



동양생명 (082640)

외부요인이 없다면, 배당수익률 10% 기대

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 6,500원

현재 주가(11/9)	4,270원
상승여력	▲52.2%
시가총액	6,890억원
발행주식수	161,359천주
52 주 최고가 / 최저가	5,750 / 3,405원
90 일 일평균 거래대금	8.94억원
외국인 지분율	82.9%

주주 구성	
DajialifeinsuranceCo.,Ltd. (외 4 인)	75.4%
자사주 (외 1 인)	3.4%
동양생명우리사주 (외 1 인)	0.7%

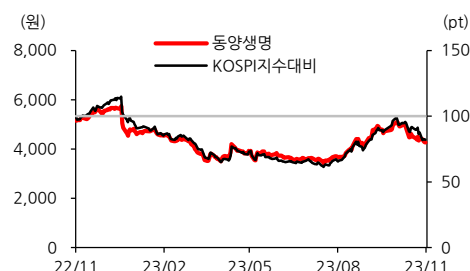
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-14.3	15.6	8.7	-16.6
상대수익률(KOSPI)	-15.0	22.4	12.0	-16.7

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	n/a	254	307	349
투자손익	n/a	171	138	168
영업이익	n/a	425	446	517
당기순이익	n/a	331	338	390
CSM (*)	2,374	2,714	3,180	3,641
수정 EPS	506	1,643	2,059	2,305
수정 BPS	26,569	30,744	32,199	34,998
수정 PER	10.1	2.6	2.1	1.9
수정 PBR	0.2	0.1	0.1	0.1
수정 ROE	2.2	5.3	6.5	6.9
배당성향	0.0	25.0	25.1	25.2

*원수 보험+재보험 기준

주가 추이



동양생명의 3Q23 순이익은 FVPL 손실로 인해 경상 체력 대비 부진했습니다. 제고된 자본비율과 배당가능이익, 회사의 배당 의지를 고려해 배당 성향 추정치를 25%로 상향합니다. 당국의 기초가 관건이겠습니다.

3Q23 당기순이익 172억원(-71% YoY), 추세 대비 부진

동양생명의 3Q23 별도 당기순이익은 172억원(-71% YoY, -61% QoQ)(단, 전년 동기 IFRS17 적용 & IFRS9 미적용)으로 비교시점 대비 부진 하였습니다. 금리 상승 및 증시 부진에 따른 FVPL손실 500억원이 손익 부진을 야기한 주 원인. 특이요인으로는 IFRS17 가이드라인 적용으로 손실(·실손) 120억원, CSM 감소 328억원(·실손 -1,316억원, VFA +988억원)이 있었고, 해지리스크 출제에 따른 요구자본 감소(-10% QoQ)로 K-ICS비율이 183%(+20%p QoQ)로 상승함

3Q23 보험손익은 672억원(+22% QoQ)으로, CSM 상각액 증가 및 손실계약비용 개선으로 호조를 나타냄. 계절성을 배제하면 동사의 경상적인 보험손익은 분기 600억원대로 추정됨. 투자수익률(보험금융손익 제외, 일반계정 기준)은 2.4%로 전분기 대비 69bp 하락. 전술한 FVPL손실을 각각 제거하면 28bp QoQ 하락한 수준. 신계약은 보장성 APE가 9% QoQ 증가했는데, 종신보다 기타보장성의 기여도가 더 높았음. 연금 및 저축은 5% QoQ 증가함

CSM movement

동양생명의 3Q23 말 CSM 잔액은 원수 부채(보험+재보험) 기준으로 7% QoQ 증가. 마진율이 높은 보장성 신계약의 비중이 확대되면서 신계약 CSM은 11% QoQ 증가. 출제 계정인 재보험자산이 소멸되고 재보험부채의 CSM이 확대(+972억원 QoQ)된 것도 CSM 잔액 증가에 기여함

배당성향 25% 가정 시, 기대 DY 10%

동양생명의 분기 실적은 부진했으나, 가이드라인을 적용한 후에도 K-ICS비율 및 배당가능이익(4,000억원 내외 추정)상 여력이 존재하는 가운데 전년의 미배당을 의식한 회사의 배당 의지가 높은 점을 감안해 payout 추정치를 25%로 상향. 이때 기대 배당수익률은 10%로 배당 매력이크 높음. 보험사 배당에 대한 감독당국의 기초가 관건이 될 전망

