



롯데손해보험 (000400)

‘특별’한 사업과 ‘특별’한 전략엔 ‘특별’한 Valuation을!

▶ Analyst 성용훈 yonghoon.sung@hanwha.com 3772-7659

Buy (유지)

목표주가(상향): 3,200원

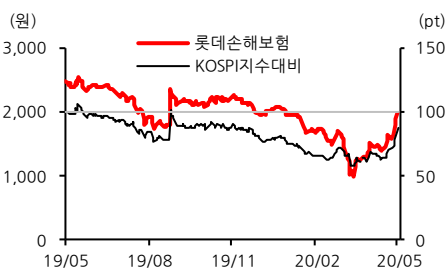
현재 주가(5/11)	1,980원
상승여력	▲61.6%
시가총액	6,145억원
발행주식수	310,336천주
52 주 최고가 / 최저가	2,555 / 1,005원
90 일 일평균 거래대금	9.2억원
외국인 지분율	1.4%
주주 구성	
빅투라 (외 1인)	77.0%
롯데손해보험우리사주 (외 1인)	1.6%
자사주 (외 1인)	0.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	30.7	15.5	-12.8	-20.0
상대수익률(KOSPI)	26.7	28.4	-3.9	-11.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020E	2021E	2022E
영업수익(DART)	3,674	3,686	3,792	3,985
영업이익(DART)	-71	132	166	192
당기순이익	-51	108	124	143
BPS	2,957	3,124	3,525	3,990
EPS	-166	349	401	464
DPS	0	0	15	20
PBR	0.70	0.63	0.56	0.50
PER	-12.5	5.7	4.9	4.3
배당수익률	0.0	0.0	0.8	1.0
ROA	-0.34	0.62	0.64	0.67
ROE	-6.7	10.9	11.5	11.8

주가 추이



동사의 퇴직연금 사업에 대해서는 Target P/B 이 아닌 별도의 측정 방식을 적용하는 것이 보다 더 적합하다고 판단, 별도의 가치평가를 수행했습니다. 그리고 이를 토대로 목표주가를 유의미하게 상향합니다.

목표주가 3,200원으로 상향

롯데손해보험에 대한 목표주가를 3,200원으로 상향한다. 기존 목표주가 2,400원 대비 33.3% 상향 조정한 값이다. 목표주가 상향은 대부분 동사 주당 가치에 산출에 대한 방법론을 변경한데 따른 것이다. 일반계정 보험 사업에 대해서는 종전과 같은 Target P/B Valuation 방식을 유지했고, 퇴직연금 사업에 대해서 별도의 가치를 측정했다. 퇴직연금 비즈니스의 가치로 8,132억 원을 사용했다.

특별계정의 ‘특별함’

롯데손해보험의 퇴직연금 사업은 여타 퇴직연금사업자의 비즈니스 모델과는 완전히 결이 다르다. 동사의 퇴직연금 비즈니스는 연 1.5%의 이자율차 마진(IFRS 9 기준)을 창출하고 있는 고수익 사업이다. 기존 사업의 ‘덤’이 아닌 회사의 핵심 이익기반인 것이다.

현실적으로 현 시점에서 경쟁업체들은 롯데손해보험의 퇴직연금 전략을 모방하기가 힘들다. 퇴직연금자산 규모 확보가 쉽지 않거나, 위험자산 편입에 따른 리스크량 증가가 부담될 것이기 때문이다. 퇴직연금 사업이 중단되는 경우도 딱히 큰 악재가 아니다. 사업 중단 시, 잉여자본화된 자기자본은 최악의 경우에도 P/B 1배의 가치로 배당으로 인출할 수 있기 때문이다.

‘거의’ 확정된 턴어라운드

지난 '20.3월초 CEO가 주관한 애널리스트 간담회에서 향후 3개년('20-22년) 간 총 2,594억 원의 세전이익 증가를 목표로 하는 턴어라운드 계획을 공유했다. 가장 큰 개선목표는 위험률차익(3년간 1,683억 원 개선)에 내재되어 있었다. 그리고 이 중 83%에 달하는 1,393억 원의 확보 효율화는 올해 달성하려고 하는 목표다. 언뜻 과하다 생각할 지도 모르겠으나, 이는 이미 확보율 원수보험료가 34% 감소한 1Q20 실적을 통해 가시성 높음을 확인받은 부분이다. 전체 턴어라운드 목표치 가운데 70-80%는 ‘거의’ 확정되어 있다고 봐도 무방할 듯 싶다.

|Contents|

I. 투자의견 및 Valuation	03
1. 목표주가 3,200원으로 상향, 투자의견 Buy 유지	03
2. 퇴직연금 사업, 보수적으로 '7,300억 원+α'	04
3. 일반계정 보험 사업가치 약 1,900억 원	07
4. 이익 체력 대비 가장 싼 보험주	08
II. 반성문: 중소형 손보주는 유망할 수도 있었다	09
1. 당시만 하더라도 충분히 합리적이었던 추정	09
2. 풍선효과, 그리고 정책 효과 극대화를 위한 협조 요구	10
3. 무너진 손해율 개선세, 무너진 중소형 손보주	11
4. 그나마 발견한 희망의 실마리	12
5. 세 가지 Lesson 이 지목하는 종목, 롯데손해보험	13
III. 특별계정의 '특별함'	15
1. 미래에셋생명 사례: 우월한 상대 수익률 비결은?)	15
2. 현대해상 사례: 손보업권의 특별계정 Trial	17
3. 더 '특별'한 롯데손해보험의 특별계정 사업	18
IV. '거의' 확정된 턱어라운드	26
1. 향후 3개년(20-22년) 세전이익 증가 목표 2,800억 원	26
2. 왜 車보험 축소인가?	28
3. 가이던스 vs 추정	31
Appendix. 수급 점검	32

I. 투자의견 및 Valuation

1. 목표주가 3,200 원으로 상향, 투자의견 Buy 유지

투자의견 Buy (유지)
 목표주가 3,200원
 (+33.3%↑)

롯데손해보험에 대한 목표주가를 3,200원으로 상향한다. 기존 목표주가 2,400원 대비 33.3% 상향 조정한 값이다. 목표주가 상향은 대부분 동사 주당 가치에 산출에 대한 방법론을 SOTP(Sum of The Parts)로 변경한데 따른 것이다.

세부적으로 기존 일반계정 보험 사업에 대해서는 종전과 같은 Target P/B(이론적 산출 값인 Justified P/B에 정성적 할인/할증률 반영) Valuation 방식을 유지했고, 퇴직연금 사업에 대해서 별도의 가치를 측정([표2], [표3] 참고)했다. 퇴직연금 비즈니스의 가치는 ‘누계 퇴직연금 사업가치-1(8,973억 원)’과 ‘누계 퇴직연금 사업가치-2(7,291억 원)’의 평균값인 8,132억 원을 사용했다. 목표주가 상향으로 상승여력이 61.6%으로 확대(종전 목표주가 기준 상승여력은 21.2%)된 바, 투자의견은 종전의 Buy 등급을 유지한다.

[표1] 롯데손해보험 목표주가 산출

종목명	롯데손해보험	비고
종목코드	000400.KS	
투자의견	Buy	유지
목표주가 (원)	3,200	(a), 기존 목표주가 대비 33.3% 상향
현재가 (5월 11일, 원)	1,980	(b)
상승여력	61.6%	(c) = [(a) ÷ (b)] - 1
주당 가치 (원)	3,226	(d) = (f) ÷ (e)
발행주식수 (백만 주)	310.3	(e)
기업 가치 (십억 원)	1,001.2	(f) = (h) + (p)
총 보통주 자기자본 (십억 원)	965.7	(g), 보완자본(신종자본증권, 후순위채) 제외
1. 일반계정 사업 (십억 원)	188.0	(h) = (i) x (j)
할당 자기자본 (십억 원)	270.3	(i) = (g) - (a)
Target P/B (배)	0.70	(j) = (l) x [1 + (k)]
할인/할증	-50.0%	(k), 절대적 규모 열위, 신뢰 형성 초입 구간
Justified P/B (배)	1.39	(l) = [(n) - (o)] ÷ [(m) - (o)]
K _e (%)	11.0	(m)
Sustainable ROE (%)	15.3	(n), 턴어라운드 후, 일반계정 예상 ROE의 70%
Perpetual growth (%)	0.0	(o)
2. 특별계정 사업	813.2	(p), [표 2] 누계 퇴직연금 사업가치-1 과 2 의 평균값
할당 자기자본 (십억 원)	695.4	(q) = (r) x (s)
적용 RBC 비율	200.0%	(r)
추정 리스크량 (십억 원)	347.7	(s), 퇴직연금자산 x 4%
12M Forward BPS (원)	3,320	(t)
12MF P/B (배)	0.60	(u) = (b) ÷ (t)

자료: 금감원, KRX, 한화투자증권 리서치센터

2. 퇴직연금 사업, 보수적으로 '7,300억 원+α'

퇴직연금은 여느 보험 사업과 속성이 다름
→ 별도의 가치평가 필요

금번 롯데손해보험 목표주가 상향의 핵심은 퇴직연금 비즈니스에 대한 별도 Valuation 이다. 퇴직연금 사업은 여느 손해보사의 일반계정 보험 사업이나 생보 특별계정의 변액 보험 사업과 속성이 다르다. RBC 지급여력기준에 리스크량이 산입되는 부담(변액보험은 손익이 고스란히 계약자에게 귀속되는지라 RBC 리스크량에서 자유로움)이 있다는 단점이 있는 반면, 단 시일 내에 사업을 중단할 수 있는 장점이 있다.

이에 우리는 퇴직연금 사업에 대해서는 보험업 가치평가에 적용해온 Target P/B이 아닌 별도의 측정 방식을 적용하는 것이 보다 더 적합하다고 결론지었다.

[표2] 롯데손보 퇴직연금 비즈니스 Valuation - 1) 5년 후 전면 사업 중단 or 추가 5년간 Fade-out (단위: 십억 원)

구분	가정치	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
퇴직연금자산(말잔, 십억 원)		8,692	9,702	10,739	11,739	12,739	10,191	7,643	5,095	2,548	0
퇴직연금자산(평잔, 십억 원) - 1		8,183	9,197	10,221	11,239	12,239	11,465	8,917	6,369	3,822	1,274
퇴직연금자산(평잔, 십억 원) - 2		8,183	9,197	10,221	11,239	12,239	0	0	0	0	0
리스크량	4.0%	347.7	388.1	429.5	469.5	509.5	407.6	305.7	203.8	101.9	0.0
할당 요구자본	RBC 비율	695.4	776.2	859.1	939.1	1,019.1	815.3	611.5	407.6	203.8	0.0
할당 요구자본 증분	200% 가정	81.4	80.8	82.9	80.0	80.0	-203.8	-203.8	-203.8	-203.8	-203.8
퇴직연금 이차마진	1.11% (세후 기준)	90.8	102.1	113.4	124.7	135.8	127.3	99.0	70.7	42.4	14.1
잉여 이익잉여금		10.0	19.2	33.4	44.7	339.7	331.1	302.8	274.5	246.2	14.1
할인률											
회기별 현가화 퇴직연금 이익잉여금	8.0%	9.3	16.5	26.6	32.9	231.2	208.6	176.7	148.3	123.2	6.5
	8.5%	9.2	16.3	26.2	32.3	225.9	202.9	171.1	142.9	118.2	6.3
	9.0%	9.2	16.2	25.8	31.7	220.8	197.4	165.6	137.8	113.4	6.0
	9.5%	9.1	16.0	25.5	31.1	215.8	192.1	160.4	132.8	108.8	5.7
	10.0%	9.1	15.9	25.1	30.6	210.9	186.9	155.4	128.1	104.4	5.5
	10.5%	9.0	15.7	24.8	30.0	206.2	181.9	150.5	123.5	100.3	5.2
	11.0%	9.0	15.6	24.5	29.5	201.6	177.0	145.8	119.1	96.3	5.0
누계 퇴직연금 사업가치 - 1 (5년 후부터 5년간 Fade-out)	8.0%	9.3	25.7	52.3	85.2	316.3	525.0	701.6	850.0	973.1	979.7
	8.5%	9.2	25.5	51.7	84.0	309.9	512.8	683.9	826.8	945.0	951.2
	9.0%	9.2	25.3	51.2	82.9	303.6	501.0	666.7	804.4	917.8	923.8
	9.5%	9.1	25.1	50.6	81.7	297.5	489.6	650.0	782.8	891.6	897.3
	10.0%	9.1	25.0	50.1	80.6	291.6	478.4	633.8	761.9	866.3	871.8
	10.5%	9.0	24.8	49.6	79.6	285.8	467.6	618.1	741.6	841.9	847.1
누계 퇴직연금 사업가치 - 2 (5년 후 사업 중단)	11.0%	9.0	24.6	49.0	78.5	280.1	457.1	602.9	722.1	818.3	823.3
	8.0%	9.3	25.7	52.3	85.2	778.7	-	-	-	-	-
	8.5%	9.2	25.5	51.7	84.0	761.7	-	-	-	-	-
	9.0%	9.2	25.3	51.2	82.9	745.2	-	-	-	-	-
	9.5%	9.1	25.1	50.6	81.7	729.1	-	-	-	-	-
	10.0%	9.1	25.0	50.1	80.6	713.4	-	-	-	-	-
10.5%	9.0	24.8	49.6	79.6	698.2	-	-	-	-	-	
11.0%	9.0	24.6	49.0	78.5	683.3	-	-	-	-	-	

주1: '누계 퇴직연금 사업가치 - 1'은 퇴직연금자산이 2024년까지 지속적으로 유입되고, 이후 5년간 Fade-out하는 것을 가정
 주2: '누계 퇴직연금 사업가치 - 2'는 퇴직연금자산이 2024년까지 지속적으로 유입된 후, 일시에 퇴직연금 비즈니스를 종료하는 상황을 가정
 자료: 한화투자증권 리서치센터

퇴직연금 사업에 대한
가치평가 방법론 설명

구체적으로 우리는 롯데손해보험 퇴직연금 비즈니스를 1) 잉여 이익잉여금(퇴직연금자산 증분에 대응되는 자본할당 증가 몫 차감 후 이익잉여금)과 2) 잉여화되는 요구자본(퇴직연금에 기 할당됐던 자기자본이 5년 후 전면 중단 또는 5년 후 5년간 점진적 Fade-out)을 할인율 9.5%로 현가화하는 방식으로 가치 평가를 했다.

전면 중단보다는 5년간 Fade-out한 경우의 가치가 더 높게 측정되는 것에서 알 수 있는 것처럼, 동사의 퇴직연금 사업이 5-10년내 중단되는 것을 가정한 것은 충분히 보수성을 가미시킨 전제라 생각한다.

2024년에
퇴직연금 사업 전면 중단 시,
7,291억 원

상기 가치평가 방법론에 따르면 롯데손해보험 퇴직연금 비즈니스의 가치는 최소 7,291억 원(누계 퇴직연금 사업가치 - 2' 기준)에 달하는 것으로 추정된다. JKL파트너스의 인수 계약이 통상적인 관례에 준한다고 가정, 매도 후 5년 동안(2024년까지)은 퇴직연금자산이 지속적으로 유입되지만, 이후 해당 비즈니스를 전면 중단한다는 가정이다.

즉, 인수 후 1-5년차까지는 자기자본을 할당한 채로 세전 1.5%의 이차마진을 향유하고, 2024년에 퇴직연금 사업 철수로 할당된 요구자본이 전량 잉여화되는 경우다.

[표3] 롯데손보 퇴직연금 비즈니스 Valuation - 2) 퇴직연금 사업 지속 가정 (단위: 십억 원)

구분	가정치	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
퇴직연금자산(말잔, 십억 원)		8,692	9,702	10,739	11,739	12,739	13,739	14,739	15,739	16,739	17,739
퇴직연금자산(평잔, 십억 원)		8,183	9,197	10,221	11,239	12,239	13,239	14,239	15,239	16,239	17,239
리스크량	4.0%	347.7	388.1	429.5	469.5	509.5	549.5	589.5	629.5	669.5	709.5
할당 요구자본	RBC 비율	695.4	776.2	859.1	939.1	1,019.1	1,099.1	1,179.1	1,259.1	1,339.1	1,419.1
할당 요구자본 증분	200% 가정	81.4	80.8	82.9	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0
퇴직연금 이차마진	1.11% (세후 기준)	90.8	102.1	113.4	124.7	135.8	146.9	158.0	169.1	180.2	191.3
잉여 이익잉여금		10.0	19.2	33.4	44.7	55.8	66.9	78.0	89.1	100.2	191.3
할인률											
회기별 현가화 퇴직연금 이익잉여금	8.0%	9.3	16.5	26.6	32.9	38.0	42.2	45.5	48.2	50.1	88.6
	8.5%	9.2	16.3	26.2	32.3	37.1	41.0	44.1	46.4	48.1	84.6
	9.0%	9.2	16.2	25.8	31.7	36.3	39.9	42.7	44.7	46.2	80.8
	9.5%	9.1	16.0	25.5	31.1	35.5	38.8	41.3	43.1	44.3	77.2
	10.0%	9.1	15.9	25.1	30.6	34.7	37.8	40.1	41.6	42.5	73.8
	10.5%	9.0	15.7	24.8	30.0	33.9	36.8	38.8	40.1	40.8	70.5
	11.0%	9.0	15.6	24.5	29.5	33.1	35.8	37.6	38.7	39.2	67.4
누계 퇴직연금 사업가치 - 3 (퇴직연금 사업 지속)	8.0%	9.3	25.7	52.3	85.2	123.2	165.4	210.9	259.1	309.2	1,055.2
	8.5%	9.2	25.5	51.7	84.0	121.1	162.2	206.3	252.7	300.8	1,013.1
	9.0%	9.2	25.3	51.2	82.9	119.2	159.1	201.8	246.5	292.7	972.9
	9.5%	9.1	25.1	50.6	81.7	117.2	156.1	197.4	240.5	284.8	934.7
	10.0%	9.1	25.0	50.1	80.6	115.3	153.1	193.2	234.8	277.3	898.2
	10.5%	9.0	24.8	49.6	79.6	113.5	150.3	189.1	229.2	270.0	863.3
11.0%	9.0	24.6	49.0	78.5	111.7	147.5	185.1	223.7	262.9	830.1	

주1: '누계 퇴직연금 사업가치 - 1'은 퇴직연금자산이 2024년까지 지속적으로 유입되고, 이후 5년간 Fade-out하는 것을 가정
 주2: '누계 퇴직연금 사업가치 - 2'는 퇴직연금자산이 2024년까지 지속적으로 유입된 후, 일시에 퇴직연금 비즈니스를 종료하는 상황을 가정
 자료: 한화투자증권 리서치센터

2024년 이후
5년간 Fade-out 기준 시,
8,973억 원

만약 2024년 이후 퇴직연금 비즈니스를 5년간에 걸쳐 점진적으로 Fade-out한다고 가정(‘누계 퇴직연금 사업가치 - 1’ 기준)할 경우, 롯데손해보험의 퇴직연금 비즈니스 가치는 그보다 더 높다. 이 경우, 롯데손해보험 퇴직연금 사업 가치는 그보다 조금 더 높은 8,973억 원인 것으로 추정된다.

