



동양생명 (082640)

현금흐름 대응에 따른 비차익 변화 반영

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479 / RA 서주원 juwon.seo@hanwha.com 3772-7481

Buy (유지)

목표주가(하향): 7,800원

현재 주가(11/8)	5,130원
상승여력	▲52.0%
시가총액	8,278억원
발행주식수	161,359천주
52 주 최고가 / 최저가	7,490 / 4,815원
90 일 일평균 거래대금	4.23억원
외국인 지분율	81.9%

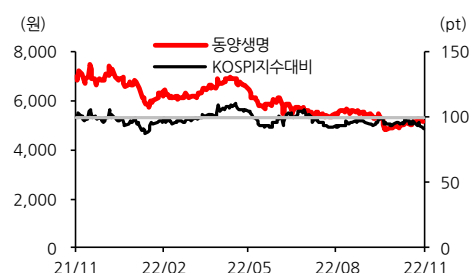
주주 구성	
DajialifeinsuranceCo.,Ltd. (외 4 인)	75.4%
자사주 (외 1 인)	3.4%
동양생명우리사주 (외 1 인)	0.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.3	-6.2	-22.0	-26.7
상대수익률(KOSPI)	-4.1	-2.4	-12.8	-7.8

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
수입보험료	5,769	5,822	6,638	5,344
영업이익	155	320	186	219
당기순이익	129	276	161	187
위험손해율	82.3	87.8	88.7	86.6
투자수익률	3.1	3.5	3.1	3.3
EPS	825	1,769	1,032	1,201
BPS	19,842	19,531	11,823	12,598
PER	4.3	3.7	5.0	4.3
PBR	0.2	0.3	0.4	0.4
ROE	4.5	9.0	6.6	9.8
배당성향	26.7	35.0	30.1	30.0

주가 추이



유동성 축소가 생보사의 보유계약 이탈을 야기하면서 동양생명도 신규 저축보험으로 현금흐름에 대응하고 있는데, 이에 따른 신계약비차 부진은 불가피해 보입니다. 이를 추정치에 반영해 목표주가를 하향 조정합니다.

3Q22 순이익 506억원(-51% YoY), 기대치 부합

동양생명의 3Q22 별도 순이익은 506억원(-51% YoY, +34% QoQ)으로 당사 추정치를 15% 하회했으나 컨센서스를 10% 상회. 당사 추정치와 비교해 대규모의 일시납 저축보험 판매(초회 1조원)가 있었고 이에 따른 신계약비 증가가 손익 하회를 야기함. 동시에 환급금 부담도 높아진 것으로 보이나 외환파생손익의 호조로 투자손익은 양호했음

- 보장성 APE는 전년동기보다 9% 증가하며 연납 900억원대의 분기 신계약을 지속 중

- 사차익: 위험손해율은 88.4%(+3%p YoY)로 예상치를 2%p 상회. 전분기 급등했던 사망 담보 손해율이 안정화된 반면 비중이 더 높은 입원 담보의 손해율이 상승한 것이 사차익 감소의 원인

- 비차익: 연이은 관리비차 개선에도 불구하고 신계약비차 손실이 176억원 확대되면서 비차는 25% YoY 감소

- 이차익: 부담이율 상승에도 불구하고, 외화채의 underhedging 전략으로 외환파생손익이 250억원 QoQ 증가하면서 이차손익은 97억원(전년동기 지분 매각익 제외시 +124억원)으로 개선

