

금융업의 Digitalization

보험업 편 : 해체하고, 대체하라 !

정길원 gilwon.jeong@miraeasset.com

경민정 minjeong_kyeong@miraeasset.com



Contents

[Summary] 보험업의 Digitalization : 해체하고, 대체하라!	3
I. 보험업의 VUCA	4
II. InsurTech 투자 흐름과 성과	5
III. Digitalization : Value Chain의 해체와 대체	14
IV. 금융플랫폼 : Fat Margin을 노린다!	21
V. 보험업 투자의 관점에서...	26
VI. InsurTech 기업 소개	30

[Summary] 보험업의 Digitalization : 해체하고, 대체하라!

✓ 보험업의 Global 환경 변화 : Digitalization의 가속화

보험업을 둘러싼 펀더멘탈은 전반적으로 부정적이지만, Digitalization의 흐름은 가속화되고 있음

VC의 InsurTech 투자는 18년을 거치면서 본격적으로 증가하는데 더불어 대형보험사들의 지분투자 및 M&A 확산 추세도 특징적 초기 판매채널 중심의 투자에서 전통적인 보험업 Value Chain 전반으로 확대되고 있음

✓ 핵심은 'Value Chain의 해체와 대체'

전통적인 사업모델은 상품개발-판매-언더라이팅-Claim 등 Value Chain 모든 영역을 보험사가 관리하고 운영

현재 흐름의 핵심은 대체할 수 없는 자본관리 이외에는 Value Chain이 해체·재정의되고 외부 파트너 및 AI 등으로 대체되고 있는 점 IPO 추진 중인 세계 최대의 금융플랫폼인 Ant Group의 경우 InsureTech 부문의 매출 비중이 가장 빠르게 늘고 있음 최근 IPO에 성공한 '레모네이드'의 경우 P2P 형태로 운영되면서 보험사의 정체성 재정립 중

✓ Big Tech가 강제하는 국내 보험업의 Digitalization

국내 보험업은 대규모 Offline 판매 채널 + 높은 사업비에 의존하는 형태 고착 → 디지털 전환에 가장 큰 제약

실물이 없는 계약(금융상품) + 높은 일회성 판매비(Fat Margin)는 Big Tech 금융플랫폼이 침투할 수 있는 최적의 조건

보험사 등 금융사 입장에서는 Volume(외형 경쟁) 확보를 통해 경쟁 지위를 높일 수 있고, 오프라인 판매채널에 의존도 낮출 수 있는 기회 최근 자동차보험을 둘러싼 갈등은 궁극적으로 Big Tech가 금융상품 중개 시장을 재단할 수 있는 잠재력을 보여줌

✓ 전통적 투자 지표의 회복보다 Digitalization 대응 여부가 Re-Rating의 관건

국내 손보, 생보 모두 성장은 포화된 상태에서 규제 및 금리 등 외부 변수가 주가 방향성을 잠식

전통적 투자 지표 보다 Value Chain 해체와 대체에 성공하여 수익성을 제고하는지 여부가 Re-Rating의 관건

최근 증권업의 대응을 반면교사로 삼아야...

보험업의 VUCA

보험업의 VUCA

- 보험업을 둘러싼 환경 요소 중 유리한 것이 없음
 - 금융시장의 변동성은 커지고,
 - 금리의 방향성은 불확실하며,
 - 규제 및 회계제도는 복잡해지고,
 - 디지털화의 가속과 플랫폼의 금융업 진출로 경쟁 환경은 모호해지고 있음

생보산업을 둘러싼 VUCA

Complexity

- 자본규제 강화
- 회계제도 변화

Volatility

- 금융시장의 변동성 확대
- 자산운용상의 어려움 가중

Ambiguity

- 디지털화 가속 및 금융 플랫폼의 출현
- Value Chain의 파괴와 대체
- 전통적 채널 및 경쟁 구도의 변화

Uncertainty

- 전통상품의 수요 불확실
- 금리 방향성의 불확실성 가중
- 배당 및 주주환원의 가시성 약화

자료: 미래에셋대우 리서치센터

InsurTech에 대한 투자 가속화

커지고 다각화되는 InsurTech 투자

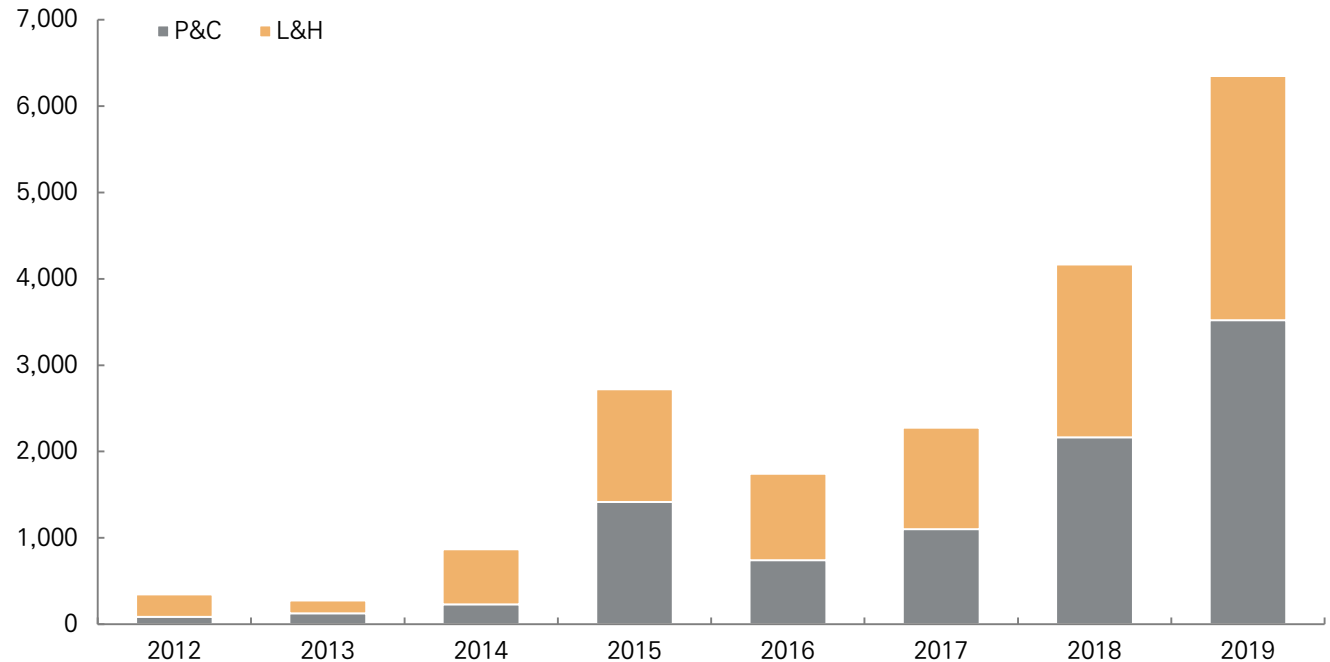
- 15년 이후 소강 상태를 보이던 InsurTech의 펀딩이 19년을 기점으로 본격 증가
- 자동차 및 주택보험 등 비교적 단순한 P&C(Property and Casualty, 손해보험) 영역에 집중되던 VC 투자가 다각화되는 중
- L&H(Life and Health, 생명보험)에 대한 투자도 규모와 건수 모두 뚜렷한 증가

InsurTech :

보험(Insurance)과
기술(Technology)의
합성어로 데이터 분석,
AI 등의 기술을 활용
한 보험 서비스

InsurTech 펀딩 규모 추이

(US\$mn)

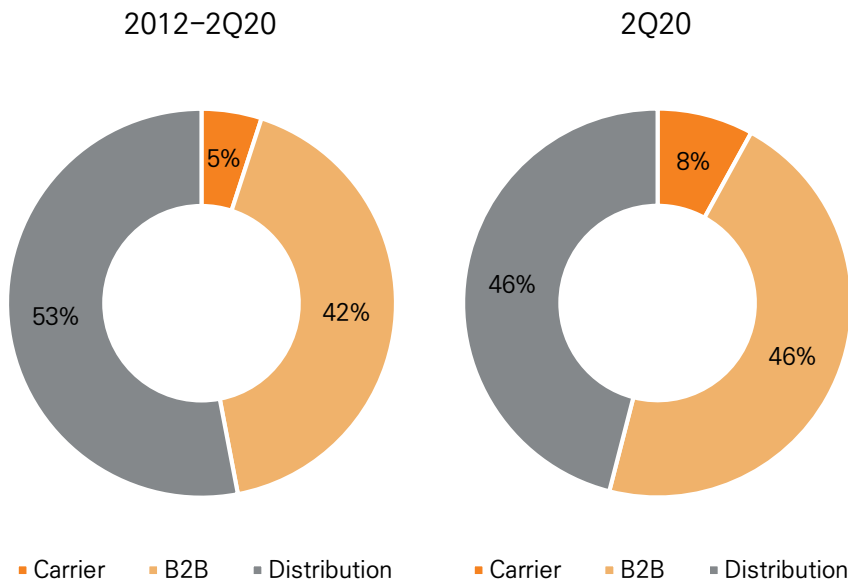


자료: Willis Towers Watson, 미래에셋대우 리서치센터

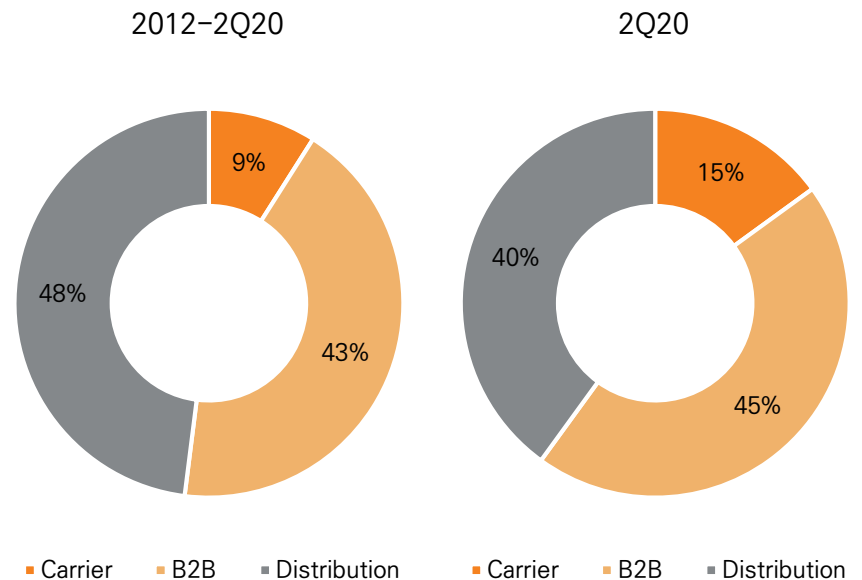
InsurTech에 대한 투자 가속화

- 전체 투자 중 손보, 생보 가릴 것 없이 판매 채널 영역이 절반
- 판매 채널(Distribution) 영역에 대한 투자는 포화 상태로 추정
- 최근에는 B2B 영역, 즉 보험사들이 업무효율화 및 자체적으로 진행하기 어려운 업무 등을 Sourcing 하는 영역으로 확대

