

SK COMPANY Analysis



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

Company Data

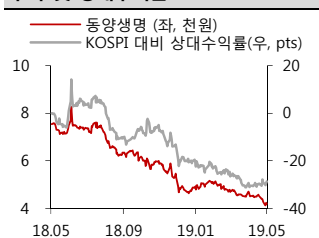
자본금	807 십억원
발행주식수	16,136 만주
자사주	542 만주
액면가	5,000 원
시가총액	679 십억원
주요주주	
Anbang Life Insurance Co., Ltd.(외3)	75.36%

외국인지분률	84.66%
배당수익률	2.10%

Stock Data

주가(19/05/16)	4,205 원
KOSPI	2,067.7 pt
52주 Beta	0.53
52주 최고가	8,270 원
52주 최저가	4,130 원
60일 평균 거래대금	0.5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.1%	-1.0%
6개월	-28.7%	-27.6%
12개월	-44.1%	-28.1%

동양생명 (082640/KS | 매수(상향) | T.P 5,300 원(유지))

2019년 배당수익률 5.6% 기대

동양생명의 1Q19 당기순이익은 375 억원 (-11% YoY)으로 컨센서스 55% 상회. 배당 수익의 증가로 당사 추정 대비 투자손익이 230 억원 개선되면서 기대치를 상회한 것으로 보임. 동사는 연내 동양자산 매각익을 인식할 것으로 전망되는데, 일회성 이익이지만 과거 공시한 대로 올해까지 배당성향 30% 이상을 유지하는 데 있어 배당재원으로 활용 시 2019E DY는 5.6%로 높은 수준. 우려를 일부 해소하는 내용의 실적 발표와 더불어 고려하면 주가 하방 경직성 확보한 것으로 판단

1Q19 당기순이익 375 억원 (-11% YoY)으로 컨센서스 55% 상회

동양생명의 1Q19 별도 당기순이익은 375 억원 (-10.7% YoY)으로 SK 증권 추정치 및 시장 전망치를 각각 29%, 55% 상회. 당사 추정 대비 투자손익이 230 억원 개선된 것이 기대치 상회의 원인. 동양생명의 1Q19 보장성 APE는 1,258 억원 (-2% YoY, +26% QoQ)으로 FC 및 GA 채널에서는 각각 8% YoY, 9% YoY 증가했으나, 다이렉트에서의 28% YoY 감소가 영향을 미침. 종신/CI와 기타보장 모두 전년동기와 유사한 규모였으나 전분기대비로는 기타보장에서 45%의 성장을 나타냄. 1Q19 위험손해율은 82.6%로 (+5.0%p YoY)로 암진단 담보 수익성 악화 및 고액사고 등으로 기대보다 부진. 1Q19 투자수익률은 3.3% (-7bp YoY)로 선방했는데, 주로 배당수익이 250 억원 YoY 증가한 영향으로 보임. 동양생명의 경우 대형 생보사와 달리 2H18 부터 고금리(≥6%) 고정금리 보험부채의 비중뿐 아니라 규모까지 감소하고 있어 부담이율의 점진적 하락이 예상되며, 이는 동사의 가장 큰 불확실성인 이차손익의 안정을 기대할 수 있는 부분이므로 향후 관심 있게 모니터링할 필요가 있다는 판단

2019년 배당수익률 5.6% 기대

최근 우리금융지주가 동양자산운용 인수 계약을 체결해 연내 동양생명에 600 억원 수준의 매각익이 발생할 것으로 예상됨 (2Q 반영). 이 경우 2019년 당기순이익은 1,200 억 원으로 기대되는데, 비록 일회성 이익이지만 과거 공시한 대로 올해까지 배당성향 30% 이상을 유지하는 데 있어 배당재원으로 활용한다면 기대 배당수익률은 5.6%에 달함. 아직 이차익과 관련한 손익 불확실성이 남아있으나 1Q19 이를 다소 해소하는 내용의 실적을 발표한 것과 더불어 고려하면 주가 하방 경직성은 확보한 것으로 판단. 목표주가 5,300 원을 유지하며 현 주가 대비 상승여력을 감안해 투자 의견을 매수로 상향 조정함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수입보험료	십억원	6,675	5,908	5,120	5,045	5,186	5,313
YoY	%	57.8	-11.5	-13.3	-1.5	2.8	2.4
보험손익	십억원	3,418	2,076	796	57	113	-3
투자손익	십억원	509	935	783	896	863	896
위험손해율	%	80.0	80.4	80.7	81.8	81.7	81.4
투자수익률	%	2.4	3.9	3.0	3.2	3.0	3.0
영업이익	십억원	-89	166	-13	117	45	47
YoY	%	적전	흑전	적전	흑전	-61.9	6.3
세전이익	십억원	-44	241	69	158	88	93
순이익	십억원	5	184	51	120	67	70
YoY	%	-96.4	3,289.1	-72.2	134.7	-44.7	5.8
EPS	원	53	1,183	329	773	427	452
BPS	원	17,498	15,297	14,336	15,822	16,014	16,351
PER	배	238.2	6.4	14.5	5.4	9.8	9.3
PBR	배	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	%	0.3	8.8	2.2	5.1	2.7	2.8
배당수익률	%	1.6	4.7	2.1	5.6	2.7	3.0

