



# 2018 OUTLOOK

## Dynamic Korea: 온기의 확산



투자전략



경제전망



산업전망

# 2018 Outlook

# Contents

<b>투자전략</b>	Dynamic Korea: 온기의 확산	3
	2018년 추천 포트폴리오	47
<b>경제전망</b>	골디락스 코리아, 온기의 확산	95
<b>산업전망</b>	산업 전망 요약	114
	경유 - 전례 없는 상승 사이클 진입	116
	화학 - 신규설비의 물결	122
	철강/비철금속 - 완만해지나 지속되는 우상향 사이클	128
	건설 - 이제는 산업재	134
	조선 - 한국의 명예회복	140
	지주회사 - 주주환원책, 투자자의 눈높이는 삼성전자	146
	기계 - 결국 해답은 수출	152
	운송 - 운임반등 주도하는 수급 개선	158
	자동차/부품 - 더욱 문턱이 낮아진 턱어라운드	164
	섬유/의류 - 무한 경쟁 시대, 글로벌 경쟁력이 가야할 길	170
	호텔/레저 - 먹구름이 걷히고 재도약	176
	미디어/광고 - 무게 중심은 해외 성장성으로	182
	유통 - 온라인이 주도하는 소매업	188
	음식료/담배 - 변화의 소용돌이	194
	화장품 - 시간이 약이다	200
	제약/바이오 - 2018년은 증명하는 한 해	206
	은행 - 낮은 리스크, 확실한 이자이익 증가	212
	보험 - 금리 상승 시기, 보험업종 멀티플 리레이팅	218
	인터넷/게임 - 끊임없는 성장 모멘텀에 주목	226
	디스플레이 - OLED와 LCD 패러다임 변화 가속	232
	반도체 - 공급증가의 해	238
	통신서비스 - 요금 규제를 데이터 성장과 비용절감으로 대응	244
	전력/가스 - 정책 불확실성 해소 국면	250

## Executive Summary

### 골디락스 한국, 온기의 확산

지난 10년간 글로벌 경제를 지배한 뉴노멀 시대가 저물고 있다. 우리는 앞으로 다가올 시대를 '포스트 뉴노멀'로 정의한다. 오랫동안 세계 경제의 발목을 잡았던 미국 가계의 부채 구조조정과 중국의 잠재 성장률 하락세가 마무리되면서 세계 경제가 활력과 안정을 되찾고 있기 때문이다. 미국의 세제 개혁안과 금융규제 완화, 시진핑 집권 2기로 접어들면서 가시화될 중국의 투자 활성화 정책 등은 경기회복에 더욱 힘을 보탤 것이다.

양호한 대내외 경제 환경에 힘입어 2018년 한국경제는 3.2% 성장할 전망이다. IT 업황 호조로 수출 증가세가 이어지는 가운데 국내 기업들도 매출 증가와 외형 성장에 힘입어 적극적인 설비투자에 나설 것이다. 원자재 가격 안정과 낮은 수입물가로 가계 실질 소득이 증가하며 소비경기도 회복될 것이다. 몇 년 간 부진했던 내수 경기가 지지개를 펴면서 경제 전반에 온기가 확산될 것이다. 한국은행은 두 차례 금리인상에 나서겠지만 이는 골디락스, 경기회복의 증거다.

이에 힘입어 2018년 KOSPI는 2,900P까지 상승할 전망이다. 2017년 주식시장은 IT와 특정 업종 쏠림현상이 심했으나 경제 전반에 온기가 확산되는 만큼 2018년에는 경기소비재, 산업재 등 경기민감 업종에 속해 있는 회사들의 이익이 많이 늘어나고 주가도 오를 것이다. 스타일 투자 관점에서 보면 2017년에는 가치주보다 성장주의 수익률이 양호했는데 2018년에는 경기 모멘텀 확산, 수요 회복 기대로 가치주가 더 유리한 환경이다. 2018년에는 스투어드십 코드가 본격적으로 도입되면서 배당과 자사주매입 등 주주환원에 대한 시장의 요구도 더욱 강해질 것이다. 이는 주식시장의 오랜 화두인 코리아 디스카운트 해소의 첫 걸음을 내딛는 중요한 변화가 될 것이다.

리서치센터장 윤희도

*This page is left blank intentionally*

## 투자전략

### Dynamic Korea: 온기의 확산

- I. 그레이트 로테이션 2018
  1. 풀림의 완화, 온기의 확산
  2. 금융시장의 사계절: 1사분면으로 간다
  
- II. 2018년 투자 아이디어
  1. 스투어드십코드와 지배구조
  2. 정책 수혜 (1): 신재생 에너지 3020
  3. 정책 수혜 (2): 바이오경제 혁신전략 2025
  4. 정책 수혜 (3): 코스닥 활성화 방안
  
- III. 스타일 전망과 포트폴리오 아이디어
  1. 2018년 스타일 전망: 성장에서 가치로
  2. 2018년 KOSPI 순이익 145조원: ROE 10.7% 전망
  3. 2018년 KOSPI 예상 밴드 2,350~2,900p
  4. Top Picks: 삼성전자, 현대모비스, NAVER, 삼성생명, 삼성엔지니어링, 하나투어
  
- IV. 주요 이벤트와 리스크 요인
  1. 중국 A주 MSCI EM 지수 편입
  2. 금융규제 완화와 통화긴축: Behind the curve vs. Ahead of curve

## 투자전략

### Dynamic Korea: 온기의 확산

#### 그레이트 로테이션: 쓸림의 완화, 온기의 확산

KOSPI가 2,600이라는 전인미답의 고지를 밟았지만 IT와 바이오를 제외하면 소외감이 극심했다. 경기는 바닥을 쳤으나 북핵과 THAAD, 기업규제 강화로 수요 회복이 경제 전반으로 확산되지 못했기 때문이다. 그러나 2018년은 달라질 것이다. 경기회복과 인플레이션 기대가 강화되며 시중금리가 상승, 업종과 스타일 배분 필요성이 커지고 있기 때문이다. 성장주에 편중되었던 주식시장의 무게 중심이 경기소비재와 산업재 등 경기 민감형 가치주로 이동할 것이다. 금리 변동성 확대에 따른 할인율 변화, 중국 A주 MSCI 편입 등이 변수이나 과거 사례에 비추어 보면 이로 인한 조정은 매수 기회다.

#### 2018년 투자 테마: 지배구조와 3020 신재생 에너지 정책

2017년에 이어 2018년에도 기업 지배구조가 중요한 화두다. 경제민주화 기조로 재벌 개혁이 가속화되고 있고 스투어드십 코드 채택 확대 움직임이 많다. 이는 행동주의 펀드의 영향력 확대 및 주주환원 요구 확산에 기여할 수 있다. 한편 신정부 출범 이후 기업 규제가 강화되고 있으나 정부가 정책적으로 육성하려는 업종은 유망하다. 신재생 에너지 3020 정책과 바이오경제 혁신전략 2025가 그 예다. 태양광과 풍력에너지, ESS 관련 업체들과 신약 개발과 관련된 바이오 업체들에 대해 지속 관심이 필요하다.

#### 2018년 KOSPI 타겟 2,900pt: 성장에서 가치로

2018년 KOSPI 예상 밴드는 2,350~2,900p다. 하단은 12MF PBR 1배 레벨이며 상단은 자기자본이익률(ROE) 10.7%, 자기자본비용(COE) 8.5%(Rf=2.5%, Rp=6%)를 가정해 목표 PBR 1.26배인 2,900p로 산출했다. 순이익 증가율은 10.9%로 전년에 비해 크게 둔화되나 기업이익은 재차 사상 최고치를 경신하게 되고 특히 삼성전자를 제외한 종목들의 이익 개선이 기대된다. 스타일로 보면 2017년의 경우 가치주보다는 성장주의 수익률이 우수했는데 2018년은 경기 모멘텀 확산, 인플레이션 기대 개선 등으로 가치주에 유리한 환경이 전개될 것이다. 중국 A주의 MSCI 신흥국 지수 편입 이슈도 패시브(passive) 투자보다는 액티브(Active) 투자에 유리한 변수다.

#### Top Picks: 삼성전자, 현대모비스, 삼성생명, NAVER, 삼성엔지니어링, 하나투어

삼성전자는 적극적인 주주환원 정책으로 밸류에이션 멀티플 상승이 기대된다. 메모리 업황은 소폭 둔화되나 3D 낸드 원가 절감 및 디스플레이 부문 영업이익 개선이 전사 증익에 기여할 전망이다. 현대모비스는 현대기아차의 중국 판매량 개선, 핵심부품 성장세 지속, 고수익에 성장성까지 더한 A/S 부문으로 고성장이 예상된다. 삼성생명은 삼성전자 배당수의 증가, 시중금리 상승으로 인한 보유계약 가치 증가가 매력적이다. NAVER는 기존 사업과 신규 AI 사업간의 시너지가 가시화되고 LINE이 제 2의 성장기에 진입하며 매출 성장세가 두드러질 전망이다. 삼성엔지니어링은 PTT, 타이오일, 사빅 등의 발주 재개로 수주잔고 대비 시가총액 비율의 큰 폭 개선이 기대된다. 하나투어는 인천공항 제 2 여객터미널 개장에 따른 출국자수 증가 수혜가 투자 포인트다. 면세점 부문 적자폭 축소 및 하나투어재팬 등 연결 자회사 실적도 개선될 전망이다.

박소연  
syPark@truefriend.com

안혁  
ray.ahn@truefriend.com

김대준  
daejun.kim@truefriend.com

송승연  
seungyeon.song@truefriend.com

김성근  
sk.kim@truefriend.com

김영민  
ym.kim@truefriend.com

# I. 그레이트 로테이션 2018

## 1. 솔림의 완화, 온기의 확산

**그레이트 로테이션:  
실로 오랜만에 채권금리와  
주식시장이 동반 상승하는  
현상이 관찰**

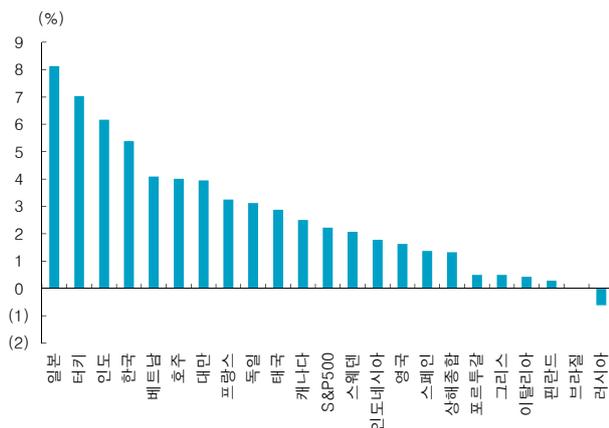
그레이트 로테이션(Great rotation)이라는 용어는 4년 전 뱅크오브아메리카 메릴린치의 수석 전략가인 마이클 하넷(Michael Hartnett)이 처음 언급한 후 세간에 알려졌다. 2008년 금융 위기 발발로 위험회피 심리가 확산되며 안전자산에만 자금이 몰렸지만 경기가 점차 회복되면서 채권에서 주식으로, 안전자산에서 위험자산으로 대규모 자금 이동이 일어난다는 것이다.

그러나 기대했던 변화는 나타나지 않았다. 테이퍼 탠트럼, 유가 급락과 달러 강세 등 금리 상승에 따른 부작용 때문이었다. 하지만 최근 들어 실로 오랜만에 기대감이 재차 옹트고 있다. 10월 들어 채권금리와 주식시장이 동반 상승하고 있기 때문이다.

한국을 비롯해 터키, 멕시코, 브라질, 신흥국 국채금리가 10년물 기준 10~50bp씩 급등했지만 주식시장도 2~5%대 수익률을 기록하며 사상 최고치를 이어가고 있다. 이는 경기가 회복되고 있어 금리 상승을 견뎌낼 수 있을 것이라는 기대감 때문이다. 흥미롭게도 채권금리가 오른 나라는 주식도 오르고, 채권금리가 떨어진 나라는 주식도 하락했다. 국가별 차이는 다소 존재하나 예전에는 볼 수 없었던 현상이다.

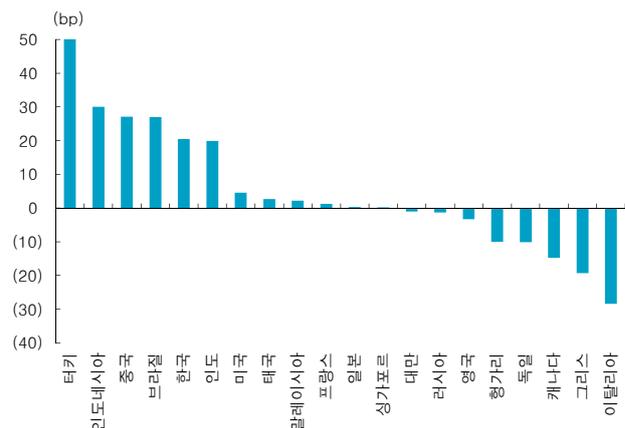
실제로 고용지표와 ISM 제조업 지표 호조 등으로 2018년 미국 연준이 3회 이상 금리인상에 나설 것이라는 전망이 본격적으로 확산되고 있으나 크레딧 시장의 대표적인 Risk on-off 판단 지표인 하이일드 스프레드(OAS; Option Adjusted Spread)는 오히려 더 축소되고 있다. 경기가 좋기 때문에 금리 인상에도 불구하고 하이일드 채권의 가산금리가 하락하고 있는 것이다. 몇 달 간 주춤했던 유럽 제조업 PMI도 재차 반등했고, 신흥국 위험지표로 불리는 JP 모건 EMBI 스프레드 역시 300bp대에서 안정적인 흐름을 보이고 있다.

[그림 1] 10월 국가별 주식시장 상승률



주: 2017년 10월 31일 증가 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 10월 국가별 금리 상승폭



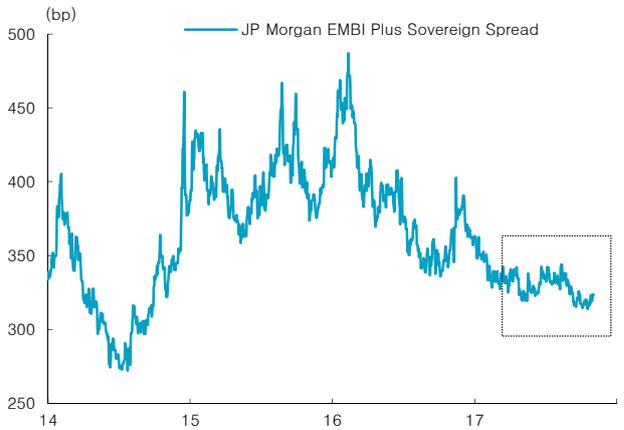
주: 2017년 10월 31일 증가 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 미국 하이일드 회사채 스프레드



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] JP모건 EMBI 스프레드



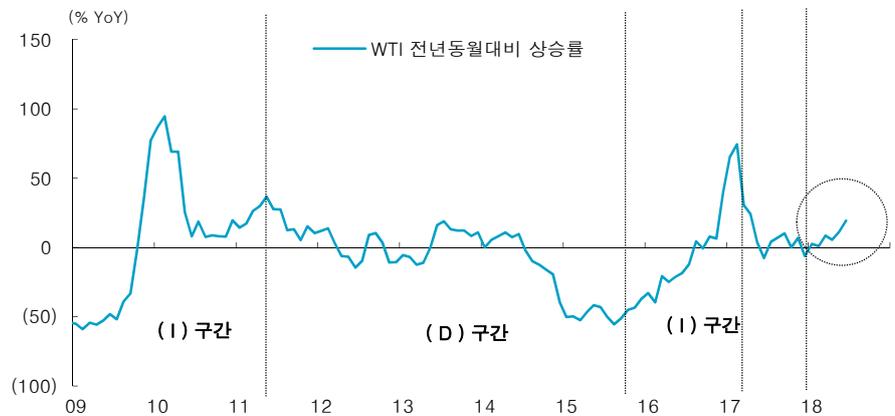
자료: Bloomberg, 한국투자증권

**유효수요 회복과 인플레이 기대  
: 국제 유가 전년동월비  
상승률, 반등 구간 진입**

사실 1980년 이후 미국 장기금리는 한 번도 추세적인 상승세를 보이지 못했다. 인구구조나 빈부격차 등 구조적인 문제도 있었지만, 무엇보다도 유의미한 인플레이션이 없었기 때문이다. 따라서 그레이트 로테이션 주장은 역사적으로 보면 다시 거짓말쟁이 양치기 소년으로 전락할 가능성도 있다. 실제로 1960년 이후 미국채 10년물 금리는 1985년 이후 100개월(약 8년) 이동평균선을 따라 꾸준히 하락 추세를 그려왔다.

그러나 2018년 순환적 의미에서 물가 압력이 도래할 가능성은 그 어느 때보다도 높아졌다. 국제 유가 전년동월비(YoY) 상승률이 올라가는 구간으로 접어들기 때문이다. 유가 자체가 글로벌 유효 수요와 인플레이션의 대용지표(proxy)기도 하지만, 기저효과로 인해 2018년의 경우 자연스럽게 물가 압력이 커진다는 이야기다. 당사 원자재 담당 서태중 연구원은 2017년, 2018년 평균 유가(WTI 기준)를 각각 49달러, 54달러로 전망하고 있어 다소 보수적이다. 그런데 이를 그대로 적용하더라도 내년 상반기까지 국제 유가의 YoY 상승 압력이 지속 확대 되는 것이다. 이는 지난 1년간 축소되었던 수요 회복과 인플레이라는 주제가 금융시장으로 재차 복귀하고 있다는 의미이며, 주식시장의 주도 업종도 변화할 가능성이 높다는 뜻이다.

[그림 5] 2018년은 다시 인플레이션 구간으로 들어선다



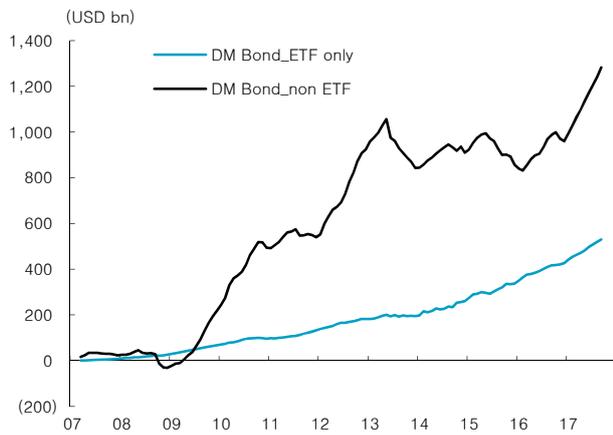
자료: Bloomberg, 한국투자증권

**그레이트 로테이션 :  
패시브 투자보다는 액티브  
투자가 강화되는 흐름**

그레이트 로테이션은 일반적으로 채권시장에서 이탈한 유동성이 주식시장으로 흘러 들어가는 것을 의미하나 아직 확인하진 않다. 뮤추얼 펀드 자금 흐름을 집계하는 기관인 EPFR에 의하면 선진국과 신흥국 모두 채권시장의 자금 유입 추세는 날이 갈수록 강화되는 중이다.

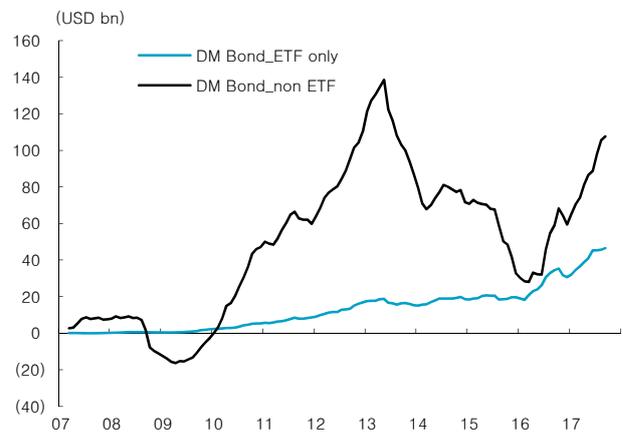
그러나 패시브(Passive) 투자인 ETF보다 액티브(Active) 투자 형태인 Non-ETF 자금 흐름이 강화되고 있다는 점이 독특하다. 이는 지수 편입 비중이 높은 선진 주요국 국채보다는 경기가 회복됨에 따라 스프레드와 통화 캐리 수익을 노릴 수 있는 회사채와 하이일드 채권, 신흥국 로컬통화 채권 등에 투자하는 경향이 강해지고 있음을 의미한다. 주식형 펀드도 아직 확인하진 않지만 달라지는 모습이 보인다. 선진국 주식형도 아직 패시브 투자인 ETF로만 돈이 들어오고 액티브 투자인 Non-ETF에서는 자금이 유출되나 전체 합산으로는 누적 유입액이 플러스로 돌아섰다. 신흥국은 액티브 자금 유입이 오랜만에 관찰되고 있다. 경기와 물가에 대한 기대감이 함께 올라가고 있기 때문으로 풀이된다.

[그림 6] 선진국 채권 : ETF vs. Non ETF



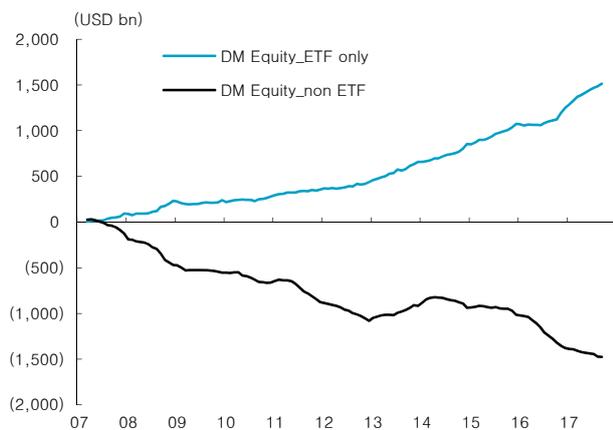
자료: EPFR, 한국투자증권

[그림 7] 신흥국 채권 : ETF vs. Non ETF



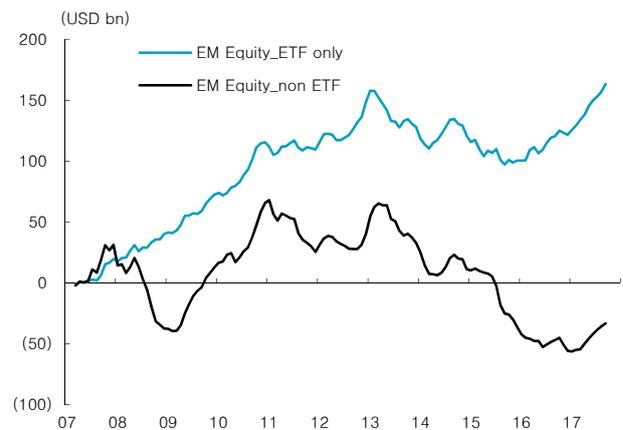
자료: EPFR, 한국투자증권

[그림 8] 선진국 주식 : ETF vs. Non ETF



자료: EPFR, 한국투자증권

[그림 9] 신흥국 주식 : ETF vs. Non ETF



자료: EPFR, 한국투자증권

경제의 사계절  
: 2017년은 극단적 쏠림,  
그러나 2018년은 온기가  
확산되는 흐름 전망

## 2. 금융시장의 사계절: 1사분면으로 간다

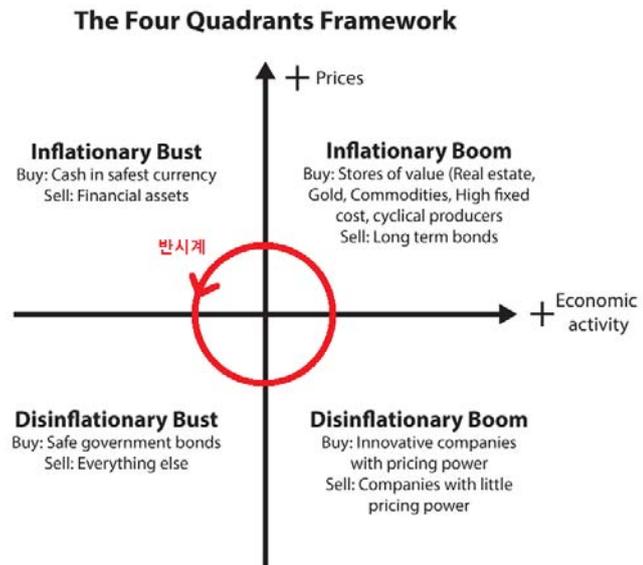
일반적으로 많이 쓰이는 스타일 분석법 중 하나가 인플레이션과 성장률로 4가지 국면을 나눠 보는 것이다. 헤지펀드 투자자인 레이 달리오(Ray Dalio)가 금융시장은 물가와 성장률에 따라 네 가지 계절로 나누어진다고 이야기한 적이 있는데, 한국투자증권 스타일 모델도 이를 차용해 종목 선정에 이용하고 있다.

1사분면은 물가 압력도 높고 경제 성장률도 높은 구간인데 2009~10년이 여기에 해당한다. 2011년 이후 유럽 재정위기 이후엔 2사분면을 거쳐 3사분면으로 움직였다. 물가 압력도 없고 성장률도 낮은 구간이며 한국에서는 대형주는 갈수록 위축되고 일본 장기불황형 스물캡 종목들만 시장을 선도했다.

2017년은 반시계 방향으로 돌아 4사분면에서 움직이고 있다. 경기 바닥은 확인했지만 전면적인 수요 회복이 관찰되지 않다보니 물가 압력이 약했고 1사분면으로 올라갈 에너지는 없었다. 지수는 많이 올랐지만 시장의 온기가 밑바닥까지 퍼지지 못하고 IT, 바이오, 전기차 등 모멘텀이 강한 주식으로 극단적 쏠림이 나타난 것은 이러한 상황을 반영한 것이다.

그러나 2018년은 달라질 것이다. 경기회복의 에너지는 더 강해지고 수요 회복에 대한 기대도 강해지고 있기 때문이다. 물론 금리를 빨리 올려야 할 정도의 강한 물가 압력이라면 주식 시장도 부정적으로 반응하겠지만 유효수요 회복을 반영하는 물가 상승이라면 건전하다.

[그림 10] 경제의 4계절 : 4사분면에서 1사분면으로 이동할 수 있을까



자료: 한국투자증권

일각에서는 4차 산업혁명과 기술 혁신으로 유의미한 물가 상승은 없다고 주장

일각에서는 4차 산업혁명과 기술 혁신 때문에 온라인이 오프라인을 장악하고 있는데 유의미한 물가 상승이 나타나겠냐며 회의적이다. 자동화가 진행되면서 기계에 일자리를 빼앗기고, 기술 진보에 비해 근로자들의 재교육이 느리게 이루어지면서 필요 인력이 적재 적소에 배치되지 못해 임금 상승이 일어나지 못한다는 주장이다.

[그림 11] 1770년대 영국의 풍경 : 인력을 대체하는 방직기



자료: Hulton Archive

그러나 2000년 IT 버블 당시에도 임금 상승률 견조

어느 정도는 일리가 있다. 현재 미국에서 가장 높은 임금을 받고, 2009년 이후 가장 높은 임금 상승률을 보인 업종은 단연 IT이다. 2009년 이후 민간기업 임금 상승률은 19.6%인데, IT 업종은 32%가 늘었다. 반면 가장 상승률이 저조한 업종은 내구재(16.3%), 운수/창고(16.8%), 건설(17.4%), 소매유통(18.5%)이다. 구경제(old-economy)로 인식되는 업종의 임금 상승이 유독 저조한 것이다.

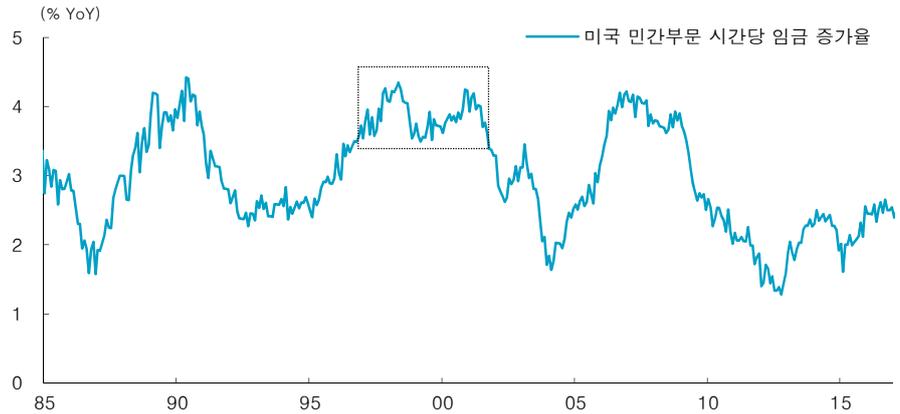
<표 1> 미국 업종별 시간당 임금과 추산 연봉

	시간당 임금 (달러)	2009년 이후 상승률 (%)	매일 8시간/월 22일 근무시 연봉(달러)
유틸리티	39.05	19.02	82,474
IT	38.30	32.48	80,890
금융서비스	33.11	25.89	69,928
광산/임업	32.49	18.97	68,619
전문직/비즈니스 서비스	31.51	18.24	66,549
도매유통	30.07	21.54	63,508
건설	28.82	17.35	60,868
내구재	27.76	16.30	58,629
제조업 전체	27.52	17.41	58,122
민간기업 평균	26.25	19.64	55,440
교육/헬스케어	26.22	20.05	55,377
서비스업 전체	25.96	20.41	54,828
비내구재	24.35	18.84	51,427
운수/창고	23.81	16.77	50,287
기타 서비스	23.55	22.27	49,738
무역/운수	22.76	18.79	48,069
소매유통	18.13	18.50	38,291
레저/숙박	15.43	20.17	32,588

자료: Bureau of Labor Statistics, Bloomberg, 한국투자증권

이는 소위 '창조적 파괴(creative destruction)'의 과정 때문에 기술 진보가 경제 전체의 생산성 향상, 일자리 창출, 소득 증대로 연결되기까지 시간이 걸리기 때문이다. 소위 3차 산업혁명이라고 여겨지는 2000년 IT 버블 당시에도 미국 임금 상승률은 1995년 이후 꾸준히 올라갔다. 기술 진보 때문에 임금이 정체되진 않은 것이다.

[그림 12] 미국 민간부문 시간당 임금 상승률 : 닷컴 버블 시기에도 임금은 견조하게 증가



자료: Bloomberg, 한국투자증권

1차, 2차 산업혁명 당시에도 임금이 꾸준히 상승: 경제 전체의 생산성 향상이 일자리와 수요를 창출

1770년 1차 산업혁명 당시에도 임금은 꾸준히 상승했다. 자동화와 기계화가 진행되면서 생산성이 개선됐고, 이로 인해 고임금 일자리가 만들어졌기 때문이다. 실제로 당시의 임금 데이터를 살펴보면<sup>1</sup> 산업혁명이 촉발된 영국 런던은 임금이 지속적으로 높아졌고 인구도 늘어났다. 반면 베이징, 델리 등 노동력이 매우 싼 지역은 되려 임금이 지속 정체되었다. 물론 초기에는 오히려 실질임금 하락 현상이 두드러진다<sup>2</sup>. 그러나 1800년부터는 명목 임금이 큰 폭 상승하면서 물가 상승률을 추월, 실질 임금도 크게 개선된다. 시차의 문제는 있겠으나 임금 상승의 전제 조건은 경제 전체의 생산성 향상이라는 뜻이다. 반면 산업혁명의 혜택을 누리지 못한 중국과 이탈리아 등은 임금 상승이 지속 정체되었다.

<표 2> 산업혁명기 런던 명목임금과 실질임금 추이

(단위: old English pence)

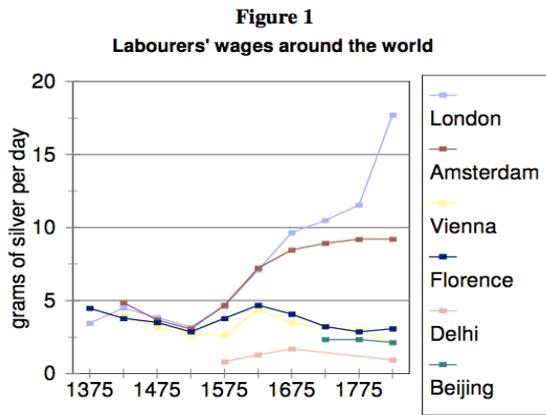
	명목임금	생활비	실질임금
1760	21.3	71.1	56.8
1770	22.3	78	54.1
1780	23.4	80.5	55.2
1790	26.8	92.7	55
1800	35.9	125.5	54.3
1810	43.8	138.6	60.1
1820	42.1	115.8	68.9
1830	42.7	103.8	78.4
1840	43.3	99.6	82.7
1850	45.6	95	91.4
1860	52.7	100	100
1870	65.2	99.3	119
1880	67.8	88.5	145

자료: Clark(2005)

<sup>1</sup> Robert Allen, "The British Industrial Revolution in Global Perspective", 2006 [www.nuffield.ox.ac.uk/users/allen/unpublished/econinvent-3.pdf](http://www.nuffield.ox.ac.uk/users/allen/unpublished/econinvent-3.pdf)

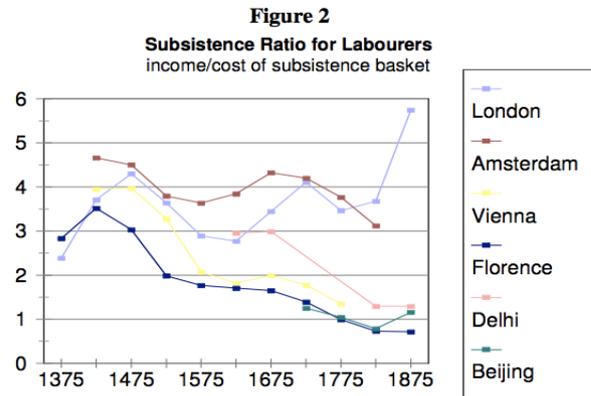
<sup>2</sup> Clark, Gregory, "The condition of the working-class in England, 1209-2004", 2005 <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/31405/1/50512243X.pdf>

[그림 13] 1300~1700년대 지역별 노동자 일평균 임금 : 은화 기준



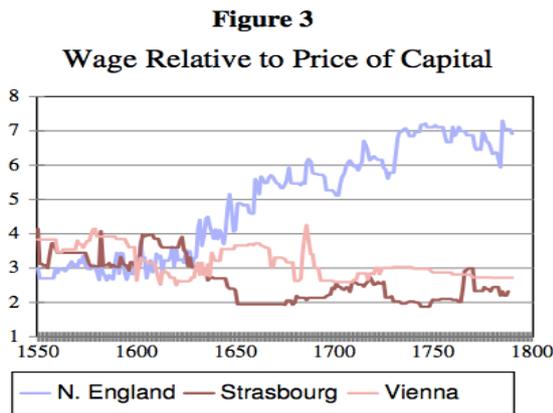
자료: Allen (2006)

[그림 14] 1300~1700년대 지역별 최저임금 대비 소득



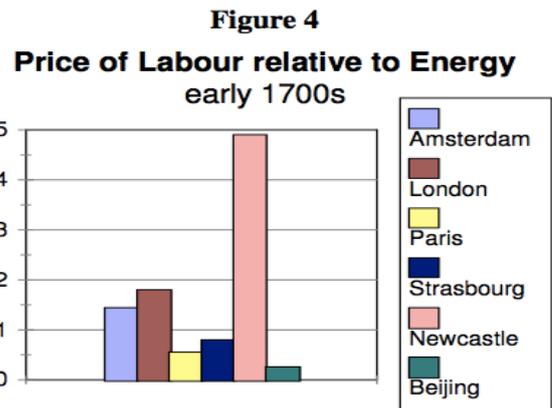
자료: Allen (2006)

[그림 15] 1500~1700년대 자본 대비 노동 상대가격



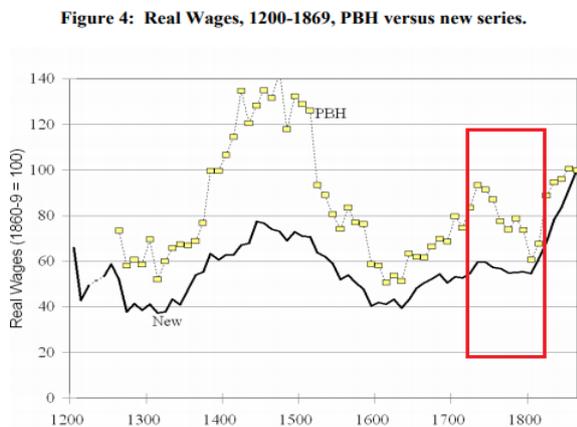
자료: Allen (2006)

[그림 16] 1700년대 초반 에너지 대비 노동 상대 가격



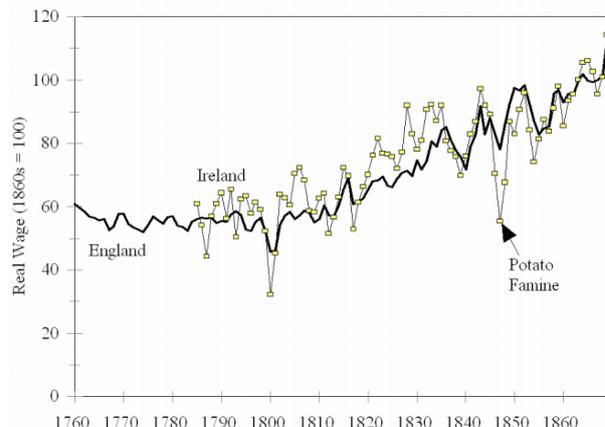
자료: Allen (2006)

[그림 17] 산업혁명 초기인 1770년대에는 실질 임금 하락



자료: Allen (2006)

[그림 18] 그러나 1800년대부터 실질 임금 꾸준히 상승



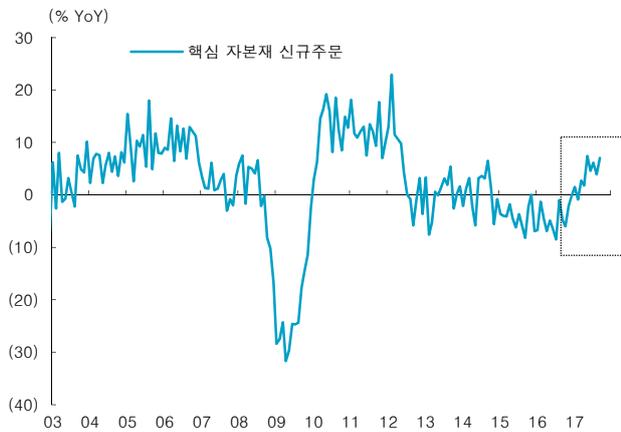
자료: Allen (2006)

**글로벌 경제는 건조한 성장:  
미국 내구재 주문과 일본  
공작기계 수출 실적 급증**

4차 산업혁명과 인공지능, 자동화로 인해 임금 상승률이 정체될 것이라는 망상(?)을 한꺼풀 벗겨내고 나면 글로벌 경제의 실제 모습이 보인다. 미국의 경우 방위/항공기를 제외한 핵심 자본재 주문은 2016년 하반기부터 꾸준하게 증가하고 있으며 글로벌 설비투자의 바로미터로 불리는 일본 공작기계 수출은 가파르게 늘어나고 있다. 미국의 민간 부문 임금 증가율이나 한국 수출(반도체와 선박 제외) 역시 마찬가지다.

