

삼성전자 (005930)

분기 OP 10조원 시대의 개막!

반도체

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	2,100,000
현재주가(13/04/26, 원)	1,486,000
상승여력	41%

영업이익(13F, 십억원)	40,022
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	39,143

EPS 성장률(13F, %)	40.8
MKT EPS 성장률(13F, %)	22.0
P/E(13F, x)	7.8
MKT P/E(13F, x)	9.2
KOSPI	1,944.56

시가총액(십억원)	218,887
발행주식수(백만주)	170
유동주식비율(%)	71.2
외국인 보유비중(%)	42.6
베타(12M, 일간수익률)	1.56
52주 최저가(원)	1,091,000
52주 최고가(원)	1,584,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.5	15.5	10.9
상대주가	0.5	12.7	11.9



송종호

02-768-3722

james.song@dwsec.com

장준호

02-768-3241

joonho.jang@dwsec.com

What's New: IM 부문 영향력 증가와 Capex 전망 상황

삼성전자의 1Q13 실적은 매출액 52.9조원(-5.7% QoQ, +16.8% YoY), 영업이익 8.78조원(-0.7% QoQ, +54.3% YoY, 영업이익률 16.6%)을 기록하였다. IM 부문 영업이익은 6.5조원으로 전체 영업이익의 74%를 견인한 반면, 반도체와 DP의 영업이익은 각각 1.1조원, 0.8조원으로 상대적으로 부진하였다.

실적 발표에서 특히 올해 Capex 계획에 대한 질문들이 특히 많았다. 회사측은 올해 Capex가 작년과 유사한 수준이며, 하반기 투자가 상대적으로 많을 것임을 시사하였다. 우리는 삼성전자의 올해 연간 Capex를 23.7조원으로 예상하며, 이중 반도체를 13조원(메모리 7조원, 비메모리 6조원), 디스플레이는 8조원(AMOLED 6조원)으로 추정한다.

Catalyst: 스마트폰 시장 지배력 확대 - 노키아의 전성기와 유사

IM 부문의 절대적인 영향력은 성장성의 핵심이 스마트폰에 달려있음을 시사한다. 주목할 점은 갤럭시S4 출시를 앞두고도 동사의 스마트폰 출하량이 성장(4Q12 6,300만대 → 1Q13 7,000만대)한 부분이다. 특히 이는 애플의 스마트폰 출하량 감소(4Q12 4,779만대 → 1Q13 3,743만대)와 상반된다. 향후 삼성전자의 시장 지배력 확대가 예상되는 부분이다.

2Q13 삼성전자의 스마트폰 출하는 8,000만대(갤럭시S4 2,500만대)로 예상된다. 이에 따라 IM 부문의 영업이익은 보수적인 관점에서도 7조원을 상회할 가능성이 높다. 2분기 애플의 스마트폰 출하량을 3,000만대 이하로 예상할 때, 삼성전자의 글로벌 스마트폰 시장 점유율은 40%를 상회할 것이다. 이는 노키아의 전성기와 유사하다!

Valuation: 분기 영업이익 10조원 모멘텀 예상. 목표주가 2,100,000원 유지

2013년 연간 실적은 매출액 238조원(+18.4% YoY), 영업이익 40.0조원(+37.8% YoY, 영업이익률 16.8%)로 추정된다. 2분기 이후 분기 영업이익은 10조원을 상회할 가능성이 높아 실적 성장 모멘텀이 예상된다. 특히 애플의 2분기 예상 영업이익이 90억 달러를 하회할 경우 삼성전자와의 역전이 예상된다.

현 Valuation은 2013년 예상 P/B 1.7배, P/E 7.8배에 불과하다. 최근 해외투자자들의 지속적인 매도, 국내 투자자들의 지속적인 매수는 2011년 말과 유사하다. 2012년 초에 외국인들이 결국 매수세로 전환되었을 때, 주가는 100만원에서 130만원으로 30% 상승한 바 있다. 실적 성장 모멘텀이 살아있고 Valuation이 이렇게 싸다면, 충분히 기다려볼 만하다!

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	154,630	165,002	201,104	238,010	285,528	315,704
영업이익 (십억원)	17,297	15,644	29,049	40,022	44,164	49,460
영업이익률 (%)	11.2	9.5	14.4	16.8	15.5	15.7
순이익 (십억원)	15,799	13,383	23,185	32,635	37,018	41,790
EPS (원)	92,863	78,660	136,278	191,819	217,584	245,632
ROE (%)	20.4	14.7	21.7	24.7	22.6	20.8
P/E (배)	10.2	13.5	11.2	7.8	6.8	6.1
P/B (배)	1.8	1.8	2.2	1.7	1.4	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼성전자, KDB대우증권 리서치센터

SK하이닉스 (000660)

첫 단추 잘 끼웠다. 살아있네!

반도체

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	38,000
현재주가(13/04/26,원)	29,450
상승여력	29%

영업이익(13F,십억원)	2,154
Consensus 영업이익(13F,십억원)	2,003

EPS 성장률(13F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(13F,%)	22.0
P/E(13F,x)	11.8
MKT P/E(13F,x)	9.2
KOSPI	1,944.56

시가총액(십억원)	20,443
발행주식수(백만주)	694
유동주식비율(%)	74.2
외국인 보유비중(%)	28.6
베타(12M,일간수익률)	1.43
52주 최저가(원)	20,100
52주 최고가(원)	29,950

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.2	22.2	8.3
상대주가	1.8	19.4	9.3



송종호

02-768-3722

james.song@dwsec.com

장준호

02-768-3241

joonho.jang@dwsec.com

What's New: 1Q13 실적 시장 기대치 상회

SK하이닉스의 1Q13 실적은 영업이익 3,170억원(+352% QoQ, YoY 흑전, 영업이익률 11.4%)을 기록, 시장 컨센서스(OP 2,140억원)와 당사 예상치(OP 2,490억원)를 상회하였다. 1분기 실적이 기대치를 상회한 데에는 PC DRAM 가격 상승, 20나노 공정 전환 등 원가 개선이 주 요인이다.

2Q13 실적의 가파른 성장세가 예상된다. 2분기 실적 개선의 요인은 1) PC DRAM 가격 상승, 2) 모바일DRAM/내장형 NAND 수요 증가, 3) 서버 DRAM 가격 상승, 4) 공정 전환에 따른 원가 개선, 5) 엔화 약세에 따른 원재료비(웨이퍼) 하락 등이다.

Catalysts: 2Q13 이후 타이트해질 모바일DRAM 시장

1분기 실적에서 PC DRAM 시장에서 기대 이상의 "P(가격) 상승"이 핵심 변수였다면, 2분기 이후에는 모바일DRAM의 "Q(출하) 증가"가 중요하다.

갤럭시S4은 모바일DRAM으로 2GB LPDDR3를 채택하였다. 모바일DRAM 시장의 1) 기기당 채택 용량 급증(1GB → 2GB)과 2) 주력 제품 변화(LPDDR2 → LPDDR3)가 주목할 부분이다. 삼성전자의 자체 모바일DRAM 수요 증가는 2분기 후반 이후 MCP를 포함한 전반적인 모바일DRAM 시장의 수급을 타이트하게 변화시킬 가능성이 높다.

내장형(Embedded) NAND 시장의 경우는 모바일DRAM과 같은 채택 용량의 급증은 없겠으나, 1) 스마트폰 출하 증가, 2) 보수적인 Capa 증설 및 공급, 3) SSD 수요 증가 등이 맞물려 안정적인 기조(수급 균형)가 이어질 것으로 판단한다.

