

에이플러스에셋 (244920)

기타금융



정태준 CFA

02 3770 5585
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자 의견	Not Rated (I)
목표주가	-원 (I)
현재주가 (11/19)	10,300원
상승여력	-

시가총액	2,329억원
총발행주식수	22,607,693주
60일 평균 거래대금	58억원
60일 평균 거래량	548,575주
52주 고	12,950원
52주 저	4,990원
외인지분율	1.71%
주요주주	곽근호 외 23 인 34.71%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.3)	(7.6)	0.0
상대	(1.4)	(3.7)	0.0
절대(달려환산)	(3.4)	(8.0)	0.0

펀더멘털 개선은 내년이 본격적

내년 영업수익 회복 예상

에이플러스에셋은 올해 초년도 수수료 규제 시행 영향으로 1분기부터 전년동기대비 영업이익이 감소하는 모습을 보이고 있다. 초년도 수수료 규제가 영업이익 감소로 이어지는 이유는 신계약과 영업비용은 그대로지만 영업수익이 감소하기 때문이다. 그러나 내년에는 규제 2년차에 진입함에 더불어 IFRS17 도입에 대비해 손해보험을 중심으로 신계약 판매 경쟁이 심화될 전망이다. 분기 영업수익은 다시 700억원대를 회복할 수 있을 것으로 예상된다. 영업수익 감소에도 영업비용은 유지하여 설계사 수와 정착률이 우상향하고 신계약 점유율이 안정적인 모습을 보이는 점도 긍정적이다.

장기 성장 전략 점검

장기적인 전략 방향으로는 보험판매에 국한되지 않은 total life care 플랫폼을 추구하고 있다. 현재 연결 자회사들이 영위하는 사업은 크게 1) 자산 관리, 2) 건강 관리, 3) 노후 관리로 나눌 수 있다. 이 중 상호, 대출판매, 부동산이 가장 큰 이익 기여도를 보이고 있으며 경영진은 향후 다른 부문에서도 성장을 일궈 보험판매에 대한 의존도를 점차 줄여나갈 계획이다. 3분기 부동산 매각익은 이런 계획의 사례로, 연결 자회사인 A+리얼티와 A+라이프가 공동 투자한 부동산을 매각하여 회수한 금액이기 때문에 보험판매가 어려운 환경에서 포트폴리오 효과를 누리고 있다는 판단이다.

Valuation은 아직도 해외 GA보다 낮은 수준

한편 당사는 공모가 산출 당시 비교기업으로 사용했던 3개 해외 GA들보다 높은 ROE를 시현하였음에도 불구하고 여전히 상대적으로 낮은 valuation을 받고 있다. 작년 4월 상장 당시에도 비교기업들보다 ROE는 높았으나 평균 valuation보다 할인하여 상장했기 때문에 이후 주가 상승 폭이 가장 컸던 것으로 보인다. 2021년 ROE는 영업수익 감소 영향으로 20%대로 하락하겠으나 여전히 비교기업들보다는 높은 수준이며, 2022년에는 다시 30%대를 회복할 것으로 예상하는 만큼 현재 trailing PBR 약 2~3배는 과도하지 않다는 판단이다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q21	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
영업수익	66	-8.5	2.6	-	-
영업이익	2	-71.1	206.2	-	-
세전이익	14	75.7	566.7	-	-
연결순이익	11	87.6	1,326.8	-	-
지배주주순이익	8	51.4	1,897.2	-	-

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019A	2020A
영업수익	196	232	269	285
영업이익	17	17	21	23
지배순이익	11	8	14	24
PER (배)	21.7	14.9	15.5	9.6
PBR (배)	4.1	6.1	4.5	2.5
ROE (%)	26.1	16.3	31.0	32.7
ROA (%)	12.9	5.5	6.4	9.6

자료: 유안타증권

1. 내년 영업수익 회복 예상

3Q21 review

에이플러스에셋은 올해 초년도 수수료 규제 시행 영향으로 1분기부터 전년동기대비 영업이익이 감소하는 모습을 보이고 있다. 다만 이번 분기에는 투자부동산 처분이익이 세전 약 111억원 가산됨에 따라 순이익이 크게 증가했는데, 이는 연결 자회사인 A+리얼티와 A+라이프가 공동 투자한 부동산을 매각하여 회수한 금액이기 때문에 보험판매가 어려운 환경에서 자회사가 실적에 기여하는 포트폴리오 효과를 누리고 있다는 판단이다.

