

SK COMPANY Analysis



Analyst
김도하
doha.kim@sk.com
02-3773-8876

Company Data

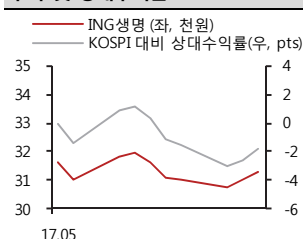
자본금	82 십억원
발행주식수	8,200 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,579 십억원
주요주주	
라이프투자 유한회사	59.14%

외국인지분율	33.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/05/26)	31,450 원
KOSPI	2355.3 pt
52주 Beta	0.00
52주 최고가	31,950 원
52주 최저가	30,750 원
60일 평균 거래대금	21 십억원

주가 및 상대수익률



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

아이엔지생명 (079440/KS | 매수(유지) | T.P 39,000 원(하향))

안정적인 배당투자자에 적합한 보험주

ING 생명은 최근 3 년 간 45~69%의 배당성향을 기록했으며, 최대주주가 유지되는 한 50% 이상의 배당성향을 지속할 계획으로 밝혔다. 동사의 2017 년 기대 배당수익률은 6.8%로 배당투자로서의 매력도가 높은 것으로 판단한다. 동사의 RBC 비율은 배당금 지급 및 채권 평가손 발생으로 31.5%p QoQ 하락했는데, 금리에 대한 민감도는 높지만 듀레이션 매칭 덕분에 연내 규제 강화에 대해 양호한 자본비율 방어가 가능할 전망이다.

높은 배당 매력도가 주요 투자포인트

ING 생명은 MBK 파트너스의 인수 이후 첫 해를 제외하면 45~69% 수준의 배당성향을 기록했다. 최대주주가 유지되는 한 50% 이상의 배당성향을 지속할 계획으로 밝혀 당분간 높은 배당매력도는 유효할 것으로 판단한다. SK 증권은 ING 생명의 배당성향을 53% 수준으로 가정했으며, 이때 2017 년 배당수익률은 6.8%로 기대된다. ING 생명의 안정적인 운용자산 포트폴리오 및 향후 3 개년 평균 8.3%의 ROE 를 고려할 때, 배당 투자로서의 매력도가 높은 것으로 판단한다.

높은 RBC 비율, 금리 상승에 대한 리스크는 존재

ING 생명의 1Q17 말 RBC 비율은 287.7% (-31.5%p QoQ)을 기록했다. 이는 여전히 높은 수준이나 타사 대비로는 큰 폭의 하락을 보였는데, 주된 원인은 가용자본의 감소(배당금 지급 1,670 억원, 평가손 발생 1,920 억원 수준)인 것으로 판단된다. 평분기 금리에 의한 RBC 비율 영향은 10bp 상승 시 -11%p 내외인 것으로 추정돼 타사 대비 금리 상승에 따른 민감도는 높은 수준이다. 다만 ING 생명은 듀레이션 갭이 +2.4 년으로 상장 보험사 중 가장 높기 때문에, 연내 예정된 부채 듀레이션 증가에도 상대적으로 양호한 자본비율 방어가 가능할 것으로 전망된다.

ING 생명에 대한 투자 의견 BUY 를 유지한다. 다만 1Q17 말 예상보다 자본 감소가 크게 나타나면서 기대 BPS 가 하락한 데 따라, 목표주가를 39,000 원으로 기존 대비 6% 하향 조정한다.

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	%		18.2	-9.8	0.4	1.2	2.9
보험손익	십억원	795	1,615	795	935	966	998
투자손익	십억원	773	827	852	842	871	921
위험손해율	%	90.1	82.2	86.0	81.1	77.6	77.5
투자수익률	%	4.5	4.1	3.7	3.4	3.2	3.2
영업이익	십억원	195	314	228	363	395	418
YoY	%		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	%		36.4	-21.0	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	50,245	52,426	54,648
PER	배	0.0	0.0	0.0	7.8	7.3	7.0
PBR	배	0.0	0.0	0.0	0.6	0.6	0.6
ROE	%	8.9	8.6	5.7	8.0	8.4	8.5
배당수익률	%	0.0	0.0	0.0	6.8	7.3	7.6

