

동양생명 (082640/KS)

One-off 영향 제외 시 견조한 실적

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 7,000 원(유지)

현재주가: 5,120 원

상승여력: 36.7%



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

Company Data

발행주식수	16,136 만주
시가총액	826 십억원
주요주주	
다자생명보험 (외5)	75.37%
자사주	3.35%

Stock Data

주가(24/04/15)	5,120 원
KOSPI	2,670.43 pt
52주 최고가	6,370 원
52주 최저가	3,405 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



IBNR 제도 개편으로 예실차 중심으로 보험손익 부진 예상

동양생명도 다른 생보사와 마찬가지로 IBNR 관련 제도 개편에 따른 영향이 나타날 전망이다. 1Q24 중 IBNR 조정과 관련하여 발생사고부채로 약 160 억원이 추가적으로 전입될 것으로 예상되며 보험비용 증가에 따라 예실차 손익 부진이 나타날 전망이다. 다만 IBNR 영향을 제외한 예실차 손익은 전반적으로 견조한 수준이 예상되며 CSM 및 RA 상각 이익도 지속적인 증가 추세가 나타날 전망이다. 신계약은 1) 단기납 종신 규제 우려에 따른 절판 마케팅 및 2) 4 월 경험생명표 조정에 따른 절판마케팅 효과가 반영되며 보장성 보험 중심으로 상승할 것으로 전망된다. 마진율은 1Q24 중 하락했을 것으로 예상되나 2Q24 부터 경험생명표 조정 효과 통해 개선될 전망이다.

금리 상승에 따른 FVPL 평가손익 악화 전망

투자손익의 경우 1Q24 중 1) 금리 상승에 따라 FVPL 평가손익 중심으로 부진이 예상되며 2) 부동산 PF 와 관련해서도 추가적인 충당금 적립이 나타날 전망이다. 전체 투자손익에서 일회성 요인으로 약 500 억원 정도의 실적 감소가 예상된다. 다만 평가손익의 경우 향후 금리 하락에 따른 개선을 충분히 기대할 수 있으며 부동산 PF 역시 향후 진행 상황 등에 따라 환입을 기대할 수 있을 것으로 예상되는 만큼 부담은 일시적 영향에 그칠 것으로 예상된다. 전반적인 일회성 요인을 제외한 경상적 투자손익은 견조한 흐름이 지속되고 있다고 판단한다.

1Q24E 순이익 353 억원(-77% YoY) 예상

동양생명의 1Q24 순이익은 353 억원(-77% YoY)으로 컨센서스를 하회할 것으로 예상된다. 보험손익은 IBNR 관련 조정에 따라 발생사고부채 관련 약 160 억원의 비용 등이 추가적으로 반영됨을 감안하여 약 486 억원(-20% YoY)를 예상한다. 투자손익은 52 억원 손실을 예상한다. 시장금리 약 30bp 상승에 따른 FVPL 평가손익 부진 및 부동산 PF 관련 충당금을 감안하여 약 500 억원의 일회성 비용이 나타날 것으로 예상되나 주식 및 파생관련손익이 일부 상쇄할 전망이다. K-ICS 비율은 할인을 관련 영향 등이 일부 예상되며 전년 말 대비 소폭 하락한 약 180% 내외 수준에서 방어할 것으로 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			234	247	275	294
투자손익	십억원			127	39	59	60
영업이익	십억원			361	286	334	354
당기순이익	십억원			296	237	275	290
EPS	원			1,833	1,467	1,701	1,795
PER	배			2.5	3.5	3.0	2.9
PBR	배			0.3	0.30	0.28	0.26
ROE	%			8.3	8.8	9.5	9.3

