

SK COMPANY Analysis



Analyst
김도하
dohakim@sk.com
02-3773-8876

Company Data

자본금	820 억원
발행주식수	8,200 만주
자사주	0 주
액면가	1,000 원
시가총액 (공모가)	27,060 억원
주요주주	
라이프투자유한회사	59.15%

외국인지분율	n/a
배당수익률	n/a

Stock Data

주가 (공모가)	33,000 원
KOSPI	2,270.12 pt
52주 Beta	n/a
52주 최고가	n/a
52주 최저가	n/a
60일 평균 거래대금	n/a

주가 및 상대수익률

(생략)

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	n/a	n/a
6개월	n/a	n/a
12개월	n/a	n/a

ING 생명보험 (079440/KS | 매수(신규편입) | T.P 40,500 원(신규편입))

양호한 재무안정성이 담보하는 높은 배당매력도

ING 생명은 운용자산 포트폴리오 및 보험부채 부담, 높은 자본비율 등을 고려할 때 재무 안정성이 높은 보험사인 것으로 판단. 수익성 및 주가수익률의 변동성은 낮을 것으로 예상되며, 50% 이상의 배당성향 및 공모가 기준 6.5% 수준의 배당수익률이 기대됨. 안정적인 배당 투자를 원하는 투자자에게 매력적인 대안이 될 것으로 판단

투자 의견 BUY, 목표주가 41,500 원 제시

ING 생명의 공모가(33,000 원)는 SK 증권 추정치 기준 2017 년 말 예상 PBR 0.63X 로 삼성생명 외 다른 생보사 대비 높은 수준임. 다만 다른 대형 생보사보다 높은 8% 이상의 ROE 를 유지해왔으며 향후에도 8% 수준의 ROE 가 기대된다는 점과 높은 기대 배당수익률을 고려할 때, 추가적인 주가 상승여력이 존재하는 것으로 판단. ING 생명에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 41,500 원을 제시하며 커버리지를 개시함

높은 자본비율, 금리 상승 시의 리스크는 존재

ING 생명의 2016 년 말 RBC 비율은 319.2%로 상장 생명보험사 중 가장 높은 수준이며, 듀레이션 갭이 +2.4 년으로 나타나 연내 예정된 부채 듀레이션 증가에도 타사 대비 양호한 자본비율 방어가 가능할 것으로 전망. 다만 자본 중 매도가능증권 평가손익 비중이 41%로 여타 상장 보험사 대비 높은 수준이며, 이는 금리 상승 시 자본 감소 리스크가 상대적으로 확대될 수 있음을 의미

가장 확실한 투자포인트는 높은 배당 매력도

ING 생명은 과거 3 개년 45~69% 수준의 배당성향을 기록했으며, 상장 이후에도 자본 여력 우위를 기반으로 50% 이상의 높은 배당성향을 유지할 계획. SK 증권은 ING 생명의 향후 배당성향을 53% 수준으로 가정했으며, 이때 2017 년 기대 배당수익률은 공모가 대비 6.5%로 추정. 이는 시가총액 4,000 억원 이상의 상장사 중 두번째로 높은 배당수익률임. ING 생명의 안정적인 포트폴리오 및 2017 년 기준 ROE 7% 후반대의 수익성을 고려할 때 배당 투자로서의 매력도가 높은 것으로 판단

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	3,805	4,500	4,058	4,075	4,125	4,246
YoY	%	(3.9)	18.2	(32.4)	0.4	1.2	2.9
보험손익	십억원	795	1,615	795	935	966	998
투자손익	십억원	773	827	852	842	871	921
위험손해율	%	86.4	78.8	84.9	76.7	76.3	76.2
투자수익률	%	4.5	4.1	3.7	3.4	3.2	3.2
영업이익	십억원	195	314	228	363	395	418
YoY	%	20.5	61.1	(27.2)	58.7	9.1	5.8
세전이익	십억원	292	396	315	438	469	489
순이익	십억원	223	305	241	332	355	371
YoY	%	(10.7)	36.4	(40.8)	37.8	7.1	4.4
EPS	원	2,725	3,717	2,936	4,046	4,331	4,522
BPS	원	34,465	51,961	50,578	52,587	54,768	56,990
PER	배	n/a	n/a	n/a	8.2	7.6	7.3
PBR	배	n/a	n/a	n/a	0.6	0.6	0.6
ROE	%	8.9	8.6	5.7	7.8	8.1	8.1
배당수익률	%	n/a	n/a	n/a	6.5	7.0	7.3

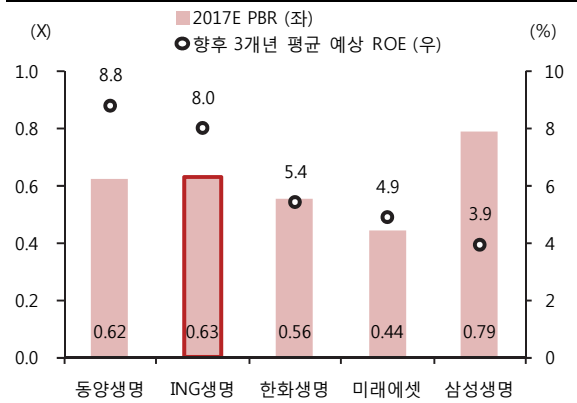
*주당 지표는 액면분할 감안한 수치이며 현재 주가는 공모가 기준으로 작성

Contents

1. Summary	3
2. Valuation	4
3. 투자포인트: 양호한 재무안정성이 담보하는 높은 배당매력도	7
(1) 자본: 높은 자본비율 긍정적, 높은 금리민감도는 유의할 점	7
(2) 배당: 6%대의 배당수익률은 충분히 매력적	10
(3) 운용자산: 채권+대출이 95% 이상, 안정적인 포트폴리오	12
(4) 보험부채: 과거 계약 부담은 상대적으로 낮아	14
(5) 이익: 대형 생명보험사 대비 높은 수준의 ROE 기대	16

1. Summary

ING 생명 vs. 상장 생보사 2017E PBR 및 향후 3 개년 기대 ROE



자료: FnGuide, SK 증권

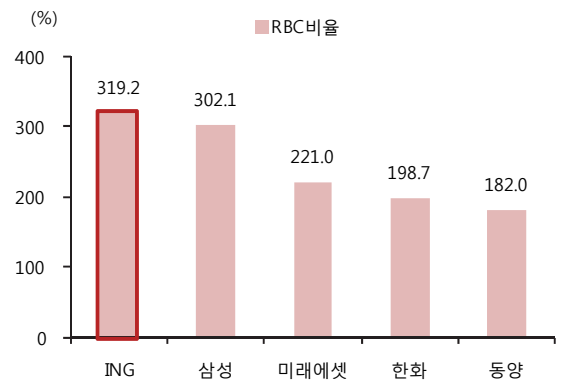
주: ING 생명은 공모가 대비 SK 증권 추정치, 그 외 FnGuide 컨센서스 적용

▷ ING 생명의 공모가는 33,000 원으로 SK 증권의 2017 년 말 BPS 추정치 52,587 원 대비 0.63X 의 PBR 예상. 이는 업종 대표주인 삼성생명 외의 다른 생보사 대비 높은 valuation 수준

▷ ING 생명의 경우 여타 대형 생보사 대비 높은 8% 이상의 ROE 를 유지해왔으며, 향후에도 8% 수준의 ROE 가 기대된다는 점과 높은 기대 배당수익률을 고려할 때, 추가적인 주가 상승여력이 존재하는 것으로 판단

▷ ING 생명의 목표 PBR 0.77X 를 12m fwd. BPS 53,496 원에 적용한 목표주가 41,500 원을 신규 제시하며, 투자 의견 BUY 로 커버리지를 개시함

