

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**김도하**  
dohakim@sk.com  
02-3773-8876

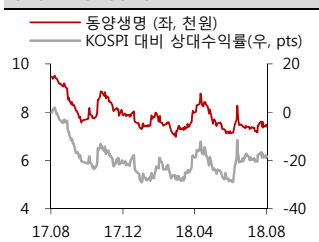
### Company Data

자본금	807 십억원
발행주식수	16,136 만주
자사주	542 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,194 십억원
주요주주	
Anbang Life Insurance Co., Ltd.(외3)	75.35%
외국인지분률	84.75%
배당수익률	4.74%

### Stock Data

주가(18/08/09)	7,400 원
KOSPI	2,303.7 pt
52주 Beta	0.20
52주 최고가	9,520 원
52주 최저가	6,990 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.0%	-0.8%
6개월	-2.5%	0.0%
12개월	-21.9%	-19.2%

## 동양생명 (082640/KS | 매수(유지) | T.P 9,000 원(유지))

### 2Q18 Review: 올해 실적 부진은 불가피, 하반기 증익 가능성은 존재

동양생명은 2Q18 당기순이익 121 억원으로 컨센서스 및 당사 추정치를 60% 하회. 실적 부진의 원인은 1) 저축성을 중심으로 한 일시납 매출 감소, 2) 금융자산 처분의 감소, 3) swap rate 악화에 따른 헷지비용 증가 등. 저축성 축소, 포트폴리오 개선, 채널 필터링 등은 체질 정상화를 위한 과정이나 연간 이익 감소는 불가피. 다만 전년의 기저효과들이 상반기에 집중된 점을 고려 시, 하반기에는 YoY 증익도 기대할 수 있을 것으로 전망함

### 2Q18 당기순이익 121 억원 (-79.0 YoY)으로 기대치 대폭 하회

동양생명의 2Q18 별도 당기순이익은 121 억원 (-79.0% YoY)으로 SK 증권 추정치 및 시장 전망치를 60% 수준 하회함. 실적 부진의 원인은 1) 저축성을 중심으로 한 일시납 매출 감소 (2Q17 3,103 억원 → 2Q18 1,738 억원), 2) 금융자산 처분의 감소 (2Q17 720 억원 → 2Q18 100 억원), 3) swap rate 악화에 따른 헷지비용 증가 등인 것으로 판단. 2015 년 이후 양호한 성장을 나타내던 보장성 APE 가 1,140 억원 (-9.4% YoY)으로 감소했는데, GA 채널의 경쟁 심화 및 불완전판매 축소를 위한 채널 필터링 등의 영향인 것으로 판단 (GA 보장성 APE -20% YoY). 2Q18 위험손해율은 79.3% (+4.3%p YoY)로 악화되었으나 이는 1Q17~2Q17 손해를 변동이 높았던 데 따른 영향으로 보이며, 상반기 기준으로는 78.5% (-2.5%p)로 개선됨. 채권 매각의 감소와 해외채 수익률 하락으로 투자수익률은 2.8% (-1.2%p YoY)로 하락. 동사의 외환파생 관련손익은 -221 억원으로 전분기 -49 억원, 전년동기 -46 억원 대비 적자폭이 확대됨

### 불가피한 2018 년 실적 부진. 하반기 증익 가능성은 존재

일시납 축소와 투자수익률 부진이 연중 지속될 것이라는 전망을 유지함. 동사의 체질 정상화를 위한 과정이나, 이에 따라 연간 이익이 감소하는 것은 불가피함. 적극적인 해외 투자 확대로 환 헷지 코스트 환경도 부담으로 작용하고 있음. 다만 전년도의 기저효과들이 (\*)이 상반기에 집중되었다는 점을 고려하면, 하반기에는 YoY 증익도 기대할 수 있을 것으로 전망 (\*일시납 1H17 8,336 억원 vs. 2H17 3,215 억원 / 금융자산 처분의 1H17 2,100 억원 vs. 2H17 540 억원)

