

미래에셋생명 (085620)

변액, 성장 엔진이자 배당 제약 요인

2026년 8월 18일

✓ 투자판단	중립 (유지)	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (8월 14일)	20,850 원

신한생각 **믿었던 변액보험이 발등을 찍네**

주가 재평가의 관건으로 봤던 배당가능이익 회복은 변액 최저보증 해지 미실시에 따른 준비금 구조상 대량해지율 가정 변경만으로는 어렵다는 점 확인. 적립률 자체의 완화 여부가 관전 포인트. 투자 의견 '중립' 유지

2Q26 지배순이익 180억원(-64.6%), 기대치 상회

[신계약 및 CSM] 신계약 APE 2,142억원(+68%,이하 YoY), 보장성 1,120억원(+69%), 변액투자형 1,022억원(+66%). GA 채널 확대에 힘입은 외형 성장 지속. 신계약 CSM 1,597억원(+51%), CSM 전환배수 9.0x(-0.9x). 기말 CSM 2.3조원(+7%, YTD +13.2%)

[예실차 및 기타] 예실차 -126억원(1Q26 -177억원), 보험금 예실차 -178억원, 사업비 예실차는 +53억원으로 양호. 제리가정 가이드라인 영향으로 손실부담계약비용 707억원 반영, 상반기 누적 손해를 96%(+7%p)로 상승

[Fee-biz] 수수료 211억원(+24%). 변액 160억원(+31%), 퇴직연금 51억원(+5.2%). 변액적립금 16.3조원(+36%), 퇴직연금적립금 6조원(+3%)

[자산운용] 투자손익 368억원(+29.5%), 별도 기준 247억원. 자산 듀레이션 6.76년, 부채 6.26년, 조정 Gap 0.73년. ALM 매창율 112.1%로 상승

Valuation & Risk: 대량해지율 가정 변경만으로는 부족

변액보험 최저보증 헛지를 하지 않아 관련 준비금을 100% 적립하는 구조로, 헛지를 병행하는 경쟁사 대비 보증준비금 부담이 구조적으로 큼(2,069억원). 현재 논의 중인 대량해지율 가정 변경만으로는 배당가능이익 회복이 어렵고, 적립률 자체를 낮추는 제도 개선 병행 필요. 배당가능이익 회복 시 배당정책 다시 검토 예정

12월 결산	보험손익 (십억원)	투자손익 (십억원)	영업이익 (십억원)	당기순이익 (십억원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2024	108.8	60.3	169.1	117.2	1.8	3.9	0.3	-
2025	84.8	37.3	122.1	136.1	1.7	4.9	0.4	-
2026F	77.0	117.5	194.5	130.8	3.2	5.2	0.7	-
2027F	34.3	172.2	206.5	147.7	4.8	6.0	1.1	-
2028F	55.3	184.0	239.3	159.5	4.4	6.2	1.1	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[생명보험]

임희연 연구위원

✉ heeyeon.lim@shinhan.com

이지연 연구원

✉ jiyeon2@shinhan.com

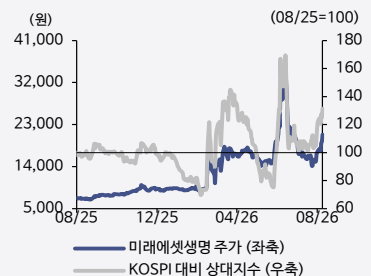
Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	2,818.5십억원
발행주식수(유동비율)	135.2백만주(13.7%)
52주 최고가/최저가	34,550원/6,930원
일평균 거래액 (60일)	30,569.4백만원
외국인 지분율	0.9%
주요주주 (%)	
미래에셋증권 외 16인	82.3

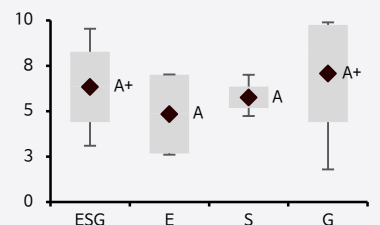
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	39.3	40.5	193.2	122.5
상대	27.0	60.7	35.6	37.4

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



2Q26 컨퍼런스콜 요약

상반기 실적 Key Highlights

2026년 상반기 미래에셋생명은 불확실한 금융시장 환경 속에서도 전략적 전환을 차질 없이 추진하고 가시적인 성과를 거두었음. 보험 경쟁력 강화와 견고한 재무 건전성 관리를 바탕으로 연결 기준 세전이익 894억원(-12.5%, 이하 YoY), K-ICS 비율 155.3%라는 안정적인 성과를 달성하며 중장기 성장 기반을 다졌음

