

아이엔지생명 (079440/Not Rated)

곳간에서 인심 난다

- 2Q 순이익 984억 원, RoE 9.7%, 일회성 요거 제거 시 +16.6%
- 절대 수준은 낮지만, 업계 추세 대비 인상적인 신계약 성장
- 규제 강화 조기 반영 한 RBC 523% → 풍부한 자본력은 적극적 주주환원의 버퍼

2Q Review: 이원별 고른 개선 및 업계와 대조적인 신계약 성장

- ✓ ING생명의 2Q 순이익 984억 원(YoY + 16.6%), RoE 9.7%
 - ING생명의 2Q 순이익은 984억 원으로, 지난 해 동기 383억 원 대비 크게 증가하였음. 지난 해 동기 일회성 손실(자살보험금 지급 608억 원) 제외하여도 16% 이상 증대
 - 손해율은 72.9%로 전년 동기와 유사하여 타 생보사 대비 개선 폭은 크지 않으나, 예정사 업비 증가 등 비차이익 등 개선이 견인
 - 건전한 부채 구조(고금리 고정형 준비금 10%에 불과)로 인해 타 생보사 대비 이차이익은 안정적으로 관리되고 있음
- ✓ 대조적인 신계약 가치의 증가
 - 보험사에 있어 영업활동을 통한 실질적인 주주가치 증가를 의미하는 신계약가치(VNB)는 2Q 251억 원으로 전년 동기 대비 41.4% 증가, 반면 신계약의 외형에 해당하는 APE는 6.4% 감소
 - 이는 수익성이 좋은 보장성 APE의 증가 및 마진율 상승(VNB마진 12.2% → 18.5%, 상 반기 기준)에 따른 결과라고 회사측은 설명
 - 타 생보사들의 부진한 신계약 성장에 비해 대조적(타 생보사들은 지난 해 예정이율 인하 의 기저 효과 보장성 신계약 부진 심화, 삼성생명의 경우 6% 수준의 보장성 계약 역성장)

2Q 주요 재무 성과

(십억원)	2Q17	2Q16	YoY	YTD 2017	YTD 2016	YoY
신계약 APE	145.8	155.7	-6.4%	326.7	291.9	11.9%
- 보장성	67.9	61.6	10.2%	142.6	126.1	13.0%
신계약가치(VNB)	25.1	17.8	41.4%	60.4	35.6	69.7%
수입보험료	1,006.0	997.3	0.9%	2,049.0	1,964.4	4.3%
조정세전이익	124.9	109.6	14.0%	223.9	195.5	14.5%
당기순이익	98.4	84.4	16.6%	181.4	153.0	18.6%
총자산	31,220	31,254	-0.1%	31,220	31,254	-0.1%
운용자산	24,299	24,415	-0.5%	24,299	24,415	-0.5%
자기자본	3,950	4,943	-20.1%	3,950	4,943	-20.1%
RBC 비율	523%	325%	197%p	523%	325%	197%p

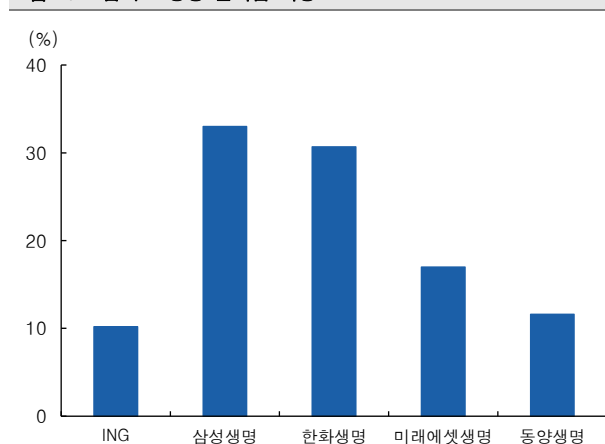
자료: ING생명, 미래에셋대우 리서치센터

주: 조정세전이익(투자실현손익제외): 세전이익-과거 자살보험금 및 투자실현손익(금융자산&외환차분손익, 손상차손), 당기순이익: 과거 자살보험금 효과 제외

적극적 주주환원의 의지가 주가의 Driver

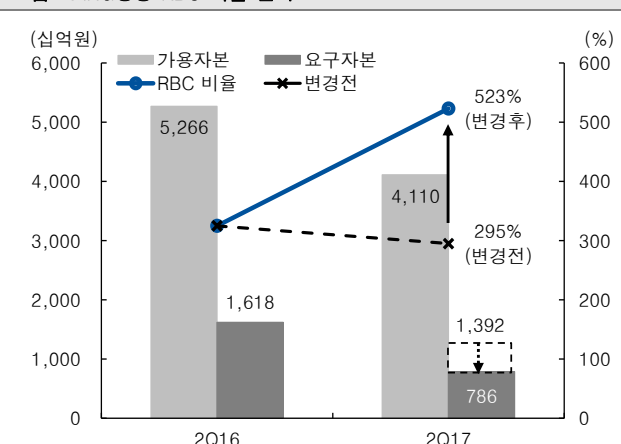
- ✓ 적극적 주주환원이 가능한 충분한 자본력
 - 성장이 둔화된 산업·기업에게 있어 최고의 미덕은 적극적 주주환원임
 - 적정 자본비율을 넘어서는 잉여자본은 ROIC가 높은 사업에 재투자 되던가, 주주에게 Cash out하여 주주의 기회비용을 낮춰주는 것이 바람직하기 때문
- ✓ 다만 금융주의 배당에 있어 고려해야 할 사항은 규제에 대한 대응 능력임
 - 보험사의 경우 지속적인 규제 환경 변화(부채 시가평가 및 자본규제의 강화)가 추세적으로 진행되면서 배당 등 주주환원에 있어 불확실성이 커지고 있음
 - 특히 고금리 확정형 부채가 많은 상위 생보사들에게 악영향이 클 수 밖에 없음
 - 동사의 경우 고금리 부채의 비중도 10% 수준에 불과하여 30~40%에 이르는 상위 생보사에 비해 부채 건전성이 높은 상황임
 - 또한 상대적으로 높은 자본 비율을 유지하고 있고, 규제 강화에 유연하게 대응할 수 있는 자본력을 갖추고 있음
 - 실제로 올해부터 적용되는 부채 Duration 산정 변화(최장 기간 20년에서 30년으로 확대 등)에 따라 타 보험사들의 금리 리스크가 커지는 것과 달리, 동사는 오히려 Duration Gap 이 축소되면서 RBC 비율이 200%p 이상 상승, 이미 제도 변화를 조기 반영하여 현재 RBC 비율은 523%에 이름
- ✓ 넉넉한 자본력으로 낮은 VNB에 따른 Valuation 부담 희석 가능
 - 동사의 경우 50% 이상의 배당(기말배당 및 중간배당 포함)을 하고, 이를 2019년 까지 유지할 것이라고 밝힌바 있음
 - 신계약 성장이 추세적으로 둔화되면서 신계약가치, ROE-PBR 등 전통적인 보험주의 Valuation Tool, 즉 주주 자본을 활용한 수익가치 접근법 이외에도 배당할인모형의 유의성이 커질 것으로 판단
 - 동사의 중간배당 규모를 확인한 이후 적정주가를 포함한 Initiation 예정
 - 다만 연간 1천억 원 수준의 VNB로는 Valuation 부담이 상존하므로 추가적인 외형 성장이 수반되어야 함

그림 1. 고금리 고정형 준비금 비중



자료: ING생명, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. ING생명 RBC 비율 변화



자료: ING생명, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
69.67%	17.06%	13.27%	0.00%

* 2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.