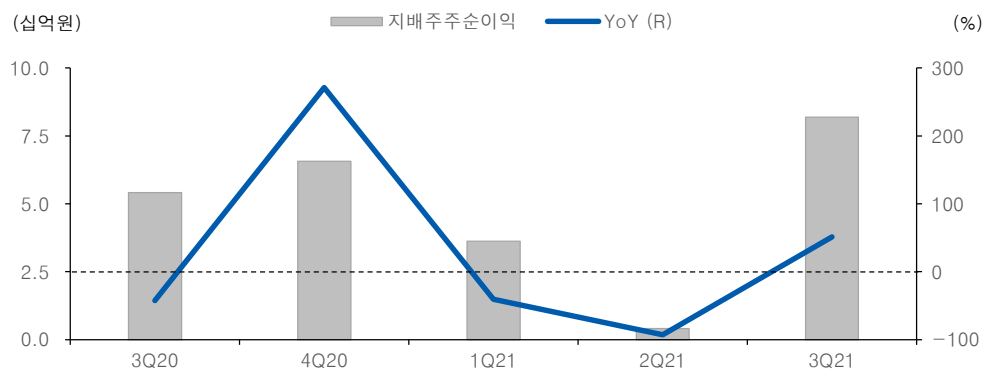
초년도 수수료 규제가 영업이익 감소로 이어지는 이유는 신계약과 영업비용은 그대로지만 영업수익이 감소하기 때문이다. 초년도 수수료 규제란 2018년부터 시작된 메리츠화재발 경쟁 심화의 폐해로 불완전판매가 증가하자 당국에서 1년차 수수료의 총량을 규제한 정책으로, 올해가 시행 1년차라 동사의 영업수익의 감소가 크게 나타나고 있다. 그러나 내년에는 규제 2년차에 진입함에 따라 영업수익이 회복할 것으로 예상된다.

[표 1] 분기별 실적 추이 (단위: 십억원)

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	%YoY	%QoQ
영업수익	71.6	73.9	66.5	63.9	65.6	-8.5	2.6
영업비용	65.5	68.9	63.0	63.4	63.8	-2.6	0.7
영업이익	6.2	5.0	3.5	0.6	1.8	-71.1	206.2
세전이익	7.7	6.7	4.7	2.0	13.6	75.7	566.7
당기순이익	5.8	6.1	3.7	0.8	10.8	87.6	1,326.8
지배주주순이익	5.4	6.6	3.6	0.4	8.2	51.4	1,897.2

