

2024. 2. 29



▲ 금융

Analyst 조아해
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **6,400 원**

현재주가 (2.28) **5,550 원**

상승여력 **15.3%**

KOSPI 2,652.29pt

시가총액 8,955억원

발행주식수 16,136만주

유동주식비율 20.57%

외국인비중 82.96%

52주 최고/최저가 5,630원/3,405원

평균거래대금 13.8억원

주요주주(%)

Dajia Life Insurance Co., Ltd. 외 5 인 75.40%

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	23.2	27.7	26.9
상대주가	15.1	22.5	15.4

주가그래프



동양생명 082640

4Q23 Review: 자본비율 개선 긍정적

- ✓ 4Q23 당기순이익 783억원(+353.8% QoQ): 보험손익 및 투자손익 모두 예상치 상회
- ✓ 보험손익 507억원(-24.6% QoQ): 약관대출 금리 인하로 손실계약부담비용 확대
- ✓ 투자손익 355억원(흑전 QoQ): 금리 하락으로 인한 FVPL 흑자
- ✓ K-ICS비율 193%(+9%p QoQ): DPS 400원 결정하며 배당 재개
- ✓ 투자의견 BUY, 적정주가 6,400원 유지

4Q23 당기순이익 783억원: 컨센서스 상회

동양생명 4Q 당기순이익은 783억원(+353.8% QoQ)으로 컨센서스를 큰 폭으로 상회했다. 타행대비 양호한 보험손익 및 투자손익의 회복세에 기인한다.

[보험손익] 507억원(-24.6% QoQ)을 기록했다. 1) 연말 계절성 요인으로 예실차가 적자전환되었으며, 2) 약관대출 금리 인하로 손실계약부담비용이 확대되었으나(-232억원 vs. 3Q23 -188억원), 타행대비 안정적인 수준에서 관리되었다. **[CSM Movement]** 4Q CSM은 2,5조원(-1.3% QoQ)을 기록했다. 1) 신계약 CSM은 1,993억원(-1.4% QoQ)으로, 저축성 보험 판매가 단기납 종신보험 판매 종료 영향(-19.5% QoQ)을 일부 상쇄한 가운데, 2) CSM 조정은 약관대출 금리 인하(820억원), 연말 계리적 가정(175억원)이 반영됨에 따라 전분기대비 확대되었다(1,958억원 vs. 3Q23 914억원). **[투자손익]** 355억원(흑전 QoQ) 크게 회복되었다. 보험금융손익을 제외한 투자서비스손익이 금리 하락에 따른 FVPL 흑전으로 전분기대비 143.1% 증가했다. **[주주환원정책]** K-ICS비율은 193%(+9%p QoQ)으로 개선세가 지속되고 있다. 이를 기반 DPS 400원(배당성향 21%, 배당기준일 4월 3일) 결정하며 배당을 재개했다.

배당 매력 유효

동사에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 6,400원을 유지한다. K-ICS비율이 안정적으로 개선됨에 따라 주주환원정책의 가시성이 확보되고 있다. 물론 올해 할인을 관련 규제 이슈가 있으나, 동사는 중장기 K-ICS비율을 180%로 제시한 점 고려 시 현 배당 수준을 유지하는 것은 가능한 것으로 판단한다. 타사대비 높은 배당 매력도는 지속될 것으로 예상된다.

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023P	234	126	296	1,833	n/a	18,293	2.5	0.2	10.0	0.9	8.8
2024E	248	97	297	1,842	0.5	19,532	3.0	0.3	9.4	0.8	7.4
2025E	262	96	307	1,905	3.4	21,032	2.9	0.3	9.1	0.8	7.7

표1 동양생명 4Q23 실적 요약

(십억원)	4Q23P	(% YoY)	(% QoQ)	당사예상치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
보험손익	50.7	N/A	(24.6)	45.8			
투자손익	35.5	N/A	흑전	5.0			
영업이익	86.2	N/A	298.3	50.8			
당기순이익	78.3	N/A	353.8	38.6	102.8	43	83.6

자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

표2 동양생명 연간이익 전망 변경

(십억원)	New		Old		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
당기순이익	297	307	272	289	9.4	6.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

