



2018년 6월 11일 | Equity Research

아이엔지생명 (079440)

배당수익률 6.5%. 글로벌 금융주 및 KOSPI 내 최고 수준

배당수익률 6.5%로 글로벌 금융주 및 KOSPI 내 최고 수준.

IFRS17 도입시 순자산 증가 감안시 지속 가능한 배당

아이엔지생명의 올해 배당수익률은 6.5%로 글로벌 금융주 및 KOSPI 내 가장 높은 수준이다. 6월말 기준 중간배당 지급을 예정하고 있는데 동 수익률 또한 1.7%로 KOSPI 200 내 중간배당 지급 기업 중 가장 높다. 높은 배당수익률의 지속 가능성 또한 매우 높다 판단하는데, 현재 RBC비율은 441%로 업계 내 압도적으로 높을 뿐만 아니라, 향후 불확실성 요인인 IFRS17 도입시에도 타사와는 달리 추가적인 순자산 증가 및 RBC비율 개선이 예상되기 때문이다.

리브랜딩 비용 제외시 두자리수 이익 성장 전망

지난 1분기 생명보험업계 전반적으로 변액 보증 준비금 환입 축소의 영향으로 감익을 나타낸 반면, 아이엔지생명은 전년 동기 대비 7.1% 증가한 889억원의 순익을 기록했다. 연초 사측은 '18년 가이던스 발표를 통해 리브랜딩 비용 세전 250 억원 제외시 10%대 순익 성장을 제시하였는데, 위험손해율 안정화, 업계 대비 단연 높은 보유이원을 고려시 충분히 달성 가능한 목표라 판단한다. 손보업계 중심으로 GA채널 시책 경쟁이 불거지고 있으나 생보업계 관련 영향은 미미하다는 점에서 사업비율 관련 변수 또한 제한적으로 보인다.

최근 주가 조정을 매수 기회로 추천. 목표가 56,000원 유지

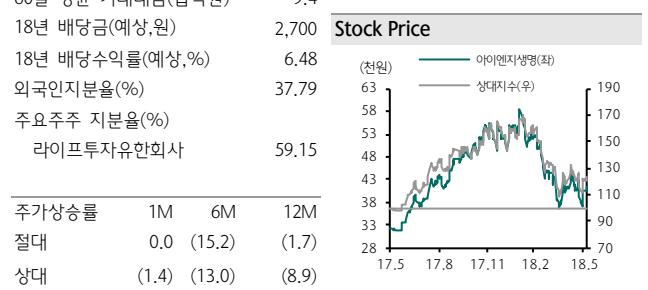
투자의견 BUY 및 목표주가 56,000원을 유지하며, 최근 M&A 관련 노이즈에 따른 주가 하락을 매수기회로 활용하기를 권한다. 생명보험업계가 지난 저성장 한계 및 IFRS17 도입시 불확실성 이슈로부터 자유로운 반면, 차별적인 고 배당 수익률을 향후할 수 있기 때문이다. M&A 관련해서도 이미 투자자금의 상당분을 회수한 MBK파트너스 입장에서는, ING 생명의 RBC비율이 441%에 달해 매년 높은 배당수익률을 향유할 수 있고 IFRS17 도입시 오히려 순자산 증가가 예상된다는 점에서 서둘러 혈값 매각을 진행할 이유가 없어 보인다.

Update

BUY

| TP(12M): 56,000원 | CP(6월 8일): 41,650원

Key Data	2,451.58	Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,451.58		
52주 최고/최저(원)	58,500/31,650	매출액(십억원)	3,324.0 3,411.0
시가총액(십억원)	3,415.3	영업이익(십억원)	358.7 413.2
시가총액비중(%)	0.28	순이익(십억원)	352.0 377.1
발행주식수(천주)	82,000.0	EPS(원)	4,292 4,598
60일 평균 거래량(천주)	226.7	BPS(원)	46,533 49,415
60일 평균 거래대금(십억원)	9.4		
18년 배당금(예상, 원)	2,700		
18년 배당수익률(예상, %)	6.48		
외국인지분율(%)	37.79		
주요주주 지분율(%)			
라이프투자유한회사	59.15		



