

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

Company Data

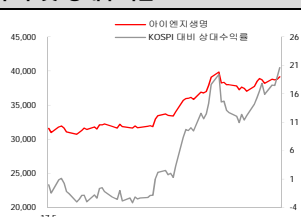
자본금	82 십억원
발행주식수	8,200 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	3,210 십억원
주요주주	
라이프투자 유한회사	59.14%

외국인지분률	34.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/08/10)	39,150 원
KOSPI	2359.47 pt
52주 Beta	0.72
52주 최고가	39,850 원
52주 최저가	30,750 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.1%	7.1%
6개월	%	%
12개월	%	%

아이엔지생명 (079440/KS | 매수(유지) | T.P 42,000 원(유지))

압도적 자본비율, 적극적 배당의지, 양호한 APE 성장

ING 생명의 2Q17 당기순이익은 984 억원 (+157% YoY)으로 SK 증권 추정치에 부합하는 실적을 기록. 2Q17 보장성 APE 는 679 억원 (+10.2% YoY)으로 견조한 증가율을 기록했으며, 양적 성장에 마진을 개선까지 더해져 보장성 신계약가치는 45.6% YoY 증가. 2Q17 말 RBC 비율은 523% (+235%p QoQ)로 상승했으며, 압도적 자본비율을 바탕으로 50% 이상의 배당성향 및 중간배당 등이 기대됨. 2017 년 배당성향 53% 가정 시 기대 배당수익률 5.4%로 높은 배당매력도를 지닌 것으로 판단

2Q17 당기순이익 984 억원 (+156.8% YoY)으로 당사 추정치에 부합

ING생명의 2Q17 별도 당기순이익은 984억원 (+156.8% YoY)으로 SK증권 추정치 및 시장 전망치를 각각 4.8%, 21.0% 상회하는 양호한 실적을 기록. 전년동기대비 높은 이익 성장을 시현한 원인은 위험손해율 개선에 있는 것으로 판단. ING생명의 2Q17 위험손해율은 72.9%로 자살보험금 지급 이슈가 존재했던 2Q16 대비 55.1%p 하락했는데, 기저효과를 제외해도 +4% YoY 수준의 사차이익 증가를 기록한 것으로 추산됨. 2Q17 보장성 APE는 679억원 (+10.2% YoY)으로 견조한 증가율을 기록했으며, 양적 성장에 마진을 개선까지 더해져 보장성 신계약가치는 45.6% YoY 증가. 2Q17 투자수익률은 3.7% (+0.1%p YoY)로 투자수익의 90% 이상이 이자수익인 안정적인 구조에도 불구하고 양호한 수익률을 기록

압도적 자본비율에 기반하는 적극적 배당의지는 확실한 투자포인트

ING생명의 2Q17 말 RBC비율은 523%로 전분기대비 235%p 상승. 보험부채 잔존만기 구간 (25년 및 30년) 신설에 따른 부채 듀레이션 상승이 동사에게는 오히려 금리리스크 축소의 기회가 된 것이 자본비율 상승의 원인 (기존 2년 이상의 (+) duration gap 보유). 업종 내 압도적으로 높은 자본비율을 바탕으로 50% 이상의 배당성향 (~2019년) 및 중간배당 계획을 밝히는 등 적극적 배당의지를 보이고 있는 점이 ING생명의 가장 확실한 투자포인트임. 2017년 배당성향 53.4% 가정 시 연간 DPS는 2,100원 (중간 500원, 기말 1,600원)으로 합산 5.4%의 배당수익률이 기대돼 높은 배당매력도를 지닌 것으로 판단. ING생명에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 42,000원을 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	3,805	4,500	4,058	4,136	4,180	4,314
YoY	%	0.0	18.2	-9.8	1.9	1.1	3.2
보험손익	십억원	795	1,615	795	886	904	958
투자손익	십억원	773	827	852	849	875	912
위험손해율	%	86.4	78.8	71.1	77.1	77.0	76.9
투자수익률	%	4.5	4.1	3.7	3.6	3.5	3.5
영업이익	십억원	195	314	228	320	336	371
YoY	%	0.0	61.1	-27.2	39.9	5.3	10.3
세전이익	십억원	292	396	315	425	445	478
순이익	십억원	223	305	241	322	337	362
YoY	%	0.0	36.4	-21.0	33.9	4.6	7.5
EPS	원	2,725	3,717	2,936	3,930	4,110	4,418
BPS	원	34,465	51,961	50,578	49,387	51,897	54,065
PER	배	0.0	0.0	0.0	10.0	9.5	8.9
PBR	배	0.0	0.0	0.0	0.8	0.8	0.7
ROE	%	8.9	8.6	5.7	7.9	8.1	8.3
배당수익률	%	0.0	0.0	0.0	5.4	5.8	6.2