Valuation: 2013년 예상 영업이익 2.15조원, 목표주가 38,000원으로 유지

SK하이닉스에 대한 목표주가를 38,000원으로 유지한다. 2013년 예상 P/B 2.6배, P/E 15.0배 수준이다. 최근 2013년 예상 영업이익을 +23% 상향하였고, 2013년 ROE는 16.6%로 추정된다. 따라서 2013년 예상 P/B 2.0배, P/E 11.8배의 현 Valuation은 크게 고 평가되었다고 보기 어렵다.

1분기 시작이 상당히 순조롭다. 올해 연간 예상 EBITDA는 5.3조원으로, 3.5조원의 Capex를 집행하여도 1.5조원 수준의 FCF(Free Cash Flow)가 기대된다. 보수적인 Capex/공급 기조, 모바일DRAM 시장의 급성장 가능성 등을 고려하면, 내년에는 연간 2조원 수준의 FCF 창출이 가능할 것이다. 그렇다면 이번 상승 사이클은 상당히 길어질 가능성이 높다!

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	12,106	10,396	10,162	12,828	14,280	14,626
영업이익 (십억원)	2,975	369	-227	2,154	2,812	2,288
영업이익률 (%)	24.6	3.6	-2.2	16.8	19.7	15.6
순이익 (십억원)	2,621	-57	-159	1,734	2,387	1,929
EPS (원)	4,440	-96	-233	2,498	3,439	2,778
ROE (%)	39.2	-0.7	-1.8	16.6	19.6	13.9
P/E (배)	5.4	-	-	11.8	8.6	10.6
P/B (배)	1.9	1.8	2.0	2.0	1.7	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터

LG전자 (066570)

세계 3위 스마트폰 업체의 위엄

가전

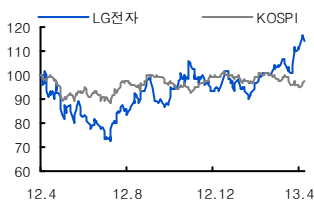
(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	114,000
현재주가(13/04/25, 원)	88,500
상승여력	29%

영업이익(13F, 십억원)	1,741
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	1,540

EPS 성장률(13F, %)	1,100.2
MKT EPS 성장률(13F, %)	19.8
P/E(13F, x)	20.0
MKT P/E(13F, x)	9.4
KOSPI	1,951.60

시가총액(십억원)	14,483
발행주식수(백만주)	181
유동주식비율(%)	65.9
외국인 보유비중(%)	18.1
베타(12M, 일간수익률)	0.99
52주 최저가(원)	55,800
52주 최고가(원)	91,800

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.0	19.8	13.9
상대주가	8.3	18.4	14.4



박원재

02-768-3372

william.park@dwsec.com

류영호

02-768-4138

young.ryu@dwsec.com

1분기 스마트폰 판매수량 1,030만대 → 스마트폰 사업 개선 본격화

1Q13 LG전자의 스마트폰 판매 수량은 1,030만대로 분기 첫 1,000만대를 돌파하였다. 옵티머스 G의 판매 국가 확대, 넥서스 4의 판매 호조, 옵티머스 G 후속 모델인 G Pro 출시에 힘입었다. 이에 따라 MC 사업부의 영업이익률은 4.1%로 3Q09 8.8% 이후 가장 높은 수익성을 확보하였다.

TV 사업(HE부문) 수익성 개선은 아직 미흡하다. 2Q12 5.7%를 기록했던 영업이익률이 TV 수요 부진 속에 시장점유율 확대를 위한 마케팅 증가로 3Q12 0.8%에 이어 4Q12 0.3% 수준까지 하락하였고, 1Q13에는 소폭 개선된 0.6%를 기록하였다. 전년동기와 비교하면 2.4%p 하락한 수치이다. 3월 신제품 출시로 2Q13 개선이 기대된다는 점은 그나마 위안이다.

2Q13 매출액 및 영업이익은 15조 861억원 및 5,003억원(LG이노텍 제외시 13조 8,318억원 및 4,547억원)으로 추정된다. 스마트폰의 판매 증가와 에어컨 판매 성수기 진입을 고려한 수치이다.

주가의 핵심은 스마트폰 사업. 세계 3위를 향한 본격적인 성장 시작

LG전자의 2012년 영업이익은 199.8% 증가하였으나, 주가는 1.1% 하락하였다. 전체 이익에서 차지하는 MC사업부의 비중이 5.2%에 불과했기 때문이다. 핵심인 스마트폰 사업에서 이익이 기대에 미치지 못하였고 화생 가능성에 대한 시장의 우려가 존재했기 때문이다. 2Q12에 매출액 및 판매 수량 저점을 지난 스마트폰 사업(MC 부문)은 턴어라운드 성공하였다. 옵티머스 G의 판매 호조 덕분이다. 2013년 MC사업부 영업이익은 6,474억원으로 전체 영업이익 중 37.2%를 차지할 전망이다.

2013년 LG전자는 하이엔드 제품군의 옵티머스 G, 5인치 이상의 옵티머스 Vu, 보급형 LTE 폰의 F, 3G 모델의 L2 시리즈로 제품 군을 다변화하며 본격적인 성장이 가능할 전망이다. 이를 반영하여 2013년 스마트폰 판매 수량을 기존 4,090만대에서 4,700만대로 15.1% 상향 조정한다. 세계 3위의 스마트폰 회사가 가시화되고 있는 지금, 동사의 주가는 재평가 받아야 한다.

투자의견 ‘매수’ 유지. 12개월 목표주가 114,000원 유지

LG전자의 투자의견 ‘매수’를 유지하고, 12개월 목표주가 114,000원을 유지한다. 2013년 추정 BPS 66,114원에 PBR 1.73배(과거 6년 평균)를 적용하였다. 현재주가 대비 상승여력은 29%이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	55,754	54,257	50,960	59,746	63,955	70,091
영업이익 (십억원)	177	379	1,136	1,741	2,180	2,836
영업이익률 (%)	0.3	0.7	2.2	2.9	3.4	4.1
순이익 (십억원)	1,227	-470	67	801	1,190	1,631
EPS (원)	7,345	-2,809	369	4,432	6,578	9,020
ROE (%)	10.0	-3.7	0.5	6.3	8.9	11.3
P/E (배)	15.7	-	199.3	20.0	13.5	9.8
P/B (배)	1.6	1.1	1.2	1.3	1.3	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: LG전자, KDB대우증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770)

유가의 바닥이 주가의 바닥

석유정제

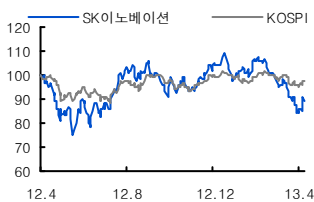
(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	200,000
현재주가(13/04/26, 원)	149,500
상승여력	34%

영업이익(13F, 십억원)	2,211
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	2,255

EPS 성장률(13F, %)	8.6
MKT EPS 성장률(13F, %)	19.9
P/E(13F, x)	10.9
MKT P/E(13F, x)	9.4
KOSPI	1,944.56

시가총액(십억원)	13,824
발행주식수(백만주)	94
유동주식비율(%)	66.0
외국인 보유비중(%)	34.5
베타(12M, 일간수익률)	1.43
52주 최저가(원)	124,000
52주 최고가(원)	183,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.6	-5.1	-7.7
상대주가	-4.6	-7.9	-6.7



박연주

02-768-3061

yeonju.park@dwsec.com

배영지

02-768-4123

youngjee.bae@dwsec.com

투자의견 매수, 목표주가 200,000원 유지

SK이노베이션의 주가는 최근 하락했는데, 경기 둔화 우려로 유가가 하락하면서 2분기 실적이 둔화될 수 있다는 우려가 확대되었기 때문이다. 유가에 따라 실적의 변동성이 확대될 수 있으나 주가가 이미 PBR 0.9배까지 하락했고 유가도 WTI 90달러까지 하락해 추가적인 하락 리스크는 제한적으로 판단된다. 반면 경기 모멘텀이 회복되면서 유가가 반등할 경우 실적이 크게 개선되기 때문에 상승 탄력은 경기 민감주 중 가장 높을 것으로 전망된다. SK이노베이션에 대한 투자의견 매수와 업종 내 Top Pick을 유지한다. 목표주가는 Sum of the part 밸류에이션으로 도출하였다.

