

메리츠화재(000060)

매수(유지)

목표주가: 15,500원(하향)

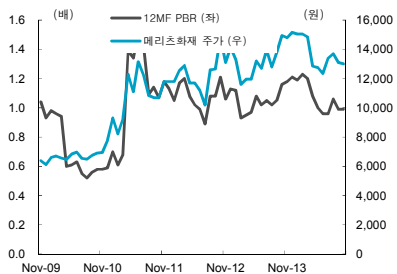
Stock Data

KOSPI(10/1)	1,992
주가(10/1)	13,000
시가총액(십억원)	1,317
발행주식수(백만)	101
52주 최고/최저가(원)	15,750/11,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	3,438
유동주식비율/외국인지분율(%)	51.3/15.9
주요주주(%)	메리츠금융지주 외 9인 47.9
	국민연금공단 8.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.1)	(11.6)	(4.8)
상대주가(%p)	(0.4)	(11.5)	(4.4)

12MF PBR 추이



자료: WISEIn 컨센서스

메리츠금융지주 대상 유상증자로 자본확충

메리츠금융지주 대상 제3자 배정방식으로 유상증자 실시

메리츠화재는 전일 메리츠금융지주에 제3자 배정방식으로 604억원의 유상증자를 실시한다고 공시했다. 발행가는 전일 증가 대비 50원 높은 13,050원(0.4% 할증)으로 4,634,200주가 발행된다. 신주의 배당기산일은 2014년 1월 1일로 올해 연말 배당에 포함되며, 2014년 10월 27일에 상장될 예정이다.

유상증자 목적은 메리츠금융지주의 보유 지분을 강화(47.72% → 50.01%)

증자 목적은 메리츠금융지주의 보유 지분을 50%로 끌어올리는데 있다. 감독당국은 메리츠화재 인적 분할 당시 메리츠금융지주의 메리츠화재 보유지분을 50% 이상 유지하길 권고했다. 그러나 2013년 3월 메리츠화재가 GIC로 유상증자 555억원을 단행한 후 메리츠금융지주의 지분율은 50.01%에서 47.72%로 하락했다. 이번 604억원 증자로 메리츠금융지주는 메리츠화재의 지분율을 50.01% 확보하게 된다. 대주주 지분율 강화를 목적으로 단행한 소규모 유상증자이기에 부정적으로 해석할 필요가 없다.

시가 발행으로 dilution 제한적, 3년 평균 ROE 0.4%p 하락, '15년 EPS 3.3% 감소, '15년 BPS 0.1% 증가

시가 발행을 통한 유상증자를 선택했기에 dilution 효과는 제한적이다. 유상증자 후 동사의 3년 평균 ROE는 기존 11.2%에서 10.8%로 0.4%p 하락할 전망이다. '15년 EPS는 3.3% 감소, '15년 BPS는 0.1% 증가한다. 반면, 유상증자 이후 동사의 RBC 비율은 약 9.3%p 상승할 전망이다. 현재 RBC 비율이 219.9%로 여유 있는 수준이지만 향후 RBC 규제 강화를 고려한다면 긍정적 요인이다.

적정PBR 변경으로 목표주가 16,000원에서 15,500원으로 3.1% 하향 조정

ROE 하락으로 동사의 적정 PBR이 기존 1.15배에서 1.11배로 조정되고 이에 따라 목표주가를 기존 16,000원에서 15,500원으로 하향 조정한다. ①RBC 개선에 따른 자본비용 0.1%p 하락(10.1% → 10.0% 변경), ②자본확충이 반영된 4Q BPS 13,929원을 적용 시 목표주가 변경 폭은 3.1% 수준이다. 동사의 재무건전성 강화를 긍정적으로 평가하고, 목표주가 변경 폭이 미미하기에 기존 투자의견 Buy를 유지한다.

