

2013. 04. 17

Economist

문정희 02) 3777-8092
mjhsilon@kbsec.co.kr

Macro Spot Issue

중국, 원자재, 그리고 추경 어떻게 해석해야 하나

중국의 1분기 성장을 하회하는 실망감을 주었으나 오히려 낮아진 성장률과 물가 부담 완화가 중국 정부의 내수 성장 및 도시화 계획 추진에 있어서 긍정적인 모멘텀으로 작용할 것이다. 원자재 가격은 달러화 강세 및 글로벌 수요 둔화에 대한 우려로 큰 폭의 조정을 받았으나 최근 가격대가 중기 평균 가격 수준에 위치해있어 프리미엄이 해소되었고, 하반기 글로벌 경기회복이 유효하다는 전망에서 가격 조정폭은 제한적인 수준에 그칠 전망이다. 전일 발표된 국내 2013년도 추경은 시장 예상에 근접한 17.3조원 (기금 2조원 배제)이며, 이 중 12조원이 세수 결손 보전이라는 점에서 당초 예상보다 경기진작 기대는 낮아졌으나 연간 성장률 0.3%p 제고가 예상된다 점에서 하반기 3%대 성장, 연간 2.6%의 성장을 달성할 수 있는 가능성의 전망이다.

중국 1분기 GDP 7.7%, 성장 둔화보다 정부 스탠스가 부담

2013년도 1분기 중국의 GDP가 전기치 및 시장 예상치를 모두 하회한 7.7% (YoY)를 기록했으며, 세부적으로는 최종소비지출과 고정투자 등 내수 성장이 부진했다. 성장률이 정부 목표치에 근접해있고, 인플레이션 부담은 당초 예상보다 완화되었다. 다만 정부의 스탠스가 아직은 경기부양보다 구조개혁에 맞춰져 있음은 부담 요인이다. 그럼에도 중국 정부가 내수 성장을 지지하고 있고, 도시화 정책과 그에 따른 도시개발투자 확대 등이 예상된다는 점에서 점진적인 경기회복 전망은 여전히 유효하다는 판단이다.

원자재 가격 조정, 중기 평균 가격에 근접

원자재 가격의 조정이 심화되고 있는데, 이는 달러화 강세와 글로벌 원자재 수요 둔화에 대한 우려에 기인하고 있다. 중기적으로 달러화는 강세를 시현할 것으로 예상되나 강세 속도는 매우 완만하게 진행될 것이며, 원자재 수요 둔화는 이미 시장 가격에 반영되었다고 사료된다. 60개월인 5년 평균 가격을 감안했을 때 WTI 선물 가격은 배럴당 86달러 수준, 금 가격은 온스당 1,312달러 수준이 프리미엄이 배제된 수준이다. 하반기 글로벌 경기회복과 그에 따른 원자재 수요 개선이 예상되기에 이 가격 수준에서 크게 벗어나지는 않을 전망이다.

2013년도 추경 19.3조원 시장 기대 수준에 부합

전일 기획재정부에서 2013년도 추경 예산안이 발표되었다. 규모는 시장에서 예상했던 17.3조원에 추가로 기금 지출 2조원이 편성되어 총 19.3조원에 이른다. 하지만 12조원인 세수 결손 보전으로 집행되고, 나머지 7.3조원이 세출 확대에 투입된다는 점에서 세출 확대에 따른 경기진작 효과는 제한적일 것으로 예상된다. 정부는 성장률 제고 효과로 0.3%p를 예측하였으며, 적극적인 재정지출을 고려했다는 측면에서 비교적 무난한 편성안이라고 사료된다.

중국, 원자재, 그리고 추경 어떻게 해석해야 하나

중국의 성장률 하회와 인플레이션 압력 완화와 맞물려 점진적인 경기회복은 가능할 것이라는 전망은 여전히 유효하며, 원자재 가격은 글로벌 수요 둔화에 대한 우려가 이미 반영되었다는 점과 가격 프리미엄이 해소되었다는 점에서 수급할 만한 수준이라고 판단된다. 2013년도 추경은 세부 편성 내역은 당초 예상보다 미진한 수준이나 연간 성장률 제고 효과를 감안하면 연간 2.6%의 성장, 특히 하반기에 3%대 성장을 달성할 수 있다는 점에서 긍정적으로 평가할 수 있겠다.

Compliance Notice

2013년 04월 17일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.

