

2018/05/11

동양생명(082640)

은행/증권/보험 강승건

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

은행/증권/보험 최영수

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

투자심리 회복에는 시간이 필요하다고 판단

Hold(Maintain)

■ 투자의견 Hold, 목표주가 9,000원 유지

- 동양생명에 대한 투자의견 Hold와 목표주가 9,000원을 유지
- 투자의견을 Hold로 유지하는 이유는 지난해 높은 투자수익률의 기저효과로 2018년 이익의 역성장이 예상되고 대주주관련 불확실성이 주가회복에 부담 요인으로 작용할 것으로 전망되기 때문임
- 목표주가 9,000원은 2018년 예상 BPS 15,145원 및 EVPS 19,810원 Target multiple 0.5배, 0.6배를 적용하여 산출하였음
- 현재 동사는 P/B 0.5배에서 거래되고 있음. 투자전략 변화를 반영한 ROE가 6.1%임을 감안할 때 Valuation 매력은 존재하는 것으로 판단됨

■ 2018년 1분기 순이익 419억원, 전년동기대비 63.8% 감소

- 1분기 순이익은 419억원으로 컨센서스 대비 14.4% 낮은 수준
- 순이익이 전년동기대비 크게 감소한 이유는 투자전략의 변화로 인하여 처분이익이 지난해 1,382억원대비 83.4% 감소(1Q18 229억원)하며 투자수익률이 183bp 하락하였기 때문임
- 사차마진은 268억원으로 전년동기대비 87.0% 성장하였음. 지속적인 보장성 신계약 성장으로 위험보험료가 8.3% 성장한 가운데 지난해 반영되었던 자살보험금 관련 부담이 제거되며 손해율이 9.4%p 개선되었기 때문임
- 2018년 1분기 신계약 APE는 2,436억원으로 전년동기대비 34.0% 감소하였지만 이는 저축성 일시납 보험 판매 감소에 기인한 것으로 보장성 신계약 APE는 전년동기와 유사한 1,288억원을 시현하였음
- 1분기 RBC비율은 212.1%로 전분기/전년동기대비 유사한 수준을 유지하였음. 금리상승에 따라 지급여력이 4.1% 감소하였지만 육류담보대출로 인해 낮아졌던 투자수익률 가정이 회복되며 총위험액이 7.6% 축소되었기 때문임

■ 대주주관련 불확실성은 단기에 해결되기 어려울 것으로 예상

- 중국 보감위의 위탁경영이 진행되면서 해외자산 및 자회사 매각 가능성에 대한 언론보도가 계속되고 있음. 구체적으로 검토되고 있는 내용이 없다는 것이 공식입장이지만 단기간에 불확실성이 해소되기는 어려울 것으로 판단

목표주가(12M)	9,000원
종가(2018/05/10)	7,660원

Stock Indicator

자본금	807십억원
발행주식수	16,136만주
시가총액	1,236십억원
외국인지분율	84.3%
배당금(2017)	360원
EPS(2018E)	933원
BPS(2018E)	15,870원
ROE(2018E)	6.1%
52주 주가	6,990~11,000원
60일평균거래량	203,178주
60일평균거래대금	1.6십억원

Price Trend



(단위: 십억원, %)

	1Q17	4Q17	1Q18				2Q18 (F)		
			확정치	YoY	QoQ	컨센서스	당사추정	YoY	QoQ
수입보험료	1,647	1,427	1,281	-22.2	-10.2	N/A	1,204	-18.3	-5.9
조정 영업이익	145	0	50	-65.4	흑전	N/A	48	-36.7	-3.8
별도 순이익	116	-3	42	-63.8	흑전	49	38	-33.8	-9.1

