

미래에셋생명 (085620)

자본비용 감소와 2분기 실적 개선 전망

전환우선주 자사주로 취득하며 자본비용 감소. 하지만 올해 배당성향 확대 가능성에 대해서 조금은 보수적으로 예상

미래에셋생명에 대해 목표 주가 5,700원과 매수 의견 유지한다. 동사는 최근 2011년 발행한 전환우선주 전량인 약 2,113만주를 취득하기로 결정하였으며, 취득 예정 금액은 3,018억 원이다. 해당 자사주 취득으로 4월 발행한 후순위채권 3,000억원의 지급여력비율 상승 효과(약 +28%p)는 희석되나, 연간 150억원(세전배당률 6.7%)의 현금배당이 절감될 것으로 예상되며, 발행한 후순위채 금리 3.9%를 감안했을 때 자본비용 순 절감효과는 약 84억원(-2.8%p)이다. 해당 자사주 취득으로 전환우선주의 보통주 전환 가능성이 완전히 해소된 점은 주가 측면에서 긍정적이다. 하지만 자본비용 감소(2020년 보통주 배당총액의 61%)에 비례해 보통주 배당이 상승하기는 어려울 것으로 예상하는데, 후순위채는 5년 이후 보완자본에서 20%씩 차감되고, 금리 상승으로 OCI가 감소하는 점과 K-ICS 도입에 따라 중장기적인 지급여력비율 방어에 부담이 있어 이익잉여금을 줄이기는 제한적인 상황이기 때문이다.

우려하던 영업력 약화는 아직까지 파악되지 않음

4~5월 누적 월납초회보험료(방카 채널 제외)는 82억원, 월 평균은 41.1억원으로 1분기 월평균 대비 +3.1% 증가한 것으로 파악된다. 한편, 올해 3월 제판분리 된 미래에셋금융서비스에서 발생한 월평균 신계약은 1분기 전속채널 신계약 대비 -7.9% 감소한 17.4억원을 기록하였다. 하지만 지난 1분기 변액 보험 수요 확대 등으로 신계약 매출이 역대 최대 수준이었던 점을 감안하면 4~5월 신계약 실적을 놓고 제판분리에 따른 영업력 약화로 분류하기는 어렵다고 생각한다.

2분기 실적 방향 타 생명보험사와 차별화될 듯

2분기 순이익은 421억원으로 컨센서스 272억원을 크게 상회할 전망이다. 타 생명보험사와 달리 전분기 대비해서도 큰 폭으로 개선될 것으로 예상하는데; 비차손익은 1분기 일회성 비용(약 190억원)에 따른 기저효과로 전분기 대비 개선되고, 국내 증시가 지속 호조를 기록함에 따라 변액보증준비금 환입, 유가증권 매각익 확대 등으로 이차익이 크게 개선될 것으로 예상하기 때문이다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 5,700원 | CP(6월17일): 4,280원

Key Data

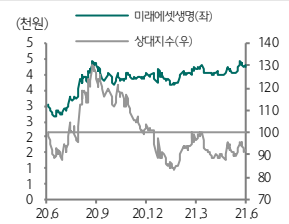
KOSPI 지수 (pt)	3,264.96
52주 최고/최저(원)	4,435/2,650
시가총액(십억원)	757.6
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	177,016.2
60일 평균 거래량(천주)	273.7
60일 평균 거래대금(십억원)	1.1
20년 배당금(예상, 원)	130
20년 배당수익률(예상, %)	3.04
외국인지분율(%)	4.78
주요주주 지분율(%)	
미래에셋대우 외 23인	46.27

주가상승률	1M	6M	12M
절대	1.8	6.9	42.0
상대	(2.3)	(9.3)	(6.9)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	2,972	3,344
영업이익(십억원)	(276)	(277)
순이익(십억원)	93	117
EPS(원)	469	592
BPS(원)	11,986	11,701