RBC 비율: 높은 자본비율, 금리 상승 시의 리스크는 존재



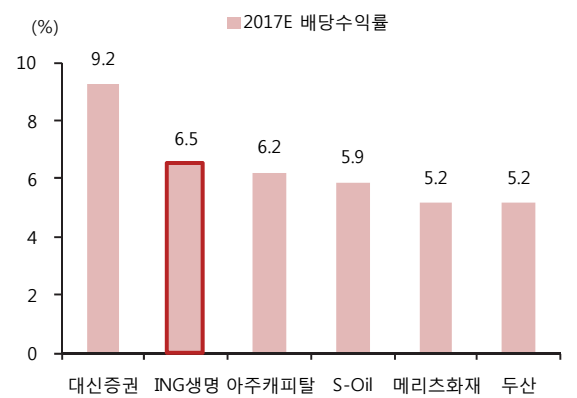
자료: 금융감독원 SK 증권

▷ ING 생명의 2016 년 말 RBC 비율은 319.2%로 상장 생명보험사 중 가장 높은 수준 (생명보험업계 내 3 위)

▷ 이는 ING 생명에 대한 투자 안정성을 높여주는 요인으로 판단. ING 생명은 듀레이션 갭이 +2.4 년으로 나타나, 연내 시행세칙 강화에 따른 보험부채 듀레이션 증가에도 타사 대비 양호한 자본비율 방어가 가능할 것으로 전망

▷ 다만 ING 생명의 자본 중 매도가능증권 평가손익 비중은 41%로 여타 상장 보험사 대비 높은 수준. 향후 금리 상승 시 자본 감소 리스크가 존재하는 것으로 판단

최고의 배당수익률: 안정적인 배당 투자를 원한다면...



자료: FnGuide, SK 증권

주: ING 생명은 공모가 대비 SK 증권 추정치, 그 외 FnGuide 컨센서스 적용

▷ ING 생명은 과거 3 개년 45~69% 수준의 배당성향을 기록했으며, 상장 이후에도 50% 이상으로 유지할 계획

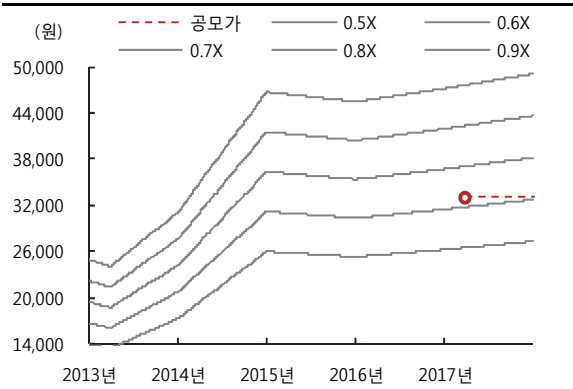
▷ SK 증권은 ING 생명의 향후 배당성향을 53% 수준으로 가정했으며, 이때 2017 년 기대 배당수익률은 공모가 대비 6.5%로 추정

▷ 이는 시가총액 4,000 억원 이상의 상장사 중 두번째로 높은 배당수익률로, ING 생명의 안정적인 포트폴리오 및 ROE 8% 수준의 수익성을 고려할 때 배당 투자로서의 매력도가 높은 것으로 판단

2. Valuation

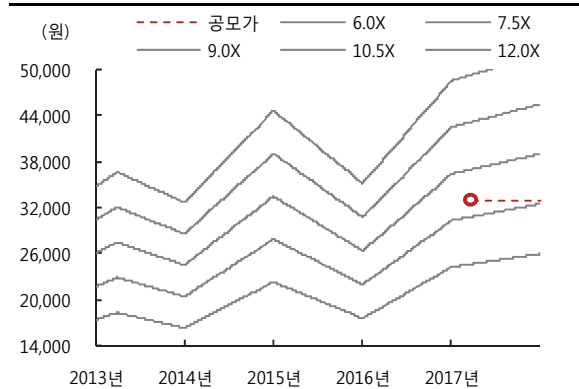
SK 증권은 금일 상장한 ING 생명에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 41,500 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. ING 생명의 공모가 33,000 원 기준으로 2017 년 말 예상 PBR 은 0.63X 로 삼성생명의 0.78X 보다 낮지만 한화생명의 0.56X 보다 높은 수준이다. 이에 따른 고평가 논란도 존재했으나, ING 생명의 향후 3 개년 평균 예상 ROE 는 8.0%로 대형 생명보험사 대비 높은 수익성이 기대된다는 점과 2017 년 기대 배당수익률이 공모가 대비 6.5%의 높은 수준임을 감안하면 추가적인 주가 상승여력이 존재하는 것으로 판단한다.

ING 생명의 PBR Band chart



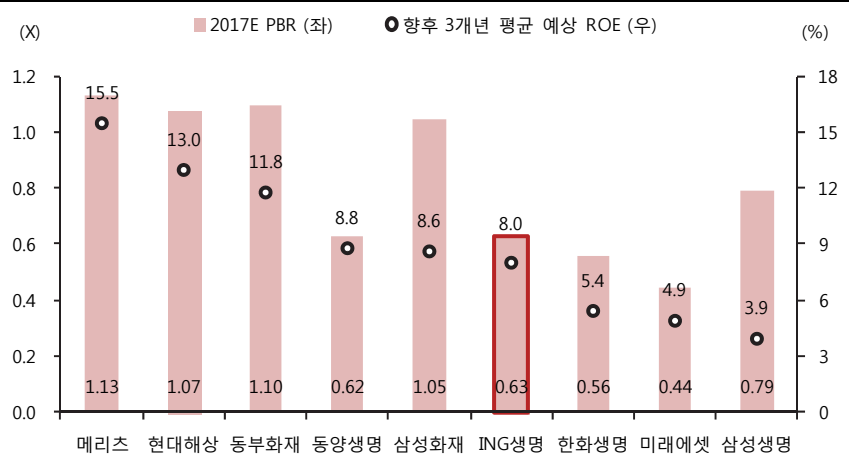
자료: SK 증권

ING 생명의 PER Band chart



자료: SK 증권

주요 보험사별 2017E PBR 및 향후 3 개년 평균 ROE 비교



자료: FnGuide, SK 증권

주: ING 생명은 공모가 대비 SK 증권 추정치, 그 외 FnGuide 컨센서스 적용

SK 증권은 ING 생명의 목표주가 산정 시, ROE 를 COE 로 할인하여 이론적 PBR 을 산출한 후 보험업종의 자본규제 불확실성을 감안해 valuation 할인을 15%를 적용했다. 이를 통해 산출한 목표 PBR 0.77X 를 12 개월 forward BPS 53,496 원에 적용한 목표 주가 41,500 원을 신규 제시하며, 공모가 대비 상승여력을 감안해 투자 의견 BUY 를 제시한다.

