

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

Company Data

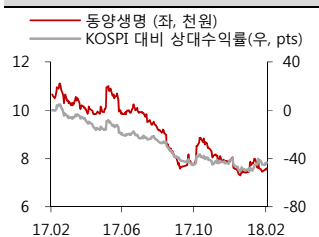
자본금	538 십억원
발행주식수	16,136 만주
자사주	542 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,225 십억원
주요주주	
Anbang Life Insurance Co., Ltd.(외2)	75.34%

외국인지분율	83.00%
배당수익률	1.57%

Stock Data

주가(18/02/22)	7,590 원
KOSPI	2,414.3 pt
52주 Beta	0.37
52주 최고가	11,100 원
52주 최저가	7,300 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.0%	5.5%
6개월	-17.4%	-19.5%
12개월	-28.7%	-43.3%

동양생명 (082640/KS | 매수(유지) | T.P 10,000 원(유지))

4Q17 Review: 2018 년 실적 안정화와 높은 배당수익률 기대

동양생명은 4Q17 당기순손실 27 억원을 기록해 컨센서스와 당사 추정치를 크게 하회. 실적 부진의 주요 원인은 연말 인건비 및 투자수익률 감소. 2018 년 일시납 매출의 축소와 투자자산 위험관리가 예상되며 실적 안정성이 제고될 경우 동사의 주가 할인요인 해소로 valuation 정상화 가능성이 높다고 전망. 또한 2018 년 기대 배당수익률 5.0% 감안 시 배당매력도가 높은 것으로 판단

4Q17 당기순손실 27 억원 (적지 YoY)으로 컨센서스 하회

동양생명은 4Q17 별도 당기순손실 27 억원 (적자지속 YoY)을 기록하며 SK 증권 추정치 60 억원 및 시장 전망치 78 억원을 크게 하회. 실적 부진은 연말 인건비 지출과 투자수익률 하락에 기인한 것으로 판단. 4Q17 희망퇴직 및 특별성과급 비용은 177 억원으로 전년동기 성과급 15 억원 대비 증가했고, 투자수익률은 2.8%로 전년동기 육류담보대출 상각분을 제외하면 70bp YoY 하락함. 투자수익률 하락은 리스크 관리 차원에서 고위험 자산을 정리하는 운용 전략에 따른 것으로, 동사의 정상적인 투자수익률에 대한 기댓값은 낮아질 전망. 동양생명의 4Q17 보장성 APE 는 1,340 억원 (+12.2% YoY)으로 8 개 분기 연속 (+) 성장해 대형 생보사와 차별화된 흐름을 보임. 4Q17 위험손해율은 77.6% (-0.9%p YoY)로 적은 영업일수를 감안하면 기대보다 높았으나 추세적 하락은 여전히 유효한 것으로 판단. 4Q17 일시납 보험료는 860 억원 (-63% QoQ, -66% YoY)으로 감소. 시장금리 상승으로 이율 경쟁력이 저하된 점을 감안해 2018 년 일시납 매출 추정을 1,700 억원으로 하향함 ('17 년 1 조 1,560 억원)

2018 년 실적 안정화와 높은 배당수익률 기대

동양생명은 2016 년 이후 방카 채널을 통한 일시납 매출 확대와 동산담보대출 이슈로 높은 실적 변동성을 보였으며, 이는 주가에 할인요인으로 작용. 일시납 규모 축소 및 투자자산 위험관리를 감안해 이익 추정치를 하향하나, 유의미한 보장성 신계약 증가가 지속되는 가운데 실적 안정성이 제고될 경우 valuation 정상화 가능성은 높을 것으로 전망. 또한 2018 년 30.8%의 배당성향 가정 시 기대 배당수익률은 5.0%로 배당 매력도가 높은 것으로 판단. 동양생명에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 10,000 원을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	4,026	4,230	6,675	5,908	5,017	5,192
YoY	%	0.6	5.1	57.8	-11.5	-15.1	3.5
보험손익	십억원	937	1,152	3,418	2,076	1,164	1,177
투자손익	십억원	786	762	509	935	860	899
위험손해율	%	84.9	78.4	80.0	80.4	78.0	77.4
투자수익률	%	4.8	4.3	2.4	3.9	3.2	3.2
영업이익	십억원	158	158	-89	166	169	172
YoY	%	157.2	-0.4	-156.8	-285.0	2.2	1.9
세전이익	십억원	200	193	-44	241	254	262
순이익	십억원	158	151	5	184	192	199
YoY	%	46.7	-4.6	-96.4	3,289.1	4.3	3.3
EPS	원	1,551	1,479	53	1,183	1,234	1,275
BPS	원	17,227	19,061	17,498	15,297	16,171	17,066
PER	배	6.9	7.9	238.2	6.4	6.1	5.9
PBR	배	0.6	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4
ROE	%	10.2	8.2	0.3	8.8	7.8	7.7
배당수익률	%	5.1	5.3	1.6	4.7	5.0	5.3