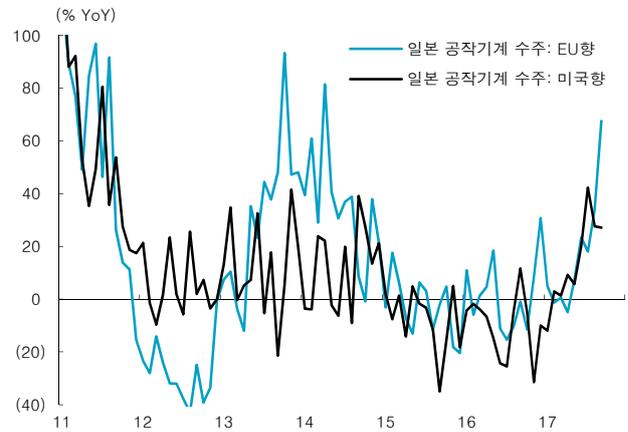
오랫 동안 업황과 주가가 정체 상태였던 산업재에서도 변화가 감지된다. 글로벌 수요 둔화 우려로 최근 몇 년간 EPC 투자는 크게 부진했다. 그러나 평균 유가가 50달러 수준으로 회복 되고 정유/화학 기업들의 실적이 3년 간 크게 개선되면서 업체들의 투자 여력이 크게 늘었다. 당사 이경자 애널리스트는 EPC 발주는 에너지/화학 업체들의 이익 사이클에 1~2년 후행하는데 현재 동 업체들의 이익 레벨과 capex의 괴리가 사상 최대라고 지적했다.

[그림 19] 핵심 자본재 주문: YoY 증가율



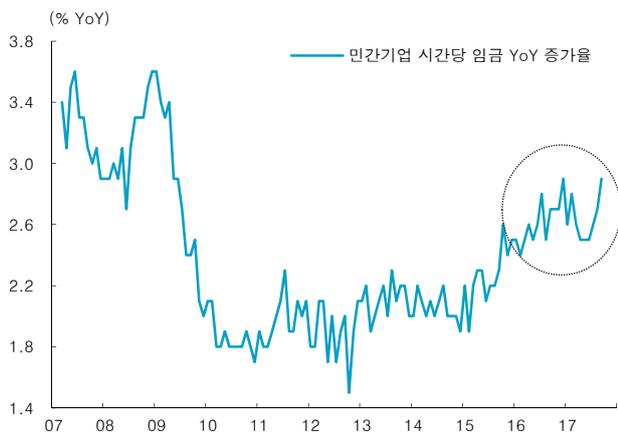
자료: Bloomberg

[그림 20] 일본 공작기계 주문 : YoY 증가율



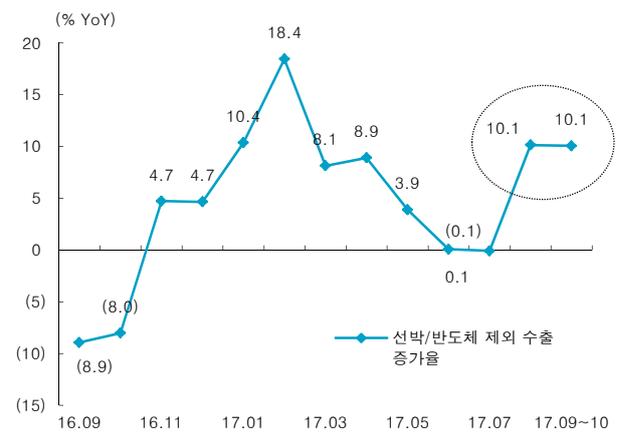
자료: Bloomberg

[그림 21] 미국 민간기업 시간당 임금 증가율



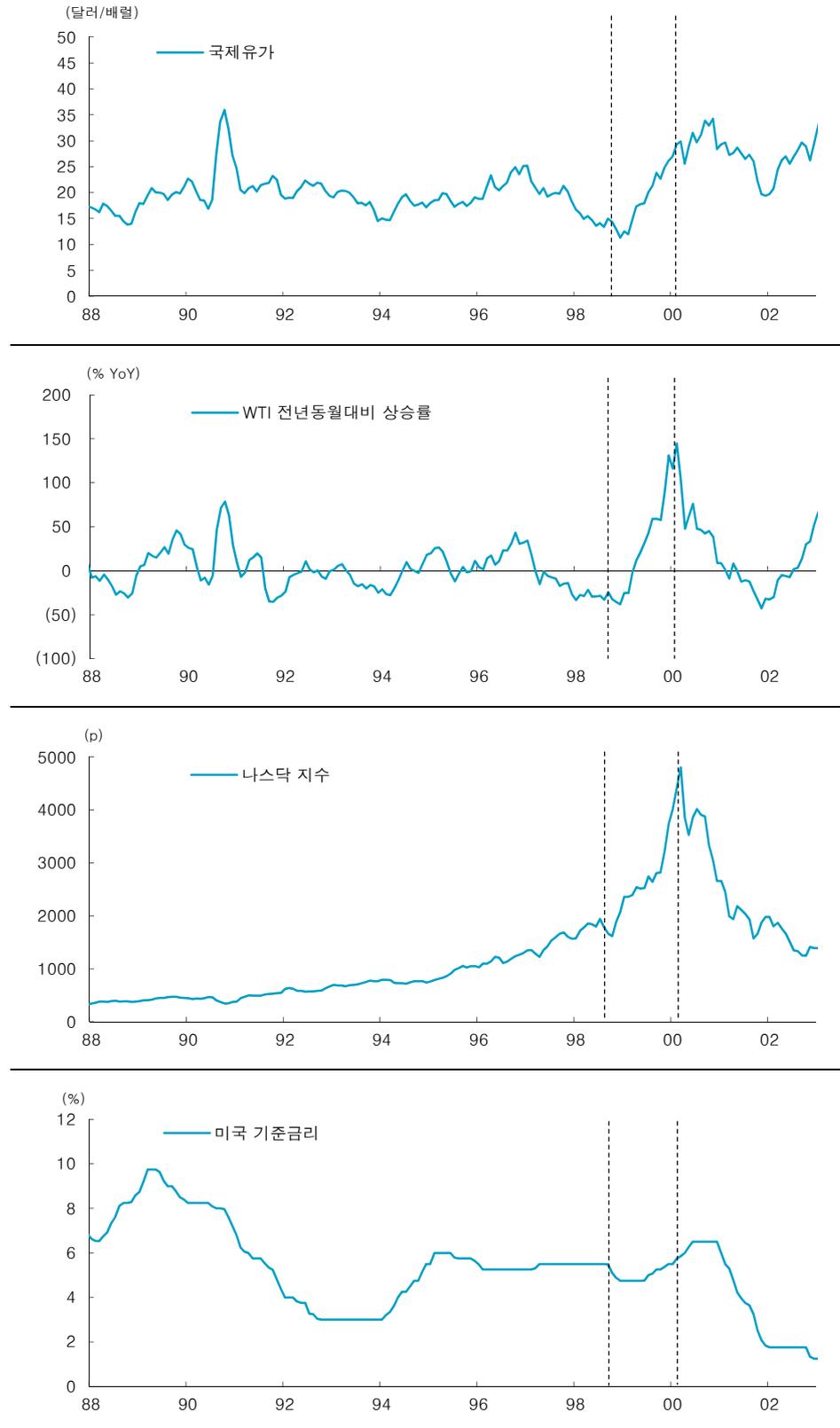
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 22] 한국 선박/반도체 제외 수출 증가율



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 23] 2000년 IT 버블 사례 : 주가 상승률이 가장 가파른 구간은 인플레이 구간



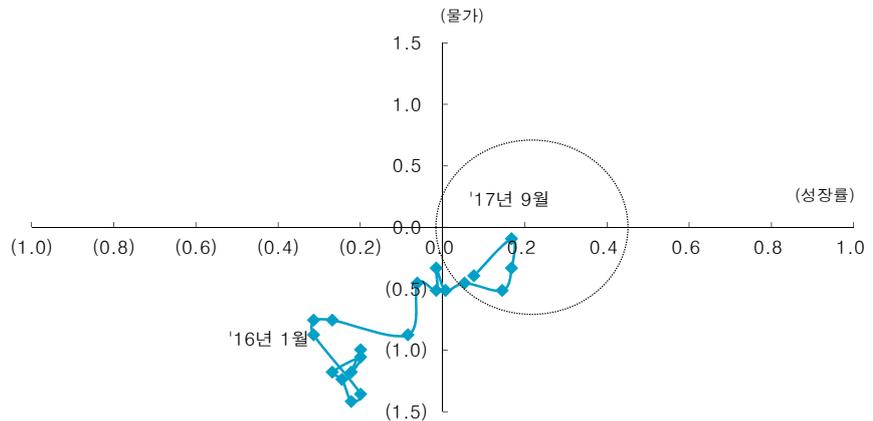
자료: Bloomberg, 한국투자증권

경제의 사계절 : 2017년은 4사분면, 2018년은 1사분면 이동

인플레이션과 성장률에 따라 4가지 국면을 나누어 보면 1사분면은 수요가 회복되면서 물가도 회복되어 경제 성장률도 높은 구간, 2사분면은 물가가 상승하지만 성장 모멘텀은 둔화되는 구간이며 3사분면은 물가 압력도 성장률 압력도 낮은 구간이다.

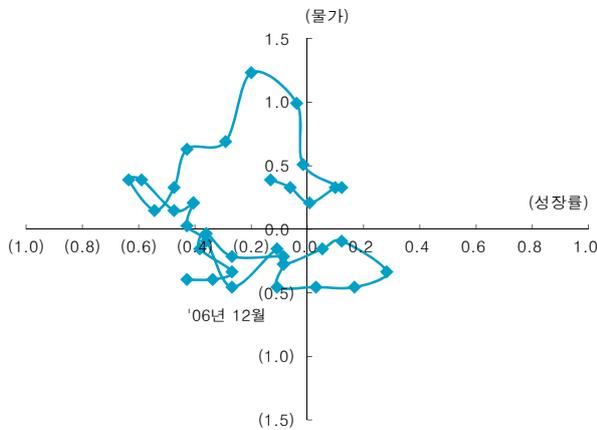
한편 4사분면은 성장률은 확인되나 아직 인플레이션 압력이 없는 '디스인플레이션(Disinflation)' 구간이다. 경기회복의 온기가 본격적으로 느껴지기 전이라 '가격 결정력이 없는 일반 기업들(Companies with little pricing power)'은 매도의 대상이 되고 '가격 결정력을 가진 혁신형 기업(Innovative companies with pricing power)'에 대한 선호도만 급격하게 올라간다. 2017년이 바로 그런 장이었다. 경기선행지수와 소비자물가 지표의 궤적으로 보면 2017년 시장은 철저히 4사분면에서 움직였다. 경기 바닥은 확인했지만 전면적인 수요 회복이 관찰되지 않다보니 물가 압력이 약했고 1사분면으로 올라갈 에너지는 없었다. 그러나 2018년은 달라질 가능성이 높다. 경기회복의 에너지는 더 강해지고 수요 회복에 대한 기대도 강화되고 있기 때문이다.

[그림 24] 4사분면에서 1사분면으로 이동하는 2018년



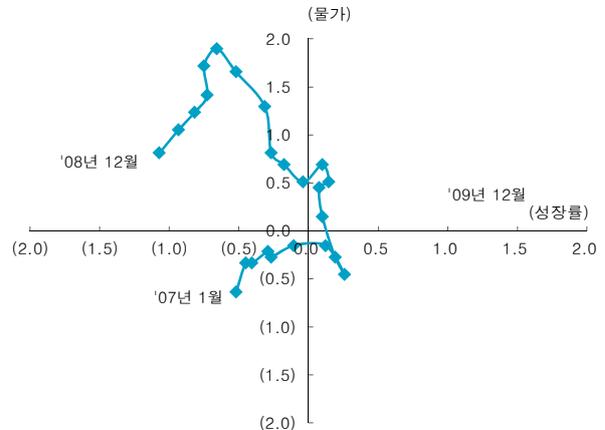
주: 1998년 이후 경기선행지수와 CPI의 전년동월비 상승률을 Z값으로 표준화하여 궤적을 산출  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 25] 2004년 1월~2006년 12월



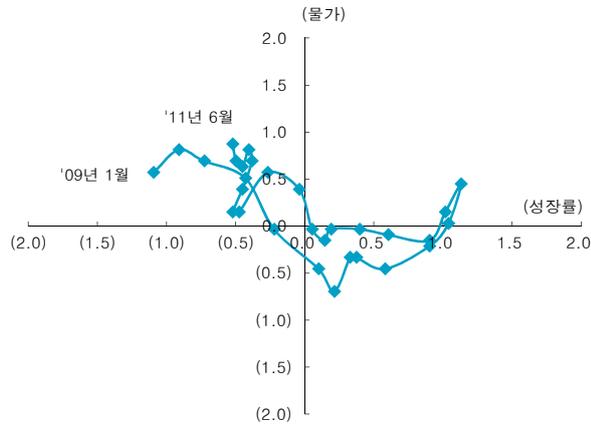
주: 1998년 이후 경기선행지수와 CPI의 전년동월비 상승률을 Z값으로 표준화하여 궤적을 산출  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 26] 2007년 1월~2008년 12월

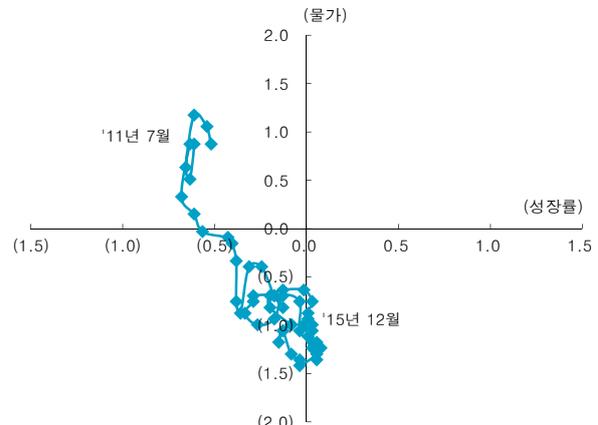


주: 1998년 이후 경기선행지수와 CPI의 전년동월비 상승률을 Z값으로 표준화하여 궤적을 산출  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 27] 2009년 1월~2011년 6월 [그림 28] 2011년 6월~2015년 12월



자료: Bloomberg, 한국투자증권



자료: Bloomberg, 한국투자증권

**쏟림은 완화되고 온기가 확산되는 흐름 전망**

기업실적 측면에서도 이러한 현상은 관찰된다. 2018년 한국투자증권 유니버스 기업이익 증가율은 약 11% 수준으로 추정되는데 2017년보다는 증가율이 둔화되지만 순이익 기준으로 159조를 달성, 사상 최대 이익을 거둘 것으로 전망된다.

무엇보다 2017년 주도주 격이었던 반도체와 은행 업종의 순이익 증가율이 각각 9.1%, -3.1%로 유니버스 전체 이익 증가율보다 낮게 추정되고 있다. 반도체는 2017년 이익 증가분의 50%를 차지했는데 2018년에는 20%대로 낮아지고, 은행은 일회성 이익을 제외하면 증가율이 9% 수준까지 확대되지만 그래도 전체 이익 증가율보다는 낮다. 이는 특정 업종 쏟림이 약화되고 여타 업종과 종목으로 온기가 확산될 것이라는 의미다. 실제로 2017년 부진했던 업종인 자동차(+33.7%), 인터넷/SW(+32.8%), 호텔/레저(+45.7%) 등의 이익 증가율이 높게 나타나고 기계, 건설, 정유도 평균보다 높은 이익 증가율이 기대된다.

10% 수준의 이익 증가가 실현된다고 가정하면 EPS 증가분에 따른 지수 상승폭은 10% 전후이며 멀티플 확장이 없다고 가정하면 2017년에 비해 다소 둔화되는 것이다. 그러나 내용면에서는 종목별, 업종별, 스타일별 확산으로 더욱 다이나믹한 흐름이 나타날 것을 기대한다. Active 운용에 훨씬 우호적 환경이다. IT, 바이오 업종의 극단적 쏟림은 완화되고 경기민감 소비재, 산업재 등으로 온기가 확산되는 흐름을 전망한다.

〈표 3〉 한국투자증권 유니버스 2018년 기업이익 추정치 요약 (10월 30일 기준)

구분	매출 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS YoY (%)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	1,602,444.9	130,811.3	90,464.5	4.9	12.4	0.9	7.9
2017	1,743,888.3	185,027.7	142,782.9	48.6	10.1	1.1	11.4
2018	1,885,233.6	207,410.9	158,849.4	11.3	9.1	1.0	11.5
반도체/장비	332,522.2	76,749.1	56,893.8	9.1	7.9	1.4	19.9
은행	61,047.6	17,333.1	13,426.3	-3.1	6.6	0.6	8.7
자동차/부품	243,059.9	14,394.7	13,404.4	33.7	7.6	0.6	8.6
지주사	245,415.4	14,729.0	12,147.8	11.5	5.6	0.6	10.7
석유정제	79,535.5	8,923.5	6,621.7	18.3	6.1	1.0	16.7
철강/비철	95,698.9	8,882.3	6,073.6	18.7	8.1	0.6	8.0
전력/가스	85,508.9	9,968.5	5,560.3	28.6	5.7	0.3	6.2
보험	89,410.3	4,687.5	5,301.7	6.0	11.7	0.9	7.6
화학	49,569.6	6,621.2	5,107.0	1.8	9.3	1.3	14.9
통신서비스	53,265.7	4,250.1	4,341.2	7.5	7.9	0.9	11.5
전자부품	90,715.9	4,434.9	4,068.4	34.4	10.1	1.1	11.5
건설	78,600.6	4,665.6	3,242.5	18.1	9.0	0.8	8.8
인터넷/SW	17,692.7	3,946.2	2,992.4	32.8	25.6	3.1	12.7
음식료/담배	40,421.1	3,642.9	2,461.9	6.9	13.5	1.2	9.2
유통	74,141.8	3,396.6	2,392.3	28.1	13.0	0.7	5.5
화장품	22,444.8	3,105.8	2,355.2	27.8	24.0	3.4	15.2
제약/바이오	10,459.1	2,052.4	2,087.7	107.2	35.1	5.0	14.9
운송	52,155.8	2,966.3	1,677.9	14.2	10.8	1.1	10.7
기계	37,503.7	2,947.9	1,610.7	60.5	9.6	0.8	8.6
디스플레이	30,440.5	2,013.5	1,369.3	-40.6	10.1	0.8	7.8
증권	4,400.9	1,764.5	1,345.2	3.6	11.8	0.8	7.2
호텔·레저	14,019.7	1,149.2	841.9	45.7	19.1	2.0	10.8
조선	37,698.8	1,160.8	764.6	-69.0	26.7	0.7	2.8
섬유/의류	12,983.2	945.4	676.6	22.9	9.0	0.8	9.5
미디어·광고	10,823.8	745.3	604.6	-29.7	16.4	1.4	8.7
생활용품	3,539.0	613.2	454.7	6.2	19.1	4.5	24.4
스몰캡	4,387.5	488.8	373.4	50.8	7.4	1.2	17.3
통신장비/부품	5,141.5	427.8	333.6	65.4	11.4	1.8	16.5
상업서비스/기타	2,406.4	253.9	181.7	10.3	20.1	2.3	12.1
토지신탁	222.7	150.8	137.0	-17.2	6.1	1.0	17.7

자료: 한국투자증권

## II. 2018년 투자 아이디어

### 1. 스튜어드십코드와 지배구조

#### 액티비스트 펀드의 활동이 활발해지는 이유

2017년에 이어 2018년에도 스튜어드십 코드 확대가 금융시장의 큰 화두가 될 것이다. 대선 기간 현 정부의 '경제민주화' 정책 중 하나로 스튜어드십 코드 도입이 언급된 바 있고, 당선 이후 국정운영 100대 과제에도 포함됐기 때문이다.

금융위원회는 국정감사 보고 자료에서 향후 스튜어드십 코드 활성화를 적극 추진키로 했다. 기획재정부 또한 기금운용 지침 가이드라인에서 스튜어드십 코드 채택 기관에 가산점을 부여하는 내용을 추가할 것을 예고했다. 국민연금도 지난 7월 스튜어드십 코드 참여 관련 연구 용역을 수주해 결과를 기다리고 있는데 채택 가능성이 높다. 한국투자공사(KIC)는 지난 8월 말 기자회견을 통해 2018년 1월 스튜어드십 코드 도입 계획을 발표했다. 일반 기관 투자자들의 스튜어드십 코드 도입도 늘어날 것으로 보인다. 현재 8개 기관이 스튜어드십 코드를 채택했고, 총 52개 기관이 향후 채택을 계획 중이다.

〈표 4〉 한국 스튜어드십 코드 채택 기관 목록

기관 유형	코드 채택 기관	코드 채택 예정 기관
자산운용사	Oasis Management Company, 스틱인베스트먼트, 엔베스터, 이상파트너스, (주)케이케이엘파트너스, 큐캐피탈파트너스, 한국투자신탁운용	삼성자산운용, 미래에셋자산운용, KB자산운용, 한국투자밸류자산운용 외 42개 기관
연기금		
보험사		KB생명, KB 손해보험
자문사	서스틴베스트	제브라투자자문
증권사		KB증권, IBK증권, 코리아에셋투자증권
은행		KB국민은행

주: 2017년 10월 26일 기준  
 자료: 한국기업지배구조원

스튜어드십 코드 확대 배경에는 정부의 재벌개혁 강화와 지배구조 개선 의지가 자리잡고 있다. 이미 국회에는 지주회사의 자회사 최소 지분을 상향하는 공정거래법 개정안과 일감 몰아주기 규제 등 여러 재벌 개혁 법안이 계류 중이다. 법무부에서는 지난 10월 '법무행정 쇄신 방향'을 통해 다중대표 소송제와 주주총회 전자투표 의무화 등 경제민주화 관련 제도 도입을 위해 국회의 입법 논의 시 적극 나설 것임을 밝혔다.

〈표 5〉 한국 스튜어드십 코드

원칙	세부 내용
1	기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다
2	기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해상충 문제를 어떻게 해결할지에 관해 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 내용을 공개해야 한다
3	기관투자자는 투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자대상회사를 주기적으로 점검해야 한다
4	기관투자자는 투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부지침을 마련해야 한다
5	기관투자자는 충실한 의결권 행사를 위한 지침·절차·세부기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 적정성을 파악할 수 있도록 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다
6	기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다
7	기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다

자료: 한국기업지배구조원

**정부 주도로 스튜어드십 코드 확산시킨 일본**

정부가 스튜어드십 코드 확산에 주도적 역할을 했다는 점에서 일본의 사례를 참고할 필요가 있다. 아베 총리는 집권 이후 일본재건계획(日本再興戦略)에 따라 기업 지배구조 개혁과 기업이윤의 제고에 집중했는데 스튜어드십 코드 도입과 확산이 노력의 일부다. 2014년 공적 연기금인 GPIF가 스튜어드십 코드를 채택하고, 2015년에는 일본거래소그룹이 ‘기업 지배구조 코드(Corporate Governance Code, コーポレートガバナンス・コード)’를 발표했다. 자금 규모 기준 세계 1위인 GPIF가 위탁운용사 선정 시 스튜어드십 코드 채택을 필수 요건으로 내 걸면서 현재 일본에서는 총 214개 기관이 스튜어드십 코드를 채택했다.

스튜어드십 코드나 기업 지배구조 코드는 서약 주체가 각각 기관투자자와 일반 상장 기업이라 세부 내용은 조금씩 다르지만 여러 면에서 공통점이 있다. 스튜어드십 코드에 참여하는 기관투자자와 도쿄증권거래소에 상장된 기업 모두 코드 준수 여부 및 미이행 시 사유를 정기적으로 보고해야 하는 의무가 있기 때문이다. 무엇보다도 두 코드의 궁극적인 목적은 자산수탁자와 피 투자기업으로서 수익자인 주주의 이익 극대화를 통해 지속 가능한 기업 이익 증대와 자본시장 효율화 제고에 최선을 다한다는 것이 비슷하다.

**<표 6> 일본 스튜어드십 코드와 기업 지배구조 코드 비교**

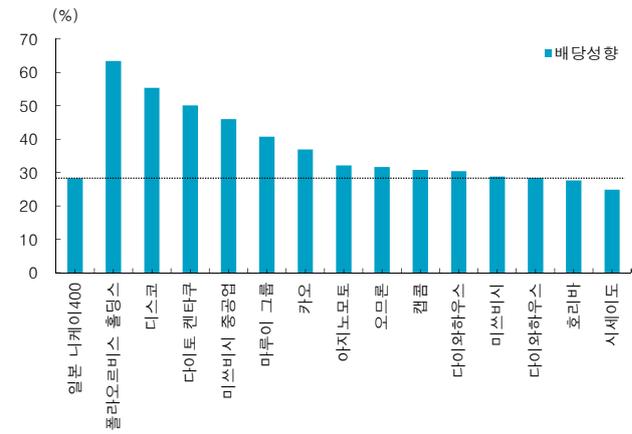
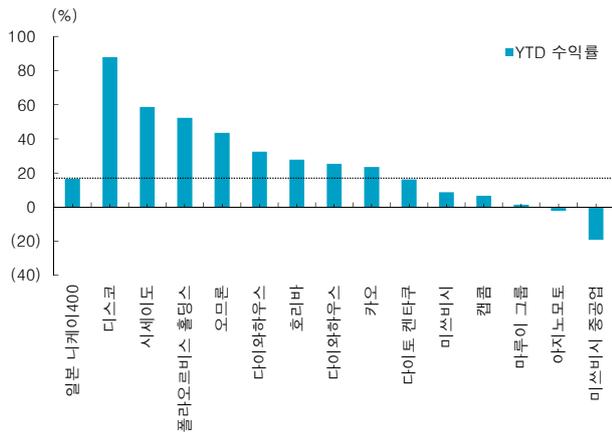
	스튜어드십 코드	기업 지배구조 코드
실행 주체	기관투자자	상장 기업
준수 의무 여부	X	X
보고 의무 여부	O	O
법적 구속력 여부	X (준수하지 않았을 경우 이유를 설명하는 ‘comply-or-explain’ 채택)	X (준수하지 않았을 경우 이유를 설명하는 ‘comply-or-explain’ 채택)
기본 원칙	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 수탁자 책임 이행에 대한 명확한 정책 수립 및 공개</li> <li>2. 수탁자 책임 이행 과정에서 생기는 이익 충돌 시 해결 방안에 대한 명확한 정책 수립 및 공개</li> <li>3. 투자기업들의 지속가능한 성장을 위한 수탁자 책임 이행 여부 감독</li> <li>4. 투자기업들과의 합의점 도출 및 문제 해결 시 건설적 개입 노력</li> <li>5. 의결권 행사 및 내역 공개에 대한 명확한 정책 수립. 의결권 관련 정책은 기계적인 체크리스트가 아닌 기업의 지속가능한 성장에 기여할 수 있어야 함</li> <li>6. 고객 및 수익자에 주기적으로 의결권 행사 등 수탁자 책임 관련 활동 보고</li> <li>7. 수탁자 책임 이행 중 올바른 의사 결정 위한 투자 기업과 투자 기업이 당면하는 사업 환경 등에 대한 깊은 지식 보유</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 주주 간 동등한 지위 보장: 모든 주주 (소액주주 및 외국인 주주 포함) 효과적 의결권 행사 보장</li> <li>2. 주주 외 이해당사자(파트너, 지역사회, 임직원, 고객 등)와의 관계: 건전한 사업 윤리 및 올바른 기업 문화 정착을 위한 경영진의 노력</li> <li>3. 올바른 기업 정보 공개 및 투명성 제고</li> <li>4. 이사회의 수탁자로서의 책임(fiduciary responsibility)</li> <li>5. 주주와의 건설적이고 지속적인 소통</li> </ol>

자료: 한국투자증권 정리

GPIF의 스튜어드십 코드 도입 이후 일본 투자 환경도 점진적으로 변화하는 추세다. GPIF의 2016년 스튜어드십 코드 보고서에는 JPX-니케이 400 지수 상장 기업을 대상으로 한 설문조사 결과가 포함됐는데, 조사에 응한 기업 중 약 60%가 코드 도입 후 기관 투자자들로부터 기업의 책임투자 및 장기전략 관련 질문이 늘어났다고 답했다. GPIF 위탁운용사 대상으로 한 설문조사에서는 현재 대다수의 운용사가 책임투자 3요소 중 기업의 지배구조와 의결권 행사만을 고려하고 있고, 향후 투자전략 중 ESG 통합(ESG integration)을 긍정적으로 검토하고 있다고 대답했다. 여전히 여러 상장사들이 같은 날 주주총회를 개최하는 등 주주들의 적극적인 참여를 저해할 요소가 남아 있지만, 스튜어드십 코드 도입 및 인식 확대를 계기로 느리게나마 변화하고 있다는 점은 분명 긍정적이다.

동 보고서에는 16개 위탁 운용사가 선정한 지배구조 우수기업 목록이 소개됐다. 운용사별로 JPX-니케이 400 지수 상장기업 중 기업 지배구조 보고서가 우수한 기업을 3개씩 지명하는 설문조사를 벌였는데, 총 13개의 기업이 복수응답을 받아 우수 기업에 선정됐다. 흥미롭게도 소개된 14개의 기업 중 10개 기업의 평균 배당성향이 벤치마크인 JPX-니케이 400 지수보다 높았고, 9개의 기업이 연초 대비 수익률에서 벤치마크를 아웃퍼폼했다. 이는 기업의 지배구조와 기업이익이 상당 부분 연관성이 있음을 시사한다.

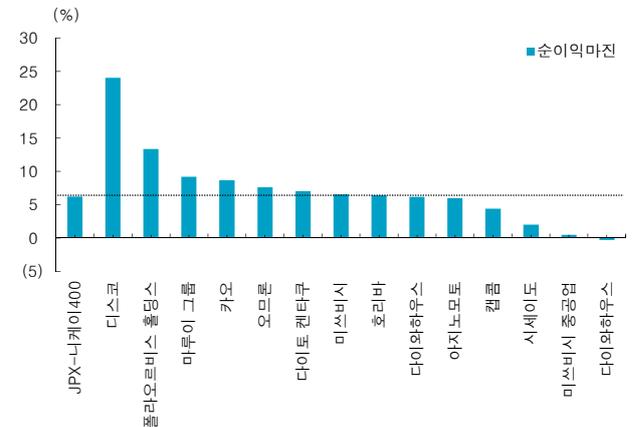
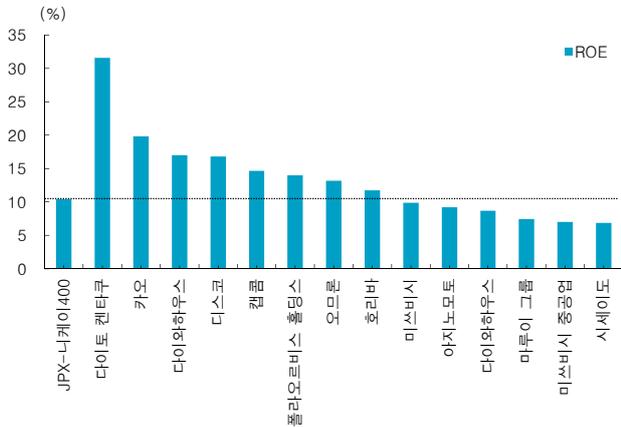
[그림 29] GPIF 위탁운용사 선정 지배구조 우수 기업 : 수익률 [그림 30] GPIF 위탁운용사 선정 지배구조 우수 기업 : 배당성향



주: 2017년 11월 1일 종가 기준  
 자료: Report of GPIF's Stewardship Activities in 2016, Bloomberg, 한국투자증권

주: FY2017 기준  
 자료: Report of GPIF's Stewardship Activities in 2016, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 31] GPIF 위탁운용사 선정 지배구조 우수 기업 : ROE [그림 32] GPIF 위탁운용사 선정 지배구조 우수 기업 : 순이익 마진



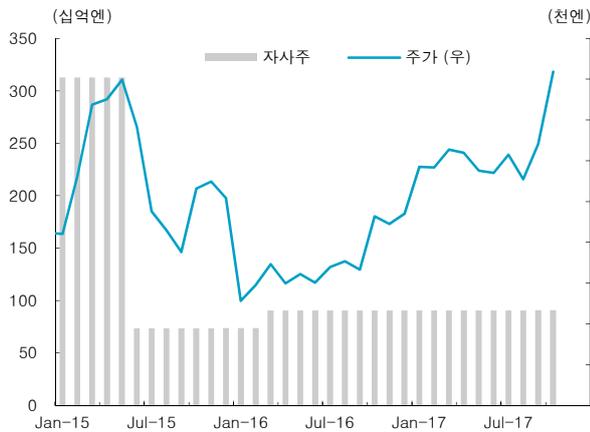
주: 2017년 3분기말 기준  
 자료: Report of GPIF's Stewardship Activities in 2016, Bloomberg, 한국투자증권

주: 2017년 3분기말 기준  
 자료: Report of GPIF's Stewardship Activities in 2016, Bloomberg, 한국투자증권

**스튜어드십 코드 도입 이후  
행동주의 펀드 활성화 가능성**

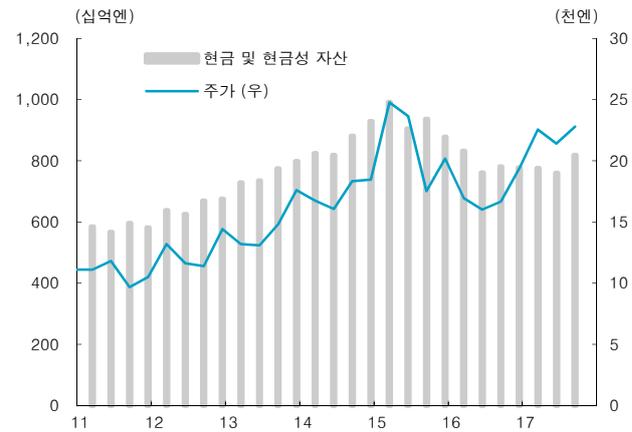
기관 투자자들의 스튜어드십 코드 이행 준수는 보유 지분에 대한 의결권 행사 확대로 이어질 가능성이 높다. 특히 적극적인 주주 권리 행사를 통해 투자 수익률을 제고하는 행동주의 투자자들의 참여가 많아질 수 있다. 일본도 스튜어드십 코드가 채택된 2014년 이후 행동주의 펀드의 활동이 증가했다. 전세계 점유율 1위인 로봇 제조사 화낙(Fanuc)이 그 예다. 행동주의 헤지펀드인 써드 포인트(Third Point)는 화낙이 시장 지배적 위치와 이익 안정성에도 불구하고 비합리적 재무구조 때문에 주가가 상승하지 못했다면서 자사주 매입을 요구했다. 외국인 주주 비율이 50%가 넘었던 화낙은 이후 자사주 매입을 감행했고, 주가는 급등했다.

[그림 33] 화낙 보유 자사주 및 주가



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 34] 화낙의 현금 및 현금성 자산



자료: Bloomberg, 한국투자증권

글로벌 시장 전반적으로도 행동주의 펀드들의 행보가 더욱 활발해지고 있다. 특히 대형 국부펀드의 적극적인 의결권 행사와 개입이 눈에 띈다. 보유 자금 기준으로 전세계 1위인 노르웨이 국부펀드는 전세계 8,800여개의 기업의 지분을 보유하고 최근 2년간 포트폴리오 편입 과정에서 기업에 적극적으로 의견을 개진했다. 노르웨이 국부펀드의 CEO는 언론을 통해 ‘최근 2년 간 실시했던 노르웨이 국부펀드의 의결권 행사 직전 의견 공시가 예상보다 효과적이었다’면서, 앞으로도 이러한 방침을 유지하겠다고 선언했다.

행동주의 헤지펀드들의 행보도 과감해지고 있다. 2016년까지 중형 기업 위주로 공략하던 행동주의 헤지펀드들은 2017년 들어 잇따라 글로벌 대기업을 투자 대상으로 삼고 있다. 시가 총액 750억 달러 이상 대기업을 행동주의 펀드의 투자 대상이 된 사례는 2012년부터 2016년까지 연평균 3.5건 정도인데 반해, 17년에는 상반기에만 총 6개의 기업이 행동주의 펀드의 공격을 받았다. 이는 행동주의 펀드의 적극적인 개입에 따른 성공 사례들이 늘어나면서 펀드들의 자금 동원력 역시 이전보다 풍부해졌기 때문이다.

