



동양생명 (082640)

중기 배당정책만 가시화된다면...

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Buy (유지)

목표주가(유지): 8,600원

현재 주가(2/23)	6,200원
상승여력	▲38.7%
시가총액	10,004억원
발행주식수	161,359천주
52 주 최고가 / 최저가	7,780 / 4,045원
90 일 일평균 거래대금	16.11억원
외국인 지분율	82.4%

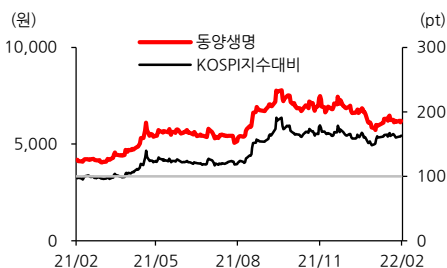
주주 구성	
DajalifeInsuranceCo.,Ltd. (외 4 인)	75.4%
자사주 (외 1 인)	3.4%
동양생명우리사주 (외 1 인)	0.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.8	-16.1	20.6	41.9
상대수익률(KOSPI)	9.9	-6.8	32.6	53.3

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2019	2020	2021P	2022E
수입보험료	5,472	5,769	5,822	5,324
영업이익	161	155	320	224
당기순이익	152	129	276	197
위험손해율	85.0	82.3	87.8	82.7
투자수익률	3.5	3.1	3.5	3.1
EPS	972	825	1,769	1,262
BPS	16,690	19,842	19,531	20,056
PER	4.1	4.3	3.7	4.9
PBR	0.2	0.2	0.3	0.3
ROE	6.3	4.5	9.0	6.4
배당성향	23.7	26.7	35.0	30.1

주가 추이



동양생명은 2021년 사상 최대 실적과 최대 배당을 나타냈습니다. 고배당에 보다 높은 가치를 부여하기 위해서는, 회계제도 변경 후의 자본여력과 손익을 고려한 중기 주주환원 기조가 가시화될 필요가 있겠습니다.

4Q21 순이익 260억원(+26% YoY), 기대 이상

동양생명의 4Q21 별도 순이익은 260억원(+26% YoY, -75% QoQ)로 양호하였음. 영업이익은 당사 추정과 유사(+1%)했으나 영업외손익(특별계정수수료 외)에서 차이 발생. 일회성으로 인건비(상여금, 퇴직급여 총당 등)가 200억원 반영됨

- 보장성 APE는 4Q21 11% YoY 감소, 연간 21% YoY 감소, 종신, CI 담보가 대폭 감소한 반면 기타보장성(건강)은 3% YoY 증가

- 사차익: 4Q21 위험손해율이 90%를 상회하면서 사차익 45% YoY 감소, 연간 사차익은 -29% YoY였는데, 특히 입원담보 손해율이 상승하는 등 COVID로 인해 이연되었던 의료이용 증가가 영향을 미친 것으로 보임. 이러한 기저효과와 7개 분기 연속 상승 중인 위험보험료 증가율을 감안해 2022년 사차익은 47% YoY 증가할 것으로 추정

- 비차익: 4Q21 일회성 인건비로 관리비차가 감소해 -69% YoY 기록. 연간으로는 신계약 감소를 원인으로 3% YoY 증가

- 이차익: 4Q21 136억원으로 흑자 전환. 연간 이차익은 1,516억원으로, 우리금융지주 매각익을 제외해도 흑자를 기록. 동사의 BEP 투자수익률은 3.16%로, 2022년에도 양(+)의 이차마진이 예상됨