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	십억원	4,230	6,675	5,908	5,098	5,174	5,324
YoY	%	5.1	57.8	-11.5	-13.7	1.5	2.9
보험손익	십억원	1,152	3,418	2,076	982	933	925
투자손익	십억원	762	509	935	807	849	906
위험손해율	%	78.4	80.0	80.4	78.0	77.8	76.9
투자수익률	%	4.3	2.4	3.9	3.1	3.0	3.1
영업이익	십억원	158	-89	166	75	135	136
YoY	%	-0.4	-156.8	-285.0	-54.7	80.1	0.8
세전이익	십억원	193	-44	241	171	238	244
순이익	십억원	151	5	184	129	180	185
YoY	%	-4.6	-96.4	3,289.1	-29.9	39.5	2.6
EPS	원	1,479	53	1,183	830	1,157	1,188
BPS	원	19,061	17,498	15,297	14,672	15,579	16,417
PER	배	7.9	238.2	6.4	8.9	6.4	6.2
PBR	배	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	%	8.2	0.3	8.8	5.5	7.7	7.4
배당수익률	%	5.3	1.6	4.7	3.4	4.7	4.9

## 동양생명 2Q18 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	2Q18P	2Q17	YoY (%)	1Q18	QoQ (%)	2Q18E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
영업이익	(6.0)	60.5	적전	27.1	적전	19.8	n/a	19.0	n/a
세전이익	17.0	75.6	(77.5)	54.2	(68.7)	41.7	(59.2)	33.8	(49.8)
순이익	12.1	57.6	(79.0)	41.9	(71.1)	31.6	(61.7)	29.0	(58.3)

자료: 동양생명, FnGuide, SK 증권

## 동양생명 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2017			2018		QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q		
전체 수입보험료	1,474	1,360	1,427	1,281	1,216	(5.0)	(17.5)
보장성	445	469	482	498	507	1.8	14.0
연금형	106	105	123	102	98	(3.6)	(7.5)
저축성	838	747	494	606	481	(20.7)	(42.6)
퇴직	86	39	329	75	130	74.7	51.0
APE	241	241	197	244	183	(25.1)	(24.4)
보장성	126	143	134	129	114	(11.5)	(9.4)
연금형	17	16	19	16	13	(17.9)	(24.8)
저축성	98	82	44	99	56	(43.8)	(43.4)
보험영업수익	1,344	1,279	1,060	1,170	1,054	(9.9)	(21.6)
보험영업비용	760	770	786	885	854	(3.6)	12.3
보험손익	584	509	274	285	200	(29.7)	(65.7)
투자손익	243	201	183	222	184	(17.2)	(24.3)
책임준비금전입액	767	715	480	480	390	(18.7)	(49.1)
영업이익	61	(5)	(23)	27	(6)	적전	적전
영업외이익	15	23	17	27	23	(15.4)	52.5
세전이익	76	18	(5)	54	17	(68.7)	(77.5)
순이익	58	14	(3)	42	12	(71.1)	(79.0)
경영효율지표 (%)							
보험료지급율	43.0	45.0	55.0	59.8	64.0	4.2	21.1
위험손해율	75.0	82.1	77.6	77.6	79.3	1.7	4.3
사업비율	12.3	14.3	14.6	14.8	14.7	(0.1)	2.4
투자수익률	4.0	3.1	2.8	3.4	2.8	(0.6)	(1.2)