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
보험영업수익	십억원	3,250	3,268	3,249	3,404	3,549
영업이익	십억원	228	321	317	342	351
순이익	십억원	241	340	350	366	376
EPS	십억원	2,936	4,149	4,270	4,467	4,584
증감률	%	-92.1	41.3	2.9	4.6	2.6
PER	배	NA	12.9	9.8	9.3	9.1
PBR	배	NA	1.19	0.90	0.82	0.75
ROE	%	5.73	8.71	9.40	9.23	8.64
BPS	원	50,578	44,738	46,092	50,695	55,427
DPS	원	2,037	2,400	2,700	2,800	3,000



02-3771-7525

jw.oh@hanafn.com

RA 박은규

02-3771-8532

ek.p@hanafn.com

아이엔지생명 배당수익률 6.5%로
글로벌 금융주 및 KOSPI 내
가장 높은 수준.
중간배당 수익률 또한 가장 높음.
2018년 배당성향은 '17년 대비
추가 상향될 전망

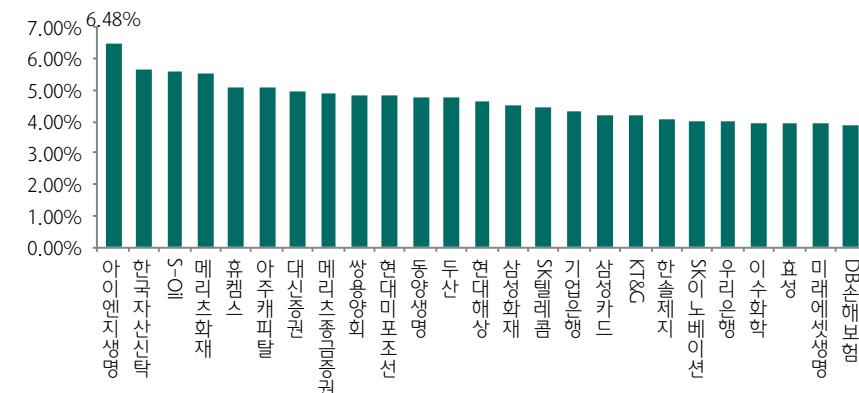
RBC비율 상 여유를 감안할 때
지속 가능성 또한 매우 높음

글로벌 금융주 및 KOSPI 내 배당수익률 최고 수준

아이엔지생명의 올해 예상 배당수익률은 6.5%로 KOSPI 및 글로벌 금융주 중 가장 높은 수준이다. 6월말 중간배당 지급을 예정하고 있는데 동 배당수익률 또한 1.7%로 KOSPI 200 내 중간배당 지급 기업 중 가장 높다. MBK파트너스는 2013년 ING생명을 인수한 이후 '14년 45%, '15년 59.9%, '16년 69.4%, '17년 57.8%의 높은 배당성향을 유지해 왔으며 '18년 역시 최소 전년 이상의 배당성향을 지속할 것이라 사측은 밝힌 바 있다. 또한 올해 배당성향 산정에 있어 리브랜딩 비용 세전 250억원을 감안한 조정 순익 기준의 배당성향을 적용할 예정이기에 사실상 배당성향은 전년 대비 상향 조정될 전망이다.

