

미래에셋생명 (085620)

새로운 Two-Track 전략도 긍정적으로 판단

4분기 실적 둔화에도 연간 순이익 개선 가능할 전망

미래에셋생명보험의 4분기 순이익은 전년 대비 크게 둔화(-56.2%)될 것으로 추정된다. 이는 주로 COVID-19 확산 지속에 따른 대체투자 자산의 손상 인식 가능성이 높은 데 기 인하며, 연간 운용자산이익률은 3.0%를 기록할 것으로 전망 한다. 하지만 4분기 IBNR 적립 영향을 감안하더라도 연간 위험손해율이 개선(86.6%, YoY -6.1%p)되고, 변액보험 신 계약 호조에 따라 특별계정수입수수료가 전년 대비 +2.9% 증가할 것으로 추정되는 바, 4분기 부진한 실적에도 연간 순 이익은 전년 대비 +8.0% 개선된 1,080억원(ROE 4.6%)을 기록할 것으로 전망한다.

내년 자회사형 GA로 제판분리 계획 발표

최근 동사는 2021년 3월부터 본사 소속의 전속설계사 3,300 여명을 자회사형 GA인 '미래에셋금융서비스'로 이동하는 제 판분리(보험영업 부문 분사) 계획을 발표했으며, 하나금융투 자에서는 이에 대해 긍정적으로 평가한다. 연결 기준에서 비 용 절감효과가 크지 않지만 새로 출범한 자회사형 GA가 타 사 상품을 판매함으로써 1) 연결 매출 증가에 따른 연결 손 익 개선효과, 2) 타 GA로의 전속설계사 이탈을 방지할 수 있 어 보험계약의 유지율(계속보험료) 측면에서도 긍정적인 효 과가 예상되기 때문이다. 또한, 내년부터 판매수수료가 개편 되는 만큼 전속채널 분리에 따른 신계약비 관련 불확실성은 크지 않을 것으로 예상된다. 다만, 기존의 전속설계사 조직 규모가 큰 편은 아니기에 GA업계 내 경쟁구도에 미치는 영 향이 막대하지는 않을 것으로 생각된다.

투자의견 BUY, 목표주가 5,700원 유지

동사는 보장성 보험과 변액보험 중심의 Two-Track 전략을 바탕으로 상장 생명보험사 중 수익성과 新 제도 대응 측면에 서 비교우위를 지속하고 있다. 그리고 국내 보험업계에서 가 장 먼저 제조와 판매를 분리하는 또 다른 Two-Track 전략 을 통해 중장기적인 연결 손익 극대화를 추진하는 점도 긍정 적으로 판단된다. 미래에셋생명보험에 대해 투자의견 매수 (BUY)와 목표주가 5,700원 유지하며, 2020F 시가 배당수익 률은 4.3%로 추정된다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 5,700원 | CP(12월22일): 3,965원

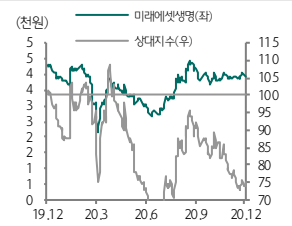
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,733.68
52주 최고/최저(원)	4,435/2,175
시가총액(십억원)	701.9
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	177,016.2
60일 평균 거래량(천주)	124,628.9
60일 평균 거래대금(십억원)	0.5
20년 배당금(예상, 원)	170
20년 배당수익률(예상, %)	4.29
외국인지분율(%)	5.51
주요주주 지분율(%)	
미래에셋대우 외 23 인	46.21
추가상승률	1M 6M 12M
절대	2.3 36.0 (8.2)
상대	(4.4) 5.8 (26.0)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,920	1,880
영업이익(십억원)	(184)	(226)
순이익(십억원)	119	120
EPS(원)	602	607
BPS(원)	15,104	15,514

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
수입보험료	십억원	5,840	7,247	7,848	8,248	8,236
영업이익	십억원	-245	-208	-196	-225	-218
세전이익	십억원	102	131	144	150	162
당기순이익	십억원	75	100	108	112	121
EPS	원	522	723	780	810	874
(증감률)	%	-5.2	38.3	8.0	3.7	8.0
P/E	배	8.8	5.7	5.1	4.9	4.5
P/B	배	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
ROA	%	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	%	3.8	4.6	4.6	4.5	4.6
BPS	원	13,567	16,087	16,555	17,689	18,887
DPS	원	170	170	170	180	190
배당수익률	%	3.7	4.1	4.3	4.5	4.8



