

미래에셋생명

(085620)

박해진

hyejin.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

5,500

유지

현재주가

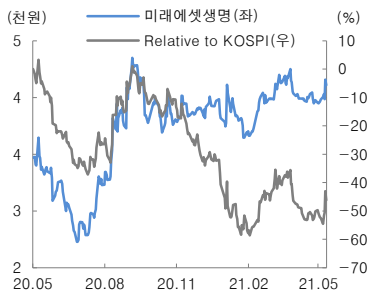
4,170

(21.05.14)

보험업종

KOSPI	3,153.32
시가총액	738십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	885십억원
52주 최고/최저	4,435원 / 2,650원
120일 평균거래대금	12억원
외국인지분율	4.98%
주요주주	미래에셋대우 외 26 인 46.21%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.3	11.2	4.4	24.5
상대수익률	4.3	9.3	-17.4	-24.0



제판분리는 동사에게 기회

투자의견 매수(BUY), 목표주가 5,500원 유지

- 당 분기는 제판분리, 제도 변경에 따른 굵직한 일회성 비용이 많았음. 동사의 비즈니스모델은 일반 생보사와는 달리 수수료 의존도가 크기 때문에 제판분리에 따른 다양한 상품 판매로 수수료수입이 증가하는 것은 어쩌면 동사에게 가장 적합한 모델 일 수 있음. 제도변경에 따른 손실은, 비용이 첫 회차에만 반영되는 점을 감안하면 앞으로 일시납 보험료의 누적 효과로 연말께 비용이 상쇄될 것으로 사측은 전망. 뿐만 아니라 당 분기 변액보험의 성장도 인상적. 동사의 변액보험 시장점유율은 67%로 독보적 (초회보험료 기준)

1Q21 별도기준 순이익 51억원(QoQ 흑전, YoY -83.2%)기록

- 1분기 순이익은 컨센서스 89억원을 -42.8% 하회. 당 분기 실적은 대규모 일회성비용 반영에 기인. 동사는 지난 3월 자회사형 GA 미래에셋 금융서비스를 출범하며 제판분리를 시행하였는데, 이에 대한 관련 비용 191억원(FC수당 적립금, 퇴직위로금)이 반영되었으며 변액 일시납 상품에 대한 사업비 부가 제도 변경으로 일시납 매출에 대해 15개월간 분급하여 수취함에 따라 177억원의 비용이 반영됨. 동사는 분기 평균 265억원의 비차익을 실현하는데 전술한 이유로 비차손실이 -51억원 기록하면서 이익 감소폭이 컸음

- 손해율은 85.5%(QoQ +6.9%p, YoY -4.5%p)로 코로나19에도 청구건수 증가에 따라 사고보험금이 증가하여 평년대비 소폭 상승하여 사차익은 144억원(QoQ -31.8%, YoY +47.5%) 발생하였으며 변액보증준비금 환입액 65억원 및 관련 수수료수입 82억원 반영으로 이차익은 40억원(QoQ 흑전, YoY -65.8%) 기록

- 보장성 APE는 792억원(QoQ +3.8%, YoY +0.1%)기록하였으나 변액보장형 APE는 2,064억원(QoQ +58.7%, YoY +184.5%)으로 큰 폭의 성장세를 보임. 이에 따라 변액보험 및 퇴직연금 적립금 수수료수입은 171억원(QoQ -10%, YoY +19.6%) 기록

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	4Q20	직전추정	잠정치	1Q21		2Q21F			
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
보험손익	-209	-171	-127	-236	적지	적지	-	-123	적지	적지
투자손익	192	122	181	158	-18.0%	28.8%	-	187	25.3%	18.5%
순이익	30.3	-9.8	27.0	5.1	-83.2%	흑전	89.0	27.6	-31.6%	443.5%

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

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018	2019	2020	2021E	2022E
수입보험료	4,078	4,003	4,976	5,053	4,331
영업이익	-239.3	-201.6	-196.4	-248.2	-201.4
순이익	75	100	92	97	129
YoY(%)	-5.3	33.5	-7.9	5.6	32.8
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	4.2	5.4
EPS(원)	541	722	690	728	967
PER(배)	8.5	5.7	5.8	5.5	4.2