분야별 P&C InsurTech 투자건수 비중 비교



분야별 L&H InsurTech 투자건수 비교



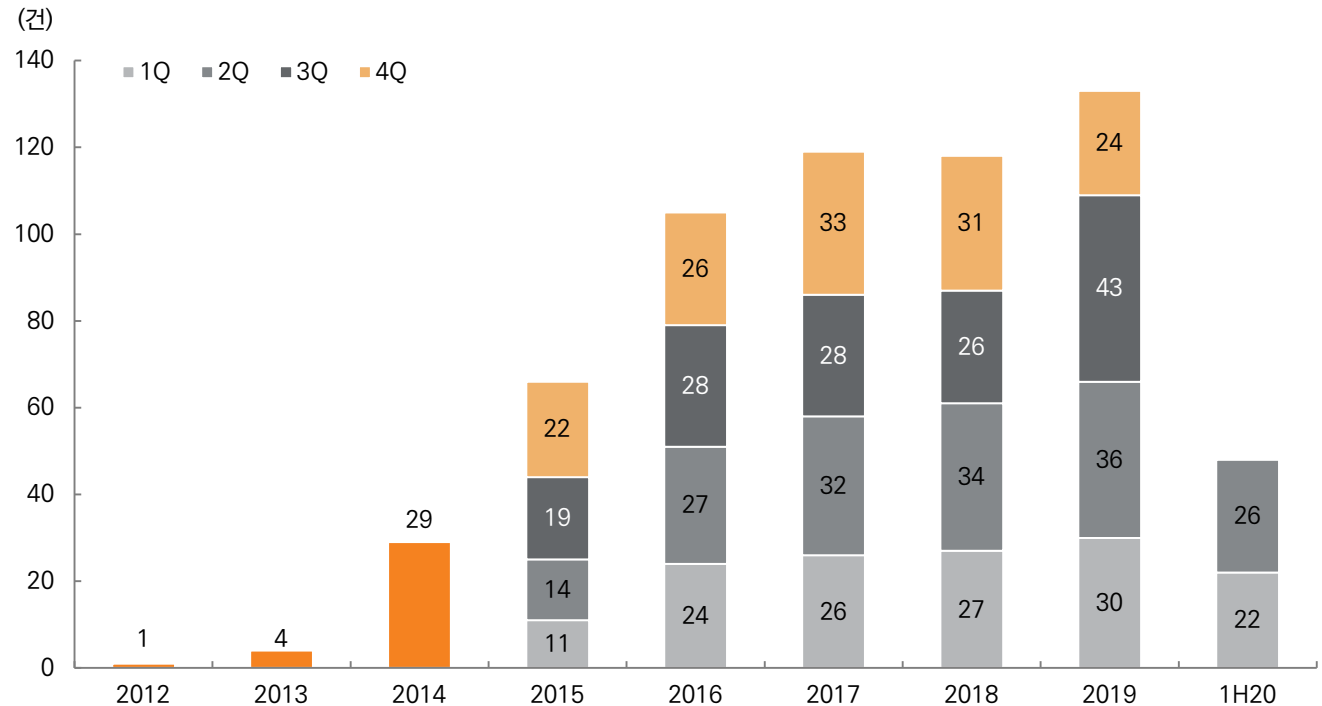
자료: Willis Towers Watson, 미래에셋대우 리서치센터

InsurTech에 대한 투자 가속화

전통 보험사의 직접 투자 확대 추세

- 15년 까지는 VC의 Early Stage 투자에 의존한 펀딩
- 최근에는 기존 보험사에 의한 펀딩 역시 증가 추세
- Front, Middle, Back Office의 전 과정에 걸친 비효율성을 타겟하는 InsurTech에 관심

보험사의 private technology 투자건수 추이



자료: Willis Towers Watson, 미래에셋대우 리서치센터

InsurTech에 대한 투자 가속화

사례: Prudential의 자본 재배치

- 미국 Prudential은 19년 말 Assurance IQ를 US\$3.5 Billion에 인수
- 19년 중 가장 큰 핀테크 Global M&A
- 동일 시점에 한국 Prudential은 매각 : US\$1.9 Billion, PBR 0.78배



[한국 푸르덴셜생명]

- 자산: 21.1조 원
- 자본: 2.8조 원
- 부채: 18.3조 원
- 주요 상품: 종신, 연금, 변액 등 전통 상품
- RBC: 424%
- ROE: 5.0%



- L&H, P&C, Medicare 등의 보험 상품 D2C 판매 플랫폼
- 데이터 사이언스와 인력(라이선스 가지고 있는 에이전트) 동시에 활용한다는 특징
- 고객은 100% 온라인 플랫폼을 통해 상품 가입하거나, 온디맨드(On-Demand) 에이전트와 상담 후 가입 가능
- 주요 수익원은 1) 플랫폼에 상품 제공하는 보험사로부터 얻는 수수료와 2) 마케팅 파트너 연결 수수료(고객이 원하는 상품이 없을 경우 마케팅 파트너에게 연결)
- 18년 매출 1.2억 달러, 19년 약 3억 달러 기록

자료: Prudential, Assurance IQ, 미래에셋대우 리서치센터

InsurTech에 대한 투자 가속화

사례: Prudential의 자본 재배치

- 보험회사 운영의 핵심은 자본 관리
- 자본 배치의 관점에서 보면 전통적 상품 + 성장 포화 지역의 자본 회수(한국 푸르덴셜)
- 새로운 채널 확보 + 사업다각화 가능한 영역으로 적극 투자(Assurance IQ)

Assurance IQ 인수를 통한 사업 확장 전략



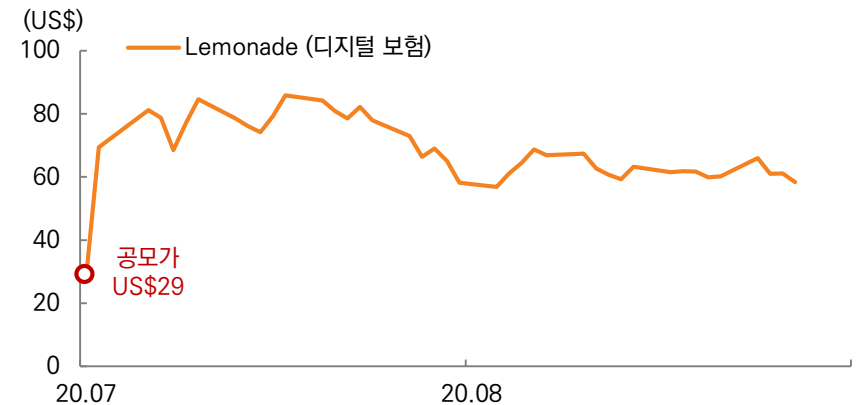
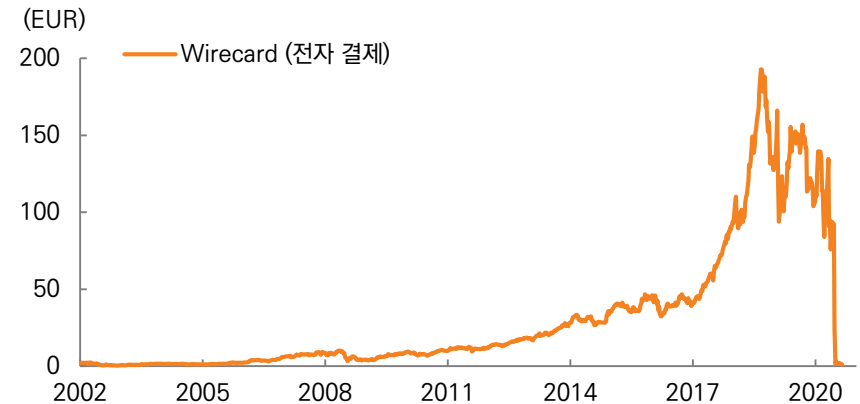
자료: Prudential, 미래에셋대우 리서치센터

InsurTech의 성과 가시화

Fintech : 대출, 결제에서 InsurTech로...

- 2019년 이전 핀테크 업체의 IPO는 P2P Lending, Payment 중심
- 초기 급상승 이후 부실 가중, 회계 부정, 견고한 비즈니스 모델 수립 못하면서 주가 부진
- 소프트뱅크가 투자한 InsurTech ‘레모네이드’의 최근 IPO는 매우 성공적
 - 공모가 US\$29, 시총 1.9조 원
 - 현재 공모가 대비 101% 상승한 US\$58.39로, 시가총액 3.9조 원에 이름

주요 핀테크 업체 주가 추이



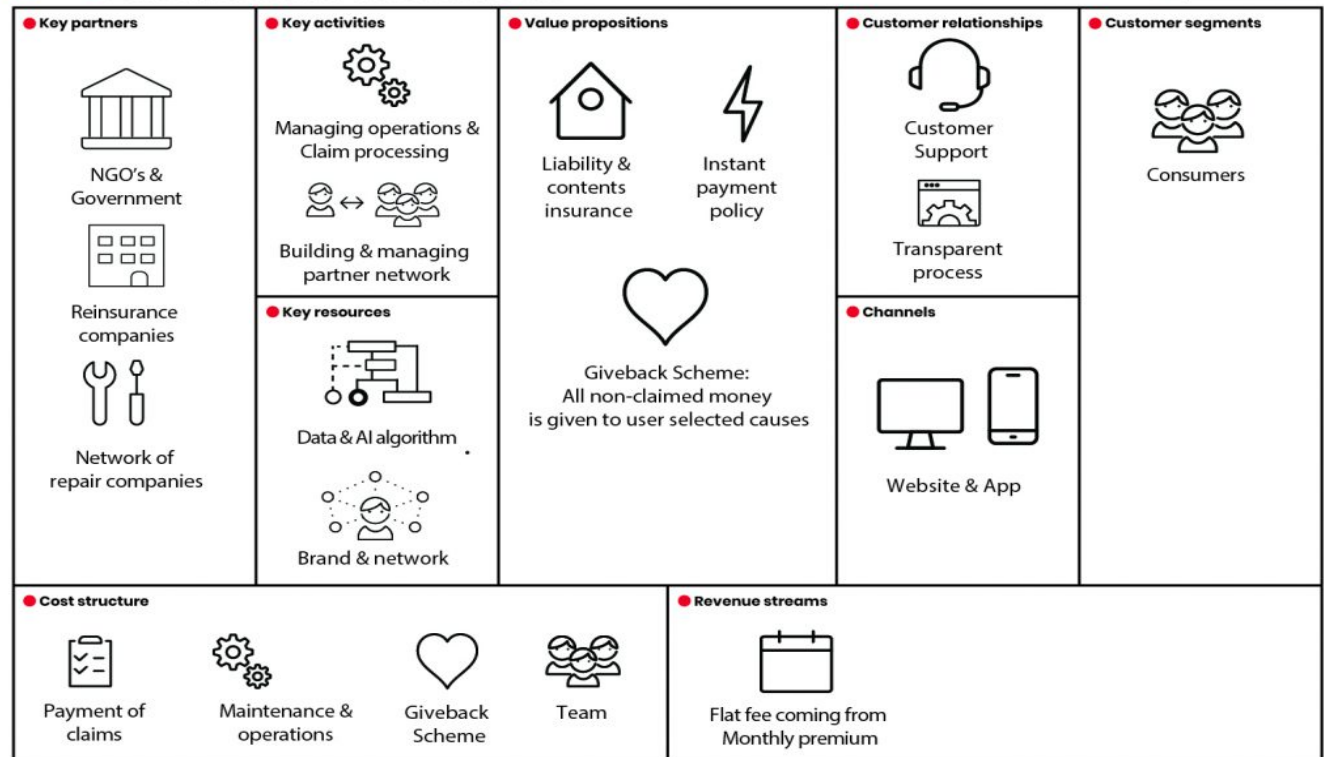
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

InsurTech의 성과 가시화

레모네이드 : 플랫폼으로 진화 중

- 판매조직 없이 앱을 통해서 직접 보험에 가입하고 보험금을 청구하는 시스템
- 현재는 주택보험이나, 세입자보험 판매
- 보험료에서 레모네이드가 고정 수수료 25%를 가져가고 나머지 75%를 청구금액 지급(최대 40%)과 재보험료 등으로 사용
- 온라인 채널 + AI를 통해 가입 상담 및 보험 청구 처리 자동 처리