ING 생명의 목표주가 산출식

항목	단위	ING생명	비고
자기자본비용 (CoE)	%	8.8	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	%	1.7	(b): 국고채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	%	9.7	(c)
Beta (β)		0.7	(d): 생명보험사 평균 beta
Average ROE	%	8.0	(e): ING생명의 2016년~2018년 기대 ROE 평균
영구성장률	%	0.0	(f)
이론적 PBR	X	0.91	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인률)	%	(15.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	X	0.77	(i): (g)*(h)
수정 BPS	원	53,496	(j): ING생명의 12개월 forward BPS
목표주가	원	41,500	(k): (i)*(j)
현재 주가	원	33,000	(l): 공모가 임시적용
상승여력	%	25.8	

자료 SK 증권

ING생명 및 주요 상장 보험사별 valuation table

	ING생명	삼성생명	한화생명	동양생명	삼성화재	동부화재	현대해상	메리츠화재	한화손보
투자의견	BUY								
목표주가 (원)	41,500								
현재주가 (원)	33,000	113,500	6,300	10,400	268,500	62,800	33,250	15,750	7,040
상승여력 (%)	25.8								
EPS (원)									
2015	3,717	6,056	576	1,403	15,479	5,829	2,274	1,617	1,050
2016	2,936	10,271	363	51	16,630	6,641	4,471	2,371	1,237
2017E	4,046	6,801	536	1,370	20,142	7,357	4,513	2,507	1,414
2018E	4,331	6,989	569	1,397	20,331	7,713	4,790	2,599	1,592
2019E	4,522	6,530	586	1,345	21,850	8,203	5,037	2,742	1,858
BPS (원)									
2015	51,961	126,071	10,934	18,652	223,835	52,434	27,653	13,938	9,488
2016	50,578	143,773	10,451	17,169	244,517	56,406	31,271	14,958	9,749
2017E	52,587	154,978	11,217	15,845	264,313	63,132	35,654	16,226	10,958
2018E	54,768	160,632	11,732	16,694	280,126	70,084	39,528	17,849	12,112
2019E	56,990	152,777	12,512	17,550	292,606	76,714	42,805	19,150	14,586
ROE (%)									
2015	8.6	5.3	5.8	8.2	8.1	11.7	8.6	11.9	13.1
2016	5.7	8.2	3.8	0.3	8.1	12.3	15.4	16.6	12.9
2017E	7.8	4.9	5.5	9.5	9.0	12.4	13.7	16.2	13.7
2018E	8.1	4.8	5.5	8.8	8.4	11.7	12.9	15.3	13.8
2019E	8.1	4.5	5.3	8.0	8.5	11.2	12.4	14.9	13.9
PER (x)									
2015	n/a	18.2	12.8	8.3	19.9	12.1	15.9	10.0	7.4
2016	n/a	11.0	18.0	251.1	16.2	9.4	7.1	6.5	5.8
2017E	8.2	16.7	11.7	7.6	13.3	8.5	7.4	6.3	5.0
2018E	7.6	16.2	11.1	7.4	13.2	8.1	6.9	6.1	4.4
2019E	7.3	17.4	10.7	7.7	12.3	7.7	6.6	5.7	3.8
PBR (x)									
2015	n/a	0.87	0.68	0.62	1.37	1.34	1.30	1.16	0.82
2016	n/a	0.78	0.62	0.74	1.10	1.11	1.01	1.02	0.74
2017E	0.63	0.73	0.56	0.66	1.02	0.99	0.93	0.97	0.64
2018E	0.60	0.71	0.54	0.62	0.96	0.90	0.84	0.88	0.58
2019E	0.58	0.74	0.50	0.59	0.92	0.82	0.78	0.82	0.48

자료: FnGuide, SK 증권

주: ING 생명은 공모가 및 SK 증권 추정치, 그 외 FnGuide 컨센서스

3. 양호한 재무안정성이 담보하는 높은 배당매력도

금일 (5월 11일) 상장되는 ING 생명은 신주 발행 없이 발행주식 8,200 만주 중 3,350 만주 (40.9%)의 구주매출 형태로 거래소에 신규 상장되며, 공모가 33,000 원 기준 예상 시가총액은 2 조 7,060 억원이다. 최대주주는 사모펀드인 MBK 파트너스이며 자본율은 100%에서 상장 후 59.1%로 하락한다. ING 생명은 생명보험업계 내 총자산 규모 5 위 (2016 년 말 30.7 조원, 대형 3 사) 농협(ING)로 여타 대형 생보사 대비 양호한 재무구조를 갖추고 있다. 특히 운용자산과 보험부채의 구조가 안정적이며, 이에 따라 수익성의 큰 변동은 나타나지 않을 것이라고 판단한다. 결국 높은 재무안정성을 바탕으로 한 높은 안정적인 배당 매력도가 향후 ING 생명의 핵심 투자포인트가 될 전망이다.

ING 생명의 주요 지표 현황 및 생명보험업계 내 순위

	2016년 말 (십억원)	업계 내 순위 (위)
자산총계	30,669	5
운용자산	23,984	5
자본총계	4,147	4
수입보험료	4,058	9
세전이익	315	6
RBC비율 (%)	319.2	4

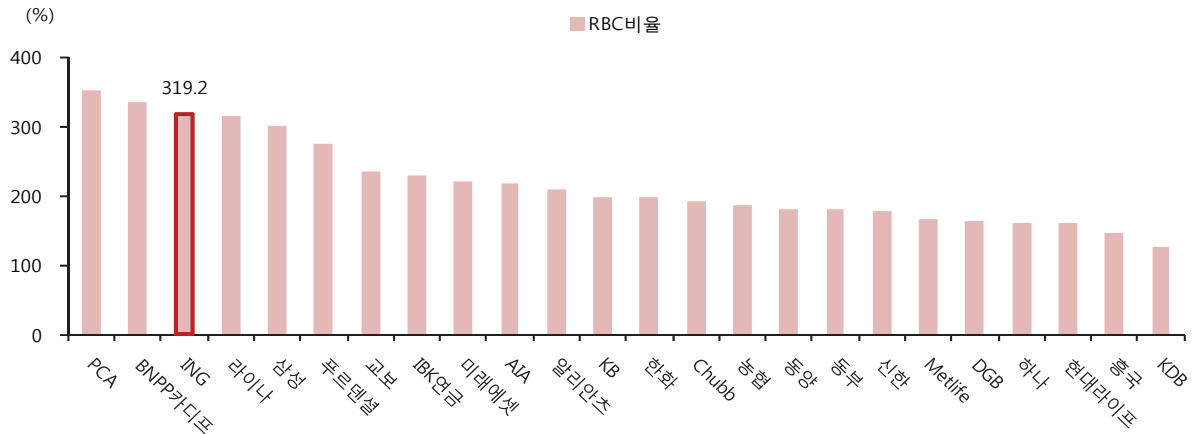
자료: 금융감독원 SK 증권

(1) 자본: 높은 자본비율 긍정적, 높은 금리민감도는 유의할 점

ING 생명의 RBC 비율은 2016 년 말 기준 319.2%로 생명보험업계 내에서 3 번째, 상장 생명보험사 중에서는 가장 높은 수준을 기록했다. 2014 년 이후 꾸준히 300% 이상의 RBC 비율을 유지하는 등 양호한 자본적정성을 갖추고 있다. 감독규제 강화를 앞두고 보험업계 전반의 불확실성이 확대되는 가운데, 높은 자본비율은 ING 생명에 대한 투자 안정성을 높여주는 요인인 것으로 판단한다.

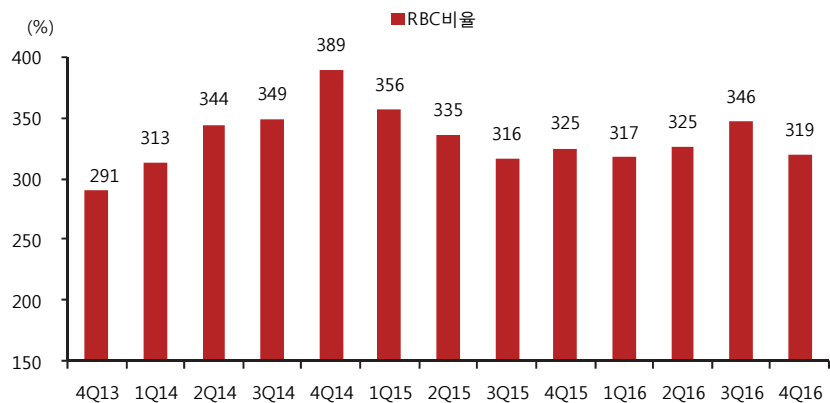
또한 다른 상장 보험사 대비 자산-부채 듀레이션 매칭률이 높다는 점도 강점이다. ING 생명의 2016 년 말 듀레이션 갭은 +2.4 년이며, 주요 상장 보험사 중 가장 긴 자산 듀레이션 (8.9 년)을 갖고 있다. 오는 6 월 초 개정될 보험업감독업무시행세칙에 따라 이번 상반기 말 (또는 연말로 연기될 가능성 존재) 보험부채 듀레이션 세부 산출식이 변경되면서 부채 듀레이션이 증가할 예정이므로, ING 생명의 현재 positive gap 은 금리리스크 관리(듀레이션 갭 절댓값 축소)에 긍정적으로 전망된다.

