



2018/08/14

은행/증권/보험 강승건

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

은행/증권/보험 최영수

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

아이엔지생명(079440)

실적의 안정성을 바탕으로 배당 성장 가능성 주목

Buy(Upgrade)

■ 투자의견 Buy로 상향, 목표주가 50,000원으로 6.4% 상향

- 아이엔지생명 대한 투자의견을 Buy로 상향. 투자의견을 매수로 상향하는 이유는 1) 경쟁 생명보험사와 달리 보장성 신계약에서 성장세를 이어가고 있으며 2) 높은 duration matching 비율을 바탕으로 해외투자자산의 안정성도 확보(채권 만기와 헷지 만기 동일)되어 있다고 판단되기 때문임. 또한 중간배당 1,000원(지난해 700원)에 이어 기말 배당 1,700원을 목표하고 있어 지금과 같이 혼란스러운 시장 상황에서 매력적인 투자처가 될 수 있다고 판단됨
- 동사가 추구하는 주당 배당금 2,700원(중간+기말)의 배당수익률은 6.5%로 배당금이 정체될 수 있다는 당초 우려와 달리 성장 가능성을 보여주었다는 것을 긍정적으로 평가함
- 목표주가 50,000원은 2018년 예상 BPS 44,815원 및 EVPS 68,037원 Target multiple 0.9배, 0.9배를 적용하여 산출하였음
- 3분기에는 판매 비수가 프로모션 비용 반영이 예상되고 '오렌지라이프'로 사명 변경에 따라 비용 부담이 발생하겠지만 비경상적 요인으로 판단함. 우리는 동사의 3분기 순이익은 771억원으로 전망하고 있음-

■ 2018년 2분기 순이익 947억원, 전년동기대비 3.4% 감소

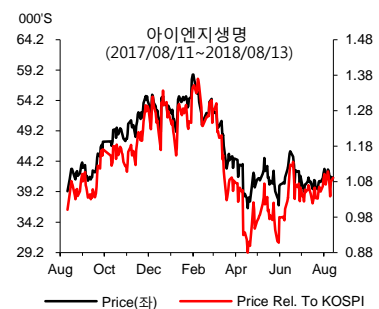
- 2분기 순이익은 947억원으로 우리 전망치 및 컨센서스 900억원을 상회
- 위험손해율은 72.8%로 전년동기대비 0.1%p 개선되며 전년동기대비 3.1% 증가한 419억원의 사차마진을 시현하였음.
- 비차마진은 16.7% 감소하였지만 경쟁사와 달리 보장성 신계약 APE가 전년 동기대비 20.6% 성장하면서 판매비 부담이 발생하였기 때문임
- 2분기 변액보증준비금은 9억원 추가 적립되었는데 지난해 35억원 환입 대비 부진한 실적을 시현하였음. 하지만 동사의 변액보증준비금 민감도는 KOSPI 100pt에 30억원, 금리 10bp 50억원 정도로 전체 실적의 안정성을 훼손하는 수준을 아니라고 판단됨
- 2분기 투자수익률은 3.9%로 안정적인 흐름을 이어가고 있으며 신규 편입금리 역시 4%를 상회하고 있다는 측면을 긍정적으로 평가함
- 2분기 RBC 비율은 438%(배당전 448%)로 높은 수준이며 K-ICS 필드테스트 중간 결과도 200%를 상회하고 있다는 점에서 안정성을 확보하였다고 평가

목표주가(12M)	50,000원
종가(2018/08/13)	41,500원

Stock Indicator

자본금	82십억원
발행주식수	8,200만주
시가총액	3,403십억원
외국인지분율	37.7%
배당금(2017)	2,400원
EPS(2018E)	4,263원
BPS(2018E)	44,815원
ROE(2018E)	9.5%
52주 주가	36,550~58,500원
60일평균거래량	91,586주
60일평균거래대금	3.8십억원

Price Trend



(단위: 십억원, %)

	2Q17	1Q18	확정치	2Q18			3Q18 (F)		
				YoY	QoQ	컨센서스	당사추정	YoY	QoQ
수입보험료	1,006	1,044	1,046	4.0	0.2	N/A	1,047	-0.3	0.1
조정 영업이익	133	125	132	-0.9	5.8	N/A	109	-10.8	-17.5
별도 순이익	98	89	95	-3.7	6.6	90	77	-16.4	-18.6

