

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohah.kim@sk.com  
02-3773-8876

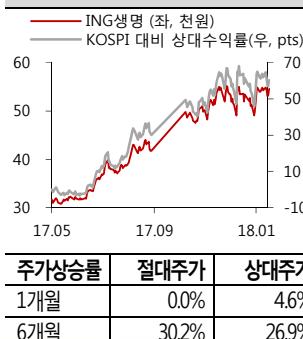
## Company Data

자본금	82 십억원
발행주식수	8,200 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	4,469 십억원
주요주주	
라이프투자 유한회사	59.14%
외국인지분율	37.17%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(18/02/26)	54,500 원
KOSPI	2,457.7 pt
52주 Beta	0.22
52주 최고가	58,500 원
52주 최저가	30,750 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

## 주가 및 상대수익률



## 아이엔지생명 (079440/KS | 중립(유지) | T.P 52,000 원(상향))

### 4Q17 Review: 자본과 배당은 긍정적, 제한적 증익과 고밸류는 제약요인

ING 생명의 4Q17 당기순이익은 667 억원 (+11.3% YoY)으로 당사 추정치 및 시장 전망치를 하회했는데, 주로 비경상적 사업비 증가에 기인. 4Q17 보장성 APE는 851 억원 (+6% YoY)으로 대형사와 차별화된 양적성장을 지속. 채권 재분류로 금리 상승기에 자본 민감도를 축소했으며, 여전히 압도적인 RBC 비율을 바탕으로 '18년 4.7%의 배당수익률을 이 기대돼 배당매력은 높은 것으로 판단. 다만 향후 3년 기대 ROE 9.6% 대비 12m fwd PBR 1.2 배는 여전히 부담스럽다고 판단해 투자의견 중립을 유지함

### 4Q17 당기순이익 667 억원 (+11.3% YoY)으로 당사 추정치 하회

ING생명의 4Q17 별도 당기순이익은 667억원 (+11.3% YoY)으로 SK증권 추정치 및 시장 전망치를 11% 수준 하회. 4Q17 실적의 특이요인은 1) 사업비 증가 (스톡옵션 준비금 50억원, 급여 총당금 30억원, 컨설팅 비용 30억원 등), 2) 연말 변액보증 준비금 소멸 (vs. 4Q16 400억원), 3) 법인세율 인상 관련 비용 76억원 등임. ING생명의 4Q17 보장성 APE는 851억원 (+6.3% YoY)으로 대형 생보사와 차별화된 양적성장을 지속. 위험손해율은 72.3%로 IBNR 환입이 있었던 전년동기대비 4.4%p 상승 (제외 시 +1.1%p YoY). 4Q17 투자수익률은 3.5%로 보유이월 하락에 따라 0.1%p YoY 하락함

### 자본여력 및 배당매력은 긍정적, 제한적 증익 및 valuation 부담은 제약요인

ING생명의 '17년 말 RBC비율은 455%로 업계 최고 수준이며, 매도가능채권 45% 가량을 만기보유로 재분류해 금리 상승기에 채권 평가손 민감도를 축소. 압도적 자본비율을 바탕으로 '17년 배당성향 57.8%, 중간 및 기말 각각 1.3%, 3.5%의 배당수익률을 기록했고, '18년 58.3%의 배당성향 가정 시 기대 배당수익률은 단순 합산 4.7%로 배당매력도는 높은 것으로 판단. 동사의 자본 여력은 배당뿐 아니라 상대적으로 공격적인 운용 포트폴리오 구성을 통해 초과이익을 달성할 수 있다는 점에서 긍정적. 다만 운용자산의 87%가 채권인 현 상황에서 채권 매각익을 제외한 초과 운용수익의 기대는 단기간 내 실현되기 어렵다고 판단하며, 이익 안정성이 높은 대신 증가율은 제한될 것으로 전망. 시간 경과에 따른 book value 증가를 감안해 ING생명의 목표주가를 종전 대비 4.0% 상향한 52,000원 (목표 PBR 1.2배)으로 조정하나, 제한적인 주가 상승여력을 감안해 투자의견 중립을 유지함