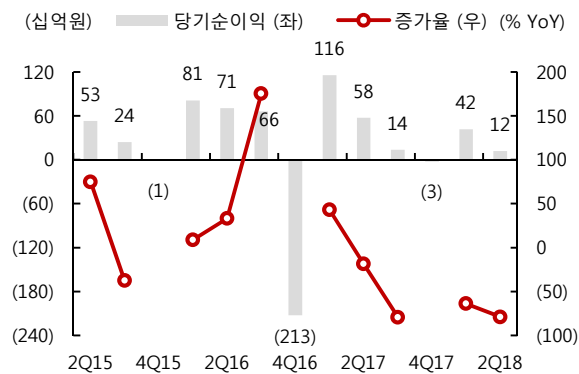
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명 별도 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	25,378	25,874	25,977	26,252	26,985	100.0	2.8	6.3
현금및예치금	1,929	1,317	1,376	1,438	1,236	4.6	(14.0)	(35.9)
유가증권	18,807	20,086	20,125	20,183	20,945	77.6	3.8	11.4
주식	672	663	599	586	626	2.3	6.8	(6.9)
채권	9,691	10,796	10,975	11,258	11,942	44.3	6.1	23.2
수익증권	1,984	1,366	1,289	1,595	1,597	5.9	0.1	(19.5)
외화증권	5,293	5,934	5,816	5,270	5,635	20.9	6.9	6.5
기타증권	1,132	1,292	1,412	1,439	1,111	4.1	(22.8)	(1.8)
관계사지분	35	35	35	35	35	0.1	0.0	0.0
대출채권	4,288	4,117	4,123	4,280	4,453	16.5	4.0	3.8
부동산	354	353	353	352	351	1.3	(0.3)	(0.9)

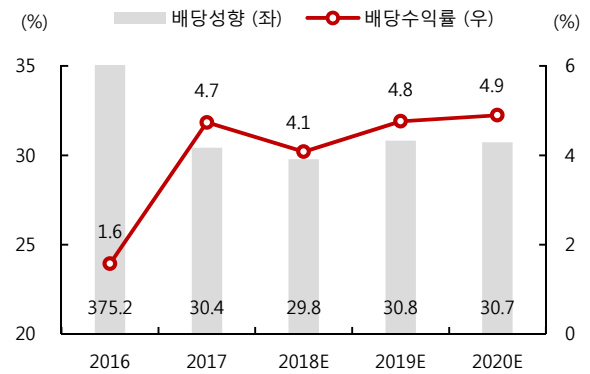
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 별도 당기순이익 추이



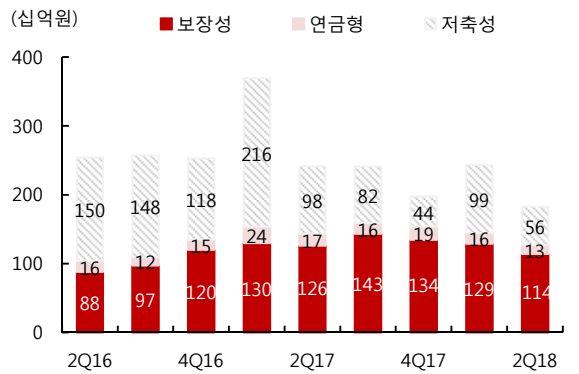
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 배당지표 추이 및 전망



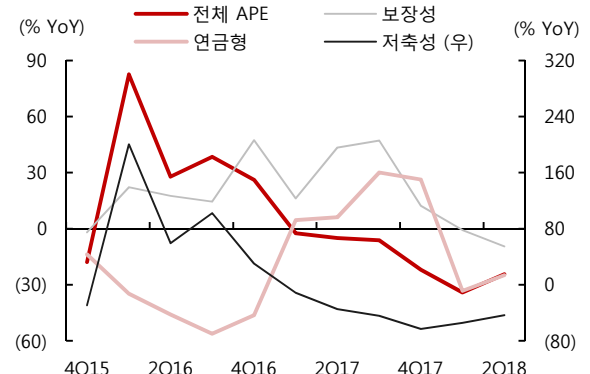
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이



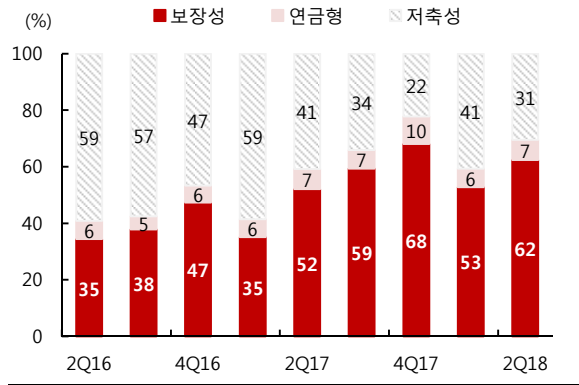
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 보증별 연납화 보험료 (APE) 증가율



