

# 미래에셋생명 (085620)

보험



정태준 CFA

02 3770 5585  
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	5,000원 (M)
현재주가 (11/13)	3,995원
상승여력	41%

시기총액	7,072억원
총발행주식수	198,142,949주
60일 평균 거래대금	8억원
60일 평균 거래량	198,724주
52주 고	4,435원
52주 저	2,175원
외인지분율	5.57%
주요주주	미래에셋대우 외 23 인 46.21%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.4	12.9	(7.4)
상대	(0.4)	10.3	(21.2)
절대(달러환산)	6.4	19.8	(3.0)

## 신계약 판매 비용 상승으로 컨센서스 하회

### 투자의견 BUY, 목표주가 5,000원 유지

3분기 이익은 312억원으로 컨센서스 361억원과 당사 추정치 339억원을 하회. 책임준비금 전입액은 예상보다 양호했으나 보험손익이 추정치를 하회했기 때문. 이번 보장성보험 판매 확대는 1) 신계약 마진 하락과 2) 신계약비 증가의 경로로 보험손익을 떨어뜨렸는데, 향후 이 부문에서의 개선이 필요할 것으로 판단. 영업외손익은 특별계정자산이 전분기대비 4.0%, 전년동기대비 16.7% 증가하며 추정치 상회. 최근 증시가 다시 호조를 보이고 있어 4분기 특별계정자산의 추가 성장 기대. 투자의견 BUY와 목표주가 5,000원 유지.

**보험손익** 3분기 보험손익은 추정치를 하회. 보장성보험 판매가 확대된 가운데 1) 신계약 마진이 하락했고 2) 신계약비가 증가했기 때문. 내년부터 초년도 사업비 규제가 시행되는 만큼 연말에 업계 전반적으로 절판이 발생할 가능성이 있기 때문에 수익성 관리가 필요하다는 판단.

**투자손익** 3분기 투자손익은 추정치에 부합. 유의미한 특이요인은 없는 것으로 판단.

**책임준비금 전입액** 3분기 책임준비금 전입액은 추정치보다 양호. 증시 추가 상승에 따른 변액 보증준비금 추가 환입에 기인.

**영업외손익** 3분기 영업외손익은 추정치를 상회. 특별계정자산이 1분기(+4.5% QoQ)와 2분기(+7.3% QoQ)에 이어 추가 상승(+4.0% QoQ, +16.7% YoY)했기 때문. 경영진은 경쟁 심화에 따른 퇴직연금 수수료율 하락을 자산의 고성장을 통해 극복할 계획.

**자본적정성** RBC비율은 242.3%로 전분기대비 소폭(+1.2%pt) 상승. 동사는 매도가능증권 비중이 작아 기타포괄손익 누계액의 변동성이 타사 대비 낮기 때문에 향후에도 안정적인 자본적정성이 유지될 것으로 예상.

### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	449	-2.8	1.7	447	0.6
영업이익	-46	N/A	N/A	-36	N/A
세전이익	42	23.5	-20.3	51	-16.9
당기순이익	31	22.2	-22.8	36	-13.7

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

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020E	2021E
수입보험료	2,019	1,859	1,784	1,715
영업이익	-245	-208	-162	-212
당기순이익	75	100	126	120
PER (배)	9.4	7.1	5.6	5.9
PBR (배)	0.34	0.30	0.32	0.33
ROE (%)	3.8	4.6	5.5	5.5
ROA (%)	0.23	0.28	0.33	0.30

자료: 유안타증권

자료: 유안타증권

[표 1] 3분기 실적 리뷰

(단위: 십억원, %, %pt)

	기준 추정치	실적 잡정치	비고
보험영업수익	482	486	
수입보험료	442	449	
재보험수익	40	37	
보험영업비용	626	678	
지급보험금	437	479	신계약 마진 하락
재보험비용	43	39	
사업비	86	107	신계약비 증가
신계약상각비	60	53	
할인료	0	0	
보험손익	-145	-192	손해율 및 사업비율 상승
투자손익	158	158	
책임준비금전입액	45	12	변액보증준비금 추가 환입
영업이익	-32	-46	
영업외손익	77	88	특별계정자산 전분기대비 4.0%, 전년동기대비 16.7% 증가
세전이익	45	42	
법인세비용	11	11	
당기순이익	34	31	
운용자산이익률	3.0	3.0	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
보험손익	-209	-140	-192	-186	-562	-726	-793
투자손익	188	146	158	180	628	672	697
책임준비금전입액	17	30	12	49	274	109	116
영업이익	-38	-23	-46	-55	-208	-162	-212
영업외손익	78	77	88	87	338	330	369
세전이익	40	53	42	32	131	168	158
당기순이익	30	40	31	24	100	126	120

