

2017. 2. 27



▲ 보험

Analyst 김고은
02. 6098-6670
goenkim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **7,500 원**
현재주가 (2.24) **6,000 원**
상승여력 **25.0%**

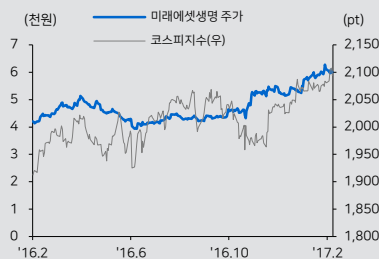
KOSPI	2,094.12pt
시가총액	8,711억원
발행주식수	14,518만주
유동주식비율	46.22%
외국인비중	7.97%
52주 최고/최저가	6,280원 / 3,935원
평균거래대금	21.4억원

주요주주(%)

미래에셋대우 외 32인 46.11

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.92	38.89	42.86
상대주가	2.44	36.09	37.52

주가그래프



미래에셋생명 085620

눈앞의 이익보다 변화를 위한 준비

- ✓ 투자 의견 Buy 및 적정주가 7,500원 유지
- ✓ 자본규제 강화에도 유연하게 대응 가능
- ✓ 변액보험 위주의 판매로 이익 증가 속도 느리나 안정적
- ✓ IFRS17 및 신지급여력비율 도입 시 영향 최소화 가능

자본규제 강화에도 유연하게 대응 가능

규제 강화 및 금리 상승에 따른 보험업계의 RBC 하락과 자본확충 우려가 증대되고 있으나 동사의 경우 유연하게 대응이 가능하다. 1) 해외자산에 대해 6개월 미만의 만기로 환해지를 하고 있어 장기채권 편입 없이도 자산 듀레이션 확대가 용이하고 2) 변액 종신 판매 비중이 적어 보증위험액 부담이 제한적이다. 3) 만기보유 증권 비중이 37.4%로 많아 금리 상승 시에도 민감도가 적다. 향후 IFRS17 기준서가 확정되고 할인을 산출기준이 결정되면 LAT 규제 또한 강화될 가능성이 높다. 동사는 타 생보사 대비 LAT 잉여금액이 많아 부담이 제한적이다.

이익 증가 속도는 느리나 안정적이며 IFRS17 영향 최소화 가능

동사는 변액 및 퇴직관련 보험 판매에 주력하고 있다. 관련 보험은 특별계정으로 분류되어 판매잔고 대비 수수료 수익을 인식하기 때문에 변액 APE가 빠르게 증가함에도 불구하고 이익의 증가 속도가 느리다. 다만, 향후 IFRS17 도입 시 저축성 보험 판매의 매출 제외 영향에서 자유롭고 꾸준히 잔고가 증가하고 있어 안정적인 이익 실현이 가능하다.

투자의견 Buy, 적정주가 7,500 원 유지

투자의견 Buy 및 적정주가 7,500원을 유지한다. 생명보험사 중 부채구조가 가장 양호해 향후 IFRS17 및 신지급여력비율 제도 도입 시 영향이 비교적 적다. 또한 PCA생명 인수로 시너지가 기대된다. 변액보험 자산 합산 시 약 10조원, 수입보험료 합산 시 MS 11.9%로 상승한다. 전환우선주 2,117만주 있으나 전환가액 11,320원으로 전환 가능성이 낮다. (전환 시 2017E PBR 0.52)

(십억원)	보험영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감율 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2014	2,610.4	-119.0	71.0	675	N/A	14,551	13.3	0.62	6.1	1.1
2015	2,739.4	-134.1	114.9	801	18.7	12,926	6.3	0.39	8.9	1.1
2016P	2,403.6	-263.3	37.2	259	-67.6	13,150	19.9	0.39	2.2	0.3
2017E	2,370.6	-184.5	94.2	657	153.2	13,799	9.1	0.43	5.0	0.8
2018E	2,436.2	-199.2	110.9	773	17.7	14,414	7.8	0.42	5.7	0.9



Contents

Key Chart	3
1. 자본적정성 측면: 규제 강화에도 유연하게 대응 가능	4
1) 해외자산 헤지 규정 변경으로 RBC 비율 규제 강화 대응에 유연	4
2) 변액종신 비중 적어 보증위험액 부담 제한적	6
3) 만기보유증권 비중 많아 금리 상승에 따른 민감도 적음	8
4) IFRS17 및 신지급여력비율 제도 영향은 부채구조가 중요	9
2. 이익 측면: 증가 속도 느리지만 안정적	11
1) 변액보험 APE 및 퇴직연금 잔고 빠르게 증가 중	11
2) 유사한 수익구조의 PCA 생명	13
3. 4Q16 실적 Review	16
1) 4Q16 순손실 103 억원 시현(적전 QoQ, 적전 YoY)	16
2) 컨퍼런스콜 Q&A 정리	16

Key Chart

표1 보험업 감독업무 시행세칙 변경예고 및 영향 정리

주요 규정 변경 내용

1) 금리위험액 산출기준 개선

(부정적) 보험부채 듀레이션 잔존만기 구간 추가

(부정적) 금리연동형보험 듀레이션 계산 시 공시기준이율에서 신용위험스프레드 제거

(긍정적) 최근 저금리 상황을 반영하여 금리변동계수 조정

(긍정적) 외화자산에 대한 듀레이션 인정요건 완화

2) 변액보험 보증위험액 산출기준 개선

(부정적) 현행 계수방식의 보증위험액 산출체계를 보증준비금과 같이 다양한 시나리오 반영이 가능한 방식으로 개선

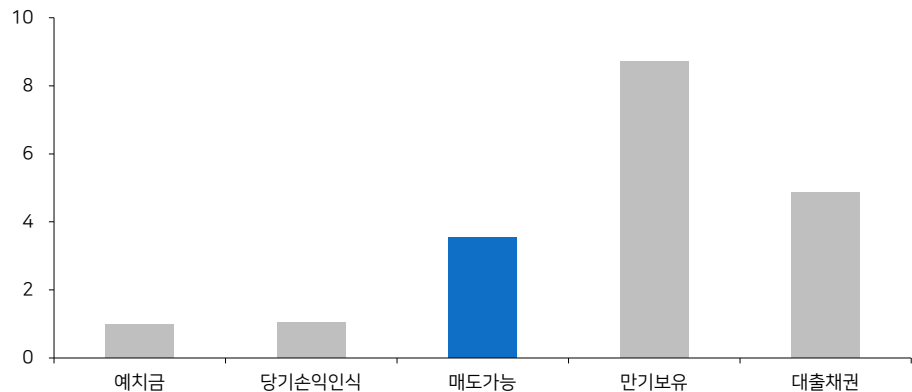
(긍정적) 파생상품 헤지 등 이유로 보증준비금을 공정가치 평가한 경우 보증위험액도 공정가치 평가가 가능토록 개선

3) 퇴직연금 특별계정에 대한 리스크 측정범위 조정

(부정적) 퇴직연금 특별계정 중 원리금보장형에 대해서는 현행 운영위험액 외에도 신용, 시장위험액을 추가 산출

자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

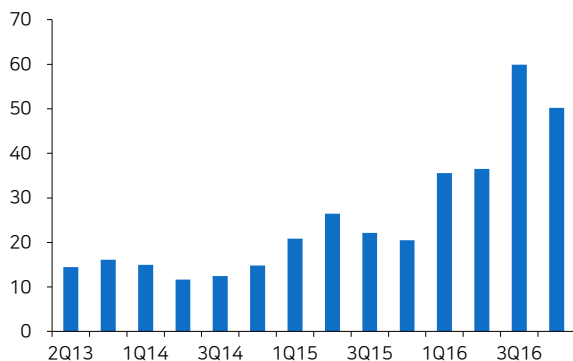
그림1 외화자산 듀레이션 인정으로 장기채 편입 없이 ALM 매칭 가능



자료: 미래에셋생명

그림2 변액보험 APE 빠르게 증가 중

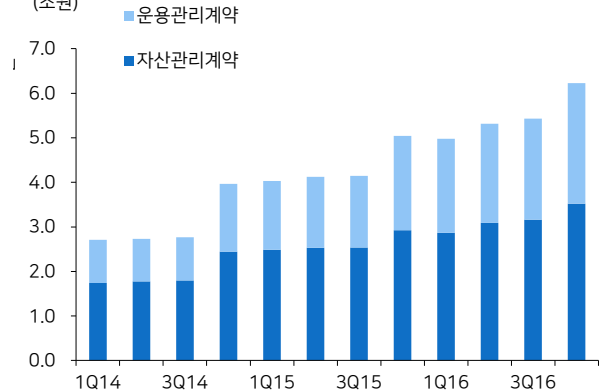
(십억원)



자료: 미래에셋생명

그림3 퇴직연금 잔고 빠르게 증가 중

(조원)



자료: 미래에셋생명

1. 자본적정성 측면: 규제 강화에도 유연하게 대응 가능

RBC 비율 규제 강화로
부채 듀레이션 확대 예상

해외자산 헤지 규정 변경으로 RBC 비율 규제 강화 대응에 유연

보험업 감독업무 시행세칙 변경이 예고되었다. 1) 보험부채 듀레이션 잔존만기 구간 추가 및 공시기준이율 하락으로 인한 부채 듀레이션 확대와 2) 변액 및 퇴직보험 관련 위험액 산출 기준 개선으로 인한 생명보험사의 위험액 증가가 전망된다.

