

2018/05/15

아이엔지생명(079440)

1분기 우수한 실적 시현, 다만 upside는 제한적

■ 투자의견 Hold로 하향, 목표주가 47,000원 유지

- 아이엔지생명 대한 투자의견을 Hold로 하향. 목표주가 47,000원 유지
- 1분기 실적은 우리 예상치를 부합하였으며 보장성 신계약 성장 측면에서는 우리 기대치를 상회하였음. 그럼에도 불구하고 투자의견을 Hold로 하향하는 이유는 목표주가와 괴리도 축소 때문임
- 목표주가 47,000원은 2018년 예상 BPS 45,362원 및 EVPS 67,732원 Target multiple 0.9배, 0.8배를 적용하여 산출하였음
- 동사의 주가는 M&A 관련 언론보도에 따라 높은 변동성을 보이고 있음. 관련 내용이 확정되기 전까지는 이런 흐름이 불가피 할 것으로 예상됨. 다만 동사의 높은 자본력이 배당을 통해 주주에게 환원되고 있어 현주가 수준에서 5.9%의 배당수익률을 기대할 수 있다는 점에서 하방 경직성이 유지될 수 있을 것으로 전망됨
- M&A가 지연될 경우 동사의 브랜드 변경 비용은 하반기에 반영될 예정임

■ 2018년 1분기 순이익 889억원, 전년동기대비 7.1% 증가

- 1분기 순이익은 889억원으로 우리 전망치 및 컨센서스에 부합하였음
- 위험손해율이 전년동기대비 3.6%p 개선되었고 3.0%의 위험보험료 증가가 반영되며 사차마진은 전년동기대비 22.2% 증가한 348억원을 시현하였음
- 사업비차 마진은 560억원으로 전년수준을 유지하였음
- 2018년 1분기 신계약 APE는 1,499억원으로 전년동기대비 17.1% 감소하였지만 이는 지난해 세법개정에 따른 저축성보험의 절판의 기저효과 때문이며 보장성 신계약 APE는 전년동기대비 14.3% 성장하였음
- 대형사들의 공격적으로 시장에 진입하고 건강 관련 상품에서 손해보험사들의 시장 침투가 높아진 상황에서 동사의 보장성 신계약 성장은 긍정적으로 평가함
- 1분기 투자수익률은 3.7%로 채권 교체매매 과정에서 발생한 처분이익으로 평분기 대비 높은 수준을 시현하였음
- 1분기 RBC 비율은 441%로 전분기대비 14.3%p 하락하였음. 금리 상승에 따른 자본 감소 때문임. 1분기 만기보유증권으로 계정 재분류가 실시되었으며 이에 따라 금리 변동에 따른 RBC 민감도는 크게 축소될 것으로 판단됨

은행/증권/보험 강승건

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

은행/증권/보험 최영수

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

Hold(Downgrade)

목표주가(12M)	47,000원
종가(2018/05/14)	43,450원

Stock Indicator

자본금	82십억원
발행주식수	8,200만주
시가총액	3,563십억원
외국인지분율	37.9%
배당금(2017)	2,400원
EPS(2018E)	4,385원
BPS(2018E)	45,362원
ROE(2018E)	9.7%
52주 주가	30,750~58,500원
60일평균거래량	233,479주
60일평균거래대금	10.2십억원

Price Trend



(단위: 십억원, %)

	1Q17	4Q17	1Q18				2Q18 (F)		
			확정치	YoY	QoQ	컨센서스	당사추정	YoY	QoQ
수입보험료	1,043	1,015	1,044	0.1	2.9	N/A	1,043	3.7	0.0
조정 영업이익	110	100	125	13.7	24.3	N/A	127	-4.6	1.8
별도 순이익	83	67	89	7.1	33.3	88	94	-4.4	5.9

