한화투자증권

2023년 2월 24일
기업 코멘트

동양생명 (082640)

제도가 변해도 손익 변화는 제한적

Buy(유지)

목표주가 7,800원, 전일 주가(2/23): 4,340원

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

4Q22 Review: 외환파생손실과 신계약비차 악화로 적자 기록

- 동양생명은 4Q22 당기순손실 589억원(적자전환 YoY)을 기록해 시장 전망치 대비 적자폭이 크게 나타남. 외환파생손익이 대규모 적자(-1,158억원, vs. 1~3Q 평균 +494억원)를 보인 것과 3.2조원의 일시납 저축보험 판매로 신계약비차가 부진했던 것이 적자의 주 원인. 기중의 외환파생손실을 제외할 경우 2022년 당기순이익은 1,900억원으로 추정
- 채권 평가손에 의한 자본 감소와 4Q22 순손실로 인해 배당가능이익이 소멸되면서 상장 이래 처음으로 배당을 미지급함. 단, IFRS17 도입 후 기타포괄손익누계액의 회복으로 배당재원이 다시 확보될 전망

IFRS17 약식(略式) 추정

- 동양생명은 실적발표를 통해 2022년 말 CSM 잔액이 2.4조원이라고 언급. 이는 2021년 말 대비 26% 증가한 것으로, 2022년 중 신계약CSM 5,600억원과 10% 이내의 상각률 등을 기반으로 하여 2023년 CSM 관련 데이터를 [표1] 및 [표2]와 같이 범위로 추산하였음
- 동양생명의 2023년 중 CSM 상각액은 2,200~2,500억원으로 추정. 이에 경험조정은 없다고 가정할 시 연말 CSM 잔액은 2.8조원으로 추정
- 투자손익은 이자손익과 경상 배당수익(직전 2개년 평균 가정)만을 고려하며, 그 외 손익요소(RA상각(+), 간접사업비(-), 가정변경(±) 등)는 상쇄되는 것을 가정하는 초-약식 추정에서 동양생명의 2023년 별도 순이익은 2,200억원으로 추정됨. 단, ROA가 낮은 생보사의 특성상 이자부자산 대비 이자부부채의 비중이 1%p만 변화해도 순이익이 3.9% 변동하므로 오차범위가 커짐
- 동양생명은 통상적으로 경상 배당성향 30% 내외를 지속해왔음. 2023년부터 다시 배당 지급이 가능해진다고 할 때, 배당성향 30% 가정에 따른 DPS는 404원으로 기대 배당수익률이 9.3%에 달함. 다만 이는 CSM을 제외한 변수에 대해 많은 가정을 기반으로 한 추정이기에 신뢰도는 부족하며, 데이터량이 추가됨에 따라 수정될 수 있음
- IFRS17 도입 후 배당 재개가 가능해지는 점과 동사의 약점이었던 손익 변동성이 안정화될 것이라는 점은 긍정적. 단, 다른 상장 대형 보험사들과 달리 IFRS17과 IFRS4에서의 이익 체력이 크게 다르지 않다는 점은 상대적인 매력을 저하시키는 요인이라고 판단
- 추후 감사보고서를 통해 IFRS17에서의 회계적 변화가 보다 명확해지면 투자의견 및 목표주가를 재조정할 예정

[표1] 동양생명의 2023 년 CSM 상각액 추정 (단위: 십억 원)

		신계약 CSM						
		500	520	540	560	580	600	620
상각률	8.0%	196	196	196	196	197	197	197
	8.5%	208	208	208	209	209	209	210
	9.0%	220	220	221	221	221	222	222
	9.5%	232	233	233	233	234	234	234
	10.0%	245	245	245	246	246	246	247
	10.5%	257	257	258	258	258	259	259
	11.0%	269	269	270	270	270	271	271

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 동양생명의 2023 년 말 CSM 잔액 추정 (단위: 십억 원)

		신계약 CSM						
		500	520	540	560	580	600	620
상각률	8.0%	2,747	2,767	2,787	2,807	2,826	2,846	2,866
	8.5%	2,735	2,755	2,775	2,794	2,814	2,834	2,854
	9.0%	2,723	2,743	2,762	2,782	2,802	2,822	2,841
	9.5%	2,711	2,730	2,750	2,770	2,790	2,809	2,829
	10.0%	2,698	2,718	2,738	2,758	2,777	2,797	2,817
	10.5%	2,686	2,706	2,726	2,745	2,765	2,785	2,804
	11.0%	2,674	2,694	2,713	2,733	2,753	2,772	2,792

