2012.11.14

대신증권 Daishin Securities

대신증권 강승건의

생명보험산업

Prospective

저금리 부담을 반영하여 목표주가 하향

FY12년 2분기 순이익은 4,539억원으로 전년동기대비 급증, 기저효과 때문임

FY12년 2분기 순이익은 전년동기대비 크게 증가하였지만 이는 유럽재정위기가 부각된 지난 2분기의 부진한 이익 때문이다. 우리는 생명보험 3사의 목표주가를 하향조정한다. 저금리기조가 2013~2014년까지도 이어질 것으로 전망됨에 따라 이자차 스프레드 마진 축소를 반영하여 이익 전망치를 하향하였기 때문이다.

FY12년 2분기 생명보험사 실적의 특징

1) 즉시연금 등 일시납 보험료 증가로 수입보험료 증가율 급등
2) 계절적요인 반용으로 위험손해율 상승/ 매출 증가에 따른 사업비율 하락
3) 보장성 신계약 APE는 아직 회복되지 못하고 있음
4) RBC 산출 기준 강화에도 불구하고 즉시연금 판매에 따른 금리 Risk 축소와 채권평가이익 증가로 RBC 비율은 오히려 개선되었음

보험산업의 궁금증을 해결해 드립니다

강승건 769.3096 cygun101@daishin.com

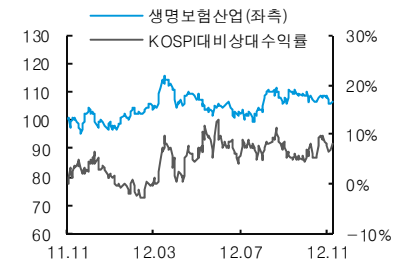
Overweight [비중확대, 유지]

Rating & Target

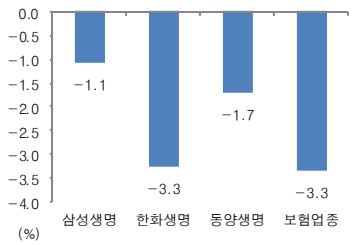
종목명	투자의견	목표주가
삼성생명	Buy	110,000 원
한화생명	Buy	9,300 원
동양생명	Market Perform	13,000 원

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-1.7	-1.1	-2.5	7.4
상대수익률	0.3	1.2	-0.3	5.9

Industry vs KOSPI composite



주요 생명보험사 11월 수익률



FY12년 2분기 순이익 4,539억원. 기저효과로 전년동기대비 크게 상승 ▶ 03p참고

생명보험 3사의 FY12 2분기 당기순이익은 4,539억원으로 전년동기대비 263.1% 급증하였다. 이는 기저효과 때문이며 경상적 이익 수준을 감안할 때 기대치 대비 소폭 증가한 수준이다. 2분기의 성장 및 이익 측면에서는 한화생명이 가장 우수한 실적을 시현한 것으로 평가된다. 암보험 판매 호조로 보장성 신계약 APE가 3사중 유일하게 성장하였으며 일회성비용(성과급 400억원, 실손담보 준비금 추가적립 120억원, 퇴직급여 충당금 추가적립 150억원)에도 불구하고 높은 투자 수익률 시현으로 시장기대치를 넘어서는 이익을 시현하였기 때문이다.

생명보험 3사 목표주가 하향 ▶ 07p참고

저금리 기조가 장기화되며 이자차 스프레드 마진 축소를 반영하여 이익 전망치를 하향하였다. 삼성생명의 FY12년과 FY13년 이익 전망치를 각각 9.0%, 25.4% 하향하며 한화생명의 이익 전망치를 각각 2.0%, 18.0% 하향하고 동양생명의 이익 전망치를 각각 6.2%, 15.9% 하향한다. 이에 따라 각사의 목표주가를 삼성생명 110,000원, 한화생명 9,300원, 동양생명 13,000원으로 하향한다.

[Contents]

03 **생명보험 3사 FY12년 2분기 실적 Review**

04 **FY12년 2분기 실적 Check point**

– 순이익 급증의 원인은 기저효과

– RBC 산출기준 강화에도 RBC 비율 상승

– 위험손해율 상승/사업비율 하락

07 **실적전망 및 Valuation**

09 **생명보험산업의 분기별 Key Driver**

17 **[기업분석]**

삼성생명

한화생명

동양생명

Ⅰ. 생명보험 3사 FY12 2분기 실적 Review

FY12 2 분기 순이익 4,539 억원으로 전년동기대비 크게 증가

생명보험 3사의 FY12 2분기 당기순이익은 전년동기 대비 263.1% 증가 원인은

1) 기저효과

2)일시납증가에 따른 비차 증가

생명보험 3사의 FY12 2분기 당기순이익은 4,539억원으로 전년동기대비 263.1% 급증하였다. 이는 기저효과 때문이며 경상적 이익 수준을 감안할 때 기대치 대비 소폭 증가한 수준이다. FY11년 2분기에는 유럽 재정위기가 부각되며 한국의 CDS 프리미엄이 급상승하였고 주식시장의 급락으로 해외유가증권 및 보유 유가증권의 평가손실이 이익을 큰 폭으로 감소시켰기 때문이다.

신계약 APE는 암보험을 적극적으로 판매한 한화생명만이 전년동기 대비 보장성 APE가 성장하였고 삼성생명과 동양생명은 지난 분기에 이어 역성장을 시현하였다. 다만 2012년 세제개편안 발표의 영향으로 즉시연금의 판매가 급증하였으며 고액자산가에 선호되는 삼성생명의 연금 APE는 크게 성장하였다.

수익성측면에서는 계절적인 요인과 일부 준비금 적립 이슈로 위험손해율은 크게 상승하였으나 일시납 보험 및 즉시연금 판매 호조로 사업비율은 하락하며 보험손익은 큰 폭으로 개선되었다. 투자부분에서는 지난해 반영되었던 대손충당금 및 유가증권 평가손실이 환입되며 동양생명을 제외하고는 양호한 실적을 시현한 것으로 평가된다.

생명보험 3사 중 한화생명의 2분기 실적이 가장 우수한 것으로 평가

2분기의 성장 및 이익 측면에서는 한화생명이 가장 우수한 실적을 시현한 것으로 평가된다. 암보험 판매 호조로 보장성 신계약 APE가 3사중 유일하게 성장하였으며 일회성비용(성과급 400억원, 실손담보 준비금 추가적립 120억원, 퇴직급여 충당금 추가적립 150억원)에도 불구하고 높은 투자 수익률 시현으로 시장기대치를 넘어서는 이익을 시현하였기 때문이다. 삼성생명은 이익 측면에서는 기대치 수준을 시현하였으며 보장성 신계약 APE는 기대치를 하회하는 수준으로 평가한다.

표 1 생명보험 3사 합산 실적(IFRS 기준) (십억원, %, %p)

	항 목	FY11 2Q	FY11 2Q	YoY	FY12 1Q	QoQ	삼성생명	대한생명	동양생명
요약손익	보험손익	3,601	862	317.5	1,352	166.3	2,346	836	418
	보험영업수익	9,240	6,142	50.4	6,566	40.7	5,668	2,603	969
	보험영업비용	5,639	5,280	6.8	5,214	8.2	3,322	1,767	550
	사업비	714	620	15.2	531	34.5	385	283	47
	투자손익	2,401	1,922	24.9	2,238	7.3	1,507	763	132
	책임준비금전입액	5,834	2,947	98.0	3,472	68.0	3,694	1,603	537
	영업이익	167	-163	-202.8	117	42.6	158	-4	13
	영업외 손익	424	339	24.8	410	3.4	186	217	21
	특별계정수입수수료	450	371	21.2	436	3.3	202	225	23
	세전이익	591	176	234.9	527	12.1	344	213	34
	당기순이익	454	125	263.1	424	7.0	259	165	29
수익성 지표	위험손해율	87.7	86.6	1.0	83.8	3.8	87.4	87.8	89.5
	위험보험료	1,334	1,274	4.7	1,322	0.9	794	458	82
	실제사업비율	14.2	16.1	-1.9	14.9	-0.7	13.4	15.9	12.1
	보험금지급률	48.7	60.3	-11.6	57.4	-8.7	48.3	45.3	41.0
투자지표	운용자산	206,473	182,614	13.1	196,556	5.0	139,515	54,472	12,485
	투자수익률	4.8	4.2	0.5	4.6	0.1	4.4	5.7	4.3
신계약	신계약 APE	2,066	1,770	16.7	1,743	18.5	1,202	666	198
	보장 APE	682	729	-6.5	653	4.4	417	209	56
	연금 APE	850	741	14.8	730	16.5	583	236	32
	저축 APE	534	300	78.0	360	48.1	203	221	110
성장성	일반계정 수입보험료	9,142	6,047	51.2	6,470	41.3	5,614	2,566	962
	일반+변액수입보험료	11,491	8,398	36.8	8,807	30.5	6,911	3,506	1,074
수익성	ROE	6.8	2.2	4.6	6.9	-0.1	5.5	10.0	10.0

주: 삼성생명은 IFRS 연결기준, 대한생명과 동양생명은 IFRS 별도 기준
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

II. FY12 2분기 실적에서 Check point

Check point 1: 2 분기 순이익 급증의 원인은 투자영업이익

2분기 순이익 급증의 원인은

→ 투자영업이익

FY12년 생명보험사들의 이익 증가율이 매우 높은 이유는 전년도의 부진한 이익에 따른 기저효과가 때문이다.

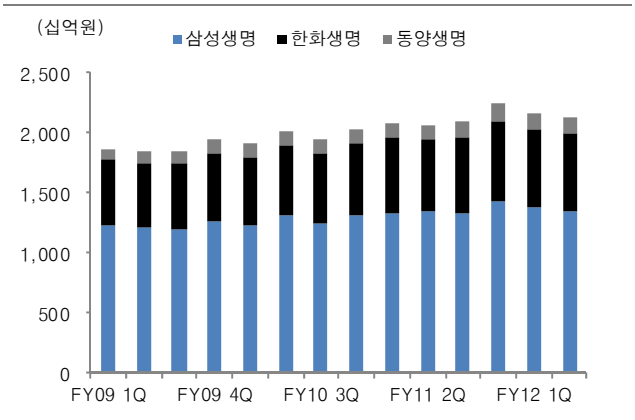
FY11년 2분기에는 외부 금융환경 급변(유럽재정위기 부각으로 CDS 프리미엄 급등, 유가증권가치 급락)에 따른 보유유가증권의 평가손실이 IFRS 회계기준에 따라 당기손익에 반영되었고 2) 공정위 과징금, 성과급 등 일회성 비용이 반영되었기 때문이다. 반면 이번 분기에는 한화생명은 PF관련 충당금 환입 300억원와 보유유가증권의 평가이익 400억원이 반영되며 투자영업이익이 크게 개선되었고 삼성생명 역시 CLN 관련 평가이익이 700억원 정도 반영되며 투자영업이익이 23.8% 증가하였다. 반면 동양생명은 금호산업과 PEF의 평가손실이 225억원 반영되며 전년 2분기에 이어 부진한 투자수익률을 시현하였다.

생명보험사 수익구조의 특징

대외 금융환경 변화에 민감한 수익구조

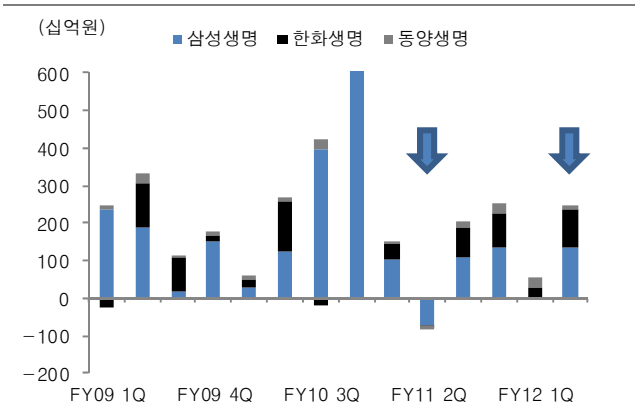
생명보험사는 외부 투자환경 변화에 민감한 수익구조를 가지고 있다. 현재의 순이익 대비 운용자산 규모가 너무 크기 때문이다. 그 원인은 결국 보유계약에서 발생하는 이자차 역마진으로 이어진다. 과거 영업의 결과가 지금의 준비금/운용자산인데 이중 역마진을 만드는 계약이 포함되어 있어 보유계약 대비 이익규모가 적다. 이러다 보니 투자수익률의 조그만 변동에도 전체 이익의 변동성이 확대될 수 밖에 없는 것이다. 또한 이자 및 배당을 포함한 투자수익률로는 부채 부담이율을 모두 감당하기 어렵기 때문에 일정규모의 capital gain을 추구할 수 밖에 없으며 이로 인하여 외부 금융시장 환경 변화에 전체 이익의 변동성이 커지는 모습을 보일 수 밖에 없다고 생각된다.

