



Outperform(Downgrade)

목표주가: 13,000원
주가(5/12) 10,700원

시가총액: 11,510억원

보험

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

Stock Data

KOSPI(5/12)		1,977.49pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	15,600 원	9,880 원
등락률	-31.41%	8.30%
수익률	절대	상대
1M	3.4%	3.6%
6M	-21.3%	-20.7%
1Y	-25.7%	-21.2%

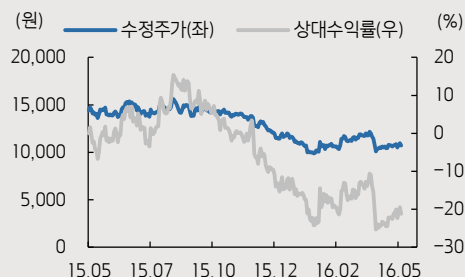
Company Data

발행주식수	107,572천주
일평균 거래량(3M)	125천주
외국인 지분율	78.25%
배당수익률(16E)	5.3%
BPS(16E)	20,054원
주요 주주	안방보험 63.02%
	KB자산운용 7.58%

투자지표

(십억원, IFRS 별도)	2015	2016E	2017E	2018E
수입보험료	4,230	5,456	4,634	4,858
영업이익	158	148	159	154
영업외이익	35	50	53	58
세전이익	193	198	212	212
순이익	151	165	161	160
EPS(원)	1,479	1,613	1,573	1,571
증감률(%YoY)	-3.7	9.1	-2.5	-0.1
PER(배)	7.9	6.6	6.8	6.8
BPS(원)	19,061	20,054	21,063	22,083
PBR(배)	0.6	0.5	0.5	0.5
위험손해율(%)	78.4	78.5	79.0	80.0
운용수익률(%)	4.2	4.0	4.2	4.0
ROE(%)	8.2	8.2	7.7	7.3

Price Trend



실적리뷰

동양생명 (082640)

대주주의 표면적 활동이 주가 좌우할 전망



동양생명의 1분기 순이익은 810억원으로 시장 컨센서스를 크게 상회했습니다. 보장성신계약은 22% 성장했으나, 저금리 상황에서 일시납 저축성보험 급증은 향후 부담이 될 수 있습니다. 당분간 대주주의 표면적 활동에 의해 주가는 좌우될 전망이다. 동시에 대한 투자의견을 Outperform으로 하향합니다.

>>> 1분기 순이익 810억원으로 당사 추정치 35% 상회

동양생명의 1분기 당기순이익은 810억원(+8.8%YoY)로 당사추정치 35% 상회했다. 시장컨센서스를 2배 상회하는 실적이다. 당사추정치와의 주요 차이는 매출과 사업비 부분에서 발생했다. 동사의 보장성신계약(APE 기준)은 22.3% 성장했다. 일시납 판매 호조(1분기 9,500억원 매출)에 따라 1분기 저축성 수입보험료도 1.4조원으로 216% 급증했다. 동사는 4월 일시납 저축보험 상품의 최저보증이율을 인하했지만, 꾸준히 판매할 예정이다. 일시납 저축보험료 매출 증대 전략은 부채 포트폴리오의 연동형을 높여 부채 듀레이션을 낮추는 효과는 있으나, 저금리 상황을 고려한 운용 면에선 향후 부담이 될 가능성이 높다. 대주주인 안방보험과의 협업으로 중국채권 등에 해외 투자 비중을 늘려 적정 이차마진을 유지할 계획이나, 환위험과 중국 기업의 신용위험에 노출되어 있다.

>>> 대주주의 표면적 활동에 의해 주가 좌우될 전망

최근 동사의 주가는 안방보험의 알리안츠생명 한국법인 인수 논란 영향으로 하락했다. 알리안츠생명 한국법인의 낮은 매각가격이 이슈화된 가운데, 향후 같은 대주주 밑에서 알리안츠생명 한국법인의 부담을 같이 고민해야 할 수도 있다는 우려 때문이다. 작년 안방보험이 동양생명을 인수 후의 경영계획 또는 비전 등에 대해서는 제시되지 않고, 16년엔 일시납 저축성보험 판매에 주력하는 전략으로 선회하는 모습만 보여줬다. 단기적으로 안방보험의 구체적인 비전 제시가 부재할 것으로 예상되는 가운데, 표면적인 안방보험과 동양생명의 활동이 주가를 좌우할 전망이다.

