

미래에셋생명 (085620)

기대치 부합

2024년 5월 24일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	6,500 원 (유지)
✓ 상승여력	22.0%	✓ 현재주가 (5월 23일)	5,330 원

신한생각 작년 일회성 요인 제외 시 실질적으로 증익

기대치 부합하는 양호한 실적. 연내 해약환급금 준비금 제도 개선 시 배당 가능이익 확보에 따라 업종 내 선호도 상승 기대

1Q24 Review: 순이익 394억원(-61% YoY), 기대치 부합

OP 501억원(-64%, 이하 YoY), NP 394억원(-61%) 기록, 당사 추정치 NP 425억원 부합. IBNR 제도 변경 효과 제외한 경상 OP 709억원, 작년 일회성 요인 제거한 경상 OP 대비 실질적으로 증익

[신계약 및 CSM] 분기 보장성 월초 56억원(+60%). 신계약 APE 1,322억원(+146%), 보장성 690억원(+66%), 변액투자형 632억원(+420%). 주식 시장 투자심리 회복에 따른 변액보험 성장. 신계약 CSM 803억원(+840%), CSM 전환배수 17.2x(+0.8x) 추정. 기말 CSM 2.1조원(+3%)

[예실차 및 기타] 예실차 -248억원, IBNR 제도 변경 관련 -208억원 반영. 매분기 인식되는 간접 사업비 영향으로 기타손익 -157억원 기록

[Fee-biz] 수수료 187억원(+5.4%), 변액 131억원(+8%), 퇴직연금 56억원(+%). 변액적립금 12.3조원(+5%), 퇴직연금적립금 6.1조원(-4%)

[자산운용] 운용자산이익률 2.35%, 부담금리 3.21%, 보유이월 3.18%. 작년 일회성 채권처분손익 447억원 제외 시 전년 동기 대비 투자손익 개선

[자본정책] K-ICS 205%, 해약환급금준비금 제도 개선시 주주환원 의지有

Valuation

2024F ROE 5.0%, PBR 0.35x, DY 3.2%, 목표주가 6,500원 유지

12월 결산	보험손익 (십억원)	투자손익 (십억원)	영업이익 (십억원)	당기순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	DY (%)
2022	-	-	-	-	-	-	-	-
2023	169.0	(2.2)	166.8	125.0	6.2	4.3	0.3	-
2024F	176.8	2.0	178.7	136.1	6.9	5.0	0.4	3.2
2025F	226.0	(1.0)	224.9	169.8	5.6	5.9	0.3	4.7
2026F	247.2	2.4	249.6	188.8	5.0	6.2	0.3	5.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[생명보험]

임희연 수석연구원
✉ heeyeon.lim@shinhan.com

김민중 연구원
✉ minjongkim@shinhan.com

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	943.5십억원
발행주식수(유동비율)	177.0백만주(16.5%)
52주 최고가/최저가	6,390 원/2,890 원
일평균 거래액 (60 일)	902 백만원
외국인 지분율	1.7%

주요주주 (%)	
미래에셋증권 외 24인	56.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	7.2	0.6	84.4	11.0
상대	3.4	(1.4)	74.0	8.9

주가



컨퍼런스콜 주요 Q&A 요약

Q. K-ICS 요구자본에서 주요 변동사항이 있다면 자세히 설명 부탁. 주로 보험리스크와 시장리스크 쪽에서 어떠한 영향이 있었는지? 또한 가용자본에서 LTFR과 유동성 프리미엄을 나눠서 각각 OCI에 어떤 영향을 미쳤는지?