2024년까지는 이차마진에서 퇴직연금자산 증가에 따른 요구자본 증분을 차감한 잉여 이익잉여금이, 2025년부터는 퇴직연금 이차마진과 잉여화되는 요구자본이 가치 산정 대상으로 편입되는 흐름이다.

퇴직연금 사업 지속 가정 시,
9,347억 원

당연한 얘기겠지만 퇴직연금 사업이 지속될 수 있다고 가정할 경우의 가치는 더욱 크다. 연간 퇴직연금자산 증분 규모가 1조원을 지속한다고 가정할 경우, 동사 퇴직연금 비즈니스의 현재가치는 9,347억 원이다.

이미 이익창출력이
궤도에 오른 상태

→ 요구자본 증분을
초과하는 잉여 이익이
발생하고 있음

중요한 포인트는 동사의 퇴직연금 비즈니스의 이익 창출력이 이미 궤도에 올라 있다는 점이다. 현재 퇴직연금 계정으로 편입된 자산과 동일한 수준의 리스크량(퇴직연금자산의 4%)을 전제할 경우, 동사는 매년 1조 원 이상의 퇴직연금자산이 지속적으로 유입되더라도 퇴직연금 사업에 추가로 자기자본을 투입해줘야 할 필요가 없다. 기존 퇴직연금 자산에서 향유하는 이차마진으로 이를 충당하고 남음이 있기 때문이다.

[표2] 內 ‘잉여 이익잉여금’ 항목에서도 확인할 수 있는 것처럼, 올해 이후부터는 매년 퇴직연금 이차마진으로 퇴직연금사업의 요구자본 증분을 충당하고도 잉여가 발생하는 것을 확인할 수 있다.

할인율 9.5%는
충분히 보수적

가치 산정에 적용한 할인율 9.5% 또한 충분히 보수적인 가정치라고 판단된다. 이미 퇴직연금 이차마진이 꽤나 안정화된 것으로 평가받는데다, 퇴직연금에 투입된 요구자본은 경영진의 의사결정에 따라 1-3년 내로 전액 잉여자본화될 수 있기 때문이다.

할인율 8.5% 적용 시,
추가로 사업가치 5-8%↑

사실 회사 규모와 관계없이 해당 비즈니스에 대한 할인율은 8.5%쯤으로 간주해도 충분히 보수적일 듯 싶는데(·:주요 보험사의 '19년 EV 산출 시 적용된 COE는 7.5%), 이 경우, ‘누계 퇴직연금 사업가치-1’ 기준의 퇴직연금 사업 가치는 9,512억 원(+6.0%), ‘누계 퇴직연금 사업가치-2’ 기준의 퇴직연금 사업 가치는 7,617억 원(+4.5%), ‘누계 퇴직연금 사업가치-3’ 기준의 퇴직연금 사업 가치는 1조 131억 원(+8.4%)이다.

3. 일반계정 보험 사업가치 약 1,900 억 원

일반계정 사업
Target P/B 0.70배
사업가치 1,880억 원

동사의 일반계정의 가치평가에는 Target P/B 0.70배를 적용했다. Target P/B 0.70배는 할인율 11%, 지속가능ROE 15.3%, 영구성장률 0%로 산출된 Justified P/B 1.39배에 50% 할인을 적용하여 산출된 값이다. 그리고 '20년말 보통주 자기자본 9,657억 원에서 퇴직연금에 할당(RBC비율 200% 가정)되어야 하는 요구자본 6,954억 원을 제외한 2,703억 원에 Target P/B 0.70배를 적용한 가치는 1,880억 원이다.

얼핏 생각하기에는 상장 최하위 손보 비즈니스에 Target P/B 0.70배를 적용한다는 것이 다소 과한 것처럼 여기질 수 있을지도 모른다. 그러나 이는 퇴직연금 사업에 할당된 자기자본을 제외한 2,700억 원쯤에 불과한 자기자본에 적용한 Multiple이기도 하거니와, 새 대주주 JKL파트너스가 발표한 동사의 '20-22E 중장기 턴어라운드 전략의 높은 달성 가능성을 고려한다면 충분히 납득할 수 있는 배수다.

- 보수적 가정치 사용
- 1) 예상ROE 대비 25% 할인한 지속가능ROE
- 2) Multiple 50% 할인

우리는 턴어라운드 완성 후 롯데손해보험 일반계정 부문의 세전 이익체력을 약 800억 원으로 추정한다. 여기에 유효세율 26%를 가정할 경우, 세후 당기순이익 체력은 약 600억 원이다. 이는 일반계정 부문의 ROE가 20%를 상회(일반계정에 할당된 자기자본 2,924억 원 기준)한다는 의미인데, 지속가능ROE는 분모 누적에 따른 율 감소 효과를 고려하여 예상 ROE 대비 25% 할인한 15.3%를 사용했다. 거기에다 규모 열위(상장 손보사 中 최하위)에 대한 부분, 아직 시장과의 신뢰 형성 초입 구간이라는 점을 고려하여 할인률도 50%를 적용했다.

향후 상황 조정 여지 大

결론적으로 동사의 일반계정 사업에 대한 가치평가는 1) 할인율 하향 조정, 2) 지속가능 ROE 상향 등을 기반으로 향후 상황 조정할 소지가 다분하다고 판단된다.

먼저, 향후 동사가 매 분기 실적발표를 통해 순조로운 턴어라운드의 진척도를 확인시켜 줄 경우, 할인율이 하향될 것으로 기대한다. 시장이 동사의 턴어라운드에 대한 신뢰가 두터워짐에 따라 자연스레 할인율을 낮춰잡을 여지가 생길 것이기 때문이다. 비록 당분간 규모 열위에 대한 할인률 적용(약 20%)은 어쩔 수 없다고 치더라도 50%에 달하는 할인율을 축소시킬 여지는 충분하다.

또한, 턴어라운드가 성공적으로 완료될 경우, 지속가능ROE의 수준도 보다 더 높게 잡을 여지가 생길 것으로 기대한다. 후술하겠지만 우리는 이미 2020 회계연도의 개막과 동시에 롯데손해보험의 턴어라운드가 70-80%가량 완성된 것이나 다름없는 상황이라 판단하고 있기 때문이다. 단순 계산으로 수 년내 매각할 예정인 사업이 연 600억 원 수준의 이익을 창출할 수 있다면, 이에 걸맞은 Valuation은 눈에 선하지 않는가?

4. 이익 체력 대비 가장 싼 보험주

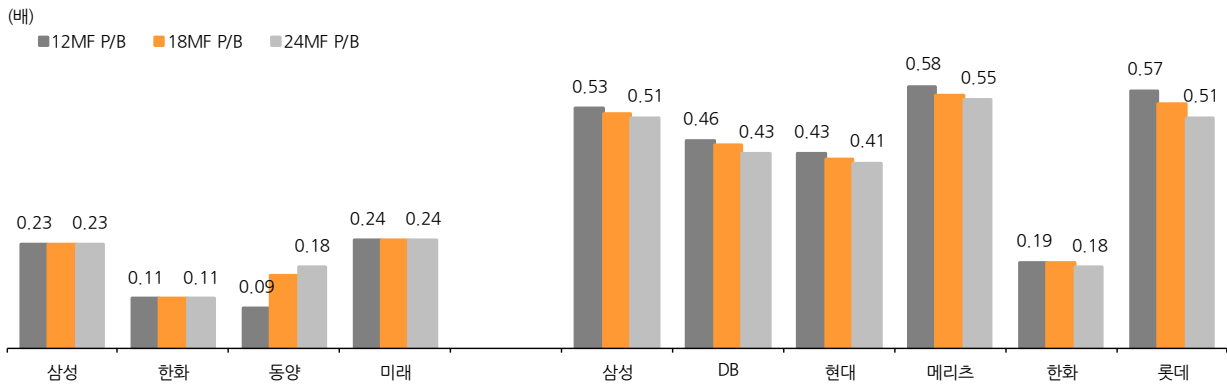
보험주에 대한 P/B Multiple 효용성 저하

과거 보험주 Valuation에서 가장 중요한 잣대로 여겨졌던 P/B Multiple은 요즘 그리 의미있는 지표로 통용되지 않는 분위기다. 더 이상 주당순자산가치(BPS)가 ‘진짜’ 자기자본 규모를 가늠할 수 있는 잣대로서의 효용성을 잃어버린 탓이다. 실제로 이미 상대적으로 제도 변화(회계제도 IFRS 17, 감독제도 K-ICS)의 영향이 큰 생보 주식의 P/B는 현 회계제도 하에서는 설명 불가능한 수준까지 하락했다.

그나마 P/E는 활용 가능
1Q20 호실적을 기반으로
키맞추기 기대해봄직

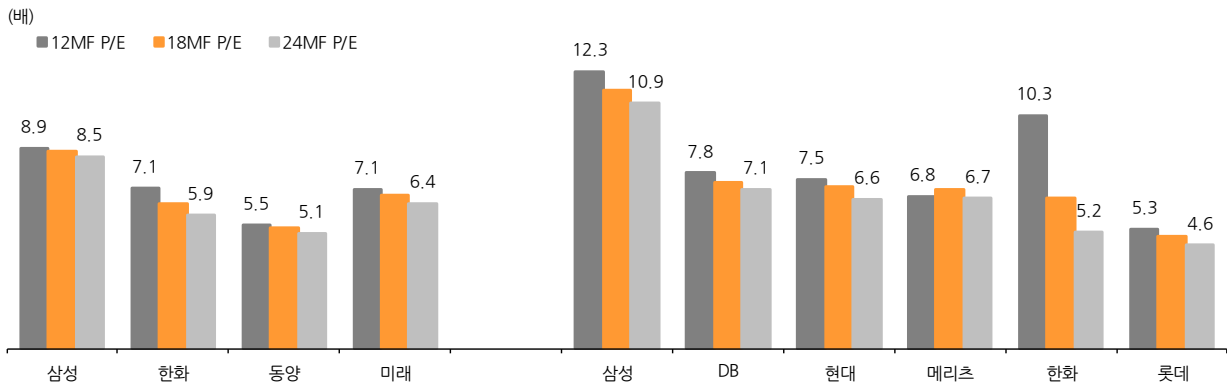
그나마 활용 가능한 지표는 P/E Multiple다. 여느 바금융주의 매력도를 가늠하는 것처럼 ‘그래도 이익체력을 기준으로 한 배수는 통용 가능하다’라는 것이 현재 보험주 가치 평가에 대한 중론인듯 싶다. 그리고 현재 롯데손해보험은 이익체력 대비 가장 싼 보험주식([그림1] 참고)이다. 동사의 12MF P/E는 5배로 각 세부업권 1위사를 제외한 나머지 보험주들의 Multiple인 7.5배보다는 확실히 메리트가 있다. 1Q20 호실적 발표로 신뢰가 형성되기 시작했기에 최소한 키맞추기 정도는 기대해봄직한 상황이라 판단한다.

[그림1] 상장 보험주 Forward P/B 현황



자료: KRX, WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 상장 보험주 Forward P/E 현황



자료: KRX, WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

II. 반성문: 중소형 손보주는 유망할 수도 있었다

1. 당시만 하더라도 충분히 합리적이었던 추정

'18년 당시 중소형 손보주 '이익 정상화'를 전망

필자는 지난 2018년초에 중소형 손해보험주의 '이익 정상화'를 예상하는 보고서(「중소형 손해보험주가 눈에 밝힌다」, 2018년 3월 12일 발간)를 발간했던 바 있다. 영원한 적자 비즈니스인 車보험 비중이 낮다는 것이 오히려 장점으로 부각되는 구간(=車보험 손해를 상승 Cycle)에 진입했고, 보험료 인상을 기반으로 실손의료보험 위험손해율이 빠르게 개선되는 추세를 확정했기 때문이었다.

'20년째 실손 위험손해율 90% 초반으로 수렴할 것으로 예상했기 때문

당시에는 중소형 손해보험주의 실손의료보험 위험손해율이 2020년 전후로 90% 초반으로 수렴할 수 있을 것이라 예상했다. 이미 중소형 손해보험사들은 가파른 위험손해율 개선세를 시현하고 있었던데다가, '09.10월 실손의료보험 표준화 전에 대량으로 판매됐던 중소형 손해보험사의 5년 갱신형 실손의료보험 계약의 갱신 주기가 2H18-1H19에 도래할 예정이었기 때문이었다.

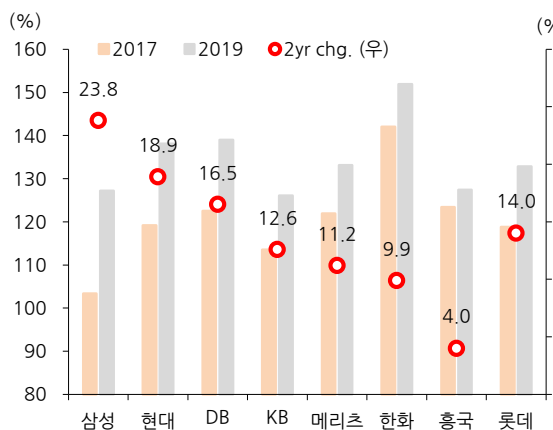
IFRS 17 도입도 손해를 '정상화' 전망에 당위성을 부여해줬던 요인

제도 변화 또한 실손의료보험 위험손해율 '정상화'를 기대케 하는 요인이었다. 민영 보험사들이 정상적으로 실손의료보험 비즈니스를 운영하기 위해서는 신 회계제도인 IFRS 17이 적용(당시 기준 2021년 도입 예정, 현재는 2023년으로 적용 시점 유예)되기 전까지 손실계약이 아닌 상태가 되어야 한다. 보유계약이 손실계약이라는 것은 곧 부채 증가, 그리고 자본 감소와 동의어인지라, 경영권 이슈가 제기될 수밖에 없는 대규모 자본 확충 이슈로 비화될 수 있기 때문이다.

개선 목표치도 무리한 수준이 아니었음

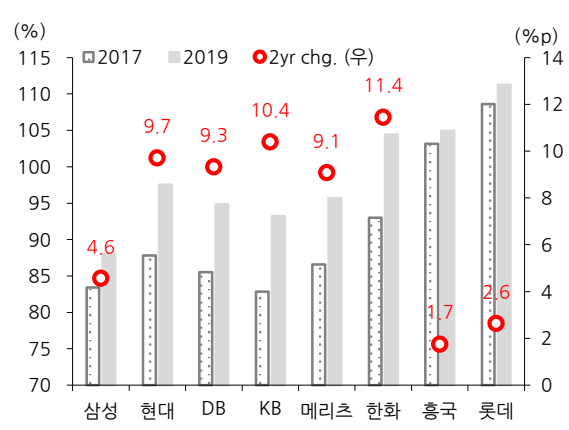
개선되어야 할 손해를 목표치가 무리수라고 볼 수 있는 수준도 아니었다. 통상적으로 연간 13-15% 수준인 손해액 증가세를 고려한다면, 현행 제도 상 실손의료보험료의 인상률 상한(담보별 연 25%)과 제도 도입까지 남은 기간(당시 기준 3년)만으로도 별도의 조치 없이 충분히 손해를 정상화시킬 수 있기 때문이었다.

[그림3] '17-19년 주요 손보사별 실손보험 손해율 변화



자료: 손해보험협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] '17-19년 주요 손보사별 장기위험 손해율 변화



자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

2. 풍선효과, 그리고 정책 효과 극대화를 위한 협조 요구

그러나 장기위험 손해율이 2년새 오히려 2-11% 상승

하지만 결론적으로 이러한 필자의 예측은 보기 좋게 빗나갔다. 손해보험업계의 '19년 실손의료보험 손해율은 오히려 '17년말보다 약 4-24%p 상승했고, 그 결과 동기간 장기보험 위험손해율도 약 2-11%p 상승했다.