다만 외화자산 듀레이션
인정요건 완화로

다만, 미래에셋생명은 외화자산에 대한 듀레이션 인정요건 완화로 부채 듀레이션 확대에 대한 영향을 상당부분 상쇄할 수 있다. 타 보험사들은 대부분 자산 듀레이션 인정을 위해 해외채권 투자 시 1년 이상 만기의 환헤지를 시행하는 반면 미래에셋생명은 6개월 미만의 만기로 환헤지를 하고 있어 자산 듀레이션 확대가 용이하기 때문이다.

미래에셋생명은 장기채 편입 없이
자산 듀레이션 확대 가능

현행 감독규정상 외화자산에 대해서 1년 이상 만기의 환헤지를 한 경우에만 듀레이션을 인정해 주고 있다. 1년 이하 만기의 환헤지에 대해서는 헤지 수단의 만기를, 헤지를 하지 않은 경우에는 듀레이션을 인정하지 않는다. 향후 제도 개선 시 헤지를 하지 않은 해외자산에 대해서도 듀레이션이 인정되기 때문에 미래에셋생명은 장기채권을 추가적으로 편입하지 않는 경우에도 자산 듀레이션이 확대된다.

표2 보험업 감독업무 시행세칙 변경예고 및 영향 정리

주요 규정 변경 내용

1) 금리위험액 산출기준 개선

(부정적) 보험부채 듀레이션 잔존만기 구간 추가

(부정적) 금리연동형보험 듀레이션 계산 시 공시기준이율에서 신용위험스프레드 제거

(긍정적) 최근 저금리 상황을 반영하여 금리변동계수 조정

(긍정적) 외화자산에 대한 듀레이션 인정요건 완화

2) 변액보험 보증위험액 산출기준 개선

(부정적) 현행 계수방식의 보증위험액 산출체계를 보증준비금과 같이 다양한 시나리오 반영이 가능한 방식으로 개선

(긍정적) 파생상품 헤지 등 이유로 보증준비금을 공정가치 평가한 경우 보증위험액도 공정가치 평가가 가능토록 개선

3) 퇴직연금 특별계정에 대한 리스크 측정범위 조정

(부정적) 퇴직연금 특별계정 중 원리금보장형에 대해서는 현행 운영위험액 외에도 신용, 시장위험액을 추가 산출

자료: 금융감독원, 메리츠증권리서치센터

표3 외화 자산에 대한 듀레이션 인정요건(기존안)

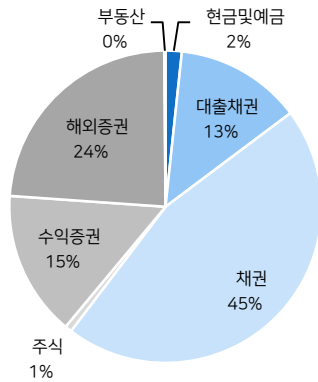
환위험을 헤지하지 않은 경우 금리민감도 0 (자산 듀레이션 미인정)

환위험을 헤지한 경우에는 헤지수단의 듀레이션을 금리민감도로 사용

단, 헤지수단의 만기가 1년 이상인 경우에는 채권평가기관이 산출한 듀레이션을 금리민감도로 사용할 수 있음

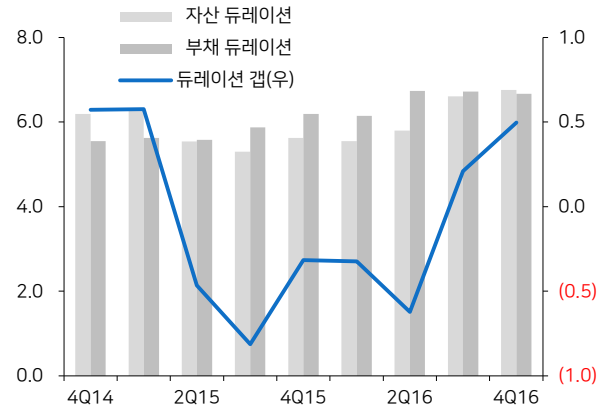
자료: 금융감독원, 메리츠증권리서치센터

그림4 운용자산 포트폴리오



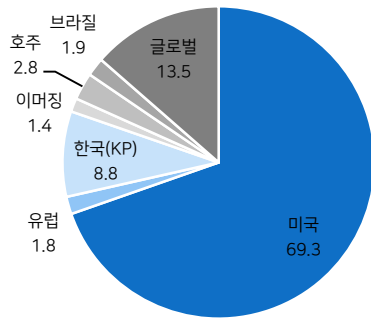
자료: 미래에셋생명

그림5 자산 및 부채 듀레이션



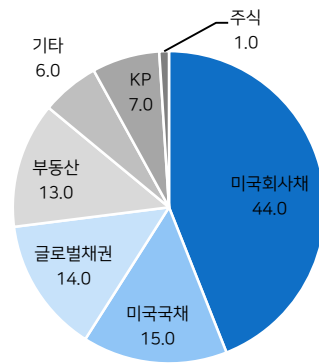
자료: 미래에셋생명

그림6 해외투자 국가별 포트폴리오



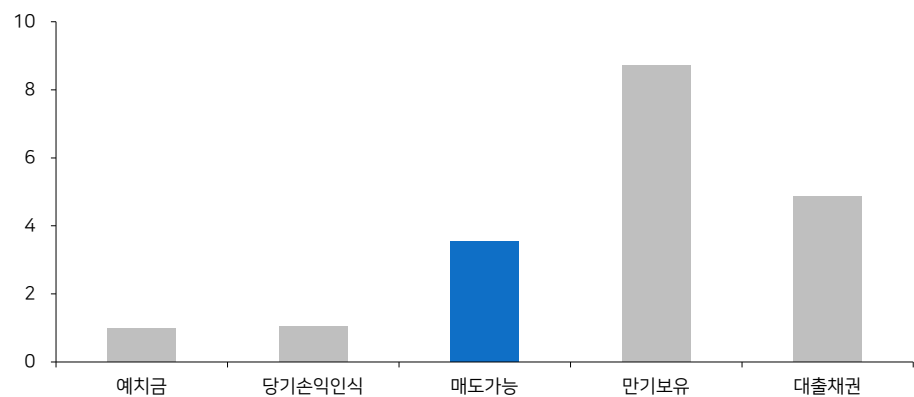
자료: 미래에셋생명

그림7 해외투자 종류별 포트폴리오



자료: 미래에셋생명

그림8 2Q16 기준 금리부 자산 종류별 듀레이션



자료: 미래에셋생명

변액종신 비중 적어 보증위험액 부담 제한적

변액보험 판매에 따른
보증위험액 산출 방식 변경 예정

변액보험을 판매하는 보험사에 대해 금융감독원은 크게 두가지 방식으로 위험을 관리한다. 1) 재무제표에 반영되는 보증준비금과 2) RBC 비율에서의 보증위험액이다.

보증준비금은 GMDB 영향 大
변액종신 판매 많을수록 커짐

현행 상 보증준비금 및 보증위험액의 산출 방식이 달라 관련 위험이 정확히 반영되지 못하는 문제점이 있었다. 1) 보증준비금은 금융감독원이 제시하는 시나리오에 따라 산출 결과가 달라지는 반면 2) 보증위험액 산출 시 위험계수는 금리 등 경제환경 변화와 관계 없이 고정되어 있어 금리 하락 시 보증준비금은 증가 하는 반면 보증위험액은 감소하는 문제가 있었다.

이번 입법예고에 따르면 향후 보증위험액 또한 보증준비금과 같이 시나리오 반영이 가능한 방식으로 개선하고, 파생상품 헤지 등으로 경감이 가능하도록 조정할 예정이다.