보험업계는 IFRS17 도입 이후 단기 순이익 증가세 둔화, 손해율과 사업비 상승, 경쟁 심화에 따른 수익성 저하 등 구조적 변화에 직면. 아울러 2027년 기본자본 K-ICS 제도 시행을 앞두고 자본의 질적 관리가 중요한 과제로 부상. 당사는 이러한 변화에 선제적으로 대응하여 리스크는 낮추고 수익성과 자본효율은 높이는 방향으로 경영관리 체계를 고도화하고 있으며, 이는 단기 실적 개선을 넘어 새로운 규제 환경에서도 안정적 성장을 이어가기 위한 차별화된 경쟁력이 될 것

올해 초 말씀드린 세 가지 핵심 전략도 계획대로 추진 중

- ① 연금시장에서는 보증형 IRP를 비롯한 은퇴소득 중심의 상품 경쟁력을 강화하고 고객 생애주기에 맞춘 평생소득 설계 역량을 제고
- ② 내재화된 역량과 데이터를 바탕으로 AI 통합 플랫폼을 자체 구축, 모든 업무를 AI와 함께 설계·실행하는 AI 네이티브 보험사로의 전환을 본격화하여 고객 경험과 업무 생산성을 동시에 혁신
- ③ 자산운용에서는 안정성과 수익성의 균형을 유지, ALM 북에서는 재무적 안정성을 확보하고 PI 북을 통해 글로벌 혁신산업 선도기업에 대한 투자를 확대

하반기에는 경영관리 체계를 한층 정교화. 가정관리를 상시 모니터링 체계로 전환하여 손해율·유지율·사업비 등 핵심 지표를 월 단위로 관리하고 그 결과를 상품 전략과 경영 의사결정에 즉시 반영하는 선순환 구조를 구축. 또한 CSM 혁신 본부를 발족하여 판매 채널별 효율을 감안한 마켓벨류 기반의 조정 CSM 제도를 도입, 장래 이익의 불확실성을 줄이고 양질의 CSM 확보에 주력. 미래에셋생명은 보험 본업의 경쟁력, AI 기반 디지털 혁신, 차별화된 자산운용 역량, 철저한 자본 관리를 바탕으로 고객과 주주 모두에게 장기적 가치를 제공하는 회사로 성장해 나갈 것

2026년 상반기 주요 경영 실적

신계약 APE는 3,923억원(+32.4%), 보장성 APE는 2,130억원(+50.8%)을 기록하며 큰 폭 성장. 신계약 CSM은 3,076억원(+25.4%)을 시현했으며, 기말 보유 CSM 잔액은 2조 3,311억원(+13.2%, 연초대비)으로 증가. K-ICS 비율 잠정치는 155.3%로, 금리 상승에 따른 요구자본 증가로 전년말대비 하락했으나 견고한 재무건전성을 유지

재무실적 요약

보장성 CSM은 2,795억원. 이 중 건강상해 상품 CSM이 2,594억원(+30.6%)으로 약 93%의 비중을 차지. 보장성 보험 APE 실적은 2,130억원으로 건강상해 중심의 고수익 상품 판매가 꾸준히 증가

변액투자형 APE는 1,793억원(+15.6%)이며, 1분기 중 은행 방카 채널의 KPI 정책 변경으로 일시납 판매가 축소되었으나 펀드 라인업 보강 및 채널 다변화를 통해 월납 판매가 늘어나며 축소분을 상쇄. 한편 연결 기준 세전손익 및 당기순이익은 계리가정 선진화 가이드라인 적용으로 전년동기대비 감소

손익 현황

연결 기준 세전손익 894억원은 보험손익 36억원 및 투자손익 858억원으로 구성. 보험수익 감소는 감독당국이 예고해 온 계리가정 가이드라인 적용에 따라 707억원의 일회성 손실이 반영되었기 때문. 가이드라인 적용을 계기로 계리가정을 정교화하였으며, 양질의 CSM을 창출할 수 있는 상품 중심으로 보장성 포트폴리오를 고도화. 투자손익은 PI 자산에 대한 적극적 투자 추진으로 전년동기대비 큰 폭 성장. 제도 변경에 따른 일회성 효과를 제거한 경상 세전손익은 지속적인 성장세를 이어가고 있음

손익 세부 현황

상반기 보험서비스손익 중 CSM 상각과 RA 상각의 합계는 1,354억원이며, 보험금 및 사업비의 예실차는 -303억원. 일회성 손익효과를 제외하면 경상 보험손익은 743억원이며, 보험금 예실차 확대로 전년동기대비 감소. 장기투자수익은 일반계정 918억원, 퇴직계정 -143억원. 투자손익 중 연결효과 83억원에는 관계·중속회사인 미래에셋금융서비스 손익 60억원과 미래에셋프레보아(베트남 합작법인) 지분법 손익 25억원이 포함