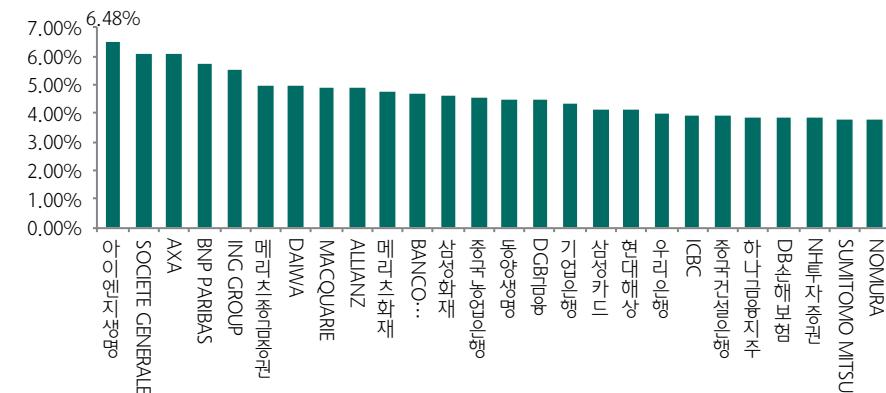
높은 배당수익률의 지속 가능성 또한 매우 높다 판단하는데, 1Q18 아이엔지생명의 RBC 비율은 441%에 달해 보험업계 내 압도적으로 높을 뿐만 아니라, 생명보험업계 위협요인으로 지목되는 IFRS17 도입 시에는 추가적인 순자산 증가가 예상되기 때문이다.

그림 1. KOSPI 내 2018년 예상 배당수익률 상위 기업



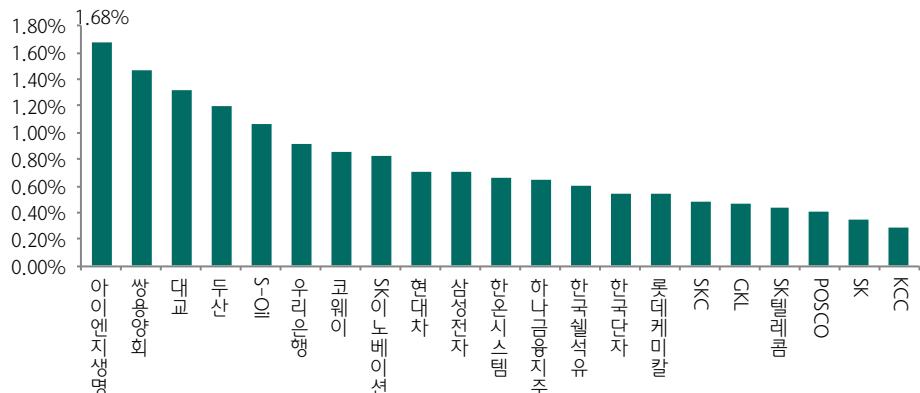
자료: Dataguide, 하나금융투자

그림 2. 글로벌 금융사 2018년 예상 배당수익률 상위 기업



자료: Bloomberg, 하나금융투자

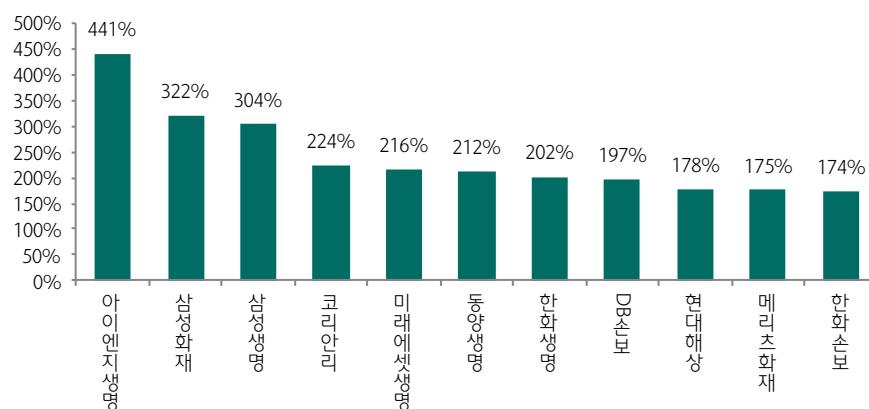
그림 3. KOSPI 200 내 중간배당 지급 기업들의 배당수익률과 ING생명 중간배당 수익률 비교



