



동양생명 (082640)

경상 체력은 세전 800억원대로 추정

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Buy (유지)

목표주가(유지): 6,300원

현재 주가(5/20)	5,270원
상승여력	▲19.5%
시가총액	8,504억원
발행주식수	161,359천주
52 주 최고가 / 최저가	6,370 / 3,405원
90 일 일평균 거래대금	17.63억원
외국인 지분율	83.6%

주주 구성		
DajialifeinsuranceCo.,Ltd. (외)		75.4%
자사주 (외 1인)		3.4%
동양생명우리사주 (외 1인)		0.7%

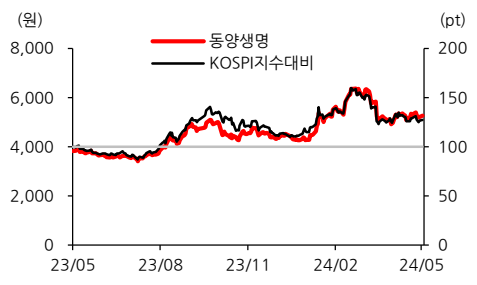
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	6.0	-4.7	15.6	37.6
상대수익률(KOSPI)	0.2	-7.9	5.5	29.5

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	n/a	234	258	306
투자손익	n/a	127	107	73
영업이익	n/a	361	365	379
당기순이익	n/a	296	285	289
CSM (*)	2,351	2,627	3,159	3,660
수정 EPS	506	1,781	1,710	1,737
수정 BPS	26,569	28,654	28,434	31,148
수정 PER	9.6	2.5	3.1	3.0
수정 PBR	0.2	0.2	0.2	0.2
수정 ROE	2.2	6.3	6.0	5.8
배당수익률	0.0	6.9	7.7	7.9

*보유 순부채 기준

주가 추이



동양생명의 1Q24 실적은 매매평가익에 의한 투자 호조로 대폭 서프라이즈를 기록했습니다. 경상 분기 순익 800 억원대에서 배당수익률은 7%대 후반으로 기대됩니다.

1Q24 순이익 885억원(-43% YoY), 어닝 서프라이즈

동양생명의 1Q24 별도 순이익은 885억원(-43% YoY)으로 시장 컨센서스를 108% 상회하는 대폭 서프라이즈를 기록. IBNR 전입 기준에 관한 시행세칙 변경으로 손실이 발생했음에도 불구하고, 자산 매매평가익에 의한 투자손익 호조가 기대 이상의 실적을 견인함. 1Q24 보험순익은 563억원(-8% YoY)으로, 전술한 시행세칙 변경에 따라 발생사고부채 전입 등 150억원의 비용이 발생하면서 전년 동기보다 감소함. 해당 일회성 비용을 제외 시 보험순익은 17% YoY 증가. 1Q24 투자손익은 519억원(-61% YoY), 일반계정 기준 496억원 (-63% YoY)으로 전년 동기보다는 감소했으나 평분기보다는 양호했음. 일반계정 기준으로 자산 매매평가익이 410억원 발생한 데 따르며, 이에 일반계정 투자수익률은 3.7%로 양호하였음. 신계약 APE는 9% QoQ 증가, 이 중 보장은 63% QoQ 증가함. 특히 종신보험이 보장성 신계약 증분의 81%를 차지. 낮은 마진의 단기납 종신이 성장의 주축을 이루는 등으로 마진배수가 1개월치 하락하면서, 신계약 CSM은 3% QoQ 증가에 그침. 보유 기준 CSM잔액은 상각 이외의 마이너스 요인 없이 6% QoQ 증가함

경상 체력은 세전 800억원대로 추정

동양생명은, 당분기 일회성 요인을 제외하면, BEP에 가까운 예실차를 지속하고 있음. CSM 상각익과 기타사업비 등도 모두 안정적인 흐름을 보이므로, 분기별 600억원 후반의 보험손익을 유지할 것으로 전망. 한편 투자손익은 이자손익과 보험금융비용(부채 부담이자)가 서로 상쇄됨에 따라 매매평가익을 제외하면 '0'에 가까운 수준을 지속. 이에 일부 처분의 가능성을 고려해 분기별 100~200억원의 투자손익을 가정. 따라서 세전 800억원대가 동사의 경상적인 이익 창출력이라고 판단. 이러한 추정 하, 현재 배당여력을 고려해 배당성향을 +1%p YoY로 가정하면 2024년 배당수익률은 7.7%로 기대. 경상 ROE 6% 대비 12mf PBR 0.18배의 현 주가는 상승여력을 보유한 것으로 판단함

