

2013년 추천 포트폴리오

SK이노베이션(096770)	52
LG화학(051910)	54
고려아연(010130)	56
삼성물산(000830)	58
SK(003600)	60
삼성중공업(010140)	62
현대모비스(012330)	64
기아차(000270)	66
LG패션(093050)	68
케이티스카이라이프(053210)	70
호텔신라(008770)	72
하이마트(071840)	74
KT&G(033780)	76
LG생활건강(051900)	78
녹십자(006280)	80
NHN(035420)	82
삼성전자(005930)	84
삼성SDI(006400)	86
SK텔레콤(017670)	88
한국가스공사(036460)	90

<스몰캡 유망종목>

파트론(091700)	92
대덕GDS(004130)	94
오스템임플란트(048260)	96
무학(033920)	98
다우기술(023590)	100

SK이노베이션(096770)

매수 / TP: 210,000원

주가(11/15, 원)	156,000
시가총액(십억원)	14,425
발행주식수(백만)	92
52주 최고/최저가(원)	194,000/125,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	66,970
유동주식비율(%)	65.6
외국인지분비율(%)	36.5

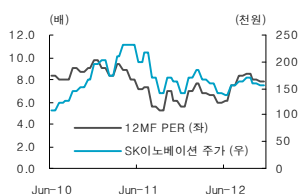
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	53,722	1,891	1,502	1,139	12,241	70.0	2,532	15.8	10.1	1.6	11.9
2011A	68,371	2,842	4,309	3,169	34,004	177.8	3,448	4.2	5.1	0.9	24.4
2012F	75,453	2,220	2,204	1,621	17,359	(49.0)	2,782	9.0	6.9	0.9	10.6
2013F	78,267	2,873	2,843	2,091	22,441	29.3	3,407	7.0	5.7	0.8	12.2
2014F	78,800	3,264	3,235	2,379	25,531	13.8	3,820	6.1	4.9	0.7	12.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.3	12.2	(12.6)
상대주가(%)	6.2	13.7	(11.8)

12MF PER 추이



혁신은 꾸준히 진행되는 것

업황 어렵지만 남은 카드가 많다: SK이노베이션은 단순한 정유 기업이 아니다. 2012년 영업이익 2조8,727억원은 정유사업에서 32%, 화학사업에서 34%, 윤활기유사업에서 22%가 발생할 것으로 보인다. 이 외에 2차전지와 전자소재 분야의 신사업도 올해 양산설비를 완공해 본 궤도에 올랐다. 특히 화학사업은 인천공장에 PX 생산 설비를 건설할 계획이며, 윤활기유를 생산하는 SK루브리컨츠는 2013년 중 상장할 예정이다. 두 사업의 양호한 성장 전망에 따라 투자자금은 재무적 투자자 및 SK루브리컨츠의 상장을 통해 조달할 예정이다. 경기 회복 예상에 따른 단기 실적 개선 여부도 중요하지만, SK이노베이션은 모든 사업 분야가 규모의 경제와 장단기 성장성을 확보한 점이 투자포인트다.

정유 수급 안정되며 SK에너지 실적 변동성 줄어든 것: 석유 제품의 수요는 세계 경제 성장과 밀접한 관련을 갖고 있어 정유 업황은 짧은 침체와 회복을 반복하고 있다. 수급의 편더멘털과 무관한 유가의 움직임으로 정유 사업이 대규모 적자를 기록하는 등 극심한 변동성을 보였지만, 앞으로 남은 것은 변동성의 축소라고 판단한다. 미국과 유럽의 수요가 급감하며 공급 과잉이 유발되었음에도 중동의 정치 불안으로 유가가 오르는 등 수급 불안과 편더멘털 외적인 요인의 영향이 컸다. 그러나 불황을 기회로 경쟁력이 떨어지는 정제 설비들이 폐쇄되어 수요 감소 이상의 공급능력 감소도 나타났다. 구조조정의 과정을 거치고, 경기 회복이 나타나며 제품 가격 및 유가는 안정세를 보이고 있다. 향후 가격 및 마진 추이 역시 안정적으로 전망되어 정유 실적 변동으로 인한 SK이노베이션의 실적 변동성은 줄어든 것이다.

2013년 실적 개선 전망: 정유사업의 업황 안정으로 SK에너지의 매출액과 영업이익이 4%, 36% 늘어나 SK이노베이션의 연결실적 개선에 가장 크게 기여할 것이다. SK에너지는 단일 설비 기준 세계 2위의 생산규모를 갖추고 있으며 아시아에서는 설비규모가 가장 크다. 2013년 경기가 V자 회복을 보일 것으로 기대하기는 힘들다. 수요회복이 빠르게 진행되지 않는다면 설비 자체가 가진 경쟁력과 효율성에 따라 원가 우위가 결정될 수 있다. 아시아의 정유업황이 역외의 공급 변수보다는 역내 수요 및 공급 변화에 민감하게 반응할 것이라고 예상하기 때문이다. 뿐만 아니라 인천공장의 PX 생산 설비 투자와 SK루브리컨츠의 생산능력 확대에 따라 비정유 부문에서도 성장성을 기대할 수 있다. SK종합화학과 SK루브리컨츠의 영업이익은 각각 22%, 53% 증가할 것으로 예상된다.

박기용 3276-6177
kypark@truefriend.com

이나경 3276-6241
nklee@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	15,496	19,887	20,566	22,903	23,847
현금성자산	2,949	4,380	4,603	5,087	5,516
매출채권및기타채권	5,086	6,755	7,168	7,827	7,880
재고자산	5,863	7,482	7,394	8,218	8,668
비유동자산	13,910	15,140	16,030	17,129	18,664
투자자산	1,720	2,353	2,596	2,693	2,897
유형자산	10,850	11,377	11,877	12,821	14,142
무형자산	1,138	1,206	1,330	1,380	1,389
자산총계	29,406	35,027	36,596	40,031	42,510
유동부채	11,745	14,305	14,946	15,996	16,300
매입채무및기타채무	6,171	9,934	9,432	9,783	9,850
단기차입금및단기사채	3,306	2,782	3,282	3,382	3,582
유동성장기부채	1,991	1,101	1,801	2,201	2,151
비유동부채	6,109	5,890	5,289	5,673	5,559
사채	3,899	3,669	3,369	3,819	3,719
장기차입금및금융부채	1,604	1,315	1,115	1,019	999
부채총계	17,854	20,195	20,235	21,669	21,859
지배주주지분	11,451	14,577	16,103	18,099	20,383
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,878	5,886	5,886	5,886	5,886
자본조정	(143)	(144)	(144)	(144)	(144)
이익잉여금	5,266	8,203	9,562	11,393	13,511
비지배주주지분	100	254	258	263	269
자본총계	11,552	14,832	16,361	18,362	20,652

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	311	2,722	1,101	1,689	2,590
당기순이익	1,149	3,176	1,624	2,096	2,384
유형자산감가상각비	512	521	467	435	456
무형자산상각비	129	84	96	99	100
자산부채변동	(1,679)	(13)	(1,090)	(944)	(352)
기타	200	(1,046)	4	3	2
투자활동현금흐름	(755)	814	(1,317)	(1,797)	(1,930)
유형자산투자	(444)	(1,192)	(1,053)	(1,466)	(1,864)
유형자산매각	128	87	87	87	87
투자자산순증	(103)	(187)	(78)	69	(38)
무형자산순증	(337)	(182)	(220)	(149)	(109)
기타	1	2,288	(53)	(338)	(6)
재무활동현금흐름	690	(2,085)	439	593	(231)
자본의증가	35	0	0	0	0
차입금의순증	852	(1,880)	700	854	30
배당금지급	(198)	(199)	(261)	(261)	(261)
기타	1	(6)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(4)	0	0	0
현금의증가	246	1,447	222	485	429

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	53,722	68,371	75,453	78,267	78,800
매출총이익	3,973	4,820	3,780	4,751	5,116
판매관리비	1,705	1,860	1,817	1,957	1,970
기타영업손익	(377)	(117)	256	78	118
영업이익	1,891	2,842	2,220	2,873	3,264
금융수익	856	1,183	1,206	1,221	1,237
이자수익	66	106	130	144	160
금융비용	1,266	1,321	1,298	1,328	1,346
이자비용	450	388	365	395	413
기타영업외손익	22	1,605	75	78	79
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,502	4,309	2,204	2,843	3,235
법인세비용	353	1,133	579	748	850
연결당기순이익	1,149	3,176	1,624	2,096	2,384
지배주주지분순이익	1,139	3,169	1,621	2,091	2,379
기타포괄이익	(3)	166	166	166	166
총포괄이익	1,146	3,342	1,791	2,262	2,551
지배주주지분포괄이익	1,137	3,323	1,787	2,257	2,545
EBITDA	2,532	3,448	2,782	3,407	3,820

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	12,241	34,004	17,359	22,441	25,531
BPS	123,724	157,089	173,368	194,669	219,043
DPS	2,100	2,800	2,800	2,800	2,800
성장성(% YoY)					
매출증가율	22.5	27.3	10.4	3.7	0.7
영업이익증가율	54.3	50.3	(21.9)	29.4	13.6
순이익증가율	70.1	178.3	(48.9)	29.0	13.8
EPS증가율	70.0	177.8	(49.0)	29.3	13.8
EBITDA증가율	30.5	36.2	(19.3)	22.5	12.1
수익성(%)					
영업이익률	3.5	4.2	2.9	3.7	4.1
순이익률	2.1	4.6	2.1	2.7	3.0
EBITDA Margin	4.7	5.0	3.7	4.4	4.8
ROA	4.3	9.9	4.5	5.5	5.8
ROE	11.9	24.4	10.6	12.2	12.4
배당수익률	1.1	2.0	1.8	1.8	1.8
안정성					
순차입금(십억원)	7,651	4,226	4,661	4,697	4,293
차입금/자본총계비율(%)	94.3	60.8	59.4	57.5	51.3
Valuation(X)					
PER	15.8	4.2	9.0	7.0	6.1
PBR	1.6	0.9	0.9	0.8	0.7
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	10.1	5.1	6.9	5.7	4.9

LG화학(051910)

매수 / TP: 370,000원

주가(11/15, 원)	296,000
시가총액(십억원)	19,616
발행주식수(백만)	66
52주 최고/최저가(원)	434,000/265,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	99,929
유동주식비율(%)	65.9
외국인지분비율(%)	34.6

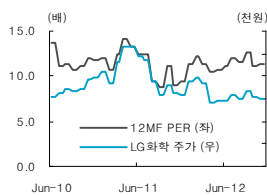
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	19,471	2,821	2,818	2,158	29,345	47.9	3,493	13.3	8.0	3.7	31.9
2011A	22,676	2,835	2,797	2,138	29,069	(0.9)	3,592	10.9	6.4	2.5	24.8
2012F	23,084	2,062	2,014	1,548	21,050	(27.6)	2,832	14.1	7.8	2.0	15.2
2013F	24,430	2,321	2,264	1,740	23,666	12.4	3,136	12.5	7.1	1.8	15.1
2014F	26,378	2,585	2,524	1,940	26,383	11.5	3,465	11.2	6.4	1.6	14.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.7)	10.0	(17.8)
상대주가(%)	(2.9)	11.5	(17.0)

12MF PER 추이



Long-term Growth

단기 회복 수혜와 장기 성장성 모두 충족: 미국 대선 종료 이후 재정 절벽 극복 방안, 중국의 정권 교체와 유럽 재정위기의 완화 등 업황 회복을 기대하게 하는 요인은 많다. 세계 경제의 생산/소비와 무역에 있어 중요한 축을 담당하는 각 지역 또는 국가들이 향후 경기 회복을 위한 정책 마련에 집중할 수 밖에 없는 상황이다. 이에 따라 화학 제품들의 수요가 증가하면 역내 경쟁사 대비 높은 가동률을 유지하고 있는 국내 화학 기업들에게 기회가 될 것이다. 먼저 재고 부담이 낮은 폴리올레핀 등 범용 제품과, 건축, 토목 등 인프라 투자에 민감한 PVC의 수요가 늘어날 것이다. 중국 업체들의 본격적인 가동률 상승 전까지 화학제품의 가격 반등은 더 강하게 나타날 수 있어 화학업종의 전반적인 수혜를 예상한다. 그러나 한정된 수요 증가에 비해 복잡해진 경쟁 환경 탓에 짧은 호황에 그칠 수 있다. 따라서 범용 화학제품보다는 기술집약적인 다운스트림 제품과 전자소재 등 다각화된 제품 포트폴리오를 기반으로 중장기 성장성을 기대할 수 있는 LG화학이 가장 안전한 선택이 될 것이다.

길게 보고 갈 수 밖에 없다: 중국의 경기부양 정책과 맞물려 화학제품의 수요는 2009년 이후 빠르게 증가했다. 이러한 분위기가 2011년 상반기까지 이어졌으며 계속해서 경기가 호황일 것이라는 기대에 화학제품 가격이 상승하며 재고 확충을 위한 가수요를 유발했다. 이는 다시 가격 상승을 부추겨 아시아 화학 업체들은 매출과 이익의 급성장을 달성할 수 있었다. 그러나 향후 수요는 대규모 경기부양을 통한 인위적인 생산과 소비 증가 없이는 점진적인 회복을 기대할 수 밖에 없다. 따라서 시장은 2012년 상반기까지 축적된 재고를 소진해가며 실질 수요 수준에서 형성될 것으로 보인다. 최근 3년간의 고속 성장보다는 완화된 성장세를 예상하지만 실질 수요의 증가율은 2012년의 5.6%에서 2013년 10.2%로 개선될 전망이기에 절대적으로 부진하다 말할 수 없는 수준이다.

2015년까지 실적 개선 전망: LG화학의 2011년 화학사업 영업이익은 2008년 대비 105% 증가했다. 반면, 같은 기간 정보전자소재 및 배터리 사업의 영업이익은 4% 증가하는데 그쳤다. 2012년에는 화학 업황 부진으로 화학사업 영업이익은 2011년 대비 36% 감소할 것으로 추정된다. 그러나 이를 저점으로 향후 3년간 전사 이익은 44%의 성장을 달성할 것으로 기대한다. 2015년까지 화학사업 영업이익은 21% 증가할 것으로 예상하며, 정보전자소재와 배터리 사업은 영업이익은 107% 증가할 것이다. 이를 주도하는 것은 유리기관 사업과 중대형 전지 사업으로 단기 성과 개선은 더딜지라도 장기적 성장성 확보에 중요한 역할을 할 것이다. 이미 LG화학은 동일 사업 영역인 편광판과 IT용 소형전지 분야에서 성공한 경험이 있어 신사업에서의 성공 가능성이 높다고 판단한다.

박기웅 3276-6177
kypark@truefriend.com

이나경 3276-6241
nklee@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	6,292	7,256	7,368	7,797	8,419
현금성자산	1,368	1,379	1,385	1,466	1,583
매출채권및기타채권	2,602	3,239	3,297	3,489	3,768
재고자산	2,182	2,475	2,520	2,667	2,879
비유동자산	6,382	8,029	9,601	10,940	12,396
투자자산	219	335	341	361	390
유형자산	5,872	7,376	8,936	10,236	11,636
무형자산	180	207	211	223	241
자산총계	12,673	15,286	16,969	18,737	20,815
유동부채	4,277	4,724	4,760	5,029	5,201
매입채무및기타채무	2,161	2,499	2,544	2,693	2,908
단기차입금및단기사채	1,260	1,452	1,552	1,702	1,702
유동성장기부채	361	386	386	386	386
비유동부채	552	854	1,207	1,217	1,431
사채	150	299	649	649	849
장기차입금및금융부채	333	390	390	390	390
부채총계	4,830	5,578	5,967	6,246	6,632
지배주주지분	7,703	9,553	10,824	12,288	13,951
자본금	370	370	370	370	370
자본잉여금	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
자본조정	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)
이익잉여금	6,254	8,053	9,306	10,752	12,397
비지배주주지분	140	154	177	204	233
자본총계	7,844	9,708	11,002	12,491	14,183

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	2,507	2,240	2,155	2,339	2,505
당기순이익	2,200	2,170	1,571	1,766	1,968
유형자산감가상각비	654	741	753	797	861
무형자산상각비	18	16	17	18	20
자산부채변동	(528)	(656)	(169)	(227)	(329)
기타	163	(31)	(17)	(15)	(15)
투자활동현금흐름	(1,622)	(2,280)	(2,305)	(2,114)	(2,293)
유형자산투자	(1,617)	(2,195)	(2,318)	(2,102)	(2,266)
유형자산매각	5	5	5	5	5
투자자산순증	(14)	(43)	30	17	10
무형자산순증	(24)	(27)	(21)	(30)	(37)
기타	28	(20)	(1)	(4)	(5)
재무활동현금흐름	(624)	63	155	(145)	(95)
자본의증가	3	0	0	0	0
차입금의순증	(348)	389	450	150	200
배당금지급	(280)	(319)	(295)	(295)	(295)
기타	1	(7)	0	0	0
기타현금흐름	1	(12)	0	0	0
현금의증가	261	11	6	81	117

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	19,471	22,676	23,084	24,430	26,378
매출총이익	3,999	4,081	3,399	3,884	4,405
판매관리비	1,159	1,264	1,365	1,588	1,846
기타영업손익	(19)	19	28	24	26
영업이익	2,821	2,835	2,062	2,321	2,585
금융수익	137	195	195	196	198
이자수익	27	27	28	28	30
금융비용	183	218	230	239	244
이자비용	61	67	79	88	93
기타영업외손익	(13)	(31)	(32)	(33)	(36)
관계기업관련손익	55	15	19	19	21
세전계속사업이익	2,818	2,797	2,014	2,264	2,524
법인세비용	619	627	443	498	555
연결당기순이익	2,200	2,170	1,571	1,766	1,968
지배주주지분순이익	2,158	2,138	1,548	1,740	1,940
기타포괄이익	(3)	18	18	18	18
총포괄이익	2,197	2,188	1,589	1,784	1,987
지배주주지분포괄이익	2,155	2,148	1,565	1,758	1,957
EBITDA	3,493	3,592	2,832	3,136	3,465

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	29,345	29,069	21,050	23,666	26,383
BPS	104,451	129,485	146,683	166,483	188,985
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	25.5	16.5	1.8	5.8	8.0
영업이익증가율	34.5	0.5	(27.3)	12.6	11.4
순이익증가율	43.1	(0.9)	(27.6)	12.4	11.5
EPS증가율	47.9	(0.9)	(27.6)	12.4	11.5
EBITDA증가율	30.2	2.8	(21.2)	10.7	10.5
수익성(%)					
영업이익률	14.5	12.5	8.9	9.5	9.8
순이익률	11.1	9.4	6.7	7.1	7.4
EBITDA Margin	17.9	15.8	12.3	12.8	13.1
ROA	19.0	15.5	9.7	9.9	10.0
ROE	31.9	24.8	15.2	15.1	14.8
배당수익률	1.0	1.3	1.2	1.2	1.2
안정성					
순차입금(십억원)	747	1,136	1,580	1,648	1,730
차입금/자본총계비율(%)	27.1	26.0	27.1	25.0	23.5
Valuation(X)					
PER	13.3	10.9	14.1	12.5	11.2
PBR	3.7	2.5	2.0	1.8	1.6
PSR	1.5	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.0	6.4	7.8	7.1	6.4

고려아연(010130)

매수 / TP: 590,000원

주가(11/15, 원)	418,000
시가총액(십억원)	7,980
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	490,000/291,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	27,137
유동주식비율(%)	42.5
외국인지분비율(%)	15.5

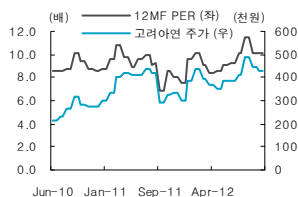
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	3,838	684	726	555	31,054	32.2	773	8.9	6.5	1.9	22.4
2011A	5,556	964	975	714	39,868	28.4	1,076	7.6	4.7	1.7	23.1
2012F	5,553	864	830	631	35,249	(11.6)	973	12.7	7.6	2.1	17.0
2013F	6,317	1,140	1,153	876	48,951	38.9	1,262	9.2	5.6	1.8	19.9
2014F	6,598	1,308	1,362	1,035	57,799	18.1	1,445	7.8	4.6	1.5	19.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.4)	29.7	26.5
상대주가(%)	(6.1)	31.1	25.1

12MF PER 추이



2013년, 세 가지 호재가 이어진다

펀더멘털 개선으로 다시 한번 re-rating: 고려아연은 2013년에 아연 제련수수로 상승, 은 생산능력 증가, 광산 추가 매입 등의 호재가 연이어 발생할 것이다. 아연 제련수수가 상승할 것으로 보는 이유는 수수료 협상에서 1) 중국의 아연 정광 자급률 상승, 2) 아연 정광 재고 증가 등의 요인으로 제련사가 광산보다 유리한 고지를 차지하고 있기 때문이다. 2013년 EPS 48,951원에 목표 PER 12배를 적용한 590,000원을 유지한다.

2013년 아연 제련수수로 상승 예상: 2011년과 2012년에 2년 연속 아연 제련수수가 하락했다. 2010년 톤당 270달러였던 아연 제련수수는 2011년에 250달러, 2012년에는 191달러로 하락했다. 아연 가격은 지속적으로 증가한 재고의 영향으로 하락했다. 여기에 더해 중국의 제련사가 증가하면서 정광 공급이 부족해 제련 수수료도 하락했다. 그러나, 2013년에는 제련수수가 상승할 전망이다. 중국의 정광 수입량이 지속적으로 감소하고 있고, 정광 재고도 꾸준히 늘어 50만톤에 달하는 것으로 파악된다. 중국의 정광 자급률이 상승해 제련수수료 협상에서 제련사가 광산보다 유리한 고지를 차지할 것으로 예상된다.

아연 제련수수가 10달러 상승하면 영업이익은 116억원 증가: 고려아연은 아연 제련수수가 상승하게 되면 아연 정광 매입단가가 하락한다. 즉, 매출원가가 줄어 영업이익이 증가한다. 연간 아연 정광 사용량이 110만톤이므로 아연 제련수수가 10달러 상승하면 영업이익은 116만달러가 증가하게 된다. 여기에 우리의 2013년 연간 원/달러 환율 전망인 1,058원/달러를 적용하면 원화 기준으로 영업이익이 116억원 증가한다. 이는 우리의 2013년 연결 영업이익 전망치 1조 1,260억원의 1%에 해당한다. 즉, 아연 제련수수가 우리 예상보다 10달러 상승할 때마다 연결 영업이익이 1% 증가하게 된다.

은 생산능력 증가와 광산 매입도 주목할만한 투자포인트: 은 생산 능력이 현재 2,000톤에서 4,000톤으로 확대될 것이다. 늘어나는 2,000톤이 향후 어떤 스케줄로 진행될지는 미지수이다. 그러나 생산능력 확대 자체는 이미 확정된 것으로 파악된다. 현재 가격을 기준으로 은 2,000톤의 매출액은 2,400원으로 2013년 예상 연결 매출액 6,300원의 38%에 해당된다. 또한, 이미 확보하고 있는 충분한 현금과 현금 창출 능력을 바탕으로 광산 추가 매입 가능성도 높다. 금속 가격의 변동도 눈 여겨 볼 대목이지만 펀더멘털 개선에 주목할 필요가 있다.

최문선 3276-6182
moonsun@truefriend.com

김진우 3276-6278
jinwoo.kim@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	2,044	2,439	2,925	3,738	4,168
현금성자산	351	803	833	948	990
매출채권및기타채권	261	260	472	632	660
재고자산	955	882	888	1,200	1,320
비유동자산	1,930	2,168	2,309	2,508	2,924
투자자산	420	492	511	581	805
유형자산	1,408	1,553	1,684	1,796	1,983
무형자산	67	79	78	88	92
자산총계	3,974	4,606	5,234	6,245	7,092
유동부채	575	686	820	970	843
매입채무및기타채무	316	212	278	316	330
단기차입금및단기사채	152	61	82	67	42
유동성장기부채	9	242	192	212	142
비유동부채	588	409	346	385	407
사채	170	115	120	100	110
장기차입금및금융부채	231	63	4	0	0
부채총계	1,163	1,096	1,166	1,354	1,250
지배주주지분	2,713	3,390	3,940	4,751	5,689
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	58	58	58	58
자본조정	(53)	(54)	(54)	(54)	(54)
이익잉여금	2,581	3,246	3,780	4,557	5,490
비지배주주지분	97	120	129	140	153
자본총계	2,811	3,510	4,068	4,891	5,842

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	608	909	689	734	1,004
당기순이익	555	714	631	876	1,035
유형자산감가상각비	88	111	109	121	137
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(119)	(51)	(56)	(268)	(169)
기타	83	134	4	4	0
투자활동현금흐름	(508)	(326)	(485)	(509)	(789)
유형자산투자	(328)	(252)	(248)	(239)	(334)
유형자산매각	20	0	8	6	10
투자자산순증	(197)	(61)	(7)	(36)	(219)
무형자산순증	(3)	(12)	1	(12)	(5)
기타	0	(1)	(239)	(228)	(241)
재무활동현금흐름	34	(134)	(175)	(110)	(173)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	75	(89)	(86)	(22)	(85)
배당금지급	(41)	(46)	(88)	(88)	(88)
기타	0	1	(1)	0	0
기타현금흐름	(1)	3	0	0	0
현금의증가	134	452	29	115	42

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	3,838	5,556	5,553	6,317	6,598
매출총이익	763	1,098	974	1,255	1,435
판매관리비	115	130	134	143	153
기타영업손익	36	(4)	24	28	27
영업이익	684	964	864	1,140	1,308
금융수익	94	62	67	62	69
이자수익	23	27	32	28	33
금융비용	47	48	97	49	15
이자비용	17	15	14	16	7
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	(5)	(4)	(3)	0	0
세전계속사업이익	726	975	830	1,153	1,362
법인세비용	172	261	199	277	327
연결당기순이익	555	714	631	876	1,035
지배주주지분순이익	549	705	623	865	1,022
기타포괄이익	43	32	15	35	5
총포괄이익	597	746	646	911	1,040
지배주주지분포괄이익	572	720	638	900	1,026
EBITDA	773	1,076	973	1,262	1,445

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	31,054	39,868	35,249	48,951	57,799
BPS	146,631	182,490	211,607	254,605	304,319
DPS	2,500	5,000	5,000	5,000	5,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	20.5	44.8	(0.1)	13.8	4.5
영업이익증가율	63.3	41.0	(10.5)	32.0	14.7
순이익증가율	32.2	28.4	(11.6)	38.9	18.1
EPS증가율	32.2	28.4	(11.6)	38.9	18.1
EBITDA증가율	36.1	39.2	(9.5)	29.6	14.5
수익성(%)					
영업이익률	17.8	17.4	15.6	18.0	19.8
순이익률	14.3	12.7	11.2	13.7	15.5
EBITDA Margin	20.1	19.4	17.5	20.0	21.9
ROA	15.4	16.6	12.8	15.3	15.5
ROE	22.4	23.1	17.0	19.9	19.6
배당수익률	0.9	1.6	1.1	1.1	1.1
안정성					
순차입금(십억원)	(253)	(799)	(1,154)	(1,516)	(1,883)
차입금/자본총계비율(%)	20.3	13.9	9.9	7.8	5.0
Valuation(X)					
PER	8.9	7.6	12.7	9.2	7.8
PBR	1.9	1.7	2.1	1.8	1.5
PSR	1.4	1.0	1.5	1.3	1.3
EV/EBITDA	6.5	4.7	7.6	5.6	4.6

삼성물산(000830)

매수 / TP: 97,000원

주가(11/15, 원)	56,500
시가총액(십억원)	8,826
발행주식수(백만)	156
52주 최고/최저가(원)	82,200/55,900
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	39,174
유동주식비율(%)	79.9
외국인지분율(%)	25.2

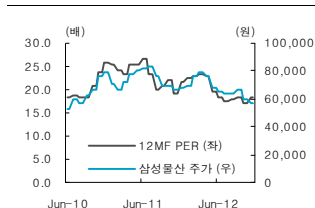
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	17,756	632	679	486	3,298	57.9	739	23.9	18.5	1.4	6.1
2011A	21,546	597	610	402	2,722	(17.5)	719	25.0	18.9	1.1	4.5
2012F	25,296	747	661	486	3,206	17.8	872	17.6	9.9	0.9	4.9
2013F	27,474	684	673	481	3,175	(1.0)	811	17.8	9.9	0.8	4.5
2014F	28,242	693	702	502	3,315	4.4	822	17.0	9.7	0.7	4.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.4)	(19.6)	(16.9)
상대주가(%)	(5.6)	(18.1)	(16.1)

12MF PER 추이



잘 버틴 2012년, 2013년은 수확의 시기

상대적으로 수월할 2013년: 2013년 해외수주는 당초 목표 8.5조원을 하회한 5조원 수준에 그칠 전망이다. 다만 관계사 수주가 4조원을 초과할 것으로 예상돼(당초 예상은 2조원) 국내외 총 수주는 16조원에 근접할 전망이다. 2012년 해외수주는 ‘Jeddah south’ 발전플랜트 실패와 호주 항만 프로젝트의 지연으로 기대에 못 미쳤으나 2013년에는 수익계약 형식으로 기확보한 프로젝트의 진행으로 다소 수월할 전망이다. 이미 호주 석탄개발 항만(20억달러), 인도네시아 ‘탄중자터’ IPP(15억달러)의 EPC를 확보한 상태로 2013년 착공이 기대된다. 삼성물산의 장점은 수익계약 유형의 추진 프로젝트가 많아 과열경쟁으로 수익성이 훼손될 가능성이 낮다는 것이다. 이는 2012년에도 타사 대비 수익성을 방어하는 요인으로 작용했다.