>>> 투자의견 Outperform으로 하향

동양생명에 대한 투자의견을 Outperform으로 하향하고 목표주가를 13,000원으로 하향한다. 1분기 실적 호조를 반영 이익 추정치는 소폭 상향하나, 저금리와 제도 변경을 앞두고 안방보험의 동양생명에 대한 전략이 중요하다.

동양생명 1분기 실적 Review (단위: 십억원, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	%YoY	%QoQ	당사추정치	컨센서스
수입보험료	969	978	1,037	1,247	2,034	110.0	63.1	1,898	
보험영업수익	873	887	904	935	1,906	118.2	103.9	1,819	
보험영업비용	640	602	594	611	980	6.2	11.3	842	
보험영업손익	233	286	310	324	1,226	425.9	278.8	977	
투자영업손익	235	190	160	178	214	-9.1	20.3	220	
책임준비금전입액	382	427	445	503	1,359	256.1	170.3	1,130	
영업이익	87	48	24	-2	80	-7.1	흑전	66	
영업외이익	11	10	7	8	13	19.3	60.2	12	
세전이익	97	58	31	6	93	-4.2	1,359.0	79	
당기순이익	74	53	24	-1	81	8.8	흑전	60	40
손해율	76.8	80.4	76.6	79.8	80.0	3.2	0.2	79.0	
사업비용	16.6	15.1	14.0	12.8	8.8	-7.8	-4.0	15.3	
운용자산이익률(%)	5.4	4.2	3.5	3.7	4.3	-1.1	0.6	4.5	
ROE (%)	15.5	11.0	4.9	-0.1	16.2	0.7	16.3	12.2	

주: 손해율은 위험보험료 대비 사고보험금, 사업비용은 수입보험료 대비 실질사업비

자료: 동양생명, 키움증권

동양생명 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16E	3Q16E	4Q16E	FY15	FY16E	FY17E
수입보험료	969	978	1,037	1,247	2,034	1,019	1,087	5,058	4,230	5,456	4,634
보험영업수익	873	887	904	935	1,906	934	955	993	3,599	4,787	4,010
보험영업손익	90	81	77	78	192	106	89	60	1,152	2,041	1,226
투자영업손익	233	286	310	324	1,226	272	247	296	762	805	943
책임준비금전입액	235	190	160	178	214	201	206	185	1,756	2,698	2,010
영업이익	382	427	445	503	1,359	395	431	513	158	148	159
영업외이익	87	48	24	-2	80	78	22	-31	35	50	53
세전이익	11	10	7	8	13	12	12	13	193	198	212
당기순이익	74	53	24	-1	81	68	30	-14	151	165	161
ROE	15.5	11.0	4.9	-0.1	16.2	13.2	5.8	-2.8	8.2	8.2	7.7

자료: 동양생명, 키움증권

손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
수입보험료	4,026	4,230	5,456	4,634	4,858
일반계정	3,262	3,563	4,750	3,971	4,185
특별계정	763	667	706	663	673
보험영업수익	3,293	3,599	4,787	4,010	4,225
보험료수익	3,262	3,563	4,750	3,971	4,185
재보험료수익	31	36	38	39	40
보험영업비용	2,356	2,447	2,746	2,784	2,898
지급보험금	1,718	1,785	2,039	1,988	2,082
사업비	275	294	324	329	343
(이연신계약비)	-305.7	-318.9	-389.7	-331.9	-345.0
신계약비	405	422	518	442	459
유지비	177	191	243	219	229
신계약비 상각비	324	325	447	423	430
보험영업손익	937	1,152	2,041	1,226	1,327
투자영업손익	786	762	805	943	984
책임준비금전입	1,565	1,756	2,698	2,010	2,157
영업이익	158	158	148	159	154
영업외이익	42	35	50	53	58
세전이익	200	193	198	212	212
법인세비용	42	42	34	51	51
당기순이익	158	151	165	161	160