레모네이드 비즈니스모델



© Business Models Inc

www.businessmodelgeneration.com

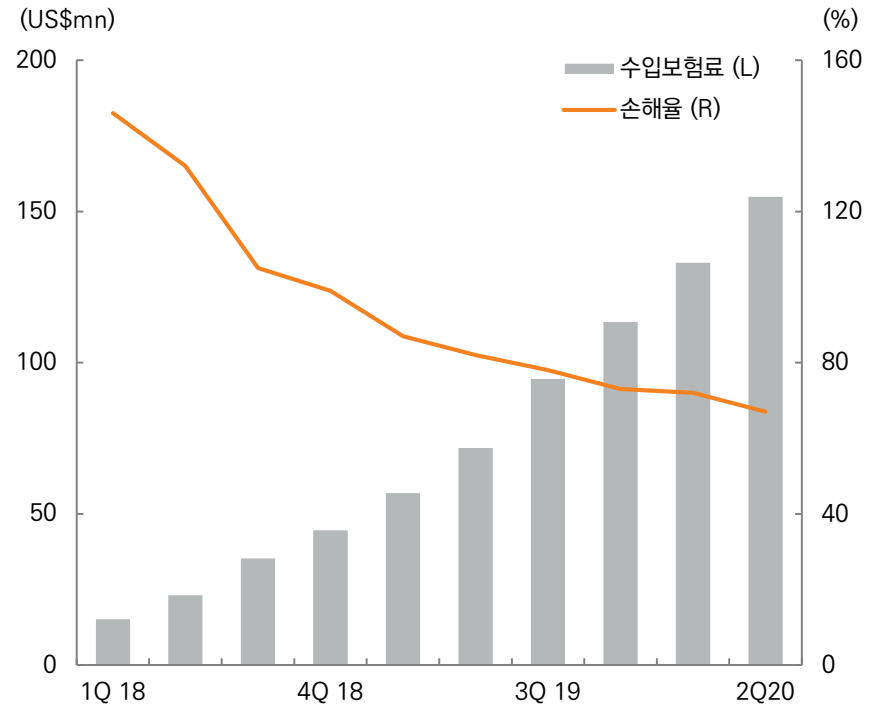
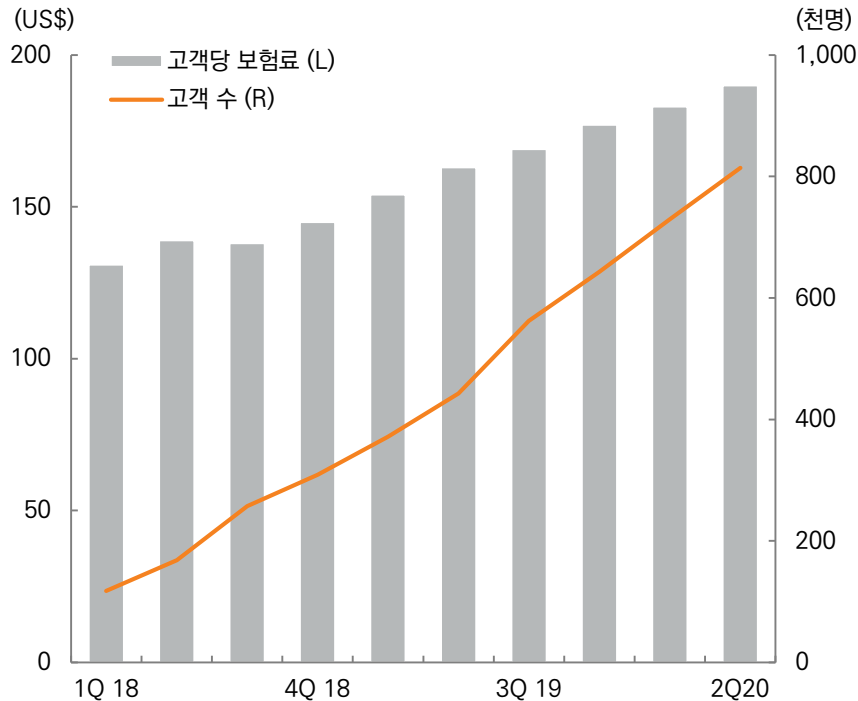
자료: BMI, 미래에셋대우 리서치센터

InsurTech의 성과 가시화

레모네이드: 플랫폼으로 진화 중

- 마케팅비용 등으로 적자상황이지만 빠르게 축소 중
- 외형 성장은 매우 빠른 추세
- 고객 수 81.4만 명(20년 2Q)으로 YoY +83.9%, 보험료는 +115%
- 고객당 보험료도 16.6% 늘어나면서 규모의 경제 효과 → 손해율 하락 추세 뚜렷
- 반려동물 기르는 고객 많다는 데이터 분석 → 펫보험 등 Upselling 플랫폼으로 진화 중

레모네이드 외형 및 재무 성과



자료: Lemonade, 미래에셋대우 리서치센터

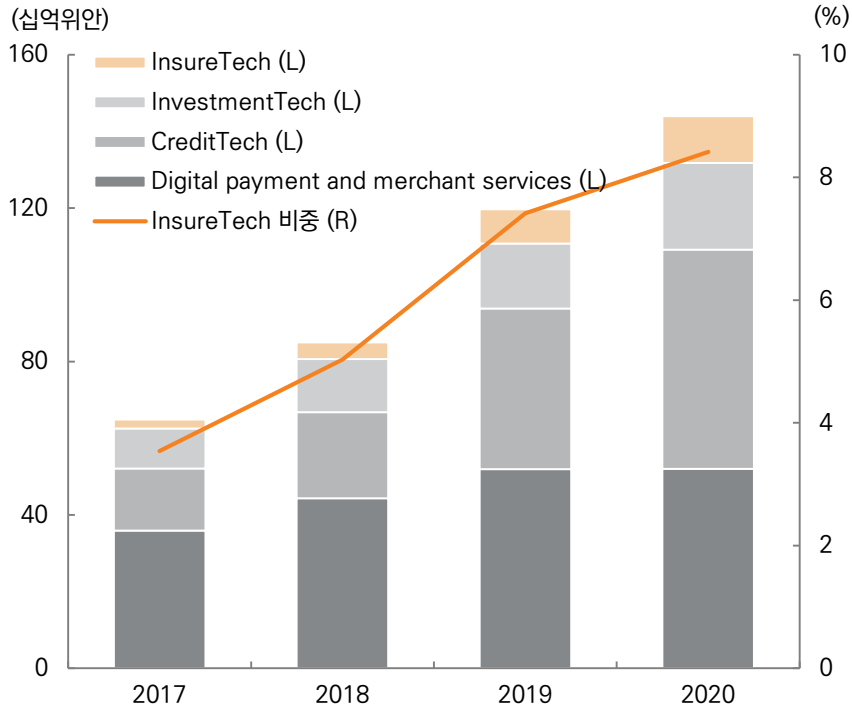
InsurTech의 성과 가시화

앤티그룹 :

보험 부문의 급성장

- 세계 최대의 핀테크 기업 Ant Group IPO 추진하면서 재무 성과 공개
- 20년 1H ROE 21.7%, 250조 원~300조 원 기업 가치 언급
- Payment 부문 여전히 고성장 중이나 매출 비중은 절반 이하로 축소
- 가장 빠르게 매출 증가하는 영역은 InsureTech : 매출 비중 8.4%로 3년 전의 두 배

Ant Group 부문별 매출 추이



자료: Ant Group, 미래에셋대우 리서치센터

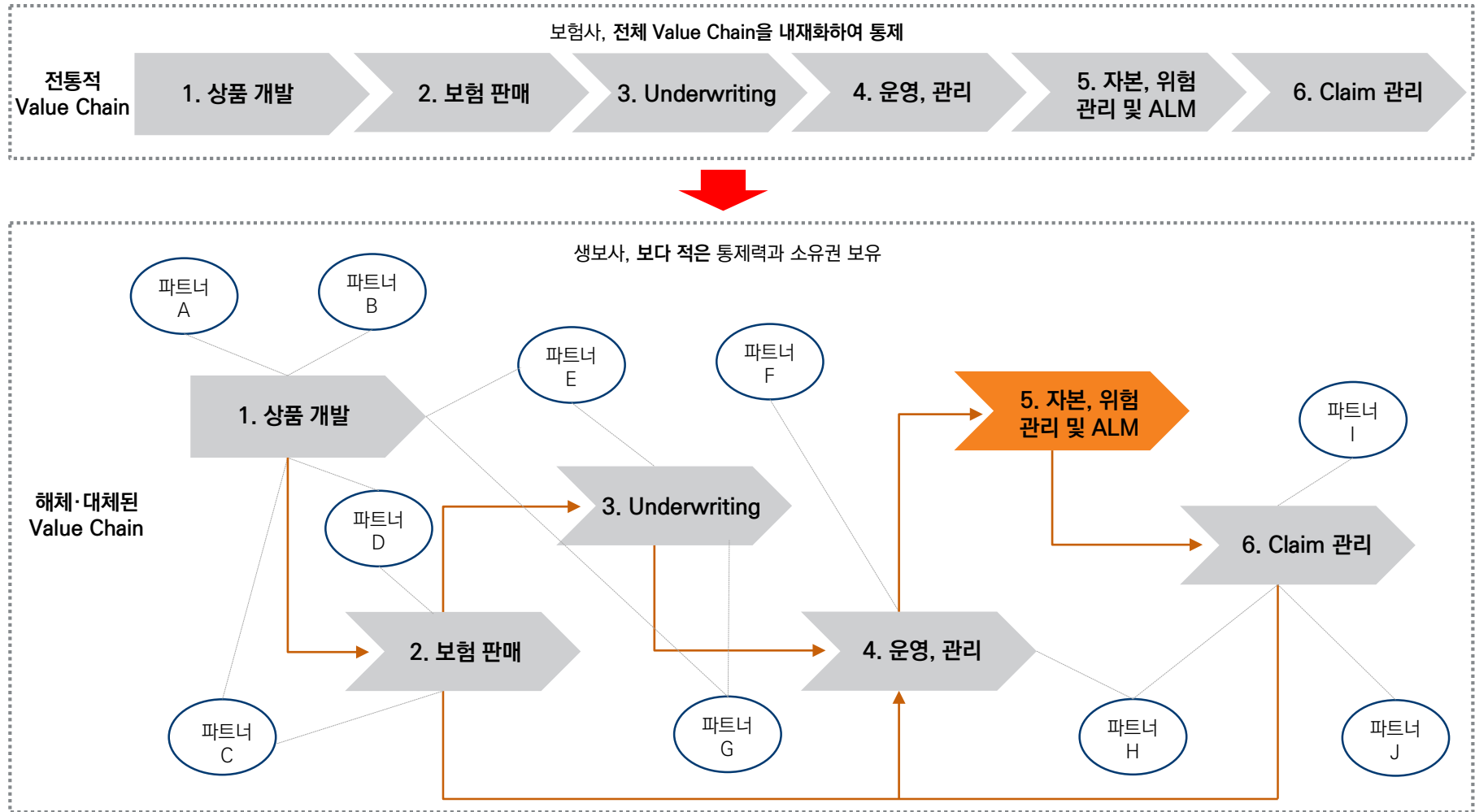
Ant Group 보험 부문 모델



자료: Ant Group, 미래에셋대우 리서치센터

Value Chain의 해체와 대체

보험 Value Chain의 분해와 대체



자료: CELENT, 미래에셋대우 리서치센터

Value Chain의 해체와 대체

사례: Underwriting - Health IQ

- 건강한 라이프스타일을 가지고 있는 사람들(runners, cyclists, weightlifters, yogis, vegetarians, and well-managed diabetics 등)에게 대형 생보사들과 제휴 맺고 보험료 할인 혜택 제공
- Health IQ Quiz를 통해 건강에 신경 쓰는(health-conscious) 라이프스타일을 가지고 있는지 평가
- Health IQ 퀴즈를 통과하고 “Elite” 점수를 받으면 보험료 8% 할인. 하고 있는 운동 및 라이프스타일을 증명하면 9% 추가 할인. 제휴 맺고 있는 보험사마다 건강에 신경 쓰는 사람에게 특별한 underwriting 가이드라인이 있어서 이에 따라 추가 24%까지 할인 제공
- 장기보험, 종신보험, 당뇨병자를 위한 보험 등 제공

기존 생보사와 차별화된 Health IQ의 Underwriting

MAKING INSURANCE FAIR

Those living a healthy lifestyle are overpaying for their insurance

Health IQ is the only company that combines your current health, health literacy and active lifestyle to better predict your long-term health, getting you rates up to 41% lower.*



✓ Current Health
× Health Literacy
× Active Lifestyle



✓ Current Health
✓ Health Literacy
✓ Active Lifestyle

자료: Health IQ, 미래에셋대우 리서치센터

Value Chain의 해체와 대체

- 1) 현재 건강 상태 평가: 나이, 키, 몸무게 등 기본 건강 상태 입력하는 설문 응답 후 건강 검진 진행
- 2) 건강에 얼마나 신경 쓰는지 평가: 건강 관련 지식이 얼마나 있는지 평가하는 Health IQ Quiz 응답
- 3) 운동하는 습관을 가지고 있는지 평가: 실제로 운동하고 있다는 것을 다양한 방법(ex. 1마일 8분 안에 달리기, 50마일 이상 사이클하기, 피트니스센터 1년 회원권 등)을 통해 증명
- Prudential, John Hancock 포함 30개 이상의 생보사 상품 중 비교 선택할 수 있도록 리스트 제공

Health IQ Quiz 문제 예시

IQ 0 pts

00:57

Which color of carrot contain the highest amounts of anthocyanins, with the greatest antioxidant capacity?

