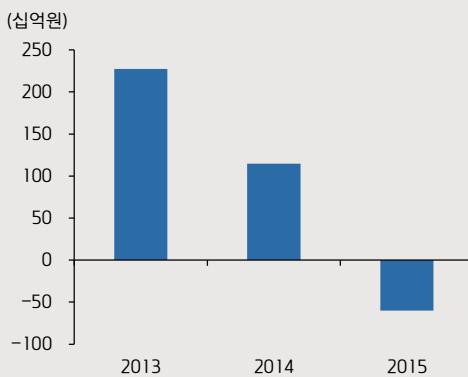


Overweight
(Maintain)

보험
Analyst 김태현
02) 3787-4904
thkim@kiwoom.com

알리안츠생명 한국법인 LAT 결과



- 당사는 4월 8일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

보험

알리안츠생명 한국법인 매각의 의미



전주 안방보험들이 알리안츠생명 한국법인을 35억원에 인수했다고 보도되면서, 국내 생보업계 전체에 대한 우려가 새삼 부각되었습니다. 금번 인수 가격 결정은 유럽의 Solvency2 적용 및 알리안츠 한국법인의 펀더멘털을 감안한 것으로 생보업계 전체에 대한 우려는 과도하다고 보여집니다. 주식 관점에서 생보주는 Buy& Hold 전략이 쉽지 않은 국면이지만, Valuation Play는 충분히 가능합니다.

>>> 안방보험, 알리안츠생명 한국 법인 35억원에 인수

6일 안방보험은 독일 알리안츠 그룹과 한국법인에 대한 주식매매계약을 체결했다. 시장에서 예상한 2000억원 ~ 3000억원 대비 현저하게 낮은 매각 가격(300만달러(약 35억원))이 알려지면서, 생명보험업계 및 생보주에 대한 우려가 새삼 부각됐다.

>>> 국내 생명보험업계 전체에 대한 우려는 과도

현재 알리안츠생명 한국법인의 낮은 매각 가격으로 인한 생보업계 전체에 대한 우려의 시각은 과도하다. 독일 알리안츠 그룹이 한국법인을 헐값에라도 매각하려고 했던 이유는 1) 2016년 1월부터 적용된 Solvency II에 대한 대응과 2) 유럽 당국의 회계 기준에서 측정된 한국법인의 가치 때문이다. 알리안츠 그룹이 측정한 2015년초 기준 한국법인의 수정 MCEV는 -600억 유로다.

한국 생명보험 업황은 좋지 않다. 금융당국이 2020년까지 RBC비율 기반 재무건전성 기준 강화를 추진하고 있고, IFRS Fully Adapt 국가로서 IASB에서 IFRS4 Phase2 일정을 확정하면 이를 따라야 한다.(현재 2020년 도입 예상) 그보다 더 큰 이슈는 저금리다. 이미 생보사들이 감내할 수 있는 수준 이하로 금리는 내려가고 있다. 생보업계의 장기 비즈니스 성격 상 현재의 재무제표에는 가시화되진 않았지만, 녹록하지 않은 환경이다.

그럼에도 불구하고 생보업계 전체에 대한 우려의 시각이 과도한 이유는 금번 알리안츠 생명보험 한국법인의 매각 가격이 유럽의 시각에서 측정됐기 때문이다. 유럽은 이미 부채의 시가평가를 토대로 한 Solvency II가 시행됐다. 유럽에서의 Solvency II에 대한 논의는 2005년부터 시작됐고, 이에 대한 오랜 준비과정을 거쳐 2016년에서야 시행됐다. 한국은 1998년 외환위기 직후 지금여력제도에 대해 처음 논의하던 시기에 RBC비율을 도입하려고 했으나, 업계 현황을 고려해 2011년에야 도입했다.

현재 금감원은 2020년 IFRS4 Phase2 도입을 앞두고 업계를 채근하고 있다. 제도 변경 및 글로벌 스탠스에 부합해 대비를 하라는 것이다. 준비가 미비한 보험사의 도태는 불가피하다. 그러나 업계 전체에 충격이 갈 정도로 갑자기 제도를 도입할 가능성은 제한적이다. 아무도 지킬 수 없는 엄격한 잣대를 적용해 혼돈을 야기하는 것이 금융당국의 목적이 아니기 때문이다.

주식 관점에서 생보주는 BUY&HOLD 관점에서 접근하기 쉽지 않다. 현재 금융당국의 규제 강화 스탠스와 저금리로 ROE의 추세적 제고가 눈에 보이지 않기 때문이다. 다만, 1) 미국의 기준금리 인상 이벤트, 2) 가격, 3) 종목의 개별 이슈에 기반 Valuation Play 는 가능하다.

안방보험의
알리안츠생명 인수 후
가치 제고 위해
많은 노력 필요할 듯

작년 9월 안방보험은 동양생명을 1.1조원에 인수하며 자산 기준 업계 9위의 보험사를 소유하고 있다. 금번 알리안츠생명 인수 후 동양생명과 합병한다면 자산기준으로 업계 5위로 우뚝 선다.

그러나 알리안츠 생명 한국법인의 가치 제고를 위해선 많은 노력이 선행 되어야 할 것이다. 알리안츠생명 한국법인은 15년 LAT 평가 시 695억원의 책임준비금을 추가 적립했다. 이로 인해 15년 순이익은 874억원 적자를 기록했고, 이익잉여금은 결손금으로 전환 됐다. 15년말 자본이 9,943억원이나, 보유계약가치를 감안해 독일 알리안츠 그룹에서 계측한 15년초 동사의 내재가치는 -600억 유로이다. 안방보험의 막대한 자본력이 언론에 지속적으로 보도되고 있으나, 향후 알리안츠생명 한국법인과 합병을 한다면 동양생명에게도 큰 숙제다.

알리안츠생명 재무재표 및 주요 지표 (단위: 십억원, %, 명)

자산	부채	자본	자본금	자본잉여금	지타포괄손익	이익결손금
금액	16,651	15,657	994	12	646	345
						-9
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
당기순이익	-57	89	46	45	-32	-51
ROE	-6.6	10.7	5.1	4.6	-3.0	-6.6
위험순혜율	97.2	93.8	93.4	92.5	91.7	92.2
운용자산이익률	4.0	5.6	5.8	6.1	4.9	4.7
RBC 비율				306.8	277.4	217.7
임직원수		1,621	1,622	1,674	1,657	1,578
설계사수		7,382	6,747	6,726	5,482	4,454
						1,305
						1,183
						4,239

주: 재무상태표는 2015년 12월말 기준 자료: 알리안츠생명, 키움증권

15년 책임준비금 적정성평가 주요 현황 (단위: 십억원)

	평가후 책임준비금	평가전 책임준비금	변동금액
보험료적립금	13,012	12,942	70
미경과보험료적립금	3	3	
보증준비금	15	15	
합계	13,029	12,960	70

자료: 알리안츠생명, 키움증권

15년말 금리부 부채 현황 (단위: 십억원, %)

	금액	비중
금리부 부채	12,776	
금리확정형	6,126	47.9
금리연동형	6,650	52.1

자료: 알리안츠생명, 키움증권

최저보증이율별 금리연동형 부채 현황 (단위: 십억원)

0% 이하	0%초과 2% 이하	2%초과 3% 이하	3%초과 4% 이하	4%초과	합계
금액	381	1,420	3,942	840	67

자료: 알리안츠생명, 키움증권

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%