그림 1. **이자 및 배당 등 변동성 적은 투자영업이익 추이**



자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 2. **처분 및 평가 등 변동성이 큰 투자영업이익 추이**



주: FY10 4분기에는 3사 합산 금액이 1조 506억원임
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

Check point 2: RBC 산출 기준 강화에도 RBC 비율 상승

산출 기준 강화에도 불구하고 생보사 2분기 RBC 비율 상승

FY12년 2분기 기준 RBC 비율은 삼성생명 428%, 한화생명 248%, 동양생명 248%로 전분기 대비 모두 상승하였다. 2012년 9월은 RBC의 지급여력기준 산출 기준 강화가 진행된 분기이다. 부동산 담보대출 및 신용대출의 위험액을 산정하는 위험계수를 상향 조정하였다. 그럼에도 불구하고 모든 생명보험사의 RBC 비율이 전분기 대비 상승한 이유는 우선 지급여력의 증가 때문이다. 6월 말 3.6% 수준이었던 국고채 10년물 금리는 9월말 3.02%까지 하락하였다. 금리 하락에 따른 채권평가이익이 급증하였으며 지급여력을 크게 증가시켰다.

원인:

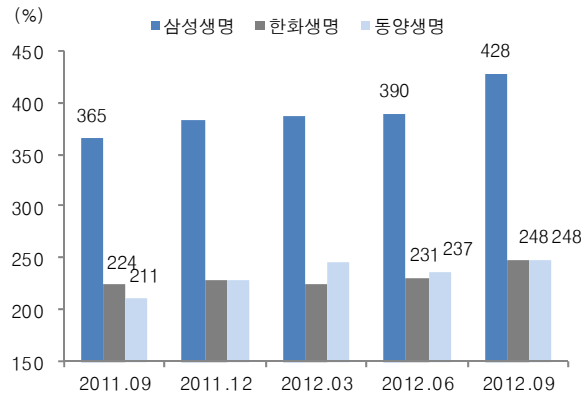
1) 채권평가이익 증가

2) 즉시연금판매 급증

두번째는 즉시연금 효과 때문이다. 즉시연금은 일시납으로 유입되기 때문에 단위당 보험료가 매우 크다. 삼성생명의 경우 이번 분기에 즉시연금이 5,830억원이 유입되었다. 즉시연금의 유입은 준비금 중 연동형 준비금 비중을 상승시키며 평균부리이율(부담금리, 조달금리)를 하락시킨다. 따라서 지급여력기준을 산출하는데 있어 적용되는 금리리스크가 줄어들게 된다. 삼성생명과 한화생명과 같이 보유 금리 Risk 가 큰 보험사의 경우 RBC 측면에서 즉시연금 판매는 긍정적인 효과를 나타낸다.

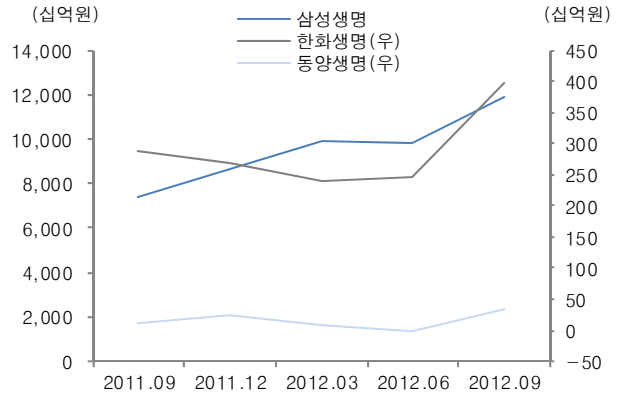
RBC 비율 = 지급여력(자기자본 등)/ 지급여력기준(금리, 신용 등 Risk를 측정하여 보험사가 보유한 총 위험액을 나타냄)

그림 3. **생명보험사 RBC 비율 추이**



자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 4. **채권 등 보유자산 평가이익 급증이 주요한 이유**



자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

Check point 3: 위험손해율 상승/ 사업비율 하락

위험손해율 상승

: 계절성, 생존담보 증가

사업비율 하락

: 즉시연금 등 일시납보험 급증

대형사의 즉시연금 판매 하반기에도 이어질 것

: 중소형 생보사는 RBC에 부담

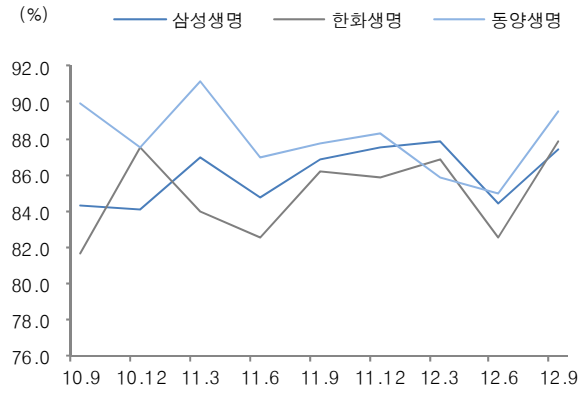
FY12년 2분기 위험손해율은 전분기/전년동기대비 상승하였으며 사업비율은 하락하였다.

위험손해율 상승은 2분기 계절성으로 인한 상승과 한화생명의 실손담보에 대한 추가적인 준비금 적립이 진행되며 발생하였다. 우리는 2분기의 위험손해율 수준은 계절성을 감안하여도 높은 수준이라고 평가한다. 일회성 요인도 있었지만 2009년 이후 증가하고 있는 생존담보 영향도 일부 반영된 결과라고 생각한다.

사업비율의 하락은 즉시연금 등 일시납 보험료의 유입 급증이 원인이다. 생명보험사들이 제공하고 있는 사업비율은 수입보험료(일반계정+특별계정) 대비 실제 사업비의 비율을 나타낸다. 즉시연금/일시납 보험의 경우 사업비 재원은 적지만 일시에 보험료가 유입되면서 사업비율이 하락하는 영향을 준다. 또한 즉시연금/일시납 보험의 경우 비차 마진은 적지만 비차 마진이 초기에 시현되는 특성을 가지고 있다. 즉 비차익이 그 분기에 증가하면서 순이익 개선에 도움을 준다는 것이다.

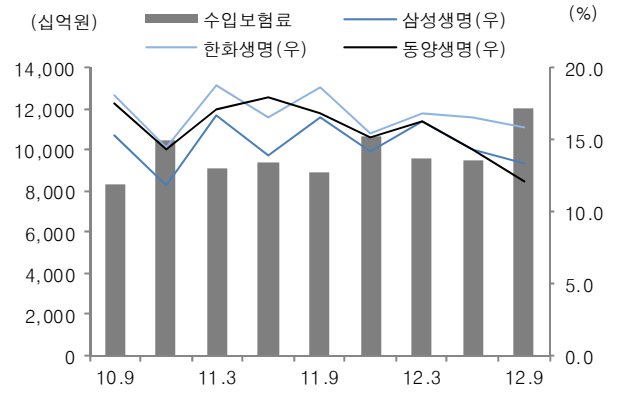
즉시연금의 판매 호조는 세제개편안의 영향이다. 따라서 2012년 12월까지는 즉시연금의 판매호조가 지속될 것으로 전망된다. 특히 대형생명보험사가 즉시연금의 M/S를 크게 증가시킬 것으로 전망한다. 이는 연금이라는 특성상 대형생명보험의 안정성이 보험 소비자의 선택을 이끌어 낼 수 있고 중소형 생명보험사가 즉시연금 판매에 소극적일 수 밖에 없기 때문이다. 대형생명보험사의 경우 금리 Risk가 줄어들며 RBC 비율이 상승하지만 중소형 생명보험사의 경우 보유하고 있는 금리 역마진 Risk가 미미하여 즉시연금을 판매하면 지급여력기준금액이 오히려 더 빠르게 증가하는 모습으로 나타나서 RBC 비율이 하락한다. 따라서 RBC 산출 기준이 강화되고 있는 현 시점에서 RBC 비율 관리를 위해서 즉시연금 판매에 소극적일 수 밖에 없기 때문이다.

그림 5. **위험손해율 추이**



자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 6. **수입보험료 증가와 사업비율 하락**



자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

Ⅲ. 실적 전망 및 Valuation

저금리 영향을 반영하여 연간 실적 전망치 하향

저금리 장기화 가능성 커짐

생명보험사 이익 전망치 하향

생명보험 3사의 연간실적 전망치를 하향한다. 현재와 같은 저금리 상황이 예상보다 오래 지속될 가능성이 높아지고 있어 생명보험사의 이자차 마진 스프레드 악화가 진행될 것으로 전망되기 때문이다. 금리가 하락하더라도 그 기간이 길지 않다면 생명보험사 이자차 마진에 미치는 영향이 미미하다. 하지만 국고채 10년물 금리가 4% 이하로 하락한지 1년이라는 시간이 지나가고 있으며 여전히 높은 세계경제의 불확실성과 한국 경기 둔화 우려감을 감안하면 2013~2014년까지도 저금리의 영향권내에 있을 가능성이 높아졌다고 판단된다.

FY12년 이익 전망치

삼성생명, 한화생명, 동양생명

각각 9.0%, 2.0%, 6.2% 하향

삼성생명의 FY12년과 FY13년 이익 전망치를 각각 9.0%, 25.4% 하향하며 한화생명의 이익 전망치를 각각 2.0%, 18.0% 하향하고 동양생명의 이익 전망치를 각각 6.2%, 15.9% 하향한다. FY12년에 비해 FY13년 이익 전망치 조정이 더 크게 발생한 이유는 보유이원의 하락 속도를 감안하여 투자수익률 가정치를 하향하였기 때문이다.

표 2 생명보험 3사 연간 실적 조정 (십억원, %, %p)

		삼성생명		한화생명		동양생명	
		FY12F	FY13F	FY12F	FY13F	FY12F	FY13F
요약손익	보험손익	5,584	3,138	1,476	727	1,379	1,239
	보험영업수익	18,722	16,835	8,254	7,766	3,530	3,561
	보험영업비용	13,139	13,697	6,778	7,039	2,151	2,322
	사업비	1,415	1,452	837	772	189	205
	투자손익	6,036	6,487	2,935	3,084	597	654
	책임준비금전입액	11,106	9,185	4,484	3,918	1,866	1,767
	영업이익	514	440	-72	-107	110	126
	영업외 손익	750	944	882	924	63	61
	특별계정수입수수료	831	1,014	907	958	71	72
	세전이익	1,264	1,384	810	817	172	187
	당기순이익	978	1,049	618	619	134	142
수익성 지표	위험손해율	86.1	85.8	84.9	84.7	86.9	87.0
	위험보험료	3,193	3,174	1,832	1,897	331	330
	실제사업비율	13.7	16.2	16.2	17.2	13.8	14.9
	보험금지급률	51.5	60.4	58.0	65.9	43.8	48.4
투자지표	운용자산	145,427	155,551	56,662	60,860	13,388	15,166
	투자수익률	4.4	4.3	5.4	5.2	4.8	4.6
신계약	신계약 APE	4500	4733	2628	2829	838	872
	보장 APE	1706	1791	841	875	229	234
	연금 APE	2047	2111	1037	1099	137	143
	저축 APE	747	831	750	855	472	495
성장성	일반계정 수입보험료	23,709	21,716	11,936	11,579	3,948	3,965
	일반+변액수입보험료	25,744	22,965	12,472	11,990	4,003	4,004
수익성	ROE	5.2	5.1	9.1	8.5	11.1	10.8

주: IFRS 별도 기준

자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

실적 전망치 하향으로 목표주가 하향조정

목표주가 하향

삼성생명: 110,000원

한화생명: 9,300원

동양생명: 13,000원

실적 전망치 하향에 따라 목표주가도 하향 조정한다. 현재 우리는 BPS기준(P/B) 목표주가와 EV기준 목표주가를 산술평균하여 산정하고 있다. EV의 유용성은 인정하지만 상호 비교에 있어 불완전한 측면과 실제 주가 움직임과의 괴리감을 줄이기 위해서이다.

우리는 삼성생명의 목표주가를 8.3% 하향한 110,000원으로 제시하며 한화생명은 7.0% 하향한 9,300원, 그리고 동양생명은 18.8% 하향한 13,000원으로 제시한다. 투자의견 목표주가 대비 상승여력이 15%이상 남아 있는 삼성생명과 한화생명에 대해 투자의견 매수를 유지하고 동양생명의 경우에는 시장수익률로 유지한다.