동양생명 1Q19 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q19	1Q18	YoY (%)	4Q18	QoQ (%)	1Q19E	차이 (%)	컨센서스	YoY (%)
영업이익	37.6	27.1	38.7	(30.4)	흑전	18.9	98.8	7.7	391.2
세전이익	48.6	54.2	(10.5)	(17.3)	흑전	38.3	26.9	29.6	64.1
순이익	37.5	41.9	(10.7)	(13.4)	흑전	29.0	29.1	24.2	54.5

자료: 동양생명, FnGuide, SK 증권

동양생명 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2018				2019	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q		
전체 수입보험료	1,281	1,216	1,116	1,507	1,158	(23.1)	(9.5)
보장성	498	507	514	522	531	1.6	6.7
연금형	102	98	96	100	102	2.2	0.1
저축성	606	481	485	443	498	12.5	(17.8)
퇴직	75	130	21	442	27	(93.8)	(63.5)
APE	244	183	186	180	226	25.7	(7.4)
보장성	129	114	108	113	126	10.9	(2.3)
연금형	16	13	11	12	19	64.3	21.6
저축성	99	56	67	54	81	48.5	(18.5)
보험영업수익	1,170	1,054	1,065	1,036	1,105	6.6	(5.6)
보험영업비용	885	854	873	917	1,173	27.9	32.5
보험손익	285	200	192	119	(69)	적전	적전
투자손익	222	184	191	186	233	24.9	4.6
책임준비금전입액	480	390	386	335	126	(62.3)	(73.7)
영업이익	27	(6)	(3)	(30)	38	흑전	38.7
영업외이익	27	23	19	13	11	(16.3)	(59.5)
세전이익	54	17	15	(17)	49	흑전	(10.5)
순이익	42	12	11	(13)	37	흑전	(10.7)
경영효율지표 (%)							
보험료지급률	59.8	64.0	65.2	69.2	88.6	19.4	28.7
위험손해율	77.6	79.3	81.4	84.2	82.6	(1.6)	5.0
사업비율	14.8	14.7	15.4	12.5	16.0	3.6	1.3
투자수익률	3.4	2.8	2.8	2.7	3.3	0.6	(0.1)

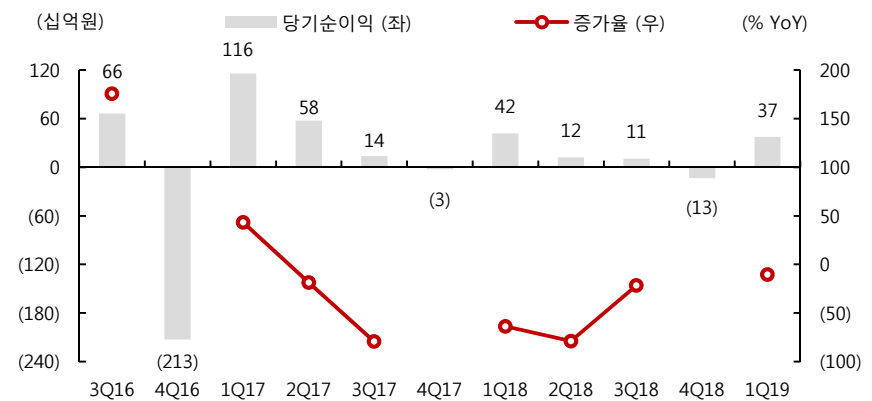
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명 별도 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	26,252	26,985	27,182	27,728	28,089	100.0	1.3	7.0
현금및예치금	1,438	1,236	1,185	1,435	1,175	5.2	(18.1)	(18.3)
유가증권	20,183	20,945	21,196	21,035	21,378	75.9	1.6	5.9
주식	586	626	647	584	510	2.1	(12.6)	(12.9)
채권	11,258	11,942	11,895	12,131	11,472	43.7	(5.4)	1.9
수익증권	1,595	1,597	1,560	1,258	1,663	4.5	32.2	4.3
외화증권	5,270	5,635	6,176	6,165	6,679	22.2	8.4	26.8
기타증권	1,439	1,111	883	862	1,019	3.1	18.1	(29.2)
관계사지분	35	35	35	35	35	0.1	0.0	0.0
대출채권	4,280	4,453	4,450	4,909	5,187	17.7	5.7	21.2
부동산	352	351	350	349	348	1.3	(0.2)	(1.0)

