

2024. 5. 21



▲ 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 (5.20)** **5,270 원****상승여력** **21.4%**

KOSPI 2,742.14pt

시가총액 8,504억원

발행주식수 16,136만주

유동주식비율 20.61%

외국인비중 83.57%

52주 최고/최저가 6,370원/3,405원

평균거래대금 17.6억원

주요주주(%)

Dajia Life Insurance Co., Ltd. 외 5 인 75.37%

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.0	15.6	37.6
상대주가	0.2	5.0	27.3

주가그래프**동양생명** 082640**1Q24 Review: CSM 성장 지속**

- ✓ 1Q 당기순이익 885억원 (-43.5% YoY, +13.1% QoQ): 컨센서스 상회
- ✓ 보험손익 563억원 (-7.9% YoY): IBNR 관련 150억원
- ✓ 투자손익 519억원 (-61.4% YoY): FVPL제외 투자수익률 3.3% vs. 23년 3.1%).
- ✓ K-ICS비율 173%(-20%p QoQ): 제도 강화 -5%p, 후순위채 상환 -9%p
- ✓ 투자의견 BUY, 적정주가 6,400원 유지

1Q24 당기순이익 885억원: 컨센서스 상회

동양생명 1Q 당기순이익은 885억원 (-43.5% YoY, +13.1% QoQ)으로 컨센서스를 큰 폭으로 상회했다. 안정적인 투자손익에 기인한다.

[보험손익] 563억원 (-7.9% YoY)을 기록했다. 1) CSM상각액은 CSM 잔액 순증에도 불구하고, 상각률 감소 (2.3%; -0.2%p YoY)로 전년동기와 유사했으며, 2) IBNR 제도 변경으로 인해 150억원을 인식했다.

[CSM Movement] CSM은 2.7조원(+5.9% QoQ)으로 증가세가 지속되고 있다. 신계약 CSM이 1) 배수 하락에도 불구하고 (10.1배 vs. 4Q23 12.8배), 2) 단기납 종신보험 (+35.2% QoQ), 건강보험 (+9.2% QoQ) 모두 판매량이 증가함에 따라 CSM 순증을 기여했다 (2,043억원; +2.5% QoQ).

[투자손익] 519억원 (-61.4% YoY)으로 1) 전년 대규모 유가증권 평가손익 (400억원) 및 2) 1Q 중 대출자산 관련 추가충당금 250억원 고려 시 양호하게 방어되었다 (FVPL제외 투자수익률 3.3% vs. 23년 3.1%).

[자본비율] K-ICS비율은 173%(-20%p QoQ)으로 1) 할인을 제도 강화 (-5%p), 2) 후순위채 상환 영향 (-9%p)으로 하락했다.

추후 개선될 자본비율

동사에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 6,400원을 유지한다. 보장성 상품 판매 중심 CSM 잔액 순증이 지속되고 있다. 물론 안정적인 배당을 위해서는 K-ICS비율 제고가 필요하나, 하반기 후순위채 신규 발행 고려 시 180%대로 회복될 것으로 예상된다. 높은 배당 매력도는 지속될 것이다.

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023	234	127	296	1,833	n/a	18,293	2.5	0.2	10.0	0.9	8.8
2024E	246	132	309	1,917	4.6	19,159	2.7	0.3	10.0	0.9	8.0
2025E	265	118	313	1,942	1.3	20,664	2.7	0.3	9.4	0.9	8.5
2026E	290	105	323	2,000	2.9	22,675	2.6	0.2	8.8	0.8	9.1

표1 동양생명 1Q24 실적 요약

(십억원)	1Q24P	(% YoY)	(% QoQ)	당사예상치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
보험손익	56.3	(7.9)	11.0	58.5			
투자손익	51.9	(61.4)	46.1	25.2			
영업이익	108.2	(44.7)	25.5	83.7			
당기순이익	88.5	(43.5)	13.1	72.4	22.3	42.6	107.6

자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

표2 동양생명 연간이익 전망 변경

(십억원)	New		Old		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
당기순이익	309	313	297	307	4.0	2.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