자료, fnguide, 아이엔지생명, 하이투자증권 리서치센터

아이엔지생명 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY	QoQ
요약손익	보험손익	228	199	174	143	36	-84.2	-74.9
	보험영업이익	843	813	816	797	822	-2.4	3.1
	보험영업비용	615	614	641	654	786	27.8	20.2
	지급보험금	436	443	455	449	597	37.1	32.9
	사업비	89	87	92	107	94	6.6	-11.6
	책임준비금전입액	361	323	306	295	181	-49.8	-38.5
	투자손익	213	220	217	213	228	6.9	7.0
	영업이익	79	96	85	61	82	3.4	35.3
	조정영업이익	110	133	122	100	125	13.7	24.3
	영업외손익	30	34	33	34	38	28.3	10.3
	특별계정수입수수료	30	37	37	40	43	40.7	7.5
	세전이익	109	130	118	95	120	10.1	26.3
	연결당기순이익(지배주주)	83	98	92	67	89	7.1	33.3
수입보험료 (성장지표)	일반계정수입보험료	816	785	788	768	793	-2.8	3.2
	일반+변액계정수입보험료	1,043	1,006	1,050	1,015	1,044	0.1	2.9
보험영업 (수익지표)	사차마진	28	41	32	42	34.8	22.2	-17.1
	위험손해율	80.8	72.9	78.8	72.3	77.2	-3.6	4.9
	위험보험료	149	150	151	152	153	3.0	0.8
	보험이익	84	105	87	79	91	7.9	15.1
	보험금지급률	53.4	56.4	57.7	58.4	75.3	21.9	16.8
투자부문 (수익지표)	운용자산	24,119	24,299	24,484	24,558	24,738	2.6	0.7
	투자수익률	3.5	3.6	3.6	3.5	3.7	0.2	0.2
	처분손익	10	6	6	3	18	76.2	496.8
	평가손익	-4	2	0	-6	0	N/A	N/A
	이자수지	211	213	215	216	213	0.9	-1.5
	배당수익	2	5	2	6	3	71.9	-44.2
	이차마진스프레드	0.08	0.09	0.06	-0.03	-0.02	-0.11	0.01
수익성	ROE	8.3	10.1	9.5	7.1	9.9	1.6	2.8
	자기자본	3,872	3,950	3,798	3,669	3,511	-9.3	-4.3
신계약 (성장지표)	신계약 APE	181	146	200	-527	150	-17.1	흑전
	보장 APE	75	68	80	85	85	14.3	0.2
	연금 APE	31	16	29	18	13	-57.3	-26.2
	저축 APE	75	62	90	55	51	-31.9	-5.8

자료: 아이엔지생명, 하이투자증권

컨퍼런스콜 Q&A

Q [손해율] 손해율 목표가 70% 중반임, 어떤 방식으로 목표를 달성할 예정인가? 사고보험금과 보험료 각각의 측면에서 설명바람

- 당사의 경우 실손형 상품 팔고 있지 않아, 전체적으로 Morbidity 쪽 손해율이 낮은 편임. 다만 1분기에는 사망 손해율이 올라갔음. 원래는 사망손해율이 40% 초반을 유지하고 있었는데 이번 1분기에는 44~45% 기록하였음. 이런 부분이 안정되면 70% 중반 달성 가능할 것으로 생각됨.
- 과거와는 달리 Morbidity 관련 건강상품 라인업 확대하려고 하고 있음. 이로 인한 믹스의 변화가 손해율 상승으로 이어질 수도 있겠으나, 상품 관리 및 계약 심사 기술 보완을 통해 양호한 수준으로 손해율 관리할 계획
- 위험보험료 증가세는 연간 3~4% 유지 중임. 위험보험료 비중이 큰 질병/상해 등 건강 라인업 강화되면 위험보험료 증가로 이어질 수 있다는 점은 손해율에 긍정적이기 때문에, 믹스 변화로 인한 손해율 부담요인을 상쇄할 수 있을 것임

Q [상품] 질병, 상해 부문도 확대할 계획이 있는지, 고려하고 있다면 어떤 전략(채널 등)을 생각 중인지?