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 지배주주순이익 추이



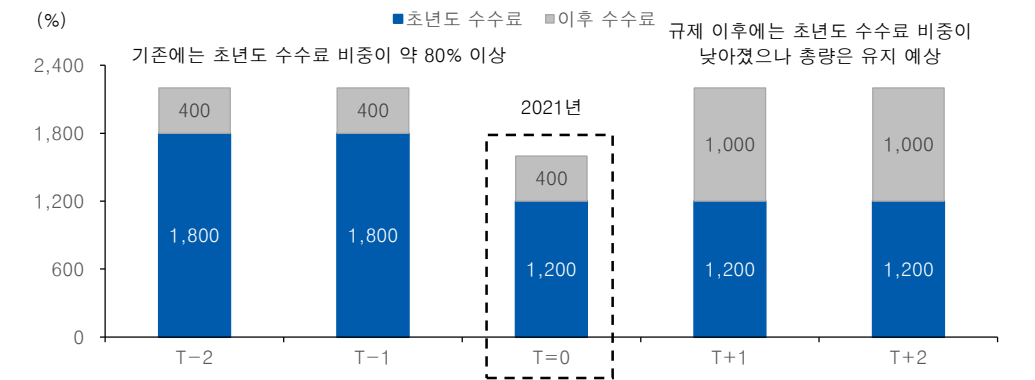
자료: 유안타증권 리서치센터

초년도 수수료 규제 2년차 진입

규제 2년차가 영업수익 회복으로 이어지는 이유는 당국에서 수수료 총량을 규제하지는 않았기 때문이다. 예를 들어 보험판매수수료가 초년도 보험료의 2,200%라고 가정할 때 기존에는 1년차에 1,800%, 2년차에 400%를 지급했다면 초년도 수수료 규제에서는 1년차 수수료를 1,200%로 제한하고 나머지 1,000%를 2년차 이후에 지급하게 하는 것이다. 따라서 규제 1년차에는 일시적으로 판매수수료가 감소하는 것처럼 보이지만 2년차부터는 다시 원상복귀 될 것으로 예상된다.

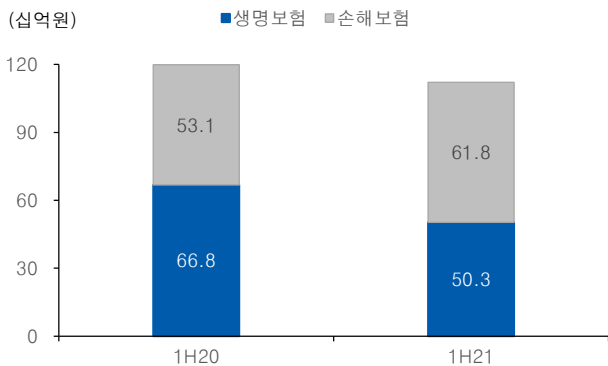
또한 내년에는 IFRS17 도입에 대비해 손해보험을 중심으로 신계약 판매 경쟁이 심화될 전망이다. 2023년에 IFRS17이 도입된 이후에도 원수보험사들이 CSM을 유지하기 위해서는 일정 수준의 신계약을 지속적으로 판매해야하기 때문에 동사의 분기 영업수익은 다시 700억원대를 회복할 수 있을 것으로 예상된다.

[그림 2] 초년도 수수료 규제 도식화



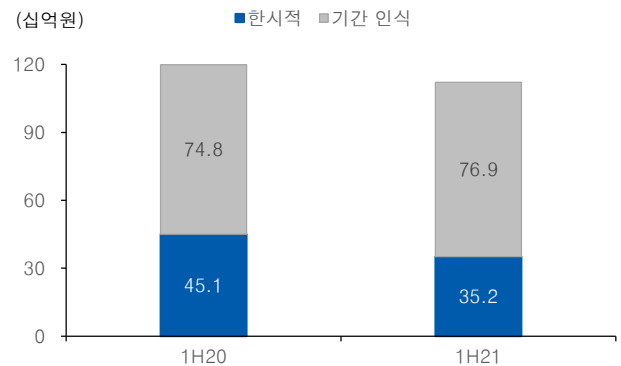
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 보험종류별 보험판매매출 추이



주: 별도 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 매출 인식 형태별 보험판매매출 구성 추이



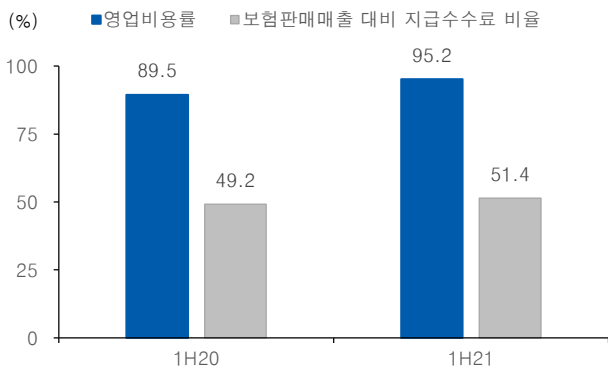
주: 별도 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

올해 영업비용률 상승은 내년 이후 성장의 동력

따라서 올해는 영업수익 감소에도 불구하고 영업비용을 유지하면서 설계사 수를 확보하는 것이 중요하다. 신계약 점유율을 유지해야 향후 신계약이 확대될 때 이익도 같이 성장시킬 수 있기 때문이다. 실제로 당사는 영업수익 감소에도 불구하고 영업비용은 작년 수준을 유지하고 있으며, 이에 힘입어 설계사 수와 정착률이 지속적으로 우상향하는 모습을 보이고 있다. 신계약 점유율도 5%대를 유지하는 가운데 유지율도 전년보다 개선되어 긍정적이다.