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	3,805	4,500	4,058	4,113	4,159	4,274
YoY	%	-3.9	18.2	-9.8	1.4	1.1	2.8
보험순이익	십억원	795	1,615	795	744	757	782
투자순이익	십억원	773	827	852	863	876	907
위험손해율	%	86.4	78.8	84.9	76.2	75.9	75.8
투자수익률	%	4.5	4.1	3.7	3.6	3.5	3.5
영업이익	십억원	195	314	228	321	336	356
YoY	%	20.5	61.1	-27.2	40.7	4.7	5.8
세전이익	십억원	292	396	315	452	479	497
순이익	십억원	223	305	241	340	357	370
YoY	%	-10.7	36.4	-21.0	41.3	5.0	3.6
EPS	원	2,725	3,717	2,936	4,149	4,355	4,512
BPS	원	34,465	51,961	50,578	44,738	46,693	48,665
PER	배	n/a	n/a	n/a	12.9	12.5	12.1
PBR	배	n/a	n/a	n/a	1.2	1.2	1.1
ROE	%	8.9	8.6	5.7	8.7	9.5	9.5
배당수익률	%	n/a	n/a	n/a	4.5	4.7	4.9

## ING 생명 4Q17 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	4Q17P	4Q16	YoY (%)	3Q17	QoQ (%)	4Q17E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	1429	211.0	(32.3)	174.2	(18.0)	195.7	(27.0)	n/a	n/a
투자손익	212.6	220.3	(3.5)	216.9	(2.0)	215.6	(1.4)	n/a	n/a
영업이익	60.6	55.5	9.3	85.1	(28.8)	68.4	(11.3)	83.4	(27.3)
세전이익	95.0	77.0	23.4	118.4	(19.8)	99.8	(4.8)	105.4	(9.9)
순이익	66.7	59.9	11.3	92.2	(27.7)	75.6	(11.8)	75.1	(11.2)

자료: ING 생명, FnGuide, SK 증권

주: 결산 실적 공시한 2월 8일 FnGuide 컨센서스 기준

## ING 생명 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2017				QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2016		2017		YoY (%, %p)
	4Q	1Q	2Q	3Q			연간	연간	연간	연간	
전체 수입보험료	1,030	1,043	1,006	1,050	1,015	(3.3)	(1.5)	4,058	4,113	1.4	
보장성	488	494	499	506	514	1.5	5.3	1,897	2,012	6.1	
연금형	237	253	215	215	197	(8.3)	(16.8)	992	880	(11.2)	
저축성	305	297	292	328	303	(7.5)	(0.4)	1,169	1,221	4.4	
APE	189	181	146	200	158	(21.2)	(16.6)	711	684	(3.7)	
보장성	80	75	68	80	85	6.2	6.3	280	308	10.0	
연금형	18	31	16	29	18	(39.4)	0.9	69	94	35.5	
저축성	91	75	62	90	55	(39.6)	(40.1)	362	283	(21.8)	
보험영업수익	830	843	813	816	797	(2.3)	(4.0)	3,250	3,268	0.6	
보험영업비용	619	615	614	641	654	2.0	5.7	2,455	2,525	2.8	
보험손익	211	228	199	174	143	(18.0)	(32.3)	795	744	(6.5)	
투자손익	220	213	220	217	213	(2.0)	(3.5)	852	863	1.3	
책임준비금전입액	376	361	323	306	295	(3.7)	(21.6)	1,419	1,285	(9.4)	
영업이익	55	79	96	85	61	(28.8)	9.3	228	321	40.7	
영업외이익	22	30	34	33	34	3.2	59.6	87	131	51.0	
세전이익	77	109	130	118	95	(19.8)	23.4	315	452	43.5	
순이익	60	83	98	92	67	(27.7)	11.3	241	340	41.3	
경영효율지표 (%)											
보험료지급율	53.8	53.4	56.4	57.7	58.4	0.8	4.7	54.8	56.4	1.6	
위험손해율	67.9	80.8	72.9	78.8	72.3	(6.5)	4.4	84.9	76.2	(8.7)	
사업비율	5.2	5.4	5.5	5.0	6.5	1.4	1.2	5.4	5.6	0.2	
투자수익률	3.6	3.6	3.7	3.6	3.5	(0.1)	(0.1)	3.7	3.6	(0.1)	

