

아이엔지생명(079440)

Valuation 매력 vs. M&A 과정의 불확실성

■ 투자 의견 Buy, 목표주가 47,000원으로 커버리지 개시

- 아이엔지생명의 투자 의견을 Buy로 제시하는 이유는 1) 455.3%의 높은 RBC 비율을 바탕으로 공격적 배당을 실시, 5.9%의 배당수익률이 주가의 하방 경직성을 마련할 것이고 2) 경쟁사 대비 비경상손익의 기여도가 낮아 보험영업이익의 안정적 흐름을 통해 이익 예측력이 확보되었기 때문이다. 또한 3) M&A 과정에서 나타날 수 있는 소액주주들의 가치 희석 우려로 주가가 급락하여 Valuation 부담이 크게 완화되었다고 판단된다.
- 목표주가 45,000원은 2018년 예상 BPS 46,649원과 예상 EVPS 67,693원에 Target multiple 0.8배와 0.8배를 적용한 목표주가를 산술평균하여 산출하였다.

■ 투자 포인트: Valuation 매력 Vs. M&A 과정의 불확실성

- ING 생명의 2017년 배당성향은 58.5%이다. 지급여력을 충분히 확보한 글로벌 보험사들의 배당성향과 유사한 수준으로 동사의 높은 RBC 비율이 이런 자본 정책을 유지할 수 있는 배경이 된다고 판단된다. 2018년에도 우리는 주당 2,550원 (중간+기말) 배당(배당수익률 5.9%)을 전망하고 있으며 이는 동사 주가의 하방 경직성을 확보해 줄 것으로 판단된다.
- 동사는 2018년 예상 BPS 대비 0.8배, EPS대비 8.8배에서 거래되고 있다. 동사의 이익에 비경상 요인의 기여도가 낮다는 점과 LAT 및 RBC에서의 여유를 감안하면 Valuation 매력이 존재한다고 판단된다.
- 다만 M&A 과정 속에서 소액주주들의 권리 보호에 대한 과도한 기대는 지양할 것을 권유한다. MBK의 지분율이 59.15%로 인수자가 독립적 의사결정을 충분히 할 수 있는 수준이며 업종 평균대비 Valuation이 높기 때문이다.
- 따라서 인수자의 평균 매입단가 인하 의지와 Valuation 매력 속에서 주가는 움직일 가능성이 높다고 판단된다.

■ 18년 1분기 별도순이익 893억원으로 컨센서스 소폭 하회 전망

- 1분기 별도순이익은 전년동기대비 7.6% 증가할 것으로 전망된다. 지난해 1분기 변액보증준비금 33억원 환입 및 처분이익 103억원이 있었지만 그 규모가 크지 않아 기저효과가 경쟁사 대비 적을 것으로 판단되기 때문이다.
- 위험손해율은 81.8% 전년동기대비 1.0%p 상승할 것으로 전망되며 사차이익은 277억원으로 2.6% 감소할 것으로 전망된다.
- 1분기 실적은 경쟁사 대비 양호한 수준으로 평가된다.

은행/보험/증권 강승건

(2122-9181) neo.cygun@hi-ib.com

은행/보험/증권 최영수

(2122-9213) yschoi@hi-ib.com

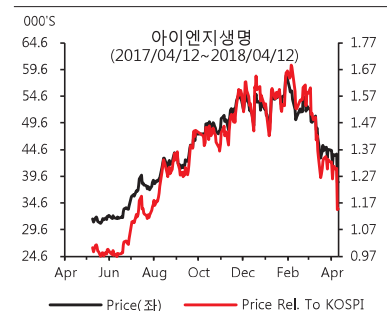
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	47,000원
증가(2018/04/12)	38,500원

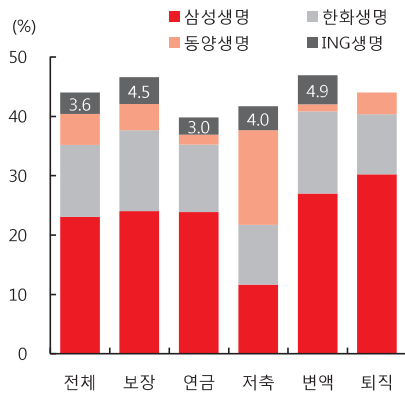
Stock Indicator

자본금	82십억원
발행주식수	8,200만주
시가총액	3,157십억원
외국인지분율	37.5%
배당금(2017)	1,700원
EPS(2018E)	4,360원
BPS(2018E)	46,649원
ROE(2018E)	9.5%
52주 주가	30,750~58,500원
60일평균거래량	202,883주
60일평균거래대금	9.8십억원