상사의 이익 가시화 시기: 2013년 상사 이익의 축은 ‘온타리오’ 신재생 단지의 development fee 유입(2012년 말 150억원, 2013년 150억원 전망)과 oil 생산량이 peak time에 진입할 ‘패러렐 페트롤레엄’으로부터의 배당 이익이다. 패러렐 페트롤레엄의 배당 이익은 2012년 190억원에서 2013년 350억원, 2015년에는 450억원으로 늘어날 전망이다. 이에 힘입어 매년 1천억원을 하회하던 상사 조정영업이익은 2013년에는 1,030억원에 달할 전망이다.

삼성전자 가치가 시가총액의 90%: 현재 삼성전자 가치는 삼성물산 시가총액의 90%를 차지하고 있다. 매각 시 세금효과만큼 할인해도 삼성전자 가치는 68%에 달한다. 삼성전자 가치(매각시 세금효과만큼 할인)를 배제한 implied PER은 6.1배에 불과하다. 건설업종 내에서 수익성과 외형이 동반 상승하는 소수 업체 중 하나로 영업가치에 대한 저평가 해소가 필요하다.

목표주가 97,000원, top pick 유지: 경기 둔화로 상사 이익이 예상대비 빠르게 올라오지 못하고 있으나 인력 충원에 따른 판관비 부담 지속은 동사의 리스크 요인이다. 또한 ‘암바토비’ 니켈 광산의 생산 시기가 불투명해짐에 따라 기존에 반영하던 동 사업 가치 3,820억원을 valuation에서 배제했다. 그러나 타사대비 낮은 실적 변동성, 다수의 해외 프로젝트를 기확보함으로써 상대적으로 수월하게 시작할 2013년 수주 상황 등을 고려해 top pick으로 유지한다.

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

안형준 3276-4460
hyungjoon@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	6,793	8,146	10,653	11,527	11,894
현금성자산	858	1,002	1,138	1,236	1,271
매출채권및기타채권	3,887	4,899	3,202	3,434	3,575
재고자산	603	727	1,265	1,374	1,412
비유동자산	10,708	12,776	13,763	15,295	16,281
투자자산	8,728	9,823	10,599	11,923	12,821
유형자산	952	1,009	1,033	1,057	1,080
무형자산	274	1,205	1,265	1,374	1,412
자산총계	17,501	20,922	24,416	26,822	28,175
유동부채	6,126	7,448	9,490	11,157	11,662
매입채무및기타채무	2,798	2,959	3,474	3,773	3,879
단기차입금및단기사채	862	1,991	1,981	1,978	1,975
유동성장기부채	760	208	370	520	669
비유동부채	2,797	3,989	4,525	4,351	4,266
사채	406	1,005	1,255	955	805
장기차입금및금융부채	573	1,027	972	901	896
부채총계	8,923	11,437	14,015	15,508	15,927
지배주주지분	8,546	9,385	10,282	11,174	12,088
자본금	804	804	804	804	804
자본잉여금	1,022	1,022	1,022	1,022	1,022
자본조정	(310)	(300)	(300)	(300)	(300)
이익잉여금	1,734	2,040	2,449	2,855	3,281
비지배주주지분	33	100	120	140	160
자본총계	8,578	9,485	10,402	11,314	12,248

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	(300)	(312)	3,685	1,785	788
당기순이익	497	409	496	491	513
유형자산감가상각비	107	122	124	127	129
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(895)	(776)	3,053	1,181	180
기타	(9)	(67)	12	(14)	(34)
투자활동현금흐름	55	(763)	(3,820)	(1,387)	(669)
유형자산투자	(186)	(135)	(156)	(159)	(161)
유형자산매각	13	8	8	8	8
투자자산순증	248	(723)	(248)	(790)	(358)
무형자산순증	(11)	(52)	(60)	(109)	(38)
기타	(9)	139	(3,364)	(337)	(120)
재무활동현금흐름	113	1,232	271	(300)	(85)
자본의증가	4	3	0	0	0
차입금의순증	193	1,339	347	(224)	(9)
배당금지급	(76)	(77)	(76)	(76)	(76)
기타	(8)	(33)	0	0	0
기타현금흐름	(8)	(13)	0	0	0
현금의증가	(140)	144	136	98	35

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	17,756	21,546	25,296	27,474	28,242
매출총이익	1,561	1,702	2,021	2,374	2,493
판매관리비	1,106	1,351	1,631	1,760	1,870
기타영업손익	177	246	358	70	70
영업이익	632	597	747	684	693
금융수익	88	95	152	202	210
이자수익	49	40	96	146	155
금융비용	154	200	226	199	195
이자비용	115	144	185	158	154
기타영업외손익	0	0	(52)	(62)	(59)
관계기업관련손익	113	118	40	48	53
세전계속사업이익	679	610	661	673	702
법인세비용	182	201	165	182	190
연결당기순이익	497	409	496	491	513
지배주주지분순이익	486	402	486	481	502
기타포괄이익	757	497	497	497	497
총포괄이익	1,254	906	993	988	1,010
지배주주지분포괄이익	1,243	895	973	968	989
EBITDA	739	719	872	811	822

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	3,298	2,722	3,206	3,175	3,315
BPS	55,025	60,181	65,757	71,304	76,984
DPS	500	500	500	500	500
성장성(% YoY)					
매출증가율	(4.0)	21.3	17.4	8.6	2.8
영업이익증가율	(20.4)	(5.5)	25.2	(8.5)	1.3
순이익증가율	57.8	(17.2)	20.8	(0.9)	4.4
EPS증가율	57.9	(17.5)	17.8	(1.0)	4.4
EBITDA증가율	(30.6)	(2.7)	21.3	(7.0)	1.4
수익성(%)					
영업이익률	3.6	2.8	3.0	2.5	2.5
순이익률	2.7	1.9	1.9	1.8	1.8
EBITDA Margin	4.2	3.3	3.4	3.0	2.9
ROA	2.8	2.1	2.2	1.9	1.9
ROE	6.1	4.5	4.9	4.5	4.3
배당수익률	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
안정성					
순차입금(십억원)	1,425	3,040	(56)	(683)	(834)
차입금/자본총계비율(%)	30.8	45.1	44.5	38.9	35.8
Valuation(X)					
PER	23.9	25.0	17.6	17.8	17.0
PBR	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
PSR	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	18.5	18.9	9.9	9.9	9.7

SK(003600)

매수 / TP: 212,000원

주가(11/15, 원)	169,000
시가총액(십억원)	7,937
발행주식수(백만)	47
52주 최고/최저가(원)	173,000/115,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	32,889
유동주식비율(%)	54.2
외국인지분율(%)	32.1

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	90,533	5,647	4,491	3,194	22,812	244.6	8,973	6.1	5.2	0.7	11.5
2011A	111,218	8,346	7,339	5,103	41,315	81.1	11,857	2.9	3.7	0.5	16.9
2012F	123,542	6,723	5,770	3,939	34,691	(16.0)	10,394	4.9	5.4	0.6	12.5
2013F	128,267	9,292	8,448	6,210	49,070	41.5	13,230	3.4	4.4	0.5	15.2
2014F	129,384	10,258	9,442	6,987	55,213	12.5	14,462	3.1	4.2	0.5	14.6

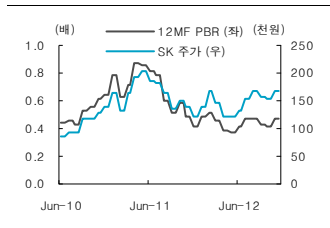
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

저평가된 매력을 기반으로 SK E&S에 주목

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	15.4	43.8	25.7
상대주가(%p)	18.2	45.3	26.5

12MF PBR 추이



저평가된 매력: SK홀딩스에 대해 투자자의견 매수와 목표주가 212,000원을 유지하면서, 긍정적인 시각을 유지한다. 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 핵심 자회사인 SK이노베이션이 정제마진회복과 함께 수익성이 점진적으로 회복될 전망이다, 이러한 업황 턴어라운드는 SK홀딩스 NAV 및 주가상승으로 이어지며, 둘째, SK홀딩스의 비상장 자회사인 SK E&S는 원전 문제점 부각에 따른 반사이익을 통해 실적호전세가 지속되어 SK홀딩스의 자체 모멘텀 강화로 이어지며, 셋째, 현재 SK홀딩스의 주가는 NAV대비 43% 할인된 저평가 영역에 있어 밸류에이션 매력이 충분하기 때문이다.

비상장 SK E&S의 매력강화: 최근 원전의 여러 가지 사고에 따른 전력수급문제는 SK E&S의 반사이익 증가로 이어지고 있다. SK E&S는 이미 완전가동에 접어들어 물량측면에서의 증는 제한적이지만 전력 수급이 타이트해져 발전단가가 상승함에 따라 이익성장 모멘텀이 강화되고 있다. 특히, 비수기인 4분기에도 전력수급 부족에 따른 발전단가 상승으로 견조한 이익 성장이 이루어질 전망이다. 더욱이 SK E&S는 비상장 회사로서 SK의 지분율이 94%에 이르러 사실상 자체사업부로 평가될 수 있는데, SK E&S의 실적개선은 SK의 주가상승으로 직결될 전망이다.

핵심 자회사의 긍정적인 전망: SK이노베이션은 SK홀딩스의 핵심 자산으로서 두 종목간 주가 상관계수는 0.8~0.9에 이르고 있다. 따라서 SK홀딩스 주가는 기본적으로 SK이노베이션에 영향을 받을 수 밖에 없는데, SK이노베이션은 그 동안의 업황 부진에서 벗어나 2013년에는 정제마진회복에 따른 이익개선이 뚜렷해질 것으로 전망된다. 긍정적인 SK이노베이션의 이익전망은 SK홀딩스의 기업가치 증가로 이어져 주가상승을 뒷받침할 것으로 판단된다.

이훈, CFA 3276-6158
hoon.lee@truefriend.com

박선영 3276-6195
sunyoung.park@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	36,839	41,759	44,207	46,310	47,688
현금성자산	6,739	9,372	9,346	10,020	10,755
매출채권및기타채권	14,364	15,242	16,184	16,803	16,949
재고자산	8,369	9,656	10,726	11,137	11,234
비유동자산	46,825	50,655	53,627	57,205	61,355
투자자산	6,931	7,717	7,128	8,258	9,829
유형자산	28,717	31,013	33,039	35,033	37,260
무형자산	7,458	8,611	8,742	8,865	8,966
자산총계	83,664	92,414	97,833	103,514	109,043
유동부채	31,169	35,607	37,409	37,765	37,533
매입채무및기타채무	13,755	18,804	16,802	17,444	17,596
단기차입금및단기사채	8,088	8,169	12,703	12,341	11,946
유동성장기부채	5,086	4,520	3,954	3,388	2,822
비유동부채	22,343	22,785	22,909	22,065	21,321
사채	12,678	12,472	0	0	0
장기차입금및금융부채	4,675	3,925	16,022	15,560	15,056
부채총계	53,513	58,391	60,318	59,830	58,854
지배주주지분	8,995	10,751	12,085	14,426	16,602
자본금	239	239	239	239	239
자본잉여금	5,865	6,134	2,794	2,794	2,794
자본조정	(418)	(418)	3,185	3,185	3,185
이익잉여금	3,384	4,951	6,285	8,208	10,384
비지배주주지분	21,156	23,272	25,431	29,259	33,588
자본총계	30,151	34,022	37,515	43,684	50,189

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	4,723	9,644	8,648	10,592	11,318
당기순이익	3,194	5,103	3,939	6,210	6,987
유형자산감가상각비	2,615	2,731	2,836	3,053	3,257
무형자산상각비	711	779	835	885	947
자산부채변동	(2,237)	1,367	(1,128)	(469)	(158)
기타	440	(337)	2,165	914	285
투자활동현금흐름	(5,481)	(5,685)	(8,615)	(9,001)	(9,589)
유형자산투자	(4,133)	(5,564)	(5,428)	(5,520)	(5,625)
유형자산매각	485	217	223	232	240
투자자산순증	(873)	(1,338)	(12)	(13)	(13)
무형자산순증	(523)	(850)	(835)	(885)	(947)
기타	(436)	1,849	(2,564)	(2,815)	(3,245)
재무활동현금흐름	1,207	(1,420)	(60)	(918)	(994)
자본의증가	203	150	0	0	0
차입금의순증	1,836	(964)	33	(823)	(899)
배당금지급	(80)	(80)	(93)	(95)	(95)
기타	(752)	(525)	(0)	(0)	(0)
기타현금흐름	(8)	94	0	0	0
현금의증가	441	2,633	(26)	673	735

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	90,533	111,218	123,542	128,267	129,384
매출총이익	10,974	11,754	12,531	15,351	16,717
판매관리비	4,880	5,238	5,737	5,774	6,161
기타영업손익	(448)	1,831	29	285	298
영업이익	5,647	8,346	6,723	9,292	10,258
금융수익	2,960	3,841	3,916	4,159	4,377
이자수익	420	393	457	472	507
금융비용	4,122	4,910	4,925	5,059	5,253
이자비용	1,453	1,254	1,227	1,210	1,173
기타영업외손익	0	0	54	57	60
관계기업관련손익	6	62	0	0	0
세전계속사업이익	4,491	7,339	5,770	8,448	9,442
법인세비용	1,157	2,140	1,687	2,239	2,455
연결당기순이익	3,194	5,103	3,939	6,210	6,987
지배주주지분순이익	925	1,673	1,427	2,018	2,271
기타포괄이익	(439)	(351)	(518)	(549)	(585)
총포괄이익	2,755	4,752	3,421	5,660	6,402
지배주주지분포괄이익	774	1,554	1,262	1,832	2,073
EBITDA	8,973	11,857	10,394	13,230	14,462

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	22,812	41,315	34,691	49,070	55,213
BPS	198,292	235,266	263,368	312,683	358,517
DPS	1,950	1,950	1,950	1,950	1,950
성장성(% YoY)					
매출증가율	10.2	22.8	11.1	3.8	0.9
영업이익증가율	51.4	47.8	(19.5)	38.2	10.4
순이익증가율	243.9	80.9	(14.7)	41.5	12.5
EPS증가율	244.6	81.1	(16.0)	41.5	12.5
EBITDA증가율	13.3	32.1	(12.3)	27.3	9.3
수익성(%)					
영업이익률	6.2	7.5	5.4	7.2	7.9
순이익률	1.0	1.5	1.2	1.6	1.8
EBITDA Margin	9.9	10.7	8.4	10.3	11.2
ROA	4.1	5.8	4.1	6.2	6.6
ROE	11.5	16.9	12.5	15.2	14.6
배당수익률	1.4	1.6	1.2	1.2	1.2
안정성					
순차입금(십억원)	19,303	14,934	23,437	21,294	19,069
차입금/자본총계비율(%)	102.1	86.0	87.4	71.7	59.4
Valuation(X)					
PER	6.1	2.9	4.9	3.4	3.1
PBR	0.7	0.5	0.6	0.5	0.5
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA	5.2	3.7	5.4	4.4	4.2

삼성중공업(010140)

매수 / TP: 57,000원

주가(11/15, 원)	33,400
시가총액(십억원)	7,711
발행주식수(백만)	231
52주 최고/최저가(원)	41,900/27,250
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	41,186
유동주식비율(%)	69.5
외국인지분비율(%)	31.0

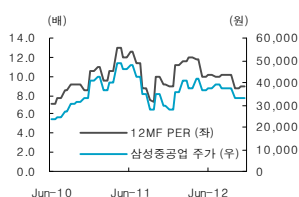
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	13,146	1,433	1,298	1,000	4,626	42.2	1,736	8.9	6.7	2.0	28.7
2011A	13,392	1,160	1,150	851	3,930	(15.1)	1,532	7.1	4.6	1.2	19.4
2012F	14,702	1,197	1,140	878	4,050	3.1	1,556	8.2	5.9	1.3	17.5
2013F	15,185	1,161	1,088	838	3,864	(4.6)	1,525	8.6	5.4	1.1	14.5
2014F	15,628	1,280	1,230	947	4,369	13.1	1,647	7.6	4.9	1.0	14.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.6	(4.8)	10.0
상대주가(%)	3.5	(3.4)	10.9

12MF PER 추이



해양플랜트 value chain 확장 경쟁에서 한 발 빠른 행보

조선업 top pick, 저가매수 기회: 매수 의견과 목표주가 57,000원을 유지한다. 목표주가는 12MF BPS 28,500원에 목표 PBR 2.0배를 적용했다. 목표 PBR은 2011년 trading range 고점을 적용한 것이다. 최근 매크로 이슈에 따른 주가조정으로 2012년, 2013년 실적 기준 PER이 8.2배, 8.6배로 하락해 조선사 중 가장 저평가 되었다. 경쟁 조선사대비 높고 안정적인 수익성을 고려하면 저가 매수기회로 판단된다. 드릴십, 생산저장설비 등 해양플랜트 부문의 강력한 경쟁력으로 수주도 안정적인 흐름을 이어갈 것이다. 조선업 최선호주로 유지한다.

드릴십 매출이 실적 반등을 견인, 내년 하반기 반등 전망: 삼성중공업의 2013년 매출액은 15조 1,850억원(+3.3% YoY), 영업이익은 1조 1,610억원(-3.0% YoY)으로 전망한다. 연간 실적은 올해와 비슷한 수준이나, 분기별로 보면 2분기까지는 수익성 낮은 컨테이너선 및 LNG선 건조증가로 영업이익률이 횡보하다가 고수익성의 해양플랜트 매출 인식이 본격적으로 이뤄지는 하반기부터 실적이 반등할 것이다. 특히, 드릴십 부문 영업이익률이 10% 내외로 타사에 비해 높고 2013년, 2014년에 각각 11척, 10척의 드릴십을 인도할 예정(2012년 인도 5척)으로 드릴십 매출 증가가 영업이익률 반등을 견인하고 있다. Shell로부터 수주 받은 FLNG와 Ichthys CPF의 매출 인식이 2013년 하반기부터 본격화 되는 것도 수익성을 견인하는 요인이다. 또한 2008년 이후 수주한 저가 선박에 대한 매출인식이 경쟁사대비 빨랐기 때문에 실적 반등도 가장 먼저 나타날 것이다.

해양 프리미엄 조선소: 삼성중공업은 현재까지 85억달러를 수주해 올해 목표 125억달러의 68.1%를 달성했다. 남은 기간 동안 드릴십 2~3척과 LNG선 5척을 수주해 최소 110억달러 수주가 가능하고 입찰 중인 생산저장설비 수주 여러 건 중 올해 안에 일부 계약이 성사되면 목표 달성도 가능하다. 특히, 올해 현재까지 수주의 85%를 해양플랜트에서 수주(드릴십 8척 45억달러, CPF 1기 27억달러)하며 강력한 수주 경쟁력을 자랑했다. 이에 따라 3분기 말 삼성중공업의 수주잔고 중 상대적으로 고수익성인 드릴십과 생산저장설비의 비중은 64%로 1분기 60%, 2분기 62%에서 지속적으로 상승하고 있다.

JV와 M&A를 통한 엔지니어링 역량 강화 돌입: 삼성중공업은 삼성엔지니어링, 영국 AMEC사와 공동출자 형태로 해양엔지니어링 합작사를 설립한다고 발표했다. 세계적인 플랜트 엔지니어링 설계 회사인 AMEC과의 합작을 통해 topside(상부 플랜트 설비) 설계를 수행할 수 있는 대형 해양생산설비의 EPC 능력을 확보할 것으로 기대된다. 또한 중장기적으로는 subsea 시장 진출을 위한 관련 업체 M&A도 검토 중으로 엔지니어링 역량 강화를 위해 끊임없는 노력을 기울이고 있다.

박민, CFA 3276-6175
richard.park@truefriend.com

조철희 3276-6189
chulhee.cho@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	11,796	9,617	14,776	15,565	15,706
현금성자산	447	806	1,029	1,063	1,094
매출채권및기타채권	5,583	4,178	5,734	6,226	6,095
재고자산	607	540	662	683	703
비유동자산	7,055	6,797	6,985	7,022	7,052
투자자산	1,298	1,147	1,260	1,301	1,339
유형자산	5,432	5,408	5,460	5,447	5,431
무형자산	163	86	95	98	101
자산총계	18,850	16,414	21,761	22,587	22,758
유동부채	12,716	10,539	14,176	14,385	13,711
매입채무및기타채무	4,773	4,982	5,470	5,649	5,814
단기차입금및단기사채	1,541	585	766	185	29
유동성장기부채	316	1,099	1,299	1,145	1,145
비유동부채	2,002	1,231	2,172	2,059	2,066
사채	699	0	901	901	901
장기차입금및금융부채	1,180	1,031	1,051	931	931
부채총계	14,718	11,770	16,347	16,444	15,776
지배주주지분	4,132	4,644	5,413	6,143	6,981
자본금	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155
자본잉여금	423	423	423	423	423
자본조정	(662)	(659)	(659)	(659)	(659)
이익잉여금	3,007	3,610	4,379	5,109	5,948
비지배주주지분	1	0	0	0	(0)
자본총계	4,132	4,644	5,414	6,143	6,981

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	1,035	1,440	1,017	1,518	804
당기순이익	1,001	851	878	838	947
유형자산감가상각비	281	294	300	302	305
무형자산상각비	22	78	59	61	63
자산부채변동	(401)	541	(237)	311	(517)
기타	132	(324)	17	6	6
투자활동현금흐름	(735)	115	(1,987)	(521)	(508)
유형자산투자	(406)	(306)	(352)	(289)	(289)
유형자산매각	13	64	0	0	0
투자자산순증	(315)	303	(112)	(41)	(38)
무형자산순증	(32)	(1)	(68)	(64)	(66)
기타	5	55	(1,455)	(127)	(115)
재무활동현금흐름	(430)	(1,188)	1,194	(963)	(264)
자본의증가	3	1	0	0	0
차입금의순증	(326)	(1,081)	1,302	(855)	(156)
배당금지급	(107)	(108)	(108)	(108)	(108)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	8	(8)	0	0	0
현금의증가	(122)	359	224	34	31

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	13,146	13,392	14,702	15,185	15,628
매출총이익	1,689	1,763	1,929	1,918	2,058
판매관리비	489	681	747	772	794
기타영업손익	232	77	15	15	16
영업이익	1,433	1,160	1,197	1,161	1,280
금융수익	84	205	65	70	71
이자수익	45	45	37	42	43
금융비용	219	182	121	143	121
이자비용	175	20	97	120	97
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	(32)	0	0	0
세전계속사업이익	1,298	1,150	1,140	1,088	1,230
법인세비용	297	299	262	250	283
연결당기순이익	1,001	851	878	838	947
지배주주지분순이익	1,000	851	878	838	947
기타포괄이익	173	(235)	0	0	0
총포괄이익	1,174	616	878	838	947
지배주주지분포괄이익	1,174	616	878	838	947
EBITDA	1,736	1,532	1,556	1,525	1,647

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	4,626	3,930	4,050	3,864	4,369
BPS	20,755	22,956	26,288	29,445	33,076
DPS	500	500	500	500	500
성장성(% YoY)					
매출증가율	(0.0)	1.9	9.8	3.3	2.9
영업이익증가율	66.0	(19.0)	3.2	(3.0)	10.2
순이익증가율	42.5	(14.9)	3.2	(4.6)	13.1
EPS증가율	42.2	(15.1)	3.1	(4.6)	13.1
EBITDA증가율	45.6	(11.7)	1.6	(2.0)	8.0
수익성(%)					
영업이익률	10.9	8.7	8.1	7.6	8.2
순이익률	7.6	6.4	6.0	5.5	6.1
EBITDA Margin	13.2	11.4	10.6	10.0	10.5
ROA	5.1	4.8	4.6	3.8	4.2
ROE	28.7	19.4	17.5	14.5	14.4
배당수익률	1.2	1.8	1.5	1.5	1.5
안정성					
순차입금(십억원)	2,713	1,221	2,057	1,168	981
차입금/자본총계비율(%)	156.1	91.8	57.0	36.3	29.7
Valuation(X)					
PER	8.9	7.1	8.2	8.6	7.6
PBR	2.0	1.2	1.3	1.1	1.0
PSR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.7	4.6	5.9	5.4	4.9

현대모비스(012330)

매수 / TP: 400,000원

주가(11/15, 원)	268,500
시가총액(십억원)	26,137
발행주식수(백만)	97
52주 최고/최저가(원)	328,000/258,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	71,014
유동주식비율(%)	68
외국인지분율(%)	50.8

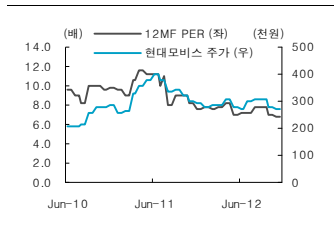
	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(배)	(%)
2010A	22,143.5	2,507.1	3,482.6	2,712.9	27,862	59.8	2,838.7	9.6	9.2	2.4	28.9
2011A	26,294.6	2,674.9	4,063.0	3,023.0	31,046	11.4	3,026.2	8.6	8.9	1.9	24.5
2012F	30,084.7	2,844.5	4,455.5	3,337.4	34,275	10.4	3,247.4	7.8	8.1	1.5	21.7
2013F	33,165.3	3,266.2	4,977.8	3,728.6	38,293	11.7	3,686.1	7.0	6.8	1.3	19.9
2014F	35,945.4	3,629.2	5,442.1	4,076.3	41,865	9.3	4,055.5	6.4	5.9	1.1	18.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.6)	(7.4)	(15.6)
상대주가(%)	(6.7)	(5.9)	(14.7)

12MF PER 추이



성장성 및 안정성 탁월

매수 유지: 현대차와 기아차의 글로벌 시장에서의 선전과 동사의 해외 OE 매출 확대에 높은 성장성이 지속될 전망이다. 양사의 운행대수 증가율이 해외판매 강세에 힘입어 09년 7.3%에서 10년 8.5%, 11년 12.2%로 높아진 것도 모비스의 교체부품 판매부문의 전망을 밝게 해주는 것이어서 경기 방어적인 성격도 강화될 전망이다. 또한 11년 7월 한-EU FTA의 발효에 이어 12년 3월 한미 FTA가 발효로 관세(2.5%)도 철폐되어 가격경쟁력이 강화되었다. 한편 모비스는 글로벌 자동차산업 공급망 재구축의 수혜를 볼 것으로 전망된다. 이에 모비스에 대한 투자 의견 ‘매수’와 목표주가 400,000원(12개월 forward PER 12배, 사상 최고치 10% 할인)을 유지한다.

