

목차

- I. 경제 전망 ..... 1
- II. 투자 전략 ..... 5
- III. 포트폴리오 전략 ..... 12
- IV. 포트폴리오 ..... 17
  - 1) 확고한 경쟁력과 성장동력  
POSCO(005490), 삼성물산(000830),  
기아차(000270), 녹십자(006280),  
엔씨소프트(036570), 덕산하이메탈(077360)  
삼성전자(005930)
  - 2) 과매도, 밸류에이션 매력  
S-Oil(010950), 현대중공업(009540),  
STX엔진(077970), 코리안리(003690),  
KT(030200), SK텔레콤(017670)
  - 3) 경기방어, 확고한 시장지위  
롯데쇼핑(023530), KT스카이라이프(053210),  
CJ제일제당(097950), KT&G(033780),  
LG생활건강(051900), 삼성화재(000810)

노근환 3276-6226  
khnoh@truefriend.com

전민규 3276-6229  
min.jun@truefriend.com

김정훈 3276-6230  
jhoon\_kim@truefriend.com

기업분석부

### 경제 전망: 미국 재정 위기와 아시아의 역할

단기적으로 유가 하락과 일본 대지진의 영향에서 벗어나면서 미국 경제의 지표 개선이 예상된다. 그러나 이러한 지표 개선은 한계가 있으며, 통화정책이나 재정정책의 수단이 제한되어 있어 2012년에는 미국의 성장률이 2%에 미치지 못하는 불안한 흐름이 나타날 가능성이 커 보인다. 이러한 불안한 흐름은 아시아 국가들이 통화 절상을 통해 내수 진작에 나서는 시점에 해소될 것으로 보인다. 만약 우리 생각대로 통화 절상을 동반한 아시아의 내수 성장이 현실화된다면 세계 경제는 강한 동반 성장을 다시 한번 구가할 것으로 예상된다.

### 투자 전략: KOSPI Floor level은 1,650~1,700pt

우리는 2011년 하반기 KOSPI 밴드를 1,880~2,400pt에서 1,650~2,150pt로 하향 조정한다. 밴드의 하단이 1,650pt라는 것은 8월 저점이 올해의 저점이라 보기 때문이다. 코스피 PBR-ROE 모델에 따라 리만 사태 당시의 이익 조정 폭 40%를 대입한다면 지난 8월 9일 기록했던 장중 저점이 바닥이 된다. 다만, 환율 급등에 따라 기업 이익이 급변했던 리만 사례를 지금 적용하는 것은 무리다. 따라서 이번 급락 구간에서 KOSPI는 이미 최악의 시나리오를 반영한 것으로 보이며, KOSPI의 floor level은 1,650~1,700pt 수준인 것으로 판단된다. 반면 예상이익이 10% 정도 조정되는 가장 긍정적인 시나리오에서 적정 KOSPI는 2,163pt로 도출된다.

### 포트폴리오 전략

8월 들어 증가 기준으로 2%가 넘는 가격 변동이 있었던 날이 절반을 넘을 정도로 주식시장은 아직 안정을 찾지 못하고 있다. 그렇지만 불확실성이 커진 상황에서도 우리는 다음과 같은 기업 포트폴리오는 비교적 안정된 수익률을 시현하거나 시장 대비 아웃퍼폼할 가능성이 높다고 본다.

- 1) 확고한 글로벌 경쟁력을 갖고 글로벌 시장에서 입지를 강화해가고 있거나, 새롭게 성장하는 산업(바이오, 소프트웨어)에서 충분한 경쟁력을 갖추고 있는 기업: POSCO, 삼성물산, 기아차, 녹십자, 엔씨소프트, 덕산하이메탈, 삼성전자
- 2) 이익 예상치 대비 주가가 지나치게 하락해 과매도 상태이거나, 밸류에이션이 역사적 저점에 근접한 기업: S-Oil, 현대중공업, STX엔진, 코리안리, KT, SK텔레콤
- 3) 경기 불황에 대해 내성을 가지고 있고 중국 등 이머징마켓에서 사업기회가 확대된 기업 또는 해당 분야에서 확고한 시장지위나 충성고객을 확보하고 있는 기업: 롯데쇼핑, KT스카이라이프, CJ제일제당, KT&G, LG생활건강, 삼성화재

전민규 3276-6229  
min.jun@truefriend.com

미국 경제,  
아시아 내수 성장이  
해결 방법

상반기 미국 경제 지표 부진  
은 미국 밖에 원인이 있었음

단기 긍정 요인1: 유가 하락  
으로 소비 여력 증가

단기 긍정 요인2:  
자동차 생산 회복

## I. 경제 전망: 미국 재정 위기와 아시아의 역할

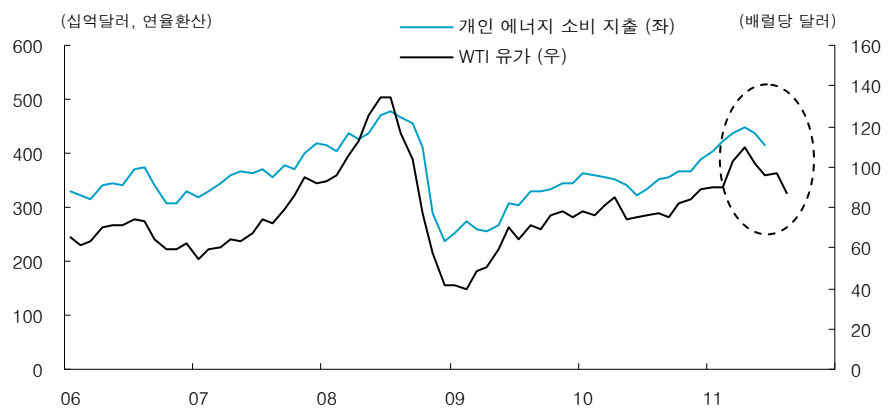
단기적으로 유가 하락과 일본 대지진의 영향에서 벗어나면서 미국 경제의 지표 개선이 예상 된다. 그러나 이러한 지표 개선은 한계가 있으며, 통화정책이나 재정정책의 수단이 제한되어 있어 2012년에는 성장률이 2%에 미치지 못하는 불안한 흐름이 나타날 가능성이 커 보인다. 이러한 불안한 흐름은 아시아 국가들이 통화 절상을 통해 내수 진작에 나서는 시점에 해소될 것으로 보인다. 만약 우리 생각대로 통화 절상을 동반한 아시아의 내수 성장이 현실화된다면 세계 경제는 강한 동반 성장을 다시 한번 구가할 것으로 예상된다.

### 1. 경제 지표의 반등이 예상되는 하반기 미국 경제

단기적으로 미국 경기가 반등 흐름을 보이면서 경기 불안감이 줄어들 것으로 예상되는 이유는 상반기 악화된 지표의 반등 효과 때문이다. 상반기 미국 경제 지표 악화의 원인이 재정 위기에 있다기보다 중동북아프리카 사태에 따른 유가 급등과 일본 대지진으로 인한 미국내 자동차 생산 감소에 있었다.

연초 배럴 당 WTI 가격은 배럴 당 85~92달러 범위에서 움직이고 있었지만, 중동북아프리카 사태 발생으로 2월 중순부터 급등하기 시작해 4월 말에는 113달러까지 상승했다. 이 때문에 미국의 개인들이 지출한 에너지 비용이 1월에는 연율 환산 기준으로 4,024억 달러에서 4월에는 4,485억 달러로 11.5%나 증가했다. 늘어난 461억 달러는 전체 소비의 약 0.43%를 차지하는 금액이다. 현재 WTI 가격은 배럴당 85달러로 하락했기 때문에 반대로 에너지 비용이 10% 이상 감소할 것이며, 이는 최대 0.4% 정도의 소비 증가를 가져올 것으로 예상된다.

[그림 1] 유가 하락 반전과 미국 개인 부문의 에너지 소비 지출 감소

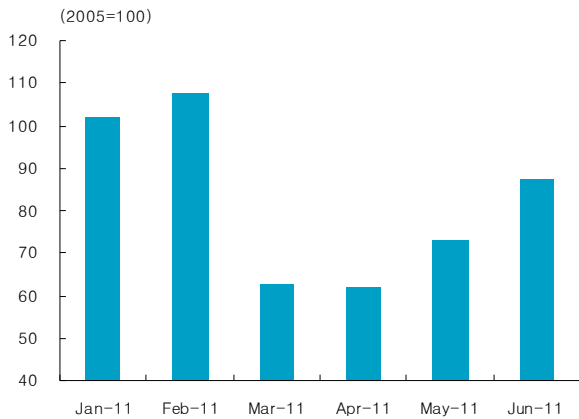


주: 2011년 8월 유가는 16일까지의 평균임  
자료: 미국 상무부 경제통계국, Datastream

일본의 대지진 발생이 미국 경제에 미쳤던 부정적 영향은 의외로 컸기 때문에 회복에서 오는 반등도 작지 않을 것으로 예상된다. 지진이 발생했던 3월에 일본의 자동차부품 생산은 전월 대비 42%나 감소했다. 이에 따라 대미 자동차 부품 수출은 5월에는 37조 엔으로 지진 발생 이전보다 37% 가량 감소했고, 일본 대지진으로 인한 부품 부족 때문에 4월 중 미국의 자동차 생산이 790만 대로 전월의 900만 대에서 큰 폭으로 줄었다. 이러한 자동차 생산 감소는 당연히 고용 악화를 불러왔고, 또한 완성차 재고 부족으로 판매도 줄어 소비 지표까지 악화시켰다. 그런데 일본의 자동차 부품 생산은 5월부터 다시 늘기 시작해 6월에는 지진 발생 이

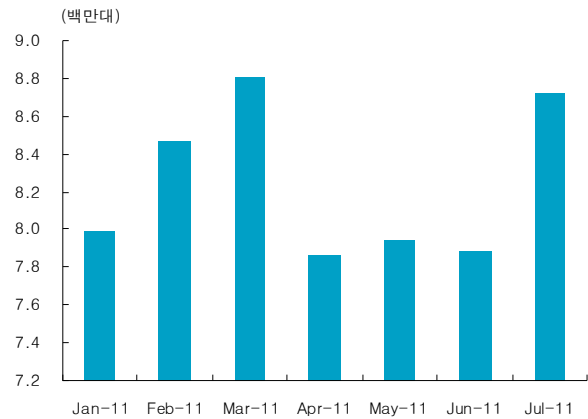
전의 81% 수준까지 회복했다. 이에 따라 대미 자동차 부품 수출은 6월부터 회복 조짐을 보이고 있다. 이에 따른 미국의 생산 반등은 7월 산업생산에서 확인됐다. 미국의 7월 중 산업 생산은 전월 대비 0.9%로 7개월 만에 가장 큰 폭으로 증가했다. 이러한 이유로 향후 2~3개월 이상 미국의 생산, 고용, 소비 지표의 반등을 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 경제 지표의 반등은 금융 시장 참가자들의 불안감을 해소시키는 데에도 중요한 역할을 할 것으로 보인다.

[그림 2] 급감후 회복 중인 일본의 자동차 부품 생산



자료: 일본 경제산업성

[그림 3] 7월부터 반등하고 있는 미국 자동차 생산



자료: 연방준비제도이사회

## 2. 출구가 보이지 않는 내년 이후 미국 경제

**단기 반등 후 재정 위기 해소 없으면 펀더멘털 악화 지속 불가피**

장기적으로 보면 미국이 재정 위기 해결의 돌파구를 어디에서 찾을 것인지가 중요하며, 미국은 아시아 국가들의 통화 절상을 통한 국제 경제의 불균형 해소 노력을 강화할 것으로 예상된다. 과거 미국 경제가 겪어 왔던 주기적인 경제 위기와 이를 해결하기 위한 정책을 살펴보면 이 방법 이외에는 별다른 길이 없을 것으로 보이기 때문이다. 앞에서 설명한 단기적인 미국 지표의 반등은 말 그대로 단기적인 효과에 그칠 것이며, 현재와 같은 재정 위기가 해소되지 않는다면 근본적인 경제의 펀더멘털은 오히려 계속 악화될 것이다.

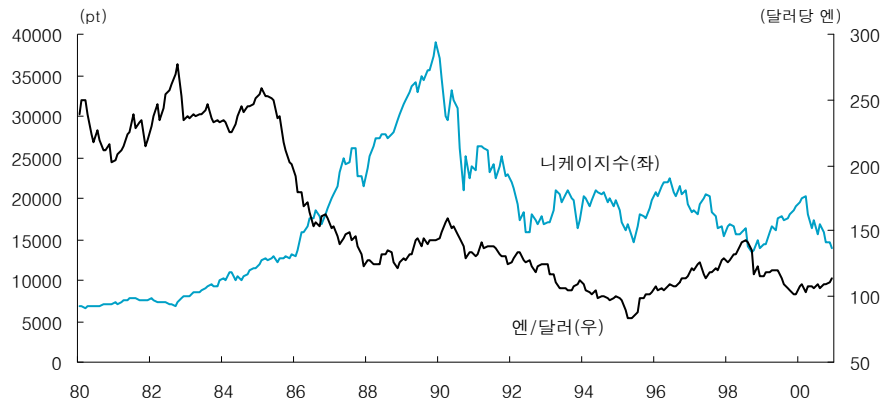
**추가적인 금융 정책이나 재정 정책 여지가 없는 점이 문제**

역사적으로 위기에 대한 미국 정부의 대응을 보면 금리 인하나 재정 확대와 같은 정책들을 사용하면서 동시에 위기 극복에 필요한 비용 중 상당 부분을 의도적이든 그렇지 않든 외국에 전가해 왔다. 그러나 이번에는 미국이 대응할 수 있는 방법이 지극히 제한적이다. 우선 금리 정책이나 재정 정책은 더 이상 사용할 수 없다. 더 낮출 수 없는 수준까지 이미 금리를 인하한 상태이며, 재정 지출 늘리다가 위기를 맞았는데 이를 재정 지출 늘려 해결한다는 것은 불가능하기 때문이다.

**재정 위기 겪는 유럽이나 통화 절상 거부감 가진 아시아와 공조 쉽지 않은 상황**

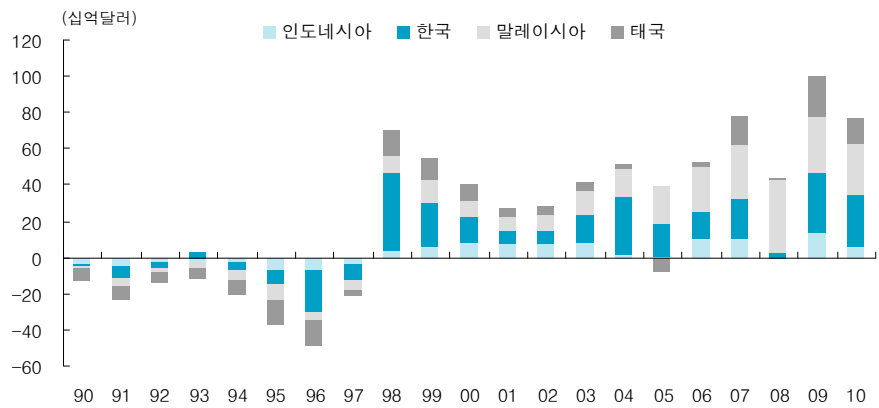
외국에 비용을 전가하는 것도 쉽지 않다. 유럽은 이미 금융 위기 당시 미국의 주식과 회사채 투자로 엄청난 손실을 입었으며, 이제는 공조는 고사하고 미국보다 더 심각한 재정 위기에 직면해 있다. 또한 26년 전 플라자합의 이후 일본이 버블을 일으켰다 몰락하는 과정에서 많은 시사점을 배운 아시아로서는 통화 절상에 선뜻 합의해줄기 어려울 것이다. 중국이 아주 느린 속도로 위안화를 절상시키고 있을 뿐 아니라 금융 위기 당시에는 미 달러화에 위안화를 고정시킴으로써 환율 문제에 관해서는 한치의 양보도 없을 것임을 보여줬다. 1990년대 말 외환 위기를 통해 서구 자본에게 약탈적인 헐값 자산 매각의 경험을 가진 한국, 태국, 인도네시아 등은 자국 통화 절상이 경상수지 적자를 가져오고 이것이 또 다른 외환 위기를 가져올 가능성을 항상 경계하고 있다.

[그림 4] 1980년대 엔화 절상과 일본의 버블 형성 및 붕괴



자료: Datastream

[그림 5] 외환 위기를 전후로 경상수지 패러다임이 달라진 아시아



자료: CEIC

### 3. 미국이 가야 할 느리지만 고통스런 길

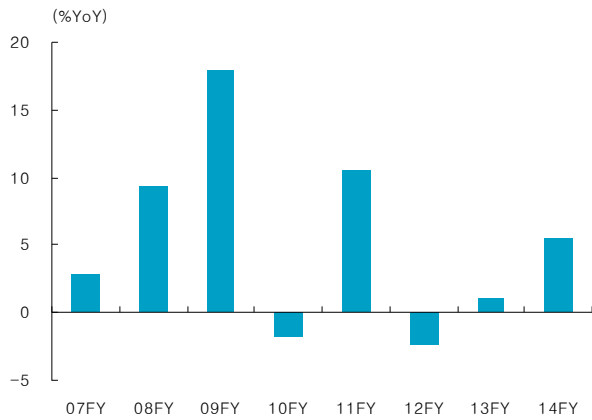
**8월초 의회와 백악관이 합의한 대로 재정 지출 축소 불가피**

미국은 우선, 재정 지출을 불가피하게 줄여야 할 것이다. 이미 미국은 방위비 지출을 줄일 계획을 갖고 있다. 2월에 백악관이 발표한 자료에 따르면 미국의 연간 방위비는 2011년 7,682억 달러에서 2013년 이후에는 6,700억 달러 수준에서 동결될 것으로 보인다. 이에 따라 방위비 삭감에서 오는 재정 지출 절감은 향후 10년간 거의 1조 달러에 달할 것으로 예상된다. 그러나 지난 8월에 백악관과 의회가 합의한 것은 향후 10년간 2.4조 달러의 재정 지출을 줄이는 것이다. 따라서 이미 계획된 수준보다 더 큰 폭으로 방위비가 삭감될 것으로 예상된다.