주: Unwinding을 위한 부리 이자율 3.1% 가정

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 동양생명의 4Q22 주요 실적 요약 (단위: 십억 원, %)

구분	4Q22P	4Q21	YoY (%)	3Q22	QoQ (%)	4Q22E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
영업이익	-93.8	26.8	적전	56.5	적전	-155.7	n/a	-72.9	n/a
세전이익	-82.9	33.5	적전	63.0	적전	-150.1	n/a	-67.1	n/a
당기순이익	-58.9	26.0	적전	50.6	적전	-113.8	n/a	-50.8	n/a

자료: 동양생명, Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 동양생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표 (단위: 십억 원, %, %p)

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	QoQ	YoY
수입보험료	2,177	999	1,337	2,028	4,745	134.0	117.9
보장성	597	600	602	604	597	(1.2)	(0.0)
연금형	143	126	118	108	94	(12.6)	(34.1)
저축성	267	258	577	1,246	3,355	169.3	1,157.3
퇴직	1,170	14	41	69	699	905.8	(40.3)
APE	112	107	138	205	399	94.7	255.4
보장성	99	95	92	92	73	(20.5)	(26.2)
연금형	9	7	6	5	4	(10.3)	(53.5)
저축성	5	6	39	109	322	196.3	6,624.2
보험영업수익	1,005	981	1,292	1,955	4,044	106.9	302.4
보험영업비용	1,209	1,267	1,250	1,609	2,571	59.8	112.7
보험손익	(204)	(285)	42	346	1,472	325.8	흑전
투자손익	247	253	220	256	113	(56.0)	(54.5)
책임준비금전입액	17	(115)	215	545	1,679	207.8	9,981.4
영업이익	27	82	47	57	(94)	적전	적전
영업외손익	7	6	5	6	11	67.2	61.9
세전이익	34	88	52	63	(83)	적전	적전
당기순이익	26	68	38	51	(59)	적전	적전
% YoY	25.7	(36.5)	(5.0)	(51.1)	적전		
경영효율지표 (%)							
위험손해율	*91.5*	*86.4*	*88.9*	*88.4*	*89.8*	*1.4*	*(1.8)*
실제사업비율	*8.3*	*14.0*	*10.5*	*7.5*	*4.0*	*(3.5)*	*(4.3)*
투자수익률	*3.1*	*3.2*	*2.8*	*3.3*	*1.4*	*(1.9)*	*(1.7)*

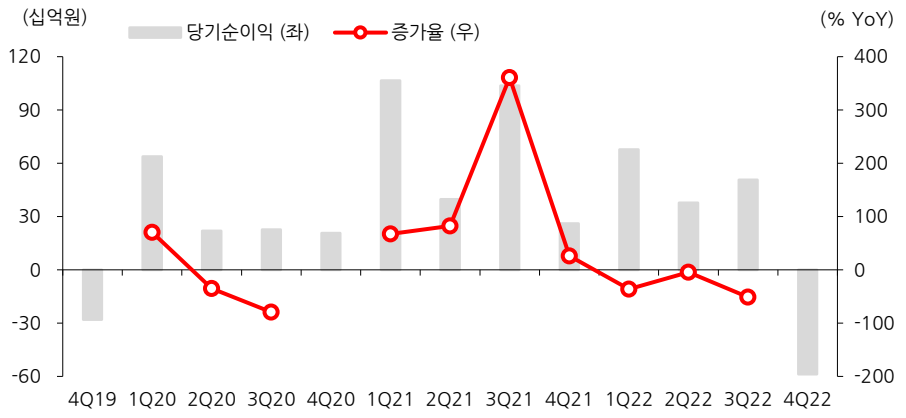
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 동양생명의 별도 운용자산 구성 현황 (단위: 십억 원, %)

