



# 미래에셋생명 (085620)

보험



정태준 CFA

02 3770 5585  
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	5,000원 (M)
현재주가 (4/10)	3,850원
상승여력	30%

시가총액	6,815억원
총발행주식수	198,142,949주
60일 평균 거래대금	10억원
60일 평균 거래량	263,483주
52주 고	5,300원
52주 저	2,175원
외인지분율	6.43%
주요주주	미래에셋대우 외 24인 43.34%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.8	(1.2)	(25.7)
상대	9.5	17.2	(11.1)
절대(달러환산)	2.4	(5.0)	(30.0)

## 1Q20E: 변액 자산 감소로 컨센서스 하회 예상

### 투자의견 BUY, 목표주가 5,000원 유지

1분기 이익은 컨센서스 282억원을 18.1% 하회하는 231억원(-4.4% YoY) 예상. 전년동기대비 감익을 전망하는 이유는 1) 지급률 상승으로 보험손익 감소가 예상되는 가운데 2) 증시 하락으로 인한 변액자산 감소로 특별계정수수료 성장 둔화를 예상하기 때문. 그러나 대형 생명보험사들과는 달리 변액종신이나 고정금리형 변액연금 상품이 적기 때문에 증시 및 금리 하락으로 인한 책임준비금 증가는 제한적일 전망. 목표주가 5,000원 유지.

**보험손익** 1분기 보험손익은 전년동기대비 26억원 감소할 전망. 이는 1) 위험손해율 상승으로 인한 보장성보험 지급률 상승과 2) PCA 생명 합병 시 인수한 계약들의 지급보험금 반영에 따른 저축성보험 지급률 상승을 예상하기 때문. 그러나 합병 이전 부채에 대한 구조조정은 이미 종료되었기 때문에 보험손익의 큰 변동은 발생하지 않을 전망.

**투자손익** 1분기 투자손익은 전년동기대비 5.3% 증가할 전망. 전년동기 비경상적 투자손실 발생 영향으로 경상적 투자손익 성장률은 이보다 낮은 약보합 예상. 이번 분기에는 특별한 비경상적 손실이 없을 것으로 예상하는데, 해외 투자자산 중 손상차손을 인식하는 자산은 없을 것으로 판단하기 때문. 동사의 해외 투자는 수익증권 형태로 이루어지기 때문에 1) 수익증권 내 자산의 경매에 따른 손실이나 2) 자산 부실화에 따른 현금흐름 감소 등으로 인해 수익증권에 대한 평가손실이 발생해야 손상차손으로 반영.

**책임준비금 전입액** 1분기 책임준비금 전입액은 전년동기대비 17.8% 감소할 전망. 보험부채 구조조정 효과로 하락 추세가 이어지고 있기 때문. 또한 대형 생명보험사들과는 달리 변액종신이나 고정금리형 변액연금 상품이 적기 때문에 증시 및 금리 하락 영향은 제한적일 전망.

**영업외손익** 1분기 영업외손익은 전년동기대비 3.2% 상승하겠으나 전분기대비로는 17.6% 감소할 것으로 예상. 증시 급락에 따른 변액자산 감소로 특별계정수수료 또한 전분기대비 하락할 전망. 그러나 2분기부터 증시가 안정되면 다시 성장 추세를 회복할 것으로 예상.

### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	469	-2.0	4.0	471	-0.3
영업이익	-44	8.4	-42.9	-48	N/A
세전이익	32	-3.3	115.2	38	-16.8
당기순이익	23	-4.4	63.4	28	-18.1

자료: 유안타증권

### Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020E	2021E
수입보험료	2,019	1,859	1,822	1,795
영업이익	-245	-208	-192	-171
당기순이익	75	100	86	108
PER (배)	9.1	6.8	7.9	6.3
PBR (배)	0.33	0.29	0.30	0.32
ROE (%)	3.8	4.6	3.8	4.9
ROA (%)	0.23	0.28	0.24	0.29

자료: 유안타증권

[표 1] 1분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %pt)

	1Q20E	YoY	QoQ	비고
보험손익	-142	N/A	N/A	
투자손익	162	5.3	-0.8	경상적 투자손익 약보합 예상
책임준비금전입액	64	-17.8	-9.4	저축성보험 계약 감소 지속
영업이익	-44	N/A	N/A	
영업외손익	76	3.2	-17.6	
세전이익	32	-3.3	115.2	
법인세비용	9	-0.2	1,202.8	
당기순이익	23	-4.4	63.4	
수입보험료 구성				
보장성	66.0	2.7	-1.0	저축성보험 계약 감소 지속
저축성	34.0	-2.7	1.0	
지급률	95.1	7.9	-0.6	
보장성	70.4	3.1	2.6	영업일수 증가, 과잉진료 및 과당청구 증가
저축성	165.3	24.9	-13.5	PCA 생명 합병 효과
운용자산이익률	3.1	0.1	0.0	경상적 운용자산이익률 -0.1%pt YoY 예상

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E	2021E
보험손익	-142	-145	-149	-170	-562	-606	-634
투자손익	162	162	164	173	628	661	683
책임준비금전입액	64	63	60	59	274	246	220
영업이익	-44	-46	-45	-56	-208	-192	-171
영업외손익	76	76	78	80	338	311	321
세전이익	32	30	33	24	131	119	150
법인세비용	9	8	9	6	31	33	41
당기순이익	23	22	24	17	100	86	108

