HYUNDAI
MOTOR GROUP

2016 HMC OUTLOOK

전략/반도체/가전/전자부품/통신서비스/미디어/자동차/
운송/유틸리티/화학/정유/철강/ 금융/유통/섬유/상사/교육/제지

HMC 투자증권

2016 HMC OUTLOOK

Strategy | 01
변하지 않을 것 같을 때가 변화를 고민할 때

반도체 | 31
공급과잉 지속될 전망

가전/전자부품 | 44
전통은 가고 전장이 온다

통신서비스 | 58
본원적 Role로의 회귀

미디어 | 65
주도권 경쟁 가속화

자동차 | 72
해외시장 신차효과로 감익 추세 마무리 전망

운송 | 78
성장에 대한 목마름, 누가 해결해 줄 것인가?

유틸리티 | 85
개선된 펀더멘털을 확인하게 될 것

정유 / 화학 | 92
업사이클은 지속 된다

철강 | 101
글로벌 철강업황 부진 지속

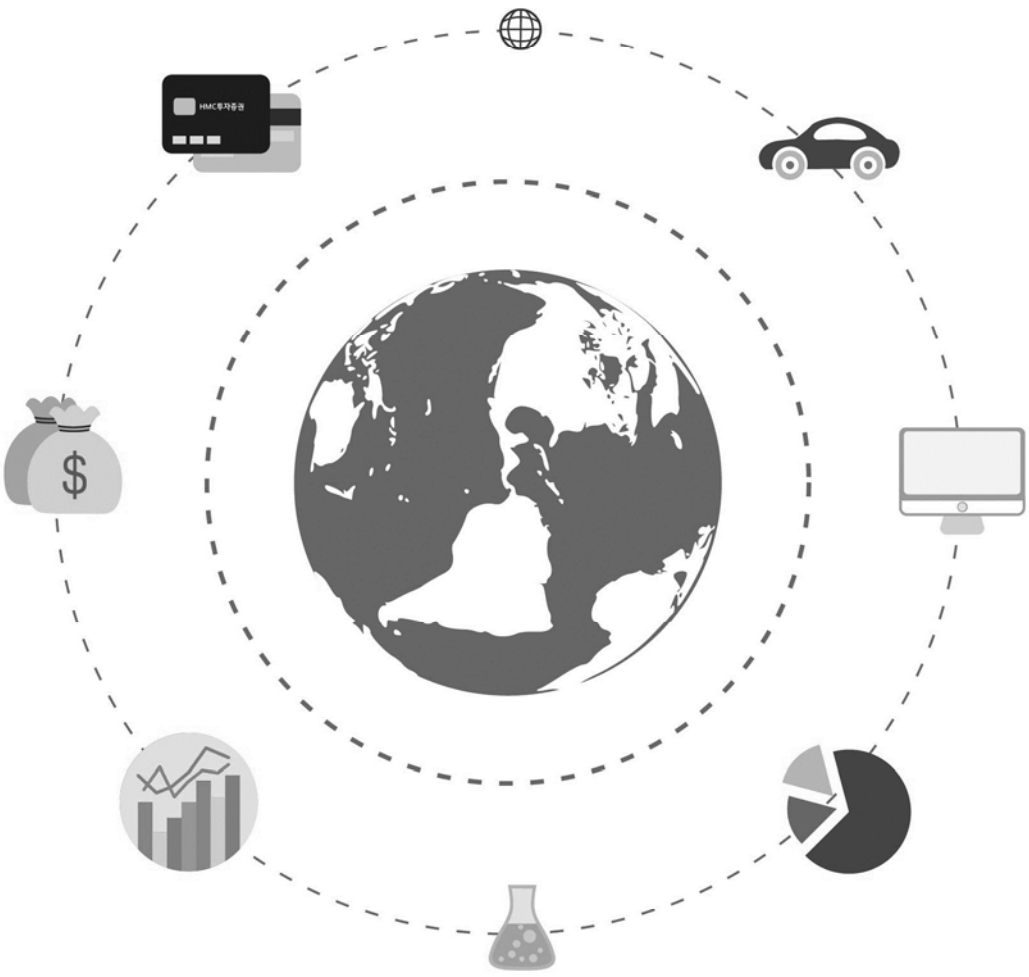
금융 | 113
Event로 살펴본 2016 금융업

유통/섬유/상사/교육/제지 | 121
실적 턴어라운드 가능한 종목에 집중

Compliance | 134

2016 HMC OUTLOOK

투자전략



Strategy Outlook

2015. 11. 24

변하지 않을 것 같을 때가 변화를 고민할 때

이변(異變) 장세 시나리오와 트리거를 중심으로

Quant / Strategist
변준호
02) 3787-2459
ymaezono@hmcib.com

2016년 KOSPI, 상고하저의 박스권 전망

내년 증시도 큰 틀에서 박스권 흐름이 지속될 것으로 예상한다. 중국 경기가 급격히 반등하기 어렵고 미국의 금리 인상이 지속될 것이란 압박이 내년에도 증시에 부담으로 작용할 전망이다. KOSPI는 확정 PBR 1배 수준인 1,900p와 뉴노멀 이후 PBR 고점 수준인 2,250p에서 등락할 것으로 보인다. 상반기에는 미국의 첫 금리 인상 불확실성 해소와 정책 모멘텀에 따른 주요 선행 및 심리 지표 개선되며 글로벌 경기 회복 기대감으로 증시가 상승 흐름을 보일 것으로 예상된다. 또한, 유가가 보통 드라이빙 시즌으로 상반기에 상승하는 경향이 크고 상반기에 10% 이상 하락한 경우는 20% 수준에 불과해 유가 반등 기대감도 작용할 전망이다. 실적 Level-up에 따라 1,980p이하는 합리적 매수 구간으로 판단되며 조정 시 매수, 연초 매수 전략을 권고한다.

2016년 달러, 상승보다 진정 가능성에 무게

시장에서는 달러에 대해 내년에도 상승 전망이 다소 우세한 것으로 보이나 실제 달러 강세가 지속될 가능성은 크지 않다고 판단된다. 첫 금리 인상 이후 미국은 Dovish한 코멘트를 통해 달러 강세에 대해 속도 조절에 나설 것으로 예상한다. 현재 미국 ISM제조업지수와 비제조업지수가 갭이 역사적으로 크게 확대되어 있다. 미국 경기에도 달러 강세의 영향이 미치고 있는 것으로 풀이되고 이는 신흥국 위기에 따른 미국으로의 전염 가능성 외에 달러 강세 진정 필요성에 또 다른 재료다. 미국의 상반기 경제 지표가 예상보다 부진한 경향을 보인다는 점과 유럽의 추가 부양에 따른 미국과의 성장률 축소 등도 달러 강세 진정 요인으로 판단된다.

박스권 장세 아닌 이변 장세의 시나리오, 예상시점, 트리거

탑다운 측면에서 미국의 기준 금리 인상이 시작되며 좋은 쪽이든 나쁜 쪽이든 신흥국이 결국 방향성을 결정할 가능성이 높고, 바텀업 측면에서는 고 P/B 종목과 저 P/B 종목간 밸류 갭이 지나치게 확대됐다는 신호로 인해 시장 색깔이 바뀔 수 있는 명분을 갖게 됐다. 또한 기술적으로 KOSPI 연 등락률이 4년 째 한 자리 수에 머물고 있는데 주요국 증시 가운데 5년 연속 한 자리 수 등락률을 보인 경우는 단 한 차례도 없었다. 이는 내년부터 KOSPI가 상승이든 하락이든 방향성을 갖게 될 가능성을 어느 정도 암시해 준다. 이변의 시나리오는 셀 수 없이 많겠지만 특히 긍정적 이변 시나리오로 신흥국 경기 바닥론과 KOSPI 영업이익 Level-up 가능성이 있고 부정적 이변 시나리오는 신흥국 위기 현실화 및 미국 증시 급락 가능성 등을 언급했다. 그리고 시나리오의 예상 시점과 트리거들도 간략히 살펴 봤다.

투자전략 10

상고하저 패턴 고려해 조정 시 매수, 연초 매수 / 1,980p이하는 합리적 매수 구간으로 활용 / 박스권 증시에 대한 의심 필요 / 이변 장세 대한 유연한 전술 전략 필요 / 고P/B와 저P/B간 밸류 갭 확대 극대화로 고P/B 올인 지양 / 저P/B에 대한 과도한 Underweight 지양 / 상반기 공격적 포트, 하반기 보수적 포트 권고 / 긴 호흡에서 저P/B 비중 점진적 확대 권고 / 3C(Chemical, Cosmetics, China-player) 주목 / 구조조정 선반영 후 은행과 루저 업종 1등 대표주 관심 확대

1. 코스피, 상고하저 패턴 1900~2250p 등락 전망

(1) 매크로: 상고하저 패턴 지지

내년 국내 증시는 큰 틀에서의 박스권 장세가 이어질 것으로 보이나 매크로 및 실적 측면에서 올해와 유사하게 상반기 중 역사적 고점(2,230p) 돌파 시도가 예상되어 상반기 투자 기회가 클 것으로 예상한다. 반면 하반기는 조정 위험을 고려할 필요가 있다. 즉, 상고하저 흐름을 전망한다.

글로벌 및 국내 경기에 대한 저 성장 우려가 크지만 현재 바닥권인 글로벌 경기 심리는 주요 정책 당국자들에 의해 상반기 개선될 것으로 예상된다. 상반기 경기 심리 및 선행 지표 개선에 따라 중후반기 실질적인 경기 회복 시그널이 표출될 것으로 예상된다. 상반기는 유가의 역 기저효과도 끝나면서 디플레 우려가 완화될 전망이다. 다만, 하반기는 후반부로 갈수록 정책 모멘텀 둔화, 글로벌 증시 고 평가 우려, 높아진 금리 부담 등으로 조정 가능성이 높아질 것으로 보인다.

내년 상반기 글로벌 선행 및 심리 지표가 개선될 것으로 보는 이유는 주요 정책당국자들의 정책 신호가 우호적일 것이란 점과 이미 동 지표들이 기간과 수준 측면에서 충분히 하락해 있다는 점 때문이다.

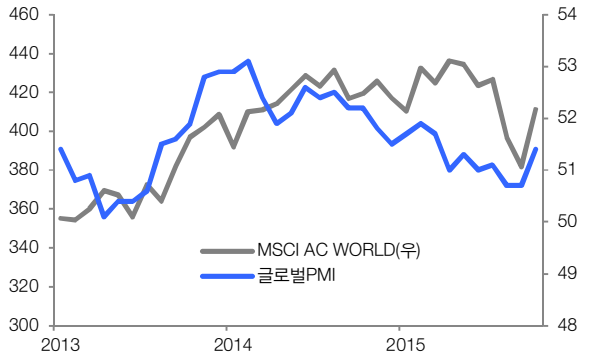
유럽, 일본, 중국 등은 경기 부양 기조를 지속해 갈 것으로 보이고 미국의 금리 인상 예상 속도는 둔화되고 있는 것으로 판단된다. 만약 12월에 미국이 금리를 올린다면 옐런 FRB의장의 코멘트는 매우 Dovish할 가능성이 높아 보인다. 이 부분에 대해서는 다음 장에서 자세히 설명하기로 하자. 이처럼 미국을 제외한 지역에서의 부양 기조와 미국의 예상보다 덜 강한 긴축 기조 등의 조합은 경기 심리 및 증시에 우호적으로 작용할 가능성이 높다.

현재 구도는 글로벌 심리 및 선행 지표가 각국 정책당국자들을 압박하고 있는 형국으로 판단된다. 여기서 글로벌 경기 심리가 추가로 악화될 경우 글로벌 경기 침체 우려가 현실화될 가능성이 높아지고 위기에 대응하기 위해 더 많은 정책 비용이 투입될 수 있기 때문이다.

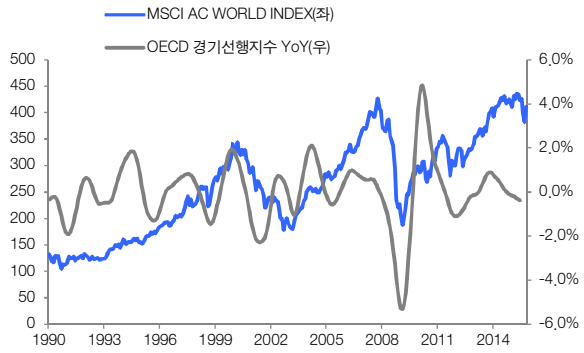
G2 PMI가 1년 정도 충분히 하락했다는 점과 OECD 경기선행지수 YoY 등락률이 2년 정도 충분히 하락했다는 점은 이례적인 사이클을 제외하고 경험적으로 중기적 회복 가능성을 높여준다.

반면 예상대로 경기 선행지표들이 상반기 상승할 경우 하반기에는 순환적 하락 사이클에 직면할 가능성이 크다. 그리고 만약 미국 시장 금리가 크게 상승할 경우 일드갭 축소로 인해 미국 증시의 고 평가 논란이 확대될 가능성이 높다. 8월에 있을 브라질 올림픽 이후 브라질을 중심으로 한 남미 경기 우려가 재 부각될 수 있다는 점도 고려해 둘 필요가 있다.

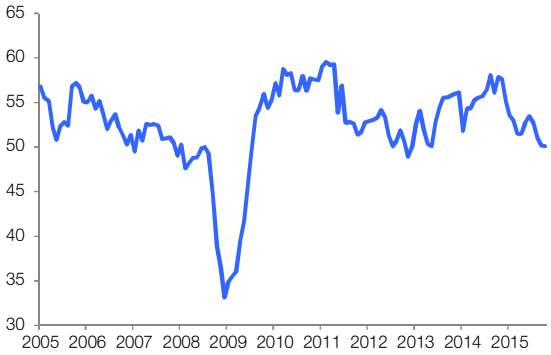
〈그림1〉 JP 모건 글로벌 PMI와 글로벌 증시 추이



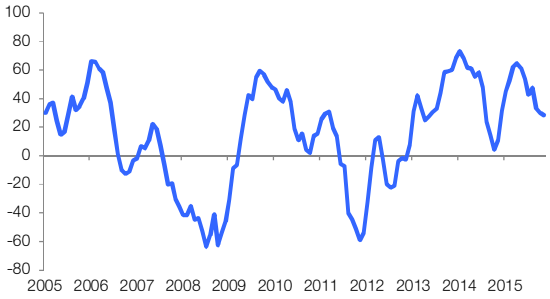
〈그림2〉 OECD경기선행지수와 글로벌 증시 추이



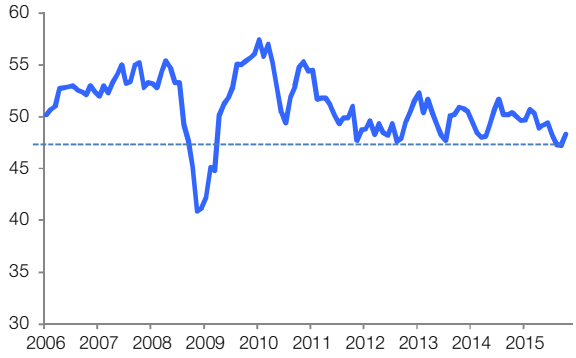
〈그림3〉 미국 ISM제조업지수 추이



〈그림4〉 유로존 ZEW 경기기대지수 추이

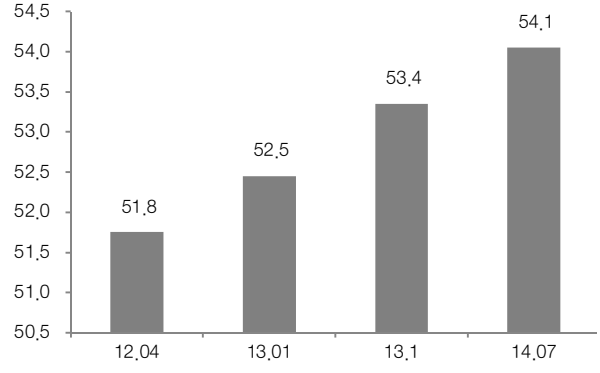


〈그림5〉 중국 차이신 제조업 PMI 추이

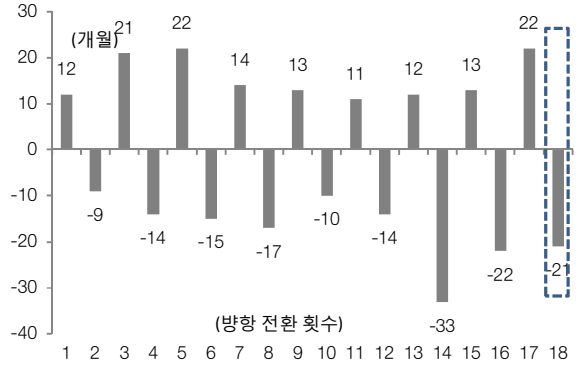


〈그림6〉 중국 실황예보 GDP 추이

〈그림7〉 G2 PMI 평균치 바닥후 6개월 내 최고도달치



〈그림8〉 OECD경기선행지수 YoY 추세 진행 개월 수



자료: Bloomberg, HMC투자증권

(2) 등락 범위: 확정 PBR 기준, 1배 하방 경직성이 저점, 4년 박스권 상단이 고점 역할 전망

실적의 불확실성(실적 전망의 하향)이 지속되고 있는 만큼 투자자들은 PER보다는 PBR, 그리고 전망치보다는 확정치에 의존해 KOSPI 밸류에이션 고려할 것으로 보인다.

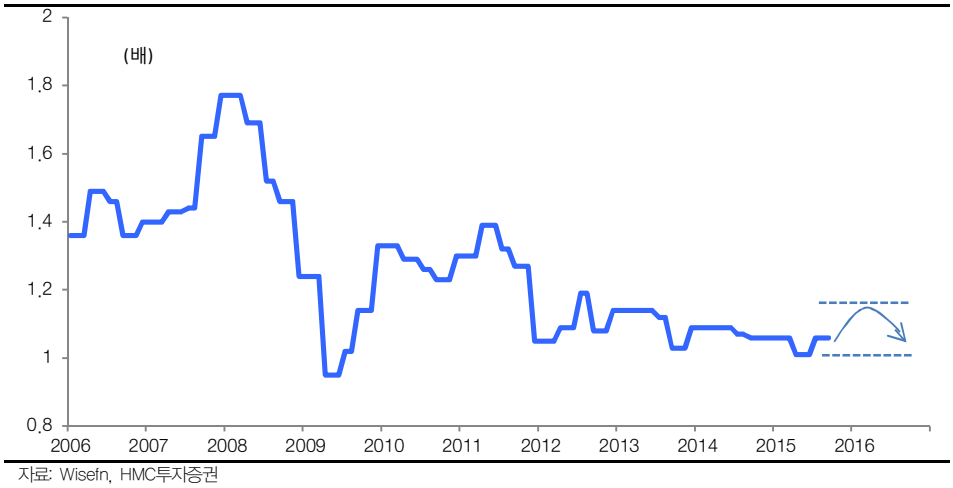
KOSPI의 자본총계 우 상향 기조가 지속되고 있는 만큼 패닉 상황이 아니라면 대략 PBR 1배(최근 4분기 확정 자본총계에 대한 시가총액 기준, Wisefn 기준) 수준은 바닥권 밸류에이션이라 판단된다. 패닉 가능성이 크지 않을 것으로 보는 이유는 다음 3장에서 자세히 다루자. 또한, 올해 대비 내년 KOSPI 실적이 크게 하락할 가능성은 적다고 판단해 자본총계 감소 리스크는 제한적일 것이라 판단된다. 실적과 관련해서는 (3) 절에서 좀 더 자세히 다루도록 하자.

한편 1,900p 전후 수준은 매해 꾸준히 상승 중인 박스권 저점의 연결대에 위치해 지점으로 패닉 상황을 가정하지 않는 한 강한 지지대가 될 것으로 예상된다. 배당 확대, 자사주 매입 확대, 구조조정에 따른 비용 감소 등 대형 기업들의 ROE 개선 노력 또는 주주환원정책도 증시의 하방 경직성을 높이는 부분이다.

예상 가능한 박스권 상단은 대략 2,250p로 이는 앞서 (1)절에서 언급한 글로벌 경기 개선 기대감이 뚜렷하게 표출되고 상반기 실적 기대감이 동시에 작용할 것으로 예상하는데 있다. 하지만 구조적 저 성장 리스크와 중국 경기 호조를 기대하기 어렵고 하반기 미국의 추가 금리 인상 등으로 의미 있는 실적 개선이 지속되기는 쉽지 않아 보인다.

강력한 경기 및 실적 턴어라운드를 보였던 차화정 전성 시대의 밸류에이션까지 기대하기 어렵지만 뉴노멀 시작 시점인 2011년 하반기 이후 혹은 2012년 이후 확정 PBR 상단인 대략 1.2배 수준까지 상승 가능할 것으로 예상된다. 특히 상반기 실적 기대 요인이 많다고 판단되는데 글로벌 정책 모멘텀 확보에 따른 경기 심리 개선, 갤럭시 S7 출시, 자동차 업종 4년 만에 실적 턴어라운드, 정유 및 화학 등 케미컬 업종 실적 개선 지속, 올해 4분기 구조조정 등 비용 처리에 따른 내년 1분기 실적 개선 기대감 등이 동시에 작용할 수 있을 것으로 전망된다.

〈그림9〉 KOSPI 확정 PBR(최근 4분기 자본총계 기준) 추이



자료: Wisefn, HMC투자증권

(3) 실적이 주는 저가 매수 수준: 실적 기준 1,980p 이하는 합리적 매수 영역

경기 불확실성이 지속되고 있다는 점에서 탑 다운으로 내년도 KOSPI 실적 증가를 전망하기는 쉽지 않다. 약 3% 수준의 경제성장률을 감안해 보면 실적이 대폭적으로 개선되기는 쉽지 않아 보인다. 하지만 바텀 업 관점에서 보면 올해 대비 그다지 잃을 것도 많지 않아 보인다. 올해 KOSPI 영업이익은 현재 3분기 잠정 발표 실적까지 합산한 3Q 누적 수치가 전년대비 약 15% 증가할 것으로 예상된다. 그와 같은 가정 하에서 올해 영업이익은 대략 131조원이 전망되며 이는 4년 만에 증가로의 전환을 의미하고 사상최고 연도별 실적이 된다.

하지만 이와 같은 영업이익 개선에도 불구하고 올해 전체의 주가 상승률은 크지 않았다. 그 이유는 매출 부진 현상, 실적 쏠림 현상, 매크로 악재 등이 작용했기 때문으로 풀이된다. 특히 KOSPI 내 전년대비 실적 개선 종목 비율이 60%에 불과해 실적이 개선되는 종목 수가 전체 실적 증가율대비 미흡했음을 알 수 있다. 경기 호전에 따른 전반적 실적 개선이 뒷받침되지 못한 것이다.

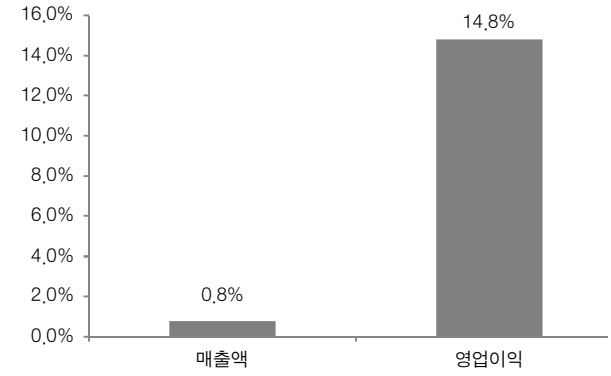
업종별로 내년 영업이익을 고려해 본다면 부담 요인은 IT의 감익 리스크, 조선의 적자 지속 가능성, 구조조정 비용 등이고 반대로 기대 요인은 자동차 실적 4년 만에 증가 전환 가능성, 조선 및 건설 등 해외 수주 산업들의 충당금 이슈 완화, 유가 반등에 따른 수출 기저 효과 등이다. IT의 감익 우려를 자동차가 대체하고, 올해 약 10조원 가량의 영업 손실이 예상되는 조선업에서 적자 폭이 수조원 가량 축소될 가능성이 높아 경기 전망이 크게 빗겨나지 않는 이상 내년 KOSPI 영업이익은 올해와 유사한 130조원 혹은 이보다 소폭 개선된 135조원 수준이 예상된다.

실적이 호전되어도 개선의 질이 약해 뚜렷한 모멘텀으로 작용하고 있지 못하나 그렇더라도 실적이 바닥을 쳤다는 점에서 저점 방어 논리는 가능하다. 내년 KOSPI 영업이익도 올해와 유사한 130조원 수준이라면 과거대비 뚜렷한 레벨업이 2년 연속 지속된다는 것이고 2014년 영업이익이 바닥이었음을 확인하는 셈이 된다. 따라서, 실적이 주는 시사점은 2014년 실적의 바닥 논리에 따라 2014년 KOSPI 평균 수준인 1,980p를 밑도는 경우 합리적 매수 영역이 될 수 있다는 점이다.

실적 이슈도 상반기를 지지할 전망이다.

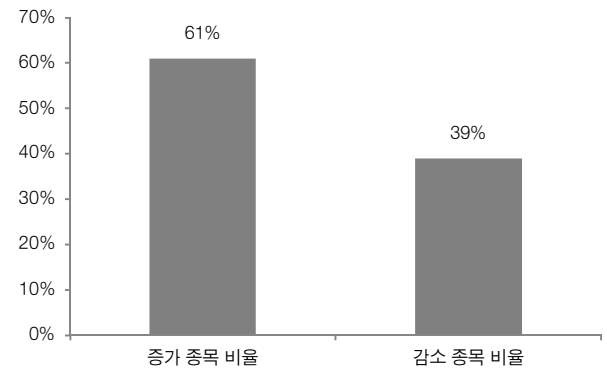
미국 금리 인상 이벤트와 유럽 및 일본의 추가 부양이 연말연초에 현실화될 가능성이 있어 원/달러 환율이 1분기까지 비교적 높은 수준을 유지할 가능성이 있어 IT, 자동차를 중심으로 실적 센치멘트가 크게 나쁘지 않을 전망이고 1분기 삼성전자의 갤럭시 S7도 기대요인으로 꼽힌다. 또한 미국의 금리 상승이 셰일 업체들을 압박하면서 미국의 원유 생산 감소를 압박할 가능성이 높고 2분기 드라이빙 시즌 등을 고려할 때 상반기 국제 유가의 완만한 상승이 예상됨에 따라 정유, 화학 등 케미컬 업종의 실적 기대감도 지속될 전망이다. 또한, 구조조정 이슈로 인한 비용 처리 리스크가 실적에 부담이 될 수 있지만 이미 이번 4분기에 충당금을 설정할 가능성이 공존하고, 일회성 비용에 따른 실적 우려가 주가에 반영되는 것은 일시적인 영향에 그칠 전망이다. 업황이 매우 심각하게 부진하지만 않다면 오히려 비용 처리가 명확해지는 시점에서 주가는 불확실성 해소로 판단할 가능성이 높다.

〈그림10〉 2015년 1~3Q 누적 YoY 실적 증가율



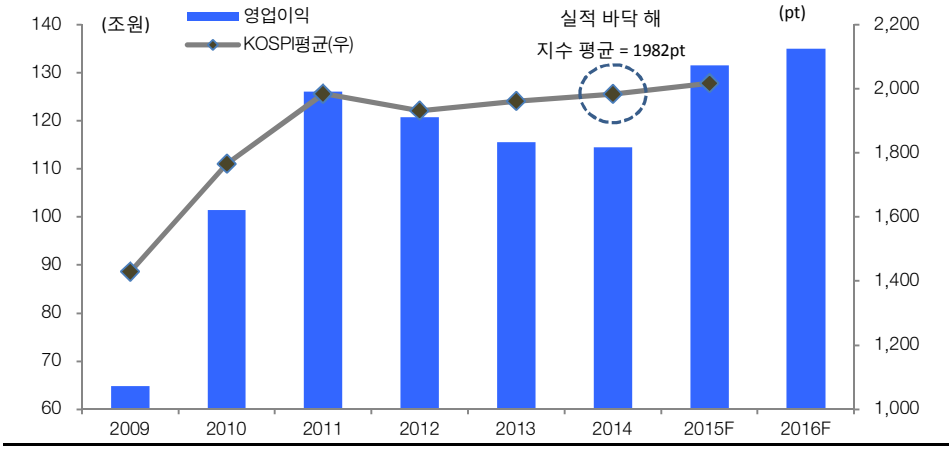
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림11〉 2015년 1~3Q 누적 YoY 실적 종목 비율



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림12〉 금융위기 이후 연도별 KOSPI 영업이익과 지수 평균 추이



자료: Wisefn, HMC투자증권 내년 전망치는 다른 업종 모두 동일하고 조선에서 5조원 정도 세이브된다고 가정

2. 달러, 16년에 추가 강세보다 진정 가능성 높다

내년 증시의 최대 리스크 중 하나는 달러 강세라고 판단된다. 미국과 비 미국과 통화 정책의 차이로 인해 추가적인 달러 강세가 유력하다고 보는 시각이 많고 그 위험성은 나름대로 타당하다고 판단된다. 그런데 이와 같은 문제를 글로벌 주요 정책 당국자들인 Fed, ECB, BOJ, 인민은행 그리고 규모가 큰 신흥국들도 분명 고민하고 있을 것이다.

과연 내년에도 의미 있는 달러 강세가 지속될 것인가? 그리고 그와 같은 흐름을 주요 정책 당국자들이 용인할 것인가에 대해 생각해 보도록 하자. 유로존은 달러 강세를 반길지 모르겠지만 신흥국은 이미 부담을 느껴왔고 이제 미국 스스로에게도 부담이 될 수 있음을 인식할 필요가 있다.

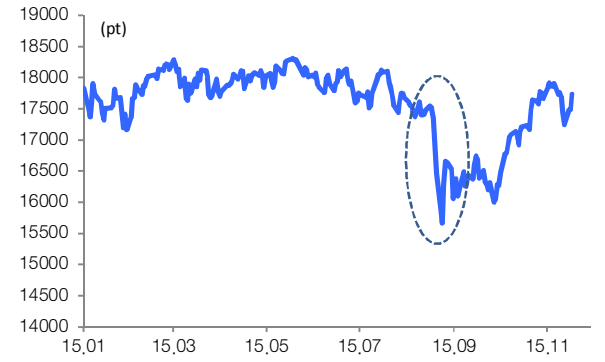
(1) 추가 달러 강세가 미국 스스로에게도 부담스러울 수 있는 이유

A. 신흥국 위기 현실화가 미국 리스크로 연결될 가능성

현재 미국의 경기 펀더멘탈이 충분히 강하지 않고 과거와 달리 중국을 필두로 신흥국의 글로벌 경제 비중이 크게 확대됐다는 점에서 달러 강세로 인한 신흥국 위기의 현실화를 미국은 좌시할 수 없을 것으로 보인다. 지난 8월 위안화 절하 국면에서 미국 증시 급락과 9월 FOMC 의사록에서 중국 및 신흥국 상황을 주시하겠다고 한 점에서 신흥국 위기론에 대한 미국의 고심이 잘 드러난다.

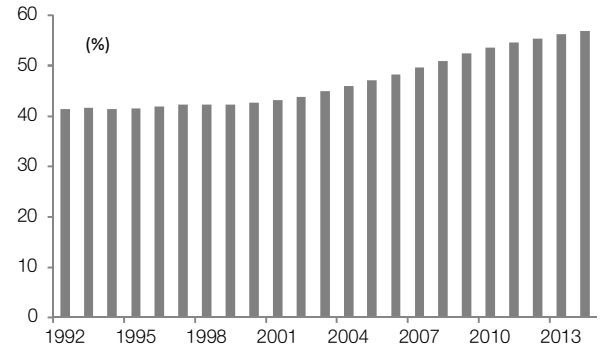
2000년대 중국의 호황 사이클과 원자재 가격 상승으로 글로벌 내 신흥국의 GDP 비중은 빠르게 증가했다. 1990년대 초 40%를 소폭 웃돌던 비중이 현재 57%까지 상승했다. 현재 신흥국의 위기 가능성이 국지적이지 않고 펀더멘탈이 취약한 혹은 원자재 관련국가들로 광범위하게 표출되고 있어 위기 발생 시 전염될 가능성이 크고 이는 미국에도 부정적인 영향을 줄 것으로 보인다. 현재 신흥국 환율(헤알화 폭락, 루블화 작년 12월 수준으로 재 상승 등), 유가(장기 기술적 저점 연결대 이탈 조짐) 등의 신흥국 관련 주요 변수가 변곡점 부근에 있다는 점은 미국의 적극적 긴축 가능성을 약화시킬 수 있다. 이는 제로금리에서의 첫 금리 인상이라 부담 이외의 또 다른 부담이다.

〈그림13〉 위안화 평가 절하 당시 급락한 미국 증시



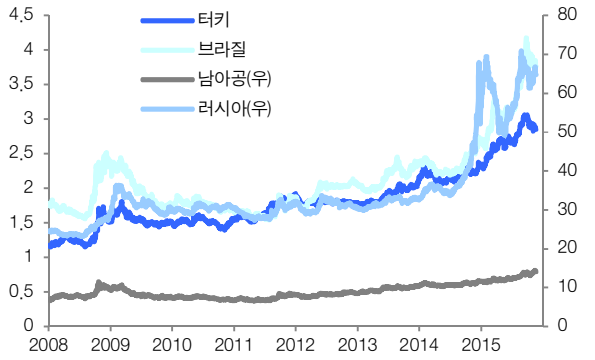
자료: Bloomberg, HMC투자증권 주: PPP 기준

〈그림14〉 글로벌 내 신흥국 GDP 비중 추이



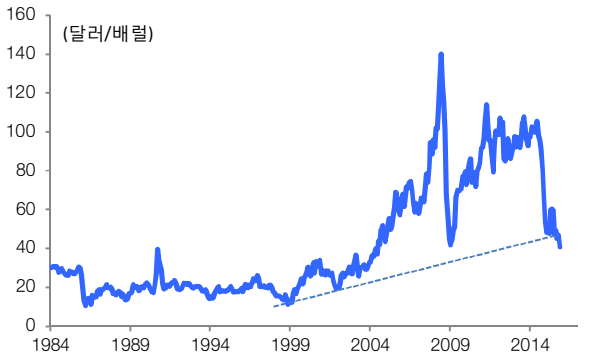
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림15〉 주요 신흥국 환율, 급등 리스크 지속 중



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림16〉 WTI, 장기 상승 추세 저점 연결대 이탈 조짐



자료: Bloomberg, HMC투자증권

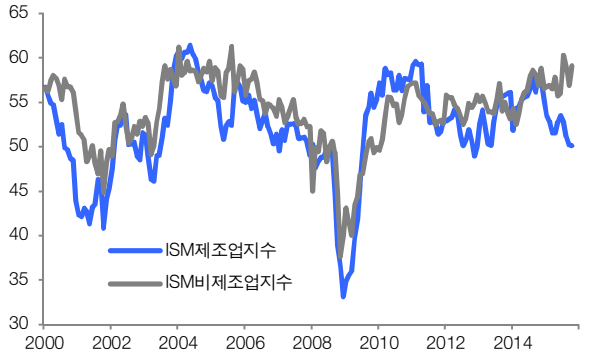
B. 미국 제조업 업황 부진 심화

미국은 고용과 소비를 중심으로 경기 회복 기조가 뚜렷하지만 최근 달러 강세의 여파로 제조업 지수는 일제히 부진한 상황인데 그 갭이 매우 크다. ISM제조업지수와 ISM비제조업지수의 갭은 -9% 수준으로 2000년 이후 바닥 수준이다. 현재 비제조업대비 제조업의 업황 센치멘트가 매우 부진함을 시사한다. 이와 같은 ISM제조업지수의 차별화된 부진은 글로벌 경기 부진과 달러 강세가 맞물린 결과로 풀이된다.

두 지수 간 갭의 확대는 제조업지수의 반등 혹은 비제조업지수가 하락해야 함을 시사하는데, 역사적 고점 부근에 있는 비제조업지수의 하락 우려는 크지 않지만 ISM제조업지수의 추가 하락은 IT 버블이나 금융위기 등 일부 위기 국면을 닮아갈 수 있다는 점에서 주시해야 할 변수다.

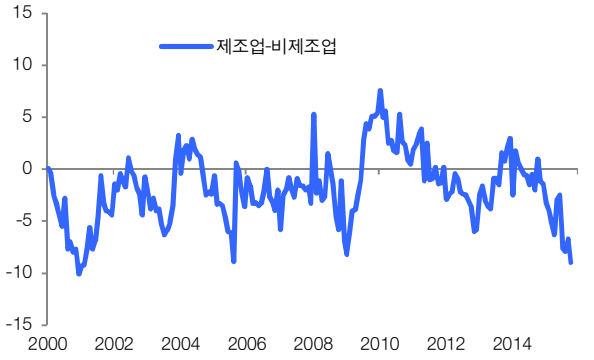
그런 측면에서 미국 정부는 갭 축소를 위한 스탠스, ISM제조업지수의 하락 리스크를 막기 위한 스탠스를 보여줄 가능성이 높다. 미국 정부 입장에서는 글로벌 경기 부진을 컨트롤하기가 쉽지 않을 것임으로 달러 강세에 대한 속도조절의 필요성을 느낄 것으로 보인다. 과거에도 두 지수의 갭이 하락 패턴으로 확대된 이후 달러는 대체로 약세를 보였고 공격적 금리 인상도 제한적이었다.

〈그림17〉 ISM제조업지수와 비제조업지수 추이



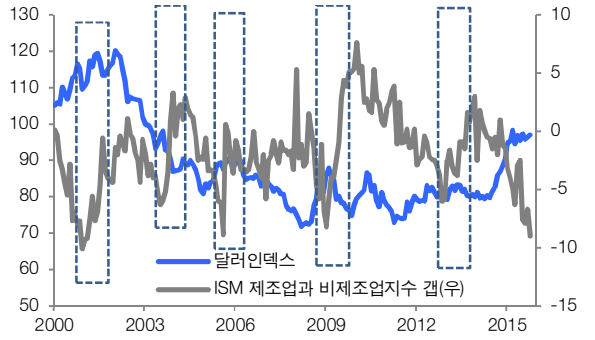
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림18〉 ISM제조업지수와 비제조업지수 갭 추이



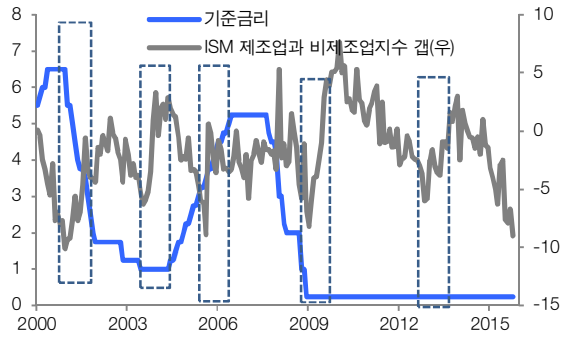
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림19〉 ISM 두 지수 갭과 달러 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림20〉 ISM 두 지수 갭과 기준금리 추이



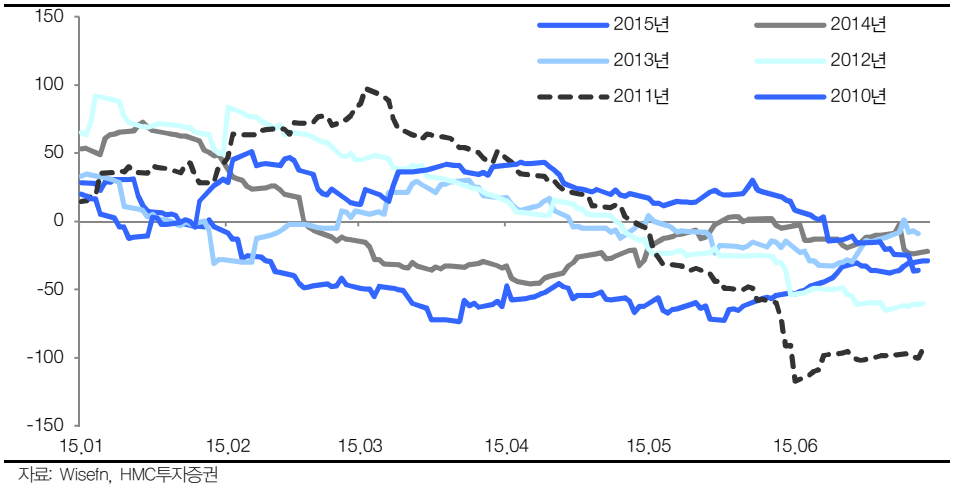
자료: Bloomberg, HMC투자증권

C. 미국 상반기 CITI 경기서프라이즈 지수는 대체로 우 하향 기조

미국은 보통 4분기 경제 지표가 호조를 보인 이후 상반기 기술적 반락을 갖는 경우가 많은데, 이는 경기 서프라이즈 지수가 상반기에 주로 우 하향하는 것으로 잘 나타난다.

미국은 연말 쇼핑 시즌에서 대규모 소비를 나타내고 연말 연초 보너스 및 인센티브 등의 기대감이 발생하는데다 1월 효과라는 증시 기대감도 겹치면서 연말 연초에 보통 경제지표가 예상보다 잘 나오는 경향을 보인다. 하지만 연말 연초를 보내고 나면 대체로 경제 지표는 높아진 기대치를 하회하기 시작한다. 이는 금융위기 이후 V자 회복을 보였던 2009년을 제외하고 모든 해에서 유사하게 나타난다. 연초 이후 경제 지표가 예상치를 충족하지 못하는 일이 잦아지는 상황에서 달러 강세가 지속된다는 점은 부담이 될 수 밖에 없다. 지표의 예상치 하회가 달러 강세를 누그러트리는 요인으로 작용할 수도 있다.

〈그림21〉 금융위기 이후 미국 경기 서프라이즈 지수 상반기 추이



자료: Wisefn, HMC투자증권

Fed는 신흥국 위기론, 미국 제조업 부진 심화, 상반기 지표 예상치 하회 등의 가능성으로 인해 달러 강세가 진정되어야 할 명분이 크다는 점을 고려하고 있을 것으로 보여 첫 금리 인상 이후 매우 신중하고 Dovish한 스탠스를 보일 것으로 예상되어 상반기 달러 강세는 진정될 전망이다.

(2) 미국과 비 미국간 통화 정책 차별화로 인한 달러 강세 영향은 제한적

A. 유럽 추가 부양은 이미 4분기 현재 반영 중

지난 10월 유로존의 물가 우려로 ECB가 추가 부양을 시사했는데 파리 테러 사태로 인해 부양 가능성은 더 높아졌다. 작년 10월 유럽의 양적 완화가 시장에 논의된 이후 유로화는 3월초까지 대략 16% 하락했다. 올해도 지난 10월 유럽의 추가 양적 완화가 시사된 이후 유로화는 약 7% 하락한 상태다.

ECB가 올해 1월과 같이 예상을 뛰어넘는 대규모 양적 완화와 같은 정책을 내 놓는다면 유로화의 추가 급락 가능성이 높겠지만 ECB 정책 강도는 현재 경기 상황을 볼 때 지난 1월의 강력한 수준에는 미치지 못할 가능성이 높다. 따라서, 이번 추가 부양에 따른 작년 10월 이후의 유로화 하락률 16%보다 적을 것이다.

현재 이미 7%가 하락했기 때문에 유로존의 추가 부양으로 인한 유로화 하락률은 이미 절반 수준을 반영했거나 그 이상을 반영했을 가능성이 높다.

〈그림22〉 유로존 부양 시사 후 유로화 하락률

자료: Bloomberg, HMC투자증권

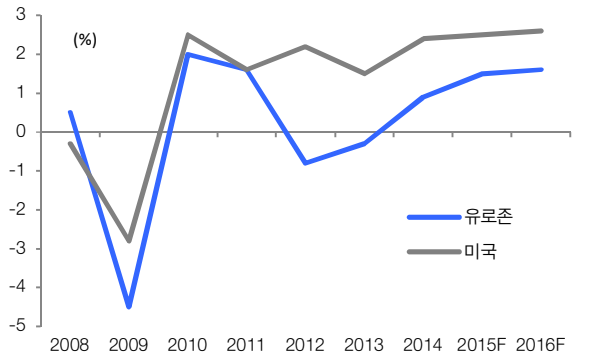
B. 2016년 유로존과 미국 경제 성장률 전망치 갭 축소 중

앞서 언급한대로 미국과 유로존의 통화 정책 차이가 실제 경기 흐름으로 연결되지 않고 미국은 계속 경기가 좋고 유로존은 경기가 계속 악화된다면 달러 강세는 정책 이벤트 외에 경기 펀더멘탈을 반영하며 계속 진행될 수 있다.

그런데 2016년 유로존과 미국의 경제 성장률 전망치 갭이 지속적으로 축소되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 여전히 미국의 경제 성장률이 높지만 성장률 갭은 꾸준히 축소되고 있다. 내년 유로존과 미국 경제성장률 전망치는 각각 2.5%와 1.7%로 그 갭이 −0.8%까지 축소됐다. 올해 연초 갭 추정치가 −1.3%였음을 감안하면 대략 10개월 동안 0.5%p가 축소된 셈이다.

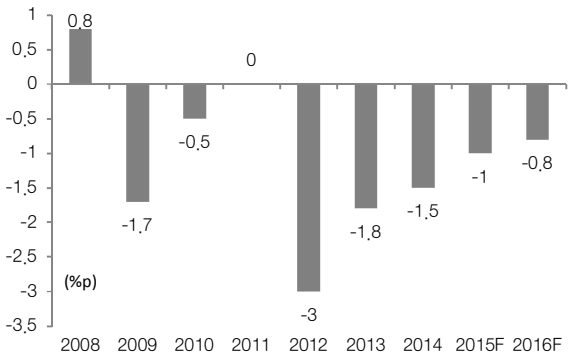
향후 미국의 긴축 행보와 유로존의 부양 행보에 따라 미국 경기의 회복 탄력은 둔화되고 유로존의 회복 탄력이 확대될 경우 현재의 성장률 전망치 갭 축소는 지속될 가능성이 높고 현 추세대로 내년까지 계속 진행된다면 유로존 성장률이 미국에 근사해 갈 가능성도 배제할 수 없다. 특히 유로존 성장률에 대한 신뢰도가 높은 이유는 유로존이 추가 부양을 하며 돈을 추가로 풀 뿐만 아니라 대출이 YoY로 증가세로 전환하며 돈이 회전하는 긍정적 모습이 기대되기 때문이다. 대출 증가 국면에서 유로존 경제성장률은 당연하게도 높은 경향을 보였다.

〈그림23〉 유로존과 미국 경제성장률 추이



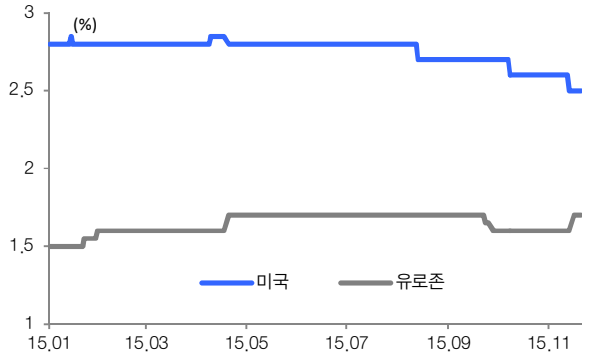
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림24〉 유로존과 미국 경제성장률 갭 추이



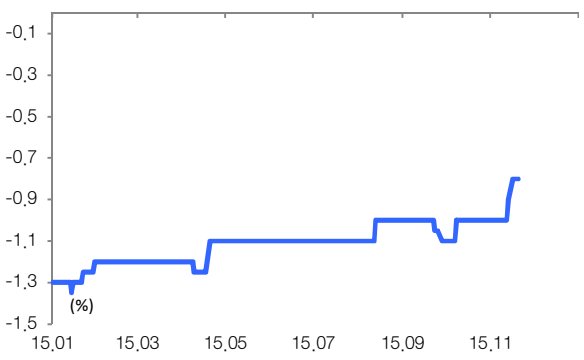
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림25〉 유로존과 미국 16년 성장률 전망치 추이



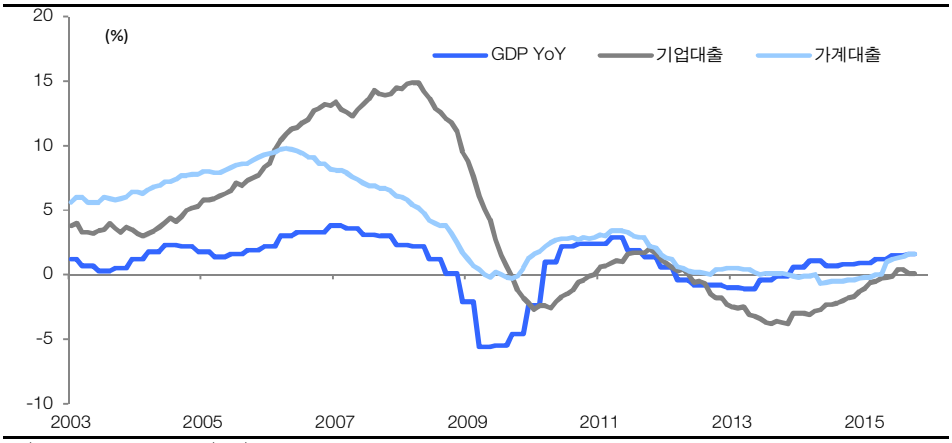
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림26〉 유로존과 미국 16년 성장률 전망치 갭 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림27〉 유로존 GDP 및 대출 YoY 증가율



자료: Bloomberg, HMC투자증권

3. 한 해 증시는 경기와 실적에 꼭 매칭되지 않는다

(1) 성장률과 증시의 관계

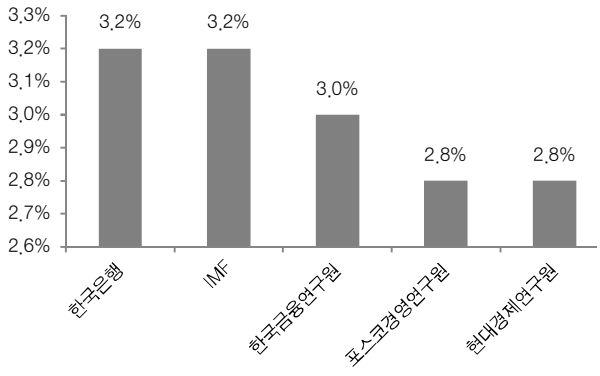
2016년 국내 경제에 대해 대부분 주요 관련 기관들은 저 성장을 전망하고 있고 편차도 크지 않다. 상당 기간 국내 경제가 정체 흐름을 보였고 대단한 변화를 예상하기도 쉽지 않은 상황이라 전망은 나름 현실적이라 판단된다. 한국은행을 비롯한 주요 기관들은 내년 성장률을 3% 전후로 제시했다. 전경련에 따르면 국내 600대 기업의 약 75%가 내년 2%대 성장률을 예상하고 있다.

하지만 GDP 성장률과 증시의 상관성은 생각보다 크지 않다. 증시를 한 해 단위의 기준으로 보면 저 성장이 꼭 증시 부진을 담보하지 않았음을 확인할 수 있다. 오히려 저 성장인 해에 KOSPI가 크게 상승했던 경우를 여러 차례 볼 수 있다. 물론 그렇다고 해서 저 성장의 해에 KOSPI가 주로 상승했다고 하기에도 충분치 않다.

이와 같은 GDP 성장률과 증시 간 미스 매칭은 여러 원인이 있을 텐데 주로 시차의 영향 때문으로 보여진다. 증시는 경기 선행지표이고 GDP는 경기 후행지표라는 점에서 증시가 GDP에 선행하는 경향이 있기 때문에 한 해 증시는 당 해 GDP 성장률보다는 다음 해 GDP 성장률과 관련이 높게 나타난다. 또한 금리 측면에서 저 성장은 저 금리로 표출될 가능성이 높아 주식의 상대매력도를 높이는 계기가 되기도 하고, 저 성장으로 인한 Valuation 메리트가 증시에 호재로 작용하기도 한다.

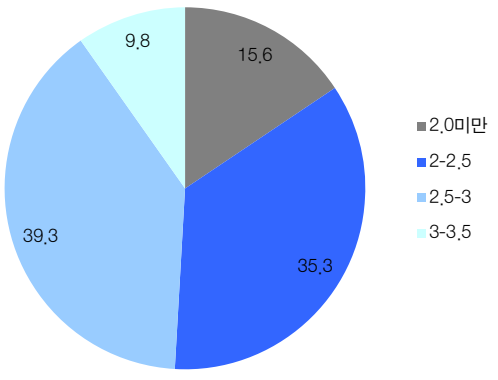
그런 측면에서 2016년 증시와 GDP를 연결시키려면 2016년 GDP 성장률보다는 2017년 GDP 성장률을 추정하는 것이 좀 더 합리적일 수 있다. 하지만 내년을 예측하기도 쉽지 않은 상황에서 내 후년을 추정한다는 것은 더더욱 어렵다. 따라서, 경제 전망에 따른 증시 예측은 단순히 GDP 성장률을 사용하기보다는 좀 더 광범위한 입장에서 검토되어야 한다. 저성장을 가정한다고 해서 성급하게 비관론을 단정할 필요는 없다.

〈그림28〉 주요 기관별 16년 성장률 전망치



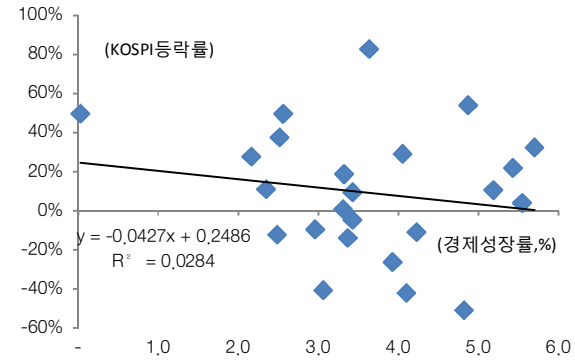
자료: 언론 정리, HMC투자증권

〈그림29〉 국내 600대 기업, 16년 성장률 전망 분포



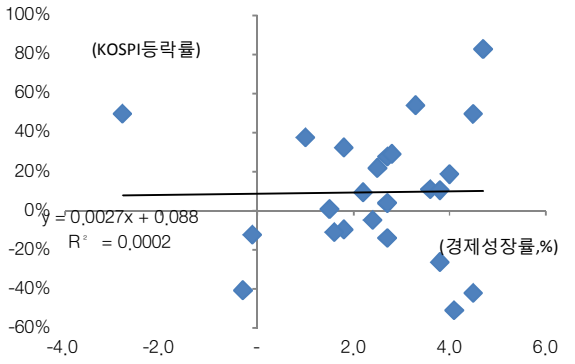
자료: 전국경제인연합회, HMC투자증권

〈그림30〉 글로벌 경제성장률과 KOSPI 등락률 분포



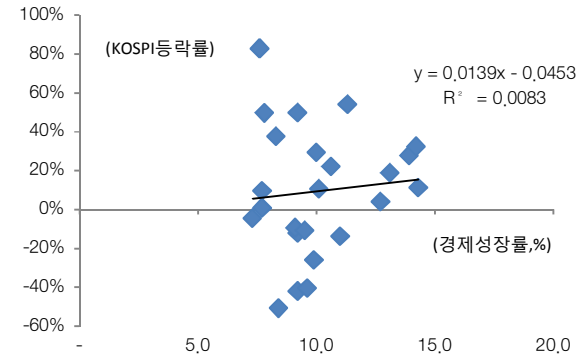
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림31〉 미국 경제성장률과 KOSPI 등락률 분포



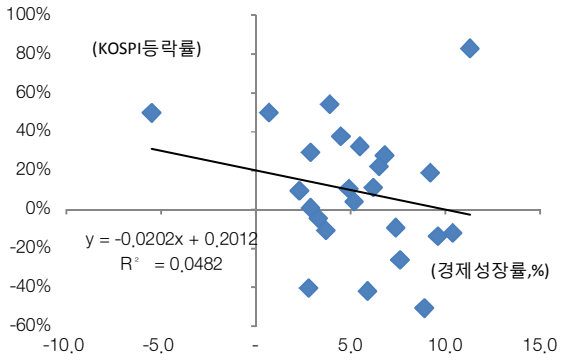
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림32〉 중국 경제성장률과 KOSPI 등락률 분포



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림33〉 우리나라 경제성장률과 KOSPI 등락률 분포



자료: Bloomberg, HMC투자증권

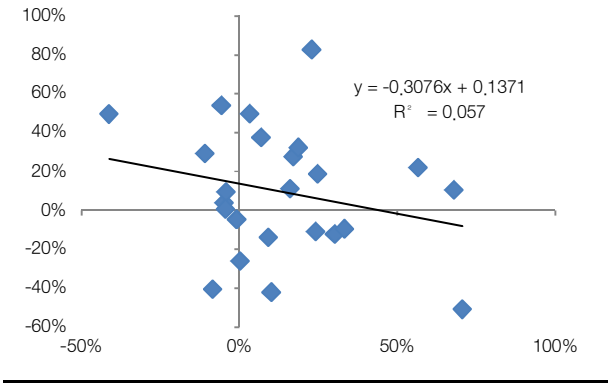
(2) 실적과 증시의 관계

실적과 증시와의 관계도 경기와 증시와의 관계와 유사하다.

주가는 실적의 함수이고 대체로 그 궤적을 같이하지만 한 해 단위의 기준으로 보면 그 관계는 다소 모호해진다. GDP와 마찬가지로 1990년 이후를 연도별로 조사해보면 KOSPI의 영업이익 증가율과 KOSPI의 당해 등락률과는 상관성이 미흡하다. 오히려 소폭 역의 상관을 갖는다.

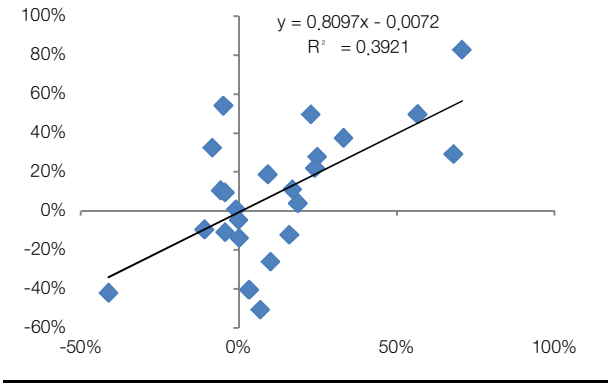
그런데 실적을 한 해 선행해서 계산해 보면 결과는 달라진다. 즉, 당해 KOSPI등락률과 다음 해 KOSPI 영업이익 증가율의 상관계수는 0.6 이상으로 높아진다. 경기와 실적이 유사한 흐름을 보여주고 있음을 감안해 보면 그 결과는 어느 정도 타당성을 갖는다고 판단된다.

〈그림34〉 당해 코스피 영업이익증가율과 등락률



자료: Wisefn, HMC투자증권

〈그림35〉 다음해 코스피 영업이익증가율과 당해 등락률



자료: Wisefn HMC투자증권

물론 IMF 이후 뉴노멀 전까지 국내 경기 흐름이 약 1년을 주기로 호전과 악화를 반복했기 때문에 그와 같은 1년의 시차 흐름이 더 잘 맞았는지 모른다. 저 성장이 향후 고 성장의 희망과 기회로 작용하곤 했다. 하지만 최근에는 사이클을 잃었다. 그래서 과거와는 달리 저 성장, 실적 부진 등이 그대로 증시 부진으로 이어질 가능성도 배제할 수 없다.

증시 측면에서 2016년의 결과는 올해 하반기에 이미 일부를 반영했을 것이고 2017년을 앞당겨 반영할 가능성이 있는 만큼 단순히 내년의 수치만을 그대로 적용하기보다 '약한 펀더멘탈' 과 '정책 기대감' 사이에서 줄다리기를 잘 활용해 투자 전략을 수립할 필요가 있겠다.

4. 박스권 장세 아닌 이변(異變) 장세 가능성 주목

지금까지 1~3장은 예상 가능한 시나리오 하에서 KOSPI 전망과 관련 변수들을 짚어 봤고 큰 틀에서 박스권 흐름이 유지될 것이란 내용을 분석해 보았다. 하지만 이번 장부터는 그 동안 투자자들에게 익숙해져 있는 박스권 장세가 아닐 수도 있는 가능성에 대해 분석해 보고자 한다.

KOSPI는 차화정 시대 이후 2012년부터 4년간 박스권 장세를 보였으나 2016년은 시장이 크게바뀔 수 있음을 암시하는 요인들이 있다. 시장이 폭등하든지 폭락하든지 하는 경우의 수가 발생할 수 있다는 의미다. 그 요소들이 실질적으로 현실화되는지 그리고 현실화되는 경우 증시에 미치는 파급 효과가 클지에 대해 고민해 보고자 한다. 4장~6장은 예측보다는 시나리오의 관점으로 보는 대응의 영역으로 볼 필요가 있겠다.

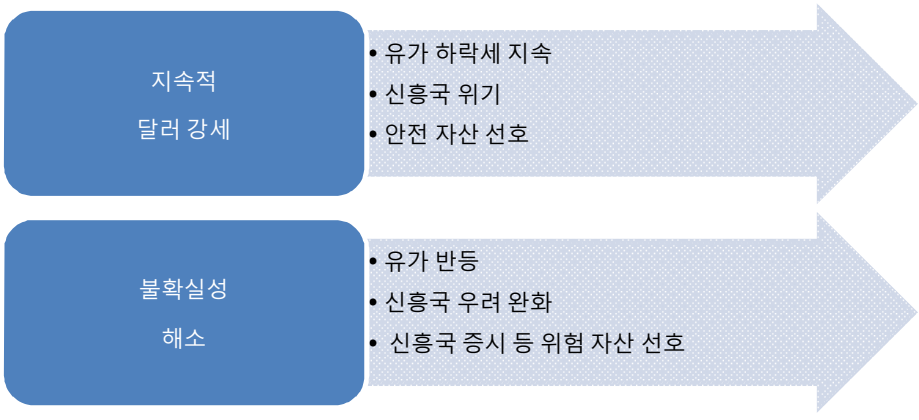
이제부터 박스권 장세가 아닌 시장이 강한 방향성을 가질 수 있는 가능성에 대해 점검해 본다.

(1) 탑다운 측면: 미국 기준 금리 인상 이전과 이후의 변곡점 통과로 신흥국 방향성 결정

미국의 첫 금리 인상이 임박함에 따라 글로벌 증시는 주요한 변곡점을 통과하고 있는 것으로 판단된다. 그 동안의 박스권 장세는 미국이 금리를 올릴 것이다에 초점이 맞추어져 있었다면 이제는 미국이 금리를 올렸다에 초점을 맞추어야 한다. 미국의 금리 인상이 지속적으로 달러 강세 압력의 요인으로 작용하며 현재 신흥국 경기 둔화를 침체로 빠뜨릴지 혹은 불확실성의 해소로 판단하여 신흥국의 경기 둔화 우려가 완화되는지가 결정될 가능성이 높다.

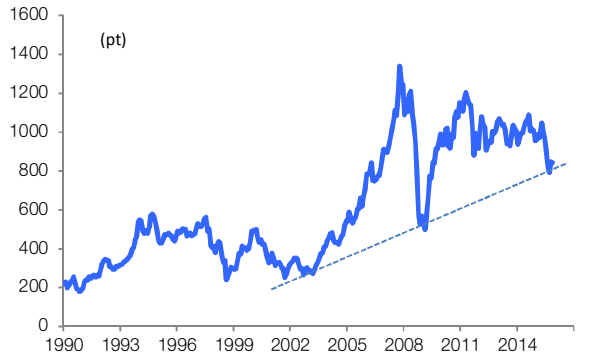
우리는 미국의 정책 변화에 따른 글로벌 금융 시장의 변동을 피하고자 Fed가 시장과 충분히 소통하고 있고 첫 금리 인상 이후 정책 행보가 충분히 시차를 둔 점진적 금리 인상일 가능성이 높다고 판단해 이 재료에 대해 지속적 달러 강세 요인보다는 불확실성 해소의 관점에서 보고 있다.

〈그림36〉 미국의 정책 변화에 따른 해석의 결정



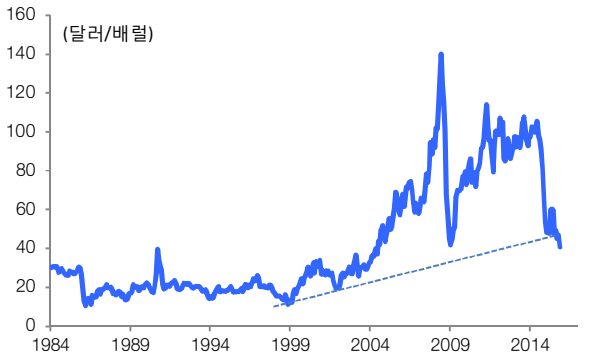
자료: HMC투자증권

〈그림37〉 신흥국 증시, 중대한 기술적 지점에 위치



자료: Bloomberg, HMC투자증권 주: MSCI 신흥국 지수 기준

〈그림38〉 WTI, 장기 상승 추세 저점 연결대 이탈 조짐

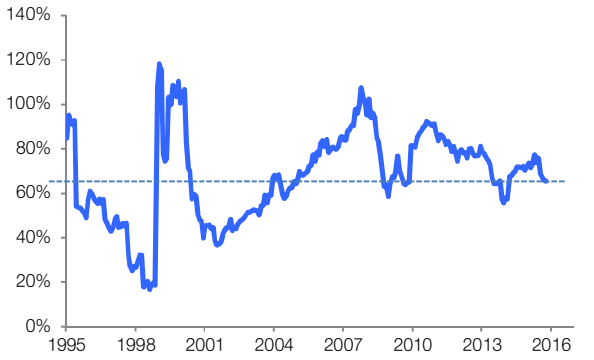


자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림39〉 선진국대비 신흥국 P/B 상대 수준 추이

자료: Bloomberg, HMC투자증권 주: MSCI 확정치 기준

〈그림40〉 선진국대비 신흥국 P/E 상대 수준 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권 주: MSCI 확정치 기준

실제 신흥국 펀더멘탈을 반영하는 주요 변수인 신흥국 증시와 유가가 주요한 기술적 지점에 위치했다는 점도 방향성을 암시하는 지표로 볼 수 있다. 신흥국 증시와 유가의 방향성이 미국의 정책 변화에 대한 해석의 결과물일 수 있다. 현 수준의 방향성은 상승 추세의 저점 연결대 이탈 혹은 주요한 기술적 지점에서 반등이라는 의미 부여가 가능하다. MSCI Emerging Market Index는 840p 대에서 움직이며 2003년 이후 상승 추세의 저점 연결대에 위치해 있고 유가 역시 1999년 이후 상승 추세의 저점 연결대에 위치해 있다.

선진국대비 신흥국 P/B 상대 수준은 65% 수준으로 장기 평균 부근에 위치해 있다. 신흥국 P/B는 1.4배, 선진국은 2.2배이다. 그런데 65%는 평균 수준이라는 의미 외에 두 가지의 의미를 더 갖는다. 하나는 남미와 아시아 외환위기가 발생하기 직전인 1995년 수준이라는 점이고 또 하나는 중국의 슈퍼 사이클이 시작되기 전 수준이라는 점이다. P/E 상대 수준도 P/B와 유사한 66% 수준에 위치해 있다.

즉, 현재 P/B 관점에서 신흥국 상대 밸류에이션은 중국의 2000년대 경기 호황에 따른 밸류에이션 상승 폭이 모두 반납된 상황이고 추가로 하락할 경우 외환위기 상대 밸류에이션으로 하락할 수 있음을 시사하는 국면이다.

(2) 바텀업 측면: 밸류에이션 쏠림 현상의 극대화

4년 박스권 장세 동안 저 성장 기조 하에서 일부 성장주들이 프리미엄을 확대해 왔다. 차화정 국면이 피크아웃 한 2011년 하반기 이후 고 P/E주 혹은 고 P/B주들의 주가 성과는 뚜렷하게 우수했다. 그런데 그와 같은 성장주와 비 성장주 간의 주가 밸류에이션 갭이 경험적으로 매우 확대됐다는 점을 간과하기 어렵다. 이것은 우리나라뿐 아니라 글로벌하게 발견되는 부분이다.

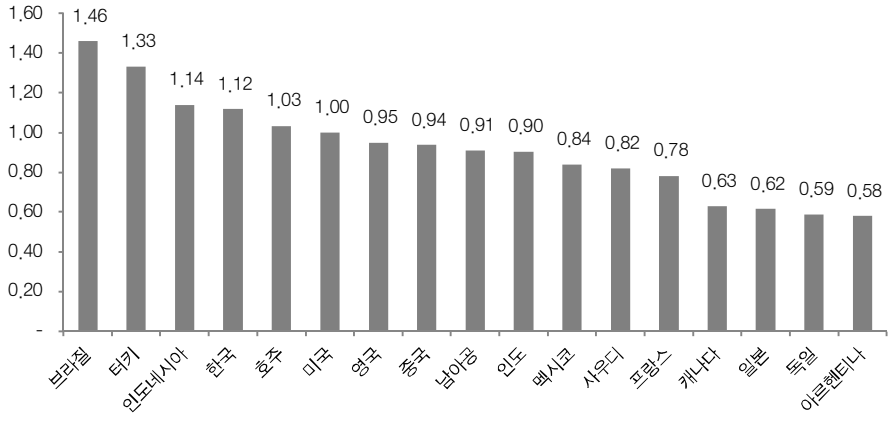
우리는 글로벌하게 동일 기준을 가지고 이 밸류에이션 갭을 측정해 보기로 했다. G20 국가 내 시가총액 상위 15%에 해당되는 대형주들의 확정 P/B를 활용해 표준편차와 평균을 구한 뒤 변동계수(표준편차/평균)를 산출했다. 변동계수가 큰 경우는 구성 종목 내 P/B의 편차가 큼을 의미한다. Outlier 문제를 해결하기 위해 각 국가의 증시 P/B를 10배 이상 초과하는 종목에 대해서는 무조건 10배 수준으로 조정했다. 10배를 기준으로 삼은 것은 이론적 기준보다는 KOSPI P/B를 러프하게 1배 수준으로 하고 국내 대형주들의 P/B가 대체로 10배 이내에서 존재한다는 점에 착안해 적용했다. Data는 불름버그 수치를 사용했다.

G20 국가들의 대형주 P/B 종목 간 밸류에이션 갭 확대 분석의 주요 결과는 다음과 같다.
(갭 확대는 변동계수가 높음을 의미)

(1) 주요 핵심국인 미국과 중국에서 갭 확대가 크게 나타났다.
(2) 주로 중국과 익스포져가 큰 국가들의 갭 확대가 컸고, 유로존은 상대적으로 적었다.
(3) 갭 확대가 경험적으로 상단 수준이거나 최고치인 나라는 남아공, 브라질, 터키, 한국 등이다.
(4) 대체로 극단적 위너는 소비재이고, 극단적 루저는 은행, 철강, 에너지, 유틸리티 종목들이다.