동양생명 4Q17 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	4Q17P	4Q16	YoY (%)	3Q17	QoQ (%)	4Q17E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	274.2	510.0	(46.2)	509.5	(46.2)	337.5	(18.7)	n/a	n/a
투자손익	182.8	(115.7)	흑전	200.5	(8.9)	205.3	(11.0)	n/a	n/a
영업이익	(22.6)	(288.5)	적지	(5.5)	적지	(4.6)	n/a	(2.3)	n/a
세전이익	(5.2)	(281.0)	적지	17.7	적전	7.9	n/a	17.8	n/a
순이익	(2.7)	(212.6)	적지	13.6	적전	6.0	n/a	7.8	n/a

자료: 동양생명, FnGuide, SK 증권

주: 결산 실적을 공시한 2월 6일 FnGuide 컨센서스 기준

동양생명 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016	2017				QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2016		YoY (%, %p)
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			연간	연간	
전체 수입보험료	1,470	1,647	1,474	1,360	1,427	4.9	(3.0)	6,675	5,908	(11.5)
보장성	415	432	445	469	482	2.6	16.1	1,578	1,828	15.8
연금형	118	111	106	105	123	17.2	4.0	512	445	(13.0)
저축성	757	1,013	838	747	494	(33.9)	(34.8)	4,282	3,091	(27.8)
퇴직	180	90	86	39	329	741.7	82.3	303	544	79.4
APE	253	369	241	241	197	(18.2)	(22.0)	1,143	1,049	(8.2)
보장성	120	130	126	143	134	(6.1)	12.2	416	533	28.0
연금형	15	24	17	16	19	22.0	26.3	66	76	14.6
저축성	118	216	98	82	44	(46.9)	(63.0)	660	440	(33.3)
보험영업수익	1,239	1,508	1,344	1,279	1,060	(17.1)	(14.4)	6,145	5,191	(15.5)
보험영업비용	729	800	760	770	786	2.1	7.9	2,728	3,115	14.2
보험손익	510	708	584	509	274	(46.2)	(46.2)	3,418	2,076	(39.3)
투자손익	(116)	308	243	201	183	(8.9)	흑전	509	935	83.6
책임준비금전입액	683	884	767	715	480	(33.0)	(29.8)	4,016	2,845	(29.2)
영업이익	(289)	133	61	(5)	(23)	적지	적지	(89)	166	흑전
영업외이익	7	20	15	23	17	(25.3)	131.9	45	76	67.1
세전이익	(281)	153	76	18	(5)	적전	적지	(44)	241	흑전
순이익	(213)	116	58	14	(3)	적전	적지	5	184	3,289.1
경영효율지표 (%)										
보험료지급률	43.7	40.5	43.0	45.0	55.0	10.0	11.2	32.7	45.2	12.5
위험손해율	78.5	87.0	75.0	82.1	77.6	(4.5)	(0.9)	80.0	80.4	0.4
사업비율	12.0	11.3	12.3	14.3	14.6	0.3	2.6	10.1	13.0	2.9
투자수익률	(2.0)	5.3	4.0	3.1	2.8	(0.3)	4.9	2.4	4.2	1.8

