SK COMPANY Analysis

SK securities

아이엔지생명 (079440/KS | 중립(유지) | T.P 48,000 원(하향))

1Q18 Review: 이익 체력은 좋으나, 높은 valuation 정당화는 무리

ING 생명의 1Q18 당기순이익은 889 억원 (+7% YoY)으로 SK 증권 추정치 및 시장 전망치를 각각 7%, 1% 상회. 자산 매각익이 발생하고 위험손해율이 하락하면서 양호한 실적을 기록. ING 생명은 실적 가시성이 높고, 수익추구 자산의 적극적 확대를 통한 투자수익 증가가 기대돼 이익 체력이 좋은 생보사라고 판단됨. 다만 업종의 낮은 성장성과 회사의 매각 필요성을 고려 시 PBR 1 배를 상회하는 valuation 은 정당화되기 어렵다고 판단해 투자의견 중립을 유지함

1Q18 당기순이익 889 억원 (+7.1% YoY)으로 당사 추정치 하회

ING생명의 1Q18 별도 당기순이익은 889억원 (+7.1% YoY)으로 SK증권 추정치 및 시장 전망치를 각각 7%, 1% 상회. 자산 매각익이 발생하고 위험손해율이 하락하면서 양호한 실적을 기록. ING생명의 1Q18 보장성 APE는 854억원 (+14.3% YoY)으로, 종신보험 및 건강보험이 분기중 100억원 수준 증가하면서 성장을 견인. 1Q18 위험손해율은 77.2%로, 낮은 실손 비중 및 IBNR 추가전입액 감소 등으로 3.6%p YoY 개선됨. 투자수익률은 운용자산 포트폴리오 조정 과정에서 매도가능증권 처분익이 평기 대비 120억원 증가함에 따라 3.7% (+0.2%p YoY)로 상승

이익 체력에 의심의 여지는 없으나, 높은 valuation 정당화는 무리

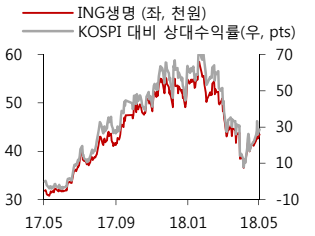
ING생명은 수익과 비용이 모두 예상을 크게 벗어나지 않는 안정적인 이익 흐름을 지속해 실적 가시성이 높으며, 2017년 하반기부터는 수익증권 (주식형/부동산 펀드), 글로벌 회사채 등 수익추구 자산을 적극적으로 확대하고 있어 투자수익에서의 +α도 기대요인으로 작용. 이에 따라 연간 5% 이상의 이익 증가가 꾸준히 나타날 것으로 전망. 다만 업종의 낮은 성장성과 회사의 매각 필요성을 고려할 때, PBR 1배를 상회하는 valuation 은 정당화되기 어렵다고 판단. 높아진 할인율과 채권 평가손으로 감소한 BPS를 고려해 ING생명의 목표주가를 48,000원 (목표 PBR 1.0배)으로 이전 대비 8% 하향 조정하며, 제한적인 주가 상승여력을 감안해 투자의견 중립을 유지

Analyst
김도하
doha.kim@sk.com
02-3773-8876

Company Data	
자본금	82 십억원
발행주식수	8,200 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	3,563 십억원
주요주주	
라이프투자 유한회사	59.14%
외국인지분율	37.93%
배당수익률	4.49%