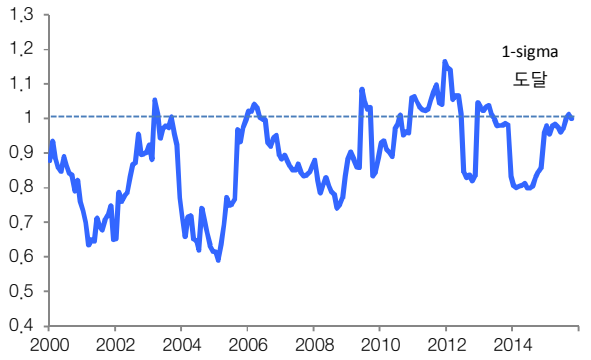
미국은 2000년 이후 평균대비 1-sigma에 해당하는 수준으로 높고, 중국은 2002년 이후 1.5-sigma 수준이다. 현재 변동계수 수준이 경험적으로 상단 수준에 있거나 최고치를 기록 중인 나라들은 남아공, 브라질, 터키, 한국 등 중국과 무역규모가 크거나 펀더멘탈이 약한 국가이다.

〈그림41〉 G20 국가들의 대형주 P/B 변동계수 순위



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림42〉 미국 대형주 P/B 변동계수 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림43〉 중국 대형주 P/B 변동계수 추이

자료: Bloomberg, HMC투자증권

우리나라의 경우 불름버그에서 2011년 이전 P/B Data가 충분치 않아 히스토리컬 분석을 위해 Wisefn에서 제공하는 P/B(FY0)를 기준으로 대형주 100개를 가지고 산출해 보았다. Outlier 처리는 하지 않은 경우와 10배 이상은 무조건 10배로 교정하는 Outlier 처리의 경우로 나누어 살펴 보았다.

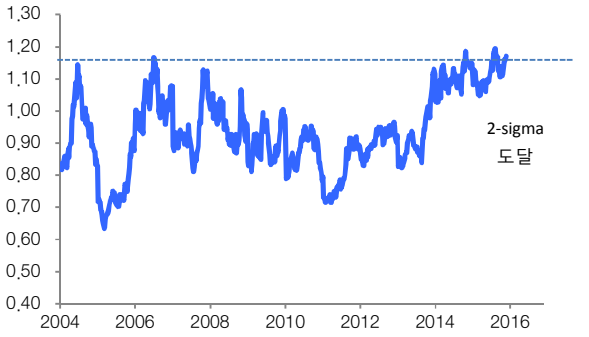
Outlier를 처리한 경우나 처리하지 않는 경우나 최근 수치는 모두 1.17로 Outlier 처리에 따른영향은 없었고 불름버그 수치보다는 다소 높게 나타났다. 하지만 국내 1.17 수준은 경험적으로 볼 때 Outlier를 처리한 경우 평균대비 2.6-sigma, 처리하지 않은 경우에 있어서 평균대비 2-sigma로 매우 높은 수준이고 이는 역사적으로 현재 국내 대형주들의 P/B 편차가 매우 높음을 시사한다.

문제는 한국 대형주 P/B 변동계수가 박스권 장세 이후로 계속해서 상승하고 있다는 점이다. 새로운 패러다임이라는 가정 하에 과거 수준을 이탈하며 변동계수의 상승 추세가 지속될 수도 있다. 하지만 또 하나 역으로 생각해 볼 문제는 오르고 내리는 사이클을 고려하는 것이다. 현재 국내 변동계수의 상승은 수준이 과거대비 매우 높을 뿐만 아니라 장기간 상승했다는 점을 생각할 수 있다. Outlier 미처리 기준으로 보면 최근 4년 상승 국면 이전에 4년의 하락 국면이 있었다. 국내 증시는 고 P/B의 프리미엄이 하락하든지, 저 P/B의 저 평가가 해소되든지 해야 하는 도전의 국면에 직면해 있고 그와 같은 스타일의 전개는 증시가 방향성을 갖는 경우 발생할 가능성이 높다.

〈그림44〉 한국 대형주 P/B 변동계수 추이

자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림45〉 한국 대형주 P/B 변동계수 추이(Outlier미처리)



자료: Bloomberg, HMC투자증권

(3) 기술적 측면: 주요국 증시 중에 5년 연속 한 자리 수 등락은 부재

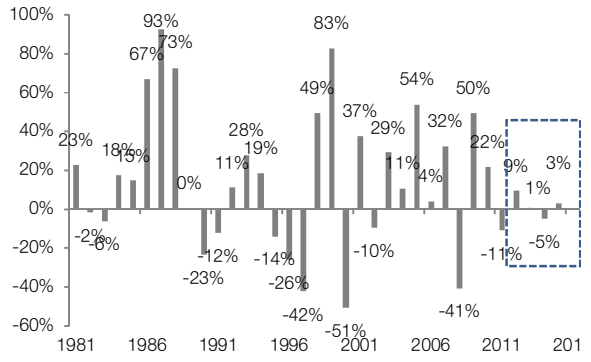
KOSPI는 4년 연속 박스권 흐름에 갇혀 있다. 그런데 좀 긴 호흡에서 두 가지 측면으로 볼 때 박스권을 벗어날 시점이 다가오고 있다고 판단된다. 그것은 다음과 같다.

(1) 주요국 중 한 자리 수 연 등락률이 연속되면 최대 4년인데, KOSPI는 이미 4년째 진행됐다.
(2) KOSPI의 변동성 확대와 축소는 대략 5~7년 주기로 나타났는데, 이미 6년째 축소됐다.

특히 좀 더 기술적으로 변곡점을 시사해주는 (1)번에 대해 살펴 보자. G20 국가들에 스페인, 말레이시아, 홍콩, 대만 등의 국가를 추가해 연 등락률을 조사해 본 결과 사실 4년 연속 한 자리 수 등락률을 기록하는 경우는 단 3차례에 불과했다. 매우 드문 케이스인데 다음의 사례와 같다.

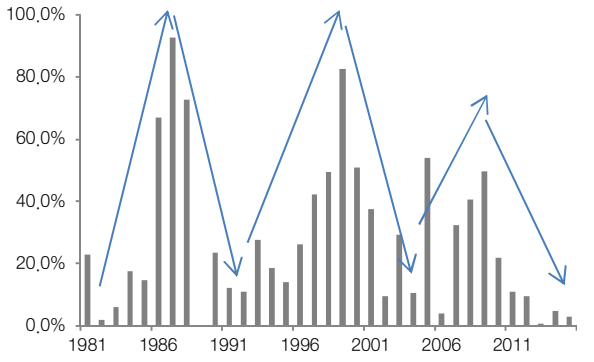
(사례1) 1961년 ~ 1964년, 일본 TOPIX
(사례2) 1979년 ~ 1982년, 일본 NIKKEI255지수
(사례3) 2004년 ~ 2007년, 미국 NASDAQ지수

〈그림46〉 KOSPI 연간 등락률 추이



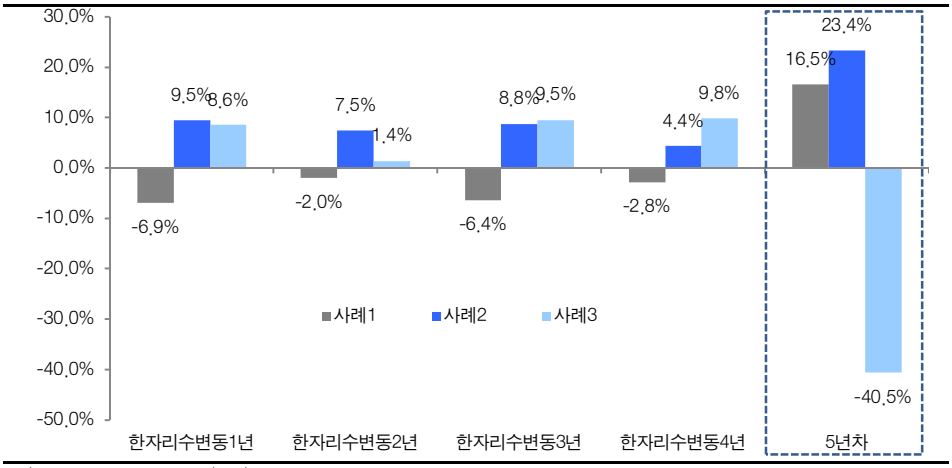
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림47〉 KOSPI 연간 등락률 절대값 추이 및 패턴



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림48〉 한 자리 수 등락률이 4년 연속 진행된 이후 5년차 등락률



자료: Bloomberg, HMC투자증권

증시가 경기에 연동에 움직이는 경향이 크고 경기가 보통 사이클을 갖는 만큼 증시도 등락 과정이 반복될 수 밖에 없다. 증시의 한 자리 수 연 등락률이 5년 연속 발생한 경우가 없지만 내년에도 KOSPI가 한 자리 수 등락에 그치면서 없던 기록을 만들어 내는 수도 있다.

하지만 만약 2016년에도 KOSPI가 많은 투자자들이 예상하는 대로 한 자리 수 등락에 그치며 박스권을 이어간다면 2017년에 박스권을 벗어날 가능성은 그 만큼 더 커지게 될 것이다.

서두에 언급한대로 KOSPI가 박스권을 벗어날 수 있는 시그널 두 가지를 고려해 보면 2016년 혹은 2017년에 KOSPI가 상승이든 혹은 하락이든 박스권을 벗어날 가능성이 높아 보인다.

만약 KOSPI가 과거 주요국 증시와 같이 4년 연속 한 자리 수 등락률을 보인 후 5년 차에서 두 자리 수를 보인다면 올해 KOSPI 종가를 2,000p로 가정했을 때 2016년 종가는 2,200p 이상 혹은 1,800p 이하에 위치하게 되는 셈이다. 종가가 그런 거라면 연중 고점과 저점은 훨씬 높거나 낮을 수도 있다.

이번 4장에서는 크게 탑다운 측면에서, 바텀업 측면에서 그리고 기술적 측면에서 KOSPI가 박스권 장세를 벗어날 가능성에 대해 살펴 봤다. 물론 4년간 박스권이 지속됐기 때문에 투자자들이 박스권 장세를 벗어날 수 있는 환경에 대해 베팅하기는 쉽지 않다.

KOSPI가 지금 당장 박스권 장세를 벗어날 것으로 베팅하지 않더라도 최소한 내년 이후로 KOSPI가 박스권 흐름을 벗어날 가능성에 대해 시나리오는 염두에 두고 일정 부분 대비책을 마련해 놓아야 할 필요성은 크다고 판단된다.

5장에서는 KOSPI가 박스권을 벗어날 수 있는 시나리오들에 대해 간략히 점검해 보기로 한다.

5. 긍정적, 부정적 이변 시나리오 예상 시점과 트리거

(긍정) 신흥국 회복론: 강달러 피크 + 유가 상승과 감산 + 외인 수급 개선 + 경기 바닥론

당사는 12월 미국의 기준 금리 인상이 불확실성의 해소의 요인으로 작용할 것으로 보고 있고, 미국과 신흥국에 부정적 영향을 줄이고자 강 달러 진정을 위해 단행 후 상당 기간 정책 효과를 지켜보겠다는 식의 Dovish한 코멘트가 유력한 것으로 보고 있다.

달러 강세가 진정될 경우 유가 상승 기대감도 높아질 전망인데 마침 미국의 금리 인상 이후 드라이빙 시즌 수요에 힘입어 보통 상승하는 국면하게 된다는 점은 기회 요인이 될 수 있다.

또한 경영난을 겪고 있는 미국의 셰일 원유 생산 기업들이 시중 금리 상승으로 경영난이 더욱 가속화되며 파산 가능성을 부각될 수 있다는 점도 내년 상반기 유가 상승 요인이 될 수 있다. 확률은 낮다고 보지만 OPEC의 감산이 현실화될 경우 유가 상승 가능성은 더욱 높아지며 신흥국 경기 우려는 한 층 더 완화될 것이다.

달러 강세 진정과 유가 상승이 맞물릴 경우, 신흥국의 통화 약세 현상이 피크 아웃하며 외국인의 증시로의 자금 유입이 빠르게 진행될 것으로 예상된다. 신흥국의 통화 약세가 국가별로 차이는 있으나 대체로 짧게는 2년, 길게는 3년째 진행되어 왔기 때문에 외국인의 수급 개선이 나타날 경우 급격하게 진행될 가능성이 높고 이는 경기 바닥론으로 빠르게 전이될 수 있다.

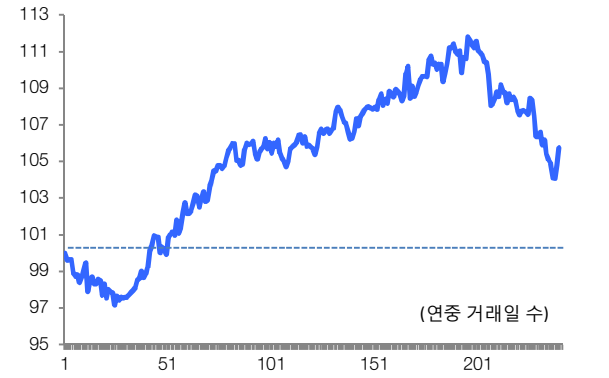
- 현실화 가정 시 발생 예상 시점: 2016년 2월 전후

2월은 미국과 유럽의 통화 정책에 따른 환율 변동이 충분히 반영되어 있을 시기, 미국 셰일 원유 생산 업체들의 부진한 4분기 실적이 확인된 시기, 유가가 계절성을 가지고 반등을 시작하는 시기 등이 맞물릴 수 있다는 점에서 현실화 가정 시 유력한 변곡점으로 작용할 수 있다.

- 트리거: 달러브로드인덱스 118 수준 하회하며 상승 추세 이탈

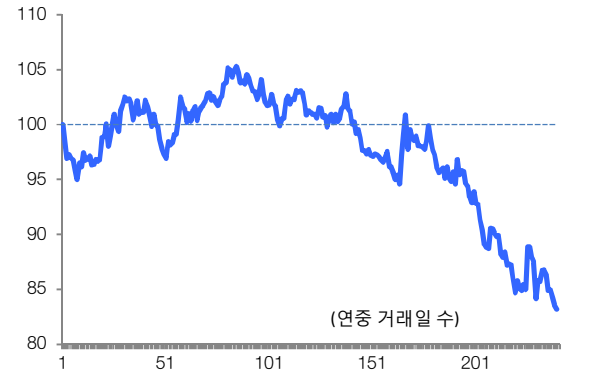
신흥국을 포함한 주요 26개 통화로 구성된 달러브로드인덱스가 작년 7월 이후 형성한 강한 상승 추세를 이탈하는 신호가 나온다면 신흥국 통화 피크 아웃 논리가 설득력을 얻을 것으로 예상된다. 현재 동 지수는 121. 5를 기록하고 있는데 러프하게 지난 10월의 저점 수준인 118 수준을 하회한다면 상승 추세의 저점 연결대를 확실히 이탈하는 신호로 받아들여 질 것이다.

〈그림49〉 최근 30년 WTI 연중 평균 추이: 상반기 상승



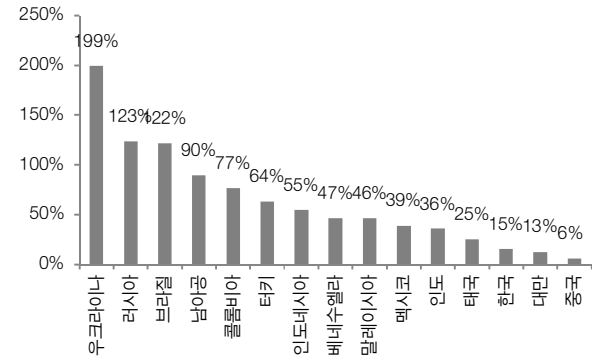
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림50〉 12년 이후 WTI 연중 평균 추이: 상반기 상승



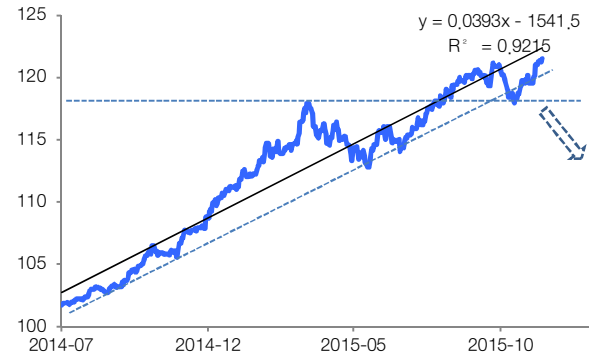
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림51〉 12년 이후 신흥국들의 저점대비 통화 상승률



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림52〉 달러브로드 인덱스 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

(긍정2) 실적 Level-up으로 증시 재평가: 글로벌 경기회복 + 3저효과 지속 + 비용절감 지속

KOSPI 실적이 장기적으로 점진적 Level-up을 하고 있다는 점을 주목할 필요가 있다. 올림픽 이후 우리나라 경제가 중진국의 면모를 갖춘 이래로 KOSPI 영업이익은 계단식으로 증가해 왔다. 보통 GDP가 완만하게 증가하는 것에 비해 계단식 형태를 띄는 것은 위기 당시의 적자 리스크가 반영된 이후 실적이 Level-up 하는 경향 때문이었다.

2015년 KOSPI 영업이익이 작년 114조원 수준보다 10% 이상 증가하며 130조원을 상회할 것으로 예상됨에 따라 차화정으로 사상 최대 실적을 기록했던 2011년 영업이익 126조원을 상회할 것으로 예상된다.

올해의 사상 최대 실적이 뉴노멀 이후 Level-up 단계의 첫 단추가 될 가능성을 열어둘 필요가 있다. 보통 실적의 Level-up 사이클이 4~6년 수준이었음을 감안해 볼 때 2010~2014년까지의 5년 영업이익은 약 100~125조원 사이에 갇혀 있어 뉴노멀에 따른 실적 정체를 상당 부분 반영했을 가능성이 높기 때문이다.

문제는 올해와 같은 실적 호조가 내년에도 이어질 수 있는가 하는 점이다. 올해 KOSPI 영업이익이 약 131조원으로 추정되고 내년 추정치는 약 150조원에 이른다. 내년 150조원이 현실화될 경우 Level-up 가능성은 매우 높아지게 되지만 수 년간의 실적 하향의 경험을 적용해 볼 경우 현실적인 추정치는 150조원을 밑도는 125~140조원 수준이 예상된다.

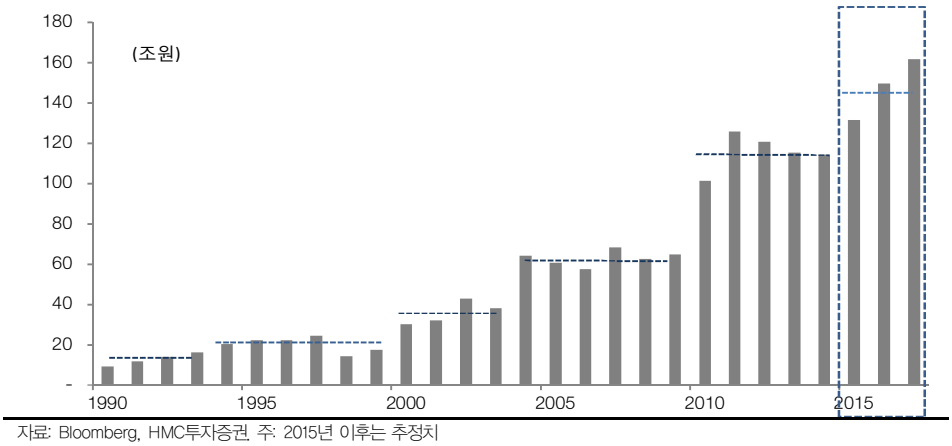
우선 올해 10조원의 영업손실이 예상되는 조선 업종에서 내년에는 수 조원 가량의 영업손실이 축소될 것으로 보여 올해 대비 실적 개선에 기여할 전망이고, 3저(금리, 유가, 환율) 효과가 급격하게 소멸될 가능성이 적기 때문에 130조원 수준 혹은 그 이상의 수치가 가능할 전망이다. 실적 Level-up이 현실화되기 위한 best 시나리오는 올해 구조조정 관련 비용을 4분기에 충분히 설정하고 내년에 글로벌 경기가 회복되는 가운데 3저 효과는 나름대로 지속되는 것이다. 대형 기업들의 비용 절감 노력도 지속적으로 가정한다. 그럴 경우 140조원 수준의 전망이 가능할 것으로 보인다.

국내 기업 실적의 변화는 사실 수 년 동안 실적 하향을 주도해 왔던 소재, 산업재 관련 업종들의 실적이 개선되는 것이다. 올해 정유, 화학 업황이 호조를 보이며 실적이 급격히 개선됐다는 점에서 부분적인 변화가 발생했다.

소재, 산업재의 실적 개선은 유가 외에도 중국 경기와 투자 사이클에 밀접할 것이다. 유가는 수급불균형 해소가 중장기적으로 진행될 수 있다는 여지가 있고 중국 경기는 6.5% 사수를 위한 정책 모멘텀이 지속될 수 있다는 점까지 예측 가능한다. 문제는 투자 사이클 회복인데 이를 위해서는 두 가지 단서가 필요해 보인다. 금리 바닥론이 뚜렷하게 나타나든지 정부의 인프라 투자가 확대되든지 등이다. 그런데 전자는 미국이, 후자는 유럽과 중국이 트리거가 될 가능성이 열려 있다.

미국이 첫 금리 인상 이후 시중 금리가 횡보 혹은 상승 흐름을 보일 경우 미국 금리 바닥론은 점차 강화될 것이고 이는 주요국들로 시차를 두고 확산될 수 있다. 금리 상승기의 초반 시점에 나오는 기업들의 투자 행태가 이번에도 나올지 지켜 볼 필요가 있다. 유럽과 중국은 각각 융커플랜과 일대일로 정책을 통해 인프라 투자 확대를 꾀하고 있다. 규모가 얼마나 되고 얼마나 빠르게 정책이 집행되는지의 여부에 따라 소재, 산업재 업종의 실적 개선에 미치는 영향이 달라질 것이다. 어찌됐든, 소재 및 산업재의 실적 개선을 위한 변화의 재료가 전혀 없지는 않다는 것이다.

〈그림53〉 KOSPI 영업이익 장기 추이: 계단식 증가 패턴



자료: Bloomberg, HMC투자증권 주: 2015년 이후는 추정치

- 현실화 가정 시 발생 예상 시점: 2016년 3~4월 1Q 어닝 시즌

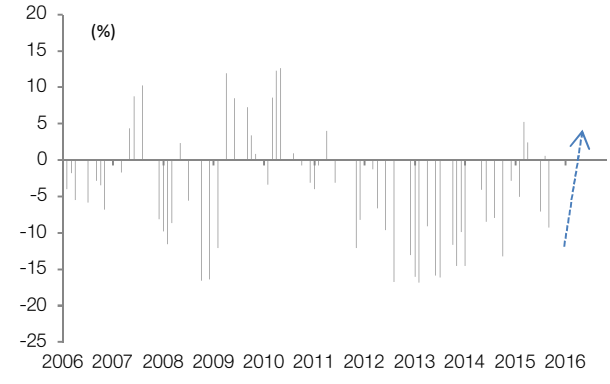
현실화 가능 시점으로는 대략 1Q 실적의 윤곽이 드러날 3월 중하순이 유력해 보인다. 미국의 금리 바닥론, 중국의 일대일로 등도 내년 상반기에 윤곽을 드러낼 가능성이 높다는 점에서 좀 더 넓게 보더라도 상반기의 현실화 여부가 결정될 것이다.

- 트리거: 16년 3월 KOSPI 이익수정비율 (+), MSCI 글로벌 산업재 지수 220pt 돌파 여부

1Q 실적 전망이 본격적으로 반영되는 3월 KOSPI 이익수정비율이 (+)를 보일 경우 연간 실적 전망에 대한 기대가 높아지는 만큼 2년 연속 실적 개선세가 지속될 것이란 기대감이 형성될 것이다. 거기에 앞서 언급한 투자 관련 지표들이 개선되거나 개선될 뉴스플로우가 나오며 소재, 산업재 등의 루저 업종 실적 전망이 최소 급격한 하향세를 면한다면 실적 개선의 질은 더욱 확보될 것이다.

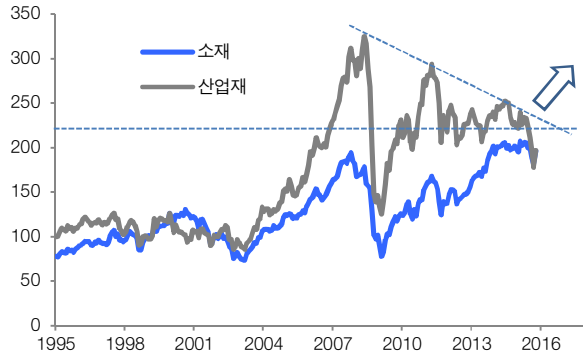
글로벌 소재 및 산업재 업종의 지수 변화는 의미 있는 트리거가 될 것이다. 특히 산업재의 주가 하락 트렌드가 지속되고 있는 만큼 현재 196pt 수준인 MSCI 글로벌 산업재 업종 지수가 하락 트렌드의 고점 연결대인 220pt를 돌파하는지가 트리거가 될 전망이다. 만약 현재 수준에서 12% 이상 상승하며 220pt를 돌파한다면 글로벌 산업재 업종의 실적 전망이 상향 전환될 가능성이 큼을 시사한다.

〈그림54〉 KOSPI 이익수정비율 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림55〉 MSCI 글로벌 소재 및 산업재 업종 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

(부정1) 신흥국 위기론: 서두의 신흥국 기회론의 반대 상황으로 전개

미국의 첫 금리 인상 이후에도 달러 강세가 지속되고 내년 상반기 드라이빙 시즌 도래에도 불구하고 유가가 오히려 하락하는 등 우려가 더욱 확대되면 신흥국 위기 현실화가 발생할 수 있다. 서두에 언급한 신흥국 기회론에 대해 반대의 상황을 고려하면 된다.

(부정2) 미국 증시 급락 리스크: 금리 급등 시 일드갭 부담 + 대선 부담

미국 증시가 이미 장기간 급등해 있다는 점이 내년 하반기 부담 요인으로 작용할 가능성이 있다. 첫 금리 인상이 상징적 의미에서의 금리 인상이라면 내년 하반기 두 번째 혹은 세 번째 금리 인상은 실제 시중 금리 상승 여파가 지금보다 더 클 것으로 예상된다.

만약 내년 하반기까지 미 증시가 추가로 상승하고 금리가 상승하는 추세를 이어간다면 미국 S&P500지수와 국채 수익률간 일드갭은 크게 축소하게 된다.

올해 미국이 금리를 올리고 내년 기준 금리가 두 차례 더 인상한다고 가정하고 대략 국채 2년물은 하반기 1.6%로 가정해 보자. 현재 일드갭은 장기 상승 추세의 저점 연결대 부근이다. 현재 일드갭이 4.7%, 하반기 국채 2년물 1.6%, 그리고 EPS flat에 증시가 8% 상승해 S&P500의 PER이 20배가 된다고 가정하면 내년 하반기 일드갭은 3.4%로 장기 평균으로 수렴한다.

일드갭의 장기 평균 수렴은 금리대비 주식의 메리트가 약화됐음을 시사한다. 문제는 일드갭의 장기 평균 도달이 꼭 주식에 부담이 되는 수준은 아니라는 것이다. 그런데 문제는 2016년 하반기는 2017년을 일부 선반영하기 때문에 2017년에 발생될 추가 일드갭 하락에 대해 미리 반영할 가능성이 높다. 그런 측면에서 내년 하반기는 2017년 주식에서 금리로의 자금 이동 가능성을 우려할 수 있는 얘기들이 논의될 가능성이 높다.

마침, 내년 하반기 미국의 대선이 예정되어 있다는 점도 부담이다. 대선이 있었던 해 하반기에 미국 증시가 꼭 나빴던 것은 아니고 어떤 연결 고리를 찾기는 쉽지 않다. 하지만 최근 5번의 횟수를 보면 증시가 장기 상승한 이후 혹은 급등한 이후 대선 당시 지수는 하락 리스크가 컸다. 내년 역시 미국 증시가 장기간 상승한 상황에서 대선 이후 나타날 어떤 정책 변화에 대한 우려가 작용할지 모른다.

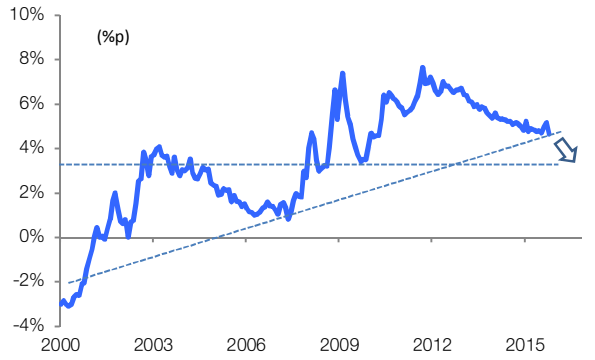
- 현실화 가정 시 발생 예상 시점: 2016년 3분기

미국의 대선을 앞둔 시점이라는 점 그리고 세 번째 금리 인상 우려가 반영될 수 있는 3분기 후반부터 미국 증시는 밸류에이션 압박과 대선 부담을 반영할 가능성이 열려 있다. 과거와 같이 낙폭이 크게 나타날 경우도 배제할 수 없다.

- 트리거: 국채 2년물 1.5% 돌파, 대선 유력 당선 후보자의 긴축 스탠스 뉴스플로어

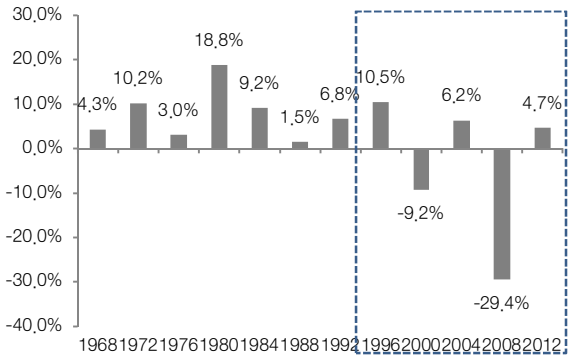
앞서 언급한대로 국채 2년물이 1.5%를 넘어간다면 일드갭으로 볼 때 주식의 메리트는 약화될 가능성이 크다. 또한 내년에 윤곽이 드러날 대선 유력 당선 후보자가 그 동안의 통화 완화 정책의 뒤를 이어 긴축 스탠스를 풍긴다면 증시 부담은 클 수 있다.

〈그림54〉 미국 일드갭 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림55〉 미국 대선 해 하반기 S&P500 등락률



자료: Bloomberg, HMC투자증권

6. 투자 전략 10

지금까지의 내용을 요약해 간략하게 투자 전략을 수립해 보자.

업종에 대해서는 기업분석 자료를 참조해 주시기 바란다.

(1) 조정 시 매수, 연초 매수 타이밍 전략 유효

(2) 패닉 시그널 없는 가정 하에서 1,980p 이하는 합리적 매수 구간으로 활용

(3) 박스권 장세가 지속될 것이란 믿음에 대한 의심과 점진적 리스크 관리 필요

(4) 예측보다는 이변(異變) 장세에 대응할 수 있는 유연한 전술 전략 필요

(5) 대형주 내 고 P/B와 저 P/B간 변동계수 확대 상황이 한계에 근접했음을 주시할 필요

(6) 저 P/B 업종에 대한 과도한 Underweight 지양하며 과거보다 Neutralization 권고

(7) 상고하저 패턴에 따라 상반기는 공격적 포트폴리오, 하반기는 보수적 포트폴리오 권고

(8) 긴 호흡에서 포트 내 고 P/B 비중 점차 줄이고 저 P/B 점진적 비중 확대 권고

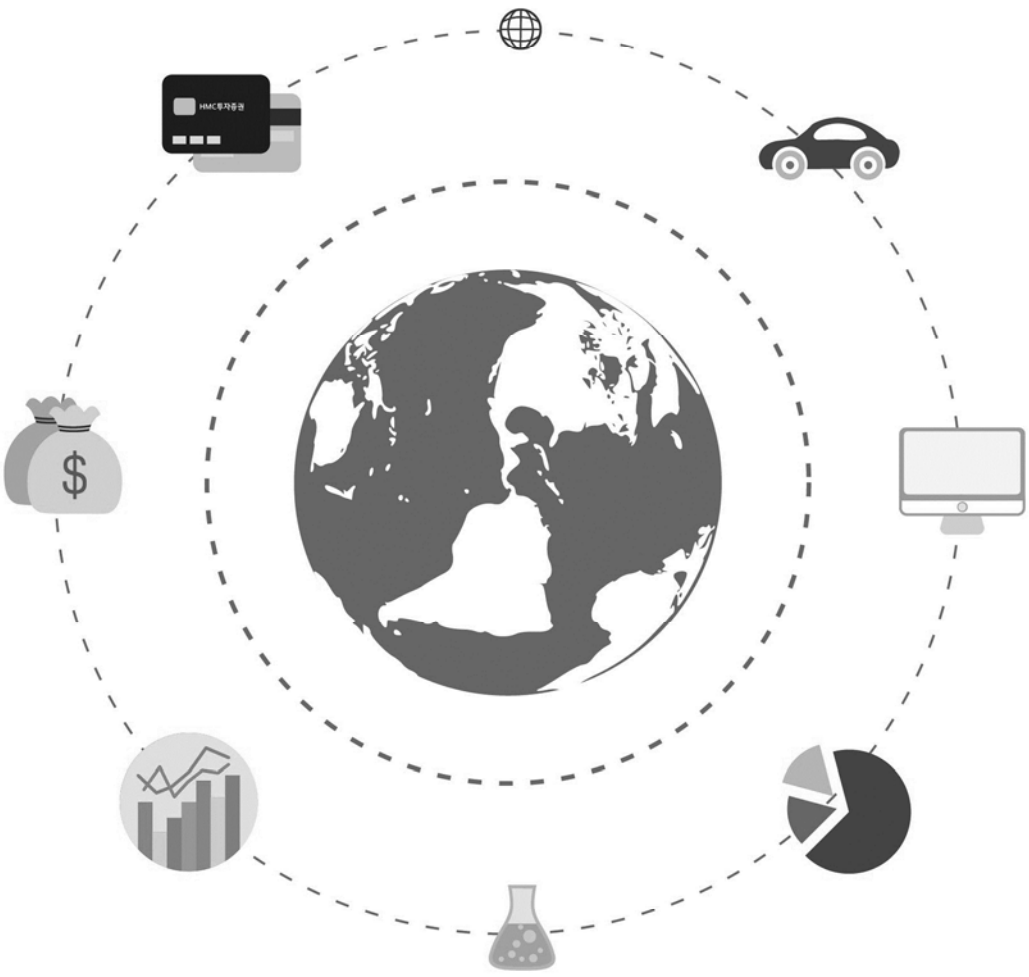
(9) 실적 가시성 높고 업황 리스크 적은 3C(Chemical/Cosmetics/China-player) 주목

(10) 기업 구조조정이 상당 부분 반영된 후, 은행과 루저 업종 대표 1등주에 관심 확대 필요

• 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
• 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
• 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

2016 HMC OUTLOOK

산업전망



2016 Outlook

2015. 11. 24

반도체

NEUTRAL

공급과잉 지속될 전망

Analyst 노근창
02) 3787-2301
greg@hmcib.com

2016년에는 메모리 반도체 이익 감소 / 중국 업체의 시장 참여 더욱 구체화될 전망

2016년 전세계 메모리 반도체 수요는 금액 기준으로 감소할 것으로 예상됨. DRAM은 수요 부진과 SK 하이닉스, Micron의 20nm 공정 전환 확대로 인해 YoY로 7.2% 하락한 USD 440억이 예상되며, NAND는 SSD와 eMMC 수요 증가에 YoY로 5.0% 증가한 USD 349억을 기록할 것으로 전망됨. 2015년까지 성장을 이끌던 DRAM 산업 수요 위축으로 삼성전자와 SK하이닉스의 반도체 이익은 모두 감소가 불가피할 것으로 보임. 한편, 칭화유니그룹, XMC, BOE를 중심으로 중국의 메모리 반도체 진출 노력은 지속될 것으로 보임. 주력 Cash Cow인 DRAM의 이익 감소와 중국 업체 진출 위협으로 인해 2016년 메모리 반도체의 투자 매력은 여전히 낮을 것으로 보임

기회 요인은 중저가 스마트폰의 Memory Contents 성장과 Surface Book의 성공 가능성

2016년에도 Mobile DRAM이 DRAM시장을 견인할 것으로 보임. Mobile DRAM의 경우 스마트폰 수요 성장세는 둔화되지만 신흥시장의 중저가 스마트폰 사양이 Upgrade되면서 Memory Contents 성장이 시장 예상치를 상회할 가능성도 있음. 여기에 Windows 10을 장착한 Microsoft의 Surface Book이 예상보다 판매 호조를 보일 경우 전체 PC DRAM 수요가 바닥을 탈출할 가능성도 있음

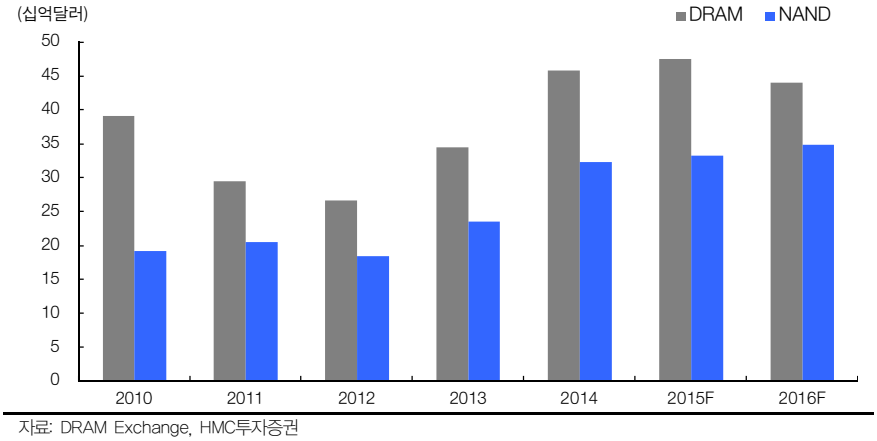
삼성전자 System 반도체는 혁신 지속에도 불구하고 경쟁은 더욱 심화될 전망

삼성전자 System 반도체는 2015년에 14nm FinFet기반의 Exynos 7420에 힘입어 Turn Around에 성공하였음. 2016년에도 Exynos 8890과 14nm Foundry 거래선 확대에 힘입어 외형 신장세는 이어질 것으로 보이지만, TSMC, SMIC 등 주요 중화권 업체들과의 경쟁도 더욱 심화될 것으로 보임

반도체 업종 Neutral 유지. Top pick 삼성전자 / 반도체 장비 업종은 2016년 2분기말에 저점탐색

한국 반도체 업종에 대해 이익 감소와 중국발 위협이 본격화되고 있다는 점에서 Neutral의견을 유지함.주주환원 정책 확대와 삼성페이 등 반도체 이외의 모멘텀이 장착되고 있는 삼성전자를 Top Pick으로 제시. 반도체 장비 업종은 삼성 평택공장의 신축이 가시화되는 2분기말에 저점 탐색 할 것을 권고

전세계 DRAM과 NAND 시장 전망 (금액 기준)



자료: DRAM Exchange, HMC투자증권

DRAM 공급 과잉과 중국 참여 우려 지속될 전망

2016년 DRAM수요 본격적인 위축과 중국발 투자 우려 본격화 예상

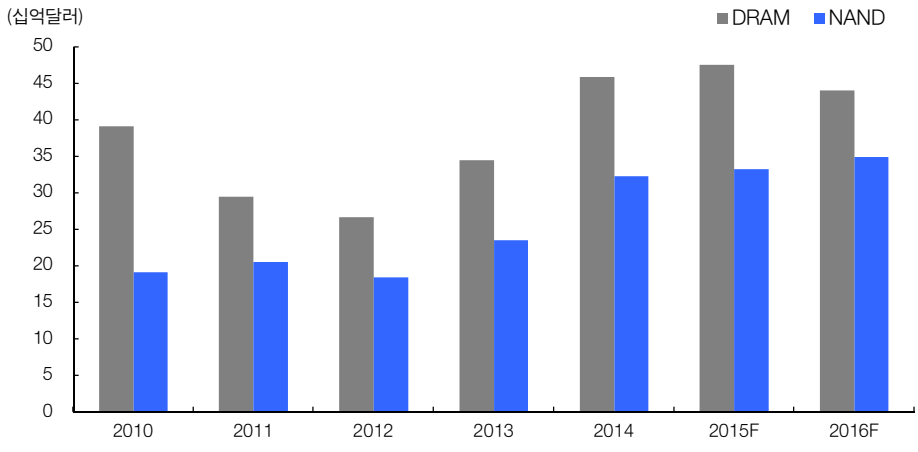
DRAM 산업 금액 기준으로 7.2% 감소 예상 / 중국발 위협은 투자 집행을 통해 더욱 구체화될 전망

2016년 전세계 메모리 반도체 수요는 금액 기준으로 감소할 것으로 예상된다. **DRAM은** 수요 부진과 SK하이닉스, Micron의 20nm 공정 전환 확대로 인해 **YoY로 7.2% 하락한 USD 440억**이 예상되며, **NAND는 SSD와 eMMC 수요 증가에 YoY로 5.0% 증가한 USD 349억**을 기록할 것으로 전망된다. 2015년까지 성장을 이끌던 DRAM 산업 수요 위축으로 삼성전자와 SK하이닉스의 반도체 이익은 모두 감소가 불가피할 것으로 보인다. 한편, **칭화유니그룹, XMC, BOE를** 중심으로 중국의 메모리 반도체 진출 노력은 지속될 것으로 보인다. 특히, 칭화유니그룹의 자회사인 동방귀신이 USD 130억 상당의 유상증자를 통해 설비투자를 단행하는 등 중국 업체들의 시장 진입은 더욱 구체화될 전망이다. 하지만, Mobile DRAM의 경우 스마트폰 수요 성장세는 둔화되지만 신흥시장의 중저가 스마트폰 사양이 Upgrade되면서 Memory Contents 성장이 시장 예상치를 상회할 가능성도 있으며, Windows 10을 장착한 Microsoft의 Surface Book이 예상보다 판매 호조를 보일 경우 전체 PC DRAM 수요가 바닥을 탈출할 가능성도 있다. 다만, **상반기까지는 기회 요인보다는 위험 요인이 더욱 심화**될 것으로 보인다.

Exynos 8890을 통해 기술 혁신에 성공했지만 대만과 중국 업체들의 위협 심화될 전망

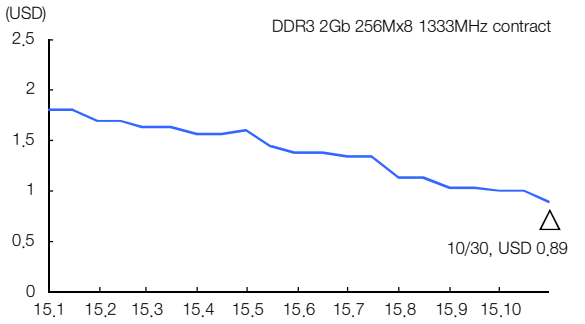
삼성전자 System 반도체는 2015년에 14nm FinFet 기반의 Exynos 7420에 힘입어 Turn Around에 성공하였다. 하지만 연초에 예상했던 **Apple의 iPhone6S용 A9 Chip이 TSMC로 이원화 되는 등 대만 업체와의 경쟁은 지속**되었다. 2016년에도 삼성전자는 Exynos 8890과 14nm Foundry 거래선 확대에 힘입어 외형 신장세는 이어질 것으로 보이지만, TSMC, SMIC 등 주요 중화권 업체들과의 경쟁도 더욱 심화될 것으로 보인다. 무엇보다도 SMIC에 대한 Intel과 Qualcomm의 제휴, 중화권 Fabless회사들의 성장으로 인해 삼성전자의 Foundry와 Fabless사업의 도전도 더욱 거세질 전망이다. 삼성전자는 시스템 반도체와 메모리 반도체를 모두 하고 있다는 점에서 **TSV (Through Silicon Via)등과 같은 PKG부문의 경쟁력 제고**를 통해 해당 위협을 최소화해야 한다.

〈그림 1〉 전세계 DRAM과 NAND 시장 전망



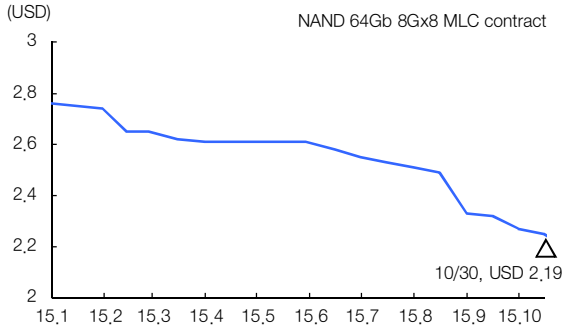
자료 : DRAM Exchange, HMC투자증권

〈그림 2〉 DDR3 2Gb 1333Mhz 고정가격 추이



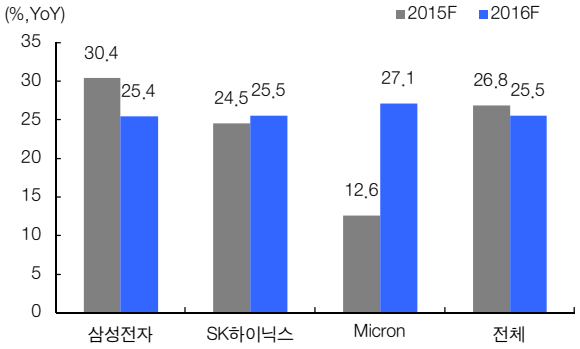
자료 : DRAM Exchange

〈그림 3〉 NAND 64Gb MLC 고정가격 추이



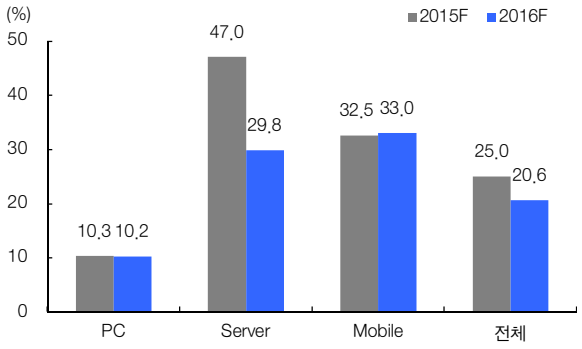
자료 : DRAM Exchange

〈그림 4〉 2016년 DRAM Supply Bit Growth



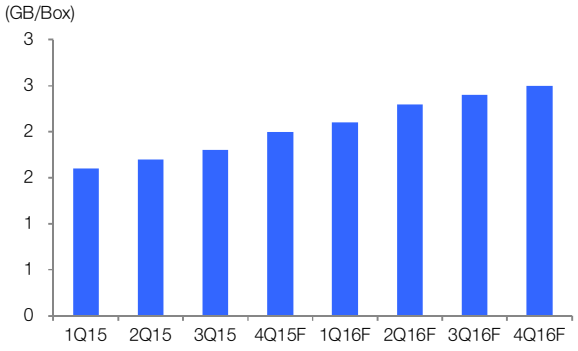
자료 : DRAM Exchange, HMC투자증권

〈그림 5〉 2016년 DRAM Demand Bit Growth



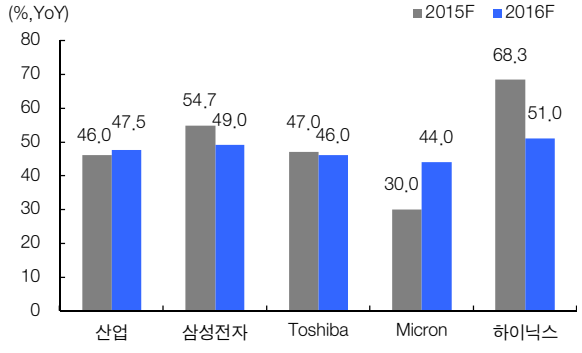
자료 : DRAM Exchange, HMC투자증권

〈그림 6〉 스마트폰의 Mobile DRAM 용량 추이



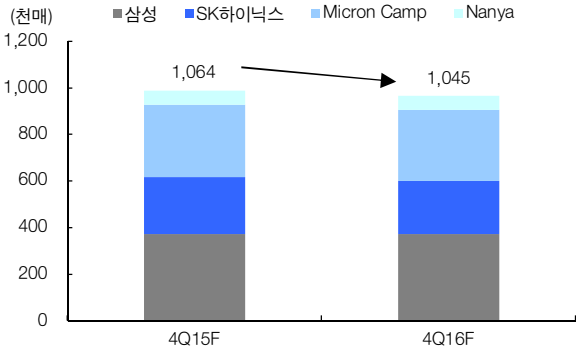
자료 : DRAM Exchange, HMC투자증권

〈그림 7〉 2016년 NAND Supply Bit Growth



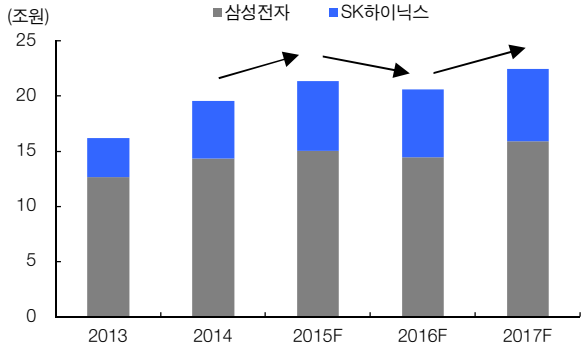
자료 : DRAM Exchange, HMC투자증권

〈그림 8〉 전세계 DRAM Wafer Capa Input 추이



자료 : DRAM Exchange, HMC투자증권

〈그림 9〉 삼성전자와 SK하이닉스의 반도체 Capex

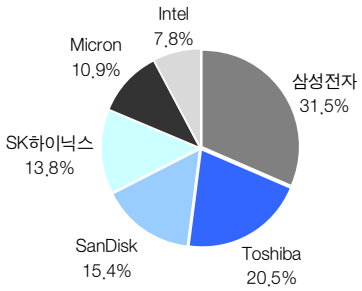


자료 : DRAM Exchange, HMC투자증권

〈그림 10〉 중국의 반도체 투자 현황

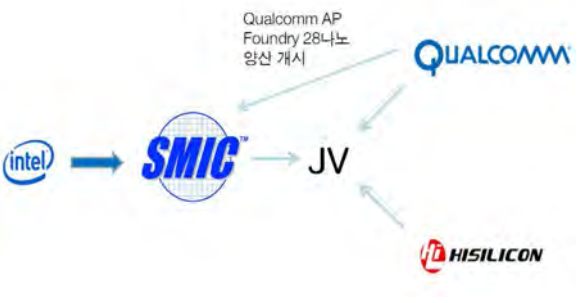
자료 : HMC투자증권

〈그림 11〉 3분기 NAND Flash 시장 점유율



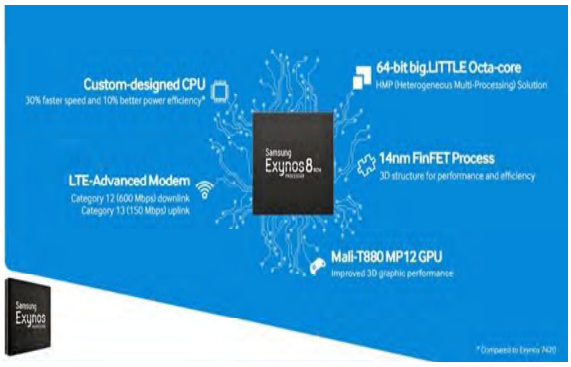
자료 : DRAM Exchange, HMC투자증권

〈그림 12〉 중국의 System 반도체 제휴 구도



자료 : DRAM Exchange, HMC투자증권

〈그림 13〉 삼성전자의 Exynos 8890



자료 : HMC투자증권

Top Pick은 삼성전자 / 반도체 장비 업종은 2016년 2분기말이 투자 적기

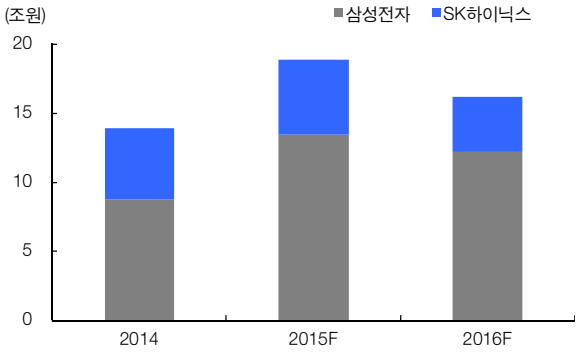
Top Pick은 삼성전자 / 접는 스마트폰의 상용화를 용이하게 할 TSV 기술에 주목

한국 반도체 업종에 대해 이익 감소와 중국발 위협이 본격화되고 있다는 점에서 **Neutral의견을 유지**한다. SK하이닉스의 경우 Valuation 매력이 크지만 중국 업체들의 투자가 확대될 경우 투자 심리도를 약화시키면서 저가 매력이 크게 부각되지 않을 가능성도 있다. 반면에 삼성전자의 반도체 부문도 그와 같은 위협에 놓여있지만, **주주환원 정책 확대와 삼성페이 등 반도체 이외의 모멘텀 장착** 및 **접는 스마트폰의 상용화를 용이하게 할 TSV와 같은 PKG 기술 등을 감안**할 때 삼성전자가 SK하이닉스보다는 훨씬 매력적이다. 따라서, 한국 반도체 업종 Top Pick으로 삼성전자를 제시한다. SK하이닉스의 경우 3만원 아래에서의 하방 경직성은 유지될 것으로 보인다.

반도체 장비 업종에 대한 저점탐색은 2016년 2분기말 이 유효할 전망

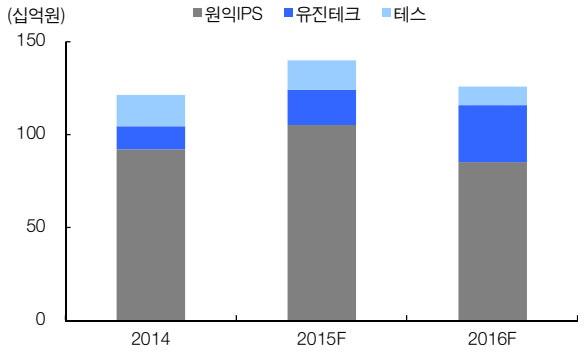
반도체 장비 업종의 경우 2016년은 설비 투자 공백기가 되면서 대부분 업체들의 매출액이 2015년 대비 감소할 것으로 보인다. 무엇보다도 삼성전자 중국 NAND 공장의 경우 Capa증설을 할 수 있는 여유 공간이 없으며, DRAM도 여유 공간이 제한되어 있으며, 산업의 공급과잉 등을 감안할 때 Capa를 확대할 가능성은 낮아 보인다. SK하이닉스는 M10장비를 M14 장비로 이전하는 것에 초점을 맞추고 있다는 점에서 장비 업체들의 수주 감소 폭은 예상보다 클 것으로 보인다. 다만, **2017년 평택공장 증설을 위한 공장 신축이 2016년말 하반기부터 이루어질 것**이라는 점에서 **2분기말부터는 반도체 장비 업종에 대한 저점 탐색 전략**은 유효해 보인다.

〈그림 14〉 삼성전자와 SK하이닉스의 반도체 영업이익



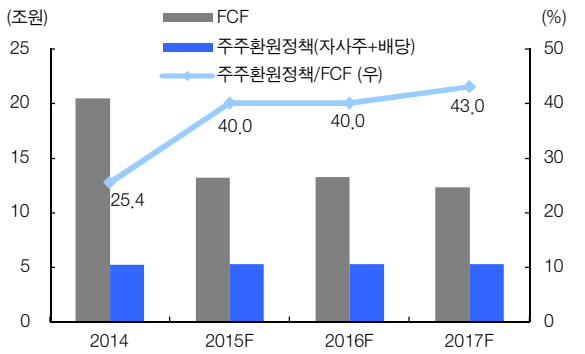
자료 : 각사, HMC투자증권

〈그림 15〉 반도체 장비 기업 2016년 영업이익 전망



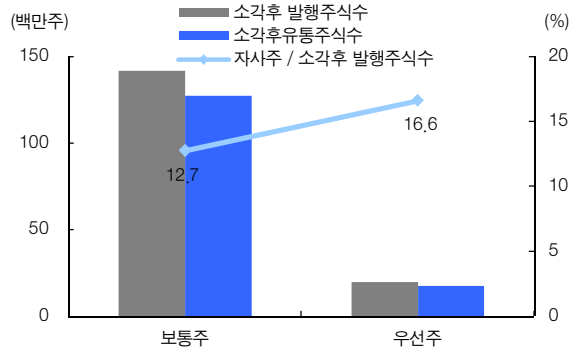
자료 : 각사, HMC투자증권

〈그림 16〉 삼성전자 FCF와 주주환원 규모 예상



주 : 2015년 11.3조원 자사주 소각은 포함하지 않았음
자료 : 삼성전자, HMC투자증권

〈그림 17〉 자사주 소각 후 발행 주식수 비교



자료 : HMC투자증권

삼성전자(005930)

BUY / TP 1,570,000원

반도체/가전, 전자부품 Analyst 노근창 02) 3787-2301 greg@hmcib.com

Valuation Multiple이 높아질 수 있다

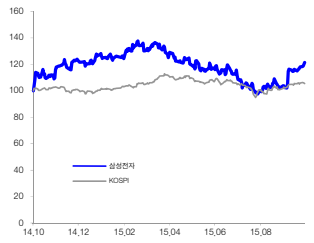
현재주가 (11/20)	1,285,000원
상승여력	22.2%
시가총액	265,139십억원
발행주식수	147,299천주
자본금/액면가	898십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	1,503,000원/1,067,000원
일평균 거래대금 (60일)	333십억원
외국인지분율	50.41%
주요주주	삼성물산 외 9인 17.64%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	1.5	12.8	-5.9
상대주가(%p)	4.0	8.5	1.1

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	135,322	123,328	1,570,000
After	135,485	125,565	1,570,000
Consensus	127,903	130,293	1,587,200
Cons. 차이	5.9%	-3.6%	-1.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 삼성전자에 대해 6개월 목표주가 157만원 (2016년 예상 BPS에 P/B 1.4배 적용)에 투자의견 매수를 유지함. 삼성전자의 **2016년 매출액**은 반도체와 스마트폰 판가 하락으로 인해 **YoY로 2.8% 감소한 193조원**을 기록할 것으로 예상되며, DRAM부문의 수익성 하락으로 인해 **영업이익은 YoY로 10..6% 감소한 24조원**을 기록할 것으로 전망됨. 하지만, 1) 11.3조원의 자기주식 매수 및 소각, 적극적인 배당 확대를 통해 주주 환원 정책을 강화하고 있으며, 2) 삼성페이의 성공 가능성과 3) 차별화된 Display를 통한 H/W 혁신, 4)전사적인 비용 절감 노력 등을 감안할 때 **저성장 시대의 가치주로서의 매력**은 더욱 부각될 것으로 보임

2) 주요이슈 및 실적전망

- 삼성전자는 2016년에 삼성페이의 저변 확대와 함께, **IOT (Internet Of Things) Solution을 모든 완제품에 접목**시킬 것으로 보임. **기존 스마트폰과 가전제품 이외에 의류와 신발 등 새로운 부문에도 관련기술 탑재를 통해 새로운 UX 확대를 위해 노력**할 것으로 보임. 여기에 AMOLED Capa 확대를 통해 On Cell 제품의 외부 거래선 확대를 위해 노력할 것으로 보임. **On Cell Type의 경우 Display 두께의 얇은 구현**을 통해 Battery 용량을 크게 할 수 있다는 점에서 중화권 업체들의 중심으로 수요가 확대될 것으로 보임. 한편, 반도체 부문에서는 삼성전자가 직접 설계한 **몽구스 CPU Core를 처음 사용한 Exynos 8890**은 기존 Exynos 7420대비 성능은 30% 향상되고 전력효율이 10% 개선되었으며 LTE Model Chip이 일체화된 One Chip 제품임. 동 제품은 성능의 우수성 이외에도 향후 **접는 스마트폰의 UX제고에도 기여**할 것으로 보임

3) 주가전망 및 Valuation

- 주주환원 정책이 본격화되고 있으며, 삼성페이와 차세대 Display의 완성도가 제고되고 있다는 점에서 Buy & Hold 전략으로 접근할 것을 권고

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	228,693	36,785	29,821	53,230	200,519	28.3	6.8	1.6	3.5	22.8	1.0
2014	206,206	25,025	23,082	43,078	153,952	-23.2	8.6	1.4	4.1	15.1	1.5
2015F	199,088	26,875	20,564	47,617	135,485	-12.0	9.5	1.3	3.4	12.2	2.5
2016F	193,429	24,039	18,546	46,236	125,565	-7.3	10.2	1.1	3.5	10.5	2.5
2017F	188,956	23,521	18,453	47,019	126,675	0.9	10.1	1.1	3.3	9.8	2.5

* K-IFRS 연결 기준

〈표3〉 분기별 실적 전망

(십억원)

		2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2015F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2016F
매출액	반도체	39,720	10,270	11,290	12,820	12,953	47,333	11,480	10,575	11,827	11,972	45,854
	Memory	29,320	8,320	8,490	9,140	9,250	35,200	8,435	6,920	8,256	8,270	31,881
	System LSI, LED, 기타	10,400	1,950	2,800	3,680	3,703	12,133	3,046	3,655	3,571	3,702	13,974
	DP	25,730	6,850	6,620	7,490	7,943	28,903	6,717	6,665	7,552	8,106	29,041
	IM	111,760	25,890	26,060	26,655	24,433	103,037	23,972	25,222	24,176	21,678	95,048
	무선(휴대폰, Tab, PC)	107,054	25,064	25,505	25,944	23,796	100,309	23,415	24,685	23,492	21,063	92,655
	CE	50,190	10,260	11,200	11,590	13,350	46,400	10,979	12,056	11,928	14,096	49,060
	VD	32,450	6,220	6,660	6,970	8,757	28,607	6,858	7,367	7,172	9,365	30,762
	내부조정	-21,194	-6,152	-6,632	-6,875	-6,925	-26,584	-6,214	-6,301	-6,481	-6,579	-25,574
	합계	206,206	47,118	48,538	51,680	51,753	199,088	46,935	48,218	49,002	49,273	193,429
영업이익	반도체	8,770	2,930	3,400	3,649	3,458	13,437	3,279	2,829	2,978	3,112	12,198
	Memory	9,895	3,152	3,438	3,437	3,136	13,163	3,180	2,637	2,757	2,837	11,411
	System LSI, LED, 기타	-1,125	-222	-38	211	322	274	99	192	221	275	787
	DP	670	520	540	930	867	2,857	659	782	823	647	2,910
	IM	14,557	2,748	2,766	2,400	2,016	9,930	1,904	2,509	2,222	1,559	8,194
	무선(휴대폰, Tab, PC)	14,486	2,725	2,761	2,394	2,014	9,894	1,881	2,504	2,216	1,557	8,158
	CE	1,190	-140	210	360	256	686	130	304	112	160	705
	VD	1,003	-144	96	313	307	572	69	155	73	188	485
	합계	25,025	5,979	6,898	7,390	6,607	26,875	5,942	6,444	6,164	5,489	24,039
영업이익률	반도체	22.1%	28.5%	30.1%	28.5%	26.7%	28.4%	28.6%	26.8%	25.2%	26.0%	26.6%
	Memory	33.7%	37.9%	40.5%	37.6%	33.9%	37.4%	37.7%	38.1%	33.4%	34.3%	35.8%
	System LSI, LED, 기타	-10.8%	-11.4%	-1.3%	5.7%	8.7%	2.3%	3.3%	5.3%	6.2%	7.4%	5.6%
	DP	2.6%	7.6%	8.2%	12.4%	10.9%	9.9%	9.8%	11.7%	10.9%	8.0%	10.0%
	IM	13.0%	10.6%	10.6%	9.0%	8.3%	9.6%	7.9%	9.9%	9.2%	7.2%	8.6%
	무선(휴대폰, Tab, PC)	13.5%	10.9%	10.8%	9.2%	8.5%	9.9%	8.0%	10.1%	9.4%	7.4%	8.8%
	CE	2.4%	-1.4%	1.9%	3.1%	1.9%	1.5%	1.2%	2.5%	0.9%	1.1%	1.4%
	VD	3.1%	-2.3%	1.4%	4.5%	3.5%	2.0%	1.0%	2.1%	1.0%	2.0%	1.6%
	합계	12.1%	12.7%	14.2%	14.3%	12.8%	13.5%	12.7%	13.4%	12.6%	11.1%	12.4%
세전이익		27,875	6,219	7,628	7,394	7,008	28,249	6,230	6,782	6,599	6,010	25,621
법인세		4,481	1,593	1,876	1,930	1,822	7,221	1,620	1,763	1,716	1,563	6,662
지배주주 순이익		23,082	4,519	5,627	5,345	5,073	20,564	4,510	4,909	4,777	4,350	18,546

자료 : 삼성전자, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	228,693	206,206	199,088	193,429	188,956
증가율 (%)	13.7	-9.8	-3.5	-2.8	-2.3
매출원가	137,696	128,279	121,760	122,508	122,805
매출원가율 (%)	60.2	62.2	61.2	63.3	65.0
매출총이익	90,996	77,927	77,328	70,921	66,152
매출이익률 (%)	39.8	37.8	38.8	36.7	35.0
증가율 (%)	22.2	-14.4	-0.8	-8.3	-6.7
판매관리비	54,211	52,902	50,454	46,882	42,631
판관비율 (%)	23.7	25.7	25.3	24.2	22.6
EBITDA	53,230	43,078	47,617	46,236	47,019
EBITDA 이익률 (%)	23.3	20.9	23.9	23.9	24.9
증가율 (%)	19.2	-19.1	10.5	-2.9	1.7
영업이익	36,785	25,025	26,875	24,039	23,521
영업이익률 (%)	16.1	12.1	13.5	12.4	12.4
증가율 (%)	26.6	-32.0	7.4	-10.6	-2.2
영업외손익	1,075	2,507	1,034	1,343	1,973
금융수익	8,015	8,260	8,525	8,473	9,354
금융비용	7,755	7,294	8,051	7,837	8,124
기타영업외손익	816	1,542	560	707	742
종속/관계기업관련손익	504	343	341	240	0
세전계속사업이익	38,364	27,875	28,249	25,621	25,493
세전계속사업이익률	16.8	13.5	14.2	13.2	13.5
증가율 (%)	28.2	-27.3	1.3	-9.3	-0.5
법인세비용	7,890	4,481	7,221	6,662	6,628
계속사업이익	30,475	23,394	21,029	18,960	18,865
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30,475	23,394	21,029	18,960	18,865
당기순이익률 (%)	13.3	11.3	10.6	9.8	10.0
증가율 (%)	27.8	-23.2	-10.1	-9.8	-0.5
지배주주지분 순이익	29,821	23,082	20,564	18,546	18,453
비지배주주지분 순이익	654	312	465	414	412
기타포괄이익	-1,007	-1,993	-256	0	0
총포괄이익	29,468	21,401	20,773	18,960	18,865

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	110,760	115,146	119,074	118,405	126,594
현금성자산	16,285	16,841	21,424	25,435	35,772
단기투자자산	38,211	44,977	44,852	42,703	41,716
매출채권	24,989	24,695	23,930	22,784	22,257
재고자산	19,135	17,318	17,760	16,909	16,518
기타유동자산	12,141	11,317	11,107	10,575	10,330
비유동자산	103,315	115,277	122,686	128,120	133,134
유형자산	75,496	80,873	88,517	94,920	101,291
무형자산	3,981	4,785	5,362	5,235	4,264
투자자산	12,661	17,900	17,568	16,727	16,340
기타비유동자산	11,177	11,719	11,238	11,238	11,238
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	214,075	230,423	241,759	246,525	259,727
유동부채	51,315	52,014	51,745	49,737	48,814
단기차입금	6,439	8,029	9,771	9,771	9,771
매입채무	8,437	7,915	8,265	7,869	7,687
유동성장기부채	2,426	1,779	53	53	53
기타유동부채	34,014	34,291	33,656	32,043	31,302
비유동부채	12,744	10,321	9,839	9,422	9,230
사채	1,311	1,356	1,034	1,034	1,034
장기차입금	903	24	29	29	29
장기금융부채 (리스포함)	82	78	76	76	76
기타비유동부채	10,447	8,863	8,699	8,282	8,091
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	64,059	62,335	61,584	59,159	58,044
지배주주지분	144,443	162,182	173,815	180,592	194,497
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
자본조정 등	-7,477	-8,495	-14,166	-9,903	-9,903
기타포괄이익누계액	-1,982	-4,154	-4,322	-4,322	-4,322
이익잉여금	148,600	169,530	187,002	189,516	203,420
비지배주주지분	5,573	5,906	6,361	6,774	7,186
자본총계	150,016	168,088	180,175	187,366	201,683

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	46,707	36,975	42,188	41,021	42,411
당기순이익	30,475	23,394	21,029	18,960	18,865
유형자산 상각비	15,470	16,910	19,559	21,070	22,527
무형자산 상각비	975	1,143	1,183	1,127	971
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-1,313	-3,837	-383	104	48
기타	1,101	-635	799	-240	0
투자활동으로인한현금흐름	-44,747	-32,806	-28,196	-25,242	-27,525
투자자산의 감소(증가)	1,858	-4,897	673	1,082	387
유형자산의 감소	377	386	150	50	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-23,158	-22,043	-27,956	-27,523	-28,899
기타	-23,825	-6,252	-1,062	1,149	987
재무활동으로인한현금흐름	-4,137	-3,057	-9,059	-11,769	-4,549
장기차입금의 증가(감소)	-4,643	707	1,746	0	0
사채의증가(감소)	-518	45	-322	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-1,250	-2,234	-3,074	-4,730	-4,549
기타	2,274	-1,575	-7,408	-7,038	0
기타현금흐름	-330	-556	-350	0	0
현금의증가(감소)	-2,507	556	4,584	4,010	10,338
기초현금	18,791	16,285	16,841	21,424	25,435
기말현금	16,285	16,841	21,424	25,435	35,772

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	204,956	156,069	138,639	128,450	129,587
EPS(지배순이익 기준)	200,519	153,952	135,485	125,565	126,675
BPS(자본총계 기준)	881,758	987,982	1,059,02	1,164,31	1,253,27
BPS(지배지분 기준)	848,999	953,266	1,021,64	1,122,21	1,208,62
DPS	14,300	20,000	32,500	32,500	32,500
P/E(당기순이익 기준)	6.7	8.5	9.3	10.0	9.9
P/E(지배순이익 기준)	6.8	8.6	9.5	10.2	10.1
P/B(자본총계 기준)	1.6	1.3	1.2	1.1	1.0
P/B(지배지분 기준)	1.6	1.4	1.3	1.1	1.1
EV/EBITDA(Reporte	3.5	4.1	3.4	3.5	3.3
배당수익률	1.0	1.5	2.5	2.5	2.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	27.5	-23.9	-11.2	-7.3	0.9
EPS(지배순이익 기준)	28.3	-23.2	-12.0	-7.3	0.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	22.4	14.7	12.1	10.3	9.7
ROE(지배순이익 기준)	22.8	15.1	12.2	10.5	9.8
ROA	15.4	10.5	8.9	7.8	7.5
안정성 (%)					
부채비율	42.7	37.1	34.2	31.6	28.8
순차입금비율	-28.9	-30.1	-30.7	-30.5	-33.0
이자보상배율	72.2	42.2	35.6	30.7	30.0

