

# 미래에셋생명 (085620)

보험



02 3770 5728  
junsup.jung@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>8,200원 (M)</b>
현재주가 (8/14)	<b>5,130원</b>
상승여력	<b>60%</b>

시가총액	9,081억원
총발행주식수	198,142,949주
60일 평균 거래대금	15억원
60일 평균 거래량	263,534주
52주 고	6,280원
52주 저	4,880원
외인지분율	7.91%
주요주주	미래에셋대우 외 28 인 37.67%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.2)	(7.7)	(4.8)
상대	(7.1)	1.1	(1.7)
절대(달려환산)	(10.0)	(13.1)	(4.3)

## 2Q18 Review: 보험주 중 가장 돋보이는 실적

### 2Q18 순이익 252억원, YoY +21.7%

미래에셋생명의 18년 2분기 별도기준 순이익은 252억원을 기록, 전년 동기보다 21.7% 증가했다. 경 상적 수준에서는 커버리지 보험사 중 전년동기보다 유일하게 이익이 증가했다. PCA생명 합병에 따른 변액 수수료(적립금 수수료, 보증수수료) 증가 효과가 반영된 결과로, 이번 실적은 당사 추정(232억원) 을 8.6%, 컨센서스(224억원)를 12.5% 상회했다. RBC비율은 206.7%로, 전분기대비 9.5%p 하락했 지만 여전히 견조한 수준이다. 비율 하락은 베트남 프레보아 투자(-6%p), 퇴직연금 제도 강화(- 5.5%p) 영향이 크다.

### 2Q APE YoY +8.6%, VNB는 +50%

미래에셋생명의 2분기 APE는 전년 동기 대비 +8.6%의 양호한 성장을 기록했다. 일반 보장성 APE는 325억, YoY -35.7%로 저조했지만 변액 APE가 745억, YoY +64.6% 증가하면서 전체 APE 성장을 이끌었다. 변액 APE 중에서도 고마진의 변액종신 판매가 호조를 보이면서 2분기 NBM은 YoY +7%p 개선된 26%를 기록했고, 결과적으로 VNB는 279억, YoY +50%의 높은 성장을 기록했다.

이번 실적의 유일한 마이너스(-) 요인이라면 투자이익률 하락(3.1%, QoQ -0.3%p)을 들 수 있는데, 이는 최근 환해지 cost 증가로 해외증권 수익률이 지난 1분기 3.7%에서 2분기 2.3%로 하락한 데 따 른 것이다. 이에 따라 당사는 환 변동성 증가에 대응하기 위해 일반계정 운용자산 해외 비중을 17년말 5.9조에서 이번 2분기 4.6조로 축소하고, 원화채권 비중을 확대할 계획이다.

### 향상된 이익체력 증명. Valuation은 다시 저평가

미래에셋생명의 주가는 자사주 매입 이후 다시 주춤하고 있다. 물론 여기에는 수급적 요인 뿐만 아니라 주식시장의 대내외적 불안감 확대, 제도 변경을 앞두고 생명보험주에 대한 자본 우려 증가 등 복합적인 이유가 있으나, 그래도 18Y PBR 0.42x는 저평가된 가격으로 판단된다. 양호한 실적이 꾸준히 지속되 고 있는데다 대형 생명보험사 대비 자본부담도 낮다. 생명보험주 중 최선호주로 제시한다.

Quarterly earning forecasts

(십억원, %)

	2Q18	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험영업수익	555	-0.3%	3.8%	521	6.6%
영업이익	-59	적지	적지		
당기순이익	25	21.7%	-13.1%	22	12.5%
손해율	81.5%	0.5%pt	-3.7%pt		
사업비/수입보험료	8.6%	-3.2%pt	-2.0%pt		
투자이익률	3.1%	-0.3%pt	-0.3%pt		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018E	2019E
보험영업수익	2,404	2,208	2,092	1,926
영업이익	-273	-264	-278	-318
당기순이익	24	79	102	124
PER	35.8	10.9	8.3	6.7
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE	1.3	4.2	5.2	6.1
ROA	0.3	1.1	1.1	1.3

자료: 유안타증권

분기, 연간 실적 전망								(단위: 십억원)		
	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	2017	2018E	2019E	
수입보험료	1,086	1,083	2,416	1,211	1,569	1,307	5,612	6,556	7,319	
일반계정	527	520	499	503	519	473	2,086	1,955	1,772	
특별계정	559	563	1,917	709	1,050	833	3,526	4,601	5,547	
보험손익	28	-18	-37	-99	-96	-147	5	-514	-637	
책임준비금 전입액	228	191	203	107	111	86	869	382	313	
투자손익	150	148	153	156	149	154	600	618	632	
영업이익	-50	-61	-88	-50	-59	-79	-264	-278	-318	
영업외손익	76	92	114	87	98	107	362	417	482	
당기순이익	21	24	22	29	25	21	79	102	124	
APE	99	146	125	151	108	137	524	536	570	
보장성	58	57	55	49	55	57	238	221	245	
저축성	31	76	56	84	53	80	229	297	325	
연금	10	12	13	17	0	0	57	17	0	
위험손해율	81.0%	75.8%	81.8%	85.2%	81.5%	81.1%	83.6%	82.5%	82.2%	
사업비/수입보험료	11.8%	12.0%	5.9%	10.6%	8.6%	11.7%	9.5%	8.7%	8.3%	
투자이익률	3.4%	3.3%	3.4%	3.4%	3.1%	3.2%	3.4%	3.3%	3.3%	
준비금 부담이율	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	4.0%	3.9%	3.9%	
자기자본	1,921	1,928	1,918	2,002	1,964	1,986	1,918	2,012	2,097	
ROE	4.4%	5.1%	4.6%	5.9%	5.1%	4.3%	4.2%	5.2%	6.1%	