현금흐름 대응을 감안해 추정치 조정

기보유 저축보험의 만기도래 또는 해약(·기회비용 상승) 증가에 따라 유출되는 현금에 대응하기 위해 부담이율보다 높은 금리로 저축보험을 적극 판매하는 것은 생보업종 전반의 이슈. 보유계약 내 저축성 비중이 대형사에 비해 소폭 높은 동양생명은 현금흐름 관리를 위한 저축보험 판매가 당분간 필요할 것으로 예상되며, 이 경우 이어질 신계약비차 부진을 추정치에 반영함. 당분기 실적과 추후 비차 반영으로 2022년 순이익은 7% 하향 조정. 다만 2023년 순이익 추정(현행 회계기준)은 본질적인 이자부자산 수익률이 본격적으로 상승한 데 따른 yield 개선이 비차 증가를 상쇄해 거의 변동이 없었음. ROE 변화와 BPS 하향 등을 고려해 목표주가를 기존 대비 9% 하향 조정함. 단, 새로운 회계기준 적용 후의 가치평가는 다시 변동될 수 있음

[표1] 동양생명의 3Q22 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

구분	3Q22P	3Q21	YoY	2Q22	QoQ	3Q22E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
영업이익	56.5	126.3	-55.3	46.8	20.9	69.4	-18.6	52.3	8.1
세전이익	63.0	133.7	-52.9	51.6	22.2	77.4	-18.6	60.0	5.1
당기순이익	50.6	103.6	-51.1	37.7	34.5	59.5	-14.8	45.9	10.4

자료: 동양생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 동양생명의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

항목	동양생명	비고
자기자본비용	11.8	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.4	(b): 국제 3 년물 3 개월 평균 금리
Risk Premium	10.2	(c): Market Risk Premium (Bloomberg)
Beta (β)	0.8	(d): 회사별 1 년 기준 beta
Average ROE	8.1	(e): 회사별 향후 3 개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.69	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	0.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	0.69	(i): (g)*(h)
수정 BPS	11,250	(j): 회사별 12 개월 forward 수정 BPS
목표주가	7,800	(k): (i)*(j)
조정률	-9.3	직전 목표주가 대비 조정률
현주가	5,130	
상승여력	52.0	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(폭)	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
당기순이익	161	187	173	186	-7.1	0.4
수정 EPS	915	1,084	994	1,080	-7.9	0.4
수정 BPS	10,540	11,314	14,270	14,999	-26.1	-24.6
수정 ROE	6.1	9.9	5.9	7.4	0.2	2.5

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 동양생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

(단위: 십억 원, %, %p)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	QoQ	YoY
수입보험료	1,116	2,177	999	1,337	2,028	51.6	81.7
보장성	597	597	600	602	604	0.4	1.1
연금형	140	143	126	118	108	(8.1)	(23.0)
저축성	308	267	258	577	1,246	116.0	304.0
퇴직	70	1,170	14	41	69	67.9	(0.4)
APE	109	112	107	138	205	48.8	88.2
보장성	84	99	95	92	92	(0.5)	8.5
연금형	12	9	7	6	5	(29.1)	(62.6)
저축성	12	5	6	39	109	177.6	784.9
보험영업수익	1,042	1,005	981	1,292	1,955	51.3	87.5
보험영업비용	1,236	1,209	1,267	1,250	1,609	28.7	30.1
보험손익	(194)	(204)	(285)	42	346	722.4	흑전
투자손익	309	247	253	220	256	16.6	(17.1)
책임준비금전입액	(11)	17	(115)	215	545	153.8	흑전
영업이익	126	27	82	47	57	20.9	(55.3)
영업외손익	7	7	6	5	6	35.4	(12.3)
세전이익	134	34	88	52	63	22.2	(52.9)
당기순이익	104	26	68	38	51	34.5	(51.1)
% YoY	360.9	25.7	(36.5)	(5.0)	(51.1)		
경영효율지표 (%)							
위험손해율	85.8	91.5	86.4	88.9	88.4	(0.5)	2.6
실제사업비율	12.6	8.3	14.0	10.5	7.5	(3.0)	(5.1)
투자수익률	3.9	3.1	3.2	2.8	3.3	0.5	(0.6)