주: IFRS 별도 기준

자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

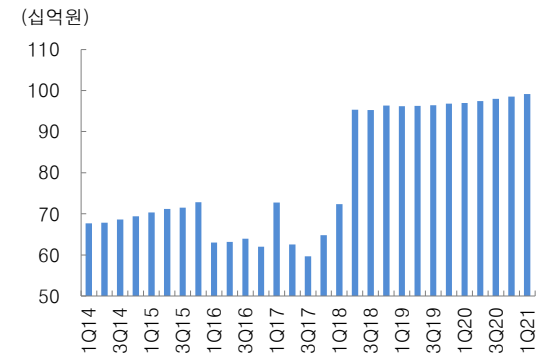
표 1. 미래에셋생명 분기실적 상세

(단위: 십억 원, %, %p, bp)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	QoQ	YoY
보험손익	-209	-140	-192	-171	-236	적 지	적.지
보험영업수익	482	482	486	474	470	-0.9%	-2.4%
위험보험료	97.0	97.5	98.0	98.5	99.2	0.6%	2.2%
보험영업비용	690	621	678	646	706	9.4%	2.3%
사업비	150	152	173	173	202	17.0%	35.4%
신계약상각비	49	53	43	50	52	3.5%	5.2%
사고보험금	87	75	87	77	85	9.5%	-2.8%
투자손익	192	149	160	122	158	28.8%	-18.0%
책임준비금전입액	17	30	12	49	12	-76.3%	-33.0%
당기순이익	30.3	40.4	31.2	-9.8	5.1	흑 전	-83.2%
사차익	9.8	22.1	10.7	21.1	14.4	-31.8%	47.5%
비차익	22.5	22.6	22.0	29.9	-5.1	적전	적전
이차익	11.7	13.9	13.8	-51.3	4.0	흑 전	-65.8%
투자자산이익률	3.60	2.86	3.00	3.00	2.88	-0.12	-0.72
손해율	89.9	77.3	89.1	78.6	85.5	6.9	-4.5
사업비율	13.3	14.7	12.2	12.3	10.5	-1.7	-2.8
보장성 APE	79.1	87.6	97.9	76.3	79.2	3.8%	0.1%
변액보장형 APE	72.6	63.5	145.9	130.1	206.4	58.7%	184.5%
평균부담금리	3.79	3.79	3.78	3.77	3.76	-1.00	-3.0
이원차스프레드	-57.0	-61.0	-61.0	-62.0	-61.0	적 지	적 지
금리부자산 금리	3.22	3.18	3.17	3.15	3.15	0.00	-7.0

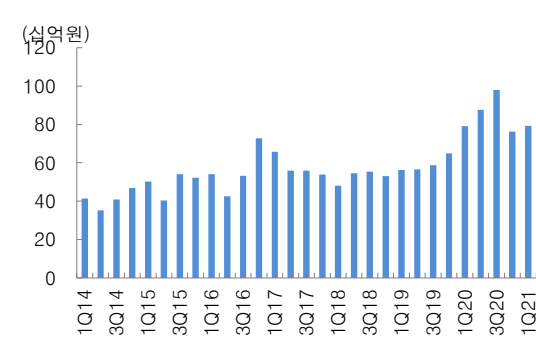
자료: 미래에셋생명, 대신증권 리서치센터

그림 1. 미래에셋생명 위험보험료 추이



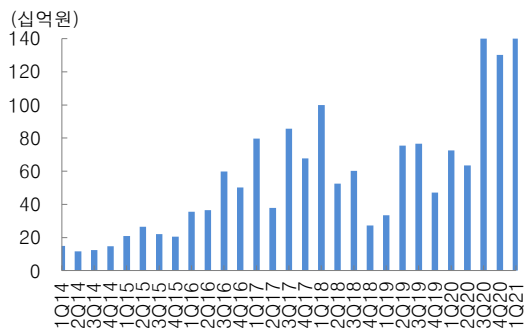
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

그림 2. 미래에셋생명 장기보장성 APE 추이



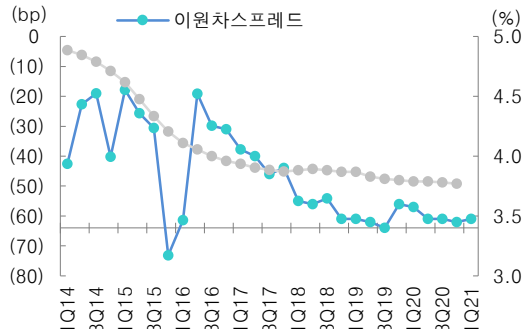
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

