

# Samsung Market Strategy

**Chief strategist**  
유승민  
chartist.you@samsung.com  
02 2020 7024

**Head of Research**  
윤석, CFA  
seok\_yun@samsung.com  
02 2020 8050

**Strategy team**  
전종규  
juhn21@samsung.com  
02 2020 7054

이민정  
millet.lee@samsung.com  
02 2020 781

임상철  
sangcheol.im@samsung.com  
02 2020 7779

홍지영  
jeeyoung1.hong@samsung.com  
02 2020 7782

박혜연  
haeyon.park@samsung.com  
02 2020 7851

■ 본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 흥의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 외적성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 조사자료의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.  
■ 본 자료에는 외부의 부당한 암력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

## ■ SAMSUNG MARKET STRATEGY

# 2013년 전략과 Top picks

벽을 넘어서, 알파( $\alpha$ )를 찾아

## 벽(Wall of worry)을 넘어서

- 중요한 시험대:** 2013년은 미국을 중심으로 한 선진국 위기탈출 정책의 성공 여부에 따라 주식시장 성과도 극과 극을 달리할 것으로 예상한다. 우리는 낙관적인 시나리오를 지지하는데, 장기적으로 실질국가 부채 비율 하락을 도모하고자 하는 Fed의 정책이 단기적으로는 인플레이션 용인으로 해석되며 위험자산이 자극 받게 될 가능성이 크다.
- 주가 결정 요인:** 한국 증시의 Total return 인덱스를 분해하면 국면에 따라 실적과 밸류 에이션의 영향이 다르게 작동했음을 알 수 있다. 리세션 이후 회복기 중에는 실적의 기여도가 가장 크게 작용했던 반면, 2차 회복기에는 상대적으로 밸류에이션 재평가가 더 큰 영향을 미쳤다. 내년 증시는 후자의 트렌드가 나타날 것이다.
- 적정 KOSPI 전망:** 본질가치와 수익가치를 종합하여 2013년 적정 KOSPI 밴드를 1,900~2,300pt로 제시한다. 밴드 저점과 고점의 폭이 21%로 다소 과도하다고 느껴질 수 있지만, 한국 증시의 경험에 비추어서 오히려 보수적인 수준이다. 특히 2012년 연간 지수 등락범위가 상대적으로 축소된 점을 고려한다면 변동성 확대에 대비해야 한다.

## 포트폴리오 아이디어와 알파( $\alpha$ ) 찾기

- Cyclical > Defensive:** 방어적(defensive) 주식보다 경기민감(cyclical) 주식들이 유리할 것으로 전망한다. 다만 중국 성장 패러다임 변화와 같이 환경변화를 고려할 때, 단순히 모멘텀 뿐만 아니라 밸류에이션을 염두해야 할 것이다. 때문에 경기민감주식 중에도 IT 하드웨어와 자동차를 더 선호한다. (**삼성전자, 현대차**)
- 구조적 우려 < 평균 회귀:** 구조적 우려와 평균회귀의 논쟁에 대한 균형이 필요하다. 경기와 위험판단의 정상화 과정에서 일부 섹터의 강세가 예상되기 때문이다. 그런데 이를 구조적 우려 요인 때문에 평가절하할 수 있다. 유연한 사고가 필요한 시점이다. 갈등의 중심에 있는 섹터가 은행과 중국 투자관련주이다. (**하나금융지주, LG화학**)
- 3가지 Theme:** 2013년을 관통할 Theme에 대해서도 고민해야 한다. 이들은 위에서 제시했던 전통적인 접근과 달리 또 다른 경로에서  $\alpha$ (알파)를 제공하게 될 것이다.
  - (1) IT의 Broader recovery:** 한국 IT 기업들의 지속적인 선전이 기대된다. 다만 IT의 경쟁구도가 기존 리더들만의 소수 게임에서, 가격 경쟁력을 갖춘 후발주자들의 참여가 가능한 시장으로 확대될 전망이다. (**SK하이닉스, LG전자, NHN**)
  - (2) China consumption 3.0:** 향후 10년 동안 중국의 소비 양극화 구조가 더욱 강화될 전망이다. 우리가 주목하는 주인공은 Women, Baby & Kids, Silver 카테고리에 해당하는 종목들이다. (**CJ제일제당, 훨라코리아**)
  - (3) 가구유형변화:** 한국의 인구 성장 정체는 소비재 기업 성장의 제약 요인이고, 1인 가구 중심 구성 변화는 새로운 성장동력으로 작용할 전망이다. 이를 특화 하는 기업은 차별적 성장을 기대할 수 있을 것이다. (**하이마트**)
- 대형주 < 중소형주:** 대형주보다 중소형주가 '초과수익'의 관점에서 비교우위를 점할 것으로 예상한다. 이는 전반적인 위험선호가 개선될 것이기 때문이다. 선별 압축된 대형주로 포트폴리오의 골격을, 중소형주로는 균육을 만들어야 한다. (**스몰캡 아이디어는 11월 중순 발간 보고서를 참고**)

## ■ 목차

1. 중요한 시험대에 오른 2013년	p2
2. 주가 결정요인과 환경	p8
3. 적정 KOSPI 전망	p15
4. 투자아이디어와 $\alpha$ 찾기 Cyclical > Defensive 구조적 우려 < 평균 회귀 3가지 Theme 대형주 < 중소형주	p18
5. Top 10 picks 소개	p27
6. 2013년 모델 포트폴리오	p48

## 위험에서 성장으로 화두(話頭) 이동

## 벽(Wall of worry)을 넘어서

### 중요한 시험대에 오른 2013년

지난 3~4년간 선진국들은 재정, 금융위기에 직면하면서 경제적 충격 완화와 구조조정을 위한 시간을 벌기 위해 통화, 재정정책을 적극적으로 수행하였다. 그러나 문제국가들의 재정여력이 감소하고 통화정책의 효과도 점차 체감하면서 당연히 저성장 이슈가 제기되고 있다. 일부에서는 선진국의 디레버리징이 진행되는 국면의 성장 둔화가 중시에 부정적일 것으로 우려하고 있다. 때문에 2012년 주식시장의 화두가 위험(risk)이었다면, 2013년은 성장(growth)로 논점이 이동할 것으로 예상한다. 주요국의 내년 경제 성장 전망이 빠른 속도로 후퇴하고 있으며, 2010년 이후 가장 낮은 수준을 기록할 가능성이 큰 상황이다.

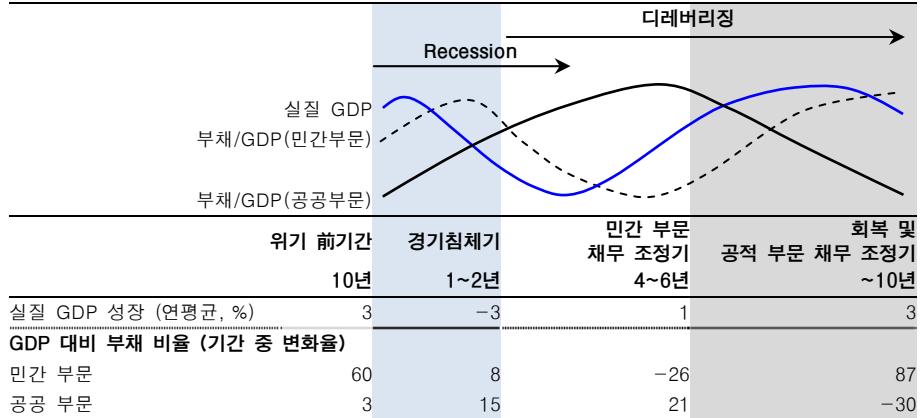
### 디레버리징과 통화정책

맥킨지의 조사<sup>1</sup>에 의하면, 위기 이후 디레버리징은 '경기침체기(1~2년) → 민간 채무조정기(4~6년) → 회복과 공공부문 채무조정기(10년)'의 과정을 거치면서 진행된다. 이 틀에서 본다면 현재 미국은 '민간 채무 조정기'의 후반 또는 '회복과 공공부문 채무조정기'의 초기에 진입해 있다고 보인다. 재정적자를 통해서 공공부문이 부채를 감당하고 있지만, 한계에 봉착해 있는 상황이다. 그래서 Fed는 더욱 더 공격적인 통화정책을 통하여 성장을 도모하고 있으며, 만약 성공한다면 공공부문의 부채도 서서히 감소할 수 있을 것이다. 이는 과거 미국이 대공황 이후 시행했던 정책 방향이다.

### QE3의 효과

실질 국가부채 비율 하락을 도모하고자 하는 장기 정책이, 단기적으로는 인플레이션 용인의 시그널로 해석되며 위험자산이 자극 받게 될 가능성도 있다. 그래서 일부 QE3를 반대하는 측은 이 정책이 경기를 부양하는 효과는 없으면서 인플레 우려만 키운다고도 주장한다. 하지만 지난 1년여의 기간 동안 강화된 규제로 인하여 과거 QE2와 같이 유동성 공급이 국제 상품시장의 투기로 이전될 가능성은 매우 낮아졌다. 주식시장으로 투기적 자금 유입 가능성은 남지만, 상품시장과 달리 펀더멘탈에 영향을 더 받는 구조라는 점에서 차이가 크다고 본다.

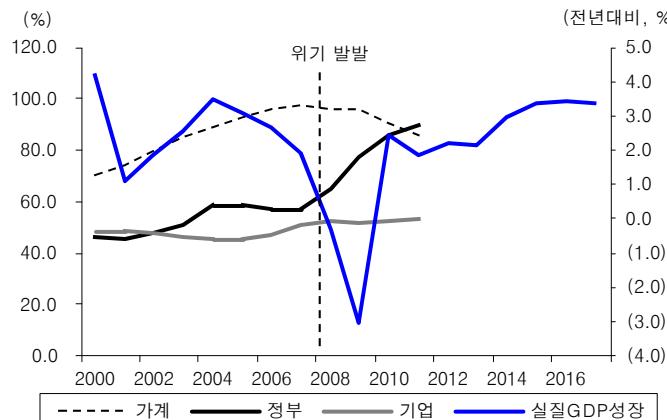
그림 1. 위기와 디레버리징의 진행과정



자료: IMF, Haver Analytics, McKinsey Global Institute

<sup>1</sup> Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth (2012년 1월)

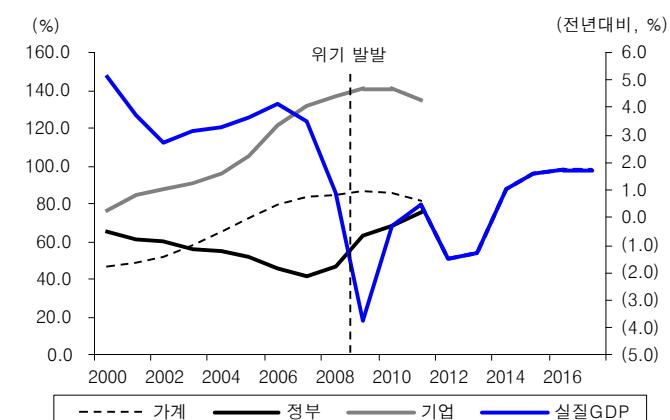
그림 2. 미국 부문별 부채(좌축)\*와 실질GDP성장(우축)



참고: 부채비율은 GDP 대비 규모, GDP 성장 12년 이후는 추정

자료: IMF, World Economic Outlook Database, October 2012, 삼성증권

그림 3. 스페인 부문별 부채(좌축)\*와 실질GDP성장(우축)



참고: 부채비율은 GDP 대비 규모, GDP 성장 12년 이후는 추정

자료: IMF, World Economic Outlook Database, October 2012, 삼성증권

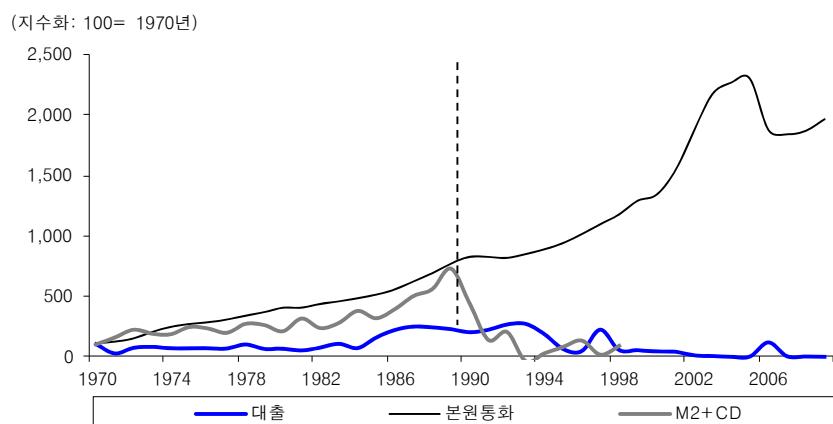
### 주식시장 전망 극과 극

Fed 정책효과의 중요한 시험대 2013년

그러나 통화정책의 한계에 초점을 맞춘다면, 아직은 부정적인 시나리오의 가능성성이 더 크다. QE의 효과가 나타나지 못하고 대차대조표 불황(Balance sheet recession)<sup>2</sup>이 계속돼 장기적 경기 침체기조에 진입하는 우려이다. 만약 이렇게 된다면 주식시장은 지난 수년간의 랠리를 마치고 장기 조정기로 진입할지도 모른다. 가장 분명하고 자극적인 사례가 일본의 경험이다. 90년도부터 시작된 디레버리징의 후유증이 계속됐던 92년부터 통화정책이 적극적으로 수행됐지만, 효과는 오래가지 못했다. 주식시장도 96년까지 제한적 상승을 기록했지만 결국 장기 약세로 진입해 약 7년 이상 침체를 지속했다.

때문에 Fed에게는 2013년이 중요한 시험대라고 보인다. 많은 시간이 주어졌다고 보기是很 어렵다. Fed는 그나마 유동성 정책의 효과가 작동하고 있을 때, 회복의 단초를 얻고 싶어 할 것이다. 과거의 일본의 사례처럼 실기(失期)하면 모든 정책 효과가 허사로 돌아갈 수 있다. 이러한 이유로 Fed는 2012년에 QE3를 조기 시행하였으며, 향후에도 동원 가능한 정책수단(QE의 월간 매입규모 및 대상채권 확대, Numerical thresholds 명시)을 통하여 경기 부양에 진력을 다할 것으로 예상된다. 결국 장기, 중기적 시장전망의 기본 시나리오를 어디에 두느냐에 따라 2013년 주식시장 전망은 극과 극을 넘나들게 된다.

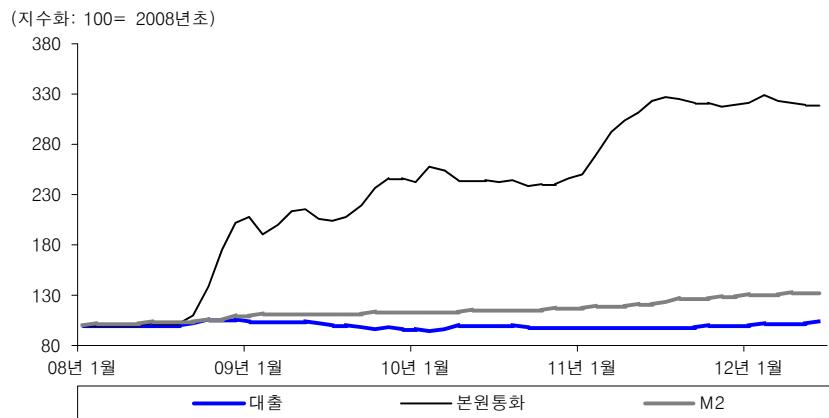
그림 4. 일본의 대차대조표 불황



자료: BOJ

<sup>2</sup> 민간경제주체들이 보유자산 가격이 하락하여 이윤증대보다 부채축소에 주력, 총수요가 감소하고 경기가 침체되는 상황(Richard C. Koo, Nomura)

그림 5. 미국도 대차대조표 불황?



자료: 자료: FRB

## 디플레가 문제인가? 인플레가 문제인가?

어쩌면 QE가 인플레이션을 자극할 수도 있다는 우려는 오히려 Fed 입장에서는 원하는 시나리오일 수도 있다. 미국 발 금융위기 직전인 2007년 말 대비 2배가 넘을 정도로 과도하게 풀린 글로벌 유동성이 회전하면서 인플레이션을 걱정할 단계에 간다면 중앙은행의 대응은 더 쉬울 것이다. 그들 본연의 역할인 인플레이션 통제로 돌아가는 상황이 되기 때문이다. 우리는 Fed 통화정책의 성공 가능성을 높게 보지만, 이상과 같은 장기적 우려와 별개로 여전히 2013년 경제 성장둔화 예상과 이로 인한 주식시장에 대한 보수적인 전망은 남게 된다. 이에 대해서는 보다 입체적 접근이 필요하다.

그림 6. World, GDP growth momentum (12m forward rolling average)

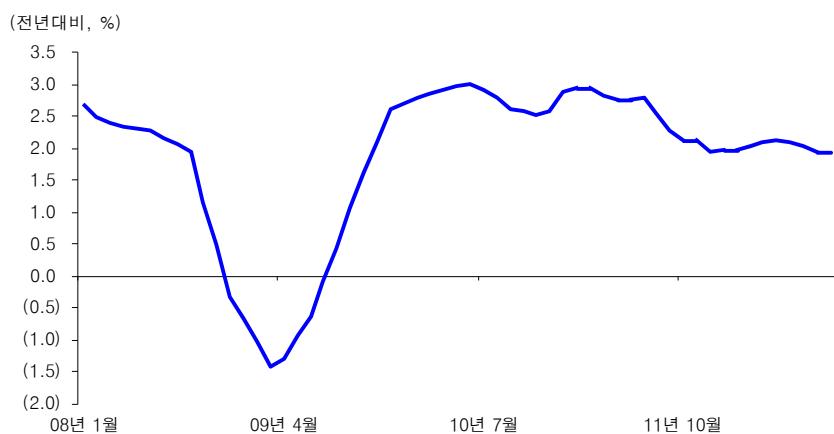
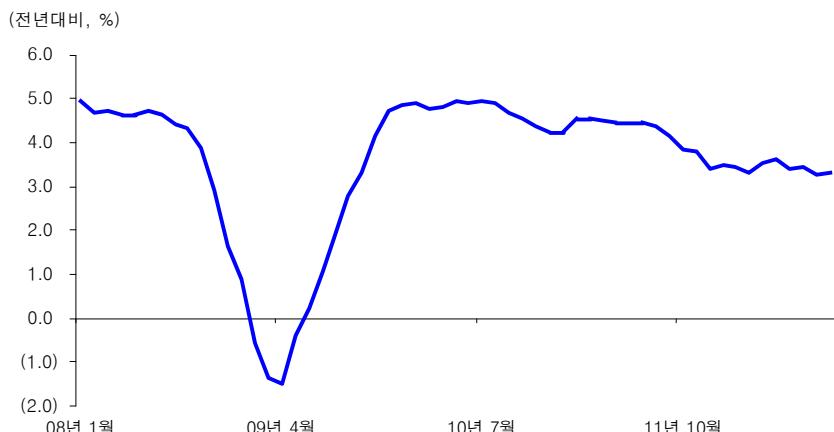


그림 7. 한국, GDP growth momentum (12m forward rolling average)

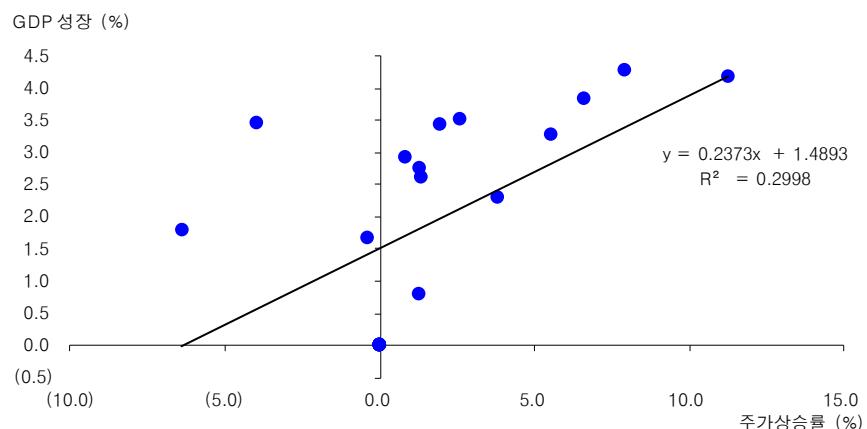


자료: Consensus Economics, 삼성증권

## 높은 경제성장 = 높은 주식성과 (?)

많은 투자자들은 '높은 경제 성장이 높은 주식 투자 성과를 가져온다'라고 단정하는 경향이 있다. 하지만 이는 교조적(教條的) 논리일 뿐 현실 경험과는 괴리가 있다. 물론 경제가 후퇴하는 과정에서 주식시장이 독자적으로 강세를 유지하기는 어렵다. 그러나 성장의 높이에 의해 주식시장 성과가 결정되지는 않았다. 아래는 1970년대 이후 40여년 동안 22개 국가<sup>3</sup>의 사례를 제시한다. 이 중 경제성장과 주식시장의 성과가 정(正)의 상관관계를 보였던 시기는 1970년대이었다. 하지만 1990년대는 부(負)의 관계를 보였고, 분석 대상을 전기 간으로 확대하면 일관된 결론을 도출하기 어려웠다.

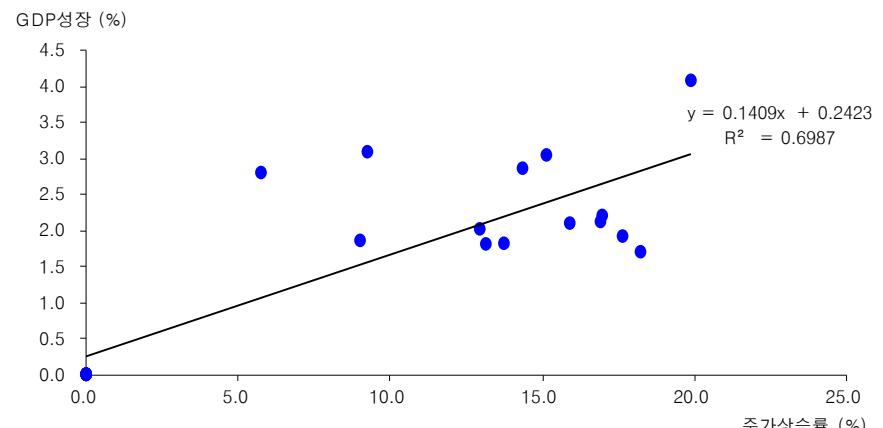
그림 8. 경제성장과 증시성과의 관계 (1970년대)



참고: CAGR 기준

자료: Thomson Reuters, 삼성증권

그림 9. 경제성장과 증시성과의 관계 (1980년대)

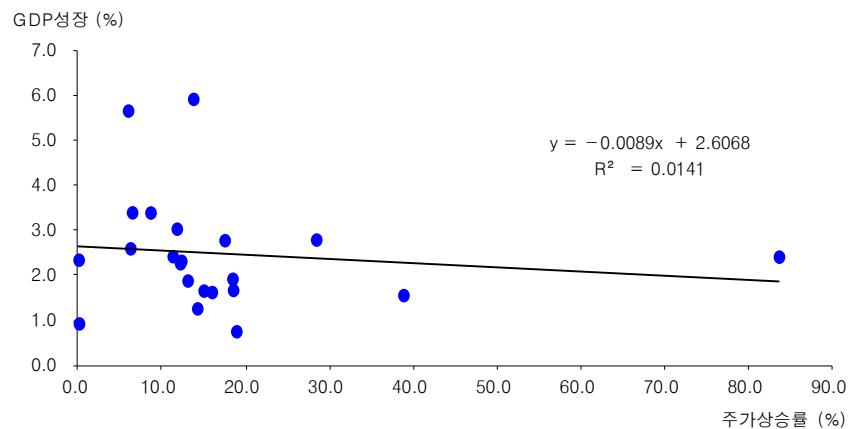


참고: CAGR 기준

자료: Thomson Reuters, 삼성증권

<sup>3</sup> 이 중 8개국은 데이터 확보의 한계로 1990년 이후를 대상으로 분석

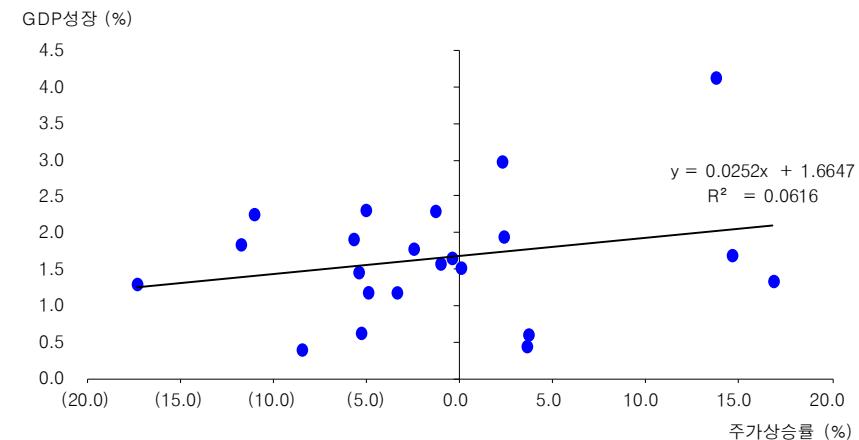
그림 10. 경제성장과 증시성과의 관계 (1990년대)



참고: CAGR 기준

자료: Thomson Reuters, 삼성증권

그림 11. 경제성장과 증시성과의 관계 (2000~2011년)



참고: CAGR 기준

자료: Thomson Reuters, 삼성증권

그림 12. 주요국 경제성장을과 주식시장 성과

기간 구분	70~79		80~89		90~99		00~11	
	주가지수	실질GDP	주가지수	실질GDP	주가지수	실질GDP	주가지수	실질GDP
Australia	1.34	2.61	9.24	3.08	8.71	3.37	2.31	2.96
Austria	1.95	3.43	13.73	1.81	0.14	2.32	(0.38)	1.63
Belgium	0.83	2.92	18.22	1.70	13.14	1.85	(5.39)	1.44
Canada	6.60	3.83	5.75	2.79	11.37	2.40	2.40	1.93
Denmark	3.81	2.29	17.62	1.91	12.25	2.24	3.72	0.58
France	2.60	3.51	16.90	2.11	16.03	1.60	(4.88)	1.16
Germany	1.29	2.75	13.13	1.81	15.06	1.63	(3.34)	1.16
Italy	(3.97)	3.45	16.96	2.20	14.30	1.23	(8.44)	0.38
Japan	11.26	4.17	19.87	4.07	0.19	0.90	(5.26)	0.61
Korea					6.04	5.64	13.77	4.11
New Zealand	(0.39)	1.66	12.93	2.01	17.57	2.75	(5.01)	2.29
Portugal	7.91	4.27	14.34	2.85	6.31	2.57	3.63	0.42
Sweden	(6.37)	1.79	15.89	2.09	18.56	1.65	(1.27)	2.28
Switzerland	1.27	0.79	9.00	1.85	18.95	0.73	(2.44)	1.76
United States	5.54	3.27	15.12	3.04	11.86	3.01	(1.00)	1.56
평균	2.40	2.91	14.19	2.38	16.94	2.46	(1.16)	1.64
화폐식의 설명력		35.42		0.14		1.41		6.16

참고: 해당 기간 CAGR

자료: Thomson Reuters, 삼성증권

## 경제성장, 기업실적, 주가의 상관관계

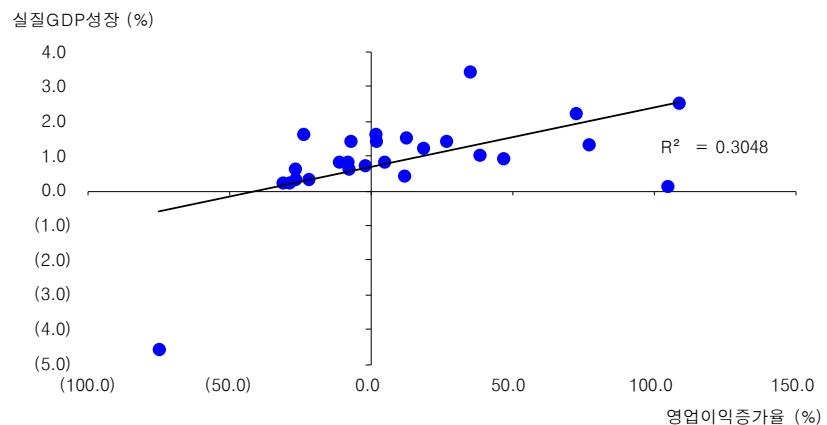
위와 같은 결과가 나타났던 이유를 찾기 위해 한국증시의 지난 1990년 이후 '분기별 GDP 성장을 vs 기업이익(EPS) 증가율' 그리고 '기업이익 증가율 vs KOSPI 등락률'간 각각의 상관관계를 보자. 아래 그림과 같이 경제와 기업이익 사이(30.48%)보다 기업이익과 주식 시장 성과 사이의  $R^2$ (21.28%)가 상대적으로 하락하는 결과를 나타낸다. 즉 경제와 기업 실적 사이에는 일정한 관계가 형성된다고 하더라도, 기업실적과 주식성과의 관계로 넘어오면서 연결고리가 약해진다는 것이다. 이러한 이유로 앞서 제시한 경제와 주가 사이의 일관된 상관관계 도출이 어려웠던 것으로 보인다.

## 시장의 효율성

경제 성장과 주식 성과 사이의 낮은 상관관계에 대한 또 다른 해석은, 효율적인 시장이 미래의 경제성장을 예측해서 이미 행동했기 때문이라는 것이다. 실제 낮은 경제성장이 예상될 경우 투자자들은 주식을 지나치게 저평가하려는 경향이 있었지만, 결국 생존이 확인되면 투자자들이 더 적극적으로 주식을 매수하면서 증시가 과도하게 상승하는 결과를 가져왔다. 따라서 그릇된 직관에 의존한 투자전략은 상당한 위험을 수반할 수 있다. 우리는 2013년을 전망하면서 이와 같은 직관은 버려야 한다고 주장한다. 즉 주식가격을 전망하기 위해서는 경제성장 이외에 더 많은 변수들을 고려해야 한다는 것이다.

그렇다면 주가를 결정하는 또 다른 중요한 조건들에는 무엇이 있을까?

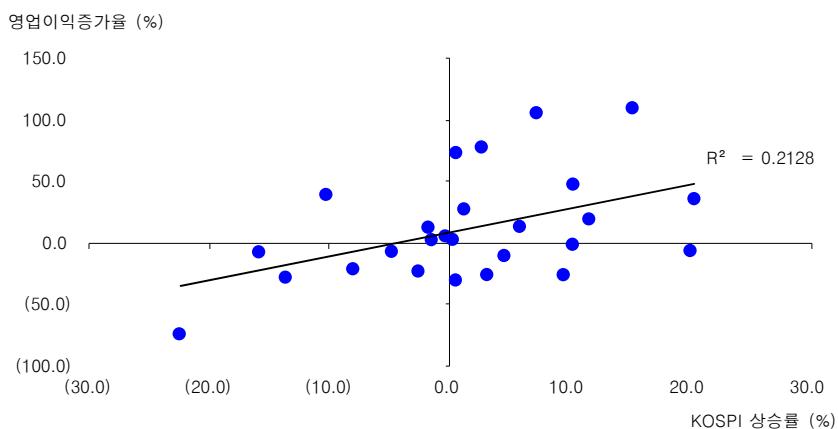
**그림 13. 분기별 경제성장과 기업이익 증가율의 상관관계**



참고: 2006년 1분기~2012년 2분기 기간, 전분기 대비 성과 비교

자료: Thomson Reuters, 삼성증권

**그림 14. 분기별 기업이익 증가율과 주식시장 성과의 상관관계**



참고: 2006년 1분기~2012년 2분기 기간, 전분기 대비 성과 비교

자료: Thomson Reuters, 삼성증권

### 주가 결정 요인과 2013년의 환경

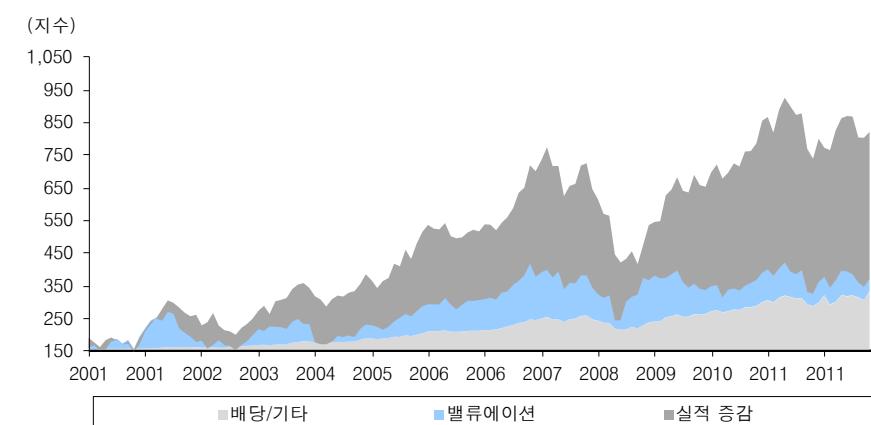
#### total return 인덱스의 분해

2001년 이후 한국 증시의 total return<sup>4</sup> ( $150.67 \rightarrow 851.43$ pt)에는 실적(317pt), 배당(107pt), 벤류에이션 등락(39pt)이 차례로 기여하였다. 그러나 이를 다시 국면 별로 구분 해서 살펴보면 다소 다른 결과가 나온다. 예를 들어 2003~04년의 경우는 실적의 기여가 가장 높았다. 2003년 연간 Total return 인덱스의 상승폭이 83.4pt이었는데, 이 중 실적 증감이 기여한 지수는 43.7pt였고 벤류에이션 정상화는 32.1pt에 그쳤다. 게다가 2004년에는 연간 21pt의 Total return 인덱스 상승이 기록됐는데, 실적은 64.8pt의 기여를 한 반면 벤류에이션은 오히려 51.7pt의 부정적 영향을 끼쳤다.

