

미래에셋생명

(085620)

박해진

hyejin.park@daishin.com

투자 의견

Marketperform

시장수익률, 하향

6개월 목표주가

4,700

하향

현재주가

(21.11.15)

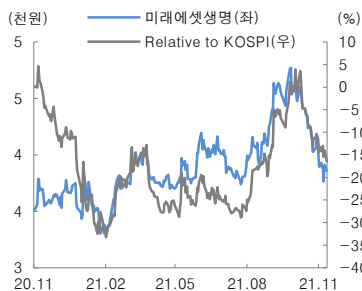
4,130

보험업종

ESG평가 등급 S A+ A B+ B C D

KOSPI	2,999.52
시가총액	731십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	885십억원
52주 최고/최저	4,905원 / 3,660원
120일 평균거래대금	7억원
외국인지분율	4.49%
주요주주	미래에셋증권 외 28 인 47.53%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.3	-4.5	-1.0	3.4
상대수익률	-9.9	1.0	4.1	-14.0



변액보험이 신계약 성장을 견인

투자 의견 시장수익률(Marketperform), 목표주가 4,700원으로 하향

- 변액투자형 신계약은 3분기 누적 기준 지난해 대비 +76%나 성장한 4,980억원 기록하며 독보적 입지를 여전히 유지. 변액보장성 역시 YoY +23% 증가하며 최근 업계 전반적인 신계약 부진에도 변액보험 중심 성장세를 보여주는 것은 고무적
- 그러나 우리는 2022년 코스피 지수 상승은 제한될 것으로 예상하기에 동사의 변액보험 성장세는 둔화가 불가피 할 것으로 판단. 또한 변액보험 일시납 사업비 부가 제도 변경이 궁극적으로 손익 효과는 동일하나 예정사업비는 분급되어 수취 되므로 그 과정에서 비차익은 감소할 수 밖에 없을 것으로 보임. 이에 따라 우리는 동사에 대한 투자 의견을 Buy에서 Marketperform으로 하향조정하며 목표주가 역시 5,500원에서 4,700원으로 -14.5% 하향함

3Q21 별도 기준 순이익 237억원(QoQ -41.4%, YoY -23.8%)기록

- 3분기 순이익은 컨센서스 270억원을 -12.2% 하회. 당 분기 실적은 사차, 비차, 이차 모두에서 부진한 실적을 기록. 이차익은 변액보증준비금 적립으로 69억원(QoQ -79.8%, YoY -49.9%)으로 감소하였고 신계약비 증가로 비차익 역시 132억원(QoQ -36.9%, YoY -40.0%)으로 감소. 동사는 지난 2분기 변액 일시납 상품에 대한 사업비 부가 제도를 변경한 바 있음. 이는 비용은 일시 인식하나 수입은 15개월에 걸쳐 분급 하여 반영되는 방식
- 손해율은 IBNR적립이 증가하며 전분기 대비 소폭 상승한 91.5%(QoQ +0.7%p, YoY +2.4%p) 기록. 이에 따라 사차익은 86억원(QoQ -6.0%, YoY -19.3%)으로 감소하였으며 위험보험료는 1,013억원(QoQ +1.2%, YoY +3.4%) 소폭 증가
- 보장성 APE는 940억원(QoQ -7.8%, YoY -4.0%)으로 소폭 감소하였으나 변액보장형 APE는 1,682억원(QoQ +36.4%, YoY +15.3%)으로 3분기 연속 큰 폭의 성장세를 보임
- 금리부자산의 금리가 전기대비 +3bp 상승하면서 이원차스프레드는 -57bp로 +3bp 축소

(단위: 십억원, %)

구분	3Q20	2020	직전추정	잠정치	3Q21P		Consensus	당사추정	4Q21F	
					YoY	QoQ			YoY	QoQ
보험손익	-192	-166	-149	-237	적지	적지	-	-238	적지	적지
투자손익	160	178	166	170	6.0%	-4.8%	-	170	38.7%	0.1%
순이익	31.2	40.5	32.8	23.7	-23.8%	-41.4%	27.0	13.3	흑전	-44.2%