17년 하반기 들어 행동주의 펀드의 공세를 받은 대표적인 사례는 크레딧 스위스와 미국 소재 다국적 기업인 P&G다. 크레딧 스위스는 지난 10월 RBR 캐피탈이라는 사모펀드가 크레딧 스위스의 기업 분할을 요구하면서 세간의 주목을 받았다. RBR캐피탈은 자산운용, 리테일 WM, IB 등 사업분야에 따라 세 개의 기업으로 분할할 경우, 기업가치가 현재(400억 스위스 프랑)의 약 두 배인 850억 프랑까지 상승할 수 있다고 주장했다. 현재 크레딧 스위스 주주 사이에서도 의견이 분분한 가운데, 보유 지분이 0.2%에 불과한 RBR 캐피탈은 기타 주주를 설득하는 작업에 돌입했다.

P&G의 경우 행동주의 헤지펀드의 CEO가 직접 이사회 진출을 시도했다는 점에서 주목을 받았다. 트라이안 파트너스의 CEO인 넬슨 펠츠는 지분 매입 이후 10개의 사업 부문을 3개로 축소하고 다품종 소량 생산 체제로 전환할 것을 강력하게 요구하는 한편, 이사로 선임되기 위한 캠페인을 벌였다가 간발의 차이로 실패했다. 하지만 이사회 직후 언론과의 인터뷰에서 '우리들의 노력은 끝나지 않았다' 면서 내년에도 적극적인 의결권 개진을 통해 경영진에 대한 쇄신 압박을 지속할 것을 시사했다.

<표 7> 2017년 행동주의 펀드 매니저들의 타겟이 된 주요 글로벌 기업 목록

시기	회사명	YTD 주가 상승률	소재 국가	펀드명	보유지분	내용
2월	브리스틀-마이어스 스킵	-8.5%	미국	JANA	1.8%	이사진 3명 추가 선임
2월	티파니	-18.9%	미국	JANA	5.0%	CEO 퇴진 및 이사회 추가 선임 등
3월	CSX	-29.2%	미국	Mantle Ridge	4.9%	헌터 해리슨 CEO 선임 및 이사진 13명 선임
3월	테스코	15.3%	영국	Artisan/Schroders	각각 4.6%	도매유통기업 Booker 인수 반대
4~8월	악조 노벨	-25.0%	네덜란드	Elliott	3.3%	CEO 퇴진, 특수화학 사업 부문 매각 등
4월	BHP 빌리턴	-10.7%	호주	Elliott	4.1%	영국-호주 주식 통합, 미국 석유산업 부문 분할상장 등
4월	허니웰	-21.3%	미국	Third Point	0.2%	항공 부문 분사
5월	제네럴 모터스	-21.7%	미국	Greenlight	3.6%	이사진 3명 추가 선임 및 주식 분할
5월	센트리링크	24.1%	미국	Corvex	6.6%	피인수기업 Level 3의 CEO인 Storey의 CEO 선임
6월	네슬레	-15.5%	스위스	Third Point	1.3%	자사주 매입 확대, 사업부문 재편, 로레알 지분 매각 등
8월	다논	-16.5%	프랑스	Corvex	0.8%	단순 보유 목적
7~10월	P&G	-6.2%	미국	Triam	1.5%	CEO 넬슨 펠츠의 이사 선임, 사업 부문 축소 및 개편
10월	제네럴 일렉트릭	-36.6%	미국	Triam	0.8%	사업 부문 구조조정, 공동 CEO 에드 가덴의 이사 선임
10월	크레디트 스위스	-12.9%	스위스	RBR	0.2%	사업분야(IB, WM, 자산운용)별 3개사로 분사 등

주: 시기는 서한 등 구체적인 행동이 노출된 기준, 11월 1일 종가 기준  
 자료: Bloomberg, 언론 보도, 한국투자증권 정리

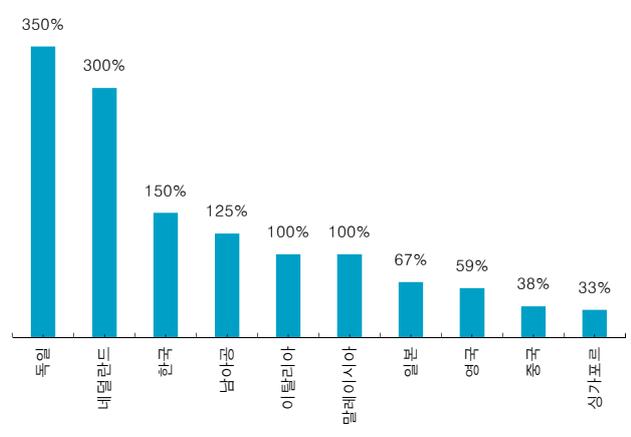
**행동주의 헤지펀드의 아시아  
 기업 개입 사례 증가 추세**

아시아 기업을 타겟으로 하는 행동주의 헤지펀드 역시 최근 들어 늘어나는 추세다. 2016년말 행동주의 펀드가 아시아 시장에 개입한 사례는 총 18건으로 2015년 14건, 2014년 11건, 2013년 6건과 비교해 꾸준히 증가하는 추세다. 특히 한국, 일본, 중국, 싱가포르 등 국가에서 적극적인 모습을 보이고 있다.

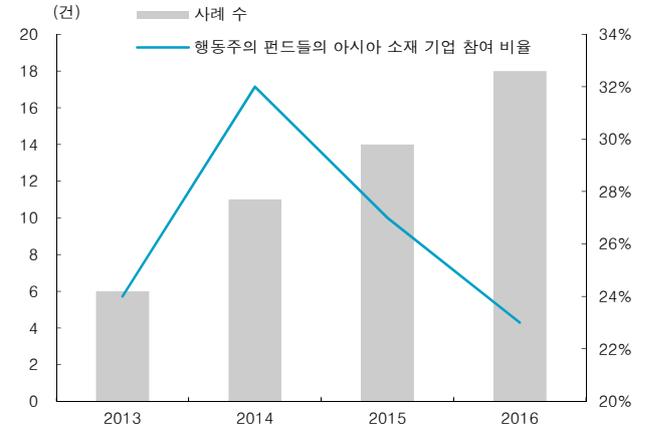
우리나라에서는 대표적인 행동주의 헤지펀드인 엘리엇가 2015년 삼성물산과 제일모직 합병 반대로 세간의 주목을 받았고, 2016년에는 삼성전자에 서한을 보내 1) 특별배당금 지급, 2) 지주회사와 사업회사의 분할, 3) 사업회사 ADR의 나스닥 상장 등을 요구한 바 있다. 이에 힘입어 국내 자산운용 업계에서도 풍부한 현금에도 낮은 배당성향과 대주주 및 우호 지분율, 높은 외국인 지분율 등으로 인해 지배구조 개선이 필요한 기업 위주로 투자하는 행동주의 펀드들을 출시하고 있다.

한편 정부의 행동주의 투자자 확산에 대한 입장은 부정적이지 않다. 행동주의 투자자들의 유입으로 재벌 구조 개혁 및 외국인 자금 유입을 기대할 수 있기 때문이다. 김상조 공정거래위원장은 한 외신과의 인터뷰에서 “돈을 가져와라. 내가 더 불러주겠다(Bring money in, I promise to make it bigger)”라는 발언과 함께 외국인 투자자들이 좀더 공격적이고 장기투자를 할 수 있는 배경을 마련할 것이라고 언급한 바 있다.

[그림 35] 전년대비 행동주의 개입 건수가 증가한 주요 국가 목록      [그림 36] 행동주의 펀드의 아시아 시장 개입 사례 수



주: 2016년말 기준  
자료: Activist Insight, 한국투자증권



주: 2016년말 기준  
자료: Activist Insight, 한국투자증권

**스튜어드십 코드 확대,  
한국 증시 리레이팅  
계기로 작용**

2017년 한해 코스피는 역사적 고점을 다시 쓰면서 강한 상승세를 보였다. 수출 호조세가 이끄는 경제성장과 그에 따른 기업 이익 증가로 한국 증시에 대한 투자심리가 개선되면서 외국인은 2017년 1월부터 11월 2일까지 코스피 시장에서 8.3조에 육박하는 순매수세를 보이고 있다. 그럼에도 불구하고 코스피에 대한 밸류에이션은 큰 움직임을 보이지 않고 있다. MSCI 신흥국 지수 대비 MSCI 한국의 상대강도는 오히려 2017년초 대비 10%p 이상 하락한 72% 수준이다. MSCI 한국 지수의 12개월 선행 PER은 약 9.2배로 미국이나 일본 등 선진국의 60%, 대만, 중국의 67% 수준이다.

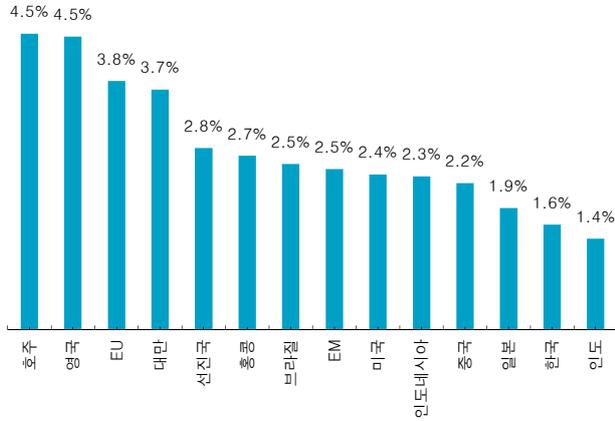
수출지표 개선과 기업이익 회복에도 밸류에이션이 개선되지 않은 것은 여전히 북한 관련 지정학적 리스크와 기업들의 불투명한 지배구조 등으로 대표되는 ‘코리아 디스카운트’ 요인들이 해소되지 않았기 때문이다. 특히 최근 몇 년 동안 관찰됐던 일부 대기업 기업집단들의 불투명한 지분 보유 구조와 비민주적인 의사결정 과정, 인색한 주주환원정책 등은 한국시장 기피 요인으로 지목 받아왔다. 정권이 바뀔 때마다 정부가 정책적으로 이러한 문제를 해결할 것이라는 기대감이 있었지만 몇 년째 좀처럼 해결되지 않고 있다.

[그림 37] 코리아 디스카운트 지속 : MSCI 신흥국 지수 대비 한국의 밸류에이션 할인폭 확대



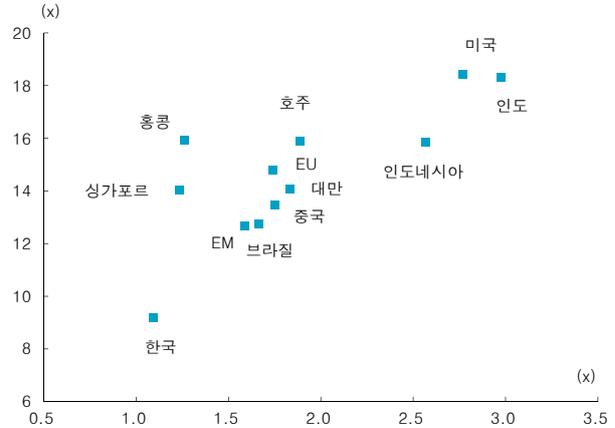
자료: Thomson IBES, 한국투자증권

[그림 38] 글로벌 주요 증시 배당수익률



주: MSCI 지수, 2017년 10월 31일 기준  
 자료: Thomson IBES, 한국투자증권

[그림 39] 글로벌 주요 증시 밸류에이션



주: MSCI 지수, 2017년 10월 31일 기준  
 자료: Thomson IBES, 한국투자증권

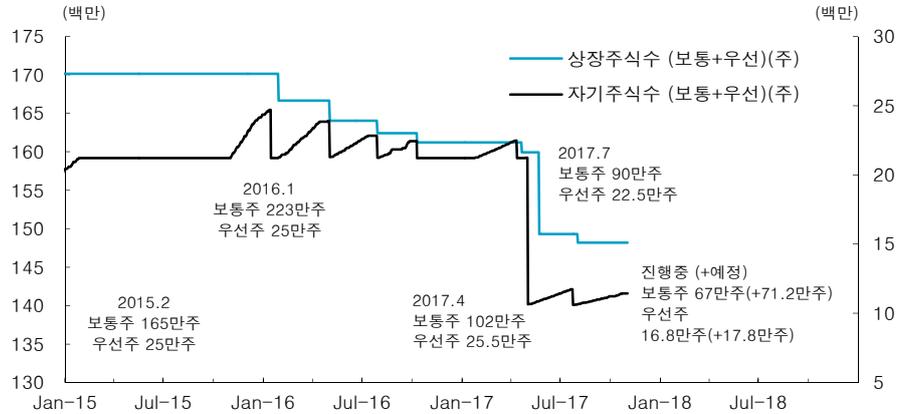
다만 내년에는 상황이 조금 달라질 가능성이 높다. 정부가 재벌개혁 의지를 강하게 피력하면서 지배구조 관련 이슈가 지속될 여지가 크다. 국회에도 관련 법안이 여럿 계류 중이다. 대표적으로 지주회사의 자회사 최소 지분을 상장사의 경우 20%에서 30%로, 비상장사의 경우 40%에서 50%로 강화하는 공정거래법 개정안이 있다. 기업 분할 시 기존 보유 자사주에 분할 신주 배정을 금지하는 상법개정안 역시 계류 중이다. 스튜어디십 코드의 확산 역시 기관들의 적극적인 주주 권리 행사를 통해 수익자의 권리를 개선할 수 있다는 점에서 일종의 재벌 견제 장치라고 볼 수 있을 것이다.

만일 정부의 정책으로 대기업들의 사업재편을 통한 기업가치 극대화, 자사주 매입과 배당에 대한 태도 변화가 가시화된다면, 이는 한국 주식시장 전체 밸류에이션을 한 단계 높이는 역할로 작용할 것이다. 이미 지배구조 개편 측면에서 삼성그룹과 현대중공업은 2017년에 어느 정도 완료했고, 롯데는 지난 10월 30일 지주회사와 사업회사를 분리해 재상장하는 등 지배구조 개편 과정 중에 있다.

대기업의 주주환원정책 확대도 기대할 만하다. 특히 지난 10월 30일 발표한 삼성전자의 2018년~2020년 주주환원 정책에 주목할 필요가 있다. 이미 삼성전자는 2015년 10월 중장기 주주환원 가이드라인을 발표했고 이에 따라 3개년 동안 20조원의 자사주 매입·소각과 10조원의 배당을 지급한 바 있다. 2017년만 하더라도 9.3조원 가량의 자사주 매입 및 소각 과정이 진행 중이고, 2016년 4.0조원이었던 배당 규모는 17년 4.8조원 규모로 확대됐다.

이번 발표한 주주환원정책은 더욱 강화되는 모습이다. 1) 배당을 대폭 확대하고 2) 잉여현금흐름(FCF; Free Cash Flow) 계산 시 M&A 금액을 차감하지 않으며 3) 잉여현금흐름의 50% 환원 방침을 유지하되, 기존 1년에서 3년 단위로 변경해 적용하는 것이다. 배당의 경우 2018년에는 2017년 대비 다시 100% 확대해 9.6조원으로 늘리고, 2019년과 2020년에도 2018년과 동일한 수준을 유지할 예정이다.

[그림 40] 삼성전자의 자사주 매입 및 소각 일지



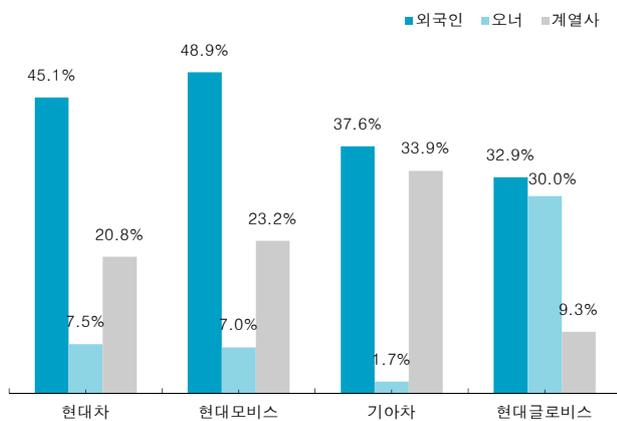
주: 자사주 매입 원료 시점 기준  
 자료: 삼성전자, Dataguide, 한국투자증권 정리

**삼성전자의 강력한 주주환원  
 의지 표명, 여타 기업으로  
 확산될 것**

삼성전자의 주주환원정책 확대는 다른 대기업에도 영향을 줄 것이다. 특히 외국인 투자자 비중이 높고, 현금이 풍부하나 주주환원 정책이 미미한 기업들에 대한 변화의 요구가 커질 가능성이 높다. 스튜어드십 코드가 확대될 경우 기관투자자들은 수탁자의 책임을 다하기 위해 의결권 행사 시 이러한 변화를 요구하게 되고 글로벌 행동주의 헤지펀드의 시장 진입에 유리한 환경이 조성된다. 적극적인 구조 개편 요구가 이어질 수 있는 것이다.

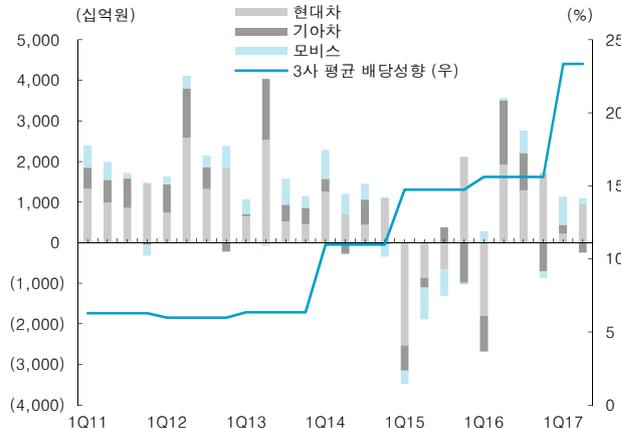
특히 현대차 그룹에 대한 적극적인 지배구조의 투명성 확보 및 주주환원정책 확대 등의 요구가 커질 것으로 전망한다. ‘현대모비스-현대차-기아차’로 연결되는 순환출자 구조가 아직 해소되지 않아 지주사 변환이 기대되는데다, 최근 배당성향이 상승하는 등 배당 확대에 대한 기대감이 높다. 특히 현대차나 모비스는 외국인 투자자 비중이 높다는 점에서 자사주 매입과 배당 확대 등 주주환원정책에 대해 이전보다 거센 요구를 받을 수 있다. 현대차그룹의 불투명한 지배구조가 해결되고 주주환원 정책이 강화되면 현대차그룹에 대한 디스카운트가 해소될 가능성이 높아진다. 한국 내 현대차그룹의 위치를 고려했을 때 현대차그룹의 디스카운트 해소 효과는 증시 전반에 확산될 여지도 크다.

[그림 41] 현대차 그룹 주요 계열사 주주별 비중



주: 2017년 9월 30일 기준(글로벌비스의 오너 및 계열사 지분은 6월 30일 기준)  
 자료: 금융감독원 DART, WiseFn, 한국투자증권

[그림 42] 현대차 그룹 계열사의 FCF와 배당성향



주: 2017년 배당성향은 연말 기준 예상치 적용  
 자료: 한국투자증권, Bloomberg

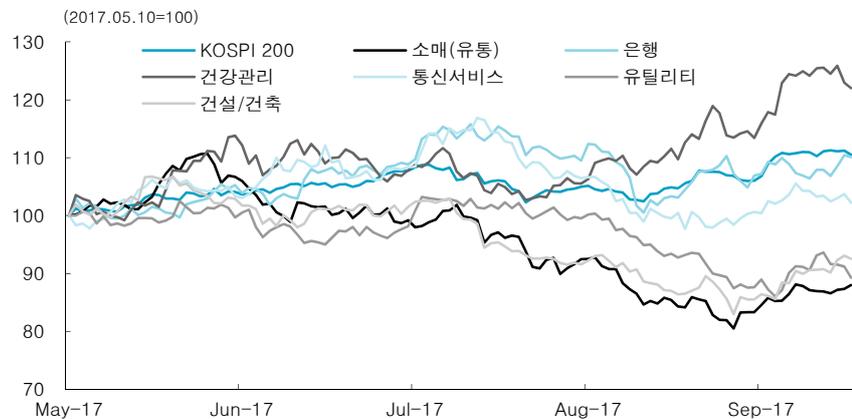
정부가 규제하는 산업 대신  
육성하는 산업을 보자 :  
신재생 에너지

## 2. 정책 수혜 (1): 신재생 에너지 3020

최근 정부차원의 산업에 대한 규제가 강화되고 있다. 대형 유통업체들에 대한 월 4일 휴무제 추진, 선택 약정 할인을 인하, 8/2 부동산 대책 등 기업에는 충분히 부담 요소로 작용할 수 있는 규제를 발표했다.

이와 같은 규제 강화는 주가에는 부정적이다. 기업의 활동 범위 축소, 영업비용 상승으로 수익에 직접적인 영향을 주기도 하지만, 규제 리스크도 높아져 투자심리를 침체시키는 효과도 야기하기 때문이다. 실제로 신정부 출범 이후 규제 강도가 가장 높았던 유통, 건설, 유틸리티 업종의 수익률이 전체 시장 수익률을 크게 하회했다.

[그림 43] 규제 리스크: 건설, 유틸리티, 유통 약세



주: W126 기준  
자료: Quantiwise, 한국투자증권

그렇다면 오히려 정부가 육성하려는 섹터로 시선을 돌리는 것이 하나의 투자 대안이 될 수 있다. 정부는 신재생 에너지 3020 정책을 발표하면서 태양광, 풍력 등 신재생 에너지 섹터를 육성하겠다는 의지를 드러냈다. 지난 10월 20일 공론화 위원회가 논란이 되었던 신고리 원전 5,6호기의 건설재개 권고를 발표했지만, 에너지 믹스 변화 추진은 이어질 것으로 보인다.

최근 발표된 탈원전 로드맵이 정부의 의지를 반영하고 있다. 탈원전 로드맵은 한국수력원자력 등 발전 공기업이 2030년까지 재생에너지 보급 확대에 45조원 이상을 투자할 것을 명시하고 있기 때문이다. 실제로 신재생 에너지주는 공론화 위원회의 발표 직후에는 하락했으나 이후 상승세를 재개했다.

### 신재생 에너지 3020: 태양광, 풍력 중심의 에너지 믹스 추진

2030년까지 신재생 에너지 발전비중을 20%로 높이는 것이 신재생 에너지 3020의 목표다. 선진국과 비교시 목표 비중은 낮을 수 있으나 한국의 신재생 에너지 발전 비중이 2006년 1%에서 2016년 4.0%로 다소 낮은 성장률을 보인 것을 감안하면 결코 만만한 목표는 아니다.

**신재생 에너지 공급 의무화, 발전차액지원제도 재도입 등 긍정적**

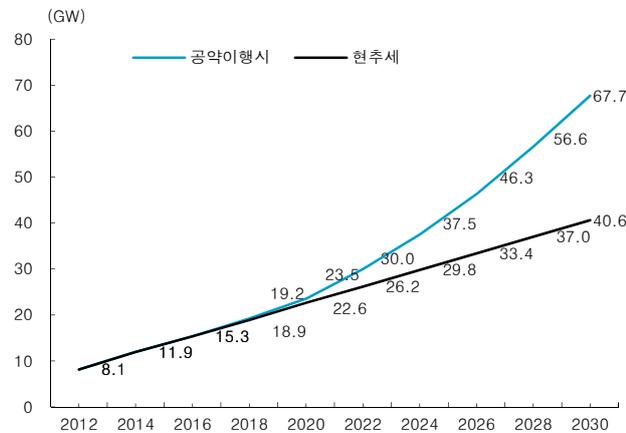
다양한 신재생 에너지원이 존재하지만 풍력과 태양광 에너지가 이번 정책으로 인해 특히 수혜를 입을 전망이다. 정부가 제시한 목표를 도달하기 위해서는 53GW의 신규 신재생 에너지 설비가 보급되어야 하는데 이중 태양광과 풍력 발전설비가 80% 수준으로 보급될 것이기 때문이다. 현 추세인 연 1.7GW보다 약 2GW가 추가로 보급되는 것이다.

특히 이번 정책 중 1) 기존의 신재생 에너지 공급의무화제도(RPS) 강화, 2) 발전차액지원제도(FIT)의 재도입 3) 신재생 에너지원 이격거리 규제 개선을 통한 설치 가능 지역 확대 등이 태양광과 풍력 산업 확대에 있어 긍정적이다.

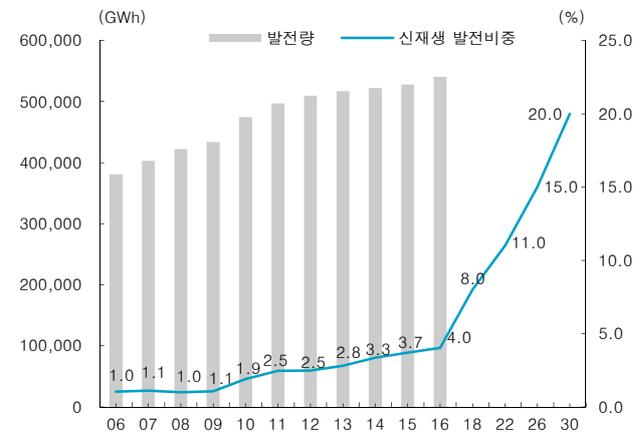
RPS는 설비용량이 500MW를 초과하는 발전사업자들이 공급량의 일정비율을 신재생 에너지로 공급하도록 의무화 하는 제도다. 이에 따라 발전사업자들은 직접 신재생 설비를 건설하거나 신재생 에너지 공급 인증서(REC)를 구입하는 방식으로 의무량을 충당해야 한다. 이 제도는 2023년까지 의무비율 10% 도달을 목표로 2012년에 처음 도입되었는데 이번에 2030년까지 28% 수준으로 상향되었다.

한편 발전차액지원제도(FIT)는 RPS가 도입되기 전 신재생 에너지 시장에 적용되었던 제도인데 이번에 재도입이 추진되고 있다. FIT는 쉽게 말하면 보조금 정책이다. 지정된 기준가격과 전력 거래 가격간의 차액을 정부에서 지원해줌으로써 발전사업자에게 안정된 수익을 보장해 주려는 의도다.

[그림 44] 연도별 신재생 설비용량 전망



[그림 45] 신재생 발전비중 추이: 2030년까지 20% 목표



자료: 한국에너지공단, 한국투자증권

자료: 전력통계정보시스템, 한국투자증권

일본의 경우 FIT 도입 이후 태양광을 중심으로 한 신재생 에너지 발전량이 비약적으로 상승했다. FIT가 처음 도입된 2012년 전체 발전량의 0.4%를 차지한 태양광은 2016년에는 4.4%로 상승했다. 자체 에너지를 생산해 전력을 거래하는 프로슈머(Prosumer)가 활동하기 적합한 환경을 조성하는 것이 이 제도들의 목적이다. 프로슈머의 증가는 일본, 독일 등 선진국의 신재생 에너지 발전 비중이 빠르게 상승할 수 있었던 이유 중 하나다.

신재생 에너지의 주요 단점 중 하나는 면적이다. 일례로 1kW의 태양광 패널을 설치하기 위해서는 약 7m<sup>2</sup>의 면적이 필요한데, 이번 정책 목표인 37GW에 도달하기 위해서는 서울시 면적의 약 43%가 필요하다는 계산이 나온다. 국토가 좁은 한국에서는 현실화가 어려운 부분이 있는 것이다.

따라서 중국이 급속도로 짓고 있는 태양광 농장(solar farm) 보다는 면적을 효율적으로 쓸 수 있는 도심형 태양광 보급을 확대하는 방향으로 나아갈 가능성이 높다. 이격거리 규제 완화가 중요한 이유다. 현재 지자체 별로 이격거리가 100m에서 크게는 1km까지 차이가 나고 있어 설치 가능 면적이 제한되고 있는 상황이기 때문이다.

[그림 46] 중국의 태양광 농장



자료: 한국에너지공단, 한국투자증권

[그림 47] 옥상을 활용한 싱가포르의 도심형 패널



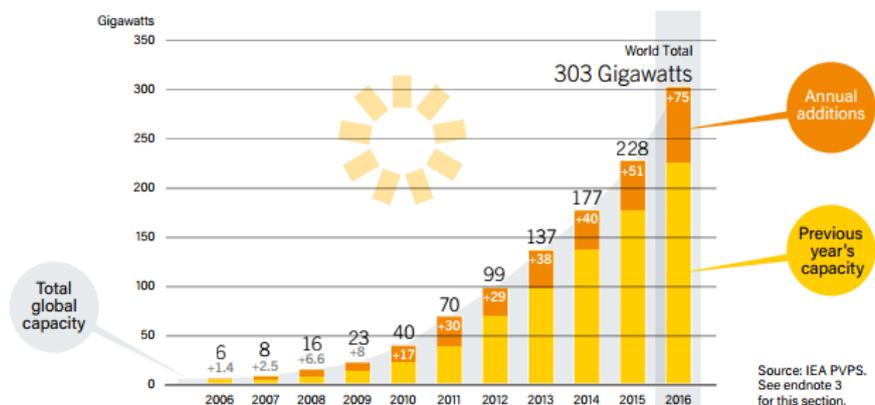
자료: 전력통계정보시스템, 한국투자증권

정책 효과 배가될 수록  
수출 의존도가 낮아질 수  
있어 긍정적

또한 한국 태양광 시장의 경우 이번 정책으로 국내 태양광 시장 규모가 확대되면서 업체들의 수출 의존도를 낮추는 효과를 야기할 수 있다. 현재 태양광 업체들의 수출 비중은 매우 높아 글로벌 사이클 변화에 상당히 민감하게 반응한다. 실제로 태양광 산업 밸류체인을 구성하고 있는 폴리실리콘, 잉곳 및 웨이퍼, 셀, 모듈 중 국내 매출이 절반 정도를 차지하는 모듈을 제외한 모든 부분은 수출 비중이 압도적으로 높다.

물론 향후 글로벌 태양광 수요 전망은 밝아 높은 수출 비중이 반드시 단점이라고 할 수는 없다. 태양광은 2016년 전세계적으로 75GW의 신규 설비용량이 추가되어 전체 재생에너지 신규 설치량인 161GW중 47%를 차지한 만큼, 재생에너지원 중 가장 빠르게 성장 중이다.

[그림 48] 태양광 시장의 성장: 설비용량 증가폭 신재생에너지 중 1위



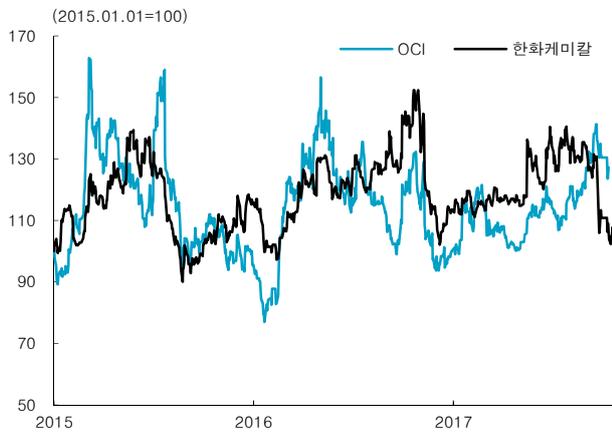
자료: REN21, 2017 Global Status Report

**보호무역주의 트렌드는 불확실성**

하지만 각국의 정책 불확실성이 변수로 작용할 수 있다. 특히 트럼프 당선 이후 보호무역주의 트렌드가 점차 강화되고 있다. 지난 9월 22일 미국의 국제무역위원회(ITC)는 만장일치로 한국, 중국 등 수입산 태양광 셀로 인해 자국 제조업체들이 피해를 보고 있다는 판결을 내렸다. 결국 미국이 관세 인상 등을 통한 무역장벽을 올릴 가능성이 커진 것이다. 대미 수출 비중이 35%에 달하는 한화큐셀과 같은 업체들에는 타격이 클 수 밖에 없다. 해당 이슈 관련해서는 지속적인 모니터링이 필요할 것이다.

풍력 업체들도 기대된다. 태양광 업체들에 비해 국내 매출 비중이 높아 상대적으로 큰 폭의 이익증가율이 나타날 가능성이 존재하기 때문이다. 발전기 타워 생산업체들을 제외시 해외 시장 비중이 낮아 무역장벽 강화 리스크에 대한 노출도 적다.

[그림 49] 태양광 제조업체 주가 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 50] 풍력 부품업체 주가 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

**<표 8> 태양광산업 밸류체인**

	폴리실리콘	Ingot/Wafer	Cell	Module
Value Chain				
국가별 시장점유율	중국(34%) 미국(23%) 독일(20%) 한국(15%) 일본(7%)	중국(75%) 대만(9%) 일본(6%) 한국(5%) 독일(1%)	중국(64%) 대만(19%) 일본(5%) 독일(2%) 한국(2%)	중국(67%) 일본(6%) 한국(3%) 대만(3%) 미국(3%)
기술경쟁력(선진국=100)	98	91	92	93
주요기업	OCI 한국실리콘 한화케미칼	웅진에너지 넥솔론 SKC솔믹스	한화큐셀 현대중공업 LG전자 신성솔라에너지	한화큐셀 현대중공업 LG전자 에스에너지
수출비중	86.9%	90.3%	75.4%	47.4%

주: 수출비중은 매출액 대비(2014년 기준)  
자료: 한국에너지공단, 한국투자증권

<표 9> 풍력산업 밸류체인

	타워	블레이드	증속기	발전기	시스템
Value Chain					
한국 시장점유율	해외(12%) 국내(100%)	해외(0%) 국내(1.3%)	해외(0%) 국내(0%)	국외(0.1%) 국내(25.9%)	국외(0.1%) 국내(46.9%)
기술경쟁력(선진국=100)	100	70	65	90	70
주요기업	CS윈드 동국 S&C	KM 휴먼컴퍼닛		현대중공업 유니슨 효성중공업	현대중공업 유니슨 두산중공업
수출비중	97.1%	0%	0%	13.4%	7.9%

주: 수출비중은 매출액 대비(2014년 기준)  
자료: 한국풍력협회, 한국투자증권

**ESS: 신재생 에너지의 필수 파트너**

**신재생 에너지와 ESS는  
함께 간다**

하지만 풍력과 태양광 공통적으로 가지고 있는 근본적인 약점이 있다. 전력 최대 수요가 나타나는 시간대와 전력 출력량이 일치하지 않는다는 것이다. 캘리포니아 독립 시스템 운영국(CAISO)에서 처음 발견한 덕 커브(Duck Curve) 현상이 대표적이다. 일출을 기준으로 총 수요(total load)에서 태양광 발전량을 차감한 순부하(net load)가 서서히 증가하면서 과잉공급이 나타나는 것이다.

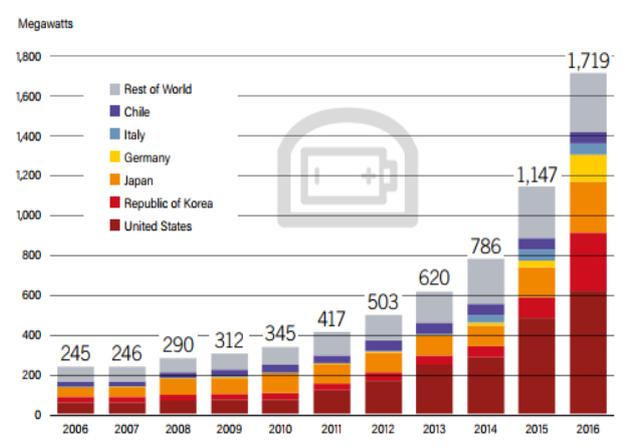
이와 같은 수급 불균형을 타개하는 방안 중 하나로 에너지저장시스템(ESS)이 주목받고 있다. ESS는 과잉 생산된 전력을 저장해 놓았다가 최대 수요(peak demand) 시간대에 전력을 그리드로 보내는 역할을 수행하고 있어 신재생 에너지원이 가지는 변동성을 낮출 수 있다.

이에 각국은 신재생 에너지 정책과 함께 ESS 활성화를 위한 여러 방안을 내놓고 있다. 일본과 독일은 신재생 발전사업자가 ESS를 도입하는 경우 보조금을 지급하는 정책을 갖췄고, 캘리포니아 주의 경우 ESS 설치를 의무화 시켰다. 한국도 공공기관에 2020년까지 ESS 설치 의무화를 요구하는 지침을 내렸다.

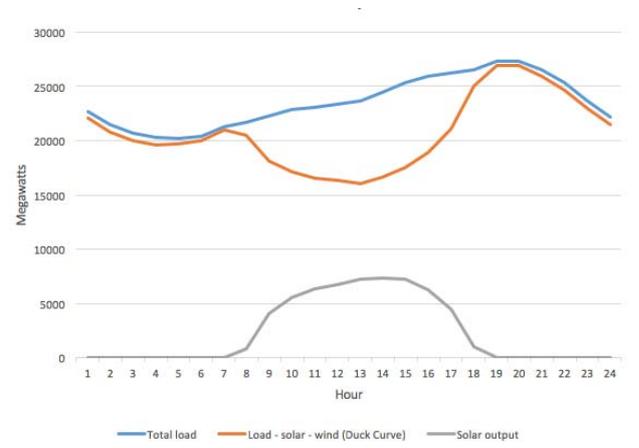
재생에너지의 설비용량의 증가와 함께 에너지 저장배터리 시장도 급격히 확대되고 있는 추세다. 2016년 글로벌 배터리 저장 용량은 약 0.6GW증가해 1.7GW 수준이고, 한국은 이 증가분 중 0.2GW를 차지해 미국에 이어 두 번째로 가파른 성장률을 보이고 있다.