주: 하나금융투자 추정치가 없을 경우 시장 컨센서스 DPS 적용

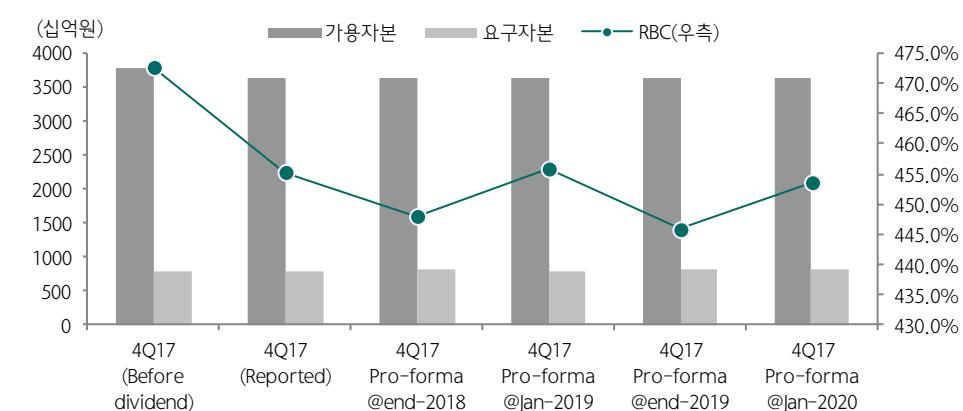
자료: Dataguide, 하나금융투자

그림 4. 국내 보험사 1Q18 RBC비율 현황



자료: 각사, 하나금융투자

그림 5. RBC제도 변경을 가정하더라도 ING생명의 자본건전성은 견고할 전망



주: 2020년말까지 자본 증가를 '0'으로 가정해도 요구자본 변동이 미미해 RBC비율 유지

자료: ING생명, 하나금융투자

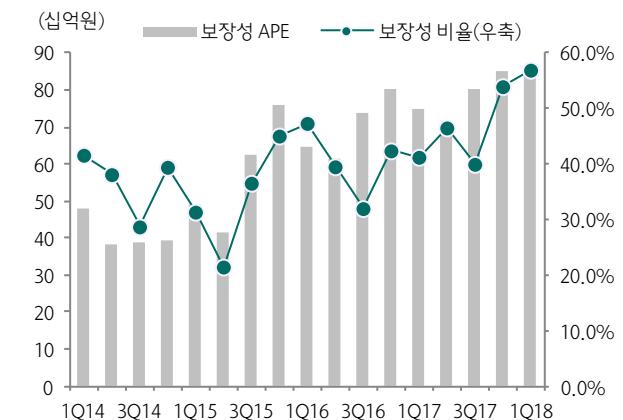
표 1. ING생명 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
보험영업수익	843	813	816	797	822	808	807	812
위험보험료	149	150	151	152	153	156	157	158
보험영업비용	615	614	641	654	786	655	685	710
지급보험금	436	443	455	449	597	472	490	511
사업비	89	87	92	107	94	89	99	101
신계약비상각비	60	53	62	65	62	62	63	64
투자손익	213	220	217	213	228	232	237	237
책임준비금 전입액	361	323	306	295	181	299	283	266
영업이익	79	96	85	61	82	85	76	73
영업외손익	30	34	33	34	38	39	40	39
세전이익	109	130	118	95	120	124	116	113
순이익	83	98	92	67	89	92	86	84
연결순이익	-	-	-	-	-	-	-	-
총자산	30,900	31,220	31,257	31,455	31,425	32,404	32,620	32,712
운용자산	24,119	24,299	24,484	24,558	24,738	25,650	25,771	25,791
특별계정자산	5,445	5,625	5,540	5,578	5,465	5,528	5,603	5,666
총부채	27,028	27,270	27,459	27,787	27,915	28,799	28,926	28,933
책임준비금	20,240	20,562	20,890	21,190	21,407	21,705	21,988	22,254
자본총계	3,872	3,950	3,798	3,669	3,511	3,605	3,693	3,780
위험손해율	80.8%	72.9%	78.8%	72.3%	77.2%	74.2%	74.5%	77.0%
실제사업비/보험영업수익	17.8%	17.1%	19.2%	21.7%	18.9%	18.8%	22.1%	21.1%
투자이익률	3.54%	3.6%	3.56%	3.47%	3.69%	3.68%	3.68%	3.7%
평균부리이율	4.01%	3.99%	3.99%	3.99%	3.98%	3.97%	3.95%	3.94%
변동금리 준비금 비중	51.46%	51.21%	51.00%	50.70%	50.20%	50.70%	51.21%	51.72%
고정금리 준비금 비중	48.54%	48.79%	49.00%	49.30%	49.80%	49.30%	48.79%	48.28%
ROE	8.3%	10.1%	9.5%	7.1%	9.9%	10.3%	9.4%	8.9%
ROA	1.1%	1.3%	1.2%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%
Financial Leverage	7.7	7.9	8.1	8.4	8.8	9.0	8.9	8.7
APE	181	146	200	158	150	154	208	165
보장	75	68	80	85	85	75	86	91
연금	31	16	29	18	13	16	30	18
저축	75	62	91	55	51	64	92	56
APE 구성비								
보장	41.3%	46.6%	40.0%	54.0%	57.0%	48.5%	41.2%	55.2%
연금	17.0%	10.6%	14.7%	11.3%	8.8%	10.2%	14.3%	10.9%
저축	41.7%	42.8%	45.3%	34.7%	34.2%	41.3%	44.5%	33.8%
APE 성장률(YoY)	32.9%	-6.4%	-13.0%	-16.6%	-17.1%	5.6%	3.9%	4.6%
보장	15.7%	10.2%	8.6%	6.2%	14.4%	10.0%	7.0%	7.0%
연금	72.1%	8.1%	53.7%	0.7%	-57.2%	1.0%	1.0%	1.0%
저축	40.3%	-21.8%	-34.0%	-39.9%	-32.0%	2.0%	2.0%	2.0%

