



미래에셋생명
Buy / TP 8,200

미래에셋생명 (085620)

2018년 당기순이익 YoY +20.9%

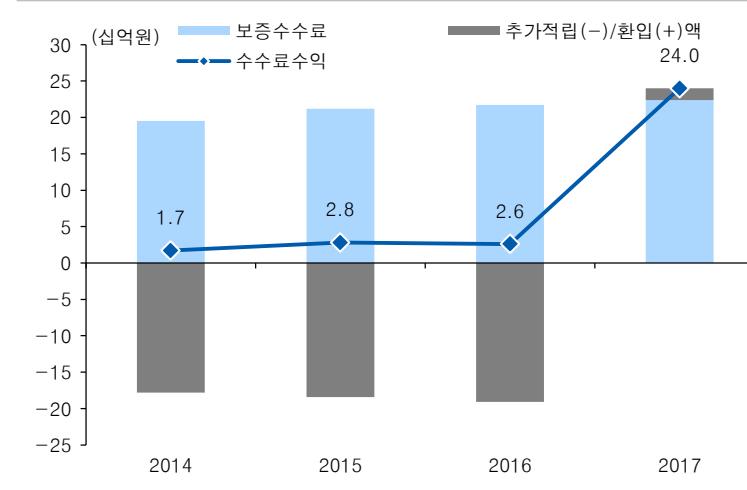
- 2018년 당기순이익은 956억원으로 전년대비 20.9% 증익 전망
- 1) PCA 합병 효과로 Fee-Biz 특별계정 자산 약 5조원 증가 → 17년대비 수수료 수익 150~200억원 증가
- 2) 기존 PCA 高손해율 계약 유입으로 손해율 소폭 상승 예상되나, 위험보험료 증가 효과로 17년과 유사한 사차익 예상
- 3) PCA 합병 비용 100~150억원은 매각이익으로 충당 예정

Forecasts and valuations

결산 (12월)	2016A	2017P	2018E	2019E
보험영업수익	2,404	2,208	2,145	2,130
영업이익	-273	-264	-385	-409
당기순이익	24	79	96	127
PER	35.8	10.9	8.8	6.6
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE	1.3	4.2	4.6	5.5
ROA	0.3	1.1	1.0	1.2

단위: 십억원. 자료: 유안타증권 리서치센터

변액보험 보증수수료, 추가적립 관련 수익



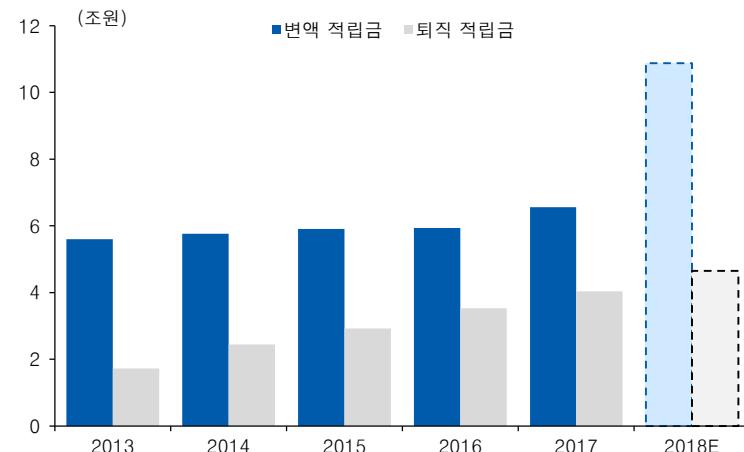
자료: 미래에셋생명, 유안타증권 리서치센터

미래에셋생명 (085620)

