

동양생명 (082640)

보험/증권

정태준 CFA



02 3770 5585

taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	5,000원 (M)
현재주가 (11/19)	4,030원
상승여력	24%

시가총액	6,551억원
총발행주식수	161,358,585주
60일 평균 거래대금	3억원
60일 평균 거래량	80,957주
52주 고	5,900원
52주 저	3,390원
외인지분율	83.99%
주요주주	Anbang Life Insurance Co., Ltd. 외 3 인 75.36%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.7	16.8	(31.2)
상대	4.7	4.2	(33.4)
절대(달러환산)	11.3	21.5	(33.3)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	1,250	22.5	22.4	1,098	13.8
영업이익	-57	N/A	N/A	-35	N/A
세전이익	-44	N/A	N/A	-23	N/A
당기순이익	-32	N/A	N/A	-17	N/A

자료: 유안타증권

[생명보험 최선호주] 경상이익 성장은 지속된다

투자의견 BUY, 목표주가 5,000원 유지

내년 이익은 올해 대비 39.7% 감소한 890억원 예상. 그러나 올해 자회사 매각익(세후 652억원) 제외한 경상이익은 8.1% 증가할 전망이다.

내년 증익 폭 추정치가 한 자리 수에 그치는 이유는 1) 3분기 때 연금상품 판매 확대로 수입보험료가 한 단계 상승함에 따라 올해 경상이익이 급증했고 2) 그에 따라 내년에는 비용 요소인 책임준비금 전입액이 크게 증가할 것이기 때문. 그러나 그로 인해 운용자산 성장이 회복될 것이기 때문에 종합적으로 수익성은 개선된 것이라는 판단. 운용자산이익률은 자산다변화 확대 압력 완화에 따른 고이원 자산 비중 확대에 3.2%로 방어할 수 있을 전망이다.

이번 연금상품은 월납 상품이라서 양적 성장 자체는 올해까지의 전략이더라도 수입보험료의 수준 자체는 상승한 채로 지속될 전망이다. 따라서 책임준비금 전입액은 내년에는 올해 대비 크게 증가하겠으나 내후년에는 일시납 만기도래 효과가 다시 나타나며 감소세로 돌아설 것으로 예상

투자의견 BUY와 목표주가 5,000원 및 생명보험 내 최선호주 입장 유지. 1) 자본적정성에 대한 부담이 적고 2) 이미 이익 저점을 겪은 뒤 증익 구간에 있으며 3) 내후년에는 책임준비금 전입액이 다시 감소하며 두 자리 수 성장세를 회복할 전망이다.

자본적정성과 배당정책 점검

자본적정성 당사는 과거 고금리 저축성보험 경쟁에 적극적으로 참여하지 않아 타사 대비 손실계약에 대한 부담이 적은 편. 이에 더불어 고정금리형 저축성보험의 비중뿐만 아니라 규모 자체가 축소되고 있기 때문에 자본적정성에 대한 우려는 제한적이라는 판단.

배당정책 당사는 과거 올해까지 배당성향 30%를 유지하겠다고 공시. 또한 최근 자회사 매각익 세후 652억원을 배당재원으로 활용하겠다고 발표. 당사는 당초 올해 매각익의 전액 배당을 예상했으나 1) 배당수익률의 평탄화와 2) 자본 확충을 권고하는 당국의 기조에 따라 2년에 걸친 배당 가능성이 더 크다고 판단. 따라서 올해-내년 주당배당금을 230원-240원으로 추정.

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019E	2020E
수입보험료	5,137	4,263	4,674	4,763
영업이익	166	-13	146	72
당기순이익	184	51	147	89
PER (배)	3.6	12.8	4.4	7.4
PBR (배)	0.27	0.29	0.25	0.25
ROE (%)	8.8	2.2	6.1	3.4
ROA (%)	0.65	0.17	0.45	0.26

자료: 유안타증권

2020 년 실적 YoY 비교

(단위: 십억원, %, %pt)

	2019E	2020E	YoY	비고
보험영업수익	4,741	4,825	1.8	
수입보험료	4,674	4,763	1.9	
보장성	2,140	2,215	3.5	자본적정성 우려 완화로 보장성 신계약 추진 가능
저축성	2,534	2,548	0.6	연금상품 판매 강화는 올해까지
재보험수익	67	62	-7.9	
보험영업비용	4,359	4,237	-2.8	
지급보험금	3,545	3,432	-3.2	일시납 저축성보험 만기도래 지속
재보험비용	73	67	-8.1	
사업비	380	419	10.1	보장성 신계약비 증가
신계약상각비	359	317	-11.7	전체 신계약은 감소
할인료	2	2	16.5	
보험손익	382	588	54.1	연금 판매 강화로 3Q19 이후 수입보험료 상승
투자손익	981	993	1.2	운용자산 성장 회복+운용자산이익률 방어
책임준비금전입액	1,217	1,509	24.0	저축성 수입보험료 상승에 따른 증가
영업이익	146	72	-50.5	
영업외손익	48	50	5.4	
세전이익	194	123	-36.7	
법인세비용	46	34	-27.1	
당기순이익	147	89	-39.7	경상이익(2019E 823억원) 기준 +8.1% YoY
수입보험료 구성				
보장성	45.8	46.5	0.7	
저축성	54.2	53.5	-0.7	
지급률	75.9	72.1	-3.8	
보장성	40.9	42.0	1.1	
저축성	105.5	98.2	-7.3	일시납 저축성보험 만기도래 지속
운용자산이익률	3.3	3.2	-0.1	매각익 소멸에도 고이원 자산 확대에 방어 예상

