



## 동양생명 (082640)

실적보다 ALM이 지상과제

**Buy**(유지)

목표주가 6,700원, 전일 주가(5/19): 5,470원

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

### 1Q25 당기순이익 467억원(-47% YoY)으로 어닝 쇼크

- 동양생명의 1Q25 별도 당기순이익은 467억원(-47% YoY)으로 당사 추정치와 시장 컨센서스를 30% 이상 하회하며 어닝 쇼크를 기록. 보험손익에서 비경상 요인으로 인해 손실계약비용이 예상보다 부진했고, 투자손익에서 평가이익이 예상보다 적었던 것이 쇼크의 원인
- 1Q25 보험손익은 41억원(-93% YoY)으로 크게 부진. 연령별 손해율 반영이 동사에게는 가정 악화의 영향으로 나타나면서 손실계약비용에 160억원 반영되었고, 같은 항목에 제도 변경에 따른 할인율 인하 및 시장금리 변동으로 변액보험에서 200억원, 전분기 손실계약으로 전환된 종신보험 일부 블록에서 170억원 등이 추가 반영됨. 절반 수준은 제도 변화에 의한 일회성 요인이었음
- 1Q25 투자손익은 504억원(-3% YoY), 일반계정 기준 463억원(-7% YoY)으로 감소. 이자+배당과 부담이자를 합산한 본질 손익은 전년 동기보다 200억원 이상 증가했으나 매매평가익 및 기타손익의 기저가 높았음
- 신계약 APE는 26% QoQ 감소, 보장성이 16% QoQ 감소한 탓인데, 마진율이 좋은 건강 담보는 38% QoQ 증가한 반면 사망 담보에서 감소. 이에 마진 배수는 전분기보다 4개월 개선되면서 신계약 CSM은 15% QoQ 증가
- CSM 잔액(보유)은 2조 6,762억원으로 전분기보다 2% 감소. 기중 해약 증가, 연령별 손해율 반영에 따른 가정 악화 등의 영향으로 -1,200억원의 CSM 기중 조정이 나타났기 때문
- K-ICS비율은 120%대로 급락. 연초 금감원의 제도 강화(LTFR, LoT 등 부채 할인을 인하)로 인해 자산-부채 평가액(CAOC)이 분기 중 5,000억원대 감소하며 커버리지사 중 가장 큰 감소율을 기록. 듀레이션갭이 -2.0년으로 가장 크기 때문. 동사는 5월 중 발행한 외화 후순위채에 더하여 외화 공동재보험 출재, 본드포워드 확대 등에 의해 2Q25 말 K-ICS비율은 160%대로 개선될 것으로 밝힘

### 실적보다 ALM이 지상과제

- 최근 금융당국이 우리금융지주의 동양생명 인수를 승인. 최대주주 변경을 앞두고 동사의 지상과제는 손익 개선이 아닌 자본 관리, 특히 ALM이 될 전망. 이를 위한 장기채 매입 및 보유채권의 교체매매 등이 동반될 것
- 손익 변동성 확대가 불가피할 것으로 보이는 가운데, 동사의 주가 변인은 분기 실적보다 잔여지분에 대한 최대주주의 계획(을 시장에서 예측하는 것)에 연동될 전망

[표1] 동양생명의 1Q25 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	1Q25P	1Q24	YoY	4Q24	QoQ	1Q25E	차이	컨센서스	차이
보험손익	4.1	56.3	-92.8	41.0	-90.1	34.3	-88.1	n/a	n/a
투자손익	50.4	51.9	-3.0	4.4	1,055.0	58.0	-13.1	n/a	n/a
영업이익	54.4	108.2	-49.7	45.4	20.0	92.3	-41.0	90.5	-39.8
당기순이익	46.7	88.5	-47.2	44.4	5.2	70.5	-33.7	76.5	-38.9

자료: 동양생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 동양생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