ESS에는 리튬 이온 배터리를 비롯해 전압을 통제하는 전력변환장치(PCS)와 운용 체제인 전력제어시스템(PMS) 등으로 구성되어 있다. 국내 ESS 시장의 성장으로 배터리 생산업체인 LG화학, 삼성SDI 뿐만 아니라 PCS, PMS를 제공하는 LS산전, 효성 등을 비롯해 에너지관리 시스템을 제공하는 통신업체들도 수혜를 입을 전망이다. 두산중공업과 LS산전의 경우 태양광 발전소 사업에도 진출한 상태다.

[그림 51] 글로벌 배터리 저장 용량 [그림 52] 신재생에너지의 출력 변동성



자료: WiseFn, 한국투자증권



자료: WiseFn, 한국투자증권

신재생에너지 정책의 예산 집행

예산에 대한 구체적인 계획이 수립되고 있다

정부의 바람대로 2030년까지 신재생 에너지 발전비중을 20%로 높이려면 안정적인 자원 확보가 필수적인데, 이번 신재생 에너지 정책은 구체적인 자원 확보방안이 논의되고 있다는 점이 고무적이다.

앞서 서술했듯이 목표 도달을 위해서는 53GW의 신규 설비용량이 요구되는데 과거 신재생 에너지 관련 예산 규모를 바탕으로 추정시 2030년까지 약 29조원의 예산이 필요할 것으로 예측된다. 연 2.9조원 정도가 필요한 것이다.

2017년 한국이 신재생 에너지에 할당 예정인 금액은 7,474억원인데, 이 재원은 현재 약 4.1조원 규모의 전력사업기반기금에서 나오고 있다. 따라서 3020 정책 목표를 실현하기 위해서는 추가 예산이 불가피한데, 이 예산을 확보하기 위해 1) 전기요금의 1.5%~2.0%에 해당하는 부담금 부과, 2) 에특회계(에너지 및 자원사업 특별회계) 예산 추가확보, 3) 원자력 발전용 연료에 개별소비세 부과, 4) 전력 기금의 여유자금 1회성 전입이 제시됐다.

<표 10> 신재생에너지산업 자원 확보방안

방안	세부내용	확보가능 금액
전기요금의 1.5%~2.0% 부담금 부과	신재생 사용에 계획된 7,474억원 포함	8,260억원~1조 2,360/년
전기요금에 대한 부담금 요율 상향조정	연 0.1%	600억원/년
전력기금의 여유자금 전입		1.3조원(1회)
에특회계 예산 추가확보	교통, 에너지, 환경세를 에특회계로 전입후 신재생기금의 전입금으로 확보	9,180억원/년
에특회계의 예산배분조정	에특회계 5조 7,604억중 일부 전입	1.5조원/년
원자력발전용 핵연료에 개별소비세 부과	혹은 발전량에 부담금 부과	3,100억원/년 혹은1.5조원/년

자료: 기획재정부, 한국투자증권

확보방안대로 자원 마련이 차질 없이 집행됐을 경우, 필요한 예산은 충족될 것으로 여겨진다. 계획대로라면 약 3.6조원에서 5.2조원이 연간단위로 마련되기 때문이다. 지난 정부들에 비해 구체적인 친환경 정책을 꺼낸 만큼, 앞으로 수혜 섹터인 태양광, 풍력, ESS시장을 눈여겨 볼 필요가 있다.

**바이오경제 2025**  
: 향후 10년간 바이오 산업  
육성 계획 추진

**3. 정책 수혜 (2): 바이오경제 혁신전략 2025**

신재생 에너지 외에 정부가 육성 의지를 드러낸 또 다른 섹터는 바이오다. 국정 과제의 일환으로 추진되는 바이오경제 2025는 향후 10년간의 바이오 산업 육성 계획을 담고 있다. 글로벌 바이오 시장이 2015년 1,6조 달러 규모에서 2030년에는 4.4조원 규모의 시장으로 성장할 것으로 전망되고 있는데 이는 한국의 3대 수출산업인 반도체, 자동차, 화학제품의 시장규모를 합한 3.6조달러를 추월하는 수준이다. 이에 세계 각국도 바이오 육성책을 추진 중이다. EU는 ‘Bioeconomy for Europe’을, 미국은 ‘National Bioeconomy Blueprint’를 추진 중이다.

이처럼 빠른 성장이 예상되는 글로벌 바이오 시장에서 한국의 점유율을 2025년까지 현재의 1.7%에서 5%로 올리는 것이 이번 정책의 목표다. 세부 목표로는 1) 국산 신약 개발, 2) 바이오 기술기반 신규 일자리 12만개 창출, 3) 글로벌 기술 수출액을 500% 증가시켜 2025년까지 273.2억달러 도달, 4) 사회문제해결에 바이오 R&D 기여를 제시했다. 그리고 이와 같은 목표 달성을 위해 <표 11>에 나와있는 3대 전략 9대 중점과제를 추진하겠다고 밝혔다.

**<표 11> 목표 달성을 위한 3대 전략 9대 과제**

3대 전략	9대 중점과제
바이오R&D 혁신	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 글로벌 선도 창의/도전적 연구 촉진</li> <li>- 미래 대비 R&amp;D 강화</li> <li>- 바이오 기반 융합연구 확산</li> </ul>
바이오경제 창출	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 과학 창업/사업화 활성화</li> <li>- 융합형 바이오 신사업 육성</li> <li>- 클러스터 중심의 바이오 생태계 확충</li> </ul>
국가생태계 기반조성	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국가 바이오경제 혁신시스템 정비</li> <li>- 바이오 규제혁신 및 사회적 합의 체계 마련</li> <li>- 바이오 혁신 플랫폼 구축(기술, 자원, 정보)</li> </ul>

자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

정부는 바이오 특별위원회의 컨트롤 타워 역할을 강화시켜 국가 차원에서 바이오 산업의 중심점을 확보할 심산이다. 또 국내에 퍼져있는 바이오 클러스터를 연계시켜 광역 클러스터망을 형성해 한국에 바이오 생태계를 조성하려는 노력도 눈에 띈다.

스위스도 ‘Switzerland Innovation’ 정책 하에 연구기관, 대학, 기업을 집결한 클러스터를 조성해 제약 바이오 산업을 육성시켰다. 일례로 클러스터가 형성된 바젤 지역의 경우 총 560억 스위스프랑의 수출액 중 제약이 차지하는 비중은 87%에 육박했다. 클러스터를 통해 이끌어낸 다양한 기술의 융합을 바이오 기업이 쉽게 접근할 수 있게 만든 결과다.

특히 이번 정책 목표 중 국산 신약 개발에 관심이 요구된다. 한국 바이오제약 협회에 의하면 국내 산업의 신약개발과 글로벌 시장 진출의 가장 큰 걸림돌은 기업의 연구개발 자원이 신약 개발에 필요한 규모에 크게 미달한다는 점이라고 지적했다. 실제로 글로벌 신약을 개발하는 데에는 평균 13.2년의 시간과 8억 달러의 비용이 들어간다.

단계적으로 신약 개발 지원

정부는 기업들의 신약 개발을 단계별로 돕겠다는 계획이다. 지원을 통해 글로벌 신약 물질 100개를 발굴하고, 1조원 이상의 매출을 내는 국산 블록버스터 신약 5개를 창출하는 것이 최종 목표다. 후보물질 발굴을 위해 R&D에 10년간 5000억원을 투자하는 ‘국가 신약 파이프라인 발굴 및 확보 사업’ 추진하는 한편, 1조원 규모의 신약 메가펀드를 조성해 해외 임상 승인과 판매 마케팅을 지원할 계획이다. 또 신약 개발 과정 중 정부 지원과 민간 투자 시기 사이에 생기는 공백 구간에는 기술이전과 연계한 R&D 비용을 지원할 방침이다.

[그림 53] 정부의 신약 개발 지원안



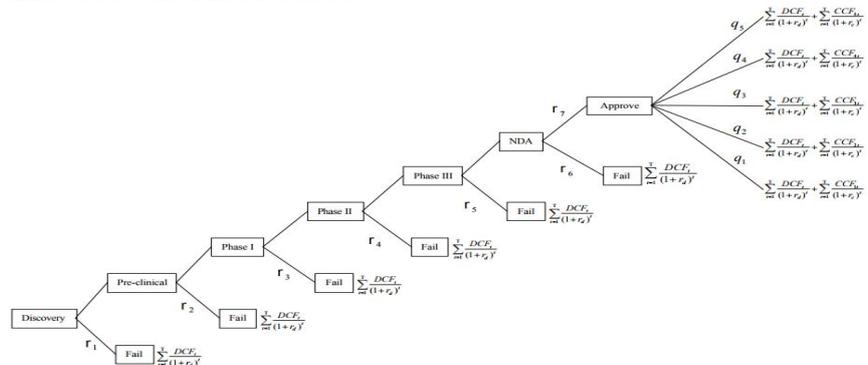
자료: 과학기술정보통신부

이런 지원책은 바이오 기업에는 긍정적이다. 바이오 기업의 가치 결정에 있어 파이프라인의 가치가 중요한 부분을 차지하는데, 이번 지원책으로 인해 파이프라인의 가치가 향상되기 때문이다. 파이프라인은 기업이 보유중인 임상실험 단계 진입해 당국의 최종 승인을 기다리고 있는 제품들의 포트폴리오를 의미한다.

결국 파이프라인의 가치는 개별 제품 가치의 합이다. 다양한 평가 방법이 있겠지만, 한 제품의 가치는 크게 최종 승인 가능성과 승인 이후 제품의 잠재적 시장성으로 평가된다고 볼 수 있다. 각 제품은 pre-clinical, 임상 실험 3단계, 보건당국으로부터의 최종 승인 단계를 거치는데, Decision tree process 를 나타낸 [그림 11]을 참고하자면 r은 단계별 실패 가능성을 나타내고 q는 승인 이후 나타날 수 있는 시나리오별 확률을 표현한다. 일례로 r1은 제품이 발굴 단계에서 끝나는 확률, r3는 임상실험 1단계가 해당 제품의 마지막 단계가 될 확률을 나타낸다.

[그림 54] 파이프라인 평가 Decision Table

Figure 2. Decision Tree for Pharmaceutical Development



자료: Valuation of a Biotechnology Firm, Kellogg

해당 정책으로 인해 1) 신약 개발에 필요한 재정적 부담이 줄면서 파이프라인 제품 수를 늘릴 수 있고, 2) 메가펀드의 지원으로 제품에 대한 해외 승인도 보다 용이하게 받을 수 있을 것으로 기대돼 바이오 기업에는 긍정적으로 작용할 전망이다. 규제 장벽 개선도 이 과정을 도울 것으로 예상된다.

한편 ‘문재인케어’로 불리는 ‘건강보험 보장성 강화대책’ 시행을 위한 재정 확충방안으로 약가 인하, 약제비 총액관리제가 언급되며 제약산업 위축 우려가 고조된바 있다. 하지만 복지부는 해명자료를 통해 이와 같은 방안을 검토하지 않았으며 제약바이오 산업 육성을 국정과제로 채택했다는 점을 강조했다. 조만간 발표 예정인 2차 제약산업 육성지원 종합계획을 주목해야 할 필요가 있다.

다만, 세제 혜택의 부재가 아쉽다. 스위스와 아일랜드의 경우 R&D 투자 활성화를 위한 세제 혜택을 제공하고 있다. 특히 아일랜드는 이미 OECD국가중 가장 낮은 12.5%의 법인세율을 자랑하고 있지만, R&D에 추가적으로 25%의 세액공제를 제공하고 있다. 스위스의 경우, 주별 일반 세율의 필수적 인화와 더불어 R&D비용 공제 형태의 인센티브를 부여하는 법안이 2016년 통과됐다.

보건복지부는 2차 제약산업 육성지원 종합계획을 수립 중에 있으며 연말 발표될 예정이라고 밝혔다. 제약바이오 업종에 대한 보다 구체적인 지원 여부를 확인할 필요가 있겠다.

<표 12> 정책 모멘텀 테마주 밸류에이션

(단위: 십억원, 원, %, 배)

업종	코드	종목명	시가총액 (11/9)	주가 (11/9)	2016A 순이익 (11/9)	2017F 순이익 (11/9)	2018F 순이익 (11/9)	2017F P/E (11/9)	2017F P/B (11/9)	2017F ROE (11/9)
제약/바이오	A207940	삼성바이오로직스	25,474	385,000	-177	-79	112	-322.0	6.43	-2.0
	A128940	한미약품	5,626	504,000	23	64	86	88.4	7.83	9.3
	A000100	유한양행	2,467	211,500	161	132	157	19.0	1.43	8.6
	A006280	녹십자	2,600	222,500	63	68	81	38.1	2.42	6.7
	A069620	대웅제약	1,506	130,000	27	42	52	36.1	2.42	7.8
	A185750	종근당	1,195	127,000	41	52	56	22.9	3	13.9
ESS/EMS	A051910	LG화학	29,225	414,000	1,281	2,115	2,226	15.3	1.98	14.1
	A006400	삼성SDI	15,231	221,500	219	682	1,086	22.9	1.3	6.2
	A010120	LS산전	1,836	61,200	81	123	140	15.0	1.55	11.0
	A004800	효성	4,723	134,500	456	576	661	8.2	1.11	15.1
	A034020	두산중공업	1,863	17,500	-171	-43	171	-48.9	0.6	-1.2
신재생에너지	A112610	씨에스윈드	418	24,200	-17	44	37	9.5	1.17	14.1
	A100130	동국S&C	317	5,550	16					
	A018000	유니슨	274	3,600	-32	-9		-30.4		
	A010060	OCI	2,933	123,000	242	209	193	14.0	0.87	6.4
	A009830	한화케미칼	5,134	31,150	755	1,022	918	5.1	0.82	17.8
A103130	웅진에너지	199	7,920	-84	5	21	37.5	1.5	4.7	

자료: Quantiwise, 한국투자증권

**혁신창업 생태계 조성 방안**  
**: 코스닥 시장 활성화 방안**

#### 4. 정책 수혜 (3): 코스닥 활성화 방안

지난 11월 2일(목) 기획재정부와 금융위원회가 '혁신창업 생태계 조성 방안'을 공동 발표하였다. 문재인 대통령 취임 후 최저임금 인상, 복합 쇼핑몰 휴무 규제, 법인세 인상, 주식양도차익과세 등 규제책만 발표되어 경제 활성화는 고려 안하는 것 아니냐는 우려가 많았다. 그러나 2018년 6월 지방선거를 앞두고 경제 활성화를 다각도로 검토하기 시작한 것으로 보인다.

혁신 창업 활성화에 대한 구체적 내용은 다음과 같다. 첫째, 기업과 대학에서 핵심 기술인력이 창업에 도전하는 것을 지원한다. 관련 예산도 2018년 500억원에서 2배로 확대하기로 했다. 둘째, 혁신모험펀드를 조성한다. 향후 3년간 10조원 규모의 혁신모험펀드를 신규로 조성하고 12월까지 관계 부처 협의를 통해 세부 운영방안을 모색하고 이와 연계된 20조원 규모의 대출 프로그램도 마련한다. 셋째, 세제 관련 인센티브다. 창업 초기 기업에 대한 엔젤투자에 대해 소득공제 구간과 공제율을 조정하고 스톡옵션 비과세를 10년만에 재도입한다.

가장 주목되는 부분은 코스닥 시장 활성화 방안이다. 아직 구체안이 나온 것은 아니나 언론 보도에 의하면 KRX는 코스피와 코스닥 종목을 함께 편입한 신규 벤치마크 지수를 개발할 계획이다. 코스피 종목만 투자하는 KOSPI 200을 대신해 코스닥 종목도 편입하는 대응지수를 만든다는 것이다. 시가총액 1조원 이상의 코스닥 종목에 대한 인덱스 투자 비중이 늘어날 가능성이 높아 관찰이 필요하다.

또한 연기금의 코스닥 투자 비중 상향도 검토할 계획이다. 현재 국민연금의 코스닥 투자비중은 언론 보도에 의하면 2% 수준인데 10%까지 상향을 유도한다고 보도되었다. 만약 투자 비중을 5%까지 상향하면 코스닥 시장에 3.6조원이 추가 유입 가능하며, 이는 현재 코스닥 전체 시가총액인 250조의 1.5%에 해당하는 금액이다. 아울러 연기금 투자자의 기금운용 평가에서 '운용상품 집중도' 항목의 평가 배점(현재 5점/총 100점) 확대도 검토하기로 했다.

그 외 상장 제도 전반 재정비(상장 기준 완화, 테슬라 요건 적용 실적이 있는 주관사에 대해 풋백 옵션 완화), 코스피/코스닥/파생본부 별도 경영평가 실시, 코스닥 본부 성과급 지급률 상향 및 우수인력 유입 촉진 등이 거론되었다. 연말 연초 구체안이 발표되면 어느 정도 유효성이 있을 것인지 관련 내용을 다각도로 검토할 필요가 있겠다.

### III. 스타일 전략과 포트폴리오 아이디어

#### 1. 2018년 스타일 전망: 성장에서 가치로

2017년 주도 스타일:  
대형 성장주

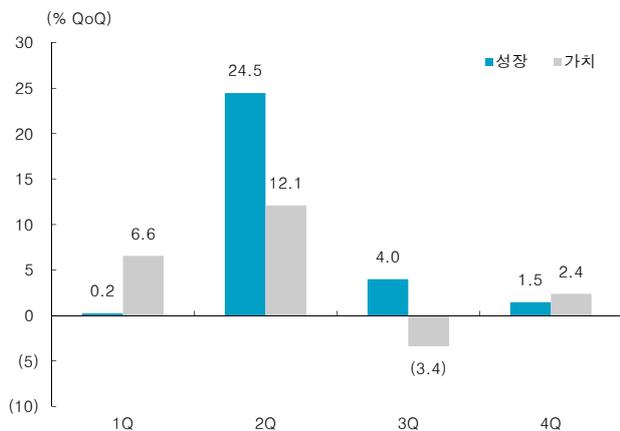
2017년 정유년도 두 달 밖에 남지 않았다. 시기적으로 과거 흐름을 다시 한번 돌아볼 만한 시점이다. 매년 그렇듯이 2017년도 시장을 주도한 스타일이 뚜렷했다. 가치주보다는 성장주의 성과가 좋았다. 사이즈 측면에선 대형주가 중소형주를 압도했다. 요약하면 2017년은 대형 성장주가 시장을 이끌었다.

사실 연초에는 성장주보다 가치주 강세를 예상하는 분위기가 강했다. 미국 45대 대통령으로 당선된 트럼프가 리플레이션 장세를 이끌 것으로 예상했기 때문이다. 그러나 현실은 정반대였다. 대통령 취임과 함께 발표할 것으로 기대한 세계개혁안이나 재정정책은 의회에서 논의조차 못했다. 이에 기대 인플레이션은 빠른 속도로 사라지기 시작했다. 리플레이션에 기반한 투자전략은 그렇게 서서히 매력을 잃어갔다.

이러한 상황에서 부각된 스타일이 성장주다. 저금리 환경에서 폭발적인 이익 증가세가 확인됐기 때문이다. 이와 관련해 반드시 언급해야 하는 업종이 있다. 바로 IT다. 4차 산업혁명의 개화에 힘입어 IT 기업의 실적이 큰 폭으로 개선됐기 때문이다. 미국에서는 아마존을 비롯한 FANG3 기업이, 한국에서는 삼성전자와 SK하이닉스의 이익이 급증했다. 주가는 이익을 추종하기에 주식시장에서 IT 랠리가 나타난 것은 너무나 당연한 흐름이었다.

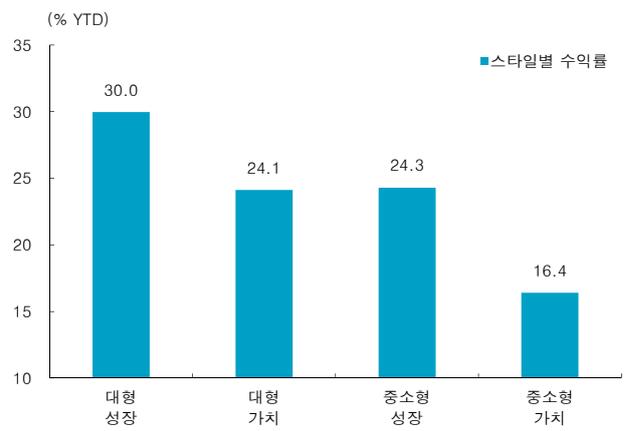
다만 성장주 랠리는 하반기 들어 점차 약해지고 있다. IT를 비롯한 성장주는 이익 추정치를 기반으로 움직인다. 그래서 금리 변화에 민감하다. 그런데 주요국 중앙은행이 통화정책 정상화를 추진하면서 할인율이 높아질 수 있는 환경이 조성되고 있다. 연준은 12월 금리 인상을 사실상 인정했고, 한국 금통위도 소수의견을 통해 매파적 스탠스로의 전환을 시사했다. 물론 기업들의 실적이 탄탄해 성장주의 방향성이 단기에 바뀌진 않겠지만, 상승 탄력은 분명 상반 기만 못한 상황이다.

[그림 55] 분기별 스타일 수익률: 성장 & 가치



주: 10월 27일 기준. KIS 스타일지수 이용  
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 56] 2017년 스타일별 수익률



주: 10월 27일 기준. KIS 스타일지수 이용  
자료: Quantwise, 한국투자증권

<sup>3</sup> FANG: Facebook, Amazon, Netflix, Google

2018년 매크로 환경은  
가치주에 유리할 전망

그렇다면 2018년 무술년에는 어떤 스타일이 시장을 주도할까? 2017년과 마찬가지로 성장주가 시장을 견인할까, 아니면 가치주 중심의 새로운 추세가 나타날까.

우리는 2018년 주식시장에서 부상할 수 있는 스타일로 가치주를 주목한다. 특히 경기민감 가치주를 긍정적으로 본다. 이유는 내년도 매크로 환경이 성장주보다 가치주에 유리하다고 판단하기 때문이다. 그 동안 금리나 물가와 같은 매크로 변수의 레벨이 높아질 때, 할인율이 상승하면서 가치주가 성장주보다 상대적으로 강했던 사례가 다수 존재한다.

분기별로 살펴보면, 내년 1분기에는 매크로에서 특별한 변화가 없다. 2017년 4분기에 금리 인상 등 통화정책 변화가 미리 반영될 것이기 때문이다. 그러나 시간이 지날수록 경기 회복세를 바탕으로 금리와 물가는 점진적으로 상승 압력에 노출될 가능성이 높다.

이러한 흐름이 계속된다면, 내년에는 경기 회복과 금리 상승이 동시에 나타날 가능성이 높다. 당사 스타일 국면 모델의 1사분면에 해당된다. 특히 2017년과 다른 점은 경기는 회복되나 금리가 높지 않은 4사분면에서 탈피한다는 점이다.

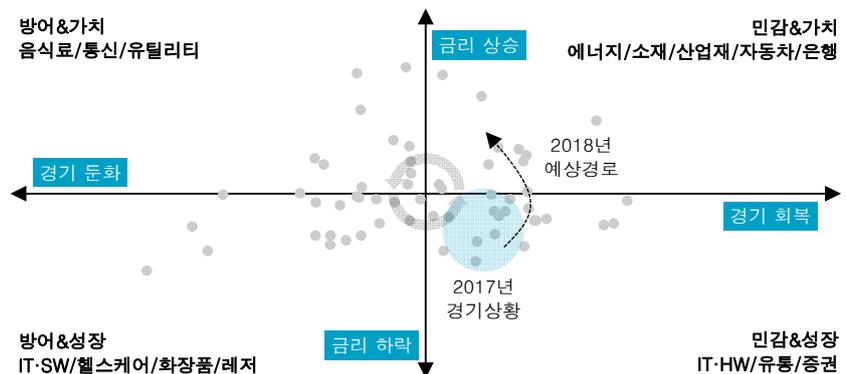
이런 변화를 스타일 전략에 적용하면, 경기민감 성장주에서 경기민감 가치주로 투자비중을 서서히 확대하는 것이 기대수익률 제고에 유리할 수 있다. 특히, 금리와 물가의 상승 압력이 강해지는 내년 2분기를 기점으로 가치주에 더욱 집중할 필요가 있다.

〈표 13〉 글로벌 매크로 분기 전망

분기 전망	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q
경기	=	+	+	+
금리	=	+	+	+
물가	=	=	+	+

주: =는 포함, -는 하락, +는 상승  
자료: 한국투자증권

〔그림 57〕 KIS 스타일 국면 모델: 2018년은 1사분면 이동 예상



자료: Datastream, 한국투자증권

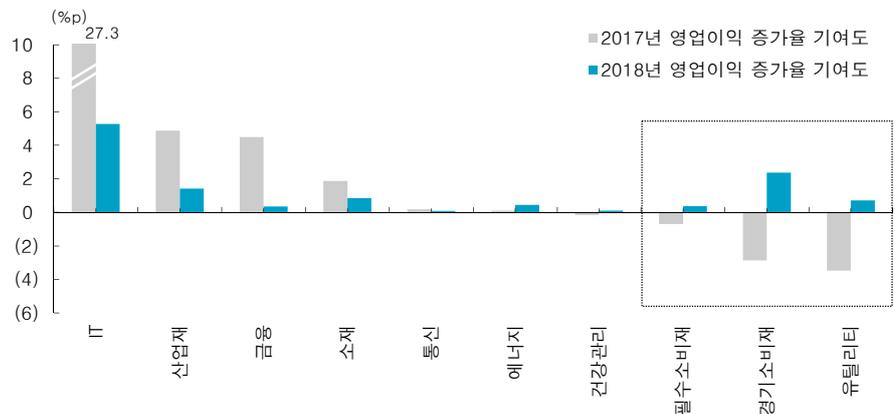
기업 실적 측면에서도  
가치주 매력 높아질 것

한편, 실적 측면에서도 가치주의 투자매력이 부각될 수 있는 상황이다. 통상 가치주에 포함되는 경기소비재와 유틸리티의 2017년 실적은 부진했다. 일례로 영업이익의 전년대비 증가율이 (-)였다. 그러나 2018년엔 다를 것이다. 기저효과에 힘입어 가치주의 영업이익 증가율이 (+)로 반등할 것이고 시장 내 이익 기여도도 지금보다 높아질 전망이다.

반면, 성장주의 이익 모멘텀은 내년에 점차 약해질 수 있다. 성장주의 대표주자인 삼성전자의 이익 증가율이 점진적으로 둔화되기 때문이다. 물론 성장주의 랠리가 단기에 꺾이진 않겠지만 이익 모멘텀 변화로 상승 탄력이 약해질 수 있기에 주의가 필요해 보인다.

향후 주식 투자의 기대수익률을 높이는 것이 목적이라면, 내년에는 긍정적인 매크로와 실적 개선이 동반될 수 있는 가치주를 주목하는 것도 의미 있는 투자전략이 될 수 있다. 다시 한번 시클릭 산업 위주의 가치주를 믿어볼 시간이다.

[그림 58] 업종별 영업이익의 증가율 기여도



주: GICS 업종 기준  
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 59] 삼성전자 영업이익의 증가율과 전년대비 주가상승률



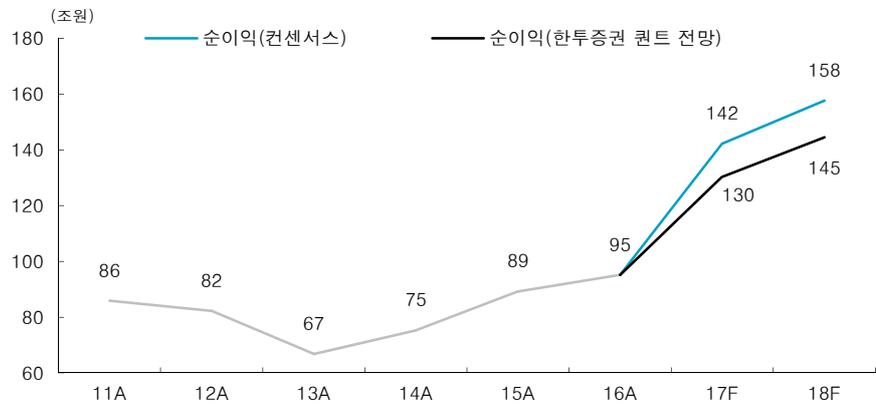
주: 2017년 3분기 이후 이익증가율은 추정치 사용  
자료: Quantwise, 한국투자증권

## 2. 2018년 코스피 순이익 145조원: ROE 10.7% 전망

2018년 기업이익에 대한 시장 컨센서스는 KOSPI 200 순이익 기준 전년대비 10.9% 증가한 157.8조, ROE는 11.6% 정도이다. 그러나 당사 퀀트팀은 애널리스트들의 낙관적 편향으로 인한 바이어스, 순이익 증가율의 오차, 컨센서스가 없는 종목의 이익 추정 효과 등을 반영해 예상 순이익을 시장 예상치보다 다소 낮게 제시하였다.

한투증권 퀀트팀의 2018년 지배주주 순이익 추정치는 컨센서스보다 11.5% 낮은 145.2조원, ROE는 10.7% 수준이다. 순이익 증가율은 10.9%로 2017년 증가율 36.9%에 비해서는 둔화되나 한국 주식시장의 기업이익이 재차 사상 최고치를 경신한다는 점은 확실하다.

[그림 60] KOSPI 순이익 전망



자료: WISEfn, 한국투자증권

<표 14> KOSPI 순이익추정 논리

구분	계정	2016A	2017F	2018F	비고
컨센서스	예상 순이익(조원)	95.2	142.3	157.8	(A)
	순이익 증가율(%)	6.7	49.4	10.9	
	ROE(%)	7.9	11.0	11.6	
한투 퀀트팀	예상 순이익(조원)	95.2	131.0	145.2	(A)+(B)+(C)
	순이익 증가율(%)	6.7	36.9	10.9	
	ROE(%)	7.9	10.1	10.7	
한투 퀀트팀 조정(조원)	낙관편향(-11.5%)		-16.4	-18.1	(B)
	컨센서스 없는 종목(+3.6%)		5.1	5.6	(C)

주: 2016년은 실제치  
자료: WISEfn, 한국투자증권

1) 컨센서스의 낙관 편향 효과 감소

주요 근거는 다음과 같다. 첫째, 컨센서스의 낙관편향(positive bias) 효과가 3년 전에 비해 크게 낮아졌다. FY1, FY2 추정오차 모두 13% 수준으로 감소했다. 향후 낙관 편향은 2016년 오차 수준에서 유지될 것으로 보인다. 이에 컨센서스 추정 이익에서 11.5%를 할인하였다<sup>4</sup>.

2) 순이익의 예상 증가율 정확도 높아져

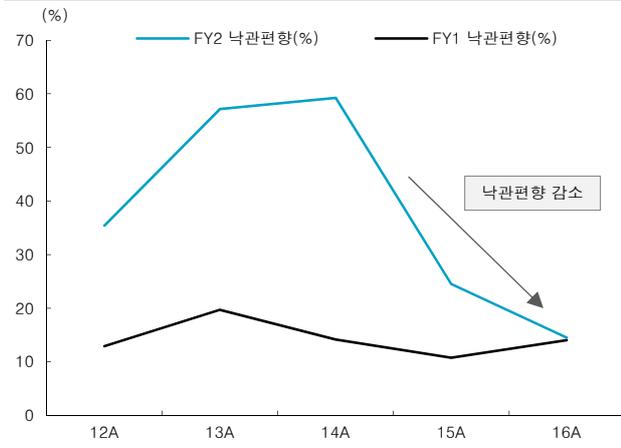
둘째, 순이익의 예상 증가율과 실제 증가율의 오차가 2015년부터 지속적으로 감소하고 있다. 애널리스트의 추정 모델이 기본적으로 전년도 순이익과 증가율 가정을 바탕으로 이루어진다는 점을 고려하면, 순이익 예상 증가율의 정확도가 높아졌다는 것은 기업들의 실적 가시성이 높아졌다는 의미이다. 우리는 이러한 현상이 2018년에도 이어질 것으로 판단해 컨센서스의 순이익 증가율(10.9%)을 2018년 순이익 전망치에 그대로 반영했다.

3) 컨센서스 없는 종목의 순이익 반영

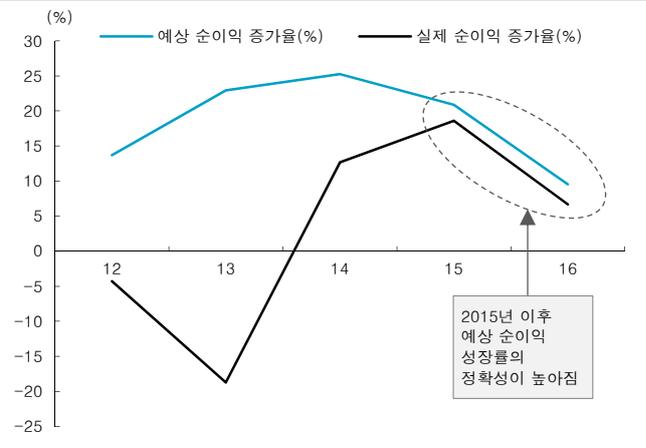
한편 KOSPI의 컨센서스 예상 순이익은 749개의 KOSPI 상장기업 중 애널리스트 추정치가 있는 320개 기업의 순이익 합산 값이다. 따라서 KOSPI 전체 순이익을 정확히 예측하기 위해서는 컨센서스가 없는 종목들의 순이익을 반영해야 한다. 우리는 최근 3년간 KOSPI 전체기업의 순이익이 컨센서스가 존재하는 종목들의 순이익보다 3.6% 높았던 점을 반영해 2018년 순이익 전망치를 산출했다.

상기의 세 가지 요소를 반영할 경우, 2018년 순이익은 컨센서스 추정치 158조원보다 13조원 낮은 145조원이 될 가능성이 높다. ROE로는 10.7%에 해당한다.

[그림 61] KOSPI 컨센서스 순이익의 낙관편향 추이      [그림 62] KOSPI 순이익 예상 증가율의 오차 추이



주: 매년 10월 말 기준 사후적 낙관편향  
 낙관편향(%) = { 예상순이익(FY1, FY2) / 실제순이익(FY1, FY2) - 1 } x 100  
 자료: 한국투자증권



주: 매년 10월 말 기준 FY1 대비 FY2의 순이익 증가율과 사후적인 순이익 증가율 비교  
 자료: WISEfn, 한국투자증권

<sup>4</sup> 실제 순이익 대비 컨센서스가 13% 높으므로, 컨센서스 대비 실제 순이익은 11.5% 할인(=1.00/1.13)

### 3. 2018년 KOSPI 예상 밴드 2,350~2,900p

2018년 KOSPI 예상 밴드  
2,350~2,900p

2018년 KOSPI 예상 밴드는 2,350~2,900p다. 하단은 12MF PBR 1배 레벨이며 상단은 자기자본이익률(ROE) 10.7%, 자기자본비용(COE) 8.5%(Rf=2.5%, Rp=6%)를 가정해 목표 PBR 1.26배인 2,890p로 산출했다. 만약 당사 퀀트팀의 추정보다 ROE 개선 속도가 빨라 11.0%까지 확장된다면 2,970선까지 상승도 가능하다. 일각에서 이야기하는 KOSPI 3,000선 시나리오도 불가능한 것은 아니라는 이야기다.

다만 중요한 것은 그 내용이다. 2017년의 경우 삼성전자를 포함한 ROE가 10.9%, 제외한 ROE가 8.5%로 격차가 2%p 이상이었는데, 2018년에는 삼성전자를 제외한 나머지 종목들의 ROE 개선폭이 더 커 그 격차가 크게 좁혀질 전망이다. 이는 특정 업종 쏠림이 완화되고, 온기가 확산될 가능성이 높다는 우리의 전망과 정확하게 일치한다.

〈표 15〉 2018년 한국투자증권 KOSPI 타겟 : 민감도 분석

		ROE				
		10.00	10.30	10.70	11.00	11.30
COE	8.00	2,875.0	2,961.3	3,076.3	3,162.5	3,248.8
	8.25	2,787.9	2,871.5	2,983.0	3,066.7	3,150.3
	8.50	2,705.9	2,787.1	<b>2,895.3</b>	<b>2,976.5</b>	3,057.6
	8.75	2,628.6	2,707.4	2,812.6	2,891.4	2,970.3
	9.00	2,555.6	2,632.2	2,734.4	2,811.1	2,887.8

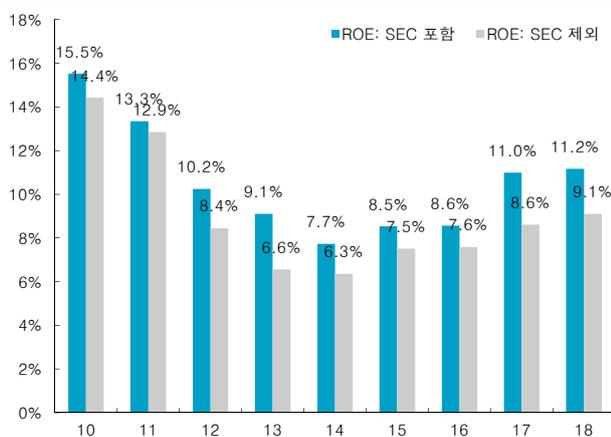
자료: 한국투자증권

〈표 16〉 KOSPI 200 당기순익과 ROE 추이 : 삼성전자 포함 vs. 제외

	FY1 당기순익 (십억원)	FY1 ROE	FY1 당기순익 ex. SEC (십억원)	FY1 ROE ex. SEC	Implied COE (avg.)
2011-12-31	92,833.30	13.3%	79,122.83	12.9%	10.64%
2012-12-31	89,181.56	10.2%	66,006.52	8.4%	10.05%
2013-12-31	86,605.78	9.1%	55,456.39	6.6%	9.43%
2014-12-31	78,416.31	7.7%	56,598.75	6.3%	8.38%
2015-12-31	91,807.36	8.5%	70,833.51	7.5%	8.60%
2016-12-31	98,790.42	8.6%	77,072.02	7.6%	8.86%
2017-12-31	135,448.76	11.0%	94,140.82	8.6%	9.50%
2018-12-31	151,751.12	11.2%	103,425.12	9.1%	-

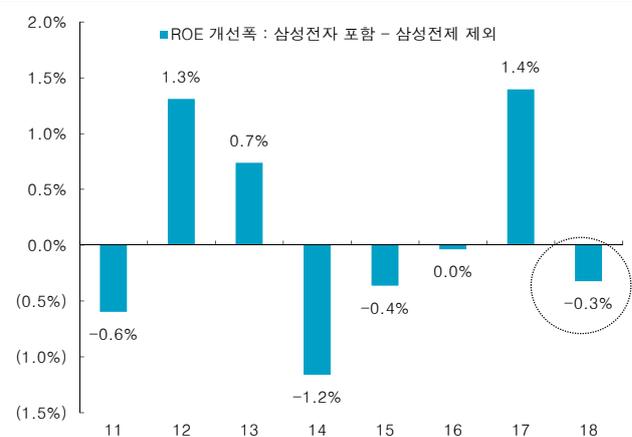
자료: Wisefn, 한국투자증권

[그림 63] KOSPI 200 ROE 추이 : 삼성전자 포함 vs. 삼성전자 제외



자료: Wisefn, 한국투자증권

[그림 64] 2018년은 삼성전자보다 여타 종목 ROE 개선이 두드러져



자료: Wisefn, 한국투자증권

#### 4. Top Picks: 삼성전자, 현대모비스, 삼성생명, NAVER, 삼성엔지니어링, 하나투어

2018년 Top Picks: 삼성전자, 현대모비스, 삼성생명, NAVER, 삼성엔지니어링, 하나투어

삼성전자는 적극적인 주주환원 정책으로 밸류에이션 멀티플 상승이 기대된다. 메모리 업황은 소폭 둔화되나 3D 낸드 원가 절감 및 디스플레이 부문 영업이익 개선이 전사 증익에 기여할 전망이다. 현대모비스는 현대기아차의 중국 판매량 개선, 핵심부품 성장세 지속, 고수익에 성장성까지 더한 A/S 부문으로 고성장이 예상된다.