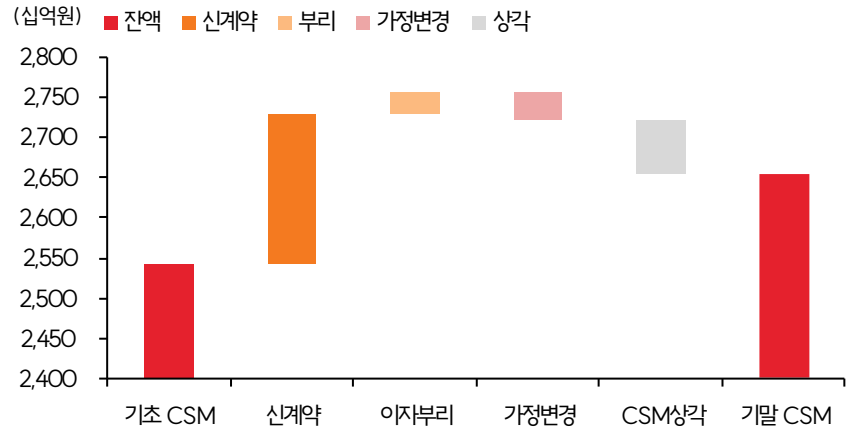
동양생명 - 분기별 실적 추정 및 전망										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	61	55	67	51	48.6	66	68	65	-4.1	-20.4
CSM 상각	65	63	68	63	64.8	67	69	71	3.3	0.0
RA 해제	11	11	11	11	11.0	11	11	11	-3.9	-2.9
예실차	-3	8	6	1	-8.8	4	4	3	적전	적지
기타사업비용	-6	-6	-7	-8	-7.8	-5	-6	-6	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-5	-20	-11	-16	-10.6	-11	-11	-15	적지	적지
투자손익	135	2	-46	36	-5.2	15	15	15	적전	적전
일반계정	135	12	-34	46	-5.2	15	15	15	적전	적전
자산운용수익	379	250	201	286	235.3	262	263	264	-17.8	-37.9
보험금융손익	-245	-237	-235	-241	-240.5	-248	-249	-249	적지	적지
특별계정(VFA 모형)	0	-10	-12	-10	0.0	0	0	0	-100.0	-100.0
영업이익	196	57	22	86	43.4	80	82	79	-49.6	-77.8
영업외손익	0	-1	0	12	1.0	1	1	10	-91.8	531.2
세전이익	196	57	22	98	44.4	81	83	89	-54.9	-77.3
별도 당기순이익	156	44	17	78	35.3	65	66	71	-54.9	-77.4
보장성 APE	156	158	173	142	173.6	140	141	143	22.1	11.2
자산총계	32,400	31,673	30,894	32,896	32,978	33,120	33,227	33,151	0.2	1.8
운용자산	30,691	30,025	29,233	31,153	31,279	31,399	31,517	31,436	0.4	1.9
비운용자산	494	422	480	567	524	546	535	540	-7.7	6.1
부채총계	29,383	28,449	27,624	29,944	30,220	30,323	30,511	30,495	0.9	2.8
책임준비금	27,436	26,501	25,832	28,329	28,493	28,652	28,812	28,810	0.6	3.9
생명보험 CSM 잔액	2,486	2,506	2,575	2,542	2,656	2,741	2,827	2,749	4.5	6.8
자본총계	3,017	3,224	3,270	2,952	2,925	2,989	3,055	3,126	-0.9	-3.1
계약환급금준비금	505	531	606	640	667	688	709	729	4.2	32.0
ROE (%)	17.4	6.3	2.4	11.3	5.4	9.9	9.9	10.3	-5.9%p	-11.9%p

자료: 동양생명, SK 증권 추정

실적 추정치 변경					
		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	234	247	275	294
	수정 전		227	255	273
	증감률(%)		8.8%	7.8%	7.8%
투자손익	수정 후	127	39	59	60
	수정 전		-9	-9	-9
	증감률(%)		흑전	흑전	흑전
세전이익	수정 후	373	299	347	367
	수정 전		250	279	295
	증감률(%)		19.5%	24.4%	24.4%
순이익	수정 후	296	237	275	290
	수정 전		199	222	234
	증감률(%)		18.9%	23.7%	23.7%

