

# 아이엔지생명 (079440)

## 컨센서스 상회한 실적. 배당, 신계약, 이익의 질 모두 좋다

### 2분기 순익 947억원(YoY -3.7%) 컨센서스 상회

2분기 순익은 947억원(YoY -3.7%)으로 시장 컨센서스 및 당사 예상치를 상회했다. 위험손해율은 72.8%를 기록하며 전분기 대비 4.5%p, 전년 동기 대비 0.1%p 개선되었고 보장성 APE는 21%나 증가하며 업계 최고 수준의 성장을 시현했다. 2분기 APE 대비 보장성 비율은 59.8%로 역사적으로 가장 높은 수치인데 그에 따라 신계약가치 또한 전년 동기 대비 41.9% 증가한 357억원을 기록했다. 컨센서스를 상회한 순익보다도 내용 측면에서 보다 훌륭한 실적이라 평가한다. 이와 더불어 중간배당 1,000원이 공시되었는데 이는 시장 예상치 700원을 상회하는 수치이다. 연간 기준 2,700원의 주당 배당금을 예상하며 이는 현 주가 기준 6.5%에 달하는 배당수익률이다.

### 매크로 불확실성 확대에도 차별적 펀더멘탈 개선

최근 매크로 환경 불확실성이 크게 확대되었다. 시장 금리의 상승세는 둔화되었고 국내 증시 또한 부진한 양상이다. 따라서 생보업계 변액보증손익 악화가 불가피한데, ING생명의 경우 변액손익 관련 영향이 상대적으로 제한적인 반면, 압도적인 자본 적정성 우위를 바탕으로 적극적인 보장성 신계약 증대를 꾀하고 있다. 지난 '14년 이후 삼성, 한화 등 대형 상장 생명보험사 대비 꾸준한 M/S 상승이 관찰되고 있다. 또한, 서프라이즈를 나타낸 중간배당을 제외하더라도 연말배당은 배당수익률 4.1%로 예상되어 증시 환경 악화에도 불구하고, 주가 하방을 지지할 것으로 전망한다.

### BUY 및 목표가 56,000원 유지.

### 펀더멘탈 개선 측면에서 가장 매력적인 보험주

투자 의견 BUY 및 목표주가 56,000원을 유지한다. 2분기 말 RBC비율은 438%로 보험업계 내 가장 높다. 압도적인 자본 적정성 우위는 고 배당성향 및 신계약 고성장 측면에서 주주 가치 개선요인이 될 것이라 판단한다. 올해 60% 이상의 배당성향을 바탕으로 현 배당수익률은 6.5%에 달하며, 공격적인 보장성 신계약 출시 및 판매를 통해 업계 가장 빠른 신계약 가치 성장을 시현 중이다. 기업의 펀더멘탈 개선과 주주 가치 증진 측면에서 가장 매력적인 보험주로 추천한다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 56,000원 | CP(8월 13일): 41,500원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,282.79		
52주 최고/최저(원)	58,500/36,550	매출액(십억원)	3,238.0 3,301.8
시가총액(십억원)	3,419.4	영업이익(십억원)	343.0 395.8
시가총액비중(%)	0.28	순이익(십억원)	347.6 373.1
발행주식수(천주)	82,000.0	EPS(원)	4,239 4,550
60일 평균 거래량(천주)	91.1	BPS(원)	46,158 49,054
60일 평균 거래대금(십억원)	3.8		
18년 배당금(예상, 원)	2,700		
18년 배당수익률(예상, %)	6.47		
외국인지분율(%)	37.65		
주요주주 지분율(%)			
라이프투자유한회사	59.15		

Stock Price	
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.4 (22.8) 6.5
상대	0.9 (20.0) 10.1

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
보험영업수익	십억원	3,250	3,268	3,274	3,420	3,567
영업이익	십억원	228	321	328	381	394
순이익	십억원	241	340	352	390	404
EPS	십억원	2,936	4,149	4,299	4,757	4,929
증감률	%	-92.1	41.3	3.6	10.7	3.6
PER	배	NA	12.9	9.7	8.7	8.4
PBR	배	NA	1.19	0.90	0.82	0.74
ROE	%	5.73	8.71	9.48	9.84	9.24
BPS	원	50,578	44,738	45,912	50,800	55,869
DPS	원	2,037	2,400	2,700	3,000	3,300



