

# 동양생명 (082640)

## 준수한 실적, 하지만 주가 상승세가 더 빠름

### 예상을 상회하는 이차익 기록하며 1분기 어닝 써프라이즈

1분기 순이익은 1,065억원(YoY +67.4, QoQ +415.2%)으로 당사 기존 추정치 667억과 컨센서스 모두 크게 상회하는 어닝 써프라이즈를 기록하였다. 예상을 크게 상회한 부분은 주로 이차손익인데, 주식 및 채권 CG가 약 350억원까지 확대되며 투자손익이 추정치 대비 +18.2% 상회하였으며 변액보 증손익 환입 효과(+21억원)와 더불어 고금리 저축성 보험 만기 도래로 준비금 부담이 완화되었기 때문이다. 한편, 위험손해율은 코로나19 영향 지속에도 사망과 입원 보험금 청구 증가로 전년 대비 +6.8%p, 전분기 대비 +1.2%p 둔화되었으며, 보장성 신계약 APE가 전년 대비 감소(-21.8%)한 영향으로 비차마진은 전년 대비 +58.3% 증가하였다.

### 제도 리스크가 낮은 것이 주된 매력

1분기 국고채 10년물 금리가 전분기 대비 +34bp 상승하였으나 보유주식 축소로 요구자본 감소, 기타포괄손익의 가용 자본 기여도가 낮은 영향으로 RBC 비율은 221.2%로 전분기 대비 -2.4%p 하락에 그쳤으며, 금리 ±10bp당 민감도도 ±4%p에 불과해 향후 불확실성이 높지 않다. 자산-부채 간 Duration Matching Ratio도 95.2%를 기록하며 올해 6월 부채 잔존만기 확대에 따른 영향에도 선제적으로 대응 중이다. 또한, 할인율 기준 강화에도 '20년말 LAT 잉여액은 2.7조원(잉여비율 11.3%)을 기록하였는데, 당사 금리 전망치 2.23% 가정 시 LAT 리스크는 사실상 완전 해소되었다.

### 목표가 상향하나 괴리율 감안해 중립 의견

실적 추정치 상향에 따라 동양생명보험에 대한 목표 주가를 6,000원으로 상향한다. 1분기 3.60%까지 낮아진 부리율과 장기 금리 상승 속도를 감안했을 때 경상적인 이차손익 체력 개선 속도는 당초 예상보다 빨리질 전망이다. 다만, 최근 금리 모멘텀이 급격히 반영되며 주가 상승세가 그보다 빨라 목표가 상향에도 불구하고 현재가와 괴리율이 축소되어 투자 의견은 중립으로 하향한다. 향후 시장금리 전망 상향 시 목표 주가와 투자 의견 모두 상향 가능하며, 현재도 타 생보사 대비 상대적인 Multiple 매력은 존재한다.

### Earnings Review

**Neutral**

| TP(12M): 6,000원(상향) | CP(5월12일): 5,700원

#### Key Data

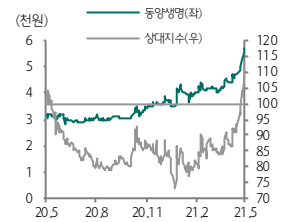
KOSPI 지수 (pt)	3,161.66
52주 최고/최저(원)	5,700/2,850
시가총액(십억원)	919.7
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	161,358.6
60일 평균 거래량(천주)	393.7
60일 평균 거래대금(십억원)	1.8
20년 배당금(예상, 원)	239
20년 배당수익률(예상, %)	4.19
외국인지분율(%)	83.57
주요주주 지분율(%)	
Dajilifeinsurance Co., Ltd.외 3인	75.37

#### Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	5,258	5,223
영업이익(십억원)	166	147
순이익(십억원)	141	137
EPS(원)	874	848
BPS(원)	19,907	20,416

주가상승률	1M	6M	12M
절대	28.8	65.2	85.7
상대	27.8	29.4	12.9

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
수입보험료	십억원	5,472	5,769	5,655	5,521	5,463
영업이익	십억원	161	155	157	111	120
세전이익	십억원	199	177	207	165	169
당기순이익	십억원	152	129	162	122	125
EPS	원	972	825	1,039	783	802
(증감률)	%	195.3	-15.2	25.9	-24.6	2.5
P/E	배	4.1	6.9	5.5	7.3	7.1
P/B	배	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
ROA	%	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
ROE	%	6.3	4.5	5.4	4.1	4.1
BPS	원	16,690	17,631	16,597	17,200	17,817
DPS	원	230	220	240	180	180
배당수익률	%	5.8	3.9	4.2	3.2	3.2



