



롯데손해보험 (000400)

1Q20 Preview: 업황 턴어라운드의 공식, 거기에 + α

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

Buy (신규)

목표주가(신규): 2,200원

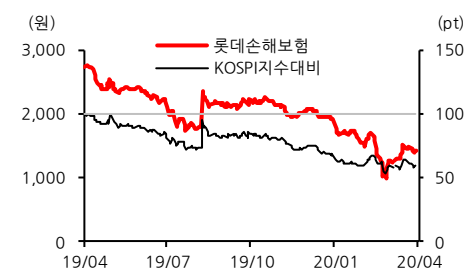
현재 주가(4/24)	1,430원
상승여력	▲ 53.8%
시가총액	4,438억원
발행주식수	310,336천주
52 주 최고가 / 최저가	2,775 / 1,005원
90 일 일평균 거래대금	7.52억원
외국인 지분율	1.5%
주주 구성	
빅투라 (외 1 인)	77.0%
롯데손해보험우리사주 (외 1 인)	1.6%
자사주 (외 1 인)	0.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	25.4	-25.9	-36.2	-48.5
상대수익률(KOSPI)	8.1	-10.0	-26.7	-34.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,102	2,111	2,175	2,260
총영업이익	-184	32	55	80
당기순이익	-82	113	113	134
BPS	3,250	3,446	3,812	4,247
EPS	-264	365	366	435
DPS	0	0	15	20
PBR	0.64	0.41	0.38	0.34
PER	-7.9	3.9	3.9	3.3
배당수익률	0.0	0.0	1.0	1.4
ROA	-0.53	0.65	0.59	0.63
ROE	-10.1	10.9	10.1	10.8

주가 추이



1Q20 실적발표를 기점으로 손보업황 반등이 예상됩니다. 지표 반등 폭이 가장 수밖에 없는 롯데손해보험에 대한 분석을 재개할 적기라 판단했습니다. 실적발표 후 보다 더 심도있는 분석으로 설명드리겠습니다.

1Q20 당기순이익 286억 원(+251.7% YoY) 전망

롯데손해보험의 1Q20 당기순이익은 286억 원을 기록할 것으로 전망한다. 거의 손해보험 공통 요인인 '코로나19 사태' 수해(대면활동 위축에 따른 보험 및 실손보험 손해율↓, 사업비율↓) 덕분이다.

현 추세를 고려한 롯데손해보험의 2020E 당기순이익은 1,127억 원으로 추정된다. 퇴직연금자산 성장세에 기반한 특별계정수입수수료 증가세가 지속되는 가운데, 새 대주주 체제 하에서의 턴어라운드 작업의 결실이 점차 효과를 발현할 것으로 기대되기 때문이다.

업황 턴어라운드에 중소형사 포지션, 그리고 회사도 턴어라운드 일반적으로 업황 턴어라운드 구간에서 더 높은 탄력도(이익, 주가 두 측면 모두)를 보여주는 회사는 평시에 제반 지표가 비교 열위에 있던 회사다. 지표 개선 폭이 더 클 뿐만 아니라, 낮은 이익 기저 탓에 증익률이 더 높기 때문이다.

그런데 당사는 1Q20 실적발표가 손보업황 턴어라운드의 기점이라 판단하고 있으며, 롯데손해보험은 업권 내 비교 열위 Player인 중소형사다. 게다가 롯데손해보험의 '19년도 보험효율지표에는 매각에 따른 '인위성'이 가미된 것으로 추측된다. 업황 반등국면 돌입 시, 지표 개선 잠재력이 가장 높은 종목이라 판단된다.

목표주가 2,200원으로 분석 재개

투자 의견 Buy, 목표주가 2,200원으로 롯데손해보험에 대한 분석을 재개한다. 목표주가는 12M Forward BPS 3,500원에 Target P/B 0.65배를 곱하여 산출했다.

목표주가는 24일 종가 대비 54%의 상승여력을 내포하고 있다. 향후 단순 BPS 추적 이상으로 제반 가정치 변경(할인율 하향, 자기자본이익률 하향, 지속가능ROE 상향 등)을 통한 상향 여지가 많을 듯하다.