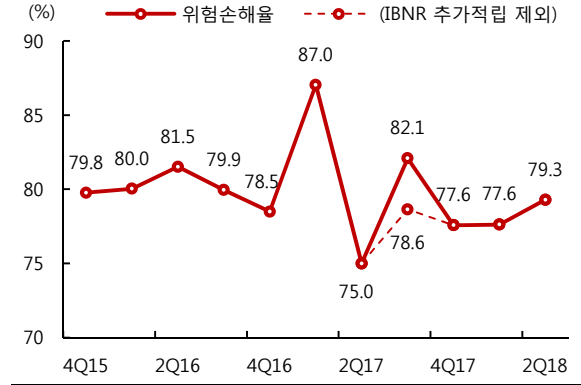
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비



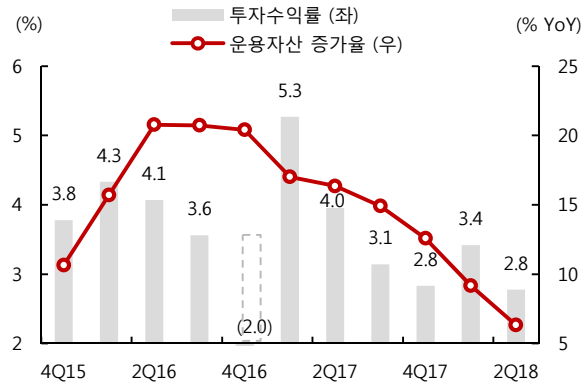
자료: 동양생명 SK 증권

동양생명의 위험손해율



자료: 동양생명 SK 증권

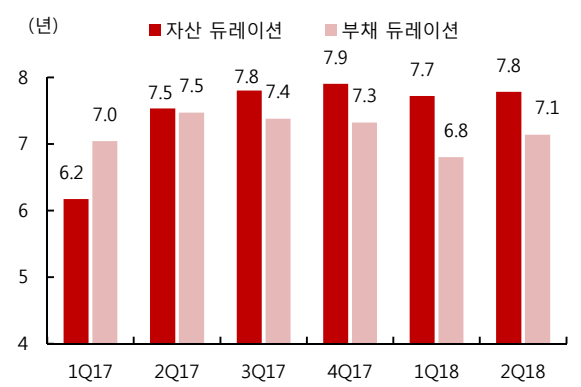
동양생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율



