

# 동양생명 (082640)



## 4분기 보험이익 양호, 부담 없는 금리 수혜주

### 2020F 순이익 1,167억원(YoY -23.0%, ROE 4.1%) 추정

동양생명보험의 2020F 순이익은 1,167억원(ROE 4.1%)으로 전년 대비 -23.0% 감소할 것으로 전망한다. 전년 대비 손익이 감소하는 이유는 주로 2019년 자회사 매각익(약 860억원) 실현에 따른 기저효과이며, 이를 제외한 정상적인 보험이익은 COVID-19으로 영향으로 전년 대비 +46.9% 개선된 2,586억원을 기록할 것으로 추정된다. 4분기 순이익은 88억원으로 전년 대비 흑자전환, 전분기 대비해서는 -60.7% 감소할 것으로 전망한다. 3분기와 마찬가지로 COVID-19에 따른 사회적 거리 두기 강화 영향으로 위험손해율은 유사한 흐름(78.2%, YoY -10.7%p, QoQ +1.3%p)을 보일 것이나, 3분기 시장금리 하락에 따라 변액보증준비금 적립액이 전분기 대비 소폭 증가하고, 투자손익이 다소 둔화되며 이자율차손익이 감소할 것으로 예상되기 때문이다.

### 부담 없는 금리 상승 수혜주 중 하나

하나금융투자에서는 올해 시장금리의 상승을 전망하고 있다. 시장금리 상승은 생명보험사의 신규투자이원 개선으로 이어져 보유이원 방어에 유리하게 작용되고 변액보증준비금 적립 부담이 완화되어 단기 손익 측면에서 호재이며, LAT 등 보험부채 시가평가 관련 불확실성도 완화된다. 한편, 동사는 비교적 낮은 변액보험 비중과 금리 고정형 보험부채 비중으로 인해 금리 상승 최대 수혜주로 대표되지는 않지만, 업종 내 대표주들의 주가에 금리 상승 기대감이 크게 반영되며 이익 체력 대비 Valuation 부담이 점증하는 가운데 동사의 주가는 이들의 절반 수준이다.

### 매수(BUY) 의견 제시하며, 목표주가 4,900원으로 상향

동양생명보험에 대해 투자이견 매수(BUY) 유지하며 목표주가는 4,900원으로 상향한다. 목표주가 변경 배경은 주로 하나금융투자 글로벌투자전략팀의 시장금리 전망 상향과 이익 추정치 변경으로 Sustainable ROE를 상향한 데 기인한다. 12MF BVPS는 17,791원, Sustainable ROE는 2021F ROE에 동사의 규모 열위를 감안하여 -20% 할인을 적용한 2.6%이며, Target P/B는 0.3x, P/E 7.5x이다.

### Earnings Preview

**BUY**

| TP(12M): 4,900원 | CP(01월11일): 4,070원

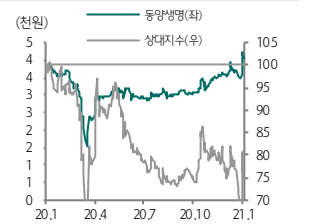
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,148.45
52주 최고/최저(원)	4,200/1,565
시가총액(십억원)	656.7
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	161,358.6
60일 평균 거래량(천주)	415,818.4
60일 평균 거래대금(십억원)	1.6
20년 배당금(예상, 원)	277
20년 배당수익률(예상, %)	6.81
외국인지분율(%)	83.79
주요주주 지분율(%)	
DaiLifeInsurance Co., Ltd.외 3인	75.37
주가상승률	1M 6M 12M
절대	12.6 39.4 8.8
상대	(0.9) (4.8) (23.7)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	4,695	4,721
영업이익(십억원)	100	98
순이익(십억원)	111	116
EPS(원)	687	717
BPS(원)	18,220	18,675

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
수입보험료	십억원	5,120	5,472	5,892	5,778	5,869
영업이익	십억원	-13	161	113	100	116
세전이익	십억원	69	199	153	137	152
당기순이익	십억원	51	152	117	102	112
EPS	원	329	972	749	652	722
(증감률)	%	-81.8	195.3	-23.0	-12.9	10.7
P/E	배	14.5	4.1	5.4	6.2	5.6
P/B	배	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
ROA	%	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE	%	2.2	6.3	4.1	3.3	3.6
BPS	원	14,336	16,690	17,335	17,791	18,296
DPS	원	100	230	280	200	220
배당수익률	%	2.1	5.8	6.8	4.8	5.3