#### 국면에 따라 시장 성과에 대한 기여 달라

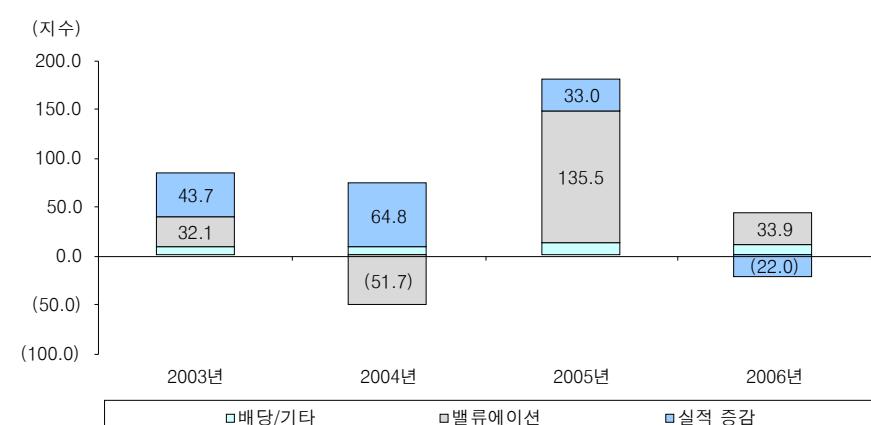
하지만 2005년은 달랐다. 전체 180.6pt의 Total return 인덱스 상승 중 실적의 기여는 33pt에 그쳤지만, PER의 재평가가 135.5pt로 절대적인 영향을 미쳤다. 이러한 흐름은 2006년에도 이어져 시장이 연간 내내 횡보 수준에 그쳤는데, 실적은 마이너스 기여도를 한 반면 낙관적 벤류에이션 태도가 주가의 버팀목이 됐다. 이상과 같은 현상은 경기국면에 따라 투자자들의 위험선호도 변화의 결과물이다. 예를 들어 리세션 이후 회복기의 경우는 기업이익 개선과 더불어 과도한 벤류에이션 저평가가 해소되면서 주가를 끌어 올린다. 반면 경기 2차 회복기부터는 낙관적 심리가 확산되며 multiple 상승이 가장 크게 기여한다.

그림 15. 한국증시 Total return에 대한 기여도 분석



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 16. 한국증시 Total return에 대한 연도별 기여도 분석 (2003~06년)



참고: 해당 연도 Total return index 등락폭에 기여한 정도

자료: Bloomberg, 삼성증권

<sup>4</sup> 2012년 9월말 현재

## 하락 위험 과대평가, 상승위험 과소평가

그런데 일반적으로는 경기 2차 회복기의 경우 성장을 둔화가 나타나는 경향이 있고, 이 때문에 주가도 부진할 것이라는 직관에 얹매인 채, 상승장의 가능성에 지나치게 무시된다. 그러다가 위험 완화에 의한 랠리가 출현하며 수년 동안 경험했던 밸류에이션의 구간을 벗어나면 투자자들은 시장에서 너무 빨리 빠져 나오는 실수를 범하기 쉽다. 때문에 합리적인 투자자라면 경기와 기업이익 증가율 뿐 아니라 주가를 결정하는 또 다른 변수에 대해 균형 잡힌 접근이 필요하다. 주식은 펀더멘털을 중심으로 매우 큰 가격 변동성을 보이는 경향이 있으며, 이 같은 변동성은 하락 뿐 아니라 상승 구간에서 또 다른 위협일 수 있다.

## 저금리보다 신용스프레드 하락이 더 중요

물론 성장을, 기업이익이라는 factor가 완전히 무시될 수는 없다. 다만 국면 별로 어떻게 반영되는지에 대한 이해가 필요할 것이다. 위에서 지적한 바와 같이 2003~04년도는 실적의 영향이 밸류에이션에 비해 커졌다. 반면 2005~06년에는 밸류에이션 재평가에 의해 증시 성과가 좌우되는 결과가 나왔다. 이미 성장율과 기업이익의 상관관계에 대해서 조사한 바 있으므로, 다른 변수인 실질금리와 신용스프레드<sup>5</sup>를 살펴보면 흥미로운 점이 발견된다. 즉 절대적인 금리수준보다 위험척도인 신용스프레드가 하락했을 때 주가에 대한 밸류에이션의 기여도 즉 multiple의 영향력이 커졌다는 것이다.

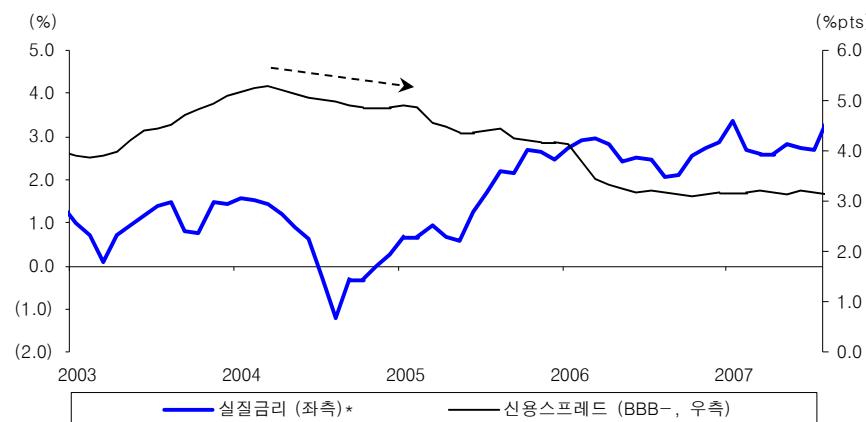
## 위험 감소의 효과

이는 매우 당연하다. 다른 자산 대비 대체투자 대안으로써 주식의 매력은 실질금리에 영향을 받지만, 불확실성이 클 경우 투자자들은 금리가 낮더라도 주식을 회피한다. 하지만 금리수준이 과도하게 높지 않다면<sup>6</sup>, 위험이 감소하는 효과가 가장 뚜렷하게 나타나는 것이다. 이 경우 투자자들은 경제성장을(or 기업이익 증가율)이 다소 떨어진다고 하더라도 이를 너그럽게 평가하는 태도를 보인다. 다만 지금까지의 논점에서 과도한 논리적 비약은 삼가해야 한다. 우리가 주장하는 틀이 '지속적'인 경기침체와 기업이익의 역성장 국면에 동일하게 적용되지는 못한다.

## 이익의 안정성 또한 중요

따라서 한가지 더 살펴봐야 할 점은 이익의 안정성이다. 즉 성장이 다소 둔화된다고 하더라도 변동성이 축소되고 '안정성'이 확보된다면 '위험 감소 효과'가 작동할 여지가 커지기 때문이다. 급격하게 증가와 감소를 반복하는 기업보다, 다소 성장율은 떨어지더라도 안정적으로 이익이 증가하는 기업에 대해 투자자들은 더욱 높은 신뢰를 보이고 프리미엄을 부여하는 것과 같은 이치이다. 다음에 이어지는 그래프는 매우 기초적인 데이터이지만 위에서 검토했던 사례 중, 2003~04년에 비해 2005~06년의 이익변동성(전년대비 모멘텀의 변화)가 감소했음을 보여준다.

그림 17. 실질금리와 신용스프레드 추이 (2003~07년)



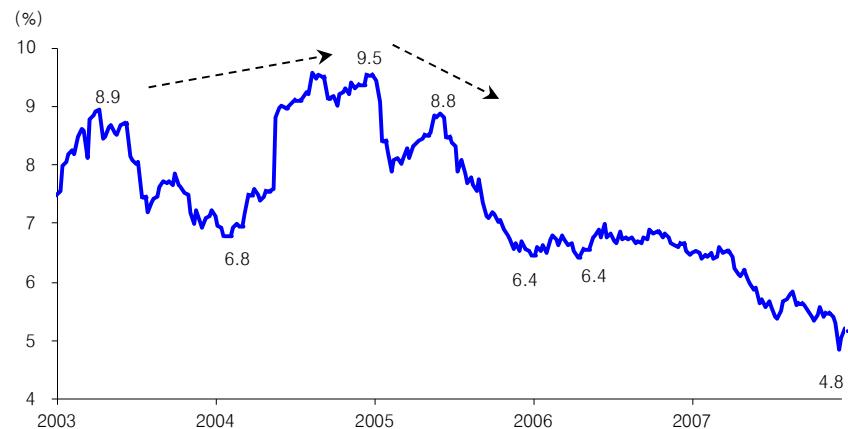
참고: \* 국채3년물 금리-CPI

자료: Thomson Reuters, 삼성증권

<sup>5</sup> 신용스프레드에는 시장 전체의 체계적 위험과 기업에 대한 위험이 모두 반영됐을 것

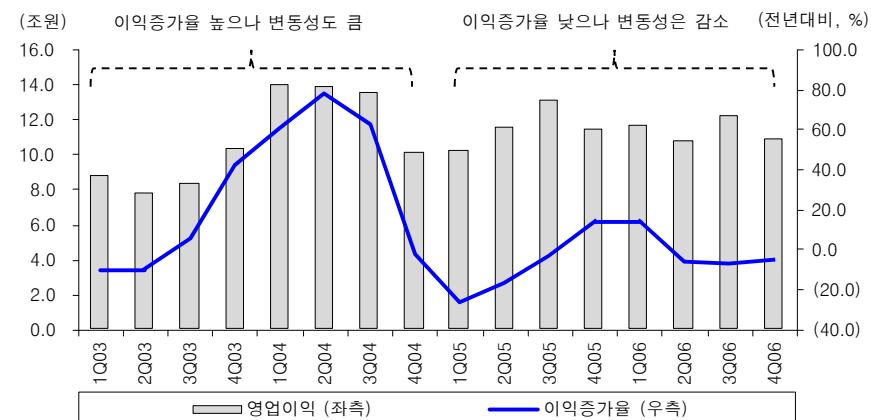
<sup>6</sup> 글로벌, 한국은 장기 저금리 기조에 들어섬

그림 18. MSCI Korea 내재 위험 프리미엄 추이 (2003년~07년)



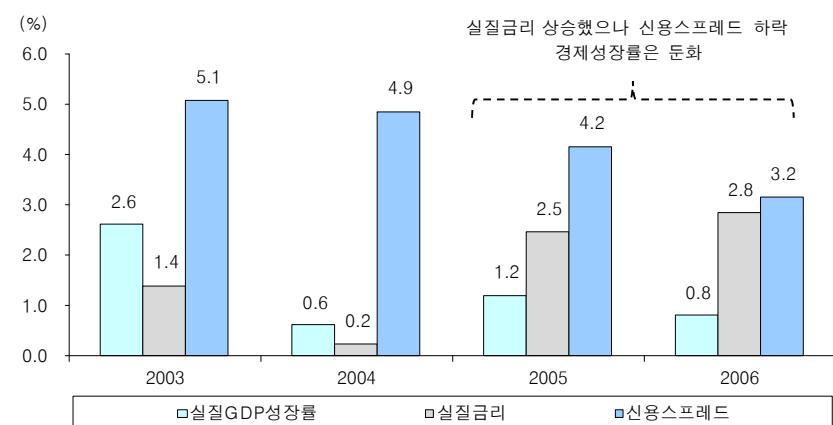
자료: Thomson Reuters, 삼성증권

그림 19. MSCI Korea 분기별 영업이익 추이 (2003~06년)



자료: Thomson Reuters, 삼성증권

그림 20. 주식 밸류에이션을 결정하는 요인 각각의 연도별 수준 (2003~06년)



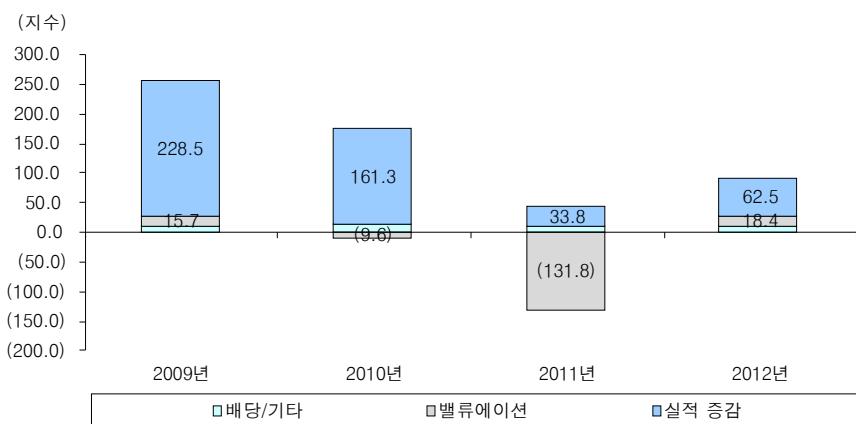
참고: 신용스프레드는 회사채 3년물 BBB- 등급 기준

자료: Thomson Reuters, 삼성증권

## 최근 4년간은 실적에만 의존

그런데 2009년 이후 최근까지 지난 4년여간 한국증시의 성과는 대부분 기업실적에 의해 결정됐다. 2009~10년의 경우는 급격한 경기침체 이후 각국의 정책공조에 의한 회복국면에서 기업이익 개선이 주가에 크게 기여했다. 그러나 2011년은 유럽위기로 인해 매크로 우려가 다시 커지며 보수적 밸류에이션 태도(PER 저평가)가 이익증가 요인을 상쇄했다. 반면 2012년에는 과도했던 매크로 우려가 다소 완화되며 이익의 기여도가 다시 커졌지만, 주가 할인이 계속되고 있다. 미국 발 서브프라임 위기 이후 유럽 국가들의 재정, 금융위기가 반복되면서 과도하게 높아진 위험 프리미엄 때문이다.

그림 21. 한국증시 Total return에 대한 연도별 기여도 분석 (2009~12년 9월)



참고: 해당 연도 Total return index 등락폭에 기여한 정도

자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 22. MSCI Korea 내재 위험 프리미엄 추이 (2008년~ 12년)



자료: Thomson Reuters, 삼성증권

그림 23. 경기 국면 별 증시 관련 데이터의 특징

구분	경기 회복기	경기 확장 중기	경기 확장 후기
핵심 변수	정부정책	민간투자, 소비	심리
증시 특징	거래량 부진	거래량 증가	거래량 횡보
	상승종목 편중	상승종목 확산	상승이탈종목 증가
경제 성장	침체 탈피	성장을 둔화	성장을 둔화
이익	이익 바닥 통과	이익성장둔화 But 이익안정성 증가	이익성장부진
밸류에이션	低 평가 탈피	multiple 상승	高 평가
금리	하락	하락 후 느린 상승	상승
자금이동	증시 이탈지속	증시 유입	증시 유입 가속화

자료: 삼성증권

## 불확실성 이슈들

만약 2013년에도 2011~12년과 같은 체계적 위협이 재현된다면 벨류에이션 평가 개선이 나타나기 어려울 것이다. 때문에 가장 먼저 고민이 되는 것이 미국의 재정절벽(Fiscal cliff)이다. 소위 'Grand Bargain' 가능성성이 커 보이지만 Fiscal cliff을 회피한다고 하더라도 2013년부터 일정 수준의 적자 감축 프로그램 시행으로 성장 둔화가 예상된다는 점이 계속 부담이 될 수 있다. QE3 발표 전 추정에 따르면 재정절벽을 회피할 경우도 2013년 미국의 GDP성장률은 1.7%에 그친다. 따라서 서두에서 지적한 바와 같이 Fed는 2013년을 매우 중요하게 대응할 것으로 예상된다.

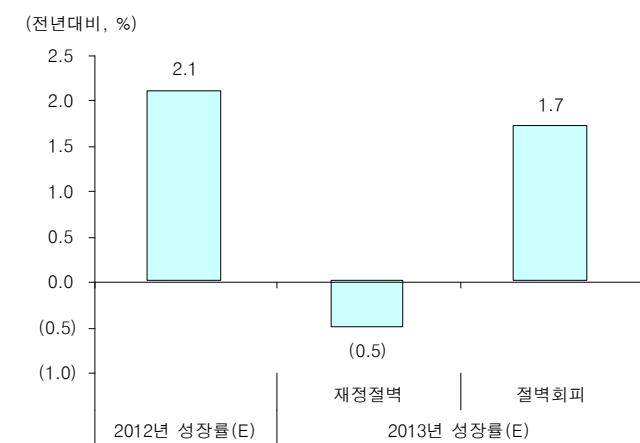
그림 24. 재정절벽(Fiscal cliff)의 논점

내용	재정절벽		절벽회피*
	시행시점	규모(십억달러)	
세금감면조치 종료(실업보험 권한 재부여 및 고용촉진 법)		304	
실업보험 권한 재부여 및 고용촉진 법	12년 종료	221	무기 연기*
선택적 최저세액(ATM) 제도 적용 제한 세금 감면 및 기타	11년 종료		인플레이션*
기타 감면 정책 종료	13년 시행	18	동결*
의료보험 수가 삭감		11	
의료보험제도에 따라 의사에 지급하는 수가 감액과	13년 시행	11	동결*
예산 통제법 (Budget Control Act of 2011)		65	
임의적 지출 삭감	13년 시행		13년 시행
의무적 지출 자동 삭감	13년 시행		시행 보류*
기타 세제		121	
긴급실업수당 지급기한 연장	12년 종료	26	12년 종료
급여세(payroll tax)율 2% 포인트 삭감 조치	12년 종료	95	12년 종료
기타 수익/ 지출 조정		105	
계		607	
재정 감축에 따른 간접 수지 영향		(47)	
재정적자 감축 예상		560	

참고: \* 표시가 절벽회피를 위해 논의가 고려되는 항목들

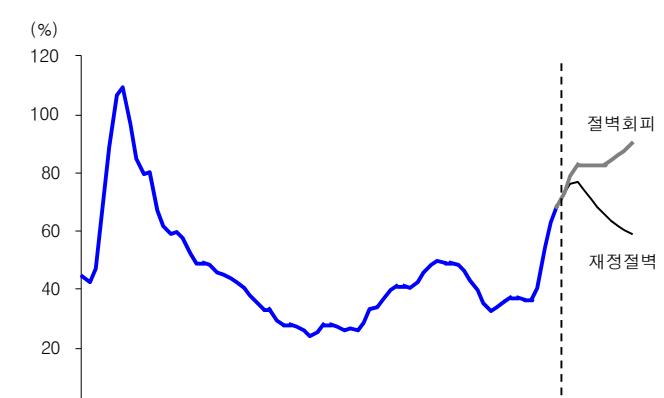
자료: 미의회 예산국(CBO; Congressional Budget Office)

그림 25. 재정절벽(Fiscal cliff) 여부에 따른 성장을 전망



자료: CBO

그림 26. 미국 국가부채 비율 전망



자료: CBO

### 통화정책의 효과와 한계

이러한 시각에서 2013년 주목해야 할 중요한 변수는 통화승수(또는 통화회전율)의 개선이다. 재정정책의 제약으로 선진국들은 공격적인 통화정책을 수행하고 있다. 문제는 유럽과 미국 모두 부분적으로 대차대조표 불황이 나타나고 있는 상황이어서, 통화완화 정책이 민간수요 확대로 이어지지 못하고 있다는 것이다. 물론 비전통적인 통화정책은 금융불안을 완화시키는 효과가 있으며, 경기에 자극은 제한적이라도 최소한 수요의 급속한 위축과 경기급락을 막는 효과는 기대된다. 다만 이제는 더 이상 통화정책에만 의존하기 보다 민간의 수요증가가 확인되어야 한다는 것이다.

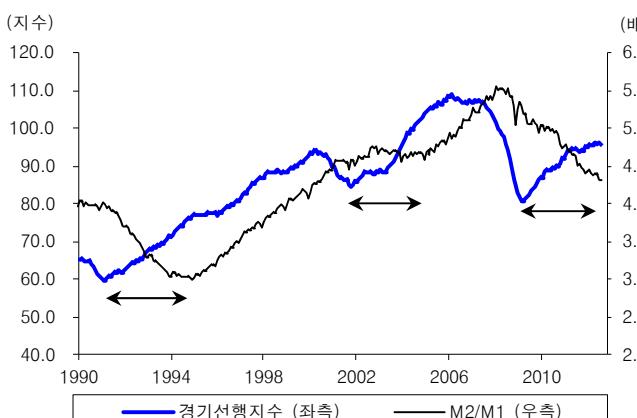
### QE3는 정밀폭격

과거 사례로 볼 때 미국의 경기선행지수가 상승 반전한 이후 통화승수는 3~4년의 시차를 두고 상승 반전했다. 그런데 통화승수의 개선은 결국 경기회복과 궤를 같이한다. 아이러니컬하게도 경기회복을 도모하기 위해 통화완화를 시도하는데, 경기가 회복되어야 통화정책의 목적이 달성되는 것이다. 때문에 Fed는 의도를 분명히 했다. 지난 해 말부터 회복 징후가 보이고 있는 미국의 부동산 시장을 QE3의 공격 목표(MBS 매입)로 삼은 것이다. QE1이 신용경색을 벗어나기 위한 구제금융 성격의 무차별 폭격이었다면, QE2는 인플레 기대를 높이기 위한 우회폭격이었고 이번 QE3는 정밀 폭격인 것이다.

### 2013년 Fed 정책의 분기점

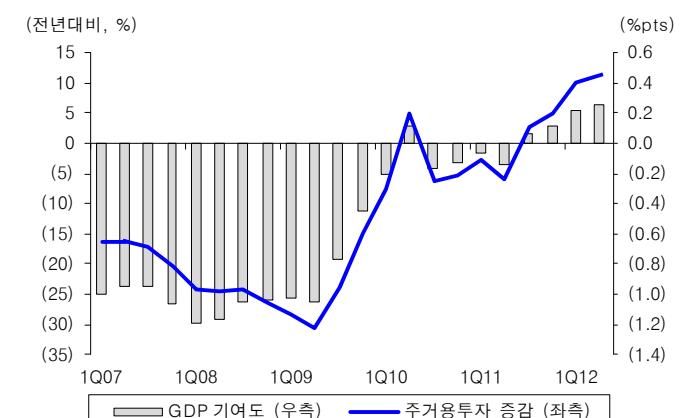
미국 부동산 시장은 소비심리 회복에 기여하며, 이는 결국 통화승수 회복으로 연결될 공산이 크다. 그래서 앞에서 지적한 바와 같이 2013년은 Fed가 '인플레 관리'라는 원래의 역할로 복귀할 수 있을지 판가름하는 분기점이 된다는 것이다. 일부의 비판적 시각에도 불구하고 경기가 회복되고 인플레이션 압력이 커진다면 Fed의 대응은 상대적으로 수월해질 수 있다. 반대로 선제적으로 가동했던 통화정책에도 불구하고 매크로가 회복세를 나타내지 못하게 된다면, 향후에 어떤 수단이 가능할지 의문이다. 이에 따라 주식시장의 성과도 극과 극으로 달라질 수 있다.

그림 27. 美 경기선행지수, 통화승수



자료: Conference Board, FRB, 삼성증권

그림 28. 美 주거용 투자와 GDP 기여도



자료: FRB, 삼성증권

### 낙관적 시나리오를 지지

다만 많은 시장 참여자들은 과도하게 부정적 시나리오에만 초점을 맞추고 있다. 그러나 우리는 낙관적 시나리오를 지지한다. 낙관적 시나리오 하에서 QE3는 QE2와는 또 다른 형태의 효과가 예상된다. QE2 당시는 이머징의 경기가 호조세이었다. 때문에 인플레 부담과 자산가격 버블 우려가 커졌다. 반면 최근 상황은 이머징 조차도 경기급락 우려가 있고 인플레이션이 안정돼 있다. 따라서 일방적인 자본유입 가능성은 낮다. 반면 한국과 같이 펀더멘탈이 견조한 국가의 경우 건전성을 기반으로 한 선진국 자금의 유입이 점진적으로 나타날 것으로 기대할 수 있다.

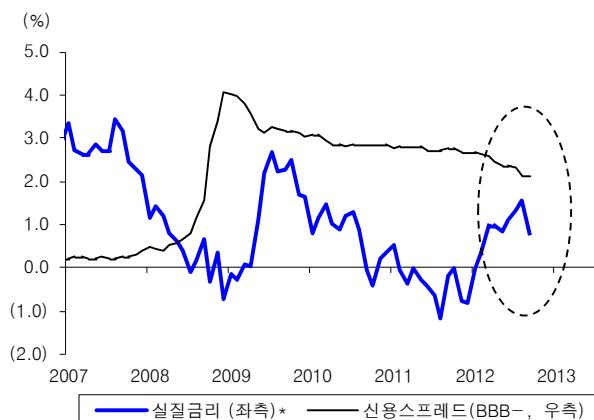
### 변화의 징후

아직은 단초 수준이지만, 내부적으로도 중요한 변화의 징후가 감지되고 있다. 2012년 하반기 들어 신용스프레드의 하락이 급격하게 진행되고 있기 때문이다. 특히 이러한 현상이 실질금리가 하락세와 동반돼 나타난다는 점에서 주식에 대한 대중 투자자들의 선호도에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상한다. 과거의 경험상 저금리 기조에서 신용스프레드의 하락은 증시로 시중자금의 유입을 자극했다. 특히 Fed 모델에 의할 때 한국증시의 저평가가 2005년 이후 최대수준이라는 환경이라는 점도 투자자들의 유인에 충분하다고 판단된다. 이는 앞서 지적했던 밸류에이션 평가가 개선될 개연성을 시사한다.

### 주식시장 참여자는 양측 위험 고려해야

이상과 같은 이유로 2013년은 성장(경기, 기업이익) 둔화 가능성보다 위험프리미엄 둔화에 따른 주식 재평가에 대한 고민이 더 중요하다고 본다. 논점을 더 발전시킨다면, 향후 일련의 우려가 극복돼 경제가 회복기조에 진입할 때 이미 풀려진 유동성 회수와 같은 정책이 무리 없이 진행될지도 고민해야 한다. 경험상 정책 회수는 다소 늦게 진행되는 경향이 있고 이 구간에서 주식시장은 펀더멘탈 대비 고평가 국면까지 상승이 연장되는 경향이 있다. 주식시장 참여자는 이 가능성까지도 고려해야 한다. 우리는 금융시장을 바라보는 시각에도 변화가 필요한 시점이라고 주장한다.

그림 29. 실질금리와 신용스프레드 추이



참고: \* 국채3년물 금리 - CPI

자료: Thomson Reuters, 삼성증권

그림 30. Fed 모델과 한국 증시



자료: Thomson Reuters, 삼성증권

## 2013년 적정 KOSPI 전망

2013년 적정 KOSPI의 범위를 P/B와 P/E에 의해 추정해본다. 분명히 하고자 하는 것은 밸류에이션 지표에 의한 '적정'한 수준이라는 점이다. 본 보고서에서는 일관되게 경제 성장, 이익 증가, 밸류에이션 등이 주식가격을 결정하는데 있어 각각 일정 부분을 설명할 뿐이라고 주장하고 있다. 때문에 우리는 2013년에 성장을 둔화의 '벽'에 대해 크게 우려할 것이 아니라는 것을 지적하였다. 오히려 위험에 대한 민감도가 하락하며 밸류에이션의 재평가가 나타날 가능성을 대비해야 한다고 보고 있다. 그럼에도 불구하고 '적정' 수준에 대한 논의는 기준을 제시한다는 점에서 나름의 의미가 있다.

### (1) 본질가치에 의한 추정

#### 적정 P/B에 의한 목표치

먼저 P/B에 의한 KOSPI 추정은 최근 수년 동안 시장 가치가 이론 가치에 수렴하는 양상을 보이고 있다는 점에서 참고할 만하다. 이론 P/B의 계산은 아래의 근거에 의했다.

$$P/B = P/E \times ROE \dots \text{이 식에서 } P/E \text{는 payout} / (r-g) \text{ 이므로 응용하면}$$

$$\text{이론 } P/B = \{\text{payout} / (r-g)\} \times ROE = (\text{payout} \times ROE) / (\text{COE}-g)$$

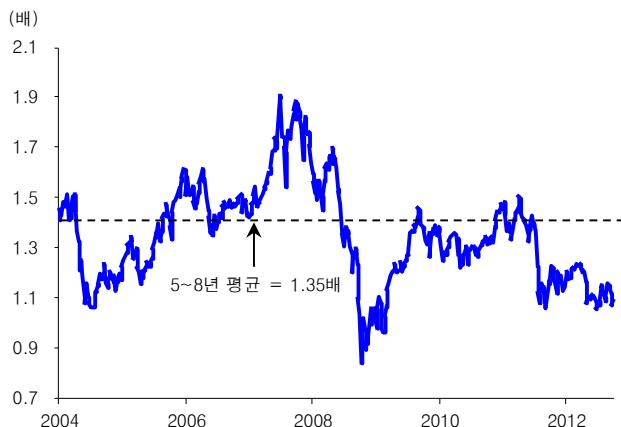
$$\Leftarrow \text{미래 ROE} / \text{미래 COE}$$

상기 식에서 적정 P/B를 결정하는 변수는 미래의 COE임을 알 수 있다.

#### COE에 대한 가정 고려해야

2000년대 이후 한국의 ROE는 완만하게 하락하고 있는데, 2011~12년 평균인 12%를 2013년 가정에 반영하였다. 이에 반해 COE는 다시 안전자산 금리(국고채 3년)와 내재위험프리미엄(IERP)로 나뉘는데, 금리하락기조가 이어진다고 가정(2.5~3.0%)<sup>7</sup> 하더라도 결국 위험 프리미엄이 어떻게 진행하느냐에 따라 P/B 추정이 달라질 수밖에 없다. 본 보고서의 논지는 내년에 위험이 완화될 것을 기본 가정으로 하고 있는 만큼 IERP의 가정은 7.0(최근 5~8년 평균)~8.0%(2012년 초 최저치)까지 하락하는 것을 예상한다. 이상에 의해 P/B로 본 2013년 적정 KOSPI의 범위는 1,870~2,263pt로 추정된다.

