



동양생명 (082640)

불가피한 CSM 감소

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479 / RA 권지우 Jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Hold (유지)

목표주가(하향): 6,000원

현재 주가(11/13)	5,570원
상승여력	▲7.7%
시가총액	8,988억원
발행주식수	161,359천주
52 주 최고가 / 최저가	8,960 / 4,265원
90 일 일평균 거래대금	23.35억원
외국인 지분율	82.5%
주주 구성	
DajialifeinsuranceCo.,Ltd.(외 7 인)	75.4%
자사주 (외 1 인)	3.4%
동양생명우리사주 (외 1 인)	0.7%

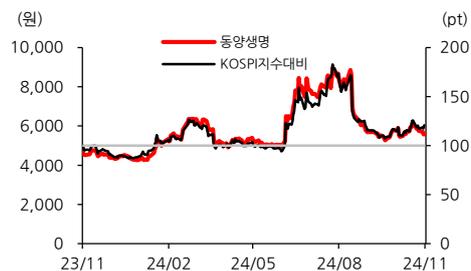
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.0	-35.8	3.1	20.7
상대수익률(KOSPI)	3.0	-28.0	14.5	20.1

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	n/a	234	306	279
투자손익	n/a	127	133	96
영업이익	n/a	361	439	376
당기순이익	n/a	296	342	286
CSM (*)	2,351	2,627	2,596	2,960
수정 EPS	506	1,781	2,077	1,720
수정 BPS	26,569	28,654	21,010	22,840
수정 PER	9.6	2.5	2.7	3.2
수정 PBR	0.2	0.2	0.3	0.2
수정 ROE	2.2	6.3	8.4	7.8
배당수익률	0.0	6.9	0.0	0.0

*보유 순부채 기준

주가 추이



동양생명은 손실계약에서의 환입으로 어닝 서프라이즈를 기록했습니다. 견조한 신계약 CSM 의 성장에도 불구하고, 금융당국의 계리개정 가이드 영향을 감안해 이익 추정치를 하향하며 목표주가를 하향 조정합니다.

3Q24 순이익 904억원(+424% YoY), 어닝 서프라이즈

동양생명의 3Q24 별도 순이익은 904억원(+424% YoY)으로 당사 추정치와 시장 컨센서스를 20% 이상 상회하는 서프라이즈를 기록. 손실 계약부담비용에서의 환입으로 보험손익이 기대를 상회한 것이 호실적 의 배경. 3Q24 보험손익은 965억원(+44% YoY)으로 증가. 예실차는 보험금 증가로 인해 기대보다 부진했으나 손실계약에서 환입이 발생하며 호조를 나타냄. 3Q24 투자손익은 181억원(흑자전환 YoY), 일반계정 기준 173억원(흑전 YoY)을 기록. 금리부자산 평가손익이 양호했으나 유럽 오피스 투자 건의 평가손과 시장성 자산 처분손이 일부 발생함. 신계약 APE는 34% QoQ 증가, 이 중 보장성은 65% QoQ 증가함. 월초 기준 건강담보가 전분기보다 2배 이상 증가한 가운데 이들의 마진이 개선되며 신계약 CSM은 61% QoQ 증가. 견조한 신계약 CSM의 증가에 따라 기중 (-) 조정에도 불구하고 CSM 잔액은 4% QoQ 증가해 양호한 성장을 보임

불가피한 CSM 감소

동양생명은 무저해지 보험에 계리개정 가이드라인을 적용하면 CSM이 4,000억원 감소할 것으로 언급. 기대 이상의 신계약 CSM 증가를 추정치에 반영한 반면 가이드라인 적용에 따른 CSM 상각의 감소를 감안해 2025년 이익 추정치를 기존 대비 9% 하향함. 이에 목표주가를 기존 대비 5% 하향 조정하며 상승여력을 고려해 투자 의견 Hold를 유지함. 한편 동사의 3Q24 K-ICS비율은 161%로 5%p QoQ 하락. 4Q24 중 발행한 후순위채 3,000억원의 상승 요인과 연말 계리개정 가이드의 하락 요인을 함께 적용하면 150%대로 하락할 것으로 예상됨. 자본여력과 배당가능이익 확보를 위해 ALM 관리와 해약환급금준비금 개선안의 적용이 필요할 것으로 판단됨