삼성생명은 삼성전자 배당수익 증가, 시중금리 상승으로 인한 보유계약 가치 증가가 매력적이다. NAVER는 기존 사업과 신규 AI 사업간의 시너지가 가시화되고 LINE이 제 2의 성장기에 진입하며 매출 성장세가 두드러질 전망이다. 삼성엔지니어링은 PTT, 타이오일, 사빅 등의 발주 재개로 수주잔고 대비 시가총액 비율의 큰 폭 개선이 기대된다. 하나투어는 인천공항 제 2 여객터미널 개장에 따른 출국자수 증가 수혜가 투자 포인트다. 면세점 부문 적자 폭 축소 및 하나투어재팬 등 연결 자회사 실적도 개선될 전망이다.

## IV. 주요 이벤트와 리스크 요인

### 1. 중국 A주의 MSCI 신흥국 지수 편입

2018년 상반기 한국물 매도  
수요 4조원 상당

MSCI는 6월 20일 '2017 Annual Market Classification Review'를 통해 MSCI 신흥국 지수에 중국 A주를 편입한다고 발표했다. 편입대상은 상해, 선전에 상장된 222개 대형 A주이며, 최초 편입 시점에는 대상 A주 유통 시가총액(free float mkt cap)의 5%만 부분적으로 들어간다.

편입 시점이 중요한데 MSCI는 후강통/선강통의 일일 매매한도(daily limit)를 고려해 A주를 2018년 5월, 8월 두 번에 걸쳐 편입할 계획이다. 최초 편입 시가총액의 50%가 2018년 5월 말 반기 리뷰 적용에 맞춰 들어가고, 나머지 50%는 2018년 8월 말 분기 리뷰 적용에 맞춰 들어간다.

국내 투자자들의 입장에서는 A주의 MSCI 편입에 따른 한국물 비중 축소와 매도로 인한 수급적 영향이 우려된다. MSCI 신흥국 지수를 추종하는 자금 규모는 약 1.6조 달러로 추산되는데 이 중 패시브(Passive) 추종 자금은 0.22조 달러(약 13.8%), 액티브(Active) 추종 자금은 1.4조 달러(약 87%)다.

2018년 5월과 8월에 222개 A주의 시가총액 5%가 편입되면 MSCI 신흥국 지수에서 해당 A주가 차지할 비중은 0.7%이며 이로 인한 한국의 신흥국 지수 내 비중 감소는 0.2~0.3%p 수준이 될 것이다. 이로 인한 한국물 매도 수요는 1.6조 달러의 0.2%를 가정하면 32~48억 달러이며 원/달러 환율을 1,130원으로 가정하면 3.6~5.4조원 수준이다.

여기에서 ▲ 편입 당일 매도 규모는 패시브에 좌우되므로 5,000~7,500억원 (5월과 8월에 절반씩 반영되었지만 중국 정부의 일일 쿼터 폐지 등 투자한도 조정이 빠르게 진행된다면 5월에 한꺼번에 일괄 편입할 가능성도 있음) ▲ 8월까지 상시적으로 나누어서 출회될 수 있는 액티브 펀드의 매도 규모는 3.1~4.7조원이다.

대응은 각 펀드마다 다를 것이고 시기도 분산될 가능성이 높지만 2018년 상반기에는 중국 A주 편입으로 인한 4조원 상당의 대형주 매도 수요가 발생한다는 점은 분명하다. 중국 A주의 MSCI 편입으로 중국 시장으로 매수세가 몰릴 경우 한국 시장이 수급 측면에서 상대적으로 소외될 가능성도 존재한다.

## 2. 금융규제 완화와 통화긴축: Behind the curve vs. Ahead of curve

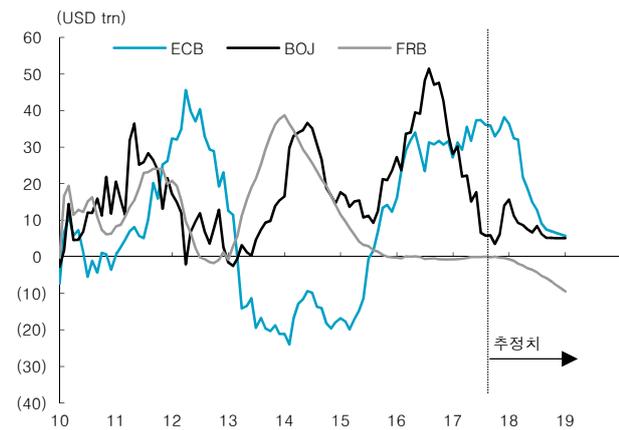
2018년 연준 의장에 온건파인 제롬 파월 이사가 발탁됐다. 대세를 거스르지 않는 무난한 성격인데다 사모펀드인 칼라일 그룹에서 일한 경험이 있고 스티븐 므누신 재무장관과 친분도 있어 트럼프가 금융규제와 저금리 기조에 적합한 인사를 골랐다는 평가가 지배적이다.

특히 파월은 지난 6월 연준 규제 담당 이사직을 맡게 된 후 CNBC와의 인터뷰에서 '프랍 트레이딩 규제 등을 명시한 볼커 룰을 완화할 방법을 모색 중'이라면서 '08년 금융위기 이후 월가에 대한 압박 강도가 지나치게 강해져 손질이 필요한 시점이 됐다'고 발언했다. 10월 초 뉴욕 연방준비은행 컨퍼런스에서도 규제를 더 많이 도입하는 것만이 정답은 아니라며 '은행이 규제 때문에 더 많은 자산을 보유하는 건 유동성 확보에는 도움이 되지만 시장에 미치는 영향과 균형을 고려해야 한다'고 언급했다.

파월 이사의 의장 임명은 금융시장에 매우 우호적이다. 2018년부터 美 연준의 자산 긴축이 본격화되고 ECB 역시 채권 매입 규모를 추가로 감축할 예정이기 때문이다. 중앙은행 등 공공 부문의 디레버리징을 규제 완화를 통한 민간 부문의 레버리징이 상쇄할 수 있다면 금융시장은 큰 충격 없이 회복세를 이어갈 수 있다. 민간 부문의 레버리징은 인플레이션 기대로 연결되고 총수요 증대에 긍정적 영향을 주기 때문이다.

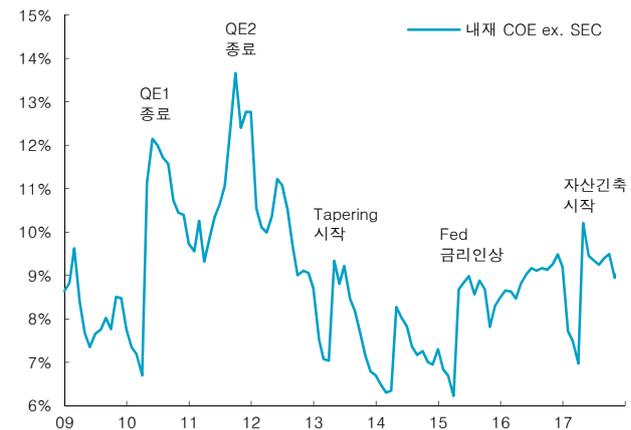
그러나 만약 1) 금융규제 완화가 제대로 이행되지 않거나 2) 인플레이션 압력이 증가하면서 금리 인상과 자산매입 축소 우려가 커진다면 금융시장의 우려는 커질 것이다. 물론 시중금리가 상승하는 것은 경기가 회복됨에 따라 나타나는 자연스러운 현상이다. 하지만 경기회복 속도에 비해 통화정책이 '완화적인가(behind the curve)', '긴축적인가(Ahead of curve)' 여부에 따라 주식시장의 할인율은 변화하며, 위험자산 선호도와 성장주의 멀티플에 영향을 미치게 된다.

[그림 65] 2018년 이후 중앙은행의 디레버리징 본격화



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 66] 한국시장의 내재 COE 추이 (삼성전자를 제외한 값)



자료: Wisefn, 한국투자증권

<표 17> 2018년 투자유망기업 실적 전망

(단위: 원, %, 배)

종목	현재주가 목표주가 상승여력	연도	밸류에이션				투자포인트
			PER	PBR	EPS	ROE	
SK이노베이션 (096770)	214,000	2017F	7.9	1.16	26,949	14.6	정유 수급이 타이트해져 내년 정제마진 상승 가능성 확대
	260,000	2018F	6.4	1.02	33,612	17.1	지속 가능한 ROE 개선을 감안할 때 주당 적정가치는 372,153원 혹은 그 이상 상승 가능
	21.5%	2019F	5.4	0.90	39,852	17.9	매력적인 배당도 리레이팅 요인으로 작용. 현주가 기준 내년 배당수익률은 6%에 근접
롯데정밀화학 (004000)	45,350	2017F	10.9	0.96	4177	9.2	염소사업부의 본격적인 실적 턴어라운드로 내년 영업이익은 올해 대비 54% 증가할 것
	56,000	2018F	8.3	0.87	5441	10.9	ECH 스프레드는 이미 BEP 수준에 도달. 향후 수년간의 상승 곡면 진입
	23.5%	2019F	6.7	0.77	6786	12.1	향후 몇 년간 제한적인 증설로 가성소다 공급은 더욱 타이트해질 것
풍산 (103140)	49,200	2017F	7.9	1.00	6,211	13.3	편더멘탈 개선과 증장기 동 가격 상승
	70,000	2018F	6.0	0.88	8,243	15.6	글로벌 동 수급은 공급 부족이 심화될 전망
	42.3%	2019F	5.4	0.77	9,039	15.0	드러나지 않은 전기차 수혜주
삼성엔지니어링 (028050)	13,350	2017F	87.4	2.51	153	2.9	PTT, 타이오일, 사빅 등 수행경험이 많은 발주처의 발주 재개가 우호적으로 작용할 것
	17,000	2018F	17.8	2.20	752	13.2	총 27조원의 입찰 안건을 보유하고 있으며 MENA지역 72%, 아시아 24%, 미주 4%
	27.3%	2019F	10.7	1.83	1,244	18.6	시총은 수주잔고 0.4배에서 형성, 2018F 수주잔고 9.7조원 적용 시 적정주가 17,000원
삼성중공업 (010140)	12,850	2017F	37.8	0.78	340	2.0	유동성이 본격 개선되는 시기로 편더멘탈 회복의 델타가 큼
	15,000	2018F	61.8	0.77	208	1.2	해양시장의 top player로 업스트림 시장 회복의 수혜를 온전히 누릴 것
	16.7%	2019F	14.3	0.74	896	4.9	시총은 수주잔고 0.4배에서 형성, 2018F 수주잔고 15조원 적용 시 적정주가 15,000원
현대로보틱스 (267250)	434,000	2017F	3.5	0.73	120,323	20.9	정제마진 개선과 유가 상승으로 현대오일뱅크의 기업가치 재조명 예상
	628,000	2018F	5.4	0.74	77,791	13.7	내년 현대OCI 본격 가동 및 하반기 고도화 설비 추가로 인해 수익성 추가 개선될 전망
	44.7%	2019F	4.3	0.65	96,976	15.0	현대중공업의 captive 시장 활용으로 현대글로벌서비스의 실적 상황
두산인프라코어 (042670)	9,720	2017F	9.4	1.12	1,031	11.1	건설기계 판매량 증가에 따른 엔진 사업부 이익 증가
	13,500	2018F	8.2	0.98	1,189	12.8	미국/유럽지역 판매량 증가 수혜 기대. 딜러들의 재고 축적 노력은 매출에 긍정적인 요소
	38.9%	2019F	6.9	0.86	1,403	13.2	프로모션의 비용 규모 감소로 두산발켓의 이익은 내년 상반기까지 늘어날 전망
제주항공 (089590)	34,100	2017F	11.3	2.68	3,008	26.0	우리나라 1위 저비용항공사(LCC)로 항공여객시장 성장과 주도, M/S 상승 속도 가장 빠름
	46,000	2018F	9.9	2.19	3,449	24.3	공급은 2017년 23%, 2018F 18년 늘어나 규모에 따른 단위비용 절감 이어질 것
	34.9%	2019F	8.8	1.81	3,878	22.5	구조적 이익증가 나타나는 LCC에 대한 시장관심 확대로 2018년 리레이팅 재개될 전망
현대모비스 (012330)	266,000	2017F	10.3	0.84	25,875	8.3	현대기아차 중국 판매량이 2018년부터 회복되며 직접적인 수혜를 볼 전망
	340,000	2018F	7.6	0.77	34,883	10.3	현기차 친환경차 출시 및 판매증가 이어지며 친환경차 부품공장의 가동률 상승할 전망
	27.8%	2019F	6.5	0.70	40,929	11.1	물류투자로 높은 수익성을 한 단계 더 끌어올린 A/S부문은 향후 매출 성장까지 기대
화승엔터프라이즈 (241590)	18,800	2017F	12.1	1.96	1,557	17.4	글로벌 스포츠 운동화 시장 성장과 고객사인 아디다스 글로벌 시장 점유율 확대에 주목
	23,000	2018F	9.4	1.61	2,005	18.8	동남아 생산 거점과 생산 경쟁력에 힘입어 고객사 내 점유율 상승
	22.3%	2019F	8.0	1.33	2,342	18.1	주요 글로벌 의류, 신발 OEM사 중 가장 높은 성장 전망
하나투어 (039130)	102,500	2017F	69.7	5.32	1,471	8.6	인천공항 T2 오픈에 따른 출국자수 증가 수혜
	114,000	2018F	23.6	4.68	4,347	23.5	면세점 부문 적자폭 축소로 연결 실적 호전이 기어
	11.2%	2019F	19.0	4.01	5,406	24.7	하나투어재팬 등 연결 자회사 성과 확대 전망
CJ E&M (130960)	88,700	2017F	7.0	1.71	12,740	27.7	콘텐츠 경쟁력 강화로 해외 매출 성장 가속화
	108,000	2018F	21.5	1.59	4,128	7.7	디지털 광고 등 고마진 사업 확대로 수익성 향상 전망
	21.8%	2019F	18.5	1.48	4,791	8.3	사업 부문간 시너지 확대, 자회사 가치 상승 예상
롯데하이마트 (071840)	70,600	2017F	10.4	0.81	6,783	8.1	2018년은 본격적인 실적 상승이 나타나는 시기
	95,000	2018F	8.1	0.74	8,664	9.5	신규 가전이 이끄는 구조적 성장
	34.6%	2019F	7.3	0.68	9,733	9.8	실적 개선, 밸류에이션 매력 보유
CJ제일제당 (097950)	370,500	2017F	12.1	1.41	30,669	12.2	HMR류 고성장으로 가공식품의 연결 영업이익 내 비중 50%까지 상승
	450,000	2018F	13.5	1.29	27,361	9.9	소세 식품은 곡물가격 하락으로 수익성이 개선, 바이오는 발린, 트립토판 선전 지속
	21.5%	2019F	9.9	1.16	37,443	12.3	CJ헬스케어 매각은 순차입금을 감소시켜 안전성과 재무 건전성 강화될 것
LG생활건강 (051900)	1,206,000	2017F	30.1	6.70	40,105	23.6	2018년 대중국 관계 개선과 중국인 인바운드 관광객 증가로 국내 면세점 화장품 회복
	1,280,000	2018F	25.7	5.55	46,897	22.7	브랜드 다각화와 공격적인 출점으로 중국 현지 프리미엄 화장품 고성장 전망
	6.1%	2019F	23.1	4.66	52,276	21.0	화장품, 음료, 생활용품으로 다각화되어 사업 포트폴리오와 비용 안정적 구조
녹십자 (006280)	215,500	2017F	36.6	2.30	5,895	6.6	높은 진입장벽+안정적 현금흐름=Valuation Premium
	260,000	2018F	27.4	2.31	7,878	8.5	국내 Plasma와 백신시장에서 확고한 점유율 확보
	20.6%	2019F	25.2	2.29	8,535	9.2	Plasma 증설효과 발생

<표 18> 2018년 투자유망기업 실적 전망

(단위: 원, %, 배)

종목	현재주가		밸류에이션				투자포인트	
	목표주가	상승여력	연도	PER	PBR	EPS		ROE
KB금융 (105560)	57,900		2017F	6.6	0.67	8,768	11.3	KB손해보험, KB증권, KB캐피탈 확대로 가장 다각화된 사업 포트폴리오 구축 우수한 영업력과 리스크 관리로 은행의 NIM 상승과 대손율 안정화 기대 우수한 자본 비율 바탕으로 주주친화책 지속. 2016년 배당성향 23.2%, 추가 상향 기대
	73,000		2018F	6.9	0.63	8,438	9.8	
	26.1%		2019F	6.4	0.58	9,079	9.8	
삼성생명 (032830)	134,000		2017F	18.5	0.84	7,261	4.8	시중금리 상승으로 보유계약가치, 영업가치 멀티플 상향 전망 삼성전자 배당수익 증가로 삼성생명의 이익 증가 전망 삼성전자 지분 매각 시 배당주 매력 부각, 자사주 소각 가능성
	163,000		2018F	16.7	0.79	8,026	4.9	
	21.6%		2019F	15.2	0.73	8,835	5.0	
NAVER (035420)	860,000		2017F	31.8	4.98	27,063	19.8	플랫폼 내 쇼핑 수요 증가를 기반으로 비즈니스 플랫폼 매출액의 성장 기존 사업과 신규 AI 사업간의 시너지로 매출 성장 둔화에 대한 우려가 해소될 전망 LINE의 제2성장기 진입. 기존 광고 대비 단가화 효율이 높은 동영상 광고 비중 상승
	1,050,000		2018F	26.6	4.30	32,383	19.9	
	22.1%		2019F	23.5	3.72	36,572	18.7	
LG디스플레이 (034220)	29,550		2017F	5.4	0.72	5,461	14.1	OLED TV 패널 사업 규모의 경제 확보 및 수익성 개선으로 2018년 2분기 흑전 예상 TV패널 대형화 추세로 판매 회복, 2018년 1분기 이후 LCD 패널 가격 안정화 전망 2018년 하반기 애플 아이폰용 OLED패널 성공적 양산과 수익성 개선 중요
	58,000		2018F	10.5	0.67	2,824	6.6	
	96.3%		2019F	7.3	0.61	4,023	8.7	
삼성전자 (005930)	2,805,000		2017F	9.3	1.84	302,918	20.7	2018년 메모리 업황 둔화 예상되나 3D NAND는 원가 절감으로 마진 하락폭 크지 않아 아이폰용 플렉서블 OLED패널 공급 증가와 수출 안정, 2018년 DP 영업이익 43% 증가 대대적인 주주환원 정책으로 밸류에이션 상승 기대. 2018~2020년 배당총액 9.6조원
	3,260,000		2018F	8.6	1.51	327,523	19.4	
	16.2%		2019F	8.1	1.35	347,138	17.7	
SK텔레콤 (017670)	256,000		2017F	6.7	1.03	38,390	16.1	IPTV 수익호전, 사물인터넷 가입자 증가, 5G 서비스로 성장성이 두드러질 것 콘텐츠 이용 확대에 따른 데이터 트래픽 증가는 요금상향으로 이어져 손익에 긍정적 SK브로드밴드, SK플래닛, SK하이닉스 등 자회사의 지분가치 상승, 배당 메리트
	346,000		2018F	5.9	0.93	43,349	16.3	
	35.2%		2019F	6.3	0.86	40,730	13.8	
한국전력 (015760)	38,250		2017F	7.4	0.33	5,157	4.5	추가적인 정부 정책에 따른 영향은 제한적 2022년까지 발전믹스 향상 전기요금제도 개편 및 산업용 전기요금 인상 가능성
	54,000		2018F	6.0	0.32	6,411	5.5	
	41.2%		2019F	5.5	0.31	6,925	5.7	

*This page is left blank intentionally*

## 2018년 추천 포트폴리오

SK이노베이션(096770).....	48
롯데정밀화학(004000).....	50
풍산(103140).....	52
삼성엔지니어링(028050).....	54
삼성중공업(010140).....	56
현대로보틱스(267250).....	58
두산인프라코어(042670).....	60
제주항공(089590).....	62
현대모비스(012330).....	64
화승엔터프라이즈(241590).....	66
하나투어(039130).....	68
CJ E&M(130960).....	70
롯데하이마트(071840).....	72
CJ제일제당(097950).....	74
LG생활건강(051900).....	76
녹십자(006280).....	78
KB금융(105560).....	80
삼성생명(032830).....	82
NAVER(035420).....	84
LG디스플레이(034220).....	86
삼성전자(005930).....	88
SK텔레콤(017670).....	90
한국전력(015760).....	92

# SK이노베이션(096770)

매수 / TP: 260,000원

주가(11/7, 원)	214,000
시가총액(십억원)	19,788
발행주식수(백만)	92
52 주 최고/최저(원)	214,000/146,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	50,261
유동주식비율(%)	66.0
외국인지분율(%)	41.5
주요주주(%)	SK 외 2인 33.4
	국민연금 10.2

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	48,356	1,980	815	8,744	NM	2,931	14.9	5.6	0.8	5.3	3.7
2016A	39,521	3,228	1,671	17,934	105.1	4,143	8.2	3.8	0.8	10.1	4.4
2017F	44,429	3,368	2,511	26,949	50.3	4,246	7.9	5.1	1.2	14.6	4.4
2018F	43,018	4,509	3,132	33,612	24.7	5,412	6.4	3.8	1.0	17.1	5.6
2019F	42,611	5,248	3,714	39,852	18.6	6,150	5.4	3.1	0.9	17.9	6.6

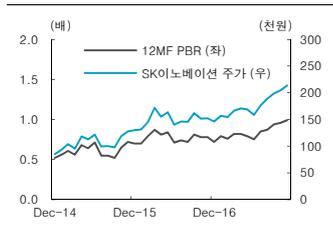
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 전례 없는 사이클의 수혜주

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.5	25.5	38.1
상대주가(%p)	1.2	11.9	10.6

### 12MF PBR 추이



**정제마진 상승 압박:** SK이노베이션은 국내 최대의 순수 정유사로 아시아 정제마진이 구조적 상승기에 접어들면서 최대 수혜를 입을 것이다. 정유수급이 타이트해지면서 내년 아시아 정제마진은 역사적 고점을 돌파할 가능성이 커지고 있다. 2018년 정제마진이 현 추정치인 배럴당 8.8달러 대비 3달러 더 높아질 경우, SK이노베이션의 내년 영업이익은 우리 추정치를 30% 상회하게 되며, ROE는 21% 이상으로 증가할 것이다. 단기적 관점에서 보면, 현재 SK이노베이션에 투자할 경우 콜옵션과 유사한 수익구조를 보이게 된다. 기말 배당수익률은 4% 수준일 것으로 보이며, 배당락일 이전까지의 하락 위험은 매우 제한적이다. 빠르면 11월 초, 아무리 늦어도 12월 내로 겨울철 추위가 찾아오면서, 난방유 수요가 늘어나 정제마진에 상승 압력으로 작용할 것이다. 이는 SK이노베이션의 새로운 상승 모멘텀으로 작용할 것이다.

**2020년 전망도 밝다:** 2020년 7월 신규 감압 잔사유 탈황설비(VRDS)가 완공되면, 고유황연료유의 생산 비중은 0으로 줄게 된다. 이를 통해 제품믹스 개선뿐만 아니라 저수익성의 고유황연료유를 수익성 높은 디젤, 저유황연료유 등으로 전환할 수 있게 된다. IMO의 황함량 규제 강화에 대비하기 위함이다. 강화된 규제 하에서 고유황연료유 판매시장은 사라지게 된다. 이러한 관점에서 SK이노베이션은 IMO의 새로운 규제의 완전한 수혜를 입게 될 것이다. 선주들이 선박연료를 고유황연료 대신 증류유로 대체함에 따라 2020년 증류유 마진은 크게 높아질 것이기 때문이다.

**디스카운트 곧 해소될 것:** 정제마진이 전례 없는 영역으로 들어서고 있을 뿐만 아니라, SK이노베이션은 ROE-PBR 분석 상 피어 대비 크게 디스카운트 되어 있어 향후 상승 여력이 매우 큰 상황이다. ROE의 지속가능성에 대한 의문들이 주요 디스카운트 요인으로 작용했을 것이다. 그러나 디스카운트 요인은 내년부터 해소될 것이다. 우선 아시아 정제마진은 2020년까지 지속가능한 상승 국면에 접어들며, SK이노베이션의 ROA는 향후 3년간 지속적으로 개선될 것이다. 또한, SK그룹의 고배당 정책에 따라 과거 2년과 같이 높은 배당 성향을 이어나가면서 ROE의 지속성에 힘을 실어줄 것이다. 내년 정제마진을 배럴당 8.8달러~11.8달러로 가정할 경우, 글로벌 피어 ROE-PBR 분석으로 산출한 주당 적정가치는 374,153~424,932원에 달한다.

이도연  
daniel.dy.lee@truefriend.com

정초혜  
chohye.jeong@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	12,842	14,988	15,307	12,974	14,191
현금성자산	3,020	2,644	3,506	1,377	2,617
매출채권및기타채권	4,030	4,404	3,853	3,815	3,839
재고자산	3,560	4,445	4,559	4,399	4,347
비유동자산	18,518	17,594	17,754	18,903	20,054
투자자산	2,678	2,567	2,597	2,597	2,597
유형자산	13,914	13,603	13,664	14,827	15,990
무형자산	1,663	1,272	1,247	1,234	1,221
자산총계	31,360	32,581	33,061	31,877	34,244
유동부채	7,494	8,737	7,617	7,208	7,144
매입채무및기타채무	5,019	6,473	5,824	5,620	5,553
단기차입금및단기사채	389	22	25	75	125
유동성장기부채	1,655	1,678	1,280	1,030	980
비유동부채	6,819	5,540	5,422	2,282	1,972
사채	5,465	4,123	3,379	339	79
장기차입금및금융부채	670	749	1,257	1,157	1,107
부채총계	14,313	14,276	13,039	9,490	9,116
지배주주지분	15,890	17,103	17,204	19,445	22,039
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,884	5,884	5,884	5,884	5,884
기타자본	(136)	(136)	(136)	(136)	(136)
이익잉여금	9,450	10,671	10,771	13,013	15,607
비지배주주지분	1,157	1,202	2,818	2,943	3,090
자본총계	17,046	18,305	20,022	22,388	25,129

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	4,086	3,678	4,672	4,146	4,740
당기순이익	868	1,721	2,579	3,256	3,861
유형자산감가상각비	803	799	775	801	801
무형자산상각비	148	115	102	102	101
자산부채변동	1,560	268	(200)	1	(31)
기타	707	775	1,416	(14)	8
투자활동현금흐름	(1,345)	(2,056)	(702)	(1,920)	(1,922)
유형자산투자	(449)	(607)	(835)	(1,963)	(1,963)
유형자산매각	100	40	0	0	0
투자자산순증	(764)	(1,434)	129	139	139
무형자산순증	(244)	(55)	(77)	(89)	(89)
기타	12	0	81	(7)	(9)
재무활동현금흐름	(2,768)	(2,019)	(3,109)	(4,355)	(1,577)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(2,768)	(1,569)	(630)	(3,340)	(310)
배당금지급	0	(451)	(596)	(886)	(1,114)
기타	0	1	(1,883)	(129)	(153)
기타현금흐름	109	21	0	0	0
현금의증가	81	(375)	862	(2,129)	1,240

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	48,356	39,521	44,429	43,018	42,611
매출원가	44,197	34,562	39,248	36,655	35,497
매출총이익	4,159	4,959	5,181	6,364	7,114
판매관리비	2,180	1,730	1,813	1,855	1,866
영업이익	1,980	3,228	3,368	4,509	5,248
금융수익	2,251	1,792	1,967	861	777
이자수익	56	86	87	65	48
금융비용	2,571	2,082	1,733	692	541
이자비용	268	253	204	123	56
기타영업외손익	(262)	(391)	(214)	(475)	(475)
관계기업관련손익	257	(124)	159	139	139
세전계속사업이익	1,654	2,423	3,548	4,342	5,148
법인세비용	657	702	957	1,085	1,287
연결당기순이익	868	1,721	2,579	3,256	3,861
지배주주지분순이익	815	1,671	2,511	3,132	3,714
기타포괄이익	86	(10)	0	0	0
총포괄이익	954	1,711	2,579	3,256	3,861
지배주주지분포괄이익	898	1,661	2,512	3,132	3,714
EBITDA	2,931	4,143	4,246	5,412	6,150

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	8,744	17,934	26,949	33,612	39,852
BPS	171,008	183,956	185,029	208,946	236,624
DPS	4,800	6,400	9,506	11,951	14,194
성장성(% YoY)					
매출증가율	(26.6)	(18.3)	12.4	(3.2)	(0.9)
영업이익증가율	NM	63.1	4.3	33.9	16.4
순이익증가율	NM	105.1	50.3	24.7	18.6
EPS 증가율	NM	105.1	50.3	24.7	18.6
EBITDA 증가율	386.8	41.3	2.5	27.5	13.6
수익성(%)					
영업이익률	4.1	8.2	7.6	10.5	12.3
순이익률	1.7	4.2	5.7	7.3	8.7
EBITDA Margin	6.1	10.5	9.6	12.6	14.4
ROA	2.6	5.4	7.9	10.0	11.7
ROE	5.3	10.1	14.6	17.1	17.9
배당수익률	3.7	4.4	4.4	5.6	6.6
배당성향	54.9	35.7	35.3	35.6	35.6
안정성					
순차입금(십억원)	3,407	924	(1,173)	(2,390)	(3,950)
차입금/자본총계비율(%)	48.5	36.5	26.4	8.7	6.5
Valuation(X)					
PER	14.9	8.2	7.9	6.4	5.4
PBR	0.8	0.8	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.6	3.8	5.1	3.8	3.1

# 롯데정밀화학(004000)

매수 / TP: 56,000원

주가(11/7, 원)	45,350
시가총액(십억원)	1,170
발행주식수(백만)	26
52 주 최고/최저가(원)	45,350/27,050
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	3,609
유동주식비율(%)	67.6
외국인지분율(%)	22.1
주요주주(%)	롯데케미칼 31.1
	국민연금 8.2

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	1,162	3	94	3,685	53.4	76	9.7	13.2	0.8	8.0	1.4
2016A	1,111	30	(44)	(1,710)	NM	111	NM	7.6	0.7	(3.8)	1.0
2017F	1,232	109	106	4,177	NM	187	10.9	5.8	1.0	9.2	0.7
2018F	1,437	168	139	5,441	30.3	249	8.3	4.3	0.9	10.9	0.7
2019F	1,570	214	173	6,786	24.7	301	6.7	3.2	0.8	12.1	0.7

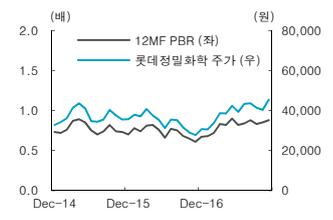
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 본격 상승기 돌입

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.7	16.3	57.7
상대주가(%)	3.4	2.7	30.3

### 12MF PBR 추이



**큰 폭의 실적 개선 기대:** 3분기 현재까지 누적 영업이익은 전년동기 대비 583% 증가하며 크게 늘었다. 롯데정밀화학의 이익 성장세는 내년, 그리고 그 이후에도 이어질 것이다. 염소 사업부 영업이익이 본격적인 턴어라운드에 접어들면서 내년 영업이익은 올해 대비 50% 이상 증가할 가능성이 크다. 레이저 토너와 같은 비주력 사업도 내년 뚜렷한 성장세가 전망된다. S 목표 EV/EBITDA 6.9배를 적용해 Sotp로 산출한 주당 적정가치는 75,000원으로 향후 upside는 충분하다.

**바닥을 벗어나는 ECH:** ECH 사업부는 2012년 이후 줄곧 말썽이었다. 2013년 글로벌 사이클이 하락세로 전환될 때 생산능력을 두 배로 늘렸던 것이 발목을 잡았다. 그때 이후 지금까지 적자를 기록하고 있으며, 적자규모는 작년 600억원, 올해 500억원이다. 그러나 최근 중국 글리세린 공법 ECH 설비들의 경영이 지속 불가능한 수준으로 악화되면서, spot 스프레드가 BEP인 톤당 800달러를 돌파했다. ECH spot 가격이 롯데정밀화학의 계약가격에 반영되기까지는 1~2개월 정도의 시차가 있다. 따라서 오랜 기간 적자를 이어왔던 ECH 사업부의 턴어라운드는 시간 문제인 셈이다. ECH 사업부가 BEP 수준만 기록하더라도 내년 전사 영업이익은 50% 증가한다.

**장기 상승국면을 앞둔 가성소다:** 중국 환경규제 강화와 함께 유럽의 수은공법 설비들도 환경 문제로 폐쇄되면서 가성소다 가동률이 낮아졌고, 이는 가성소다 가격 상승으로 이어졌다. 향후 예정된 증설도 없어, 우호적인 업황은 수년간 지속될 것으로 기대된다. 가성소다는 PVC와 ECH의 부산물인데, 이들 제품 또한 낮은 경제성, 환경 문제 등의 이유로 향후 몇 년간은 유의미한 증설이 이뤄지지 않을 것이다.

**드러나기 시작하는 성장성:** 시클리컬 제품인 ECH와 가성소다 외에도 롯데정밀화학의 제품들은 과점적일 뿐만 아니라 마진 또한 높다. 그 중 레이저 토너 매출은 내년부터 증가할 가능성이 매우 높다. 주요 고객인 삼성 프린터 사업부가 HP로 완전히 합병되면서 캐논을 대체할 삼성 레이저 프린터 엔진에 대한 수요가 크게 증가할 것이기 때문이다.