[표1] 동양생명의 1Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	1Q24P	1Q23	YoY	4Q23	QoQ	컨센서스	차이
보험손익	56.3	61.1	-7.9	50.7	11.0	n/a	n/a
투자손익	51.9	134.6	-61.4	35.5	46.1	n/a	n/a
영업이익	108.2	195.7	-44.7	86.2	25.5	51.5	110.1
당기순이익	88.5	156.5	-43.5	78.3	13.1	42.6	107.6

자료: 동양생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 동양생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

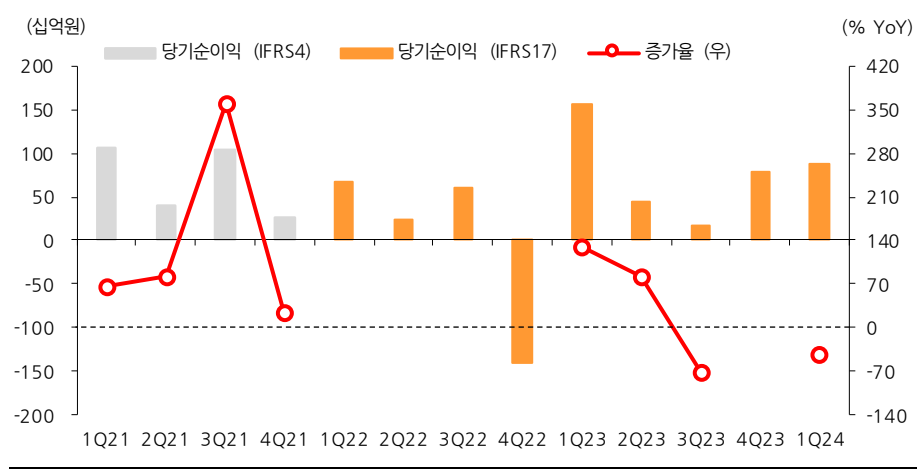
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	QoQ	YoY
AUM	30,691	30,025	29,233	31,153	30,726	-1.4	0.1
투자서비스손익(일반계)	379	250	201	286	282	-1.4	-25.5
Yield	5.0	3.3	2.7	3.8	3.7	-0.1	-1.3
CSM (보유 순부채)	2,462	2,488	2,669	2,627	2,795	6.4	13.6
CSM 상각	65	63	68	63	64	2.3	-1.0
단순상각률	10.5	10.1	10.1	9.6	9.2	-0.4	-1.4
신계약 CSM (원수)	176	183	202	199	204	2.5	15.9
전체 APE	166	197	206	245	268	9.4	61.8
단순마진 (개월)	12.8	11.1	11.8	9.8	9.1	-0.6	-3.6
보험+재보험손익	61	55	67	51	56	11.0	-7.9
일반/VFA 모형	68	61	74	52	60	15.4	-11.0
예실차	-3	5	5	2	-15	적전	적지
보험금*	-5	5	4	4	-16	적전	적지
사업비	2	0	1	-1	1	흑전	-47.0
RA 변동	11	11	11	11	12	1.1	2.2
CSM 상각	65	63	68	63	64	2.3	-1.0
손실계약관련비용	-5	-19	-15	-20	-6	적지	적지
기타	-0	1	5	-4	5	흑전	흑전
기타사업비	6	6	7	8	8	0.3	22.9
투자손익	135	2	-46	36	52	46.1	-61.4
일반계정	135	12	-34	46	50	8.1	-63.2
특별계정	-0	-10	-12	-10	2	흑전	흑전
보험금융손익	-305	-261	-188	-310	-248	적지	적지
일반계정	-245	-237	-235	-241	-233	적지	적지
특별계정	-61	-24	47	-70	-15	적지	적지
투자서비스손익	440	263	142	346	300	-13.3	-31.8
일반계정	379	250	201	286	282	-1.4	-25.5
특별계정	61	14	-59	60	18	-70.6	-71.1
영업이익	196	57	22	86	108	25.5	-44.7
영업외이익	0	-1	0	12	-0	적전	적전
세전이익	196	57	22	98	108	9.6	-44.9
당기순이익	156	44	17	78	88	13.1	-43.5