반가운 배당 surprise, 중기적인 가시성은 필요

동양생명은 2021년 배당성향을 35.0%로 결정, 기말 배당수익률 9.5%를 기록. 기존 시장 기대치를 25% 상회하는 높은 DPS는 주주가치에 대한 신뢰를 제고하는 요인. 2022년 배당성향을 30%로 가정해도 배당수익률은 6.1%로 기대됨. 다만 회계제도 변경이라는 불확실성을 앞둔 상황에서 이 같은 고배당이 유지될 것으로 담보하기는 아직 어려움. 역대 최대 배당에 대해 보다 높은 가치를 부여하기 위해서는 제도 변경 후의 자본여력과 손익, 이를 고려한 중기적인 주주환원 기조가 가시화될 필요가 있다는 판단. 정상 ROE 6% 대비 12m forward PBR 0.31X의 현 주가는 저평가 상태로 판단하며, 투자자의견 Buy를 유지함

[표1] 동양생명의 4Q21 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

구분	4Q21P	4Q20	YoY	3Q21	QoQ	4Q21E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
영업이익	26.8	45.6	-41.2	126.3	-78.8	26.5	1.1	19.8	35.1
세전이익	33.5	35.1	-4.5	133.7	-74.9	22.4	49.5	22.5	48.7
당기순이익	26.0	20.7	25.7	103.6	-74.9	16.9	53.7	14.6	77.6

자료: 동양생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 동양생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

(단위: 십억 원, %, %p)

	4Q20	1Q21	2Q20	3Q21	4Q21P	QoQ	YoY	2020	2021P	YoY
수입보험료	1,826	1,336	1,193	1,116	2,177	95.1	19.2	5,769	5,822	0.9
보장성	592	599	597	597	597	(0.0)	0.9	2,334	2,391	2.4
연금형	160	149	142	140	143	2.1	(10.6)	634	574	(9.4)
저축성	624	564	367	308	267	(13.5)	(57.2)	2,071	1,506	(27.2)
퇴직	450	24	86	70	1,170	1,578.0	159.9	730	1,351	85.1
APE	232	247	132	109	112	3.1	(51.6)	957	599	(37.4)
보장성	111	115	91	84	99	16.9	(11.3)	492	390	(20.8)
연금형	22	16	14	12	9	(28.0)	(59.6)	192	51	(73.4)
저축성	99	115	27	12	5	(61.0)	(95.2)	273	159	(41.8)
보험영업수익	1,365	1,303	1,100	1,042	1,005	(3.6)	(26.4)	4,982	4,450	(10.7)
보험영업비용	1,107	1,346	1,178	1,236	1,209	(2.2)	9.2	4,535	4,969	9.6
보험손익	257	(43)	(78)	(194)	(204)	적지	적전	447	(519)	적전
투자손익	246	314	223	309	247	(19.9)	0.7	934	1,093	17.0
책임준비금전입액	458	147	101	(11)	17	흑전	(96.4)	1,226	254	(79.3)
영업이익	46	124	43	126	27	(78.8)	(41.2)	155	320	106.0
영업외손익	(11)	9	7	7	7	(9.4)	흑전	21	30	42.4
세전이익	35	133	51	134	34	(74.9)	(4.5)	177	350	98.4
당기순이익	21	107	40	104	26	(74.9)	25.7	129	276	114.5
% YoY	흑전	67.4	82.0	360.9	25.7			(15.2)	114.5	
경영효율지표 (%)										
위험손해율	84.0	85.2	88.6	85.8	91.5	5.7	7.5	82.3	87.8	5.6
실제사업비율	9.6	12.5	12.7	12.6	8.3	(4.3)	(1.4)	12.5	11.0	(1.5)
투자수익률	3.2	4.0	2.9	3.9	3.1	(0.8)	(0.1)	3.2	3.7	0.5