자료: 유안타증권 리서치센터

## 미래에셋생명 (085620) 추정재무제표 (K-IFRS)

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E
보험영업수익		2,161	2,012	1,936	1,855	1,819
수입보험료		2,019	1,859	1,784	1,715	1,681
보장성		1,200	1,207	1,259	1,200	1,176
저축성		819	652	525	514	504
재보험수익		142	153	152	141	138
보험영업비용		2,643	2,574	2,662	2,648	2,632
지급보험금		1,864	1,825	1,889	1,921	1,902
재보험비용		149	165	160	149	147
사업비		379	354	384	369	362
신계약상각비		224	229	228	207	220
할인료		0	1	1	1	1
보험손익		-482	-562	-726	-793	-813
투자손익		612	628	672	697	678
책임준비금전입액		374	274	109	116	114
영업이익		-245	-208	-162	-212	-250
영업외손익		347	338	330	369	391
세전이익		102	131	168	158	141
법인세비용		27	31	42	38	34
당기순이익		75	100	126	120	107

재무상태표		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산		34,549	36,076	39,402	40,955	41,177
운용자산		19,937	20,727	20,997	21,127	21,161
현금 및 예치금		226	233	186	178	176
유기증권		16,367	17,026	17,257	17,367	17,395
대출채권		3,260	3,384	3,465	3,493	3,500
부동산		83	84	88	89	89
비운용자산		1,217	1,226	1,271	1,281	1,283
특별계정자산		13,394	14,122	17,135	18,547	18,733
부채		32,495	35,591	37,191	38,819	38,950
책임준비금		18,296	18,572	18,681	18,797	18,827
계약자지분조정		66	109	135	141	141
기타부채		522	730	877	940	851
특별계정부채		13,611	16,180	17,499	18,941	19,131
자본		2,052	2,333	2,211	2,136	2,227
자본금		991	991	991	991	991
자본잉여금		181	181	181	181	181
이익잉여금		583	646	559	504	547
자본조정		-39	-39	-57	-57	-57
기타포괄손익누계액		335	554	537	518	565
신종자본증권		0	0	0	0	0

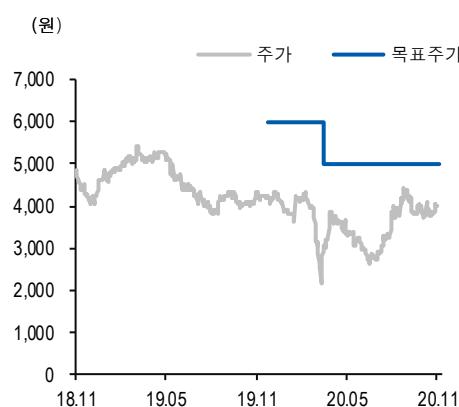
주요 경영지표		(단위: %)				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E
수입보험료 구성						
보장성		59.5	64.9	70.6	70.0	70.0
저축성		40.5	35.1	29.4	30.0	30.0
수입보험료 성장률		-3.2	-7.9	-4.0	-3.9	-2.0
보장성		11.9	0.5	4.4	-4.7	-2.0
저축성		-19.2	-20.3	-19.5	-2.1	-2.0
지급률		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
보장성		57.6	66.0	65.7	75.0	78.9
저축성		143.2	157.8	202.2	198.3	193.3
성장성						
자산 성장률		16.5	4.4	9.2	3.9	0.5
자본 성장률		7.0	13.7	-5.3	-3.4	4.2
운용자산 성장률		11.1	4.0	1.3	0.6	0.2
책임준비금 성장률		9.7	1.5	0.6	0.6	0.2
순이익 성장률		-5.3	33.5	26.0	-5.2	-10.6
운용자산이익률		3.1	3.0	3.2	3.3	3.2

자료: 유안타증권

주요 투자지표		(단위: 배, %, 원, 십억원)				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E
Valuation						
PER		9.4	7.1	5.6	5.9	6.6
PBR		0.34	0.30	0.32	0.33	0.32
배당수익률		4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
주당지표						
EPS		379	503	635	603	539
BPS		12,858	14,619	14,299	13,819	14,402
DPS		170	170	170	170	170
수익성						
ROE		3.8	4.6	5.5	5.5	4.9
ROA		0.23	0.28	0.33	0.30	0.26
자본비율						
RBC 비율		246.1	238.8	220.4	207.2	214.4
지급여력금액		2,173	2,454	2,405	2,351	2,446
지급여력기준금액		883	1,028	1,091	1,135	1,141
배당성향		28.2	27.5	22.1	21.5	23.7

자료: 유안타증권

## 미래에셋생명 (085620) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-11-16	BUY	5,000	1년		
2020-03-30	BUY	5,000	1년		
2019-12-05	BUY	6,000	1년	-35.81	-27.92
			담당자변경 1년 경과 이후		
2018-12-21				1년	-44.31 -34.15
2017-12-21	BUY	8,200	1년	-40.55	-25.73

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)	88.5
Hold(중립)	10.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-11-11

※ 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.