Stock Price



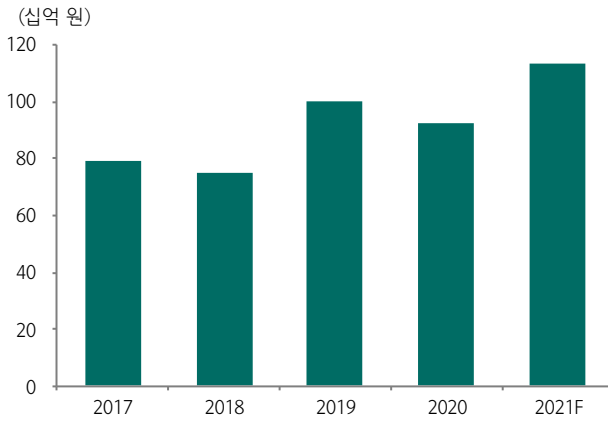
Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
수입보험료	십억원	7,247	6,960	8,081	7,575	7,723
영업이익	십억원	-208	-209	-205	-194	-192
세전이익	십억원	131	124	153	163	178
당기순이익	십억원	100	92	113	120	132
EPS	원	723	665	842	894	979
(증감률)	%	38.3	-8.0	26.6	6.2	9.6
P/E	배	5.7	5.8	5.1	4.8	4.4
P/B	배	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
ROA	%	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
ROE	%	4.6	4.0	5.4	6.3	6.6
BPS	원	16,087	15,732	13,160	13,799	14,501
DPS	원	170	100	130	140	170
배당수익률	%	4.1	2.6	3.0	3.3	4.0



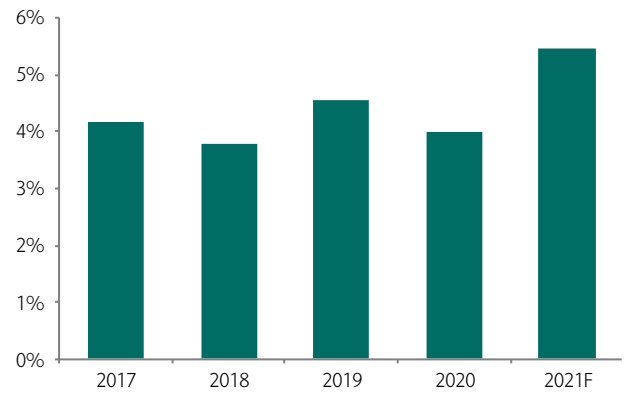
Analyst 이용재
02-3771-7515
leehj612@hanafn.com