일반계정 금리부자산의 YTM은 3.24%로 보험부채 부담이율 3.32% 대비 플러스 갭 수준이며 안정적 운용스프레드를 확보

CSM 현황

신계약 CSM 3,076억원, 이자비용 276억원, 상각액 1,128억원. 가이드라인 적용으로 CSM이 감소하였으나 변액 NAV 상승에 따른 기업의 몫 증가로 CSM이 확대되어 기타 조정금액은 505억원 증가. 기말 CSM 잔액은 2조 3,311억원(+13.2%, 연초대비). 보유 CSM 중 사망·건강·변액사망 등 보장성 보험의 비중은 70.6% 수준

CSM 생산성

건강상해보험의 지속적 성장세에 힘입어 전체 신계약 CSM은 25.4%, 보장성 CSM은 28.9% 증가. 전체 신계약 CSM 중 건강상해 비중은 84.3%. 상품별 수익성 지표인 CSM 전환배수는 월납보험료 기준 건강상해 17.5배, 보장성 15.4배, 변액투자형 0.9배이며 전체 상품 기준 9.2배. 건강상해 배수는 가정 변경 효과로 전분기대비 하락했으나 상품 개정 및 담보 포트폴리오 개선을 통해 하락폭을 만회, 업계 평균을 상회하는 수익성을 유지

재무상태표 요약

연결 재무제표 기준 자산총계는 34.4조원. 일반계정 자산 16.1조원은 FVPL 3.7조원, FVOCI 9.4조원, AC자산 2.3조원으로 구성되며, 변액계정과 퇴직계정은 각각 16.3조원 및 2조원. 부채총계는 32조원이며, 보험계약부채 BEL 25.6조원, RA 4천억원, CSM 2.3조원으로 구성. 자본은 2.4조원이며 이익잉여금은 1.8조원. 당분기 중 주주가치 제고를 위한 자기주식 소각을 실시, 보통주 4,184만주 및 전환우선주 전체를 이익, 소각 하였으며 그 결과 이익잉여금이 3,490억원 감소

자기자본 현황

자기자본은 2조 4,237억원으로 연초대비 244억원 감소. 연초대비 채권금리가 국고채 10년 기준 68.5bp 상승하여 채권 평가손실이 발생했으나 할인을 상승에 따른 보험계약 금융이익 발생으로 자본 변동성이 상쇄

당사는 금리 변동성에 대응하기 위해 할인을 현실화 로드맵이 완료되는 2035년을 목표로 ALM 전략을 추진. 한편 앞서 언급한 자사주 소각의 영향으로 이연법인세자산 감소 효과가 자본잉여금 감소로 반영되며 연초대비 자기자본이 감소

보장성·변액 Two-track 영업전략 - ① 보장성 보험

당사는 보장성 보험과 변액보험을 중심으로 한 투트랙 영업전략을 추진. 보장성 보험은 높은 마진을 확보할 수 있는 건강상해보험 판매에 주력. 전체 신규 CSM 중 보장성 보험이 90.9%를 차지하며, 보장성 상품 내 건강상해 상품 판매 비중이 92.8%까지 확대. 간편보험 라인업 확장과 미운영 담보의 지속적 보장을 통해 상품 포트폴리오 다변화를 추진

Two-track 영업전략 - ② 변액보험 운용실적

당사는 해외 분산투자 원칙에 따른 중장기 글로벌 자산배분에 집중하고 있으며 변액 자산 기준 해외투자 비중은 64.4%. 다만 최근에는 성장 섹터를 중심으로 국내 자산 비중을 일부 확대. 대표적 글로벌 자산배분 펀드인 글로벌 MVP 시리즈의 순자산은 4.5조원이며, 주식 비중이 60%인 MVP60 펀드는 설정 이후 누적 수익률 157.7%를 기록. 적극적 글로벌 자산배분을 통해 참조지수 대비 우수한 성과를 기록하며 고객에게 장기 투자 솔루션을 제공

변액보험 MVP 시리즈 상품전략

당사는 글로벌 장기투자 원칙에 따른 일임형 투자 솔루션을 제공. 글로벌 MVP 등 상대적으로 수수료율이 높은 고부가가치 솔루션형 펀드 판매를 통해 수익성을 극대화. 특히 주목할 상품은 전년도에 업계 최초로 출시한 IRP용 실적배당보험인 '글로벌 MVP 연금 배당형'. 납입 원금을 기준으로 20년간 지급을 보증하는 혁신적 구조이며, 출시 이후 연금 신청액 720억원을 돌파. MVP 운용 노하우를 바탕으로 수익성과 안정성을 동시에 추구할 수 있는 은퇴자산 인출기에 최적화된 상품이며, 3분기 중 시중은행에 상품을 제공할 예정. 향후 증권사와 주요 은행에 단계적으로 제공할 계획이며 Fee-biz 수수료 수입 및 적립금 확대에 기여할 것으로 전망