미래에셋생명
변액종신 비중 적어 영향 제한적

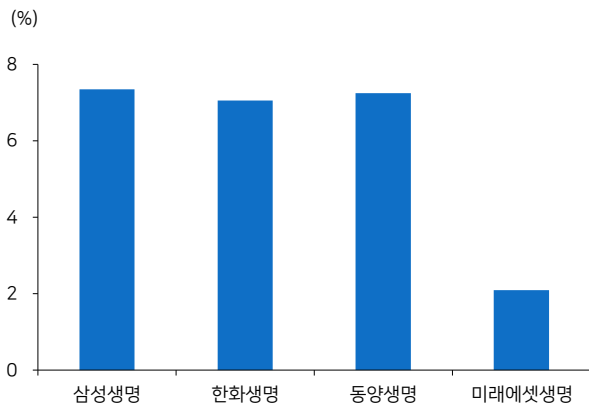
보증준비금 산출 방식은 주로 최저사망보험금(GMDB: 특별 계정의 운용실적과 관계없이 보장하는 최저한도의 사망보험금)의 영향이 크며 이는 변액종신 상품 판매가 많을수록 커진다. 미래에셋생명의 경우 변액종신 비중이 상위사 대비 크지 않아 관련 영향 또한 제한적이다.

표4 변액보험 보증준비금 및 보증위험액 산출 방식 차이

보증준비금 산출 방식	(확률론적 방식) 과거경험통계 기반의 기초율을 보수적으로 할인, 할증하여 추정된 순손실액 중 최악의 30%를 평균 (CTE 70)
보증위험액 산출 방식	(계수방식) 익스포저에 이미 정해진 위험계수를 곱한 후 보증준비금을 차감

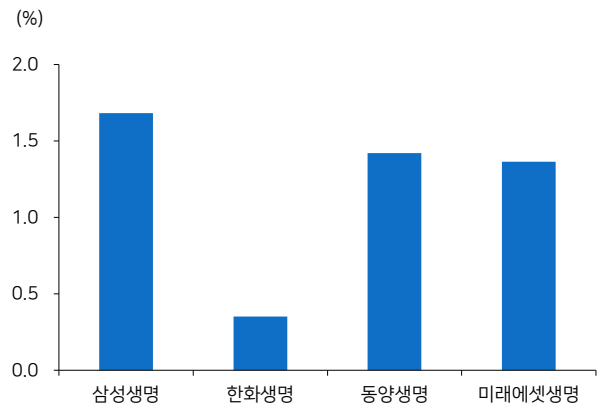
자료: 금융감독원, 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 변액 자산 대비 보증준비금 비중



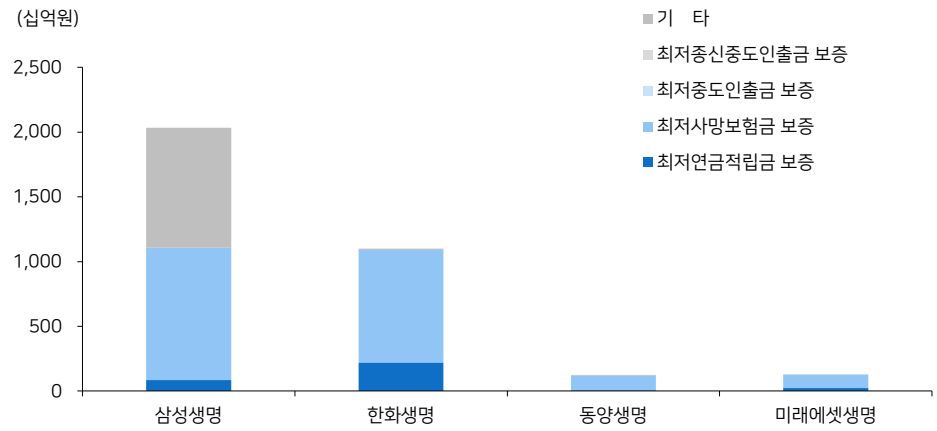
주: 동양생명은 3Q16 기준, 그 외 4Q16 기준
자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림10 변액 자산 대비 보증위험액 비중



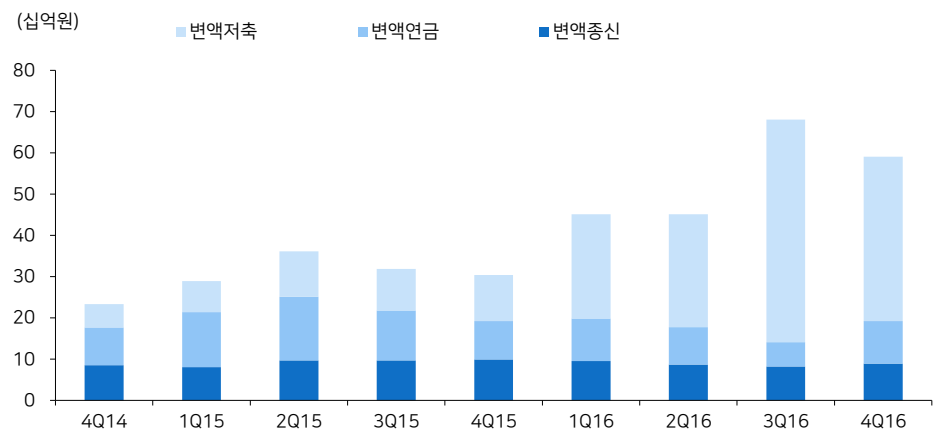
주: 보증위험액 2Q16 기준
자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림11 보증준비금 상세



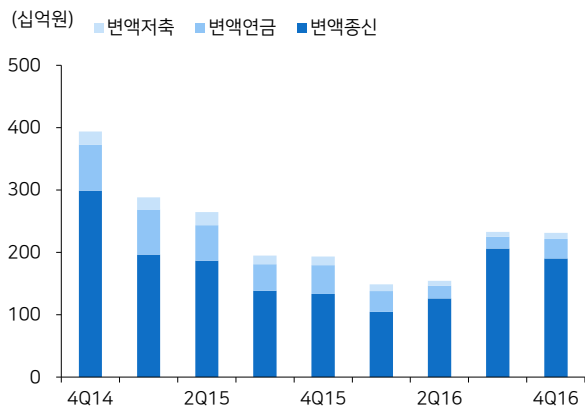
자료: 각 사

그림12 미래에셋생명 변액보험 상품별 APE



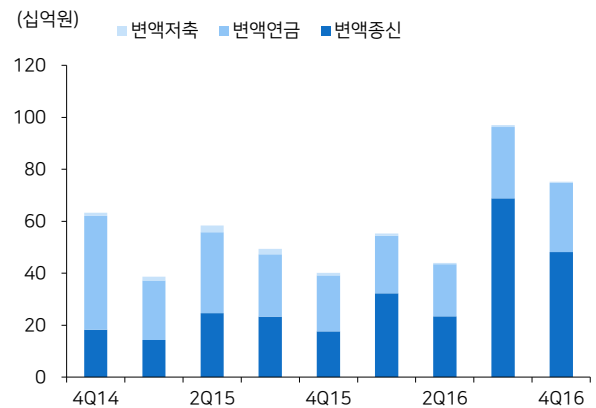
자료: 미래에셋생명

그림13 삼성생명 변액보험 상품별 APE



자료: 삼성생명

그림14 한화생명 변액보험 상품별 APE



자료: 한화생명

금리 상승 시
매도가능증권의 평가손 발생으로
자본 감소 우려 있으나

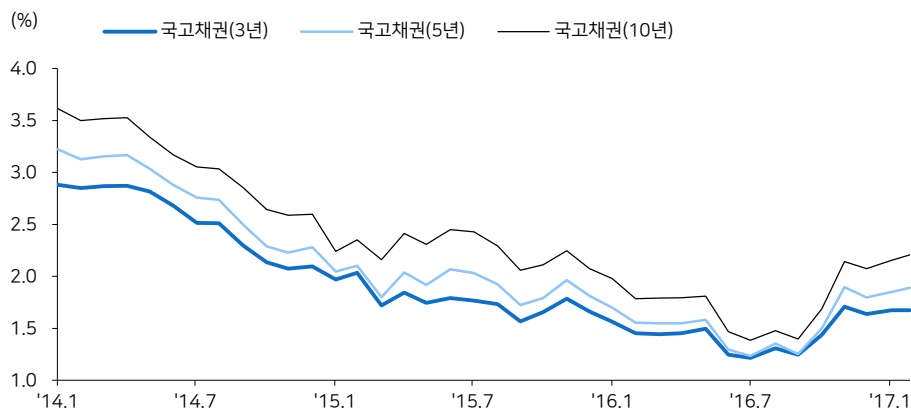
만기보유증권 비중 많아 금리 상승에 따른 민감도 적음

지난해 말 금리가 크게 상승하며 대부분의 보유 채권을 매도가능증권으로 분류하고 있었던 보험사의 자본이 크게 감소했다. 미국 연준이 금리 인상 가능성을 시사하고 있어 시중 금리가 추가적으로 상승할 가능성도 존재한다. 이 경우 매도가능증권의 평가손실 발생으로 자본이 감소해 시장에서 RBC 및 자본확충 가능성에 대해 우려하고 있다.