Price Trend

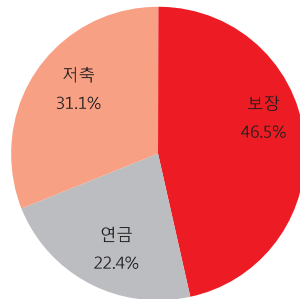


〈그림1〉 보종별 시장점유율



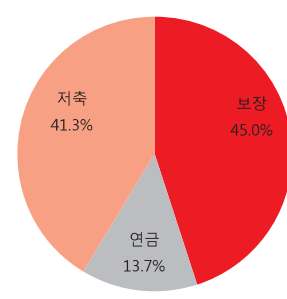
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 2017년 수입보험료(일반+변액+퇴직) 기준

〈그림2〉 수입보험료 내 보종별 비중



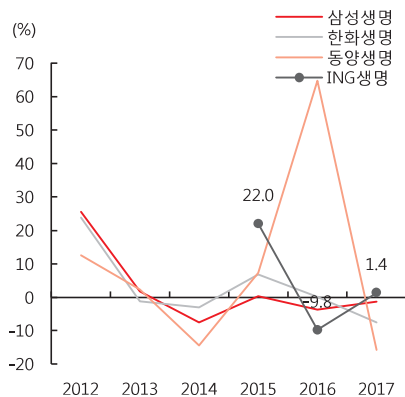
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 2017년 수입보험료(일반+변액) 기준

〈그림3〉 신계약 APE 내 보종별 비중



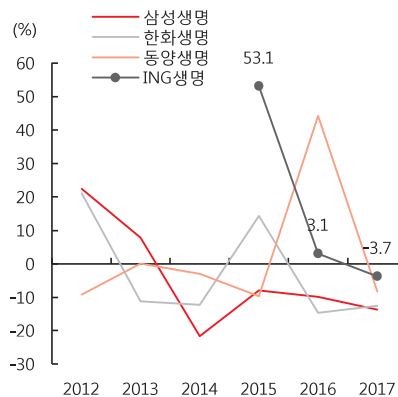
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 2017년 기준

〈그림4〉 수입보험료 증가율



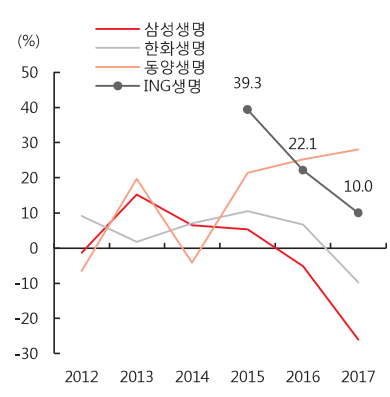
자료: 각 사, 하이투자증권
주: 수입보험료(일반+변액) 기준

〈그림5〉 신계약 APE 증가율



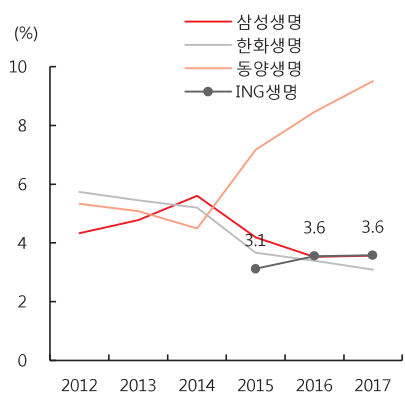
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림6〉 보장성 신계약 APE 증가율



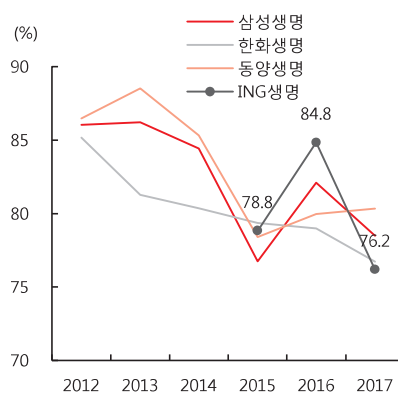
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림7〉 위험보험료 증가율



