



동양생명 (082640)

이차손익 개선을 기대

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 8,600원

현재 주가(8/10)	5,440원
상승여력	▲58.1%
시가총액	8,778억원
발행주식수	161,359천주
52 주 최고가 / 최저가	7,780 / 5,060원
90 일 일평균 거래대금	5.73억원
외국인 지분율	82.1%

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

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.9	-15.3	-15.9	0.0
상대수익률(KOSPI)	-8.4	-10.8	-5.4	23.5

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
수입보험료	5,769	5,822	5,274	5,124
영업이익	155	320	208	228
당기순이익	129	276	176	194
위험손해율	82.3	87.8	85.5	85.1
투자수익률	3.1	3.5	3.0	3.1
EPS	825	1,769	1,132	1,245
BPS	19,842	19,531	14,292	15,070
PER	4.3	3.7	4.9	4.4
PBR	0.2	0.3	0.4	0.4
ROE	4.5	9.0	6.7	8.5
배당성향	26.7	35.0	30.9	30.5

주가 추이



손해율과 투자수익률이 예상보다 부진했지만 비차 개선이 이어지면서 양호한 실적을 기록했습니다. 신규 이원이 보유 이원을 상회할 것으로 추정되므로 이차의 증가를 통한 수익구조 개선이 나타날 것으로 기대됩니다.

2Q22 순이익 377억원(-5% YoY), 기대치 부합

동양생명의 2Q22 별도 순이익은 377억원(-5% YoY, -44% QoQ)으로 당사 추정치를 7% 상회, 컨센서스에 부합한 실적을 기록. 분기 특이사항으로는 대형사들과 마찬가지로 일시납 저축보험이 급증했고, 금융자산 평가손이 반영된 점 등이 있었음

- 보장성 APE는 전년동기보다 1% 증가하며 연납 90억원대의 분기 신계약을 지속 중
- 사차익: 위험손해율은 88.9%(+0.3%p YoY)로 예상치를 상회하면서 사차익 30억원 YoY 증가에 그침. 분기 중 사망 담보의 보험금 증가가 원인
- 비차익: 신계약비차와 관리비차가 동반 개선되면서 전체 비차는 +10% YoY 기록
- 이차익: 자산시장 부진에 의해 이차손실이 54억원 YoY 확대된 123억원을 기록. 부담이율은 유지되고 있으나 보유 금융자산의 평가손이 400억원 수준 반영되면서 이차손실 확대를 야기. 시장금리 반락과 안정된 증시 등을 고려하면, 연간 양(+)의 이차마진은 유지할 전망

이차손익 개선을 기대

동양생명의 삼원차 손익에서 비차가 차지하는 비중은 2022년 상반기 58%로 전년보다 20%p 이상 확대됨. 국면의 특수성을 고려해 2020년과 2021년의 이차 변동을 평탄화할 경우, 비차익의 비중은 45% → 49% → 58%로 추세적인 확대를 보임. 이는 비단 동사뿐 아니라 주요 생보사에게 공통적으로 관찰되는 현상이나, 비용률차 중심의 수익은 구조적인 증가를 기대하기 어렵기 때문에 본질적인 손해율 또는 투자체력의 개선이 필요하다는 판단. 최근 신규 투자이원이 보유이원을 상회하는 것으로 추정되며, 안정적인 이차이익 확보가 가능한 환경이라고 판단해 이를 통한 실적 제고를 기대함

[표1] 동양생명의 2Q22 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

구분	2Q22P	2Q21	YoY	1Q22	QoQ	2Q22E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
영업이익	46.8	43.4	7.6	82.0	-43.0	38.5	21.4	36.6	27.7
세전이익	51.6	50.7	1.7	88.1	-41.5	45.8	12.6	52.0	-0.8
당기순이익	37.7	39.6	-5.0	67.6	-44.3	35.1	7.3	39.3	-4.2

자료: 동양생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 동양생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

(단위: 십억 원, %, %p)

