

2017. 5. 12.



▲ 보험/증권

Analyst 김고은
02. 6098-6670
goenkim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **7,500 원**
현재주가 (5.11) **5,540 원**
상승여력 **35.4%**

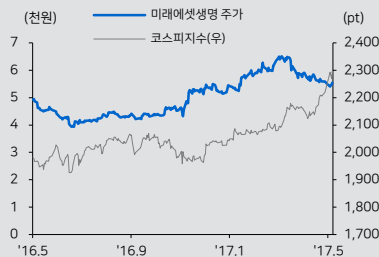
KOSPI 2,296.37pt
시가총액 8,043억원
발행주식수 14,518만주
유동주식비율 47.01%
외국인비중 10.16%
52주 최고/최저가 6,510원 / 3,935원
평균거래대금 19.2억원

주요주주(%)

미래에셋증권 외 30인 46.2
자사주 1.2

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.15	21.09	12.49
상대주가	-10.79	13.57	5.19

주가그래프



미래에셋생명 085620

PCA생명 인수로 Fee-biz 강화

- ✓ 투자이견 Buy, 적정주가 7,500원 유지
- ✓ 1Q17 순이익 119억원은 일회성 요인으로 인한 사차익 감소가 원인
- ✓ 사차이익 체력 유지되고 있으며 two track 전략 견고
- ✓ PCA생명과의 합병 시 Fee biz 강화되며 특별계정 부채 비중 증가하는 점 긍정적

1Q17 당기순이익 119억원(흑전 QoQ, +186.9% YoY)

1Q17 당기순이익 119억원을 실현했다. 당사 추정치 및 컨센서스 대비 각각 23.0%, 19.1%를 하회하는 실적이다. 이는 미지급자살보험금 23억원, IBNR 추가적립 43억원 발생해 사차이익이 감소했기 때문이다. 제외 시 위험손해율은 87.2%, 사차익 규모는 96.3억원으로 이익체력이 유지되고 있다. 동사의 특징인 two track 전략이 견고히 유지되고 있는 점 긍정적이다. 보장성 및 변액 APE가 각각 37.4%, 124.0% YoY 증가했으며 Fee biz 잔고 2.7% YoY, 수수료수입 98억원 7.1% YoY 증가했다.

PCA 생명과의 합병에 따른 영향

PCA생명 합병관련 주주총회는 7월경, 합병작업은 내년 2월말에 완료할 계획이다. PCA생명의 변액자산 규모는 약 4조원이며 수수료율 약 40bp로 Fee biz 강화에 기여할 전망이다. 단순 합산 시 합병 이후 미래에셋생명의 특별계정 부채 비중이 43.7%까지 증가해 IFRS17 도입에 따른 시가평가 불확실성 영향이 감소한다. 자본 가치에 대한 재평가가 필요하다고 판단된다.

투자의견 Buy, 적정주가 7,500 원 유지

투자의견 Buy 및 적정주가 7,500원을 유지한다. PCA 생명 인수로 변액보험 자산 10조원으로 증가, 수입보험료 기준 MS 12%로 상승한다. 시장상황 변화로 포트폴리오 변화 시 Fee-biz 수수료율 상승 기대할 수 있다. 만기보유증권 비중이 많아 금리 상승에 따른 RBC비율 민감도 적고 부채구조상 시가평가에 대한 불확실성 영향 제한적이다.

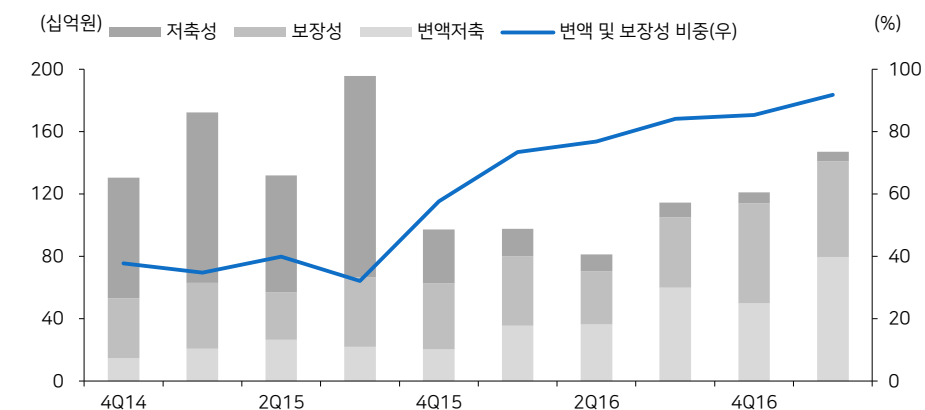
(십억원)	보험영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감율 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2014	2,610.4	-119.0	71.0	675	N/A	14,551	13.3	0.6	6.1	1.1
2015	2,739.4	-134.1	114.9	801	18.7	12,926	6.3	0.4	8.9	1.1
2016	2,403.6	-263.3	37.2	259	-67.6	13,150	19.9	0.39	2.2	1.1
2017E	2,331.6	-231.4	82.8	577	122.6	13,298	9.6	0.42	4.4	1.5
2018E	2,397.0	-220.1	110.6	771	33.6	13,854	7.2	0.40	5.8	2.0