Analyst 오진원  
02-3771-7525  
jvw.oh@hanafn.com

RA 박은규  
02-3771-8532  
ek.p@hanafn.com

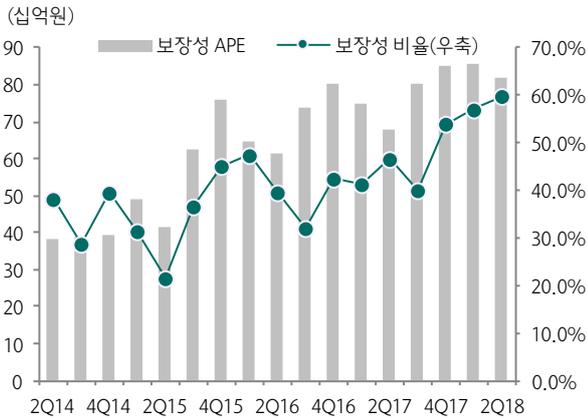
표 1. ING생명 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
보험영업수익	843	813	816	797	822	855	796	801
위험보험료	149	150	151	152	153	154	157	158
보험영업비용	615	614	641	654	786	669	687	713
지급보험금	436	443	455	449	597	476	492	514
사업비	89	87	92	107	94	97	99	101
신계약비상각비	60	53	62	65	62	63	63	64
투자손익	213	220	217	213	228	243	241	249
책임준비금 전입액	361	323	306	295	181	339	274	257
영업이익	79	96	85	61	82	91	76	80
영업외손익	30	34	33	34	38	38	38	38
세전이익	109	130	118	95	120	129	114	118
<b>순이익</b>	<b>83</b>	<b>98</b>	<b>92</b>	<b>67</b>	<b>89</b>	<b>95</b>	<b>83</b>	<b>86</b>
연결순이익	-	-	-	-	-	-	-	-
총자산	30,900	31,220	31,257	31,455	31,425	31,537	32,496	32,578
운용자산	24,119	24,299	24,484	24,558	24,738	24,965	25,830	25,840
특별계정자산	5,445	5,625	5,540	5,578	5,465	5,348	5,421	5,483
총부채	27,028	27,270	27,459	27,787	27,915	27,947	28,820	28,813
책임준비금	20,240	20,562	20,890	21,190	21,407	21,688	21,963	22,220
자본총계	3,872	3,950	3,798	3,669	3,511	3,591	3,676	3,765
위험손해율	80.8%	72.9%	78.8%	72.3%	77.2%	72.8%	74.3%	76.8%
실제사업비/보험영업수익	17.8%	17.1%	19.2%	21.7%	18.9%	17.4%	22.4%	21.4%
투자이익률	3.54%	3.6%	3.56%	3.47%	3.69%	3.91%	3.80%	3.9%
평균부리아울	4.01%	3.99%	3.99%	3.99%	3.98%	3.97%	3.96%	3.95%
변동금리 준비금 비중	51.46%	51.21%	51.00%	50.70%	50.20%	50.10%	50.60%	51.11%
고정금리 준비금 비중	48.54%	48.79%	49.00%	49.30%	49.80%	49.90%	49.40%	48.89%
ROE	8.3%	10.1%	9.5%	7.1%	9.9%	10.7%	9.1%	9.2%
ROA	1.1%	1.3%	1.2%	0.9%	1.1%	1.2%	1.0%	1.1%
Financial Leverage	7.7	7.9	8.1	8.4	8.8	8.9	8.8	8.7
APE	181	146	200	158	150	137	208	165
보장	75	68	80	85	85	82	86	91
연금	31	16	29	18	13	11	30	18
저축	75	62	91	55	51	44	92	56
APE 구성비								
보장	41.3%	46.6%	40.0%	54.0%	57.0%	59.8%	41.2%	55.2%
연금	17.0%	10.6%	14.7%	11.3%	8.8%	8.2%	14.3%	10.9%
저축	41.7%	42.8%	45.3%	34.7%	34.2%	32.0%	44.5%	33.8%
APE 성장률(YoY)	32.9%	-6.4%	-13.0%	-16.6%	-17.1%	-6.1%	3.9%	4.6%
보장	15.7%	10.2%	8.6%	6.2%	14.4%	20.6%	7.0%	7.0%
연금	72.1%	8.1%	53.7%	0.7%	-57.2%	-27.8%	1.0%	1.0%
저축	40.3%	-21.8%	-34.0%	-39.9%	-32.0%	-29.8%	2.0%	2.0%

