

# 동양생명 (082640/KS)

One-off 요인에도 견조하게 실적 방어

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 7,000 원(유지)  
현재주가: 5,270 원  
상승여력: 32.8%

## 일회성 요인에도 경상 이익 체력에 기반한 양호한 실적 기록

동양생명의 1Q24 실적은 일회성 요인에 따른 영향이 크게 나타났다. 보험손익의 경우 IBNR 제도 관련 영향으로 약 150 억원 규모의 일회성 비용이 발생했으며 투자손익 측면에서는 부동산 PF 관련 대손충당금 약 250 억원 및 금리 상승 등에 따른 FVPL 자산 평가손실 약 330 억원 등 영향이 반영되며 다소 부진한 실적을 기록했다. 다만 가정 조정으로 인한 CSM 영향이 크지 않았고 보험금 예실차도 IBNR 제도 변경 효과를 제외하면 견조한 추세가 지속된 만큼 경상 보험손익은 약 700 억원 수준으로 개선 추세가 이어졌다고 판단한다. 투자손익의 경우 1Q23 중 금리 하락 등으로 인한 평가차분손익 기저효과로 일반계정 기준 투자손익 약 496 억원(-63.2% YoY)을 기록했다. 다만 일회성 비용 요인을 제외할 경우 전반적인 경상 투자손익은 견조한 보유이원 및 신규 투자이원 개선을 바탕으로 양호한 흐름이 지속되고 있다고 판단하며 생보업계 내 가장 높은 ROE 수준을 꾸준히 기록할 것으로 예상된다.

## 향후 신계약 마진을 및 K-ICS 비율 개선 여부가 핵심

동양생명도 다른 생명보험사와 동일하게 할인을 조정 등에 따른 영향으로 1) 신계약 마진 및 K-ICS 비율 하락이 나타났다. 다만 신계약 마진의 경우 4월 경험생명표 조정 등에 따라 건강보험 중심으로 수익성이 개선될 것으로 예상되며 최소 1Q24 수준의 수익성을 방어하는데 어려움이 없을 전망이다. K-ICS 비율의 경우 후순위채 상환 등에 따른 영향 약 -9%p 등 요인이 크게 작용했음을 감안하면 향후 신규 발행에 따른 버퍼를 충분히 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 신계약 CSM 등 K-ICS 개선 요인을 감안하면 향후 180% 수준에서 K-ICS 비율을 충분히 방어할 수 있을 전망이다.



Analyst  
설용진

s.dragon@sk.com  
3773-8610

### Company Data

발행주식수	16,136 만주
시가총액	850 십억원
주요주주	
다자생명보험(외5)	75.37%
자사주	3.35%

### Stock Data

주가(24/05/20)	5,270 원
KOSPI	2,742.14 pt
52주 최고가	6,370 원
52주 최저가	3,405 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