그림 3. 미래에셋생명 변액보험 APE 추이



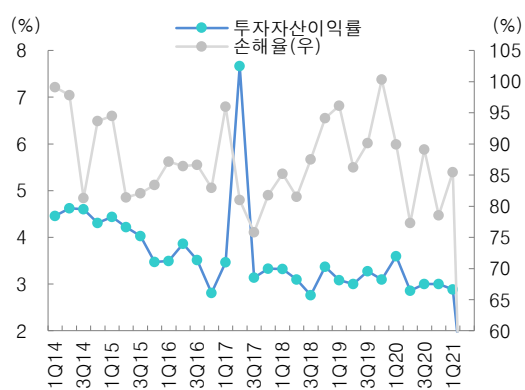
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

그림 4. 미래에셋생명 평균부담금리 및 이원차스프레드



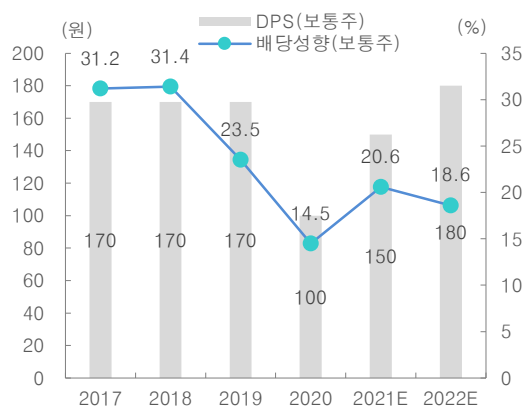
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

그림 5. 미래에셋생명 위험손해율 등 추이



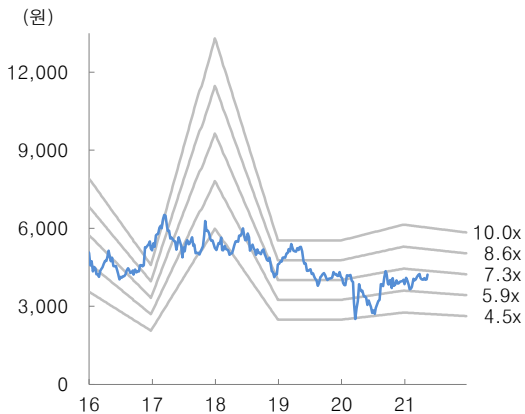
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

그림 6. 미래에셋생명 DPS 및 배당성향 전망



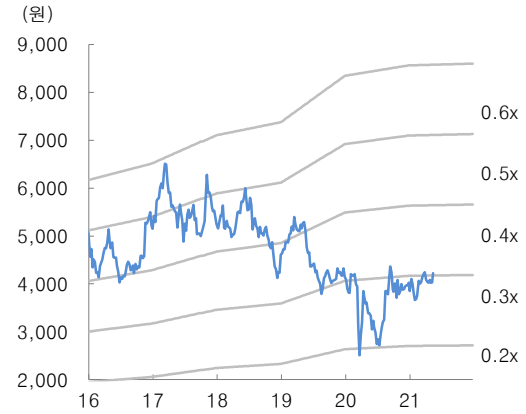
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

그림 7. 미래에셋생명 PER 밴드



자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

그림 8. 미래에셋생명 PBR 밴드



자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

미래에셋생명 기업개요

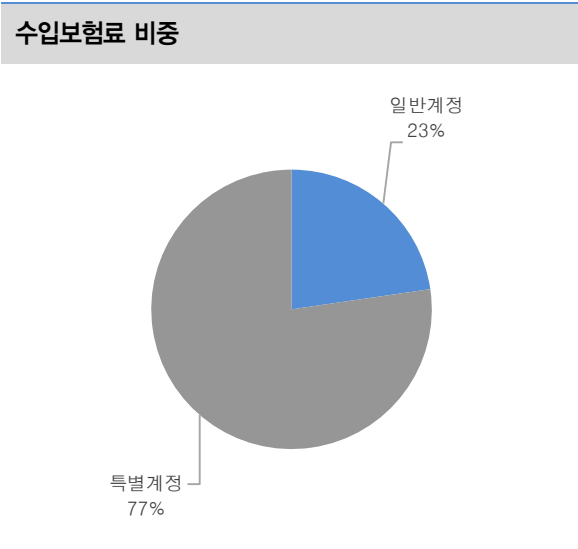
기업 및 경영진 현황

- 2005년 미래에셋그룹에서 인수한 생명보험사로, 보험상품을 통한 노후준비 및 은퇴설계 서비스를 제공함. 그룹의 뛰어난 자산운용 능력과 전세계 보유한 네트워크로, 글로벌 자산배분을 통한 다양한 해외투자자의 기회를 활용하여 고객의 노후를 위한 자산관리를 제공하고 있음
- 허만덕 대표이사 (2011.01~)
- 변재상 대표이사 (2019.03~) : 미래에셋대우 사장 역임
- 자산 40.8조, 부채 38.7조, 자본 2.1조(2021년 03월 기준)
(발행주식 수: 177,016,189/ 자사주: 43,540,183)

