

동양생명 (082640/KS)

견조한 이익 체력을 억누르는 제도 불확실성

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 6,400 원(하향)
 현재주가: 5,570 원
 상승여력: 15%

목표주가 6,400 원으로 하향

동양생명의 목표주가를 해약환급준비금 및 K-ICS 비율 측면의 이슈로 현실적으로 배당가능이익 확보가 어렵다는 점을 반영하여 할인 폭을 확대함에 따라 6,400 원으로 하향한다. 목표주가는 Target PBR 0.57 배에 25E BVPS 11,355 원을 적용하여 산출했다. 다만 향후 매크로 환경 및 제도 개선의 여지를 감안하여 투자 의견은 매수를 유지한다. 향후 관건은 제도 측면의 개선이 될 것으로 예상된다.

3Q24 순이익 904 억원(+424% YoY) 기록

동양생명의 3Q24 순이익은 904 억원(+424% YoY)으로 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다. 보험손익은 1) CSM 상각이익 및 RA 해제이익이 안정적으로 발생하는 가운데 2) 사업비 중심으로 견조한 예실차 손익 개선이 나타났으며 3) 약대 관련 손실계약비용 환입 약 187 억원 등이 발생하며 965 억원(+43.6% YoY)을 기록했다. 투자손익의 경우 보유 중인 CRE 약 2 천억원 규모의 자산에서 평가손실이 약 120 억원 발생했으나 금리 30bp 하락에 따라 평가이익 약 290 억원이 발생하며 일반계정 기준 173 억원(+흑전 YoY)으로 견조한 이익 흐름이 지속되었다. 향후 4 차 보험개혁회의에서 공개된 무/저해지보험 해지율 및 단기납 종신 해지율 등 가정 조정이 예정되어 있으며 동사의 경우 원칙 모형 기준으로 무/저해지 건강보험에서 약 2 천억원, 단기납 종신에서 약 2 천억원의 CSM 감소가 나타날 것으로 예상된다. 따라서 10 월 중 발행한 후순위채 약 3 천억원으로 인한 K-ICS 비율 개선 요인에도 이러한 제도 변경 영향으로 추가적으로 약 20%p~25%p 의 하락이 나타날 것으로 추정되는 만큼 연말 K-ICS 비율은 150%대 중반 수준이 예상된다. 향후 CSM 상각이익 등 손익 측면에도 영향이 발생할 것으로 전망한다. 단기적으로는 제도 불확실성 이슈와 해약환급준비금 등 영향으로 배당가능이익 확보가 어렵지만 향후 제도 개선 등 환경 변화 시점에는 구조적인 배당가능이익 확보를 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 제도 관련 불확실성 지속되고 있어 Upside 를 크게 기대할 수 있는 환경은 아니지만 현재 24E PER 3 배 수준의 밸류에이션에서 추가적인 하락 우려는 제한적이라고 판단한다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
 3773-8610

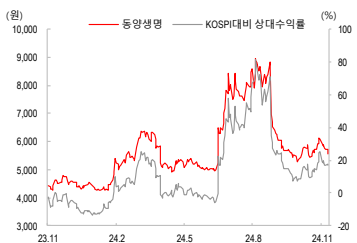
Company Data

발행주식수	16,136 만주
시가총액	899 십억원
주요주주	
Dajia Life (외6)	75.38%
자사주	3.35%

Stock Data

주가(24/11/12)	5,570 원
KOSPI	2,482.57 pt
52주 최고가	8,960 원
52주 최저가	4,265 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			234	263	226	267
투자손익	십억원			127	118	87	90
영업이익	십억원			361	381	313	357
당기순이익	십억원			296	303	252	286
EPS	원			1,833	1,880	1,564	1,775
PER	배			2.5	3.0	3.6	3.1
PBR	배			0.3	0.58	0.50	0.44
ROE	%			8.3	14.6	15.1	14.9

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~2026F ROE 평균	14.9%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 등 감안하여 차등적으로 적용. 배당 불확실성으로 추가 할인 반영	65%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.58
목표주가	2025F BPS 11,070 원에 Target PBR 적용	6,400
현재가		5,570
Upside / Downside 투자의견		15% 매수

자료: 동양생명, SK 증권 추정

항목	비고	내용
Upside case		58%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	15.9%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선	-55.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.80
목표주가(Bull case)	2025F BPS 11,070 원에 Target PBR 적용	8,800
Downside case		-23%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	13.9%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.32%, 베타 1 기준	9.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력 부진세	-75.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.39
목표주가(Bear case)	2025F BPS 11,070 원에 Target PBR 적용	4,300