세계 8위 등극: 모비스는 Automotive News가 선정한 ‘Top 100 Global Suppliers’ 랭킹에서 07년 27위, 08년 19위, 09년 12위에 이어 10년에는 10위를 기록해 글로벌 Top 10 대열에 합류한 후 11년 8위로 상승했다. 동사의 글로벌 OEM 자동차 부품 매출액은 09년 전년대비 26.7%, 10년 28.8% 성장에 이어 11년 189억달러로 30.7% 증가했다. 이러한 놀라운 성장은 1) 현대차와 기아차의 뛰어난 성과 지속과 2) 모비스의 해외 완성차업체들로부터의 수주도 활발하게 이어지고 있기 때문이다. 동사의 해외 OE는 모듈 매출액 중 8~9%를 차지하고 있다. 1월 GM(ICS: Integrated Center Stack: 중앙통합스위치)과 Chrysler(LED rear lamp)로부터 10억7천만달러를 수주했다. 12년 수주목표는 17억달러이다.

Top 5 멀지 않아: 현대차와 기아차 합산 글로벌시장 점유율은 11년 8.7%에서 15년 10%에 이르러, 4년 내 글로벌 리딩 그룹에 합류할 것으로 전망한다. 또한 모비스는 다음과 같은 이유로 주요 해외 완성차업체들로부터 지속적으로 대규모 수주를 획득할 전망이다. 1) 모비스의 해외 생산 기반을 갖춘 강력한 경쟁력, 2) 일본 대지진에 따른 글로벌 공급망 재구축 수혜, 3) 지속되는 엔고 현상, 그리고 4) 한-EU 및 한미 FTA 발효 때문이다. 272억달러의 매출액으로 Aisin Seiki가 5위를 기록한 점을 고려하면 모비스의 Top 5 진입이 멀지 않았다는 판단이다.

글로벌 생산거점과 공격적인 R&D 투자: 모비스는 글로벌 생산 네트워크를 구축(14개 해외 공장: 중국 7개, 미국 3개, 인도, 슬로바키아, 체코, 러시아, 18개 국내공장)하고 있고 R&D 투자를 공격적으로 하고 있어 자체 기술력이 빠르게 강화되고 있다. LG화학과 배터리 JV를 설립한 동사는 전장품에 주력중이어서 12~13년 독자제품을 개발하고 13년에서 15년까지는 독자모델 라인업을 강화할 예정이다. 동사가 기아차의 K9에 full LED 램프와 어라운드뷰 모니터링 시스템을 공급하는 것도 주목할 만하다. 11년 3월부터는 Veloster에 TPMS(tire pressure monitoring system)를 공급하고 있다.

서성문 3276-6152
sungmoon.suh@truefriend.com

이현영 3276-6279
daniel.lee@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	8,457	10,064	10,804	11,559	12,528
현금성자산	2,448	2,059	2,920	3,852	4,872
매출채권및기타채권	4,082	4,774	5,256	5,778	6,264
재고자산	1,564	1,837	1,752	1,929	2,088
비유동자산	9,543	12,233	15,798	19,243	22,391
투자자산	5,708	8,053	11,300	14,445	17,400
유형자산	2,946	3,319	3,532	3,738	3,843
무형자산	889	861	965	1,059	1,148
자산총계	18,298	22,577	26,602	30,801	34,920
유동부채	5,788	7,027	7,589	8,022	8,041
매입채무및기타채무	3,357	3,925	4,259	4,682	5,076
단기차입금및단기사채	1,806	2,453	2,625	2,565	2,125
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,550	1,755	2,044	2,247	2,436
사채	539	327	350	353	348
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,338	8,781	9,633	10,269	10,477
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,359	1,386	1,386	1,386	1,386
자본조정	(378)	(395)	(395)	(395)	(395)
이익잉여금	9,488	12,312	15,487	19,050	22,961
자본총계	10,960	13,795	16,969	20,532	24,443

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	2,267	2,159	4,255	4,824	5,017
당기순이익	2,715	3,027	3,342	3,733	4,082
유형자산감가상각비	264	295	283	300	306
무형자산상각비	68	56	120	120	120
자산부채변동	(1,628)	(1,403)	510	670	510
기타	849	184	0	0	0
투자활동현금흐름	(657)	(2,852)	(3,422)	(3,664)	(3,382)
유형자산투자	(415)	(716)	(600)	(600)	(500)
유형자산매각	50	26	0	0	0
투자자산순증	4,777	1,607	740	755	969
무형자산순증	631	(944)	(1,672)	(1,485)	(1,209)
기타	(5,699)	(2,825)	(1,891)	(2,333)	(2,642)
재무활동현금흐름	(252)	279	28	(228)	(616)
자본의증가	17	26	0	0	0
차입금의순증	1,596	646	173	(60)	(440)
배당금지급	(120)	(145)	(167)	(170)	(170)
기타	(1,746)	(249)	23	3	(5)
현금의증가	1,333	(389)	861	932	1,020

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	22,144	26,295	30,085	33,165	35,945
매출총이익	3,764	4,039	4,410	4,941	5,425
판매관리비	1,244	1,401	1,608	1,721	1,847
기타영업손익	-13	37	42	47	51
영업이익	2,507	2,675	2,844	3,266	3,629
금융수익	233	282	265	300	308
이자수익	48	89	109	122	126
금융비용	222	295	230	248	241
이자비용	76	66	54	48	37
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	965	1,401	1,576	1,660	1,746
세전계속사업이익	3,483	4,063	4,456	4,978	5,442
법인세비용	767	1,036	1,114	1,244	1,361
연결당기순이익	2,715	3,027	3,342	3,733	4,082
지배주주지분순이익	2,713	3,023	3,337	3,729	4,076
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	2,715	3,027	3,342	3,733	4,082
지배주주지분포괄이익	2,713	3,023	3,337	3,729	4,076
EBITDA	2,839	3,026	3,247	3,686	4,055

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	27,862	31,046	34,275	38,293	41,865
BPS	112,566	141,673	174,274	210,867	251,035
DPS	1,500	1,750	1,750	1,750	1,750
성장성(% YoY)					
매출증가율	108.3	18.7	14.4	10.2	8.4
영업이익증가율	76.3	6.7	6.3	14.8	11.1
순이익증가율	68.1	11.5	10.4	11.7	9.3
EPS증가율	59.8	11.4	10.4	11.7	9.3
EBITDA증가율	71.8	6.6	7.3	13.5	10.0
수익성(%)					
영업이익률	11.3	10.2	9.5	9.8	10.1
순이익률	12.3	11.5	11.1	11.3	11.4
EBITDA Margin	12.8	11.5	10.8	11.1	11.3
ROA	18.4	14.8	13.6	13.0	12.4
ROE	28.9	24.5	21.7	19.9	18.2
배당수익률	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
안정성					
순차입금(십억원)	(102.6)	720.6	55.5	(934.1)	(2,399.5)
차입금/자본총계비율(%)	21.4	20.2	17.5	14.2	10.1
Valuation(X)					
PER	9.6	8.6	7.8	7.0	6.4
PBR	2.4	1.9	1.5	1.3	1.1
PSR	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.2	8.9	8.1	6.8	5.9

기아차(000270)

매수 / TP: 105,000원

주가(11/15, 원)	54,900
시가총액(십억원)	22,254
발행주식수(백만)	405
52주 최고/최저가(원)	84,800/54,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	109,747
유동주식비율(%)	64
외국인지분비율(%)	34.8

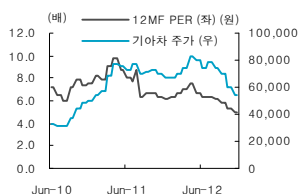
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	35,827.0	2,490.0	3,323.0	2,682.1	6,616	79.3	3,418.4	8.3	7.5	2.2	30.6
2011A	43,190.9	3,525.1	4,721.7	3,415.6	8,426	27.3	4,515.9	6.5	5.3	1.6	29.6
2012F	48,222.4	4,100.9	5,437.5	3,931.6	9,699	15.1	5,233.8	5.7	4.2	1.2	25.9
2013F	51,977.6	4,742.2	6,175.9	4,465.5	11,016	13.6	5,647.5	5.0	3.8	1.0	23.0
2014F	57,320.2	5,330.1	6,852.3	4,954.6	12,222	11.0	6,342.2	4.5	3.2	0.8	20.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(16.9)	(32.1)	(25.3)
상대주가(%)	(14.1)	(30.6)	(24.5)

12MF PER 추이



가장 높은 판매대수 증가를 지속될 전망

매수 유지: 기아차는 메이저 완성차 업체 중 가장 높은 판매대수 증가를 기록할 것으로 판단되는데 그 이유는 디자인 경쟁력을 지닌 신차, 빠르게 개선되는 품질과 브랜드 인지도 및 이미지, 그리고 생산능력 확장 때문이다. 또한 현대차보다 플랫폼 통합 비중이 낮아 향후 수익성 개선이 더 빠를 전망이다. 이에 기아차에 대한 투자의견 ‘매수’와 목표주가 105,000원(12개월 forward PER 10배, 업종 평균 PER)을 유지한다.

디자인 경쟁력 탁월: 기아는 디자인으로 경쟁구도를 바꿨다고 판단된다. 09년부터 Soul, Venga, K5, 그리고 Sportage R은 세계적으로 저명한 디자인 상을 휩쓸었다. 특히 K5는 지난 3월 국내 완성차업체로는 최초로 ‘2011 red dot design award’에서 ‘best of the best’로 선정됐다. 12년에는 TA Moring과 UB Pride가 수상했다. 한편 13년 1월 신형 Carens(RP)가 출시되면 동사의 14개 승용차 모델 중 13개는 Peter Schreyer에 의하여 개발된다. 마지막으로 남은 신형 Carnival(YP)은 14년 1분기 출시될 예정이다. 글로벌 완성차업체들의 품질 및 성능 차이가 크게 줄어든 상황이어서 기아는 뛰어난 디자인으로 고성장을 지속할 것으로 판단된다.

품질 및 인지도도 개선중: 디자인에 이어 품질, 브랜드 인지도 및 이미지가 빠르게 개선되고 있다. J.D. Power의 “2012 IQS(초기결함지수)”에서 기아차가 2년 연속 업계평균보다 높은 개선율을 기록했다. VDS(내구성 조사)에서는 기아의 개선율이 09년부터 11년까지 3년 연속 업계 평균을 상회했고, CRS(재구매율 조사)에서는 08년부터 큰 폭으로 상승하며 11년에는 처음으로 Toyota와 Chevrolet을 앞질렀다. 그 결과 잔존가치 평가(K5 32% → 53%)에서도 놀라운 결과를 거뒀다. 최근 세계적인 수준으로 도약한 디자인에 이어 품질까지 빠른 속도로 개선되고 있다는 긍정적인 신호로 판단된다. 또한 동사의 광고전전비의 매출비중은 08년 1.8%에서 11년 2.8%로 상승했지만 브랜드 인지도를 높여 향후 판매 증가에 기여할 전망이다.

중국 3공장 14년 초 준공: 14년 4월 완공 예정인 중국 3공장은 1) 엄청난 성장 잠재력을 지닌 중국에서 15년까지 연간 생산능력이 73만대로 증가해 성장성이 제고되고, 2) 해외생산 비중이 상승하며, 3) 현재 생산능력 부족에 대한 우려도 완화시킬 전망이다. 중국 3공장 건설의 주도로 기아의 연간 생산능력은 11년 252만대에서 15년 317만대(5.9% CAGR)로 증가해 견고한 판매 성장률이 지속될 전망이다.

서성문 3276-6152
sungmoon.suh@truefriend.com

이현영 3276-6279
daniel.lee@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	9,764	11,075	14,000	15,400	17,100
현금성자산	2,914	3,934	5,000	5,775	6,600
매출채권및기타채권	2,279	2,179	2,000	2,200	2,400
재고자산	3,581	4,303	4,750	4,950	5,100
비유동자산	13,399	19,180	19,000	20,938	23,042
투자자산	5,559	6,809	10,000	11,039	12,242
유형자산	8,564	9,184	7,250	7,975	8,700
무형자산	1,362	1,517	1,750	1,925	2,100
자산총계	26,275	30,255	33,000	36,338	40,142
유동부채	11,628	11,422	10,193	9,814	9,638
매입채무및기타채무	4,775	4,826	4,529	4,395	4,327
단기차입금및단기사채	2,157	1,588	965	859	822
유동성장기부채	1,429	1,510	1,417	1,375	1,354
비유동부채	4,399	5,324	5,000	4,400	3,600
사채	1,413	1,696	1,750	1,650	1,680
장기차입금및금융부채	1,343	784	800	825	840
부채총계	16,027	16,745	15,193	14,214	13,238
자본금	2,102	2,132	2,132	2,132	2,132
자본잉여금	1,547	1,558	1,558	1,558	1,558
자본조정	487	595	1,084	1,084	1,084
이익잉여금	6,113	9,225	13,032	17,350	22,130
자본총계	10,248	13,510	17,807	22,124	26,904

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	5,273	4,745	3,058	4,964	5,476
당기순이익	2,698	3,519	4,051	4,601	5,105
유형자산감가상각비	693	696	803	550	620
무형자산상각비	235	295	330	355	392
자산부채변동	NM	(261)	(2,464)	(898)	(1,014)
기타	NM	496	338	355	373
투자활동현금흐름	(2,296)	(2,604)	(1,102)	(3,682)	(4,313)
유형자산투자	(907)	(1,456)	(1,250)	(1,100)	(1,000)
유형자산매각	48	121	20	0	20
투자자산순증	NM	1,312	2,925	1,400	1,700
무형자산순증	NM	(1,251)	(3,191)	(1,039)	(1,204)
기타	NM	(1,329)	394	(2,943)	(3,829)
재무활동현금흐름	(3,343)	(1,441)	(890)	(507)	(338)
자본의증가	NM	42	0	0	0
차입금의순증	NM	(1,269)	(700)	(123)	(43)
배당금지급	(97)	(199)	(243)	(284)	(324)
기타	NM	(15)	54	(100)	30
현금의증가	(385)	688	1,066	775	825

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	35,827	43,191	48,222	51,978	57,320
매출총이익	7,922	10,052	11,403	12,482	13,974
판매관리비	5,552	6,553	7,331	7,771	8,678
기타영업손익	120	26	29	31	35
영업이익	2,490	3,525	4,101	4,742	5,330
금융수익	198	180	345	376	393
이자수익	77	114	197	224	234
금융비용	346	320	340	307	269
이자비용	290	192	206	178	147
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	982	1,337	1,331	1,365	1,399
세전계속사업이익	3,323	4,722	5,438	6,176	6,852
법인세비용	625	1,202	1,387	1,575	1,747
연결당기순이익	2,698	3,519	4,051	4,601	5,105
지배주주지분순이익	2,682	3,416	3,932	4,465	4,955
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	2,698	3,519	4,051	4,601	5,105
지배주주지분포괄이익	2,682	3,416	3,932	4,465	4,955
EBITDA	3,418	4,516	5,234	5,648	6,342

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	6,616	8,426	9,699	11,016	12,222
BPS	25,281	33,327	43,927	54,577	66,370
DPS	500	600	700	800	900
성장성(% YoY)					
매출증가율	NM	20.6	11.6	7.8	10.3
영업이익증가율	NM	41.6	16.3	15.6	12.4
순이익증가율	NM	30.4	15.1	13.6	11.0
EPS증가율	NM	27.3	15.1	13.6	11.0
EBITDA증가율	NM	32.1	15.9	7.9	12.3
수익성(%)					
영업이익률	7.0	8.2	8.5	9.1	9.3
순이익률	7.5	8.1	8.4	8.9	8.9
EBITDA Margin	9.5	10.5	10.9	10.9	11.1
ROA	12.5	12.5	12.8	13.3	13.3
ROE	30.6	29.6	25.9	23.0	20.8
배당수익률	0.7	0.9	1.0	1.2	1.3
안정성					
순차입금(십억원)	3,426.5	1,644.3	(68.1)	(1,065.9)	(1,904.4)
차입금/자본총계비율(%)	61.9	41.3	27.7	21.3	17.5
Valuation(X)					
PER	8.3	6.5	5.7	5.0	4.5
PBR	2.2	1.6	1.2	1.0	0.8
PSR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.5	5.3	4.2	3.8	3.2

LG패션 (093050)

매수 / TP: 44,000원

주가(11/15 원)	31,500
시가총액(십억원)	921.1
발행주식수(백만)	29.2
52주 최고/최저가(원)	50,500/25,850
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	10,604
유동주식비율(%)	61.4
외국인지분비율(%)	12.5

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	1,109	127	131	99	3,155	28.9	162	9.9	5.2	1.4	15.4
2011A	1,411	143	147	108	3,294	4.4	183	12.3	6.9	1.4	13.2
2012F	1,463	116	119	91	3,098	(6.0)	159	10.2	5.3	1.0	10.5
2013F	1,619	150	154	116	3,981	28.5	193	7.9	4.0	0.9	12.2
2014F	1,776	171	178	135	4,614	15.9	215	6.8	3.3	0.8	12.7

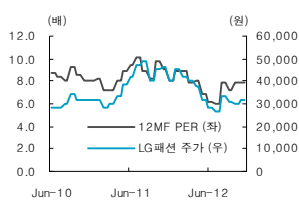
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

2013년은 성장과 수익성을 동시에!

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.6	(12.9)	(35.8)
상대주가(%p)	4.5	(11.4)	(35.0)

12MF PER 추이



성장은 진행형, 견고한 수익성 개선 기대되어 업종 top pick으로 제시: LG패션에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 44,000원을 유지한다. 목표주가는 2013년 EPS 3,981원에 목표 PER 11배를 적용해 산출되었다. 2011년 하반기 이후 의류 소비 부진과 이에 따른 수익성 저하가 가장 큰 우려 요인이거나 현재 주가는 2013년 PER 7.9배로 이러한 우려를 반영한 것으로 판단된다. 2013년에는 정상품판매율 상승과 생산확대로 외형이 확대되고 원가율 개선과 타이트한 판매비 관리로 수익성 개선이 예상된다.

대표 패션업체로서의 존재감 확대, 지속적인 브랜드 런칭과 성장: 동사의 가장 큰 투자 포인트는 LG사에서 분할 이후 과거 5년간 매출액이 2.5배 증가해 성장을 추구하면서 패션 대표 업체로서의 면모를 갖추어가고 있다는 점이다. 복종은 기존 남성복 위주에서 캐주얼, 스포츠, 여성복 등으로 다각화해 경기 변동과 소비 트렌드 변화에 대응하고 있고 유통망 수도 백화점과 가두점 모두 고르게 증가하고 있다. 매출 및 복종 확대는 수입 유통 사업 확대로 인한 양적 성장도 있지만 자체 브랜드 개발 및 라이선스 사업으로 동사의 기획, 디자인, 마케팅 능력이 필요한 Hazzys, TNGT, Jill Stuart 브랜드들의 성과가 더욱 좋았다. DAKS, Maestro와 같은 프리미엄 브랜드부터 Joseph, Max Mara와 같은 명품까지 브랜드를 다수 아우르고 있어 백화점 내에서의 입지가 상승하고 있으며 TNGT, 타운젠트 등의 증가 브랜드로 가두점과 복합쇼핑몰 출점도 활발히 이루어지고 있다.

완만한소비 경기 회복과 원가율 개선으로 2013년 실적 개선: 2012년 실적 부진의 주요인은 업황 둔화로 인한 매출 부진, 정상품판매율 하락과 재고평가손실로 인한 원가율 상승이다. 2013년에는 매출이 10.5% 증가해 외형 확대가 재개될 것이다. 이는 1) 다수의 성장 브랜드를 확보해 여성복, 스포츠 부문의 성장성이 높고, 2) 2012년 부진했던 남성복이 구매 주기 도래로 턴어라운드 예상되며, 3) 생산 확대에 따른 신상품 비중이 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 수익성 개선은 1) 원가율의 문제를 야기했던 재고평가손실이 3분기를 기점으로 일단락된 것으로 판단되고, 2) 2013년 완만한 소비회복으로 정상품판매율 상승이 예상되며, 3) 판매비도 타이트하게 유지될 것으로 예상되기 때문이다. 원가율의 문제를 초래했던 재고 자산은 2011년 3분기 4,500억원에서 2012년 3분기 3,500억원으로 축소되었다. 2013년 영업이익은 전년대비 28% 증가할 것으로 예상된다.

나은채 3276-6160
ec.na@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	449	570	637	765	853
현금성자산	32	7	117	81	124
매출채권및기타채권	82	129	124	138	151
재고자산	250	413	329	360	373
비유동자산	521	582	584	601	626
투자자산	22	52	54	59	65
유형자산	320	342	342	342	342
무형자산	57	57	51	49	53
자산총계	970	1,152	1,220	1,367	1,479
유동부채	185	235	226	270	263
매입채무및기타채무	150	166	168	186	204
단기차입금및단기사채	0	2	2	2	2
유동성장기부채	0	30	30	30	30
비유동부채	44	81	82	84	86
사채	30	50	50	50	50
장기차입금및금융부채	0	10	10	10	10
부채총계	229	316	307	354	349
자본금	146	146	146	146	146
자본잉여금	213	213	213	213	213
자본조정	0	0	0	0	0
이익잉여금	382	477	556	657	776
자본총계	742	836	913	1,013	1,130
조정자본총계	639	822	900	1,003	1,122

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	143	(38)	206	143	131
당기순이익	99	108	91	116	135
유형자산감가상각비	30	36	38	38	38
무형자산상각비	4	4	5	5	5
자산부채변동	(4)	(201)	74	(16)	(47)
기타	14	15	(2)	0	0
투자활동현금흐름	(109)	(38)	(84)	(167)	(73)
유형자산투자	(44)	(60)	(39)	(39)	(39)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(18)	39	(2)	(6)	(6)
무형자산순증	(20)	(4)	1	(2)	(10)
기타	(27)	(13)	(44)	(120)	(18)
재무활동현금흐름	(29)	51	(12)	(12)	(15)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	0	0	0	0	0
배당금지급	(12)	(12)	(12)	(12)	(15)
기타	(17)	63	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	5	(25)	110	(36)	43

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,109	1,411	1,463	1,619	1,776
매출총이익	712	877	882	992	1,092
판매관리비	589	732	764	840	918
기타영업손익	4	(2)	(2)	(2)	(3)
영업이익	127	143	116	150	171
금융수익	7	9	9	10	13
이자수익	7	7	7	8	11
금융비용	4	5	6	6	6
이자비용	3	4	6	6	6
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	131	147	119	154	178
법인세비용	31	39	29	37	43
당기순이익	99	108	91	116	135
기타포괄이익	0	(2)	(2)	(2)	(2)
총포괄이익	99	106	89	115	133
EBITDA	162	183	159	193	215
조정당기순이익	92	96	91	116	135

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	3,155	3,294	3,098	3,981	4,614
BPS	21,861	28,101	30,796	34,306	38,361
DPS	400	400	400	500	550
성장성(% YoY)					
매출증가율	20.2	27.3	3.7	10.7	9.7
영업이익증가율	37.2	12.2	(18.7)	28.8	14.4
순이익증가율	28.9	4.4	(5.9)	28.5	15.9
EPS증가율	28.9	4.4	(6.0)	28.5	15.9
EBITDA증가율	32.2	13.4	(13.1)	21.2	11.4
수익성(%)					
영업이익률	11.5	10.1	7.9	9.2	9.6
순이익률	8.3	6.8	6.2	7.2	7.6
EBITDA Margin	14.6	13.0	10.9	11.9	12.1
ROA	11.5	10.2	7.6	9.0	9.5
ROE	15.4	13.2	10.5	12.2	12.7
배당수익률	1.3	1.0	1.3	1.6	1.7
안정성					
순차입금(십억원)	(70)	85	(69)	(151)	(210)
차입금/자본총계비율(%)	4.1	11.0	10.1	9.1	8.2
Valuation(X)					
PER	9.9	12.3	10.2	7.9	6.8
PBR	1.4	1.4	1.0	0.9	0.8
PSR	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	5.2	6.9	5.4	4.0	3.3

케이티스카이라이프(053210)

매수 / TP: 40,000원

주가(11/15, 원)	31,500
시가총액(십억원)	1,501
발행주식수(백만)	48
52주 최고/최저가(원)	34,300/17,400
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	6,667
유동주식비율(%)	48.7
외국인지분비율(%)	9.0

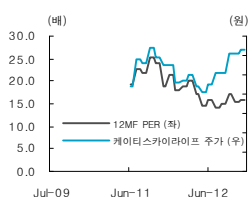
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	427	45	28	34	1,188	67.3	83	0.0	1.6	0.0	32.4
2011A	464	42	39	31	606	(49.0)	89	45.2	14.5	4.5	12.5
2012F	547	68	71	55	1,155	90.7	123	27.3	11.0	4.4	17.5
2013F	662	124	130	102	2,130	84.4	187	14.8	7.1	3.4	25.8
2014F	732	174	182	142	2,970	39.5	247	10.6	5.3	2.6	27.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.6	61.5	14.5
상대주가(%)	4.5	63.0	15.4

12MF PER 추이



가입자 증가에 따른 이익 실현 본격화

13년 가입자 증가 모멘텀 지속: 가입자 성장 모멘텀은 13년에도 지속될 전망이다. 프로모션 및 현장영업 강화 등 KT와의 공동 마케팅을 통해 13년 가입자수는 450만명으로 70만명 순증할 것으로 예상된다. 가입자 증가에 대해 긍정적인 이유는 다음과 같다. 1) 12년에 지상파 TV의 디지털 전환이 완료되고 13년 이후에는 유료방송의 디지털 전환이 확대될 전망이다. 아날로그 케이블 가입자의 디지털 전환 과정에서 KT스카이라이프(스카이라이프)의 가입자 유치가 수월하기 때문이다. 2) KBS 공시청 설비 구축과 함께 진행되는 IF 설비 투자가 본격화되며 공동주택 침투율(12년 9월 기준 10%)이 빠르게 상승할 전망이다. 평균적으로 IF 설비가 있는 곳에서 25% 정도가 스카이라이프의 가입자로 유입되기 때문에 IF 설비 투자 확대는 가입자 증가에 큰 도움이 된다.