[표1] 동양생명의 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

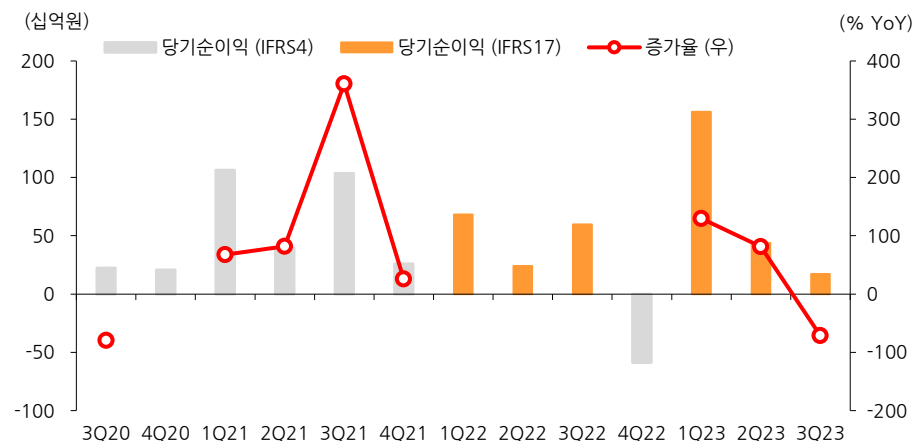
(단위: 십억 원, %, %p)

	2Q23	3Q23P	QoQ	YoY
AUM	30,025	29,233	-2.6	n/a
투자손익 (일반계)	231	175	-24.3	n/a
Yield (%)	3.1	2.4	-0.7	2.4
CSM (원수 보험+재보험)	2,503	2,669	6.7	n/a
CSM 상각	63	68	8.0	n/a
단순상각률 (%)	10.0	10.1	0.1	10.1
신계약 CSM (원수)	183	202	10.7	37.4
전체 APE	197	206	4.7	0.6
단순마진 (개월)	11.1	11.8	0.6	3.2
보험+재보험손익	55	67	21.9	n/a
일반/VFA 모형	62	70	12.8	n/a
예실차	5	5	-4.6	n/a
보험금*	5	4	-16.5	n/a
사업비	0	1	298.0	n/a
RA 변동	11	11	2.4	n/a
CSM 상각	63	68	8.0	n/a
손실계약관련(+: 환입, 비용)	-19	-15	적지	n/a
기타	2	1	-53.5	n/a
기타사업비	6	7	13.7	n/a
투자손익	2	-46	적전	n/a
보험금융손익	-261	-188	적지	n/a
투자서비스손익	263	142	-45.9	n/a
영업이익	57	22	-62.2	n/a
영업외이익	-1	0	흑전	n/a
세전이익	57	22	-61.2	-72.2
당기순이익	44	17	-60.6	-71.2

주: 2022년 분기 데이터 미제공, *보험료 경험조정 포함

자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

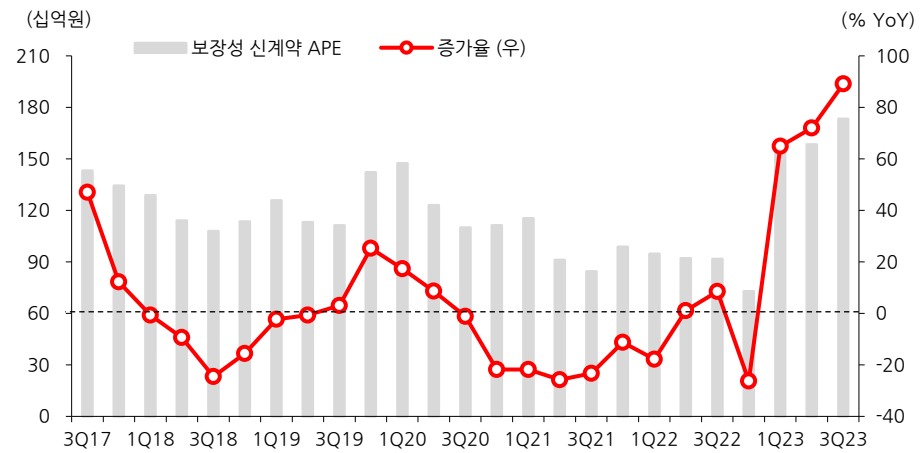
[그림1] 동양생명의 분기별 당기순이익 및 증가율



주: 1Q22~3Q22은 IFRS17 & IAS39 기준, 1Q23~3Q23은 IFRS17 & IFRS9 기준

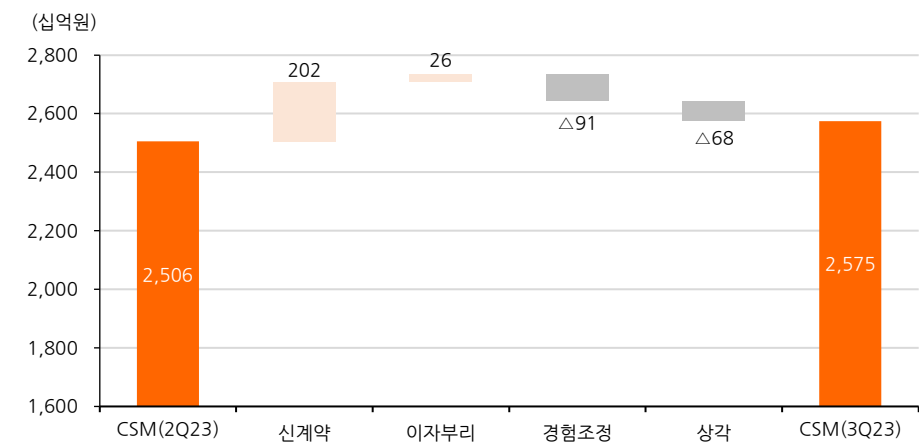
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 동양생명의 보장성 APE 신계약 금액 및 증가율



