

동양생명 (082640)

보험/증권



정태준 CFA

02 3770 5585
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	4,700원 (I)
현재주가 (9/20)	3,925원
상승여력	20%

시가총액	6,333억원
총발행주식수	161,358,585주
60일 평균 거래대금	3억원
60일 평균 거래량	67,008주
52주 고	6,440원
52주 저	3,390원
외인지분율	84.22%
주요주주	Anbang Life Insurance Co., Ltd. 외 3인 75.36%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.7	(8.0)	(36.3)
상대	1.9	(6.2)	(29.2)
절대(달러환산)	10.1	(10.4)	(40.2)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	1,026	-2.2	-2.4	1,014	1.1
영업이익	96	N/A	184.0	99	-2.6
세전이익	108	597.7	135.7	111	-3.1
당기순이익	78	633.5	131.7	85	-8.1

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도) (십억원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019E	2020E
수입보험료	5,137	4,263	4,161	4,078
영업이익	166	-13	127	80
당기순이익	184	51	128	90
PER (배)	3.4	12.3	5.0	7.0
PBR (배)	0.27	0.28	0.25	0.25
ROE (%)	8.8	2.2	5.3	3.5
ROA (%)	0.65	0.17	0.39	0.27

자료: 유안타증권

저점은 이미 통과, 증익 구간

투자의견 BUY, 목표주가 4,700원으로 커버리지 개시

동양생명 투자의견 BUY, 목표주가 4,700원으로 커버리지를 개시하며 당사 최선호주로 제시한다. 동사의 투자포인트는 1) 타사대비 고정금리형 부채적립금 비중이 현저히 낮다는 점과 2) 이익 저점을 이미 지났다는 점이다.

투자포인트 1 문제의 고금리 저축성보험이 적다 동사는 과거 대형 생명보험사들의 점유율 경쟁 당시 경쟁에 적극적으로 참여하지 않았기 때문에 고정금리형 부채적립금으로 인한 부담이 현저히 낮다. 그렇기 때문에 보험부채 구조조정의 필요성도, 회계기준 및 자본제도 변경으로 인한 부담도, 부채 적정성 평가 우려도 타사대비 적다.

투자포인트 2 이익 저점은 작년이었다 한편 2016~17년 상반기까지 외형 성장을 위해 일시납 저축성보험을 대량 판매했는데, 회계기준 변경이 이슈가 되면서 이후로는 판매하지 않고 있다. 이후 저축성보험료와 책임준비금 전입액이 급감했는데, 2018년에는 아직 책임준비금 전입액이 투자손익보다 규모가 컸기 때문에 영업적자가 발생했으나, 올해부터는 투자손익의 규모가 더 커짐에 따라 다시 흑자로 전환할 전망이다. 즉, 저점은 작년에 지난 것이다.

중장기 전망: 증익 추세 지속 예상

보험손익 보험손익은 일시납 상품 절판 이후인 작년부터 급감했는데, 이는 1) 지급보험금은 급증했는데 2) 수입보험료는 급감했기 때문이다(일시납 상품의 수입보험료는 최초 1회만 납입). 한편 올해부터는 만기 도래 상품이 발생하면서 환급금을 제외한 지급보험금이 줄고 있기 때문에 보험손익은 내년부터 반등할 전망이다.

투자손익 동사는 자산-부채 듀레이션 갭이 0에 가깝기 때문에 추가 자산 듀레이션 확대를 위한 이원 희생이 불필요하다. 책임준비금 전입액 급감으로 운용자산 성장률은 낮겠지만 올해 자회사 매각의 효과가 소멸됨에도 불구하고 내년 투자영업이익률이 급락하지는 않을 전망이다.

책임준비금 전입액 앞서 언급한 일시납 상품이 3년/5년/7년 만기로 구성되어있기 때문에 올해/2021년/2023년 책임준비금 전입액이 특히 낮을 것으로 예상된다.