이도연  
daniel.dy.lee@truefriend.com

정초혜  
chohye.jeong@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	583	569	722	948	1,033
현금성자산	219	210	298	461	529
매출채권및기타채권	196	183	186	225	236
재고자산	152	137	146	168	173
비유동자산	1,101	962	975	1,058	1,100
투자자산	284	197	202	215	227
유형자산	761	717	730	804	836
무형자산	34	24	20	17	15
자산총계	1,684	1,531	1,697	2,007	2,134
유동부채	185	203	237	236	247
매입채무및기타채무	154	94	155	182	189
단기차입금및단기사채	13	2	11	31	26
유동성장기부채	1	100	62	13	22
비유동부채	335	216	250	430	380
사채	300	200	230	410	360
장기차입금및금융부채	4	0	0	0	0
부채총계	521	419	487	665	627
지배주주지분	1,164	1,112	1,210	1,341	1,507
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	331	331	331	331	331
기타자본	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)
이익잉여금	713	661	760	891	1,056
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,164	1,112	1,210	1,341	1,507

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	99	65	205	172	238
당기순이익	90	(44)	106	139	173
유형자산감가상각비	69	70	72	77	84
무형자산상각비	5	11	6	3	3
자산부채변동	35	(85)	48	(34)	(9)
기타	(100)	113	(27)	(13)	(13)
투자활동현금흐름	84	(46)	(112)	(151)	(117)
유형자산투자	(84)	(31)	(85)	(151)	(116)
유형자산매각	105	1	0	0	0
투자자산순증	(94)	(33)	19	1	0
무형자산순증	1	0	(2)	(1)	(1)
기타	156	17	(44)	0	0
재무활동현금흐름	(61)	(29)	(6)	143	(54)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(54)	(16)	2	150	(46)
배당금지급	(8)	(13)	(8)	(8)	(8)
기타	1	0	0	1	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	122	(9)	88	163	68

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	1,162	1,111	1,232	1,437	1,570
매출원가	1,031	948	1,029	1,166	1,248
매출총이익	131	163	203	271	322
판매관리비	128	133	94	103	108
영업이익	3	30	109	168	214
금융수익	3	3	10	8	8
이자수익	2	3	5	6	8
금융비용	14	11	13	13	13
이자비용	13	10	10	12	13
기타영업외손익	111	(88)	6	3	3
관계기업관련손익	11	15	24	13	12
세전계속사업이익	113	(50)	137	180	224
법인세비용	23	(7)	31	41	52
연결당기순이익	90	(44)	106	139	173
지배주주지분순이익	94	(44)	106	139	173
기타포괄이익	(109)	4	0	0	0
총포괄이익	(19)	(39)	106	139	173
지배주주지분포괄이익	(15)	(39)	106	139	173
EBITDA	76	111	187	249	301

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	3,685	(1,710)	4,177	5,441	6,786
BPS	45,463	43,451	47,278	52,354	58,757
DPS	500	300	300	300	300
성장성(% YoY)					
매출증가율	(4.0)	(4.4)	10.9	16.6	9.3
영업이익증가율	NM	1,064.7	267.6	53.6	27.5
순이익증가율	53.4	NM	NM	30.3	24.7
EPS 증가율	53.4	NM	NM	30.3	24.7
EBITDA 증가율	65.1	46.8	68.1	32.9	21.3
수익성(%)					
영업이익률	0.2	2.7	8.9	11.7	13.6
순이익률	8.1	(3.9)	8.6	9.6	11.0
EBITDA Margin	6.5	10.0	15.2	17.3	19.2
ROA	5.1	(2.7)	6.6	7.5	8.3
ROE	8.0	(3.8)	9.2	10.9	12.1
배당수익률	1.4	1.0	0.7	0.7	0.7
배당성향	13.6	NM	7.2	5.5	4.4
안정성					
순차입금(십억원)	97	61	(74)	(87)	(201)
차입금/자본총계비율(%)	27.3	27.1	25.1	33.8	27.1
Valuation(X)					
PER	9.7	NM	10.9	8.3	6.7
PBR	0.8	0.7	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	13.2	7.6	5.8	4.3	3.2

# 풍산(103140)

매수 / TP: 70,000원

주가(11/7, 원)	49,200
시가총액(십억원)	1,379
발행주식수(백만)	28
52 주 최고/최저가(원)	58,600/35,100
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	8,277
유동주식비율(%)	64.0
외국인지분율(%)	22.9
주요주주(%)	풍산홀딩스 외 2인 36.0
	국민연금 12.9

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	2,820	111	52	1,841	(29.9)	192	15.0	9.6	0.7	4.8	1.8
2016A	2,832	218	138	4,912	166.8	302	8.2	6.9	0.9	11.8	1.7
2017F	2,962	266	174	6,211	26.4	351	7.9	6.2	1.0	13.3	1.6
2018F	3,262	329	231	8,243	32.7	415	6.0	5.0	0.9	15.6	2.0
2019F	3,504	363	253	9,039	9.7	449	5.4	4.4	0.8	15.0	2.0

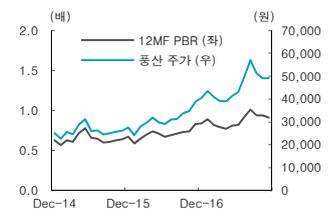
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## The year of Copper

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.1)	22.7	39.6
상대주가(%p)	(10.4)	9.1	12.1

### 12MF PBR 추이



**펀더멘털 개선에 증장기 동 가격 상승이 더해진다:** 시장은 풍산의 실적과 동 가격에 대해 오해하고 있는 부분이 있다. 2016년 1월을 기점으로 모든 소재 가격이 반등했고 이에 따라 풍산의 실적도 개선되었다고 인식하고 있다. 사실 동 가격은 2016년 내내 큰 변동이 없다가 트럼프가 미국 대통령에 당선된 이후 상승했다. 그런데 풍산의 실적은 1분기부터 개선되기 시작해 점진적인 이익 증가가 나타났다. 동 가격이 상승하지 않았는데도 실적이 개선된 것이다. 배경은 적자 품목이던 동관(파이프)의 구조조정에 있다. 풍산은 2016년 이후 동관을 생산하지 않고 필요로 하는 거래를 위해 외부에서 조달해 상품의 형태로 판매하고 있다. 가공이익률이 상승한 원인이다. 이익률이 개선된 후에 동 가격 상승하다 보니 이익이 더 크게 증가할 것이다. 우리는 동이 공급부족으로 전환되며 증장기적으로 가격이 상승할 것으로 예상된다. 12개월 forward BPS에 목표 PBR 1.3배를 적용한 목표주가 70,000원을 유지한다. 위와 같은 펀더멘털 개선에도 불구하고 12개월 forward 기준 PER은 7배 PBR은 0.9배에 불과해 주가가 저평가되어 있다.

**글로벌 동 수급은 공급 부족이 심화될 전망:** 동은 2011년 이후 대표적인 공급과잉 광물 소재였다. 글로벌 금융 위기를 제외하고 동 가격은 장기간 강세를 보였고 이를 기반으로 동 관련 업체들의 이익이 늘어 그만큼 많은 금액이 투자되면서 공급 과잉 상태에 빠진 것이다. 그런데 2011년 이후 반대의 현상이 나타났다. 장기간 가격 하락으로 동 value chain 업체들의 실적은 심각한 수준으로 악화되었고 이는 투자의 지속적인 감소를 야기했다. 광산이 노후화 되고 신규 광산 개발이 담보되지 않아 향후 공급이 증가하기 어려운 상황이다. 반면 동 수요는 글로벌 경기 회복과 전기차라는 새로운 수요처가 생겨났다. 수요는 증가하는 가운데 공급 증가는 제한될 수밖에 없어서 동은 공급 부족으로 전환될 것이다. 당연히 동 가격이 상승할 수밖에 없다. 또한 투기세력의 동 투자가 확대되면서 동 가격의 상승폭을 끌어올릴 가능성도 높다.

**드러나지 않은 전기차 수혜주:** 전기차는 아직 본격적으로 시장이 개화되지 않아 연관 산업에 미치는 영향이 구체화되지 않았다. 그런데 한 가지 확실한 것은 2차전지 수요가 늘 것이라는 것이다. 여기에 더해 동 수요도 증가할 수밖에 없다고 판단한다. 내연기관에 비해 더 많은 전자 부품이 장착되어 전기적 연결을 가능케 하는 동을 더 많이 쓸 수밖에 없다. 아주 쉬운 예로 모터 내부에는 권선(magnetic wire)이라는 전선이 칭칭 감겨있다. 또한 최근에도 자동차 부품의 전장화로 이를 제어하는 반도체칩이 더 많이 사용되며, 이는 풍산 제품 중 가장 고마진인 판/대 제품 수요 증가 요인으로 작용하고 있다. 직접적이지는 않으나 풍산도 전기차 확대에 따른 수혜주라 할 수 있다.

최문선  
moonsun@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,278	1,381	1,444	1,590	1,726
현금성자산	54	73	118	130	158
매출채권및기타채권	460	545	533	587	631
재고자산	740	741	770	848	911
비유동자산	1,329	1,334	1,346	1,367	1,385
투자자산	8	10	10	11	12
유형자산	1,175	1,186	1,191	1,196	1,201
무형자산	20	19	20	22	24
자산총계	2,608	2,715	2,790	2,957	3,111
유동부채	969	964	968	937	873
매입채무및기타채무	207	275	287	316	340
단기차입금및단기사채	415	393	353	283	213
유동성장기부채	292	198	228	238	248
비유동부채	546	517	442	442	441
사채	199	199	184	179	174
장기차입금및금융부채	218	219	155	150	145
부채총계	1,515	1,480	1,410	1,380	1,314
지배주주지분	1,091	1,233	1,378	1,575	1,794
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	450	585	737	940	1,165
비지배주주지분	2	2	2	2	3
자본총계	1,093	1,235	1,381	1,578	1,797

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	340	246	258	218	231
당기순이익	52	138	174	231	253
유형자산감가상각비	79	83	83	84	85
무형자산상각비	2	1	1	2	2
자산부채변동	191	11	(3)	(103)	(113)
기타	16	14	2	5	4
투자활동현금흐름	(85)	(101)	(103)	(113)	(110)
유형자산투자	(90)	(99)	(90)	(92)	(91)
유형자산매각	3	2	2	3	1
투자자산순증	5	(7)	(7)	(7)	(7)
무형자산순증	(0)	0	(2)	(4)	(3)
기타	(3)	2	(6)	(13)	(10)
재무활동현금흐름	(246)	(129)	(110)	(93)	(93)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(246)	(129)	(87)	(65)	(65)
배당금지급	(17)	(14)	(20)	(22)	(28)
기타	17	14	(3)	(6)	(0)
기타현금흐름	4	3	0	0	0
현금의증가	14	20	45	12	27

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	2,820	2,832	2,962	3,262	3,504
매출원가	2,579	2,461	2,546	2,779	2,988
매출총이익	240	371	416	482	516
판매관리비	129	153	150	153	153
영업이익	111	218	266	329	363
금융수익	6	7	4	8	7
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	46	39	35	33	31
이자비용	40	32	29	27	25
기타영업외손익	9	(4)	2	0	(5)
관계기업관련손익	(0)	0	(0)	0	0
세전계속사업이익	80	182	238	304	333
법인세비용	28	44	63	73	80
연결당기순이익	52	138	174	231	253
지배주주지분순이익	52	138	174	231	253
기타포괄이익	10	18	(6)	(6)	(6)
총포괄이익	62	156	168	225	247
지배주주지분포괄이익	61	156	168	225	247
EBITDA	192	302	351	415	449

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,841	4,912	6,211	8,243	9,039
BPS	38,936	43,995	49,190	56,216	64,037
DPS	500	700	800	1,000	1,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(6.0)	0.4	4.6	10.1	7.4
영업이익증가율	(13.0)	96.1	22.2	23.6	10.2
순이익증가율	(29.9)	166.8	26.4	32.7	9.7
EPS 증가율	(29.9)	166.8	26.4	32.7	9.7
EBITDA 증가율	(5.1)	57.3	16.3	18.1	8.3
수익성(%)					
영업이익률	3.9	7.7	9.0	10.1	10.3
순이익률	1.8	4.9	5.9	7.1	7.2
EBITDA Margin	6.8	10.7	11.9	12.7	12.8
ROA	1.9	5.2	6.3	8.0	8.4
ROE	4.8	11.8	13.3	15.6	15.0
배당수익률	1.8	1.7	1.6	2.0	2.0
배당성향	27.2	14.3	12.9	12.1	11.1
안정성					
순차입금(십억원)	1,067	937	793	710	612
차입금/자본총계비율(%)	103.4	82.5	66.6	53.9	43.4
Valuation(X)					
PER	15.0	8.2	7.9	6.0	5.4
PBR	0.7	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.6	6.9	6.2	5.0	4.4

# 삼성엔지니어링(028050)

매수 / TP: 17,000원

주가(11/7, 원)	13,350
시가총액(십억원)	2,617
발행주식수(백만)	196
52 주 최고/최저가(원)	13,500/9,150
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	22,763
유동주식비율(%)	75.3
외국인지분율(%)	18.0
주요주주(%)	삼성 SDI 외 6인 20.5
	국민연금 5.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	6,441	(1,454)	(1,305)	(35,301)	NM	(1,370)	NM	NM	NM	(409.0)	-
2016A	7,009	70	26	150	NM	149	68.7	16.5	2.0	7.4	-
2017F	5,530	87	30	153	1.8	165	87.3	19.2	2.5	2.9	-
2018F	6,174	209	147	752	392.2	288	17.8	10.6	2.2	13.2	-
2019F	6,302	335	244	1,244	65.5	411	10.7	7.2	1.8	18.6	-

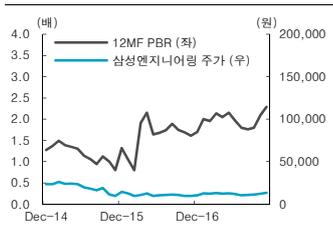
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 회복의 델타에 투자하자

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	21.4	13.1	40.5
상대주가(%)	15.1	(0.4)	13.1

### 12MF PBR 추이



**2017년 중동의 best performer:** 2017년 3분기 말 기준, 중동 플랜트 시장 내 삼성엔지니어링이 글로벌 업체 중 가장 많은 수주를 확보한 것으로 나타난다. 올해 주요 프로젝트던 오만 '두쿰 정유'의 EPC 업체로 선정됐고 바레인 '밥코 정유'의 우선협상대상자로 선정됐다. UAE 'POC' 프로젝트의 계약이 언론에 보도된대로 11월 중순 경 완료된다면 해외 수주액은 53억 달러에 달하며 POC를 제외해도 28억달러로 상위 수준이다. 2억달러의 신규수주에 불과했던 2016년 대비 큰 폭 턴어라운드다.

**POC와 바레인 밥코 프로젝트의 계약이 내년으로 밀린다고 가정해도, 올해 수주는 7조원 이상 가능할 전망이다.** 올해 매출 5.5조원을 바탕으로 2018년부터 연 1조원 이상씩 매출 성장이 예상된다. POC와 삼성전자의 시안 반도체 프로젝트(1조원)를 모두 수주한다면 2018년 PER은 15배에서 7배로 하락한다. 삼성엔지니어링은 조선사나 종합건설사 대비 수주 후 이익 반영까지 대기시간이 매우 짧아 동일한 상황에서도 가장 빠른 턴어라운드 가능성이 최대의 투자포인트다.

**전통의 발주처들의 투자 재개:** 2018년에는 아시아의 정유/화학플랜트로 발주가 확산됨이 포인트다. 특히 전통적으로 삼성엔지니어링의 주요 발주처였던 태국 PTT그룹과 말레이시아 페트로나스, 롯데케미칼의 타이탄 NCC 투자는 커다란 기회다. PTT그룹의 자회사인 타이오일은 2018년, 스리라차 정유를 업그레이드하는 CFP 프로젝트에 50억달러를 투자할 계획이다. PTTLNG도 농팝 LNG터미널(5억달러) 발주를 계획하고 있다. 2017년 발주된 아시아 프로젝트는 PTTGC의 올레핀/PO/폴리올 패키지(10억달러)에 불과했으나 2018년 태국은 아시아 시장을 주도하는 주요 발주처가 될 것이다. 삼성엔지니어링은 올해 수주로 PTT그룹 수주 실적은 19건으로 늘었고 1991년 첫 수주 이후 26년간 PTT그룹과 30억달러의 프로젝트를 진행하는 등 PTT그룹이 신뢰를 보이는 업체다.

**유동성 강화:** 삼성엔지니어링의 순차입금은 2015년 2조원에서 2016년 말 4,590억원까지 하락했다. 분기 중 운전자금 변동으로 현재 8천억원의 순차입금 상태지만 현금흐름이 빠른 관계사 수주와 상반기 수주한 중동 프로젝트의 선수금이 연내 유입되며 올해 말 예상 순차입금은 5,670억원으로 추정한다. 순차입금이 가장 빠르게 하락하는 시기를 2018년으로 판단하며 회복의 델타가 커질 때 투자를 권유한다.

이경자  
kyungja.lee@truefriend.com

허나래  
narae.heo@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	3,775	3,658	3,373	3,951	4,033
현금성자산	696	882	608	741	819
매출채권및기타채권	2,375	2,362	2,046	2,284	2,332
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,856	1,862	1,678	1,659	1,651
투자자산	183	86	178	88	89
유형자산	687	657	627	597	568
무형자산	50	96	76	84	86
자산총계	5,631	5,520	5,051	5,611	5,684
유동부채	4,784	4,314	3,842	4,229	4,049
매입채무및기타채무	2,741	2,697	1,382	1,543	1,575
단기차입금및단기사채	1,514	721	721	771	821
유동성장기부채	451	731	731	731	731
비유동부채	1,160	210	183	208	218
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	861	10	15	21	27
부채총계	5,944	4,524	4,025	4,437	4,267
지배주주지분	(314)	1,011	1,041	1,188	1,432
자본금	200	980	980	980	980
자본잉여금	49	454	454	454	454
기타자본	(285)	(193)	(193)	(193)	(193)
이익잉여금	(292)	(198)	(168)	(21)	223
비지배주주지분	2	(15)	(15)	(15)	(15)
자본총계	(313)	996	1,026	1,173	1,417

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(833)	188	55	98	144
당기순이익	(1,304)	9	30	147	244
유형자산감가상각비	67	48	47	44	41
무형자산상각비	17	30	31	35	36
자산부채변동	370	258	(49)	(133)	(175)
기타	17	(157)	(4)	5	(2)
투자활동현금흐름	20	94	(335)	(21)	(121)
유형자산투자	(20)	(24)	(23)	(19)	(16)
유형자산매각	39	5	5	5	5
투자자산순증	83	43	(90)	92	1
무형자산순증	(22)	(14)	(11)	(44)	(38)
기타	(60)	84	(216)	(55)	(73)
재무활동현금흐름	1,072	(102)	6	56	56
자본의증가	0	1,284	0	0	0
차입금의순증	1,072	(1,386)	6	56	56
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	48	6	0	0	0
현금의증가	308	186	(274)	133	78

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	6,441	7,009	5,530	6,174	6,302
매출원가	7,530	6,527	5,103	5,594	5,597
매출총이익	(1,089)	482	427	579	705
판매관리비	365	412	340	370	370
영업이익	(1,454)	70	87	209	335
금융수익	55	71	9	9	9
이자수익	11	16	9	9	9
금융비용	79	76	33	31	29
이자비용	30	27	33	31	29
기타영업외손익	25	(13)	(25)	5	5
관계기업관련손익	4	5	2	2	2
세전계속사업이익	(1,450)	56	39	194	322
법인세비용	(146)	47	10	47	78
연결당기순이익	(1,304)	9	30	147	244
지배주주지분순이익	(1,305)	26	30	147	244
기타포괄이익	38	(46)	0	0	0
총포괄이익	(1,266)	(36)	30	147	244
지배주주지분포괄이익	(1,267)	(20)	30	147	244
EBITDA	(1,370)	149	165	288	411

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(35,301)	150	153	752	1,244
BPS	(746)	5,158	5,311	6,062	7,307
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	(27.7)	8.8	(21.1)	11.6	2.1
영업이익증가율	NM	NM	23.6	141.8	59.9
순이익증가율	NM	NM	16.2	392.2	65.5
EPS 증가율	NM	NM	1.8	392.2	65.5
EBITDA 증가율	NM	NM	11.1	74.6	42.6
수익성(%)					
영업이익률	(22.6)	1.0	1.6	3.4	5.3
순이익률	(20.3)	0.4	0.5	2.4	3.9
EBITDA Margin	(21.3)	2.1	3.0	4.7	6.5
ROA	(22.1)	0.2	0.6	2.8	4.3
ROE	(409.0)	7.4	2.9	13.2	18.6
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,993	459	567	452	354
차입금/자본총계비율(%)	(918.7)	149.1	141.5	128.0	109.5
Valuation(X)					
PER	NM	68.7	87.3	17.8	10.7
PBR	NM	2.0	2.5	2.2	1.8
EV/EBITDA	NM	16.5	19.2	10.6	7.2

# 삼성중공업(005930)

매수 / TP: 15,000원

주가(11/7, 원)	12,850
시가총액(십억원)	5,012
발행주식수(백만)	390
52 주 최고/최저가(원)	13,600/8,300
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	29,997
유동주식비율(%)	62.3
외국인지분율(%)	18.5
주요주주(%)	삼성전자 외 8 인 23.2
	Templeton Asset 외 3 인 5.1

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE	DY
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2015A	9,714	(1,502)	(1,205)	(5,879)	NM	(1,198)	NM	NM	0.4	(24.7)	-
2016A	10,414	(147)	(121)	(485)	NM	170	NM	38.7	0.5	(2.3)	-
2017F	7,933	98	124	340	NM	410	37.8	11.7	0.8	2.0	-
2018F	5,753	90	76	208	(38.9)	396	61.8	13.0	0.8	1.2	-
2019F	7,650	412	326	896	331.1	723	14.3	6.9	0.7	4.9	-

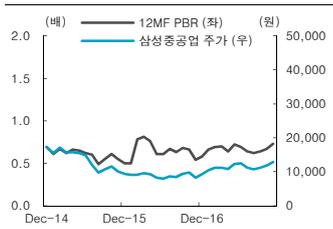
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 유가를 사자!

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	14.7	17.4	38.9
상대주가(%p)	8.4	3.8	11.5

### 12MF PBR 추이



**2017년 75억달러 수주, 2018년 80억달러 이상 예상:** 최근 MSC로부터 초대형 컨테이너선 6척을 수주하며 현재까지 수주는 65억달러에 이른다. 남은 4분기, LNG선과 셔틀탱커 위주로 75억달러의 수주 달성이 예상된다. 2018년은 상선 45달러, 해양 35억달러 등 80억달러의 수주 달성을 예상된다. 올해 상선시황은 개선됐지만 개선폭은 더욱 커지고 해양은 지난 3년간 발주가 없었지만 2018년 10여개의 프로젝트 발주가 예상된다. 삼성중공업은 2017년 38억달러의 해양 수주를 했기에 해양 수주가 급한 상황은 아니며 선별 수주가 가능하다.

**2018년 화두는 가스, 그리고 LNG선:** LNG선 시장의 수급 상, 2017년 약 27척의 LNG선 발주가 예상됐으나 현재까지 발주는 10척에 그쳤다. 저유가로 LNG 신규플랜트 가동이 지연됐고 LNG선 발주 역시 이와 함께 지연됐기 때문이다. 그러나 최근 유가상승으로 LNG 플랜트 가동이 시작되고 LNG선 inquiry도 크게 늘고 있다. 중동과 아시아는 가스전 개발이 더뎠기에 최근 가스 소비량 급증에 대응이 어려운 상황이며 대부분 수입에 의존하고 있다. 계절적 성수기와 함께 LNG선 스팟운임도 \$58,000을 돌파하는 등 2015년 1월 이래 최고치다. 이는 LNG선 발주에 탄력을 주는 요인이다.

**해양 프로젝트 활기, 셔틀탱커에서도 1위:** 2018년 해양프로젝트는 10여개 이상 발주가 예상되며 총 350억달러 규모로 2014년 이전 수준으로 회복할 것이다. 삼성중공업은 해양시장의 압도적 1위이며 이와 더불어 셔틀탱커에서도 수주 증가가 예상된다. 셔틀탱커는 해상유전에서 생산한 원유를 육상으로 운송하는 선박으로 북해, 브라질 등 높은 파고나 조류의 영향이 큰 극한 해역에 주로 투입한다. Dynamic positioning 등 특화장비 장착이 필요해 선체가 고사양이며 선가는 일반탱커의 2~3배에 이르는 고부가가치 선박이다. 삼성중공업은 드릴십 65척의 건조 경험으로 드릴십에 적용되는 Dynamic positioning 관련 인터페이스 설계 경험이 풍부하다는 점이 수주 경쟁력이다. 연 6척 발주가 예상되는 시장으로, 삼성중공업의 점유율은 42%, 2010년 이후 49%다. 현대중공업은 11%, 대우조선은 2%로 분석된다.

**한국시장 유가민감도 1위:** 역사적으로 한국시장에서 유가와 주가민감도가 가장 높은 업체는 삼성중공업이었다. 매출의 60% 이상이 해양이며 2017년 유가 안정의 효과를 수주 회복으로 소폭 체감하기도 했다. 우리는 2018년 평균 유가는 \$57/b로 전망하며 연말 유가 수준은 \$65/b에 도달할 수 있음을 시사한다. 이는 오일메이저들이 충분히 업스트림 개발에 나설 수 있는 유가 수준이다. 2018년 산업재 사이클에서 삼성중공업이 주인공이 될 것이다.

이경자  
kyungja.lee@truefriend.com

허나래  
narae.heo@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	10,110	9,951	9,166	6,891	8,015
현금성자산	983	984	3,173	2,301	1,913
매출채권및기타채권	4,685	5,577	3,411	2,014	2,678
재고자산	1,449	1,226	934	677	901
비유동자산	7,191	7,267	7,548	7,854	8,223
투자자산	625	240	261	189	251
유형자산	5,583	6,442	6,842	7,342	7,542
무형자산	102	96	73	53	71
자산총계	17,302	17,217	16,715	14,745	16,238
유동부채	9,570	9,046	8,483	6,994	8,162
매입채무및기타채무	4,836	3,525	3,173	2,014	2,678
단기차입금및단기사채	1,908	2,694	2,444	2,344	2,244
유동성장기부채	514	1,159	1,184	1,209	1,234
비유동부채	3,466	1,896	1,832	1,276	1,275
사채	1,098	499	499	449	399
장기차입금및금융부채	2,058	1,127	1,127	677	677
부채총계	13,036	10,942	10,315	8,270	9,437
지배주주지분	4,237	6,264	6,388	6,464	6,790
자본금	1,155	1,951	1,951	1,951	1,951
자본잉여금	424	758	758	758	758
기타자본	(970)	(970)	(970)	(970)	(970)
이익잉여금	3,594	3,520	3,643	3,719	4,046
비지배주주지분	28	11	11	11	11
자본총계	4,266	6,275	6,399	6,475	6,801

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	620	(1,555)	2,732	361	722
당기순이익	(1,212)	(139)	124	76	326
유형자산감가상각비	280	288	290	290	290
무형자산상각비	24	29	22	16	21
자산부채변동	1,808	(2,140)	2,326	5	62
기타	(280)	407	(30)	(26)	23
투자활동현금흐름	(1,081)	130	(318)	(657)	(986)
유형자산투자	(608)	(207)	(720)	(790)	(490)
유형자산매각	38	97	30	0	0
투자자산순증	(538)	220	(21)	71	(63)
무형자산순증	3	3	1	4	(38)
기타	24	17	392	58	(395)
재무활동현금흐름	1,104	1,392	(225)	(575)	(125)
자본의증가	0	1,130	0	0	0
차입금의순증	1,155	261	(225)	(575)	(125)
배당금지급	(51)	0	0	0	0
기타	0	1	0	0	0
기타현금흐름	(1)	34	0	0	0
현금의증가	643	1	2,189	(872)	(389)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	9,714	10,414	7,933	5,753	7,650
매출원가	10,676	9,939	7,435	5,263	6,738
매출총이익	(962)	475	498	490	912
판매관리비	540	622	400	400	500
영업이익	(1,502)	(147)	98	90	412
금융수익	267	227	176	185	185
이자수익	32	38	25	30	30
금융비용	277	324	168	177	176
이자비용	43	69	25	24	23
기타영업외손익	51	176	16	(0)	(0)
관계기업관련손익	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	(1,462)	(69)	121	98	421
법인세비용	(250)	70	(2)	22	94
연결당기순이익	(1,212)	(139)	124	76	326
지배주주지분순이익	(1,205)	(121)	124	76	326
기타포괄이익	(44)	1,005	0	0	0
총포괄이익	(1,256)	866	124	76	326
지배주주지분포괄이익	(1,249)	883	124	76	326
EBITDA	(1,198)	170	410	396	723

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(5,879)	(485)	340	208	896
BPS	22,545	18,545	16,403	16,597	17,434
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	(24.6)	7.2	(23.8)	(27.5)	33.0
영업이익증가율	NM	NM	NM	(8.1)	358.2
순이익증가율	NM	NM	NM	(38.9)	331.1
EPS 증가율	NM	NM	NM	(38.9)	331.1
EBITDA 증가율	NM	NM	141.6	(3.4)	82.7
수익성(%)					
영업이익률	(15.5)	(1.4)	1.2	1.6	5.4
순이익률	(12.4)	(1.2)	1.6	1.3	4.3
EBITDA Margin	(12.3)	1.6	5.2	6.9	9.5
ROA	(7.0)	(0.8)	0.7	0.5	2.1
ROE	(24.7)	(2.3)	2.0	1.2	4.9
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	3,472	3,925	739	1,075	960
차입금/자본총계비율(%)	148.8	103.1	79.7	69.9	64.7
Valuation(X)					
PER	NM	NM	37.8	61.8	14.3
PBR	0.4	0.5	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	NM	38.7	11.7	13.0	6.9

# 현대로보틱스(267250)

매수 / TP: 628,000원

주가(11/7, 원)	434,000
시가총액(십억원)	7,068
발행주식수(백만)	16
52 주 최고/최저가(원)	486,000/347,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	45,002
유동주식비율(%)	61.6
외국인지분율(%)	20.3
주요주주(%)	정몽준 외 6인 28.2
	국민연금 8.5

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2016A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017F	18,446	1,636	1,662	120,323	-	NM	3.5	NM	0.7	20.9	NM
2018F	24,026	2,217	1,267	77,791	(35.3)	NM	5.4	NM	0.7	13.7	NM
2019F	24,289	2,691	1,579	96,976	24.7	NM	4.3	NM	0.7	15.0	NM

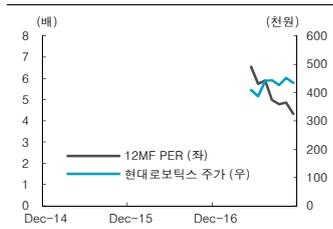
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 밸류에이션, 자회사 업황, 실적 3박자

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.9	-	-
상대주가(%)	(4.4)	-	-

### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

**2018년 순이익 1,3조, PER 5.6배:** 현대오일뱅크는 2018년 매출 24조(+30.2%, YoY)영업 이익 2,217억(+35.1%, YoY), 지배주주순이익 1,267억(-23.8%, YoY)을 시현할 전망이다. 감익의 배경은 2017년 이연법인세 부채 환입 2,323억원, 단계적주식취득 손익 4,179억원에 따른 일시적 이익에 대한 기저효과이다. 현대오일뱅크는 증설효과에 힘입어 지배주주 순이익 1,267억을 가정했지만, 지분 27.8%를 보유 중인 현대중공업은 2018년 순이익을 1,580억원으로 가정한 추정치이다(지분법 인식). 일회성 요인을 제거 하고 시가총액 기준 2018년 PER은 5.4배 수준이다.

**현대오일뱅크, 정기 보수 후 이익체력 개선:** 2017년 3분기 정기 보수로 현대오일뱅크는 약 900~1,000억원 수준의 기회비용이 발생한 점을 고려하면, 실제 영업이익은 3,747억원(+202.4% YoY, +63.2% QoQ)로 우수한 실적을 시현했다. 3분기 증설을 토대로 현대오일뱅크의 2018년 영업이익은 1,700억, 지배주주 순이익은 1,200억으로 올해 대비 각 45.6%, 51.2% 개선될 전망이다. 타이트한 수급으로 정제마진은 재차 상승할 것으로 기대되고, 3분기 정기보수 기간 증설을 통해 CDU 생산능력도 23% 증가했기 때문이다. 내년 현대OCI 본격 가동, 하반기 고도화 설비가 추가되고 BC 비중이 늘어 2019년 수익성은 추가 개선될 것으로 전망한다.

**현대글로벌서비스, 미워도 다시 한번:** 현대글로벌서비스의 3Q17 매출은 587억원(-23.1% QoQ), 영업이익은 162억원(-35.1% QoQ)으로 부진했다. 2분기 대비 부진한 이유는 글로벌 주요 선주사가 휴가철에 진입함에 따라 발주가 감소했고, AS 사업 파트너인 현대중공업도 고객사에 맞추어 영업일을 줄였기에 현대글로벌서비스의 실제 활동일이 대폭 감소했기 때문이다. 현대글로벌서비스는 2016년 설립된 신생 회사로 안정적인 궤도에 올라 서기까지 인력채용, 투자가 진행되기에 매출 대비는 고정비 부담이 크다. 따라서 일시적 매출 감소로 분기 마진을 하락이 불가피했다. 3분기 계절적 요인이 크다는 점에서 4분기부터는 매출 성장 기조로 돌아설 것으로 전망한다. 선박은 5년마다 정기 보수가 필요한데, 전세계적으로 보수가 필요한 선박시장은 약 20조원에 달하고 이중 현대중공업에 직접적/간접적으로 노출된 잠재시장 규모가 12조원에 달한다. 상기 잠재시장을 고려할 때 현대글로벌서비스의 분기 매출 500-800억원 수준은 큰 폭 개선될 가능성이 높다.

윤태호

taeho3123@truefriend.com

*This page is left blank intentionally*

# 두산인프라코어(042670)

매수 / TP: 13,500원

주가(11/7, 원)	9,720
시가총액(십억원)	2,017
발행주식수(백만)	207
52 주 최고/최저가(원)	10,150/6,960
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	22,229
유동주식비율(%)	63.6
외국인지분율(%)	11.6
주요주주(%)	두산중공업 외 8인 36.4
	국민연금 6.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	5,965	(95)	(819)	(4,037)	NM	201	NM	35.6	0.5	(34.0)	-
2016A	5,730	491	63	214	NM	748	41.2	9.3	0.9	3.1	-
2017F	6,561	668	214	1,031	381.6	925	9.4	8.1	1.1	11.1	-
2018F	7,106	743	247	1,189	15.4	1,009	8.2	7.3	1.0	12.8	-
2019F	7,696	829	291	1,403	18.0	1,106	6.9	6.4	0.9	13.2	-

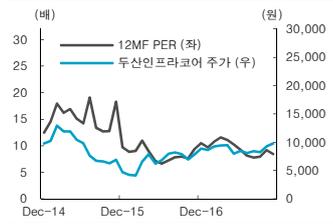
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 희망찬 사이클

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	18.4	1.7	33.2
상대주가(%)	12.1	(11.9)	5.7

### 12MF PER 추이



**2018년은 전 사업부 좋아지는 해:** 매수 의견과 목표주가 13,500원(BW 희석 반영, 18년 EPS에 PER 15배(건기 mid-cycle) 적용)을 유지한다. 글로벌 건설기계 판매량 증가로 본업인 굴삭기 관련 이익이 늘어나고, 이에 따라 엔진 사업부 이익도 함께 증가하는 선순환 구조에 진입했다. 또한 17년 상반기까지 부진했던 핵심 연결자회사인 두산밥캣(이하 밥캣)도 다시금 이익 증가 사이클에 진입했다. 2017년 4분기와 내년 연간 영업이익은 시장 컨센서스대비 각각 18.1%, 10.9% 상회할 전망이다. 2018년 기준 PER은 8배(BW 전량 희석 기준 10.4배)이다.

**중국 시장은 2018년에도 견조:** 2018년 중국 굴삭기 연간 시장 판매량은 2018년 13.7만대로 전년 대비 10% 늘어날 전망이다. 이에 따라 두산인프라코어의 판매량도 1만대에서 1.1만대로 증가할 것이다. 중국은 2010~2011년(연간판매량 16~17만대)에 과발주 됐던 장비들의 교체주기가 돌아왔고, 중국 정부의 적극적인 인프라투자 정책에 따라 실제 수요도 증가하고 있다. 특히 시진핑 정권 2기에 접어들면서 송안지구 개발이 속도를 낼 것이고, 일대일로 정책에 따른 중장기적인 수혜도 예상된다. 제품 mix도 중대형의 비중이 확대되면서 평균 판매가격(ASP)도 17년 3분기 기준 20% 상승했다. 현재 인프라코어의 연간 생산 capa는 1만대인데, 내년 시장 전망에 따라 추가적인 증설도 고려 중이다.

**건기 호황이 엔진사업부로 이어지는 선순환 구조:** 건설기계의 판매량이 증가하면서 엔진사업부 이익이 빠르게 좋아지고 있다. 두산인프라코어의 엔진사업부는 건설기계 및 발전용 디젤 엔진 등을 생산한다. 특히 밥캣향 G2엔진과 글로벌 heavy 굴삭기(중대형 굴삭기) 판매량이 올해부터 가파르게 증가하면서 엔진사업부의 사내매출이 빠르게 증가했다. 또한 농기계, 발전엔진 등 사외매출도 전년 대비 증가 중이다. 본업인 건설기계사업부의 호황이 엔진사업부 이익증가로 이어지는 선순환 구간에 진입한 것이다. 이에 따라 엔진사업부 영업이익률은 2015년 0.5%, 2016년 11.8%에서 2017년에는 13%로 상승할 것으로 추정되고, 2018년에도 현재 수준의 높은 영업이익률이 유지될 것이다.

**두산밥캣도 좋아진다:** 밥캣의 매출액이 17년 상반기에는 역성장(1분기 -4.4% YoY, 2분기 -3.5%)을 기록했지만 3분기부터는 15% 증가세로 전환됐다. 상반기 시장은 좋았지만 생산라인 조정 및 부품수급 문제 등으로 생산이 원활하지 못했는데, 이 부분이 개선되면서 매출액 증가를 이끌고 있다. 매출액은 2018년에도 전년 대비 11.5% 늘어날 것으로 전망한다. 현재 주택경기 호황으로 딜러들의 재고량은 줄어들고 있어 공급이 수요를 따라가지 못하는 상황이다. 영업이익률도 프로모션이 완화되면서 올해 11%에서 11.5%로 소폭 상승할 것이다.