PCA 합병 효과 1: 수수료 수익 증가

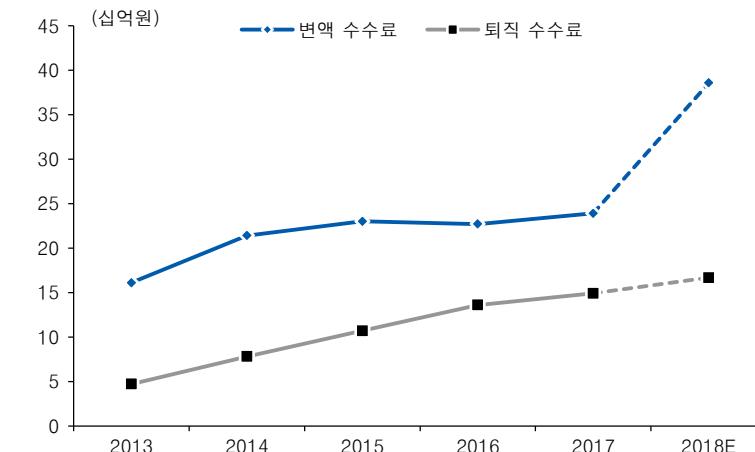
- 미래에셋생명의 차별화된 특징 중 하나는 수수료 기반 비즈니스(변액, 퇴직) 수익 비중이 높다는 점임
- PCA생명 합병을 통해 변액 적립금 약 4조원 증가 예상
- 기존 미래에셋생명과 PCA생명 수수료율은 유사함 → 증가한 적립금만큼 수수료 수익도 증가 전망

변액, 퇴직 적립금 추이 및 전망: 18년 PCA 합병으로 변액 적립금 증가



자료: 미래에셋생명, 유안타증권 리서치센터

변액, 퇴직 수수료 추이 및 전망: 18년 PCA 합병으로 수수료 수익 증가



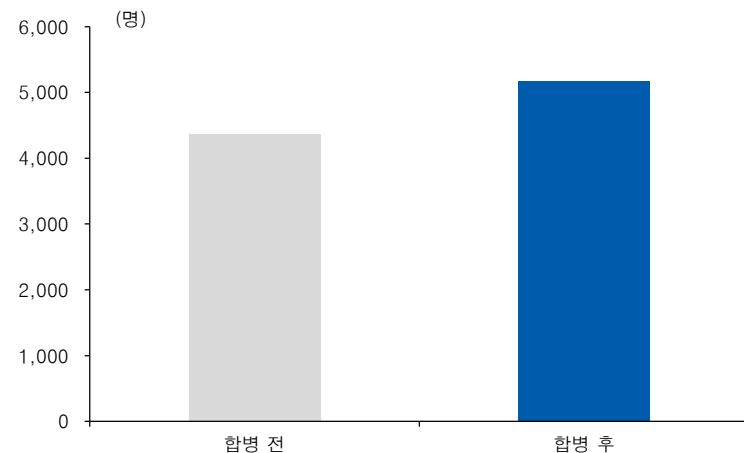
자료: 미래에셋생명, 유안타증권 리서치센터

미래에셋생명 (085620)

PCA 합병 효과 2: FC +19%

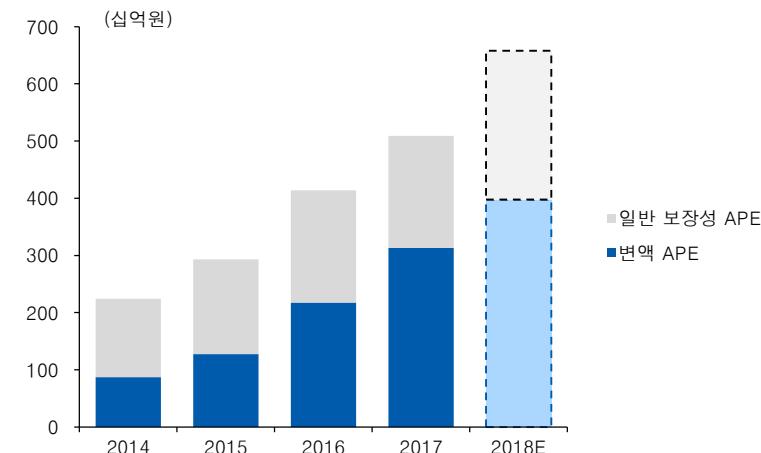
- PCA생명 합병으로 전속설계사 수 19% 증가 예정
- PCA 출신 설계사 확보 통해 변액 및 일반보장성 신계약 고성장 전망
- PCA생명은 GA 비중이 컼음 → 올해 GA 경쟁 심화 국면에서 안정적인 기반 확보