2분기 실적 둔화 예상되나 하반기 개선 전망

3월 이후 유가 및 정제 마진, PX 마진이 급락하면서 2분기 실적에 대한 우려가 확대되고 있다. 정제 마진은 BEP 수준으로 떨어졌고 유가 하락에 따른 부정적인 래깅 효과와 재고 평가 손실이 예상되기 때문이다. 최근 정제 마진이 약세를 보인 이유는 1) 화학 제품 마진 하락으로 납사 수요가 감소했고 2) 경기 둔화로 등경유 수요도 예상보다 약했기 때문이다. 그러나 글로벌 잉여 정제 설비 규모가 낮고 신규 증설도 많지 않기 때문에 공급 측면에서의 부담은 적다. 그리고 이미 정제 마진은 마이너스 권으로 떨어졌기 때문에 조만간 열위 업체들의 가동률 조절이 예상된다.

PX 마진도 둔화되었으나 반등 속도도 빠를 것으로 예상한다. 13년 신규 증설 규모는 제한적이기 때문에 재고 조정 이후 마진 반등 속도는 빠를 것으로 전망한다. SK이노베이션의 경우 유가나 정제 마진이 회복하더라도 석유개발 부문의 자산 가치가 주가 하락을 방어해 줄 수 있어 주가의 하방 경직성도 높다고 판단한다.

14년 수급 상황도 우호적, 인천 프로젝트 수익성 개선 효과 기대

수급 상황은 14년에도 정유 제품에 우호적일 전망이다. 14년 신규 설비 증설이 제한적인 반면 일본, 호주 등 선진국 노후 설비 폐쇄가 예정되어 있기 때문이다. PX의 경우 14년 하반기부터 공급 확대로 마진 둔화가 예상되나, MX 기반 설비는 제대로 투자되지 못할 전망이어서 둔화 폭은 크지 않을 전망이다. 특히 SK이노베이션은 인천 프로젝트의 수익성 개선 효과가 부각될 수 있다. 컨테이너 기반의 PX 설비는 수익성이 높아 14년 PX 마진이 400달러로 가정하고 기본 고정비를 200달러 수준으로 가정하더라도 연간 영업이익이 2,000~3,000억원 가량 개선되는 효과가 있을 것으로 전망된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	53,723	68,371	73,330	70,722	73,023	72,351
영업이익 (십억원)	1,891	2,960	1,699	2,211	2,529	2,722
영업이익률 (%)	3.5	4.3	2.3	3.1	3.5	3.8
순이익 (십억원)	1,139	3,169	1,185	1,287	1,768	1,945
EPS (원)	12,151	33,816	12,650	13,733	18,864	20,752
ROE (%)	11.9	24.4	7.9	8.2	10.5	10.6
P/E (배)	16.0	4.2	13.8	10.9	7.9	7.2
P/B (배)	1.7	1.0	1.2	0.9	0.9	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: SK이노베이션, KDB대우증권 리서치센터

KT&G (033780)

악재는 많이 반영되었다

담배

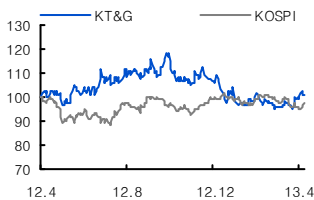
(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	94,000
현재주가(13/04/25,원)	78,800
상승여력	19%

영업이익(13F,십억원)	1,050
Consensus 영업이익(13F,십억원)	1,056

EPS 성장률(13F,%)	5.7
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.8
P/E(13F,x)	13.9
MKT P/E(13F,x)	9.4
KOSPI	1,951.60

시가총액(십억원)	10,819
발행주식수(백만주)	137
유동주식비율(%)	84.8
외국인 보유비중(%)	59.7
베타(12M,일간수익률)	0.16
52주 최저가(원)	72,500
52주 최고가(원)	92,300

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.4	-7.3	-0.6
상대주가	6.7	-8.7	-0.1



백운목

02-768-4158

wm.baek@dwsec.com

KT&G는 1분기 담배 시장점유율 상승에도 불구하고 홍삼이 크게 부진하면서 실적이 컨센서스에 미달했다. 하지만, 주가에 모두 반영된 이슈라고 본다. KT&G의 주가(이익)에 영향을 주는 변수는 세금 인상 시기, 홍삼 회복, 수출 증가, 국내 시장점유율 등이다.

첫째, 세금인상 시기이다. 세금 인상 시기는 계속 지연되고 있다. 이해관계자가 많고 절차도 간단하지 않기 때문이다. 다만, 2,500원인 담배가격을 4,500원으로 올리는 인상안(출하가격은 거의 상승하지 않고 세금만 인상되는 경우)으로 법률이 개정된다면 KT&G에게는 최악이다. 이 경우 소비량이 급감하고 흡연율이 한 단계 낮아질 수 있기 때문이다. 대폭적인 세금 인상보다는 많은 시간에 걸쳐 조금씩 세금이 올라갈 가능성이 높다.

둘째, 홍삼(국내외)의 매출 회복이 무엇보다 중요하다. 홍삼은 국내외 경기로 판단할 때 2분기에도 매출 감소와 영업이익 감소가 예상된다. 3분기부터 매출액은 감소를 멈출 전망이다. 영업이익은 3분기부터 중국의 재고 조정 완료, 중가 브랜드 판매 효과, 판매체계(유통마진, 할인율, 수수료) 재정립 효과, 지난해 하반기 기저효과(Base Effects)로 인해 증가세로 반전할 전망이다.

셋째, 해외 담배수출은 2분기부터 회복될 전망이다. 러시아에서 가격 협상(수출 가격 10% 인상)이 3월말에 완료되어 4월부터는 정상 판매가 이루어지고, 이란에서도 환율 급등이 진정되어 하반기로 갈수록 수출이 정상화될 전망이다. 최근 중동, 러시아 등 주력시장의 수출이 정치적 이슈 등으로 주춤하면서 시장 성장이 큰 동남아시아 수출이 빠르게 증가하고 있다.

넷째, 국내 시장점유율은 상승 가능성이 높다. 경쟁사의 신제품이 많지 않은 상태에서 KT&G의 신규 제품이 나오면서 제품 라인업이 한층 좋아졌기 때문이다.

리스크는 홍삼 회복 지연 가능성과 기타 자회사의 영업 실적 개선 속도이다. 홍삼은 고가품으로 인해 국내 소비 경기가 중요한데, 소비 경기 회복이 지연될 가능성이 있다. 또 경쟁이 치열해지면서 시장점유율 유지를 위해 마케팅 비용은 증가할 가능성이 있다. 기타 자회사(영진약품, 소망화장품, KGC라이프앤진, 트리삭티 등 합계)의 영업적자가 이어지는 것도 부담이다.