자료: 유안타증권 리서치센터

## 미래에셋생명 (085620) 추정재무제표 (K-IFRS)

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험영업수익		2,161	2,012	1,967	1,939	1,916
수입보험료		2,019	1,859	1,822	1,795	1,774
보장성		1,200	1,207	1,202	1,221	1,171
저축성		819	652	619	574	603
재보험수익		142	153	146	144	142
보험영업비용		2,643	2,574	2,574	2,573	2,511
지급보험금		1,864	1,825	1,878	1,879	1,819
재보험비용		149	165	146	144	142
사업비		379	354	343	349	355
신계약상각비		224	229	207	200	194
할인료		0	1	1	1	1
보험손익		-482	-562	-606	-634	-595
투자손익		612	628	661	683	678
책임준비금전입액		374	274	246	220	227
영업이익		-245	-208	-192	-171	-144
영업외손익		347	338	311	321	331
세전이익		102	131	119	150	187
법인세비용		27	31	33	41	51
당기순이익		75	100	86	108	136

재무상태표		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산		34,549	36,076	36,899	37,741	37,882
운용자산		19,937	20,727	21,002	21,247	21,312
현금 및 예치금		226	233	257	263	265
유기증권		16,367	17,026	17,231	17,429	17,482
대출채권		3,260	3,384	3,427	3,467	3,477
부동산		83	84	87	88	88
비운용자산		1,217	1,226	1,241	1,242	1,242
특별계정자산		13,394	14,122	14,656	15,251	15,328
부채		32,495	35,591	34,658	35,577	35,689
책임준비금		18,296	18,572	18,818	19,038	19,096
계약자지분조정		66	109	106	109	109
기타부채		522	730	-1,057	-1,043	-1,077
특별계정부채		13,611	16,180	16,791	17,473	17,560
자본		2,052	2,333	2,241	2,163	2,194
자본금		991	991	991	991	991
자본잉여금		181	181	181	181	181
이익잉여금		583	646	557	490	531
자본조정		-39	-39	-39	-39	-39
기타포괄손익누계액		335	554	550	540	529
신종자본증권		0	0	0	0	0

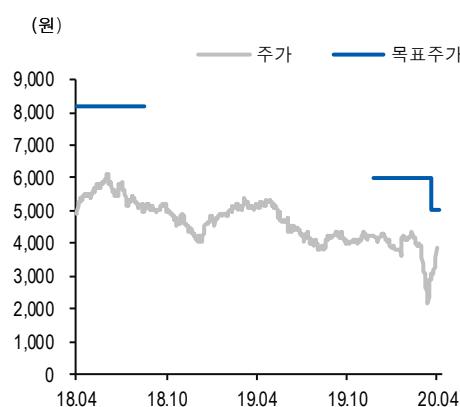
주요 경영지표		(단위: %)				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E
수입보험료 구성						
보장성		59.5	64.9	66.0	68.0	66.0
저축성		40.5	35.1	34.0	32.0	34.0
수입보험료 성장률		-3.2	-7.9	-2.0	-1.5	-1.2
보장성		11.9	0.5	-0.4	1.5	-4.1
저축성		-19.2	-20.3	-5.0	-7.3	5.0
지급률		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
보장성		57.6	66.0	70.0	72.1	73.9
저축성		143.2	157.8	167.2	173.9	158.2
성장성						
자산 성장률		16.5	4.4	2.3	2.3	0.4
자본 성장률		7.0	13.7	-4.0	-3.4	1.4
운용자산 성장률		11.1	4.0	1.3	1.2	0.3
책임준비금 성장률		9.7	1.5	1.3	1.2	0.3
순이익 성장률		-5.3	33.5	-13.6	25.5	25.0
운용자산이익률		3.1	3.0	3.1	3.2	3.2

자료: 유안타증권

주요 투자지표		(단위: 배, %, 원, 십억원)				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E
Valuation						
PER		9.1	6.8	7.9	6.3	5.0
PBR		0.33	0.29	0.30	0.32	0.31
배당수익률		4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
주당지표						
EPS		379	503	434	545	681
BPS		12,858	14,619	14,039	13,555	13,744
DPS		170	170	170	170	170
수익성						
ROE		3.8	4.6	3.8	4.9	6.2
ROA		0.23	0.28	0.24	0.29	0.36
자본비율						
RBC 비율		246.1	238.8	238.1	227.2	229.8
지급여력금액		2,173	2,454	2,382	2,326	2,361
지급여력기준금액		883	1,028	1,000	1,024	1,028
배당성향		28.2	27.5	28.1	23.3	19.3

자료: 유안타증권

## 미래에셋생명 (085620) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-04-13	BUY	5,000	1년		
2020-03-30	BUY	5,000	1년		
2019-12-05	BUY	6,000	1년	-35.81	-27.92
			담당자변경		
2018-04-13			1년 경과 이후	1년	-41.34
2017-04-13	BUY	8,200	1년	-38.74	-23.41

자료: 유안타증권

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

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	83.3
Hold(중립)	15.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-04-10

※ 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, 절대수익률을 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 투자 의사결정은 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.