

동양생명(082640)

불확실성 해소를 위해 시간 필요

■ 투자 의견 Hold, 목표주가 9,000원으로 커버리지 개시

- 동양생명에 대한 투자 의견을 Hold로 제시하는 이유는 1) 대주주 변경 관련 불확실성이 남아 있는 상황에서 2) 투자전략의 변화에 따라 이익의 역성장이 2018년에도 지속될 것으로 전망되기 때문이다.
- 목표주가 9,000원은 2018년 예상 BPS 16,137원과 예상 EVPS 19,765원에 Target multiple 0.4배와 0.6배를 적용한 목표주가를 산술평균하여 산출하였다.

■ 투자 포인트: Valuation 매력, 보험영업에서 불확실성 축소

- 동양생명은 2018년 예상 BPS 대비 0.5배, 예상 EPS 대비 8.2배 수준에서 거래되고 있다. 2010년 이후 평균 P/B가 0.8배, P/E가 12.5배라는 점에서 매우 낮은 가격에서 거래되고 있다고 판단된다.
- 동사 주가 부진의 이유는 1) 중국 안방보험을 중국은행보험감독관리위원회(중국 보감위)가 위탁 관리하고 있어 해외 사업 및 자산 처분 우려가 있으며 2) 2015년 ~ 2017년 운용자산 포트폴리오 변경과정에서 대규모 처분이익을 실현한 이후 이익에 대한 눈높이가 높아졌지만 2018년 이익은 기대치를 하회할 것으로 전망되기 때문이다.
- 하지만 보장성 보험 중심으로 신계약의 고성장이 지속되고 있어 위험보험료 성장률이 8~9%까지 상승한 점이나 일시납 상품의 판매를 관리하는 모습에서 보험영업 관련 불확실성은 크게 축소되고 있다고 판단된다.
- 최근 중국 보감위의 약 10조원 규모의 공적자금 투입이 결정됨에 따라 중국 안방보험의 지급여력의 안정화가 추진되고 있다는 점에서 불확실성이 점진적으로 해소되는 구간에 진입할 가능성이 높아졌다고 생각한다.
- 다만 ABL생명과 동사에 대한 중장기 전략에 대한 불확실성이 여전히 남아 있어 경쟁사 대비 할인은 당분간 불가피 할 것으로 판단된다.

■ 18년 1분기 별도순이익 411억원으로 컨센서스 하회 전망

- 1분기 별도순이익은 전년동기대비 64.5% 감소할 것으로 전망된다. 이유는 지난해 1분기 1,382억원의 대규모 처분이익 실현의 기저효과 때문이다.
- 위험손해율은 83.0% 전년동기대비 4.0%p 개선될 것으로 전망되며 사차이익은 204억원으로 42.8% 증가할 것으로 전망된다. 이는 지난해 1분기 자살보험금 반영에 따른 기저효과와 높은 위험보험료 성장 때문이다.
- 보장성 신계약 성장이나 사차 측면에서는 긍정적인 것으로 예상된다.

은행/보험/증권 강승건

(2122-9181) neo.cygun@hi-ib.com

은행/보험/증권 최영수

(2122-9213) yschoi@hi-ib.com

Hold (Initiate)

목표주가(12M)	9,000원
증가(2018/04/12)	8,290원

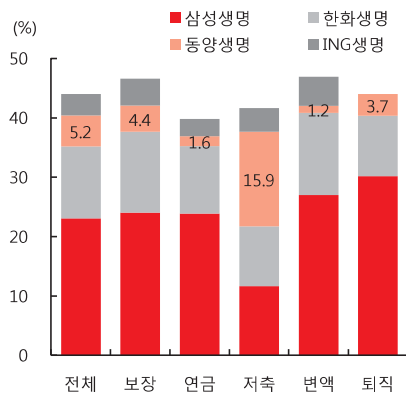
Stock Indicator

자본금	807십억원
발행주식수	16,136만주
시가총액	1,338십억원
외국인지분율	84.0%
배당금(2017)	360원
EPS(2018E)	973원
BPS(2018E)	16,137원
ROE(2018E)	6.1%
52주 주가	6,990~11,000원
60일평균거래량	205,220주
60일평균거래대금	1.6십억원