** K-IFRS 연결 기준*

SK하이닉스(000660)

MARKETPERFORM / TP 36,500원

반도체/가전, 전자부품 Analyst 노근창 02) 3787-2301 greg@hmcib.com

저평가 이외의 새로운 모멘텀 필요

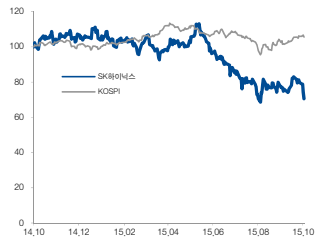
현재주가 (11/20)	31,000원
상승여력	17.7%
시가총액	22,568십억원
발행주식수	728,002천주
자본금/액면가	3,658십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	51,200원/30,500원
일평균 거래대금 (60일)	127십억원
외국인지분율	46.81%
주요주주	SK텔레콤 외 4인 20.77%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-13.2	-6.2	-33.8
상대주가(%p)	-11.0	-9.8	-28.9

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	6,013	4,354	43,000
After	5,859	4,109	36,500
Consensus	5,977	4,707	46,292
Cons. 차이	-2.0%	-12.7%	-21.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- SK하이닉스의 6개월 목표주가를 43,000원 (2016년 예상 BPS에 P/B 1.3배 적용)에서 36,500원 (2016년 예상 BPS에 P/B 1.1배 적용)으로 변경하며 제한된 상승 여력을 감안하여 투자의견을 BUY에서 MARKETPERM으로 하향함. SK하이닉스의 2016년 매출액과 영업이익은 DRAM 가격 하락으로 인해 YoY로 각각 4.4%, 26.7% 감소한 18.2조원과 3.98조원을 기록할 것으로 전망됨. 2016년 DRAM과 NAND Bit Growth는 DRAM 21nm 공정전환과 NAND TLC 비중 확대에 힘입어 각각 25.5%, 51.0%를 기록하면서 시장 성장률을 상회할 것으로 예상됨. **SK하이닉스의 2016년 BPS 기준 P/B**는 1.0배로서 ROE가 13.0%라는 점을 감안할 때 **저평가 매력**은 충분히 있음. 하지만, **장기적으로 중국 업체들의 진출이라는 심리적인 De-Rating 요인**을 감안할 때 **저평가를 해소시킬 수 있는 새로운 모멘텀 (주주환원 정책 강화와 새로운 전략적인 제휴)**이 필요

2) 주요이슈 및 실적전망

- 21nm DRAM 양산은 2016년 1분기부터 PC DRAM과 Server DRAM을 중심으로 본격화될 것으로 보이며, Mobile DRAM은 2분기부터 본격적으로 생산할 것으로 보임. 3D NAND의 경우 48단 제품을 중심으로 양산을 시작하면서 선두 업체와의 기술 격차 우려를 크게 해소할 것으로 보임. 다만, 주요 경쟁사들도 대부분 2016년 2분기부터 해당 제품을 양산할 것이라는 점에서 새로운 모멘텀이 되지는 않을 전망. DRAM 산업의 공급과잉이 수요 위축에서 도래하였다는 점에서 Surface Book과 같은 새로운 PC제품 수요와 신흥 시장의 Server 투자 확대 등의 확인이 필요함. **DRAM의 감산 가능성은 여전히 DRAM업체들의 수익성이 Cash Cost보다는 월등히 높다**는 점에서 **2016년 상반기 내에 가시화되지는 않을 것으로 보임**

3) 주가전망 및 Valuation

- 2016년 P/B 1.0배 수준까지 주가가 하락하였다는 점에서 **3만원 초반에서의 하방 경직성**은 유지될 전망. 다만, 계절적 비수기인 **2016년 1분기 주요 제품의 재고조정 가능성을 감안할 때 기간 조정이 좀더 이어질 것**으로 보임

요약 실적 및 Valuation

분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	14,165	3,380	2,872	6,458	4,099	흑전	9.0	2.0	4.3	25.2	0.0
2014	17,126	5,109	4,195	8,553	5,842	42.5	8.2	1.9	4.1	27.0	0.6
2015F	18,995	5,438	4,265	9,364	5,859	0.3	5.7	1.1	2.6	21.6	0.9
2016F	18,151	3,984	2,991	8,302	4,109	-29.9	8.2	1.0	2.8	13.1	0.9
2017F	18,897	3,977	2,823	8,745	3,878	-5.6	8.7	0.9	2.5	11.1	0.9

* K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 분기별 실적 전망 (십억원)

	2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2015F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2016F
매출액 (A+B+C)	17,126	4,818	4,639	4,925	4,613	18,995	4,242	4,107	4,800	5,003	18,151
매출액(USD Mn)	16,454	4,379	4,227	4,217	4,029	16,852	3,754	3,667	4,324	4,548	16,293
영업이익	5,109	1,589	1,375	1,383	1,091	5,438	951	907	1,016	1,109	3,984
영업이익률	29.8%	33.0%	29.7%	28.1%	23.7%	28.6%	22.4%	22.1%	21.2%	22.2%	21.9%
EBITDA	8,553	2,531	2,326	2,397	2,111	9,364	1,991	1,970	2,105	2,236	8,302
EBITDA Margin	49.9%	52.5%	50.1%	48.7%	45.8%	49.3%	46.9%	48.0%	43.9%	44.7%	45.7%
DRAM 부문											
매출액 (A)	13,244	3,614	3,479	3,694	3,327	14,114	3,013	2,916	3,393	3,735	13,056
매출액 (USD Mn)	12,565	3,284	3,170	3,162	2,906	12,523	2,666	2,603	3,057	3,395	11,721
Bit Growth (QoQ, YoY)	33.1%	-5.0%	4.0%	11.0%	2.6%	24.5%	-4.7%	4.4%	26.9%	13.3%	25.5%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	0.8%	-4.0%	-8.0%	-12.9%	-7.0%	-21.3%	-28.2%	-27.1%	-22.5%	-18.3%	-24.7%
영업이익	5,118	1,540	1,329	1,332	999	5,199	889	827	819	902	3,437
영업이익률	38.6%	42.6%	38.2%	36.1%	30.0%	36.8%	29.5%	28.4%	24.1%	24.1%	26.3%
NAND 부문											
매출액 (B)	3,329	1,060	1,067	1,084	1,107	4,317	1,066	1,087	1,252	1,080	4,485
매출액 (USD Mn)	3,363	963	972	928	967	3,830	943	970	1,128	981	4,023
Bit Growth (QoQ, YoY)	60.4%	0.0%	8.0%	15.6%	7.6%	68.3%	6.1%	14.3%	25.0%	-3.3%	51.0%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-31.6%	-7.0%	-6.0%	-15.0%	-12.0%	-32.3%	-8.0%	-10.0%	-7.0%	-10.0%	-30.5%
영업이익	-96	37	42	25	80	185	44	68	180	186	479
영업이익률	-2.9%	3.5%	4.0%	2.3%	7.2%	4.3%	4.2%	6.3%	14.4%	17.2%	10.7%
Others (C)											
매출액	553	145	93	148	179	564	163	104	154	189	611
매출액 (USD Mn)	526	131	85	126	156	499	145	93	139	172	549
영업이익	87	11	4	26	13	54	18	12	17	21	68
영업이익률	15.7%	7.4%	4.7%	17.9%	7.2%	9.6%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%
세전 계속사업이익	5,048	1,602	1,378	1,312	1,018	5,310	879	854	972	1,072	3,777
법인세	853	307	270	263	204	1,044	177	179	204	225	785
지배주주 순이익	4,195	1,296	1,108	1,048	814	4,265	703	675	767	847	2,991
원/달러 환율	1,053	1,100	1,097	1,168	1,145	1,128	1,130	1,120	1,110	1,100	1,115

자료 : SK하이닉스, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	14,165	17,126	18,995	18,151	18,897
증가율 (%)	39.4	20.9	10.9	-4.4	4.1
매출원가	8,865	9,462	10,658	11,287	11,989
매출원가율 (%)	62.6	55.2	56.1	62.2	63.4
매출총이익	5,301	7,664	8,337	6,865	6,908
매출이익률 (%)	37.4	44.8	43.9	37.8	36.6
증가율 (%)	229.0	44.6	8.8	-17.7	0.6
판매관리비	1,921	2,554	2,899	2,881	2,931
판관비율 (%)	13.6	14.9	15.3	15.9	15.5
EBITDA	6,458	8,553	9,364	8,302	8,745
EBITDA 이익률 (%)	45.6	49.9	49.3	45.7	46.3
증가율 (%)	117.0	32.4	9.5	-11.3	5.3
영업이익	3,380	5,109	5,438	3,984	3,977
영업이익률 (%)	23.9	29.8	28.6	21.9	21.0
증가율 (%)	흑전	51.2	6.4	-26.7	-0.2
영업외손익	-324	-85	-138	-207	-402
금융수익	561	679	682	751	58
금융비용	747	800	626	627	141
기타영업외손익	-137	36	-195	-330	-320
종속/관계기업관련손익	19	23	10	0	0
세전계속사업이익	3,075	5,048	5,310	3,777	3,575
세전계속사업이익률	21.7	29.5	28.0	20.8	18.9
증가율 (%)	흑전	64.2	5.2	-28.9	-5.4
법인세비용	202	853	1,044	785	751
계속사업이익	2,873	4,195	4,266	2,992	2,824
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,873	4,195	4,266	2,992	2,824
당기순이익률 (%)	20.3	24.5	22.5	16.5	14.9
증가율 (%)	흑전	46.0	1.7	-29.9	-5.6
지배주주지분 순이익	2,872	4,195	4,265	2,991	2,823
비지배주주지분 순이익	0	0	1	1	1
기타포괄이익	22	-52	74	0	0
총포괄이익	2,895	4,143	4,340	2,992	2,824

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	6,653	10,364	10,867	12,388	13,777
현금성자산	632	437	1,025	840	859
단기투자자산	2,403	3,622	4,006	5,577	6,317
매출채권	1,942	3,733	3,691	4,003	4,167
재고자산	1,178	1,498	1,845	1,668	2,083
기타유동자산	498	1,075	300	300	350
비유동자산	14,144	16,520	19,336	21,117	23,024
유형자산	12,130	14,090	16,748	18,705	20,800
무형자산	1,110	1,337	1,423	1,247	1,094
투자자산	275	232	195	195	160
기타비유동자산	629	861	970	970	970
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	20,797	26,883	30,203	33,505	36,800
유동부채	3,078	5,765	6,282	6,804	7,487
단기차입금	138	734	1,519	1,419	1,319
매입채무	649	788	682	739	770
유동성장기부채	732	1,021	1,000	900	900
기타유동부채	1,559	3,222	3,082	3,746	4,499
비유동부채	4,652	3,082	2,534	2,534	2,534
사채	1,950	1,157	1,110	1,110	1,110
장기차입금	1,730	1,263	1,419	1,419	1,419
장기금융부채 (리스포함)	107	1	1	1	1
기타비유동부채	865	661	3	3	4
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,730	8,847	8,816	9,338	10,021
지배주주지분	13,067	18,036	21,387	24,166	26,777
자본금	3,569	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	3,406	4,144	4,144	4,144	4,144
자본조정 등	0	0	-771	-771	-771
기타포괄이익누계액	-109	-42	35	35	35
이익잉여금	6,201	10,277	14,321	17,100	19,711
비지배주주지분	0	0	0	1	2
자본총계	13,067	18,036	21,387	24,167	26,780

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	6,372	5,867	7,551	7,898	7,745
당기순이익	2,873	4,195	4,266	2,992	2,824
유형자산 상각비	2,922	3,270	3,722	4,143	4,614
무형자산 상각비	156	174	204	175	154
외환손익	-70	37	-17	0	0
운전자본의 감소(증가)	-69	-2,657	-651	588	153
기타	559	848	27	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-4,892	-6,088	-6,807	-7,672	-7,415
투자자산의 감소(증가)	-100	66	47	0	35
유형자산의 감소	16	199	63	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,206	-4,801	-6,262	-6,100	-6,710
기타	-1,602	-1,552	-655	-1,572	-740
재무활동으로인한현금흐름	-1,500	28	-162	-412	-312
장기차입금의 증가(감소)	-1,364	20	941	-100	-100
사채의증가(감소)	499	-793	-47	0	0
자본의 증가	432	827	0	0	0
배당금	0	0	-218	-212	-212
기타	-1,068	-26	-838	-100	0
기타현금흐름	-6	-2	7	0	0
현금의증가(감소)	-27	-195	589	-185	19
기초현금	658	632	437	1,025	840
기말현금	632	437	1,025	840	859

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	4,099	5,842	5,860	4,110	3,879
EPS(지배순이익 기준)	4,099	5,842	5,859	4,109	3,878
BPS(자본총계 기준)	18,399	24,775	29,378	33,197	36,785
BPS(지배지분 기준)	18,399	24,775	29,377	33,195	36,782
DPS	0	300	300	300	300
P/E(당기순이익 기준)	9.0	8.2	5.7	8.2	8.7
P/E(지배순이익 기준)	9.0	8.2	5.7	8.2	8.7
P/B(자본총계 기준)	2.0	1.9	1.1	1.0	0.9
P/B(지배지분 기준)	2.0	1.9	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(Reported)	4.3	4.1	2.6	2.8	2.5
배당수익률	0.0	0.6	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	42.5	0.3	-29.9	-5.6
EPS(지배순이익 기준)	흑전	42.5	0.3	-29.9	-5.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	25.2	27.0	21.6	13.1	11.1
ROE(지배순이익 기준)	25.2	27.0	21.6	13.1	11.1
ROA	14.6	17.6	14.9	9.4	8.0
안정성 (%)					
부채비율	59.2	49.1	41.2	38.6	37.4
순차입금비율	12.4	0.6	0.1	-6.5	-9.1
이자보상배율	13.2	30.0	44.4	27.5	28.3

** K-IFRS 연결 기준*

2016 Outlook

2015. 11. 24

가전/전자부품 산업

NEUTRAL

전통은 가고 전장이 온다

Analyst 노근창
02) 3787-2301
greg@hmcib.com

2016년 스마트폰 출하량은 YoY로 10.8% 증가한 15억대, LCD TV는 YoY로 정체된 2.2억대 예상

2016년에도 완제품 수요는 지역별 보급률이 포화 상태에 이르면서 수요 위축세는 이어질 것으로 보임. 스마트폰 출하량은 2015년 대비 10.8% 증가한 15.1억대가 예상되지만 대부분 USD 100대 이하의 초저가 스마트폰 위주로 수요가 발생할 것으로 예상되며. 중국보다는 서남아시아, 동남아시아, 아프리카 등 저소득 국가의 수요 성장세가 클 것으로 전망됨. 한편, 2016년 하계 올림픽에도 불구하고 TV의 수요 침체는 이어질 것으로 보이며, UHD TV 가격이 가파르게 하락할 것으로 예상됨

삼성전자와 LG전자의 스마트폰과 TV 매출액 감소세 지속 예상 / 관련 부품업체들 불확실성 지속

삼성전자의 Galaxy S7은 MWC에서 공개될 것으로 보이며, Card Slot 추가와 Forcetouch 등을 탑재할 것으로 보임. 한편, 스마트폰과 TV 수요 둔화와 저가로 중무장한 중국 업체들과의 경쟁 심화로 인해 삼성전자와 LG전자의 스마트폰과 TV 수익성은 가파르게 하락하고 있으며, 2016년에 전사적인 비용 절감을 통해 수익성 하락 속도는 둔화될 것으로 보이지만 매출액 감소세는 이어질 것으로 전망

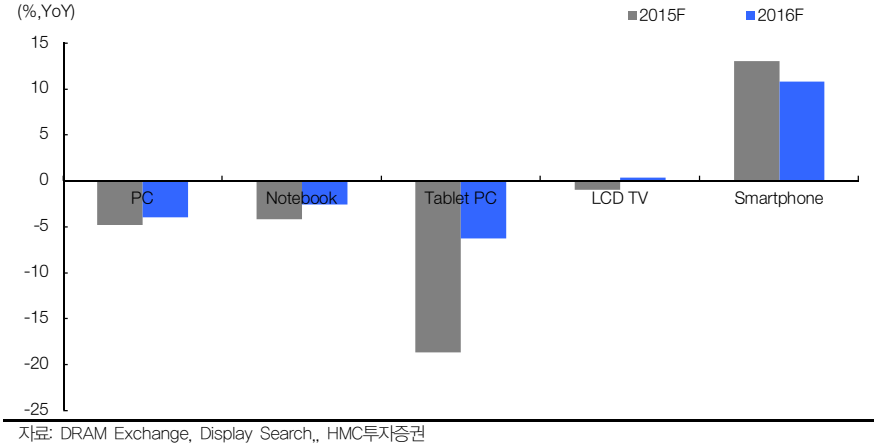
규모의 경제 관점에서 Connected Car 부품 업체가 전기차 부품 업체들 대비 매력적

차량용 시장은 전장화를 강화한 Connected Car와 친환경 에너지에 초점을 맞춘 전기차 시장을 중심으로 성장할 것으로 예상. 다만, 전기차의 경우 충전 인프라와 고속 충전 표준문제 등으로 인해 단기간에 규모의 경제 효과를 달성할 회사는 제한될 것으로 보임. 반면, Connected Car의 경우 이미 많은 자동차 회사들이 ADAS (Advanced Driving Assistance System) 탑재를 확대하고 있다는 점에서 동 시장에서 이익이 본격적으로 발생하는 회사들은 증가할 것으로 전망

Top picks는 실적모멘텀과 전장부품 비중이 확대되는 삼성전기와 LG이노텍

가전/전자부품 업종 Top Picks로 2015년 구조조정 효과와 전장부품 비중 확대에 힘입어 2016년 영업이익이 YoY로 증가할 것으로 예상되는 삼성전기와 LG이노텍을 제시함

전세계 완제품 출하량 전망



자료: DRAM Exchange, Display Search,, HMC투자증권

전장에서 흑자나는 전자부품 업체 투자 유망

2016년 스마트폰, TV등 전통제품의 수요 성장세 둔화 예상

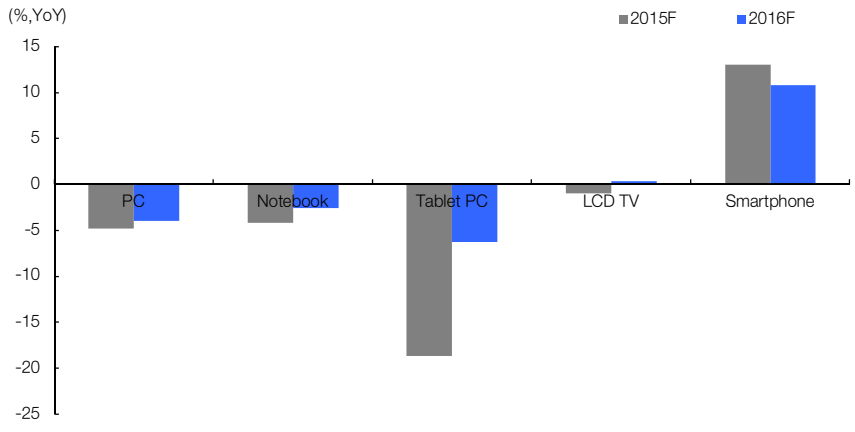
2016년 스마트폰 출하량 YoY로 10.8% 증가한 15.1억대, TV수요 정체 예상 / 삼성전자와 LG전자의 스마트폰과 TV 수익성 하락세 지속될 전망

2016년에도 완제품 수요는 지역별 보급률이 포화 상태에 이르면서 수요 위축세는 이어질 것으로 보인다. **스마트폰 출하량은 2015년 대비 10.8% 증가한 15.1억대**가 예상되지만 대부분 USD 100대 이하의 초저가 스마트폰 위주로 수요가 발생할 것으로 예상된다. 중국보다는 서남아시아, 동남아시아, 아프리카 등 저소득 국가의 수요 성장세가 클 것으로 보인다. 한편, **2016년 하계 올림픽에도 불구하고 TV의 수요 침체는 이어질 것**으로 보이며, UHD TV 가격이 가파르게 하락할 것으로 전망된다. 한편, 삼성전자의 Galaxy S7은 MWC에서 공개될 것으로 보이며, Card Slot 추가와 Forcetouch 등을 탑재할 것으로 보인다. 한편, 스마트폰과 TV 수요 둔화와 저가로 중무장한 중국 업체들과의 경쟁 심화로 인해 **삼성전자와 LG전자의 스마트폰과 TV 수익성은 가파르게 하락**하고 있으며, **2016년에 전사적인 비용 절감을 통해 수익성 하락 속도는 둔화**될 것으로 보이지만 매출액 감소세는 이어질 것으로 전망된다.

Connected Car 부품 업체들은 해당 부품에서 의미있는 수익성 구가 / 전기차 부품 업체들의 경우 규모의 경제 효과는 여전히 미미

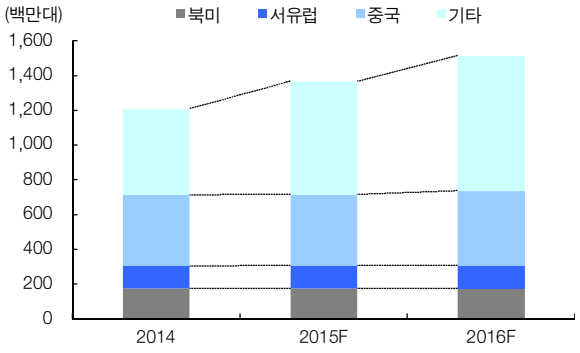
이에 따라 전자 회사들도 새로운 먹거리로 떠오를 차량용 시장으로 영역을 확대할 것으로 전망된다. 차량용 시장은 전장화를 강화한 **Connected Car**와 친환경 에너지에 초점을 맞춘 **전기차** 시장을 중심으로 성장할 것으로 예상된다. 다만, **전기차의 경우 충전 인프라와 고속 충전 표준문제** 등으로 인해 **단기간에 규모의 경제 효과를 달성할 회사는 제한**될 것으로 보인다. 반면, Connected Car의 경우 이미 많은 **자동차 회사들이 ADAS (Advanced Driving Assistance System) 탑재를 확대**하고 있다는 점에서 동 시장에서 **이익이 본격적으로 발생하는 회사들**은 증가할 것으로 전망된다. 차량용 Camera Module의 경우 전후방 카메라, MOD (Motion Object Detection) Camera, Lidar Camera 등 차량에 장착되는 Camera수가 증가하고 있다. 차량용 수동부품도 신뢰도에 대한 높은 요구로 인해 가격 Premium이 일반제품 대비 3배 이상 고가이다. 여기에 차량용 무선충전 Module 등 신규 Application이 확대되고 있다. 마지막으로 차량에 탑재되는 ADAS의 경우 Drone, 로봇 등 새로운 제품에도 접목될 수 있는 점이 매력적이다.

〈그림 1〉 2016년 전세계 완제품 출하량 전망



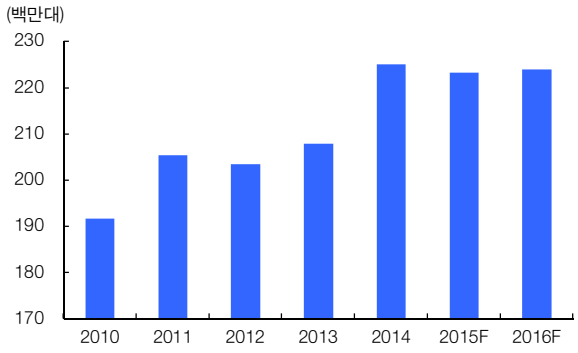
자료 : DRAM Exchange, Display Search, HMC투자증권

〈그림 2〉 지역별 스마트폰 출하량 전망



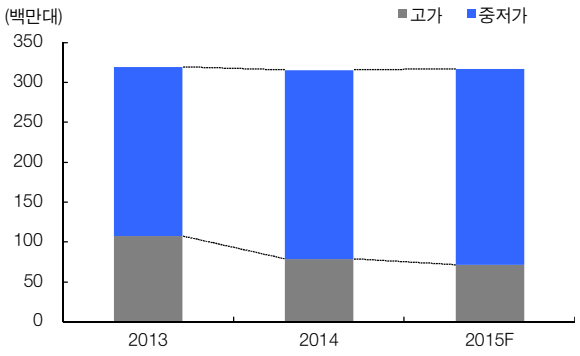
자료 : DRAM Exchange, HMC투자증권

〈그림 3〉 연도별 LCD TV 출하량 전망



자료 : Display Search, HMC투자증권

〈그림 4〉 삼성전자 스마트폰 출하량 추이

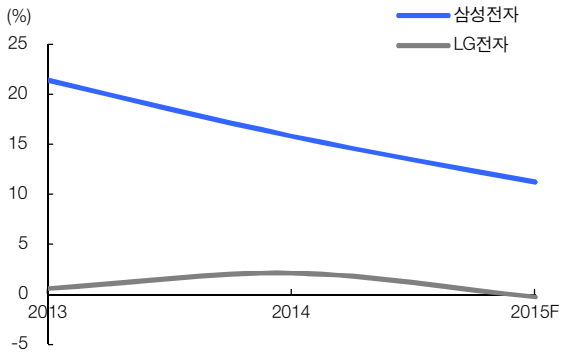


자료 : 삼성전자, HMC투자증권

〈그림 5〉 Galaxy S6와 S7 예상 사양 비교

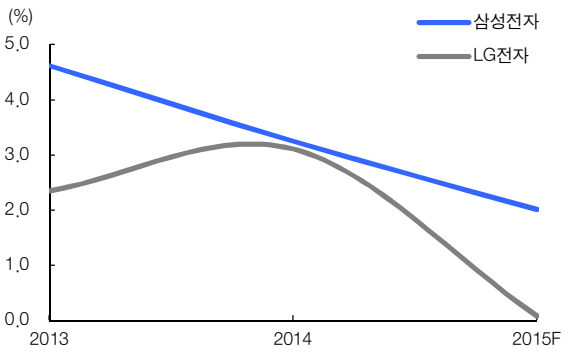
자료 : HMC투자증권

〈그림 6〉 삼성전자와 LG전자 스마트폰 영업이익률



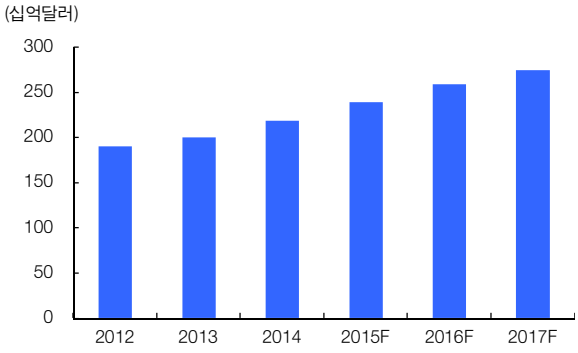
자료 : 각사, HMC투자증권

〈그림 7〉 삼성전자와 LG전자 TV 영업이익률



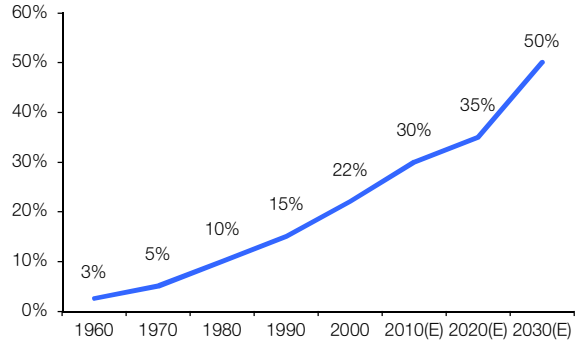
자료 : 각사, HMC투자증권

〈그림 8〉 전세계 Connected Car 시장 전망



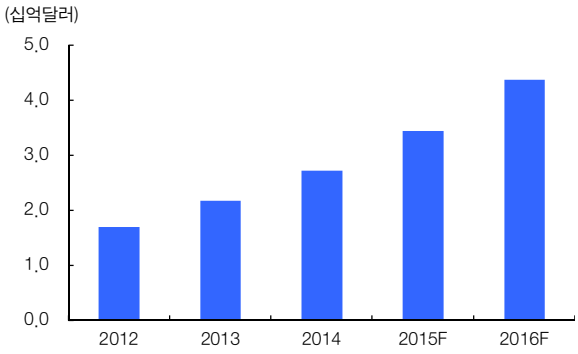
자료 : 한국자동차 산업 연구소

〈그림 9〉 자동차 제조원가 중 전자부품/SW비중 추이



자료 : Bosch, PSA

〈그림 10〉 자동차용 Camera Module 시장 전망

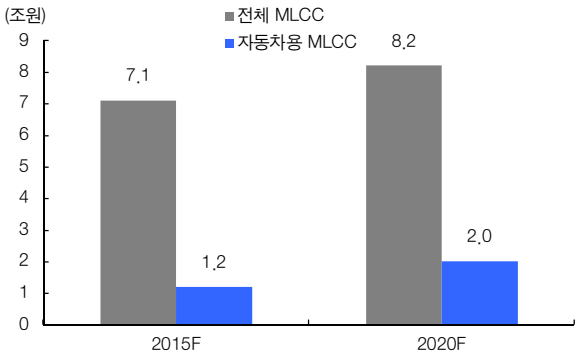


자료 : Techno System Research, HMC투자증권

〈그림 11〉 차량용 Camera Module의 주요 기능

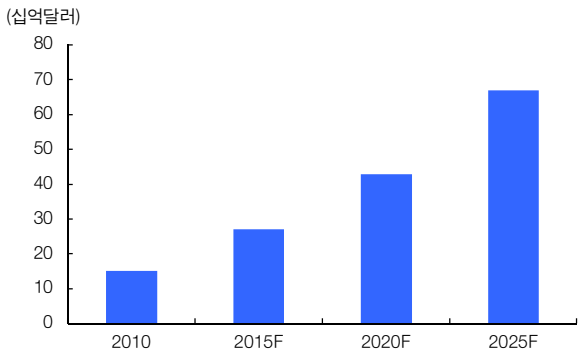
자료 : LG이노텍

〈그림 12〉 자동차용 MLCC 수요 전망



자료 : 삼성전기, HMC투자증권

〈그림 13〉 전세계 Robot 시장 전망



자료 : 미국로봇학회

삼성전기와 LG이노텍은 실적 개선과 전장부품 모멘텀 동시에 장착

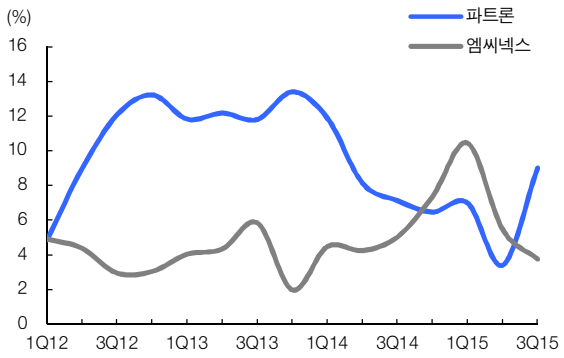
스마트폰 비중이 높은 TSP, FPCB업체들 수익성 악화 지속 / 차량용 Camera Module 매출 비중이 높은 엠씨넥스의 수익성은 상대적으로 양호

국내 전자부품 업체들의 경우 2015년 2분기까지 극심한 수익성을 하락을 경험하다가 삼성전자 스마트폰 출하량이 재차 증가한 3분기부터 수익성은 회복되고 있다. 하지만, 공급과잉과 함께 **In Cell, On Cell 수요 확대로 인해 국내 TSP 회사들의 수익성은 더욱 악화**되고 있다. 이에 따라 **관련 FPCB 비중이 높은 회사들의 수익성은 여전히 적자**를 기록하고 있다. 반면에 Camera Module을 만드는 회사들의 경우 수익성은 하락하고 있지만 **자동차용 Camera Module 비중이 큰 엠씨넥스의 수익성은 개선**되고 있는 등 전장부품 비중이 높은 회사들은 2015년부터 실적 차별화에 성공하였다.

가전/전자부품 업종 Top Pick은 삼성전기와 LG이노텍

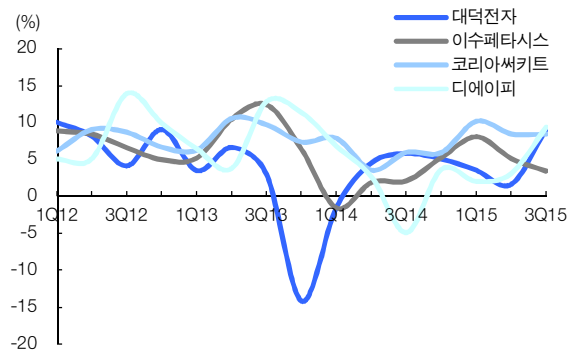
우리는 2016년 **가전/전자부품 업종 Top Picks로 삼성전기와 LG이노텍을 추천**한다. 양사 모두 2015년 구조조정 효과와 전장부품 비중 확대에 힘입어 2016년 영업이익이 YoY로 증가할 것으로 전망된다. 특히, **삼성전기**는 자동차용 MLCC Capa 확대와 차량용 Camera Module 납품 개시를 통해 **전장부품 매출액이 2,000억원** 수준으로 증가할 것으로 보인다. 한국을 대표하는 전장부품 업체인 **LG이노텍의 경우 2016년 차량용 부품 매출액이 1조원에 육박**하면서 수익성이 개선될 것으로 전망된다. GM 전기차에 해당 부품 납품 계약을 체결한 **LG전자의 경우** 2015년까지는 대부분 Car Infotainment 위주로 매출이 발생할 것으로 보이며 **스마트폰과 TV의 불확실성이 전기차 부문의 성장 모멘텀보다는 크다**는 점에서 여전히 Box권 관점에서 접근할 것을 권고한다.

〈그림 14〉 Camera Module 업체 영업이익률 추이



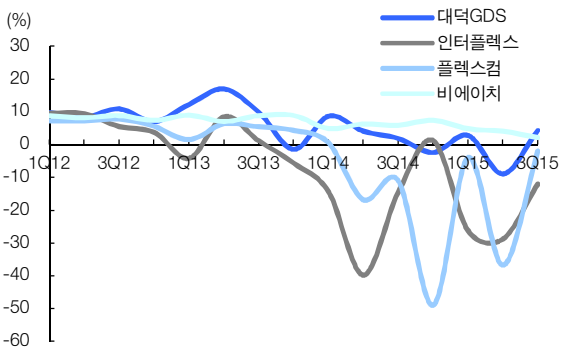
자료 : LG전자, HMC투자증권

〈그림 15〉 한국 Rigid PCB업체 영업이익률 추이



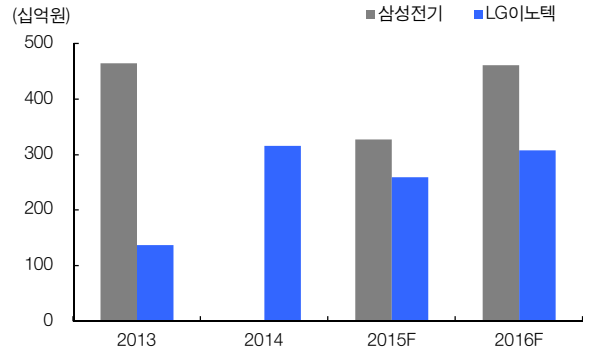
자료 : DRAM Exchange, HMC투자증권

〈그림 16〉 한국 FPCB업체 영업이익률 추이



자료 : 각사, HMC투자증권

〈그림 17〉 삼성전기와 LG이노텍 연도별 영업이익 추이



자료 : 각사, HMC투자증권

LG전자(066570)

MARKETPERFORM / TP 52,000원

반도체/가전, 전자부품 Analyst 노근창 02) 3787-2301 greg@hmcib.com

전기차 부품 vs 전통제품

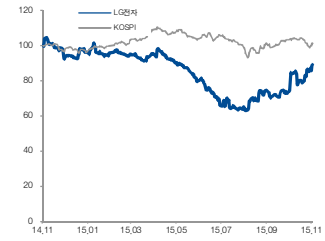
현재주가 (11/20)	56,400원
상승여력	-7.8%
시가총액	9,230억원
발행주식수	163,648천주
자본금/액면가	904십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	66,200원/39,800원
일평균 거래대금 (60일)	55십억원
외국인지분율	19.99%
주요주주	LG 33.67%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	20.4	39.4	-1.2
상대주가(%p)	23.4	34.2	6.2

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	2,002	1,822	52,000
After	2,301	1,966	52,000
Consensus	2,214	3,686	61,818
Cons. 차이	4.0%	-46.7%	-15.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- LG전자에 대해 6개월 목표주가 52,000원 (2015년 예상 BPS에 P/B 0.8배 적용)에 투자의견 MARKETPERFORM을 유지함. LG전자의 2016년 스마트폰과 LCD TV 출하량은 YoY로 각각 0.1%, 3.0% 증가한 5,972만대와 2,916만대를 기록할 것으로 전망됨. 하지만, ASP하락으로 인해 MC와 HE사업부 매출액은 YoY로 각각 6.6%, 1.5% 감소한 13.4조원과 17.3조원을 기록할 것으로 전망됨. H&A 사업부의 경우 Twin Wash 세탁기와 상업용 에어컨 판매호조에 힘입어 매출액은 YoY로 6.5% 증가한 17.4조원을 기록할 것으로 예상되지만, 영업이익은 경쟁 심화로 인해 11.3% 감소한 8,404억원을 기록할 전망. 2016년 전사 매출액(LG이노텍 포함)은 YoY로 1.3% 증가한 57.2조원을 기록할 것으로 예상되며, 영업이익은 YoY로 18.2% 감소한 9,565억원을 기록할 전망

2) 주요이슈 및 실적전망

- 동사는 GM의 차세대 Chevrolet Volt에 핵심부품 및 시스템 11종을 2017년부터 공급하는 계약을 체결하면서 동사 전기차 Solution에 대한 관심이 고조되고 있음. 동사는 금번 계약을 통해 구동Motor, Inverter, Car Infotainment, Battery Pack, 전동 Compressor 등 전기차에 대한 핵심 기술력이 검증된 것은 Valuation Multiple을 높일 요소로 평가됨. 다만, 전기차 시장의 성장 잠재력은 크지만 단기간에 전기차 Solution에서 이익을 창출하기에는 충전 Infra 부족에 따른 낮은 UX와 저유가에 따른 교체 유인 감소로 인해 어려움이 있을 것으로 예상

3) 주가전망 및 Valuation

- 전기차 Solution 장착은 동사의 Valuation Multiple을 높일 수 있는 요인으로 판단됨. 다만, 스마트폰과 TV 산업에 대한 우려는 여전히 크다는 점에서 전기차 Solution의 이익 창출 능력이 확인될 때까지는 45,000원 (2016년 P/B 0.7배)~60,000원 (2016년 P/B 0.9배) Box권 Trading 전략이 유효해 보임

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	56,772	1,249	177	3,177	1,054	95.8	64.6	1.0	6.0	1.5	0.3
2014	59,041	1,829	399	3,807	2,393	127.1	24.7	0.9	4.8	3.4	0.7
2015F	56,479	1,169	384	3,148	2,301	-3.8	24.5	0.8	6.0	3.2	0.7
2016F	57,238	957	329	3,032	1,966	-14.6	28.7	0.8	6.5	2.7	0.7
2017F	56,916	1,143	321	3,298	1,912	-2.7	29.5	0.8	6.2	2.6	0.7

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 분기별 실적 전망 (십억원)

			2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2015F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2016F
사업부별	HE	매출액	19,379	4,437	3,935	4,286	4,860	17,518	4,494	3,882	4,145	4,730	17,250
		영업이익	511	-6	-83	37	71	19	21	19	22	13	74
		영업이익률	2.6%	-0.1%	-2.1%	0.9%	1.5%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%	0.3%	0.4%
	MC	매출액	15,105	3,597	3,648	3,377	3,710	14,332	3,480	3,499	3,085	3,322	13,386
		영업이익	316	73	0	-78	-37	-42	-35	-35	-31	17	-84
		영업이익률	2.1%	2.0%	0.0%	-2.3%	-1.0%	-0.3%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	0.5%	-0.6%
	H&A	매출액	16,772	4,064	4,485	4,153	3,653	16,356	4,305	4,952	4,266	3,888	17,412
		영업이익	626	229	292	246	181	948	205	301	181	154	840
		영업이익률	3.7%	5.6%	6.5%	5.9%	5.0%	5.8%	4.8%	6.1%	4.2%	3.9%	4.8%
	VC&기타	매출액	2,834	695	760	983	1,029	3,467	1,097	1,008	1,055	1,122	4,281
		영업이익	64	-58	-12	29	35	-7	-25	-16	-17	-115	-173
		영업이익률	2.3%	-8.4%	-1.6%	3.0%	3.4%	-0.2%	-2.3%	-1.6%	-1.6%	-10.3%	-4.0%
	내부 조정된 LG이노텍	매출액	4,951	1,201	1,097	1,229	1,278	4,805	1,121	1,173	1,216	1,399	4,909
		영업이익	311	68	47	60	76	251	58	61	81	99	298
		영업이익률	6.3%	5.6%	4.3%	4.9%	6.0%	5.2%	5.1%	5.2%	6.6%	7.1%	6.1%
	합계	매출액	59,041	13,994	13,926	14,029	14,530	56,479	14,497	14,513	13,767	14,461	57,238
		영업이익	1,829	305	244	294	326	1,169	224	330	236	166	956.5
		영업이익률	3.1%	2.2%	1.8%	2.1%	2.2%	2.1%	1.5%	2.3%	1.7%	1.2%	1.7%
세전이익			1,041	50	309	110	147	616	12	144	214	63	434
지배주주 순이익			399	2	187	84	111	384	9	109	163	48	329

자료 : LG전자, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	56,772	59,041	56,479	57,238	56,916
증가율 (%)	3.0	4.0	-4.3	1.3	-0.6
매출원가	43,596	45,299	43,686	44,443	43,252
매출원가율 (%)	76.8	76.7	77.3	77.6	76.0
매출총이익	13,176	13,742	12,793	12,795	13,664
매출이익률 (%)	23.2	23.3	22.7	22.4	24.0
증가율 (%)	2.4	4.3	-6.9	0.0	6.8
판매관리비	11,927	11,913	11,624	11,838	12,521
판관비율 (%)	21.0	20.2	20.6	20.7	22.0
EBITDA	3,177	3,807	3,148	3,032	3,298
EBITDA 이익률 (%)	5.6	6.4	5.6	5.3	5.8
증가율 (%)	5.9	19.8	-17.3	-3.7	8.8
영업이익	1,249	1,829	1,169	957	1,143
영업이익률 (%)	2.2	3.1	2.1	1.7	2.0
증가율 (%)	2.7	46.4	-36.1	-18.2	19.5
영업외손익	-785	-915	-954	-688	-894
금융수익	408	417	352	447	263
금융비용	777	752	733	705	736
기타영업외손익	-417	-579	-574	-430	-420
종속/관계기업관련손익	126	304	404	165	174
세전계속사업이익	590	1,218	618	434	422
세전계속사업이익률	1.0	2.1	1.1	0.8	0.7
증가율 (%)	7.5	106.6	-49.2	-29.8	-2.7
법인세비용	358	540	62	-56	-54
계속사업이익	231	679	557	490	477
중단사업이익	-8,368	-177,152	-2,265	0	0
당기순이익	223	501	555	490	477
당기순이익률 (%)	0.4	0.8	1.0	0.9	0.8
증가율 (%)	116.6	125.1	10.6	-11.7	-2.7
지배주주지분 순이익	177	399	384	329	321
비지배주주지분 순이익	46	102	170	160	156
기타포괄이익	-203	-405	18	0	0
총포괄이익	19	97	573	490	477

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	16,325	17,483	18,573	18,322	17,785
현금성자산	2,645	2,244	2,276	1,901	1,233
단기투자자산	99	96	96	96	95
매출채권	7,117	7,684	8,340	8,301	8,254
재고자산	4,839	5,711	5,939	5,911	5,877
기타유동자산	1,624	1,747	1,922	2,114	2,326
비유동자산	19,203	19,586	20,317	21,112	21,968
유형자산	10,342	10,597	11,267	12,406	13,524
무형자산	1,364	1,394	1,200	880	645
투자자산	4,653	4,897	4,915	4,892	4,864
기타비유동자산	2,844	2,698	2,934	2,934	2,934
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	35,528	37,068	38,890	39,435	39,753
유동부채	15,014	15,754	16,485	16,422	16,346
단기차입금	904	1,165	1,475	1,475	1,475
매입채무	5,691	6,742	6,977	6,944	6,905
유동성장기부채	2,119	1,411	1,571	1,571	1,571
기타유동부채	6,300	6,437	6,461	6,431	6,395
비유동부채	7,825	8,323	8,930	9,122	9,111
사채	4,274	4,295	4,936	5,136	5,136
장기차입금	1,914	2,132	2,112	2,112	2,112
장기금융부채 (리스포함)	11	63	42	42	42
기타비유동부채	1,626	1,834	1,840	1,832	1,821
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	22,839	24,077	25,416	25,543	25,458
지배주주지분	11,739	11,719	12,038	12,294	12,542
자본금	904	904	904	904	904
자본잉여금	2,902	2,923	2,923	2,923	2,923
자본조정 등	-45	-45	-45	-45	-45
기타포괄이익누계액	-907	-1,144	-1,102	-1,102	-1,102
이익잉여금	8,886	9,081	9,358	9,615	9,862
비지배주주지분	950	1,272	1,437	1,597	1,753
자본총계	12,689	12,991	13,475	13,891	14,295

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	2,211	2,029	1,456	2,203	2,242
당기순이익	223	501	555	490	477
유형자산 상각비	1,544	1,552	1,571	1,755	1,921
무형자산 상각비	384	426	409	320	235
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-1,854	-2,469	-1,529	-197	-217
기타	1,914	2,019	451	-165	-174
투자활동으로인한현금흐름	-2,391	-2,397	-2,423	-2,705	-2,837
투자자산의 감소(증가)	7	61	385	189	201
유형자산의 감소	62	101	31	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,117	-2,166	-2,468	-2,894	-3,038
기타	-343	-392	-371	0	1
재무활동으로인한현금흐름	667	64	1,018	127	-73
장기차입금의 증가(감소)	-1,328	526	270	0	0
사채의증가(감소)	1,224	21	641	200	0
자본의 증가	11	21	0	0	0
배당금	-59	-73	-80	-73	-73
기타	819	-430	187	0	0
기타현금흐름	-27	-98	-20	0	0
현금의증가(감소)	460	-401	31	-375	-668
기초현금	2,185	2,645	2,244	2,276	1,901
기말현금	2,645	2,244	2,276	1,901	1,233

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	1,335	3,016	3,341	2,944	2,865
EPS(지배순이익 기준)	1,054	2,393	2,301	1,966	1,912
BPS(자본총계 기준)	70,171	71,840	74,514	76,817	79,050
BPS(지배지분 기준)	64,917	64,808	66,568	67,987	69,357
DPS	200	400	400	400	400
P/E(당기순이익 기준)	51.0	19.6	16.9	19.2	19.7
P/E(지배순이익 기준)	64.6	24.7	24.5	28.7	29.5
P/B(자본총계 기준)	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
P/B(지배지분 기준)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(Reporte	6.0	4.8	6.0	6.5	6.2
배당수익률	0.3	0.7	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	121.7	126.0	10.8	-11.9	-2.7
EPS(지배순이익 기준)	95.8	127.1	-3.8	-14.6	-2.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	1.8	3.9	4.2	3.6	3.4
ROE(지배순이익 기준)	1.5	3.4	3.2	2.7	2.6
ROA	0.6	1.4	1.5	1.2	1.2
안정성 (%)					
부채비율	180.0	185.3	188.6	183.9	178.1
순차입금비율	51.1	51.8	57.7	60.1	63.1
이자보상배율	3.3	4.3	2.6	2.0	2.4

** K-IFRS 별도 기준*

삼성전기(009150)

BUY / TP 80,000원

반도체/가전, 전자부품 Analyst 노근창 02) 3787-2301 greg@hmcib.com

흑자가 나는 전장부품을 장착했다

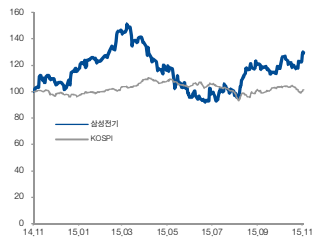
현재주가 (11/20)	69,900원
상승여력	14.4%
시가총액	5,221십억원
발행주식수	74,694천주
자본금/액면가	388십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	81,800원/49,650원
일평균 거래대금 (60일)	32십억원
외국인지분율	22.55%
주요주주	삼성전자 외 6인 23.78%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	7.5	31.4	8.0
상대주가(%p)	10.2	26.4	16.2

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	1,000	4,288	80,000
After	1,000	4,288	80,000
Consensus	1,783	3,506	79,600
Cons. 차이	-43.9%	22.3%	0.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 삼성전기에 대해 6개월 목표주가 80,000원 (2016년 예상 BPS에 P/B 1.3배)에 투자의견 매수를 유지함. 삼성전기는 2015년에 Motor, Power, Tuner, ESL 사업을 구조조정하면서 수동부품과 PCB, Camera Module, WiFi Module 중심으로 사업부를 재편하였음. 수동부품은 전기가 흐르는 모든 제품에 필요한 핵심 부품이며, 2차 전지와 반도체 Chip을 장착하는 전기차, Drone, 로봇 등에 대거 장착됨. Camera Module, 무선충전 Module, WiFi Module 등도 기존 스마트폰에서 Connected Car로 탑재가 크게 증가하고 있음. PCB사업부는 자동차와 Wearable 기기 등에 반드시 필요한 부품임. 삼성전기의 제품 Line은 IOT 생태계 활성화를 위해 반드시 필요한 제품들로 재조정된 상태임. 삼성전기의 2016년 매출액은 한계 사업 구조조정으로 인해 정체될 것으로 보이지만 영업이익은 1) MLCC와 Power Inductor 호조, 2)전장부품의 성장, 3)구조조정 효과에 힘입어 YoY로 41.0% 증가한 4,603억원을 기록할 것으로 전망

2) 주요이슈 및 실적전망

- 동사는 자동차용 MLCC 매출 확대를 위해 부산 MLCC 공장의 Capa를 확대할 것으로 예상됨. 전장부품 회사들의 경우 자동차용 MLCC Capa를 확인한 이후 수주 물량을 결정한다는 점에서 동사의 증설은 긍정적으로 평가됨. 자동차용 MLCC의 경우 AEC-Q200 등 신뢰성에 대한 요구 조건이 엄격한데, 스마트폰 MLCC의 신뢰도 테스트 항목이 5개인 것에 비해 자동차용 MLCC는 100개 이상. 이런 품질상의 이유로 인해 자동차용 MLCC의 ASP는 스마트폰용 대비 3배 이상 고가이며 동 시장은 Murata와 TDK가 과점하고 있음. 따라서 전장부품 회사들의 경우 과점화된 시장 구조를 바꾸기 위해 동사의 자동차용 MLCC 시장 진출을 환영하고 있음. 동사는 세계적인 전장회사들에 MLCC 수주금액이 빠른 속도로 상승하고 있음. 또한, 2016년부터 완성차 업체에 자동차용 Camera Module 납품이 예상되며 차량용 무선 충전 Module도 공급할 것으로 보임

3) 주가전망 및 Valuation

- 전장 부품의 성장성과 2016년 실적 모멘텀을 감안할 때 Buy & Hold 전략 유효

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	8,257	464	330	1,083	4,391	-25.1	16.6	1.4	6.0	8.2	1.0
2014	7,144	2	503	662	6,700	52.6	8.2	0.9	6.8	11.5	1.4
2015F	6,536	326	77	957	1,000	-85.1	69.9	1.2	6.1	1.7	1.1
2016F	6,421	460	323	1,176	4,288	328.6	16.3	1.2	5.0	7.1	1.1
2017F	6,527	513	365	1,269	4,852	13.2	14.4	1.1	4.4	7.5	1.1

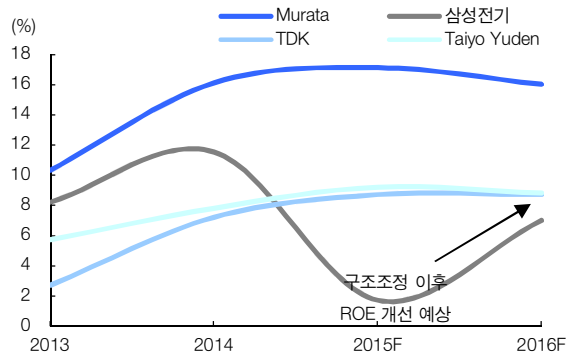
* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 분기별 실적 전망 (단위: 십억원)

IFRS 연결 기준		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2015F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2016F
LCR	매출액	534.0	507.1	542.8	503.4	2,087.3	506.0	598.6	642.8	630.6	2,377.9
	영업이익	88.1	81.1	72.4	60.4	302.1	78.4	98.8	102.8	75.7	355.7
	영업이익률	16.5%	16.0%	13.3%	12.0%	14.5%	15.5%	16.5%	16.0%	12.0%	15.0%
ACI	매출액	388.0	374.4	394.6	382.5	1,539.5	364.4	400.5	401.5	396.7	1,563.2
	영업이익	-24.3	-20.7	3.7	-2.4	-43.8	4.0	9.0	12.7	6.6	32.3
	영업이익률	-6.3%	-5.5%	0.9%	-0.6%	-2.8%	1.1%	2.3%	3.2%	1.7%	2.1%
DM	매출액	851.9	831.0	668.1	632.1	2,983.1	610.8	652.3	648.3	632.0	2,543.5
	영업이익	8.7	20.0	25.4	14.0	68.1	5.7	23.5	29.1	13.9	72.2
	영업이익률	1.0%	2.4%	3.8%	2.2%	2.3%	0.9%	3.6%	4.5%	2.2%	2.8%
내부조정		-50.7	-14.4	4.0	-12.8	-73.8	-12.4	-18.4	-14.2	-18.5	-63.6
전사	매출액	1,723.2	1,698.1	1,609.5	1,505.3	6,536.1	1,468.8	1,632.9	1,678.4	1,640.7	6,420.8
	영업이익	72.6	80.4	101.5	71.9	326.4	88.2	131.3	144.6	96.2	460.3
	영업이익률	4.2%	4.7%	6.3%	4.8%	5.0%	6.0%	8.0%	8.6%	5.9%	7.2%
	세전이익	66.6	180.6	107.0	66.4	420.6	81.3	124.5	137.7	89.0	432.5
	중단사업손익	-10.5	-145.8	-84.1	0.0	-240.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	지배주주 순이익	36.8	0.2	-9.1	49.1	77.0	60.2	92.1	104.1	66.2	322.6

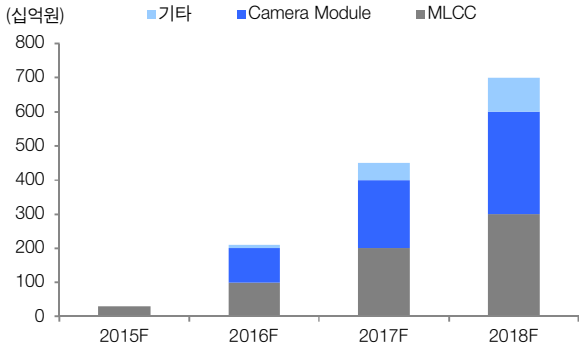
자료 : 삼성전기, HMC투자증권

〈그림1〉 수동부품 업체 ROE추이



자료 : Bloomberg, HMC투자증권

〈그림2〉 차량용 부품 매출액 추이



자료 : 삼성전기, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	8,257	7,144	6,536	6,421	6,527
증가율 (%)	4.3	-13.5	-8.5	-1.8	1.7
매출원가	6,709	6,047	5,223	5,018	5,100
매출원가율 (%)	81.3	84.6	79.9	78.2	78.1
매출총이익	1,547	1,097	1,313	1,403	1,427
매출이익률 (%)	18.7	15.4	20.1	21.8	21.9
증가율 (%)	1.8	-29.1	19.7	6.9	1.7
판매관리비	1,083	1,095	986	943	914
판관비율 (%)	13.1	15.3	15.1	14.7	14.0
EBITDA	1,083	662	957	1,176	1,269
EBITDA 이익률 (%)	13.1	9.3	14.6	18.3	19.4
증가율 (%)	-1.5	-38.9	44.6	22.9	7.9
영업이익	464	2	326	460	513
영업이익률 (%)	5.6	0.0	5.0	7.2	7.9
증가율 (%)	-20.1	-99.6	19,377.8	41.0	11.5
영업외손익	-31	635	95	-28	-24
금융수익	13	13	23	26	30
금융비용	42	41	35	34	34
기타영업외손익	-2	663	106	-20	-20
종속/관계기업관련손익	3	2	-1	0	0
세전계속사업이익	436	639	420	432	489
세전계속사업이익률	5.3	8.9	6.4	6.7	7.5
증가율 (%)	-25.3	46.6	-34.2	2.9	13.0
법인세비용	90	130	84	110	124
계속사업이익	346	509	337	323	365
중단사업이익	0	0	-251	0	0
당기순이익	346	509	85	323	365
당기순이익률 (%)	4.2	7.1	1.3	5.0	5.6
증가율 (%)	-23.5	47.2	-83.2	277.7	13.1
지배주주지분 순이익	330	503	77	323	365
비지배주주지분 순이익	15	6	8	0	0
기타포괄이익	25	-64	6	0	0
총포괄이익	370	445	91	323	365

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	2,651	3,554	2,855	2,880	3,079
현금성자산	738	688	901	1,142	1,475
단기투자자산	33	791	649	325	330
매출채권	724	900	602	656	607
재고자산	888	841	602	656	667
기타유동자산	267	334	100	100	0
비유동자산	4,535	4,165	4,678	5,017	5,145
유형자산	2,950	2,926	3,428	3,686	3,805
무형자산	225	104	79	68	58
투자자산	1,314	1,046	1,032	1,125	1,143
기타비유동자산	46	89	139	139	139
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	7,185	7,719	7,533	7,896	8,224
유동부채	1,787	2,151	1,610	1,684	1,698
단기차입금	806	671	681	681	681
매입채무	393	391	290	316	321
유동성장기부채	91	445	111	111	111
기타유동부채	497	643	528	576	586
비유동부채	1,140	925	1,393	1,417	1,422
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	709	597	1,123	1,123	1,123
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	431	328	270	294	299
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,927	3,076	3,003	3,101	3,120
지배주주지분	4,174	4,553	4,431	4,697	5,005
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045
자본조정 등	-2	-1	-147	-147	-147
기타포괄이익누계액	623	617	622	622	622
이익잉여금	2,119	2,505	2,523	2,789	3,096
비지배주주지분	84	89	99	99	99
자본총계	4,258	4,643	4,530	4,796	5,103

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	904	373	1,214	1,063	1,314
당기순이익	346	509	85	323	365
유형자산 상각비	600	642	616	705	747
무형자산 상각비	19	18	14	11	10
외환손익	1	-2	2	0	0
운전자본의 감소(증가)	-191	-344	549	-10	159
기타	130	-451	-53	34	34
투자활동으로인한현금흐름	-815	-372	-966	-730	-890
투자자산의 감소(증가)	96	270	15	-93	-19
유형자산의 감소	20	15	26	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-961	-860	-1,282	-962	-866
기타	30	202	276	325	-5
재무활동으로인한현금흐름	41	-22	-58	-91	-91
장기차입금의 증가(감소)	134	-248	537	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-79	-58	-58	-57	-57
기타	-15	284	-536	-34	-34
기타현금흐름	-76	-29	23	0	0
현금의증가(감소)	55	-50	213	241	333
기초현금	684	738	688	901	1,142
기말현금	738	688	901	1,142	1,475

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	4,598	6,783	1,113	4,288	4,852
EPS(지배순이익 기준)	4,391	6,700	1,000	4,288	4,852
BPS(자본총계 기준)	54,871	59,829	58,373	61,797	65,765
BPS(자배지분 기준)	53,789	58,677	57,098	60,523	64,491
DPS	750	750	750	750	750
P/E(당기순이익 기준)	15.9	8.1	57.2	14.8	13.1
P/E(지배순이익 기준)	16.6	8.2	63.6	14.8	13.1
P/B(자본총계 기준)	1.3	0.9	1.1	1.0	1.0
P/B(지배지분 기준)	1.4	0.9	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA(Reported)	6.0	6.8	5.5	4.6	4.0
배당수익률	1.0	1.4	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-23.5	47.5	-83.6	285.4	13.2
EPS(지배순이익 기준)	-25.1	52.6	-85.1	328.6	13.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.4	11.4	1.9	6.9	7.4
ROE(지배순이익 기준)	8.2	11.5	1.7	7.1	7.5
ROA	4.9	6.8	1.1	4.2	4.5
안정성 (%)					
부채비율	68.7	66.2	66.3	64.7	61.1
순차입금비율	19.6	5.0	8.1	9.3	2.2
이자보상배율	11.0	0.0	9.5	13.4	15.0

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note

2015. 11. 24

LG이노텍(011070)

BUY / TP 125,000원

반도체/가전, 전자부품 Analyst 노근창 02) 3787-2301 greg@hmcib.com

차량부품 매출액 1조원 육박

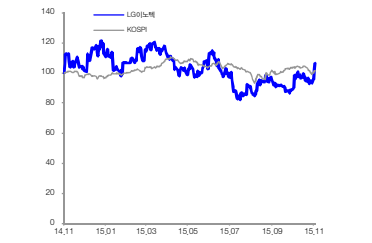
현재주가 (11/20)	102,500원
상승여력	22.0%
시가총액	2,426십억원
발행주식수	2,426천주
자본금/액면가	118십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	117,000원/79,000원
일평균 거래대금 (60일)	15십억원
외국인지분율	10.92%
주요주주	LG전자 외 4인 40.81%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	18.5	23.2	3.5
상대주가(%p)	21.4	18.5	11.3

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	5,248	6,544	125,000
After	5,248	6,544	125,000
Consensus	5,449	8,430	128,167
Cons. 차이	-3.7%	-22.4%	-2.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- LG이노텍에 대해 대해 6개월 목표주가 125,000원 (2016년 예상 BPS에 P/B 1.5배 적용)에 투자의견 매수를 유지함. 2014년에 실적 Turn Around에 성공한 LG이노텍의 2015년 매출액과 영업이익은 전장부품과 Camera Module 호조에도 불구하고 LED, TSP, PKG 제품의 매출 감소로 인해 YoY로 각각 3.3%, 17.8% 감소한 6.3조원과 2,591억원을 기록할 것으로 전망됨. 하지만, 2016년 매출액과 영업이익은 차량 부품의 거래선 확대와 중국향 Camera Module 출하량 증가에 힘입어 YoY로 각각 3.4%, 18.4% 증가한 6.5조원과 3,069억원을 기록하면서 실적 성장세를 회복할 것으로 보임

2) 주요이슈 및 실적전망

- 동사의 차량용 부품의 경우 30개 이상의 거래선을 확보하고 있으며, 기존 Motor/Sensor, 통신 Module, Camera Module의 신규 거래선이 확대되는 가운데 차량용 무선충전 Module, DCT Motor, DC-DC Converter 등 신제품이 추가되고 있으며, Radar 등 신규 부품 개발에도 역량을 집중하면서 매출액은 2017년부터 1조원대 이상으로 성장할 것으로 보임. 2015년 수주 잔고기 5조원을 상회한다는 점에서 2016년 차량부품 매출액은 1조원에 육박할 것으로 보임. 무엇보다도 동사 차량부품의 수익성은 한 자리 수 중반으로 안정적인 수준을 유지하고 있다는 점이 매력적임. 차량용 부품의 경우 IT제품과는 달리 제품 신뢰도 테스트 기간이 길고 안정성에 대한 검증이 필요하다는 점에서 진입 장벽은 IT제품 대비 높음. 무엇보다도 완성차 회사들도 전장부품의 경우 IT제품이라는 인식이 강하며 다른 자동차 부품 대비 IT부품 회사에 대한 의존도가 크다는 점에서 향후에도 안정적인 수익성은 유지될 것으로 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 2016년 실적 모멘텀과 전장부품의 성장성을 감안할 때 Buy & Hold 전략으로 접근할 것을 권고

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	6,212	136	16	665	770	흑전	108.6	1.3	5.2	1.2	0.0
2014	6,466	314	113	849	5,020	551.5	22.4	1.6	4.4	7.5	0.2
2015F	6,251	260	124	729	5,248	4.6	19.5	1.3	4.3	7.1	0.2
2016F	6,461	308	155	757	6,544	24.7	15.7	1.2	3.9	8.2	0.2
2017F	6,688	373	212	800	8,949	36.8	11.5	1.1	3.5	10.2	0.2

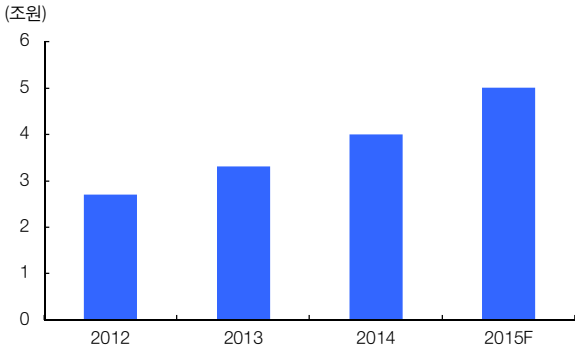
* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 분기별 실적 전망 (십억원)

		2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2015F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2016F
매출액	LED	1,049	221	197	189	182	789	194	190	200	186	770
	광학솔루션	2,746	712	706	775	937	3,130	744	749	802	982	3,276
	기판소재	1,700	383	357	370	344	1,454	335	333	340	349	1,357
	Substrate	881	218	232	243	224	916	223	221	231	242	917
	Materials	818	165	125	128	120	538	112	112	110	107	440
	전장부품	1,050	262	235	273	298	1,068	270	302	332	365	1,270
	차량부품	532	150	156	163	197	666	198	227	244	263	933
	일반부품	518	112	79	110	101	402	72	75	89	101	337
	합계	6,466	1,541	1,447	1,559	1,703	6,251	1,495	1,525	1,622	1,820	6,461
매출액 비중	LED	16.2%	14.3%	13.6%	12.1%	10.7%	12.6%	13.0%	12.4%	12.3%	10.2%	11.9%
	광학솔루션	42.5%	46.2%	48.8%	49.7%	55.0%	50.1%	49.8%	49.1%	49.4%	53.9%	50.7%
	기판소재	26.3%	24.9%	24.7%	23.8%	20.2%	23.3%	22.4%	21.8%	21.0%	19.2%	21.0%
	Substrate	13.6%	14.1%	16.0%	15.6%	13.1%	14.7%	14.9%	14.5%	14.2%	13.3%	14.2%
	Materials	12.7%	10.7%	8.6%	8.2%	7.0%	8.6%	7.5%	7.3%	6.8%	5.9%	6.8%
	전장부품	16.2%	17.0%	16.2%	17.5%	17.5%	17.1%	18.1%	19.8%	20.5%	20.1%	19.7%
	차량부품	8.2%	9.7%	10.8%	10.5%	11.6%	10.7%	13.3%	14.9%	15.0%	14.5%	14.4%
	일반부품	8.0%	7.3%	5.4%	7.1%	5.9%	6.4%	4.8%	4.9%	5.5%	5.6%	5.2%
영업이익		315.2	69.0	48.9	60.9	80.3	259.1	59.4	62.8	83.1	101.5	306.9
영업이익률		4.9%	4.5%	3.4%	3.9%	4.7%	4.1%	4.0%	4.1%	5.1%	5.6%	4.7%
세전이익		191.6	47.6	27.7	31.8	54.5	161.7	33.4	37.2	58.0	77.0	205.6
지배주주 순이익		112.7	28.1	31.4	23.8	40.9	124.2	25.8	27.9	43.5	57.7	154.9

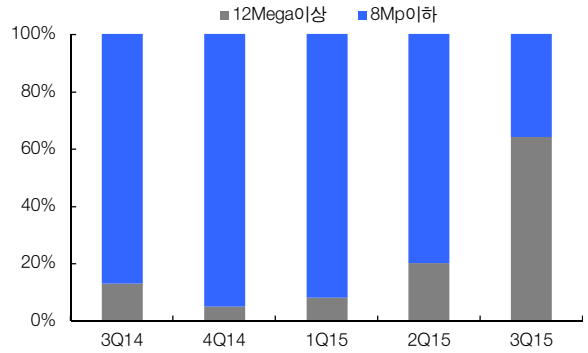
자료: LG이노텍, HMC투자증권

〈그림1〉 LG이노텍 차량용 부품 수주 잔고 추이



자료: LG이노텍, HMC투자증권

〈그림2〉 Camera Module 화소별 비중 추이



자료: LG이노텍

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	6,212	6,466	6,251	6,461	6,688
증가율 (%)	16.8	4.1	-3.3	3.4	3.5
매출원가	5,522	5,603	5,444	5,561	5,731
매출원가율 (%)	88.9	86.7	87.1	86.1	85.7
매출총이익	690	863	807	900	957
매출이익률 (%)	11.1	13.3	12.9	13.9	14.3
증가율 (%)	22.8	25.1	-6.5	11.6	6.3
판매관리비	554	549	548	593	584
판관비율 (%)	8.9	8.5	8.8	9.2	8.7
EBITDA	665	849	729	757	800
EBITDA 이익률 (%)	10.7	13.1	11.7	11.7	12.0
증가율 (%)	21.3	27.5	-14.1	3.8	5.7
영업이익	136	314	259	307	373
영업이익률 (%)	2.2	4.9	4.1	4.7	5.6
증가율 (%)	76.1	130.6	-17.5	18.4	21.6
영업외손익	-114	-122	-99	-103	-92
금융수익	29	23	19	16	6
금융비용	123	97	58	45	26
기타영업외손익	-20	-49	-60	-74	-72
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	22	192	162	206	282
세전계속사업이익률	0.4	3.0	2.6	3.2	4.2
증가율 (%)	흑전	770.1	-15.6	27.2	36.9
법인세비용	6	79	37	51	70
계속사업이익	16	113	124	155	212
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	113	124	155	212
당기순이익률 (%)	0.3	1.7	2.0	2.4	3.2
증가율 (%)	흑전	625.0	10.2	24.7	36.8
지배주주지분 순이익	16	113	124	155	212
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	-12	6	0	0
총포괄이익	26	101	130	155	212

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	2,007	2,082	1,914	1,979	2,322
현금성자산	400	396	220	170	390
단기투자자산	3	1	1	1	1
매출채권	1,136	1,245	1,253	1,338	1,429
재고자산	376	354	376	401	429
기타유동자산	93	86	65	69	74
비유동자산	2,574	2,347	2,133	2,068	2,043
유형자산	2,105	1,898	1,692	1,657	1,655
무형자산	168	181	166	133	107
투자자산	24	36	44	47	50
기타비유동자산	278	232	231	231	231
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	4,581	4,429	4,047	4,047	4,366
유동부채	1,629	1,647	1,385	1,589	1,689
단기차입금	38	15	104	154	174
매입채무	564	653	662	708	756
유동성장기부채	595	480	181	261	261
기타유동부채	432	499	436	466	498
비유동부채	1,635	1,086	842	488	501
사채	919	299	279	199	199
장기차입금	609	666	388	103	103
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	108	120	174	186	199
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,264	2,732	2,226	2,078	2,190
지배주주지분	1,317	1,696	1,821	1,970	2,175
자본금	101	118	118	118	118
자본잉여금	872	1,134	1,134	1,134	1,134
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	-11	-6	4	4	4
이익잉여금	356	451	565	714	920
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,317	1,696	1,821	1,970	2,175

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	436	743	672	575	608
당기순이익	16	113	124	155	212
유형자산 상각비	494	498	429	415	400
무형자산 상각비	36	36	39	33	26
외환손익	-3	-3	2	0	0
운전자본의 감소(증가)	-172	-45	38	-29	-31
기타	66	144	39	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-405	-309	-333	-383	-402
투자자산의 감소(증가)	2	-12	-8	-3	-3
유형자산의 감소	17	17	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-383	-261	-307	-380	-399
기타	-41	-52	-19	0	0
재무활동으로인한현금흐름	16	-440	-516	-241	14
장기차입금의 증가(감소)	28	35	-188	-235	20
사채의증가(감소)	-77	-619	-20	-80	0
자본의 증가	23	279	0	0	0
배당금	0	0	-6	-6	-6
기타	42	-134	-302	80	0
기타현금흐름	0	3	0	0	0
현금의증가(감소)	47	-3	-176	-50	220
기초현금	353	400	396	220	170
기말현금	400	396	220	170	390

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	771	5,020	5,248	6,544	8,949
EPS(지배순이익 기준)	770	5,020	5,248	6,544	8,949
BPS(자본총계 기준)	65,287	71,681	76,925	83,220	91,919
BPS(지배지분 기준)	65,287	71,681	76,925	83,219	91,919
DPS	0	250	250	250	250
P/E(당기순이익 기준)	108.6	22.4	19.5	15.7	11.5
P/E(지배순이익 기준)	108.6	22.4	19.5	15.7	11.5
P/B(자본총계 기준)	1.3	1.6	1.3	1.2	1.1
P/B(지배지분 기준)	1.3	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(Reported)	5.2	4.4	4.3	3.9	3.5
배당수익률	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	551.5	4.6	24.7	36.8
EPS(지배순이익 기준)	흑전	551.5	4.6	24.7	36.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	1.2	7.5	7.1	8.2	10.2
ROE(지배순이익 기준)	1.2	7.5	7.1	8.2	10.2
ROA	0.3	2.5	2.9	3.8	5.0
안정성 (%)					
부채비율	247.9	161.1	122.3	105.5	100.7
순차입금비율	133.5	62.7	40.2	27.8	15.9
이자보상배율	1.3	4.1	6.0	10.9	14.4

** K-IFRS 연결 기준*

2016 Outlook

2015. 11. 24

통신서비스

OVERWEIGHT

본원적 Role로의 회귀

Analyst 황성진
02) 3787-2658
hsj@hmcib.com

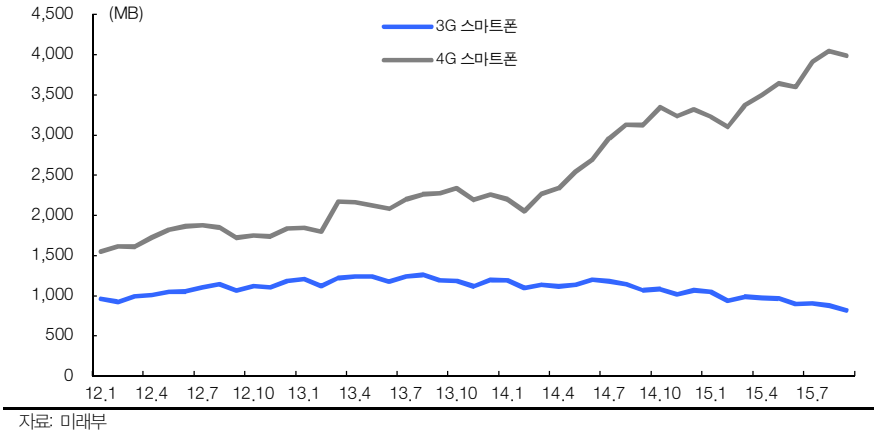
16년 안정적인 실적전망, 그러나 주가상승탄력 둔화 가능성 상존

최근 수년간 통신업종은 LTE 모멘텀으로 촉발된 ARPU 상승세와 단통법 시행 등으로 대표되는 마케팅비 안정화 기조로 업종 전반적인 실적 호조세를 보여왔다. 이러한 통신업체들의 실적 개선세는 16년에도 이어질 것으로 전망된다. 단통법 이후 시장 경쟁구도는 큰 변수 없이 매우 안정적인 흐름을 보이고 있으며, 업체들의 마케팅비 지출 역시 하향 안정화 기조를 이어가고 있기 때문이다. 16년 통신 3사의 합산 매출액은 3.0% 성장한 51조 1,772억원을 기록할 것으로 추정되며, 영업이익은 15.5% 성장한 4조 2,017억원을 기록할 것으로 추정된다 다만 16년 통신업종의 주가흐름은 양호한 흐름을 보이면서도 과거의 상승탄력에는 다소 미치지 못하는 모습을 보일 가능성이 높을 것으로 전망된다. LTE 보급율이 70%선에 육박하면서 LTE 모멘텀에 따른 추가적인 성장 가능성이 과거보다는 제한적일 수밖에 없고, 데이터 중심 요금제와 선택약정 할인 확대 등으로 인해 ARPU 상승탄력이 둔화될 것으로 전망되기 때문이다.