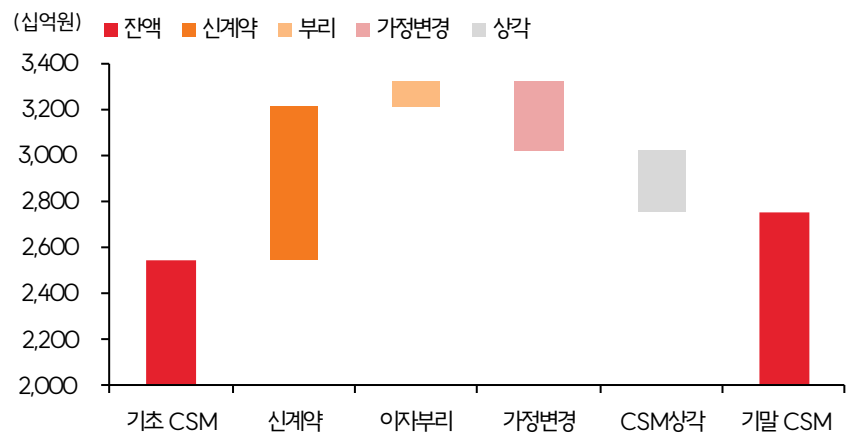
자료: 동양생명, SK 증권 추정

CSM Movement - 1Q24 전망



자료: 동양생명, SK 증권 추정

CSM Movement - 2024 전망



자료: 동양생명, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		31,153	31,436	31,699	31,944
현금및예치금		1,551	1,583	1,614	1,642
유가증권		23,039	23,247	23,440	23,620
대출금		6,218	6,274	6,327	6,376
부동산		345	331	318	306
비운용자산		567	540	538	538
특별계정자산 및 기타		1,176	1,176	1,176	1,176
자산총계		32,896	33,151	33,412	33,657
책임준비금		28,329	28,810	29,296	29,790
CSM잔액(원수)		2,542	2,749	2,946	3,160
계약자지분조정		-2	-2	-2	-2
특별계정부채 및 기타		1,616	1,687	1,691	1,691
부채총계		29,944	30,495	30,986	31,479
자본금		807	807	807	807
신종자본증권		345	345	345	345
자본잉여금		464	464	464	464
이익잉여금		1,362	1,536	1,746	1,969
해약환급금준비금		640	729	800	860
기타자본		-25	-25	-25	-25
비지배주주지분		0	0	0	0
자본총계		2,952	3,126	3,337	3,559

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
신계약 수익성					
신계약보험료(월남)		814	723	715	743
신계약 CSM(보유)		760	673	672	702
신계약 CSM 배수		93.4	93.2	94.1	94.5
CSM 관련 지표					
기초CSM		2,374	2,542	2,749	2,946
CSM 조정 가점 변경		-437	-305	-305	-305
신계약 CSM(원수)		760	673	672	702
CSM 이자부리		102	111	119	127
상각 전 CSM		2,800	3,021	3,236	3,470
CSM상각액		258	272	290	310
CSM상각률(%)		9.2	9.0	9.0	8.9
CSM 순증액		168	207	196	215
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률		3.6	3.3	3.4	3.4
FVPL 제외 운용수익률		3.0	3.4	3.4	3.4
손익구성					
보험손익		64.9	86.4	82.3	83.2
CSM상각		71.4	95.1	86.8	87.6
투자손익		35.1	13.6	17.7	16.8
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		192.9	177.6	179.5	181.5

자료: 동양생명, SK증권 추정

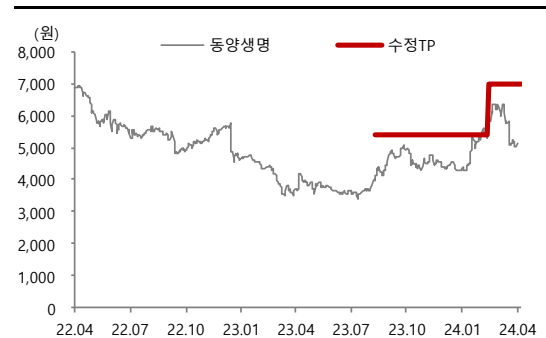
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		234	247	275	294
CSM상각		258	272	290	310
RA해제		45	44	44	44
예실차		11	27	36	37
기타사업비용		-27	-25	-24	-25
손실계약비용 및 기타		-53	-46	-46	-46
투자손익		127	39	59	60
일반계정손익		159	39	59	60
평가처분손익		182	-30	0	0
특별계정손익		-32	0	0	0
영업이익		361	286	334	354
영업외손익		12	13	13	13
세전이익		373	299	347	367
법인세비용		77	62	73	77
법인세율 (%)		20.7	20.8	20.9	21.0
당기순이익		296	237	275	290

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			0.9	0.8	0.8
CSM증가율			8.2	7.1	7.3
BPS증가율			6.7	7.6	7.4
보험손익증가율			5.5	11.3	7.0
투자손익증가율			-69.4	52.2	0.8
영업이익증가율			-20.8	16.9	5.9
세전이익증가율			-19.9	16.2	5.7
당기순이익증가율			-20.0	16.0	5.5
주당지표(원)					
EPS		1,833	1,467	1,701	1,795
BPS		16,158	17,238	18,543	19,922
EV(BV+CSM)		31,920	34,276	36,798	39,507
보통주 DPS	0	400	410	430	440
보통주 배당수익률(%)	0.0	8.8	8.0	8.4	8.6
Valuation 지표					
PER(배)		2.5	3.5	3.0	2.9
PBR(배)		0.28	0.30	0.28	0.26
P/EV(배)		0.14	0.15	0.14	0.13
ROE(%)		8.3	8.8	9.5	9.3
ROA(%)			0.7	0.8	0.9
배당성향(%)		21.1	27.0	24.4	23.7

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 04월 17일 기준)

매수	96.55%	중립	3.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------