

미래에셋생명 (085620)

보험

정태준 CFA



02 3770 5585

taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	6,000원 (M)
현재주가 (2/27)	4,080원
상승여력	47%

시가총액	7,222억원
총발행주식수	198,142,949주
60일 평균 거래대금	6억원
60일 평균 거래량	154,456주
52주 고	5,400원
52주 저	3,640원
외인지분율	7.21%
주요주주	미래에셋대우 외 26 인 43.35%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.1	(3.5)	(21.2)
상대	17.1	(0.1)	(14.3)
절대(달러환산)	2.8	(6.7)	(27.6)

차별화된 이익 체력 증명

투자의견 BUY, 목표주가 6,000원 유지

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 6,000원 및 생명보험 최선호주 입장 유지. 4분기 실적은 차별화된 동사의 이익 안정성을 보여준다는 판단. 대형사들이 고금리 저축성보험의 부담과 금리 변동으로 인해 거액의 보증금을 적립하여 이익이 크게 훼손되었던 점을 고려할 때 향후에도 특별 계정에서의 성장전략으로 경상이익의 두 자리 수 성장이 가능할 전망.

4분기 이익은 141억원으로 당사 추정치 129억원과 컨센서스 119억원을 상회. 연간 이익은 작년 특이요인(PCA생명 인수 관련 정산수수료 세전 약 150억원) 제외 시 전년대비 19.5% 성장.

보험손익은 -1,703억원으로 예상치에 부합. 수입보험료는 저축성 보유계약의 빠른 감소로 추정치를 소폭 하회하였으나 지급률(95.7%)은 예상치(97.9%)보다 양호. 전체 APE에서 저축성보험은 0%대로 하락(보장성 51%, 변액투자형 49%).

투자손익은 1,634억원으로 예상치 상회. 운용자산이익률(3.2%)이 특별계정자산 성장 둔화에도 불구하고, 기대치(3.1%)를 상회했기 때문. 역마진 부담 및 ALM 매칭 압력에서 상대적으로 자유로운 만큼 보유이원 방어가 용이했을 것으로 판단. 동사 투자손익에는 비경상적 요인이 거의 없는 만큼 자산 매각을 통해 이익을 방어하는 대형사들과는 차별화되는 요소임에 주목.

책임준비금 전입액은 707억원으로 예상치 상회. 보증준비금 적립이 예상보다 컸는데, 이는 변동금리 부채 비중이 높기 때문인 것으로 판단. 이는 곧 타사 대비 낮은 역마진 부담으로 연결.

EV는 2조 9,670억원으로 전년대비 6.0% 증가. 주로 자산평가손익 증가가 많았는데, 금리 하락에 따른 채권평가이익 반영된 것으로 추정. 보유계약가치는 금리 하락 등으로 인한 경제적 가정 변화와 유지율 하락 등으로 인한 계리적 가정 변화로 크게 하락.

주당배당금은 170원으로, 당초 예상하던 180원은 하회. 다만 자사주 매입을 통한 주주환원 정책을 펼치고 있다는 점은 긍정적.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	451	-8.5	-1.0	434	3.9
영업이익	-78	N/A	N/A	-71	N/A
세전이익	15	-19.3	-2.7	13	13.9
당기순이익	14	2.0	4.7	12	18.5

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019P	2020E
수입보험료	2,086	2,019	1,859	1,822
영업이익	-258	-245	-208	-200
당기순이익	79	75	100	101
PER (배)	9.1	9.6	7.2	7.1
PBR (배)	0.38	0.35	0.31	0.32
ROE (%)	4.2	3.8	4.6	4.4
ROA (%)	0.27	0.23	0.28	0.27

자료: 유안타증권

[표 1] 4 분기 실적 리뷰

(단위: 십억원, %, %pt)

	기존 추정치	실적 잠정치	비고
보험영업수익	494	492	
수입보험료	458	451	보장성보험 증가에도 저축성보험 빠른 감소
재보험수익	37	41	
보험영업비용	663	663	
지급보험금	484	471	지급률 예상보다 양호(예상 97.9% vs. 잠정 95.7%)
재보험비용	38	49	
사업비	91	88	
신계약상각비	49	54	
할인료	0	0	
보험손익	-168	-170	
투자손익	161	163	
책임준비금전입액	61	71	보증준비금 예상치 상회, 변동금리 부채 비중 높기 때문
영업이익	-69	-78	
영업외손익	86	92	특별계정수수료 예상치 상회
세전이익	18	15	
법인세비용	5	1	
당기순이익	13	14	
운용자산이익률	3.1	3.2	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E	2021E
보험손익	-146	-149	-152	-172	-562	-620	-648
투자손익	162	162	165	174	628	663	685
책임준비금전입액	62	61	60	59	274	242	214
영업이익	-46	-48	-48	-58	-208	-200	-177
영업외손익	82	84	86	87	338	339	345
세전이익	36	36	38	29	131	139	168
당기순이익	26	26	27	21	100	101	122

자료: 유안타증권 리서치센터

미래에셋생명 (085620) 추정재무제표 (K-IFRS)