ARPU의 성장과 매출증가 여부가 변수, 관건은 데이타 사용량 증대가 유발할 업셀링 여부

ARPU 상승탄력의 둔화는 곧 통신업 전반의 성장을 이끌고 있는 무선통신 매출의 정체를 의미한다는 점에서, 장기적인 성장 가능성에 프리미엄을 부여하는 주가 속성에는 부정적으로 작용할 가능성이 높다. ARPU는 LTE 가입자 포화, 가입비 인하 효과, 선택약정 할인 요금제 가입자 비중 확대, 데이터 중심 요금제 확산에 따른 음성통화 초과분 축소 등의 이유로 상승탄력 둔화가 불가피할 전망이다. 다행히 최근 데이터 사용량이 급증하고 있어 장기적인 업셀링 가능성이 상존한다는 점은 긍정적인 부분이다. 다만 상기한 ARPU 하락 압력들이 단기적, 직접적인 요소들이라면, 데이터 사용량 증가와 업셀링은 장기적, 점진적 요소라는 점 또한 고려해야 할 것이다. ARPU를 제외한 다른 펀더멘털 지표들은 양호한 흐름을 이어갈 것이다. 비용 부문에서는 단통법 안착으로 인해 나타난 마케팅비 하향 안정화 기조가 꾸준히 지속될 전망이다. LTE 네트워크에 대한 투자가 일단락되었으며 5G 투자까지는 다소 시간이 필요하다는 점에서 CAPEX 역시 하향 안정화 기조를 유지할 것으로 예상된다.

평균 데이터 사용량의 급증



자료: 미래부

16년 통신업종, 본원적 Role로의 회귀

주가상승탄력 둔화 가능성 상존, Top Picks은 SK텔레콤

LTE로 인한 실적 개선추세 16년에도 지속될 듯

최근 수년간 통신업종의 주가흐름은 비교적 안정적인 모습을 보였다. 이는 LTE 모멘텀으로 촉발된 ARPU 상승세와 단통법 시행 등으로 대표되는 마케팅비 안정화 기조가 업종 전반의 실적 개선을 견인했기 때문이다. LTE 네트워크 투자 완료에 따른 CAPEX 감소 역시 긍정적인 영향을 미쳤다. 그 결과 15년 통신업체들의 수익성은 일회성 요소를 제외하고도 전반적으로 개선되는 모습을 보였다. 이러한 통신업체들의 실적 개선세는 16년에도 이어질 것으로 전망된다. 단통법 이후 시장 경쟁구도는 큰 변수 없이 매우 안정적인 흐름을 보이고 있으며, 업체들의 마케팅비 지출 역시 하향 안정화 기조를 이어가고 있기 때문이다. 16년 통신 3사의 합산 매출액은 3.0% 성장한 51조 1,772억원을 기록할 것으로 추정되며, 영업이익은 15.5% 성장한 4조 2,017억원을 기록할 것으로 추정된다. LTE 성숙기에 접어들면서 특별한 비용요소의 상승압력 없이 안정적인 이익 레버리지가 실현될 것으로 전망된다.

다만 주가탄력은 과거에 못미칠 공산이 커

다만 16년 통신업종의 주가흐름은 과거의 상승탄력에는 다소 미치지 못하는 모습을 보일 가능성이 높을 것으로 전망된다. 그 이유는 LTE 보급율이 70%선에 육박하면서 LTE 모멘텀에 따른 추가적인 성장 가능성이 과거보다는 제한적일 수 밖에 없고, 데이터 중심 요금제와 선택약정 할인 확대 등으로 인해 ARPU 상승탄력이 현저히 둔화될 것으로 전망되기 때문이다. 특히 ARPU 상승탄력의 둔화는 가장 우려스러운 부분인데, 이는 곧 통신업 전반의 성장을 이끌고 있는 무선통신 매출의 정체를 의미한다는 점에서, 장기적인 성장 가능성에 프리미엄을 부여하는 주가 속성에는 부정적으로 작용할 가능성이 높다. 관건은 빠르게 증가하고 있는 데이터 사용량이 ARPU 상승을 견인할 수 있는 규모로 나타날 것인지 여부에 달려있는 것으로 보인다.

Top Pick은 SK텔레콤

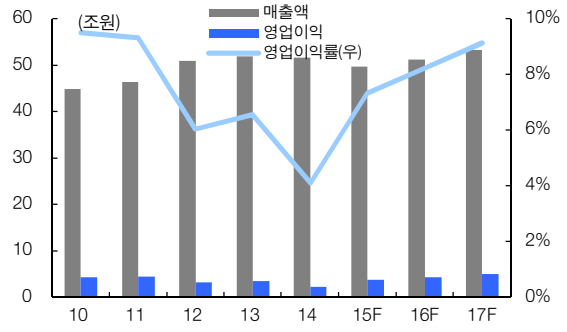
16년 통신업종 Top Pick으로는 SK텔레콤(BUY/TP 350,000원)을 제시한다. 통신업체 중 가장 안정적인 실적 성장세를 시현하고 있으며, 가장 높은 배당수익률과 자사주 매입을 통한 주주환원 정책 확대기조를 유지하고 있다. 여전히 9,400원에 머무르고 있는 주당 배당금의 상향 가능성 역시 꾸준히 제기되고 있다. 또한 최근 CJ헬로비전 인수로 미디어 시장에서의 장악력을 크게 높였다는 점 역시 긍정적인 요소이다. 일부 언론을 통해 제기되고 있는 SK하이닉스 지배구도 개편 관련 이슈는 아직 검토중인 사항이 아닌 것으로 부인공시를 한 바 있는데, 향후 어떠한 상황 변화가 나타나더라도 기존 SK텔레콤 주주에게 불리한 방향으로 상황이 전개되지는 않을 것으로 보인다. KT(BUY/TP 40,000원)가 수년간의 부진에서 벗어나 새로운 주가 도약의 계기를 마련할 수 있을지 여부도 주요 관전 포인트이다. 14년 대규모 인력 구조조정, 15년 자회사 매각, 배당 재개 등 일련의 정비작업을 통해 이익 정상화 기조로 회귀한 KT의 점진적인 턴어라운드 역시 기대되는 부분이다. LTE 시장에서 가장 선전하는 모습을 보인 LG유플러스(BUY/TP 14,500원)는 이익 수확에 대한 기대감이 상존하나, 높은 LTE 보급율과 성장 탄력 둔화가 다소 약점으로 작용할 가능성이 있다.

〈표1〉 통신서비스 업체 Valuation 비교 (단위 : 억원, 배, %)

	연도	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
SK텔레콤	14	171,638	18,251	18,012	47,170	12.0	1.5	5.9	12.9
	15F	171,352	18,202	17,324	48,643	11.1	1.2	5.3	11.6
	16F	177,000	21,096	20,386	50,861	9.4	1.1	4.7	12.6
	17F	183,984	23,668	22,792	52,176	8.4	1.1	4.3	13.0
KT	14	234,217	-2,917	-10,550	35,631	-7.7	0.8	5.7	-9.5
	15F	219,061	11,221	6,852	48,222	11.3	0.7	3.2	6.4
	16F	224,700	12,878	6,453	47,599	12.0	0.7	3.0	5.7
	17F	231,736	15,061	8,807	49,690	8.8	0.6	2.6	7.4
LG유플러스	14	109,998	5,763	2,282	20,817	22.0	1.2	4.6	5.6
	15F	106,606	6,940	4,063	23,062	12.2	1.1	4.1	9.3
	16F	110,073	8,044	4,588	23,979	10.8	1.0	3.7	9.8
	17F	116,093	9,785	6,413	25,673	7.7	0.9	3.2	12.4

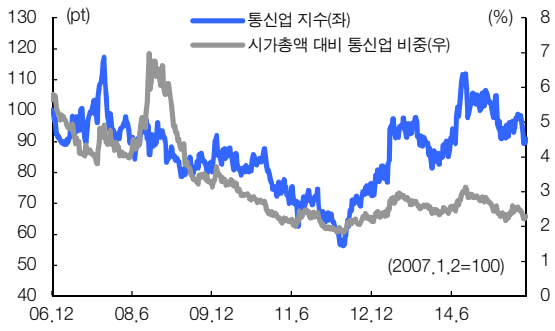
주 : K-IFRS 연결기준
자료 : 각사, HMC투자증권

〈그림1〉 통신3사 합산 매출액 및 영업이익률 추이



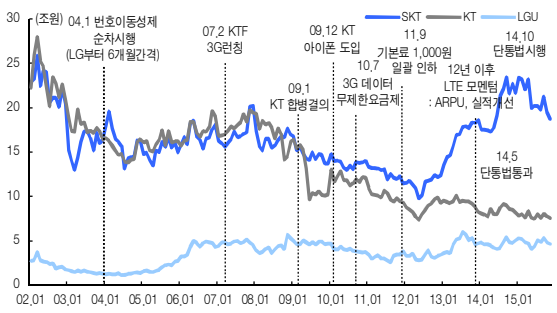
자료 : 각사, HMC투자증권

〈그림2〉 통신업종지수 추이



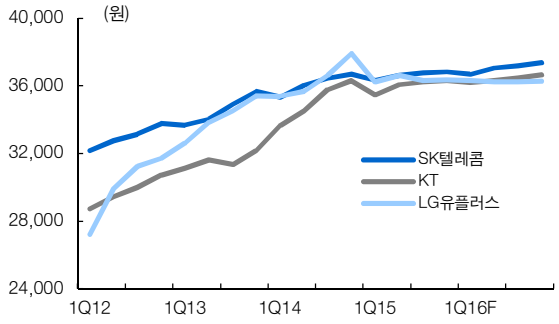
자료 : DataGuide, HMC투자증권

〈그림3〉 통신 3사 시가총액 추이



자료 : Dataguide, HMC투자증권

〈그림4〉 통신 3사 이동통신 ARPU 추이



자료 : 각사, HMC투자증권

ARPU의 성장과 매출증가 여부가 변수, 관건은 데이타

LTE 보급율 포화, ARPU 정체 불가피, 데이터 사용량 증대는 긍정적

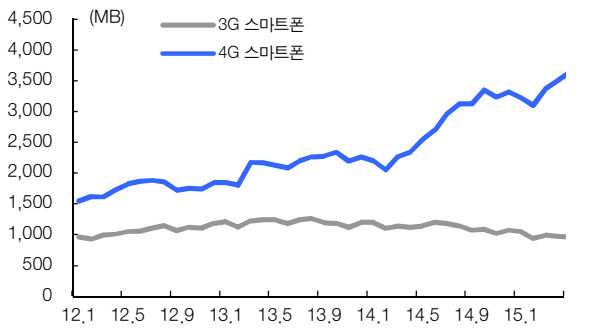
16년 ARPU 1~2%(YoY) 성장에 그칠 전망

15년말 4,000만명을 돌파할 것으로 예상되는 LTE 가입자의 증가추세는 당연히 둔화될 것이다. 현실적인 피쳐폰 수요층 등을 감안할 경우 스마트폰 가입자 비중이 80%선을 넘어서기 힘들 것으로 보이며, 3G 스마트폰에 대한 수요 역시 일정부분 존재하기 때문이다. ARPU 역시 LTE 가입자 증가에 의한 자연 상승을 기대하기 어렵다. 이 외에도 ARPU 하락 압력으로 상존하는 요인들 – 가입비 인하 효과, 선택약정 할인 요금제 가입자 비중 확대, 데이터 중심 요금제 확산에 따른 음성통화 초과분 축소 등 – 이 16년에도 여전히 영향을 미칠 것으로 보인다. 따라서 통신 3사의 이동통신 ARPU의 상승탄력은 둔화되며 15년 말 대비 1~2% 정도 상승하는 수준에 머무를 것으로 보인다. ARPU 상승탄력의 둔화는 매출 성장의 정체를 의미하는데, MVNO 부문의 성장과 도매대가 인하 역시 MNO들의 매출 성장에 있어서는 다소 부정적인 요소이다.

데이터 사용량 확대 장기적인 ARPU 상승요인 다만 시차는 존재할 것

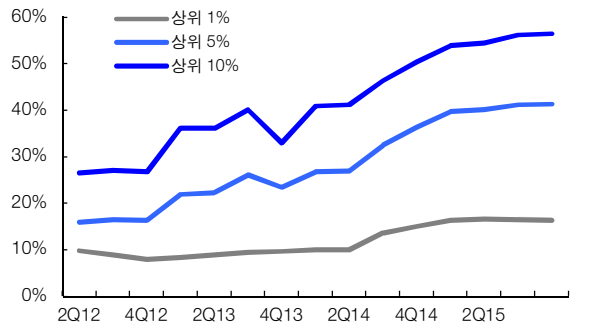
다만 이러한 단기적인 매출 둔화 가능성에도 불구하고, 장기적인 매출 성장에 대한 기대를 긍정적으로 갖게 해주는 부문이 있는데 이는 바로 데이터 사용량의 급증이다. 음성 무제한 시대가 열리면서 이제 음성통화가 매출의 주력이 되는 시대는 이미 지났다고 보는 것이 타당하다. 미래 통신 환경에서 가장 중요한 요소는 바로 데이터 사용량의 증대 유인과 이를 통한 ARPU 상승 여부가 될 것이다. 최근 무선 데이터 트래픽은 LTE 사용자의 경우 4GB에 육박하고 있는데, 일부 헤비유저들에 의한 트래픽 집중을 감안하더라도, 평균 데이터 사용량이 5GB를 넘어서는 시점부터는 업셀링이 일어날 공산이 큰 것으로 판단된다. 다만 상기한 ARPU 하락 압력들이 단기적이고 직접적으로 영향을 미치는 요소들이라면, 데이터 사용량 증가에 따른 ARPU 상승 압력은 장기적이고 점진적으로 나타난다는 점에서, 실제 ARPU 상승곡선은 완만하게 나타날 가능성이 큰 것으로 판단된다.

〈그림5〉 인당 데이터 트래픽



자료 : 미래부

〈그림6〉 LTE 헤비유저 트래픽 점유율



자료 : 미래부

단통법 효과 지속으로 마케팅비 안정화

마케팅비 가시성 유지될 것

한편 16년에도 업체들의 마케팅비 지출은 꾸준한 하향 안정화 추세를 보일 전망이다. 단통법이 시장에 안착하면서 보조금 규모가 투명해졌을 뿐만 아니라, SAC 역시 정해진 상한선 이하에서 안정적인 흐름을 보이고 있기 때문이다. 단통법 개정이나 인위적인 요금인하 같은 극단적인 정책수단들이 현실화될 가능성은 낮아보인다. 다만 MNP 수요 감소와 더불어 기변 수요가 과거에 비해 크게 증가하여 Retention Cost는 다소 증가할 것으로 보인다. 그럼에도 불구하고 전반적으로 경쟁을 크게 촉발하여 과다한 마케팅비가 지출되는 형태의 출혈경쟁으로까지 발전할 가능성은 매우 낮아 보인다. 단통법 시행의 본질이 마케팅비의 급감이 아닌 마케팅비 안정화를 통한 가시성 확보라는 점을 감안하면, 통신업체들에게는 매우 긍정적인 모습으로 작용할 것이다.

16년은 기가인터넷과 UHD 활성화를 위한 원년이 될 것

기가인터넷, UHD방송의 주도권 경쟁 전망

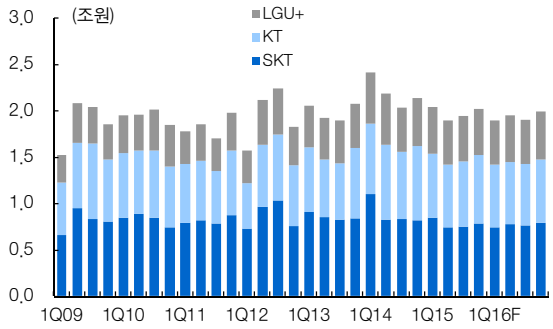
상대적으로 성장탄력의 둔화를 경험하게 될 이동통신 부문과는 반대로, 유선통신 부문은 수년간의 정체를 딛고 새로운 도약을 위한 변화의 움직임을 겪게 될 것이다. 15년 하반기부터 출시되기 시작한 기가인터넷은 16년 보급규모가 크게 확대될 것으로 보이는데, 이는 상당 기간 동안 하락추세를 면치 못하고 있던 초고속인터넷 부문의 ARPU 상승에 기여할 것이다. 또한 아직 본격화되지는 않았으나 UHD 방송 주도권 장악을 위한 IPTV와 CATV 진영의 경쟁 역시 더욱 치열하게 전개될 전망인데, SK텔레콤의 CJ헬로비전 인수로 인한 유료방송 플랫폼 영역의 구도개편은 통신업체들에게 새로운 기회를 제공해줄 것으로 예상된다.

CAPEX 하향 안정화 기조 유지

당분간 CAPEX 하향 안정화 지속

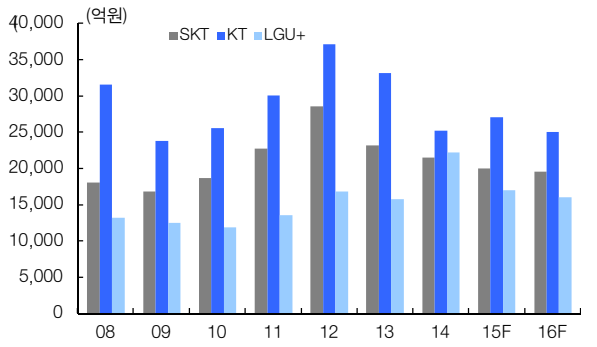
CAPEX는 당분간 하향 안정화 기조를 유지할 것으로 보인다. LTE 네트워크에 대한 투자가 일단락된 상황에서 다음 세대 기술인 5G에 대해서는 아직 기술표준도 정립되지 않은 상황이기 때문이다. 데이터 사용량 증가와 더불어 제기될 수 있는 주파수 용량 부족에 대한 이슈는 당분간은 큰 문제가 없을 것으로 판단된다. 16년 초반 예정되어 있는 추가 주파수 경매에서는 아날로그 방송 종료로 인해 출회된 700Mhz 대역과 SK텔레콤과 KT의 사용기간이 만료되는 2.1Ghz 대역에 대한 입찰이 진행될 예정이다. 현재 통신 3사의 주파수 보유현황 및 데이터 캐파 등을 감안할 때 과거와 같이 특정 구역에 대한 과다경쟁 가능성은 높지 않아 보인다.

〈그림7〉 통신 3사 마케팅비 추이



자료 : 각사, HMC투자증권

〈그림8〉 통신 3사 CAPEX 추이



자료 : 각사, HMC투자증권

SK텔레콤(017670)

BUY / TP 350,000원

통신/미디어/인터넷 Analyst 황성진 02) 3787-2658 hsj@hmcib.com

네트워크를 넘어 플랫폼으로

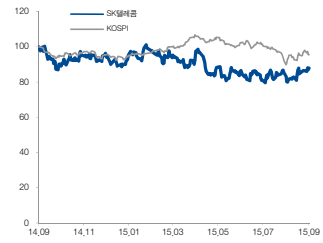
현재주가 (11/20)	233,000원
상승여력	50.2%
시가총액	188,138억원
발행주식수	80,746천주
자본금/액면가	446십억원/500원
52주 최고가/최저가	301,000원/237,000원
일평균 거래대금 (60일)	459억원
외국인지분율	43.02%
주요주주	SK 외 4인 25.22%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	5.7	1.6	-7.8
상대주가(%p)	-0.7	8.8	-3.3

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	23,255	27,038	350,000
After	21,456	25,248	350,000
Consensus	23,083	26,317	335,867
Cons. 차이	-7.0%	-4.1%	4.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 업종내 1위 업체로서의 안정적인 지배력과 굳건한 경쟁력 유지. LTE 시장에서의 본원적 경쟁력을 바탕으로 향후에도 지속적으로 시장을 선도하는 행보 이어갈 것
- 단통법 시행 이후 시장 안정화 기조 지속되며 마케팅비의 가시성 확보. 경쟁환경 변화에 따른 수혜폭은 상대적으로 가장 크게 나타날 것
- 최근 CJ헬로비전 인수로 유료방송 플랫폼 시장에서의 경쟁력 강화. 기존의 통신 위주 비즈니스에서 다양한 플랫폼이 결합된 형태로의 사업 변모에 있어 가장 전향적인 움직임을 보이고 있다는 점에 주목
- 가장 높은 Valuation 매력도와 배당 매력 보유. 주주환원정책 확대 가능성에도 초점

2) 주요이슈 및 실적전망

- LTE 환경에서의 ARPU 상승세는 다소 제한적으로 나타날 것이나, 마케팅비, CAPEX, 해지율 등 제반 펀더멘털 지표들의 흐름은 여전히 양호하게 나타날 전망
- 차세대 성장엔진 발굴을 위한 노력은 지속될 것. 다양한 IoT 분야에서의 특화서비스와 가입자 확보여부에 주목할 필요. 11번가의 지속적인 강세 또한 주요한 포인트
- CJ헬로비전 인수는 유료방송 시장의 개편과 주도권 확보라는 측면에서 의의. 무선과 유선 플랫폼 뿐만 아니라 방송부문에까지 이르는 통합적인 통신/미디어 컨버전스 플랫폼을 구축하게 되었다는 큰 의의가 있음. 통신시장이 LTE 시대를 통해 데이터 중심으로 중심축이 변화된 상황에서, 데이터 소비와 미디어와의 연관성을 감안할 때 미디어 플랫폼 강화를 위한 움직임은 시기적절한 행보인 것으로 평가
- 15년 자사주 매입 실시 등 주주환원정책 확대 정책 지속될 것. 주당 배당금 상향 기대감 상존하는 상황

3) 주가전망 및 Valuation

- 안정적인 실적 성장세와 주주환원정책 확대 기조 등 반영되며 주가 역시 점진적 강세흐름 이어갈 전망. 투자의견 BUY와 목표주가 350,000원 유지

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	166,021	20,111	16,390	48,409	20,298	42.3	11.3	1.4	5.0	13.0	4.1
2014	171,638	18,251	18,012	47,170	22,307	9.9	12.0	1.5	5.9	12.9	3.5
2015F	171,352	18,202	17,324	48,643	21,456	-3.8	11.1	1.2	5.3	11.6	3.9
2016F	177,000	21,096	20,386	50,861	25,248	17.7	9.4	1.1	4.7	12.6	3.9
2017F	183,984	23,668	22,792	52,176	28,226	11.8	8.4	1.1	4.3	13.0	3.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	166,021	171,638	171,352	177,000	183,984
증가율 (%)	2.9	3.4	-0.2	3.3	3.9
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	166,021	171,638	171,352	177,000	183,984
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	2.9	3.4	-0.2	3.3	3.9
판매관리비	145,909	153,387	153,150	155,904	160,316
판관비율 (%)	87.9	89.4	89.4	88.1	87.1
EBITDA	48,409	47,170	48,643	50,861	52,176
EBITDA 이익률 (%)	29.2	27.5	28.4	28.7	28.4
증가율 (%)	11.5	-2.6	3.1	4.6	2.6
영업이익	20,111	18,251	18,202	21,096	23,668
영업이익률 (%)	12.1	10.6	10.6	11.9	12.9
증가율 (%)	16.2	-9.2	-0.3	15.9	12.2
영업외손익	-8,905	-4,776	-4,663	-4,725	-4,065
금융수익	1,134	1,263	1,093	887	1,392
금융비용	5,712	3,867	3,698	3,411	3,232
기타영업외손익	-4,327	-2,173	-2,059	-2,201	-2,225
종속/관계기업관련손익	7,065	9,063	9,490	10,796	10,803
세전계속사업이익	18,271	22,538	23,029	27,167	30,406
세전계속사업이익률	11.0	13.1	13.4	15.3	16.5
증가율 (%)	20.3	23.4	2.2	18.0	11.9
법인세비용	4,008	4,545	5,714	6,809	7,647
계속사업이익	14,263	17,993	17,315	20,358	22,760
중단사업이익	1,832	0	0	0	0
당기순이익	16,095	17,993	17,315	20,358	22,760
당기순이익률 (%)	9.7	10.5	10.1	11.5	12.4
증가율 (%)	44.3	11.8	-3.8	17.6	11.8
지배주주지분 순이익	16,390	18,012	17,324	20,386	22,792
비지배주주지분 순이익	-294	-19	-9	-29	-32
기타포괄이익	185	-285	488	-355	-355
총포괄이익	16,280	17,708	17,803	20,003	22,404

(단위: 억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	51,234	50,831	52,331	64,567	80,980
현금성자산	13,986	8,344	7,574	18,522	33,155
단기투자자산	4,969	6,677	6,795	6,991	7,261
매출채권	22,573	23,922	25,136	25,860	26,859
재고자산	1,771	2,677	2,910	2,994	3,109
기타유동자산	7,934	9,212	9,916	10,201	10,595
비유동자산	214,531	228,581	231,185	229,109	229,073
유형자산	101,966	105,677	102,847	98,442	95,192
무형자산	44,840	44,016	42,288	42,288	42,288
투자자산	64,011	73,808	80,833	83,161	86,375
기타비유동자산	3,713	5,080	5,217	5,217	5,217
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	265,765	279,412	283,516	293,676	310,052
유동부채	60,692	54,203	57,138	53,985	56,349
단기차입금	2,600	3,666	9,293	8,793	7,793
매입채무	2,147	2,755	3,038	3,126	3,247
유동성장기부채	12,684	7,839	9,762	6,012	7,862
기타유동부채	43,261	39,943	35,045	36,054	37,447
비유동부채	63,407	72,727	70,530	70,668	69,103
사채	49,056	56,492	54,878	54,878	52,878
장기차입금	1,048	1,497	1,313	1,063	963
장기금융부채 (리스포함)	1,070	1,309	885	885	885
기타비유동부채	12,233	13,429	13,454	13,842	14,377
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	124,100	126,930	127,669	124,653	125,452
지배주주지분	134,524	145,067	154,560	167,763	183,372
자본금	446	446	446	446	446
자본잉여금	29,159	29,159	29,159	29,159	29,159
자본조정 등	-25,984	-26,379	-27,867	-27,867	-27,867
기타포괄이익누계액	-123	-45	416	61	-295
이익잉여금	131,025	141,886	152,405	165,965	181,929
비지배주주지분	7,142	7,415	1,288	1,260	1,228
자본총계	141,666	152,483	155,848	169,023	184,600

(단위: 억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	35,586	36,774	39,652	51,083	52,216
당기순이익	16,095	17,993	17,315	20,358	22,760
유형자산 상각비	28,298	28,919	30,441	29,765	28,508
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-18	-12	49	-160	-300
운전자본의 감소(증가)	-9,699	-7,073	-7,450	391	540
기타	909	-3,053	-702	729	709
투자활동으로인한현금흐름	-25,065	-36,832	-29,900	-28,480	-29,197
투자자산의 감소(증가)	-6,925	-9,796	-7,226	-2,728	-3,614
유형자산의 감소	126	251	138	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-28,791	-30,080	-27,113	-25,361	-25,257
기타	10,526	2,794	4,301	-391	-326
재무활동으로인한현금흐름	-5,732	-5,594	-10,572	-11,656	-8,386
장기차입금의 증가(감소)	-5,621	1,542	5,019	-750	-1,100
사채의증가(감소)	-736	7,436	-1,614	0	-2,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-6,559	-6,668	-6,685	-6,827	-6,827
기타	7,185	-7,904	-7,292	-4,079	1,541
기타현금흐름	-4	10	50	0	0
현금의증가(감소)	4,785	-5,642	-770	10,947	14,633
기초현금	9,201	13,986	8,344	7,574	18,522
기말현금	13,986	8,344	7,574	18,522	33,155

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	19,934	22,284	21,444	25,212	28,187
EPS(지배순이익 기준)	20,298	22,307	21,456	25,248	28,226
BPS(자본총계 기준)	175,447	188,843	193,010	209,328	228,619
BPS(지배지분 기준)	166,602	179,660	191,415	207,768	227,099
DPS	9,400	9,400	9,400	9,400	9,400
P/E(당기순이익 기준)	11.5	12.0	10.9	9.2	8.3
P/E(지배순이익 기준)	11.3	12.0	10.9	9.2	8.3
P/B(자본총계 기준)	1.3	1.4	1.2	1.1	1.0
P/B(지배지분 기준)	1.4	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(Reported)	5.0	5.9	5.2	4.6	4.2
배당수익률	4.1	3.5	4.0	4.0	4.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	44.3	11.8	-3.8	17.6	11.8
EPS(지배순이익 기준)	42.3	9.9	-3.8	17.7	11.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	11.9	12.2	11.2	12.5	12.9
ROE(지배순이익 기준)	13.0	12.9	11.6	12.6	13.0
ROA	6.2	6.6	6.2	7.1	7.5
안정성 (%)					
부채비율	87.6	83.2	81.9	73.7	68.0
순차입금비율	33.7	36.6	39.6	27.3	16.2
이자보상배율	6.1	5.6	6.0	7.0	8.4

** K-IFRS 연결 기준*

미디어

OVERWEIGHT

주도권 경쟁 가속화

Analyst 황성진
02) 3787-2658
hsj@hmcib.com

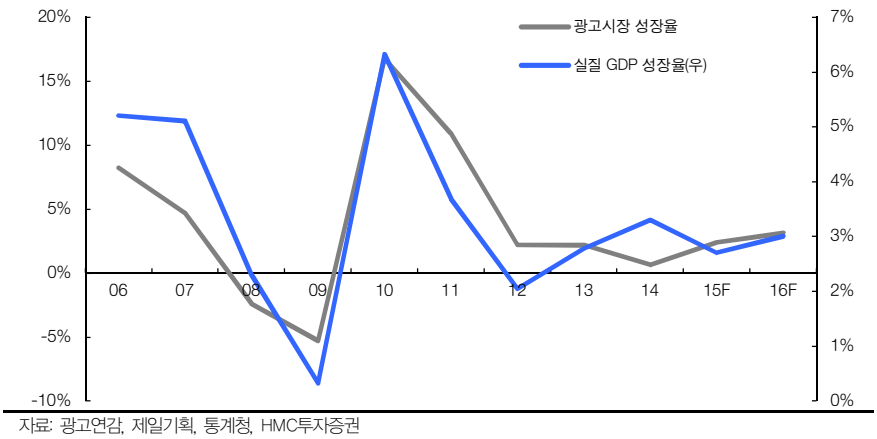
산업 성장 트렌드 속에서 주도권 장악을 위한 경쟁 더욱 가속화될 것

최근 수년간 스마트 디바이스의 발전과 플랫폼 분화 과정을 거치면서 성장해온 미디어 업종은 16년에도 성장 기조를 유지해 나갈 것으로 보인다. 컨텐츠 소비 패턴의 다변화 기조는 미디어의 개인화와 디지털화를 가속화시켰고, 짧은 시간 동안 간편하게 문화 컨텐츠를 소비하는 트렌드인 스낵 컬쳐라고 하는 새로운 문화를 창출하기에 이르렀다. 16년에도 컨텐츠 제공자와 플랫폼간의 주도권 다툼은 더욱 치열하게 전개될 것으로 예상되는데, 디지털 중심의 뉴미디어 활용여부, 유력 해외 업체의 국내 진출, 국내 컨텐츠의 해외 수출과 구조적 수익화 가능성에 대한 타진 등의 이슈가 화두로 작용할 것이다. 이 과정에서 미디어 업종내의 밸류체인을 수직 계열화시킨 업체들의 경쟁력은 더욱 높아질 수 밖에 없는 상황임을 주지해야 한다.

광고시장 3.1% 성장 전망, 유료방송 플랫폼의 구도개편, 비지상파 컨텐츠의 약진

최근 수년간 침체국면을 보였던 16년 광고경기는 점진적인 회복세를 보이며 국내 광고시장 규모는 3.1% 성장하는 양호한 모습을 보일 전망이다. 각종 외부변수에 따른 기저효과 이외에도, 점진적인 경기회복과 매체 다변화에 따른 광고수요의 증가가 나타날 전망이기 때문이다. 부문별로는 TV가 광고총량제, 가상광고 확대 등 정책적 변화로 인해 상승반전할 것으로 예상되며, 기존의 성장을 이끌었던 모바일 역시 꾸준히 강세를 보일 전망이다. SK텔레콤의 CJ헬로비전 인수를 계기로 유료방송 플랫폼 시장은 통신그룹간의 양강체계로 빠르게 재편될 것이다. 시장 경쟁 심화 가능성은 높지 않아 보이나, 가입자 정체국면 및 ARPU 성장성의 한계를 극복할 수 있는 새로운 모멘텀이 필요한 상황인 것으로 판단된다. 비지상파 컨텐츠들의 강세현상은 더욱 두드러지게 나타날 것으로 전망된다. 컨텐츠 소비패턴이 변화되고 소비매체 역시 다변화되고 있는 상황에서, 소비 선도 세대들의 취향이나 트렌드를 반영하는 속도가 비지상파 계열이 월등히 빠르다는 점과 상대적으로 규제에도 자유롭다는 점이 그 이유이다. 최근 스낵컬쳐의 대두와 더불어 나타난 디지털 전용 컨텐츠의 등장 사례에서 볼 수 있듯이, 컨텐츠 유통 패러다임을 변환시키려는 시도 역시 지속적으로 전개될 전망이다.

실질 GDP 성장과 광고시장의 성장



자료: 광고연감, 제일기획, 통계청, HMC투자증권

산업 성장 흐름에서의 업체간 주도권 경쟁 가속화

업종 투자의견 Overweight

스낵컬처의 등장과 개인화, 디지털화

최근 수년간 스마트 디바이스의 발전과 플랫폼 분화 과정을 거치면서 성장해온 미디어 업종은 16년에도 성장 기조를 이어갈 것으로 보인다. 컨텐츠 소비 패턴의 다변화 기조는 미디어의 개인화와 디지털화를 가속화시켰고, 짧은 시간 동안 간편하게 문화 컨텐츠를 소비하는 트렌드인 스낵 컬쳐라고 하는 새로운 문화를 창출하기에 이르렀다.

컨텐츠 업체와 플랫폼 업체의 주도권 다툼 지속

미디어 업종의 주가 역시 이러한 트렌드와 성장성을 충분히 반영할 것으로 보인다. 다만 세부 업종별로 주가흐름은 엇갈린 모습을 나타내며 종목별, 이슈별로 차별화될 공산이 큰 것으로 판단된다. 분명 산업 전체적으로 컨텐츠 수요는 증가하고 있으나, 개별 업체별 흥행성과 수익성이 반드시 담보되는 것만은 아니며, 컨텐츠를 제공하는 매체와 플랫폼간의 소싱 비용(혹은 수익배분) 이슈는 여전히 상존하기 때문이다. 16년에도 컨텐츠 제공자와 플랫폼간의 주도권 다툼은 더욱 치열하게 전개될 것으로 예상되는데, 디지털 중심의 뉴미디어(유튜브, 네이버 등) 활용여부, 넷플릭스 등 유력 해외 업체의 국내 진출, 국내 컨텐츠의 해외 수출과 구조적 수익화 가능성에 대한 타진 등의 이슈가 화두로 작용할 것이다. 이 과정에서 미디어 업종내의 밸류체인을 수직계열화시킨 업체들의 경쟁력은 더욱 높아질 수 밖에 없는 상황이며, 결국은 컨텐츠 경쟁력이 관건이 될 것으로 판단된다.

16년 5개사 합산 영업이익 21.2% 증가할 전망

미디어 업종 커버리지 5개사(제일기획, 이노션, SBS, CJ E&M, 스카이라이프)의 16년 합산 매출액은 5.6% 증가한 6조 8,094억원을 기록할 것으로 추정되며, 16년 합산 영업이익은 21.2% 증가한 5,457억원을 기록할 것으로 추정된다. 광고경기 회복과 컨텐츠 경쟁력 개선 및 2차 판매 증가 등으로 매체들의 실적은 견조한 상승흐름을 보일 것이며, 해외 시장 확대 효과 및 스포츠 이벤트 등으로 대형 광고기획사들의 실적 역시 안정적인 흐름을 유지할 것이다. 다만 유료방송 플랫폼 업체들의 경우 가입자 정체와 ARPU 하락 및 컨텐츠 소싱비용 증가 등의 이슈로 실적 성장폭은 기대에 못 미칠 것으로 예상된다.

Top Picks는 CJ E&M과 이노션

미디어 업종에 대한 투자의견 Overweight를 제시하며, 업종 내 Top Picks로는 가장 우월한 컨텐츠 경쟁력을 통해 지배력 확대와 수익성 개선이 나타나고 있으며 넷마블 게임즈의 지분가치 역시 보유하고 있는 CJ E&M(BUY/TP 100,000원)과 안정적인 Captive 분야의 성장을 기반으로 새로운 브랜드 제네시스의 마케팅 효과와 더불어 미주지역의 Media buy 내부화 효과가 나타날 이노션(BUY/TP 88,000원)을 제시한다. 기타 종목들은 이슈별로 접근하는 전략이 유효해 보인다. 중국 펑타이의 높은 성장과 M&A 자회사들의 실적 기여가 돋보이는 제일기획과 방송광고경기 회복과 광고판매율 개선으로 실적 개선이 기대되는 SBS의 가능성에도 관심을 기울여야 할 것이다. 한편 SK텔레콤의 CJ헬로비전 인수와 SK브로드밴드와의 합병 등으로 지각변동이 생긴 유료방송 플랫폼 업체들은 가입자 정체국면 및 ARPU 성장성의 한계를 극복할 수 있는 새로운 모멘텀이 필요한 상황인 것으로 판단된다.

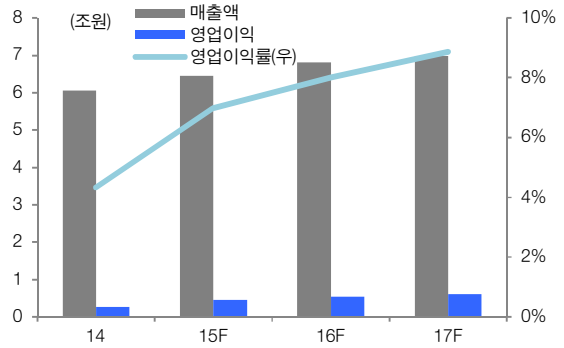
〈표1〉 미디어 업체 Valuation 비교

(단위 : 억원, 배, %)

	연도	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
제일기획	14	26,663	1,268	1,016	1,603	19.5	2.3	9.5	13.2
	15F	28,228	1,398	1,070	1,801	19.0	2.5	9.2	12.6
	16F	29,163	1,612	1,184	2,033	17.1	2.2	7.6	13.5
	17F	29,995	1,829	1,369	2,253	14.8	1.9	6.2	13.6
이노션	14	7,447	835	819	886	N/A	N/A	N/A	21.6
	15F	9,384	870	662	924	18.1	2.1	7.8	13.2
	16F	10,377	1,163	879	1,214	14.4	1.9	5.3	14.0
	17F	10,385	1,198	910	1,252	13.9	1.7	4.6	13.1
SBS	14	7,957	-129	-34	177	N/A	1.0	27.1	-0.6
	15F	7,513	541	481	853	14.3	1.2	7.3	8.5
	16F	8,253	650	630	972	10.9	1.1	6.0	10.2
	17F	8,173	798	754	1,128	9.1	1.0	4.7	11.0
CJ E&M	14	12,327	-126	2,245	2,897	6.6	1.0	4.7	16.4
	15F	13,156	709	1,663	3,564	19.4	1.9	8.8	10.4
	16F	13,760	970	1,103	3,501	29.3	1.8	8.7	6.4
	17F	14,434	1,228	1,573	3,199	20.5	1.7	8.5	8.4
스카이라이프	14	6,228	779	556	1,490	15.8	2.0	5.4	13.2
	15F	6,214	985	734	1,761	12.3	1.8	4.6	15.8
	16F	6,541	1,061	780	1,861	11.6	1.6	4.0	15.0
	17F	6,823	1,139	893	1,939	10.1	1.5	3.5	15.3

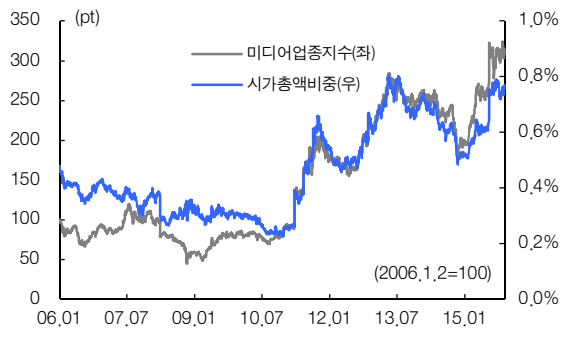
주 : K-IFRS 연결기준
자료 : 각사, HMC투자증권

〈그림1〉 미디어 5사 합산 매출액 및 영업이익률 추이



자료 : 각사, HMC투자증권

〈그림2〉 미디어 업종지수 추이



자료 : DataGuide, HMC투자증권

광고경기는 점진적 회복 전망, 유료방송 구도 개편

16년 국내 광고시장 성장은 3.1% 성장 전망, 주력은 모바일

16년 광고시장 3.1% 성장
전통매체 부진지속
TV의 반등과 모바일의 성장

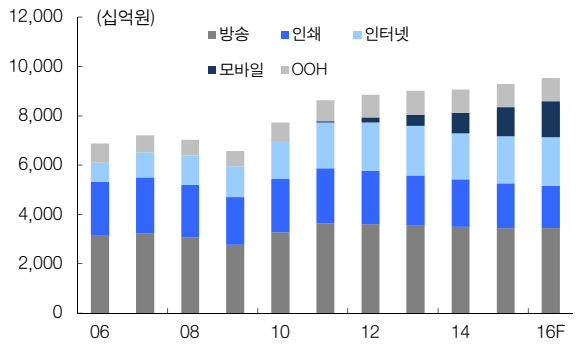
최근 수년간 침체국면을 보였던 광고경기는 16년을 기점으로 점진적인 회복세를 보일 전망이다. 14년 세월호, 15년 MERS 같은 외부변수에 따른 기저효과 이외에도, 점진적인 경기회복과 매체 다변화에 따른 광고수요의 증가로 16년 국내 광고시장은 3.1% 성장하는 양호한 모습을 보일 것으로 전망된다. 역성장 추세를 보였던 TV, 라디오, 신문, 잡지 등 전통 매체들은 여전히 고전을 면치 못할 것으로 보이나, TV만은 광고총량제 시행, 가상광고 확대 등 정책적 변화에 의해 다시 소폭의 성장세로 전환될 것으로 보인다. 스마트 디바이스 확산과 함께 빠르게 성장하고 있는 모바일 광고는 16년에도 높은 성장세를 보이며 전체 광고시장의 성장을 견인할 것으로 전망된다.

〈표2〉 국내 광고시장 전망 (단위 : 십억원)

	12	13	14	15F	16F
전체 광고시장	9,385	9,589	9,648	9,876	10,184
방송	3,607	3,571	3,488	3,439	3,487
지상파TV	1,931	1,827	1,682	1,581	1,597
라디오	236	225	203	188	179
CATV/종편	1,322	1,383	1,435	1,485	1,515
IPTV	24	38	64	79	91
위성TV	13	15	19	21	22
DMB	17	12	10	8	6
SO	66	71	76	76	77
인쇄	2,162	2,010	1,932	1,816	1,721
신문	1,654	1,545	1,494	1,405	1,334
잡지	508	465	438	411	387
인터넷	1,954	2,003	1,867	1,917	1,968
검색	1,295	1,321	1,229	1,260	1,291
노출형	659	682	638	657	677
모바일	210	460	839	1,175	1,468
OOH(Out Of Home)	911	965	936	939	942
제작	542	581	585	591	597

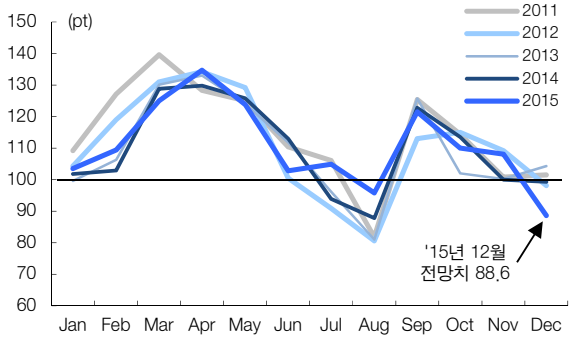
자료 : 광고연감, 제일기획, HMC투자증권

〈그림3〉 국내 광고시장 부문별 추이



자료 : 광고연감, 제일기획, HMC투자증권

〈그림4〉 광고경기 예측지수 추이



자료 : KOBACO

유료방송 구도개편 / 규제이슈는 업체별로 유불리 갈려

통신그룹의 유료방송 플랫폼 장악

유료방송 플랫폼 시장은 SK텔레콤의 CJ헬로비전 인수를 계기로 빠르게 KT와 SK텔레콤 그룹의 양강체제로 개편될 것이다. 기존의 유료방송 시장은 CATV 진영과 범 IPTV 진영간의 경쟁으로 양분되어 왔다. 이번 CJ헬로비전 인수에 이은 SK브로드밴드와의 합병으로 유료방송 시장은 KT그룹(KT IPTV + 스카이라이프)이 29.6%, SK그룹(SK브로드밴드 + CJ헬로비전) 26.3%로 재편된다. (15년 9월 가입자 기준) 이미 소비자들의 유료방송 선택 패턴은 통신상품들과의 결합상품을 통한 소비로 집중되는 경향을 보이고 있다. 향후 이러한 기조는 더욱 확대될 전망이며, 초고속 인터넷, PSTN 등 통신상품의 경쟁력에서 우위에 있는 통신그룹들의 유료방송 시장 장악력은 더욱 높아질 것으로 판단된다. 여타 업체들의 M&A 시도가 추가적으로 이루어질 것인지 여부가 관전포인트이다. 일각에서 제기되고 있는 유료방송 시장의 경쟁심화 가능성은 높지 않아 보이며, 상대적인 안정화 추세를 이어갈 전망이다. 유료방송 점유율 합산규제라는 현실적인 이슈가 상존할 뿐 아니라, M&A를 통한 가입자 확보로 인해 무리하게 시장에서 타사의 가입자를 유인할만한 필요성과 매력도가 하락했기 때문이다.

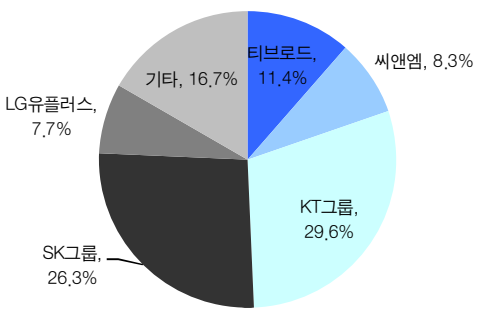
비지상파 컨텐츠의 약진 디지털 전용 컨텐츠에 대한 시도 이어질 것

여전히 지상파 컨텐츠가 흥행성과 화제성 측면에서 강세를 보이고 있다는 점을 부인할 수는 없으나, 최근 비지상파 컨텐츠들의 약진현상이 예능과 드라마를 중심으로 나타나고 있다. 이러한 비지상파 컨텐츠들의 강세현상은 더욱 두드러지게 나타날 것으로 전망된다. 컨텐츠 소비패턴이 변화되고 소비매체 역시 다변화되고 있는 상황에서, 소비 선도 세대들의 취향이나 트렌드를 반영하는 속도가 비지상파 계열이 월등히 빠르다는 점과 상대적인 규제에도 자유롭다는 점이 그 이유이다. 최근 스낵컬쳐의 대두와 더불어 나타난 디지털 전용 컨텐츠의 등장 사례에서 볼 수 있듯이, 컨텐츠 유통 패러다임을 변환시키려는 시도 역시 지속적으로 전개될 전망이다. 디지털 중심 컨텐츠의 성공은 가상광고, PPL 등 광고패턴과 규모의 변화는 물론, 컨텐츠 업체에게도 새로운 수익원의 창출이라는 의미로 다가올 것이다.

16년 큰 정책적 변수는 없을 전망

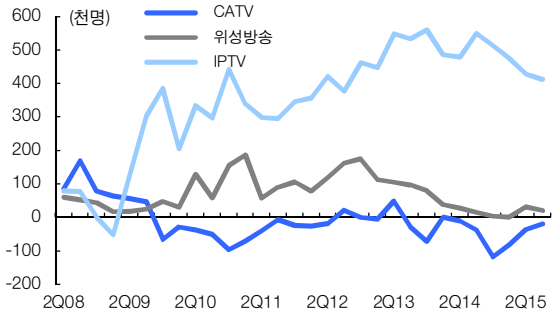
15년 하반기 광고총량제 시행 및 가상광고 확대 등의 정책이 시행된 바 있다. 이제 남아있는 정책적 변수 중 큰 것은 지상파 중간광고 시행과 KBS 수신료 인상 정도인데, 여러 이해 관계자들의 이견이 상존하는 상황임을 감안하면, 빠른 시일안에 현실화될 가능성은 높지 않아 보인다.

〈그림5〉 유료방송 점유율 현황



자료 : 방통위, KCTA, HMC투자증권

〈그림6〉 유료방송 플랫폼별 순증 가입자 추이



자료 : 방통위, KCTA, HMC투자증권

이노션(214320)

BUY / TP 88,000원

통신/미디어/인터넷 Analyst 황성진 02) 3787-2658 hsj@hmcib.com

기조적 성장세 지속될 16년

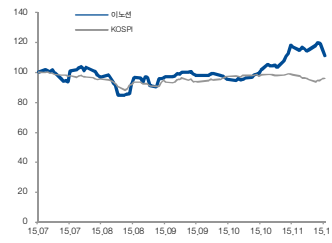
현재주가 (11/20)	67,200원
상승여력	31.0%
시가총액	13,440억원
발행주식수	20,000천주
자본금/액면가	100억원/500원
52주 최고가/최저가	72,500원/51,300원
일평균 거래대금 (60일)	42억원
외국인지분율	5.05%
주요주주	정성이 외 2인 39.00%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	12.9	22.2	N/A
상대주가(%p)	15.8	17.6	N/A

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	3,494	4,396	77,000
After	3,494	4,396	88,000
Consensus	3,990	4,618	87,667
Cons. 차이	-12.4%	-4.8%	0.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 16년에도 Captive 마케팅 수요와 커버리지 확대 등을 통해 기조적 성장세를 이어갈 것으로 전망. 우선 미주지역에서 Media Buying 물량 내부화를 위한 JV벤처 설립을 마치고 16년부터 본격 영업에 들어갈 계획
- 현대차의 고급화 전략에 따른 제네시스 브랜드 출시는 관련 프로모션 및 마케팅 수요증가를 촉발시키며 새로운 성장모멘텀으로 작용할 것
- 동사의 성장 전략은 1) 글로벌 미디어 직대행, 2) 디지털 주력 전략으로 역량 강화, 3) KMA 서비스 확대 등 Captive내 커버리지 확대, 4) 비계열 광고주의 확대 등을 들 수 있음. 이를 통해 유기적인 성장기조는 더욱 확대될 전망
- 주주환원정책 확대기조. 중장기 배당성향은 30% 수준까지 확대시킬 계획

2) 주요이슈 및 실적전망

- 16년 매출액은 1조 377억원(+10.6%), 영업이익은 1,163억원(+33.6%)을 기록하는 높은 성장세를 시현할 전망. 스포츠 이벤트에 따른 효과는 물론 Media Buying 물량 내부화 및 제네시스 브랜드 마케팅 강화 등이 실적에 긍정적 요인으로 작용할 전망
- 미주지역의 Media buying 직대행을 위해 설립된 Canvas Worldwide는 1월부터 약 250여명의 인원으로 출발할 예정. Canvas Worldwide는 연간 4,000만 USD의 매출과 20% 수준 이상의 영업이익률 달성이 가능할 전망
- 지역별로는 미주지역이 전반적인 성장을 견인할 것. 중국과 유럽지역은 볼륨모델 출시 확대 등으로 다시 회복되는 모습 보일 것. 국내 미디어 광고경기 회복과 디지털 수요 확대에 따른 수혜 역시 예상

3) 주가전망 및 Valuation

- 기조적인 성장기조, Captive 마케팅 수요 증가 가능성 등을 반영하여 목표주가를 88,000원으로 상향하며 투자의견 BUY 유지

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	6,563	901	743	935	4,126	-6.9	N/A	N/A	-3.2	23.8	N/A
2014	7,447	835	819	886	4,551	10.3	N/A	N/A	-4.6	21.6	N/A
2015F	9,384	870	662	924	3,494	-23.2	19.2	2.3	8.6	13.2	1.1
2016F	10,377	1,163	879	1,214	4,396	25.8	15.3	2.0	6.0	14.0	1.6
2017F	10,385	1,198	910	1,252	4,550	3.5	14.8	1.8	5.2	13.1	1.9

* K-IFRS 연결 기준,

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	6,563	7,447	9,384	10,377	10,385
증가율 (%)	-7.6	13.5	26.0	10.6	0.1
매출원가	4,322	4,870	6,275	6,558	6,367
매출원가율 (%)	65.9	65.4	66.9	63.2	61.3
매출총이익	2,240	2,577	3,108	3,818	4,018
매출이익률 (%)	34.1	34.6	33.1	36.8	38.7
증가율 (%)	-10.1	15.0	20.6	22.8	5.2
판매관리비	1,340	1,743	2,238	2,656	2,820
판관비율 (%)	20.4	23.4	23.9	25.6	27.2
EBITDA	935	886	924	1,214	1,252
EBITDA 이익률 (%)	14.2	11.9	9.8	11.7	12.1
증가율 (%)	-14.4	-5.2	4.3	31.4	3.1
영업이익	901	835	870	1,163	1,198
영업이익률 (%)	13.7	11.2	9.3	11.2	11.5
증가율 (%)	-14.8	-7.3	4.2	33.6	3.1
영업외손익	63	166	84	109	117
금융수익	82	129	175	177	195
금융비용	0	56	102	78	89
기타영업외손익	-19	93	11	9	11
종속/관계기업관련손익	90	91	58	59	59
세전계속사업이익	1,053	1,092	1,012	1,330	1,374
세전계속사업이익률	16.1	14.7	10.8	12.8	13.2
증가율 (%)	-11.2	3.7	-7.3	31.4	3.3
법인세비용	278	254	264	342	352
계속사업이익	776	838	748	988	1,022
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	776	838	748	988	1,022
당기순이익률 (%)	11.8	11.3	8.0	9.5	9.8
증가율 (%)	-5.3	8.1	-10.8	32.0	3.5
지배주주지분 순이익	743	819	662	879	910
비지배주주지분 순이익	33	19	86	109	112
기타포괄이익	0	-66	-28	0	0
총포괄이익	0	773	720	988	1,022

(단위: 억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	8,270	10,807	13,111	14,840	15,531
현금성자산	952	2,169	3,348	3,957	4,789
단기투자자산	2,076	2,006	2,311	2,577	2,543
매출채권	3,273	6,206	6,922	7,717	7,617
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	1,968	425	529	589	582
비유동자산	614	935	981	1,007	1,006
유형자산	118	112	95	95	103
무형자산	42	562	570	565	560
투자자산	309	218	270	301	297
기타비유동자산	144	44	46	46	46
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	8,883	11,742	14,091	15,846	16,536
유동부채	5,178	7,254	7,723	8,609	8,498
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	3,218	6,533	6,993	7,795	7,694
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	1,959	721	730	814	804
비유동부채	220	215	267	297	293
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	220	215	267	297	293
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,398	7,469	7,990	8,907	8,791
지배주주지분	3,436	4,153	5,894	6,624	7,316
자본금	90	90	100	100	100
자본잉여금	0	0	1,350	1,350	1,350
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	-86	-100	-129	-129	-129
이익잉여금	3,432	4,163	4,573	5,303	5,995
비지배주주지분	49	120	208	316	429
자본총계	3,485	4,273	6,102	6,940	7,745

(단위: 억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	443	1,092	377	1,107	1,080
당기순이익	776	838	748	988	1,022
유형자산 상각비	30	38	48	46	49
무형자산 상각비	4	13	6	5	5
외환손익	1	-3	6	6	11
운전자본의 감소(증가)	-321	166	-351	62	-8
기타	-47	39	-79	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-288	263	-388	-349	-31
투자자산의 감소(증가)	35	182	-53	-31	4
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-95	-25	-34	-47	-57
기타	-229	105	-301	-271	22
재무활동으로인한현금흐름	-121	-70	1,234	-150	-217
장기차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	1,360	0	0
배당금	-121	-72	-126	-150	-217
기타	0	2	0	0	0
기타현금흐름	-32	-29	-44	0	0
현금의증가(감소)	2	1,255	1,179	609	832
기초현금	950	914	2,169	3,348	3,957
기말현금	952	2,169	3,348	3,957	4,789

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	4,310	4,658	3,950	4,940	5,112
EPS(지배순이익 기준)	4,126	4,551	3,494	4,396	4,550
BPS(자본총계 기준)	19,362	23,741	30,508	34,699	38,725
BPS(지배지분 기준)	19,087	23,072	29,470	33,118	36,581
DPS	4,000	7,000	748	1,087	1,278
P/E(당기순이익 기준)	N/A	N/A	17.0	13.6	13.1
P/E(지배순이익 기준)	N/A	N/A	19.2	15.3	14.8
P/B(자본총계 기준)	N/A	N/A	2.2	1.9	1.7
P/B(지배지분 기준)	N/A	N/A	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA(Reported)	-3.2	-4.6	8.6	6.0	5.2
배당수익률	N/A	N/A	1.1	1.6	1.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-5.3	8.1	-15.2	25.1	3.5
EPS(지배순이익 기준)	-6.9	10.3	-23.2	25.8	3.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	24.5	21.6	14.4	15.2	13.9
ROE(지배순이익 기준)	23.8	21.6	13.2	14.0	13.1
ROA	9.0	8.1	5.8	6.6	6.3
안정성 (%)					
부채비율	154.9	174.8	130.9	128.3	113.5
순차입금비율	-86.9	-97.7	-92.7	-94.1	-94.7
이자보상배율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

* K-IFRS 연결 기준

2016 Outlook

2015. 11. 24

자동차

OVERWEIGHT

해외시장 신차효과로 감익 추세 마무리 전망

Analyst 이명훈
02) 3787-2639
mhlee@hmcib.com

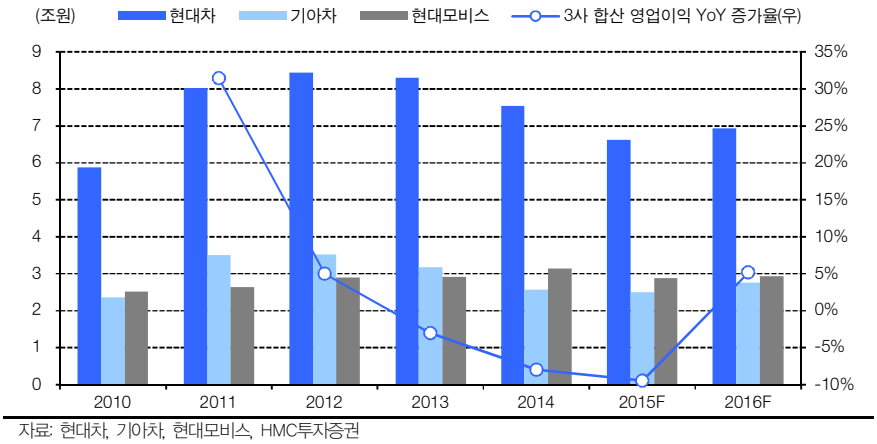
업종 투자의견 Overweight 유지 - 우호적 환율여건 속에 주요 신차 해외시장 전개

2016년 글로벌 자동차수요는 2.9% 증가해 부진했던 2015년 대비 성장률이 회복될 전망이다. 선진시장의 경우 증가세를 지속 중인 미국과 서유럽의 증가폭은 둔화될 것으로 예상되며 2015년 연간 두 자릿수 성장이 예상되는 내수시장은 높은 기저로 인해 소폭 감소할 전망이다. 빠르게 회복 중인 중국수요는 연간 6% 내외 성장이 예상되며 인도의 견고한 성장도 이어질 전망이다. 올해 수요 감소폭이 큰 러시아는 바닥을 다지고 있는 것으로 보이지만 브라질의 경우에는 여전히 전망이 부정적이다. 지역별 수요 전망이 엇갈리는 가운데 글로벌 자동차업체 간의 경쟁강도는 지속될 전망이어서 지역별 판매전략과 제품 사이클, 상품경쟁력이 어느 때보다 중요해질 것으로 예상된다. 현대기아차의 2015~2016년 제품사이클은 볼륨모델 신차투입이 집중돼 상대적으로 유리한 상황이며 특히 2015년에 출시된 주요 신차 4종(Tucson, Sportage, K5, Avante)는 예외없이 글로벌 판매비중이 10%를 상회하는 핵심모델인데 이들은 내년 1분기까지 해외시장에 순차적으로 투입될 예정이어서 2016년은 핵심모델 신차 모멘텀이 가장 강하게 나타나는 한 해가 될 전망이다.

중국수요 회복과 멕시코 공장 가동으로 현대기아차 양적 성장 재개, 4년만에 이익 증가 전망

현대기아차의 2015년 글로벌 출고판매는 중국판매 감소로 인해 797.1만대(-0.4% YoY)로 예상되며 2016년에는 중국시장 회복과 기아차 멕시코 공장 가동(2016년 10만대, 2017년 25만대 예상)으로 823.8만대(+3.4% YoY)까지 증가할 전망이다. 현대차 중국 4, 5공장의 가동이나 ramp-up 속도는 당초 예상보다 다소 늦어질 것으로 보인다. 주춤했던 양적성장이 재개되는 가운데 환율여건은 여전히 우호적인 수준에 있는 상황에서 주요 신차가 해외시장에 완전히 전개될 예정이기 때문에 3년 연속 이어진 감익추세도 2016년에는 비로소 증가추세로 바뀔 전망이다. 글로벌 peer 대비 valuation은 극단적인 저평가 국면에서는 벗어났지만 여전히 매력적이며, 배당확대, 자사주 매입, 장기 비전 제시 등 주주가치 제고 활동을 지속 중이어서 valuation은 회복세를 이어갈 것으로 보인다.

현대차, 기아차, 현대모비스 연결 영업이익 전망



자료: 현대차, 기아차, 현대모비스, HMC투자증권

HYUNDAI MOTOR GROUP HMC 투자증권

2016년 글로벌 자동차수요 2.9% YoY 증가 전망, 현대기아차 3.4% 증가 전망

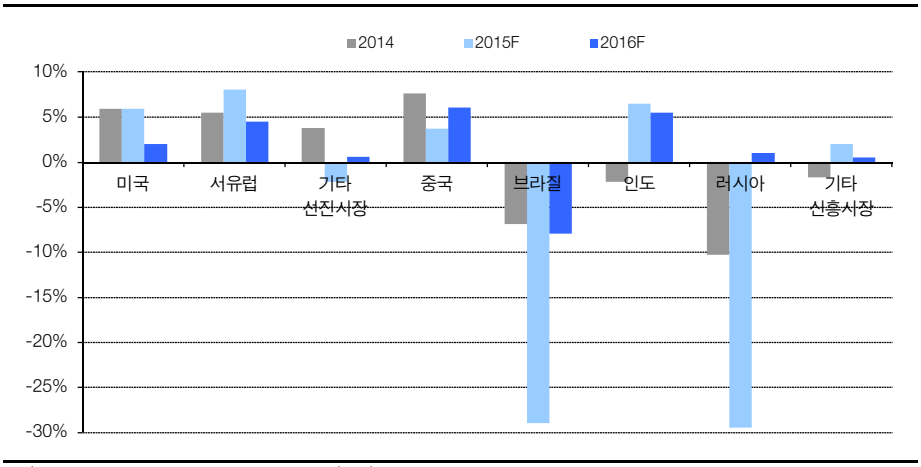
3대 시장 증가세 지속, 브라질 추가 감소, 내수는 올해 기저효과로 감소 예상

우리는 올해 글로벌 자동차수요(Light vehicle 기준)를 8,727만대(+1.7% YoY)로 예상하며 내년에는 8,981만대(+2.9%)로 수요 증가율이 회복될 전망이다. 올해 수요부진의 가장 큰 이유는 인도를 제외한 신흥시장의 침체인데 중국은 지난 3분기를 저점으로 빠르게 회복중이며 러시아를 비롯한 동유럽은 추가 감소하지는 않은 모습이다. 다만 거시경제부터 불안한 모습을 이어가고 있는 브라질의 경우에는 추가 감소가 불가피해보인다. 올해 견고한 성장을 보이며 글로벌 자동차수요를 이끈 미국과 서유럽은 내년에도 성장세를 지속할 전망이다. 미국의 수요증가율은 둔화될 것으로 예상되나 꾸준한 인구증가와 취업자수 증가가 자동차수요를 견고하게 받쳐줄 것으로 전망된다. 서유럽은 워낙 오랜기간 쌓여온 대기수요가 아직 완전히 해소되지 않았고 역시 고용지표가 안정적이어서 당분간 수요 회복세가 이어질 수 있을 전망이다. 내수시장의 경우 올해 집중적인 신차 출시와 개별소비세 인하 효과로 사상최대 수요를 기록할 전망인데 워낙 기저가 높을 것으로 예상돼 내년도에는 감소할 것으로 예상된다. 지역별 수요 전망이 엇갈리는 가운데 글로벌 자동차업체 간의 경쟁강도는 지속될 전망이어서 지역별 판매전략과 제품사이클, 상품경쟁력이 어느 때보다 중요해질 것으로 전망된다.