Stock Data	
주가(18/05/14)	43,450 원
KOSPI	2,476.1 pt
52주 Beta	0.41
52주 최고가	58,500 원
52주 최저가	30,750 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.7%	10.8%
6개월	-13.1%	-11.1%
12개월	40.2%	31.8%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	십억원	4,500	4,058	4,113	4,181	4,305	4,424
YoY	%	18.2	-9.8	1.4	1.7	2.9	2.8
보험손익	십억원	1,615	795	744	497	612	647
투자손익	십억원	827	852	863	883	899	927
위험손해율	%	78.8	84.9	76.2	76.0	75.8	75.9
투자수익률	%	4.1	3.7	3.6	3.6	3.5	3.4
영업이익	십억원	314	228	321	337	366	393
YoY	%	61.1	-27.2	40.7	4.9	8.5	7.5
세전이익	십억원	396	315	452	486	508	536
순이익	십억원	305	241	340	361	379	398
YoY	%	36.4	-21.0	41.3	6.2	4.7	5.3
EPS	원	3,717	2,936	4,149	4,409	4,616	4,859
BPS	원	51,961	50,578	44,738	45,436	47,532	49,750
PER	배	0.0	0.0	12.9	9.9	9.4	8.9
PBR	배	0.0	0.0	1.2	1.0	0.9	0.9
ROE	%	8.6	5.7	8.7	9.8	9.9	10.0
배당수익률	%	0.0	0.0	4.5	5.8	6.1	6.4

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

ING 생명의 목표주가 산출식

항목	ING생명	비고
자기자본비용 (%)	9.5	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.3	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.8	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.7	(d): ING생명의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	9.9	(e): ING생명의 2018~2020년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.04	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	0.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	1.04	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	46,309	(j): ING생명의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	**48,000**	**(k): (i)*(j)**
현주가 (05/14, 원)	43,450	
상승여력 (%)	10.5	

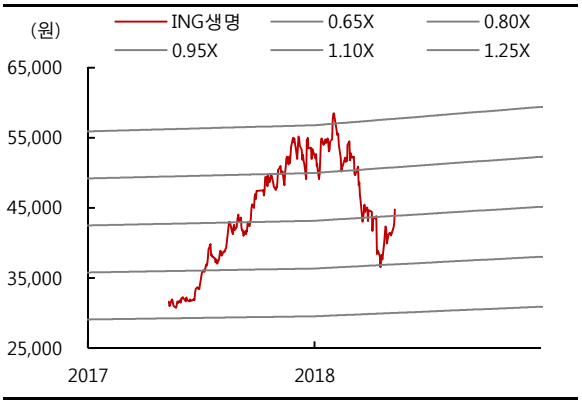
자료: SK 증권

ING 생명 1Q18 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	1Q18P	1Q17	YoY (%)	4Q17	QoQ (%)	1Q18E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
영업이익	82.1	79.4	3.4	60.6	35.3	76.4	7.4	90.2	(9.0)
세전이익	120.0	108.9	10.1	95.0	26.3	111.8	7.3	120.7	(0.6)
순이익	88.9	83.0	7.1	66.7	33.3	83.4	6.6	88.0	1.0

