

# 미래에셋생명 (085620/KS)

차별화된 컨셉은 분명한 강점

SK증권 리서치센터

## 중립(신규편입)

목표주가: 5,500 원(신규편입)

현재주가: 5,280 원

상승여력: 4.2%



Analyst  
설용진

s.dragon@sks.co.kr  
3773-8610

### Company Data

발행주식수	17,702 만주
시가총액	935 십억원
주요주주	
미래에셋증권(외23)	57.10%
자사주	26.29%

### Stock Data

주가(24/09/20)	5,280 원
KOSPI	2,593.37 pt
52주 최고가	6,390 원
52주 최저가	4,415 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

### 주가 및 상대수익률



## 투자의견 중립, 목표주가 5,500 원으로 커버리지 개시

미래에셋생명에 대해 투자의견 중립, 목표주가 5,500 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 24E BVPS 14,020 원에 Target PBR 0.4 배를 적용해서 산출했다. 지속적인 대주주 지분 매입에 힘입어 전반적인 주가 상승 나타났으나 제도 측면의 개선 및 투자손익 변동성 완화가 확인되기 전까지는 펀더멘털과 주가 간 괴리가 불가하다고 판단함에 따라 투자의견 중립을 제시한다. 투자리스크로는 1) 제도 측면의 불확실성, 2) 해약환급금준비금 등으로 인한 배당재원 측면의 제약, 3) 낮은 유통주식 등을 제시한다.

## 특별계정 중심의 차별화된 사업 구조

미래에셋생명은 1) 상대적으로 과거 고금리 확정형 보험 부채와 관련된 부담이 크지 않다는 점에서 K-ICS 비율 등 제도 측면의 불확실성이 상대적으로 작을 것으로 예상되며 2) 변액보험/퇴직연금 등 특별계정 중심 사업 구조를 보유하고 있어 기본적으로 적립금 잔고에 기반한 Fee-biz 중심의 안정적인 수익 구조를 기대할 수 있을 것으로 예상된다. IFRS17 회계 기준에서 변액보험 등이 VFA 모형을 적용한 보험부채로 반영됨에 따라 과거 IFRS4 회계기준과 달리 이러한 변액 관련 수수료이익이 CSM, 투자손익 등에 반영되고 있는 만큼 Fee biz 측면의 실적 기여도를 명확하게 확인하기는 쉽지 않지만 기본적으로 적립금 규모에 기반한 이익 창출 기반 확대라는 컨셉은 확실하게 이어지고 있다고 판단한다. 금리 변화에 따른 K-ICS 관련 부담이 적고 증시 개선 등에 따라 변액보험 시장 확대 등을 기대할 수 있는 만큼 생보사 중에서는 금리 하락 시점에 상대적으로 유리한 포지션에 위치해 있다고 판단한다. 보장성보험의 경우 마진 높은 건강보험 중심 판매 확대를 추진하고 있으며 단기납종신 등에 대한 제한적인 판매로 향후 규제 관련 불확실성도 전반적으로 제한적이라고 판단한다.

## 2024E 순이익 1,254 억원(+0.4% YoY) 전망

미래에셋생명의 24E 순이익은 1,254 억원(+0.4% YoY)를 전망한다. 23 년 말 채권 교체매매 기저효과 존재하나 2Q24 중 해외 상업용 부동산 관련 손익 부진 영향으로 둔화된 실적 추세가 이어질 전망이다. 향후 증시 활성화에 따른 변액시장 확대, 투자손익 변동성 완화, 제도 개선 확인 후 본격적인 Upside 기대 가능하다고 판단한다.

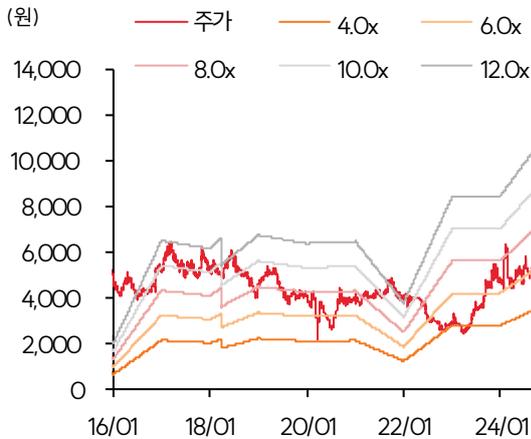
### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			169	158	196	205
투자손익	십억원			-2	-6	14	15
영업이익	십억원			167	153	210	220
당기순이익	십억원			125	125	168	176
EPS	원			706	709	951	994
PER	배			6.7	7.5	5.6	5.3
PBR	배			0.3	0.38	0.35	0.33
ROE	%			3.6	4.6	6.6	6.5