투자지표

(단위: %)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성(%)					
수입보험료	34.1	5.1	29.0	-15.1	4.8
일반계정	24.6	9.2	33.3	-16.4	5.4
특별계정	99.7	-12.6	5.9	-6.2	1.5
보험영업수익	24.6	9.3	33.0	-16.2	5.4
당기순이익	157.2	-0.4	-5.8	6.8	-2.8
운용자산	11.8	10.6	12.0	9.0	9.0
특별계정자산	5.5	15.0	9.1	8.1	8.0
총자산	10.4	10.8	13.0	8.6	8.9
수익성과 효율성(%)					
보험료 지급율	51.1	50.1	43.9	50.1	49.7
위험보험료 대비 사고보험금	82.0	78.4	78.5	79.0	80.0
수입보험료 대비 실질사업비용	14.2	14.5	14.3	14.3	13.7
운용자산이익률	4.8	4.2	4.0	4.2	4.0

대차대조표

(단위: 십억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
자산총계	20,374	22,571	25,500	27,690	30,146
운용자산	17,319	19,163	21,462	23,394	25,499
현금 및 예치금	1,173	1,546	1,723	1,878	2,047
채권	8,386	8,801	9,852	10,739	11,705
주식	197	195	218	237	259
기타유가증권	2,316	3,539	3,905	4,253	4,635
대출채권	4,884	4,723	5,358	5,845	6,371
부동산	364	359	406	443	482
비운용자산	942	978	1,387	1,429	1,550
특별계정자산	2,113	2,430	2,651	2,867	3,097
부채총계	18,616	20,625	23,453	25,540	27,892
책임준비금	15,858	17,615	20,224	22,075	24,173
보험료적립금	48	52	52	52	52
계약자지분조정	361	443	461	479	498
기타부채	2,349	2,515	2,717	2,934	3,169
특별계정부채	1,758	1,946	2,047	2,150	2,254
자본총계	538	538	538	538	538
자본금	206	206	206	206	206
자본잉여금	691	786	887	990	1,094
이익잉여금	20,374	22,571	25,500	27,690	30,146

투자지표

(단위: 원, 배, %)

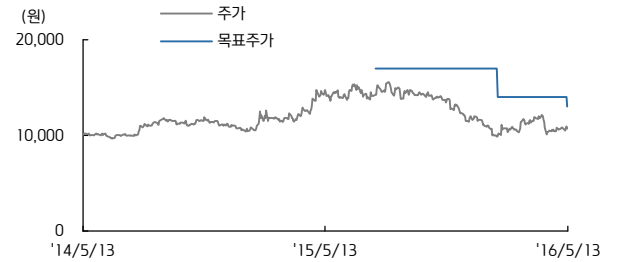
12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표					
EPS	1,536	1,479	1,613	1,573	1,571
BPS	17,060	19,061	20,054	21,063	22,083
DPS	550	620	565	551	550
Valuation					
PER	7.1	7.9	6.6	6.8	6.8
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
수익성					
ROA	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE	10.1	8.2	8.2	7.7	7.3
배당 성향	35.5	41.9	35.0	35.0	35.0
배당수익률	5.1	5.3	5.3	5.1	5.1

- 당사는 5월 12 일 현재 '동양생명' 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.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
동양생명 (082640)	2015/07/28	BUY(initiate)	17,000원
	2015/08/17	BUY(Maintain)	17,000원
	2015/10/13	BUY(Maintain)	17,000원
	2015/11/13	BUY(Maintain)	17,000원
	2016/01/29	BUY(Maintain)	14,000원
	2016/04/29	BUY(Maintain)	14,000원
	2016/05/13	Outperform(Downgrade)	13,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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%