

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

Company Data

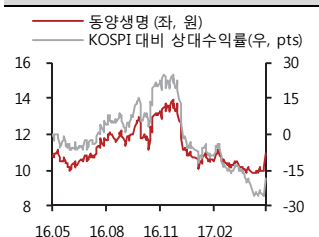
자본금	538 십억원
발행주식수	16,136 만주
자사주	542 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,767 십억원
주요주주	
Anbang Life Insurance Co., Ltd.(외2)	75.34%

외국인지분율	85.50%
배당수익률	1.80%

Stock Data

주가(17/05/26)	10,950 원
KOSPI	2355.3 pt
52주 Beta	0.57
52주 최고가	13,950 원
52주 최저가	9,840 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.9%	1.1%
6개월	-16.7%	-30.2%
12개월	0.5%	-16.5%

동양생명 (082640/KS | 중립(신규편입) | T.P 11,800 원(신규편입))

일시납을 통한 성장 전략에 불확실성 존재

동양생명은 2016 년 일시납을 통해 공격적인 성장을 이루었으며 올해도 유사한 전략을 통한 외형 및 이익 성장이 기대되었으나, 4Q16 의 시장금리 급등 및 향후 완만한 우상향 전망에 따라 전년대비 어려운 영업환경이 예상 손익 전망에 변동성이 존재할 것으로 판단한다. 1Q17 실적은 어닝 서프라이즈를 기록했으나, 이는 포트폴리오 재편 과정에서의 채권 매각이익이 반영된 결과로 향후 실적 안정성은 지켜볼 필요가 있는 것으로 판단한다.

일시납을 통한 성장 전략에 불확실성 존재하는 것으로 판단

동양생명은 중국 안방보험으로 최대주주가 변경된 후, 2016년 업계 최고 수준의 최저보증이율을 제시하는 양로보험 일시납을 통해 공격적인 성장을 이루었다. 이에 따라 육류 담보대출 관련 대규모 충당이 없었다면 2016년 2,700억원 수준의 세전이익 (+41% YoY) 달성이 가능했을 것으로 추정된다. 2017년 역시 유사한 전략을 통한 외형 및 이익 성장이 기대되었으나, 시장금리의 상승 (국채 3년 평균 금리 1Q17 1.67% vs. 2016년 1.44%) 및 완만한 우상향 전망에 따라 전년대비 어려운 영업환경이 예상돼 손익 전망에 변동성이 존재할 것으로 판단한다.

1Q17 순이익은 1,159억원 (+43.1% YoY)으로 어닝 서프라이즈를 기록했다. 육류담보 대출은 당분기까지 86% 수준의 충당금을 쌓아 불확실성이 상당부분 해소된 것으로 보인다. 다만 1Q17의 호실적은 운용자산 포트폴리오 재편 과정에서의 채권 매각이익 1,262 억원이 반영된 결과로, 전년동기대비의 일시납 감소를 감안하더라도 부진한 수준으로 보여 향후 실적 안정성을 지켜볼 필요가 있는 것으로 판단한다. 단 최대주주의 적극적인 지원 가능성이 높고, 여전히 배당매력도가 높다는 점은 긍정적으로 판단한다.

동양생명에 대해 투자의견 HOLD, 목표주가 11,800 원으로 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	4,026	4,230	6,675	5,450	5,082	4,850
YoY	%		5.1	57.8	-18.4	-6.7	-4.6
보험손익	십억원	937	1,152	3,418	2,008	1,556	1,257
투자손익	십억원	786	762	509	951	900	949
위험손해율	%	84.9	78.4	80.0	80.9	78.8	78.6
투자수익률	%	5.0	4.3	2.4	4.0	3.4	3.3
영업이익	십억원	158	158	-89	254	236	215
YoY	%		-0.4	적전	흑전	-7.4	-9.0
세전이익	십억원	200	193	-44	304	288	269
순이익	십억원	158	151	5	230	218	204
YoY	%		-4.6	-96.4	4,135.4	-5.3	-6.7
EPS	원	1,551	1,479	53	1,479	1,400	1,307
BPS	원	17,227	19,061	17,498	15,645	16,525	17,342
PER	배	6.9	7.9	238.3	7.4	7.8	8.4
PBR	배	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE	%	10.3	8.2	0.3	10.9	8.7	7.7
배당수익률	%	5.1	5.3	1.6	4.8	4.5	4.1