자료: 동양생명, SK 증권 추정

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	234	263	226	267
	수정 전		262	291	315
	증감률(%)		0.3%	-22.2%	-15.1%
투자손익	수정 후	127	118	87	90
	수정 전		97	90	90
	증감률(%)		21.8%	-3.7%	-0.2%
세전이익	수정 후	373	382	318	363
	수정 전		369	392	415
	증감률(%)		3.4%	-18.8%	-12.6%
순이익	수정 후	296	303	252	286
	수정 전		295	308	326
	증감률(%)		2.8%	-18.1%	-12.2%

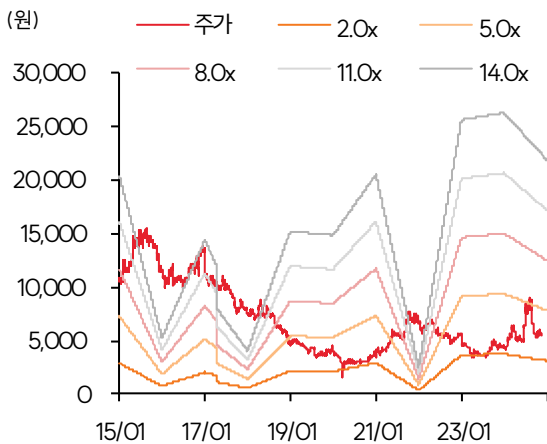
자료: 동양생명, SK 증권 추정

동양생명 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	61	55	67	51	56	81	96.5	29	19.8	43.6
CSM 상각	65	63	68	63	64	65	66.8	68	2.3	-1.2
RA 해제	11	11	11	11	12	12	11.8	12	0.1	3.7
예실차	-3	8	6	1	-9	16	7.9	-1	-49.7	28.1
기타사업비용	-6	-6	-7	-8	-8	-9	-8.2	-9	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-5	-20	-11	-16	-2	-4	18.3	-42	흑전	흑전
투자손익	135	2	-46	36	52	35	18.1	13	-48.6	흑전
일반계정	134.7	12	-34	46	50	36	17.3	13	-51.2	흑전
자산운용수익	379	250	201	286	282	276	256.3	258	-7.0	27.6
보험금융손익	-245	-237	-235	-241	-233	-240	-239.0	-245	적지	적지
특별계정	0	-10	-12	-10	2	0	0.8	0	흑전	흑전
영업이익	196	57	22	86	108	116	114.7	42	-1.0	429.7
영업외손익	0	-1	0	12	0	-4	-0.2	5	적지	적전
세전이익	196	57	22	98	108	112	114.5	47	2.2	421.4
별도 당기순이익	156	44	17	78	88	87	90.4	38	4.1	424.0
보장성 APE	156	158	173	142	232	155	256.7	259	65.1	48.1
신계약 CSM	176	183	202	199	204	139	223.6	195	60.7	10.6
자산총계	32,400	31,673	30,894	32,896	32,440	33,347	33,925	34,917	1.7	9.8
운용자산	30,691	30,025	29,233	31,153	30,726	31,268	31,589	32,748	1.0	8.1
비운용자산	494	422	480	567	526	873	1,206	1,039	38.1	151.1
부채총계	29,383	28,449	27,624	29,944	29,855	31,099	31,802	32,940	2.3	15.1
책임준비금	27,436	26,501	25,832	28,329	28,405	29,501	30,431	31,492	3.2	17.8
생명보험 CSM 잔액	2,486	2,506	2,575	2,542	2,691	2,754	2,859	2,462	3.8	11.0
자본총계	3,017	3,224	3,270	2,952	2,585	2,248	2,123	1,904	-5.6	-35.1
해약환급금준비금	505	531	606	640	764	827	993	1,153	20.0	63.8
ROE (%)	17.4	6.3	2.4	11.3	14.6	16.8	19.6	9.0	2.9%p	17.3%p
K-ICS 비율(%)	162.2	162.5	183.7	193.4	174.7	166.2	161.0	153.3	-5.2%p	-22.7%p