Valuation

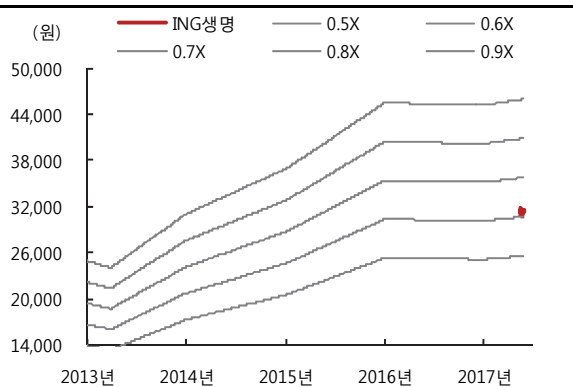
SK 증권은 ING 생명의 목표주가를 12개월 forward BPS 51,154 원에 목표 PBR 0.76X를 적용한 39,000 원으로 6% 하향 조정한다. 하향 조정의 주된 근거는 ING 생명의 1Q17 말 자본이 예상보다 큰 폭으로 감소한 데 따른 BPS 하락이며, 생명보험사의 자본 불확실성을 감안한 할인율도 기존 15%보다 확대된 20%로 부여하였다.

ING 생명의 목표주가 산출식

항목	ING생명	비고
자기자본비용 (%)	8.8	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.3	(c): 시장수익률-(b)
Beta (β)	0.8	(d): ING생명의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	8.3	(e): ING생명의 2017~2019년 기대 ROE 평균
영구성장률 (%)	0.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.95	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	(20.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.76	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	51,154	(j): ING생명의 12개월 forward BPS
목표주가 (원)	39,000	(k): (i)*(j)
현주가 (05/26, 원)	31,450	
상승여력 (%)	24.0	