표1 미래에셋생명 분기 실적 Review

(십억원)	1Q 17	1Q 16	(% YoY)	4Q 16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
보험손익	32.7	97.0	-66.3	-0.5	흑전	50.5	-35.2		
투자손익	150.5	145.0	3.7	126.0	19.4	147.5	2.0		
책임준비금전입액	246.4	318.0	-22.5	244.2	0.9	245.7	0.3		
영업외손익	79.1	83.8	-5.6	105.1	-24.7	68.2	16.1		
당기순이익	11.9	4.2	186.9	-10.3	흑전	15.5	-23.0	14.8	-19.1

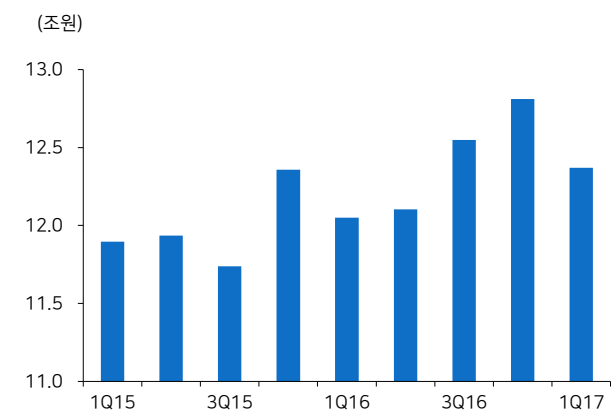
자료: 미래에셋생명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 신계약 상품별 APE