2013. 04. 17

Analyst

허문욱 02) 3777-8096
mw.heu@kbsec.co.kr

삼성엔지니어링 (028050)

투자의견 (유지) **HOLD**
목표주가 (하향) **130,000 (원)**

Upside / Downside (%)	41.3
현재가 (04/16, 원)	92,000
Consensus target price (원)	177,250
Difference from consensus (%)	(26.7)

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	11,440	11,733	13,070	14,450
영업이익 (십억원)	732	735	811	901
순이익 (십억원)	521	525	584	652
EPS (원)	13,095	12,984	14,444	16,137
증감률 (%)	2.1	(0.9)	11.2	11.7
PER (X)	12.6	7.1	6.4	5.7
EV/EBITDA (X)	8.2	3.8	3.1	2.2
PBR (X)	3.9	1.7	1.4	1.2
ROE (%)	33.7	27.0	24.5	22.6

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(35.2)	(40.5)	(45.9)	(59.6)
KOSPI대비 상대수익률	(32.0)	(37.7)	(44.9)	(56.0)



Trading Data

시가총액 (십억원)	3,680
유통주식수 (백만주)	30
Free Float (%)	75.3
52주 최고/최저 (원)	235,000 / 90,900
거래대금 (3M, 십억원)	34
외국인 소유지분율 (%)	34.6
주요주주 지분율 (%)	제일모직의 5인 18.3

자료: Fnguide, KB투자증권

시장은 추가클린화 우려보다 성장 둔화에 대한 우려가 커

준공시점에 가셔야 클린화를 고백하는 업계종토는 비판받아야 하나, 2,850억원 클린화비용은 2002~2012년 확보된 누적영업이익의 11.1%로 불편하지만, 존립을 의심할 수준은 아니다. 2014년 상반기 우려현장이 자연소진되므로 영업실적은 안정을 찾을 것이다. 가이던스 훼손으로 시장의 일차관심은 추가클린화 여부겠지만, 정말 시장이 우려하는 것은 경영진단 후 그룹경영관리의 방향성 전환이다.

2013년 1분기 해외저가현장에 대한 2,850억원 클린화로 영업이익 적자전환

2013년 1분기 연결실적이다. 수주액 2조 3,865억원 (+21.9% YoY), 매출액 2조 5,159억원 (-5.5% YoY), 영업이익 -2,198억원 (적전), 세전이익 -1,842억원 (적전)이다. 컨센서스는 매출액 2조 7,268억원, 영업이익 1,526억원, 세전이익 1,581억원이다. 수주액 성장이 우수하나, 매출액은 2012년 1분기 성장폭이 72.6%에 달해 역가효과가 나타났다. 영업이익 적자는 미국 다우케미칼 1,600억원, 사우디 Ma'aden 알루미늄 900억원에 대한 초과원가정산, 사우디 Wasit 열병합발전소의 설계변경 불확실성에 따른 350억원 공사손실충당금 계상이 원인이다.

2013년 연간 사업계획 수주액, 매출액 유지, 세전이익 3,500~4,000억원으로 하향

2013년 연초 발표한 회사측 사업계획은 신규수주액 14조 5,000억원 (+11.1% YoY), 매출액 11조 6,000억원 (+1.4% YoY), 매출총이익률 11.1%를 반영한 매출총이익 1조 2,876억원 (+0.0% YoY), 영업이익률 6.0%를 반영한 영업이익 6,960억원 (-5.5% YoY)이었다. 금번 수정된 사업계획은 수주액과 매출액은 중전 계획치를 유지하나, 세전이익은 최저 3,500억원~최대 4,000억원 (세전이익률 3.0~3.4%)을 제시했다. 또한 회사측은 2014년 비공식 가이던스를 매출액 12조 원 (+3.4% YoY), 세전이익 7,200억원 (세전이익률 6.0%) 이상으로 언급했다.

클린화로 연초 가이던스가 훼손된 상황에서 시장의 일차적 관심은 추가클린화 여부

현상황에서 가늠할 수 있는 2가지 가정이다. ▶ 낙관적 가정: 화공수주액 증가율 +76.9% YoY, 수주잔고액 19.4조원 (+1.3% YoY, 수주잔고회전율 1.7배) 등이 안정적이므로 안부3기 성확대 시 외형성장이 가능하다. 2,850억원 클린화 후 2분기부터 정상적인 실적흐름이 가능하다는 가정이다. ▶ 비관적 가정: 2,850억원 클린화에도 불구하고, 그룹경영진단 후 사우디 사아바 액화천연가스 처리공급시설 등 사우디 90억달러 규모 16개 프로젝트, UAE 보르주 3PO 등 88억달러 규모 7개 프로젝트의 시공현장에 대한 추가클린화가 지속된다는 가정이다.