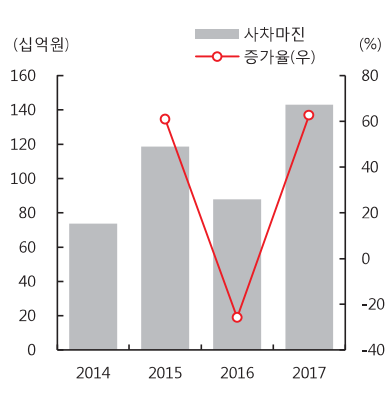
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림8〉 위험손해율



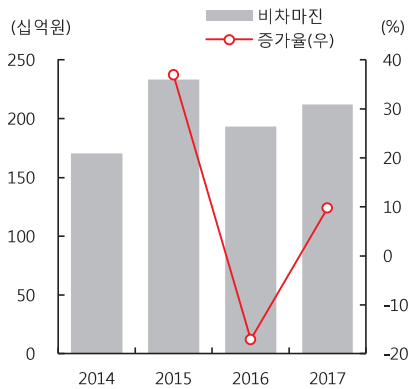
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림9〉 사차마진



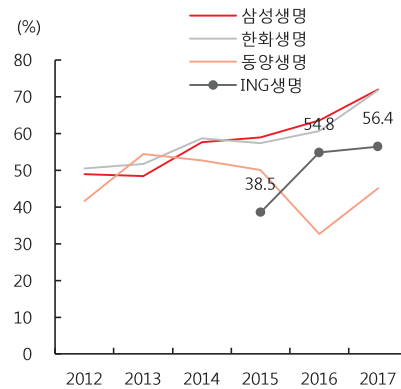
자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림10〉 비차마진