현대기아차는 멕시코공장 신규가동 및 중국공장 회복으로 양적성장 재개 전망

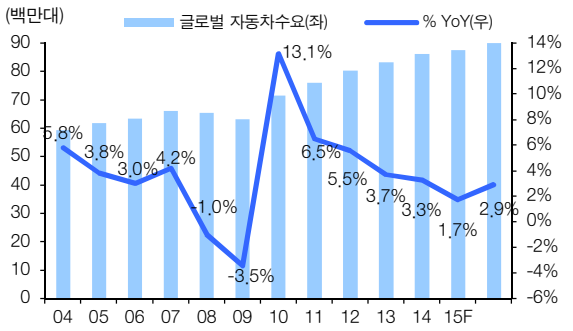
현대기아차의 올해 글로벌 출고판매는 중국판매 감소로 인해 797.1만대(-0.4% YoY)에 머무를 것으로 예상되지만 중국판매는 3분기 이후 빠르게 회복되고 있으며 내년 5월에는 기아차 멕시코공장도 가동이 예정돼 있어 2016년에는 823.8만대(+3.4% YoY)까지 증가할 전망이다. 기아차 멕시코공장은 2016년 10만대, 2017년 25만대 생산이 예상되며 현대차 중국 4, 5공장의 본격 가동 시점이나 ramp-up 속도는 당초 예상보다 다소 늦어질 수 있을 것으로 보인다. 중국을 제외한 글로벌 출고판매는 올해도 증가세(+1.3% YoY)를 유지했으며 내년~내후년까지 2% 이상의 성장이 예상된다.

〈그림1〉 지역별 자동차수요 증가율 전망



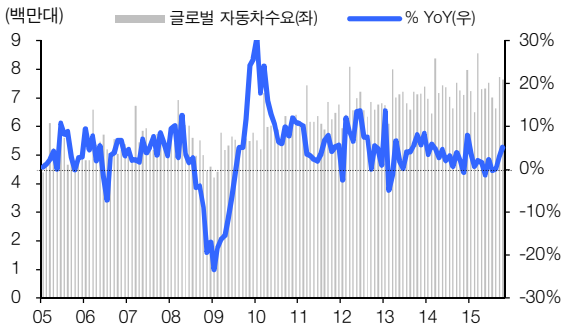
자료: LMC Automotive, Marklines, HMC투자증권

〈그림2〉 글로벌 자동차 수요 전망



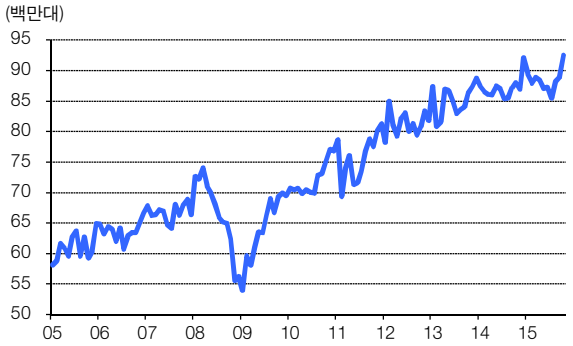
주: Light Vehicle(중대형 상용차 제외) 기준
자료: LMC Automotive, Ward's Auto, Marklines, Automotive News, 각국 자동차공업협회, HMC투자증권

〈그림3〉 글로벌 자동차수요 추이



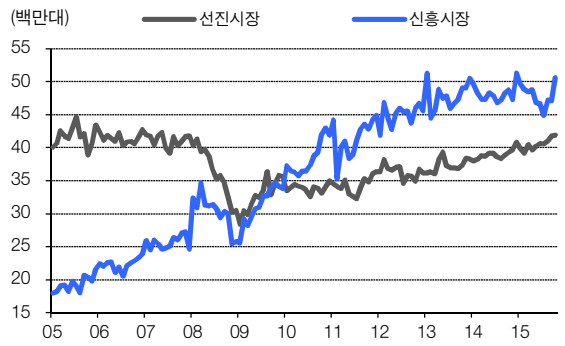
주: Light Vehicle(중대형 상용차 제외) 기준
자료: LMC Automotive, HMC투자증권

〈그림4〉 글로벌 자동차수요(SAAR 기준) 추이



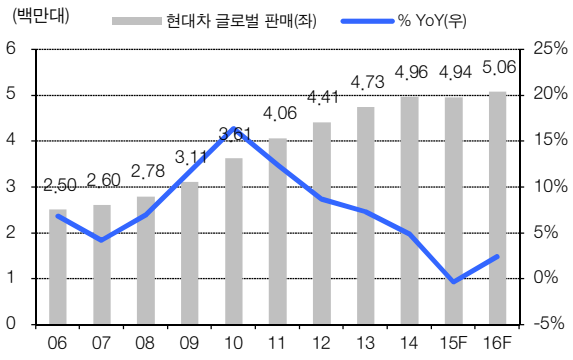
자료: LMC Automotive, HMC투자증권

〈그림5〉 글로벌 자동차수요(선진시장 vs 신흥시장)



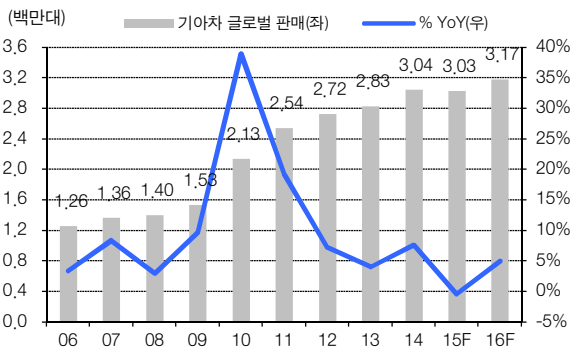
주: 선진시장은 미국, 캐나다, 서유럽, 일본, 한국
자료: LMC Automotive, HMC투자증권

〈그림6〉 현대차 글로벌 판매대수 전망



자료: 현대차, HMC투자증권

〈그림7〉 기아차 글로벌 판매대수 전망



자료: 기아차, HMC투자증권

올해 집중된 볼륨모델 신차출시, 내년에 글로벌 전개되며 실적에 본격 기여 전망

경쟁강도 여전하나 현대기아차는 제품사이클 측면에서 유리한 국면

현대기아차의 2015~2016년 제품사이클은 볼륨모델 신차투입이 집중돼 상대적으로 유리한 상황이며 특히 2015년에 출시된 주요 신차 4종(Tucson, Sportage, K5, Avante)는 예외없이 글로벌 판매비중이 10%를 상회하는 핵심모델인데 이들은 내년 1분기까지 해외시장에 순차적으로 투입될 예정이어서 2016년은 핵심모델 신차 모멘텀이 가장 강하게 나타나는 한 해가 될 전망이다. 또한 2015년 2분기까지 주요 모델의 노후화와 함께 현대기아차 실적에 가장 큰 부담요소였던 환율 역시 방향성이 전환돼 우호적인 수준에 있기 때문에 브라질 등 일부 신흥시장의 환율이 추가적으로 크게 악화되는 경우만 아니라면 환율 역시 긍정적으로 작용할 전망이다. 주요 신모델 투입으로 인한 ASP 상승과 인센티브 부담 경감, 원자재가격 하향세 등이 더해져 4년 만에 수익성과 이익 규모가 개선세를 보일 것으로 예상된다.

〈그림8〉 현대기아차 주요 모델 신차사이클 장기전망

브랜드	모델명	글로벌 판매비중	13		14		15		16		17		18	
			상	하	상	하	상	하	상	하	상	하	상	하
현대차	Genesis	1.0%		●										
	Sonata	11.6%			●									
	i20	4.9%				●								
	Tucson	**11.6%**					●							
	Avante	**19.5%**						●						
	Accent	13.1%							●					
	i30	5.1%							●					
	Grandeur	2.8%								●				
	Santa Fe	6.2%										●		
	i10	5.7%											●	
기아차	Soul	6.2%		●										
	Carnival	3.5%			●									
	Sorento	9.1%				●								
	K5	**12.8%**						●						
	Sportage	**15.4%**						●						
	K7	1.0%							●					
	Morning	8.9%									●			
	Pride	18.2%										●		
	K3	13.3%										●		
	cee'd	4.5%											●	

주: 내수시장 full change 기준
자료: 각 사, HMC투자증권

현대위아(011210)

BUY / TP 165,000원

자동차/부품 Analyst 이명훈 02) 3787-2639 mhlee@hmcib.com

업종 내 돋보이는 외형성장전망에 주목

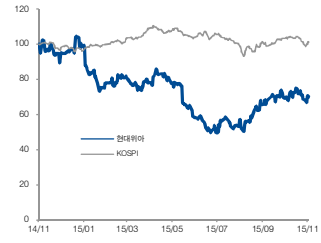
현재주가 (11/20)	129,000원
상승여력	27.9%
시가총액	3,508십억원
발행주식수	27,195천주
자본금/액면가	136십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	192,500원/91,500원
일평균 거래대금 (60일)	19십억원
외국인지분율	20.88%
주요주주	현대자동차 외 2인 40.74%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	0.0	30.2	-10.1
상대주가(%p)	2.5	25.2	-3.3

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	15,731	17,234	165,000
After	15,350	17,030	165,000
Consensus	15,656	16,739	162,250
Cons. 차이	-2.0%	1.7%	1.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 현대차그룹 내에서의 엔진공급점유율 확대라는 중장기 성장모멘텀 여전히 확고
  ⇒ 연말 가동예정인 서산 엔진공장 및 내년 5월 멕시코 엔진/소재 공장 가동만으로 연간 매출액 4천억원 이상 증가 전망
- 고수익성의 중국향 CKD 매출 역시 8월을 저점으로 빠르게 회복 중, 현대기아차 중국공장 판매 증가율은 2Q -11.7%, 3Q -22.6%에서 4Q +7.3% YoY로 급반등 예상
- 3년 연속 이어지고 있는 기계부문의 매출 및 영업이익 감소 추세 역시 내년에 반전 전망
- 업종 내에서 돋보이는 외형성장과 이익 증가 추세에 비해 여전히 valuation은 매력적, 2016년 예상 P/E 7.6배, 예상 P/B 0.9배(vs ROE 13.2% 예상)

2) 주요이슈 및 실적전망

- 꾸준한 증설과 합병으로 인한 외형 확대에도 불구하고 고수익 사업부인 중국향 CKD 매출의 정체와 주요 매출처인 기아차의 실적부진 등으로 2013년부터 올해까지 3년간 이익 정체
- 4분기 실적은 현대기아차 중국공장 판매의 가파른 회복(현대차 +7.4% YoY, 기아차 +3.8% YoY)과 기아차 국내공장판매 증가(+8.3% YoY) 등에 힘입어 매출액 2.06조원(+3.8% YoY), 영업이익 1,320억원(+6.6% YoY) 예상, 영업이익은 6개 분기만에 YoY 증가 예상
- 연간기준으로는 2015년의 경우 기계부문 매출감소와 자동차부품 매출 정체로 인해 합병효과를 제외할 경우 소폭 감소 예상
  ⇒ 하지만 2016년에는 서산 신규 엔진공장 및 멕시코 공장 가동에 힘입어 8.6조원(+8.8% YoY)에 이를 전망, 3년간 정체된 이익규모도 두 자릿수 성장 전망
- 2016년에도 자동차부품 부문이 외형성장을 주도할 전망(+9.8% YoY)이며 업황부진과 멕시코향 내부매출 증가로 올해 크게 감소한 기계부문 매출액 역시 소폭 증가세로 돌아설 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 업종 내에서 돋보이는 외형 성장 전망 및 가시성 확고, 3년간의 이익정체구간에서 벗어날 전망
- 주가 반등에도 불구하고 2015F PER 8.4배, 2016F PER 7.6배로 여전히 과거 평균 하회
- 최근의 단기 조정은 중기적 관점에서 또 한 번의 매수기회

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	7,092.0	529.2	417.5	655.9	16,224	-0.2	11.7	2.2	7.9	20.4	0.3
2014	7,595.6	525.6	434.4	673.5	16,733	3.1	10.5	1.7	7.5	17.0	0.5
2015F	7,871.8	506.1	417.4	692.6	15,350	-8.3	8.4	1.1	5.7	13.6	0.7
2016F	8,567.7	557.9	463.1	772.0	17,030	10.9	7.6	0.9	4.8	13.2	0.8
2017F	9,252.3	611.8	513.8	839.3	18,893	10.9	6.8	0.8	4.2	13.0	0.9

* K-IFRS 연결 기준

HMC 투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	7,092	7,596	7,872	8,568	9,252
증가율 (%)	1.0	7.1	3.6	8.8	8.0
매출원가	6,272	6,765	7,023	7,646	8,247
매출원가율 (%)	88.4	89.1	89.2	89.2	89.1
매출총이익	820	831	849	922	1,005
매출이익률 (%)	11.6	10.9	10.8	10.8	10.9
증가율 (%)	-0.4	1.3	2.2	8.7	9.0
판매관리비	291	305	343	364	393
판관비율 (%)	4.1	4.0	4.4	4.3	4.3
EBITDA	656	673	693	772	839
EBITDA 이익률 (%)	9.2	8.9	8.8	9.0	9.1
증가율 (%)	0.6	2.7	2.8	11.5	8.7
영업이익	529	526	506	558	612
영업이익률 (%)	7.5	6.9	6.4	6.5	6.6
증가율 (%)	-1.9	-0.7	-3.7	10.2	9.7
영업외손익	-17	11	20	21	31
금융수익	26	25	27	30	27
금융비용	42	38	48	49	40
기타영업외손익	-2	25	42	41	44
종속/관계기업관련손익	44	49	30	38	42
세전계속사업이익	556	586	556	617	685
세전계속사업이익률	7.8	7.7	7.1	7.2	7.4
증가율 (%)	0.0	5.3	-5.0	10.9	10.9
법인세비용	131	147	139	154	171
계속사업이익	425	439	417	463	514
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	425	439	417	463	514
당기순이익률 (%)	6.0	5.8	5.3	5.4	5.6
증가율 (%)	0.1	3.3	-5.0	10.9	10.9
지배주주지분 순이익	417	434	417	463	514
비지배주주지분 순이익	8	5	0	0	0
기타포괄이익	17	7	32	0	0
총포괄이익	442	447	449	463	514

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	2,769	3,453	3,672	3,724	3,822
현금성자산	349	484	613	567	573
단기투자자산	342	509	555	452	368
매출채권	1,069	1,326	1,378	1,500	1,605
재고자산	681	673	687	747	800
기타유동자산	328	461	440	458	477
비유동자산	2,091	2,485	3,054	3,275	3,530
유형자산	1,588	1,928	2,325	2,508	2,717
무형자산	171	226	234	233	235
투자자산	296	294	457	497	541
기타비유동자산	36	37	37	37	37
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	4,860	5,937	6,726	6,999	7,352
유동부채	1,535	1,831	1,933	2,072	2,146
단기차입금	31	16	0	0	0
매입채무	1,020	1,335	1,276	1,388	1,486
유동성장기부채	80	168	289	298	258
기타유동부채	404	312	369	385	403
비유동부채	1,014	1,257	1,515	1,210	1,001
사채	528	688	905	639	451
장기차입금	314	355	382	311	254
장기금융부채 (리스포함)	1	1	1	1	1
기타비유동부채	170	214	227	259	295
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,549	3,088	3,448	3,282	3,147
지배주주지분	2,255	2,849	3,278	3,717	4,204
자본금	129	136	136	136	136
자본잉여금	241	504	504	504	504
자본조정 등	0	-117	-117	-117	-117
기타포괄이익누계액	16	47	80	80	80
이익잉여금	1,869	2,278	2,674	3,114	3,601
비지배주주지분	57	0	0	0	0
자본총계	2,311	2,849	3,278	3,717	4,204

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	529	449	517	585	655
당기순이익	425	439	417	463	514
유형자산 상각비	107	123	152	177	191
무형자산 상각비	20	24	35	37	37
외환손익	8	-9	-30	-15	-20
운전자본의 감소(증가)	-26	-152	-71	-40	-25
기타	-4	22	14	-38	-42
투자활동으로인한현금흐름	-508	-518	-729	-281	-336
투자자산의 감소(증가)	-28	39	-134	-2	-2
유형자산의 감소	4	2	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-308	-291	-541	-360	-400
기타	-177	-268	-55	81	66
재무활동으로인한현금흐름	-38	191	334	-351	-312
장기차입금의 증가(감소)	-15	26	14	-71	-57
사채의증가(감소)	30	159	217	-266	-188
자본의 증가	0	270	0	0	0
배당금	-13	-13	-21	-24	-27
기타	-41	-251	124	10	-41
기타현금흐름	1	12	8	0	0
현금의증가(감소)	-16	135	129	-46	6
기초현금	365	349	484	613	567
기말현금	349	484	613	567	573

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	16,518	16,916	15,350	17,030	18,893
EPS(지배순이익 기준)	16,224	16,733	15,350	17,030	18,893
BPS(자본총계 기준)	89,827	104,757	120,537	136,688	154,604
BPS(지배지분 기준)	87,626	104,757	120,537	136,688	154,604
DPS	500	800	900	1,000	1,100
P/E(당기순이익 기준)	11.5	10.4	8.4	7.6	6.8
P/E(지배순이익 기준)	11.7	10.5	8.4	7.6	6.8
P/B(자본총계 기준)	2.1	1.7	1.1	0.9	0.8
P/B(지배지분 기준)	2.2	1.7	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(Reported)	7.9	7.5	5.7	4.8	4.2
배당수익률	0.3	0.5	0.7	0.8	0.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	0.1	2.4	-9.3	10.9	10.9
EPS(지배순이익 기준)	-0.2	3.1	-8.3	10.9	10.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	20.3	17.0	13.6	13.2	13.0
ROE(지배순이익 기준)	20.4	17.0	13.6	13.2	13.0
ROA	9.0	8.1	6.6	6.7	7.2
안정성 (%)					
부채비율	110.3	108.4	105.2	88.3	74.9
순차입금비율	11.5	8.3	12.6	6.3	0.6
이자보상배율	15.7	15.3	11.8	12.4	17.3

** K-IFRS 별도 기준*

2016 Outlook

2015. 11. 24

운송업종

OVERWEIGHT

성장에 대한 목마름, 누가 해결해 줄 것인가?

Analyst 강동진
02) 3787-2228
dongjin.kang@hmcib.com

운송업종 투자의견 Overweight, Top pick 현대글로비스, 제주항공. 관심종목 CJ대한통운

운송업종에 대해 투자의견 Overweight, Top pick 현대글로비스, 제주항공을 제시한다. 관심종목은 CJ대한통운이다. 저성장 시대가 고착화되면서 성장에 대한 갈증이 그 어느 때보다 큰 상황이다. 따라서, 우리는 가시적인 이익 성장이 기대되는 기업들에 대한 Bottom up 접근이 어느 때보다 필요한 상황이라고 판단하여 두 종목을 Top pick으로 선정한다. CJ대한통운은 새로운 성장의 무대가 될 중국에서의 성과가 가시화된다면 Valuation 부담을 떨쳐버릴 수 있을 것으로 판단한다.

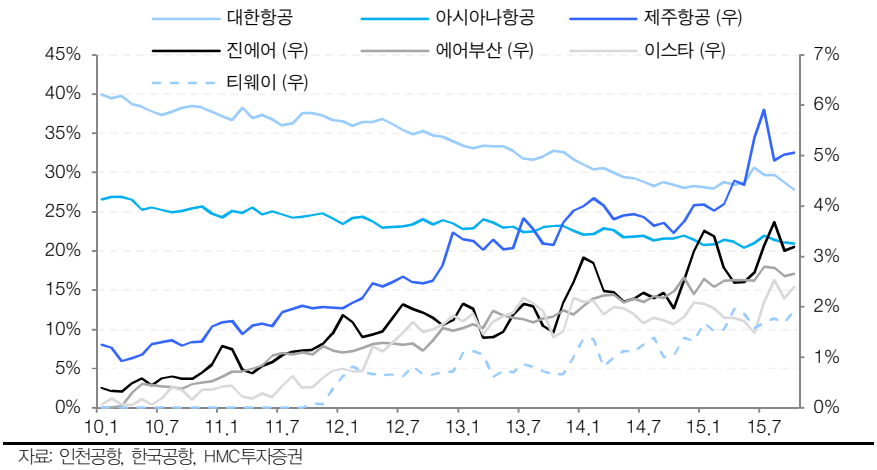
성장, 그리운 단어. 패러다임 변화를 이끄는 기업은 성장의 과실을 향유하게 될 것

실물경제의 저성장이 장기화되면서 운송업종에서의 '성장'은 잊혀진 단어가 되어가고 있다. 하지만 변화하는 패러다임에서 승자가 될 수 있는 기업들은 시장 지배력을 더욱 확대할 수 있는 기회가 될 것이다. 물류업은 대형화, 효율화를 통해 더욱 효율적이고 광범위한 서비스를 더 낮은 가격에 제시할 수 있는 기업들에게 기회가 있을 것이다. 항공사들은 경쟁심화에 신음하고 있지만, 과거 GDP 성장에 기댄 수요 증가가 아닌, 낮은 티켓가격과 규제완화가 수요를 창출하고 있는 패러다임에 적응하는 자는 성장의 과실을 향유할 수 있을 것이다.

현대글로비스, 다시 성장을 이야기한다.

2016년에는 안정적 성장이라는 가치가 다시 한 번 부각될 것으로 판단한다. 성장의 핵심은 현대/기아차 해외 공장 증설에 따른 CKD 및 해외 물류 성장이다. 우호적인 환율과 미국과 유럽에서의 현대/기아차 신차 판매 호조는 2016년 이익 성장 가시성을 높일 것으로 보인다. 이에 따라 3년간 정체되어 있었던 영업이익은 두 자릿수 성장을 기록할 수 있을 것으로 보인다. 또한, 안정적인 현금흐름과 우량한 재무구조를 바탕으로 M&A 및 3자물류 확대 그리고 주주가치 환원 정책 강화 등도 기대해 볼 수 있을 것이다

국내 항공사 국제선 M/S 추이



자료: 인천공항, 한국공항, HMC투자증권

HYUNDAI MOTOR GROUP HMC 투자증권

강동진 선임연구위원 02) 3787-2228 / dongjin.kang@hmcib.com

운송업종 2016년 산업전망

성장, 그리운 단어

저성장 환경 속에서 경쟁력 높이는 것이 중요한 과제

2016년 운송업종에 대해 투자의견 Overweight, Top pick 현대글로비스, 제주항공을 제시한다. 금융위기 이후 운송업종에서 성장이라는 단어는 어느덧 그리운 단어가 되었다. 2010년 각국의 금융 완화 정책으로 경기가 급반등한 이후, 전세계는 저성장이라는 새로운 단어에 익숙해져 가고 있기 때문이다. 또한, IT의 발달은 언제 어디서나 제품 가격비교가 가능한 환경을 제공하여, 과거 정보의 비대칭성을 통해 수익이 발생할 수 있는 환경이 점차 사라지게 만들었다. 이러한 변화들은 근본적인 물류산업의 모습을 바꾸고 있다. 좀더 좋은 제품을 좀더 경쟁력 있는 가격에 내놓아야 하는 것이다. 이러한 제조업 및 유통산업 환경 변화는 후방 산업인 물류산업에도 영향을 미칠 수 밖에 없다. 거래비용적 성격을 가진 물류 비용을 절감하는 것이 기업들의 중요한 과제가 된 가운데 극한의 원가절감 노력은 물류업체들에게 지속적인 가격 압력이 되었고, 심지어 일부 기업들은 물류 비용과 높아진 중국의 인건비를 고려할 경우 자국에서 제품을 만드는 편이 낫다는 결정으로 Reshoring이 확산되면서 전세계 해운물동량에까지 영향을 미치고 있다.

항공운송산업 역시 저성장, 저유가 기조 속에서 패러다임 전환 가속화

항공운송산업 역시 저성장기를 맞아, 패러다임이 전환이 가속화되고 있다. 저가항공사들은 슬림한 비용구조로, 낮은 운임을 제시하며 새로운 수요를 창출하고 있고, 대형항공사들 마저 A380과 같은 초대형 기종 보다는 B787과 같은 기재 활용도가 우수하고 연료효율성이 높은 쌍발기를 중심으로 장거리 노선을 운용하며 Non-stop 서비스를 제공하면서도 낮은 운임으로 새로운 수요를 끌어들이기 위해 노력하고 있다. 과거에는 GDP 성장이 항공 수요 증가의 Driver 였다면, 지금은 낮은 항공 운임과 각국 정부의 적극적인 외국인 관광객 유치 경쟁을 위한 규제 완화가 항공산업의 파이를 키우고 있는 형국이다. 저유가는 이러한 패러다임 전환을 가속화하는데 최적의 여건을 제공하였다.

가격, 가장 확실한 무기

낮은 가격, 향후 M&A 활성화시킬 요인

결국, 물류/운송 산업에 요구되는 것은 더 낮은 가격에 적응하는 것이다. 시스템의 개선과 비용 효율화 그리고 규모의 경제 이러한 단어들이 물류산업에서는 더 이상 낯선 것이 아니며, 혁신이라는 이름으로 통용되고 있다. 왜냐하면, 낮은 가격이 새로운 수요를 창출하고, M/S를 확대하는 중요한 요인이기 때문이다. 이러한 변화에 적응하지 못하는 기업은 빠르게 도태될 수 있다. 최근 우리나라뿐만 아니라, 중국 등 전세계적으로 컨테이너 해운업체들 간의 인수 합병이 진행되고 있는 현상도 이러한 패러다임의 변화 아래서 이해할 수 있다. 향후 물류 및 항공운송산업 역시 이러한 흐름에서 자유롭지는 못할 것이다.

〈표1〉 종목별 실적 및 Valuation

종목명	구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
대한항공	2013	11,848.7	-19.6	-225.0	1,643.2	-3,192	적전	N/A	0.7	9.6	-8.5	0.0
MARKETPERFORM	2014	11,909.7	395.0	-480.3	1,988.1	-7,762	적지	N/A	1.4	9.2	-20.3	0.0
TP : 32,000원	2015F	11,351.8	606.0	-352.6	2,245.7	-5,033	적지	N/A	0.9	7.1	-15.8	0.0
	2016F	11,019.6	570.1	473.5	2,284.4	6,501	흑전	4.3	0.7	7.0	18.1	0.0
	2017F	10,861.7	637.1	765.7	2,425.4	10,513	61.7	2.7	0.6	6.5	23.6	0.0
아시아나항공	2013	5,723.5	-11.2	-115.7	286.3	-593	적전	N/A	1.1	14.0	-12.2	0.0
MARKETPERFORM	2014	5,836.2	98.1	62.2	458.4	319	흑전	22.4	1.4	11.1	6.5	0.0
TP : 5,300원	2015F	5,691.2	119.0	-27.0	558.5	-139	적전	N/A	0.9	10.2	-2.7	0.0
	2016F	6,113.6	141.7	80.2	592.2	411	흑전	11.1	0.8	9.3	7.8	0.0
	2017F	6,183.6	145.0	122.5	600.2	628	52.8	7.2	0.7	9.3	10.9	0.0
제주항공	2013	432.3	15.2	19.4	23.0	881	268.6	0.0	0.0	-2.4	45.1	N/A
BUY	2014	510.6	29.5	32.0	37.9	1,454	65.1	0.0	0.0	-2.7	48.2	N/A
TP : 59,000원	2015F	617.1	65.1	57.8	73.9	2,517	73.1	16.0	3.4	9.8	29.9	0.0
	2016F	755.9	86.8	65.2	97.1	2,517	0.0	16.0	2.8	7.0	19.2	0.0
	2017F	907.2	106.5	80.2	116.7	3,096	23.0	13.0	2.3	5.3	19.4	0.0
현대글로비스	2013	12,861.3	636.9	481.3	717.1	12,834	-3.3	18.0	3.7	13.0	22.6	0.6
BUY	2014	13,922.0	644.6	536.2	744.2	14,300	11.4	20.4	3.9	15.9	21.0	0.7
TP : 250,000원	2015F	14,779.4	692.4	442.5	824.9	11,799	-17.5	16.4	2.4	10.0	15.3	1.0
	2016F	15,636.4	772.0	621.9	938.7	16,583	40.5	11.7	2.0	9.0	18.9	1.1
	2017F	16,449.1	821.9	698.9	1,023.0	18,639	12.4	10.4	1.7	8.1	18.0	1.1
CJ대한통운	2013	3,795.0	64.2	-55.8	143.6	-2,445	적전	N/A	1.0	26.9	-2.5	0.0
BUY	2014	4,560.1	167.1	57.3	290.6	2,510	흑전	78.1	2.0	20.3	2.6	0.0
TP : 230,000원	2015F	5,067.0	214.1	56.2	373.9	2,462	-1.9	74.9	1.8	14.7	2.5	0.0
	2016F	5,979.9	279.5	116.9	471.7	5,122	108.1	36.0	1.7	11.3	5.0	0.0
	2017F	6,453.1	314.4	161.3	506.3	7,070	38.0	26.1	1.6	10.3	6.5	0.0
한진해운	2013	9,649.8	-412.3	-706.6	39.3	-5,648	적전	N/A	1.5	177.7	-75.3	0.0
MARKETPERFORM	2014	8,654.8	82.1	-447.7	431.1	-2,320	적지	N/A	2.0	14.3	-65.6	0.0
TP : 6,000원	2015F	8,459.5	464.1	209.1	792.6	853	흑전	5.0	1.1	6.8	25.2	0.0
	2016F	8,329.2	560.3	78.7	879.9	321	-62.3	13.2	1.0	5.8	8.1	0.0
	2017F	8,349.9	597.4	176.6	910.5	720	124.3	5.9	0.9	5.3	16.1	0.0

자료: 각 사, HMC투자증권

현대글로비스: 안정적 성장, 그 이상.

2016년은 우호적 환율과 현대/기아차 해외 공장 증설에 따른 CKD 및 해외물류 성장으로 안정적 성장기대

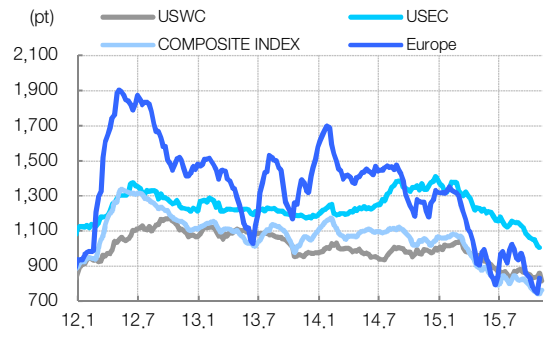
2015년은 현대글로비스에게 연초 대주주 지분매각부터 연말 배선권 비율 조정까지 다양한 이슈로 주가가 좋지 못했던 시련의 한 해이다. 하지만, 2016년에는 악재보다는 안정적 성장이라는 가치에 집중해야 할 것으로 판단한다. 성장의 핵심은 현대/기아차 해외 공장 증설에 따른 CKD 및 해외 물류 성장이다. 우호적인 환율과 미국과 유럽에서의 현대/기아차 신차 판매 호조는 2016년 이익 성장 가시성을 높일 것으로 보인다. 이를 감안하면 현재 P/E 11.7x 수준 Valuation은 매력적인 매수 기회라고 판단한다. 중장기적인 관점에서, 현대글로비스의 안정적인 현금흐름과 우량한 재무구조를 바탕으로 한 M&A 및 3자물류 확대 등까지도 기대해 볼 수 있을 것이다.

제주항공: 패러다임을 이끄는 기업에 투자한다.

효율적인 비용구조 및 저운임이 무기, 국내 1위 LCC 제주항공

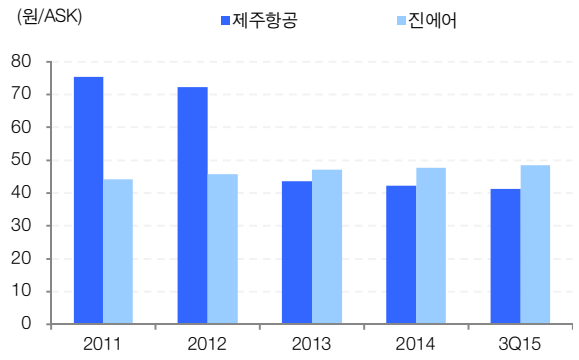
최근 아시아의 항공운송 산업 패러다임 변화를 이끌고 있는 것은 역시나 저가항공사이다. 특히, 이들은 효율적인 비용구조를 바탕으로 대형항공사들의 M/S를 잠식할 뿐만 아니라, 저운임을 무기로 새로운 시장을 창출하고 있다. 이 중 제주항공은 국내 No. 1 LCC로, 가장 낮은 CASK를 바탕으로 빠르게 점유율을 확대하고 있다. 또한, 동사는 국내 저가항공사들 중 공격적인 성장에 가장 좋은 포지션을 가지고 있기 때문에, 중장기적인 관점에서 관심이 필요하다.

〈그림 1〉 CCFI 추이



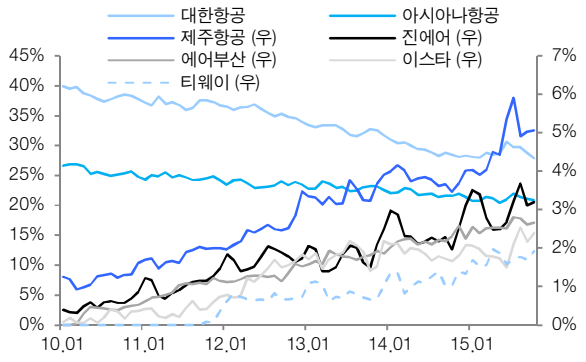
자료 : SSE, HMC투자증권

〈그림 2〉 CASK ex Fuel (제주항공 Vs. 진에어)



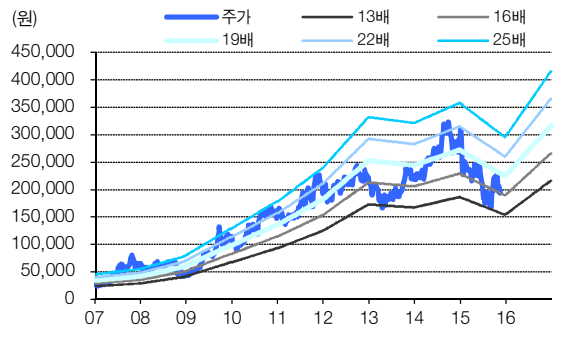
자료 : 각 사, HMC투자증권

〈그림 3〉 항공사별 국제선 M/S



자료 : 인천공항, 공항공사, HMC투자증권

〈그림 4〉 현대글로비스 P/E Band Chart



자료 : Valuewise, HMC투자증권

현대글로비스(086280)

BUY / TP 250,000원

운송/유틸리티/조선 Analyst 강동진 02) 3787-2228 dongjin.kang@hmcib.com

안정적 성장, 그 이상

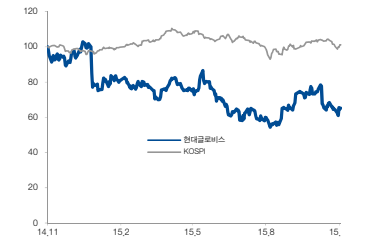
현재주가 (11/20)	195,500원
상승여력	27.9%
시가총액	7,331억원
발행주식수	37,500천주
자본금/액면가	19십억원/500원
52주 최고가/최저가	308,500원/163,000원
일평균 거래대금 (60일)	32십억원
외국인지분율	27.16%
주요주주	정의선 외 3인 39.34%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-12.5	10.5	-14.4
상대주가(%p)	-10.4	6.3	-8.0

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(14F)	EPS(15F)	T/P
Before	11,754	16,328	250,000
After	11,799	16,583	250,000
Consensus	11,453	15,717	265,000
Cons. 차이	3.0%	5.5%	-5.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 2016년 영업이익은 기아차 멕시코 공장 증설 및 배선권 확대 등으로 영업이익 두자리 성장 이어갈 것으로 전망
- 중장기적으로 3자물류 확대를 통해 종합 물류업체로서의 위상 강화 할 것
- 기대에 미치지 못한 배선권 비율로 주가 급락. 매력적인 Valuation

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2016년 영업이익은 2자리 성장 할 것으로 전망. 매출액 1.56조원(+5.8%, yoy), 영업이익 7,720억원(+11.5%, yoy) 전망
  1. 기아차 맥시코 공장 증설은 해외법인 및 CKD 매출 증가 요인
  2. 현대/기아차 신차 판매 호조는 CKD 매출 및 해외법인 매출에 긍정적인 요인
  3. PCC 배선권 40%에서 50%로 증가. PCC 매출액은 2015년 1.48조원에서 1.7조원으로 증가할 전망. 유럽노선을 운항 할 것으로 기대되는 바, 아시아향 3자 물류 확대된다면, 당사 전망치를 상회 할 가능성 있음
- 아직까지 현대/기아차 해외 공장 생산량 증대가 멈춘 것은 아님. 추가적인 CAPA확대는 동사의 안정적 성장으로 이어질 전망
- 중장기적으로 3자물류 확대 및 아담폴 인수 이후 추가적인 M&A, 주주환원정책 강화 등이 충분히 기대 가능할 것으로 판단.

3) 주가전망 및 Valuation

- 추가는 연초 대주주 지분 일부 매각 및 배선권 비율 조정이 기대에 미치지 못하면서 급락
- 2016년 기중 P/E 11.7x까지 하락한 상황. Historical Valuation 최저점 수준
- 2013년 이후 정체되었던 영업이익 성장세가 회복되는 구간으로 진입 Multiple 회복 가능할 전망

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	12,861	637	481.3	717.1	12,834	-3.3	18.0	3.7	13.0	22.6	0.6
2014	13,922	645	536.2	744.2	14,300	11.4	20.4	3.9	15.9	21.0	0.7
2015F	14,779	692	442.5	824.9	11,799	-17.5	16.4	2.4	10.0	15.3	1.0
2016F	15,636	772	621.9	938.7	16,583	40.5	11.7	2.0	9.0	18.9	1.1
2017F	16,449	822	698.9	1,023.0	18,639	12.4	10.4	1.7	8.1	18.0	1.1

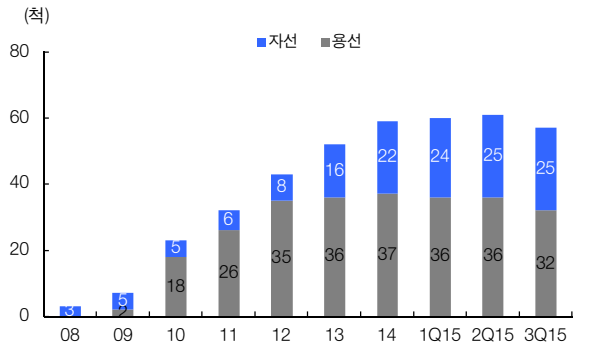
* K-IFRS 연결 기준

〈표3〉 상세실적전망 (십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015F	2016F	2017F
평균환율	1,100	1,097	1,168	1,145	1,130	1,120	1,110	1,100	1,053	1,128	1,115	1,050
기말환율	1,110	1,116	1,195	1,130	1,130	1,115	1,105	1,090	1,099	1,130	1,090	1,015
연결매출액	**3,386**	**3,701**	**3,861**	**3,831**	**3,628**	**3,797**	**4,119**	**4,092**	**13,922**	**14,779**	**15,636**	**16,449**
(yoy, %)	3.1%	4.3%	9.7%	7.4%	7.1%	2.6%	6.7%	6.8%	8.2%	6.2%	5.8%	5.2%
CKD	1,264	1,371	1,414	1,530	1,374	1,453	1,635	1,640	5,083	5,579	6,102	6,545
(yoy, %)	8.7%	6.1%	4.8%	19.7%	8.7%	6.0%	15.6%	7.2%	3.7%	9.8%	9.4%	7.3%
해외물류	1,444	1,557	1,676	1,608	1,605	1,672	1,800	1,766	6,006	6,285	6,844	7,150
(yoy, %)	0.5%	-0.6%	12.2%	6.6%	11.2%	7.4%	7.4%	9.8%	9.2%	4.6%	8.9%	4.5%
해외법인	693	739	807	791	797	798	839	862	2,874	3,030	3,297	3,503
(yoy, %)	-0.7%	1.3%	9.9%	11.0%	15.0%	8.0%	4.0%	9.0%	3.2%	5.4%	8.8%	6.3%
PCC	367	373	371	372	399	420	437	448	1,516	1,483	1,704	1,715
(yoy, %)	-0.7%	-5.4%	2.2%	-4.4%	8.9%	12.5%	17.9%	20.3%	7.7%	-2.2%	14.9%	0.6%
벌크선사업	257	288	348	314	283	303	365	330	1,112	1,208	1,282	1,371
(yoy, %)	11.2%	-3.2%	17.3%	10.0%	10.0%	5.0%	5.0%	5.0%	64.5%	8.7%	6.1%	7.0%
국내물류	287	306	288	329	301	322	302	345	1,157	1,209	1,270	1,333
(yoy, %)	-0.3%	8.1%	6.7%	4.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-7.3%	4.6%	5.0%	5.0%
중고차	76	90	91	90	88	93	94	93	307	348	367	378
(yoy, %)	-7.9%	10.6%	29.0%	25.0%	15.0%	3.0%	3.0%	3.0%	-1.3%	13.2%	5.6%	3.0%
기타유통	315	377	392	409	396	393	430	394	1,370	1,493	1,614	1,638
(yoy, %)	0.4%	15.6%	16.4%	3.9%	25.8%	4.3%	9.7%	-3.5%	51.4%	9.0%	8.1%	1.5%
영업이익	**175**	**159**	**178**	**181**	**180**	**186**	**203**	**204**	**645**	**692**	**772**	**822**
OPM	5.2%	4.3%	4.6%	4.7%	5.0%	4.9%	4.9%	5.0%	4.6%	4.7%	4.9%	5.0%
(yoy, %)	13.0%	-5.4%	13.4%	9.4%	3.1%	17.2%	13.5%	12.6%	1.2%	7.4%	11.5%	6.5%
세전이익	172	151	84	271	194	216	226	236	711	678	871	979
(yoy, %)	3.4%	-49.2%	-32.7%	120.2%	12.8%	42.6%	168.9%	-13.1%	1.3%	-4.7%	28.4%	12.4%
지배주주순이익	121	113	16	193	138	154	161	168	536	442	622	699
(yoy, %)	1.4%	-54.6%	-82.3%	140.1%	14.6%	36.8%	928.0%	-13.1%	11.4%	-17.5%	40.5%	12.4%

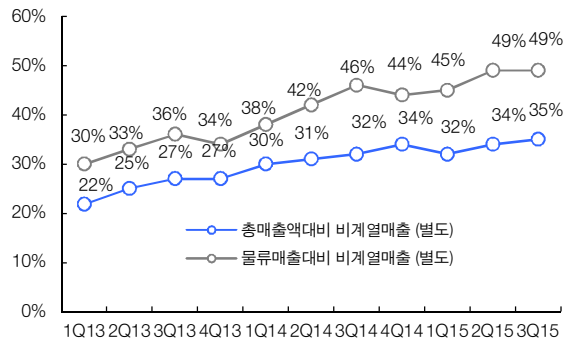
자료: 제주항공, HMC투자증권

〈그림 5〉 현대글로비스 PCC선대 추이



자료 : 현대글로비스, HMC투자증권

〈그림 6〉 현대글로비스 3자물류 매출 비중 추이



자료 : 현대글로비스, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	12,861	13,922	14,779	15,636	16,449
증가율 (%)	9.5	8.2	6.2	5.8	5.2
매출원가	11,846	12,902	13,659	14,411	15,150
매출원가율 (%)	92.1	92.7	92.4	92.2	92.1
매출총이익	1,016	1,020	1,120	1,225	1,299
매출이익률 (%)	7.9	7.3	7.6	7.8	7.9
증가율 (%)	3.3	0.4	9.8	9.4	6.0
판매관리비	379	375	428	453	477
판관비율 (%)	2.9	2.7	2.9	2.9	2.9
EBITDA	717	744	825	939	1,023
EBITDA 이익률 (%)	5.6	5.3	5.6	6.0	6.2
증가율 (%)	5.4	3.8	10.9	13.8	9.0
영업이익	637	645	692	772	822
영업이익률 (%)	5.0	4.6	4.7	4.9	5.0
증가율 (%)	3.8	1.2	7.4	11.5	6.5
영업외손익	28	26	-64	31	84
금융수익	17	17	20	21	25
금융비용	16	27	38	40	45
기타영업외손익	27	36	-46	51	105
종속/관계기업관련손익	37	41	50	67	72
세전계속사업이익	702	711	678	871	979
세전계속사업이익률	5.5	5.1	4.6	5.6	5.9
증가율 (%)	5.2	1.3	-4.7	28.4	12.4
법인세비용	221	175	235	248	279
계속사업이익	481	536	443	623	700
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	481	536	443	623	700
당기순이익률 (%)	3.7	3.9	3.0	4.0	4.3
증가율 (%)	-3.3	11.4	-17.4	40.6	12.4
지배주주지분 순이익	481	536	442	622	699
비지배주주지분 순이익	0	0	0	1	1
기타포괄이익	-10	-43	-114	0	0
총포괄이익	471	493	329	623	700

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	2,926	3,335	3,682	3,996	4,268
현금성자산	729	754	763	877	1,157
단기투자자산	7	14	156	167	172
매출채권	1,547	1,749	1,803	1,926	1,980
재고자산	522	646	797	852	779
기타유동자산	122	172	163	175	180
비유동자산	2,143	2,861	3,628	4,306	4,924
유형자산	1,515	2,116	2,813	3,452	4,056
무형자산	39	39	64	58	53
투자자산	504	615	651	695	715
기타비유동자산	85	91	100	100	100
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,069	6,196	7,311	8,302	9,192
유동부채	2,026	2,214	2,546	2,648	2,693
단기차입금	805	821	949	949	949
매입채무	835	998	1,123	1,199	1,233
유동성장기부채	84	129	105	105	105
기타유동부채	302	266	369	395	406
비유동부채	709	1,211	1,723	2,066	2,293
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	491	680	806	1,086	1,286
장기금융부채 (리스포함)	0	1	1	1	1
기타비유동부채	218	530	916	979	1,006
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,735	3,425	4,270	4,714	4,987
지배주주지분	2,334	2,771	3,024	3,571	4,188
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	154	154	154	154	154
자본조정 등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	97	63	-51	-51	-51
이익잉여금	2,065	2,537	2,904	3,451	4,067
비지배주주지분	0	0	17	17	18
자본총계	2,334	2,771	3,041	3,588	4,206

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	407	370	632	645	810
당기순이익	481	536	443	623	700
유형자산 상각비	73	92	126	161	196
무형자산 상각비	8	8	7	6	5
외환손익	-12	34	43	-51	-105
운전자본의 감소(증가)	-170	-170	11	-26	86
기타	28	-131	3	-67	-72
투자활동으로인한현금흐름	-643	-481	-710	-737	-647
투자자산의 감소(증가)	-15	-70	15	23	53
유형자산의 감소	6	28	2	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-626	-452	-436	-800	-800
기타	-8	13	-290	40	100
재무활동으로인한현금흐름	238	151	90	206	118
장기차입금의 증가(감소)	252	235	242	281	201
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-56	-56	-75	-75	-83
기타	43	-28	-77	0	0
기타현금흐름	-6	-14	-3	0	0
현금의증가(감소)	-3	25	9	114	281
기초현금	732	729	754	763	877
기말현금	729	754	763	877	1,157

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	12,834	14,300	11,807	16,600	18,658
EPS(지배순이익 기준)	12,834	14,300	11,799	16,583	18,639
BPS(자본총계 기준)	62,236	73,895	81,090	95,690	112,149
BPS(지배지분 기준)	62,236	73,895	80,646	95,229	111,668
DPS	1,500	2,000	2,000	2,200	2,200
P/E(당기순이익 기준)	18.0	20.4	16.4	11.7	10.4
P/E(지배순이익 기준)	18.0	20.4	16.4	11.7	10.4
P/B(자본총계 기준)	3.7	3.9	2.4	2.0	1.7
P/B(지배지분 기준)	3.7	3.9	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA(Reported)	13.0	15.9	10.0	9.0	8.1
배당수익률	0.6	0.7	1.0	1.1	1.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-3.3	11.4	-17.4	40.6	12.4
EPS(지배순이익 기준)	-3.3	11.4	-17.5	40.5	12.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	22.6	21.0	15.2	18.8	18.0
ROE(지배순이익 기준)	22.6	21.0	15.3	18.9	18.0
ROA	10.3	9.5	6.6	8.0	8.0
안정성 (%)					
부채비율	117.2	123.6	140.4	131.4	118.6
순차입금비율	27.6	32.2	31.6	31.1	24.5
이자보상배율	40.1	23.8	18.0	19.1	18.2

** K-IFRS 연결 기준*

2016 Outlook

2015. 11. 24

유틸리티업종

OVERWEIGHT

개선된 펀더멘털을 확인하게 될 것

Analyst 강동진
02) 3787-2228
dongjin.kang@hmcib.com

유틸리티업종 투자의견 Overweight, Top pick 한국전력, 관심종목 한전KPS

유틸리티업종에 대해 투자의견 Overweight, Top pick 한국전력을 제시한다. 관심종목은 한전KPS이다. 한국전력은 2016년 대규모 기저발전 확충으로 안정적 이익 성장이 가능할 것으로 판단한다. 2016년에 증가하는 기저발전 규모는 2015년 말 대비 9.2%로, 향후 2~3년간 증가하는 전력수요의 대부분을 기저발전만으로 흡수할 수 있을 것으로 판단된다. 이러한 기저발전 확충은 한전KPS의 안정적 이익 성장 기반이 될 것이다.

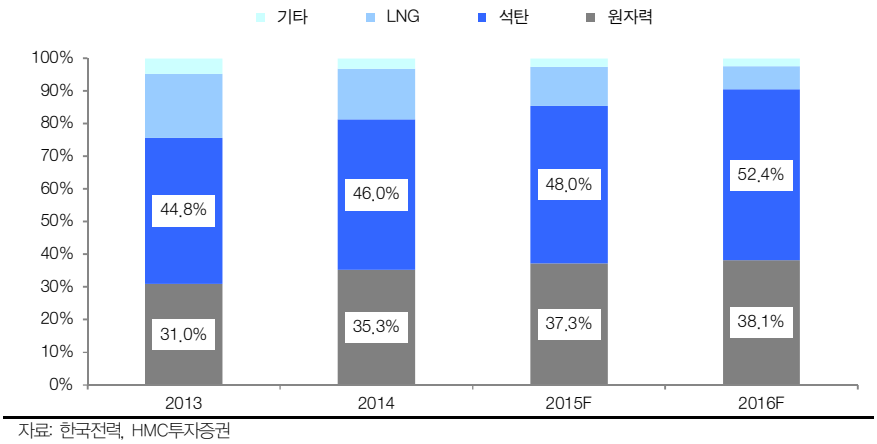
요금 인하, 쉽지 않은 선택지

전기요금 인하에 대한 과도한 우려는 자제해야 한다. 에너지 가격 하락은 분명 요금 인하 요인이다. 하지만, 장기적으로 신재생 에너지 투자 및 원전관련 비용, 탄소배출권 관련 비용 등 다양한 비용 상승 요인들을 감안할 필요가 있다. 또한, 사회가 성숙하면서 각종 사회적 비용 역시 상승할 가능성이 있다. 정부의 장기 전력 정책 역시 참고할 필요가 있다. 2차 에너지 기본계획 이후 정부는 수요관리 위주의 전력정책을 천명한 상태이기 때문에, 점진적인 전기 요금 상승 가능성에 무게를 두는 것이 합리적이다. 따라서, 우리는 요금 인하 여력이 있는 상황에서 요금을 인하하기보다는 다양한 비용들을 반영하면서 적정투자보수 수준의 이익을 낼 수 있는 주체로서의 한국전력 Fundamental 변화를 기대한다.

점진적 유가 상승 기대. 다만, 급격한 Level 상승 가능성은 제한적

2016년 점진적인 유가 상승을 기대한다. 유가 하향 안정화는 국내 천연가스 도입 가격 하향 안정화로 이어져 한국전력 수익성 개선에 기여할 것이다. 한국가스공사는 에너지 가격 하향 안정화로 GLNG 등 자원개발 프로젝트에서의 수익성 악화 가능성이 높아졌다. 유가의 점진적 상승은 수익성 개선으로 이어질 가능성이 있지만, 유가 Level이 안정적으로 $60/bbl 이상을 유지해 줄 필요가 있다. 향후 유가 상승 가능성이 부각될 경우 투자 매력이 살아날 수 있다.

한국전력 발전 Mix 개선



자료: 한국전력, HMC투자증권

HYUNDAI MOTOR GROUP HMC 투자증권

유틸리티업종 2016년 산업전망

안정적 이익 성장 지속될 전망

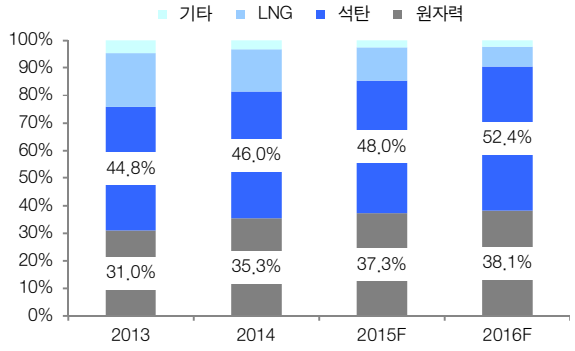
안정적 이익 성장 기대되는 한국전력 Top pick, 관심종목으로 한전KPS

2016년 유틸리티업종에 대해 투자의견 Overweight, Top pick 한국전력을 제시한다. 관심종목은 한전KPS를 제시한다. 2016년 한국전력은 안정적 전력수급을 바탕으로 견조한 실적 흐름을 이어갈 것으로 전망된다. 2016년에는 유연탄화력발전소와 원전 등 기저발전기의 대규모 확충이 이어지면서 발전 Mix 개선을 통한 원가 개선 효과가 지속될 것으로 전망된다. 또한, 적정투자보수율 상승으로 안정적 이익 성장이 기대된다.

기저발전기 확충으로 발전 Mix 개선 기대, 한전KPS에게도 긍정적 영향 미칠 것

2016년 증가하는 기저발전은 2015년 말 예상 우리나라 발전 CAPA 대비 9.2%에 이른다. 한국전력에서 전망하는 2016년 전력수요 증가율이 2% 내외라는 것을 감안하면, 향후 2~3년간 증가하는 우리나라 전력수요를 대부분 기저발전 설비만으로도 대응이 가능한 수준이다. 이에 따라, 발전 Mix 개선이 기대된다. 기저발전 확충은 한전KPS 일감 증가로 이어질 전망이다. 한전KPS 국내 매출 중 경상예상방정비 매출 증가에 기여할 것으로 판단되며, 안정적인 이익 성장으로 이어질 것으로 보인다. 또한, 노후 발전기 증가는 동사에게 새로운 시장 확대를 뜻한다.

〈그림 1〉 한국전력 발전 Mix



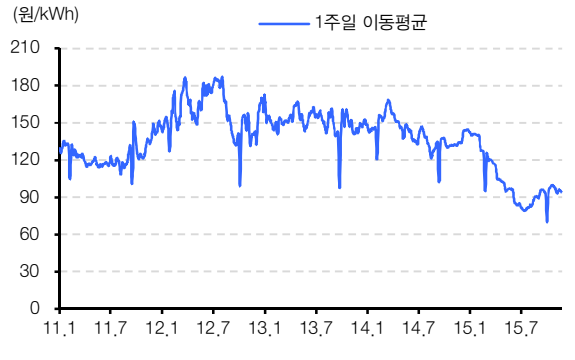
자료 : 한국전력, HMC투자증권

〈그림 2〉 기저발전 증설 일정

년도	발전소	사업자	용량(MW)
2015	당진#9	동서발전	1,020
	삼척#1	남부발전	1,000
	신월성#2	한수원	1,000
2016	여수#1	남동발전	350
	북평#1, 2	GS 동해	1,190
	삼척#2	남부발전	1,000
	당진#10	동서발전	1,020
	신보령#1	중부발전	1,000
	태안#9	서부발전	1,050
	태안#10	서부발전	1,050
	(폐지) 서울#4,5	중부발전	-388
	신고리#3, 4	한수원	2,800
계	유연탄발전		8,292
	원전		3,800
	계		12,092
'14발전설비 대비	유연탄발전		8.9%
	원전		4.1%
	계		13.0%

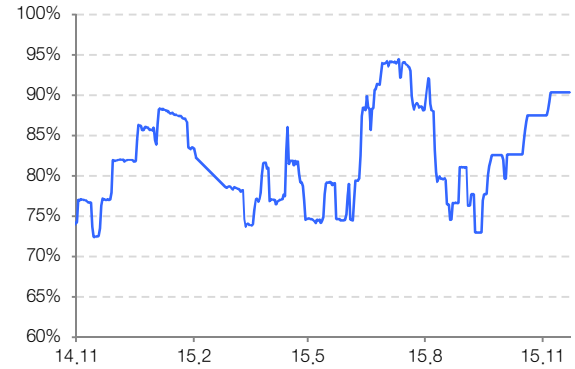
자료 : 산업통상자원부 HMC투자증권

〈그림 3〉 SMP 추이



자료 : EPSIS, HMC투자증권

〈그림 4〉 원전 가동률



자료 : 한국수력원자력, HMC투자증권

요금 인하 우려는 기우

다양한 비용 상승 요인 감안 시 요금인하에 대한 과도한 우려는 기우

전기요금 인하에 대한 과도한 우려는 배제해야 한다. 에너지 가격 하락은 분명 요금 인하 요인이다. 하지만, 장기적으로 신재생 에너지 투자 및 원전관련 비용, 탄소배출권 관련 비용 등 다양한 비용 상승 요인들을 감안할 필요가 있다. 또한, 사회가 성숙하면서 각종 사회적 비용 역시 상승할 가능성이 있다. 정부의 장기 전력 정책 역시 참고할 필요가 있다. 2차 에너지 기본계획 이후 정부는 수요관리 위주의 전력정책을 천명한 상태이기 때문에, 점진적인 전기 요금 상승 가능성에 무게를 두는 것이 합리적이다. 따라서, 우리는 요금 인하 여력이 있는 상황에서 요금을 인하하기 보다는 다양한 비용들을 반영하면서 적정투자보수 수준의 이익을 낼 수 있는 주체로서의 한국전력 Fundamental 변화를 기대한다.

〈표1〉 유틸리티업종 커버리지

종목명	구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
한국전력	2013	54,037.8	1,519.0	60.0	8,911.3	93	-101.9	371.7	0.4	9.3	0.1	0.3
BUY	2014	57,474.9	5,787.6	2,686.9	13,661.0	4,185	4,377.3	10.2	0.5	6.6	5.2	1.2
TP : 70,000 원	2015F	59,553.8	10,079.4	12,575.9	18,463.9	19,590	368.1	2.6	0.5	4.3	21.0	3.6
	2016F	61,470.4	12,060.2	8,115.6	21,139.4	12,642	-35.5	4.0	0.4	3.7	11.7	3.8
	2017F	62,801.7	13,709.6	9,041.8	23,261.8	14,085	11.4	3.6	0.4	3.2	11.8	4.0
한전 KPS	2013	1,125.8	184.0	152.0	213.1	3,379	29.0	16.2	4.0	10.7	26.4	2.8
BUY	2014	1,085.5	215.8	168.3	244.5	3,740	10.7	21.3	5.1	14.0	25.5	2.1
TP : 154,000 원	2015F	1,175.8	217.9	202.6	253.7	4,503	20.4	22.9	5.7	17.2	26.8	2.4
	2016F	1,301.8	253.2	200.2	294.7	4,450	-1.2	23.1	5.1	14.8	23.3	3.0
	2017F	1,419.9	288.6	228.1	333.8	5,069	13.9	20.3	4.6	13.0	23.8	3.4
한국가스공사	2013	38,062.7	1,488.2	-200.7	2,610.5	-2,444	적전	N/A	0.7	13.6	-2.3	0.0
BUY	2014	37,284.9	1,071.9	447.2	2,219.2	4,845	흑전	10.2	0.5	16.0	4.8	0.5
TP : 47,000 원	2015F	28,160.4	1,181.8	366.6	2,320.0	3,971	-18.0	9.7	0.4	14.6	3.7	1.0
	2016F	29,323.8	1,338.0	481.8	2,503.8	5,220	31.4	7.3	0.3	13.4	4.7	1.0
	2017F	30,531.6	1,359.9	533.1	2,514.1	5,774	10.6	6.6	0.3	13.5	5.0	1.3
한전기술	2013	755.5	33.8	34.4	45.3	900	-74.4	67.2	6.1	45.9	8.5	0.7
M.PERFORM	2014	841.9	66.6	54.8	77.4	1,433	59.1	35.8	4.8	24.4	13.9	1.1
TP : 39,000 원	2015F	621.6	58.2	53.5	71.4	1,400	-2.3	26.4	3.2	19.8	12.7	1.9
	2016F	595.3	81.4	72.5	100.6	1,897	35.5	19.5	2.9	13.7	15.8	2.6
	2017F	523.2	68.0	61.5	87.6	1,609	-15.2	23.0	2.8	15.5	12.4	2.2

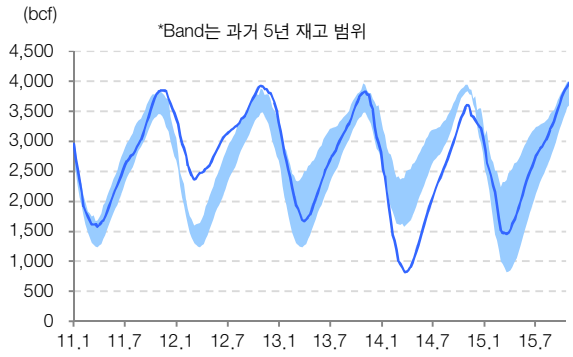
자료: Valuewise, HMC투자증권

2016년 점진적 유가상승을 기대하나, 그 폭은 제한적일 것

유가는 점진적 상승 기대, 그 폭은 제한적일 것

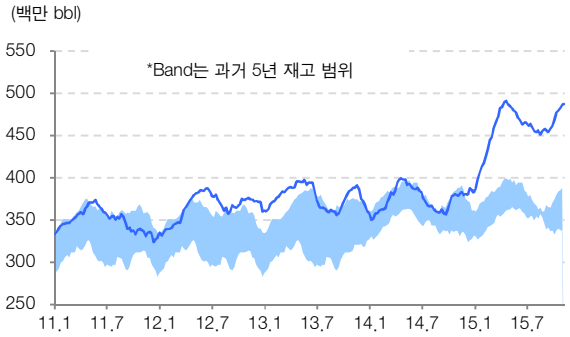
$40/bbl 초반까지 하락한 에너지 가격은 점진적 상승이 기대된다. 다만, 그 폭은 크지 않을 것으로 보인다. 2015/11 발표된 EIA STEO에 의하면, WTI는 2015년 $49.88/bbl에서 2016년 $51.31/bbl, Brent는 $53.82/bbl에서 $56.24/bbl로 소폭 상승할 것으로 기대된다. 유가 하향 안정화는 국내 천연가스 도입 가격 하향 안정화로 이어져 한국전력 수익성 개선에 기여할 것이다. 한국가스공사는 에너지 가격 하향 안정화로 GLNG 등 자원개발 프로젝트에서의 수익성 악화 가능성이 높아졌다. 또한, 전력수급 개선으로 발전용 천연가스 판매량이 부진한 것도 장기적으로는 위협 요인이 될 수 있어, 향후 유가 반등 가능성이 높아질 경우 매수에 나서도 될 것이다.