표 3 목표주가 하향 조정 (십억원, %, %p)

		삼성생명	한화생명	동양생명
투자의견		매수	매수	시장수익률
목표주가(a*0.5+b*0.5)		110,000	9,300	13,000
BPS 기준 목표주가	BPS 기준	84,029	7,536	12,401
	FY12년 BPS	105,036	8,373	12,401
	Target multiple	0.8	0.9	0.9
	ROE	5.3	9.3	10.4
EV 기준 목표주가	EV기준	135,717	11,151	14,867
	FY12년 EVPS	135,717	11,151	21,546
	Target multiple	1.0	1.0	0.7
	RoEV	12.6	14.5	16.1

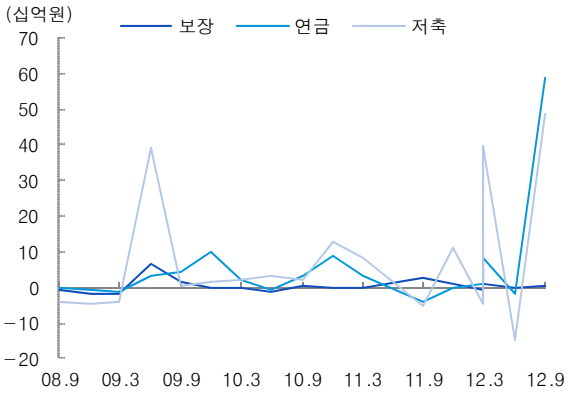
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

Ⅳ. 생명보험산업 분기별 Key Driver

FY12년 2분기 실적의 특징은

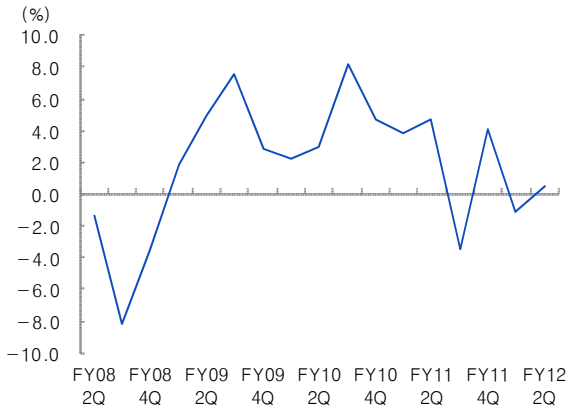
1) 즉시연금등 일시납 보험료 급증으로 수입보험료 증가율 급등
2) 위험손해율 상승/ 사업비율 하락
3) 보장성 신계약 성장은 아직 회복되지 못하고 있음

그림 7. 상장 3개사 수입보험료 증가율 추이



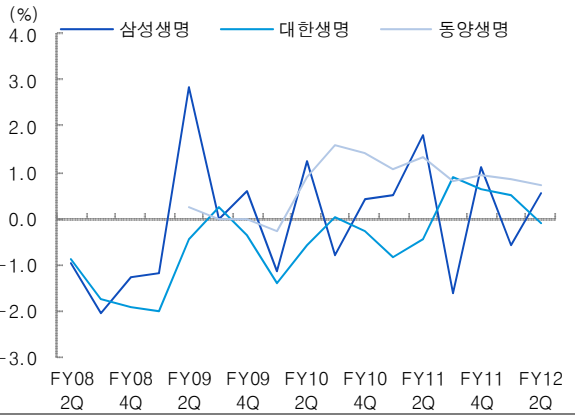
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 8. 상장 3개사 합산 변액보험료 증가율 추이



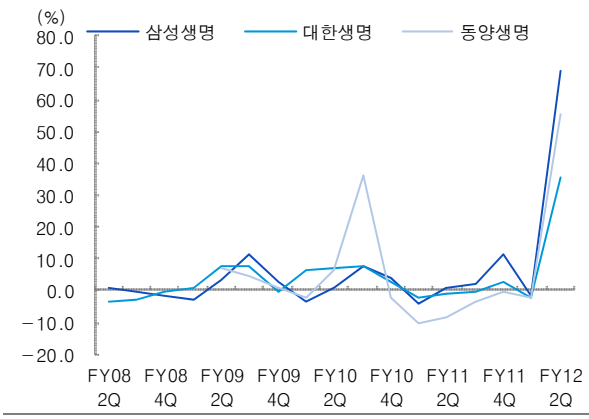
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 9. 상장 3개사 보장성 수입보험료 성장률 추이



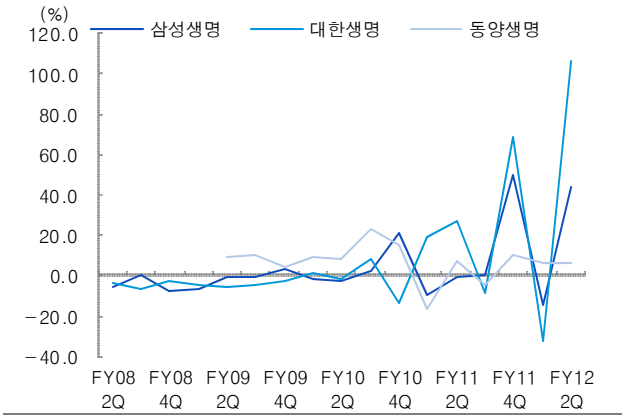
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 10. 상장 3개사 연금 수입보험료 성장률 추이



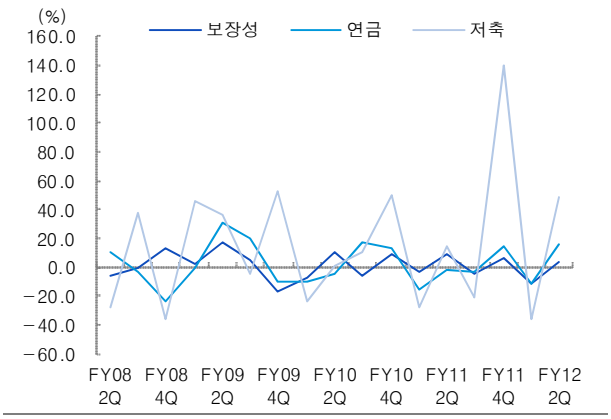
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 11. 상장 3개사 저축성 수입보험료 성장률 추이



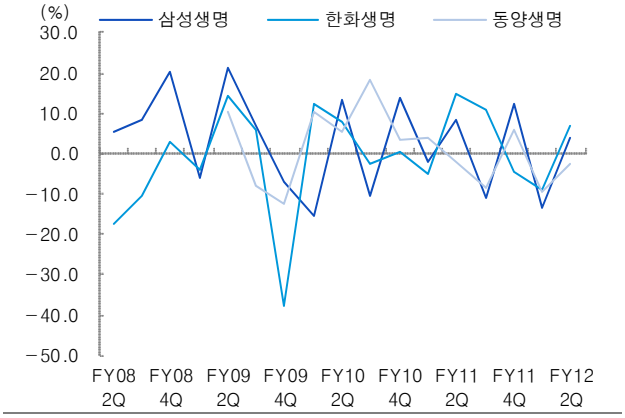
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 12. 상장 3개사 합산 신계약 APE 성장률 추이



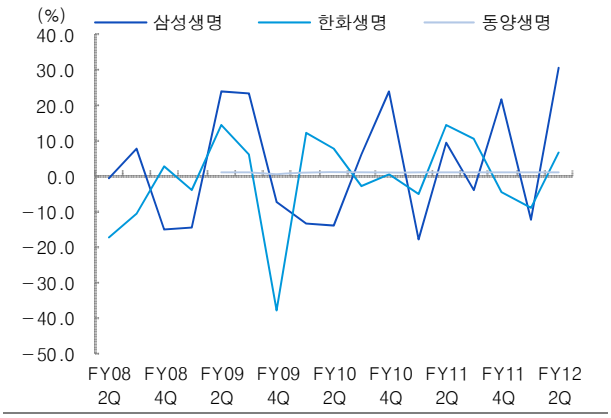
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 13. 상장 3개사 보장성 신계약 APE 성장률 추이



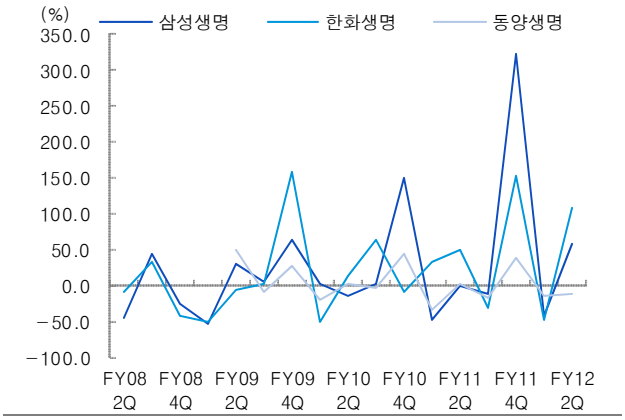
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 14. 상장 3개사 연금 신계약 APE 성장률 추이



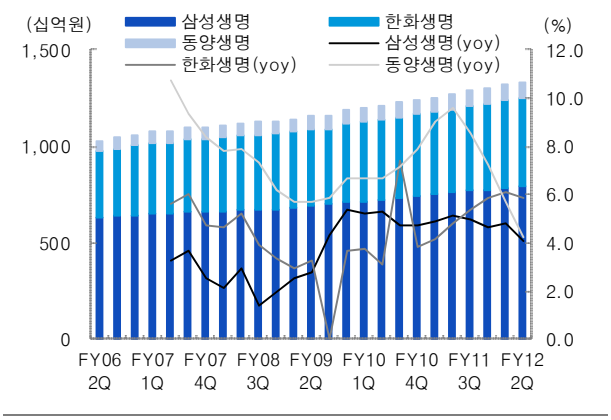
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 15. 상장 3개사 저축성 신계약 APE 성장률 추이



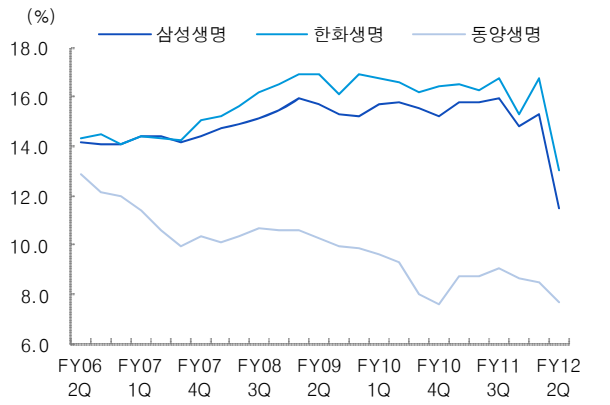
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 16. 상장 3개사 위험보험료 추이 및 성장률



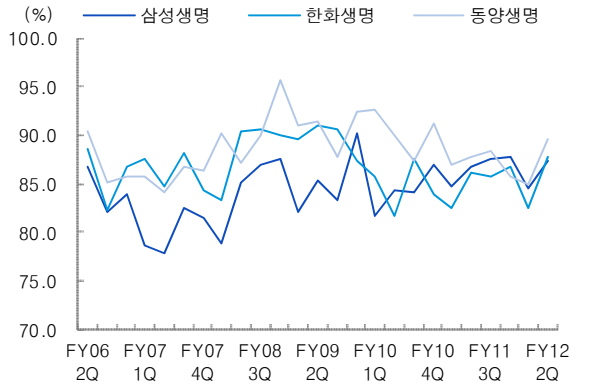
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 17. 상장 3개사 수입보험료대비 위험보험료 비중 추이 및 성장률



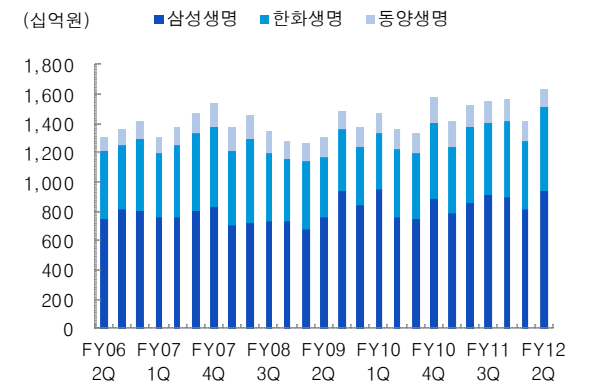
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 18. 상장 3개사 위험손해율 추이



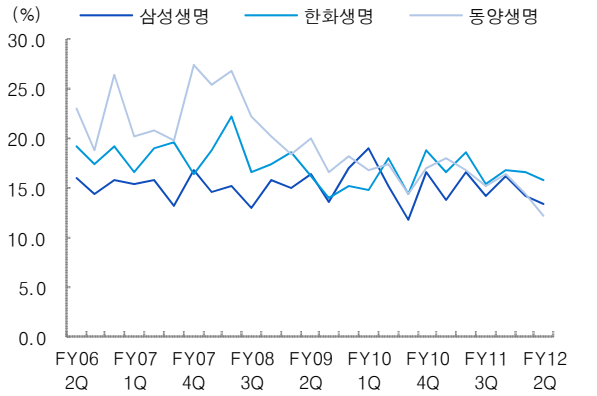
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 19. 상장 3개사 실질사업비 추이