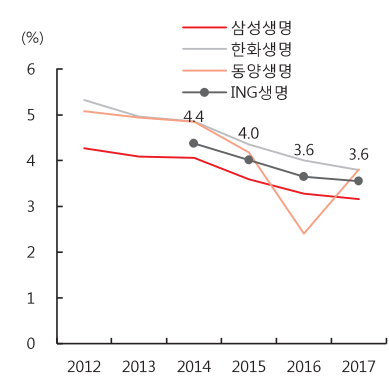
자료: 각사, 하이투자증권

〈그림11〉 보험금 지급율



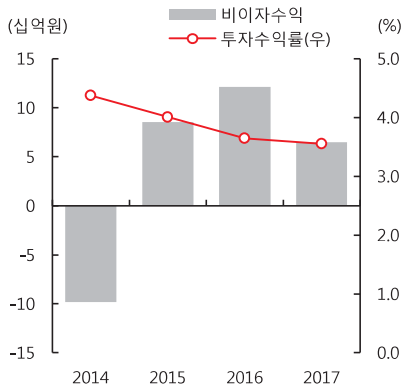
자료: 각사, 하이투자증권

〈그림12〉 투자수익률



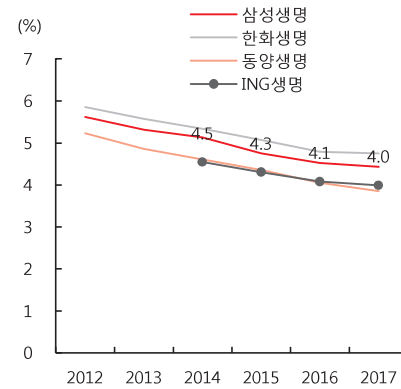
자료: 각사, 하이투자증권

〈그림13〉 투자수익률/비이자수익규모



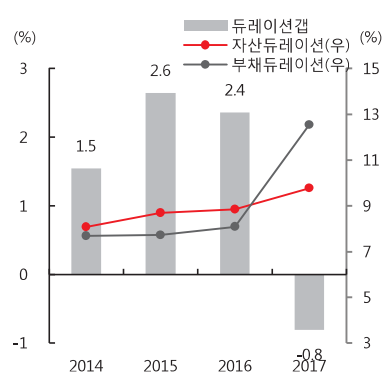
자료: 각사, 하이투자증권

〈그림14〉 평균 부리이율



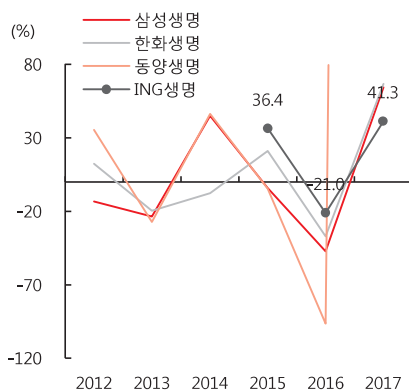
자료: 각사, 하이투자증권

〈그림15〉 듀레이션 갭



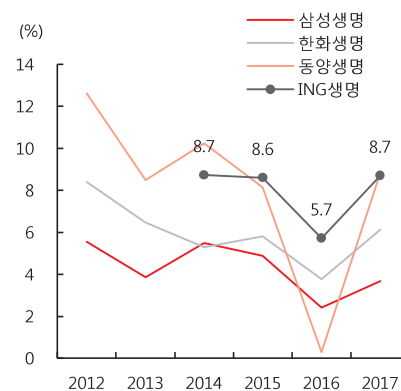
자료: 각사, 하이투자증권

〈그림16〉 순이익 성장률



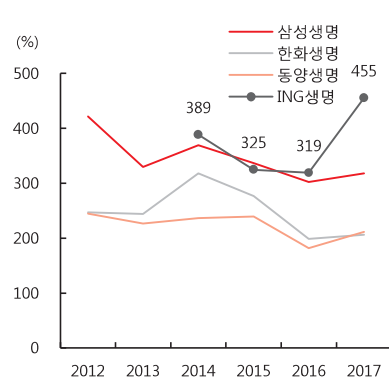
자료: 각사, 하이투자증권

〈그림17〉 ROE



자료: 각사, 하이투자증권

〈그림18〉 RBC비율



자료: 각사, 하이투자증권

아이엔지생명 1분기 실적 전망

		(단위: 십억원, %, %p)				
		2018 1QF	2017 4Q	QoQ	2017 1Q	YoY
요약손익	보험손익	217	143	52.0	228	-4.6
	투자손익	212	213	-0.1	213	-0.2
	책임준비금전입액	345	295	17.1	361	-4.4
	영업이익	85	61	39.5	79	6.5
	영업외 손익	35	34	2.4	30	19.1
	특별계정수입수수료	39	40	-3.0	30	26.8
	세전이익	120	95	26.1	109	10.0
	당기순이익	89	67	33.9	83	7.6
보험영업	위험손해율	81.8	72.3	9.5	80.8	1.0
	위험보험료	153	152	0.6	149	2.7
	보험금지급률	56.0	58.4	-2.5	53.4	2.6
투자부문	운용자산	24,868	24,558	1.3	24,119	3.1
	투자수익률	3.4	3.5	0.0	3.5	-0.1
신계약	신계약 APE	151	158	-4.0	181	-16.4
	보장 APE	84	85	-0.9	75	13.0
	연금 APE	22	18	21.0	31	-30.0
	저축 APE	45	55	-17.1	75	-40.0
성장성	일반+변액수입보험료	1,097	1,015	8.1	1,043	5.2
	일반+특별수입보험료	1,097	1,015	8.1	1,043	5.2
수익성	ROE	9.8	7.1	2.7	8.3	1.5
	ROA	1.1	0.9	0.3	1.1	0.0

주: 연결 기준

자료: 아이엔지생명, 하이투자증권

Valuation

투자의견	BUY
목표주가(원)	47,000
목표주가 P/B	1.0
목표주가 P/E	10.8
상승여력(%)	22.1
현재주가(원, 18.04.12)	38,500
P/B 기준	
Target Price I (원)	39,504
Target P/B(배)	0.8
2018년 예상 BPS(원)	46,649
Sustainable RoE(%)	10.2
Ke(%)	12.0
P/EV 기준	
Target Price II	54,154
Target P/EV	0.8
2018년 예상 EVPS	67,693
Sustainable RoEV	8.1