**방위비와 소득 보장성 비용 축소가 중심이 될 듯**

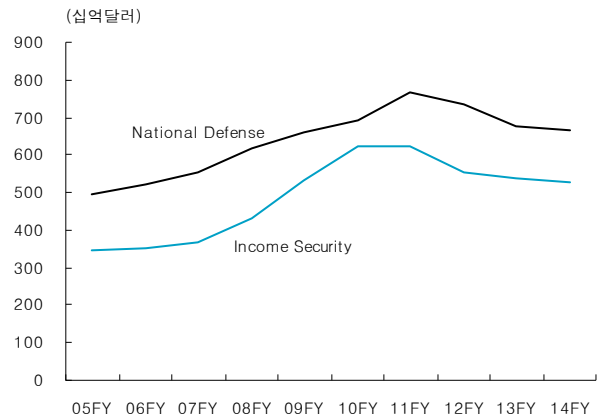
방위비 삭감 이외에 예산 감축의 큰 부분은 실업급여, 공무원연금, 주택 지원 등 소득 보장 지출에서 줄일 것으로 예상된다. 미국은 예산에서 소득 보장 지출을 2011년 6,227억 달러에서 2012년에는 5,543억 달러로 줄일 계획이며, 장기적으로도 5,200억 달러 수준에서 동결할 것으로 예상된다. 실업자와 저소득층에 대한 소득 보조금을 줄일 경우 예산 절감에는 도움이 되겠지만, 소비에는 부정적 영향을 줄 것으로 예상된다.

[그림 6] 2012~2013년 재정 지출 증가 크게 둔화



자료: 백악관

[그림 7] 방위비와 소득 보장 비용 삭감



자료: 백악관

#### 4. 쌓여 있는 아시아의 부와 새로운 기회

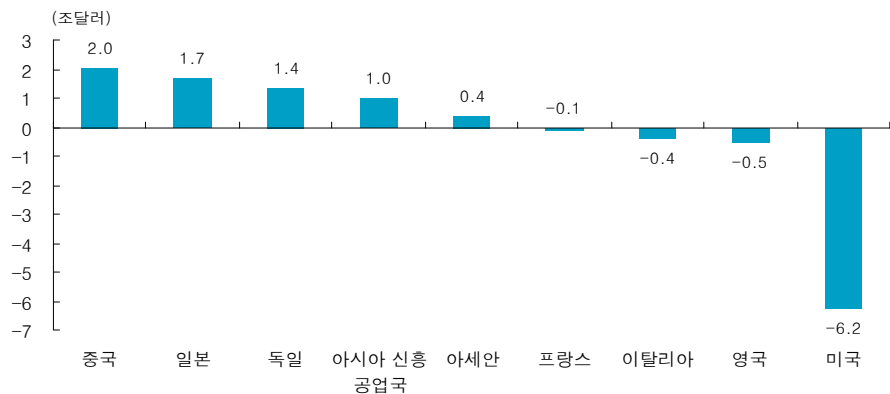
아시아의 통화 절상이  
미국으로는 절실한 과제

또한 아시아 국가들이 통화 절상을 통해 내수를 부양하고 경상수지 흑자를 줄임으로써 미국의 적자를 줄이려는 의도는, 아시아 국가들의 반발을 고려해 볼 때 합의에 이르기까지 상당한 시간이 소요될 가능성이 높다. 이는 단기적인 미국 경제의 반동이 마무리된 이후에는 아시아로부터 구원의 손길을 얻기까지 미국 경제가 불안한 둔화 과정을 겪을 수 있음을 의미하는 것이다.

성사된다면 아시아의  
수요 확대 통한 세계 경제의  
강한 동반 성장 시기 도래할  
수 있음

그러나 일단 아시아가 통화 절상으로 선진국 재정 위기에서 비롯된 세계 경제 침체를 해소하는데 동의한 이후에는 세계 경제의 양상이 크게 달라질 것이다. 우선 아시아 각국의 내수는 크게 확대될 것이며, 이는 미국과 아시아의 동반 성장을 가져올 것이다. 그 시점에서 세계 경제는 다시 한번 강한 동반 성장을 구가할 것으로 예상된다.

[그림 8] 아시아로 집중된 2000년 이후 경상수지 흑자 누적액



주: 아시아 신흥공업국은 한국, 대만, 홍콩, 싱가포르 등 4개국이며, 아세안은 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 태국, 베트남 등 5개국임  
자료: IMF

김정훈 3276-6230  
jhoon\_kim@truefriend.com

## 유동성 환경에 초점

## II. 투자 전략

### 1. 2011년 하반기 KOSPI 전망 밴드: 1,650~2,150pt

우리는 작년 11월 한국투자증권 포럼에서 2011년 KOSPI 밴드를 1,700~2,250pt로 봤다. 선진국이 부채를 컨트롤하는 과정에서 총수요가 감소하고, 인플레이션에 따른 비용 부담은 상반기 내내 지속될 것으로 봤다. 다만 하반기 중국의 내수성장과 물가 안정 등으로 올해 이익은 한 자릿수 증가하고 PER 수준이 점진적으로 오르는 점을 감안하여 KOSPI 밴드를 1,700~2,250pt으로 정했다.

그리고 올해 4월 12일 우리는 하우스 뷰를 1,880~2,400pt으로 수정했다. 일본 대지진으로 CPI 인플레이션이 누그러지면서, 일본입장에서는 중기적으로 돈을 풀 수 있는 빌미가 되고 (엔케리트레이드), 한국 수출 기업(대표적인 업종이 자동차, 석유화학, 정유)입장에서는 반사 이익을 누릴 수 있다는 점을 주목했기 때문이다.

우리는 8월 들어 미국의 부채협상이 통과된 이후 재정긴축에 대한 압력과 아직 제자리를 찾지 못한 고용과 소비가 재차 타격을 받을 수 있다는 심리적 불안이 단기적으로 주가를 끌어내릴 것이라 생각했다. 최초의 우리 전략은 유효했으나 주가는 하락을 멈추지 않고 급락했다. 금번 주가 급락의 가장 큰 이유는 정책부재의 문제다. 부채 문제를 해결할 능력을 상실하고 있는 정부가 점차 금융시장에서 신뢰를 잃어가고 있기 때문이다. 따라서 잃어버린 신뢰를 회복하기 위해서는 시간이 필요하고 KOSPI 전망 밴드의 수정도 불가피하다.

우리가 수정하는 하반기 KOSPI 밴드는 1,650~2,150pt이다. 밴드의 하단이 1,650pt이라는 것은 8월 저점이 올해의 저점이라 보는 시각이다. 1) 미국 정부가 긴축보다는 경기부양의 옵션을 선호할 가능성이 높고, 2) 밸류에이션 저점에 대한 생각 때문이다.

우리는 전략자료에서 여러 번 1937년 미국을 언급했다. 버냉키 의장도 ‘1937년의 실수를 되풀이하지 않을 것’이라고 수 차례 강조했다. 그 당시 통화긴축과 재정긴축이 동시에 취해졌기 때문이다. 그러나 적어도 통화정책 상으로는 FRB가 2013년 중반까지 제로 금리를 유지하겠다고 약속했다. 물론 재정정책 상으로는 S&P의 신용등급 강등으로 긴축의 압박을 받고 있지만 결국 미국은 등급이 강등되더라도 재정적으로 강하게 긴축을 하지 않을 가능성이 높아 보인다. 이는 1) 신용등급 강등 이후에 미국채 금리 하락으로 재정지출에 대한 부담을 덜 수 있고, 2) 내년 대선을 앞두고 강한 재정긴축을 선택하는 것은 정권재창출 실패로 연결될 수 있기 때문이다.

따라서 미국 신용등급 강등 이후 금 값이 사상최고치를 경신하고, 미국 금리가 내려가는 것은 자산인플레이션의 전조가 될 수도 있다. 이미 지난달 전략비축유를 방출하여 WTI 유가는 배럴당 100달러 아래에 머물고 있다. 소비자물가 역시 올해 3분기에 고점을 치고 내려간다면 향후 정부의 재정정책에 대해서도 회의적인 시각에서만 볼 필요는 없다.

이 같은 매커니즘을 이해하는 과정이 올해 3분기 내지는 4분기까지도 이어질 전망이다.

과거 이익이 조정됐던 사례를 참고로 적정 KOSPI 시나리오를 분석했다. 리만 사태 당시의 이익 조정 폭을 대입할 경우 지난 8월 9일 기록 했던 장중 저점과 비슷한 수준이 도출된다. 다만, 환율 급등에 따라 기업 이익이 급변했던 리만 사례를 지금 적용하는 것은 무리다. 따라서 이번 급락 구간에서 KOSPI는 이미 최악의 시나리오를 반영한 것으로 보이며, KOSPI의 floor level은 1,650~1,700pt 수준인 것으로 판단된다. 반면 예상이익이 10% 정도 조정되는 가장 긍정적인 시나리오에서 적정 KOSPI는 2,163pt로 도출된다.

## 2. 미국의 선택: 긴축보다는 부양의 옵션

### 1) 1932년부터 1937년까지의 미국

1937년의 고통스런 기억  
: 상승폭의 반 이상을 토해낸  
약세장

1932년 대공황 직후 미국 월스트리트에는 ‘애플 데이(Apple day)’가 유행했다. 애플 데이는 증권사 임직원들에게 주어진 무급휴가를 뜻하는 말로, 길거리에서 사과라도 팔아 수입 감소분을 벌충하라는 뜻에서 만들어진 제도였다. 이 때문에 월스트리트 곳곳에 사과 행상이 즐비했다고 한다.

웃지 못할 광경은 이뿐만이 아니다. 뉴욕 리버사이드 파크에는 판자촌이 즐비했는데, 이 판자촌의 이름은 ‘후버빌’이었다. 대공황의 원흉으로 지목된 후버 대통령의 이름을 붙였기 때문이었다. 엠파이어스테이트 빌딩은 ‘엠티스테이트빌딩(Empty State Building)’으로 불렸다. 공실률이 50%에 달했기 때문이었다.

이를 적극적으로 타개한 것은 주지하다시피 1933년 대통령에 취임한 루즈벨트였다. 그러나 1937년 9월 증시는 다시 곤두박질 치기 시작해 주가는 상승폭의 반 이상을 토해냈다. 1936년과 1937년 사이에 강한 통화긴축과 재정긴축이 함께 취해졌기 때문이었다. 재정적자를 메우기 위해 상속세와 증여세가 인상됐고 고소득층의 소득세 누진세율까지 올라갔다. 4년만에 다시 사과장수로 돌아가야 할지도 모른다는 불안감이 월가를 엄습했다.

### 2) 통화정책과 재정정책: 미국이 취할 옵션

1937년의 실수를 되풀이하지  
않기 위해 할 수 있는 일

우리는 데일리 전략 자료를 통해 여러 번 1937년을 언급하였다. 버냉키 의장도 ‘1937년의 실수를 되풀이하지 않을 것’이라고 수 차례 강조한 것을 보아, 선부른 긴축이 가져오는 리스크를 너무나도 잘 알고 있는 것 같다.

1) 통화정책 : 일단 안심  
→ 2013년까지 제로금리

그렇다면 1937년은 되풀이되는가? 시장은 아직까지 음울하지만 다행히도 그럴 가능성은 낮아졌다고 본다. 적어도 통화정책 상으로는 FRB가 2013년 중반까지 제로 금리를 유지하겠다고 약속했기 때문이다.

2) 재정정책 : 아직 불안  
→ 긴축 안하면 등급 강등하  
겠다는 S&P의 으름장

그러나 재정정책 상으로는 어떤가? 이 부분은 아직 불안하다. S&P의 신용등급 강등에서 드러나듯, 미국은 재정적으로는 당장 긴축을 하라는 압박을 받고 있다. 또한 긴축이 제대로 이행되지 않으면 등급 추가 강등이 가능하다는 뉘앙스까지 남겼다. 시장이 아직까지 불안하게 움직이는 것은 이 때문일 것이다. 현재 S&P가 미국에 매긴 장기신용등급은 AA+지만 과거 일본의 사례에서 알 수 있듯이 수 개월 내에 AA, AA-로 내려갈 지도 모르는 일이다.

〈표 1〉 S&P의 일본 신용등급 변화 추이 : 14개월만에 세 번 내려감

일시	등급
75-02-28	AAA
01-02-22	AA+
01-11-28	AA
02-04-15	AA-
07-04-23	AA
11-01-27	AA-
11-02-25	AA- *

주: \*표는 등급 전망을 부정적으로 하향한 것  
자료: Bloomberg, S&P, 한국투자증권

<sup>1</sup> 론 처노, 강남규 역, “금융제국 J.P 모건”, 플래닛, p.581

<표 2> S&P의 국가별 외화표시 장기채권 신용등급 분류

등급	국가
AAA	캐나다, 호주, 홍콩, 싱가포르, 오스트리아, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 리히텐슈타인, 룩셈부르크, 네덜란드, 노르웨이, 스웨덴, 스위스, 영국
AA+	미국, 뉴질랜드, 벨기에
AA	스페인, 쿠웨이트, 카타르
AA-	사우디, 대만, 중국, 일본
A+	칠레, 이탈리아
A	한국
A-	폴란드, 말레이시아
BBB+	태국, 아일랜드
BBB	멕시코, 러시아
BBB-	헝가리, 인도, 브라질, 포르투갈, 아이슬란드
BB+	인도네시아
BB	필리핀
CC	그리스

자료: Bloomberg, S&P, 한국투자증권

미국의 두 가지 옵션

- 1) 강등 되더라도 감수
  - 2) 강등 안당하고 재정긴축
- 다행히도 1) 가능성 높아

이제 미국의 선택은 두 가지다. 등급 강등을 감수하고 재정지출을 계속하느냐, 재정건전성을 확보하고 등급 강등을 피하느냐.

다행히도 우리는 두 가지 옵션 중 미국이 첫 번째 옵션을 선택할 가능성이 높아졌다는 판단을 하고 있다.

이유 1 : 낮은 조달금리가 유지되고 있다

등급 강등을 감수할 것이냐, 하지 않을 것이냐의 가장 핵심은 조달 금리다. 등급이 트리플A인 국가가 싱글A인 국가보다 우월한 것은 ‘높은 등급을 받았다는 자부심’ 때문이 아니라 ‘국채발행을 할 때 낮은 조달금리를 적용받는다’는 실리적인 이유 때문이다. 낮은 조달금리를 가져가야 향후 국채 발행에 있어 부담이 덜하다. 이자 부담이 없기 때문이다.

그런데 아이러니하게도 미국의 조달금리는 신용등급이 강등된 이후 오히려 더 하락하였다. 이는 기축통화 발행국으로서 미국이 가진 시노리지(Seigniorage) 때문이기도 하지만, 유럽의 재정위기와 글로벌 경기둔화 우려로 장기 성장률 전망이 크게 하락하고 있기 때문이다. 다행히도 국제 자본시장에서 미국의 국채 선호도는 여전히 최고 등급을 유지하고 있다.

[그림 9] 미국 10년만기 국채 금리: 등급 강등 이후에 더 낮아져



자료: Bloomberg, 한국투자증권

이런 환경이라면 미국 정책 당국자는 안심하고 국채를 발행할 수 있고, 재정지출에 대한 부담도 덜 수 있다. 재정지출을 계속해야 하는 당위성뿐만 아니라, 재정지출을 계속할 수 있는 환경 요건까지 확보되고 있는 것이다.

**이유 2: 대선을 앞둔  
재정긴축은 정권재창출 실패로**

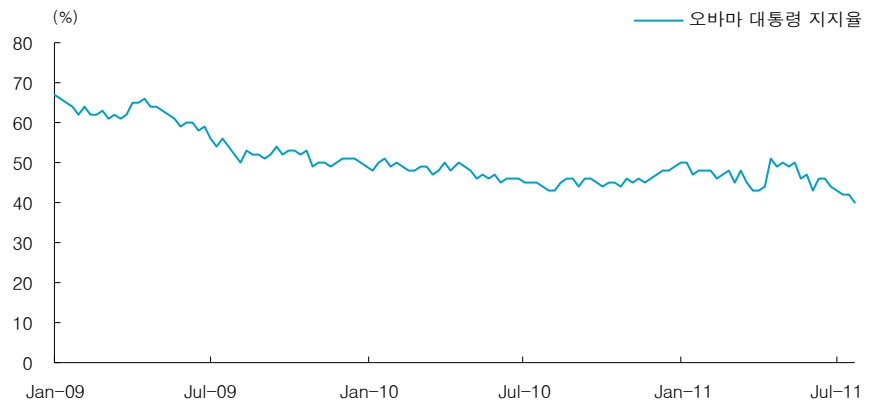
미국이 첫 번째 옵션, 즉 등급 강등을 감수하더라도 강하게 재정긴축을 하지 않을 가능성이 높아진 이유는 또 있다. 내년엔 대선이 있기 때문이다.

포퓰리즘(populism)이라는 용어에서도 드러나듯이 선거는 대중(public)의 심리가 결과를 좌지우지하게 된다. 2008년 금융위기가 한창일 당시 미국 국민이 민주당의 오바마 대통령에게 표를 던졌던 것은 금융위기를 일으킨 공화당과 부시 행정부에 책임을 물었기 때문이었다.

그러나 3년이 지난 지금, 상황은 더욱 안 좋아졌다. 경기를 부양할 수단은 다 떨어졌는데 아직도 미국 경제는 고용도, 투자도, 소비도 취약한 상태다. 민심은 이제 다시 화살을 돌려 민주당에게 책임을 묻고 있다.

강한 긴축을 한다는 것은 결국 선거를 포기한다는 말과 같다. 실업은 바로 표와 연결되기 때문에 불황기 하에서의 긴축은 정권의 포기를 의미하게 된다. 민주당을 강하게 비난하는 공화당이 재정지출 삭감을 강하게 주장하면서도 뒤에서는 감세(減稅)를 밀고 나가는 이유는 바로 이 때문이다.