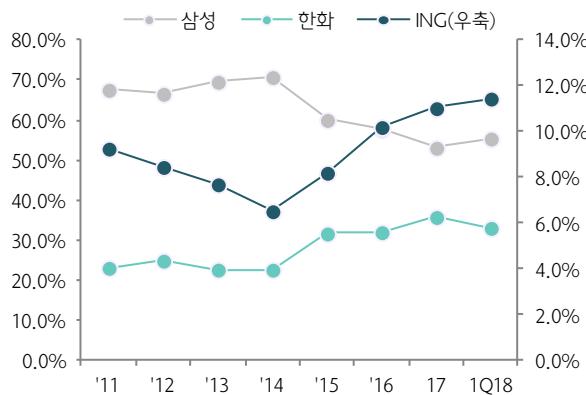
자료: ING생명, 하나금융투자

그림 6. ING생명 보장성 APE 성장 지속



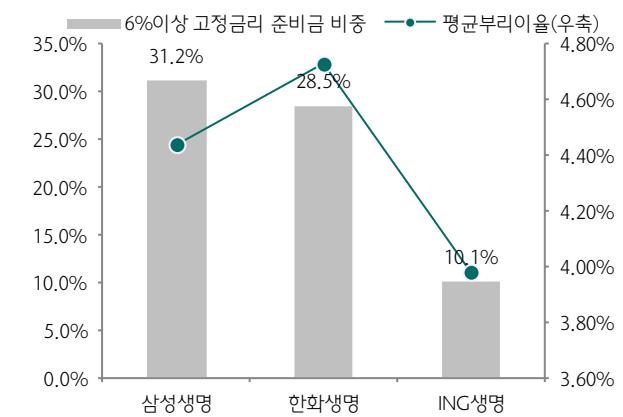
자료: ING생명, 하나금융투자

그림 7. 생보 3사 합산 보장성 신계약 M/S 추이: ING생명 상승세



자료: 각사. 하나금융투자

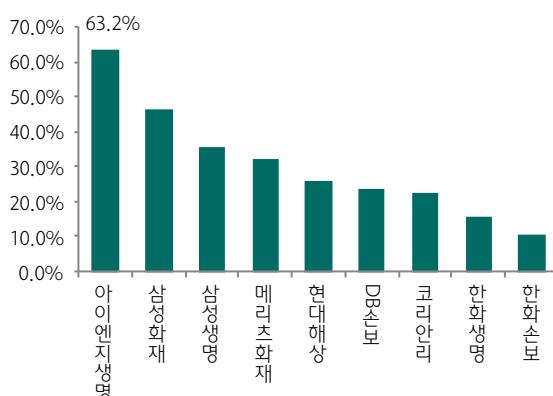
그림 8. 생보 3사 6%이상 고정금리 준비금 및 평균부리이율 비교



주: 1Q18 기준

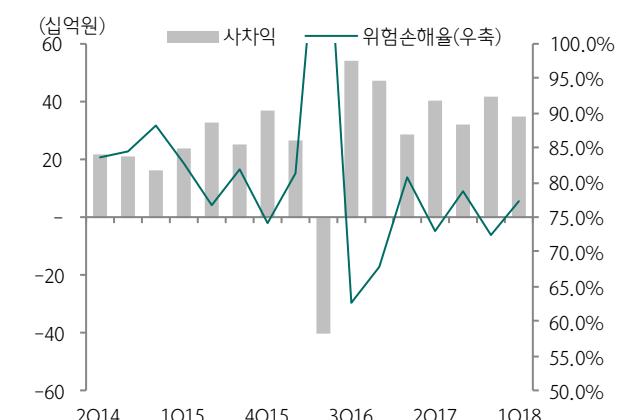
자료: 각사. 하나금융투자

그림 9. 보험업계 배당성향 비교(18F)



자료: 각사. 하나금융투자

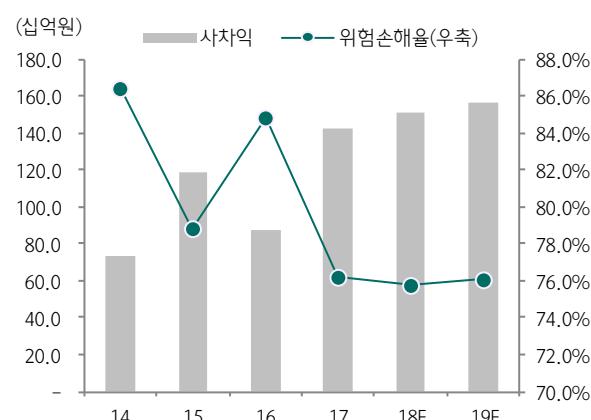
그림 10. 위험손해율 1Q18 77.2%로 업계 대비 안정적 수치 기록



주: 2016년 자살보험금 관련 1회성 요인 포함

자료: ING생명, 하나금융투자

그림 11. 연간 위험손해율 추이



자료: ING생명, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
보험손익	795	744	413	470	466	
보험영업수익	3,250	3,268	3,249	3,404	3,549	
위험보험료	580	601	624	655	689	
보험영업비용	2,455	2,525	2,836	2,934	3,083	
지급보험금	1,723	1,782	2,070	2,129	2,230	
사업비	355	375	384	408	433	
(이연신계약비)	-256	-244	-272	-287	-302	
신계약비	391	389	436	459	482	