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019P	2020E	2021E
보험영업수익	2,208	2,161	2,012	1,967	1,939
수입보험료	2,086	2,019	1,859	1,822	1,795
보장성	1,073	1,200	1,207	1,202	1,257
저축성	1,013	819	652	619	539
재보험수익	122	142	153	146	144
보험영업비용	2,203	2,643	2,574	2,587	2,587
지급보험금	1,530	1,864	1,825	1,889	1,891
재보험비용	124	149	165	164	162
사업비	314	379	354	319	326
신계약상각비	235	224	229	215	207
할인료	0	0	1	1	1
보험손익	5	-482	-562	-620	-648
투자손익	606	612	628	663	685
책임준비금전입액	869	374	274	242	214
영업이익	-258	-245	-208	-200	-177
영업외손익	362	347	338	339	345
세전이익	103	102	131	139	168
법인세비용	24	27	31	38	46
당기순이익	79	75	100	101	122

주요 경영지표	(단위: %)				
	2017	2018	2019P	2020E	2021E
수입보험료 구성					
보장성	51.4	59.5	64.9	66.0	70.0
저축성	48.6	40.5	35.1	34.0	30.0
수입보험료 성장률	-8.8	-3.2	-7.9	-2.0	-1.5
보장성	8.0	11.9	0.5	-0.4	4.5
저축성	-21.7	-19.2	-20.3	-5.0	-13.1
지급률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
보장성	47.2	57.6	67.1	71.2	71.2
저축성	100.9	143.2	157.7	166.7	184.9
성장성					
자산 성장률	4.8	16.5	4.4	4.0	4.0
자본 성장률	2.4	7.0	13.7	-4.7	-2.5
운용자산 성장률	2.8	11.1	4.0	1.3	1.1
책임준비금 성장률	5.5	9.7	1.5	1.3	1.1
순이익 성장률	227.0	-5.3	33.5	1.1	20.7
운용자산이익률	3.4	3.1	3.0	3.2	3.2

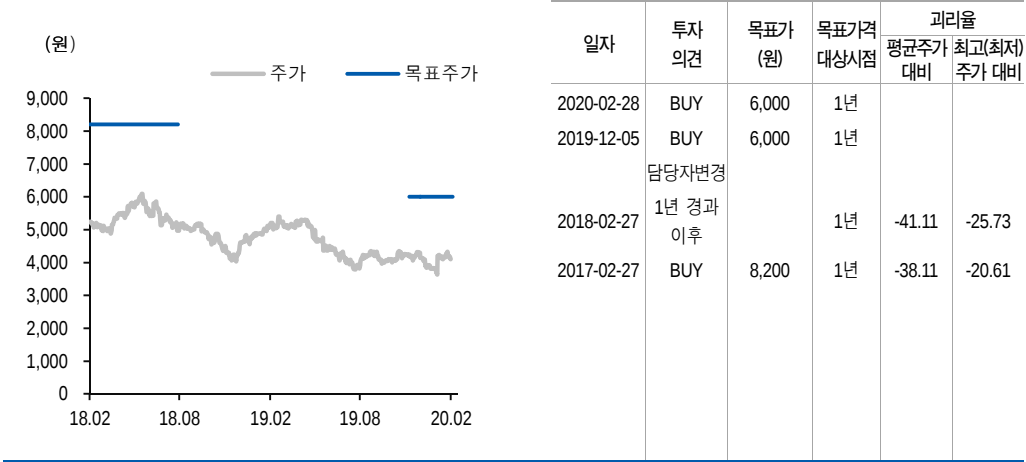
자료: 유안타증권

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019P	2020E	2021E
자산	29,658	34,549	36,076	37,525	39,025
운용자산	17,949	19,937	20,727	20,998	21,236
현금 및 예치금	207	226	233	257	263
유가증권	15,292	16,367	17,026	17,227	17,420
대출채권	2,411	3,260	3,384	3,427	3,465
부동산	39	83	84	87	88
비운용자산	1,210	1,217	1,226	1,241	1,242
특별계정자산	10,499	13,394	14,122	15,287	16,547
부채	27,740	32,495	35,591	35,301	36,857
책임준비금	16,676	18,296	18,572	18,814	19,028
계약자지분조정	57	66	109	108	113
기타부채	279	522	730	-1,135	-1,241
특별계정부채	10,728	13,611	16,180	17,513	18,957
자본	1,918	2,052	2,333	2,224	2,168
자본금	832	991	991	991	991
자본잉여금	301	181	181	181	181
이익잉여금	385	583	646	572	520
자본조정	-10	-39	-39	-39	-39
기타포괄손익누계액	411	335	554	518	514
신종자본증권	0	0	0	0	0

주요 투자지표	(단위: 배, %, 원, 십억원)				
	2017	2018	2019P	2020E	2021E
Valuation					
PER	9.1	9.6	7.2	7.1	5.9
PBR	0.38	0.35	0.31	0.32	0.33
배당수익률	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
주당지표					
EPS	478	379	505	510	616
BPS	11,653	12,858	14,619	13,936	13,582
DPS	170	170	170	170	170
수익성					
ROE	4.2	3.8	4.6	4.4	5.6
ROA	0.27	0.23	0.28	0.27	0.32
자본비용					
RBC 비율	219.3	246.1	238.8	219.3	205.6
지급여력금액	1,985	2,173	2,454	2,343	2,284
지급여력기준금액	905	883	1,028	1,069	1,111
배당성향	11.2	28.2	29.0	30.4	25.1

자료: 유안타증권

미래에셋생명 (085620) 투자등급 및 목표주가 추이



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)	0.6
Buy(매수)	88.3
Hold(중립)	11.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-02-25

※ 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: 정태준)
- 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.