매출총이익 비교



자료: iM증권 리서치본부 추정

주: 임의 수치 사용했으며 업적수수료의 20%를 계약부채로 전환한다고 가정

매출 성장과 함께 향후
인식이 예정된 미래 예상
수익/비용도 빠르게 증가

매출 등 손익 외에도 재무상태표를 통해 확인 가능한 미래 예상 수익과 비용 또한 신계약 성장과 맞물려 빠른 속도로 확대되고 있다. 통상적으로 신계약 판매 이후 다년에 걸쳐 현금흐름이 발생하는 GA 업종 특성상 신계약 판매로 권리가 발생했으나 아직 기간이 도래하지 않은 미래 수익/비용이 자산과 부채로 계상되어 기간에 걸쳐 인식되기 때문이다.

GA가 미래 인식할 것으로 예상되는 수익과 관련된 항목으로는 자산 중에서는 1) 기말 신규 계약으로 인해 익월 수취할 것으로 기대되는 항목인 매출채권, 2) 소속 설계사에게 기지급한 비용 중 계약 해지 등 항목으로 인해 환수해야 하는 항목인 미수수익 등이 있으며 부채 중에서는 3) 계약부채(인카금융서비스), 선수수익(에이플러스에셋) 등 보험판매수수료 중 아직 보험 기간이 도래하지 않음에 따라 수익으로 인식되지 않은 항목 등이 존재한다.

이에 대응되는 미래 인식할 것으로 예상되는 비용과 관련된 항목으로는 자산 중에서는 1) 설계사에게 선지급했으나 수익 인식 기준에 따라 이연되어 반영되는 선급비용, 부채 중에서는 2) 설계사에 대한 미지급금 등을 통해 확인할 수 있다. 통상적으로 익월 정산 항목인 매출채권과 미지급금이 서로 대응되고 계약부채/선수수익과 선급비용 두 항목이 각각 대응되는 관계에 위치한다.

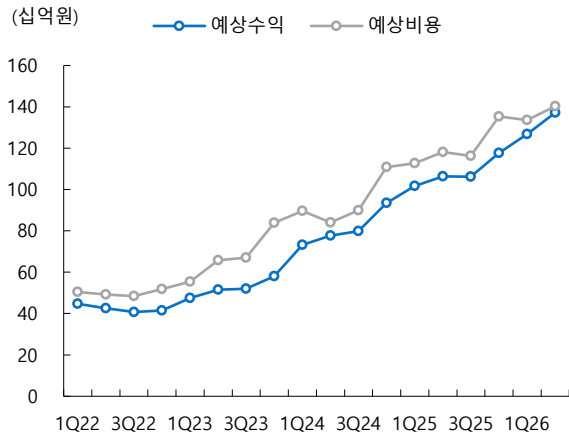
2Q26 별도 기준으로 매출채권, 미지급금, 선수수익/계약부채 및 선급비용, 미수수익 등 재무제표 상 예상되는 미래 수익과 비용을 추정해본 결과 에이플러스에셋의 경우 미래 수익은 약 1,370억원(매출채권 750억원, 선수수익 420억원, 미수금 200억원), 미래 비용 약 1,400억원(미지급금 510억원, 선급비용 890억원) 내외 수준으로 추정되며 인카금융서비스의 경우 미래 수익은 약 6,800억원(매출채권 1,200억원, 계약부채 5,240억원, 미수금 340억원), 미래 비용은 약 9,070억원(미지급금 1,250억원, 선급비용 7,820억원) 내외 수준에 달할 것으로 예상된다. 향후 신계약 규모와 계약 유지율 등에 따라 자산/부채에 반영된 미래 수익/비용이 중장기에 걸쳐 손익으로 인식될 전망이다.

표2. 미래 예상 수익/비용에 대한 재무상태표 계정

항목	구분	계정	비고	2Q26 현황	
				에이플러스	인카금융
익월 정산	예상 수익	매출채권	- 신계약 판매로 익월 수취할 수수료에 대한 항목	75.2	119.8
	예상 비용	미지급금	- 신계약 판매로 익월 지급해야 할 수당에 대한 항목	50.9	125.1
중장기 반영	예상 수익	계약부채/선수수익	- 신계약에 대해 선수한 수수료 중 매출 미도래분에 대한 항목	41.9	524.5
	예상 비용	선급비용	- 신계약 판매로 설계사에게 선지급한 수당을 매출 이연에 따라 나누어 인식	89.3	781.5

자료: 각사, IM증권 리서치본부

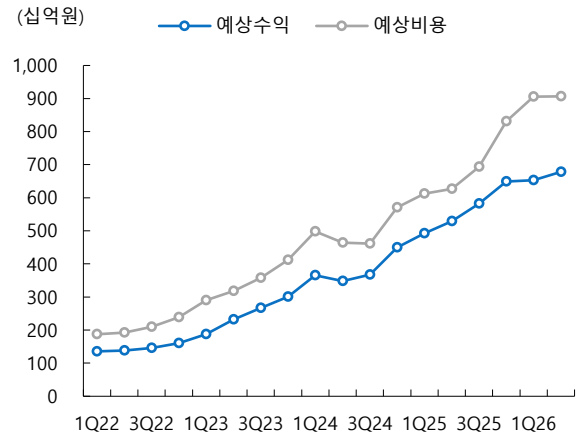
그림19. 에이플러스에셋 - 미래 수익/비용 항목 추정



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

주: 예상수익은 매출채권+미수수익+선수수익, 비용은 선급비용+미지급금으로 추정

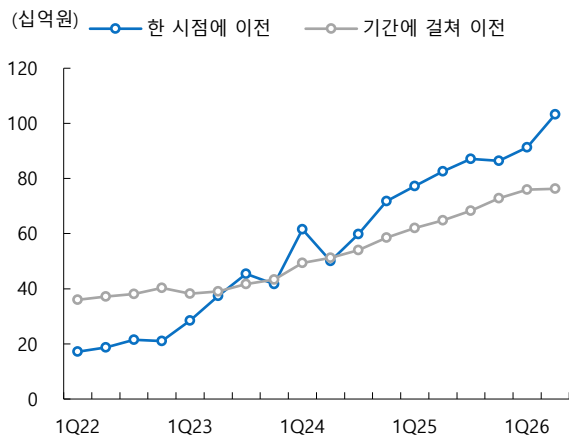
그림20. 인카금융서비스 - 미래 수익/비용 항목 추정



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

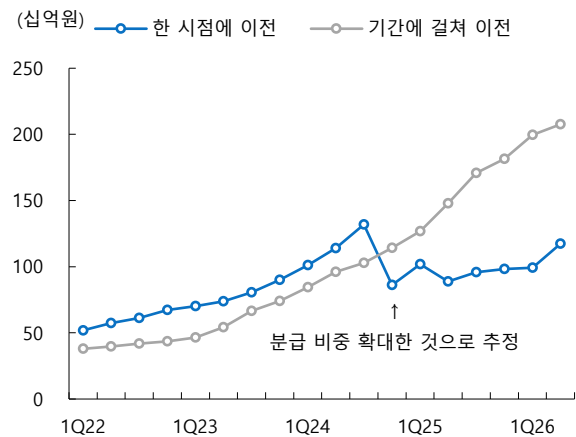
주: 예상수익은 매출채권+미수수익+계약부채, 비용은 선급비용+미지급금으로 추정

그림21. 에이플러스에셋 - 인식 기간에 따른 수익 구분



자료: Dart, iM증권 리서치본부 추정

그림22. 인카금융서비스 - 인식 기간에 따른 수익 구분



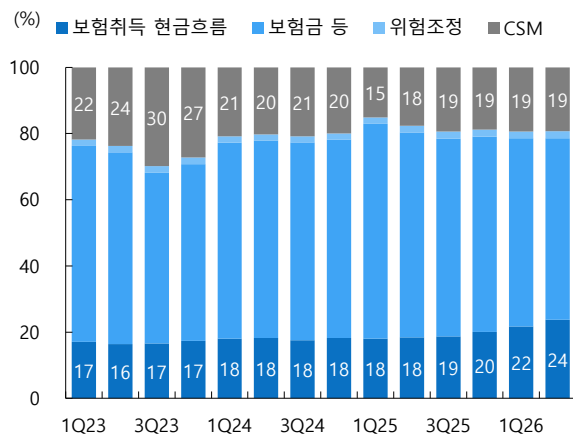
자료: Dart, iM증권 리서치본부 추정

신계약 경쟁 과열로 인한
부정적 영향이 나타나며
판매수수료 규제 도입

다만 확대된 신계약 경쟁 등 영향으로 1) 보험사의 손해율이 악화되고 2) 계약 해지, 환승계약이 늘어나는 등 전반적인 계약 관리가 부진한 모습이 나타났다. 보험사의 신계약을 세부적으로 살펴봐도 전체 예상 현금흐름 내 신계약비(보험취득 현금흐름)가 차지하는 비중이 CSM을 상회하는 수준까지 올라오며 실질적으로 보험료 중 상당 부분이 신계약 확보에 사용되었던 것을 확인할 수 있다.

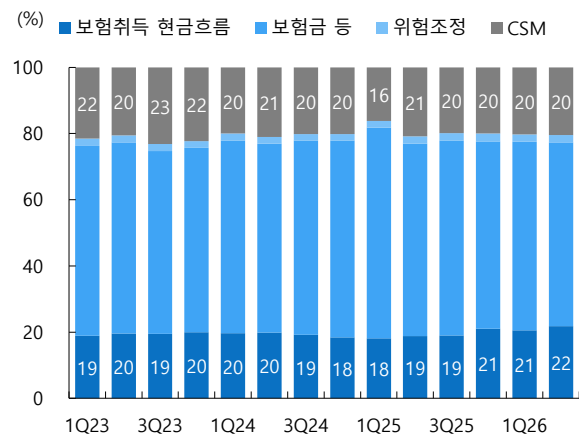
정책당국은 과도한 판매수수료 선지급 관행 등을 이러한 문제점의 원인으로 지적하며 26년 하반기부터 29년에 걸쳐 판매수수료 관련 규제를 도입할 계획을 발표했다. 이에 따라 관련 영향이 점진적으로 보험사와 GA업종에 반영될 전망이다.

그림23. 삼성화재 - 신규 인식 계약의 세부 구성(원수계약)



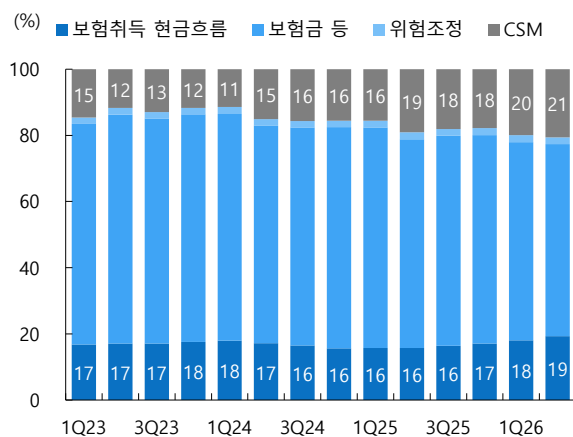
자료: Dart, iM증권 리서치본부
주: CSM은 손실계약비용 차감 기준

그림24. DB손보 - 신규 인식 계약의 세부 구성(원수계약)



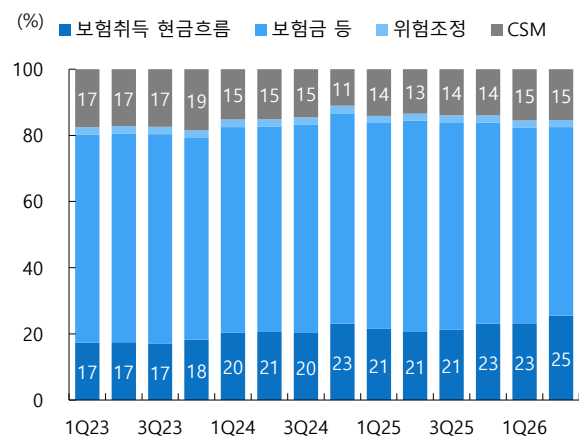
자료: Dart, iM증권 리서치본부
주: CSM은 손실계약비용 차감 기준

그림25. 현대해상 - 신규 인식 계약의 세부 구성(원수계약)



자료: Dart, iM증권 리서치본부
주: CSM은 손실계약비용 차감 기준

그림26. 메리츠화재 - 신규 인식 계약의 세부 구성(원수계약)



자료: Dart, iM증권 리서치본부
주: CSM은 손실계약비용 차감 기준

II. 제도 변화로 나타날 GA 산업의 변화

1. 선지급 비중 줄이고 유지/관리 비중을 늘리는 방향의 제도 변화

선지급 비중을 줄이고 유지
및 관리수수료 비중을 확대

금융당국은 판매수수료의 과도한 선지급으로 인해 1) 설계사의 계약 유지/관리 유인이 부족하고 2) 잦은 계약 승환과 설계사 이직으로 인해 계약 유지율이 낮아진다고 판단함에 따라 전반적인 판매수수료 지급 방식을 선지급 비중을 줄이고 유지/관리수수료 비중을 확대하는 형태로 제도를 개편하겠다고 언급했다.

이에 따라 판매수수료와 관련하여 1) GA 설계사 대상 1200%를 확대 적용, 2) 계약체결비용 한도 설정, 3) 4년/7년 분급 등 규제가 26년 7월부터 29년까지 점진적으로 도입될 계획이다. 이러한 영향으로 보험사 전반적인 사업비 지출 규모와 GA들의 매출 및 현금흐름 측면의 대규모 변화가 수반될 전망이다.

표3. 보험 판매수수료 관련 주요 규제 내용

시행 시기	규제 내용	비고
26년 7월	GA 소속 설계사 1200%를 확대적용	규제차익 해소를 위해 GA가 소속 설계사에게 지급하는 수수료에 대해서도 1200%를 확대 적용
27년 1월	설계사 판매수수료 분급(4년)	계약 초기 집행되는 판매수수료를 분급
	계약체결비용 한도 설정	선지급수수료와 유지관리수수료가 각각 목적별 설정된 계약체결비용 이내에서 지급될 수 있도록 한도 설정
29년 1월	설계사 판매수수료 분급(7년)	계약 초기 집행되는 판매수수료를 분급
		유지관리수수료(7년), 장기유지관리수수료(5~7년) 등

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

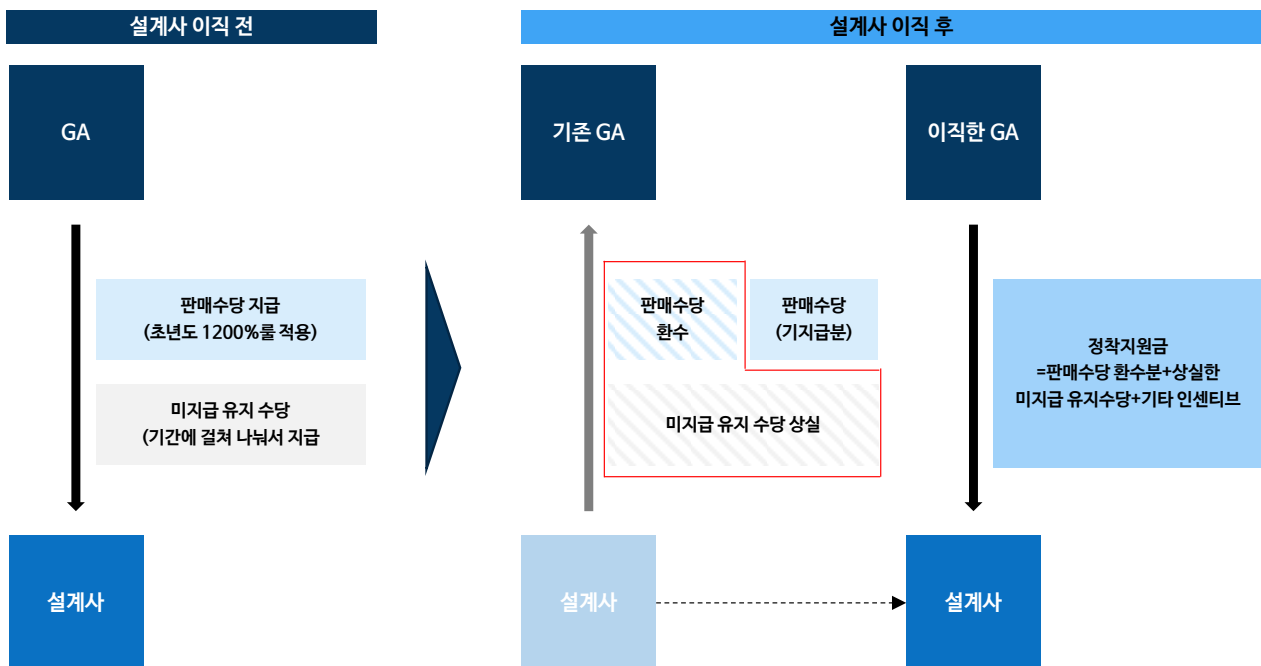
2. GA 설계사 1200%를 확대 적용

기존 1200%룰로 인해
전속-GA간 규제 차이 발생

과거 과도한 선지급수수료 방지를 위해 도입된 1200%룰은 보험사가 지급하는 수수료에 적용되는 규제이다. 따라서 보험사-GA, 보험사-전속설계사 관계 등 보험사가 지급하는 수수료에 대해서는 1200%룰의 적용을 받아왔으나 GA-GA 소속 설계사의 관계에서는 1200%룰이 적용되지 않았다.

이에 따라 GA들은 높은 선지급수수료와 시책을 바탕으로 설계사를 적극적으로 확보하여 이익 기반을 확충하는 모습이 나타났다. 특히 GA들이 경력설계사를 확보할 때 정착지원금을 적극적으로 이용하는 모습이 나타났다. GA가 설계사를 모집하는 경우 통상적으로 일정 위촉기간이나 실적을 요건으로 정착지원금을 지급해왔다. 설계사를 스카우트할 때 대규모 정착지원금을 지급하고 설계사가 제시 조건을 충족하지 못하거나 다른 조직으로 이직하는 경우 이를 반환하는 방식으로 통상적으로 GA들이 경력 설계사를 스카우트하는 경우 정착지원금을 통해 이전 회사에 반환이 요구되는 금액을 상환하는 양상이 나타났다.

그림27. 설계사 이직 - 정착지원금 지급 구조



자료: iM증권 리서치본부

GA 설계사로 1200%를
확대 적용함에 따라 정착
지원금 등을 활용한 조직
확대 제약 불가피

다만 2026년 7월 이후로는 이러한 정착지원금을 활용한 스카우트에 제약이 생길 전망이다. 기존 보험사가 지급하는 수수료에 대해서만 적용되던 1200%률이 GA 소속 설계사까지 확대적용되었으며 정착지원금이 해당 규제에 포함되는 형태로 규제가 강화되었기 때문이다. 이에 따라 경력직 설계사 스카우트 시 이전 회사에 반환해야 하는 금액을 충당하기 위한 목적으로 대규모 정착지원금 지급을 하기가 어려워졌으며, 13차월 이후 정착지원금 차액을 지급하더라도 반환의무가 발생하는 시점과 정착지원금을 수령하는 시점 간 시차가 존재한다는 점을 감안했을 때 이전처럼 설계사 스카우트 경쟁이 나타나기는 어려울 것으로 예상된다.