Analyst 이홍재  
02-3771-7515  
leehj612@hanafn.com

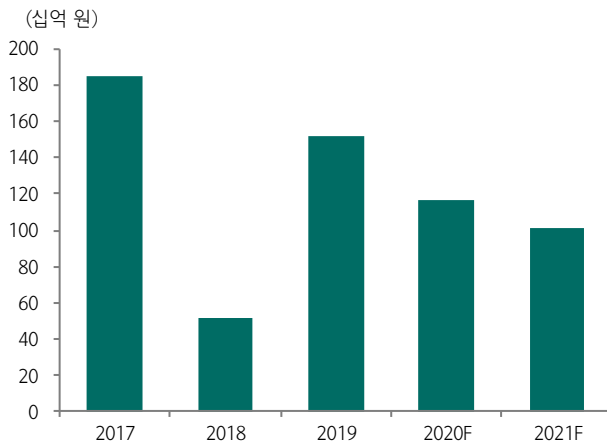
표 1. 분기별 주요 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	QoQ	YoY
수입보험료	1,158	1,139	1,347	1,827	1,184	1,334	1,424	1,950	36.9%	6.7%
일반계정	1,088	1,050	1,285	1,103	1,029	1,148	1,387	1,228	-11.4%	11.4%
특별계정	70	89	62	725	155	186	38	722	1814.8%	-0.4%
보험이익	43	51	61	21	49	62	75	73	-2.7%	245.6%
사차손익	21	18	20	14	27	24	29	28	-4.9%	100.3%
위험보험료	124	124	124	125	124	125	126	127	0.7%	2.0%
사고보험금	102	106	104	111	97	101	97	99	2.4%	-10.2%
위험손해율	82.6%	85.1%	83.5%	88.9%	78.4%	80.6%	76.9%	78.2%	1.3%p	-10.7%p
비차손익	22	33	40	7	22	38	46	45	-1.2%	522.1%
예정사업비	207	208	213	214	216	216	215	215	-0.4%	0.4%
실제사업비	186	176	172	206	194	178	170	169	-0.2%	-18.0%
사업비율	16.0%	15.4%	12.8%	11.3%	16.4%	13.4%	11.9%	8.7%	-3.2%p	-2.6%p
이자율차 Spread	3.35%	3.13%	4.39%	2.73%	4.01%	2.73%	2.55%	2.60%	0.05%p	-0.13%p
운용자산이익률	3.79%	3.77%	3.74%	3.71%	3.71%	3.71%	3.65%	3.61%	-0.04%p	-0.10%p
부채 부담금리	-0.44%p	-0.64%p	0.65%p	-0.98%p	0.30%p	-0.98%p	-1.11%p	-1.02%p	0.09%p	-0.04%p
보험손익	-69	6	254	72	-115	56	249	126	-49.5%	75.6%
보험영업수익	1,105	1,067	1,302	1,120	1,048	1,165	1,405	1,246	-11.3%	11.3%
보험영업비용	1,173	1,061	1,048	1,048	1,163	1,110	1,156	1,121	-3.0%	6.9%
투자손익	233	221	316	199	293	202	193	200	3.5%	0.5%
책임준비금전입액	126	193	439	312	106	241	422	323	-23.5%	3.4%
영업이익	38	34	131	-42	72	17	21	3	-85.2%	-107.3%
영업외손익	11	12	13	2	12	11	9	9	-0.9%	329.4%
세전이익	49	46	144	-39	84	28	30	12	-59.6%	-130.3%
당기순이익	37	34	109	-28	64	22	22	9	-60.7%	-131.3%
자산총계	32,513	32,951	33,619	33,948	34,049	34,673	35,572	35,904	0.9%	5.8%
운용자산	28,089	28,564	29,331	29,233	29,496	30,095	30,776	31,038	0.9%	6.2%
부채총계	30,130	30,401	30,916	31,347	31,583	32,007	32,490	32,857	1.1%	4.8%
책임준비금	26,203	26,396	26,835	27,154	27,260	27,502	27,923	28,246	1.2%	4.0%
자본총계	2,383	2,549	2,702	2,601	2,466	2,667	3,082	3,048	-1.1%	17.2%