주: 회색 음영 부분은 데이터 부재, *보험료 경험조정 포함

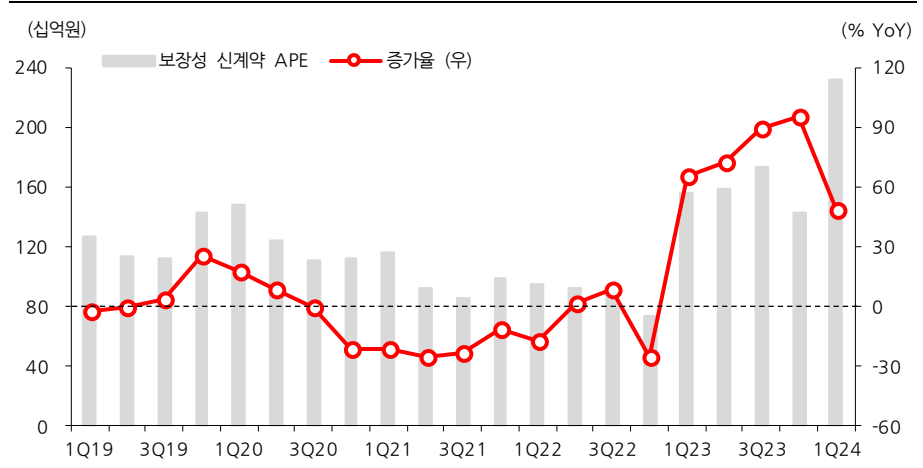
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 동양생명의 분기별 당기순이익 및 증가율



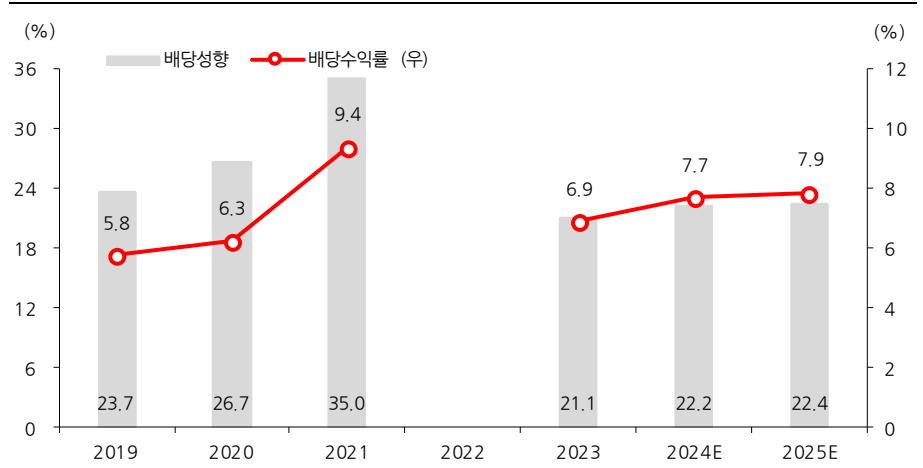
주: 2022년까지는 IAS39, 2023년부터는 IFRS9 기준
 자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 동양생명의 보장성 APE 신계약 금액 및 증가율



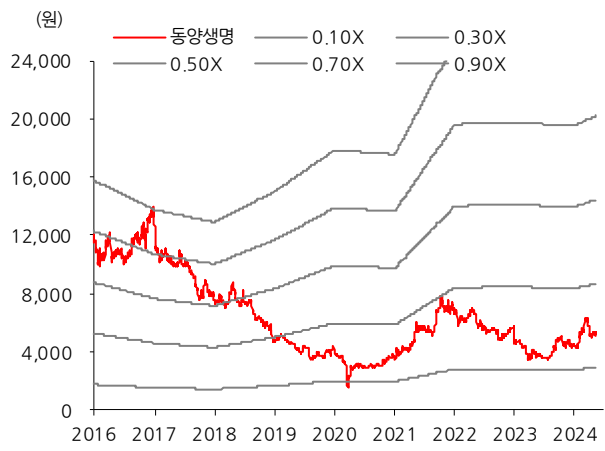
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 동양생명의 배당지표 추이 및 전망



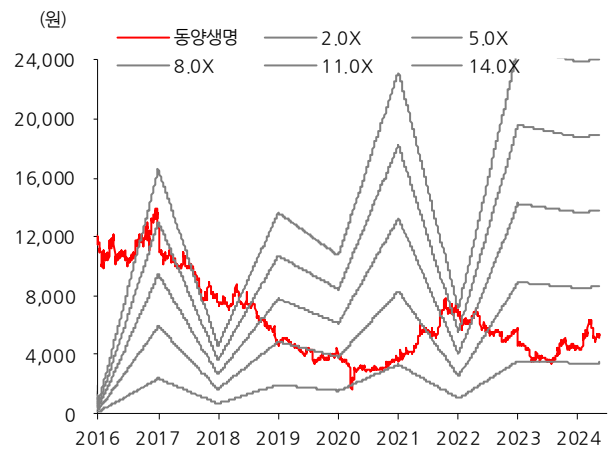
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 동양생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 동양생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	28,252	31,153	31,066	31,628
현금및예치금	787	1,551	1,000	948
유가증권	23,210	23,039	23,263	23,664
FVPL	3,059	4,307	4,862	4,999
FVOCI	6,384	18,571	18,237	18,502
AC	13,737	0	0	0
대출채권	7,948	6,218	6,460	6,668
부동산	318	345	343	348
비운용자산	1,456	567	651	749
특별계정자산	3,715	1,176	1,224	1,273
자산총계	33,423	32,896	32,940	33,651
책임준비금	2,819	28,329	28,781	29,235
BEL	0	22,300	22,059	21,917
RA	445	436	468	497
CSM	2,374	2,540	3,053	3,555
PAA	0	0	1	1
투자계약부채	0	3,053	3,200	3,265
기타부채	28,986	458	231	231
후순위채	299	0	0	0
특별계정부채	3,697	1,158	1,201	1,250
부채총계	35,502	29,944	30,210	30,713
자본금	807	807	807	807
자본잉여금	808	464	464	464
신종자본증권	345	345	345	345
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	1,292	1,362	1,560	1,768
해약환급금준비금	0	640	926	1,142
자본조정	-61	-61	-60	-60
기타포괄손익누계	1,526	36	-384	-384
자본총계	4,882	2,952	2,730	2,938