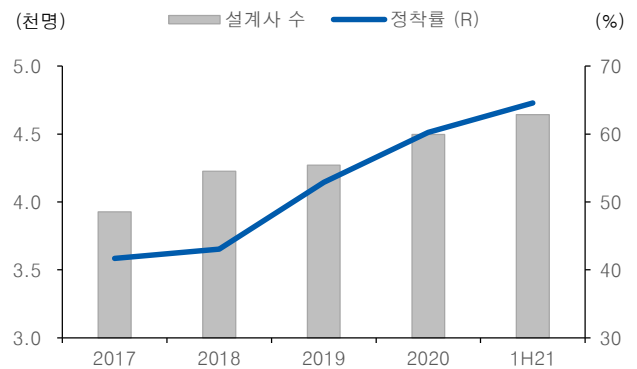
또한 당사는 핀테크 업체들의 시장 진입으로 대면 채널 위축에 대한 우려가 있음에도 불구하고 신계약 내 GA채널의 비중이 낮아지지는 않을 것으로 판단한다. 비대면 채널 판매의 전제는 상품의 표준화인데, GA채널에서 주로 판매하는 보장성 장기보험은 표준화가 사실상 불가능하기 때문이다. 따라서 핀테크 업체는 일반보험 위주의 틈새시장을 공략할 것으로 예상하며, 이로 인해 동사 영업수익에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

[그림 5] 영업비용률 vs. 보험판매매출 대비 지급수수료 비율



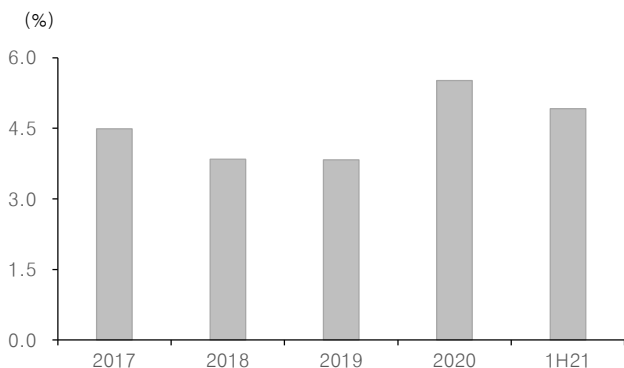
주: 별도 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 설계사 수 vs. 정착률



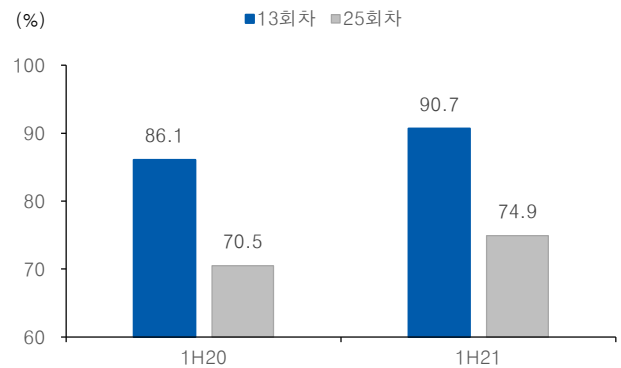
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 신계약 점유율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 13회차 유지율 vs. 25회차 유지율