Price Trend

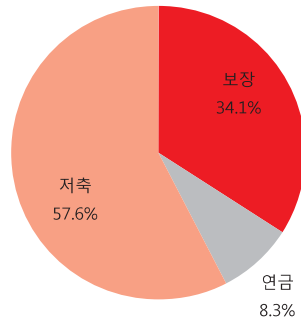


〈그림1〉 보종별 시장점유율



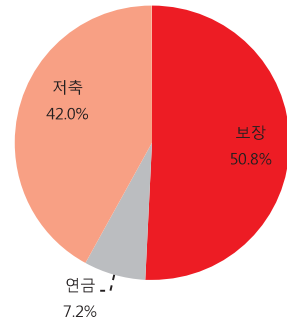
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 2017년 수입보험료(일반+변액+퇴직) 기준

〈그림2〉 수입보험료 내 보종별 비중



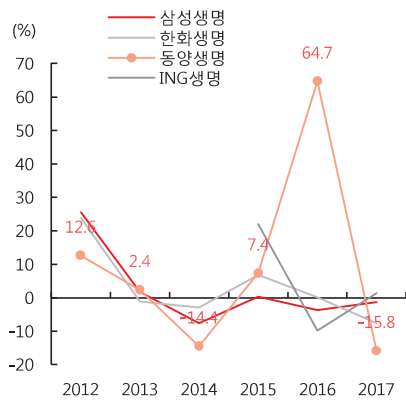
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 2017년 수입보험료(일반+변액) 기준

〈그림3〉 신계약 APE 내 보종별 비중



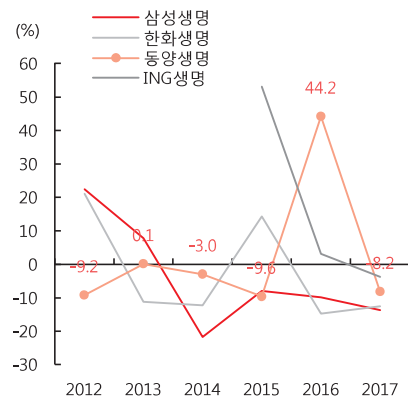
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 2017년 기준

〈그림4〉 수입보험료 증가율



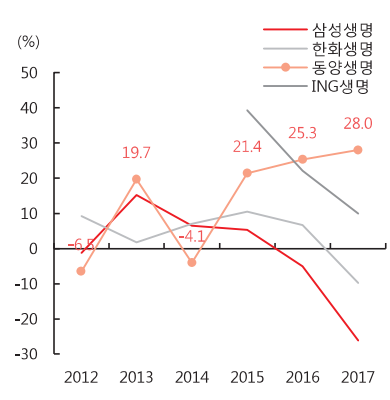
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 수입보험료(일반+변액) 기준

〈그림5〉 신계약 APE 증가율



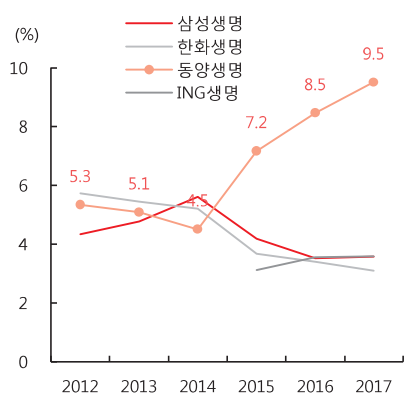
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림6〉 보장성 신계약 APE 증가율



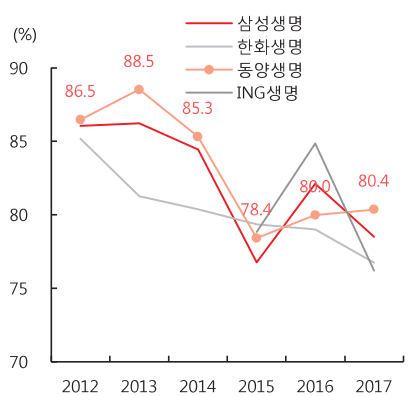
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림7〉 위험보험료 증가율



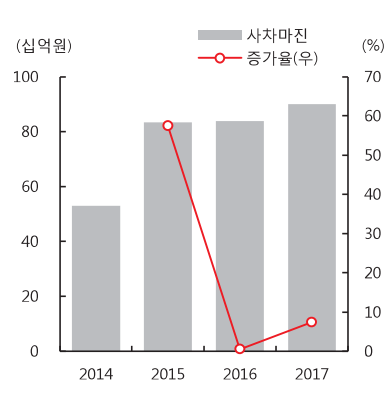
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림8〉 위험손해율