그림 31. MSCI Korea 12개월 예상 P/B 추이



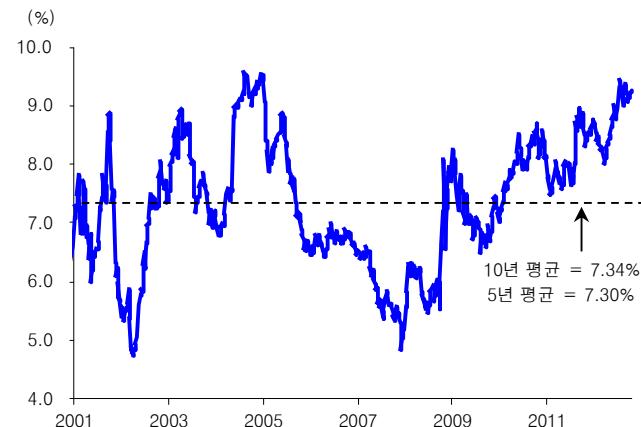
자료: Thomson Reuters, 삼성증권

#### COE 추정에 의한 이론 P/B

구분	IERP			
	8.00%	7.50%	7.00%	
국고채 3년	3.50%	1.04	1.09	1.14
	3.00%	1.09	1.14	1.20
	2.50%	1.14	1.20	1.26

참고: Thomson Reuters, 삼성증권

그림 32. MSCI Korea 내재 ERP



자료: Thomson Reuters, 삼성증권

#### 이론 P/B에 의한 KOSPI 추정

구분	IERP			
	8.00%	7.50%	7.00%	
국고채 3년	3.50%	1,870	1,955	2,048
	3.00%	1,955	2,048	2,150
	2.50%	2,048	2,150	2,263

참고: 12년 10월 19일 KOSPI 1943.84pt, P/B 1.08배 기준

<sup>7</sup> 당사 채권분석팀의 2013년 국고채 3년물의 평균금리와 연말금리 예상치는 각각 2.45%과 2.35%임

## (2) 수익가치에 의한 추정

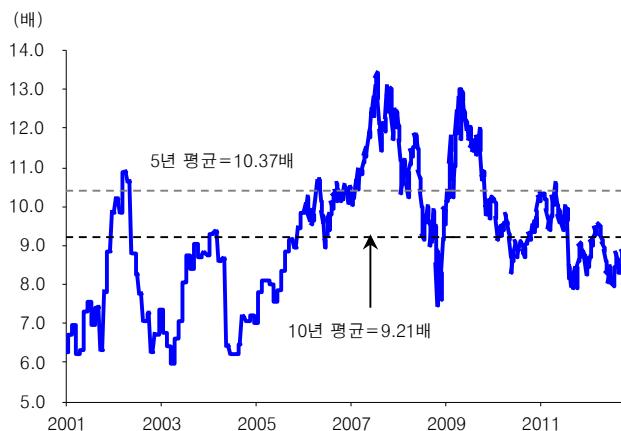
### 이익전망과 적정 P/E에 의한 목표치

한편 P/B에 의한 지수의 전망이 본질가치에 근거한다는 점에서 수익가치를 반영하지 못한다는 문제가 있다. 따라서 이익개선을 반영한 P/E에 근거해서 적정 KOSPI를 추정할 수 있다. 다만 여기에는 2가지를 고려해야 한다. 먼저 내년 기업이익의 증가를 어느 정도로 예상할 수 있느냐이다. 시장의 컨센서스는 MSCI Korea의 2013년도 영업이익이 전년대비 17.8% 증가를, EPS는 19.1%의 성장을 기대하고 있다. 이는 지난 2001~11년 사이 CAGR 11.25%와 비교할 때 다소 과도한 수준이다. 따라서 우리는 보수적으로 2013년 5~10%의 이익성장을 가정하겠다.

### 수익가치 분석에서 배당수익은 제외

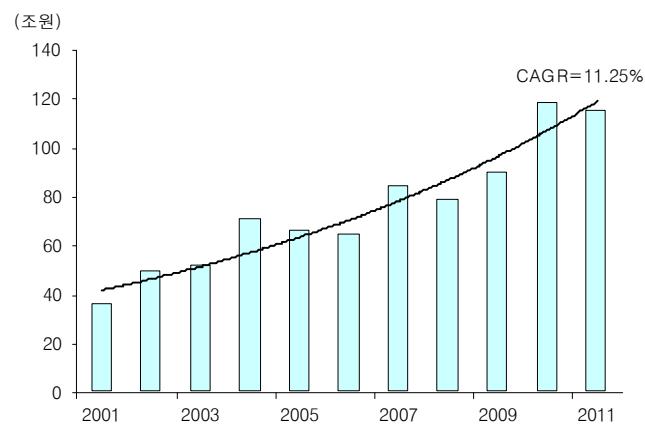
앞서 한국 종시의 Total return 분석에서 종시 성과를 기업실적, 벤류에이션 재평가 그리고 배당 등이 구성한다고 제시한 바 있다. 다만 수익가치에 의한 지수전망에서는 배당은 제외하도록 하겠다. 배당수익률 등을 감안할 수는 있으나 영향이 크지 않기 때문이다. 위에서 기업실적의 증분(=이익성장)은 추정하였으므로 남은 것은 벤류에이션 재평가이다. 이에 대해서는 지난 10년, 5년 평균치를 단순히 적용하겠다. 이미징 및 선진국 대비 저평가 해소를 고려하는 것이 필요하겠으나, 1년 전망치를 제시한다는 점에서 구조적인 변화는 생략하였다. 이에 따라 2013년 P/E에 의한 적정 KOSPI는 1,920~2,480pt이다.

그림 33. MSCI Korea 12개월 예상 P/E 추이



자료: Thomson Reuters, 삼성증권

그림 34. MSCI Korea 영업이익 추이



자료: Thomson Reuters, 삼성증권

### 예상 P/E에 의한 KOSPI 추정

구분	2013 예상 PER				
	8.0	8.5	9.0	9.5	10.0
EPS 증가율 (%)	5.0	1,925	2,039	2,153	2,267
	10.0	2,025	2,139	2,253	2,367

참고: 12년 10월 5일 KOSPI 1996.21pt, P/E 8.75배 기준

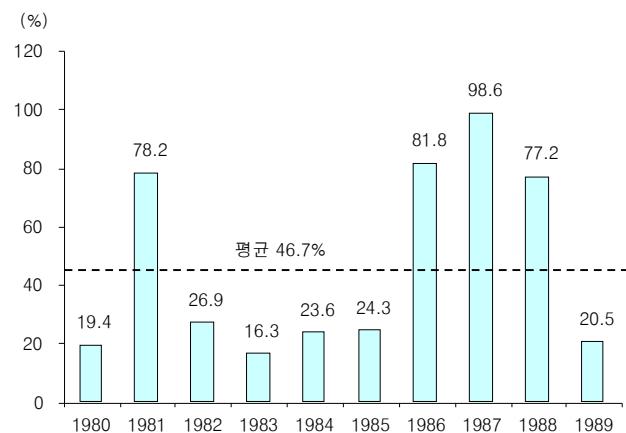
## (3) KOSPI 범위 추정, 적정한가?

2013년 적정 KOSPI 1,900~2,300pt

이상과 같이 P/B와 P/E 등을 종합할 때 2013년 적정 KOSPI 범위는 1,900pt~2,300pt로 추정된다. 이는 본질가치의 밴드 상단과 수익가치의 밴드 하단을 반영한 것이다. 후자들은 밴드 저점과 고점의 폭이 21%로 다소 과도하다고 느껴질 수 있지만, 한국 중시의 경험에 비추어서 오히려 보수적인 수준이다. 최근 5년간 KOSPI의 연간 등락 범위는 62.3%에 달하며, 2000년 이후로 기간을 확대하더라도 60.4%나 된다. 특히 2012년 연간 지수 등락범위가 상대적으로 축소된 점을 고려한다면 앞으로 변동성 확대에 대비해야 한다.

하지만 더 중요한 것은 KOSPI의 목표치가 아니라, 2013년을 관통할 투자아이디어이다. 따라서 이제부터는 구체적인 투자전략에 대해서 논하겠다.

그림 35. 1980년대 KOSPI 연간 등락 범위

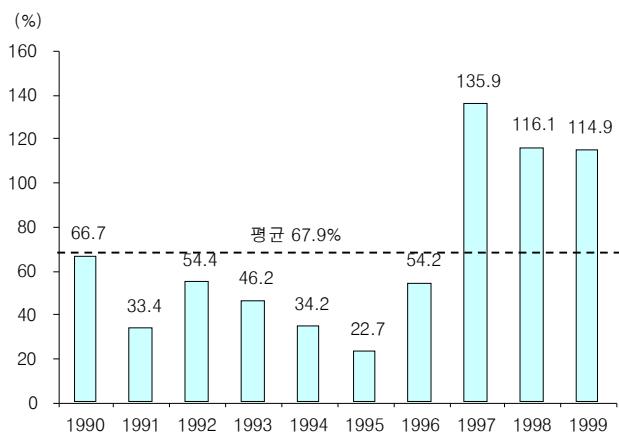


참고: 저점 대비 고점의 등락 폭

자료: KRX, 삼성증권

그림 36. 1990년대 KOSPI 연간 등락 범위

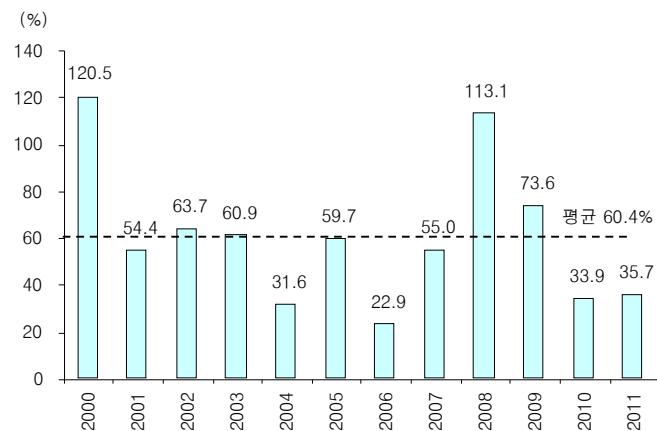
그림 36. 1990년대 KOSPI 연간 등락 범위



참고: 저점 대비 고점의 등락 폭

자료: KRX, 삼성증권

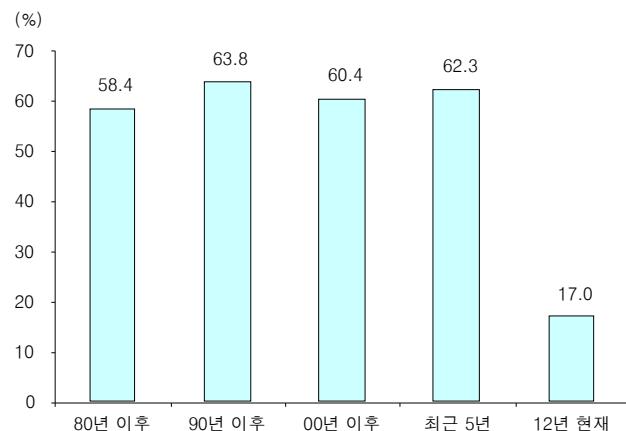
그림 37. 1991~2011년 KOSPI 연간 등락 범위



참고: 저점 대비 고점의 등락 폭

자료: KRX, 삼성증권

그림 38. 기간 별 KOSPI 연간 등락 범위



참고: 저점 대비 고점의 등락 폭, 12년 10월 31일 현재

자료: KRX, 삼성증권

## ■ 목차

1. 중요한 시험대에 오른 2013년	p2
2. 주가 결정요인과 환경	p8
3. 적정 KOSPI 전망	p15
4. 투자아이디어와 $\alpha$ 찾기	p18
Cyclical > Defensive	
구조적 우려 < 평균 회귀	
3가지 Theme	
대형주 < 중소형주	
5. Top 10 picks 소개	p27
6. 2013년 모델 포트폴리오	p48

## 4가지 아이디어

**포트폴리오 아이디어와  $\alpha$  찾기**

2013년 포트폴리오 전략을 요약하면 다음 4가지와 같다.

**Cyclical > Defensive:** 방어적(defensive) 주식보다 경기민감(cyclical) 주식들이 유리할 것으로 전망한다. 다만 중국 성장 패러다임 변화와 같이 과거와 다른 환경변화를 고려할 때, 단순히 모멘텀 뿐만 아니라 밸류에이션을 염두해야 할 것이다. 때문에 경기민감주식 중에도 IT하드웨어와 자동차를 더 선호한다. (**삼성전자, 현대차**)

**구조적 우려 < 평균 회귀:** 구조와 구조적 우려와 평균회귀의 논쟁에 대한 균형이 필요하다. 경기와 위험판단의 정상화 과정에서 일부 섹터의 강세가 예상되기 때문이다. 그런데 이를 구조적 우려 요인 때문에 평가절하할 수 있다. 유연한 사고가 필요한 시점이다. 갈등의 중심에 있는 섹터가 은행과 중국 투자관련주이다. (**하나금융지주, LG화학**)

**3가지 Theme:** 2013년을 관통할 Theme에 대해서도 고민해야 한다. 이들은 위에서 제시했던 전통적인 접근과 달리 또 다른 경로에서  $\alpha$ (알파)를 제공하게 될 것이다.

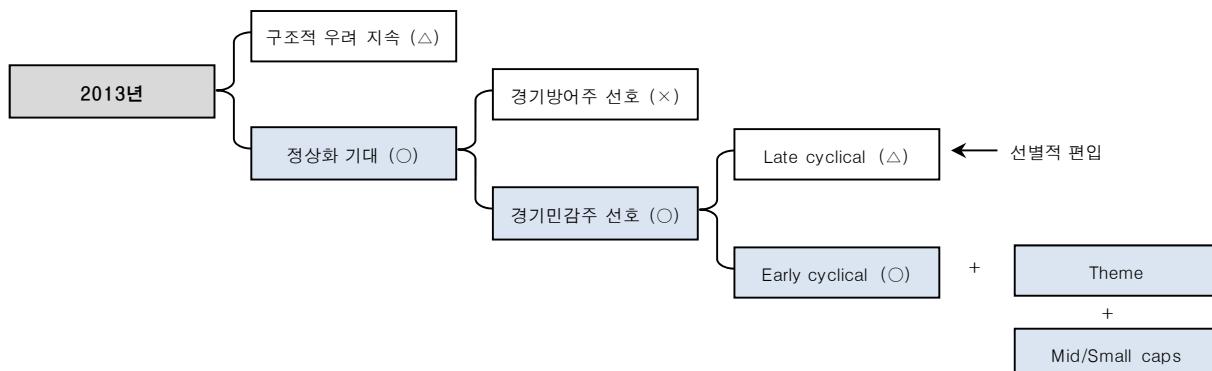
**(1) IT의 Broader recovery:** 한국 IT 기업들의 지속적인 선전이 기대된다. 다만 IT의 경쟁 구도가 기존 리더들만의 소수 게임에서, 2013년은 가격 경쟁력을 갖춘 후발주자들의 참여가 가능한 시장으로 확대될 전망이다. (**SK하이닉스, LG전자, NHN**)

**(2) China consumption 3.0:** 향후 10년 동안 중국의 소비 양극화 구조가 더욱 곤고해 질 전망이다. 우리가 주목하는 주인공은 Women, Baby & Kids, Silver 카테고리에 해당하는 종목들이다. (**CJ제일제당, 훌라코리아**)

**(3) 가구유형변화:** 한국의 인구 성장 정체는 소비재 기업 성장의 제약 요인이지만, 1인 가구 중심 구성 변화는 새로운 성장동력으로 작용할 전망이다. 이를 특화한다면 차별적 성장을 기대할 수 있을 것이다. (**하이마트**)

**대형주 < 중소형주:** 대형주보다 중소형주가 '초과수익'의 관점에서 비교우위를 점할 것으로 예상한다. 이는 전반적인 위험선호가 개선될 것이기 때문이다. 선별 압축된 대형주로 포트폴리오의 골격을, 중소형주로는 균육을 만들어야 한다. (**스몰캡 아이디어는 11월 중순 발간 보고서를 참고**)

그림 39. 2013년 포트폴리오 전략 수립 개요



### Cyclical 주식인가? Defensive 주식인가?

#### Top picks: 삼성전자, 현대차

위험회피 강화로 과도하게 높아진 경기 방어주의 valuation

2012년은 유럽 재정위기의 심화, 중국 고정자산 투자 둔화 등 세계 경기의 불확실성이 확대되면서 제약, 유틸리티 등 경기 방어주와 필수소비재, IT 업종 내 일부 구조적 성장 수혜주가 시장 상승을 주도한 반면, 산업재와 소재 등 경기 민감주들은 대체로 시장대비 초과하락을 기록했다. 또한 2011년 이후 투자자들의 위험회피 강화가 지속되면서 필수소비재, 제약, 유틸리티, 통신 등이 포함된 경기방어주의 경기민감주 대비 상대 valuation은 2003년 이후 최고 수준까지 확대된 상태이다. 그러나 2013년에는 이러한 시장 패턴의 변화가 나타날 공산이 크다.

반면 경기민감주는 역사적 저평가

2012년 하반기에 ECB의 무제한 국채매입과 미국의 QE3 등 각국 중앙은행들의 경기위험 방어를 위한 정책공조가 집중된 효과가 2013년에 구체화 될 것이기 때문이다. 무엇보다 역사적 저점 수준까지 낮아진 경기 민감주의 상대 valuation 역시 경기 민감주 투자에 우호적인 기회를 제공하고 있다. 12개월 예상 P/B를 기준으로 경기 민감주의 상대강도(방어주 대비) 추이를 살펴보면 대체로 글로벌 제조업 PMI와 동행하는 모습을 보이는데 2011년 4월 1.74배로 정점을 기록한 이후 금융위기 시기를 제외하고 가장 낮은 수준인 1.14배 까지 하락해 있다.

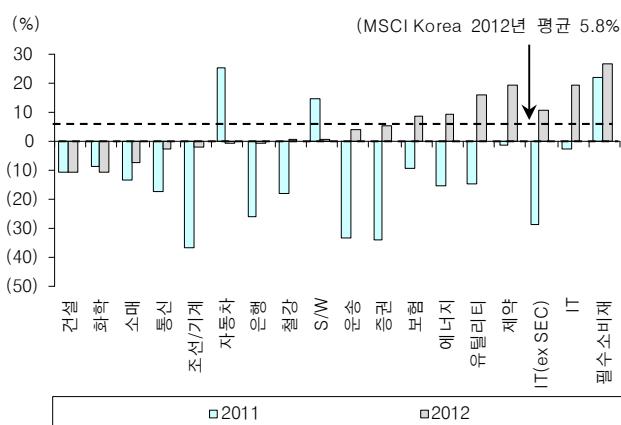
경기둔화를 상당부분 반영

또한 valuation 하락 폭에 있어서도 최근 2년간 상대 P/B의 하락율이 34.6%로 2008년 당시의 하락율(38.8%)과 유사한 강도까지 확대되어 현재 경기 민감주의 주가는 경기위험을 상당부분 반영한 상태로 판단된다. 다만 경기 민감주의 평균적인 가격매력 확대에도 업종별로는 경기순환적 반응과 현재 valuation 수준에 대한 평가가 성과 차별화 요인으로 작용할 것이다. 이를 위해 우선 2000년 이후 미국 ISM 제조업 신규주문 지수가 회복되는 국면에서 업종별 성과를 관찰하였는데 경기회복 초기 반응성은 금리 민감형 업종에서는 자동차와 소매가, 경기탄력도 높은 업종에서는 IT와 화학이 평균적으로 높게 나타났다.

Cheap cyclical의 선택: IT하드웨어, 자동차

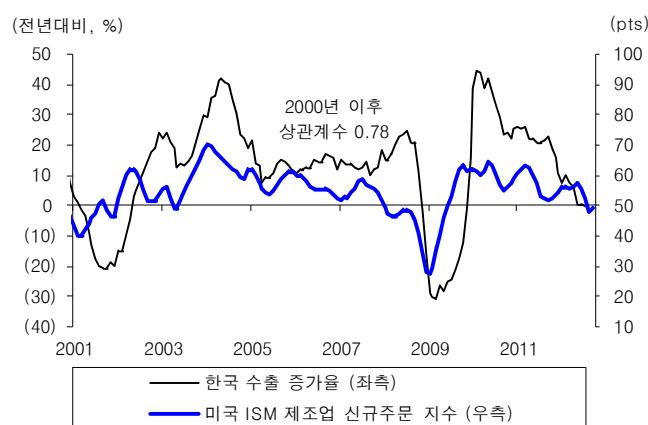
그러나 현재 valuation 상태를 고려하면 소매와 화학은 12개월 예상 P/E가 2003년 이후 역사적 평균을 상회하고 추가적인 어닝 리스크가 잔존하고 있어 가격 매력도가 상대적으로 높지 않은 것으로 판단된다. 이에 반해 이익의 가시성이 견조한 IT하드웨어와 자동차의 경우 12개월 예상 P/E가 각각 역사적 평균을 하회하거나 통상적으로 상당한 위험을 반영한 상태인 S-1(역사적 평균 - 표준편차 1배) 수준까지 낮아져 있어 상대적으로 가격 매력이 부각될 수 있는 상태이다. 따라서 Cyclical stocks와 Defensive stocks의 선택에 있어서는 전자를 택하는 것에 주저하지 않지만, 각론으로 들어가면 벤류에이션과 시장의 기대 사이에서 고민이 불가피하다.

그림 40. 업종별 연간 성과 비교



참고: MSCI Korea 업종 대상; 10월 12일 기준  
자료: KRX, 삼성증권

그림 41. 미국 ISM 제조업 신규수주\* vs 한국 수출 추이



참고: \* 3개월 이동평균  
자료: Bloomberg, KRX, 삼성증권

그림 42. 2000년 이후 미국 ISM 제조업 신규주문 지수 회복 국면과 MSCI Korea 업종 성과

	제1국면 (2001.2~2002.5)			제2국면 (2003.4~2004.1)			제3국면 (2009.1~2010.5)			1~3국면 평균		
	+1m	+3m	+6m	+1m	+3m	+6m	+1m	+3m	+6m	+1m	+3m	+6m
에너지	n/a	n/a	n/a	0.4	(14.3)	8.6	(0.7)	(1.2)	(14.5)	(0.2)	(7.7)	(2.9)
소재	(1.5)	3.4	(0.3)	1.7	13.2	0.6	(0.2)	5.7	12.9	(0.0)	7.5	4.4
화학	(1.9)	26.3	17.8	7.9	1.9	(5.1)	7.4	28.0	21.8	4.5	18.7	11.5
철강	(0.3)	(2.4)	(4.8)	(0.6)	18.5	3.4	(3.4)	(3.3)	9.6	(1.4)	4.2	2.7
산업재	(3.7)	(0.6)	(6.3)	2.4	(9.8)	3.5	(5.2)	0.2	(14.7)	(2.2)	(3.4)	(5.8)
조선	17.3	(6.9)	(21.2)	(6.5)	(20.5)	3.0	(5.8)	(4.8)	(26.5)	1.7	(10.7)	(14.9)
건설	(30.8)	(25.8)	(16.8)	11.2	(8.8)	(2.0)	(7.7)	0.2	(8.9)	(9.1)	(11.5)	(9.2)
운송	(11.4)	(8.8)	(18.9)	9.1	(2.5)	35.0	(5.5)	(8.7)	(16.6)	(2.6)	(6.7)	(0.2)
경기소비재	9.8	36.1	27.6	(0.2)	5.0	10.7	9.6	22.2	41.8	6.4	21.1	26.7
자동차	17.2	50.7	37.4	(0.1)	6.3	13.8	12.1	25.8	53.9	9.7	27.6	35.0
소매	8.8	28.1	43.4	15.8	29.1	30.8	(4.6)	1.8	25.8	6.7	19.7	33.3
필수소비재	(2.6)	13.2	6.2	6.6	1.0	3.5	(0.2)	(21.8)	(30.7)	1.3	(2.6)	(7.0)
제약	(3.7)	(24.9)	(40.5)	(0.1)	0.2	(10.6)	4.5	(19.3)	(44.4)	0.2	(14.7)	(31.8)
금융	(15.0)	(6.9)	(2.3)	(1.9)	(3.6)	(7.1)	(8.9)	(7.1)	11.2	(8.6)	(5.9)	0.6
은행	(15.4)	(12.8)	1.9	(4.9)	(3.3)	2.6	(10.7)	(8.0)	19.7	(10.4)	(8.1)	8.1
보험	(5.9)	6.0	11.2	2.6	(20.9)	(17.9)	3.9	(6.1)	(2.1)	0.2	(7.0)	(2.9)
증권	(16.3)	(0.5)	(11.8)	4.7	4.2	(27.9)	(10.9)	(5.5)	(5.1)	(7.5)	(0.6)	(14.9)
IT	15.1	5.6	2.4	0.7	17.3	22.7	5.4	4.4	14.0	7.1	9.1	13.0
반도체	20.7	7.4	6.9	0.6	17.1	23.8	5.4	4.4	17.5	8.9	9.6	16.1
하드웨어	16.6	6.0	3.6	(4.8)	9.7	8.5	6.4	11.4	19.1	6.0	9.0	10.4
소프트웨어	(15.1)	(3.5)	(23.1)	32.1	69.4	42.1	3.5	(6.8)	(13.0)	6.8	19.7	2.0
통신	(4.4)	(5.4)	6.7	(4.4)	(15.6)	(23.2)	1.0	(26.0)	(42.3)	(2.6)	(15.7)	(19.6)
유저리티	(11.9)	(11.3)	(6.2)	(8.1)	(26.9)	(18.8)	(7.3)	(21.0)	(18.5)	(9.1)	(19.7)	(14.5)

참고: 미국 ISM 제조업 신규주문 지수는 1국면(40→62로 16개월 지속), 2국면(49→70로 10개월 지속), 3국면(27→64로 17개월 지속)으로 진행되었음

자료: Thomson Reuters, 삼성증권

그림 43. 업종별 valuation과 최근 성과

Sector	12개월 예상 P/B (배)			12개월 예상 P/B (배, 시장대비)			12개월 예상 P/E (배)			12개월 예상 P/E (배, 시장대비)			상대 수익률 (%p)			
	현재	-1SD	평균	현재	-1SD	평균	현재	-1SD	평균	현재	-1SD	평균	1개월	3개월	연초이후	
MSCI Korea	1.0	1.1	1.3				9.2	7.4	9.1				1.3	5.3	8.9	
금융	은행	0.5	0.7	1.1	0.5	0.6	0.8	5.9	6.1	7.8	0.6	0.7	0.8	(1.2)	(8.7)	(7.2)
	보험	1.0	1.1	1.5	1.1	0.9	1.1	11.3	10.1	12.3	1.2	1.1	1.3	0.8	3.2	1.3
	증권	0.8	0.8	1.1	0.8	0.7	0.9	12.8	9.3	11.2	1.4	1.0	1.2	2.9	(0.0)	3.5
경기소비재	소매	0.9	0.8	1.2	0.9	0.6	0.9	10.6	8.6	10.5	1.2	0.9	1.1	0.5	(5.7)	(18.3)
	자동차 및 부품	1.1	0.9	1.2	1.2	0.7	0.9	6.2	6.2	8.0	0.7	0.7	0.8	(6.4)	(7.0)	(6.9)
IT	IT 하드웨어	1.4	1.4	1.7	1.4	1.1	1.3	9.5	7.1	11.2	1.0	0.9	1.2	5.1	8.0	15.8
	(삼성전자)	1.7	1.3	1.7	1.7	1.0	1.4	9.4	7.5	10.4	1.0	0.9	1.1	7.7	11.8	19.6
	(삼성전자 제외)	1.1	1.0	1.2	1.1	0.8	1.0	14.0	7.4	14.1	1.5	0.8	1.4	(3.1)	(3.9)	4.0
	소프트웨어	3.3	3.4	5.1	3.4	2.9	3.8	15.7	14.6	18.8	1.7	1.6	2.0	(5.1)	(5.5)	(6.3)
소재	철강/금속	0.8	0.8	1.0	0.8	0.7	0.8	9.3	5.6	7.8	1.0	0.7	0.8	(1.1)	(3.9)	(6.9)
	화학	1.3	0.8	1.3	1.3	0.6	1.0	10.8	6.0	8.3	1.2	0.7	0.9	(2.0)	(7.7)	(18.4)
에너지	에너지	1.0	0.9	1.3	1.1	0.8	1.0	8.4	6.1	8.6	0.9	0.6	0.9	(6.6)	4.4	1.9
산업재	건설	1.1	0.8	1.4	1.1	0.7	1.0	11.0	6.7	10.2	1.2	0.8	1.0	(5.8)	(6.8)	(16.1)
	운송	1.5	0.5	0.9	1.5	0.4	0.7	14.0	2.9	16.7	1.5	0.4	1.6	(2.5)	(6.9)	(0.5)
	조선/기계	1.0	0.7	1.5	1.0	0.7	1.1	10.1	6.4	9.3	1.1	0.7	1.0	(4.0)	(12.7)	(8.0)
필수소비재	필수소비재	2.0	1.6	2.0	2.0	1.2	1.6	18.6	10.2	13.3	2.0	1.2	1.4	6.4	6.5	15.6
헬스케어	헬스케어	2.7	1.5	2.1	2.7	1.1	1.6	19.8	9.9	13.9	2.2	1.1	1.5	(0.9)	(1.8)	9.7
유저리티	유저리티	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	47.1	4.2	14.7	5.1	0.5	1.5	15.8	15.6	10.7
통신	통신	0.8	1.0	1.3	0.8	0.7	1.0	8.3	7.6	8.8	0.9	0.8	1.0	(5.8)	9.0	(10.6)

참고: 2003년 이후 월간 성과 대상; 10월 9일 기준

자료: KRX, WiseFn, 삼성증권

## 구조적 우려가 우선인가? 평균으로 회귀가 우선인가?

### Top picks: 하나금융지주, LG화학

#### 은행, 장기적 ROE 하락 추세

구조적 우려와 평균회귀 갈등의 첫 섹터는 장기적인 ROE 하락에 직면해 있는 은행이다. 매크로 불확실성 증가 및 가계부채의 디레버리징으로 인해 대출 성장이 5% 미만에 머물 가능성이 높고, 자산건전성 악화 과정에서 credit cost도 경상적 수준으로 떨어지기 어렵기 때문이다. 특히, 경기둔화에 따른 충격을 완화하기 위해 우량해진 은행의 공적 기능 강화 부담은 수익성 악화로 이어질 전망이다. 하우스푸어 등의 문제를 완화시키기 위해 고려되는 주택담보대출에 대한 프리워크아웃 제도나 트러스트앤 리스백 등이 대표적 사례로 이들 정책은 은행의 전전성 리스크를 감소시키는 대신 마진을 떨어뜨릴 것으로 예상된다<sup>8</sup>.

#### 추가적인 조정 리스크는 제한적

하지만 지난 2008~09년, 극심한 조정을 야기했던 펀더멘털 리스크는 상당 부분 축소된 만큼 downside 여력은 제한적이라 판단된다. 1) 외화 유동성을 외환보유고 증대 및 외채 만기의 장기화 등을 통해 안정성을 높였고, 2) 지속적인 구조조정 등을 통해 자산건전성이 크게 훼손될 잠재적 우려 요인은 상당 부분 제거되었다고 판단되며, 3) 자본적정성 비율은 Basel III가 도입되더라도 훼손이 거의 없을 정도로 우량하다. 결국 은행업종은 매크로 회복세가 핵심 동인이 될 것이다. 우리는 2013년 경기회복이 가시화될 경우 상대적으로 성장성이 부각되는 은행주의 경우 주가의 평균회귀가 빠르게 나타날 것으로 본다.

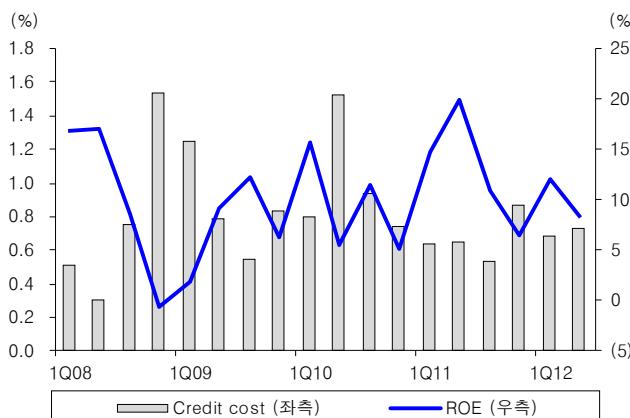
#### 중국 성장 패러다임 변화

한편 동일한 시각에서 중국 고정투자 관련주에 대해서도 선별적 관심이 요구된다. 중국은 지난 10년간 수출과 고정자산투자를 중심으로 양적 성장에 성공했다. 그러나 기존 성장전략의 한계점도 노출했다. 이는 선진국의 저성장 장기화, 부동산 투자 조정, 그리고 투자의 효율성 저하 가능성 때문이다. 지속 가능한 성장과 과거 고속성장 과정에서 누적된 내부적인 부작용 해소를 위해, 민간소비와 서비스업 중심으로의 성장 방식 전환 필요성이 더욱 커졌다. 이 과정에서 기존 성장동력인 투자의 역할 감소에 따른 잠재성장을 둔화 등의 모습이 부각될 것으로 예상된다.

#### 중국 투자관련주 트레이딩 기회 있을 것

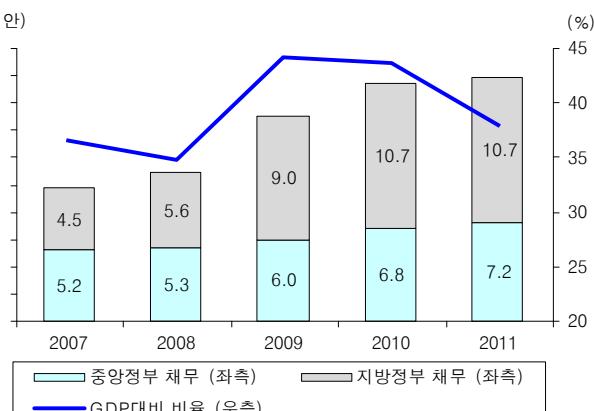
그러나 단기적(2013년 1~2분기 중)으로는 제한적인 수준의 중국 고정투자관련주의 반등을 기대한다. 중국의 새지도부가 추진할 개혁/구조조정이 경제성장 급락을 촉발하지 않는 범위에서 2013년 하반기부터 본격화될 가능성이 높아 보이기 때문이다. 이 과정에서 금융시장은 방어적인 경기부양 기대와 정치적 불확실성 완화/해소에 따라 관련주의 반등을 기대할 수 있다. 그러나 지방정부 부실문제 대응과 성장전략 변화가 하반기로 갈수록 구체화될 것이며, 이로 인해 중국 내 고정자산투자는 점차 위축될 가능성이 높아 보인다. 따라서 공급과잉의 그림자가 남아있는 인프라 관련주는 선별된 트레이딩에 국한해야 할 것이다<sup>9</sup>.