주가 변동요인

- 금리 방향성
- 건강상해보험 신계약 추이
- 전향적 배당정책

자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center



주: 2021년 1분기 별도 매출 기준
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

Earnings Driver



자료: Dalaguide, 대신증권 Research Center



자료: Dalaguide, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020	2021E	2022E
수입보험료	4,078	4,003	4,976	5,053	4,331
일반계정	2,019	1,859	1,791	1,837	1,896
초년도보험료	656	678	712	805	843
계속보험료	1,363	1,181	1,079	1,032	1,053
특별계정	2,059	2,144	3,185	3,217	2,434
초년도보험료	626	741	1,204	1,309	1,035
계속보험료	1,432	1,403	1,982	1,908	1,399
위험보험료	359	386	391	391	394
보험료수익	2,019	1,859	1,791	1,837	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	625	595
신계약비	309	206	246	237	226
유지비	253	265	316	305	290
이연신계약비	-183	-177	-167	-179	-181
책임준비금전입	374	274	109	317	422
보험영업이익	-482	-562	-711	-666	-571
투자영업이익	617	634	624	734	791
총영업이익	-239	-202	-196	-248	-201
특별계정수입수수료	370	350	358	392	380
법인세차감전순손익	116	620	612	137	178
법인세비용	48	28	64	62	0
당기순이익	75	100	92	97	129

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020	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	2020	2021E	2022E
BPS	14,820	15,658	17,124	17,301	17,776
EPS	541	722	690	728	967
PBR	0.31	0.26	0.24	0.23	0.23
PER	8.5	5.7	5.8	5.5	4.2
ROE	3.8	4.6	4.0	4.2	5.4
DPS	170	170	100	150	180
배당성향	31.4	23.5	14.5	20.6	18.6
배당수익률	3.7	4.1	2.5	3.7	4.5

성장률	(단위: %)				
	2018	2019	2020	2021E	2022E
수입보험료	16.1	-1.8	24.3	1.6	-14.3
일반계정	-3.2	-7.9	-3.7	2.6	3.3
특별계정	80.8	3.4	5.0	13.0	4.8
보험영업이익	-	-	적지	적지	적지
투자영업이익	0.2	2.8	-1.7	17.7	7.7
순이익	-5.3	33.5	-7.9	5.6	32.8
운용자산	11.1	7.4	7.4	7.4	7.4
자본총계	6.2	5.7	5.3	1.0	5.5

자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

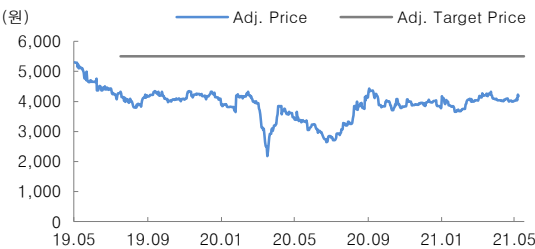
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

미래에셋생명(085620) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.05.17	21.02.21	21.01.26	20.11.30	20.11.15	20.10.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
과리율(평균%)		(27.44)	(29.17)	(28.57)	(28.98)	(29.16)
과리율(최대/최소%)		(21.36)	(24.09)	(24.09)	(27.45)	(25.82)
제시일자	20.10.15	20.08.20	20.08.13	20.08.06	20.07.30	20.07.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
과리율(평균%)	(37.17)	(37.26)	(41.93)	(42.47)	(42.64)	(42.78)
과리율(최대/최소%)	(19.36)	(19.36)	(27.45)	(31.55)	(31.55)	(31.55)
제시일자	20.07.17	20.07.13	20.06.18	20.06.12	20.06.04	20.05.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
과리율(평균%)	(42.85)	(42.52)	(42.05)	(39.09)	(38.42)	(37.78)
과리율(최대/최소%)	(31.55)	(31.55)	(31.55)	(31.55)	(31.55)	(31.55)
제시일자	20.05.22	20.05.15	20.05.14	20.05.07	20.04.24	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%)	(36.75)	(36.26)	(35.35)	(35.10)	(34.28)	(31.64)
과리율(최대/최소%)	(31.55)	(31.55)	(31.55)	(31.55)	(31.55)	(30.00)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210512)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.2%	8.8%	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