	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	QoQ	YoY
수입보험료	1,193	1,116	2,177	999	1,337	33.9	12.1
보장성	597	597	597	600	602	0.2	0.7
연금형	142	140	143	126	118	-7.0	-17.1
저축성	367	308	267	258	577	123.8	57.1
퇴직	86	70	1,170	14	41	190.8	-52.2
APE	132	109	112	107	138	28.6	4.5
보장성	91	84	99	95	92	-2.7	1.0
연금형	14	12	9	7	6	-4.2	-53.7
저축성	27	12	5	6	39	597.1	46.3
보험영업수익	1,100	1,042	1,005	981	1,292	31.7	17.4
보험영업비용	1,178	1,236	1,209	1,267	1,250	-1.3	6.1
보험손익	-78	-194	-204	-285	42	흑전	흑전
투자손익	223	309	247	253	220	-13.1	-1.4
책임준비금전입액	101	-11	17	-115	215	흑전	111.8
영업이익	43	126	27	82	47	-43.0	7.6
영업외손익	7	7	7	6	5	-20.9	-34.0
세전이익	51	134	34	88	52	-41.5	1.7
당기순이익	40	104	26	68	38	-44.3	-5.0
% YoY	82	360.9	25.7	-36.5	-5.0		
경영효율지표 (%)							
위험손해율	88.6	85.8	91.5	86.4	88.9	2.5	0.3
실제사업비율	12.7	12.6	8.3	14.0	10.5	-3.5	-2.2
투자수익률	2.9	3.9	3.1	3.2	2.8	-0.4	0.0

자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

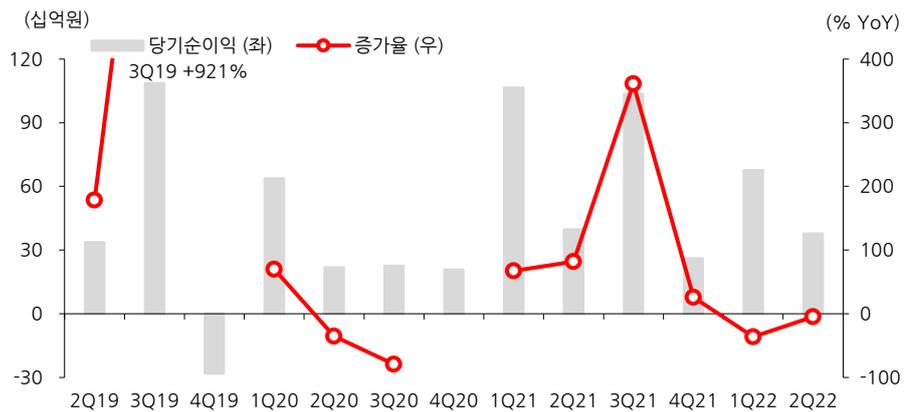
[표3] 동양생명의 별도 운용자산 구성 현황

(단위: 십억 원, %)

	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	구성비	QoQ	YoY
운용자산	31,459	31,691	31,821	31,051	30,947	100.0	-0.3	-1.6
현금및예치금	552	480	936	501	628	2.0	25.3	13.8
유가증권	22,929	23,361	23,292	22,368	21,789	70.4	-2.6	-5.0
주식	446	188	192	207	163	0.5	-21.2	-63.4
채권	12,339	12,452	12,399	12,188	12,023	38.9	-1.3	-2.6
수익증권	2,213	2,504	2,197	2,329	2,037	6.6	-12.5	-8.0
외화유가증권	6,967	7,360	7,447	6,736	6,697	21.6	-0.6	-3.9
기타유가증권	733	621	807	608	582	1.9	-4.3	-20.6
관계사 지분	232	235	251	299	287	0.9	-4.2	23.3
대출채권	7,655	7,528	7,272	7,862	8,211	26.5	4.4	7.3
부동산	322	321	321	320	319	1.0	-0.3	-1.0