그림 1. 연간 순이익 추정



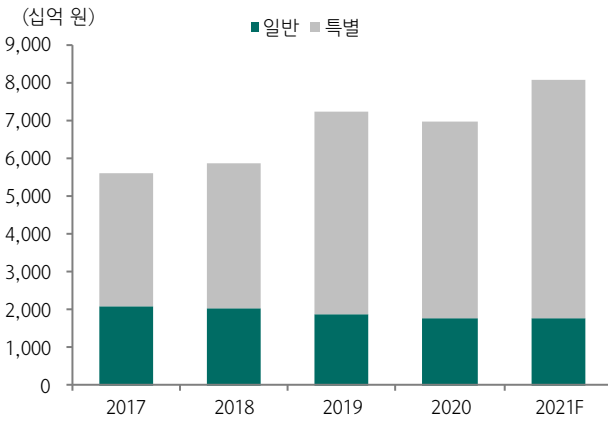
자료: 미래에셋생명, 하나금융투자

그림 2. 연간 ROE 추정



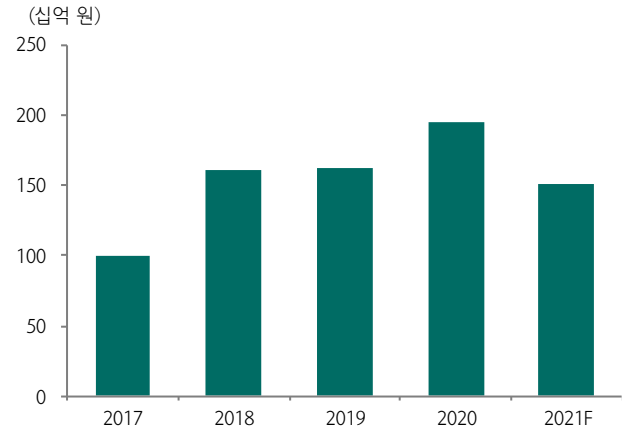
자료: 미래에셋생명, 하나금융투자

그림 3. 연간 수입보험료 추정



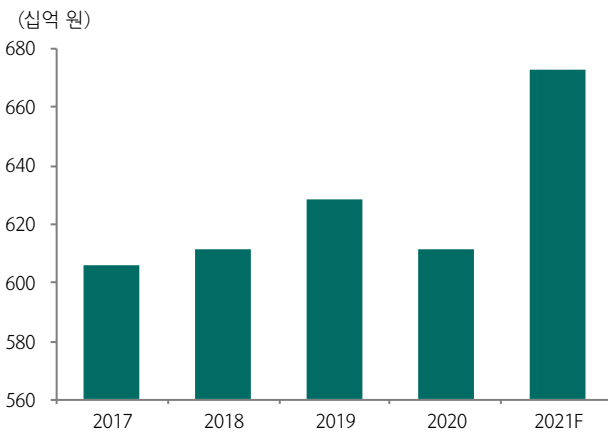
자료: 미래에셋생명, 하나금융투자

그림 4. 연간 보험이익 추정



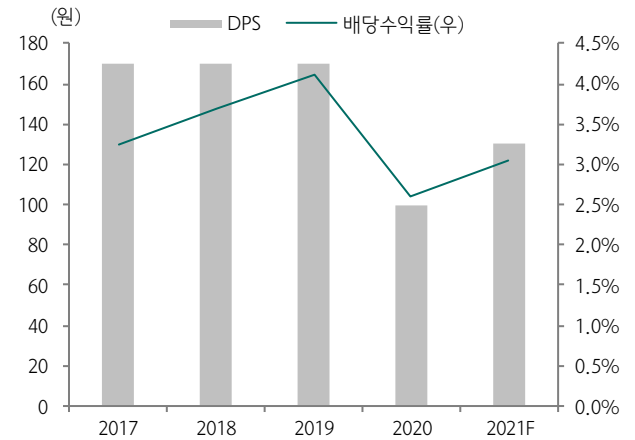
자료: 미래에셋생명, 하나금융투자

그림 5. 연간 투자손익 추정



자료: 미래에셋생명, 하나금융투자

그림 6. DPS 및 배당수익률 추정



자료: 미래에셋생명, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억 원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
수입보험료	7,247	6,960	8,081	7,575	7,723
일반계정	1,859	1,791	1,750	1,763	1,776
특별계정	5,388	5,170	6,331	5,812	5,946
보험이익	795	625	603	595	583
사업비차손익	135	131	102	184	206
위험률차손익	28	64	49	48	41
보험영업손익	-562	-711	-725	-666	-680
보험영업수익	2,012	1,924	1,877	1,887	1,900
보험료수익	1,859	1,791	1,750	1,763	1,776
재보험수익	153	134	127	124	123
보험영업비용	2,574	2,635	2,602	2,553	2,580
지급보험금	1,825	1,887	1,833	1,826	1,860
재보험비용	165	137	134	135	136
사업비	354	396	420	375	364
(이연신계약비)	-189	-247	-224	-199	-203
신계약비	325	439	427	379	388
유지비	218	204	217	194	179
신계약상각비	229	215	214	216	218
할인료	1	1	1	1	1
투자영업손익	628	612	673	655	648
책임준비금전입액	274	109	152	182	160
영업이익	-208	-209	-205	-194	-192
영업외손익	338	333	358	356	370
세전이익	131	124	153	163	178
법인세비용	31	32	40	42	46
당기순이익	100	92	113	120	132

주요 지표 (1)

(단위: %)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
전년 대비 성장성					
수입보험료	24.1	-4.0	16.1	-6.3	2.0
일반계정	-7.9	-3.7	-2.3	0.7	0.8
보장	0.5	4.8	4.7	1.4	1.2
저축	-20.3	-19.3	-19.1	-1.2	-0.6
특별계정	41.0	-4.1	22.5	-8.2	2.3
변액	84.2	-38.8	6.1	-3.8	-
퇴직	4.1	48.6	32.7	-10.4	3.5
사업비차손익	19.0	-2.8	-21.7	79.5	11.9
위험률차손익	-41.0	125.9	-23.8	-1.6	-13.8
보험영업수익	-6.9	-4.4	-2.5	0.5	0.7
보험영업비용	-2.6	2.4	-1.3	-1.9	1.0
투자영업손익	2.7	-2.7	10.0	-2.7	-1.0
책임준비금전입액	-26.8	-60.3	39.8	19.9	-12.1
세전이익	28.3	-5.3	23.7	6.0	9.6
당기순이익	33.5	-8.0	23.1	6.2	9.6
자산총계	9.8	6.9	-0.3	1.0	1.2
부채총계	9.5	7.5	0.8	0.8	1.0
자본총계	13.7	-2.1	-17.8	4.6	4.8
수익성 지표					
위험손해율	92.7	83.7	87.9	88.4	90.2
사업비율	7.5	9.2	8.0	7.6	7.3
투자수익률	3.1	3.0	3.3	3.2	3.1
부채 평균 부담이율	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7
ROA	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
ROE	4.6	4.0	5.4	6.3	6.6