원인은...

- 1) 문재인 케어 풍선효과
- 2) 보험료 인상을 삭감

전망이 틀려지게 된 핵심적인 원흉은 소위 '문재인 케어'로 통칭되는 「건강보험 보장성 강화 정책」의 시행 때문이다. 물론 보건복지부의 발표처럼, '문재인 케어'가 실손의료보험 손해율 직접적으로 상승시킨 것은 아니다. 정확히 표현하자면, 실손의료보험 급등을 초래한 주범은 1) '문재인 케어 풍선효과'(분자↑)와 2) 정책 효과 극대화를 위한 '실손보험료 인상률 삭감'(분모↓)이다.

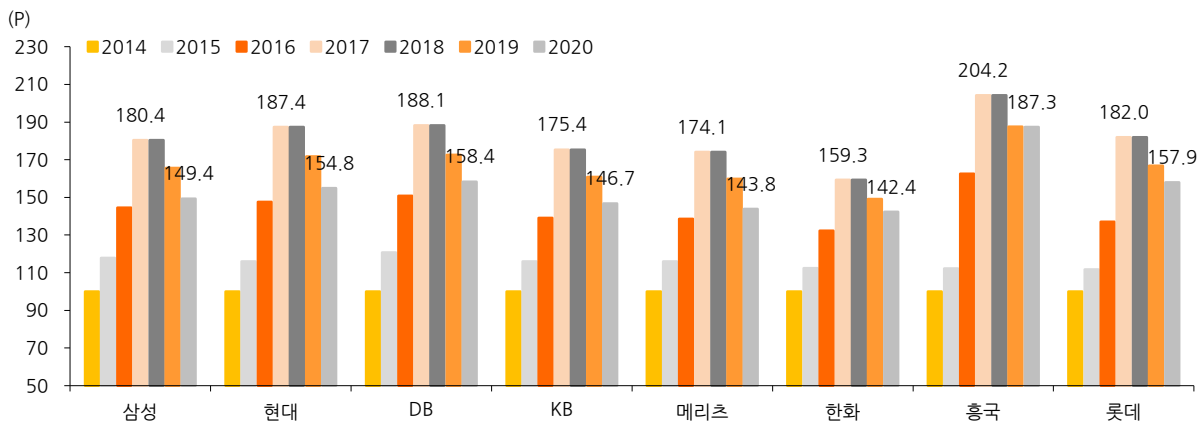
풍선효과 메커니즘

'문재인 케어' 그 자체는 기존 비급여 진료를 급여화의 영역으로 편입(기존 대비 낮은 수가)하여, 민간의 의료비 부담을 줄이겠다는 정책이다. 그러나 기존 비급여의 급여화로 원래 누리고 있던 몫이 줄어든 의사들이 마냥 손 놓고 이를 받아들일리가 만무했다. 현실 세계에서 본인의 파이가 줄어드는 것을 그저 손 놓고 받아들이기만 하는 경제 주체는 존재하기는 할까? 기존의 파이가 많고 적음을 떠나서 자신의 몫을 빼앗길 상황에 처한 경제주체는 어떠한 방식으로든 변화에 대응하려는 노력을 하게 된다. 이에 의사들은 새로운 비급여를 발굴(심도↑)했고, 더 잦은 진료를 유도(빈도↑)했다. 이것이 '문재인 케어'가 풍선효과를 초래한 경로다.

보험료 인상률 삭감 History

한편, 정부는 '문재인 케어'라는 정책 효과 극대화를 위해 '18년에는 '문재인 케어를 시행할 예정'이라는 명분 하에 실손의료보험료를 동결했고, '19년에는 보험료 인상 요인에서 '문재인 케어' 도입으로 예상되는 보험금 청구 감소분만큼을 차감시켰다. 풍선효과에 대해서는 그저 '예비급여'라는 장치를 언급하며 엄포를 냈을 뿐, 제도 시행 2년차가 지난 여태껏 이에 상응하는 조치는 수반되지 않고 있다. 그리고 이러한 경향성은 '20년 실손의료보험료 인상률 책정에도 동일하게 적용됐다. 그 결과 기본형 실손의료보험료 가격지수는 고공행진하는 손해율에도 불구하고 '17년의 83-92% 수준까지 내려왔다.

[그림5] 주요 손해보험사 연도별 실손의료보험료 지수 추이 (2014년=100)



자료: 손해보험협회, 한화투자증권 리서치센터

3. 무너진 손해를 개선세, 무너진 중소형 손보주

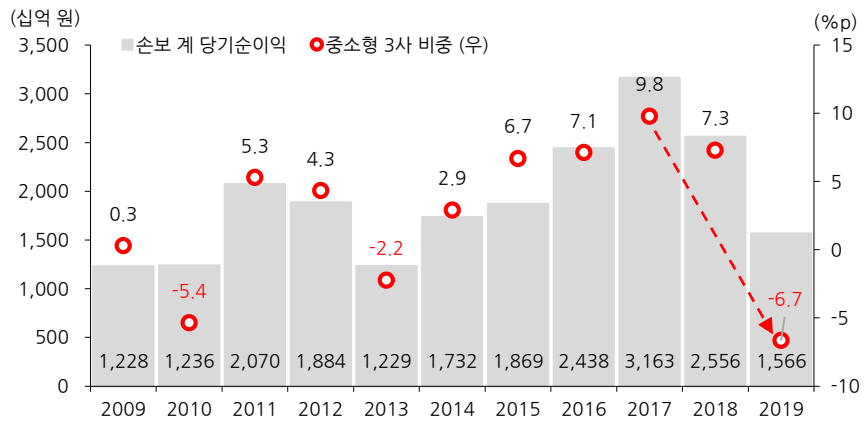
실손 손해를 상승으로
손보업권 감익
중소형사 감익폭이 더 컸음

주가 하락폭 < 감익폭
아직 싹 상태에서의
하락이었기 때문

실손의료보험 손해를 개선세가 무너짐에 따라 손보업권의 이익도 급격히 감소했고, 자연스레 손보사의 주가도 하락했다. 당연한 이야기이겠지만 중소형 손보사의 이익 감소 폭은 더욱 컸다. '17-19년 사이 상위사(1-5위사)의 이익이 약 35-45% 하락한데 비해, 중소형 손보사의 이익은 55-210%에 달했다. 그 결과 '17년 약 10%까지 상승했던 중소형 손보 3사 이익 비중은 '18년 약 7%, 그리고 '19년에는 약 -7%까지 줄어들었다.

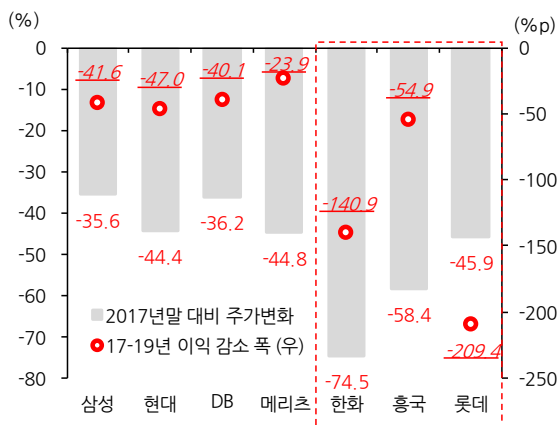
중소형 손보사의 감익폭이 더 컸던 이유는 기존의 이익체력이 약하기 때문이다. 아직 제반 보험효율 지표가 정상화되지 못한 상태인지라 중소형 손보사들은 변동률 산식을 구성하는 분모인 기존 이익이 작다. 이 상태에서 또 한번 Down Cycle이 찾아온 것인지라 감익폭이 클 수밖에 없던 것이다. 다만 주가 하락폭이 더 크긴 했으나, 아직 싹 상태에서의 하락이었던지라 주가 하락폭은 감익폭 대비 작았다.

[그림6] 주요 상장 손해보험주 Performance



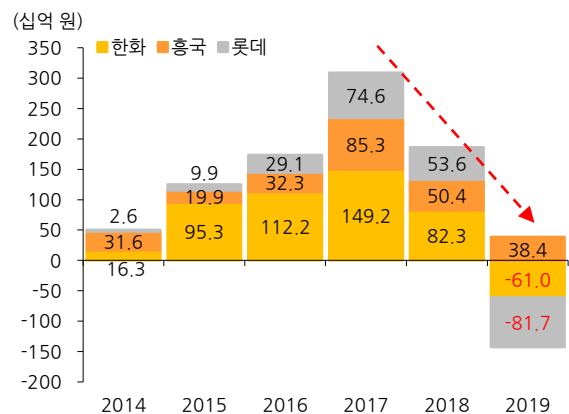
주1: 손보 계는 삼성화재, 현대해상, DB손보, KB손보, 메리츠화재, 한화손보, 흥국화재, 롯데손보 총 8개사 합산 순이익
자료: 금감원, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 주요 상장 손보사 수정주가 Performance



자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 중소형 손보사 연도별 이익 추이



자료: 금감원, 한화투자증권 리서치센터

4. 그나마 발견한 희망의 실마리

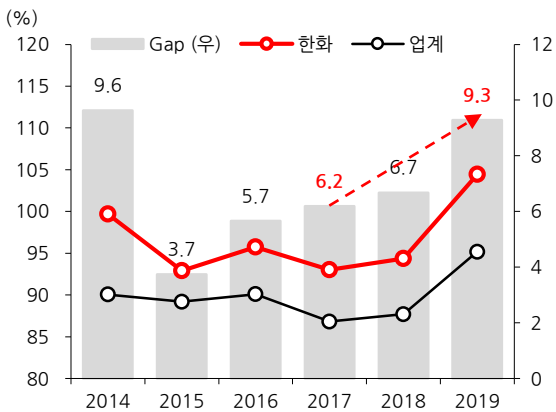
업계 대비 위험손해율
격차 축소세는 지속
(흥국화재, 롯데손해보험) (한화손해보험)

그러나 적어도 지표 상으로는 모든 중소형 손보사가 일률적으로 망가졌다고 간주할 수
만은 없었다. 먼저, 한화손해보험을 제외한 나머지 두 개의 중소형 손보사(흥국화재, 롯
데손해보험)들의 업계 대비 위험손해율 격차가 축소됐다는 점을 확인할 수 있었다. 물
론 기저의 높음 탓이 있기도 하겠지만, 양 사의 업계 대비 격차 축소의 비결은 지난 '16
년, '17년에 금융당국으로부터 허용받은 실손의료보험료 인상률 한도 타절이 크게 작용
([그림5] 주요 손보사 연도별 실손의료보험료 지수 추이 참고)했다고 판단한다.

더 빠른 車보험 비중 축소

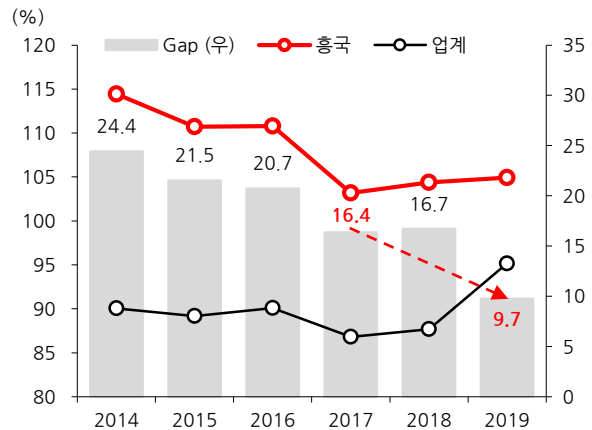
또 한 가지 관측된 지표는 '업계 대비 빠른 車보험 비중 축소세'였다. 애초부터 중소형
3사의 車보험 비중은 업계 대비 다소 낮았는데, 지난 2년 사이 이들의 車보험 비중은
업계 대비 더 빠른 속도로 감소했다. 이 또한 기저의 낮음 영향이 있기는 하겠으나, 적
자 비즈니스를 축소한다는 점에서 다분히 합리적인 의사결정이었다.

[그림9] 한화손해보험 위험손해율 추이(vs. 업계)



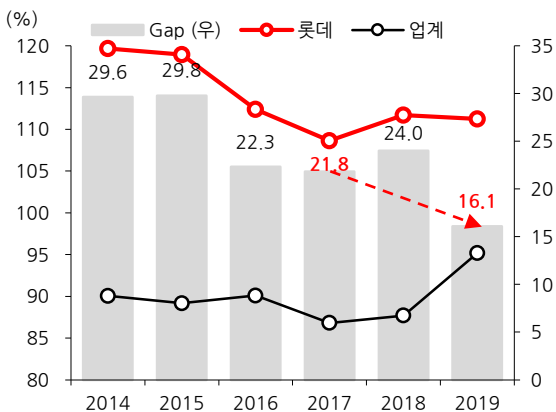
자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 흥국화재 위험손해율 추이(vs. 업계)



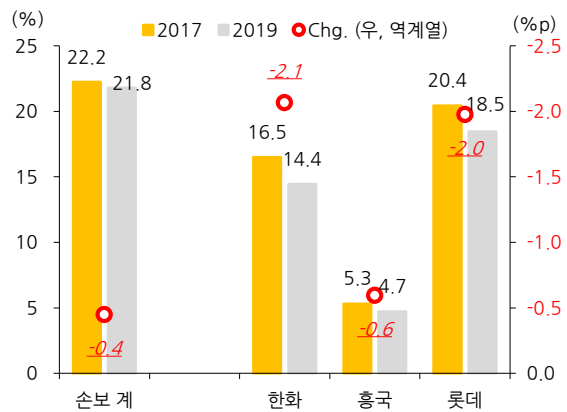
자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 롯데손해보험 위험손해율 추이(vs. 업계)



자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] '17-19년 중소형 손보사 車보험 비중 변화



주: 원수보험료 기준
자료: 금감원, 한화투자증권 리서치센터

5. 세 가지 Lesson 이 지목하는 종목, 롯데손해보험

Lesson 세 가지 비록 당초의 예측은 틀렸다. 하지만 우리는 지난 2년간 손보업 내의 지표 변화를 보며 다음 세 가지 Lesson을 획득했다.

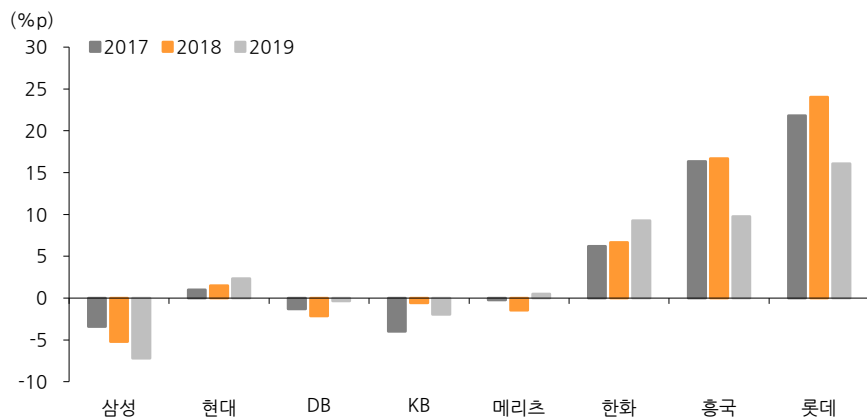
1. 위험손해를 개선세 재개 첫째, 어쨌거나 위험손해율은 개선될 것이라는 점이다. 비록 원하는 수준의 속도와 강도는 결코 미치지 못했지만, 중소형 손보사의 위험손해율은 꾸준히 업계 대비 격차를 줄여나가고 있다. 꾸준한 신계약 유입시킬 수 있는 역량(신계약비 증가를 감당할 수 있는 이익체력 기반, 그리고 신계약 성장 전략)이 있는 회사라면, 다음번 업황 개선에 기대를 걸어봄직하다고 판단했다. 만약 거기에서 기존 손해율의 개선 여지가 더 크다면 더할 나위가 없을 것이고 말이다.

2. 車보험은 줄여야 둘째, 중소형사 입장에서 車보험은 적어도 축소시켜야 하는 비즈니스라는 점이다. 업종을 막론하고 중소형사는 모든 사업 라인업을 다 영위하려고 해서는 안된다. 장차 메이저 플레이어가 된 이후라면 모르겠지만, 중소형사들은 궤도에 오르기 전까지 선택과 집중이 권장된다. 손보업도 예외가 아니다. 게다가 해당 사업이 만년 적자를 기록하고 있는 분야라면 더 말할 필요도 없다.

3. 변화를 위한 '체력'이 필요 셋째, 변화를 이끌어갈 수 있는 원동력, 다시 말해 '이익 체력'이 뒷받침되어야 한다는 것이다. 중형사 진입을 꿈꾸던 한화손해보험의 몰락, 그에 대비되는 상위권 진입을 일궈낸 메리츠화재의 성과를 좌우했던 핵심은 기본 이익 체력이다.

한화손해보험은 '13년부터 신계약 성장을 기반으로 체질개선을 도모했으나, '18년부터 재차 악화된 업황 탓에 주저 않았다. 기존 보유계약의 열악함, 그리고 '09년 제일화재와 합병 이후 인력을 효율화하는 작업이 미진했던 탓에 이익 체력이 빈약했기 때문에 추정한다. 반면, 메리츠화재는 최근 들어 가파른 위험손해율이 부럽기는 하지만, '15년 구조조정을 통해 확보한 이익 체력을 기반으로 신계약 업계 1위까지 도약할 수 있었다.