**[그림 10] 오바마 대통령 지지율 지속 하락**



자료: Gallup, 한국투자증권

### 3. Floor valuation을 찾아서

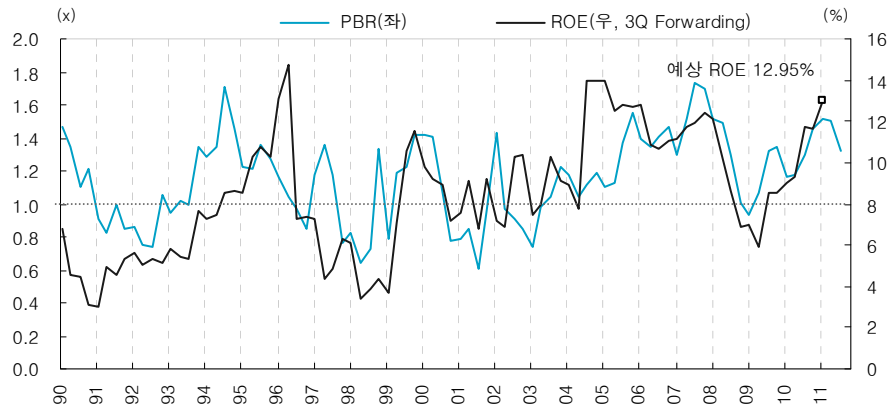
한국증시 PBR은 이익을  
3분기 선행

한국증시의 PBR과 ROE를 비교해보면 PBR이 ROE를 3분기 선행했을 때 가장 상관계수가 높게 나온다(2000년 이후 0.53, 2007년 이후 0.84). 쉽게 얘기하면 한국증시는 향후 반년 정도의 이익을 선행해서 반영하는 경향이 가장 강하다고 볼 수 있다.

현재 PBR 수준은  
예상 이익의 27% 감익 반영

90년대 이후 한국증시의 PBR 바닥은 0.6배 수준이었으나 리만파산사태 때는 0.9배에서 바닥이 형성되었다. 현재 한국증시의 PBR이 1.3배(Trailing 기준)이므로 여전히 역사적 저점보다는 상당히 높은 편이다. 그러나 PBR은 단순 비교보다는 ROE를 고려해서 판단해야 하는데 현재 시장의 예상 ROE는 약 13% 수준이다. 그렇다면 향후 한국증시의 ROE는 어느 정도 하향 조정될 것인지를 판단하는 것이 중요하다.

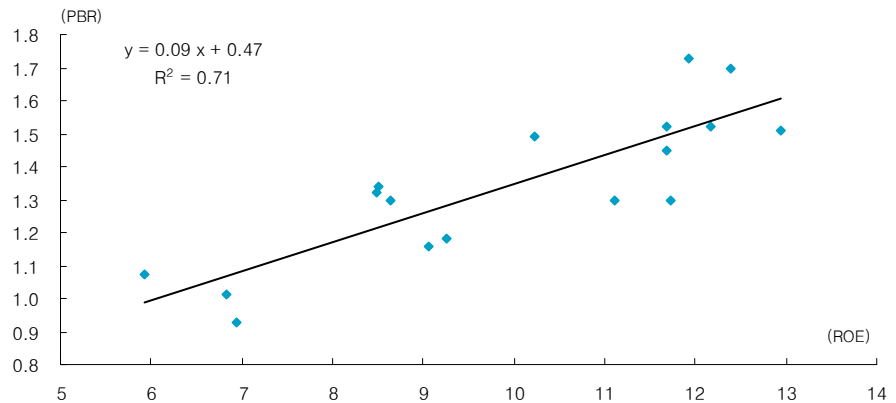
[그림 11] KOSPI PBR-ROE



주: 12개월 Trailing 기준  
자료: Thomson Reuters, 한국투자증권

2007년 이후 PBR과 3분기 이후의 ROE 사이에는 뚜렷한 선형관계를 나타내는데(상관계수 0.84) 두 변수 사이의 상관관계는 다음 그림과 같다. 이 관계에서 도출해보면 현재 시장 PBR 1.32배가 반영하고 있는 ROE 수준은 9.5% 수준이다. 이는 애널리스트 추정 이익이 27% 하향 조정될 것이라는 것을 의미하는데 과연 합리적인 수준을 반영하는 것일까?

[그림 12] 2007년 이후 KOSPI PBR-ROE의 관계

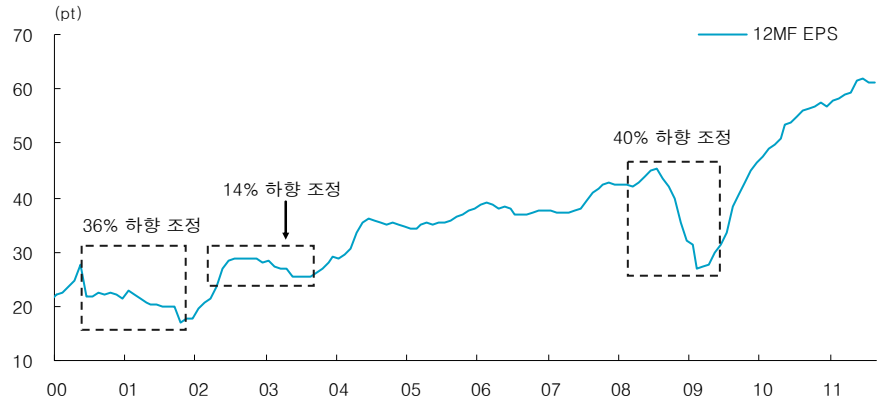


주: 12개월 Trailing 기준, ROE는 3Q Forwarding  
자료: Thomson Reuters, 한국투자증권

2000년 이후 한국기업  
예상이익 감익 추이

2000년 이후 한국증시에서 애널리스트 추정 이익이 하향 조정됐던 경우는 2000~2001년, 2002~2003년, 2008~2009년이 있었다. 작게는 14% 많게는 40%까지 예상이익이 하향 조정되었다.

[그림 13] 2000년 이후 한국증시의 예상이익 하향 조정 사례

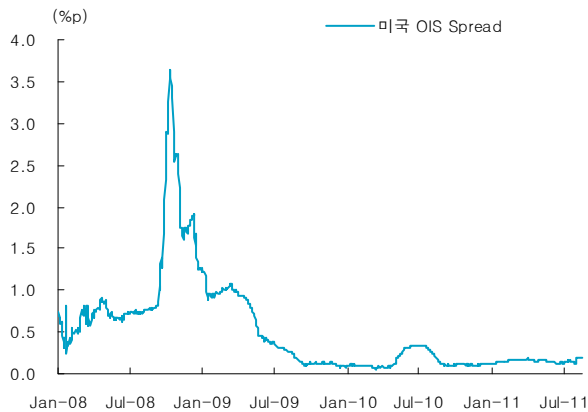


자료: Thomson Reuters, 한국투자증권

신용위험 측면에서  
2008년보다 안정적

현 상황을 2008년과 비교할 때 금융시장의 신용지표는 훨씬 안정된 모습을 보이고 있다. 미국의 국가 신용등급 하향 조정에도 불구하고 미국의 신용지표는 2008년과 비교할 때보다 낮은 수준이다. 물론 최근 금융시장의 신용위험 측면에서는 미국보다 유럽의 상황이 좋지 않다. 그러나 유럽의 재정위기가 2008년 리만 사태처럼 예측하지 못한 파산상태로 이어질 가능성은 낮아 보인다. 유럽 국가들이 궁극적인 해결책인 재정 통합 수준의 확대를 위해 느리지만 조금씩 논의를 진행해나가고 있기 때문이다.

[그림 14] 미국 OIS-Libor 스프레드



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 15] 유럽 OIS-Libor 스프레드



자료: Bloomberg, 한국투자증권

이익조정에 따른  
시나리오 분석

과거 이익이 조정됐던 사례를 참고로 아래 표에서는 이익 조정 하향 폭에 따른 적정 KOSPI 시나리오를 분석했다. 이에 따르면 최악의 경우 리만 사태 당시의 이익 조정 폭을 대입할 경우 지난 8월 9일 기록 했던 장중 저점과 비슷한 수준이 도출된다. 환율 급등에 따라 기업 이익이 급변했던 리만 사례를 지금 적용하는 것은 무리다. 따라서 이번 급락 구간에서 KOSPI는 이미 최악의 시나리오를 반영한 것으로 보이며, KOSPI의 floor level은 1,650~1,700pt 수준인 것으로 판단된다. 반면 예상이익이 10% 정도 조정되는 가장 긍정적인 시나리오에서 적정 KOSPI는 2,163pt로 도출된다.

〈표 3〉 이익 조정 시나리오에 따른 적정 KOSPI

예상이익 조정	ROE(%)	Implied PBR(X)	적정 KOSPI(pt)
10% 조정	11.7	1.52	2,163
20% 조정	10.4	1.40	1,997
30% 조정	9.1	1.29	1,831
40% 조정	7.8	1.17	1,665

자료: 한국투자증권

노근환 3276-6226  
khnoh@truefriend.com

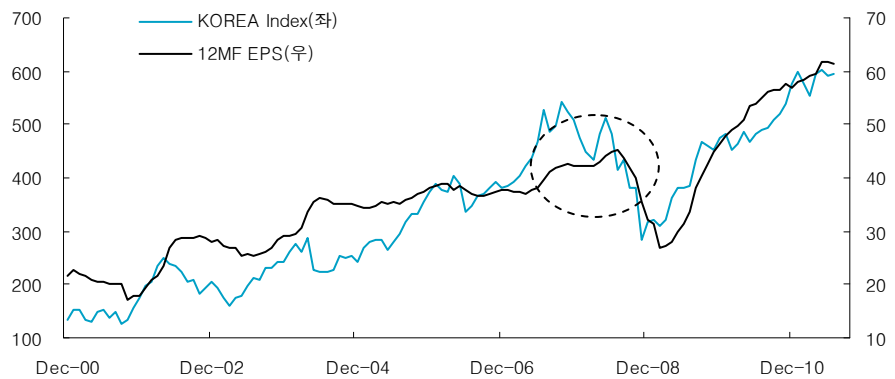
애널리스트 이익 추정치는  
주가에 후행  
2008년 기업이익은 2008년  
7월 예상치의 절반에 그쳐

### III. 포트폴리오 전략

#### 1. 2008년 글로벌 금융위기 당시 주가와 기업이익

리먼브라더스 파산으로 인해 글로벌 금융위기가 확산되기 전, 주식시장은 2007년 10월에 이미 고점을 기록했다. 시장은 2008년 봄에 닥 닷간 반등을 보이다 6월부터 다시 급락하기 시작했는데 애널리스트 추정치는 2007년 10월 이후에도 계속 상승 추세에 있었다. 실적 추정치가 내려가기 시작한 것은 주가가 1,500선을 깨고 폭락하기 시작한 2008년 8월부터다. 이듬해 3월말에 확정된 2008년 기업실적은 2008년 7월에 예상했던 수치 대비 반토막 수준이었다. 한국투자증권 유니버스 기준 2008년 순이익 예상치는 2008년 7월에 60조원이었으나 후에 확정된 실적은 34조원이었고, MSCI Korea Index 유니버스 기준 2008년 EPS 추정치는 2008년 7월에 41.6이었으나 후에 확정된 실적은 23.4였다.

[그림 16] MSCI Korea Index와 EPS 추이

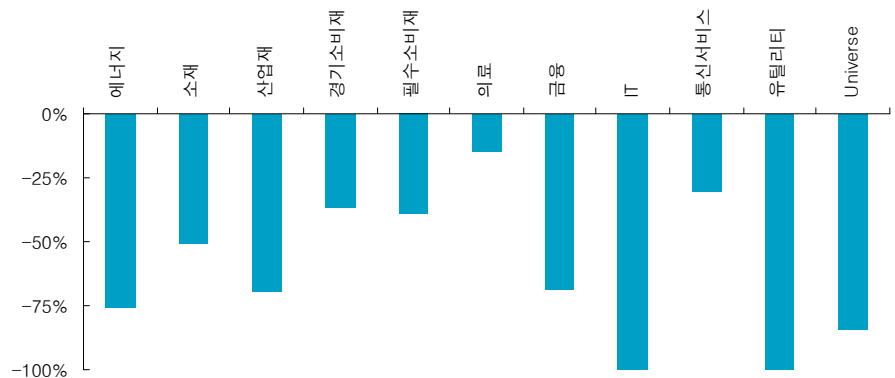


자료: Thomson Reuters, 한국투자증권

2008년 하반기 순이익은  
상반기에 비해 무려 85%  
감소

2008년 하반기 순이익은 상반기에 비해 85% 감소하였고, 특히 IT와 산업재 등 경기민감 섹터의 이익 감소가 컸다. 2008년 하반기에 특히 이익 감소가 컸던 것은 연말에 환율이 급등하면서 외환관련 손실이 급증했기 때문이다. 2008년 말 원/달러 환율은 1,260원으로 2007년 말 대비 35% 급등하였다. 한국 기업은 50조원 내외의 외화 순부채를 갖고 있기 때문에, 10%의 원화가치 하락은 이론적으로 5조원의 외환평가손실을 유발한다.

[그림 17] 2008년 하반기 이익 감소를 (상반기 대비)

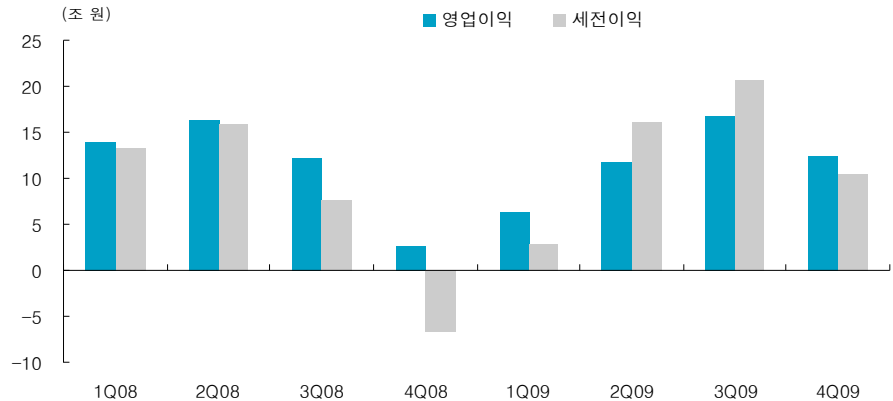


주: 한국투자증권 유니버스 기준. IT와 유틸리티는 2008년 하반기에 적자로 반전  
자료: 한국투자증권

2008년 영업이익 감소에 비해  
세전이익 감소가 훨씬 컸던  
것은 급등한 환율과  
지분법이익 감소 때문

KOSPI 200의 2008년 영업이익이 전년대비 11% 감소한데 비해 세전이익이 46%나 급감한 것은 외환관련손실이 급증하고 지분법이익이 감소한 효과가 크다. 2008년 외환관련 손실은 2007년 대비 13조원이나 증가했고, 지분법이익은 10조원 감소했다. 영업외 부문에서 발생한 큰 폭의 이익 변동은 2009년에 영업이익이 전년 대비 7% 증가에 그쳤지만 세전이익은 56%나 급증하게 된 원인이기도 하다.

[그림 18] 분기별 이익 추이 (2008~2009년)



주: KOSPI 200 기준  
자료: 한국투자증권

<표 4> 2007~2009년 실적 추이

(단위: 십억원)

	실적			증가율	
	2007	2008	2009	2008	2009
매출액	675,343	825,651	820,850	22.3%	-0.6%
영업이익	60,058	53,240	56,711	-11.4%	6.5%
세전이익	70,512	38,327	59,824	-45.6%	56.1%
순이익	55,869	31,608	48,821	-43.4%	54.5%

주: KOSPI 200 기준  
자료: 한국투자증권

## 2. 이익 전망 시나리오

글로벌 경제가 부진을  
이어가더라도 기업이익이  
2008년처럼 급감할  
가능성은 작다

글로벌 경제가 부진을 이어가더라도 우리는 한국기업의 이익이 2008년처럼 충격적으로 급감할 가능성은 작다고 본다. 그 이유는 1) 경기침체가 있더라도 그것은 그동안의 부진이 이어지는 정도지 활황을 보이던 경제가 급랭하는 국면은 아니고, 2) 지금 문제가 되고 있는 곳은 미국과 유럽 등 선진국인데 비해 한국 기업들의 이머징마켓 노출 비중이 상당히 높아져 충격을 흡수할 능력이 커졌고, 3) 2008년 이익 급감에 큰 역할을 했던 환율이 2008년처럼 급등할 가능성은 낮다고 보기 때문이다(참고로 환율이 2008년 만큼 충격을 주려면 원/달러 환율이 1,500원을 넘어야 한다).

앞에서도 언급했듯이 애널리스트 이익 추정치는 지수에 후행하는 경향이 있다. 주요 예측기관(MSCI)의 이익추정 컨센서스는 2011년 6월부터 하향 조정되고 있다. 우리는 최근의 주가 하락과 경제에 대한 불안감 증가, 주요 기업의 2분기 실적 악화 등을 반영하여 컨센서스 추정치가 좀더 하향될 것으로 전망한다.



- 3) 경기 불황에 대해 내성을 가지고 있고 중국 등 이머징마켓에서 사업기회가 확대된 기업 또는 해당 분야에서 확고한 시장지위나 충성고객을 확보하고 있는 기업: 롯데쇼핑, KT스카이라이프, CJ제일제당, KT&G, LG생활건강, 삼성화재

*This page is left blank intentionally*

# 유망 포트폴리오

## 확고한 경쟁력과 성장동력 ..... 18

- POSCO(005490) 3분기가 실적 바닥, bottom fishing에 나설 때
- 삼성물산(000830) 개발형 사업으로 건설시장을 선도
- 기아차(000270) 세계의 관심 지속될 전망
- 녹십자(006280) 경기침체와 약가인하 압박에서도 끄떡없다
- 엔씨소프트(036570) 블레이드앤소울과 길드워2 상용화로 2012년부터 고성장 재개
- 덕산하이메탈(077360) AMOLED산업 대형으로 확장, OLED소재의 성장은 계속된다
- 삼성전자(005930) 장기적으로 긍정적인 시각 유지

## 과매도, 밸류에이션 매력 ..... 25

- S-Oil(010950) PX스프레드 개선 기대
- 현대중공업(009540) 바겐 세일! 지금이 기회!
- STX엔진(077970) 이라크 발전소 프로젝트로 반등을 노리자
- 코리안리(003690) 올해 뿐 아니라 내년에 대한 기대치도 높여갈 상황
- KT(030200) 매력적인 valuation과 배당 메리트
- SK텔레콤(017670) 양호한 수익성, 적극적인 주주이익 환원 정책에 주목

## 경기방어, 확고한 시장지위 ..... 31

- 롯데쇼핑(023530) 믿을 수 있는 실적
- KT스카이라이프(053210) 가입자 기반의 안정적인 사업 부각
- CJ제일제당(097950) 중국발 바이오 성장과 국내 식품의 턴어라운드
- KT&G(033780) 절대 저평가, 그리고 가격 인상 가능성
- LG생활건강(051900) 비싸서 못 샀던 LG생활건강 살 기회
- 삼성화재(000810) 주식으로 준비해 보세요, 노후대책! 떠올려 보세요, 삼성화재 매수!