Fee-biz

상반기 말 변액보험 적립금은 16.3조원(+35.5%)으로 주식시장 강세에 힘입어 증가. 퇴직연금 자산관리계약 적립금은 6조원, 수수료수입은 104억원. 퇴직연금에서는 수익성 중심의 포트폴리오 개선을 추진해 왔으며 그 결과 DB 이율보증형 상품의 적립금이 지속적으로 축소. 상반기 중에는 수익성이 높은 실적배당형 적립금 증가가 이율보증형 상품 축소 효과를 상쇄하며 적립금 잔액 및 수수료 수입이 전년동기대비 증가. 업계 최상위 수준의 운용수익률을 바탕으로 DC·IRP 및 실적배당형 중심의 영업전략을 지속 추진할 계획

영업효율

상반기 누적 손해율은 96.0%로 전년동기 89.3% 대비 +6.7%p 상승. 암 진단 및 치료 등 보험금 청구가 전년대비 증가한 영향. 다만 직전 분기와 비교하면 -3.6%p 하락하며 개선 흐름. 상품군별로는 건강상해보험 손해율이 상승 추세이며 인수기준 정비 및 상품 개정을 통해 적극적 손해율 관리를 지속. 보장성 상품의 13회차(88.3%, +1.5%p) 및 25회차(75.3%, +3.7%p) 유지율은 모두 개선 흐름

K-ICS / 듀레이션 현황

상반기 말 가용자본은 3.7조원, 요구자본은 2.4조원이며 K-ICS 비율 잠정치는 155.3%. 4월 중 후순위채 3,000억원 상환 및 국고채 금리 상승에도 불구하고 신계약 CSM 확대와 변액보험 NAV 증가 효과로 가용자본이 전년말대비 161억원 증가. 다만 금리 상승에 따른 해지위험 상승으로 요구자본이 증가하여 K-ICS 비율은 전년말대비 -21.4%p 하락. 한편 금감원의 듀레이션 갭 산출기준 변경과 금리 상승의 영향으로 자산·부채 듀레이션이 감소하였으며 듀레이션 갭은 축소

ALM 전략

채권 선도를 포함한 운용자산 규모는 19.2조원이며 국내채권 47%, 수익증권 18%, 대출채권 10% 등으로 구성. 할인을 현실화 로드맵에 맞춰 채권 선도와 장기채를 선제적으로 보유하고 있으며 상반기 말 ALM 매칭률은 112.1%. 2035년 강화된 제도 기준 하에서도 자산·부채 매칭을 100% 수준으로 유지하도록 관리. 당사는 건강·보장성 상품을 중심으로 양질의 CSM을 확보하고 안정적 자본관리를 지속하며 주주가치를 제고해 나갈 것

Q&A

Q1) 내년부터 설계사 수수료 제도가 두 가지 개편되는 것으로 하는데, 관련해 향후 예상하는 채널 전략 변화가 궁금. 또한 FP와 GA 간 격차가 수수료 체계 안에서 많이 축소될 것으로 예상되는데, 이 체계에서 어떠한 지각변동이 있을 것으로 내부적으로 예상하는지?

A) 내년 시행되는 수수료 변화는 등급제도 시행임. 내년부터는 처음 2년은 4년 봉급, 그 다음 2년부터는 7년 봉급이 되는데, 이 제도가 시행되면 전속과 GA 간에서 전속에 조금 더 유리한 영향이 있을 것으로 판단. 그 관점에서 크게 두 가지로 방향을 잡고 있음

첫째, 금서(미래에셋금융서비스)가 전속형 GA인데, 금서에 대해 기존보다 발전 방향을 두고 강화하는 전략. 둘째, 대형 GA 위주로 특수 경쟁력이 될 것으로 판단하여 대형 GA별 맞춤 전략을 수립·준비 중

첨언을 드리면, 판매수수료 체계가 개편되면 공통비가 차지하는 비중 때문에 전속 조직과 전속 GA의 경쟁력이 상대적으로 강화되고, 대형 GA의 경쟁력도 상대적으로 강화될 것으로 예상. 이에 당사는 금서에 대해 현재보다 맞춤형 전략이나 DB 제공 등을 통해 강화하는 것을 한 축으로 삼고, 대형 GA 중심의 맞춤형 제도를 준비 중. 또 이와 별개로 내년에는 비가격 경쟁력이 강화될 것으로 보고 전사 차원의 비수수료 경쟁력 TF를 운영 중

Q2) 해약환급금준비금 제도 완화가 논의되는 상황, 보도된 기준으로 적용했을 때 당사도 배당가능이익이 회복되어 주주환원을 재개할 수 있는 상황인지?

