

미래에셋생명

(085620)

박혜진

hyejin.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

5,500

유지

현재주가

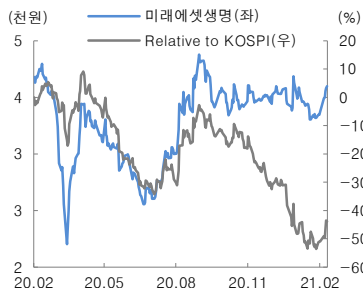
4,060

(21.02.19)

보험업종

KOSPI	3,107.62
시가총액	719십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	885십억원
52주 최고/최저	4,435원 / 2,175원
120일 평균거래대금	9억원
외국인지분율	5.48%
주요주주	미래에셋대우 외 23 인 46.21%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.6	4.5	1.8	-4.7
상대수익률	4.1	-14.3	-22.7	-32.2



평가손실 반영으로 아쉬운 마무리

투자의견 매수(BUY), 목표주가 5,500원 유지

- 당사는 금리민감도가 적어 연말 변액보존준비금 적립의 부담이 없기 때문에 연간이익은 1,100억원을 상회할 것으로 예상하였으나, 4분기 반영된 자산 평가손실 부담이 컸음
- 연간이익은 2019년 대비 감소하였으나, 보험영업이익은 1,607억원으로 오히려 +6.3% 증가. 이차에서 손실이 발생하지 않는 유일한 회사이기 때문에 일회성요인 소멸로 2021년 이익 증가 가능성이 가장 높음

4Q20 별도기준 순손실 -98억원(QoQ 적전, YoY 적전)기록

- 4분기 실적은 우리의 추정과 컨센서스를 크게 하회하며 순손실로 전환. 사차익과 비차익을 포함한 보험영업이익은 당 분기 510억원(QoQ +56.2%, YoY +54.2%)을 기록하며 어느때보다 견조하게 유지되었지만 이차손익이 -513억원으로 적자전환한 데 기인
- 이차손실이 크게 발생한 것은 동사가 보유한 해외 대체투자자산 평가손실에 기인
- 위험손해율은 78.6%(QoQ -10.6%p, YoY -21.8%p)로 지난 2분기 이후 가장 낮은 수준을 기록. 보장성 APE와 변액보장성 APE는 각각 763억원(QoQ -22.1%, YoY +17.5%), 1,301억원(QoQ -10.9%, YoY +177%)기록. 전 분기 대비로는 감소하였으나 지난해 대비로는 여전히 높은 수준을 유지. 초회보험료 기준 변액보험 시장점유율은 52.5%로 압도적인 것은 익히 알려진 부분
- 동사 역시 올해 2월 100% 자회사인 미래에셋금융서비스(GA)에 700억원을 출자하며 제조와 판매를 분리, 사측은 판매상품 확대를 통한 연결 이익 개선을 기대
- 2020년 기말 배당 보통주 DPS 100원 결정, 2020년 순이익은 921억원으로 2019년 대비 -8% 감소에 그쳤으나 DPS 하락률이 꽤 큰데 사측은 2020-2021년 316억원의 자사주매입으로 만회한다는 입장이나 향후 배당정책의 방향성을 알 수 없는 것이 아쉬운 부분

(단위: 십억원, %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20				1Q21F			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
보험손익	-170	-192	-177	-171	적지	적지	-	-171	적지	적지
투자손익	166	160	197	122	-26.2%	-23.5%	-	181	-5.6%	48.2%
순이익	14.1	31.2	14.2	-9.8	적전	적전	16.3	12.1	-60.1%	흑전

주: IFRS 별도 기준 / 자료: 미래에셋생명, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
수입보험료	4,078	4,003	4,976	4,181	4,331
영업이익	-239.3	-201.6	-196.4	-206.1	-201.4
순이익	75	100	92	119	129
YoY(%)	-5.3	33.5	-7.9	29.4	8.3
BPS(원)	14,820	15,668	17,124	17,301	17,776
PBR(배)	0.31	0.26	0.24	0.23	0.23
ROE(%)	3.8	4.6	4.6	5.2	5.4
EPS(원)	541	722	690	893	967
PER(배)	8.5	5.7	5.8	4.5	4.2