## POSCO(005490)

매수(유지) / TP: 600,000원(유지)

### 시나리오 분석

• 주가(8/22)	387,500원
• 시가총액	33,785십억원
• 자본금	482십억원
• 52주 최고/최저가	538,000원/387,500원
• 6개월 일평균 거래대금	137,663백만원
• 외국인지분율	48.4%

• Historical 12개월 forward PBR	
최저	0.67x
중간	1.10x
최고	2.45x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	3.6x
중간	9.4x
최고	17.2x

주: PBR 및 PER은 2005년 이후 FnGuide 컨센서스 기준

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화율 가정(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 BPS(원)	520,739	497,726	506,360	514,986
기존 추정치 대비(%)	-	-4.4	-2.8	-1.7
목표 PBR(x)	1.15	0.75	1.00	1.13
목표주가(원)	600,000	374,999	506,360	581,934

### 3분기가 실적 바닥, bottom fishing에 나설 때

**9월 이후 철강제품 가격 반등 예상:** 당초 예상과는 달리 일본 지진은 국내 철강산업에 부정적인 영향을 미쳤다. 철강업체들의 피해는 미미한 가운데 일본 내수는 부진해 일본 철강 제품의 가격이 하락했다. 이에 따라 국내 철강 가격도 가격 인상 효과를 충분히 누리지 못하는 결과를 초래했다. 그러나, 9월부터는 1) 일본 자동차 산업이 정상 가동되면서 일본 내수가 살아나고, 2) 중국의 철강 수요가 성수기의 영향으로 증가하면서 국제 철강 제품 가격이 반등할 것이다.

**강점탄 가격은 4분기부터 하락한다:** 올해 2월에 강점탄 가격은 작년 평균 대비 69% 상승한 370달러/톤을 기록했다. 이러한 강점탄 가격 강세는 호주의 퀸즈랜드 홍수로 인한 공급 부족 때문이다. 2011년 1분기 호주의 제철용 석탄 생산량은 홍수로 인해 전분기대비 32% 감소했다. 우리는 퀸즈랜드가 홍수 피해에서 복구되면서 강점탄 생산량이 다시 증가할 것으로 판단한다. 호주의 제철용 석탄 신규 capa 또한 2014년까지 꾸준히 증가하는데 2011년 증설 규모가 18백만톤으로 가장 크다. 세계 제철용 석탄 수출의 62%를 차지하는 호주의 생산량 증가는 강점탄 가격 하락 요인으로 작용할 것이다.

**매력적인 밸류에이션:** 우리는 지금까지 철강 제품의 추가 하락으로 상황이 악화되는 점을 감안해 철강 업체 주식 매수에 대해 조심스런 시각을 제시해 왔으나 이제는 주식을 사야 하는 시기라고 판단한다. 8월까지의 비수기의 영향으로 열연 가격이 약세를 보이겠지만 철강업황의 저점이 임박했기 때문이다. 2012년 더블딥이 도래하여 이익이 25% 감소하는 시나리오를 반영하더라도 주가는 현재 수준에서 지지될 것이다. 매수 투자자의견과 2011~2012년 평균 BPS 494,260원에 목표 PBR 1.24배(ROE 12%, ke 10.3%, g 3%)를 적용해 산출한 목표주가 600,000원을 유지한다. 목표주가는 현 주가대비 55%의 상승 여력이 있다.

최문선 3276-6182  
moonsun@truefriend.com

김진우 3276-6278  
jinwoo.kim@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	26,954	3,148	3,583	3,172	41,380	(29.8)	5,208	14.9	9.8	1.6	10.8
2010A	32,582	5,047	5,150	4,203	54,558	31.8	7,351	8.9	6.3	1.1	12.7
2011F	39,605	4,875	5,349	4,279	55,387	1.5	6,637	6.9	5.6	0.8	11.6
2012F	41,484	6,270	6,746	5,397	70,063	26.5	8,200	5.5	4.4	0.7	13.2
2013F	42,353	6,803	7,304	5,843	75,849	8.3	8,867	5.0	4.0	0.7	12.8

주: K-GAAP (개별) 기준

## 삼성물산(000830)

매수(유지) / TP: 110,000원(유지)

### 시나리오 분석

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화율 가정(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 EPS(원)	4,191	3,600	3,800	4,000
기존 추정치 대비(%)	-	-14.1	-9.3	-4.6
목표 PER(x)	26.2	25.0	25.5	26.0
목표주가(원)	110,000	90,000	97,000	104,000

• 주가(8/22)	69,900원
• 시가총액	10,920십억원
• 자본금	804십억원
• 52주 최고/최저가	91,800원/55,000원
• 6개월 일평균 거래대금	95,086백만원
• 외국인지분율	21.1%
• Historical 12개월 forward PBR	
최저	0.43x
중간	1.27x
최고	2.60x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	11.0x
중간	24.6x
최고	45.3x

주: PBR 및 PER은 2005년 이후 FnGuide 컨센서스 기준

### 개발형 사업으로 건설시장을 선도

**단/중기적 수주 모멘텀은 주가 상승요인:** 8월부터 계약 가시권에 들어오는 프로젝트가 많아져 타사대비 활발한 해외수주 news flow가 예상된다. 현재 사우디 ‘쿠라야 #1’(11억달러) 민자발전의 정식 계약과 #2(11억달러)의 수의계약을 동시 진행 중이다. 이 외에도 5억달러 규모의 인도 ‘Worli Tower’ (LOA 수령, 계약 대기 중), 5억달러의 UAE 복합화력 발전 등 3분기 내에 뉴스가 예상되는 안전만 총 40억달러 이상이다. 이 같은 긍정적인 news flow는 최근 매크로 불안으로 낙폭이 과대했던 동사의 주가 상승요인으로 작용할 것이다.

**개발형 사업 확대로 건설시장 선도:** 삼성물산의 해외수주가 국내 경쟁사 대비 느린 진행을 보인다고 느껴지는 것은 지분투자를 겸하는 개발형 사업 위주의 수주 전략을 취하기 때문이다. 최근 PPA(전기요금 계약)를 마무리 짓고 내년 상반기 착공을 눈앞에 둔 총 7조원 규모의 ‘온타리오’ 신재생 사업도 사실 08년부터 준비해 온 사업이다. 개발형 사업은 EPC 경쟁력뿐 아니라 펀딩이나 사업 제안 능력 등 종합적 수행 능력과 인내를 요구하기 때문에 진입하기 어려운 시장이다. 이 능력을 겸비, 실제 성과를 가장 먼저 보여주고 있는 삼성물산은 변화하는 건설시장의 패러다임에 가장 빨리 적응한 선도 업체로 평가된다.

**수치로 확인되기 시작한 준비의 결과:** 건설부분 조정 영업이익률이 올 1분기 4.2%에서 2분기 5.7%로 상승, 건설부분의 수익성이 개선되고 있다. 관계사 매출이 늘어나 sales mix가 좋아진 것 외에도 해외를 비롯, 전 공종에 걸쳐 원가율이 개선됐다. 국내 대부분 업체가 집중하는 중동에서의 출혈 경쟁을 줄이고 비중동 지역에서 개발 위주의 차별적인 수주 성과가 나타나고 있기 때문이다. 삼성물산의 시가총액에서 삼성전자 장부가를 제외한 12개월 forward implied PER은 9.2배 수준으로 역사적 최저에 근접한다. 대외변수가 불안해도 삼성물산 목표 시가총액의 30%는 계열사 주식 가치로 구성되므로 상대적으로 주가 변동성이 낮다. Top pick을 유지하며 최근 조정기를 싸게 사는 시기로 이용하기를 권유한다.

이경자 3276-6155  
kyungja.lee@truefriend.com

송용석 3276-6184  
songyongsok@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	18,499	793	830	308	2,089	(10.8)	1,064	26.9	9.8	1.2	5.0
2010A	17,811	632	679	486	3,299	57.9	910	23.9	16.6	1.4	6.0
2011F	20,021	681	773	574	3,799	15.1	977	18.4	14.7	1.2	6.5
2012F	22,224	752	853	634	4,191	10.3	1,064	16.7	13.1	1.1	6.7
2013F	24,161	794	931	692	4,574	9.1	1,122	15.3	12.1	1.1	6.9

주: 1. K-IFRS (연결) 기준  
2. 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 기아차(000270)

매수(유지) / TP: 105,000원(유지)

### 시나리오 분석

• 주가(8/22)	59,000원
• 시가총액	23,553십억원
• 자본금	2,102십억원
• 52주 최고/최저가	29,800원/84,600원
• 6개월 일평균 거래대금	268,611백만원
• 외국인지분율	27.4%
• Historical 12개월 forward PBR	
최저	0.41x
중간	0.92x
최고	2.69x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	5.1x
중간	11.0x
최고	110.6x

주: PBR 및 PER은 2005년 이후 FnGuide 컨센서스 기준

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화를 가정(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 EPS(원)	10,062	6,037	7,547	9,056
기존 추정치 대비(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
목표 PER(x)	10.4	9.5	9.5	9.5
목표주가(원)	105,000	57,353	71,692	86,030

### 세계의 관심 지속될 전망

**주가의 상승여력이 하락위험보다 훨씬 크다:** 글로벌 경제의 불확실성 때문에 주식시장과 함께 기아차의 주식가는 최근 급락했다. 이번 조정을 절호의 '저가매수' 기회로 판단한다. 최악의 시나리오 분석을 위해 2012년 EPS 추정치를 40% 할인하고 역사적 평균 PER multiple 9.5배를 적용한 주가는 57,000원이다. 그러나 2012년 EPS 추정치를 10% 할인하고 PER multiple 9.5배를 적용하면 적정주가는 86,000원이다. 따라서 주가의 상승여력이 하락위험보다 훨씬 크다고 판단된다.

**'저가매수' 기회로 판단하는 4가지 이유:** 이번 조정을 절호의 '저가매수' 기회로 판단하는 이유는 다음 4가지 때문이다.

- 1. 더 높아진 신흥시장 매출 비중:** 기아는 금융위기 이후 중국과 같은 신흥시장에서 고성장을 구가해 미국과 유럽의 매출비중은 현저하게 줄어들었다. 기아의 미국과 EU시장 매출비중은 2007년 39.2%에서 2010년 28.8%까지 하락했다.
- 2. 'value car' 이미지 강화:** 기아는 금융위기를 무사히 넘기며 세계적으로 브랜드 인지도와 'value car' 이미지가 강화됐다. 글로벌 경제의 불확실성이 커지고 고유가가 계속되는 가운데 동사는 성능대비 매력적인 가격, 우수한 연비 등에 힘입어 세계의 관심이 지속될 전망이다.
- 3. 경쟁구도를 바꾼 디자인:** 기아의 신차들은 2009년 이후로 세계적으로 유명한 디자인 상을 휩쓸었다. 특히 2011년 3월 기아의 K5가 한국 자동차 중 최초로 reddot design의 best of best로 선정됐다.
- 4. 우호적인 환율:** 최근 1,050원을 하회했던 원/달러 환율은 1,088원까지 상승했다. 더욱 긍정적인 것은 미국의 신용등급이 강등되며 엔화가 달러대비 지속적으로 강세를 보이고 있는 점이다. 원/엔 환율은 2010년 평균 13.2원에서 최근 14원으로 상승했다. 이로써 한국 자동차는 일본 자동차대비 가격경쟁력이 더욱 강해졌다는 판단이다.

서성문 3276-6152  
sungmoon.suh@truefriend.com

이현영 3276-6279  
daniel.lee@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	18,415.7	1,144.5	1,699.6	1,450.3	3,689	1,025.8	1,827.9	16.0	14.5	3.2	22.1
2010A	23,261.4	1,680.2	2,775.7	2,254.3	5,561	50.7	2,310.1	10.6	10.6	2.5	26.5
2011F	26,754.3	2,042.4	4,821.4	3,712.4	9,158	64.7	2,695.5	6.4	8.9	1.8	32.8
2012F	28,530.2	2,277.8	5,297.2	4,078.9	10,062	9.9	2,927.5	5.9	7.8	1.4	27.4
2013F	30,195.7	2,498.6	5,793.9	4,461.3	11,006	9.4	3,179.2	5.4	6.8	1.1	23.6

주: K-GAAP (개별) 기준

## 녹십자(006280)

매수(유지) / TP: 215,000원(유지)

### 시나리오 분석

• 주가(8/22)	171,500원
• 시가총액	1,710십억원
• 자본금	51십억원
• 52주 최고/최저가	178,000원/114,000원
• 6개월 일평균 거래대금	6,822백만원
• 외국인지분율	30.1%
• Historical 12개월 forward PBR	
최저	1.81x
중간	2.52x
최고	5.26x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	9.1x
중간	15.3x
최고	30.8x

주: PBR 및 PER은 2005년 이후 FnGuide 컨센서스 기준

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화율 가정(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 EPS(원)	10,114	7,889	8,976	9,811
기존 추정치 대비(%)	-	-22.0	-11.3	-3.0
목표 PER(x)	21.3	14.7	16.0	18.0
목표주가(원)	215,000	115,970	143,622	176,595

### 경기침체와 약가인하 압박에서도 끄떡없다

**금융불안으로 인한 주가 조정에서 완벽히 회복, 그러나 re-rating 여력 충분:** 8월 11일 우리가 단기 바닥에 근접한 현 시점이 매력적인 재매수 시기라고 제시한 이후 녹십자의 주가는 하루 만에 10.8% 상승했다. 그러나 지금도 목표주가(215,000원, DCF 방식, 2012년 내재 PER 21배) 및 글로벌 혈액제제 회사들의 역사적 mid-cycle PER(26배) 대비 녹십자의 상승 여력은 충분하다. 한편, 경기 침체시에도 녹십자의 주가 하락 리스크(base case 143,622원)는 제한적이다. 단기바닥 추정시 3년 mid-cycle PER 16배를 적용한 근거는 지난 3년간 포트폴리오, 수익성, 외국인 지분율 등에서 녹십자의 펀더멘털이 대폭 개선되었기 때문에 경기 침체시에도 역사적 평균 수준의 PER이 과도하지는 않다고 판단해서이다.

**경기침체와 약가인하 압박에서도 견고:** 녹십자야말로 성장 모멘텀이 견고한 경기 방어주이다. 경기침체 우려 속에서도 수요가 꾸준한 독감백신과 혈액제제와 같은 특수 의약품 시장에서 독보적인 시장지배력을 갖고 있기 때문이다. 또한, 특수약품의 생산업체수가 제한적인 점, 녹십자 생산 제품 중에 공익성이 강한 퇴장방지의약품이 많은 점들을 감안하면, 다른 전통제 약업체 대비 경기침체 국면에서 대두될 수 있는 정부의 약가인하 압력에서도 상대적으로 자유롭다. 그 예로, 지난 12일 보건복지부가 건강보험재정안정화를 위해 기존 제네릭의 약가를 최대 21% 인하하는 개편안을 발표했으나, 녹십자의 매출에 미치는 영향은 거의 없다.

**다양한 해외 캐털리스트, 경기침체속에서 가격 경쟁력 갖춘 녹십자의 글로벌 경쟁력 부가:** 실적이 경기방어적일 뿐만 아니라 회사의 re-rating을 견인할 수 있는 해외진출 캐털리스트도 다양하다. 시간순서상으로 1) 2011년 하반기 독감백신 남미 PAHO 시장 입찰, 2) 대규모 혈액제제 유럽수출 계약 논의, 3) 북미 혈액제제 회사 M&A 가능성 및 4) 2012년 독감백신과 그린진-F(혈우병 치료제) 중국시장 출시 본격화 등의 이벤트가 있다. 또한 글로벌 경기침체 상황에서 각국 정부나 국제기구들의 재정압박이 커질 경우, 글로벌 수준의 품질 경쟁력과 글로벌 선도업체대비 가격경쟁력을 갖춘 녹십자가 더욱 주목받게 될 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	643	119	105	81	9,021	63.3	136	13.7	8.8	3.1	25.7
2010A	791	146	135	105	11,344	25.8	165	12.3	7.9	2.5	23.3
2011F	786	97	93	72	6,874	-39.4	118	25.9	14.3	2.9	11.6
2012F	972	147	144	112	10,114	47.1	172	17.6	9.6	2.5	15.4
2013F	1,179	185	182	142	12,777	26.3	214	13.9	7.5	2.2	16.9

주: 1. K-IFRS (연결) 기준  
2. 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준투자자의견 및 목표주가 변경내역

이정인 3276-6239  
jilee@truefriend.com

## 엔씨소프트(036570)

매수(유지) / TP: 400,000원(유지)

### 시나리오 분석

• 주가(8/22)	323,500원
• 시가총액	7,064십억원
• 자본금	11십억원
• 52주 최고/최저가	357,000원/189,000원
• 6개월 일평균 거래대금	49,671백만원
• 외국인지분율	29.9%

• Historical 12개월 forward PBR	
최저	1.04x
중간	3.17x
최고	6.77x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	13.8x
중간	24.0x
최고	58.0x

주: PBR 및 PER은 2005년 이후 FnGuide 컨센서스 기준

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화율 가정(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 EPS(원)	16,665	13,332	14,582	15,832
기존 추정치 대비(%)	-	-20.0	-12.5	-5.0
목표 PER(x)	24.0	16.0	20.0	24.0
목표주가(원)	400,000	213,311	291,636	379,959

### 블레이드앤소울과 길드워2 상용화로 2012년부터 고성장 재개

**전세계에서 독보적인 MMORPG 개발사:** 엔씨소프트는 리니지 시리즈와 아이온, 길드워 등을 동서양 다수의 국가에서 흥행시켰고, 블레이드앤소울, 길드워2, 와일드스타 등 다수의 대작 MMORPG를 연달아 출시하면서 전세계에서 독보적인 MMORPG 개발사임이 확인될 전망으로 다른 게임사들대비 높은 프리미엄을 적용받는 것이 타당하다. 엔씨소프트에 대한 투자자의견 '매수'와 목표주가 40만원(2012년 예상 EPS에 목표 PER 24배 적용)을 유지한다.