미래에셋생명
만기보유증권 비중 37.4%

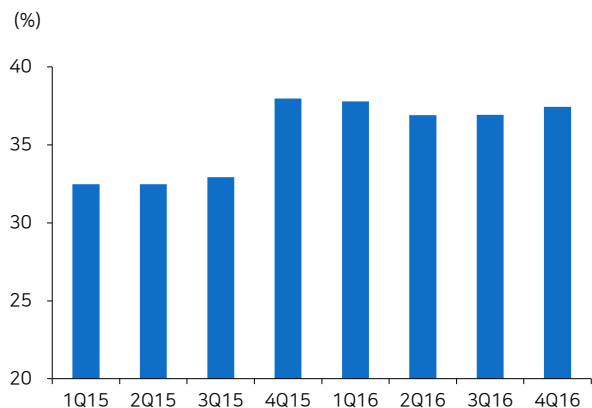
미래에셋생명은 운용자산 대비 만기보유 증권 비중 37.4%, 금리부자산 대비 41.2%로 많아 금리 상승에 따른 민감도가 비교적 적다. 4Q16 전분기 대비 RBC 비율 하락 폭이 -53.5%p로 타사 대비 양호한 수준이었다.

그림15 국채 금리 추이



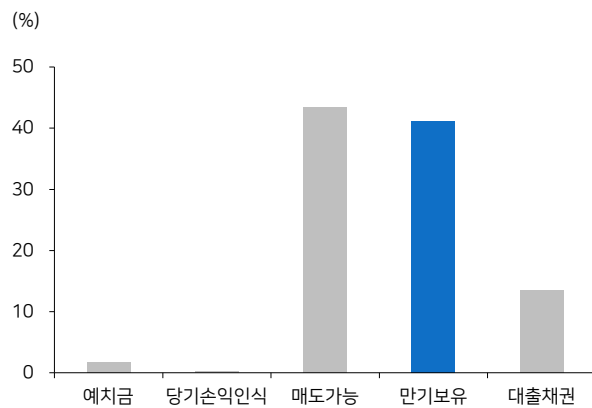
자료: Quantiwise

그림16 운용자산 중 만기보유증권 비중



자료: 미래에셋생명

그림17 RBC 금리부 자산 중 만기보유 비중(2Q16)



자료: 미래에셋생명

IFRS17 및 신지급여력비율 제도 영향은 부채구조가 중요

IFRS17 기준서 확정 시
할인율 산정 방식이 가장 중요

IFRS17 기준서가 5월 중 확정될 예정이다. 가장 중요한 부분은 보험 부채 시가평가를 위한 할인율이다. 지금까지 논의된 바에 의하면 기본적으로는 상향식(무위험수익률 + 유동성프리미엄)이 적용되며 매칭이 된 부채에 한해서는 하향식(매칭자산운용수익률 - 신용위험프리미엄)이 적용된다.

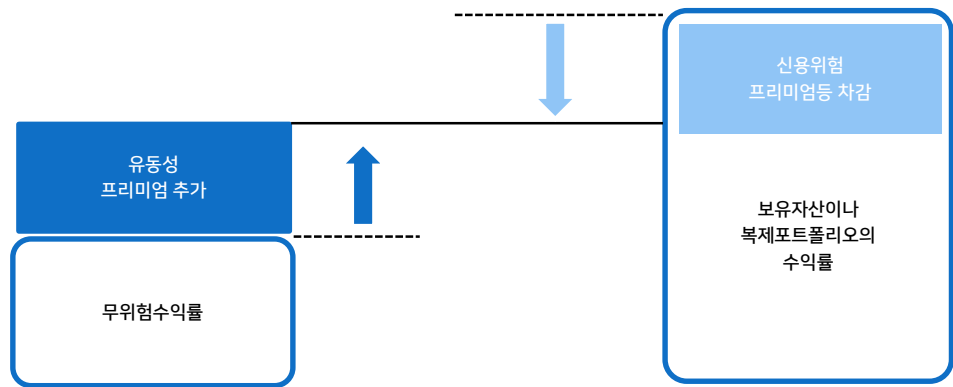
기준서 확정 이후 LAT 할인율에
적용될 가능성 매우 높음

상세한 할인율 산정 방식이 확정된 이후 2021년 회계 제도 도입을 단계적으로 준비하기 위해 감독원은 LAT(부채적정성평가) 할인율 또한 유사한 방식으로 가져갈 전망이다.

미래에셋생명 LAT 잉여금액
타 생보사 대비 많아 부담 제한

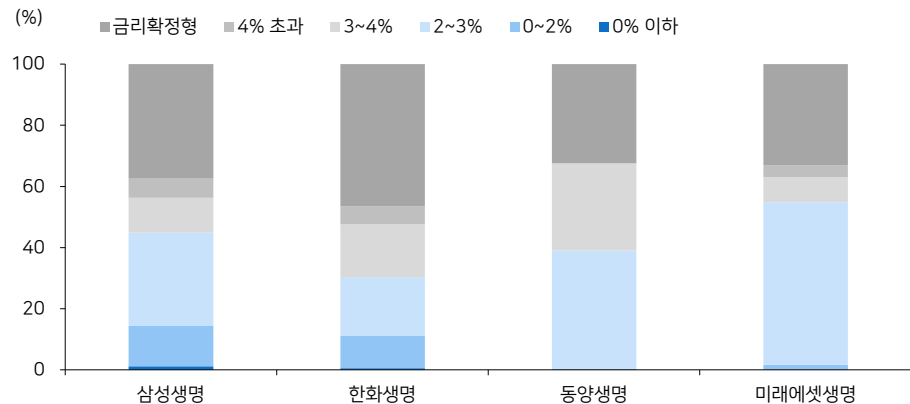
미래에셋생명은 상위 생명보험사 대비 부채 구조가 유연하고 LAT 관련 잉여금액이 지급여력금액 대비 많아 관련 변화에 대한 부담이 비교적 적다.

그림18 상향식 및 하향식 할인율



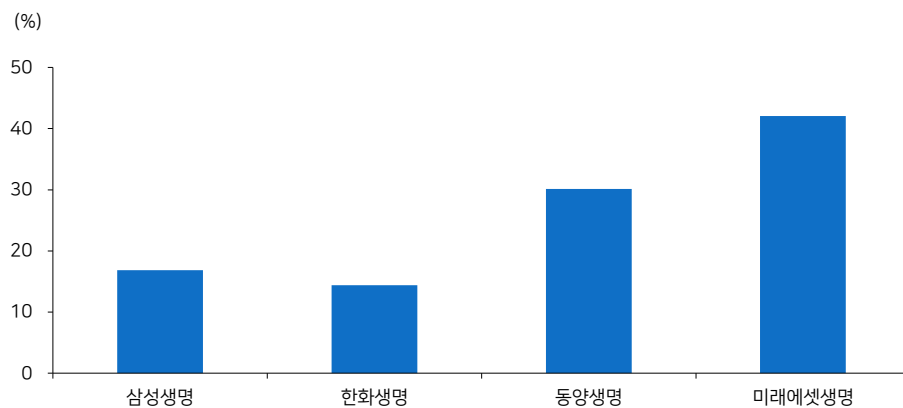
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 RBC 기준 금리부 부채 비율별 비중(2Q16)



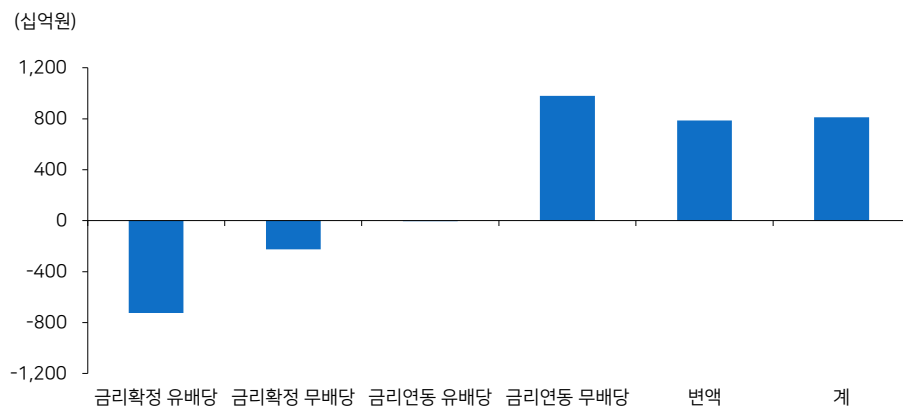
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 지급여력금액 대비 LAT 잉여금액 비중



주: LAT 잉여금액 2Q16 기준, 지급여력금액은 4Q16 기준(동양생명은 3Q16 기준)
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림21 미래에셋생명 LAT 잉여금액