요구자본 쪽에서 보험리스크, 시장리스크 쪽의 금액이 많이 변했음. 가용자본에서 유동성 프리미엄이나 금리 변동을 Breakdown하는 부분에 대해 데이터를 갖고 있으나 현재 없으므로 IR이 끝난 직후 공유할 수 있도록 하겠음

대략적으로만 말하자면, 전 업계가 할인을 제도 변경 영향이 굉장히 컸음. IFRS17에서도 3천억원 이상 수준의 영향을 받았고 그 부분이 K-ICS에서도 큰 영향을 미쳤음. 하지만 신계약 CSM이라든지 당사가 계속적으로 대체투자를 축소한다든지 다양한 요소들로 인해 당사는 나름대로 커버를 하고 있음

Q. 해외투자 자산을 4.2조원 보유하고 있다고 했는데 대체자산 쪽에서 아무래도 문제가 있지 않을까라는 우려가 있음. 현재 손상으로 잡아놓은 부분과 향후 해외 대체자산에 대해 어떻게 전망하고 있는지?

언론과 보험사들의 실적발표에서도 얘기했지만, 당사도 대체투자 자산에 대해서 일부 노이즈나 손실은 불가피한 상황. 코로나 이전 2017년부터 국내 금리가 거의 1-2%로 극도의 저금리 상황에서 국내 채권을 비싸게 팔 수 없었던 우리나라 보험사들이 대부분인데 당사도 마찬가지였음

당사의 대체투자 자산은 약 6조원을 조금 못미치는 수준인데 그중에서 문제가 되고 있는 것은 미국 상업용 부동산 중심임. 해당 펀드들의 선순위 조건이 변경되거나 펀드 만기가 되면서 조건에 따라 일부 손실을 인식할 수도 있을 것으로 판단하고 있음. 다만, 국내 PF에 대해서는 일반 PF가 1,800억 정도 규모로 현재 모든 건이 정상으로 분류되어 있어서 노이즈가 없고 브릿지론 또한 당사는 포지션이 없음. 다만 해외 상업용 부동산 특히, 미국 쪽에 대해서는 당사가 계산한 손실 여력 내에서 선제적으로 대응할 것이고 조건에 따라 일부 충당금도 쌓을 계획. 대체투자 자산 전체 6조원 내외에서 상업용 부동산은 현재 4천억원 정도

첨언하자면, 당사는 중장기적으로 IFRS17에 맞게 중장기 채권을 작년도부터 올해까지 3.5조원 정도를 매수해오고 있고 Yield gap 전체가 작년에는 거의 0-2bp 수준이었다면 올해 8bp 정도로 확대가 되었음. 중장기적으로 안정적 투자손익을 가져갈 수 있도록 체력을 보강하는 데 주력을 하고 있음

1Q24 실적 요약

(십억원, %)	1Q24	4Q23	1Q23	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap	신한 추정치	% Gap
보험손익	21.5	57.4	43.7	(62.6)	(50.8)			25.4	(15.3)
투자손익	28.6	(99.0)	93.8	흑전	(69.5)			30.5	(6.3)
영업이익	50.1	(41.6)	137.5	흑전	(63.6)	55.8	(10.3)	55.8	(10.4)
당기순이익	39.4	(34.2)	100.7	흑전	(60.9)	39.8	(0.9)	42.5	(7.2)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
보험손익	173.2	218.9	176.8	226.0	2.0	3.2
투자손익	4.9	(1.7)	2.0	(1.0)	(59.6)	적지
영업이익	178.1	217.2	178.7	224.9	0.4	3.6
당기순이익	135.2	165.3	136.1	169.8	0.6	2.7