자료, fnguide, 아이엔지생명, 하이투자증권 리서치센터

아이엔지생명 세부 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	YoY	QoQ
보험손익	199	174	143	36	187	-6.1	419.9
보험영업이익	813	816	797	822	855	5.2	4.1
보험영업비용	614	641	654	786	669	8.8	-14.9
지급보험금	443	455	449	597	476	7.4	-20.3
사업비	87	92	107	94	97	11.4	2.7
책임준비금전입액	323	306	295	181	339	5.1	86.9
요약손익							
투자손익	220	217	213	228	243	10.3	6.8
영업이익	96	85	61	82	91	-6.0	10.3
조정영업이익	133	122	100	125	132	-0.9	5.8
영업외손익	34	33	34	38	38	14.3	1.3
특별계정수입수수료	37	37	40	43	42	12.4	-2.9
세전이익	130	118	95	120	129	-0.7	7.5
연결당기순이익(지배주주)	98	92	67	89	95	-3.7	6.6
수입보험료 (성장지표)							
일반계정수입보험료	785	788	768	793	827	5.3	4.3
일반+변액계정수입보험료	1,006	1,050	1,015	1,044	1,046	4.0	0.2
보험영업 (수익지표)							
사차마진	41	32	42	35	41.9	3.1	20.4
위험손해율	72.9	78.8	72.3	77.2	72.8	-0.1	-4.5
위험보험료	150	151	152	153	154	2.7	0.7
보험이익	105	87	79	91	96	-9.1	5.3
보험금지급률	56.4	57.7	58.4	75.3	57.5	1.1	-17.7
투자부문 (수익지표)							
운용자산	24,299	24,484	24,558	24,738	24,965	2.7	0.9
투자수익률	3.6	3.6	3.5	3.7	3.9	0.3	0.2
처분손익	6	6	3	18	13	119.9	-30.3
평가손익	2	0	-6	0	5	117.4	흑전
이자수지	213	215	216	213	211	-1.0	-0.7
배당수익	5	2	6	3	21	292.4	503.7
이차마진스프레드	0.09	0.06	-0.03	-0.02	0.04	-0.05	0.07
수익성							
ROE	10.1	9.5	7.1	9.9	10.7	0.6	0.8
자기자본	3,950	3,798	3,669	3,511	3,591	-9.1	2.3
신계약 (성장지표)							
신계약 APE	146	200	158	150	137	-6.1	-8.7
보장 APE	68	80	85	85	82	20.6	-4.1
연금 APE	16	29	18	13	11	-27.6	-14.8
저축 APE	62	90	55	51	44	-29.8	-14.8

자료: 아이엔지생명, 하이투자증권

컨퍼런스콜 Q&A

Q. [자본정책] 중간배당 1,000원, 지난해 대비 높은 수준, 기말 배당에 대한 가이드는?

- 중간 배당을 증가시킨 이유는 VNB 가 크게 증가하였고 K-ICS에서 요구하는 자본 비율도 높은 수준을 유지하고 있음. 따라서 높은 배당을 결정하였음. 우리는 중간배당 증가에도 불구하고 지난해 기말 수준은 유지할 수 있을 것으로 생각함

Q. [이자] 하반기 변액보증준비금의 전망은?

- 1분기에 30억원 환입, 하반기에 현 지수와 금리가 유지된다면 60억원 환입을 기대하고 있음

Q. [성장] 보장성 신계약 성장이 업계 기준으로는 둔화되고 있음. ING의 경우 성장을 차별화해서 잘하고 있는 것으로 생각하고 있음. 중신보험의 산업 성장에 대한 전망과 ING의 성장을 예상은? 새로운 차별화 포인트가 있는지?

- ING의 성장에서의 차별화 포인트는 1) 강력한 자본력(자본이 필요한 보장성 판매를 집중할 수 있음), 2) FC(전속) 채널의 연령대가 젊다는 것임. 이는 젊은 고객을 많이 확보할 수 있다는 점, 3) GA 채널이 급격하게 증가하고 있음. GA에서 보장성 판매 비중이 90%가 넘음. 마지막으로 4) 상품 경쟁력임(저해지, 오렌지 메디칼 등)
- 산업 측면에서의 중신보험은 저성장 상품인가? 중신보험 평균가입금액이 6,000만원에 불과하기 때문에 유족 보장 및 세금효과를 감안할 때 성장 여력은 여전히 존재한다고 생각함
- 신규 경쟁력은 1) 2015년 AI 타임이라는 활동관리 시스템을 이용하여 관리하고 있음. 활동량 증대에 효과가 나타나고 있음. 2) 고객에게 선택 받는 것이 경쟁력의 핵심임. 본사 조직 개편을 통해 혁신을 추구하고 있어 미래의 경쟁력으로 작용할 수 있을 것으로 판단됨