**온라인 게임은 경기 영향 미미해 흥행 여부가 투자 포인트:** 글로벌 경기 침체에 대한 불안감이 확대되고 있으나, 온라인 게임 업종이 경기방어주로서 부각되고 있다. 게임업체들의 주가는 외부 경기 변수나 주식 시장 변동보다는 개별 게임의 흥행이나 뉴스, 이벤트들에 영향을 받기 때문이다. 국내 대표 게임업체인 엔씨소프트도 블레이드앤소울, 길드워2 등 신규 게임 서비스 개시가 임박해 이 게임들의 예상 흥행 규모가 투자 판단의 최우선 기준이 되고 있다.

**다수의 차기 대작 서비스 임박:** 블레이드앤소울은 8월말에 2차 CBT를 실시할 예정이다. 작년 지스타에서 공개한 시연 버전으로 탁월한 게임성은 이미 확인되었고, 대규모로 진행되는 2차 CBT에서 큰 문제가 발생하지 않을 경우 연내 OBT(Open Beta Test)를 실시할 전망이다. 8월 독일 게임스컴과 북미 팩스에서 하반기에 CBT 예정인 길드워2와 카바인 스튜디오가 개발 중인 신작 MMORPG(다중접속 온라인 역할 수행게임) '와일드스타(Wildstar)'를 공개했다. 블레이드앤소울과 길드워2의 상용화가 시작되는 2012년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 45.9%, 132.8% 증가할 전망이다.

**기존 게임들 실적도 아이템 판매 확대로 견조할 전망:** 리니지1은 성공적인 아이템 매출 확대로 1998년 상용화 이래 급년 2분기에 분기 최고 매출을 기록하며 라이프 사이클의 영향없이 견조한 실적을 내고 있다. 리니지2의 경우 6월 적용한 '파멸의 여신' 업데이트로 트래픽이 회복되고 있으며, 아이온도 7월 2.7 업데이트 이후 반응이 좋고, 3.0 대규모 콘텐츠 업데이트를 연내 실시할 예정으로 아이템 판매를 점진적으로 확대할 예정이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	635	234	241	184	9,555	612.5	256	15.6	10.3	4.4	35.1
2010A	656	177	198	147	7,468	(21.8)	203	27.9	19.5	6.0	21.2
2011F	659	167	195	146	7,358	(1.5)	221	44.0	29.2	7.9	17.7
2012F	962	389	429	330	16,665	126.5	449	19.4	13.9	5.8	31.5
2013F	1,047	423	477	372	18,779	12.7	469	17.2	12.6	4.5	26.8

주: 1. K-IFRS (연결) 기준  
2. 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

홍종길 3276-6168  
jonggil@truefriend.com

최민하 3276-6260  
mhchoi@truefriend.com

## 덕산하이메탈(077360)

매수(유지) / TP: 37,000원(유지)

### 시나리오 분석

• 주가(8/22)	27,000 원
• 시가총액	794 십억원
• 자본금	6 십억원
• 52주 최고/최저가	30,150원/19,150원
• 6개월 일평균 거래대금	10,294 백만원
• 외국인지분율	22.9%
• Historical 12개월 forward PBR	
최저	0.47x
중간	2.27x
최고	12.67x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	NA
중간	18.1x
최고	193.0x

주: PBR 및 PER은 2005년 이후 FnGuide 컨센서스 기준

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화를 가정(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 EPS(원)	1,766	1,412	1,545	1,677
기존 추정치 대비(%)	-	-20.0	-12.5	-5.0
목표 PER(x)	21.0	15.0	18.0	21.0
목표주가(원)	37,000	21,187	27,808	35,223

### AMOLED산업 대형으로 확장, OLED소재의 성장은 계속된다

**AMOLED산업 투자 지속, 경기 상황에 따른 이익 변동 risk는 제한적:** AMOLED산업은 현재 설비투자가 증가하는 초기단계이며 경기부진에도 주요 패널업체들의 AMOLED 투자가 지속되는 점을 고려할 때, 동사 AMOLED소재 사업의 이익 변동 risk는 제한적이다. 동사 AMOLED 소재 사업의 견고한 이익 성장이 예상되는 이유는 1) AMOLED 산업이 중소형 중심에서 대형으로 확장됨에 따라 AMOLED소재 시장 규모 또한 급격히 성장할 것이며, 2) 경쟁사의 시장 진입이 지연되면서 2012년 이후에도 SMD(삼성모바일디스플레이)내의 높은 점유율이 유지될 것으로 전망되기 때문이다. 동사의 2011년, 2012년 추정EPS는 각각 116%, 67% 증가할 전망이다. 투자조건 '매수' 및 목표주가 37,000원(2011, 2012년 추정 EPS 평균에 목표 PER 25배 적용)을 유지한다. 현재 동사 주가의 높은 밸류에이션(2011년 EPS 기준 PER 25배) 또한, AMOLED소재의 높은 성장성을 고려하면 충분히 정당화될 수 있다.

**대형 AMOLED 산업 확장에 따른 높은 소재 시장 성장성:** AMOLED산업이 대형으로 확장됨에 따라 OLED 소재의 시장 규모 또한 급격히 성장할 것이다. 8세대 AMOLED기판 한 장에 소요되는 OLED소재 사용량이 5.5세대 기판에 비해 2.8배 많다는 점을 고려할 때, 8세대 AMOLED 라인 증설이 본격화될 것으로 기대되는 2012년부터 HTL소재 시장의 규모는 큰 폭으로 증가할 것으로 전망된다. 동사가 공급하는 HTL 소재의 경우, 대형화에 따른 증착공정 기술변화와 무관하게 소재 공급이 지속 가능하다. 공정 기술변화에 따라 수주모멘텀이 약해질 수 있는 AMOLED 장비업체들과 달리 소재업체들은 공급 변동성 risk가 제한적이다.

**SMD내 높은 소재 점유율은 유지될 것이다:** AMOLED소재 경쟁업체들이 등장해 동사가 SMD에 공급하고 있는 HTL 소재의 점유율이 하락할 것이라는 우려가 있지만, 우리는 그 risk는 매우 낮은 것으로 판단한다. 하반기에 가동될 SMD 5.5세대 P2라인은 P1라인과 동일한 공정 기술 방식이 적용될 것으로 파악되며, 이에 따라 동사의 모바일용 HTL소재가 지속 채택될 가능성이 매우 높다. 특히, 소재의 특성 상 이미 생산라인에 적용되고 있는 공급업체의 변경이 쉽지 않음을 고려하면 가장 안정적인 양산 체제를 갖춘 동사의 소재가 향후에도 경쟁사 대비 높은 점유율을 유지할 것이다. 비록, 대형 AMOLED패널용 소재로의 spec 전환이 예상되는 P3라인부터는 주요 경쟁업체의 진입으로 점유율이 현재보다 낮아질 것으로 예상되지만, 대형화에 따른 산업의 성장성을 고려할 때 물량 증가세는 지속될 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	32	5	6	5	251	NM	8	52.0	35.4	5.1	8.7
2010A	72	13	13	10	489	94.8	22	41.5	22.6	6.7	12.4
2011F	125	33	34	31	1,055	115.7	43	25.6	17.9	6.8	28.4
2012F	213	56	57	52	1,766	67.4	67	15.3	11.2	4.8	34.4
2013F	261	66	67	61	2,084	18.0	78	13.0	9.2	3.5	29.5

주: K-GAAP (개별) 기준

유종우, CFA 3276-6178  
jongwoo.yoo@truefriend.com

정희석 3276-6277  
heuseok.j@truefriend.com

## 삼성전자(005930)

매수(유지) / TP: 1,120,000원(유지)

### 시나리오 분석

• 주가(8/22)	691,000원
• 시가총액	101,784십억원
• 자본금	898십억원
• 52주 최고/최저가	1,010,000원/680,000원
• 6개월 일평균 거래대금	358,005.8백만원
• 외국인지분율	51.0%
• Historical 12개월 forward PBR	
최저	1.12x
중간	1.77x
최고	2.62x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	7.0x
중간	12.7x
최고	22.3x

주: PBR 및 PER은 2005년 이후 FnGuide 컨센서스 기준

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화를 가정(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 EPS(원)	110,491	65,596	82,432	99,267
기존 추정치 대비(%)	-	-40.6	-25.4	-10.2
목표 PER(x)	10.1	9.5	9.7	10.0
목표주가(원)	1,120,000	620,000	800,000	990,000

### 삼성전자에 대해 장기적으로 긍정적인 시각 유지

**하반기 D램 산업의 공급 증가세가 둔화될 것을 확인시켜 준 2분기 실적:** 삼성전자의 2분기 매출액은 39,44조원(추정치는 41,55조원), 영업이익은 3,75조원(추정치는 3,39조원)이었다. 반도체 부문 영업이익은 1.8조원(추정치는 1.9조원), LCD 부문 영업이익은 -0.2조원(추정치는 -0.1조원)으로 다소 부진한 결과를 보인 반면 통신 부문 영업이익이 1.7조원(추정치는 1.5조원), DM&A 부문 영업이익이 0.5조원(추정치는 0.1조원)으로 견고한 결과를 보임으로써 반도체 및 LCD 부문의 부진을 상쇄시킨 것으로 판단된다. 2분기 실적의 주요 포인트는 다음과 같다. 1) D램과 NAND의 2분기 및 3분기 공급 증가세가 예상보다 낮은 것으로 파악되는 점, 2) 올해 설비투자 전체 금액의 변동은 없지만 LCD의 일부 투자가 반도체로 전환될 수 있다는 점, 3) 경기불황 속에서도 DM&A 부문이 예상보다 견고한 수익성을 보였다는 점 등이다.

**D램 산업의 공급 증가세 둔화는 D램 가격 회복에 도움을 줄 수 있을 것:** 삼성전자의 예상보다 낮은 D램 공급 증가세(2분기는 전분기 대비 +5%, 3분기는 2분기 대비 +2~3% 전망)는 올해 하반기 D램 산업의 공급 증가세가 둔화될 것이라는 우리의 시각을 뒷받침하며, 이는 하반기 D램 가격 회복에 도움을 줄 것이라고 판단된다. 2분기의 낮은 공급 증가세는 specialty D램으로 생산전환 과정에서 생산성 손실이 발생했던 점에 기인한 것으로 판단된다.

**매크로 경기 불확실성에도 불구하고, 삼성전자에 대해 장기적으로 긍정적인 시각 유지:** Best-case scenario를 가정해 2012년 EPS 추정치(110,491원)와 목표 PER(10.1배)을 각각 10.2%, 1.3% 할인한 주가는 990,000원이지만, 경기침체의 정도가 심해지는 최악의 상황을 가정하면 2012년 EPS 추정치(110,491원)와 기존의 목표 PER(10.1배)을 각각 40.6%, 6.3% 할인한 주가는 620,000원이 될 수도 있다. 이러한 가정에도 불구하고, 우리는 삼성전자에 대해서 장기적으로 긍정적인 시각을 유지하는데, 그 이유는 다음과 같다. 1) 향후 시장을 선도해나가기 위한 각 사업부의 기반이 잘 갖추어져 있고, 2) 동사의 공격적인 투자전략(특히 D램)이 향후 경쟁사와의 격차를 확대하는 견인차가 될 전망이며, 3) 휴대폰 및 TV 시장에서 계속 강자의 위치를 유지할 것으로 보기 때문이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	136,324	10,925	12,192	9,572	64,887	72.2	22,063	12.3	5.1	1.7	15.0
2010A	154,630	17,297	19,329	15,799	105,993	63.4	28,690	9.0	4.8	1.7	20.4
2011F	168,554	14,751	16,653	13,301	88,600	(16.4)	28,756	7.8	3.4	1.1	14.5
2012F	186,308	18,779	21,031	16,591	110,491	24.7	35,070	6.3	2.8	1.0	15.7
2013F	194,241	19,269	21,564	16,906	112,588	1.9	36,366	6.1	2.6	0.9	13.9

주: 1. K-IFRS (연결) 기준  
2. 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

한승훈 3276-6162  
seunghoon.han@truefriend.com

박기흥 3276-4130  
Kiheung.park@truefriend.com

## S-Oil(010950)

매수(유지) / TP: 176,000원(유지)

### 시나리오 분석

• 주가(8/22)	94,500원
• 시가총액	10,639십억원
• 자본금	292십억원
• 52주 최고/최저가	167,000원/57,700원
• 6개월 일평균 거래대금	109,534.2백만원
• 외국인지분율	44.3%

• Historical 12개월 forward PBR	
최저	1.27x
중간	2.23x
최고	3.46x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	6.2x
중간	11.1x
최고	21.0x

주: PBR 및 PER은 2005년 이후 FnGuide 컨센서스 기준

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화율 가정(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 EBITDA(십억원)	3,112	1,726	2,246	2,766
기존 추정치 대비(%)	-	-44.5	-27.8	-11.1
목표 EV/EBITDA(x)	6.6	6.0	6.3	6.6
목표주가(원)	176,000	88,000	121,000	156,000

### PX스프레드 개선 기대

**‘매수’ 투자의견과 목표주가 176,000원 유지:** S-Oil에 대해 ‘매수’ 투자의견과 목표주가 176,000원을 유지한다. 목표주가는 2012년 예상 EBITDA에 EV/EBITDA 6.6배를 적용하였다. 최근 국내 정유사 주가는 유가 급락으로 인한 정유사업 재고평가 손실, 석유수요 감소에 따른 정체마진 축소 리스크가 부각되면서 8월 4일 이후 평균 30% 하락한 수준이다. S-Oil의 경우 유가 하락에 따른 일부 재고평가 손실을 제외하고는 2분기를 저점으로 실적 개선이 기대된다. 정체마진은 견고하게 유지되고 있으며, 화학사업의 경우 하반기 PTA 증설로 인한 PX 업황 개선이 예상된다. 현재 S-Oil의 주가는 2012년 PER 기준으로 약 5배, EV/EBITDA 기준 약 4배에 근접해 밸류에이션 매력이 충분하다고 판단한다. 단, 유가가 추세적으로 하락할 경우, 밸류에이션 상승 리스크는 존재한다.

**유가 급락에도 정체마진은 양호한 수준 유지:** 국제유가는 급락 이후 꾸준한 개선세를 보이다 지난 금요일 다시 대폭 하락했다. 미국 신용등급 강등 당일 유가는 미국 증시 폭락, 달러화 강세, 경기침체 우려 등의 영향으로 크게 하락했다(두바이유의 경우, 8월 5일에 전일 대비 6.1 달러/배럴 하락한 101.1 달러/배럴). 그 후 2주간 105달러/배럴 수준까지 회복했으나, 8월 18일 101달러/배럴로 급락하며 불안정한 상태이다. 그러나 아시아 복합 정체마진은 유가 변동성에도 평균 11~12달러/배럴로 양호한 수준이다. 복합정체마진은 정유설비 신증설 공급 감소에 따른 양호한 수급 상황으로 인해 견고한 수준(10 달러/배럴)을 유지할 것으로 예상된다.

**하반기 PX 시황 개선 기대:** 하반기부터 PX 증설은 제한적인데 비해, PX의 다운스트림인 PTA는 중국에서 대규모 신규 가동이 예정되어 있다. 따라서 2분기에 상대적으로 저조했던 PX스프레드는 하반기부터 다시 개선될 것으로 판단한다. S-Oil은 지난 2분기에 대규모 PX 설비 증설을 완료했다. 현재 S-Oil의 PX 생산능력은 160만톤으로 국내 1위이다. 따라서 PX 업황 업사이클이 하반기부터 본격적으로 기대되는 가운데, 설비를 대폭 확장한 S-Oil의 화학사업 실적 증가가 예상된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	17,424	291	272	230	1,971	(48.6)	469	27.4	16.4	1.6	6.3
2010A	20,530	813	869	705	6,055	207.2	1,002	15.3	12.3	2.4	16.7
2011F	33,104	2,169	2,318	1,767	15,156	150.3	2,339	6.2	5.1	1.8	33.6
2012F	33,367	2,961	3,068	2,332	20,000	32.0	3,112	4.7	3.8	1.4	33.2
2013F	34,415	2,720	2,846	2,163	18,552	(7.2)	2,851	5.1	4.1	1.1	24.1

주: K-GAAP (개별) 기준

최지혜 3276-6166  
jihye.choi@truefriend.com

이나경 3276-6241  
nklee@truefriend.com

## 현대중공업(009540)

매수(유지) / TP: 600,000원(유지)

• 주가(8/22)	290,500원
• 시가총액	22,078십억원
• 자본금	380십억원
• 52주 최고/최저가	547,000원/258,500원
• 6개월 일평균 거래대금	178,394백만원
• 외국인지분율	18.5%
• Historical 12개월 forward PBR	
최저	0.89x
중간	1.79x
최고	5.58x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	4.1x
중간	14.0x
최고	139.6x

주: PBR 및 PER은 2005년 이후 FnGuide 컨센서스 기준

### 시나리오 분석

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화율 가정(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 EPS(원)	54,663	49,197	51,930	54,663
기존 추정치 대비(%)	-	-10.0	-5.0	0.0
목표 PER(x)	11.0	5.0	7.0	9.0
목표주가(원)	600,000	245,984	363,509	491,967

### 바겐 세일! 지금이 기회!

**매력적인 매수 기회:** 최근 주가 하락은 하반기 조선업 수주 둔화 및 하반기 실적악화에 대한 우려가 겹친 탓이다. 2분기의 실적 시즌을 거치면서 시장의 컨센서스가 하향조정되고 주가도 충분히 조정 받아 현재 주가는 이러한 우려를 대부분 반영한 것으로 판단된다. 2011년 기준 PER은 6.5배, 2012년 기준 PER은 6.2배 수준으로 저평가 매력이 돋보이고 하반기 비조선 부문 수주 모멘텀을 고려할 때 현재 주가 수준은 매우 매력적인 구간으로 판단한다.