생명보험사별 2016년 말 RBC 비율



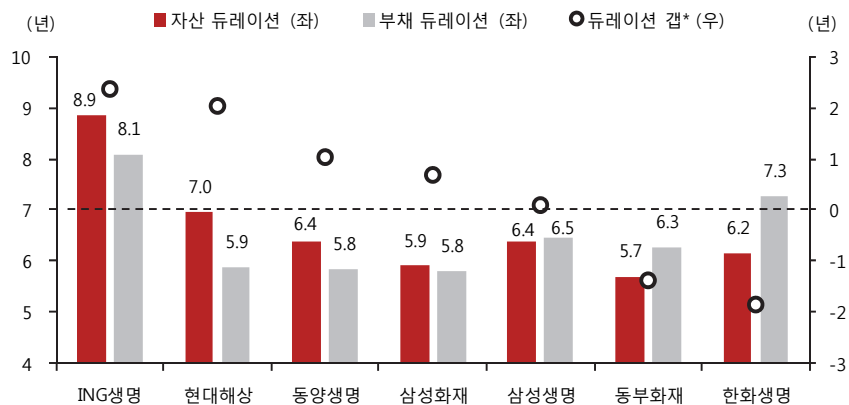
자료: 금융감독원 SK 증권

ING 생명의 RBC 비율 시계열



자료: 금융감독원 SK 증권

주요 보험사별 2016년 말 자산-부채 듀레이션: 가장 높은 positive gap



자료: 생명보험협회, 손해보험협회 SK 증권

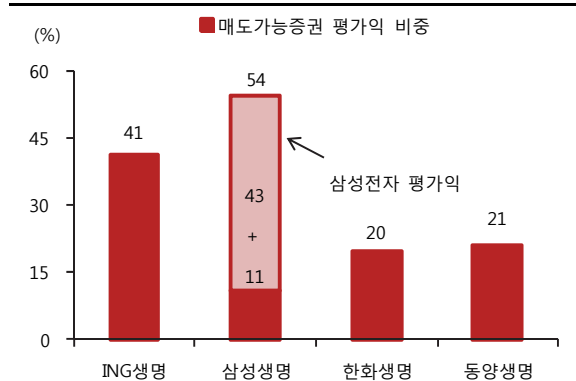
주: RBC 기준 듀레이션 *듀레이션 갭은 보험부채와 금리부자산 규모를 고려하여 산출

다만 리스크 요인도 존재한다. ING 생명의 RBC 비율은 업계 최고 수준이지만 금리에 대한 민감도도 타 보험사 대비 높은 수준으로 판단된다. 이차부자산 비중이 높고, 만기 보유증권을 매도가능증권으로 전환한 바 있어 금리 상승 시 채권 평가손 발생의 익스포저가 상대적으로 크기 때문이다.

ING 생명은 4Q15 중 만기보유채권 5 조원을 전액 매도가능증권으로 전환하면서 매도가능증권 평가익이 1.5 조원 수준 증가했으며, 자본의 금리민감도가 확대되었다. 2016년 말 총자본에서 매도가능증권 (주로 채권) 평가익이 차지하는 비중은 41%로 타 보험사보다 2 배 가량 높은 수준이다 (삼성생명은 평가익 비중 54% 중 삼성전자 지분 평가익 43% 수준). 금리가 10bp 상승하면 ING 생명의 매도가능증권 평가익은 1,500 억원 감소한다. RBC 비율로는 10.9%p 의 하락폭이 예상돼 다른 상장사보다 금리에 따른 RBC 비율 변동성이 높은 것으로 나타났다. 또한 자산 듀레이션이 높은 것은 과거부터 매입한 장기채 영향이라고 판단되며, 금리 상승기의 순자산가치 감소도 상대적으로 클 것으로 추정된다.

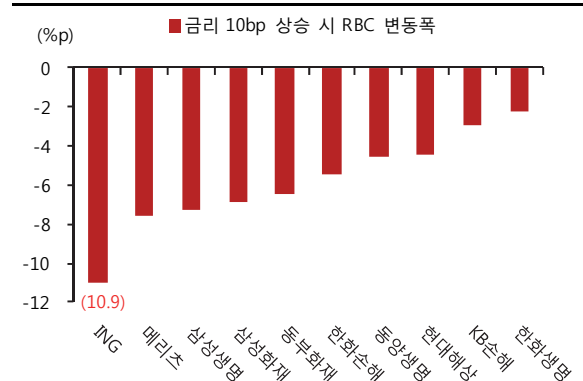
결국 시장금리의 방향성 및 기울기에 보다 민감한 구조인 것으로 판단한다. 다만 자산 및 부채의 구조가 안정적이기 때문에, 금리가 급변하지 않는다면 안정적인 이익 창출이 가능할 것으로 전망한다.

주요 생명보험사별 자본 내 매도가능증권 평가익 비중



자료: 각 사, 금융감독원 SK 증권

금리 10bp 상승 시, 주요 보험사별 RBC 비율 변동폭 추정



자료: 전자공시시스템 SK 증권

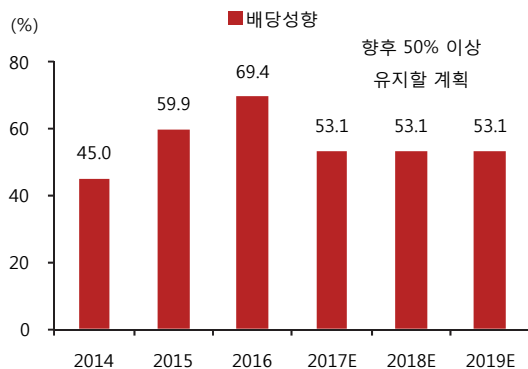
주: 2016년 말 기준으로 금리 상승에 따른 매도가능증권 평가손만을 반영
한화생명은 만기보유증권 → 매도가능증권 재분류 완료 가정

(2) 배당: 6%대의 배당수익률은 충분히 매력적

ING 생명의 가장 확실한 투자포인트는 배당 매력에 있는 것으로 판단한다. 과거 3 개년 45~69%의 배당성향을 기록한 ING 생명은 상장 이후에도 배당성향을 50% 이상 유지하겠다고 밝혔으며, 최대주주가 사모펀드(지분율 59.1%)인 점을 고려하면 적극적인 배당 유인이 큰 것으로 판단한다. SK 증권에 따르면 2017 년 배당성향을 53.1%로 가정할 때 주당 배당금은 2,150 원이며, 공모가 기준 6.5%의 배당수익률이 예상된다. 이는 시가총액 4,000 억원 이상의 상장사 중 두번째로 높은 배당수익률로 매우 높은 수준의 배당 매력을 보유한 것으로 판단한다.