**조철희**  
chulhee.cho@truefriend.com

**정초혜**  
chohye.jeong@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	3,876	3,050	3,362	3,642	3,944
현금성자산	560	539	656	711	770
매출채권및기타채권	1,232	1,030	1,181	1,279	1,385
채고자산	1,556	1,177	1,181	1,279	1,385
비유동자산	7,507	6,977	7,254	7,705	8,194
투자자산	157	179	186	202	219
유형자산	2,254	1,823	1,823	1,823	1,823
무형자산	4,424	4,441	4,724	5,116	5,541
자산총계	11,383	10,027	10,616	11,347	12,138
유동부채	3,961	3,653	3,981	4,594	5,199
매입채무및기타채무	1,064	1,042	1,193	1,292	1,399
단기차입금및단기사채	1,257	952	902	852	802
유동성장기부채	1,129	1,305	1,405	1,505	1,605
비유동부채	4,319	2,925	3,347	3,112	2,882
사채	1,115	715	1,115	815	515
장기차입금및금융부채	2,521	1,452	1,452	1,452	1,452
부채총계	8,280	6,578	7,328	7,706	8,082
지배주주지분	2,021	2,060	1,808	2,055	2,346
자본금	1,037	1,037	1,037	1,037	1,037
자본잉여금	245	249	249	249	249
기타자본	471	466	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	476	578	792	1,039	1,330
비지배주주지분	1,082	1,388	1,480	1,585	1,710
자본총계	3,103	3,448	3,288	3,640	4,056

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	237	513	794	1,101	1,170
당기순이익	(860)	116	305	352	416
유형자산감가상각비	172	148	140	140	140
무형자산상각비	124	110	117	126	137
자산부채변동	200	20	151	333	305
기타	601	119	81	150	172
투자활동현금흐름	(97)	910	(569)	(691)	(737)
유형자산투자	(215)	(174)	(190)	(190)	(190)
유형자산매각	9	50	50	50	50
투자자산순증	238	167	(8)	(16)	(17)
무형자산순증	(70)	(63)	(400)	(519)	(562)
기타	(59)	930	(21)	(16)	(18)
재무활동현금흐름	82	(1,454)	(107)	(356)	(375)
자본의증가	692	243	0	0	0
차입금의순증	(575)	(1,552)	450	(250)	(250)
배당금지급	(35)	(18)	0	0	0
기타	0	(127)	(557)	(106)	(125)
기타현금흐름	(25)	10	0	0	0
현금의증가	197	(21)	117	55	59

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	5,965	5,730	6,561	7,106	7,696
매출원가	4,747	4,404	4,980	5,399	5,847
매출총이익	1,218	1,325	1,581	1,707	1,849
판매관리비	1,313	834	913	964	1,020
영업이익	(95)	491	668	743	829
금융수익	228	176	228	9	9
이자수익	23	12	8	9	9
금융비용	582	428	394	209	198
이자비용	284	231	205	209	198
기타영업외손익	(295)	(157)	7	0	0
관계기업관련손익	(38)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	(781)	82	509	542	640
법인세비용	161	163	204	190	224
연결당기순이익	(860)	116	305	352	416
지배주주지분순이익	(819)	63	214	247	291
기타포괄이익	17	25	0	0	0
총포괄이익	(843)	141	305	352	416
지배주주지분포괄이익	(758)	46	214	247	291
EBITDA	201	748	925	1,009	1,106

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(4,037)	214	1,031	1,189	1,403
BPS	9,744	9,932	8,717	9,906	11,310
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	(22.4)	(3.9)	14.5	8.3	8.3
영업이익증가율	NM	NM	36.1	11.2	11.6
순이익증가율	NM	NM	238.4	15.4	18.0
EPS 증가율	NM	NM	381.6	15.4	18.0
EBITDA 증가율	(72.8)	271.9	23.6	9.1	9.6
수익성(%)					
영업이익률	(1.6)	8.6	10.2	10.5	10.8
순이익률	(13.7)	1.1	3.3	3.5	3.8
EBITDA Margin	3.4	13.1	14.1	14.2	14.4
ROA	(7.4)	1.1	3.0	3.2	3.5
ROE	(34.0)	3.1	11.1	12.8	13.2
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	5,096	3,729	4,040	3,721	3,396
차입금/자본총계비율(%)	194.9	128.3	148.2	127.0	107.8
Valuation(X)					
PER	NM	41.2	9.4	8.2	6.9
PBR	0.5	0.9	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	35.6	9.3	8.1	7.3	6.4

# 제주항공(089590)

매수 / TP: 46,000원

주가(11/7, 원)	34,100
시가총액(십억원)	899
발행주식수(백만)	26
52 주 최고/최저가(원)	39,900/24,300
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	4,028
유동주식비율(%)	31.0
외국인지분율(%)	10.0
주요주주(%) AK 홀딩스 외 9인	60.2
제주특별자치도청	7.6

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	608	51	47	2,054	41.3	61	19.5	13.0	4.5	30.2	1.0
2016A	748	59	53	2,045	(0.4)	73	12.3	4.6	2.4	21.1	2.0
2017F	987	102	79	3,008	47.1	132	11.3	4.4	2.7	26.0	1.8
2018F	1,184	115	91	3,449	14.7	173	9.8	3.1	2.2	24.3	1.8
2019F	1,376	129	102	3,878	12.4	203	8.7	2.3	1.8	22.5	1.8

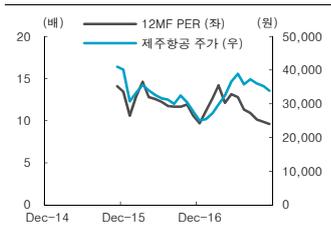
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 항공여객시장의 성장을 주도하는 1위 LCC

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.0)	2.1	11.3
상대주가(%p)	(12.6)	(9.2)	(16.1)

### 12MF PBR 추이



**구조적 항공수요 증가의 최대 수혜주:** 제주항공은 우리나라 1위 저비용항공사로서 근거리노선 중심의 항공여객시장의 성장을 주도하고 있다. 양대 국적사와 외항사들의 여객수요를 빼앗아 오며 M/S 상승속도가 업계에서 가장 빠르다. 제주항공의 유임여객수 기준 국제선 M/S는 2016년 5.6%에서 2017년 10월 누적 기준 7.5%로 상승했다. 2018년 항공기를 40대까지 늘릴 계획으로 전체 여객공급량(ASK)이 올해 대비 20% 늘어나는데도 탑승률은 지속 상승할 것이다. 동남아는 여전히 우리나라 여행수요의 증가여력이 높은 시장이며 중국과의 관계 회복 시 중국노선의 기저효과가 기대되는 만큼 공급과잉에 대한 우려는 제한적이기 때문이다. 오히려 제주항공의 항공편 확대는 합리적 여행소비를 창출한다는 점에서 해외여행 수요와 공급 간의 선순환을 만들고 있다.

**규모의 경제에 따른 수익성 향상 이어질 것:** 제주항공은 순수 저비용항공사로 근거리 노선에 최적화된 B737-800 단일기종 전략을 고수하고 있다. 외형이 가장 큰 1위 LCC이면서 향후 기단 도입 수 역시 가장 많은 만큼, 규모가 커지면서 유류비를 제외한 비용부담이 완화될 것이다. 항공기수와 함께 이익규모가 안정적으로 늘어나면서 협상력이 개선돼 전체 비용에서 24%를 차지하는 정비비와 항공기 리스로 부담이 줄어들기 때문이다. 또한 지상조업사업 진출 등 비용을 내재화할 수 있는 체력이 커지고 있다. 그 결과 2018년 유류비를 제외한 단위비용(CASK)은 전년대비 3.9% 하락할 전망이다. 한편 규모가 커질수록 파생되는 이익창출의 기회 역시 많아진다. 올해 출범한 LCC 항공동맹인 Value Alliance는 주요 아시아 LCC와의 협력관계를 강화함으로써, 사업기반이 약한 동남아 수요확보 및 마진개선에 기여할 것이다.

**항공업종에 대한 시장관심은 제주항공에게 쏠릴 것:** 4분기 현재 항공업종에 대한 투자심리는 바닥을 지났다. 10월 추석 황금연휴 효과에 힘입어 4분기 항공사들의 국제선 운임은 다시 상승할 것이다. 또한 3분기 실적에 부담으로 작용했던 전년 베이스 영향이 4분기에는 긍정적으로 나타난다. 12월초에는 우리나라 LCC 2위업체인 진에어가 상장될 예정으로 항공업종에 대한 투자판단이 FSC와 LCC로 점차 세분화될 것이다. 이에 따라 양대 국적사의 M/S를 빼앗으며 FSC와 다르게 구조적으로 본업 이익이 증가하고 있는 제주항공에 대한 재평가가 나타날 전망이다. 제주항공에 대해 '매수' 의견과 목표주가 46,000원을 유지한다. 현 주가는 2018F PER 9배에 불과해 유사한 이익증가나 나타나는 중국 LCC 대비 40% 이상 저평가돼 있다.

최고운  
gowoon@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	355	437	490	588	683
현금성자산	126	167	192	230	267
매출채권및기타채권	31	29	40	48	56
재고자산	6	8	10	12	14
비유동자산	122	164	274	325	375
투자자산	1	9	13	15	17
유형자산	41	59	136	159	182
무형자산	12	12	16	19	22
자산총계	478	600	764	913	1,058
유동부채	200	261	306	343	384
매입채무및기타채무	65	90	119	143	166
단기차입금및단기사채	20	20	26	33	37
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	46	67	122	160	177
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	33	53	53
부채총계	246	328	428	502	561
지배주주지분	130	131	131	131	131
자본금	88	89	89	89	89
자본잉여금	1	0	0	0	0
기타자본	14	51	115	189	275
이익잉여금	232	272	336	410	496
비지배주주지분	355	437	490	588	683
자본총계	126	167	192	230	267

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	72	117	113	148	185
당기순이익	47	53	79	91	102
유형자산감가상각비	7	11	26	52	67
무형자산상각비	2	4	5	6	7
자산부채변동	5	39	(17)	(17)	(7)
기타	11	10	20	16	16
투자활동현금흐름	(152)	(69)	(112)	(121)	(136)
유형자산투자	(41)	(30)	(103)	(75)	(90)
유형자산매각	17	0	0	0	0
투자자산순증	(121)	(38)	(3)	(3)	(2)
무형자산순증	(0)	(1)	(9)	(9)	(10)
기타	(7)	0	3	(34)	(34)
재무활동현금흐름	127	(7)	23	11	(12)
자본의증가	108	3	0	0	0
차입금의순증	19	0	39	27	4
배당금지급	0	(10)	(13)	(16)	(16)
기타	0	0	(3)	0	0
기타현금흐름	1	1	0	0	0
현금의증가	48	42	24	38	37

주: K-IFRS (별도) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	608	748	987	1,184	1,376
매출원가	486	602	768	928	1,082
매출총이익	122	146	219	256	294
판매관리비	71	87	117	141	165
영업이익	51	59	102	115	129
금융수익	4	11	10	10	11
이자수익	2	2	3	3	4
금융비용	6	2	6	7	8
이자비용	0	0	1	1	2
기타영업외손익	4	1	(1)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	53	69	104	118	132
법인세비용	6	16	25	27	30
연결당기순이익	47	53	79	91	102
지배주주지분순이익	(4)	(5)	0	0	0
기타포괄이익	43	48	79	91	102
총포괄이익	61	73	132	173	203
지배주주지분포괄이익	608	748	987	1,184	1,376
EBITDA	486	602	768	928	1,082

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,054	2,045	3,008	3,449	3,878
BPS	8,948	10,351	12,729	15,569	18,836
DPS	400	500	600	600	600
성장성(% YoY)					
매출증가율	19.1	23.0	32.0	20.1	16.2
영업이익증가율	74.2	14.1	73.1	13.1	12.5
순이익증가율	47.3	12.8	48.7	14.6	12.4
EPS 증가율	41.3	(0.4)	47.1	14.7	12.4
EBITDA 증가율	61.3	18.9	82.0	30.4	17.7
수익성(%)					
영업이익률	8.5	7.8	10.3	9.7	9.4
순이익률	7.8	7.1	8.0	7.7	7.4
EBITDA Margin	10.1	9.7	13.4	14.6	14.8
ROA	12.7	9.9	11.6	10.8	10.3
ROE	30.2	21.1	26.0	24.3	22.5
배당수익률	1.0	2.0	1.8	1.8	1.8
배당성향	22.0	24.7	19.9	17.4	15.5
안정성					
순차입금(십억원)	(248)	(325)	(309)	(356)	(423)
차입금/자본총계비율(%)	10.5	7.5	17.7	21.0	18.2
Valuation(X)					
PER	19.5	12.3	11.3	9.8	8.7
PBR	4.5	2.4	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	13.0	4.6	4.4	3.1	2.3

# 현대모비스(012330)

매수 / TP: 340,000원

주가(11/7, 원)	266,000
시가총액(십억원)	25,893
발행주식수(백만)	97
52 주 최고/최저가(원)	283,000/213,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	53,159
유동주식비율(%)	67.1
외국인지분율(%)	49.0
주요주주(%)	기아자동차 외 3인 30.2
	국민연금 9.8

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	36,020	2,935	3,055	32,030	(10.6)	3,476	7.7	5.8	0.9	12.5	1.4
2016A	38,262	2,905	3,038	32,091	0.2	3,551	8.2	5.8	0.9	11.2	1.3
2017F	36,731	2,463	2,536	26,772	(16.6)	3,238	9.5	5.8	0.8	8.6	1.4
2018F	40,566	3,190	3,299	34,829	30.1	4,091	7.3	4.5	0.7	10.3	2.0
2019F	43,686	3,694	3,874	40,900	17.4	4,723	6.2	3.6	0.7	11.0	2.5

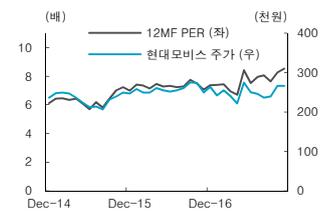
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 약점이 없어진다

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	10.8	16.4	0.2
상대주가(%)	4.5	2.8	(27.2)

### 12MF PER 추이



**사드 빼고 다 좋았던 2017년, 이젠 중국마저 좋아진다:** 2017년 사드 사태로 인해 중국 실적을 연결로 반영하는 현대모비스의 실적이 직격탄을 맞았다. 실제로 현대기아차 가동률에 민감한 모듈 부문 수익성이 2분기와 3분기에 1.3%까지 하락했다. 그러나 현대기아차 중국 판매량이 2018년부터 회복되며 모비스가 직접적인 수혜를 볼 전망이다. 현대차는 2018년 중국 공장판매가 35% 늘어난 108,2만대, 기아차는 30% 증가한 45,3만대로 예상된다. 이는 17년 9월부터 현대기아차가 신차 출시 및 공격적 프로모션을 재개하는 가운데 10월 말부터 한중 관계회복이 진행되면서 회복의 방향성과 가시성이 더욱 뚜렷해졌기 때문이다. 현대모비스에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 340,000원을 유지한다(12MF PER 9.5x)

**핵심부품 성장세도 이어진다:** 현대기아차의 SUV/ADAS/친환경차 확대전략으로 모비스가 수혜를 입을 전망이다. 현대차는 코나를 시작으로 SUV 라인업을 대폭 보강해 SUV 비중을 40% 이상으로 끌어 올릴 계획이다. SUV는 ASP가 동급의 세단 대비 10% 가량 높아 모듈 내 단순조립 매출 및 수익성에 긍정적이다. 게다가 옵션채택률 또한 동급의 세단 대비 높아 모듈 내 핵심부품 실적에도 도움을 준다. 한편 ADAS 기본장착이 중소형 차종으로 확산되면서 이들 차종의 ADAS를 담당하는 모비스가 수혜를 본다. 마지막으로 현기차 친환경차 출시 및 판매증가가 이어지면서 모비스 친환경차 부품공장의 가동률이 상승할 전망이다. 참고로 전기차에는 모비스의 차량 당 매출액이 내연기관 대비 2.5배 이상 높다(배터리 모듈 포함).

**고수익에 성장성까지 더한 A/S부문:** 물류투자로 높은 수익성을 한 단계 더 끌어올린 A/S부문은 향후 매출 성장까지 기대된다. 핵심부품의 성장은 시차를 두고 A/S부문의 실적을 개선 시키기 때문이다. 실제로 물류투자로 인한 효율성 개선 외에 UIS(Units In Service: 운행 중인 차량대수) 내 SUV 비중이 높아져 믹스가 개선된 점도 A/S 수익성 개선 요인 중 하나다. 여기에 ADAS/자율주행 기능이 장착된 차량은 부품가격이 급상승하고 정품을 사용하는 비중이 높아진다. 친환경차 역시 보증기간이 길고 대체부품의 출현이 쉽지 않아 순정부품의 사용률을 높인다. 향후 자동차 시장의 두 가지 큰 트렌드인 자율주행/친환경차가 현실화되면서 모비스의 A/S부문은 높은 수익성을 유지할 수 있을 뿐만 아니라 매출도 성장할 전망이다.

김진우  
jinwoo.kim@truefriend.com

박성준  
sungjun@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	15,925	18,263	19,253	20,749	22,345
현금성자산	2,498	2,049	2,930	3,219	3,466
매출채권및기타채권	6,353	7,235	7,324	7,846	8,449
재고자산	2,562	2,830	3,113	3,219	3,466
비유동자산	21,850	23,448	23,633	26,040	28,050
투자자산	12,749	13,739	13,150	14,447	15,558
유형자산	7,947	8,516	9,341	10,338	11,141
무형자산	931	961	920	1,011	1,088
자산총계	37,775	41,712	42,886	46,789	50,395
유동부채	8,291	8,833	8,335	9,306	9,906
매입채무및기타채무	5,623	6,319	6,048	6,645	7,156
단기차입금및단기사채	1,565	1,453	1,331	1,745	1,805
유동성장기부채	349	170	166	169	128
비유동부채	3,808	4,320	3,906	4,002	3,715
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1,339	1,676	1,375	1,221	721
부채총계	12,099	13,154	12,241	13,308	13,621
지배주주지분	25,622	28,495	30,574	33,400	36,680
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,393	1,405	1,405	1,405	1,405
기타자본	(378)	(360)	(360)	(360)	(360)
이익잉여금	24,812	27,521	29,625	32,435	35,672
비지배주주지분	54	63	71	81	93
자본총계	25,676	28,558	30,645	33,482	36,773

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	4,352	2,018	1,510	3,223	3,591
당기순이익	3,040	3,047	2,443	3,294	3,865
유형자산감가상각비	475	577	709	827	949
무형자산상각비	66	69	67	74	79
자산부채변동	445	(1,293)	(842)	129	(95)
기타	326	(382)	(867)	(1,101)	(1,207)
투자활동현금흐름	(4,949)	(2,124)	134	(2,718)	(2,237)
유형자산투자	(4,080)	(1,296)	(1,533)	(1,824)	(1,752)
유형자산매각	33	15	0	0	0
투자자산순증	(828)	(798)	1,431	(152)	167
무형자산순증	(54)	(32)	(26)	(164)	(157)
기타	(20)	(13)	262	(578)	(495)
재무활동현금흐름	170	(336)	(763)	(216)	(1,107)
자본의증가	213	0	0	0	0
차입금의순증	484	(5)	(424)	268	(479)
배당금지급	(292)	(332)	(331)	(331)	(474)
기타	(235)	1	(8)	(153)	(154)
기타현금흐름	13	(6)	0	0	0
현금의증가	(414)	(449)	880	289	247

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	36,020	38,262	36,622	40,235	43,328
매출원가	30,872	32,966	31,717	34,323	36,575
매출총이익	5,148	5,296	4,905	5,912	6,753
판매관리비	2,213	2,391	2,465	2,736	3,076
영업이익	2,935	2,905	2,440	3,176	3,676
금융수익	295	362	315	334	358
이자수익	134	121	149	162	177
금융비용	355	187	262	264	262
이자비용	34	42	39	38	37
기타영업외손익	80	(58)	15	17	18
관계기업관련손익	1,257	1,090	866	1,129	1,235
세전계속사업이익	4,213	4,111	3,374	4,392	5,153
법인세비용	1,131	1,064	931	1,098	1,288
연결당기순이익	3,040	3,047	2,443	3,294	3,865
지배주주지분순이익	3,055	3,038	2,451	3,304	3,877
기타포괄이익	(64)	136	(25)	16	43
총포괄이익	2,976	3,184	2,419	3,310	3,907
지배주주지분포괄이익	2,993	3,174	2,411	3,299	3,895
EBITDA	3,476	3,551	3,216	4,077	4,705

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	32,030	32,091	25,875	34,883	40,929
BPS	266,859	296,189	317,554	346,583	380,273
DPS	3,500	3,500	3,500	5,000	6,500
성장성(% , YoY)					
매출증가율	2.5	6.2	(4.3)	9.9	7.7
영업이익증가율	(6.6)	(1.0)	(16.0)	30.1	15.8
순이익증가율	(10.7)	(0.6)	(19.3)	34.8	17.3
EPS 증가율	(10.6)	0.2	(19.4)	34.8	17.3
EBITDA 증가율	(4.5)	2.2	(9.4)	26.8	15.4
수익성(%)					
영업이익률	8.1	7.6	6.7	7.9	8.5
순이익률	8.5	7.9	6.7	8.2	8.9
EBITDA Margin	9.7	9.3	8.8	10.1	10.9
ROA	7.9	7.7	5.8	7.3	8.0
ROE	12.5	11.2	8.3	10.3	11.1
배당수익률	1.4	1.3	1.3	1.9	2.4
배당성향	10.8	10.9	13.5	14.3	15.9
안정성					
순차입금(십억원)	(3,508)	(4,657)	(5,740)	(6,327)	(7,534)
차입금/자본총계비율(%)	12.9	11.6	9.3	9.3	7.2
Valuation(X)					
PER	7.7	8.2	10.3	7.6	6.5
PBR	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.8	5.8	6.2	4.7	3.8

# 화승엔터프라이즈(241590)

매수 / TP: 23,000원

주가(11/7, 원)	18,800
시가총액(십억원)	569
발행주식수(백만)	30
52 주 최고/최저가(원)	19,300/13,050
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	1,483
유동주식비율(%)	25.6
외국인지분율(%)	4.1
주요주주(%)	화승인더스트리 외 5인 74.4
	국민연금 6.4

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	391	19	12	NM	NM	19	NM	5.3	NM	22.3	NM
2016A	640	44	35	NM	NM	62	NM	7.2	NM	27.2	0.2
2017F	787	54	42	1,557	NM	77	12.1	7.3	2.0	17.4	0.2
2018F	1,179	77	61	2,005	28.8	105	9.4	5.4	1.6	18.8	0.3
2019F	1,420	90	71	2,342	16.8	122	8.0	4.5	1.3	18.1	0.3

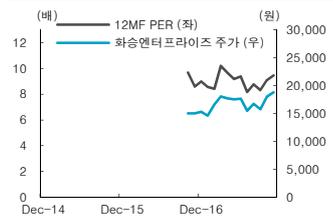
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 아디다스와 함께 글로벌 OEM으로 도약!

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	19.4	8.4	28.3
상대주가(p)	13.1	(5.2)	0.9

### 12MF PER 추이



**주가 리레이팅 본격화:** 동사는 화승인더스트리의 신발 OEM 사업에서 베트남 생산을 담당하는 화승비나의 지분 100%를 보유한 지주회사다. 금년 10월 화승인더스트리로부터 중국, 인도네시아 공장을 인수, 베트남-중국-인도네시아 생산 거점을 확보했다. 주요 고객사는 아디다스(70%)와 리복(30%)이며 아디다스 그룹 내 점유율은 약 17%로 추정되어 중국 Yue Yuen에 이어 2위다. 주요 운동화 OEM 중 아디다스 성장과 함께 독보적인 성장성을 시현하는 반면 2017년 PER 11.5배로 Feng Tay 대비해서 약 40% 할인, 저성장 국면인 Yue Yuen과 밸류에이션이 유사하다. 2014~2015년 나이키 실적 호조 당시 나이키 2위 벤더인 Feng Tay PER은 9~10배에서 25배 이상으로 리레이팅 된 바 있으며 아디다스 고성장 국면에 동사의 리레이팅 국면이 예상된다. 목표주가는 2017년 EPS에 PER 15배를 적용해 산출되었다.

**고객사가 필요로 하는 생산 거점과 역량을 갖추다:** 투자 포인트는 3가지다. 첫째, 중국의 인건비 급등으로 운동화 생산 거점으로 동남아 지역이 부상하고 있다. 동사는 베트남에 대규모 캐파를 확보해 생산 효율화를 달성하고 있으며 인도네시아 확장도 순조롭게 이루어지고 있다. 운동화 제조업은 진입 장벽이 높아 동남아 생산 거점의 경쟁 우위는 상당 기간 지속될 전망이다. 둘째, 고객사의 '스피드' 경영에 최적화된 생산 역량을 확보, 빠른 납기로 대응해 주요 고객사 내 점유율 확대가 지속될 전망이다. 아디다스는 2012년부터 '스피드'를 최우선 전략으로 제시, 다양한 상품을 빠르게 소비자들에게 공급하는 전략을 채택하고 있다. 상기 노력에 힘입어 아디다스는 유럽뿐 아니라 미주, 아시아에서 시장 점유율이 빠르게 상승하고 있으며 경쟁사들을 압도하는 성장을 기록하고 있다. 셋째, 동사는 캐파 증설과 품목 다각화로 성장을 준비하고 있다. 베트남에 이어 중국, 인도네시아 사업이 가세하면서 캐파 확장이 예상된다. 또한 동사는 과거 SPA형 아디다스 네오라벨을 주로 생산했으나 러닝화 등 고부가제품으로 품목을 다각화하고 있다. 고부가 부자재 생산도 본격화될 전망이다.

**2018년 고성장 국면, 매출액과 영업이익 각각 50%, 43% 증가 전망:** 최대 고객사인 아디다스는 2020년까지 신발 생산량을 연평균 7% 늘릴 계획이다. 동사는 아디다스 내 품목 다각화에 근거, 생산량이 2016년 4,800만 족에서 금년 5,500만 족, 내년 중국, 인도네시아 합산으로 8천만 족, 2020년 1억 족에 이를 전망이다. 동사의 아디다스 내 점유율은 2016년 15%에서 2020년 20%로 상승할 전망이다. 2015~2016년의 초고속 성장 이후에도 강한 실적 모멘텀이 지속될 것으로 예상된다. 베트남 실적 호조와 인도네시아, 중국 등 신규 공장 인수 효과에 힘입어 2018년 매출액과 영업이익은 전년대비 50%, 43% 증가할 전망이다.

나은채  
ec.na@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	140	265	340	434	508
현금성자산	5	78	110	100	106
매출채권및기타채권	40	76	93	139	168
채고자산	61	74	91	137	165
비유동자산	120	171	212	247	281
투자자산	0	1	1	2	2
유형자산	117	162	202	232	261
무형자산	1	2	2	2	3
자산총계	261	437	553	681	788
유동부채	186	227	243	306	338
매입채무및기타채무	66	104	128	192	231
단기차입금및단기사채	115	112	104	99	89
유동성장기부채	3	10	10	10	10
비유동부채	11	17	18	21	22
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	8	13	13	13	13
부채총계	197	244	262	326	360
지배주주지분	63	192	291	354	428
자본금	10	13	15	15	15
자본잉여금	52	140	191	191	191
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	(0)	35	75	135	204
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	63	193	291	355	428

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(0)	33	53	55	84
당기순이익	12	35	42	61	71
유형자산감가상각비	0	18	23	28	32
무형자산상각비	0	0	0	0	1
자산부채변동	0	(21)	(14)	(36)	(21)
기타	(12)	1	2	2	1
투자활동현금흐름	5	(55)	(64)	(59)	(66)
유형자산투자	0	(56)	(63)	(58)	(62)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	2	4	4	4
무형자산순증	0	(0)	0	(1)	(1)
기타	5	(1)	(5)	(4)	(7)
재무활동현금흐름	0	94	44	(7)	(12)
자본의증가	0	90	53	0	0
차입금의순증	0	4	(8)	(5)	(10)
배당금지급	0	0	(1)	(1)	(2)
기타	0	0	0	(1)	0
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가	5	73	32	(10)	6

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	391	640	787	1,179	1,420
매출원가	338	547	677	1,014	1,221
매출총이익	53	93	110	165	199
판매관리비	39	50	57	88	109
영업이익	14	44	54	77	90
금융수익	0	4	5	5	5
이자수익	0	1	2	2	2
금융비용	4	5	5	5	5
이자비용	0	4	4	4	4
기타영업외손익	0	0	1	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	15	43	54	78	91
법인세비용	3	8	12	17	20
연결당기순이익	12	35	42	61	71
지배주주지분순이익	12	35	42	61	71
기타포괄이익	0	5	5	5	5
총포괄이익	12	39	46	65	75
지배주주지분포괄이익	(0)	39	46	65	75
EBITDA	19	62	77	105	122

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	NM	NM	1,557	2,005	2,342
BPS	NM	NM	9,602	11,707	14,140
DPS	0	35	40	50	60
성장성(% YoY)					
매출증가율	51.0	63.7	22.9	49.9	20.4
영업이익증가율	21.6	128.2	22.2	43.6	16.4
순이익증가율	30.6	183.6	20.9	44.7	16.8
EPS 증가율	NM	NM	NM	28.8	16.8
EBITDA 증가율	21.6	223.3	24.5	36.3	15.8
수익성(%)					
영업이익률	4.9	6.8	6.8	6.5	6.3
순이익률	3.1	5.4	5.3	5.1	5.0
EBITDA Margin	4.9	9.7	9.8	8.9	8.6
ROA	5.0	10.0	8.5	9.8	9.6
ROE	22.3	27.2	17.4	18.8	18.1
배당수익률	NM	0.2	0.2	0.3	0.3
배당성향	0.0	2.7	2.9	2.5	2.6
안정성					
순차입금(십억원)	101	37	(7)	(2)	(23)
차입금/자본총계비율(%)	200.5	69.8	43.5	34.3	26.1
Valuation(X)					
PER	NM	NM	12.1	9.4	8.0
PBR	NM	NM	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA	5.3	7.2	7.3	5.4	4.5

# 하나투어(039130)

매수 / TP: 114,000원

주가(11/7, 원)	102,500
시가총액(십억원)	1,191
발행주식수(백만)	12
52 주 최고/최저가(원)	102,500/62,800
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	8,654
유동주식비율(%)	80.5
외국인지분율(%)	24.6
주요주주(%)	박상환 외 23인 14.8
	국민연금 10.0

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE	DY
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2015A	459	45	32	2,877	(3.4)	55	40.0	20.6	5.7	16.8	1.3
2016A	596	21	8	727	(74.7)	38	90.9	15.6	3.4	4.2	2.3
2017F	675	39	16	1,471	102.4	68	69.7	14.1	5.3	8.6	1.5
2018F	754	66	48	4,347	195.4	97	23.6	10.0	4.7	23.5	1.6
2019F	822	81	60	5,406	24.4	114	19.0	8.3	4.0	24.7	1.6

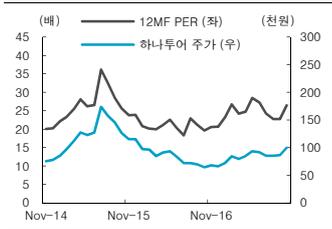
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 좋아지는 데는 이유가 있다

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	19.0	15.7	51.0
상대주가(%p)	12.7	2.1	23.5

### 12MF PER 추이



**2018년은 앞으로 나아가는 시기:** 2017년은 황금 연휴가 있어 본업인 아웃바운드 여행 사업(내국인의 해외여행)의 수익 호전에 대한 기대감이 어느 때보다 높았다. 그러나 한중 관계 경색 이후 면세점 사업에 대한 불확실성이 커져 적자가 확대돼 업황 개선의 수혜를 상대적으로 누리지 못했다. 2018년은 인천공항 제2터미널 개장 등에 따른 항공 좌석 및 노선의 증가와 해외여행에 대한 구조적 수요 증가에 힘입어 안정적인 실적 개선을 보여줄 것으로 전망한다. 면세점 사업의 적자 규모 축소와 하나투어재팬 등 해외 사업의 성장 가속화로 2018년 연결 매출액은 7,540억원, 영업이익은 660억원으로 전년대비 각각 11.7%, 70.6% 증가해 수익성 향상세가 가속될 전망이다. 하나투어에 대해 매수 의견과 목표주가 114,000원(2018년 PER 26배 적용)을 유지한다.

**갈수록 커지는 해외여행 시장:** 2018년 내국인 출국자수는 전년대비 14% 증가해 시장 확대가 지속될 것이다. 여가 문화 확대와 베이비부머의 은퇴 본격화 등으로 해외여행 수요의 구조적인 증가가 나타나고 있다. 인천공항 제2여객터미널이 내년 1월 개장을 앞두고 있어 항공 좌석 및 국제선 노선 증대로 새로운 수요를 창출해 해외여행 시장 성장을 견인할 것이다. 하나투어는 국내 1위 사업자로서 시장 성장의 수혜를 누릴 전망이다. 2018년 본사 매출액은 5,115억원(+14.7% YoY), 영업이익은 570억원(+15% YoY)으로 실적 호전이 예상된다.

**면세점 적자폭 축소 본격화:** 연결 자회사 'SM면세점'을 통해 인천공항 및 서울 시내에서 면세점 사업을 영위하고 있다. 사드 여파로 영업 환경이 비우호적이었고 가격, 품목 경쟁에서 상위 사업자 대비 열위에 있어 손실이 지속됐다. 금년 4월 중순 영업장 면적을 줄여 임대료, 인건비 등 고정비 부담을 완화해 하반기부터 적자 폭이 완화되고 있다. SM면세점의 2017년 영업손실은 294억원으로 예상되고 2018년은 167억원으로 전망한다. 면세점은 수익성 개선을 위한 추가적인 전략을 검토 중에 있어 전략 시행 시점 및 여부에 따라서 적자폭은 더 크게 감소될 수 있다.

**해외 사업의 수익 호전 예상:** 하나투어재팬, 유아이버스 스타샵 등 일본 자회사는 성과 확대가 지속되고 있다. 금년 일본에 스타샵 3호점을 개장해 이익 규모를 키웠고, 유아이버스도 버스 추가 구매 등을 통해 실적이 호전되고 있다. 연내 상장 예정인 하나투어재팬은 사업 확장을 꾀하고 있어 연결 실적 증가를 견인할 전망이다.

최민하

mhchoi@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	340	346	419	436	472
현금성자산	146	156	176	195	209
매출채권및기타채권	69	97	99	109	112
재고자산	9	24	28	31	34
비유동자산	164	175	220	262	305
투자자산	74	53	58	65	71
유형자산	59	92	124	157	189
무형자산	17	16	21	22	25
자산총계	504	520	639	698	777
유동부채	275	287	400	420	447
매입채무및기타채무	114	124	147	161	177
단기차입금및단기사채	19	4	4	4	4
유동성장기부채	2	2	2	2	2
비유동부채	12	22	27	33	39
사채	0	3	6	10	13
장기차입금및금융부채	8	10	11	13	14
부채총계	287	308	427	453	486
지배주주지분	197	189	190	220	263
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	91	92	92	92	92
기타자본	(34)	(34)	(34)	(34)	(34)
이익잉여금	135	126	126	156	199
비지배주주지분	20	23	22	25	28
자본총계	217	212	212	245	291

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	35	28	140	90	114
당기순이익	34	8	16	50	63
유형자산감가상각비	6	13	24	25	26
무형자산상각비	4	4	6	6	7
자산부채변동	(20)	(7)	93	5	15
기타	11	10	1	3	4
투자활동현금흐름	(1)	7	(108)	(55)	(84)
유형자산투자	(16)	(48)	(57)	(59)	(59)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	24	50	(6)	(7)	(6)
무형자산순증	(8)	(4)	(11)	(6)	(10)
기타	(1)	8	(35)	16	(10)
재무활동현금흐름	(2)	(26)	(12)	(15)	(16)
자본의증가	6	3	0	0	0
차입금의순증	9	(12)	5	5	5
배당금지급	(16)	(17)	(17)	(17)	(18)
기타	(1)	0	0	(3)	(3)
기타현금흐름	1	1	0	0	0
현금의증가	33	10	20	20	14

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	459	596	675	754	822
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	459	596	675	754	822
판매관리비	415	575	636	688	740
영업이익	45	21	39	66	81
금융수익	4	2	2	2	3
이자수익	4	2	2	2	3
금융비용	0	1	1	1	1
이자비용	0	1	1	1	1
기타영업외손익	(1)	1	(1)	5	5
관계기업관련손익	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
세전계속사업이익	47	24	39	72	88
법인세비용	13	16	23	21	25
연결당기순이익	34	8	16	50	63
지배주주지분순이익	32	8	16	48	60
기타포괄이익	1	0	0	0	0
총포괄이익	35	8	17	51	63
지배주주지분포괄이익	32	8	17	49	60
EBITDA	55	38	68	97	114

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,877	727	1,471	4,347	5,406
BPS	20,021	19,237	19,251	21,906	25,571
DPS	1,500	1,500	1,500	1,600	1,600
성장성(% YoY)					
매출증가율	19.2	29.6	13.4	11.7	9.0
영업이익증가율	10.6	(53.2)	84.9	70.6	23.3
순이익증가율	(5.1)	(74.7)	102.6	195.4	24.4
EPS 증가율	(3.4)	(74.7)	102.4	195.4	24.4
EBITDA 증가율	14.8	(29.7)	77.6	42.3	17.4
수익성(%)					
영업이익률	9.7	3.5	5.7	8.8	9.9
순이익률	6.9	1.3	2.4	6.4	7.3
EBITDA Margin	11.9	6.5	10.1	12.9	13.9
ROA	7.3	1.5	2.8	7.5	8.5
ROE	16.8	4.2	8.6	23.5	24.7
배당수익률	1.3	2.3	1.5	1.6	1.6
배당성향	52.2	206.6	101.9	36.8	29.6
안정성					
순차입금(십억원)	(189)	(165)	(218)	(216)	(234)
차입금/자본총계비율(%)	14.1	9.7	10.4	10.9	10.7
Valuation(X)					
PER	40.0	90.9	69.7	23.6	19.0
PBR	5.7	3.4	5.3	4.7	4.0
EV/EBITDA	20.6	15.6	14.1	10.0	8.3

# CJ E&M(130960)

매수 / TP: 108,000원

주가(11/7, 원)	88,700
시가총액(십억원)	3,436
발행주식수(백만)	39
52 주 최고/최저가(원)	88,700/53,800
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	18,351
유동주식비율(%)	56.7
외국인지분율(%)	28.6
주요주주(%)	CJ 외 5인 42.9
	Wellington Mgmt HK Ltd 외 1인 5.1

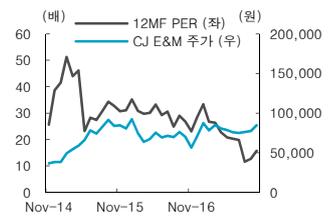
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	1,347	53	54	1,409	(75.8)	373	57.2	8.2	2.0	3.6	0.2
2016A	1,538	28	62	1,611	14.3	428	44.0	7.4	1.8	4.0	0.3
2017F	1,798	82	482	12,507	676.3	546	7.1	7.1	1.7	27.3	0.3
2018F	1,982	110	166	4,308	(65.6)	587	20.8	6.5	1.6	8.0	0.3
2019F	2,142	136	196	5,080	17.9	629	17.6	5.9	1.5	8.7	0.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	14.9	5.7	34.0
상대주가(%)	8.6	(7.9)	6.6

### 12MF PER 추이



## 성장의 퍼즐이 맞춰지고 있다

**콘텐츠 경쟁력 강화 지속:** CJ E&M은 2017년 매출액 2조 324억원, 영업이익 1,195억원으로 전년대비 각각 11.4%, 28.1% 늘어날 전망이다. 2018년에는 콘텐츠 경쟁력 강화를 지속해 시장 지배력을 확대하고, 수익성 향상을 통해 주가의 리레이팅을 견인할 전망이다. 금년에도 해외 매출 증가는 지속했지만 한중 관계 경색으로 성장성이 큰 중국 시장으로의 콘텐츠 사업 확대에 제동이 걸렸었다. 중국향 사업이 재개되면 추가적인 성장의 활로를 열어줄 것이다. 목표주가 108,000원은 Sum of the parts valuation으로 산출했는데, 방송, 영화 등의 영업 가치에 넷마블게임즈 지분가치를 더했다.