[그림13] 연도별 주요 손보사 장기 위험손해율 Gap(업계 평균 대비) 추이



주: 장기 위험손해율은 업계 평균 장기 위험손해율은 8개사 가중평균치
 자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

롯데손해보험,
모든 조건에 부합하는
유일한 후보자

현 시점을 기준으로 이러한 세 가지 Lesson에 부합하는 유일한 회사는 롯데손해보험이다. 다시 말해 롯데손해보험이 향후 손보업 내에서 작게는 자사의 상대 위상(Ranking) 변화, 크게는 시장의 판도 변화를 만들 수 있는 잠재력을 보유한 거의 유일한 후보라는 것이다.

현재 롯데손해보험은 업계에서 위험손해율이 가장 높다. 개선될 여지가 가장 많다는 의미다. 그리고 롯데손해보험은 '19년 JKL파트너스로 매각 후, 자본을 확충하고 비용 효율성을 개선하면서 이익 체력과 자본력이 한층 개선됐다. 또한, 롯데손해보험은 향후 3년간 車보험을 62.5% 축소시키겠다는 전략 방향성을 설정한 상태다. 만년 적자 비즈니스를 과감히 축소하겠다는 것이다. 게다가 롯데손해보험은 매각 전 롯데그룹 시절부터 퇴직연금 이차마진이라는 안정적인 핵심 사업을 이미 일궈둔 상황이다.

그렇다면 만약 향후 손보업 내에서 중소형사發 판도 변화가 일어날 수 있다면, 롯데손해보험보다 더 유력한 후보가 있다고 말하기는 힘든 상황이 아닐까?

III. 특별계정의 ‘특별함’

1. 미래에셋생명 사례: 우월한 상대 수익률 비결은?

당시 최선호주 선정의 핵심
: 특별계정 Biz의 독특함

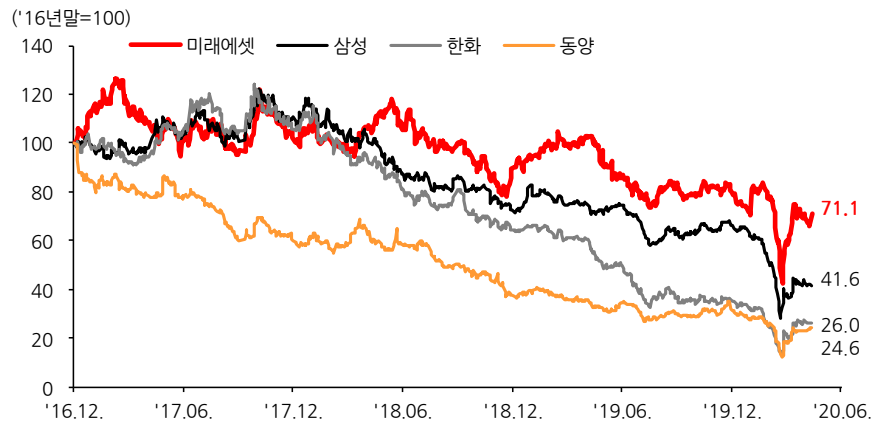
‘17년초 우리의 보험업 내 최선호주는 미래에셋생명이었다. 그리고 당시 동 종목을 선정했던 핵심 이유는 바로 ‘특별계정 비즈니스의 독특함’ 때문이었다. 비록 마진율이 아주 높지는 않을 수 있지만, ‘잘 운영되는’ 보험사의 특별계정은 손해율 Cycle이나 금리 변화에 영향을 받지 않으면서 안정적인 수수료 이익(Fee-biz)을 창출할 수 있는 기반으로 가능할 수 있기 때문이다.

낮은 금리 민감도
+ 안정적 수입원

미래에셋생명(구, SK생명)은 ‘05년 미래에셋그룹에 인수된 후 자산운용에 강점이 있는 그룹의 장점을 십분 활용하여 특별계정 사업에 집중해왔다. 그 결과 당사는 낮은 금리 민감도와 더불어 경쟁사 대비 안정적인 수입원을 확보할 수 있었고, 이는 초저금리 심화 구간에서 타 생보주 대비 나은 상대 수익률을 기록할 수 있는 버팀목이 되어줬다.

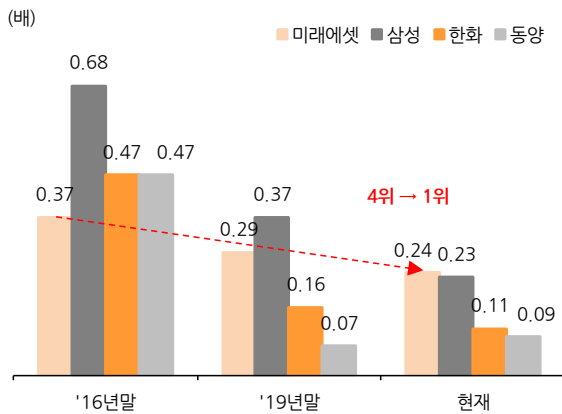
→ 우월한 상대 수익률

[그림14] 상장 생보주 수정주가 추이



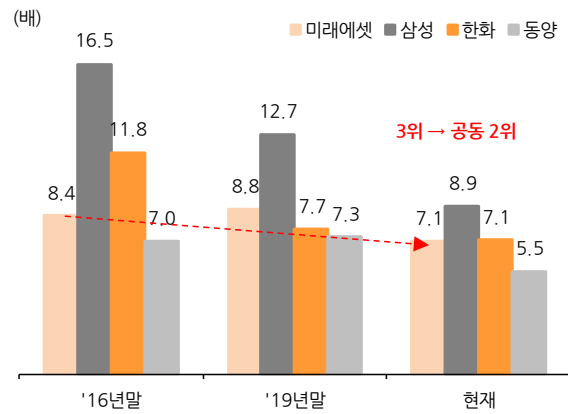
자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 시기별 상장 생보주 12MF P/B



자료: KRX, WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 시기별 상장 생보주 12MF P/E



자료: KRX, WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

이익 안정성 > 규모

미래에셋생명의
가격 Multiple 랭킹 ↑ 이유

롯데손보,
손보업 내에서 비슷하거나
그 이상의 스토리를 만들어
낼 가능성 있음

상대 수익률 우위의 결과, 현재 미래에셋생명의 12MF P/B, P/E Multiple는 모두 업계 최상위권(12MF P/B 1위, 12MF P/E 공동 1위)이다. 대형 생보사일수록 고금리 부채 Legacy 이슈가 큰지라(·고금리 상품이 많이 팔리던 '90년대에는 대형사의 M/S가 더 높았음), 초저금리가 심화된 지금 같은 환경 하에서 투자자들은 더 이상 규모 우위를 할 증 요인으로 간주하지 않는다. 단순히 규모보다는 안정적인 이익 기반인 특별계정 사업의 성장에 더 점수를 준다.

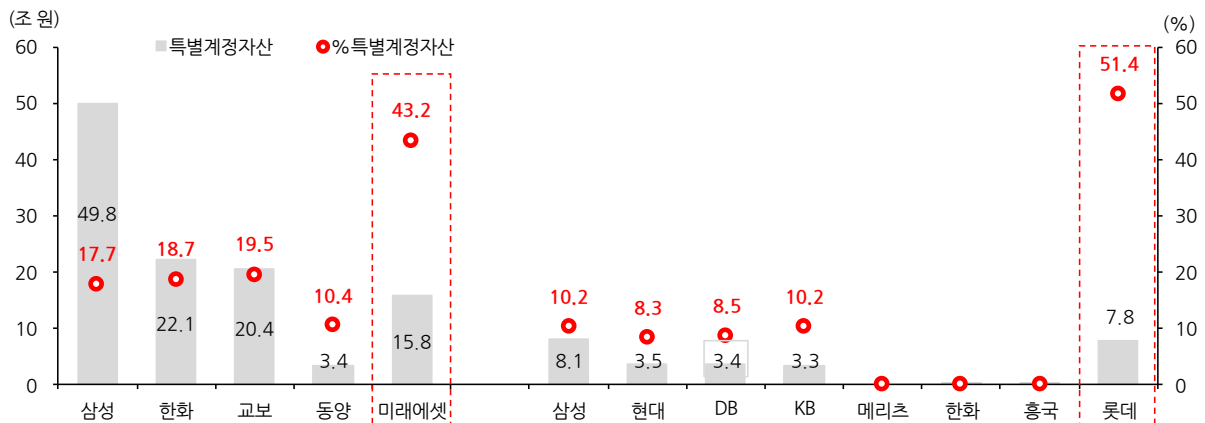
롯데손해보험의 특별계정 사업은 미래에셋생명보다 자산 비중이나 이익 기여도, 그리고 이익의 절대 규모가 훨씬 더 크다. 그렇다면 손보업 내에서 롯데손해보험이 생보업 내에서 미래에셋생명이 보여줬던 것과 비슷한 상황 전개를 기대해볼지 않을까? 특별계정의 비중이나 수익성이 더 우량하다는 점이 충분히 반영될 수만 있다면, 그 이상의 스토리가 펼쳐질 가능성도 충분히 있을 것이라 생각한다.

[표4] 미래에셋생명 Fee-Biz 부문 적립금 및 수수료수입 추이

구분	2014	2015	2016	2017	2018	2019
변액보험						
적립금	5,764.6	5,900.5	5,930.1	6,554.1	9,880.6	10,792.6
수수료수입	21.4	23.0	22.7	23.9	38.0	40.7
퇴직연금						
적립금(자산관리계약)	2,444.6	2,922.3	3,523.4	4,039.1	4,082.2	5,216.7
수수료수입	7.8	10.7	13.6	14.9	18.1	17.9
Fee-Biz 합계						
적립금	8,209.2	8,822.8	9,453.5	10,593.2	13,962.8	16,009.3
수수료수입	29.2	33.7	36.4	38.8	56.0	58.6

자료: 미래에셋생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 주요 손·생보사 운용자산+특별계정자산 규모 및 특별계정 비중



주: 2019년 12월말 기준

자료: 금감원, 한화투자증권 리서치센터

2. 현대해상 사례: 손보업권의 특별계정 Trial

흔히 보험상품의 특별계정 비즈니스는 주로 생보업권의 영역이라고 인지하고 있다. 그러나 특별계정 비즈니스에 대한 시도가 생보업권에서만 있었던 것은 아니다. 손보업권에서도 '08년도에 주가지수연계형 보험으로 특별계정 사업을 시도했던 적이 있었다. 대략 은행의 주가지수연계예금(ELD, Equity Linked Deposit)과 비슷한 상품 구조였던 것으로 알려진다.

손보업권의 특별계정 사업 시도 배경

'00년대 초 생보업권에서 변액보험을 출시한 이후, 저축성보험 시장 내에서 손보업권의 입지가 위축됐기 때문이다. 이에 공시이율만 적용하는 저축성 상품으로는 시장을 개척하는 데 한계가 있다고 판단한 일부 손보사들이 상품 경쟁력을 강화하려는 차원에서 변액보험과 유사한 형태의 상품(주가지수연계형 보험)을 출시했다. 생보업권의 변액보험 출시 이후 저축성보험 영역에서 상품 라인업 경쟁열위가 발생하는 가운데, 통합보험, 실손의료보험 등 그간 자신들의 영역이라고 여겨왔던 시장에 생보사들이 진입하자 손보업권이 위기의식을 느꼈던 상황도 한 몫했다.

손보업권의 특별계정 상품 출시 사례

최초로 변액보험과 유사한 상품을 출시했던 회사는 현대해상이다. 동사는 '08.8월 손보업계 최초로 '하이세이프인덱스보험'을 출시했다. 동 상품은 기본적으로 1.0~1.5%의 확정이율을 보장하며, 주가지수가 상승하면 지수 상승률만큼 이자를 반영하는 등 적립이율을 KOSPI200 지수에 연동시켜 생보사의 변액보험처럼 높은 수익을 실현할 수 있게 설계되었다.

뒤이어 동부화재(현, DB손해보험)도 '08.10월에 '프로미라이프 골드인덱스보험'이라는 주가지수연계형 상품을 출시했다. 당시 언론보도에 따르면, 대형 손보사인 삼성화재와 LIG손해보험(현, KB손해보험)도 주가지수연계형 보험의 출시 시기를 저울질했던 것으로 알려진다.

글로벌 금융위기, 그리고 변액보험 수익률 이슈

그러나 손보업권의 시도는 그리 오래가지 못했다. 현대해상과 동부화재의 주가지수연계보험은 '09.3월을 끝으로 판매가 중단됐다. 출시 당해인 '08년 글로벌 금융위기가 발발하면서 수익률을 주가지수에 연계시키는데 대한 메리트가 없어졌기 때문이다. 다소 시차가 있기는 하지만 '12년 금융소비자연맹이 변액보험 수익률에 문제를 제기('12.4.4. [보도자료 298호] K-컨슈머리포트 변액연금보험 비교정보)하면서, 한 동안 변액보험 자체에 대한 인기도 시들해졌다.

이후 유의미한 B2C 특별계정 사업 Trial 없었음

애초부터 손보업권이 주가지수연계형 상품을 출시했던 목적은 생보업권의 변액보험에 대한 대응이었다. 따라서 주가지수연계 상품 자체에 대한 매력도 저하, 그리고 경쟁 상품의 위축, 그리고 초기 변액보험처럼 보증료를 징구할 수 없었던 한계에서 비롯된 낮은 수익성은 특별계정 영역에 대한 사업 시도를 중단하기에 충분한 이유가 됐다. 그리고 그 후 손보업권의 유의미한 B2C 특별계정 사업 시도는 더 이상 나타나지 않았다.

3. 더 ‘특별’한 롯데손해보험의 특별계정 사업

여느 퇴직연금사업자와는 다르다

일반적으로 퇴직연금 모듈은 수익성이 낮음

사실 그간 국내 금융업권 내에서 퇴직연금 비즈니스 모듈을 별도로 가치 평가했던 전례는 없었다. 시장의 퇴직연금 자산규모는 꾸준히 성장해왔지만, 동 비즈니스에서 창출되는 수익이 극히 미미했기 때문이다.

기존 사업을 기반으로 한 ‘담’쯤으로 여겨져왔음

퇴직연금자산 규모가 큰 회사는 거의 대형 금융회사(1위 삼성생명, 2-6위 시중은행 및 기업은행)들인데, 이들의 퇴직연금 비즈니스 모듈의 가치를 별도 산정할 경우, 그 값은 해당 기업의 ROE보다 낮은 것이 정설이다. 이에 퇴직연금 모듈은 대부분의 퇴직연금 사업자에게 기존 사업을 기반으로 한 ‘담’쯤으로 인식되어 왔다.

롯데손보의 퇴직연금 사업, ‘담’이 아닌 핵심 이익기반

그에 비해 롯데손해보험의 퇴직연금 사업은 여타 퇴직연금사업자의 비즈니스 모델과는 완전히 결이 다르다. 동사의 퇴직연금 비즈니스는 연 1.5%의 이자율차 마진(IFRS 9 기준)을 창출하고 있는 고수익 사업이며, 꾸준히 증가하는 퇴직연금자산을 기반으로 안정적으로 이익이 증가하는 경향성을 보여왔다. 기존 사업의 ‘담’이 아닌 회사의 핵심 이익 기반인 것이다.

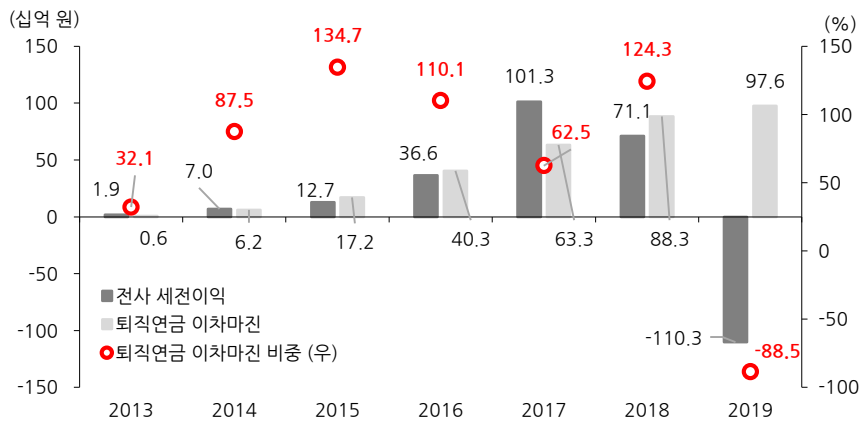
‘17년 세전이익 기여도 60% 이상

이 때문에 롯데손해보험의 퇴직연금 비즈니스는 전사 이익 기여도가 매우 높다. 대주주 변경 후 Big Bath가 있었던 ‘19년을 예외 상황으로 치더라도, 동사의 퇴직연금 비즈니스는 업황이 나빴던 ‘15-16년에는 일반계정 손실을 메꾸고 남는 수준의 이익을 만들어냈으며, 손보 업황이 악화되기 직전인 ‘17년에도 전사 세전이익의 60% 이상을 담당했다.

롯데손보의 퇴직연금, 턴어라운드를 위한 이익 체력의 원천

우리는 향후 2-3년간 동사의 대대적인 턴어라운드(우)가 진행되는 동안, 전체 세전이익의 70% 이상은 퇴직연금 부문이 담당해줄 것으로 예상한다. 보험업의 특성 상, 판관비 효율화 이외의 혁신은 성공한다 하더라도 그 결과물이 가시화되는데 수 년간의 시일이 소요되기 때문이다. 다시 말해 턴어라운드를 위한 체력의 원천이 바로 퇴직연금인 것이다.