세금 인상은 인상폭을 예측하기 어렵고 반복적으로 이슈화되었기에 주가에 미치는 영향도는 떨어질 전망이다. 홍삼은 하반기에 영업이익이 증가세로 반전 가능하다. 상대적으로 낮은 Valuation도 주가의 하방 경직성을 강화해 줄 전망이다. **악재도 많이 반영된 상태이다.** 목표주가는 94,000원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	3,461	3,723	3,985	4,009	4,162	4,441
영업이익 (십억원)	1,140	1,090	1,036	1,050	1,103	1,172
영업이익률 (%)	32.9	29.3	26.0	26.2	26.5	26.4
순이익 (십억원)	1,032	816	738	780	837	906
EPS (원)	7,516	5,944	5,376	5,681	6,094	6,600
ROE (%)	24.2	17.5	14.9	14.8	14.8	14.9
P/E (배)	8.6	13.7	15.0	13.9	12.9	11.9
P/B (배)	1.9	2.3	2.1	2.0	1.8	1.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: KT&G, KDB대우증권 리서치센터

하나금융지주 (086790)

실적과 Valuation 정상화

은행

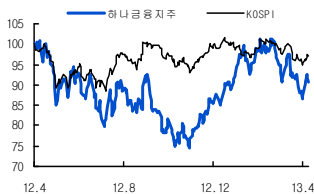
(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	52,300
현재주가(13/04/25, 원)	36,800
상승여력	42%

영업이익(13F, 십억원)	1,809
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	1,904

EPS 성장률(13F, %)	-25.0
MKT EPS 성장률(13F, %)	19.4
P/E(13F, x)	7.4
MKT P/E(13F, x)	9.4
KOSPI	1,944.56

시가총액(십억원)	10,668
발행주식수(백만주)	290
유동주식비율(%)	90.7
외국인 보유비중(%)	62.3
베타(12M, 일간수익률)	1.33
52주 최저가(원)	30,100
52주 최고가(원)	41,550

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.8	20.9	-10.2
상대주가	-1.8	18.0	-9.3



구용욱

02-768-4494
yonguk.ku@dwsec.com

심태용

02-768-4178
taye.shim@dwsec.com

투자의견 매수, 목표주가 52,300원 제시

목표주가는 2013년 예상BPS에 PBR 0.7배를 적용하여 산출하였다. 2013년 예상 ROE 7.7%를 고려해 볼 때 무리한 Valuation은 아니라고 판단된다.

현재 하나금융지주 주가는 2013년 예상BPS대비 0.5배 수준으로 주가 하방 경직성은 강할 것으로 판단된다. 오히려 주가 상승 가능성이 더 높은 Valuation 수준이라고 할 수 있다. 특히 외환은행 인수 이후 일회성 비용/손실 발생으로 실적이 예상보다 저조했음을 감안할 때 2013년 실적 개선이 예상되는데 이 경우 주가 상승 가능성은 높아질 것으로 전망된다.

이번 1분기가 2013년 실적 개선 가능성을 어느 정도 가늠해 볼 수 있었다. 1분기 실적에서 일시적인 비용이나 손실 요인이 있었지만 순이자마진이 안정된 가운데 대출 성장세가 양호하였다. 이는 Valuation 정상화의 계기가 될 것으로 보인다. 순이자마진 안정과 대출 성장세 회복은 구조적인 실적개선 요인이기 때문이다.

투자포인트: 실적 개선과 Valuation 정상화

1) 앞에서 언급했듯이 2013년 일회성 요인 해소로 인한 실적 개선이 전망된다. 2012년 일회성 비용 요인으로 실적 가시성이 크게 떨어졌다. 2013년에는 일회성 요인 발생이 줄면서 실적 가시성이 개선되는 가운데 실적 회복이 가능해 보인다. 특히 순이자마진 하락세가 타행보다 먼저 둔화될 것으로 보여 Top line의 안정성도 개선될 전망이다.

2) 외환은행 인수 이후 영업력 강화로 인한 자산 증가가 예상된다. 2012년은 외환은행 인수 이후 조직 정비 과정에서 영업력이 약화되었던 것으로 보인다. 2013년에는 외환은행 지분 100% 인수 이후 영업력 강화 노력이 진행될 것이다. 이로 인해 타행대비 높은 성장 목표가 달성될 경우 Top line 증가 정도는 더욱 커질 것으로 보인다. 특히 경기 부양 정책의 영향으로 하반기 경제 성장률이 회복될 경우 그 효과는 더욱 커질 것이다.

3) 최근 우려되고 있는 일부 업종에서의 부실 발생은 제한적일 것으로 판단된다. 정책 당국의 해당 업종에 대한 자산건전성 관리 강화 조치가 시행될 경우 실적에 영향을 줄 가능성은 있다. 그러나 글로벌 위기 이후 꾸준한 자산건전성 관리로 인해 실제 충당금 적립 부담은 크지 않을 것으로 보인다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
총영업이익 (십억원)	3,885	4,419	7,233	6,592	7,018	7,252
총전영업이익 (십억원)	2,093	2,312	3,420	2,885	3,163	3,244
영업이익 (십억원)	1,281	1,732	1,981	1,809	1,990	1,994
세전순이익 (십억원)	1,371	1,716	1,958	1,863	2,044	2,049
순이익 (십억원)	1,012	1,222	1,602	1,370	1,523	1,527
EPS (원)	4,777	5,029	6,593	4,945	5,496	5,508
BVPS (원)	50,389	57,935	64,820	71,115	75,512	79,918
P/E (배)	9.1	7.1	5.3	7.4	6.7	6.7
P/B (배)	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	9.5	9.5	10.7	7.7	7.5	7.1
ROA (%)	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 2010년은 K-GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터

현대건설 (000720)

안정 성장의 경로에 큰 문제가 없다

건설

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	83,000
현재주가(13/04/26, 원)	59,400
상승여력	40%

영업이익(13F, 십억원)	896
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	897

EPS 성장률(13F, %)	15.1
MKT EPS 성장률(13F, %)	19.4
P/E(13F, x)	11.3
MKT P/E(13F, x)	9.4
KOSPI	1,944.56

시가총액(십억원)	6,615
발행주식수(백만주)	111
유동주식비율(%)	65.1
외국인 보유비중(%)	23.9
베타(12M, 일간수익률)	1.35
52주 최저가(원)	53,000
52주 최고가(원)	75,900

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.9	-4.2	-15.3
상대주가	-6.9	-7.0	-14.3



박형렬

02-768-4165

hyungrul.park@dwsec.com

1Q review: 컨센서스 실적에 부합

1분기 연결기준 매출액은 2조 8,612억원(+5.8% YoY)으로 당사 예상치 및 컨센서스를 소폭 하회하였지만, 영업이익과 순이익은 각각 1,786억원(+21.9% YoY), 1,371억원(+18.5% YoY)으로 컨센서스에 부합하는 수준을 보였다. 국내와 해외 부문 원가율 또한 예상 수준을 보였다. 영업이익률은 작년 동기대비 0.8%p 증가한 6.2%를 기록하였다.

2분기 영업이익 증가율 +29% YoY 전망: 기저효과 및 영업이익률 개선

전년 연간 영업이익은 3.4% YoY 증가하였는데, 본사 부문이 부진했음에도 불구하고, 종속회사인 현대엔지니어링과 사우디 미드코 법인 등의 실적 성장으로 만회하였다. 2013년은 연결 법인의 실적 성장이 지속되는 과정에서, 본사 실적 턴어라운드에 따라 개선될 것으로 판단되며, 연간 영업이익은 18% YoY 증가할 것으로 전망된다.