스카이라이프에 대해 매수의견과 목표주가 40,000원을 유지한다. 목표주가는 DCF방식으로 산출했다(연구 성장률 1.5%, WACC 9.9%, 베타 1.2). 매수를 유지하는 이유는 1) 디지털 전환 및 공동주택 침투율 상승으로 가입자 증가가 지속되고, 2) 가입자 증가, 플랫폼 매출 증가, 비용통제로 영업이익이 향후 3년간 연평균 60.9% 늘어날 전망이다, 3) T커머스 사업(신규 사업) 진출, N스크린 사업, 가입자당 매출액을 높일 수 있는 추가적인 플랫폼 사업 등을 통해 KT 그룹과의 시너지가 극대화되고 있기 때문이다. 유료 방송 시장의 경쟁이 심화되는 가운데 KT와의 시너지는 그룹 내에서 스카이라이프의 위상이 높아짐을 의미한다.

13년 영업 레버리지 본격화: 가입자 순증 규모 증가와 함께 13년 이후에도 이익 개선 추세가 이어질 전망이다. 가입자 증가에 따라 수신료 수익이 16.3% 증가할 것으로 예상된다. OTS 상품 가입자가 늘면서 가입자당 매출액이 연간 1% 정도 감소하겠지만 가입자 증가 효과가 크기 때문이다. 또한 이익 마진이 높은 홈쇼핑송출수수료수익 등 플랫폼 매출이 크게 확대될 전망이다. 가입자 증가에 따른 협상력 강화로 스카이라이프의 가입자당 홈쇼핑송출수수료(13년 2만 5천원 예상)는 케이블 SO 수준(4만 5천원)까지 점진적으로 상승해 13년 홈쇼핑송출수수료 수익은 전년 대비 72.0% 증가하며 높은 성장세를 이어갈 것으로 예상된다. 마케팅 비용 증가 부담이 따르지만 셋톱박스 구매 비용 절감과 이에 따른 감가상각 비용 감소 등의 비용 통제를 통해 13년 매출액, 영업이익은 전년 대비 각각 21.2%, 83.1% 증가할 전망이다.

김시우 3276-6240
swkim@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	266	220	325	376	430
현금성자산	77	41	98	119	139
매출채권및기타채권	103	106	120	139	161
재고자산	6	2	4	5	5
비유동자산	258	303	397	508	608
투자자산	21	29	45	61	67
유형자산	145	200	281	359	435
무형자산	49	45	26	32	36
자산총계	524	523	721	884	1,038
유동부채	193	224	286	343	354
매입채무및기타채무	130	116	159	192	205
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	60	100	78	78	78
비유동부채	239	8	89	91	92
사채	160	0	80	80	80
장기차입금및금융부채	66	1	1	1	1
부채총계	433	233	375	434	445
자본금	85	119	119	119	119
자본잉여금	26	158	158	158	158
자본조정	0	0	0	0	0
이익잉여금	(20)	10	65	166	308
자본총계	91	290	347	449	592
조정자본총계	145	288	343	444	586

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	100	90	163	191	190
당기순이익	34	31	55	102	142
유형자산감가상각비	24	38	46	55	65
무형자산상각비	14	10	9	7	9
자산부채변동	16	(2)	52	27	(25)
기타	12	13	1	0	(1)
투자활동현금흐름	(90)	(107)	(162)	(170)	(170)
유형자산투자	(91)	(98)	(130)	(134)	(143)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	14	(6)	(15)	(15)	(5)
무형자산순증	(13)	(4)	11	(13)	(13)
기타	0	0	(29)	(9)	(10)
재무활동현금흐름	2	(19)	57	(0)	(0)
자본의증가	0	41	0	0	0
차입금의순증	2	(60)	57	(0)	(0)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	12	(36)	58	21	20

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	427	464	547	662	732
매출총이익	427	464	547	662	732
판매관리비	381	423	479	538	558
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	45	42	68	124	174
금융수익	9	9	9	13	15
이자수익	8	8	9	12	14
금융비용	26	12	6	7	7
이자비용	19	10	5	6	6
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	28	39	71	130	182
법인세비용	(6)	7	16	29	40
당기순이익	34	31	55	102	142
기타포괄이익	(0)	1	1	1	1
총포괄이익	34	33	56	103	143
EBITDA	83	89	123	187	247
조정당기순이익	40	27	55	102	142

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	1,188	606	1,155	2,130	2,970
BPS	3,667	6,038	7,193	9,323	12,293
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	7.4	8.8	17.7	21.2	10.5
영업이익증가율	40.6	(7.9)	62.7	83.1	39.9
순이익증가율	62.7	(33.2)	104.2	84.4	39.5
EPS증가율	67.3	(49.0)	90.7	84.4	39.5
EBITDA증가율	55.5	7.9	37.7	51.4	32.6
수익성(%)					
영업이익률	10.6	9.0	12.4	18.8	23.8
순이익률	9.5	5.8	10.1	15.3	19.3
EBITDA Margin	19.4	19.3	22.5	28.2	33.8
ROA	7.0	6.0	8.9	12.7	14.7
ROE	32.4	12.5	17.5	25.8	27.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	130	(10)	(36)	(67)	(98)
차입금/자본총계비율(%)	313.1	35.1	45.8	35.3	26.7
Valuation(X)					
PER	NM	45.2	27.3	14.8	10.6
PBR	0.0	4.5	4.4	3.4	2.6
PSR	0.0	2.7	2.7	2.3	2.1
EV/EBITDA	1.6	14.6	11.9	7.7	5.7

호텔신라(008770)

매수 / TP: 73,000원

주가(11/15, 원)	49,450
시가총액(십억원)	1,941
발행주식수(백만)	39
52주 최고/최저가(원)	58,100/35,800
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	19,288
유동주식비율(%)	81.1
외국인지분율(%)	27.9

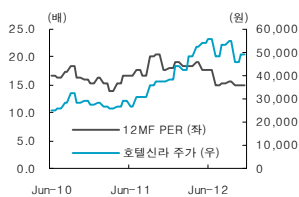
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	1,440	81	66	50	1,270	57.6	112	21.9	12.2	1.9	9.0
2011A	1,764	96	74	56	1,427	12.4	130	27.0	14.6	2.5	9.5
2012F	2,229	149	150	114	2,893	102.7	191	17.1	12.4	2.9	17.7
2013F	2,427	182	172	131	3,315	14.6	227	14.9	10.7	2.5	17.6
2014F	2,821	250	231	176	4,461	34.6	299	11.1	8.1	2.1	20.2

주: 순이익 및 EPS는 자본법이익이 반영된 조정당기순이익 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.4)	(8.8)	32.2
상대주가(%)	(2.6)	(7.3)	33.0

12MF PER 추이



2013년은 해외 면세 사업 도약의 해

면세 사업 고성장 지속될 전망, 매수의견 유지: 호텔신라에 대한 투자의견 ‘매수’와 목표주가 73,000원(12개월 forward EPS에 목표 PER 21.5배 적용)을 유지한다. 1) 입출국객수 증가로 면세점 실적 성장이 지속될 전망이다. 2) 2013년에는 해외 공항 면세점, 화장품 유통매장 ‘스위트메이’ 등 해외 사업이 본격적으로 확대될 것으로 예상된다. 3) 비즈니스 호텔은 2013년 말부터 시작해 호텔 사업의 중장기 성장원이 될 전망이다.

2013년 면세 사업 영업이익 27% 증가할 전망: 2013년 면세 사업 매출은 인바운드/아웃바운드 트래픽 호조 지속으로 전년대비 13.5% 증가할 전망이다. 1) 정부가 중국인 대상 비자 정책 완화, 환승객 대상 무비자 입국 시간 상향 등 외국인 관광객 유치 전략을 적극적으로 펼치고 있어 중국인 입국객수가 20% 늘어나 2013년 중국인 면세점 매출 비중은 37%로 확대될 것으로 예상된다. 2) 원화 강세로 내국인의 해외 여행이 증가해 내국인 면세점 매출은 전년대비 12.9% 늘어날 전망이다. 2013년 면세 사업 영업이익은 인천공항 면세점 임차료가 금년대비 10% 인상되더라도 전년대비 27.4% 늘어날 것으로 예상된다.

해외 사업 본격 개시: 2013년부터 해외 사업이 본격적으로 확대될 전망이다. 2012년에 싱가포르 창이공항 2개점과 말레이시아 쿠알라룸푸르공항 2개점 등 총 4개의 해외 공항 면세점 입점을 확정해, 2013년부터 영업을 시작할 예정이다. 해외 공항 면세점 입찰에서도 높아진 위상과 운영 노하우를 바탕으로 성공할 가능성이 높아지고 있다. 마카오와 홍콩에서 운영 중인 화장품 유통매장 ‘스위트메이’도 점포 수를 늘릴 계획이다. 해외 사업매출 규모가 아직 크지 않아 단기적으로 이익에 미치는 영향은 미미하지만 적극적으로 해외 시장 진출에 진출할 계획으로 중장기 성장원이 될 전망이다.

2013년 말부터 비즈니스 호텔 운영 시작: 2013년 상반기 서울 신라호텔의 리노베이션을 진행할 예정이어서 약 6개월간 서울 호텔의 매출이 발생하지 않아 2013년 호텔 매출은 전년대비 25.5% 감소할 것으로 예상된다. 그러나 하반기부터 객단가 인상, 투숙률 상승 등 리노베이션 효과가 예상된다. 2013년 말부터 비즈니스호텔 영업을 개시할 예정이다. 현재 5개의 비즈니스 호텔이 확정돼 호텔 사업의 중장기 성장원이 될 것으로 예상된다.

홍종길 3276-6168
jonggil@truefriend.com

최민하 3276-6260
mhchoi@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	418	571	758	807	925
현금성자산	96	124	169	155	169
매출채권및기타채권	50	77	100	116	135
재고자산	216	335	423	461	535
비유동자산	761	805	888	976	1,081
투자자산	284	303	365	426	510
유형자산	462	475	494	516	543
무형자산	10	27	29	34	28
자산총계	1,179	1,376	1,646	1,783	2,006
유동부채	360	292	376	489	397
매입채무및기타채무	132	185	201	218	254
단기차입금및단기사채	50	0	0	0	0
유동성장기부채	124	52	81	221	81
비유동부채	252	485	572	481	636
사채	0	289	389	249	389
장기차입금및금융부채	219	170	150	200	210
부채총계	612	778	948	970	1,033
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	196	196	196	196
자본조정	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
이익잉여금	161	201	301	416	576
자본총계	567	598	698	813	973
조정자본총계	583	601	687	793	943

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	75	17	91	90	174
당기순이익	49	56	114	131	176
유형자산감가상각비	31	33	37	39	43
무형자산상각비	0	1	6	6	6
자산부채변동	(34)	(94)	(67)	(88)	(53)
기타	29	21	1	2	2
투자활동현금흐름	(70)	(71)	(143)	(140)	(155)
유형자산투자	(40)	(66)	(56)	(61)	(70)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(30)	(6)	(60)	(61)	(83)
무형자산순증	(0)	(1)	(8)	(11)	0
기타	0	2	(19)	(7)	(2)
재무활동현금흐름	(14)	82	97	36	(6)
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	15	114	109	50	10
배당금지급	(10)	(12)	(12)	(14)	(16)
기타	(20)	(20)	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(9)	28	45	(14)	14

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,440	1,764	2,229	2,427	2,821
매출총이익	645	790	967	1,061	1,241
판매관리비	564	694	818	880	991
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	81	96	149	182	250
금융수익	10	13	14	15	15
이자수익	10	13	14	15	15
금융비용	22	26	26	30	31
이자비용	22	26	26	30	31
기타영업외손익	(3)	(9)	12	5	(3)
관계기업관련손익	0	0	1	0	0
세전계속사업이익	66	74	150	172	231
법인세비용	16	17	36	41	55
당기순이익	49	56	114	131	176
기타포괄이익	12	(12)	0	0	0
총포괄이익	62	44	114	131	176
EBITDA	112	130	191	227	299
조정당기순이익	50	56	114	131	176

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	1,270	1,427	2,893	3,315	4,461
BPS	14,695	15,141	17,281	19,935	23,676
DPS	300	300	350	400	400
성장성(%, YoY)					
매출증가율	18.7	22.6	26.3	8.9	16.3
영업이익증가율	50.1	18.2	54.8	22.3	37.6
순이익증가율	57.8	12.9	102.8	14.6	34.6
EPS증가율	57.6	12.4	102.7	14.6	34.6
EBITDA증가율	32.1	16.3	46.4	18.9	31.6
수익성(%)					
영업이익률	5.6	5.4	6.7	7.5	8.9
순이익률	3.5	3.2	5.1	5.4	6.2
EBITDA Margin	7.8	7.4	8.6	9.4	10.6
ROA	4.4	4.4	7.5	7.6	9.3
ROE	9.0	9.5	17.7	17.6	20.2
배당수익률	1.1	0.8	0.7	0.8	0.8
안정성					
순차입금(십억원)	272	386	430	488	483
차입금/자본총계비율(%)	69.5	85.4	88.8	82.4	69.9
Valuation(X)					
PER	21.9	27.0	17.1	14.9	11.1
PBR	1.9	2.5	2.9	2.5	2.1
PSR	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	12.2	14.6	12.4	10.7	8.1

하이마트(071840)

매수 / TP: 95,000원

주가(11/15, 원)	72,300
시가총액(십억원)	1,707
발행주식수(백만)	24
52주 최고/최저가(원)	92,500/47,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	8,719
유동주식비율(%)	28.7
외국인지분비율(%)	5.8

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	3,052	215	143	107	10,225	69.1	252	NM	4.6	0.0	13.0
2011A	3,411	259	187	141	6,855	(33.0)	300	11.8	8.8	1.3	11.6
2012F	3,332	190	132	100	4,221	(38.4)	233	17.1	10.5	1.1	6.8
2013F	4,142	253	200	150	6,365	50.8	302	11.4	7.8	1.0	9.6
2014F	4,889	316	269	203	8,585	34.9	372	8.4	5.9	0.9	11.7

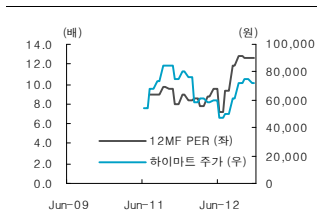
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

2013년 가장 기대되는 유통업체

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.2)	16.6	(21.8)
상대주가(%p)	(0.4)	18.1	(21.0)

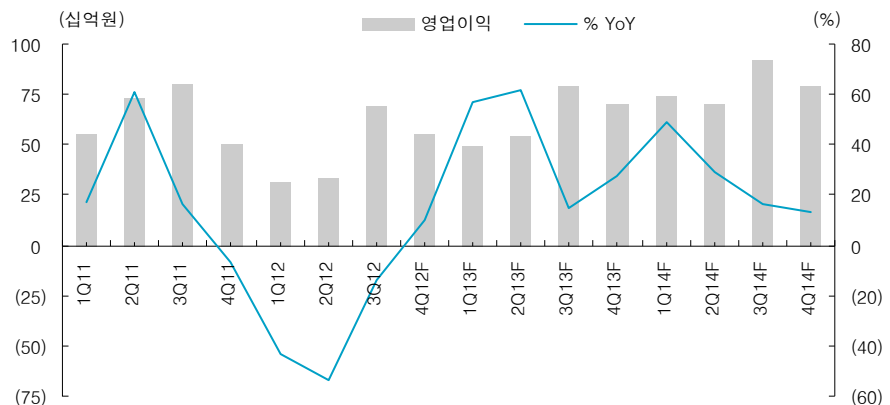
12MF PER 추이



공정위 인수 승인 후 구매 통합 작업 진행 중: 국내 가전시장 전망은 불투명하지만, 하이마트의 성장성은 높다. 롯데쇼핑으로 인수된 후 구매창구 단일화가 진행되고 있으며, 2013년 롯데마트를 시작으로 향후 롯데쇼핑 모든 채널의 가전제품 구매가 하이마트로 집중될 전망이다. 롯데쇼핑은 가전매장을 하이마트로 전환해 수수료 수입 증가를, 하이마트는 매입 규모 확대에 따른 협상력 강화 및 고정비 비중 하락에 따른 이익 증가를 기대할 수 있다. 동시에 하이마트 가전 점포를 의류, 식품 등 다양한 상품을 취급하는 하이퍼마트로 변환시키는 시도 또한 예상된다. 각각의 상권 특징에 따라 여러 형태의 복합매장이 시험 운영된 후 최적의 쇼핑매장을 전개할 것으로 보이며, 평당매출 증가에 따른 수익성 개선을 기대할 수 있다.

유통업체 중 가장 높은 EPS 증가율, 이익 개선은 구조적: 2013년 하이마트의 EPS는 50% 늘어날 전망이다. 이후에도 18%~35%의 고성장이 지속될 전망이다. 롯데쇼핑 가전채널이 하이마트로 이전되면서 영업이익이 늘어나고, 롯데쇼핑 계열편입 후 조달금리 하락, 차입금 규모 감소에 따른 영업외수지 개선 효과를 반영했다. 하이마트 매장 변환에 따른 평당매출 증가 효과 및 해외진출에 따른 실적개선은 우리의 추정에 반영되지 않았다. 시험가동 기간을 거친 후 매장 전개 전략이 수립되는 시점, 또는 해외진출에 대한 계획이 발표되는 시점에 우리의 추정치를 수정할 계획이다.

[그림 1] 분기 영업이익 추이와 전망



자료: 하이마트, 한국투자증권

여영상 3276-6159
yeongsang.yeo@truefriend.com

정미경 3276-6248
mkchung@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	488	573	631	776	857
현금성자산	204	269	243	302	332
매출채권및기타채권	37	42	41	51	61
재고자산	202	226	290	352	381
비유동자산	2,169	2,195	2,210	2,250	2,298
투자자산	56	66	64	71	74
유형자산	367	384	401	433	477
무형자산	1,687	1,688	1,689	1,689	1,689
자산총계	2,657	2,768	2,842	3,026	3,156
유동부채	476	301	386	494	596
매입채무및기타채무	186	248	240	298	352
단기차입금및단기사채	50	0	0	0	0
유동성장기부채	175	0	90	140	180
비유동부채	1,183	1,039	948	895	742
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1,157	1,010	920	860	700
부채총계	1,658	1,340	1,335	1,390	1,337
지배주주지분	999	1,428	1,507	1,636	1,818
자본금	96	118	118	118	118
자본잉여금	787	1,056	1,056	1,056	1,056
자본조정	0	0	0	0	0
이익잉여금	117	254	333	463	644
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	999	1,428	1,507	1,636	1,818

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	168	298	69	185	282
당기순이익	107	141	100	150	203
유형자산감가상각비	36	40	43	48	56
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(82)	32	(75)	(16)	21
기타	107	85	1	3	2
투자활동현금흐름	(70)	(51)	(73)	(96)	(111)
유형자산투자	(53)	(60)	(60)	(80)	(100)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(12)	9	2	(7)	(3)
무형자산순증	(1)	(1)	(2)	0	(1)
기타	(4)	1	(13)	(9)	(7)
재무활동현금흐름	(51)	(182)	(21)	(31)	(141)
자본의증가	244	261	0	0	0
차입금의순증	(218)	(489)	0	(10)	(120)
배당금지급	0	0	(21)	(21)	(21)
기타	(77)	46	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	47	65	(25)	59	30

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	3,052	3,411	3,332	4,142	4,889
매출총이익	759	859	831	1,039	1,234
판매관리비	542	602	640	784	917
기타영업손익	(2)	2	(1)	(1)	(1)
영업이익	215	259	190	253	316
금융수익	9	6	6	7	8
이자수익	4	6	6	7	8
금융비용	81	77	63	60	54
이자비용	81	75	63	60	54
기타영업외손익	(1)	(0)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	143	187	132	200	269
법인세비용	36	46	33	49	66
연결당기순이익	107	141	100	150	203
지배주주지분순이익	107	141	100	150	203
기타포괄이익	(1)	(3)	0	0	0
총포괄이익	106	138	100	150	203
지배주주지분포괄이익	106	138	100	150	203
EBITDA	252	300	233	302	372

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	10,225	6,855	4,221	6,365	8,585
BPS	52,289	60,485	63,826	69,311	77,016
DPS	0	880	880	880	880
성장성(% YoY)					
매출증가율	14.6	11.7	(2.3)	24.3	18.0
영업이익증가율	18.4	20.2	(26.8)	33.7	24.6
순이익증가율	70.0	31.7	(29.2)	50.8	34.9
EPS증가율	69.1	(33.0)	(38.4)	50.8	34.9
EBITDA증가율	15.9	18.8	(22.1)	29.4	23.1
수익성(%)					
영업이익률	7.1	7.6	5.7	6.1	6.5
순이익률	3.5	4.1	3.0	3.6	4.1
EBITDA Margin	8.3	8.8	7.0	7.3	7.6
ROA	4.1	5.2	3.6	5.1	6.6
ROE	13.0	11.6	6.8	9.6	11.7
배당수익률	0.0	1.1	1.4	1.4	1.4
안정성					
순차입금(십억원)	1,157	718	730	652	493
차입금/자본총계비율(%)	139.5	70.7	67.0	61.1	48.4
Valuation(X)					
PER	NM	11.8	17.1	11.4	8.4
PBR	0.0	1.3	1.1	1.0	0.9
PSR	0.0	0.5	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA	4.6	8.8	10.5	7.8	5.9

KT&G(033780)

매수 / TP: 92,000원

주가(11/15, 원)	82,300
시가총액(십억원)	11,299
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저가(원)	92,000/71,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	24,450
유동주식비율(%)	82.4
외국인지분율(%)	58.7

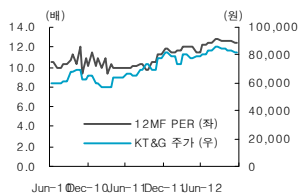
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	3,461	1,140	1,406	1,031	8,109	22.3	1,289	8.0	6.0	1.9	24.2
2011A	3,723	1,121	1,161	817	6,451	(20.4)	1,278	12.6	8.0	2.2	17.5
2012F	4,029	1,165	1,187	836	6,583	2.0	1,304	12.5	7.7	2.0	16.6
2013F	4,313	1,293	1,323	937	7,375	12.0	1,436	11.2	6.8	1.9	16.9
2014F	4,629	1,407	1,444	1,020	8,030	8.9	1,557	10.2	6.0	1.7	16.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.8)	3.9	12.0
상대주가(%)	(6.9)	5.4	12.8

12MF PER 추이



담배 가격이 움직인다!

담배 세금 인상 시 ASP 상승 가능: 2004년 말 이후 조정이 없었던 담배 세금이 새로운 정권이 들어서서 내년 초에 인상될 가능성이 크다. 반발 여론이 상대적으로 작을 것으로 예상되기 때문이다. 세금이 인상되면 동시에 동사의 ASP가 올라갈 확률이 높다. 세금이 100원 단위로 인상되지 않을 경우 소비자가격의 100원 단위 상승을 위해 ASP가 올라갈 수 있다. 아니면 2004년과 마찬가지로 세금이 100원 단위로 인상되더라도 동사 단독으로 ASP를 올릴 수도 있다. 동사는 경쟁사와는 달리 가격을 인상하지 않은 상태인데, 세금 인상 시기에 가격을 올리면 덜 부정적으로 인식될 수 있기 때문이다. 그리고 일회성이긴 하나 가격 인상 전 지점 재고분에 대해 마진이 확대되는 효과도 기대할 수 있다.

단독으로도 가격 인상 가능할 것: 세금 인상이 불발되더라도 동사가 독자적으로 가격 인상을 시도할 가능성이 충분하다. 가격 인상 미실현으로 인한 점유율 상승이 일단락되었고, 업계 내 마지막 가격 인상만큼 판매 저항도 제한적으로 예상돼 실적 향상을 위한 ASP 인상은 가능성 높은 시나리오다. 담배 ASP가 갑당 10원 상승하면 연결 EPS는 2.1%, 담배 소비자 가격이 경쟁사의 경우와 같게 갑당 200원씩 오르면 EPS는 33.4% 급증한다. 부분적인 가격 인상으로 갑당 ASP가 평균 50원 오르면 연결 EPS는 10.2% 상향될 것이다.

홍삼과 화장품 등 자회사 실적도 개선될 전망: 2012년 홍삼 영업이익은 높은 기저와 내수 부진으로 전년대비 19.8% 감소하나, 2013년에는 전년대비 9.3% 증가로 돌아설 전망이다. 유통 재고 소진으로 수출이 정상화되며, product mix 개선으로 내수도 회복될 것이다. 특히 중국에서 홍삼 판매가 시작돼 높은 관세 부담으로 인한 제한적 판매에 돌파구가 마련될 것으로 보인다. 화장품도 소망화장품의 구조조정이 완료되고 동인비등 신규 브랜드의 판매 확대 및 초기 투자 완료로 실적 개선이 예상된다. 인도네시아 법인은 세금 인상에 따른 판매 위축이 회복될 것으로 보인다.