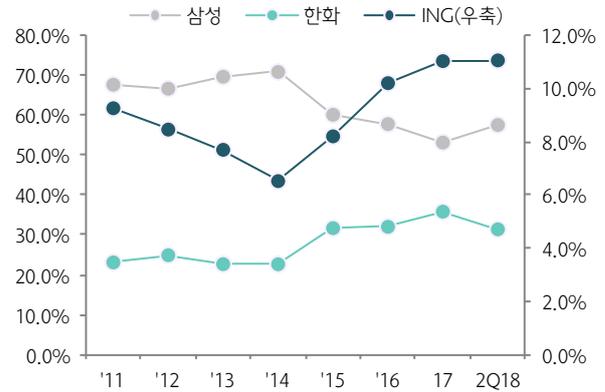
자료: ING생명, 하나금융투자

그림 1. ING생명 보장성 APE 성장 지속



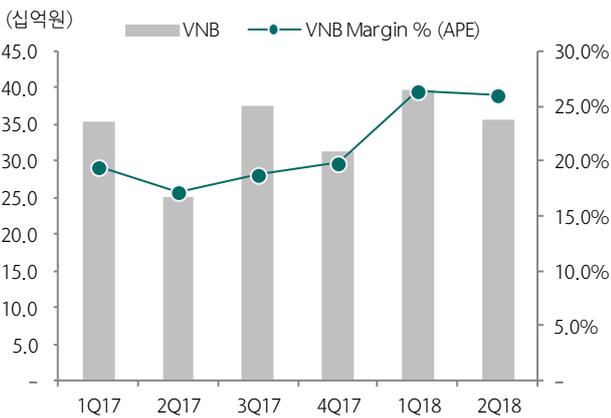
자료: ING생명, 하나금융투자

그림 2. 생보 3사 합산 보장성 신계약 M/S 추이: ING생명 상승세



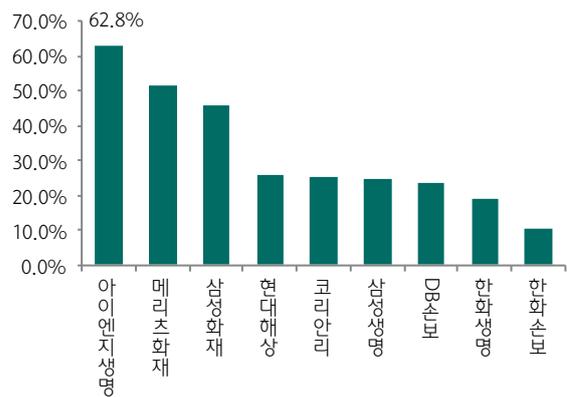
자료: 각사, 하나금융투자

그림 3. 분기별 신계약가치 및 APE 대비 신계약마진 추이



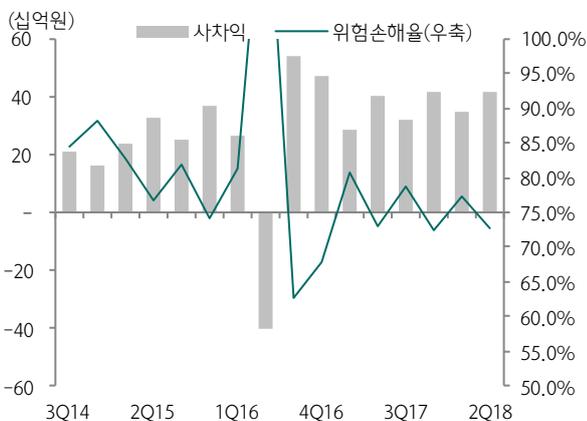
자료: ING생명, 하나금융투자

그림 4. 보험업계 배당성향 비교(18F)



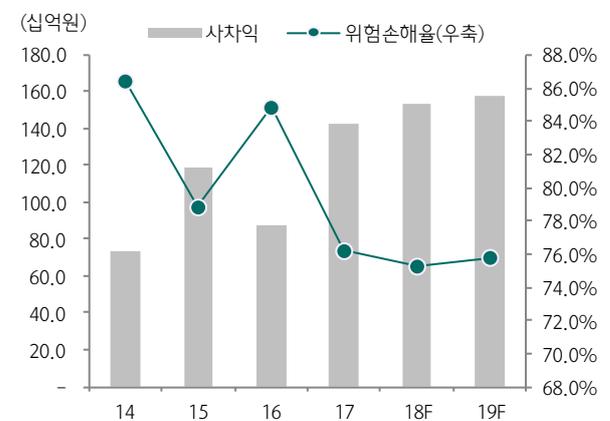
자료: 각사, 하나금융투자

그림 5. 위험손해율 2Q18 72.8%로 개선



주: 2016년 자살보험금 관련 1회성요인 포함  
자료: ING생명, 하나금융투자

그림 6. 연간 위험손해율 추이



자료: ING생명, 하나금융투자

추정 재무제표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
보험손익	795	744	419	471	469
보험영업수익	3,250	3,268	3,274	3,420	3,567
위험보험료	580	601	622	653	687
보험영업비용	2,455	2,525	2,855	2,949	3,098
지급보험금	1,723	1,782	2,079	2,145	2,247
사업비	355	375	392	407	432
(이연신계약비)	-256	-244	-270	-285	-300
신계약비	391	389	433	456	479
유지비	220	230	220	236	253
신계약비상각비	254	240	252	264	284
투자손익	852	863	960	1,013	1,061
책임준비금 전입액	1,419	1,285	1,052	1,103	1,137
영업이익	228	321	328	381	394
영업외손익	87	131	153	153	160
세전이익	315	452	480	534	554
순이익	240.7	340	352	390	404
연결순이익					-