자료, fnguide, 동양생명, 하이투자증권 리서치센터

동양생명 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY	QoQ
요약손익	보험손익	708	584	509	274	285	-59.8	3.8
	보험영업이익	1,508	1,344	1,279	1,060	1,170	-22.4	10.3
	보험영업비용	800	760	770	786	885	10.8	12.6
	사업비	94	89	96	107	92	-2.0	-14.2
	책임준비금전입액	884	767	715	480	480	-45.7	0.0
	투자손익	308	243	201	183	222	-27.9	21.6
	영업이익	133	61	-5	-23	27	-79.6	흑전
	조정영업이익	145	76	16	0	50	-65.4	흑전
	영업외손익	20	15	23	17	27	35.7	56.6
	특별계정수입수수료	12	16	22	22	23	94.4	3.5
	세전이익	153	76	18	-5	54	-64.6	흑전
	당기순이익	116	58	14	-3	42	-63.8	흑전
수익성지표	위험손해율	87.0	75.0	82.1	77.6	77.6	-9.4	0.0
	위험보험료	110	114	116	118	120	8.3	1.2
	사차마진	14	28	21	26	26.8	87.0	1.1
	보험금지급률	40.5	43.0	45.0	55.0	59.8	19.3	4.8
투자지표	운용자산	24,047	25,378	25,874	25,977	26,252	9.2	1.1
	투자수익률	5.2	3.9	3.1	2.8	3.4	-1.8	0.6
	처분손익	138.2	70	35	9	23	-83.4	149.4
	평가손익	-33	-8	-24	-18	-7	N/A	N/A
	이자수지	178	170	183	186	183	2.9	-1.6
	배당수익	25	16	13	12	25	-2.0	105.6
신계약	신계약 APE	369	241	241	197	244	-34.0	23.5
	보장 APE	130	126	143	134	129	-0.7	-4.1
	연금 APE	24	17	16	19	16	-33.2	-18.4
	저축 APE	216	98	82	44	100	-54.1	127.0
성장성	일반계정 수입보험료	1,496	1,331	1,265	1,045	1,155	-22.8	10.5
	일반+변액수입보험료	1,557	1,388	1,321	1,098	1,206	-22.5	9.8
수익성	ROE	22.6	9.6	2.2	-0.4	7.3	-15.3	7.7

자료: 동양생명, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	23,073	25,977	27,839	30,130	32,289
현금 및 예금	1,551	1,376	1,524	1,650	1,768
유가증권	17,035	20,125	21,403	23,164	24,824
당기손익증권	1,979	1,841	2,247	2,431	2,606
매도가능증권	8,756	8,608	8,537	9,242	9,907
만기보유증권	6,265	9,642	10,584	11,455	12,276
관계기업투자주식	35	35	35	35	35
대출채권	4,132	4,123	4,538	4,912	5,264
부동산	356	353	373	404	433
비운용자산	1,057	1,428	1,428	1,537	1,642
특별계정자산	2,536	2,869	3,176	3,445	3,698
별도자산총계	26,666	30,274	32,443	35,113	37,629
책임준비금	21,634	24,481	26,506	28,754	30,864
보험료적립금	20,553	23,146	25,034	27,173	29,174
보충준비금	127	134	143	142	144
지급준비금	928	1,175	1,286	1,391	1,494
계약자배당준비금	46	41	36	40	45
기타준비금	1	6	8	7	7
계약자지분조정	35	23	11	9	7
기타부채	547	318	379	411	441
특별계정부채	2,665	3,067	3,229	3,502	3,760
별도부채총계	24,880	27,890	30,125	32,676	35,072
자본금	538	807	807	807	807
자본잉여금	206	464	464	464	464
이익잉여금	728	892	975	1,093	1,214
자본조정	-61	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계	375	283	134	134	134
별도자본총계	1,786	2,384	2,319	2,437	2,558
손익계산서(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	3,418	2,076	1,208	1,398	1,180
보험영업수익	6,145	5,191	4,575	4,812	4,827
보험료수익	6,102	5,137	4,517	4,753	4,768
보험영업비용	2,728	3,115	3,367	3,413	3,646
지급보험금	1,996	2,322	2,599	2,599	2,795
사업비	346	385	376	398	406
신계약상각비	333	346	326	349	378
투자손익	509	935	879	968	1,054
책임준비금전입액	4,016	2,845	2,025	2,247	2,110
영업이익	-89	166	63	118	124
조정영업이익	-38	237	172	214	222
영업외수익	45	76	120	101	104
특별계정수수료	51	72	110	96	99
법인세차감전순이익	-44	241	182	219	228
법인세	-50	57	43	53	55
세율	112.3	23.5	23.8	24.2	24.2
당기순이익	5	184	139	166	173