자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

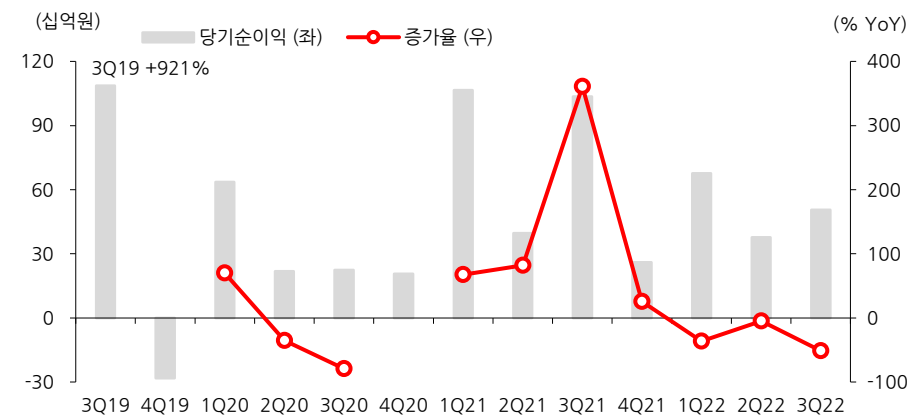
[표5] 동양생명의 별도 운용자산 구성 현황

(단위: 십억 원, %)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	구성비	QoQ	YoY
운용자산	31,691	31,821	31,051	30,947	31,496	100.0	1.8	(0.6)
현금및예치금	480	936	501	628	701	2.2	11.6	46.0
유가증권	23,361	23,292	22,368	21,789	22,491	71.4	3.2	(3.7)
주식	188	192	207	163	147	0.5	(9.9)	(21.9)
채권	12,452	12,399	12,188	12,023	11,957	38.0	(0.6)	(4.0)
수익증권	2,504	2,197	2,329	2,037	2,291	7.3	12.5	(8.5)
외화유가증권	7,360	7,447	6,736	6,697	6,967	22.1	4.0	(5.3)
기타유가증권	621	807	608	582	850	2.7	46.0	36.9
관계사 지분	235	251	299	287	279	0.9	(2.6)	18.6
대출채권	7,528	7,272	7,862	8,211	7,986	25.4	(2.7)	6.1
부동산	321	321	320	319	318	1.0	(0.3)	(1.0)

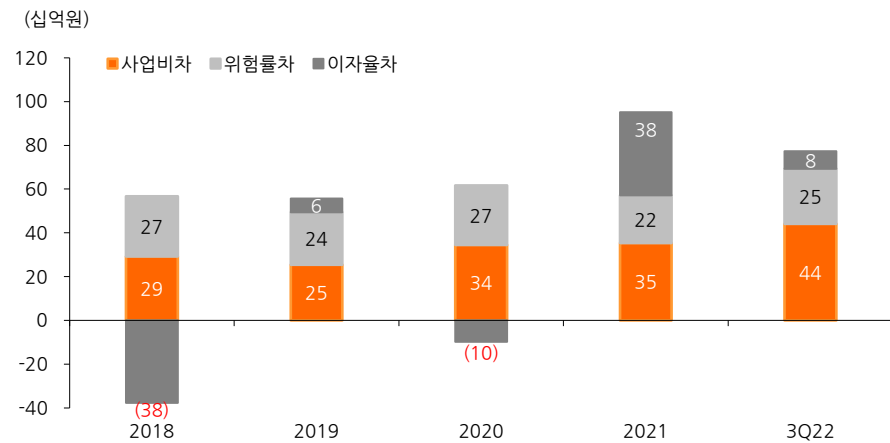
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 동양생명의 분기별 별도 당기순이익 및 증가율