**하이닉스 인수 부담 떨어져 자회사 가치 재부가 전망:** 하이닉스 인수전에 참여하지 않기로 결정하면서 자금 유출 부담이 줄어 현대삼호중공업과 현대오일뱅크의 가치가 재부가될 전망이다. 현대삼호중공업은 올해 수주목표 35억달러 중 현재 31억달러를 수주해 연간 목표치의 89%를 달성하였다. 올해 수주한 선박 31척은 초대형 컨테이너선 29척과 LNG선 2척으로 하반기에도 추가 수주 모멘텀이 기대된다. 최근 해양플랜트 시장 진출까지 선언해 선종다변화도 진행 중이어서 긍정적이다. 고도화설비 완공으로 업계 최고의 고도화율(30.8%)을 달성한 현대오일뱅크도 실적 개선세를 이어갈 전망이다. 이에 따라 두 자회사의 IPO 추진도 탄력을 받을 전망이다.

**상반기 수주 170억 달러 달성, 하반기는 육상플랜트와 해양플랜트 수주를 기대하자:** 6월말 현재 조선부문에서 85억달러를 수주하여 올해 목표치 75억달러를 이미 초과달성했다. 이중 절반 이상인 49억달러를 드릴십에서 달성했고 컨테이너선 19억달러, LNG선 9억달러를 수주했다. 하반기는 육상플랜트와 해양플랜트부문의 수주 모멘텀이 기대된다. 현대건설과 공동 입찰 중인 Brass LNG 프로젝트를 비롯하여 중동지역 발전 및 담수플랜트 프로젝트에 입찰 중이다. 특히 Brass LNG 프로젝트는 14척의 LNG선을 발주할 예정이어서 추가 LNG선 수주 기대감이 높다. 해양플랜트부문도 다수의 해양 platform, FPSO 등의 프로젝트에 입찰 중이어서 올해 전사 수주목표 266억달러를 무난히 달성할 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	21,142	2,223	2,648	2,146	35,705	(4.4)	2,668	4.9	4.4	1.2	27.9
2010A	22,405	3,439	4,784	3,761	61,807	73.1	3,932	7.2	8.9	2.3	31.8
2011F	25,118	3,048	4,108	3,229	52,693	(14.7)	3,565	5.5	6.2	1.2	21.1
2012F	26,285	2,944	4,262	3,350	54,663	3.7	3,470	5.3	6.0	1.1	18.3
2013F	27,526	2,796	4,279	3,364	54,881	0.4	3,348	5.3	6.1	0.9	15.8

주: K-GAAP (개별) 기준

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

## STX엔진(077970)

매수(유지) / TP: 40,000원(유지)

### 시나리오 분석

• 주가(8/22)	16,150원
• 시가총액	463십억원
• 자본금	72십억원
• 52주 최고/최저가	42,900원/16,150원
• 6개월 일평균 거래대금	17,403백만원
• 외국인지분율	10.1%
• Historical 12개월 forward PBR	
최저	0.49x
중간	2.17x
최고	6.72x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	3.0x
중간	12.3x
최고	59.6x

주: PBR 및 PER은 2005년 이후 FnGuide 컨센서스 기준

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화율 가정(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 EPS(원)	3,999	3,599	3,799	3,999
기존 추정치 대비(%)	-	-10.0	-5.0	0.0
목표 PER(x)	10.0	4.0	6.0	8.0
목표주가(원)	40,000	14,396	22,794	31,992

### 이라크 발전소 프로젝트로 반등을 노리자

**STX그룹의 하이닉스 인수전 참여로 단기 주가 변동성 있으나 실적 개선에 따른 저평가 매력 부각:** STX그룹의 하이닉스 인수전 참여 및 최근 시장 조정으로 주가 낙폭이 컸다. 하지만 수주, 실적 등 펀더멘털은 전혀 변화가 없어 오히려 저평가 매력이 돋보인다. 현재 주가 기준 2011년 PER은 5.8배, 2012년 PER은 5.0배 수준이다. 특히 조만간 이라크 프로젝트 매출이 발생하게 되면 실적의 추가 개선도 가능하여 valuation 매력은 더욱 상승할 전망이다. 하이닉스 인수전에 동사가 공동참여할 가능성도 낮아 현재 과도한 주가 하락은 절호의 저가 매수 기회로 판단한다.

**이라크 재건 사업의 신호탄은 내가 쏜다:** STX그룹은 지난 5월 이라크 전력부와 30억달러 규모의 2.5GW 발전플랜트 건설 계약을 체결했다. STX중공업이 EPC 프로젝트의 PM(project manager)역할을 담당하고 STX건설이 플랜트 건설, STX엔진과 STX메탈이 발전기용 엔진 및 기타 기자재 조달을 담당하게 된다. 이라크 전 지역에 100MW 규모의 디젤발전플랜트 25기를 건설하는 금번 프로젝트를 위해 STX엔진은 4MW 및 7.8MW급 디젤발전설비 500기를 자체 개발한 컨테이너 타입으로 공급할 계획이다. 대부분의 엔진이 올 하반기부터 순차적으로 납품되어 2012년까지 모두 인도될 것임을 고려하면 향후 1년 반 동안 1조원에 달하는 큰 폭의 매출 증가가 기대된다. 동사의 작년 매출액이 1.2조원임을 고려하면 매우 유의미한 수준이다.

**이라크 프로젝트의 영업이익률은 기존 사업 크게 상회하여 조선업황 부진을 충분히 상쇄:** 금번 프로젝트의 수익성은 기존 전사 영업이익률(2010년 기준 8.3%)을 상회하는 12% 내외를 기록할 것으로 추정된다. 이는 1) 금번 프로젝트가 타이트한 납품 일정으로 진행되어 단가가 높고, 2) 동일한 엔진 500기를 짧은 시간에 제조하여 생산성이 크게 향상될 것으로 기대되고, 3) 현재 60%에 머무르고 있는 가동률이 100%에 육박함에 따라 고정비 배분 효과가 있기 때문이다. 또한 7.8MW급 엔진은 기존의 MAN타입이 아닌 Nigata타입 엔진으로 STX엔진이 원천기술 라이선스를 구매한 바 있다. 따라서 통상 매출액의 4~7%에 달하는 라이선스비용도 절감할 수 있어 수익성이 더욱 향상될 여지가 있다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	1,608	203	82	60	2,108	(37.5)	223	9.1	3.0	1.0	10.9
2010A	1,221	102	75	58	2,035	(3.5)	123	17.1	10.3	1.4	9.0
2011F	1,480	126	129	100	3,483	71.1	150	4.6	4.7	0.6	12.8
2012F	1,570	135	148	115	3,999	14.8	161	4.0	3.9	0.5	13.0
2013F	1,712	153	198	153	5,343	33.6	180	3.0	3.3	0.4	15.2

주: K-GAAP (개별) 기준

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

## 코리안리(003690)

매수(유지) / TP: 19,000원(유지)

### 시나리오 분석

• 주가(8/22)	13,550원
• 시가총액	1,571십억원
• 자본금	58십억원
• 52주 최고/최저가	10,500원/14,250원
• 6개월 일평균 거래대금	4101.6백만원
• 외국인지분율	43.7%
• Historical 12개월 forward PBR	
최저	0.57x
중간	1.11x
최고	1.87x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	5.6x
중간	9.4x
최고	15.1x

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화율(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 BPS(원)	13,979	13,340	13,599	13,772
기존 추정치 대비(%)	-	-4.6	-2.7	-1.5
목표 PBR(x)	1.36	1.00	1.24	1.34
목표주가(원)	19,000	13,340	16,863	18,455

### 올해 뿐 아니라 내년에 대한 기대치도 높여갈 상황

**올해도 기대보다는 양호할 전망:** FY10 직후 금기 이익이 감소할 것으로 전망했지만, 1분기 실적을 감안하면 올해에도 증가 가능성이 높다. 애초 이익이 감소할 것으로 전망한 이유는 전기에 유가증권처분이익이 많고, IFRS 시행으로 비상위험준비금 적립 금지에 따른 법인세 증가 탓이었다. 그런데, 금번 1분기에는 투자실적이 계속 호조인데다 해외수재를 중심으로 외형성장 및 마진이 매우 양호했다. 또, 해외재보험 시장의 현재 상황 및 전망을 감안하면 추가 개선 가능성이 높다. 동사는 원수보험사 장기보험처럼 양호한 전망을 뒷받침해줄 관성적 요인이 없지만, 기대를 넘는 이익 및 보험료 성장을 끌어낸 과거 경력이 앞으로는 지속되기 어려울 것으로 볼 이유도 없다.

**삼성화재의 캡티브 재보험사 설립이 외형 및 이익에 미칠 부정적 영향은 없을 것:** 단기적으로 삼성화재의 캡티브 재보험사 설립이 동사의 외형 및 이익에 부정적 영향을 미칠 가능성이 제기되지만 가능성은 낮다. 삼성그룹의 일반보험 계약 중 코리안리가 삼성화재의 전(前)단계에서 재보험료를 받아(수재) 삼성화재에 다시 재보험을 내보내는(출재) 계약은 미미하기 때문이다. 삼성화재의 캡티브(captive) 재보험사 설립 실익은 1) 설립지역인 싱가포르의 낮은 법인세(세율 10% vs. 한국 24%), 2) 삼성화재로 재보험료가 유입되는 단계를 축소하는데 따른 수수료 절감이 주를 이룬다. 참고로 코리안리의 수재보험료 중 삼성화재가 차지하는 비중은 2000년 초반에는 17%까지 상승했었으나, 계속 낮아져 FY10에는 7.6%에 불과하다.

**지난 3년간 실적에 비해 주가는 오르지 못한 상태:** 동사 PBR은 2008년 이후 기준 1.6배 내외 수준에서 한 단계 하락한 1.0배에서 등락 중이다. 주가 면에서는 2009년 이래 10,000~13,000원 범위의 박스권에 갇혔다. 주요 원인은 장기보험이라는 중장기 성장 동력을 장착한 원수보험사에 비해 성장 전망이 낮다는 것인데, 성장 전망이 어려운데 따르므로 봐야 한다. 그런데, 지난 3년 연평균 ROE는 14.8%로 양호했다. 또, FY11 기준 PBR, PER은 1.1배, 7.8배이고, ROE는 16%에 이른다. 금기의 양호한 실적과 나아지고 있는 차기 이익 전망을 감안하면 주가 지표는 너무 낮다. 지루한 박스권에서 벗어날 때다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	2,927	57	79	145	1,293	13.6	N/A	7.7	N/A	1.0	13.9
2010A	3,085	(23)	167	177	1,579	22.1	N/A	8.1	N/A	1.1	14.4
2011F	3,411	105	151	195	1,742	10.3	N/A	7.8	N/A	1.1	16.0
2012F	3,809	115	170	220	1,970	13.1	N/A	6.9	N/A	1.0	16.6
2013F	4,229	86	186	211	1,881	(4.5)	N/A	7.2	N/A	0.9	13.9

주: 1. K-IFRS (별도) 기준  
2. 순이익 및 EPS는 지분법이익이 반영된 조정당기순이익 기준

이철호, CFA 3276-6167  
chlee@truefriend.com

## KT(030200)

매수(유지) / TP: 54,000원(유지)

### 시나리오 분석

• 주가(8/22)	38,100원
• 시가총액	9,948십억원
• 자본금	1,564.5십억원
• 52주 최고/최저가	49,200원/34,200원
• 6개월 일평균 거래대금	39,266.7백만원
• 외국인지분율	48.7%
• Historical 12개월 forward PBR	
최저	0.78x
중간	1.28x
최고	1.71x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	6.6x
중간	11.2x
최고	24.2x

주: PBR 및 PER은 2005년 이후 FnGuide 컨센서스 기준

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화를 가정(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 EPS(원)	5,478	5,040	5,259	5,368
기존 추정치 대비(%)	-	-8.0	-4.0	-2.0
목표 PER(x)	9.9	8.4	9.1	9.7
목표주가(원)	54,000	42,228	47,693	51,862

### 매력적인 valuation과 배당 메리트

**경기 방어적 성격이 부각될 전망:** 최근 글로벌 경제에 대한 불확실성으로 KT 주가가 하락했으나 시장 대비 outperform하고 있다. 통신업종은 이익이 안정적이고 경기 방어적인 특성이 강하기 때문이다. 통신주는 97년 IMF 외환위기, 04년 신용카드사태, 08년 글로벌 금융위기 시점에 시장 대비 outperform했다. 경기침체의 정도가 심해지는 최악의 상황을 가정해 2012년 EPS 추정치(5,478원)와 기존의 목표 PER(9.9배)을 각각 8.0%, 15.0% 할인한 주가는 42,000원이다. 하지만 2012년 EPS 추정치와 목표 PER을 모두 2.0% 할인하는 시나리오를 적용할 경우의 주가는 52,000원 수준으로 현재 목표주가와 크게 차이가 나지 않는다. 이익이 안정적인 경기 방어주라는 관점에서 KT의 매력적인 valuation과 배당 메리트에 주목해야 할 시점이다. KT의 배당수익률은 6.0%로 하반기 투자주로 적합하고 12개월 forward PER, EV/EBITDA, PBR이 각각 6.7배, 3.4배, 0.7배로 역사적 최저 수준이다. 동사의 03~10년 평균 하반기 주가 상승률(하반기에는 배당 포함)은 7.8%로 상반기(-3.1%)보다 높았다. 배당을 제외한 하반기 평균 주가 상승률도 3.2%로 상반기 평균(-3.1%) 대비 6.3%p 높았다. 배당 메리트와 역사적 주가 상승률로 봤을 때 하반기 투자 종목으로 적합하다.

**스마트폰과 미디어 등 자회사의 성장성이 높음:** 향후 스마트폰과 자회사가 성장 동력이 될 것이다. 첫째, 스마트폰의 높은 성장성이 지속됐다. 6월 스마트폰 가입자수가 524만명으로 3월 대비 36.6% 증가했다. 스마트폰 가입자 비중이 32.3%로 높아지면서 2분기 무선데이터 매출액은 전분기 대비 7.9% 증가했다. 연말 스마트폰 가입자수는 700만명을 상회할 것이다. 둘째, 방송, 금융 등 자회사의 성장성이 높다. 3월 KT그룹 미디어 사업(IPTV, Skylife)의 유료방송 시장 점유율이 20.7%(가입자 456만명)로 1년만에 2.8%p나 상승했다. KT Skylife는 높은 성장세를 지속하고 KT IPTV는 결합상품의 시너지로 12년 초에 흑자전환이 가능할 전망이다.

**현 수준의 수익성이 유지될 전망:** KT는 요금인하에도 불구하고 12년까지 10%의 영업이익률이 유지될 전망이다. 스마트폰 가입자수가 늘고 마케팅 비용이 절감될 것으로 보이기 때문이다. 여러 통신사업자가 아이폰, 갤럭시S 등 신규 주력 단말기를 동시에 출시하기로 해 경쟁 유인이 줄었고 사업자들은 11년에 늘려 책정하던 이익 가이드를 지키려면 마케팅비용을 줄여야 한다. 요금인하라는 예상치 못한 변수까지 생겨 절감 노력이 필요할 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	19,649	966	715	495	2,254	1.7	4,328	17.3	3.9	0.9	5.2
2010A	21,331	2,175	1,562	1,168	4,803	113.1	5,461	9.6	3.7	1.0	10.9
2011F	21,296	2,154	1,799	1,502	6,176	NM	5,130	6.2	3.5	0.8	13.1
2012F	21,868	2,206	1,814	1,333	5,478	(11.3)	5,235	7.0	3.4	0.7	10.8
2013F	22,203	2,233	1,862	1,368	5,621	2.6	5,311	6.8	3.3	0.7	10.4

주: 1. 09년, 10년은 K-GAAP (연결) 기준, 11년 이후는 K-IFRS (연결) 기준  
2. 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

양종민 3276-6153/6154  
jiyang@truefriend.com

## SK텔레콤(017670)

매수(유지) / TP: 222,000원(유지)

### 시나리오 분석

• 주가(8/22)	152,500원
• 시가총액	12,314십억원
• 자본금	44.6십억원
• 52주 최고/최저가	180,500원/131,000원
• 6개월 일평균 거래대금	33,719.8백만원
• 외국인지분율	46.9%

• Historical 12개월 forward PBR	
최저	0.91x
중간	1.64x
최고	2.52x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	6.4x
중간	10.0x
최고	13.8x

주: PBR 및 PER은 2005년 이후 FnGuide 컨센서스 기준

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화를 가정(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 EPS(원)	27,475	25,277	26,376	26,926
기존 추정치 대비(%)	-	-8.0	-4.0	-2.0
목표 PER(x)	8.1	6.9	7.4	7.9
목표주가(원)	222,000	173,604	196,070	213,209

### 양호한 수익성, 적극적인 주주이익 환원 정책에 주목

**자사주를 포함한 총배당수익률은 8.1%:** SK텔레콤 주가는 올해 상반기에 요금인하에 대한 불확실성으로 하락한 데다 7월에 하이닉스 인수 추진으로 추가로 하락했다. 하지만 최근에는 글로벌 경기침체에 대한 우려에도 불구하고 8월 중반 이후 SK텔레콤은 주가가 상승해 시장 대비 outperform하고 있다. 통신업종은 이익이 안정적이고 경기 방어적인 특성이 강하기 때문이다. 통신주는 97년 IMF 외환위기, 04년 신용카드사태, 08년 글로벌 금융위기 시점에 시장 대비 outperform했다. 최악의 시나리오 분석을 위해 2012년 EPS(27,475원)와 기존의 목표 PER(8.1배)을 각각 8.0%, 15.0% 할인하면 주가는 173,000원이다. 경기침체 정도가 심하지 않다고 가정하고 2012년 EPS 추정치와 목표 PER을 모두 2.0% 할인하는 시나리오를 적용할 경우 주가는 213,000원 수준으로 현재 목표 주가보다 3.9% 낮은 수준이다. 경기침체의 우려가 있는 상황에서 자사주를 포함한 총배당(현금배당+자사주)수익률이 8.1%에 달하는 SK텔레콤은 매력적이라는 판단이다. 중간배당 1,000원을 포함한 SK텔레콤의 연간 배당은 9,400원에 달할 전망이다. 주당 주주이익환원(자사주 포함)은 12,289원에 이르고, 11년 배당수익률도 6.2%에 달한다. SK텔레콤은 하이닉스 인수 여부와 관계없이 기존의 배당정책을 유지할 가능성이 높다.