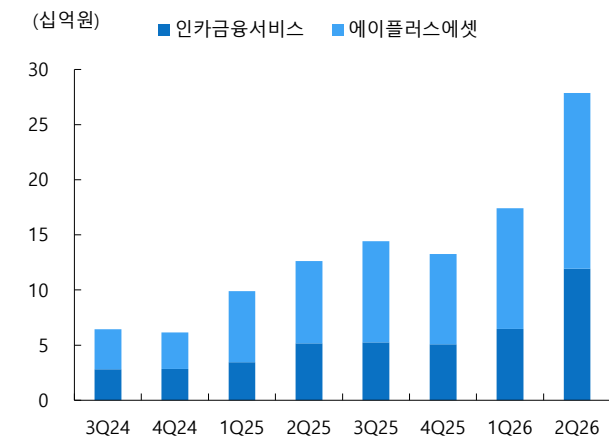
이에 따라 26년 상반기 중 GA들이 적극적으로 정착지원금을 지급하며 규제 시행 전 정착지원금을 활용하여 적극적으로 설계사 스카우트를 추진하는 모습이 나타났다. 실제로 대형 상장 GA인 인카금융서비스와 에이플러스에셋의 정착지원금 지급 총액 규모를 살펴보면 1Q26 중 합산 약 174억원으로 전년 동기 대비 76%, 전분기 대비 31% 증가하는 모습이 나타났는데 규제 시행 전 설계사 확보를 위한 움직임이 확대된 영향이라고 판단한다. 2개 회사 모두 6월~7월 중 자사주 매입/소각을 70억원 규모로 발표하는 모습이 나타났는데 향후 1200%를 확대적용과 관련하여 정착지원금 등 지출 금액이 줄어들 것으로 예상됨에 따라 주주환원 여력이 확보된 것으로 추정된다.

표4. 1200%를 관련 FAQ 주요 내용

주요 내용	주요 내용	세부내용
1200%를 범위	모집종사자에게 직/간접적으로 귀속되는 모든 비용	- 지점장/영업팀장/교육 및 자원담당자 지급 비용 포함하여 산정(오버라이딩 시책 등) - 보험계약 모집을 위한 고객 마케팅 등 사전적 영업비용 포함하여 산정(DB 관련 비용 등)
편법 지급	제 3자 활용	- 계약 모집 설계사가 아닌 타 설계사 명의로 계약 체결 후 수수료 분할하여 수령 - 설계사 혹은 특수관계인이 운영하는 업체(마케팅, DB제공, 인테리어 등)에 허위/과다 용역비를 지급하여 실질적으로 판매수수를 보전 - 경력 설계사 리쿠르팅 시 당사자가 아닌 제3자 등에게 수수료/시책 지급하고 사후적으로 이를 분할
	우회 지급	- 판매수수료 대신 판매와 무관한 항목(교육, 세미나, 컨설팅 비용 등)으로 우회 지급 - 저축성보험 등과 결합 연계 조건으로 수수료 등 우회 지급
	대여금	- 저가/무상 대여금 지급 후 향후 수취 수수료 등을 통해 상환하는 등 정착지원금 우회 지급
	회수/재지급	- 1200%를 상환하는 수수료를 지급한 후 일부 회수했다 13차월에 재지급하는 행위
정착지원금	1200%를 포함 여부	- 정착지원금은 경력설계사 대상 등록/위촉 관련 활동 지원 등을 명목으로 지급한 금액 등으로 1200%를 적용 대상
	주요 관리/배분 방법	- 이직 후 해당 경력설계사가 모집한 신계약 기준으로 지급 - 신계약 모집 실적에 없는 위촉 당월 등에 선지급한 정착지원금은 위촉 후 최초 신계약을 판매한 해당 월의 신계약에 귀속/배분하여 관리 - 정착지원금을 포함한 전체 수수료 등 지급액이 1200%를 등 범위 이내가 되도록 관리

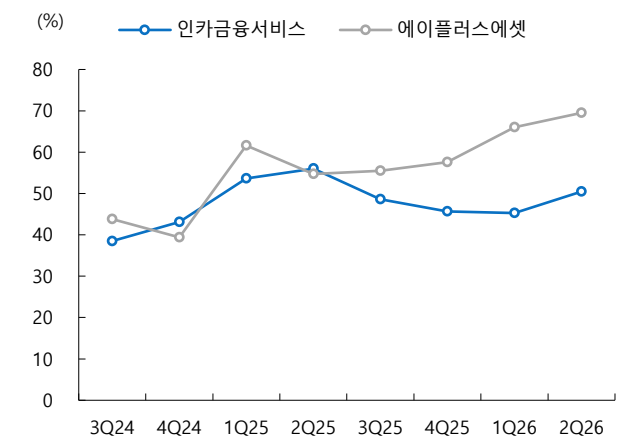
자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

그림28. 상장 GA - 1200%를 시행 전 정착지원금 확대



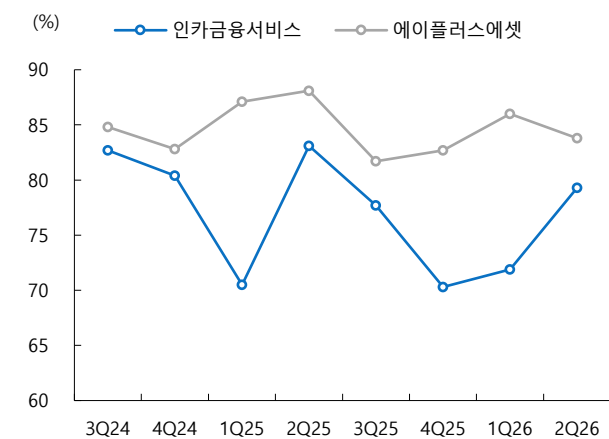
자료: 보험GA협회, iM증권 리서치본부

그림29. 정착지원금 - 설계사에 대한 선지급률은 높은 수준 지속



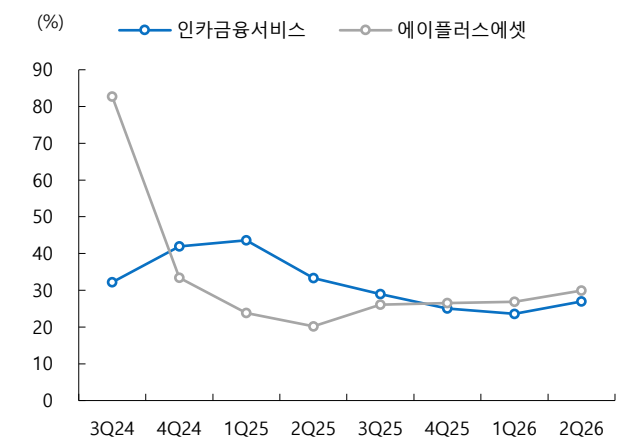
자료: 보험GA협회, iM증권 리서치본부

그림30. 정착지원금 - 정착지원금 수령자는 대체로 1년 이상 근무



자료: 보험GA협회, iM증권 리서치본부

그림31. 정착지원금 - 미환수액은 대체로 안정적으로 관리 중



자료: 보험GA협회, iM증권 리서치본부

1200%를 적용 범위에서
제외되는 신인활동지원비
바탕으로 신인 중심 조직
확대 예상

향후 GA들의 인력 확보는 크게 2가지 형태로 이뤄질 것으로 예상된다. 먼저 신인 설계사 육성을 통한 인력 확보를 전망한다. 등록 후 1년 이내 신인 설계사에 대해서는 1200%를 확대 적용에도 불구하고 신인활동지원비 지급이 허용되는 만큼 여전히 자금력을 바탕으로 인력 확보가 가능하기 때문이다.

상대적으로 경험이 부족하고 능률이 낮은 신인 설계사 특성을 감안했을 때 고객 DB 지원 등을 통해 신인 설계사의 생산성을 적극적으로 높일 수 있는 회사가 유리하다고 판단한다. DB 확보 비용의 경우 자체 DB가 건당 약 2만원~4만원, 외부 DB가 건당 약 6만원~12만원 수준의 가격으로 다소 높은 비용으로 확보되고 있는 만큼 낮은 가격으로 양질의 자체 DB를 확보할 수 있는 회사가 전반적인 수익성 등 측면의 우위를 가져갈 수 있다고 판단한다.

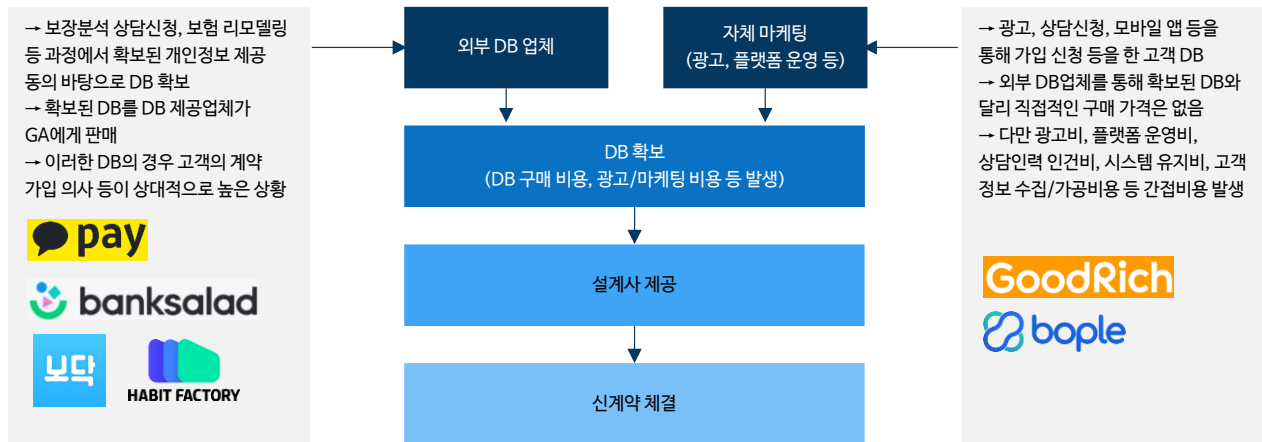
특히 1200%를 확대적용 이후 DB 관련 비용도 1200%를 적용 대상에 포함되고 있음을 감안할 때 1200%물에 해당하지 않는 신인활동지원비 등을 통해 기존 경력 설계사 대비 적극적으로 지원을 제공할 수 있는 신인설계사 중심으로 전반적인 리쿠르팅 환경이 변화할 전망이다. 상대적으로 교육 시스템과 영업 지원 시스템 등 인프라가 잘 갖춰져 있는 GA 중심으로 리쿠르팅 측면의 우위를 전망하며 상대적으로 가용 재원 등이 많은 대형 GA가 유리한 모습이 나타날 전망이다.

정착지원금을 활용한 경력
설계사 확보가 어려워진
만큼 M&A등을 통한 조직
확대 고려 가능

또한 중소형 GA에 대한 M&A가 활발해질 것으로 예상된다. 규모의 경제를 달성하여 1) 고정비를 낮추고 2) 원수사에 대한 협상력을 제고하는 것이 경쟁력의 핵심인 GA산업의 특성을 감안했을 때 정착지원금 등을 통한 설계사 확보가 어려워진 상황에서 대형사와 중소형사 간 격차는 더욱 커질 것으로 전망한다.

대형사 입장에서 이진과 같이 정착지원금을 활용하여 능률 높은 경력 설계사를 확보하기 어려워진 점을 감안했을 때 개별 설계사에 대한 리쿠르팅보다 조직 전체를 인수하는 형태로 조직 규모를 확대하는 방안을 검토해볼 수 있을 것으로 전망한다. 전반적으로 자금력이 충분히 갖춰져 있어 제도 변화에 대응할 수 있는 역량이 갖춰진 대형 GA 중심으로 인수합병에 기반한 대형화 추세가 나타날 수 있을 것으로 전망한다.

그림32. 설계사 DB 영업 구조



자료: iM증권 리서치본부

표5. 신인설계사 및 신인활동지원비 관련 주요 내용

항목	신인설계사	경력설계사
판단 기준	모집중사자 활동 이력 없음 → 교차이력 포함하여 모집중사자 활동 이력 없음 → 시행일 이후 새롭게 등록되는 신인설계사 대상	신인설계사 기준 미해당
지원금 성격	신인활동지원비 → 등록 후 1년 이내 지원되는 정착지원비, 노트북 등 모집활동 지원 성격의 경비	정착지원금
인정 범위	등록 후 1년 이내 모집활동 지원 경비에 대해 1200%를 적용에서 제외	수수료 등에 포함되어 1200%를 적용
관리 방식	별도 항목으로 구분 관리	모집계약별 직접 귀속/배분

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

표6. 26년 중 주요 대형 GA 인수 합병 사례

인수회사	피인수사	시기	피인수사 주요 내용(25년 하반기)
인카금융서비스	드림라이프	2026년 5월	설계사 599명, 지점 63개 등
	한솔금융서비스(영업양수도)	2026년 7월	설계사 213명, 지점 5개 등
지에이코리아	케이금융파트너스	2026년 6월	설계사 541명, 지점 17개 등

자료: 언론 보도, iM증권 리서치본부

규제 차익 해소, 보험사
자체 DB 활용 등 영향으로
전속채널 경쟁력 상승 전망

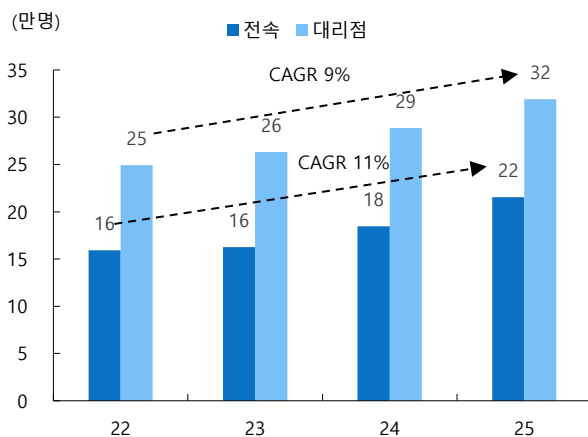
마지막으로 전속 채널의 경쟁력 강화 추세가 나타날 것으로 예상된다. 1200%를 확대적용 등에 따라 GA와 전속채널 간 상대적으로 규제 차익이 없어진 상황에서 이전부터 1200%율이 적용되어 왔던 만큼 설계사 대상 배분 구조 등에 있어 상대적으로 제도 관련 불확실성이 적고 현금 흐름 측면의 불확실성이 제한적이기 때문이다.

특히 1200%율로 지급받는 수수료 범위 내에서 설계사 지급 수당을 포함하여 각종 간접비/관리비(영업 지원인력 인건비, 건물 임차비용, 전산비용 등)를 처리해야 하는 GA와 달리 보험사가 고정 비용을 부담할 수 있는 전속조직 특성상 상대적으로 설계사가 지급받을 수 있는 규모 측면에서 전속 채널의 이점이 더욱 커질 수밖에 없는 환경이라고 판단한다.

DB 측면에서도 외부 DB 등 구매 외에도 보험사 자체 DB를 활용할 수 있어 비용 측면의 절감 등을 기대할 수 있는 전속채널의 경쟁력이 높아질 것으로 예상된다. 과거 GA가 전속조직 대비 리쿠르팅 측면에서 우위를 가져갈 수 있었던 주요 수단이었던 수수료 측면의 우위가 약화될 수 있을 것으로 예상되는 점을 감안했을 때 전반적인 조직 관리 등 측면에 있어 어려움이 가중될 것으로 전망한다.

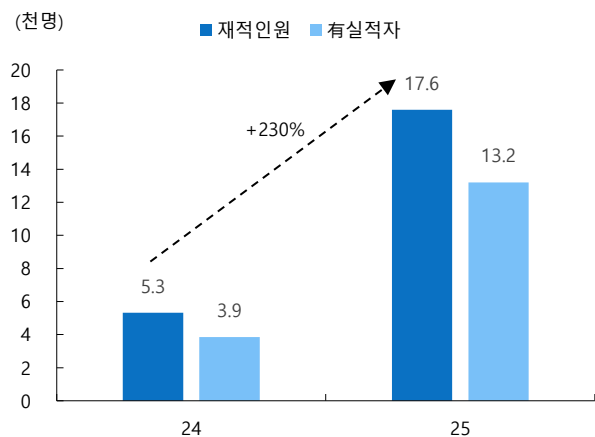
최근 N잡 설계사를 중심으로 전속설계사가 확대 추세를 보이고 있는 상황에서 규제차익 소멸 및 높은 안정성으로 이전보다 전속채널의 매력이 높아질 것으로 예상된다. 원수사 또한 GA 중심으로 지속되어 왔던 신계약 경쟁으로 보험금 예실차 부진 및 CSM 배수 하락 등이 나타남에 따라 이전보다 채널 효율성 관점에서 전속 채널에 대한 관심을 확대하고 있는 점을 감안했을 때 이전보다 전속채널의 영향력이 확대되는 모습이 나타날 것으로 전망한다.

그림33. 설계사 - 대리점을 상회하는 증가 폭을 보이는 전속채널



자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

그림34. N잡설계사 - 비대면 영업 바탕으로 전속 설계사 풀 확대



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

오버라이딩 및 DB 구입
비용 등이 모두 1200%를
반영됨에 따라 관련 영향
수반될 것으로 예상

설계사 스카우트 외에도 1) 지사장 등 관리자 관련 비용 이슈와 2) DB 비용 관련 이슈 등이 GA 업계에 반영될 것으로 전망한다. 1200%를 확대 적용에 따라 기존 지사장 등 관리자에 대한 오버라이딩 시책 등 비용과 DB 구입, 취득 등 DB 관련 비용이 모두 1200%률이 적용되는 수수료 등 항목으로 반영되기 때문이다.

현재 지사장/지점장 등 영업조직의 관리자 직급의 수입은 설계사의 판매 실적과 연동된 오버라이딩 시책 등으로 구성되어 있다. 소속 설계사의 판매 확대 시 실적에 연동해 지급하는 형태로 영업 활동을 확대할 인센티브를 제공하는 형태이다.

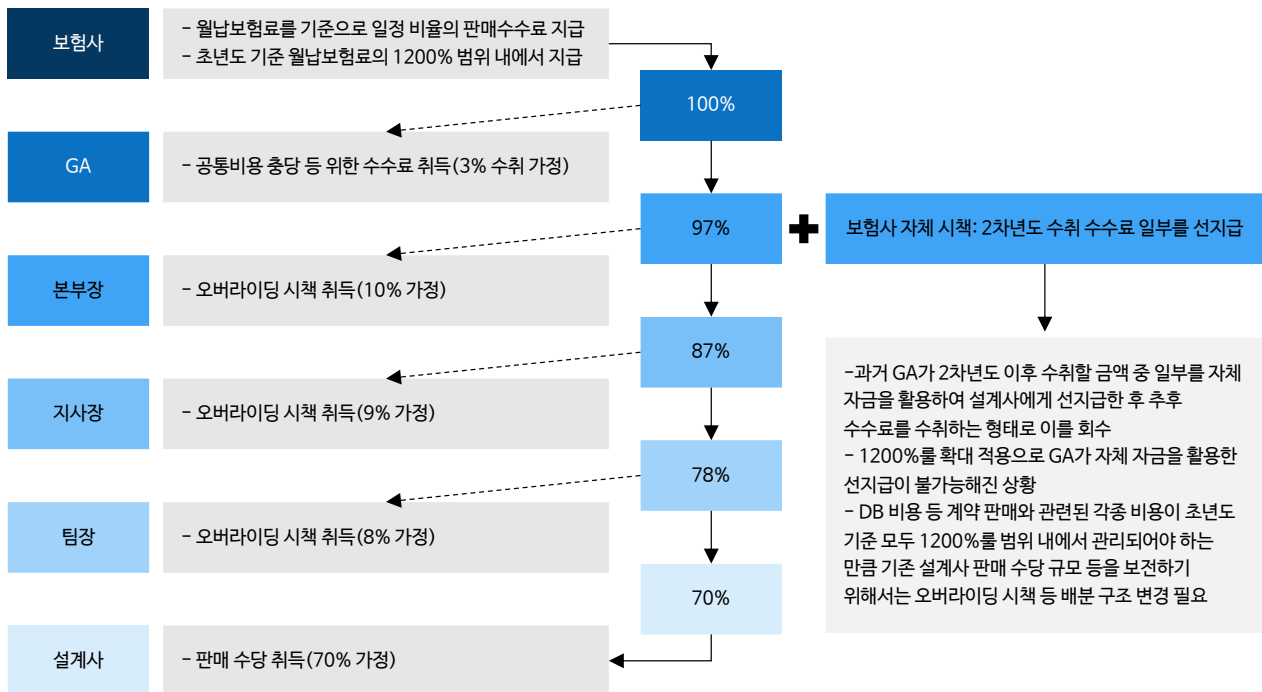
다만 2026년 7월부터 GA가 지급하는 수당 등에 대해 1200%률이 확대 적용됨에 따라 오버라이딩 시책과 설계사 수당이 모두 1200%를 규제 범위 내에서 지급되어야 함에 따라 기존 오버라이딩 시책 등 배분 구조를 유지할 경우 실질적인 설계사의 수입 감소가 불가피할 것으로 예상된다.

