



## Marketperform(Downgrade)

목표주가: 12,500원

주가(8/11): 11,200원

시가총액: 12,048억원

보험

Analyst 김태현

02) 3787-4904

thkim@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (8/11)	2,048.80pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가대비	15,600원	9,880원
등락율	-28.21%	13.36%
수익률	절대	상대
1M	8.7%	5.5%
6M	4.2%	-5.3%
1Y	-23.0%	-25.4%

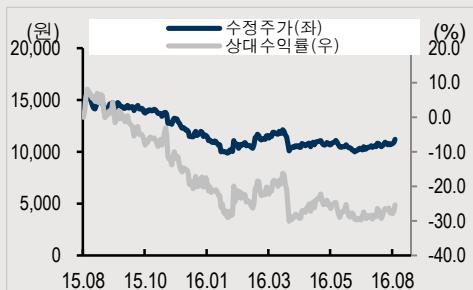
## Company Data

발행주식수	107,572천주
일평균 거래량(3M)	116천주
외국인 지분율	78.04%
배당수익률(16E)	5.5%
BPS(16E)	21,516원
주요 주주	안방보험 63.02%
	KB자산운용 7.58%

## 투자지표

(십억원, IFRS 별도)	2015	2016P	2017E	2018E
수입보험료	4,230	6,954	7,554	8,260
보험영업수익	3,599	6,271	6,867	7,551
영업이익	158	163	166	161
영업외이익	35	49	53	57
세전이익	193	212	219	217
순이익	151	180	166	165
EPS(원)	1,479	1,768	1,630	1,614
PER(배)	7.9	6.3	6.8	6.9
BPS(원)	19,061	21,516	22,527	23,571
PBR(배)	0.6	0.5	0.5	0.5
위험손해율(%)	78.4	79.4	79.0	80.0
사업비율(%)	14.5	9.1	9.8	9.4
운용수익률(%)	4.2	3.9	3.8	3.8
ROE(%)	8.2	8.7	7.4	7.0

## Price Trend



## 실적 리뷰

## 동양생명 (082640)

## 2분기 이익, 매출 증가로 컨센서스 36% 상회



동양생명의 2분기 순이익은 709억원으로 시장 컨센서스를 36% 상회했습니다. 일시납 저축성보험 판매 및 보장성 APE 성장에 따른 사업차차손의 증가가 증익을 견인했습니다. 동사 주가 방향성은 대주주인 안방보험의 동양생명 지속성장에 대한 의지 표명이 좌우할 전망입니다. 투자의견을 Marketperform으로 하향조정합니다.

## &gt;&gt;&gt; 2분기 순이익 709억원으로 당사 추정치 36% 상회

동양생명의 2분기 수입보험료는 1조 6,771억원(+71.6%YoY), 당기순이익은 709억원(+33.2%YoY, -12.5%QoQ)을 기록했다. 당사추정치와 시장 컨센서스를 36% 상회하는 실적이다. 전년동기비 이익 증가의 주요인은 사업비차손의 증가(+106%YoY)와 이자율차손의 증가(+44%)에 기인한다. 사업비차 손의 증가는 1분기에 이어 2분기에도 지속된 일시납 양로보험 판매 전략과 보장성 신계약 APE 증가(+17.6%YoY) 때문이다. 이자율차손의 증가는 채권매각익과 보고펀드 배당 수익의 증가 영향이다.

상반기 동안 동사가 판매한 일시납 양로보험 매출은 1조 5천원이다. 일시납 판매 급증은 단기적으로 사업비차 손의 개선에 기여하고 있으나, 저금리에 따른 이차역마진 부담이 클 것으로 예상된다. 현재 시장금리 대비 높은 최저보증이율(1분기 2.85%, 2분기 2.38%)과 짧은 외화자산의 헤지 드레이션 때문이다.

2분기 위험손해율은 81.5%로 전년동기비 1.1%p 증가했다. 위험손해율 상승은 생보업계 공통적인 현상이다.

## &gt;&gt;&gt; 대주주의 의지 표명이 주가 방향 결정할 전망

동사의 주가 방향은 대주주의 동양생명에 대한 의지가 결정할 전망이다.