ING생명 2Q17 별도 실적 요약

(단위: 십억원)	2Q17	2Q16	YoY (%)	1Q17	QoQ (%)	2Q17E	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
보험손익	198.8	165.1	20.4	227.7	(12.7)	207.6	(4.2)		
투자손익	220.2	211.6	4.1	212.8	3.5	209.8	5.0		
영업이익	96.3	10.7	795.7	79.4	21.3	95.5	0.8	77.2	24.7
세전이익	129.9	50.6	156.5	108.9	19.2	123.8	4.9	91.1	42.6
순이익	98.4	38.3	156.8	83.0	18.6	93.9	4.8	81.4	21.0

자료: ING생명, FnGuide, SK증권

주: 실적발표 직전일 FnGuide 컨센서스 기준

ING생명 별도 기준 분기별 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	2016			2017		QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	2016		YoY (%, %p)
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q			누적	누적	
전체 수입보험료	997	1,063	1,030	1,043	1,006	(3.5)	0.9	1,964	2,049	4.3
보장성	468	478	488	494	499	1.1	6.6	932	992	6.5
연금형	251	238	237	253	215	(15.0)	(14.5)	516	467	(9.4)
저축성	278	347	305	297	292	(1.5)	5.1	517	589	13.9
APE	156	230	189	181	146	(19.4)	(6.4)	292	327	11.9
보장성	62	74	80	75	68	(9.1)	10.2	126	143	13.0
연금형	14	19	18	31	16	(49.7)	8.1	32	46	43.7
저축성	80	137	91	75	62	(17.2)	(21.8)	134	138	3.2
보험영업수익	801	849	830	843	813	(3.5)	1.5	1,571	1,656	5.4
보험영업비용	636	629	619	615	614	(0.1)	(3.4)	1,207	1,229	1.9
보험손익	165	220	211	228	199	(12.7)	20.4	364	426	17.0
투자손익	212	207	220	213	220	3.5	4.1	424	433	2.0
책임준비금전입액	366	332	376	361	323	(10.6)	(11.8)	710	684	(3.7)
영업이익	11	94	55	79	96	21.3	795.7	79	176	123.7
영업외이익	40	3	22	30	34	13.8	(15.8)	62	63	1.8
세전이익	51	98	77	109	130	19.2	156.5	141	239	69.9
순이익	38	74	60	83	98	18.6	156.8	107	181	69.7
경영효율지표 (%)										
보험료지급율	59.7	54.0	53.8	53.4	56.4	3.1	(3.2)	55.9	54.9	(1.0)
위험손해율	128.0	62.8	67.9	80.8	72.9	(7.9)	(55.1)	104.7	76.8	(27.9)
사업비율	5.3	5.0	5.2	5.4	5.5	0.1	0.2	3.6	3.6	(0.0)
투자수익률	3.5	3.4	3.6	3.6	3.7	0.1	0.1	4.0	4.1	0.1