Analyst 이용재
02-3771-7515
leehj612@hanafn.com

표 1. 분기별 주요 실적 추정

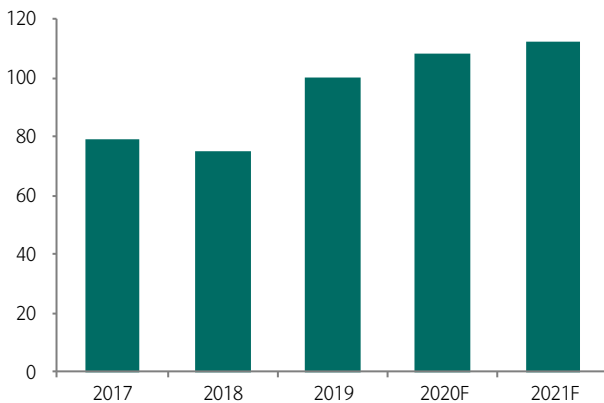
(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	QoQ	YoY
수입보험료	1,094	1,530	1,320	3,303	1,376	1,224	1,570	3,679	134.3%	11.4%
일반계정	479	467	462	451	444	442	449	449	-0.1%	-0.4%
특별계정	616	1,063	858	2,852	932	782	1,120	3,229	188.3%	13.3%
보험이익	42	42	45	33	40	53	39	39	0.7%	17.7%
사차손익	4	13	12	-0	10	22	11	10	-7.7%	-3180.2%
위험보험료	96	96	96	97	97	97	98	98	0.5%	1.8%
사고보험금	93	83	85	97	87	75	87	89	1.5%	-8.7%
위험손해율	96.2%	86.2%	88.0%	100.3%	89.9%	77.3%	89.1%	90.0%	0.9%p	-10.3%p
비차손익	39	29	34	33	30	30	28	29	3.9%	-13.0%
예정사업비	167	168	170	174	179	182	201	184	-8.3%	5.8%
실제사업비	128	139	136	141	149	152	173	155	-10.3%	10.2%
사업비율	11.7%	9.1%	10.3%	4.3%	10.8%	12.4%	11.0%	4.2%	-6.8%p	0.0%p
이자율차 Spread	-0.75%p	-0.86%p	-0.68%p	-0.63%p	-0.13%p	-0.95%p	-0.74%p	-1.20%p	-0.47%p	-0.58%p
운용자산이익률	3.09%	2.96%	3.12%	3.16%	3.65%	2.83%	3.03%	2.55%	-0.47%p	-0.61%p
부채 부담금리	3.84%	3.82%	3.80%	3.79%	3.78%	3.77%	3.77%	3.76%	-0.01%p	-0.03%p
보험손익	-117	-121	-154	-170	-209	-140	-192	-160	-16.7%	-6.2%
보험영업수익	517	503	500	492	482	482	486	488	0.3%	-0.9%
보험영업비용	634	624	653	663	690	621	678	648	-4.5%	-2.2%
투자손익	154	150	161	163	188	146	158	134	-15.3%	-18.3%
책임준비금전입액	78	69	56	71	17	30	12	63	433.2%	-11.6%
영업이익	-41	-40	-49	-78	-38	-23	-46	-89	93.6%	14.4%
영업외손익	74	89	83	92	78	77	88	97	10.2%	5.1%
세전이익	33	49	34	15	40	53	42	8	-80.4%	-43.9%
당기순이익	24	36	26	14	30	40	31	6	-80.1%	-56.2%
자산총계	35,294	35,894	36,076	37,924	36,728	37,984	38,737	38,423	-0.8%	1.3%
운용자산	20,078	20,615	20,727	20,798	20,689	20,878	20,941	21,023	0.4%	1.1%
부채총계	33,171	33,640	33,725	35,591	34,453	35,594	36,327	36,023	-0.8%	1.2%
책임준비금	18,372	18,442	18,498	18,572	18,590	18,620	18,631	18,694	0.3%	0.7%
자본총계	2,122	2,254	2,350	2,333	2,275	2,390	2,410	2,400	-0.4%	2.9%