자료: 신한투자증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	증감률
보험손익	43.7	40.6	27.3	57.4	21.5	52.1	49.3	53.9	169.0	176.8	4.6
CSM 손익	52.0	50.4	46.0	49.4	50.7	52.4	54.6	56.4	197.8	214.1	8.3
RA 변동	12.0	11.6	11.5	10.8	11.2	11.0	11.1	11.2	46.0	44.5	(3.2)
예실차	(2.1)	(5.4)	(7.7)	(4.1)	(24.8)	(4.2)	(5.0)	(4.4)	(19.3)	(38.4)	적지
기타	(18.2)	(15.9)	(22.3)	1.4	(15.7)	(7.1)	(11.4)	(9.3)	(54.9)	(43.4)	적지
투자손익	93.8	3.7	(0.7)	(99.0)	28.6	(6.5)	(4.2)	(15.9)	(2.2)	2.0	흑전
영업이익	137.5	44.3	26.6	(41.6)	50.1	45.5	45.1	38.0	166.8	178.7	7.2
영업외손익	(1.7)	(1.0)	(0.8)	(0.5)	(1.4)	(1.0)	(1.2)	(1.1)	(4.0)	(4.6)	적지
세전이익	135.8	43.3	25.8	(42.1)	48.7	44.6	43.9	37.0	162.8	174.2	7.0
지배주주순이익	100.7	34.0	24.5	(34.2)	39.4	34.3	33.8	28.5	125.0	136.1	8.8
보장성 신계약 APE	41.6	51.0	61.4	58.7	69.0	59.7	55.3	55.8	212.7	239.8	12.8
CSM 전환배수	12.8	12.4	11.6	12.5	8.7	11.3	11.0	10.9	12.2	10.4	(14.9)
CSM 상각률	2.6	2.4	2.1	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	8.7	8.8	1.3
신계약 CSM	57.2	68.9	85.4	80.3	96.2	107.1	101.0	100.7	291.8	405.1	38.8
기말 CSM	2,006.9	2,094.2	1,944.0	2,021.5	2,091.6	2,182.4	2,259.9	2,338.5	2,021.5	2,338.5	15.7
투자영업이익률	7.9	1.9	2.6	2.3	2.4	2.8	2.7	2.7	2.8	2.6	(0.2)
ROE (평균)	14.0	4.6	3.3	(4.7)	6.0	5.2	5.0	4.2	4.3	4.8	0.5
ROA (%)	1.2	0.4	0.3	(0.4)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	(0.1)

자료: 신한투자증권 추정

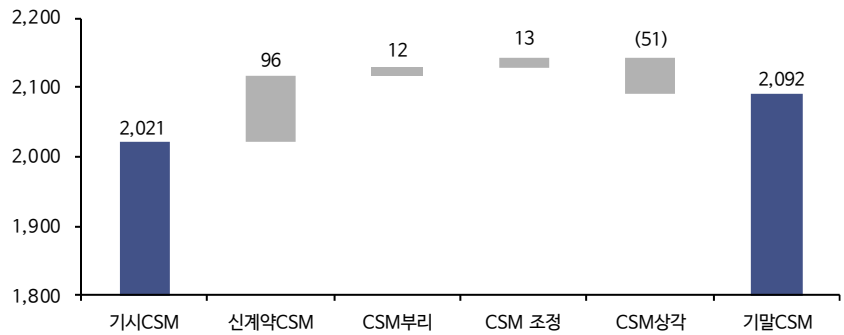
목표주가 산출 테이블

FAIR PRICE BASED ON PBR	미래에셋생명
ROE (%)	5.0
Adj. Cost of capital (%)	(0.9)
Risk free rate (%)	-
Beta	(0.1)
Market return (%)	14.7
Adjustment (%)	
Long-term growth (%)	0.0
Fair P/ B (x)	(5.9)
Discount/Premium	(50.0)
Adj. Fair P/B (x)	(2.9)
BPS (원)	15,309
Target Price (won)	6,500
Upside	22.0