그림 44. credit cost vs ROE\*



참고: 연율화; \* 당사 커버리지 기준; 1Q12 하나금융 부의영업권 제외  
자료: 금감원, 각 사, 삼성증권

그림 45. 중국, 중앙 및 지방정부 채무 추이



자료: CEIC, 삼성증권 추정

<sup>8</sup> 2012년 10월 11일자, '은행업 분석 자료(김재우)' 참고

<sup>9</sup> 2012년 10월 17일자, '중국 방문기(신동석, 전종규, 이승훈)' 참고

### 어떤 Theme을 주목해야 하나?

#### (1) IT의 Broader recovery<sup>10</sup>

##### Top picks: SK하이닉스, LG전자, NHN

선두 업체의 고마진 지속은 어려워

2012년 IT업종은 세계경제둔화에 따른 전반적인 수요부진에도 불구하고, 가장 우수한 주가성과를 보여주었다. 그러나 그 이면은 업종 전반적인 강세라기 보다는 스마트폰 시장의 고성장을 주도한 소수의 글로벌 선두업체인 Apple과 삼성전자 및 이들의 주요 납품업체에 국한되었다. 때문에 일부에서는 향후 mobilization 흐름 지속에는 의견이 없지만 고가 스마트폰 성장의 둔화, 신흥시장 중심의 중저가 스마트폰 시장의 경쟁격화를 감안할 때, 일부 선도업체가 현재 향유하는 고마진은 지속되기 힘들 것이라고 우려하고 있다.

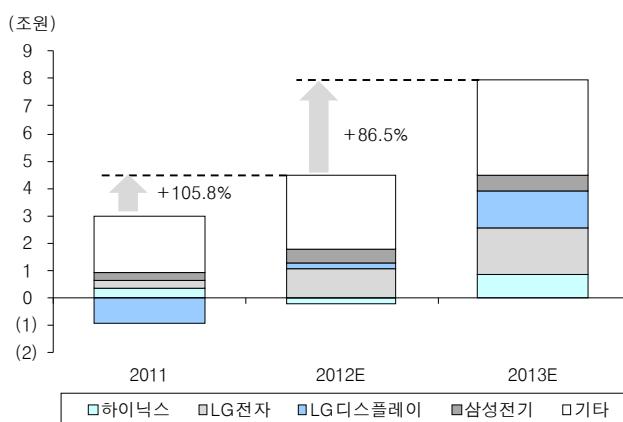
후발주자들이 참여하는 게임으로

하지만 선진국 경제의 디레버리징 압력지속에 따른 저성장/저금리기조 속에서 고성장을 시현할 수 있는 구조적 성장 스토리로서, 모바일시장 확대에 따른 수혜주에 대한 투자자의 관심은 증폭될 수 밖에 없을 것이다. 비록 소프트웨어 측면에서의 경쟁열위에도 불구하고, 짧은 제품 사이클에 빠르게 대응하는 경쟁력, 최고의 부품 원가 경쟁력 및 우수한 supply chain과 글로벌 유통력 등을 감안할 때, 한국 IT 기업들의 지속적인 선전이 기대된다. 다만 IT의 경쟁구도가 기존 리더들만의 소수 게임에서, 2013년은 가격 경쟁력을 갖춘 후발주자들의 참여가 가능한 시장으로 확대될 전망이다.

모바일 추세로 새로운 시장 창출

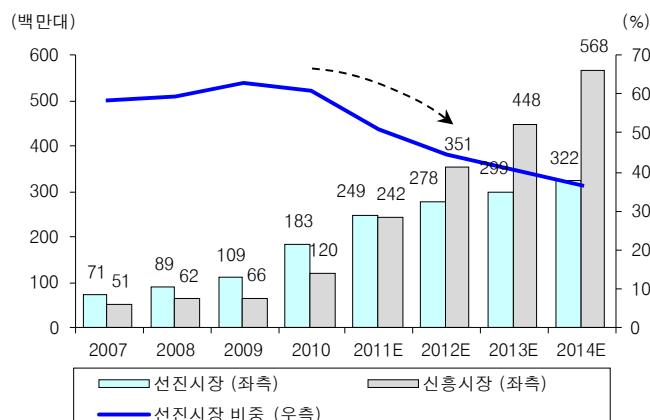
예를 들어 향후 예상되는 중/저가 스마트폰 시장의 급속한 확대는 현재 Apple의 부품업체에 대한 절대적인 가격협상력을 일부 약화시킬 소지가 있어 보이고, 현재 진행중인 주요부품산업의 구조조정 및 감산 추이(특히 메모리 산업군) 등도 내년에는 한국의 전반적인 IT업계에 긍정적인 요소로 작용할 것이라고 판단된다. 더불어 1990년/2000초반의 PC/Internet cycle에서 목격했듯이 현재의 스마트폰/tablet의 보급확대에 따른 모바일 추세는 향후 소프트웨어에 대한 수요를 급속히 확산시킬 것이다. 따라서 확산초기에 있는 모바일게임, 모바일 commerce 및 모바일 광고시장에 대한 지속적 관심도 필요하다.

그림 46. 삼성전자 외 Tech 커버리지 영업이익 전망



자료: 삼성증권 추정

그림 47. High-end 스마트폰 성장 둔화 vs. 신흥시장 비중 확대



참고: 선진시장 (북미, 서유럽, 일본, 한국시장)

자료: 삼성증권 추정

<sup>10</sup> 2012년 10월 4일 발간, 'Tech 섹터 분석 자료(황민성 외)' 참고

## (2) China Consumption 3.0<sup>11</sup>

### Top picks: CJ제일제당, 훨라코리아

#### 중국 소비 트렌드의 변화 예상

시진핑-리커창 차세대 지도부의 등장으로 중국의 산업구조는 세 번째 변화를 경험하게 될 것이다. 우리는 시진핑-리커창 체제의 개혁의 결과가 소비 트렌드에도 큰 변화를 가져올 것으로 보며, 이를 China Consumption 3.0으로 명칭한다. 중국 경제의 성장엔진 교체에 대한 논의는 이미 활발히 전개되어 왔다. 후진타오 집권 후반기부터 중국은 투자와 수출에서 내수소비와 서비스산업으로의 산업체질 전환을 친명해왔다. 다만, 시진핑-리커창 신지도부 체제하에서 다시 한번 성장엔진 교체에 방점을 두는 이유는 과거청산, 구조조정과 맞물려 내수소비시장만이 절실한 버팀목이 될 것이기 때문이다.

#### 내수소비성장은 절실한 과제

중국의 슈퍼 인프라 사이클은 20년 사이클로 마무리되었다. 그 동안 중국의 과도한 인프라의존 성장 결과는 1) 후진타오-원자바오 지도부의 균형발전론이 추동한 서부와 내륙 대개발사업 과정의 과도한 고정자산투자와 2) 지난 2008년 미국의 서브프라임 사태를 극복하기 위한 4조 위안 정부의 부양패키지를 발동한 예기치 못한 조합이 결합된 이례적인 현상에 불과하다. 산업재 소재의 방만한 과잉투자는 이제 더 이상 방치되기 어렵다. 때문에 중국 내수소비시장 성장은 시진핑-리커창 지도부 등장과 함께 트렌드에서 절실한 과제가 되었다.

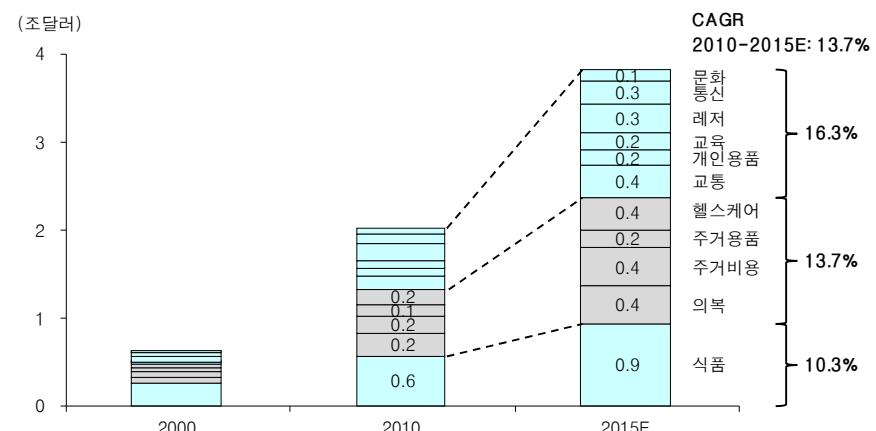
#### 중간소득층과 중고소득층으로 소비분화

중국 내수소비시장의 성장을 3단계로 나눈다면 1) 장쩌민-주룽치 시대의 필수소비재 탈퇴와 2) 후진타오-원자바오 시대의 1<sup>st</sup> 내구 소비시대를 넘어, 3) 시진핑-리커창의 Double-peak소비의 심화단계로 접어들 것이다. 향후 10년 동안 중국의 소비 양극화 구조가 더욱 공고(鞏固)해 질 것을 의미한다. 향후 10년 동안 중국 도시 소비인구의 메인스트림은 변화할 것이다. 소득 분포는 2,000달러-5,000달러 3억명과 5,000달러-12,000달러의 중간소득층과 4.3억명의 중고소득층으로 분화할 것을 예상한다. 이는 소비품목별로 성장의 폭과 질이 차별화되는 소비시장의 합정과 기회가 공존하게 됨을 의미한다.

#### W · B · S

우리가 주목하는 차이나 Consumption 3.0의 주인공은 5,000달러-12,000달러 시장을 개척하는 W(Women) · B(Baby & Kids) · S(Silver) 그룹의 문화/ 레저/ 화장품/ 패션/ 온라인쇼핑 In-bound/ 스마트디바이스/ 교육/ 게임 컨텐츠/ 헬스케어/ 커피/ 음료산업 등이다. 스마트해진 중국 소비자들에게 가치를 어필할 수 있는 브랜드 · 유통망 구축을 통한 변화의 주도권을 쥐는 기업에게 기회가 있게 될 것이다.

그림 48. 중국 소비품목별 성장 전망



자료: 중국 국가통계국, 삼성증권 추정

<sup>11</sup> 2012년 7월 23일자, '2012, 어제의 중국은 없다(전종규)' 참고

(3) 가구유형변화와 기회요인<sup>12</sup>

## Top picks: 하이마트

1인 가구는 1980년 대비 10배 이상 증가

2010년에 실시된 인구주택총조사에 따르면 한국의 총가구수는 1,733만 가구로 1인, 2인, 3인, 4인 가구가 각각 24%, 24%, 21%, 23%를 차지하는 것으로 집계되었다. 30년 전인 1980년과 비교하여 달라진 점은 한국의 가구구조의 중심이 4인 이상 가구에서 1, 2인 가구로 이동했다는 점이다. 1980년에 비해 4인이상 가구의 비중은 69.9%에서 30.6%로 감소한 반면, 1인 가구 비중은 4.8%에서 23.9%로 증가하였다. 1인 가구 수는 가구 수 기준으로 10배 이상 증가한 셈이다.

1인 가구 증가는 장기 트렌드

통계청은 한국의 1인 가구 비율이 2021년까지 지속적으로 상승하여 30% 수준에 도달할 것으로 예상하고 있다. 선진국의 1인가구 비율이 보통 30% 이상이고 인구구조 등에서 한국보다 15년 정도 앞서가는 일본의 경우도 2005년 기준으로 전체가구 대비 1인가구의 비율이 약 29.4%에 이르는 점을 감안하면 통계청의 전망은 개연성이 높은 수치라는 판단이다. 통계청은 또한, 1인 가구가 향후 10년간 매년 약 3~4% 증가하여, 매년 0.2% 증가하는 전체 인구 성장률을 크게 앞지를 것으로 예상하였다.

젊은 독신자도 소폭이나마 증가할 전망

통계청은 향후 10년 간 30대의 1인 가구는 정체될 것으로 예상한 반면, 20대 1인 가구는 소폭이나마 증가할 것으로 예상하였다. 20대 1인 가구 수는 20대 인구 감소에도 불구하고, 1인 가구 비율 상승으로 높아질 것으로 예상했기 때문이다. 우리는 통계청이 현재 진행 중인 만혼현상이 확대되어 20대에 결혼으로 가정을 꾸리는 비율이 매우 낮아질 것으로 예상했다고 판단하는데, 이 경우, 젊은 독신자들을 대상으로 한 소비재 제품의 수요도 증가할 수 있을 것으로 예상한다.

노년층의 1인 가구도 증가 예상

2010년 기준 1인 가구는 아직도 20, 30대 젊은 층 비중이 38%로 60대 이상 노년층의 32%에 비해 높은 편이다. 그러나, 10년 전과 비교하면, 전반적으로 고령층의 1인 가구 비중이 높아졌다. 향후 10년 동안에는 60대 1인 가구 증가율이 높을 것을 예상할 수 있는데, 고령화와 이혼율, 만혼현상 등이 연령별 1인 가구 비중을 결정하는 요소이다. 향후 10년 동안 60대와 70대의 1인 가구는 각각 86%, 91% 증가할 전망이고, 그 결과 1인 가구 중 60세 이상이 차지하는 비중은 현재의 32%에서 2020년 41%로 높아질 전망이다.

한국의 인구 성장 정체는 소비재 기업 성장의 제약 요인일뿐만, 이상과 같은 가구구조 변화는 새로운 성장동력으로 작용할 전망이다. 즉 전체 인구를 대상으로 하는 소비재 제품은 판매량 성장을 기대하기 어렵지만, 1인 가구에 특화한다면, 3~4% 수준의 견조한 판매량 성장을 기대할 수 있음을 의미한다.

그림 49. 1인 가구의 비율 전망

(천가구)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
전체	17,951	18,206	18,458	18,705	18,948	19,187	19,421	19,650	19,878	20,106	20,334	20,548	20,748	20,937
1인 가구	4,539	4,714	4,889	5,061	5,230	5,398	5,563	5,722	5,877	6,028	6,175	6,315	6,443	6,561
2인 가구	4,527	4,683	4,837	4,991	5,143	5,295	5,448	5,602	5,759	5,915	6,069	6,221	6,373	6,523
3인 가구	3,830	3,886	3,938	3,988	4,035	4,078	4,119	4,156	4,188	4,219	4,250	4,276	4,300	4,321
4인 가구	3,760	3,681	3,601	3,522	3,443	3,364	3,283	3,203	3,126	3,052	2,981	2,909	2,837	2,767
5인 이상	1,295	1,243	1,192	1,144	1,097	1,052	1,009	967	929	893	859	827	796	766
1인 가구 비율 (%)	25.3	25.9	26.5	27.1	27.6	28.1	28.6	29.1	29.6	30.0	30.4	30.7	31.1	31.3

자료: 통계청

<sup>12</sup> 2012년 10월 8일 발간, '가구유형변화와 소비재 산업' 참고

### 대형주인가? 중소형주인가?

#### 국면 별 초과수익률 분포의 차이

지금까지의 논리는 대체로 대형주에 대한 투자 아이디어이다. 하지만 2013년  $\alpha$ (알파) 창출에서 중요한 부분 중 하나는 중소형주 전략이 될 것이다. 아래에 소개돼 있는 전종목의 KOSPI 대비 성과 분포도를 참고하기 바란다. 매크로의 불확실성이 클수록 상장기업의 상대 수익률의 분포는 첨도(尖度, kurtosis)와 왜도(歪度, skewness)가 높게 나타났다. 대표적인 사례가 2003년이다. 당시는 IT버블 붕괴의 후유증과 내부적으로는 카드채 사태 등 신용경색 등으로 리세션이 진행 중이었다. 그러나 미국의 이라크 공격을 계기로 글로벌 각국의 경기부양에 공조하면서 주식시장이 상승추세로 전환하는데 성공했다.

#### 경기회복 초기에는 대형주 상대 우위

그러나 이러한 국면에서 투자자들의 강세장에 대한 신뢰는 높지 않다. 때문에 편중된 수익률 분포를 보였다. 즉 KOSPI 대비 underperform하는 주식들의 비중이 훨씬 많았고, Outperform하는 종목이 소수이었다. KOSPI 상승기여도 상위 10종목의 비중을 보면 2003~04년에는 63~74%로 매우 높게 나타났는데, 상대적으로 경쟁력이 높은 기업일 가능성이 높은 대형주로 투자자들의 관심이 집중됐음을 뜻한다. 하지만 2004년 중반에서 2005년으로 넘어가면서 확실성이 완화되면서 수익률은 상대적으로 더 넓게 분포가 되고 첨도 또한 떨어지는 경향을 보였다. 대형주의 지배력도 떨어졌다.

#### 2차 경기 회복기는 중소형주가 우위

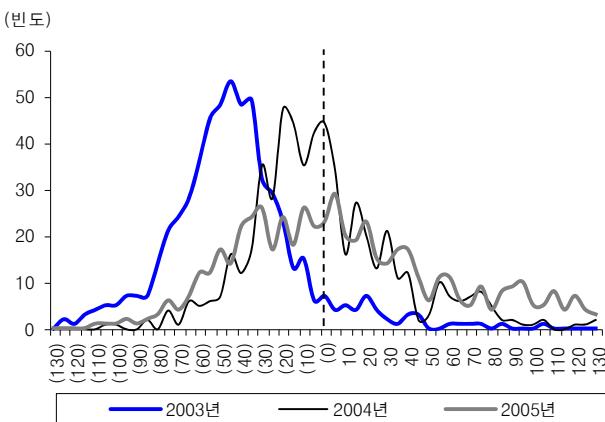
즉 불확실성이 클수록 대형주의 초과수익달성이 가능성이 높고, 반대의 경우는 중소형주의 성과가 상대적으로 양호했음을 보여주는 것이다. 2013년에는 KOSPI 대비 상대 수익률 분포의 첨도와 왜도가 직전 3개 년도에 비해 떨어질 것으로 예상한다. 이는 보고서의 전반부에서 다룬 바와 같이 위험에 대한 민감도가 하락하며 밸류에이션의 재평가가 나타날 가능성을 기대하기 때문이다. 따라서 대형주보다는 중소형주의 상대적 선전이 가능할 전망이다. 특히 시장의 왜곡된 시각이 교정되면서 초과수익을 시현하는 종목들이 출현할 것으로 본다. 다만 이와 같은 접근에서 한가지 주의할 점이 있다.

#### 2013년 대형주는 압축 선별 필요

'초과수익'의 관점에서 중소형주가 비교 우위를 점할 수 있음을 주장하는 것이지, 대형주 랠리에서 소외된다는 것이 아니다. 대신 대형주의 경우 전략 종목 위주로 압축 대응이 필요하다는 의견이다. 위에서 지적한 바와 같이 2003~04년에 비해 중소형주가 선전했던 2005년의 경우 KOSPI에 기여한 상위 10위 종목의 비중은 감소했던 점을 참고할 수 있다. 2009~10년 사이 각각 52%와 45%로 과거와 비교할 때 기여도 상위 10위 종목의 영향이 완화되는 듯하였으나, 2012년에는 9월말까지 기준으로 볼 때 63%로 다시 높아졌다. 이는 상반기까지 계속된 유로존 위기 등의 영향이라 보인다.

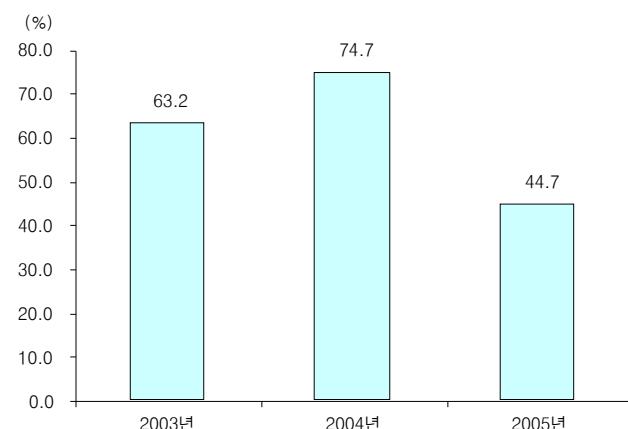
따라서 2013년에는 선별 압축된 대형주로 포트폴리오의 골격을, 중소형주로는 균형을 만들어야 한다.

그림 50. KOSPI 대비 전종목의 상대성과 분포 (2003~05년)



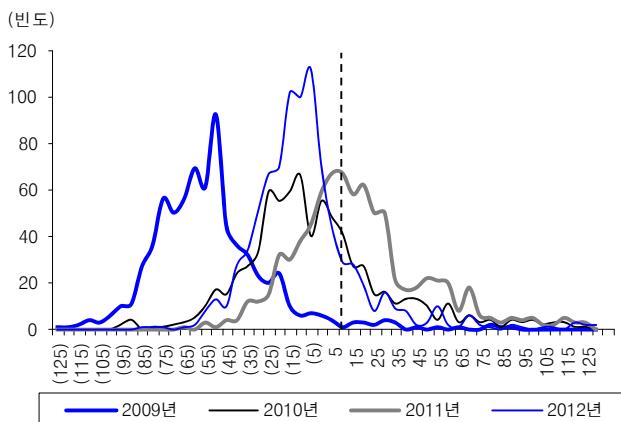
자료: KRX, 삼성증권

그림 51. KOSPI 상승 기여도 상위 10위 종목의 비중 (2003~05년)



자료: KRX, 삼성증권

그림 52. KOSPI 대비 전종목의 상대성과 분포 (2009~12년)



자료: KRX, 삼성증권

그림 53. KOSPI 상승 기여도 상위 10위 종목의 비중 (09,10년, 12년)

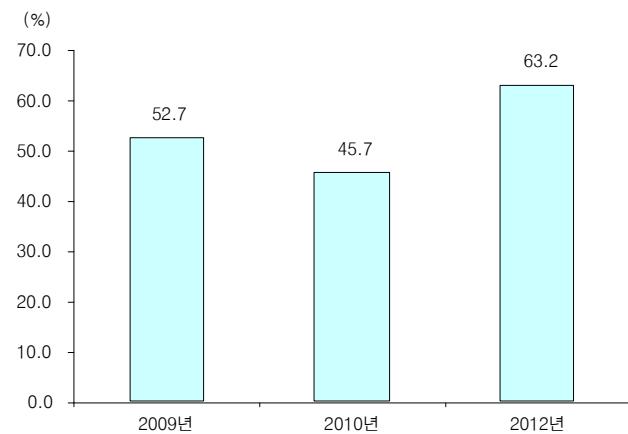
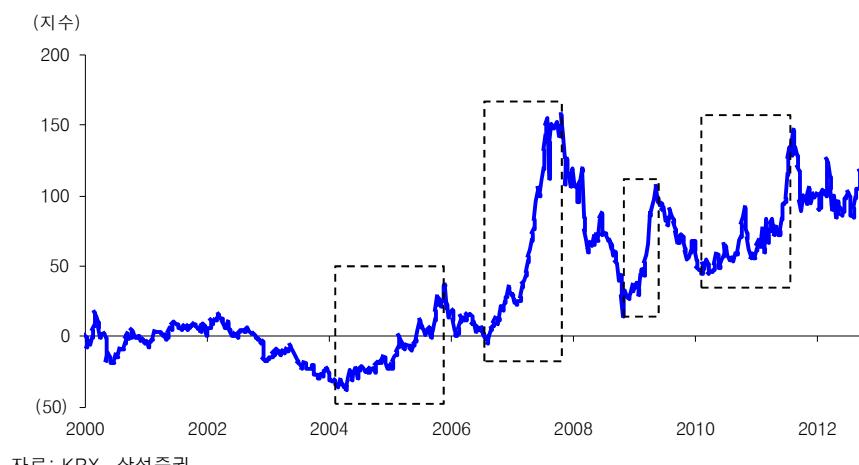
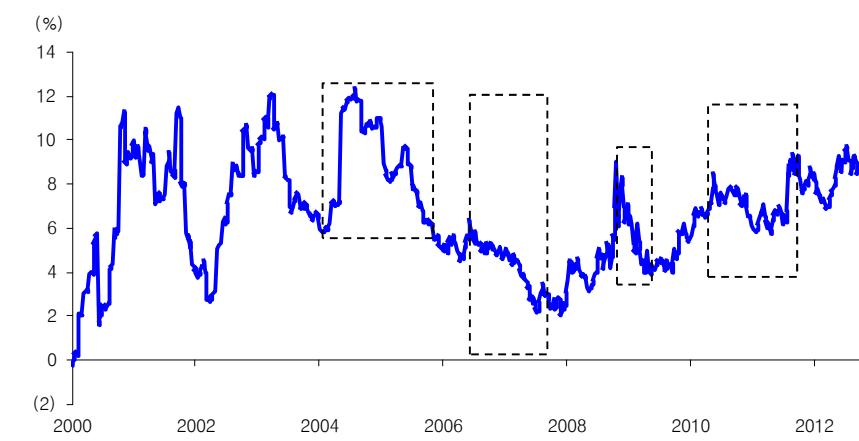
참고: 2010년 KOSPI 하락으로 제외, 12년은 9월말 기준  
자료: KRX, 삼성증권

그림 54. 대형주대비 중소형주 상대수익률



자료: KRX, 삼성증권

그림 55. Yield spread



자료: Thomson Reuters, 삼성증권

## ■ 목차

1. 중요한 시험대에 오른 2013년	p2
2. 주가 결정요인과 환경	p8
3. 적정 KOSPI 전망	p15
4. 투자아이디어와 $\alpha$ 찾기 Cyclical > Defensive 구조적 우려 < 평균 회귀 3가지 Theme 대형주 < 중소형주	p18
5. Top 10 picks 소개	p27
6. 2013년 모델 포트폴리오	p48

## 2013년 Top 10 picks 소개와 모델 포트폴리오

### Top 10 picks

다음은 이상의 투자아이디어를 바탕으로 선정된 2013년 Top 10 picks에 대한 담당 애널리스트의 분석이다. 한편 본 보고서 후반에는 2013년 모델 포트폴리오를 제시한다. 여기에는 Top 10 picks가 포함되며, 기타 섹터 별 핵심 종목들과 섹터 비중 배분 전략이 제시된다.

그림 56. 2013년 Top picks 요약

코드	주가	주가 (원)	시가총액 (십억원)	P/E (13년, 배)	P/B (13년, 배)	EV/EBITDA (13년, 배)	EPS 성장률 (13년, %)	EBITDA 성장률 (13년, %)	ROE (13년, %)
A005930	삼성전자	1,298,000	191,195	8.4	1.4	3.4	11.9	11.4	16.4
A005380	현대차	225,000	49,562	6.7	1.2	4.8	12.4	12.2	17.4
A086790	하나금융지주	31,000	7,535	5.5	0.4	n/a	(33.5)	n/a	8.0
A051910	LG화학	294,000	19,484	10.1	1.8	6.1	18.7	20.3	17.3
A000660	SK 하이닉스	24,300	16,867	10.5	1.6	3.6	흑자전환	흑자전환	14.9
A066570	LG전자	75,700	12,388	8.8	0.9	4.1	109.5	70.4	10.2
A035420	NHN	247,500	11,912	19.7	4.3	11.3	29.8	28.9	21.8
A097950	CJ제일제당	340,000	4,447	12.3	2.3	10.1	18.6	33.1	18.7
A081660	휠라코리아	63,000	626	6.9	1.2	5.2	7.9	8.7	17.4
A071840	하이마트	75,400	1,780	11.4	1.1	7.5	40.8	24.0	9.6

참고: 2012년 10월 30일 기준

자료: KRX, 삼성증권

# Company Update



황민성  
Analyst, 홍콩 현지법인  
ms.hwang@samsungfn.com  
+852 3411 3719

유의형  
Research Associate  
e.yoo@samsung.com  
02 2020 7807

## AT A GLANCE

	SELL	HOLD	BUY
목표주가	1,550,000원		
현재주가	1,300,000원		
Bloomberg code	005930 KS		
시가총액	209.1조원		
Shares (float)	147,299,337주 (71.1%)		
52주 최저/최고	935,000원/1,410,000원		
60일-평균거래대금	4,100.6억원		
One-year performance	1M 6M 12M		
삼성전자 (%)	-3.6 -6.7 +31.0		
Kospi 지수 대비 (%pts)	+1.3 -2.5 +31.6		

## KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	1,550,000	1,550,000	-
2012E EPS	137,420	137,420	-
2013E EPS	153,781	153,781	-

## 삼성전자 (005930)

### 계속되는 Re-rating

#### WHAT'S THE STORY?

**Event:** 지난 5월 고점 이후 삼성전자 주가는 시장전망치를 상회하는 호실적에도 KOSPI 대비 5% 포인트 Underperform 하였음.

**Impact:** 삼성전자는 시가총액 1위임에도 대표적인 성장주로, 스마트폰 시장의 성장둔화 및 경기둔화와 함께 MSCI NJA 시장 대비 14% 할인되고 있음. 하지만, 범용화되는 스마트폰 시장에서 물량의 확대로 이익유지 가능하고, 특히 올해 연말을 전후하여 경기회복에 민감한 반도체의 회복으로 또 한 번의 Re-rating을 기대하게 함.

**Action:** BUY 투자의견과 목표주가 155만원을 유지.

#### THE QUICK VIEW

**Why we like this company:** 삼성전자는 시가총액 200조원이 넘는 규모에도 여전히 대표적인 성장주이다. 경기부진으로 인한 교체수요의 둔화에도 스마트폰을 중심으로 2010년 이후 두 자릿수의 매출증가를 유지하고 있다. 반도체의 경우, 메모리 사업은 수요의 성장이 둔화되고 있지만, 로직반도체는 2010년 대비 두 배의 매출 성장을 보이고 있다. 패널의 경우 OLED의 성장이 기대 이하이지만, 독점에 가까운 기술 지배력을 보이고 있다. 특히 스마트폰의 성장과 함께 개선되는 브랜드 효과와 부품파의 시너지, 그리고 유통력은 향후 태블릿 등 컴퓨팅 부문에서 또 한 번의 성장을 기대하게 한다. 이러한 과정에서 삼성의 이익은 극심한 변동성을 벗어나 더욱 유지가능한 상태가 되었다. 따라서, ROE는 이전 Peak 때 보다는 낮아졌지만, 오히려 시장대비 Valuation의 디스카운트를 점진적으로 줄여 Re-rating되는 과정에 있다.

**Catalyst foreseen in 2013:** 당사는 스마트폰 시장이 범용화 되어 다시 물량중심으로 성장할 것으로 예상하며, 삼성전자의 스마트폰 판매량은 2012년 210백만대에서 2013년 280백만대로 시장 대비 가장 초과 성장할 것으로 기대한다. 삼성전자 주가는 상반기 MSCI 시장대비 Valuation 프리미엄을 받았지만, 현재는 디스카운트 되어있다. 상반기가 휴대폰의 둔화에 대한 우려로 Valuation 프리미엄이 빠지는 과정이었다면, 하반기에는 시장 ROE가 하락하는 과정에서 삼성전자의 이익 기대치는 오히려 상승하며 상대적으로 디스카운트 되는 상황이다. 올해 연말을 전후하여 경기의 회복과 함께 경기에 민감한 반도체의 회복은 또 한 번의 Re-rating을 기대할 수 있는 이유이다. 당분간 이벤트성 이슈들로 인한 시장의 변동성이 다시 확대될 것으로 예상되지만, 2013년 전망에 기반하여 주가 약세 시 비중을 확대하는 기회로 활용하는 것이 바람직하다.

**Recommendation with valuation comment:** 절대적인 기준에서 삼성전자의 이익창출능력에 비해 P/E 8배는 저평가로 볼 수 밖에 없다. 타업종 대비 상대적으로, 지난 10년간 삼성전자의 이익창출 능력은 평균 이상이나 Valuation은 평균 이하이다. MSCI NJA 지수와 비교해 보았을 때, 삼성전자의 ROE 대비 P/B는 현재 13.8% 할인수준이다. 지난 5년간 반도체/LCD 업체로서 시장 대비 평균 16.9% 할인된 점을 감안할 때, BUY 투자의견과 목표주가 155만원을 유지한다.

#### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2010	2011	2012E	2013
매출액 (십억원)	154,630	165,002	198,507	222,69
순이익 (십억원)	16,147	13,734	24,201	27,06
EPS (adj) (원)	90,847	77,506	137,420	153,78
EPS (adj) growth (%)	64.5	(14.7)	77.3	11.
EBITDA margin (%)	19.9	18.6	25.8	25.
ROE (%)	19.9	14.4	21.3	19.
P/E (adj) (배)	11.4	16.7	9.4	8.
P/B (배)	1.6	2.1	1.7	1.
EV/EBITDA (배)	5.1	5.3	3.9	3.
Dividend yield (%)	1.0	0.4	0.8	0.

자료: 삼성증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>매출액</b>	<b>138,994</b>	<b>154,630</b>	<b>165,002</b>	<b>198,507</b>	<b>222,694</b>
매출원가	98,945	102,667	112,145	127,958	143,427
<b>매출총이익</b>	<b>40,049</b>	<b>51,964</b>	<b>52,857</b>	<b>70,549</b>	<b>79,267</b>
(매출총이익률, %)	28.8	33.6	32.0	35.5	35.6
판매 및 일반관리비	28,471	35,342	37,402	42,379	47,519
<b>영업이익</b>	<b>11,523</b>	<b>17,297</b>	<b>16,250</b>	<b>28,388</b>	<b>31,965</b>
(영업이익률, %)	8.3	11.2	9.8	14.3	14.4
순금융이익	(147)	(23)	62	375	573
순외화이익	(192)	0	0	(12)	(12)
순지분법이익	1,400	2,267	1,399	1,399	1,399
기타	(75)	(212)	(551)	(64)	(262)
<b>세전이익</b>	<b>12,510</b>	<b>19,329</b>	<b>17,159</b>	<b>30,086</b>	<b>33,663</b>
법인세	2,335	3,182	3,425	5,885	6,601
(법인세율, %)	18.7	16.5	20.0	19.6	19.6
순이익	10,230	16,147	13,734	24,201	27,063
(순이익률, %)	7.4	10.4	8.3	12.2	12.2
<b>영업순이익*</b>	<b>9,478</b>	<b>15,456</b>	<b>13,186</b>	<b>23,380</b>	<b>26,163</b>
(영업순이익률, %)	6.8	10.0	8.0	11.8	11.7
EBITDA	23,816	30,746	30,690	51,233	55,870
(EBITDA 이익률, %)	17	20	19	26	25
EPS (원)	60,129	94,905	80,726	142,246	159,067
수정 EPS (원)**	55,710	90,848	77,506	137,420	153,781
주당배당금 (보통, 원)	8,000	10,000	5,500	10,500	10,500
주당배당금 (우선, 원)	8,050	10,050	5,550	11,550	11,550
배당성향 (%)	12.3	9.5	6.2	6.8	6.1

참고: \* 일회성 항목 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 항목 제외

자료: 삼성전자, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>유동자산</b>	<b>62,069</b>	<b>61,403</b>	<b>71,502</b>	<b>88,071</b>	<b>113,360</b>
현금 및 현금등가물	10,836	9,791	14,692	18,679	27,534
매출채권	17,061	19,153	21,882	28,447	36,981
재고자산	9,981	13,365	15,717	18,908	22,690
기타	24,191	19,094	19,211	22,037	26,155
<b>비유동자산</b>	<b>56,212</b>	<b>72,886</b>	<b>84,129</b>	<b>92,718</b>	<b>96,342</b>
투자자산	9,007	11,375	12,428	15,028	15,668
(지분법증권)	5,524	8,335	9,204	11,321	11,887
유형자산	39,816	52,965	62,044	66,552	67,868
무형자산	891	2,779	3,355	3,575	3,730
기타	6,498	5,767	6,302	7,563	9,075
<b>자산총계</b>	<b>118,281</b>	<b>134,289</b>	<b>155,631</b>	<b>180,789</b>	<b>209,702</b>
<b>유동부채</b>	<b>37,719</b>	<b>39,945</b>	<b>44,319</b>	<b>44,588</b>	<b>48,623</b>
매입채무	8,234	9,149	10,277	11,304	11,870
단기차입금	7,614	8,430	9,654	12,550	15,060
기타 유동부채	21,871	22,366	24,389	20,734	21,693
<b>비유동부채</b>	<b>7,508</b>	<b>4,995</b>	<b>9,467</b>	<b>11,100</b>	<b>10,537</b>
사채 및 장기차입금	3,669	1,124	4,840	5,310	3,286
기타 장기부채	3,839	3,871	4,627	5,790	7,251
<b>부채총계</b>	<b>45,227</b>	<b>44,940</b>	<b>53,786</b>	<b>55,689</b>	<b>59,160</b>
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	6,652	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	64,261	85,015	97,543	120,254	144,957
기타	(4,983)	(4,726)	(5,244)	(5,361)	(5,361)
<b>자본총계</b>	<b>73,054</b>	<b>89,349</b>	<b>101,845</b>	<b>125,100</b>	<b>150,542</b>
순부채	(7,159)	(11,705)	(12,231)	(15,327)	(24,713)
주당장부가치 (원)	445,140	553,192	627,291	774,292	937,279

자료: 삼성전자, 삼성증권 추정

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>19,656</b>	<b>23,827</b>	<b>22,918</b>	<b>35,153</b>	<b>36,229</b>
순이익	10,230	16,147	13,734	24,201	27,063
유·무형자산 상각비	11,159	11,394	13,592	21,522	22,779
순외환관련손실 (이익)	(288)	0	0	12	12
지분법평가손실 (이익)	(822)	(2,267)	(1,399)	(1,399)	(1,399)
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>22,688</b>	<b>30,235</b>	<b>30,210</b>	<b>44,183</b>	<b>48,499</b>
순운전자본감소 (증가)	(3,032)	(5,668)	(4,057)	(8,655)	(11,697)
기타	(372)	(2,135)	(3,977)	(0)	(0)
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(14,424)</b>	<b>(23,985)</b>	<b>(21,113)</b>	<b>(31,768)</b>	<b>(29,351)</b>
설비투자	(8,070)	(20,391)	(21,586)	(25,000)	(23,000)
Free cash flow	11,586	3,436	1,332	10,153	13,229
투자자산의 감소(증가)	(1,670)	(128)	(101)	(1,419)	541
기타	(4,684)	(3,466)	575	(5,349)	(6,892)
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(3,948)</b>	<b>(152)</b>	<b>3,110</b>	<b>602</b>	<b>1,978</b>
차입금의 증가(감소)	(3,479)	1,702	3,758	3,395	4,504
자본금의 증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금	(871)	(1,918)	(875)	(827)	(1,602)
기타	402	64	227	(1,966)	(924)
<b>현금증감</b>	<b>2,021</b>	<b>(359)</b>	<b>4,900</b>	<b>3,987</b>	<b>8,856</b>
기말현금	8,815	10,150	9,791	14,692	18,679
기말현금	10,836	9,791	14,692	18,679	27,534

자료: 삼성전자, 삼성증권 추정

## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	14.6	11.2	6.7	20.3	12.2
영업이익	91.0	50.1	(6.1)	74.7	12.6
세전이익	90.2	54.5	(11.2)	75.3	11.9
순이익	73.7	57.8	(14.9)	76.2	11.8
영업순이익*	62.3	63.1	(14.7)	77.3	11.9
EBITDA	42.4	29.1	(0.2)	66.9	9.1
수정 EPS**	62.3	63.1	(14.7)	77.3	11.9
<b>비율 및 회전</b>					
ROE (%)	15.0	19.9	14.4	21.3	19.6
ROA (%)	9.2	12.8	9.5	14.4	13.9
ROIC (%)	12.8	16.2	12.8	18.3	17.1
순부채비율 (%)	(9.8)	(13.1)	(12.0)	(12.3)	(16.4)
이자보상배율 (배)	23.2	33.3	26.5	45.5	43.0
매출채권 회수기간 (일)	38.2	42.7	45.4	46.3	53.6
매입채무 결제기간 (일)	18.1	20.5	21.5	19.8	19.0
재고자산 보유기간 (일)	25.6	27.6	32.2	31.8	34.1
<b>Valuations (배)</b>					
P/E	11.5	8.8	16.7	9.4	8.4
P/B	1.4	1.5	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	5.4	4.8	5.3	3.9	3.4
EV/EBIT	7.6	6.2	11.5	6.5	5.6
배당수익률 (보통, %)	0.6	0.8	0.4	0.8	0.8

참고: \* 일회성 항목 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 항목 제외

자료: 삼성전자, 삼성증권 추정

# Company Update



윤필중  
Analyst  
p.yoon@samsung.com  
02 2020 7727

## AT A GLANCE

**SELL** **HOLD** **BUY**

<b>목표주가</b>	<b>298,000원 (33%)</b>
현재주가	224,500원
Bloomberg code	005380 KS
시가총액	54.0조원
Shares (float)	220,276,479주 (69.04%)
52주 최저/최고	203,500원/268,500원
60일-평균거래대금	1,266.0억원
One-year performance	1M 6M 12M
현대차 (%)	-10.9 -16.4 -1.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-6.7 -12.9 -1.3

## KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	298,000	298,000	+0%
2012E EPS	29,988	29,988	+0%
2013E EPS	33,699	33,699	+0%

## 현대차 (005380)

### 불확실성을 극복할 수 있는 저력

#### WHAT'S THE STORY?

**Event:** 동사의 2013년 예상 판매량은 아직 발표되지 않은 상황. 2012년 420만대서 약 10.7% 증가한 465만대를 예상. 브라질 공장 15만대와 연간 생산능력 30만대인 중국 3공장의 본격 가동 및 미국 공장의 shift 증가에 따른 5만대의 증가 효과만을 반영하였음

**Impact:** 이에 따라 매출단에 미치는 영향은 약 5.7% 내외라고 추정하는데 평균 환율 하락에 따른 영향을 배제하고 중국 판매를 제외한 설비 및 shift 증가에 따른 성장만을 반영한 수치임. 미국의 전체 수요 성장세가 2012년 대비 약 5% 내외로 둔화되리라 전망되는 가운데 유럽 및 중국에서의 수요 개선세가 가시화되지 않는다면 경쟁심화, 신차 출시 효과의 부재 및 환율하락에 따른 영향과 더불어 과거 3~4년간의 우호적인 영업환경이 2013년에도 지속되기는 어려운 상황이라 판단

**Action:** 그러나 상대적으로 1) 환율변동에 둔감하고 2) 인도를 제외한 주요 지역에서의 product mix가 우월한 점 등의 요인으로 실적 악화에 대한 부담감이 적으리라 판단

#### THE QUICK VIEW

**평균 환율 8.7% 하락 시 매출에 미치는 영향은 약 3%:** 2012년 1,150원에서 2013년 1,050원으로 하락 가정 시 약 3%(지분법으로 반영되는 중국 판매를 제외한 글로벌 출하량의 약 35%가 수출. 환율 하락 8.7%의 약 35%)의 매출 감소 효과가 발생할 수 있으나 product mix 및 고가 option 장착에 따른 ASP 상승 효과로 상쇄될 수 있다고 판단. 참고로 기아차의 경우 중국 판매를 제외한 수출 비중은 글로벌 출하량의 50%로서 4.4%의 매출 감소 효과

**상대적으로 높은 D세그먼트 이상의 판매비중:** 2012년 3분기 누적 기준 글로벌 판매 중 D세그먼트 이상의 판매 비중은 현대차가 17.7% 및 기아차가 13.8%. 그러나 인도를 제외한 주요 지역에서의 동 세그먼트의 비중은 현대차가 상대적으로 월등. 참고로 동사의 한국, 미국, 및 중국에서의 동 세그먼트의 판매 비중은 각각 35.7%, 39.1% 및 14.7%. 기아차는 각각 22.5%, 26.4% 및 12.3%임

**P/E 8배 수준까지의 매매전략은 여전히 유효하다고 판단:** 현재 2013년 추정 EPS 기준 P/E 6.5 배로 거래 중(보통주와 우선주 포함기준의 평균, 각각 5.7배 및 7.3배). 불확실성에도 수직계열화의 최상단에 위치한 업체로서 글로벌 인지도면에서 국내 업체 중 가장 경쟁력을 보유하고 있다는 점에서 현 수준의 수익성만 유지됨이 입증된다면 P/E 8배 (2013년 추정 EPS 기준 305,000원, 보통주와 우선주 포함기준의 평균) 수준까지의 매매전략은 여전히 유효하다고 봄. 기존의 목표주가는 298,000원과 BUY 투자의견 유지. 이는 2013년 수정 EPS 기준 P/E 7.9배 수준임(보통주와 우선주 포함기준의 평균).

#### ■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2010	2011	2012E	2013E
매출액 (십억원)	112,590	77,798	83,875	89,228
순이익 (십억원)	7,983	8,105	9,070	10,256
EPS (adj) (원)	18,836	26,632	29,988	33,699
EPS (adj) growth (%)	89.5	41.4	12.6	12.4
EBITDA margin (%)	13.1	16.5	16.9	17.3
ROE (%)	25.8	22.1	20.2	18.8
P/E (adj) (배)	7.5	8.5	7.5	6.7
P/B (배)	1.4	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA (배)	4.5	6.8	5.5	4.7
Dividend yield (%)	0.7	0.8	0.8	0.8

자료: 삼성증권 추정

## 손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>매출액</b>	<b>91,463</b>	<b>112,590</b>	<b>77,798</b>	<b>83,875</b>	<b>89,228</b>
매출원가	71,055	86,060	58,902	63,006	66,864
<b>매출총이익</b>	<b>20,408</b>	<b>26,530</b>	<b>18,896</b>	<b>20,868</b>	<b>22,364</b>
(매출총이익률, %)	22.3	23.6	24.3	24.9	25.1
판매 및 일반관리비	14,788	17,412	10,904	11,963	12,938
<b>영업이익</b>	<b>5,620</b>	<b>9,118</b>	<b>8,075</b>	<b>9,187</b>	<b>9,826</b>
(영업이익률, %)	6.1	8.1	10.4	11.0	11.0
순금융이익	(872)	(351)	(36)	20	125
순외화이익	268	330	0	(31)	(49)
순지분법이익	1,033	1,100	2,273	2,571	3,336
기타	(495)	255	135	(57)	(18)
<b>세전이익</b>	<b>5,555</b>	<b>10,452</b>	<b>10,447</b>	<b>11,691</b>	<b>13,220</b>
법인세	1,517	2,469	2,342	2,621	2,964
(법인세율, %)	27	24	22	22	22
순이익	4,043	7,983	8,105	9,070	10,256
(순이익률, %)	4.4	7.1	10.4	10.8	11.5
<b>지배주주순이익</b>	<b>2,973</b>	<b>5,441</b>	<b>7,656</b>	<b>8,567</b>	<b>9,688</b>
<b>영업순이익*</b>	<b>2,838</b>	<b>5,371</b>	<b>7,603</b>	<b>8,561</b>	<b>9,620</b>
(영업순이익률, %)	3.1	4.8	9.8	10.2	10.8
EBITDA	10,009	14,686	12,818	14,205	15,432
(EBITDA 이익률, %)	10.9	13.0	16.5	16.9	17.3
EPS (원)	14,164	27,963	28,390	31,770	35,927
<b>수정 EPS (원)**</b>	<b>9,941</b>	<b>18,815</b>	<b>26,632</b>	<b>29,988</b>	<b>33,699</b>
주당배당금 (보통, 원)	1,150	1,500	1,750	1,750	1,750
주당배당금 (우선, 원)	1,200	1,550	1,800	1,800	1,800
배당성향 (%)	10.7	7.6	6.3	5.6	4.9

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>13,959</b>	<b>16,822</b>	<b>4,132</b>	<b>5,650</b>	<b>6,266</b>
순이익	4,043	7,983	8,105	9,070	10,256
유·무형자산 상각비	3,583	3,883	2,335	2,534	2,336
순외환관련손실 (이익)	(483)	(167)	98	(57)	(73)
지분법평가손실 (이익)	(914)	(1,095)	(2,273)	(2,571)	(3,336)
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>9,110</b>	<b>13,873</b>	<b>15,023</b>	<b>9,166</b>	<b>9,335</b>
순운전자본감소 (증가)	4,848	2,949	(8,596)	(3,570)	(3,122)
이자손실(이익)	0	(1,364)	(1,173)	(373)	(373)
배당금수취	0	363	605	426	426
기타	0	1,001	(1,727)	0	0
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(7,165)</b>	<b>(17,664)</b>	<b>(7,116)</b>	<b>(3,933)</b>	<b>(3,683)</b>
설비투자	(3,253)	(5,784)	(2,790)	(1,434)	(1,361)
Free cash flow	10,706	11,038	1,342	4,216	4,904
투자자산의 감소(증가)	596	(2,087)	(3,250)	(445)	(471)
기타	(4,508)	(9,792)	(1,076)	(2,054)	(1,850)
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(4,251)</b>	<b>1,585</b>	<b>3,109</b>	<b>(1,460)</b>	<b>(745)</b>
차입금의 증가(감소)	(4,047)	2,591	3,981	(482)	(139)
자본금의 증가 (감소)	89	0	0	0	0
배당금	(277)	(659)	(458)	(480)	(478)
기타	(16)	(347)	(414)	(498)	(128)
현금증감	2,441	731	16	257	1,838
기초현금	6,218	8,660	6,216	6,232	6,489
기말현금	8,660	9,391	6,232	6,489	8,327

참고: \* 일회성 항목 제외

\*\* 원전 회석, 일회성 항목 제외

\*\*\* P/E valuation은 우선주 포함 기준

2010년까지는 K-GAAP 연결기준, 2011년부터는 IFRS 연결기준

자료: 현대차, 삼성증권 추정

## 대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>유동자산</b>	<b>36,786</b>	<b>43,520</b>	<b>48,926</b>	<b>52,118</b>	<b>57,016</b>
현금 및 현금등가물	8,660	6,216	6,232	6,489	8,327
매출채권	6,530	3,192	3,846	5,191	6,749
재고자산	11,695	5,491	6,238	7,173	8,249
기타	9,901	28,621	32,611	33,264	33,691
<b>비유동자산</b>	<b>39,823</b>	<b>51,194</b>	<b>60,554</b>	<b>61,356</b>	<b>62,349</b>
투자자산	5,910	10,177	13,819	14,264	14,735
(지분법증권)	3,896	6,909	11,709	11,943	12,182
유형자산	28,821	18,514	19,548	19,270	19,107
무형자산	3,708	2,652	2,660	2,568	2,503
기타	1,383	19,851	24,527	25,254	26,003
<b>자산총계</b>	<b>102,325</b>	<b>94,714</b>	<b>109,480</b>	<b>113,474</b>	<b>119,365</b>
<b>유동부채</b>	<b>43,255</b>	<b>31,445</b>	<b>33,184</b>	<b>30,997</b>	<b>30,186</b>
매입채무	8,315	6,353	6,666	6,866	7,072
단기차입금	12,949	8,328	7,650	6,709	6,038
기타 유동부채	21,991	16,765	18,847	17,421	17,076
<b>비유동부채</b>	<b>29,909</b>	<b>30,381</b>	<b>35,989</b>	<b>33,152</b>	<b>29,667</b>
사채 및 장기차입금	23,250	22,737	27,138	24,987	22,999
기타 장기부채	6,658	7,644	8,850	8,164	6,667
<b>부채총계</b>	<b>73,363</b>	<b>61,826</b>	<b>69,152</b>	<b>64,149</b>	<b>59,853</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>21,662</b>	<b>30,098</b>	<b>37,113</b>	<b>45,608</b>	<b>55,226</b>
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	5,793	3,901	4,114	4,114	4,114
이익잉여금	14,618	25,216	32,264	40,351	49,561
기타	(238)	(508)	(753)	(345)	63
비지배주주지분	7,299	2,790	3,215	3,717	4,285
<b>자본총계</b>	<b>28,962</b>	<b>32,888</b>	<b>40,328</b>	<b>49,325</b>	<b>59,512</b>
순부채	31,495	24,953	27,933	21,429	15,214
주당장부가치 (원)	66,174	101,083	126,889	158,516	194,176

## 재무비율

12월 31일 기준	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	14.7	23.1	n/a	7.8	6.4
영업이익	82.9	62.2	n/a	13.8	6.9
세전이익	272.4	88.2	n/a	11.9	13.1
순이익	270.1	97.4	n/a	11.9	13.1
영업순이익*	126.1	89.3	n/a	12.6	12.4
EBITDA	83.4	70.5	n/a	10.8	8.6
수정 EPS**	125.8	89.3	n/a	12.6	12.4
<b>비율 및 회전</b>					
ROE (%)	14.9	25.8	22.1	20.2	18.8
ROA (%)	3.9	8.1	7.9	8.1	8.8
ROIC (%)	6.8	12.0	9.2	10.1	10.2
순부채비율 (%)	108.7	75.9	69.3	43.4	25.6
이자보상배율 (배)	4.7	11.4	20.5	23.2	29.8
매출채권 회수기간 (일)	26.4	15.8	16.5	19.7	24.4
매입채무 결제기간 (일)	33.0	23.8	30.5	29.4	28.5
재고자산 보유기간 (일)	57.0	27.9	27.5	29.2	31.5
<b>Valuations (배)</b>					
P/E***	8.0	7.5	8.5	7.5	6.7
P/B	1.2	1.4	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.1	4.2	6.8	5.5	4.7
EV/EBIT	7.9	5.5	7.9	6.5	5.3
배당수익률 (보통, %)	0.5	0.6	0.8	0.8	0.8

# Company Update



김재우  
Analyst  
jaewoo79.kim@samsung.com  
02 2020 7848

## ■ AT A GLANCE

	SELL	HOLD	BUY
목표주가	47,000원 (+48.0%)		
현재주가	31,750원		
Bloomberg code	086790 KS		
시가총액	7.7 조원		
Shares (float)	243,049,763주 (91.7%)		
52주 최저/최고	30,450원/44,900원		
60일 평균거래대금	425.5억원		
One-year performance	1M 6M 12M		
LG전자 (%)	-6.8 -18.3 -20.6		
Kospi 지수 대비 (%pts)	-2.0 -14.7 -20.2		
<b>■ KEY CHANGES</b>			
(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY★★★ BUY★★★		
목표주가	47,000	47,000	+0%
2012E EPS	8,409	8,409	+0%
2013E EPS	5,591	5,591	+0%
2014E EPS	6,498	6,498	+0%

## 하나금융지주 (086790)

### 구조적 변화에 대한 기대

#### WHAT'S THE STORY?

**Event:** 하나금융은 은행 산업의 둔화 국면에서 외환은행 인수라는 구조적 변화를 통해 보다 주주가치를 효과적으로 증대, 차별화된 수익률을 보일 것으로 기대.

**Impact:** 외환은행 인수는 1) 유류자금 활용에 따른 ROE 개선, 2) 상호 보완을 통한 이익 개선, 3) 주식 교환을 통한 100% 지분 인수 시 추가적인 주주가치 증대를 가져올 것으로 전망.

**Action:** 동사에 대해 투자의견 BUY★★★ 및 은행주 top-pick 중 하나로 유지. FY13년 P/B 0.5배로 타행대비 할인율이 과도한 반면, 1) 자산건전성이 가장 양호, 상대적으로 잠재 리스크가 적고, 2) 외환은행 인수에 따른 ROE 개선 가능성 높으며, 3) 내년 이익 축적에 따른 100% 지분 인수 기대 증가 가능성에 기인.

#### THE QUICK VIEW

**구조적 변화를 통한 주주가치 증대:** 은행 산업의 성장 둔화와 과잉 자본이 심화되는 국면에서 하나금융의 외환은행 M&A는 주주차기를 증대시킬 수 있다는 측면에서 긍정적. 특히, 외환은행과의 업무 영역의 상이성으로 인해 상호 보완이 가능한 가운데, 향후 100% 지분 인수를 통한 완전 통합은 이러한 이익 개선을 더욱 가시화시킬 것으로 예상.

**뛰어난 자산건전성 - 낮은 잠재 리스크:** 동사는 은행 중에서 가장 양호한 자산건전성을 보유. 연체율 및 고정이하여 신비율은 각각 0.50%와 1.05%로 은행 중 가장 낮은 수준이고, 그 결과 credit cost는 3Q12 누적 기준 0.63%에 불과함. 이와 같은 양호한 자산건전성은 매크로 불확실성이 높은 국면에서 상대적으로 낮은 잠재 리스크를 의미, 긍정적이라 판단.

**상호 보완을 통한 ROE개선 기대:** 하나금융의 외환은행 인수는 1) 유류자금 활용이라는 측면에서 ROE 개선은 물론, 2) 상호 보완을 통한 이익 개선이 가능하다고 판단됨. 즉, 1) 하나금융과 외환은행의 업무 영역이 retail과 wholesale로 다소 상이, 교차 판매를 통한 수익 증대가 가능하고, 2) 규모의 경제를 통한 수익성 개선이 예상되며, 3) IT통합 등의 복부문 통합에 따른 비용 절감이 예상되기 때문. 이와 더불어 수익원 다변화는 이익 안정성을 높여줄 수 있다는 측면에서 긍정적. 당사는 이러한 시너지 효과로 인해 동사 ROE가 2.6%p 가량 개선될 수 있다고 추산함.

**외환은행의 완전 통합 가능성 점중:** 외환은행의 완전 통합이 예상보다 앞당겨질 경우, 앞서 언급된 시너지 효과를 앞당길 수 있다는 측면에서 긍정적. 특히, 당사는 하나금융이 과거 신한지주의 조종은행 합병과 같이 주식교환을 통한 외환은행 잔여 지분 인수에 나설 가능성이 높다고 판단하는데, 이 경우 하나금융 주주에게 보다 유리한 주식 교환 비율로 설정된다면, 추가적인 주주가치 증대를 기대할 수 있음. 당사는 반대주주의 주식매수청구권을 감내할 수 있는 수준으로 이익이 축적되는 내년 하반기, 이와 관련된 기대감이 보다 커질 것으로 예상.

**Top pick 유지:** 동사에 대해 투자의견 BUY★★★ 및 은행주 top-pick 중 하나로 유지. 1) 동사는 FY13년 P/B 0.5배에 거래, 구조적 변화에 대한 기대가 반영되지 않은 상태인 반면, 2) 외환은행 인수에 따른 ROE 개선이 점진적으로 이뤄질 전망이고, 3) 외환은행의 완전 인수가 이뤄진다면, 이를 통한 IT비용 절감, 신용카드 부문 규모의 경제 달성을 등의 이익 개선이 추가적으로 기대되기 때문.

#### ■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2011	2012E	2013E	2014
EPS (원)	3,886	8,409	5,591	6,49
BPS (원)	56,682	64,393	69,470	75,22
ROA (%)	0.5	0.8	0.4	0
ROE (%)	6.8	13.8	8.3	8
당기순이익 (십억원)	944	2,044	1,359	1,57
순이자마진 (%)	2.22	2.17	2.11	2.1
BIS 자본비율 (%)	13.4	13.5	13.7	13
P/E (배)	8.2	3.8	5.7	4
P/B (배)	0.6	0.5	0.5	0
배당수익률 (%)	2.3	2.2	2.3	3

자료: 하나금융지주, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
현금및현금등가물	8,358	11,064	22,585	23,832	25,157
유가증권	28,113	28,957	44,818	47,052	49,410
대출채권	112,987	129,190	208,420	222,182	237,466
이자부자산	149,457	169,212	275,823	293,066	312,033
고정자산	1,491	1,416	2,696	2,774	2,856
기타자산	6,679	7,609	27,057	27,743	28,455
<b>자산총계</b>	<b>157,627</b>	<b>178,236</b>	<b>305,576</b>	<b>323,584</b>	<b>343,344</b>
예수금	95,126	104,552	181,898	193,447	205,791
차입금	13,397	15,442	27,944	29,401	30,944
사채	21,620	28,481	33,679	35,599	37,643
이자부부채	135,281	153,857	336,702	358,614	382,077
기타부채	9,609	9,552	156,037	160,703	165,949
<b>부채총계</b>	<b>144,891</b>	<b>163,409</b>	<b>284,816</b>	<b>301,195</b>	<b>319,132</b>
자본금	1,059	1,215	1,215	1,215	1,215
신종자본증권	0	299	49	49	49
자본잉여금	5,482	6,669	6,910	6,910	6,910
이익잉여금	4,624	5,683	7,586	8,823	10,225
자본조정	(72)	(71)	(81)	(81)	(81)
기타포괄손익누계액	550	291	102	102	102
소수주주지분	1,093	740	4,979	5,370	5,792
<b>자본총계</b>	<b>12,737</b>	<b>14,827</b>	<b>20,760</b>	<b>22,389</b>	<b>24,212</b>

## 자산건전성

12월 31일 기준 (%)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
고정이하여신/총여신	1.5	1.0	0.9	0.9	0.9
요주의이하여신/총여신	3.0	2.4	2.1	2.1	2.1
대손충당금/고정이하여신	108.0	156.7	191.0	188.0	185.1
대손충당금/요주의이하여신	54.3	68.5	80.9	79.6	78.4
대손충당금/총여신	1.6	1.6	1.8	1.7	1.6
순상각/고정이하여신	69.1	36.8	28.6	24.6	24.7
순상각/총여신	1.0	0.4	0.3	0.2	0.2
대손충당금 적립액/총여신	0.56	0.34	0.31	0.27	0.27

## 주당 data

12월 31일 기준 (원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS	4,771	3,886	8,409	5,591	6,498
주당장부가	50,389	56,682	64,393	69,470	75,223
주당 배당금 - 보통주	700	760	700	730	970
배당성향 (%)	14.5	19.6	8.3	13.0	15.0

## 손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
이자수익	7,214	7,856	11,670	12,783	13,742
이자비용	(4,246)	(4,650)	(7,002)	(7,669)	(8,163)
<b>순이자수익</b>	<b>2,968</b>	<b>3,206</b>	<b>4,667</b>	<b>5,114</b>	<b>5,579</b>
대손충당금	(1,007)	(619)	(1,182)	(1,088)	(1,175)
<b>총당금적립후순이자수익</b>	<b>1,961</b>	<b>2,587</b>	<b>3,486</b>	<b>4,027</b>	<b>4,405</b>
순수수료수익	955	978	1,571	1,680	1,749
기타비이자이익합계	236	1	1,086	68	68
<b>총이익</b>	<b>3,152</b>	<b>3,566</b>	<b>6,143</b>	<b>5,775</b>	<b>6,222</b>
판매비와관리비	(1,789)	(2,108)	(3,419)	(3,576)	(3,745)
<b>영업이익</b>	<b>1,363</b>	<b>1,459</b>	<b>2,723</b>	<b>2,199</b>	<b>2,477</b>
기타영업외이익	(29)	(19)	(19)	10	11
<b>경상이익</b>	<b>1,334</b>	<b>1,440</b>	<b>2,704</b>	<b>2,209</b>	<b>2,488</b>
특별순이익	0	0	0	0	0
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>1,334</b>	<b>1,440</b>	<b>2,704</b>	<b>2,209</b>	<b>2,488</b>
법인세	(290)	(414)	(435)	(535)	(602)
<b>당기순이익</b>	<b>1,045</b>	<b>1,025</b>	<b>2,269</b>	<b>1,675</b>	<b>1,886</b>
소수주주지분	(49)	(81)	(226)	(316)	(306)
<b>당기순이익(연결)</b>	<b>996</b>	<b>944</b>	<b>2,044</b>	<b>1,359</b>	<b>1,579</b>
총당금적립전영업이익	2,423	2,146	4,020	3,403	3,771

## 재무비율

12월 31일 기준 (%)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
ROAA	0.7	0.5	0.8	0.4	0.5
ROAE	10.0	6.8	13.8	8.3	8.9
대출금성장률 (원화기준)	7.1	9.7	51.4	6.7	7.0
예수금성장률 (원화기준)	5.0	12.7	58.5	6.1	6.1
자산성장률	5.5	13.1	71.4	5.9	6.1
대출금/예수금 (원화기준)	106.7	98.3	97.3	97.3	97.3
순이자마진	2.21	2.22	2.17	2.11	2.10
손익분기이자마진	1.04	1.20	1.14	1.12	1.11
비용/이익	46.1	50.4	46.7	52.1	50.6
BIS 자기자본비율	14.0	13.4	13.5	13.7	13.8
Tier 1 자본비율	10.7	9.6	9.9	10.2	10.5
Tier 2 자본비율	3.3	3.8	3.6	3.5	3.3
단순자기자본비율	6.0	6.9	7.1	7.4	7.6

자료: 하나금융지주, 삼성증권 추정

12월 31일 기준	총전영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	주당장부가 (원)	P/E (배)	P/B (배)	ROA (%)	ROE (%)	Tier 1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2009	1,350	306	1,446	(35.6)	45,063	22.8	0.7	0.2	3.3	11.3	1.3
2010	2,161	1,011	4,771	230.0	50,389	6.7	0.6	0.7	10.0	10.7	2.2
2011	2,146	944	3,886	(18.6)	56,682	8.2	0.6	0.5	6.8	9.6	2.4
2012E	4,020	2,044	8,409	116.4	64,393	3.8	0.5	0.8	13.8	9.9	2.2
2013E	3,403	1,359	5,593	(33.5)	69,472	5.7	0.5	0.4	8.3	10.2	2.3
2014E	3,771	1,580	6,500	16.2	75,226	4.9	0.4	0.5	8.9	10.5	3.1

자료: 하나금융지주, 삼성증권 추정

# Company Update



김승우, CFA  
Analyst  
swkim77@samsung.com  
02 2020 7844

## AT A GLANCE

**SELL** **HOLD** **BUY**

<b>목표주가</b>	<b>360,000원</b>	(+17.6%)
현재주가	306,000원	
Bloomberg code	051910 KS	
시가총액	21.0조원	
Shares (float)	66,271,100주 (65.9%)	
52주 최저/최고	265,500원/434,000원	
60일-평균거래대금	917.1억원	
One-year performance	1M 6M 12M	
LG전자 (%)	-1.3 -4.3 -2.4	
Kospi 지수 대비 (%pts)	+1.9 -1.5 -7.1	

## KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	360,000	360,000	0.0%
2012E EPS	24,488	26,515	-7.6%
2013E EPS	29,058	28,426	+2.2%
2014E EPS	28,002	28,077	-0.3%

## LG화학 (051910)

### 제한적인 형태의 업황 개선 기대

#### WHAT'S THE STORY?

**Event:** 역내 화학제품 최대수요처인 중국이 수출과 고정투자 중심의 성장전략에서 민간소비와 서비스업 중심의 성장으로의 방식 전환이 예상된 가운데, 수요 회복이 나타나지 않고 있으며 중국 및 중동의 신규 설비 증설이 예상됨.