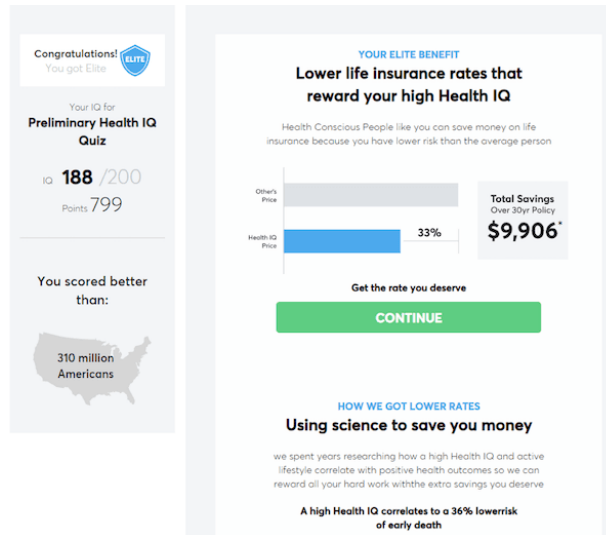
☐ Yellow

☐ White

☐ Orange

☐ Purple

Health IQ Quiz 점수로 보험료 할인 제공



모든 단계 검증 시 최대 41% 절감 효과

WE SAVE YOU MONEY

See how much money we save you

Only at Health IQ can you save up to 41% by qualifying with your high health literacy and healthy lifestyle. That's a total potential savings of up to \$10,568.*

How to Qualify	Savings (%)	Savings (\$) Over 30yr Policy
Health Literacy Credits	8%	\$2,020
Active Lifestyle Credits	9%	\$2,270
Underwriting Credits	0 - 24%	\$0 - \$6,279
Total Potential Lifetime Savings	8 - 41%	\$2,020 - \$10,568

*You must meet all qualifications to be eligible for savings.

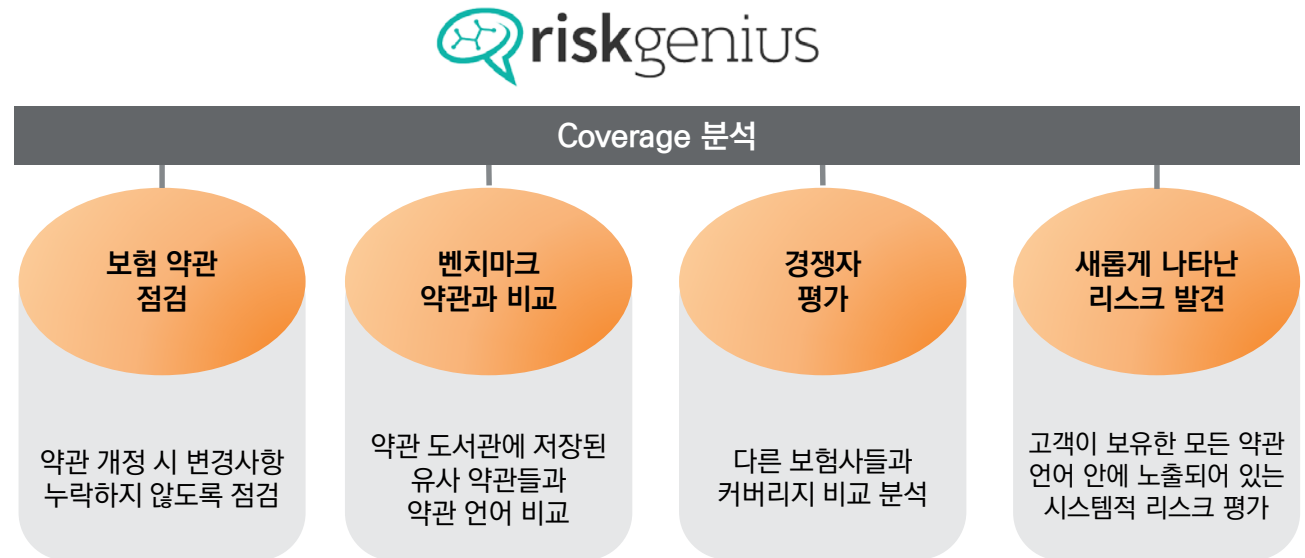
자료: Health IQ, Money Under 30, 미래에셋대우 리서치센터

Value Chain의 해체와 대체

사례 : Claim - RiskGenius

- 머신러닝을 비롯한 AI 기술 이용해 보험 약관 분석 및 심사 서비스 제공
- 보험 상품과 관련된 전반적인 분석(보험료, 자기부담금, 보험 약관) 후 오류/누락 부분 발견 등의 서비스 제공
- RiskGenius 모듈 이용해 보험 약관 분석하여 종합적인 컴플라이언스 체크 가능
- 경쟁사의 보험 상품들 비교 분석 기능 제공
- 보험사의 모든 보험 상품들 분석 후 새롭게 일어날 수 있는 리스크 평가

RiskGenius 주요 제공 서비스



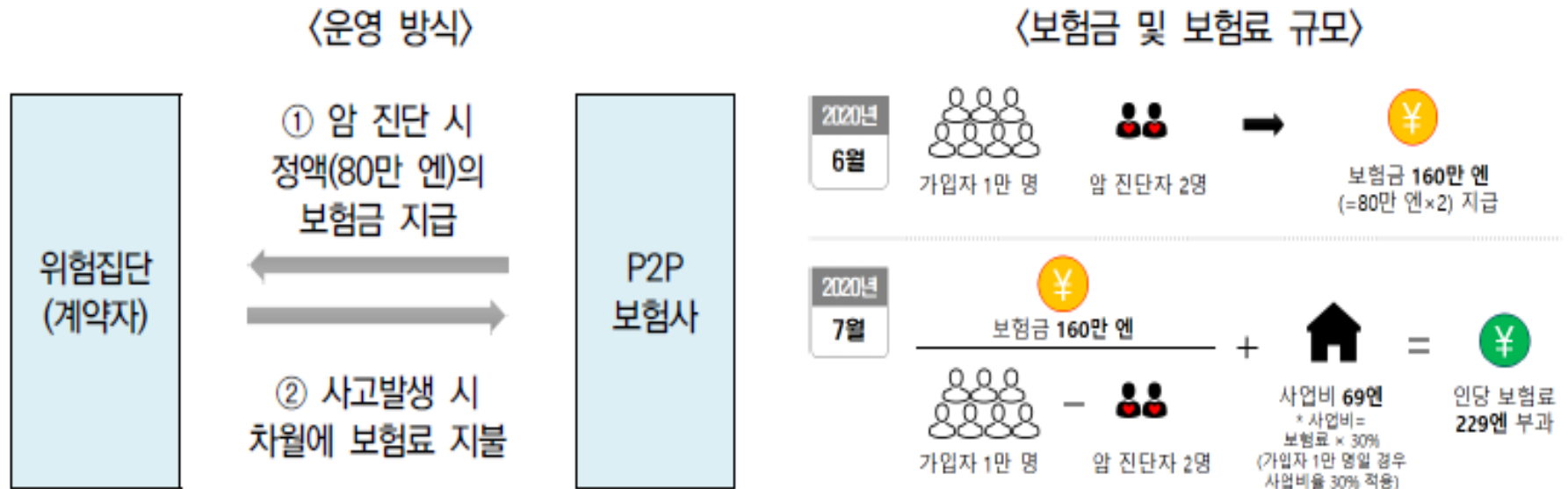
자료: Willis Towers Watson, 미래에셋대우 리서치센터

Value Chain의 해체와 대체

사례 : Product - 일본 justInCase

- 일본의 소액단기보험회사인 justInCase는 P2P 암보험 “더치페이 암보험(わりかん保険)” 상품을 개발하고, 9개사와 제휴를 통해 해당 상품을 판매 중임
- 위험인수자의 역할에서 탈피 → RBC 부담 경감 → 자본효율성 제고
- 젊은 층에 대한 소구력 높이는 상품 전략

더치페이 암보험의 상품구조 및 보험료 예시



자료: justInCase, 보험연구원, 미래에셋대우 리서치센터

Value Chain의 해체와 대체

justInCase

- 부채도 없고,
- 현금 이외 운용자산도 없으니,
- 관리할 위험도 없다!
- 보험사이지만 RBC관리에서 자유로운...

貸借対照表

(2020年3月31日 現在)

株式会社justInCase

単位：千円

資 産 の 部		負 債 の 部	
科 目	金 額	科 目	金 額
現 金 及 び 預 金	124,722	保 険 契 約 準 備 金	1,539
有 形 固 定 資 産	490	支 払 備 金	301
そ の 他 資 産	2,896	責 任 準 備 金	1,237
未 収 金	1,469	そ の 他 負 債	6,252
そ の 他 の 資 産	1,427	未 払 法 人 税 等	2,023
供 託 金	10,000	未 払 金	3,342
		預 り 金	885
		そ の 他 の 負 債	0
		負 債 合 計	7,792
		純 資 産 の 部	
		科 目	金 額
		資 本 金	165,620
		資 本 剰 余 金	164,620
		資 本 準 備 金	164,620
		利 益 剰 余 金	△ 199,923
		そ の 他 利 益 剰 余 金	△ 199,923
		繰 越 利 益 剰 余 金	△ 199,923
		(うち当期純損失)	(119,207)
		純 資 産 合 計	130,317
資 産 合 計	138,109	負 債 及 び 純 資 産 合 計	138,109

자료: justInCase, 미래에셋대우 리서치센터

Value Chain의 해체와 대체

justInCase

- 19년 12월, 110억 원 규모의 Series A Funding 성공
- 새로운 투자자: DeNA, Global Brain Corporation, 이토추상사, SBI Investment, Shinsei Corporate Investment
- 기존 투자자: Coral Capital, Globis Capital Partners, Line Ventures Corporation
- 투자자를 통해 판매채널을 확보