미래에셋생명 - 분기별 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	% QoQ	% YoY
<b>보험손익</b>	44	41	27	57	21	46	45.7	45	0.1	67.3
CSM 상각	52	50	46	49	51	50	49.9	50	-0.1	8.5
RA 해제	12	12	12	11	11	11	10.4	10	-2.8	-9.7
예실차	-2	-5	-8	-4	-25	4	3.2	4	-23.3	흑전
기타사업비용	-18	-15	-15	-19	-15	-15	-14.2	-13	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-1	-1	-7	20	0	-4	-3.6	-6	적지	적지
<b>투자손익</b>	94	4	-1	-99	29	-26	5.5	-13	흑전	흑전
일반계정	62.0	11	-13	-67	48	-11	1.5	2	흑전	흑전
자산운용수익	194	141	142	61	169	111	123.9	126	12.2	-12.7
보험금융손익	-132	-130	-155	-128	-121	-121	-122.4	-124	적지	적지
특별계정	32	-7	12	-32	-19	-15	4.0	-15	흑전	-67.4
<b>영업이익</b>	137	44	27	-42	50	19	51.3	32	164.1	92.7
영업외손익	-2	-1	-1	-1	-1	3	1.0	2	-70.6	흑전
세전이익	136	43	26	-42	49	23	52.2	34	129.6	102.5
<b>별도 당기순이익</b>	101	34	24	-34	39	19	40.5	26	110.7	65.5
보장성 APE	42	51	61	59	69	65	65.3	66	0.9	6.3
신계약 CSM	57	69	85	80	96	76	77.1	78	1.2	-9.7
<b>자산총계</b>	33,151	32,951	32,111	33,046	32,333	32,189	31,939	32,787	-0.8	-0.5
운용자산	20,381	19,920	19,517	19,626	18,903	18,967	18,730	19,572	-1.3	-4.0
비운용자산	828	834	821	1,181	944	969	956	962	-1.3	16.5
<b>부채총계</b>	30,274	30,009	29,141	30,132	29,705	29,774	29,670	30,339	-0.3	1.8
책임준비금	17,150	16,565	16,131	16,654	16,413	16,727	16,604	17,283	-0.7	2.9
생명보험 CSM 잔액	2,007	2,094	1,944	2,120	2,190	2,188	2,194	2,202	0.3	12.9
<b>자본총계</b>	2,876	2,943	2,970	2,914	2,628	2,415	2,455	2,482	1.7	-17.3
해약환급금준비금	769	797	845	900	949	990	1,024	1,050	3.4	21.1
<b>ROE (%)</b>	11.6	4.7	3.3	-4.7	5.7	3.0	6.6	4.3	3.6%p	3.3%p
<b>K-ICS 비율 (%)</b>	218.4	209.7	205.4	214.7	207.2	197.1	196.0	193.1	-1.1%p	-9.4%p