- 실손보험은 규제가 심하기 때문에 진입할 생각은 없음. 오렌지 메디컬 같은 정액형 중저가 보험상품을 통해 고객을 확보할 생각임. 2/19~4월말까지 신규계약 15,000건 판매하였으며 새로운 고객 확보라는 측면에서도 의미가 있음
- 치아보험 시장 진입도 Morbidity 관련 보험료를 늘려나가는 과정으로 생각하면 됨

Q [운용] 국내채권, 해외채권 편입시 듀레이션 목표는?

- 국채는 20년, 국내회사채는 5년으로 총 국내채권 듀레이션은 13~14년
- 해외회사채는 8년

Q [브랜드] 올해 말까지 브랜드 교체해야 하는데, 진행상황과 분기별 비용 집행 어떻게 진행될 것인지?

- 올해 말까지 리브랜딩을 완료할 계획임. 로드맵에 따라 현재 에이전시 선정 작업 중
- 총 비용은 250억원, OPEX 215억원, CAPEX 35억원 예산을 가지고 진행될 예정
- 비용집행은 3~4분기 이후 집중적으로 이루어질 것임

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도) (단위:십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	23,984	24,558	25,869	27,254	28,665
현금 및 예금	565	560	631	665	699
유가증권	21,329	21,864	22,710	23,925	25,165
당기손익증권	0	10	0	0	0
매도가능증권	21,329	21,854	12,450	13,117	13,796
만기보유증권	0	0	10,260	10,809	11,369
관계기업투자주식	0	0	0	0	0
대출채권	2,089	2,134	2,528	2,664	2,802
부동산	0	0	0	0	0
비운용자산	1,332	1,319	1,286	1,354	1,423
특별계정자산	5,353	5,578	5,706	6,013	6,325
별도자산총계	30,669	31,455	32,862	34,621	36,414
책임준비금	19,878	21,166	22,292	23,488	24,710
보험료적립금	19,232	20,522	21,671	22,880	24,113
보증준비금	204	183	183	186	189
지급준비금	252	288	305	322	339
계약자배당준비금	176	166	133	100	68
기타준비금	1	1	1	1	1
계약자지분조정	213	135	116	114	111
기타부채	1,019	837	968	1,020	1,073
특별계정부채	5,411	5,648	5,765	6,074	6,390
별도부채총계	26,521	27,787	29,142	30,697	32,285
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	498	489	489	489	489
이익잉여금	1,766	1,882	2,041	2,245	2,450
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	1,801	1,216	1,109	1,109	1,109
별도자본총계	4,147	3,669	3,720	3,924	4,129

손익계산서(별도) (단위:십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	795	744	576	689	654
보험영업수익	3,250	3,268	3,324	3,411	3,494
보험료수익	3,142	3,158	3,210	3,298	3,380
보험영업비용	2,455	2,525	2,747	2,722	2,840
지급보험금	1,723	1,782	2,011	1,978	2,084
사업비	355	375	377	389	397
신계약상각비	254	240	230	225	229
투자손익	852	863	877	909	985
책임준비금전입액	1,419	1,285	1,126	1,196	1,221
영업이익	228	321	328	402	417
조정영업이익	337	466	492	568	586
영업외수익	87	131	155	159	162
특별계정수수료	108	144	164	166	169
법인세차감전순이익	315	452	483	561	579
법인세	74	112	124	143	149
세율	23.6	24.8	25.6	25.6	25.7
당기순이익	241	340	360	417	431

수익성 지표(별도) (단위: %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험금지급률	54.8	56.4	62.6	60.0	61.6
위험손해율	84.8	76.2	74.7	74.3	74.0
위험보험료	580	601	624	648	683
사차이익	88	143	158	167	177
사업비용	15.0	15.0	14.4	14.5	14.5
투자수익률	3.6	3.6	3.5	3.4	3.5