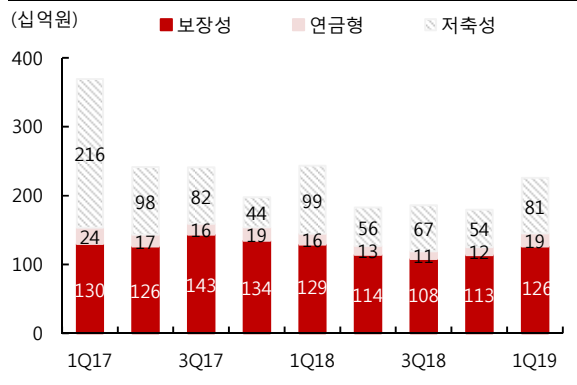
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 분기별 당기순이익 추이



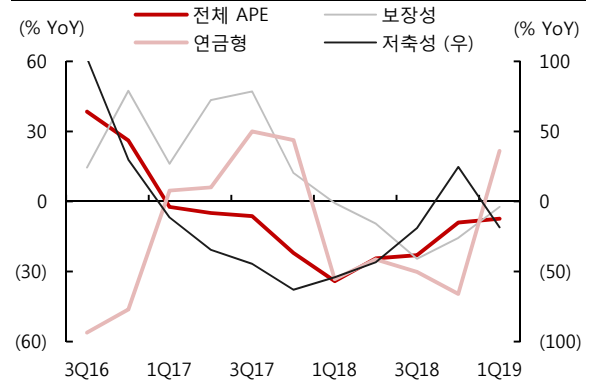
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이



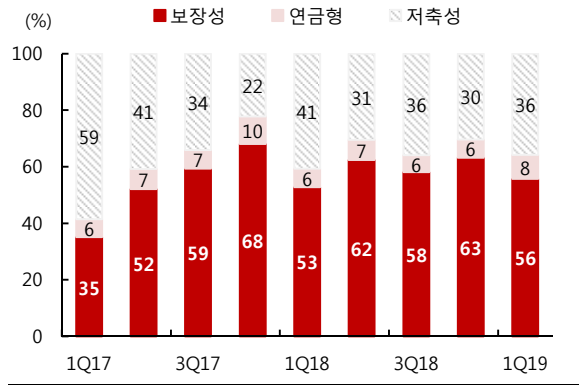
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 보증별 연납화 보험료 (APE) 증가율



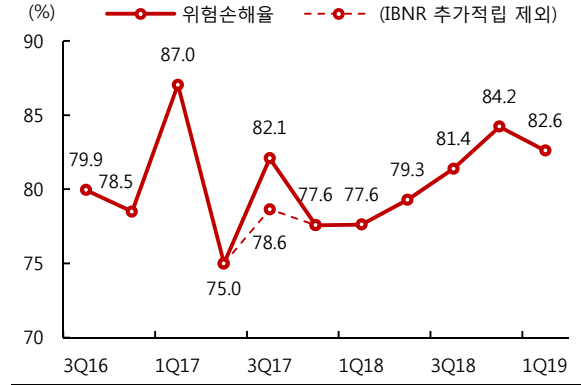
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비



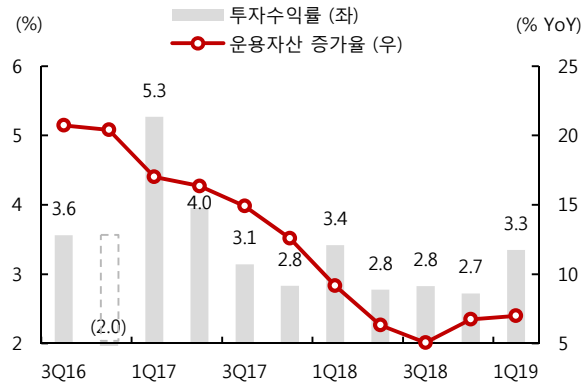
자료: 동양생명 SK 증권

동양생명의 위험손해율



자료: 동양생명 SK 증권

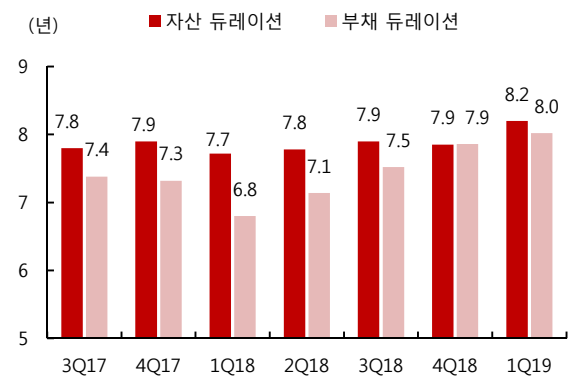
동양생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율