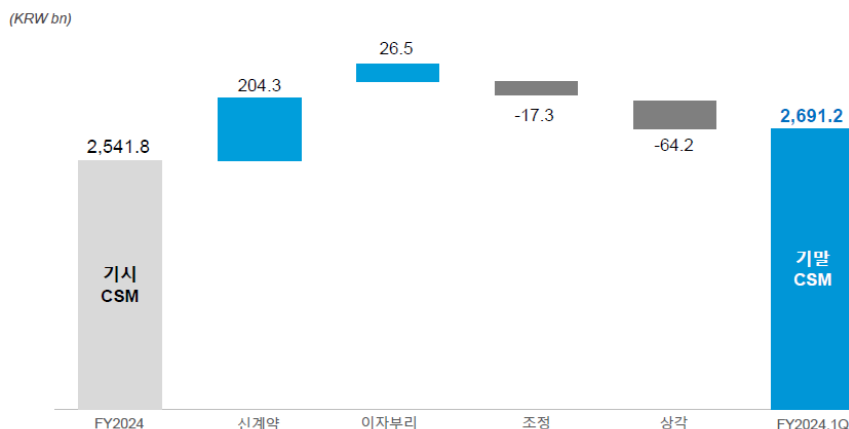
표3 동양생명 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2024E	2025E	2026E
보험손익	61.1	55.1	67.2	50.7	56.3	246.4	265.4	290.1
일반/변동수수료모형(VFA)	67.7	62.4	70.3	54.9	60.2	262.6	281.7	306.3
CSM상각	64.9	62.6	67.6	62.7	64.2	269.3	280.6	299.5
RA환입	11.3	11.2	11.4	11.4	11.5	47.3	51.0	54.1
예실차 및 기타	(8.5)	(11.3)	(8.7)	(19.2)	(15.5)	(54.0)	(49.9)	(47.2)
보험료배분(PPA)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재보험손익	(0.3)	(1.0)	4.0	3.5	3.8	14.9	14.9	14.8
기타사업비	(6.3)	(6.2)	(7.1)	(7.8)	(7.8)	(31.1)	(31.1)	(31.1)
투자손익	134.6	2.1	(45.6)	35.5	51.9	131.9	117.9	104.5
보험금융손익	(305.6)	(261.5)	(188.0)	(310.6)	(248.1)	(1,072.0)	(1,169.9)	(1,240.4)
투자서비스손익	439.9	263.3	142.4	346.2	300.0	1,203.8	1,287.8	1,344.9
영업이익	195.7	57.3	21.7	86.2	108.2	378.3	383.4	394.6
영업외이익	0.2	(0.7)	0.3	12.2	(0.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
세전이익	195.9	56.6	22.0	98.4	107.9	377.0	382.1	393.3
법인세비용	(39.4)	(12.8)	(4.7)	(20.2)	(19.4)	(67.7)	(68.6)	(70.7)
당기순이익	156.5	43.8	17.2	78.3	88.5	309.3	313.4	322.7

주: 별도기준

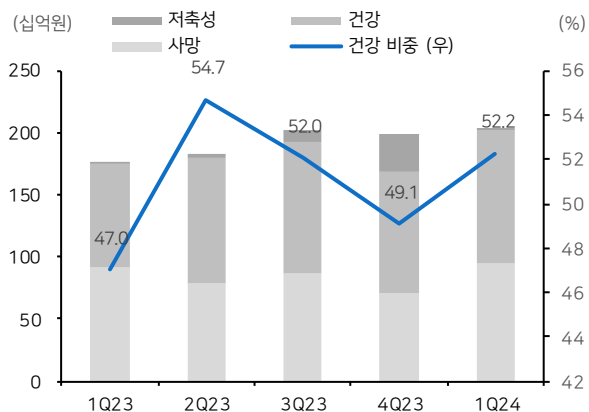
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림1 CSM Movement



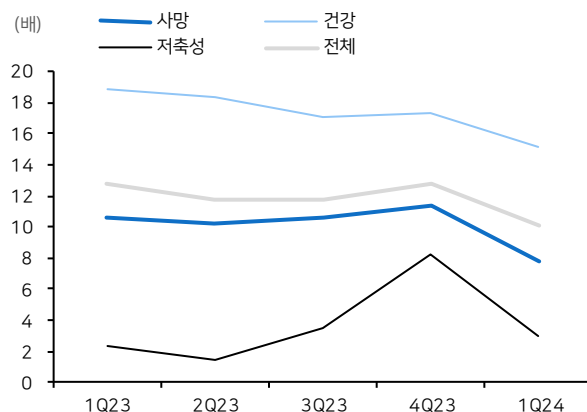
자료: 동양생명

그림2 신계약 CSM 추이



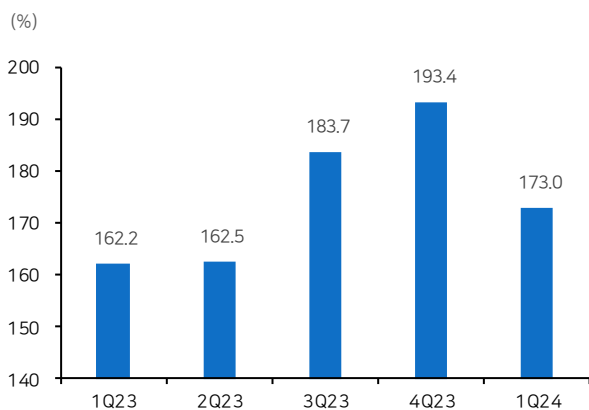
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신계약 CSM 배수 (추정) 추이