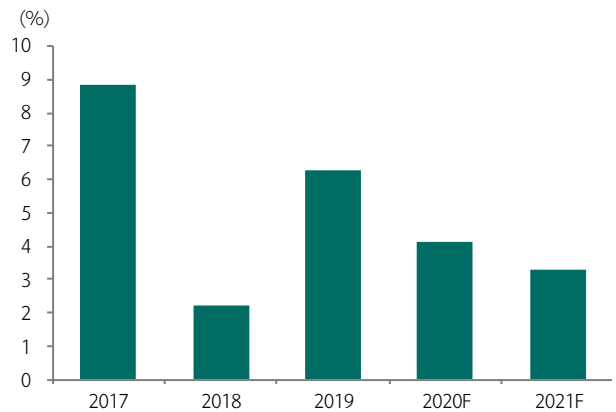
자료: 동양생명, 하나금융투자

그림 1. 연간 순이익 추정



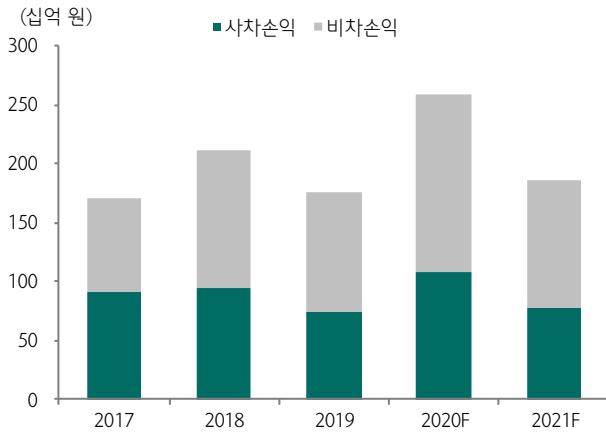
자료: 동양생명, 하나금융투자

그림 2. 연간 ROE 추정



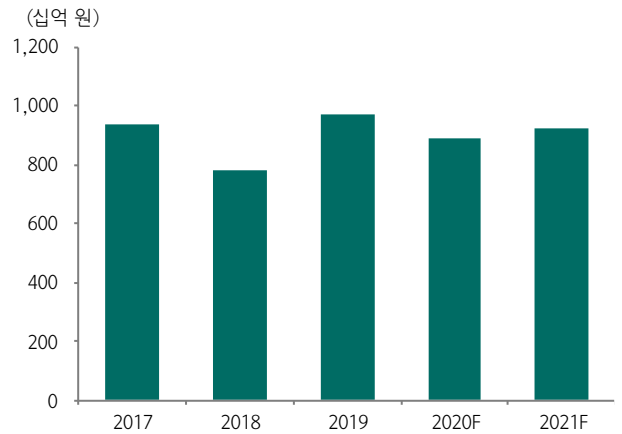
자료: 동양생명, 하나금융투자

그림 3. 연간 보험이익 추정



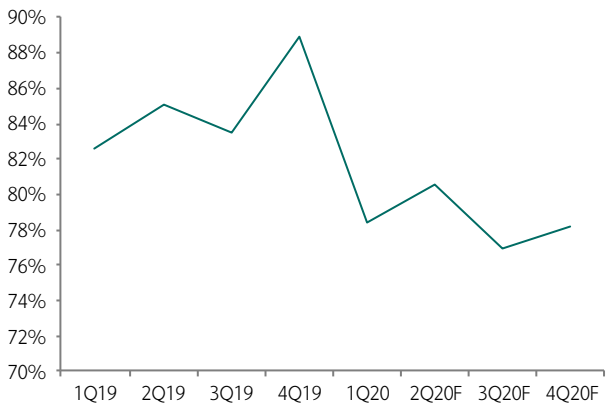
자료: 동양생명, 하나금융투자

그림 4. 연간 투자손익 추정



자료: 동양생명, 하나금융투자

그림 5. 2020F 분기별 위험손해율 추정



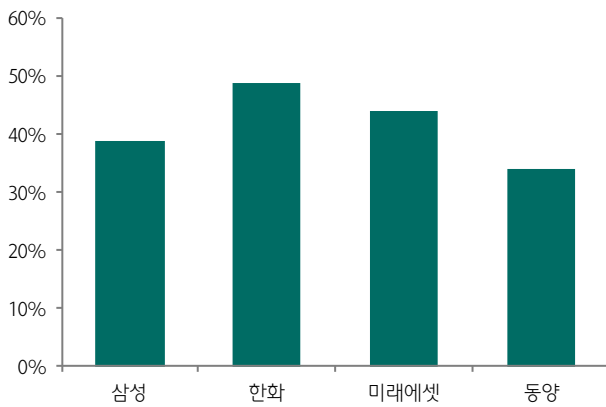
자료: 동양생명, 하나금융투자

그림 6. 2020F 분기별 운용자산이익률 추정



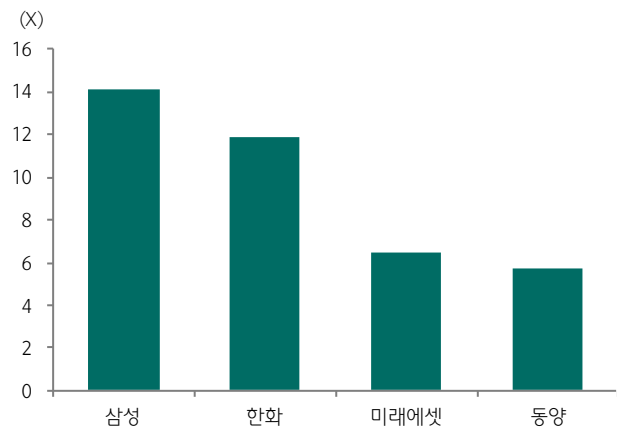
자료: 동양생명, 하나금융투자

그림 7. 주요 생명보험사 금리 고정형 보험부채 비중



주: 2020년 3분기말  
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 8. 주요 생명보험사 12MF P/E 비교



주: FnGuide 컨센서스, 2020.01.11 종가 기준  
자료: Quantivise, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억 원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>수입보험료</b>	<b>5,120</b>	<b>5,472</b>	<b>5,892</b>	<b>5,778</b>	<b>5,869</b>
일반계정	4,263	4,526	4,792	4,787	4,876
특별계정	857	946	1,100	991	993
<b>보험이익</b>	<b>211</b>	<b>176</b>	<b>259</b>	<b>185</b>	<b>183</b>
사업비차손익	117	102	151	107	100
위험률차손익	94	74	108	78	83
<b>보험영업손익</b>	<b>796</b>	<b>263</b>	<b>316</b>	<b>182</b>	<b>227</b>
보험영업수익	4,325	4,594	4,864	4,862	4,955
보험료수익	4,263	4,526	4,792	4,787	4,876
재보험수익	62	68	72	75	80
보험영업비용	3,529	4,331	4,548	4,680	4,728
지급보험금	2,745	3,500	3,731	3,862	3,889
재보험비용	70	73	77	82	88
사업비	359	389	371	359	367