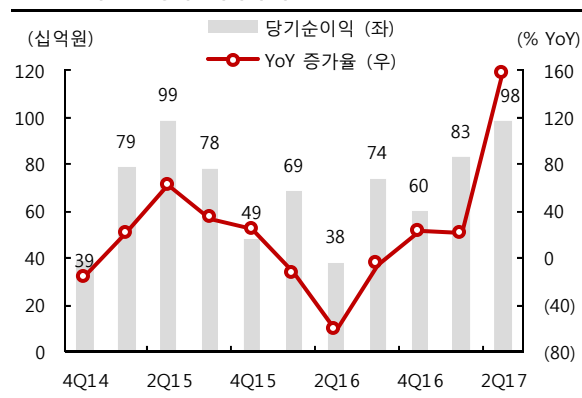
자료: ING생명, SK증권

ING 생명 별도 기준 운용자산 현황

(단위: 십억원)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	구성비 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
운용자산	24,415	24,953	23,984	24,119	24,299	100.0	0.7	(0.5)
현금및예치금	588	641	565	619	570	2.3	(7.9)	(3.2)
유가증권	21,702	22,086	21,329	21,248	21,544	88.7	1.4	(0.7)
주식	120	97	98	129	159	0.7	23.8	33.3
채권	21,154	21,610	20,782	20,262	19,742	81.2	(2.6)	(6.7)
수익증권	247	161	214	230	246	1.0	6.9	(0.5)
외화증권	163	195	218	137	56	0.2	(59.3)	(65.7)
기타증권	19	22	16	19	23	0.1	16.8	21.2
대출채권	2,124	2,226	2,089	2,252	2,184	9.0	(3.0)	2.8