자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

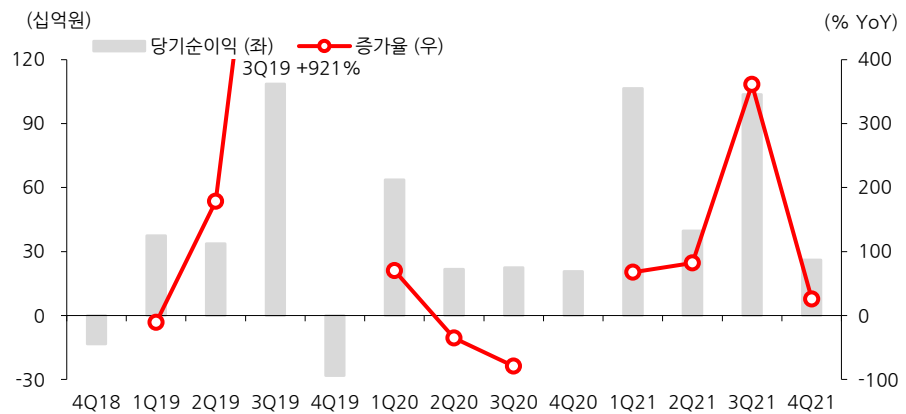
[표3] 동양생명의 별도 운용자산 구성 현황

(단위: 십억 원, %)

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	구성비	QoQ	YoY
운용자산	31,122	31,208	31,459	31,691	31,821	100.0	0.4	2.2
현금및예치금	419	623	552	480	936	2.9	94.9	123.6
유가증권	22,932	22,973	22,929	23,361	23,292	73.2	(0.3)	1.6
주식	419	416	446	188	192	0.6	1.7	(54.2)
채권	12,028	11,945	12,339	12,452	12,399	39.0	(0.4)	3.1
수익증권	2,538	2,920	2,213	2,504	2,197	6.9	(12.3)	(13.5)
외화유가증권	6,849	6,700	6,967	7,360	7,447	23.4	1.2	8.7
기타유가증권	880	762	733	621	807	2.5	29.9	(8.3)
관계사 지분	219	229	232	235	251	0.8	6.9	14.6
대출채권	7,448	7,288	7,655	7,528	7,272	22.9	(3.4)	(2.4)
부동산	324	323	322	321	321	1.0	(0.3)	(1.0)

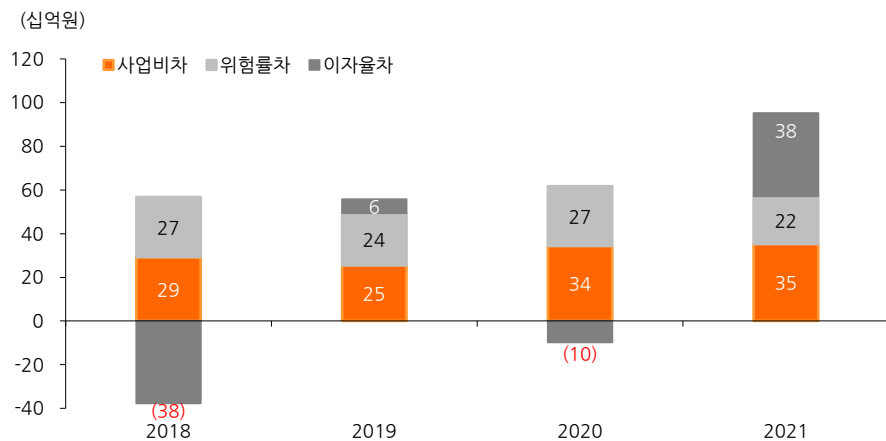
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 동양생명의 분기별 별도 당기순이익 및 증가율



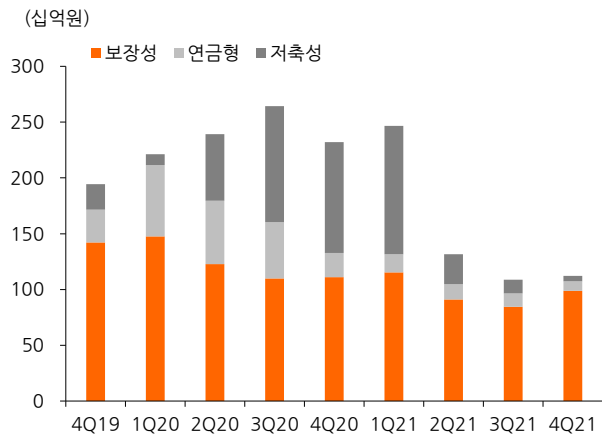
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 동양생명의 삼원차 손익 추이 (분기 평균)