**양호한 수익성, 플랫폼 분사로 기업가치가 높아질 전망:** 스마트폰 가입자 증가, 마케팅비용 절감으로 12년까지 12%의 영업이익률은 유지될 전망이다. 또한 SK텔레콤은 10월 1일에 플랫폼 사업을 분할해 기업가치가 높아질 것이다. 플랫폼 사업 분사(자회사)는 플랫폼 사업의 정부규제 회피, 신규 수익모델 창출이라는 점에서 긍정적이다. 1) 플랫폼(T store, T map, ecommerce, 위치기반서비스 등) 및 신성장 사업(11번가 등)을 분리하면 네트워크와 함께 받고 있는 규제를 피할 수 있을 것이다. 2) 신속한 의사결정과 발 빠른 대응으로 신규 수익모델을 창출하는 환경을 조성할 수 있다. 3) 플랫폼 자회사간 또는 외부 플랫폼 업체 M&A로 시너지를 높여갈 것이다. 4) 플랫폼 사업은 성장성이 높아 잔존 네트워크 사업과 함께 있을 때보다 높게 평가될 전망이다.

**하이닉스 인수 추진은 부담 요인:** 아직 SK텔레콤의 하이닉스 인수여부를 가늠하기는 어렵지만, 인수가 확정될 때까지는 주가에 부담 요인으로 작용할 것이다. 또한 실제 인수한다면 인수 가격, 조건 등이 문제이나 여전히 부담 요인이 될 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	14,555	1,879	1,400	1,247	17,239	3.2	4,611	9.8	3.9	1.0	11.4
2010A	15,435	1,942	1,674	1,380	19,177	11.2	4,811	9.0	3.6	1.0	12.3
2011F	16,230	2,355	2,485	1,828	25,798	NM	4,845	5.9	3.1	0.8	15.3
2012F	17,068	2,574	2,587	1,938	27,496	6.6	5,227	5.5	2.7	0.8	14.8
2013F	17,989	2,768	2,857	2,141	30,368	10.4	5,505	5.0	2.4	0.7	14.8

주: 1. 09년, 10년은 K-GAAP (연결) 기준, 11년 이후는 K-IFRS (연결) 기준  
2. 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

양종민 3276-6153/6154  
jiyang@truefriend.com

## 롯데쇼핑(023530)

매수(유지) / TP: 580,000원(유지)

### 시나리오 분석

• 주가(8/22)	445,000원
• 시가총액	12,924십억원
• 자본금	145.2십억원
• 52주 최고/최저가	540,000원/374,500원
• 6개월 일평균 거래대금	44,296.8백만원
• 외국인지분율	13.7%

• Historical 12개월 forward PBR	
최저	0.38x
중간	0.99x
최고	2.09x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	5.0x
중간	13.2x
최고	17.3x

주: PBR 및 PER은 2005년 이후 FnGuide 컨센서스 기준

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화율 가정(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 EPS(원)	39,118	33,660	35,800	37,170
기존 추정치 대비(%)	-	-14.0	-8.5	-5.0
목표 PER(x)	14.8	10.4	13.3	14.8
목표주가(원)	580,000	350,064	476,140	550,116

### 믿을 수 있는 실적

**가장 안정적인 실적:** 롯데쇼핑은 백화점, 할인점, 슈퍼마켓, TV홈쇼핑, 편의점 등 모든 소매 유통 채널을 보유하고 있다. 경기 변동에도 불구하고 안정적인 실적을 예상하는 이유이다. 또한 롯데쇼핑 실적의 대부분을 차지하는 백화점과 할인점 시장은 이미 Big3 업체가 70% 전후를 차지하는 과점시장이다. 신규업체의 진입가능성은 없다고 판단되며, 새로운 소매업체의 등장에 따른 risk도 매우 낮다. 종합쇼핑몰, 아울렛몰, 전문점 등 신규업체도 롯데쇼핑, 신세계, 이마트 등이 주도하고 있기 때문이다. 모든 소매업체를 보유하고 있고, 신규 소매업체 개발에도 앞서가고 있는 롯데쇼핑은 향후에도 가장 안정적인 실적을 기록할 전망이다.

**가장 많은 고객 data:** 롯데쇼핑의 또 다른 강점은 가장 폭 넓고, 가장 많은 고객 data를 보유하고 있다는 점이다. 최상위 소득계층부터 중산층까지 폭 넓게 구성되어 있고, 또한 가장 많은 고객 database를 보유하고 있다는 점은 소비 트렌드 변화에 실시간으로 대응할 수 있다는 것으로 해석되며, 다른 유통업체보다 소비자 needs에 더 가까운 MD를 구성할 수 있다고 볼 수 있다. 따라서 롯데쇼핑의 실적은 안정적인 것으로 판단된다.

**기대할 수 있는 해외시장 성장성:** 안정적인 국내 실적 외 중국, 인도네시아 등 해외시장에서의 성장성은 중장기 롯데쇼핑의 기업가치를 높일 수 있다고 판단된다. 롯데쇼핑은 현재 중국 82개, 인도네시아 23개, 베트남 2개의 할인점으로 보유하고 있으며, 향후에도 공격적인 점포 확장을 계획하고 있다. 아직은 이익에 기여하고 있지 않지만, 점포 확대 및 물류센터 가동 등 효율화 개선 작업 후 점진적 이익 증가가 예상된다. 국내에서도 신규점이 BEP에 도달하는 기간이 약 2년임을 감안할 경우, 현재 해외사업의 부진한 실적은 우려할 필요가 없다고 판단되며, 빠르면 '12년, 보수적으로 볼 경우에도 '13년부터 이익개선을 예상해 볼 수 있다.

여영상 3276-6159  
yeongsang.yeo@truefriend.com

정미경 3276-6248  
mkchung@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	16,010	1,148	1,193	716	24,642	(3.7)	1,703	14.0	8.5	0.8	6.8
2010A	20,331	1,427	1,500	1,001	34,449	39.8	2,173	13.7	9.6	1.0	7.9
2011F	23,041	1,775	1,777	1,206	41,525	20.5	2,769	10.7	7.4	0.9	8.8
2012F	25,892	2,057	2,063	1,404	48,327	16.4	3,159	9.2	6.6	0.8	9.4
2013F	29,329	2,418	2,426	1,650	56,819	17.6	3,623	7.8	5.8	0.7	10.0

주: 1. K-IFRS (연결) 기준  
2. 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## KT스카이라이프(053210)

매수(유지) / TP: 36,000원(유지)

### 시나리오 분석

• 주가(8/22)	24,950원
• 시가총액	1,189십억원
• 자본금	119십억원
• 52주 최고/최저가	30,550원/17,800원
• 6개월 일평균 거래대금	24,508.3백만원
• 외국인지분율	3.0%
• Historical 12개월 forward PBR	
최저	2.37x
중간	4.40x
최고	5.68x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	20.4x
중간	27.4x
최고	35.4x

주: PBR 및 PER은 2005년 이후 FnGuide 컨센서스 기준

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화를 가정(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 EBITDA(십억원)	122	112	116	119
기존 추정치 대비(%)	-	-8.0	-5.0	-2.5
목표 EV/EIBTDA(x)	13.3	11.3	12.3	13.1
목표주가(원)	36,000	28,559	31,699	34,481

### 가입자 기반의 안정적인 사업 부각

**경기 악화 위험에서 상대적으로 안전한 주식:** 글로벌 경제에 대한 불확실성으로 KT스카이라이프(스카이라이프)의 주가는 고점 대비 13.1% 하락했다. 최악의 시나리오 하에서 가입자당 매출액이 기존 추정치보다 더 감소하고 가입자 유치비용이 예상보다 더 늘어날 가능성을 반영해 12년 EBITDA가 8% 감소한다고 가정하면 목표주가는 28,559원으로 기존보다 20.7% 낮아진다. 하지만 향후 글로벌 경제가 최악의 상황으로 치달는다고 하더라도 스카이라이프의 이익은 상대적으로 견조해 주가는 방어적인 모습을 보일 것으로 판단된다.

**스카이라이프의 이익이 안정적인 이유:** 스카이라이프의 이익이 견조할 것으로 보는 세 가지 이유는 다음과 같다.

1) **가입자 기반의 비즈니스 모델:** 스카이라이프의 매출액 중 가입자로부터 받는 수신료수익의 비중이 68.7%로 가장 높다. 수신료수익은 가입자수와 가입자당 매출액(ARPU)의 변수이고 가입자는 글로벌 경기가 위축되어도 증가할 것으로 예상된다. 지상파 아날로그 방송이 끊기고 아날로그 케이블 방송의 디지털 전환 시기에 스카이라이프는 KT와의 결합상품(OTS, Olleh TV Skylife, KT의 유선통신 + IPTV + 스카이라이프 방송)을 통해 가입자를 빠르게 늘리고 있기 때문이다. 08~09년의 글로벌 금융 위기에 따른 경기 위축기에도 가입자는 전년 대비 각각 9.4%, 4.4% 늘어났다. 다만 ARPU가 감소할 수 있다. 하지만 OTS를 통한 결합상품이 이미 가격 경쟁력이 있기 때문에 3개월 무료 시청권 등 추가 프로모션이 있다 하더라도 ARPU의 감소는 제한적일 것으로 판단된다.

2) **홈쇼핑송출수수료수익, 안정적인 매출 및 이익의 원천:** 홈쇼핑송출수수료수익의 대부분은 이익으로 반영된다. 스카이라이프의 홈쇼핑송출수수료수익은 10년 191억원에서 11년에는 300억원 수준으로 증가한 것으로 예상된다. 10년 스카이라이프의 가입자당 홈쇼핑송출수수료수익은 7,200원, 케이블 업계는 25,000원 수준으로 향후 스카이라이프의 수익이 더 늘어날 여력이 높다. 12년에도 6개의 업체와 재계약을 통해 관련 수익이 늘어날 전망이다.

3) **비용은 대부분 매출과 연동:** 영업비용 중에 프로그램사용료, 가입자 유치비용의 비중이 각각 29.4%, 17.8%로 높다. 하지만 프로그램사용료는 수신료수익과, 가입자 유치비용은 신규 가입자수와 밀접한 관계가 있다. 만약 경기 상황이 악화돼 매출액이 감소한다면 관련 비용도 줄어 이익에 미치는 영향도 줄어들 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	397	32	25	25	710	879.3	53	NM	NM	NM	15.5
2010A	431	37	32	40	1,020	43.7	64	NM	NM	NM	32.4
2011F	490	46	47	38	857	(16.0)	82	29.1	14.0	5.5	19.8
2012F	579	76	83	67	1,409	64.4	122	17.7	9.0	4.2	24.6
2013F	696	120	132	107	2,243	59.2	174	11.1	6.0	3.1	29.7

주: K-GAAP (개별) 기준

김시우 3276-6240  
swkim@truefriend.com

## CJ제일제당(097950)

매수(유지) / TP: 352,000원(유지)

### 시나리오 분석

• 주가(8/22)	315,000원
• 시가총액	4,114십억원
• 자본금	71십억원
• 52주 최고/최저가	349,000원/192,500원
• 6개월 일평균 거래대금	22,921.9백만원
• 외국인지분율	23.2%

• Historical 12개월 forward PBR	
최저	0.91x
중간	1.38x
최고	4.99x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	4.0x
중간	13.2x
최고	121.2x

주: PBR 및 PER은 2005년 이후 FnGuide 컨센서스 기준

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화율 가정(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 EPS(원)	34,547	26,900	28,700	32,500
기존 추정치 대비(%)	-	-22.1	-16.9	-5.9
목표 PER(x)	10.2	9.0	9.5	10.0
목표주가(원)	352,000	242,100	272,650	325,000

### 중국 바이오 성장과 국내 식품의 턴어라운드

**바이오 영업이익 연평균 32% 정상해 2013년 연결 내 비중 43.5%로 상승할 것:** CJ제일제당의 해외 바이오법인의 매출액은 중국 사료 시장의 성장 및 시장 지위 향상으로 향후 3년간 연평균 19.8% 증가할 전망이다. 중국 사료시장은 높은 경제 성장과 더불어 한국의 절반 정도인 인당 사료 소비량이 축산업의 고도화로 빠르게 늘어 두자릿수대의 성장을 지속할 것이다. 동사는 라이신 capa를 2010년 32만톤에서 2013년 55만톤으로 늘리는 등 공격적 증설, 그리고 메치오닌 생산 시작으로 세계 사료용 아미노산 시장 1위로 등극할 것으로 예상된다. 이러한 동사의 공격적 투자는 중소형 업체의 진입을 막아 시장 과점화를 촉진, 제품가격 강세 등을 통한 업계의 수익성 향상을 이끌 전망이다. 바이오법인의 영업이익은 향후 3년간 연평균 32.0% 증가할 전망이다. 매출액 성장과 더불어 기술 발전에 따른 균주 개발, 수율 향상으로 매출액 대비 원재료비의 비중이 지속적으로 낮아질 것으로 예상된다. 동사의 연결 실적내 바이오법인의 매출액 기여도는 2010년 18.2%에서 2013년 22.1%로, 영업이익 기여도는 2010년 36.1%에서 2013년 43.5%로 상승할 것이다.

**3분기부터 국내 식품도 턴어라운드 할 것:** 최근 실적 약화의 주범인 소재식품부문도 3분기부터는 실적이 턴어라운드할 전망이다. 국제곡물가격이 2월 고점 이후 하락해 9월부터는 재료비가 전월대비 하락할 것이다. 또한 3~5월에 단행된 제품가격 인상 효과가 본격화될 전망이다. 향후 국제곡물가격의 안정을 돕는 factor는 1) 긍정적 작황 전망과 재고유대비 높거나 적절한 가격 수준, 2) 해수면 온도의 평년치 회귀 등 기상 이변 축소에 따른 시장 투기세력 감소다.

**향후 3년간 수정 EPS CAGR 30.9%에 달하나 2011년 PER은 12.8배에 불과해:** 동사는 바이오의 성장과 국내 식품의 턴어라운드로 향후 3년간 수정 EPS가 연평균 30.9% 증가할 전망이다. 높은 성장이 기대되나 2011년 예상 PER은 12.8배로 시장 평균인 9.9배대비 프리미엄 폭이 크지 않다. 2010~2013년 시장 평균 EPS CAGR은 11.8%에 불과하다. 원화강세 수혜주이며, 매출이 경기 방어적이라는 점도 매력적이다.

이경주 3276-6269  
kjlee@truefriend.com

이은경 3276-6194  
ek.lee@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	4,994	384	352	277	20,309	1,226.5	560	10.1	7.5	1.5	16.1
2010A	5,669	443	905	686	50,139	146.9	618	4.3	6.8	1.1	29.2
2011F	6,395	508	509	378	27,317	-45.5	685	12.4	9.1	1.5	12.5
2012F	7,062	618	651	477	34,547	26.5	798	9.8	7.8	1.4	14.1
2013F	8,013	845	891	655	47,438	37.3	1,051	7.2	5.7	1.2	16.8

주: 1. K-IFRS (연결) 기준  
2. 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## KT&G(033780)

매수(유지) / TP: 78,000원(유지)

### 시나리오 분석

• 주가(8/22)	70,200원
• 시가총액	9,638십억원
• 자본금	955십억원
• 52주 최고/최저가	71,000원/54,000원
• 6개월 일평균 거래대금	32,797.4백만원
• 외국인지분율	58.7%

• Historical 12개월 forward PBR	
최저	1.42x
중간	2.33x
최고	3.62x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	8.4x
중간	13.5x
최고	18.7x

주: PBR 및 PER은 2005년 이후 FnGuide 컨센서스 기준

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화율 가정(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 EPS(원)	7,834	6,500	7,000	7,600
기존 추정치 대비(%)	-	-17.0	-10.6	-3.0
목표 PER(x)	10.0	9.0	9.5	10.0
목표주가(원)	78,000	58,500	66,500	76,000

### 절대 저평가, 그리고 가격 인상 가능성

**점유율 상승 중:** KT&G의 2분기 국내 담배시장 점유율은 BAT와 JT가 소비자가격을 갑당 200원 인상한 영향으로 전년동기 58.8%와 전분기 58.0%보다 높은 59.8%를 기록했다. 청년층 반응이 좋은 Bohem cigar mojito 등 잇따른 신제품 출시도 점유율 개선에 기여하고 있다. 또한 PM(Philip Morris)이 BAT(British American Tobacco)와 JT(Japan Tobacco)에 이어 가격인상을 시도한다면 동사의 점유율은 현재 수준에서 다시 한번 상승할 것이다.

**제품가격 인상 시 기업가치 급격히 상승할 것:** 우리는 시장 점유율 상승이 일단락된 후에는 제품가격이 인상될 가능성도 있다고 본다. 가격 인상을 하지 않았을 경우 1) 외산대비 저가 브랜드로 인식되어 브랜드가치가 하락할 수 있으며, 결정적으로 2) 제품가격 인상으로 인한 영업이익 증가가 점유율 하락이 가져오는 영업이익 감소를 넘어설 것으로 예상하기 때문이다. 우리는 KT&G가 가격 인상을 단행하였을 때 연간 점유율이 현재 가정보다 최대 2%p 하락할 수 있다고 보는데, 이때 연간 영업이익 감소폭은 600억원이다. 반면 매출 비중 50%의 제품에 대해 가격을 200원 인상하면, 즉 APS가 100원 상승할 경우, 영업이익 증가폭은 2,000억원을 웃돌 전망이다. 즉, 점유율 하락으로 인한 손해보다 ASP 상승으로 인한 영업이익 증가가 크며, 이는 곧바로 기업가치 상승으로 이어질 것이다. 2002년 이후 기존 제품에 대한 가격 인상이 전혀 없었다는 점을 고려하면 가격 인상 가능성은 충분하다는 판단이다.

**2012년 PER 8.8배로 Peer대비 저평가, 가격 인상 시 valuation 메리트는 더욱 확대:** 2012년 예상 연결 PER은 8.8배로 Global Peer 평균인 13.4배 대비 낮다. ROE(2011년, 2012년 평균 19.2%, 시장 평균 14.4% 예상)가 우수하고, 2011~2013년 예상 EPS CAGR이 14.5%로 시장 평균(13.8%) 대비 높다는 점을 감안하면 현재 주가는 저평가 상태라는 판단이다. 우리의 제품가격 인상 가정이 실현될 경우 실적 상향으로 2012년 PER은 8배 미만으로 하락해 저평가 메리트는 더욱 확대될 것이다.