PCA생명 합병 전/후 설계사 수: FC 19% 증가



자료: 미래에셋생명, 유안타증권 리서치센터

미래에셋생명 변액, 일반보장성 APE 추이 및 전망



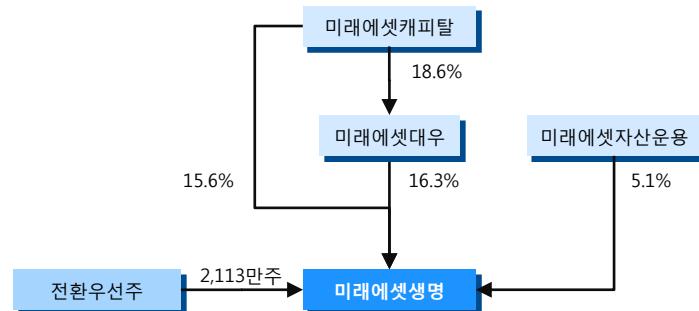
자료: 미래에셋생명, 유안타증권 리서치센터

미래에셋생명 (085620)

합병 과정에서 발생한 자사주, 1년간 보호예수

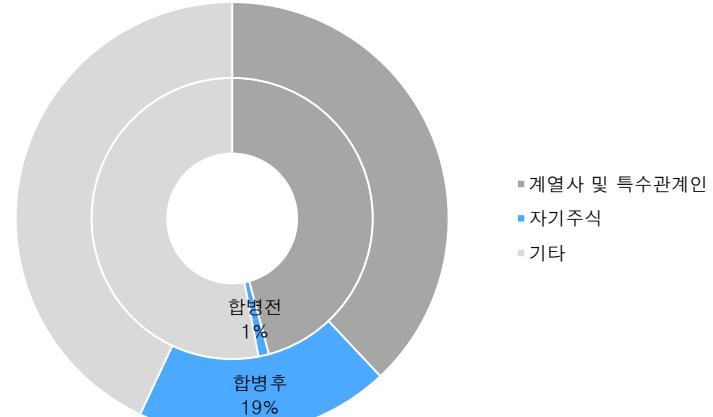
- PCA 합병 과정에서 발생한 신주 자사주는 1년간 보호예수
- 사측은 신주 자사주를 보호예수 이후 전략적 투자자에게 매각하는 방안 고려하고 있음
- 향후 잠재적 오버행 가능성은 부담 요인이나, 자사주 및 CPS를 전량 유통주식수로 간주해도 18Y PBR은 0.45x에 불과

미래에셋생명-PCA생명 합병 후 지배구조



자료: 미래에셋생명, 유안타증권 리서치센터

미래에셋생명-PCA생명 합병 전/후 지분율: 신주 자사주 발생



자료: 미래에셋생명, 유안타증권 리서치센터

미래에셋생명 (085620)

손익계산서

(십억원)	2015A	2016A	2017P	2018E	2019E
수입보험료	6,173	5,896	5,612	6,374	7,104
일반계정	2,626	2,287	2,086	2,019	1,999
특별계정	3,548	3,609	3,526	4,355	5,105
보험영업수익	2,739	2,404	2,208	2,145	2,130
보험영업비용	2,027	2,153	2,203	2,371	2,437
지급보험금	1,379	1,453	1,530	1,495	1,476
재보험비용	114	118	124	131	139
사업비	270	320	314	440	485
신계약비상각	264	262	235	304	336
보험손익	713	251	5	-225	-307
투자손익	588	575	600	669	717
영업이익	-138	-273	-264	-385	-409
영업외손익	249	315	362	511	577
특별계정수입수수료	253	319	363	514	580
법인세차감전순이익	115	52	103	126	168
법인세	0	28	24	31	41
당기순이익	115	24	79	96	127

