

동양생명 (082640/KS)

실적, K-ICS 비율, 배당 모두 매력적

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 7,000 원(상향)

현재주가: 5,300 원

상승여력: 32.1%

4Q23 순이익 783 억원(+흑전 YoY) 기록

동양생명의 4Q23 순이익은 783 억원(+흑전 YoY)으로 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다. 약관대출 관련 가정 조정 등 영향으로 손실계약비용이 약 200 억원 인식되었음에도 전반적인 보험손익이 안정적으로 유지된 가운데 금리 하락에 따른 FVPL 평가손익 개선에 힘입어 부동산 PF 등 충당금 영향에도 투자손익이 355 억원으로 개선된데 기인한다. 보장성 신계약 APE는 종신보험 영향으로 1,422 억원(-18% QoQ)을 기록하며 이전 분기 대비 감소했으나 수익성 높은 건강보험 중심 판매 확대로 신계약 CSM은 1,993 억원(-1.4% QoQ)으로 견조한 수준이 유지되었다. 2024 년에도 건강보험 중심 판매 전략이 지속될 것으로 예상된다.

배당 매력 관점에서 추가적인 상승 여력 충분하다고 판단

동사의 2023 년 결산 DPS 는 배당 성향 약 21% 기준 400 원으로 전일 증가 기준 배당수익률은 7.5% 수준에 달한다. 배당 지급에 따른 K-ICS 비율 영향은 약 -2.8%p 수준을 기록했는데 1) 23 년 말 동사 K-ICS 비율이 약 193% 수준으로 추정되고 있으며 2) 향후 할인율 현실화 방안 등 적용에 따라 약 10%p 내외의 K-ICS 비율 하락이 예상되고 있음을 감안하면 금리 환경이 급격하게 변화하지 않는 한 23년 수준의 배당 지급에 큰 어려움은 없을 것으로 예상된다. 2023 년 결산 배당 기준일이 4/3 이고 은행 등의 배당 기산일이 경과한 점을 감안했을 때 업계 내 가장 높은 배당 매력에 기반한 우호적 수급 효과를 기대해 볼 수 있을 것으로 예상된다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com.kr
3773-8610

Company Data

발행주식수	16,136 만주
시가총액	855 십억원
주요주주	
다자생명보험 (외5)	75.40%
자사주	3.35%

Stock Data

주가(24/2/27)	5,300 원
KOSPI	2,625.05 pt
52주 최고가	5,630 원
52주 최저가	3,405 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



목표주가 7,000 원으로 상향

동양생명의 목표주가를 1) 실적 추정치 조정, 2) 개선된 K-ICS 비율 및 3) 높은 배당 매력 등을 종합적으로 반영하여 기존 5,400원에서 7,000원으로 상향한다. 목표주가는 Target PBR 0.41배에 2024E BVPS 17,703 원을 적용하여 산출했다. 중 소형 보험사 특성상 투자손익의 높은 변동성을 감안하여 보수적으로 평가처분손익 영향을 제외해도 약 7~8% 수준의 ROE 가 예상되는 반면 2024E PBR 은 여전히 0.31 배 수준에 불과한 만큼 밸류에이션 측면의 접근이 유효하다고 판단한다. 투자리스크로는 투자손익 관련 변동성, 가정 관련 불확실성 우려 등을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023P	2024E	2025E
보험손익	십억원				234	227	255
투자손익	십억원				127	-9	-9
영업이익	십억원				361	218	246
당기순이익	십억원				296	199	222
EPS	원				1,833	1,232	1,376
PER	배				2.5	4.3	3.9
PBR	배				0.28	0.31	0.29
ROE	%				8.3	7.4	7.9

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2024E ~2026F ROE 평균	7.8%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.75%, 베타 1 기준	9.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 등 감안하여 차등적으로 적용. K-ICS 180%~200% 기준 50% 사용	50%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.41
목표주가	2024F BPS 17,003 원에 Target PBR 적용	7,000
현재가		5,300
Upside / Downside 투자의견		32.1% 매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력 추정