Valuation

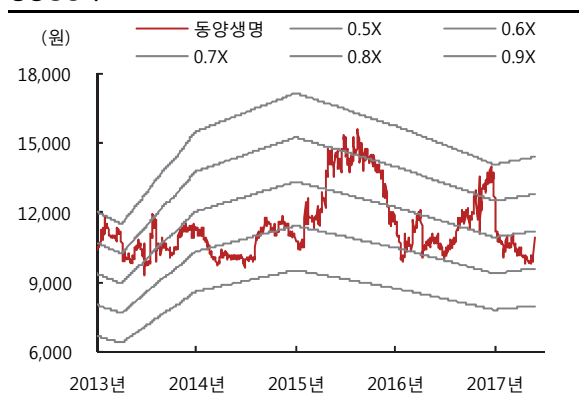
SK 증권은 동양생명의 12 개월 forward BPS 16,012 원에 목표 PBR 0.74X 를 적용한 11,800 원을 목표주가로 제시한다. 목표 PBR 은 향후 3 개년 기대 ROE 평균 9.1%를 COE 로 할인하여 산출한 이론적 PBR 0.92X 에 생명보험사의 자본 불확실성을 감안한 할인을 20%를 부여하였다.

동양생명의 목표주가 산출식

항목	동양생명	비고
자기자본비용 (%)	9.9	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.9	(d): 동양생명의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	9.1	(e): 동양생명의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.92	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	(20.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.74	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	16,012	(j): 동양생명의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	11,800	(k): (i)*(j)
현주가 (05/26, 원)	10,950	
상승여력 (%)	7.8	