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	구성비	QoQ	YoY
운용자산	31,821	31,051	30,947	31,496	32,264	100.0	2.4	1.4
현금및예치금	936	501	628	701	787	2.4	12.2	(15.9)
유가증권	23,292	22,368	21,789	22,491	23,210	71.9	3.2	(0.4)
주식	192	207	163	147	136	0.4	(7.8)	(29.2)
채권	12,399	12,188	12,023	11,957	11,728	36.3	(1.9)	(5.4)
수익증권	2,197	2,329	2,037	2,291	3,574	11.1	56.0	62.7
외화유가증권	7,447	6,736	6,697	6,967	6,183	19.2	(11.2)	(17.0)
기타유가증권	807	608	582	850	1,559	4.8	83.5	93.3
관계사 지분	251	299	287	279	30	0.1	(89.2)	(88.1)
대출채권	7,272	7,862	8,211	7,986	7,948	24.6	(0.5)	9.3
부동산	321	320	319	318	318	1.0	0.0	(0.7)

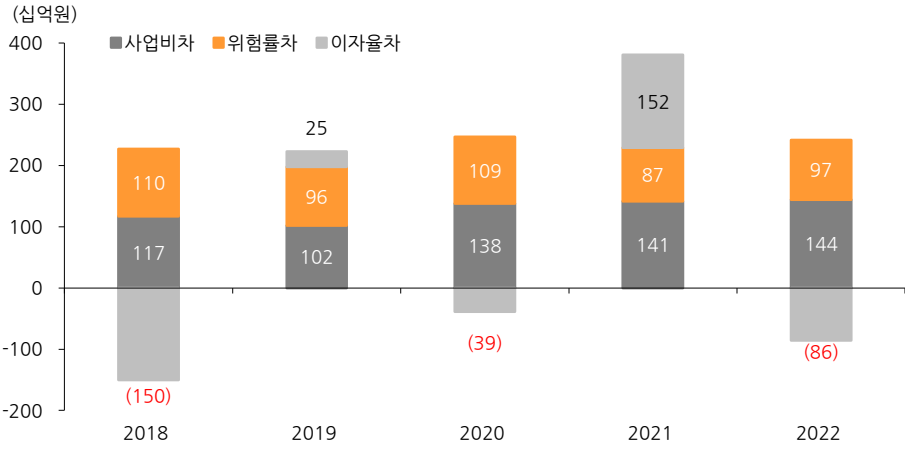
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 동양생명의 분기별 별도 당기순이익 및 증가율



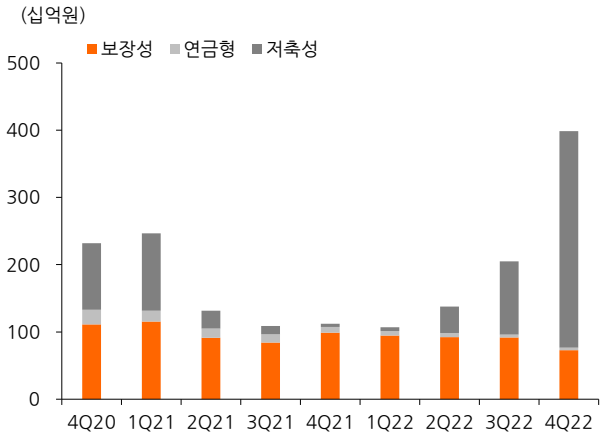
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 동양생명의 삼원차 손익 추이



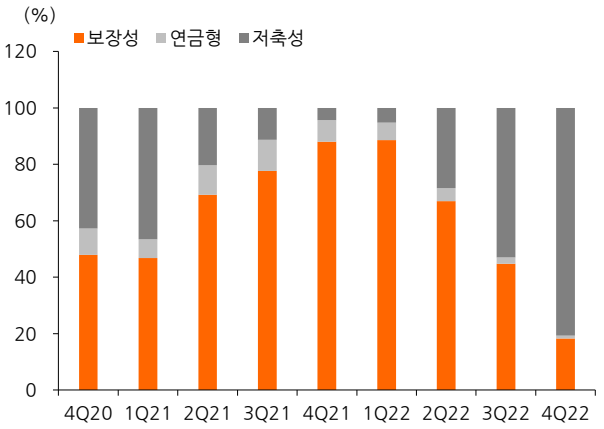
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 동양생명의 APE(연납화 신계약보험료) 금액