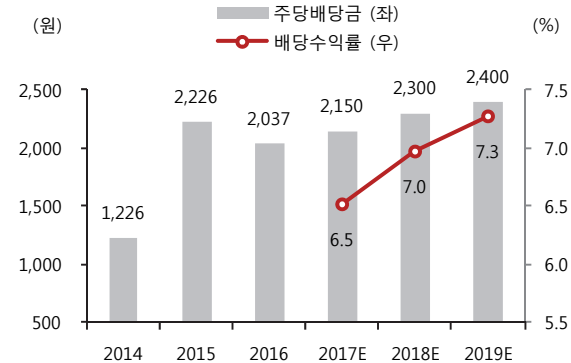
물론 이러한 적극적인 배당은 ING 생명의 높은 자본비율이 유지될 때 가능하다. SK 증권은 4Q16 과 같은 금리의 급상승이 재현되지 않는 한, 자본비율 우위를 통한 고배당이 지속될 수 있다고 전망한다. 이는 1) 양 (+)의 듀레이션 갭으로 현 RBC 의 제도 강화에 따른 금리리스크 확대 우려가 상대적으로 제한적이고, 2) 향후 보험부채 시가평가에 대한 부담이 타 생명보험사 대비 낮으며 (15 페이지 LAT 결과 참고), 3) 투자 포트폴리오가 단순해 이익의 안정성이 높다고 판단되기 때문이다. ING 생명은 안정적인 배당 투자를 지향하는 투자자에게 매력적인 대안이 될 것으로 전망한다.

ING 생명의 배당성향 전망



자료: 전자공시시스템 SK 증권

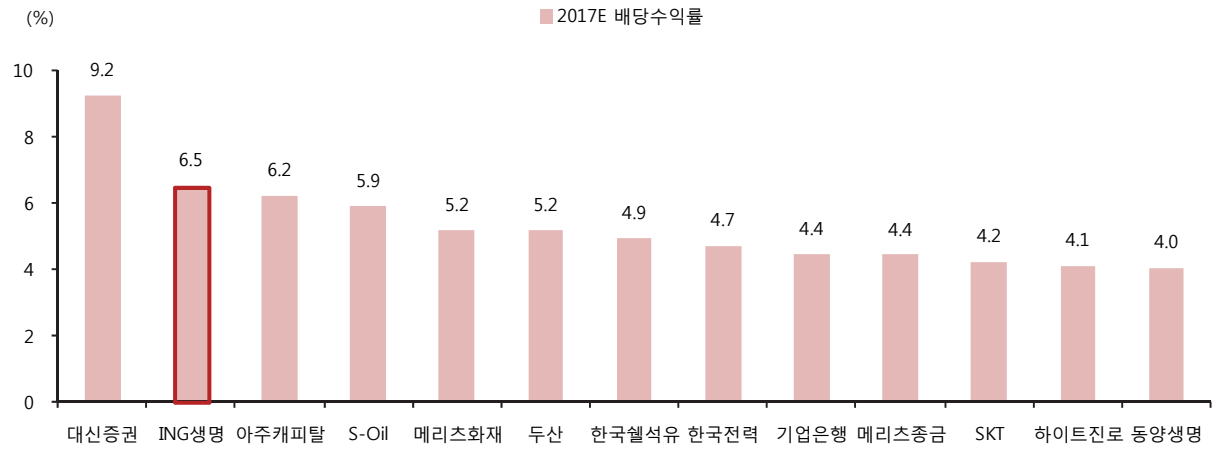
ING 생명 주당 배당금 및 배당수익률 전망



자료: 전자공시시스템 SK 증권

주: 배당수익률은 공모가 기준

KOSPI 및 KOSDAQ 상장사 2017년 기대 배당수익률 상위 12개사



자료: FnGuide SK증권

주: 시가총액 4,000억원 이상 대상, ING생명은 SK증권 추정치, 그 외 FnGuide 컨센서스 적용

ING생명의 2017년 이익증가율 및 배당성향 가정에 따른 배당수익률 변화

이익증가율 (% YoY) 배당성향 (%)	0	10	20	30	37.8	40
45	4.0	4.4	4.8	5.2	5.5	5.6
50	4.4	4.9	5.3	5.8	6.1	6.2
53.1	4.7	5.2	5.7	6.1	6.5	6.6
55	4.9	5.4	5.9	6.4	6.7	6.9
60	5.3	5.9	6.4	6.9	7.4	7.5

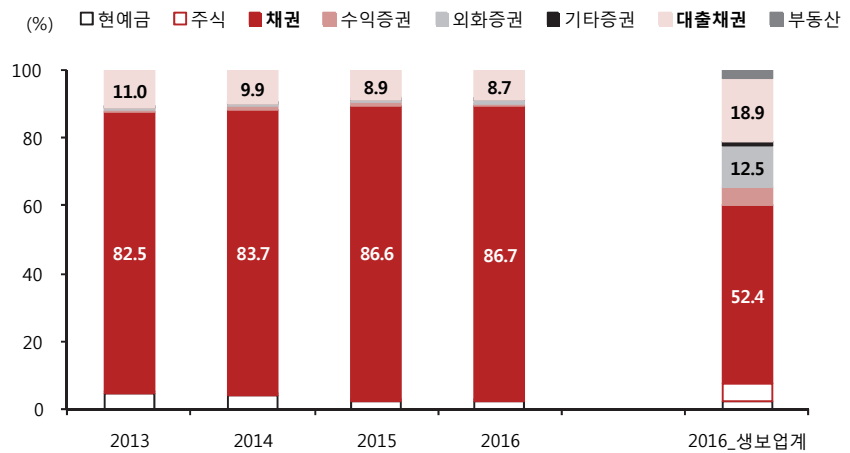
자료: SK증권

주: 테두리는 SK증권 추정치

(3) 운용자산: 채권+대출이 95% 이상, 안정적인 포트폴리오

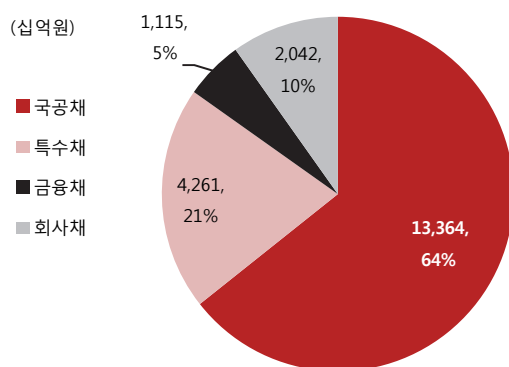
ING 생명의 운용자산 구조는 비교적 단순하다. 채권이 85% 이상, 대출채권이 8~9% 수준을 차지하면서 전체 운용자산의 95% 수준을 구성하고 있다. 수익증권 및 외화유가증권의 비중이 2%를 하회해 생명보험업계 (18%) 대비 크게 낮은 수준이다. 특히 보유 채권의 85%가 국채 및 특수채이며, 대출채권의 91%가 보험약관대출로 구성되어 있어 운용자산 포트폴리오의 안정성은 상당히 높은 수준인 것으로 판단한다.

