

2018/06/21

메리츠화재(000060)

은행/증권/보험 강승권

(2122-9181) neo.cygun@hi-ib.com

최영수

(2122-9213) yschoi@hi-ib.com

고성장 의지 재확인, 중기적 자본 계획 필요

■ 제3차 배정 유상증자 700억원 발표

- 전일 메리츠화재는 700억원(발행가액 20,950원, 3,342,000주)을 메리츠금융지주 대상으로 유상증자를 실시한다고 공시하였음
- 이는 지난 4월 1,000억원 규모의 후순위채 발행과 동일하게 신계약 성장을 위한 RBC 비율 제고가 목적이라고 판단됨
- 동사의 RBC 비율은 2017년말 189.8%이었지만 1분기에 175.3% 수준으로 하락하였으며 이번 유상증자를 통해 6.1%p의 상승효과가 나타날 것으로 예상됨. 4월에 조달한 후순위채 1,000억원과 2018년 후순위채 인정금액 차감 372억원을 감안하면 186% 수준의 RBC 비율 실현이 가능할 것으로 전망됨

■ 고성장 의지 확인, 비용 부담을 반영하여 투자의견 하향

- 이번 유상증자는 소규모이고 발행가액이 동사의 2018년 기존 예상 BPS 16,653원대비 높아 BPS dilution은 발생하지 않음. 다만 주식수 증가에 따라 EPS는 2.7% 감소하고 ROE 역시 0.3%p 하락하는 것으로 산출됨
- 우리는 동사의 목표주가를 기존 26,000원에서 23,000원으로 11.5% 하향함
- 유상증자에 따른 dilution 효과는 크지 않지만 동사의 신계약 고성장 의지가 재 확인되면서 2분기 이후 사업비율 전망치를 상향(23.1%에서 24.8%로 1.7%p 상향)하였고 이에 따라 2018년 별도기준 순이익 전망치를 12.2% 하향하였기 때문임. 2분기 별도기준 순이익 전망치도 642억원으로 28% 하향함
- 당초에는 신계약비 추가상각의 RBC 부담과 동사의 RBC 수준을 감안할 때 2분기 이후 고성장 전략이 완화될 것으로 전망하였지만 이번 유상증자와 후순위채 발행을 감안할 때 성장 전략이 지속될 가능성이 높아졌다고 판단됨
- 목표주가 하향에 따라 상승여력은 11.1%로 축소되며 이를 반영하여 투자의견을 Hold로 하향 조정함
- 2016년 이후 지속된 고성장 전략의 성과가 높은 유지율이 지속될 때 2019년에는 이익의 질 개선으로 나타날 것이라는 기대감은 여전히 유지하고 있음. 다만 최근 빠르게 증가한 신계약 규모는 단기적으로 동사의 이익 변동성 확대의 원인으로 작용할 여지가 높아졌다고 판단됨

■ 소규모 유상증자보다는 중기적 자본 조달 계획이 필요함

- 동사는 2013년 GIC 대상 555억원의 유상증자와 메리츠금융지주 대상 2014년 605억원, 2016년 700억원, 2018년 700억원의 유상증자를 단행하였음
- 발행가액이 시가로 결정되었고 발행가액이 BPS와 유사한 수준으로 BPS dilution은 미미하였지만 EPS 희석과 주당 배당금 감소는 소액주주들에서 불리한 요소로 작용하였다고 판단됨. 이번 유상증자로 인하여 동사의 예상 주당 배당금을 기존 950원에서 920원으로 3.2% 하향함
- 지주회사에 편입된 동사는 필요한 자본을 적시에 빠르게 조달할 수 있다는 점에서 제 3차 배정 유상증자의 효용이 충분히 존재한다고 생각하지만 소액으로 반복되는 제3차 유상증자에 대해서는 검토가 필요하다고 판단됨. 중기적 자본계획을 바탕으로 소액주주들의 참여 기회도 제공할 필요성이 있기 때문

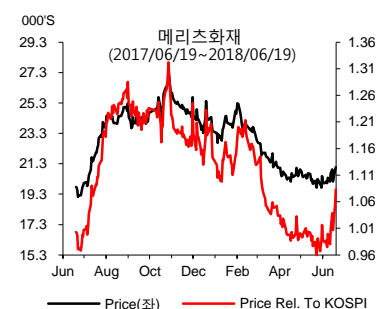
Hold(Downgrade)

목표주가(12M)	23,000원
증가(2018/06/20)	21,100원

Stock Indicator

자본금	55십억원
발행주식수	11,034만주
시가총액	2,328십억원
외국인지분율	19.0%
배당금(2017)	1,140원
EPS(2018E)	2,924원
BPS(2018E)	18,046원
ROE(2018E)	18.2%
52주 주가	19,150~27,500원
60일평균거래량	146,541주
60일평균거래대금	3.0십억원