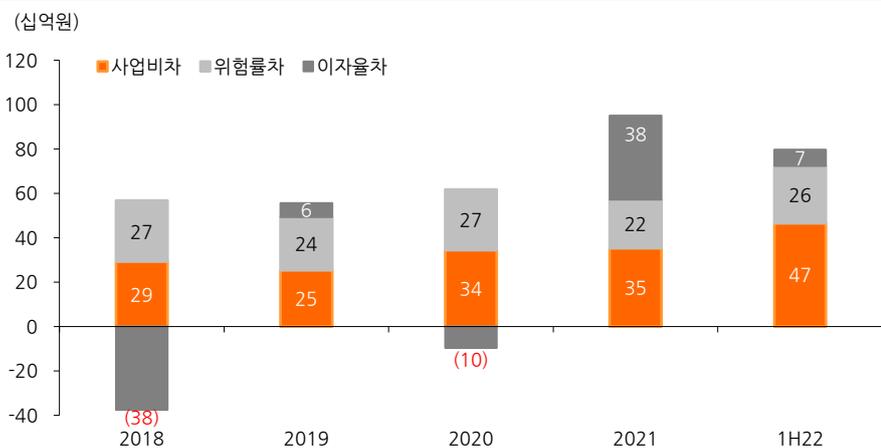
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 동양생명의 분기별 별도 당기순이익 및 증가율



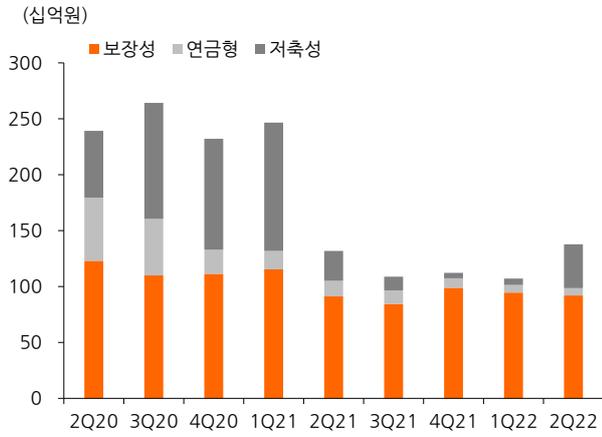
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 동양생명의 삼원차 손익 추이 (분기 평균)



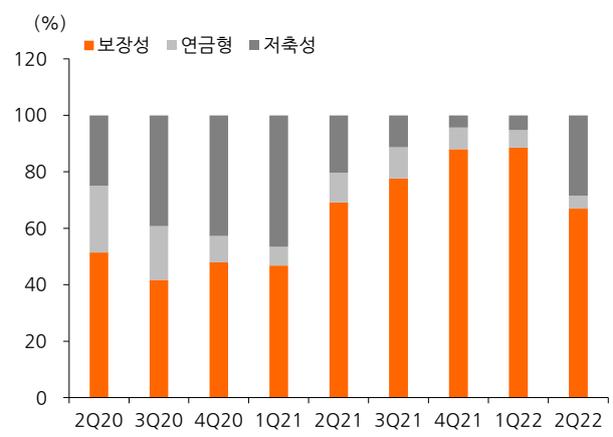
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 동양생명의 APE(연납화 신계약보험료) 금액



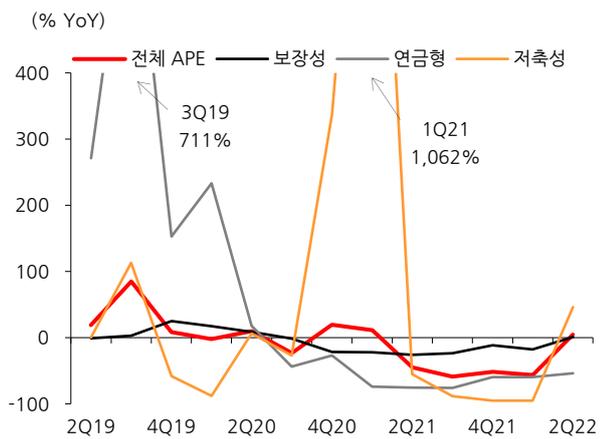
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 동양생명의 APE(연납화 신계약보험료) 구성비