자료: ING 생명, SK 증권

**ING 생명 별도 기준 운용자산 현황**

(단위: 십억원)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	23,984	24,119	24,299	24,484	24,558	100.0	0.3	2.4
현금및예치금	565	619	570	597	560	2.3	(6.2)	(0.9)
유기증권	21,329	21,248	21,544	21,605	21,864	89.0	1.2	2.5
주식	98	100	105	101	117	0.5	15.5	19.3
채권	20,782	20,766	21,033	20,951	21,074	85.8	0.6	1.4
수익증권	214	154	155	301	380	1.5	26.4	77.4
외화증권	218	216	241	244	287	1.2	17.4	31.3
기타증권	16	13	10	8	7	0.0	(9.7)	(57.3)
대출채권	2,089	2,252	2,184	2,282	2,134	8.7	(6.5)	2.1

자료 ING 생명, SK 증권

**ING 생명 연간 내재가치**

(단위: 십억원)	2017	2016	YoY (% , %p)
내재가치 (EV)	5,330	5,201	2.5
조정순자산가치 (ANW)	3,743	4,258	-12.1
보유계약가치 (VIF)	1,587	944	68.1
신계약가치 (VNB)	135	101	33.2
신계약마진율* (%)	19.7	14.2	5.5

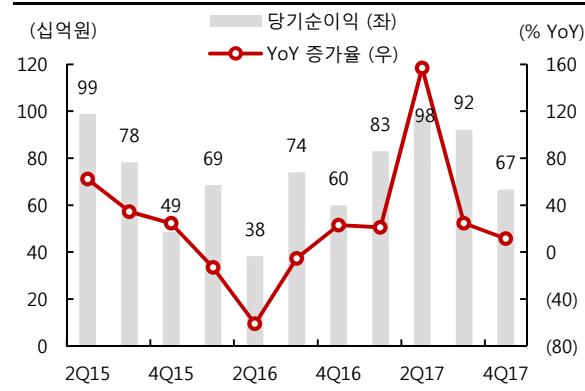
자료 ING 생명, SK 증권

주: \*연납화보험료 기준

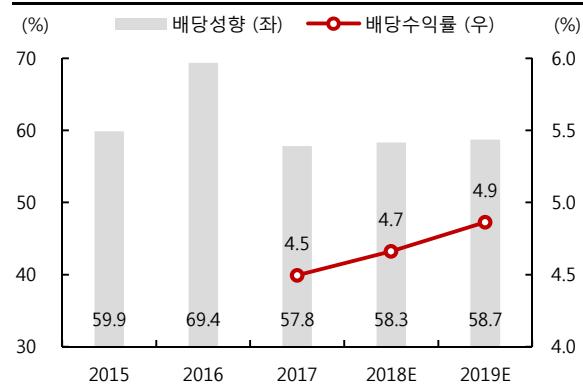
**커버리지 보험사의 목표주가 산출식**

항목	ING생명	비고
자기자본비율 (%)	8.7	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.1	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.0	(c): 시장수익률-(b)
Beta ( $\beta$ )	0.7	(d): 회사별 1년 기준 beta
Average ROE (%)	9.6	(e): 회사별 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR ( $X$ )	1.10	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율 %)	0.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR ( $X$ )	1.10	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	47,022	(j): 회사별 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	52,000	(k): (i)*j
조정률 (%)	4.0	직전 목표주가 대비 조정률
현주가 (02/26, 원)	54,500	
상승여력 (%)	-4.6	