더치페이 암보험 판매 파트너



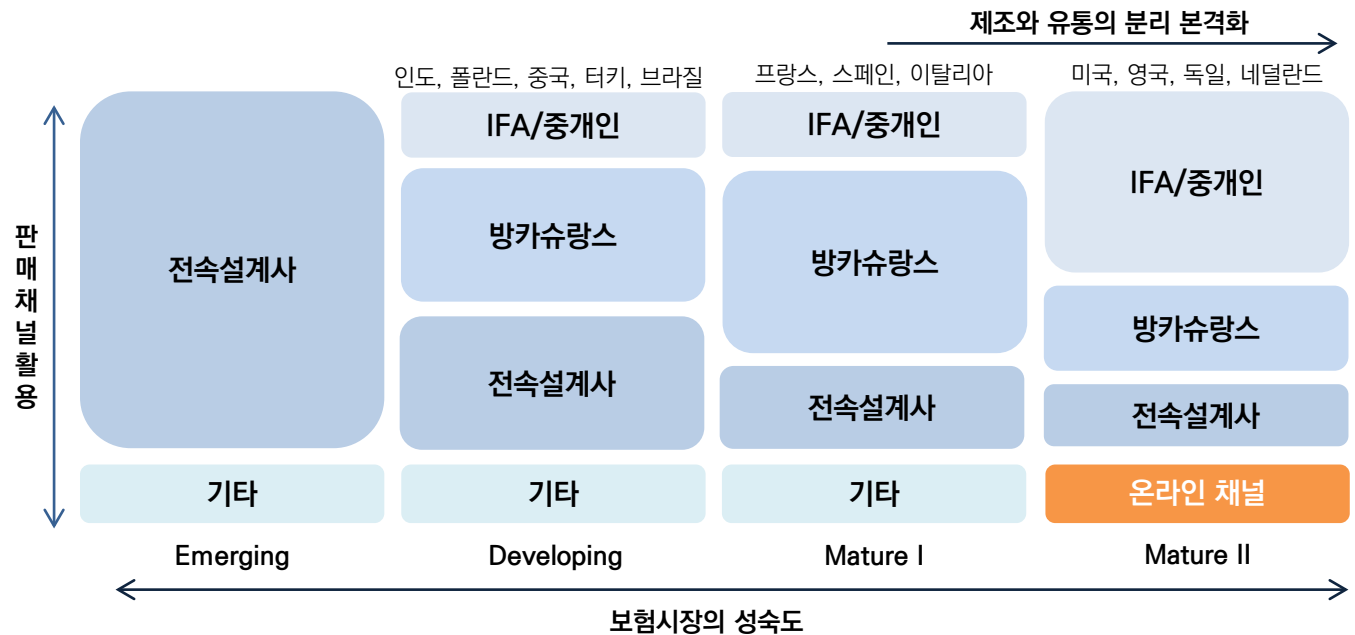
자료: justInCase, 미래에셋대우 리서치센터

금융플랫폼 : Fat Margin을 노린다!

채널 = Value Chain의 시작

- 금융플랫폼의 등장 : 채널 변화의 연속적인 과정으로 이해해야...
- 채널의 다각화 및 변화는 항상 있어오던 과정
- 이러한 흐름에 앞서느냐, 따라 가느냐가 시장 지위를 결정

채널의 다각화와 변화는 자연스러운 과정



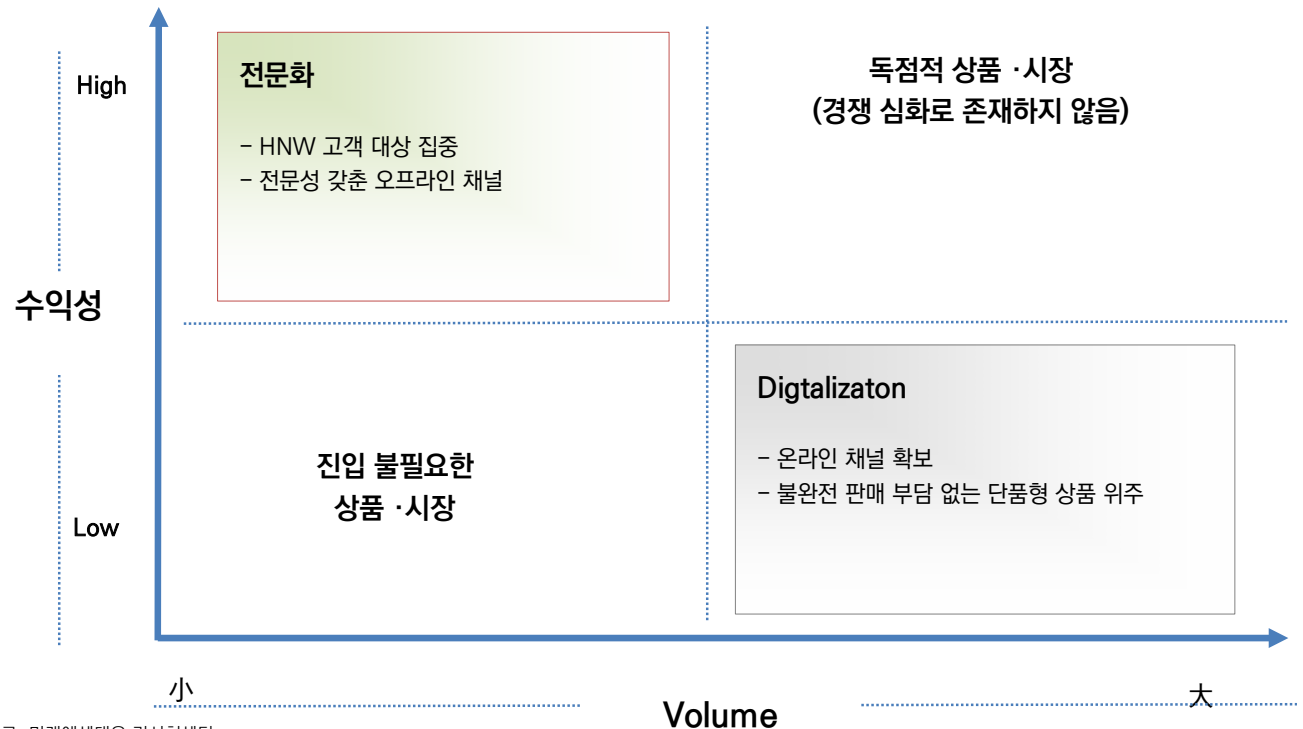
자료: Deloitte, 미래에셋대우 리서치센터

금융플랫폼 : Fat Margin을 노린다!

금융회사의 디지털 채널 필요성 점증

- 금융회사는 항상 수익과 외형의 딜레마를 겪어 왔음 → MS냐, 수익이냐?
- 최근 수년간 손보업계의 GA를 동원한 매출 경쟁은 승자 없는 싸움으로 전락
- 디지털 채널의 영향력 커지면서 오프라인 채널 의존도 줄이면서 외형 확대 가능한 환경 조성 중
- 오프라인으로는 높은 수익성 갖춘 상품과 전문화된 채널을 활용

수익과 외형의 딜레마



자료: 미래에셋대우 리서치센터

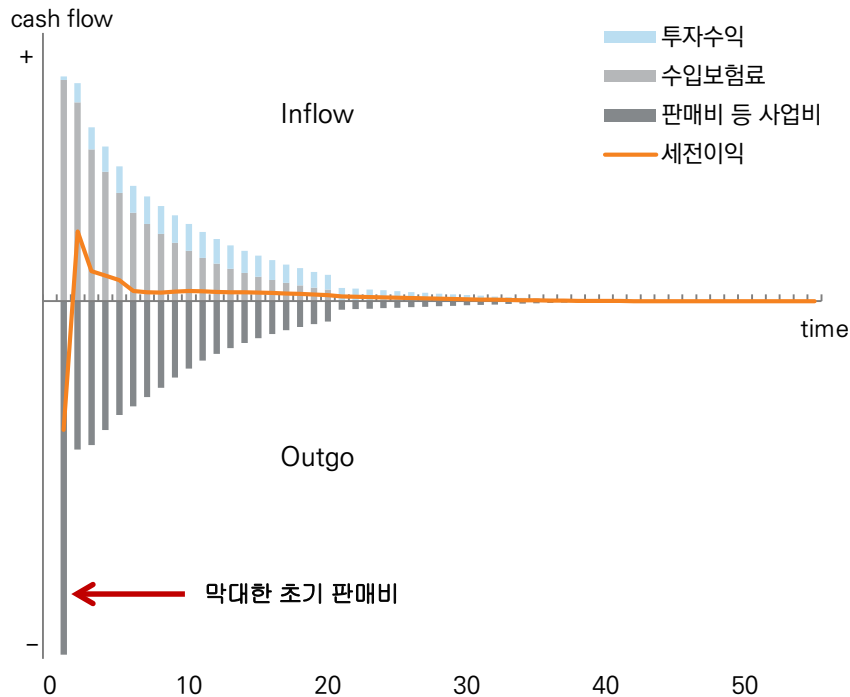
금융플랫폼 : Fat Margin을 노린다!

“Your fat margin
is my opportunity”

_ Jeff Bezos

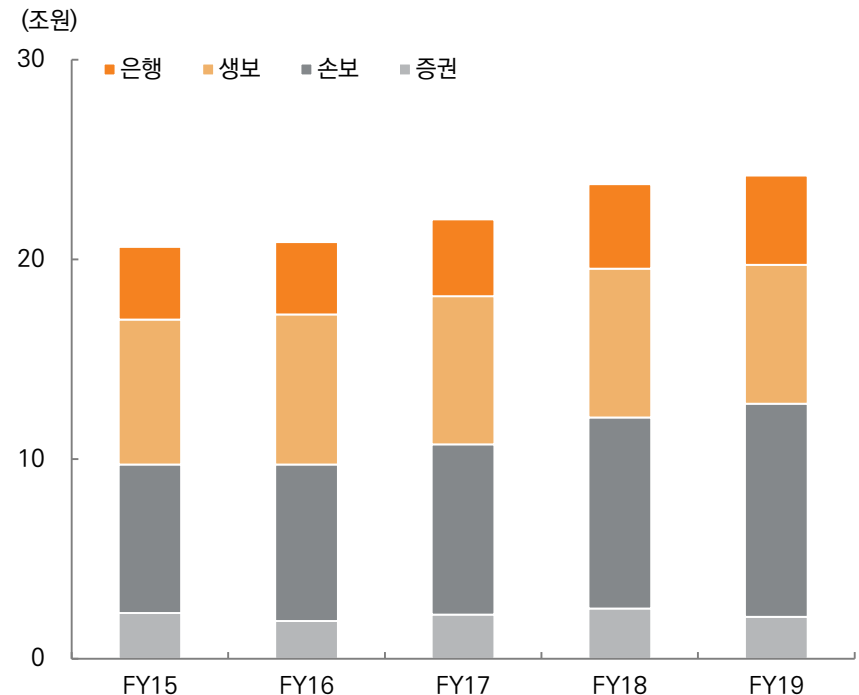
- 플랫폼이 모든 산업 영역에 걸쳐 유통비용을 줄이면서 시장 잠식 중
- 보험은 전형적인 오프라인 의존형 판매 구조로 막대한 중개 비용 수반
- 특히 초기 판매수수료가 과대하게 발생하여 과당 경쟁 유발하는 구조적 문제 내포
- 금융업종 내에서도 플랫폼을 통한 대체 시장(수수료 및 비용) 가장 큼