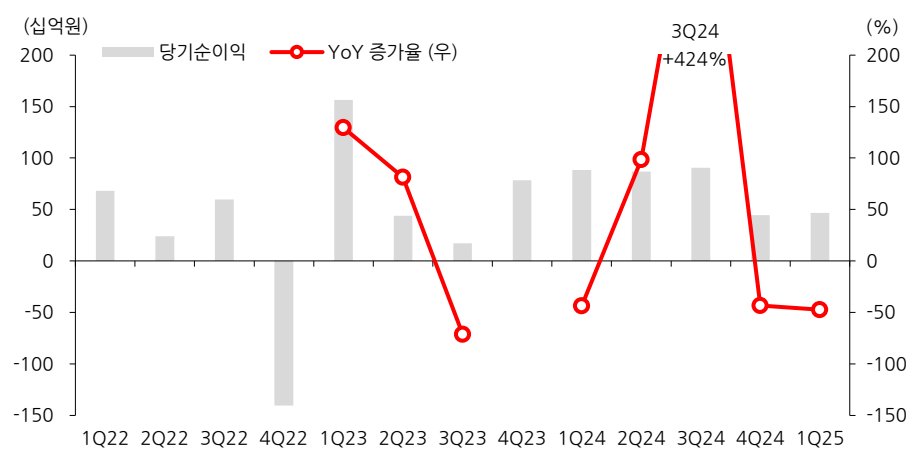
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	QoQ	YoY
보험+재보험손익	56	81	97	41	4	-90.1	-92.8
일반/VFA 모형	60	89	105	49	0	n/a	n/a
예실차	-15	12	1	-0	-16	적지	적지
보험금*	-16	9	-1	-1	-20	적지	적지
사업비	1	3	2	0	4	1,810.3	277.7
RA 변동	12	12	12	12	11	-7.4	-3.4
CSM 상각	64	65	67	64	62	-2.3	-2.9
손실계약관련	-6	-4	19	-30	-54	적지	적지
기타	5	3	7	3	-3	적전	적전
기타사업비	8	9	8	9	8	-14.1	4.6
투자손익	52	35	18	4	50	1,055.0	-3.0
일반계정	50	36	17	4	46	952.9	-6.6
특별계정	2	-0	1	-0	4	흑전	74.5
보험금융손익	-248	-273	-200	-226	-267	적지	적지
일반계정	-233	-240	-239	-252	-235	적지	적지
특별계정	-15	-33	39	26	-32	적전	적지
투자서비스손익	300	308	218	230	317	37.9	5.8
일반계정	282	276	256	256	282	10.0	-0.2
특별계정	18	32	-38	-26	36	흑전	103.2
영업이익	108	116	115	45	54	20.0	-49.7
영업외이익	-0	-4	-0	2	-0	적전	적지
세전이익	108	112	115	48	54	14.6	-49.5
당기순이익	88	87	90	44	47	5.2	-47.2
AUM	30,726	31,268	31,589	32,314	32,636	1.0	6.2
투자서비스손익	282	276	256	256	282	10.0	-0.2
Yield	3.7	3.6	3.3	3.2	3.5	0.3	-0.2
CSM (보유 순부채)	2,795	2,813	2,827	2,724	2,676	-1.7	-4.3
CSM 상각	64	65	67	64	62	-2.3	-2.9
단순상각률	9.5	9.3	9.4	9.2	9.4	0.1	-0.1
신계약 CSM (원수)	204	139	224	165	190	15.5	-6.8
월납 신계약 보험료	268	199	266	250	184	-26.3	-31.2
단순마진 (개월)	9.1	8.4	10.1	7.9	12.4	4.5	3.2