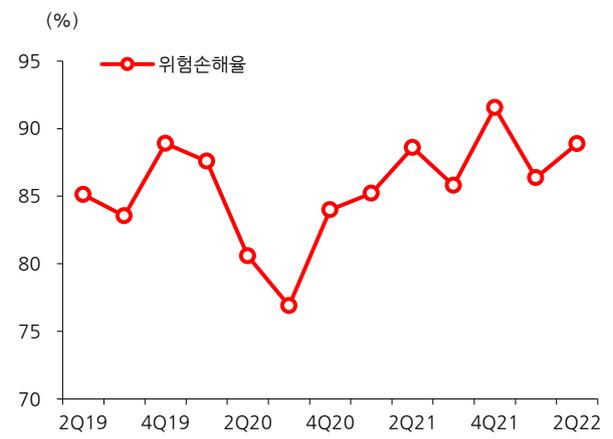
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 동양생명의 APE(연납화 신계약보험료) 증가율



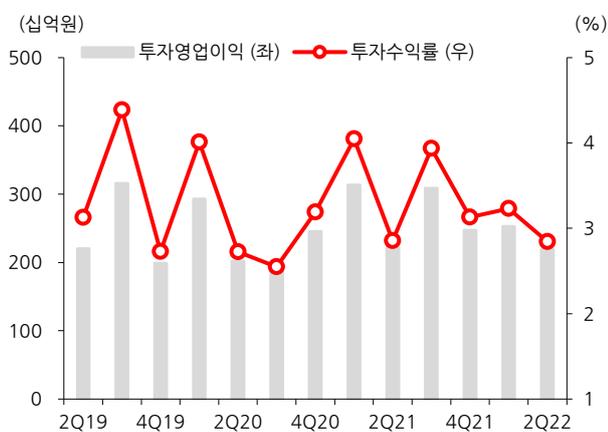
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 동양생명의 위험손해율



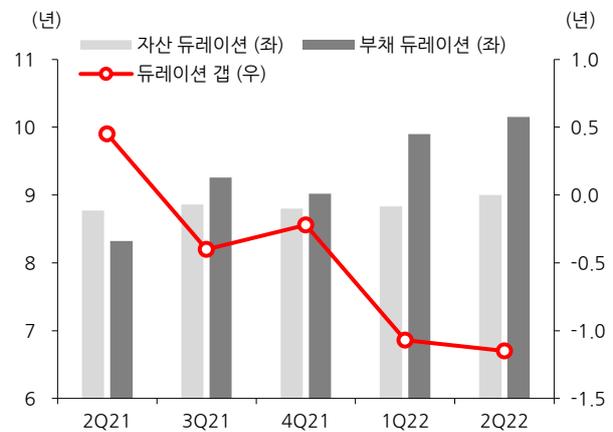
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 동양생명의 투자영업이익 및 투자수익률



자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 동양생명의 자산 및 부채 듀레이션



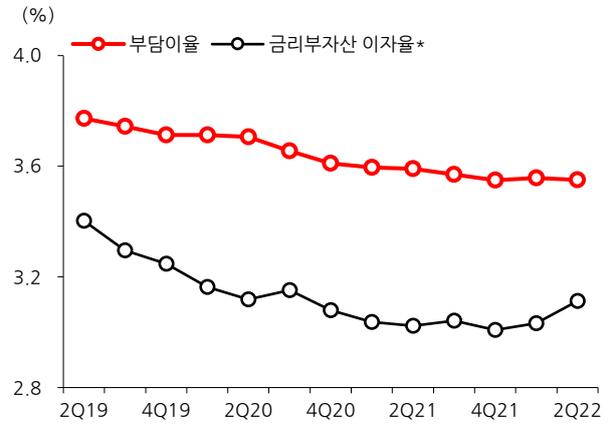
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 동양생명의 금리형태별 준비금 비중



