

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

## Company Data

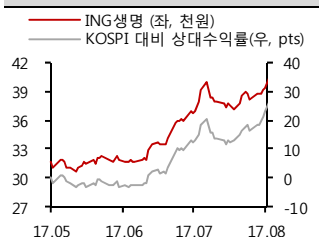
자본금	82 십억원
발행주식수	8,200 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	3,501 십억원
주요주주	
라이프투자 유한회사	59.14%

외국인지분율	35.33%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(17/08/21)	41,500 원
KOSPI	2,355.0 pt
52주 Beta	0.83
52주 최고가	43,000 원
52주 최저가	30,750 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.2%	13.1%
6개월	%	%
12개월	%	%

아이엔지생명 (079440/KS | 매수(유지) | T.P 49,000 원(상향))

할인율 하향+기대 ROE 상승 → 목표주가 상향 조정

ING 생명에 대한 목표주가를 49,000 원으로 상향 조정함. 상향 근거는 1) 높은 배당지표를 가능케 하는 견조한 자본적정성을 감안해 생보주에 부여했던 자본 불확실성 관련 할인율을 동사에는 절반으로 하향 조정했으며, 2) 사차익 개선세 및 변액보증 추가전입 가능성 하락으로 기대 ROE 가 상승한 데 따름. 자본안정성은 높아졌으나 자본의 금리민감도는 확대됐는데, 18 년 초 채권 재분류를 통한 민감도 축소 노력은 필요할 것으로 판단

## ING 생명에 대한 목표주가 49,000 원으로 상향 조정

ING 생명에 대한 목표주가를 49,000 원으로 상향 조정하며, 투자의견 BUY 를 유지함. 목표주가는 12m forward BPS 50,812 원에 목표 PBR 0.95X 를 적용해 산출했으며, 상향 조정의 근거는 1) 높은 배당지표를 가능하게 하는 견조한 자본적정성에 따라, 생보주에 일괄 부여했던 자본 불확실성 관련 할인율 15%를 ING 생명에는 절반인 7.5%으로 하향 조정했으며, 2) 자살보험금 이슈를 감안 시 사차이익이 개선세를 나타내고, 국채금리가 지난 9 월 말 대비 73bp 상승하면서 변액보증 준비금의 추가전입 가능성이 크게 낮아진 데 따라 기대 ROE 가 상승했기 때문. 또한 예상을 상회하는 규모의 중간배당금 결정은 향후 기대 배당금의 상승 요인인 것으로 판단

## 자본안정성 상승과 동시에 금리민감도 확대

기존에 양(+ )의 듀레이션 갭을 보유했던 ING 생명은 2Q17 말 보험부채 잔존만기 구간을 30 년까지 신설 적용하면서 듀레이션 갭을 축소했으며, 이에 따른 금리리스크 감소로 RBC 비율이 522.6% (+235%p QoQ)로 급상승함. 한편 금리에 대한 자본의 민감도는 확대된 것으로 판단. 금리가 10bp 상승할 경우 ING 생명의 자본은 3.9% 수준 감소할 것으로 예상. 물론 현재 자본배율이 충분히 높기 때문에 금리가 100bp 상승하더라도 RBC 비율은 300%를 상회할 전망이며, 금리 상승 시 자본 감소와 함께 변액보증 준비금 부담 하락에 따른 ROE 제고도 나타날 것임. 그러나 중장기적인 금리 상승 추세에 대비해 2018 년 초 채권 재분류(매도가능→만기보유)를 통해 국채 평가익의 금리민감도를 축소할 필요는 있는 것으로 판단

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	십억원	3,805	4,500	4,058	4,136	4,190	4,324
YoY	%	-3.9	18.2	-32.4	1.9	1.3	3.2
보험손익	십억원	795	1,615	795	900	921	970
투자손익	십억원	773	827	852	847	871	907
위험손해율	%	86.4	78.8	84.9	76.1	75.3	75.0
투자수익률	%	4.5	4.1	3.7	3.6	3.5	3.4
영업이익	십억원	195	314	228	345	356	383
YoY	%	20.5	61.1	-27.2	50.9	3.1	7.8
세전이익	십억원	292	396	315	450	464	490
순이익	십억원	223	305	241	341	352	372
YoY	%	-10.7	36.4	-40.8	41.8	3.0	5.7
EPS	원	2,725	3,717	2,936	4,164	4,287	4,532
BPS	원	34,465	51,961	50,578	49,421	51,507	53,739
PER	배	n/a	n/a	n/a	10.0	9.7	9.2
PBR	배	n/a	n/a	n/a	0.8	0.8	0.8
ROE	%	8.9	8.6	5.7	8.3	8.5	8.6
배당수익률	%	n/a	n/a	n/a	5.3	5.4	5.8