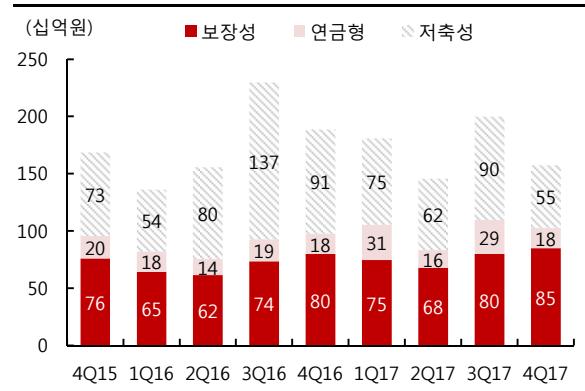
자료: SK 증권

**ING 생명의 당기순이익 추이**

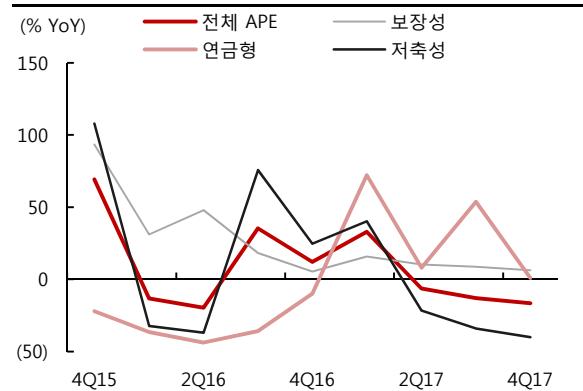
자료: ING 생명, SK 증권

**ING 생명의 배당지표 추이 및 전망**

자료: ING 생명, SK 증권

**ING 생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이**

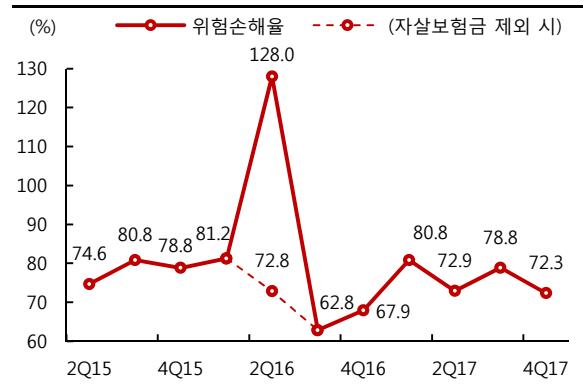
자료: ING 생명, SK 증권

**ING 생명의 보종별 연납화 보험료 (APE) 증가율**

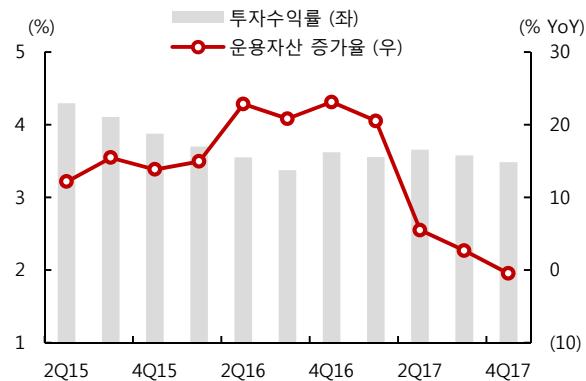
자료: ING 생명, SK 증권

**ING 생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비**

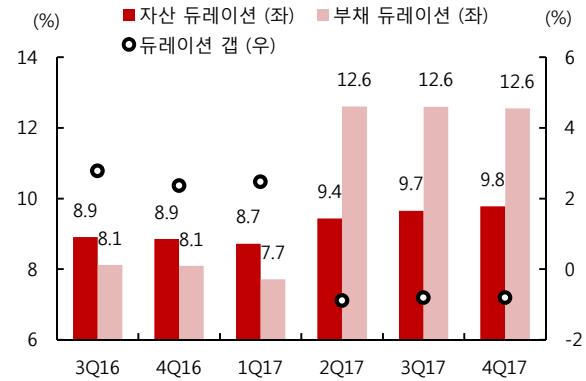
자료: ING 생명, SK 증권

**ING 생명의 위험손해율**

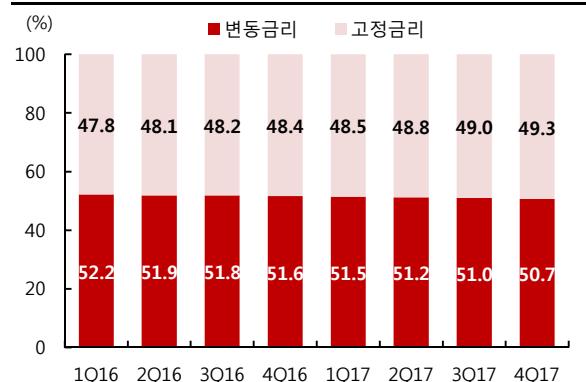
자료: ING 생명, SK 증권