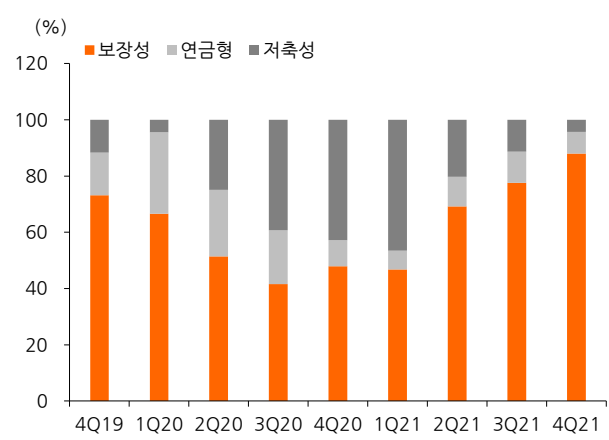
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 동양생명의 APE(연납화 신계약보험료) 금액



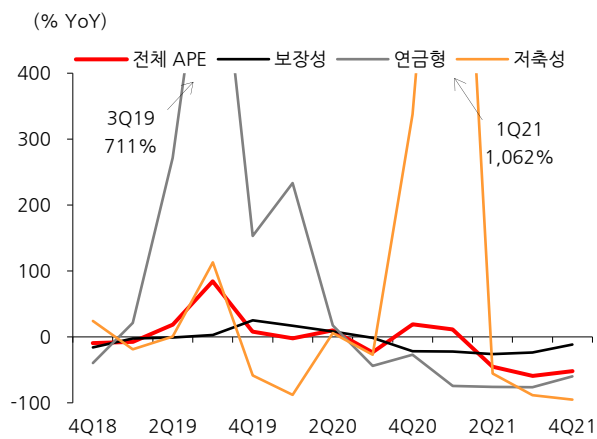
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 동양생명의 APE(연납화 신계약보험료) 구성비



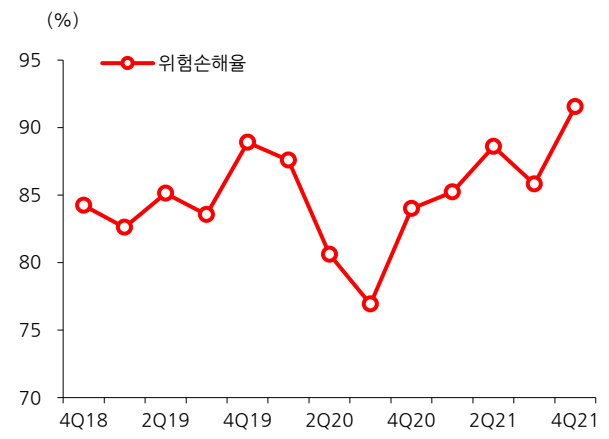
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 동양생명의 APE(연납화 신계약보험료) 증가율



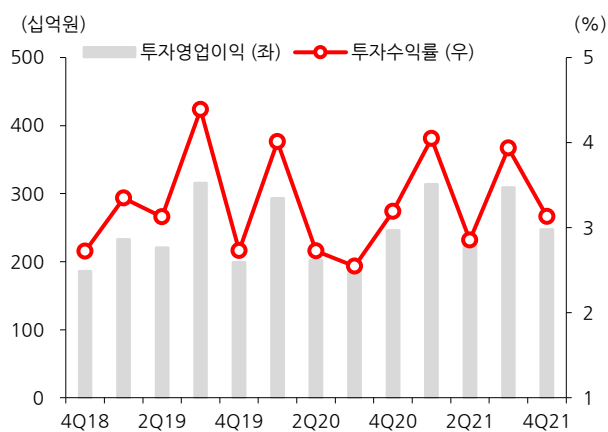
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 동양생명의 위험손해율