성장성지표 I (별도) (단위:%)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	-50.8	-6.5	-22.5	19.6	-5.1
보험료수익	-12.2	0.5	1.7	2.7	2.5
지급보험금	25.0	3.4	12.8	-1.6	5.3
위험보험료	3.6	3.6	3.8	3.9	5.3
사차이익	-25.8	62.6	10.4	5.5	6.5
투자손익	3.0	1.3	1.7	3.6	8.3
책임준비금전입액	-33.3	-9.4	-12.4	6.3	2.1
영업이익	-27.2	40.7	2.1	22.6	3.8
영업외수익	5.3	51.0	18.5	2.3	2.3
당기순이익	-21.0	41.3	5.7	16.0	3.3
운용자산	5.5	2.4	5.3	5.4	5.2
책임준비금	7.7	6.5	5.3	5.4	5.2
자본총계	-2.7	-11.5	1.4	5.5	5.2

성장성지표 II (별도) (단위:십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
신계약 APE	711	684	663	683	697
보증	280	308	334	344	350
연금	69	94	75	77	78
저축	362	283	253	263	268

재무제표(연결) (단위:십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결자산총계	30,669	31,455	32,862	34,621	36,414
연결부채총계	26,521	27,787	29,142	30,697	32,285
지배기업소유지분	4,147	3,669	3,720	3,924	4,129
비지배지분	0	0	0	0	0
연결자본총계	4,147	3,669	3,720	3,924	4,129
법인세차감전 순이익	315	452	483	561	579
법인세	458	423	771	772	74
세율	23.6	24.8	25.6	25.6	25.7
연결순이익	241	340	360	417	431
지배주주지분순이익	241	340	360	417	431
비지배지분순이익	0	0	0	0	0

투자지표(별도) (단위: 배, %)

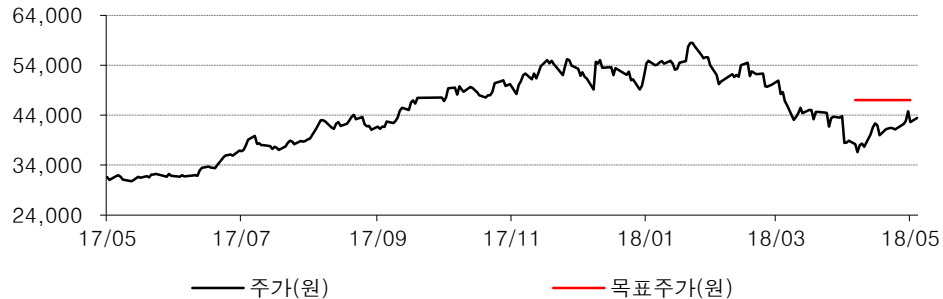
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	5.7	8.7	9.7	10.9	10.7
ROA	0.8	1.1	1.1	1.2	1.2
EPS(원)	29,359	4,149	4,385	5,088	5,254
BPS(원)	505,782	44,738	45,362	47,850	50,354

투자지표(연결) (단위: 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	5.7	8.7	9.7	10.9	10.7
ROA	0.8	1.1	1.1	1.2	1.2
EPS(원)	29,359	4,149	4,385	5,088	5,254
BPS(원)	505,782	44,738	45,362	47,850	50,354
DPS(원)	2,037	2,400	2,550	2,700	2,800
P/E	na	12.9	9.9	8.5	8.3
P/B	na	1.2	0.96	0.9	0.9
배당수익률	na	4.5	5.9	6.2	6.4
RBC	319	455	435	436	436
Embedded Value	5,202	5,330	5,551	5,789	6,022
RoEV	9.0	6.2	8.1	8.3	8.0
EVPS	634,390	65,000	67,692	70,592	73,443
P/EV	0.0	0.8	0.6	0.6	0.6

자료: 아이엔지생명, 하이투자증권 리서치센터

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	-12.8%	-4.7%
2018-05-15	Hold	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 기관투자가 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 강승건\)](#)

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 분쟁발생시 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 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

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