**Impact:** 다각화된 business portfolio를 바탕으로 China rebalancing에 대해서 섹터 내에서 가장 가장 방어인 종목으로 판단되며 신규 사업 이익기여 지연에 따른 낮은 valuation premium은 오히려 장기투자자들에게는 매수 기회로 판단됨.

**Action:** 목표주가 360,000원 및 섹터 top pick으로 BUY 투자의견 유지.

#### THE QUICK VIEW

**중국 rebalancing 영향에 대해 섹터 내 가장 방어적 포트폴리오:** 향후 중국의 rebalancing 시나리오 하에서 석유화학 업황이 점진적으로 악화될 것으로 전망되는 가운데 섹터 내에서 동사가 가장 방어적인 사업 포트폴리오를 보유하고 있음. 향후 중국의 수입량이 점차로 감소될 것으로 예상되는 폴리올레핀이 동사의 전체 판매량 중 차지하는 비중이 약 18%로 크지 않고 다양한 폴리머로 다각화 되어 있다는 점이 장점. 게다가 제품군이 경쟁사 대비 고부가 가치 폴리머에 집중되어 있다 보니 중국 및 중동의 신규 설비 증설의 영향에서 상대적으로 덜 영향 받을 수 있을 것.

**신규 사업 성장성에 대한 낮은 valuation premium, 장기투자자에게 기회:** 동사의 전기차용 2차 전지의 올해 연간 매출은 연초 가이던스 8천억원에서 크게 감소한 5천억원 대로 감소되고 영업이익 부분도 소폭 손실을 기록할 것으로 전망. LCD 글래스도 기술적인 문제에 대한 우려는 많이 감소했지만 본격적인 이익 기여를 기대할 수 있는 시기가 2014년 이후로 지연되면서 시장의 관심이 많이 감소한 상황. 이러한 사업 분야에 대한 장기 성장성이 훼손되었다고 볼 수 없고 동사가 가지고 있는 기술적 우위(전기차 배터리)와 제조 원가 절감 잠재력(LCD 글래스)을 감안하면 장기투자자에게는 주가 조정 시 매수 기회로 판단.

**목표주가 360,000원 및 섹터 top pick으로 BUY 투자의견 유지:** BUY 투자의견과 기준의 목표주가인 360,000원(1yr forward EPS 28,728원에 PE 배수 12.5배 적용)을 유지. 현재 석유화학 산업의 수요 상황이 개선의 여지가 충분히 있다는 점은 향후 주가에 긍정적 모멘텀으로 작용할 수 있지만 느린 개선 속도와 중국의 신규 증설 물량에 대한 부담으로 인해 주가 상승폭은 제한될 수 있음. 따라서 내년 상반기까지 미국 및 중국 경제의 매크로 환경 개선에 베팅하는 단기 투자자는 철저히 저가 매수로 대응해야 할 것. 섹터 내 대형주 중 여전히 이익의 다운사이드가 가장 적고 신규 사업에 의한 성장 잠재력이 여전히 남아 있다고 판단되기 때문에 동사를 섹터 top pick으로 유지.

#### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2011	2012E	2013E	2014
매출액 (십억원)	22,675.6	23,748.8	25,043.6	25,361.
순이익 (십억원)	2,137.9	1,653.8	1,956.6	1,886.
EPS (adj) (원)	32,101	24,488	29,058	28,00
EPS (adj) growth (%)	(0.3)	(23.7)	18.7	(3.6)
EBITDA margin (%)	15.8	12.6	14.2	13.
ROE (%)	24.8	16.2	16.7	14.
P/E (adj) (배)	11.3	12.5	10.5	10.
P/B (배)	2.0	2.1	1.8	1.
EV/EBITDA (배)	6.8	7.5	6.3	6.
Dividend yield (%)	1.2	1.2	1.2	1.

자료: 삼성증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>매출액</b>	<b>19,471</b>	<b>22,676</b>	<b>23,749</b>	<b>25,044</b>	<b>25,362</b>
매출원가	15,473	18,595	20,242	21,045	21,416
<b>매출총이익</b>	<b>3,999</b>	<b>4,081</b>	<b>3,507</b>	<b>3,999</b>	<b>3,946</b>
(매출총이익률, %)	20.5	18.0	14.8	16.0	15.6
판매 및 일반관리비	1,159	1,264	1,371	1,437	1,482
<b>영업이익</b>	<b>2,821</b>	<b>2,835</b>	<b>2,153</b>	<b>2,561</b>	<b>2,464</b>
(영업이익률, %)	14.5	12.5	9.1	10.2	9.7
순금융이익	(35)	(40)	(54)	(56)	(49)
순외화이익	0	0	0	0	0
순지분법이익	55	15	10	9	9
기타	(24)	(14)	(26)	0	0
<b>세전이익</b>	<b>2,818</b>	<b>2,797</b>	<b>2,082</b>	<b>2,513</b>	<b>2,424</b>
법인세	619	627	413	528	509
(법인세율, %)	22.0	22.4	19.8	21.0	21.0
순이익	2,200	2,170	1,670	1,986	1,915
(순이익률, %)	11.3	9.6	7.0	7.9	7.5
<b>지배주주순이익</b>	<b>2,155</b>	<b>2,148</b>	<b>1,654</b>	<b>1,957</b>	<b>1,887</b>
(영업순이익률, %)	11.1	9.5	7.0	7.8	7.4
EBITDA	3,525	3,593	2,995	3,551	3,525
(EBITDA 이익률, %)	18.1	15.8	12.6	14.2	13.9
EPS (지배주주) (원)	32,187	32,101	24,488	29,058	28,002
EPS (연결기준) (원)	32,727	32,273	24,731	29,496	28,424
수정 EPS (원)**	32,187	32,101	24,488	29,058	28,002
주당배당금 (보통, 원)	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주당배당금 (우선, 원)	4,050	4,050	4,050	4,050	4,050
배당성향 (%)	13.6	13.8	17.9	15.1	15.7

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>2,507</b>	<b>2,240</b>	<b>2,200</b>	<b>3,022</b>	<b>3,022</b>
순이익	2,200	2,170	1,670	1,986	1,915
유·무형자산 상각비	672	757	858	982	1,053
순외환관련손실 (이익)	0	0	10	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	(4)	(9)	(9)
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>2,895</b>	<b>3,015</b>	<b>2,485</b>	<b>2,967</b>	<b>2,967</b>
순운전자본감소 (증가)	(528)	(656)	(285)	55	56
기타	195	(62)	0	(0)	(0)
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(1,622)</b>	<b>(2,280)</b>	<b>(2,373)</b>	<b>(2,430)</b>	<b>(2,128)</b>
설비투자	(1,612)	(2,191)	(2,282)	(2,300)	(2,000)
Free cash flow	895	50	(82)	722	1,022
투자자산의 감소(증가)	(14)	(43)	(83)	(126)	(132)
(배당금***)	0	0	0	0	0
기타	4	(47)	(8)	(4)	4
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(624)</b>	<b>63</b>	<b>(29)</b>	<b>(362)</b>	<b>(291)</b>
차입금의 증가(감소)	(348)	389	202	(76)	(5)
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(280)	(319)	295	(296)	(296)
기타	3	(7)	(525)	10	10
<b>현금증감</b>	<b>261</b>	<b>11</b>	<b>(200)</b>	<b>230</b>	<b>603</b>
기말현금	1,107	1,368	1,379	1,180	1,410
기말현금	1,368	1,379	1,180	1,410	2,013

참고: \* 일회성 항목 제외; \*\* 완전 회석, 일회성 항목 제외

\*\*\* 지분법증권으로부터의 배당

자료: LG전자, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>유동자산</b>	<b>6,292</b>	<b>7,256</b>	<b>7,522</b>	<b>7,790</b>	<b>8,430</b>
현금 및 현금등가물	1,368	1,379	1,180	1,410	2,013
매출채권	2,530	3,117	3,433	3,502	3,538
재고자산	2,182	2,475	2,622	2,576	2,575
기타	211	284	287	301	305
<b>비유동자산</b>	<b>6,382</b>	<b>8,029</b>	<b>9,553</b>	<b>11,036</b>	<b>12,156</b>
투자자산	219	335	465	599	740
(지분법증권)	214	328	458	592	733
유형자산	5,872	7,376	8,812	10,148	11,114
무형자산	180	207	218	231	244
기타	111	111	57	57	57
<b>자산총계</b>	<b>12,673</b>	<b>15,286</b>	<b>17,074</b>	<b>18,826</b>	<b>20,586</b>
<b>유동부채</b>	<b>4,277</b>	<b>4,724</b>	<b>4,862</b>	<b>4,885</b>	<b>5,008</b>
매입채무	1,303	1,503	1,776	1,804	1,828
단기차입금	1,260	1,452	1,662	1,662	1,662
기타 유동부채	1,715	1,769	1,424	1,420	1,518
<b>비유동부채</b>	<b>552</b>	<b>854</b>	<b>1,171</b>	<b>1,238</b>	<b>1,285</b>
사채 및 장기차입금	473	684	872	866	833
기타 장기부채	79	170	299	372	452
<b>부채총계</b>	<b>4,830</b>	<b>5,578</b>	<b>6,033</b>	<b>6,124</b>	<b>6,293</b>
자본금	370	370	370	370	370
자본잉여금	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
이익잉여금	6,254	8,053	9,412	11,073	12,663
기타	(78)	(27)	(32)	(32)	(32)
비지배주주지분	140	154	134	134	134
<b>자본총계</b>	<b>7,844</b>	<b>9,708</b>	<b>11,041</b>	<b>12,702</b>	<b>14,292</b>
순부채	728	1,135	1,540	1,234	626
주당장부가치 (원)	102,310	127,101	145,355	167,763	189,216

## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	23.6	16.5	4.7	5.5	1.3
영업이익	35.0	0.5	(24.1)	19.0	(3.8)
세전이익	47.5	(0.8)	(25.5)	20.7	(3.6)
순이익	40.4	(1.4)	(23.0)	18.9	(3.6)
영업순이익*	40.0	(0.3)	(23.4)	18.3	(3.6)
EBITDA	37.7	1.9	(16.7)	18.6	(0.7)
수정 EPS**	59.0	(0.3)	(23.7)	18.7	(3.6)
<b>비율 및 회전</b>					
ROE (%)	32.7	24.8	16.2	16.7	14.1
ROA (%)	19.4	15.5	10.3	11.1	9.7
ROIC (%)	25.7	20.3	13.7	14.5	13.0
순부채비율 (%)	9.3	11.7	14.0	9.7	4.4
이자보상배율 (배)	46.6	42.3	28.9	34.9	34.3
매출채권 회수기간 (일)	40.5	45.5	50.3	50.5	50.7
매입채무 결제기간 (일)	23.0	22.6	25.2	26.1	26.1
재고자산 보유기간 (일)	35.7	37.5	39.2	37.9	37.1
<b>Valuations (배)</b>					
P/E	13.5	11.3	12.5	10.5	10.9
P/B	2.3	2.0	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.1	6.8	7.5	6.3	6.1
EV/EBIT	11.4	9.3	10.6	8.7	8.7
배당수익률 (보통, %)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

# Company Update



황민성  
Analyst, 홍콩 현지법인  
ms.hwang@samsungfn.com  
+852 3411 3719

유의형  
Research Associate  
e.yoo@samsung.com  
02 2020 7807

## AT A GLANCE

**SELL** **HOLD** **BUY**

목표주가	30,000원 (17.6%)	
현재주가	25,500원	
Bloomberg code	000660 KS	
시가총액	17.7조원	
Shares (float)	694,122,451주 (78.9%)	
52주 최저/최고	20,250원/30,550원	
60일-평균거래대금	1,189.7억원	
One-year performance	1M 6M 12M	
SK 하이닉스 (%)	12.1 -9.1 6.7	
Kospi 지수 대비 (%pts)	17.0 -4.9 7.3	

## KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	30,000	30,000	-
2012E EPS	(492)	(492)	-
2013E EPS	2,278	2,278	-

## SK 하이닉스 (000660)

### 사이클 개선의 변곡점

#### WHAT'S THE STORY?

**Event:** DRAM가격의 하락과 함께 이익전망치는 연일 하락하고 있고, 시장의 투자의견도 보수적으로 변함. 10월 4일 당사의 Upgrade에 대한 시장의 관심은 높으나, 주가는 등락을 거듭하는 수준.

**Impact:** 3분기 이후 시장의 관심은 단기 실적에서 투자축소와 원도 8 출시 이후의 소비자에 대한 신제품 효과로 이동할 것임. 투자축소의 폭은 시장의 예상을 뛰어 넘을 것으로 판단되고, 수요의 기대치는 충분히 보수적으로 판단.

**Action:** BUY 투자의견과 목표가 30,000원 유지.

#### THE QUICK VIEW

**Why we like this company:** 동사는 최근 당사에 대한 투자의견을 HOLD에서 BUY로, 목표주가를 24,000원에서 30,000으로 상향하였다. 올해 당사의 하이닉스에 대한 의견은 지속적으로 부정적이었는데, 이는 공급 과잉과 하락하는 가격과는 달리 시장의 기대치는 너무 높았기 때문이다. 하지만, 당사의 내년 전망은 이전보다 더 긍정적이고, 이익 추정치를 내리고 보수적으로 변하는 시장의 의견과 달리 오히려 사이클이 커질 수 있다는 의견이다. 특히 보수적인 기대치에 반해 수요는 개선되는 방향으로, 공급은 축소되는 방향으로 진행될 가능성이 커, 경험적으로 주가상승을 기대할 수 있는 조건이라 판단된다.

**Catalyst foreseen in 2013:** 경기전망이 일관되게 부정적이고, 대폭적인 투자축소가 벌어지고 있다. 2011년 말 유럽의 재정 위기에도 2012년 경기전망이 호전되었던 것과는 대조적이다. 투자축소의 폭은 내년 반도체 공급증가율을 대폭 하향시킬 것으로 보이고, 이는 4분기 실적부진에도 주가의 하락폭을 줄여줄 것이다. 또한 마이크론의 엘피디 인수가 장기화되며 저가 납품 경쟁을 불러온 headwind는, 인수가 마무리되고 Rexchip의 공정변경 등 공급조정이 따라올 내년은 tailwind로 바뀔 것이다. 수요는 여전히 불투명하다. 당사는 올해 스마트폰 둔화를 경고하며 전망치를 내렸다. 향후 저가화의 바람과 함께 내년 전망을 상향조정하지만 메모리에 대한 영향은 크지 않다. PC 전망도 올해 대비 유지하는 정도이다. 하지만, 이러한 전망은 기업을 제외한 일반 소비자의 12%가 기존 Installed Base에서 PC를 교체하는 것을 가정하는 것이고, 이는 2007년 실패작으로 꼽히는 Vista의 13% 보다, 윈도우 7의 15%보다도 낮은 수준이다. 이러한 전망은 보수적이다.

**Recommendation with valuation comment:** 업황에 대한 Beta가 큰 반도체 산업으로서, 내년 반도체 설비투자와 공급증가가 제한되는 상황, 그리고 이전 PC 산업에서 가장 불황기에 인텔이 마이크론에 투자하듯이 현재 스마트기기 시장에서 지난 1개월간 발생한 애플과의 동시다발적인 선수금과 공급계약, 그리고 이어지는 가격인상은 반도체 업황 회복의 분명한 시그널이다. 이에 과거 10년 평균 PBR 수준인 1.6배에서 표준편차 1배를 상향한 Target P/B 2.0배를 12~13년 평균 BPS에 적용한 30,000원을 목표주가로 제시하며, BUY 투자의견을 유지한다.

#### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2010	2011	2012E	2013
매출액 (십억원)	12,099	10,396	10,109	11,24
순이익 (십억원)	2,656	(56)	(314)	1,55
EPS (adj) (원)	4,341	(96)	(492)	2,27
EPS (adj) growth (%)	RB	BR	RR	R
EBITDA margin (%)	47.8	36.2	37.0	50.
ROE (%)	37.7	(0.7)	(3.5)	14.
P/E (adj) (배)	5.6	(266.3)	(51.8)	11.
P/B (배)	1.9	2.1	1.9	1.
EV/EBITDA (배)	3.1	6.0	5.9	3.
Dividend yield (%)	0.7	0.3	0.0	0.

자료: 삼성증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>매출액</b>	<b>7,906</b>	<b>12,099</b>	<b>10,396</b>	<b>10,109</b>	<b>11,249</b>
매출원가	6,280	7,319	8,721	8,657	8,146
<b>매출총이익</b>	<b>1,627</b>	<b>4,779</b>	<b>1,675</b>	<b>1,452</b>	<b>3,104</b>
(매출총이익률, %)	21	39.5	16.1	14.4	27.6
판매 및 일반관리비	1,435	1,506	1,569	1,610	1,611
<b>영업이익</b>	<b>192</b>	<b>3,247</b>	<b>325</b>	<b>(158)</b>	<b>1,493</b>
(영업이익률, %)	2.4	26.8	3.1	(1.6)	13.3
순금융이익	(404)	(282)	(254)	(246)	(225)
순외화이익	275	(54)	0	108	0
순지분법이익	0	0	0	0	0
기타	(435)	(241)	(26)	(17)	367
<b>세전이익</b>	<b>(371)</b>	<b>2,670</b>	<b>45</b>	<b>(314)</b>	<b>1,635</b>
법인세	(38)	40	101	0	82
(법인세율, %)	10	1.5	224.0	0.0	5.0
순이익	(333)	2,656	(56)	(314)	1,553
(순이익률, %)	(4)	22.0	(0.5)	(3.1)	13.8
<b>영업순이익*</b>	<b>(678)</b>	<b>2,562</b>	<b>(57)</b>	<b>(399)</b>	<b>1,604</b>
(영업순이익률, %)	(9)	21.2	(0.5)	(3.9)	14.3
EBITDA	33	5,780	3,766	3,743	5,663
(EBITDA 이익률, %)	0	48	36	37	50
EPS (원)	(593)	4,502	(95)	(387)	2,206
수정 EPS (원)**	(1,208)	4,341	(96)	(492)	2,278
주당배당금 (보통, 원)	0	150	89	0	150
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	3.3	0.0	0.0	6.6

참고: \* 일회성 항목 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 항목 제외

자료: SK하이닉스, 삼성증권 추정

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>1,340</b>	<b>5,908</b>	<b>2,856</b>	<b>3,422</b>	<b>4,975</b>
순이익	(333)	2,656	(56)	(314)	1,553
유·무형자산 상각비	2,796	2,827	3,467	3,811	3,803
순외환관련손실 (이익)	(253)	(78)	29	(108)	0
지분법평가손실 (이익)	(0)	(0)	0	0	0
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>2,234</b>	<b>5,812</b>	<b>3,791</b>	<b>3,542</b>	<b>6,226</b>
순운전자본감소 (증가)	(894)	96	(813)	(230)	(239)
기타	(0)	266	77	0	0
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(1,004)</b>	<b>(4,709)</b>	<b>(3,389)</b>	<b>(4,825)</b>	<b>(4,393)</b>
설비투자	(772)	(3,383)	(3,554)	(4,400)	(4,200)
Free cash flow	<b>568</b>	2,525	(698)	(978)	775
투자자산의 감소(증가)	(53)	(1,155)	317	4	4
기타	(178)	(171)	(153)	(429)	(197)
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>355</b>	<b>(1,140)</b>	<b>519</b>	<b>1,913</b>	<b>839</b>
차입금의 증가(감소)	(735)	(1,140)	608	1,586	1,860
자본금의 증가 (감소)	1,031	0	0	2,343	0
배당금	0	0	(89)	0	0
기타	58	0	(0)	(2,016)	(1,021)
<b>현금증감</b>	<b>682</b>	<b>38</b>	<b>(9)</b>	<b>510</b>	<b>1,421</b>
기초현금	527	1,209	1,253	1,244	1,754
기말현금	1,209	1,247	1,244	1,754	3,175

자료: SK하이닉스, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>유동자산</b>	<b>4,917</b>	<b>5,692</b>	<b>4,937</b>	<b>5,889</b>	<b>7,602</b>
현금 및 현금등가물	1,209	1,247	1,244	1,754	3,175
매출채권	1,730	1,604	1,541	1,695	1,886
재고자산	1,057	1,265	1,184	1,361	1,497
기타	921	1,576	969	1,079	1,044
<b>비유동자산</b>	<b>11,386</b>	<b>11,892</b>	<b>12,301</b>	<b>13,313</b>	<b>13,938</b>
투자자산	166	163	159	155	151
(지분법증권)	105	104	104	104	104
유형자산	10,143	10,817	10,899	11,927	12,458
무형자산	462	549	708	645	688
기타	616	363	535	586	641
<b>자산총계</b>	<b>16,304</b>	<b>17,584</b>	<b>17,238</b>	<b>19,202</b>	<b>21,540</b>
<b>유동부채</b>	<b>5,769</b>	<b>5,342</b>	<b>4,817</b>	<b>4,809</b>	<b>4,812</b>
매입채무	740	874	678	780	868
단기차입금	1,419	511	1,416	1,416	1,576
기타 유동부채	3,611	3,956	2,723	2,612	2,368
<b>비유동부채</b>	<b>4,615</b>	<b>4,073</b>	<b>4,546</b>	<b>4,482</b>	<b>5,257</b>
사채 및 장기차입금	3,984	3,393	3,946	3,946	4,746
기타 장기부채	631	680	600	536	511
<b>부채총계</b>	<b>10,384</b>	<b>9,415</b>	<b>9,363</b>	<b>9,291</b>	<b>10,068</b>
자본금	2,966	2,969	2,978	3,488	3,488
자본잉여금	1,304	1,415	1,229	3,062	3,062
이익잉여금	1,006	3,654	3,555	3,238	4,809
기타	177	132	113	120	127
<b>자본총계</b>	<b>5,919</b>	<b>8,169</b>	<b>7,875</b>	<b>9,911</b>	<b>11,471</b>
순부채	5,437	3,729	4,901	4,381	3,671
주당장부가치 (원)	8,464	13,253	12,646	13,724	15,972

자료: SK하이닉스, 삼성증권 추정

## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	16.0	53.0	(14.1)	(2.8)	11.3
영업이익	RB	1591.4	(90.0)	BR	RB
세전이익	RR	RB	(98.3)	BR	RB
순이익	RR	RB	BR	RR	RB
영업순이익*	RR	RB	BR	RR	RB
EBITDA	RB	104.3	(34.8)	(0.6)	51.3
수정 EPS**	RR	RB	BR	RR	RB
<b>비율 및 회전</b>					
ROE (%)	(5.8)	37.7	(0.7)	(3.5)	14.5
ROA (%)	(2.0)	15.7	(0.3)	(1.7)	7.6
ROIC (%)	1.5	26.9	(3.2)	(1.1)	9.4
순부채비율 (%)	91.8	45.6	62.2	44.2	32.0
이자보상배율 (배)	0.1	8.4	1.0	(0.2)	5.3
매출채권 회수기간 (일)	57.2	50.3	55.2	58.4	58.1
매입채무 결제기간 (일)	33.7	24.3	27.3	26.3	26.7
재고자산 보유기간 (일)	49.6	35.0	43.0	45.9	46.4
<b>Valuations (배)</b>					
P/E	(12.7)	5.6	(266.3)	(51.8)	11.2
P/B	2.5	1.9	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	5.0	3.1	6.0	5.9	3.8
EV/EBIT	429.8	6.1	75.6	(326.1)	11.5
배당수익률 (보통, %)	0.0	0.6	0.3	0.0	0.6

참고: \* 일회성 항목 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 항목 제외

자료: SK하이닉스, 삼성증권 추정

# Company Update



조성은  
Analyst  
sharrison.jo@samsung.com

02 2020 7761

## ■ AT A GLANCE

**SELL** **HOLD** **BUY**

목표주가	100,000원(35.1%)	
현재주가	74,000원	
Bloomberg code	066570 KS	
시가총액	12.4조원	
Shares (float)	163,647,814주 (63.6%)	
52주 최저/최고	56,100원/93,300원	
60일-평균거래대금	1,126.6억원	
One-year performance	1M 6M 12M	
LG전자 (%)	+0.3 -6.0 -1.7	
Kospi 지수 대비 (%pts)	+4.7 -3.5 -2.5	

## ■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	100,000	100,000	0.0%
2012E EPS	4,089	4,089	0.0%
2013E EPS	8,566	8,566	0.0%
2014E EPS	12,119	12,119	0.0%

## LG전자 (066570)

### 잘 차려지고 있는 식탁

#### WHAT'S THE STORY?

**Event:** 업계의 3분기 실적들이 긍정적인 방향성을 제시. 우선 LG전자의 단말사업 영업이익이 흑자전환한 가운데, 주요 글로벌 2<sup>nd</sup> tier 경쟁업체인 RIM, HTC, 노키아가 연이어 예상을 하회하는 3분기 판매량을 발표함.

**Impact:** 엇갈리고 있는 글로벌 제조사들의 실적은, 스마트폰 범용화에 따른 2<sup>nd</sup> tier 구도 재편이 빠르게 도래하고 있다는 것을 입증. 그 가운데 LG전자가 우위를 점하는 1) supply chain의 원가 경쟁력, 2) 글로벌 판매망 커버리지, 3) LTE시장에서의 입지가 유효하다는 판단 하에, 빠르면 4분기 중 스마트폰 3위 업체로 도약할 것으로 전망됨.

**Action:** LG전자에 대해 투자의견 BUY 및 업종 top pick으로 비중 확대를 지속 강조 함. 지난 3년간 스마트폰 기대감이 긍정적으로 반영된 시기의 P/B가 1.0~2.2배였음을 감안, Optimus G 이후 단말사업 턴어라운드를 가정했을 때, 2013년 P/B 1.2배 수준인 목표주가 100,000원까지 upside를 전망함.

#### THE QUICK VIEW

**빠르게 다가오는 외적 호기:** 9월 RIM의 실적발표를 신호로 HTC, 노키아는 물론 중국 로컬업체들도 연이어 예상을 하회하는 3분기 판매량을 발표. 이는 문화되기 시작하는 스마트폰 시장 내에서도 승자가 패자가 빠르게 나뉘어가고 있음을 시사. 3분기 실적에서 보듯 해외 2<sup>nd</sup> tier 업체들의 입지는 2년간 축소되었고, 그 속도는 매번 예상을 앞서감. 업계 양강구도는 통신사업자들이 피하고자 하는 바. 피쳐폰의 범용화 시기와 마찬가지로 이들은 제조사 넘버 3를 찾고 있으며, 실적 회복중인 LG전자가 유력하다고 판단됨. 다시 말해, 현재의 국면은 다각적으로 동사의 시장점유율 3위 등극에 유리하게 작용.

**서서히 드러나는 내적 경쟁력:** 옵티머스 G를 신호로 나타나는 동사의 스마트폰 경쟁력을 다시금 강조. 내수 스마트폰 수요 부진과 통신사 보조금의 부재로 당장의 옵티머스 G의 판매지표는 높아 보이지 않을 수 있음. 그러나 중장기적으로 보면 LG계열사를 위시한 supply chain의 원가 경쟁력이 범용화 시대에 특히 유리하게 작용할 것이고, 분기당 1,000만대 이상 판매할 수 있는 글로벌 판매망은 3위 업체에게 분명 요구되는 사항. 또한 글로벌 통신사업자들의 지표에서 보듯 LTE수요가 빠르게 증가하고 있는 가운데, 동사는 1) LTE의 제품믹스가 높고, 2) 아이폰 5가 장악하는 미국 LTE시장에 대한 의존도가 비교적 낮다는 점에 있어서 유리함.

**Valuation 저평가가 지속될 것인가:** 현재 주가는 12개월 포워드 P/B 0.9배로, 2013년 단말사업의 사업가치가 온전히 반영되지 않은 수준. 비관론이 지배했던 2009~2011년의 평균 P/B가 1.5배였던 점을 감안할 때 동사의 valuation은 매우 낮은데, 이는 시장이 제로에 가까운 단말사업의 가치를 증폭시킬만한 뚜렷한 실적지표를 원하고 있기 때문임. 따라서 우리는 선제적으로 2013년 단말사업 영업이익 7,070억원과 올라간 사업가치(약 4.3조원)를 반영하며 2013년 P/B 1.2배를 적용, 목표주가 100,000원을 유지함.

#### ■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2011	2012E	2013E	2014
매출액 (십억원)	54,256.6	50,594.6	55,597.2	60,570.
순이익 (십억원)	(432.8)	832.6	1,731.1	2,342.
EPS (adj) (원)	(2,776.4)	4,088.6	8,565.6	12,119.
EPS (adj) growth (%)	적전	흑전	109.5	41.
EBITDA margin (%)	1.9	5.8	7.0	7.
ROE (%)	(3.3)	6.1	11.5	13.
P/E (adj) (배)	(26.3)	18.1	8.6	6.
P/B (배)	1.1	1.0	0.9	0.
EV/EBITDA (배)	16.7	5.5	4.0	3.
Dividend yield (%)	0.3	0.3	0.3	0.