자료: 미래에셋생명, 하나금융투자

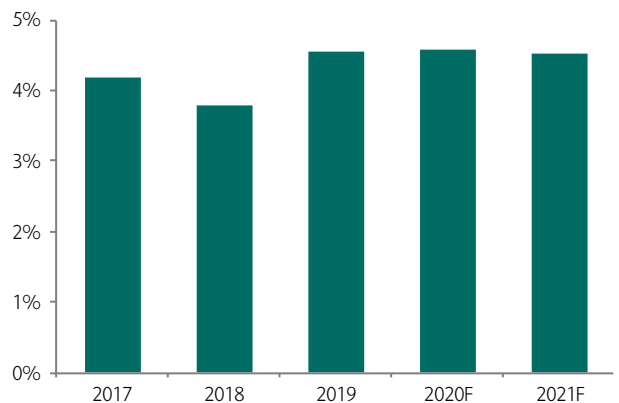
그림 1. 연간 당기순이익 추정

(십억 원)



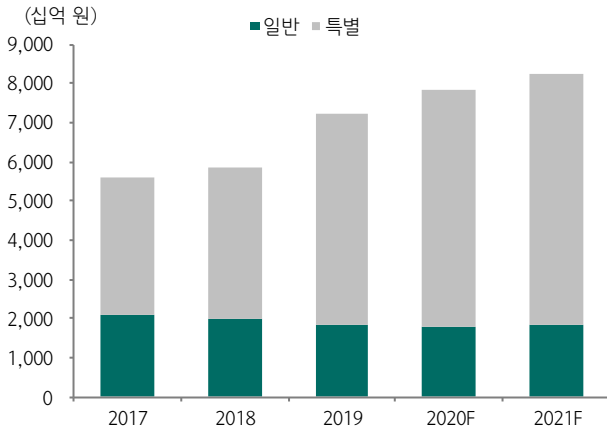
자료: 미래에셋생명, 하나금융투자

그림 2. 연간 ROE 추정



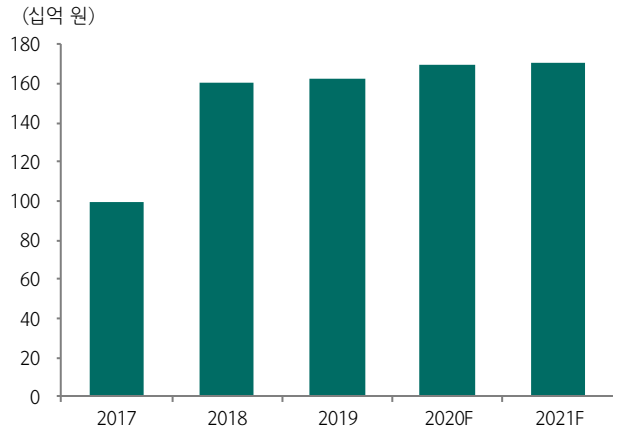
자료: 미래에셋생명, 하나금융투자

그림 3. 연간 수입보험료 추정



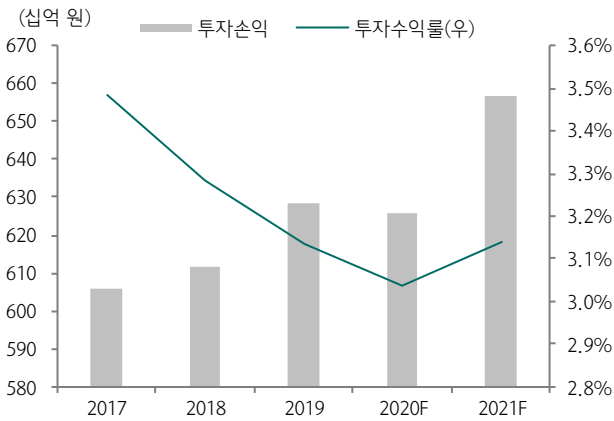
자료: 미래에셋생명, 하나금융투자

그림 4. 연간 보험손익 추정



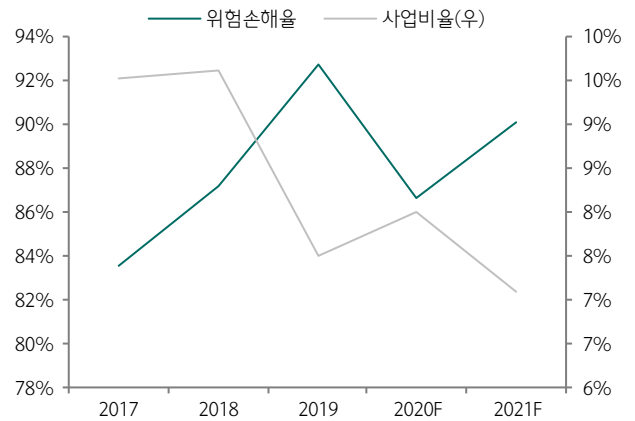
자료: 미래에셋생명, 하나금융투자

그림 5. 연간 투자손익 및 운용자산이익률 추정



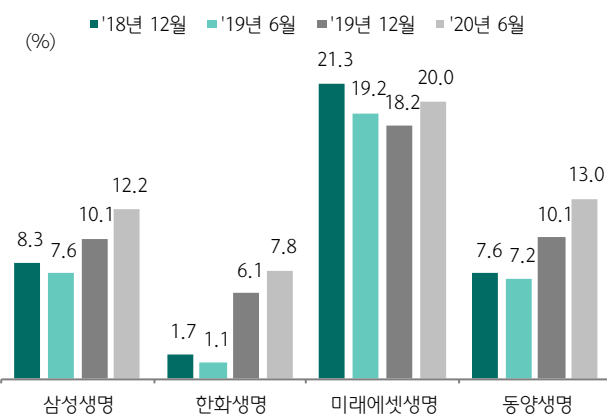
자료: 미래에셋생명, 하나금융투자

그림 6. 연간 위험손해율 및 사업비율 추정



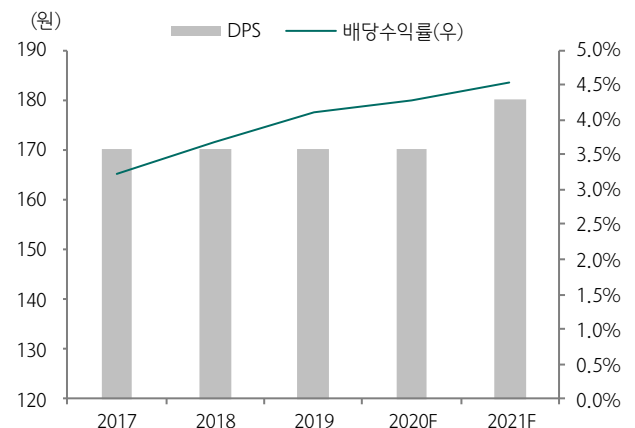
자료: 미래에셋생명, 하나금융투자

그림 7. 상장 생명보험사 LAT 잉여 비율



자료: 생명보험협회, 하나금융투자

그림 8. DPS 및 배당수익률 추정



자료: 미래에셋생명, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억 원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
수입보험료	5,840	7,247	7,848	8,248	8,236
일반계정	2,019	1,859	1,784	1,828	1,876
특별계정	3,821	5,388	6,064	6,420	6,360
보험이익	973	795	647	712	742
사업비차손익	113	135	117	130	153
위험률차손익	48	28	52	40	38
보험영업손익	-482	-562	-700	-640	-586
보험영업수익	2,161	2,012	1,938	1,982	2,030
보험료수익	2,019	1,859	1,784	1,828	1,876
재보험수익	142	153	154	154	154
보험영업비용	2,643	2,574	2,638	2,622	2,616
지급보험금	1,864	1,825	1,863	1,865	1,870
재보험비용	149	165	162	163	165
사업비	379	354	395	376	361