〈그림 5〉 미국 천연가스 재고 추이



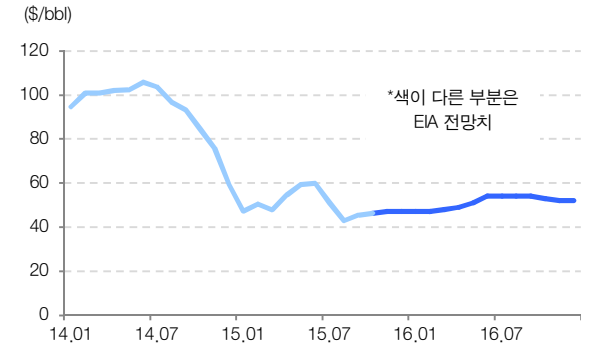
자료 : EIA, HMC투자증권

〈그림 6〉 미국 원유 재고 추이



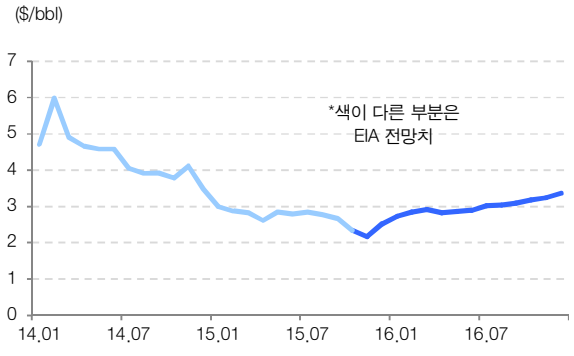
자료 : EIA, HMC투자증권

〈그림 7〉 STEO 유가 전망



자료 : EIA, HMC투자증권

〈그림 8〉 STEO 미국 천연가스 가격 전망



자료 : EIA, HMC투자증권

Company Report

2015. 11. 24

한국전력(015760)

BUY / TP 70,000원

운송/유틸리티/조선 Analyst 강동진 02) 3787-2228 dongjin.kang@hmcib.com

굴레를 벗어나

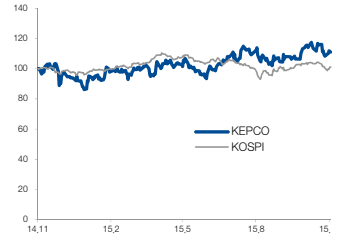
현재주가 (11/20)	50,400원
상승여력	38.9%
시가총액	32,355십억원
발행주식수	641,964천주
자본금/액면가	3,210십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	53,300원/39,150원
일평균 거래대금 (60일)	45십억원
외국인지분율	31.79%
주요주주	한국산업은행 외 4인 51.19%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.6	-2.5	5.2
상대주가(%p)	-1.2	-6.2	13.1

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	19,932	12,651	70,000
After	19,590	12,642	70,000
Consensus	19,593	9,473	66,706
Cons. 차이	0.0%	33.4%	4.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 한국전력 2016년 영업이익 12조원. 요금인하 가능성은 크지 않음. 요금인하 요인을 비용에 적절히 반영하면서, 안정적인 이익 성장 이어갈 전망
- 정부의 정책 방향성, 절대요금 수준, 별도기준 이익규모 등을 감안하면 요금 인하 가능성 크지 않아. 높아진 이익 Base에 대한 적응이 필요
- 여전히 요금 정책 불확실성 등으로 Valuation은 2016년 기준 P/E 4.0x, P/B 0.44x로 저평가

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2016년 매출액 61.4조원(+3.2%, yoy), 영업이익 12.1조원(+19.7%, yoy) 기대. 에너지 가격 하향 안정화와 대규모 기저발전 증설에 따른 발전 Mix 개선으로 원가 개선 이어갈 것
- 높아진 이익 Base에 대한 적응 필요. 이익 규모 커졌지만, 변경된 요금산정기준과 여전히 상존하는 요금인상 요인 감안하면 요금인하 가능성 크지 않음. 또한, 자회사 배당이 증가하면서 주주배당 가능 이익은 자기자본 적정투자보수라는 한계를 벗어날 수 있음

  1. 요금산정기준 별도기준으로 변경. 3Q15까지 누적 순이익 3.6조원. 하지만, 투자보수와 관련된 이익은 배당수익 세후 약 5,700억원(세전 약 7500억원)을 제외한 3조원 수준
  2. 초과 이익 발생 부분은 탄소배출권 관련 비용, 원전관련 비용, 신재생 에너지 관련 비용 등을 통해 적정 투자보수 수준에서 제한될 것
  3. 중요한 것은 자회사 배당이익이 주주배당이익 증대로 이어진다는 점. 최근 한국전력은 정산조정계수 인상으로 자회사로 이익 배분을 늘이면서, 요금기준이 되는 별도기준 이익은 제한하고 있는 상황

- WACC으로 결정되는 적정투자보수율은 재무구조의 가파른 개선(부지 매각 차익), 시중금리 상승 등으로 상향 조정 가능성 높고, 별도기준 한국전력 요금기저는 지속 성장할 수 밖에 없음. 선거일정 등 외부 변수 우려도 있지만, 일단 원칙을 이해할 필요 있음

3) 주가전망 및 Valuation

- 2015년 이익규모와 배당은 수 년만에 안정화에 접어든 한국전력의 첫 번째 실적이라는 점에서 논란이 있음. 하지만, 결국 원칙 확인하면서 주가는 극심한 저평가에서 탈피할 것

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	54,037.8	1,519.0	60.0	8,911.3	93	흑전	371.7	0.44	9.3	0.1	0.3
2014	57,474.9	5,787.6	2,686.9	13,661.0	4,185	4,377.3	10.2	0.51	6.6	5.2	1.2
2015F	59,553.8	10,079.4	12,575.9	18,463.9	19,590	368.1	2.6	0.49	4.3	21.0	3.6
2016F	61,470.4	12,060.2	8,115.6	21,139.4	12,642	-35.5	4.0	0.44	3.7	11.7	3.8
2017F	62,801.7	13,709.6	9,041.8	23,261.8	14,085	11.4	3.6	0.40	3.2	11.8	4.0

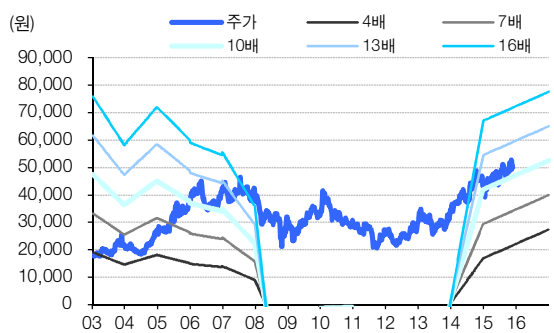
* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 상세실적전망 (십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015F	2016F	2017F
평균환율 (원/달러)	1,100	1,097	1,168	1,145	1,130	1,120	1,110	1,100	1,053	1,128	1,115	1,050
매출액 (십억 원)	**15,124**	**13,672**	**15,470**	**15,288**	**15,831**	**14,006**	**15,943**	**15,690**	**57,475**	**59,554**	**61,470**	**62,802**
전력판매수입	**13,864**	**12,029**	**14,063**	**13,807**	**14,382**	**12,331**	**14,508**	**14,180**	**52,625**	**53,763**	**55,401**	**57,339**
전력판매량 (GWh)	128,144	116,314	121,059	122,192	131,988	119,803	124,691	125,858	477,592	487,709	502,340	519,922
LNG	14,595	10,465	12,378	14,490	8,859	7,166	9,056	7,245	68,703	51,928	32,326	32,675
석탄	53,997	49,567	54,169	50,783	55,810	51,800	68,424	63,382	203,765	208,516	239,416	271,512
원자력	39,364	39,123	41,909	41,524	41,265	44,141	44,611	44,201	156,407	161,920	174,217	190,064
(yoy, %)	2.0%	1.6%	2.4%	2.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	0.6%	2.1%	3.0%	3.5%
전력판매 단가 (원/kwh)	112.0	105.4	117.6	110.1	112.0	105.4	117.6	110.1	111.3	111.3	111.3	111.3
국가전력수요	**128,144**	**116,314**	**121,059**	**122,192**	**131,988**	**119,803**	**124,691**	**125,858**	**477,592**	**487,709**	**502,340**	**519,922**
IPP 전력 구입 비중	17.5%	17.2%	15.4%	17.8%	23.3%	17.0%	7.0%	15.8%	14.1%	17.0%	15.9%	10.0%
발전 Mix												
원자력	35.1%	38.5%	37.7%	38.1%	38.1%	41.8%	35.6%	37.6%	35.3%	37.3%	38.1%	37.7%
석탄	48.2%	48.7%	48.7%	46.6%	51.5%	49.0%	54.6%	53.9%	46.0%	48.0%	52.4%	53.9%
LNG	13.0%	10.3%	11.1%	13.3%	8.2%	6.8%	7.2%	6.2%	15.5%	12.0%	7.1%	6.5%
기타	3.7%	2.5%	2.6%	2.0%	2.2%	2.5%	2.6%	2.3%	3.2%	2.7%	2.4%	1.8%
영업비용	12,884	11,584	11,130	13,877	12,681	11,909	10,814	14,006	51,687	49,474	49,410	49,092
전력구입비	3,660	2,527	2,406	2,781	3,980	2,885	1,530	2,949	12,602	11,373	11,344	8,555
연료비	4,632	3,351	3,759	3,724	3,340	3,123	3,989	3,791	20,595	15,466	14,243	15,894
석탄	2,068	1,808	2,037	1,862	2,022	1,928	2,652	2,593	7,706	7,775	9,196	10,950
LNG	1,885	984	1,206	1,441	911	755	889	752	9,987	5,515	3,307	3,429
유류	344	199	127	107	100	117	117	125	1,345	777	459	200
원자력	275	272	312	303	297	315	315	310	1,058	1,161	1,237	1,271
수선유지비	330	493	378	604	353	528	404	646	1,429	1,805	1,931	2,125
감가상각비	1,772	1,777	1,808	1,890	1,961	1,918	1,972	2,024	6,909	7,248	7,875	6,197
기타	2,490	3,435	2,779	4,878	3,047	3,455	2,918	4,597	10,152	13,582	14,017	16,321
영업이익	**2,240**	**2,088**	**4,340**	**1,411**	**3,149**	**2,097**	**5,130**	**1,684**	**5,788**	**10,079**	**12,060**	**13,7 0**
OPM	14.8%	15.3%	28.1%	9.2%	19.9%	15.0%	32.2%	10.7%	10.1%	16.9%	19.6%	21.8%
(yoy, %)	82.5%	151.8%	51.7%	62.3%	40.6%	0.5%	18.2%	19.3%	281.0%	74.2%	19.7%	13.7%
세전이익	2,058	1,733	12,474	1,226	3,104	1,878	4,924	1,501	4,229	17,491	11,407	13,153
지배주주순이익	**1,200**	**1,305**	**9,228**	**842**	**2,208**	**1,324**	**3,551**	**1,032**	**2,687**	**12,576**	**8,116**	**9,042**
NPM	7.9%	9.5%	59.7%	5.5%	13.9%	9.5%	22.3%	6.6%	4.7%	21.1%	13.2%	14.4%

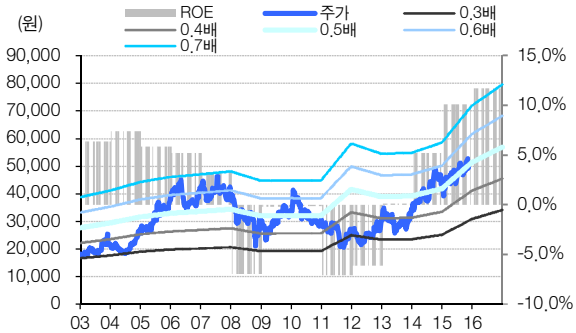
자료: 한국전력, HMC투자증권

〈그림 1〉 P/E Band Chart



자료 : 한국전력, HMC투자증권

〈그림 2〉 P/B Band Chart



주: BPS 수치는 1회성 이익 제거한 수치
자료 : 한국전력, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	54,038	57,475	59,554	61,470	62,802
증가율 (%)	9.3	6.4	3.6	3.2	2.2
매출원가	50,596	49,763	47,465	47,338	46,974
매출원가율 (%)	93.6	86.6	79.7	77.0	74.8
매출총이익	3,442	7,712	12,089	14,133	15,827
매출이익률 (%)	6.4	13.4	20.3	23.0	25.2
증가율 (%)	257.7	124.0	56.8	16.9	12.0
판매관리비	1,923	1,924	2,009	2,073	2,118
판관비율 (%)	3.6	3.3	3.4	3.4	3.4
EBITDA	8,911	13,661	18,464	21,139	23,262
EBITDA 이익률 (%)	16.5	23.8	31.0	34.4	37.0
증가율 (%)	44.2	53.3	35.2	14.5	10.0
영업이익	1,519	5,788	10,079	12,060	13,710
영업이익률 (%)	2.8	10.1	16.9	19.6	21.8
증가율 (%)	흑전	281.0	74.2	19.7	13.7
영업외손익	-1,873	-1,833	7,119	-952	-862
금융수익	630	885	715	365	377
금융비용	2,932	3,140	2,459	1,797	1,719
기타영업외손익	429	422	8,863	480	480
종속/관계기업관련손익	-42	275	293	299	305
세전계속사업이익	-396	4,229	17,491	11,407	13,153
세전계속사업이익률	-0.7	7.4	29.4	18.6	20.9
증가율 (%)	적지	흑전	313.6	-34.8	15.3
법인세비용	-571	1,430	4,762	3,137	3,617
계속사업이익	174	2,799	12,729	8,270	9,536
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	174	2,799	12,729	8,270	9,536
당기순이익률 (%)	0.3	4.9	21.4	13.5	15.2
증가율 (%)	흑전	1,505.8	354.8	-35.0	15.3
지배주주지분 순이익	60	2,687	12,576	8,116	9,042
비지배주주지분 순이익	114	112	153	154	494
기타포괄이익	186	-358	-11	0	0
총포괄이익	360	2,441	12,718	8,270	9,536

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	15,269	16,820	20,537	19,870	20,766
현금성자산	2,232	1,796	4,402	3,347	3,934
단기투자자산	441	185	3,782	3,858	3,936
매출채권	7,011	7,162	6,777	6,955	7,117
재고자산	4,280	4,537	4,603	4,724	4,835
기타유동자산	1,305	3,139	974	985	944
비유동자산	140,258	146,888	153,762	159,275	164,322
유형자산	129,638	135,812	142,197	147,585	152,495
무형자산	813	824	773	706	644
투자자산	7,134	7,550	8,041	8,233	8,432
기타비유동자산	2,674	2,703	2,751	2,751	2,751
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	155,527	163,708	174,299	179,144	185,088
유동부채	20,214	21,600	28,430	28,902	29,372
단기차입금	579	659	857	857	857
매입채무	3,107	3,123	2,683	2,754	2,818
유동성장기부채	7,508	6,446	5,465	5,465	5,465
기타유동부채	9,019	11,372	19,425	19,827	20,233
비유동부채	83,863	87,283	78,651	75,910	73,068
사채	48,262	52,244	45,152	42,152	38,652
장기차입금	4,538	3,475	1,819	1,819	1,819
장기금융부채 (리스포함)	1,141	944	859	859	859
기타비유동부채	29,921	30,620	30,822	31,081	31,738
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	104,077	108,883	107,081	104,813	102,440
지배주주지분	50,260	53,601	65,890	72,850	80,672
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	1,675	1,995	2,042	2,042	2,042
자본조정 등	12,553	13,295	13,295	13,295	13,295
기타포괄이익누계액	56	-202	-183	-183	-183
이익잉여금	32,766	35,304	47,526	54,486	62,308
비지배주주지분	1,191	1,224	1,328	1,482	1,976
자본총계	51,451	54,825	67,218	74,332	82,648

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	6,884	12,046	25,322	17,467	19,675
당기순이익	174	2,799	12,729	8,270	9,536
유형자산 상각비	7,304	7,797	8,311	9,012	9,491
무형자산 상각비	88	76	74	68	62
외환손익	-196	352	247	0	0
운전자본의 감소(증가)	-834	-1,382	2,825	417	892
기타	346	2,403	1,137	-299	-305
투자활동으로인한현금흐름	-14,503	-14,460	-12,540	-14,369	-14,372
투자자산의 감소(증가)	-413	-330	-417	107	106
유형자산의 감소	119	111	6,589	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-14,259	-14,547	-15,399	-14,400	-14,400
기타	49	306	-3,312	-76	-78
재무활동으로인한현금흐름	7,933	1,985	-10,201	-4,152	-4,717
장기차입금의 증가(감소)	-289	-1,467	-1,557	3	3
사채의증가(감소)	7,412	3,982	-7,093	-3,000	-3,500
자본의 증가	126	320	47	0	0
배당금	-58	-203	-386	-1,156	-1,220
기타	742	-647	-1,213	0	0
기타현금흐름	-36	-7	24	0	0
현금의증가(감소)	277	-436	2,605	-1,054	586
기초현금	1,955	2,232	1,796	4,402	3,347
기말현금	2,232	1,796	4,402	3,347	3,934

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	272	4,360	19,829	12,882	14,854
EPS(지배순이익 기준)	93	4,185	19,590	12,642	14,085
BPS(자본총계 기준)	80,146	85,402	104,706	115,788	128,742
BPS(지배지분 기준)	78,290	83,496	102,638	113,480	125,664
DPS	90	500	1,800	1,900	2,000
P/E(당기순이익 기준)	128.0	9.8	2.5	3.9	3.4
P/E(지배순이익 기준)	371.7	10.2	2.6	4.0	3.6
P/B(자본총계 기준)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(Reported)	9.3	6.6	4.3	3.7	3.2
배당수익률	0.3	1.2	3.6	3.8	4.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	1,505.8	354.8	-35.0	15.3
EPS(지배순이익 기준)	흑전	4,377.3	368.1	-35.5	11.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	0.3	5.3	20.9	11.7	12.1
ROE(지배순이익 기준)	0.1	5.2	21.0	11.7	11.8
ROA	0.1	1.8	7.5	4.7	5.2
안정성 (%)				-18.3	
부채비율	202.3	198.6	159.3	141.0	123.9
순차입금비율	116.2	113.0	68.6	59.3	48.3
이자보상배율	0.6	2.5	4.8	6.7	8.0

** K-IFRS 연결 기준*

2016 Outlook

2015. 11. 24

정유 / 화학

OVERWEIGHT

업사이클은 지속 된다

Analyst 이존아단
02) 3787-2186
jon@hmcib.com

화학: 올해는 회복의 해, 내년은 Rerating의 해

내년 수요 측변의 개선은 크게 기대되지 않지만 국제 유가가 40불에서 60불 사이에 등락하고 안정적인 환율이 유지 되면 석유화학 업황은 비교적 안정적 수익창출이 지속될 수 있을 것이라고 판단된다. 내년도 에틸렌 스프레드는 계속 좋은 흐름을 보일 것으로 예상한다. 구조적으로 2017년까지 신규증설의 규모가 크지 않아 에틸렌 공급은 타이트하게 지속될 전망이다. 프로필렌 체인은 과잉증설로 인해 스프레드의 약세를 예상하나 EG/합성고무/PVC등은 회복이 기대된다. 저유가로 인해 NCC업체들의 원가 경쟁력 회복은 국내 석유화학업체들의 Rerating 요소를 작용할 것이다

독보적인 위치로 LG화학 Rerating 주도

특화된 고부가가치 제품 포트폴리오를 가진 업체들의 수익성은 업그레이드 될 전망이다. LG화학의 경우 ABS 같은 주력 제품의 가동률 상승을 예상하며 중대형 2차전지도 매출액 규모 1.2조원으로 올해 대비 80% 이상 증가할 것으로 전망된다. 신규 전기차 모델의 출시로 인한 가동률 상승으로 흑자 전환에 성공할 것으로 보인다.

정유: 정제마진은 떨어질 이유가 없다

내년도에도 정제마진은 올해의 개선을 이어 소폭 개선될 전망이다. 작년 5.7불에서 올해 6.3불, 내년도에는 6-7불 수준의 흐름이 예상된다. 저유가로 세일오일 생산 감소와 이에 따른 휘발유 소비 증가로 석유제품 S/D는 긍정적 흐름이 예상된다. 한편 OSP는 추후 계속 인하될 것으로 예상한다. 중동 주요 산유국들은 이란 핵 협상 타결로 인해 시장점유율을 지키기 위해 원유 생산량의 증가를 할 것으로 판단된다.

정유/화학 Overweight 유지, Top pick LG화학

정유/화학 업종에 대한 Overweight 의견을 유지하고 내년도 종목별 Top Pick로 LG화학을 제시한다. 정유업종에 대한 투자의견도 긍정적이나 내년도 전체적으로 영업이익 상승력과 불투명한 유가의 방향성을 고려하면 risk/reward 차원에서 석유화학업종을 정유업종보다 선호하는 의견이다. 저유가 레벨이 유지되면서 납사 크래커들의 경쟁력은 내년도에 더욱 부각될 전망이며 유가 변동성에 덜 민감한 석유화학업체들의 수익성이 정유사들보다 더 안정적이기 때문이다.

[정유/화학] 업사이클은 지속된다

석유화학업 선호 Top Pick LG화학

정유/화학 업종에 대한 Overweight 의견을 유지하고 내년도 종목별 Top Pick로 LG화학을 제시한다. 정유업종에 대한 투자의견도 긍정적이나 내년도 전체적으로 영업이익 상승력과 불투명한 유가의 방향성을 고려하면 risk/reward 차원에서 석유화학업종을 정유업종보다 선호하는 의견이다. 저유가 레벨이 유지되면서 납사 크래커들의 경쟁력은 내년도에 더욱 부각될 전망이며 유가 변동성에 덜 민감한 석유화학업체들의 수익성이 정유사들보다 더 안정적이기 때문이다.

화학: 올해는 회복의 해, 내년은 Rerating의 해

내년에도 에틸렌 스프레드의 견조한 흐름 전망

내년도 에틸렌 스프레드는 계속 좋은 흐름을 보일 것으로 예상한다. 구조적으로 2017년까지 신규증설의 규모가 크지 않아 에틸렌 공급은 타이트하게 지속될 전망이다. 1톤당 에틸렌 스프레드는 500-600불 수준의 흐름이 예상된다. 프로필렌 체인은 과잉증설로 인해 스프레드의 약세를 예상하나 EG/합성고무/PVC등은 회복이 기대된다. 저유가로 인해 NCC업체들의 원가 경쟁력 회복은 국내 석유화학업체들의 Rerating 요소를 작용할 것이다. CTO와 ETC 위주의 신규 증설은 경제성이 떨어지면서 보류되거나 취소될 확률이 높다.

내년 수요 측변의 개선은 크게 기대되지 않지만 국제 유가가 40불에서 60불 사이에 등락하고 안정적인 환율이 유지 되면 석유화학 업황은 비교적 안정적 수익창출이 지속될 수 있을 것이라고 판단된다. 외부 변수로는 미국금리 인상, 탄소배출 거래제도의 본격 시행, 중동화 중국에서의 화학제품 신규 증설 등이 업계 전반에 영향을 미칠 것이며 주목할 필요가 있을 것이다.

특화된 고부가가치 제품 포트폴리오를 가진 업체들의 수익성은 업그레이드 될 전망이다. LG화학의 경우 ABS 같은 주력 제품의 가동률 상승을 예상하며 중대형 2차전지도 매출액 규모 1.2조원으로 올해 대비 80% 이상 증가할 것으로 전망된다. 신규 전기차 모델의 출시로 인한 가동률 상승으로 흑자 전환에 성공할 것으로 보인다.

정유: 정제마진은 떨어질 이유가 없다

소폭 정제마진의 개선 예상

내년도에도 정제마진은 올해의 개선을 이어 소폭 개선될 전망이다. 작년 5.7불에서 올해 6.3불, 내년도에는 6-7불 수준의 흐름이 예상된다. 내년도 글로벌 정유설비의 신규 증설 규모는 150만 배럴 수준으로 예상되서 올해의 95만 배럴보다는 증가하는 수준이지만 업체들의 가동시기와 저유가로 인한 수요증가를 고려하면 우려할 수준은 아니라고 판단된다. 신규증설에 불구하고 글로벌 가동률은 올해의 수준을 유지할 수 있을 것 이라고 예상된다. 석유제품을 구체적으로 보면 휘발유 마진은 저유가 수요 촉진으로 상승 중이며 특히 그 동안 약세를 보였던 등유/경유도 반등하는 모습을 나타내고 있다. 저유가로 셰일오일 생산 감소와 이에 따른 휘발유 소비 증가로 석유제품 S/D는 긍정적 흐름이 예상된다.

한편 OSP는 추후 계속 인하될 것으로 예상한다. 중동 주요 산유국들은 이란 핵 협상 타결로 인해 시장점유율을 지키기 위해 원유 생산량의 증가를 할 것으로 판단된다. 현재 사우디를 포함한 OPEC 진영은 감산 의사가 없음을 분명히 하고 있다. 이것은 중장기적으로 아시아 정유업체들의 원가 경쟁력을 높일 것이다. 또한 미국 원유 수출이 허용될 경우 미국 정유사 원가 경쟁력이 약화되고 국내 기업에 원유 도입 비용 감소가 예상돼 유리한 환경이 조성될 전망이다. 비교적 휘발유 생산능력이 많은 국내 정유사들의 수익성에는 좋은 영향을 예상한다.

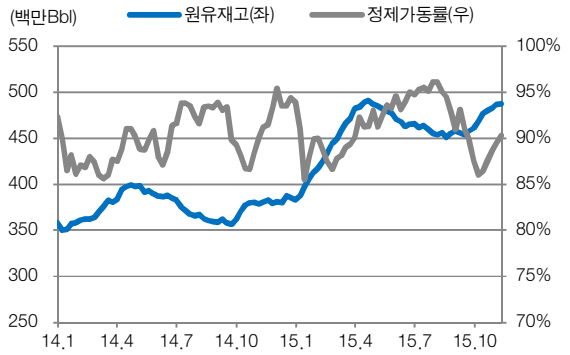
〈표1〉 주요 정유 화학 社 사업부별 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

			1Q15	2Q15	3Q15P	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015F	2016F
SK 이노베이션	매출액	전체	12,046	12,998	12,448	12,577	13,398	13,316	12,693	13,333	65,865	50,069	52,740
		에너지	8,985	9,514	9,036	9,148	9,820	9,842	9,295	9,756	49,056	36,683	38,713
		종합화학	2,210	2,586	2,354	2,348	2,653	2,572	2,523	2,640	12,639	9,498	10,388
		루브리컨츠	620	656	665	733	650	624	602	660	2,988	2,675	2,536
		E&P	231	242	392	348	276	278	272	277	1,182	1,213	1,103
	영업이익	전체	321	988	364	539	371	587	322	468	-231	2,212	1,749
		에너지	153	755	107	274	177	354	93	234	-992	1,289	858
		종합화학	116	243	120	153	105	137	126	122	359	631	490
		루브리컨츠	57	42	83	88	56	54	54	58	290	269	222
		E&P	-4	-51	54	24	33	42	49	55	114	24	179
	영업이익률	전체	2.7%	7.6%	2.9%	4.3%	2.8%	4.4%	2.5%	3.5%	-0.4%	4.4%	3.3%
		에너지	1.7%	7.9%	1.2%	3.0%	1.8%	3.6%	1.0%	2.4%	-2.0%	3.5%	2.2%
		종합화학	5.2%	9.4%	5.1%	6.5%	4.0%	5.3%	5.0%	4.6%	2.8%	6.6%	4.7%
		루브리컨츠	9.1%	6.3%	12.5%	12.0%	8.6%	8.7%	9.0%	8.7%	9.7%	10.1%	8.7%
		E&	-1.6%	-21.1%	13.9%	7.0%	12.0%	15.0%	18.0%	19.9%	9.6%	2.0%	16.2%
S-Oil	매출액	전체	4,374	5,143	4,427	4,681	4,847	5,596	5,529	6,058	28,558	18,624	22,029
		정유	3,464	4,058	3,487	3,669	3,856	4,627	4,544	5,023	23,080	14,679	18,050
		석유화학	532	711	610	598	603	573	572	615	3,506	2,450	2,362
		윤활유	378	374	329	414	387	396	412	421	1,972	1,494	1,617
	영업이익	전체	238	606	12	249	267	245	250	268	-290	1,105	1,029
		정유	119	461	-171	121	135	97	86	110	-699	530	429
		석 화학	46	66	88	49	51	61	68	56	182	249	236
		윤활유	73	80	96	79	81	87	95	101	258	327	364
	영업이익률	전체	5.4%	11.8%	0.3%	5.3%	5.5%	4.4%	4.5%	4.4%	-1.0%	5.9%	4.7%
		정유	3.4%	11.4%	-4.9%	3.3%	3.5%	2.1%	1.9%	2.2%	-3.0%	3.6%	2.4%
		석유화학	8.7%	9.3%	14.4%	8.2%	8.4%	10.6%	12.0%	9.1%	5.2%	10.2%	10.0%
		윤활유	19.3%	21.3%	29.0%	19.0%	21.0%	22.0%	23.0%	24.0%	13.1%	21.9%	22.5%
LG 화학*	매출액	전체	4,915	5,073	5,178	5,009	5,588	5,981	6,067	5,959	22,578	20,175	23,594
		석유화학	3,608	3,801	3,792	3,673	4,227	4,578	4,569	4,581	17,264	14,874	17,956
		정보전자소재	676	668	710	676	595	612	712	690	2,807	2,729	2,610
		전지	707	690	769	741	849	876	872	771	2,852	2,907	3,369
	영업이익	전체	362	563	546	404	442	628	596	537	1,310	1,875	2,203
		석유화학	321	589	484	367	380	549	503	458	1,117	1,762	1,891
		정보전자소재	37	17	52	32	43	47	59	48	143	137	198
		전지	4	-42	10	4	18	32	34	30	65	-24	115
	영업이익률	전체	7.4%	11.1%	10.6%	8.1%	7.9%	10.5%	9.8%	9.0%	5.8%	9.3%	9.3%
		석 화학	8.9%	15.5%	12.8%	10.0%	9.0%	12.0%	11.0%	10.0%	6.5%	11.8%	10.5%
		정보전자소재	5.4%	2.5%	7.3%	4.8%	7.3%	7.6%	8.3%	7.0%	5.1%	5.0%	7.6%
		전지	0.6%	-6.1%	1.3%	0.6%	2.1%	3.7%	3.9%	3.9%	2.3%	-0.8%	3.4%
롯데케미칼	매출액	전체	2,800	3,179	3,120	3,022	3,429	3,475	3,584	3,680	14,859	12,120	14,169
		Olefin	1,740	1,978	1,943	1,894	2,206	2,142	2,243	2,408	9,269	7,555	8,999
		Aromatics	514	588	560	546	614	695	689	649	2,845	2,208	2,647
		LC Titan	552	617	618	584	612	642	655	625	2,772	2,371	2,534
	영업이익	전체	178	640	411	300	250	319	340	308	350	1,529	1,217
		Olefin	201	502	354	284	243	300	314	289	455	1,341	1,146
		Aromatics	-38	19	-11	-19	-12	-14	-14	-6	-128	-49	-46
		LC Titan	13	118	68	35	18	32	39	25	17	234	115
	영업이익률	전체	6.4%	20.1%	13.2%	9.9%	7.3%	9.2%	9.5%	8.4%	2.4%	12.6%	8.6%
		Olefin	11.6%	25.4%	18.2%	15.0%	11.0%	14.0%	14.0%	12.0%	4.9%	17.7%	12.7%
		Aromatics	-7.5%	3.3%	-2.0%	-3.5%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-1.0%	-4.5%	-2.2%	-1.8%
		LC Titan	2.4%	19.1%	11.0%	6.0%	3.0%	5.0%	6.0%	4.0%	0.6%	9.9%	4.5%

*LG화학 공통 및 기타부문 제외

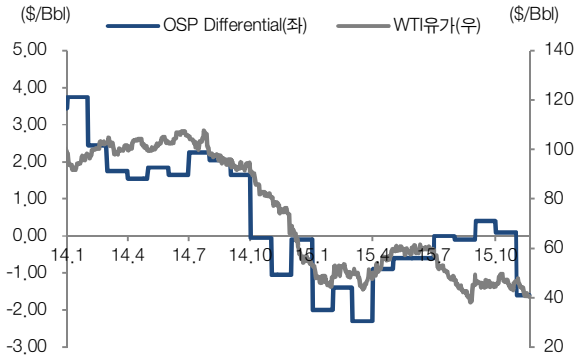
자료: 해당 사, HMC투자증권

〈그림1〉 미국 원유재고 vs 정제가동률



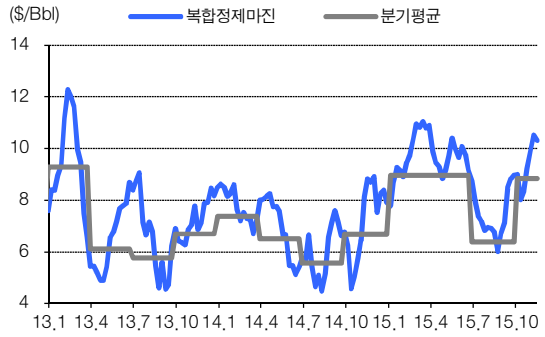
자료: PetroNet, HMC투자증권

〈그림2〉 OSP(중질유 기준) 및 WTI 유가 추이



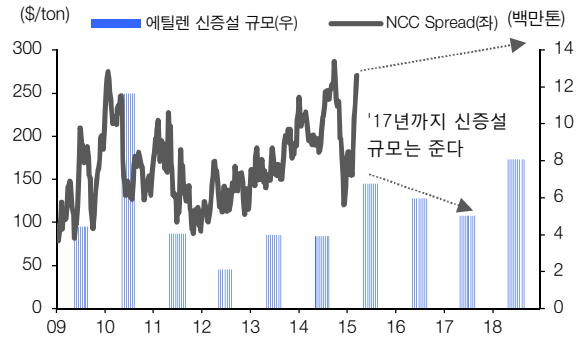
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림3〉 복합정제마진 추이



자료: PetroNet, HMC투자증권

〈그림4〉 에틸렌 신증설 규모 vs. NCC마진



*'15년9월1일 종가를 100으로 기준
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈표3〉 Coverage Group Table

구분	SK이노베이션	S-Oil	LG화학	롯데케미칼
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy
Target Price(원)	150,000	90,000	400,000	350,000
절대수익률(%)				
1W	8.77	10.10	7.68	8.63
1M	1 .24	11.41	11.02	-6.65
3M	30.53	27.89	45.93	8.15
6M	12.73	12.41	24.04	6.97
12M	39.95	80.55	58.09	45.27
YTD	45.71	55.37	78.18	53.44
상대수익률(%)				
1W	7.93	9.26	6.84	7.79
1M	15.67	13.84	13.45	-4.22
3M	26.60	23.96	42.00	4.22
6M	19.73	19.41	31.04	13.97
12M	38.32	78.92	56.46	43.64
YTD	41.83	51.49	74.30	49.56
매출액(십억원)				
2014A	65,865	28,558	22,578	14,859
2015F	50,069	18,624	20,175	12,120
2016F	52,740	22,029	23,594	14,169
영업이익(십억원)				
2014A	-231	-290	1,311	351
2015F	2,212	1,105	1,875	1,529
2016F	1,749	1,029	2,203	1,217
세전이익(십억원)				
2014A	-493	-386	1,160	277
2015F	2,318	1,315	1,810	1,487
2016F	1,763	1,064	2,045	1,219
지배순이익(십억원)				
2014A	-589	-288	868	147
2015F	1,519	1,003	1,361	1,110
2016F	1,260	809	1,554	929
EPS(원)				
2014A	-6,368	-2,563	12,631	4,285
2015F	16,383	8,846	20,074	32,392
2016F	13,581	7,132	22,988	27,106
P/E(배)				
2014A	-13.4	-18.9	14.3	37.3
2015F	6.6	7.9	16.1	8.7
2016F	8.0	9.7	14.0	10.4
BPS(원)				
2014A	160,065	42,100	164,275	187,805
2015F	176,981	49,604	179,234	220,925
2016F	187,242	55,390	196,281	247,049
P/B(배)				
2014A	0.5	1.1	1.1	0.9
2015F	0.6	1.4	1.8	1.3
2016F	0.6	1.3	1.6	1.1
EV/EBITDA(배)				
2014A	30.8	161.1	5.8	8.1
2015F	5.3	6.1	7.6	4.7
2016F	5.9	6.6	6.5	5.4
ROE(%)				
2014A	-3.8	-5.6	7.3	2.3
2015F	9.6	18.8	10.7	15.9
2016F	7.4	13.2	11.2	11.6

*2015년 11월 20일 기준, 자료: HMC투자증권

Company Report

2015. 11. 24

LG화학(051910)

Buy / TP 400,000원

Analyst 이존아단 02) 3787-2186 jon@hmcib.com

Rerating은 시간문제다

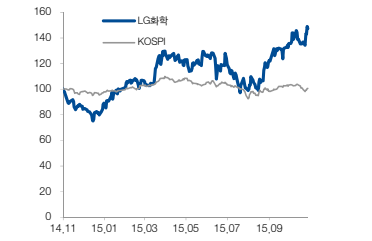
현재주가 (11/20)	322,500원
상승여력	24.0%
시가총액	21,372십억원
발행주식수	66,271천주
자본금/액면가	370십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	326,000원/164,500원
일평균 거래대금 (60일)	70십억원
외국인지분율	38.74%
주요주주	LG 외2 인33.54%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	11.0	45.9	24.0
상대주가(%p)	13.8	40.4	33.4

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	20,074	20,590	360,000
Afte	20,074	22,987	400,000
Consensus	17,504	21,514	368,429
Cons. 차이	14.7%	6.8%	8.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 2016년 영업이익 2.2조원 (+17.5% YoY) 전망. 석유화학부문은 올해 좋은 실적을 이어 내년에도 납사 크랙커들의 경쟁력 상승이 지속될 전망. 전지부문 내의 중대형 전지는 흑자전환 성공 예상.
- 전기차 배터리는 내년 동사의 수익성에 기여도가 증가하면서 차세대 성장동력과 Rerating 요소로 부각될 예상.
- 투자의견 'Buy' 및 목표주가 400,000원 상향, 석유화학업종 Top Pick.

2) 주요이슈 및 실적전망

- 동사의 2016년 연결 매출 23조 5,940억원 (+16.9% YoY), 영업이익 2,203억원 전망.
- 기초소재부문은 견조한 스프레드 지속과 주력제품인 NCC/PO와 ABS/EP에서 차별화된 고부가가치 제품 비중 증가로 수익성 개선. 하지만 PVC/가소제와 고무/특수수지는 공급과잉으로 부진 예상.
- 정보전자소재부문은 대형TV/초고화질 편광판 물량 증가로 전년 대비 영업이익률 개선 기대 (OPM 7.6%). 필름과 glass 라인증설로 추가적 매출성장 가능.
- 전지부문은 모바일 전지 쪽의 꾸준한 수요 증가와 자동차전지 신규 고객에서의 물량 증가로 영업이익 올해 전망된 -240억원에서 내년은 1,146억원 예상. 다수의 자동차 메이커들과 체결한 수주들이 실적으로 연결.

3) 주가전망 및 Valuation

- 석유화학부문의 안정된 이익 기여도, 중대형 전지 부문의 흑자전환, 또한 올해보다 개선될 정보통신 소재 부문으로 내년도 긍정적 요소들이 아직 주가에 미반영됐다고 판단.
- 현재 주가는 P/B 1.8배로 역사적 저점 1.1배에서 올라온 상태나 최근 4년 평균인 목표주가 PBR 2.1배 까지는 상승 여력이 있다고 판단.

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	23,144	1,743	1,266	2,788	18,637	-15.6	16.1	1.9	8.0	11.4	1.3
2014	22,578	1,311	868	2,461	12,630	-32.2	14.3	1.1	5.8	7.3	2.2
2015F	20,175	1,875	1,361	3,125	20,074	58.9	16.1	1.8	7.6	10.7	1.2
2016F	23,594	2,203	1,554	3,593	22,987	14.5	14.0	1.6	6.5	11.2	1.2
2017F	24,467	2,298	1,919	3,706	28,492	23.9	11.3	1.5	6.0	12.5	1.2

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 LG화학 분기 실적 추이 (단위: 십억 원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015F	2016F
매출액	4,915	5,073	5,178	5,009	5,588	5,981	6,067	5,959	22,578	20,175	23,594
석유화학	3,608	3,801	3,792	3,673	4,227	4,578	4,569	4,581	17,264	14,874	17,956
정보전자소재	676	668	710	676	595	612	712	690	2,807	2,729	2,610
전지	707	690	769	741	849	876	872	771	2,852	2,907	3,369
영업이익	362	563	546	404	442	628	596	537	1,310	1,875	2,203
석유화학	321	589	484	367	380	549	503	458	1,117	1,762	1,891
정보전자소재	37	17	52	32	43	47	59	48	143	137	198
전지	4	-42	10	4	18	32	34	30	65	-24	115
세전이익	324	494	440	553	241	650	594	560	1,160	1,811	2,045
순이익(지배)	250	357	350	419	185	493	451	425	868	1,375	1,554
영업이익률	7.4%	11.1%	10.6%	8.1%	7.9%	10.5%	9.8%	9.0%	5.8%	9.3%	9.3%
세전이익률	6.6%	9.7%	8.5%	11.0%	4.3%	10.9%	9.8%	9.4%	5.1%	9.0%	8.7%
순이익률	5.1%	7.0%	6.8%	8.4%	3.3%	8.2%	7.4%	7.1%	3.8%	6.8%	6.6%

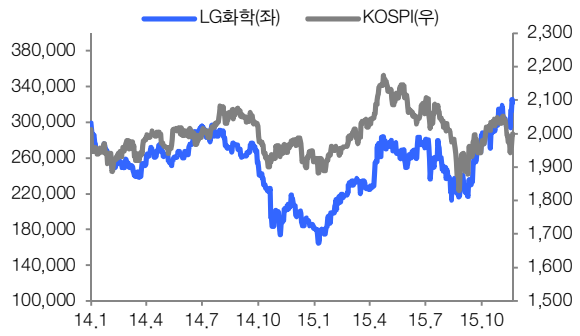
*공통 및 기타 부분 제외
자료: HMC투자증권

〈표2〉 LG화학 실적 추정 변경 내역 (단위: 십억 원)

	변경 후		변경 전		변동률		컨센서스	
	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F	2016F	대비
매출액	20,175	23,594	20,175	23,494	0.0%	0.4%	22,058	7.0%
영업이익	1,875	2,203	1,875	1,992	0.0%	10.6%	2,157	2.1%
세전이익	1,811	2,045	1,811	1,833	0.0%	11.6%	2,085	-1.9%
당기순이익	1,375	1,554	1,375	1,395	0.0%	11.4%	1,599	-2.8%

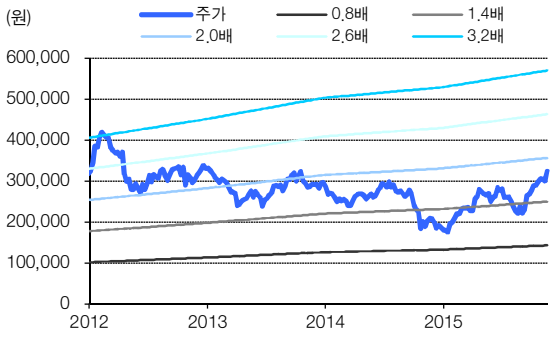
자료: HMC투자증권

〈그림1〉 LG화학 주가 추이



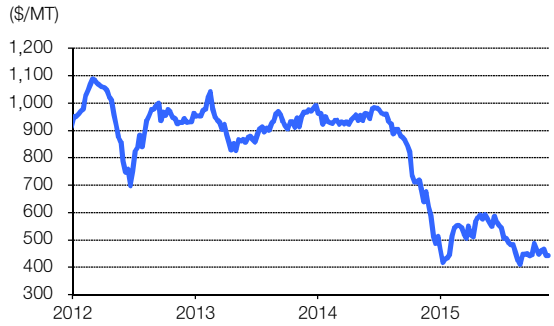
자료: DataGuide, HMC투자증권

〈그림2〉 LG화학 PBR 밴드 추이



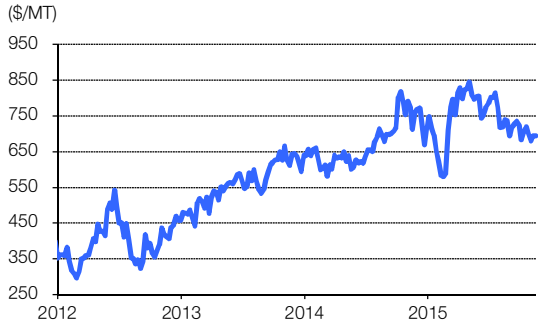
자료: HMC투자증권

〈그림3〉 Naphtha 가격추이



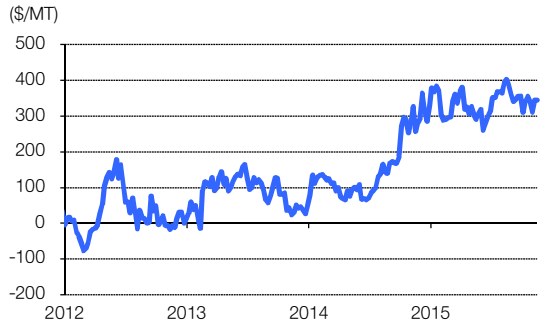
자료: Cischem, HMC투자증권

〈그림4〉 PE-Naphtha



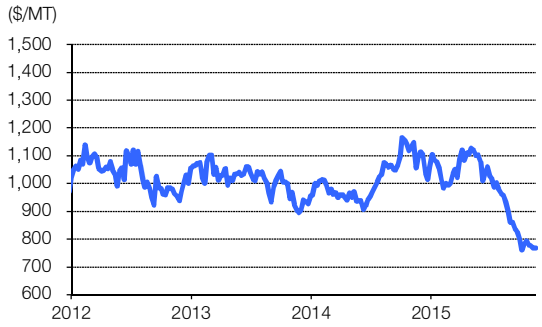
자료: Cischem, HMC투자증권

〈그림5〉 PVC-Naphtha



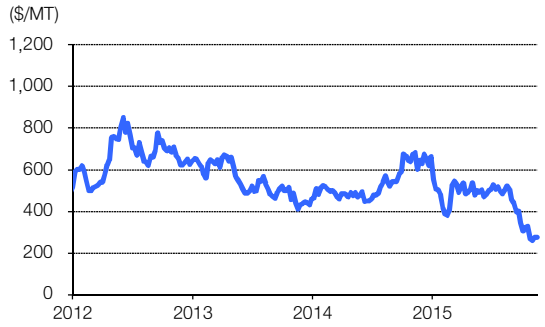
자료: Cischem, HMC투자증권

〈그림6〉 ABS-Naphtha



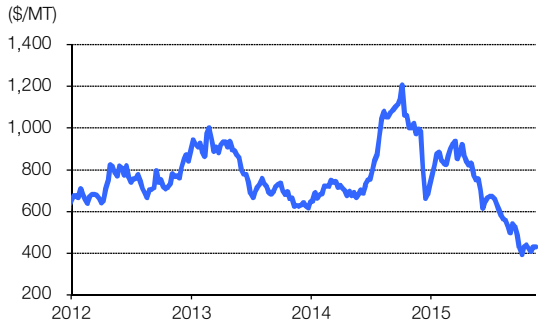
자료: Cischem, HMC투자증권

〈그림7〉 2-EH-Naphtha



자료: Cischem, HMC투자증권

〈그림8〉 BPA-Naphtha



자료: Cischem, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	23,144	22,578	20,175	23,594	24,467
증가율 (%)	-0.5	-2.4	-10.6	16.9	3.7
매출원가	19,835	19,574	16,601	19,385	20,068
매출원가율 (%)	85.7	86.7	82.3	82.2	82.0
매출총이익	3,309	3,004	3,574	4,209	4,399
매출이익률 (%)	14.3	13.3	17.7	17.8	18.0
증가율 (%)	0.0	-9.2	19.0	17.8	4.5
판매관리비	1,566	1,693	1,699	2,006	2,101
판관비율(%)	6.8	7.5	8.4	8.5	8.6
EBITDA	2,788	2,461	3,125	3,593	3,706
EBITDA 이익률 (%)	12.0	10.9	15.5	15.2	15.1
증가율 (%)	0.2	-11.7	27.0	15.0	3.2
영업이익	1,743	1,311	1,875	2,203	2,298
영업이익률 (%)	7.5	5.8	9.3	9.3	9.4
증가율 (%)	-8.8	-24.8	43.1	17.5	4.3
영업외손익	-147	-171	-60	-165	226
금융수익	203	127	117	130	233
금융비용	237	169	151	102	52
기타영업외손익	-114	-129	-26	-193	45
종속/관계기업관련손익	5	20	-6	8	8
세전계속사업이익	1,601	1,160	1,810	2,045	2,532
세전계속사업이익률 (%)	6.9	5.1	9.0	8.7	10.3
증가율 (%)	-14.8	-27.6	56.0	13.0	23.8
법인세비용	331	306	454	511	633
계속사업이익	1,271	854	1,356	1,534	1,899
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,271	854	1,356	1,534	1,899
당기순이익률 (%)	5.5	3.8	6.7	6.5	7.8
증가율 (%)	-15.6	-32.8	58.8	13.1	23.8
지배주주지분 순이익	1,266	868	1,361	1,554	1,919
비지배주주지분 순이익	5	-14	-5	-20	-21
기타포괄이익	-1	-29	42	0	0
총포괄이익	1,270	825	1,398	1,534	1,899

(단위:십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	8,032	8,147	8,591	9,803	10,966
현금성자산	1,399	988	1,586	1,468	2,212
단기투자자산	529	781	1,009	1,226	1,490
매출채권	3,221	3,239	3,141	3,737	3,793
재고자산	2,564	2,711	2,473	2,942	2,987
기타유동자산	319	427	382	430	484
비유동자산	9,415	9,981	10,445	10,682	11,084
유형자산	8,560	8,700	9,216	9,253	9,388
무형자산	263	525	475	490	503
투자자산	454	523	536	723	976
기타비유동자산	138	233	217	217	217
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	17,447	18,128	19,036	20,485	22,050
유동부채	4,598	4,809	4,774	5,232	5,428
단기차입금	1,720	1,750	1,924	1,963	2,003
매입채무	1,268	1,338	1,260	1,498	1,521
유동성장기부채	487	456	248	317	332
기타유동부채	1,123	1,265	1,343	1,454	1,573
비유동부채	1,123	1,053	892	645	409
사채	399	299	300	100	-101
장기차입금	405	428	309	252	205
장기금융부채 (리스포함)	0	0	37	37	37
기타비유동부채	319	325	247	257	267
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,721	5,862	5,666	5,877	5,837
지배주주지분	11,597	12,140	13,245	14,505	16,130
자본금	370	370	370	370	370
자본잉여금	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
자본조정 등	-16	-16	-16	-16	-16
기타포괄이익누계액	-87	-62	-23	-23	-23
이익잉여금	10,173	10,691	11,756	13,016	14,641
비지배주주지분	129	126	124	103	83
자본총계	11,726	12,266	13,369	14,609	16,213

(단위:십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	2,183	1,994	3,183	2,051	3,080
당기순이익	1,271	854	1,356	1,534	1,899
유형자산 상각비	1,021	1,118	1,218	1,364	1,382
무형자산 상각비	24	33	32	26	27
외환손익	0	0	44	-120	-225
운전자본의 감소(증가)	-287	-167	312	-753	-1
기타	154	157	222	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-1,310	-1,991	-2,091	-1,725	-1,849
투자자산의 감소(증가)	-22	-49	-13	-187	-253
유형자산의 감소	8	11	2	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,361	-1,411	-1,724	-1,401	-1,517
기타	64	-541	-356	-138	-79
재무활동으로인한현금흐름	-199	-438	-494	-444	-487
차입금의 증가(감소)	-192	24	-82	-57	-47
사채의증가(감소)	-199	-100	0	-200	-200
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-308	-300	-295	-295	-295
기타	501	-62	-117	108	54
기타현금흐름	5	23	-1	0	0
현금의증가(감소)	678	-411	598	-118	744
기초현금	721	1,399	988	1,586	1,468
기말현금	1,399	988	1,586	1,468	2,212

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	18,707	12,420	19,995	22,680	28,183
EPS(지배순이익 기준)	18,637	12,630	20,074	22,987	28,492
BPS(자본총계 기준)	158,670	165,980	180,909	197,681	219,387
BPS(지배지분 기준)	156,928	164,276	179,234	196,281	218,267
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
P/E(당기순이익 기준)	16.0	14.6	16.1	14.2	11.4
P/E(지배순이익 기준)	16.1	14.3	16.1	14.0	11.3
P/B(자본총계 기준)	1.9	1.1	1.8	1.6	1.5
P/B(지배지분 기준)	1.9	1.1	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA(Reported)	8.0	5.8	7.6	6.5	6.0
배당수익률	1.3	2.2	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-16.0	-33.6	61.0	13.4	24.3
EPS(지배순이익 기준)	-15.6	-32.2	58.9	14.5	23.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	11.3	7.1	10.6	11.0	12.3
ROE(지배순이익 기준)	11.4	7.3	10.7	11.2	12.5
ROA	7.5	4.8	7.3	7.8	8.9
안정성 (%)					
부채비율	48.8	47.8	42.4	40.2	36.0
순차입금비율	9.2	9.5	1.7	-0.2	-7.6
이자보상배율	26.7	16.6	30.7	39.4	43.9

2016 Outlook

2015. 11. 24

철강업종

NEUTRAL

글로벌 철강업황 부진 지속

Analyst 박현욱
02) 3787-2190
hwpark@hmcib.com

수요 저성장, 과잉생산능력 지속으로 영업환경 개선 어려워

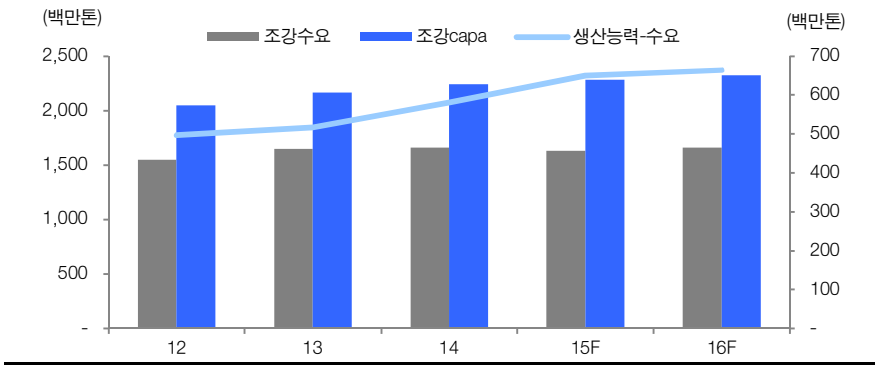
2016년 업황은 올해의 연장선상에서 의미있게 개선되기는 어렵다고 예상된다. 전세계 철강수요는 저성장을 기록하고, 과잉생산능력 또한 지속될 것이기 때문이다. 중국 대형철강업체들이 하반기 적자를 시현하면서 철강산업 구조조정에 대한 기대가 있으나 세수와 고용 문제로 번번히 막힌 과거의 사례를 고려 시 쉽지는 않을 전망이다.

전세계 철강 수요는 올해 역성장을 기록하지만 내년은 1.6% 소폭 증가할 것으로 예상된다. 미국과 EU 수요는 올해대비 소폭 증가하고 중국은 역성장 예상이 많지만 중국 경기부양정책을 고려 시 올해 수준을 기록할 것으로 전망된다. 한편 생산능력도 소폭 증가하므로 내년 전세계 철강 가동률은 올해의 72%가 지속될 것으로 예상된다.

세전이익이 견조하거나 증가하는 종목에 관심

종목선별과 관련해서는 세전이익이 견조하거나 증가하는 종목이 시장 수익률을 상회할 것으로 예상된다. 철강업종 Top pick은 현대제철, 관심주는 POSCO이다. 현대제철은 영업외손익에서 반영할 별다른 일회성 비용이 없는 가운데, 봉형강 실적호조 지속, 현대하이스코 합병에 따른 실적 연간 반영, 자동차강판 증설로 영업이익이 증가할 것으로 예상된다. POSCO는 2016년에도 구조조정이 지속되고 해외 철강업체들의 실적부진이 예상되지만 올해 대규모 비용 반영으로 내년 세전이익(순이익)은 증가할 것으로 전망된다.

전세계 철강 수급 및 과잉설비 추이



자료: 세계철강협회, HMC투자증권

철강업종 투자전략

과잉생산능력 지속으로 영업이익 개선 어려워, 영업외손익 개선 종목에 관심 필요

2016년에도 철강업황 부진 지속

2016년에도 글로벌 철강 과잉생산능력은 지속되어 2015년과 영업환경은 비슷할 것으로 예상된다. 글로벌 조강생산능력은 올해 대비 약 2% 증가하고 철강수요도 1.6%의 저성장을 보일 것으로 전망된다. 또한 중국의 대형철강업체들도 하반기 적자를 시현하면서 철강산업 구조조정에 대한 기대가 있으나 중국의 세수시스템과 고용문제 등을 고려하였을 때 생각만큼 쉽지는 않을 것이다.

세전이익이 증가, 견조한 업체 관심 필요

당사의 전망하에서 2016년 철강업체들의 영업이익이 의미 있게 증가하기는 어렵다고 판단된다. 따라서 세전이익이 증가하거나 상대적으로 견조한 업체들에 관심을 가질 필요가 있고, 그러한 종목들의 주가 수익률이 그렇지 않은 종목들에 비해 상회할 가능성이 높다고 예상된다. 세전이익이 증가하는 배경은 차입금 축소에 노력을 해왔거나, 비핵심 혹은 부실 자회사 및 투자자산 정리, 원화절상에 따른 환관련 이익 증가 등으로 볼 수 있다.

Top pick은 현대제철 그리고 POSCO

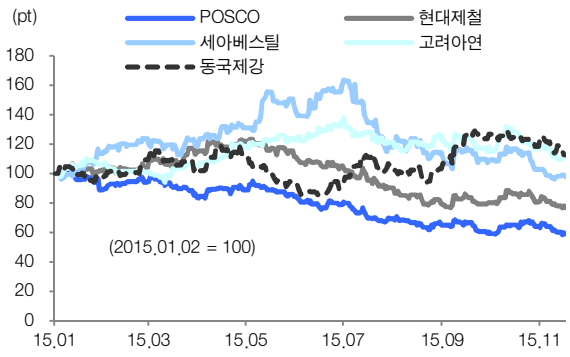
POSCO는 대규모 일회성 비용 발생 가능성 낮음

이러한 관점에서 POSCO와 현대제철 주가수익률이 상대적으로 견조할 것으로 기대가 된다. POSCO는 2014년 하반기부터 비핵심 자산에 대한 비용을 상당히 반영하여 왔고 이에 따라 2015년 세전이익은 전년대비 75% 감소할 것으로 예상된다. 2016년에도 구조조정이 지속되고 기존 동남아 제철소, 신규 브라질 CSP 실적 부진이 예상되지만 세전이익은 증가할 것으로 전망된다.

현대제철은 영업이익 증가 영업외손익 견조 예상

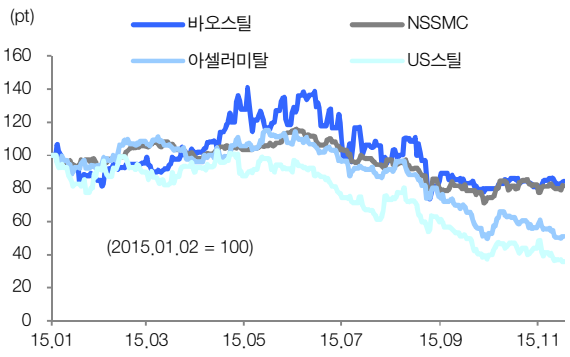
현대제철은 영업외손익에서 일회성 비용이 발생할 가능성은 낮다고 판단된다. 오히려 자동차강판 가격은 2015년 4분기 이후 내년 추가 인하하지 않을 것으로 예상되고, 현대하이스코 실적이 합병에 따른 연간 반영 효과, 자동차강판 증설로 2016년 영업이익은 증가할 것으로 전망된다.

〈그림1〉 국내 철강업체 주가 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림2〉 해외 철강업체 주가 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

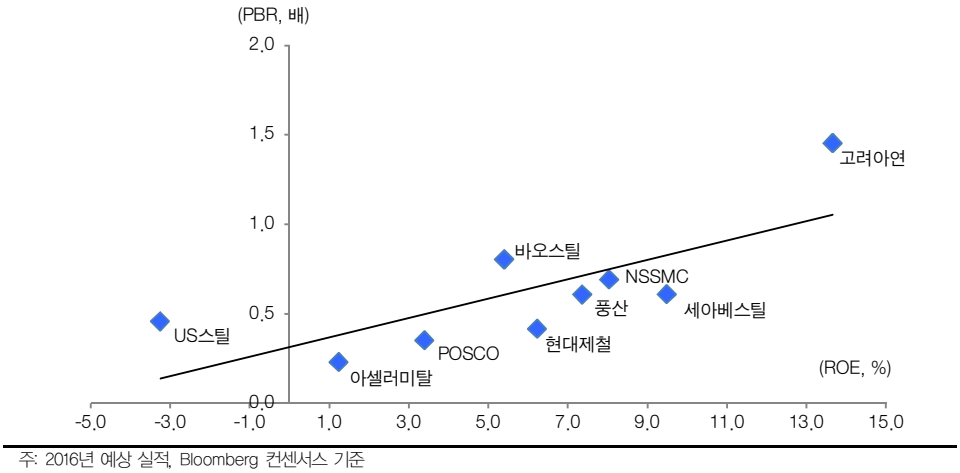
〈표1〉 글로벌 주요 철강 업체 Valuation 비교

(단위: 백만USD, 배, %)

		POSCO	현대제철	세아베스틸	고려아연	풍산	바오스틸	산일본제철	아셀러미탈	US스틸
시가총액		1,274	573	84	719	60	1,496	1,856	809	143
매출액	2014	61,851	15,926	1,931	4,692	2,851	30,404	51,288	79,282	17,507
	2015F	51,170	13,924	2,277	4,084	2,486	27,455	40,827	65,631	11,598
	2016F	51,399	15,013	2,431	5,303	2,527	29,069	41,132	66,234	11,661
영업이익	2014	3,053	1,417	131	649	121	1,330	3,195	3,034	413
	2015F	2,340	1,321	219	628	108	970	2,059	1,969	-444
	2016F	2,498	1,467	218	834	129	1,312	2,583	2,484	-2
세전이익	2014	1,779	715	118	544	92	1,303	3,986	3,986	-2,232
	2015F	1,309	1,044	118	649	98	1,344	3,439	3,439	170
	2016F	353	833	192	643	79	818	2,910	2,910	-696
순이익	2014	595	727	95	476	70	940	1,959	-1,086	102
	2015F	135	649	156	480	54	639	1,767	-1,157	-303
	2016F	1,225	844	136	641	71	935	1,985	304	-101
P/E	2014	24.5	7.4	8.1	14.3	9.9	32.8	9.9	N/A	31.9
	2015F	78.6	8.4	5.6	15.0	11.1	23.6	10.0	N/A	N/A
	2016F	10.4	6.7	6.3	11.3	8.5	15.1	8.9	22.1	N/A
P/B	2014	0.3	0.4	0.7	1.6	0.7	0.8	0.8	0.2	0.4
	2015F	0.4	0.4	0.7	1.6	0.6	0.8	0.7	0.2	0.5
	2016F	0.4	0.4	0.6	1.5	0.6	0.8	0.7	0.2	0.5
EV/EBITDA	2014	6.0	7.2	6.3	9.1	9.6	7.9	6.7	3.8	2.8
	2015F	6.5	6.4	6.1	8.2	9.7	9.2	7.6	5.0	18.1
	2016F	6.2	5.9	6.0	6.4	8.6	7.7	6.8	4.6	6.1
ROE	2014	1.3	5.7	8.5	12.0	6.8	2.7	7.7	-5.6	-6.6
	2015F	0.3	5.2	11.5	11.4	6.0	3.7	7.5	-3.0	-10.2
	2016F	3.4	6.2	9.5	13.7	7.4	5.4	8.0	1.2	-3.3

주: Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림3〉 글로벌 Peer의 P/B와 ROE 비교



주: 2016년 예상 실적, Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, HMC투자증권

글로벌 철강수급 전망

전세계 철강수요 저성장 및 과잉설비 지속

2015년 전세계 철강 수요 1.6% 증가 예상

2016년 전세계 철강 수요 증가율은 1.6%로 예상되어 2015년 -1.7%의 감소에서는 벗어날 것으로 기대되나 2014년의 0.7% 성장에 이어서 저성장 국면이 지속되는 것이다. 올해는 유가 약세 등으로 에너지향 철강수요가 크게 감소하여 북미 철강수요는 2.7% 감소할 것으로 예상되지만 내년에는 에너지 가격의 완만한 상승과 자동차산업 호조에 힘입어 철강수요는 2.1% 증가할 것으로 전망된다. 중국의 철강 수요는 올해 3.5% 감소할 것으로 예상되며 내년에도 중국 철강수요는 역성장을 기록할 것이라는 전망이 많지만 중국정부의 금리인하 등 경기부양정책 효과로 올해 수준은 기록할 것으로 전망된다. 하지만 GDP 증가율 대비 철강수요증가율 탄성치는 낮아지고 있어 수요의 저성장 국면에 진입하고 있는 점은 명확하다.

전세계 조강 생산능력은 내년에도 증강되어 23억톤 상회

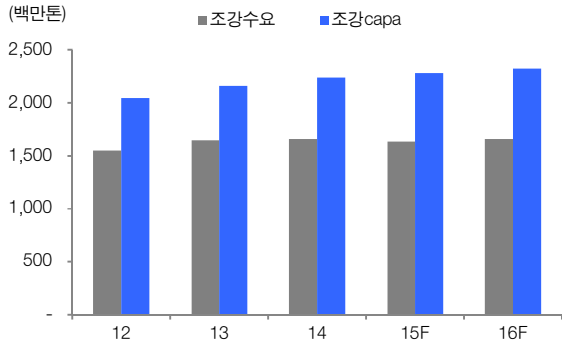
전세계 조강 생산능력은 내년에도 2% 증강되어 23억 톤을 넘어설 것으로 추정된다. 내년 전세계 철강 수요증가율이 1.6%로 예상된다는 점에 비춰봤을 때 수요대비 과잉설비 규모는 지속되는 한편, 전세계 평균 가동률도 올해 72%의 낮은 수준이 내년에도 지속될 것으로 전망된다.

한편 중국 상위 주요 철강업체들이 2008년 12월 이후 처음으로 올해 7월부터 세전손익이 적자를 기록하기 시작하였고 시장에서는 중국 철강산업 구조조정에 대한 기대가 크다. 중국의 수요대비 과잉생산능력은 3억톤을 넘어서고 있어 전세계 과잉설비의 약 60%를 차지하고 있다. 하지만 중국의 세수문제, 고용문제 등을 고려하였을 때 구조조정은 쉽지가 않고 진행이 되어도 미미한 수준에 그칠 가능성이 높다고 판단된다.

철광석 가격은 공급과잉으로 2016년에도 약세 지속

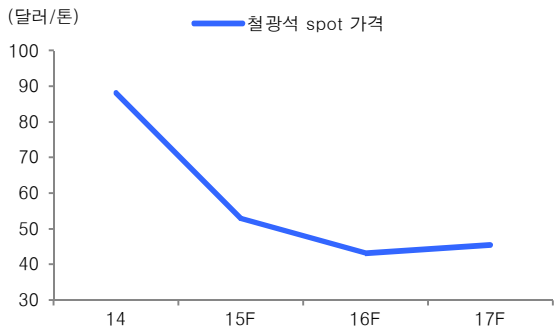
철강의 주원료인 철광석 가격은 공급과잉이 더욱 심화되면서 내년에도 약세가 이어질 것으로 예상된다. 특히 최근 철광석 메이저 3사의 전략이 수익성 방어에서 시장점유율 경쟁으로 다시 전환될 것으로 판단되며 신규 광산 가동으로 내년 브라질과 호주의 철광석 수출량은 올해 대비 7% 증가하여 조강생산증가율을 상회할 것으로 전망된다. 철광석 spot 가격은 올해 톤당 52달러에서 내년 43달러로 낮아질 것으로 예상되며 고로업체들의 원가는 올해 대비 내년 톤당 1.5만원 낮아질 것으로 전망된다. 이에 따라 글로벌 철강가격은 올해 수준에서 견조할 것이나 수요의 부진을 고려 시 실적이 의미있게 개선되기는 어려울 것으로 예상된다.