주: 신한투자증권 추정

1Q24 CSM Movement

(십억원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

개별재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	-	33,046.2	44,976.0	45,231.0	45,439.4
운용자산	-	19,626.0	19,091.6	19,475.3	19,866.8
비운용자산	-	1,180.9	13,397.6	13,268.8	13,085.8
특별계정자산	-	12,239.4	12,486.9	12,486.9	12,486.9
부채총계	-	30,131.9	42,266.0	42,372.2	42,416.9
책임준비금	-	16,653.8	28,972.4	29,078.6	29,123.3
보험계약부채	-	25,979.5	25,621.0	25,754.1	25,846.1
GM: 일반모형	-	25,344.0	25,621.0	25,754.1	25,846.1
BEL	-	22,922.4	22,889.9	22,821.4	22,722.2
RA	-	400.1	392.6	408.6	425.3
CSM	-	2,021.5	2,338.5	2,524.0	2,698.6
특별계정부채	-	12,322.0	12,560.5	12,560.5	12,560.5
자본총계	-	2,914.3	2,710.0	2,858.9	3,022.5
자본금	-	990.7	990.7	990.7	990.7
자본잉여금	-	181.4	181.4	181.4	181.4
신증자본증권	-	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-	1,713.2	1,835.0	1,983.9	2,147.5
자본조정	-	(371.2)	(371.2)	(371.2)	(371.2)
기타포괄손익누계액	-	400.1	74.1	74.1	74.1

CSM Movement

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
기초 CSM	-	1,979.5	2,021.5	2,338.5	2,524.0
신계약 CSM	-	291.8	405.1	300.8	307.5
이자부리	-	45.5	49.6	55.7	59.9
CSM 조정	-	(97.6)	76.5	66.4	61.9
CSM 상각	-	(197.8)	(214.1)	(237.4)	(254.7)
기말 CSM	-	2,021.5	2,338.5	2,524.0	2,698.6
CSM 전환배수 (배)	-	1,223.9	1,041.1	1,075.2	1,079.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

개별손익보고서

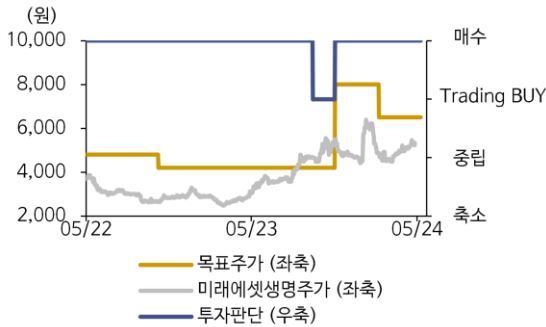
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
보험손익	-	169.0	176.8	226.0	247.2
CSM 상각	-	197.8	214.1	237.4	254.7
RA 변동	-	46.0	44.5	47.0	48.8
예실차	-	(19.3)	(38.4)	(18.3)	(16.5)
기타	-	(54.9)	(43.4)	(40.1)	(39.9)
투자손익	-	(2.2)	2.0	(1.0)	2.4
영업이익	-	166.8	178.7	224.9	249.6
영업외손익	-	(4.0)	(4.6)	(4.4)	(4.4)
세전이익	-	162.8	174.2	220.5	245.2
법인세비용	-	37.8	38.1	50.7	56.4
당기순이익	-	125.0	136.1	169.8	188.8

Valuation Indicator

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (원)	-	766	769	959	1,067
BPS (원)	-	17,864	15,309	16,150	17,075
PER (배)	-	6.2	6.9	5.6	5.0
PBR (배)	-	0.30	0.35	0.33	0.31
ROE (%)	-	4.3	5.0	5.9	6.2
ROA (%)	-	0.4	0.3	0.4	0.4
배당성장률 (%)	-	-	10.5	12.4	13.3
DPS (원)	-	-	170.0	250.0	300.0
배당수익률 (%)	-	-	3.2	4.7	5.6

투자 의견 및 목표주가 추이

미래에셋생명(085620)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 06월 07일	매수	4,800	(9.6)	2.2
2021년 12월 08일		6개월경과	(17.5)	(12.8)
2022년 06월 09일		6개월경과	(37.2)	(22.1)
2022년 11월 04일	매수	4,200	(32.9)	(21.4)
2023년 05월 05일		6개월경과	(12.1)	14.2
2023년 10월 11일	Trading BUY	4,200	18.7	32.1
2023년 11월 29일	매수	8,000	(35.8)	(20.1)
2024년 03월 05일	매수	6,500	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 임희연, 김민중)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 21일 기준)

매수 (매수)	93.88%	Trading BUY (중립)	4.08%	중립 (중립)	2.04%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------