Global peers대비 저평가: 동사의 2012년과 2013년 예상 PER은 각각 12.7배와 11.4배로 Global peers 평균인 15.2배, 13.7배대비 약 17% 저평가되어있다. 2013년 Global peers EPS의 전년대비 성장률은 10.2%로 동사의 12.0%대비 소폭 낮다. 동사가 가격 인상에 성공한다면 실적 상향 여지가 생겨 저평가 정도는 더욱 커질 것이다. 경쟁업체가 각 시장 내에서 프리미엄에 거래되는 이유는 담배사업의 안정성 때문이다. 동사의 경우 우려되었던 점유율 급락이 더 이상 나타나지 않고, 경쟁사의 가격 인상으로 ASP 상승 여력이 과거 어느 때보다 크게 확대된 만큼 담배사업의 안정성뿐 아니라 성장성도 부각될 수 있다는 판단이다. 2013년을 시작으로 부분적인 가격 인상이 지속적으로 추진될 것으로 보여 주가의 장기 상승 트렌드가 예상된다.

이경주 3276-6194
kjlee@truefriend.com

이은경 3276-6269
ek.lee@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	3,362	3,515	3,928	4,375	4,833
현금성자산	981	808	1,116	1,445	1,643
매출채권및기타채권	606	818	860	906	956
재고자산	1,497	1,572	1,608	1,656	1,711
비유동자산	2,415	2,761	2,864	3,077	3,271
투자자산	367	325	331	437	446
유형자산	1,511	1,584	1,652	1,696	1,744
무형자산	63	259	280	300	322
자산총계	5,777	6,276	6,792	7,451	8,104
유동부채	925	999	1,052	1,149	1,154
매입채무및기타채무	626	736	797	863	879
단기차입금및단기사채	67	83	79	76	76
유동성장기부채	1	3	3	3	3
비유동부채	253	392	421	449	479
사채	0	13	13	13	13
장기차입금및금융부채	2	25	26	26	26
부채총계	1,179	1,391	1,473	1,598	1,633
지배주주지분	4,556	4,788	5,213	5,738	6,346
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	487	491	491	491	491
자본조정	(217)	(344)	(344)	(344)	(344)
이익잉여금	3,318	3,733	4,158	4,683	5,291
비지배주주지분	42	97	105	115	125
자본총계	4,598	4,885	5,319	5,853	6,471

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	845	757	953	1,073	1,006
당기순이익	1,031	817	836	937	1,020
유형자산감가상각비	148	153	131	135	141
무형자산상각비	1	4	8	8	9
자산부채변동	(194)	(171)	(28)	(13)	(170)
기타	(140)	(47)	6	5	6
투자활동현금흐름	154	(429)	(239)	(338)	(406)
유형자산투자	(212)	(289)	(199)	(181)	(189)
유형자산매각	36	33	1	1	1
투자자산순증	243	(210)	(5)	(105)	(8)
무형자산순증	(13)	7	(29)	(28)	(31)
기타	100	29	(7)	(25)	(179)
재무활동현금흐름	(333)	(501)	(406)	(406)	(402)
자본의증가	45	8	0	0	0
차입금의순증	(18)	4	(3)	(3)	0
배당금지급	(356)	(383)	(402)	(402)	(402)
기타	(4)	(130)	0	0	0
기타현금흐름	(2)	(1)	0	0	0
현금의증가	665	(174)	308	329	198

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	3,461	3,723	4,029	4,313	4,629
매출총이익	2,015	2,115	2,297	2,508	2,676
판매관리비	934	1,023	1,119	1,195	1,271
기타영업손익	59	29	(13)	(20)	2
영업이익	1,140	1,121	1,165	1,293	1,407
금융수익	270	47	56	66	74
이자수익	24	35	34	44	50
금융비용	4	8	36	37	38
이자비용	3	4	4	4	4
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	(0)	1	1	1	1
세전계속사업이익	1,406	1,161	1,187	1,323	1,444
법인세비용	375	344	351	387	424
연결당기순이익	1,031	817	836	937	1,020
지배주주지분순이익	1,032	816	828	927	1,010
기타포괄이익	(125)	(79)	0	0	0
총포괄이익	906	738	836	937	1,020
지배주주지분포괄이익	907	738	828	927	1,010
EBITDA	1,289	1,278	1,304	1,436	1,557

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	8,109	6,451	6,583	7,375	8,030
BPS	34,765	37,378	40,476	44,300	48,724
DPS	3,000	3,200	3,200	3,200	3,200
성장성(% YoY)					
매출증가율	(4.5)	7.6	8.2	7.1	7.3
영업이익증가율	(1.4)	(1.7)	4.0	10.9	8.8
순이익증가율	21.2	(20.9)	1.4	12.0	8.9
EPS증가율	22.3	(20.4)	2.0	12.0	8.9
EBITDA증가율	(1.5)	(0.9)	2.1	10.1	8.4
수익성(%)					
영업이익률	32.9	30.1	28.9	30.0	30.4
순이익률	29.8	21.9	20.5	21.5	21.8
EBITDA Margin	37.2	34.3	32.4	33.3	33.6
ROA	18.8	13.6	12.8	13.2	13.1
ROE	24.2	17.5	16.6	16.9	16.7
배당수익률	4.6	3.9	3.7	3.7	3.7
안정성					
순차입금(십억원)	(949)	(711)	(1,025)	(1,359)	(1,687)
차입금/자본총계비율(%)	1.5	2.5	2.3	2.0	1.8
Valuation(X)					
PER	8.0	12.6	12.5	11.2	10.2
PBR	1.9	2.2	2.0	1.9	1.7
PSR	2.6	3.0	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	6.0	8.0	7.7	6.8	6.0

LG생활건강(051900)

매수 / TP: 790,000원

주가(11/15, 원)	633,000
시가총액(십억원)	9,886
발행주식수(백만)	16
52주 최고/최저가(원)	666,000/462,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	17,146
유동주식비율(%)	59.6
외국인지분율(%)	44.6

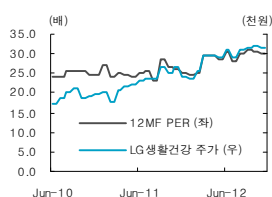
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	2,826	347	319	231	13,743	50.4	427	28.4	15.8	8.0	33.1
2011A	3,452	401	372	265	15,792	14.9	494	30.9	16.9	8.1	29.7
2012F	3,944	480	439	321	19,284	22.1	611	32.8	15.8	8.4	28.3
2013F	4,502	597	561	410	24,621	27.7	752	25.7	12.6	6.6	28.3
2014F	5,104	716	689	504	30,252	22.9	895	20.9	10.4	5.2	27.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.0)	9.9	16.4
상대주가(%)	(2.1)	11.4	17.2

12MF PER 추이



한국의 P&G 아직 보여줄 게 많다. 업종 호황 속 대표주로 빛나

2013년에도 업종 ‘비중확대’ 유지: 2012년에는 저가브랜드 호황과 히트상품 트렌드로 중소형 화장품품을 포함한 업종 전체가 급격한 리레이팅을 경험했다. 단기 오버슈팅에 대한 valuation 부담과 연말마다 재현되는 차익 실현 리스크는 있지만, 업종 주가 전망은 긍정적이다. 국내 시장의 구조적 성장여력과 중국을 비롯한 해외진출 모멘텀 확대 등이 추가적인 주가 상승을 견인할 것이다. 일본의 사례도 우리나라 화장품/생활용품 산업에 희망적인 시사점을 제시한다. 저성장시대에서도 화장품 인당 소비액(2008년 GDP 3만 4천 달러 시점에서 감소)은 꾸준히 증가했다. 또한 LG생건의 peer인 유니참(생활용품)의 경우 내수 성장+해외진출 모멘텀에 힘입어 과거 20년 동안(1989~2012년) 전체 일본기업 수익률 2위를 기록했다.

업종 호황 속 업종 대표주인 LG생활건강의 편입매력 커져, 최선후주 유지: LG생건에 대해 업종 최선후주와 목표주가 790,000원을 유지한다(SOTP 방식, 2013년 내재 PER 32배, 중소형 ODM 2013년 평균 최고 26.4배). 중소형 화장품 대비 성장성은 낮지만, 2013년에도 역사적 최고 수준의 PER이 충분히 정당화 될 수 있다. 다각화된 유통채널/브랜드 포트폴리오를 갖춰 소비트렌드 변화 속에서도 장기적인 실적 안정성이 뛰어나고, 해외진출 모멘텀과 잠재적인 M&A 캐털리스트가 유효하기 때문이다. 또한 높은 valuation에 부담 때문에 소외되었던 화장품 업종에 대한 국내외 투자자들의 관심이 그 어느 때보다 높아진 지금, 시가총액이나 실적 안정성 측면에서 업종 대표주를 가장 우선적으로 편입할 수밖에 없기 때문이다.

전 사업 부문 고른 성장 지속: 경기침체와 과거 고성장에 따른 기저효과로 전체 성장성은 다소 둔화되었으나 향후 3년간 10% 중반의 매출성장과 평균 20%의 영업이익의 성장세를 지속할 전망이다. 저성장 시대 진입으로 상당수 업종 성장률이 5~10% 수준으로 떨어질 우려가 큰 점을 감안하면, 여전히 성장성이 높다. 2013년에도 전 사업부문 모두 10% 이상의 성장이 가능하며, 특히 화장품의 경우에는 지속적인 M&A 효과와 페이스샵 고성장으로 15% 이상의 매출성장이 가능하다. 음료사업의 경우, 해태음료가 2분기 연속 흑자를 기록해, 향후 코카콜라음료와의 영업/생산시너지가 본격화될 경우 제2의 도약기를 맞이할 것이다.

페이스샵의 초기 해외진출 성공: LG생건은 3년간에 걸친 구조조정(브랜드/유통전략 재정비)을 마치고 2011년부터 해외사업 재공략에 나섰다. 특히 페이스샵의 경우 중국/일본 진출 1년 만에 해외 매장수가 1,074개(전문점 매대 포함), 2012년 해외 매출액은 772억원(72% YoY, 페이스샵 전체 매출의 21%)에 이를 전망이다. 전체 화장품 매출에서 페이스샵의 해외 실적 기여도는 아직 크지 않다(매출 5%, 영업이익 11%). 그러나 1) 기존에 없었던 해외스토리가 신규 catalyst로 추가된 점, 2) 해외사업의 고수익(영업마진 30%), 고성장 모멘텀이 지속되는 점을 감안할 때, 주가에 긍정적으로 작용할 것이다.

이정인 3276-6239
jilee@truefriend.com

이상은 3276-6196
sangung@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	579	767	919	1,049	1,266
현금성자산	44	92	138	158	255
매출채권및기타채권	284	348	434	495	561
재고자산	233	306	323	369	419
비유동자산	1,366	1,602	1,829	2,067	2,309
투자자산	30	35	39	45	51
유형자산	607	832	949	1,062	1,170
무형자산	664	664	758	865	981
자산총계	1,945	2,369	2,748	3,115	3,575
유동부채	618	731	909	920	925
매입채무및기타채무	401	480	493	540	613
단기차입금및단기사채	155	133	113	33	33
유동성장기부채	0	50	350	300	250
비유동부채	483	578	498	482	468
사채	349	379	269	219	169
장기차입금및금융부채	0	2	5	7	9
부채총계	1,100	1,308	1,407	1,402	1,393
지배주주지분	788	997	1,270	1,632	2,087
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
자본조정	(72)	(72)	(72)	(72)	(72)
이익잉여금	675	884	1,160	1,526	1,985
비지배주주지분	57	63	71	82	95
자본총계	845	1,061	1,341	1,713	2,181

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	319	289	268	624	650
당기순이익	237	272	329	420	516
유형자산감가상각비	73	87	124	147	170
무형자산상각비	7	6	7	8	9
자산부채변동	(57)	(99)	(197)	43	(51)
기타	59	24	5	6	6
투자활동현금흐름	(529)	(135)	(349)	(382)	(410)
유형자산투자	(149)	(155)	(258)	(277)	(295)
유형자산매각	5	17	17	17	17
투자자산순증	(1)	(0)	(2)	(2)	(1)
무형자산순증	(4)	1	(102)	(115)	(125)
기타	(380)	1	(4)	(5)	(5)
재무활동현금흐름	219	(108)	128	(222)	(142)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	262	(62)	172	(178)	(98)
배당금지급	(42)	(45)	(45)	(45)	(45)
기타	(0)	(1)	0	(0)	(0)
기타현금흐름	0	2	0	0	0
현금의증가	10	47	46	20	98

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	2,826	3,452	3,944	4,502	5,104
매출총이익	1,493	1,716	2,012	2,320	2,646
판매관리비	1,165	1,356	1,583	1,796	2,022
기타영업손익	19	40	51	72	92
영업이익	347	401	480	597	716
금융수익	1	2	3	4	6
이자수익	1	2	3	4	6
금융비용	30	31	46	42	35
이자비용	30	30	44	40	33
기타영업외손익	(5)	(5)	(6)	-6	-7
관계기업관련손익	5	5	7	7	8
세전계속사업이익	319	372	439	561	689
법인세비용	82	101	110	140	172
연결당기순이익	237	272	329	420	516
지배주주지분순이익	231	265	321	410	504
기타포괄이익	(4)	(11)	(4)	(4)	(4)
총포괄이익	233	261	325	416	512
지배주주지분포괄이익	227	254	317	406	500
EBITDA	427	494	611	752	895

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	13,743	15,792	19,284	24,621	30,252
BPS	48,483	60,295	75,689	96,091	121,780
DPS	2,650	2,650	2,650	2,650	2,650
성장성(% , YoY)					
매출증가율	27.5	22.1	14.2	14.1	13.4
영업이익증가율	52.0	15.6	19.9	24.2	20.0
순이익증가율	50.4	14.8	21.3	27.6	22.8
EPS증가율	50.4	14.9	22.1	27.7	22.9
EBITDA증가율	42.4	15.7	23.8	23.0	19.1
수익성(%)					
영업이익률	12.3	11.6	12.2	13.3	14.0
순이익률	8.2	7.7	8.1	9.1	9.9
EBITDA Margin	15.1	14.3	15.5	16.7	17.5
ROA	14.6	12.6	12.9	14.3	15.4
ROE	33.1	29.7	28.3	28.3	27.1
배당수익률	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
안정성					
순차입금(십억원)	457	470	595	397	201
차입금/자본총계비율(%)	59.8	53.2	54.9	33	21
Valuation(X)					
PER	28.4	30.9	32.8	25.7	20.9
PBR	8.0	8.1	8.4	6.6	5.2
PSR	2.4	2.5	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	15.8	16.9	15.8	12.6	10.4

녹십자(006280)

매수 / TP: 191,000원

주가(11/15, 원)	153,500
시가총액(십억원)	1,555
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저가(원)	175,000/115,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	5,333
유동주식비율(%)	46.2
외국인지분율(%)	28.8

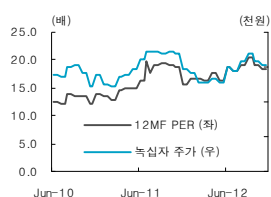
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	791	146	135	105	11,087	22.9	165	12.5	7.8	2.5	23.3
2011A	768	88	86	55	5,544	(50.0)	101	26.3	14.3	2.4	9.6
2012F	817	97	95	68	6,711	21.1	114	22.9	13.5	2.3	10.5
2013F	960	140	137	100	9,806	46.1	159	15.7	9.7	2.1	13.9
2014F	1,114	175	171	127	12,439	26.8	197	12.3	7.9	1.8	15.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.0)	19.0	(11.0)
상대주가(%)	(7.1)	20.5	(10.2)

12MF PER 추이



단기 실적 악재, 그러나 글로벌 specialty pharma 도약 이상無

단기 실적악재에도 불구하고 장기 re-rating 여력 충분: 3분기 독감백신 실적부진으로 주가가 급락했으나, 최근 독감백신의 멀티도스 WHO PQ 승인으로 녹십자의 re-rating을 견인할 해외진출 스토리는 견고하다는 사실을 재확인했다. 4분기까지는 실적부진이 불가피하지만, 2013년부터는 기저효과와 수익성 높은 해외수출 확대(알부민, 독감백신)로 실적개선이 확실하며, 2건의 혈액제제 미국 임상 3상 종료 등 주가 상승을 위한 캐털리스트도 충분하다. 한국 상위 제약사 중 성공 가능성이 가장 높은 해외진출 스토리를 보유한 점을 감안해 업종 최선호주로 유지한다. 목표주가 191,000원(DCF방식, 2012년~2013년 내재 PER 28.5배, 19.5배, 글로벌 혈액제제 mid-cycle PER)을 유지한다.

혈액제제 re-rating 스토리 견고, 해외 M&A 지연으로 인한 공급차질은 우려할 필요 없어:

IVIG(면역결핍치료제)와 그린진-F(유전자 재조합 혈우병 치료제)의 미국 임상3상 진행과 혈액제제 플랜트 수출 등 혈액제제 리레이팅 스토리에 대한 기대감이 높다. 미국 IVIG시장(3.4조원, 목표점유율 5%)과 유전자재조합 혈우병 시장(2조원, 목표점유율 6%)은 한국시장보다 각각 229배, 45배 크다. 바이오 의약품에 대한 의사 처방률이 높아 단가도 높다(미국 IVIG 단가 한국의 5배). 또한 특수제제인 만큼 경쟁업체가 제한적이고, 녹십자가 이 분야에서 40년 이상 사업을 영위한 만큼 Top 5(CSL, Baxter 등)를 제외하면 녹십자의 품질(수율), 생산능력, 가격 경쟁력이 충분하다.

숨겨진 중국 수혜주, 시장 점유율 10위, 높은 매출 성장(2010~2016년 39% CAGR): 중국 시장(1조원)은 초기 단계이지만 한국시장의 4배이고 성장성(+15% YoY)도 높다. 성장동력은 1) 안전성 관련 수입제품 선호도 확대, 2) 의사들의 해외교육을 통한 혈액제제 처방증가, 3) 유전자 재조합 혈우병 치료제 의료보험 적용개시 등이다. 녹십자는 1995년에 GC China(홀딩스 자회사)를 설립한 이후 혈액제제 시장 점유율 10위(2010년 매출 180억원)를 기록하고 있다. 2012년 알부민 수출 개시에 이어 향후 그린진-F(peak sales 500억원)와 헤파빅진(간 이식 치료제, peak sales 230억원) 등의 신제품 출시가 본격화 될 것이다. 그 결과, GC China의 시장점유율 상승(2010년 1.8%, 2015년 5.1%)은 물론 녹십자의 매출확대(GC China 직수출 비중 확대)에 긍정적으로 기여할 것이다.

이정인 3276-6239
jilee@truefriend.com

이상은 3276-6196
sangeun.lee@truefriend.com

상위사 중 M&A를 통한 시너지 창출 가장 높아: M&A 시너지 효과가 제한적인 상위제약사와 달리 녹십자는 일반 중소형 제약사와 product mix 중복이 전혀 없기 때문에 M&A를 통한 추가적인 외형확대가 가능하다. 그리고 바이오 분야에 대한 오랜 노하우로 다른 화학제품 기반의 상위사에 비해 바이오 회사들의 혁신적인 파이프라인을 미리 포착해 선점할 수 있다는 점도 향후 성장 전망에 긍정적이다(이노셀 인수 및 흑자전환 건).

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	478	508	539	643	746
현금성자산	31	32	33	48	56
매출채권및기타채권	147	219	233	274	318
재고자산	190	198	211	248	287
비유동자산	264	352	408	472	536
투자자산	31	57	60	71	82
유형자산	216	252	301	347	390
무형자산	9	31	33	38	45
자산총계	741	860	947	1,115	1,282
유동부채	147	191	217	292	337
매입채무및기타채무	94	140	149	175	203
단기차입금및단기사채	6	28	51	74	97
유동성장기부채	18	0	0	0	0
비유동부채	52	39	37	43	49
사채	38	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	4	9	5	5	5
부채총계	199	230	255	335	386
지배주주지분	538	618	676	757	864
자본금	49	51	51	51	51
자본잉여금	178	215	224	224	224
자본조정	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	302	348	398	480	589
비지배주주지분	4	12	17	23	32
자본총계	542	630	692	780	896

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	84	55	67	104	98
당기순이익	105	58	72	107	135
유형자산감가상각비	16	11	14	16	18
무형자산상각비	3	2	3	4	4
자산부채변동	(57)	(25)	(24)	(26)	(64)
기타	17	9	2	3	5
투자활동현금흐름	(90)	(39)	(77)	(94)	(95)
유형자산투자	(27)	(44)	(65)	(64)	(63)
유형자산매각	1	2	2	2	2
투자자산순증	(66)	15	(6)	(13)	(14)
무형자산순증	2	(11)	(5)	(9)	(10)
기타	0	(1)	(3)	(10)	(10)
재무활동현금흐름	14	(15)	10	5	5
자본의증가	63	32	9	0	0
차입금의순증	(45)	(31)	19	23	23
배당금지급	(11)	(17)	(18)	(18)	(18)
기타	7	1	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	9	1	0	15	8

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	791	768	817	960	1,114
매출총이익	315	259	259	323	386
판매관리비	169	173	160	186	215
기타영업손익	0	3	(2)	3	3
영업이익	146	88	97	140	175
금융수익	2	4	3	3	4
이자수익	2	3	2	3	3
금융비용	6	5	4	6	7
이자비용	5	3	3	4	5
기타영업외손익	(3)	0	0	0	0
관계기업관련손익	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
세전계속사업이익	135	86	95	137	171
법인세비용	30	28	23	30	36
연결당기순이익	105	58	72	107	135
지배주주지분순이익	105	55	68	100	127
기타포괄이익	0	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	105	56	71	105	134
지배주주지분포괄이익	105	54	67	99	125
EBITDA	165	101	114	159	197

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	11,087	5,544	6,711	9,806	12,439
BPS	55,008	61,071	66,279	74,189	84,727
DPS	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750
성장성(% , YoY)					
매출증가율	23.0	(2.9)	6.4	17.4	16.1
영업이익증가율	22.0	(39.3)	10.3	43.2	25.2
순이익증가율	30.0	(47.1)	22.6	47.2	26.8
EPS증가율	22.9	(50.0)	21.1	46.1	26.8
EBITDA증가율	21.1	(38.5)	12.7	39.1	23.8
수익성(%)					
영업이익률	18.4	11.5	11.9	14.5	15.7
순이익률	13.2	7.2	8.3	10.4	11.4
EBITDA Margin	20.8	13.2	14.0	16.6	17.7
ROA	14.4	7.2	8.0	10.3	11.3
ROE	23.3	9.6	10.5	13.9	15.6
배당수익률	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
안정성					
순차입금(십억원)	(70)	(48)	(33)	(36)	(32)
차입금/자본총계비율(%)	12.2	6.0	8.2	10.2	11.4
Valuation(X)					
PER	12.5	26.3	22.9	15.7	12.3
PBR	2.5	2.4	2.3	2.1	1.8
PSR	1.6	1.9	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.8	14.3	13.5	9.7	7.9

NHN(035420)

매수 / TP: 330,000원

주가(11/15, 원)	241,000
시가총액(십억원)	11,599
발행주식수(백만)	48
52주 최고/최저가(원)	290,500/202,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	56,139
유동주식비율(%)	82.2
외국인지분비율(%)	52.7

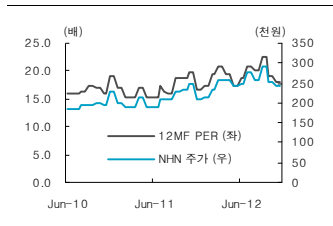
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	1,785	590	603	473	10,553	13.6	684	21.5	14.1	5.6	41.0
2011A	2,121	620	632	450	10,134	(4.0)	709	20.8	11.9	4.2	31.0
2012F	2,368	634	674	506	11,496	13.4	735	21.0	13.6	4.0	28.6
2013F	2,694	728	775	581	13,205	14.9	850	18.3	11.1	3.4	26.1
2014F	3,099	931	995	746	16,956	28.4	1,050	14.2	8.6	2.8	26.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(12.7)	3.9	(2.6)
상대주가(%)	(9.8)	5.4	(1.8)

12MF PER 추이



라인 수익 기여 본격화될 전망

2013년 성장성과 수익성 모두 개선 예상: NHN에 대해 '매수' 의견과 목표주가 33만원(2013년 예상 EPS 13,205원에 목표 PER 23.7배 적용)을 유지한다. 근거는 다음 4가지다. 1) PC와 모바일에서의 확고한 검색 점유율을 바탕으로 국내 온라인 광고 매출은 양호한 성장을 지속할 전망이다. 2) 모바일 인스턴트 메신저 '라인'이 모바일 게임 등 수익모델을 본격적으로 도입해 실적 기여가 확대될 것으로 예상된다. 3) 위닝일레븐 온라인, 매트록컨플릭트 등 신규 게임 서비스와 모바일 게임 출시로 게임 부문 실적도 개선될 전망이다. 4) 비용 증가 요인이었던 신규 사업들과 신규 게임들이 실적에 본격적으로 기여해 영업이익률이 26.9%로 전년대비 0.3%p 상승할 것으로 예상된다.

라인의 모바일게임 서비스 본격 개시: '라인'의 가입자수가 7,300만명을 넘어섰고, 2013년 말에는 1억 3천만명에 달할 전망이다. 라인 가입자 중 44%가 일본 이용자로 스마트폰 보급 확대에 따라 가입자가 늘어나고, 기존 수익모델인 스티커샵, 공식계정 외에 모바일 게임 서비스를 통해 수익 증가가 예상된다. NHN은 2012년 4분기부터 '라인' 기반의 다양한 장르의 모바일 게임을 본격적으로 출시해 2013년 라인 매출은 1,911억원에 달할 전망이다. NHN은 라인에 대한 마케팅을 일본과 동남아 외에 미국, 중국 등으로 확대해 진정한 글로벌 메시징 플랫폼으로 자리잡겠다는 전략이다.

모바일 광고 성장과 일본 디스플레이 광고 매출 지속 증가 예상: 2013년 검색과 디스플레이 광고 매출이 전년대비 각각 9.1%, 16.8% 증가할 전망이다. 검색광고 매출은 경기침체에도 불구하고 높은 점유율과 모바일 광고 성장으로 견조한 성과가 예상된다. 네이버의 모바일 검색 점유율이 68%에 달하고, 10월 모바일쿼리는 전체 쿼리의 47%를 차지할 정도로 빠르게 증가했다. 2012년 3분기 모바일 검색광고 매출도 전체 검색광고 매출의 12%로 늘어났다. 2013년 모바일 검색광고 매출은 1,789억원으로 예상된다. 네이버 재팬과 라이브도어의 온라인 광고 매출도 지속적으로 증가할 전망이다. 2012년 3월부터 게재한 네이버재팬의 마토메 페이지의 디스플레이 광고 매출이 빠르게 늘어나고 있기 때문이다.