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

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수입보험료	4,003	4,976	6,682	7,048	7,382
영업이익	-201.6	-196.4	-278.4	-300.0	-271.6
순이익	100	92	83	89	116
YoY(%)	33.5	-7.9	-10.3	7.3	30.6
BPS(원)	16,850	17,113	14,307	14,598	15,302
PBR(배)	0.25	0.24	0.29	0.29	0.27
ROE(%)	4.3	4.3	4.3	4.5	5.7
EPS(원)	722	690	619	664	868
PER(배)	5.7	6.1	6.7	6.3	4.8

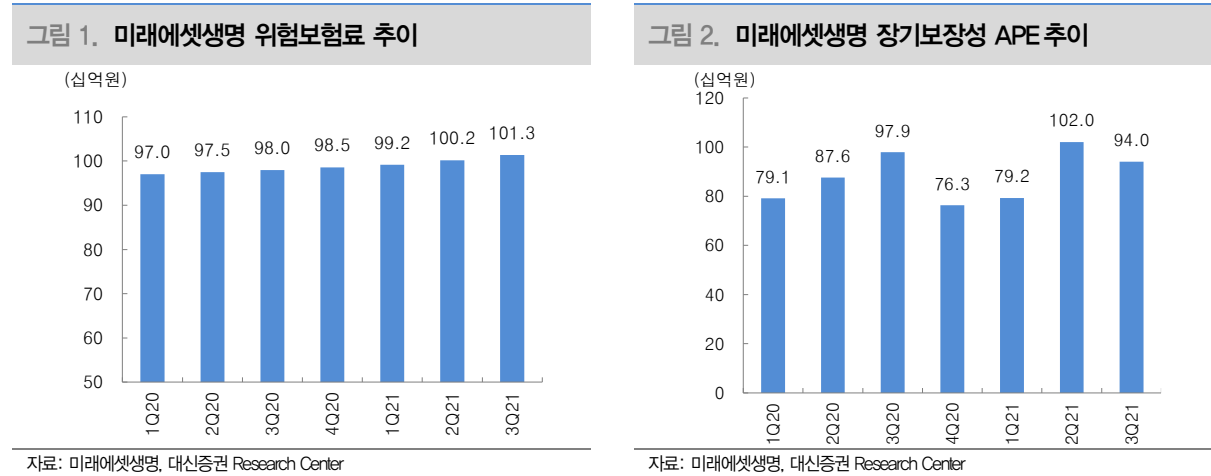
주: IFRS 별도 기준

자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

표 1. 미래에셋생명 분기실적 상세 (단위: 십억원, %, %p, bp)

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	QoQ	YoY
보험손익	-192	-171	-236	-166	-237	적 지	적 지
보험영업수익	486	474	470	459	467	1.6%	-4.1%
위험보험료	98.0	98.5	99.2	100.2	101.3	1.2%	3.4%
보험영업비용	678	646	706	625	703	12.5%	3.7%
사업비	173	173	202	185	183	-1.1%	6.2%
신계약상각비	43	50	52	49	56	13.4%	29.8%
사고보험금	87	77	85	91	93	1.9%	6.2%
투자손익	160	122	158	178	170	-4.8%	6.0%
책임준비금전입액	12	49	12	47	1	-98.4%	-93.6%
당기순이익	31.2	-9.8	5.1	40.5	23.7	-41.4%	-23.8%
사차익	10.7	21.1	14.4	9.2	8.6	-6.0%	-19.3%
비차익	22.0	29.9	-5.1	20.9	13.2	-36.9%	-40.0%
이차익	13.8	-51.3	4.0	34.4	6.9	-79.8%	-49.9%
투자자산이익률	3.03	2.99	2.90	3.27	3.14	-0.13	0.11
손해율	89.1	78.6	85.5	90.9	91.5	0.7	2.4
사업비율	12.2	12.3	10.5	13.8	10.9	-2.9	-1.4
보장성 APE	97.9	76.3	79.2	102.0	94.0	-7.8%	-4.0%
변액보장형 APE	145.9	130.1	206.4	123.4	168.2	36.4%	15.3%
평균부담금리	3.78	3.77	3.76	3.77	3.77	0.0	-1.0
이원차스프레드	-61.0	-62.0	-61.0	-60.0	-57.0	적 지	적 지
금리부자산 금리	3.17	3.15	3.15	3.17	3.20	3.0	3.0