해외부문의 우려에도 불구하고 동사는 이미 2011년부터 과거 부실을 처리해오고 있는 상태이며, 악성 프로젝트 중 2분기 쿠웨이트 KOC Pipeline 관련 준공 손실, 2014년 1분기 UAE Borouge 관련 준공 손실을 반영할 가능성이 있다. 이를 반영함에도 불구하고, 점진적인 영업이익 성장 구조에는 문제가 없는 것으로 판단되며, 2분기 영업이익은 29% YoY 증가할 전망이다.

목표주가 83,000원과 투자의견 매수 유지

2005년 이후 동사의 Historical low PBR은 금융위기를 포함해 1.3x 수준이다. 이번 실적 시즌에 일시적으로 PBR 1.3x까지 하락한 이후 현재 1.4x 수준이다. 장기적인 ROE의 방향성이 개선 중에 있으며, 실적 및 재무 안정성 측면이 높아지는 상황에서 Valuation의 Degrating 가능성은 낮은 것으로 판단된다. 2013~2014년 ROE는 각각 12.3%, 13.1%로 개선될 것으로 전망되며, 현재 수준에서 Valuation 매력은 충분한 것으로 판단된다. 투자의견 매수와 목표주가 83,000원을 유지한다.

최근 해외원가율 관련 Issue에도 불구하고, 장기적인 측면에서 대형건설업체는 해외 부문을 중심으로 성장전략을 가져가야 하는 상황이다. 이는 1) 여전히 국내부문의 성장요인이 보이지 않는다는 점, 2) 중동에서의 경쟁 심화되는 별개로 중동에서 비중동으로, 화공 플랜트에서 비화공 플랜트 중심으로 시장확대가 지속되고 있다는 점 등 때문이다. 전체 해외시장의 변화가 동사가 경쟁력을 확보하고 있는 국가 및 공종의 다변화와 인프라 확대를 중심으로 나타난다면, 건설 업황과는 차별화된 관점에서 접근해야 할 것으로 판단된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	11,378	11,920	13,325	14,384	15,915	17,352
영업이익 (십억원)	723	736	760	896	1,053	1,147
영업이익률 (%)	6.4	6.2	5.7	6.2	6.6	6.6
순이익 (십억원)	513	635	510	587	684	765
EPS (원)	4,604	5,701	4,575	5,265	6,138	6,861
ROE (%)	15.0	15.8	11.7	12.3	13.1	13.3
P/E (배)	15.7	12.4	15.3	11.3	9.7	8.7
P/B (배)	2.1	1.9	1.7	1.4	1.2	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 현대건설, KDB대우증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

게임주로 돈 버는 방법, 흥행 아닌 미래에 베팅하기

게임

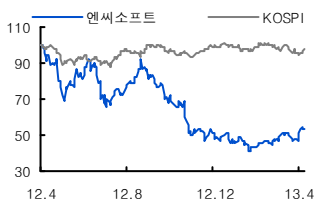
(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	250,000
현재주가(13/04/25,원)	166,500
상승여력	50%

영업이익(13F,십억원)	251
Consensus 영업이익(13F,십억원)	223

EPS 성장률(13F,%)	46.4
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.8
P/E(13F,x)	16.0
MKT P/E(13F,x)	9.3
KOSPI	1,951.60

시가총액(십억원)	3,648
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	76.3
외국인 보유비중(%)	33.4
베타(12M,일간수익률)	1.02
52주 최저가(원)	125,000
52주 최고가(원)	298,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.1	-19.4	-41.5
상대주가	6.4	-20.8	-41.0



김창권

02-768-4321

changkwean.kim@dwsec.com

새움지마의 시작 - 중국, 신작 출시, 게임산업 진화

동사에 대한 긍정적인 시각이 형성되리라 판단한다. 1) '리니지', '길드워2' 등 기존 게임들의 선전에 힘입어 1분기 실적이 예상치를 상회할 전망이다, 2) 따라서 2013년 EPS 전망치를 이전보다 28.5% 높아진 상태로 유지한다.

3) 지난 주, 중국 '블레이드 앤 소울'(이하 '블소') 클로즈베타 일정이 5월 7일로 발표되면서 올해 최대 이벤트의 일정 지연 리스크가 완화되었고, 4) 2분기 출시 예정인 '리니지' 모바일 게임, 하반기 미국과 유럽에서 상용화 예정인 '와일드스타'와 중국 출시 계획인 '길드워2'(중국 클로즈베타 5월 2일 시작)의 스케줄 또한 구체화되었다.

5) 하반기에는 '플레이 스테이션 4'와 'Xbox 720' 등의 콘솔 게임기가 온라인 기능이 대폭 강화된 모습으로 발매될 예정이고, 경쟁작인 '디아블로3'가 콘솔 버전을 출시하는 등 콘솔 온라인게임 시장에도 새로운 조류가 나타날 전망이다.

1분기 '리니지', '길드워2'의 선전에 힘입어, 영업이익 전년비 323.6% 증가한 524억원 예상

당초, 보수적인 2013년 가이드선과 함께 1분기에도 '블소'의 사용자 이탈 현상이 관찰되면서 상반기 실적이 둔화될 것으로 우려하였다. 그러나 1분기 '리니지', '아이온'과 '길드워2' 등 기존 게임의 국내외 매출액이 예상보다 견조할 것으로 전망된다. 1분기 매출액과 영업이익은 각각 전년보다 각각 43.8%, 323.6% 늘어난 2,031억원과 524억원으로, 당사의 기존 전망치 1,720억원, 350억원과 컨센서스 1,810억원, 437억원을 상회할 것으로 예상된다.

1분기 '리니지', '길드워2'의 선전에 힘입어, 영업이익 전년비 323.6% 증가한 524억원 예상

최근 각각 28.5%, 26.8% 증가한 2013년과 2014년 EPS 예상치를 유지하면서, 기존 대비 25% 상승한 목표주가 250,000원을 유지한다. 2013년에 이어 2014년에도 실적 모멘텀을 기대하는 것은 1) 2013년과 달리 2014년에는 중국 '블소', 중국 '길드워2', 미국과 유럽 '와일드스타'의 신규 매출액 전체분이 인식될 것으로 예상되고, 2) '길드워2 확장팩' 출시 시점이 당초 예상했던 2013년에서 2014년으로 변경되었기 때문이다.

목표주가는 2013년 예상 EPS에 목표 PER 24배를 적용하여 산출했다. 동사 주식은 과거 10년간 PER 20~40배 밴드에서 거래되었다. 신규 게임 기대감이 극대화되면서 PER이 높아지고 실제로 신규 게임 매출액이 계상되면서 PER이 낮아지는 패턴이 반복되었다.

스마트용 온라인게임 시장이 부각되면서 PC 온라인게임이 주력인 동사의 PER은 과거 밴드를 하회하고 있다. 그러나 1) 하반기 실적이 예상치를 상회할 가능성과 2) 콘솔 온라인게임 시장환경의 변화 가능성에 힘입어 동사의 Valuation 프리미엄이 높아질 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	660	609	754	884	1,149	1,288
영업이익 (십억원)	174	136	151	251	354	413
영업이익률 (%)	26.3	22.3	20.1	28.5	30.8	32.1
순이익 (십억원)	144	121	156	228	319	358
EPS (원)	6,602	5,529	7,121	10,428	14,543	16,320
ROE (%)	20.8	15.1	16.8	20.6	23.4	21.3
P/E (배)	31.6	55.6	21.1	16.0	11.5	10.2
P/B (배)	5.5	7.2	3.4	3.1	2.4	2.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 엔씨소프트, KDB대우증권 리서치센터

제일기획 (030000)

해외 모멘텀이 살아있는 미디어 주식!