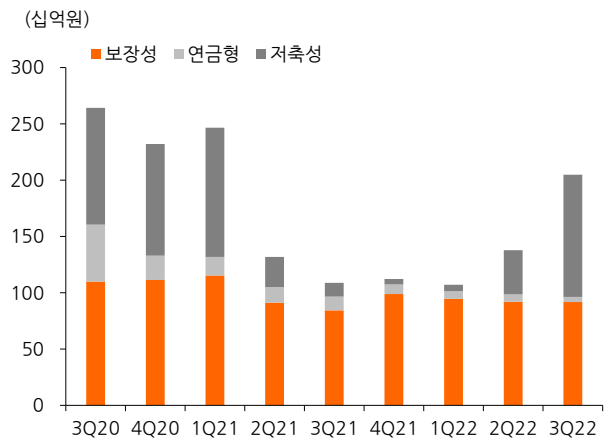
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 동양생명의 삼원차 손익 추이 (분기 평균)



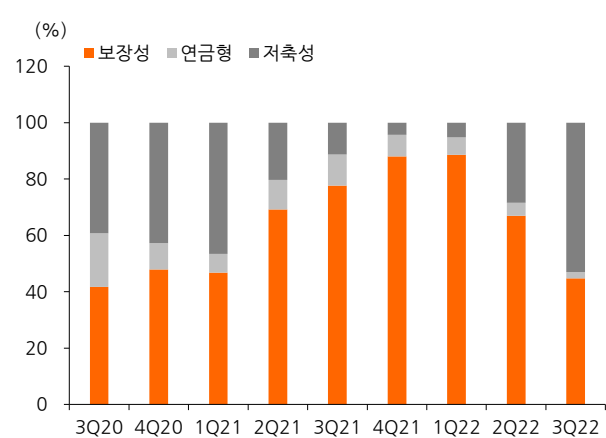
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 동양생명의 APE(연납화 신계약보험료) 금액



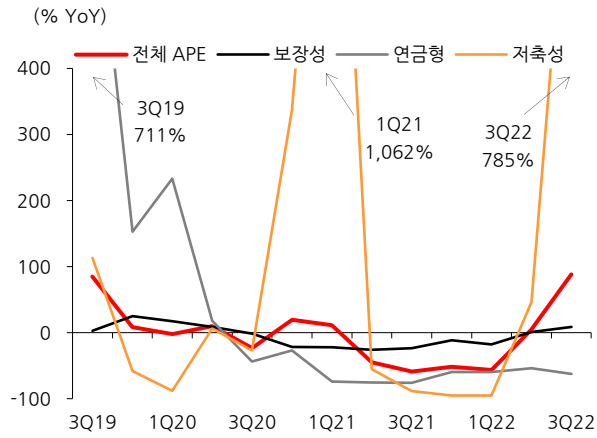
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 동양생명의 APE(연납화 신계약보험료) 구성비



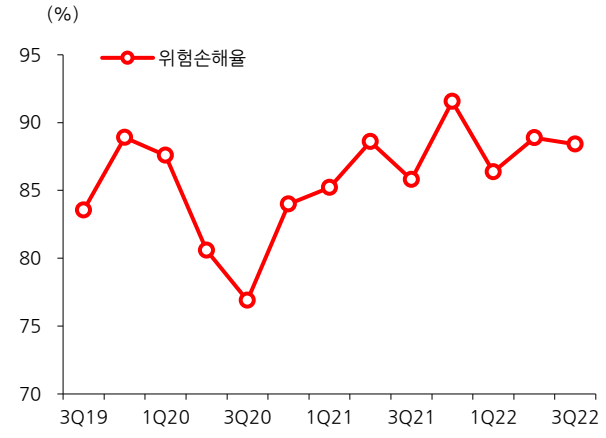
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 동양생명의 APE(연납화 신계약보험료) 증가율



