

미래에셋생명 (085620)

아쉬움은 조금 남지만 비관적인 내용 없음

4분기 산발적인 일회성 손실로 컨센서스 하회

미래에셋생명보험의 2020년 연간 별도 순이익은 전년 대비 -8.0% 감소한 921억원(ROE 4.0%), 4분기 순이익은 -98억원으로 적자 시현하며 당사 추정치와 컨센서스를 하회하였다. 연간 보험이익은 전년 대비 -21.4% 둔화되었는데; 이는 사회적 거리 두기 영향으로 사고보험금이 전년 대비 -8.4% 감소하여 연간 위험손해율은 전년 대비 -9.0%p 개선되었으나, 변액 보험 판매 호조에 따라 신계약 APE가 전년 대비 +60.2% 증가하며 사업비율이 +1.7%p 둔화되었기 때문이다. 한편, 4분기 적자 시현의 배경은 보험이익이 양호하였으나 변액보증준비금 40억원, 즉시연금 소송 관련 충당금 70억원, 해외 대체투자자산 평가손실 700억원 인식 등 산발적인 일회성 손실이 인식되었기 때문이다.

2021년은 누구에게 보다 중요한 해가 될 것

2021년은 기존 판매 조직이 분사된 자회사형 GA(미래에셋금융서비스)가 출범하는 해이기에 동사에게 특히 중요한 변곡점이 될 것으로 생각된다. 특히, 신계약 규모 유지에 대한 관심이 주목되는데, 향후 신계약 규모는 채널 변화 영향 보다는 변액 보험의 수요 자체에 따라 결정될 것으로 예상된다. 이는 2020년 연간 기준으로 전속채널이 전체 신계약 APE의 40.8%를 차지하나 이중 69.7%는 변액 보험이며, 전체 보장성 APE의 68.0%는 이미 GA 채널이기 때문이다. 따라서 제판분리에 따른 보장성 신계약 둔화는 크지 않을 것으로 예상하며, 변액 보험 시장 내 동사의 점유율 우위가 지속되고 있는 점에서 제판분리에 대한 우려보다는 타사 상품 판매에 따른 연결 손익 제고 효과가 더 클 것으로 전망한다.

전체 주주환원 패키지는 긍정적. 매수 의견과 목표가 유지

투자 의견 매수와 목표가 5,700원을 유지한다. 2020년 연간 DPS는 순이익 감소와 배당성장 축소로 100원(YoY -41.2%)으로 결정되었으나 자사주 매입을 합한 보통주 주주환원금액은 316억원으로 전년 대비 +34.5% 증가하였다. 올해도 추가적으로 112억원의 자사주 매입이 결정되었는데, 주주환원 패키지 이상향 가정 시 올해 배당성장은 20%, DPS는 160원으로 추정된다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 5,700원 | CP(3월09일): 4,105원

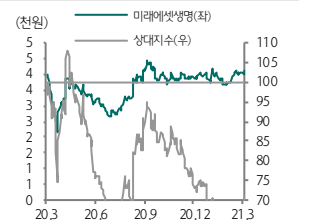
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,976.12
52주 최고/최저(원)	4,435/2,175
시가총액(십억원)	726.7
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	177,016.2
60일 평균 거래량(천주)	323,328.1
60일 평균 거래대금(십억원)	1.3
20년 배당금(예상, 원)	100
20년 배당수익률(예상, %)	2.60
외국인지분율(%)	5.31
주요주주 지분율(%)	
미래에셋대우 외 23 인	46.21

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,925	1,893
영업이익(십억원)	(182)	(233)
순이익(십억원)	122	115
EPS(원)	614	579
BPS(원)	15,021	15,419

Stock Price



주가상승률	1M	6M	12M
절대	10.3	(5.6)	9.0
상대	14.4	(24.7)	(28.4)

Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
수입보험료	십억원	5,840	7,247	6,960	7,089	7,194
영업이익	십억원	-245	-208	-209	-161	-158
세전이익	십억원	102	131	124	148	165
당기순이익	십억원	75	100	92	109	122
EPS	원	522	723	665	807	899
(증감률)	%	-5.2	38.3	-8.0	21.4	11.4
P/E	배	8.8	5.7	5.8	5.1	4.6
P/B	배	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
ROA	%	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
ROE	%	3.8	4.6	4.0	4.7	5.1
BPS	원	13,567	16,087	15,732	16,533	17,142
DPS	원	170	170	100	160	180
배당수익률	%	3.7	4.1	2.6	3.9	4.4



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

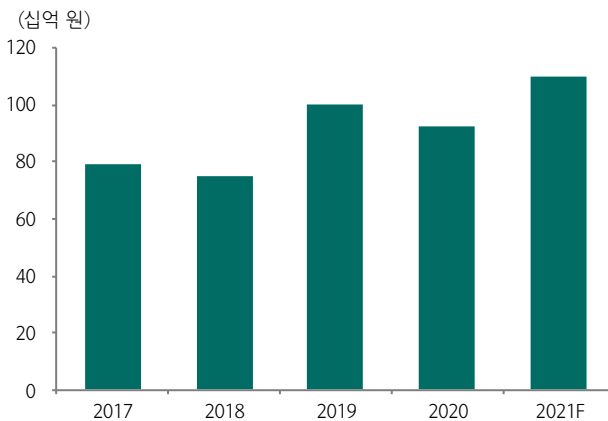
표 1. 분기별 주요 실적

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	QoQ	YoY
수입보험료	1,094	1,530	1,320	3,303	1,376	1,224	1,570	2,791	77.8%	-15.5%
일반계정	479	467	462	451	444	442	449	456	1.3%	1.0%
특별계정	616	1,063	858	2,852	932	782	1,120	2,336	108.5%	-18.1%
보험이익	42	42	45	33	40	53	39	63	63.8%	92.2%
사차손익	4	13	12	-0	10	22	11	21	98.1%	흑자전환
위험보험료	96	96	96	97	97	97	98	99	0.6%	1.8%
사고보험금	93	83	85	97	87	75	87	77	-11.3%	-20.3%
위험손해율	96.2%	86.2%	88.0%	100.3%	89.9%	77.3%	89.1%	78.6%	-10.6%p	-21.8%p
비차손익	39	29	34	33	30	30	28	42	50.8%	26.9%
예정사업비	167	168	170	174	179	182	201	212	5.8%	22.0%
실제사업비	128	139	136	141	149	152	173	170	-1.5%	20.9%
사업비율	11.7%	9.1%	10.3%	4.3%	10.8%	12.4%	11.0%	6.1%	-4.9%p	1.8%p
이자율차 Spread	-0.75%p	-0.86%p	-0.68%p	-0.63%p	-0.13%p	-0.95%p	-0.74%p	-1.47%p	-0.73%p	-0.84%p
운용자산이익률	3.09%	2.96%	3.12%	3.16%	3.65%	2.83%	3.03%	2.29%	-0.74%p	-0.87%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	-171	적자지속	적자지속
보험영업수익	517	503	500	492	482	482	486	474	-2.5%	-3.7%
보험영업비용	634	624	653	663	690	621	678	646	-4.8%	-2.6%
투자손익	154	150	161	163	188	146	158	119	-24.4%	-27.0%
책임준비금전입액	78	69	56	71	17	30	12	49	320.9%	-30.2%
영업이익	-41	-40	-49	-78	-38	-23	-46	-101	적자지속	적자지속
영업외손익	74	89	83	92	78	77	88	90	1.6%	-3.1%
세전이익	33	49	34	15	40	53	42	-12	적자전환	적자전환
당기순이익	24	36	26	14	30	40	31	-10	적자전환	적자전환
자산총계	35,294	35,894	36,076	37,924	36,728	37,984	38,737	40,546	4.7%	6.9%
운용자산	20,078	20,615	20,727	20,798	20,689	20,878	20,941	20,771	-0.8%	-0.1%
부채총계	33,171	33,640	33,725	35,591	34,453	35,594	36,327	38,262	5.3%	7.5%
책임준비금	18,372	18,442	18,498	18,572	18,590	18,620	18,631	18,680	0.3%	0.6%
자본총계	2,122	2,254	2,350	2,333	2,275	2,390	2,410	2,284	-5.2%	-2.1%