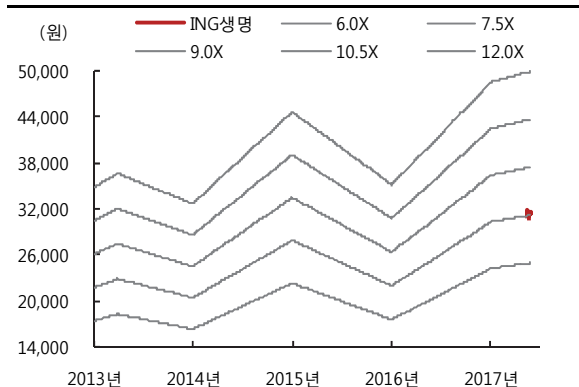
자료: SK 증권

ING 생명의 PBR Band chart



자료: SK 증권

ING 생명의 PER Band chart



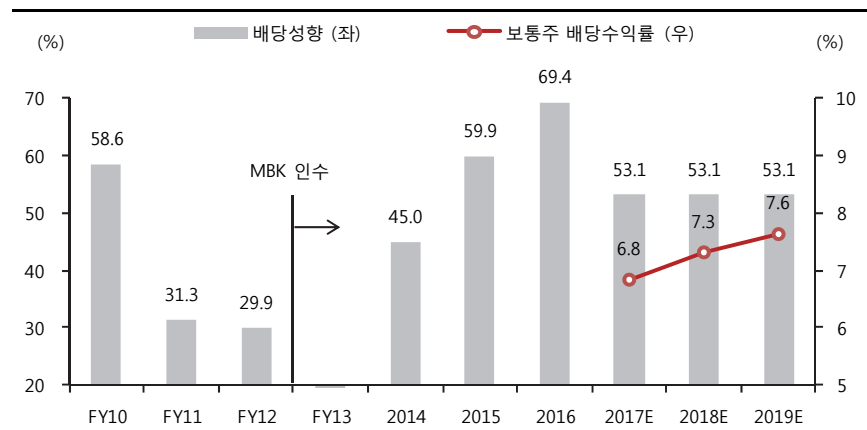
자료: SK 증권

분기별/연도별 ING 생명 실적추정

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
수입보험료	967	997	1,063	1,030	961	1,014	1,068	1,032	4,058	4,075	4,125
보험손익	199	165	220	211	196	218	264	257	795	935	966
보험영업수익	770	801	849	830	761	814	849	828	3,250	3,252	3,285
보험영업비용	571	636	629	619	565	596	585	571	2,455	2,317	2,319
투자손익	213	212	207	220	211	209	211	211	852	842	871
책임준비금전입액	344	366	332	376	341	332	361	380	1,419	1,414	1,441
영업이익	68	11	94	55	66	96	113	88	228	363	395
영업외이익	22	40	3	22	25	24	5	22	87	75	73
특별계정 수입수수료	29	27	29	30	31	31	31	30	115	123	121
세전이익	90	51	98	77	90	119	118	110	315	438	469
법인세비용	21	12	24	17	22	29	29	27	74	106	113
당기순이익	69	38	74	60	68	90	89	84	241	332	355
위험손해율 (%)	78.9	92.4	87.7	84.9	89.9	82.1	75.9	76.7	86.0	81.1	77.6
사업비율 (%)	15.8	14.3	14.9	15.2	15.3	13.8	14.4	14.7	15.0	14.5	14.5
투자수익률 (%)	3.7	3.5	3.4	3.6	3.5	3.3	3.3	3.2	3.7	3.4	3.2
ROE (%)	6.3	3.2	5.9	5.2	6.8	9.3	9.0	8.2	5.7	8.0	8.4