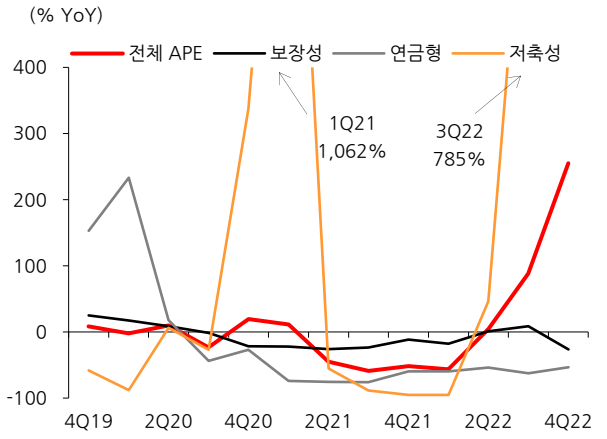
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 동양생명의 APE(연납화 신계약보험료) 구성비



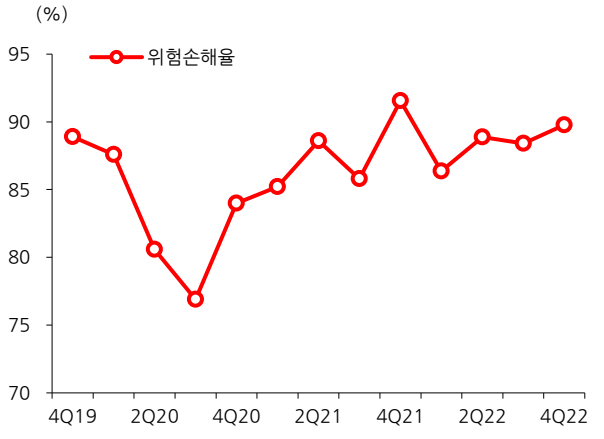
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 동양생명의 APE(연납화 신계약보험료) 증가율



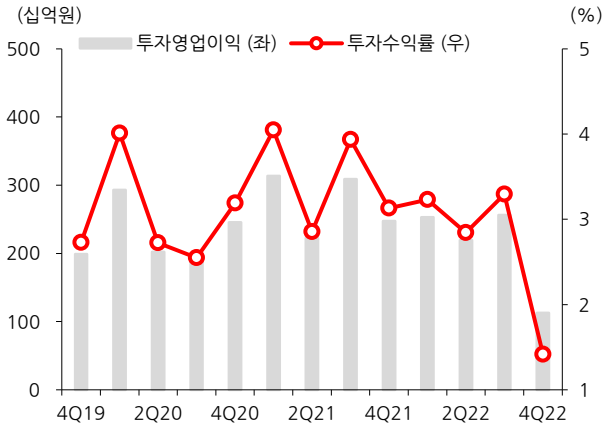
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 동양생명의 위험손해율



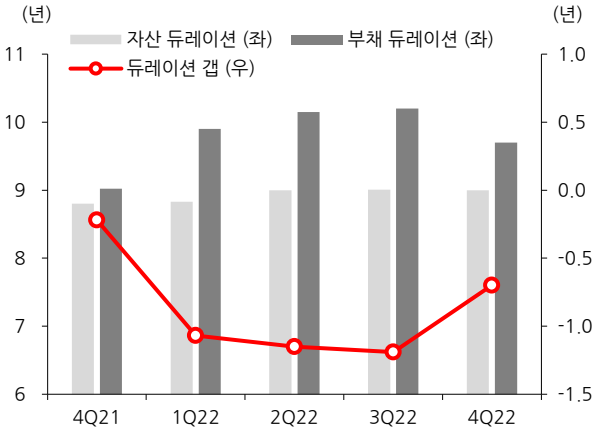
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 동양생명의 투자영업이익 및 투자수익률



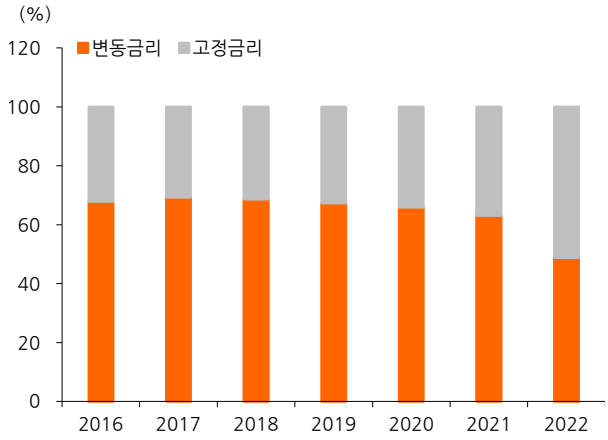
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 동양생명의 자산 및 부채 듀레이션