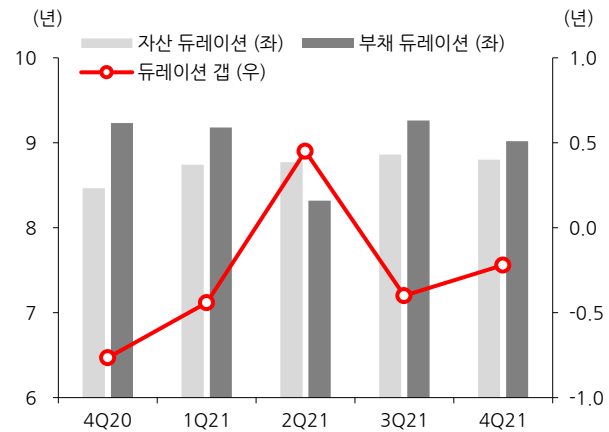
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 동양생명의 투자영업이익 및 투자수익률



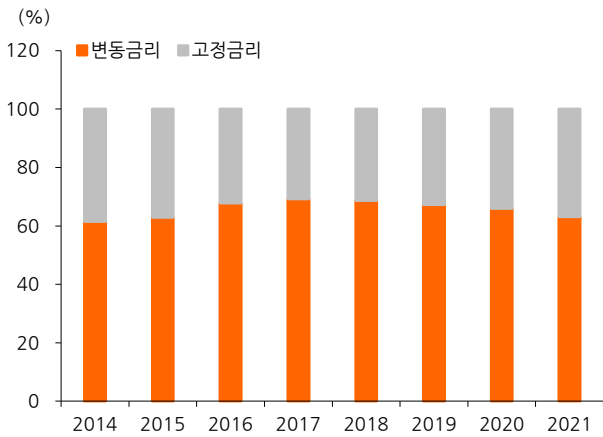
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 동양생명의 자산 및 부채 듀레이션



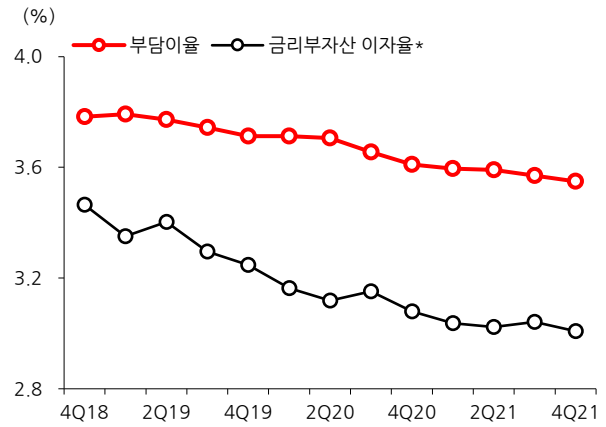
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 동양생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

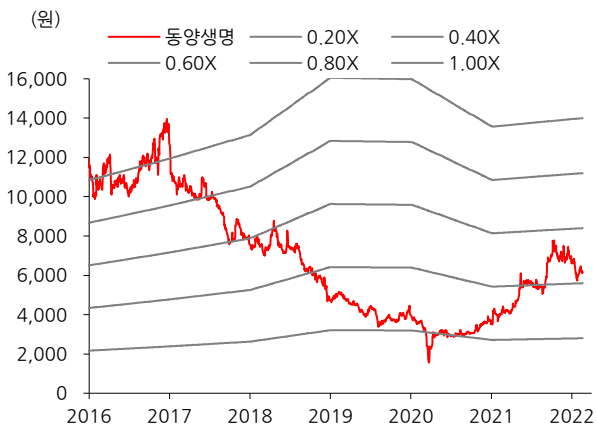
[그림10] 동양생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