주: 2Q16 기준
 자료: 미래에셋생명

2. 이익 측면: 증가 속도 느리지만 안정적

변액보험 APE 및 퇴직연금 잔고 빠르게 증가 중

변액보험 판매는 빠르게 증가하나 이익 인식에는 시간이 걸리는 구조

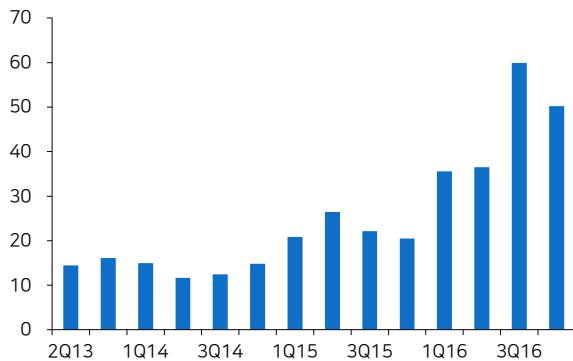
미래에셋생명은 변액 및 퇴직관련 보험 판매에 주력하고 있으며 이것이 타 생명보험사와 차별화되는 점이다. 관련 보험은 특별계정으로 분류되기 때문에 재무제표상 이익 인식 방식이 일반계정과 다르다. 판매 잔고 대비 수수료를 영업 외 이익으로 인식하고 있어 변액보험 APE 및 퇴직연금 잔고가 빠르게 증가함에도 불구하고 이익의 인식 속도가 느리다.

다만, IFRS17 도입에 따른 영향에서 자유로움

다만, 향후 IFRS17 도입 시 저축성 보험의 매출 인식 제외 영향에서 자유롭고, 꾸준히 잔고가 증가하고 있어 향후 자본 시장 환경 변화로 포트 변경이 이뤄지면 빠른 이익의 증가를 기대할 수 있다.

그림22 변액보험 APE 추이

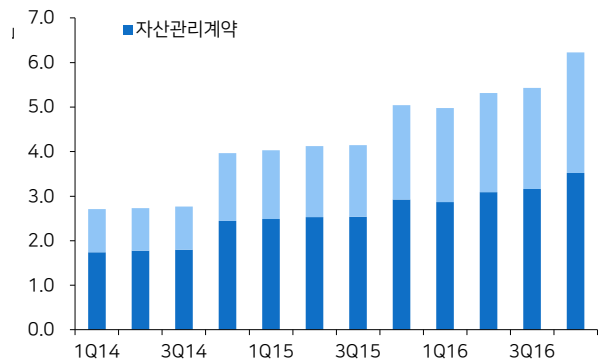
(십억원)



자료: 미래에셋생명

그림23 퇴직연금 잔고 추이

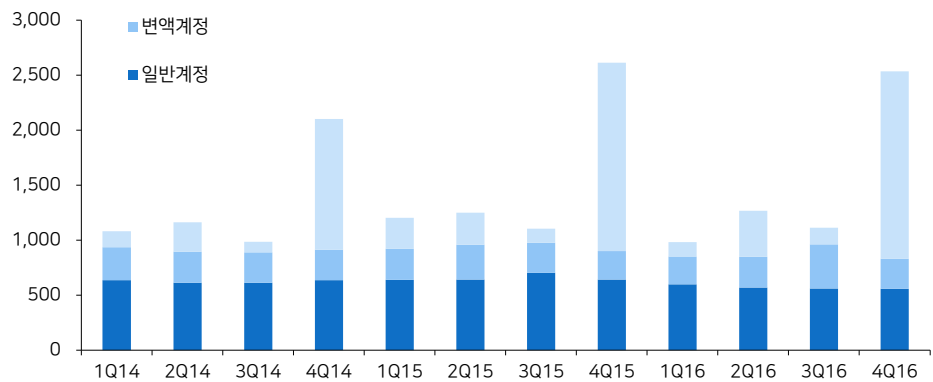
(조원)



자료: 미래에셋생명

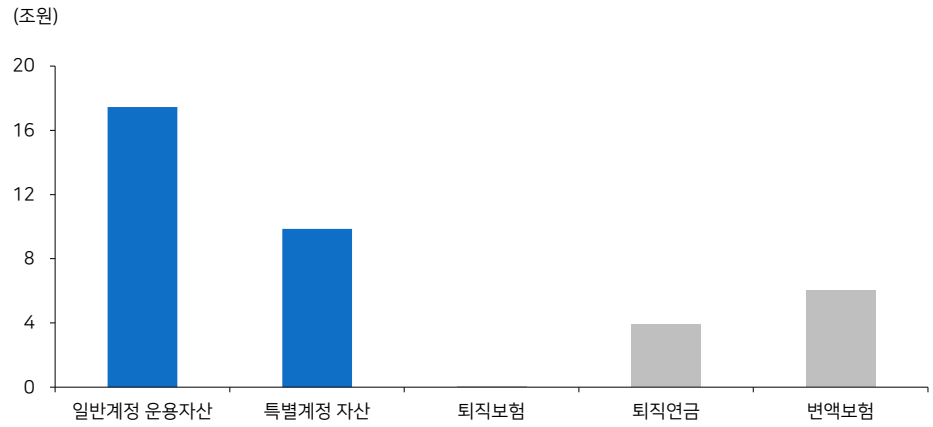
그림24 수입보험료 추이

(십억원)



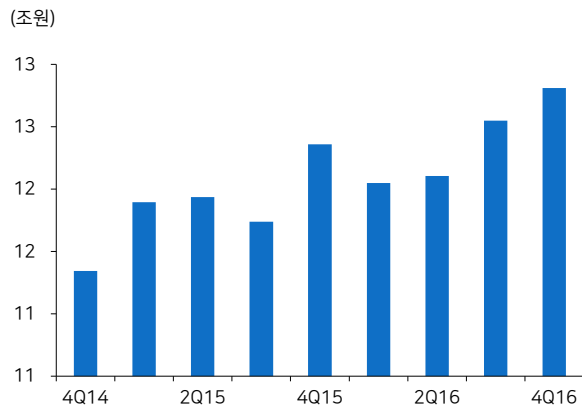
자료: 미래에셋생명

그림25 미래에셋생명 일반 및 특별계정 자산



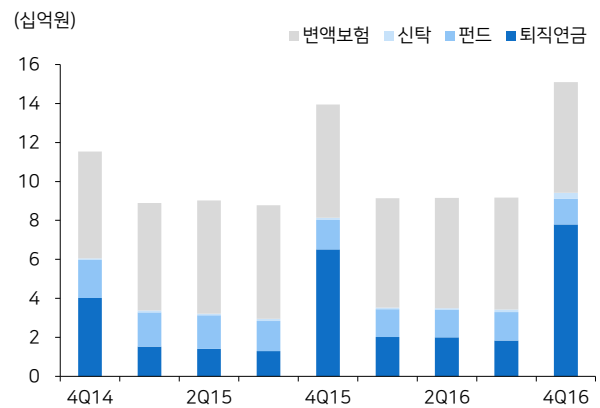
자료: 미래에셋생명

그림26 Fee biz 잔고



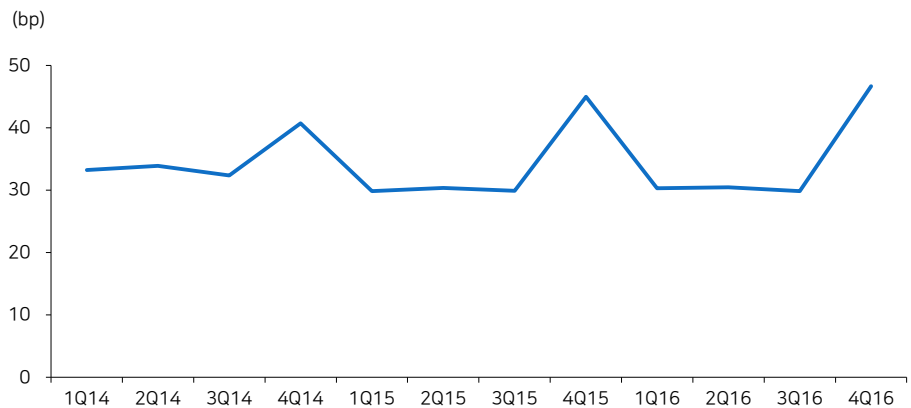
자료: 미래에셋생명

그림27 Fee biz 수수료



자료: 미래에셋생명

그림28 Fee biz 잔고 대비 수수료율(bp, 연율화)



자료: 미래에셋생명, 메리츠증권 리서치센터

유사한 수익구조의 PCA 생명

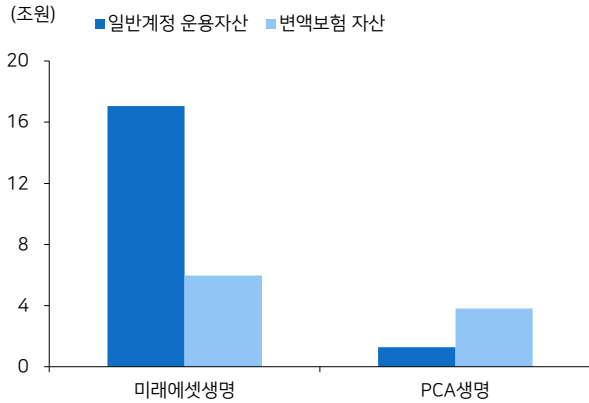
변액보험 부문 시너지 기대되나
이익 증가 속도는 더딜 전망

PCA생명보험은 16년 10월 기준 약 3.8조원의 변액보험 자산을 가지고 있다. 미래에셋생명의 변액보험 자산과 합산 시 9.8조원으로 상위사 수준으로 증가하며 수입보험료 합산 시 MS가 11.9%로 상승한다.

