

동양생명 (082640/KS)

제도 영향에도 실적은 견조

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 5,900 원(하향)

현재주가: 4,620 원

상승여력: 27.7%

목표주가 5,900 원으로 하향

동양생명의 목표주가를 주주환원 불확실성에 따른 할인율 조정 등 영향을 반영하여 X 원으로 하향한다. 목표주가는 25E BVPS 11,121 원에 Targe PBR 0.53 배를 적용하여 산출했다. 제도 영향으로 주주환원 자체는 어렵지만 주요 지표의 안정적인 관리를 통해 전반적으로 견조한 실적이 이어지고 있어 잠재적 인수 매물 관점의 가치가 유효한 점을 감안하여 투자 의견은 매수로 유지한다. 투자리스크로는 금리 하락에 따른 OCI 감소, 해약환급금준비금으로 인한 배당 불확실성을 제시한다.

4Q24 순이익 358 억원(-54.2% YoY) 전망

우리금융지주의 금감원 검사 결과 발표가 연기되고 있어 동사의 인수 여부에 대한 불확실성이 높아진 점은 사실이나 동사가 예실차, 투자수익률, 신계약 등 주요 지표를 안정적으로 관리하며 견조한 이익을 꾸준히 실현하고 있는 점을 감안하면 비은행 포트폴리오 강화가 필요한 금융지주 등 잠재 매수자 관점에서 시장에 나온 주요 보험사 매물 중 가장 높은 가치로 평가받을 수 있다고 판단한다. 동양생명의 4Q24 순이익은 358 억원(-54.2% YoY)을 전망한다. 다른 생보사와 같이 유배당 연금 블록, 고금리 종신 등을 중심으로 실적 부담이 일부 나타날 것으로 예상되며 보험개혁회의의 관련 CSM 조정 등 영향도 일부 반영될 것으로 전망한다. 보험손익은 전체 274 억원(-46% YoY)을 예상한다. 투자손익은 미국 금리 상승 등 영향으로 FVPL 자산 중심으로 다소 부진한 모습을 예상하며 약 127 억원(-64.2% YoY)을 예상한다. K-ICS 비율은 후순위채 등 자본성 증권 활용을 통해 최대한 방어하는 모습이 나타날 것으로 예상된다. 신계약의 경우 5 년납 단기납 종신 등 중심으로 견조한 흐름이 이어지고 있으며 4Q24에도 보장성 APE 기준 약 2,500억원 내외 수준의 견조한 매출 추세가 이어질 것으로 예상된다.



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
3773-8610

Company Data

발행주식수	16,136 만주
시가총액	751 십억원
주요주주	
Dajia Life (외6)	75.38%
자사주	3.35%

Stock Data

주가(25/01/13)	4,620 원
KOSPI	2,489.56 pt
52주 최고가	8,960 원
52주 최저가	4,270 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			234	261	240	276
투자손익	십억원			127	118	86	90
영업이익	십억원			361	379	326	365
당기순이익	십억원			296	302	262	292
EPS	원			1,833	1,869	1,625	1,812
PER	배			2.5	2.4	2.8	2.5
PBR	배			0.3	0.47	0.42	0.36
ROE	%			8.3	14.5	15.6	15.2

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2025E ~ 2027F ROE 평균	15.2%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.6%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 등 감안하여 차등적으로 적용	70%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.53
목표주가	2025F BPS 11,121 원에 Target PBR 적용	5,900
현재가		4,620
Upside / Downside 투자의견		27.7% 매수

자료: SK 증권 추정

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		82%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	16.2%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.6%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선	-60.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.76
목표주가(Bull case)	2025F BPS 11,121 원에 Target PBR 적용	8,400
Downside case		-20%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	14.2%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 4.9%, 베타 1 기준	8.6%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력 부진세	-80.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.33
목표주가(Bear case)	2025F BPS 11,121 원에 Target PBR 적용	3,700

