

# 미래에셋생명 (085620/KS)

의외로 자본 적정성은 양호한 편

SK증권 리서치센터

## 중립(유지)

목표주가: 5,500 원(유지)

현재주가: 5,300 원

상승여력: 3.8%



Analyst  
설용진

s.dragon@sk.co.kr  
3773-8610

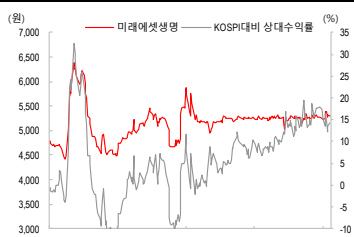
### Company Data

발행주식수	17,702 만주
시가총액	942 십억원
주요주주	
미래에셋증권(외21)	57.72%
자사주	26.29%

### Stock Data

주가(25/01/13)	5,300 원
KOSPI	2,489.56 pt
52주 최고가	6,390 원
52주 최저가	4,415 원
60일 평균 거래대금	십억원

### 주가 및 상대수익률



## 변액 중심 포트폴리오로 의외로 양호한 자본적정성

IFRS17 회계기준 전환 이후 미래에셋생명의 K-ICS 비율은 다른 중소형 생보사 대비 현저히 높은 수준을 유지하고 있다. 3Q24 중 다른 중소형 생보사들이 금리 하락 등 영향으로 인한 OCI 감소 등 영향으로 160%~170% 수준의 K-ICS 비율을 기록하는 모습이 나타난 것과 달리 동사의 경우에도 금리 하락으로 인한 OCI 감소 등 영향에도 불구하고 193.8%로 상대적으로 높은 모습을 확인할 수 있다. 실제로 동사의 K-ICS 비율을 세부적으로 살펴보면 가용자본에서 상대적으로 기본자본 비중이 현저히 높고 (3.4 조 중 약 3.1 조가 기본자본) 생명/장기손해보험 위험액 및 시장위험액이 모두 다른 생보사 대비 작은 모습이 나타나고 있는데 변액보험 중심 사업 구조로 상대적으로 동사가 부담하는 리스크가 작는데 기인하는 것으로 분석된다. 여전히 1) 해약환급금준비금 등 영향으로 배당가능이익이 산출되고 있지 않으며 2) 투자손익 관련 손익 불확실성이 지속되고 있어 실적의 예측가능성이 낮은 점을 감안하여 투자 의견 및 목표주가를 유지하나 향후 제도 개선 및 실적 안정성이 제고될 경우 자본 측면의 안정성에 기반한 프리미엄을 바탕으로 높은 Upside 를 기대해볼 수 있을 전망이다.

## 4Q24 순이익 207 억원(흑자전환 YoY) 예상

미래에셋생명의 4Q24 순이익은 207 억원(흑전 YoY)를 기록할 것으로 예상된다. 보험손익은 233 억원(-59.3% YoY)으로 계절적인 예실차 악화, 계리적 가정 조정에 따른 영향 등이 종합적으로 나타날 것으로 예상되며 국내 주식 하락, 금리 하락 등 매크로 환경의 불확실성을 감안할 때 VFA 모형이 적용되는 변액보험 포트폴리오 중심으로 다소 보수적인 영향이 나타날 것으로 예상되는데 기인한다. 다만 투자손익의 경우 전년 동기 대규모 손실 기저효과로 전반적으로 개선되는 모습이 나타날 전망이다. 해외부동산 관련 환입 등을 기대하기는 어렵겠으나 대체투자 등 중심으로 일정 수준의 실적을 기대할 수 있을 전망이다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
보험손익	십억원			169	122	134	142
투자손익	십억원			-2	-20	37	39
영업이익	십억원			167	101	171	181
당기순이익	십억원			125	83	131	139
EPS	원			706	468	742	787
PER	배			6.7	11.3	7.1	6.7
PBR	배			0.3	0.39	0.37	0.36
ROE	%			3.6	3.1	5.4	5.4