Price Trend



〈표 1〉 유상증자 세부내용

증자 주요 사항					
증자방식	제 3 자배정증자				
증자전 발행주식총수	보통주식	110,338,000	주		
1 주당 액면가액		500	원		
신주의 종류와 수	보통주식	3,342,000	주		
신주 발행가액		20,950	원		
발행총액		70,014,900,000	원		
전매제한조치 (한국에탁결제원 의무보호예수 1 년)					
향후 일정					
납입일		2018-07-05			
신주의 배당기산일		2018-01-01			
신주권교부예정일		2018-07-19			
신주의 상장 예정일		2018-07-20			
유상증자에 따른 최대주주의 지분 변동사항					
(주)메리츠금융지주	변동전	57,366,943	주	51.9	%
	배정주식수	3,342,000	주	1.5	%
	변동후	60,708,943	주	53.4	%

자료: 메리츠화재, 하이투자증권

〈표 2〉 유상증자 효과

Dilution 효과					
			기존	신규	Dilution
지배주주기준 순자산	2018F	(십억원)	1,807	1,877	
지배주주기준 순이익	2018F	(십억원)	305	306	
주식수	2018F	(백만주)	109	112	
BPS	2018F	(원)	16,653	16,781	0.8
EPS	2018F	(원)	2,810	2,734	-2.7
ROE	2018F	(%)	17.0	16.8	-0.3
RBC 비율 효과					
		2017	1Q 18		
			기존	신규	변화
RBC 비율	(%)	189.8	175.3	181.4	6.1
지급여력금액	(십억원)	2,111	2,001	2,071	3.5
총위험액	(십억원)	1,112	1,141	1,141	0.0
주: 4 월 발행된 후순위채 1000 억원과 후순위채 인정금액 차감을 감안하면 186.9% 예상됨					

자료: 메리츠화재, 하이투자증권

〈표 3〉 과거 유상증자 내역

유상증자 결정일	세부내용		
2016-04-27	발행규모	70,000,000,000	원
	신주 수	4,375,000	주
	발행가액	16,000	원
2014-10-01	발행규모	60,476,310,000	원
	신주 수	4,634,200	주
	발행가액	13,050	원
2013-04-23	발행규모	55,499,312,000	원
	신주 수	4,628,800	주
	발행가액	11,990	원
2011-08-31	발행규모	96,000,555,800	원
	신주 수	9,430,310	주
	발행가액	10,180	원

자료: 메리츠화재, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
운용자산	14,510	15,967	17,391	18,581	19,675
현금 및 예금	220	380	320	342	363
유가증권	8,905	10,009	10,793	11,532	12,210
당기손익증권	682	430	2,869	3,066	3,246
매도가능증권	8,218	9,574	7,829	8,371	8,869
만기보유증권	0	0	0	0	0
관계기업투자주식	5	5	95	95	95
대출채권	4,584	4,785	5,426	5,797	6,139
부동산	800	793	851	910	963
비운용자산	1,934	2,125	2,230	2,379	2,515
특별계정자산	0	0	0	4	8
별도자산총계	16,444	18,092	19,621	20,964	22,197
책임준비금	13,831	15,447	16,817	17,862	18,799
지급준비금	960	1,079	1,168	1,204	1,252
보험료적립금	12,195	13,619	14,843	15,760	16,535
미경과보험료 적립금	589	659	706	760	814
기타준비금	87	89	100	138	197
기타부채	974	859	935	993	1,045
특별계정부채	0	0	0	0	0
별도부채총계	14,805	16,306	17,751	18,855	19,843
자본금	55	55	57	57	57
자본잉여금	437	437	505	505	505
이익잉여금	847	1,109	1,274	1,513	1,758
자본조정	-13	-19	-35	-35	-35
기타포괄손익누계	314	204	69	69	69
별도자본총계	1,640	1,787	1,870	2,109	2,354

손익계산서(별도)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	5,990	6,403	6,775	7,002	7,286
일반	440	498	523	549	577
자동차	751	807	798	804	824
장기	4,799	5,098	5,454	5,649	5,886
경과보험료	5,666	5,997	6,366	6,581	6,848
일반	223	252	276	293	308
자동차	708	733	742	747	767
장기	4,736	5,011	5,348	5,540	5,773
경과손해액	4,698	4,824	5,144	5,365	5,613
보험금	1,882	2,017	2,185	2,265	2,280
환급금/연금/배당	1,157	1,159	1,347	1,460	1,543
준비금 증가액	1,634	1,632	1,526	1,530	1,680
손해조사비	103	109	112	110	110
순사업비	1,195	1,387	1,579	1,512	1,559
일반	58	53	54	49	43
자동차	160	167	164	164	168
장기	976	1,166	1,361	1,299	1,348
보험영업이익	-227	-214	-356	-297	-324
투자영업이익	596	714	780	784	844
총영업이익	369	500	423	487	520
영업외손익	-32	-27	-28	-28	-28
법인세차감전순이익	337	473	396	460	493
법인세	80	118	103	118	127
세율	23.7	24.9	26.0	25.6	25.7
별도당기순이익	258	355	293	342	366

