

동양생명 (082640/KS)

양호한 이익 체력과 배당 기대감

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 5,400 원(유지)
 현재주가: 4,275 원
 상승여력: 26.3%

높은 예상 배당수익률에 기반한 투자 매력

동양생명의 경우 23년 상반기까지 K-ICS 비율이 160% 수준에 머물렀으나 3Q23부터는 1) 대량해지 재보험 출재 및 2) 22년 말 대규모 일시납 상품 판매 관련 운영리스크 패널리 소멸 등에 힘입어 후순위 채 상환으로 인한 가용자본 감소에도 불구하고 K-ICS 비율이 180%대로 개선되는 모습이 나타났다. 2024년에는 K-ICS 할인을 현실화 방안 및 자본성 증권 상환 영향으로 K-ICS 비율에 일부 영향이 발생하겠지만 꾸준한 신계약 확보 및 보장성보험에 대한 대량해지위험 조정 등을 감안할 때 다시 점진적 개선이 나타날 전망이다. 주주 환원 정책에 있어서는 여전히 K-ICS 제도 관련 불확실성 등이 남아있는 만큼 구체적인 방향성을 확인하기는 아직 어려울 전망이다. 다만 과거 동사의 주주 환원 추이 등을 감안하면 2023E 배당의 경우 약 20% 초반 수준의 배당 성향을 예상한다. DPS는 400 원, 예상 배당수익률은 약 9% 수준을 전망하며 업계 전반적으로 주주 환원 관련 불확실성이 높다는 점을 감안하더라도 배당 기대감 측면의 투자 매력이 상대적으로 높다고 판단한다



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
 3773-8610

4 Q23 순이익 436 억원 예상

동양생명의 4Q23 순이익은 436 억원으로 컨센서스를 상회할 것으로 예상된다. 보험 손익의 경우 가정 조정으로 인한 손실계약비용 부담이 예상되나 예상치는 전반적으로 안정적인 모습을 기록할 전망이다. 다만 최근 상생금융 이슈 등으로 인한 약관대출 금리 인하 등 영향으로 CSM 감소가 일부 나타날 전망이다. 투자손익의 경우 FVPL 평가손익 개선에 따른 영향이 예상된다. 금리 10bp 당 약 100 억원 정도의 민감도를 기준으로 약 5~600 억원 수준의 평가손익을 기록할 것으로 전망된다. 부동산 PF 등 관련 총당금이나 손상차손이 일부 예상되나 평가손익 내에서 충분히 관리할 수 있을 것으로 예상된다. 동사의 경우 4Q23 실적부터 VFA 모형 가이드라인을 반영할 것으로 예상되며 기존 일반계정 투자손익으로 반영되던 변액 종신보험 등의 자산/부채 평가 차액이 CSM 변동으로 반영되며 투자손익의 변동성이 축소될 것으로 예상된다. 신계약의 경우 단기납 종신 절판 기저효과로 다소 부진한 모습이 예상되었으나 7년납 3년거치 형태로 판매가 증가하고 있는 만큼 예상 대비 견조한 물량을 기록할 전망이다.

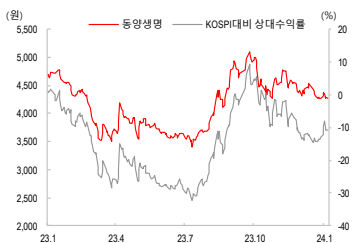
Company Data

발행주식수	16,136 만주
시가총액	690 십억원
주요주주	
다재생명보험 외4)	75.40%
자사주	3.39%

Stock Data

주가(24/01/22)	4,275 원
KOSPI	2,464.35 pt
52주 최고가	5,100 원
52주 최저가	3,405 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익	십억원				229	268	298
투자손익	십억원				101	5	5
영업이익	십억원				330	273	304
당기순이익	십억원				261	217	241
EPS	원				1,618	1,346	1,495
PER	배				2.8	3.2	2.9
PBR	배				0.25	0.23	0.21
ROE	%				7.0	7.3	7.7