ING 생명의 운용자산 구성비: 업계와 비교해 높은 채권 의존도



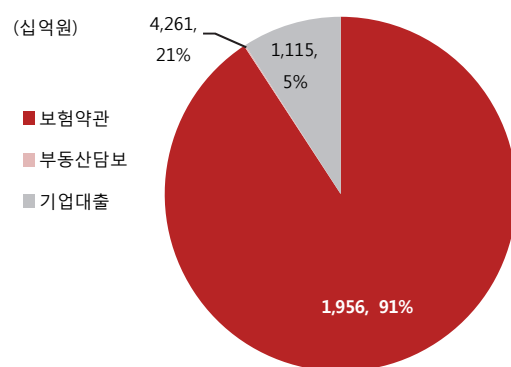
자료: 금융감독원 SK 증권

ING 생명의 2016 년 말 보유 채권 종류



자료: 금융감독원 SK 증권

ING 생명의 2016 년 말 보유 대출채권 종류

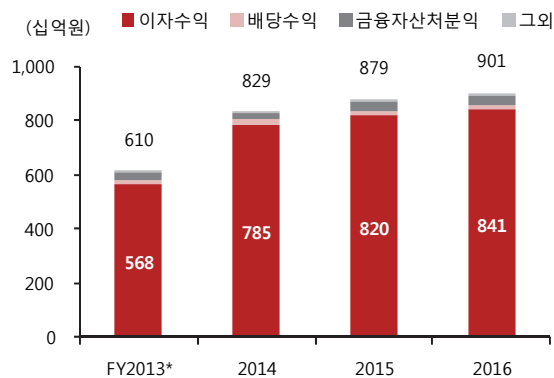


자료: 금융감독원 SK 증권

이에 따라 ING 생명의 투자수익은 대부분이 이자수익으로 구성되어있다. 2016 년 투자 수익 9,007 억원 중 이자수익은 8,413 억원으로 90% 이상을 차지해 다른 상장 생명보험사 대비 두드러지게 높은 이자수익 의존도를 보였다.

한편 채권 보유량은 많지만 매각익은 많지 않았다. ING 생명의 매도가능증권 처분익은 연간 300 억원 내외로 보유 중인 매도가능증권 규모 대비 0.1~0.2%에 불과했다. 이는 금리 하락기에 채권 매각을 통한 이익 실현으로 투자수익률을 방어했던 여타 보험사와는 다른 행보인데, 그럼에도 불구하고 2016 년 중 3% 중후반의 투자수익률을 기록했다. 상대적으로 높은 자산 듀레이션까지 고려하면, 금리 수준이 높았던 과거에 장기채권을 매입한 이후 지속 보유함에 따라 수익성 방어가 일부 가능했을 것으로 추정된다.

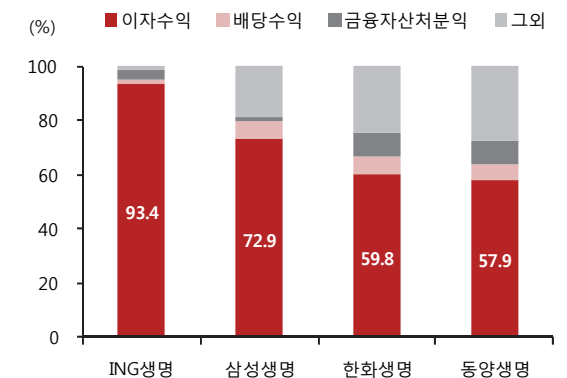
ING 생명의 투자수익 구성: 90% 이상이 이자수익으로 구성됨



자료: 생명보험협회, SK 증권

주: *FY2013 9개월분

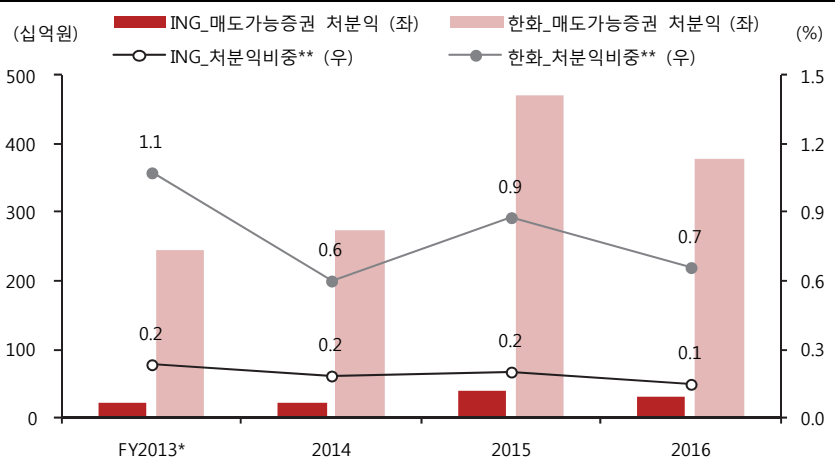
주요 생보사 투자수익 구성: 상대적으로 높은 이자수익 의존도



자료: 생명보험협회, 각 사, SK 증권

주: 별도 기준

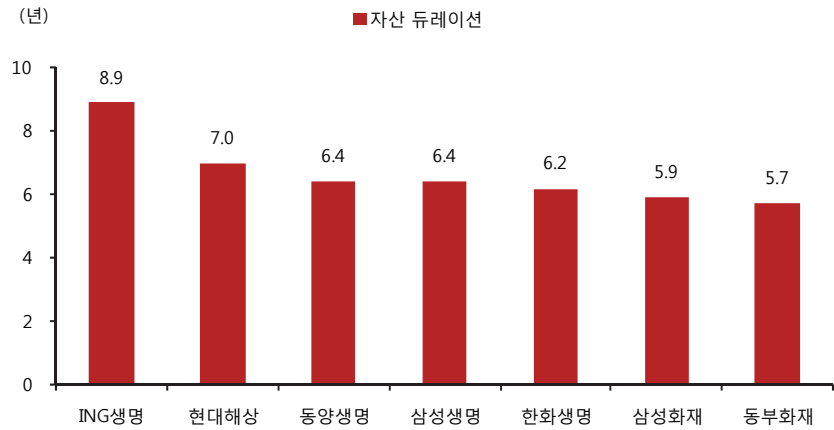
ING 생명 및 한화생명의 매도가능증권 처분익 추이: 상대적으로 적은 ING 생명의 채권 처분익



자료: 생명보험협회, 각 사, SK 증권

주: *FY2013 9개월분 **보유 매도가능증권 규모 대비 매도가능증권 처분익 비중

주요 보험사별 2016 년 말 자산 듀레이션: 상대적으로 높은 ING 생명의 자산 듀레이션

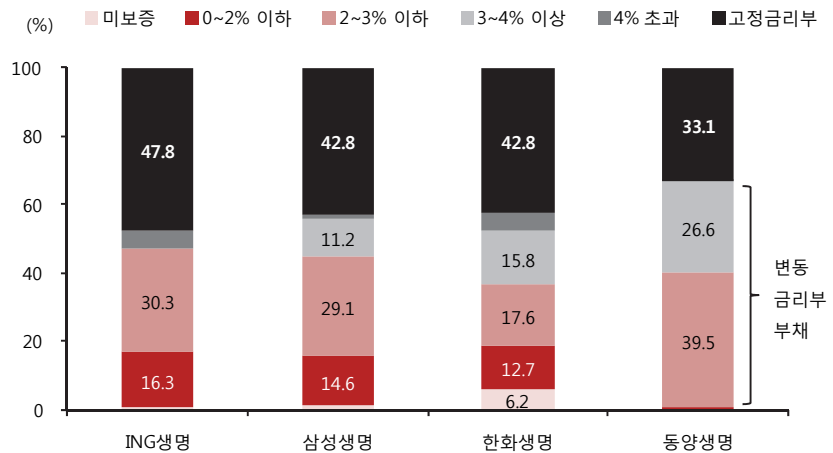


자료: 생명보험협회 각 사, SK 증권

(4) 보험부채: 과거 계약 부담은 상대적으로 낮아

ING 생명의 과거 고금리 계약에 따른 보험부채 부담은 대형 생명보험사 대비 상대적으로 낮은 것으로 판단한다. 고정금리부 부채 비중은 47.8%로 타사 대비 높지만, 6% 이상의 고금리 확정부채 비중은 10.2%로 대형 생명보험사의 30%대보다 낮게 나타났다.