**ING 생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율**

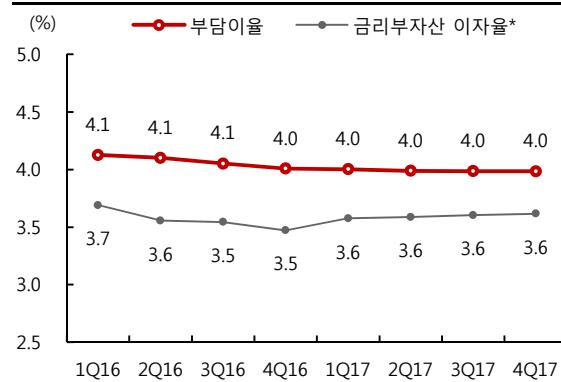
자료: ING 생명, SK 증권

**ING 생명의 자산 및 부채 드레이션 추이**

자료: ING 생명, SK 증권

**ING 생명의 금리형태별 준비금 비중**

자료: ING 생명, SK 증권

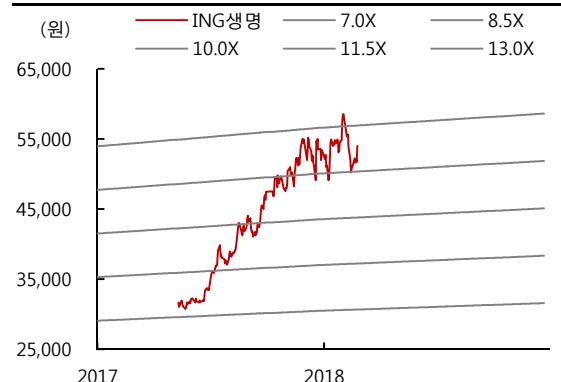
**ING 생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율**

자료: ING 생명, SK 증권

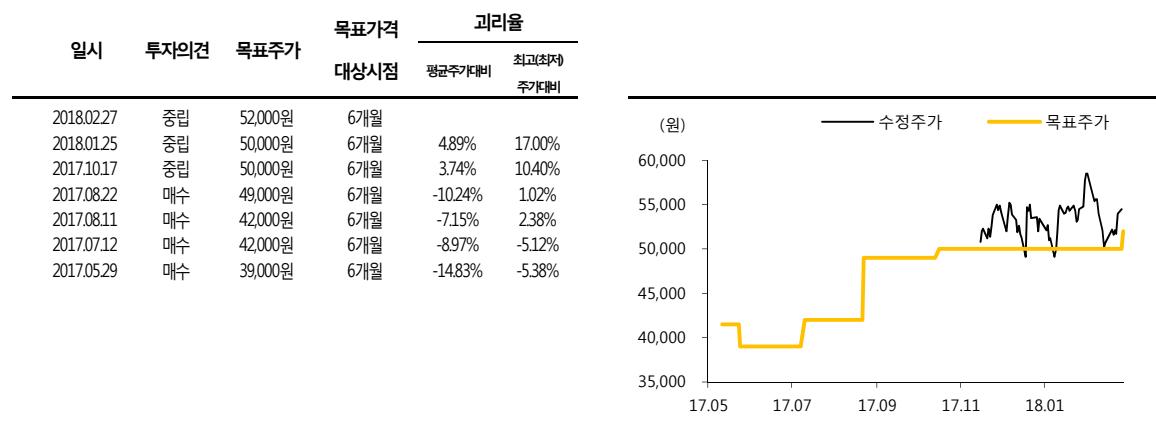
주: \*금리부자산 (채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

**ING 생명의 12 개월 forward PBR Band chart**

자료: ING 생명, SK 증권

**ING 생명의 12 개월 forward PER Band chart**

자료: ING 생명, SK 증권



### Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 2월 27일 기준)