작년 안방보험의 동사를 인수한 이후 눈에 띄는 전략의 변화는 일시납 저축성 보험 판매 증가이다. 이는 저금리에도 불구하고 안방보험의 운용 역량에 대한 자신감을 표명한 영업 행태이다.

안방보험의 운용 역량은 점진적으로 입증될 것으로 예상되나, 단기적으로 최저보증이율이 높은 저축성보험 판매 급증은 RBC비율에 부담을 준다. 게다가 금융당국의 보험사 자본규제 강화 정책과 IFRS4 Phase2를 대비하기 위한 LAT평가 강화가 부담을 가중시킬 예상이다.

동양생명 인수 후 안방보험의 비전에 대해 시장과 소통이 되지 않고 있는 상황에서, 대주주의 동양생명 지속가능성장에 대한 의지 표명이 주가 방향을 결정할 전망이다.

동사에 대한 투자의견을 Marketperform으로 하향한다. 대주주의 의지 표명 이후 투자의견 조정을 점검할 예정이다. 단기적으로 동사의 과거 높은 배당성향에 따른 배당 기대가 주가에 반영될 여지는 있다.

## 동양생명 2분기 실적 Review (단위: 십억원, %, %p)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16P	%YoY	%QoQ	당사추정치	컨센서스
수입보험료	978	1,037	1,247	2,034	1,677	71.6	-17.5	1,669	
보험영업수익	887	904	935	1,906	1,582	78.3	-17.0	1,584	
보험영업비용	602	594	611	680	654	8.8	-3.8	668	
보험영업손익	286	310	324	1,226	928	224.9	-24.3	916	
투자영업손익	190	160	178	214	214	13.1	0.3	209	
책임준비금전입액	427	445	503	1,359	1,066	149.7	-21.6	1,069	
영업이익	48	24	-2	80	76	58.1	-5.4	56	
영업외이익	10	7	8	13	12	19.5	-7.0	12	
세전이익	58	31	6	93	88	51.5	-5.6	69	
당기순이익	53	24	-1	81	71	33.2	-12.5	52	53
손해율	80.4	76.6	79.8	80.0	81.5	1.1	1.5	80.6	
사업비율	15.1	14.0	12.8	8.8	9.5	-5.6	0.7	9.2	
운용자산이익률(%)	4.2	3.5	3.7	4.3	4.2	0.0	-0.1	4.0	
ROE (%)	11.0	4.9	-0.1	15.7	13.3	2.3	-2.4	9.5	

주: 손해율은 위험보험료 대비 사고보험금, 사업비율은 수입보험료 대비 실질사업비

자료: 동양생명, 키움증권

## 동양생명 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16P	3Q16E	4Q16E	FY15	FY16E	FY17E
수입보험료	969	978	1,037	1,247	2,034	1,677.1	1,484	8,525	4,230	6,954	7,554
보험영업수익	873	887	904	935	1,906	1,582	1,352	4,339	3,599	6,271	6,867
보험영업손익	233	286	310	324	1,226	928	607	640	1,152	3,400	3,551
투자영업손익	235	190	160	178	214	214	190	196	762	814	931
책임준비금전입액	382	427	445	503	1,359	1,066	768	857	1,756	4,050	4,316
영업이익	87	48	24	-2	80	76	28	-21	158	163	166
영업외이익	11	10	7	8	13	12	12	13	35	49	53
세전이익	97	58	31	6	93	88	40	-9	193	212	219
당기순이익	74	53	24	-1	81	71	35	-7	151	180	166
ROE	15.5	11.0	4.9	-0.1	15.7	13.3	6.4	-1.2	8.2	8.7	7.4