[표1] 동양생명의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

항목	동양생명	비고
자기자본비용	14.7	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.9	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	10.7	(c): Market Risk Premium (Bloomberg)
Beta (β)	1.1	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE	7.7	(e): 회사별 향후 3개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.52	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-50.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	0.26	(i): (g)*(h)
수정 BPS	22,994	(j): 회사별 12개월 forward 수정 BPS
목표주가	6,000	(k): (i)*(j)
조정률	-4.8	직전 목표주가 대비 조정률
현주가	5,570	
상승여력	7.7	

자료: 한화투자증권 리서치센터

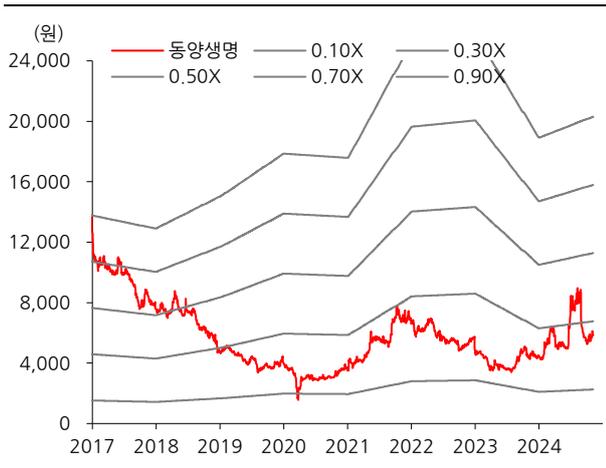
[표2] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(폭)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
당기순이익	342	286	320	313	6.8	-8.6
수정 EPS	2,077	1,720	1,937	1,893	7.2	-9.1
수정 BPS	21,010	22,840	23,605	25,152	-11.0	-9.2
수정 ROE	8.4	7.8	7.4	7.8	0.9	0.1

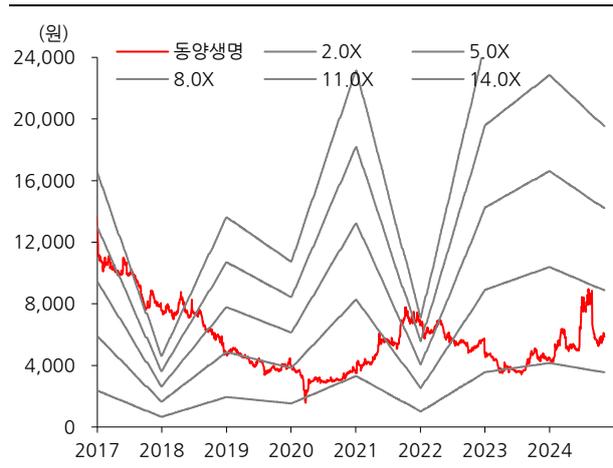
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 동양생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 동양생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 동양생명의 3Q24 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	3Q24P	3Q23	YoY	2Q24	QoQ	3Q24E	차이	컨센서스	차이
보험손익	96.5	67.2	43.6	80.6	19.8	75.1	28.5	n/a	n/a
투자손익	18.1	-45.6	흑전	35.3	-48.6	20.6	-11.7	n/a	n/a
영업이익	114.7	21.6	429.8	115.9	-1.0	95.7	19.9	97.3	17.8
당기순이익	90.4	17.2	424.1	86.9	4.1	72.7	24.3	74.3	21.6

자료: 동양생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 동양생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

