



동양생명 (082640)

보험



정준섭
02 3770 5728
junsup.jung@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (D)
목표주가	8,500원 (D)
현재주가 (8/9)	7,400원
상승여력	15%

시가총액	11,941억원
총발행주식수	161,358,585주
60일 평균 거래대금	9억원
60일 평균 거래량	115,220주
52주 고	9,520원
52주 저	6,990원
외인지분율	84.76%
주요주주	Anbang Life Insurance Co., Ltd. 외 3 인 75.35%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.0	(1.6)	(21.9)
상대	(0.8)	4.4	(19.7)
절대(달러환산)	(0.4)	(4.8)	(20.7)

2Q18 Review: 모멘텀 회복에는 시간이 필요

2Q18 순이익 121억원, YoY -79%

동양생명의 18년 2분기 순이익은 121억원으로 전년 동기보다 79% 감소했으며, 당사 추정(326억원) 및 컨센서스(290억원)를 큰 폭 하회했다. RBC비율은 204.6%로 전분기보다 7.4%p 하락했다. 사차익 및 비차익은 비교적 양호했으나, 이차익이 예상보다 크게 부진했다.

① 원/달러 swap spread가 작년말 대비 100bp 하락하면서 환헷지 손익이 크게 악화되었다. 동양생명의 보유 해외채권 5.6조원 중 달러화 채권은 88% 수준으로, 달러 환율의 영향을 크게 받는 구조로 되어 있다. 이에 대해 사측은 달러 대신 유로화 등 이종통화로 투자를 다변화하며, 동시에 대체투자 비중을 확대해 대응할 것이라고 밝혔다.

② 처분이익 축소도 이익 감소에 기여했다. 금융자산 처분이익은 작년 2분기 701억원, 올해 1분기는 229억원이었으나 이번 2분기는 88억원으로 크게 감소했다. 하반기 이후에도 처분이익 축소 흐름은 지속될 전망이다.

③ APE는 2,119억원으로 YoY -23.9%, 보장성 APE도 1,140억원으로 YoY -9.4% 감소했다. 특히 GA채널에서 타사의 시책 증가 및 프로모션에 동참하지 않고, 비우량 GA법인을 정리하면서 GA 판매가 감소했다. 사측은 이에 대해 상품 경쟁력을 강화하면서 수익성 기초를 유지할 것임을 밝혔다.

방향성은 옳다고 판단하나 실적 모멘텀 회복에는 시간이 필요할 것

동양생명의 올해 예상 순이익을 948억원으로 조정하고, 투자의견을 Hold로, 목표주가를 8,500원으로 하향한다. 목표주가는 18년 BPS 14,450원에 적정 PBR 0.59x를 적용했다. 올해는 순이익 감소에 따라 배당수익률도 2.6%에 머무를 것으로 예상된다.

투자 대상 다각화를 통한 리스크 분산, 인위적 처분이익 지양 및 상품 경쟁력 강화는 회사의 펀더멘털 측면에서 긍정적인 방향이다. 다만 이러한 흐름이 실질적인 수익성 개선으로 연결되기까지는 시간이 필요할 것으로 판단한다.

	2Q18	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험영업수익	1,054	-21.6%	-9.9%	1,138	-7.4%
영업이익	-6	적전	적전		
당기순이익	12	-79.0%	-71.1%pt	29	-58.3%
손해율	79.3%	4.3%pt	1.7%pt		
사업비/수입보험료	14.7%	2.4%pt	-0.1%pt		
투자이익률	2.8%	-1.2%pt	-0.6%pt		

결산 (12월)	2016A	2017A	2018E	2019E
보험영업수익	6,145	5,191	4,454	4,334
영업이익	-89	166	26	45
당기순이익	5	184	95	113
PER	238.2	5.3	12.7	10.6
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5
ROE	0.3%	8.8%	4.1%	4.9%
ROA	0.1%	2.4%	1.2%	1.3%

자료: 유안타증권

자료: 유안타증권

분기, 연간 실적 전망									
(단위: 십억원)									
	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	2017	2018E	2019E
수입보험료	1,474	1,474	1,427	1,281	1,216	1,237	6,022	5,153	5,015
일반계정	1,331	1,265	1,045	1,155	1,038	1,139	5,137	4,388	4,256
특별계정	144	95	381	125	178	98	771	765	759
보험손익	584	509	274	285	200	312	2,076	1,008	917
책임준비금 전입액	767	715	480	480	390	505	2,845	1,806	1,769
투자손익	243	201	183	222	184	206	935	824	897
영업이익	61	-5	-23	27	-6	12	166	26	45
영업외손익	15	23	17	27	23	24	76	99	104
당기순이익	58	14	-3	42	12	28	184	95	113
APE	278	267	213	245	212	207	1,155	850	871
보장성	126	143	134	129	114	121	533	478	488
저축성	98	82	44	99	56	53	440	248	253
연금	17	16	19	16	13	14	76	60	60
위험손해율	75.0%	82.1%	77.6%	77.6%	79.3%	79.1%	80.4%	78.6%	78.7%
사업비/수입보험료	12.3%	13.2%	14.6%	14.8%	14.7%	14.9%	12.8%	13.9%	14.8%
투자이익률	3.9%	3.1%	2.8%	3.4%	2.8%	3.0%	3.8%	3.1%	3.2%
준비금 부담이율	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%	4.1%	3.9%	3.8%
자기자본	2,477	2,429	2,384	2,222	2,211	2,239	2,384	2,252	2,334
ROE	9.6%	2.2%	-0.4%	7.3%	2.2%	5.0%	8.8%	4.1%	4.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