유지비	220	230	220	236	253	
신계약비상각비	254	240	252	266	286	
투자손익	852	863	933	977	1,024	
책임준비금 전입액	1,419	1,285	1,029	1,106	1,139	
영업이익	228	321	317	342	351	
영업외손익	87	131	156	153	156	
세전이익	315	452	472	494	507	
순이익	240.7	340	350.1	366	376	
연결순이익					-	

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
총자산		30,669	31,455	32,712	34,302	35,938
운용자산		23,984	24,558	25,791	27,073	28,392
현금예금		565	560	621	1,618	1,431
유가증권		21,329	21,864	22,679	22,862	24,264
대출		20,782	21,074	11,339	12,213	13,154
기타		547	790	11,339	10,649	11,110
비운용자산		1,332	1,319	1,255	1,291	1,321
특별계정자산		5,353	5,578	5,666	5,939	6,225
부채		26,521	27,787	28,933	30,145	31,393
책임준비금		19,878	21,190	22,254	23,360	24,498
기타부채		1,019	-	836	666	487
특별계정부채		5,411	5,648	5,724	6,000	6,289
자본총계		4,147	3,669	3,780	4,157	4,545
자본금/자본잉여금		580	571	571	571	571
이익잉여금		1,766	1,882	2,093	2,459	2,835
기타자본조정		1,801	1,216	1,116	1,127	1,140
연결지배순자산						