그러나 시장의 큰 우려는 경영진단 이후 동사에 대한 그룹경영관리의 방향성 전환

2002년 매출액 1조원, 영업이익 311억원에서 2012년 매출액 11조 4,402억원, 영업이익 7,368억원까지 CAGR 매출액 27.6%, 영업이익 37.2%를 달성했다. 누적매출액 40조원, 영업이익 2조 5,577억원의 경이적 성장세다. 2,850억원 클린화비용은 동기간 누적영업이익의 11.1%로 건설사의 통상적 클린화비용을 고려할 때 존립을 의심할 수준은 아니다. 사업모델 확장과정의 기회비용이 안정을 찾을 것이기에 추가클린화 자체는 상식수준이라 판단하기 쉽다. 시장이 정말 우려하는 것은 그룹경영진단 후 흑시 모를 과도하고, 자발적인 선제클린화와 그룹경영관리의 방향성이 성장에서 안정으로 변화할까에 대한 의문이다. 엔지니어링은 가치주일 때보다 성장주일 때 빛난다. 2014~2015E 평균EBITDA 7,000억원을 가정하고, 건설주 디레이팅을 고려한 목표배수 6.3X, 순현금 4,610억원 등을 반영해 목표주가를 130,000원으로 하향한다.

Compliance Notice

2013년 04월 17일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자 의견

기업명	발표일자	투자 의견	목표주가	비고	삼성엔지니어링 주가 및 KB투자증권 목표주가
삼성엔지니어링	2012/06/29	BUY	300,000		
	2012/07/19	BUY	255,000		
	2012/08/03	BUY	255,000		
	2012/09/28	BUY	255,000		
	2012/10/24	BUY	255,000		
	2012/11/21	HOLD	194,000		
	2012/12/04	HOLD	194,000		
	2012/12/10	HOLD	194,000		
	2013/01/02	HOLD	194,000		
	2013/01/09	HOLD	194,000		
	2013/01/14	HOLD	194,000		
	2013/01/16	HOLD	194,000		
	2013/01/29	HOLD	194,000		
	2013/02/07	HOLD	194,000		
	2013/02/22	HOLD	194,000		
	2013/03/14	HOLD	194,000		
	2013/03/18	HOLD	184,500		
	2013/03/29	HOLD	184,500		
	2013/04/02	HOLD	184,500		
	2013/04/17	HOLD	130,000		

투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권주가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권주의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전제, 재배포 또는 판매할 수 없습니다..

2013. 04. 17

Analyst

최 훈 02) 3777-8075

hchoi@kbsec.co.kr

NHN (035420)

투자 의견 (유지) **BUY**
 목표주가 (유지) **323,000 (원)**

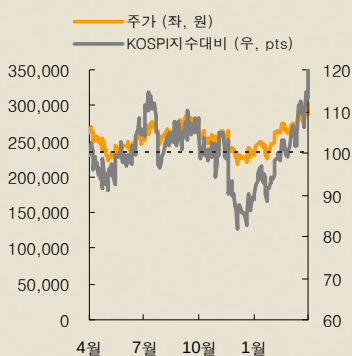
Upside / Downside (%)	6.1
현재가 (04/16, 원)	304,500
Consensus target price (원)	340,000
Difference from consensus (%)	(5.0)

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	2,389	3,000	3,377	3,680
영업이익 (십억원)	702	899	1,179	1,373
순이익 (십억원)	557	664	876	1,023
EPS (원)	11,566	13,796	18,194	21,260
증감률 (%)	23.7	19.3	31.9	16.8
PER (X)	20.0	22.1	16.7	14.3
EV/EBITDA (X)	12.2	12.5	9.2	7.4
PBR (X)	6.2	5.9	4.4	3.4
ROE (%)	32.0	29.5	28.9	25.9

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.6	31.3	9.7	17.6
KOSPI대비 상대수익률	18.8	34.0	10.7	21.1



Trading Data

시가총액 (십억원)	14,655
유통주식수 (백만주)	40
Free Float (%)	82.8
52주 최고/최저 (원)	304,500 / 216,500
거래대금 (3M, 십억원)	57
외국인 소유지분율 (%)	54.9
주요주주 지분율 (%)	이해진 외 6인 9.4

자료: Fnguide, KB투자증권

역사적 신고가의 의미

NHN 주가는 전일 종가 기준 역사적 신고가를 기록하였다. 이는 검색 기반의 안정적 수익창출능력에 라인을 통한 모바일 플랫폼으로의 성장 모멘텀 진화에 대한 시장 반응으로 판단된다. 분할 후 네이버의 주당가치는 410,000원, 인적분할되는 한게임의 주당 가치는 203,000원으로 판단된다. NHN은 모바일게임 모멘텀 측면에서 미국의 구글과 중국의 바이두 대비 강점이 존재하며, 모바일 메신저가 현재의 게임에서 검색 기반의 콘텐츠로 확대될 수 있다는 점에서는 텐센트 대비 프리미엄 반영은 타당하다.