주: \*보험료 경험조정 포함

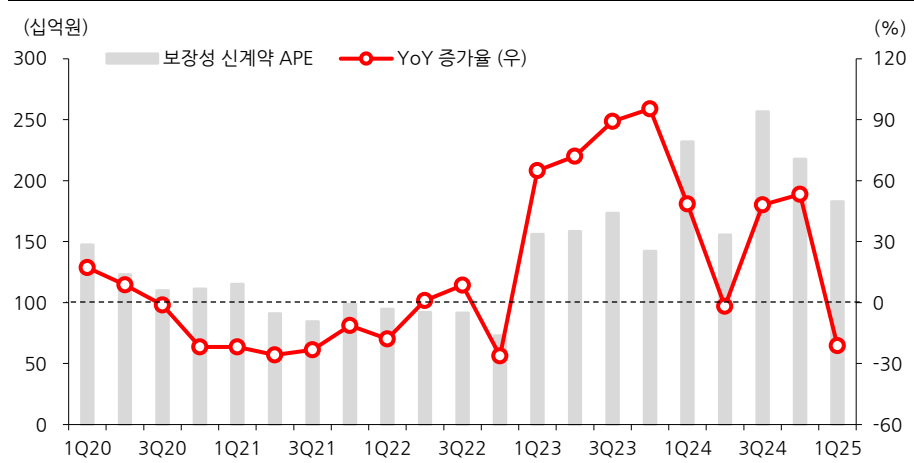
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 동양생명의 분기별 당기순이익 및 증가율



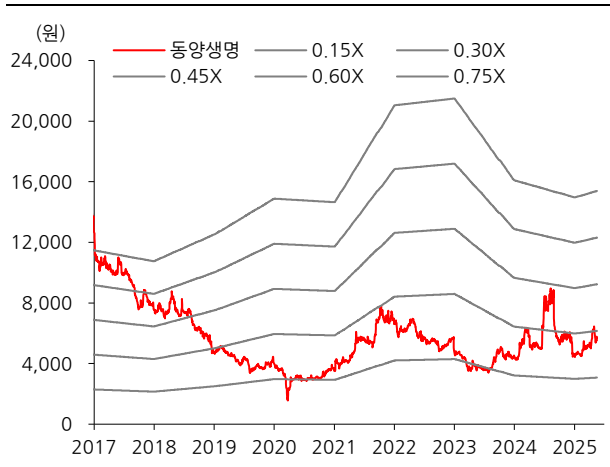
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 동양생명의 보장성 APE 신계약 금액 및 증가율



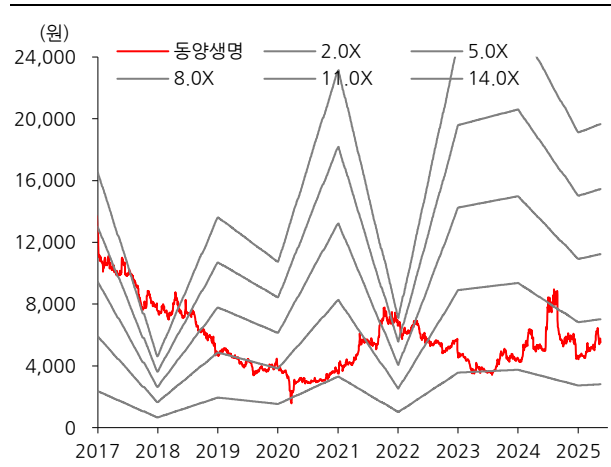
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 동양생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 동양생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[ Compliance Notice ]

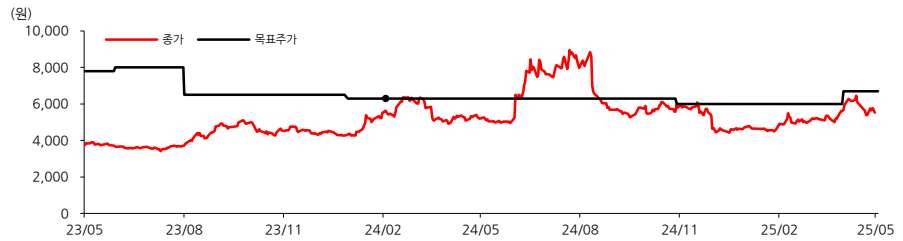
(공표일: 2025년 5월 19일)

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	2023.05.30	2023.06.14	2023.08.17	2023.09.01	2023.11.10
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		7,800	8,000	6,500	6,500	6,500
일 시	2024.01.15	2024.05.21	2024.06.17	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	6,300	6,300	6,300	6,300	6,300	6,000
일 시	2025.01.20	2025.03.13	2025.04.17	2025.05.19		
투자의견	Hold	Hold	Buy	Buy		
목표가격	6,000	6,000	6,700	6,700		

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 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	-15.15	1.33
2025.04.17	Buy	6,700		

[ 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: 2025년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%