성장률

(% YoY)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	-1.6	0.1	2.2
운용자산	n/a	10.3	-0.3	1.8
부채총계	n/a	-15.7	0.9	1.7
CSM	n/a	7.0	20.2	16.4
자본총계	n/a	-39.5	-7.5	7.6
보험손익	n/a	n/a	10.2	18.5
투자손익	n/a	n/a	-15.3	-31.8
영업이익	n/a	n/a	1.2	3.8
순이익	n/a	n/a	-3.7	1.5

주: IFRS 별도 기준, 2022년 수정 지표들은 자본총계(OCI)를 보정함

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	n/a	234	258	306
일반 및 변동수수료모형	n/a	256	284	337
CSM 상각	n/a	258	271	314
RA 변동	n/a	45	43	43
예상과실제차이	n/a	10	2	21
손실계약	n/a	-59	-37	-41
기타	n/a	1	5	0
보험료배분접근법모형	n/a	0	0	0
간접사업비	n/a	27	30	31
투자손익	n/a	127	107	73
보험금융손익	n/a	-1,065	-966	-977
이자수익	n/a	924	977	1,027
배당수익	n/a	1	4	3
FVPL 평가손익	n/a	242	42	0
기타	n/a	26	51	21
영업이익	n/a	361	365	379
영업외이익	n/a	12	-0	0
세전이익	n/a	373	365	379
법인세비용	n/a	77	80	90
당기순이익	n/a	296	285	289

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	863	814	873	826
신계약 CSM	565	760	719	724
투자수익률	n/a	4.0	3.5	3.4
수정 Book Value	4,383	4,467	4,434	4,857
수익성				
수정 ROE	2.2	6.3	6.0	5.8
수정 ROA	0.2	0.8	0.8	0.8
주당 지표				
수정 EPS	506	1,781	1,710	1,737
수정 BPS	26,569	28,654	28,434	31,148
보통주 DPS	0	400	405	415
Valuation 및 배당				
수정 PER	9.6	2.5	3.1	3.0
수정 PBR	0.2	0.2	0.2	0.2
배당성향	0.0	21.1	22.2	22.4
보통주 배당수익률	0.0	6.9	7.7	7.9

[Compliance Notice]

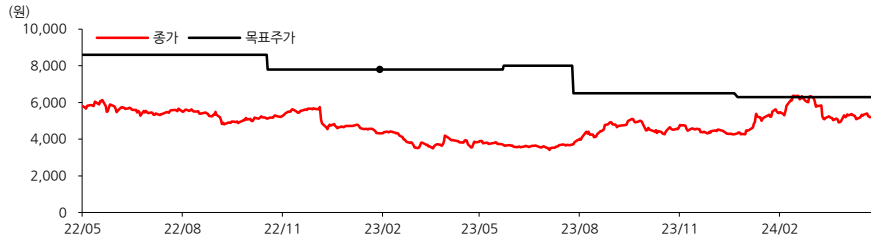
(공표일: 2024년 5월 21일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[동양생명 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.07.11	2022.08.11	2022.09.26	2022.11.09	2023.02.24
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		8,600	8,600	8,600	7,800	7,800
일 시	2023.05.30	2023.06.14	2023.08.17	2023.09.01	2023.11.10	2024.01.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	7,800	8,000	6,500	6,500	6,500	6,300
일 시	2024.05.21					
투자의견	Buy					
목표가격	6,300					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.09	Buy	7,800	-42.97	-26.28
2023.06.14	Buy	8,000	-54.86	-53.63
2023.08.17	Buy	6,500	-30.78	-21.54
2024.01.15	Buy	6,300		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%