자료: 동양생명 SK 증권

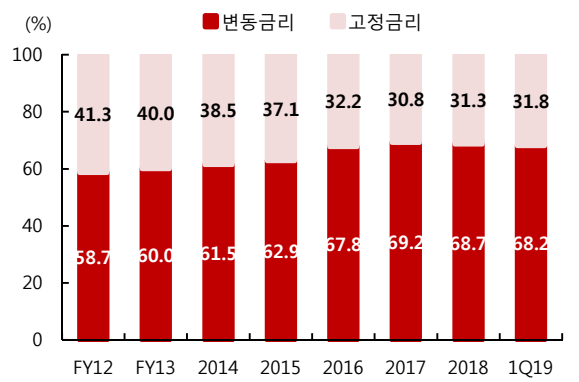
주: 4Q16 점은 옥류담보대출 손상차손 제외 시

동양생명의 자산 및 부채 듀레이션 추이



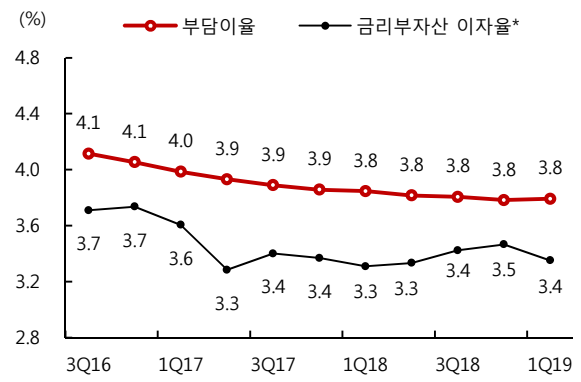
자료: 동양생명 SK 증권

동양생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: 동양생명 SK 증권

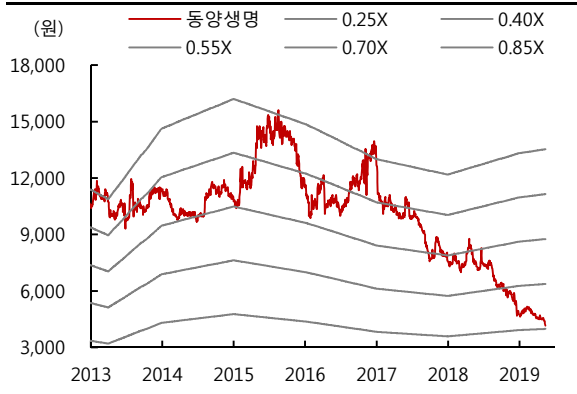
동양생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



자료: 동양생명 SK 증권

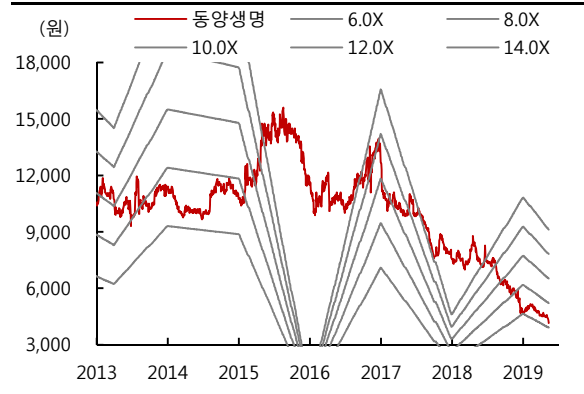
주: *금리부자산 (채권 대출 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

동양생명의 12 개월 forward PBR Band chart



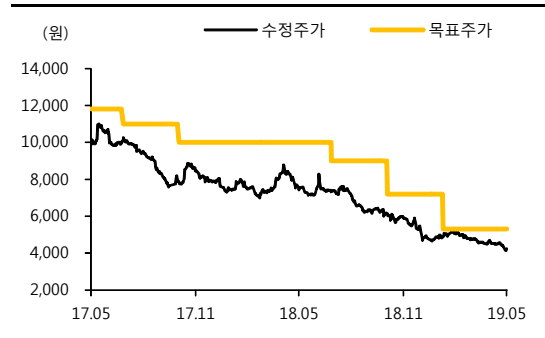
자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 12 개월 forward PER Band chart