## ING 생명의 목표주가 산출식

항목	ING생명	비고
자기자본비용 (%)	8.2	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국내 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.7	(d): ING생명의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	8.5	(e): ING생명의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	1.03	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율) (%)	-7.5	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.95	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	50,812	(j): ING생명의 12개월 forward BPS
<b>목표주가 (원)</b>	<b>49,000</b>	<b>(k): (i)*(j)</b>
조정률 (%)	16.7	직전 목표주가 대비 조정률
현주가 (08/21, 원)	41,500	
상승여력 (%)	18.1	

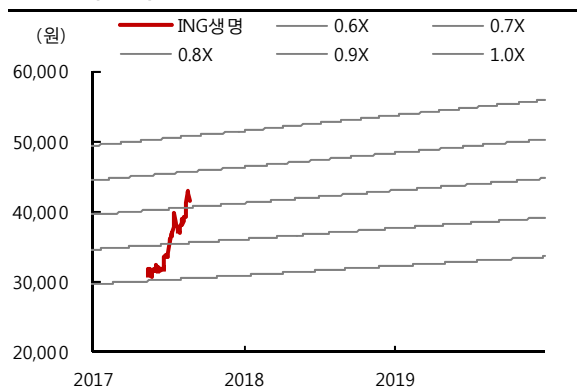
자료: Bloomberg, SK 증권

## ING 생명 연간 이익 추정치 변경 내역

	수정 후		수정 전		Chg (% , %p)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
당기순이익 (십억원)	341	352	322	337	6.0	4.3
ROE (%)	8.3	8.5	7.9	8.1	0.4	0.4
EPS (원)	4,164	4,287	3,930	4,110	5.9	4.3
BPS (원)	49,421	51,507	49,387	51,897	0.1	(0.8)

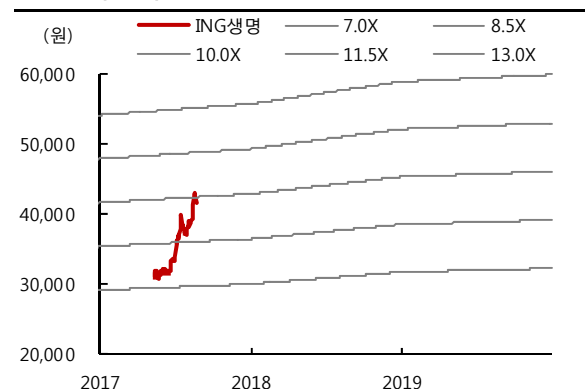
자료: SK 증권

ING 생명의 12 개월 forward PBR Band chart



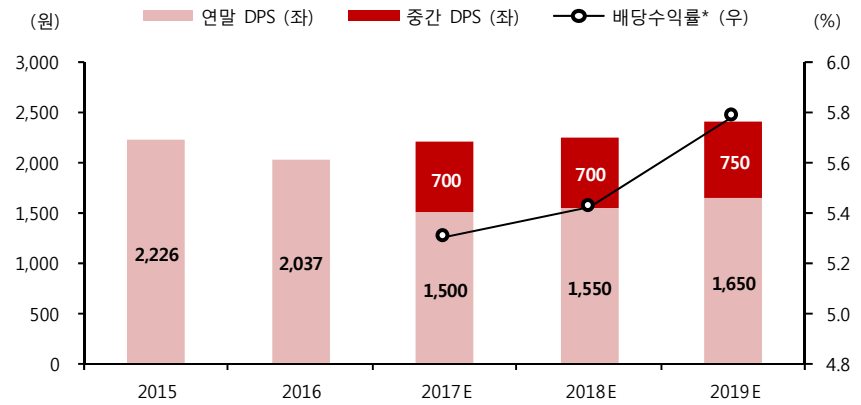
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 12 개월 forward PER Band chart