자료: 삼성증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>매출액</b>	<b>55,754</b>	<b>54,257</b>	<b>50,595</b>	<b>55,597</b>	<b>60,571</b>
매출원가	43,453	42,058	38,142	41,463	44,588
<b>매출총이익</b>	<b>12,301</b>	<b>12,199</b>	<b>12,452</b>	<b>14,135</b>	<b>15,983</b>
(매출총이익률, %)	22	22	25	25	26
판매 및 일반관리비	12,213	11,856	11,262	12,295	13,337
<b>영업이익</b>	<b>176</b>	<b>280</b>	<b>1,190</b>	<b>1,839</b>	<b>2,647</b>
(영업이익률, %)	0	1	2	3	4
순금융이익	(154)	(228)	(199)	(168)	(143)
순외화이익	0	0	0	0	0
순지분법이익	0	0	0	0	0
기타	412	(451)	77	318	285
<b>세전이익</b>	<b>435</b>	<b>(399)</b>	<b>1,067</b>	<b>1,990</b>	<b>2,788</b>
법인세	0	33	235	259	446
(법인세율, %)	0	(8)	22	13	16
순이익	1,282	(433)	833	1,731	2,342
(순이익률, %)	2	(1)	2	3	4
<b>영업순이익*</b>	<b>385</b>	<b>(460)</b>	<b>739</b>	<b>1,549</b>	<b>2,192</b>
(영업순이익률, %)	1	(1)	1	3	4
EBITDA	1,878	1,031	2,929	3,894	4,735
(EBITDA 이익률, %)	3	2	6	7	8
EPS (원)	7,743	(2,611)	4,604	9,573	12,952
수정 EPS (원)**	2,327	(2,776)	4,089	8,566	12,119
주당배당금 (보통, 원)	200	200	200	200	200
주당배당금 (우선, 원)	250	250	250	250	250
배당성향 (%)	2.7	(7.9)	4.1	2.0	1.5

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>9</b>	<b>1,730</b>	<b>2,998</b>	<b>2,797</b>	<b>3,487</b>
순이익	1,282	(433)	833	1,731	2,342
유·무형자산 상각비	1,290	1,202	1,662	1,736	1,803
순외환관련손실 (이익)	0	0	0	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	0	0	0
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>3,130</b>	<b>3,300</b>	<b>2,516</b>	<b>(1,780)</b>	<b>3,931</b>
순운전자본감소 (증가)	(2,640)	(1,060)	380	(520)	(517)
기타	(394)	(359)	(0)	0	0
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(1,670)</b>	<b>(2,452)</b>	<b>(1,812)</b>	<b>(2,435)</b>	<b>(2,495)</b>
설비투자	(1,423)	(1,752)	(1,895)	(1,826)	(1,836)
<b>Free cash flow</b>	<b>(1,415)</b>	<b>(22)</b>	<b>1,103</b>	<b>971</b>	<b>1,651</b>
투자자산의 감소(증가)	230	(131)	(118)	(158)	(212)
(배당금***)					
기타	(477)	(569)	202	(451)	(447)
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>1,221</b>	<b>1,161</b>	<b>(569)</b>	<b>1,185</b>	<b>959</b>
차입금의 증가(감소)	1,528	228	(785)	1,017	795
자본금의 증가(감소)	1	975	0	0	0
배당금	(308)	(43)	(37)	(37)	(37)
기타	0	0	253	205	201
<b>현금증감</b>	<b>(480)</b>	<b>401</b>	<b>617</b>	<b>1,548</b>	<b>1,951</b>
기초현금	2,424	1,944	2,345	2,962	4,510
기말현금	1,944	2,345	2,962	4,510	6,460

참고: \* 일회성 항목 제외

\*\* 원전 회석, 일회성 항목 제외

\*\*\* 지분법증권으로부터의 배당

자료: 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>유동자산</b>	<b>16,515</b>	<b>15,783</b>	<b>15,691</b>	<b>18,367</b>	<b>21,470</b>
현금 및 현금등가물	1,944	2,345	2,962	4,510	6,460
매출채권	7,002	6,753	6,297	6,919	7,538
재고자산	5,872	4,947	4,613	5,069	5,523
기타	1,696	1,738	1,818	1,868	1,949
<b>비유동자산</b>	<b>15,804</b>	<b>16,875</b>	<b>16,945</b>	<b>17,594</b>	<b>18,205</b>
투자자산	6,351	6,035	6,153	6,311	6,523
(지분법증권)	6,008	5,603	5,603	5,603	5,603
유형자산	6,500	7,290	7,961	8,431	8,813
무형자산	763	1,036	895	820	778
기타	2,189	2,514	1,935	2,031	2,090
<b>자산총계</b>	<b>32,318</b>	<b>32,658</b>	<b>32,635</b>	<b>35,961</b>	<b>39,675</b>
<b>유동부채</b>	<b>15,317</b>	<b>14,215</b>	<b>12,293</b>	<b>13,021</b>	<b>13,745</b>
매입채무	5,824	5,487	5,117	5,622	6,125
단기차입금	3,327	1,673	1,560	1,715	1,868
기타 유동부채	6,166	7,054	5,616	5,683	5,752
<b>비유동부채</b>	<b>4,142</b>	<b>5,296</b>	<b>6,075</b>	<b>6,982</b>	<b>7,670</b>
사채 및 장기차입금	3,184	4,257	5,090	5,953	6,594
기타 장기부채	958	1,038	985	1,029	1,076
<b>부채총계</b>	<b>19,459</b>	<b>19,510</b>	<b>18,368</b>	<b>20,003</b>	<b>21,416</b>
자본금	12,644	12,894	14,084	15,922	18,423
자본잉여금	1,982	2,862	2,862	2,862	2,862
이익잉여금	10,108	9,500	10,366	12,208	14,712
기타	(255)	(371)	(48)	(52)	(55)
<b>자본총계</b>	<b>12,860</b>	<b>13,148</b>	<b>14,267</b>	<b>15,958</b>	<b>18,260</b>
순부채	5,164	4,940	3,548	3,004	1,835
주당장부가치 (원)	72,081	65,855	73,244	83,866	97,988

## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	(23.6)	(2.7)	(6.7)	9.9	8.9
영업이익	(95.5)	58.8	324.6	54.6	43.9
세전이익	(86.3)	적전	흑전	86.4	40.1
순이익	(84.4)	적전	흑전	107.9	35.3
영업순이익*	(79.7)	적전	흑전	109.5	41.5
EBITDA	(75.6)	(45.1)	184.0	33.0	21.6
수정 EPS**	(80)	적전	흑전	110	41
<b>비율 및 회전</b>					
ROE (%)	8.5	(3.3)	6.1	11.5	13.7
ROA (%)	3.3	(1.3)	2.6	5.0	6.2
ROIC (%)	1.0	1.7	5.2	8.4	11.1
순부채비율 (%)	40.2	37.6	24.9	18.8	10.0
이자보상배율 (배)	2.5	(0.5)	4.1	6.9	8.3
매출채권 회수기간 (일)	48.3	46.3	47.1	43.4	43.6
매입채무 결제기간 (일)	39.8	38.0	38.2	35.3	35.4
재고자산 보유기간 (일)	40.9	36.4	34.5	31.8	31.9
<b>Valuations (배)</b>					
P/E	45.6	(26.3)	18.1	8.6	6.1
P/B	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	11.3	16.7	5.5	4.0	3.0
EV/EBIT	36.1	(100.6)	12.6	7.2	4.9
배당수익률 (보통, %)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

# Company Update



박재석  
Analyst  
jay.s.park@samsung.com  
02 2020 7799

오동환  
Research Associate  
dh1.oh@samsung.com  
02 2020 7808

## ■ AT A GLANCE

**SELL** **HOLD** **BUY**

<b>목표주가</b>	<b>340,000원(34.7%)</b>		
현재주가	252,500원		
Bloomberg code	035420 KS		
시가총액	12.2조원		
Shares (float)	48,127,704주 (82.1%)		
52주 최저/최고	202,000원/290,500원		
60일-평균거래대금	515.8억원		
One-year performance	1M	6M	12M
NHN (%)	-12.9	-1.2	-1.2
Kospi 지수 대비 (%pts)	-8.0	3.0	10.6

## ■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	340,000	340,000	0.0%
2012E EPS	9,697	9,697	0.0%
2013E EPS	12,108	12,108	0.0%
2014E EPS	14,302	14,302	0.0%

## NHN (035420)

### 라인의 폭발적인 수익 창출 능력에 주목

#### WHAT'S THE STORY?

**Event:** 작년 12월 1,130만명이었던 라인의 가입자가 10월 7,000만명으로 증가하였고 이벤트 성격으로 간주되었던 스티커 매출도 상반기 월 평균 25억원에서 3분기 월 30~40억원으로 꾸준히 상승함. 국내 PC 및 모바일의 검색 쿼리 점유율도 각각 72%, 73%를 상회할 정도로 압도적인 시장지배력을 유지하고 있음.

**Impact:** 국내 카카오톡 게임센터의 큰 성공을 고려하면 라인의 일본 게임사업의 성공 가능성은 매우 높다고 판단되며, 이에 따라 내년부터 네이버 재팬의 흑자 전환이 가능할 전망. 국내 검색광고 시장에서도 시장 지배력이 상승하고 있으며, 이를 바탕으로 모바일 및 로컬광고 시장에도 진출, 시장 성장 시 가장 큰 수혜가 예상됨. 부진했던 게임 사업에서도 구조 조정과 올해 말 신규 게임 출시 등으로 내년부터 매출 반등할 전망.

**Action:** NHN에 대해 BUY 투자의견 및 12개월 목표주가 340,000원을 유지하며, 글로벌 플랫폼 라인의 폭발적인 성장 잠재력을 고려하여 업종 Top-pick으로 선정함.

#### THE QUICK VIEW

**폭발적인 성장 잠재력을 보유한 라인:** 작년 12월 1,130만명이었던 라인의 가입자가 10월 7,000만명으로 증가하였고 이벤트 성격으로 간주되었던 스티커 매출도 상반기 월 평균 25억 원에서 3분기 월 30~40억원으로 꾸준히 상승함. 국내에서 7월 30일 오픈된 카카오 게임센터의 일 매출이 최근 10억원을 상회하고 있는 점을 고려하면, 국내보다 시장 규모가 10배 이상 크고 ARPU도 4배 가량 높은 일본 모바일 게임시장에서 라인 게임이 본격적으로 상용화될 경우 의미 있는 성과가 가능할 전망. 이로 인해 내년부터는 네이버 재팬의 흑자 경영이 가능할 전망. 국내외 모바일게임 시장에서 모바일 플랫폼의 영향력이 확대되는 가운데, 국내 상장 기업 중 유일하게 글로벌 모바일 플랫폼인 라인을 보유하고 있어 해외 모바일게임 시장에서 NHN의 영향력 강화가 예상됨. 특히 내년부터 일본 모바일게임 시장에서 가시적인 성과가 발생할 경우, 밸류에이션 re-rating이 가능할 전망.

**압도적인 시장 지배력 모바일 및 로컬광고 시장으로 전이:** 네이버의 국내 PC 및 모바일의 검색 쿼리 점유율은 각각 72%, 73%를 상회할 정도로 압도적인 시장 지배력을 유지하고 있음. 여기에 최근 검색광고 대행사 오버추어가 국내 시장 철수 계획을 밝힘에 따라 NHN의 자회사인 검색 마케팅 플랫폼 NBP의 검색광고 시장 점유율 또한 상승할 전망. 회사는 이러한 압도적인 국내 시장 점유율을 바탕으로 약 1조원 규모로 추산되는 로컬 광고 시장에도 진출, 향후 시장 확대 시 가장 큰 수혜가 예상됨.

**게임사업의 수익성 개선 전망:** 올해 수익성 낮은 퍼블리싱 게임 계약 중도 해지 비용으로 약 250억원(상반기 150억원 지출)이 발생하나, 이로 인해 내년부터 게임부문의 수익성 개선이 전망됨. 또한 웹보드게임의 보수적인 운영으로 역성장하는 올해와 달리 연말 위닝일레븐 온라인과 신규 온라인 및 모바일 게임 출시로 내년부터 게임 사업의 매출 증가도 가능할 전망.

**BUY 투자의견 및 목표주가 34만원 유지:** NHN에 대해 기존의 BUY 투자의견 및 12개월 목표주가를 340,000원(DCF 사용-무위험이자율 3.6%, 리스크프리미엄 6.5%, 영구성장을 1.0%)을 유지함. 현재 이익 추정에는 일본 라인의 스탬프 매출을 제외한 게임, 광고 및 기타 컨텐츠 판매 수익은 반영하지 않았기 때문에 향후 추가적인 매출이 발생할 경우 수익 추정 상향도 가능할 전망.

#### ■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2011	2012E	2013E	2014
매출액 (십억원)	2,121.3	2,360.8	2,658.5	2,979.
순이익 (십억원)	452.1	485.2	605.0	714.
EPS (adj) (원)	9,273	9,697	12,108	14,30
EPS (adj) growth (%)	(6.4)	4.6	24.9	18.
EBITDA margin (%)	32.9	31.4	34.3	35.
ROE (%)	30.7	26.9	26.1	24.
P/E (adj) (배)	27.3	26.0	20.9	17.
P/B (배)	7.7	5.8	4.4	3.
EV/EBITDA (배)	16.5	15.3	12.0	9.
Dividend yield (%)	0.2	0.3	0.5	0.

자료: 삼성증권 추정

## 손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>영업수익</b>	<b>1,778</b>	<b>2,147</b>	<b>2,381</b>	<b>2,678</b>	<b>2,999</b>
매출액	1,773	2,121	2,361	2,658	2,979
검색광고	838	1,082	1,228	1,375	1,541
디스플레이광고	239	299	335	372	414
온라인게임	422	641	604	644	714
기타	16	100	194	268	311
기타영업수익	5	26	20	20	20
<b>영업비용</b>	<b>1,179</b>	<b>1,527</b>	<b>1,758</b>	<b>1,909</b>	<b>2,099</b>
매출원가	833	0	0	0	0
판매 및 일반관리비	315	1,465	1,702	1,859	2,049
기타영업비용	31	62	56	50	50
<b>영업이익</b>	<b>599</b>	<b>620</b>	<b>623</b>	<b>769</b>	<b>900</b>
순금융이익	16	22	30	42	62
순외화이익	(1)	0	0	0	0
순지분법이익	17	0	0	0	0
기타	(13)	(10)	8	12	10
<b>세전이익</b>	<b>617</b>	<b>632</b>	<b>660</b>	<b>823</b>	<b>971</b>
법인세	144	180	175	218	257
계속사업이익	460	452	485	605	714
중단사업이익	34	0	0	0	0
<b>순이익</b>	<b>495</b>	<b>452</b>	<b>485</b>	<b>605</b>	<b>714</b>
지배주주순이익	494	450	483	602	711
비지배주주순이익	1	2	2	3	3
<b>총포괄이익</b>	<b>465</b>	<b>438</b>	<b>465</b>	<b>589</b>	<b>703</b>
지배주주포괄이익	470	436	462	587	700
비지배주주포괄이익	(4)	2	2	3	3
EBITDA	691	699	741	913	1,070
수정 EPS (원)*	9,906	9,273	9,697	12,108	14,302

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>569</b>	<b>418</b>	<b>594</b>	<b>700</b>	<b>819</b>
순이익	495	452	485	605	714
유·무형자산 상각비	89	88	110	132	160
순외환관련손실 (이익)	(0)	4	0	0	0
지분법평가손실 (이익)	(3)	(1)	0	0	0
<b>Gross cash flow</b>	<b>609</b>	<b>738</b>	<b>607</b>	<b>506</b>	<b>861</b>
순운전자본감소 (증가)	(40)	(169)	0	(13)	(14)
이자손실 (이익)	15	18	(13)	207	(28)
배당금수취	0	2	0	0	0
기타	(15)	(171)	(0)	(0)	(0)
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(416)</b>	<b>(318)</b>	<b>(473)</b>	<b>(409)</b>	<b>(517)</b>
설비투자	(237)	(121)	(256)	(202)	(264)
<b>Free cash flow</b>	<b>332</b>	<b>297</b>	<b>338</b>	<b>498</b>	<b>555</b>
투자자산의 감소 (증가)	(139)	(77)	(47)	(47)	(50)
기타	(39)	(120)	(170)	(160)	(203)
재무활동에서의 현금흐름	(57)	(189)	(11)	(73)	65
차입금의 증가 (감소)	61	(7)	104	(98)	2
자본금의 증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금	0	0	(24)	(23)	(23)
기타	(119)	(182)	(91)	48	85
<b>현금증감</b>	<b>26</b>	<b>(89)</b>	<b>110</b>	<b>218</b>	<b>366</b>
기초현금	524	555	466	576	794
기말현금	550	466	576	794	1,160

참고: 2011년부터 K-IFRS 연결 기준

\* 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨

자료: NHN, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>유동자산</b>	<b>1,140</b>	<b>1,431</b>	<b>1,706</b>	<b>2,078</b>	<b>2,641</b>
현금 및 현금등가물	550	466	576	794	1,160
매출채권	160	223	256	295	339
재고자산	0	0	0	0	0
기타	431	742	874	989	1,142
<b>비유동자산</b>	<b>836</b>	<b>942</b>	<b>1,173</b>	<b>1,334</b>	<b>1,538</b>
투자자산 (지분법증권)	328	304	350	397	448
유형자산	329	384	550	637	760
무형자산	128	139	146	161	178
기타	51	115	127	139	153
<b>자산총계</b>	<b>1,976</b>	<b>2,373</b>	<b>2,879</b>	<b>3,412</b>	<b>4,179</b>
<b>유동부채</b>	<b>390</b>	<b>533</b>	<b>682</b>	<b>619</b>	<b>662</b>
매입채무	85	130	156	173	195
단기차입금	23	74	77	80	82
기타 유동부채	282	329	449	366	385
<b>비유동부채</b>	<b>220</b>	<b>262</b>	<b>170</b>	<b>178</b>	<b>186</b>
사채 및 장기차입금	194	147	47	47	47
기타 장기부채	25	115	123	131	139
<b>부채총계</b>	<b>610</b>	<b>795</b>	<b>852</b>	<b>797</b>	<b>848</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,366</b>	<b>1,578</b>	<b>2,024</b>	<b>2,609</b>	<b>3,322</b>
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	194	195	195	195	195
이익잉여금	1,788	2,171	2,639	3,239	3,963
기타	(640)	(813)	(833)	(849)	(860)
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>9</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,366</b>	<b>1,578</b>	<b>2,027</b>	<b>2,615</b>	<b>3,331</b>
순부채	(630)	(618)	(819)	(1,210)	(1,681)
주당장부가치 (원)	27,619	32,721	43,188	57,084	74,526

## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	10.9	19.7	11.3	12.6	12.1
영업이익	3.4	3.6	0.4	23.5	17.0
순이익	8.9	(8.6)	7.3	24.7	18.0
영업순이익*	14.2	(6.4)	7.4	24.9	18.1
EBITDA	11.3	1.2	6.0	23.2	17.2
수정 EPS*	17.6	(6.4)	4.6	24.9	18.1
<b>비율 및 회전</b>					
영업이익률 (%)	33.8	29.2	26.4	28.9	30.2
순이익률 (%)	27.9	21.3	20.6	22.8	24.0
EBITDA 이익률 (%)	39.0	32.9	31.4	34.3	35.9
ROE (%)	40.2	30.7	26.9	26.1	24.0
ROA (%)	27.6	20.8	18.5	19.2	18.8
ROIC (%)	33.6	28.1	22.6	21.6	19.9
순부채비율 (%)	(46.1)	(39.2)	(40.4)	(46.3)	(50.5)
이자보상배율 (배)	80.9	52.0	53.9	84.6	135.2
매출채권 회수기간 (일)	33.9	32.9	37.0	37.8	38.8
<b>Valuations (배)</b>					
P/E	25.5	27.3	26.0	20.9	17.7
P/B	6.9	7.7	5.8	4.4	3.4
EV/EBITDA	12.3	16.5	15.3	12.0	9.8
EV/EBIT	14.2	18.9	18.0	14.0	11.5
배당수익률 (보통, %)	0.0	0.2	0.3	0.5	0.8

# Company Update



양일우  
Analyst  
ilwoo.yang@samsung.com  
02 2020 7820

하재성  
Research Associate  
jaeseong.ha@samsung.com  
02 2020 7780

## AT A GLANCE

**SELL** **HOLD** **BUY**

<b>목표주가</b>	<b>430,000원 (26%)</b>
현재주가	342,500원
Bloomberg code	097950 KS
시가총액	4.6조원
Shares (float)	13,078,897주 (58.6%)
52주 최저/최고	274,000원/374,500원
60일-평균거래대금	248억원
One-year performance	1M 6M 12M
CJ제일제당 (%)	+11.4 -8.4 +11.2
Kospi 지수 대비 (%pts)	+15.6 -4.9 +11.0

## KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	430,000	430,000	+0%
2012E EPS	21,398	21,398	+0%
2013E EPS	30,863	30,863	+0%
2014E EPS	36,452	36,452	+0%

## CJ제일제당 (097950)

식품사업의 구조적 성장에 기반한 이익 안정성.

### WHAT'S THE STORY?

**Event:** 2012년 가공식품의 꾸준한 성장 확인 및 해외 바이오 사업의 이익 반등

**Impact:** 가구구조의 변화 등으로 인한 구조적 성장성과 환율 및 곡물가 하향 안정화 및 라이선 판가 반등 등 긍정적인 매크로 변수로 실적 개선 기대.

**Action:** 글로벌 peer의 2013년 평균 P/E 14배 적용하여 BUY 투자의견 및 목표주가 430,000유지.

### THE QUICK VIEW

**매크로 변수 등 구조적 변수는 2013년에도 개선 지속될 것:** 대한통운을 제외한 매출의 약 56%를 차지하는 식품부문에서 가공식품의 성장을 바탕으로 성장 지속. 또한 소재 및 바이오 업황도 개선될 것으로 기대되는데 환율, 곡물가 및 중국 돼지고기 가격 등의 매크로 변수도 긍정적일 것으로 예상되기 때문. 환율하락 및 곡물가 하향안정화가 원가부담을 감소시키는 한편 중국 돼지고기 가격 반등으로 라이선 판가 회복이 기대됨.

**가공식품 부문의 견조한 성장:** 가공식품 부문은 동사 연결매출 (대한통운 제외)의 약 30%를 점하고 있으며 2004년 이후 CAGR 19% 성장하며 식품부문의 성장 견인. 2012년 육가공, 냉동식품, 햄반, 편의식 등이 연매출 4,000억원, 1,500억원, 1,000억원, 900억원을 달성하며 약 20%의 성장을 보이고 있음. 1) 1,2인가구 증가에 따른 소비자의 편의성 추구 2) 강력한 제품 브랜드 (햄반, 스팸 등) 및 제품개발에 대한 R&D 능력 등이 이 같은 성장을 구조적으로 뒷받침해 줄 것.

**신흥시장에서 성과가 나타나면 프리미엄 요인 될 것:** 현재 중국에서 김치, 김, 다시다, 만두, 장류, 햄반 판매에 집중. 중국 내 산업화와 함께 조리가 편리한 식품이 중시된다는 점, 전자레인지, 냉장고 등의 보급률이 상승하는 점 및 밥을 주식으로 하는 식문화의 유사성, 강력한 글로벌 경쟁사의 부재 등이 가공식품의 성공가능성을 높이고 있음. 유통망이 확고해 진다면 의미있는 매출 및 영업이익을 창출할 수 있을 것으로 예상.

**소재와 바이오 업황의 개선:** 동사의 매출 및 영업이익을 좌우하는 소재와 바이오 부문도 곡물가격의 하향안정 및 라이선 가격의 반등으로 2012년 4분기부터 턴어라운드 할 전망. 달러화 약세 및 곡물가격 하향 안정화는 동사의 주요 매입 곡물인 소맥 및 원당의 원가부담을 감소시킬 것. 또한 중국 등 개발도상국의 신흥시장에서 소규모농가가 기업화되면서 라이선 수요가 견조하며 중국 내 라이선 사업마진을 의미하는 Hog-to-corn ratio도 역시 바닥수준에서 반등한 상태.

**BUY투자의견 유지하고 목표주가 430,000원으로 유지:** 2013년 경기 불확실성과 무관하게 동사의 매출의 약 56%를 담당하는 식품 부문의 매출 성장은 꾸준할 것. 해외 바이오 사업의 이익을 결정하는 매크로 변수도 개선되는 상황. 현재 동사의 2013년 기준 P/E는 11.1배이며 글로벌 peer의 2013년 P/E 14배보다 낮은 수준으로 주가 상승 가능성 높음.

### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	6,538	10,015	11,195	11,837
순이익 (십억원)	314	350	478	558
EPS (adj) (원)	19,100	21,398	30,863	36,452
EPS (adj) growth (%)	(11.5)	12.0	44.2	18.1
EBITDA margin (%)	9.6	8.8	9.5	9.7
ROE (%)	6.5	5.6	7.5	8.0
P/E (adj) (배)	18.0	16.0	11.1	9.4
P/B (배)	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	13.5	9.9	8.2	7.4
Dividend yield (%)	0.5	1.2	1.3	1.3

자료: 삼성증권 추정

## 손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>매출액</b>	<b>5,669</b>	<b>6,538</b>	<b>10,015</b>	<b>11,195</b>	<b>11,837</b>
매출원가	4,035	4,772	7,780	8,660	9,117
<b>매출총이익</b>	<b>1,634</b>	<b>1,766</b>	<b>2,235</b>	<b>2,535</b>	<b>2,719</b>
<b>판매 및 일반관리비</b>	<b>1,191</b>	<b>1,308</b>	<b>1,593</b>	<b>1,714</b>	<b>1,814</b>
인건비	301	305	355	385	412
지급수수료	273	313	330	353	374
마케팅비용	148	177	203	214	227
기타	468	513	705	762	802
기타 영업비용	(1)	4	4	4	4
<b>영업이익</b>	<b>443</b>	<b>454</b>	<b>638</b>	<b>818</b>	<b>901</b>
영업외손익	461	7	(167)	(134)	(131)
이자손익	(54)	(63)	(122)	(123)	(123)
외화관련손익	41	(44)	18	0	0
지분법관련손익	2	0	0	0	0
기부금	(53)	0	0	0	0
기타	525	113	(63)	(11)	(8)
<b>세전계속사업이익</b>	<b>905</b>	<b>461</b>	<b>471</b>	<b>684</b>	<b>770</b>
(계속사업이익)법인세비용	199	147	122	206	212
계속사업이익	706	314	350	478	558
중단사업이익	0	0	0	0	0
법인세효과*	0	0	0	0	0
<b>순이익</b>	<b>686</b>	<b>314</b>	<b>350</b>	<b>478</b>	<b>558</b>
비지배지분 귀속 당기순이익	0	13	81	113	120
EBITDA	618	630	885	1,066	1,153
EPS (원)*	21,574	19,100	21,398	30,863	36,452

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>64</b>	<b>(288)</b>	<b>475</b>	<b>699</b>	<b>899</b>
순이익	686	314	350	478	558
유·무형자산 상각비	176	181	253	249	251
퇴직급여	39	27	35	37	36
순외환관련손실 (이익)	(7)	0	(23)	0	0
지분법손실 (이익)	1	0	0	0	0
순운전자본감소 (증가)	(154)	(706)	(331)	(117)	121
기타	(677)	(104)	192	52	(68)
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>292</b>	<b>(1,420)</b>	<b>(734)</b>	<b>(619)</b>	<b>(608)</b>
설비투자	(289)	(726)	(819)	(810)	(821)
투자자산의 (증가)감소	532	(29)	184	207	207
기타	49	(665)	(99)	(16)	6
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(348)</b>	<b>1,878</b>	<b>45</b>	<b>(168)</b>	<b>(407)</b>
단기차입금의 증가 (감소)	29	688	0	(189)	(170)
장기차입금 증가 (감소)	62	936	166	258	(46)
사채증가 (감소)	0	838	120	(80)	(80)
유동성장기부채의 증가 (감소)	(375)	(439)	(184)	(92)	(46)
배당금	0	0	(58)	(65)	(65)
자본금 증가 (감소)	(45)	(122)	0	0	0
기타	(19)	(23)	0	0	0
<b>현금증감</b>	<b>46</b>	<b>172</b>	<b>(215)</b>	<b>(88)</b>	<b>(116)</b>
기초현금	268	307	479	264	176
기말현금	314	479	264	176	60

참고: 2010년까지는 K-GAAP 연결기준, 2011년부터는 K-IFRS 연결기준

\* 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨

자료: CJ제일제당, 삼성증권 추정

## 대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>유동자산</b>	<b>2,176</b>	<b>3,325</b>	<b>3,901</b>	<b>4,060</b>	<b>3,851</b>
현금 및 현금성자산	314	479	264	176	60
단기예금	0	175	175	175	175
유가증권	245	23	95	85	47
매출채권	623	1,230	1,703	1,809	1,817
재고자산	795	1,086	1,320	1,466	1,477
기타	199	332	343	349	274
<b>비유동자산</b>	<b>3,948</b>	<b>8,014</b>	<b>8,450</b>	<b>9,000</b>	<b>9,251</b>
투자자산	731	1,594	1,550	1,507	1,082
유형자산	3,130	5,020	5,499	6,092	6,768
무형자산	87	1,401	1,401	1,401	1,401
기타	6	7	7	7	7
<b>자산총계</b>	<b>6,124</b>	<b>11,340</b>	<b>12,350</b>	<b>13,060</b>	<b>13,101</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,368</b>	<b>3,780</b>	<b>3,973</b>	<b>3,835</b>	<b>3,699</b>
매입채무	244	467	568	702	828
단기차입금	1,058	1,893	1,893	1,703	1,533
유동성장기부채	268	368	184	92	46
기타	798	1,053	1,329	1,338	1,292
<b>비유동부채</b>	<b>876</b>	<b>2,863</b>	<b>3,278</b>	<b>3,623</b>	<b>3,221</b>
사채	250	915	1,035	955	875
장기차입금	203	1,174	1,340	1,598	1,552
기타	423	774	903	1,070	794
<b>부채총계</b>	<b>3,244</b>	<b>6,643</b>	<b>7,251</b>	<b>7,459</b>	<b>6,921</b>
<b>자본금</b>	<b>71</b>	<b>72</b>	<b>72</b>	<b>72</b>	<b>72</b>
자본잉여금	764	894	894	894	894
자본조정	1,112	1,886	1,965	2,048	2,133
이익잉여금	933	1,844	2,168	2,588	3,081
비지배지분	29	1,977	2,056	2,138	2,223
<b>자본총계</b>	<b>2,879</b>	<b>4,696</b>	<b>5,099</b>	<b>5,601</b>	<b>6,180</b>

## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	13.5	15.3	53.2	11.8	5.7
영업이익	15.5	2.4	40.6	28.1	10.2
세전계속사업이익	156.9	(49.0)	2.2	45.0	12.6
순이익	147.6	(54.2)	11.4	36.7	16.8
EBITDA	10.5	2.0	40.3	20.5	8.1
EPS*	31.3	(11.5)	12.0	44.2	18.1
<b>수익률 (%)</b>					
영업이익률	7.8	6.9	6.4	7.3	7.6
세전계속사업이익률	16.0	7.1	4.7	6.1	6.5
순이익률	12.1	4.8	3.5	4.3	4.7
EBITDA 마진율	10.9	9.6	8.8	9.5	9.7
ROE	11.4	6.5	5.6	7.5	8.0
ROA	12.5	3.6	3.0	3.8	4.3
<b>기타비율</b>					
순부채비율 (%)	48.3	84.1	82.3	74.8	64.8
부채비율 (%)	112.7	141.4	142.2	133.2	112.0
이자보상비율 (배)	8.2	7.3	5.2	6.6	7.3
매출채권회전율 (배)	9.1	5.3	5.9	6.2	6.5
<b>주당지표 (원)</b>					
SPS	454,910	505,970	775,014	866,375	916,010
BPS	231,056	363,444	394,598	433,479	478,284
DPS	4,000	1,800	4,000	4,500	4,500
주당EBITDA	49,612	48,790	68,470	82,526	89,199

# Company Update



남옥진  
Analyst  
oj.nam@samsung.com  
02 2020 7766

이서영  
Research Associate  
Jen.rhee@samsung.com  
02 2020 7825

## AT A GLANCE

**SELL** **HOLD** **BUY**

<b>목표주가</b>	<b>96,000원 (56%)</b>		
현재주가	<b>61,500원</b>		
Bloomberg code	<b>081660 KS</b>		
시가총액	6,807.5억원		
Shares (float)	9,938,014주 (88.4%)		
52주 최저/최고	65,600원/90,000원		
60일-평균거래대금	46.0억원		
One-year performance	1M	6M	12M
월라코리아 (%)	-15.3	-23.9	-20.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-10.8	-20.2	-20.0

## KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	96,000	96,000	0.0%
2012E EPS	10,450	10,450	0.0%
2013E EPS	11,272	11,272	0.0%
2014E EPS	12,257	12,257	0.0%

## 월라코리아 (081660)

### Acushnet 관련 성장 기대감 여전

#### WHAT'S THE STORY?

**Event:** 소비침체로 인한 실적 둔화 및 아쿠시네트의 계절성으로 인하여 2012년 하반기 부진한 실적을 기록 할 전망.

**Impact:** 계절성으로 하반기 실적 모멘텀 둔화 예상되나 2013년 Titleist 의류 런칭 등 성장성 기대감 여전.

**Action:** 동사에 대하여 투자의견 BUY와 목표주가 96,000원을 유지함. Acushnet의 실적이 안정적이고 의류 런칭과 아시아 시장 확대를 통한 성장성 기대감이 유효.

#### THE QUICK VIEW

**기저효과로 2013년 매출, 영업이익 턴어라운드 예상:** 동사의 매출과 영업이익은 2012년 각각 -7.4%, 0.2% 증가하여 저조할 것으로 예상됨. 이는 1) 글로벌 소비침체로 인한 의류 소비 감소, 2) Integrix 관련 일회성 매출 감소, 3) 2011년 재고판매완료로 인한 Fila USA의 매출성장을 둔화 (2011년 Fila USA 매출 성장을 38.4%, 2012년 성장을 3.2%) 때문. 2013년에는 기저효과 및 2013년 하반기 예상되는 소비심리 턴어라운드로 인하여 매출과 영업이익이 각각 7.6%, 15.2% 증가할 전망.

**Acushnet의 견고한 성장 지속 전망:** 월라코리아가 2011년 하반기 인수한 아쿠시네트는 타이틀리스트 골프채 및 골프용품(골프공, 스코티카메론 퍼터, 보키 웨지, 골프장갑 등), 풋조이 골프화를 생산하고 있으며 전세계 골프공, 골프화 시장 점유율이 50%를 상회하여 압도적임. Acushnet은 계절성으로 하반기 실적 모멘텀 둔화 예상되나 2013년 Titleist 의류 런칭 등 Acushnet 관련 성장 기대감 여전. Titleist 의류 브랜드의 주 target 시장은 스포츠웨어 부문이 빠르게 성장하고 있는 중국 시장임. 중국 의류 시장은 과거 5년간 연평균 11.8%의 견조한 성장을 이어왔으며 특히 스포츠웨어 시장은 타 복종 대비 높은 수요로 인하여 크게 성장하였음 (현재 중국 의류 시장 내 단일 회사로 가장 높은 시장점유율을 보유하고 있는 업체는 미국 스포츠웨어업체인 Nike임). Titleist 의류 브랜드 런칭은 매우 중요한 이벤트로 기대감이 추가에 선반영될 것으로 판단됨.