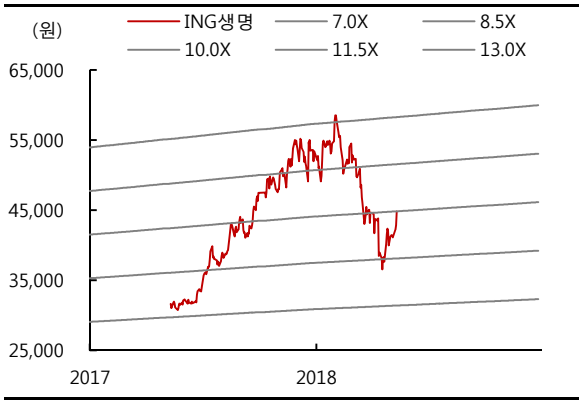
자료: ING 생명, FnGuide, SK 증권

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

ING 생명 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2017				2018	QoQ	YoY
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	(%, %p)	(%, %p)
전체 수입보험료	1,043	1,006	1,050	1,015	1,044	2.9	0.1
보장성	494	499	506	514	522	1.6	5.8
연금형	253	215	215	197	189	(4.2)	(25.2)
저축성	297	292	328	303	332	9.6	12.0
APE	181	146	200	158	150	(4.9)	(17.1)
보장성	75	68	80	85	85	0.2	14.3
연금형	31	16	29	18	13	(26.2)	(57.3)
저축성	75	62	90	55	51	(5.8)	(31.9)
보험영업수익	843	813	816	797	822	3.1	(2.4)
보험영업비용	615	614	641	654	786	20.2	27.8
보험손익	228	199	174	143	36	(74.9)	(84.2)
투자손익	213	220	217	213	228	7.0	6.9
책임준비금전입액	361	323	306	295	181	(38.5)	(49.8)
영업이익	79	96	85	61	82	35.3	3.4
영업외이익	30	34	33	34	38	10.3	28.3
세전이익	109	130	118	95	120	26.3	10.1
순이익	83	98	92	67	89	33.3	7.1
경영효율지표 (%)							
보험료지급율	53.4	56.4	57.7	58.4	75.3	16.8	21.9
위험손해율	80.8	72.9	78.8	72.3	77.2	4.9	(3.6)
사업비율	5.4	5.5	5.0	6.5	5.1	(1.4)	(0.3)
투자수익률	3.6	3.7	3.6	3.5	3.7	0.2	0.2

자료: ING 생명, SK 증권

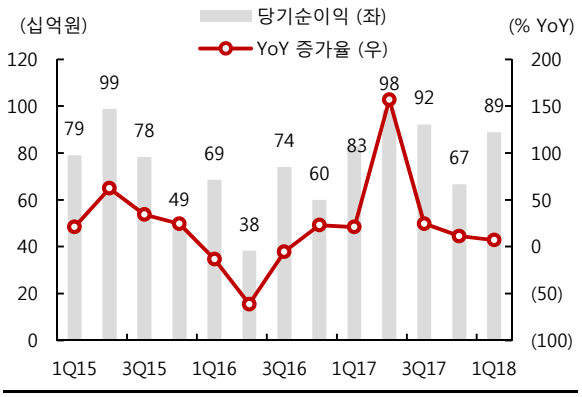
ING 생명 별도 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	24,119	24,299	24,484	24,558	24,738	100.0	0.7	2.6
현금및예치금	619	570	597	560	603	2.4	7.7	(2.5)
유가증권	21,248	21,544	21,605	21,864	21,717	87.8	(0.7)	2.2
주식	100	105	101	117	109	0.4	(6.5)	9.5
채권	20,766	21,033	20,951	21,074	20,497	82.9	(2.7)	(1.3)
수익증권	154	155	301	380	725	2.9	90.7	369.5
외화증권	216	241	244	287	377	1.5	31.7	75.0
기타증권	13	10	8	7	9	0.0	23.5	(32.3)
대출채권	2,252	2,184	2,282	2,134	2,418	9.8	13.3	7.4

자료: ING 생명, SK 증권

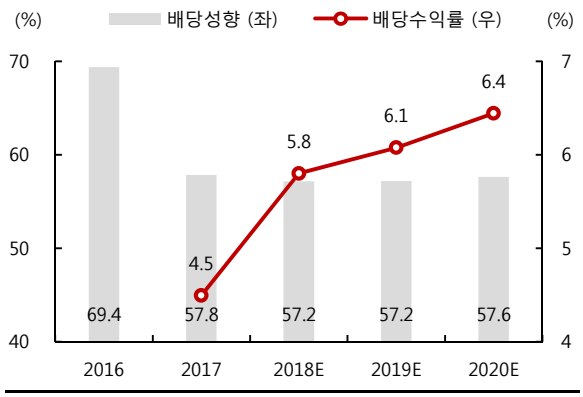
Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