역사적 신고가의 배경

전일 종가는 304,500원을 기록하며 2007년 10월 25일 주당 295,000원인 역사적 전고점을 상회하였다. 2006~2007년 NHN 주가 상승 (+146.3%, KOSPI 대비 +80.3% 상회)이 검색광고 고성장기 진입에 따른 성장 프리미엄 반영이었다면 지금은 모바일 메신저 라인 기반의 실적 성장 모멘텀이 주가에 반영되고 있다는 판단이다. 단기적 주가 상승에 대한 부담 보다는 라인을 통한 지속적인 실적 개선을 염두한 비중 확대에 초점을 맞출 것을 추천한다.

분할 존속 법인 네이버 주당 가치 410,000원

2013년 기준 분할 전 NHN 순이익은 6,640억원, EPS는 13,796원으로 추정된다. 여기서 분할 후 존속법인 네이버의 순이익과 EPS는 각각 4,911억원과 14,900원으로 추정된다. 존속법인 네이버의 기업가치를 기존 사업부와 모바일 메신저 라인으로 구분해보면, 기존 사업부 주당 가치는 EPS 12,087원에 PER 18.3X를 부여한 220,000만원이며, 이는 DCF valuation (WACC 10.2%, g 0%)와 동일한 가치이다. 라인의 가치는 6.2조원, 주당 190,000만원으로 이는 2013년 DAU 1억명 기준, 글로벌 SNS 가입자당가치 7만원을 기준으로 산출한 것이다 (표 1,2 참조).

분할 신설 법인 한게임 주당 가치 203,000원

2013년 기준 분할 신설법인 한게임의 주당 가치는 203,000원이다. 2013년 한게임의 예상 순이익은 1,728억원으로 예상 EPS 11,395원에 온라인/모바일 게임주 평균 PER 17.8X를 적용한 것이다. 현재 라인 게임 매출액의 90% 이상이 한게임을 통해 공급되고 있는 상황에서 모바일 게임주 평균 PER 22.8X를 부여할 경우 한게임 주당가치는 260,000원으로 증가하지만, 웹보드게임의 변동성을 감안하여 온라인게임 평균 PER까지 고려하였다. 웹보드게임 규제 이슈가 소멸되면서 분할 이후 한게임 기업가치 하락 리스크도 반감된 것으로 판단된다.

구글/바이두/텐센트 대비 비싼 이유

NHN 현 주가는 2013~2014년 PER 22.2X와 16.8X로 Google/Baidu/Tencent 3사 평균 대비 각각 +19.8%와 +10.9% 프리미엄이 부여된 수준이다 (표 3 참조). 2013~2014년 EPS 성장률 측면에서 NHN은 각각 +21.0%와 +31.9%로 Peer 3사 +16.5%와 +19.5% 대비 높은 수준이다. 또한 NHN은 검색기반의 Google/Baidu 대비 모바일게임 모멘텀에 있어서 상대적 강점이 존재한다. 또한 모바일 플랫폼이 현재 게임에서 검색을 기반으로 한 다양한 콘텐츠로 확장될 수 있다는 점에서는 Tencent 대비 강점이 존재한다. 네이버와 한게임의 분할 비율을 감안한 가중평균 적정 주가는 344,000원으로 기존 KB투자증권 목표주가 대비 +6.5% 상회한다.

Compliance Notice

2013년 04월 17일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	NHN 주가 및 KB투자증권 목표주가
NHN	2011/09/23	BUY	230,000		
	2011/09/30	BUY	230,000		
	2011/10/31	BUY	230,000		
	2011/11/13	BUY	230,000		
	2011/11/28	BUY	230,000		
	2011/12/23	BUY	290,000		
	2012/01/06	BUY	290,000		
	2012/02/10	BUY	290,000		
	2012/02/22	BUY	290,000		
	2012/03/28	BUY	290,000		
	2012/04/24	BUY	290,000		
	2012/08/10	BUY	290,000		
	2012/08/20	BUY	323,000		
	2012/09/27	BUY	323,000		
	2012/12/20	BUY	323,000		
	2013/02/07	BUY	323,000		
	2013/03/11	BUY	323,000		
	2013/03/27	BUY	323,000		
	2013/04/01	BUY	323,000		
	2013/04/17	BUY	323,000		

투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권주가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권주의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전제, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.