Acushnet의 매출 및 순이익은 2013년 약 6.0%, 9.3% 증가하여 양호할 것으로 예상됨. Titleist의 의류 라인이 중국에서 기대 이상의 수익을 기록할 경우 추가적인 실적 추정 상향 가능.

**투자의견 BUY, 목표주가 96,000원 유지:** 동사에 대하여 투자의견 BUY와 목표주가 96,000원을 유지함. Acushnet의 실적이 안정적이고 의류 런칭과 아시아 시장 확대를 통한 성장성 기대감이 유효해 이를 통한 동사 주가의 re-rating, 실적 개선 기대감은 여전함. 따라서 하반기 예상되는 일시적인 모멘텀 둔화는 장기 투자자에게는 매우 기회가 될 것으로 예상되며 BUY 투자의견을 유지함.

#### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	764.4	707.5	761.1	811.1
순이익 (십억원)	0.7	103.8	112.0	121.8
EPS (adj) (원)	71	10,450	11,272	12,257
EPS (adj) growth (%)	(96.2)	3,155.2	7.9	8.7
EBITDA margin (%)	3.0	23.3	23.5	23.7
ROE (%)	0.2	29.2	23.9	20.8
P/E (adj) (배)	nm	7.2	6.7	6.2
P/B (배)	2.2	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA (배)	7.6	8.8	8.4	7.9
Dividend yield (%)	0.4	0.4	0.4	0.4

자료: 삼성증권 추정

## 손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>매출액</b>	<b>616</b>	<b>764</b>	<b>708</b>	<b>761</b>	<b>811</b>
매출원가	282	379	336	365	392
<b>매출총이익</b>	<b>333</b>	<b>386</b>	<b>371</b>	<b>396</b>	<b>419</b>
(매출총이익률, %)	54.1	50.5	52.5	52.0	51.7
판매 및 일반관리비	235	277	265	280	293
<b>영업이익</b>	<b>102</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>116</b>	<b>126</b>
(영업이익률, %)	16.5	13.9	15.1	15.2	15.5
<b>순금융이익</b>	(15)	(12)	(24)	(27)	(27)
<b>순외화이익</b>	0	0	0	0	0
<b>순지분법이익</b>	2	(79)	52	56	60
기타	12	(12)	0	0	0
<b>세전이익</b>	<b>101</b>	<b>3</b>	<b>135</b>	<b>145</b>	<b>158</b>
법인세	18	2	31	33	36
(법인세율, %)	17.5	75.2	23.0	23.0	23.0
<b>순이익</b>	<b>83</b>	<b>1</b>	<b>104</b>	<b>112</b>	<b>122</b>
(순이익률, %)	13.6	0.1	14.7	14.7	15.0
<b>영업순이익*</b>	<b>84</b>	<b>3</b>	<b>104</b>	<b>112</b>	<b>122</b>
(영업순이익률, %)	13.6	0.4	14.7	14.7	15.0
<b>EBITDA</b>	<b>122</b>	<b>23</b>	<b>165</b>	<b>179</b>	<b>192</b>
(EBITDA 이익률, %)	19.8	3.0	23.3	23.5	23.7
<b>EPS (원)</b>	<b>9,145</b>	<b>71</b>	<b>10,451</b>	<b>11,274</b>	<b>12,259</b>
수정 EPS (원)**	6,794	55	8,455	9,121	9,918
주당배당금 (보통, 원)	500	250	250	250	250
주당배당금 (우선, 원)	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817
배당성향 (%)	5.6	108.9	2.4	2.2	2.0

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>27</b>	<b>45</b>	<b>81</b>	<b>87</b>	<b>90</b>
순이익	83	1	104	112	122
유·무형자산 상각비	6	8	6	7	7
순외환관련손실 (이익)	0	0	0	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	0	0	0
기타	7	106	(7)	(9)	(13)
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>96</b>	<b>116</b>	<b>103</b>	<b>109</b>	<b>116</b>
순운전자본감소 (증가)	(48)	(42)	(8)	(7)	(8)
이자손실(이익)	(23)	(12)	(14)	(16)	(18)
배당금수취	1	1	0	0	0
기타	1	(18)	(0)	(0)	0
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(21)</b>	<b>(118)</b>	<b>(94)</b>	<b>(90)</b>	<b>(92)</b>
설비투자	(8)	(11)	(20)	(19)	(17)
<b>Free cash flow</b>	<b>19</b>	<b>34</b>	<b>61</b>	<b>68</b>	<b>73</b>
투자자산의 감소(증가)	(2)	(116)	(74)	(71)	(75)
기타	(11)	10	0	0	0
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>9</b>	<b>97</b>	<b>15</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
차입금의 증가(감소)	(19)	106	21	10	10
자본금의 증가 (감소)	34	0	0	0	0
배당금	(1)	(5)	(5)	(5)	(5)
기타	(5)	(5)	(2)	2	2
<b>환율변동효과</b>	<b>(3)</b>	<b>1</b>	<b>(0)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>현금증감</b>	<b>12</b>	<b>24</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
기초현금	12	24	48	50	54
기말현금	24	48	50	54	59

참고: \* 일회성 항목 제외

\*\* 원전 회석, 일회성 항목 제외

자료: 휠라코리아, 삼성증권 추정

## 대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>유동자산</b>	<b>256</b>	<b>324</b>	<b>345</b>	<b>451</b>	<b>530</b>
현금 및 현금등가물	24	48	50	54	59
매출채권	86	119	95	110	115
재고자산	108	131	122	155	177
기타	38	26	78	131	179
<b>비유동자산</b>	<b>425</b>	<b>515</b>	<b>536</b>	<b>590</b>	<b>637</b>
투자자산	14	32	54	79	99
(지분법증권)	12	24	43	69	90
유형자산	40	43	52	61	68
무형자산	357	405	422	443	463
기타	13	35	8	8	8
<b>자산총계</b>	<b>681</b>	<b>839</b>	<b>881</b>	<b>1,041</b>	<b>1,167</b>
<b>유동부채</b>	<b>188</b>	<b>243</b>	<b>240</b>	<b>277</b>	<b>266</b>
매입채무	46	44	68	75	83
단기차입금	86	114	102	99	101
기타 유동부채	56	84	71	104	83
<b>비유동부채</b>	<b>177</b>	<b>298</b>	<b>228</b>	<b>239</b>	<b>254</b>
사채 및 장기차입금	105	215	254	264	269
기타 장기부채	71	83	(26)	(25)	(15)
<b>부채총계</b>	<b>365</b>	<b>541</b>	<b>468</b>	<b>516</b>	<b>520</b>
자본금	45	47	47	47	47
자본잉여금	75	77	77	77	77
이익잉여금	170	167	270	382	504
기타	26	18	18	18	18
<b>자본총계</b>	<b>316</b>	<b>299</b>	<b>413</b>	<b>525</b>	<b>647</b>
순부채	159	288	294	296	297
주당장부가치 (원)	34,646	32,607	41,545	52,819	65,078

## 재무비율

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	–	24.2	(7.4)	7.6	6.6
영업이익	–	4.7	0.2	8.4	8.5
세전이익	–	nm	nm	7.9	8.7
순이익	–	nm	nm	7.9	8.7
영업순이익*	–	nm	nm	7.9	8.7
EBITDA	–	nm	nm	8.5	7.6
수정 EPS**	–	nm	nm	7.9	8.7
<b>비율 및 회전</b>					
ROE (%)	34.8	0.2	29.2	23.9	20.8
ROA (%)	13.1	0.1	12.1	11.7	11.0
ROIC (%)	17.7	4.5	11.6	10.9	10.3
순부채비율	50.2	96.4	71.3	56.4	45.9
이자보상배율 (배)	7.6	1.2	4.1	4.0	4.1
매출채권 회수기간 (일)	44.7	49.0	55.1	49.0	50.5
매입채무 결제기간 (일)	26.3	21.5	28.7	34.0	35.3
재고자산 보유기간 (일)	51.8	57.1	65.3	66.6	74.9
<b>Valuations (배)</b>					
P/E**	11.5	nm	7.2	6.7	6.2
P/B	2.2	2.2	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.1	nm	8.8	8.4	7.9
EV/EBIT	8.6	nm	9.3	8.9	8.4
배당수익률 (보통, %)	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3

# Company Update



남옥진  
Analyst  
oj.nam@samsung.com  
02 2020 7766

이서영  
Research Associate  
jen.rhee@samsung.com  
02 2020 7825

## AT A GLANCE

**SELL** **HOLD** **BUY**

목표주가	84,000원 (??%)	
현재주가	74,900원	
Bloomberg code	071840 KS	
시가총액	1.7조원	
Shares (float)	23,607,712주 (34.4%)	
52주 최저/최고	47,000원/93,600원	
60일-평균거래대금	66.1억원	
One-year performance	1M 6M 12M	
하이마트 (%)	4.0 28.3 -11.8	
Kospi 지수 대비 (%pts)	8.5 32.0 -11.6	

## KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	84,000	84,000	+0%
2012E EPS	4,506	4,506	+0%
2013E EPS	6,791	6,791	+0%
2014E EPS	8,047	8,047	+0%

## 하이마트 (071840)

### 본업 성장성 + 롯데쇼핑 시너지

#### WHAT'S THE STORY?

**Event:** 동사의 주가는 경영권 관련 분쟁 및 대주주 지분 매각 등의 이슈로 인하여 당해 약 7% 하락하여 KOSPI를 underperform 하였음. 그러나 4분기 기업결합 승인 후 동사와 롯데쇼핑과의 영업 시너지는 2013년 1분기부터 본격화될 것으로 전망.

**Impact:** 롯데쇼핑과의 시너지 및 기저효과로 3분기에 이어 2013년에도 견조한 실적을 이어갈 것으로 전망됨. 또한 국내 전자제품 시장에서 하이마트의 시장점유율은 10%대로 낮아 (할인점, 백화점 1위 업체 M/S 40% 수준) 확대 여지가 크다고 판단됨.

**Action:** 동사에 대하여 투자의견 BUY와 목표주가 84,000원을 유지함. 현 추정은 롯데쇼핑과의 시너지 가능성은 반영하고 있지 않기 때문에 향후 추가적인 실적추정치 및 목표주가 상향 여지가 높음.

#### THE QUICK VIEW

**기저효과로 2013년에도 견조한 실적 지속 예상:** 3분기에 나타난 실적 회복 추세는 4분기와 내년에도 지속될 것으로 예상됨. 이는 경영권 관련분쟁 및 대주주 지분 매각 등의 이슈로 당해 상반기 매출이 저조하였고 하반기 이후 개별소비세 인하, 금리인하 등 다양한 내수 부양정책이 발표되고 있기 때문. 따라서 동사의 연간 매출과 영업이익은 2012년 전년동기대비 각각 3.0%, 21.8% 하락할 것으로 전망되나 2013년에는 각각 10.8%, 30.5% 증가하여 던어라운드가 본격화될 전망.

**Category killer 시장 성장성 충분:** 기저효과를 제외 하더라도 동사의 장기적 본업 성장성은 충분 하다고 판단됨. 현재 국내 전자제품 유통시장 중 제조회사 대리점을 제외한 전문점의 비중은 약 15% 수준(제조회사 대리점 포함 시 28%)으로 일본과 미국 대비 (전문점 비중 각각 70%, 47% 수준) 크게 낮음. 따라서 해외시장과 비교 시 국내에서도 Category Killer의 중요성이 더 높아질 가능성이 크다고 판단됨. 또한 국내 전자제품 시장에서 업계 1위인 하이마트의 시장점유율은 10%대로 낮아(할인점, 백화점 1위 업체 M/S 40% 수준) 추가 확대여지가 크고, 향후 5년 이상 동사는 매년 10~15개의 신규출점이 가능할 전망.

**2013년부터 롯데쇼핑과 시너지 본격화될 전망:** 2012년 4분기 기업결합 승인 후 동사와 롯데쇼핑과의 시너지는 2013년부터 본격화될 것으로 전망됨. 먼저 합병을 통한 비용절감 효과가 기대되는데 동사는 대주주가 롯데쇼핑으로 변경된 후 장기차입금에 대한 refinancing으로 관련 이자비용을 절감할 수 있을 것으로 예상되며, 전임 CEO를 포함한 임원 인건비가 하락할 것으로 판단됨. 영업측면에서는 하이마트의 구매력(하이마트 GPM 25%, 롯데쇼핑 가전부문 15%)를 활용할 수 있는 공동구매 혹은 위탁경영이 논의되고 있으며 롯데카드와 하이마트의 제휴강화를 시도할 전망임.

**투자의견 BUY 및 목표주가 84,000원 유지:** 동사에 대하여 투자의견 BUY와 목표주가 84,000원을 유지함. 2013년에도 동사의 주가에 대한 할증평가는 지속될 것으로 예상되는데 이는 하이마트가 산업성장 사이클 상 성장기 중반(BestBuy 2000년대 초반, 이마트 2000년대 중반과 유사)에 있다고 판단되기 때문. 또한 현 실적추정은 롯데쇼핑과의 시너지 및 2014년 만기인 장기차입금의 refinancing 가능성을 반영하고 있지 않기 때문에 향후 추가적인 실적추정치 및 목표주가 상향 여지가 높음.

#### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	3,410.6	3,309.7	3,666.6	3,962.6
순이익 (십억원)	140.7	106.4	160.3	190.0
EPS (adj) (원)	5,993	4,506	6,791	8,047
EPS (adj) growth (%)	4.1	(24.8)	50.7	18.5
EBITDA margin (%)	8.6	7.5	8.6	8.8
ROE (%)	11.6	7.3	10.3	11.2
P/E (adj) (배)	13.6	16.6	11.0	9.3
P/B (배)	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (배)	8.8	9.8	8.5	7.4
Dividend yield (%)	1.2	1.2	1.2	1.2

자료: 삼성증권 추정

## 손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>매출액</b>	<b>3,052</b>	<b>3,411</b>	<b>3,310</b>	<b>3,667</b>	<b>3,963</b>
매출원가	2,293	2,551	2,505	2,750	2,972
<b>매출총이익</b>	<b>759</b>	<b>859</b>	<b>804</b>	<b>917</b>	<b>991</b>
(매출총이익률, %)	24.9	25.2	24.3	25.0	25.0
판매 및 일반관리비	542	602	599	653	697
기타영업손익	(2)	2	0	0	0
<b>영업이익</b>	<b>215</b>	<b>259</b>	<b>205</b>	<b>264</b>	<b>293</b>
(영업이익률, %)	7.1	7.6	6.2	7.2	7.4
순금융이익	(77)	(70)	(66)	(58)	(49)
순외환이익	0	0	0	0	0
순지분법이익	0	0	0	0	0
기타	4	(2)	0	3	4
<b>세전이익</b>	<b>143</b>	<b>187</b>	<b>139</b>	<b>210</b>	<b>248</b>
법인세	36	46	33	49	58
(법인세율, %)	25.1	24.7	23.5	23.5	23.5
<b>순이익</b>	<b>107</b>	<b>141</b>	<b>106</b>	<b>160</b>	<b>190</b>
(순이익률, %)	3.5	4.1	3.2	4.4	4.8
<b>영업순이익*</b>	<b>108</b>	<b>141</b>	<b>106</b>	<b>160</b>	<b>190</b>
(영업순이익률, %)	3.6	4.1	3.2	4.4	4.8
EBITDA	252	293	250	315	349
(EBITDA 이익률, %)	8.3	8.6	7.5	8.6	8.8
EPS (원)	5,677	5,961	4,506	6,791	8,047
수정 EPS (원)**	5,758	5,993	4,506	6,791	8,047
주당배당금 (보통, 원)	0	880	880	880	880
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	9.8	14.8	19.5	13.0	10.9

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>168</b>	<b>298</b>	<b>163</b>	<b>249</b>	<b>273</b>
순이익	107	141	106	160	190
유 · 무형자산 상각비	37	41	45	48	52
순외환관련손실 (이익)	0	0	0	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	0	0	0
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>264</b>	<b>309</b>	<b>172</b>	<b>254</b>	<b>274</b>
순운전자본감소 (증가)	(82)	32	(9)	(6)	(1)
이자손실(이익)	0	0	0	0	0
배당금수취	0	0	0	0	0
기타	(14)	(43)	(0)	(0)	(0)
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(70)</b>	<b>(51)</b>	<b>(92)</b>	<b>(93)</b>	<b>(96)</b>
설비투자	(53)	(60)	(13)	(12)	(14)
<b>Free cash flow</b>	<b>115</b>	<b>238</b>	<b>150</b>	<b>237</b>	<b>260</b>
투자자산의 감소(증가)	(0)	(0)	(8)	(7)	(6)
기타	(17)	9	(71)	(75)	(77)
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(51)</b>	<b>(182)</b>	<b>(36)</b>	<b>(138)</b>	<b>(123)</b>
차입금의 증가(감소)	(155)	(479)	129	40	(40)
자본금의 증가 (감소)	244	261	(0)	0	0
배당금	0	0	(35)	(35)	(35)
기타	(140)	35	(130)	(143)	(48)
<b>현금증감</b>	<b>47</b>	<b>65</b>	<b>35</b>	<b>17</b>	<b>53</b>
기초현금	157	204	269	304	321
기말현금	204	269	304	321	375

참고: \* 일회성 항목 제외

\*\* 완전 희석, 일회성 항목 제외

자료: 하이마트, 삼성증권 추정

## 대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>유동자산</b>	<b>488</b>	<b>573</b>	<b>698</b>	<b>805</b>	<b>923</b>
현금 및 현금등가물	204	269	304	321	375
매출채권	34	31	65	80	91
재고자산	202	226	313	363	413
기타	48	47	16	42	44
<b>비유동자산</b>	<b>2,169</b>	<b>2,195</b>	<b>2,251</b>	<b>2,293</b>	<b>2,342</b>
투자자산	56	66	1	1	1
(지분법증권)	0	0	0	0	0
유형자산	367	384	430	463	501
무형자산	1,687	1,688	1,688	1,688	1,688
기타	58	57	133	141	152
<b>자산총계</b>	<b>2,657</b>	<b>2,768</b>	<b>2,949</b>	<b>3,098</b>	<b>3,265</b>
<b>유동부채</b>	<b>476</b>	<b>301</b>	<b>439</b>	<b>488</b>	<b>528</b>
매입채무	121	187	190	225	260
단기차입금	50	0	0	20	0
기타 유동부채	304	114	249	243	268
<b>비유동부채</b>	<b>1,183</b>	<b>1,039</b>	<b>1,011</b>	<b>986</b>	<b>959</b>
사채 및 장기차입금	1,114	866	995	872	804
기타 장기부채	69	173	17	114	155
<b>부채총계</b>	<b>1,658</b>	<b>1,340</b>	<b>1,450</b>	<b>1,474</b>	<b>1,487</b>
자본금	96	118	118	118	118
자본잉여금	787	1,056	1,056	1,056	1,056
이익잉여금	117	254	325	450	605
기타	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>999</b>	<b>1,428</b>	<b>1,499</b>	<b>1,624</b>	<b>1,779</b>
순부채	1,103	574	653	531	389
주당장부가치 (원)	52,289	60,486	63,492	68,787	75,339

## 재무비율

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	14.6	11.7	(3.0)	10.8	8.1
영업이익	18.4	20.2	(20.9)	28.8	11.1
세전이익	59.2	31.0	(25.6)	50.7	18.5
순이익	70.0	31.7	(24.4)	50.7	18.5
영업순이익*	73.1	30.5	(24.8)	50.7	18.5
EBITDA	9.3	16.2	(14.6)	26.3	10.6
수정 EPS**	12.4	4.1	(24.8)	50.7	18.5
<b>비율 및 회전</b>					
ROE (%)	13.0	11.6	7.3	10.3	11.2
ROA (%)	4.1	5.2	3.7	5.3	6.0
ROIC (%)	7.7	9.7	7.3	9.4	10.3
순부채비율 (%)	110.5	40.2	43.6	32.7	21.9
이자보상배율 (배)	2.7	3.3	3.1	4.6	6.1
매출채권 회수기간 (일)	3.9	3.5	5.3	7.2	7.9
매입채무 결제기간 (일)	17.7	16.5	20.8	20.7	22.3
재고자산 보유기간 (일)	22.3	22.9	29.7	33.6	35.7
<b>Valuations (배)</b>					
P/E	n/a	13.6	16.6	11.0	9.3
P/B	n/a	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	n/a	8.8	9.8	8.5	7.4
EV/EBIT	n/a	10.1	12.0	10.1	8.8
배당수익률 (보통, %)	n/a	1.2	1.2	1.2	1.2

## ■ 목차

1. 중요한 시험대에 오른 2013년	p2
2. 주가 결정요인과 환경	p8
3. 적정 KOSPI 전망	p15
4. 투자아이디어와 $\alpha$ 찾기	p18
Cyclical > Defensive 구조적 우려 < 평균 회귀 3가지 Theme 대형주 < 중소형주	
5. Top 10 picks 소개	p27
6. 2013년 모델 포트폴리오	p48

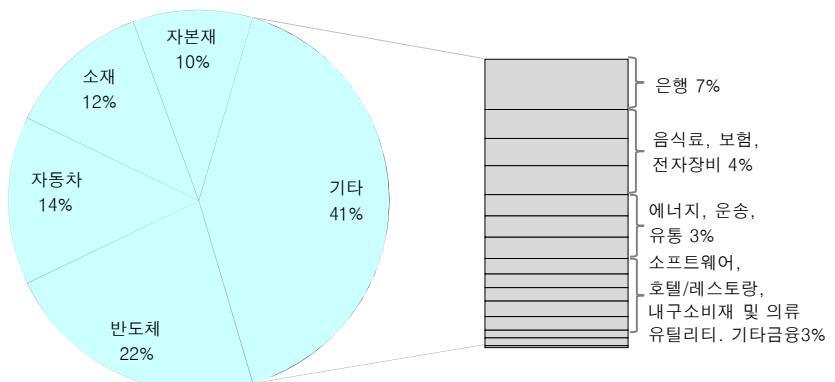
**2013년 모델 포트폴리오****모델포트폴리오****섹터 비중 제안**

2013년 모델포트폴리오를 제시한다. 글로벌 경기 모멘텀 및 금융시장 환경 개선에 무게를 두기 때문에, IT와 경기소비재 등의 비중을 시장 대비 초과로 권고한다. 장기 성장성과 업황에 대한 우려가 존재하지만 과도하게 하락한 벤류에이션의 정상화를 고려할 때 금융과 소재 등을 시장 중심으로 제시한다. 반면 펀더멘탈 불확실성을 이유로 산업재를 시장비중 이하로 제안한다. 필수소비재는 일부 종목의 경우 과도하게 상승했다는 점에서 선별 대응이 필요하다.

**삼성 2013년 모델 포트폴리오 업종별 투자의견 요약**

투자의견	섹터	투자비중	시장비중	Top picks
Overweight	IT	28	26	삼성전자, SK하이닉스, LG전자, NHN
	경기소비재	21	19	현대차, 하이마트, 훨코리아
Neutral	금융	13	13	하나금융지주
	소재	12	12	LG화학
	에너지	3	3	
	건강관리	1	1	
Underweight	산업재	15	16	
	필수소비재	4	5	CJ제일제당
	유tility	2	3	
	텔레콤	1	2	
계		100	100	

자료: 삼성증권

**삼성 2013년 모델 포트폴리오 업종별 비중**

자료: 삼성증권

## 2013년 삼성 모델 포트폴리오

산업	산업투자의견	업종	코드	회사	주가 (원)	시가총액 (십억원)	KOSPI 비중 (A, %)*	제안 비중 (B, %)	차이 (B-A, %pt)	P/E (13E, 배)	P/B (13E, 배)	EV/ EBITDA (13E, 배)	EPS 성장률 (13E, %)	EBITDA 성장률 (13E, %)	ROE (13E, %)
							(A, %)*			(13E, 배)	(13E, 배)	(13E, %)	(13E, %)	(13E, %)	(13E, %)
에너지	Neutral	에너지	A096770	SK이노베이션	158,500	14,656	3 1	3 3	(0) 2	10.2 10.8	7.6 7.6	1.2 1.0	7.4 6.5	34.5 42.2	37.6 39.3
소재	Neutral	소재 화학	A051910	LG화학	294,000	19,484	11 5 2	12 6 4	1 1 2	11.6 13.0 13.0	8.8 9.3 10.9	1.1 1.3 1.8	8.6 7.5 7.0	32.8 39.8 18.9	23.1 26.1 18.6
		건축자재	A004000	삼성정밀화학	70,000	1,806	0	2	2	20.5	16.4	1.6	10.4	24.8	27.1
		철강및금속	A010130	고려아연	443,000	8,359	1	3	1	10.7 11.2	8.4 10.3	0.9 2.0	9.4 6.4	28.2 9.5	20.8 8.0
			A010520	현대하이스코	42,550	3,413	0	3	3	8.5 7.6	7.6 1.7	1.7 6.1	n/a n/a	11.9 n/a	12.3 n/a
		종이, 목재, 포장재					0	0	0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
산업재	Underweight						15	15	(0)	8.7	6.7	1.2	6.2	31.4	15.8
		자본재					13	12	(1)	7.6	6.0	1.1	5.4	26.3	14.6
		건설	A000830	삼성물산	61,600	9,623	3 1	4 2	1	11.7 15.9	9.3 17.4	1.1 1.1	8.8 13.7	26.4 (8.6)	23.8 1.7
			A000720	현대건설	64,800	7,216	1	2	1	12.2	8.8	1.6	8.3	39.3	36.8
		전기장비	A006260	LS	89,100	2,869	1 0	2 2	1	11.0 9.2	9.0 7.5	2.1 1.8	7.9 7.6	21.8 21.4	10.9 9.5
		지주회사	A001040	CJ	107,500	3,118	3 0	2 2	(1)	3.7 6.3	2.9 4.3	1.4 n/a	3.4 4.6	29.4 47.7	12.5 13.0
		기계					1	0	(1)	12.4	9.3	1.3	5.8	34.4	21.9
		조선	A009540	현대중공업	229,000	17,404	3 2	2 2	(1)	10.3	8.7	1.0	7.1	18.2	12.4
		무역 및 상사	A001120	LG상사	37,600	1,457	1 0	2 2	1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
		상업서비스					0	0	(0)	19.8	15.8	3.1	8.7	25.7	25.2
		운송	A003490	대한항공	48,950	3,523	0	3	3	10.7	9.9	1.5	7.5	8.2	10.3
경기관련 소비재	Overweight						19	21	2	7.6	6.9	1.4	5.4	10.3	8.7
		자동차	A012330	현대모비스	273,500	26,624	12 3	14 3	2	6.2 7.5	5.7 7.1	1.4 1.6	4.9 5.0	8.5 5.6	6.7 8.0
			A000270	기아차	61,200	24,808	2 5	3 6	1	5.7 7.1	5.7 6.3	1.5 1.2	3.8 5.0	(0.3) 13.1	(0.7) 8.6
			A005380	현대차	225,000	49,562	0	2	2	6.2 7.1	5.2 6.9	0.9 n/a	3.8 5.6	19.7 7.9	14.5 8.5
		미디어	A043370	평화정공	16,300	342	1	0	(1)	21.8	16.2	2.5	5.9	34.7	21.7
		유통					3	3	0	11.1	9.5	1.2	6.8	17.0	15.0
		내구소비재 및 의류	A071840	하이마트	75,400	1,780	0 2	3 2	3 (0)	16.1 14.0	11.4 11.9	n/a 2.5	9.5 7.6	40.8 18.3	21.2 16.7
		호텔, 레스토랑, 레저	A081660	힐라코리아	63,000	626	0 1	2 2	2	16.3 7.4	14.8 6.9	2.7 n/a	9.2 5.6	10.7 7.9	9.6 8.5
		교육	A034230	파라다이스	18,600	1,692	0 0	2 0	2 (0)	22.1 11.0	16.7 8.4	2.8 1.1	13.4 0.0	32.3 30.8	30.0 0.0

산업	산업투자의견	업종	코드	회사	주가 (원)	시가총액 (십억원)	KOSPI 비중 (A, %)*	제안 비중 (B, %)	차이 (B-A, %pt)	P/E (13E, 배)	P/B (13E, 배)	EV/ EBITDA (13E, 배)	EPS 성장률 (13E, %)	EBITDA 성장률 (13E, %)	ROE (13E, %)
비경기 소비재	Underweight	음식료	A033780	KT&G	83,300	11,436	5	4	(1)	18.7	15.3	2.6	10.9	22.0	15.6
			A097950	CJ제일제당	340,000	4,447	4	4	(0)	16.5	13.4	2.0	9.7	23.0	15.2
		생활용품					1	2	1	13.6	13.1	2.3	8.5	4.0	(0.0)
							0	2	2	13.5	10.3	2.7	9.9	30.8	23.0
의료	Underweight	제약	A068870	LG생명과학	45,750	758	1	1	(0)	31.7	21.9	2.1	20.3	44.9	33.1
							1	1	(0)	31.7	21.9	2.1	20.3	44.9	33.1
		건강용품					0	1	1	n/a	114.5	3.5	40.4	n/a	65.4
금융	Neutral	은행	A086790	하나금융지주	31,000	7,535	13	13	(0)	8.0	8.2	0.8	—	(3.9)	—
			A138930	BS금융지주	12,250	2,369	6	7	1	5.6	6.1	0.6	—	(6.8)	—
		보험	A000060	메리츠화재	15,000	1,451	1	4	3	3.3	4.5	0.5	n/a	(26.2)	n/a
			A001450	현대해상	36,400	3,254	0	3	3	6.1	5.9	0.7	n/a	3.3	n/a
		기타금융	A039490	키움증권	55,500	1,227	5	4	(1)	13.7	11.8	1.2	—	15.1	—
							0	2	2	8.6	7.8	1.6	n/a	11.1	n/a
							2	2	(0)	12.0	13.7	0.7	—	(24.0)	—
							0	2	2	9.6	10.0	1.5	n/a	(4.0)	n/a
IT	Overweight	전자장비 및 부품	A034220	LG디스플레이	32,500	11,629	27	28	1	10.0	8.0	1.6	4.1	32.0	13.1
			A066570	LG전자	75,700	12,388	5	4	(1)	17.8	10.2	1.2	4.9	74.2	17.6
		반도체	A005930	삼성전자	1,298,000	191,195	1	2	1	37.4	11.7	1.2	3.2	218.3	11.2
			A000660	SK 하이닉스	24,300	16,867	20	20	2	9.1	8.2	1.6	3.4	11.8	9.1
		소프트웨어 및 서비스	A035420	NHN	247,500	11,912	2	2	(0)	18.0	13.8	3.9	11.7	29.9	28.1
통신서비스	Underweight	통신서비스	A017670	SK텔레콤	154,000	12,435	2	1	(1)	12.3	8.5	1.3	4.0	51.9	6.1
							1	1	(0)	11.0	8.7	1.7	4.1	26.7	6.7
유저리티	Underweight	유저리티	A015760	한국전력	28,500	18,296	3	2	(1)	n/a	16.4	0.5	12.7	n/a	54.4
							2	2	0	n/a	20.0	0.4	12.5	n/a	81.6
전체							100	100	0	9.2	7.4	1.3	5.1	26.6	15.0

참고: 2012년 10월 30일 기준, KOSPI 업종의 합은 반올림에 의해 100이 아닐 수 있음

\* 코스닥 종목의 경우 비중은 KOSPI 시가총액 대비로 환산한 것임

자료: KRX, 삼성증권

주의: 삼성 모델 포트폴리오의 편입 종목은 전적으로 삼성증권 투자전략팀의 의견을 반영한 것이며, 따라서 개별 기업을 분석하는 애널리스트의 의견과는 다를 수 있습니다. 또한 당 자료의 목적은 개별 종목에 대한 추천이 아닌, 종합주가지수 대비 초과 수익을 목적으로 하는 종합적인 포트폴리오 제시에 있습니다.

**■ Compliance Notice**

- 당사는 11월 2일 현재 삼성정밀화학, 삼성물산, 삼성전자와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 당사는 11월 2일 현재 현대모비스, 기아차, 현대차, 한국전력, LG화학을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행자 및 유동성공급자입니다.
- 당사는 11월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간접없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

**create with you** 삼성증권 

- 서울특별시 종로구 태평로2가 250번지 삼성본관빌딩 10층 리서치센터 / Tel: 02 2020 8000
- 삼성증권 지점 대표번호 1588 2323 / 1544 1544 ■ 고객 불편사항 접수 080 911 0900