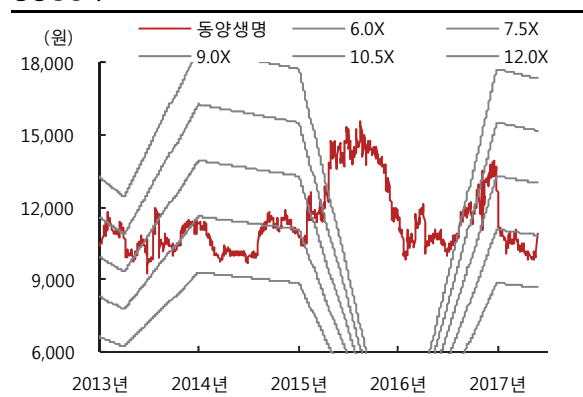
자료: SK 증권

동양생명의 PBR Band chart



자료: SK 증권

동양생명의 PER Band chart



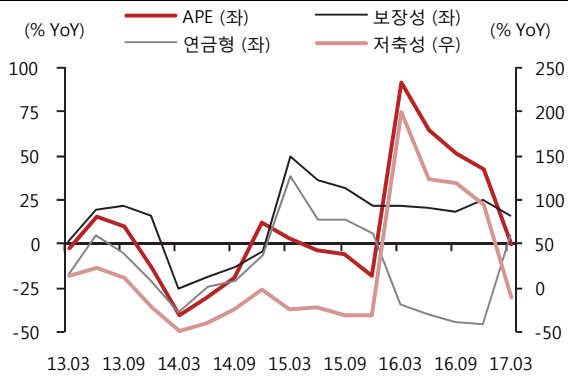
자료: SK 증권

분기별/연도별 동양생명 실적추정

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
수입보험료	2,034	1,677	1,494	1,470	1,647	1,321	1,153	1,329	6,675	5,450	5,082
보장성	382	383	398	415	432	409	422	436	1,578	1,699	1,797
연금형	142	132	119	118	111	119	118	117	512	466	460
저축성	1,444	1,125	957	757	1,013	754	593	590	4,282	2,950	2,481
퇴직	66	38	19	180	90	39	20	186	303	335	345
보험손익	1,226	928	754	510	708	537	393	369	3,418	2,008	1,556
보험영업수익	1,906	1,582	1,419	1,239	1,508	1,229	1,082	1,093	6,145	4,912	4,537
보험영업비용	680	654	664	729	800	692	689	723	2,728	2,904	2,981
투자손익	214	214	196	(116)	308	219	213	211	509	951	900
책임준비금전입액	1,359	1,066	908	683	884	690	556	575	4,016	2,705	2,221
영업이익	80	76	43	(289)	133	67	50	5	(89)	254	236
영업외이익	13	12	13	7	20	10	10	9	45	50	52
특별계정 수입수수료	13	14	15	10	12	12	12	12	52	48	50
세전이익	93	88	56	(281)	153	77	60	14	(44)	304	288
법인세비용	12	17	(10)	(68)	37	19	15	3	(50)	74	70
당기순이익	81	71	66	(213)	116	58	46	10	5	230	218
위험손해율 (%)	80.0	81.5	79.9	78.5	87.0	80.0	78.5	78.1	80.0	80.9	78.8
사업비율 (%)	8.8	9.5	10.7	12.0	11.3	12.5	13.7	14.0	10.1	12.8	14.1
투자수익률 (%)	4.3	4.1	3.6	(2.0)	5.3	3.6	3.4	3.3	2.4	4.0	3.4
ROE (%)	16.2	13.3	11.8	(41.8)	22.6	9.9	7.6	1.7	0.3	10.9	8.7