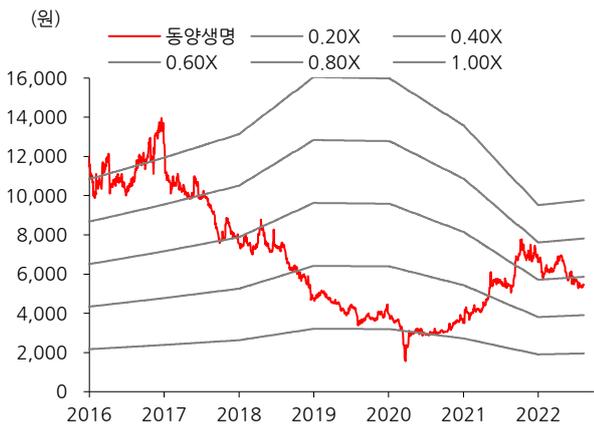
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 동양생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



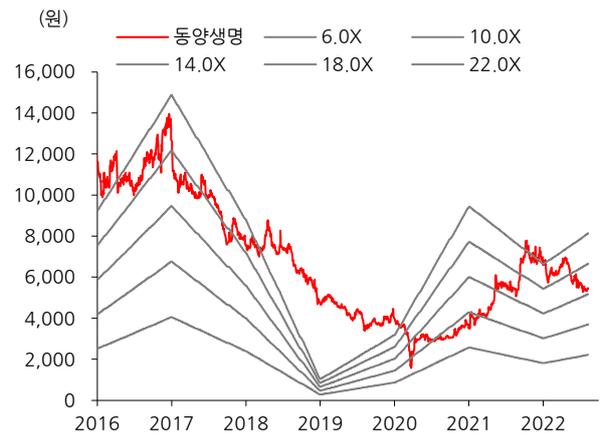
주: *금리부자산(채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 동양생명의 12m forward PBR Band



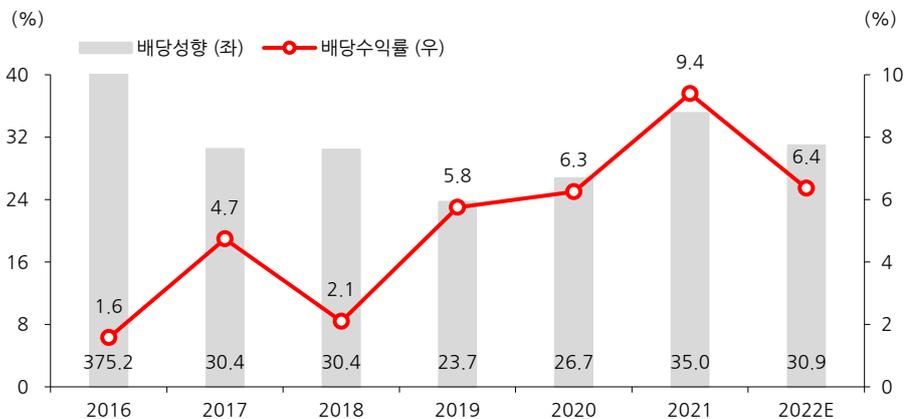
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 동양생명의 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 동양생명의 배당지표 추이 및 전망



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E
운용자산	31,122	31,821	32,481	33,641
현금 및 예치금	419	936	402	882
유가증권	22,932	23,292	23,487	23,968
주식	638	443	460	478
채권	12,028	12,399	12,523	12,774
수익증권	2,538	2,197	2,285	2,307
외화유가증권	6,849	7,447	7,372	7,520
기타유가증권	880	807	847	889
대출채권	7,448	7,272	8,277	8,505
부동산	324	321	315	286
비운용자산	1,414	1,115	1,149	1,183
특별계정자산	3,716	4,167	4,251	4,378
자산총계	36,253	37,103	37,880	39,203
책임준비금	28,391	28,677	29,215	30,258
보험료적립금	26,293	26,317	26,715	27,463
계약차지분조정	28	11	3	6
기타부채	956	998	2,018	2,128
특별계정부채	3,786	4,374	4,417	4,462
부채총계	33,161	34,059	35,653	36,854
자본금	807	807	807	807
자본잉여금	808	808	808	808
이익잉여금	1,111	1,312	1,373	1,495
자본조정	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계	427	178	-700	-700
자본총계	3,092	3,044	2,228	2,349
부채외자본총계	36,253	37,103	37,880	39,203