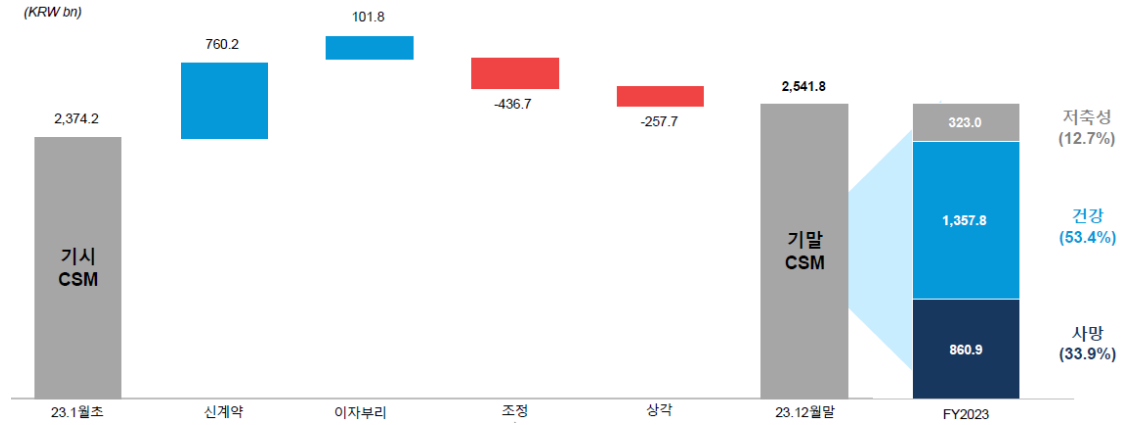
표3 동양생명 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2023P	2024E	2025E
보험손익	61.1	55.1	67.2	50.7	234.1	247.6	262.3
일반/변동수수료모형(VFA)	67.7	62.4	70.3	54.9	255.3	262.9	277.7
CSM상각	64.9	62.6	67.6	62.7	257.7	255.1	258.2
RA환입	11.3	11.2	11.4	11.4	45.3	49.2	56.2
예실차 및 기타	(8.5)	(11.3)	(8.7)	(19.2)	(47.7)	(41.4)	(36.7)
보험료배분(PPA)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재보험손익	(0.3)	(1.0)	4.0	3.5	6.2	14.8	14.7
기타사업비	(6.3)	(6.2)	(7.1)	(7.8)	(27.4)	(30.1)	(30.1)
투자손익	134.3	1.8	(45.6)	35.5	126.0	97.4	96.2
보험금융손익	(305.6)	(261.5)	(188.0)	(310.6)	(1,065.8)	(1,189.8)	(1,341.8)
투자서비스손익	439.9	263.3	142.4	346.2	1,191.8	1,287.2	1,437.9
영업이익	195.7	57.3	21.6	86.2	360.9	345.0	358.4
영업외이익	0.3	(0.7)	0.3	12.2	12.1	48.8	48.8
세전이익	196.0	56.6	22.0	98.4	372.9	393.7	407.2
법인세비용	(39.4)	(12.8)	(4.7)	(20.2)	(77.1)	(96.5)	(99.8)
당기순이익	156.6	43.8	17.2	78.3	295.8	297.3	307.4

주: 별도기준

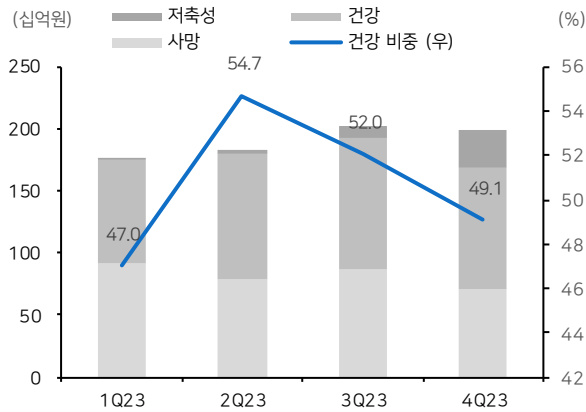
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림1 CSM Movement



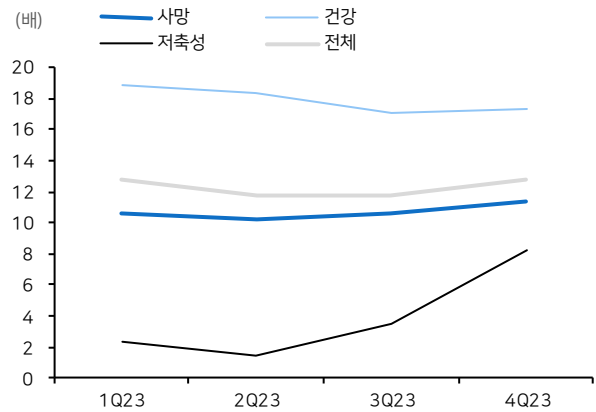
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림2 신계약 CSM 추이



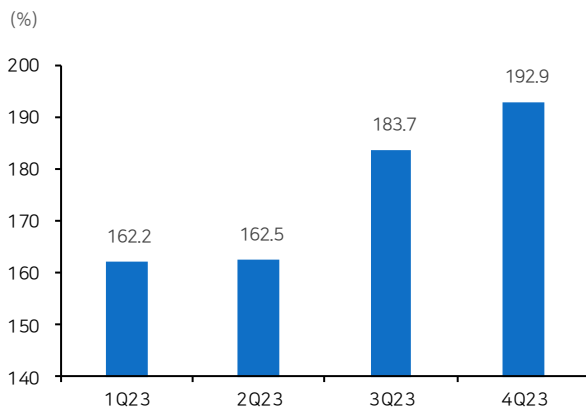
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신계약 CSM 배수 (추정) 추이



