

미래에셋생명 (085620)

보험



정태준 CFA

02 3770 5585
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	4,000원 (M)
현재주가 (2/22)	2,885원
상승여력	39%

시가총액	5,107억원
총발행주식수	198,142,949주
60일 평균 거래대금	3억원
60일 평균 거래량	104,530주
52주 고	4,080원
52주 저	2,620원
외인지분율	3.30%
주요주주	미래에셋증권 외 24인 47.54%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.0)	1.6	(26.9)
상대	(9.8)	1.1	(18.1)
절대(달려환산)	(13.8)	5.6	(33.2)

이유 있는 어닝 쇼크

투자 의견 BUY, 목표주가 4,000원 유지

4분기 손실은 459억원으로 당사 추정치 52억원 손실, 컨센서스 5억원 이익을 크게 하회. 연말 금융업 전반으로 확산되었던 금리 경쟁으로 대규모 해약이 발생했기 때문. 그러나 당사는 경쟁사들과 달리 고금리 저축성보험 절판을 통한 이익 방어에 나서지 않았고, 이에 따라 어닝 쇼크가 발생한 것으로 판단. 고금리 저축성보험 판매는 역마진 확대로 이어지기 때문에 장기적으로는 수익성과 자본력에 부담 요인이라는 점에서 단기적인 이익 방어를 위해 이를 활용하지 않았다는 점은 오히려 긍정적이라고 판단. 경영진은 IFRS17 도입 영향으로 1) 자본비율 개선(2022년말 RBC비율 179.6% vs. K-ICS비율 약 190%)과 2) CSM 1.9조원 등을 제시. 다만 배당정책에 대해서는 아직 구체적인 내용을 제공하지 않음. 투자 의견 BUY와 목표주가 4,000원 유지.

보험손익 전년동기대비, 전분기대비 적자 폭 확대되며 추정치 하회. 대규모 해약으로 지급보험금은 크게 증가한 반면 수입보험료는 경상적인 수준을 유지했기 때문.

투자손익 전년동기대비 37.8%, 전분기대비 50.9% 감소하며 추정치 하회. 해약으로 인한 유동성 이슈에 대응하기 위해 채권을 매각하는 과정에서 금리 상승에 따른 손실이 발생한 것으로 판단.

책임준비금 전입액 대규모 해약으로 책임준비금이 급감함에 따라 추정치보다 크게 감소.

영업외손익 전년동기대비 24.3%, 전분기대비 12.0% 감소하며 추정치 하회. 특별계정자산은 전분기대비 7.6%, 전분기대비 20.3% 감소.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
수입보험료	404	-7.3	-1.3	-	-
영업이익	-131	N/A	N/A	-84	N/A
세전이익	-56	N/A	N/A	1	N/A
당기순이익	-46	N/A	N/A	1	N/A

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억원, 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022P	2023E
수입보험료	1,791	1,732	1,653	1,532
영업이익	-209	-265	-266	-157
당기순이익	92	96	56	100
PER (배)	5.5	5.3	9.1	5.1
PBR (배)	0.22	0.27	0.38	0.35
ROE (%)	4.0	4.6	3.4	7.2
ROA (%)	0.24	0.23	0.14	0.27

자료: 유안타증권

[표 1] 4분기 실적 리뷰

(단위: 십억원, %, %pt)

	기준 추정치	실적 잠정치	비고
보험영업수익	436	426	
수입보험료	414	404	
재보험수익	22	22	
보험영업비용	669	918	
지급보험금	513	752	대규모 해약
재보험비용	23	25	
사업비	85	84	
신계약상각비	47	58	
할인료	1	1	
보험손익	-233	-492	
투자손익	153	97	채권매각손실 발생
책임준비금전입액	10	-264	
영업이익	-90	-131	
영업외손익	83	75	특별계정자산 -7.6% QoQ
세전이익	-7	-56	
법인세비용	-2	-10	
당기순이익	-5	-46	
운용자산이익률	3.0	2.0	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2021	2022P	2023E
보험손익	-228	-221	-233	-492	-872	-1,175	-842
투자손익	158	184	197	97	652	635	653
책임준비금전입액	-2	-1	-6	-264	45	-273	-32
영업이익	-69	-36	-30	-131	-265	-266	-157
영업외손익	95	89	85	75	387	345	290
세전이익	27	53	55	-56	122	78	133
당기순이익	20	41	41	-46	96	56	100

자료: 유안타증권 리서치센터

주요 Q&A 내용

1. IFRS17 도입에 따른 2022년 재무현황 및 예상차

- 2021년 말 CSM은 2.2조원으로 시작했으나 2022년 말 CSM은 1.9조원으로 감소
- 주로 금리 급등 영향에 기인
- 예상차는 거의 없었고 비차 쪽 예상차는 희망퇴직 등 일회성 비용으로 소폭 발생