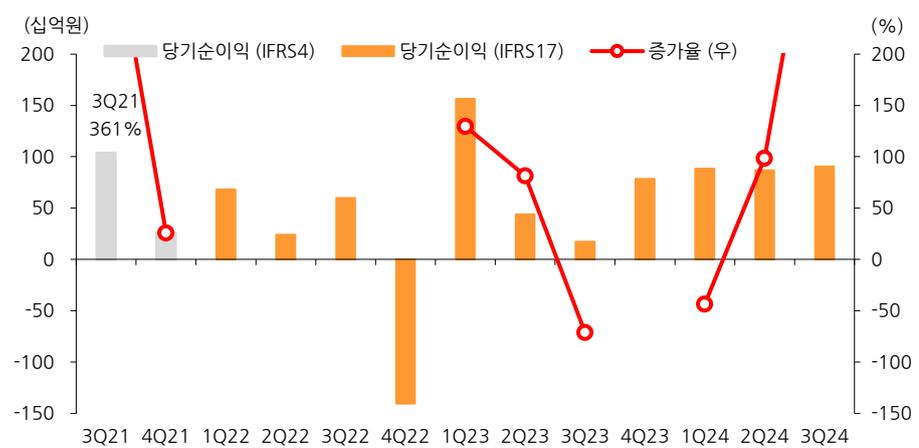
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	QoQ	YoY
AUM	30,691	30,025	29,233	31,153	30,726	31,268	31,589	1.0	8.1
투자서비스손익	933	250	201	286	282	276	256	-7.0	27.6
Yield	12.3	3.3	2.7	3.8	3.7	3.6	3.3	-0.3	0.6
CSM (보유 순부채)	2,462	2,488	2,669	2,627	2,795	2,753	2,858	3.8	7.1
CSM 상각	65	63	68	63	64	65	67	2.3	-1.2
단순상각률	10.5	10.1	10.1	9.6	9.2	9.5	9.3	-0.1	-0.8
신계약 CSM (원수)	176	183	202	199	204	139	224	60.7	10.6
월납 신계약 보험료	166	197	206	245	268	199	266	33.9	29.0
단순마진 (개월)	12.8	11.1	11.8	9.8	9.1	8.4	10.1	1.7	-1.7
보험+재보험손익	61	55	67	51	56	81	97	19.8	43.6
일반/VFA 모형	68	61	74	52	60	89	105	18.7	41.6
예실차	-3	5	5	2	-15	12	1	-92.8	-82.6
보험금*	-5	5	4	4	-16	9	-1	적전	적전
사업비	2	0	1	-1	1	3	2	-26.3	191.0
RA 변동	11	11	11	11	12	12	12	0.1	3.7
CSM 상각	65	63	68	63	64	65	67	2.3	-1.2
손실계약관련비용	-5	-19	-15	-20	-6	-4	19	흑전	흑전
기타	-0	1	5	-4	5	3	7	111.8	40.3
기타사업비	6	6	7	8	8	9	8	-4.3	15.9
투자손익	135	2	-46	36	52	35	18	-48.6	흑전
일반계정	135	12	-34	46	50	36	17	-51.2	흑전
특별계정	-0	-10	-12	-10	2	-0	1	흑전	흑전
보험금융손익	-305	-261	-188	-310	-248	-273	-200	적지	적지
일반계정	-245	-237	-235	-241	-233	-240	-239	적지	적지
특별계정	-61	-24	47	-70	-15	-33	39	흑전	-17.3
투자서비스손익	440	263	142	346	300	308	218	-29.1	53.3
일반계정	933	250	201	286	282	276	256	-7.0	27.6
특별계정	-493	14	-59	60	18	32	-38	적전	적지
영업이익	196	57	22	86	108	116	115	-1.0	429.8
영업외이익	0	-1	0	12	-0	-4	-0	적지	적전
세전이익	196	57	22	98	108	112	115	2.2	421.5
당기순이익	156	44	17	78	88	87	90	4.1	424.1

주: *보험료 경험조정 포함

자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

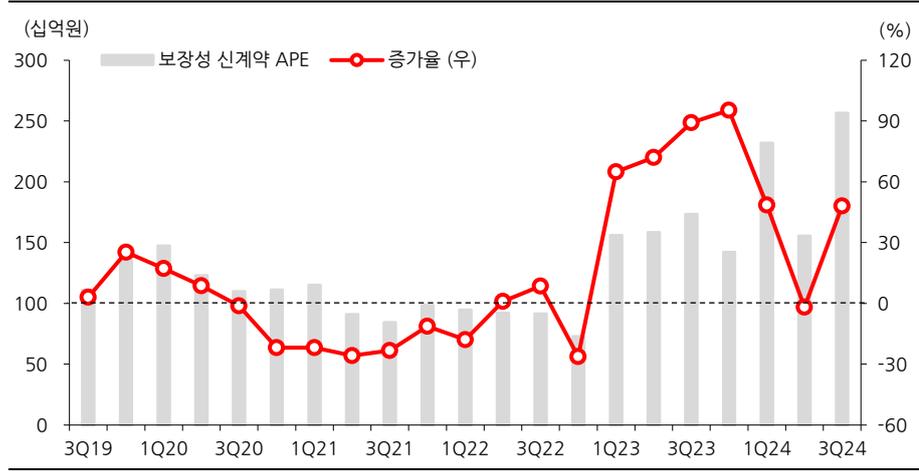
[그림3] 동양생명의 분기별 당기순이익 및 증가율



주: 2022년까지는 IAS39, 2023년부터는 IFRS9 기준

자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 동양생명의 보장성 APE 신계약 금액 및 증가율