매수	89.19%	중립	10.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	22,738	23,984	24,558	25,817	27,298
현금 및 예치금	597	565	560	487	487
유가증권	20,123	21,329	21,864	22,984	24,221
주식	132	98	117	234	246
채권	19,692	20,782	21,074	21,838	22,872
수익증권	214	214	380	494	543
외화유가증권	82	218	287	401	542
기타유가증권	4	16	16	17	18
대출채권	2,018	2,089	2,134	2,347	2,590
부동산	0	0	0	0	0
비운용자산	1,303	1,332	1,319	1,358	1,399
특별계정자산	5,515	5,353	5,578	5,467	5,357
<b>자산총계</b>	<b>29,556</b>	<b>30,669</b>	<b>31,455</b>	<b>32,642</b>	<b>34,055</b>
책임준비금	18,458	19,878	21,166	22,463	23,797
보험료적립금	17,844	19,232	20,522	21,811	23,139
계약자지분조정	248	213	135	140	146
기타부채	1,022	1,019	837	675	697
특별계정부채	5,567	5,411	5,648	5,536	5,425
<b>부채총계</b>	<b>25,295</b>	<b>26,521</b>	<b>27,787</b>	<b>28,813</b>	<b>30,064</b>
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	497	498	489	489	489
이익잉여금	1,708	1,766	1,882	2,042	2,204
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	1,974	1,801	1,216	1,216	1,216
<b>자본총계</b>	<b>4,261</b>	<b>4,147</b>	<b>3,669</b>	<b>3,829</b>	<b>3,991</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>29,556</b>	<b>30,669</b>	<b>31,455</b>	<b>32,642</b>	<b>34,055</b>

## 성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	15.6	3.8	2.6	3.8	4.3
운용자산	22.8	5.5	2.4	5.1	5.7
특별계정자산	-4.3	-2.9	4.2	-2.0	-2.0
부채	11.2	4.8	4.8	3.7	4.3
책임준비금	13.0	7.7	6.5	6.1	5.9
자본	50.8	-2.7	-11.5	4.4	4.2
수입보험료	18.2	-9.8	14	1.1	2.8
일반계정	29.2	-122	0.5	-0.0	2.4
특별계정	-111	-0.4	44	4.8	40
순사업비	-104	8.2	5.6	-1.9	2.2
투자영업이익	6.9	3.0	1.3	1.6	3.6
세전이익	35.7	-204	43.5	5.9	3.7
순이익	36.4	-210	41.3	5.0	3.6

자료 : SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	4,500	4,058	4,113	4,159	4,274
일반계정	3,580	3,142	3,158	3,157	3,232
특별계정	919	915	956	1,002	1,042
보험손익	1,615	795	744	757	782
보험영업수익	3,683	3,250	3,268	3,270	3,347
보험료수익	3,580	3,142	3,158	3,157	3,232
재보험수익	103	108	111	113	115
보험영업비용	2,068	2,455	2,525	2,513	2,565
지급보험금	1,379	1,723	1,782	1,773	1,808
재보험비용	118	122	128	131	133
사업비	328	355	375	368	376
신계약비상각비	241	254	240	242	248
할인료	1	1	-0	-0	0
투자손익	827	852	863	876	907
책임준비금전입액	2,128	1,419	1,285	1,297	1,334
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	314	228	321	336	356
영업외이익	82	87	131	142	141
특별계정 수입수수료	115	115	153	168	166
특별계정 지급수수료	7	7	9	9	9
세전이익	396	315	452	479	497
법인세비용	91	74	112	122	127
당기순이익	305	241	340	357	370

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
보험금 지급률	38.5	54.8	56.4	56.2	56.0
위험손해율	78.8	84.9	76.2	75.9	75.8
사업비율	12.4	15.0	15.0	15.1	15.2
투자이익률	4.1	3.7	3.6	3.5	3.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.6	5.7	8.7	9.5	9.5
ROA	1.1	0.8	1.1	1.1	1.1
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	3,717	2,936	4,149	4,355	4,512
보통주 BPS	51,961	50,578	44,738	46,693	48,665
보통주 DPS	22,256	20,370	2,400	2,540	2,650
<b>기타 지표 (%)</b>					
보통주 PER (배)	n/a	n/a	12.9	12.5	12.1
보통주 PBR (배)	n/a	n/a	1.2	1.2	1.1
배당성향	59.9	69.4	57.8	58.3	58.7
보통주 배당수익률	n/a	n/a	4.5	4.7	4.9