신작 출시와 모바일 게임 매출 확대될 전망: 2013년 게임 매출은 전년대비 1.9% 감소한 5,944억원으로 예상된다. 위닝일레븐 온라인, 매트록컨플릭트 등 신작 게임들이 출시되고 모바일 게임 매출이 확대가 전망되나, 웹보드 게임 매출은 규제 강화로 전년대비 21.9% 감소할 것으로 예상되기 때문이다. 일본 게임 매출도 던전스트라이커 등 신규 게임 서비스로 늘어날 것으로 예상된다.

홍종길 3276-6168
jonggil@truefriend.com

최민하 3276-6260
mhchoi@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	1,126	1,431	1,297	1,846	2,352
현금성자산	555	466	296	795	1,239
매출채권및기타채권	193	237	265	301	347
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	841	942	1,381	1,434	1,693
투자자산	256	304	322	333	346
유형자산	332	384	514	494	664
무형자산	154	139	189	216	248
자산총계	1,967	2,373	2,678	3,280	4,044
유동부채	399	533	576	631	690
매입채무및기타채무	212	277	309	352	405
단기차입금및단기사채	32	74	74	74	74
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	246	262	148	148	148
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	191	147	147	147	147
부채총계	645	795	724	778	838
지배주주지분	1,324	1,578	1,954	2,501	3,206
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	194	195	195	195	195
자본조정	(671)	(841)	(942)	(942)	(942)
이익잉여금	1,765	2,171	2,648	3,195	3,901
비지배주주지분	(2)	0	0	0	0
자본총계	1,322	1,578	1,955	2,501	3,207

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	534	418	482	684	835
당기순이익	469	452	506	581	746
유형자산감가상각비	79	70	76	93	87
무형자산상각비	14	18	25	28	32
자산부채변동	(79)	(169)	(9)	(13)	(25)
기타	51	47	(116)	(5)	(5)
투자활동현금흐름	(459)	(318)	(528)	(157)	(356)
유형자산투자	(124)	(122)	(206)	(73)	(257)
유형자산매각	6	1	0	0	0
투자자산순증	(297)	(168)	(13)	(7)	(8)
무형자산순증	(50)	(8)	(75)	(54)	(65)
기타	6	(21)	(234)	(23)	(26)
재무활동현금흐름	(28)	(189)	(124)	(28)	(34)
자본의증가	58	13	0	0	0
차입금의순증	95	(7)	0	0	0
배당금지급	0	0	(24)	(28)	(34)
기타	(181)	(195)	(100)	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	47	(89)	(170)	499	445

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,785	2,121	2,368	2,694	3,099
매출총이익	1,785	2,121	2,368	2,694	3,099
판매관리비	1,169	1,465	1,687	1,916	2,113
기타영업손익	(26)	(36)	(48)	(51)	(54)
영업이익	590	620	634	728	931
금융수익	28	64	67	73	90
이자수익	23	33	37	43	60
금융비용	19	52	32	32	32
이자비용	8	12	12	12	12
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	4	1	5	5	5
세전계속사업이익	603	632	674	775	995
법인세비용	155	180	169	194	249
연결당기순이익	469	452	506	581	746
지배주주지분순이익	473	450	506	581	746
기타포괄이익	(3)	(14)	0	0	0
총포괄이익	465	438	506	581	746
지배주주지분포괄이익	470	436	506	581	746
EBITDA	684	709	735	850	1,050

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	10,553	10,134	11,496	13,205	16,956
BPS	40,696	49,703	59,621	70,986	85,638
DPS	0	536	643	772	926
성장성(%, YoY)					
매출증가율	11.7	18.8	11.7	13.8	15.0
영업이익증가율	2.0	5.1	2.2	14.9	27.9
순이익증가율	12.4	(4.9)	12.4	14.9	28.4
EPS증가율	13.6	(4.0)	13.4	14.9	28.4
EBITDA증가율	5.4	3.7	3.7	15.6	23.6
수익성(%)					
영업이익률	33.1	29.2	26.8	27.0	30.1
순이익률	26.5	21.2	21.3	21.6	24.1
EBITDA Margin	38.3	33.4	31.0	31.5	33.9
ROA	26.3	20.8	20.0	19.5	20.4
ROE	41.0	31.0	28.6	26.1	26.1
배당수익률	0.0	0.3	0.3	0.3	0.4
안정성					
순차입금(십억원)	(650)	(886)	(716)	(1,214)	(1,659)
차입금/자본총계비율(%)	17.0	14.1	11.4	8.9	6.9
Valuation(X)					
PER	21.5	20.8	21.0	18.3	14.2
PBR	5.6	4.2	4.0	3.4	2.8
PSR	6.1	4.8	4.9	4.3	3.7
EV/EBITDA	14.1	11.9	13.6	11.1	8.6

삼성전자(005930)

매수 / TP: 1,850,000원

주가(11/15, 원)	1,331,000
시가총액(십억원)	196,055
발행주식수(백만)	147
52주 최고/최저가(원)	1,410,000/935,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	409,628
유동주식비율(%)	71.1
외국인지분비율(%)	50.4

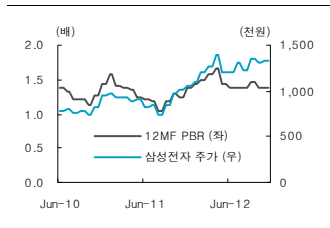
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	154,630	17,297	19,329	15,799	105,992	63.1	28,690	9.0	4.8	1.7	20.4
2011A	165,002	16,250	17,159	13,359	89,073	(16.0)	29,842	11.9	5.2	1.7	14.6
2012F	204,079	29,148	30,182	23,177	153,798	72.7	47,370	8.7	4.1	1.8	21.4
2013F	230,152	34,701	35,873	27,841	184,578	20.0	55,055	7.2	3.3	1.5	21.0
2014F	243,792	37,451	38,526	29,900	198,226	7.4	61,034	6.7	2.8	1.2	18.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.4	1.5	33.6
상대주가(%)	5.2	3.0	34.5

12MF PBR 추이



반도체 글로벌 빅4의 결전 임박

삼성전자 시스템 LSI 강화로 반도체 대형업체들과 직접 경쟁 시대 돌입: 기존의 CPU 인텔, 메모리 삼성전자, 파운드리 TSMC, 베이스밴드 퀄컴 구도에서 삼성전자가 AP 사업을 확대하고 파운드리 사업에 진입함에 따라 삼성전자는 세 업체와의 본격적인 경쟁에 뛰어들게 된다. 향후 네 업체의 경쟁을 통해 반도체 산업이 발전하고, 삼성전자는 메모리 회사를 뛰어넘어 반도체 업체로 도약할 것이다.

Vs. TSMC: 애플 AP 사업 축소 위기를 파운드리 사업 확대 기회로 전환: 삼성전자와 애플은 상호 의존도를 낮추고자 하는 만큼 삼성전자 AP의 애플 내 M/S는 계약이 만료되는 2013년 말 이후 점진적으로 줄어들 전망이다. 다만 애플의 AP 개발 능력과 TSMC의 최신 공정 부족 등을 감안하면 삼성전자의 물량 감소는 제한적일 것이다. 오히려, 삼성전자가 20nm 공정을 TSMC와 마찬가지로 2013년 하반기에 제공한다면 최신 공정의 Capa 부족을 우려하는 TSMC의 고객사들을 중심으로 본격적으로 진출할 수 있다.

Vs. 인텔, 퀄컴: AP의 컴퓨팅 시장 진입 및 베이스밴드 기술 확보: 인텔과는 Windows8 출시 이후 AP, CPU에서의 경쟁이 본격화되고, TSMC와는 애플향 AP 사업 및 기타 파운드리에서 경쟁하며, 퀄컴과는 AP에서의 경쟁이 향후 베이스밴드를 포함한 AP와 통신기능의 결합으로 더욱 가열될 것이다.

시스템 LSI에서 반도체 1위 삼성전자를 본다: 2007년 이후 상승가도를 달려온 삼성전자의 시스템 LSI 사업은 2013년 중대한 기로를 맞게 된다. 2014년 이후 애플이 AP의 삼성전자 구매 비중을 축소함에 따라 향후 삼성전자의 AP 사업이 급격히 약화되고, 12인치 최신 capa의 가동률이 하락할 가능성이 커진다. 하지만, 삼성전자는 경쟁력 있는 20nm 공정을 적시에 대응해 2014년 이후 AP와 파운드리에서 추가적인 성장동력을 확보할 것으로 전망한다. 인텔, TSMC, 퀄컴과의 경쟁을 통해 반도체 1위 기업으로 등극할 날을 기대한다.

투자의견 매수, 목표주가 185만원 유지: 스마트폰 판매 증가 둔화 및 수익성 하락에 대한 우려가 있지만, 휴대폰이 분기 5조원 이상의 OP를 지속 창출하는 캐시카우 역할을 하고, 반도체의 실적 개선이 본격화되면서 2013년 OP는 34.7조원(19% YoY)에 이를 전망이다. 시스템 LSI 및 태블릿 사업의 성장성에 대한 관심이 높아지고 있다. 목표주가 185만원은 2013년의 사업부문별 EBITDA에 글로벌 선두 경쟁업체들의 EV/EBITDA multiple을 적용한 SOTP를 통해 산출했고, 2013년 EPS의 10.0배, 2013년 말 BPS의 2.1배이다.

서원석 3276-6162
wonseo@truefriend.com

박기흥 3276-4130
kiheung.park@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	61,403	71,502	85,268	105,367	120,144
현금성자산	9,791	14,692	24,490	36,824	47,539
매출채권및기타채권	21,309	24,153	25,510	28,769	30,474
재고자산	13,365	15,717	19,796	22,325	23,648
비유동자산	72,886	84,129	95,648	100,407	102,333
투자자산	11,375	12,428	15,371	17,335	18,362
유형자산	52,965	62,044	68,332	69,602	69,702
무형자산	2,779	3,355	4,150	4,680	4,957
자산총계	134,289	155,631	180,915	205,775	222,478
유동부채	39,945	44,319	46,301	43,178	30,105
매입채무및기타채무	24,205	28,048	34,691	39,123	41,442
단기차입금및단기사채	8,430	9,654	9,659	9,664	9,669
유동성장기부채	1,124	30	25	20	15
비유동부채	4,995	9,467	10,273	10,965	11,334
사채	587	1,280	1,275	1,270	1,265
장기차입금및금융부채	635	3,683	3,703	3,724	3,744
부채총계	44,940	53,786	56,574	54,143	41,439
지배주주지분	85,590	97,600	119,459	145,982	174,564
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
자본조정	(6,562)	(6,522)	(6,522)	(6,522)	(6,522)
이익잉여금	85,015	97,543	119,890	146,902	175,972
비지배주주지분	3,760	4,246	4,882	5,650	6,475
자본총계	89,349	101,845	124,341	151,632	181,039

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	23,827	22,918	36,727	38,803	37,077
당기순이익	16,147	13,734	23,828	28,622	30,739
유형자산감가상각비	10,847	12,934	17,332	19,350	22,520
무형자산상각비	547	658	890	1,004	1,063
자산부채변동	(5,668)	(4,057)	(4,613)	(9,534)	(16,427)
기타	1,954	(351)	(710)	(639)	(818)
투자활동현금흐름	(23,985)	(21,113)	(26,117)	(25,654)	(25,548)
유형자산투자	(21,619)	(21,966)	(24,000)	(21,000)	(23,000)
유형자산매각	1,228	380	380	380	380
투자자산순증	(2,138)	493	(2,550)	(1,703)	(647)
무형자산순증	(1,243)	(654)	(1,685)	(1,534)	(1,340)
기타	(213)	634	1,738	(1,797)	(941)
재무활동현금흐름	(152)	3,110	(812)	(814)	(814)
자본의증가	184	161	0	0	0
차입금의순증	1,702	3,758	15	15	15
배당금지급	(1,918)	(875)	(828)	(829)	(829)
기타	(120)	66	1	0	0
기타현금흐름	(48)	(15)	0	0	0
현금의증가	(359)	4,900	9,798	12,335	10,715

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	154,630	165,002	204,079	230,152	243,792
매출총이익	51,964	52,857	74,317	84,630	90,161
판매관리비	35,342	37,402	45,844	49,928	52,710
기타영업손익	676	795	676	0	0
영업이익	17,297	16,250	29,148	34,701	37,451
금융수익	7,465	7,404	8,667	8,805	8,645
이자수익	558	706	829	935	991
금융비용	7,700	7,893	8,515	8,382	8,439
이자비용	581	644	629	710	763
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	2,267	1,399	881	749	869
세전계속사업이익	19,329	17,159	30,182	35,873	38,526
법인세비용	3,182	3,425	6,354	7,251	7,787
연결당기순이익	16,147	13,734	23,828	28,622	30,739
지배주주지분순이익	15,799	13,359	23,177	27,841	29,900
기타포괄이익	1,141	(502)	(502)	(502)	(502)
총포괄이익	17,288	13,232	23,325	28,120	30,236
지배주주지분포괄이익	16,901	12,802	22,689	27,352	29,411
EBITDA	28,690	29,842	47,370	55,055	61,034

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	105,992	89,073	153,798	184,578	198,226
BPS	548,698	617,984	746,468	902,364	1,070,361
DPS	10,000	5,500	5,500	5,500	5,500
성장성(% YoY)					
매출증가율	13.4	6.7	23.7	12.8	5.9
영업이익증가율	58.3	(6.1)	79.4	19.1	7.9
순이익증가율	65.1	(15.4)	73.5	20.1	7.4
EPS증가율	63.1	(16.0)	72.7	20.0	7.4
EBITDA증가율	30.0	4.0	58.7	16.2	10.9
수익성(%)					
영업이익률	11.2	9.8	14.3	15.1	15.4
순이익률	10.2	8.1	11.4	12.1	12.3
EBITDA Margin	18.6	18.1	23.2	23.9	25.0
ROA	13.1	9.5	14.2	14.8	14.4
ROE	20.4	14.6	21.4	21.0	18.7
배당수익률	1.1	0.5	0.4	0.4	0.4
안정성					
순차입금(십억원)	(11,705)	(12,231)	(19,419)	(32,964)	(44,305)
차입금/자본총계비율(%)	12.1	14.4	11.8	9.7	8.1
Valuation(X)					
PER	9.0	11.9	8.7	7.2	6.7
PBR	1.7	1.7	1.8	1.5	1.2
PSR	1.0	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.8	5.2	4.1	3.3	2.8

삼성SDI(006400)

매수 / TP: 190,000원

주가(11/15, 원)	149,000
시가총액(십억원)	6,788
발행주식수(백만)	46
52주 최고/최저가(원)	168,000/119,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	36,956
유동주식비율(%)	74.6
외국인지분율(%)	20.0

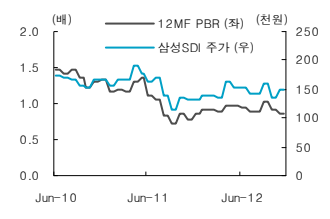
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	5,124	287	423	356	8,203	62.1	662	20.5	10.6	1.3	6.5
2011A	5,444	204	478	320	7,341	(10.5)	642	18.2	9.6	1.0	5.3
2012F	5,908	1,728	2,148	1,567	34,898	375.4	2,160	4.3	3.2	0.9	22.8
2013F	7,142	329	814	594	13,221	(62.1)	774	11.3	8.8	0.8	7.5
2014F	9,077	595	1,049	765	17,037	28.9	1,041	8.7	6.4	0.8	9.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.4	(10.8)	17.3
상대주가(%)	5.3	(9.3)	18.1

12MF PBR 추이



2차전지 성장스토리는 이어진다

2차전지의 경쟁력 차이는 더욱 확대될 전망: 삼성SDI에 대한 목표주가 19만원, 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 동사와 삼성디스플레이의 영업가치(CRT, PDP, 2차전지, 삼성디스플레이 등의 가치에 적정 EV/EBITDA를 적용해 산출)에 SB리모티브와 태양광의 영업가치(SB리모티브와 태양전지의 가치를 RIM을 적용해 산출)를 더해 산출했다. 투자포인트는 1) 2차전지 1위의 점유율과 경쟁력을 보유하고 있고, 2) 시간이 갈수록 2차전지 제조업체 사이의 경쟁력 차이는 더욱 확대될 전망이다, 3) SB리모티브와의 흡수합병을 통해 ESS/IT용 2차전지/자동차용 2차전지의 시너지효과가 예상되는 점이다.

폴리머의 대폭적인 증설을 결정, 향후 폴리머 사업에 대한 자신감 피력: 폴리머의 대폭적인 케파 증설을 결정해 향후 폴리머 오더 확보에 대한 자신감을 피력한 점이 긍정적으로 판단된다. 동사의 폴리머가 아이폰5에 이어 아이패드미니로 공급되지 못해 향후 폴리머 성장에 대한 우려가 있었으나, 1) 폴리머 부문에서 수익성 위주의 전략을 구사하고 있고, 2) 성장이 가파른 다른 태블릿PC들에 동사의 폴리머가 대부분 공급되고 있는 점을 감안하면 폴리머 성장스토리는 케파증설과 함께 2013년에도 이어질 것으로 판단한다. 또한 스마트폰 뿐만 아니라 노트북에서도 각형의 새로운 수요가 발생하는 점이 긍정적이며, 3분기부터는 PDP의 감가상각비가 대폭 축소됨에 따라 향후 PDP의 수익성에 도움이 될 전망이다. 그 밖에 시장수요에 대해 불확실성이 제기되는 SB리모티브와 태양전지 사업에 대해서는 선택과 집중을 통해 투자자의 효율성을 높이고, 자동차용 2차전지를 전문으로 생산하는 SB리모티브를 흡수합병해 기존 사업과의 시너지를 창출할 전망이다.

2013년 실적 전망: 2013년 매출액은 전년 대비 8.5% 늘어난 7.1조원으로 전망된다. 1) 각형과 폴리머 중심으로 IT용 2차전지의 매출이 큰 폭으로 성장하고, 2) ESS 또한 큰 폭의 매출 신장이 예상되기 때문이다. 3) 또한 4Q12부터 자동차용 2차전지 매출이 시작되어 2013년부터 양산모델을 통해 본격적인 매출이 예상된다. 2013년 영업이익은 3,290억원으로 전년과 비슷한 수준을 유지해, 영업이익률은 4.6%로 1.0%pt 가량 하락할 것으로 예상된다. 2차전지의 영업이익 증가에도 불구하고 전사 영업이익률이 하락하는 이유는 2012년 4분기부터 SB리모티브의 영업손실이 삼성SDI의 직접적인 영업손실로 발생하기 때문이다. 이러한 초기비용의 증가에도 불구하고 향후 기대되는 시너지 등을 감안할 때 SB리모티브를 합병한 것은 긍정적으로 판단된다.

이승혁 3276-4589
kevin.lee@truefriend.com

황인혁 3276-6245
inhyuk.hwang@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	2,451	2,364	2,218	2,466	2,771
현금성자산	1,066	758	827	1,000	1,089
매출채권및기타채권	747	865	709	786	908
재고자산	484	584	591	571	635
비유동자산	5,482	6,163	8,240	8,856	9,802
투자자산	3,457	3,999	6,103	6,663	7,470
유형자산	1,727	1,827	1,770	1,750	1,770
무형자산	79	140	152	184	234
자산총계	7,934	8,527	10,457	11,323	12,573
유동부채	1,098	1,750	1,989	2,166	2,481
매입채무및기타채무	755	830	901	1,089	1,384
단기차입금및단기사채	32	533	583	683	583
유동성장기부채	99	229	129	29	0
비유동부채	604	463	502	607	772
사채	200	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	28	0	0	0	0
부채총계	1,703	2,213	2,492	2,774	3,253
지배주주지분	6,051	6,118	7,617	8,144	8,841
자본금	241	241	241	241	241
자본잉여금	1,256	1,258	1,258	1,258	1,258
자본조정	(170)	(165)	(165)	(165)	(165)
이익잉여금	3,391	3,611	5,110	5,636	6,334
비지배주주지분	180	196	348	405	479
자본총계	6,231	6,315	7,965	8,549	9,321

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	489	300	2,261	796	1,199
당기순이익	385	351	1,718	651	839
유형자산감가상각비	359	417	402	408	400
무형자산상각비	17	22	30	37	47
자산부채변동	(135)	(275)	538	188	364
기타	(137)	(215)	(427)	(488)	(451)
투자활동현금흐름	(252)	(879)	(2,074)	(556)	(914)
유형자산투자	(399)	(436)	(374)	(417)	(449)
유형자산매각	52	29	29	29	29
투자자산순증	12	(346)	(1,672)	(61)	(338)
무형자산순증	(1)	(23)	(42)	(68)	(96)
기타	84	(103)	(15)	(39)	(60)
재무활동현금흐름	(623)	269	(117)	(67)	(196)
자본의증가	24	6	0	0	0
차입금의순증	(586)	355	(50)	0	(129)
배당금지급	(60)	(77)	(67)	(67)	(67)
기타	(1)	(15)	0	0	0
기타현금흐름	19	2	0	0	0
현금의증가	(367)	(309)	69	173	89

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	5,124	5,444	5,908	7,142	9,077
매출총이익	790	683	916	973	1,413
판매관리비	556	573	676	755	960
기타영업손익	53	94	1,488	111	141
영업이익	287	204	1,728	329	595
금융수익	297	293	300	263	272
이자수익	41	22	19	22	25
금융비용	312	303	313	277	287
이자비용	27	20	26	25	23
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	151	285	432	499	468
세전계속사업이익	423	478	2,148	814	1,049
법인세비용	37	127	430	163	210
연결당기순이익	385	351	1,718	651	839
지배주주지분순이익	356	320	1,567	594	765
기타포괄이익	721	(194)	0	0	0
총포괄이익	1,106	157	1,718	651	839
지배주주지분포괄이익	1,070	125	1,567	594	765
EBITDA	662	642	2,160	774	1,041

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	8,203	7,341	34,898	13,221	17,037
BPS	132,039	133,305	165,086	176,242	191,029
DPS	1,600	1,500	1,500	1,500	1,500
성장성(% YoY)					
매출증가율	3.5	6.2	8.5	20.9	27.1
영업이익증가율	6.9	(29.0)	748.2	(81.0)	80.7
순이익증가율	63.6	(10.1)	389.4	(62.1)	28.9
EPS증가율	62.1	(10.5)	375.4	(62.1)	28.9
EBITDA증가율	(11.2)	(3.0)	236.3	(64.2)	34.6
수익성(%)					
영업이익률	5.6	3.7	29.2	4.6	6.6
순이익률	6.9	5.9	26.5	8.3	8.4
EBITDA Margin	12.9	11.8	36.6	10.8	11.5
ROA	5.1	4.3	18.1	6.0	7.0
ROE	6.5	5.3	22.8	7.5	9.0
배당수익률	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
안정성					
순차입금(십억원)	(780)	(25)	(147)	(327)	(555)
차입금/자본총계비율(%)	5.8	12.1	8.9	8.3	6.3
Valuation(X)					
PER	20.5	18.2	4.3	11.3	8.7
PBR	1.3	1.0	0.9	0.8	0.8
PSR	1.5	1.2	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	10.6	9.6	3.2	8.8	6.4

SK텔레콤(017670)

매수 / TP: 200,000원

주가(11/15, 원)	151,500
시가총액(십억원)	12,233
발행주식수(백만)	81
52주 최고/최저가(원)	159,500/120,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	29,206
유동주식비율(%)	60.7
외국인지분율(%)	45.9

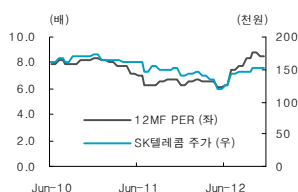
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	15,599	2,286	2,318	1,842	25,599	48.5	4,588	6.8	3.8	1.0	16.4
2011A	15,988	2,131	2,183	1,613	22,848	(10.7)	4,614	6.2	2.8	0.8	14.0
2012F	16,383	1,562	1,529	1,116	16,011	(29.9)	4,137	9.5	3.9	0.8	9.4
2013F	17,137	1,933	2,060	1,570	22,534	40.7	4,599	6.7	3.3	0.8	12.5
2014F	17,644	2,038	2,597	1,954	28,039	24.4	4,708	5.4	3.1	0.7	14.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.3)	11.0	3.1
상대주가(%)	2.5	12.5	3.9

12MF PER 추이



LTE의 수익성에 투자자산의 가치가 가세

저평가 및 배당 메리트: SK텔레콤에 대한 매수의견과 목표주가 200,000원을 유지한다. 목표 PER 9.3배는 과거 4년 평균 PER(10.0배)을 7.0% 할인한 것이다. 매수의견을 유지하는 근거는 다음과 같다. 1) 4분기부터 LTE 효과가 ARPU, 수익에 반영될 것이다. 2) SK플래닛, SK브로드밴드, SK하이닉스 등의 수익 호전으로 자회사의 기업가치가 높아질 것이다. 10월 포스코 지분 1.4% 매각으로 투자자산의 가치가 부각되고 있다. 3) Valuation이 매력적이다. 12개월 forward PER이 7.1배, PBR이 0.8배로 낮아 저평가됐다. 4) 배당 메리트가 높다. 2012년, 2013년 현금배당이 9,400원으로 예상돼 배당수익률이 6.2%로 높다. 해외 통신업체 및 국내 증시 평균 대비 20~40% 할인거래되고 있다.

하반기부터 LTE 효과로 ARPU 증가: LTE 가입자는 2011년 말 65만명에서 2012년 9월 567만명으로 늘었으며 2012년 말, 2013년 말 가입자수는 각각 700만명(비중 26.1%), 1,300만명(47.7%)으로 급증할 전망이다. LTE 가입자 비중 상승으로 4분기부터는 가입자당 매출액(ARPU)이 증가세로 전환되고 2013년에는 4.2% 증가할 것이다.

SK하이닉스 등 자회사의 기업가치 상승: 2012년부터 SK브로드밴드가 흑자로 돌아선데 이어 2013년에는 SK플래닛, SK하이닉스 등 자회사의 수익이 호전될 전망이다. 플랫폼업체인 SK플래닛은 새로운 성장원으로 매출액이 향후 3년 평균 34% 증가할 것이다. SK플래닛의 성장성, SK하이닉스와 SK브로드밴드의 수익성 호전을 주목할 시점이다.