주: *금리부자산(채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

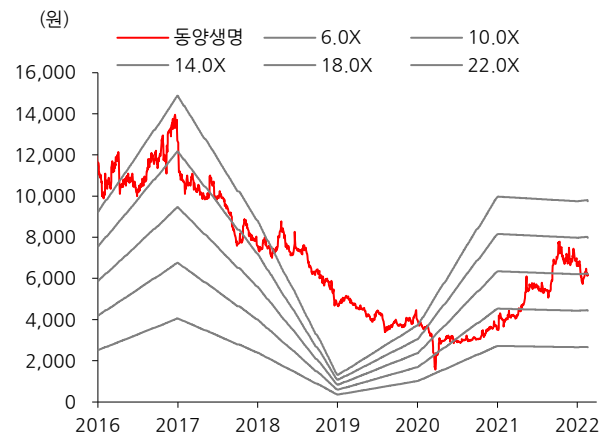
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 동양생명의 12m forward PBR Band



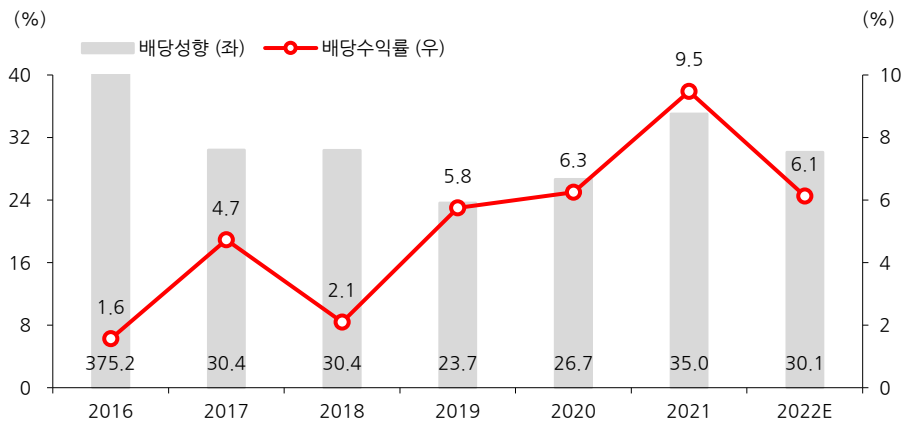
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 동양생명의 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 동양생명의 배당지표 추이 및 전망



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021P	2022E
운용자산	29,233	31,122	31,821	32,761
현금 및 예치금	1,209	419	936	1,016
유가증권	21,432	22,932	23,292	24,033
주식	449	638	443	460
채권	11,497	12,028	12,399	12,771
수익증권	2,153	2,538	2,197	2,285
외화유가증권	6,694	6,849	7,447	7,670
기타유가증권	639	880	807	847
대출채권	6,266	7,448	7,272	7,421
부동산	327	324	321	291
비운용자산	1,333	1,414	1,115	1,149
특별계정자산	3,382	3,716	4,167	4,334
자산총계	33,948	36,253	37,103	38,243
책임준비금	27,154	28,391	28,677	29,467
보험료적립금	25,345	26,293	26,317	26,782
계약자지분조정	24	28	11	11
기타부채	794	956	998	1,222
특별계정부채	3,375	3,786	4,374	4,417
부채총계	31,347	33,161	34,059	35,117
자본금	807	807	807	807
자본잉여금	464	808	808	808
이익잉여금	1,025	1,111	1,312	1,394
자본조정	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계	366	427	178	178
자본총계	2,601	3,092	3,044	3,126
부채외자본총계	33,948	36,253	37,103	38,243