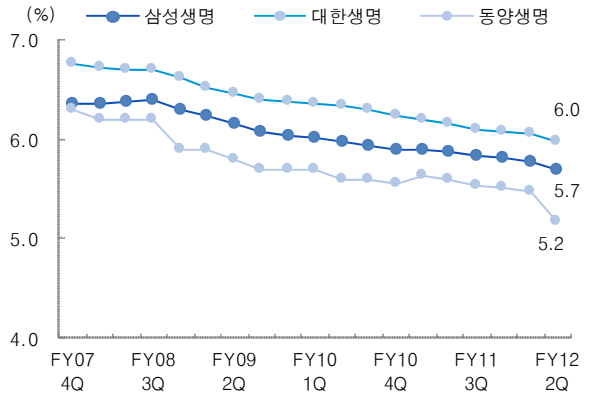
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 20. 상장 3개사 사입비율 추이



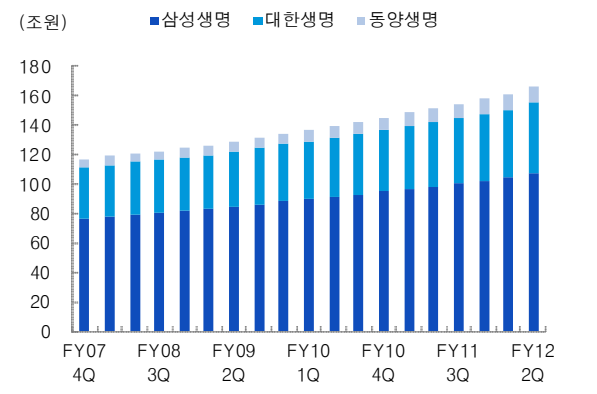
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 21. 상장 3개사 평균부리이율 추이



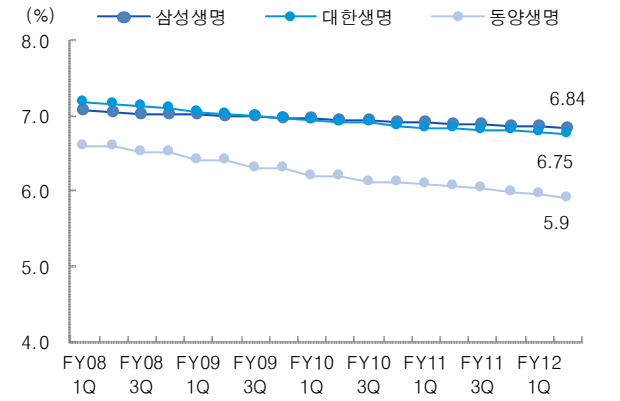
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 22. 상장 3개사 보험료적립금 추이



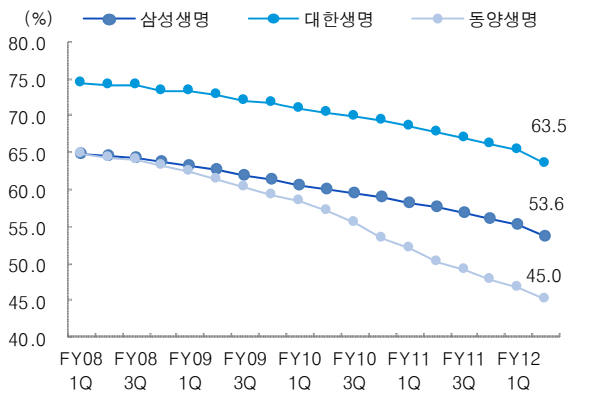
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 23. 상장 3개사 고정형 부리이율 추이



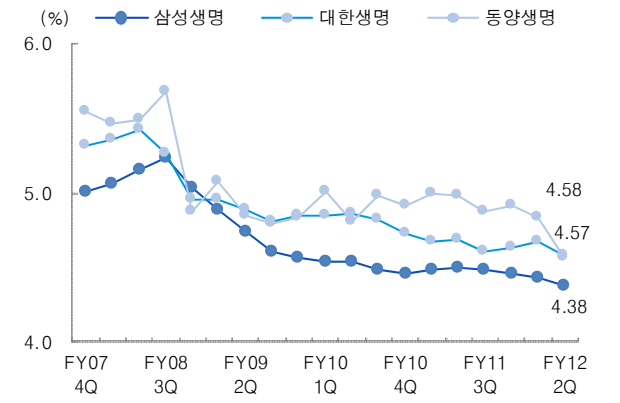
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 24. 상장 3개사 고정형준비금 비중 추이



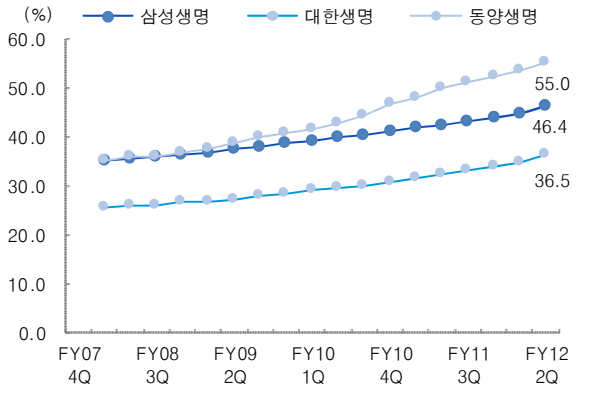
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 25. 상장 3개사 연동형 부리이율 추이



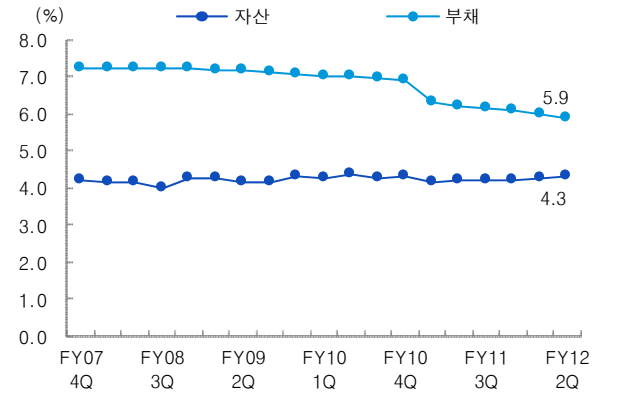
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 26. 상장 3개사 연동형준비금 추이



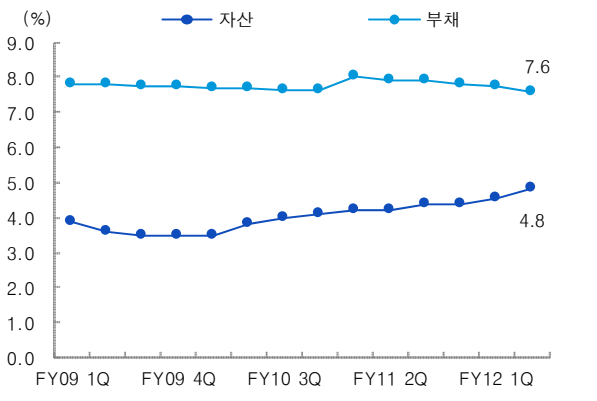
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 27. 듀레이션 gap 추이 - 삼성생명



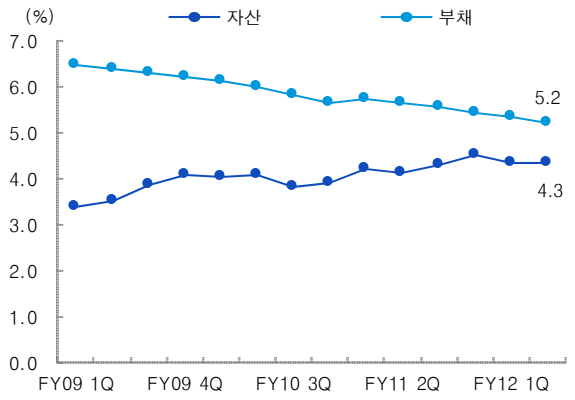
자료: 삼성생명, 대신증권 리서치센터

그림 28. 듀레이션 gap 추이 - 한화생명



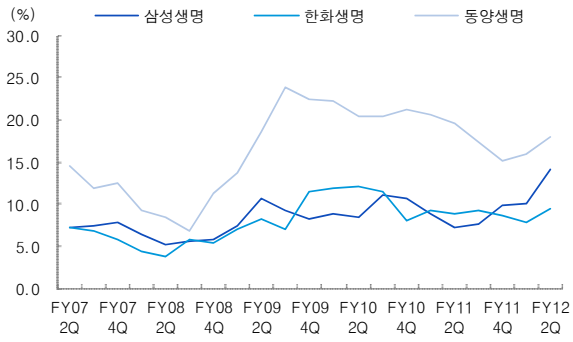
자료: 한화생명, 대신증권 리서치센터

그림 29. 듀레이션 gap 추이 - 동양생명



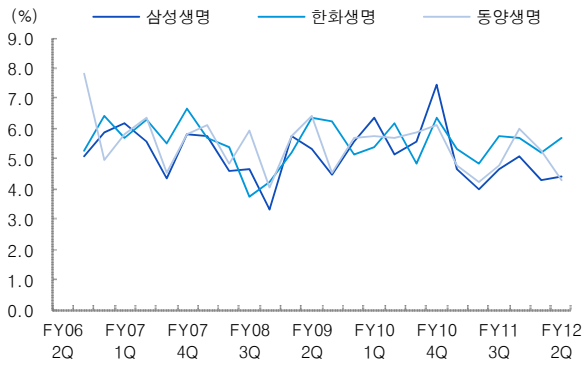
자료: 동양생명, 대신증권 리서치센터

그림 30. 상장 3개사 운용자산 성장률 추이



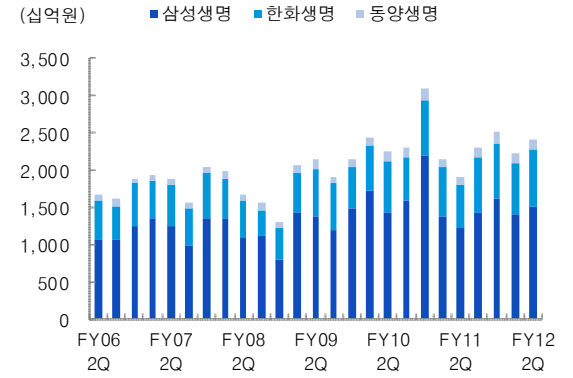
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 31. 상장 3개사 투자수익률 추이



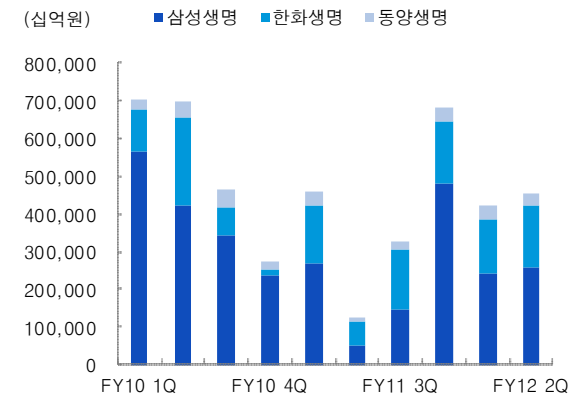
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 32. 상장 3개사 투자영업이익 추이



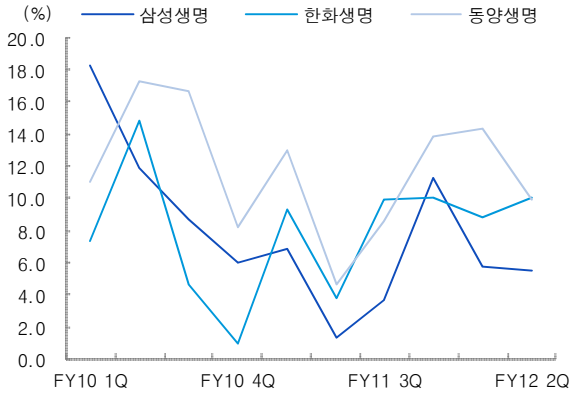
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 33. 상장 3개사 분기 순이익 추이



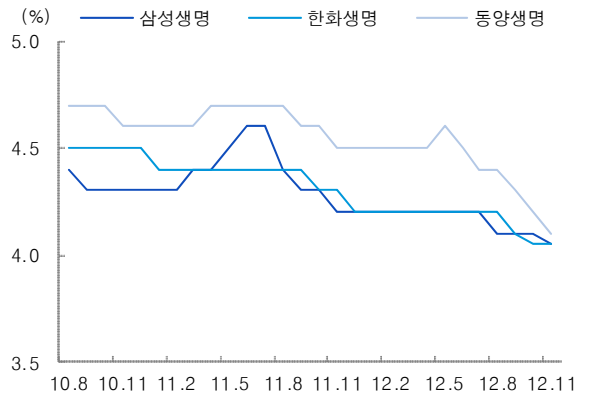
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 34. 상장 3개사 ROE 추이