주요 상장 생명보험사별 최저보증이율 구간별 보험료적립금: 보증이율 3% 이하가 47% 차지

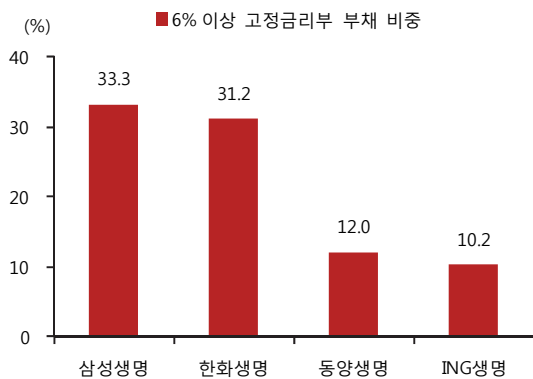


자료: 생명보험협회 SK 증권

주: 2016 년 말 기준

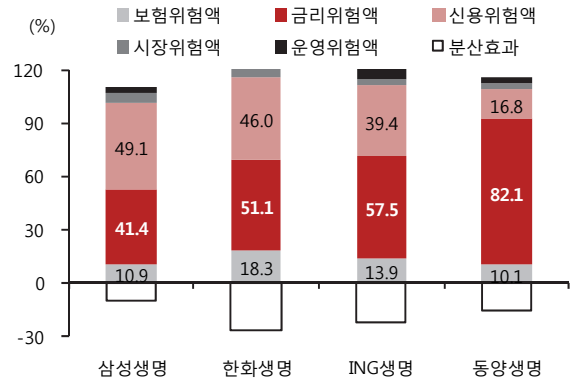
ING 생명의 2016 년 말 LAT 결과는 3 조원의 잉여로 나타났으며, 항목별 잉여금과 상계 처리하지 않을 경우의 LAT 결손금 합계는 3,742 억원으로 자기자본의 9%에 불과해 장기계약 부담이 낮은 손해보험사와 유사한 수준을 기록했다. 고금리 계약의 비중이 낮은 만큼 다른 상장 생보사 대비 부채 시가평가에 대한 우려는 낮을 것으로 추정된다.

주요 생명보험사별 고금리 (6% 이상) 고정금리부 부채 비중



자료: 각 사, SK 증권
주: 3Q16 말 기준

주요 생명보험사의 지급여력 리스크별 비중



자료: 생명보험협회, SK 증권

ING 생명의 2016 년 말 보험부채 적정성 평가 (LAT) 결과

(단위: 십억원)		평가대상준비금 (A)	LAT 평가액 (B)	잉여(결손)금액 (A-B)
금리확정형	유배당	695	736	(40)
	무배당	8,233	6,751	1,482
금리연동형	유배당	1,094	1,428	(334)
	무배당	8,797	8,319	478
변 액		(107)	(1,521)	1,414
총 계		18,713	15,714	2,999

자료: 생명보험협회, SK 증권

주요 보험사별 2016 년 말 보험부채 적정성 평가(LAT)에 따른 잉여(결손)금액

(단위: 십억원)		삼성생명	한화생명	ING생명	동양생명	삼성화재	동부화재	현대해상
금리확정형	유배당	(22,731)	(7,116)	(40)	(1,172)	(60)	(61)	(401)
	무배당	(7,189)	(2,712)	1,482	572	(471)	3	(183)
금리연동형	유배당	(577)	(336)	(334)	(9)	105	96	38
	무배당	25,470	7,386	478	1,063	7,897	8,960	7,846
그 외*		9,192	4,650	1,414	542	643	208	237
총 계		4,165	1,871	2,999	996	8,114	9,207	7,538
미상계 시 결손금 합계 (A)		(30,498)	(10,165)	(374)	(1,181)	(531)	(61)	(584)
자본 규모 (별도, B)		24,344	8,153	4,147	1,786	10,881	3,964	2,758
IA/BI (%)		125.3	124.7	9.0	66.1	4.9	1.5	21.2

자료: 금융감독원 SK 증권

주: *생보사는 변액 손보사는 일반 및 자동차 합계

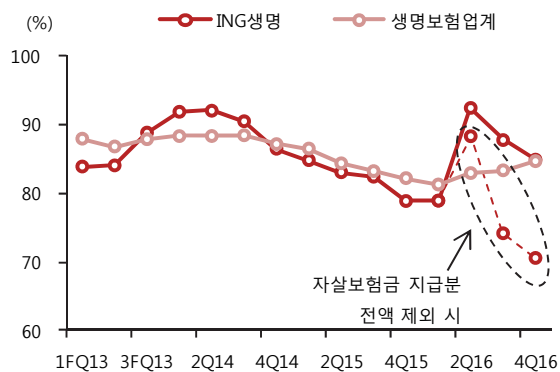
(5) 이익: 대형 생명보험사 대비 높은 수준의 ROE 기대

ING 생명의 당기순이익은 2014 년의 인력 구조조정 비용, 2016 년의 자살보험금 지급분을 제외하면 3,000 억원 내외를 기록해 8~9% 수준의 정상적 ROE 를 시현했으며, 2017 년은 실적 정상화로 3,317 억원 (+37.8% YoY)의 순이익을 기록할 전망이다.

위험손해율은 자살보험금 영향 제외 시 70% 후반대로 2014 년부터 지속적인 하향 안정화 추세를 보이고 있다. 2014 년 인력 조정 이후 수입보험료 대비 사업비용은 8~9% 수준을 나타냈으며, 만기가 긴 안전자산 중심의 포트폴리오를 통해 투자수익률은 3% 중반대를 기록했다. 대부분의 자산이 채권과 보험약관대출로 이루어진 구조상 투자영업 수익성은 안정적인 흐름을 지속할 것으로 전망한다.

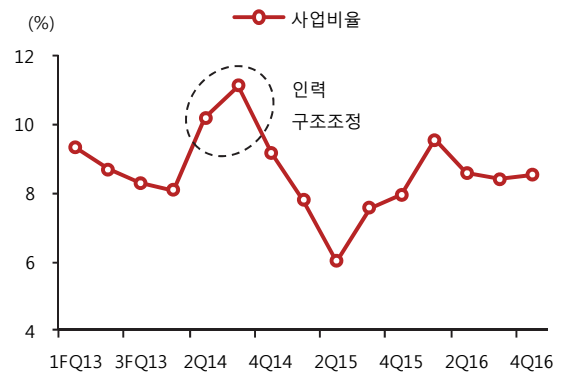
ING 생명의 ROE 는 FY2012 이후 2016 년까지 정상적 ROE 7~8%대를 유지했는데, 이는 대형 생보사 대비 높은 수준이며 동양생명 대비 변동성은 낮아 상대적으로 안정적이고 높은 수익성을 보유한 것으로 판단한다. 안정화된 위험손해율이 유지된다면 향후에도 8% 내외의 ROE 수준은 지속될 것으로 예상하며, 이는 자본비용을 우위와 더불어 ING 생명의 배당 매력도를 제고하는 요인이 될 것으로 판단한다.