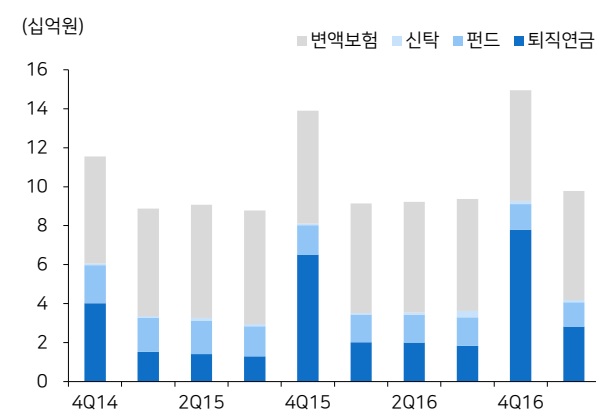
자료: 미래에셋생명

그림2 Fee Biz 관련 NAV, 잔고 및 적립금



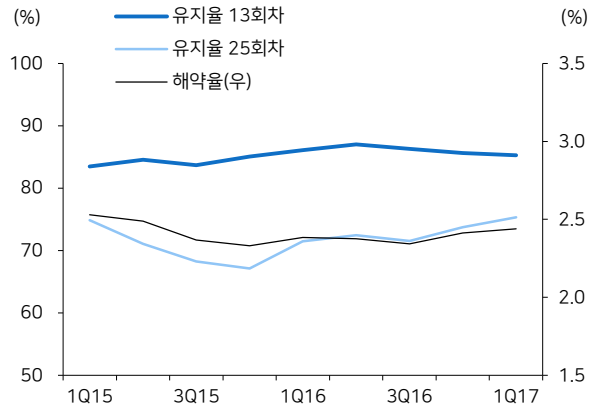
자료: 미래에셋생명

그림3 Fee Biz 관련 수수료 수입



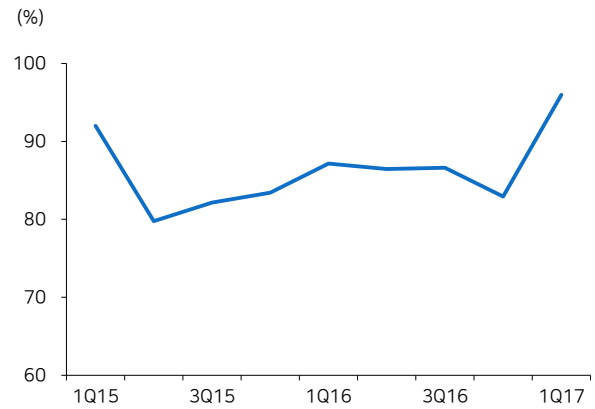
자료: 미래에셋생명

그림4 유지율 및 해약율



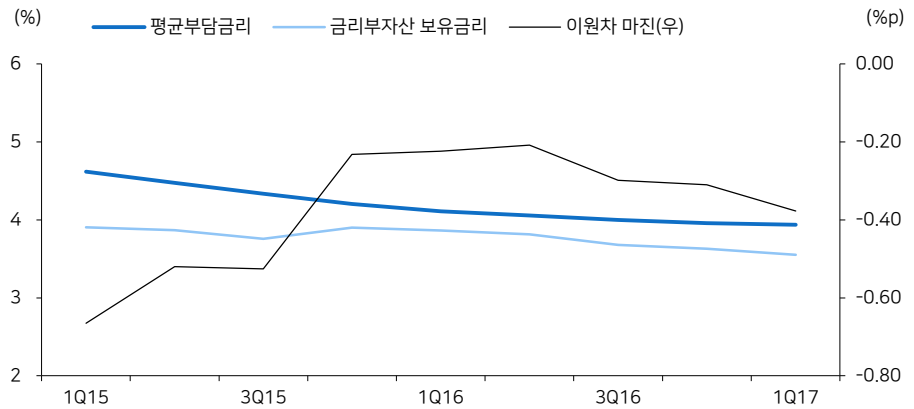
자료: 미래에셋생명

그림5 위험손해율



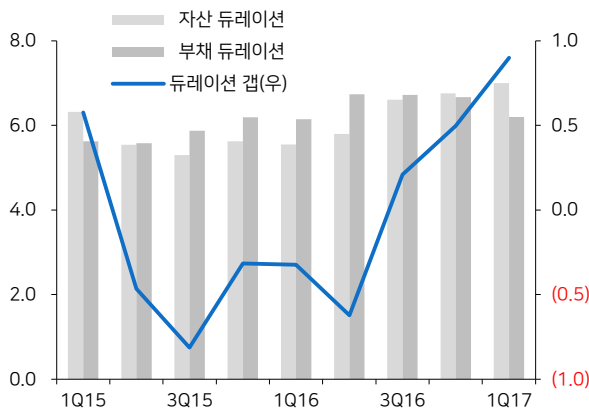
자료: 미래에셋생명

그림6 이원차마진



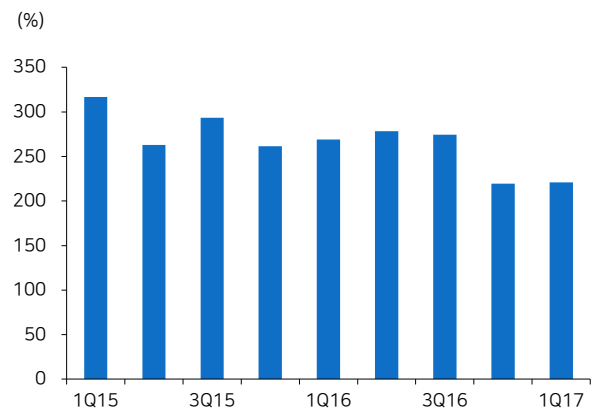
자료: 미래에셋생명

그림7 자산 부채 듀레이션



자료: 미래에셋생명

그림8 RBC 비율



자료: 미래에셋생명

미래에셋생명 (085620)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
보험손익	762.9	712.6	250.5	159.3	192.8
보험영업수익	2,610.4	2,739.4	2,403.6	2,331.6	2,397.0
보험료수익	2,502.5	2,625.9	2,286.8	2,212.8	2,275.0
재보험수익	107.9	113.5	116.8	118.7	122.0
보험영업비용	1,847.5	2,026.8	2,153.1	2,172.2	2,204.2
지급보험금	1,219.2	1,378.9	1,453.4	1,486.5	1,522.2
재보험비용	109.4	114.3	117.6	120.4	123.0
사업비	226.7	269.6	320.2	306.1	291.7
신계약상각비	292.1	263.9	261.8	259.0	267.2
할인료	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
투자손익	571.1	591.3	584.6	598.2	605.0
책임준비금전입액	1,453.0	1,438.0	1,098.4	988.9	1,017.9
영업이익	-119.0	-134.1	-263.3	-231.4	-220.1
영업외손익	210.0	249.3	315.2	340.8	366.0
세전순이익	91.0	115.2	51.8	109.4	145.9
법인세비용	20.0	0.2	14.6	26.6	35.3
당기순이익	71.0	114.9	37.2	82.8	110.6