자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

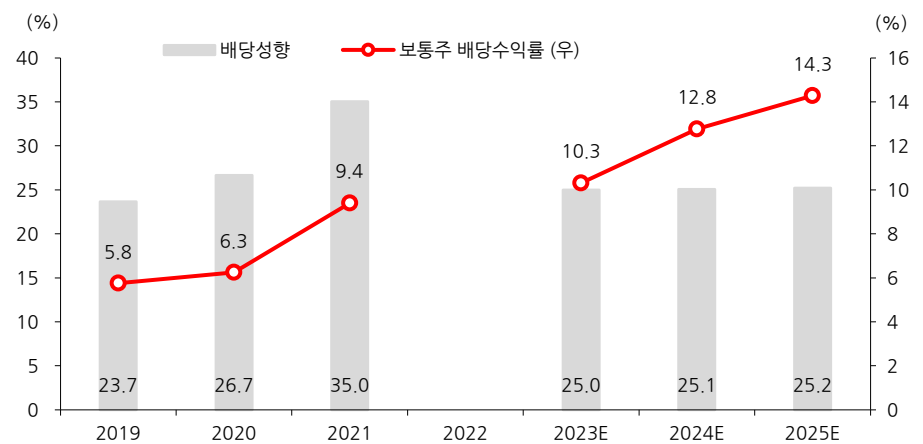
[그림3] 동양생명의 CSM 흐름도



주: 원수 보험계약부채 기준

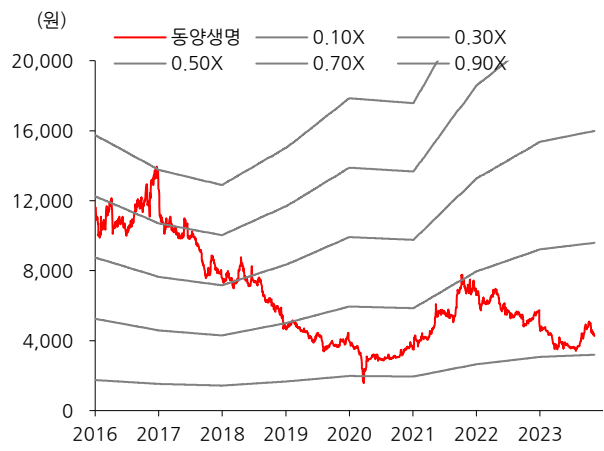
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 동양생명의 배당지표 추이 및 전망



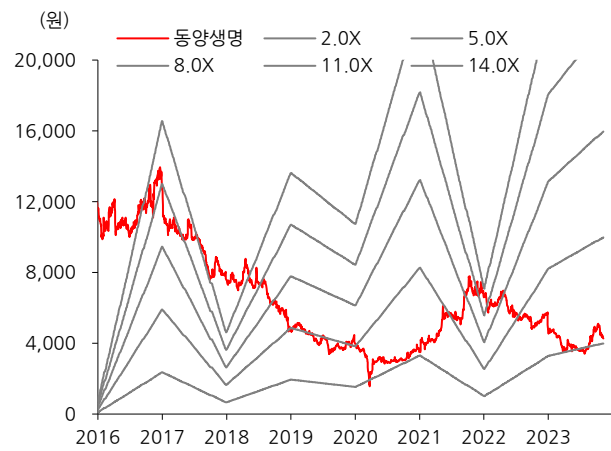
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 동양생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 동양생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
운용자산	n/a	29,525	30,481	31,468
현금및예치금	n/a	678	715	740
유가증권	n/a	22,109	22,767	23,498
FVPL	n/a	4,746	4,949	5,129
FVOCI	n/a	17,203	17,658	18,209
AC	n/a	0	0	0
대출채권	n/a	6,422	6,675	6,896
부동산	n/a	316	324	335
비운용자산	n/a	411	310	22
특별계정자산	n/a	1,146	1,192	1,241
자산총계	n/a	31,081	31,984	32,731
책임준비금	n/a	25,953	26,742	27,169
BEL	n/a	20,051	20,243	20,078
RA	n/a	477	554	631
CSM	n/a	2,799	3,265	3,726
PAA	n/a	0	0	0
투자계약부채	n/a	2,627	2,680	2,734
기타부채	n/a	684	684	684
후순위채	n/a	0	0	0
특별계정부채	n/a	1,075	1,119	1,164
부채총계	n/a	27,712	28,544	29,017
자본금	n/a	807	807	807
자본잉여금	n/a	464	464	464
신종자본증권	n/a	345	345	345
계약자지분조정	n/a	0	0	0
이익잉여금	n/a	1,336	1,588	1,862
해약환급금준비금	n/a	651	831	1,010
자본조정	n/a	-61	-61	-61
기타포괄손익누계	n/a	479	297	297
자본총계	n/a	3,369	3,439	3,714