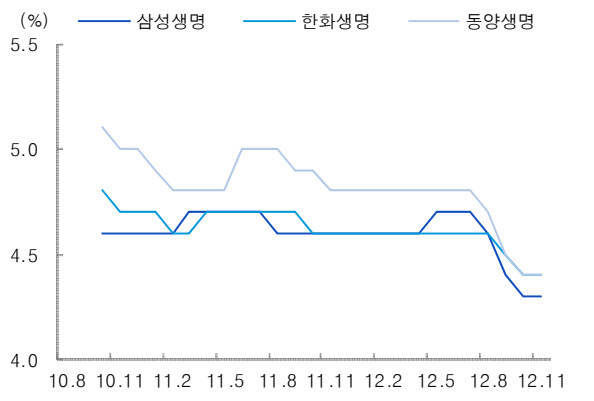
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 35. 상장 3개사 보장성 공시이율 추이



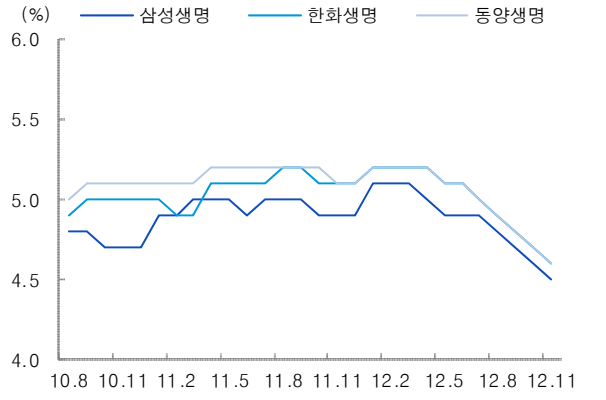
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 36. 상장 3개사 연금 공시이율 추이



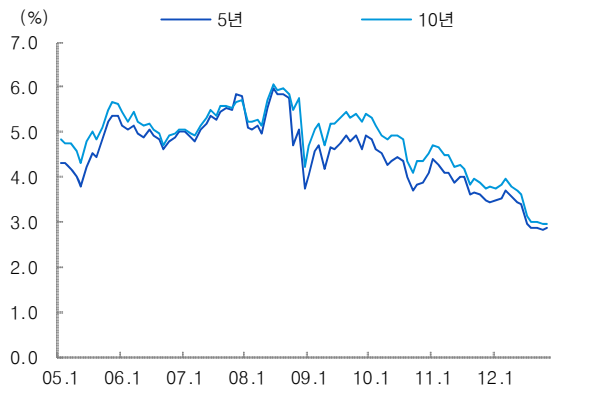
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 37. 상장 3개사 저축성 공시이율 추이



자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

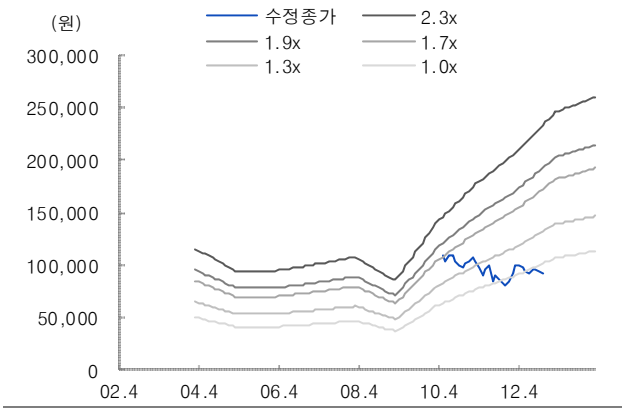
그림 38. 국고채 금리 추이



자료: BOK, 대신증권 리서치센터

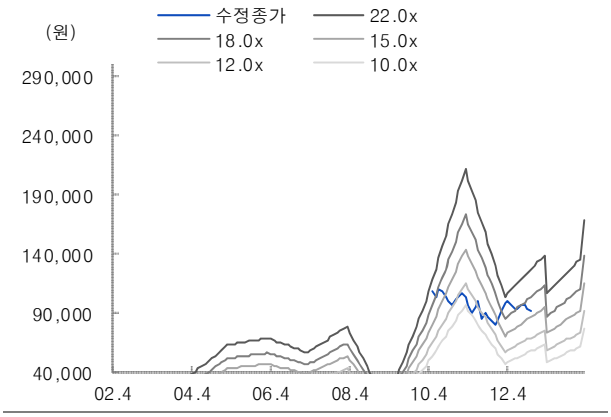
Valuation 및 수급관련 지표

그림 39. 삼성생명 PBR 추이



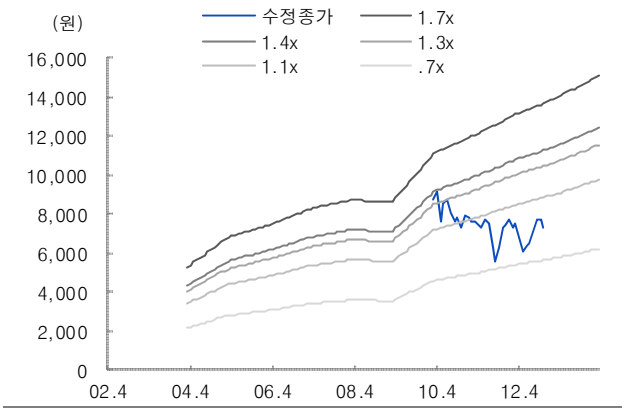
자료: 삼성생명, 대신증권 리서치센터

그림 40. 삼성생명 PER추이



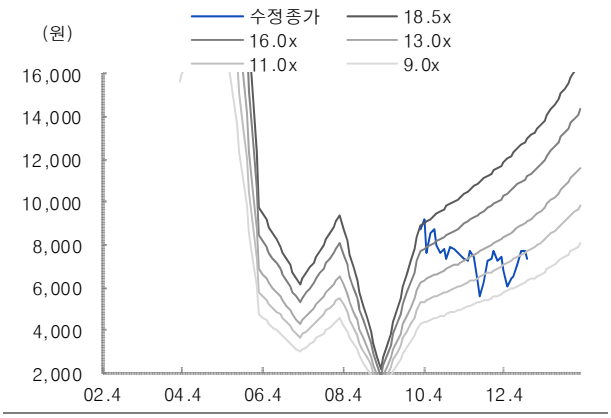
자료: 삼성생명, 대신증권 리서치센터

그림 41. 한화생명 PBR 추이



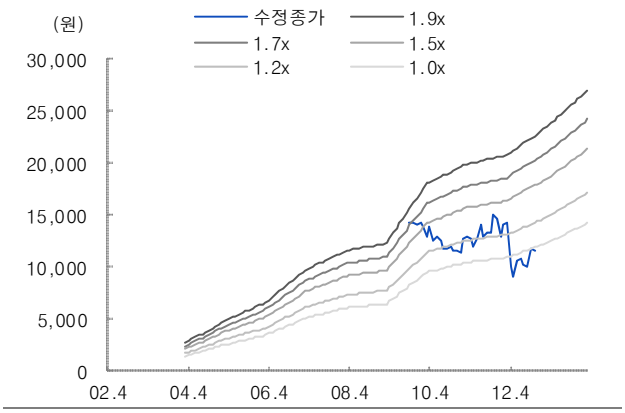
자료: 한화생명, 대신증권 리서치센터

그림 42. 한화생명 PER추이



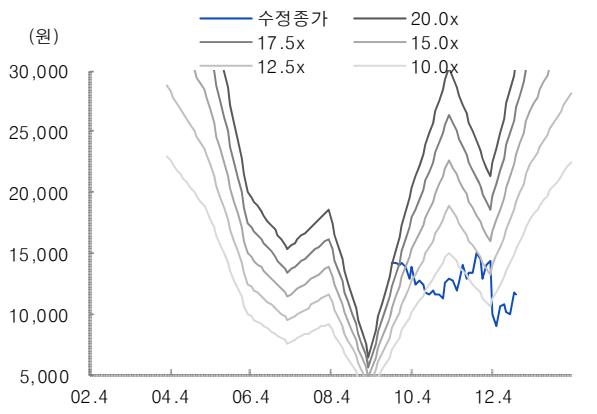
자료: 한화생명, 대신증권 리서치센터

그림 43. 동양생명 PBR 추이



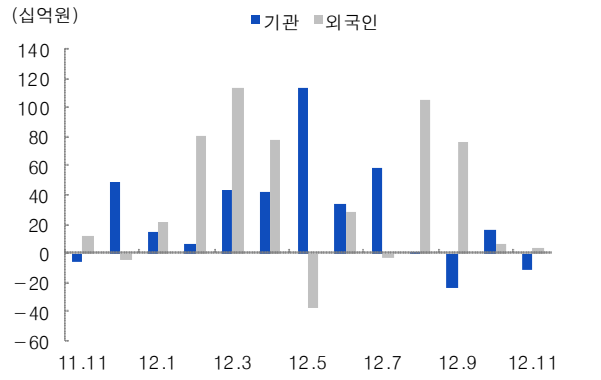
자료: 동양생명, 대신증권 리서치센터

그림 44. 동양생명 PER추이



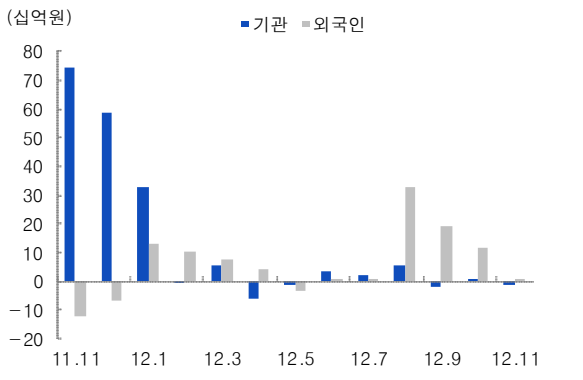
자료: 동양생명, 대신증권 리서치센터

그림 45. 월별순매수 동향- 삼성생명



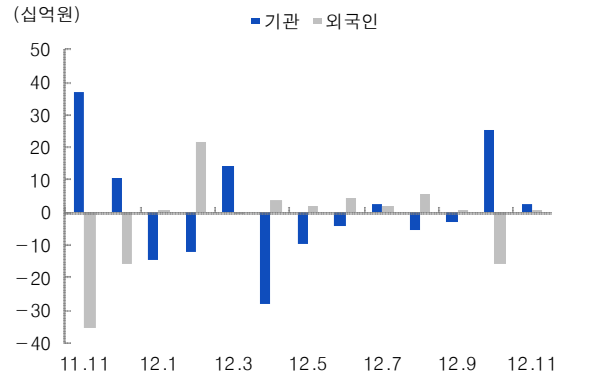
자료: CheckExpert, 대신증권 리서치센터

그림 46. 월별순매수 동향- 한화생명



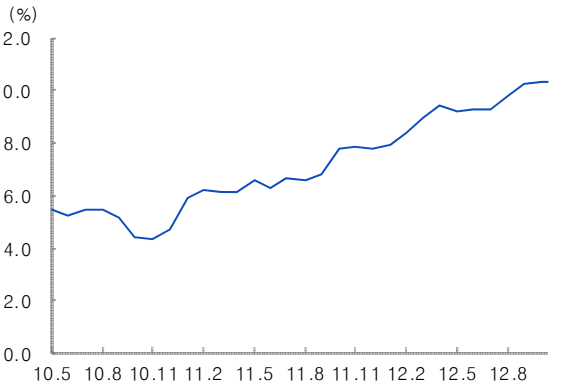
자료: CheckExpert, 대신증권 리서치센터

그림 47. 월별순매수 동향- 동양생명



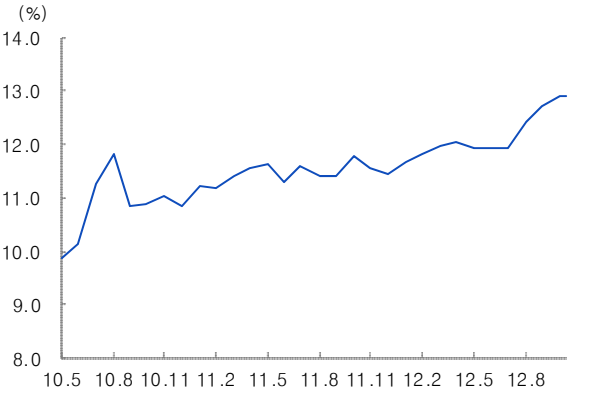
자료: CheckExpert, 대신증권 리서치센터

그림 48. 외국인 지분율 추이 - 삼성생명



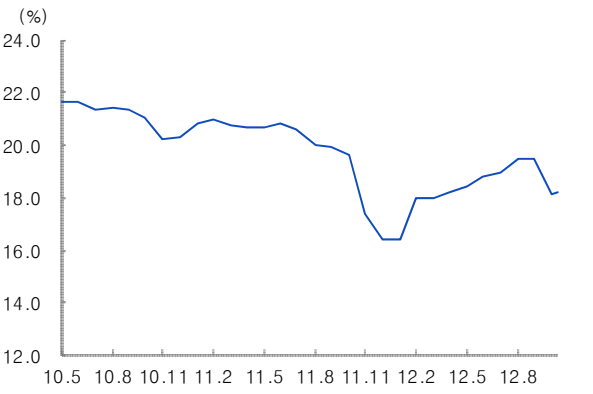
자료: CheckExpert, 대신증권 리서치센터

그림 49. 외국인 지분율 추이 - 한화생명



자료: CheckExpert, 대신증권 리서치센터

그림 50. 외국인 지분율 추이 - 동양생명



자료: CheckExpert, 대신증권 리서치센터

[기업분석]