자료: 동양생명, SK 증권

동양생명 별도 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	23,073	24,047	25,378	25,874	25,977	100.0	0.4	12.6
현금및예치금	1,551	2,208	1,929	1,317	1,376	5.3	4.5	(11.2)
유가증권	17,035	17,174	18,807	20,086	20,125	77.5	0.2	18.1
주식	499	501	672	663	599	2.3	(9.6)	20.0
채권	9,822	9,510	9,691	10,796	10,975	42.3	1.7	11.7
수익증권	1,729	1,756	1,984	1,366	1,289	5.0	(5.6)	(25.5)
외화증권	3,789	4,405	5,293	5,934	5,816	22.4	(2.0)	53.5
기타증권	1,161	967	1,132	1,292	1,412	5.4	9.3	21.6
관계사지분	35	35	35	35	35	0.1	0.0	0.0
대출채권	4,132	4,310	4,288	4,117	4,123	15.9	0.1	(0.2)
부동산	356	355	354	353	353	1.4	(0.2)	(0.9)

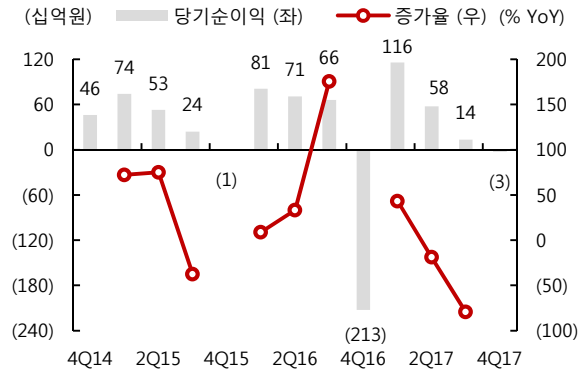
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명 연간 내재가치

(단위: 십억원)	2017	2016	YoY (% , %p)
내재가치 (EV)	2,832	2,050	38.1
조정순자산가치 (ANW)	2,211	1,787	23.7
보유계약가치 (VF)	621	263	136.5
신계약가치 (VNB)	179	178	0.3
비일시납계약	162	137	18.2
일시납계약	16.5	40.9	-59.6
신계약마진율 (%)	17.4	15.2	2.2

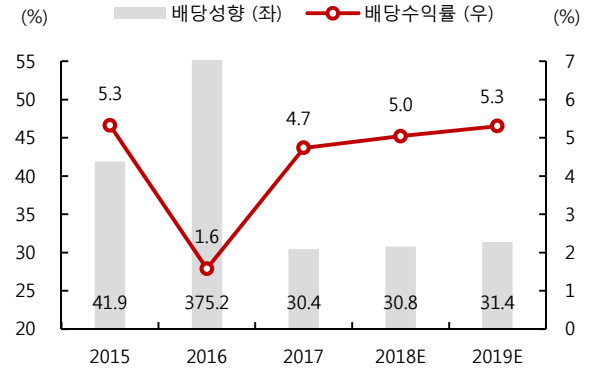
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 당기순이익 추이



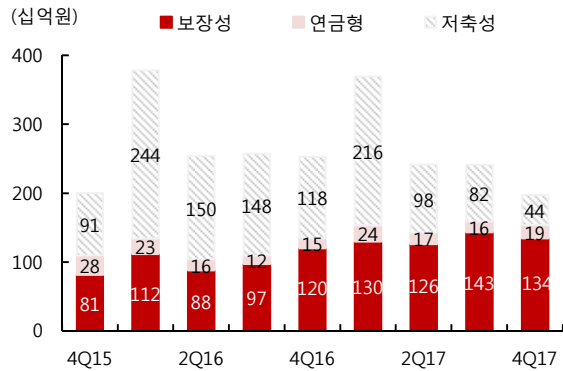
자료: 동양생명 SK 증권

동양생명의 배당지표 추이 및 전망



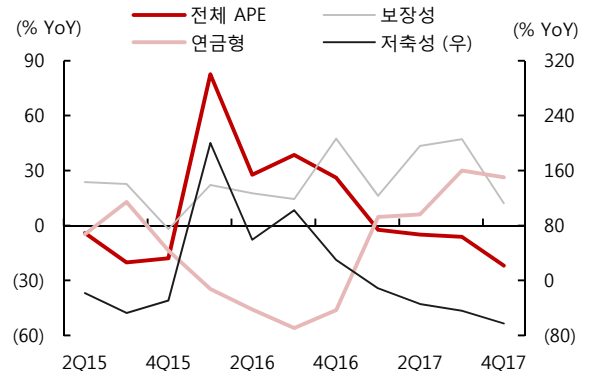
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이