[표1] Valuation table (단위: 원, %, 배)

2019E BPS	16,405
2020E ROE	3.5
COE	12.2
Risk-free rate	1.6
Risk premium	22.8
Beta	0.5
Growth rate	0.0
목표주가	4,700

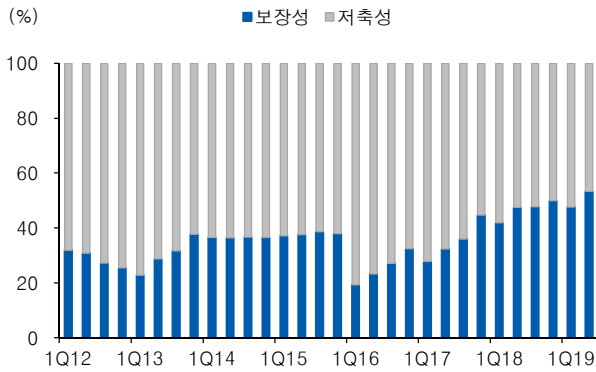
자료: 유안타증권 리서치센터

[표2] 분기별 이익 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
보험영업수익	1,105	1,067	1,041	1,013	4,325	4,226	4,142
수입보험료	1,088	1,050	1,026	997	4,263	4,161	4,078
보장성	518	559	548	555	1,986	2,181	2,199
저축성	570	491	477	442	2,277	1,980	1,879
재보험수익	17	17	16	16	62	65	64
보험영업비용	1,173	1,061	1,059	1,089	3,529	4,382	4,270
지급보험금	963	863	873	882	2,745	3,580	3,477
재보험비용	18	18	17	18	70	71	70
사업비	95	92	83	94	359	364	377
신계약상각비	96	88	85	95	354	364	343
할인료	0	0	0	0	1	1	2
보험손익	-69	6	-17	-76	796	-156	-128
투자손익	233	221	301	208	783	963	945
책임준비금전입액	126	193	187	173	1,592	680	738
영업이익	38	34	96	-41	-13	127	80
영업외손익	11	12	11	11	82	45	44
세전이익	49	46	108	-30	69	172	124
법인세비용	11	12	30	-8	18	45	34
당기순이익	37	34	78	-22	51	128	90
수입보험료 구성							
보장성	47.6	53.3	53.5	55.7	46.6	52.4	53.9
저축성	52.4	46.7	46.5	44.3	53.4	47.6	46.1
지급률	88.6	82.1	85.1	88.4	64.4	86.0	85.3
보장성	42.8	35.6	38.5	40.9	39.2	39.4	41.6
저축성	130.1	135.2	138.6	148.0	86.4	137.4	136.4
운용자산이익률	3.3	3.1	4.2	2.9	2.8	3.3	3.2

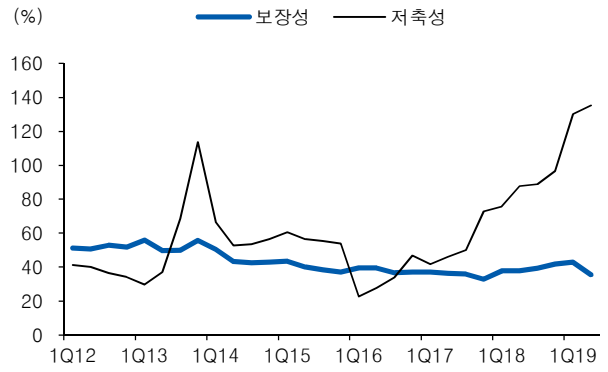
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 수입보험료 구성



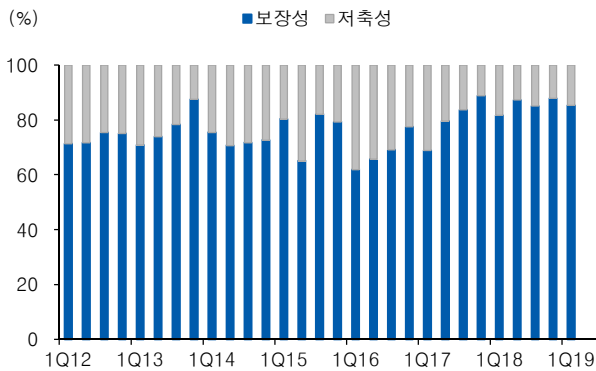
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 보증별 지급률 추이