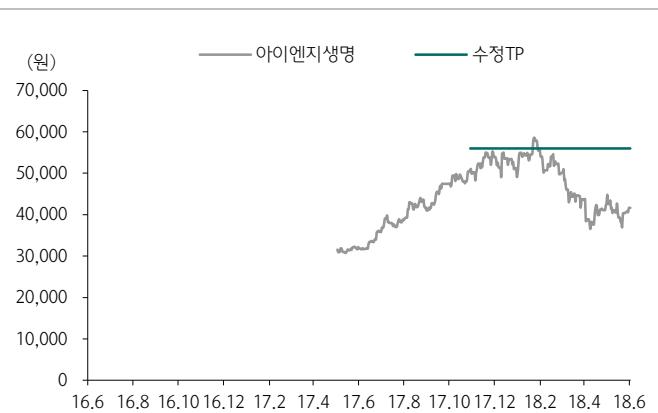
주요 성장성 및 수익성 지표		(단위: 십억원, %)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
성장률(전년대비, %)						
보험손익	- 50.8	- 6.5	- 44.5	13.8	- 0.8	
보험영업수익	- 11.8	0.6	- 0.6	4.8	4.2	
위험보험료	3.6	3.6	3.7	5.0	5.3	
신계약비	14.1	- 0.6	12.2	5.3	5.1	
유지비	2.7	4.5	- 4.1	7.1	7.1	
영업이익	- 27.2	40.7	- 1.4	7.9	2.8	
순이익	- 21.0	41.3	2.9	4.6	2.6	
연결순이익	- 2.7	- 11.5	3.0	10.0	9.3	
총자산	3.8	2.6	4.0	4.9	4.8	
운용자산	5.5	2.4	5.0	5.0	4.9	
운용자산-DAC	5.6	2.4	5.0	5.0	4.9	
책임준비금	7.7	6.6	5.0	5.0	4.9	
특별계정자산	- 2.9	4.2	1.6	4.8	4.8	
수익성(%)						
보험금/위험보험료	84.8	76.2	75.8	76.1	75.9	
실제사업비/보험수익	15.5	19.4	19.6	20.9	21.1	
운용자산이익률	3.6	3.6	3.7	3.7	3.7	
평균예정이율	4.02	3.99	3.94	3.88	3.83	
APE 내 보장성비율	39.4	45.0	49.8	50.2	50.5	
특별계정수수료율	1.99	2.64	2.96	2.90	2.83	
안정성(%)						
지급여력비율	346	506	499	488	503	
총부채/보험료수입	816	850	891	885	885	
총자산/자기자본	739	857	866	825	791	

자료: 하나금융투자

주요 밸류에이션 지표		(단위: 십억원, 원, 배, %)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS		2,936	4,149	4,270	4,467	4,584
BPS		50,578	44,738	46,092	50,695	55,427
P/E (배)		NA	12.9	9.8	9.3	9.1
P/B (배)		NA	1.19	0.90	0.82	0.75
ROE		0.80	1.10	1.1	1.1	1.1
ROA		5.73	8.71	9.4	9.2	8.6
DPS						
보통주		2,037	2,400	2,700	2,800	3,000
우선주		-	-	-	-	-
배당성향		69.4	57.8	63.2	62.7	65.4
배당수익률						
보통주		NA	4.5	6.5	6.7	7.2
우선주		-	-	-	-	-
내재가치(EV)						
조정순자산가치						
보유계약가치						
신계약가치						
ROEV (%)						
EV per Share						
VNB per Share						
P/EV (배)						
EV 주요 경제적 가정						
투자이익률						
할인율						
인플레이션율						

투자의견 변동 내역 및 목표주가 고리율

아이엔지생명



날짜	투자의견	목표주가	고리율	
			평균	최고/최저
17.11.7	BUY	56,000		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.7%	6.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 06월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 06월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 06월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.