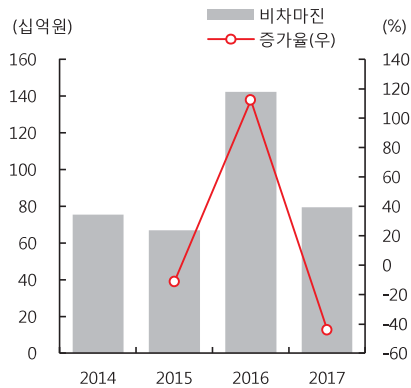
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림9〉 사차마진



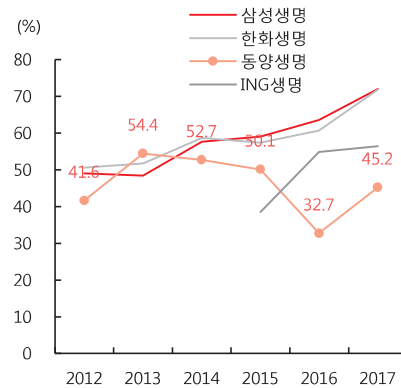
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림10〉 비차마진



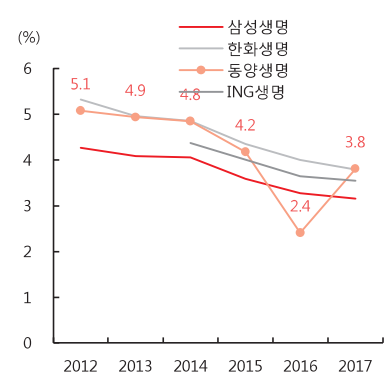
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림11〉 보험금 지급율



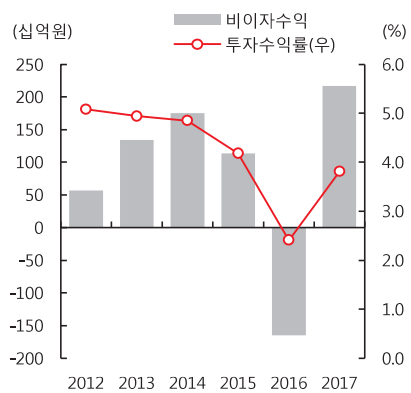
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림12〉 투자수익률



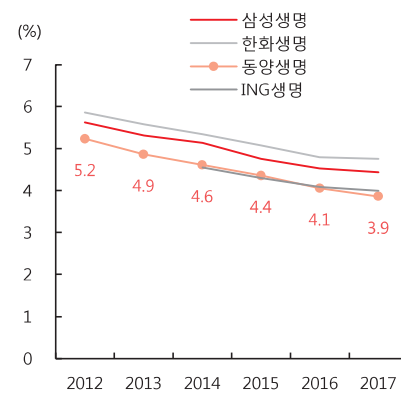
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림13〉 투자수익률/비이자수익규모



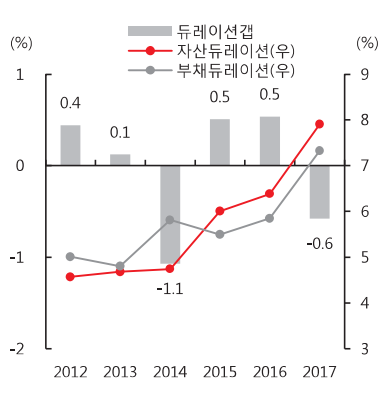
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림14〉 평균 부리이율



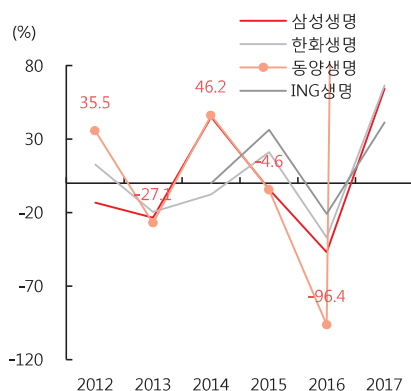
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림15〉 듀레이션 갭