### 주가 및 상대수익률

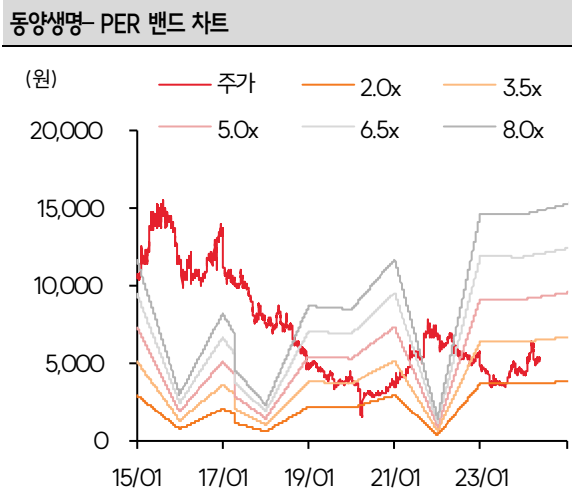


### 영업실적 및 투자지표

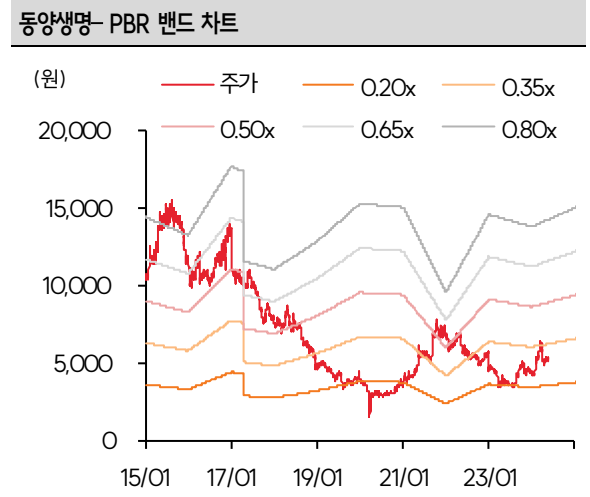
구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			234	262	291	315
투자손익	십억원			127	97	90	90
영업이익	십억원			361	359	381	405
당기순이익	십억원			296	295	308	326
EPS	원			1,833	1,827	1,912	2,023
PER	배			2.5	2.9	2.8	2.6
PBR	배			0.3	0.35	0.32	0.29
ROE	%			8.3	11.7	12.0	11.6

동양생명 - 분기별 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
<b>보험손익</b>	61	55	67	51	56.3	69	71	66	11.0	-7.9
CSM 상각	65	63	68	63	64.2	67	69	71	2.3	-1.0
RA 해제	11	11	11	11	11.5	12	12	12	1.1	2.2
예실차	-3	8	6	1	-9.3	4	4	3	적전	적지
기타사업비용	-6	-6	-7	-8	-7.8	-7	-7	-7	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-5	-20	-11	-16	-2.3	-7	-7	-14	적지	적지
<b>투자손익</b>	135	2	-46	36	51.9	15	15	15	46.1	-61.4
일반계정	135	12	-34	46	49.6	15	15	15	8.1	-63.2
자산운용수익	379	250	201	286	282.4	250	251	250	-1.4	-25.5
보험금융손익	-245	-237	-235	-241	-232.8	-235	-236	-235	적지	적지
특별계정	0	-10	-12	-10	2.3	0	0	0	흑전	흑전
<b>영업이익</b>	196	57	22	86	108.2	84	86	81	25.5	-44.7
영업외손익	0	-1	0	12	-0.3	0	0	10	적전	적전
세전이익	196	57	22	98	107.9	84	86	91	9.6	-44.9
<b>별도 당기순이익</b>	156	44	17	78	88.5	67	68	72	13.1	-43.5
보장성 APE	156	158	173	142	232.0	171	173	175	63.1	48.6
자산총계	32,400	31,673	30,894	32,896	32,440	32,538	32,603	32,475	-1.4	0.1
운용자산	30,691	30,025	29,233	31,153	30,726	30,804	30,878	30,746	-1.4	0.1
비운용자산	494	422	480	567	526	547	536	542	-7.3	6.6
부채총계	29,383	28,449	27,624	29,944	29,855	30,067	30,150	30,128	-0.3	1.6
책임준비금	27,436	26,501	25,832	28,329	28,405	28,531	28,657	28,614	0.3	3.5
생명보험 CSM 잔액	2,486	2,506	2,575	2,542	2,691	2,789	2,887	2,811	5.9	8.3
자본총계	3,017	3,224	3,270	2,952	2,585	2,652	2,720	2,792	-12.4	-14.3
해약환급금준비금	505	531	606	640	764	855	943	1,027	19.4	51.2
ROE (%)	17.4	6.3	2.4	11.3	14.6	11.7	11.6	11.9	3.3%p	-2.8%p