1Q20E 당기순이익 286 억 원(+251.7% YoY) 전망

롯데손해보험의 1Q20E 당기순이익은 286억 원을 기록할 것으로 전망한다. 거의 손해 보험 공통 요인인 ‘코로나19 사태’에 따른 수해(車보험 손해율 하락, 실손의료보험 손해율 하락, 신계약비 집행 감소에 따른 사업비율 하락) 덕분이다. 동사의 ‘코로나19 사태’로 인한 합산비율 개선 효과는 車보험 2%p(언론보도 상 가마감치 기준)를 포함하여 총 2%p 수준인 것으로 추정된다.

업계 공통 요인에 의한 실적 개선임에도 불구하고, 유독 동사의 증익 폭이 200%를 상회할 정도로 높은 이유는 기존 이익 체력이 약한 상태이기 때문이다. 일반적으로 중소형 손보사들은 대형사에 비해 보험효율지표가 좋지 못한지라 이익 체력이 약하다. 그리고 이러한 상태에서는 지표 변화에 따른 손익 변동이 클 수밖에 없다. 이익 변동률 산식을 구성하는 분모인 기존 이익이 작다.

상대적 수익성 열위에 있는 모든 기업에 해당되는 사안으로, 손해보험업 내에서 1위사 대비 2-4위사가, 같은 2위권 내에서도 DB손해보험 대비 현대해상이, 그리고 상위사 대비 중소형사가 업황 Cycle 등락 시 늘상 보여주는 패턴이다.

[표1] 롯데손해보험 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E
원수보험료	576	628	649	588	591	637	644	608	2,441	2,481
경과보험료	501	535	565	501	505	540	551	515	2,102	2,111
일반	53	68	59	61	55	69	61	63	242	247
자동차	111	118	113	109	105	112	107	104	450	428
장기	412	443	476	417	432	456	476	442	1,748	1,806
총손해액	455	497	556	518	446	474	492	456	2,027	1,869
순사업비	107	102	110	191	110	112	116	134	510	472
보험영업이익	-61	-64	-101	-209	-51	-46	-57	-75	-435	-229
투자영업이익	61	59	65	65	67	61	67	67	250	262
세전이익	11	22	-9	-134	29	46	41	11	-110	126
당기순이익	8.1	16.1	-6.7	-99.2	28.6	45.9	30.1	8.1	-81.7	112.7
%YoY	-38.1	-35.7	적전	적전	251.7	184.9	흑전	흑전	적전	흑전

자료: 금감원, 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 롯데손해보험 분기별 주요 지표 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E
합산비율	112.3	112.0	117.8	141.6	110.1	108.6	110.3	114.6	120.7	110.9
손해율	90.9	92.8	98.4	103.5	88.3	87.8	89.3	88.6	96.4	88.5
일반	59.1	55.1	90.1	56.0	70.0	60.0	60.0	60.0	65.2	62.2
자동차	94.3	111.6	129.2	169.9	92.0	90.0	91.0	90.0	125.5	90.7
장기	91.7	90.3	91.8	91.9	88.5	89.2	90.6	90.1	91.4	89.6
사업비율	21.4	19.1	19.4	38.1	21.8	20.7	21.0	26.0	24.2	22.3
투자이익률	3.61	3.43	3.71	3.59	3.62	3.30	3.58	3.46	3.61	3.45

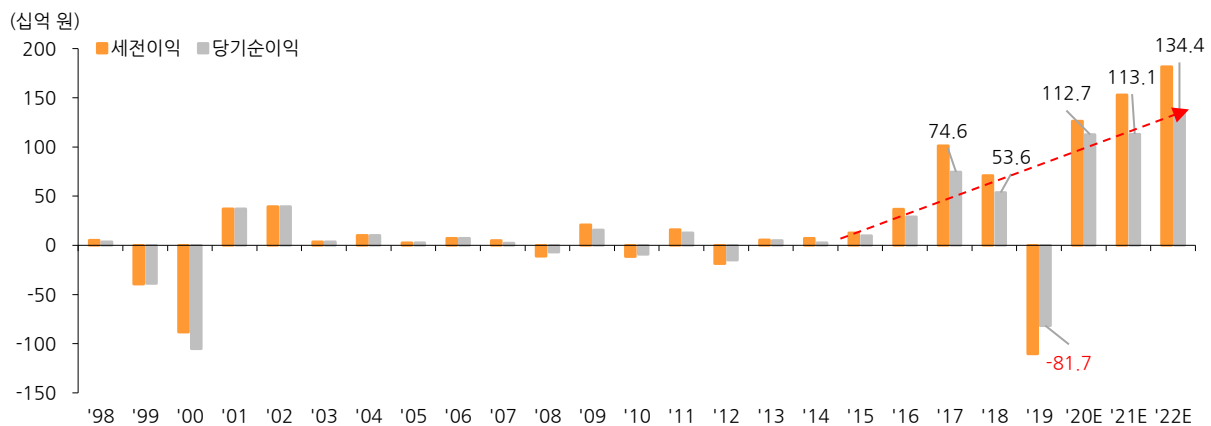
자료: 금감원, 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