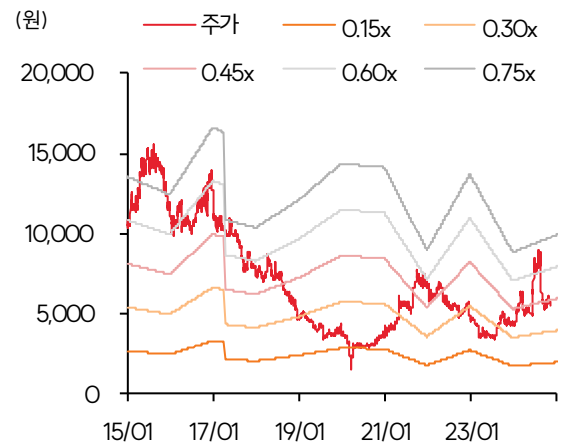
자료: 동양생명, SK 증권 추정

PER 밴드 차트



자료: 동양생명, SK 증권 추정

PBR 밴드 차트



자료: 동양생명, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		31,153	32,748	33,469	34,144
현금및예치금		1,551	682	721	757
유가증권		23,039	25,389	25,946	26,467
대출금		6,218	6,337	6,476	6,607
부동산		345	339	326	313
비운용자산		567	1,039	1,091	1,094
특별계정자산 및 기타		1,176	1,130	1,130	1,130
자산총계		32,896	34,917	35,690	36,369
책임준비금		28,329	31,492	32,388	33,268
CSM잔액(원수)		2,542	2,462	2,891	3,339
계약자지분조정		-2	2	2	2
특별계정부채 및 기타		1,616	1,446	1,422	1,420
부채총계		29,944	32,940	33,811	34,690
자본금		807	807	807	807
신종자본증권		345	345	345	345
자본잉여금		464	464	464	464
이익잉여금		1,362	1,575	1,801	2,062
해약환급금준비금		640	1,153	1,727	2,213
기타자본		-25	-1,286	-1,286	-1,286
비지배주주지분		0	0	0	0
자본총계		2,952	1,904	2,131	2,391

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약 APE		814	1,001	1,100	1,144
신계약 CSM		760	762	909	954
신계약 CSM 수익성		93.4	76.1	82.7	83.5
CSM 관련 지표					
기초CSM		2,374	2,542	2,462	2,891
CSM 조정 가정 변경		-437	-687	-320	-320
신계약 CSM(원수)		760	762	909	954
CSM 이자부리		102	110	100	114
상각 전 CSM		2,800	2,727	3,152	3,640
CSM상각액		258	265	261	301
CSM상각률(%)		9.2	9.7	8.3	8.3
CSM 순증액		168	-79	429	448
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률		3.6	3.4	3.2	3.2
FVPL 제외 운용수익률		3.0	2.7	2.8	2.7
손익구성					
보험손익		64.9	69.0	72.3	74.9
CSM상각		71.4	69.5	83.4	84.3
투자손익		35.1	31.0	27.7	25.1
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		193.4	153.3	154.3	165.3

자료: 동양생명, SK증권 추정

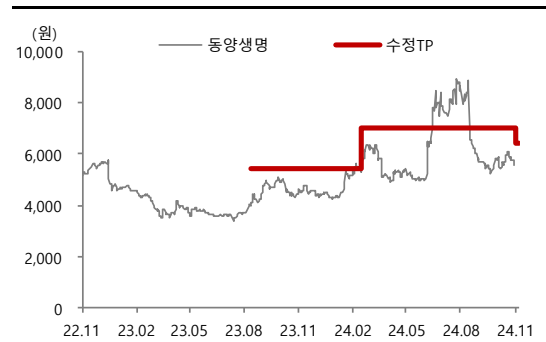
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		234	263	226	267
CSM상각		258	265	261	301
RA해제		45	47	50	53
예실차		11	46	50	52
기타사업비용		-27	-33	-37	-39
손실계약비용 및 기타		-53	-29	-61	-61
투자손익		127	118	87	90
일반계정손익		159	115	87	90
평가처분손익		182	196	140	140
특별계정손익		-32	3	0	0
영업이익		361	381	313	357
영업외손익		12	1	5	5
세전이익		373	382	318	363
법인세비용		77	78	66	76
법인세율(%)		20.7	20.5	20.7	21.0
당기순이익		296	303	252	286

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			5.1	2.2	2.0
CSM증가율			-3.1	17.4	15.5
BPS증가율			-40.2	14.5	14.6
보험손익증가율			12.3	-13.9	18.1
투자손익증가율			-6.8	-26.6	3.7
영업이익증가율			5.6	-17.8	14.1
세전이익증가율			2.4	-16.6	13.9
당기순이익증가율			2.6	-16.8	13.5
주당지표(원)					
EPS		1,833	1,880	1,564	1,775
BPS		16,158	9,667	11,070	12,685
EV(BV+CSM)		31,920	24,927	28,989	33,377
보통주 DPS	0	400	0	0	400
보통주 배당수익률(%)	0.0	8.8	0.0	0.0	7.2
Valuation 지표					
PER(배)		2.5	3.0	3.6	3.1
PBR(배)		0.28	0.58	0.50	0.44
P/EV(배)		0.14	0.22	0.19	0.17
ROE(%)		8.3	14.6	15.1	14.9
ROA(%)			0.9	0.7	0.8
배당성향(%)	0.0	21.1	0.0	0.0	21.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.11.14	매수	6,400원	6개월		
2024.02.28	매수	7,000원	6개월	-10.54%	28.00%
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 기관투자자 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 11월 14일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------