ING 생명의 당기순이익 추이



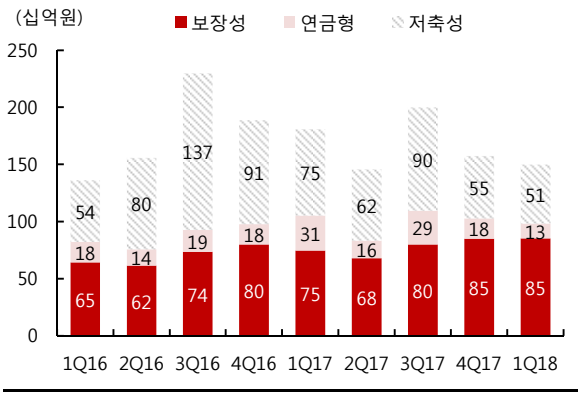
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 배당지표 추이 및 전망



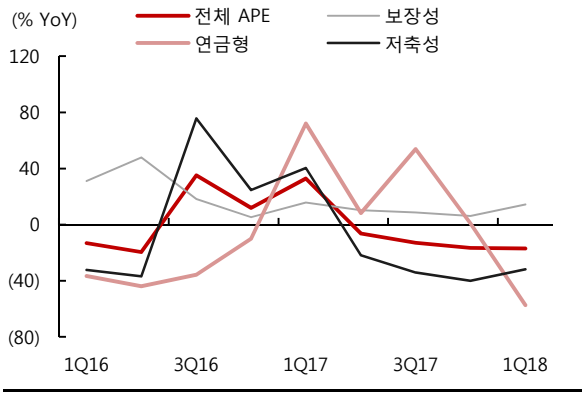
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이



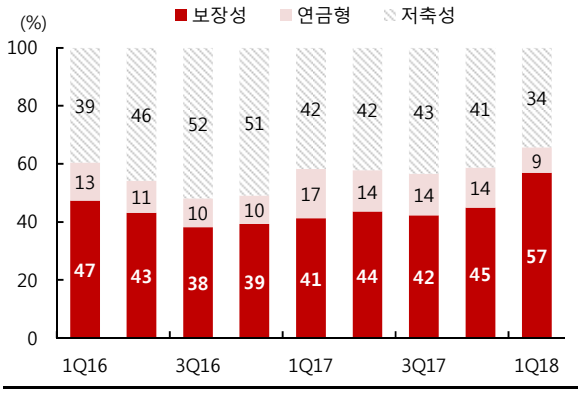
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 보종별 연납화 보험료 (APE) 증가율



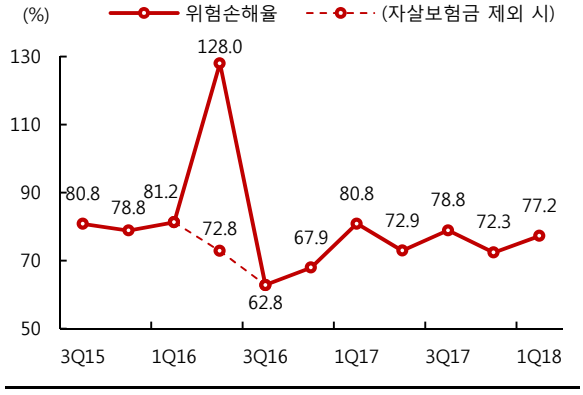
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비



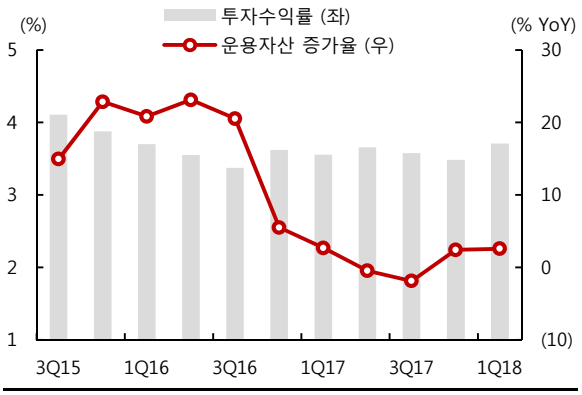
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 위험손해율