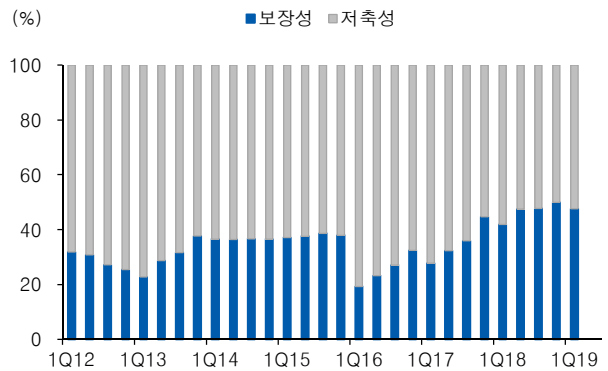
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 신계약 구성



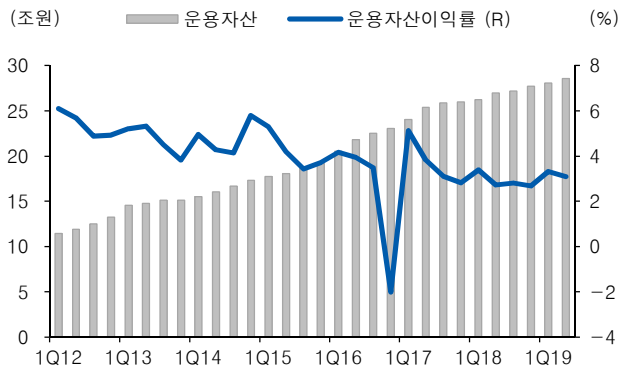
자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 보유계약 구성



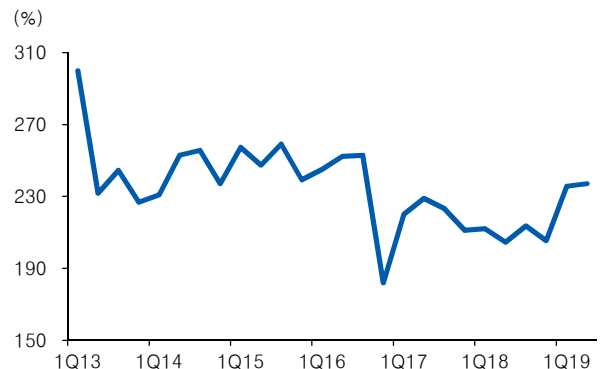
자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 운용자산 vs. 운용자산이익률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] RBC비율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

동양생명 (082640) 추정재무제표 (K-IFRS)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험영업수익	5,191	4,325	4,226	4,142	4,081
수입보험료	5,137	4,263	4,161	4,078	4,018
보장성	1,766	1,986	2,181	2,199	2,229
저축성	3,371	2,277	1,980	1,879	1,789
재보험수익	54	62	65	64	63
보험영업비용	3,115	3,529	4,382	4,270	4,150
지급보험금	2,322	2,745	3,580	3,477	3,357
재보험비용	61	70	71	70	69
사업비	385	359	364	377	392
신계약상각비	346	354	364	343	331
할인료	2	1	1	2	2
보험손익	2,076	796	-156	-128	-69
투자손익	935	783	963	945	913
책임준비금전입액	2,845	1,592	680	738	702
영업이익	166	-13	127	80	141
영업외손익	76	82	45	44	44
세전이익	241	69	172	124	186
법인세비용	57	18	45	34	51
당기순이익	184	51	128	90	135