보험상품의 Cash flow : 초기 막대한 판매비 발생



자료: 미래에셋대우 리서치센터

플랫폼이 진입 가능한 시장 규모 : 금융상품의 중개비용



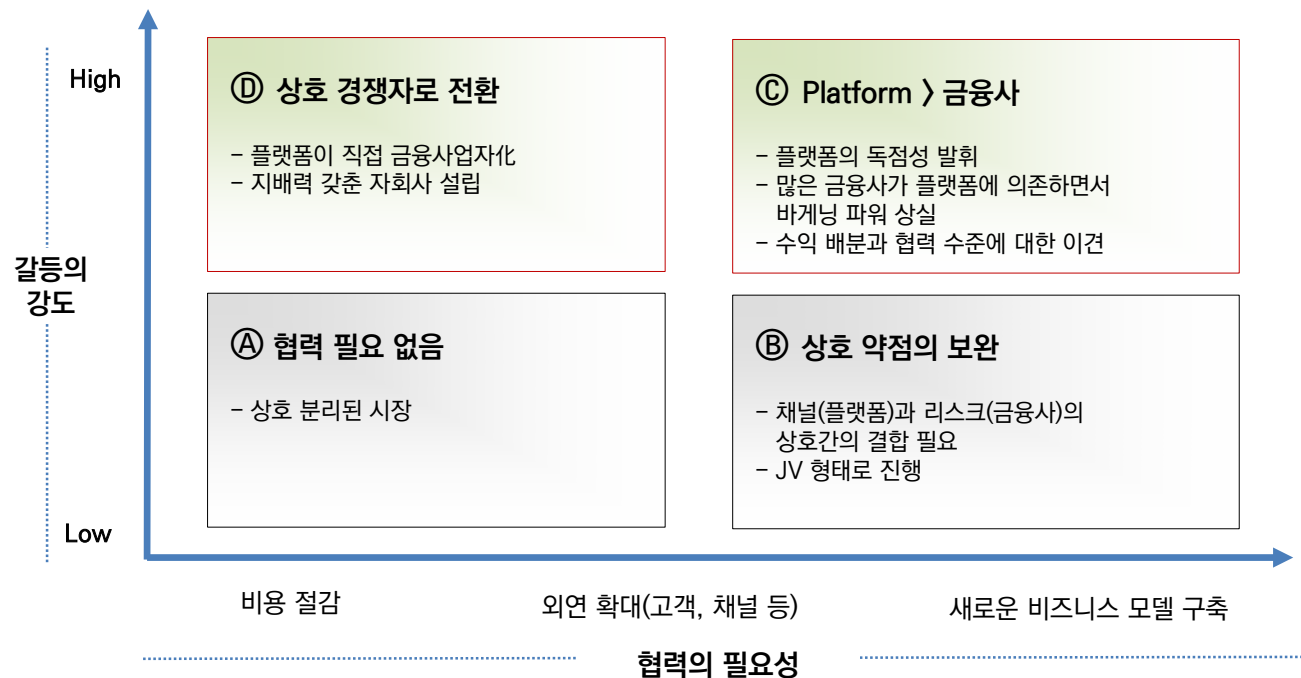
자료: FISIS, 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

금융플랫폼 : Fat Margin을 노린다!

Big Tech과 피할 수 없는 협업

- 오프라인 출혈경쟁 반복되지 않기 위한 새로운 채널 확보 노력은 결국 금융플랫폼 선점으로 귀결
- 카카오와 삼성화재의 JV 결렬되었지만 빈자리를 노리는 유사한 시도가 많아질 것으로 예상
- 플랫폼 역시 금융업 진출의 제약(자본력, 전문성)을 해소하기 위한 유일한 방법은 JV
- JV의 적정 지분을 확보가 관건

Big Tech와 금융회사의 협력 : 현재는 B 국면



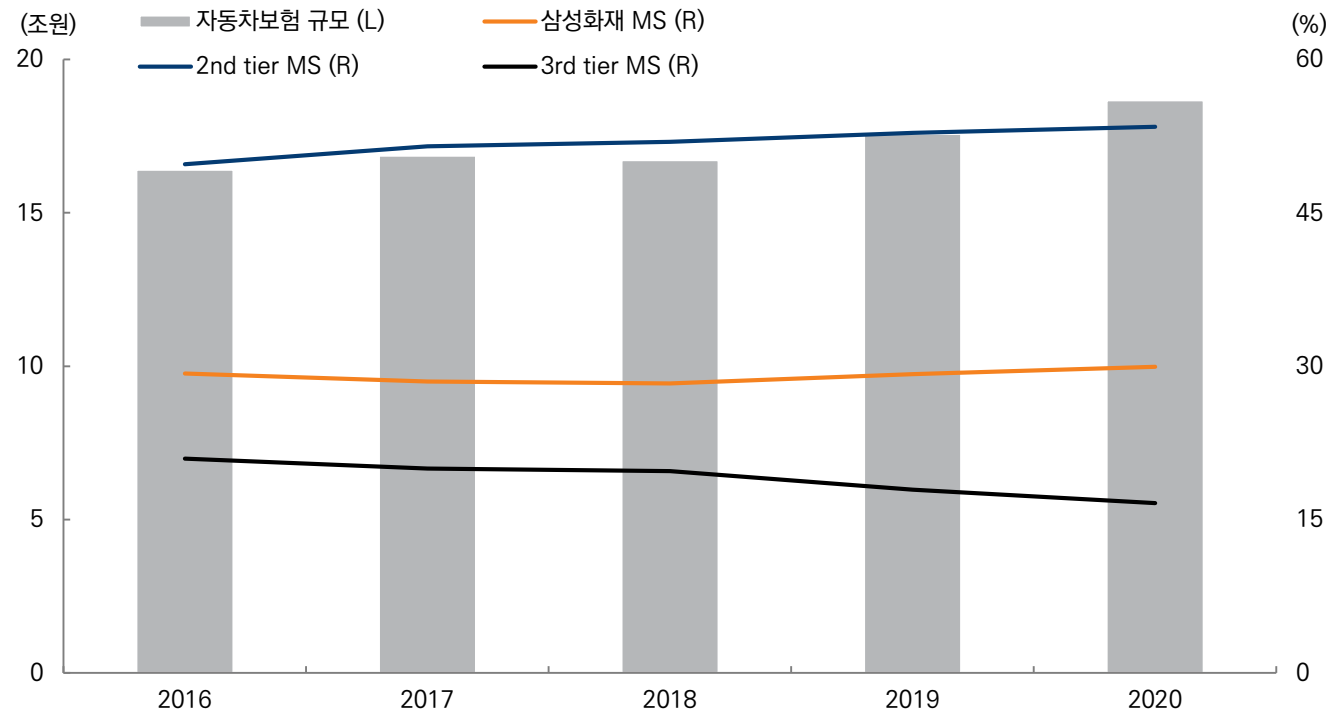
자료: 미래에셋대우 리서치센터

금융플랫폼 : Fat Margin을 노린다!

시발점은 자동차보험 : 플랫폼을 통해 MS 늘리려는 시도 불가피

- 네이버의 자동차보험 비교견적 서비스 놓고 보험사와 마찰 부각
- 높은 수수료 부담과 종속 우려로 인해 논의 중단된 상태로 보도됨
- 자동차보험 → 전형적인 Zero-sum 시장 + 가격이 유일한 경쟁력 + MS 고착
- 어차피 현재보다 더 많은 비용 들어가지 않고 MS 늘릴 기회라면 플랫폼과 결합 시도는 지속될 수 밖에...
- 게임이론의 관점에서 보면 언제든 깨질 수 있는 불안정한 균형 상태

자동차보험 : 고착화된 경쟁 구도



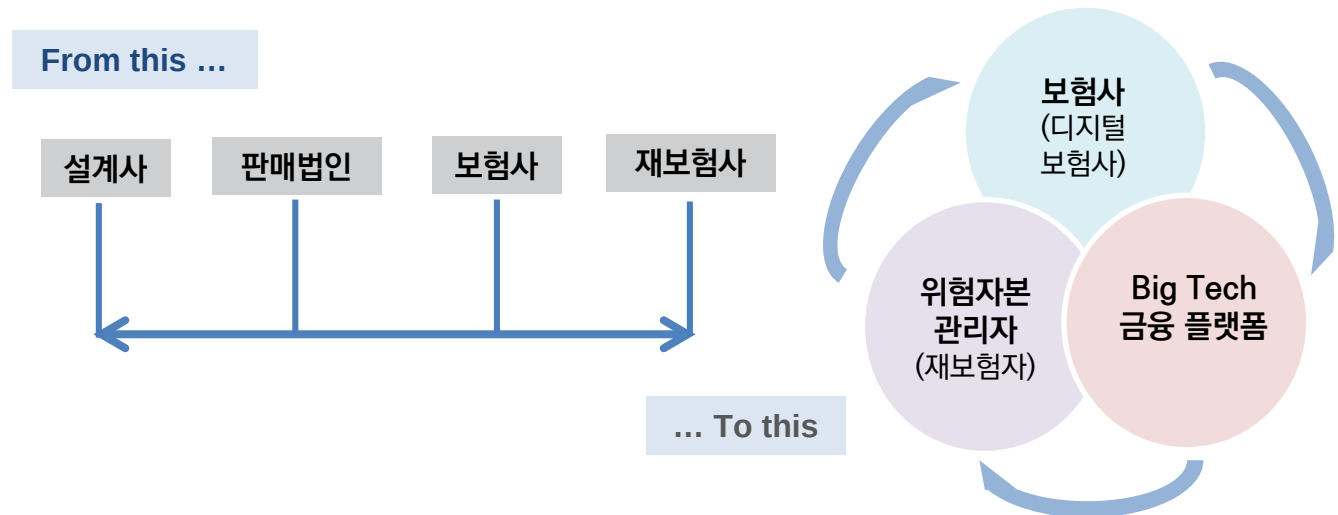
자료: FISIS, 미래에셋대우 리서치센터

보험업 투자의 관점에서...

보험자(Insurer)의 정체성을 탈피해야...

- 전통적인 보험자는 자본 규제, 판매 규제, 건전성 규제 등은 안고 가야하고
- 위험과 규제가 없는 영역을 치고 들어오는 경쟁자에도 맞서야 하는 상황
- 가치사슬의 변화와 재구성을 통해 자본 부담을 낮춰야...

보험 Process 및 판매 채널 변화 개념



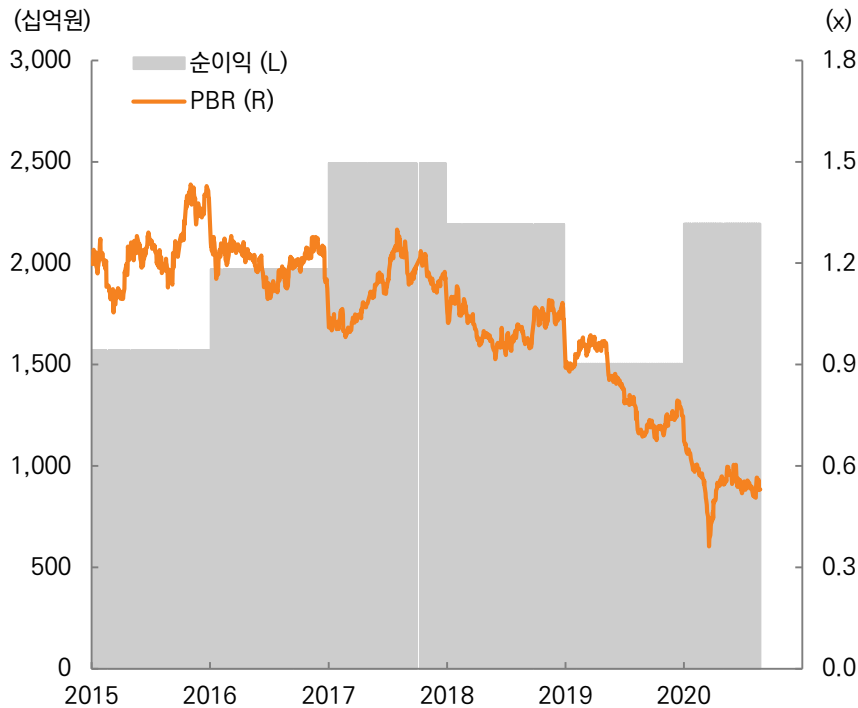
자료: The DIGITAL INSURER, 미래에셋대우 리서치센터

보험업 투자의 관점에서...