주: IFRS 별도 기준

자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

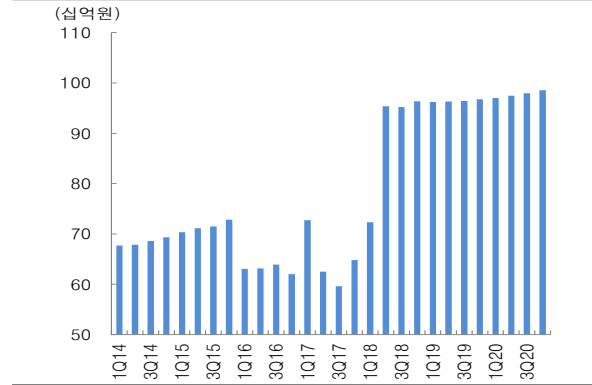
(단위: 십억
원, %, %p, bp)

표 1. 미래에셋생명 분기실적 상세

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	QoQ	YoY
보험손익	-170	-209	-140	-192	-171	적.지	적.지
보험영업수익	492	482	482	486	474	-2.5%	-3.7%
위험보험료	96.8	97.0	97.5	98.0	98.5	0.6%	1.8%
보험영업비용	663	690	621	678	646	-4.8%	-2.6%
사업비	141	150	152	173	173	0.2%	23.1%
신계약상각비	49	49	53	43	50	16.4%	1.6%
사고보험금	97	87	75	87	77	-11.3%	-20.3%
투자손익	166	192	149	160	122	-23.5%	-26.2%
책임준비금전입액	71	17	30	12	49	320.9%	-30.2%
당기순이익	14.1	30.3	40.4	31.2	-9.8	적전	적전
사차익	-0.3	9.8	22.1	10.7	21.1	98.1%	흑전
비차익	33.4	22.5	22.6	22.0	29.9	35.9%	-10.5%
이차익	-8.9	11.7	13.9	13.8	-51.3	적전	적지
투자자산이익률	3.10	3.60	2.86	3.00	3.00	0.00	-0.10
손해율	100.3	89.9	77.3	89.1	78.6	-10.6	-21.8
사업비율	14.5	13.3	14.7	12.2	12.3	0.0	-2.2
보장성 APE	64.9	79.1	87.6	97.9	76.3	-22.1%	17.5%
변액보장형 APE	47.0	72.6	63.5	145.9	130.1	-10.9%	176.6%
평균부담금리	3.80	3.79	3.79	3.78	3.77	-1.00	-3.0
이원차스프레드	-56.0	-57.0	-61.0	-61.0	-62.0	-1.00	-6.0
금리부자산 금리	3.24	3.22	3.18	3.17	3.15	-2.00	-9.0

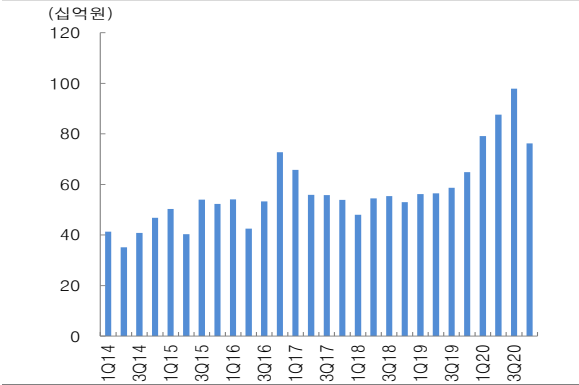
자료: 미래에셋생명, 대신증권 리서치센터

그림 1. 미래에셋생명 위험보험료 추이



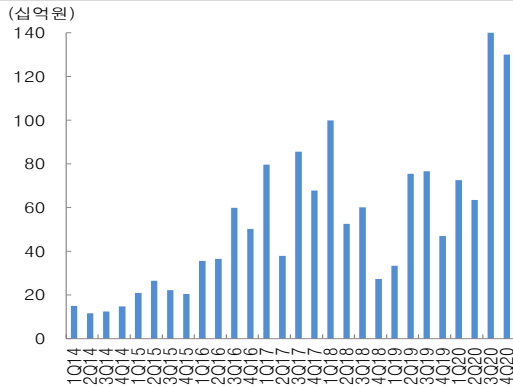
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