미래에셋생명 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	% QoQ	% YoY
보험손익	44	41	27	57	21	46	31	23.3	-25.0	-59.3
CSM 상각	52	50	46	49	51	50	48	47.3	-1.5	-4.3
RA 해제	12	12	12	11	11	11	11	10.5	-1.2	-2.9
예실차	-2	-5	-8	-4	-25	4	0	-7.0	적지	적지
기타사업비용	-18	-15	-15	-19	-15	-15	-16	-19.3	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-1	-1	-7	20	0	-4	-11	-8.1	적지	적전
투자손익	94	4	-1	-99	29	-26	-25	2.7	흑전	흑전
일반계정	62.0	11	-13	-67	48	-11	-28	22.7	흑전	흑전
자산운용수익	194	141	142	61	169	111	92	143.7	56.0	135.5
보험금융손익	-132	-130	-155	-128	-121	-121	-120	-121.0	적지	적지
특별계정	32	-7	12	-32	-19	-15	2	-20.0	적전	적지
영업이익	137	44	27	-42	50	19	6	26.0	339.5	흑전
영업외손익	-2	-1	-1	-1	-1	3	-2	0.6	흑전	흑전
세전이익	136	43	26	-42	49	23	4	26.7	592.4	흑전
별도 당기순이익	101	34	24	-34	39	19	4	20.7	487.2	흑전
보장성 APE	42	51	61	59	69	65	80	76.0	-4.7	29.6
신계약 CSM	57	69	85	80	96	76	102	91.9	-9.8	14.4
자산총계	33,151	32,951	32,111	33,046	32,333	32,189	32,233	33,000	2.4	-0.1
운용자산	20,381	19,920	19,517	19,626	18,903	18,967	19,411	20,176	3.9	2.8
비운용자산	828	834	821	1,181	944	969	963	966	0.3	-18.2
부채총계	30,274	30,009	29,141	30,132	29,705	29,774	29,828	30,483	2.2	1.2
책임준비금	17,150	16,565	16,131	16,654	16,413	16,727	17,220	17,848	3.6	7.2
생명보험 CSM 잔액	2,007	2,094	1,944	2,120	2,190	2,188	2,163	2,131	-1.5	0.5
자본총계	2,876	2,943	2,970	2,914	2,628	2,415	2,405	2,385	-0.8	-18.1
해약환급금준비금	769	797	845	900	949	990	1,039	1,077	3.7	19.7
ROE (%)	11.6	4.7	3.3	-4.7	5.7	3.0	0.6	3.5	2.9%p	8.1%p
K-ICS 비율 (%)	218.4	209.7	205.4	214.7	207.2	197.1	192.6	188.9	-3.7%p	-25.8%p

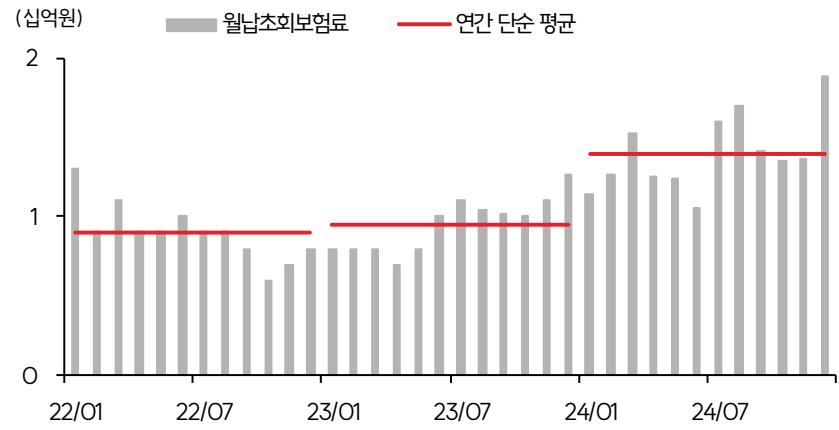
자료: 미래에셋생명, SK 증권 추정

실적 추정치 변경

		2023	2024E	2025E	2026E
보험손익	수정 후	169	122	134	142
	수정 전		158	196	205
	증감률(%)		-23.0%	-31.9%	-30.9%
투자손익	수정 후	-2	-20	37	39
	수정 전		-6	14	15
	증감률(%)		적지	166.2%	161.3%
세전이익	수정 후	163	102	169	180
	수정 전		158	217	227
	증감률(%)		-35.5%	-21.9%	-20.8%
순이익	수정 후	125	83	131	139
	수정 전		125	168	176
	증감률(%)		-33.7%	-21.8%	-20.8%