손보는 손해율 사이클,
생보는 금리의 종속에서
탈피해야 재평가

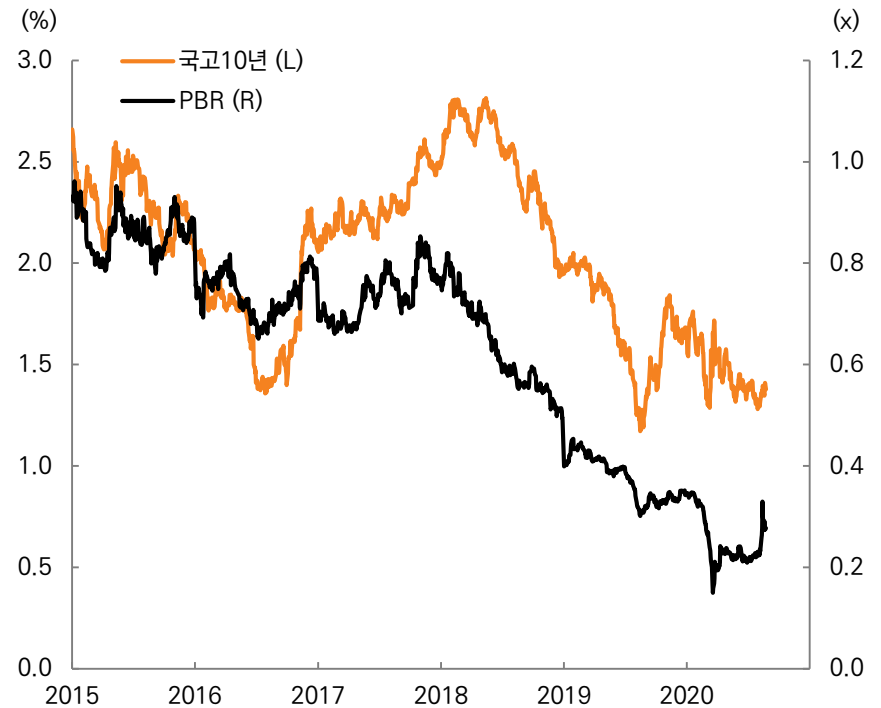
- 손보사의 주가는 자동차보험 요율과 실손 규제의 변수에 따라 사이클 내에서 등락
- 생보사의 주가는 금리 역마진과 자본 규제 강화 등 외부 변수에 종속
- 이러한 근본적 제약에서 벗어날 수 있는 비즈니스모델의 재정립 전제되어야 주가는 Re-Rating 가능

손해보험 PBR과 순이익



자료: 각 사, Quantiwise, 미래에셋대우 리서치센터

생명보험 PBR과 시장 금리



자료: 각 사, Quantiwise, 미래에셋대우 리서치센터

보험업 투자의 관점에서...

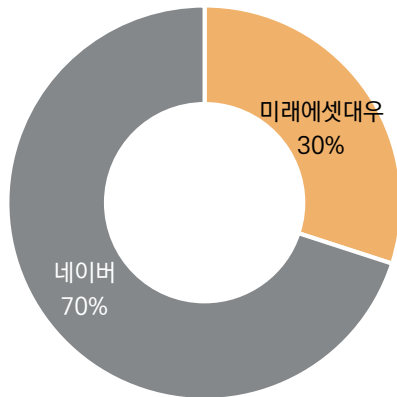
증권업의 사례:

금융플랫폼 가치 반영 본격화

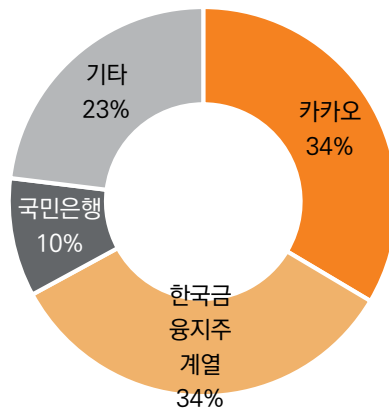
- 일부 증권사들은 전 금융권을 통틀어 Digitalization에 가장 적극적으로 적응 중
- Big Tech의 금융플랫폼과 JV를 설립(한국금융지주, 미래에셋대우)하거나, 비대면 계좌개설을 통해 플랫폼으로 진화(키움증권) 중
- 이러한 가치들이 주가에 빠르게 투영

금융플랫폼 가치 반영이 현실화

네이버파이낸셜

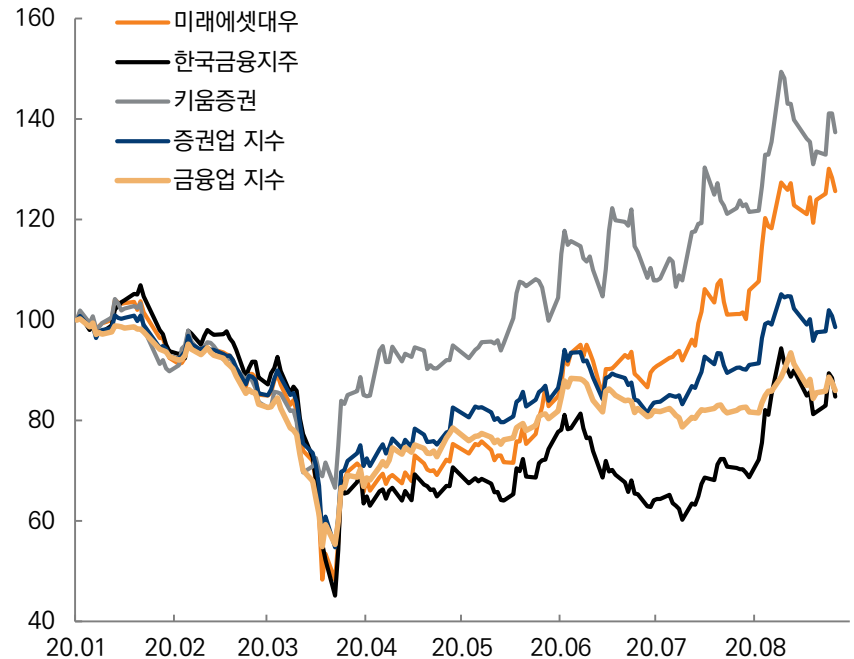


카카오뱅크



(20.1.2=100)

상대 주가



자료: DART, Quantwise, 미래에셋대우 리서치센터

보험업 투자의 관점에서...

대응 가능한 것은

Ambiguity

- C, V, U는 개별 보험사가 해소할 수 없는 외부 변수
- 어렵지만 A는 대응할 수 있는 여지가 있는 영역
- 향후 보험사는 만성화된 시장 포화, 고착된 경쟁구도 등으로 전통적 투자 지표의 차별성은 떨어지고, Digitalization에 대한 대응이 주가 및 평가에 핵심이 될 것

그나마 디지털 전환이 대응할 수 있는 Room

Complexity

- 자본규제 강화
- 회계제도 변화

Volatility

- 금융시장의 변동성 확대
- 자산운용상의 어려움 가중

Ambiguity

- 디지털화 가속 및 금융 플랫폼의 출현
- Value Chain의 파괴와 대체
- 전통적 채널 및 경쟁 구도의 변화

Uncertainty

- 금리 방향성의 불확실성 가중
- 배당 및 주주환원의 가시성 약화

자료: 미래에셋대우 리서치센터

Lemonade (LMND US)

AI가 판매하는 손보사

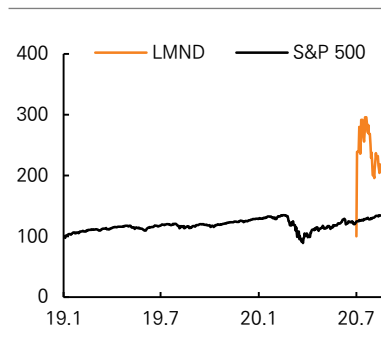
Bloomberg 최고목표주가		USD 105.00	
현재 주가 (20/08/27)		USD 58.39	
국가		미국	
거래소		NYSE	
상승여력		79.8%	
Bloomberg Rating			
매수	보유	매도	
17%	67%	17%	
EPS 성장률 (20F,%)		-	
P/E(20F,x)		-	
MKT P/E(20F,x)		26.8	
배당수익률(%)		-	
시가총액 (십억USD)		3.3	
시가총액 (조원)		3.92	
유통주식수 (백만주)		12.7	
52주 최저가 (USD)		49.02	
52주 최고가 (USD)		96.51	
주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.1	-	-
상대주가	-18.8	-	-

투자포인트

- 보험을 판매하는 모든 과정에서 인력의 개입을 최소화한 사업모델
- AI 및 빅데이터 기술 활용으로 비용 효율화 및 손해율 개선
- 재보험 적극 활용하여 청구 금액 관련 리스크 최소화 하고, 수취하는 보험료에서 25%의 고정 수수료 취득 → 마진 변동성 축소
- 차별화된 고객 유인 요소: 1) 빅데이터 기반 분석 통해 가격 경쟁력 확보하고, 2) AI 챗봇 이용한 고객 응대로 소요 시간 크게 단축
- 코로나19에 따른 부정적 영향도 제한적: 미국 내 사회적 거리두기 시작했던 지난 4월 기준 마케팅비 YoY 30% 이상 감소했으나 수입보험료는 130% 증가

Risk 요인

- 사업 초기인 특성상 고객 유인 위한 마케팅비에 따른 손익 적자
- 1인당 지불 보험료가 크게 증가할 수 있는 요인은 주택보험 비중 확대. 이미 대형 보험사들이 자리잡고 있는 주택보험 시장에서 M/S 확보 여부가 관건



결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (십억USD)	-	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
영업이익 (십억USD)	-	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
영업이익률 (%)	-	-233.8	-160.3	-141.7	-158.6	-100.4
순이익 (십억USD)	-	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
EPS (USD)	0.0	0.0	0.0	-6.3	-2.8	-2.8
ROE (%)	0.0	0.0	0.0	-31.3	-35.6	-53.8
P/E (배)	0.0	0.0	0.0	-	-	-
P/B (배)	0.0	0.0	0.0	6.3	8.7	14.2

주: GAAP

자료: 레모네이드 Lemonade, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

Lemonade (LMND US)

비용효율화를 극대화하는 기술이 key point

- 보험 판매부터 청구 진행까지 모든 과정에서 AI, 빅데이터, 머신러닝 등의 기술 활용
- 중개 비용 절감 통한 비용 효율화 : 동사의 상품 판매는 1) 온라인 채널 이용한 마케팅 통해 앱으로 고객 유인하고, 2) 보험 가입 프로세스는 챗봇이 하는 형태
- 세입자보험 가격 경쟁자 대비 절반 수준. 가격에 민감하고 편리성을 중시하는 젊은 연령대(향후 주택보험 가입으로 전환될 수 있는) 고객 확보에 최적화(전체 가입자의 약 70%가 35세 이하)
- 비용효율화를 통한 마진 확대와 데이터 활용을 통한 업무효율성 증대에 따른 규모의 경제 실현 가능

레모네이드 비즈니스의 핵심 기술

기술명	주요 기능
Customer facing	
AI Maya	- 고객이 앱에 들어와 보험에 가입하게 되는 모든 과정을 가이드해주는 챗봇 - 제한된 질문을 통해 데이터를 수집 및 분석한 뒤, 개인에 최적화된 보험상품과 가격 책정, 결제까지 제공
AI Jim	- 보험금 청구하는 과정을 가이드해주는 챗봇 - 전체 청구 케이스의 1/3은 사람의 개입 및 간접 비용 없이 AI Jim이 자체적으로 보험금을 지급하거나 거절
CX.AI	- 사람의 개입 없이 고객의 문의 및 다양한 요청 업무 처리해주는 봇 - 전체 문의의 30% 이상을 CX.AI 통해 처리
Back office	
Forensic Graph	- 빅데이터, AI, 행동경제학 등을 이용해 보험사기 예방, 감지 및 차단 - 막대한 시그널을 추적하여 머신러닝이 발견한 다양한 변수들 사이의 관계를 분석하고, 이를 통해 잠재 위험 방지
Blender	- 회사 내 모든 부서에서 통합적으로 사용할 수 있는 보험 관리 플랫폼 - 예를 들어 클레임 담당자가 Blender에 접속하면 AI Jim에게서 배정받은 모든 클레임 확인 가능. 이행해야 하는 다음 단계 안내부터 고객의 행동패턴, 배경 정보, 보험 경력 등의 방대한 정보 또한 열람 가능
Cooper	- 수동으로 했을 때 많은 시간이 소요되는 서류 검토와 같은 업무부터 소프트웨어 출시에 필요한 수만 번의 테스트까지 복잡하고 반복적인 업무 담당하는 봇 - 중요한 업무 중 하나는 NASA의 인공위성 분석을 통해 실시간으로 일어나는 화재를 비롯한 자연재해를 감지하고 영향을 받는 지역에 즉시 광고 차단과 판매 중단 등의 대응 시행