자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center



자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

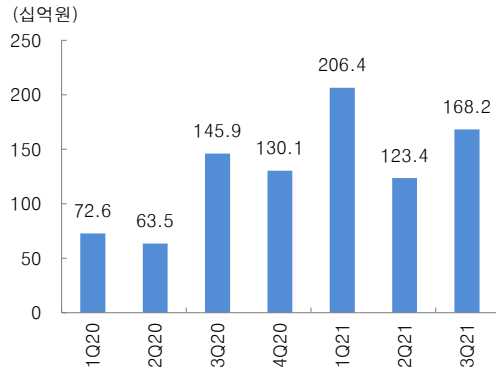
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

표 2. 미래에셋생명 목표주가 변경 내역

항목	단위
2022 년 예상 순이익	89 십억원
ROE	4.55 %
COE	10.9 %
Rf	2.25
Mf	7.84
β	1.28
Implied PBR	0.42 배
Premium/Discount	-22 %
Target PBR	0.33 배
목표주가	4,700 원
상승률	0.13 %

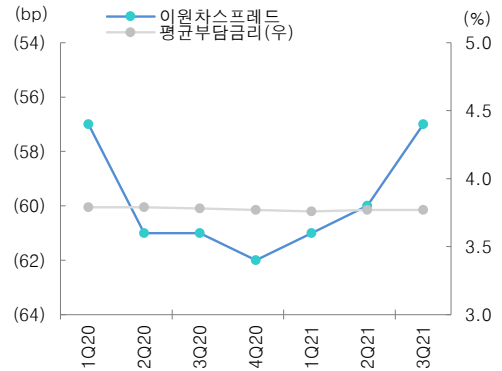
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 3. 미래에셋생명 변액보험 APE 추이



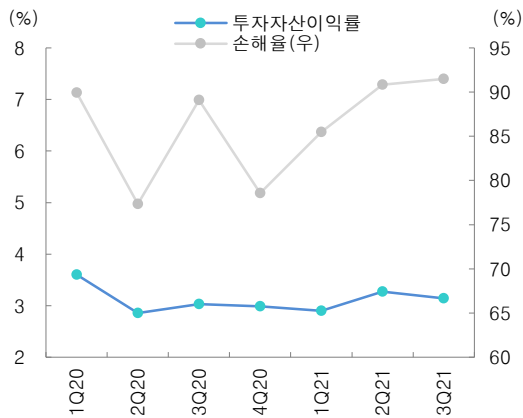
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

그림 4. 미래에셋생명 평균부담금리 및 이원차스프레드



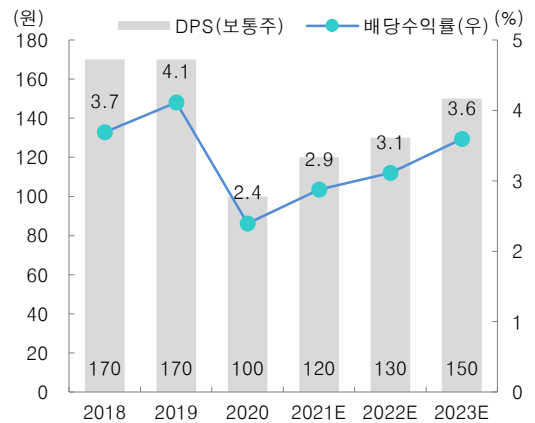
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

그림 5. 미래에셋생명 위험손해율 등 추이



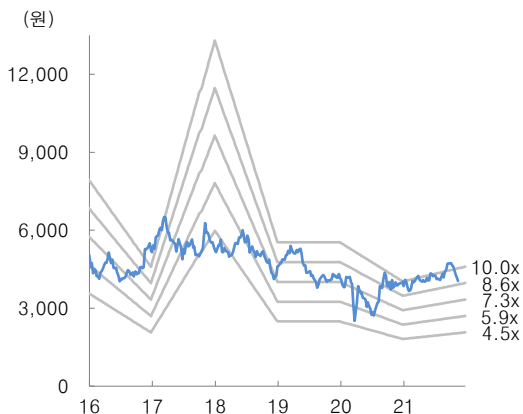
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