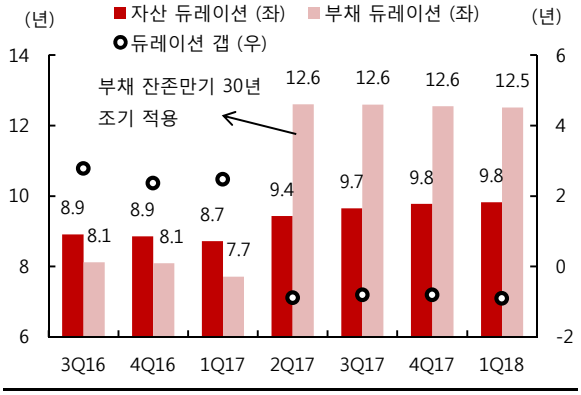
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율



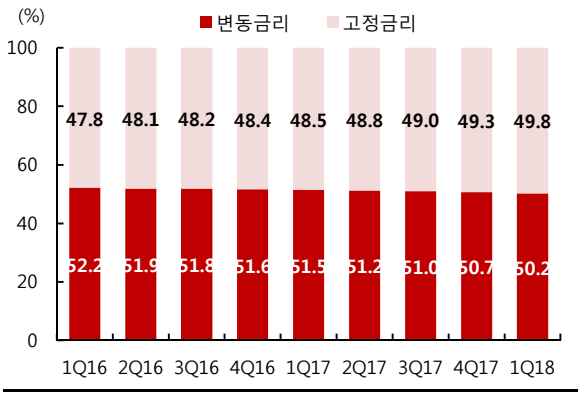
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 자산 및 부채 듀레이션 추이



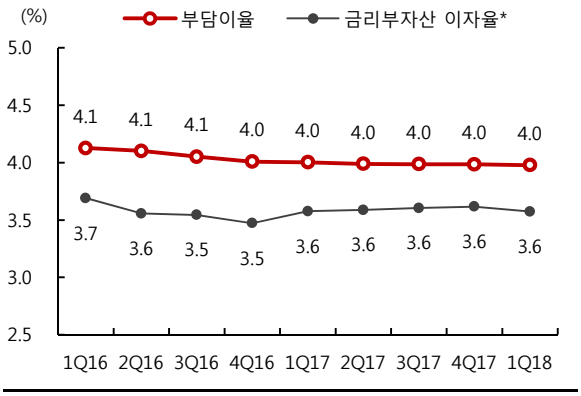
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율

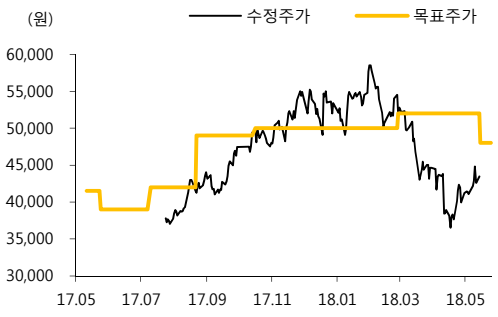


자료: ING 생명, SK 증권

주: *금리부자산 (채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

Analyst 김도하 doha.kim@sk.com / 02-3773-8876

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.05.15	중립	48,000원	6개월		
2018.02.27	중립	52,000원	6개월	-15.34%	1.54%
2018.01.25	중립	50,000원	6개월	4.89%	17.00%
2017.10.17	중립	50,000원	6개월	3.74%	10.40%
2017.08.22	매수	49,000원	6개월	-10.24%	1.02%
2017.08.11	매수	42,000원	6개월	-7.15%	2.38%
2017.07.12	매수	42,000원	6개월	-8.97%	-5.12%
2017.05.29	매수	39,000원	6개월	-14.83%	-5.38%



Compliance Notice

- 작성자(김도하)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 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 (2018 년 5 월 15 일 기준)