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
자산총계	24,718.2	26,790.2	28,213.2	29,758.2	31,716.5
운용자산	14,829.9	16,405.6	17,452.1	17,869.5	18,849.1
현예금 및 예치금	216.6	350.0	293.0	235.1	247.6
유가증권	12,689.6	13,990.7	14,854.5	15,314.5	16,147.4
주식	282.7	120.7	123.3	133.1	139.1
채권	7,428.4	7,666.1	7,872.6	8,114.4	8,548.6
대출채권	1,827.4	1,970.3	2,264.0	2,271.1	2,398.6
부동산	96.3	94.5	21.5	31.2	38.7
비운용자산	935.9	959.8	999.4	1,236.5	1,397.7
특별계정자산	8,952.3	9,424.8	9,761.8	10,652.3	11,469.6
부채총계	22,549.5	24,935.6	26,430.3	27,850.3	29,728.7
책임준비금	13,267.6	14,706.8	15,806.1	16,795.5	17,813.5
계약자지분조정	123.0	111.6	80.0	71.3	71.3
기타부채	590.4	537.3	648.1	331.2	374.3
특별계정부채	8,568.6	9,579.9	9,896.1	10,652.3	11,469.6
자본총계	1,530.5	1,854.7	1,886.7	1,908.0	1,987.8
자본금	631.5	831.5	831.5	831.5	831.5
자본잉여금	207.9	300.8	300.8	300.8	300.8
이익잉여금	204.3	308.7	338.0	361.8	441.6
자본조정/기타포괄손익누계	486.7	413.6	416.3	393.4	393.4

Key Financial Data I

(%)	2014	2015	2016	2017E	2018E
수익성					
보험금지급율	70.8	74.0	60.5	63.8	63.5
위험손해율	92.5	84.3	85.8	90.0	88.9
사업비율	19.9	19.5	24.2	24.2	23.3
투자수익률	4.2	3.8	3.5	3.4	3.3
성장성					
총자산	N/A	8.4	5.3	5.5	6.6
운용자산	N/A	10.6	6.4	2.4	5.5
특별계정자산	N/A	5.3	3.6	9.1	7.7
자기자본	N/A	21.2	1.7	1.1	4.2
수입보험료	N/A	4.9	-12.3	-3.0	2.8
보험손익	N/A	-6.6	-64.8	-36.4	21.0
투자손익	N/A	3.5	-1.1	2.3	1.2
책임준비금전입액	N/A	-1.0	-23.6	-10.0	2.9
순이익	N/A	61.9	-67.6	122.6	33.6

Key Financial Data II

(%)	2014	2015	2016	2017E	2018E
주당지표 (원)					
EPS	675	801	259	577	771
BPS	14,551	12,926	13,150	13,298	13,854
DPS	100	55	55	83	110
밸류에이션 (배)					
PER	13.3	6.3	19.9	9.6	7.2
PBR	0.6	0.4	0.39	0.42	0.40
수익성					
ROE	6.1	8.9	2.2	4.4	5.8
ROA	0.2	0.3	0.5	0.1	0.3
배당지표					
배당성향	14.8	6.9	21.2	14.3	14.3
배당수익률	1.1	1.1	1.1	1.5	2.0
안정성					
총자산/자기자본	16.2	14.4	15.0	15.6	16.0
보험료수입/총부채	11.6	11.0	9.1	8.4	8.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 5월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 5월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 5월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김고은)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.57%
중립	7.5%
매도	0.0%
2017년 3월 31 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율	

미래에셋생명보험(085620) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.05.25	산업분석	Buy	6,000	김고은	<div> <div>미래에셋생명 주가</div> <div>적정주가</div> </div>
2016.07.11	산업분석	Buy	6,000	김고은	
2016.07.21	산업브리프	Buy	6,000	김고은	
2016.08.10	기업브리프	Buy	6,000	김고은	
2016.11.21	산업분석	Buy	7,500	김고은	
2017.01.18	산업브리프	Buy	7,500	김고은	
2017.02.27	기업분석	Buy	7,500	김고은	
2017.04.14	산업브리프	Buy	7,500	김고은	
2017.05.12	기업브리프	Buy	7,500	김고은	