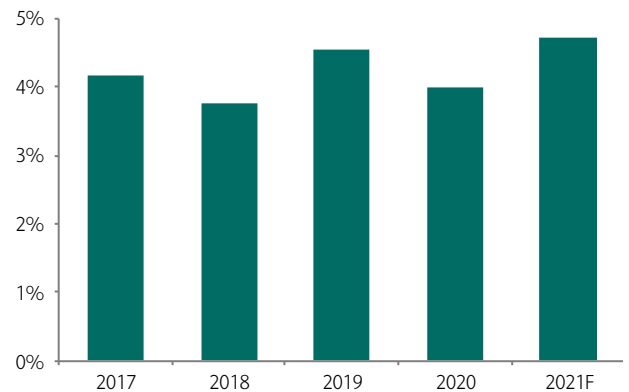
자료: 미래에셋생명, 하나금융투자

그림 1. 연간 순이익 추정



자료: 미래에셋생명, 하나금융투자

그림 2. 연간 ROE 추정



자료: 미래에셋생명, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억 원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
수입보험료	5,840	7,247	6,960	7,089	7,194
일반계정	2,019	1,859	1,791	1,871	1,931
특별계정	3,821	5,388	5,170	5,218	5,263
보험이익	973	795	625	748	780
사업비차손익	113	135	131	156	193
위험률차손익	48	28	64	51	47
보험영업손익	-482	-562	-711	-552	-488
보험영업수익	2,161	2,012	1,924	1,996	2,053
보험료수익	2,019	1,859	1,791	1,871	1,931
재보험수익	142	153	134	125	122
보험영업비용	2,643	2,574	2,635	2,548	2,541
지급보험금	1,864	1,825	1,887	1,865	1,870
재보험비용	149	165	137	121	123
사업비	379	354	396	349	333
(이연신계약비)	-183	-189	-247	-216	-207
신계약비	309	325	439	374	358
유지비	253	218	204	191	181
신계약상각비	252	229	215	212	214
할인료	0	1	1	1	1
투자영업손익	612	628	612	673	676
책임준비금전입액	374	274	109	281	345
영업이익	-245	-208	-209	-160	-157
영업외손익	347	338	333	308	322
세전이익	102	131	124	148	165
법인세비용	27	31	32	38	43
당기순이익	75	100	92	110	122

재무상태표	(단위: 십억 원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
자산총계	34,547	37,924	40,546	40,382	40,691
운용자산	19,937	20,798	20,771	21,223	21,651
현금및예치금	226	364	297	257	263
유가증권	16,367	16,927	16,973	17,379	17,729
주식	136	154	201	203	207
채권	10,688	11,061	10,844	11,189	11,414
외화유가증권	2,478	2,028	1,964	2,023	2,064
기타	3,065	3,684	3,964	3,963	4,044
대출채권	3,260	3,427	3,421	3,503	3,574
부동산	83	79	80	84	86
비운용자산	1,216	1,288	1,452	1,364	1,378
미상각신계약비	474	434	466	471	476
특별계정자산	13,394	15,838	18,323	17,795	17,662
부채총계	32,495	35,591	38,262	38,037	38,263
책임준비금	18,296	18,572	18,680	18,961	19,306
보험료적립금	17,800	18,063	18,176	18,453	18,789
계약자지분조정	66	109	92	92	92
기타부채	522	730	750	782	803
특별계정부채	13,611	16,180	18,740	18,203	18,062
자본총계	2,052	2,333	2,284	2,345	2,428
자본금	991	991	991	991	991
자본잉여금	181	181	181	181	181
이익잉여금	583	646	699	772	854
자본조정	-39	-39	-57	-68	-68
기타포괄손익누계액	335	554	470	470	470
신종자본증권	-	-	-	-	-