동양생명 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
보험손익	61	55	67	46	64	67	70	66	229	268
CSM 상각	65	63	68	69	66	69	72	74	264	281
RA 해제	11	11	11	11	11	11	12	12	45	46
예실차	-3	8	6	2	3	3	3	3	13	12
기타사업비용	-6	-6	-7	-5	-7	-7	-7	-6	-25	-27
손실계약비용 및 기타	-5	-20	-11	-32	-10	-10	-10	-17	-68	-45
투자손익	135	2	-46	9	1	1	1	1	101	5
일반계정	119	10	-60	12	3	3	3	3	82	13
자산운용수익	364	247	175	240	232	237	234	230	1,026	934
보험금융손익	-245	-237	-235	-228	-228	-234	-231	-227	-945	-920
특별계정(VFA 모형)	15	-8	14	-3	-2	-2	-2	-2	19	-8
영업이익	196	57	22	55	66	69	71	68	330	273
영업외손익	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
세전이익	196	57	22	55	66	69	71	68	329	273
별도 당기순이익	156	44	17	43.6	52	55	56	54	261.1	217
보장성 APE	156	158	173	160	161	163	164	166	647	654
자산총계	32,400	31,673	30,894	30,772	32,472	32,070	31,671	31,060	30,772	31,060
운용자산	30,691	30,025	29,233	28,966	30,825	30,430	30,028	29,419	28,966	29,419
비운용자산	494	422	480	451	466	458	462	460	451	460
부채총계	29,383	28,449	27,624	27,521	29,021	28,777	28,506	28,082	27,521	28,082
책임준비금	27,436	26,501	25,832	25,672	27,201	26,942	26,678	26,251	25,672	26,251
생명보험 CSM 잔액	2,486	2,506	2,575	2,470	2,578	2,686	2,794	2,738	2,470	2,738
자본총계	3,017	3,224	3,270	3,251	3,304	3,358	3,415	3,405	3,251	3,405
해약환급금준비금	505	531	606	661	705	740	769	792	661	792
ROE (%)	17.4	6.3	2.4	6.0	7.1	7.3	7.4	7.0	7.0	7.3

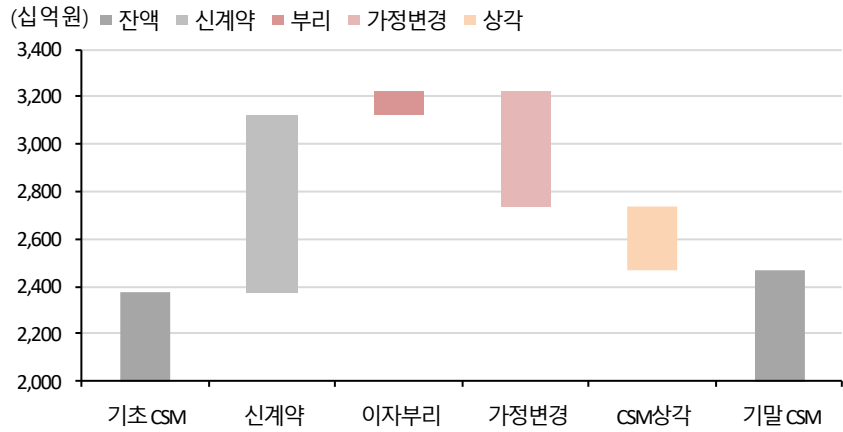
자료: 동양생명, SK 증권 추정

동양생명 - 실적 추정치 변경

		2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	수정 후		229	268	298
	수정 전		250	301	331
	증감률(%)		-8.3%	-10.8%	-10.0%
투자손익	수정 후		101	5	5
	수정 전		95	15	15
	증감률(%)		6.3%	-65.8%	-63.6%
세전이익	수정 후		329	273	304
	수정 전		344	315	346
	증감률(%)		-4.3%	-13.3%	-12.1%
순이익	수정 후		261	217	241
	수정 전		270	239	261
	증감률(%)		-3.4%	-9.0%	-7.6%