2. 중장기 목표 K-ICS 비율과 금리 민감도

- 2022년 말 K-ICS 비율은 197% 정도로 추정, 가용자본 3.6조원, 요구자본 1.8조원
- 장기적으로는 200% 이상 목표로 관리, 내부적으로는 최소 170% 정도는 관리 계획
- 금리 100bps 하락 시 가용자본은 1,850억원 하락 추정
- 6월까지 금리 100bps 당 1,000억원 이내로 변동성 축소 예정

3. 추후 주주환원 규모와 목표 K-ICS 비율 달성 시 주주환원 강도

- 1분기 결산 실적 확인 후 배당 정책 수립 계획, 자사주 소각 등도 검토할 계획

미래에셋생명 (085620) 추정재무제표 (K-IFRS)

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
보험영업수익	1,924	1,815	1,739	1,616	1,499
수입보험료	1,791	1,732	1,653	1,532	1,421
보장성	1,264	1,356	1,398	1,319	1,223
저축성	526	376	255	214	198
재보험수익	134	83	87	84	78
보험영업비용	2,635	2,687	2,914	2,458	2,280
지급보험금	1,887	1,938	2,283	1,841	1,707
재보험비용	137	94	94	93	86
사업비	396	445	330	317	294
신계약상각비	215	208	204	205	190
할인료	1	2	2	2	2
보험손익	-711	-872	-1,175	-842	-781
투자손익	612	652	635	653	612
책임준비금전입액	109	45	-273	-32	-32
영업이익	-209	-265	-266	-157	-137
영업외손익	333	387	345	290	265
세전이익	124	122	78	133	128
법인세비용	32	26	22	32	31
당기순이익	92	96	56	100	97

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
자산	40,546	41,964	37,209	35,881	34,700
운용자산	20,771	20,581	19,699	19,664	19,630
현금 및 예치금	297	220	494	346	323
유가증권	16,973	16,870	15,602	15,770	15,772
대출채권	3,421	3,414	3,529	3,475	3,461
부동산	80	78	74	74	74
비운용자산	1,452	1,413	1,594	1,536	1,529
특별계정자산	18,323	19,970	15,916	14,680	13,541
부채	38,262	40,046	35,853	34,440	33,036
책임준비금	18,680	18,728	18,454	18,422	18,389
계약자지분조정	92	35	4	3	3
기타부채	750	1,044	1,478	1,333	1,101
특별계정부채	18,740	20,239	15,918	14,682	13,542
자본	2,284	1,918	1,356	1,441	1,664
자본금	991	991	991	991	991
자본잉여금	181	181	181	181	181
이익잉여금	699	767	810	891	968
자본조정	-57	-371	-371	-382	-394
기타포괄손익누계액	470	350	-256	-240	-83
신종자본증권	0	0	0	0	0

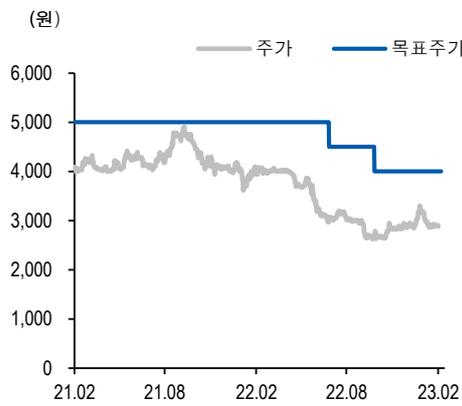
	2020	2021	2022P	2023E	2024E
수입보험료 구성					
보장성	70.6	78.3	84.6	86.1	86.1
저축성	29.4	21.7	15.4	13.9	13.9
수입보험료 성장률	-3.7	-3.3	-4.6	-7.3	-7.3
보장성	4.8	7.3	3.1	-5.6	-7.3
저축성	-19.3	-28.6	-32.1	-16.2	-7.3
지급률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
보장성	61.0	56.1	54.0	53.5	53.5
저축성	211.9	313.4	497.0	531.5	531.5
성장성					
자산 성장률	12.4	3.5	-11.3	-3.6	-3.3
자본 성장률	-2.1	-16.0	-29.3	6.3	15.5
운용자산 성장률	0.2	-0.9	-4.3	-0.2	-0.2
책임준비금 성장률	0.6	0.3	-1.5	-0.2	-0.2
순이익 성장률	-7.9	4.4	-41.6	78.9	-3.5
운용자산이익률	2.9	3.2	3.2	3.3	3.1

자료: 유안타증권

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
Valuation					
PER	5.5	5.3	9.1	5.1	5.3
PBR	0.22	0.27	0.38	0.35	0.31
배당수익률	3.5	3.5	0.0	3.5	3.5
주당지표					
EPS	465	486	283	507	489
BPS	14,774	12,654	8,942	9,504	10,975
DPS	100	100	0	100	100
수익성					
ROE	4.0	4.6	3.4	7.2	6.2
ROA	0.24	0.23	0.14	0.27	0.27
자본비율					
RBC 비율	224.7	204.9	179.6	194.6	223.9
지급여력금액	2,403	2,256	1,890	1,975	2,198
지급여력기준금액	1,069	1,101	1,053	1,015	982
배당성향	16.2	16.5	0.0	12.4	12.5