(이연신계약비)	-369	-351	-340	-314	-317
신계약비	520	526	516	475	480
유지비	208	214	196	198	204
신계약상각비	354	367	359	371	379
할인료	1	2	11	5	5
<b>투자영업손익</b>	<b>783</b>	<b>968</b>	<b>889</b>	<b>922</b>	<b>933</b>
<b>책임준비금전입액</b>	<b>1,592</b>	<b>1,070</b>	<b>1,091</b>	<b>1,004</b>	<b>1,044</b>
<b>영업이익</b>	<b>-13</b>	<b>161</b>	<b>113</b>	<b>100</b>	<b>116</b>
영업외손익	82	37	41	37	36
세전이익	69	199	153	137	152
법인세비용	18	47	37	36	40
<b>당기순이익</b>	<b>51</b>	<b>152</b>	<b>117</b>	<b>102</b>	<b>112</b>

주요 지표 (1)

(단위: %)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>전년 대비 성장성</b>					
수입보험료	-13.3	6.9	7.7	-1.9	1.6
일반계정	-17.0	6.2	5.9	-0.1	1.9
보장	12.4	7.0	7.9	4.1	2.8
저축	-32.5	5.5	4.1	-4.0	1.0
특별계정	11.1	10.3	16.4	-9.9	0.2
변액	22.8	17.8	23.4	-9.9	0.7
퇴직	-16.8	-16.1	-18.7	-9.9	-4.2
사업비차손익	47.4	-13.1	48.0	-28.7	-6.8
위험률차손익	4.4	-21.0	45.4	-28.1	7.0
보험영업수익	-16.7	6.2	5.9	-0.0	1.9
보험영업비용	13.3	22.7	5.0	2.9	1.0
투자영업손익	-16.2	23.6	-8.2	3.8	1.2
책임준비금전입액	-44.1	-32.8	2.0	-8.0	4.0
세전이익	-71.2	186.6	-22.8	-10.5	10.7
당기순이익	-72.2	195.3	-23.0	-12.9	10.7
자산총계	5.2	6.6	5.8	3.4	3.7
부채총계	6.2	5.8	4.8	3.5	3.8
자본총계	-6.3	16.4	17.2	2.3	2.5
<b>수익성 지표</b>					
위험손해율	80.7	85.0	78.5	85.0	84.4
사업비율	14.2	13.5	12.1	11.6	11.7
투자수익률	3.0	3.5	3.0	3.0	2.9
부채 평균 부담이율	3.8	3.7	3.6	3.5	3.3
ROA	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE	2.2	6.3	4.1	3.3	3.6