미디어

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	34,000
현재주가(13/04/25, 원)	27,600
상승여력	23%

영업이익(13F, 십억원)	187
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	158

EPS 성장률(13F, %)	51.4
MKT EPS 성장률(13F, %)	19.8
P/E(13F, x)	22.4
MKT P/E(13F, x)	9.3
KOSPI	1,951.60

시가총액(십억원)	3,175
발행주식수(백만주)	115
유동주식비율(%)	68.7
외국인 보유비중(%)	38.6
베타(12M, 일간수익률)	0.43
52주 최저가(원)	17,100
52주 최고가(원)	28,600

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.2	18.5	44.1
상대주가	13.5	17.0	44.7



문지현

02-768-3615

jeehyun.moon@dwsec.com

해외가 실적 성장을 견인 중

제일기획의 현재 성장동력은 해외 부문이다. 작년 2분기부터 해외 부문은 꾸준히 시장 예상치를 넘어서는 성장세를 보여주고 있다. 올해 1분기에도 해외 영업총이익이 전년 동기 대비 50.2% 증가하며 전체 외형의 성장을 견인했다. 삼성전자의 갤럭시S4 언팩 행사 및 전시회 물량, 리테일 마케팅 물량의 기여가 높았다. 영업총이익의 해외 비중은 2011년 58.5%에서 2013년에는 69.7%로 상승할 전망이다.

수익성 개선 가능성 및 2분기 밝은 전망

제일기획의 올해 총원 규모는 전년 대비 20% 증가 이하로 계획하고 있어 고정비 증가세가 둔화될 것으로 기대된다. 작년의 직원 규모가 전년 대비 약 50% 증가된 것과 대조될 전망이다. 제일기획은 최근 2년간 매출의 고성장에도 불구하고 해외에서의 공격적인 인력 충원으로 영업이익의 증가가 부진해, 마진의 개선 가능성에 대한 관심이 고조되어 있다.

2분기는 광고 성수기이며, 신규 광고주 기여도 지속될 전망이다. SK그룹이 국내 광고주로 편입되었다. 해외는 1분기의 Baltica Brewery (러시아 맥주), Saudi Aramco (사우디 석유) 외에, 4월에 인도 법인에서 Walt Disney Company와 L'Oreal Paris 확보가 보도되었다.

최대 광고주인 삼성전자의 갤럭시S4의 출시 마케팅이 2분기에 전세계에서 진행 중이다. 제일기획은 삼성전자의 리테일 마케팅 중에서도 유럽, 아프리카 및 중동 물량을 주로 대행하고 있는 것으로 확인되었다. 4분기 출시 예정인 갤럭시노트3는 플렉서블 OLED 디스플레이가 적용될 가능성이 보도되었다. 4분기도 전략 제품 마케팅과 성수기가 겹칠 가능성이 있다.

투자의견 '매수', 목표주가 34,000원 제시

제일기획에 대한 투자의견 '매수'를 유지하며, 목표주가는 34,000원으로 제시한다. 국내 및 해외 매출은 성장이 예상치를 상회함에 따라 상향했으며, 고정비 증가세 둔화도 실적 추정에 고려했다. 목표주가는 글로벌 1위 광고 기업 WPP가 M&A와 해외 사업 확대를 진행했던 성장기 Valuation 수준인 PER 27배를 2013년 예상 EPS에 대입해 산출했다.

해외 비중이 전체 영업총이익의 60% 이상으로 상승하면서 예측의 불확실성이 존재하는 것이 사실이다. 그러나 삼성전자의 전략 제품 출시 스케줄 및 마케팅 전략 방향, 신규 광고주 확보 추이 등을 통해서 해외 매출의 성장에 대한 가시성이 보장되고 있는 점이 긍정적이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	1,450	1,758	2,365	2,863	3,281	3,716
영업이익 (십억원)	139	107	122	187	236	292
영업이익률 (%)	9.6	6.1	5.2	6.5	7.2	7.9
순이익 (십억원)	108	93	98	142	180	221
EPS (원)	935	811	853	1,232	1,568	1,918
ROE (%)	17.5	13.7	13.3	16.8	17.8	18.0
P/E (배)	14.8	23.4	25.3	22.4	17.6	14.4
P/B (배)	2.4	3.1	3.2	3.4	2.8	2.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 제일기획, KDB대우증권 리서치센터

현대미포조선 (010620)

중소형 조선사의 리더

조선

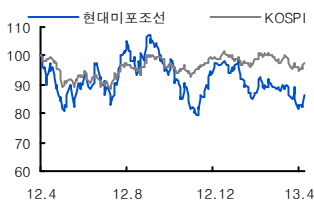
(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	148,000
현재주가(13/04/25,원)	113,000
상승여력	31%

영업이익(13F,십억원)	81
Consensus 영업이익(13F,십억원)	71

EPS 성장률(13F,%)	43.9
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.8
P/E(13F,x)	16.3
MKT P/E(13F,x)	9.4
KOSPI	1,951.60

시가총액(십억원)	2,260
발행주식수(백만주)	20
유동주식비율(%)	51.6
외국인 보유비중(%)	17.7
베타(12M,일간수익률)	1.51
52주 최저가(원)	102,500
52주 최고가(원)	143,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.8	-5.4	-6.6
상대주가	-2.5	-6.9	-6.1



성기종

02-768-3263

kijong.sung@dwsec.com

중소형 시장은 턱어라운드 초입 국면

현대미포조선에 대한 투자 의견은 매수, 목표주가는 148,000원을 유지한다. 이유는 동사가 중소형 상선 시장에서 세계 최고의 경쟁력과 안정적인 재무상태를 바탕으로 시장을 선도할 것으로 판단하기 때문이다. 2008년 이후 수년간에 걸친 대규모 구조조정은 중소형 조선사에 국한된 만큼 구조조정에 따른 수혜는 동사가 가장 높을 전망이다. 이를 반영하듯 동사는 2013년 수주 목표를 상향 조정하였다. 최근 중소형 상선 시장이 턱어라운드를 시작하는 국면에서 주가가 크게 하락한 만큼 동사에 대한 투자 매력은 더욱 높아졌다고 판단된다.

중소형 신조선가는 1분기를 기점으로 턱어라운드가 시작될 전망이다. 조선사들의 수주단가 인상요구가 불가피해졌다. 세계 중소형사들의 수익성이 크게 저하되었고, 대부분 경쟁사들이 적자를 벗어나지 못하고 있다. 낮은 선가 때문이다. 금융권에서도 적자수수에 대해서 조선사에 대한 선박금융 지원을 꺼리고 있다. 이러한 이유로 지난 1분기는 발주가 증가했고 일부 중소형 선박을 중심으로 신조선 가격이 소폭 상승, 선주들의 문의도 증가하고 있다. 단 대형선은 중소형선과 달리 선가가 2~3분기까지 바닥권을 형성할 것으로 예상된다.

수주목표 25% 상향 조정

현대미포조선은 현재 17억 달러 수주를 달성하면서 2013년 수주목표를 기존 32억달러에서 40억달러로 25% 상향 조정했다. 이는 동사가 향후 선가 인상과 수주 증대에 대한 확신을 나타내는 것으로 보인다. 동사는 수익성이 가장 낮은 벌크선은 배제하고 경쟁력이 높은 PC 선을 중심으로 컨테이너선, LPG선, PCTC선, 특수선박, 해양지원선 등으로 선종다변화를 꾀하고 있다. 2013년에는 전년도 수주 29억 달러 대비 35% 이상 증가가 예상된다.

동사의 수주가 확대되면서 자회사인 베트남 현대비나신의 수주잔고도 향후 2년간 확보하게 되었다. 이로써 올해까지 현대비나신은 수주잔고 부족으로 실적부진이 지속되었지만, 2014년에는 해소될 전망이다. 동사는 자회사에 대한 부담이 줄어든 만큼 상대적으로 수익성이 좋은 선종으로 수주를 확대할 수 있는 여력이 생겼다.