자료: 미래에셋생명, SK 증권 추정

미래에셋생명 - GA 실적 추이



자료: 보험저널, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>운용자산</b>		19,626	20,176	21,162	22,169
현금및예치금		955	535	572	609
유가증권		15,543	16,888	17,707	18,542
대출금		3,056	2,682	2,813	2,947
부동산		72	71	71	70
<b>비운용자산</b>		1,181	966	965	965
특별계정자산 및 기타		12,239	11,858	11,858	11,858
<b>자산총계</b>		33,046	33,000	33,986	34,992
<b>책임준비금</b>		16,654	17,848	18,810	19,805
CSM잔액(원수)		2,120	2,131	2,299	2,448
계약자지분조정		0	-3	-3	-3
특별계정부채 및 기타		13,478	12,639	12,630	12,629
<b>부채총계</b>		30,132	30,483	31,437	32,431
<b>자본금</b>		991	991	991	991
신종자본증권		0	0	0	0
자본잉여금		181	181	181	181
이익잉여금		1,713	1,796	1,927	2,048
해약환급금준비금		900	1,077	1,165	1,201
기타자본		29	-583	-583	-583
비지배주주지분		0	0	0	0
<b>자본총계</b>		2,914	2,385	2,517	2,638

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>신계약 수익성</b>					
신계약 APE		286	522	502	494
신계약 CSM		292	366	352	341
신계약 CSM 수익성		102.0	70.1	70.0	69.1
<b>CSM 관련 지표</b>					
기초CSM		1,979	2,120	2,131	2,299
CSM 조정 가정 변경		35	-215	-65	-65
신계약 CSM(원수)		292	366	352	341
CSM 이자부리		12	56	73	78
상각 전 CSM		2,318	2,327	2,491	2,654
CSM상각액		198	196	192	205
CSM상각률(%)		8.5	8.4	7.7	7.7
CSM 순증액		141	11	168	149
<b>투자이익 관련 지표</b>					
자산운용수익률		2.7	2.6	2.6	2.6
FVPL 제외 운용수익률		2.6	2.6	2.6	2.6
<b>손익구성</b>					
보험손익		101.3	120.0	78.2	78.3
CSM상각		118.6	193.1	112.7	113.6
투자손익		-1.3	-20.0	21.8	21.7
<b>자본적정성</b>					
지급여력비율(K-ICS)		214.7	188.9	194.6	198.6

자료: 미래에셋생명, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>보험손익</b>		169	122	134	142
CSM상각		198	196	192	205
RA해제		46	43	40	37
예실차		-19	39	52	53
기타사업비용		-67	-66	-68	-69
손실계약비용 및 기타		12	-23	-16	-16
<b>투자손익</b>		-2	-20	37	39
일반계정손익		-7	32	39	41
평가처분손익		28	1	0	0
특별계정손익		5	-53	-2	-2
<b>영업이익</b>		167	101	171	181
영업외손익		-4	1	-1	-1
<b>세전이익</b>		163	102	169	180
법인세비용		38	19	38	40
법인세율 (%)		23.2	18.8	22.5	22.5
<b>당기순이익</b>		125	83	131	139

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>성장성지표 (%)</b>					
운용자산증가율			2.8	4.9	4.8
CSM증가율			0.5	7.9	6.5
BPS증가율			-18.1	5.5	4.8
보험손익증가율			-28.0	9.7	6.2
투자손익증가율			적지	흑전	5.2
영업이익증가율			-39.2	68.3	5.9
세전이익증가율			-37.3	66.1	6.1
당기순이익증가율			-33.7	58.5	6.1
<b>주당지표(원)</b>					
EPS		706	468	742	787
BPS		16,463	13,476	14,218	14,902
EV(BV+CSM)		27,986	25,516	27,205	28,733
보통주 DPS		0	0	0	140
보통주 배당수익률(%)		0.0	0.0	0.0	2.6
<b>Valuation 지표</b>					
PER(배)		6.7	11.3	7.1	6.7
PBR(배)		0.29	0.39	0.37	0.36
P/EV(배)		0.17	0.21	0.19	0.18
ROE(%)		3.6	3.1	5.4	5.4
ROA(%)		0.4	0.3	0.4	0.4
배당성장(%)		0.0	0.0	0.0	13.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비

2024.09.24      중립      5,500원      6개월



### Compliance Notice

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 01월 14일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------