[그림18] 롯데손해보험 퇴직연금 비즈니스 세전이익 기여도 추이



주: 전사 세전이익은 SAP 기준, 퇴직연금 이차마진은 '13-17은 IAS 39 기준, '18-19는 IFRS 9 기준
 자료: 금감원, 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

적어도 보험업권 내에서는 모방이 힘든 수준에 도달한 상태

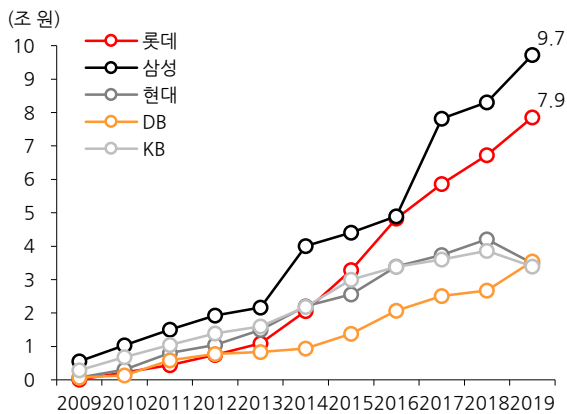
손보업권 내 퇴직연금자산 규모 2위

'19.12월말 현재, 롯데손해보험의 퇴직연금자산 규모는 7.9조 원에 달한다. 삼성화재(퇴직연금자산 9.7조 원)에 이은 손보업권 내 2위다. 3조 원 중반대에 머물러 있는 상장/비상장 2위권 손보사(현대해상, DB손보, KB손보)의 두 배가 넘는다. 동사의 퇴직연금자산이 '13년 이후 견조한 증가세(6yr CAGR +38.9%)를 보이는데 비해, 동 기간 2위권 손보사의 퇴직연금자산은 많이 더디거나(DB손보) 오히려 감소(현대해상, KB손보)했다.

퇴직연금 사업, 기존 방식대로 운영된다면 딱히 매력없는 비즈니스

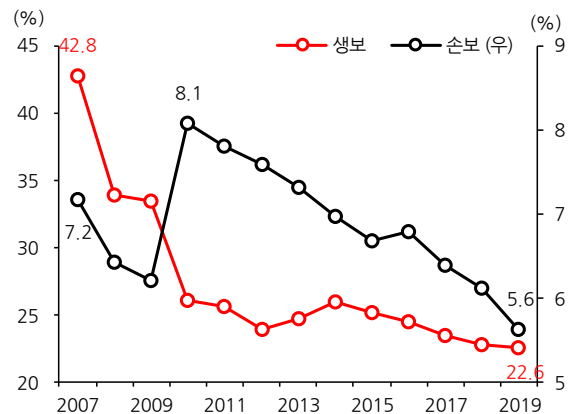
사실 기존 방식대로 운영되는 퇴직연금 사업은 딱히 매력없는 비즈니스다. 이는 보험업권이 퇴직연금사업을 시작한 이래, 손·생보 퇴직연금자산의 시장점유율이 추세적으로 하락해왔다는 사실([그림20] 참고)에서도 유추할 수 있는 내용이다. 시장 개막 초기에 40%가 넘었던 생보업권의 점유율은 20% 초반으로, 한 때 8%까지 상승했던 손보업권의 점유율은 5% 중반으로 내려왔다.

[그림19] 주요 손보사 퇴직연금자산 추이



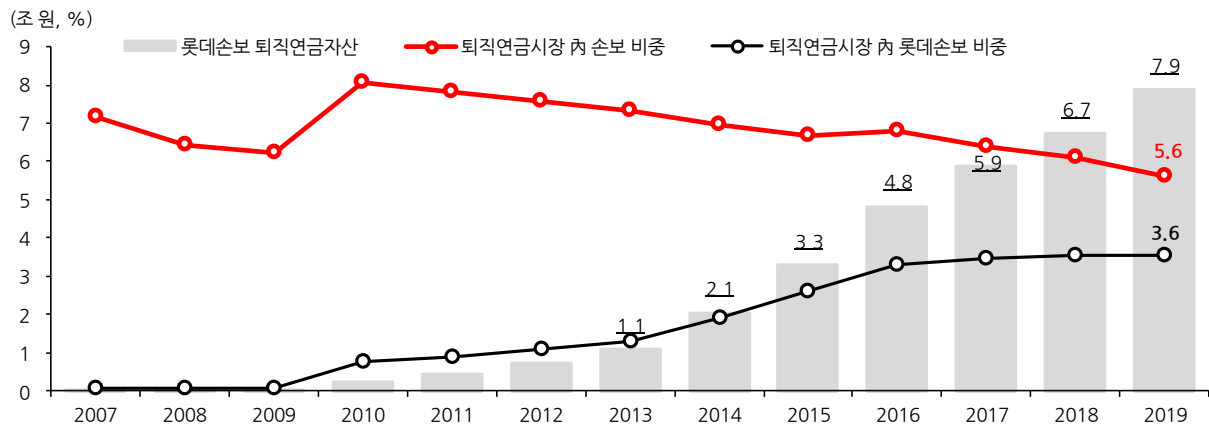
자료: 금감원, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 세부 보험업권별 퇴직연금 시장점유율 추이



주: 각 업권의 재무제표 상의 퇴직연금자산 규모 기준
자료: 금감원, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 손보업권 내 롯데손보 퇴직연금 사업의 위상 변화



자료: 금감원, 한화투자증권 리서치센터

Captive Mkt.이 있다면
퇴직연금 사업은 영위할
이유가 있는 비즈니스

그러나 계열사 등의 Captive Market이 있다면 완전히 얘기가 달라진다. Captive Market에서 유입된 퇴직연금 적립금은 단시일 내 유출 가능성이 극히 낮은지라, 이를 장기자산에 투자하는 방식으로 '만기 변환'을 할 수 있기 때문이다.

물론 이로 인한 리스크량 증가(은행 위험가중자산, 보험 지급여력기준금액, 증권 총위험액)는 피할 수 없는 부분이다. 하지만 감당해야 하는 위험량 대비 향유할 수 있는 수익이 충분히 크게 운영할 수만 있다면(가령 보험사의 경우, 창출되는 수익이 리스크 증분보다 2배 이상 큰 경우, 다시 말해 지급여력비율 산식의 분모/분자 순증분의 비율이 200% 이상) 더 이상 퇴직연금은 '담'으로 간주해서는 안된다. 큰 변동성 없이 안정적으로 수익을 창출할 수 있는, 영위해야 할 이유가 충분한 비즈니스로 봐야 하기 때문이다.

前 소유주 롯데그룹의
유일한 치적,
“퇴직연금 사업 수익화”

롯데손해보험은 이 대목에서 경쟁사와의 차별화 포인트를 만들어냈다. ‘그룹 계열사’라는 Captive Market을 기반으로 前 소유주인 롯데그룹이 일궈놓은 작품이다. 롯데그룹은 계열사였던 롯데손해보험의 퇴직연금 비즈니스를 전체 퇴직연금사업자 가운데서 가장 경쟁력있는 수준으로 만들어놓았다. 어쩌면 기존 일반계정 비즈니스에서 마뜩한 해답을 찾지 못한 상황에서 우연히 접어들게 된 선택이었을지는 모르겠으나, 그 연유가 무엇이었던간에 퇴직연금사업에서만큼은 차별적인 성공을 거둔 것으로 판단한다.

모방이 힘든 두 가지 이유

그리고 현실적으로 현 시점에서 경쟁업체들은 두 가지 이유 때문에 롯데손해보험의 퇴직연금 전략을 모방하기가 힘들다. 먼저, 계열사 Captive Market이 없는 경우에는 퇴직연금자산 규모 확보가 쉽지 않다. [그림19]에서 볼 수 있는 것처럼, 계열사 Captive Market이 굳건한 삼성화재와 롯데손해보험의 퇴직연금자산은 꾸준히 증가하지만, 상대적으로 약한 연결고리를 갖고 있는 현대해상, DB손보, KB손보의 퇴직연금자산은 증가세가 더디거나, 오히려 감소하는 모습을 보이고 있다.

1) 퇴직연금자산 규모
확보가 쉽지 않거나,

2) 지급여력비율 부담되거나

반대로 이미 계열사 Captive Market을 기반으로 퇴직연금자산 규모를 크게 갖춰 놓은 경우에는 위험자산 편입에 따른 리스크량 증가가 부담된다. 삼성화재와 상장/비상장 2위권 손보사의 퇴직연금자산이 동사처럼 퇴직연금자산을 위험자산으로 변환시키는 상황을 상정하여, 지급여력비율 영향을 약식 추정할 경우, 삼성화재는 약 20%p, 상장/비상장 2위권 손보사는 약 10%p의 지급여력비율 하락 영향이 있는 것으로 추정된다.

당장의 지급여력비율에 그다지 여유가 없는 상장/비상장 2위권 손보사가 10%p의 지급여력비율을 요인하면서 불확실한 시도를 할 가능성도, 성향 상 리스크 테이킹을 자처할 가능성이 낮은 삼성화재가 동일한 자산운용 전략을 펼칠 가능성도 그리 높지 않을 것으로 예상된다.

롯데손해보험 퇴직연금사업의 본질은 ‘예대 비즈니스’?

Captive Mkt. 있는 퇴직연금의 본질은 ‘예대 비즈니스’

앞서 우리는 롯데손해보험이 퇴직연금사업이 ‘단시일 내 유출 가능성이 극히 낮은 Captive Market 發 적립금을 바탕으로 만기 변환을 통해 이차마진을 획득한다’라고 설명했던 바 있다. 여기에서 오버랩되는 비즈니스가 있다. 바로 예대 비즈니스다. 즉, 동사의 퇴직연금 사업은 은행, 저축은행, 여신전문금융사처럼 여신 금리(대체투자 수익)와 수신 금리(원리금보장형 퇴직연금상품 제시 이율) 간의 Spread를 취하는 일종의 예대 비즈니스라는 것이다.

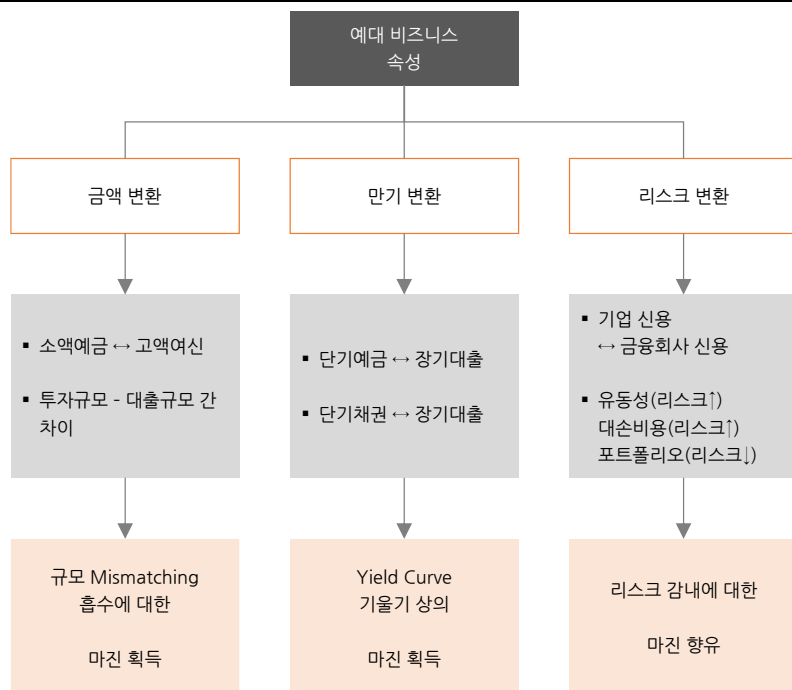
일반적 퇴직연금 사업방식은 ‘폼 들인 것 대비 이익소’

일반적인 퇴직연금 사업자는 보유한 퇴직연금자산이 언제든지 이탈할 가능성에 대비해야 하는지라 듀레이션에 기반한 Spread를 취할 수가 없다. 오로지 10-40bp 수준의 관리수수료만이 일반적인 퇴직연금사업자가 얻어낼 수 있는 수익의 전부다. 견조한 시장 성장에도 불구하고, 퇴직연금 사업에 대한 경쟁이 그리 치열하지 않은 이유다. ‘폼 들인 것 대비 충분한 이익이 나지 않는다’는 것이다.

예대 비즈니스, Spread 극대화 위해 3가지 변환 작업을 함

예대 비즈니스는 수요처에 자금을 공급해주는 역할을 수행하면서 이익을 창출하는 업체다. 하지만 예대 비즈니스 또한 단순히 자금을 공급해주는 것 자체로는 그리 많은 스프레드를 획득하기 힘들다. 자금 공급의 대가로 이자수익을 수취하지만, 반대 급부로 여신 행위를 위해 조달한 자금에 대해서 이자비용을 지불줘야 하기 때문이다. 이에 여수신 업자들은 예대마진을 극대화하기 위해서는 추가적인 노력을 투입하는데, 그 노력은 세 가지 변환 작업(금액 변환, 만기 변환, 리스크 변환)으로 대변된다.

[그림22] 예대 비즈니스의 속성



자료: 한화투자증권 리서치센터

‘만기 변환’
→ 금융회사 기본 차익

가장 손쉽게 획득하는 차익은 ‘만기 변환’이다. 금융업의 계속기업 가정을 고려한다면, 대외 신인도가 유지된다는 가정하에 ‘금리수익률 곡선(Yield Curve)’에서 비롯되는 장단기 금리차익은 금융업자가 기본적으로 누릴 수 있는 차익이다.

‘금액 변환’
→ 총무 역할에 대한 대가

‘금액 변환’은 금융회사가 리스크를 거의 부담하지 않고 향유할 수 있는 차익이다. 자금의 투자/저축 수요와 자금의 조달 수요는 각각 다양한 개별 경제주체의 독립적인 의사 결정하에서 산발적으로 발생하게 된다. 주식시장에 ‘거래소’ 기능이 필요하거나 보험산업에서 ‘총무’로서의 보험사 역할이 필요한 것처럼 간접금융 시장에서도 이에 대한 조정자(coordinator) 역할이 필요하다. 금융회사들은 예대 비즈니스에서 자금 투자자와 자금 수요자 사이의 미스매칭에 대한 조정 역할을 통해 수익을 창출한다.

‘리스크 변환’
→ 유동성 리스크, 신용(대손) 리스크 감내에 대한 대가

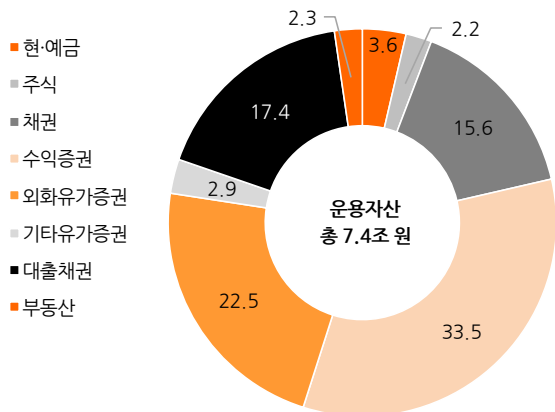
마지막으로 제반 리스크 자체를 변환하는 역할을 담당하면서 얻는 ‘리스크 변환’ 차익이 있다. ‘리스크 변환’은 앞서 언급한 두 가지 변환에 포함되지 않은 유동성 리스크, 신용(대손) 리스크 등을 감내하면서 개별 금융회사가 통해 추출해내는 차익이다.

속성상 금융회사는 높은 유동성을 보유하고 있다. 이로 인해 비금융 자금 수요자가 통상적으로 부담해야 하는 유동성 프리미엄이 거의 없거나 적다. 또한 금융회사는 신용에 대한 가격을 지불하는 것을 전제로 자사보다 신용등급이 낮은 수요자에게 자금을 공급해준다. 즉, 금융회사는 차주와 금융회사 간의 유동성과 신용의 차이에 대한 위험을 감내하는 대가로 이익을 수취한다.

포트폴리오 구축
→ 위험 분산 효과

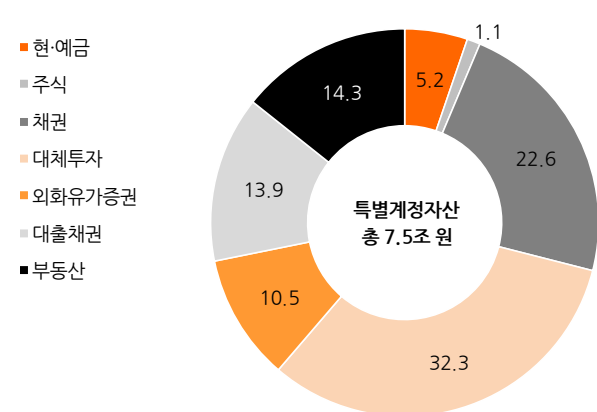
리스크 변환’ 단계에서 금융회사가 추가적으로 향유할 수 있는 수익은 ‘분산 효과’다. 금융회사는 세 가지 변환 작업을 통해 대출업무를 영위함에 따라 다양한 개별 위험이 집합된 포트폴리오를 자연스럽게 구축할 수 있게 된다. 그리고 많은 투자자가 익히 알고 있듯이 포트폴리오는 그 자체로 위험을 분산시키는 효과를 가져다준다. 즉, 감내하는 리스크에 비해 더 많은 수익을 가져다줄 수 있는 기제를 갖게 된다는 것이다.