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2019	2020	2021P	2022E
자산	6.6	6.8	2.3	3.1
운용자산	5.4	6.5	2.2	3.0
특별계정자산	18.2	9.9	12.1	4.0
부채	5.8	5.8	2.7	3.1
책임준비금	4.1	4.6	1.0	2.8
자본	16.4	18.9	-1.6	2.7
수입보험료	6.9	5.4	0.9	-8.6
일반계정	6.2	8.5	-11.0	-2.7
특별계정	10.3	-9.3	69.1	-26.1
순사업비	8.2	-4.0	-1.9	-4.3
투자영업이익	23.6	-3.5	17.0	-9.6
세전이익	186.6	-11.1	98.4	-26.5
순이익	195.3	-15.2	114.5	-28.7

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021P	2022E
수입보험료	5,472	5,769	5,822	5,324
일반계정	4,526	4,911	4,372	4,252
특별계정	946	858	1,450	1,072
보험손익	263	447	-519	-21
보험영업수익	4,594	4,982	4,450	4,331
보험료수익	4,526	4,911	4,372	4,252
재보험수익	68	71	78	80
보험영업비용	4,331	4,535	4,969	4,353
지급보험금	3,500	3,707	4,184	3,590
재보험비용	73	77	84	86
사업비	389	373	366	350
신계약비상각비	367	367	330	321
할인료	0	0	0	0
투자손익	968	934	1,093	988
책임준비금전입액	1,070	1,226	254	743
기타영업이익	0	0	0	0
영업이익	161	155	320	224
영업외이익	37	21	30	34
특별계정 수입수수료	46	46	40	35
특별계정 지급수수료	0	0	0	0
세전이익	199	177	350	258
법인세비용	47	48	75	61
당기순이익	152	129	276	197

주요 투자지표

12 월 결산	2019	2020	2021P	2022E
영업지표 (%)				
보험금 지급률	77.3	75.5	95.7	84.4
위험손해율	85.0	82.3	87.8	82.7
사업비율	13.6	12.5	11.0	11.6
투자이익률	3.5	3.1	3.5	3.1
수익성 (%)				
ROE	6.3	4.5	9.0	6.4
ROA	0.5	0.4	0.8	0.5
주당 지표 (원)				
보통주 EPS	972	825	1,769	1,262
보통주 BPS	16,690	19,842	19,531	20,056
보통주 DPS	230	220	620	380
기타 지표 (%)				
보통주 PER (배)	4.1	4.3	3.7	4.9
보통주 PBR (배)	0.2	0.2	0.3	0.3
배당성향	23.7	26.7	35.0	30.1
보통주 배당수익률	5.8	6.3	9.5	6.1

[Compliance Notice]

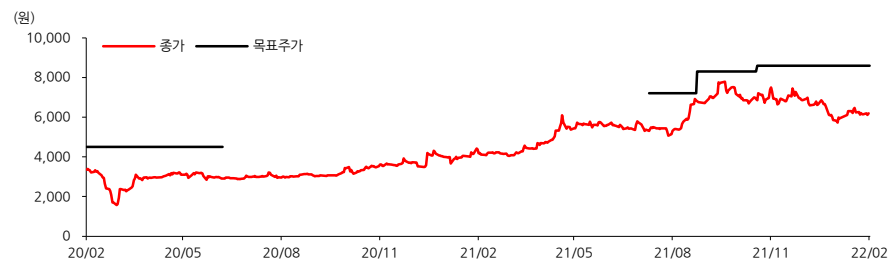
(공표일: 2022년 2월 24일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[동양생명 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.08.02	2021.08.02	2021.08.12	2021.09.16	2021.11.11
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김도하	7,200	7,200	8,300	8,600
일 시	2022.01.21	2022.02.24				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	8,600	8,600				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.08.02	Buy	7,200	-21.49	-3.89
2021.09.16	Buy	8,300	-14.27	-6.27
2021.11.11	Buy	8,600		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	97.7%	2.3%	0.0%	100.0%