자료: 유안타증권

미래에셋생명 (085620) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-02-23	BUY	4,000	1년		
2022-10-17	BUY	4,000	1년		
2022-07-18	BUY	4,500	1년	-33.96	-28.89
2021-03-30	1년 경과 이후		1년	-18.59	-1.90
2020-03-30		BUY	5,000	1년	-21.98

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.5
Hold(중립)	6.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-02-20

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

유안타 ESG Tearsheet



금융 산업내 순위	20위(41개 기업 중)
Total ESG 점수	+1점
E (Environment)	-2점
S (Social)	+1점
G (Governance)	+1점
Qualitative	+1점

ESG 평가 기업	미래에셋생명
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	085620 KS
Industry	보험
Analyst	정태준
Analyst Contact	taejeon.jeong@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
미래에셋생명	-2	1	1	0
삼성생명	2	2	3	7
한화생명	2	3	-3	2
동양생명	0	3	1	4
삼성화재	2	1	3	6
DB 손해보험	2	-1	-1	0
현대해상	2	2	1	5
한화손해보험	-4	-1	-3	-8
코리안리	0	3	1	4
평균	1	1	2	4

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 미래에셋생명 포함 41개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

-	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
+1	2021년 지속가능경영 보고서 발간 예정

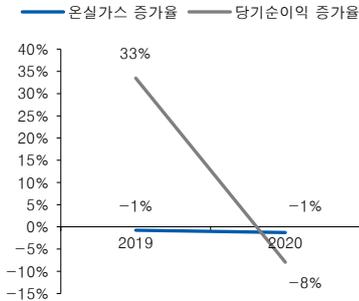
유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
E	온실가스 전년대비 증가율	당기순이익 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	당기순이익 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-



Environment

온실가스 증가율 vs. 당기순이익 증가율

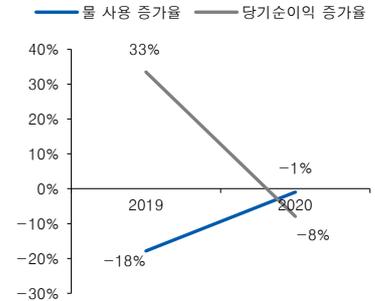


주: Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 온실가스 증가율 > 당기순이익 증가율 = -1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 당기순이익 증가율

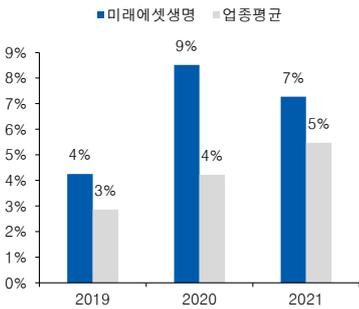


주: 국내 취수량 기준
 ▶ 물 사용 증가율 > 당기순이익 증가율 = -1점

Social

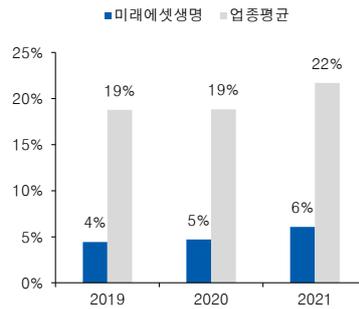


여성임원비율 vs. 업종 평균



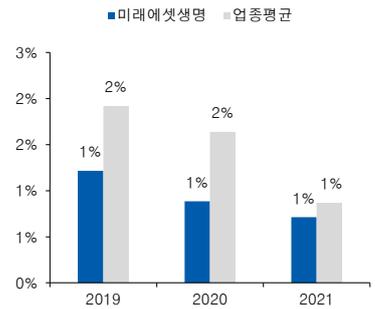
주: 업종평균에는 금융 업종 41 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 금융 업종 41 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

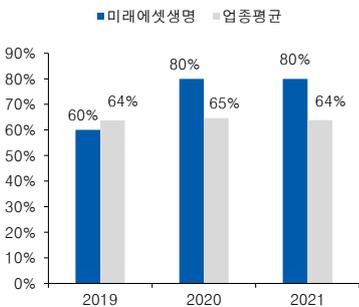


주: 업종평균에는 금융 업종 41 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

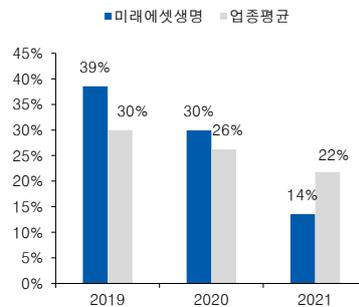


사외이사 비율 vs. 업종 평균



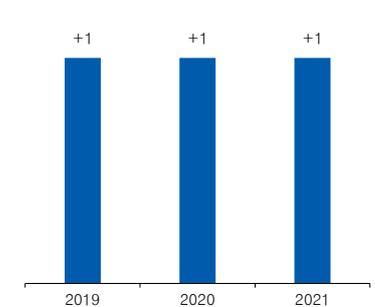
주: 업종평균에는 동종업종 41 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 41 개 기업 수치 반영
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.