자료: Lemonade, 미래셋대우 리서치센터

Lemonade (LMND US)

대차대조표(요약)

(US\$m)	2018	2019	1H20
자산총계	154	414	400
투자총계	9	61	37
채권-단기매매/AFS & 단기투자	9	61	37
현금 & 현금등가물	102	270	259
매출채권	38	74	91
유형자산	1	3	4
이연 보험인수원가	1	2	3
기타 자산	3	4	7
부채총계	52	117	141
총보험준비금	41	96	122
보험금 지급준비금	13	28	35
보험료적립금 (미경과)	28	68	87
단기차입금	0	0	0
기타 부채	11	20	19
장기차입금	0	0	0
자본총계	102	298	259
우선주자본금	181	481	480
보통주자본금 및 주식발행초과금	11	15	34
이익잉여금 & 기타 자본	-90	-198	-256
부채와자본총계	154	414	400

자료: Lemonade, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

손익계산서(요약)

(US\$m)	2018	2019	1H20
매출액	23	67	56
순경과보험료	21	64	55
투자수익	1	3	1
수수료수익	0	0	1
영업비용	75	175	113
영업이익	-53	-108	-57
영업외이익	0	0	0
세전이익	-53	-108	-57
법인세 비용	0	1	1
순이익	-53	-109	-58

주당가치 및 Valuation 지표

	2018	2019	1H20
순경과보험료증가율(%)	-	200.9	129.0
투자수익증가율(%)	-	161.5	10.0
영업이익증가율(%)	-	적지	적지
EPS(USD)	-	-	-4.89
ROA(%)	-	-38.2	-28.2
ROE(%)	-	-54.3	-41.3
총손해율(%)	113	79	70

보험 판매 단계를 대체한 InsurTech

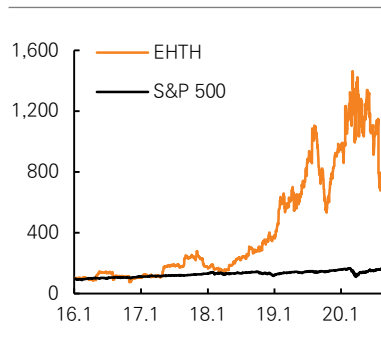
Bloomberg 최고목표주가 USD 200.00			
현재 주가 (20/08/27) USD 61.81			
국가 미국			
거래소 NASDAQ			
상승여력 223.6%			
Bloomberg Rating			
매수	보유	매도	
77%	23%	0%	
EPS 성장률 (20F,%) 14.6			
P/E(20F,x) 14.9			
MKT P/E(20F,x) 26.8			
배당수익률(%) -			
시가총액 (십억USD) 1.6			
시가총액 (조원) 1.89			
유통주식수 (주) 24.3			
52주 최저가 (USD) 52.71			
52주 최고가 (USD) 152.19			
주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.8	-47.3	-32.9
상대주가	-21.3	-55.3	-44.4

투자포인트

- 1) 미국 인구 고령화에 따른 Medicare 보험의 수요 증가와 2) 보험 구매 방식 변화로 인한 수혜
- Medicare 관련 보험과 개인/가족/소상공인 보험 등의 중개 플랫폼. 중개 수수료가 주요 수익원
- Medicare 보험 가입신청건수 19년 YoY 78% 증가, 전체 매출 101% 증가
- 온라인을 통해 제출되는 Medicare 보험 신청 비중 증가 중(17년 10% → 19년 27%) → agent 비용 절감 통한 손익 개선 기대

Risk 요인

- 경쟁 심화. 비슷한 비즈니스 모델을 가진 경쟁자들 사이에서 차별화 경쟁력 필요
- 온라인 비중이 증가하고 있으나, 콜센터 등 인력 통한 보험 가입 비중이 여전히 높은 수준



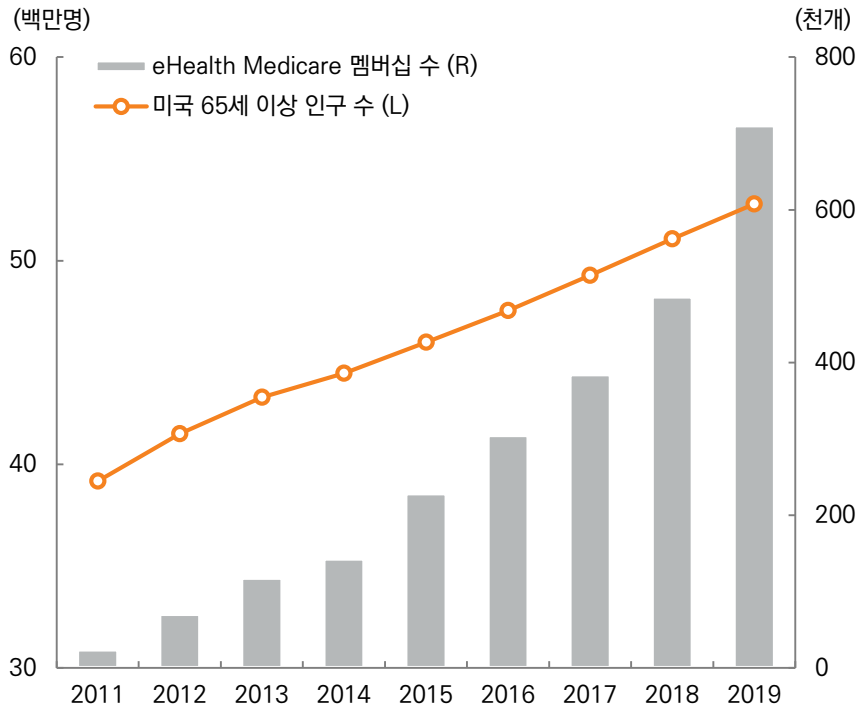
결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (십억USD)	0.2	0.3	0.5	0.7	0.8	1.1
영업이익 (십억USD)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3
영업이익률 (%)	-5.0	1.0	16.1	17.3	18.7	24.2
순이익 (십억USD)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
EPS (USD)	1.4	0.0	2.9	3.3	4.6	7.3
ROE (%)	14.0	0.1	16.1	14.0	13.1	19.2
P/E (배)	12.9	56.0	28.1	14.9	11.6	8.1
P/B (배)	1.1	2.5	4.2	1.7	1.6	1.4

주: GAAP
자료: 이헬스 eHealth, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

Medicare 보험에 집중

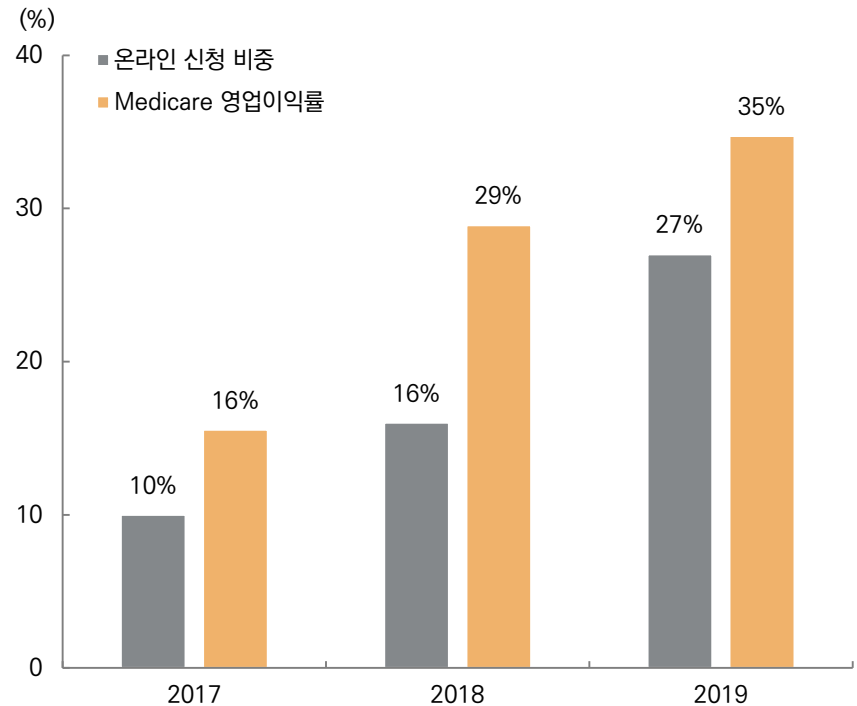
- 미국 베이비부머 세대의 Medicare 적용 연령(65세 이상) 진입으로 65세 이상 인구 수 지난 10년간 35% 이상 증가 → Medicare 수요 증가
- 민간 보험사를 통해 가입해야 하는 일부 Medicare 보험의 경우 보험사별 조건을 비교하기 어렵다는 제약 해소 위해 중개 플랫폼 활용 확대
- 동사도 Medicare 관련 보험에 집중하는 전략(Medicare 매출 비중 15년 33% → 1H20 91%)
- 최근 agent를 거치지 않고 온라인으로 가입하는 비중이 커지고 있어 비용절감 통한 손익 개선 기대

미국 65세 이상 인구 수와 eHealth Medicare 보험 멤버십 수 추이



자료: 미국 통계청, eHealth, 미래에셋대우 리서치센터

eHealth Medicare 보험 온라인 신청 비중과 영업이익률 추이



주: 온라인 신청 비중은 Medicare Plan D 제외. 영업이익률은 Medicare 부문 기준
자료: eHealth, 미래에셋대우 리서치센터

eHealth (EHTH US)

재무상태표 (요약)

(US\$m)	2016	2017	2018	2019
유동자산	76	156	156	208
현금 및 현금성자산	62	40	13	23
매출채권	9	1	4	2
재고자산	0	0	0	0
기타 단기 자산	5	114	139	182
비유동자산	33	203	283	533
순유형고정자산	6	5	8	47
기타비유동자산	27	199	275	486
자산총계	109	359	439	742
유동부채	28	25	61	113
매입채무	23	23	37	66
단기부채	0	0	0	5
기타유동부채	5	2	23	42
비유동부채	3	47	76	101
장기부채	0	0	5	34
기타비유동부채	3	47	71	67
부채총계	31	72	136	214
보통주자본금 및 주식발행초과금	273	282	298	455
이익잉여금	5	205	205	272
기타 자본	0	0	0	0
자본총계	78	287	303	527
부채와자본총계	109	359	439	742

자료: eHealth, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

손익계산서 (요약)

(US\$m)	2016	2017	2018	2019
매출액	187	191	251	506
매출원가	3	1	1	3
매출총이익	184	190	250	503
판매비와관리비	190	200	248	422
영업이익	-6	-9	3	81
영업외이익	0	1	1	2
세전이익	-6	-8	3	83
법인세 비용	-1	-34	3	17
계속사업이익	-5	25	0	67
중단사업이익	0	0	0	0
순이익	-5	25	0	67

주당가치 및 Valuation (요약)

	2016	2017	2018	2019
P/E (x)	-	12.9	56.0	28.1
P/B (x)	2.5	1.1	2.5	4.2
ROA (%)	-4.4	10.9	0.1	11.3
ROE (%)	-6.3	14.0	0.1	16.1
EPS (USD)	-0.27	1.37	0.01	2.90
BPS (USD)	4.23	15.38	15.6	22.79
DPS (USD)	0	0	0	0

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.