항목	비고	내용
Upside case		79%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	8.8%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.75%, 베타 1 기준	9.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선	-40.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.56
목표주가(Bull case)	2024F BPS 17,003 원에 Target PBR 적용	9,500
Downside case		-8%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	6.8%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.75%, 베타 1 기준	9.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력 부진세	-60.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.29
목표주가(Bear case)	2024F BPS 17,003 원에 Target PBR 적용	4,900

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2022	2023P	2024E	2025E
보험손익	수정 후	N/A	234	227	255
	수정 전		229	268	298
	증감률(%)		2.2%	-15.3%	-14.4%
투자손익	수정 후	N/A	127	-9	-9
	수정 전		101	5	5
	증감률(%)		25.5%	적전	적전
세전이익	수정 후	N/A	373	250	279
	수정 전		329	273	304
	증감률(%)		13.3%	-8.4%	-8.1%
순이익	수정 후	N/A	296	199	222
	수정 전		261	217	241
	증감률(%)		13.3%	-8.4%	-7.9%

자료: SK 증권 추정

동양생명 – 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
보험손익	61	55	67	51	50	60	63	55	234	227
CSM 상각	65	63	68	63	61	64	66	69	258	261
RA 해제	11	11	11	11	11	11	11	11	45	44
예실차	-3	8	6	1	-4	4	5	-3	11	2
기타사업비용	-6	-6	-7	-8	-8	-9	-9	-8	-27	-33
손실계약비용 및 기타	-5	-20	-11	-16	-11	-11	-11	-15	-53	-46
투자손익	135	2	-46	36	-2	-2	-2	-2	127	-9
일반계정	135	12	-34	46	3	3	3	3	159	11
자산운용수익	379	250	201	286	253	254	255	255	1,116	1,017
보험금융손익	-245	-237	-235	-241	-250	-251	-252	-252	-957	-1,006
특별계정(VFA 모형)	0	-10	-12	-10	-5	-5	-5	-5	-32	-20
영업이익	196	57	22	86	47	58	60	53	361	218
영업외손익	0	-1	0	12	6	9	8	8	12	32
세전이익	196	57	22	98	54	67	68	61	373	250
별도 당기순이익	156	44	17	78.3	43	53	54	49	295.7	199
보장성 APE	156	158	173	142.2	144	145	146	148	630	583
자산총계	32,400	31,673	30,894	32,896	32,983	33,133	33,249	33,187	32,896	33,187
운용자산	30,691	30,025	29,233	31,153	31,283	31,412	31,539	31,471	31,153	31,471
비운용자산	494	422	480	567	524	546	535	540	567	540
부채총계	29,383	28,449	27,624	29,944	30,224	30,334	30,529	30,524	29,944	30,524
책임준비금	27,436	26,501	25,832	28,329	28,496	28,663	28,829	28,839	28,329	28,839
생명보험 CSM 잔액	2,486	2,506	2,575	2,542	2,649	2,756	2,864	2,808	2,542	2,808
자본총계	3,017	3,224	3,270	2,952	2,932	2,985	3,039	3,088	2,952	3,088
해약환급금준비금	505	531	606	640	671	701	730	757	640	757
ROE (%)	17.4	6.3	2.4	11.3	6.6	8.1	8.1	7.2	8.3	7.4