특히 오버라이딩 시책 외에도 고객 DB 관련 비용 등 설계사 판매활동과 연관된 모든 항목이 1200%를 범위 내에서 지급되어야 하는 등 추가적인 비용 관련 부담이 높아질 것으로 예상되는 점을 감안할 때 설계사가 기존 직접적으로 수취하던 수준의 수입을 방어하기 위해서는 오버라이딩 시책 등 전반적인 GA의 배분 구조 변화가 불가피하게 요구될 것으로 예상된다.

주요 방안으로는 1) 기존 초년도에 집중되었던 오버라이딩 시책을 분급 구조에 맞추어 장기간에 걸쳐 이연하여 지급하거나 2) 지사장 등 관리자 직급을 정규직으로 전환하여 1200%률에 적용되는 수수료 등 항목이 아닌 간접비용 형태로 지급하는 형태를 제시할 수 있다. 간접비용 등을 활용한 고정 급여 형태의 비용 지급의 경우 고정비용 악화에 따른 수익성 악화, 관리자 직급의 인센티브 구조 확보의 어려움이 높아질 것으로 예상되는 만큼 GA 입장에서는 조직 관리 및 계약 유지에 대한 책임을 전가할 수 있는 이연 지급 형태의 배분 구조 등에 대한 선호가 높아질 것으로 예상된다.

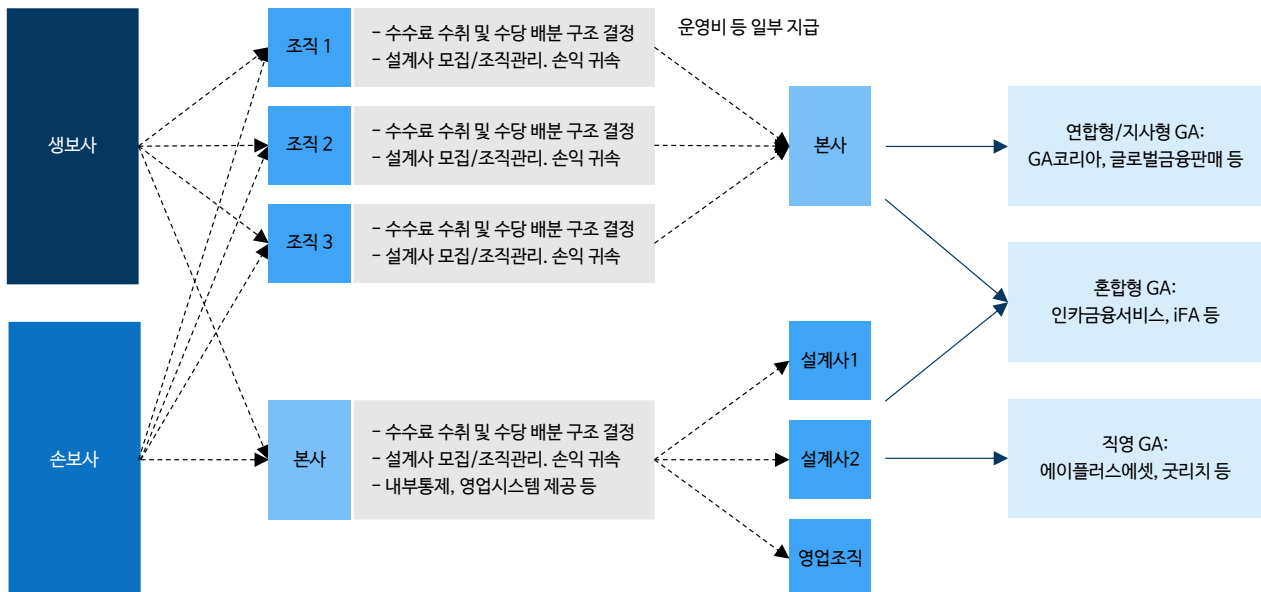
이전부터 영업지원 등 정규직 형태를 적용하고 있던 전속 설계사 채널이나 직영 GA 조직 등의 경우 상대적으로 관련 규제 충격이 적을 것으로 예상되며 다수의 지사장 등 관리자가 존재하는 연합형 GA, 지사형 GA 등의 관련 영향이 상대적으로 크게 나타날 것으로 예상된다.

그림35. GA - 오버라이딩 시책 취급 예시



자료: IM증권 리서치본부

그림36. GA - 조직 구조 분류



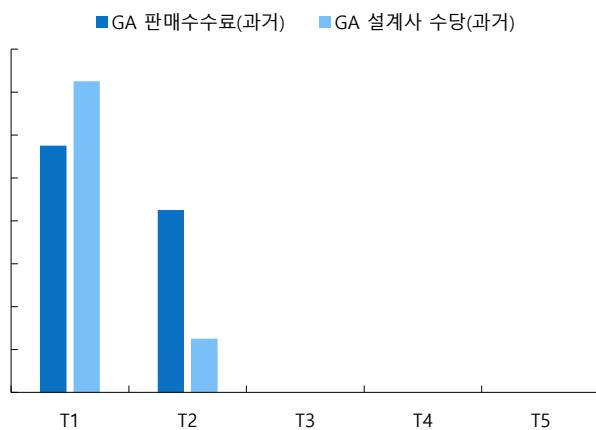
자료: IM증권 리서치본부

단기적으로는 선지급 수당, 정착지원금 등 비용 축소 긍정적. 27년 하반기 이후 이연된 수당 지급으로 인한 영향이 예상됨

재무적으로 1200%를 확대 적용에 따라 단기적으로 26년 하반기 중 GA 실적 및 현금흐름에는 긍정적인 영향이 나타날 것으로 예상된다. 판매수수료의 경우 21년부터 1200%율이 적용되고 있었던 만큼 26년 7월 이후로도 특별한 변화가 없을 것으로 예상되는 반면 소속 설계사에게 지급되는 수당은 1200%를 확대 적용에 따라 초년도 선지급 규모가 줄어들고 13차월 이후 지급 비중이 늘어나기 때문이다. 계약 초기 선지급 규모 축소 영향으로 단기적인 현금흐름 측면의 긍정적 영향이 예상된다. 과거 높은 지출 규모를 차지하던 정착지원금 등 비용이 26년 7월부터 대폭 축소될 것으로 예상되는 점도 단기적 이익 관점에서는 긍정적이다.

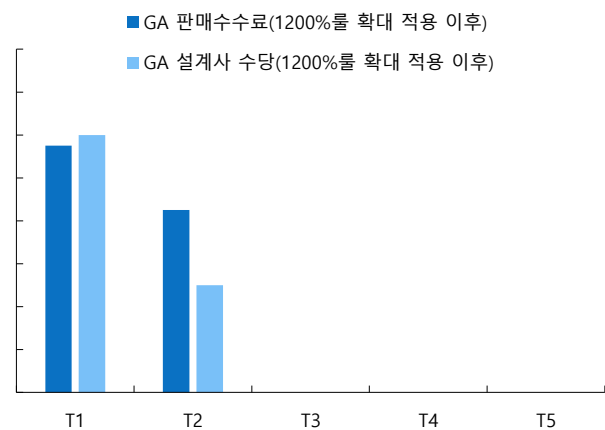
이러한 영향은 27년 상반기까지 지속될 전망이다. 1) 과거 계약의 이연수수료가 매출에 반영되는 동시에 2) 신계약 판매에 따른 선지급 수당이 축소되는 만큼 현금주의에 가까운 수익/비용 인식 구조를 적용하는 GA를 기준으로 영업이익률 개선이 나타날 것으로 예상된다. 다만 27년 하반기부터는 26년 하반기 신계약의 13차월이 도래하게 되는 만큼 이연 수당 지급에 따른 비용 증가 영향이 예상된다.

그림37. GA - 보험 판매수수료 및 수당 예시



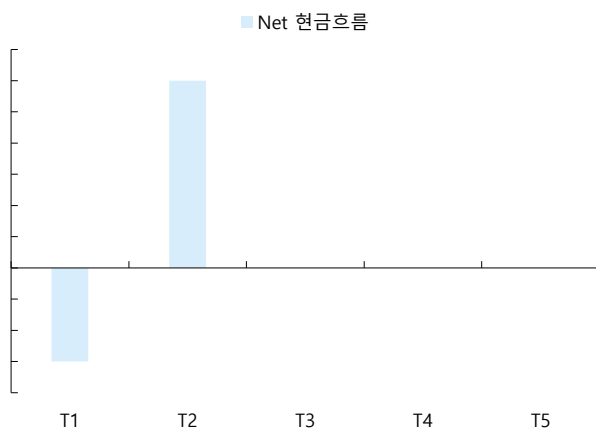
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림38. GA - 보험 판매수수료 및 수당 예시(26년 7월 이후)



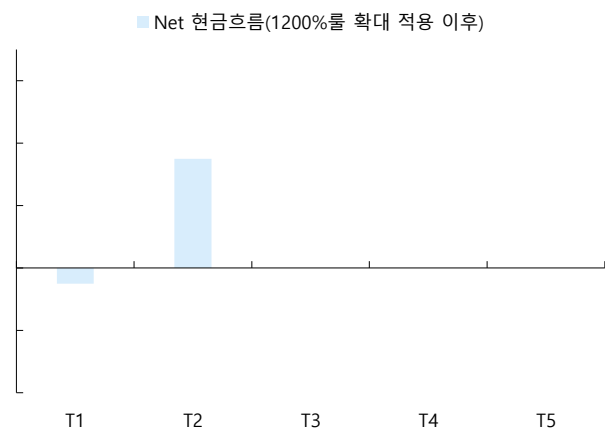
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림39. GA - 판매수수료 Net 현금흐름 예시



자료: iM증권 리서치본부 추정

그림40. GA - 판매수수료 Net 현금흐름 예시(26년 7월 이후)



자료: iM증권 리서치본부 추정

3. 계약체결비용 한도 설정 및 4년/7년 분급

선지급 및 유지관리에 대한
계약체결비용 설정 후 해당
범위 내에서만 비용 집행

금융당국은 계약의 유지/관리를 위한 재원인 계약유지비용을 신계약 체결을 위한 재원인 계약체결비용과 합쳐서 판매수수료를 선지급하는 부분에 대해서도 문제를 제기하며 1) 선지급수수료는 계약체결비용 한도 내에서만 사용하고 2) 계약 유지/관리수수료는 별도로 분할지급하며 3) 27년부터는 분급 기간을 4년, 29년부터 7년으로 확대하는 방안을 제시했다.

기본적으로 신계약비는 표준해약공제액과 연동된다. 이는 표준해약공제액 한도를 넘어서는 사업비를 책정한 상품에 대해서는 공시의무가 적용되는 만큼 간접적 규제가 적용되기 때문이다. 유지관리수수료에 대해서 보험업감독규정을 통해 보험 상품에 부가된 계약체결비용을 초과하지 않을 것을 규정하고 있는 점을 감안하면 향후 보험사가 판매수수료로 활용할 수 있는 재원은 27년부터 각 상품에 반영되어 있는 계약체결비용 한도 범위 내로 제한되게 된다.

4년/7년 분급 도입 등에
따라 수수료 수취 기간
확대. 유지율 중요성 확대

선지급 및 유지관리수수료에 적용된 계약체결비용 한도를 각각 생각해보면 향후 GA가 판매한 계약을 장기간 유지할 때 이론적으로 수취 가능한 최대 판매수수료는 더욱 높아질 것으로 전망한다. 다만 1) 계약체결비용 한도 규제와 함께 유지관리 수수료에 대한 분급 도입되어 수수료 총량을 수취하는 시점이 기존 약 2년 내외 기간에서 27년부터 최소 4년, 29년부터 최소 7년으로 대폭 길어질 것으로 예상되며 2) 장기로 갈수록 저조한 보험계약 유지율 현황을 감안했을 때 판매수수료 상당분이 계약 해지에 따라 환수될 여지가 높다고 판단된다. 이를 감안한 실질적인 판매수수료 및 설계사 판매수당 규모는 양호한 유지율 등을 보유한 GA가 아니면 현행 대비 감소하는 모습이 나타날 전망이다. 향후 GA에 있어 Quantity와 Quality를 모두 관리할 수 있을지 여부가 핵심 역량이 될 것으로 전망한다.

그림41. 표준해약공제액 산출 방법

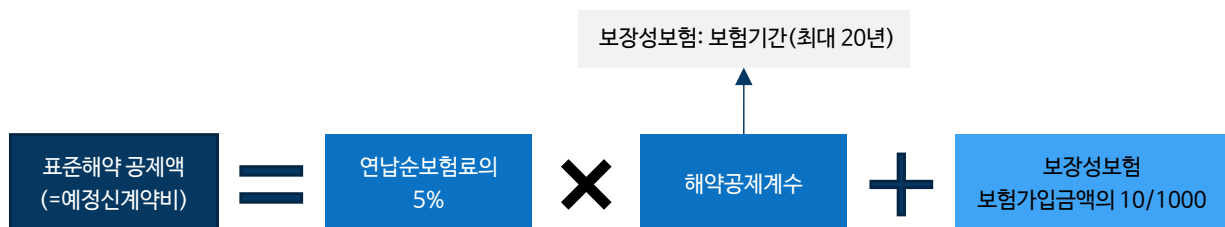
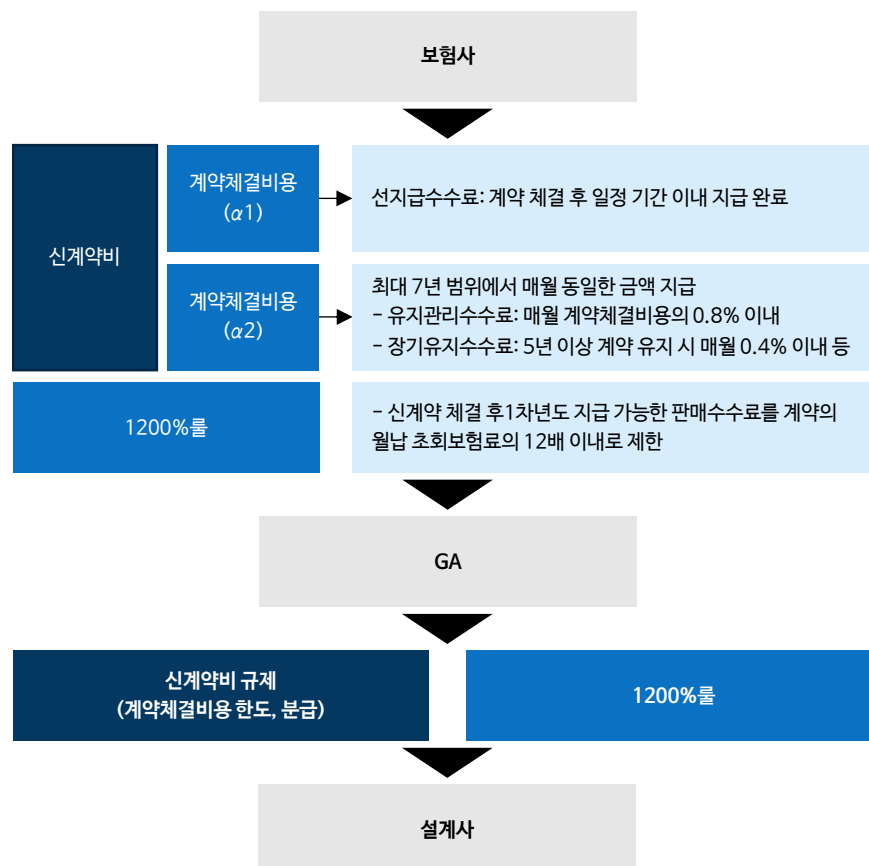


표7. 4년분급/7년분급 예시 - 수수료 총량은 늘어나나 수령 기간 확대

항목	계약체결비용 대비 비율	1차년	2차년	3차년	4차년	5차년	6차년	7차년	합계
현행									
현행 판매수수료 총합		1150%	850%						2000%
4년 분급									
선지급수수료		865%	385%						1250%
공통비	0.4%	60%	60%	60%	60%				240%
유지관리수수료	1.5%	225%	225%	225%	225%				900%
총합		1150%	670%	285%	285%	0%	0%	0%	2390%
7년분급									
선지급수수료		970%	280%						1250%
공통비	0.4%	60%	60%	60%	60%	60%			300%
유지관리수수료	0.8%	120%	120%	120%	120%	120%	120%	120%	840%
장기유지수수료	0.4%						60%	60%	120%
장기유지특별보너스	0.1%					15%	15%	15%	45%
총합		1150%	460%	180%	180%	195%	195%	195%	2555%

자료: 보험저널, iM증권 리서치본부

그림42. 계약체결비용 한도 규정 - 1200%룰과 마찬가지로 보험사-GA 및 GA-설계사 관계에 모두 적용



자료: iM증권 리서치본부

GA 설계사에 대해서도
계약체결비용 한도 및 분급
규제 적용 가능한 범위
내에서 선지급 등 추진할
것으로 예상하며 현금흐름
미스매치 나타날 전망

GA의 Total 판매수수료 수취 시점이 분급제 시행에 따라 이연될 예정이며 과거 1200%룰과 달리 계약체결비용 한도 및 분급 규제가 보험사-GA간 관계뿐만 아니라 GA-GA 소속 설계사까지 적용되는 점을 감안했을 때 향후 GA들의 핵심 관건은 변화된 현금흐름 속에서 조직 규모를 어떻게 유지하고 확대할 것인지 여부가 될 것으로 전망한다.

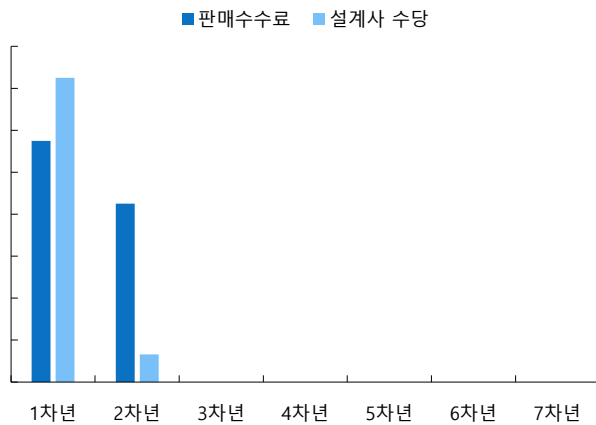
기본적으로는 1200%룰 확대 적용에 따라 GA가 규제차익으로 누리왔던 선지급 등 수수료를 측면의 이점이 사라진 상황이다. GA가 소속 설계사의 이탈을 방지하기 위해서는 1) 정착지원금 축소, 오버라이딩 시책 배분 구조 변경 등을 통해 월 초보험료의 1200% 범위 내에서 초년도에 설계사에게 직접적으로 지급할 수 있는 수당 규모를 최대한 확보하는 가운데 2) 계약체결비용 중 선지급 재원으로 할당된 규모 범위 내에서 최대한 선지급 수당을 지급하는 등 이전 수준과 최대한 유사한 수준에서 설계사에게 직접적으로 귀속되는 수입을 보전하기 위한 노력이 필요할 것으로 예상된다.

이를 감안하면 향후 GA는 지급 가능한 선지급 재원 중 월초보험료의 1200%에 가까운 규모를 1차년도에 지급하고 나머지 금액을 13차월 이후에 지급하는 등 형태로 최대한 현재 지급 구조와 유사한 배분 구조를 보일 것으로 예상하며 이러한 배분구조가 GA의 리쿠르팅 실적을 좌우할 것으로 예상된다. GA들이 1) 전속조직과 달리 수취한 수수료를 활용하여 전산비, 영업 지원인력 인건비 등 공통비용을 부담해야 하며 2) 분급으로 인해 수수료 수취 시점이 이연될 것으로 예상되는 점을 감안하면 지급 가능한 범위 내에서 최대한 선지급 수당을 지급하기 위해서는 자체자금 활용이 일부 필요할 것으로 예상된다.