	경과보험료 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	수정EPS (원)	증감률 (%)	수정BPS (원)	수정PER (배)	수정PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2012A	4,500	182	131	1,352	(20.6)	11,238	8.8	1.1	13.2	2.5
2013A	3,528	193	135	1,335	(1.3)	10,365	11.3	1.5	17.0	2.1
2014F	5,787	190	124	1,167	(12.6)	12,868	11.1	1.0	10.4	2.1
2015F	7,017	221	147	1,391	19.2	14,300	9.3	0.9	10.3	2.5
2016F	7,641	266	182	1,719	23.6	14,968	7.6	0.9	11.8	3.1

<표 1> 실적 전망 변경치

(단위: %, %p)

	변경전			변경후			차이		
	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F
ROE	10.6	10.7	12.3	10.4	10.3	11.8	(0.3)	(0.4)	(0.5)
BPS	12,859	14,290	14,918	12,868	14,300	14,968	0.1	0.1	0.3
EPS	1,220	1,439	1,780	1,167	1,391	1,719	(4.4)	(3.3)	(3.4)
DPS	290	342	423	277	331	409	(4.5)	(3.3)	(3.4)

자료: 한국투자증권

<표 2> 유상증자 세부 사항

(단위:주,원)

항목	세부사항
신주의 종류와 수	보통주, 4,634,200
1 주당 액면가액	500
증자전 발행주식총수	보통주, 101,328,800
자금조달의 목적	운영자금, 60,476,310,000
증자방식	제 3 자배정증자
신주 발행가액	13,050
기준주가에 대한 할인율 또는 할증율 (%)	0
납입일	2014년 10월 08일
신주의 배당기산일	2014년 01월 01일
신주권교부예정일	2014년 10월 24일
신주의 상장 예정일	2014년 10월 27일
이사회결의일	2014년 10월 01일
기타	한국예탁결제원 의무보호예수 1년

자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

<표 3> 투자 의견 및 목표주가 산출근거

(단위: 원, %, 배)

항목	메리츠화재 적용값
투자 의견	매수
조정 목표주가	15,500
조정 상승여력	19.2
현재주가	13,000
적정 PBR (A)=(B)-(C)/(D)-(C)	1.11
현재 PBR	0.93
ROE (B)	10.8
영구성장률 (C)	2.5
조정 CoE (D)	10.0
Risk free rate (F)	2.5
Risk premium (G)	8.9
베타 (H)	0.84
4Q Fwd BPS (I)	13,929
RBC	229.2

주: ROE는 향후 3년 평균 ROE, RBC는 유상증자 이후 기준

자료: 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
총자산	10,158	11,043	13,208	14,692	16,264
운용자산	7,996	9,000	10,905	12,118	13,415
현예금	460	465	713	729	807
주식	182	173	202	225	250
채권	3,120	3,043	3,242	3,622	4,010
국공채	751	807	837	935	1,035
특수채	1,247	1,276	1,337	1,494	1,654
회사채	1,122	959	1,068	1,193	1,321
수익증권 / 기타	1,180	1,469	1,964	2,195	2,430
해외 / 신종	730	1,211	1,485	1,659	1,837
대출	1,500	1,819	2,355	2,632	2,914
부동산	822	820	944	1,055	1,168
비운용자산	2,163	2,044	2,303	2,574	2,849
특별계정자산	231	13	36	48	55
부채총계	9,072	10,006	11,857	13,189	14,601
보험계약준비금	8,405	9,379	11,103	12,340	13,659
책임준비금	8,405	9,379	11,103	12,340	13,659
비상위험준비금	0	0	0	0	0
자본총계	1,087	1,038	1,351	1,503	1,573
자본금	48	51	53	53	53
자본잉여금	261	314	372	372	372
이익잉여금	326	440	518	614	730
자본조정	6	(7)	(8)	(8)	(8)
기타포괄손익누계	445	241	415	472	427

손익계산서

(단위: 십억원, %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
원수보험료	4,780	3,718	5,456	6,227	6,837
자동차	816	572	716	721	734
장기	3,667	2,889	4,462	5,108	5,681
일반	298	257	376	398	422
경과보험료	4,500	3,528	5,787	7,017	7,641
자동차	755	562	1,566	1,792	1,839
장기	3,625	2,861	4,418	5,057	5,624
일반	120	104	159	168	178
발생손해액	3,627	2,879	4,837	5,852	6,359
자동차	652	510	1,419	1,624	1,664
장기	2,887	2,304	3,607	4,125	4,587
일반	88	65	101	103	109
순사업비	1,033	747	1,166	1,410	1,533
자동차	183	129	332	379	389
장기	799	584	855	978	1,087
일반	51	34	50	53	56
보험영업이익	(161)	(98)	(216)	(245)	(251)
투자영업이익	343	291	406	466	517
수정영업이익	182	193	190	221	266
영업외이익	(10)	(15)	(27)	(26)	(26)
당기순이익	131	135	124	147	182
수정순이익	131	135	124	147	182
비상위험준비금증가	0	0	0	0	0