자료: 유안타증권 리서치센터

미래에셋생명 (085620) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

결산 (12월)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
수입보험료	6,173	5,896	5,612	6,556	7,319
일반계정	2,626	2,287	2,086	1,955	1,772
특별계정	3,548	3,609	3,526	4,601	5,547
보험영업수익	2,739	2,404	2,208	2,092	1,926
보험영업비용	2,027	2,153	2,203	2,606	2,562
지급보험금	1,379	1,453	1,530	1,835	1,717
재보험비용	114	118	124	143	164
사업비	270	320	314	364	381
신계약비상각	264	262	235	262	300
보험손익	713	251	5	-514	-637
투자손익	588	575	600	618	632
영업이익	-138	-273	-264	-278	-318
영업외손익	249	315	362	417	482
특별계정수입수수료	253	319	363	418	484
법인세차감전순이익	115	52	103	135	164
법인세	0	28	24	34	40
<b>당기순이익</b>	<b>115</b>	<b>24</b>	<b>79</b>	<b>102</b>	<b>124</b>

결산 (12월)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
<b>자산총계</b>	<b>26,790</b>	<b>28,304</b>	<b>29,658</b>	<b>36,368</b>	<b>38,483</b>
운용자산	16,406	17,452	17,949	19,247	19,293
현예금 및 예치금	121	123	317	189	190
유가증권	11,276	12,103	12,276	12,959	12,971
대출채권	1,970	2,283	2,411	2,789	2,810
부동산	3,039	2,942	2,945	3,310	3,323
비운용자산	964	986	1,210	1,389	1,654
특별계정자산	9,425	9,866	10,499	15,731	17,536
<b>부채총계</b>	<b>24,936</b>	<b>26,430</b>	<b>27,740</b>	<b>34,356</b>	<b>36,386</b>
책임준비금	14,707	15,806	16,676	18,258	18,483
기타부채	537	648	279	337	337
특별계정부채	9,580	9,896	10,728	15,731	17,536
<b>자본총계</b>	<b>1,855</b>	<b>1,874</b>	<b>1,918</b>	<b>2,012</b>	<b>2,097</b>
자본금	832	832	832	991	991
자본잉여금	301	301	301	181	181
이익잉여금	309	325	385	610	695
기타포괄손익누계액	424	427	411	268	268

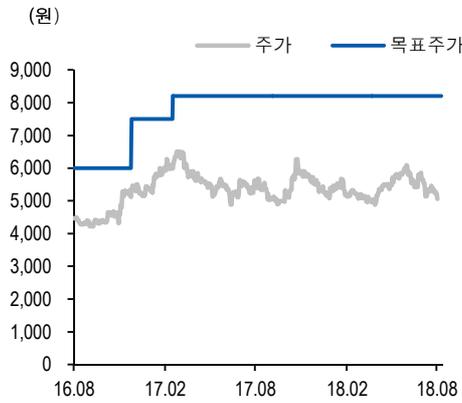
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
위험보험료/위험보험금	84.3%	85.8%	83.6%	82.5%	82.2%
사업비/수입보험료	7.8%	9.0%	9.5%	8.7%	8.3%
투자이익률	3.8%	3.4%	3.4%	3.3%	3.3%

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
EPS (원)	754	144	481	621	764
BPS (원)	10,805	11,383	11,653	12,351	12,874
DPS (원)	55	55	170	170	170
PER (배)	6.7	35.8	10.9	8.3	6.7
PBR (배)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE (%)	6.8%	1.3%	4.2%	5.2%	6.1%
ROA (%)	1.7%	0.3%	1.1%	1.1%	1.3%
배당성향 (%)	6.9%	32.6%	30.8%	23.7%	19.4%
배당수익률 (%)	1.1%	1.1%	3.2%	3.3%	3.3%

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
수입보험료	15.8%	-4.5%	-4.8%	16.8%	11.6%
보험영업수익	4.9%	-12.3%	-8.1%	-5.3%	-7.9%
당기순이익	61.9%	-78.9%	227.0%	28.5%	22.4%
자산총계	11.3%	5.7%	4.8%	22.6%	5.8%
운용자산	10.6%	6.4%	2.8%	7.2%	0.2%
자본총계	21.2%	1.0%	2.4%	4.9%	4.2%

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
자산총계/자기자본 (배)	14.44	15.11	15.46	18.08	18.35
보유보험료/자기자본 (배)	3.33	3.15	2.93	3.26	3.49

미래에셋생명 (085620) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-08-16	BUY	8,200	1년		
2018-02-27	1년 경과 이후		1년	-33.99	-25.73
2017-02-27	BUY	8,200	1년	-33.16	-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)	1.7
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-08-12

※ 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 배우자는 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.