세계 최고의 경쟁력 보유

과거 선박수리업부터 쌓아온 노하우와 중소형 선박에 특화되어있는 생산설비와 축적된 생산방식을 바탕으로 세계 최고의 생산성을 갖추게 되었다. 동사의 경우 경쟁사보다 약 2개월 이상 선박 건조 기간을 단축할 수 있다. 현대중공업그룹을 통해 상대적으로 저렴한 원자재 구매, 선박 공동영업, 기술 공동개발이 가능하여 탁월한 경쟁력을 확보했다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	4,138	4,624	4,415	4,504	4,729	4,965
영업이익 (십억원)	683	384	93	81	184	243
영업이익률 (%)	16.5	8.3	2.1	1.8	3.9	4.9
순이익 (십억원)	493	200	97	139	218	270
EPS (원)	24,629	9,992	4,828	6,947	10,878	13,498
ROE (%)	14.7	5.5	3.0	4.3	6.4	7.5
P/E (배)	9.1	11.2	26.3	16.3	10.4	8.4
P/B (배)	1.2	0.8	0.9	0.8	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 현대미포조선, KDB대우증권 리서치센터

호텔신라 (008770)

A New Era Begins

호텔/레저

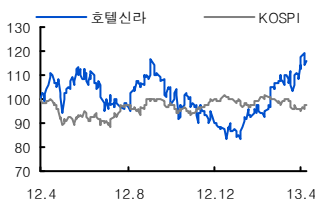
(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	74,000
현재주가(13/04/26, 원)	58,000
상승여력	28%

영업이익(13F, 십억원)	115
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	128

EPS 성장률(13F, %)	-51.2
MKT EPS 성장률(13F, %)	19.6
P/E(13F, x)	46.9
MKT P/E(13F, x)	9.4
KOSPI	1,944.56

시가총액(십억원)	2,276
발행주식수(백만주)	40
유동주식비율(%)	81.0
외국인 보유비중(%)	40.5
베타(12M, 일간수익률)	0.61
52주 최저가(원)	41,200
52주 최고가(원)	60,200

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.1	14.4	11.8
상대주가	12.0	11.6	12.7



함승희

02-768-4172

regina.hahm@dwsec.com

2013년은 호텔신라에 있어 의미 있는 전환점이 될 전망

호텔신라는 2013년 역사적으로 의미 있는 전환점을 맞이하고 있다. 호텔 사업은 창사 이후 최초로 진행되는 장충동 신라호텔 리모델링 이후 국내외 사업의 장기적인 전략적 방향성을 확인할 수 있는 계기가 마련된다. 면세점 사업은 환율 안정화로 마진에 직접적 영향을 미치는 영업외적 우려 요인이 완화된 상황에서 인천공항 면세점 임대료 동결이 결정돼 불확실성 요인이 상당부분 제거되었다. 면세점 매출은 2012년 이미 규모의 경제 확보가 가능한 수준까지 성장해, 2013년 하반기부터 매출 성장률을 크게 상회하는 이익 증가가 본격화될 전망이다. 과거와 차별화되는 면세점 마진을 기대할 수 있는 첫 해가 될 것으로 판단한다.

투자포인트: 1) 환율 방향성 전환, 2) 영업 레버리지 부각, 3) 입출국자 증가 지속

호텔신라 면세사업의 수익성에 결정적 영향을 미치는 원달러 환율이 2012년 4분기 급락하며 급격한 마진 축소를 야기한 바 있다. 1분기 이후 환율의 방향성이 개선되고 있어 2분기 면세 사업 이익률은 빠르게 정상화될 전망이다.

지난해 말 가장 큰 불확실성 요인 중 하나였던 인천공항 면세점 임대료가 현 수준으로 유지되는 것으로 결정되었다. 인천공항 면세점 매출은 현재 규모의 경제를 확보할 수 있는 수준까지 성장해 올해부터 본격적으로 영업 레버리지 효과를 확인할 수 있을 것으로 기대된다.

원화 강세와 엔화 약세 현상이 보다 매력적인 출국 시장 환경을 조성하고 있어 해외출국자 수는 2012년 8.2% 증가한 데 이어 2013년에도 7.3%의 성장이 예상된다. 중국인 방문객은 2013년에도 33% 성장할 전망이며, 신라면세점 중국 이용객 매출기여도는 40%까지 확대될 것으로 예상된다. 모멘텀이 풍부한 투자 적기로 판단된다.

Valuation: 12개월 목표주가 74,000원 제시

적정주가 산출은 2013~2014년 평균실적을 기준으로 부문별 해외 peer들의 가중평균 배수를 적용했다. 면세사업은 글로벌 럭셔리 브랜드 유통업체 평균 배수를 적용했고 호텔사업은 상대적으로 브랜드 인지도가 낮고 절대 규모가 작은 것을 감안해 peer대비 20% 할인 적용했다. 적정주가는 74,000원이고 현 주가 대비 30% 상승여력이 있다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	1,440	1,764	2,190	2,335	2,944	3,287
영업이익 (십억원)	81	96	129	115	271	327
영업이익률 (%)	5.6	5.4	5.9	4.9	9.2	9.9
순이익 (십억원)	49	56	101	49	206	258
EPS (원)	1,235	1,401	2,535	1,236	5,146	6,442
ROE (%)	9.0	9.6	15.8	7.0	25.2	25.0
P/E (배)	22.5	27.5	17.3	46.9	11.3	9.0
P/B (배)	2.0	2.7	2.7	3.3	2.6	2.1

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 호텔신라, KDB대우증권 리서치센터

한미약품 (128940)

미운 오리 백조되다

제약

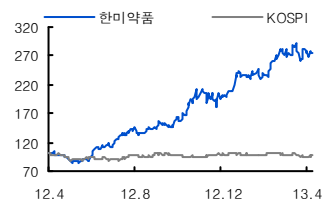
(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	180,000
현재주가(13/04/25, 원)	159,500
상승여력	13%

영업이익(13F, 십억원)	37
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	40

EPS 성장률(13F, %)	172.5
MKT EPS 성장률(13F, %)	19.8
P/E(13F, x)	68.9
MKT P/E(13F, x)	9.4
KOSPI	1,951.60

시가총액(십억원)	1,321
발행주식수(백만주)	8
유동주식비율(%)	60.0
외국인 보유비중(%)	15.1
베타(12M, 일간수익률)	0.22
52주 최저가(원)	50,400
52주 최고가(원)	169,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.6	63.0	164.3
상대주가	2.9	61.6	164.8



김나연

02-768-3251

irene.kim@dwsec.com

4Q12 Review: 영업이익 시장 컨센서스를 크게 상회

4분기 실적은 IFRS 별도기준 매출액 1,387억원(+7.8%YoY), 영업이익 135억원(흑전), 순이익 83억원(흑전)으로 시장컨센서스(1,414억원, 85억원, 53억원)를 크게 상회하였다. 영업이익은 1) ETC부문의 처방률 정상화에 따른 효과와 2) 매출원가 및 판매비의 효율적 관리 때문이며, 순이익은 북경한미의 34%YoY에 이르는 높은 성장에 따라 시장 컨센서스를 크게 상회하였다.