자료: 동양생명, SK 증권 추정

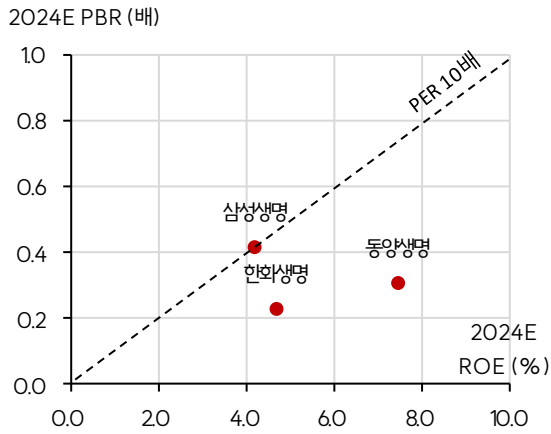
커버리지 금융업종 – 배당 Timeline

산업	기업	23년 결산배당 DPS (A)	23년 결산배당 기준일	결산배당 기준일 -2 거래일	결산배당 기준일 -2 거래일 증가(B)	배당수익률(A/B)
은행	KB 금융	1,530	2024-02-29	2024-02-27	62,400	2.5%
	신한지주	525	2024-02-23	2024-02-21	43,050	1.2%
	하나금융지주	1,600	2024-02-28	2024-02-26	55,400	2.9%
	우리금융지주	640	2024-02-29	2024-02-27	14,940	4.3%
	기업은행	미정	N/A	N/A	13,450	N/A
	BNK 금융지주	410	2024-02-29	2024-02-27	7,720	5.3%
	DGB 금융지주	550	2024-02-29	2024-02-27	9,230	6.0%
	JB 금융지주	735	2024-02-29	2024-02-27	13,610	5.4%
신용카드	삼성카드	2,500	2024-03-27	2024-03-25	36,150	6.9%
손해보험	삼성화재	16,000	2024-03-27	2024-03-25	293,500	5.5%
	DB 손해보험	5,300	N/A	N/A	92,000	5.8%
	현대해상	2,063	2024-03-29	2024-03-27	30,950	6.7%
	한화손해보험	200	2024-03-29	2024-03-27	4,675	4.3%
생명보험	삼성생명	3,700	2023-12-28	2023-12-26	73,100	5.1%
	한화생명	150	2024-03-29	2024-03-27	3,030	5.0%
	동양생명	400	2024-04-03	2024-04-01	5,300	7.5%
재보험	코리안리	540	2024-04-03	2024-04-01	7,910	6.8%

자료: Dart, SK 증권

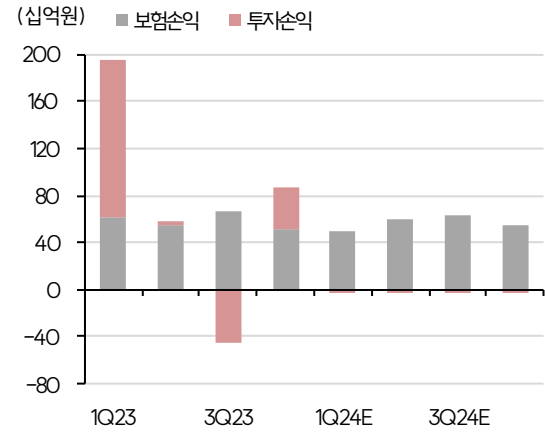
주: 배당 기준일 -2 거래일 도래하지 않은 기업들의 경우 2024.02.27 종가 기준 배당수익률

생명보험 - 2024E PBR-ROE 매트릭스



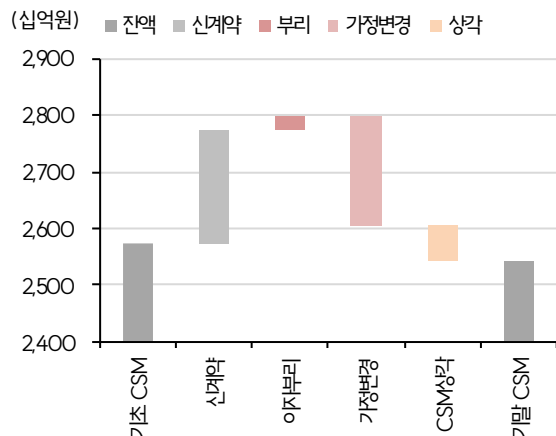
자료: SK 증권 추정

동양생명 - 영업이익 추이 및 전망



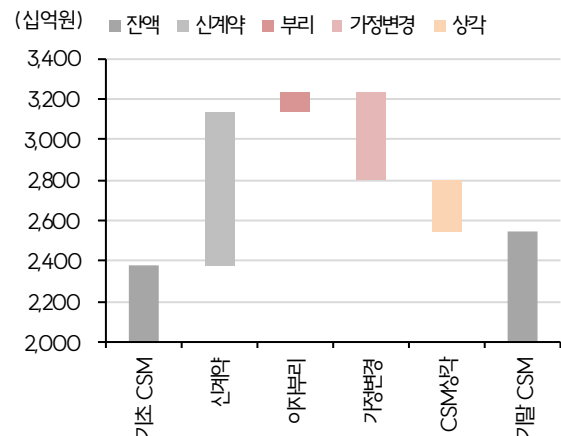
자료: 동양생명, SK 증권 추정

동양생명 - CSM Movement (4Q23)