그림 2. 미래에셋생명 장기보장성 APE 추이



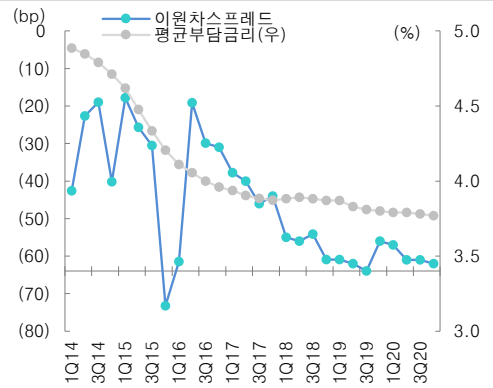
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

그림 3. 미래에셋생명 변액보험 APE 추이



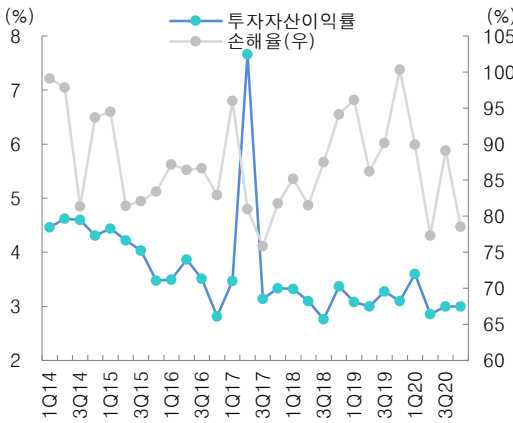
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

그림 4. 미래에셋생명 평균부담금리 및 이원차스프레드



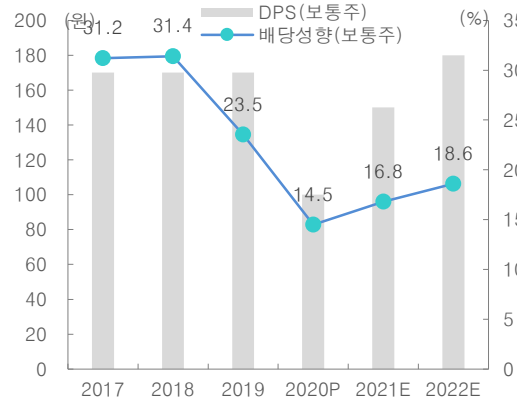
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

그림 5. 미래에셋생명 위험손해율 등 추이



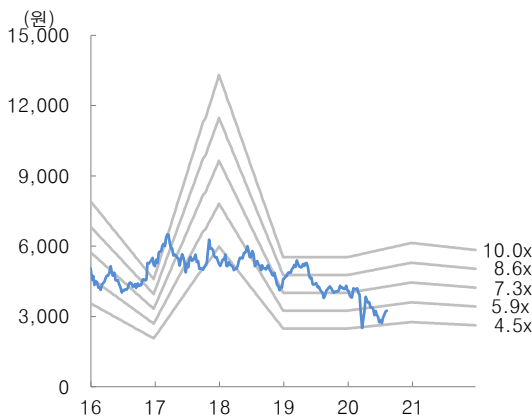
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

그림 6. 미래에셋생명 DPS 및 배당성향 전망



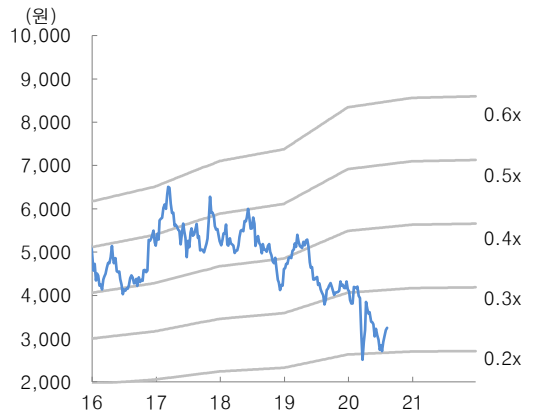
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