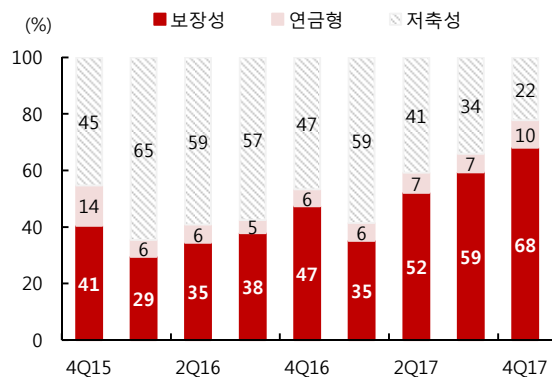
자료: 동양생명 SK 증권

동양생명의 보증별 연납화 보험료 (APE) 증가율



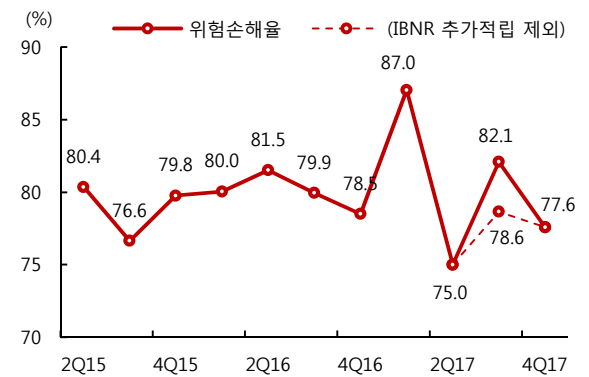
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비



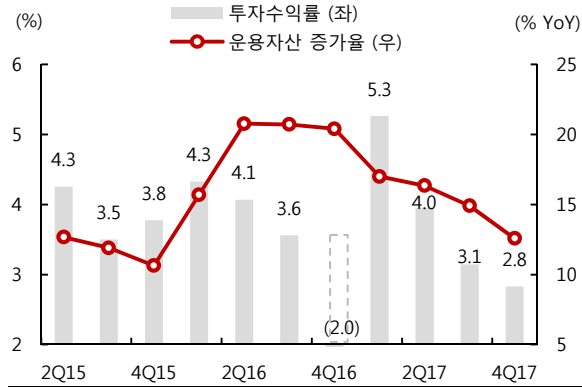
자료: 동양생명 SK 증권

동양생명의 위험손해율



자료: 동양생명, SK 증권

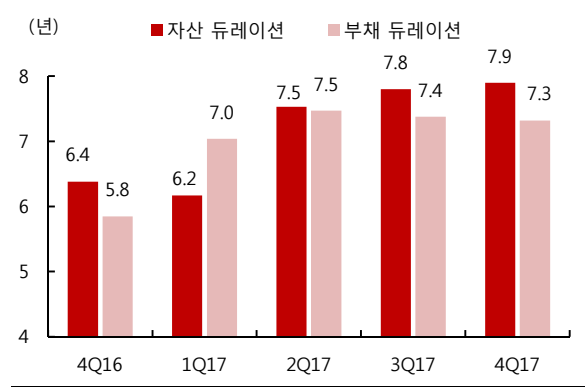
동양생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율