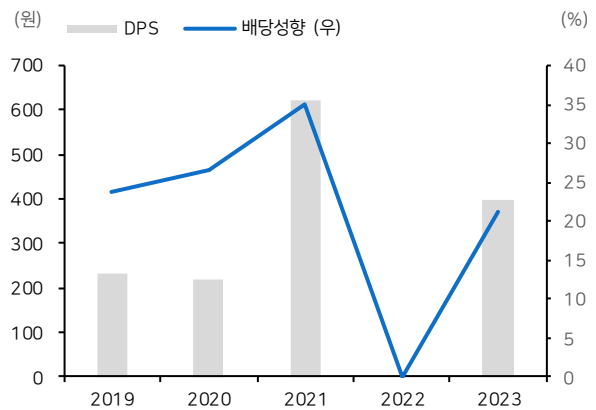
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림4 K-ICS비율 추이



자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림5 DPS, 배당성향 추이



자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

동양생명(082640)

Balance Sheet (별도)

(십억원)	2023P	2024E	2025E
운용자산	31,153	32,418	33,734
현금및예치금	1,551	1,614	1,679
유가증권	23,039	23,975	24,948
FVPL	4,307	4,482	4,664
FVOCI	18,571	19,325	20,109
AC	0	0	0
대출채권	6,218	6,470	6,733
부동산	345	359	374
비운용자산	567	590	614
특별계정자산	1,176	1,176	1,176
자산총계	32,896	36,903	40,466
책임준비금	28,329	32,117	35,419
보험계약부채	25,276	28,940	32,113
최선추정(BEL)	22,300	25,718	28,641
위험조정(RA)	436	502	562
보험계약마진(CSM)	2,540	2,720	2,910
보험료배분접근법(PAA)	0	0	0
투자계약부채	3,053	3,177	3,306
기타부채	458	476	496
부채총계	29,944	33,752	37,073
자본금	807	807	807
자본잉여금	464	464	464
신종자본증권	345	345	345
이익잉여금	1,362	1,593	1,831
해약환급금준비금	640	786	935
자본조정	(61)	(61)	(61)
기타포괄손익누계액	36	4	8
자본총계	2,952	3,152	3,394

Key Financial Data I

(십억원)	2023P	2024E	2025E
주당지표 (원)			
EPS	1,833	1,842	1,905
BPS	18,293	19,532	21,032
수정 BPS	26,061	27,086	28,530
보통주 DPS	400	410	430
Valuation (배, %)			
PER	2.5	3.0	2.9
PBR	0.2	0.3	0.3
수정 PBR	0.2	0.2	0.2
배당성향	21.1	22.1	22.6
보통주 배당수익률	8.8	7.4	7.7
재무비율 (%)			
ROA	0.9	0.8	0.8
ROE	10.0	9.4	9.1
수정 ROE	7.0	6.8	6.7

Income Statement (별도)

(십억원)	2023P	2024E	2025E
보험손익	234	248	262
일반/변동수수료모형(VFA)	255	263	278
CSM 상각	258	255	258
RA 환입	45	49	56
예실차 및 기타	(48)	(41)	(37)
보험료배분(PPA)	0	0	0
재보험손익	6	15	15
기타사업비	(27)	(30)	(30)
투자손익	126	97	96
보험금융손익	(1,066)	(1,190)	(1,342)
투자서비스손익	1,192	1,287	1,438
FVPL 평가손익	214	162	226
기타	978	1,125	1,212
영업이익	361	345	358
영업외이익	12	49	49
세전이익	373	394	407
법인세비용	(77)	(96)	(100)
당기순이익	296	297	307

Key Financial Data II

	2023P	2024E	2025E
보험손익			
신계약 CSM	760	731	744
CSM 배수 (배, 개월) -APE 기준	12.2	13.1	13.2
CSM 상각률 (%)	8.2	7.8	7.5
CSM Movement			
기초 CSM	2,374	2,542	2,692
신계약 CSM	760	731	744
이자부리	102	107	114
CSM 조정	(437)	(434)	(412)
CSM 상각	(258)	(255)	(258)
기말 CSM	2,542	2,692	2,879
투자손익			
투자서비스 수익률	3.8	4.0	4.3
FVPL 제외 투자서비스 수익률	3.1	3.5	3.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

동양생명 (082640) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.10.11	산업분석	Buy	6,400	조아해	-	-	