자료: SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	234	261	240	276
	수정 전		263	226	267
	증감률(%)		-0.8%	6.0%	3.2%
투자손익	수정 후	127	118	86	90
	수정 전		118	87	90
	증감률(%)		0.1%	-0.7%	-0.3%
세전이익	수정 후	373	380	331	370
	수정 전		382	318	363
	증감률(%)		-0.6%	4.2%	2.1%
순이익	수정 후	296	302	262	292
	수정 전		303	252	286
	증감률(%)		-0.5%	4.1%	2.2%

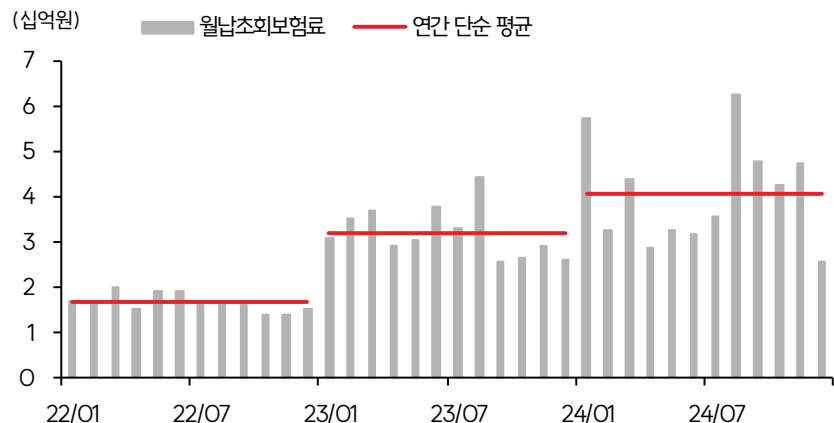
자료: SK 증권 추정

동양생명 – 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	61	55	67	51	56	81	97	27.4	-71.7	-46.0
CSM 상각	65	63	68	63	64	65	67	68.5	2.6	9.1
RA 해제	11	11	11	11	12	12	12	12.2	2.9	6.9
예실차	-3	8	6	1	-9	16	8	-3.3	적전	적전
기타사업비용	-6	-6	-7	-8	-8	-9	-8	-8.5	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-5	-20	-11	-16	-2	-4	18	-41.5	적전	적지
투자손익	135	2	-46	36	52	35	18	12.7	-29.9	-64.2
일반계정	134.7	12	-34	46	50	36	17	12.7	-26.6	-72.3
자산운용수익	379	250	201	286	282	276	256	258.6	0.9	-9.7
보험금융손익	-245	-237	-235	-241	-233	-240	-239	-245.9	적지	적지
특별계정	0	-10	-12	-10	2	0	1	0.0	-100.0	-100.0
영업이익	196	57	22	86	108	116	115	40.1	-65.0	-53.5
영업외손익	0	-1	0	12	0	-4	0	5.0	흑전	-59.0
세전이익	196	57	22	98	108	112	115	45.1	-60.6	-54.2
별도 당기순이익	156	44	17	78	88	87	90	35.8	-60.3	-54.2
보장성 APE	156	158	173	142	232	155	257	259.2	1.0	82.2
신계약 CSM	176	183	202	199	204	139	224	194.7	-12.9	-2.3
자산총계	32,400	31,673	30,894	32,896	32,440	33,347	33,925	35,092	3.4	6.7
운용자산	30,691	30,025	29,233	31,153	30,726	31,268	31,589	32,922	4.2	5.7
비운용자산	494	422	480	567	526	873	1,206	1,039	-13.8	83.2
부채총계	29,383	28,449	27,624	29,944	29,855	31,099	31,802	33,090	4.1	10.5
책임준비금	27,436	26,501	25,832	28,329	28,405	29,501	30,431	31,642	4.0	11.7
생명보험 CSM 잔액	2,486	2,506	2,575	2,542	2,691	2,754	2,859	2,612	-8.6	2.8
자본총계	3,017	3,224	3,270	2,952	2,585	2,248	2,123	1,903	-10.4	-35.5
해약환급금준비금	505	531	606	640	764	827	993	1,153	16.0	80.0
ROE (%)	17.4	6.3	2.4	11.3	14.6	16.8	19.6	8.6	-11%p	-2.7%p
K-ICS 비율 (%)	162.2	162.5	183.7	193.4	174.7	166.2	161.0	157.4	-3.6%p	-36%p