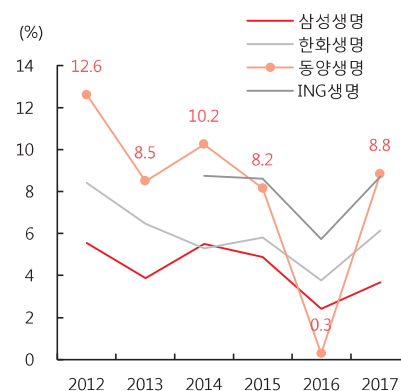
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림16〉 순이익 성장률



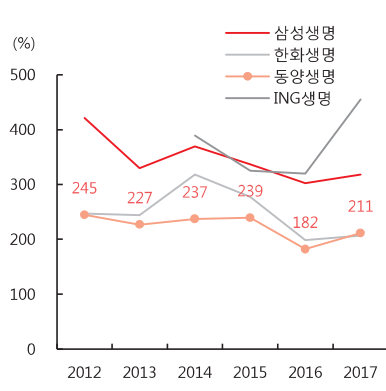
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림17〉 ROE



자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림18〉 RBC비율



자료: 각 사, 하이투자증권

동양생명 1분기 실적 전망

		(단위: 십억원, %, %p)				
		2018 1QF	2017 4Q	QoQ	2017 1Q	YoY
요약손익	보험손익	457	274	66.5	708	-35.6
	투자손익	216	183	18.0	308	-30.0
	책임준비금전입액	639	480	33.3	884	-27.7
	영업이익	33	-23	흑전	133	-75.2
	영업외 손익	21	17	22.6	20	6.2
	특별계정수입수수료	20	22	-11.1	12	67.0
	세전이익	54	-5	흑전	153	-64.6
	당기순이익	41	-3	흑전	116	-64.5
보험영업	위험손해율	83.0	77.6	5.5	87.0	-4.0
	위험보험료	121	118	2.0	110	9.1
	보험금지급률	48.1	55.0	-6.9	40.5	7.6
투자부문	운용자산	26,588	25,977	2.4	24,047	10.6
	투자수익률	3.3	2.8	0.5	5.2	-2.0
신계약	신계약 APE	210	197	6.6	369	-43.1
	보장 APE	137	134	2.3	130	6.0
	연금 APE	19	19	-2.2	24	-20.0
	저축 APE	54	44	23.7	216	-75.0
성장성	일반+변액수입보험료	1,322	1,098	20.4	1,557	-15.1
	일반+특별수입보험료	1,361	1,427	-4.6	1,647	-17.4
수익성	ROE	6.9	-0.4	7.4	22.6	-15.6
	ROA	0.5	0.0	0.6	1.7	-1.2

주: 연결 기준

자료: 동양생명, 하이투자증권

Valuation

투자의견	HOLD
목표주가(원)	9,000
목표주가 P/B	0.6
목표주가 P/E	9.2
상승여력(%)	8.6
현재주가(원, 18.04.12)	8,290
P/B 기준	
Target Price I (원)	6,978
Target P/B(배)	0.4
2018년 예상 BPS(원)	16,137
Sustainable RoE(%)	6.5
Ke(%)	15.0
P/EV 기준	
Target Price II	11,662
Target P/EV	0.6
2018년 예상 EVPS	19,765
Sustainable RoEV	8.4