Analyst 이홍재  
02-3771-7515  
leehj612@hanafn.com

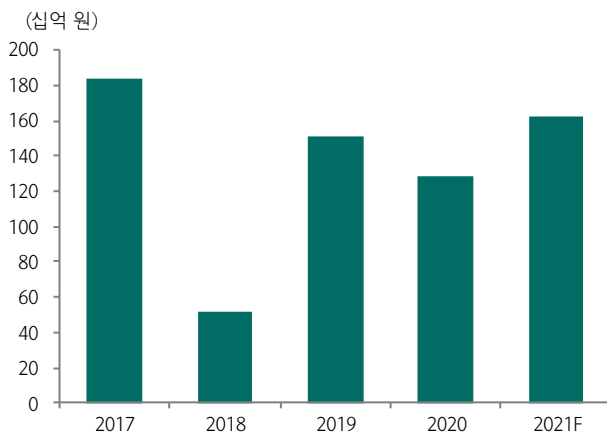
표 1. 동양생명보험 주요 실적

(단위: 십억 원)

	1Q21	1Q20	YoY %	4Q20	QoQ %	2021F	2020	YoY %
수입보험료	1,336	1,184	12.8%	1,826	-26.8%	5,655	5,769	-2.0%
일반계정	1,284	1,029	24.8%	1,347	-4.6%	5,021	4,911	2.2%
특별계정	52	155	-66.5%	480	-89.2%	633	858	-26.2%
보험이익	53	49	10.1%	42	26.7%	191	228	-16.0%
사차손익	19	27	-29.2%	20	-7.2%	73	101	-27.6%
위험보험료	128	124	3.5%	127	0.5%	515	502	2.5%
사고보험금	109	97	12.5%	107	1.9%	442	402	10.1%
위험손해율	85.2%	78.4%	6.8%p	84.0%	1.2%p	85.9%	80.0%	5.9%p
비차손익	35	22	58.3%	22	58.3%	118	127	-6.9%
예정사업비	202	216	-6.7%	198	1.8%	795	846	-5.9%
실제사업비	167	194	-14.0%	176	-5.2%	677	718	-5.7%
사업비율	12.5%	16.4%	-3.9%p	9.6%	2.9%p	12.0%	12.5%	-0.5%p
이자차 Spread	0.45%p	0.30%p	0.15%p	-0.42%p	0.87%p	-0.40%p	-0.47%p	0.07%p
운용자산이익률	4.05%	4.01%	0.03%p	3.19%	0.86%p	3.17%	3.14%	0.03%p
부채 부담금리	3.60%	3.71%	-0.11%p	3.61%	-0.01%p	3.57%	3.61%	-0.04%p
보험손익	-43	-115	적자지속	257	-116.7%	297	447	-33.6%
보험영업수익	1,303	1,048	24.4%	1,365	-4.5%	5,098	4,982	2.3%
보험영업비용	1,346	1,163	15.8%	1,107	21.6%	4,801	4,535	5.9%
투자손익	314	293	7.0%	246	27.6%	987	934	5.6%
책임준비금전입액	147	106	39.2%	458	-67.9%	1,127	1,226	-8.1%
영업이익	124	72	70.9%	46	171.1%	157	155	0.8%
영업외손익	9	12	-24.5%	-11	-184.7%	51	21	138.2%
세전이익	133	84	57.5%	35	277.6%	207	177	17.4%
당기순이익	107	64	67.4%	21	415.2%	162	129	25.9%
자산총계	36,140	34,049	6.1%	36,253	-0.3%	37,138	36,253	2.4%
운용자산	31,208	29,496	5.8%	31,122	0.3%	32,109	31,122	3.2%
부채총계	33,226	31,583	5.2%	33,161	0.2%	34,207	33,161	3.2%
책임준비금	28,538	27,260	4.7%	28,391	0.5%	29,518	28,391	4.0%
자본총계	2,913	2,466	18.1%	3,092	-5.8%	2,931	3,092	-5.2%