다만 현행 기준으로 판매수수료 수취 및 설계사 수당 지급이 마무리되며 마진이 결정되는 시점이 2차년도 전후인 것과 달리 분급 시행 이후로는 보다 장기간에 걸친 수수료 수취가 요구될 것으로 예상되는 점(4년분급의 경우 약 3차년도로 추정, 7년분급의 경우 약 5차년도로 추정)을 감안하면 해당 시점까지 도달하는 과정에서 전반적인 현금흐름과 이익 측면의 압력이 높아질 전망이다.

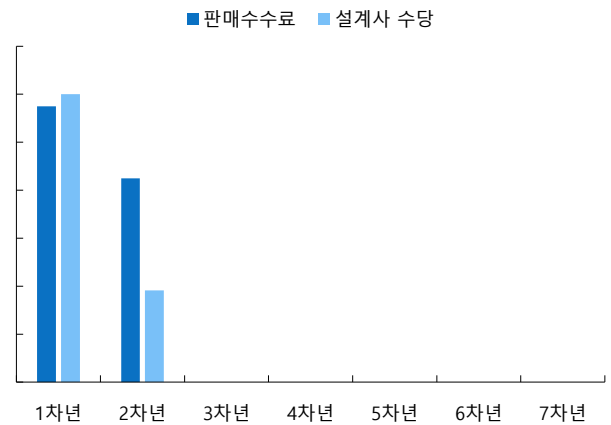
이에 더해 1) 이론상 전체 수취하는 총량 규모가 확대되더라도 계약의 해지 등에 따른 환수 등 영향으로 전체 수수료 규모가 축소될 수 있으며 2) 통상적으로 GA 등 판매채널의 중장기 유지율이 저조한 점을 감안했을 때 실질적으로 GA가 수취하는 전체 수수료 총량은 이전 대비 축소될 가능성이 높다고 판단한다. 설계사 대상 선지급과 환수에 대한 리스크가 과거 대비 더욱 높아질 것으로 예상되는 만큼 내부통제 등에 대한 고민도 확대될 전망이다.

그림43. 수수료/수당 예시 - 1200%를 확대 적용 전 선지급 중심



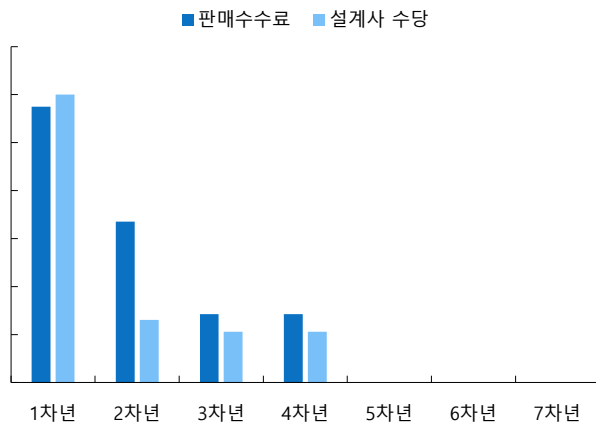
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림44. 수수료/수당 예시 - 설계사 1200%를 확대 적용 기준



자료: iM증권 리서치본부 추정

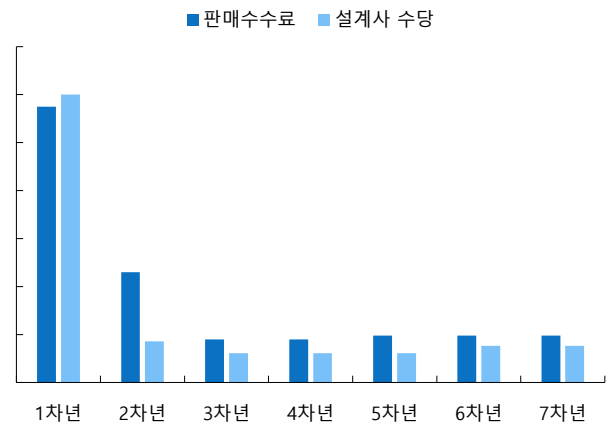
그림45. 수수료/수당 예시 - 4년 분급 가정



자료: iM증권 리서치본부 추정

주: 선지급수수료에 해당하는 항목을 1~2차년도에 모두 지급한다고 가정. 그 외 유지관리수수료 등 항목에 대해서는 일정 비율을 설계사 수당으로 지급한다고 가정

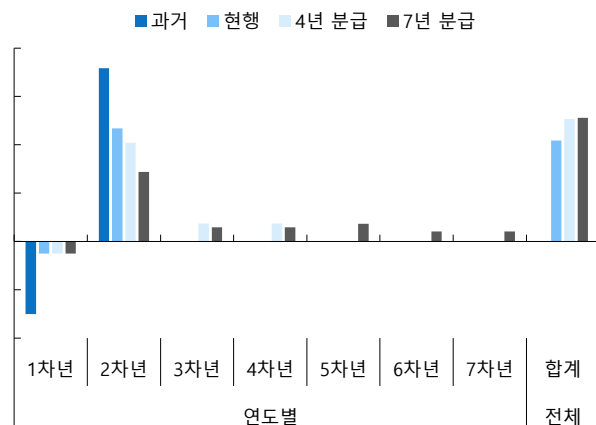
그림46. 수수료/수당 예시 - 7년 분급 가정



자료: iM증권 리서치본부 추정

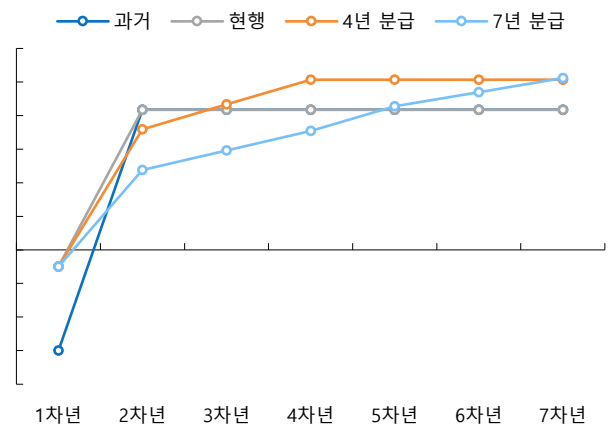
주: 4년분급 가정과 유사한 수수료/수당 가정 적용

그림47. 수수료/수당 예시 - Net Cash flow 추정



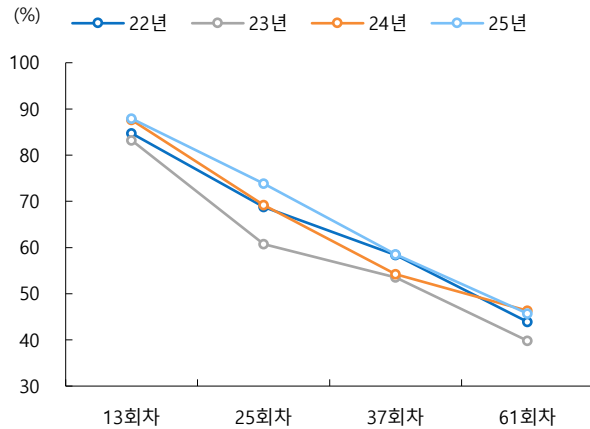
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림48. 누적 기준 GA 마진 추정(현금주의)



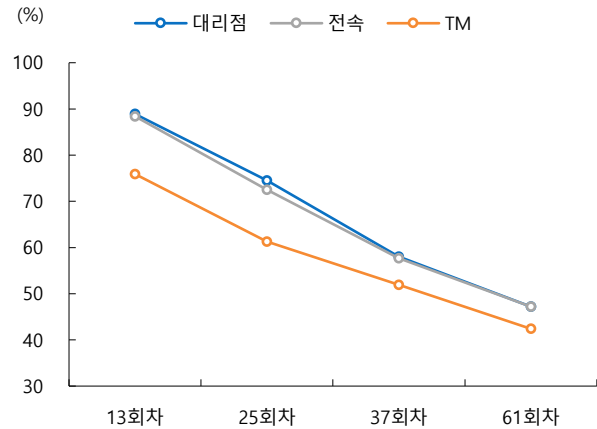
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림49. 보험계약 - 장기 계약 유지율



자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

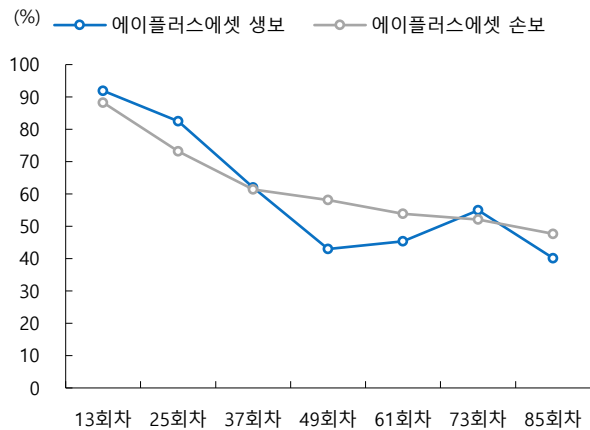
그림50. 25년 채널별 유지율 - 전속/GA 모두 유사



자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

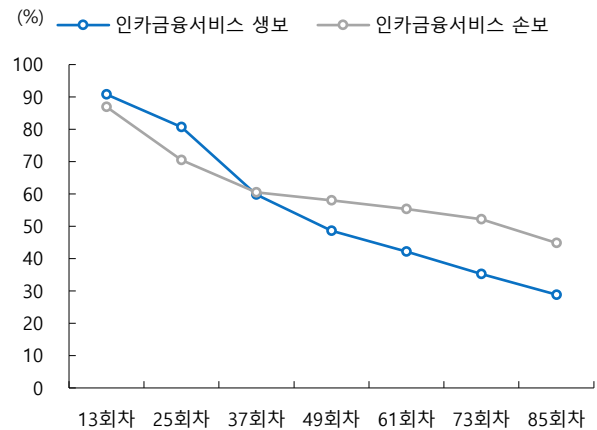
주: 방카, CM 등의 경우 저축성이나 자동차보험 등 비중 높아 제외

그림51. 에이플러스에셋 - 손/생보 유지율



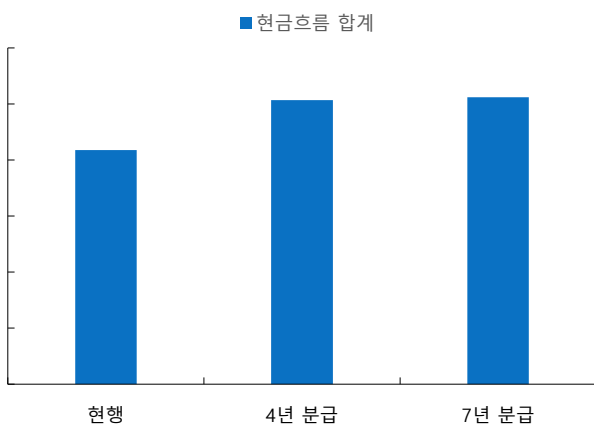
자료: 이클린보험서비스, iM증권 리서치본부

그림52. 인카금융서비스 - 손/생보 유지율



자료: 이클린보험서비스, iM증권 리서치본부

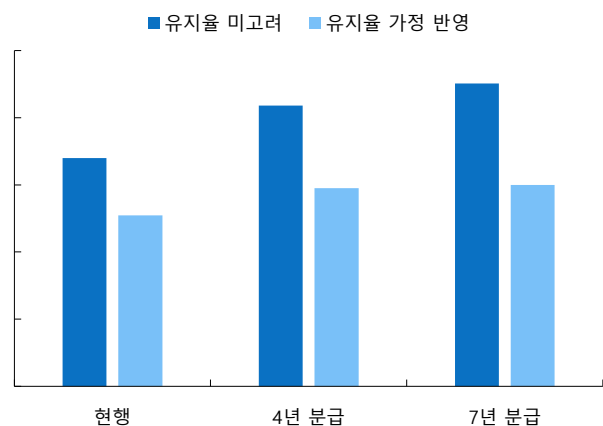
그림53. 전체 현금흐름 합계(상기한 가정 기준으로 산출)



자료: iM증권 리서치본부 추정

주: 당사 임의 추정치 기준. 유지율 및 환수율 가정 미반영

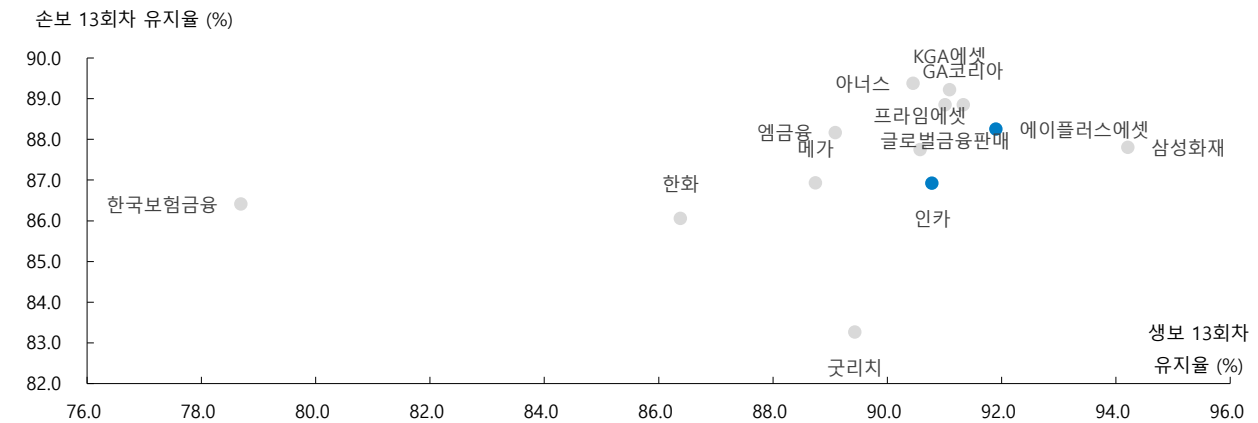
그림54. 판매수수료 - 유지율 가정 시 수수료 규모 축소 불가피



자료: iM증권 리서치본부 추정

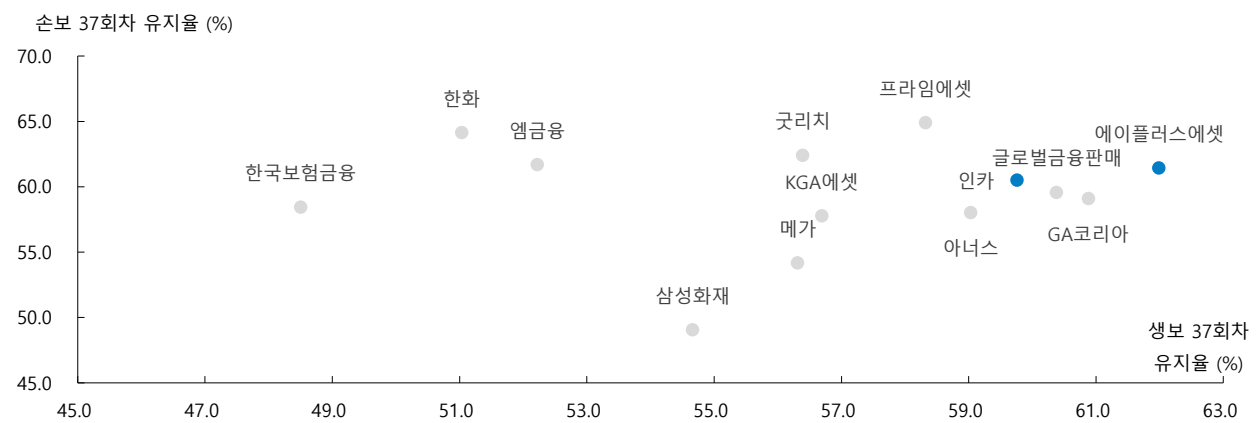
주: 유지율 가정은 업계 평균 유지율 바탕으로 임의로 적용. 계약 해지에 따른 환수율은 편의상 반영하지 않았음

그림55. 초대형 GA(설계사 5천명 이상) 기준 13회차 유지율 현황(2025년 말) - 현행 유지관리수수료 관련 유지율 지표



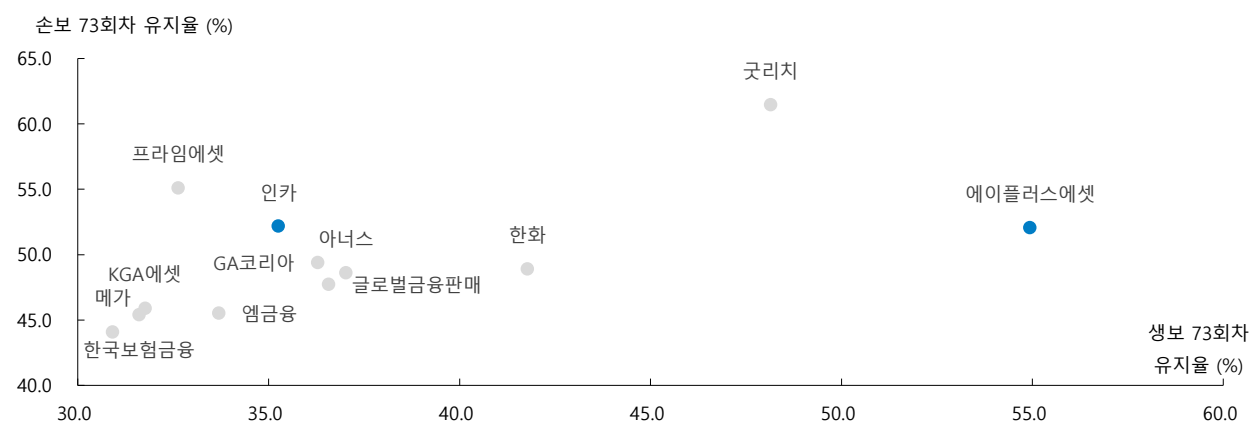
자료: 이클린보험서비스, iM증권 리서치본부

그림56. 초대형 GA(설계사 5천명 이상) 기준 37회차 유지율 현황(2025년 말) - 4년차 유지관리수수료 관련 유지율 지표



자료: 이클린보험서비스, iM증권 리서치본부

그림57. 초대형 GA(설계사 5천명 이상) 기준 73회차 유지율 현황(2025년 말) - 7년차 유지관리수수료 관련 유지율 지표



자료: 이클린보험서비스, iM증권 리서치본부

III. 대형 GA의 중장기적 경쟁력 강화 전망

1. Cash is King: 유동성 확보 역량이 제도 대응의 핵심

리쿠르팅 등 위해 자체자금
활용한 선지급 등 필요할
전망. 다만 수수료 수취
기간 증가되며 현금흐름
미스매치 확대되는 만큼
유동성 확보 역량 중요

기본적으로 GA는 자금을 투입하여 조직을 확대하고 규모의 경제를 달성함으로써 미래 현금흐름을 창출하는 비즈니스이다. 이러한 상황에서 1) 1200%를 확대 적용, 2) 분급 제도 시행 등 판매수수료 관련 대규모 제도 변화는 GA 업종 전반에 걸쳐 대규모 충격을 미칠 것으로 예상된다.

단기적으로는 28년 전후로 GA들의 현금흐름 미스매치가 심화될 전망이다. 현금 유입 흐름 측면에서는 27년부터 시행될 4년 분급 영향으로 2차년도 수수료가 3~4차년도로 이연될 것으로 예상되는 반면 현금 유출 흐름 측면에서는 설계사에 대한 수당 지급이 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 특히 1) 26년 7월부터 시행된 1200%를 확대적용에 따라 설계사에게 지급되는 수당의 선지급이 축소되는 대신 13차월 이후 지급 비중이 늘어날 것으로 예상되는 점과 2) 분급 시행 이후 리쿠르팅 등 측면에서 강점을 확보하기 위해서는 가능한 범위 내에서 선지급을 최대한 추진해야 할 것으로 예상되는 점을 감안했을 때 상대적으로 현금 유출 흐름 규모가 높은 모습이 유지될 것으로 예상된다.