글로벌 신화는 지속된다

북경한미는 1996년 법인설립 이후 연 평균 27.6%(CAGR 2007~2012)의 높은 성장률을 기록하는 제약회사로 성장하였다. 2010년 한때 성장률이 감소하여 북경한미의 성장성에 대한 시장의 우려가 있었지만 2012년 34%이상의 외형성장을 달성하였다. 이는 동사 의약품의 브랜드 인지도 상승과 판매지역확대에 따른 것이다. **당사가 북경한미에 대한 높은 성장성을 전망하는 이유는 1) 어린이의약품에 이어 성인의약품, 인접사업으로의 다각화를 진행하고 있다는 점과 2) 최근 중국시장의 변화이다. 중국은 도시화 속도가 빨라지면서 병원수도 증가하고 있어 북경한미의 매출도 빠른 성장이 기대된다.** 2013년 북경한미의 매출액은 35% 성장한 10.4억위엔에 15%의 영업이익률을 전망한다.

중국에서의 성공과 더불어 2013년 하반기에는 미국 시장 진출이 예상된다. 2014년 미국특허가 끝나는 Nexium(넥시움, 역류성식도염)에 대한 개량신약인 에소메졸의 출시 가능성이 높아지고 있다. 미국시장에 대한 기대매출은 개량신약으로서의 약가와 peak sales 기준 M/S 15%를 가정하면 약 5,500억원의 매출액이 예상된다. 한미의 파트너사인 ‘암닐’과의 계약에 따라 한미약품에 매출 및 영업이익 기여는 약 20%인 1,000억원이 가능하다는 얘기이다. 물론 peak 매출액 기준이기 때문에 출시 이후 단계적인 M/S 증가에 주목해야 하며 그에 따라 연간 매출액 반영이 달라질 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 180,000원 유지

한미약품에 대한 투자의견 매수와 12개월 목표주가 180,000원을 유지한다. 당사 SOTP valuation에 따르면 북경한미의 가치가 현 시가총액(1조 1천억원)의 대부분을 차지하고 있기 때문에 아직 한미약품의 영업가치가 반영되지 않았다고 판단한다. 따라서 국내매출 정상화에 이어 2013년 미국에서의 매출액이 반영되기 시작하면 한미약품의 영업가치도 상승할 수 있고 결국 동사 기업가치에 반영될 것으로 전망한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	294	513	544	596	691	815
영업이익 (십억원)	-24	2	21	37	54	67
영업이익률 (%)	-8.1	0.3	3.9	6.3	7.7	8.3
순이익 (십억원)	-22	-8	7	19	32	42
EPS (원)	-2,656	-982	849	2,315	3,831	5,123
ROE (%)	-6.9	-2.6	2.3	5.9	8.8	10.5
P/E (배)	-	-	141.9	68.9	41.6	31.1
P/B (배)	2.8	2.3	4.2	5.0	4.4	3.8

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 한미약품, KDB대우증권 리서치센터

덕산하이메탈 (077360)

OLED 시장의 독보적인 메이저리거

IT부품/소재

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	34,000
현재주가(13/04/25,원)	27,900
상승여력	22%

영업이익(13F,십억원)	47
Consensus 영업이익(13F,십억원)	48

EPS 성장률(13F,%)	13.4
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.8
P/E(13F,x)	17.3
MKT P/E(13F,x)	9.3
KOSDAQ	559.40

시가총액(십억원)	820
발행주식수(백만주)	29
유동주식비율(%)	44.0
외국인 보유비중(%)	18.3
베타(12M,일간수익률)	1.13
52주 최저가(원)	16,500
52주 최고가(원)	29,400

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.6	31.3	12.5
상대주가	3.0	29.9	13.0



조우형

02-768-4306

will.cho@dwsec.com

OLED 모멘텀이 살아난다

삼성디스플레이(SDC)의 OLED 추가 투자가 임박한 것으로 추정된다. 모바일용은 타이트한 수급으로 인해 5.5G A2 Phase4~6의 3개 라인이 추가될 전망이다. 추가되는 3개 라인의 생산능력은 63K/월로 면적 기준으로 기존 생산능력 대비 59% 증가 요인이 된다. TV용 라인을 포함한 A3 라인(6G + 8G)은 2014년 3분기부터 가동이 예상된다.

OLED 신규 투자로 인해 삼성디스플레이의 OLED 생산능력은 전년대비 33%(13F) → 43%(14F) → 65%(15F) 증가할 전망이다. M/S 하락과 단가 인하를 감안해도 OLED 생산능력 확대에 따라 덕산하이메탈의 OLED 재료 매출액은 전년대비 15%(13F) → 42%(14F) → 20%(15F) 증가할 것으로 예상된다. 단순히 면적 확대에 따른 재료 투입량 증가뿐만 아니라, TV에서의 WRGB 기술 도입과 초기 수율 저하로 인한 단위 면적당 재료 투입량 증가를 감안하면 OLED 부문 성장폭은 더 클 것으로 판단된다.

1Q13 Preview: OLED TV용 물량 감소로 컨센서스 소폭 하회 예상

덕산하이메탈의 1분기 실적은 매출액 356억원(-7.2% QoQ, +9.7% YoY), 영업이익 95억원(-13.6% QoQ, +2.3% YoY, OPM 26.6%)으로 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다. 반도체 부문의 선전에도 불구하고 수익성 높은 OLED 부문 매출액이 전분기 대비 10% 감소할 것으로 예상되기 때문이다.

OLED 부문 매출액은 전분기 대비 10.4% 감소한 191억원을 기록할 전망이다. 삼성디스플레이의 OLED 신규 라인이 없는 상황에서 전분기에 급증했던 TV용 파일럿 라인 물량이 감소했기 때문이다. 반도체 부문 매출액은 165억원으로 비수기임에도 불구하고 전분기 대비 3.2% 감소하는 것에 그칠 전망이다. 신규 모바일 제품 출시를 위한 솔더볼 재고 확충 수요 덕분이다. 솔더볼은 원재료인 은 가격 하락에 따라 수익성도 개선된 것으로 추정된다.

투자의견 매수, 목표주가 34,000원 유지

덕산하이메탈에 대한 투자의견 매수, 목표주가 34,000원을 유지한다. 목표주가는 2014년 EPS 2,048원에 적정 P/E 16.5배(미국 OLED 업체 UDC 14F P/E 21배를 20% 할인)를 적용해 산정했다. 현재 동사의 주가는 12개월 선행 P/E 15.9배로 과거 3년 평균 19.2배 대비 De-rating 된 상황이다. OLED 시장 확대 초기 국면에서 다시 한 번 밸류에이션 Re-rating이 가능할 것으로 판단한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	73	129	144	167	215	251
영업이익 (십억원)	20	39	42	47	61	69
영업이익률 (%)	27.7	30.4	29.0	28.2	28.1	27.5
순이익 (십억원)	16	35	42	48	60	61
EPS (원)	638	1,181	1,426	1,618	2,048	2,085
ROE (%)	18.7	29.0	26.1	23.1	23.2	19.2
P/E (배)	31.8	21.5	14.9	17.3	13.6	13.4
P/B (배)	6.6	6.0	3.7	3.8	3.0	2.4

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 덕산하이메탈, KDB대우증권 리서치센터

Compliance Notice

- 제일기획: 자기주식 직접취득 위탁 법인. 현대미포조선: 자사주 금전신탁 위탁 법인. LG전자: 주식매수계약 체결 등 관련 기타이해관계 법인. SK하이닉스, 현대건설, 삼성전자, KT&G, 엔씨소프트, LG전자, 하나금융지주, SK이노베이션: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. SK하이닉스, 삼성전자: 회사가 LP업무를 수행하는 주식을 발행한 법인. SK하이닉스, 현대건설, 삼성전자, KT&G, 엔씨소프트, LG전자, 하나금융지주, SK이노베이션: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자외견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(☒))
 ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)