2013년 순이익은 자회사, LTE 효과로 40.7% 증가 예상: 2012년, 2013년 매출액은 가입자수 증가와 ARPU가 높은 LTE 가입자 유치로 전년 대비 각각 2.5%, 4.6% 늘어날 전망이다. 2012년 영업이익은 마케팅비용 및 감가상각비 증가로 26.7% 감소하나 2013년에는 23.7% 증가할 것으로 예상된다. SK하이닉스의 손익 호전으로 지분법 평가순이익은 2012년에 602억 원 적자에서 2013년에는 1,919억원 흑자로 전환할 전망이다. 이에 따라 2013년 순이익 증가율(40.7%)은 영업이익 증가율 23.7%를 상회할 것이다.

시가총액에서 주요 투자자산을 차감하고 산정한 조정 PER은 5.2배에 불과: 투자자산의 가치가 간과되고 있다. 투자자산은 8.7조원으로 시가총액의 83%에 달한다. 12개월 forward PER이 7.1배로 낮고 시가총액에서 주요 투자자산을 차감해 구한 조정 PER은 5.2배에 불과하다. 당사는 10월 포스코 지분 1.4%를 매각해 4,600억원이 유입됐다. 투자자산 가치가 재조명될 것이다.

양종인 3276-6153/6154
jiyang@truefriend.com

이동연 3276-6276
dongyeon@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	6,654	6,117	6,072	6,352	6,540
현금성자산	659	1,651	1,474	1,542	1,588
매출채권및기타채권	4,511	2,754	2,834	2,965	3,052
재고자산	149	220	229	240	247
비유동자산	16,478	18,249	21,193	21,697	21,981
투자자산	3,173	3,132	5,816	6,083	6,264
유형자산	8,153	9,031	9,141	9,091	9,001
무형자산	3,622	4,746	4,863	5,087	5,237
자산총계	23,132	24,366	27,265	28,049	28,521
유동부채	6,202	6,674	7,030	7,360	6,919
매입채무및기타채무	2,716	2,945	3,017	3,156	3,250
단기차입금및단기사채	524	701	651	601	551
유동성장기부채	1,601	1,663	1,583	1,503	1,423
비유동부채	4,522	4,960	7,183	6,838	6,571
사채	3,659	3,229	4,229	3,929	3,729
장기차입금및금융부채	311	366	1,556	1,446	1,336
부채총계	10,724	11,633	14,213	14,198	13,490
지배주주지분	11,330	11,662	12,123	13,038	14,337
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916	2,916
자본조정	(2,995)	(3,201)	(3,201)	(3,201)	(3,201)
이익잉여금	10,721	11,643	12,218	13,241	14,647
비지배주주지분	1,078	1,071	929	814	694
자본총계	12,408	12,733	13,052	13,852	15,031

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	4,343	6,306	4,134	4,376	3,916
당기순이익	1,767	1,582	1,074	1,555	1,935
유형자산감가상각비	2,302	2,483	2,574	2,666	2,671
자산부채변동	277	2,180	405	328	(400)
기타	(3)	61	81	(173)	(290)
투자활동현금흐름	(2,339)	(4,239)	(5,711)	(3,113)	(2,775)
유형자산투자	(2,142)	(2,961)	(2,734)	(2,666)	(2,591)
유형자산매각	94	35	50	50	10
투자자산순증	(25)	(294)	(2,859)	(184)	16
무형자산순증	(121)	(595)	(117)	(224)	(151)
기타	(145)	(424)	(51)	(89)	(59)
재무활동현금흐름	(2,246)	(1,079)	1,400	(1,195)	(1,095)
자본의증가	6	6	0	0	0
차입금의순증	(1,318)	(183)	2,055	(540)	(440)
배당금지급	(682)	(668)	(655)	(655)	(655)
기타	(252)	(234)	0	0	0
기타현금흐름	(4)	3	0	0	0
현금의증가	(246)	991	(176)	68	46

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	15,599	15,988	16,383	17,137	17,644
영업이익	2,286	2,131	1,562	1,933	2,038
금융수익	477	442	560	450	814
이자수익	237	168	145	159	165
금융비용	442	344	494	516	557
이자비용	379	297	405	411	399
세전계속사업이익	2,318	2,183	1,529	2,060	2,597
법인세비용	545	599	331	505	662
연결당기순이익	1,767	1,582	1,074	1,555	1,935
지배주주지분순이익	1,842	1,613	1,116	1,570	1,954
EBITDA	4,588	4,614	4,137	4,599	4,708

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	25,599	22,848	16,011	22,534	28,039
BPS	167,593	174,280	179,986	191,322	207,410
DPS	9,400	9,400	9,400	9,400	9,400
성장성(% YoY)					
매출증가율	7.2	2.5	2.5	4.6	3.0
영업이익증가율	21.7	(6.8)	(26.7)	23.7	5.4
순이익증가율	47.7	(12.4)	(30.8)	40.7	24.4
EPS증가율	48.5	(10.7)	(29.9)	40.7	24.4
EBITDA증가율	(0.5)	0.6	(10.4)	11.2	2.4
수익성(%)					
영업이익률	14.7	13.3	9.5	11.3	11.5
순이익률	11.8	10.1	6.8	9.2	11.1
EBITDA Margin	29.4	28.9	25.2	26.8	26.7
ROA	7.6	6.7	4.2	5.6	6.8
ROE	16.4	14.0	9.4	12.5	14.3
배당수익률	5.4	6.6	6.2	6.2	6.2
안정성					
순차입금(십억원)	4,388	2,989	5,184	4,514	3,986
차입금/자본총계비율(%)	49.2	46.8	61.4	54.0	46.8
Valuation(X)					
PER	6.8	6.2	9.5	6.7	5.4
PBR	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
PSR	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.8	2.8	4.0	3.4	3.2

한국가스공사(036460)

매수 / TP: 110,000원

주가(11/15, 원)	82,900
시가총액(십억원)	6,407
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	86,000/35,750
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	18,955
유동주식비율(%)	38.7
외국인지분비율(%)	8.8

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	22,740	970	367	277	3,813	15.6	1,775	12.7	12.5	0.5	4.3
2011A	28,494	1,018	389	181	2,499	(34.5)	1,864	16.7	14.0	0.4	2.3
2012F	35,252	1,131	393	301	4,143	65.8	2,050	20.0	17.2	0.8	3.8
2013F	34,652	1,344	522	398	5,480	32.3	2,305	15.1	14.9	0.8	5.0
2014F	36,071	1,498	706	538	7,405	35.1	2,497	11.2	13.5	0.7	6.4

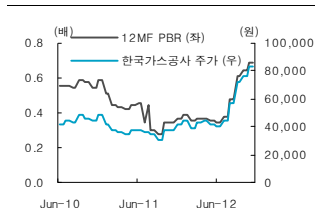
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가가 올라야 하는 명분이 분명하다

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.8	93.7	117.6
상대주가(%)	11.6	95.2	118.4

12MF PBR 추이



목표주가 11만원: ‘매수’의견과 목표주가 11만원을 유지한다. 목표주가는 2013년 예상 BPS에 목표 PBR 0.52배를 적용한 55,913원에 장부가치에 반영되지 않은 주당 자원개발가치(오만, 카타르, 수르길, 미안마, 모잠비크 등) 55,201원을 더해 산정했다. 국가적으로 원전에 대한 부정적 인식이 확대되면서 가스발전이 대안으로 떠오르고 있다. 또한 정부가 한국 세일가스 관련 산업을 가스공사 중심으로 전개하려 하고 있고, 2000년대 중반부터 활발하게 투자해 온 해외 자원개발의 성과도 내년부터 손익에 반영될 전망이다. 2008년부터 미수금 이슈가 부각되면서 규제산업의 한계가 드러나 올해 상반기까지 오랜 기간 시장에서 소외됐으나, 모든 것들이 희망적으로 바뀌고 있다. 가스공사의 역할이 중요해지고 할 일이 많아지고 있다. 가스공사에 대한 정부 정책이 바뀌는 시점이다. 주가는 이러한 기대감을 반영해 이미 많이 올랐지만, 안정적인 이익 전망, 점진적인 미수금 감소, 정부의 정책적/금전적 지원 전망 등을 감안하면 향후 주가 상승추세가 지속될 것이다.

2013년에 가장 중요한 것은 정부 정책 변화를 확인하는 것: 2013년에 신정부가 들어서면 우리나라의 에너지정책이 원전 확대가 아닌 가스발전 확대로 바뀔 가능성이 높다. 이는 누가 정권을 쥐느냐의 문제보다 한 나라의 소득수준이 높아지면서 나타나는 자연적인 현상인데, 우리나라도 그 시기가 된 것이다. 원전 확대 정책이 바뀌게 되면 가스공사의 역할이 중요해진다. 가스를 경쟁력 있는 가격에 많이 수입해야 하며, 저장탱크나 pipeline 등 설비투자도 확대해야 한다. 가스공사가 이런 역할을 문제 없이 수행하려면 자금력이 뒷받침돼야 하는데, 현재의 높은 부채비율(12년 말 예상 부채비율 431%)과 5조원에 달하는 미수금을 갖고서는 운신 폭이 제한적일 수 밖에 없다. 정부가 원전확대 정책을 고수하던 시기에는 가스공사의 체력이 약해지는 것을 보면서도 방관했지만, 이제는 정책이 바뀔 때가 된 것이다. 우리가 기대하는 구체적인 정책들은 머지 않아 발표될 6차 전력수급기본계획에서의 발전 mix 전망 변화(원전 축소, 가스 확대), 미수금 유동화, 미수금 조기회수를 위한 요금 인상, 정상적인 원가연동제 적용, 유상증자, 정부 대출금의 출자전환 등이다. 이러한 정책들로 가스공사의 단기 EPS 전망치가 상향되지는 않지만 가스공사의 장기 전망을 밝게 해주는 신호탄이 될 수 있다.

올해 주가가 급등한 것이 유일한 부담: 올해 하반기에만 주가가 두 배 올랐다. 가스공사 주가가 이렇게 단기에 급등한 것은 처음이다. 당연히 단기 주가 조정 가능성도 높을 수 밖에 없다. 현 시점에서는 중·장기 관점에서 투자판단을 해야 한다.

윤희도 3276-6165
heedo@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	8,804	11,983	14,281	13,666	13,775
현금성자산	204	150	185	182	190
매출채권및기타채권	6,198	8,093	10,375	9,827	9,778
재고자산	2,157	3,360	4,157	4,087	4,254
비유동자산	21,221	24,028	27,751	27,660	27,800
투자자산	1,076	1,685	2,084	2,049	2,133
유형자산	16,237	17,493	18,387	19,070	19,736
무형자산	424	1,749	2,164	2,127	2,214
자산총계	30,025	36,010	42,938	42,217	42,502
유동부채	6,378	8,140	9,490	9,373	9,546
매입채무및기타채무	1,946	3,003	3,715	3,652	3,801
단기차입금및단기사채	1,946	3,360	3,944	3,893	3,874
유동성장기부채	2,181	1,478	1,494	1,466	1,455
비유동부채	15,917	19,826	25,591	24,647	24,279
사채	10,873	14,711	18,563	17,758	17,343
장기차입금및금융부채	3,626	3,369	4,864	4,762	4,722
부채총계	22,295	27,967	35,081	34,020	33,825
지배주주지분	7,729	8,049	7,865	8,208	8,690
자본금	386	386	386	386	386
자본잉여금	1,385	1,385	1,385	1,385	1,385
자본조정	(102)	(102)	(102)	(102)	(102)
이익잉여금	5,567	5,690	5,936	6,279	6,761
비지배주주지분	1	(6)	(8)	(11)	(13)
자본총계	7,730	8,044	7,857	8,197	8,677

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	982	(470)	(2,957)	2,433	2,208
당기순이익	275	175	298	395	535
유형자산감가상각비	805	845	919	960	999
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(157)	(1,689)	(4,071)	1,228	816
기타	59	199	(103)	(150)	(142)
투자활동현금흐름	(1,770)	(3,663)	(2,927)	(1,423)	(1,688)
유형자산투자	(1,619)	(2,097)	(1,813)	(1,644)	(1,665)
유형자산매각	3	3	0	0	0
투자자산순증	(8)	(316)	(685)	183	67
무형자산순증	(183)	(1,287)	(415)	37	(87)
기타	37	34	(14)	1	(3)
재무활동현금흐름	776	4,117	5,920	(1,013)	(512)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	832	4,162	5,975	(958)	(457)
배당금지급	(56)	(45)	(55)	(55)	(55)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	4	(38)	0	0	0
현금의증가	(8)	(55)	36	(3)	7

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	22,740	28,494	35,252	34,652	36,071
매출총이익	1,303	1,315	1,449	1,672	1,836
판매관리비	255	292	312	322	332
기타영업손익	(78)	(5)	(6)	(6)	(6)
영업이익	970	1,018	1,131	1,344	1,498
금융수익	596	492	588	561	584
이자수익	15	23	20	21	22
금융비용	1,314	1,262	1,470	1,531	1,526
이자비용	635	724	900	987	962
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	115	142	145	148	151
세전계속사업이익	367	389	393	522	706
법인세비용	92	215	95	126	171
연결당기순이익	275	175	298	395	535
지배주주지분순이익	277	181	301	398	538
기타포괄이익	(2)	184	0	0	0
총포괄이익	273	359	298	395	535
지배주주지분포괄이익	275	366	301	398	538
EBITDA	1,775	1,864	2,050	2,305	2,497

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	3,813	2,499	4,143	5,480	7,405
BPS	101,328	105,478	103,090	107,525	113,768
DPS	620	760	760	760	760
성장성(%, YoY)					
매출증가율	16.4	25.3	23.7	(1.7)	4.1
영업이익증가율	3.9	5.0	11.1	18.9	11.5
순이익증가율	15.6	(34.4)	65.8	32.3	35.1
EPS증가율	15.6	(34.5)	65.8	32.3	35.1
EBITDA증가율	14.7	5.0	10.0	12.4	8.4
수익성(%)					
영업이익률	4.3	3.6	3.2	3.9	4.2
순이익률	1.2	0.6	0.9	1.1	1.5
EBITDA Margin	7.8	6.5	5.8	6.7	6.9
ROA	1.0	0.5	0.8	0.9	1.3
ROE	4.3	2.3	3.8	5.0	6.4
배당수익률	1.3	1.8	0.9	0.9	0.9
안정성					
순차입금(십억원)	18,621	22,998	28,934	27,979	27,514
차입금/자본총계비율(%)	244.3	288.0	370.9	343.8	319.5
Valuation(X)					
PER	12.7	16.7	20.0	15.1	11.2
PBR	0.5	0.4	0.8	0.8	0.7
PSR	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	12.5	14.0	17.2	14.9	13.5

파트론(091700)

매수 / TP: 25,000원

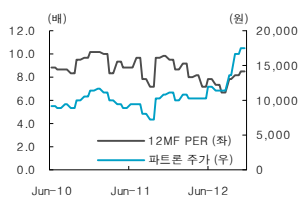
주가(11/15, 원)	17,550
시가총액(십억원)	680
발행주식수(백만)	39
52주 최고/최저가(원)	18,250/10,350
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	8,091
유동주식비율(%)	73.9
외국인지분비율(%)	19.4

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	233	38	38	32	1,645	31.3	40	6.9	10.7	1.8	29.8
2011A	360	38	37	32	1,090	(33.8)	41	10.2	11.2	2.2	23.3
2012F	783	83	82	69	1,800	65.1	98	9.8	6.7	3.0	36.6
2013F	1,071	121	115	87	2,265	25.8	132	7.7	4.7	2.1	32.0
2014F	1,231	134	133	103	2,671	17.9	150	6.6	3.6	1.6	27.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	17.8	59.9	69.4
상대주가(p)	20.6	(3.0)	2.1

12MF PER 추이



2013년 매출액 1.1조원, 영업이익 1,200억원, 그리고 시총 1조원

부품 업종 내 최선호주 유지: 파트론을 부품 업종 내 최선호주로 추천한다. 1) 스마트폰 시장에서 삼성전자의 선전 지속, 2) 삼성전자 내 안테나 제품 점유율 상승, 3) 주요 고객사의 신규 전략 스마트폰 출시 등으로 인한 이익 증가가 기대되기 때문이다. 투자 의견 '매수', 목표주가 25,000원을 유지한다. 목표주가는 2013년 EPS에 PER 11배(국내 휴대폰 부품업체 2003~2005년 평균)를 적용해 산출했다. 현 주가 대비 상승여력은 42%다.

4분기 재고조정은 예상보다 약할 전망: 동사의 4분기 실적은 계절적 비수기임에도 불구하고 매출액 2,300억원(-3.0% QoQ, +89.8% YoY), 영업이익은 242억원(-9.7% QoQ, +139.1% YoY)으로 견조할 전망이다. 1) 4분기 신규 전략 폰 양산 개시, 2) 주요 고객사 내 동사의 안테나 제품 점유율 확대를 통상적인 제조업체의 12월 재고조정 효과는 약할 것으로 판단된다. 특히 스마트폰 내 LTE 채택 모델 확대를 동사의 주요 고객사 내 점유율이 크게 확대되고 있다. 3G 네트워크와 달리 LTE에서는 안테나 밴드구간이 40개로 크게 늘어 글로벌 업체 대비 customize가 잘되는 동사가 시장을 선점할 가능성이 높다.

2013년 매출 1.1조원, 영업이익 1,200억원 예상: 2013년 매출액은 1.1조원 (+36.7% YoY), 영업이익은 1,207억원(+43.0% YoY)으로 최대 실적을 경신할 전망이다. 스마트폰용 카메라 모듈과 안테나가 각각 33%, 56% 성장하며 예상치를 충족할 것으로 판단된다. 카메라 모듈의 경우, 주요 경쟁사들의 증설이 미미한 반면 동사는 200만급 저화소 시장 (동사 점유율 90%)에서 압도적인 원가 경쟁력을 기반으로 최근 갤럭시 S3 미니의 500만 화소 등 공급 제품 수를 늘려가고 있다. 또한, 안테나의 경우 최근 동사가 글로벌업체들의 점유율을 가져오면서 안정적인 성장을 영위하고 있다. 특히 안테나는 영업이익률이 20%에 달해 전사 이익률 제고에도 도움이 될 전망이다.

부품 단가 인하 압력은 지속적으로 둔화: 최근 제기된 부품업체에 대한 단가인하 우려는 지속적으로 약화될 것으로 판단된다. 이미 4분기까지 예년 수준의 단가인하 협상을 완료한 상황이고, 고가 라인인 갤럭시 시리즈 (S3, 노트) 비중이 전체 스마트폰 출하량의 41%를 넘는 삼성전자 입장에서는 소수의 검증된 부품업체로부터의 안정적인 부품 수급을 통한 품질 관리가 더 중요한 시점이라고 판단된다. 또한, 이러한 추세에 힘입어 1분기 14%p로 확대되었던 삼성전자 무선사업부와 주요 휴대폰 부품 업체들의 이익률 spread는 2분기 12%p, 3분기 7%p로 축소되는 추세다.

양정훈 3276-6174
matthew.yang@truefriend.com

이승혁 3276-4589
kevin.lee@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	78	116	279	407	526
현금성자산	12	3	46	91	164
매출채권및기타채권	38	71	154	211	242
재고자산	21	33	71	97	111
비유동자산	95	148	130	150	170
투자자산	69	112	112	112	112
유형자산	22	33	15	35	55
무형자산	2	2	2	2	2
자산총계	173	264	409	557	696
유동부채	43	102	181	236	267
매입채무및기타채무	30	66	149	204	235
단기차입금및단기사채	7	32	32	32	32
유동성장기부채	1	2	0	0	0
비유동부채	6	8	3	3	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	2	3	3	3	3
부채총계	49	111	183	239	269
자본금	10	15	19	19	19
자본잉여금	26	22	17	17	17
자본조정	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	89	116	191	284	392
자본총계	125	153	226	319	427

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	24	26	46	76	103
당기순이익	32	32	69	87	103
유형자산감가상각비	2	3	16	16	16
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(12)	(9)	(39)	(27)	(15)
기타	2	0	0	0	(1)
투자활동현금흐름	(31)	(54)	(9)	(36)	(36)
유형자산투자	(21)	(38)	(15)	(20)	(20)
유형자산매각	4	1	0	0	0
투자자산순증	(13)	(17)	6	(16)	(16)
무형자산순증	(0)	(0)	0	0	0
기타	(1)	0	0	0	0
재무활동현금흐름	8	20	5	5	5
자본의증가	9	0	0	0	0
차입금의순증	4	25	0	0	0
배당금지급	(5)	(5)	5	5	5
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	1	(8)	42	46	73

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	233	360	783	1,071	1,231
매출총이익	62	69	129	171	197
판매관리비	25	31	85	55	63
기타영업손익	1	0	0	1	1
영업이익	38	38	83	117	134
금융수익	1	1	0	0	0
이자수익	1	1	0	0	0
금융비용	0	1	1	2	2
이자비용	0	1	1	2	2
기타영업외손익	0	0	(1)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	38	37	82	115	133
법인세비용	6	5	13	28	30
당기순이익	32	32	69	87	103
기타포괄이익	(0)	1	1	1	1
총포괄이익	32	34	69	87	103
EBITDA	40	41	98	132	150

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	1,645	1,090	1,800	2,265	2,671
BPS	6,306	5,170	5,867	8,257	11,051
DPS	275	200	200	200	200
성장성(% YoY)					
매출증가율	21.1	54.7	117.6	36.7	15.0
영업이익증가율	13.5	(0.8)	120.4	40.9	15.0
순이익증가율	32.6	1.0	114.7	25.8	17.9
EPS증가율	31.3	(33.8)	65.1	25.8	17.9
EBITDA증가율	8.0	1.6	138.9	34.4	13.2
수익성(%)					
영업이익률	16.3	10.4	10.6	10.9	10.9
순이익률	13.7	9.0	8.8	8.1	8.4
EBITDA Margin	17.4	11.4	12.5	12.3	12.1
ROA	21.9	14.8	20.6	18.0	16.4
ROE	29.8	23.3	36.6	32.0	27.6
배당수익률	2.4	1.8	1.1	1.1	1.1
안정성					
순차입금(십억원)	(8)	27	(18)	(63)	(136)
차입금/자본총계비율(%)	8.2	24.3	15.3	10.8	8.1
Valuation(X)					
PER	6.9	10.2	9.8	7.7	6.6
PBR	1.8	2.2	3.0	2.1	1.6
PSR	1.0	0.9	0.9	0.6	0.6
EV/EBITDA	10.7	11.2	6.7	4.7	3.6

대덕GDS(004130)

매수 / TP: 21,000원

주가(11/15, 원)	14,500
시가총액(십억원)	298
발행주식수(백만)	21
52주 최고/최저가(원)	14,900/9,360
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	2,400
유동주식비율(%)	74.6
외국인지분비율(%)	22.5

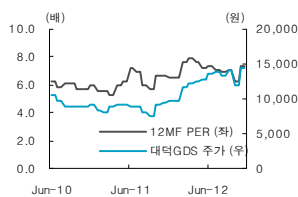
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	360	15	49	31	1,358	(4.9)	23	6.8	3.4	0.6	9.7
2011A	417	25	31	16	770	(43.3)	40	12.7	2.8	0.6	4.8
2012F	471	48	55	43	1,889	145.2	72	7.7	3.9	0.9	12.2
2013F	549	57	61	48	2,124	12.4	82	6.8	3.1	0.8	12.9
2014F	631	65	69	54	2,372	11.7	90	6.1	2.8	0.7	13.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.1	5.1	54.3
상대주가(%)	7.9	6.6	55.1

12MF PER 추이



2013년 - 모바일 중심의 제품 라인업 완성

2013년 기준 PER 6.8배로 매력적인 수준: 투자의견 '매수'를 유지하고, 목표주가 21,000원을 유지한다(2012F PER 11배 적용). 목표 PER 11배는 삼성전자 휴대폰의 영업이익 점유율이 확대되었던 2003~2005년 휴대폰 부품 산업 평균이다. 우리는 대덕GDS에 대해 긍정적인데, 1) 대덕전자와의 협업을 통한 주요 고객사 내 모바일 메인보드용 PCB(HDI) 매출확대, 2) FPCB capa 증설을 통한 안정적인 이익확대가 주요 요인이다. 현재 주가는 2012년 기준 7.7배, 2013년 기준 6.8배로 매력적인 수준이다.

4분기 재고조정은 예상보다 약할 전망: 4분기 실적은 계절적 비수기임에도 불구하고 매출액 1,220억원(-1.5% QoQ, +12.7% YoY), 영업이익 122억원(-3.8% QoQ, +459.2% YoY)으로 견조할 전망이다. 1) 4분기 신규 전략 폰 양산 개시, 2) 고화소 카메라 모듈 채택확대로 인한 고객사의 견조한 R/F FPCB 수요 증대가 주요 요인이다. 특히 동사는 고화소 카메라 모듈용 R/F FPCB에서 업계 최고 수준의 기술력을 보유해 최근 시작된 휴대폰 제조업체들의 카메라 화소 수 경쟁의 최대 수혜업체로 판단된다.

2013년 매출 5,490억원, 영업이익 569억원 예상: 2013년 매출액은 5,490억원(+16.5% YoY), 영업이익은 569억원(+19.7% YoY)으로 최대 실적을 경신할 전망이다. 4분기에 이어 여전히 모바일 메인보드용PCB(HDI) 매출 확대(+19.1% YoY)가 지속되고 있고, 상반기 말 FPCB capa 확대에 따른 고마진 FPCB 매출 증가(+41.5% YoY)가 주요 요인이다. 특히 우리는 동사의 제품포트폴리오가 기존 가전에서 모바일 디바이스 중심으로 변하는 것을 긍정적으로 평가하는데, 고마진 HDI와 FPCB 매출 비중확대가 전사 이익률 제고에 도움이 될 것으로 예상하기 때문이다.

부품 단가 인하 압력은 지속적으로 둔화: FPCB 부품에 대한 단가인하 우려는 크지 않을 전망이다. 삼성전자 입장에서 소수의 검증된 부품업체로부터의 안정적인 부품 수급을 통한 품질 관리가 더 중요한 시점이라고 판단된다. FPCB 부품도 현재 대덕GDS를 포함한 소수의 업체가 삼성전자 전체 수요의 60% 이상을 공급하고 있으며, 기타 휴대폰 부품과는 달리 핵심 부품 공급업체인 삼성전기의 영향력이 미미하다. 이러한 추세에 힘입어 1분기 14%p로 확대되었던 삼성전자 무선사업부와 주요 휴대폰 부품 업체들의 이익률 spread는 2분기 12%p, 3분기 7%p로 축소되는 추세다.