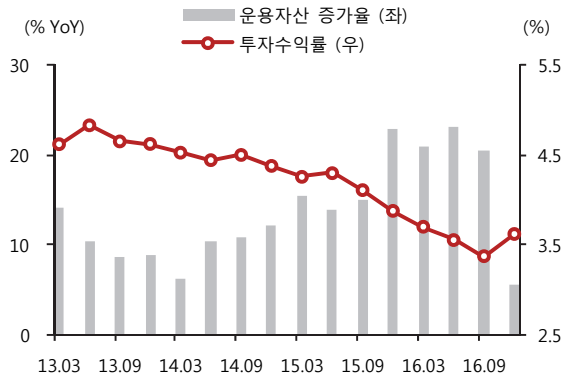
자료: ING 생명, SK 증권

ING 생명의 배당성향 추이



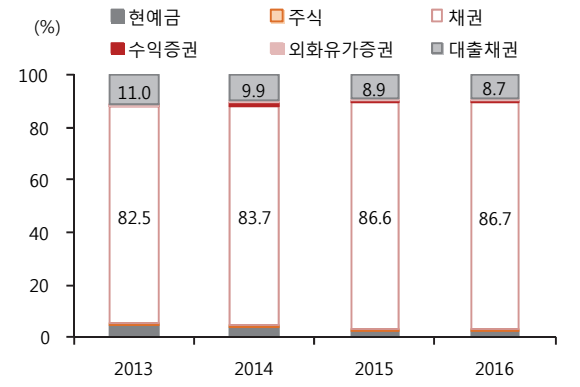
자료: 금융감독원 SK 증권

ING 생명의 운용자산 증가율 및 투자수익률



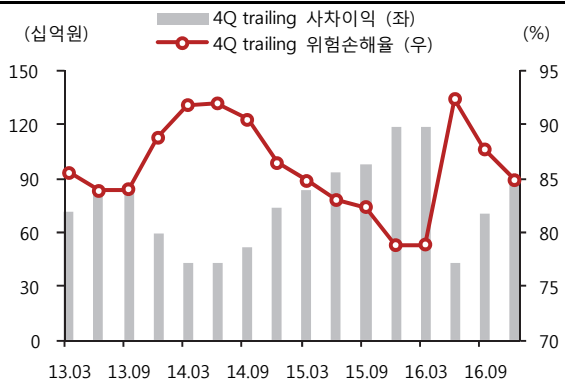
자료: ING생명, SK증권

ING 생명의 운용자산 구성비



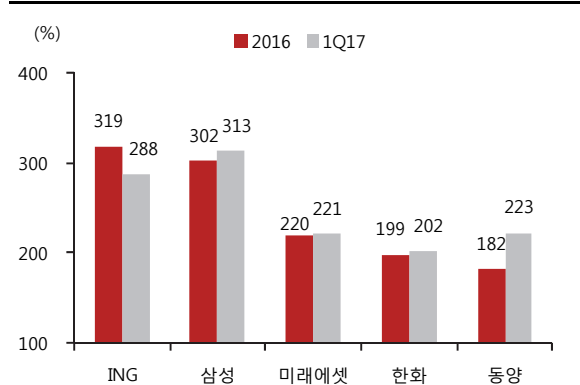
자료: ING생명, SK증권

ING 생명의 위험손해를 및 사차이익 추이



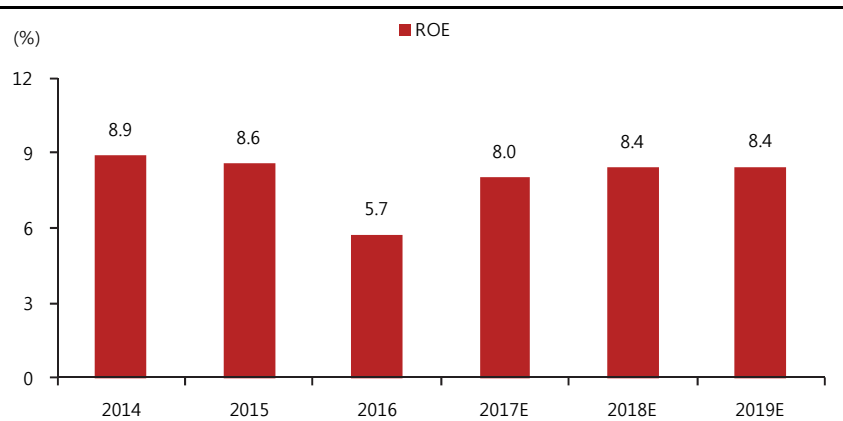
자료: ING생명, SK증권

주요 생명보험사별 RBC 비율



자료: ING생명, SK증권

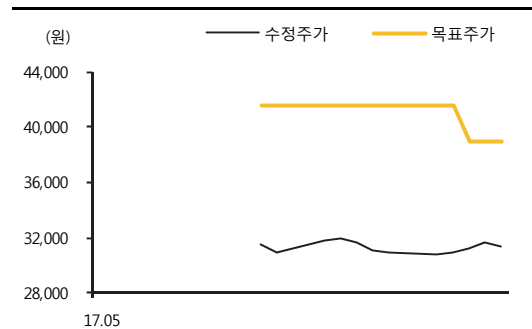
ING 생명의 연도별 ROE



자료: ING생명, SK증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.05.29	매수	39,000원



Compliance Notice

- 작성자(검도하)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 3 자에게 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 29 일 기준)

매수	93.88%	중립	6.12%	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	2,197	2,273	2,344
특별계정부채	5,567	5,411	5,303	5,197	5,093
부채총계	25,295	26,521	29,027	30,448	31,925
지배주주지분					
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	1,609	1,609	1,609
자본총계	4,261	4,147	4,120	4,299	4,481
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(십억원)	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	9.4	4.9	4.9
책임준비금	13.0	7.7	7.1	6.8	6.6
자본	50.8	-2.7	-0.7	4.3	4.2
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					

주요투자지표

12월 결산(십억원)	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
사업비율	12.4	15.0	14.5	14.5	14.6
투자이익률	4.1	3.7	3.4	3.2	3.2
수익성 (%)					
ROE	8.6	5.7	8.0	8.4	8.4
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	50,245	52,426	54,648
보통주 DPS	22,256	20,370	2,150	2,300	2,400
기타 지표 (%)					
보통주 PER (배)	0.0	0.0	7.8	7.3	7.0
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	6.8	7.3	7.6

자료 : SK증권 추정