자료: 동양생명 SK 증권

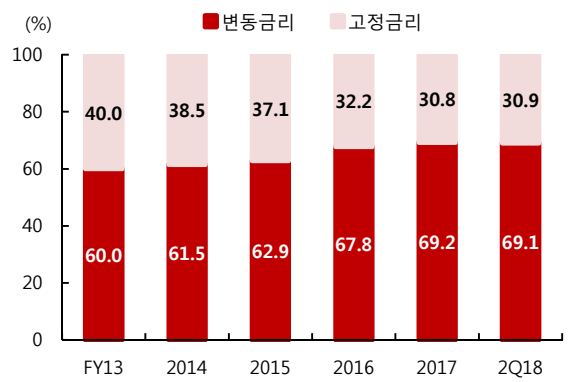
주: 4Q16 점선은 육류담보대출 손상차손 제외 시

동양생명의 자산 및 부채 듀레이션 추이



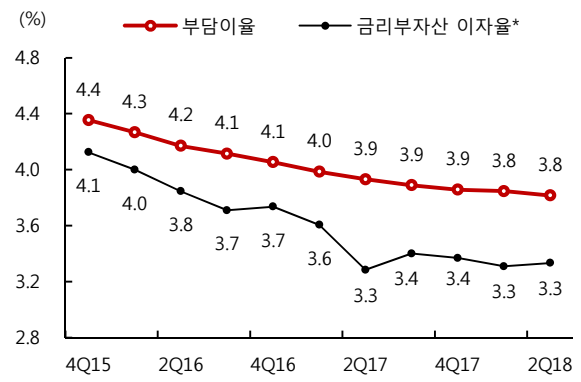
자료: 동양생명 SK 증권

동양생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: 동양생명 SK 증권

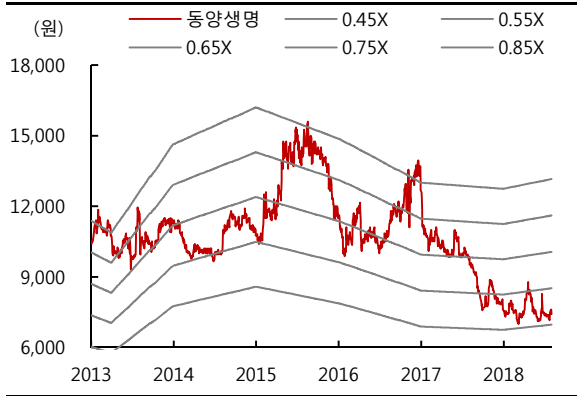
동양생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



자료: 동양생명 SK 증권

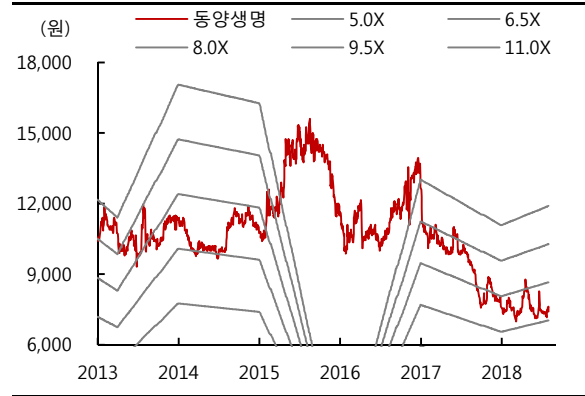
주: \*금리부자산 (채권 대출 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

동양생명의 12 개월 forward PBR Band chart



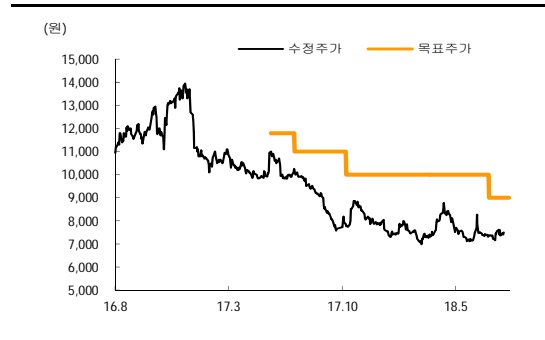
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 12 개월 forward PER Band chart