자료: 동양생명 SK 증권

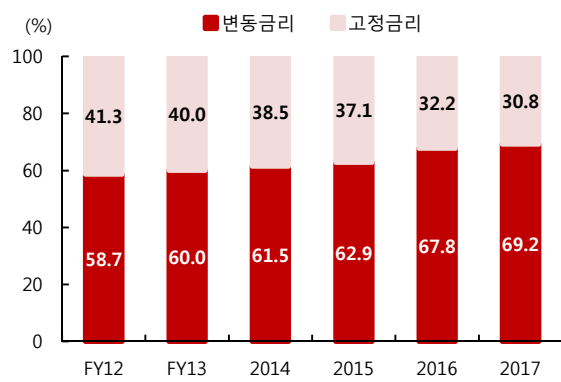
주: 4Q16 점은 유류담보대출 손상자산 제외 시

동양생명의 자산 및 부채 듀레이션 추이



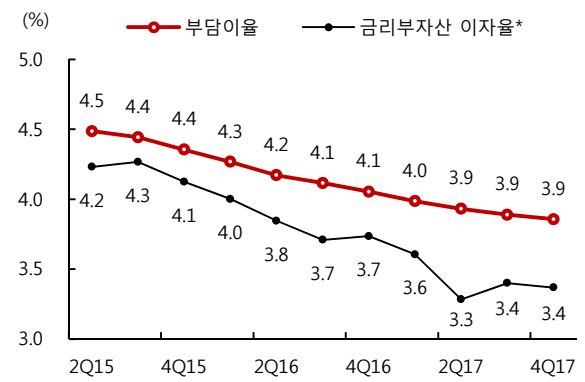
자료: 동양생명 SK 증권

동양생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: 동양생명 SK 증권

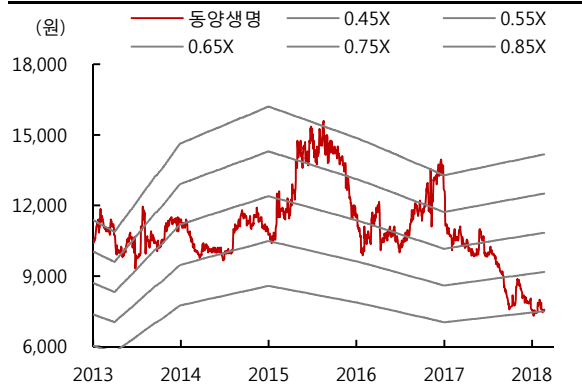
동양생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



자료: 동양생명 SK 증권

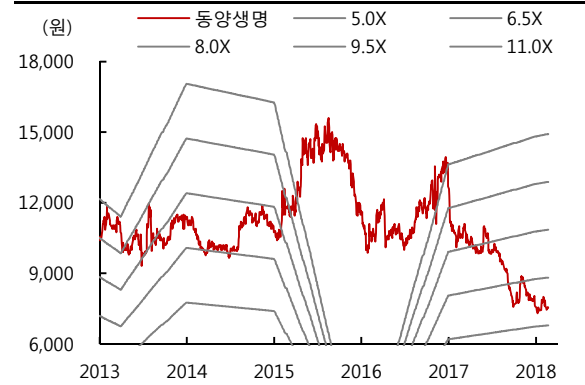
주: *금리부자산 (채권 대출 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

동양생명의 12 개월 forward PBR Band chart



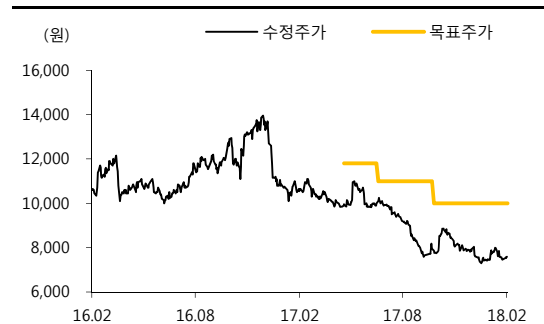
자료: 동양생명 SK 증권

동양생명의 12 개월 forward PER Band chart



자료: 동양생명 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.02.23	매수	10,000원	6개월		
2018.01.25	매수	10,000원	6개월	-20.69%	-11.40%
2017.11.10	매수	10,000원	6개월	-20.08%	-11.40%
2017.10.17	매수	10,000원	6개월	-16.36%	-11.40%
2017.07.12	중립	11,000원	6개월	-18.15%	-7.73%
2017.05.29	중립	11,800원	6개월	-13.08%	-6.78%



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 2 월 23 일 기준)