2020E 당기순이익 1,000 억 원 돌파 전망

현 추세를 고려한 롯데손해보험의 2020E 당기순이익은 1,127억 원으로 추정된다. 퇴직연금자산 성장세에 기반한 특별계정수입수수료 증가세가 지속되는 가운데, 새 대주주 체제 하에서의 턴어라운드 작업의 결실이 점차 효과를 발현할 것으로 기대되기 때문이다. 1천억 원대 당기순이익 달성은 회사 설립 이래 최초다.

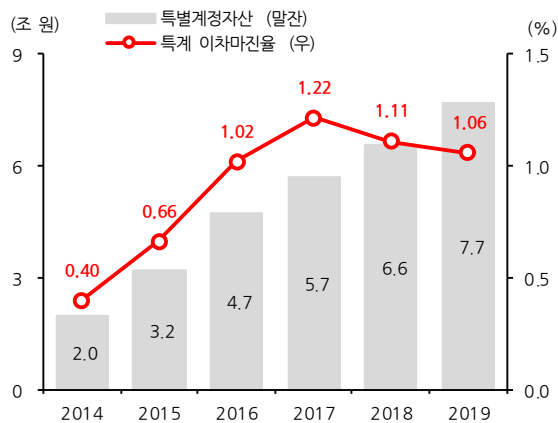
사실 달성 시점의 문제였을 뿐, 동사의 이익 우상향세는 충분히 예견할 수 있었던 이벤트라고 생각한다. 이미 '14년 이래 퇴직연금 비즈니스에서 안정적인 증익 추세를 이어 오고 있었기 때문이다. 그 어느 누구도 퇴직연금시장의 성장 그 자체를 의심하지는 않는다. 그리고 동사는 그간 퇴직연금사업에서 꽤나 안정적인 이자율차익을 시현해왔다. 즉, 이자율차 스프레드의 큰 변화가 없고, 일반계정 비즈니스에 큰 이슈가 없는 한 완전한 증익 추세의 지속은 거의 예견된 일이나 마찬가지였던 것이다.

[그림1] 롯데손해보험 세전이익/당기순이익 장기 시계열



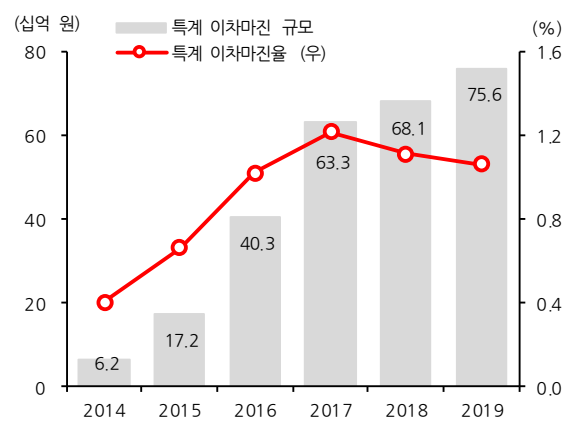
자료: 금감원, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 롯데손보 특별계정자산 및 이차마진을 추이



자료: 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 롯데손보 이차마진 및 이차마진율 추이



주: IAS 39 기준

자료: 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

업황 턴어라운드 중 소형사 포지션, 그리고 회사도 턴어라운드

턴어라운드 국면의
종목 Picking 일반론

→ 비교 열위 회사가 유리함

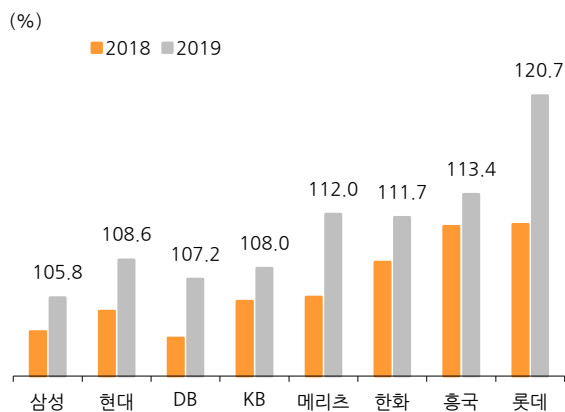
1Q20부터 손해보험
턴어라운드 전망,

중소형사로서의 포지션+
대주주 변경 후의 '인위성'