[그림23] 롯데손해보험 운용자산 포트폴리오 구성



주: 2020년 3월말 기준
자료: 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 롯데손해보험 특별계정자산 포트폴리오 구성



주: 2020년 3월말 기준
자료: 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

롯데손보 퇴직연금 사업... 단순히 수수료만 수취하는 타 퇴직연금사업자와 달리, 롯데손해보험의 퇴직연금사업은 조달의 본질은 '수신'이나, 마치 여수신업자처럼 3가지 변환 작업을 하면서 Spread를 수취하는 구조다. 주된 자금 운용은 '대체'와 '채권' 중심 조달 방식인 원리금보장형 퇴직연금 적립금은 수신 행위에 준하는 성격을 지니고 있다. 다만 일반적인 여수신업자처럼 주된 자산운용 방식이 여신 행위는 아니다. 동사의 퇴직연금사업은 대체투자(32.3%)와 채권투자(22.6%; 국공채 4.6%, 특수채 및 금융채 9.6%, 회사채 8.4%)가 주력이다.

굳이 명명하자면 '수신전문금융업?' 그러나 세 가지 변환 작업이 고루 포함되어 있다는 점에서 그 본질은 여신과 크게 다르지 않다. 퇴직연금 적립금과 투자자산 간에 금액을 변환하고, 만기 변환과 리스크 변환에 따른 손실 부담을 관리하는 대가로 Spread를 확대시키기 때문이다. 굳이 명명하자면 여신전문금융업과 대칭되는 수신전문금융업쯤이라고나 할까? 자본규제가 강화되기 전 캐나다 보험사 Manulife가 주력으로 삼던 ALDA(Alternative Long Duration Asset)를 활용한 자산운용 방식이 연상되는 측면도 있다.

보험효율지표 등락에 따른 이익 변동성 축소 긍정적 여수신업을 한다는 것 그 자체가 주는 특별한 메리트가 있는 것은 아니다. 그러나 안정적인 이익을 창출할 수 있는 사업 부문이 있다는 것은 보험효율지표(손해율, 사업비율)의 등락에 따른 이익 변동성을 축소시킨다는 점에서 확실히 긍정적인 요소다. 더구나 예대 비즈니스를 영위하는 여느 사업자처럼 대출에 편중된 자산운용이 아닌 다각화된 투자자산 포트폴리오를 꾸려가고 있다는 점은 웬만한 여수신업자보다 이익 안정성이 높을 것이라고 기대할 수 있는 장점이지 않을까 싶다.

퇴직연금, 최악의 경우라도 타격이 거의 없다

만약 롯데그룹이 퇴직연금 계약을 남겨두지 않는다 하더라도...

이쯤 되면 제기될 수 있는 의문이 하나 있을 수밖에 없다. 바로 ‘사모펀드 JKL파트너스로 매각된 후에도 예년 수준의 자산 유입과 이차마진율이 지속될 수 있는가’ 하는 것이다. 앞서 설명한 것처럼 동사의 핵심사업인 퇴직연금 사업은 前 소유주인 롯데그룹의 지원이 뒷받침된 것이었다. 그런데 매각 후 기준 지분을 5%밖에 보유(전량 기준 최대 주주인 호텔롯데 보유 분)하고 있지 않은 롯데그룹이 예전처럼 계열사들의 퇴직연금 계약들을 Captive Market처럼 남겨둘까 하는 의구심을 가질 수 있다.

3가지 이유 때문에 영향이 거의 없음

결론부터 정리하자면,

- 1) 매도 후 5년 동안(2024년까지)은 퇴직연금 계약이 유지될 가능성이 높고,
- 2) 실제로 매각 후에도 롯데그룹 계열사의 퇴직연금의 규모와 비중이 증가했으며,
- 3) 사업이 중단되더라도, 퇴직연금사업에 할당된 요구자본이 잉여화되는지라,

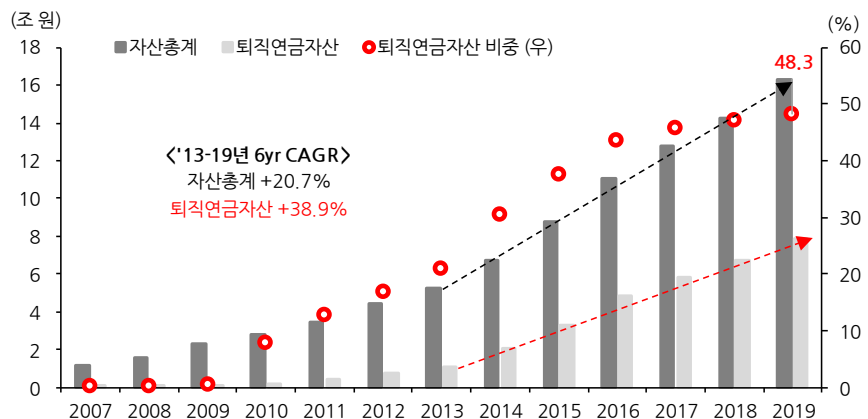
최악의 경우에도 타격이 거의없다는 것이 우리의 분석이다.

1) 최소 '24년까지는 롯데그룹 퇴직연금 계약 유지될 가능성 높음

먼저, 롯데그룹의 퇴직연금이 2024년까지 유지될 가능성이 높은 것으로 보는 이유는 롯데그룹과 JKL파트너스의 인수 계약이 통상적인 관례에 준한다고 가정했기 때문이다. 일반적인 인수 계약은 매각 사업의 Captive Market은 5년 내외까지 유지시켜주는 것이 관례인 것으로 알려져 있다.

매각 전 롯데손해보험이 처한 상황이 최악에 가까웠다. 손보업 업황이 회복되지 얼마되지 않아 재차 악화되는 구간으로 돌입한지라, 만약 Captive 기반의 퇴직연금 사업에서 나오는 이익이 없을 경우, 기약없는 자본확충이 지속되어야만 하는 상황이었기 때문이다. 매각 자체가 성사되기 위해서는 적어도 통상적인 관례 수준만큼은 Captive Market을 보장해줬어야 하는 상황이었다. 비밀 유지가 전제된 양 당사자 간의 거래조건을 확인할 수는 없지만, 정황 상 적어도 5년간 롯데그룹의 퇴직연금 계약이 유출되지는 않을 것이라는 것은 합리적인 추론이지 않을까 싶다.

[그림25] 롯데손해보험 퇴직연금자산 비중 추이



자료: 금감원, 한화투자증권 리서치센터

2) 연결고리 끊긴 후에도
롯데그룹의 퇴직연금 적립금
유입 지속 중

前 소유주 롯데그룹과 現 소유주 JKL파트너스는 지난 '19년 5월 24일에 주식매매계약 (SPA, Stock Purchase Agreement)을 체결했고, 금융위원회는 지난 '19년 10월 2일에 롯데손해보험에 대한 대주주 변경을 승인했다. 짧게 보면 4Q19부터, 길게 보면 2Q19부터 롯데그룹의 롯데손해보험에 대한 연결고리는 끊어졌다고 볼 수 있는 것이다.

가능성1:
매각 조건에 Captive Mkt.
조항 포함?

그렇지만 연결고리가 끊어진 이후에도 롯데그룹 계열사들의 퇴직연금 적립금은 꾸준히 롯데손해보험에 유입되고 있다. 지난 4Q18에 3,500억 원가량 증가했던 롯데손해보험의 퇴직연금 적립금 內 관계사 및 준관계사 물량 증가 규모는 4Q19에 5,000억원에 육박했다. 그리고 유입액 증가를 기반으로 동사 퇴직연금 내 관계사 및 준관계사 비중 또한 33%까지 상승했다. 약정 기간을 특정지을 수는 없겠으나, 매각 측의 계약 조건에 퇴직연금 Captive Market 조항이 포함되었다고 유추해볼 수도 있는 단서다.

가능성2:
높은 상품 매력도 때문?

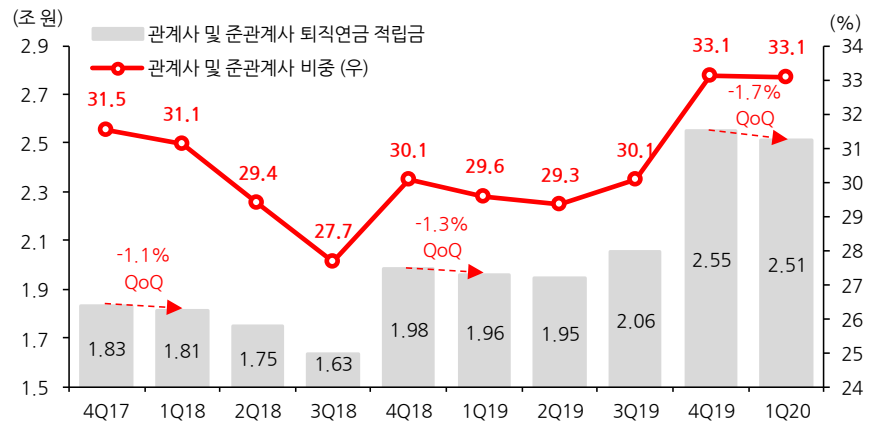
롯데그룹의 퇴직연금 적립금 물량 유입 증가는 '매각 조건'이 아닌 '상품의 매력도' 때문일 수도 있다. 단순히 원리금보장형 상품을 예적금 같은 안전자산에 매칭시키는 여느 퇴직연금 사업자는 매칭된 자산의 금리 이상으로 딱히 제시 이율을 높일 방도가 없다. 그러나 세 가지 변환 작업을 통해 이자율차마진 극대화를 추구해온 롯데손해보험은 은행보다 조금이라도 더 경쟁력있는 이율을 제시할 수 있다. 리스크를 감내하기는 해야겠지만, Spread를 확보할 수 있는 저원가성 조달원이기 때문이다.

3) 사업이 중단된다면,
할당된 요구자본을 인출하면
된다

어쩌면 최악의 경우는 퇴직연금 사업이 중단되는 경우라고 생각하는 이도 있을 것이다. 그러나 엄밀히 말해 퇴직연금 사업 중단은 딱히 큰 악재가 아니다. 왜냐하면 퇴직연금 사업을 중단한다는 것은 퇴직연금 사업의 요구자본이 잉여화되는 것을 의미하기 때문이다. 사업 중단으로 잉여자본화된 자기자본은 최악의 경우에도 P/B 1배의 가치로 배당으로 인출할 수 있다. 더구나 현재 롯데손해보험의 대주주는 사세 확장에 방점을 둘 여지가 있는 오너가 아닌, IRR을 관리해야 하는 사모펀드다. 만약 퇴직연금 사업이 중단된다면 잉여 자본의 활용에 대한 의사결정이 그 어떤 오너보다 빠를 것이다. 주가가 P/B 1배 미만이라면, 소액주주 입장에서는 가장 합이 맞는 의사결정일 것이다.

소액주주와 가장 합이 맞는
의사결정을 내려줄 대주주

[그림26] 롯데손보 퇴직연금 적립금 內 관계사 및 준관계사 물량 규모 및 비중 추이



주1: 퇴직연금 적립금 규모 및 비중은 자산관리와 상품제공을 합산한 수치 기준

주2: 관계사는 JKL파트너스 계열사, 준관계사는 롯데그룹 계열사. 관계사 비중은 0.2% 내외로 파악됨

자료: 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

IV. ‘거의’ 확정된 턴어라운드

1. 향후 3개년(’20-22년) 세전이익 증가 목표 2,800억 원

車보험 사차익 중심의
턴어라운드 목표

동사는 지난 ’20.3월초 CEO가 주관한 애널리스트 간담회를 통해 향후 3개년(’20-22년) 간 총 2,594억 원의 세전이익 증가를 목표로 하는 턴어라운드 계획을 공유했다. 가장 큰 개선목표는 사차익(3년간 1,683억 원 개선)에 내재되어 있었는데, 이 중 상당 부분은 車보험 효율화를 기반으로 한 개선 작업에 따른 것이었으며, 그 중에서도 ’20년에 할당된 목표치의 비중이 절대적이었다. 동사의 향후 3개년 사차익 개선 목표 1,683억 원 가운데 약 83%(1,393억 원)가 ’20년 車보험 효율화 효과였다.

비차익 개선은 크지 않고
(∵신계약 성장 재원 투입)

비차익 개선 효과는 그리 크지 않았다. 비록 ’19년 명예퇴직으로 인건비가 효율화(경상 인건비 362억 원 감소)됐고, 계열분리로 일반관리비가 감소했지만, 그 이상을 신계약 성장을 위한 판매비로 지출할 계획이기 때문이었다. 이차익은 증익 요인과 감익 요인이 혼재되어 있기는 하나, 자산 증대 효과(일반계정 운용자산 및 퇴직연금자산 증가)로 투자이익률 하락을 상쇄하면서 전반적으로 증가하는 것으로 제시되었다.

자산증가 효과로 이차익↑

‘거의’ 확정된 턴어라운드

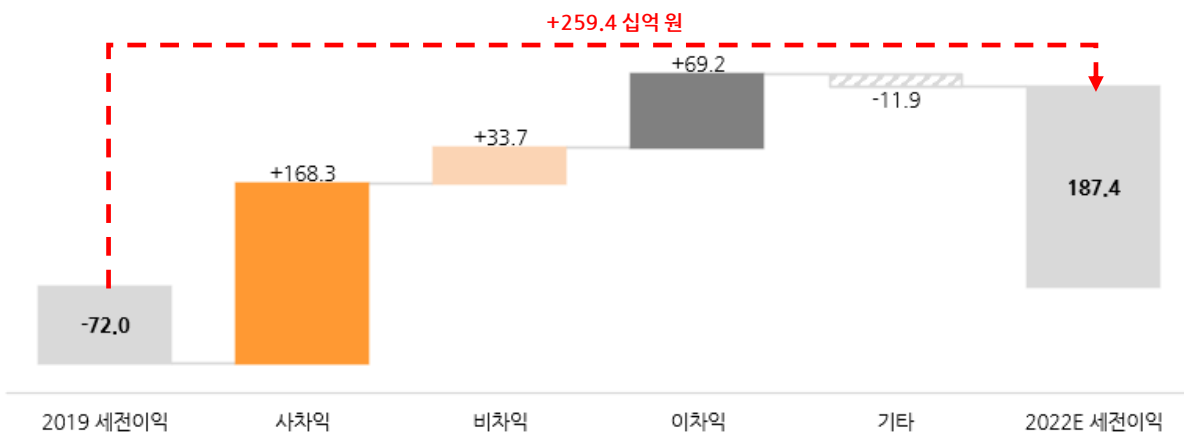
무엇보다 강렬히 뇌리에 남겨진 메시지는 1) 적자사업인 車보험을 줄이겠다는 것과 2) 턴어라운드 목표치의 대부분이 ‘거의’ 확정되어 있다는 것이었다.

車보험 축소를 결정하지
못하게 만든 낡은 사고방식

사실 투자자의 관점에서 손보사의 車보험 부문은 늘 계륜 같은 존재였지만, 메리츠화재를 제외한 대부분의 손보사들은 딱히 효험이 없었던 수치 개선 대책을 이야기할 뿐 이를 의미있게 축소시키겠다는 전략적 의사결정을 내리지 못했다. ‘투자이익(투자이익을 보증별 준비금 비중으로 배분)으로 합산 수지를 보전하겠다’라거나, 車보험을 장기보험 Up-selling을 위한 ‘미끼상품’으로 활용하겠다는 낡은 사고방식 때문이다.

- 1) 투자이익으로 벌충
- 2) Up-selling용 ‘미끼상품’

[그림27] 롯데손해보험 '20-22E 세전이익 Movement



자료: 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

더 이상 변명이 통하지 않음

그러나 그러한 두 가지 변명은 지난 십수년 간 이미 충분히 설명력을 잃었다. 초저금리가 심화되며 투자이익을 벌충할 수 있는 이익의 규모가 현저히 축소됐고, 장기보험 시장의 포화로 더 이상 Up-selling 메커니즘이 작동하지 않는다.

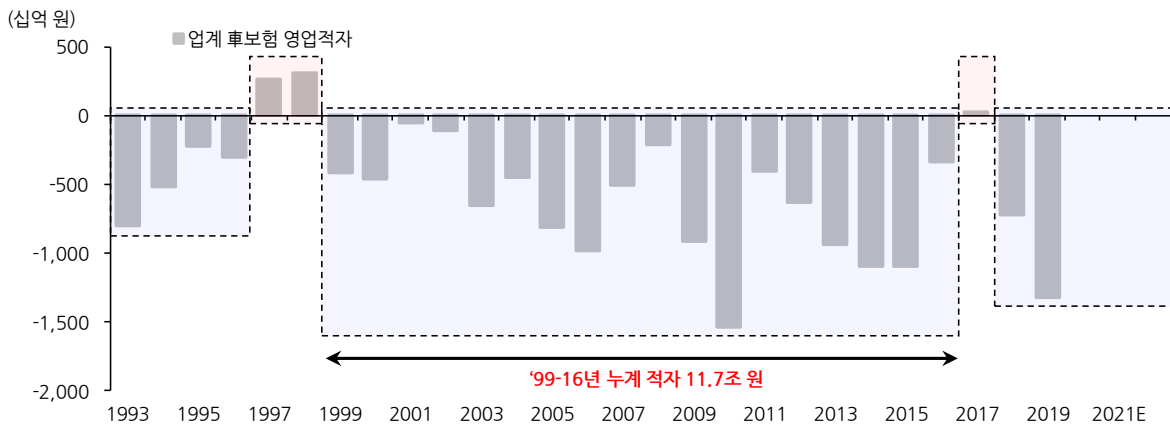
업계 車보험 영업수지는
과거 27년간 15조 원 적자

또한, 우리는 30년에 가까운 시간동안 업계의 車보험 비즈니스가 거의 매 해 적자를 기록한 사실도 알고 있다. 데이터 시계열이 허용되는 지난 27년 사이, 업계 車보험이 영업 흑자를 기록한 것은 단 세 해뿐이었고 그마저도 최대 3천억 원에 불과했다. 가장 오랜기간 동안 연속 적자를 기록했던 것은 지난 '99-16년으로, 해당 17년간의 누계 적자는 12조 원에 육박하는 수준이었다. 27년간의 누계 적자는 거의 15조 원에 달한다.