자료: 동양생명, 키움증권

## 손익계산서

12월 결산	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
수입보험료	4,026	4,230	6,954	7,554	8,260
일반계정	3,262	3,563	6,232	6,828	7,511
특별계정	763	667	723	726	749
보험영업수익	3,293	3,599	6,271	6,867	7,551
보험료수익	3,262	3,563	6,236	6,828	7,511
재보험료수익	31	36	38	39	40
보험영업비용	2,356	2,447	2,872	3,315	3,797
지급보험금	1,718	1,785	2,130	2,330	2,714
사업비	275	294	337	465	528
(이연신계약비)	-306	-319	-297.1	-278.1	-297.8
신계약비	405	422	422	385	411
유지비	177	191	212	359	414
신계약비 상각비	324	325	375	476	511
보험영업순익	937	1,152	3,400	3,551	3,754
투자영업순익	786	762	814	931	1,089
책임준비금전입	1,565	1,756	4,050	4,316	4,682
영업이익	158	158	163	166	161
영업외이익	42	35	49	53	57
세전이익	200	193	212	219	217
법인세비용	42	42	32	53	53
당기순이익	158	151	180	166	165

## 대차대조표

12월 결산	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
자산총계	20,374	22,571	27,075	31,700	36,708
운용자산	17,319	19,163	22,804	26,680	30,682
현금 및 예치금	1,173	1,546	1,599	1,853	2,130
채권	8,386	8,801	10,212	11,928	13,716
주식	197	195	222	259	298
기타유가증권(수익증권 등)	2,316	3,539	5,023	5,936	6,831
대출채권	4,884	4,723	5,340	6,227	7,159
부동산	364	359	409	477	548
비운용자산	942	978	1,642	2,210	3,032
특별계정자산	2,113	2,430	2,630	2,810	2,994
부채총계	18,616	20,625	24,879	29,401	34,302
책임준비금	15,858	17,615	21,668	25,985	30,667
계약자지분조정	48	52	59	59	59
기타부채	361	443	474	507	542
특별계정부채	2,349	2,515	2,677	2,850	3,034
자본총계	1,758	1,946	2,196	2,299	2,406
자본금	538	538	538	538	538
자본잉여금	206	206	206	206	206
이익잉여금	691	786	903	1,006	1,112
자본조정+기타포괄	324	417	550	550	550

## 투자지표

12월 결산	(단위: %)				
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성(%)</b>					
수입보험료	34.1	5.1	64.4	8.6	9.4
일반계정	24.6	9.2	74.9	9.6	10.0
특별계정	99.7	-12.6	8.3	0.5	3.2
보험영업수익	24.6	9.3	74.3	9.5	10.0
당기순이익	95.6	-4.6	19.5	-7.8	-0.9
운용자산	11.8	10.6	19.0	17.0	15.0
특별계정자산	5.5	15.0	8.2	6.8	6.5
총자산	10.4	10.8	20.0	17.1	15.8
<b>수익성과 효율성(%)</b>					
보험료 지급율	51.1	50.1	34.2	34.1	36.1
위험보험료 대비 사고보험금	82.0	78.4	79.4	79.0	80.0
수입보험료 대비 실질사업비율	14.2	14.5	9.1	9.8	9.4
운용자산이익률	4.8	4.2	3.9	3.8	3.8

## 투자지표

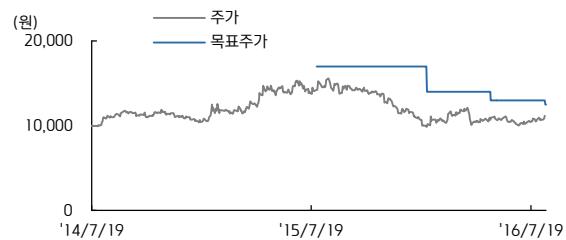
12월 결산	(단위: 원, 배, %)				
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>주당지표</b>					
EPS	1,536	1,479	1,768	1,630	1,614
BPS	17,060	19,061	21,516	22,527	23,571
DPS	550	620	620	570	570
<b>Valuation</b>					
PER	7.1	7.9	6.3	6.8	6.9
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
<b>수익성</b>					
ROA	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
ROE	10.1	8.2	8.7	7.4	7.0
배당성향	35.5	41.9	35.0	35.0	35.0
배당수익률	5.1	5.3	5.5	5.1	5.1

- 당사는 8월 11일 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.

### 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
동양생명 (082640)	2015/07/28	BUY(Reinitiate)	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
	2016/05/27	Outperform(Maintain)	13,000원
	2016/07/19	Outperform(Maintain)	13,000원
	2016/08/12	Marketperform(Downgrade)	12,500원

### 목표주가 추이



### 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 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%