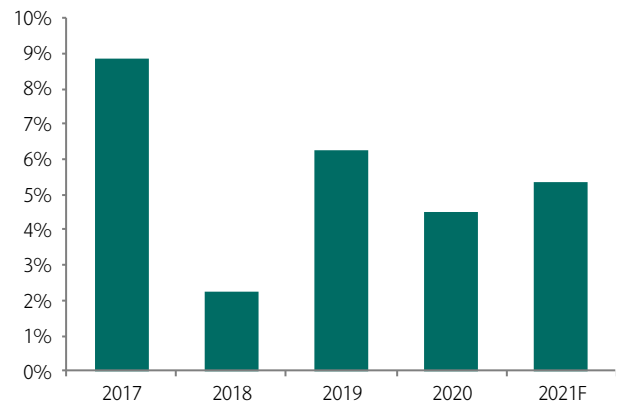
자료: 동양생명, 하나금융투자

그림 1. 연간 순이익 추정



자료: 동양생명, 하나금융투자

그림 2. 연간 ROE 추정



자료: 동양생명, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>수입보험료</b>	<b>5,472</b>	<b>5,769</b>	<b>5,655</b>	<b>5,521</b>	<b>5,463</b>
일반계정	4,526	4,911	5,021	4,883	4,820
특별계정	946	858	633	638	643
<b>보험이익</b>	<b>176</b>	<b>228</b>	<b>191</b>	<b>170</b>	<b>175</b>
사업비차손익	102	127	118	92	96
위험률차손익	74	101	73	78	79
<b>보험영업손익</b>	<b>263</b>	<b>447</b>	<b>297</b>	<b>334</b>	<b>281</b>
보험영업수익	4,594	4,982	5,098	4,966	4,909
보험료수익	4,526	4,911	5,021	4,883	4,820
재보험수익	68	71	77	83	89
보험영업비용	4,331	4,535	4,801	4,631	4,629
지급보험금	3,500	3,707	3,975	3,785	3,768
재보험비용	73	77	82	88	94
사업비	389	373	363	369	371
(이연신계약비)	-351	-345	-314	-319	-314
신계약비	526	515	472	479	471
유지비	214	203	205	209	214
신계약상각비	367	367	375	382	390
할인료	2	11	6	6	6
<b>투자영업손익</b>	<b>968</b>	<b>934</b>	<b>987</b>	<b>991</b>	<b>1,034</b>
<b>책임준비금전입액</b>	<b>1,070</b>	<b>1,226</b>	<b>1,127</b>	<b>1,215</b>	<b>1,195</b>
<b>영업이익</b>	<b>161</b>	<b>155</b>	<b>157</b>	<b>111</b>	<b>120</b>
영업외손익	37	21	51	54	49
세전이익	199	177	207	165	169
법인세비용	47	48	45	43	44
<b>당기순이익</b>	<b>152</b>	<b>129</b>	<b>162</b>	<b>122</b>	<b>125</b>

주요 지표 (1)

(단위: %)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>전년 대비 성장성</b>					
수입보험료	6.9	5.4	-2.0	-2.4	-1.0
일반계정	6.2	8.5	2.2	-2.8	-1.3
보장	7.0	7.9	3.7	1.7	1.6
저축	5.5	9.0	1.0	-6.8	-4.1
특별계정	10.3	-9.3	-26.2	0.8	0.7
변액	17.8	-7.3	-27.9	1.8	0.9
퇴직	-16.1	-19.3	-16.2	-4.2	-0.3
사업비차손익	-13.1	25.0	-6.9	-22.2	3.9
위험률차손익	-21.0	35.5	-27.6	7.0	1.7
보험영업수익	6.2	8.4	2.3	-2.6	-1.1
보험영업비용	22.7	4.7	5.9	-3.5	-0.1
투자영업손익	23.6	-3.5	5.6	0.4	4.4
책임준비금전입액	-32.8	14.6	-8.1	7.8	-1.6
세전이익	186.6	-11.2	17.4	-20.5	2.5
당기순이익	195.3	-15.2	25.9	-24.6	2.5
자산총계	6.6	6.8	2.4	3.6	3.5
부채총계	5.8	5.8	3.2	3.7	3.5
자본총계	16.4	18.9	-5.2	3.2	3.2
<b>수익성 지표</b>					
위험손해율	85.0	80.0	85.9	85.1	85.0
사업비율	13.5	12.5	12.0	12.5	12.5
투자수익률	3.5	3.1	3.2	3.1	3.1
부채 평균 부담이율	3.7	3.6	3.6	3.5	3.4
ROA	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
ROE	6.3	4.5	5.4	4.1	4.1