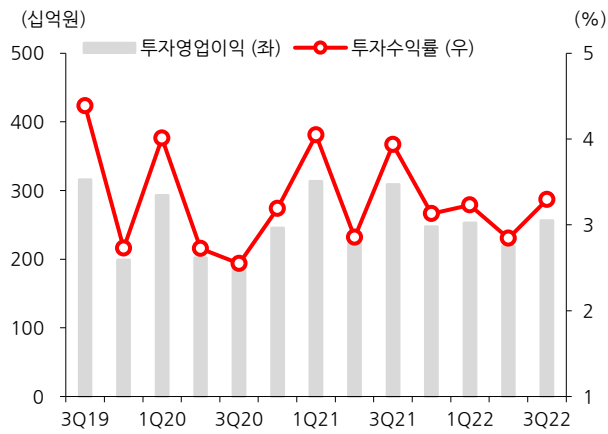
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 동양생명의 위험손해율



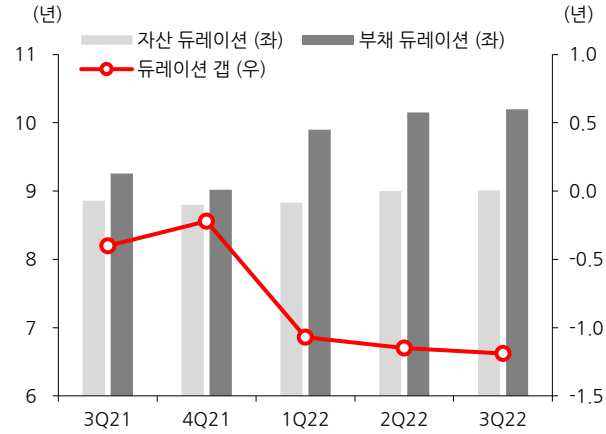
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 동양생명의 투자영업이익 및 투자수익률



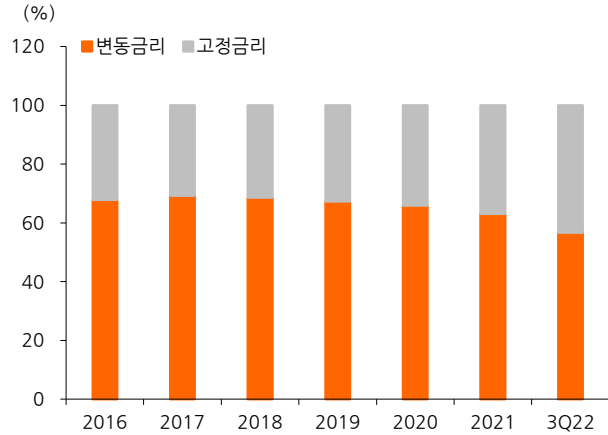
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 동양생명의 자산 및 부채 듀레이션



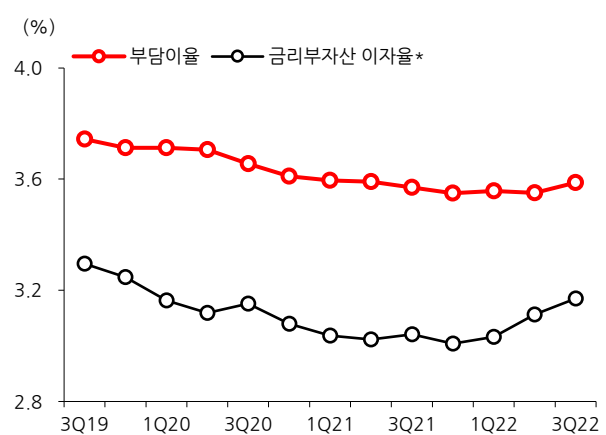
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 동양생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

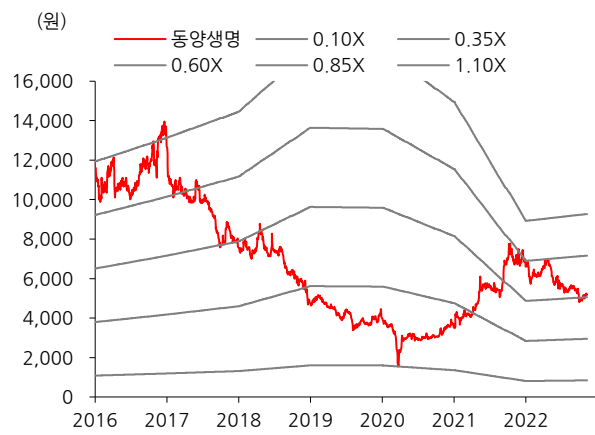
[그림10] 동양생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