주: 손해율, 사업비율, 합산비율은 경과보험료 기준

성장성지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
원수보험료	5.9	6.9	5.8	3.3	4.1
일반	8.0	13.2	5.0	5.0	5.0
자동차	1.0	7.5	-1.2	0.7	2.5
장기	6.5	6.2	7.0	3.6	4.2
장기위험	16.8	15.8	17.7	12.0	11.0
경과보험료	6.4	5.8	6.2	3.4	4.1
투자영업이익	0.7	19.9	9.2	0.6	7.6
총영업이익	44.7	35.5	-15.3	15.1	6.7
별도당기순이익	50.5	37.7	-17.6	16.8	6.9
운용자산	14.7	10.0	8.9	6.8	5.9
책임준비금	13.1	11.7	8.9	6.2	5.2
별도자본총계	11.5	9.0	4.6	12.8	11.6

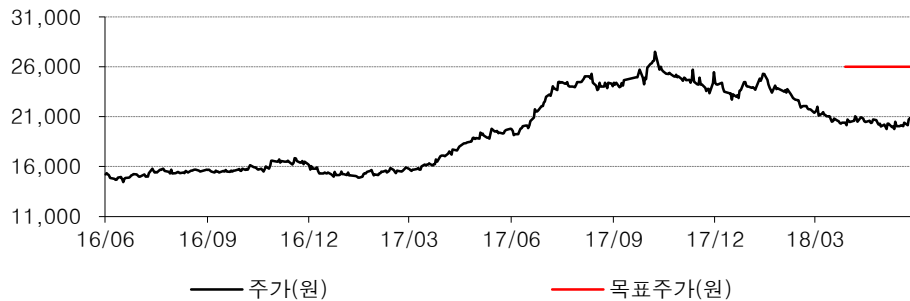
수익성 지표(별도)	(단위:%)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
손해율	82.9	80.4	80.8	81.5	82.0
일반	68.7	62.8	63.7	64.8	65.2
자동차	84.1	78.2	79.8	81.4	81.3
장기	83.4	81.7	81.8	82.4	83.0
장기위험	88.3	85.8	85.3	84.6	84.5
사업비율	21.1	23.1	24.8	23.0	22.8
합산비율	104.0	103.6	105.6	104.5	104.7
투자수익률	4.4	4.7	4.7	4.4	4.4

재무제표(연결)	(단위:십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
연결 자산총계	16,574	18,152	19,655	20,998	22,231
연결부채총계	14,935	16,373	17,778	18,881	19,870
지배기업소유지분	1,633	1,773	1,877	2,117	2,362
비지배지분	6	6	0	0	0
연결자본총계	1,639	1,779	1,877	2,117	2,362
법인세차감전 순이익	311	513	413	486	493
법인세	73	128	107	124	127
세율	23.6	25.0	25.9	25.5	25.7
연결순이익	237	385	306	362	366
지배주주지분순이익	236	384	305	362	366
비지배지분순이익	1	1	0	0	0

투자지표(별도)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	16.6	20.7	16.0	17.2	16.4
ROA	1.7	2.1	1.6	1.7	1.7
EPS(원)	2,352	3,252	2,617	3,058	3,269
BPS(원)	14,957	16,361	16,714	18,852	21,042
투자지표(연결)	(단위: 십억원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
ROE	15.2	22.5	16.7	18.1	16.3
ROA	1.5	2.2	1.6	1.8	1.7
EPS(원)	2,157	3,515	2,731	3,237	3,269
BPS(원)	14,893	16,237	16,781	18,919	21,109
DPS(원)	830	1,140	920	1,080	1,150
P/E	7.4	6.7	7.6	6.4	6.3
P/B	1.1	1.4	1.2	1.1	1.0
배당수익률	5.2	4.9	4.4	5.2	5.6
RBC	188	190	172	176	181
Embedded Value	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
RoEV	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
EVPS(원)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
P/EV	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

자료: 메리츠화재, 하이투자증권

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(메리츠화재)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-04-16(담당자변경)	Buy	26,000	1년	-21.4%	-18.8%
2018-06-21	Hold	23,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 강승건\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-