A) 제도 개선으로 논의되는 것이 해지율 35%·25% 부분, 이 부분이 개선되더라도 당사는 배당가능이익이 아직 충분하지 못한 상황. 추가적으로 신계약 전체에 대한 준비금 적립 변화 내지 다른 제도 변경이 있을 때 배당이 가능할 것으로 봄

Q3) CSM 전환배수 관련, 시장에서는 외형 성장보다 마진을 개선시키는 쪽으로 전략을 수정한 것으로 하는데 당사는 방향성 다른 것 같음. 전략 부연 설명 부탁

A) 당사 건강보험 CSM 배수는 기존에 약 17배 수준을 유지해 왔음. 2분기 계리 가정 선진화를 반영하면서 신규 담보에 대해 손해율을 보수적으로 반영함에 따라 불가피하게 하락한 측면이 있음. 제도 반영만 하면 약 4배 정도 하락하는 구조였으나, 7월 상품 개정을 통해 예정 유지비를 더 두둑하게 부과했고, 판매 속성도 기존에 수술비 담보 등의 비중이 많았던 것을 사전적으로 관리하는 방안으로 비중을 조정하여 속성을 개선함에 따라 약 1배 정도 다시 인상. 그 결과 기존 17배 수준에서 16배 수준으로 유지. 향후에도 안정적 손익 기반을 위해 신계약 전환배수를 15배 이상 16배 수준으로 관리할 계획

Q4) 해약환급금준비금 제도의 추가 완화 관련, 어떤 것들을 염두에 두고 있으며 그러한 완화 가능성을 어느 정도로 보는지 설명 부탁

A) 현재는 K-ICS 대량해지위험 25%·35% 완화를 추진하고 있고 이 부분이 그나마 가능성이 높음. 그 외에는 신계약 인수부채를 0으로 산정하여 해약환급금을 줄이는 방안도 논의. 협회와 용역을 진행 중인데, 당초 진행했던 신계약 전체에 대해 해약환급금준비금을 쌓지 않는 방안은 아직까지 가능성이 낮을 것으로 예상. 당사 상황으로 보면 K-ICS 대량해지위험 적용 시에는 배당가능이익 확보가 어렵고, 좀 더 전향적으로 준비금 적립률이 인하되어야 배당이 가능한 상황

Q5) 방금 답변의 후속 성격인데, 제도가 전향적으로 바뀌어야 배당가능이익이 확보될 것 같다고 했음. 최근 언론 보도상 준비금 적립률을 30% 혹은 50% 등으로 나누는데, 당사는 어느 정도 수준까지 완화되어야 배당가능이익을 확보할 것으로 예상하는지?

A) 현재 건의되고 있는 부분이 IFRS17 전환 시점 이후 신계약에 대해서만 적립하는 방안이 논의되는 상황. 그런데 당사의 경우 전환 이전에 보유한 기존 계약에 대한 해약준비금 부분이 상당히 크기 때문에 신계약에 대한 효과만으로는 아직 부족. 당사는 신계약뿐만 아니라 기존 보유계약에 대한 적립률도 35%·25%까지 인하되어야 배당이 가능한 상황

Q6) 만약 배당가능이익이 확보된다면, 당사는 대주주환원으로 배당이든 자사주든 어떤 형태를 더 검토하는지?

A) 배당가능이익과 관련해 부연하면, 당사만의 특이한 준비금이 보증준비금임. 당사는 변액을 적극적으로 하다 보니 변액보증 리스크에 대해 준비금을 100% 적립하고 있는 반면, 유사(부분) 해지를 하는 타사들은 해징 코스트가 많이 들어 감에도 적립하지 않고 있음. 이는 제도가 아직 완비되지 않은 상태이기 때문. 당사는 사실상 준비금을 쌓을 필요가 없을 정도로 NAV가 상승하여 적립하지 않아도 되는데, 해지를 하지 않고 있다는 이유만으로 100% 적립하고 있으며 그 금액만 해도 약 2,150억원 규모. 이 부분은 제도 개선을 통해 사라져야 할 부분임

그 외 해외 자산 해지 시 환해지 파생 관련 정산 부분이 반영되지 않고 있는 점 등이 종합적으로 개선되면 배당가능이익이 더 빨리 생길 수도 있음. 다만 현재 당국이 추진하는 것만으로는 아직 배당가능이익이 나오지 않고 있음. 배당가능이익이 나온다면 배당정책을 다시 검토하겠으나, 기존 정책상으로는 30~35% 수준의 환원율을 선언한 적이 있었고 이는 과거형이며, IFRS17 하에서 새로운 배당정책을 고려할 것

Q7) 이전에는 주식시장이 좋으면 변액 관련 이익 기여가 커서 전반적으로 실적 이 올라오는 것을 확인할 수 있었는데, 이번에는 그 효과가 상대적으로 희석된 것처럼 보임. 계리가정 가이드라인 변경 부분 이외에 이번 분기만의 독특한 희석 요인이 있었다면 설명 부탁