성장지표

(단위: %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
총자산성장률	17.4	11.7	19.6	11.2	10.1
원수보험료성장률	12.4	3.8	10.9	14.1	9.8
자동차	2.4	(8.2)	(6.3)	0.6	1.8
장기	14.9	5.9	16.6	14.5	11.2
일반	11.2	12.3	15.5	5.7	5.9
당기순이익	(20.6)	29.3	(23.4)	19.2	23.5
운용자산증가율	20.4	17.3	21.2	11.1	10.7
운용이익증가율	27.8	12.6	8.0	14.8	11.0
보험영업효율					
손해율	80.6	81.6	83.6	83.4	83.2
사업비율	22.8	21.2	20.3	20.3	20.2
합산비율	103.4	102.8	103.9	103.7	103.5
장기손해율	79.6	80.5	81.7	81.6	81.6
자동차손해율	86.4	90.7	90.6	90.6	90.5
일반손해율	73.7	62.4	63.5	61.6	61.2
경과보험료 기준 매출비중(%)					
자동차보험	16.8	15.9	27.1	25.5	24.1
일반보험	2.7	3.0	2.8	2.4	2.3
장기보험	80.6	81.1	76.3	72.1	73.6

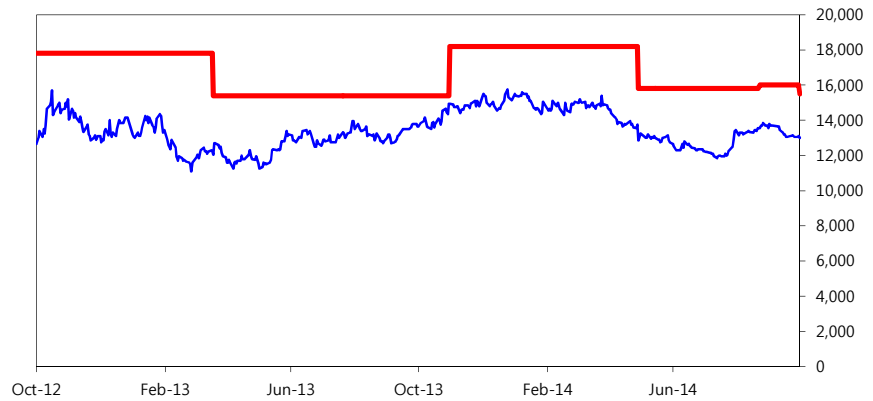
수익성지표

(단위: 배, %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	1,352	1,335	1,167	1,391	1,719
수정 EPS	1,352	1,335	1,167	1,391	1,719
BPS	11,237	10,241	12,749	14,181	14,849
수정 BPS	11,238	10,365	12,868	14,300	14,968
DPS	300	320	277	331	409
배당수익률	2.5	2.1	2.1	2.5	3.1
배당성향	22.2	23.8	26.0	21.8	17.7
수익성지표					
영업이익률	11.7	13.7	10.3	9.8	10.3
ROA	1.4	1.7	1.0	1.1	1.2
ROE	13.2	17.0	10.4	10.3	11.8
수정 ROA	1.4	1.7	1.0	1.1	1.2
수정 ROE	13.2	17.0	10.4	10.3	11.8
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	3.7	3.7	3.4	3.4	3.4
투자영업이익률(운용자산대비)	4.8	4.6	4.2	4.1	4.1
투자영업이익률(주식제외)	4.8	4.5	4.1	4.0	4.0
총자산/총자본	9.3	10.6	9.8	9.8	10.3
운용자산/총자산	78.7	81.5	82.6	82.5	82.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
메리츠화재(000060)	2012.10.25	매수	17,800 원
	2013.03.20	매수	15,400 원
	2013.11.01	매수	18,200 원
	2014.04.30	매수	15,800 원
	2014.08.24	매수	16,000 원
	2014.10.01	매수	15,500 원



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 10월 1일 현재 메리츠화재 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.