ING 생명 및 생보업계의 위험손해율 추이: 하향 안정화 추세



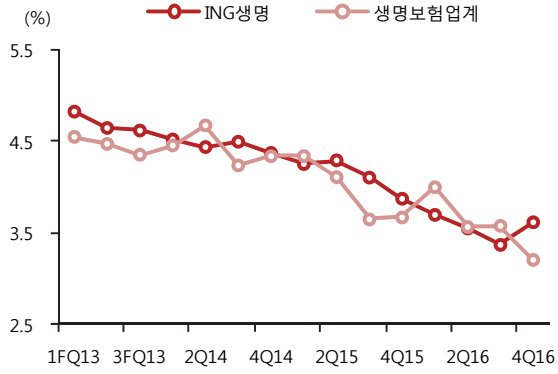
자료: 금융감독원 SK 증권
주: 직전 4개 분기 trailing 기준

ING 생명의 사업비용 추이



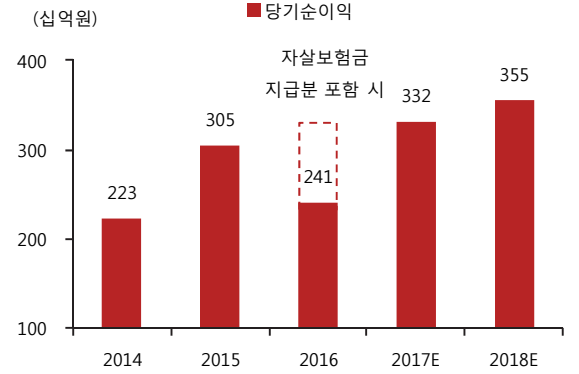
자료: 금융감독원 SK 증권

ING생명 및 생보업계의 투자수익률 추이



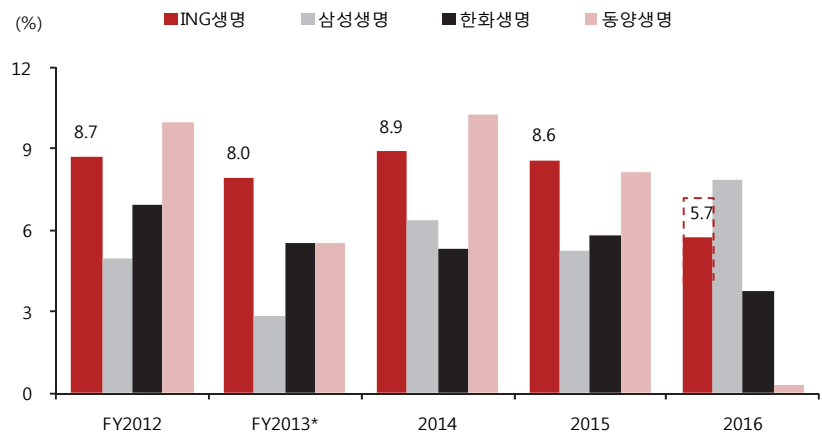
자료: 금융감독원 SK증권

ING생명의 연도별 당기순이익 추이 및 전망



자료: 금융감독원 SK증권

ING생명 및 상장 생해보험사 ROE 비교: 상대적으로 높고 안정적인 수익성



자료: 금융감독원 각 사 SK증권

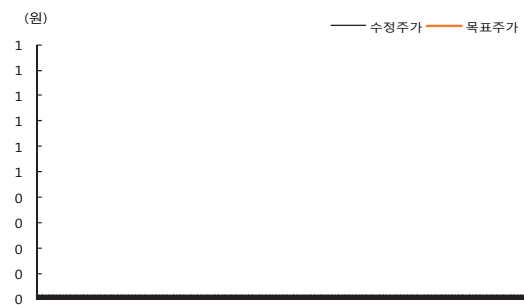
주: 점선은 자살보험금 지급 영향 제외 시, *FY2013 9개월분

투자의견변경

일시

투자의견

목표주가



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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 5 월 10 일 기준)

매수	95.07%	중립	4.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	22,738	23,984	26,530	28,193	29,913
현금 및 예치금	597	565	1,560	1,508	1,587
유가증권	20,123	21,329	22,566	24,130	25,675
주식	132	98	103	107	111
채권	19,692	20,782	21,822	22,971	24,258
수익증권	214	214	231	248	265
외화유가증권	82	218	393	786	1,022
기타유가증권	4	16	17	18	19
대출채권	2,018	2,089	2,404	2,555	2,651
부동산	0	0	0	0	0
비운용자산	1,303	1,332	1,372	1,413	1,455
특별계정자산	5,515	5,353	5,246	5,141	5,038
자산총계	29,556	30,669	33,147	34,747	36,407
책임준비금	18,458	19,878	21,292	22,733	24,234
보험료적립금	17,844	19,232	20,588	21,967	23,418
계약자지분조정	248	213	235	244	254
기타부채	1,022	1,019	2,005	2,081	2,152
특별계정부채	5,567	5,411	5,303	5,197	5,093
부채총계	25,295	26,521	28,835	30,256	31,733
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	497	498	498	498	498
이익잉여금	1,708	1,766	1,931	2,110	2,292
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	1,974	1,801	1,801	1,801	1,801
자본총계	4,261	4,147	4,312	4,491	4,673
부채와자본총계	29,556	30,669	33,147	34,747	36,407

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	4,500	4,058	4,075	4,125	4,246
일반계정	3,580	3,142	3,142	3,173	3,274
특별계정	919	915	934	952	971
보험손익	1,615	795	935	966	998
보험영업수익	3,683	3,250	3,252	3,285	3,389
보험료수익	3,580	3,142	3,142	3,173	3,274
재보험수익	103	108	110	112	114
보험영업비용	2,068	2,455	2,317	2,319	2,391
지급보험금	1,379	1,723	1,569	1,573	1,616
재보험비용	118	122	124	127	129
사업비	328	355	368	372	383
신계약비상각비	241	254	255	246	261
할인료	1	1	1	1	1
투자손익	827	852	842	871	921
책임준비금전입액	2,128	1,419	1,414	1,441	1,501
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	314	228	363	395	418
영업외이익	82	87	75	73	71
특별계정 수입수수료	115	115	123	121	118
특별계정 지급수수료	7	7	7	7	7
세전이익	396	315	438	469	489
법인세비용	91	74	106	113	118
당기순이익	305	241	332	355	371
지배주주 순이익					

성장률

12월 결산 (% YoY)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	15.6	3.8	8.1	4.8	4.8
운용자산	22.8	5.5	10.6	6.3	6.1
특별계정자산	(4.3)	(2.9)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
부채	11.2	4.8	8.7	4.9	4.9
책임준비금	13.0	7.7	7.1	6.8	6.6
자본	50.8	(2.7)	4.0	4.1	4.1
수입보험료	18.2	(9.8)	0.4	1.2	2.9
일반계정	29.2	(12.2)	(0.0)	1.0	3.2
특별계정	(11.1)	(0.4)	2.0	2.0	2.0
순사업비	(10.4)	8.2	3.6	1.2	2.9
투자영업이익	6.9	3.0	(1.2)	3.5	5.8
세전이익	35.7	(20.4)	38.9	7.1	4.4
순이익	36.4	(21.0)	37.8	7.1	4.4
지배주주 순이익					

자료: ING생명, SK증권 추정

주: 별도 재무제표 기준

주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	38.5	54.8	49.9	49.6	49.3
위험손해율	78.8	84.9	76.7	76.3	76.2
사업비용	7.3	8.7	9.0	9.0	9.0
투자이익률	4.1	3.7	3.4	3.2	3.2
수익성 (%)					
ROE	8.6	5.7	7.8	8.1	8.1
ROA	1.1	0.8	1.0	1.0	1.0
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	3,717	2,936	4,046	4,331	4,522
보통주 BPS	51,961	50,578	52,587	54,768	56,990
보통주 DPS	22,256	20,370	2,150	2,300	2,400
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	0.0	0.0	8.2	7.6	7.3
보통주 PBR (배)	0.0	0.0	0.6	0.6	0.6
배당성향	59.9	69.4	53.1	53.1	53.1
보통주 배당수익률	0.0	0.0	6.5	7.0	7.3