(이연신계약비)	-183	-189	-234	-207	-201
신계약비	309	325	420	377	367
유지비	253	218	208	206	196
신계약상각비	252	229	217	215	218
할인료	0	1	1	1	1
투자영업손익	612	628	626	656	670
책임준비금전입액	374	274	122	242	302
영업이익	-245	-208	-196	-225	-218
영업외손익	347	338	340	375	380
세전이익	102	131	144	150	162
법인세비용	27	31	36	38	41
당기순이익	75	100	108	112	121

재무상태표	(단위: 십억 원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
자산총계	34,547	37,924	38,421	39,108	39,812
운용자산	19,937	20,798	21,021	21,431	21,908
현금및예치금	226	364	168	170	174
유가증권	16,367	16,927	17,283	17,619	18,012
주식	136	154	196	200	204
채권	10,688	11,061	11,299	11,518	11,775
외화유가증권	2,478	2,028	2,056	2,089	2,136
기타	3,065	3,684	3,731	3,812	3,897
대출채권	3,260	3,427	3,483	3,552	3,631
부동산	83	79	88	90	92
비운용자산	1,216	1,288	1,268	1,281	1,294
미상각신계약비	474	434	438	442	447
특별계정자산	13,394	15,838	16,132	16,396	16,610
부채총계	32,495	35,591	36,023	36,553	37,091
책임준비금	18,296	18,572	18,694	18,936	19,237
보험료적립금	17,800	18,063	18,192	18,431	18,725
계약자지분조정	66	109	132	132	132
기타부채	522	730	736	756	777
특별계정부채	13,611	16,180	16,461	16,729	16,945
자본총계	2,052	2,333	2,398	2,555	2,721
자본금	991	991	991	991	991
자본잉여금	181	181	181	181	181
이익잉여금	583	646	676	749	828
자본조정	-39	-39	-57	-57	-57
기타포괄손익누계액	335	554	606	691	778
신종자본증권	-	-	-	-	-