자료: 하나금융투자

재무상태표	(단위: 십억 원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	<b>33,948</b>	<b>36,253</b>	<b>37,138</b>	<b>38,486</b>	<b>39,821</b>
운용자산	29,233	31,122	32,109	33,351	34,570
현금및예치금	1,209	419	600	622	644
유가증권	21,432	22,932	23,643	24,559	25,456
주식	391	360	364	378	392
채권	11,497	12,028	12,300	12,777	13,243
외화유가증권	6,694	6,849	6,925	7,195	7,458
기타	2,850	3,696	4,055	4,210	4,364
대출채권	6,266	7,448	7,532	7,825	8,111
부동산	327	324	333	346	359
비운용자산	1,333	1,414	1,261	1,287	1,312
미상각신계약비	756	733	748	763	778
특별계정자산	3,382	3,716	3,768	3,848	3,939
<b>부채총계</b>	<b>31,347</b>	<b>33,161</b>	<b>34,207</b>	<b>35,461</b>	<b>36,700</b>
책임준비금	27,154	28,391	29,518	30,733	31,928
보험료적립금	25,345	26,293	27,233	28,372	29,476
계약자지분조정	24	28	10	10	10
기타부채	794	956	920	877	830
특별계정부채	3,375	3,786	3,759	3,841	3,932
<b>자본총계</b>	<b>2,601</b>	<b>3,092</b>	<b>2,931</b>	<b>3,025</b>	<b>3,122</b>
자본금	807	807	807	807	807
자본잉여금	464	464	464	464	464
이익잉여금	1,025	1,111	1,193	1,287	1,383
자본조정	-61	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계액	366	427	184	184	184
신종자본증권	-	345	345	345	345

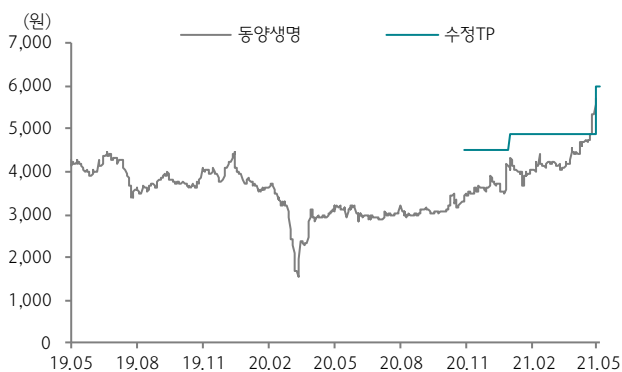
주요 지표 (2)

(단위: 십억 원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>보험료 구성</b>					
일반계정	4,526	4,911	5,021	4,883	4,820
보장	2,125	2,292	2,377	2,418	2,456
저축	2,402	2,619	2,644	2,465	2,364
특별계정	946	858	633	638	643
퇴직	787	730	526	535	540
변액	159	128	107	103	102
위험보험료	496	502	515	522	530
부가보험료	842	846	795	780	780
특별계정수입수수료	46	115	78	80	75
<b>신계약 APE</b>					
보장성	492	492	476	488	498
저축성	488	465	513	511	486
<b>운용자산 구성 (%)</b>					
현금및예치금	4.1	1.3	1.9	1.9	1.9
유가증권	73.3	73.7	73.6	73.6	73.6
대출채권	21.4	23.9	23.5	23.5	23.5
부동산	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>투자 지표</b>					
EPS (KRW)	972	825	1,039	783	802
BPS (KRW)	16,690	17,631	16,597	17,200	17,817
P/E (X)	4.1	6.9	5.5	7.3	7.1
P/B (X)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
DPS (KRW)	230	220	240	180	180
배당성향 (%)	23.7	26.7	23.0	23.0	23.0
배당수익률 (%)	5.8	3.9	4.2	3.2	3.2

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

동양생명



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.12	Neutral	6,000		
21.1.11	BUY	4,900	-12.45%	13.27%
20.11.10	BUY	4,500	-19.33%	-6.67%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.68%	5.32%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 05월 09일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이홍재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 5월 13일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이홍재)는 2021년 5월 13일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%초과)

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.