자료: 하나금융투자

재무상태표	(단위: 십억 원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>자산총계</b>	<b>31,855</b>	<b>33,948</b>	<b>35,904</b>	<b>37,124</b>	<b>38,491</b>
운용자산	27,728	29,233	31,038	32,261	33,509
현금및예치금	1,435	1,209	810	834	867
유가증권	21,035	21,432	22,890	23,795	24,715
주식	556	391	324	337	350
채권	12,131	11,497	11,730	12,156	12,626
외화유가증권	6,165	6,694	6,661	6,885	7,151
기타	2,183	2,850	4,175	4,418	4,588
대출채권	4,909	6,266	7,006	7,288	7,570
부동산	349	327	331	343	357
비운용자산	1,266	1,333	1,298	1,324	1,351
미상각신계약비	771	756	771	786	802
특별계정자산	2,861	3,382	3,568	3,539	3,631
<b>부채총계</b>	<b>29,620</b>	<b>31,347</b>	<b>32,857</b>	<b>34,006</b>	<b>35,294</b>
책임준비금	26,076	27,154	28,246	29,250	30,295
보험료적립금	24,518	25,345	26,191	27,122	28,091
계약자지분조정	11	24	29	28	28
기타부채	372	794	1,046	1,215	1,365
특별계정부채	3,161	3,375	3,536	3,513	3,606
<b>자본총계</b>	<b>2,234</b>	<b>2,601</b>	<b>3,048</b>	<b>3,119</b>	<b>3,197</b>
자본금	807	807	807	807	807
자본잉여금	464	464	464	464	464
이익잉여금	887	1,025	1,063	1,134	1,213
자본조정	-61	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계액	138	366	429	429	429
신종자본증권	-	-	346	346	346

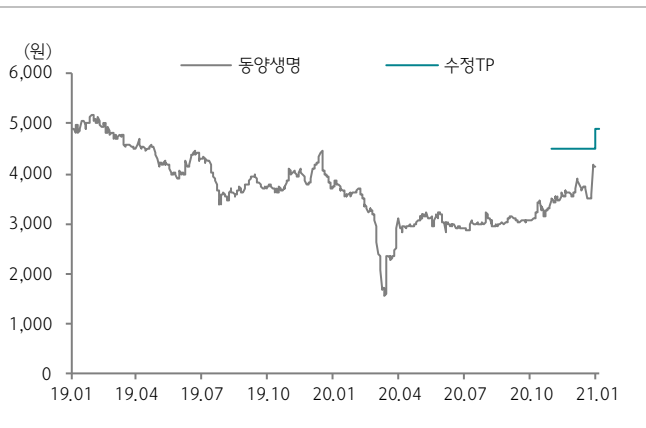
주요 지표 (2)

(단위: 십억 원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>보험료 구성</b>					
일반계정	4,263	4,526	4,792	4,787	4,876
보장	1,986	2,125	2,292	2,385	2,452
저축	2,277	2,402	2,500	2,401	2,424
특별계정	857	946	1,100	991	993
퇴직	668	787	971	875	882
변액	189	159	129	116	111
위험보험료	486	496	502	518	532
부가보험료	845	842	862	780	785
특별계정수입수수료	80	46	78	36	35
<b>신계약 APE</b>					
보장성	464	492	494	468	499
저축성	327	488	452	403	388
<b>운용자산 구성 (%)</b>					
현금및예치금	5.2	4.1	2.6	2.6	2.6
유가증권	75.9	73.3	73.7	73.8	73.8
대출채권	17.7	21.4	22.6	22.6	22.6
부동산	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>투자 지표</b>					
EPS (KRW)	329	972	749	652	722
BPS (KRW)	14,336	16,690	17,335	17,791	18,296
P/E (X)	14.5	4.1	5.4	6.2	5.6
P/B (X)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
DPS (KRW)	100	230	280	200	220
배당성향 (%)	30.4	23.7	37.0	30.0	30.0
배당수익률 (%)	2.1	5.8	6.8	4.8	5.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

동양생명



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.1.11	BUY	4,900		
20.11.10	BUY	4,500	-19.33%	-6.67%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.28%	6.72%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 01월 08일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이흥재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 1월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이흥재)는 2021년 1월 12일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%초과)

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어 진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.