이론상 판매수수료 총량이 규제 강화 전보다는 높아질 것으로 예상되는 만큼 상대적으로 37회차 이후 중장기 유지율 등 지표가 양호한 GA는 현금흐름 측면에서 중장기적으로는 기업가치가 더욱 높아질 전망이다. 다만 단기적으로는 현금흐름 미스매치로 인한 유동성 확보 이슈를 안정적으로 넘길 수 있어야 할 전망이다. 1) GA 대부분이 담보로 사용할 만한 자산이 부족하며 2) 미래 수취할 것으로 예상되는 수수료의 담보 설정 등도 어려운 점을 감안했을 때 은행 대출보다 지분투자, CB 등 다양한 형태의 투자 유치를 통한 자금 조달 등이 관건이 될 전망이다. 전략적인 판매 채널 제휴 확대를 추진하는 보험사 등 중심으로 지분 투자 등 행동이 확대되는 모습이 나타날 것으로 예상된다.

이러한 국면에서 상대적으로 보유 중인 현금이 많고 규모의 경제에 따라 간접비용 부담이 적으며 외부 투자 유치 등을 통한 자금 조달이 용이한 대형 GA가 상대적으로 유리한 모습이 나타날 것으로 전망한다. GA 업종 전반적으로 어려움이 가중될 것으로 예상되는 국면에서 중소형 GA의 경우 더욱 어려움이 가중될 것으로 예상되는 점을 감안하면 향후 대형 GA 중심으로 M&A가 활성화되는 모습이 나타날 것으로 전망한다. 1200%를 확대 적용에 따라 경력설계사에 대한 리쿠르팅이 어려워진 점을 감안하면 대형 GA 입장에서 조직 확대 측면에서 충분히 M&A를 활용한 판매채널 내 경쟁력 강화를 추진해볼 수 있다고 판단한다.

2. 과거 1200%를 도입 초기와 유사한 흐름 전망

2021년 1200%를 도입과 유사하게 적극적인 자금 확보 및 조직 확대 가능한 GA는 향후 시장 지배력 및 실적 더욱 높아질 전망

이번 제도 변경은 1) 단기적인 현금유입흐름 축소(판매수수료 감소), 2) 계약 유지 시 기대 가능한 리턴 증가, 3) 상대적으로 유연하게 조정하기 어려운 비용(설계사 수당) 등 측면에서 과거 21년도 1200%를 최초 도입과 유사하다고 판단한다.

당시에도 GA 업종 전반적으로 매출 감소, 이익 부진 등 업황 어려움이 나타났으나 적극적으로 자금을 확보하고 조직 규모를 확대했던 대형 GA의 경우 이후 이 연수수료가 유입되는 시점에 매출과 이익이 큰 폭으로 개선되며 시장 지배력과 실적이 더욱 높아지는 모습이 나타난 것을 확인할 수 있다.

향후에도 현금흐름 미스매치 구간을 안정적으로 넘긴 회사 중심으로 전반적인 GA 시장 내 대형화와 과점화가 심화될 것으로 전망한다. 생존한 GA의 경우 중소형 GA 인수를 바탕으로 판매채널 내 영향력이 더욱 확대될 것으로 예상하며 보험사와의 협상력 등에 있어 우위를 확보할 수 있을 것으로 예상된다.

다만 대형 GA의 경우에도 각각이 처한 환경은 다르다고 판단한다. 대표적으로 연합형 GA 등의 경우 대형사라도 다수의 사업단/지사가 각각 자율적인 운영 권한 등을 보유하고 본사에 일정 비율만 지급하는 조직 형태를 가지고 있음을 감안하면 실질적인 자금 조달 이슈는 회사가 아닌 개별 사업단/지사 등에서 이뤄져야 할 것으로 예상된다.

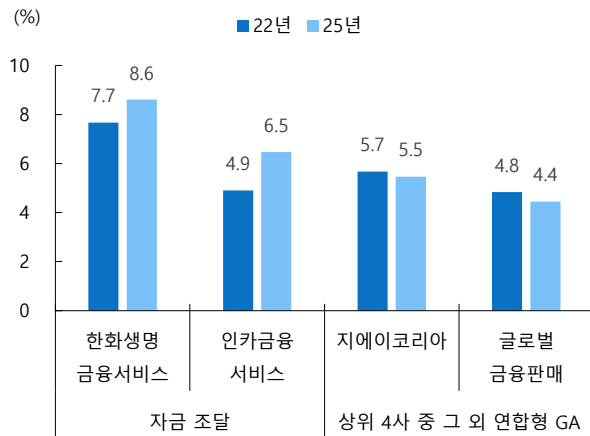
상대적으로 자금 조달 이슈 및 지사장 등에 대한 오버라이딩 배분 구조 등 측면의 문제점이 확대될 것으로 예상된다. 직영 비중이 높은 GA의 경우에도 현금 유입 흐름이 축소되는 구간에서 지속적으로 발생하는 간접비용의 부담과 관련된 이슈가 높아질 것으로 예상된다. 반면 회사 차원의 자금 조달 등은 연합형 등 대비 상대적으로 유리할 것으로 전망한다.

표8. GA 상위 4사 자금 조달 내역

GA	거래 상대방	시기	투자 규모
인카금융서비스	메리츠증권, 메리츠캐피탈	2023년 3월	주식담보대출로 500억원 조달
한화생명금융서비스	한투PE	2023년 9월	CPS 발행 통해 1,000억원 조달

자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

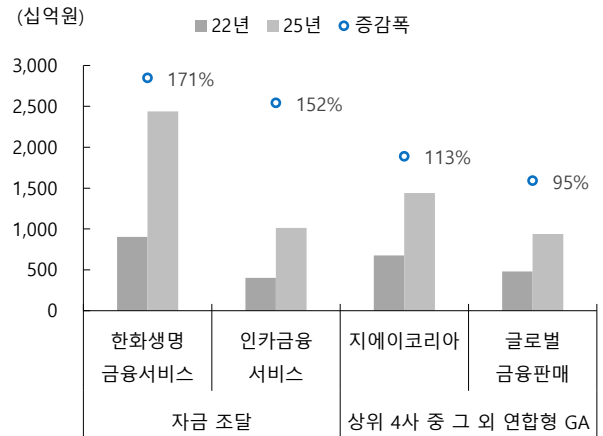
그림58. 상위 4사 - 설계사 기준 GA 시장 점유율 추이



자료: 이클린보험서비스, 금융감독원, iM증권 리서치본부

주: 각사 설계사 수를 금감원 기준 대리점 설계사 수로 나누어 점유율 산정

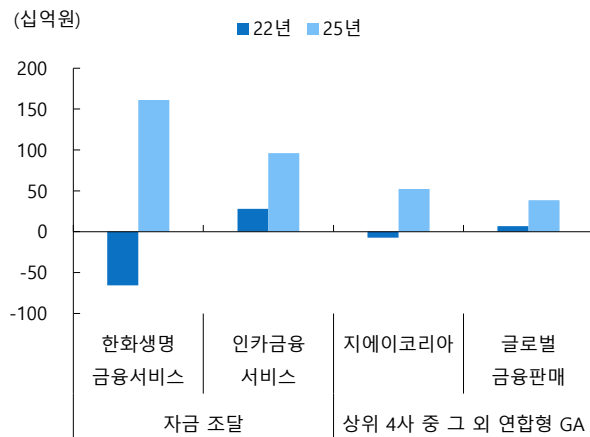
그림59. 상위 4사 - 매출액 추이 및 증감률



자료: Dart, iM증권 리서치본부

주: 설계사 수 기준 상위 4사

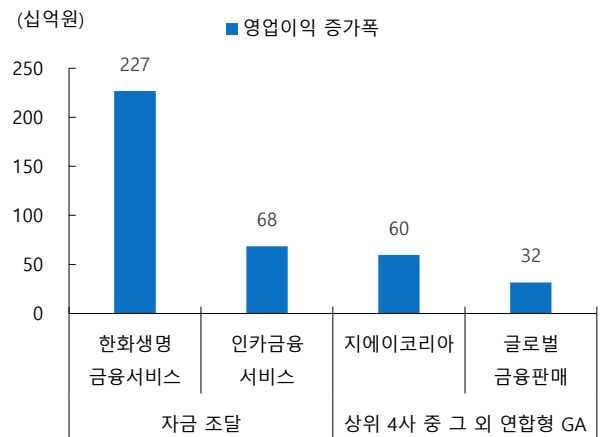
그림60. 상위 4사 - 영업이익 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

주: 설계사 수 기준 상위 4사

그림61. 상위 4사 - 영업이익 증가 폭



자료: Dart, iM증권 리서치본부

주: 설계사 수 기준 상위 4사

3. 전속채널과의 경쟁 심화 예상하나 GA 경쟁력 지속 전망

전속 채널 경쟁력 높아질 것으로 예상되나 GA 채널 니즈 지속되며 일정 수준의 경쟁력 계속될 전망

전반적인 제도 변화에 따라 전속 채널의 경쟁력이 높아지는 모습이 나타날 전망이다. 과거 GA가 전속 채널 대비 우위를 보유했던 것은 1) 다양한 회사의 상품을 취급할 수 있는 가운데 2) 선지급 등 수당 측면의 이점을 가져갈 수 있었기 때문이다. 특히 1200%를 초기 시행 이후 선지급 측면의 규제차익을 누릴 수 있던 점이 조직 확대 및 리쿠르팅 측면에서 강점으로 작용하며 시장 내 영향력을 확대하는데 기여했다고 판단한다. 다만 1) 1200%를 확대적용 및 2) 분급 및 계약체결비용 규제 도입 및 GA 소속 설계사에 대한 준용 등을 감안했을 때 과거와 같은 규제차익을 확보하기 쉽지 않을 것으로 예상된다. 상대적으로 전속 채널의 경쟁력이 이전보다 높아질 것으로 예상되는 만큼 전반적인 리쿠르팅 등 측면의 경쟁이 심화될 것으로 예상되며 실제로 주요 보험사들을 중심으로 전속 채널을 강화하는 움직임이 나타나고 있다.

다만 여전히 GA의 판매채널 내 경쟁력은 지속될 것으로 전망한다. 과거 제판분리 트렌드가 나타났던 주요 요인은 보험사 입장에서 1) 고정비용 축소, 2) 사업비를 쓰면 확실하게 늘어나는 신계약 물량을 기대할 수 있는 가운데 소비자 입장에서 다양한 상품군 비교가 가능하며 설계사도 특정 상품 외에 다양한 상품을 다룰 수 있다는 점에서 전속채널과 차별화된 강점이 존재하기 때문이다. 또한 기존 제판분리 트렌드가 나타나던 주요 원인이 1) 보험사의 전속채널 유지를 위한 고정비 절감, 2) 비용 투입 시 즉각적인 매출 확대가 가능하다는 점에 있는 점을 감안하면 GA 채널의 경쟁력은 일정 수준 계속될 전망이다.

표9. 주요 중소형보험사 - 26년 중 전속설계사 확대 추진

회사 명	26년 전속설계사 확대 관련 내용
동양생명	- 정기 주주총회에서 전속 설계사를 매달 100명씩 확보하겠다는 목표 제시 - 과거 3년간 연간 100여명 수준으로 설계사 확대하던 것과 달리 공격적인 조직 확대
KDB생명	- 월평균 신인 FC 위축 인원을 전년 대비 2배 가까이 확대하며 전속 채널 확대
ABL생명	- GA 마케팅 강화 대신 전속 바탕으로 유지율 확대 목표 - 26년 말 3,000명, 27년 4,000명 전속 설계사 확보 목표
→ 기존 GA 의존도 높던 중소형 보험사 중심으로 판매수수료 규제와 맞물려 전속채널 강화 추진	

자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

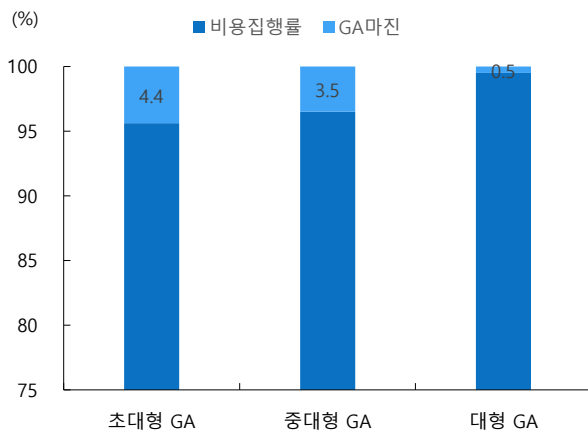
4. 단기적 충격 해소 시 더욱 높아질 기업가치 영향 예상

대형 GA의 경우 유동성
미스매치 구간 통과 시
기업가치 개선 기대 전망

현재 규모의 경제가 충분히 확보되어 있는 대형 GA의 경우 향후 판매수수료 제도 개편에도 충격이 제한적일 것으로 예상된다. 기본적으로 규모의 경제를 바탕으로 간접비용을 최대한 녹여내며 비용효율성을 확보하고 있는 만큼 중하위사 대비 상대적으로 재무적 버퍼가 충분할 것으로 예상되는 점을 감안했을 때 유동성 미스매치가 예상되는 구간(4년 분급 시행 후 2차년도인 2028년, 7년 분급 시행 후 3~4차년도인 2031~2032년)을 안정적으로 넘길 경우 1) 중소형 GA 인수를 통한 조직 확보 기회 및 2) 중장기 이연 수수료 확대 등을 바탕으로 기업가치 개선을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

특히 고금리 환경 등에 따라 자영업 등을 중심으로 어려움이 가중되고 있는 점을 감안했을 때 폐업 자영업자 등을 중심으로 상대적으로 진입 장벽이 낮은 설계사에 대한 신규 인력 유입이 지속적으로 확대될 수 있을 것으로 예상된다. 이를 감안했을 때 체계적인 교육 과정 등 인프라를 보유하고 있으며 신인 설계사를 대상으로 양질의 DB 제공이 가능한 주요 대형 GA는 지속적인 조직 확대에 기반한 이익체력 제고를 추진할 수 있을 것으로 전망한다.

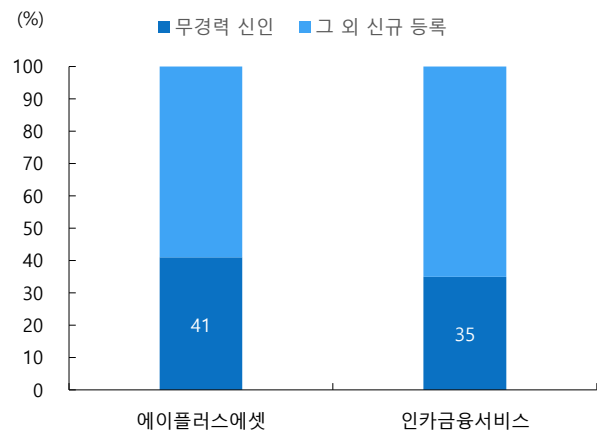
그림62. 규모가 커질수록 비용 측면의 효율성이 높아지는 GA



자료: 각사, iM증권 리서치본부

주: 현대홈쇼핑, GS리테일, CJE&M, SK M&S는 제외하고 산정

그림63. 상장 GA - 신규 등록자 중 무경력 신인 비중



자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

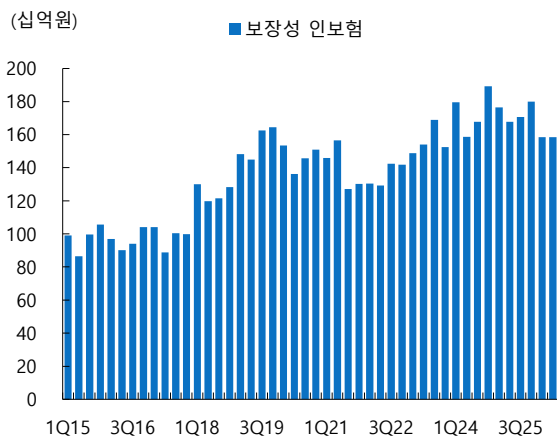
최근 원수사 신계약 축소
등 환경은 부정적이나 현재
대비 추가적인 축소 우려는
제한적일 전망

다만 단기적으로는 제도 이슈 외에도 전반적인 업황이 어려워지는 흐름이 나타날 것으로 예상된다. 가장 큰 이유로는 IFRS17 회계기준 도입 이후 큰 폭으로 확대된 원수사들의 신계약 물량이 다시 축소되는 흐름이 나타나고 있는 점을 제시한다. 지속적인 1) 보험금 예실차 악화 및 2) CSM 가정 조정 심화 등 영향이 나타나고 있으며 3) 신계약 확대에 의한 해약환급금준비금 증가 등 영향으로 배당가능이익이 제한되는 모습이 나타남에 따라 메리츠화재 등 일부 회사를 제외한 원수사 전반적으로 보험료를 인상하고 언더라이팅을 강화하며 수익성을 제고함에 따라 신계약 물량이 축소되고 있다. 기본적으로 신계약 판매 확대를 통해 고정적인 간접비용을 최대한 녹여내야 하는 규모의 경제에 기반한 GA 산업의 특성을 감안했을 때 제도 이슈 및 신계약 물량 축소에 따른 현금흐름 관련 압력이 확대되는 점은 다소 부정적이라고 판단한다.

그럼에도 전속채널과 달리 고정비용 지출 없이도 자금을 투입하면 그대로 물량을 확대할 수 있다는 GA채널의 특성을 감안하면 여전히 전속채널과 차별화되는 뚜렷한 강점은 지속될 수 있다고 판단한다. 단기적으로는 원수사들의 수익성 제고를 위한 언더라이팅 강화 등 영향으로 신계약 둔화 기조가 이어질 수 있겠으나 1) 고금리 환경에서 보다 높은 신계약 CSM 배수를 기대할 수 있으며 2) 지속가능한 CSM 잔액의 성장을 위해 일정 수준의 신계약 확대가 지속적으로 요구될 것으로 예상되는 점을 감안했을 때 현재 수준 대비 큰 폭으로 신계약이 축소되지는 않을 것으로 예상된다.

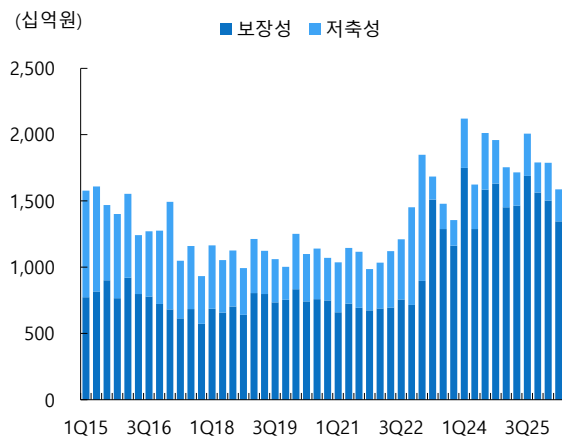
특히 27년~28년의 경우 1) 과거 22년 말~23년 초에 걸쳐 판매한 고금리 저축성 보험의 만기(5년)가 도래하고 2) 23년 중 판매가 큰 폭으로 확대되었던 단기납 종신 중 5년납 상품의 납입기간 종료로 순차적으로 도래할 것으로 예상되는 만큼 생보사 중심으로 유동성 확보를 위한 신계약 확대 니즈가 높아질 수 있는 만큼 GA채널 등에 대한 수요가 일정 수준 지속될 수 있다고 판단한다.

그림64. 손해보험사 - 신계약 월초보험료 추이



자료: 각사, iM증권 리서치본부
주: 커버리지 4사+메리츠화재 합산 기준

그림65. 생명보험사 - 신계약 APE 추이



자료: 각사, iM증권 리서치본부
주: 커버리지 2사 합산 기준

5. 상장 GA 분석

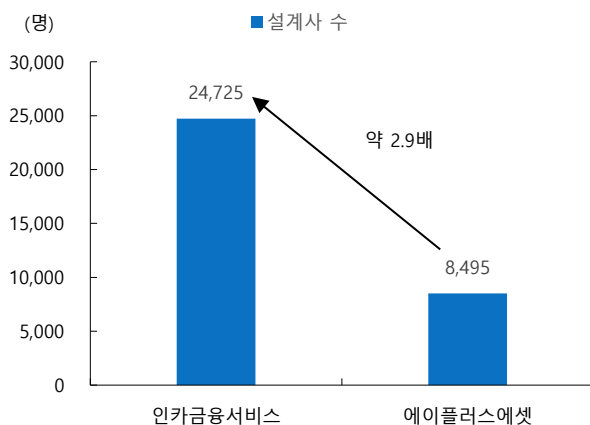
상장 GA 2사는 대형사로
제도 대응력 갖춰져 있다고
판단. 기업가치 측면에서
직접적 비교는 수익/비용
인식 기준의 차이로 어려움

현재 상장된 GA로는 에이플러스에셋과 인카금융서비스가 존재하며 모두 어느정도 대형화가 이뤄져 있다는 점에서 제도 대응력이 어느정도 갖춰져 있다고 판단한다. 다만 기업가치 가늠에 있어서는 두 회사가 동일한 업을 영위하고 있음에도 직접적인 비교는 다소 쉽지 않을 것으로 예상되는데 두 회사가 수익과 비용을 인식하는 기준이 서로 다소 차이가 존재하기 때문이다.