삼성생명 (032830)

"브랜드 밸류를 바탕으로 마케팅에서 경쟁력 유지"

강승건 769.3096
cygun101@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

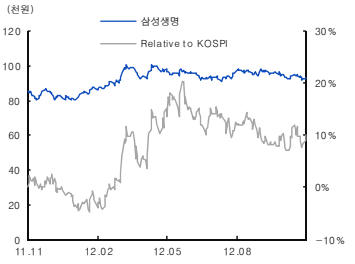
보험업종

현재가 93,000원

목표주가 (하향) 110,000

KOSPI	1,889.70
시가총액	18,600 십억원
시가총액비중	1.7%
자본금(보통주)	100 십억원
52주 최고/최저	100,500 원 / 80,100 원
120일 평균거래대금	108 억원
외국인지분율	10.3%
주요주주	이건희 외 10 인 51.1% 신세계 외 1 인 11.1%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-1.0	-2.0	-4.1	10.7
상대수익률	1.1	0.3	-2.0	9.2



투자포인트

- FY12년 2분기 순이익 2,594억원, 기저효과로 인해 전년동기대비 급증
- 즉시연금 판매 급증으로 연금 APE는 전년동기대비 34.6%, 전분기대비 30.6%성장
- 기저효과를 제외하면 평이한 실적으로 평가
- 투자의견 매수 유지, 목표주가는 110,000원으로 하향

Comment

투자의견 매수 유지, 목표주가 110,000 원으로 하향

삼성생명의 투자의견을 매수로 유지하지만 목표주가는 110,000원으로 8.3% 하향조정한다. 저금리 기조가 지속됨에 따라 미래 이자차 스프레드 축소(역마진 스프레드 확대)될 것으로 전망되기 때문이다. 이에 따라 동사의 FY12년과 FY13년 순이익을 각각 9.2%, 28.4% 하향조정한다. 목표주가 110,000원은 EV기준 목표주가 135,717원과 BPS 기준 목표주가 84,029원을 산술평균하여 산출하였다. 투자의견을 매수로 유지하는 이유는 이번 즉시연금 판매에서 보여준 고액자산가에 대한 마케팅 능력이 향후 동사의 성장에 기여를 할 수 있을 것으로 판단되기 때문이다.

FY12 년 2 분기 순이익 2,684 억원. 시장기대치에 부합하는 수준

동사의 FY12년 순이익은 2,684억원으로 전년동기대비 크게 증가하였다. 순이익 급증의 원인은 지난 2분기 보유증인 CLN평가손실과 공정위 과징금 반영 등 일회성 비용이 급증하여 순이익이 크게 감소하였다. 이에 따른 기저효과로 판단된다. 동사는 이번 분기에 즉시연금을 5,830억원 판매하였다. 세제개편을 앞두고 수요가 급증하였기 때문이다. 이로 인하여 수입보험료는 크게 증가하였고 사업비율 개선이 나타났다. 다만 보장성 신계약 APE가 2분기 연속 마이너스 성장을 하고 있다는 부분은 부담요인으로 평가된다.

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
보험영업수익	14,851	14,991	18,722	16,835	17,777
보험손익	1,671	2,207	5,580	3,133	3,001
투자손익	6,982	5,691	6,093	6,491	6,551
책임준비금전입액	7,009	7,342	11,106	9,185	9,230
세전순이익	2,610	1,176	1,324	1,395	1,466
총당기순이익	1,925	947	1,026	1,057	1,111
지배지분순이익	1,925	948	1,026	1,057	1,111
EPS	9,624	4,814	5,290	5,450	5,727
PER	10.7	20.6	17.6	17.1	16.2
BPS	76,950	91,690	105,036	108,956	113,159
PBR	1.3	1.1	0.9	0.9	0.8
ROE	14.0	6.2	5.3	5.1	5.2

주: IFRS 연결기준 자료: 삼성생명, 대신증권 리서치센터

표 1. **FY12 2분기 삼성생명 세부 실적** (십억원, %, %p)

	항 목	FY11 2Q	FY11 3Q	FY11 4Q	FY12 1Q	FY12 2Q	YoY	QoQ
요약 손익	보험손익	428	461	725	844	2,346	448.2	178.1
	보험영업수익	3,617	3,679	4,060	3,930	5,668	56.7	44.2
	보험영업비용	3,189	3,219	3,335	3,086	3,322	4.2	7.6
	투자손익	1,217	1,449	1,628	1,406	1,507	23.8	7.2
	책임준비금전입액	1,708	1,864	1,954	2,125	3,694	116.2	73.8
	영업이익	-64	46	399	124	158	-349.2	27.7
	영업외 손익	145	155	174	164	186	27.9	13.3
	특별계정수입수수료	166	178	186	189	202	22.2	6.9
	세전이익	82	201	573	288	344	322.0	19.5
	당기순이익	51	146	483	242	259	403.9	7.1
수익성 지표	위험손해율	86.8	87.5	87.8	84.5	87.4	0.6	2.9
	위험보험료	763	770	779	788	794	4.1	0.7
	실제사업비율	15.1	14.7	15.1	14.2	13.4	-1.7	-0.8
	보험금지급률	63.1	62.9	62.3	57.8	48.3	-14.9	-16.5
투자 지표	운용자산	122,260	126,689	130,272	131,962	139,515	14.1	5.7
	투자수익률	4.0	4.7	5.1	4.3	4.4	0.4	0.2
신계약	신계약 APE	954	880	1,190	975	1,202	26.0	23.3
	보장 APE	462	411	463	400	417	-9.8	4.1
	연금 APE	433	417	507	446	583	34.6	30.6
	저축 APE	59	52	220	129	203	243.8	57.5
성장성	일반계정 수입보험료	3,561	3,623	3,963	3,878	5,614	57.7	44.8
	일반+변액수입보험료	4,837	4,836	5,248	5,143	6,911	42.9	34.4
수익성	ROE	1.4	3.7	11.2	5.7	5.5	4.2	-0.2

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 삼성생명, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표(별도) (단위: 십억원)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
운용자산	118,656	130,303	145,427	155,551	165,765
현금 및 예금	4,467	2,928	4,024	4,304	4,587
유가증권	82,845	97,341	109,773	117,414	125,125
당기손익증권	707	425	1,293	1,383	1,474
매도가능증권	80,909	93,856	105,488	112,970	120,519
만기보유증권	1,228	1,058	1,002	1,071	1,142
관계기업투자주식	1,946	2,002	1,990	1,990	1,990
대출채권	24,201	24,340	25,645	27,430	29,231
부동산	5,198	5,694	5,985	6,402	6,822
비운용자산	6,231	6,485	6,659	6,902	7,155
특별계정자산	21,467	23,802	26,439	28,500	30,572
자산총계	146,354	160,589	178,525	190,953	203,492
책임준비금	99,133	106,656	117,811	126,996	136,226
보험료적립금	94,794	102,228	113,014	121,833	130,687
지급준비금	2,190	2,262	2,557	2,761	2,960
계약자지분조정	5,214	6,042	6,892	6,749	6,605
기타부채	4,972	6,185	7,089	7,642	8,197
특별계정부채	21,644	23,984	26,611	28,686	30,771
부채총계	130,964	142,866	158,403	170,072	181,799
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	6	6	6	6
이익잉여금	7,809	8,285	8,869	9,628	10,440
자본조정	13	-262	-549	-549	-549
기타포괄손익누계	7,461	9,595	11,696	11,696	11,696
자본총계	15,390	17,723	20,123	20,881	21,693

포괄손익계산서(별도) (단위: 십억원)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
보험손익	1,671	2,220	5,584	3,138	3,006
보험영업수익	14,851	14,991	18,722	16,835	17,777
보험료수익	14,589	14,726	18,464	16,576	17,518
보험영업비용	13,180	12,771	13,139	13,697	14,770
지급보험금	9,505	9,171	9,510	10,017	10,828
사업비	1,532	1,478	1,415	1,452	1,570
투자손익	6,982	5,690	6,036	6,487	6,546
책임준비금 전입액	7,009	7,342	11,106	9,185	9,230
영업이익	1,644	568	514	440	322
영업외수익	966	616	750	944	1,133
특별계정수수료	633	698	831	1,014	1,193
법인세차감전 순이익	2,610	1,184	1,264	1,384	1,455
당기순이익	1,925	933	978	1,049	1,103

성장성지표(별도) (단위: %)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
보험손익	-597.6	32.8	151.5	-43.8	-4.2
보험료수익	0.5	0.9	25.4	-10.2	5.7
지급보험금	-18.0	-3.5	3.7	5.3	8.1
투자손익	26.9	-18.5	6.1	7.5	0.9
책임준비금 전입액	56.3	4.7	51.3	-17.3	0.5
영업이익	141.5	-65.4	-9.6	-14.3	-26.7
영업외수익	97.8	-36.2	21.8	25.9	20.0
당기순이익	112.4	-51.5	4.9	7.2	5.1
운용자산	10.7	9.8	11.6	7.0	6.6
책임준비금	7.7	7.6	10.5	7.8	7.3
자본총계	26.8	15.2	13.5	3.8	3.9

주: FY11 이전은 K-GAAP, FY11 이후는 K-IFRS

재무제표(연결) (단위: 십억원)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
운용자산		130,272	145,875	155,999	166,213
현금 및 예금		2,986	4,068	4,348	4,631
유가증권		97,225	110,147	117,788	125,498
대출채권		24,348	25,653	27,438	29,239
부동산		5,713	6,008	6,424	6,845
비운용자산		6,998	6,705	6,948	7,201
특별계정자산		23,802	26,439	28,500	30,572
자산총계		161,072	179,021	191,448	203,988
책임준비금		106,656	117,811	126,996	136,226
계약자지분조정		6,073	6,921	6,777	6,633
기타부채		6,247	7,151	7,702	8,255
특별계정부채		23,984	26,611	28,685	30,770
부채총계		142,959	158,494	170,161	181,884
지배기업소유지분		18,063	20,377	21,137	21,953
자본금		100	100	100	100
연결자본잉여금		6	6	6	6
연결이익잉여금		8,565	9,093	9,853	10,669
기타자본조정항목		-266	-553	-553	-553
기타포괄손익누계		9,658	11,727	11,727	11,727
비지배지분		50	150	150	151
자본총계		18,113	20,527	21,288	22,104
보험손익		2,207	5,580	3,133	3,001
보험영업수익		14,991	18,722	16,835	17,777
보험영업비용		12,783	13,142	13,702	14,776
사업비		1,490	1,419	1,457	1,575
신계약상각비		1,840	1,939	1,953	2,097
투자손익		5,691	6,093	6,491	6,551
기타영업이익		0	0	0	0
책임준비금전입액		7,342	11,106	9,185	9,230
총영업이익		556	567	439	321
영업외손익		620	757	956	1,144
법인세차감전 순이익		1,176	1,324	1,395	1,466
법인세비용		229	298	338	355
연결순이익		947	1,026	1,057	1,111
지배지분순이익		948	1,026	1,057	1,111
비지배지분순이익		-1	0	0	0

수익성 지표(별도) (단위: %)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
보험금지급률	65.2	62.3	51.5	60.4	61.8
위험손해율	84.3	86.7	86.1	85.8	85.4
사업비율	15.4	15.1	13.7	16.2	16.4
투자수익률	6.2	4.6	4.4	4.3	4.1

투자지표(연결) (단위: 배, %)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
ROE	14.0	6.2	5.3	5.1	5.2
ROA	1.4	0.6	0.6	0.6	0.6
EPS(원)	9,624	4,814	5,290	5,450	5,727
BPS(원)	76,950	91,690	105,036	108,956	113,159
DPS(원)	2,000	2,000	1,500	1,500	1,500
P/E	10.7	20.6	17.6	17.1	16.2
P/B	1.3	1.1	0.9	0.9	0.8
배당수익률	1.9	2.0	1.6	1.6	1.6

자료: 삼성생명, 대신증권 리서치센터 추정

[기업분석]

한화생명 (088350)

"기대치를 상회하는 2분기 실적 하지만 저금리 부담은 여전"