그림 6. 미래에셋생명 DPS 및 배당성향 전망



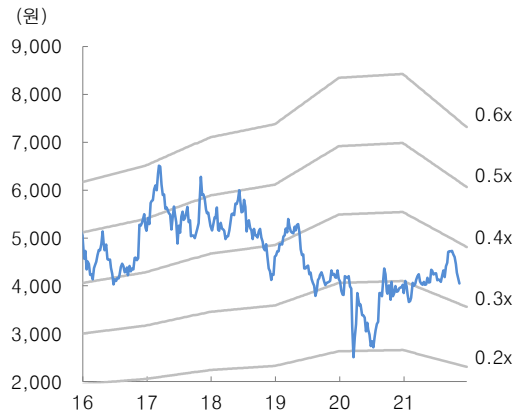
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

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

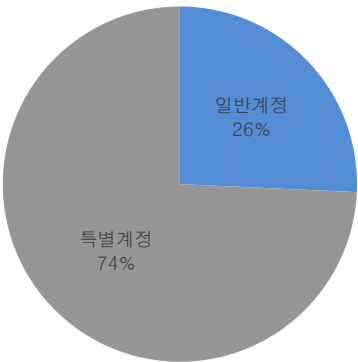
- 2005년 미래에셋그룹에서 인수한 생명보험사로, 보험상품을 통한 노후준비 및 은퇴설계 서비스를 제공함. 그룹의 뛰어난 자산운용 능력과 전세계 보유한 네트워크로, 글로벌 자산배분을 통한 다양한 해외투자의 기회를 활용하여 고객의 노후를 위한 자산관리를 제공하고 있음
- 김평규 대표이사 (2021.11~) : 前미래에셋생명 영업총괄
- 변재상 대표이사 (2019.03~) : 前미래에셋대우 사장
- 자산 40,8조, 부채 38,7조, 자본 2.1조(2021년 09월 기준)
(발행주식 수: 177,016,189/ 자사주: 43,540,183)