일반적으로 업황 턴어라운드 구간에서 더 높은 탄력도(이익, 주가 두 측면 모두)를 보여 주는 회사는 평시에 제반 지표가 비교 열위에 있던 회사다. 지표 개선 폭이 더 클 뿐만 아니라, 낮은 이익 기저 탓에 증익률이 더 높기 때문이다. 손해보험업 내에서의 비교 열위에 해당하는 종목군은 중소형사들이다. 그리고 이들은 기존 제반 보험효율지표가 높은 탓에 상위사보다 수익성(ROE)이 낮다.

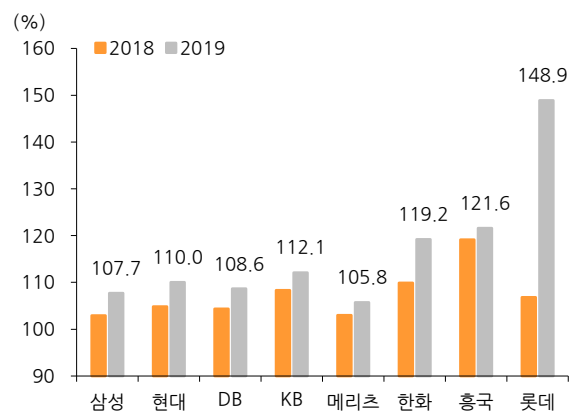
당사는 1Q20 실적 발표가 손해보험주 반등의 계기가 될 것이라 예상하고 있다. '코로나 19 사태' 덕택에 업황이 최악의 구간을 벗어나는 시기가 1년 앞당겨졌다고 판단하기 때문이다. 그리고 롯데손해보험은 턴어라운드 효과가 더 큰 중소형사다. 게다가 대주주 변경 후의 '인위성'이 가미된 탓에 '19년의 제반 보험효율지표가 극히 좋지 못하다. 즉, 반등 국면에서 가장 주목받을 수밖에 없는 잠재력을 보유하고 있는 종목이라 판단한다.

[그림4] '18-19년 주요 손보사 전체 합산비율



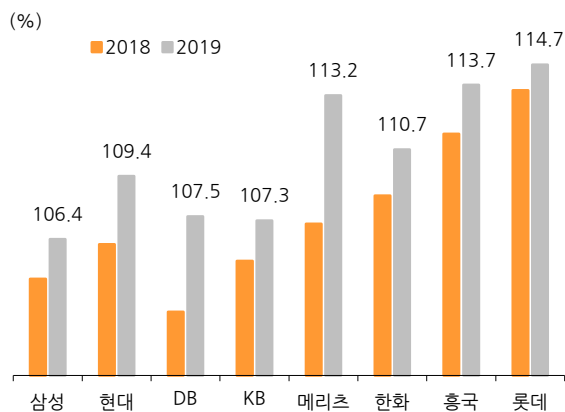
자료: 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] '18-19년 주요 손보사 車보험 합산비율



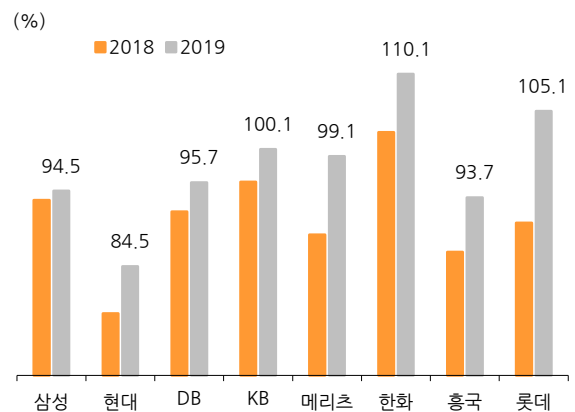
자료: 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] '18-19년 주요 손보사 장기보험 합산비율



자료: 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] '18-19년 주요 손보사 일반보험 합산비율