자료: 동양생명, SK 증권 추정

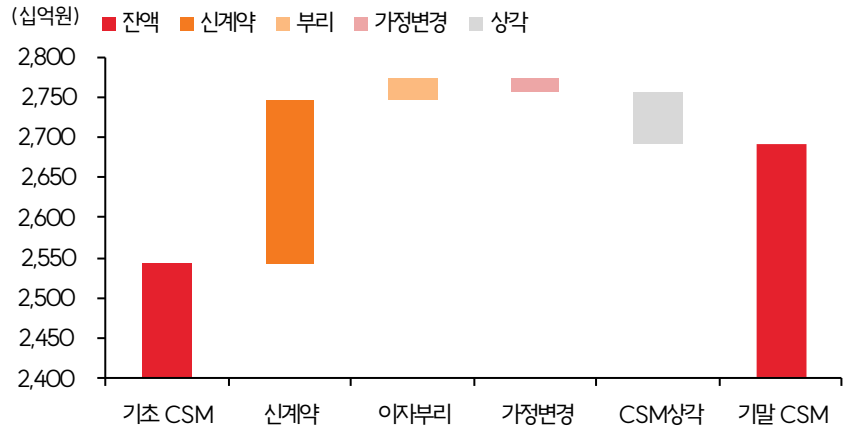


자료: 동양생명, FnGuide, SK 증권 추정



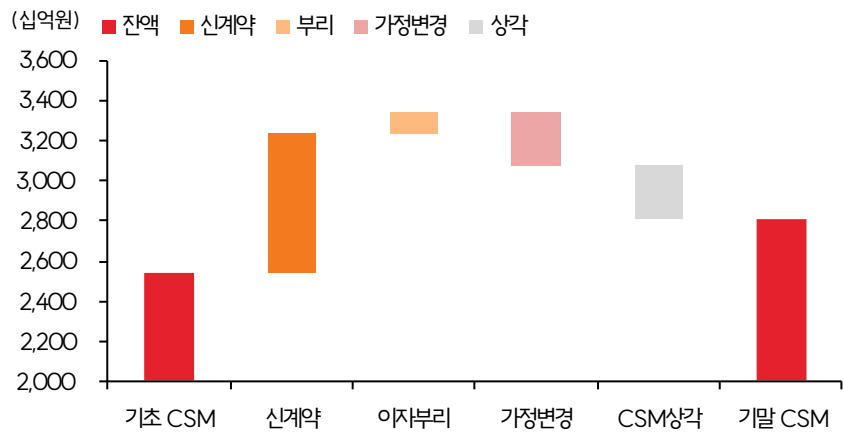
자료: 동양생명, FnGuide, SK 증권 추정

동양생명 - 1Q24 CSM Movement



자료: 동양생명, SK 증권

동양생명 - 2024E CSM Movement



자료: 동양생명, SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	234	262	291	315
	수정 전		247	275	294
	증감률(%)		6.2%	6.0%	7.1%
투자손익	수정 후	127	97	90	90
	수정 전		39	59	60
	증감률(%)		148.0%	52.3%	49.9%
세전이익	수정 후	373	369	392	415
	수정 전		299	347	367
	증감률(%)		23.4%	12.8%	13.1%
순이익	수정 후	296	295	308	326
	수정 전		237	275	290
	증감률(%)		24.4%	12.2%	12.6%

자료: 동양생명, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>운용자산</b>		31,153	30,746	30,817	30,856
현금및예치금		1,551	602	618	632
유가증권		23,039	23,425	23,479	23,509
대출금		6,218	6,385	6,400	6,408
부동산		345	334	321	308
<b>비운용자산</b>		567	542	540	540
특별계정자산 및 기타		1,176	1,188	1,188	1,188
<b>자산총계</b>		32,896	32,475	32,545	32,584
<b>책임준비금</b>		28,329	28,614	28,948	29,279
CSM잔액(원수)		2,542	2,811	3,044	3,296
계약자지분조정		-2	-3	-3	-3
특별계정부채 및 기타		1,616	1,517	1,510	1,510
<b>부채총계</b>		29,944	30,128	30,455	30,786
<b>자본금</b>		807	807	807	807
신종자본증권		345	345	345	345
자본잉여금		464	464	464	464
이익잉여금		1,362	1,584	1,828	2,088
해약환급금준비금		640	1,027	1,330	1,587
기타자본		-25	-407	-407	-407
비지배주주지분		0	0	0	0
<b>자본총계</b>		2,952	2,792	3,036	3,296