강승건 769.3096
cygun101@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

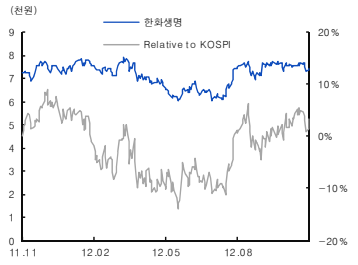
보험업종

현재가 7,440원

목표주가 (하향)	9,300

KOSPI	1,889.70
시가총액	6,462 십억원
시가총액비중	0.6%
자본금(보통주)	4,343 십억원
52주 최고/최저	7,890 원 / 6,030 원
120일 평균거래대금	30 억원
외국인지분율	12.9%
주요주주	한화건설 외 4 인 50.3% 예금보험공사 24.8%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-3.3	0.3	-0.1	4.8
상대수익률	-1.3	2.6	2.1	3.3



투자포인트

- FY12년 2분기 순이익 1,527억원, 시장기대치 상회
- 장기채 편입으로 자산-부채간 듀레이션 gap 축소는 긍정적
- 상장 3개 생보사 중 보장성 신계약 APE가 성장한 유일한 회사
- 투자의견 매수 유지, 목표주가는 9,300원으로 하향

Comment

투자의견 매수 유지, 목표주가 9,300 원으로 하향

한화생명의 투자의견을 매수로 유지하지만 목표주가는 9,300원으로 7.0% 하향조정한다. 저금리 기조가 지속됨에 따라 미래 이자차 스프레드 축소(역마진 스프레드 확대)될 것으로 전망되기 때문이다. 이에 따라 동사의 FY12년과 FY13년 순이익을 각각 2.0%, 18.0% 하향조정한다. 목표주가 9,300원은 EV기준 목표주가 11,151원과 BPS 기준 목표주가 7,536원을 산술평균하여 산출하였다. 상장 3사 중 금리 Risk 노출도가 가장 커 저금리에 대한 부담이 가장 큰 회사이다. 하지만 장기채 편입을 늘려 자산-부채간 듀레이션 갭을 빠르게 축소시키고 있으며 자산운용에서도 꾸준히 capital gain을 시현하며 역마진 방어를 하고 있다. 우리는 저금리에 대한 우려감을 가지고 있지만 동사의 빠른 지표개선 노력을 긍정적으로 평가하고 있어 투자의견을 매수로 유지한다.

FY12 년 2 분기 순이익 1,653 억원. 시장기대치 상회

동사의 FY12년 순이익은 1,653억원으로 전년동기대비 크게 증가하였다. 원인은 기저효과와 대규모 평가이익 시현 때문이다. 지난해 2분기에는 유럽 재정위기 부각으로 보유 중인 해외유가증권에서 평가손실이 발생하며 투자영업이익 크게 감소하였다. 하지만 FY12년 2분기에는 용인 경전철 관련 충당금 300억원과 CLN 평가이익 190억원을 포함해 400억원의 환입되었다. 또한 동사가 출시한 암보험의 판매호조로 보장성 APE가 전년동기대비 3.4% 성장하였다.

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
보험영업수익	7,215	7,171	8,261	7,773	8,266
보험손익	248	677	1,513	764	851
투자손익	2,596	2,723	2,622	2,757	2,770
책임준비금전입액	2,909	3,522	4,489	3,924	4,050
세전순이익	651	677	827	820	853
총당기순이익	481	512	631	622	647
지배지분순이익	481	512	630	620	645
EPS	554	608	747	736	766
PER	13.7	12.3	10.0	10.1	9.7
BPS	7,099	7,735	8,373	8,909	9,460
PBR	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
ROE	8.1	7.8	9.3	8.5	8.3

주: IFRS 연결기준 자료: 한화생명, 대신증권 리서치센터

표 2. FY12 2분기 한화생명 세부 실적 (십억원, %, %p)

	항 목	FY11 2Q	FY11 3Q	FY11 4Q	FY12 1Q	FY12 2Q	YoY	QoQ
요약 손익	보험손익	134	138	268	181	836	524.8	361.3
	보험영업수익	1,740	1,730	2,003	1,786	2,603	49.6	45.7
	보험영업비용	1,606	1,592	1,735	1,605	1,767	10.0	10.1
	투자손익	595	723	745	678	763	28.3	12.5
	책임준비금전입액	840	855	1,018	904	1,603	90.9	77.3
	영업이익	-111	6	-5	-45	-4	-96.3	-90.9
	영업외 손익	188	205	218	230	217	15.5	-5.9
	특별계정수입수수료	195	208	222	230	225	15.3	-2.3
	세전이익	77	211	213	186	213	176.8	14.6
	당기순이익	61	159	162	141	165	171.7	16.9
수익성 지표	위험손해율	86.1	85.8	86.8	82.6	87.8	1.7	5.3
	위험보험료	433	441	446	453	458	5.9	1.2
	실제사업비율	18.5	15.5	16.8	16.5	15.9	-2.7	-0.6
	보험금지급률	63.9	64.4	61.0	63.3	45.3	-18.6	-28.5
투자 지표	운용자산	49,766	50,860	51,562	52,730	54,472	9.5	3.3
	투자수익률	4.8	5.7	5.8	5.2	5.7	0.9	0.5
신계약	신계약 APE	581	568	681	553	666	14.7	20.4
	보장 APE	203	224	214	196	209	3.4	7.0
	연금 APE	265	265	268	251	236	-11.2	-6.2
	저축 APE	113	79	198	106	221	96.0	108.0
성장성	일반계정 수입보험료	1,701	1,693	1,958	1,748	2,566	50.8	46.8
	일반+변액수입보험료	2,658	2,636	2,920	2,705	3,506	31.9	29.6
수익성	ROE	3.8	9.9	10.0	8.8	10.0	6.2	1.2

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 한화생명, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표(별도) (단위: 십억원)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
운용자산	47,361	51,562	56,662	60,860	65,190
현금 및 예금	1,593	4,344	2,509	2,695	2,887
유가증권	29,706	30,212	35,513	38,144	40,857
당기손익증권	1,275	1,428	1,311	1,408	1,509
매도가능증권	21,790	19,270	22,598	24,301	26,058
만기보유증권	6,641	9,166	11,211	12,042	12,898
관계기업투자주식	317	348	393	393	393
대출채권	13,487	13,627	15,119	16,240	17,395
부동산	2,257	3,379	3,521	3,782	4,051
비운용자산	3,666	3,599	3,674	3,915	4,162
특별계정자산	12,694	13,683	14,974	16,115	17,293
자산총계	63,721	68,845	75,311	80,891	86,646
책임준비금	43,379	46,937	51,421	55,339	59,384
보험료적립금	41,644	45,103	49,481	53,279	57,204
지급준비금	1,302	1,331	1,435	1,543	1,658
계약자지분조정	309	376	506	501	496
기타부채	1,067	1,231	1,146	1,234	1,324
특별계정부채	12,800	13,816	15,146	16,300	17,492
부채총계	57,555	62,360	68,220	73,375	78,696
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	492	485	485	485	485
이익잉여금	876	1,232	1,656	2,082	2,515
자본조정	0	-191	-191	-191	-191
기타포괄손익누계	455	616	798	798	798
자본총계	6,165	6,485	7,091	7,516	7,950

포괄손익계산서(별도) (단위: 십억원)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
보험손익	248	723	1,476	727	814
보험영업수익	7,215	7,163	8,254	7,766	8,259
보험료수익	6,731	7,005	8,096	7,608	8,101
보험영업비용	6,967	6,440	6,778	7,039	7,445
지급보험금	4,609	4,404	4,693	5,014	5,275
사업비	761	784	837	772	837
투자손익	2,596	2,688	2,935	3,084	3,096
책임준비금 전입액	2,909	3,520	4,484	3,918	4,045
영업이익	-65	-109	-72	-107	-135
영업외수익	716	800	882	924	984
특별계정수수료	735	819	907	958	1,017
법인세차감전 순이익	651	691	810	817	849
당기순이익	481	522	618	619	644

성장성지표(별도) (단위: %)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
보험손익	-230.2	191.4	104.1	-50.8	12.0
보험료수익	2.9	4.1	15.6	-6.0	6.5
지급보험금	-2.8	-4.4	6.6	6.8	5.2
투자손익	10.3	3.5	9.2	5.1	0.4
책임준비금 전입액	23.6	21.0	27.4	-12.6	3.2
영업이익	-65.8	67.9	-33.9	48.8	25.6
영업외수익	-2.7	11.8	10.2	4.8	6.5
당기순이익	15.1	8.4	18.5	0.1	4.0
운용자산	7.9	8.9	9.9	7.4	7.1
책임준비금	7.2	8.2	9.6	7.6	7.3
자본총계	8.5	5.2	9.3	6.0	5.8

주: FY11 이전은 K-GAAP, FY11 이후는 K-IFRS

재무제표(연결) (단위: 십억원)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
운용자산		51,768	56,823	61,055	65,428
현금 및 예금		4,489	2,654	2,840	3,031
유가증권		29,546	34,801	37,466	40,223
대출채권		14,229	15,722	16,842	17,997
부동산		3,504	3,647	3,907	4,176
비운용자산		3,656	3,724	3,964	4,211
특별계정자산		13,683	14,974	16,115	17,293
자산총계		69,107	75,514	81,138	86,947
책임준비금		46,942	51,425	55,343	59,388
계약자지분조정		380	509	504	499
기타부채		1,452	1,380	1,484	1,597
특별계정부채		13,816	15,146	16,300	17,492
부채총계		62,590	68,460	73,632	78,977
지배기업소유지분		6,517	7,055	7,506	7,970
자본금		4,343	4,343	4,343	4,343
연결자본잉여금		485	485	485	485
연결이익잉여금		1,259	1,615	2,066	2,531
기타자본조정항목		-191	-191	-191	-191
기타포괄손익누계		621	803	803	803
비지배지분		0	0	0	0
자본총계		6,517	7,055	7,506	7,970
보험손익		677	1,513	764	851
보험영업수익		7,171	8,261	7,773	8,266
보험영업비용		6,494	7,096	7,357	7,763
사업비		838	1,156	1,090	1,155
신계약상각비		1,079	1,077	1,082	1,163
투자손익		2,723	2,622	2,757	2,770
기타영업이익		-5	276	276	276
책임준비금전입액		3,522	4,489	3,924	4,050
총영업이익		-129	-78	-127	-153
영업외손익		806	904	947	1,007
법인세차감전 순이익		677	827	820	853
법인세비용		165	195	198	207
연결순이익		512	631	622	647
지배지분순이익		512	630	620	645
비지배지분순이익		0	1	1	1

수익성 지표(별도) (단위: %)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
보험금지급률	68.5	62.9	58.0	65.9	65.1
위험손해율	84.8	85.4	84.9	84.7	84.5
사업비율	16.4	16.8	16.2	17.2	17.1
투자수익률	5.7	5.4	5.4	5.2	4.9

투자지표(연결) (단위: 배, %)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
ROE	8.1	7.8	9.3	8.5	8.3
ROA	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
EPS(원)	554	608	747	736	766
BPS(원)	7,099	7,735	8,373	8,909	9,460
DPS(원)	230	230	230	250	270
P/E	13.7	12.3	10.0	10.1	9.7
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
배당수익률	3.0	3.1	3.1	3.4	3.6

자료: 한화생명, 대신증권 리서치센터 추정

[기업분석]

동양생명 (082640)

"영업력 회복 확인이 필요하다"

강승건 769.3096
cygun101@daishin.com

BUY

[시장수익률, 유지]

보험업종

현재가 11,600원

목표주가 (하향) 13,000

KOSPI	1,889.70
시가총액	1,248 십억원
시가총액비중	0.1%
자본금(보통주)	538 십억원
52주 최고/최저	15,850 원 / 8,810 원
120일 평균거래대금	19 억원
외국인지분율	18.2%
주요주주	보고티와이엘 외 2인 57.6%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-3.7	6.9	12.1	-18.3
상대수익률	-1.8	9.4	14.6	-19.4

투자포인트

- FY12년 2분기 순이익 292억원, 시장기대치 하회
- 투자에서 평가손실 반영으로 부진한 투자수익률 시현
- 투자의견 시장수익률 유지, 목표주가는 13,000원으로 하향

Comment

투자의견 시장수익률 유지, 목표주가 13,000 원으로 하향

동양생명의 투자의견을 시장수익률로 유지하고 목표주가는 13,000원으로 18.8% 하향조정한다. 저금리 기조가 지속됨에 따라 미래 이자차 스프레드 축소(역마진 스프레드 확대)될 것으로 전망되고 2분기에도 회복되지 못하고 있는 영업력을 반영하여 신계약 전망치를 하향하였기 때문이다. 이에 따라 동사의 FY12년과 FY13년 순이익을 각각 6.2%, 15.9% 하향조정한다. 목표주가 13,000원은 EV기준 목표주가 14,867원과 BPS 기준 목표주가 11,161원을 산술평균하여 산출하였다.