대표적으로 인카금융서비스의 경우 보험판매수입수수료에 대해 1) 보험계약 유지에 따른 환수 의무가 없는 수입수수료에 대해서는 현금이 유입되는 시점에 수입으로 인식하고 2) 보험계약 유지에 따른 환수 의무가 존재하는 경우 유지 기간에 걸쳐 수익을 인식하고 있다고 언급하고 있다. 통상적으로 생보 상품의 환수 기준이 약 18회차인 점을 감안하면 약 1년~1년 반에 걸쳐 수익이 나타날 것으로 추정된다. 비용단의 보험판매지급수수료 관련 선급비용에 대해서도 수익 인식 기간에 걸쳐 비용으로 인식하고 있다고 언급하고 있다.

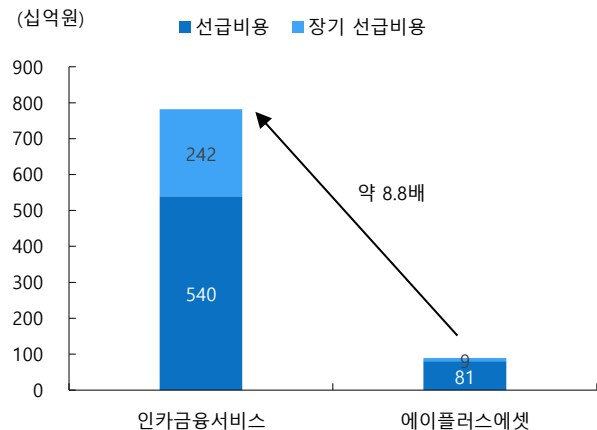
에이플러스에셋의 경우는 보험판매지급수수료를 보험판매수입수수료를 인식하는 방법과 일관되게 비용으로 인식하고 있다는 내용 외에는 구체적인 내용이 없다. 다만 2Q26 기준 인카금융서비스의 설계사 수가 에이플러스에셋의 약 2.9배인 반면 선급비용 규모는 약 8.8배에 달하고 있음을 감안하면 상대적으로 인카금융서비스보다 현금주의에 가까운 형태로 수익과 비용을 인식하고 있다고 판단한다. 따라서 계약 1개에서 궁극적으로 GA가 인식하는 매출은 인식 기준과 관계없이 동일하겠으나 지속적으로 신계약 판매가 발생하고 있는 만큼 실적 등에 있어 차이가 나타날 것으로 예상된다. 특히 1200%를 확대 적용 전 GA 소속 설계사에 대해 상대적으로 높은 선지급 비중이 나타나는 구간에서 이러한 영향이 더욱 크게 나타났을 것으로 추정된다.

그림66. 상장 GA - 설계사 수 비교(2Q26 기준)



자료: 각사, iM증권 리서치본부

그림67. 상장 GA - 선급비용 비교(2Q26 기준)



자료: 각사, iM증권 리서치본부

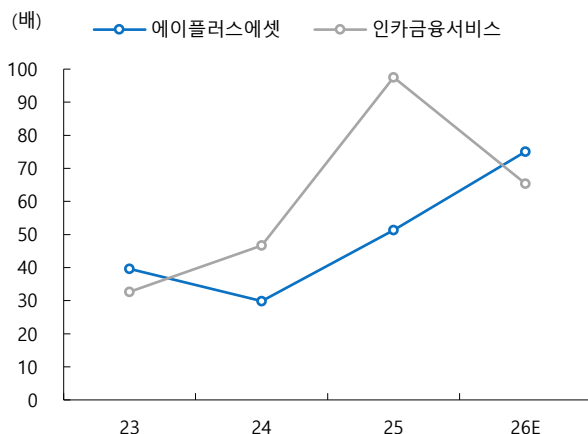
GA Valuation 판단의 핵심
지표로 각사 월초보험료와
PSR 지표 등을 제시

이를 감안했을 때 GA 업종 전반적인 기업가치 판단에 있어 다소 다른 관점의 접근이 필요할 전망이다. 두 상장 GA의 매출과 비용의 인식기준을 감안했을 때 신계약에서 발생한 최종 마진이 이익으로 반영되는 시점이 각각 다를 것으로 예상하며 이에 따라 이익을 기반으로 하는 PER과 누적된 이익을 기반으로 하는 PBR에 기반한 Valuation에 있어 한계가 존재할 것으로 예상되기 때문이다.

이에 따라 두 회사의 기업가치를 판단하는 핵심 지표로 1) 각 회사가 취급한 월초보험료와 2) 비용 대비 상대적으로 GA가 취급한 신계약과 비례적으로 증가하는 매출 등 신계약과 직접적으로 관련된 항목을 기준으로 하는 방법을 제시한다. 기본적으로 보험사가 신계약 판매에 따라 지급하는 수수료의 경우 GA의 규모나 판매 효율성 지표(불완전판매, 유지율 등)에 따라 어느정도 차이는 있겠으나 현재 상장 GA와 같은 초대형 GA에 있어서는 대체로 대동소이할 것으로 예상되며 GA가 설계사에게 지급하는 수당 등의 경우에도 리쿠르팅 경쟁 등을 감안할 때 어느정도 유사한 수준을 보일 것으로 예상되는 만큼 전반적인 조건 등이 유사할 것으로 전망한다. 직영 GA와 연합형 GA 등 조직 형태에 따라 배분 구조 등 차이가 있을 수 있으나 영업 지원 등 간접비용으로 반영되는 항목을 감안하면 대체로 신계약 판매에 따른 최종적인 마진은 초대형 GA의 경우 회사별로 유사한 수준을 기록할 것으로 추정된다.

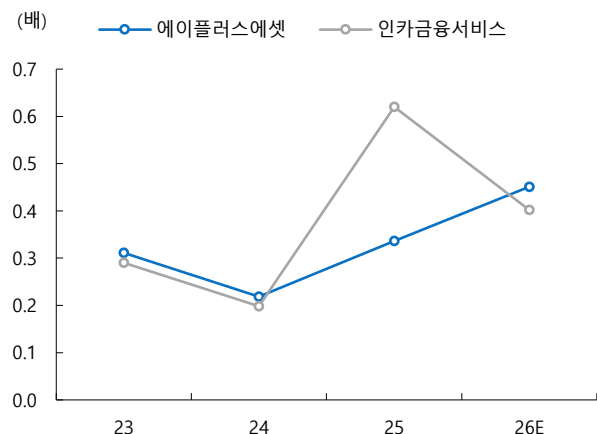
따라서 월초보험료 기준 기업가치를 살펴보면 보험저널 자료를 기준으로 26년 누계 기준 인카금융서비스는 월평균 약 77억원(생보 약 41억원, 손보 약 35억원), 에이플러스에셋은 월평균 약 42억원(생보 약 24억원, 손보 약 18억원)으로 각 회사의 월초보험료 대비 시가총액 배수는 약 70배 내외에서 유사한 수준을 적용받고 있다. PSR 기준으로 26년 상반기 기준 주당매출액(연율화 기준)은 인카금융서비스가 약 25,400원, 에이플러스에셋이 약 30,700원으로 전일 종가 기준 PSR이 약 0.4~0.5배 내외로 유사하다는 점을 감안하면 두 회사 중 과도하게 Overvalue되거나 Undervalue 된 회사는 없는 상황이라고 판단한다.

그림68. 시가총액/월평균 월초보험료 배수 - 두 회사 모두 유사



자료: 보험저널, 각사, iM증권 리서치본부 추정

그림69. PSR - 현재 가격 기준 두 회사 모두 유사한 수준 기록 중



자료: 각사, iM증권 리서치본부 추정

과거 한화생명금융서비스
거래 사례 참고 가능

절대적 밸류에이션 관점에서 참고해볼 수 있는 사례로 한화생명금융서비스를 제시한다. 한화생명금융서비스의 경우 23년 9월에 한투PE로부터 CPS 11.1%에 대해 1천억원의 투자를 유치했으며 이후 25년 11월에는 해당 지분을 다시 주당 약 25,693원에 매입하여 완전자회사로 전환하는 모습이 나타났다. 각 거래에서 한화생명금융서비스는 약 9천억원, 1.15조원으로 기업가치를 평가받은 것으로 추정되며 이를 기준으로 상장 GA 2개사의 밸류에이션을 가늠해볼 수 있다고 판단한다.

한화생명금융서비스의 23년 연간 월평균 월초보험료는 생/손보 합산 약 118억원을 시현했으며 25년의 경우 약 146억원 수준에 달한다. 상기한 거래에서 추정되는 기업가치에 대해 월초보험료 대비 배수를 구해보면 23년 약 76배, 25년 약 79배 수준의 배수에서 거래된 것으로 추정된다. 이를 바탕으로 상장 GA의 기업가치를 추정할 경우 1) Target 시점의 월초보험료에 2) 한화생명금융서비스 Case Study를 통해 도출한 월초보험료 대비 기업가치 배수를 적용하는 형태로 도출해볼 수 있다고 판단한다. 다만 1) 27년 월초보험료 추정치에 대한 높은 의존도, 2) 현재 생/손보 통합 월초보험료를 사용하고 있으나 실질적으로는 각 계약별 환산율 등이 달라 실질적인 현금흐름 등에 있어 차이가 발생할 수 있는 점, 3) 판매수수료 제도 강화 관련 불확실성, 4) 비상장 회사에 대한 거래에 기반한 가치평가 방법이라는 점 등 다양한 이슈에 대한 고민이 필요할 전망이다.

향후 투자 판단 시 각 회사
특징 등을 고려하여 접근

향후 투자 판단에 있어서는 각 회사의 특징이 중요할 전망이다. 조직 구조를 살펴보면 1) 인카금융서비스는 기업형 GA 중 상대적으로 지사 비중이 높고 적극적인 설계사를 확보하며 영업력 측면의 강점을 보유하고 있으며 2) 에이플러스에셋의 경우에는 최근 독립채산제 비중을 확대하고 있으나 직영 비중이 높고 유지율 등 지표를 안정적으로 관리하는 모습이 나타나고 있다. 이를 감안하면 판매수수료 제도 이후로도 보험사의 신계약 확대에 대한 니즈가 지속되며 영업 레버리지의 중요성이 부각되는 경우에는 인카금융서비스가, 보험사가 물량을 조절하는 모습이 지속되며 계약 관리의 중요성이 높아지는 구간에서는 상대적으로 내부 통제 및 유지율 등 지표에 강점을 보이는 에이플러스에셋이 유리할 것으로 예상된다.

그림70. 보험판매수수료 세부 구성 - 환산율과 지급률이 높은 상품에 대한 판매 수요 높음



표10. 주요 보험상품 환산율 예시

보험사	상품	3년납	5년납	7년납	10년납	12년납	15년납	20년납	30년납
A 생보	α 암보험(무배당)	-	45%	60%	85%	-	125%	180%	180%
	β 중신보험 (무배당, 100만원 이상)	-	60%	80%	120%	140%	160%	180%	-
B 손보	γ 간편보험(강신형)	-	-	-	120%	-	-	240%	240%
	δ 운전자보험(연만기)	60%	100%	-	155%	-	195%	225%	-

자료: iM증권 리서치본부

표11. 한화생명금융서비스 - 과거 거래사례 분석

거래 상대방	거래 시기	거래금액(억원) (A)	거래지분(%) (B)	지분가치(억원) (C=A/B)	월초보험료(억원) (해당년 월평균)	생보 월초보험료 (억원)	손보 월초보험료 (억원)	지분가치/월초 (배수)
한투PE	2023년 9월	1,000	11.1%	9,000	118	108	10	76.4
	2025년 11월	1,285	11.1%	11,562	146	135	12	78.9

자료: 보험저널, iM증권 리서치본부

표12. 상장 GA 밸류에이션 - 한화생명금융서비스 거래 사례 및 설계사 가정에 기반한 추정

회사	항목(명, 백만원)	24	25	26E	27E		
					설계사 4% 증가	설계사 7% 증가	설계사 10% 증가
에이플러스에셋	설계사 수(연평균)	4,866	6,516	7,801	8,113	8,347	8,581
	월초보험료(월평균)	3,338	3,940	4,165	4,332	4,457	4,582
	생보	2,033	2,256	2,389	2,484	2,556	2,627
	손보	1,304	1,684	1,777	1,848	1,901	1,954
	인당 생산성(월초보험료)	0.69	0.60	0.53	0.53	0.53	0.53
	생보	0.42	0.35	0.31	0.31	0.31	0.31
	손보	0.27	0.26	0.23	0.23	0.23	0.23
	시가총액(백만원)	99,700	202,113	312,664			
	기업가치 추정(백만원)				341,980	351,845	361,709
	25년 11월 한금서 멀티플 Upside (%)				78.9 9.4%	78.9 12.5%	78.9 15.7%
인카금융서비스	설계사 수(연평균)	15,724	18,806	22,951	23,869	24,557	25,246
	월초보험료(월평균)	6,169	6,749	7,683	7,991	8,221	8,452
	생보	3,119	3,520	4,141	4,307	4,431	4,556
	손보	3,050	3,229	3,542	3,684	3,790	3,896
	인당 생산성(월초보험료)	0.39	0.36	0.33	0.33	0.33	0.33
	생보	0.20	0.19	0.18	0.18	0.18	0.18
	손보	0.19	0.17	0.15	0.15	0.15	0.15
	시가총액(백만원)	288,241	658,175	502,489			
	기업가치 추정(백만원)				630,837	649,034	667,231
	25년 11월 한금서 멀티플 Upside (%)				78.9 25.5%	78.9 29.2%	78.9 32.8%

자료: 보험저널, iM증권 리서치본부 추정

주 1: 26E 설계사 수는 7월 누계 연평균 수치 사용

주2: 26E 인당 생산성은 3Q25~2Q26 각 분기 평균 설계사 수 대비 해당 기간 월초보험료 생산성을 기준으로 산정

주3: 26E 시가총액은 2026년 9월 9일 기준



기업분석

인카금융서비스 (211050)

다수 설계사와 영업력에 기반한 높은 경쟁력

에이플러스에셋 (244920)

설계사의 높은 생산성. 본업 외는 지켜봐야

인카금융서비스 (211050)

2026.09.10

다수 설계사와 영업력에 기반한 높은 경쟁력

[금융] 설용진
2122-9159 s.dragon@imfnsec.com

대규모 설계사에 기반한 영업력

인카금융서비스는 과거부터 적극적으로 설계사 수를 확대하며 이익기반을 확충하는 모습이 나타났다. 동사 설계사 수는 2016년 말 기준 설계사 수 7,185명에서 26년 상반기 말 기준 23,602명까지 큰 폭으로 증가했으며 전체 GA 중 2위에 달하는 수준까지 확대되었다. 다른 대형 GA가 자회사형 GA(취급 상품 편중), 연합형 GA(낮은 통제력 등)인 것과 달리 동사의 경우 직영+사업가형 모델로 본사의 지원 및 높은 인센티브 체계를 바탕으로 적극적인 조직 규모 확대 및 영업력 제고를 추진하는 모습이 나타났다. 이러한 높은 영업력을 바탕으로 과거 21년 1200%를 최초 도입 당시에도 다른 GA의 매출 감소가 나타났던 것과 달리 동사의 경우 오히려 매출 개선 및 이익 증가 추세가 지속되는 모습이 나타났다. 향후 판매수수료 제도 강화에도 이러한 영업력 등을 바탕으로 안정적으로 실적을 방어할 수 있을 것으로 전망한다. 업계 내 높은 판매 실적을 감안할 때 과거 23년 메리트로부터 차입을 통해 선지급 재원을 마련했던 것과 유사하게 투자를 통해 유동성을 확보하는데 어려움은 없을 것으로 전망한다.

한편 현재 계약부채를 상회하는 선급비용 규모 등을 감안할 때 최근 보험업종 전반적으로 나타나고 있는 신계약 둔화로 인한 영향은 다소 높을 것으로 예상된다. 다만 과거 동사의 매출 비중을 살펴보면 4Q24를 기준으로 과거 높은 비중을 차지하던 '한 시점에 이전하는 서비스' 관련 수익 규모가 줄어들고 이후 '기간에 걸쳐 이전하는 서비스' 관련 수익 규모가 확대되는 모습이 나타났는데 전반적인 수수료율 체계에서 1차년도 비중을 축소하고 이연을 통해 인식하는 분급 비중을 높였던 영향이라고 판단한다. 이를 감안하면 전반적인 이연 수수료를 바탕으로 향후 비용 부담을 충분히 상쇄할 수 있을 것으로 전망한다.

2026E 별도 순이익 839억원(+22.1% YoY) 전망

인카금융서비스의 26E 별도 순이익은 839억원(+22.1% YoY)을 시현할 것으로 전망한다. 월초보험료 가정은 과거 4개 분기 기준 설계사 인당 생산성 평균에 26년 7월 기준 연간 누계 설계사 평균 규모를 적용했다. 당사 추정치 기준 매출총이익률 16.7%, 영업이익률 약 9.1% 수준을 예상하나 26년 7월부터 1200%를 확대적용에 따라 정착지원금 지급 규모가 축소될 것으로 예상되는 점을 감안하면 추정치를 상회하는 영업이익을 충분히 기대해볼 수 있을 것으로 예상된다. 전반적으로 27년까지는 전반적인 실적과 현금흐름에 큰 이슈가 없을 것으로 예상되나 기존 2차년도에 지급받던 수수료가 3~4차년도로 이연되는 28년 전후로는 제도 관련 충격이 일부 나타날 수 있을 것으로 예상된다. 밸류에이션은 26E PSR 0.4배, 월평균 월초 대비 시가총액 배수 약 68배로 에이플러스에셋과 유사한 상황으로 1) 업계 2위권의 대규모 조직에 기반한 높은 협상력 및 2) 업계 상위권의 영업이익률 등 프리미엄 요인이 전혀 반영되지 않고 있다고 판단한다.