A) VFA 자체가 직접 투자손익으로 이어지지는 않음. 변액보험은 메커니즘상 주식시장이 좋아져 NAV가 상승하면 상승분만큼 이자비용으로 들어가지만 실제로 투자손익에서 그만큼 상쇄되기 때문에 그쪽은 영향이 없음. 당사가 직접 영향을 받는 것은 장래에 수취할 수 있는 수수료로, 기본 NAV가 늘어났기 때문에 장래 기대수수료 수입이 늘어나고 그것이 CSM 상승으로 이어지는 구조

따라서 그 메커니즘대로 주식시장 상승에 따른 이익은 충분히 향유되어 반영되었으나, 다만 전체 CSM이 기대만큼 올라가지 않은 것은 이번 계리감독 선진화 과정에서 나온 가정 가이드라인 등을 반영하면서 일부가 하락하며 상쇄된 효과에 따른 결과. 다시 말해 주식시장 상승에 따른 VFA 변액 상품군의 장래 이익에 대한 반영은 분명히 이루어졌음

2Q26 미래에셋생명 실적 요약

(십억원, %)	2Q26P	1Q26	2Q25	% QoQ	% YoY	컨센서스	차이	신한 추정치	차이
보험손익	(13.1)	(0.2)	36.7	적지	적전	-	-	1.7	(871.6)
투자손익	36.8	68.6	28.4	(46.4)	29.5	-	-	13.6	170.3
영업이익	23.6	68.4	65.0	(65.4)	(63.6)	-	-	15.3	54.6
지배주주순이익	18.0	53.4	50.7	(66.3)	(64.6)	-	-	12.3	46.1

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

미래에셋생명 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		차이	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
보험손익	21.9	94.4	34.3	55.3	56.8	(41.4)
투자손익	129.2	96.3	172.2	184.0	33.3	91.1
영업이익	151.1	190.8	206.5	239.3	36.7	25.4
지배주주순이익	111.3	128.5	147.7	159.5	32.7	24.1

자료: 신한투자증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	증감률
보험손익	31.5	36.7	26.4	(17.5)	(0.2)	(13.1)	37.5	10.1	77.0	34.3	(55.4)
CSM 상각	48.4	50.8	53.9	52.7	53.7	59.1	58.4	59.9	205.8	231.1	12.3
RA 환입	11.0	10.7	11.0	11.3	11.3	11.3	9.0	8.7	44.0	40.3	(8.4)
예실차	6.0	0.8	(13.1)	5.9	(17.7)	(12.6)	(7.4)	(17.0)	(0.4)	(54.6)	적지
기타	(26.5)	(17.6)	(17.6)	(75.7)	(39.6)	(61.9)	(22.5)	(41.5)	(137.3)	(165.5)	적지
투자손익	7.9	28.4	35.4	45.8	68.6	36.8	33.0	33.9	117.5	172.2	46.5
영업이익	39.4	65.0	61.8	28.3	68.4	23.6	70.5	44.0	194.5	206.5	6.2
영업외손익	(1.0)	(1.3)	(0.1)	6.5	(2.1)	(0.6)	0.5	0.9	4.2	(1.3)	적전
세전이익	38.4	63.8	61.7	34.9	66.3	23.1	71.0	44.8	198.7	205.2	3.3
지배주주순이익	24.8	50.7	49.8	5.5	53.4	18.0	47.5	28.9	130.8	147.7	13.0
신계약 APE	168.5	127.8	206.5	176.7	178.2	214.2	180.7	191.2	679.5	764.3	12.5
CSM 전환배수	10.1	9.9	8.9	9.8	10.3	8.9	9.6	9.5	9.6	9.6	(0.3)
기초 CSM	2,078.2	2,084.7	2,185.2	2,332.9	2,058.4	2,150.6	2,331.1	2,379.1	2,078.2	2,058.4	(1.0)
(+) 신계약 CSM	141.1	105.7	152.7	144.5	153.5	159.7	145.1	151.7	543.9	609.9	12.1
(+) 이자부리	14.7	14.9	15.3	15.8	12.7	14.9	15.8	16.0	60.7	59.4	(2.1)
(+) CSM 조정	(100.9)	30.8	33.7	(382.1)	(20.2)	65.0	(54.6)	(271.6)	(418.5)	(281.4)	적지
(-) CSM 상각	(48.4)	(50.8)	(53.9)	(52.7)	(53.7)	(59.1)	(58.4)	(59.9)	(205.8)	(231.1)	적지
기말 CSM	2,084.7	2,185.2	2,332.9	2,058.4	2,150.6	2,331.1	2,379.1	2,215.2	2,058.4	2,215.2	7.6
투자영업이익률	0.5	12.70	22.6	14.6	12.8	78.15	13.4	13.4	12.7	29.4	16.8
ROE (평균)	3.9	8.2	8.0	0.9	8.8	3.0	7.8	4.6	3.9	8.8	4.9
ROA	0.3	0.6	0.6	0.1	0.7	0.2	0.6	0.4	0.3	0.7	0.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