자료: 동양생명, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.05.17	매수	5,300원	6개월		
2019.01.28	중립	5,300원	6개월	-11.09%	-2.64%
2018.10.19	매수	7,200원	6개월	-25.32%	-15.28%
2018.08.10	매수	9,000원	6개월	-24.92%	-15.44%
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 정확하게 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 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 5월 17일 기준)

매수	90.6%	중립	9.4%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
운용자산	25,977	27,728	28,837	29,837	30,746
현금 및 예치금	1,376	1,435	927	603	200
유가증권	20,125	21,035	22,270	23,399	24,533
주식	634	619	637	655	673
채권	10,975	12,131	12,737	13,243	13,713
수익증권	1,289	1,258	1,333	1,426	1,526
외화유가증권	5,816	6,165	6,658	7,124	7,623
기타유가증권	1,412	862	905	951	998
대출채권	4,123	4,909	5,282	5,466	5,632
부동산	353	349	358	370	381
비운용자산	1,428	1,266	1,303	1,343	1,383
특별계정자산	2,869	2,861	3,004	3,155	3,312
자산총계	30,274	31,855	33,145	34,334	35,441
책임준비금	24,481	26,076	26,915	27,849	28,697
보험료적립금	23,146	24,518	25,189	25,999	26,722
계약자지분조정	23	11	11	12	12
기타부채	318	372	465	560	629
특별계정부채	3,067	3,161	3,287	3,419	3,555
부채총계	27,890	29,620	30,679	31,839	32,893
자본금	807	807	807	807	807
자본잉여금	464	464	464	464	464
이익잉여금	892	887	992	1,022	1,074
자본조정	-61	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계	283	138	265	265	265
자본총계	2,384	2,234	2,466	2,496	2,548
부채와자본총계	30,274	31,855	33,145	34,334	35,441

성장률

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	13.5	5.2	4.1	3.6	3.2
운용자산	12.6	6.7	4.0	3.5	3.0
특별계정자산	13.1	-0.3	5.0	5.0	5.0
부채	12.1	6.2	3.6	3.8	3.3
책임준비금	13.2	6.5	3.2	3.5	3.0
자본	33.5	-6.3	10.4	1.2	2.1
수입보험료	-11.5	-13.3	-1.5	2.8	2.4
일반계정	-15.8	-17.0	-1.1	2.9	2.5
특별계정	34.7	11.1	-3.1	2.4	2.4
순사업비	11.2	-6.8	6.3	3.5	3.8
투자영업이익	83.6	-16.2	14.4	-3.7	3.8
세전이익	-646.0	-71.2	127.9	-44.4	5.8
순이익	3,289.1	-72.2	134.7	-44.7	5.8

자료: SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수입보험료	5,908	5,120	5,045	5,186	5,313
일반계정	5,137	4,263	4,215	4,336	4,442
특별계정	771	857	831	850	871
보험손익	2,076	796	57	113	-3
보험영업수익	5,191	4,325	4,283	4,409	4,521
보험료수익	5,137	4,263	4,215	4,336	4,442
재보험수익	54	62	68	73	79
보험영업비용	3,115	3,529	4,226	4,296	4,524
지급보험금	2,322	2,745	3,395	3,436	3,632
재보험비용	61	70	76	83	89
사업비	385	359	382	395	410
신계약비상각비	346	354	372	382	391
할인료	2	1	1	1	1
투자손익	935	783	896	863	896
책임준비금전입액	2,845	1,592	836	931	846
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	166	-13	117	45	47
영업외이익	76	82	41	43	45
특별계정 수입수수료	72	80	44	46	48
특별계정 지급수수료	0	1	0	0	0
세전이익	241	69	158	88	93
법인세비용	57	18	38	21	22
당기순이익	184	51	120	67	70

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	45.2	64.4	80.6	79.2	81.8
위험손해율	80.4	80.7	81.8	81.7	81.4
사업비용	13.0	14.2	14.7	14.7	14.7
투자이익률	3.9	3.0	3.2	3.0	3.0
수익성 (%)					
ROE	8.8	2.2	5.1	2.7	2.8
ROA	0.6	0.2	0.4	0.2	0.2
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,183	329	773	427	452
보통주 BPS	15,297	14,336	15,822	16,014	16,351
보통주 DPS	360	100	235	115	125
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	6.4	14.5	5.4	9.8	9.3
보통주 PBR (배)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
배당성향	30.4	30.4	30.4	26.9	27.7
보통주 배당수익률	4.7	2.1	5.6	2.7	3.0