주가 변동요인

- 금리 방향성
- 건강상해보험 신계약 추이
- 전향적 배당정책

자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

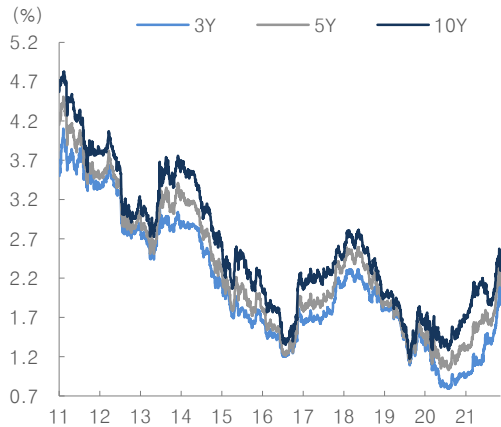
수입보험료 비중



주: 2021년 3분기 별도 매출 기준
자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

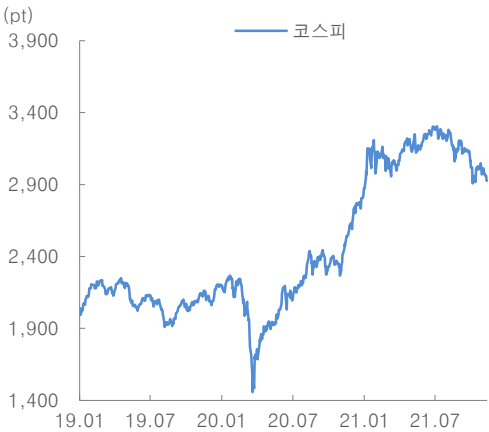
Earnings Driver

국고채 금리 추이



자료: Dalaguide, 대신증권 Research Center

KOSPI 지수 추이



자료: Dalaguide, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수입보험료	4,003	4,976	6,682	7,048	7,382
일반계정	1,859	1,791	1,753	1,762	1,771
초년도보험료	678	712	733	785	788
계속보험료	1,181	1,079	1,021	978	983
특별계정	2,144	3,185	4,929	5,286	5,611
초년도보험료	741	1,204	1,962	2,248	2,386
계속보험료	1,403	1,982	2,967	3,039	3,225
위험보험료	386	391	407	411	413
보험료수익	1,859	1,791	1,753	1,762	1,771
보험금등지급	3,357	3,504	3,658	3,818	3,985
보험금	279	291	304	317	331
환급금	3,072	3,207	3,347	3,494	3,647
배당금	6	6	7	7	7
보험료할인	0	0	0	0	0
재보험비용	0	0	0	0	0
사업비관련	543	647	803	810	825
신계약비	206	246	305	308	313
유지비	265	316	392	395	402
이연신계약비	-177	-167	-178	-169	-170
책임준비금전입	274	109	77	97	93
보험영업이익	-562	-711	-876	-903	-902
투자영업이익	634	624	675	700	723
총영업이익	-202	-196	-278	-300	-272
특별계정수입수수료	350	358	413	422	431
법인세차감전순이익	620	612	408	122	160
법인세비용	28	64	48	0	77
당기순이익	100	92	83	89	116

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
총자산	37,931	40,546	36,477	39,175	42,072
운용자산	20,800	20,771	21,207	22,776	24,461
현금예금	166	166	170	182	196
유가증권	18,315	19,121	20,370	22,788	25,452
주식	416	415	424	456	489
채권	11,440	12,255	13,361	15,260	17,367
수익증권	3,120	3,116	3,181	3,416	3,669
해외	3,120	3,116	3,181	3,416	3,669
기타	219	219	223	240	258
대출	3,744	3,739	3,817	4,100	4,403
부동산	1,040	1,039	1,060	1,139	1,223
비운용자산	2,170	4,008	-1,555	-1,698	-1,897
특별계정자산	14,961	15,767	16,824	18,096	19,508
총부채	35,591	38,262	34,567	37,188	39,975
책임준비금	18,572	18,680	19,702	20,158	20,559
보험료적립금	0	18,176	18,975	19,378	19,727
미경과보험료적립금	21	25	2	2	2
지급준비금	319	323	450	466	475
기타	18,231	156	276	312	356
계약자지분조정	190	174	156	138	121
기타부채	1,868	3,641	-2,116	-1,205	-214
특별계정부채	14,961	15,767	16,824	18,096	19,508
자본총계	2,333	2,284	1,910	1,987	2,098
자본금	1,065	1,065	1,065	1,065	1,065
자본잉여금	301	301	301	301	301
이익잉여금	709	801	852	892	1,008
자본조정	-10	-10	-10	-10	-10
기타포괄손익	660	707	782	867	936
부채와 자본 총계	37,924	40,546	36,477	39,175	42,072

Valuation Index	(단위: 원, %)				
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
BPS	16,850	17,113	14,307	14,598	15,302
EPS	722	690	619	664	868
PBR	0.25	0.24	0.29	0.29	0.27
PER	5.7	6.1	6.7	6.3	4.8
ROE	4.3	4.0	4.3	4.5	5.7
DPS	170	100	120	130	150
배당성향	23.5	14.5	19.4	19.6	17.3
배당수익률	4.1	2.4	2.9	3.1	3.6

성장률	(단위: %)				
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수입보험료	-1.8	24.3	34.3	5.5	4.7
일반계정	-7.9	-3.7	-2.1	0.5	0.5
특별계정	3.4	5.0	3.0	7.0	0.5
보험영업이익	-	적지	적지	적지	적지
투자영업이익	2.8	-1.7	8.3	3.7	3.3
순이익	33.5	-7.9	-10.3	7.3	30.6
운용자산	4.3	-0.1	2.1	7.4	7.4
자본총계	13.7	-2.1	-16.4	4.1	5.6

자료: 미래에셋생명, 대산증권 Research Center

[ESG 평가 등급체계]

* 대신지배구조연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있을 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