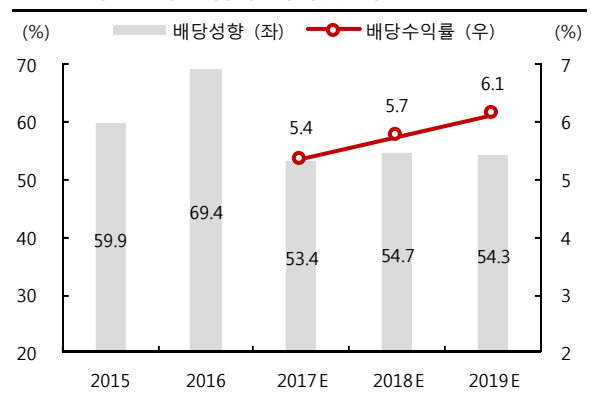
자료: ING 생명 SK 증권

ING 생명의 별도 당기순이익 추이

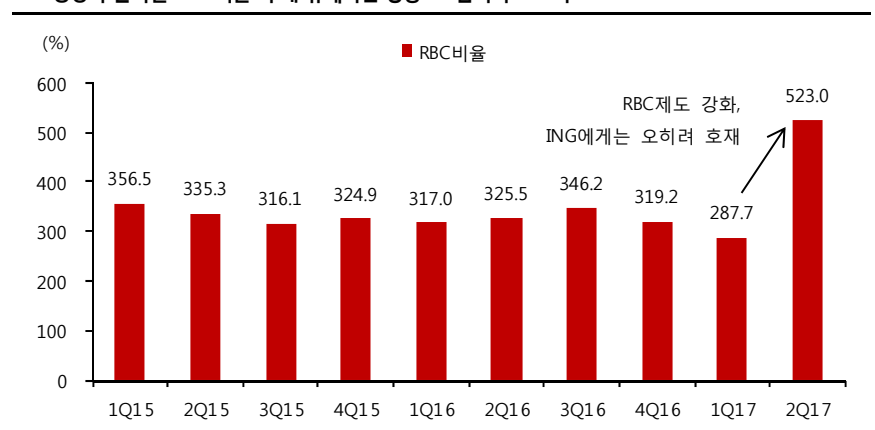


자료: ING 생명 SK 증권

ING 생명의 별도 기준 배당지표 추이 및 전망

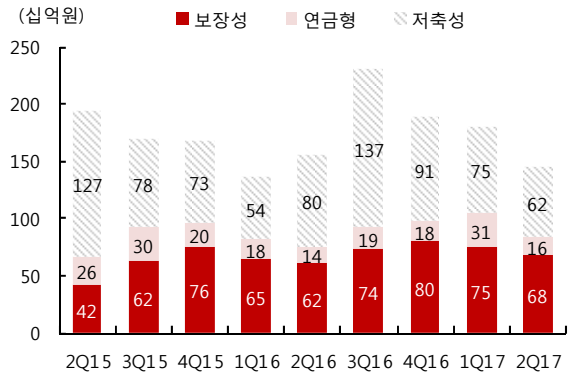
자료: ING 생명 SK 증권
주: 2016년 배당 미발표

ING 생명의 분기별 RBC 비율: 부채 듀레이션 상승 → 금리리스크 축소



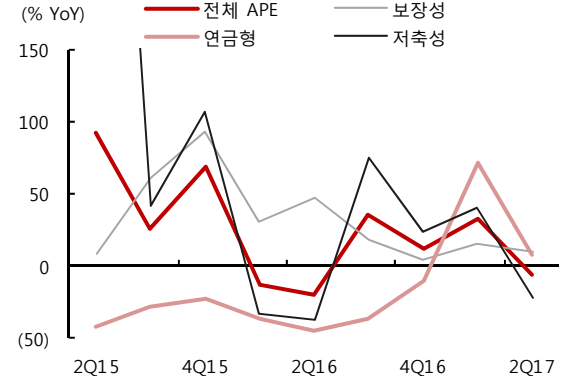
자료: ING 생명 SK 증권

ING 생명의 연납화 보험료 (APE) 금액 추이



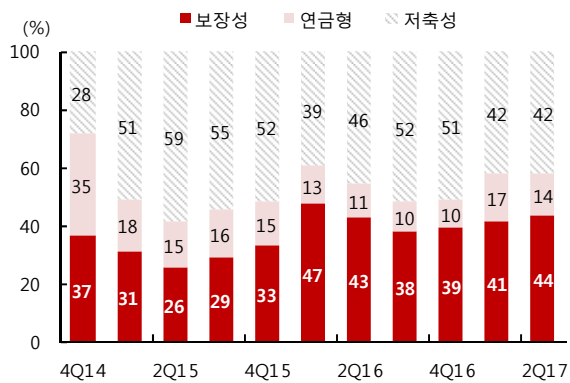
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 보증별 연납화 보험료 (APE) 증가율



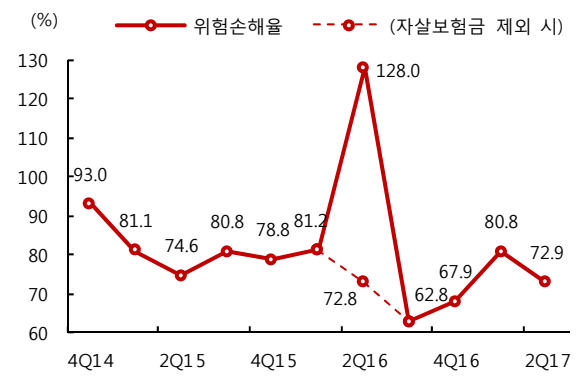
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 연납화 보험료 (APE) 구성비



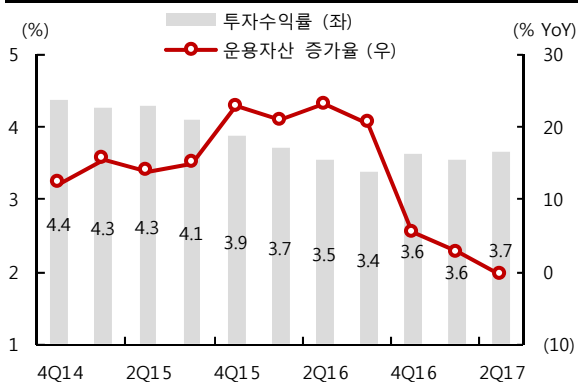
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 위험손해율



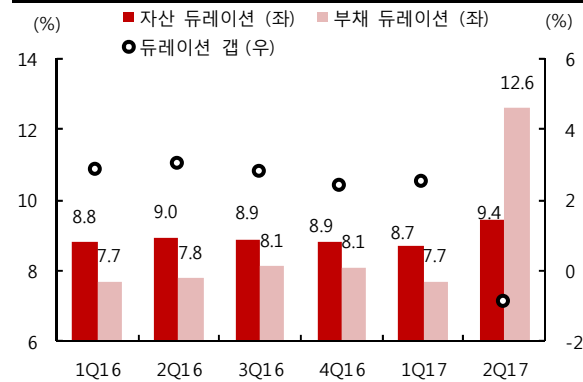
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 투자수익률 및 운용자산 증가율