그림 7. 미래에셋생명 PER 밴드



자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

그림 8. 미래에셋생명 PBR 밴드



자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

미래에셋생명 기업개요

기업 및 경영진 현황

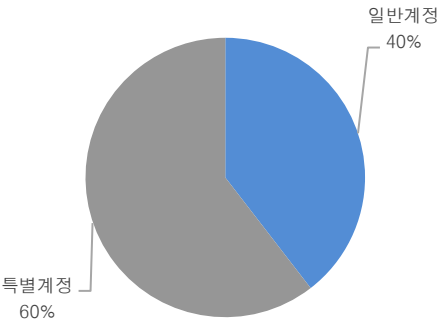
- 2005년 미래에셋그룹에서 인수한 생명보험사로, 보험상품을 통한 노후준비 및 은퇴설계 서비스를 제공함. 그룹의 뛰어난 자산운용 능력과 전세계 보유한 네트워크로, 글로벌 자산배분을 통한 다양한 해외투자의 기회를 활용하여 고객의 노후를 위한 자산관리를 제공하고 있음
- 하만덕 대표이사 (2011.01~)
- 변재상 대표이사 (2019.03~) : 미래에셋대우 사장 역임
- 자산 34.5조, 부채 32.5조, 자본 2.0조(2020년 03월 기준)
(발행주식 수: 177,016,189/ 자사주: 38,540,183)

주가 변동요인

- 금리 방향성
- 건강상해보험 신계약 추이
- 전향적 배당정책

자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

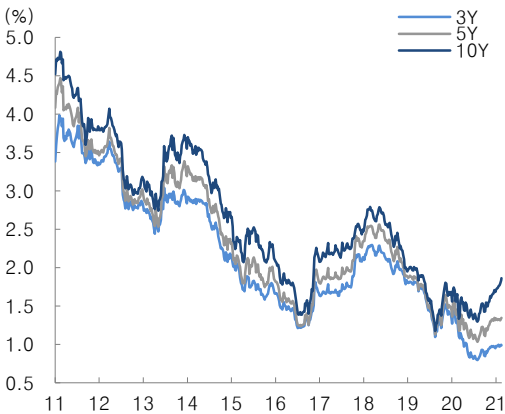
수입보험료 비중



주: 2020년 1분기 별도 매출 기준
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

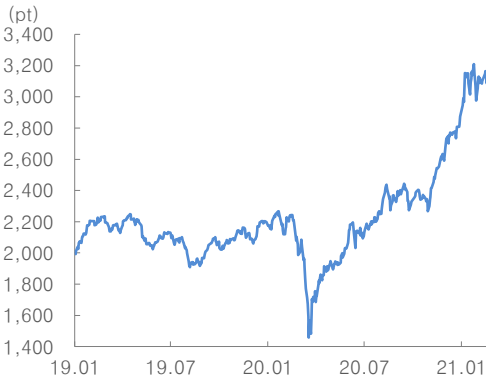
Earnings Driver

국고채 금리 추이



자료: Dalaguide, 대신증권 Research Center

KOSPI 지수 추이



자료: Dalaguide, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020P	2021E	2022E
수입보험료	4,078	4,003	4,976	4,181	4,331
일반계정	2,019	1,859	1,791	1,887	1,896
초년도보험료	656	678	712	839	843
계속보험료	1,363	1,181	1,079	1,048	1,053
특별계정	2,059	2,144	3,185	2,294	2,434
초년도보험료	626	741	1,204	975	1,035
계속보험료	1,432	1,403	1,982	1,318	1,399
위험보험료	359	386	391	392	394
보험료수익	2,019	1,859	1,791	1,887	1,896
보험금등지급	3,216	3,357	3,504	3,658	3,818
보험금	267	279	291	304	317
환급금	2,943	3,072	3,207	3,347	3,494
배당금	6	6	6	7	7
보험료할인	0	0	0	0	0
재보험비용	0	0	0	0	0
사업비관련	561	543	647	573	595
신계약비	309	206	246	218	226
유지비	253	265	316	279	290
이연신계약비	-183	-177	-167	-181	-181
책임준비금전입	374	274	109	407	422
보험영업이익	-482	-562	-711	-557	-571
투자영업이익	617	634	624	758	791
총영업이익	-239	-202	-196	-206	-201
특별계정수입수수료	370	350	358	371	380
법인세차감전순이익	116	620	612	164	178
법인세비용	48	28	64	66	0
당기순이익	75	100	92	119	129