언뜻 당연해 보이지만
보기 힘들었던 용단

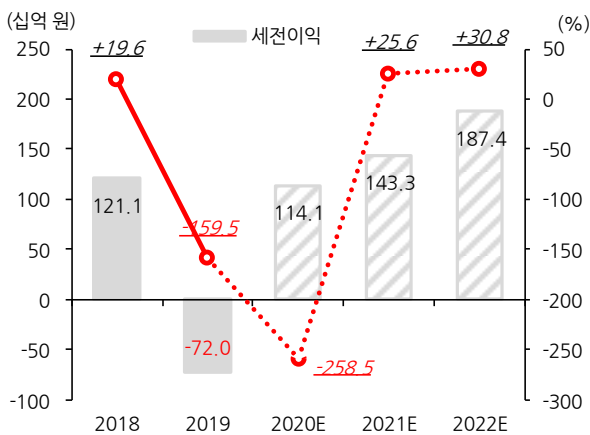
어쩌면 여타 중소형 손보사쯤이, 또는 롯데그룹 시절의 롯데손해보험이 진작에 내렸어야 하는 지극히 당연한 결정이라고 볼 수 있다. 車보험은 영업을 하면 할수록 적자가 심화되는 구조이기 때문이다. 그리고 우리는 그 당연하지만 어려운 결정을 롯데손해보험의 신임 최고경영자를 통해 들을 수 있었다.

[그림28] 손보 車보험시장 영업수지 추이



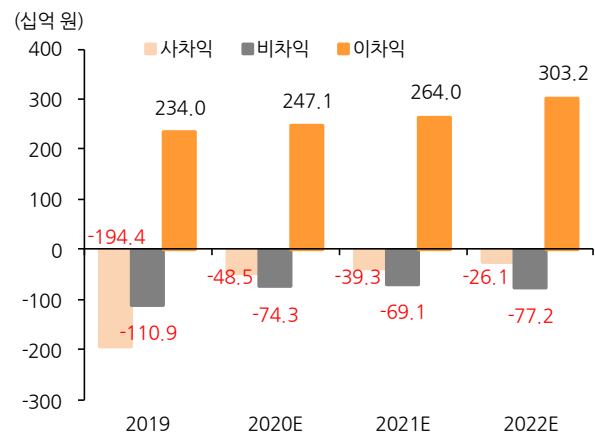
자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 롯데손해보험 '20-22E 연도별 세전이익 가이드런스



자료: 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 롯데손해보험 가이드런스 이원별 Breakdown



자료: 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

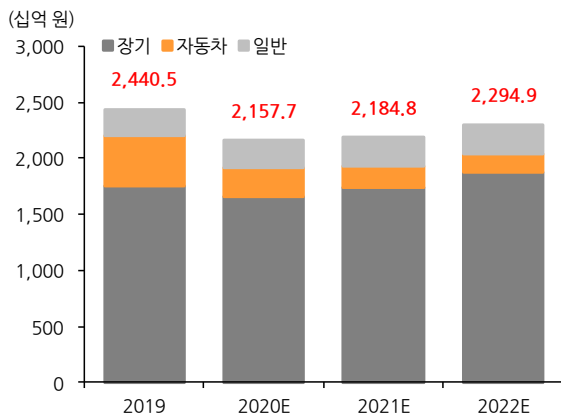
2. 왜 車보험 축소인가?

이익개선 일반론:
자구 노력만으로 개선시킬 수 있는 유일한 이원은 유지비차익

업계에서는 보험사의 이익을 위험률차익, 사업비차익, 이자율차익 등 세 가지 원천(3이원)으로 분류한다. 사업비차익은 위험보험료와 지급보험금 간의 차이, 사업비차익은 예정사업비와 실제사업비 간의 차이, 이자율차익은 투자이익과 부채 부리금액 간의 차이를 각각 의미한다.

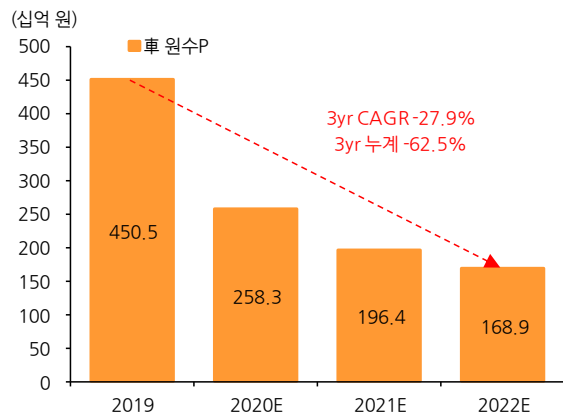
그리고 세 이원 중 순전히 보험사의 노력만으로 개선시킬 수 있는 유일한 것은 사업비차익, 그 중에서도 본사 운영비에 대응되는 유지비차익(예정유지비-실제유지비)밖에 없다. 신계약비차익(예정신계약비-실제신계약비)은 시장 경쟁환경에 좌우되는 요인이라 영업 자체를 축소시키지 않으면 통제가 쉽지 않고, 위험률차는 아무리 조심하더라도 예기치 못한 환경/제도 변화로 급변동할 수 있으며, 이자율차는 지난 20년간 봐온 것처럼 통제 불가능한 이원이기 때문이다.

[그림31] 롯데손해보험 중장기 원수보험료 목표



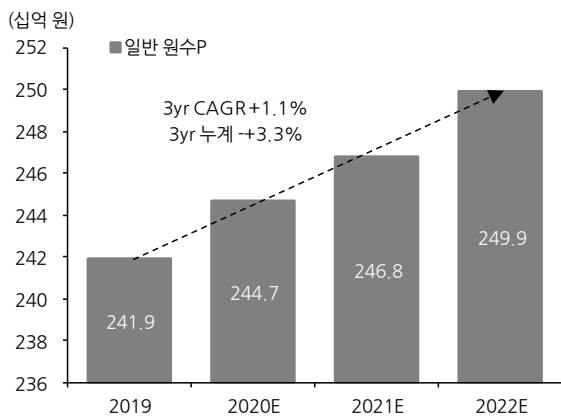
자료: 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 롯데손해보험 중장기 車보험 원수보험료 목표



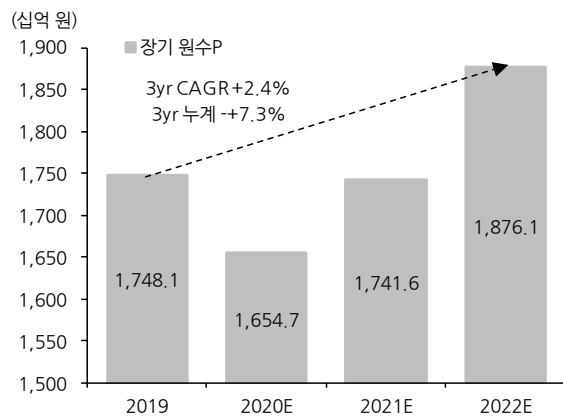
자료: 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 롯데손해보험 중장기 일반보험 원수보험료 목표



자료: 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 롯데손해보험 중장기 장기보험 원수보험료 목표



자료: 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

그러나 적자 사업이라면 사업 축소만으로 수지 개선 가능

그러나 이는 어디까지나 이익이 나는 사업부문에서 사업규모 유지 또는 확대를 전제로 했을 때의 접근일 뿐이다. 만약 향후에도 적자를 면치 못할 것으로 판단되는 사업부문이 있다면, 해당 비즈니스를 축소하거나 중단할 경우, 그것이 어떤 이원이었던 간에 적자의 원흉이던 이원의 수지는 개선될 수 있다. 그저 De-marketing이라는 점에서 달성 자체가 딱히 어려운 것도 아니다.

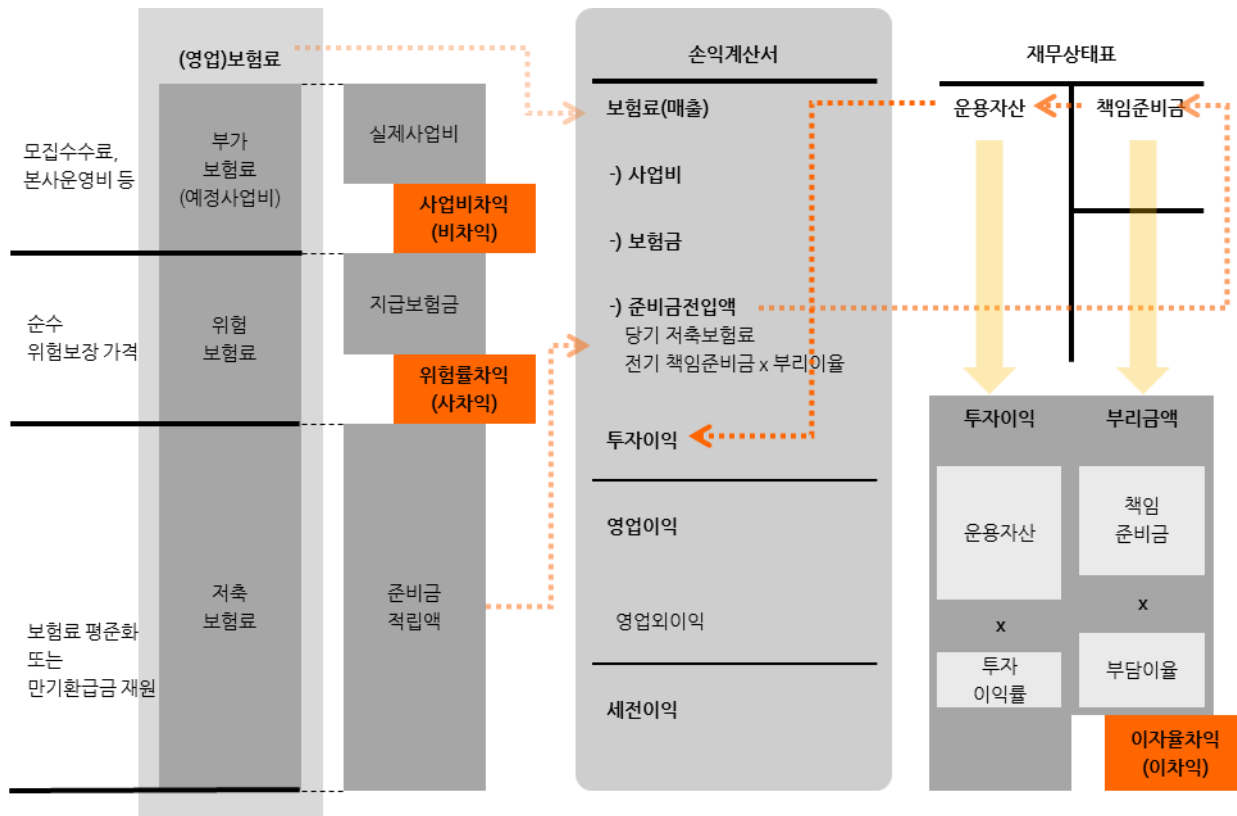
롯데손보 車보험 축소, 사차손 개선 > 공통비 증가

롯데손해보험이 용단을 내린 차보험 축소는 이와 같은 맥락에서 바라볼 수 있다. 수십 년간의 이력이 말해주는 것처럼 車보험 부문은 만년 적자 지속이 명약관화(明若觀火)하다. 즉, 車보험을 줄인다면, 사업 규모 축소만으로 위험률차손을 크게 감소시킬 수 있다. 물론 ‘공통비 배분’이라는 이슈가 존재하겠지만, 손해율이 높은 중하위사의 경우 공통비 배분의 효익보다 위험률차손 개선이 더 크다.

1Q20 실적으로 '20년 車보험 수지 개선이 '거의' 확정된 것 확인

우리는 롯데손해보험의 신입 최고경영자가 말하는 ‘거의’ 확정된 턴어라운드가 바로 이 부분이라고 생각한다. 그리고 이러한 車보험 축소 목표는 1Q20 실적발표를 통해 순항하고 있는 것이 확인됐다. 동사의 車보험 원수보험료는 1Q20에 급감(-34% YoY)했고, 이에 따라 원수경과율은 급등(≒향후 경과할 원수/보유P 급감)했다. 연내 추가적인 車보험 수지 개선이 ‘거의’ 확정되었다고 볼 수 있는 지표라 생각한다.

[그림35] 보험사 이원손익 개념도



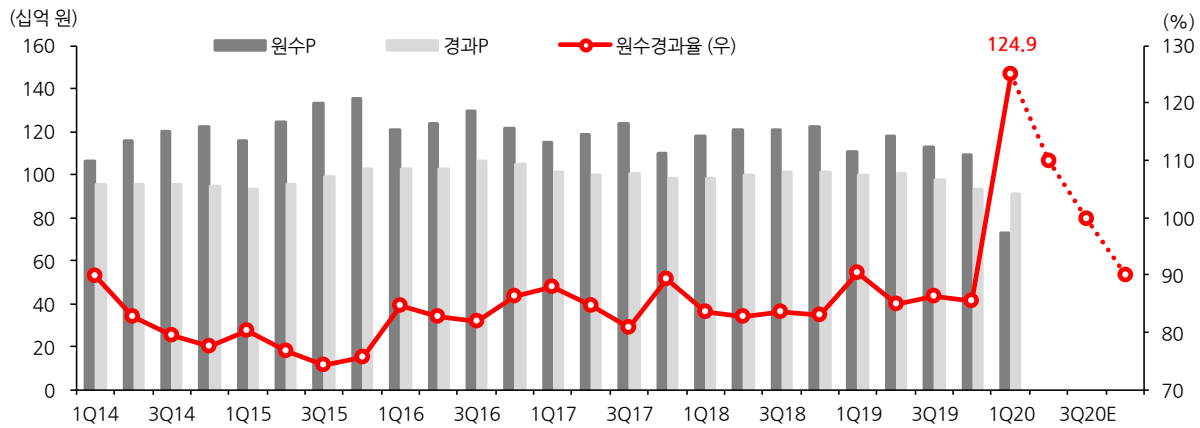
자료: 한화투자증권 리서치센터

(車보험)
 완전 중단이 아닌 축소,
 사모펀드로서 전략적인
 의사결정이었을 듯

車보험 사업을 완전히 중단한 것이 아닌 축소로 방향을 잡은 것에는 두 가지 포석이 있는 듯하다. 첫째, 업계 車보험 사업의 수지가 정상화될 가능성이 있다. 물론 과거 Data 상 현실적으로 가능성은 희박하다고 봐야한다. 그러나 혹여나 해당 사업이 정상화된다면, 명맥이라도 유지하고 있는 편이 사업을 재개하기에 훨씬 더 용이하다.

둘째, 잠재 인수자에 대한 어필 포인트로서의 車보험이다. 쉽사리 수공하기는 힘들지만, 전통적으로 손보의 車보험은 수 많은 잠재 인수자들이 관심을 보인 사업이다. 따라서 적자 사업이니 규모는 축소하되, 추후 매각 흥행 가능성을 높이는 차원에서 車보험 사업부문을 유지하는 것이 현 소유주인 사모펀드 입장에서 내릴 수 있는 합리적인 의사결정이었으리라 생각한다.