매수	88.51%	중립	11.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	19,163	23,073	25,977	27,869	29,802
현금 및 예치금	1,546	1,551	1,376	1,127	1,062
유가증권	12,535	17,035	20,125	21,996	23,709
주식	195	534	634	652	671
채권	8,801	9,822	10,975	12,073	12,970
수익증권	1,855	1,729	1,289	1,392	1,475
외화유가증권	1,072	3,789	5,816	6,397	7,037
기타유가증권	612	1,161	1,412	1,482	1,556
대출채권	4,723	4,132	4,123	4,311	4,551
부동산	359	356	353	434	479
비운용자산	978	1,057	1,428	1,471	1,515
특별계정자산	2,430	2,536	2,869	3,012	3,163
자산총계	22,571	26,666	30,274	32,352	34,479
책임준비금	17,615	21,634	24,481	26,338	28,243
보험료적립금	16,744	20,553	23,146	24,861	26,692
계약자지분조정	52	35	23	24	25
기타부채	443	547	318	280	234
특별계정부채	2,515	2,665	3,067	3,190	3,317
부채총계	20,625	24,880	27,890	29,831	31,819
자본금	538	538	807	807	807
자본잉여금	206	206	464	464	464
이익잉여금	786	728	892	1,028	1,167
자본조정	-61	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계	477	375	283	283	283
자본총계	1,946	1,786	2,384	2,520	2,660
부채와자본총계	22,571	26,666	30,274	32,352	34,479

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	10.8	18.1	13.5	6.9	6.6
운용자산	10.6	20.4	12.6	7.3	6.9
특별계정자산	15.0	4.4	13.1	5.0	5.0
부채	10.8	20.6	12.1	7.0	6.7
책임준비금	11.1	22.8	13.2	7.6	7.2
자본	10.6	-8.2	33.5	5.7	5.5
수입보험료	5.1	57.8	-11.5	-15.1	3.5
일반계정	9.2	71.3	-15.8	-17.6	3.7
특별계정	-12.6	-14.1	34.7	1.8	2.2
순사업비	6.7	17.9	11.2	-9.7	5.2
투자영업이익	-3.0	-33.2	83.6	-8.0	4.6
세전이익	-3.7	-122.9	-646.0	5.2	3.3
순이익	-4.6	-96.4	3,289.1	4.3	3.3

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	4,230	6,675	5,908	5,017	5,192
일반계정	3,563	6,102	5,137	4,232	4,390
특별계정	667	573	771	785	802
보험손익	1,152	3,418	2,076	1,164	1,177
보험영업수익	3,599	6,145	5,191	4,291	4,454
보험료수익	3,563	6,102	5,137	4,232	4,390
재보험수익	36	43	54	59	64
보험영업비용	2,447	2,728	3,115	3,127	3,277
지급보험금	1,785	1,996	2,322	2,326	2,405
재보험비용	40	50	61	67	74
사업비	294	346	385	348	366
신계약비상각비	325	333	346	384	431
할인료	3	2	2	2	1
투자손익	762	509	935	860	899
책임준비금전입액	1,756	4,016	2,845	1,854	1,903
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	158	-89	166	169	172
영업외이익	35	45	76	85	90
특별계정 수입수수료	47	52	72	91	96
특별계정 지급수수료	1	0	0	1	1
세전이익	193	-44	241	254	262
법인세비용	42	-50	57	61	63
당기순이익	151	5	184	192	199

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	50.1	32.7	45.2	55.0	54.8
위험손해율	78.4	80.0	80.4	78.0	77.4
사업비용	14.5	10.1	13.0	14.3	14.4
투자이익률	4.3	2.4	3.9	3.2	3.2
수익성 (%)					
ROE	8.2	0.3	8.8	7.8	7.7
ROA	0.7	0.0	0.6	0.6	0.6
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,479	53	1,183	1,234	1,275
보통주 BPS	19,061	17,498	15,297	16,171	17,066
보통주 DPS	620	200	360	380	400
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	7.9	238.2	6.4	6.1	5.9
보통주 PBR (배)	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4
배당성향	41.9	375.2	30.4	30.8	31.4
보통주 배당수익률	5.3	1.6	4.7	5.0	5.3

자료 : SK증권 추정