자료: 유안타증권 리서치센터

2. 장기 성장 전략 점검

Total life care 플랫폼 추구

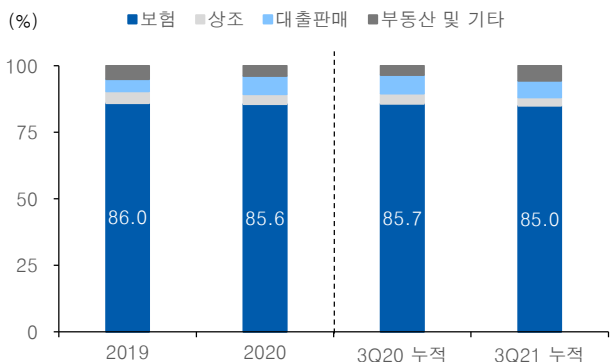
동사는 장기적인 전략 방향으로 보험판매에 국한되지 않은 total life care 플랫폼을 추구하고 있다. 현재 동사의 연결 자회사들은 상조, 대출판매, 부동산, 건강관리서비스, 장기요양서비스, DT솔루션 개발 등의 사업을 영위하고 있는데, 크게 1) 자산 관리, 2) 건강 관리, 3) 노후 관리로 나눌 수 있다. 이 중 상조, 대출판매, 부동산이 가장 큰 이익 기여도를 보이고 있으며 경영진은 향후 다른 부문에서도 성장을 일으켜 보험판매에 대한 의존도를 점차 줄여나갈 계획이다. 3분기 부동산 매각익은 이런 계획의 사례로, 연결 자회사인 A+리얼티와 A+라이프가 공동 투자한 부동산을 매각하여 회수한 금액이기 때문에 보험판매가 어려운 환경에서 자회사가 실적에 기여하는 포트폴리오 효과를 누리고 있다는 판단이다.

[그림 9] 그룹 지배구조 현황



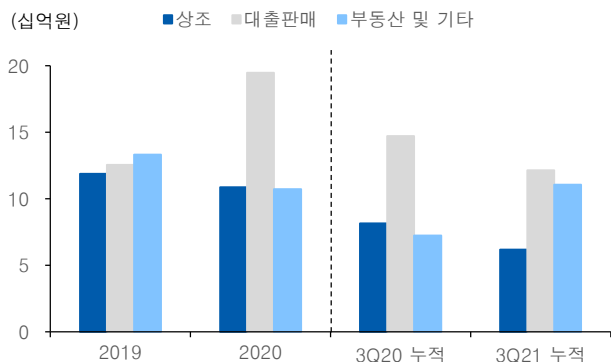
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 사업부문별 연결 매출액 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 비보험 매출 추이