자료: 하나금융투자

재무상태표

(단위: 십억 원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
자산총계	37,924	40,546	40,427	40,839	41,314
운용자산	20,798	20,771	20,530	20,790	21,040
현금및예치금	364	297	217	220	223
유가증권	16,927	16,973	16,749	16,961	17,165
주식	154	201	255	258	261
채권	11,061	10,844	10,689	10,825	10,955
외화유가증권	2,028	1,964	2,031	2,055	2,080
기타	3,684	3,964	3,773	3,823	3,869
대출채권	3,427	3,421	3,485	3,528	3,570
부동산	79	80	80	81	82
비운용자산	1,288	1,452	1,291	1,304	1,317
미상각신계약비	434	466	471	476	480
특별계정자산	15,838	18,323	18,605	18,744	18,957
부채총계	35,591	38,262	38,549	38,875	39,256
책임준비금	18,572	18,680	18,830	19,012	19,173
보험료적립금	18,063	18,176	18,334	18,512	18,668
계약자지분조정	109	92	45	45	45
기타부채	730	750	677	681	687
특별계정부채	16,180	18,740	18,998	19,137	19,352
자본총계	2,333	2,284	1,877	1,963	2,058
자본금	991	991	991	991	991
자본잉여금	181	181	181	181	181
이익잉여금	646	699	751	837	932
자본조정	-39	-57	-369	-369	-369
기타포괄손익누계액	554	470	323	323	323
신종자본증권	-	-	-	-	-

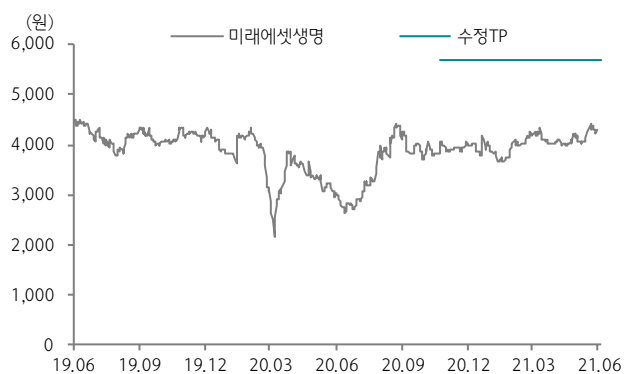
주요 지표 (2)

(단위: 십억 원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
보험료 구성					
일반계정	1,859	1,791	1,750	1,763	1,776
보장	1,207	1,264	1,324	1,342	1,358
저축	652	526	426	421	418
특별계정	5,388	5,170	6,331	5,812	5,946
퇴직	3,245	1,984	2,105	2,026	2,026
변액	2,144	3,185	4,226	3,787	3,921
위험보험료	386	391	400	411	420
부가보험료	678	774	746	757	773
특별계정수입수수료	350	358	390	390	403
신계약 APE					
보장성	236	341	323	333	335
저축성	234	412	494	374	389
운용자산 구성 (%)					
현금및예치금	1.8	1.4	1.1	1.1	1.1
유가증권	81.4	81.7	81.6	81.6	81.6
대출채권	16.5	16.5	17.0	17.0	17.0
부동산	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
투자 지표					
EPS (KRW)	723	665	842	894	979
BPS (KRW)	16,087	15,732	13,160	13,799	14,501
P/E (X)	5.7	5.8	5.1	4.8	4.4
P/B (X)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
DPS (KRW)	170	100	130	140	170
배당성향 (%)	23.5	15.0	16.0	16.0	17.0
배당수익률 (%)	4.1	2.6	3.0	3.3	4.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

미래에셋생명



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.10	BUY	5,700		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.36%	6.64%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 06월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이흥재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 6월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이흥재)는 2021년 6월 18일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 모집 · 사모 · 매출의 주선업무 관련법

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.