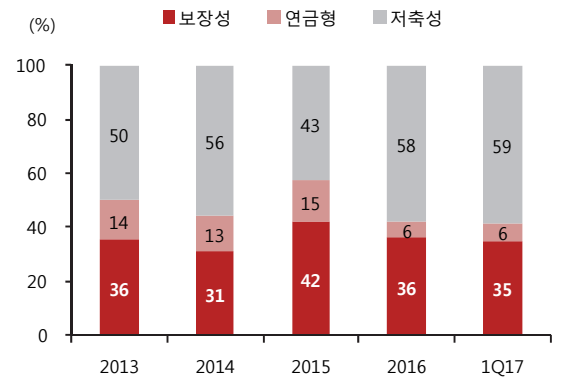
자료: 동양생명 SK 증권

동양생명의 보종별 APE 증가율



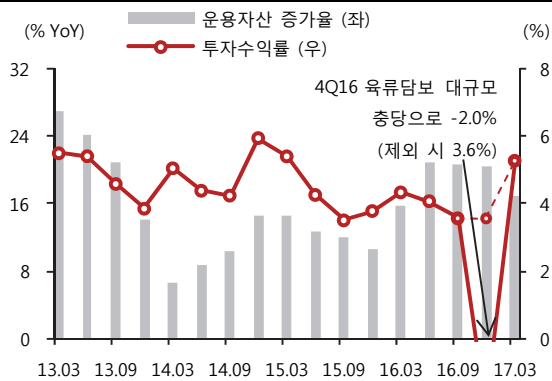
자료: 동양생명 SK 증권

동양생명의 보종별 APE 구성비



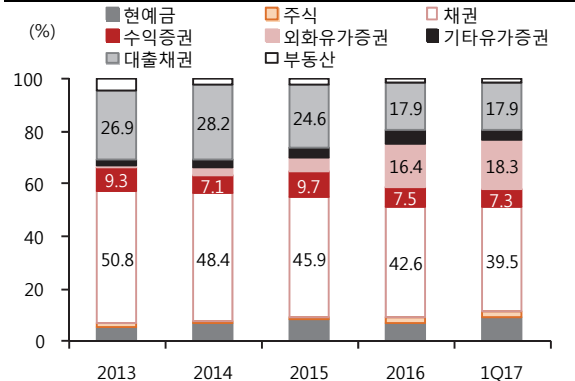
자료: 동양생명 SK 증권

동양생명의 운용자산 증가율 및 투자수익률



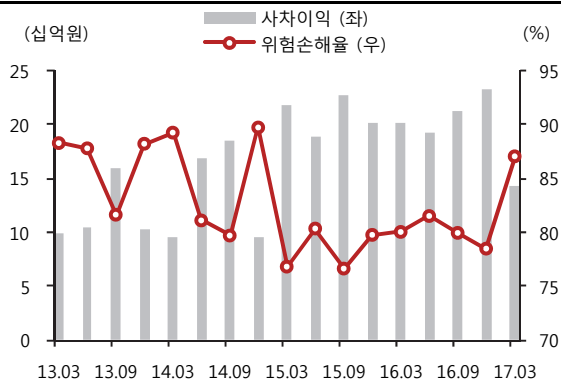
자료: 동양생명 SK 증권

동양생명의 운용자산 구성비



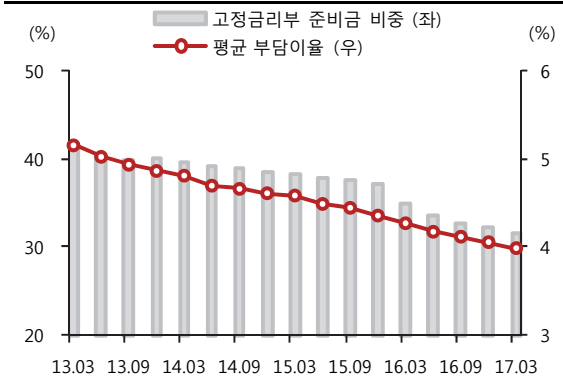
자료: 동양생명 SK 증권

동양생명의 위험손해율 및 사차이익 추이



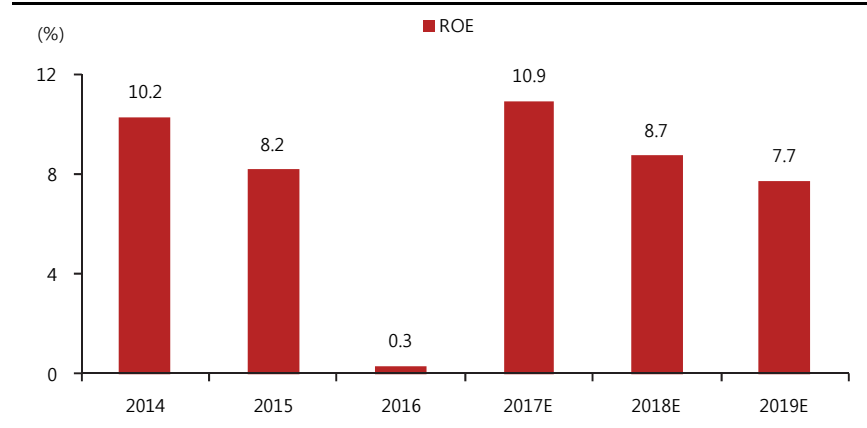
자료: 동양생명 SK 증권

동양생명의 고정금리 준비금 비중 및 부담이율 추이



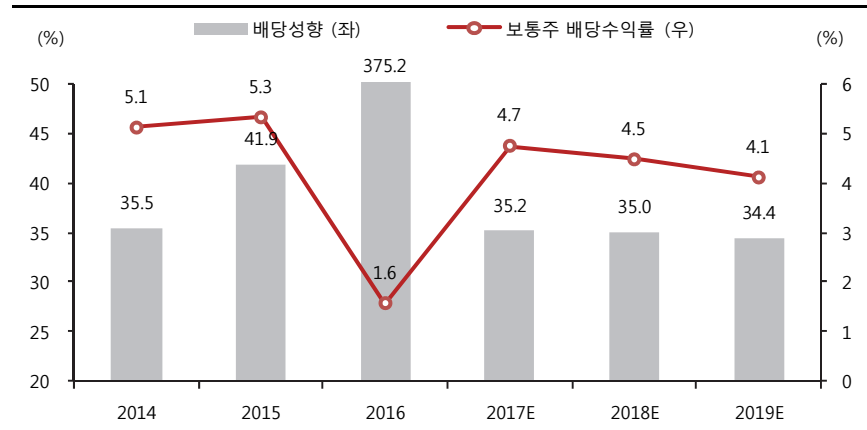
자료: 동양생명 SK 증권

동양생명의 연도별 ROE



자료: 동양생명, SK 증권

동양생명의 배당성향 및 배당수익률 전망



자료: WiseFn, SK 증권

투자의견변경

일시

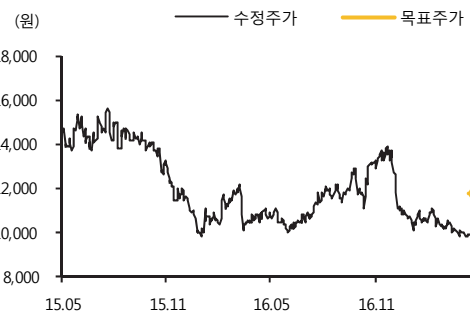
투자의견

목표주가

2017.05.29

중립

11,800원



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 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 29일 기준)