자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
운용자산	28,252	31,153	31,905	33,003
현금및예치금	787	1,551	709	688
유가증권	23,210	23,039	24,701	25,521
FVPL	3,059	4,307	5,175	5,481
FVOCI	6,384	18,571	19,410	19,925
AC	13,737	0	0	0
대출채권	7,948	6,218	6,143	6,431
부동산	318	345	352	363
비운용자산	1,456	567	1,140	1,115
특별계정자산	3,715	1,176	1,119	1,165
자산총계	33,423	32,896	34,163	35,283
책임준비금	2,819	28,329	30,710	31,622
BEL	0	22,300	24,337	24,803
RA	445	436	471	487
CSM	2,374	2,540	2,596	2,960
PAA	0	0	-0	-1
투자계약부채	0	3,053	3,306	3,373
기타부채	28,986	458	238	213
후순위채	299	0	300	300
특별계정부채	3,697	1,158	1,096	1,140
부채총계	35,502	29,944	32,045	32,977
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	1,616	1,884
해약환급금준비금	0	640	1,069	1,313
자본조정	-61	-61	-60	-60
기타포괄손익누계	1,526	36	-1,052	-1,132
자본총계	4,882	2,952	2,118	2,306

성장률

(% YoY)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E
자산총계	n/a	-1.6	3.9	3.3
운용자산	n/a	10.3	2.4	3.4
부채총계	n/a	-15.7	7.0	2.9
CSM	n/a	7.0	2.2	14.0
자본총계	n/a	-39.5	-28.3	8.9
보험손익	n/a	n/a	30.8	-8.9
투자손익	n/a	n/a	4.9	-27.4
영업이익	n/a	n/a	21.7	-14.5
순이익	n/a	n/a	15.6	-16.3

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	306	279
일반 및 변동수수료모형	n/a	256	335	313
CSM 상각	n/a	258	264	257
RA 변동	n/a	45	47	49
예상과실제차이	n/a	10	4	24
손실계약	n/a	-59	4	-16
기타	n/a	1	16	0
보험료배분접근법모형	n/a	0	0	0
간접사업비	n/a	27	33	34
투자손익	n/a	127	133	96
보험금융손익	n/a	-1,065	-962	-980
이자수익	n/a	924	999	1,068
배당수익	n/a	1	4	4
FVPL 평가손익	n/a	242	63	0
기타	n/a	26	28	5
영업이익	n/a	361	439	376
영업외이익	n/a	12	-4	0
세전이익	n/a	373	435	376
법인세비용	n/a	77	93	89
당기순이익	n/a	296	342	286

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	863	814	957	812
신계약 CSM	565	760	746	655
투자수익률	n/a	4.0	3.5	3.3
수정 Book Value	4,383	4,467	3,276	3,562
수익성				
수정 ROE	2.2	6.3	8.4	7.8
수정 ROA	0.2	0.8	1.0	0.8
주당 지표				
수정 EPS	506	1,781	2,077	1,720
수정 BPS	26,569	28,654	21,010	22,840
보통주 DPS	0	400	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	9.6	2.5	2.7	3.2
수정 PBR	0.2	0.2	0.3	0.2
배당성향	0.0	21.1	0.0	0.0
보통주 배당수익률	0.0	6.9	0.0	0.0

[Compliance Notice]

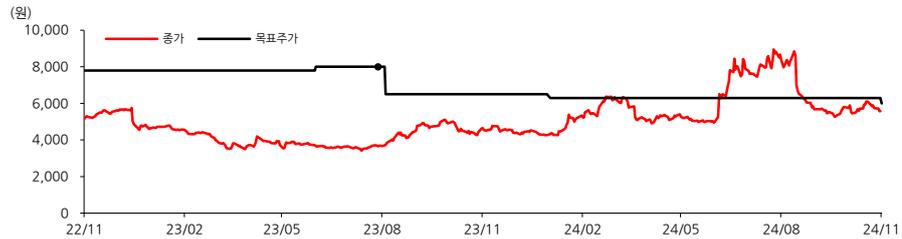
(공표일: 2024년 11월 14일)

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	2023.02.24	2023.05.30	2023.06.14	2023.08.17	2023.09.01
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		7,800	7,800	8,000	6,500	6,500
일 시	2023.11.10	2024.01.15	2024.05.21	2024.06.17	2024.10.08	2024.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
목표가격	6,500	6,300	6,300	6,300	6,300	6,300
일 시	2024.11.14					
투자의견	Hold					
목표가격	6,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-3.76	42.22
2024.11.14	Hold	6,000		

[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 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%