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E
자산	6.8	2.3	2.1	3.5
운용자산	6.5	2.2	2.1	3.6
특별계정자산	9.9	12.1	2.0	3.0
부채	5.8	2.7	4.7	3.4
책임준비금	4.6	1.0	1.9	3.6
자본	18.9	-1.6	-26.8	5.4
수입보험료	5.4	0.9	-9.4	-2.8
일반계정	8.5	-11.0	-1.7	-4.4
특별계정	-9.3	69.1	-32.7	3.8
순사업비	-4.0	-1.9	-3.6	-3.0
투자영업이익	-3.5	17.0	-12.1	5.3
세전이익	-11.1	98.4	-33.7	9.2
순이익	-15.2	114.5	-36.0	9.9

주: IFRS 별도 기준

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E
수입보험료	5,769	5,822	5,274	5,124
일반계정	4,911	4,372	4,298	4,111
특별계정	858	1,450	976	1,014
보험손익	447	-519	-215	258
보험영업수익	4,982	4,450	4,374	4,188
보험료수익	4,911	4,372	4,298	4,111
재보험수익	71	78	76	78
보험영업비용	4,535	4,969	4,589	3,930
지급보험금	3,707	4,184	3,846	3,198
재보험비용	77	84	78	80
사업비	373	366	353	342
신계약비상각비	367	330	308	306
할인료	0	0	0	0
투자손익	934	1,093	960	1,011
책임준비금전입액	1,226	254	537	1,041
기타영업이익	0	0	0	0
영업이익	155	320	208	228
영업외이익	21	30	24	26
특별계정 수입수수료	46	40	39	41
특별계정 지급수수료	0	0	0	0
세전이익	177	350	232	254
법인세비용	48	75	56	60
당기순이익	129	276	176	194

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E
영업지표 (%)				
보험금 지급률	75.5	95.7	89.5	77.8
위험손해율	82.3	87.8	85.5	85.1
사업비율	12.5	11.0	11.3	11.2
투자이익률	3.1	3.5	3.0	3.1
수익성 (%)				
ROE	4.5	9.0	6.7	8.5
ROA	0.4	0.8	0.5	0.5
주당 지표 (원)				
보통주 EPS	825	1,769	1,132	1,245
보통주 BPS	19,842	19,531	14,292	15,070
보통주 DPS	220	620	350	380
기타 지표 (%)				
보통주 PER (배)	4.3	3.7	4.9	4.4
보통주 PBR (배)	0.2	0.3	0.4	0.4
배당성향	26.7	35.0	30.9	30.5
보통주 배당수익률	6.3	9.4	6.4	6.9

[Compliance Notice]

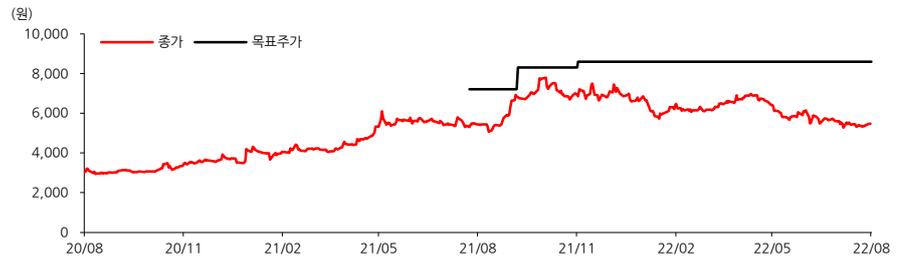
(공표일: 2022년 8월 11일)

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 종목의 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	2022.04.05	2022.05.12	2022.07.11	2022.08.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	8,600	8,600	8,600	8,600	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: 2022년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%