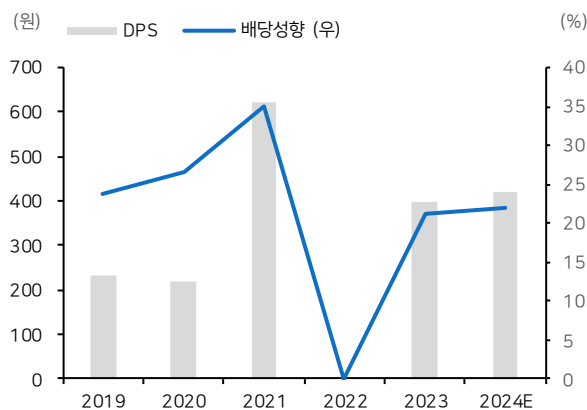
자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림4 K-ICS비율 추이



자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

그림5 DPS, 배당성향 추이



자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

동양생명(082640)

Balance Sheet (별도)

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
운용자산	31,153	31,657	32,943	34,280
현금및예치금	1,551	609	634	659
유가증권	23,039	24,120	25,099	26,118
FVPL	4,307	5,347	5,564	5,790
FVOCI	18,571	18,604	19,359	20,145
AC	0	0	0	0
대출채권	6,218	6,574	6,841	7,119
부동산	345	355	369	384
비운용자산	567	542	564	587
특별계정자산	1,176	1,188	1,188	1,188
자산총계	32,896	34,789	36,770	38,724
책임준비금	28,329	30,236	31,962	33,579
보험계약부채	25,276	26,988	28,582	30,061
최선추정(BEL)	22,300	23,744	25,106	26,350
위험조정(RA)	436	500	530	556
보험계약마진(CSM)	2,540	2,743	2,946	3,155
보험료배분접근법(PAA)	0	0	0	0
투자계약부채	3,053	3,248	3,380	3,518
기타부채	458	296	308	321
부채총계	29,944	31,698	33,436	35,065
자본금	807	807	807	807
자본잉여금	464	464	464	464
신종자본증권	345	345	345	345
이익잉여금	1,362	1,530	1,771	2,093
해약환급금준비금	640	873	1,021	1,171
자본조정	(61)	(60)	(60)	(60)
기타포괄손익누계액	36	7	9	11
자본총계	2,952	3,091	3,334	3,659

Key Financial Data I

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표 (원)				
EPS	1,833	1,917	1,942	2,000
BPS	18,293	19,159	20,664	22,675
수정 BPS	26,061	26,423	27,946	29,989
보통주 DPS	400	420	450	480
Valuation (배, %)				
PER	2.5	2.7	2.7	2.6
PBR	0.2	0.3	0.3	0.2
수정 PBR	0.2	0.2	0.2	0.2
배당성향	21.1	22.1	23.1	24.1
보통주 배당수익률	8.8	8.0	8.5	9.1
재무비율 (%)				
ROA	0.9	0.9	0.9	0.8
ROE	10.0	10.0	9.4	8.8
수정 ROE	7.0	7.3	7.0	6.7

Income Statement (별도)

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	234	246	265	290
일반/변동수수료모형(VFA)	255	263	282	306
CSM 상각	258	269	281	299
RA 환입	45	47	51	54
예실차 및 기타	(48)	(54)	(50)	(47)
보험료배분(PPA)	0	0	0	0
재보험손익	6	15	15	15
기타사업비	(27)	(31)	(31)	(31)
투자손익	127	132	118	105
보험금융손익	(1,066)	(1,072)	(1,170)	(1,240)
투자서비스손익	1,192	1,204	1,288	1,345
FVPL 평가손익	214	180	245	260
기타	978	1,024	1,042	1,085
영업이익	361	378	383	395
영업외이익	12	(1)	(1)	(1)
세전이익	373	377	382	393
법인세비용	(77)	(68)	(69)	(71)
당기순이익	296	309	313	323

Key Financial Data II

	2023	2024E	2025E	2026E
보험손익				
신계약 CSM	760	748	742	750
CSM 배수 (배, 개월) -APE 기준	12.2	10.1	10.2	10.2
CSM 상각률 (%)	9.6	9.4	9.2	9.2
CSM Movement				
기초 CSM	2,374	2,542	2,745	2,948
신계약 CSM	760	748	742	750
이자부리	102	112	120	129
CSM 조정	(437)	(388)	(378)	(371)
CSM 상각	(258)	(269)	(281)	(299)
기말 CSM	2,542	2,745	2,948	3,156
투자손익				
투자서비스 수익률	3.8	3.8	3.9	3.9
FVPL 제외 투자서비스 수익률	3.1	3.2	3.2	3.2

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	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 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	-	-	