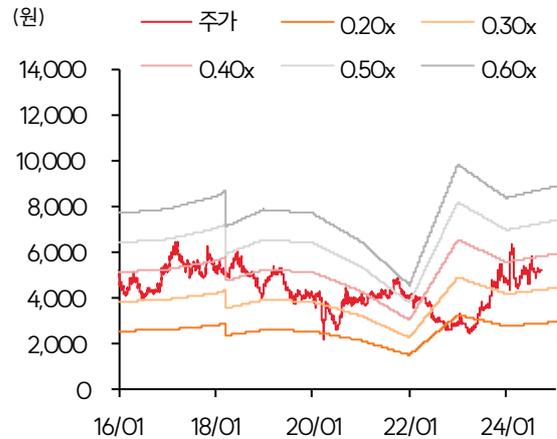
자료: 미래에셋생명, SK 증권 추정

미래에셋생명 - PER Band



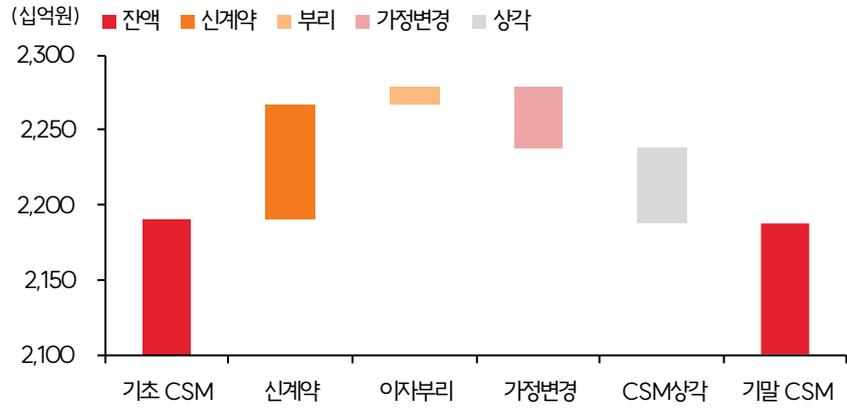
자료: 미래에셋생명, SK 증권 추정

미래에셋생명 - PBR Band



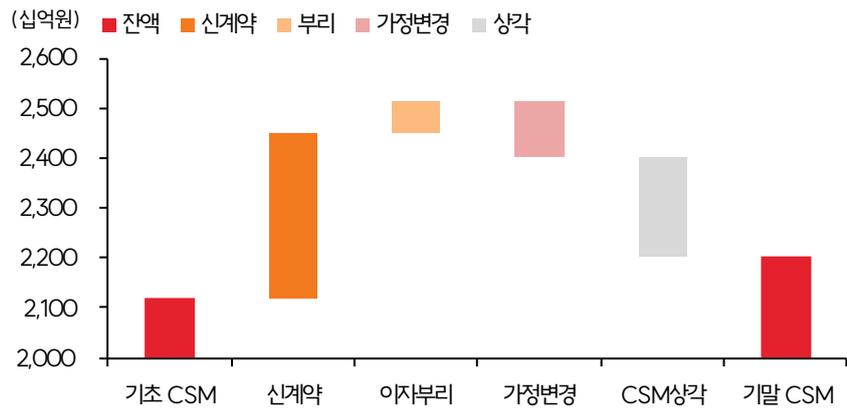
자료: 미래에셋생명, SK 증권 추정

미래에셋생명 - 2Q24 CSM Movement



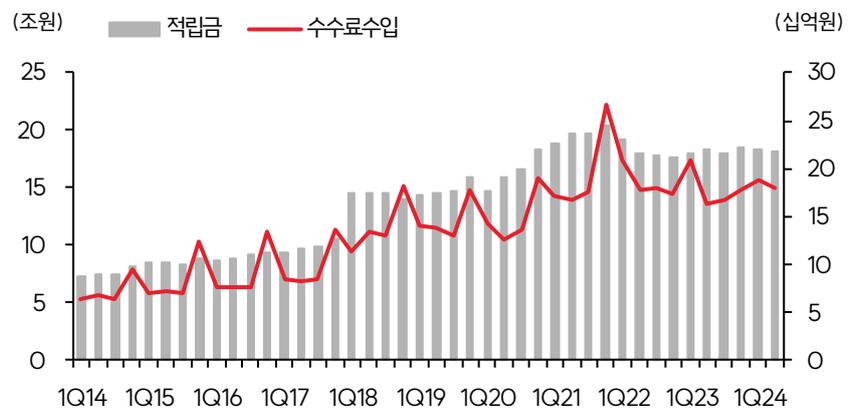
자료: SK 증권

미래에셋생명 - 2024E CSM Movement



자료: SK 증권 추정

미래에셋생명 - Fee biz 및 적립금 추이



자료: 미래에셋생명, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>운용자산</b>		19,626	19,572	20,389	21,219
현금및예치금		955	475	507	538
유가증권		15,543	16,083	16,749	17,425
대출금		3,056	2,944	3,066	3,191
부동산		72	70	67	65
<b>비운용자산</b>		1,181	962	960	960
특별계정자산 및 기타		12,239	12,253	12,253	12,253
<b>자산총계</b>		33,046	32,787	33,602	34,432
<b>책임준비금</b>		16,654	17,283	18,116	18,977
CSM잔액(원수)		2,120	2,202	2,341	2,488
계약차지분조정		0	-3	-3	-3
특별계정부채 및 기타		13,478	13,059	13,062	13,062
<b>부채총계</b>		30,132	30,339	31,175	32,037
<b>자본금</b>		991	991	991	991
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		181	181	181	181
이익잉여금		1,713	1,839	1,990	2,148
해약환급금준비금		900	1,050	1,115	1,143
기타자본		29	-529	-529	-529
비지배주주지분		0	0	0	0
<b>자본총계</b>		2,914	2,482	2,633	2,791