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>신계약 수익성</b>					
신계약 APE		814	898	868	902
신계약 CSM		760	699	685	717
신계약 CSM 수익성		93.4	77.8	78.9	79.4
<b>CSM 관련 지표</b>					
기초CSM		2,374	2,542	2,811	3,044
CSM 조정 가점 변경		-437	-267	-275	-275
신계약 CSM(원수)		760	699	685	717
CSM 이자부리		102	109	117	126
상각 전 CSM		2,800	3,082	3,338	3,612
CSM상각액		258	271	293	316
CSM상각률(%)		9.2	8.8	8.8	8.8
CSM 순증액		168	269	234	251
<b>투자이익 관련 지표</b>					
자산운용수익률		3.6	3.3	3.4	3.4
FVPL 제외 운용수익률		3.0	3.2	3.3	3.3
<b>손익구성</b>					
보험손익		64.9	73.1	76.4	77.8
CSM상각		71.4	75.6	76.9	78.1
투자손익		35.1	26.9	23.6	22.2
<b>자본적정성</b>					
지급여력비율(K-ICS)		193.4	174.5	176.3	178.0

자료: 동양생명, SK증권 추정

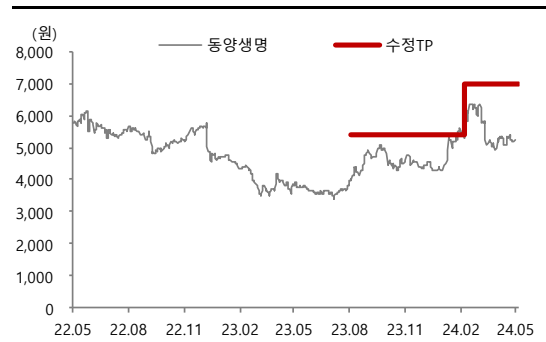
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>보험손익</b>		234	262	291	315
CSM상각		1,450	271	293	316
RA해제		45	47	48	49
예실차		11	30	39	40
기타사업비용		-27	-28	-28	-29
손실계약비용 및 기타		-53	-29	-34	-34
<b>투자손익</b>		127	97	90	90
일반계정손익		159	94	90	90
평가처분손익		182	46	30	30
특별계정손익		-32	2	0	0
<b>영업이익</b>		361	359	381	405
영업외손익		12	10	10	10
<b>세전이익</b>		373	369	392	415
법인세비용		77	74	83	89
법인세율(%)		20.7	20.1	21.2	21.3
<b>당기순이익</b>		296	295	308	326

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>성장성지표 (%)</b>					
운용자산증가율			-1.3	0.2	0.1
CSM증가율			10.6	8.3	8.2
BPS증가율			-6.1	10.0	9.6
보험손익증가율			12.0	11.1	8.0
투자손익증가율			-23.7	-7.1	0.1
영업이익증가율			-0.5	6.2	6.2
세전이익증가율			-1.1	6.1	6.0
당기순이익증가율			-0.3	4.6	5.8
<b>주당지표(원)</b>					
EPS		1,833	1,827	1,912	2,023
BPS		16,158	15,165	16,681	18,289
EV(BV+CSM)		31,920	32,584	35,549	38,712
보통주 DPS	0	400	410	430	450
보통주 배당수익률(%)	0.0	8.8	7.8	8.2	8.5
<b>Valuation 지표</b>					
PER(배)		2.5	2.9	2.8	2.6
PBR(배)		0.28	0.35	0.32	0.29
P/EV(배)		0.14	0.16	0.15	0.14
ROE(%)		8.3	11.7	12.0	11.6
ROA(%)			0.9	0.9	1.0
배당성향(%)		0.0	21.1	21.7	21.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.02.28	매수	7,000원	6개월		
2023.08.24	매수	5,400원	6개월	-14.08%	4.26%



### Compliance Notice

작성자(설용진)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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 21일 기준)

매수	97.06%	중립	2.94%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------