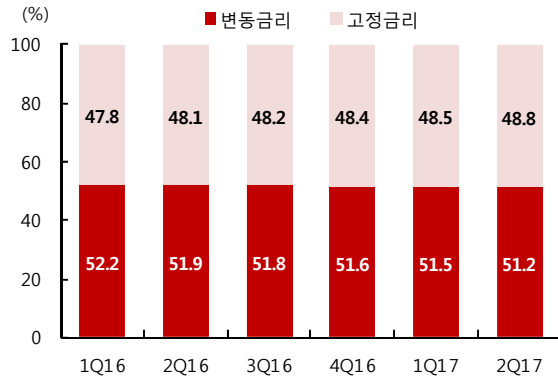
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 자산 및 부채 듀레이션 추이



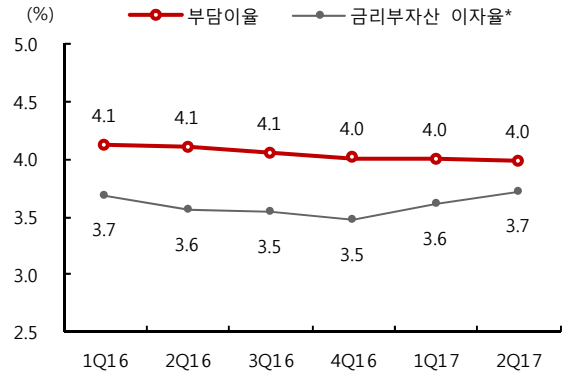
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 금리형태별 준비금 비중



자료: ING 생명, SK 증권

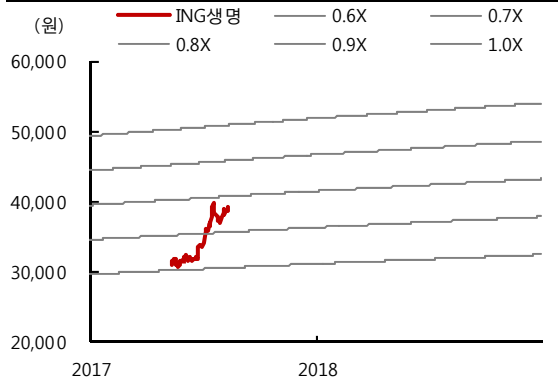
ING 생명의 부담이율 및 금리부자산 이자율



자료: ING 생명, SK 증권

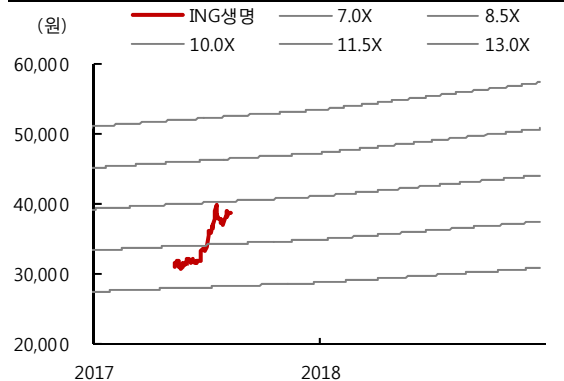
주: *금리부자산 (채권, 대출, 예금 등) 대비 이자수익으로 산출

ING 생명의 12개월 forward PBR Band chart



자료: ING 생명, SK 증권

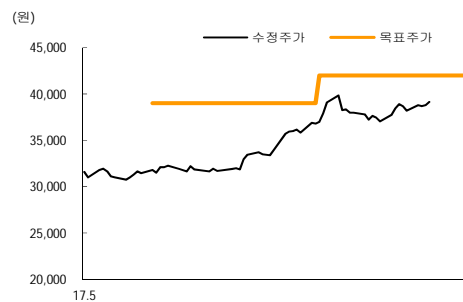
ING 생명의 12개월 forward PER Band chart



자료: ING 생명, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.08.11	매수	42,000원
2017.07.12	매수	42,000원
2017.05.29	매수	39,000원



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 11일 기준)