미래에셋생명 통합 ESG 등급

최근 2평가 기간

기준일: 2020.12.31

B⁺

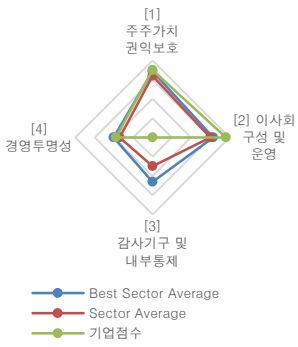
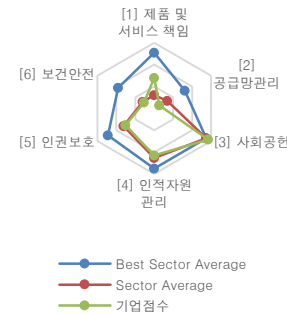
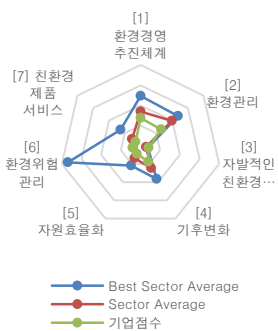
- 미래에셋생명은 대신지배구조연구소의 ESG 평가 결과 등급은 B+, 20년 상반기 대비 등급이 동일합니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 상승하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 하락하였습니다

(최근 2평가 기간)



영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■ ■	제품 및 서비스 책임	■ ■	주주가치 권익보호	■ ■ ■ ■
환경관리	■ ■	공급망관리	■	이사회 구성 및 운영	■ ■ ■ ■
자발적인 친환경 활동	■ ■	사회공헌	■ ■ ■ ■	감사기구 및 내부통제	■
기후변화	■	인적자원 관리	■ ■ ■	경영투명성	■ ■ ■ ■
자원효율화	■	인권보호	■ ■		
환경위험 관리	■	보건안전	■		
친환경 제품 서비스	■				



* 영역별 대분류 평가기업 수준은 대신지배구조연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님

해당 ESG 등급 및 평가는 대신지배구조연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한, 대신지배구조연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 대신지배구조연구소의 소유입니다. 따라서 대신지배구조연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인 용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

[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)

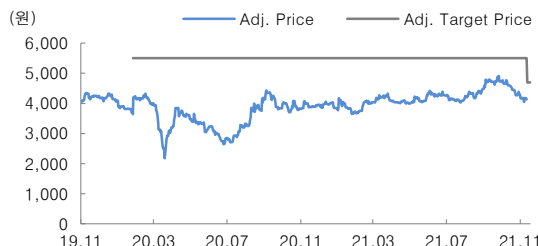
본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

미래에셋생명(085620) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20211113)

(원)



구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.0%	6.5%	0.5%

제시일자	21.11.16	21.05.15	21.05.14	21.02.21	21.01.26	20.11.30
투자의견	Marketperform	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	4,700	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
과리율(평균%)		(20.97)	(27.44)	(27.46)	(29.17)	(28.53)
과리율(최대/최소%)		(10.82)	(21.36)	(21.36)	(24.09)	(24.09)
제시일자	20.11.15	20.10.20	20.10.15	20.08.20	20.08.13	20.08.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
과리율(평균%)	(29.05)	(28.95)	(37.12)	(37.31)	(42.06)	(42.60)
과리율(최대/최소%)	(27.45)	(25.82)	(19.36)	(19.36)	(27.45)	(31.82)
제시일자	20.07.30	20.07.24	20.07.17	20.07.13	20.06.18	20.06.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
과리율(평균%)	(42.79)	(42.94)	(43.02)	(42.70)	(42.24)	(39.29)
과리율(최대/최소%)	(31.82)	(31.82)	(31.82)	(31.82)	(31.82)	(31.82)
제시일자	20.06.04	20.05.28	20.05.22	20.05.15	20.05.14	20.05.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
과리율(평균%)	(38.62)	(37.99)	(36.97)	(36.49)	(35.61)	(35.36)
과리율(최대/최소%)	(31.82)	(31.82)	(31.82)	(31.82)	(31.82)	(31.82)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.0%	6.5%	0.5%

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