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	23,984	24,558	26,028	27,458	28,901
현금 및 예금	565	560	594	626	659
유가증권	21,329	21,864	23,173	24,446	25,731
당기손익증권	0	10	11	11	12
매도가능증권	21,329	21,854	13,146	13,868	14,598
만기보유증권	0	0	10,016	10,566	11,122
관계기업투자주식	0	0	0	0	0
대출채권	2,089	2,134	2,262	2,386	2,511
부동산	0	0	0	0	0
비운용자산	1,332	1,319	1,381	1,451	1,521
특별계정자산	5,353	5,578	5,929	6,261	6,596
별도자산총계	30,669	31,455	33,338	35,170	37,018
책임준비금	19,878	21,166	22,498	23,756	25,027
보험료적립금	19,232	20,522	21,847	23,089	24,343
보충준비금	204	183	187	191	194
지급준비금	252	288	302	319	337
계약자배당준비금	176	166	162	157	153
기타준비금	1	1	1	1	1
계약자지분조정	213	135	121	107	94
기타부채	1,019	837	890	940	990
특별계정부채	5,411	5,648	6,004	6,340	6,679
별도부채총계	26,521	27,787	29,513	31,143	32,789
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	498	489	489	489	489
이익잉여금	1,766	1,882	2,039	2,240	2,443
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	1,801	1,216	1,216	1,216	1,216
별도자본총계	4,147	3,669	3,825	4,026	4,230
손익계산서(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	795	744	803	755	706
보험영업수익	3,250	3,268	3,430	3,494	3,562
보험료수익	3,142	3,158	3,319	3,383	3,451
보험영업비용	2,455	2,525	2,627	2,739	2,856
지급보험금	1,723	1,782	1,894	1,998	2,106
사업비	355	375	378	387	395
신계약상각비	254	240	226	226	228
투자손익	852	863	866	916	993
책임준비금전입액	1,419	1,285	1,332	1,258	1,270
영업이익	228	321	338	412	429
조정영업이익	337	466	495	572	592
영업외수익	87	131	142	145	148
특별계정수수료	108	144	157	160	163
법인세차감전순이익	315	452	480	557	577
법인세	74	112	122	143	148
세율	23.6	24.8	25.5	25.6	25.7
당기순이익	241	340	358	414	429
수익성 지표(별도)	(단위: %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험금지급률	54.8	56.4	57.1	59.1	61.0
위험손해율	84.8	76.2	75.8	75.4	75.1
위험보험료	580	601	623	647	681
사차이익	88	143	151	159	169
사업비용	15.0	15.0	13.9	14.0	14.0
투자수익률	3.6	3.6	3.4	3.4	3.5

자료: 아이엔지생명, 하이투자증권 리서치센터

성장성지표 I (별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	-50.8	-6.5	8.0	-6.0	-6.5
보험료수익	-12.2	0.5	5.1	1.9	2.0
지급보험금	25.0	3.4	6.3	5.5	5.4
위험보험료	3.6	3.6	3.7	3.8	5.3
사차이익	-25.8	62.6	5.4	5.5	6.6
투자손익	3.0	1.3	0.5	5.7	8.5
책임준비금전입액	-33.3	-9.4	3.7	-5.5	0.9
영업이익	-27.2	40.7	5.1	22.0	4.0
영업외수익	5.3	51.0	8.5	2.1	2.1
당기순이익	-21.0	41.3	5.1	15.9	3.4
운용자산	5.5	2.4	6.0	5.5	5.3
책임준비금	7.7	6.5	6.3	5.6	5.3
자본총계	-2.7	-11.5	4.3	5.3	5.0
성장성지표 II (별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
신계약 APE	711	684	663	684	698
보장	280	308	333	343	349
연금	69	94	84	85	87
저축	362	283	247	257	262
재무제표(연결)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결자산총계	30,669	31,455	33,338	35,170	37,018
연결부채총계	26,521	27,787	29,513	31,143	32,789
지배기업소유지분	4,147	3,669	3,825	4,026	4,230
비지배지분	0	0	0	0	0
연결자본총계	4,147	3,669	3,825	4,026	4,230
법인세차감전 순이익	315	452	480	557	577
법인세	458	423	771	772	74
세율	23.6	24.8	25.5	25.6	25.7
연결순이익	241	340	358	414	429
지배주주지분순이익	241	340	358	414	429
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
투자지표(별도)	(단위: 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	5.7	8.7	9.5	10.6	10.4
ROA	0.8	1.1	1.1	1.2	1.2
EPS(원)	29,359	4,149	4,360	5,055	5,229
BPS(원)	505,782	44,738	46,649	49,103	51,582
투자지표(연결)	(단위: 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	5.7	8.7	9.5	10.6	10.4
ROA	0.8	1.1	1.1	1.2	1.2
EPS(원)	29,359	4,149	4,360	5,055	5,229
BPS(원)	505,782	44,738	46,649	49,103	51,582
DPS(원)	2,037	2,400	2,550	2,700	2,800
P/E	na	12.9	8.8	7.6	7.4
P/B	na	1.2	0.83	0.8	0.7
배당수익률	na	4.5	6.6	7.0	7.3
RBC	319	455	428	427	426
Embedded Value	5,202	5,330	5,551	5,789	6,023
RoEV	9.0	6.2	8.1	8.3	8.0
EVPS	634,390	65,000	67,693	70,595	73,446
P/EV	0.0	0.8	0.6	0.5	0.5

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이 (아이엔지생명)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-04-16	Buy	47,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 강승건, 최영수)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-