주요 지표 (1)

(단위: %)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
전년 대비 성장성					
수입보험료	4.0	24.1	-4.0	1.8	1.5
일반계정	-3.2	-7.9	-3.7	4.5	3.2
보장	11.9	0.5	4.8	6.9	4.8
저축	-19.2	-20.3	-19.3	-1.3	-1.1
특별계정	8.4	41.0	-4.1	0.9	0.9
변액	-16.1	84.2	-38.8	7.1	-3.8
퇴직	44.5	4.1	48.6	-2.9	4.1
사업비차손익	134.7	19.0	-2.8	19.1	24.0
위험률차손익	-6.6	-41.0	125.9	-19.6	-8.0
보험영업수익	-2.1	-6.9	-4.4	3.7	2.9
보험영업비용	20.0	-2.6	2.4	-3.3	-0.3
투자영업손익	1.0	2.7	-2.7	9.9	0.4
책임준비금전입액	-56.9	-26.8	-60.3	158.0	23.0
세전이익	-1.3	28.3	-5.3	19.2	11.4
당기순이익	-5.2	33.5	-8.0	18.7	11.4
자산총계	16.5	9.8	6.9	-0.4	0.8
부채총계	17.1	9.5	7.5	-0.6	0.6
자본총계	7.0	13.7	-2.1	2.7	3.5
수익성 지표					
위험손해율	87.2	92.7	83.7	87.3	88.7
사업비율	9.6	7.5	9.2	8.0	7.5
투자수익률	3.3	3.1	3.0	3.3	3.2
부채 평균 부담이율	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7
ROA	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
ROE	3.8	4.6	4.0	4.7	5.1

자료: 하나금융투자

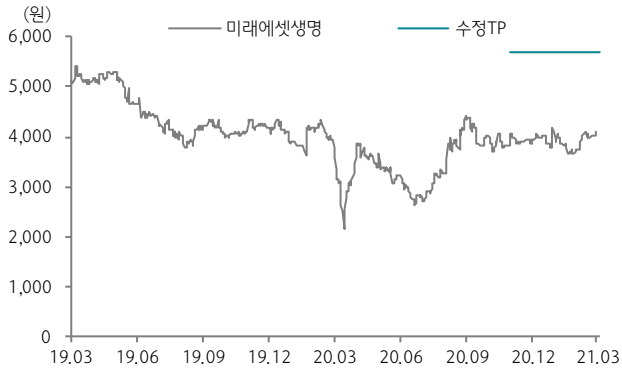
주요 지표 (2)

(단위: 십억 원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
보험료 구성					
일반계정	2,019	1,859	1,791	1,871	1,931
보장	1,200	1,207	1,264	1,352	1,417
저축	819	652	526	520	514
특별계정	3,821	5,388	5,170	5,218	5,263
퇴직	1,762	3,245	1,984	2,124	2,044
변액	2,059	2,144	3,185	3,093	3,219
위험보험료	372	386	391	402	418
부가보험료	674	678	774	721	733
특별계정수입수수료	370	350	358	357	371
신계약 APE					
보장성	212	236	341	289	296
저축성	244	234	412	354	326
운용자산 구성 (%)					
현금및예치금	1.1	1.8	1.4	1.2	1.2
유가증권	82.1	81.4	81.7	81.9	81.9
대출채권	16.4	16.5	16.5	16.5	16.5
부동산	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
투자 지표					
EPS (KRW)	522	723	665	807	899
BPS (KRW)	13,567	16,087	15,732	16,533	17,142
P/E (X)	8.8	5.7	5.8	5.1	4.6
P/B (X)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
DPS (KRW)	170	170	100	160	180
배당성향 (%)	32.5	23.5	15.0	20.0	20.0
배당수익률 (%)	3.7	4.1	2.6	3.9	4.4

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	92.69%	7.31%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 03월 06일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이흥재)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 2021년 3월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(이흥재)는 2021년 3월 10일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- 모집 · 사모 · 매출의 주선업무 관련법

본 조사자료는 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.