Valuation			
(단위: 원)			
	2017	2018	2019
BPS	15,297	14,450	14,977
ROE	8.84%	4.09%	4.94%
18Y BPS	14,450	목표주가	8,500
18년, 19년 평균 ROE	4.5%	현재주가	7,400
적정 PBR	0.59	상승여력	14.9%

주: Beta 0.8, 영구성장률 0.5%, 무위험이자율 2.6%, 리스크프리미엄 6% 가정
 자료: 유안타증권 리서치센터

동양생명 (082640) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 십억원)					
(십억원)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
수입보험료	4,230	6,675	6,022	5,153	5,015
일반계정	3,563	6,102	5,137	4,388	4,256
특별계정	667	573	771	765	759
보험영업수익	3,599	6,145	5,191	4,454	4,334
보험영업비용	2,447	2,728	3,115	3,446	3,417
지급보험금	1,785	1,996	2,322	2,690	2,613
재보험비용	40	50	61	72	84
사업비	294	346	385	349	364
신계약비상각	325	333	346	334	355
보험손익	1,152	3,418	2,076	1,008	917
투자손익	762	509	935	824	897
영업이익	158	-89	166	26	45
영업외손익	35	45	76	99	104
특별계정수입수수료	47	52	72	97	105
법인세 차감전순이익	193	-44	241	125	149
법인세	42	-50	57	30	36
당기순이익	151	5	184	95	113

재무상태표 (단위: 십억원)					
(십억원)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
자산총계	22,571	26,666	30,274	32,255	34,266
운용자산	19,163	23,073	25,977	27,587	29,127
주식	195	1,979	634	676	713
채권	9,873	13,611	16,791	18,244	19,263
대출	4,723	35	4,123	4,662	4,923
부동산, 기타	4,372	7,449	4,429	4,005	4,228
비운용자산	978	1,057	1,428	1,500	1,807
특별계정자산	2,430	2,536	2,869	3,169	3,332
부채총계	20,625	24,880	27,890	30,003	31,932
책임준비금	17,615	21,634	24,481	26,288	28,054
기타부채	443	547	318	536	536
특별계정부채	2,515	2,665	3,067	3,169	3,332
자본총계	1,946	1,786	2,384	2,252	2,334
자본금	538	538	807	807	807
자본잉여금	206	206	464	464	464
이익잉여금	786	728	892	930	1,013
기타포괄손익누계액	477	375	283	112	112

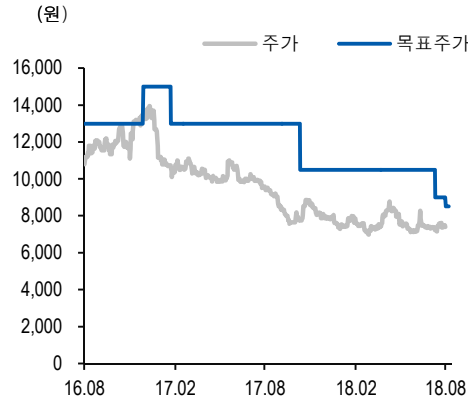
수익성					
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
위험보험료/위험보험금	78.4%	80.0%	80.4%	78.6%	78.7%
사업비/수입보험료	14.5%	10.1%	12.8%	13.9%	14.8%
투자이익률	4.2%	2.4%	3.8%	3.1%	3.2%

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
EPS (원)	1,479	53	1,430	608	727
BPS (원)	19,061	17,498	15,297	14,450	14,977
DPS (원)	620	200	360	200	220
PER (배)	7.9	238.2	5.3	12.7	10.6
PBR (배)	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	8.2%	0.3%	8.8%	4.1%	4.9%
ROA (%)	2.7%	0.1%	2.4%	1.2%	1.3%
배당성향 (%)	41.9%	375.2%	30.4%	32.9%	30.3%
배당이익률 (%)	5.3%	1.6%	4.7%	2.6%	2.9%

성장성					
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
수입보험료	5.1%	57.8%	-9.8%	-14.4%	-2.7%
보험영업수익	9.3%	70.8%	-15.5%	-14.2%	-2.7%
당기순이익	-4.6%	-96.4%	3,289.1%	-48.6%	19.5%
자산총계	10.8%	18.1%	13.5%	6.5%	6.2%
운용자산	10.6%	20.4%	12.6%	6.2%	5.6%
자본총계	10.6%	-8.2%	33.5%	-5.5%	3.6%

안정성					
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
자산총계/자기자본 (배)	11.60	14.93	12.70	14.32	14.68
보유보험료/자기자본 (배)	2.17	3.74	2.53	2.29	2.15

동양생명 (082640) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-08-10	HOLD	8,500	1년		
2018-07-20	BUY	9,000	1년	-17.26	-15.44
2017-10-20	BUY	10,500	1년	-26.23	-15.62
2017-01-31	BUY	13,000	1년	-24.49	-14.62
2016-12-06	BUY	15,000	1년	-18.27	-7.00
2016-07-20	BUY	13,000	1년	-8.43	3.85

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	85.5
Hold(중립)	12.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-08-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정준섭)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.