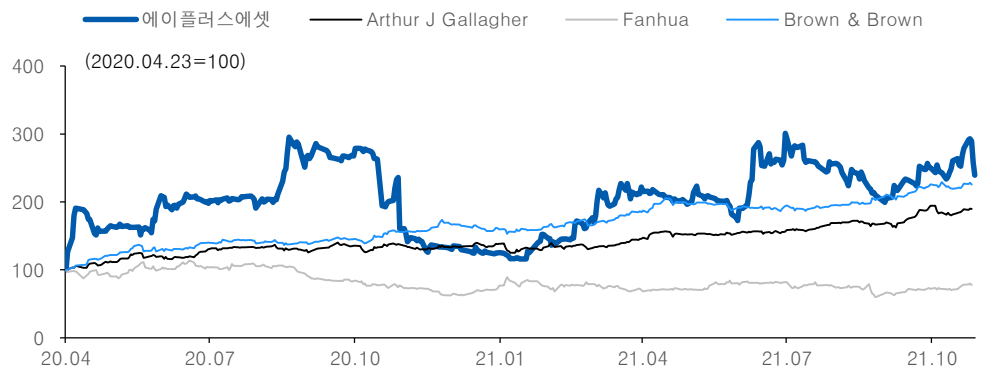
자료: 유안타증권 리서치센터

3. Valuation은 아직도 해외 GA보다 낮은 수준

공모가 산출 비교기업과의 valuation 비교

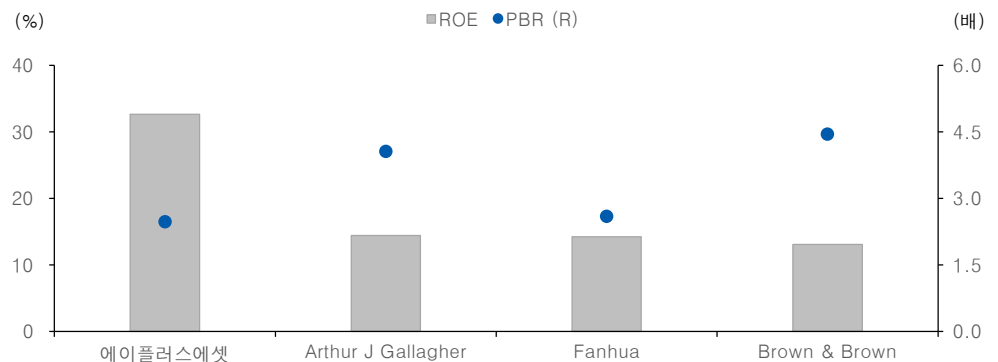
한편 동사는 공모가 산출 당시 비교기업으로 사용했던 3개 해외 GA들보다 높은 ROE를 시현하였음에도 불구하고 여전히 상대적으로 낮은 valuation을 받고 있다. 작년 4월 상장 당시에도 비교기업들보다 ROE는 높았으나 평균 valuation보다 할인하여 상장했기 때문에 이후 주가 상승 폭이 가장 컸던 것으로 보인다. 2021년 ROE는 영업수익 감소 영향으로 20%대로 하락하겠으나 여전히 비교기업들보다는 높은 수준이며, 2022년에는 다시 30%대를 회복할 것으로 예상하는 만큼 현재 trailing PBR 약 2~3배는 과도하지 않다는 판단이다.

[그림 12] 공모가 산출 비교기업 주가 추이



자료: Bloomberg, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

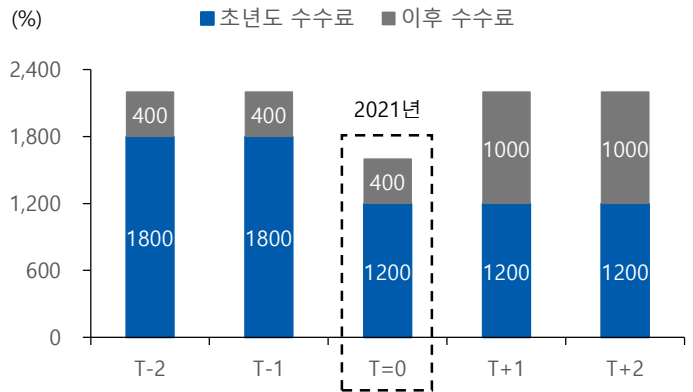
[그림 13] 공모가 산출 비교기업 2020년 ROE vs. trailing PBR



자료: Bloomberg, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

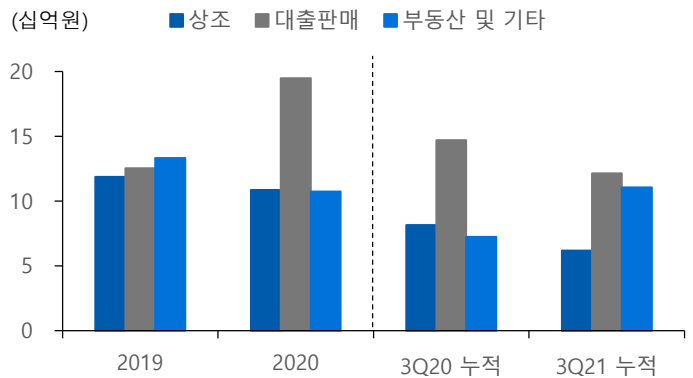
Key Chart

초년도 수수료 규제 도식화



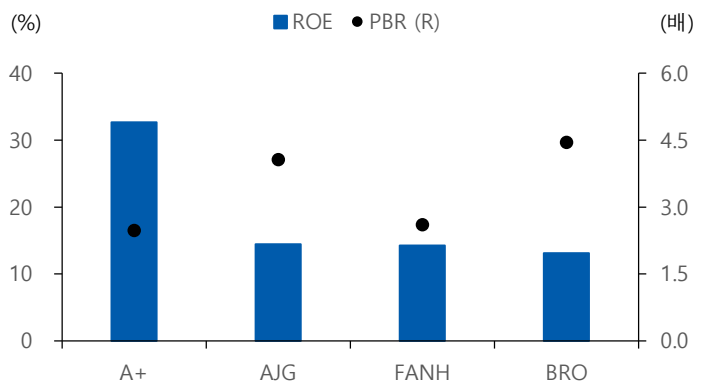
자료: 유안타증권 리서치센터

비보험 매출 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

공모가 산출 비교기업 2020년 ROE vs. trailing PBR



자료: Bloomberg, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

에이플러스에셋 (244920) 재무제표 (K-IFRS 연결)