NR

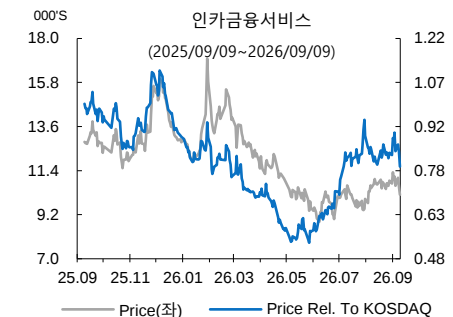
액면가	100원
증가(2026.09.09)	10,200원

Stock Indicator

자본금	5십억원
발행주식수	4,926만주
시가총액	502십억원
외국인지분율	2.5%
52주 주가	8,850~16,990원
60일평균거래량	115,338주
60일평균거래대금	1.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.1	9.3	-25.3	-20.5
상대수익률	-7.1	23.5	-0.7	-21.2

Price Trend



FY	2022	2023	2024	2025
매출액(십억원)	401	557	832	1,022
영업이익(십억원)	27	47	86	95
순이익(십억원)	21	30	62	72
EPS(원)	410	574	1,207	1,410
BPS(원)	1,429	1,923	3,048	4,391
PER(배)	3.3	5.5	4.7	9.1
PBR(배)	0.9	1.7	1.8	2.9
ROE(%)	36.2	34.7	50.6	39.7
배당수익률(%)	4.5	2.2	1.8	2.9
EV/EBITDA(배)	2.2	3.3	2.7	5.4

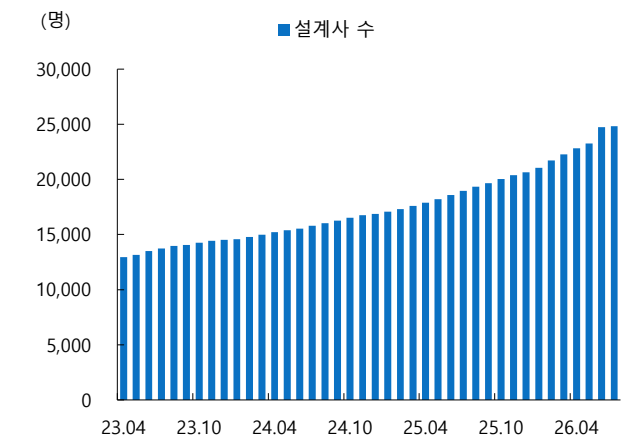
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 별도 기준 인카금융서비스 분기별 실적 추이 및 전망

(백만원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E
보험판매수수료	228,740	236,623	266,494	279,769	298,710	324,859	321,424	315,754
생보	100,543	91,821	108,701	113,621	120,934	137,655	141,673	136,808
손보	128,197	144,802	157,793	166,148	165,067	172,988	179,751	178,946
보험판매수당	188,180	192,877	220,800	231,702	248,814	267,638	268,491	265,162
매출총이익	40,560	43,745	45,694	48,066	49,895	57,221	52,933	50,592
매출총이익률(%)	17.7%	18.5%	17.1%	17.2%	16.7%	17.6%	16.5%	16.0%
판매관리비	19,136	19,760	19,573	23,291	24,039	26,420	23,022	22,921
영업이익	21,424	23,986	26,121	24,775	25,856	30,801	29,912	27,672
영업이익률(%)	9.4%	10.1%	9.8%	8.9%	8.7%	9.5%	9.3%	8.8%
영업외손익	-745	-1,138	2,346	-3,172	3,776	-1,585	-1,585	-1,585
세전이익	20,678	22,848	28,467	21,603	29,632	29,216	28,327	26,087
별도 당기순이익	15,984	17,580	21,426	13,744	22,391	21,059	21,075	19,409
PSR(배)	0.37	0.75	0.56	0.56	0.47	0.38	0.40	0.41
월초보험료(월평균)	6,543	6,193	7,207	7,053	6,977	7,026	7,390	7,683
생보 월초	3,280	3,153	4,010	3,637	3,910	3,662	4,010	4,141
손보 월초	3,263	3,040	3,197	3,417	3,067	3,363	3,380	3,542

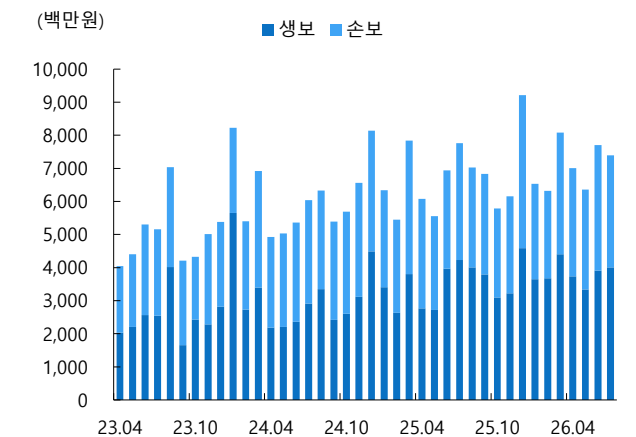
자료: 인카금융서비스, iM증권 리서치본부 추정

그림1. 인카금융서비스 설계사 수 추이



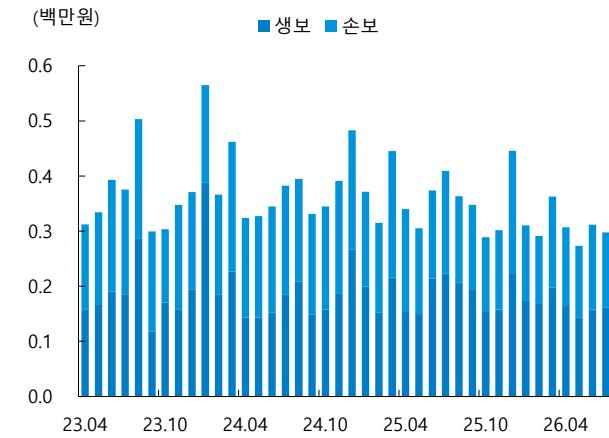
자료: 보험저널, iM증권 리서치본부

그림2. 인카금융서비스 월초보험료 추이



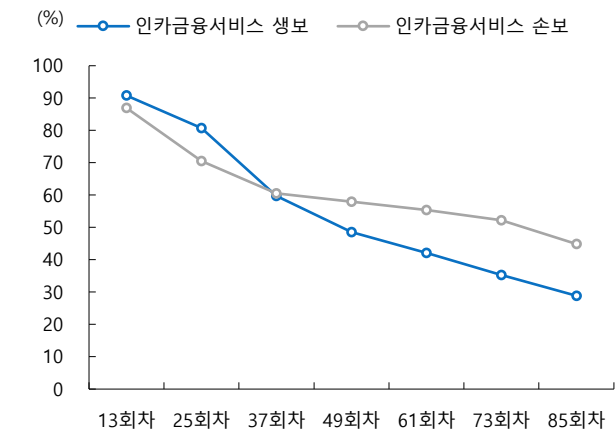
자료: 보험저널, iM증권 리서치본부

그림3. 인카금융서비스 - 설계사 1인당 월초보험료 추이



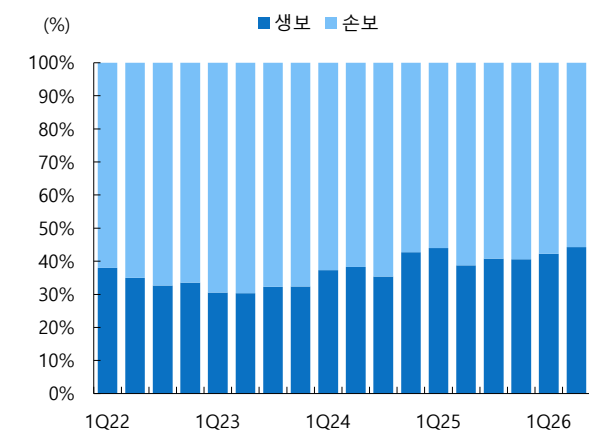
자료: 보험저널, iM증권 리서치본부

그림4. 인카금융서비스 유지율 현황(2025년 말)



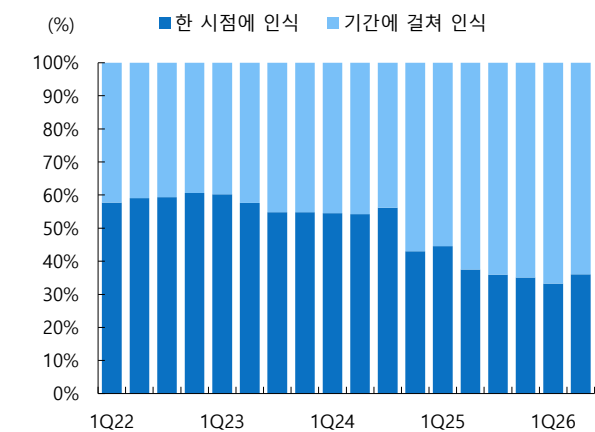
자료: 이클린보험서비스, iM증권 리서치본부

그림5. 인카금융서비스 매출 - 생보/손보 비중



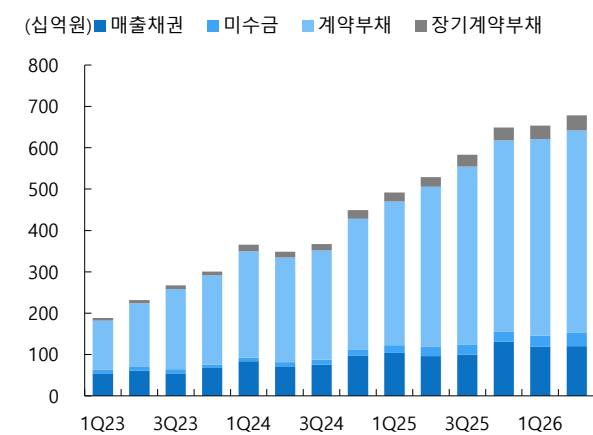
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림6. 인카금융서비스 매출 - 인식 시점 기준 비중



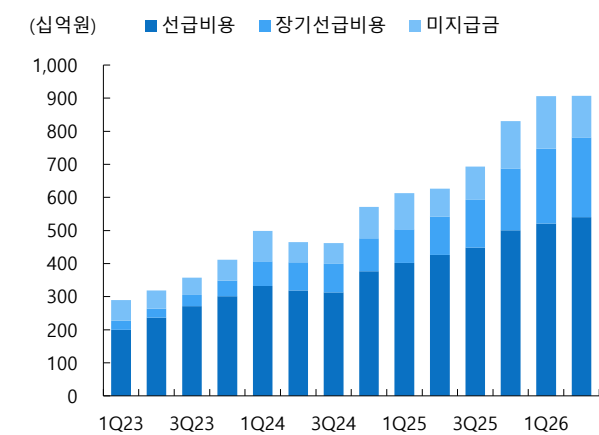
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림7. 인카금융서비스 - 재무제표 내 미래 예상 수익 추이



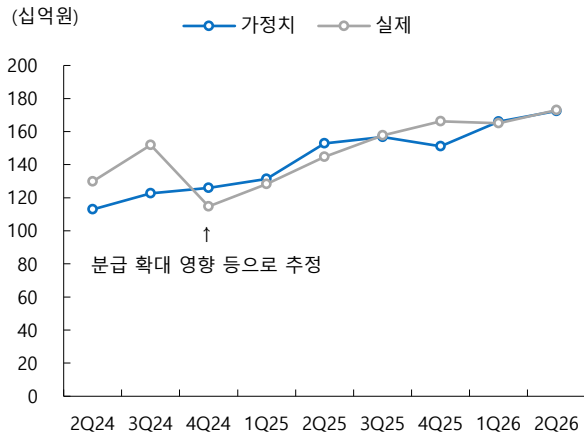
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림8. 인카금융서비스 - 재무제표 내 미래 예상 비용 추이



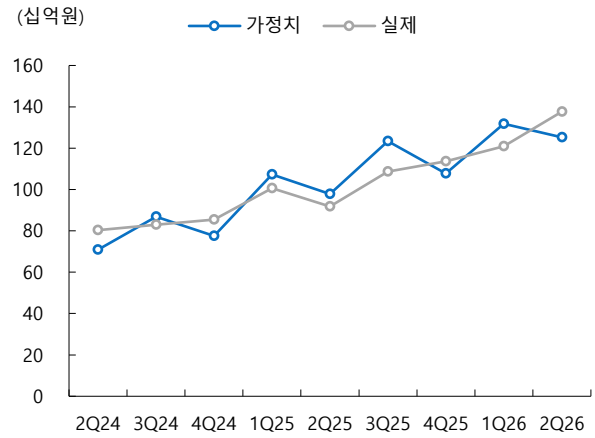
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림9. 손보 판매수수료 - 당사 가정치 vs 실제 수치



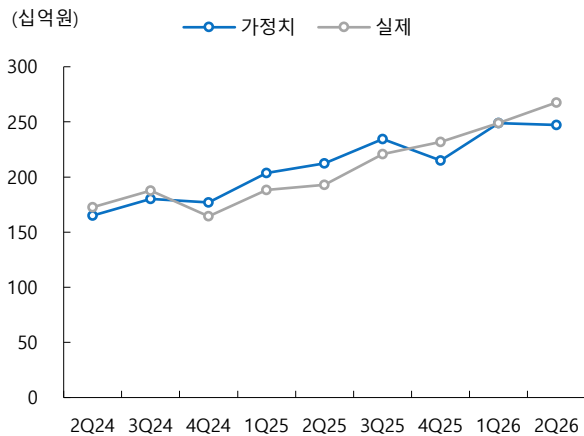
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림10. 생보 판매수수료 - 당사 가정치 vs 실제 수치



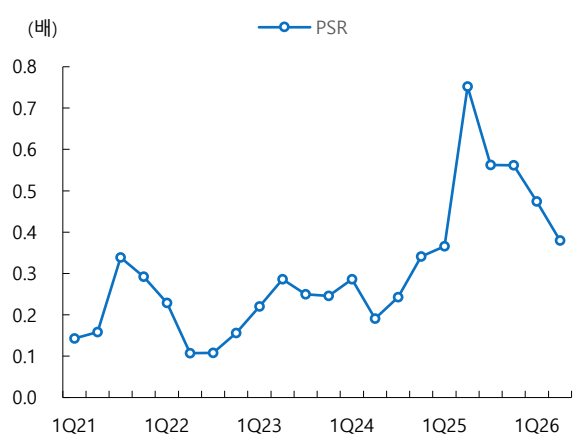
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림11. 설계사 지급 수당 - 당사 가정치 vs 실제 수치



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림12. 분기별 PSR 추이(연율화 기준)



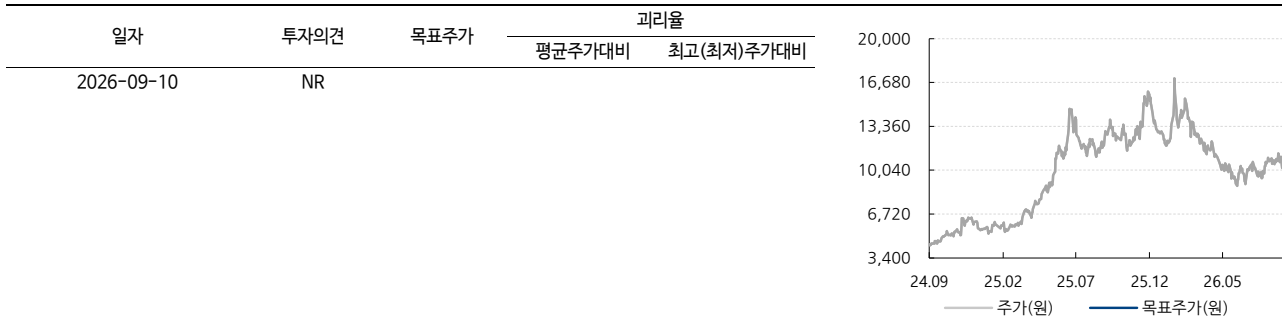
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023	2024	2025	(십억원, %)	2022	2023	2024	2025
유동자산	247	429	585	789	매출액	401	557	832	1,022
현금 및 현금성자산	4	1	22	43	증가율(%)	27.6	38.7	49.5	22.8
단기금융자산	9	35	16	2	매출원가	324	451	675	834
매출채권	-	-	98	132	매출충이익	78	106	157	188
재고자산	-	-	-	-	판매비와관리비	50	59	71	93
비유동자산	45	69	122	212	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	12	12	12	14	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2	3	5	6	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	292	497	707	1,001	영업이익	27	47	86	95
유동부채	201	333	498	705	증가율(%)	29.6	70.0	85.2	9.9
매입채무	-	-	-	-	영업이익률(%)	6.8	8.4	10.4	9.3
단기차입금	20	-	12	32	이자수익	0	1	1	1
유동성장기부채	7	26	30	13	이자비용	1	9	9	4
비유동부채	17	67	62	82	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	1	0	0	0
장기차입금	-	36	7	5	세전계속사업이익	27	40	80	96
부채총계	219	401	560	787	법인세비용	6	11	18	25
지배주주지분	73	97	148	216	세전계속이익률(%)	6.6	7.3	9.7	9.4
자본금	0	5	5	5	당기순이익	21	30	62	71
자본잉여금	12	12	12	12	순이익률(%)	5.2	5.3	7.5	6.9
이익잉여금	56	82	141	201	지배주주귀속 순이익	21	30	62	72
기타자본항목	1	1	-10	-6	기타포괄이익	-	-	-	-
비지배주주지분	-	-	-1	-2	총포괄이익	21	30	62	71
자본총계	73	97	147	214	지배주주귀속총포괄이익	21	30	62	72

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023	2024	2025		2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	-1	9	75	56	주당지표(원)				
당기순이익	-	30	62	71	EPS	410	574	1,207	1,410
유형자산감가상각비	11	12	13	15	BPS	1,429	1,923	3,048	4,391
무형자산상각비	0	0	1	1	CFPS	627	814	1,468	1,702
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	60	70	100	370
투자활동 현금흐름	-3	-29	-32	-9	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	1	-	-	1	PER	3.3	5.5	4.7	9.1
무형자산의 처분(취득)	0	4	-	1	PBR	0.9	1.7	1.8	2.9
금융상품의 증감	-	-	-	-	PCR	2.1	3.9	3.8	7.5
재무활동 현금흐름	3	17	-28	-27	EV/EBITDA	2.2	3.3	2.7	5.4
단기금융부채의증감	2	35	-	-9	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	49	-	11	ROE	36.2	34.7	50.6	39.7
자본의증감	11	-3	-7	0	EBITDA이익률	9.6	10.6	12.0	10.9
배당금지급	-	-3	-4	-5	부채비율	297.7	414.0	380.4	367.0
현금및현금성자산의증감	-1	-3	15	20	순부채비율	18.3	27.0	-	2.4
기초현금및현금성자산	5	4	8	22	매출채권회전율(x)	-	-	-	15.5
기말현금및현금성자산	4	1	22	43	재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 인카금융서비스, iM증권 리서치본부

인카금융서비스 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-

에이플러스에셋 (244920)

2026.09.10

설계사의 높은 생산성. 본업 외에는 지켜보아야

[금융] 설용진
2122-9159 s.dragon@imfnsec.com

보유 설계사의 높은 생산성

에이플러스에셋의 가장 큰 강점으로 보유 설계사의 높은 생산성을 제시한다. 25년 기준 설계사 1인당 월초보험료(월평균)는 0.6백만원(생보 0.35, 손보 0.26)으로 인카금융서비스 인당 0.36백만원(생보 0.19, 손보 0.17), 한화생명금융서비스 인당 0.57백만원(생보 0.53, 손보 0.05) 등 주요 GA보다 높은 수준을 기록하고 있다. 기존 직영 중심 조직에서 독립채산제 채널을 바탕으로 설계사 수를 빠르게 확대하고 있음에도 과거 수준의 높은 생산성이 지속되고 있는 점을 긍정적이라고 판단한다. 유지율 등 관리 지표도 지속적으로 양호한 수준을 기록하고 있다. 분급 등 판매수수로 제도 개편을 통해 GA 시장의 패러다임이 Quantity에서 Quality로 전환하기 위한 노력이 이어지는 구간에서 본사 중심으로 높은 통제력을 보유하고 있다는 점에서 차별화된 강점을 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 다만 전산, 준법감시 등을 유지하기 위해 높은 간접비용 부담이 수반되는 직영 조직 특성상 안정적인 영업이익률 확보를 위해 요구되는 규모의 경제 수준이 상대적으로 클 것으로 예상되는 점은 부담요인이다.

동사의 경우 선급비용, 선수수익 등 미래 예상 수익/비용의 규모가 다른 상장사인 인카금융서비스보다 현저히 작다는 점에서 상대적으로 현금주의에 가까운 형태의 손익 인식이 나타나고 있다고 판단한다. 따라서 신계약 증가 구간의 경우 상대적으로 이연수수료보다 선지급 수당 규모가 높게 나타나며 이익이 부진할 것으로 예상된다. 다만 오히려 신계약이 둔화되는 국면에서는 이연수수료가 선지급 수당 규모를 상회하며 이익 개선 흐름이 나타날 것으로 예상된다.