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수입보험료 구성					
보장성	34.4	46.6	52.4	53.9	55.5
저축성	65.6	53.4	47.6	46.1	44.5
수입보험료 성장률	-15.8	-17.0	-2.4	-2.0	-1.5
보장성	17.1	12.4	9.8	0.8	1.4
저축성	-26.6	-32.5	-13.0	-5.1	-4.8
지급률	45.2	64.4	86.0	85.3	83.5
보장성	35.5	39.2	39.4	41.6	44.4
저축성	50.3	86.4	137.4	136.4	132.4
성장성					
자산 성장률	13.5	5.2	4.2	2.7	2.8
자본 성장률	33.5	-6.3	14.4	0.5	5.9
운용자산 성장률	12.6	6.7	3.7	2.6	2.9
책임준비금 성장률	13.2	6.5	2.6	2.8	2.6
순이익 성장률	3,289.1	-72.2	148.6	-29.4	49.7
운용자산이익률	3.6	2.8	3.3	3.2	3.0

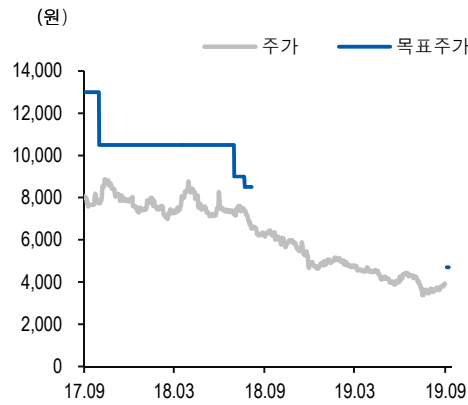
자료: 유안타증권

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	30,274	31,855	33,193	34,080	35,039
운용자산	25,977	27,728	28,754	29,501	30,357
현금 및 예치금	1,376	1,435	1,333	1,349	1,387
유가증권	20,125	21,035	21,755	22,262	22,847
대출채권	4,123	4,909	5,177	5,400	5,648
부동산	353	349	488	490	475
비운용자산	1,428	1,266	1,261	1,260	1,260
특별계정자산	2,869	2,861	3,178	3,319	3,423
부채	27,890	29,620	30,636	31,510	32,317
책임준비금	24,481	26,076	26,757	27,495	28,197
계약자지분조정	23	11	25	25	26
기타부채	318	372	695	741	761
특별계정부채	3,067	3,161	3,159	3,250	3,333
자본	2,384	2,234	2,557	2,570	2,722
자본금	807	807	807	807	807
자본잉여금	464	464	464	464	464
이익잉여금	892	887	967	1,029	1,121
자본조정	-61	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계액	283	138	381	331	391
신종자본증권	0	0	0	0	0

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Valuation					
PER	3.4	12.3	5.0	7.0	4.7
PBR	0.27	0.28	0.25	0.25	0.23
배당수익률	9.2	2.5	6.4	4.6	6.9
주당지표					
EPS	1,183	329	819	578	864
BPS	15,297	14,336	16,405	16,487	17,467
DPS	360	100	250	180	270
수익성					
ROE	8.8	2.2	5.3	3.5	5.1
ROA	0.65	0.17	0.39	0.27	0.39
자본비용					
RBC 비율	211.2	205.5	236.3	231.7	237.7
지급여력금액	2,381	2,340	2,916	2,936	3,097
지급여력기준금액	1,127	1,139	1,234	1,267	1,303
배당성향	29.5	28.5	29.2	29.3	30.0

자료: 유안타증권

동양생명 (082640) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-23	BUY	4,700	1년		
	담당자변경				
2019-08-10	1년 경과 이후		1년	-56.62	-
2018-08-10	HOLD	8,500	1년	-42.24	-
2018-07-20	BUY	9,000	1년	-41.47	-15.44
2017-10-20	BUY	10,500	1년	-26.23	-15.62
2017-01-31	BUY	13,000	1년	-24.49	-14.62

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)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-18

※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: 정태준)
- 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.