	2016	2017	2018	2019	2020
영업수익	206	196	204	230	244
영업비용	199	180	184	209	220
영업이익	7	17	20	21	24
금융수익	0	0	0	1	5
금융비용	1	2	1	4	2
기타수익	0	0	1	2	1
기타비용	1	3	2	0	0
관계기업 투자관련손익	1	2	3	1	1
세전이익	6	15	20	22	29
법인세비용	1	4	5	7	4
당기순이익	5	11	16	15	24

	2016	2017	2018	2019	2020
자산	75	91	99	156	161
유동자산	19	36	33	63	77
현금및현금성자산	0	16	1	7	9
FVPL	0	0	0	0	8
기타금융자산	3	2	12	11	17
매출채권	5	3	2	17	15
기타자산	10	14	18	29	29
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	56	56	66	93	84
부채	49	35	28	103	65
유동부채	37	12	25	58	58
비유동부채	12	23	3	44	7
자본	26	56	71	54	96
자본금	10	11	11	10	11
자본잉여금	6	24	22	6	26
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	12	22	37	38	60
기타포괄손익누계액	-2	-1	0	-1	-1

	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동현금흐름	8	14	18	31	33
투자활동현금흐름	-29	-2	-20	-5	-17
재무활동현금흐름	20	3	-12	-20	-14
현금및현금성자산순증	0	15	-14	6	2
기초 현금및현금성자산	0	0	16	1	7
환율변동효과	0	0	0	0	0
기말 현금및현금성자산	0	16	1	7	9

자료: Company data, 유안타증권

	2016	2017	2018	2019	2020
영업수익	206	196	232	269	285
영업비용	199	180	216	248	262
영업이익	7	17	17	21	23
금융수익	0	0	3	4	8
금융비용	1	2	7	4	3
기타수익	0	0	2	3	1
기타비용	1	3	2	1	2
관계기업 투자관련손익	1	2	1	1	1
세전이익	6	15	13	23	29
법인세비용	1	4	5	8	5
당기순이익	5	11	8	15	24
지배주주순이익	5	11	8	14	24
자산	75	91	191	246	252
부채	49	35	135	176	139
자본	26	56	56	70	112
지배주주자본	26	56	38	52	94

	2016	2017	2018	2019	2020
Valuation					
PBR	8.9	4.1	6.1	4.5	2.5
PER	51.2	21.7	14.9	15.5	9.6
배당수익률	0.1	0.1	0.1	0.1	3.4
주당지표					
BPS	1,312	2,449	3,077	2,262	4,163
EPS	228	503	772	610	1,032
DPS	15	15	15	15	350
성장성					
BPS 성장률	8.3	86.7	25.6	-26.5	84.0
EPS 성장률	31.8	120.6	53.5	-21.0	69.2
수익성					
ROE	18.0	26.1	16.3	31.0	32.7
ROA	7.1	12.9	5.5	6.4	9.6

	2016	2017	2018	2019	2020
기말발행주식수	20,000	22,923	22,923	22,923	22,608
보통주	20,000	20,000	20,000	20,000	22,608
우선주	0	2,923	2,923	2,923	0
배당성향	6.6	4.6	6.4	2.1	36.5
보통주배당성향	6.6	2.8	3.9	2.1	36.5
우선주배당성향	0.0	1.8	2.5	0.0	0.0

에이플러스에셋 (244920) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-11-22	Not Rated	-	1년		

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)	0.0
Buy(매수)	91.7
Hold(중립)	8.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-11-17

※해의 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.