수익성 지표(별도)	(단위: %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험금지급률	32.7	45.2	57.5	54.7	58.6
위험손해율	80.0	80.4	77.4	76.6	76.1
위험보험료	419	459	499	534	556
사차이익	84	90	113	125	133
사업비용	10.1	13.0	14.0	14.3	14.5
투자수익률	2.4	3.8	3.3	3.3	3.4

성장성지표 I (별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	196.8	-39.3	-41.8	15.7	-15.6
보험료수익	71.3	-15.8	-12.1	5.2	0.3
지급보험금	11.8	16.3	12.0	0.0	7.5
위험보험료	8.5	9.5	8.7	7.1	4.1
사차이익	0.6	7.4	25.4	10.6	6.4
투자손익	-33.2	83.6	-6.0	10.1	8.9
책임준비금전입액	128.7	-29.2	-28.8	11.0	-6.1
영업이익	-156.8	-285.0	-62.1	88.9	4.6
영업외수익	28.2	67.1	58.4	-15.7	2.7
당기순이익	-96.4	3289.1	-24.6	19.5	3.7
운용자산	20.4	12.6	7.2	8.2	7.2
책임준비금	22.8	13.2	8.3	8.5	7.3
자본총계	-8.2	33.5	-2.7	5.1	5.0

성장성지표 II(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
신계약 APE	1,143	1,049	926	970	999
보장	416	533	562	596	614
연금	66	76	70	71	73
저축	660	440	294	303	312

재무제표(연결)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결자산총계	26,721	30,355	32,525	35,194	37,711
연결부채총계	24,885	27,906	30,141	32,693	35,088
지배기업소유지분	1,813	2,426	2,360	2,478	2,600
비지배지분	23	23	23	23	23
연결자본총계	1,836	2,449	2,384	2,502	2,623
법인세차감전 순이익	-32	252	191	228	236
법인세	458	423	771	772	-47
세율	146.0	23.5	23.8	24.2	24.2
연결순이익	15	193	145	173	179
지배주주지분순이익	12	191	145	173	179
비지배지분순이익	3	2	0	0	0

투자지표(별도)	(단위: 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	0.3	8.8	5.9	7.0	6.9
ROA	0.0	0.6	0.4	0.5	0.5
EPS(원)	53	1,183	893	1,067	1,107
BPS(원)	17,498	15,297	14,877	15,634	16,411

투자지표(연결)	(단위: 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	0.6	9.0	6.1	7.1	7.0
ROA	0.1	0.7	0.5	0.5	0.5
EPS(원)	118	1,226	933	1,107	1,147
BPS(원)	17,760	15,565	15,145	15,902	16,679
DPS(원)	200	360	310	330	360
P/E	108.1	6.2	8.2	6.9	6.7
P/B	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
배당수익률	1.6	4.7	4.0	4.3	4.7
RBC	182	211	187	181	177
Embedded Value	2,050	2,832	3,088	3,339	3,613
RoEV	9.0	13.5	9.0	8.2	8.2
EVPS	20,086	18,172	19,810	21,426	23,178
P/EV	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3

자료: 동양생명, 하이투자증권 리서치센터

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 기관투자자 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 강승건\)](#)

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 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

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

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -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 %	-