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	23,073	25,977	28,341	30,667	32,870
현금 및 예금	1,551	1,376	1,502	1,625	1,742
유가증권	17,035	20,125	21,957	23,758	25,465
당기손익증권	1,979	1,841	2,008	2,173	2,329
매도가능증권	8,756	8,608	9,394	10,168	10,901
만기보유증권	6,265	9,642	10,519	11,382	12,200
관계기업투자주식	35	35	35	35	35
대출채권	4,132	4,123	4,498	4,867	5,216
부동산	356	353	385	416	446
비운용자산	1,057	1,428	1,544	1,661	1,774
특별계정자산	2,536	2,869	3,143	3,411	3,663
별도자산총계	26,666	30,274	33,029	35,739	38,306
책임준비금	21,634	24,481	26,826	29,111	31,260
보험료적립금	20,553	23,146	25,369	27,539	29,578
보충준비금	127	134	148	147	150
지급준비금	928	1,175	1,257	1,368	1,469
계약자배당준비금	46	41	46	51	57
기타준비금	1	6	5	5	5
계약자지분조정	35	23	20	16	13
기타부채	547	318	349	378	406
특별계정부채	2,665	3,067	3,361	3,647	3,916
별도부채총계	24,880	27,890	30,555	33,153	35,595
자본금	538	807	807	807	807
자본잉여금	206	464	464	464	464
이익잉여금	728	892	981	1,094	1,219
자본조정	-61	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계	375	283	283	283	283
별도자본총계	1,786	2,384	2,473	2,586	2,712
손익계산서(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	3,418	2,076	1,566	1,420	1,216
보험영업수익	6,145	5,191	4,784	4,809	4,824
보험료수익	6,102	5,137	4,729	4,753	4,768
보험영업비용	2,728	3,115	3,218	3,388	3,608
지급보험금	1,996	2,322	2,433	2,574	2,763
사업비	346	385	394	397	405
신계약상각비	333	346	328	353	375
투자손익	509	935	890	985	1,072
책임준비금전입액	4,016	2,845	2,345	2,285	2,148
영업이익	-89	166	111	120	141
조정영업이익	-38	237	190	208	230
영업외수익	45	76	81	92	93
특별계정수수료	51	72	79	88	89
법인세차감전순이익	-44	241	192	212	234
법인세	-50	57	46	51	57
세율	112.3	23.5	24.2	24.2	24.2
당기순이익	5	184	145	161	177
수익성 지표(별도)	(단위: %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험금지급률	32.7	45.2	51.4	54.2	58.0
위험손해율	80.0	80.4	78.7	78.0	77.5
위험보험료	419	459	498	541	563
사차이익	84	90	106	119	127
사업비용	10.1	13.0	13.6	13.8	13.9
투자수익률	2.4	3.8	3.3	3.3	3.4

자료: 동양생명, 하이투자증권 리서치센터

성장성지표 I (별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	196.8	-39.3	-24.6	-9.3	-14.4
보험료수익	71.3	-15.8	-7.9	0.5	0.3
지급보험금	11.8	16.3	4.8	5.8	7.3
위험보험료	8.5	9.5	8.6	8.6	4.1
사차이익	0.6	7.4	18.0	12.2	6.4
투자손익	-33.2	83.6	-4.8	10.7	8.9
책임준비금전입액	128.7	-29.2	-17.6	-2.5	-6.0
영업이익	-156.8	-285.0	-32.9	8.3	16.9
영업외수익	28.2	67.1	6.8	13.9	1.0
당기순이익	-96.4	3289.1	-21.2	10.7	10.0
운용자산	20.4	12.6	9.1	8.2	7.2
책임준비금	22.8	13.2	9.6	8.5	7.4
자본총계	-8.2	33.5	3.7	4.6	4.9
성장성지표 II (별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
신계약 APE	1,143	1,049	892	936	963
보장	416	533	571	605	623
연금	66	76	73	74	76
저축	660	440	249	256	264
재무제표(연결)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결자산총계	26,721	30,355	33,110	35,820	38,388
연결부채총계	24,885	27,906	30,572	33,169	35,611
지배기업소유지분	1,813	2,426	2,515	2,628	2,753
비지배지분	23	23	23	23	23
연결자본총계	1,836	2,449	2,539	2,651	2,777
법인세차감전 순이익	-32	252	200	221	242
법인세	458	423	771	772	-47
세율	146.0	23.5	24.2	24.2	24.2
연결순이익	15	193	152	167	183
지배주주지분순이익	12	191	152	167	183
비지배지분순이익	3	2	0	0	0
투자지표(별도)	(단위: 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	0.3	8.8	6.0	6.4	6.7
ROA	0.0	0.6	0.5	0.5	0.5
EPS(원)	53	1,183	933	1,032	1,136
BPS(원)	17,498	15,297	15,870	16,592	17,398
투자지표(연결)	(단위: 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	0.6	9.0	6.1	6.5	6.8
ROA	0.1	0.7	0.5	0.5	0.5
EPS(원)	118	1,226	973	1,073	1,177
BPS(원)	17,760	15,565	16,137	16,860	17,666
DPS(원)	200	360	310	330	360
P/E	108.1	6.2	8.5	7.7	7.0
P/B	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
배당수익률	1.6	4.7	3.7	4.0	4.3
RBC	182	211	197	189	185
Embedded Value	2,050	2,832	3,081	3,332	3,605
RoEV	9.0	13.5	8.8	8.2	8.2
EVPS	20,086	18,172	19,765	21,377	23,127
P/EV	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이 (동양생명)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Hold	9,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 강승건, 최영수)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-