양정훈 3276-6174
matthew.yang@truefriend.com

이승혁 3276-4589
kevin.lee@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	249	229	244	245	274
현금성자산	6	21	20	46	48
매출채권및기타채권	73	90	101	118	136
재고자산	51	45	50	59	67
비유동자산	160	199	221	271	301
투자자산	74	93	93	93	93
유형자산	81	101	126	176	206
무형자산	2	2	93	93	93
자산총계	410	428	465	516	574
유동부채	58	68	73	82	94
매입채무및기타채무	55	61	66	76	87
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	10	11	11	11	11
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1	1	0	0	0
부채총계	69	79	83	93	104
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	42	42	42	42	42
자본조정	(0)	(9)	(9)	(9)	(9)
이익잉여금	287	301	338	379	426
자본총계	341	349	465	516	574
조정자본총계	331	342	364	388	416

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	47	34	55	58	63
당기순이익	39	24	43	48	54
유형자산감가상각비	8	15	25	25	25
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(2)	(10)	(13)	(15)	(15)
기타	3	5	0	(0)	(0)
투자활동현금흐름	(44)	(3)	(48)	(25)	(55)
유형자산투자	(47)	(34)	(25)	(50)	(30)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	2	31	(23)	(25)	(35)
무형자산순증	0	0	(0)	(0)	(0)
기타	(0)	0	0	50	10
재무활동현금흐름	(7)	(16)	(7)	(7)	(7)
자본의증가	0	0	(0)	0	0
차입금의순증	0	0	0	0	0
배당금지급	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)
기타	0	(9)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	(4)	15	(0)	26	2

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	360	417	471	549	631
매출총이익	28	40	65	82	95
판매관리비	15	17	19	26	29
기타영업손익	2	3	2	0	0
영업이익	15	25	48	57	65
금융수익	7	5	7	4	4
이자수익	7	5	6	4	4
금융비용	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	28	1	7	4	4
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	49	31	55	61	69
법인세비용	11	8	12	13	16
당기순이익	39	24	43	48	54
기타포괄이익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	38	24	43	48	54
EBITDA	23	40	72	82	90
조정당기순이익	31	16	43	48	54

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	1,358	770	1,889	2,124	2,372
BPS	14,932	15,461	16,755	19,009	21,581
DPS	300	300	300	300	300
성장성(% YoY)					
매출증가율	(1.4)	15.8	12.9	16.5	15.0
영업이익증가율	(65.3)	75.1	87.3	19.7	15.0
순이익증가율	(4.9)	(47.9)	167.1	12.4	11.7
EPS증가율	(4.9)	(43.3)	145.2	12.4	11.7
EBITDA증가율	(51.8)	76.6	78.9	13.0	10.5
수익성(%)					
영업이익률	4.0	6.1	10.1	10.4	10.4
순이익률	8.6	3.9	9.1	8.8	8.5
EBITDA Margin	6.3	9.7	15.3	14.9	14.3
ROA	9.9	5.7	9.6	9.8	9.9
ROE	9.7	4.8	12.2	12.9	13.4
배당수익률	3.2	3.1	2.0	2.0	2.0
안정성					
순차입금(십억원)	(123)	(92)	(20)	(46)	(48)
차입금/자본총계비율(%)	0.4	0.4	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	6.8	12.7	7.7	6.8	6.1
PBR	0.6	0.6	0.9	0.8	0.7
PSR	0.6	0.5	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	3.4	2.8	3.9	3.1	2.8

오스템임플란트(048260)

매수 / TP: 37,000원

주가(11/15, 원)	28,700
시가총액(십억원)	408
발행주식수(백만)	14
52주 최고/최저가(원)	33,000/9,970
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	14,654
유동주식비율(%)	74.6
외국인지분율(%)	12.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	121	20	10	3	218	(14.5)	24	69.3	9.8	2.5	3.7
2011A	132	21	18	5	397	82.0	25	31.4	7.6	2.7	7.6
2012F	150	27	23	19	1,374	246.2	31	21.9	14.1	5.0	27.6
2013F	165	31	29	28	1,974	43.6	35	15.2	12.4	3.8	30.4
2014F	182	34	33	35	2,488	26.1	39	12.1	10.9	2.9	28.5

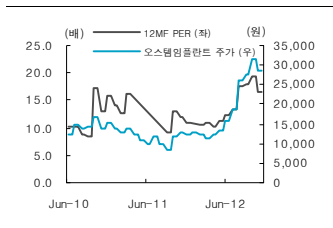
주: 순이익 및 EPS는 지분법이익이 반영된 조정당기순이익 기준

실적 호조 지속 전망

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(11.7)	131.5	127.8
상대주가(%p)	(8.8)	132.9	128.6

12MF PER 추이



해외법인 실적 개선 가시화: 오스템임플란트에 대해 매수의견과 목표주가 37,000원을 유지한다. 목표주가는 2013F EPS 1,975원에 목표 PER 18.9배(글로벌 업체 2013F PER 평균 17.2배 10% 할증)를 적용해 산출했다. 신흥국 교육시장을 선점해 글로벌 경쟁업체 대비 성장이 빨라 경쟁업체 multiple에 프리미엄 적용이 타당하다는 판단이다. 2013년에 가장 주목할 점은 중국, 미국 등 핵심시장에서의 선전과 앞으로의 가능성이다. 중국은 성장 면에서, 미국은 규모 면에서 의미 있는 시장일 뿐만 아니라 각각 신흥시장과 선진시장을 대표하기 때문이다. 2012년 19개 해외법인의 총 매출은 1,000억원(+46% YoY)으로 추정되는데, 이 중 중국(250억원, +58% YoY)과 미국(270억원, +27% YoY) 법인의 비중이 50%를 넘어설 것으로 보인다. 이는 1) 신흥시장에서 '교육을 통한 마케팅' 효과가 가시화되고, 2) 선진시장에서 브랜드 인지도가 개선되고 있음을 입증한다. 이들 두 법인의 성장에 더해 일본, 독일(유럽 총괄), 대만법인 등의 실적이 개선되며 내년 해외법인의 총 매출은 1,300억원으로 예상된다.

중국 시장 선점 효과는 지속될 전망, 제2의 중국법인 창출 기대: 중국법인이 빠르게 성장할 수 있었던 배경에는 '교육을 통한 마케팅'이 있다. Straumann, Nobel과 같은 글로벌 1, 2위 업체조차도 뒤늦게 유사한 마케팅 기법을 도입했으나 효과를 보지 못하고 있다. 이는 오랜 노하우로 다져진 동사의 프로그램이 타 업체와 차별화(강사진, 난이도별 수업, 장소 등)되고 있기 때문이다. 또한 교육을 수료한 의사 4,000명의 약 10%에 해당하는 숙련된 의사(전체 임플란트 구매의 80% 차지) 수가 증가하고 있어 이미 교육시장의 70%를 선점한 중국 시장 확대에 따른 수혜가 지속될 전망이다. 같은 맥락에서 인도, 인도네시아, 베트남, 필리핀, 카자흐스탄, 방글라데시 등의 법인들이 중장기적으로는 제2의 중국법인으로 거듭날 것으로 기대된다.

실적 전망: IFRS 별도기준 2012년 매출과 영업이익은 1,500억원(+14% YoY), 270억원(+28% YoY)으로 전망된다. 중국, 미국, 독일 등 주요 법인으로서의 수출이 성장을 견인한 가운데 국내뿐만 아니라 해외에서도 수익성 높은 TS시리즈가 기존 제품을 대체하기 시작하면서 18%대의 영업이익률이 가능할 것이다. 해외법인의 총 매출은 1,000억원, 순이익은 흑자 전환한 10억원으로 추정되어 지분법 손익을 반영한 조정순이익은 190억원(+246% YoY)으로 예상된다. 2013년에도 신흥시장에서의 '교육을 통한 마케팅' 및 선진시장에서의 브랜드 이미지가 개선 효과가 이어지며 매출과 영업이익은 각각 1,650억원(+10% YoY), 305억원(+13% YoY)으로, 조정순이익은 280억원(+48% YoY)으로 예상된다. 이는 해외법인의 총 매출을 1,300억원, 순이익은 55억원으로 추정한 것이다.

한지형 3276-6236
jh66@truefriend.com

진만 3276-6582
jinman05@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	151	160	174	190	207
현금성자산	8	8	14	15	16
매출채권및기타채권	79	92	98	104	113
재고자산	40	37	42	48	51
비유동자산	46	51	56	60	65
투자자산	9	13	16	18	19
유형자산	25	25	26	27	28
무형자산	2	3	3	3	4
자산총계	197	211	230	250	272
유동부채	124	133	136	134	130
매입채무및기타채무	7	12	14	15	15
단기차입금및단기사채	50	45	48	46	44
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2	5	4	4	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	2	0	0	0
부채총계	127	138	140	138	135
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	52	52	52	52	52
자본조정	0	(7)	(7)	(7)	(7)
이익잉여금	11	20	38	61	87
자본총계	70	73	90	112	137
조정자본총계	85	59	78	106	142

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	12	8	9	12	13
당기순이익	8	10	18	23	26
유형자산감가상각비	3	3	3	3	4
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(11)	(10)	(13)	(14)	(18)
기타	11	4	0	(1)	0
투자활동현금흐름	6	2	(4)	(9)	(10)
유형자산투자	(1)	(3)	(4)	(4)	(5)
유형자산매각	14	0	0	0	0
투자자산순증	(7)	7	(3)	(2)	(2)
무형자산순증	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타	0	(1)	4	(2)	(2)
재무활동현금흐름	(19)	(10)	1	(2)	(2)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(19)	(3)	1	(2)	(2)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	(7)	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(1)	1	5	1	1

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	121	132	150	165	182
매출총이익	60	68	78	86	95
판매관리비	40	47	51	56	61
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	20	21	27	31	34
금융수익	2	7	7	7	7
이자수익	1	1	1	1	1
금융비용	6	7	4	4	4
이자비용	4	3	3	3	3
기타영업외손익	(6)	(3)	(6)	(5)	(5)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	10	18	23	29	33
법인세비용	2	8	5	6	6
당기순이익	8	10	18	23	26
기타포괄이익	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	7	9	17	22	26
EBITDA	24	25	31	35	39
조정당기순이익	3	5	19	28	35

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	218	397	1,374	1,974	2,488
BPS	6,011	4,649	5,984	7,958	10,446
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	(3.1)	9.3	13.8	10.0	10.0
영업이익증가율	24.8	3.6	28.2	13.0	12.9
순이익증가율	(14.7)	77.0	246.2	47.9	26.1
EPS증가율	(14.5)	82.0	246.2	43.6	26.1
EBITDA증가율	15.9	3.0	24.4	12.1	12.1
수익성(%)					
영업이익률	16.9	16.0	18.0	18.5	19.0
순이익률	2.6	4.2	12.6	17.0	19.5
EBITDA Margin	20.1	18.9	20.7	21.1	21.5
ROA	4.1	5.0	8.1	9.4	10.1
ROE	3.7	7.6	27.6	30.4	28.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	21	20	19	14	9
차입금/자본총계비율(%)	71.8	64.4	52.9	40.8	31.7
Valuation(X)					
PER	69.3	31.4	21.9	15.2	12.1
PBR	2.5	2.7	5.0	3.8	2.9
PSR	1.8	1.3	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	9.8	7.6	14.1	12.4	10.9

무학(033920)

매수 / TP: 18,000원

주가(11/15, 원)	12,900
시가총액(십억원)	343
발행주식수(백만)	27
52주 최고/최저가(원)	14,150/10,400
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	1,002
유동주식비율(%)	48.5
외국인지분율(%)	14.2

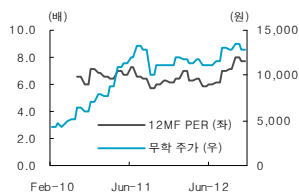
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	159	41	41	31	1,245	(30.9)	51	5.7	3.4	0.9	17.0
2011F	196	55	55	42	1,639	31.7	67	6.8	3.8	1.2	19.4
2012F	213	51	51	38	1,499	(8.6)	57	8.7	5.4	1.2	15.3
2013F	248	59	60	45	1,713	14.3	67	7.6	4.5	1.1	15.3
2014F	270	67	69	52	1,969	14.9	80	6.5	4.0	0.9	15.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.4)	4.0	19.4
상대주가(%)	(1.6)	5.5	17.0

12MF PER 추이



2013년, 규제로부터 자유로워진다

가격 인상 시점이 다가온다(가격 규제 해소): 소주는 소비자물가지수 대상 생필품에 속한다는 이유와 서민 대표 술이라는 이미지로 가격 인상이 쉽지 않다. 2008년 4분기에 가격을 5.9% 올린 이후 4년째 가격 인상이 없어 소주업체가 어려움을 겪고 있다. 우리는 소주 가격 인상 시점이 내년 초로 다가오고 있다고 판단한다. 지난 3년간 곡물가와 물류비 상승으로 인한 원가부담 누적, 2011년 초부터 진행된 소주 가격 인상 논의 공론화, 2008년 대선 전후로 소주 가격 인상이 이루어졌던 선례를 참고하면 다시 맞이한 대선 정국이라는 시기 및 주기상 맞아떨어지는 시점이 내년 초이기 때문이다. 이미 지난 7월 주정 가격이 5.6% 인상되고, 이어 맥주가격도 선제적으로 5.9% 인상해 소주 가격 인상 명분을 충분히 확보했다.

1사 1제조면허 방침 시정 요구(관행적 규제 해소): 현재 소주업체는 1사 1제조면허가 원칙이다. 하이트진로, 롯데주류, 무학의 경우 1개 공장에서 주조가 허락되기 때문에 불필요한 물류비용이 과다하게 발생한다. 경제학적 관점으로는 시장에 최대한 가까운 공장으로 주정을 옮겨 주조한 후 병입하여 바로 시장에 팔면 물류비를 줄일 수 있지만, 현재 관행으로는 공장 1곳에서 주조가 허락되기 때문에 공장과 시장간의 거리로 인해 물류비용이 늘어나는 비효율을 겪고 있다. 최근 국감에서 1사1제조가 물류비용을 증가시키는 구법이자 규제라고 지적되고 개선 필요성이 제기된 점은 매우 긍정적이다. 특히, 1사 1제조면허 이슈가 해결될 경우 울산공장 행정처분 이슈뿐 아니라 수도권 진출에 걸림돌이 되었던 물류비 리스크가 줄어들 것이다.

저성장에 더욱 돋보이는 회사: 무학은 정체된 소주 시장에서 유일하게 성장하는 회사다. 순한 소주 시장을 처음 개척했고 입맛을 선점했던 부산 시장에서 장악력을 높이고 있어 올해 연말 기준 부산 M/S 75%를 달성할 전망이다. 무학의 주류사업부 3분기 누적 매출액은 1,383억원으로 전년동기대비 10.4% 증가하는 성장세를 이어가고 있다. 올해 1분기 소주 판매량이 1억병을 돌파한 이후, 2분기 1억 360만병을 달성했고 비수기인 3분기에도 1억 9만병을 판매해 분기별 1억병 이상 매출고를 올리고 있다. 부산 시장 내 무학의 선점효과 가속화 및 자도주 이미지 굳히기로 내년에도 매출액은 16%, 순이익은 18%의 증가세를 지속할 전망이다. 특히 저성장이나 불황과 관련 없이 소주 소비는 안정적으로 성장하거나 심지어 더욱 증가할 여지가 있는 만큼, 저성장에는 투자 매력이 상대적으로 두드러진다. 12개월 forward EPS 1,657원에 목표PER 10.9배(음식료 업종 평균 PER을 20% 할인)를 적용한 목표주가 18,000원을 유지한다.

박기영 3276-5979
parkga00@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	78	99	123	147	164
현금성자산	11	31	36	51	32
매출채권및기타채권	19	20	31	30	57
재고자산	43	46	50	58	64
비유동자산	194	225	246	272	318
투자자산	89	97	90	105	128
유형자산	93	116	143	152	156
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	272	324	369	419	482
유동부채	62	92	95	96	104
매입채무및기타채무	55	80	88	95	103
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	8	2	2	3	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	70	94	97	99	107
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	2	6	6	6	6
자본조정	9	7	7	7	7
이익잉여금	181	219	252	291	338
자본총계	202	230	272	320	375
조정자본총계	196	230	272	320	375

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	57	65	37	55	47
당기순이익	31	42	38	45	52
유형자산감가상각비	10	12	6	7	11
무형자산상각비	0	0	1	1	1
자산부채변동	9	18	(17)	(7)	(26)
기타	7	(7)	9	9	9
투자활동현금흐름	(72)	(44)	(30)	(35)	(60)
유형자산투자	(14)	(35)	(33)	(16)	(15)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(58)	(9)	6	(14)	(23)
무형자산순증	0	(0)	(1)	(1)	(1)
기타	0	0	(3)	(3)	(20)
재무활동현금흐름	(3)	(1)	(1)	(6)	(6)
자본의증가	0	6	(0)	0	0
차입금의순증	(0)	(0)	0	0	0
배당금지급	(3)	(4)	(6)	(6)	(6)
기타	0	(3)	5	0	0
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	(17)	20	5	15	(18)

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 자본법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	159	196	213	248	270
매출총이익	72	90	95	105	122
판매관리비	34	45	48	53	60
기타영업손익	3	10	3	7	5
영업이익	41	55	51	59	67
금융수익	0	0	1	1	2
이자수익	0	0	1	1	2
금융비용	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	41	55	51	60	69
법인세비용	10	14	13	15	17
당기순이익	31	42	38	45	52
기타포괄이익	4	(12)	9	9	9
총포괄이익	34	30	48	54	61
EBITDA	51	67	57	67	80
조정당기순이익	31	41	38	45	52

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	1,245	1,639	1,499	1,713	1,969
BPS	7,607	8,983	10,400	12,220	14,294
DPS	150	50	220	220	220
성장성(%, YoY)					
매출증가율	17.6	22.8	9.1	16.0	9.3
영업이익증가율	47.0	35.8	(8.2)	17.3	13.6
순이익증가율	(31.7)	33.6	(7.0)	17.5	14.9
EPS증가율	(30.9)	31.7	(8.6)	14.3	14.9
EBITDA증가율	39.6	32.4	(14.7)	17.3	18.6
수익성(%)					
영업이익률	25.5	28.2	23.7	24.0	24.9
순이익률	19.4	21.2	18.0	18.3	19.2
EBITDA Margin	31.8	34.3	26.9	27.2	29.5
ROA	12.4	14.0	11.1	11.5	11.5
ROE	17.0	19.4	15.3	15.3	15.0
배당수익률	2.1	0.5	1.7	1.7	1.7
안정성					
순차입금(십억원)	(15)	(31)	(39)	(56)	(40)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
Valuation(X)					
PER	5.7	6.8	8.5	7.5	6.5
PBR	0.9	1.2	1.2	1.0	0.9
PSR	1.2	1.5	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	3.4	3.8	5.3	4.4	4.0

다우기술(023590)

매수 / TP: 22,000원

주가(11/15, 원)	15,000
시가총액(십억원)	673
발행주식수(백만)	45
52주 최고/최저가(원)	17,450/10,050
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	5,121
유동주식비율(%)	55.2
외국인지분율(%)	18.4

	매출액 (십억원)	조정영업이익 (십억원)	영업이익 (십억원)	조정순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	155	15	65	71	1,672	61.5	68	5.1	5.6	0.7	15.0
2011A	168	17	36	61	1,433	(14.3)	40	7.2	12.0	0.7	10.6
2012F	196	23	36	83	1,935	35.0	41	7.8	18.0	0.9	12.2
2013F	217	27	40	89	2,063	6.6	45	7.3	15.8	0.8	11.8
2014F	241	31	46	102	2,355	14.1	51	6.4	13.7	0.7	12.0

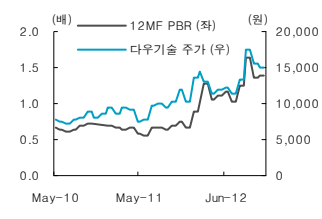
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

지속되는 성장 모멘텀에 주목

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.8)	17.2	36.4
상대주가(%)	(4.0)	18.7	37.2

12MF PBR 추이



실적 모멘텀은 지속될 전망

2012년 들어 다우기술 주가에 키움증권, 사람인에이치알 등 유가증권 가치만큼 중요한 영향을 미치고 있는 것은 내부 영업실적 증가를 통해 자체 모멘텀이 강화되는 것이다. 지난 2~3년 전까지 키움증권 지분가치는 동사 NAV에 65~70% 기여하는 핵심 자산이어서 동사와 키움증권 주가와 상관계수는 0.8~0.9에 이르렀다. 그러나 지난 5년간 자체 영업이익은 연평균 25%에 이르는 성장을 통해 NAV기여도가 18~20%선으로 상승한 반면 키움증권 지분의 기여도는 50% 선으로 하락했다. 아직 영업가치 기여도가 상대적으로 낮지만 영업이익은 키움증권에 종속되지 않은 다우기술만의 모멘텀이어서 주가의 빠른 상승으로 이어진다는 측면에서 긍정적이다.

특히, 2013년에는 대기업 SI업체들이 80억원 이하의 공공수주에 참여할 수 없게 됨에 따라 동사의 수혜가 기대되는데, 아직까지 우리의 이익추정에 포함하기는 어렵지만 동사는 기술력과 자금력을 기반으로 시장확대에 성공할 가능성이 높아 새로운 주가 모멘텀으로 자리잡을 수 있다.

유가증권 가치 역시 부각될 전망

2013년에는 영업측면에서의 성장모멘텀 뿐만 아니라 유가증권 가치도 주목할 필요가 있다. 첫째, 사람인에이치알은 온라인 고용시장에서 1위인 잡코리아를 빠르게 추격하고 있을 뿐 아니라 일자리 창출이란 사회적 흐름의 수혜를 누릴 전망이다. 둘째, 키움증권은 전반적인 주식시장 약세 및 거래대금 감소에 따른 실적 우려는 있지만, 확고한 고객기반을 바탕으로 한 시장지배력 확대와 모바일 서비스로의 성장이 추가되어 향후에도 브로커리지 1위 증권사로서의 위상이 강화될 전망이다.

저평가된 밸류에이션

지난 2분기중 11,000~14,000원의 박스권에서 거래되던 동사 주가는 성장모멘텀 및 밸류에이션 매력을 기반으로 17,850원까지 상승한 이후 이익실현으로 현재 15,900원에 거래되고 있다. 이러한 상승을 통해 다우기술 주가의 절대 저평가 국면은 해소되었다. 지난 2분기중 동사의 시가총액은 보유중인 키움증권과 사람인에이치알의 지분가치에 대비 70~80%에 불과하였지만, 현재는 소폭 상회하는 수준까지 증가하였다. 그러나 현재 시가총액 역시 2012년 들어서 성장모멘텀이 한층 더 부각되고 있는 영업가치, 그리고 부동산 가치 및 기타 유가증권 가치 등을 반영하지 못하는 저평가된 수준이다. 특히, 자체 영업 및 부동산 등에 대해서는 할인이 필요 없는 영업지주회사 성격을 갖고 있음에도 불구하고 NAV대비 할인율은 43%에 이르고 있어 추가상승 여력은 충분한 것으로 판단된다.

이훈, CFA 3276-6158
hoon.lee@truefriend.com

박선영 3276-6195
sunyoung.park@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	186	126	139	153	169
현금성자산	102	16	19	21	24
매출채권및기타채권	45	47	55	61	67
재고자산	12	12	13	13	14
비유동자산	416	456	466	472	481
투자자산	168	182	184	190	200
유형자산	52	85	265	265	264
무형자산	9	9	8	7	6
자산총계	602	581	605	625	651
유동부채	151	113	158	154	151
매입채무및기타채무	28	32	30	33	37
단기차입금및단기사채	106	67	58	48	35
유동성장기부채	5	5	4	3	3
비유동부채	50	46	45	46	46
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	20	15	13	10	8
부채총계	200	160	158	154	151
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	175	175	175	175	175
자본조정	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)
이익잉여금	217	237	262	287	316
자본총계	401	422	446	471	500
조정자본총계	513	640	717	801	896

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	10	17	20	24	27
당기순이익	51	26	30	31	35
유형자산감가상각비	2	3	3	4	4
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(9)	(3)	(12)	(11)	(14)
기타	(36)	(10)	(3)	(1)	1
투자활동현금흐름	(37)	(50)	(12)	(15)	(17)
유형자산투자	(12)	(9)	(3)	(3)	(4)
유형자산매각	10	0	0	0	0
투자자산순증	(15)	(25)	4	0	0
무형자산순증	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타	(17)	(15)	(13)	(11)	(13)
재무활동현금흐름	49	(53)	(6)	(6)	(6)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	55	(44)	0	0	0
배당금지급	(4)	(6)	(6)	(6)	(6)
기타	(1)	(3)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	22	(86)	2	3	3

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 자본법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	155	168	196	217	241
매출총이익	32	34	41	50	56
판매관리비	17	16	18	23	25
기타영업손익	50	19	14	14	15
조정영업이익	15	17	23	27	31
영업이익	65	36	36	40	46
금융수익	1	1	4	2	2
이자수익	1	1	4	2	2
금융비용	1	3	3	3	2
이자비용	1	3	3	3	2
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	66	34	37	39	45
법인세비용	15	8	7	9	10
당기순이익	51	26	30	31	35
기타포괄이익	0	(0)	(0)	0	0
총포괄이익	51	26	30	31	35
EBITDA	68	40	41	45	51
조정당기순이익	71	61	83	89	102

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	1,672	1,433	1,935	2,063	2,355
BPS	11,718	14,547	16,266	18,122	20,250
DPS	130	130	130	130	130
성장성(% YoY)					
매출증가율	29.1	8.0	16.9	11.0	10.7
영업이익증가율	416.5	(44.8)	1.1	11.2	12.9
순이익증가율	61.5	(14.3)	35.2	8.0	14.1
EPS증가율	61.5	(14.3)	35.0	6.6	14.1
EBITDA증가율	379.6	(41.6)	2.5	10.7	12.2
수익성(%)					
영업이익률	42.1	21.5	18.6	18.6	19.0
순이익률	46.0	36.5	42.2	41.0	42.3
EBITDA Margin	44.0	23.8	20.9	20.8	21.1
ROA	8.7	4.4	5.1	5.0	5.6
ROE	15.0	10.6	12.2	11.8	12.0
배당수익률	1.5	1.3	0.9	0.9	0.9
안정성					
순차입금(십억원)	8	31	35	16	(6)
차입금/자본총계비율(%)	32.5	20.6	16.8	13.2	9.5
Valuation(X)					
PER	5.1	7.2	7.8	7.3	6.4
PBR	0.7	0.7	0.9	0.8	0.7
PSR	2.5	2.8	3.4	3.1	2.8
EV/EBITDA	5.6	12.0	17.0	14.9	12.9

■ Compliance notice

- 당사는 2012년 11월 21일 현재 상기 증권의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK이노베이션, LG화학, 고려아연, 삼성물산, SK, 삼성중공업, 현대모비스, 기아차, KT&G, NHN, 삼성전자, 삼성SDI, SK텔레콤 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 SK이노베이션, 삼성물산, 기아차 발행주식을 기초자산으로 하는 주식선물(주식옵션)에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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.