자료: 동양생명, SK 증권 추정

동양생명 – GA 실적 추이



자료: 보험저널, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
운용자산		31,153	32,922	33,576	34,187
현금및예치금		1,551	688	725	759
유가증권		23,039	25,524	26,028	26,500
대출금		6,218	6,371	6,497	6,616
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	35,092	35,797	36,412
책임준비금		28,329	31,642	32,480	33,305
CSM잔액(원수)		2,542	2,612	2,983	3,376
계약자지분조정		-2	2	2	2
특별계정부채 및 기타		1,616	1,446	1,422	1,420
부채총계		29,944	33,090	33,903	34,727
자본금		807	807	807	807
신종자본증권		345	345	345	345
자본잉여금		464	464	464	464
이익잉여금		1,362	1,573	1,810	2,076
해약완급금준비금		640	1,153	1,727	2,213
기타자본		-25	-1,286	-1,286	-1,286
비지배주주지분		0	0	0	0
자본총계		2,952	1,903	2,139	2,406

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	2,612	2,983
CSM 조정 가점 변경		-437	-537	-370	-370
신계약 CSM(원수)		760	762	909	954
CSM 이자부리		102	110	105	117
상각 전 CSM		2,800	2,877	3,257	3,685
CSM상각액		258	265	274	309
CSM상각률(%)		9.2	9.2	8.4	8.4
CSM 순증액		168	71	371	393
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률		3.6	3.3	3.2	3.2
FVPL 제외 운용수익률		3.0	2.7	2.8	2.7
손익구성					
보험손익		64.9	68.8	73.5	75.4
CSM상각		71.4	69.9	84.1	84.6
투자손익		35.1	31.2	26.5	24.6
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)		193.4	157.4	156.8	166.5

자료: 동양생명, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익		234	261	240	276
CSM상각		258	265	274	309
RA해제		45	47	50	53
예실차		11	44	50	52
기타사업비용		-27	-33	-37	-39
손실계약비용 및 기타		-53	-29	-61	-61
투자손익		127	118	86	90
일반계정손익		159	115	86	90
평가처분손익		182	196	140	140
특별계정손익		-32	3	0	0
영업이익		361	379	326	365
영업외손익		12	1	5	5
세전이익		373	380	331	370
법인세비용		77	78	69	78
법인세율 (%)		20.7	20.5	20.8	21.1
당기순이익		296	302	262	292

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			5.7	2.0	1.8
CSM증가율			2.8	14.2	13.2
BPS증가율			-40.2	15.2	14.9
보험손익증가율			11.4	-8.1	15.0
투자손익증가율			-6.8	-26.8	3.8
영업이익증가율			5.0	-14.0	12.1
세전이익증가율			1.8	-12.7	11.9
당기순이익증가율			2.0	-13.0	11.5
주당지표(원)					
EPS		1,833	1,869	1,625	1,812
BPS		16,158	9,656	11,121	12,774
EV(BV+CSM)		31,920	25,846	29,609	33,695
보통주 DPS		400	0	0	400
보통주 배당수익률(%)		8.8	0.0	0.0	8.7
Valuation 지표					
PER(배)		2.5	2.4	2.8	2.5
PBR(배)		0.28	0.47	0.42	0.36
P/EV(배)		0.14	0.17	0.16	0.14
ROE(%)		8.3	14.5	15.6	15.2
ROA(%)		0.9	0.9	0.7	0.8
배당성향(%)		21.1	0.0	0.0	21.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.01.14	매수	5,900원	6개월		
2024.11.14	매수	6,400원	6개월	-18.10%	-5.00%
2024.02.28	매수	7,000원	6개월	-10.60%	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 (2025년 01월 14일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------