[그림36] 롯데손해보험 차보험 원수경과율 추이 및 전망



주: 원수경과율 = 원수P ÷ 경과P
 자료: 금감원, 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 롯데손해보험 1Q20 실적 Review

(단위: 십억 원)

구분	1Q20	당사 추정치		1Q19		4Q19		Comment
		Var.	YoY	YoY	QoQ			
원수보험료	551	591	-6.9%	576	-4.4%	588	-6.3%	-
일반	58	55	+5.7%	53	+7.8%	61	-6.1%	-
자동차	73	105	-30.4%	111	-33.9%	109	-33.1%	계획보다 빠른 車보험 축소
장기	420	432	-2.7%	412	+1.9%	417	+0.7%	-
경과보험료	502	505	-0.7%	501	+0.2%	501	+0.3%	-
일반	26	22	+19.0%	25	+4.8%	26	+1.3%	-
자동차	91	89	+2.2%	100	-8.5%	93	-2.1%	경과P 감소세는 예상 수준(·보유 증대)
장기	385	394	-2.4%	376	+2.3%	382	+0.8%	-
총손해액	454	446	+1.7%	455	-0.3%	518	-12.5%	-
순사업비	108	110	-2.1%	107	+0.7%	191	-43.5%	-
보험영업이익	-60	-51	적지	-61	적지	-209	적지	-
투자영업이익	85	67	+27.6%	66	+28.5%	64	+33.1%	외환차익 효과 약 150억 원
세전이익	52	29	+81.2%	25	+106.7%	-116	흑전	-
당기순이익	38.6	28.6	+35.1%	18.8	+105.5%	-85.6	흑전	당사 추정치 대비 +35%

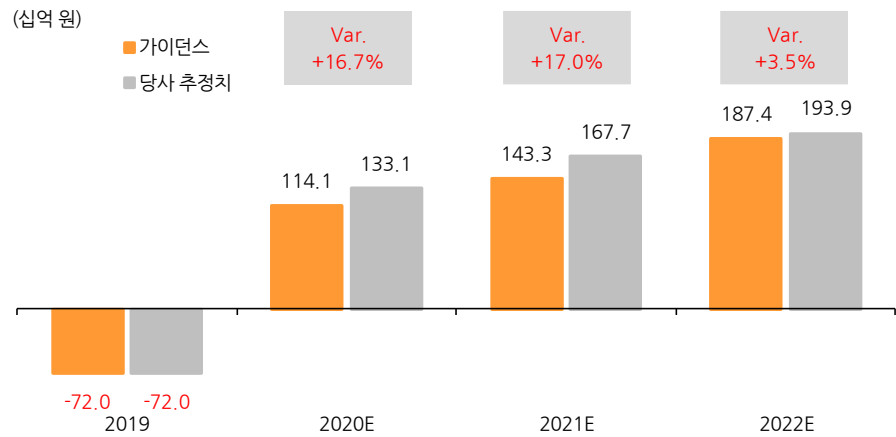
자료: 금감원, 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

3. 가이던스 vs 추정

당시 추정치, 가이던스 대비 조금 더 높음 (20-21년 +17%, '22년 +3%)

우리는 롯데손해보험의 실적을 회사측 제시 가이던스보다 조금 더 높게 추정한다. 연도별로 '20-21년에는 약 17%, '22년에는 3.5%의 초과 달성을 예상한다. 올해는 '코로나 19 사태'의 여파로 최소 상반기까지는 예상보다 손해율이 더 좋을 것이고, 내년에는 보장성 신계약 성장과 저축성 축소 덕분에 장기보험 손해율 개선 속도가 더 빨라질 것을 기대한다. 추정치에 신계약 성장에 따른 사업비율 상승은 충분히 반영했다고 판단한다.

[그림37] 롯데손해보험 세전이익 전망: 가이던스 vs 당사 추정치



자료: 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 롯데손해보험 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
원수보험료	576	628	649	588	551	599	605	565	2,441	2,319	2,424
경과보험료	501	535	565	501	502	519	521	478	2,102	2,020	2,053
일반	53	68	59	61	58	69	61	63	242	250	255
자동차	111	118	113	109	73	74	68	60	450	275	261
장기	412	443	476	417	420	456	476	442	1,748	1,794	1,908
총손해액	715	761	862	764	454	460	468	425	3,102	1,807	1,779
순사업비	107	103	109	191	108	117	118	127	510	469	511
보험영업이익	-61	-64	-100	-209	-60	-58	-65	-74	-435	-256	-244
투자영업이익	66	71	65	64	85	70	67	66	267	288	298
세전이익	25	26	-8	-116	52	35	26	20	-72	133	168
당기순이익	18.8	21.1	-5.4	-85.6	38.6	34.6	19.5	15.1	-51.2	107.8	124.1

자료: 금감원, 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[표7] 롯데손해보험 분기별 주요 지표 추이

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
합산비율	164.1	161.3	171.9	190.7	111.9	111.1	112.5	115.5	171.8	112.7	111.5
손해율	142.8	142.1	152.6	152.6	90.4	88.7	89.9	88.9	147.6	89.5	86.7
일반	59.1	55.1	90.1	56.0	97.0	70.0	70.0	70.0	65.2	76.8	70.0
자동차	94.3	111.6	129.2	169.9	91.7	88.0	90.0	89.0	125.5	89.8	88.7
장기	91.7	90.3	91.8	91.9	89.6	90.0	91.0	90.1	91.4	90.2	87.8
사업비율	21.4	19.2	19.3	38.1	21.5	22.5	22.6	26.6	24.2	23.2	24.9
투자이익률	3.91	4.13	3.71	3.53	4.45	3.63	3.58	3.41	3.85	3.80	3.60

자료: 금감원, 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

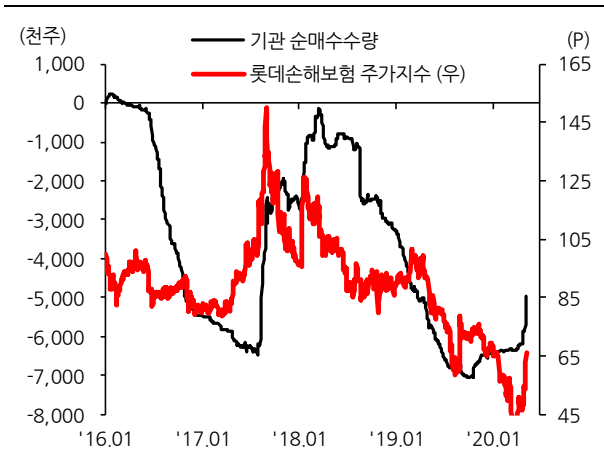
Appendix. 수급 점검

이제 막 기관 순매수가 시작됐을 뿐

단락제목 필요 시 전통적으로 금융주, 그 중에서도 특히 보험주는 기관과 외국인의 영역이었다. 비록 ‘코로나19 사태’ 이후 ‘동학개미운동’이 펼쳐지고 있으나, 여전히 금융사 주가의 향배는 기관과 외국인에 달려있는 것으로 판단된다.

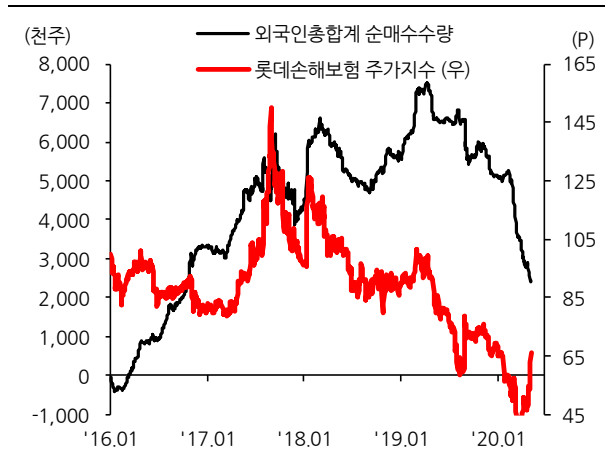
규모 열위에 유통주식수 비율이 낮은 탓에 롯데손해보험의 수급에 외국인의 추세적인 유입이 있기를 기대하기는 힘든 것이 현실이다. 그러나 주목해야 할 부분은 기관투자자, 그리고 유사 기관투자자라 할 수 있는 기타법인의 매수가 시작됐다는 점이다. 롯데손해보험의 턴어라운드에 대한 확신이 확산된다면, 그리고 이를 통해 업권 내 유의미한 ‘랭킹 변화’를 기대할 수 있다면, 훗날 돌이켜볼 때 이들의 수급은 ‘이제 막 시작됐다’라고 평할 수 있지 않을까 생각한다.

[그림38] 롯데손해보험 기관 순매수 추이



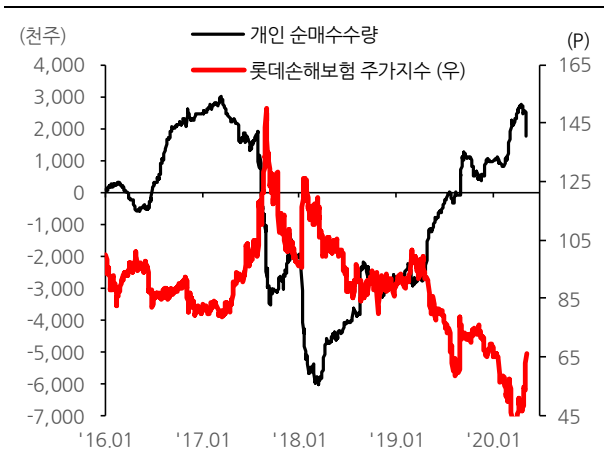
자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 롯데손해보험 외국인 순매수 추이



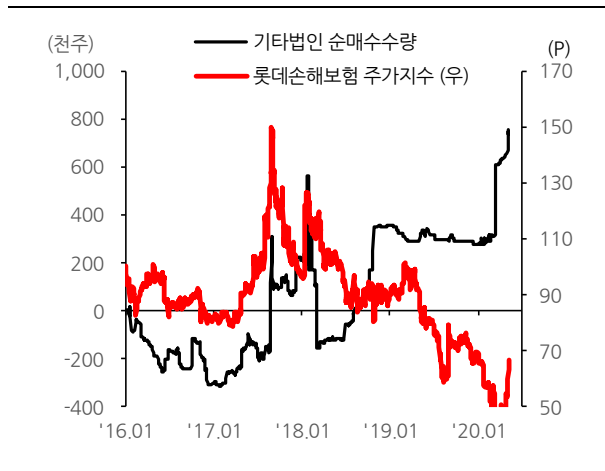
자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 롯데손해보험 개인 순매수 추이



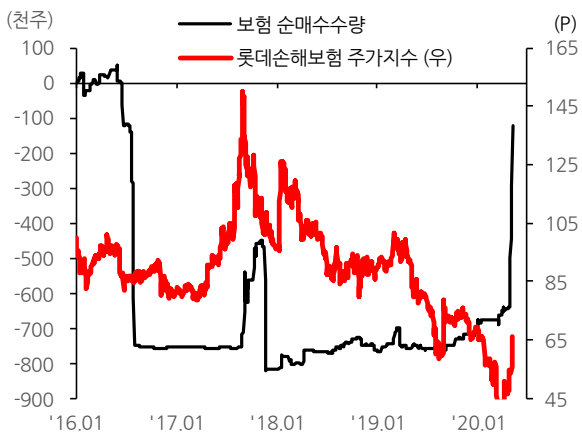
자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 롯데손해보험 기타법인 순매수 추이



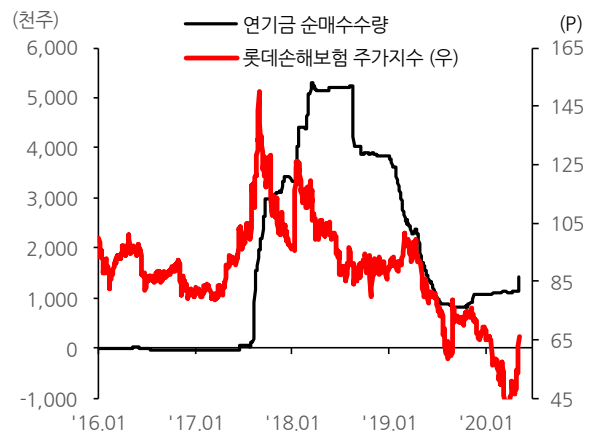
자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 롯데손해보험 보험 순매수 추이



자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 롯데손해보험 연기금 순매수 추이



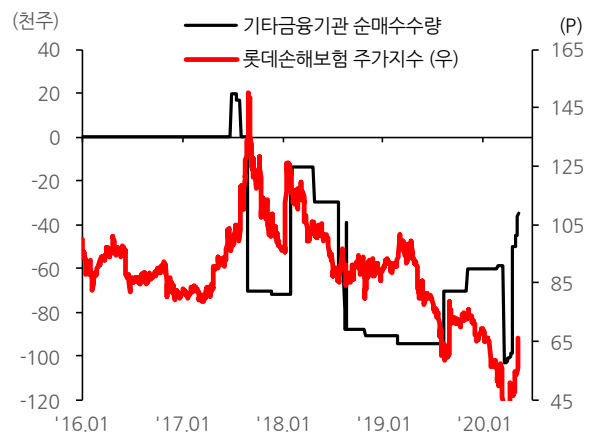
자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 롯데손해보험 투신 순매수 추이



자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 롯데손해보험 기타금융 순매수 추이



자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 롯데손해보험 사모펀드 순매수 추이



자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 롯데손해보험 금융투자 순매수 추이



자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
[공시기준 계정 (DART)]					
영업수익	3,525	3,674	3,686	3,792	3,985
영업비용	3,403	3,745	3,553	3,626	3,793
영업이익 (DART)	121	-71	132	166	192
[감독기준 계정 (FISIS)]					
원수보험료	2,374	2,441	2,319	2,424	2,542
보유보험료	2,034	2,096	1,977	2,026	2,115
경과보험료	2,015	2,102	2,020	2,053	2,144
일반	90	103	103	102	104
자동차	401	391	278	222	211
장기	1,524	1,609	1,639	1,729	1,829
총손해액	1,819	2,027	1,807	1,779	1,775
순사업비	423	510	469	511	567
보험영업이익	-227	-435	-256	-244	-243
투자영업이익	253	267	288	298	321
총영업이익 (FISIS)	26	-168	32	54	78
영업외손익	95	96	102	114	116
특별계정이익	0	0	0	0	0
법인세차감전이익	121	-72	133	168	194
법인세비용	30	-21	25	44	50
당기순이익	91.3	-51.2	107.8	124.1	143.5
%YoY					
원수보험료	4.3	2.8	-5.0	4.5	4.9
경과보험료	0.8	5.7	-3.9	1.7	4.4
총영업이익	-15.7	-745.1	-118.8	70.8	45.4
당기순이익	22.3	-156.0	-310.7	15.1	15.6

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
총자산	11.0	14.4	13.3	10.3	9.9
운용자산	7.8	10.7	7.0	7.0	7.0
책임준비금	7.7	6.6	15.3	8.7	8.7
자본총계	2.9	71.5	5.4	12.2	12.6
Profitability (%)					
합산비율	112.7	120.7	112.7	111.5	109.2
손해율	91.4	96.4	89.5	86.7	82.8
일반	58.5	65.2	76.8	70.0	70.0
자동차	89.7	125.5	89.8	88.7	87.7
장기	92.3	91.4	90.2	87.8	85.4
사업비율	21.3	24.2	23.2	24.9	26.4
투자이익률	4.0	3.8	3.8	3.6	3.5
ROA	0.7	-0.3	0.6	0.6	0.7
ROE	16.4	-6.7	10.9	11.5	11.8

주: IFRS 별도 기준

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계					
자산총계	14,215	16,267	18,433	20,330	22,347
(운용자산)					
현·예금 및 예치금	296	384	303	325	352
유가증권	4,864	5,635	6,475	6,931	7,508
주식, 출자금	67	84	122	130	141
채권	1,038	1,066	1,303	1,395	1,511
수익증권	1,941	2,464	2,801	2,998	3,248
해외유가증권	1,520	1,754	1,880	2,012	2,179
기타유가증권	298	266	369	396	428
대출채권	1,325	1,198	1,381	1,478	1,601
부동산	189	170	192	206	223
(비운용자산)	902	1,092	1,426	1,731	1,972
(특별계정자산)					
(특별계정자산)	6,666	7,788	8,654	9,659	10,690
부채총계					
부채총계	13,652	15,301	17,415	19,188	21,062
책임준비금	6,437	6,865	7,917	8,604	9,349
기타부채	574	605	786	869	964
(특별계정부채)					
(특별계정부채)	6,641	7,738	8,712	9,715	10,748
자본총계					
자본총계	563	966	1,018	1,142	1,285
자본금	134	310	310	310	310
자본잉여금	182	380	380	380	380
신종자본증권	52	52	52	52	52
이익잉여금	210	156	263	387	530
비상위험준비금	89	98	107	115	123
자본조정	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄손익누계액	-13	69	14	14	14
부채및자본총계	14,215	16,267	18,433	20,330	22,347

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Valuation Items					
BPS (원)	3,844	2,957	3,124	3,525	3,990
EPS (원)	686	-166	349	401	464
P/B (배)	0.69	0.70	0.63	0.56	0.50
P/E (배)	3.8	-12.5	5.7	4.9	4.3
DPS (원)	0	0	0	15	20
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	3.7	4.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.8	1.0
F/S, Stability Ratios (%)					
레버리지 (x)	25.2	16.8	18.1	17.8	17.4
자산운용률	47.0	45.4	45.3	44.0	43.3
운용자산/준비금	103.7	107.6	105.5	103.9	103.6
준비금/보유보험료	316.4	327.5	400.5	424.6	442.0
보유보험료/자기자본	361.1	217.0	194.3	177.5	164.6
매출순이익률	4.5	-2.4	5.3	6.0	6.7

[Compliance Notice]

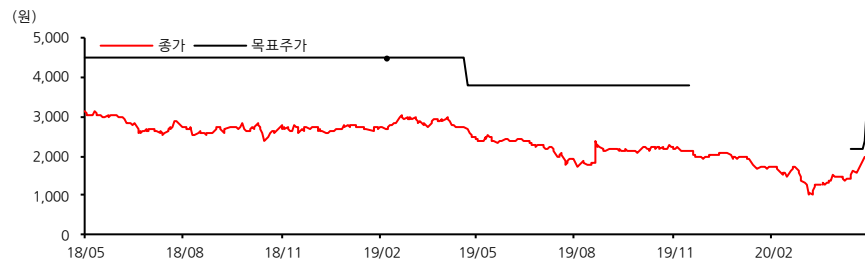
(공표일: 2020년 5월 12일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (성용훈)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[롯데손해보험 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2018.06.26	2018.07.24	2018.10.10	2018.11.28	2019.05.07	2020.04.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표가격	4,500	4,500	4,500	4,500	3,800	성용훈
일 시	2020.04.27	2020.05.11	2020.05.12			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	2,200	2,400	3,200			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.07	Buy	3,800	-47.63	-28.95
2020.04.27	Buy	2,200	-25.05	-14.32
2020.05.11	Buy	2,400	-17.50	-17.50
2020.05.12	Buy	3,200		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%