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
총자산	30,669	31,455	32,578	34,157	35,782
운용자산	23,984	24,558	25,840	27,123	28,445
현금예금	565	560	592	1,588	1,382
유가증권	21,329	21,864	22,784	22,971	24,395
대출	20,782	21,074	11,339	12,213	13,154
기타	547	790	11,445	10,759	11,241
비운용자산	1,332	1,319	1,255	1,290	1,321
특별계정자산	5,353	5,578	5,483	5,743	6,016
부채	26,521	27,787	28,813	29,991	31,200
책임준비금	19,878	21,190	22,220	23,323	24,460
기타부채	1,019	-	941	752	550
특별계정부채	5,411	5,648	5,536	5,799	6,074
자본총계	4,147	3,669	3,765	4,166	4,581
자본금/자본잉여금	580	571	571	571	571
이익잉여금	1,766	1,882	2,095	2,485	2,889
기타자본조정	1,801	1,216	1,099	1,110	1,121
연결지배순자산					-

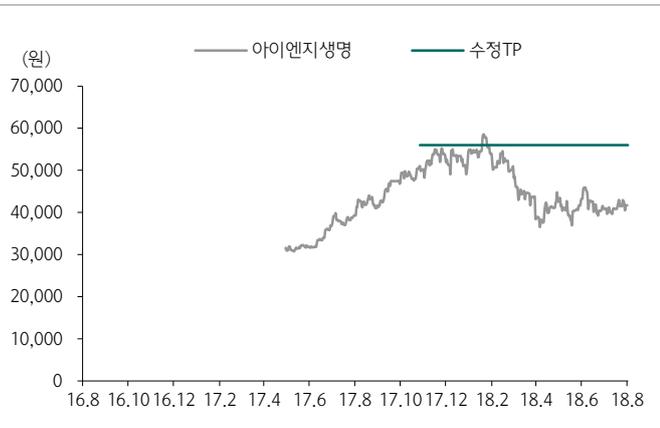
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
성장률(전년대비, %)					
보험손익	-50.8	-6.5	-43.6	12.5	-0.5
보험영업수익	-	0.6	0.2	4.5	4.3
위험보험료	3.6	3.6	3.4	5.0	5.2
신계약비	14.1	-0.6	11.4	5.4	5.1
유지비	2.7	4.5	-4.1	7.1	7.1
영업이익	-27.2	40.7	1.9	16.4	3.3
순이익	-21.0	41.3	3.6	10.7	3.6
연결순이익	-2.7	-11.5	2.6	10.6	10.0
총자산	3.8	2.6	3.6	4.8	4.8
운용자산	5.5	2.4	5.2	5.0	4.9
운용자산-DAC	5.6	2.4	5.3	5.0	4.9
책임준비금	7.7	6.6	4.9	5.0	4.9
특별계정자산	-2.9	4.2	-1.7	4.8	4.7
수익성(%)					
보험금/위험보험료	84.8	76.2	75.3	75.8	75.7
실제사업비/보험수익	15.5	19.4	19.6	20.7	20.9
운용자산이익률	3.6	3.6	3.8	3.8	3.8
평균예정이율	4.02	3.99	3.95	3.89	3.83
APE 내 보장성비율	39.4	45.0	52.2	52.6	52.9
특별계정수수료율	1.99	2.64	3.02	2.98	2.90
안정성(%)					
지급여력비율	346	506	499	488	503
총부채/보험료수입	816	850	880	877	875
총자산/자기자본	739	857	865	820	781

자료: 하나금융투자

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS	2,936	4,149	4,299	4,757	4,929
BPS	50,578	44,738	45,912	50,800	55,869
P/E (배)	NA	12.9	9.7	8.7	8.4
P/B (배)	NA	1.19	0.90	0.82	0.74
ROE	0.80	1.10	1.1	1.2	1.2
ROA	5.73	8.71	9.5	9.8	9.2
DPS					
보통주	2,037	2,400	2,700	3,000	3,300
우선주	-	-	-	-	-
배당성향	69.4	57.8	62.8	63.1	67.0
배당수익률					
보통주	NA	4.5	6.5	7.2	8.0
우선주	-	-	-	-	-
내재가치(EV)					
조정순자산가치					
보유계약가치					
신계약가치					
ROEV (%)					
EV per Share					
VNB per Share					
P/EV (배)					
EV 주요 경제적 가정					
투자이익률					
할인율					
인플레이션율					

투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

아이엔지생명



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.11.7	BUY	56,000		

투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

- 투자이전의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 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	93.6%	5.5%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2018년 8월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 08월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 08월 13일 현재 해당 회사의 유가증권권을 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 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.