자료: 동양생명, SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.08.10	매수	9,000원	6개월		
2018.07.12	매수	9,000원	6개월	-17.71%	-15.44%
2018.05.11	매수	10,000원	6개월	-22.40%	-11.40%
2018.02.23	매수	10,000원	6개월	-21.42%	-11.40%
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 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 8월 10일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	23,073	25,977	27,539	29,190	30,969
현금 및 예치금	1,551	1,376	1,082	1,055	1,024
유가증권	17,035	20,125	21,582	23,012	24,510
주식	534	634	652	671	690
채권	9,822	10,975	12,622	13,442	14,328
수익증권	1,729	1,289	1,417	1,502	1,608
외화유가증권	3,789	5,816	5,409	5,841	6,250
기타유가증권	1,161	1,412	1,482	1,556	1,634
대출채권	4,132	4,123	4,489	4,700	4,986
부동산	356	353	386	424	449
비운용자산	1,057	1,428	1,471	1,515	1,560
특별계정자산	2,536	2,869	3,012	3,163	3,321
<b>자산총계</b>	<b>26,666</b>	<b>30,274</b>	<b>32,021</b>	<b>33,868</b>	<b>35,851</b>
책임준비금	21,634	24,481	26,198	27,848	29,545
보험료적립금	20,553	23,146	24,718	26,324	28,011
계약자지분조정	35	23	24	25	25
기타부채	547	318	323	250	272
특별계정부채	2,665	3,067	3,190	3,317	3,450
<b>부채총계</b>	<b>24,880</b>	<b>27,890</b>	<b>29,735</b>	<b>31,440</b>	<b>33,292</b>
자본금	538	807	807	807	807
자본잉여금	206	464	464	464	464
이익잉여금	728	892	965	1,106	1,237
자본조정	-61	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계	375	283	112	112	112
<b>자본총계</b>	<b>1,786</b>	<b>2,384</b>	<b>2,287</b>	<b>2,428</b>	<b>2,559</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>26,666</b>	<b>30,274</b>	<b>32,021</b>	<b>33,868</b>	<b>35,851</b>

**성장률**

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	18.1	13.5	5.8	5.8	5.9
운용자산	20.4	12.6	6.0	6.0	6.1
특별계정자산	4.4	13.1	5.0	5.0	5.0
부채	20.6	12.1	6.6	5.7	5.9
책임준비금	22.8	13.2	7.0	6.3	6.1
자본	-8.2	33.5	-4.1	6.2	5.4
수입보험료	57.8	-11.5	-13.7	1.5	2.9
일반계정	71.3	-15.8	-16.1	1.4	3.0
특별계정	-14.1	34.7	2.5	2.2	2.2
순사업비	17.9	11.2	-7.2	3.2	2.9
투자영업이익	-33.2	83.6	-13.7	5.3	6.6
세전이익	-122.9	-646.0	-29.3	39.6	2.6
순이익	-96.4	3,289.1	-29.9	39.5	2.6

자료 : SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	6,675	5,908	5,098	5,174	5,324
일반계정	6,102	5,137	4,308	4,366	4,498
특별계정	573	771	790	808	826
보험손익	3,418	2,076	982	933	925
보험영업수익	6,145	5,191	4,369	4,433	4,570
보험료수익	6,102	5,137	4,308	4,366	4,498
재보험수익	43	54	62	67	72
보험영업비용	2,728	3,115	3,388	3,500	3,645
지급보험금	1,996	2,322	2,609	2,676	2,793
재보험비용	50	61	70	76	83
사업비	346	385	357	369	379
신계약비상각비	333	346	351	377	388
할인료	2	2	1	1	1
투자손익	509	935	807	849	906
책임준비금전입액	4,016	2,845	1,713	1,647	1,694
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	-89	166	75	135	136
영업외이익	45	76	95	103	108
특별계정 수입수수료	52	72	96	103	109
특별계정 지급수수료	0	0	0	-0	-0
세전이익	-44	241	171	238	244
법인세비용	-50	57	41	58	59
당기순이익	5	184	129	180	185

**주요투자지표**

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업지표 (%)</b>					
보험금 지급률	32.7	45.2	60.6	61.3	62.1
위험손해율	80.0	80.4	78.0	77.8	76.9
사업비용	10.1	13.0	14.4	14.5	14.5
투자이익률	2.4	3.9	3.1	3.0	3.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	0.3	8.8	5.5	7.7	7.4
ROA	0.0	0.6	0.4	0.5	0.5
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	53	1,183	830	1,157	1,188
보통주 BPS	17,498	15,297	14,672	15,579	16,417
보통주 DPS	200	360	250	350	360
<b>기타 지표 (%)</b>					
보통주 PER (배)	238.2	6.4	8.9	6.4	6.2
보통주 PBR (배)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
배당성향	375.2	30.4	30.1	30.2	30.3
보통주 배당수익률	1.6	4.7	3.4	4.7	4.9