수익성

	2015A	2016A	2017P	2018E	2019E
위험보험료/위험보험금	84.3%	85.8%	83.6%	84.2%	82.6%
사업비/수입보험료	7.8%	9.0%	9.5%	11.4%	11.2%
투자이익률	3.8%	3.4%	3.4%	3.5%	3.5%

성장성

	2015A	2016A	2017P	2018E	2019E
수입보험료	15.8%	-4.5%	-4.8%	13.6%	11.5%
보험영업수익	4.9%	-12.3%	-8.1%	-2.8%	-0.7%
당기순이익	61.9%	-78.9%	227.0%	20.9%	33.1%
자산총계	11.3%	5.7%	4.8%	32.5%	8.1%
운용자산	10.6%	6.4%	2.8%	11.3%	3.3%
자본총계	21.2%	1.0%	2.4%	17.3%	4.4%

대차대조표

(십억원)	2015A	2016A	2017P	2018E	2019E
자산총계	26,790	28,304	29,658	39,287	42,454
운용자산	16,406	17,452	17,949	19,979	20,644
현예금 및 예치금	121	123	317	319	322
유가증권	11,276	12,103	12,276	13,700	14,159
대출채권	1,970	2,283	2,411	2,657	2,743
부동산	3,039	2,942	2,945	3,303	3,420
비운용자산	964	986	1,210	1,373	1,624
특별계정자산	9,425	9,866	10,499	17,936	20,186
부채총계	24,936	26,430	27,740	37,036	40,105
책임준비금	14,707	15,806	16,676	18,704	19,522
기타부채	537	648	279	338	338
특별계정부채	9,580	9,896	10,728	17,936	20,186
자본총계	1,855	1,874	1,918	2,251	2,349
자본금	832	832	832	1,065	1,065
자본잉여금	301	301	301	305	305
이익잉여금	309	325	385	457	555
기타포괄손익누계액	424	427	411	434	434

주당지표/Valuation

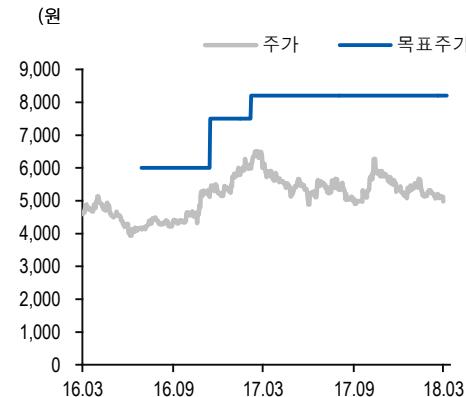
	2015A	2016A	2017P	2018E	2019E
EPS (원)	754	144	481	581	773
BPS (원)	10,805	11,383	11,653	13,674	14,273
DPS (원)	55	55	200	200	200
PER (배)	6.7	35.8	10.9	8.8	6.6
PBR (배)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE (%)	6.8%	1.3%	4.2%	4.6%	5.5%
ROA (%)	1.7%	0.3%	1.1%	1.0%	1.2%
배당성향 (%)	6.9%	32.6%	36.3%	30.0%	22.5%
배당수익률 (%)	1.1%	1.1%	3.8%	3.9%	3.9%

안정성

	2015A	2016A	2017P	2018E	2019E
자산총계/자기자본 (배)	14.44	15.11	15.46	17.45	18.07
보유보험료/자기자본 (배)	3.33	3.15	2.93	2.83	3.02

미래에셋생명 (085620)

미래에셋생명 (085620) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-03-26	BUY	8,200	1년		
2018-02-27	1년 경과 이후		1년	-37.47	-36.22
2017-02-27	BUY	8,200	1년	-33.08	-20.61
2016-12-06	BUY	7,500	1년	-25.77	-13.20
2016-07-20	BUY	6,000	1년	-24.68	-11.33

자료: 유안타증권

주: 과리율 = $(\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.4
Buy(매수)	85.4
Hold(중립)	13.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

미래에셋생명 (085620)

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정준섭)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.