자료: ING 생명, SK 증권

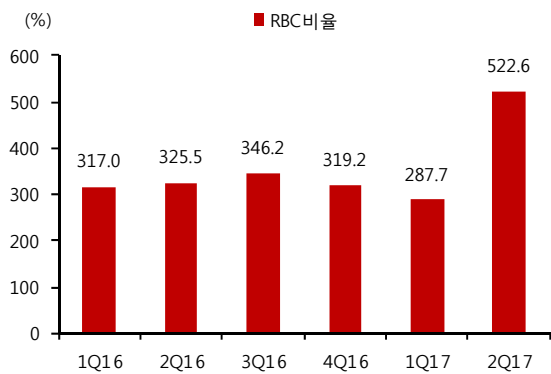
### ING 생명의 주당 배당금 추이 및 전망



자료: SK 증권

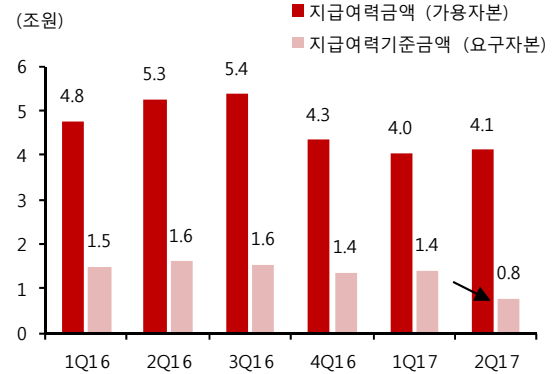
주: 액면분할 감안한 수정 DPS, \*현재 종가 대비 연간 DPS (중간+연말)로 단순계산

### ING 생명의 지급여력비율 추이



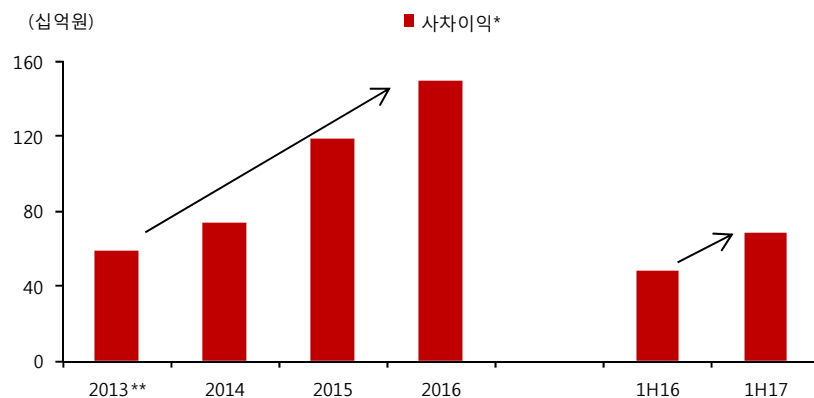
자료: ING 생명, SK 증권

### RBC 비율의 급상승은 요구자본 (금리리스크) 감소에 기인



자료: ING 생명, SK 증권

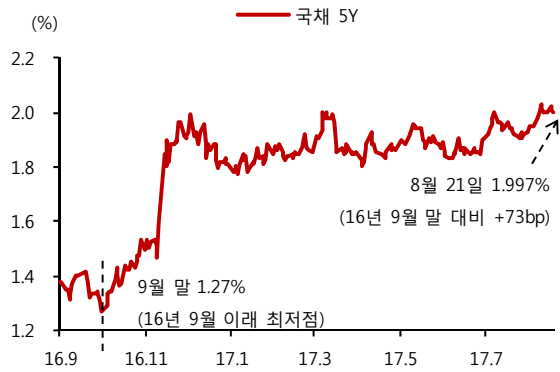
### ING 생명의 건조한 사차이익 증가세



자료: SK 증권

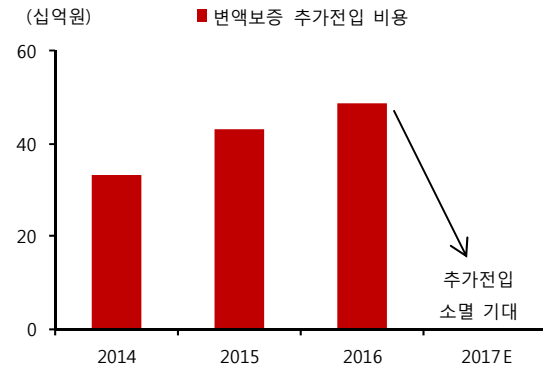
주: \*자살보험금 지급분 제외한 경상적 기준 \*\*Calendar year 기준

국채 5년물 금라: 16년 변액보증 평가 당시 1.27% → 현재 2.0%



자료: 금융투자협회 SK 증권  
주: 민평평균 기준

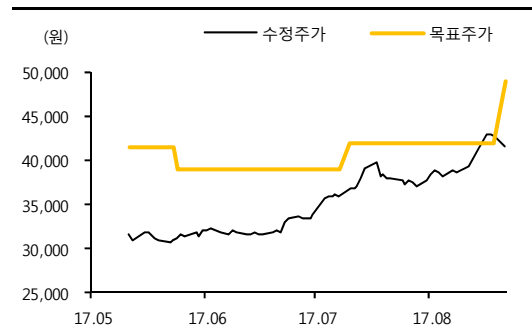
변액보증 추가전입 부담의 소멸 기대



자료: SK 증권

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.08.22	매수	49,000원
2017.08.11	매수	42,000원
2017.07.12	매수	42,000원
2017.05.29	매수	39,000원