주: *금리부자산(채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

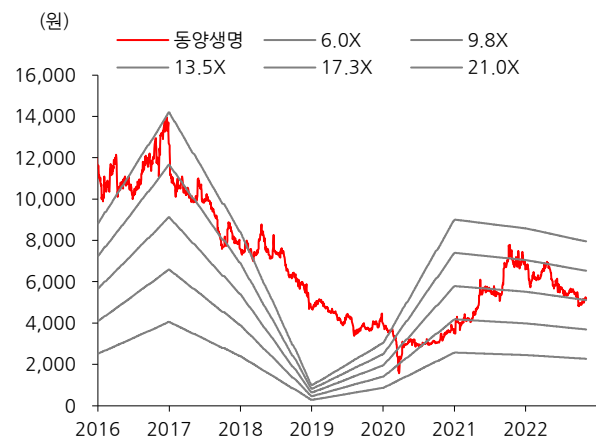
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 동양생명의 12m forward PBR Band



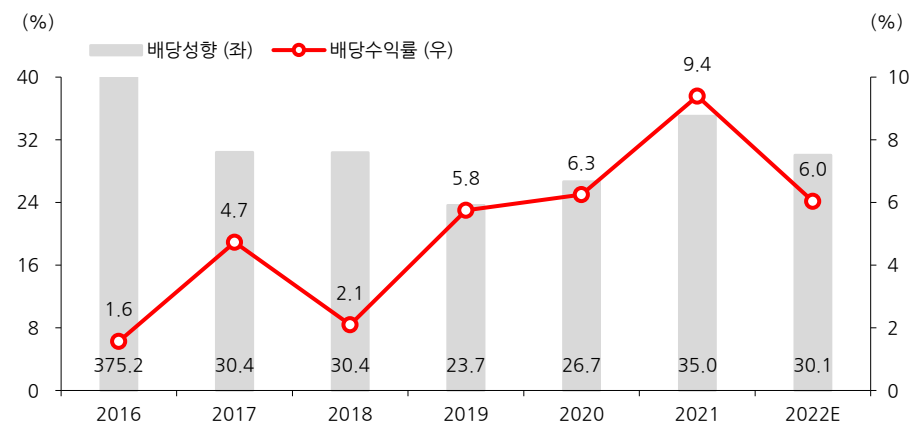
자료: 한화투자증권 리서치센터

[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	2020	2021	2022E	2023E
운용자산	31,122	31,821	31,816	33,186
현금 및 예치금	419	936	201	261
유가증권	22,932	23,292	23,252	24,308
주식	638	443	441	458
채권	12,028	12,399	12,523	13,024
수익증권	2,538	2,197	2,372	2,444
외화유가증권	6,849	7,447	7,149	7,578
기타유가증권	880	807	766	805
대출채권	7,448	7,272	8,051	8,332
부동산	324	321	312	286
비운용자산	1,414	1,115	1,149	1,183
특별계정자산	3,716	4,167	4,251	4,378
자산총계	36,253	37,103	37,215	38,747
책임준비금	28,391	28,677	29,533	30,805
보험료적립금	26,293	26,317	27,241	28,447
계약자지분조정	28	11	3	6
기타부채	956	998	1,619	1,711
특별계정부채	3,786	4,374	4,417	4,462
부채총계	33,161	34,059	35,572	36,984
자본금	807	807	807	807
자본잉여금	808	808	808	808
이익잉여금	1,111	1,312	1,352	1,472
자본조정	-61	-61	-61	-61
기타포괄손익누계	427	178	-1,263	-1,263
자본총계	3,092	3,044	1,643	1,763
부채외자본총계	36,253	37,103	37,215	38,747