자료: 유안타증권 리서치센터

분기별 이익 전망

(단위: 십억원)

	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E	2021E
보험손익	160	144	171	113	382	588	604
투자손익	266	239	250	238	981	993	983
책임준비금전입액	388	375	378	368	1,217	1,509	1,459
영업이익	38	9	42	-18	146	72	128
영업외손익	13	13	13	13	48	50	50
세전이익	51	22	55	-5	194	123	178
당기순이익	37	16	40	-4	147	89	129

자료: 유안타증권 리서치센터

동양생명 (082640) 추정재무제표 (K-IFRS)

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
보험영업수익	5,191	4,325	4,741	4,825	4,755
수입보험료	5,137	4,263	4,674	4,763	4,694
보장성	1,766	1,986	2,140	2,215	2,230
저축성	3,371	2,277	2,534	2,548	2,464
재보험수익	54	62	67	62	61
보험영업비용	3,115	3,529	4,359	4,237	4,151
지급보험금	2,322	2,745	3,545	3,432	3,348
재보험비용	61	70	73	67	66
사업비	385	359	380	419	427
신계약상각비	346	354	359	317	308
할인료	2	1	2	2	2
보험손익	2,076	796	382	588	604
투자손익	935	783	981	993	983
책임준비금전입액	2,845	1,592	1,217	1,509	1,459
영업이익	166	-13	146	72	128
영업외손익	76	82	48	50	50
세전이익	241	69	194	123	178
법인세비용	57	18	46	34	49
당기순이익	184	51	147	89	129

주요 경영지표	(단위: %)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수입보험료 구성					
보장성	34.4	46.6	45.8	46.5	47.5
저축성	65.6	53.4	54.2	53.5	52.5
수입보험료 성장률	-15.8	-17.0	9.6	1.9	-1.5
보장성	17.1	12.4	7.8	3.5	0.7
저축성	-26.6	-32.5	11.3	0.6	-3.3
지급률	45.2	64.4	75.9	72.1	71.3
보장성	35.5	39.2	40.9	42.0	45.2
저축성	50.3	86.4	105.5	98.2	95.0
성장성					
자산 성장률	13.5	5.2	6.5	5.3	5.2
자본 성장률	33.5	-6.3	16.2	0.0	5.9
운용자산 성장률	12.6	6.7	6.7	5.3	5.1
책임준비금 성장률	13.2	6.5	4.7	5.5	5.1
순이익 성장률	3,289.1	-72.2	187.4	-39.7	45.3
운용자산이익률	3.6	2.8	3.3	3.2	3.0

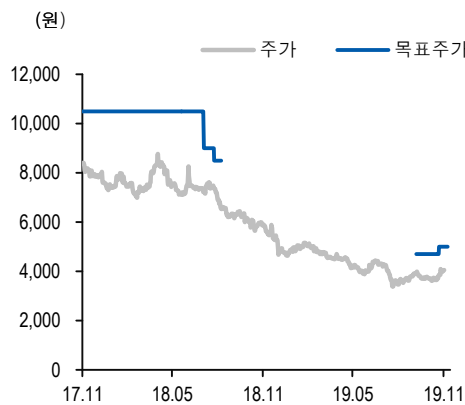
자료: 유안타증권

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	30,274	31,855	33,913	35,706	37,547
운용자산	25,977	27,728	29,586	31,154	32,743
현금 및 예치금	1,376	1,435	1,386	1,447	1,521
유가증권	20,125	21,035	22,385	23,509	24,642
대출채권	4,123	4,909	5,327	5,703	6,092
부동산	353	349	488	495	487
비운용자산	1,428	1,266	1,245	1,237	1,234
특별계정자산	2,869	2,861	3,082	3,316	3,570
부채	27,890	29,620	31,317	33,110	34,797
책임준비금	24,481	26,076	27,295	28,804	30,263
계약자지분조정	23	11	31	33	34
기타부채	318	372	848	950	1,007
특별계정부채	3,067	3,161	3,144	3,324	3,493
자본	2,384	2,234	2,596	2,597	2,750
자본금	807	807	807	807	807
자본잉여금	464	464	464	464	464
이익잉여금	892	887	990	1,041	1,130
자본조정	-61	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계액	283	138	397	346	410
신종자본증권	0	0	0	0	0

주요 투자지표	(단위: 배, %, 원, 십억원)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Valuation					
PER	3.6	12.8	4.4	7.4	5.1
PBR	0.27	0.29	0.25	0.25	0.24
배당수익률	8.9	2.5	5.7	5.9	6.4
주당지표					
EPS	1,183	329	946	571	830
BPS	15,297	14,336	16,656	16,661	17,641
DPS	360	100	230	240	260
수익성					
ROE	8.8	2.2	6.1	3.4	4.8
ROA	0.65	0.17	0.45	0.26	0.35
자본비용					
RBC 비율	211.2	205.5	224.0	213.4	214.0
지급여력금액	2,381	2,340	2,921	2,930	3,091
지급여력기준금액	1,127	1,139	1,304	1,373	1,444
배당성향	29.5	28.5	23.4	39.5	30.0

자료: 유안타증권

동양생명 (082640) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-11-20	BUY	5,000	1년		
2019-11-08	BUY	5,000	1년		
2019-09-23	BUY	4,700	1년	-20.16	-15.00
2019-08-10	담당자변경				
	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

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)	85.3
Hold(중립)	14.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-11-17

※ 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.