## Compliance Notice

- 작성자(검도하는)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 (2017 년 8 월 22 일 기준)

매수	91.56%	중립	8.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	22,738	23,984	24,477	26,006	27,716
현금 및 예치금	597	565	631	714	734
유가증권	20,123	21,329	21,609	22,915	24,448
주식	132	98	103	107	111
채권	19,692	20,782	21,002	22,209	23,669
수익증권	214	214	225	241	258
외화유가증권	82	218	262	341	392
기타유가증권	4	16	17	18	19
대출채권	2,018	2,089	2,237	2,377	2,533
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	31,095	32,560	34,209
책임준비금	18,458	19,878	21,280	22,716	24,209
보험료적립금	17,844	19,232	20,620	22,033	23,517
계약자지분조정	248	213	235	244	254
기타부채	1,022	1,019	224	179	246
특별계정부채	5,567	5,411	5,303	5,197	5,093
부채총계	25,295	26,521	27,042	28,336	29,803
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	497	498	499	499	499
이익잉여금	1,708	1,766	1,883	2,054	2,237
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계	1,974	1,801	1,589	1,589	1,589
자본총계	4,261	4,147	4,053	4,224	4,407
부채와자본총계	29,556	30,669	31,095	32,560	34,209

## 성장률

12월 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	6.2	6.6
특별계정자산	-4.3	-2.9	-2.0	-2.0	-2.0
부채	11.2	4.8	2.0	4.8	5.2
책임준비금	13.0	7.7	7.1	6.7	6.6
자본	50.8	-2.7	-2.3	4.2	4.3
수입보험료	18.2	-9.8	1.9	1.3	3.2
일반계정	29.2	-12.2	2.6	1.1	3.6
특별계정	-11.1	-0.4	-0.3	2.0	2.0
순사업비	-10.4	8.2	0.4	0.7	3.2
투자영업이익	6.9	3.0	-0.6	2.9	4.1
세전이익	35.7	-20.4	42.8	3.1	5.7
순이익	36.4	-21.0	41.8	3.0	5.7

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
수입보험료	4,500	4,058	4,136	4,190	4,324
일반계정	3,580	3,142	3,223	3,259	3,375
특별계정	919	915	912	931	949
보험손익	1,615	795	900	921	970
보험영업수익	3,683	3,250	3,334	3,372	3,490
보험료수익	3,580	3,142	3,223	3,259	3,375
재보험수익	103	108	111	113	115
보험영업비용	2,068	2,455	2,434	2,452	2,520
지급보험금	1,379	1,723	1,725	1,725	1,774
재보험비용	118	122	126	129	131
사업비	328	355	357	359	371
신계약비상각비	241	254	227	239	244
할인료	1	1	-0	-0	-0
투자손익	827	852	847	871	907
책임준비금전입액	2,128	1,419	1,402	1,436	1,494
기타영업이익	0	0	0	0	0
영업이익	314	228	345	356	383
영업외이익	82	87	105	108	107
특별계정 수입수수료	115	115	145	150	149
특별계정 지급수수료	7	7	7	7	7
세전이익	396	315	450	464	490
법인세비용	91	74	108	112	119
당기순이익	305	241	341	352	372

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
보험금 지급률	38.5	54.8	53.5	52.9	52.6
위험손해율	78.8	84.9	76.1	75.3	75.0
사업비용	12.4	15.0	14.3	14.3	14.4
투자이익률	4.1	3.7	3.6	3.5	3.4
수익성 (%)					
ROE	8.6	5.7	8.3	8.5	8.6
ROA	1.1	0.8	1.1	1.1	1.1
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	3,717	2,936	4,164	4,287	4,532
보통주 BPS	51,961	50,578	49,421	51,507	53,739
보통주 DPS	22,256	20,370	2,200	2,250	2,400
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	n/a	n/a	10.0	9.7	9.2
보통주 PBR (배)	n/a	n/a	0.8	0.8	0.8
배당성향	59.9	69.4	52.8	52.5	53.0
보통주 배당수익률	n/a	n/a	5.3	5.4	5.8

자료: SK증권 추정