자료: 롯데손해보험, 한화투자증권 리서치센터

목표주가 2,200 원으로 분석 재개

롯데손해보험 분석 재개,

투자 의견 Buy
목표주가 2,200원

일시적으로
분석을 중단했던 사유

1Q20부터 업황 턴어라운드,
자연스레 주가 상승이
수반될 것

향후 BPS 축적 이외에도
목표주가 상향 여지 많을 듯

투자 의견 Buy, 목표주가 2,200원으로 롯데손해보험에 대한 분석을 재개한다. 목표주가는 12M Forward BPS 3,500원에 Target P/B 0.65배를 곱하여 산출했다. Target P/B 0.65배는 Justified P/B 0.86배에 할인율 20%를 적용한 값이다. 할인을 적용의 사유는 규모 열위, 그리고 아직 시장과의 신뢰도 형성이 미흡한 상황이라는 점 등이다. 현 시장금리 수준을 고려할 때 할인율 11%는 충분히 보수적인 가정치이며, 향후 3년간 10% 초중반 대 ROE를 전망하기에 지속가능 ROE 9.0% 또한 충분히 낮다고 판단된다.

당사는 지난 '19.11월말에 롯데손해보험에 대한 분석을 중단했던 바 있다. 문재인케어의 풍선효과와 차보험 손해율 급등세에 상응하는 보험료 인상이 제지당한 탓에 중소형 손보주의 '정상화'가 늦어지고 있는데다, 회사 매각과 유상증자, 그리고 새로운 대주주가 구상하고 있는 향후 경영전략 방향성에 대한 내용 파악이 힘들어진 탓에 수익 추정, 투자 의견 및 목표주가 제시에 불확실성이 높다고 판단했기 때문이다.'

그러나 지난 3월초 CEO 간담회를 통해 회사의 중장기 경영 전략을 공유받을 수 있었고, 이를 다각도로 검증해볼 수 있는 시간을 가졌다. 결정적으로 손해보험업황이 1Q20 실적부터 다시 한번 본격적인 턴어라운드 수준에 돌입할 것으로 예상됐다. 중소형 손해보험사의 지표 '정상화'와 주가 상승이 자연스레 수반될 것인지를, 1Q20 Preview 시점이 분석 재개를 위한 최적의 시점이라 판단했다.

시장의 신뢰가 쌓여간다면 현 목표주가에 적용된 할인율은 10% 부근으로 내릴 여지가 있을 것이다. 이익 랭킹 변화와 이익 안정성 제고가 가시화될 경우, 자기자본이익률(K_e)도 1%p 이상 낮춰잡는 것이 맞을 것이다. 또한, 턴어라운드 전략이 궤도에 오르면 지속가능 ROE도 지금보다 더 올려줄 여지가 있지 않을까 싶다. 결론적으로 롯데손해보험에 대한 목표주가는 단순히 시간 경과에 따른 BPS 축적 이외에도 상향조정이 가능한 여지가 많이 생기지 않을까 싶다.

[표3] 롯데손해보험 목표주가 산출

종목명	롯데손해보험	비고
종목코드	000400,KS	
투자 의견	Buy	커버리지 재개
목표주가 (원)	2,200	(e) = (c) x (d)
현재가 (4월 24일, 원)	1,430	
상승여력	53.8%	
Target P/B (배)	0.65	(c) = (1 + (b)%) x (a)
할인/할증	-25.0%	(b), 규모 열위, 신뢰도 형성 초입 등
Justified P/B (배)	0.86	(a)
K_e (%)	11.00	
Sustainable ROE (%)	9.5	
Perpetual growth (%)	0.0	
12M Forward BPS (원)	3,500	(d)
12MF P/B (배)	0.41	

자료: 금감원, KRX, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
원수보험료	2,374	2,441	2,481	2,566	2,676
보유보험료	2,034	2,096	2,116	2,177	2,263
경과보험료	2,015	2,102	2,111	2,175	2,260
일반	90	103	99	101	103
자동차	401	391	364	346	328
장기	1,524	1,609	1,649	1,729	1,829
총손해액	1,819	2,027	1,869	1,869	1,872
순사업비	423	510	472	513	562
보험영업이익	-227	-435	-229	-220	-210
투자영업이익	223	250	262	275	290
총영업이익	-4	-184	32	55	80
영업외손익	75	74	94	98	101
특별계정이익	0	0	0	0	0
법인세차감이익	71	-110	126	153	182
법인세비용	17	-29	13	40	47
당기순이익	53.6	-81.7	112.7	113.1	134.4
비상위험준비금증가액					
매출비중 (%)					
일반	4.5	4.9	4.7	4.6	4.5
자동차	19.9	18.6	17.2	15.9	14.5
장기	75.6	76.5	78.1	79.5	80.9
%YoY					
원수보험료	4.3	2.8	1.7	3.4	4.3
총영업이익	적전	적지	흑전	70.2	45.1
당기순이익	-28.2	적전	흑전	0.3	18.9