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
자산총계	n/a	n/a	2.9	2.3
운용자산	n/a	n/a	3.2	3.2
부채총계	n/a	n/a	3.0	1.7
CSM	n/a	n/a	16.6	14.1
자본총계	n/a	n/a	2.1	8.0
보험손익	n/a	n/a	9.0	20.1
투자손익	n/a	n/a	70.8	-0.3
영업이익	n/a	n/a	28.2	11.7
순이익	n/a	n/a	23.6	11.3

주: IFRS 별도 기준, 2022년 수정 지표들은 자본총계(OCI)를 보정함

2022년 수치는 IFRS17 & IAS39 적용, 2023년 이후 수치는 IFRS17 & IFRS9 적용

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	n/a	241	262	315
일반 및 변동수수료모형	n/a	265	293	348
CSM 상각	n/a	264	307	355
RA 변동	n/a	45	49	56
예상과실계차이	n/a	8	0	0
손실계약	n/a	-55	-63	-63
기타	n/a	3	0	0
보험료배분접근법모형	n/a	0	0	0
재보험손익	n/a	3	0	0
간접사업비	n/a	27	30	33
투자손익	n/a	108	185	184
보험금융손익	n/a	-991	-1,004	-1,055
이자수익	n/a	927	1,066	1,150
배당수익	n/a	1	0	0
FVPL 평가손익	n/a	44	32	0
기타	n/a	128	90	90
영업이익	n/a	349	447	499
영업외이익	n/a	-0	0	0
세전이익	n/a	349	447	499
법인세비용	n/a	74	108	122
당기순이익	n/a	274	339	377

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2022	2023E	2024E	2025E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	863	771	695	713
신계약 CSM	565	743	649	669
투자수익률	n/a	3.6	4.0	4.0
수정 Book Value	4,382	4,793	5,019	5,456
수익성				
수정 ROE*	2.2	5.3	6.5	6.9
수정 ROA*	0.2	0.8	1.0	1.1
주당 지표				
수정 EPS*	506	1,643	2,059	2,305
수정 BPS*	26,569	30,744	32,199	34,998
보통주 DPS	0	440	545	610
Valuation 및 배당				
수정 PER*	11.5	2.6	2.1	1.9
수정 PBR*	0.2	0.1	0.1	0.1
배당성향*	0.0	25.0	25.1	25.2
보통주 배당수익률	0.0	10.3	12.8	14.3

주: * 2022년 수치는 IFRS4 & IAS39 적용, 이후 수치는 IFRS17 & IFRS9 적용

[Compliance Notice]

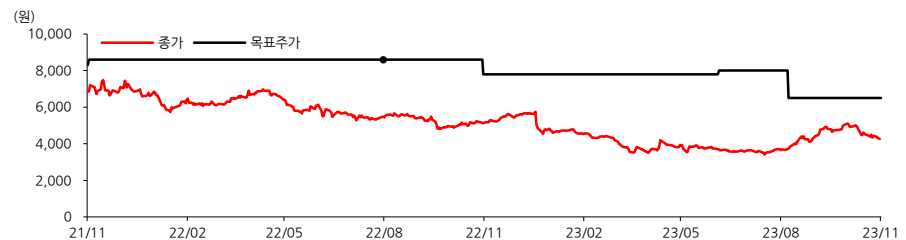
(공표일: 2023년 11월 10일)

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 종목을 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	2021.11.11	2022.01.21	2022.02.24	2022.04.05	2022.05.12
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		8,600	8,600	8,600	8,600	8,600
일 시	2022.07.11	2022.08.11	2022.09.26	2022.11.09	2023.02.24	2023.05.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	8,600	8,600	8,600	7,800	7,800	7,800
일 시	2023.06.14	2023.08.17	2023.09.01	2023.11.10		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	8,000	6,500	6,500	6,500		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.11.11	Buy	8,600	-29.88	-12.91
2022.11.09	Buy	7,800	-42.97	-26.28
2023.06.14	Buy	8,000	-54.86	-53.63
2023.08.17	Buy	6,500		

[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 추정치에 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: 2023년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%