Q. [수익성] 위험손해율 및 사업비율 등 경영지표가 당초 예상과 달라지고 있는 것이 있는지? 있다면 그 대응 방안은?

- 두가지임. 1) BA(방카) 채널에서 저축성보험 판매 경쟁이 심화되었음. 그래서 BA 채널에서 성장률이 둔화되었음. 하지만 달리기준 상품을 통해 마진을 개선하여 극복하였다고 생각함. 2) 금리 상승이 예상보다 느리게 진행되고 있음

Q. [자본정책] 중간배당 1,000원에도 불구하고 하반기가 작년과 동일하다면 연간 2,000원 배당인지?

- 지난해 중간배당 700원 기말 배당 1,700원이었음. 올해 중간배당 1,000원이며 , 경영상황이 예상을 충족한다면 하반기 1,700원 등 총 2,700원 배당을 예상하고 있음

Q. [기타] 사명변경에 따른 영향은?

- 오렌지 생명은 100점 중 80점을 받았음. FC 채널에서는 절대적 선호를 받았음, 따라서 부정적 영향은 없을 것으로 판단

Q. [채널] 경쟁 생명보험사들은 G.A 채널에서 성장이 어려웠음. 하지만 동사는 크게 성장하였는데 그 이유는?

- 제휴선 보다는 신상품 판매가 증가하면서 나타난 현상이라고 생각함. 업계는 장기납, 비변액, 개인 중심이지만 ING생명은 단기납, 변액, 법인, 최저가입금액이 높은 상품 중심으로 판매하고 있음

Q. [자본 정책] 예상하신 배당이 지급되면 연간이익 규모가 지난해와 유사하다는 것을 가정하면 배당성향이 상승하는 것은 아닌지? 미래 배당성향이 상승할 가능성이 있는지?

- 자본 규제가 완료되지 않아 중기적인 배당성향 상향을 언급하기는 어려움. 다만 이익의 50% 이상의 배당성향은 유지할 예정임

Q. [규제] K-ICS의 영향은?

- ING 생명의 지급여력비율은 K-ICS기준으로 200%를 초과함. 향후 영향 평가를 더 진행하여 확정할 예정임

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	23,984	24,558	25,510	26,759	27,959
현금 및 예금	565	560	593	622	650
유가증권	21,329	21,864	22,449	23,548	24,604
당기손익증권	0	10	0	0	0
매도가능증권	21,329	21,854	12,135	12,730	13,301
만기보유증권	0	0	10,313	10,818	11,303
관계기업투자주식	0	0	0	0	0
대출채권	2,089	2,134	2,468	2,589	2,705
부동산	0	0	0	0	0
비운용자산	1,332	1,319	1,252	1,320	1,379
특별계정자산	5,353	5,578	5,464	5,725	5,982
별도자산총계	30,669	31,455	32,226	33,804	35,320
책임준비금	19,878	21,166	22,161	23,220	24,261
보험료적립금	19,232	20,522	21,544	22,620	23,677
보증준비금	204	183	182	185	188
지급준비금	252	288	303	317	332
계약자배당준비금	176	166	131	97	63
기타준비금	1	1	1	1	1
계약자지분조정	213	135	114	112	109
기타부채	1,019	837	759	795	831
특별계정부채	5,411	5,648	5,517	5,781	6,040
별도부채총계	26,521	27,787	28,551	29,907	31,242
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	498	489	489	489	489
이익잉여금	1,766	1,882	2,010	2,232	2,414
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	1,801	1,216	1,094	1,094	1,094
별도자본총계	4,147	3,669	3,675	3,896	4,078

손익계산서(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	795	744	373	544	468
보험영업수익	3,250	3,268	3,331	3,380	3,462
보험료수익	3,142	3,158	3,218	3,267	3,348
보험영업비용	2,455	2,525	2,958	2,836	2,994
지급보험금	1,723	1,782	2,172	2,071	2,213
사업비	355	375	408	389	399
신계약상각비	254	240	247	245	251
투자손익	852	863	941	934	965
책임준비금전입액	1,419	1,285	993	1,059	1,042
영업이익	228	321	321	420	391
조정영업이익	337	466	491	593	568
영업외수익	87	131	152	154	157
특별계정수수료	108	144	170	174	177
법인세차감전순이익	315	452	473	573	548
법인세	74	112	124	147	141
세율	23.6	24.8	26.1	25.6	25.7
당기순이익	241	340	350	427	407