자료: 동양생명, SK 증권

동양생명 - CSM Movement (2023)



자료: 동양생명, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023P	2024E	2025E
운용자산			31,153	31,471	31,766
현금및예치금			1,551	1,586	1,618
유가증권			23,039	23,273	23,490
대출금			6,218	6,281	6,340
부동산			345	331	318
비운용자산			567	540	538
특별계정자산 및 기타			1,176	1,176	1,176
자산총계			32,896	33,187	33,480
책임준비금			28,329	28,839	29,351
CSM잔액(원수)			0	2,486	2,506
계약자지분조정			-2	-2	-2
특별계정부채 및 기타			1,616	1,687	1,691
부채총계			29,944	30,524	31,041
자본금			807	807	807
신종자본증권			345	345	345
자본잉여금			464	464	464
이익잉여금			1,362	1,498	1,656
해약환급금준비금			640	757	856
기타자본			-25	-25	-25
비지배주주지분			0	0	0
자본총계			2,952	3,088	3,246

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023P	2024E	2025E
신계약 수익성					
신계약보험료(월납)		863	814	958	997
신계약 CSM(보유)		565	760	718	750
신계약 CSM 배수		65.5	93.4	74.9	75.2
CSM 관련 지표					
기초CSM			2,374	2,542	2,808
CSM 조정 가점 변경			-437	-305	-305
신계약 CSM(원수)			760	718	750
CSM 이자부리			102	114	125
상각 전 CSM			2,800	3,068	3,377
CSM상각액			258	261	286
CSM상각률(%)			9.2	8.5	8.5
CSM 순증액			168	266	284
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률			3.6	3.2	3.2
FVPL 제외 운용수익률			3.0	3.2	3.2
손익구성					
보험손익			65	104	103
CSM상각			71	119	116
투자손익			35	-4	-3
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		153.1	192.9	178.0	180.7

자료: 동양생명, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023P	2024E	2025E
보험손익			234	227	255
CSM상각			258	261	286
RA해제			45	44	44
예실차			39	35	41
기타사업비용			-27	-33	-35
손실계약비용 및 기타			-53	-46	-46
투자손익			127	-9	-9
일반계정손익			159	11	11
평가처분손익			182	0	0
특별계정손익			-32	-20	-20
영업이익			361	218	246
영업외손익			12	32	33
세전이익			373	250	279
법인세비용			77	51	57
법인세율(%)			20.7	20.5	20.5
당기순이익			296	199	222

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023P	2024E	2025E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율				1.0	0.9
CSM증가율				10.5	10.1
BPS증가율				5.2	5.8
보험손익증가율				-3.1	12.4
투자손익증가율				적전	적지
영업이익증가율				-39.5	12.9
세전이익증가율				-33.0	11.7
당기순이익증가율				-32.8	11.7
주당지표(원)					
EPS			1,833	1,232	1,376
BPS			16,158	17,003	17,983
EV(BV+CSM)			31,920	34,402	37,139
보통주 DPS			400	410	430
보통주 배당수익률(%)			8.8	7.7	8.1
Valuation 지표					
PER(배)			2.5	4.3	3.9
PBR(배)			0.28	0.31	0.29
P/EV(배)			0.14	0.15	0.14
ROE(%)			8.3	7.4	7.9
ROA(%)			0.9	0.6	0.7
배당성향(%)			21.1	32.2	30.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
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 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 02월 28일 기준)

매수	94.67%	중립	5.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------