FY12 년 2 분기 순이익 292 억원. 시장기대치 하회

동사의 FY12년 순이익은 292억원으로 전년동기대비 130.1% 증가하였다. 하지만 이는 전년동기에 유럽 재정위기 부각으로 보유 유가증권의 대규모 평가손실이 반영되며 투자영업이익이 급감하였기 때문이다. 경쟁사와 달리 동사는 이번분기에도 평가손실이 반영되었는데 금호산업 및 PEF의 평가손실이 각각 82억원, 143억원 반영되며 4.3%수준의 부진한 투자수익률을 시현하였다. 또한 영업조직의 구조조정 단행으로 신계약 APE가 전년동기대비 16.1% 감소하였다. 동사가 강점을 가지고 있는 저축성보험의 공시이율 인하로 인하여 신계약 판매가 어려워지고 있다는 점이 부담요인이다. 구조조정이 2분기에 마무리됨에 따라 설계사 수가 10월 이후 증가하고 있지만 어려워진 영업환경을 고려할 때 빠른 영업력 회복을 기대하기는 쉽지 않을 것으로 판단된다.

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
보험영업수익	3,118	3,152	3,530	3,561	3,719
보험손익	1,225	1,175	1,379	1,239	1,177
투자손익	525	511	590	662	703
책임준비금전입액	1,570	1,596	1,866	1,767	1,751
세전순이익	224	136	166	196	202
총당기순이익	162	98	130	148	153
지배지분순이익	162	97	128	147	152
EPS	1,530	916	1,232	1,413	1,458
PER	8.4	15.7	9.4	8.2	8.0
BPS	10,632	10,988	12,401	13,564	14,768
PBR	1.2	1.3	0.9	0.9	0.8
ROE	15.1	8.4	10.4	10.9	10.3

주: IFRS 연결기준 자료: 동양생명, 대신증권 리서치센터

표 3. **FY12 2분기 동양생명 세부 실적** (십억원, %, %p)

	항 목	FY11 2Q	FY11 3Q	FY11 4Q	FY12 1Q	FY12 2Q	YoY	QoQ
요약 손익	보험손익	301	266	287	327	418	39.2	27.9
	보험영업수익	785	764	836	850	969	23.4	14.0
	보험영업비용	485	498	549	523	550	13.5	5.3
	투자손익	110	130	168	153	132	19.1	-14.3
	책임준비금전입액	399	374	413	443	537	34.5	21.3
	영업이익	12	22	42	38	13	10.4	-65.7
	영업외 손익	6	16	10	15	21	234.3	35.6
	특별계정수입수수료	10	15	16	16	23	116.8	40.8
	세전이익	18	37	52	53	34	88.4	-36.3
	당기순이익	13	24	40	41	29	130.1	-28.0
수익성 지표	위험손해율	87.8	88.3	85.8	85.0	89.5	1.7	4.5
	위험보험료	79	80	81	82	82	4.3	0.9
	실제사업비율	16.8	15.1	16.3	14.3	12.1	-4.7	-2.2
	보험금지급률	42.4	45.2	44.4	43.4	41.0	-1.4	-5.5
투자 지표	운용자산	10,589	11,026	11,436	11,864	12,485	17.9	5.2
	투자수익률	4.2	4.8	6.0	5.3	4.3	0.1	-0.9
신계약	신계약 APE	236	200	258	215	198	-16.1	-8.0
	보장 APE	65	59	63	57	56	-14.2	-2.6
	연금 APE	43	35	47	32	32	-24.8	-1.4
	저축 APE	128	106	148	125	110	-14.1	-12.2
성장성	일반계정 수입보험료	785	764	708	845	962	22.6	14.0
	일반+변액수입보험료	904	880	928	959	1,074	18.7	12.0
수익성	ROE	4.6	8.6	13.9	14.4	10.0	5.4	-4.4

주: K-IFRS 별도 기준
자료: 동양생명, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표(별도) (단위: 십억원)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
운용자산	9,924	11,436	13,388	15,166	16,931
현금 및 예금	834	679	1,161	1,315	1,468
유가증권	5,823	7,063	8,074	9,146	10,210
당기손익증권	790	868	931	1,055	1,178
매도가능증권	2,720	3,800	4,470	5,068	5,663
만기보유증권	2,313	2,361	2,637	2,987	3,335
관계기업투자주식	39	35	35	35	35
대출채권	2,558	3,041	3,457	3,916	4,372
부동산	671	652	697	789	881
비운용자산	1,106	1,169	1,178	1,326	1,472
특별계정자산	1,867	1,942	2,071	2,355	2,637
자산총계	12,898	14,547	16,638	18,847	21,041
책임준비금	9,403	11,004	12,870	14,637	16,387
보험료적립금	9,012	10,586	12,396	14,098	15,784
지급준비금	323	356	406	462	517
계약자지분조정	12	8	12	11	11
기타부채	463	402	393	447	500
특별계정부채	1,893	1,974	2,099	2,387	2,672
부채총계	11,771	13,388	15,373	17,481	19,570
자본금	538	538	538	538	538
자본잉여금	205	206	206	206	206
이익잉여금	353	397	494	595	700
자본조정	-19	-19	-39	-39	-39
기타포괄손익누계	50	38	66	66	66
자본총계	1,127	1,160	1,265	1,365	1,470

포괄손익계산서(별도) (단위: 십억원)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
보험손익	1,225	1,175	1,379	1,239	1,177
보험영업수익	3,118	3,152	3,530	3,561	3,719
보험료수익	2,973	3,127	3,493	3,524	3,682
보험영업비용	1,893	1,977	2,151	2,322	2,542
지급보험금	1,208	1,341	1,532	1,706	1,896
사업비	155	170	189	205	221
투자손익	525	530	597	654	694
책임준비금 전입액	1,570	1,596	1,866	1,767	1,751
영업이익	181	108	110	126	121
영업외수익	43	46	63	61	73
특별계정수수료	50	54	71	72	82
법인세차감전 순이익	224	155	172	187	194
당기순이익	162	113	134	142	147

성장성지표(별도) (단위: %)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
보험손익	71.9	-4.1	17.3	-10.1	-5.0
보험료수익	30.9	5.2	11.7	0.9	4.5
지급보험금	17.4	11.0	14.2	11.4	11.1
투자손익	27.0	0.8	12.7	9.6	6.2
책임준비금 전입액	51.9	1.7	16.9	-5.3	-0.9
영업이익	95.0	-40.0	1.1	15.0	-3.9
영업외수익	-10.0	7.8	36.0	-2.1	18.0
당기순이익	54.4	-30.4	18.8	5.9	3.3
운용자산	21.3	15.2	17.1	13.3	11.6
책임준비금	20.0	17.0	17.0	13.7	12.0
자본총계	10.4	2.9	9.1	7.9	7.7

주: FY11 이전은 K-GAAP, FY11 이후는 K-IFRS

재무제표(연결) (단위: 십억원)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
운용자산		11,424	13,373	15,147	16,910
현금 및 예금		725	1,206	1,360	1,513
유가증권		6,967	7,974	9,043	10,105
대출채권		3,080	3,496	3,955	4,411
부동산		652	697	789	881
비운용자산		1,233	1,221	1,369	1,515
특별계정자산		1,942	2,071	2,355	2,637
자산총계		14,655	16,772	19,008	21,231
책임준비금		11,004	12,870	14,637	16,387
계약자지분조정		7	11	11	10
기타부채		488	486	547	609
특별계정부채		1,974	2,099	2,387	2,672
부채총계		13,473	15,466	17,581	19,679
지배기업소유지분		1,166	1,291	1,412	1,537
자본금		538	538	538	538
연결자본잉여금		206	206	206	206
연결이익잉여금		403	520	641	766
기타자본조정항목		-19	-39	-39	-39
기타포괄손익누계		38	66	66	66
비지배지분		16	16	16	16
자본총계		1,181	1,306	1,428	1,553
보험손익		1,175	1,379	1,239	1,177
보험영업수익		3,152	3,530	3,561	3,719
보험영업비용		1,977	2,151	2,322	2,542
사업비		170	189	205	221
신계약상각비		438	390	370	383
투자손익		511	590	662	703
기타영업이익		0	0	0	0
책임준비금전입액		1,596	1,866	1,767	1,751
총영업이익		90	103	134	129
영업외손익		46	63	61	73
법인세차감전 순이익		136	166	196	202
법인세비용		37	37	47	49
연결순이익		98	130	148	153
지배지분순이익		97	128	147	152
비지배지분순이익		1	1	1	1

수익성 지표(별도) (단위: %)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
보험금지급률	40.6	42.9	43.8	48.4	51.5
위험손해율	90.3	87.2	86.9	87.0	86.9
사업비율	16.3	16.5	13.8	14.9	15.4
투자수익률	5.8	5.0	4.8	4.6	4.3

투자지표(연결) (단위: 배, %)

	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F	FY14F
ROE	15.1	8.4	10.4	10.9	10.3
ROA	1.4	1.3	0.8	0.8	0.8
EPS(원)	1,530	916	1,232	1,413	1,458
BPS(원)	10,632	10,988	12,401	13,564	14,768
DPS(원)	450	350	400	400	450
P/E	8.4	15.7	9.4	8.2	8.0
P/B	1.2	1.3	0.9	0.9	0.8
배당수익률	3.5	2.4	3.4	3.4	3.9

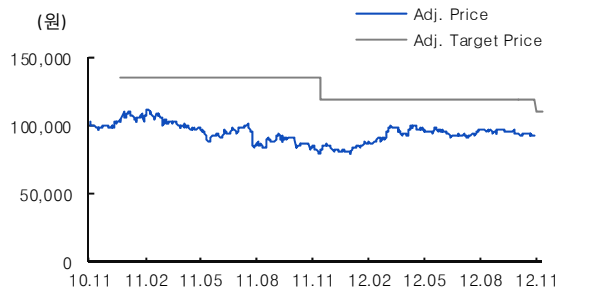
자료: 동양생명, 대신증권 리서치센터 추정

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다(담당자: 강승건)

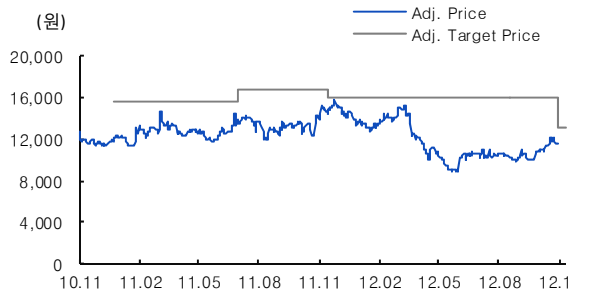
본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

삼성생명(032830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



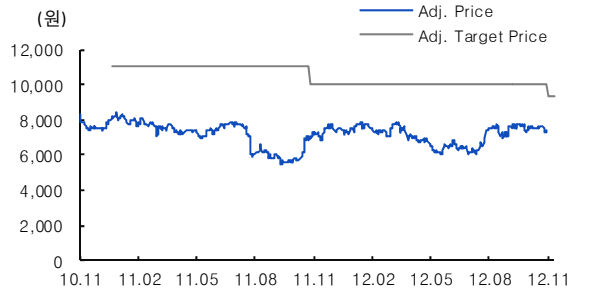
제시일자	12.11.14	12.10.10	12.08.12	12.07.25	12.06.22	12.06.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
제시일자	12.05.11	12.03.20	12.02.12	11.11.28	11.11.21	11.11.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	120,000	120,000	120,000	120,000	136,000	136,000
제시일자	11.08.16	11.07.18	11.07.15	11.06.30	11.05.13	11.04.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	136,000	136,000	136,000	136,000	136,000	136,000
제시일자	11.03.03	11.02.14	11.01.05	10.11.15		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	136,000	136,000	136,000	136,000		

동양생명(082640) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.11.14	12.10.10	12.07.25	12.06.22	12.06.08	12.05.10
투자의견	Market Perform	Market Perform	Market Perform	Market Perform	Market Perform	Market Perform
목표주가	13,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000
제시일자	12.02.12	11.11.28	11.08.16	11.07.15	11.06.30	11.04.07
투자의견	Market Perform	Market Perform	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	16,000	16,000	16,700	16,700	15,500	15,500
제시일자	11.03.03	11.02.08	11.01.05			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	15,500	15,500	15,500			
제시일자						
투자의견						
목표주가						

한화생명(088350) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.11.14	12.10.10	12.08.12	12.07.25	12.06.24	12.06.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	9,300	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
제시일자	12.06.08	12.05.10	12.02.08	11.11.28	11.11.08	11.08.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	11,000
제시일자	11.07.15	11.06.30	11.06.27	11.05.15	11.04.07	11.03.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000
제시일자	11.02.13	11.01.05	10.11.12	10.11.10		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	11,000	11,000	11,000	11,000		

▶ 투자등급관련사항

산업 투자의견
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상