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>신계약 수익성</b>					
신계약 APE		286	524	540	561
신계약 CSM		292	328	322	339
신계약 CSM 수익성		102.0	62.5	59.6	60.3
<b>CSM 관련 지표</b>					
기초CSM		1,979	2,120	2,202	2,341
CSM 조정 가정 변경		35	-109	-59	-59
신계약 CSM(원수)		292	328	322	339
CSM 이자부리		12	64	82	87
상각 전 CSM		2,318	2,403	2,547	2,708
CSM상각액		198	201	206	219
CSM상각률(%)		8.5	8.3	8.1	8.1
CSM 순증액		141	82	139	147
<b>투자이익 관련 지표</b>					
자산운용수익률		2.7	2.7	2.6	2.6
FVPL 제외 운용수익률		2.6	2.6	2.6	2.6
<b>손익구성</b>					
보험손익		101.3	103.7	93.2	93.4
CSM상각		118.6	131.5	98.2	99.7
투자손익		-1.3	-3.7	6.8	6.6
<b>자본적정성</b>					
지급여력비율(K-ICS)		214.7	193.1	191.6	197.9

자료: 미래에셋생명, SK증권 추정

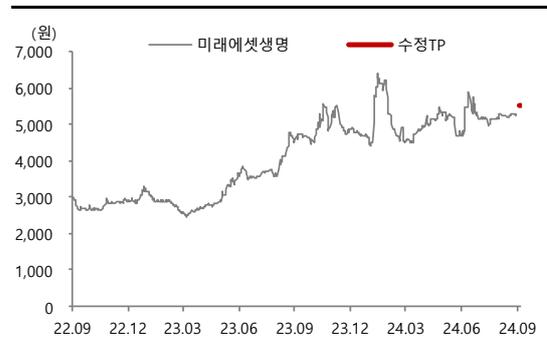
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>보험손익</b>		169	158	196	205
CSM상각		198	201	206	219
RA해제		46	43	41	40
예실차		-19	44	75	78
기타사업비용		-67	-58	-57	-60
손실계약비용 및 기타		12	-13	-11	-11
<b>투자손익</b>		-2	-6	14	15
일반계정손익		-7	40	6	7
평가처분손익		28	26	0	0
특별계정손익		5	-46	8	8
<b>영업이익</b>		167	153	210	220
영업외손익		-4	5	7	7
<b>세전이익</b>		163	158	217	227
법인세비용		38	32	49	51
법인세율(%)		23.2	20.4	22.5	22.5
<b>당기순이익</b>		125	125	168	176

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>성장성지표 (%)</b>					
운용자산증가율				-0.3	4.2
CSM증가율				3.9	6.3
BPS증가율				-14.8	6.1
보험손익증가율				-6.4	23.9
투자손익증가율				적지	흑전
영업이익증가율				-8.6	37.9
세전이익증가율				-3.2	37.8
당기순이익증가율				0.4	34.2
<b>주당지표(원)</b>					
EPS		706	709	951	994
BPS		16,463	14,020	14,875	15,770
EV(BV+CSM)		27,986	26,460	28,099	29,826
보통주 DPS		0	0	130	135
보통주 배당수익률(%)		0.0	0.0	2.5	2.6
<b>Valuation 지표</b>					
PER(배)		6.7	7.5	5.6	5.3
PBR(배)		0.29	0.38	0.35	0.33
P/EV(배)		0.17	0.20	0.19	0.18
ROE(%)		3.6	4.6	6.6	6.5
ROA(%)			0.4	0.5	0.5
배당성장률(%)		0.0	0.0	10.1	10.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.09.24	중립	5,500원	6개월		



**Compliance Notice**

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 24일 기준)**

매수	98.15%	중립	1.85%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------