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E
자산	6.8	2.3	0.3	4.1
운용자산	6.5	2.2	-0.0	4.3
특별계정자산	9.9	12.1	2.0	3.0
부채	5.8	2.7	4.4	4.0
책임준비금	4.6	1.0	3.0	4.3
자본	18.9	-1.6	-46.0	7.3
수입보험료	5.4	0.9	14.0	-19.5
일반계정	8.5	-11.0	29.7	-23.5
특별계정	-9.3	69.1	-33.2	3.8
순사업비	-4.0	-1.9	3.2	-2.9
투자영업이익	-3.5	17.0	-10.0	7.8
세전이익	-11.1	98.4	-40.4	17.0
순이익	-15.2	114.5	-41.7	16.4

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E
수입보험료	5,769	5,822	6,638	5,344
일반계정	4,911	4,372	5,669	4,337
특별계정	858	1,450	969	1,007
보험손익	447	-519	60	431
보험영업수익	4,982	4,450	5,740	4,411
보험료수익	4,911	4,372	5,669	4,337
재보험수익	71	78	72	73
보험영업비용	4,535	4,969	5,681	3,979
지급보험금	3,707	4,184	4,930	3,236
재보험비용	77	84	73	74
사업비	373	366	378	367
신계약비상각비	367	330	296	299
할인료	0	0	0	0
투자손익	934	1,093	983	1,060
책임준비금전입액	1,226	254	857	1,272
기타영업이익	0	0	0	0
영업이익	155	320	186	219
영업외이익	21	30	23	25
특별계정 수입수수료	46	40	40	44
특별계정 지급수수료	0	0	0	0
세전이익	177	350	209	244
법인세비용	48	75	48	57
당기순이익	129	276	161	187

주요 투자지표

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E
영업지표 (%)				
보험금 지급률	75.5	95.7	87.0	74.6
위험손해율	82.3	87.8	88.7	86.6
사업비율	12.5	11.0	9.2	11.7
투자이익률	3.1	3.5	3.1	3.3
수익성 (%)				
ROE	4.5	9.0	6.9	11.0
ROA	0.4	0.8	0.4	0.5
주당 지표 (원)				
보통주 EPS	825	1,769	1,032	1,201
보통주 BPS	19,842	19,531	10,540	11,314
보통주 DPS	220	620	310	360
기타 지표 (%)				
보통주 PER (배)	4.3	3.7	5.0	4.3
보통주 PBR (배)	0.2	0.3	0.5	0.5
배당성향	26.7	35.0	30.1	30.0
보통주 배당수익률	6.3	9.4	6.0	7.0

[Compliance Notice]

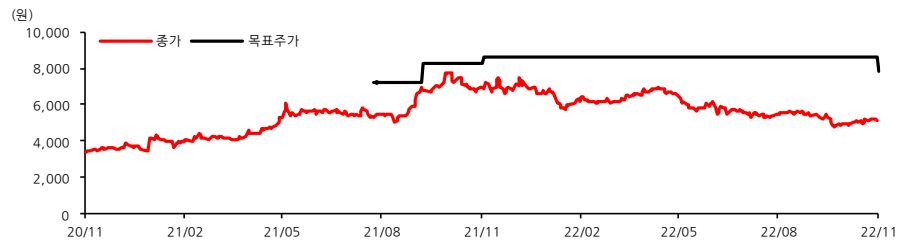
(공표일: 2022년 11월 9일)

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, 서주원)

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
일 시	2022.09.26	2022.11.09				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	8,600	7,800				

[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	-29.88	-12.91
2022.11.09	Buy	7,800		

[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 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.5%	5.5%	0.0%	100.0%