〈그림4〉 전세계 철강 생산능력과 수요 추이 및 전망



자료: WSA, HMC투자증권

〈그림5〉 철광석 가격 추이와 전망



자료: Bloomberg, HMC투자증권

Company Report

2015. 11. 24

POSCO(005490)

BUY / TP 240,000원

철강/비철금속 Analyst 박현욱 02) 3787-2190 hwpark@hmcib.com

2016년, 순이익 정상화되는 과정

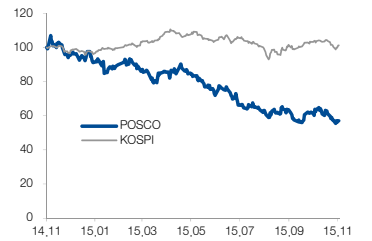
현재주가 (11/20)	170,000원
상승여력	41.2%
시가총액	14,822십억원
발행주식수	87,187천주
자본금/액면가	482십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	318,500원/165,500원
일평균 거래대금 (60일)	64십억원
외국인지분율	50.01%
주요주주	국민연금공단 7.81%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-5.3	-7.1	-32.3
상대주가(%p)	-2.9	-10.6	-27.2

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(14F)	EPS(15F)	T/P
Before	1,831	12,299	260,000
After	1,264	11,460	240,000
Consensus	1,573	15,637	245,238
Cons. 차이	-19.6%	-26.7%	-2.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 2016년 연결 기준 세전이익은 1조 3,740억원으로 전년대비 큰 폭 증가 예상
- 현재 주가는 2016년 예상실적 기준 P/E 0.35배로 97년의 역사적 저점 0.44배를 하회하고 있으며 Book value가 2016년부터는 회복될 것으로 예상되어 주가 하방경직성 확보
- 분기배당 도입 가능성이 높은 가운데, 배당수익률 4.7배로 배당투자 매력 돋보임
- 투자의견 매수 유지, 목표주가 240,000원 제시함

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2016년 연결 매출액 58조 2,428억원, 영업이익 2조 7,266억원, 세전이익 1조 3,740억원으로 예상되어 영업이익은 전년과 비슷한 수준이나 세전이익은 391% 큰 폭 증가 전망
- 글로벌 철강업황 부진이 지속될 것으로 전망되고 원료가격 하락폭도 2014년, 2015년에 비하면 제한적으로 예상되어 영업이익은 전년 수준에서 정체 예상
- 세전이익은 완전히 정상화될 것이라고 판단하기는 이르지만 올해 대비 개선될 것으로 예상됨. 비핵심자산 싱각, 일회성 비용 반영 등은 2015년에 상당 부분 이루어졌고, 브라질 CSP가 신규로 가동되는 등 해외 철강사 관련 비용이 발생할 가능성은 있으나 그 규모는 제한적으로 예상됨

3) 주가전망 및 Valuation

- 동사 주가는 170,000원 내외에서 정체되어 있으나 분기 세전이익 개선을 확인해가면서 주가는 우상향할 것으로 전망됨
- 실적을 하향 조정하면서 목표주가를 240,000원(기존 260,000원)으로 조정함. 목표주가는 2016년 예상 주당순자산에 2013~2015년 P/B 밴드 하단의 평균인 0.51배를 적용하여 산출함

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	61,865	2,996	1,376	5,682	15,787	-44.1	20.7	0.7	9.1	3.4	2.5
2014	65,098	3,214	626	6,452	7,181	-54.5	38.4	0.6	7.7	1.5	2.9
2015F	59,006	2,713	110	5,852	1,264	-82.4	134.1	0.4	6.3	0.3	4.7
2016F	58,243	2,727	999	5,875	11,460	806.6	14.8	0.4	6.1	2.4	4.7
2017F	57,894	2,774	1,173	5,942	13,449	17.4	12.6	0.4	6.0	2.8	4.7

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 POSCO 별도 분기 실적 추이 (단위: 십억 원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015F	2016F
매출액	6,788	6,576	6,299	6,132	6,186	6,142	6,100	6,090	29,219	25,794	24,518
영업이익	622	608	638	572	571	625	604	647	2,350	2,440	2,448
세전이익	732	330	310	422	535	572	483	533	1,721	1,794	2,123
순이익	500	210	346	304	385	412	348	384	1,139	1,360	1,528
영업이익률	9%	9%	10%	9%	9%	10%	10%	11%	8%	9%	10%
세전이익률	11%	5%	5%	7%	9%	9%	8%	9%	6%	7%	9%
순이익률	7%	3%	5%	5%	6%	7%	6%	6%	4%	5%	6%

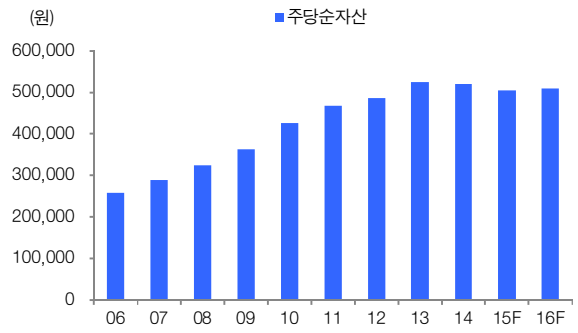
자료: HMC투자증권

〈표2〉 POSCO 연결 분기 실적 추이 (단위: 십억 원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015F	2016F
매출액	15,101	15,189	13,996	14,719	14,553	14,607	14,562	14,521	65,098	59,006	58,243
영업이익	731	686	652	644	638	697	671	720	3,214	2,713	2,727
세전이익	604	304	-776	148	302	405	312	355	1,378	280	1,374
순이익	335	117	-658	107	217	292	225	256	557	-99	989
영업이익률	5%	5%	5%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
세전이익률	4%	2%	-6%	1%	2%	3%	2%	2%	2%	0%	2%
순이익률	2%	1%	-5%	1%	1%	2%	2%	2%	1%	0%	2%

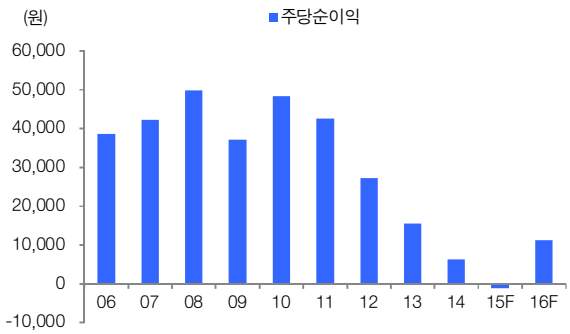
자료: HMC투자증권

〈그림1〉 POSCO 주당 순자산 추이



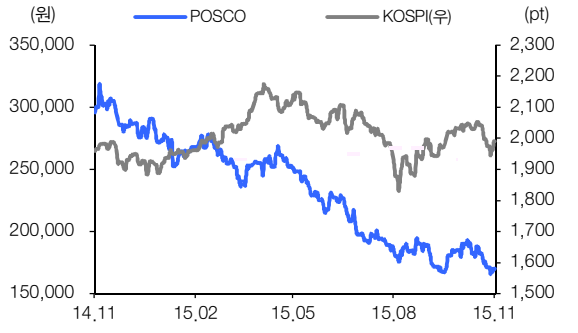
자료 : HMC투자증권

〈그림2〉 POSCO 주당 순이익 추이



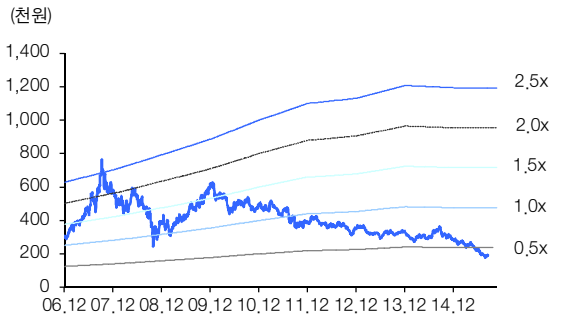
자료 : HMC투자증권

〈그림3〉 POSCO 주가 추이



자료 : Bloomberg, HMC투자증권

〈그림4〉 POSCO P/B 밴드 추이



자료 : Bloomberg, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	61,865	65,098	59,006	58,243	57,894
증가율 (%)	-2.7	5.2	-9.4	-1.3	-0.6
매출원가	55,005	57,815	52,250	51,578	51,205
매출원가율 (%)	88.9	88.8	88.6	88.6	88.4
매출총이익	6,860	7,283	6,756	6,665	6,689
매출이익률 (%)	11.1	11.2	11.4	11.4	11.6
증가율 (%)	-8.1	6.2	-7.2	-1.4	0.4
판매관리비	3,864	4,070	4,043	3,938	3,914
판관비율 (%)	6.2	6.3	6.9	6.8	6.8
EBITDA	5,682	6,452	5,852	5,875	5,942
EBITDA 이익률 (%)	9.2	9.9	9.9	10.1	10.3
증가율 (%)	-8.6	13.6	-9.3	0.4	1.1
영업이익	2,996	3,214	2,713	2,727	2,774
영업이익률 (%)	4.8	4.9	4.6	4.7	4.8
증가율 (%)	-18.0	7.3	-15.6	0.5	1.7
영업외손익	-870	-1,535	-1,875	-1,293	-1,162
금융수익	2,381	2,397	2,071	1,674	1,791
금융비용	2,829	3,222	3,020	2,306	2,293
기타영업외손익	-422	-710	-927	-660	-660
종속/관계기업관련손익	-180	-300	-558	-60	0
세전계속사업이익	1,946	1,378	280	1,374	1,612
세전계속사업이익률	3.1	2.1	0.5	2.4	2.8
증가율 (%)	-42.2	-29.2	-79.7	390.8	17.4
법인세비용	591	821	379	385	451
계속사업이익	1,355	557	-99	989	1,161
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,355	557	-99	989	1,161
당기순이익률 (%)	2.2	0.9	-0.2	1.7	2.0
증가율 (%)	-43.2	-58.9	적전	흑전	17.4
지배주주지분 순이익	1,376	626	110	999	1,173
비지배주주지분 순이익	-21	-69	-209	-10	-12
기타포괄이익	14	-456	-113	0	0
총포괄이익	1,369	101	-212	989	1,161

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	31,666	32,627	31,013	31,698	32,957
현금성자산	4,209	3,811	5,312	6,200	6,419
단기투자자산	3,305	1,741	3,544	3,496	3,475
매출채권	10,300	10,815	10,022	8,449	8,399
재고자산	9,798	10,471	8,293	9,762	10,895
기타유동자산	4,054	5,789	3,847	3,795	3,773
비유동자산	52,789	52,625	51,347	50,568	49,767
유형자산	35,760	35,241	34,706	34,221	33,704
무형자산	5,930	6,885	6,670	6,413	6,170
투자자산	8,879	7,477	6,847	6,809	6,769
기타비유동자산	2,220	3,022	3,125	3,125	3,125
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	84,455	85,252	82,361	82,265	82,724
유동부채	20,241	21,877	21,904	21,795	21,748
단기차입금	7,357	9,244	9,626	9,626	9,626
매입채무	4,231	3,951	3,451	3,405	3,385
유동성장기부채	3,357	2,951	4,222	4,222	4,222
기타유동부채	5,296	5,731	4,605	4,542	4,516
비유동부채	18,392	18,084	16,416	16,080	16,064
사채	8,558	7,982	6,588	6,288	6,288
장기차입금	6,975	7,250	7,049	7,049	7,049
장기금융부채 (리스포함)	299	116	101	101	101
기타비유동부채	2,560	2,735	2,678	2,642	2,626
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	38,633	39,961	38,320	37,875	37,813
지배주주지분	42,046	41,587	40,926	41,285	41,818
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,078	1,084	1,082	1,082	1,082
자본조정 등	-601	-558	-557	-557	-557
기타포괄이익누계액	-5	-388	-472	-472	-472
이익잉여금	41,091	40,968	40,391	40,750	41,283
비지배주주지분	3,776	3,704	3,115	3,105	3,094
자본총계	45,822	45,291	44,041	44,390	44,911

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	4,858	3,412	6,435	4,053	2,901
당기순이익	1,355	557	-99	989	1,161
유형자산 상각비	2,506	2,895	2,819	2,892	2,924
무형자산 상각비	180	344	320	257	243
외환손익	0	0	93	-212	-357
운전자본의 감소(증가)	-116	-1,914	2,196	14	-1,122
기타	934	1,531	1,107	113	52
투자활동으로인한현금흐름	-8,752	-3,745	-4,080	-2,169	-1,989
투자자산의 감소(증가)	-1,515	1,102	111	-22	40
유형자산의 감소	82	63	61	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-6,570	-3,506	-2,632	-2,407	-2,407
기타	-749	-1,404	-1,620	260	378
재무활동으로인한현금흐름	3,532	135	-1,075	-996	-694
장기차입금의 증가(감소)	1,691	1,963	249	-3	-1
사채의증가(감소)	-734	-576	-1,394	-300	0
자본의 증가	-27	5	-2	0	0
배당금	-649	-677	-817	-640	-640
기타	3,251	-581	889	-53	-52
기타현금흐름	-111	-199	10	0	0
현금의증가(감소)	-472	-397	1,290	888	219
기초현금	4,681	4,209	4,022	5,312	6,200
기말현금	4,209	3,811	5,312	6,200	6,419

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	15,543	6,385	-1,137	11,346	13,316
EPS(지배순이익 기준)	15,787	7,181	1,264	11,460	13,449
BPS(자본총계 기준)	525,561	519,475	505,135	509,141	515,116
BPS(지배지분 기준)	482,252	476,991	469,403	473,523	479,631
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
P/E(당기순이익 기준)	21.0	43.2	-149.1	14.9	12.7
P/E (지배순이익 기준)	20.7	38.4	134.1	14.8	12.6
P/B (자본총계 기준)	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(Reported)	9.1	7.7	6.3	6.1	6.0
배당수익률	2.5	2.9	4.7	4.7	4.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-43.2	-58.9	-117.8	-1,098.2	17.4
EPS(지배순이익 기준)	-44.1	-54.5	-82.4	806.6	17.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	3.1	1.2	-0.2	2.2	2.6
ROE(지배순이익 기준)	3.4	1.5	0.3	2.4	2.8
ROA	1.7	0.7	-0.1	1.2	1.4
안정성 (%)					
부채비율	84.3	88.2	87.0	85.3	84.2
순차입금비율	41.9	48.9	43.0	40.1	39.2
이자보상배율	4.6	4.0	3.3	3.6	3.7

** K-IFRS 연결 기준*

현대제철(004020)

BUY / TP 73,000원

철강/비철금속 Analyst 박현욱 02) 3787-2190 hwpark@hmcib.com

2016년에도 안정적 실적 증가 예상

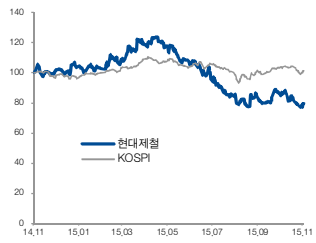
현재주가 (11/20)	51,100원
상승여력	42.9%
시가총액	6,819십억원
발행주식수	133,446천주
자본금/액면가	667십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	79,500원/49,500원
일평균 거래대금 (60일)	21십억원
외국인지분율	22.19%
주요주주	현대자동차 외 5인 42.59%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-5.9	-3.9	-31.9
상대주가(%p)	-3.6	-7.6	-26.7

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(14F)	EPS(15F)	T/P
Before	7,275	8,514	83,000
After□	7,313	8,214	73,000
Consensus	6,006	7,548	72,947
Cons. 차이	21.8%	8.8%	0.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 철강업황 부진으로 철강업체들 실적은 정체되거나 감익될 가능성이 높으나 동사 2016년 연결 영업이익은 전년대비 5% 증가할 것으로 전망됨
- 주력 판재재 가격인하를 고려하여도 봉형강부문 실적 호조 지속, 현대하이스코 합병실적이 연간으로 반영, 자동차강판 증설 효과로 영업이익 증가 예상
- 투자의견 매수 유지, 목표주가 73,000원 제시함

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2016년 연결 매출액 17조 7,633억원, 영업이익 1조 6,264억원, 세전이익 1조 4,608억원으로 영업이익은 전년대비 5% 증가할 것으로 예상됨
- 내년 영업이익이 증가할 것으로 전망하는 이유는 자동차강판을 톤당 6만원 인하한다고 가정을 하여도 현대하이스코 합병이 연간으로 반영되는데 따른 효과(영업이익 약+1,000억원), 자동차강판 증설에 따른 영업이익 증가(약 +600억원), 봉형강 실적호조, 핫스탬핑 신규 공장 가동, 중경 및 천진 중국 SSC 신규 가동이 기대되기 때문. 내년 1월부터 No2. CGL 자동차강판 50만톤 증설라인이 가동될 것으로 전망됨
- 또한 내년 2월 연산 100만톤 특수강 상업생산이 시작되며, 점진적으로 자동차향 비중이 증가하여 안정적인 수요처를 확보할 것으로 예상됨

3) 주가전망 및 Valuation

- 글로벌 철강 업황 부진과 주력 판재재 가격 인하 우려로 주가는 약세를 보여왔으나, 내년 고로업체 원가는 톤당 1.5만원 낮아지는데 불과하여 추가 가격인하 가능성은 제한적으로 판단되고 동사의 견조한 실적이 부각되면서 주가는 우상향할 것으로 전망됨
- 현재 주가는 2016년 예상실적 기준으로 P/B 0.42배이며 이는 금융위기 이후 가장 낮은 수준으로 valuation 매력 충분. 목표주가는 73,000원(기존 83,000원)으로 조정을 하며 2013년~2015년 P/B 밴드 하단 평균인 0.63배를 적용하여 산출함

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	13,533	763	691.9	1,477.1	8,102	-13.2	10.7	0.8	13.3	6.0	0.6
2014	16,762	1,491	764.8	2,679.7	6,562	-19.0	9.7	0.5	7.1	5.7	1.2
2015F	16,046	1,543	914.7	2,833.3	7,313	11.5	7.0	0.5	6.5	6.4	1.5
2016F	17,763	1,626	1,096.1	3,010.4	8,214	12.3	6.2	0.4	5.9	7.1	1.5
2017F	18,443	1,703	1,280.6	3,101.3	9,596	16.8	5.3	0.4	5.5	7.7	1.5

* K-IFRS 연결 기준

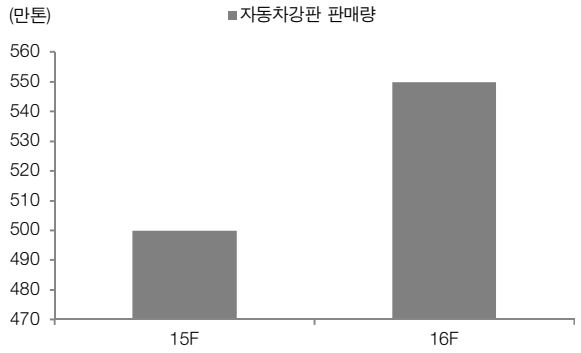
HMC 투자증권

〈표1〉 현대제철 분기 연결 실적 추이 (단위: 십억 원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015F	2016F
매출액	3,751	3,994	4,083	4,218	4,079	4,605	4,468	4,611	16,762	16,046	17,763
영업이익	340	433	331	439	382	439	380	425	1,491	1,543	1,626
세전이익	312	258	11	596	314	412	335	400	1,099	1,177	1,461
순이익	243	199	26	447	235	309	252	300	765	915	1,096
영업이익률	9%	11%	8%	10%	9%	10%	9%	9%	9%	10%	9%
세전이익률	8%	6%	0%	14%	8%	9%	8%	9%	7%	7%	8%
순이익률	6%	5%	1%	11%	6%	7%	6%	7%	5%	6%	6%

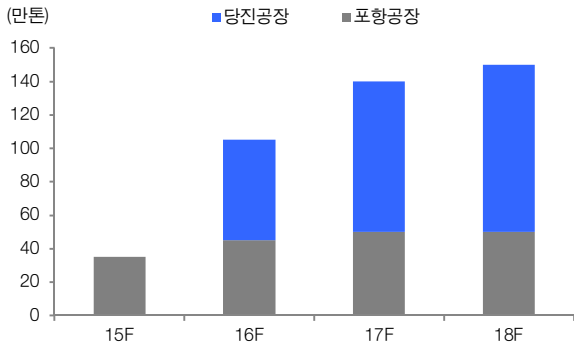
자료: HMC투자증권

〈그림1〉 현대제철 자동차강판 판매량 추이



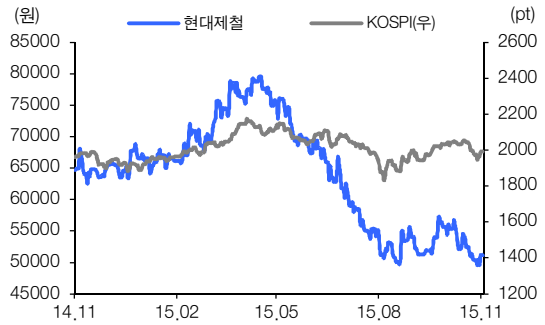
자료 : HMC투자증권

〈그림2〉 현대제철 특수강 생산량 추이



자료 : 현대제철, HMC투자증권

〈그림3〉 현대제철 주가 추이



자료 : HMC투자증권

〈그림4〉 현대제철 P/B 밴드 추이

자료 : HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	13,533	16,762	16,046	17,763	18,443
증가율 (%)	-9.1	23.9	-4.3	10.7	3.8
매출원가	12,184	14,442	13,539	15,017	15,577
매출원가율 (%)	90.0	86.2	84.4	84.5	84.5
매출총이익	1,349	2,321	2,508	2,747	2,866
매출이익률 (%)	10.0	13.8	15.6	15.5	15.5
증가율 (%)	-7.8	72.1	8.0	9.5	4.3
판매관리비	586	830	965	1,120	1,163
판관비율 (%)	4.3	4.9	6.0	6.3	6.3
EBITDA	1,477	2,680	2,833	3,010	3,101
EBITDA 이익률 (%)	10.9	16.0	17.7	16.9	16.8
증가율 (%)	-9.3	81.4	5.7	6.3	3.0
영업이익	763	1,491	1,543	1,626	1,703
영업이익률 (%)	5.6	8.9	9.6	9.2	9.2
증가율 (%)	-14.2	95.5	3.5	5.4	4.7
영업외손익	13	-404	-370	-166	4
금융수익	299	215	118	71	71
금융비용	313	628	757	410	386
기타영업외손익	26	9	269	173	319
종속/관계기업관련손익	7	12	5	0	0
세전계속사업이익	782	1,099	1,177	1,461	1,707
세전계속사업이익률	5.8	6.6	7.3	8.2	9.3
증가율 (%)	-16.9	40.4	7.2	24.1	16.8
법인세비용	73	316	254	351	410
계속사업이익	709	782	923	1,110	1,297
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	709	782	923	1,110	1,297
당기순이익률 (%)	5.2	4.7	5.8	6.3	7.0
증가율 (%)	-11.7	10.3	18.0	20.2	16.8
지배주주지분 순이익	692	765	915	1,096	1,281
비지배주주지분 순이익	17	18	9	14	17
기타포괄이익	-10	-274	-85	0	0
총포괄이익	699	508	838	1,110	1,297

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	6,363	6,121	7,409	8,631	9,771
현금성자산	765	695	972	1,368	1,416
단기투자자산	156	191	211	230	234
매출채권	2,134	2,135	2,789	3,049	3,102
재고자산	3,200	2,954	3,308	3,842	4,874
기타유동자산	109	145	129	142	144
비유동자산	23,157	22,813	23,887	23,602	23,329
유형자산	19,605	19,572	20,296	20,036	19,760
무형자산	1,350	1,341	1,469	1,437	1,407
투자자산	1,969	1,670	1,888	1,895	1,928
기타비유동자산	233	230	234	234	234
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	29,520	28,934	31,296	32,233	33,100
유동부채	6,496	5,886	6,758	7,014	7,067
단기차입금	2,712	1,866	1,468	1,468	1,468
매입채무	875	814	1,125	1,230	1,251
유동성장기부채	1,288	1,841	2,537	2,537	2,537
기타유동부채	1,621	1,364	1,628	1,780	1,811
비유동부채	9,659	9,233	9,198	8,866	8,481
사채	4,675	4,591	4,433	4,234	4,035
장기차입금	4,312	3,952	4,040	3,840	3,640
장기금융부채 (리스포함)	11	11	9	9	9
기타비유동부채	661	680	717	784	797
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	16,156	15,119	15,956	15,880	15,547
지배주주지분	13,190	13,624	15,038	16,036	17,219
자본금	583	583	667	667	667
자본잉여금	2,870	2,870	3,486	3,486	3,486
자본조정 등	-13	-13	-41	-41	-41
기타포괄이익누계액	1,229	992	907	907	907
이익잉여금	8,521	9,192	10,020	11,018	12,201
비지배주주지분	175	191	302	316	333
자본총계	13,365	13,815	15,340	16,353	17,552

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	644	1,937	2,361	1,860	1,377
당기순이익	709	782	923	1,110	1,297
유형자산 상각비	692	1,133	1,240	1,352	1,368
무형자산 상각비	22	56	51	32	31
외환손익	-104	72	52	-152	-297
운전자본의 감소(증가)	-460	-303	55	-483	-1,021
기타	-216	197	40	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-1,947	-1,131	-2,763	-967	-832
투자자산의 감소(증가)	86	311	-218	-7	-33
유형자산의 감소	29	37	14	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,674	-1,054	-2,238	-1,092	-1,092
기타	613	-426	-321	132	293
재무활동으로인한현금흐름	1,144	-875	678	-496	-497
장기차입금의 증가(감소)	1,392	-1,205	-313	-200	-200
사채의증가(감소)	1,466	-84	-158	-199	-199
자본의 증가	2,715	0	700	0	0
배당금	-42	-58	-88	-98	-98
기타	-4,386	472	537	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-159	-70	276	396	49
기초현금	925	765	695	972	1,368
기말현금	765	695	972	1,368	1,416

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	8,307	6,712	7,382	8,320	9,720
EPS(지배순이익 기준)	8,102	6,562	7,313	8,214	9,596
BPS(자본총계 기준)	114,669	118,531	114,957	122,544	131,531
BPS(지배지분 기준)	113,168	116,893	112,691	120,172	129,036
DPS	500	750	750	750	750
P/E (당기순이익 기준)	10.4	9.5	6.9	6.1	5.3
P/E(지배순이익 기준)	10.7	9.7	7.0	6.2	5.3
P/B(자본총계 기준)	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(Reported)	13.3	7.1	6.5	5.9	5.5
배당수익률	0.6	1.2	1.5	1.5	1.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-11.8	-19.2	10.0	12.7	16.8
EPS(지배순이익 기준)	-13.2	-19.0	11.5	12.3	16.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	6.1	5.8	6.3	7.0	7.7
ROE(지배순이익 기준)	6.0	5.7	6.4	7.1	7.7
ROA	2.7	2.7	3.1	3.5	4.0
안정성 (%)					
부채비율	120.9	109.4	104.0	97.1	88.6
순차입금비율	90.4	82.4	73.7	64.2	57.2
이자보상배율	3.0	3.5	4.0	4.3	4.6

** K-IFRS 연결 기준*

Company Report

2015. 11. 24

동국제강(001230)

MARKETPERFORM / TP 6,300원

철강/비철금속 Analyst 박현욱 02) 3787-2190 hwpark@hmcib.com

모멘텀 제한적

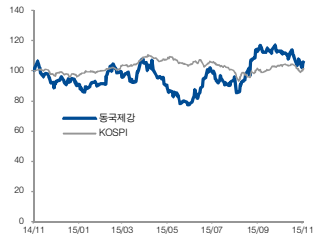
현재주가 (11/20)	6,750원
상승여력	-6.7%
시가총액	643십억원
발행주식수	95,359천주
자본금/액면가	589십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	7,460원/4,915원
일평균 거래대금 (60일)	2,438백만원
외국인지분율	22.26%
주요주주	장세주 외 13인 25.12%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-5.2	19.5	21.6
상대주가(%p)	-2.8	14.9	30.8

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(14F)	EPS(15F)	T/P
Before	-1,349	-532	6,300
After ◻	-2,472	506	6,300
Consensus	-2,507	-1,321	5,700
Cons. 차이	-1.4%	N/A	10.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 포항 후판공장 가동 중단(8월) 등 동사의 자구책은 긍정적으로 평가됨. 그러나 2016년 조선건조는 감소할 것으로 예상되고, 브라질 CSA의 사례를 고려하였을 때 CSP의 전망이 밝다고만 볼 수는 없다고 판단됨
- 투자의견 MARKETPERFORM, 목표주가 6,300원 유지

2) 주요이슈 및 실적전망

- 동사의 3분기 연결 매출액 1조 4,870억원, 영업이익 776억원을 기록하여 영업이익은 전년동기대비 흑자전환을 기록함. 별도 영업이익도 594억원으로 전년동기대비 흑전
- 냉연부문의 실적은 견조한 가운데, 포항 후판공장 가동 중단효과와 철근부문 실적증가가 영업이익 흑자전환의 배경으로 추정됨
- 포항 후판공장 가동중단에 따른 후판 적자폭 축소, 철근 부문 실적호조 지속으로 내년 연결 영업이익은 1,767억원으로 올해 대비 26% 증가할 것으로 예상됨. 다만 조선건조 감소가 예상됨에 따라 후판시장의 경쟁이 치열해질 가능성이 있고, 철근도 내년 이후에는 시장이 감소할 가능성이 높아 당사 추정치는 낮아질 가능성이 있음
- 브라질 CSP가동은 내년 6월로 연기되었으며 CSA(티센크루프와 Vale 합작투자)의 경우를 봤을 때 초기 가동부터 3개년의 실적은 부진할 가능성이 높음

3) 주가전망 및 Valuation

- 현재 주가는 P/B 0.3배에 불과하지만 후판부문 업황 부진이 지속될 것으로 예상되고, 2016년 신규주택분양 감소 우려에 따른 철근에 대한 투자심리가 긍정적이지 않으며, 브라질 CSP의 의미있는 실적이 확인될 때까지 주가 상승 모멘텀은 제한적으로 판단됨

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	6,691	81	-116.5	362.0	-1,636	-47.8	-7.3	0.4	14.2	-4.9	1.3
2014	6,069	-20	-274.3	243.6	-3,479	112.7	-1.7	0.2	21.9	-12.2	0.0
2015F	5,851	140	-235.7	412.3	-2,472	-28.9	-2.7	0.3	10.8	-10.9	0.0
2016F	5,849	177	48.2	450.9	506	-120.5	13.3	0.3	9.9	2.3	0.0
2017F	5,838	169	79.0	449.0	828	63.7	8.1	0.3	9.9	3.6	0.0

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	6,691	6,069	5,851	5,849	5,838
증가율 (%)	-12.9	-9.3	-3.6	0.0	-0.2
매출원가	6,258	5,736	5,353	5,316	5,313
매출원가율 (%)	93.5	94.5	91.5	90.9	91.0
매출총이익	432	333	499	534	525
매출이익률 (%)	6.5	5.5	8.5	9.1	9.0
증가율 (%)	62.5	-23.0	49.8	7.0	-1.6
판매관리비	351	353	359	357	356
판관비율 (%)	5.2	5.8	6.1	6.1	6.1
EBITDA	362	244	412	451	449
EBITDA 이익률 (%)	5.4	4.0	7.0	7.7	7.7
증가율 (%)	67.4	-32.7	69.3	9.4	-0.4
영업이익	81	-20	140	177	169
영업이익률 (%)	1.2	-0.3	2.4	3.0	2.9
증가율 (%)	흑전	적전	흑전	26.3	-4.4
영업외손익	-165	-314	-94	-122	-150
금융수익	138	83	39	28	23
금융비용	247	297	196	150	150
기타영업외손익	-56	-100	64	1	-22
종속/관계기업관련손익	-22	-22	-270	9	85
세전계속사업이익	-105	-356	-224	64	104
세전계속사업이익률	-1.6	-5.9	-3.8	1.1	1.8
증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	63.7
법인세비용	3	-64	6	15	24
계속사업이익	-108	-292	-231	49	80
중단사업이익	-9.98356	0	0	0	0
당기순이익	-118	-292	-231	49	80
당기순이익률 (%)	-1.8	-4.8	-3.9	0.8	1.4
증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	63.7
지배주주지분 순이익	-117	-274	-236	48	79
비지배주주지분 순이익	-2	-18	5	1	1
기타포괄이익	-71	62	-88	0	0
총포괄이익	-190	-231	-318	49	80

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	3,775	3,388	2,910	3,092	3,342
현금성자산	597	341	507	508	541
단기투자자산	643	487	490	494	493
매출채권	1,335	1,271	1,241	1,251	1,248
재고자산	1,090	1,203	620	787	1,007
기타유동자산	110	87	52	53	52
비유동자산	5,335	5,465	5,035	4,909	4,737
유형자산	4,395	4,536	4,199	4,038	3,871
무형자산	136	101	96	93	90
투자자산	629	630	646	685	683
기타비유동자산	174	198	93	93	93
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	9,110	8,854	7,945	8,002	8,079
유동부채	4,142	4,660	4,169	4,176	4,173
단기차입금	2,014	2,677	2,802	2,802	2,802
매입채무	909	751	636	641	639
유동성장기부채	994	1,041	520	520	520
기타유동부채	224	191	211	212	212
비유동부채	2,349	1,586	1,478	1,480	1,479
사채	1,327	644	347	247	147
장기차입금	854	793	938	1,038	1,138
장기금융부채 (리스포함)	23	45	30	30	30
기타비유동부채	144	104	164	165	165
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	6,491	6,246	5,647	5,655	5,652
지배주주지분	2,283	2,196	2,116	2,164	2,243
자본금	421	556	589	589	589
자본잉여금	83	96	101	101	101
자본조정 등	637	636	840	840	840
기타포괄이익누계액	-142	-90	-161	-161	-161
이익잉여금	1,283	999	747	795	874
비지배주주지분	336	411	182	183	184
자본총계	2,619	2,608	2,298	2,347	2,427

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	100	69	690	98	30
당기순이익	-118	-292	-231	49	80
유형자산 상각비	275	260	268	271	277
무형자산 상각비	6	4	4	3	3
외환손익	-88	78	175	-13	-25
운전자본의 감소(증가)	-21	-1	531	-169	-220
기타	47	19	-58	-43	-85
투자활동으로인한현금흐름	-253	-375	29	-97	3
투자자산의 감소(증가)	-118	1	-17	4	87
유형자산의 감소	3	6	172	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-180	-213	-110	-110	-110
기타	42	-169	-16	9	26
재무활동으로인한현금흐름	122	48	-555	0	0
장기차입금의 증가(감소)	531	635	236	100	100
사채의증가(감소)	-549	-684	-297	-100	-100
자본의 증가	0	148	38	0	0
배당금	-30	-11	-4	0	0
기타	169	-40	-528	0	0
기타현금흐름	-1	1	2	0	0
현금의증가(감소)	-32	-257	166	1	34
기초현금	630	597	341	507	508
기말현금	597	341	507	508	541

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	-1,662	-3,709	-2,419	514	842
EPS(지배순이익 기준)	-1,636	-3,479	-2,472	506	828
BPS(자본총계 기준)	36,762	29,359	24,094	24,608	25,450
BPS(지배지분 기준)	32,040	24,728	22,185	22,691	23,519
DPS	150	0	0	0	0
P/E (당기순이익 기준)	-7.9	-1.6	-2.8	13.1	8.0
P/E(지배순이익 기준)	-7.3	-1.7	-2.7	13.3	8.1
P/B(자본총계 기준)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(Reported)	14.2	21.9	10.8	9.9	9.9
배당수익률	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-49.6	123.2	-34.8	-121.3	63.7
EPS(지배순이익 기준)	-47.8	112.7	-28.9	-120.5	63.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-4.3	-11.2	-9.4	2.1	3.4
ROE(지배순이익 기준)	-4.9	-12.2	-10.9	2.3	3.6
ROA	-1.3	-3.3	-2.7	0.6	1.0
안정성 (%)					
부채비율	247.8	239.5	245.8	241.0	232.9
순차입금비율	152.0	168.4	158.4	154.9	148.4
이자보상배율	0.4	-0.1	0.9	1.2	1.1

** K-IFRS 연결 기준*

2016 Outlook

2015. 11. 24

금융업종

OVERWEIGHT

Event로 살펴본 2016 금융업

Analyst 김진상
02) 3787-2435
jskim@hmcib.com

우호적인 비즈니스 사이클 예상

2016년 은행/보험업 업황은 나쁘지 않다고 본다. 은행은 그간 수익력 약화의 주요인이었던 NIM 하락이 마무리되고 분기별로는 완만하나마 회복세를 탈 전망이다. 또한 4Q15에 실시할 기업구조조정으로 신용위험 쪽의 가시성이 높아지고 대손비용의 하향 안정이 기대된다. 대출증가율은 2015년의 high base에서 둔화될 것이나 NIM과 대손비용사이클이 주가에 보다 직접적으로 영향을 준다는 점에서 큰 이슈는 아니라고 판단된다. 손보사는 자동차/위험손해율이 동시에 개선되면서 사이클 면에서는 가장 긍정적인 섹터가 될 전망이다. 생보사도 보장성보험 위주의 성장과 보상 프로세스의 개선으로 위험손해율이 하향 안정될 것이다. 내년 이익 개선의 가시성은 손보〉생보=은행의 순이나 올해 주가(손보 +12.1%, 생보 -8.1%, 은행 -8.6%)가 이러한 흐름을 이미 상당분 반영했다고 판단된다. 따라서 2016F 주가는 low base에서 개선되는 은행〉생보〉손보의 순의 outperformance가 전망된다. 이는 valuation상의 매력도와 같은 순서이기도 하다 (2016F P/B 은행 0.5배, 생보 0.7배, 손보 1.0배).

금리, 자본적정성 강화, 보험업 자율화에 주목

당사는 내년 시중금리가 2분기 이후 상승 전환할 것으로 보고 있다. 금리인하 사이클의 마감은 은행의 NIM 회복, 보험사의 이차마진 (특히 생보) / 투자수익률 개선으로 이어질 전망이다. 제도 변화는 보험업에서 두드러진다. IFRS4 2단계 관련 자본관리 강화 발표는 자본적정성 관련 불확실성의 제거와 일부 보험사의 capital issue 발생 가능성으로 선악이 엇갈릴 전망이다. 은행은 Basel3의 골격이 이미 갖추어져 자본부문의 가시성은 높은 편이다. 한편 보험사는 정부의 자율화 방안으로 요율산정, 상품개발, 자산운용상의 운신폭이 넓어져 적정 pricing 등으로 수익성 향상을 도모할 전망이다. 따라서 배당 play는 배당여력의 가시성이 높은 은행이, 제도변화의 수혜도는 보험사가 상대적으로 높아 보인다.

Top-pick: 신한금융지주

금융업 업황이 양호한 가운데 신한금융은 비은행자회사의 호조 지속, cross-selling 강화, 배당주로의 재평가, 매력적인 valuation (P/B 0.66배 vs. ROE 7.7%)을 바탕으로 한 outperform이 예상된다.

2016F 금융섹터 전망 Scoring

	은행	손해보험	생명보험	평균
금리 상승시 영향	4	4	5	4.3
주요 cycles	3	5	4	4.0
배당 play	4	3	3	3.3
이익 모멘텀과 가시성	4	5	4	4.3
Valuation의 매력도	5	2	3	3.3
Total	20	19	19	19.3

자료: HMC투자증권

은행업: 결실의 시기

금리하락 사이클 마무리, Big Bath 효과 기대

주가는 대출성장 둔화보다 NIM 회복에 민감

은행업을 둘러싼 2016F 주요 이벤트는 (1) 4Q15에 시행되는 기업구조조정 영향 (2) 금리인하사이클 마무리 (3) 2015년에 대한 배당 확정 (2월경) (4) 인수/합병효과의 진일보 (5) 규제완화 vs. 소비자 보호 등을 들 수 있다. 올해 12월 발표 예정인 대기업 구조조정은 단기적으로는 대손충당금 증가 (4Q15에 반영)라는 부담이 있지만 자산을 clean-up을 하고 내년 이익 향상을 도모한다는 점에서 나쁘지 않다고 본다. 또한 미국 금리 인상과 국내 기준금리인하 사이클의 마무리가 맞물려 시중금리가 상승하면 은행의 가장 큰 문제였던 장기간 NIM 하락에서 벗어날 가능성이 크다. 주가는 대출성장보다는 NIM의 향방에 더 민감했다는 점 (그림1, 2 참조)에서 내년에는 마진 회복이 대출증가율 둔화 (4.7% 예상)를 상쇄하고 남을 전망이다. 따라서 당사가 커버하는 7개 은행의 2016F 합산이익은 전년대비 3% 증가할 전망이다. 이는 순이자이익의 소폭 증가와 대손충당금 감소 (-6% YoY)가 일회성 및 유가증권매매익의 축소를 충분히 만회하는데 기인한다. 일회성 이익을 제외한 2016F 핵심이익은 전년대비 5% 증가될 전망이다.

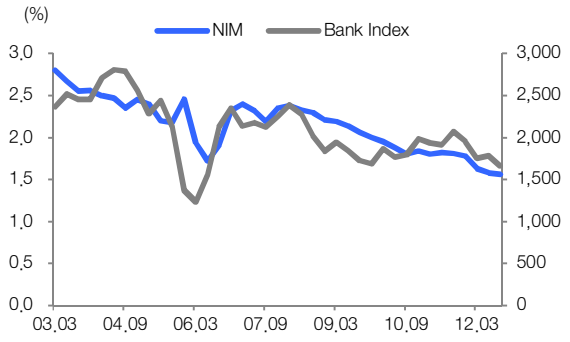
배당주로의 재평가, 합병효과의 진일보 기대

2015년도분 배당 확정은 은행의 배당주/가치주로의 재평가를 가름할 주요 event라고 생각한다. 배당여력이 뛰어난 신한, KB금융이 배당성향 제고에 앞장설 전망이다. 당사는 '배당, Game Changer' (2015.09.07 발간)에서 배당의 필요성/당위성에 근거해 배당여력이 충분한 은행을 중심으로 2019년까지 배당성향을 global 평균수준(40%)으로 제고할 것을 전망한 바 있다. 삼성계열 금융사의 적극적인 자본정책이 자극제가 될 수 있을 것이다. 내년은 인수합병을 거친 은행들이 진일보된 합병 시너지를 창출하는 한해가 될 것이다. 지방은행을 중심으로 이미 긍정적인 합병효과가 나타나고 있으나 2016년에는 합병비용의 마무리 (2015년)된 상태에서 합병효과가 full year로 나타날 것이기 때문이다.

2015의 불안요인 해소로 2016은 은행주 재평가의 해가 될 듯

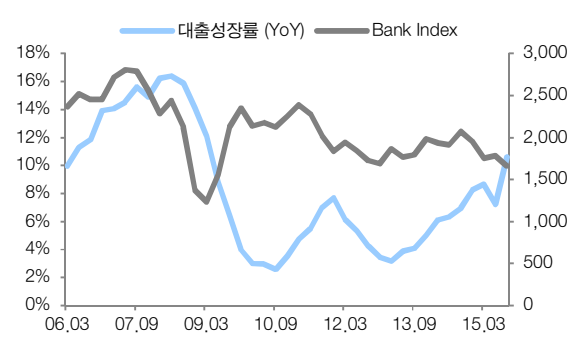
올들어 은행은 3분기 연속 컨센서스를 상회하는 견조한 이익을 시현하였으나 NIM의 지속 하락, credit risk의 압박 등으로 주가는 underperform을 면치 못하였다. 2016년에는 NIM의 하락세 탈피와 기업구조조정에 따른 credit risk상의 가시성 확보로 은행주가 상승 반전하는 기반이 조성될 전망이다. 여기에 배당주로의 재평가, 긍정적 합병효과 창출, 규제리스크 완화 등이 가세하여 은행주는 역사적 저점 수준의 valuation (2016F P/B 0.5배)에서 20% 이상 상승할 것으로 기대된다.

〈그림 1〉 NIM과 은행업종주가 (상관관계 0.66)



자료 : 한국은행, Quantiwise, HMC투자증권

〈그림 2〉 대출성장율과 은행업종주가 (상관관계 0.36)



자료 : 한국은행, Quantiwise, HMC투자증권

생명보험업: 금리상승시 최대 수혜업종

위험손해율 하락이 이차역마진 개선으로 이어질 전망

우호적 금리사이클 진입의 의미

올해 생명보험사는 위험손해율이 크게 개선되고 인원 및 비용효율화가 가시화되면서 사차 및 비차이익이 레벨업되는 성과를 거두었다. 이러한 보험영업의 수익성 개선이 금리하락에 따른 투자수익률 하락을 만회하면서 전반적인 수익력 향상을 이끌었다. 2016년에는 금리 향방에 주목하게 된다. 미국의 금리 인상과 더불어 3년에 걸친 기준금리 인하사이클이 마무리될 전망이기 때문이다. 당사는 내년 2분기 이후 금리상승을 예상하고 있다. 금리 상승은 생보사의 이차마진, 투자수익률, 보험료성장율, EV(embedded value) 등 주요지표의 향상을 가져와 주가에도 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

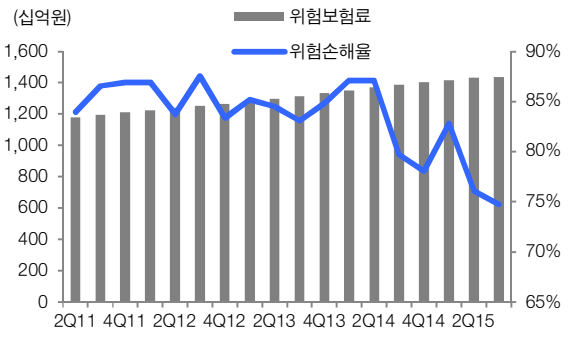
내년 상반기에 예정되어 있는 자기자본 강화 road map에 주목

2016년 제도 변화중에는 상반기에 예정되어 있는 자기자본제도 강화에 관심이 크다. IFRS 기준서 확정 (4월 예정)과 부채시가평가 (LAT)의 구체화로 향후 보험사의 자본관리의 향방을 정한 주요 event이기 때문이다. 당사가 커버하는 삼성생명과 한화생명은 RBC비율이 300%를 상회함에도 불구하고 이차역마진 이슈 등으로 자본관리상의 불확실성이 있고 주가에도 부담이 되어 왔다. 내년에 금융당국의 자기자본관련 road map이 정해지면 이러한 불확실성이 상당분 해소되면서 주가에는 긍정적으로 작용할 전망이다. 물론 자기자본 강화가 너무 엄격하여 생보사들의 자본확충 필요성이 대두될 가능성 (주가에 악영향)도 배제할 수는 없지만 당사는 자본강화가 점진적으로 진행되는 현실적인 방안이 채택될 가능성이 크다고 본다.

보험업 자율화는 개별기업의 경쟁력에 따른 수익성 차별화로 이어질 듯

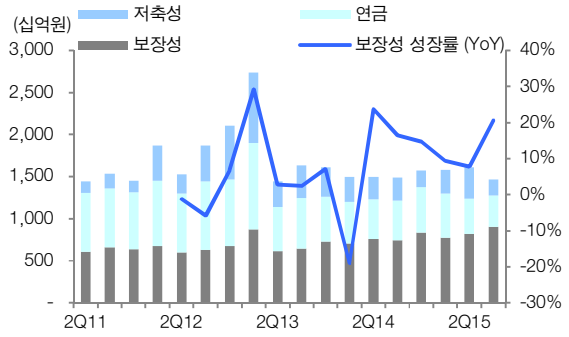
2016년에는 지난 10월 발표된 '보험산업 경쟁력 제고 로드맵' 이 본격적으로 시행될 예정이다. 이는 가격(요율), 상품, 판매채널, 자산운용 등 보험영업 전반에 걸친 자유화 조치로 보험사에게는 경쟁력에 따른 수익성 차별화를 가져올 중요한 전기로 평가된다. 삼성생명과 한화생명은 축적된 상품 개발력, 가격선도력, 규모의 경제를 바탕으로 시장지배력을 높힐 기회가 주어진 것으로 판단된다. 특히 요율자유화는 양사의 최대 부담요인인 이차역마진의 개선을 가속화할 전기가 될 수 있다. 이러한 변화는 업계 절대선두주자인 삼성생명에게 특히 유리하게 전개될 전망이다.

〈그림 3〉 위험손해율 추이



자료 : 회사자료, HMC투자증권

〈그림 4〉 상품별 APE 추이



자료 : 회사자료, HMC투자증권

손해보험업: 주요사이클 호조에 금리상승 가세

수익성 개선의 가시성 최고, 주가도 이를 부분 반영

요율자유화의 진행이 주요 사이클의 추가 개선을 이끌 전망

손해보험사의 key cycle은 자동차보험 손해율, 장기보험 위험손해율, 보장성보험료 증가율을 들 수 있다. 여기에 사업비율, 투자수익률이 수익성을 결정하는 주요변수로 작용한다. 올해 손보사는 자보손해율과 위험손해율이 공히 하락하면서 주가도 Kospi를 9.6% outperform하는 호조를 보이고 있다. 2016년에도 요율자유화의 진행과 더불어 실손 및 자보 가격현실화로 동 손해율의 추가적 개선이 예상된다. 보장성보험 위주의 성장전략과 요율인상은 보장성/자동차보험의 high-single 성장을 이끌고, 이에 따라 동부분의 손해율과 사업비율이 개선되는 매카니즘이다. 저금리가 장기화되면서 투자이익률의 하락은 불가피하였으나 이 또한 내년 금리가 상승 전환한다면 투자이익율의 하락 압력도 완화될 전망이다. 다만 이러한 호조세가 주가에 어느 정도 반영되어 있어 2016년 금융주중 주가상승여력은 상대적으로 크지 않을 것으로 판단된다.

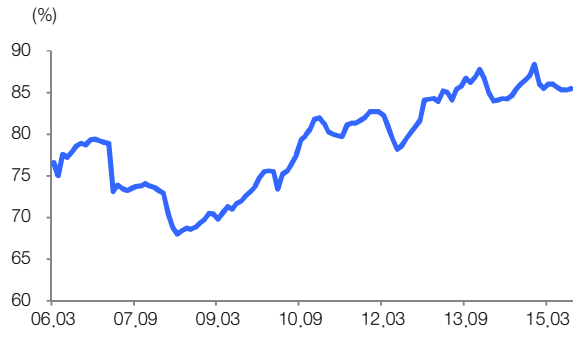
자본력 강화와 보험영업 자율화로 대변되는 2016F 제도 변화

2016F 주요 이벤트로는 (1) 상반기중 IFRS 기준서 확정 (LAT 구체화 포함) (2) 보험료 산정시 적용되는 위험률 조정한도 (+-25%) 폐지, 단 실손의료보험은 단계적 적용 (2016년에는 25% → 30%로 확대) (3) 위험률 안전할증 한도를 단계적으로 확대 (현행 30% → 2016년 50% → 2017년 폐지) (4) 자동차요율 현실화 (예: 11/19일 발표된 고가차량 제도개선) (5) on-line 자보 경쟁 본격화 등을 들 수 있다. 자기자본 제도강화는 이차역마진 이슈가 없는 손보사에게는 생보사에 비해 부담이 적은 사안이다. 요율자율화는 과거 손해율 상승의 원인이었던 실손보험 가격인상을 통해 위험손해율의 추가적 하락을 가져올 수 있게 한다. 위험율 안전할증 한도 확대로 보험사는 담보 및 상품개발의 폭이 넓어져 사차이익을 향상시킬 수 있을 것이다. On-line 자보 판매 확대로 보험료 인하가 예상되나 on-line보험의 사업비율이 off-line에 비해 10%pt 이상 낮은 것을 감안하면 수익성에의 악영향은 있더라도 제한적일 전망이다.

자본력과 상품개발력에서 앞서는 삼성화재에게 가산점

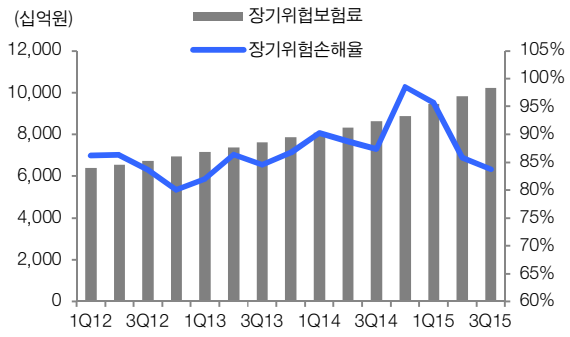
이러한 제도변화의 영향은 업계 리더인 삼성화재와 2nd tier 손보사에게 다를 수 있다. 자기자본 제도강화는 RBC비율이 특출한 삼성화재에게 부담이 적다. 요율자율화에 따른 손해율 개선폭은 손해율이 높은 2nd tier 손보사가 클 수 있으나 경쟁요인을 감안하면 기대에 못 미칠 가능성이 있다. 또한 상품개발 자율화는 상품기획력, 가격선도력 및 판매채널상의 우위로 삼성화재에게 유리할 전망이다. 따라서 당사는 손보사중 삼성화재를 선호한다.

〈그림 5〉 자동차보험 손해율 추이



자료 : 보험개발원, HMC투자증권

〈그림 6〉 장기보험 위험손해율 추이



자료 : 회사자료, HMC투자증권

Company Report

2015. 11. 24

신한지주(055550)

BUY / TP 59,000원

Analyst 김진상 02)3787-2435 jskim@hmcib.com

배당주/가치주로의 이행을 이끌 은행

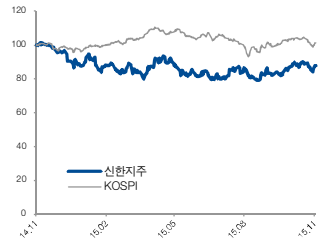
현재주가 (10/20)	43,200원
상승여력	36.6%
시가총액	20,485십억원
발행주식수	474,200천주
자본금/액면가	2,645십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	50,000원/39,000원
일평균 거래대금 (60일)	34십억원
외국인지분율	66.13%
주요주주	국민연금공단 9.10%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	0.0	3.0	-1.0
상대주가(%p)	2.5	-0.9	6.4

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	4,926	4,923	59,000
After	4,926	4,923	59,000
Consensus	4,706	4,739	55,944
Cons. 차이	4.7%	3.9%	0.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 올들어 매분기 은행의 earnings surprise를 이끌었던 업종대표주. 4분기에는 대기업 구조조정이 예정되어 있어 분기이익에 부담이 되고 있으나 동사의 위험관리 track record를 감안할 때 컨센서스에서 크게 벗어나지는 않을 전망..
- 상대적으로 높은 그룹 보통주자기자본 (10.8%)를 바탕으로 2015년 배당성향은 28%로 향상 예상. 배당성향의 지속적 제고를 지향하는 동사의 배당정책을 감안할 때 신한금융이 은행주 전반적인 배단주/가치주로의 이행을 선도할 전망. 동사는 상대적으로 높은 이익의 가시성과 corporate governance에 더하여 valuation상의 매력 (2016F P/B 0.66배 vs. ROE 7.7%.)을 갖춰 가치주로의 자리매김이 예상됨..
- 2016년에도 비은행계열사의 기여는 지속될 전망. 이는 당사의 2016년 증시 회복 / 2분기 이후 금리 상승 전망을 배경으로 내년 금융업의 업황이 양호해 보이기 때문. 금융제도의 자율화 강화로 업종간 cross-selling, 상품개발의 유연성이 확대되어 종합금융그룹으로서의 완성도가 높은 동사에게 유리하게 작용할 전망.

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2016년은 은행업 전반적으로 NIM, 신용위험, 규제리스크 등 fundamental상의 부담요인이 개선되면서 주가도 침체에서 벗어나는 한 해가 될 듯. 당사는 내년 2분기 이후 금리 상승을 전망하고 있어 동사의 NIM 회복이 예상됨, 4Q15 NIM 또한 전분기대비 강보합을 보일 것으로 예상되어 3분기 NIM이 바닥이었을 가능성을 높게 함..
- 올해 4분기 업계 전반적인 기업구조조정을 통해 내년 credit risk를 줄이고 이익의 가시성을 높이는 것이 주가 측면에서 나쁘지 않다고 판단
- 신용카드 가맹점 수수료 인하로 많게는 1,400억원 가량의 수익 감소 요인이 있으나 각종 비용 축소도 동반되어 그 영향은 수백억원대로 축소될 전망.

3) 주가전망 및 Valuation

- 목표주가는 2015E BPS에 target P/B 0.96배를 적용 산출 (COE 8.7%, 조정ROE 8.3%).

요약 실적 및 Valuation

구분	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	증감율 (%)	BPS (원)	EPS (원)	PBR (배)	PER (배)	ROAE (%)	ROAA (%)	배당수익률 (%)
2013	8,024	3,822	1,903	-18.0%	54,457	3,921	0.79	11.0	7.4%	0.62%	1.5%
2014	8,068	3,605	2,081	9.4%	57,849	4,288	0.75	10.1	7.6%	0.64%	2.2%
2015F	8,654	4,106	2,391	14.9%	61,503	4,926	0.70	8.8	8.3%	0.66%	3.0%
2016F	9,013	4,339	2,389	-0.1%	65,701	4,923	0.66	8.8	7.7%	0.60%	3.6%
2017F	9,421	4,610	2,558	7.1%	69,900	5,271	0.62	8.2	7.8%	0.61%	4.2%

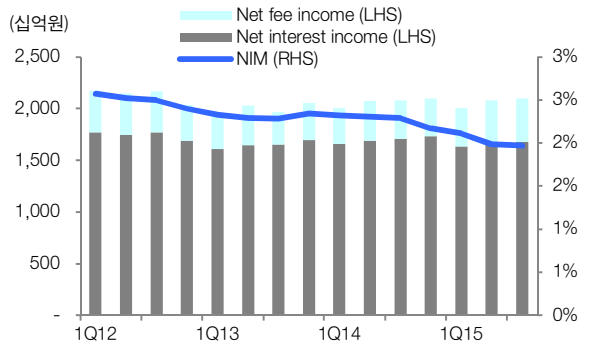
* K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 분기별 주요지표 추이 (단위: 십억원)

	3Q14	2Q15	3Q15	QoQ	YoY
성장성					
대출금	215,427	230,867	235,734	2.1%	9.4%
예수금	188,937	201,072	208,885	3.9%	10.6%
예대율(LDR)	97.8%	97.8%	98.2%	0.4%pt	0.4%pt
수익성					
NIM	2.29%	1.99%	1.97%	-2bp	32bps
대손비율	0.45%	0.61%	0.35%	-26bps	-11bps
경비율(CIR)	49.4%	47.2%	52.9%	5.7%pt	3.5%p
자산건전성					
NPL ratio	1.2%	1.0%	0.9%	-5bps	-24bps
NPL coverage ratio	169.1%	182.8%	184.7%	2%pt	15.6%pt
신규부실채권비율	1.09%	0.87%	0.52%	-35bps	-57bps
자본적정성					
보통주자본비율	10.7%	10.9%	10.8%	-6bps	13bps
BIS비율	13.3%	13.3%	13.2	-11bps	-9bps

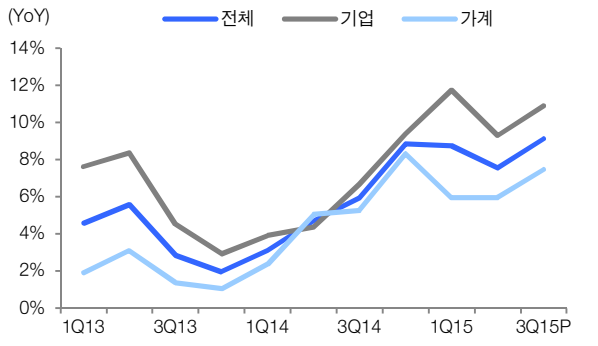
자료 : 회사자료, HMC투자증권

〈그림2〉 분기별 핵심이익과 NIM



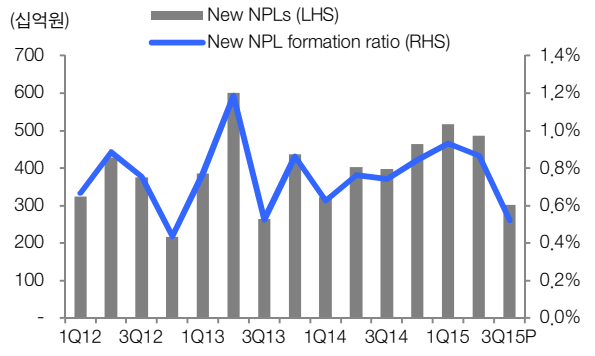
자료 : 회사자료, HMC투자증권

〈그림3〉 분기별 대출성장률



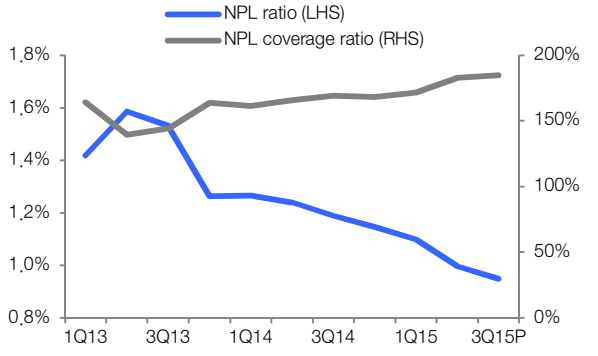
자료 : 회사자료, HMC투자증권

〈그림4〉 신규 부실채권 (NPLs)



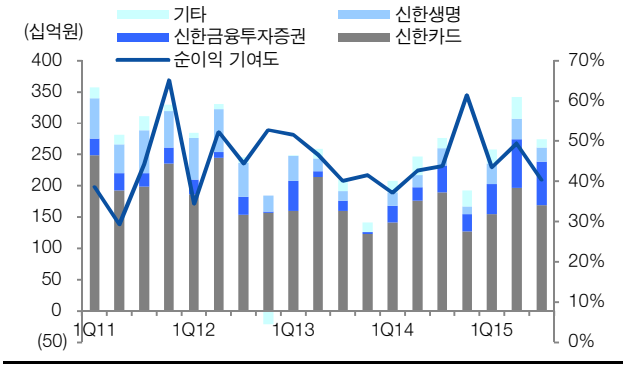
자료 : 회사자료, HMC투자증권

〈그림5〉 부실채권비율 vs. 부실채권적립율



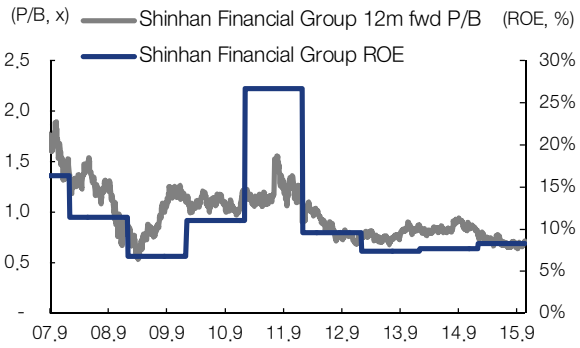
자료 : 회사자료, HMC투자증권

〈그림6〉 비은행계열사 이익추이



자료 : 회사자료, HMC투자증권

〈그림7〉 ROE vs. PBR



자료 : 회사자료, Quantiwise HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
순영업수익	8,024	8,068	8,654	9,013	9,421
이자이익	6,603	6,790	6,659	7,131	7,480
비이자이익	1,421	1,278	1,996	1,882	1,940
판매관리비	4,203	4,463	4,549	4,674	4,811
충당금적립전 이익	3,822	3,605	4,106	4,339	4,610
충당금전입액	1,184	950	1,114	1,119	1,160
영업이익	2,638	2,655	2,992	3,221	3,450
영업외손익	45	213	172	20	20
세전이익	2,682	2,868	3,164	3,241	3,470
법인세	623	668	701	784	840
당기순이익	2,060	2,200	2,463	2,456	2,630
외부주주지분	157	119	72	67	72
연결 당기순이익	1,903	2,081	2,391	2,389	2,558
증가율 (%)					
이자이익	-5.4%	2.8%	-1.9%	7.1%	4.9%
비이자이익	-10.2%	-10.1%	56.2%	-5.7%	3.1%
판관비	3.5%	6.2%	1.9%	2.7%	2.9%
충당금	-10.5%	-19.8%	17.2%	0.5%	3.7%
영업이익	-17.0%	0.7%	12.7%	7.6%	7.1%
연결 당기순이익	-18.0%	9.4%	14.9%	-0.1%	7.1%

(단위:십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
현금 및 예치금	16,549	20,585	25,531	26,568	27,646
유가증권	67,992	73,801	80,168	83,423	86,810
대출채권	207,987	223,993	241,251	256,307	270,969
(대손충당금)	2,476	2,371	2,406	2,779	3,148
유형자산	4,954	4,917	5,116	5,324	5,540
기타자산	16,285	17,097	20,442	21,121	21,827
자산총계	311,291	338,022	370,102	389,964	409,646
예수금	178,810	193,710	211,344	223,130	234,782
차입금	20,143	22,974	24,599	25,970	27,327
사채	37,491	37,335	40,817	43,093	45,343
기타부채	44,991	53,489	61,349	63,724	66,091
부채총계	281,435	307,507	338,108	355,916	373,542
자본금	2,645	2,645	2,645	2,645	2,645
자본총계	29,855	30,515	31,994	34,048	36,104
부채와자본총계	311,291	338,022	370,102	389,964	409,646
증가율 (%)					
대출채권	2.5%	7.7%	7.7%	6.2%	5.7%
자산총계	2.1%	8.6%	9.5%	5.4%	5.0%
예수금	3.2%	8.3%	9.1%	5.6%	5.2%
자본총계	3.3%	2.2%	4.8%	6.4%	6.0%

(단위:원, 배,십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업효율성					
NIM	2.3%	2.3%	2.01%	1.98%	1.96%
NIS	3.3%	3.2%	2.90%	2.90%	2.90%
비용/수익비율	52.4%	55.3%	52.6%	51.9%	51.1%
Loan/Deposits**	116%	116%	114%	115%	115%
자산 및 자본건전성					
고정이하비율	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
Coverage ratio	163.5%	168.0%	188.7%	199.8%	209.5%
Credit cost(대출 대비)	0.6%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
총자본비율(그룹기준)	13.4%	13.0%	13.3%	13.6%	13.7%
기본자본비율	11.3%	11.1%	11.5%	11.8%	12.0%
보통주자본비율	10.0%	10.4%	10.9%	11.2%	11.5%
Equities/Assets	9.6%	9.0%	8.4%	8.5%	8.5%
주당지표					
EPS	3,921	4,288	4,926	4,923	5,271
BPS	54,457	57,849	61,503	65,701	69,900
DPS	650	950	1,300	1,550	1,800
Valuation					
PBR	0.79	0.75	0.70	0.66	0.62
PER	11.02	10.1	8.8	8.8	8.2
P/PPOP	5.36	5.7	5.0	4.7	4.4
배당수익률(%)	1.5%	2.2%	3.0%	3.6%	4.2%

(단위: 원,,%)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
대출 구성 (은행)					
가계대출-주택담보	30%	30%	29%	28%	28%
가계대출-기타	19%	19%	20%	20%	21%
기업대출-중소기업	37%	37%	39%	40%	41%
기업대출-대기업/기타	14%	13%	12%	12%	11%
ROAA decomposition (자산평잔 대비)					
순영업수익	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%
이자이익	2.1%	2.1%	1.9%	1.9%	1.9%
비이자이익	0.5%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%
판매관리비	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%
충당금적립전 이익	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%
충당금전입액	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
영업이익	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%
영업외손익	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
세전이익	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
법인세	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
당기순이익	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%
외부주주지분	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
연결 당기순이익	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
ROAA	0.62%	0.64%	0.68%	0.63%	0.64%
x leverage	11.9	11.9	12.2	12.3	12.2
ROAE	7.4%	7.6%	8.3%	7.7%	7.8%

** K-IFRS 연결/지배 기준*

***주: 대차대조표상의 예대율을 기준으로 기록. 규제 예대율과는 다름*

2016 Outlook

2015. 11. 24

유통/섬유/상사/교육/제지

NEUTRAL

실적 턴어라운드 가능한 종목에 집중

Analyst 박종렬
02) 3787-2099
jrpark@hmcib.com

바램은 바램일 뿐, 내년에도 소비회복은 쉽지 않다

2016년에도 민간소비는 체감할 수 있을 만큼의 뚜렷한 개선을 기대하기는 어렵다. 2011년 이후 저성장의 고착화를 벗어나기 위해서는 무엇보다도 가계의 처분가능소득 증가가 전제돼야 할 것이지만, 내년에도 돌파구를 찾기는 어려울 것이다. 자산효과와 그동안의 낮은 기저효과 등 긍정적인 요인에도 불구하고, 글로벌 경기 둔화에 따른 수출부진과 설비투자 감소, 구조조정에 따른 고용불안 등은 향후 가계 소비성향을 제한하는 요인으로 작용할 전망이다.

소비재(유통, 섬유, 교육, 면세점), 업황 부진 지속 불가피하다면 업종 보다는 개별 종목으로 접근

소비침체 지속으로 내년에도 소비재 업황의 구조적인 개선을 기대하기는 어려워 실적 턴어라운드가 가능한 종목별로 접근할 것을 권고한다. 올해 가장 돋보였던 채널은 편의점과 면세점이다. 편의점은 담배가격 인상 효과 소멸로 내년에는 실적 모멘텀 둔화가 불가피하지만, 근린형 소량구매패턴 확산으로 오프라인 유통채널 중 가장 양호한 성장이 가능할 것이다. 면세점은 올해 메르스로 인한 기저효과와 중국인 관광객의 양호한 증가세를 감안하면 업황 호조가 지속될 것이지만, 경쟁심화에 따른 수익성 약화가 불가피할 전망이다.

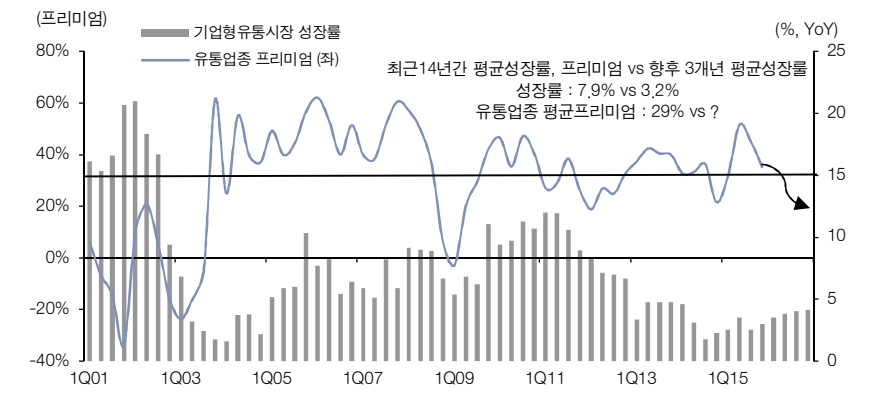
종합상사와 제지업종, 상품가격 반등의 일정부분 수혜 가능

상품가격이 내년에는 올해보다 반등할 것이고, 이에 따라 그동안 피해를 받아왔던 종합상사(대우인터내셔널, LG상사, 현대상사)업체들의 주가 재평가가 가능할 것이다. 제지업체들의 경우 올해 하반기부터 시작된 실적 턴어라운드 추세가 지속될 전망으로 한솔제지와 무림P&P에 대해 비중확대를 권고한다.

Top picks

유통(GS리테일), 상사(현대상사), 제지(한솔제지) 등을 Top picks로 추천한다. GS리테일은 편의점 업황의 구조적 호조 지속과 슈퍼마켓의 실적 개선, 파르나스호텔 실적 연결로 실적 모멘텀이 지속될 것이다. 현대상사는 예멘LNG의 재가동으로 실적 턴어라운드가 가능할 것이고, 예멘LNG의 현재가치와 순현금을 감안하면 절대 저평가 상태이다. 한솔제지는 지종별 스프레드 확대와 에너지 관련비용 절감효과로 실적 개선추세는 지속될 것이고, 적극적인 해외기업 M&A와 신제품 개발을 통해 해외시장 확대가 가시화될 전망이다.

저성장 굴레를 벗어나기 어려운 유통업종



자료: 통계청, Quantiwise, HMC투자증권

HYUNDAI MOTOR GROUP HMC 투자증권

소비재(유통,섬유,교육)업종 투자전략

저성장 굴레를 벗어나기 어려워, 내년에도 부진한 수익률 불가피

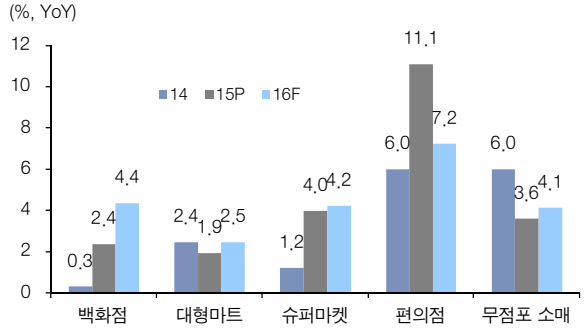
풀지 못한 구조적인 문제점과 글로벌 경기불황의 여파 작지 않을 전망

2016년 소비재 업종에 대한 투자의견은 기존 중립을 유지한다. 지난 2011년 이후 저성장 국면으로 봉착된 민간소비가 내년에도 뚜렷한 돌파구를 찾기 어려울 것이기 때문이다. 소비가 회복되기 위해서는 무엇보다도 가계의 처분가능소득이 증가해야 하지만, 대내외 경제환경과 고용시장 등을 감안하면 가계소득이 증가하기는 쉽지 않을 것이다. 가계부채 원리금 상환 부담, 사교육비, 노후준비, 자영업자의 몰락 등 한국 내수시장에서 풀리지 않고 있는 구조적인 문제점에다 글로벌 경기 불황에 따른 전방위적인 기업체들의 인력 구조조정도 대두되고 있어 내년 소비시장 전망은 암울하기까지 할 정도다. 특히, 내년부터 시작될 미국발 금리 인상은 한국의 시장금리도 상승을 유발시켜 기업은 물론이고 가계부채가 소비시장 침체의 뇌관으로 작용할 개연성도 작지 않다.

내년에도 소비재업종 시장수익률 하회가 불가피, 둔화가 불가피한 편의점보다는 업황이 양호한 면세점에 집중

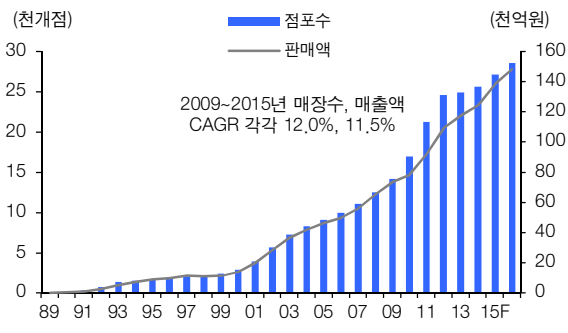
올해 소비재 업종 주요 종목들의 주가수익률은 일부 종목을 제외하고 대부분 대단히 부진했다. 그럼에도 불구하고 내년에도 소비재 업종의 주가가 시장대비 초과수익률을 기록하기는 쉽지 않을 전망이다. 더딘 소비 회복과 함께 관련업체들의 영업실적 모멘텀이 내년에도 강하지 못할 것이고, 일부 종목을 제외하고는 대부분 valuation 매력도 높지 않기 때문이다. 올해는 편의점업체들의 주가가 업황과 실적 모멘텀을 근간으로 선전했다. 그렇지만, 내년에는 올해에 비해 크게 둔화될 전망이다. 담배가격 인상 효과가 적지 않게 반영된 탓이고 내년에는 그 효과가 소멸되기 때문이다. 결국, 올해 빛을 보았던 편의점 업체들의 주가가 내년에도 지속적인 상승세를 보이기는 쉽지 않을 전망이다. 여러 소비재 채널 중에서 내년에도 고성장이 가능한 곳은 면세점 업태일 것이다. 중국인 관광객의 지속적인 유입과 면세점 영위 업체수의 증가와 함께 올해 발생했던 메르스 영향이 기저효과로 작용할 것이기 때문이다. 면세점은 신규업체와 기존업체간의 경쟁심화로 업계 재편이 예상된다. 다만, 5년마다 특허권 재심사에 따른 영업지속성에 대한 불확실성은 주가 할인요소라 판단한다. 고령화와 1~2인가구 확대로 근린형 매장을 통한 소량 구매패턴의 확산 지속과 해외직구 확대, 옴니채널 소비자 증가, SNS의 영향력 증대가 예상된다. 소셜커머스의 경우 파격적인 가격 할인, 빅데이터를 활용한 큐레이션 서비스 등으로 유통업계 흐름을 주도할 전망이다.

〈그림1〉 유통 채널별 성장률 전망



자료 : 통계청, HMC투자증권

〈그림2〉 편의점 업태 동향 및 전망



자료 : 통계청, 대한상공회의소, HMC투자증권

종합상사, 제지 투자전략

Commodity가격 바닥권, 종합상사 비중확대 전략 제시

상품가격 반등 가능성 확대, 영업실적 개선과 주가재평가로 연결될 것

내년 종합상사 업종에 대한 투자의견은 비중확대를 제시한다. 이는 지난 2014년 3분기 이후 하락세가 지속되어 왔던 국제유가를 비롯한 상품가격의 반등 가능성 때문이다. 향후 상품가격이 강세로 전환된다면 종합상사 업체들의 영업실적은 빠르게 개선될 것이다. 다만, 세계경기와 국제 수급 상황을 감안할 때 가파른 상승세는 어려울 수 있다. 그렇지만 그동안 종합상사의 주가는 국제상품 가격의 약세로 인해 줄곧 하락해 왔고, 특히, 상품가격의 하락 폭을 상회하는 주가 낙폭을 기록한 바 있어, 바닥권에 대한 인식이 확산된다면 주가 반등은 충분히 가능할 것이다. 종합상사 업체들은 최근 2~3년간 기존 Trading과 E&P 사업 이외에 다양한 신규사업을 추가함으로써 수익구조의 다변화와 함께 이익의 안정성이 크게 제고됐다.

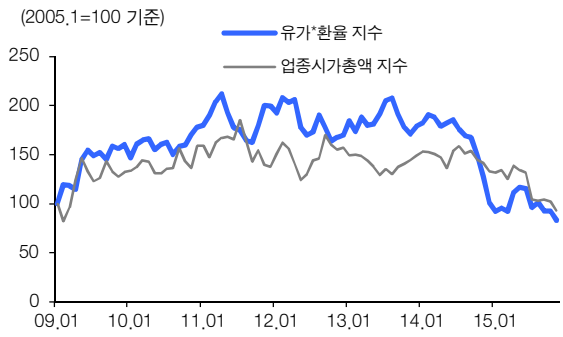
E&P 사업비중이 높은 대우인터내셔널과 현대상사를 Top picks로 제시

업황 모멘텀의 개선은 그동안 가장 부진했던 기업들의 실적 호전과 주가 재평가의 기틀을 마련할 전망이다. 지난 2013년 이후 commodity가격 하락의 최대 피해주는 대우인터내셔널과 LG상사, 현대상사이었다. 그러나 지금은 이들 종목에 집중해야 할 때라 판단한다. 이들 업체는 과거에 비해 수익구조 다변화에 성공하면서 이익의 안정성이 크게 제고된 바 있어, 향후 상품가격의 반등은 고스란히 전체 이익증가로 연결되어 주가 매력을 높일 것이다. 전체 영업이익에서 E&P이익 기여도가 가장 높은 대우인터내셔널과 LG상사, 현대상사가 commodity가격 반등의 수혜주이며, 이들을 종합상사 Top picks로 제시한다.

제지업체, 실적 턴어라운드와 배당과 저평가 메리트

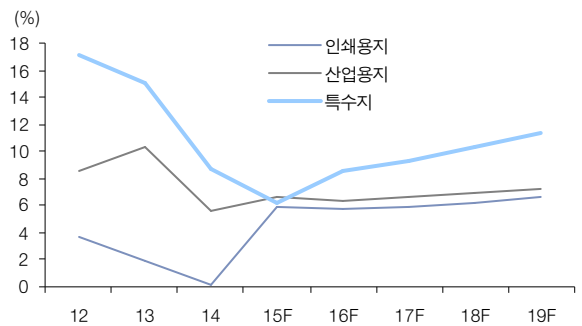
지난해 4분기부터 실적 턴어라운드를 시작한 제지업체들의 영업실적은 내년에도 양호한 흐름을 지속할 전망이다. 이는 지종별 스프레드(제품가격-원재료가격) 확대와 유가하락에 따른 에너지관련 비용 절감효과 때문이다. 특히, 인쇄용지의 경우 특수지로 설비전환 효과로 인해 과거 대비 공급과잉은 크게 완화됐고, 펄프가격 상승에도 불구하고 가격 전가가 용이해진 점이 수익성 개선에 긍정적으로 작용할 것이다. 한솔제지와 무림P&P는 실적 호전과 배당주로서의 매력 등으로 향후 주가재평가는 지속될 전망이다.