2026E 별도 순이익 354억원(+66% YoY) 전망

에이플러스에셋의 26E 별도 순이익은 354억원(+66% YoY)을 시현할 것으로 전망한다. 월초보험료 가정은 과거 4개 분기 기준 설계사 인당 생산성 평균에 26년 7월 기준 연간 누계 설계사 평균 규모를 적용했다. 당사 추정치 기준 연간 매출총이익률은 20.5%를, 영업이익률은 약 6.7%를 예상하나 26년 7월부터 1200%를 확대적용에 따라 정착지원금 규모가 축소될 것으로 예상되는 만큼 예상보다 양호한 영업이익을 기대할 수 있다고 판단한다. 인카금융서비스와 동일하게 기존 2차년도에 지급받던 수수료가 3~4차년도로 이연되는 28년 전후로 제도 관련 충격이 예상되며 과거 1200%를 시행 시점에 상대적으로 높은 충격이 발생했던 점을 감안할 때 관련 충격의 안정적인 관리 방법이 필요할 전망이다. 밸류에이션은 26E PSR 0.4배, 월평균 월초 대비 시가총액 배수 약 76배로 대체로 인카금융서비스와 유사한 수준에서 평가되고 있다. 다만 본업 대비 상대적으로 실적이 미진한 본업 외 부문(1H26 영업이익률 기준 GA 7.5% vs 상호 4.4%, 대출판매 0.1%, 부동산 등 4.2%, 나노엔텍 3.6%)을 감안했을 때 중장기적으로 회사가 목표로 하는 시너지 효과 및 기대 효과 등 자본 배분 전략에 대해 보다 명확한 소통이 필요할 전망이다.

NR

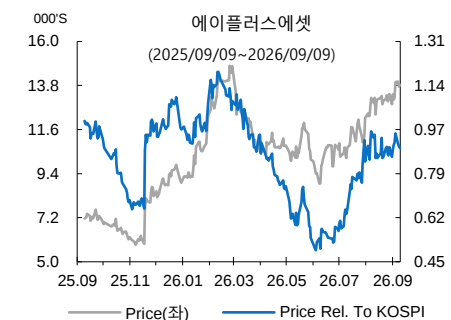
액면가	500원
증가(2026.09.09)	13,830원

Stock Indicator

자본금	11십억원
발행주식수	2,261만주
시가총액	313십억원
외국인지분율	12.1%
52주 주가	5,840~14,780원
60일평균거래량	65,034주
60일평균거래대금	0.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.9	55.2	10.8	93.2
상대수익률	-7.7	68.1	-23.5	-23.1

Price Trend



FY	2022	2023	2024	2025
매출액(십억원)	271	351	516	682
영업이익(십억원)	1	13	32	29
순이익(십억원)	50	10	2	22
EPS(원)	2,226	451	110	979
BPS(원)	6,449	6,651	6,659	7,506
PER(배)	2.2	9.6	40.2	9.1
PBR(배)	0.8	0.7	0.7	1.2
ROE(%)	41.3	6.9	1.6	13.8
배당수익률(%)	4.1	4.6	4.5	3.4
EV/EBITDA(배)	-	4.6	1.9	2.2

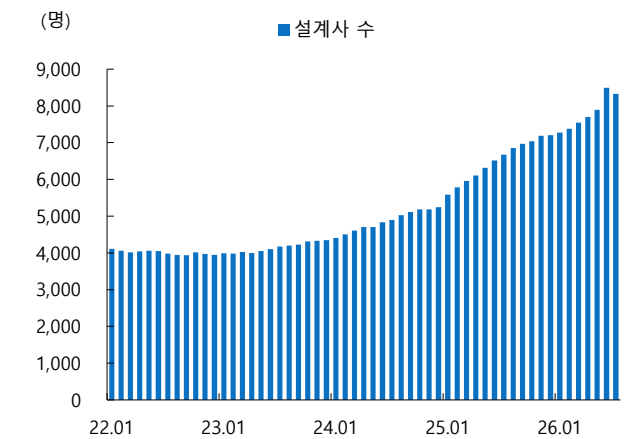
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 별도 기준 에이플러스에셋 분기별 실적 추이 및 전망

(백만원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E
보험판매수수료	139,283	147,392	155,373	159,291	167,155	179,466	174,510	182,209
생보	68,816	69,174	68,845	66,596	77,165	81,443	78,980	79,909
손보	70,468	78,217	86,528	92,695	89,991	98,022	95,529	102,299
보험판매수당	113,033	119,191	128,464	129,430	127,830	143,625	141,483	146,076
매출총이익	26,250	28,201	26,910	29,861	39,326	35,841	33,027	36,133
매출총이익률(%)	18.8%	19.1%	17.3%	18.7%	23.5%	20.0%	18.9%	19.8%
판매관리비	19,106	20,182	21,278	23,707	23,750	25,530	22,246	25,552
영업이익	7,144	8,018	5,632	6,154	15,575	10,311	10,781	10,581
영업이익률(%)	5.1%	5.4%	3.6%	3.9%	9.3%	5.7%	6.2%	5.8%
영업외손익	-600	-295	315	499	-293	-240	-240	-240
세전이익	6,543	7,723	5,946	6,653	15,282	10,071	10,541	10,341
별도 당기순이익	5,285	6,040	4,663	5,337	11,686	7,731	8,064	7,911
PSR(배)	0.16	0.23	0.25	0.32	0.36	0.33	0.45	0.43
월초보험료(월평균)	3,740	4,103	3,857	4,060	3,623	4,120	4,060	4,165
생보 월초	2,203	2,433	2,207	2,180	2,113	2,497	2,410	2,389
손보 월초	1,537	1,670	1,650	1,880	1,510	1,623	1,650	1,777

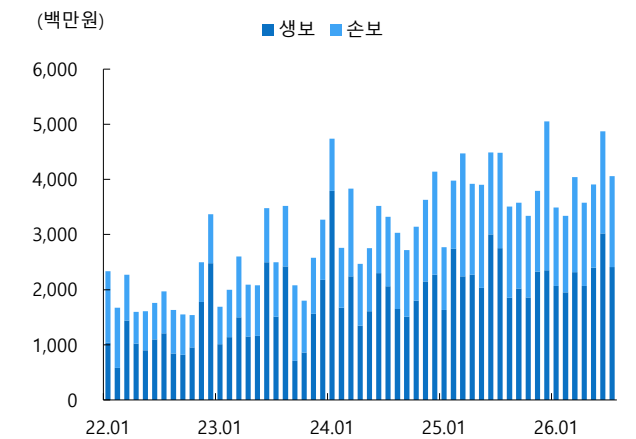
자료: 에이플러스에셋, iM증권 리서치본부 추정

그림1. 에이플러스에셋 설계사 수 추이



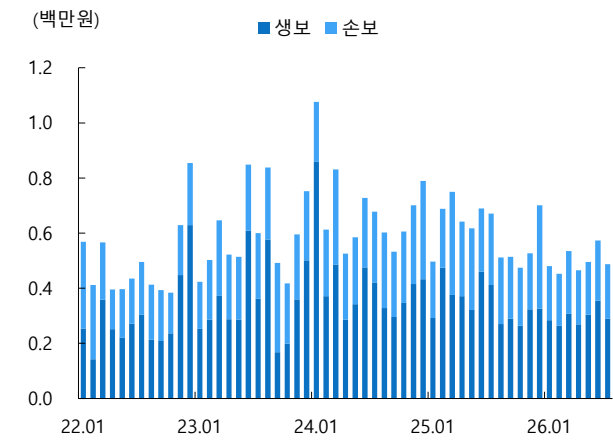
자료: 보험저널, iM증권 리서치본부

그림2. 에이플러스에셋 월초보험료 추이



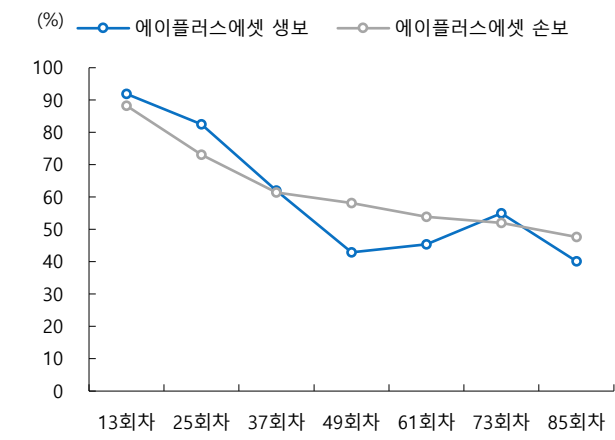
자료: 보험저널, iM증권 리서치본부

그림3. 에이플러스에셋 - 설계사 1인당 월초보험료 추이



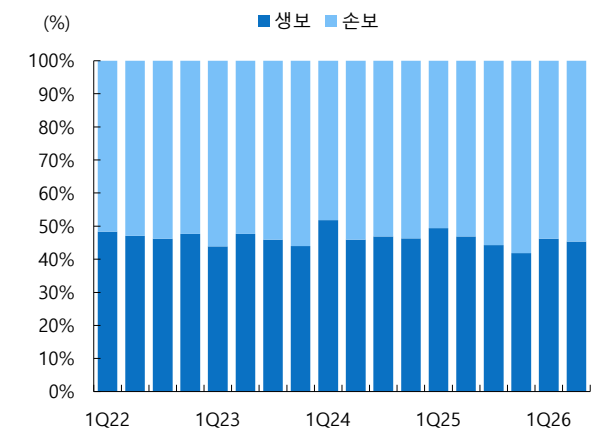
자료: 보험저널, iM증권 리서치본부

그림4. 에이플러스에셋 유지율 현황(2025년 말)



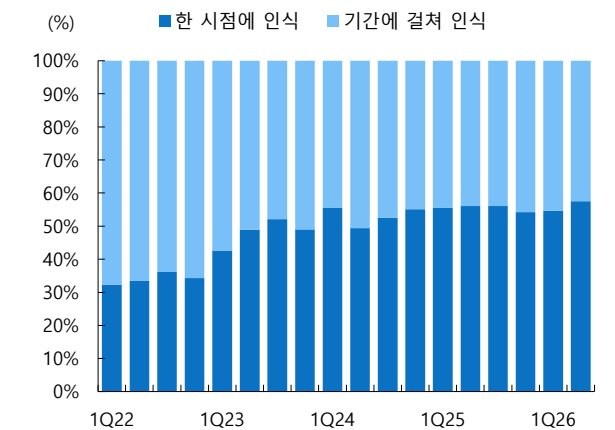
자료: 이클린보험서비스, iM증권 리서치본부

그림5. 에이플러스에셋 매출 - 생보/손보 비중



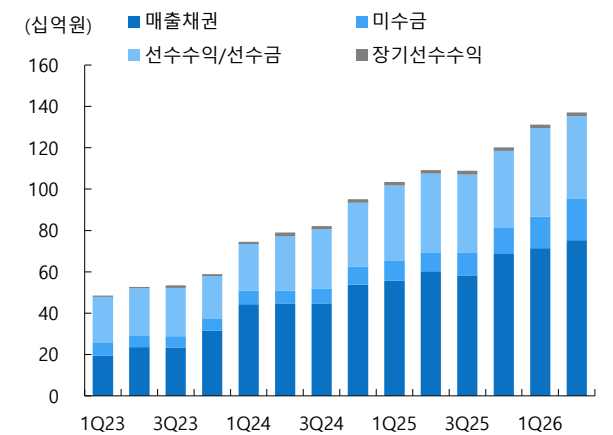
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림6. 에이플러스에셋 매출 - 인식 시점 기준 비중



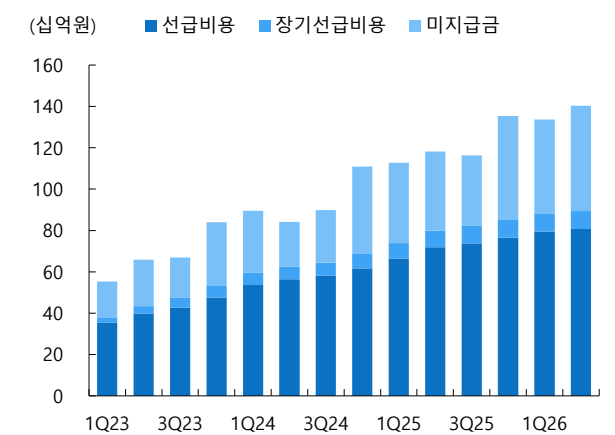
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림7. 에이플러스에셋 - 재무제표 내 미래 예상 수익 추이



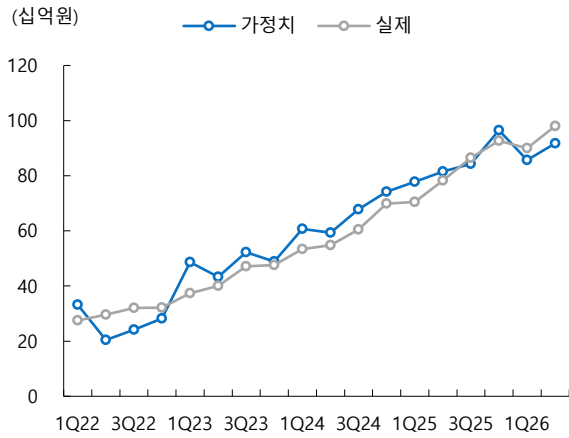
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림8. 에이플러스에셋 - 재무제표 내 미래 예상 비용 추이



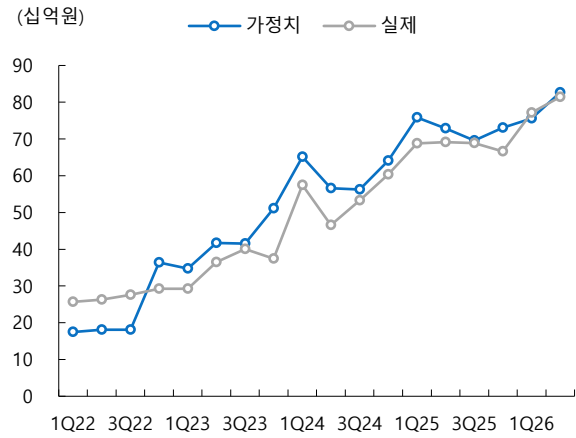
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림9. 손보 판매수수료 - 당사 가정치 vs 실제 수치



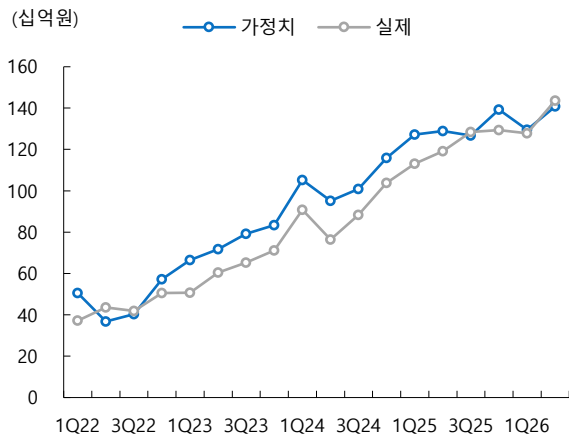
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림10. 생보 판매수수료 - 당사 가정치 vs 실제 수치



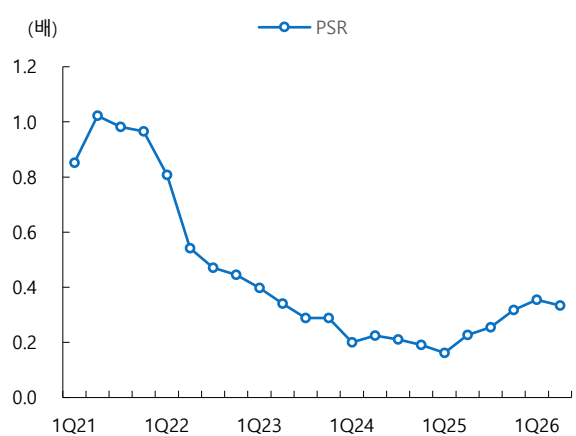
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림11. 설계사 지급 수당 - 당사 가정치 vs 실제 수치



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림12. 분기별 PSR 추이(연율화 기준)



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부

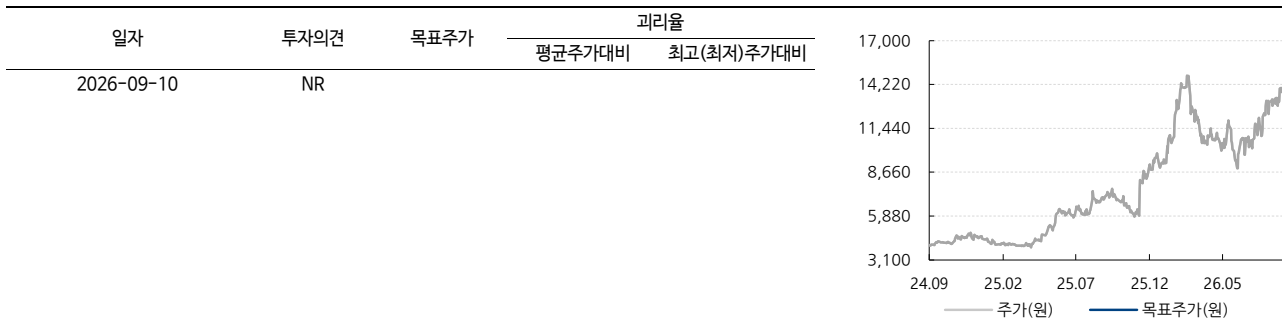
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023	2024	2025	(십억원, %)	2022	2023	2024	2025
유동자산	204	207	312	331	매출액	271	351	516	682
현금 및 현금성자산	24	8	26	18	증가율(%)	4.9	29.6	47.0	32.3
단기금융자산	108	82	118	102	매출원가	204	270	395	534
매출채권	17	34	63	79	매출총이익	67	81	121	148
재고자산	1	1	14	13	판매비와관리비	65	68	89	119
비유동자산	133	156	158	175	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	32	30	62	75	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4	4	23	21	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	345	373	479	515	영업이익	1	13	32	29
유동부채	78	106	151	161	증가율(%)	-76.4	826.0	151.3	-7.1
매입채무	0	1	1	1	영업이익률(%)	0.5	3.6	6.1	4.3
단기차입금	2	23	23	23	이자수익	4	3	3	3
유동성장기부채	10	12	16	20	이자비용	2	2	3	3
비유동부채	28	22	27	34	지분법이익(손실)	84	0	0	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-1	1	2	0
장기차입금	10	-	6	2	세전계속사업이익	84	16	13	29
부채총계	159	183	236	254	법인세비용	18	4	8	6
지배주주지분	146	150	151	170	세전계속이익률(%)	30.9	4.6	2.5	4.2
자본금	11	11	11	11	당기순이익	-	-	-	-
자본잉여금	26	26	26	26	순이익률(%)	-	-	-	-
이익잉여금	108	114	114	133	지배주주귀속 순이익	50	10	2	22
기타자본항목	1	-1	-1	-1	기타포괄이익	0	-1	-1	-1
비지배주주지분	40	39	93	92	총포괄이익	65	11	9	24
자본총계	186	190	244	261	지배주주귀속총포괄이익	51	9	2	21

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023	2024	2025		2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	18	-3	32	32	주당지표(원)				
당기순이익	-	-	-	-	EPS	2,226	451	110	979
유형자산감가상각비	18	19	21	27	BPS	6,449	6,651	6,659	7,506
무형자산상각비	1	1	1	2	CFPS	3,055	1,311	1,067	2,251
지분법관련손실(이익)	84	0	0	-	DPS	200	200	200	300
투자활동 현금흐름	23	-1	-1	-10	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	1	2	-	-	PER	2.2	9.6	40.2	9.1
무형자산의 처분(취득)	0	1	1	1	PBR	0.8	0.7	0.7	1.2
금융상품의 증감	84	0	-	-	PCR	1.6	3.3	4.1	4.0
재무활동 현금흐름	-38	-12	-12	-30	EV/EBITDA	-	4.6	1.9	2.2
단기금융부채의증감	-	21	10	-4	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-17	-11	10	-	ROE	41.3	6.9	1.6	13.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	7.4	9.1	10.3	8.5
배당금지급	-4	-5	-5	-5	부채비율	85.5	96.7	96.6	97.3
현금및현금성자산의증감	4	-17	20	-8	순부채비율	-58.9	-29.3	-40.8	-28.9
기초현금및현금성자산	20	24	8	26	매출채권회전율(x)	16.4	13.7	10.6	9.6
기말현금및현금성자산	24	8	26	18	재고자산회전율(x)	331.0	396.6	69.6	50.1

자료 : 에이플러스에셋, iM증권 리서치본부

에이플러스에셋 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-