매수	90.41%	중립	9.59%	매도	0%

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	23,984	24,558	25,524	26,788	28,142
현금 및 예치금	565	560	330	435	414
유가증권	21,329	21,864	22,661	23,642	24,823
주식	98	117	234	246	258
채권	20,782	21,074	21,059	21,892	22,889
수익증권	214	380	950	1,045	1,149
외화유가증권	218	287	401	441	508
기타유가증권	16	16	17	18	19
대출채권	2,089	2,134	2,533	2,712	2,905
부동산	0	0	0	0	0
비운용자산	1,332	1,319	1,358	1,399	1,441
특별계정자산	5,353	5,578	5,467	5,357	5,357
자산총계	30,669	31,455	32,349	33,545	34,941
책임준비금	19,878	21,166	22,210	23,355	24,536
보험료적립금	19,232	20,522	21,566	22,684	23,827
계약자지분조정	213	135	140	146	152
기타부채	1,019	837	737	722	749
특별계정부채	5,411	5,648	5,536	5,425	5,425
부채총계	26,521	27,787	28,623	29,647	30,861
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	498	489	489	489	489
이익잉여금	1,766	1,882	2,047	2,218	2,400
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	1,801	1,216	1,109	1,109	1,109
자본총계	4,147	3,669	3,726	3,898	4,080
부채와자본총계	30,669	31,455	32,349	33,545	34,941

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
수입보험료	4,058	4,113	4,181	4,305	4,424
일반계정	3,142	3,158	3,179	3,272	3,361
특별계정	915	956	1,002	1,032	1,063
보험손익	795	744	497	612	647
보험영업수익	3,250	3,268	3,294	3,390	3,480
보험료수익	3,142	3,158	3,179	3,272	3,361
재보험수익	108	111	115	117	120
보험영업비용	2,455	2,525	2,797	2,778	2,834
지급보험금	1,723	1,782	2,042	2,007	2,042
재보험비용	122	128	132	135	137
사업비	355	375	378	386	397
신계약비상각비	254	240	244	250	258
할인료	1	-0	0	0	0
투자손익	852	863	883	899	927
책임준비금전입액	1,419	1,285	1,044	1,145	1,181
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	228	321	337	366	393
영업외이익	87	131	148	142	143
특별계정 수입수수료	115	153	179	172	172
특별계정 지급수수료	7	9	17	15	15
세전이익	315	452	486	508	536
법인세비용	74	112	124	130	137
당기순이익	241	340	361	379	398

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산	3.8	2.6	2.8	3.7	4.2
운용자산	5.5	2.4	3.9	5.0	5.1
특별계정자산	-2.9	4.2	-2.0	-2.0	0.0
부채	4.8	4.8	3.0	3.6	4.1
책임준비금	7.7	6.5	4.9	5.2	5.1
자본	-2.7	-11.5	1.6	4.6	4.7
수입보험료	-9.8	1.4	1.7	2.9	2.8
일반계정	-12.2	0.5	0.7	2.9	2.7
특별계정	-0.4	4.4	4.9	3.0	3.0
순사업비	8.2	5.6	1.0	2.1	2.8
투자영업이익	3.0	1.3	2.4	1.7	3.2
세전이익	-20.4	43.5	7.4	4.7	5.4
순이익	-21.0	41.3	6.2	4.7	5.3

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	54.8	56.4	64.2	61.3	60.8
위험손해율	84.9	76.2	76.0	75.8	75.9
사업비율	15.0	15.0	15.0	15.1	15.1
투자이익률	3.7	3.6	3.6	3.5	3.4
수익성 (%)					
ROE	5.7	8.7	9.8	9.9	10.0
ROA	0.8	1.1	1.1	1.1	1.2
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	2,936	4,149	4,409	4,616	4,859
보통주 BPS	50,578	44,738	45,436	47,532	49,750
보통주 DPS	20,370	2,400	2,520	2,640	2,800
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	0.0	12.9	9.9	9.4	8.9
보통주 PBR (배)	0.0	1.2	1.0	0.9	0.9
배당성향	69.4	57.8	57.2	57.2	57.6
보통주 배당수익률	0.0	4.5	5.8	6.1	6.4

자료 : SK증권 추정