

미래에셋생명 (085620)

보험

정준성



02 3770 5728
junsup.jung@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	8,200원 (M)
현재주가 (5/16)	5,560원
상승여력	47%

시가총액	9,842억원
총발행주식수	198,142,949주
60일 평균 거래대금	13억원
60일 평균 거래량	250,741주
52주 고	6,280원
52주 저	4,880원
외인지분율	6.79%
주요주주	미래에셋대우 외 28 인 37.67%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.1	8.0	2.2
상대	6.0	6.3	(4.6)
절대(달러환산)	5.8	7.9	5.8

1Q18 Review: PCA 합병 후, 기분 좋은 시작

1Q18 순이익 290억원, YoY +142.7%

미래에셋생명은 18년 1분기 순이익 290억원을 기록, 전년 동기보다 142.7% 급증했으며, 컨센서스 (218억원)도 33.2% 상회했다. 양호한 실적의 이유는 ① 작년 1분기 일회성으로 높았던 손해율이 정상화(85.2%, YoY -10.8%p)되면서 사차익이 전년 동기보다 95억원 증가했다. 이번 1분기 손해율을 살펴보면, 기존 미래에셋생명의 손해율은 79% 수준으로 매우 우량했지만 PCA생명 합병으로 인해 손해율 개선 폭이 10.8%p에 그쳤다. ② 변액 보증준비금이 21억 환입(수수료 수입 60억원 포함시 손익은 +81억)되었다. 준비금 환입은 변액 APE 판매 호조로 인한 신계약 보험료 유입 효과다. ③ 매도가 능증권 일부 처분이익(약 17억원)도 있었다.

PCA 합병으로 분기별 세전 약 40~50억 증익 예상

미래에셋생명과 PCA생명 합병법인은 3월부터 출범한 관계로, 본격 합병 시너지는 2분기부터 나타날 예정이다. 합병으로 인한 경상적 증익 효과는 분기별 평균 세전 약 40~50억원으로 추정한다. ① 변액 보험 보증수수료에서 약 20억원 증가할 예정이다. ② 합병으로 변액보험 적립금이 약 4.1조원 증가(6.6조→10.7조)했다. 동일 수수료율을 가정하면, 분기별 운용수수료가 약 40억원 증가한다. ③ 위험 보험료 증가로 사차익이 소액(10억 이하) 증가 예상된다. ④ 다만 이원차 spread가 -32bp → -40bp로 확대되면서 이차 부담은 증가할 예정이다. 약 20억원 감익 요인으로 예상된다.

합병 완료에 따라 본격적인 보장성 APE 매출 확대에 집중할 것으로 보이며, 이는 사업비 증가로 이어질 것으로 보인다. 하지만 신계약 확대는 VNB 증가 측면에서 긍정적인데다, 사업비 증가 규모는 앞에서 언급한 증익 수준을 넘어서지는 않을 것으로 전망한다.

경상적 이익체력 향상과 수급 호재에도 불구하고, valuation 저평가

최근 자사주 매입에 힘입어 미래에셋생명의 주가는 소폭 상승하는 모습을 보였으며, 매입은 7월까지 지속될 전망이다. 향후 매출 및 이익 성장에 대한 기대감도 높다. 하지만 여전히 18년 PBR은 0.43x에 불과해, 투자 매력은 높은 구간으로 판단한다.

Quarterly earning forecasts

(십억원, %)

	1Q18	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험영업수익	535	-6.0%	1.1%	0	-
영업이익	-50	적지	적지		
당기순이익	29	142.7%	30.6%	22	33.2%
손해율	85.2%	-10.8%pt	3.4%pt		
사업비/수입보험료	10.6%	-2.3%pt	4.7%pt		
투자이익률	3.4%	-0.1%pt	-0.0%pt		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018E	2019E
보험영업수익	2,404	2,208	2,087	2,013
영업이익	-273	-264	-288	-332
당기순이익	24	79	109	129
PER	35.8	10.9	8.3	6.9
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE	1.3	4.2	5.5	6.1
ROA	0.3	1.1	1.2	1.3

자료: 유안타증권

분기, 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	2017	2018E	2019E
수입보험료	1,028	1,086	1,083	2,416	1,211	1,375	5,612	6,300	6,925
일반계정	540	527	520	499	503	491	2,086	1,956	1,874
특별계정	487	559	563	1,917	709	884	3,526	4,343	5,051
보험손익	33	28	-18	-37	-99	-140	5	-564	-634
책임준비금 전입액	246	228	191	203	107	89	869	350	320
투자손익	149	150	148	153	156	159	600	627	622
영업이익	-64	-50	-61	-88	-50	-70	-264	-288	-332
영업외손익	79	76	92	114	87	105	362	431	502
당기순이익	12	21	24	22	29	27	79	109	129
APE	153	99	146	125	151	160	524	631	693
보장성	68	58	57	55	49	80	238	278	295
저축성	65	31	76	56	84	62	229	292	335
연금	21	10	12	13	17	17	57	61	63
위험손해율	96.0%	81.0%	75.8%	81.8%	85.2%	84.0%	83.6%	84.1%	82.5%
사업비/수입보험료	12.9%	11.8%	12.0%	5.9%	10.6%	13.7%	9.5%	10.8%	10.5%
투자이익률	3.4%	3.4%	3.3%	3.4%	3.4%	3.3%	3.4%	3.4%	3.2%
준비금 부담이율	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	4.0%	3.9%	3.8%
자기자본	1,844	1,921	1,928	1,918	2,002	2,004	1,918	2,057	2,147
ROE	2.6%	4.4%	5.1%	4.6%	5.9%	5.3%	4.2%	5.5%	6.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