주1: 연결 기준

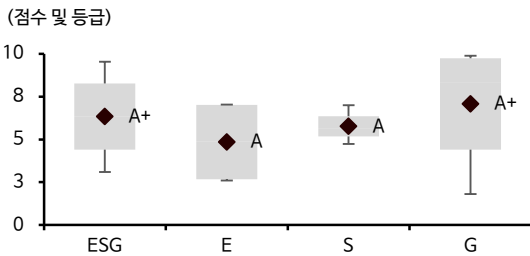
주2: 보험손익은 별도기준

ESG Insight

Analyst Comment

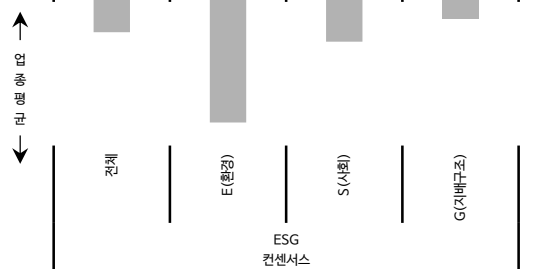
- ◆ E: 재생에너지·친환경 인프라에 3,636억원 규모 녹색금융 투자를 집행하며 기후 리스크 대응 강화
- ◆ S: 미래에셋 박현주 재단과 연계해 소아암 환자 후원, 장애인 직업재활 지원 등 취약계층 상생금융 프로그램 운영
- ◆ G: 2026년 초 이사회 결의를 통해 보유 자기주식(보통주 약 90%, 우선주 100%)을 대규모 소각하며 주주가치 제고

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

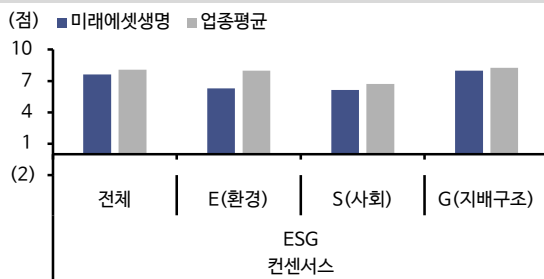
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

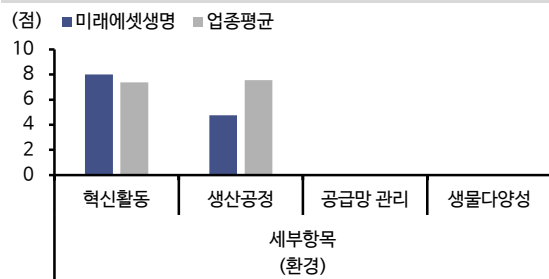
Key Chart

ESG 필라



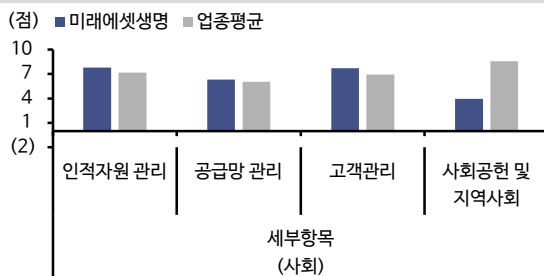
자료: 회사 자료, 신한투자증권

세부항목 - E(환경)