매수	91.5%	중립	8.5%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	22,738	23,984	24,493	26,030	27,745
현금 및 예치금	597	565	625	708	729
유가증권	20,123	21,329	21,629	22,943	24,481
주식	132	98	103	107	111
채권	19,692	20,782	21,015	22,229	23,694
수익증권	214	214	231	248	265
외화유가증권	82	218	262	341	392
기타유가증권	4	16	17	18	19
대출채권	2,018	2,089	2,239	2,379	2,536
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	31,110	32,584	34,239
책임준비금	18,458	19,878	21,293	22,736	24,234
보험료적립금	17,844	19,232	20,620	22,029	23,500
계약자지분조정	248	213	235	244	254
기타부채	1,022	1,019	229	151	224
특별계정부채	5,567	5,412	5,303	5,197	5,093
부채총계	25,295	26,521	27,061	28,328	29,805
지배주주지분	4,261	4,147	4,050	4,256	4,433
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	497	498	499	499	499
이익잉여금	1,708	1,766	1,880	2,086	2,264
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	1,974	1,801	1,589	1,589	1,589
자본총계	4,261	4,147	4,050	4,256	4,433
부채와자본총계	29,556	30,669	31,110	32,584	34,239

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산	15.6	3.8	1.4	4.7	5.1
운용자산	22.8	5.5	2.1	6.3	6.6
특별계정자산	-4.3	-2.9	-2.0	-2.0	-2.0
부채	11.2	4.9	2.0	4.7	5.2
책임준비금	13.1	7.7	7.1	6.8	6.6
자본	50.8	-2.7	-2.4	5.1	4.2
수입보험료	18.2	-9.8	1.9	1.1	3.2
일반계정	29.2	-12.2	2.6	0.8	3.6
특별계정	-11.1	-0.4	-0.3	2.0	2.0
순사업비	-10.4	8.2	1.3	0.2	3.2
투자영업이익	6.9	3.0	-0.4	3.1	4.2
세전이익	35.7	-20.4	34.8	4.7	7.5
순이익	36.4	-21.0	33.9	4.6	7.5
지배주주 순이익	36.4	-21.0	167.7	4.6	7.5

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	4,500	4,058	4,136	4,180	4,314
일반계정	3,580	3,142	3,223	3,249	3,365
특별계정	919	915	912	931	949
보험손익	1,615	795	886	904	958
보험영업수익	3,683	3,250	3,334	3,362	3,480
보험료수익	3,580	3,142	3,223	3,249	3,365
재보험수익	103	108	111	113	115
보험영업비용	2,068	2,455	2,448	2,458	2,522
지급보험금	1,379	1,723	1,736	1,730	1,776
재보험비용	118	122	126	129	131
사업비	328	355	360	360	372
신계약비상각비	241	254	227	239	244
할인료	1	1	0	0	0
투자손익	827	852	849	875	912
책임준비금전입액	2,128	1,419	1,415	1,443	1,498
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	314	228	320	336	371
영업외이익	82	87	105	108	107
특별계정 수입수수료	115	115	145	150	149
특별계정 지급수수료	7	7	7	7	7
세전이익	396	315	425	445	478
법인세비용	91	74	102	108	116
당기순이익	305	241	322	337	362
지배주주 순이익	305	241	645	674	724

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	38.5	54.8	53.9	53.3	52.8
위험손해율	78.8	71.1	77.1	77.0	76.9
사업비용	12.4	15.1	14.3	14.4	14.5
투자이익률	4.1	3.7	3.6	3.5	3.5
수익성 (%)					
ROE	8.6	5.7	7.9	8.1	8.3
ROA	1.1	0.8	1.0	1.1	1.1
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	3,717	2,936	3,930	4,110	4,418
보통주 BPS	51,961	50,578	49,387	51,897	54,065
보통주 DPS	22,256	20,370	2,100	2,250	2,400
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	0.0	0.0	10.0	9.5	8.9
보통주 PBR (배)	0.0	0.0	0.8	0.8	0.7
배당성향	59.9	69.4	26.7	27.4	27.2
보통주 배당수익률	0.0	0.0	5.4	5.8	6.2

자료: SK증권 추정