〈그림3〉 유가×환율 및 종합상사지수수익률 추이



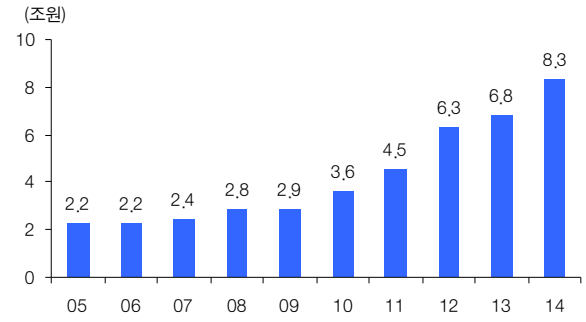
자료 : KRX, Fnguide, HMC투자증권

〈그림4〉 지종별 영업이익률 추이 및 전망



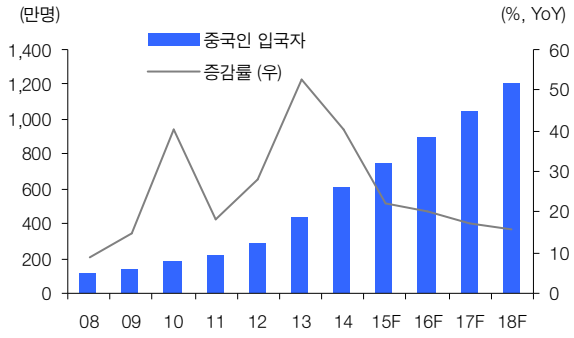
자료 : 한솔제지, HMC투자증권

〈그림5〉 국내 면세점 시장 규모 추이



자료 : 관세청, HMC투자증권

〈그림6〉 중국 입국자 수 추이 및 전망



자료 : 한국관광공사, HMC투자증권

〈표1〉 소매시장 규모와 성장률 전망

(단위: 조원, %)

	10	11	12	13	14	15F	16F	17F
대형마트	38.1	42.2	44.3	45.1	46.2	47.1	48.3	49.4
백화점	24.8	27.6	29.1	29.8	29.9	30.6	31.9	33.2
슈퍼마켓	29.9	32.5	34.0	35.8	36.2	37.7	39.3	40.8
편의점	7.8	9.2	10.9	11.7	12.4	13.8	14.8	15.7
전문상품소매점	100.6	105.8	105.8	103.0	102.1	101.1	100.1	99.1
무점포소매	29.2	32.3	35.9	38.4	40.7	42.2	43.9	45.3
기업형유통	129.7	143.7	154.1	160.9	165.5	171.4	178.2	184.5
순수소매시장	230.3	249.5	259.9	263.9	267.6	272.5	278.3	283.6
YoY성장률, %								
대형마트	7.8	10.9	5.0	1.9	2.4	1.9	2.5	2 3
백화점	11.7	11.4	5.4	2.6	0.3	2.4	4.4	4.1
슈퍼마켓	6.2	8.5	4.8	5.3	1.2	4.0	4.2	4.0
편의점	17.7	17.9	18.3	7.8	6.0	11.1	7.2	6.2
전문상품소매점	5.4	5.2	0.0	-2.6	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0
무점포소매	15.0	10.6	11.1	7.1	6.0	3.6	4.1	3.2
기업형유통	10.3	10.8	7.2	4.4	2.9	3.6	4.0	3.5
순수소매시장	8.1	8.4	4.2	1.5	1.4	1.8	2.1	1.9

자료: 통계청, HMC투자증권

〈표2〉 유통/섬유/상사/교육/제지 업종 Top picks 투자의견 요약

종목명	투자의견	현재가(원) (11/20)	목표주가 (원)	투자포인트
GS리테일 (A007070)	BUY	53,700	70,000	· 담뱃가격 인상효과 소멸로 내년 모멘텀 둔화 불가피하지만 편의점 양호한 성장 가능 · 편의점은 1인가구 증가와 소량근린형 구매 확대로 업황 호조 지속될 것 · 기존점 성장률 증대와 슈퍼마켓 개선, 파르나스호텔 실적 연결 등으로 양호한 실적 지속
현대상사 (A011760)	BUY	30,300	49,000	· 내년 자원개발(660억원)과 트레이딩(440억원)을 통해 세전이익 1,100억원 제2의 도약기 · 예멘LNG 가스전 내년 재가동을 통해 기초체력 확보, 재가동 시점이 주가 상승 촉매제 · 인적분할로 이익의 훼손보다는 발행주식수 감소로 주당 가치 제고 효과가 더 큼
한솔제지 (A213500)	BUY	22,050	27,000	· 실적, 배당, 저평가 등 3박자를 고루 갖춘 종목 · 지종별 스프레드 확대와 유가하락에 따른 에너지비용 절감 등으로 실적 호전 추세 지속 · 12개월 Forward 기준 P/E와 P/B는 각각 7.8배, 0.9배 수준, 배당수익률 2.8% 수준

자료: HMC투자증권

Company Report

2015. 11. 24

GS리테일(007070)

BUY / TP 70,000원

Analyst 박종렬 02) 3787-2099 jrpark@hmcib.com

올해만큼은 아니지만 내년에도 양호

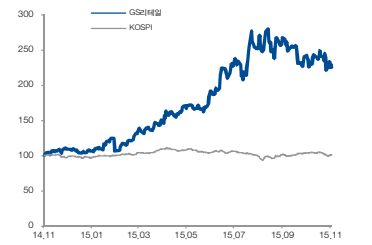
현재주가 (11/20)	53,700원
상승여력	30.4%
시가총액	4,135십억원
발행주식수	77,000천주
자본금/액면가	77십억원/1,000원
52주 최고가/최저가	66,800원/24,000원
일평균 거래대금 (60일)	17십억원
외국인지분율	15.97%
주요주주	GS 65.75%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-5.6	-16.9	31.9
상대주가(%p)	-3.3	-20.0	41.9

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	2,368	2,569	70,000
After	2,368	2,569	70,000
Consensus	2,357	2,734	73,912
Cons. 차이	0.5%	-6.1%	-5.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 내년 실적과 주가수익률은 올해보다는 둔화되지만 타 채널에 비해 양호한 성장 가능해, 주가 하락 시 비중확대
- 기존 BUY 의견과 목표주가 70,000원을 유지함. 내년에는 담뱃가격 인상 효과 소멸로 외형 및 영업이익 성장성 둔화가 불가피하지만 내년에도 매출액과 영업이익은 올해 대비 각각 11.4%, 10.8% 증가해 오프라인 유통채널 중에서는 양호한 성장성 지속될 것

2) 주요이슈 및 실적전망

- 4분기에도 양호한 실적 지속될 전망. 매출액과 영업이익은 전년동기비 각각 21.4%, 75.1% 증가한 1.5조원과 587억원으로 예상. 지난 3분기까지 양호한 업황 모멘텀 이어지면서 올해 연간 매출액과 영업이익은 전년비 각각 23.6%, 71.5% 증가해 지난해의 부진을 만회할 것
- 호실적의 배경은 편의점 호조 지속과 슈퍼마켓의 실적 개선, 호텔사업부 매출이 추가됐기 때문. 영업이익도 매출액의 호조와 전부문의 실적 개선 폭 확대 때문임. 편의점 부문은 점포수의 순증과 흡연율의 정상화로 담뱃가격 인상효과가 확대되었고, Fresh Food 및 음료/주류 등의 매출 신장 때문. 슈퍼마켓 부문도 점포수 순증과 상권별 MD조정을 통한 영업활성화, 부진점 운영시스템 개선 및 판관비 절감 때문. 기타 부문은 임대사업의 안정적 수익 확보 및 물류센터 효율화 때문. 전 사업부문의 수익성 개선으로 올해 연간 영업이익률은 4.0%로 전년비 1.1%p 개선
- 내년에는 담뱃가격 인상효과 소멸에 따른 실적 모멘텀 둔화 불가피하나, 기존점의 성장률 확대와 지속적인 신규 출점 등으로 내년 연간 매출액과 영업이익은 전년비 각각 11.4%, 10.8% 증가해 오프라인 유통채널 중에서는 양호한 성장 지속될 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 양호한 실적에도 불구하고 지난 8월 초 이후 주가가 조정을 보이는 것은 내년 담뱃값 인상 효과 소멸에 따른 실적 모멘텀 둔화 때문인데, 편의점의 경우 내년에도 1인가구 증가에 따른 소량근거리 구매 확대로 오프라인 유통채널 중 가장 양호한 성장이 지속될 전망
- 업황 호조 지속과 호텔사업 연결로 향후 실적 모멘텀 양호해 주가 하락시 중장기적 관점에서 비중확대를 권고함

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	4,709	155	119	327	1,546	-3.6	18.1	1.3	7.1	7.6	1.6
2014	4,962	143	111	324	1,445	-6.5	17.7	1.2	6.3	6.8	2.3
2015F	6,135	246	182	444	2,368	63.8	22.7	2.3	12.2	10.4	1.1
2016F	6,836	272	198	491	2,569	8.5	20.9	2.1	10.6	10.4	1.1
2017F	7,366	293	223	508	2,896	12.8	18.5	1.9	9.8	10.8	1.1

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 적정주주가치 산출 근거

(억원, 천주, 원, %)	14	15F	16F	12M Forward	비고
1. 사업가치	42,803	58,750	64,927	64,412	
EBITDA	3,237	4,443	4,910		
EV/EBITDA	13.2	13.2	13.2		최근 4년간 평균치(8.7배)대비 50% 할증률 적용
2. 투자자산가치	138	183	183	183	순자산가액의 30%할인율 적용
1) 관계기업지분	94	179	179		
2) 기타 금융자산	44	4	4		
3. 기업가치 (=1+2)	42,941	58,932	65,110	64,595	
4. 순차입금	675	9,122	7,167	7,330	
5. 지배주주지분	0	3,655	3,665	3,664	
6. 적정주주가치 (=3-4-5)	42,266	46,156	54,278	53,602	
발행주식수	77,000	77,000	77,000	77,000	
적정주가 (원)	**54,891**	**59,942**	**70,492**	**69,612**	
현재주가 (원)	53,700	53,700	53,700	53,700	
상승여력 (%)	2.2	11.6	31.3	29.6	

자료: HMC투자증권

〈표2〉 GS리테일 분기별 실적 전망 (연결기준)

(십억원, %)	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF			
매출액	1,131	1,250	1,330	1,251	1,325	1,568	1,724	1,518	4,962	6,135	6,836
CVS	773	877	949	903	950	1,168	1,292	1,097	3,502	4,507	4,970
SM	326	345	347	313	337	363	375	336	1,331	1,410	1,519
호텔							16	50		66	195
기타	32	28	35	34	38	37	41	35	129	152	152
매출총이익	243	273	291	269	284	309	335	327	1,076	1,293	1,475
영업이익	13	42	55	34	40	70	78	59	143	246	272
CVS	9	33	43	25	38	54	62	37	111	191	201
SM	0	3	5	-6	-2	6	6	2	2	12	20
호텔							1	5		6	15
기타	3	6	7	15	4	10	9	15	31	37	36
세전이익	15	45	57	31	42	69	77	54	149	242	264
순이익	11	34	43	23	31	53	59	40	111	183	199
수익성 (%)											
GPM	21.5	21.8	21.8	21.5	21.5	19.7	19.4	21.6	21.7	21.1	21.6
OPM	1.1	3.4	4.1	2.7	3.0	4.4	4.5	3.9	2.9	4.0	4.0
RPM	1.3	3.6	4.3	2.5	3.2	4.4	4.5	3.6	3.0	3.9	3.9
NPM	1.0	2.7	3.2	1.8	2.3	3.4	3.4	2.7	2.2	3.0	2.9
성장성 (%, YoY)											
매출액	3.5	6.7	4.8	6.5	17.1	25.4	29.6	21.4	5.4	23.6	11.4
영업이익	0.8	-5.8	-10.9	-13.4	212.9	64.9	41.5	75.1	-7.6	71.4	10.8
세전이익	-3.4	3.5	-7.7	-18.1	177.0	51.8	36.1	73.0	-6.7	62.9	8.8
순이익	-2.4	3.1	-6.9	-19.0	171.1	54.5	35.8	77.0	-6.5	64.3	8.7
GDP성장률(실질)	3.9	3.4	3.3	2.7	2.5	2.2	3.0	3.1	3.3	2.7	3.0
민간소비	2.6	1.7	1.5	1.4	1.5	1.7	1.5	2.1	1.8	1.7	2.3
소비자물가상승률	1.1	1.6	1.4	1.0	0.6	0.5	0.7	1.1	1.3	0.6	2.5
매장수(CVS)	7,885	8,040	8,174	8,290	8,487	8,744	9,045	9,295	8,290	9,295	9,975
매장수(SM)	257	253	258	262	265	271	272	274	262	274	294

자료: GS리테일, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	4,709	4,962	6,135	6,836	7,366
증가율 (%)	7.6	5.4	23.6	11.4	7.8
매출원가	3,647	3,887	4,880	5,361	5,767
매출원가율 (%)	77.5	78.3	79.5	78.4	78.3
매출총이익	1,061	1,076	1,255	1,475	1,599
매출이익률 (%)	22.5	21.7	20.5	21.6	21.7
증가율 (%)	6.8	1.4	16.7	17.5	8.4
판매관리비	906	933	1,010	1,202	1,306
판관비율 (%)	19.2	18.8	16.5	17.6	17.7
EBITDA	327	324	444	491	508
EBITDA 이익률 (%)	6.9	6.5	7.2	7.2	6.9
증가율 (%)	11.5	-1.0	37.3	10.5	3.5
영업이익	155	143	246	272	293
영업이익률 (%)	3.3	2.9	4.0	4.0	4.0
증가율 (%)	10.4	-7.6	71.4	10.8	7.7
영업외손익	10	9	-1	-11	2
금융수익	32	29	25	24	35
금융비용	43	39	44	55	53
기타영업외손익	21	19	17	19	19
종속/관계기업관련손익	-5	-3	-2	2	2
세전계속사업이익	159	149	242	264	297
세전계속사업이익률	3.4	3.0	3.9	3.9	4.0
증가율 (%)	-1.6	-6.7	62.9	8.8	12.8
법인세비용	40	37	59	65	73
계속사업이익	119	111	183	199	224
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	119	111	183	199	224
당기순이익률 (%)	2.5	2.2	3.0	2.9	3.0
증가율 (%)	-3.6	-6.5	64.3	8.7	12.8
지배주주지분 순이익	119	111	182	198	223
비지배주주지분 순이익	0	0	0	1	1
기타포괄이익	2	-10	1	0	0
총포괄이익	121	102	183	199	224

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	702	692	588	753	1,002
현금성자산	44	104	134	280	506
단기투자자산	380	328	89	89	89
매출채권	60	53	77	82	90
재고자산	153	122	170	185	201
기타유동자산	65	84	118	118	118
비유동자산	2,178	2,228	4,155	4,122	4,092
유형자산	707	749	2,198	2,162	2,130
무형자산	150	149	145	147	149
투자자산	31	27	37	37	37
기타비유동자산	1,289	1,304	1,775	1,775	1,775
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,880	2,920	4,743	4,875	5,094
유동부채	480	545	863	890	929
단기차입금	60	0	132	132	132
매입채무	263	248	391	418	456
유동성장기부채	0	100	52	52	52
기타유동부채	156	197	288	288	288
비유동부채	786	693	1,696	1,649	1,651
사채	100	50	598	598	598
장기차입금	438	350	352	302	302
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	248	293	746	748	751
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,265	1,239	2,559	2,539	2,580
지배주주지분	1,615	1,682	1,818	1,970	2,147
자본금	77	77	77	77	77
자본잉여금	156	156	156	156	156
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	1,383	1,450	1,586	1,738	1,915
비지배주주지분	0	0	366	366	368
자본총계	1,615	1,682	2,184	2,336	2,514

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	294	368	502	424	455
당기순이익	119	111	183	199	224
유형자산 상각비	141	144	159	176	172
무형자산 상각비	31	36	40	43	43
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-28	59	81	9	18
기타	31	18	39	-2	-2
투자활동으로인한현금흐름	-121	-181	-811	-183	-183
투자자산의 감소(증가)	-17	1	-8	2	2
유형자산의 감소	38	1	6	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-146	-187	-204	-140	-140
기타	5	4	-604	-45	-45
재무활동으로인한현금흐름	-181	-128	339	-96	-46
장기차입금의 증가(감소)	-105	-148	134	-50	0
사채의증가(감소)	0	-50	549	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-31	-35	-46	-46	-46
기타	-46	105	-297	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-7	60	30	145	226
기초현금	52	44	104	134	280
기말현금	44	104	134	280	506

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	1,546	1,445	2,374	2,581	2,910
EPS(지배순이익 기준)	1,546	1,445	2,368	2,569	2,896
BPS(자본총계 기준)	20,969	21,838	28,361	30,341	32,652
BPS(지배지분 기준)	20,969	21,838	23,613	25,582	27,878
DPS	450	600	600	600	600
P/E(당기순이익 기준)	18.1	17.7	22.6	20.8	18.5
P/E(지배순이익 기준)	18.1	17.7	22.7	20.9	18.5
P/B(자본총계 기준)	1.3	1.2	1.9	1.8	1.6
P/B(지배지분 기준)	1.3	1.2	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA(Reported)	7.1	6.3	12.2	10.6	9.8
배당수익률	1.6	2.3	1.1	1.1	1.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-3.6	-6.5	64.3	8.7	12.8
EPS(지배순이익 기준)	-3.6	-6.5	63.8	8.5	12.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	7.6	6.8	9.5	8.8	9.2
ROE(지배순이익 기준)	7.6	6.8	10.4	10.4	10.8
ROA	4.1	3.8	4.8	4.1	4.5
안정성 (%)					
부채비율	78.4	73.7	117.2	108.7	102.6
순차입금비율	10.7	4.0	41.8	30.7	19.5
이자보상배율	3.6	3.7	5.7	5.0	5.6

K-IFRS 연결 기준

Company Report

2015. 11. 24

현대상사(011760)

BUY / TP 49,000원

Analyst 박종렬 02) 3787-2099 jrpark@hmcib.com

예멘LNG 재가동이 주가상승 촉매제

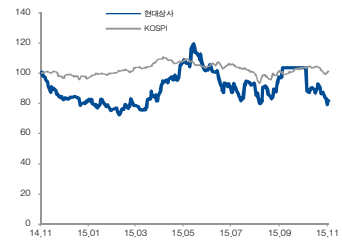
현재주가 (11/20)	30,300원
상승여력	61.7%
시가총액	401십억원
발행주식수	13,229천주
자본금/액면가	66십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	44,300원/26,700원
일평균 거래대금 (60일)	2십억원
외국인지분율	9.60%
주요주주	현대중공업 22.36%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-21.1	-3.8	-25.0
상대주가(%p)	-19.5	-7.4	-19.3

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	3,143	7,473	49,000
After	3,143	7,473	49,000
Consensus	3,290	6,803	49,000
Cons. 차이	-4.5%	9.8%	0.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 인적분할로 이익의 훼손보다는 주당 가치 제고 효과가 더 큼. 기존 BUY 투자의견과 목표주가 49,000원을 유지
- 예멘LNG광구의 재가동 시점이 주가 상승의 촉매제일 것이고, 그 시점은 늦어도 내년 1분기 중에는 가능할 전망
- 2016년에 자원개발(660억원)과 트레이딩(440억원)을 통해 최소 세전이익 1,100억원을 실현해 제2의 도약기를 맞이할 것

2) 주요이슈 및 실적전망

- 기업분할로 인해 존속법인인 현대상사의 주주가치 훼손이 있을 것이라는 우려가 있지만, 실질적으로는 일시적인 효과일 뿐 중장기적으로는 발행주식수의 감소(-40.8%)로 주당 가치가 오히려 제고되는 측면을 고려해야 함
- 현대상사의 세전이익 기초 체력은 트레이딩 부문 440억원, E&P 부문 660억원 등 총 1,100억원 규모임. E&P 부문의 내역은 예멘LNG가 405억원으로 가장 크고, 오만LNG와 카타르LNG가 각각 148억원과 96억원 수준임
- 존속법인인 현대상사는 기존 트레이딩 부문과 자원개발 부문 사업을 영위하고, 신설법인인 현대C&F는 브랜드 사업과 육류 수입유통 및 육가공 사업을 담당하고, 농수산물 유통사업을 신규 진출할 것
- 현대상사는 보수적이고 안정적인 경영활동으로 인해 타사 대비 안정적인 수익모델을 확보하고 있음. 트레이딩 부문은 철강, 화학, 산업플랜트, 차량 등으로 집중 육성할 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 예멘정부 입장과 예멘LNG 주주사들이 그동안 국제유가가 급락하면서 굳이 재가동 시기를 빨리 취할 이유가 크지 않았지만, 국제유가도 바닥권을 확인하고 있는 상황이라서 더 이상 언제까지 가동을 중단할 상황은 아닐 것임. 전반적인 상황을 고려하면 이르면 올해 12월 중에 늦어도 내년 1분기 내에 재가동이 가능할 것으로 판단하며, 재가동이 현대상사 주가 재평가의 촉매제로 작용할 것임

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	5,083	22	109	34	4,867	110.8	7.6	1.4	26.5	21.7	1.4
2014	5,367	39	34	52	1,512	-68.9	20.6	1.0	15.4	5.4	1.6
2015F	4,613	36	63	46	3,143	107.9	9.6	1.3	15.4	12.9	1.3
2016F	5,496	56	99	63	7,473	137.7	4.1	1.0	9.6	27.9	1.7
2017F	5,559	57	104	64	7,850	5.0	3.9	0.8	7.7	23.1	1.8

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 적정주주가치 산출 근거 (단위: 억원, 천주, 원, %)

구 분	14	15F	16F	12M Forward	비고
1. 사업가치	2,047	1,781	2,472	2,415	
EBITDA	525	457	634		
EV/EBITDA	3.9	3.9	3.9		시장평균(6.0배) 대비 35% 할인율 적용
2. 투자자산가치	2,537	2,821	2,791	2,794	순자산가액대비 40% 할인율
3. 예멘LNG가치	4,130			0	손익반영 전까지 현재가치 반영
4. 기업가치 (=1+2+3)	8,713	4,602	5,264	5,208	
5. 순현금	2,987	477	1,430	1,351	
6. 비지배주주지분	7	9	10	10	
7. 주주가치 (=4+5-6)	11,693	5,070	6,684	6,549	
발행주식수	22,330	20,061	13,229	13,798	
적정주가	**52,364**	**25,274**	**50,523**	**48,419**	
현재주가 (원)	30,300	30,300	30,300	30,300	
상승여력	72.8	-16.6	66.7	59.8	

주 : 발행주식수는 평균발행주식수 기준, 인적분할로 주식수 감소
자료: HMC투자증권

〈표2〉 현대상사 분기별 실적 전망 (연결기준) (단위: 십억원, %, $/bbl, 원/$)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF			
매출액	1,268	1,378	1,362	1,359	1,136	1,137	1,054	1,286	5,367	4,613	5,496
철 강	515	529	553	550	441	419	541	530	2,146	1,932	2,223
화 학	437	468	557	556	352	342	547	538	2,017	1,780	2,104
차량건장	193	333	259	260	180	156	255	252	1,045	842	1,098
선박플랜트	227	186	146	146	192	182	144	141	705	660	744
기타	28	28	29	29	33	37	0	0	115	70	0
매출총이익	30	28	32	36	22	37	24	36	126	118	160
영업이익	8	8	12	11	4	15	6	11	39	36	56
세전이익	19	17	16	0	27	15	10	27	51	78	126
지배주주순이익	12	13	12	-3	24	10	8	21	34	63	99
수익성											
GPM	2.3	2.0	2.3	2.6	1.9	3.2	2.3	2.8	2.3	2.6	2.9
OPM	0.6	0.6	0.9	0.8	0.4	1.3	0.6	0.8	0.7	0.8	1.0
RPM	1.5	1.2	1.2	0.0	2.4	1.3	0.9	2.1	0.9	1.7	2.3
NPM	0.9	1.0	0.9	-0.2	2.1	0.9	0.8	1.6	0.6	1.4	1.8
성장성 (YoY)											
매출액	4.3	-4.1	9.2	14.8	-10.4	-17.5	-22.6	-5.4	5.6	-14.0	19.1
영업이익	25.0	-0.2	208.0	222.4	-47.2	82.0	-50.9	-0.4	76.9	-8.5	58.7
세전이익	36.0	-7.0	-75.1	적전	43.5	-12.3	-39.2	흑전	-58.2	53.6	60.4
지배주주순이익	2.5	-0.1	-80.5	적전	103.9	-21.9	-32.4	흑전	-68.8	86.8	56.8
기본가정											
세계GDP	1.9	2.4	2.8	2.4	3.1	3.5	3.7	3.9	3.3	3.5	3.8
국제유가	98.7	103.1	97.6	73.2	48.5	58.0	46.5	50.0	92.9	51.0	59.0
원/달러 (평균)	1069.2	1029.2	1026.6	1087.0	1100.3	1097.4	1168.0	1145.0	1053.0	1128.0	1115.0
원/달러 (기말)	1064.7	1011.8	1055.3	1099.2	1109.5	1115.5	1195.0	1130.0	1099.0	1130.0	1090.0

자료 : 현대상사, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	5,083	5,367	4,613	5,496	5,559
증가율 (%)	-7.1	5.6	-14.0	19.1	1.1
매출원가	4,959	5,241	4,495	5,336	5,396
매출원가율 (%)	97.6	97.7	97.4	97.1	97.1
매출총이익	123	126	118	160	163
매출이익률 (%)	2.4	2.3	2.6	2.9	2.9
증가율 (%)	-8.9	2.1	-5.9	35.4	1.8
판매관리비	101	87	83	104	105
판관비율 (%)	2.0	1.6	1.8	1.9	1.9
EBITDA	34	52	46	63	64
EBITDA 이익률 (%)	0.7	1.0	1.0	1.2	1.1
증가율 (%)	-33.0	55.9	-13.0	38.8	0.2
영업이익	22	39	36	56	57
영업이익률 (%)	0.4	0.7	0.8	1.0	1.0
증가율 (%)	-23.8	77.2	-8.5	58.7	1.7
영업외손익	78	2	-2	7	7
금융수익	28	25	22	0	0
금융비용	38	25	19	0	0
기타영업외손익	88	3	-5	7	7
종속/관계기업관련손익	22	10	36	62	67
세전계속사업이익	122	51.0	70	126	132
세전계속사업이익률	2.4	0.9	1.5	2.3	2.4
증가율 (%)	88.7	-58.2	36.7	80.2	5.1
법인세비용	14	17	15	26	28
계속사업이익	108	34	55	99	104
중단사업이익	0	0	9	0	0
당기순이익	108	34	63	99	104
당기순이익률 (%)	2.1	0.6	1.4	1.8	1.9
증가율 (%)	109.6	-68.7	86.5	56.8	5.0
지배주주지분 순이익	109	34	63	99	104
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	85	50	28	0	0
총포괄이익	193	84	91	99	104

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,226	1,433	1,211	1,335	1,467
현금성자산	255	306	41	136	253
단기투자자산	52	16	32	32	32
매출채권	629	774	677	699	710
재고자산	210	267	196	203	206
기타유동자산	79	71	265	265	265
비유동자산	493	494	516	506	482
유형자산	4	5	5	6	6
무형자산	61	56	31	26	21
투자자산	359	423	470	465	445
기타비유동자산	69	10	9	9	9
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,718	1,927	1,727	1,841	1,949
유동부채	1,017	1,146	1,383	1,403	1,413
단기차입금	329	437	350	350	350
매입채무	499	577	605	625	635
유동성장기부채	46	7	8	8	8
기타유동부채	144	124	420	420	420
비유동부채	106	114	35	36	36
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	33	15	15	15	15
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	74	99	20	20	20
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,124	1,260	1,418	1,438	1,449
지배주주지분	594	666	308	402	499
자본금	112	112	66	66	66
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정 등	-19	-19	-147	-147	-147
기타포괄이익누계액	229	280	44	44	44
이익잉여금	272	294	345	439	536
비지배주주지분	1	1	1	1	1
자본총계	594	667	309	403	500

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	78	-60	127	86	90
당기순이익	108	34	63	99	104
유형자산 상각비	5	2	1	1	2
무형자산 상각비	6	12	9	6	5
외환손익	-2	-1	-4	0	0
운전자본의 감소(증가)	-38	-139	55	-8	-4
기타	-3	32	2	-12	-15
투자활동으로인한현금흐름	44	76	-20	15	33
투자자산의 감소(증가)	-73	-25	-35	17	35
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	0	-3	-1	-2	-2
기타	117	104	16	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-180	39	15	-5	-7
장기차입금의 증가(감소)	-202	91	-85	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	-46	0	0
배당금	-11	-11	-11	-5	-7
기타	33	-40	157	0	0
기타현금흐름	-1	-4	-386	0	0
현금의증가(감소)	-59	51	-265	95	117
기초현금	314	255	306	41	136
기말현금	255	306	41	136	253

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	4,848	1,516	3,148	7,487	7,865
EPS(지배순이익 기준)	4,867	1,512	3,143	7,473	7,850
BPS(자본총계 기준)	26,618	29,871	23,355	30,442	37,807
BPS(자배지분 기준)	26,591	29,839	23,290	30,363	37,713
DPS	500	500	400	500	550
P/E(당기순이익 기준)	7.3	19.8	9.6	4.0	3.9
P/E(지배순이익 기준)	7.6	20.6	9.6	4.1	3.9
P/B(자본총계 기준)	1.4	1.0	1.3	1.0	0.8
P/B(지배지분 기준)	1.4	1.0	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA(Reported)	26.5	15.4	15.4	9.6	7.7
배당수익률	1.4	1.6	1.3	1.7	1.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	109.6	-68.7	107.6	137.8	5.0
EPS(지배순이익 기준)	110.8	-68.9	107.9	137.7	5.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	21.6	5.4	12.9	27.8	23.0
ROE(지배순이익 기준)	21.7	5.4	12.9	27.9	23.1
ROA	6.0	1.9	3.5	5.6	5.5
안정성 (%)					
부채비율	189.1	188.8	459.0	357.1	289.6
순차입금비율	17.0	20.8	97.9	51.4	18.0
이자보상배율	1.4	6.1	N/A	N/A	N/A

K-IFRS 연결 기준

Company Report

2015. 11. 24

한솔제지(213500)

BUY / TP 27,000원

Analyst 박종렬 02) 3787-2099 jrpark@hmcib.com

글로벌 제지기업으로 도약

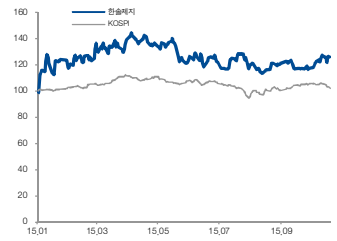
현재주가 (11/20)	22,050원
상승여력	22.4%
시가총액	365십억원
발행주식수	16,537천주
자본금/액면가	83십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	24,400원/16,650원
일평균 거래대금 (60일)	2십억원
외국인지분율	9.38%
주요주주	한솔홀딩스 외 7인 25.11%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	10.8	6.0	-2.6
상대주가(%p)	13.6	2.0	4.7

※ K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	1,881	2,988	27,000
After	1,872	2,938	27,000
Consensus	2,094	3,112	28,200
Cons. 차이	-10.6%	-5.6%	-4.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 본격적인 실적 턴어라운드 국면으로 진입해 향후 실적 모멘텀은 더욱 강화될 전망
- 기존 BUY의견과 목표주가 27,000원을 유지, 실적 턴어라운드와 배당 매력, 저평가주로서 3박자를 갖춘 종목

2) 주요이슈 및 실적전망

- 한솔제지는 신제품 개발은 물론 적극적인 인수합병을 통해 하이테크 종이 소재 사업에 집중하면서 2020년까지 특수지 분야에 특화된 글로벌 제지기업으로 도약할 전망. 하이테크 종이소재 사업 추진과 글로벌 시장 확대를 통해 2020년까지 매출액 2조원에 영업이익 1,600억원을 목표로 하고 있음. 최근 3년간 유럽 자회사 인수를 통해 확보한 라벨과 감열지 경쟁력을 바탕으로 필름과 택배 라벨까지 영역을 확장시켜 나갈 계획. 특히, 내년에는 중국을 비롯한 아시아 시장을 공략하기 위해 중국의 라벨 가공 및 유통전문기업을 인수할 방침
- 4분기에도 견고한 실적 개선 추세는 지속될 전망. 매출액과 영업이익은 전년동기비 각각 5.3%, 20.1% 증가한 3,581억원과 222억원으로 예상. 지난 10월에도 판가인상이 있었고, 전체 매출액 중 수출비중이 51.2%로 원화약세에 따른 긍정적 효과와 과거 대비 업계 전반적인 공급과잉 완화로 펄프가격 상승에도 불구하고 가격 전가가 용이해진 점이 수익성 개선에 긍정적으로 작용할 것
- 올해 연간 매출액과 영업이익은 전년비 각각 3.5%, 51.6% 증가해 그 동안의 감익추세에서 벗어날 전망. 내년에는 매출액과 영업이익이 각각 4.6%, 12.0% 증가해 견조한 실적 개선 추세 지속될 것. 영업이익률은 지난해 4.1%에서 올해 6.0%, 내년에는 6.4%로 호전될 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 올해 연말 기준 순차입금 8,237억원과 부채비율 309.3%로 재무 안정성이 다소 떨어지지만, 향후 3년간 연평균 EBITDA 1,480억원대로 추정되고, 유무형자산 투자 500억원 내외 그리고 배당금 100억원대를 감안하면 연간 최소 700~800억원 수준의 차입금 축소가 가능할 것. 이에 따라 부채비율은 점진적으로 하향 안정화되어 2019년에는 180.2%까지 축소될 것
- 12개월 Forward 기준 P/E와 P/B는 각각 8.2배, 1.0배로 매력적인 valuation 수준과 향후 지속적인 실적 개선 추세를 감안하면 Buy & Hold 전략 필요

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2014	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2015F	1,360	82	31	138	1,872	N/A	11.8	1.1	8.9	8.9	2.7
2016F	1,423	91	49	148	2,938	57.0	7.5	0.9	8.1	13.3	2.7
2017F	1,524	103	56	158	3,405	15.9	6.5	0.8	7.3	13.8	3.6

* K-IFRS 개별 기준

〈표1〉 적정주주가치 산출 근거

(억원, 천주, 원, %)	15F	16F	17F	12M Forward	비고
1. 사업가치	11,451	12,247	13,081	12,180	
EBITDA	1,380	1,475	1,576		
EV/EBITDA	8.3	8.3	8.3		글로벌 Peer 그룹 평균 대비 10% 할인율
2. 투자자산가치	469	469	469	469	순자산가액의 25%할인율 적용
1) 관계기업지분투자	459	459	459		
2) 장기매도가능금융자산	10	10	10		
3. 기업가치 (=1+2)	11,920	12,716	13,550	12,649	
4. 순차입금	8,596	8,237	7,841	8,266	
5. 적정주주가치 (=3-4)	3,325	4,479	5,708	4,383	
발행주식수	16,537	16,537	16,537	16,537	
적정주가 (원)	**20,104**	**27,086**	**34,520**	**26,504**	
현재주가 (원)	22,050	22,050	22,050	22,050	
상승여력 (%)	-8.8%	22.8%	56.6%	20.2%	

자료: HMC투자증권

〈표2〉 한솔제지 분기별 및 연간 실적 전망 (개별기준)

(십억원, %)	2015F				2016F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	341.5	324.0	336.7	358.1	342.3	347.1	350.3	383.8	1,314.5	1,360.3	1,423.5
인쇄용지	130.9	138.2	131.0	138.1	137.8	149.3	138.0	143.5	500.5	538.3	568.6
산업용지	101.8	101.5	101.6	102.3	97.5	97.4	99.6	105.1	432.8	407.2	399.5
특수지	90.2	69.9	86.7	99.6	88.3	85.8	95.1	116.8	327.2	346.4	386.0
기타	18.5	14.4	17.4	18.1	18.7	14.6	17.7	18.3	54.0	68.4	69.4
매출총이익	64.8	61.1	62.8	67.2	66.3	66.8	66.8	73.6	219.5	255.8	273.5
영업이익	22.1	16.2	21.0	22.2	21.5	22.3	22.6	24.8	53.8	81.6	91.3
인쇄용지	9.4	7.6	8.2	8.7	8.8	9.6	9.0	9.4	0.9	33.9	36.7
산업용지	7.1	7.4	8.6	8.7	8.4	8.5	8.7	9.3	24.2	31.8	34.9
특수지	5.5	1.0	3.9	4.5	4.1	4.0	4.6	5.8	28.6	14.9	18.4
기타	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.1	0.9	1.2
세전이익	14.6	6.5	2.4	17.1	16.0	17.7	16.0	14.7	5.1	40.7	64.4
순이익	11.3	5.2	1.1	13.3	12.5	13.8	11.2	11.2	-7.5	30.9	48.6
수익성 (%)											
GPM	19.0	18.9	18.7	18.8	19.4	19.2	19.1	19.2	16.7	18.8	19.2
OPM	6.5	5.0	6.2	6.2	6.3	6.4	6.5	6.5	4.1	6.0	6.4
RPM	4.3	2.0	0.7	4.8	4.7	5.1	4.6	3.8	0.4	3.0	4.5
NPM	3.3	1.6	0.3	3.7	3.6	4.0	3.2	2.9	-0.6	2.3	3.4
성장성 (%, YoY)											
매출액	2.6	-0.6	6.6	5.3	0.2	7.1	4.1	7.2	-2.6	3.5	4.6
영업이익	57.9	11.0	214.0	20.1	-2.5	37.8	7.4	11.8	-46.0	51.6	12.0
세전이익					9.2	174.0	554.8	-14.1	-89.1	697.3	58.4
순이익	181.3	-54.9	흑전	흑전	10.9	165.9	924.3	-16.4	적전	흑전	57.4
주요가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	2.5	2.2	3.0	3.1	2.4	3.5	3.0	3.0	3.3	2.7	3.0
민간소비 (YoY)	1.5	1.7	1.5	2.1	1.4	5.6	0.0	2.3	1.8	1.7	2.3
원/달러 (평균환율)	1,100.3	1,097.4	1,168.0	1,145.0	1,130.0	1,120.0	1,110.0	1,100.0	1,053.0	1,128.0	1,115.0
원/달러 (기말환율)	1,109.5	1,115.5	1,195.0	1,130.0	1,130.0	1,115.0	1,105.0	1,090.0	1,099.0	1,130.0	1,090.0

주 : 2015년 1월 1일 한솔홀딩스에서 인적 분할
자료 : 한솔제지, HMC투자증권

박종렬 수석연구위원 02) 3787-2099 / jrpark@hmcib.com

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	N/A	N/A	1,360	1,423	1,524
증가율 (%)	N/A	N/A	N/A	4.6	7.0
매출원가	N/A	N/A	1,104	1,150	1,224
매출원가율 (%)	N/A	N/A	81.2	80.8	80.3
매출총이익	N/A	N/A	256	273	300
매출이익률 (%)	N/A	N/A	18.8	19.2	19.7
증가율 (%)	N/A	N/A	N/A	6.9	9.7
판매관리비	N/A	N/A	174	182	197
판관비율 (%)	N/A	N/A	12.8	12.8	12.9
EBITDA	N/A	N/A	138	148	158
EBITDA 이익률 (%)	N/A	N/A	10.1	10.4	10.3
증가율 (%)	N/A	N/A	N/A	6.9	6.8
영업이익	N/A	N/A	82	91	103
영업이익률 (%)	N/A	N/A	6.0	6.4	6.7
증가율 (%)	N/A	N/A	N/A	12.0	12.3
영업외손익	N/A	N/A	-41	-27	-27
금융수익	N/A	N/A	3	0	0
금융비용	N/A	N/A	47	30	28
기타영업외손익	N/A	N/A	3	3	1
종속/관계기업관련손익	N/A	N/A	0	0	0
세전계속사업이익	N/A	N/A	41	64	75
세전계속사업이익률	N/A	N/A	3.0	4.5	4.9
증가율 (%)	N/A	N/A	N/A	58.4	16.9
법인세비용	N/A	N/A	10	16	19
계속사업이익	N/A	N/A	31	49	56
중단사업이익	N/A	N/A	0	0	0
당기순이익	N/A	N/A	31	49	56
당기순이익률 (%)	N/A	N/A	2.3	3.4	3.7
증가율 (%)	N/A	N/A	N/A	57.4	15.9
지배주주지분 순이익	N/A	N/A	31	49	56
비지배주주지분 순이익	N/A	N/A	0	0	0
기타포괄이익	N/A	N/A	22	0	0
총포괄이익	N/A	N/A	53	49	56

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	N/A	N/A	403	426	457
현금성자산	N/A	N/A	9	5	4
단기투자자산	N/A	N/A	2	2	2
매출채권	N/A	N/A	214	230	247
재고자산	N/A	N/A	159	171	184
기타유동자산	N/A	N/A	19	19	19
비유동자산	N/A	N/A	1,015	999	984
유형자산	N/A	N/A	944	928	913
무형자산	N/A	N/A	5	5	5
투자자산	N/A	N/A	66	66	66
기타비유동자산	N/A	N/A	0	0	0
기타금융업자산	N/A	N/A	0	0	0
자산총계	N/A	N/A	1,419	1,425	1,441
유동부채	N/A	N/A	639	604	570
단기차입금	N/A	N/A	271	251	231
매입채무	N/A	N/A	72	77	83
유동성장기부채	N/A	N/A	204	184	164
기타유동부채	N/A	N/A	93	93	93
비유동부채	N/A	N/A	434	436	439
사채	N/A	N/A	359	359	359
장기차입금	N/A	N/A	37	37	37
장기금융부채 (리스포함)	N/A	N/A	0	0	0
기타비유동부채	N/A	N/A	37	40	43
기타금융업부채	N/A	N/A	0	0	0
부채총계	N/A	N/A	1,072	1,040	1,009
지배주주지분	N/A	N/A	347	385	432
자본금	N/A	N/A	83	83	83
자본잉여금	N/A	N/A	212	212	212
자본조정 등	N/A	N/A	0	0	0
기타포괄이익누계액	N/A	N/A	22	22	22
이익잉여금	N/A	N/A	31	69	116
비지배주주지분	N/A	N/A	0	0	0
자본총계	N/A	N/A	347	385	432

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	N/A	N/A	30	79	84
당기순이익	N/A	N/A	31	49	56
유형자산 상각비	N/A	N/A	56	56	55
무형자산 상각비	N/A	N/A	0	0	0
외환손익	N/A	N/A	4	-7	-5
운전자본의 감소(증가)	N/A	N/A	-79	-19	-22
기타	N/A	N/A	18	0	0
투자활동으로인한현금흐름	N/A	N/A	-57	-33	-35
투자자산의 감소(증가)	N/A	N/A	-66	0	0
유형자산의 감소	N/A	N/A	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	N/A	N/A	-54	-40	-40
기타	N/A	N/A	63	7	5
재무활동으로인한현금흐름	N/A	N/A	23	-50	-50
장기차입금의 증가(감소)	N/A	N/A	308	-20	-20
사채의증가(감소)	N/A	N/A	359	0	0
자본의 증가	N/A	N/A	294	0	0
배당금	N/A	N/A	0	-10	-10
기타	N/A	N/A	-938	-20	-20
기타현금흐름	N/A	N/A	0	0	0
현금의증가(감소)	N/A	N/A	-3	-4	0
기초현금	N/A	N/A	12	9	5
기말현금	N/A	N/A	9	5	4

(단위: 원,배,%)

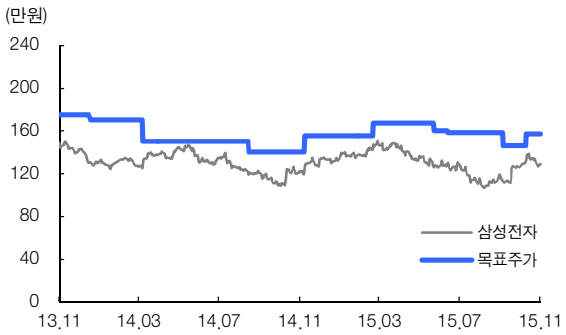
주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	N/A	N/A	1,872	2,938	3,405
EPS(지배순이익 기준)	N/A	N/A	1,872	2,938	3,405
BPS(자본총계 기준)	N/A	N/A	20,962	23,301	26,106
BPS(지배지분 기준)	N/A	N/A	20,962	23,301	26,106
DPS	0	0	600	600	800
P/E(당기순이익 기준)	N/A	N/A	11.8	7.5	6.5
P/E(지배순이익 기준)	N/A	N/A	11.8	7.5	6.5
P/B(자본총계 기준)	N/A	N/A	1.1	0.9	0.8
P/B(지배지분 기준)	N/A	N/A	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(Reported)	N/A	N/A	8.9	8.1	7.3
배당수익률	N/A	N/A	2.7	2.7	3.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	N/A	N/A	57.0	15.9
EPS(지배순이익 기준)	N/A	N/A	N/A	57.0	15.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	N/A	N/A	8.9	13.3	13.8
ROE(지배순이익 기준)	N/A	N/A	8.9	13.3	13.8
ROA	N/A	N/A	2.2	3.4	3.9
안정성 (%)					
부채비율	N/A	N/A	309.3	269.9	233.8
순차입금비율	N/A	N/A	248.0	213.8	181.6
이자보상배율	N/A	N/A	3.0	3.4	4.0

K-IFRS 개별 기준

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/05/14	BUY	1,500,000	15/03/12	BUY	1,670,000
14/06/18	BUY	1,500,000	15/04/08	BUY	1,670,000
14/07/08	BUY	1,500,000	15/04/30	BUY	1,670,000
14/08/01	BUY	1,500,000	15/06/12	BUY	1,600,000
14/08/28	BUY	1,500,000	15/07/03	BUY	1,580,000
14/09/04	BUY	1,400,000	15/07/08	BUY	1,580,000
14/10/08	BUY	1,400,000	15/07/31	BUY	1,580,000
14/10/31	BUY	1,400,000	15/09/15	BUY	1,580,000
14/11/28	BUY	1,550,000	15/09/24	BUY	1,460,000
14/12/09	BUY	1,550,000	15/10/13	BUY	1,460,000
15/01/09	BUY	1,550,000	15/10/30	BUY	1,570,000
15/01/30	BUY	1,550,000	15/11/24	BUY	1,570,000

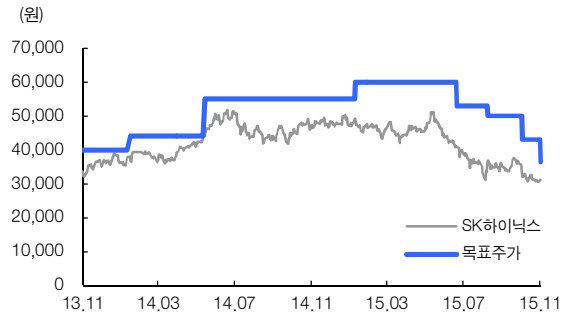
▶ 최근 2년간 삼성전자 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
12/10/09	BUY	30,000	14/06/03	BUY	55,000
12/10/24	BUY	30,000	14/07/25	BUY	55,000
13/01/31	BUY	30,000	14/09/24	BUY	55,000
13/04/02	BUY	35,000	14/10/24	BUY	55,000
13/04/25	BUY	40,000	15/01/29	BUY	60,000
13/06/24	BUY	40,000	15/04/14	BUY	60,000
13/07/26	BUY	40,000	15/04/24	BUY	60,000
13/10/30	BUY	40,000	15/07/10	BUY	53,000
13/11/11	BUY	40,000	15/07/24	BUY	53,000
14/02/03	BUY	44,000	15/08/28	BUY	50,000
14/04/02	BUY	44,000	15/10/23	BUY	43,000
14/04/29	BUY	46,000	15/11/24	M.PERFORM	36,500

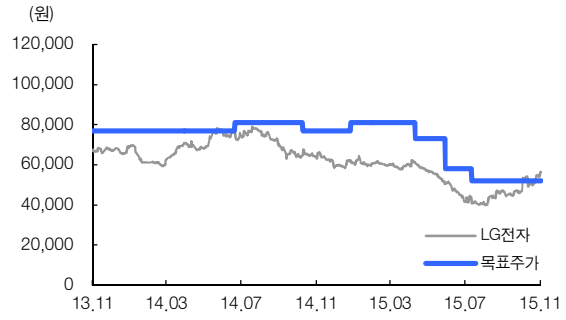
▶ 최근 2년간 SK하이닉스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/01/17	M.PERFORM	77,000	15/10/30	M.PERFORM	52,000
14/01/28	M.PERFORM	77,000	15/11/24	M.PERFORM	52,000
14/04/08	M.PERFORM	77,000			
14/04/30	M.PERFORM	77,000			
14/07/09	M.PERFORM	81,000			
14/07/28	M.PERFORM	81,000			
14/10/30	M.PERFORM	77,000			
15/01/15	BUY	81,000			
15/01/30	BUY	81,000			
15/04/30	M.PERFORM	73,000			
15/06/18	M.PERFORM	58,000			
15/07/30	M.PERFORM	52,000			

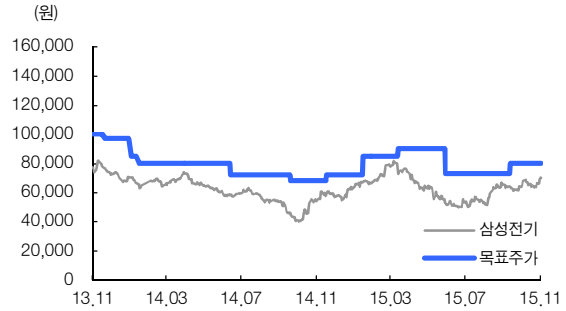
▶ 최근 2년간 LG전자 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
13/12/12	BUY	97,000	15/02/04	BUY	85,000
14/01/20	BUY	85,000	15/04/02	BUY	90,000
14/02/03	BUY	80,000	15/04/27	BUY	90,000
14/03/28	BUY	80,000	15/06/18	BUY	73,000
14/04/23	BUY	80,000	15/07/29	BUY	73,000
14/06/12	BUY	80,000	15/08/20	BUY	73,000
14/07/04	BUY	72,000	15/10/02	BUY	80,000
14/07/30	BUY	72,000	15/10/30	BUY	80,000
14/10/10	BUY	68,000	15/11/13	BUY	80,000
14/10/31	BUY	68,000	15/11/24	BUY	80,000
14/12/09	BUY	72,000			
15/01/22	BUY	72,000			

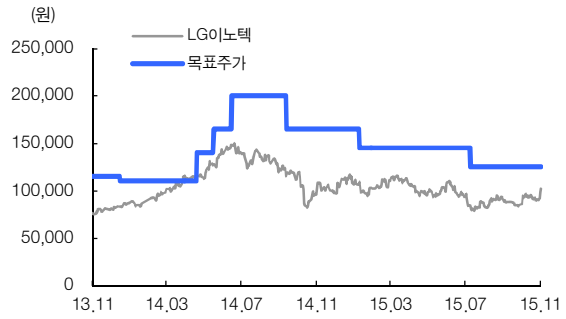
▶ 최근 2년간 삼성전기 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/01/03	BUY	110,000	15/10/27	BUY	125,000
14/01/28	BUY	110,000	15/11/24	BUY	125,000
14/05/08	BUY	140,000			
14/06/05	BUY	165,000			
14/07/04	BUY	200,000			
14/07/28	BUY	200,000			
	담당자변경				
14/10/02	BUY	165,000			
15/01/28	BUY	145,000			
15/04/16	BUY	145,000			
15/07/28	BUY	125,000			
15/10/22	BUY	125,000			

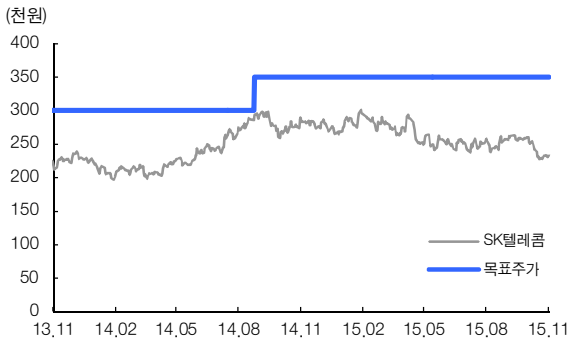
▶ 최근 2년간 LG이노텍 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/06/13	BUY	300,000	14/12/09	BUY	350,000
14/06/20	BUY	300,000	15/01/15	BUY	350,000
14/08/01	BUY	300,000	15/01/30	BUY	350,000
14/08/29	BUY	300,000	15/03/23	BUY	350,000
14/09/15	BUY	350,000	15/03/27	BUY	350,000
14/09/25	BUY	350,000	15/05/07	BUY	350,000
14/10/01	BUY	350,000	15/07/08	BUY	350,000
14/10/02	BUY	350,000	15/07/31	BUY	350,000
14/10/08	BUY	350,000	15/09/16	BUY	350,000
14/10/30	BUY	350,000	15/09/30	BUY	350,000
14/11/04	BUY	350,000	15/11/03	BUY	350,000
14/11/20	BUY	350,000	15/11/24	BUY	350,000

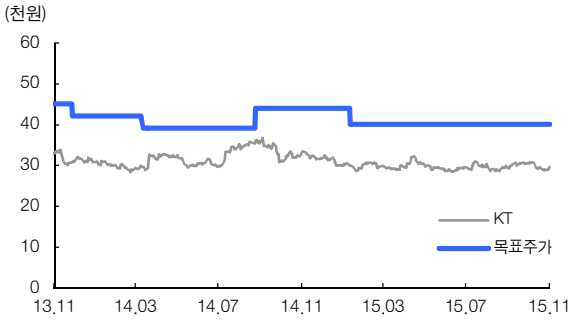
▶ 최근 2년간 SK텔레콤 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
13/12/18	BUY	42,000	14/10/08	BUY	44,000
14/01/29	BUY	42,000	14/11/03	BUY	44,000
14/03/31	BUY	39,000	15/02/02	BUY	40,000
14/04/09	BUY	39,000	15/03/13	BUY	40,000
14/04/23	BUY	39,000	15/04/07	BUY	40,000
14/05/02	BUY	39,000	15/05/04	BUY	40,000
14/07/30	BUY	39,000	15/05/08	BUY	40,000
14/08/01	BUY	39,000	15/07/07	BUY	40,000
14/08/29	BUY	39,000	15/08/03	BUY	40,000
14/09/15	BUY	44,000	15/10/06	BUY	40,000
14/09/25	BUY	44,000	15/11/02	BUY	40,000
14/10/02	BUY	44,000	15/11/24	BUY	40,000

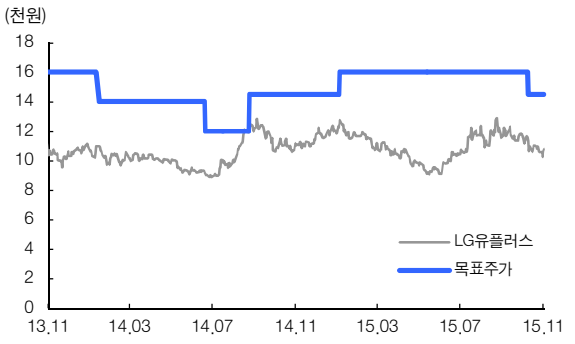
▶ 최근 2년간 KT 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
13/10/29	BUY	16,000	14/10/28	BUY	14,500
13/11/08	BUY	16,000	14/11/04	BUY	14,500
14/02/03	BUY	14,000	14/11/20	BUY	14,500
14/03/31	BUY	14,000	14/12/09	BUY	14,500
14/04/29	BUY	14,000	15/01/13	BUY	14,500
14/07/09	BUY	12,000	15/01/26	BUY	16,000
14/08/01	BUY	12,000	15/04/02	BUY	16,000
14/08/29	BUY	12,000	15/04/29	BUY	16,000
14/09/15	BUY	14,500	15/07/08	BUY	16,000
14/09/25	BUY	14,500	15/07/31	BUY	16,000
14/10/02	BUY	14,500	15/10/29	BUY	14,500
14/10/08	BUY	14,500	15/11/24	BUY	14,500

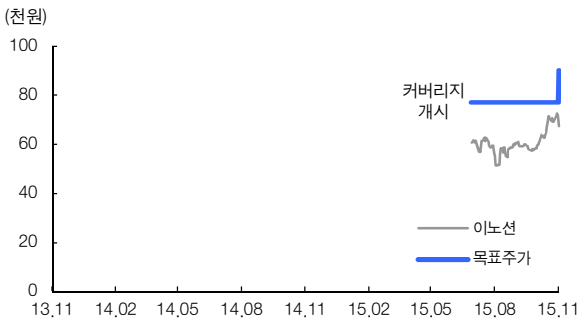
▶ 최근 2년간 LG유플러스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
15/09/08	BUY	77,000			
15/10/29	BUY	77,000			
15/11/24	BUY	88,000			

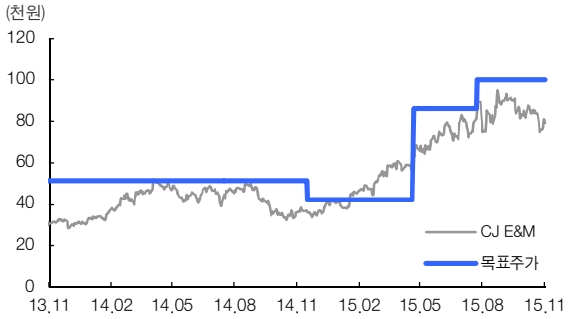
▶ 최근 2년간 이노션 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
13/10/08	BUY	51,000			
14/05/15	M.PERFORM	51,000			
14/08/13	M.PERFORM	51,000			
14/12/08	M.PERFORM	42,000			
15/05/12	BUY	86,000			
15/08/12	BUY	100,000			
15/11/11	BUY	100,000			
15/11/24	BUY	100,000			

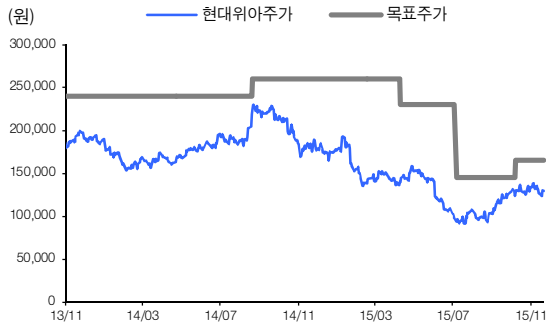
▶ 최근 2년간 CJ E&M 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
13/11/08	BUY	240,000원	15/10/08	BUY	165,000원
13/12/11	BUY	240,000원	15/11/24	BUY	165,000원
14/01/20	BUY	240,000원			
14/01/27	BUY	240,000원			
14/04/28	BUY	240,000원			
14/07/28	BUY	240,000원			
14/08/20	BUY	260,000원			
14/10/27	BUY	260,000원			
15/01/15	BUY	260,000원			
15/04/09	BUY	230,000원			
15/04/27	BUY	230,000원			
15/07/06	BUY	145,000원			

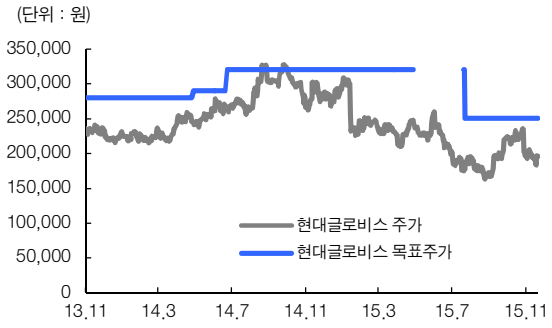
▶ 최근 2년간 현대위아 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
13/10/24	BUY	280,000	15/10/29	BUY	250,000
13/11/08	BUY	280,000	15/11/24	BUY	250,000
14/01/03	BUY	280,000			
14/01/27	BUY	280,000			
14/03/06	BUY	280,000			
14/03/26	BUY	280,000			
14/04/28	BUY	290,000			
14/06/24	BUY	320,000			
14/07/28	BUY	320,000			
15/07/22	BUY	250,000			
15/08/04	BUY	250,000			
15/09/25	BUY	250,000			

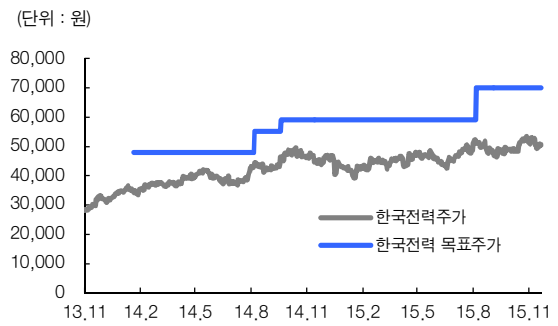
▶ 최근 2년간 현대글로비스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/10/07	BUY	59,000	15/11/06	BUY	70,000
14/10/30	BUY	59,000	15/11/24	BUY	70,000
14/11/12	BUY	59,000			
15/01/16	BUY	59,000			
15/02/12	BUY	59,000			
15/04/07	BUY	59,000			
15/05/12	BUY	59,000			
15/06/15	BUY	59,000			
15/07/14	BUY	59,000			
15/08/06	BUY	70,000			
15/09/09	BUY	70,000			
15/10/13	BUY	70,000			

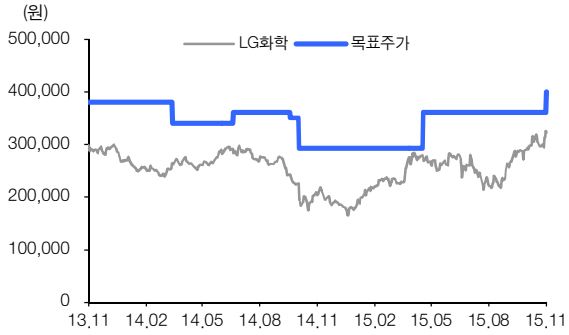
▶ 최근 2년간 한국전력 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
13/12/02	BUY	380,000		담당자변경	
14/01/17	BUY	380,000	15/05/07	BUY	360,000
14/04/02	BUY	340,000	15/06/02	BUY	360,000
14/04/21	BUY	340,000	15/07/20	BUY	360,000
14/06/26	BUY	340,000	15/10/19	BUY	360,000
14/07/08	BUY	360,000	15/11/24	BUY	400,000
14/07/20	BUY	360,000			
14/08/04	BUY	360,000			
14/08/29	BUY	360,000			
14/10/01	BUY	360,000			
14/10/07	BUY	350,000			
14/10/21	BUY	292,000			

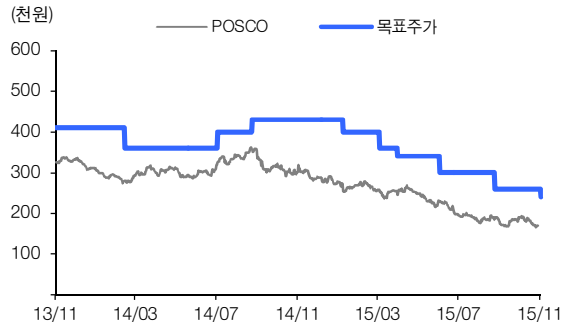
▶ 최근 2년간 LG화학 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/01/07	BUY	410,000	14/10/14	BUY	430,000
14/01/23	BUY	410,000	14/10/24	BUY	430,000
14/01/29	BUY	410,000	14/11/04	BUY	430,000
14/03/07	BUY	360,000	14/11/26	BUY	430,000
14/04/04	BUY	360,000	14/12/19	BUY	430,000
14/04/25	BUY	360,000	15/01/12	BUY	430,000
14/05/20	BUY	360,000	15/01/30	BUY	400,000
14/06/26	BUY	360,000	15/02/06	BUY	400,000
14/07/03	BUY	360,000	15/03/26	BUY	360,000
14/07/25	BUY	400,000	15/04/22	BUY	340,000
14/08/01	BUY	400,000	15/06/25	BUY	300,000
14/08/29	BUY	400,000	15/07/16	BUY	300,000
14/09/05	BUY	400,000	15/09/16	BUY	260,000
14/09/15	BUY	430,000	15/10/21	BUY	260,000
14/10/01	BUY	430,000	15/11/24	BUY	240,000

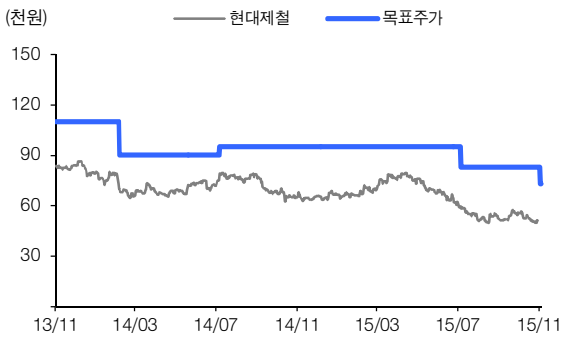
▶ 최근 2년간 POSCO 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
13/12/16	BUY	110,000	15/03/13	BUY	95,000
14/01/23	BUY	110,000	15/03/23	BUY	95,000
14/02/10	BUY	110,000	15/03/30	BUY	95,000
14/02/27	BUY	90,000	15/04/09	BUY	95,000
14/04/04	BUY	90,000	15/04/27	BUY	95,000
14/04/28	BUY	90,000	15/05/26	BUY	95,000
14/06/26	BUY	90,000	15/06/01	BUY	95,000
14/07/03	BUY	90,000	15/06/11	BUY	95,000
14/07/28	BUY	95,000	15/07/27	BUY	83,000
14/08/01	BUY	95,000	15/09/18	BUY	83,000
14/08/29	BUY	95,000	15/10/23	BUY	83,000
14/09/05	BUY	95,000	15/11/24	BUY	73,000
14/09/15	BUY	95,000			
15/02/02	BUY	95,000			

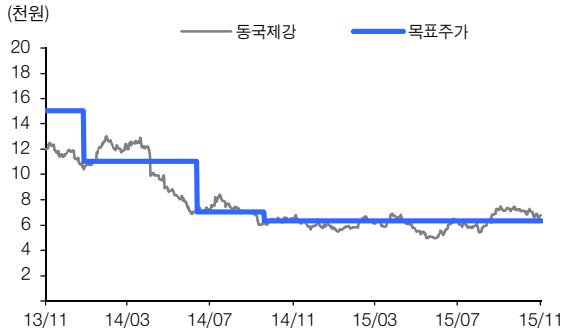
▶ 최근 2년간 현대제철 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
14/01/16	M.PERFORM	11,000			
14/05/16	M.PERFORM	11,000			
14/07/03	M.PERFORM	7,000			
14/08/18	M.PERFORM	7,000			
14/10/10	M.PERFORM	6,300			
14/11/12	M.PERFORM	6,300			
15/04/13	M.PERFORM	6,300			
15/11/24	M.PERFORM	6,300			

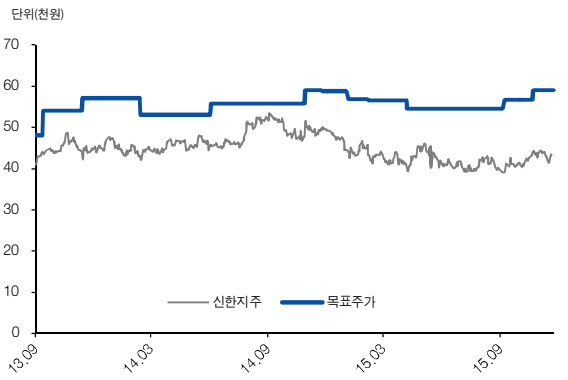
▶ 최근 2년간 동국제강 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
13/10/30	BUY	54,000	14/11/25	BUY	58,700
13/11/13	BUY	57,000	15/01/15	BUY	56,800
14/01/28	BUY	57,000	15/02/05	BUY	56,500
14/02/12	BUY	53,000	15/04/07	BUY	54,500
	담당자 변경		15/04/23	BUY	54,500
14/06/03	BUY	55,700		담당자 변경	
14/06/24	BUY	55,700	15/07/23	BUY	54,500
14/07/11	BUY	55,700	15/09/07	BUY	56,600
14/07/17	BUY	55,700	15/09/25	BUY	56,600
14/07/25	BUY	55,700	15/10/22	BUY	59,000
14/10/08	BUY	55,700	15/11/24	BUY	59,000
14/10/29	BUY	59,000			

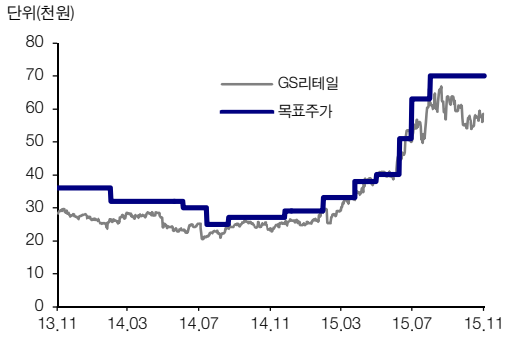
▶ 최근 2년간 신한지주 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
13/11/01	BUY	36,000	15/02/06	BUY	33,000
14/02/07	BUY	32,000	15/04/01	BUY	38,000
14/05/12	BUY	32,000	15/05/08	M.PERFORM	40,000
14/06/11	BUY	30,000	15/06/16	BUY	51,000
14/07/21	BUY	25,000	15/07/07	BUY	63,000
14/08/14	M.PERFORM	25,000	15/08/07	BUY	70,000
14/08/28	BUY	27,000	15/11/10	BUY	70,000
14/08/29	BUY	27,000	15/11/24	BUY	70,000
14/10/08	BUY	27,000			
14/11/07	BUY	27,000			
14/12/02	BUY	29,000			
14/12/04	BUY	29,000			

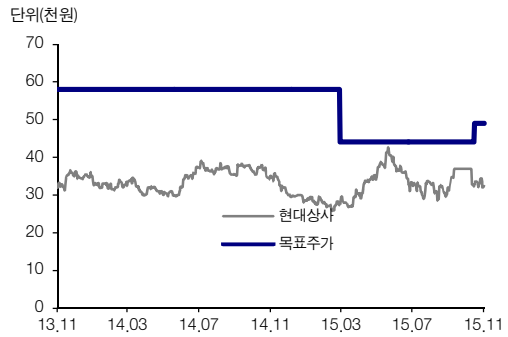
▶ 최근 2년간 GS리테일 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
13/10/07	BUY	38,000	15/08/04	BUY	44,000
13/11/01	BUY	58,000	15/10/28	BUY	49,000
13/12/19	BUY	58,000	15/11/24	BUY	49,000
14/01/09	BUY	58,000			
14/01/14	BUY	58,000			
14/04/17	BUY	58,000			
14/07/17	BUY	58,000			
14/09/17	BUY	58,000			
14/10/17	BUY	58,000			
14/12/02	BUY	58,000			
15/03/11	BUY	44,000			
15/05/18	BUY	44,000			

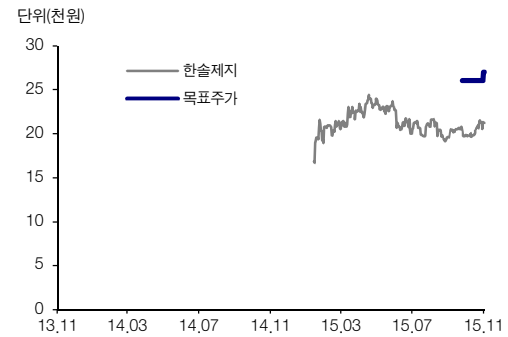
▶ 최근 2년간 현대상사 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
15/10/07	BUY	26,000			
15/11/12	BUY	27,000			
15/11/24	BUY	27,000			

▶ 최근 2년간 한솔제지 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 당사는 추천일 현재 이노션, 현대위아, 현대제철과 관련하여 계열회사의 관계에 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류HMC투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2014.10.01~2015.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	112건	80.6%
보유	26건	18.7%
매도	1건	0.7%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.