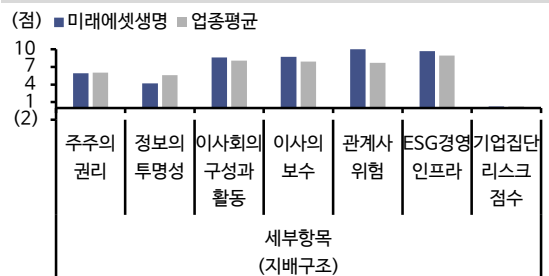
자료: 회사 자료, 신한투자증권

세부항목 - S(사회)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

세부항목 - G(지배구조)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

개별재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	32,494	32,921	32,006	27,901	24,392
운용자산	19,251	18,541	16,014	13,960	12,204
현·예금	691.7	527.2	399.1	347.9	304.2
유가증권	15,782	15,834	13,539	11,803	10,318
FVPL	3,813.2	4,170.9	3,725.4	3,247.6	2,839.1
FVOCI	11,969	11,664	9,814.0	8,555.4	7,479.2
AC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법적용대상	142.0	142.0	134.5	117.3	102.5
대출채권	2,564.5	1,968.2	0.0	0.0	0.0
부동산	70.8	69.2	66.4	57.9	50.6
특별계정자산	11,956	13,487	15,889	13,851	12,109
부채총계	29,930	30,473	29,506	25,242	21,566
보험계약부채	26,248	26,997	26,147	24,057	22,231
BEL	11,943	11,261	8,130.7	6,589.5	5,262.9
RA	386.7	406.0	324.4	267.8	217.0
CSM	2,078.2	2,058.4	2,215.2	2,216.8	2,169.3
특별계정부채	11,956	13,487	15,889	13,851	12,109
자본총계	2,563.7	2,448.1	2,500.1	2,659.5	2,826.0
자본금	990.7	990.7	990.7	990.7	990.7
자본잉여금	181.4	181.4	141.5	141.5	141.5
신종자본증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	1,943.1	2,073.9	1,872.6	2,032.1	2,198.5
자본조정	(371.3)	(371.3)	(21.8)	(21.8)	(21.8)
기타포괄손익누계액	(180.3)	(426.6)	(482.8)	(482.8)	(482.8)

CSM Movement

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
기초 CSM	2,021.5	2,078.2	2,058.4	2,215.2	2,216.8
신계약 CSM	395.3	543.9	609.9	607.0	607.1
이자부리	51.4	60.7	59.4	59.4	58.8
CSM 조정	(192.3)	(418.5)	(281.4)	(438.3)	(489.4)
CSM 상각	(197.7)	(205.8)	(231.1)	(226.6)	(223.8)
기말 CSM	2,078.2	2,058.4	2,215.2	2,216.8	2,169.3
CSM 전환배수 (배)	8.9	9.6	9.6	9.6	9.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

개별손익보고서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
보험손익	84.8	77.0	34.3	55.3	55.8
CSM 상각	197.7	205.8	231.1	226.6	223.8
RA 변동	43.3	44.0	40.3	31.7	25.1
예설차	(26.0)	(0.4)	(54.6)	(46.3)	(35.5)
기타	(95.7)	(137.3)	(165.5)	(156.8)	(157.6)
투자손익	37.3	117.5	172.2	184.0	191.4
영업이익	122.1	194.5	206.5	239.3	247.2
영업외손익	1.0	4.2	(1.3)	1.9	1.9
세전이익	123.1	198.7	205.2	241.2	249.1
법인세비용	(13.0)	67.9	57.5	81.7	82.6
당기순이익	136.1	130.8	147.7	159.5	166.4

Investment Portfolio

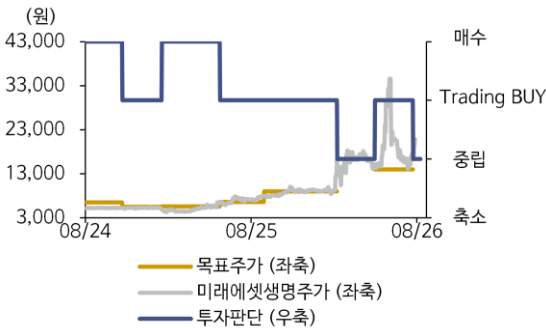
12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
현·예치금	3.6	2.8	2.5	2.5	2.5
주식	2.0	2.1	2.5	2.5	2.5
채권	55.6	56.5	53.6	53.6	53.6
수익증권	17.8	19.8	20.2	20.2	20.2
외화유가증권	7.3	7.7	9.0	9.0	9.0
대출채권	13.3	10.6	11.7	11.7	11.7
부동산	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

Valuation Indicator

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	769	739	1,093	1,180	1,231
BPS (원)	14,483	13,830	18,494	19,674	20,905
PER (배)	1.7	3.2	4.8	4.4	4.2
PBR (배)	0.36	0.68	1.13	1.06	1.00
ROE (%)	4.9	5.2	6.0	6.2	6.1
ROA (%)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
배당성장 (%)	-	-	-	-	-
DPS (원)	-	-	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-

투자 의견 및 목표주가 추이

미래에셋생명(085620)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 03월 05일	매수	6,500	(22.4)	(9.7)
2024년 09월 06일	6개월경과		(19.2)	(18.3)
2024년 11월 08일	Trading BUY	5,500	(4.3)	(1.8)
2025년 02월 03일	매수	5,600	(11.4)	18.0
2025년 06월 11일	Trading BUY	6,600	7.1	20.9
2025년 09월 16일	Trading BUY	9,000	(0.0)	79.1
2026년 02월 24일	중립	-	78.1	103.1
2026년 05월 18일	Trading BUY	14,000	37.2	146.8
2026년 08월 10일	중립	-	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 임희연, 이지연)
- 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 실제치와 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	섹터	투자등급		
		매수 (매수)	Trading BUY (중립)	중립 (중립)
◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	◆ 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	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		
◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		
◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하				

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 08월 14일 기준)

매수 (매수)	94.36%	Trading BUY (중립)	2.26%	중립 (중립)	3.38%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------