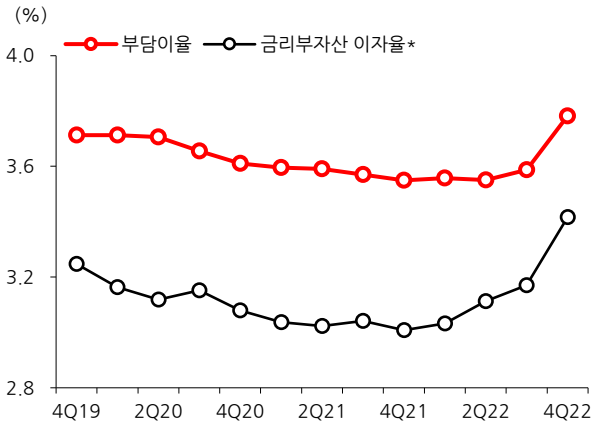
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 동양생명의 금리형태별 준비금 비중



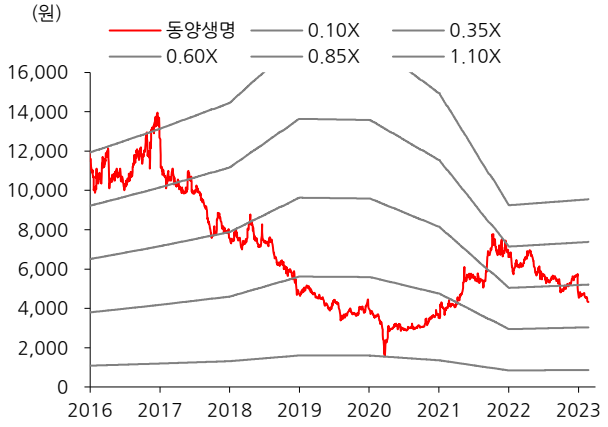
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 동양생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



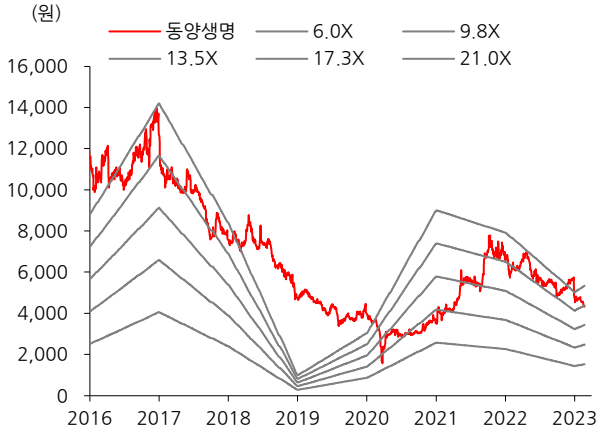
주: *금리부자산(채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출
자료: 동양생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 동양생명의 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 동양생명의 12m forward PER Band



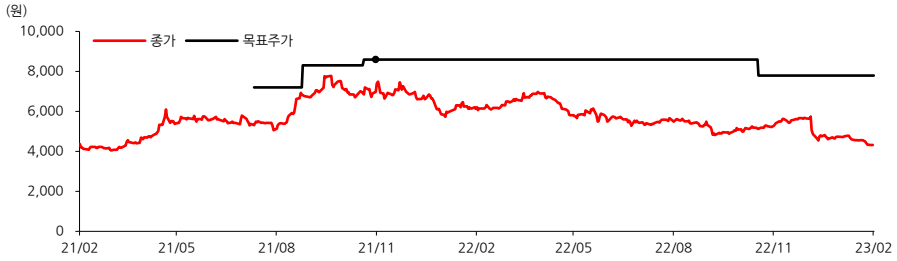
자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice] (공표일: 2023 년 2 월 24 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하, 서주원)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 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 책임소재에 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	2023.02.24			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	8,600	7,800	7,800			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

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 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2022 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%