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020P	2021E	2022E
총자산	34,549	35,115	38,632	42,477	45,619
운용자산	19,937	21,411	22,995	24,696	26,523
현금예금	1,285	171	184	198	212
유가증권	13,468	18,853	21,168	23,721	26,537
주식	399	428	460	494	530
채권	9,470	11,776	13,567	15,559	17,770
수익증권	1,396	3,212	3,449	3,704	3,978
해외	1,994	3,212	3,449	3,704	3,978
기타	210	225	242	260	279
대출	4,984	3,854	4,139	4,445	4,774
부동산	997	1,071	1,150	1,235	1,326
비운용자산	141	-1,258	65	1,677	2,406
특별계정자산	14,471	14,961	15,572	16,105	16,690
총부채	32,495	32,946	36,393	40,168	43,183
책임준비금	18,296	18,572	19,925	20,538	21,134
보험료적립금	18,015	18,665	19,247	19,815	20,362
미경과보험료적립금	2	2	2	2	2
지급준비금	438	444	460	474	488
기타	-158	-539	216	246	282
계약자지분조정	210	190	174	156	138
기타부채	-482	-777	722	3,369	5,220
특별계정부채	14,471	14,961	15,572	16,105	16,690
자본총계	2,052	2,168	2,239	2,309	2,436
자본금	1,065	1,065	1,065	1,065	1,065
자본잉여금	301	301	301	301	301
이익잉여금	647	747	784	860	942
자본조정	-10	-10	-10	-10	-10
기타포괄손익	529	660	707	782	867
부채와 자본 총계	34,547	35,115	38,632	42,477	45,619

Valuation Index	(단위: 원, %)				
	2018	2019	2020P	2021E	2022E
BPS	14,820	15,658	17,124	17,301	17,776
EPS	541	722	690	893	967
PBR	0.31	0.26	0.24	0.23	0.23
PER	8.5	5.7	5.8	4.5	4.2
ROE	3.8	4.6	4.0	5.2	5.4
DPS	170	170	100	150	180
배당성향	31.4	23.5	14.5	16.8	18.6
배당수익률	3.7	4.1	2.5	3.7	4.5

성장률	(단위: %)				
	2018	2019	2020P	2021E	2022E
수입보험료	16.1	-1.8	24.3	-16.0	3.6
일반계정	-3.2	-7.9	-3.7	5.4	0.5
특별계정	80.8	3.4	5.0	17.9	0.5
보험영업이익	-	-	적지	적지	적지
투자영업이익	0.2	2.8	-1.7	21.6	4.3
순이익	-5.3	33.5	-7.9	29.4	8.3
운용자산	11.1	7.4	7.4	7.4	7.4
자본총계	6.2	5.7	5.3	1.0	5.5

자료: 미래에셋생명, 대산증권 Research Center

[Compliance Notice]

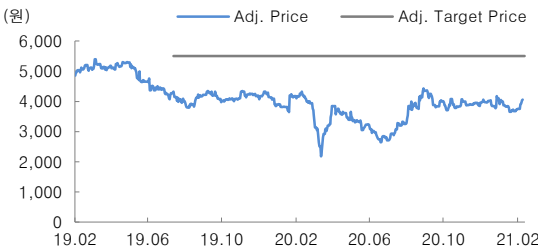
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박혜진)

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

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

미래에셋생명(085620) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.02.22	21.01.26	20.11.30	20.11.15	20.10.15	20.10.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
과리율(평균%)		(29.21)	(28.79)	(29.20)	(29.32)	(29.73)
과리율(최대/최소%)		(24.09)	(24.09)	(25.82)	(25.82)	(27.91)
제시일자	20.08.20	20.08.13	20.08.06	20.07.30	20.07.24	20.07.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
과리율(평균%)	(37.23)	(41.35)	(41.83)	(41.95)	(42.04)	(42.06)
과리율(최대/최소%)	(19.36)	(27.45)	(30.00)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
제시일자	20.07.13	20.06.18	20.06.12	20.06.04	20.05.28	20.05.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
과리율(평균%)	(41.70)	(41.21)	(38.26)	(37.60)	(36.90)	(35.90)
과리율(최대/최소%)	(30.00)	(30.00)	(30.00)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
제시일자	20.05.15	20.05.14	20.05.07	20.04.24	20.04.20	20.04.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
과리율(평균%)	(35.37)	(34.47)	(34.24)	(33.40)	(32.12)	(31.64)
과리율(최대/최소%)	(30.00)	(30.00)	(30.00)	(30.00)	(30.00)	(30.00)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210216)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.9%	9.1%	1.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상