미래에셋생명 (085620) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
수입보험료	6,173	5,896	5,612	6,300	6,925
일반계정	2,626	2,287	2,086	1,956	1,874
특별계정	3,548	3,609	3,526	4,343	5,051
보험영업수익	2,739	2,404	2,208	2,087	2,013
보험영업비용	2,027	2,153	2,203	2,651	2,648
지급보험금	1,379	1,453	1,530	1,802	1,741
재보험비용	114	118	124	135	147
사업비	270	320	314	444	465
신계약비상각	264	262	235	270	295
보험손익	713	251	5	-564	-634
투자손익	588	575	600	627	622
영업이익	-138	-273	-264	-288	-332
영업외손익	249	315	362	431	502
특별계정수입수수료	253	319	363	431	503
법인세차감전순이익	115	52	103	145	170
법인세	0	28	24	36	41
당기순이익	115	24	79	109	129

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
자산총계	26,790	28,304	29,658	36,748	39,061
운용자산	16,406	17,452	17,949	19,184	19,171
현예금 및 예치금	121	123	317	152	153
유가증권	11,276	12,103	12,276	13,119	13,110
대출채권	1,970	2,283	2,411	2,636	2,639
부동산	3,039	2,942	2,945	3,278	3,269
비운용자산	964	986	1,210	1,436	1,739
특별계정자산	9,425	9,866	10,499	16,127	18,151
부채총계	24,936	26,430	27,740	34,691	36,914
책임준비금	14,707	15,806	16,676	18,199	18,398
기타부채	537	648	279	334	334
특별계정부채	9,580	9,896	10,728	16,127	18,151
자본총계	1,855	1,874	1,918	2,057	2,147
자본금	832	832	832	991	991
자본잉여금	301	301	301	181	181
이익잉여금	309	325	385	592	682
기타포괄손익누계액	424	427	411	303	303

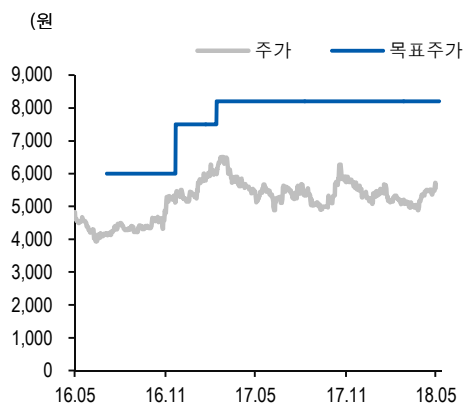
수익성	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
위험보험료/위험보험금	84.3%	85.8%	83.6%	84.1%	82.5%
사업비/수입보험료	7.8%	9.0%	9.5%	10.8%	10.5%
투자이익률	3.8%	3.4%	3.4%	3.4%	3.2%

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
EPS (원)	754	144	481	671	805
BPS (원)	10,805	11,383	11,653	12,889	13,453
DPS (원)	55	55	170	170	170
PER (배)	6.7	35.8	10.9	8.3	6.9
PBR (배)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE (%)	6.8%	1.3%	4.2%	5.5%	6.1%
ROA (%)	1.7%	0.3%	1.1%	1.2%	1.3%
배당성향 (%)	6.9%	32.6%	30.8%	21.7%	18.3%
배당수익률 (%)	1.1%	1.1%	3.2%	3.1%	3.1%

성장성	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
수입보험료	15.8%	-4.5%	-4.8%	12.2%	9.9%
보험영업수익	4.9%	-12.3%	-8.1%	-5.5%	-3.5%
당기순이익	61.9%	-78.9%	227.0%	37.4%	18.3%
자산총계	11.3%	5.7%	4.8%	23.9%	6.3%
운용자산	10.6%	6.4%	2.8%	6.9%	-0.1%
자본총계	21.2%	1.0%	2.4%	7.2%	4.4%

안정성	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
자산총계/자기자본 (배)	14.44	15.11	15.46	17.86	18.19
보유보험료/자기자본 (배)	3.33	3.15	2.93	3.06	3.23

미래에셋생명 (085620) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-05-17	BUY	8,200	1년		
2018-02-27	1년 경과 이후		1년	-36.42	-30.24
2017-02-27	BUY	8,200	1년	-33.42	-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 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	12.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-05-14

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 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 배수자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 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 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 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.