변액보험 판매 인력은 일반 보험 판매인력과 성격이 다르다. 종신, CI 등 보장성 보험 판매를 위주로 하는 설계사와 달리 변액 보험은 자산관리 및 컨설팅 능력이 필수이기 때문이다. PCA생명 또한 미래에셋생명과 같이 변액보험을 위주로 판매 전략을 펼쳐온 회사로 영업조직 통합에도 무리가 없을 전망이다.

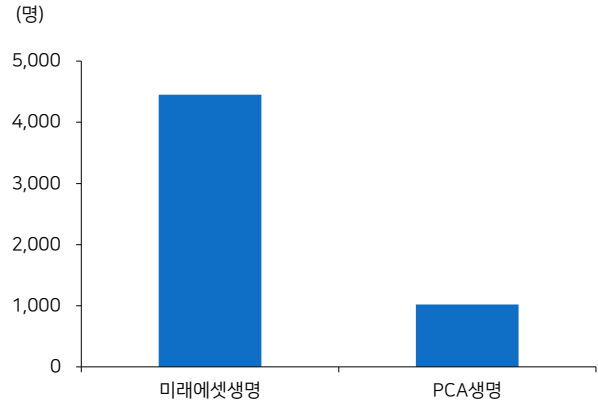
다만, 미래에셋생명보다도 변액보험 의존 비중이 커 PCA생명 또한 이익 증가 속도가 더디다는 점에 유의해야 한다.

그림29 일반 및 변액보험 자산



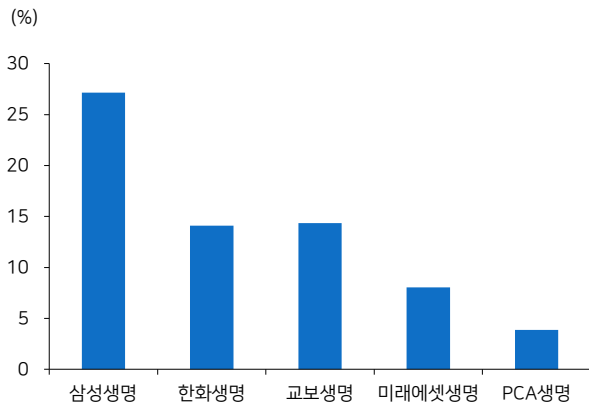
자료: 생명보험협회

그림30 설계사 수



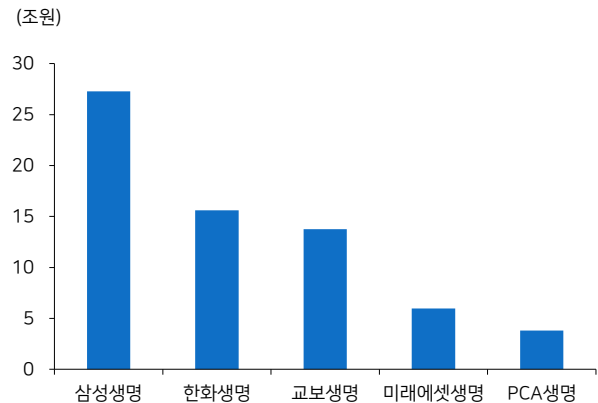
자료: 생명보험협회

그림31 변액보험 수입보험료 MS



자료: 생명보험협회

그림32 변액 자산 규모



자료: 생명보험협회

표5 PCA생명 요약 재무제표

(십억원, %)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
보험손익	0.87	-1.03	-1.58	-8.11	-4.77	-5.07	-6.66
보험영업수익	84.32	84.24	84.61	84.37	84.2	83.08	81.72
보험영업비용	83.45	85.27	86.19	92.48	88.97	88.15	88.38
지급보험금	32.18	29.64	30.26	33.13	33.07	31.34	29.91
사업비	28.48	32.78	34.28	34.95	30.5	31.57	32.36
신계약비상각비	17.44	17.54	16.23	18.89	19.46	19.29	20.09
투자손익	12.34	10.29	10.46	19.84	11.73	10.85	11.42
책임준비금전입액	15.06	14.5	13.94	12.25	15.24	14.23	13.65
영업외손익	9.37	9.45	8.28	10.67	10.76	6.81	10.61
당기순이익	5.79	3.25	3.66	7.83	1.88	-1.76	1.37
보험금지급율(A)	38.2	35.2	35.8	39.3	39.3	37.7	36.6
사업비율(B)	54.5	59.7	59.7	63.8	59.3	61.2	64.2
준비금적립율(C)	17.9	17.2	16.5	14.5	18.1	17.1	16.7
(A+B+C)	110.5	112.1	111.9	117.6	116.7	116.1	117.5
영업외손익/보험영업수익	11.1	11.2	9.8	12.6	12.8	8.2	13.0
투자수익률	4.3	3.6	3.5	6.6	3.8	3.4	3.5

자료: 금융정보통계시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 미래에셋생명 요약 재무제표

(십억원, %)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
보험손익	168	189	223	133	97	89	65
보험영업수익	666	670	731	672	627	599	590
보험영업비용	498	480	509	539	530	509	525
지급보험금	342	326	345	366	358	350	354
사업비	59	62	72	77	78	68	77
신계약비상각비	69	64	64	67	64	62	65
투자손익	163	143	146	140	145	162	151
책임준비금전입액	340	349	408	341	318	273	263
영업외손익	49	47	59	94	84	64	62
당기순이익	30	50	15	20	4	32	11
보험금지급율(A)	51.4	48.7	47.1	54.4	57.2	58.5	60.0
사업비율(B)	19.2	18.8	18.5	21.5	22.7	21.7	24.0
준비금적립율(C)	51.1	52.1	55.7	50.7	50.8	45.6	44.6
(A+B+C)	121.7	119.6	121.4	126.6	130.7	125.8	128.7
영업외손익/보험영업수익	7.4	7.1	8.0	14.0	13.4	10.7	10.6
투자수익률	4.5	3.7	3.7	3.5	3.5	3.9	3.5

자료: 미래에셋생명, 메리츠증권증권 리서치센터

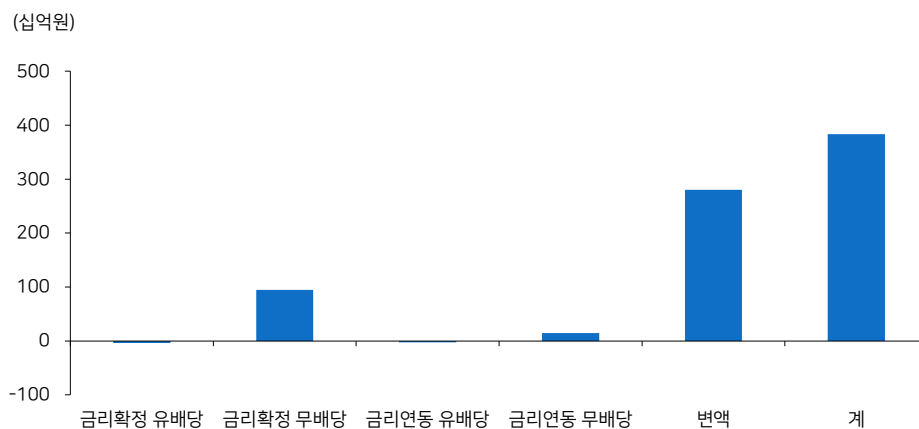
변액보험 비중이 높아
자본적정성 지표가 양호

자본적정성 확보에 기여할 듯

PCA생명의 높은 RBC 비율 및 충분한 LAT 잉여금액 또한 변액보험 비중이 높기 때문이다. 타 생보사와 달리 지급여력기준액(요구자본) 중 시장리스크 비중이 높은 편이며 이는 변액자산이 많아 보증위험액 규모가 크기 때문이다.