수익성 지표(별도)	(단위: %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험금지급률	54.8	56.4	67.5	63.4	66.1
위험손해율	84.8	76.2	75.1	74.7	74.4
위험보험료	580	601	619	643	680
사차이익	88	143	154	163	174
사업비용	15.0	15.0	15.6	15.2	15.2
투자수익률	3.6	3.6	3.8	3.6	3.5

성장성지표 I (별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
보험손익	-50.8	-6.5	-49.9	46.0	-14.0
보험료수익	-12.2	0.5	1.9	1.5	2.5
지급보험금	25.0	3.4	21.9	-4.7	6.9
위험보험료	3.6	3.6	2.9	3.9	5.7
사차이익	-25.8	62.6	7.6	5.6	7.0
투자손익	3.0	1.3	9.1	-0.7	3.2
책임준비금전입액	-33.3	-9.4	-22.7	6.7	-1.6
영업이익	-27.2	40.7	-0.1	30.7	-6.9
영업외수익	5.3	51.0	16.3	1.1	2.3
당기순이익	-21.0	41.3	2.7	22.1	-4.5
운용자산	5.5	2.4	3.9	4.9	4.5
책임준비금	7.7	6.5	4.7	4.8	4.5
자본총계	-2.7	-11.5	0.2	6.0	4.7

성장성지표 II(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
신계약 APE	711	684	597	616	628
보증	280	308	334	344	351
연금	69	94	60	62	63
저축	362	283	202	210	215

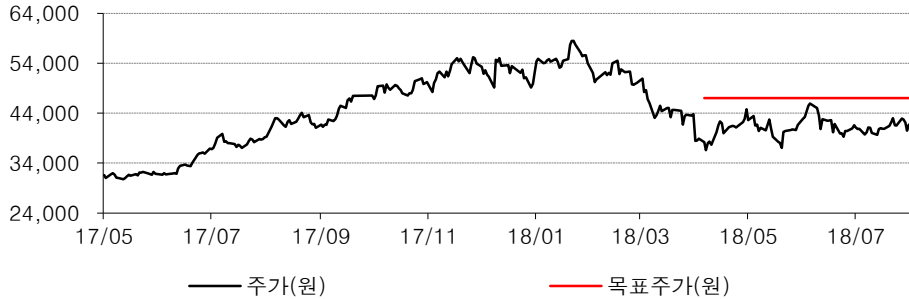
재무제표(연결)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결자산총계	30,669	31,455	32,226	33,804	35,320
연결부채총계	26,521	27,787	28,551	29,907	31,242
지배기업소유지분	4,147	3,669	3,675	3,896	4,078
비지배지분	0	0	0	0	0
연결자본총계	4,147	3,669	3,675	3,896	4,078
법인세차감전 순이익	315	452	473	573	548
법인세	458	423	771	772	74
세율	23.6	24.8	26.1	25.6	25.7
연결순이익	241	340	350	427	407
지배주주지분순이익	241	340	350	427	407
비지배지분순이익	0	0	0	0	0

투자지표(별도)	(단위: 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	5.7	8.7	9.5	11.3	10.2
ROA	0.8	1.1	1.1	1.3	1.2
EPS(원)	29,359	4,149	4,263	5,204	4,969
BPS(원)	505,782	44,738	44,815	47,518	49,737

투자지표(연결)	(단위: 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	5.7	8.7	9.5	11.3	10.2
ROA	0.8	1.1	1.1	1.3	1.2
EPS(원)	29,359	4,149	4,263	5,204	4,969
BPS(원)	505,782	44,738	44,815	47,518	49,737
DPS(원)	2,037	2,400	2,700	2,700	2,800
P/E	na	12.9	9.7	8.0	8.4
P/B	na	1.2	0.9	0.9	0.8
배당수익률	na	4.5	6.5	6.5	6.7
RBC	319	455	433	439	439
Embedded Value	5,202	5,330	5,579	5,776	6,010
RoEV	9.0	6.2	8.8	7.5	8.0
EVPS	634,390	65,000	68,037	70,439	73,287
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	-12.1%	-2.3%
2018-08-14	Buy	50,000	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 투자비율 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-