매수	93.88%	중립	6.12%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	19,163	23,073	25,732	27,954	30,054
현금 및 예치금	1,546	1,551	1,040	1,032	1,138
유가증권	12,535	17,035	19,995	21,876	23,536
주식	195	534	549	564	580
채권	8,801	9,822	10,804	11,668	12,485
수익증권	1,855	1,729	1,937	2,092	2,217
외화유가증권	1,072	3,789	5,684	6,479	7,127
기타유가증권	612	1,161	1,021	1,072	1,126
대출채권	4,723	4,132	4,278	4,535	4,816
부동산	359	356	419	511	564
비운용자산	978	1,057	1,268	1,331	1,398
특별계정자산	2,430	2,536	2,663	2,770	2,881
자산총계	22,571	26,666	29,663	32,055	34,332
책임준비금	17,615	21,634	24,343	26,567	28,562
보험료적립금	16,744	20,553	23,039	25,156	27,068
계약자지분조정	52	35	33	34	36
기타부채	443	547	77	24	90
특별계정부채	2,515	2,665	2,771	2,855	2,940
부채총계	20,625	24,880	27,224	29,480	31,629
지배주주지분					
자본금	538	538	807	807	807
자본잉여금	206	206	464	464	464
이익잉여금	786	728	938	1,075	1,202
자본조정	-61	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계	477	375	291	291	291
자본총계	1,946	1,786	2,438	2,576	2,703
부채와자본총계	22,571	26,666	29,663	32,055	34,332

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	4,230	6,675	5,450	5,082	4,850
일반계정	3,563	6,102	4,863	4,485	4,243
특별계정	667	573	587	597	607
보험손익	1,152	3,418	2,008	1,556	1,257
보험영업수익	3,599	6,145	4,912	4,537	4,297
보험료수익	3,563	6,102	4,863	4,485	4,243
재보험수익	36	43	49	51	54
보험영업비용	2,447	2,728	2,904	2,981	3,040
지급보험금	1,785	1,996	2,173	2,185	2,246
재보험비용	40	50	57	61	64
사업비	294	346	352	404	388
신계약비상각비	325	333	319	329	340
할인료	3	2	2	2	2
투자손익	762	509	951	900	949
책임준비금전입액	1,756	4,016	2,705	2,221	1,991
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	158	-89	254	236	215
영업외이익	35	45	50	52	54
특별계정 수입수수료	47	52	48	50	52
특별계정 지급수수료	1	0	0	1	1
세전이익	193	-44	304	288	269
법인세비용	42	-50	74	70	65
당기순이익	151	5	230	218	204
지배주주 순이익					

성장률

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	10.8	18.1	11.2	8.1	7.1
운용자산	10.6	20.4	11.5	8.6	7.5
특별계정자산	15.0	4.4	5.0	4.0	4.0
부채	10.8	20.6	9.4	8.3	7.3
책임준비금	11.1	22.8	12.5	9.1	7.5
자본	10.6	-8.2	36.5	5.6	4.9
수입보험료	5.1	57.8	-18.4	-6.7	-4.6
일반계정	9.2	71.3	-20.3	-7.8	-5.4
특별계정	-12.6	-14.1	2.5	1.7	1.7
순사업비	6.7	17.9	1.6	14.8	-3.9
투자영업이익	-3.0	-33.2	86.9	-5.4	5.4
세전이익	-3.7	-122.9	-788.8	-5.4	-6.7
순이익	-4.6	-96.4	4,135.4	-5.3	-6.7
지배주주 순이익					

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	50.1	32.7	44.7	48.7	52.9
위험손해율	78.4	80.0	80.9	78.8	78.6
사업비용율	14.5	10.1	12.8	14.1	14.3
투자이익률	4.3	2.4	4.0	3.4	3.3
수익성 (%)					
ROE	8.2	0.3	10.9	8.7	7.7
ROA	0.7	0.0	0.8	0.7	0.6
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,479	53	1,479	1,400	1,307
보통주 BPS	19,061	17,498	15,645	16,525	17,342
보통주 DPS	620	200	520	490	450
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	7.9	238.2	7.4	7.8	8.4
보통주 PBR (배)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
배당성향	41.9	375.2	35.2	35.0	34.4
보통주 배당수익률	5.3	1.6	4.7	4.5	4.1

자료 : SK증권 추정