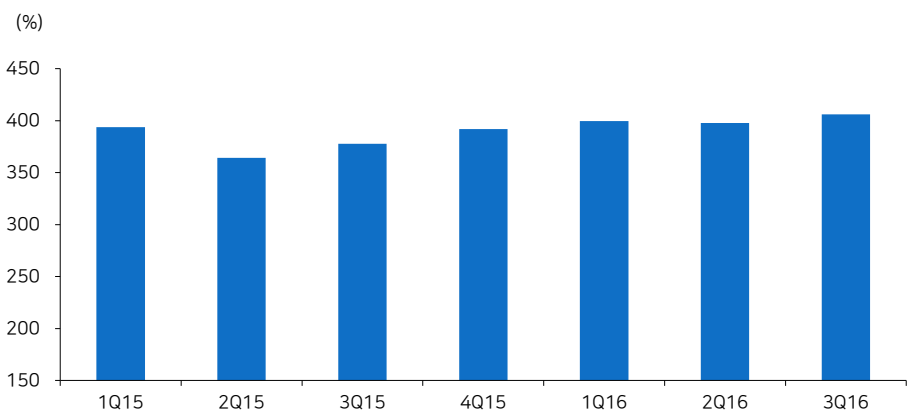
향후 보증위험액 산출기준이 보증준비금과 같은 시나리오 방식으로 바뀌게 되면 그 규모가 감소할 가능성이 있다.

그림33 PCA생명 LAT 잉여금액(2Q16)



자료: PCA생명

그림34 PCA생명 RBC 비율



자료: 금융통계정보시스템

3. 4Q16 실적 Review

4Q16 순손실 103억원

4Q16 순손실 103억원 시현(적전 QoQ, 적전 YoY)

4Q16 순손실(별도) 103억원(적전 QoQ, 적전 YoY)을 시현했다. 희망퇴직 비용 210억원, 변액보충준비금 193억원 적립 등 일회성 요인이 실적 감소의 원인이다. 보장성 신계약 APE 639억원(+41.6% QoQ, +50.7% YoY)으로 증가하고 Fee Biz 관련 수수료 수입 117억원(+7.5% YoY), 잔고 12.8조원(+3.7% YoY)로 증가하는 등 two track 전략을 지속적으로 추진하고 있다.

향후 RBC 비율 규제 강화 및 IFRS17 도입에 대비하기 위해 채권 매각의 시현을 지양하는 전략으로 운용수익률이 하락하고 있으나 보유이율은 3.63%(-0.05%p QoQ, -0.27%p YoY)로 견고하다. 4Q16 운용수익률이 2.81%(-0.7%p QoQ, -0.7%p YoY)로 하락한 이유는 100% 자회사인 미래에셋금융서비스(자회사형 GA) 관련 손상차손을 65억원 인식했기 때문이다.

컨퍼런스콜 Q&A

컨퍼런스콜 Q&A 정리

Q: RBC 비율 규제 강화 영향은?

A: 비율 규제 강화로 17년말 부채 D가 8로 증가할 전망. 다만, 해외채권 환해지 인정요인 완화로 상쇄됨. 외화자산 D가 7.2에서 12.1로 증가하게 되며 이로 인해 자산 D가 8.2로 증가. 18년에는 부채 D 9.2로 증가 예상되고 자산 D는 8.3 예상. 최저금리위험액 적용되기 때문에 제도 개정에 따른 RBC 영향은 없음.

Q: PCA 합병과 관련해 염가매수차익 발생하면 이를 어떻게 활용할 계획인지?

A: 합병방식에 따라 염가매수차익 발생 여부가 달라짐. 다만, 외부로 유출되거나 비용으로 지출될 이익은 아니며 이를 재무 안전성 확보에 활용할 계획

Q: 추가적인 희망퇴직 계획은? 희망퇴직으로 인한 이익의 영향은?

A: 미래에셋생명 및 PCA 생명 모두 인위적인 구조조정 계획 없음. 작년에 시행한 희망퇴직으로 연간 180~200억원의 비차이익 개선 기대

Q: 2017년 이익 목표는?

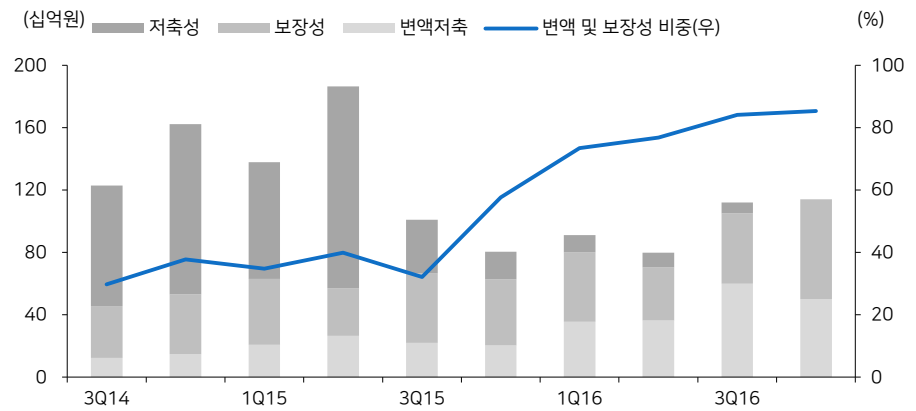
A: 비차 및 사차이익 1,000억원 예상되며 이차부문에서는 31bp의 역마진율이 유지된다면 300억원 손실을 예상하고 있음

표7 미래에셋생명 분기 실적 Review

(십억원)	4Q16	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	-0.5	133.0	-100.3	64.6	-100.7	52.1	-100.9		
투자손익	126.0	139.7	-9.8	151.1	-16.7	147.7	-14.7		
책임준비금전입액	244.2	341.0	-28.4	263.3	-7.3	295.3	-17.3		
영업외손익	105.1	94.3	11.4	62.4	68.5	99.0	6.1		
당기순이익	-10.3	20.2	적전	11.4	적전	2.6	N/A	11.0	N/A

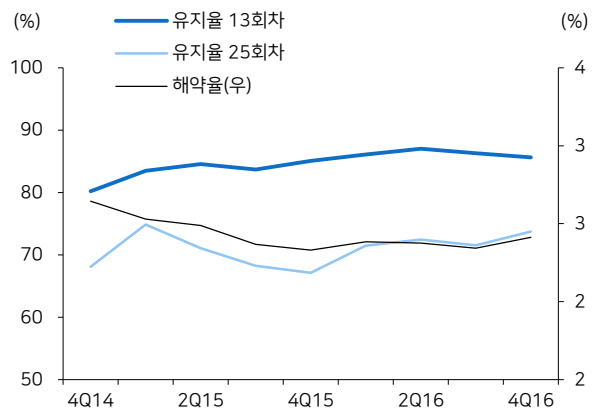
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 신계약 상품별 APE