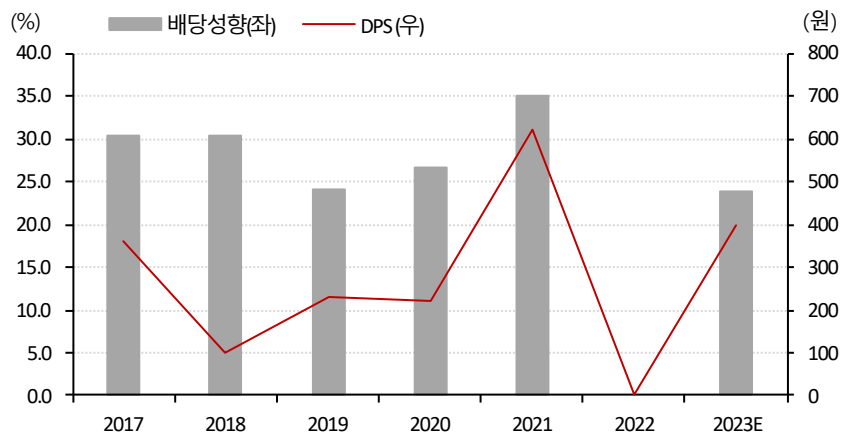
자료: 동양생명, SK 증권 추정

동양생명 - 2023년 연간 예상 CSM Movement



자료: 동양생명, SK 증권 추정

동양생명 - 배당 관련 추이 및 전망



자료: 동양생명, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
운용자산			28,966	29,419	29,890
현금및예치금			659	689	719
유가증권			21,666	22,002	22,352
대출금			6,330	6,429	6,532
부동산			311	299	287
비운용자산			451	460	461
특별계정자산 및 기타			1,355	1,181	1,181
자산총계			30,772	31,060	31,532
책임준비금			25,672	26,251	26,863
CSM잔액(원수)			2,486	2,506	2,575
계약자지분조정			0	0	0
특별계정부채 및 기타			1,848	1,831	1,830
부채총계			27,521	28,082	28,693
자본금			807	807	807
신종자본증권			345	345	345
자본잉여금			464	464	464
이익잉여금			1,265	1,418	1,594
해약환급금준비금			661	792	847
기타자본			372	372	372
비지배주주지분			0	0	0
자본총계			3,251	3,405	3,580

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
신계약 수익성					
APE		863	758	762	792
신계약 CSM(원수)			748	746	780
신계약 CSM 마진율(%)			98.7	98.0	98.4
CSM 관련 지표					
기초CSM			2,374	2,470	2,738
CSM 조정 가점 변경			-491	-305	-270
신계약 CSM(원수)			748	746	780
CSM 이자부리			103	109	120
상각 전 CSM			2,734	3,020	3,368
CSM상각액			264	281	310
CSM상각률(%)			9.7	9.3	9.2
CSM 순증액			96	268	319
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률			3.4	3.2	3.2
평가차분손익 제외 수익률			3.0	3.2	3.2
손익구성					
보험손익			69.5	98.1	98.2
CSM상각			80.1	103.0	102.2
투자손익			30.5	1.9	1.8
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)			175.5	177.4	180.2

자료: 동양생명, SK증권 추정

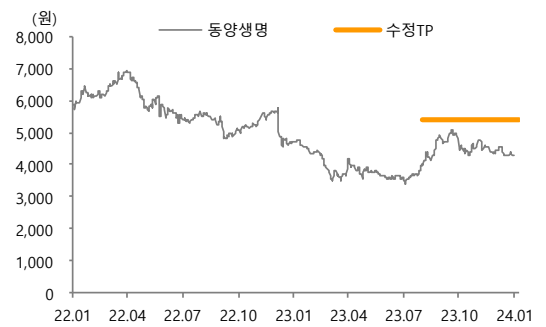
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
보험손익			229	268	298
CSM상각			264	281	310
RA해제			45	46	49
에실차 등			37	39	41
기타사업비용			-25	-27	-28
손실계약비용 및 기타			-68	-45	-45
투자손익			101	5	5
일반계정 투자손익			82	13	13
평가차분손익			123	0	0
특별계정 투자손익			19	-8	-8
영업이익			330	273	304
영업외손익			-0	-0	-0
세전이익			329	273	304
법인세비용			68	56	62
법인세율(%)			20.7	20.5	20.6
당기순이익			261	217	241

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율			-5.7	1.6	1.6
CSM증가율			4.0	10.9	11.6
BPS증가율			-35.9	5.3	5.7
보험손익증가율				16.9	11.3
투자손익증가율				-94.8	3.8
영업이익증가율				-17.1	11.2
세전이익증가율				-17.0	11.2
당기순이익증가율				-16.8	11.1
주당지표(원)					
EPS		0	1,618	1,346	1,495
BPS		28,122	18,015	18,965	20,054
EV(BV+CSM)		0	18,015	18,965	20,054
보통주 DPS	620	0	400	410	420
보통주 배당수익률(%)	9.4	0.0	8.8	9.6	9.8
Valuation 지표					
PER(배)			2.8	3.2	2.9
PBR(배)		0.17	0.25	0.23	0.21
P/EV(배)			0.25	0.23	0.21
ROE(%)			7.0	7.3	7.7
ROA(%)			0.8	0.7	0.8
배당성장률(%)			23.9	29.4	27.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.08.24	매수	5,400원	6개월		



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 기관투자가 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 01월 23일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------