주요 지표 (1)

(단위: %)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
전년 대비 성장성					
수입보험료	4.0	24.1	8.3	5.1	-0.1
일반계정	-3.2	-7.9	-4.0	2.5	2.6
보장	11.9	0.5	4.4	4.6	4.1
저축	-19.2	-20.3	-19.6	-2.5	-1.1
특별계정	8.4	41.0	12.5	5.9	-0.9
변액	-16.1	84.2	-8.9	5.1	-3.5
퇴직	44.5	4.1	45.0	6.7	1.5
사업비차손익	134.7	19.0	-12.7	11.1	17.5
위험률차손익	-6.6	-41.0	85.9	-23.7	-5.8
보험영업수익	-2.1	-6.9	-3.7	2.3	2.4
보험영업비용	20.0	-2.6	2.5	-0.6	-0.2
투자영업손익	1.0	2.7	-0.4	4.9	2.1
책임준비금전입액	-56.9	-26.8	-55.5	98.2	24.8
세전이익	-1.3	28.3	10.1	4.4	8.0
당기순이익	-5.2	33.5	8.0	3.7	8.0
자산총계	16.5	9.8	1.3	1.8	1.8
부채총계	17.1	9.5	1.2	1.5	1.5
자본총계	7.0	13.7	2.8	6.6	6.5
수익성 지표					
위험손해율	87.2	92.7	86.6	90.1	91.0
사업비율	9.6	7.5	8.0	7.1	6.8
투자수익률	3.3	3.1	3.0	3.1	3.1
부채 평균 부담이율	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7
ROA	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	3.8	4.6	4.6	4.5	4.6

자료: 하나금융투자

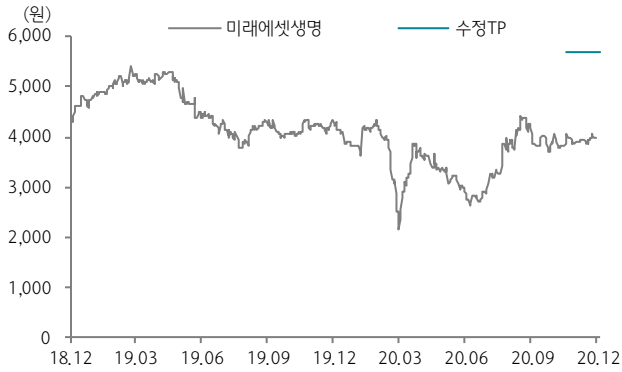
주요 지표 (2)

(단위: 십억 원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
보험료 구성					
일반계정	2,019	1,859	1,784	1,828	1,876
보장	1,200	1,207	1,260	1,317	1,371
저축	819	652	524	511	505
특별계정	3,821	5,388	6,064	6,420	6,360
퇴직	1,762	3,245	2,955	3,105	2,995
변액	2,059	2,144	3,108	3,315	3,365
위험보험료	372	386	391	402	418
부가보험료	674	678	746	714	716
특별계정수입수수료	370	350	360	397	402
신계약 APE					
보장성	212	236	361	363	372
저축성	244	234	355	269	248
운용자산 구성 (%)					
현금및예치금	1.1	1.8	0.8	0.8	0.8
유가증권	82.1	81.4	82.2	82.2	82.2
대출채권	16.4	16.5	16.6	16.6	16.6
부동산	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
투자 지표					
EPS (KRW)	522	723	780	810	874
BPS (KRW)	13,567	16,087	16,555	17,689	18,887
P/E (X)	8.8	5.7	5.1	4.9	4.5
P/B (X)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
DPS (KRW)	170	170	170	180	190
배당성향 (%)	32.5	23.5	22.0	22.0	22.0
배당수익률 (%)	3.7	4.1	4.3	4.5	4.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

미래에셋생명



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.10	BUY	5,700		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.31%	6.69%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 12월 22일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이홍재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 12월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이홍재)는 2020년 12월 23일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 모집·사모·매출의 주선업무 관련법

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.