이경주 3276-6269  
kjlee@truefriend.com

이은경 3276-6194  
ek.lee@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	3,626	1,156	1,162	850	6,630	-3.9	1,309	9.7	6.4	2.1	22.8
2010A	3,461	1,140	1,406	1,031	8,109	22.3	1,289	8.0	6.0	1.9	24.2
2011F	3,641	1,178	1,239	925	7,319	-9.7	1,314	9.6	6.4	1.8	19.5
2012F	3,870	1,249	1,316	983	7,834	7.0	1,392	9.0	5.8	1.7	18.9
2013F	4,593	1,529	1,608	1,208	9,621	22.8	1,677	7.3	4.6	1.5	20.6

주: 1. K-IFRS (연결) 기준  
2. 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## LG생활건강(051900)

매수(유지) / TP: 538,000원(유지)

### 시나리오 분석

• 주가(8/22)	470,000원
• 시가총액	7,341십억원
• 자본금	89십억원
• 52주 최고/최저가	500,000원/352,000원
• 6개월 일평균 거래대금	17,729백만원
• 외국인지분율	45.3%
• Historical 12개월 forward PBR	
최저	1.48x
중간	5.63x
최고	9.86x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	12.8x
중간	29.0x
최고	48.0x

주: PBR 및 PER은 2005년 이후 FnGuide 컨센서스 기준

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화율 가정(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 EPS(원)	20,653	17,349	18,588	19,827
기존 추정치 대비(%)	-	-16.0	-10.0	-4.0
목표 PER(x)	26.0	21.0	24.0	25.6
목표주가(원)	538,000	364,324	446,112	507,576

### 비싸서 못 샀던 LG생활건강 살 기회

**단기 바닥에 근접한 지금이 진입 기회:** 금융불안 리스크가 시한폭탄처럼 남아있는 지금 경기 방어주로서의 LG생활건강의 투자 매력은 향후 더욱 부각될 수밖에 없다. 지난 2주일간 큰 폭은 아니었지만 3%의 조정으로 인해 LG생활건강의 12개월 forward PER이 7년 역사적 평균대비 10.9% 할증 수준으로 하락했기 때문에 그나마 지금이 LG생활건강을 비교적 싸게 살 수 있는 기회이다. 우리가 추정한 단기바닥(경기침체 base case 시나리오 하에서 (446,112 원)에도 근접해 있다. 물론 주가 상승여력도 충분하다. 실적 이외에도 페이스샵의 중국사업 확대, 해태음료 턴어라운드 가속화 등 주가 상승 캐털리스트가 견고하기 때문이다. 업종 내 최선호주, 목표주가 538,000원(SOTP 방식, 2012년 내재 PER 26배)을 유지한다.

**화장품 소비는 지속된다. 경쟁사 위축시 시장 점유율 제고 기회:** 경기방어적인 성격이 높은 필수소비재(생활용품, 화장품)를 주요 사업으로 하는 LG생활건강은 2009년 금융위기시에도 화장품과 생활용품의 프리미엄화가 성공을 거두며 오히려 14.7%의 높은 매출 성장을 기록했다. 특히 경기침체시에도 프리미엄 화장품 소비가 견고했는데 그 이유는 상류층의 프리미엄 소비여력은 위축되지 않으며, 둘째, 중산층 여성소비계층은 경기 호황시 누렸던 럭셔리 소비(해외여행, 명품구입)에 대한 대체제로 프리미엄 화장품을 선택하기 때문이다. 한편, 경쟁이 심한 저가 화장품과 생활용품의 경우, 든든한 자본력과 브랜드 파워를 갖춘 LG생활건강은 오히려 경쟁업체들의 부진을 기회로 삼아 시장점유율을 더욱 확대해 나갈 수 있다.

**해태음료 turn-around 가속화, 페이스샵 중국사업 확대:** 실적뿐만 아니라 LG생활건강의 주가 상승의 변수인 캐털리스트도 견고하다. 2분기 실적에서 해태음료는 6년만에 흑자전환을 했지만 이제 시작이다. 현재 해태음료의 턴어라운드는 일회성 요인(조직개편, 매출할인율 감소)에 의한 것이고 향후 코카콜라와의 영업시너지(매출 확대, 가동률 현재 50%에서 70~80%대로 개선)가 본격적으로 발생하기 시작하면 수익성 턴어라운드는 가속화될 것이다. 한편, 그 어느 때보다 페이스샵의 중국사업확대에 대한 LG생활건강의 의지가 확고하기 때문에, 성공기대감도 높아지고 있다. 상반기에 총판계약이 마무리되면서 하반기부터 페이스샵의 매출기여도가 본격적으로 확대될 것이다. 또한 중국사업의 높은 수익성(영업이익률 30% vs. 전체 연결 평균 12%)이 회사 전체 마진 개선에도 긍정적으로 기여할 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	2,216	228	213	158	9,139	28.6	300	31.8	16.4	7.6	28.2
2010A	2,826	347	319	237	13,743	50.4	427	28.4	15.8	8.0	33.1
2011F	3,490	419	384	292	17,039	24.0	515	29.3	16.5	8.2	31.7
2012F	4,016	504	465	353	20,653	21.2	609	24.2	13.9	6.6	30.1
2013F	4,568	592	559	425	24,854	20.3	705	20.1	11.8	5.2	28.3

주: 1. K-IFRS (연결) 기준

이정인 3276-6239  
jilee@truefriend.com

## 삼성화재(000810)

매수(유지) / TP: 300,000원(유지)

### 시나리오 분석

• 주가(8/22)	216,000원
• 시가총액	10,330십억원
• 자본금	26십억원
• 52주 최고/최저가	252,000원/185,500원
• 6개월 일평균 거래대금	39,815.5백만원
• 외국인지분율	54.2%
• Historical 12개월 forward PBR	
최저	0.87x
중간	1.52x
최고	2.59x
• Historical 12개월 forward PER	
최저	11.9x
중간	15.2x
최고	20.1x

	기존 추정치	Worst	Base	Best
유니버스 이익 변화율(%)	-	-40.0	-25.0	-10.0
2012년 BPS(원)	158,350	151,277	154,375	156,098
기존 추정치 대비(%)	-	-4.5	-2.5	-1.4
목표 PBR(x)	1.89	1.50	1.65	1.80
목표주가(원)	300,000	226,915	254,719	280,976

### 주식으로 준비해 보세요, 노후대책! 떠올려 보세요, 삼성화재 매수!

**최근 1~2년의 업황을 꿰뚫는 투자 포인트:** 첫 번째로 장기투자의 기본 선결 요건인 회사가 망할 가능성이다. 국내 금융사 중 가장 낮은 회사는 삼성화재일 것이다. 보험사뿐 아니라, 여타 금융기관 및 정부를 대상으로 하는 미국 S&P도 'A+', '안정적' 등급을 부여했는데, 대한민국 정부와 같은 등급이다. 두 번째로는 성장과 위험의 안정적 관리 능력이다. 장기적으로는 당장의 성장보다 위험이 관리되는 적절한 성장이 중요하다. 국내 손해보험료의 1/3을 차지하고 있고, 매년 꾸준하게 불려가는 이익을 바탕으로 성장과 리스크 관리 역량 배양에도 소홀하지 않다. 손보사 중 유일하게 방재연구소를 보유 중이다.

**자본관리정책 통해 효율성 제고 준비 중:** 자본의 효과적 활용을 위한 장기 계획 준비도 긍정적이다. 당장 금기 하반기부터 일반보험의 보유율을 높일 예정이다. 싱가포르에 설립 예정인 캡티브 재보험사는 보유율 제고 및 법인세 절감을 통한 이익 증대에 기여할 전망이다. 업계 전반적으로 건강관련보험의 성장 둔화에 따른 보장성보험 성장 전망 약화 상황과는 대조적으로 동사는 중/장기적으로 이익을 늘려갈 수 있는 대안을 보유하고 있다는 점을 보여준다. 한편, 자본관리에 대해 보다 적극적으로 해석 및 전망하자면 배당 또는 자사주 매입을 통한 효율성 제고도 기대할 수 있다. 참고로 삼성화재의 배당성향은 2003회기 이래 8년간 평균 28%였고, 주당배당금은 2010회기에 25% 늘어난 3,750원이었다.

**이익 증가세가 둔화는 있어도, 신기록 경신은 계속될 전망:** 동사는 급등한 자동차보험 손해를 때문에 고전했던 2010회기에도 사상 최고 이익 기록을 경신한 바 있다. 2011회기 1분기(4~6월)에는 K-IFRS를 적용한 개별 순이익으로 2,725억원을 발표했다. 자보 손해를 안정화를 낙관하는 FY11에는 목표 순이익인 8,400억원을 훌쩍 넘겨 기록을 또 경신할 것이다. 10년 전 2001회기의 이익(3,134억원)에서 3배 가량 늘어난 것이다. 앞으로의 10년 후의 이익은 증가세가 둔화될 수 있어도 꾸준하게 늘어날 것이라는 데 대해 낙관한다. PBR은 1.5배로 2006년 이후 평균 수준에 불과하고, 12.3배인 PER은 주식시장 전반보다는 높지만 정성적 요인 및 과거 경력을 감안하면 낮다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	9,917	(285)	1,010	598	11,827	(10.9)	N/A	15.3	N/A	1.6	11.9
2010A	11,861	(327)	1,249	720	14,244	20.4	N/A	17.0	N/A	1.8	11.9
2011F	12,843	(183)	1,369	890	17,600	23.6	N/A	12.3	N/A	1.5	13.2
2012F	13,922	(292)	1,495	917	18,136	3.0	N/A	11.9	N/A	1.4	12.4
2013F	15,175	(397)	1,667	969	19,161	5.7	N/A	11.3	N/A	1.2	11.9

주: 1. K-IFRS (별도) 기준  
2. 순이익 및 EPS는 지분법이익이 반영된 조정당기순이익 기준

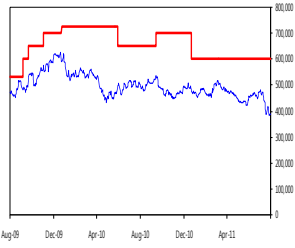
이철호, CFA 3276-6167  
chlee@truefriend.com

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
POSCO (005490)	2009.09.29	매수	600,000원	현대중공업 (009540)	2009.09.29	매수	260,000원
	2009.10.15	매수	650,000원		2009.10.09	매수	250,000원
	2009.11.26	매수	700,000원		2009.11.30	매수	240,000원
	2010.01.15	매수	725,000원		2010.01.27	매수	260,000원
	2010.06.22	매수	650,000원		2010.04.23	매수	330,000원
	2010.10.07	매수	700,000원		2010.11.23	매수	450,000원
	2011.01.14	매수	600,000원		2011.03.17	NA	NA
삼성물산 (000830)	2009.08.28	매수	70,700원	2011.05.23	매수	600,000원	
	2009.11.18	매수	72,700원	STX엔진 (077970)	2009.09.25	NA	NA
	2010.01.04	NA	NA	2011.05.23	매수	40,000원	
	2010.07.19	매수	71,000원	코리안리 (003690)	2010.10.17	중립	13,000원
	2010.10.01	매수	78,000원	2010.10.28	매수	16,000원	
	2010.11.04	매수	91,000원	2011.08.09	매수	19,000원	
	2011.03.11	매수	93,000원	KT (030200)	2009.10.09	매수	50,000원
	2011.05.02	매수	103,000원	2009.12.28	매수	52,000원	
2011.07.25	매수	110,000원	2010.01.29	매수	59,000원		
기아차 (000270)	2009.09.21	매수	25,000원	2011.04.12	매수	54,000원	
	2009.10.23	매수	28,000원	SK텔레콤 (017670)	2009.10.09	매수	233,000원
	2009.12.14	매수	30,000원	2011.04.15	매수	222,000원	
	2010.03.22	매수	34,000원	롯데쇼핑 (023530)	2009.09.11	매수	367,000원
	2010.05.17	매수	43,000원	2009.11.02	매수	410,000원	
	2010.10.04	매수	53,000원	2010.07.07	매수	440,000원	
	2010.10.29	매수	59,000원	2010.10.06	매수	580,000원	
	2010.12.03	매수	70,000원	케이티스카이라이프 (053210)	2011.06.02	매수	22,000원
	2011.01.28	매수	75,000원	2011.08.02	매수	36,000원	
	2011.03.23	매수	85,000원	CJ제일제당 (097950)	2009.11.02	매수	245,000원
	2011.04.01	매수	92,000원	2009.11.17	매수	250,000원	
2011.04.29	매수	105,000원	2010.04.21	매수	310,000원		
녹십자 (006280)	2009.08.28	매수	205,000원	2011.03.13	매수	320,000원	
	2010.12.17	매수	190,000원	2011.06.21	매수	352,000원	
	2011.01.28	매수	184,000원	KT&G (033780)	2009.10.13	매수	94,000원
	2011.04.04	매수	193,000원	2010.01.21	매수	87,000원	
	2011.06.22	매수	215,000원	2010.07.14	매수	82,000원	
엔씨소프트 (036570)	2009.09.17	매수	230,000원	2010.12.10	매수	78,000원	
	2009.11.06	매수	204,000원	LG생활건강 (051900)	2009.11.18	매수	330,000원
	2010.08.05	매수	243,000원	2010.01.27	매수	350,000원	
	2010.11.04	매수	333,000원	2010.07.21	매수	422,000원	
	2011.01.20	매수	270,000원	2010.10.31	매수	486,000원	
	2011.04.16	매수	325,000원	2011.07.25	매수	538,000원	
	2011.08.18	매수	400,000원	삼성화재 (000810)	2009.11.01	매수	270,000원
덕산하이메탈 (077360)	2011.03.20	매수	31,500원	2010.02.01	매수	225,000원	
	2011.07.20	매수	37,000원	2010.05.09	매수	231,000원	
삼성전자 (005930)	2009.11.02	매수	967,000원	2010.08.02	매수	240,000원	
	2010.01.08	매수	982,000원	2011.02.01	매수	265,000원	
	2010.07.04	매수	932,000원	2011.05.12	매수	275,000원	
	2010.08.01	매수	969,000원	2011.07.31	매수	300,000원	
	2011.01.03	매수	1,159,000원				
	2011.01.30	매수	1,230,000원				
	2011.03.10	매수	1,160,000원				
	2011.06.17	매수	1,120,000원				
S-Oil (010950)	2009.10.23	매수	70,000원				
	2010.04.25	매수	75,000원				
	2010.08.01	매수	68,000원				
	2010.10.12	매수	83,000원				
	2011.03.17	NA	NA				
	2011.03.21	매수	176,000원				

이슈분석: 불확실한 시장의 대안을 찾아서

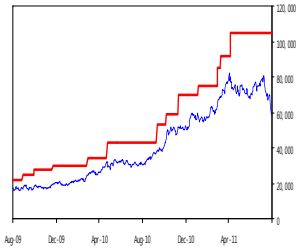
POSCO (005490)



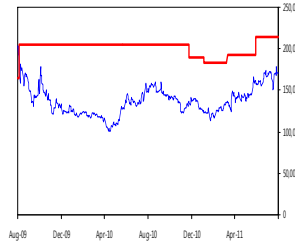
삼성물산 (000830)



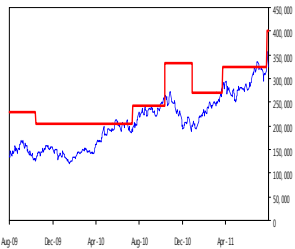
기아차 (000270)



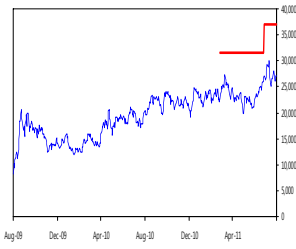
녹십자 (006280)



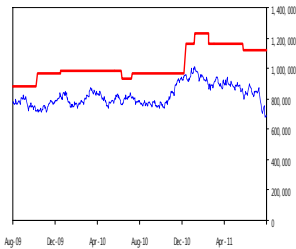
엔씨소프트 (036570)



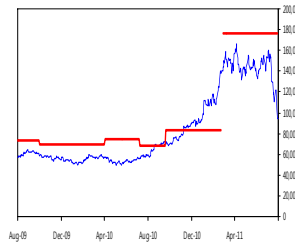
덕산하이메탈 (077360)



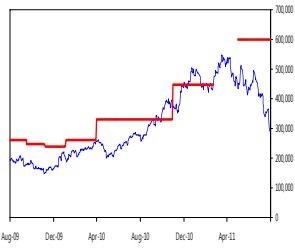
삼성전자 (005930)



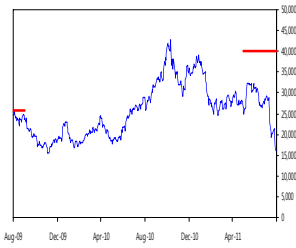
S-Oil (010950)



현대중공업 (009540)



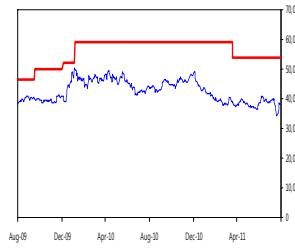
STX엔진 (077970)



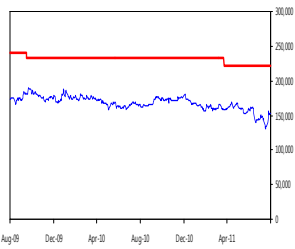
코리아리 (003690)



KT (030200)



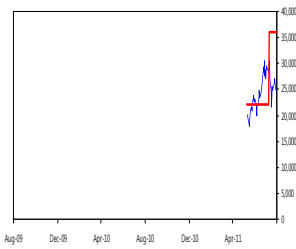
SK텔레콤 (017670)



롯데쇼핑 (023530)



케이티스카이라이프 (053210)



CJ제일제당 (097950)



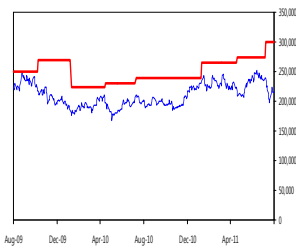
KT&G (033780)



LG생활건강 (051900)



삼성화재 (000810)



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2011년 8월 23일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2011년 8월 23일 현재 SK텔레콤 발행주식의 자사주매매(신탁포함) 위탁 증권사입니다.
- 당사는 POSCO, 삼성물산, 기아차, 엔씨소프트, 삼성전자, S-OIL, 현대중공업, KT, SK텔레콤, 롯데쇼핑, KT&G, 삼성화재 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 삼성물산, 기아차 발행주식을 기초자산으로 하는 주식선물(주식옵션)에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.