주요지표 - 1 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Growth (%)					
총자산	15.4	11.6	11.0	10.9	10.3
운용자산	9.8	8.6	9.1	7.0	7.0
책임준비금	10.5	7.7	8.7	8.7	8.7
자본총계	9.1	13.3	4.0	14.7	15.7
Profitability (%)					
합산비율	111.6	112.7	111.2	110.8	110.2
손해율	94.1	91.4	88.6	87.3	85.9
일반	53.3	58.5	57.9	60.0	60.0
자동차	100.7	89.7	91.6	90.6	89.6
장기	94.2	92.2	89.7	88.1	86.5
사업비율	17.5	21.3	22.6	23.5	24.3
투자이익률	3.9	3.6	3.8	3.7	7.1
ROA	0.6	0.4	0.5	0.6	1.2
ROE	14.2	9.2	12.1	13.7	27.1

주: IFRS 별도 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산총계	14,285	16,280	18,233	20,276	22,438
(운용자산)	6,724	7,392	8,094	8,838	9,675
현·예금 및 예치금	464	442	484	528	579
유가증권	4,745	5,525	6,050	6,606	7,232
주식, 출자금	116	137	150	164	179
채권	1,083	1,127	1,234	1,347	1,475
수익증권	1,941	2,464	2,699	2,947	3,226
해외유가증권	1,565	1,766	1,934	2,112	2,312
기타유가증권	41	31	34	37	41
대출채권	1,326	1,255	1,375	1,501	1,643
부동산	189	170	186	203	222
(비운용자산)	895	1,061	1,169	1,293	1,407
(특별계정자산)	6,666	7,826	8,969	10,145	11,356
부채총계	13,665	15,275	17,167	19,098	21,125
책임준비금	6,437	6,865	7,460	8,106	8,809
기타부채	588	605	839	958	1,083
(특별계정부채)	6,641	7,738	8,869	10,034	11,233
자본총계	620	1,004	1,065	1,178	1,313
자본금	134	310	310	310	310
자본잉여금	182	380	380	380	380
이익잉여금	209	124	237	350	484
비상위험준비금	89	98	109	119	128
자본조정	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄손익누계액	44	139	139	139	139
부채및자본총계	14,285	16,280	18,233	20,276	22,438

주요지표 - 2 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Valuation Items					
BPS (원)	4,113	4,659	4,843	5,557	6,429
EPS (원)	561	403	575	714	872
P/B (배)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4
P/E (배)	5.2	6.6	4.7	3.8	3.1
DPS (원)	20	0	0	0	0
배당성향 (%)	3.6	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
F/S, Stability Ratios (%)					
레버리지 (x)	23.4	23.0	24.6	23.8	22.7
자산운용률	48.4	47.1	46.3	45.9	45.7
운용자산/준비금	103.7	104.5	104.9	106.1	107.2
준비금/보유보험료	302.0	316.4	330.0	345.1	361.3
보유보험료/자기자본	361.6	328.2	328.9	297.9	267.2
매출순이익률	3.8	2.7	3.6	4.3	5.1

[Compliance Notice]

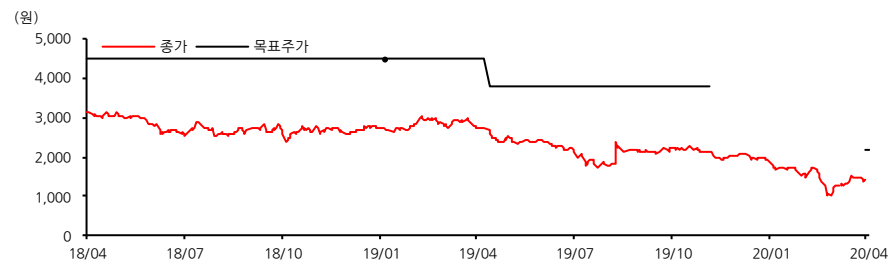
(공표일: 2020년 4월 27일)

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 종목을 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[롯데손해보험 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2018.06.26	2018.07.24	2018.10.10	2018.11.28	2019.05.07	2020.04.27
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자 변경
목표 가격	4,500	4,500	4,500	4,500	3,800	성용훈
일 시	2020.04.27					
투자 의견	Buy					
목표 가격	2,200					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	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		

[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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

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%