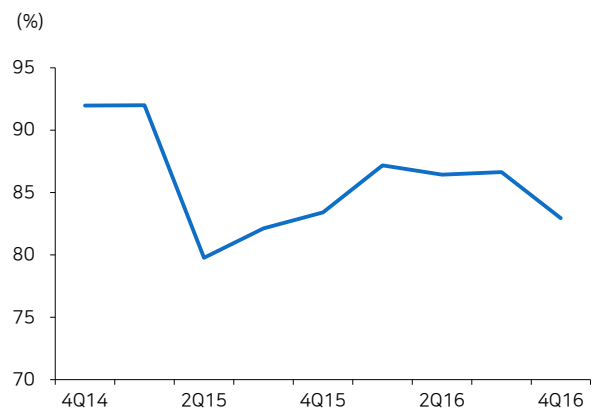
자료: 미래에셋생명

그림36 유지율 및 해약율



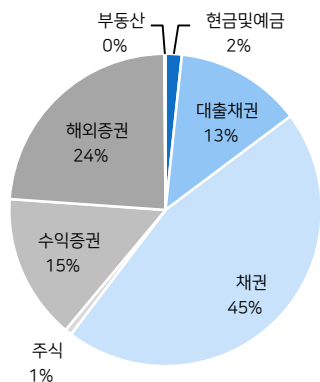
자료: 미래에셋생명

그림37 위험손해율



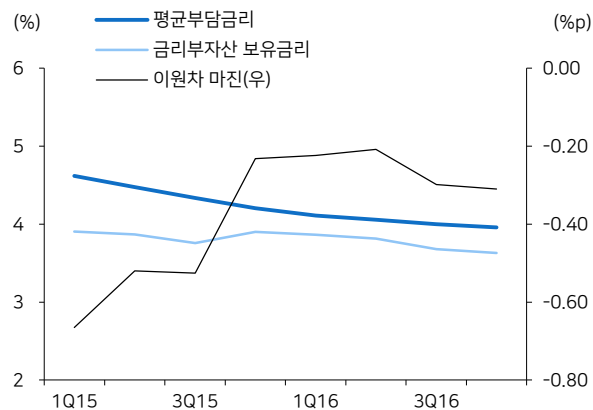
자료: 미래에셋생명

그림38 운용자산 비중



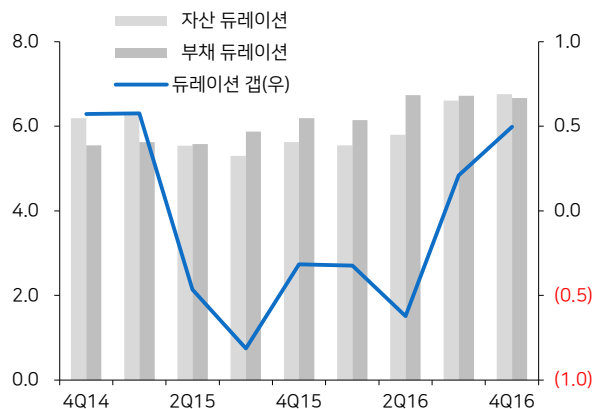
자료: 미래에셋생명

그림39 이원차마진



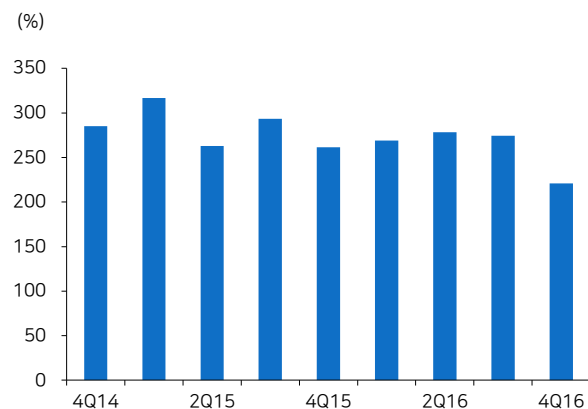
자료: 미래에셋생명

그림40 자산 부채 듀레이션



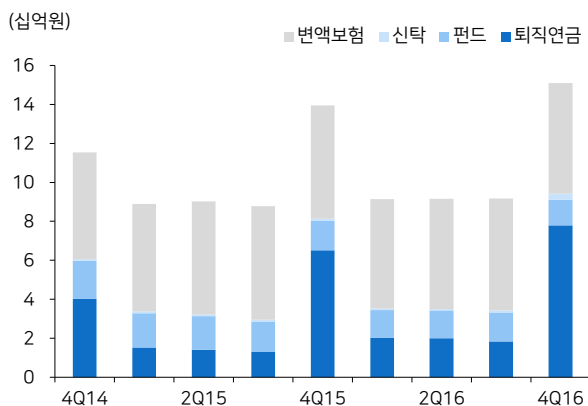
자료: 미래에셋생명

그림41 RBC 비율



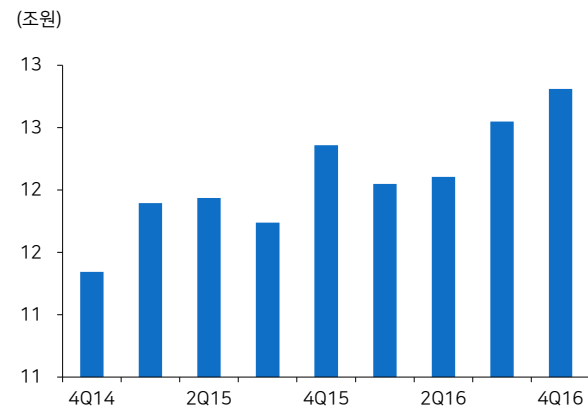
자료: 미래에셋생명

그림42 Fee Biz 수수료 수입



자료: 미래에셋생명

그림43 Fee Biz 잔고 및 적립금



자료: 미래에셋생명

미래에셋생명 (085620)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
보험손익	762.9	712.6	250.5	239.2	238.0
보험영업수익	2,610.4	2,739.4	2,403.6	2,370.6	2,436.2
보험료수익	2,502.5	2,625.9	2,286.8	2,253.0	2,315.0
재보험수익	107.9	113.5	116.8	117.5	121.3
보험영업비용	1,847.5	2,026.8	2,153.1	2,131.4	2,198.2
지급보험금	1,219.2	1,378.9	1,453.4	1,469.2	1,509.4
재보험비용	109.4	114.3	117.6	118.4	121.4
사업비	226.7	269.6	320.2	267.5	283.0
신계약상각비	292.1	263.9	261.8	276.1	284.2
할인료	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
투자손익	571.1	591.3	584.6	577.3	594.6
책임준비금전입액	1,453.0	1,438.0	1,098.4	1,001.0	1,031.8
영업이익	-119.0	-134.1	-263.3	-184.5	-199.2
영업외손익	210.0	249.3	315.2	308.8	345.5
세전순이익	91.0	115.2	51.8	124.3	146.3
법인세비용	20.0	0.2	14.6	30.1	35.4
당기순이익	71.0	114.9	37.2	94.2	110.9

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
자산총계	24,718.2	26,790.2	28,213.2	30,359.5	32,346.4
운용자산	14,829.9	16,405.6	17,452.1	18,518.2	19,658.1
현예금 및 예치금	216.6	350.0	293.0	286.2	308.0
유가증권	12,689.6	13,990.7	14,854.5	15,861.9	16,830.5
주식	282.7	120.7	123.3	139.7	147.1
채권	7,428.4	7,666.1	7,872.6	8,449.6	8,962.9
대출채권	1,827.4	1,970.3	2,264.0	2,308.5	2,448.9
부동산	96.3	94.5	21.5	46.3	56.7
비운용자산	935.9	959.8	999.4	992.0	935.7
특별계정자산	8,952.3	9,424.8	9,761.8	10,849.3	11,752.7
부채총계	22,549.5	24,935.6	26,430.3	28,379.6	30,278.3
책임준비금	13,267.6	14,706.8	15,806.1	16,807.1	17,838.9
계약자지분조정	123.0	111.6	80.0	80.0	80.0
기타부채	590.4	537.3	648.1	643.3	606.8
특별계정부채	8,568.6	9,579.9	9,896.1	10,849.3	11,752.7
자본총계	1,530.5	1,854.7	1,886.7	1,979.9	2,068.2
자본금	631.5	831.5	831.5	831.5	831.5
자본잉여금	207.9	300.8	300.8	300.8	300.8
이익잉여금	204.3	308.7	338.0	410.8	499.1
자본조정/기타포괄손익누계	486.7	413.6	416.3	416.3	416.3

Key Financial Data I

(%)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
수익성					
보험금지급율	46.7	50.3	60.5	62.0	62.0
위험손해율	92.5	84.3	85.8	85.4	85.2
사업비율	19.9	19.5	24.2	22.9	23.3
투자수익률	4.2	3.8	3.5	3.2	3.1
성장성					
총자산	N/A	8.4	5.3	7.6	6.5
운용자산	N/A	10.6	6.4	6.1	6.2
특별계정자산	N/A	5.3	3.6	11.1	8.3
자기자본	N/A	21.2	1.7	4.9	4.5
수입보험료	N/A	4.9	-12.3	-1.4	2.8
보험손익	N/A	-6.6	-64.8	-4.5	-0.5
투자손익	N/A	3.5	-1.1	-1.2	3.0
책임준비금전입액	N/A	-1.0	-23.6	-8.9	3.1
순이익	N/A	61.9	-67.6	153.2	17.7

Key Financial Data II

(%)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당지표 (원)					
EPS	675	801	259	657	773
BPS	14,551	12,926	13,150	13,799	14,414
DPS	100	55	122	150	158
밸류에이션 (배)					
PER	13.3	6.3	19.9	9.1	7.8
PBR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
수익성					
ROE	6.1	8.9	2.2	5.0	5.7
ROA	0.2	0.3	0.5	0.1	0.3
배당지표					
배당성향	14.8	6.9	6.9	6.9	6.9
배당수익률	1.1	1.1	0.3	0.8	0.9
안정성					
총자산/자기자본	16.2	14.4	15.0	15.3	15.6
보험료수입/총부채	11.6	11.0	9.1	8.4	8.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 2월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 2월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 2월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김고은)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.7
중립	7.3
매도	0.0

2016년 12월 31 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

미래에셋생명(085620) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.05.25	산업분석	Buy	6,000	김고은	
2016.07.11	산업분석	Buy	6,000	김고은	
2016.07.21	산업브리프	Buy	6,000	김고은	
2016.08.10	기업브리프	Buy	6,000	김고은	
2016.11.21	산업분석	Buy	7,500	김고은	
2017.01.18	산업브리프	Buy	7,500	김고은	
2017.02.27	기업분석	Buy	7,500	김고은	