**해외 매출 성장 가속화:** 한중 관계 경색 이후 해외 성장성에 대한 우려의 목소리가 높아졌지만 베트남, 태국, 일본 등 해외 시장 다변화로 해외 매출 성장을 지속했다. 2016년 해외 매출 비중은 12.4%였는데 2017년 상반기 기준 17.1%까지 상승했으며, 방송 부문만 놓고 보면 20%까지 올라왔다. CJ E&M 콘텐츠 경쟁력 강화와 태국, 베트남 등 주요 거점의 콘텐츠 시장 확대 추세를 감안하면 해외 수익 호전은 이어질 전망이다. 중국 사업 재개 시 추가적인 실적 호전 가능성도 높다.

**고마진 사업 비중 상승으로 수익성 향상:** 방송 사업 부문 내 기타 부문은 디지털 광고, VOD, 관련 매출 등을 포함하고 있다. VOD, OTT(Over the Top) 시장이 새로운 콘텐츠 소비 트렌드로 자리잡으며 빠르게 커가고 있다. 이들은 사업 특성상 고정비가 크지 않아 수익성이 높는데 CJ E&M이 보유하고 있는 콘텐츠 경쟁력에 기반해 소비자 유입을 늘려 전사 마진 향상에 기여할 전망이다.

**사업 부문간 시너지 확대, 자회사 가치 상승:** CJ E&M의 자회사 '스튜디오드래곤'이 연내 코스닥 시장에 상장 예정이다. 드라마 기획, 제작, 배급 및 부가 사업을 영위하고 있어 자회사의 사업 확대와 기업 가치 상승은 CJ E&M의 광고 매출, 디지털, 기타 등 부문의 실적 개선과 방송 영업 가치 상승과 직결될 것이다. 또한 사업 부문간 시너지도 더욱 강화될 전망이다. 방송 부문이 음원 사업, 연예 매니지먼트, 공연 사업 등으로 연계되고 있어 사업 부문별 성장과 더불어 시너지 효과가 점차 확대될 전망이다.

최민하  
mhchoi@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	940	996	1,150	1,262	1,381
현금성자산	47	81	85	90	95
매출채권및기타채권	434	553	648	716	796
재고자산	4	5	5	6	7
비유동자산	1,425	1,797	1,975	2,064	2,128
투자자산	603	659	750	807	851
유형자산	77	275	276	274	255
무형자산	653	724	790	813	845
자산총계	2,365	2,793	3,125	3,326	3,509
유동부채	642	937	810	877	878
매입채무및기타채무	418	480	526	563	594
단기차입금및단기사채	55	268	253	229	211
유동성장기부채	121	101	111	133	105
비유동부채	162	240	255	242	248
사채	100	140	140	115	115
장기차입금및금융부채	32	34	35	35	32
부채총계	805	1,177	1,065	1,119	1,125
지배주주지분	1,552	1,546	1,994	2,148	2,333
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	973	973	973	973	973
기타자본	16	60	60	60	60
이익잉여금	370	420	892	1,047	1,231
비지배주주지분	9	69	65	59	51
자본총계	1,560	1,616	2,059	2,207	2,384

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	295	259	80	471	468
당기순이익	53	61	478	159	188
유형자산감가상각비	14	16	23	23	22
무형자산상각비	306	384	441	453	471
자산부채변동	(42)	(168)	(269)	(30)	(57)
기타	(36)	(34)	(593)	(134)	(156)
투자활동현금흐름	(189)	(534)	(67)	(434)	(413)
유형자산투자	(8)	(212)	(24)	(22)	(4)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	162	137	481	80	107
무형자산순증	(331)	(358)	(507)	(477)	(502)
기타	(12)	(101)	(17)	(15)	(14)
재무활동현금흐름	(94)	306	(9)	(32)	(51)
자본의증가	3	95	0	0	0
차입금의순증	(96)	218	(4)	(27)	(47)
배당금지급	0	(8)	(8)	(10)	(12)
기타	(1)	1	3	5	8
기타현금흐름	2	3	0	0	0
현금의증가	14	34	3	6	4

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	1,347	1,538	1,798	1,982	2,142
매출원가	1,019	1,190	1,357	1,514	1,628
매출총이익	328	349	442	468	515
판매관리비	275	321	360	358	379
영업이익	53	28	82	110	136
금융수익	19	19	16	18	19
이자수익	9	4	3	3	3
금융비용	21	37	30	30	33
이자비용	14	12	16	15	14
기타영업외손익	(120)	(24)	(22)	(22)	(24)
관계기업관련손익	129	81	598	136	151
세전계속사업이익	59	68	644	211	249
법인세비용	6	7	166	52	61
연결당기순이익	53	61	478	159	188
지배주주지분순이익	54	62	482	166	196
기타포괄이익	(1)	(103)	(25)	0	0
총포괄이익	52	(42)	453	159	188
지배주주지분포괄이익	54	(41)	457	166	196
EBITDA	373	428	546	587	629

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,409	1,611	12,507	4,308	5,080
BPS	40,188	40,052	51,608	55,600	60,361
DPS	200	200	250	300	300
성장성(% YoY)					
매출증가율	9.3	14.2	16.9	10.2	8.1
영업이익증가율	NM	(46.9)	193.3	33.8	23.5
순이익증가율	(75.8)	14.4	676.3	(65.6)	17.9
EPS 증가율	(75.8)	14.3	676.3	(65.6)	17.9
EBITDA 증가율	28.6	14.7	27.6	7.5	7.2
수익성(%)					
영업이익률	3.9	1.8	4.6	5.5	6.3
순이익률	4.0	4.0	26.8	8.4	9.1
EBITDA Margin	27.7	27.8	30.3	29.6	29.4
ROA	2.2	2.4	16.2	4.9	5.5
ROE	3.6	4.0	27.3	8.0	8.7
배당수익률	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
배당성향	14.2	12.4	2.0	7.0	5.9
안정성					
순차입금(십억원)	(52)	372	345	297	227
차입금/자본총계비율(%)	19.8	33.7	25.8	22.7	18.8
Valuation(X)					
PER	57.2	44.0	7.1	20.8	17.6
PBR	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.2	7.4	7.1	6.5	5.9

# 롯데하이마트(071840)

매수 / TP: 95,000원

주가(11/7, 원)	70,600
시가총액(십억원)	1,667
발행주식수(백만)	24
52 주 최고/최저가(원)	76,500/40,950
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	5,211
유동주식비율(%)	33.9
외국인지분율(%)	19.4
주요주주(%)	롯데쇼핑 외 4인 65.4
	국민연금 5.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	3,896	160	107	4,515	10.5	213	13.1	9.5	0.8	6.1	0.7
2016A	3,939	175	121	5,144	13.9	227	8.2	6.5	0.5	6.6	1.2
2017F	4,244	223	160	6,783	31.9	277	10.4	7.7	0.8	8.1	0.7
2018F	4,746	282	205	8,664	27.7	338	8.1	6.3	0.7	9.5	0.7
2019F	5,307	315	230	9,733	12.3	372	7.3	5.6	0.7	9.8	0.7

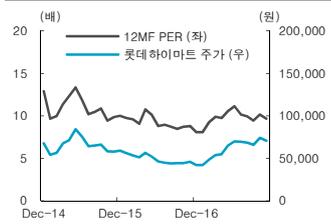
자료: 롯데하이마트, 한국투자증권

## 온라인이 견인하는 실적

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.5	28.6	62.5
상대주가(%)	1.2	15.0	35.1

### 12MF PER 추이



2018년은 본격적인 실적 상승이 나타나는 시기: 롯데하이마트의 2018년 매출은 4조 7,460 억원을 예상한다. 올해보다 11.8% 증가하는 수준으로, 외형 성장은 온라인채널이 주도할 전망이다. 2017년 매출 비중 20%를 기록한 온라인 매출은 2018년 60% 늘어난 1조 3,580억 원으로 전체 매출 비중은 28.6%에 다다를 전망이다. 유통업체 중 가장 빠르게 온라인채널로 전환되고 있으며, 매출 증가뿐 아니라 이익 개선에도 기여하고 있다. 롯데하이마트의 온라인 채널은 상품마진 수준이 오프라인과 큰 차이가 없는 것으로 파악된다. 가전 상품의 특성과 높은 시장지배력이 주요 요인으로 판단된다.

신규 가전이 이끄는 구조적 성장: 실적 개선은 건조기와 공기청정기, 스타일러 등 신규 가전이 주도하고 있다. 특히 건조기는 환경 변화에 따른 수요 증가로 폭발적인 매출 증가가 나타나고 있는데, 매출이 크게 늘어났음에도 불구하고 여전히 침투율이 낮아 2018년에도 고성장이 지속될 전망이다. 최근에는 무선청소기 매출도 크게 늘어나고 있다. 매출 비중은 약 4% 수준으로 파악되는데, ASP 상승뿐 아니라 매출 건수도 크게 늘어나고 있다. 오랜 기간 실적에서 발목을 잡았던 TV와 냉장고 매출은 하향 안정화 이후 상승 반전되고 있으며, 이제는 신규 가전의 증가와 기존 가전의 ASP 상승을 기대할 시점이다.

실적개선에 밸류에이션 매력까지: 옴니채널 확대에 따른 온라인과 오프라인의 상호보완으로 유통업종에서 보기 드물게 오프라인 매장의 가치가 보전되고 있으며, 또한 온라인 비중 상승에도 불구하고 상품마진이 높아지는 추세는 중장기적 측면에서는 물론, 단기적으로도 온라인 확대에 따른 가치 부여가 가능한 것으로 판단된다. 여타 오프라인채널이 온라인과의 시장점유율 경쟁으로 인해 마진 하락을 감내하고 있다는 점을 고려하면, 롯데하이마트의 유통업종 내 실적 차별화는 2018년에 오히려 더 커질 전망이다. 상품마진 상승으로 매출 증가율보다 영업이익 증가율이 더 빠르게 나타나며, 영업외손익도 변동성이 작아 매출 추이에 따른 EPS 가시성도 높다. 2017년 주가 상승에도 불구하고 롯데하이마트의 현재주가는 2018F PER 9배에 불과하다. 절대적인 저평가 영역으로 판단되며, 유통업종 최선호주로 제시한다.

여영상

yeongsang.yeo@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	640	730	795	875	978
현금성자산	130	158	158	161	180
매출채권및 기타채권	69	91	102	119	133
재고자산	416	462	513	569	637
비유동자산	2,265	2,275	2,372	2,561	2,825
투자자산	128	148	159	178	199
유형자산	422	413	415	416	426
무형자산	1,705	1,704	1,787	1,955	2,186
자산총계	2,905	3,005	3,167	3,436	3,804
유동부채	638	450	482	529	705
매입채무및기타채무	289	381	407	451	504
단기차입금및단기사채	185	0	0	0	0
유동성장기부채	100	0	0	0	0
비유동부채	484	659	639	668	639
사채	469	649	629	656	626
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,122	1,109	1,121	1,197	1,344
자본금	118	118	118	118	118
자본잉여금	1,056	1,056	1,056	1,056	1,056
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	608	722	870	1,063	1,281
자본총계	1,783	1,896	2,046	2,240	2,459

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	120	237	183	236	383
당기순이익	107	121	160	205	230
유형자산감가상각비	49	47	48	49	49
무형자산상각비	3	6	6	8	9
자산부채변동	(88)	26	(32)	(26)	94
기타	49	37	1	0	1
투자활동현금흐름	(85)	(78)	(151)	(248)	(322)
유형자산투자	(31)	(40)	(50)	(50)	(59)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(49)	(25)	(10)	(17)	(19)
무형자산순증	(11)	(4)	(89)	(176)	(240)
기타	6	(9)	(2)	(5)	(4)
재무활동현금흐름	(11)	(131)	(32)	15	(42)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	19	(105)	(20)	27	(30)
배당금지급	(8)	(10)	(12)	(12)	(12)
기타	(22)	(16)	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	25	28	(0)	3	19

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	3,896	3,939	4,244	4,746	5,307
매출원가	2,933	2,926	3,105	3,425	3,830
매출총이익	963	1,013	1,138	1,320	1,477
판매관리비	803	839	915	1,039	1,162
영업이익	160	175	223	282	315
금융수익	8	6	8	11	11
이자수익	6	5	7	7	8
금융비용	26	18	17	17	17
이자비용	24	18	19	19	19
기타영업외손익	1	0	1	(1)	(2)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	143	163	214	274	308
법인세비용	37	41	54	69	78
당기순이익	107	121	160	205	230
기타포괄이익	(1)	2	2	2	2
총포괄이익	105	123	162	206	231
EBITDA	213	227	277	338	372

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,515	5,144	6,783	8,664	9,733
BPS	75,519	80,298	86,648	94,878	104,177
DPS	430	500	500	500	500
성장성(% YoY)					
매출증가율	3.8	1.1	7.7	11.8	11.8
영업이익증가율	10.9	9.0	27.8	26.3	11.8
순이익증가율	10.5	13.9	31.9	27.7	12.3
EPS 증가율	10.5	13.9	31.9	27.7	12.3
EBITDA 증가율	7.6	6.8	22.1	22.1	10.1
수익성(%)					
영업이익률	4.1	4.4	5.3	5.9	5.9
순이익률	2.7	3.1	3.8	4.3	4.3
EBITDA Margin	5.5	5.8	6.5	7.1	7.0
ROA	3.8	4.1	5.2	6.2	6.3
ROE	6.1	6.6	8.1	9.5	9.8
배당수익률	0.7	1.2	0.7	0.7	0.7
배당성향	9.5	9.7	7.4	5.8	5.1
안정성					
순차입금(십억원)	622	476	453	474	422
차입금/자본총계비율(%)	42.3	34.2	30.7	29.3	25.5
Valuation(X)					
PER	13.1	8.2	10.4	8.1	7.3
PBR	0.8	0.5	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	9.5	6.5	7.7	6.3	5.6

# CJ제일제당(097950)

매수 / TP: 450,000원

주가(11/7, 원)	370,500
시가총액(십억원)	4,388
발행주식수(백만)	13
52 주 최고/최저가(원)	390,500/335,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	12,476
유동주식비율(%)	59.1
외국인지분율(%)	26.2
주요주주(%)	CJ 외 6인 37.8
	국민연금 13.5

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	12,924	751	189	13,401	105.2	1,235	28.2	10.0	1.7	6.2	0.7
2016A	14,563	844	276	19,522	45.7	1,375	18.3	9.6	1.5	8.4	0.7
2017F	16,081	835	433	30,669	57.1	1,430	12.1	9.6	1.4	12.2	0.7
2018F	18,234	1,068	386	27,361	(10.8)	1,712	13.5	8.1	1.3	9.9	0.8
2019F	19,870	1,300	528	37,443	36.8	1,975	9.9	7.1	1.2	12.3	0.8

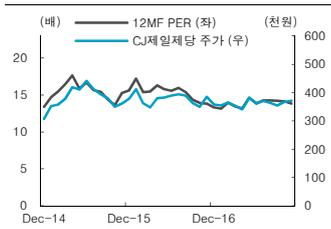
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 저평가의 굴레를 벗고

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.5	7.9	1.8
상대주가(%p)	(1.8)	(5.7)	(25.6)

### 12MF PER 추이



**2018년에는 주가 프리미엄 본격화될 것:** 2018년에는 선두 식품업체로서의 주가 프리미엄이 본격화될 것으로 예상된다. 가공식품의 연결 영업이익(CJ대한통문 제외)내 비중이 50%까지 높아지고, 최근 안정적이며 시너지가 큰 사업으로 M&A가 진행돼 불확실성이 줄고 있기 때문이다. 또한 삼성생명 지분을 매각한 데 이어 2018년에는 CJ헬스케어 매각(또는 IPO)이 추진될 것으로 보여 재무 안정성도 한층 강화될 것으로 예상된다. 동사의 수정 PER(삼성생명 지분 매각 등 일회성 요인 제거)은 2017년에 17.4배, 2018년에는 14.0배로 Global peers 평균인 22.6배, 20.1배보다 각각 23%, 30% 낮다. 실적의 예측 가능성이 높아지면서 주가 저평가가 해소될 전망이다.

**영업이익 28% 증가 예상:** 2018년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 13.4%, 27.9% 증가할 전망이다. 소재식품의 수익성이 곡물가격 하락을 감안하면 정상 수준으로 회복할 것이며, Selecta 인수 효과도 기대된다. 가공식품은 HMR류가 50% 이상의 고성장세를 이어갈 것으로 예상되며, 조미료/장류가 가격 인상 이후 물량 위축도 개선되면서 이익이 증가할 전망이다. 바이오는 라이신가격의 완만한 회복과 트립토판 및 발린과 같은 경쟁력 우위 분야의 선전이 지속될 것이다. 해외 사료는 2017년 하반기에서도 점차 판매단가가 개선돼 2018년 상반기에는 기저 효과가 클 전망이다.

**안정성 강화 전략 긍정적:** 2017년 초부터 시장에 떠돌았던 중국 바이오기업의 고가 인수 가능성이 최근 낮아지고 있는 것으로 보인다. 이 투자는 회수 기간이 길 것이라는 우려 때문에 주가 상승의 걸림돌로 작용해 왔다. 해외 가공식품회사를 인수할 가능성은 여전히 존재하나 과거 투자 사례를 볼 때 식품업체 인수 시 valuation 논란은 크지 않을 것이다.

또 CJ헬스케어 매각 추진 전략도 주가에 긍정적이다. 100% 지분을 보유한 CJ헬스케어를 매각 시 연결영업이익의 약 9%가 감소하나, 식품이나 바이오사업과의 R&D 혹은 영업상 시너지 타격은 크지 않을 것이고 매각대금이 시장에서 추측하는대로 1조원 전후일 경우 재무 안정성은 크게 강화되는 효과가 기대된다. 동사의 지난해 말 순차입금은 5조 6,525억원에 달했다.

이경주  
kjlee@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	4,019	4,881	5,162	5,379	5,703
현금성자산	530	644	611	675	596
매출채권및기타채권	1,771	2,201	2,444	2,680	2,921
재고자산	1,098	1,280	1,367	1,331	1,411
비유동자산	9,733	10,886	11,584	12,345	12,967
투자자산	740	817	556	576	627
유형자산	6,690	7,281	8,001	8,337	8,600
무형자산	1,737	2,334	2,525	2,863	3,120
자산총계	13,751	15,766	16,746	17,724	18,670
유동부채	4,336	4,699	4,987	5,355	5,574
매입채무및기타채무	1,584	1,939	2,141	2,425	2,643
단기차입금및단기사채	1,441	1,801	1,901	2,001	2,011
유동성장기부채	1,148	773	763	753	743
비유동부채	4,030	5,007	5,312	5,478	5,603
사채	2,242	2,899	3,099	3,084	3,064
장기차입금및금융부채	925	1,195	1,205	1,225	1,265
부채총계	8,366	9,706	10,298	10,833	11,177
지배주주지분	3,143	3,409	3,708	4,054	4,540
자본금	72	72	72	72	72
자본잉여금	923	924	924	924	924
기타자본	(295)	(302)	(302)	(302)	(302)
이익잉여금	2,334	2,567	2,962	3,309	3,795
비지배주주지분	2,242	2,651	2,740	2,837	2,953
자본총계	5,385	6,060	6,448	6,891	7,493

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	1,155	800	1,117	1,419	1,393
당기순이익	254	354	548	483	644
유형자산감가상각비	394	437	478	511	529
무형자산상각비	89	95	117	133	145
자산부채변동	77	(359)	(126)	151	(57)
기타	341	273	100	141	132
투자활동현금흐름	(693)	(1,409)	(1,299)	(1,314)	(1,333)
유형자산투자	(673)	(845)	(1,198)	(846)	(792)
유형자산매각	29	39	0	0	0
투자자산순증	78	(62)	164	(19)	(51)
무형자산순증	(64)	(61)	(308)	(471)	(402)
기타	(63)	(480)	43	22	(88)
재무활동현금흐름	(364)	726	148	(41)	(138)
자본의증가	38	192	0	0	0
차입금의순증	(439)	802	300	95	20
배당금지급	(42)	(54)	(35)	(37)	(40)
기타	79	(214)	(117)	(99)	(118)
기타현금흐름	(3)	(3)	0	0	0
현금의증가	94	115	(33)	64	(79)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	12,924	14,563	16,081	18,234	19,870
매출원가	10,038	11,275	12,549	14,176	15,291
매출총이익	2,886	3,288	3,532	4,058	4,580
판매관리비	2,135	2,444	2,697	2,990	3,279
영업이익	751	844	835	1,068	1,300
금융수익	211	213	445	70	69
이자수익	15	18	20	18	18
금융비용	474	425	332	267	269
이자비용	180	179	197	202	204
기타영업외손익	(145)	(104)	(209)	(191)	(219)
관계기업관련손익	21	1	1	1	1
세전계속사업이익	365	528	740	680	882
법인세비용	111	175	192	197	238
연결당기순이익	254	354	548	483	644
지배주주지분순이익	189	276	433	386	528
기타포괄이익	(12)	30	(123)	0	0
총포괄이익	242	384	424	483	644
지배주주지분포괄이익	174	307	335	386	528
EBITDA	1,235	1,375	1,430	1,712	1,975

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	13,401	19,522	30,669	27,361	37,443
BPS	223,904	242,224	262,684	286,580	320,090
DPS	2,500	2,500	2,600	2,800	3,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	10.4	12.7	10.4	13.4	9.0
영업이익증가율	29.6	12.3	(1.0)	27.9	21.7
순이익증가율	105.8	45.8	56.8	(10.8)	36.8
EPS 증가율	105.2	45.7	57.1	(10.8)	36.8
EBITDA 증가율	20.2	11.3	4.0	19.7	15.4
수익성(%)					
영업이익률	5.8	5.8	5.2	5.9	6.5
순이익률	1.5	1.9	2.7	2.1	2.7
EBITDA Margin	9.6	9.4	8.9	9.4	9.9
ROA	1.9	2.4	3.4	2.8	3.5
ROE	6.2	8.4	12.2	9.9	12.3
배당수익률	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
배당성향	18.7	12.8	8.5	10.3	8.0
안정성					
순차입금(십억원)	5,002	5,652	5,996	6,112	6,149
차입금/자본총계비율(%)	107.3	110.6	107.5	101.9	93.7
Valuation(X)					
PER	28.2	18.3	12.1	13.5	9.9
PBR	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.0	9.6	9.6	8.1	7.1

# LG생활건강(051900)

매수 / TP: 1,280,000원

주가(11/7, 원)	1,206,000
시가총액(십억원)	18,836
발행주식수(백만)	15.6
52 주 최고/최저가(원)	1,217,000/741,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	31,975
유동주식비율(%)	59.8
외국인지분율(%)	46.6
주요주주(%)	LG 외 1인 34.0
	국민연금 6.2

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	5,328	684	460	27,467	31.8	811	38.2	22.4	8.8	25.1	0.5
2016A	6,094	881	568	33,905	23.4	1,015	25.3	14.8	5.8	24.9	0.9
2017F	6,234	933	668	40,105	18.3	1,081	30.1	18.8	6.7	23.6	0.7
2018F	6,758	1,046	781	46,897	16.9	1,206	25.7	16.5	5.6	22.7	0.7
2019F	7,237	1,158	871	52,276	11.5	1,324	23.1	14.6	4.7	21.0	0.8

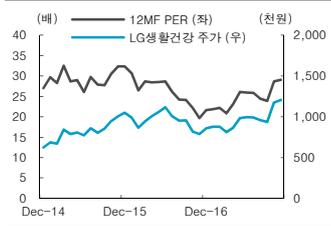
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 프리미엄 전략의 힘, 양적 성장에서 질적 성장으로

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	28.8	31.7	43.2
상대주가(%)	22.5	18.1	15.8

### 12MF PBR 추이



투자의견 ‘매수’와 목표주가 128만원 유지: LG생활건강에 대해 투자의견 ‘매수’와 목표주가 128만원(2018년 내재 PER 27배, SOTP)을 유지한다. 과거 M&A 위주의 양적 성장에서 수년간 화장품 위주의 프리미엄 전략에 힘입은 질적 성장이 가시화되고 있다. 2010년 화장품 부문 이익 기여도는 45%였으나 금년 65%로 상승할 것이다. 2017년 화장품 부문에서만 6,000억원 이상의 영업이익을 기록하면서 국내 화장품 사 중 최대 이익 규모가 예상된다. 대중국 사업의 높은 성장에도 불구하고 국내 면세점 위주로 중국인 수요가 형성되면서 국내와 해외 사업의 불균형에 대한 우려, 그리고 음료 및 생활용품의 저성장으로 인해 경쟁사와 글로벌 화장품 업체들 대비 할인 거래되었다. 최근 주가는 2018년 글로벌 업체 평균 PER인 25배까지 상승했으나 대중국 화장품 사업 성장성에 근거, 긍정적인 시각을 유지한다.

프리미엄 전략에 올인, 현지화도 가속화될 것: 대중국향 럭셔리 화장품 사업 호조가 지속될 전망이다. 2017년 중국인 관광객 부진으로 역성장했던 국내 면세점 매출이 2018년 성장세로 전환하고 중국 현지 사업 성장이 가속화될 것이다. 대표 브랜드 ‘Whoo’는 국내 1위, 중국 내 5위권 럭셔리 브랜드로 중국 기존점 성장과 온라인 매출이 고성장하고 있다. ‘SU:M’ 브랜드의 빠른 유통망 확장도 고무적이다. 작년 하반기 출시, 금년 3분기 52개 매장수를 확보해 Whoo의 1/3 수준까지 매장수를 확보했다. LG생건의 화장품 프레스티지 부문 브랜드 라인업은 풍부하며 상기 2개 브랜드를 제외하고도 VDL, 오희, 빌리프 등의 브랜드를 중국 시장에 진출 시키고 있다. 향후 대중국 사업 확장 가능성이 높다.

중국 프리미엄 화장품 구조적 성장, 경쟁 강도는 상대적으로 낮다: 중국 화장품 시장은 매스와 프리미엄 모두 고성장하고 있다. 그러나 Euromonitor에 따르면 중국의 프리미엄 화장품 시장 비중은 25~30%에 불과해 글로벌 주요국과 세계 평균보다 낮아 매스 시장 성장률보다 높은 성장이 예상된다. 한편 매스 시장에서는 경쟁 또한 심화, 최근 로컬 브랜드들이 매출 상위권을 모두 차지하는 한편 프리미엄 시장은 높은 브랜드력이 진입 장벽으로 작용, 글로벌과 아시아 프리미엄 브랜드들간의 경쟁이다. 로컬업체 진입 가능성이 가장 낮은 세그먼트다.

생활용품과 음료, 안정적인 실적의 버팀목: 생활용품과 음료 부문은 연간 3~5% 내외의 성장을 기록하고 있다. 동사는 각각 1위, 2위 시장 점유율로 내수 시장에서 안정적인 수익 창출을 하고 있으며 소규모 M&A를 통해 완만한 성장을 지속해 나가고 있다. 생활용품은 ‘헤어케어’ 등 퍼스너케어 제품군에서는 해외 사업 확장 가능성도 있으며 프리미엄화를 통해 국내 시장에서 견고한 입지가 지속되고 있다.

나은채  
ec.na@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,331	1,425	1,751	2,316	2,843
현금성자산	397	339	623	1,081	1,375
매출채권및기타채권	436	493	517	574	615
재고자산	441	536	548	594	636
비유동자산	2,884	3,078	3,265	3,464	3,613
투자자산	54	64	65	71	76
유형자산	1,290	1,464	1,633	1,763	1,863
무형자산	1,380	1,420	1,434	1,487	1,520
자산총계	4,215	4,502	5,016	5,781	6,456
유동부채	1,159	1,147	1,156	1,228	1,278
매입채무및기타채무	625	665	680	737	790
단기차입금및단기사채	83	92	92	92	92
유동성장기부채	290	185	185	185	185
비유동부채	940	734	639	658	525
사채	688	509	409	409	259
장기차입금및금융부채	0	8	8	8	8
부채총계	2,099	1,881	1,795	1,886	1,803
지배주주지분	2,037	2,532	3,118	3,778	4,518
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
기타자본	(97)	(101)	(71)	(71)	(71)
이익잉여금	2,066	2,539	3,073	3,710	4,428
비지배주주지분	78	88	102	117	135
자본총계	2,115	2,621	3,220	3,895	4,653

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	638	713	812	941	1,037
당기순이익	470	579	681	796	888
유형자산감가상각비	111	116	130	141	147
무형자산상각비	16	18	18	19	19
자산부채변동	(16)	(135)	(27)	(31)	(33)
기타	57	135	10	16	16
투자활동현금흐름	(347)	(406)	(311)	(324)	(424)
유형자산투자	(302)	(332)	(303)	(276)	(251)
유형자산매각	17	4	4	4	4
투자자산순증	(16)	0	26	23	24
무형자산순증	(6)	(8)	(32)	(72)	(53)
기타	(40)	(70)	(6)	(3)	(148)
재무활동현금흐름	(232)	(367)	(217)	(159)	(319)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(162)	(274)	(100)	0	(150)
배당금지급	(68)	(93)	(126)	(134)	(144)
기타	(2)	0	9	(25)	(25)
기타현금흐름	(0)	1	0	0	0
현금의증가	59	(58)	285	458	294

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	5,328	6,094	6,234	6,758	7,237
매출원가	2,226	2,434	2,436	2,581	2,718
매출총이익	3,102	3,660	3,799	4,176	4,519
판매관리비	2,418	2,779	2,866	3,130	3,361
영업이익	684	881	933	1,046	1,158
금융수익	8	4	8	13	20
이자수익	8	4	8	13	20
금융비용	36	20	16	15	14
이자비용	33	20	16	15	13
기타영업외손익	(18)	(119)	(31)	0	0
관계기업관련손익	6	7	5	6	7
세전계속사업이익	645	753	898	1,050	1,171
법인세비용	174	173	217	254	283
연결당기순이익	470	579	681	796	888
지배주주지분순이익	460	568	668	781	871
기타포괄이익	24	23	23	23	23
총포괄이익	494	602	704	819	910
지배주주지분포괄이익	485	591	690	803	893
EBITDA	811	1,015	1,081	1,206	1,324

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	27,467	33,905	40,105	46,897	52,276
BPS	118,986	146,927	180,002	217,209	258,996
DPS	5,500	7,500	8,000	8,600	9,100
성장성(% , YoY)					
매출증가율	13.9	14.4	2.3	8.4	7.1
영업이익증가율	33.9	28.8	5.9	12.1	10.7
순이익증가율	31.7	23.4	17.6	16.9	11.5
EPS 증가율	31.8	23.4	18.3	16.9	11.5
EBITDA 증가율	28.3	25.1	6.6	11.6	9.8
수익성(%)					
영업이익률	12.8	14.5	15.0	15.5	16.0
순이익률	8.6	9.3	10.7	11.6	12.0
EBITDA Margin	15.2	16.6	17.3	17.9	18.3
ROA	11.7	13.3	14.3	14.8	14.5
ROE	25.1	24.9	23.6	22.7	21.0
배당수익률	0.5	0.9	0.7	0.7	0.8
배당성향	20.0	22.1	20.1	18.5	17.5
안정성					
순차입금(십억원)	633	429	40	(421)	(1,012)
차입금/자본총계비율(%)	50.2	30.3	21.6	17.8	11.7
Valuation(X)					
PER	38.2	25.3	30.1	25.7	23.1
PBR	8.8	5.8	6.7	5.6	4.7
EV/EBITDA	22.4	14.8	18.8	16.5	14.6

# 녹십자(006280)

매수 / TP: 260,000원

주가(11/7, 원)	215,500
시가총액(십억원)	2,518
발행주식수(백만)	11.7
52 주 최고/최저가(원)	219,000/138,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	6,041
유동주식비율(%)	45.4
외국인지분율(%)	26.2
주요주주(%)	녹십자홀딩스 외 15 일 51.9
	국민연금 10.5

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	1,048	92	95	8,213	13.1	120	22.3	18.3	2.2	10.3	1.0
2016A	1,198	78	63	5,451	(33.6)	110	28.8	18.3	1.8	6.5	0.8
2017F	1,290	100	67	5,895	8.1	145	36.6	19.3	2.3	6.6	0.6
2018F	1,392	116	90	7,878	33.6	166	27.4	16.8	2.3	8.5	0.8
2019F	1,513	125	97	8,535	8.3	180	25.2	15.4	2.3	9.2	0.9

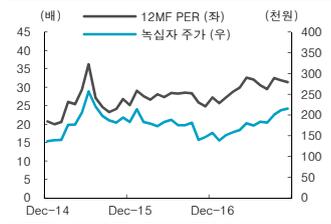
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 좋아질 일만 남았다

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.5	29.8	47.1
상대주가(%p)	1.2	16.2	19.7

### 12MF PER 추이



**매력적인 valuation:** 녹십자는 글로벌 혈액제제 업체들 대비 valuation 매력이 높다. 녹십자의 2018년 PER은 27배에 거래되고 있는 반면 글로벌 혈액제제 업체들의 2018년 평균 PEG는 2.3배로 성장성 대비 높은 프리미엄으로 거래되고 있다. 녹십자 2013년~2017년 평균 PER은 25배로 우리의 목표 PER인 33배 보다 낮다. 하지만 2012년~2017년까지 평균 EPS 증가율이 3%에 불과한 반면 2018년은 캐파증설 효과로 EPS가 32% 증가할 것으로 예상돼 녹십자의 valuation은 과거 평균보다 상승할 것이다.

**신공장 증설효과가 있을 Plasma 사업:** Plasma 사업부문은 증설효과로 인해 2018년에는 매출이 15% 증가할 전망이다. Plasma의 높은 진입장벽으로 인해 남미 등 신흥국에서는 Plasma 수요가 공급을 따라잡지 못하고 있다. 2017년 4월 KGMP 승인을 받은 오창 Plasma 신공장으로 인해 녹십자는 기존 연 100만리터 생산능력에서 추가로 연 70만리터를 생산할 수 있다. 신공장은 주로 해외 수출용으로 제품을 생산할 전망이기에 향후 수출에서의 매출 성장이 기대된다.

**코 앞으로 다가온 미국진출:** 2018년 상반기에 IVIG-SN FDA 최종 판매승인을 받아 미국 진출이 곧 예견된다. 캐나다 공장이 가동되는 2019년 전까지는 오창 공장에서 혈액제제를 생산해 판매할 예정이며, 캐나다 공장이 가동되면 매출은 더욱 가파르게 성장할 전망이다. 미국 시장은 글로벌 시장의 50%를 차지하고 있으며, 향후 10년간 혈액제제 의약품의 예상수요가 생산량을 초과할 것으로 전망돼 시장은 꾸준히 성장할 것으로 보인다.

**매출 성장세는 지속될 전망:** IVIG와 알부민 가격 인상과 Plasma 사업부문의 증설효과로 인해 2018년 매출은 8%의 성장을 보여줄 전망이다. 보건복지부가 퇴장방지의약품 생산원가 보전품목으로 IVIG와 알부민을 신규 지정하면서 2017년 10월 1일부터 IVIG와 알부민의 보협상한가를 각각 20%, 5% 인상했다. 가격인상으로 인해 2018년 국내 IVIG와 알부민 매출은 17%, 5% 증가할 것이다. Plasma 사업부문은 증설효과로 인해 2018년에는 매출이 14% 성장할 것이다. 비록 백신 사업부는 2017년 높은 기저로 인해 4%인 저조한 성장률이 예상되지만 매출분류 확대와 비용관리로 인해 영업이익률은 개선될 것으로 추정된다.

진홍국  
hg.jin@truefriend.com

정은영  
eunice.jung@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	743	801	851	849	868
현금성자산	58	57	78	73	107
매출채권및기타채권	288	345	364	373	377
재고자산	325	321	338	343	347
비유동자산	672	749	789	806	827
투자자산	85	93	101	109	118
유형자산	500	554	584	619	651
무형자산	60	74	76	71	65
자산총계	1,415	1,551	1,640	1,654	1,696
유동부채	308	303	328	352	386
매입채무및기타채무	199	179	149	177	212
단기차입금및단기사채	59	15	105	95	85
유동성장기부채	0	84	73	81	89
비유동부채	110	188	186	180	174
사채	0	150	158	150	143
장기차입금및금융부채	81	12	26	27	29
부채총계	417	492	514	532	560
지배주주지분	957	993	1,059	1,054	1,065
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	311	325	325	325	325
기타자본	(14)	(36)	17	25	22
이익잉여금	595	637	648	634	647
비지배주주지분	41	66	67	69	71
자본총계	998	1,059	1,126	1,122	1,136

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	45	(2)	88	135	170
당기순이익	96	65	73	92	99
유형자산감가상각비	25	28	41	46	52
무형자산상각비	3	4	4	4	3
자산부채변동	(55)	(80)	(98)	14	27
기타	(24)	(19)	68	(21)	(11)
투자활동현금흐름	8	(111)	(67)	(117)	(124)
유형자산투자	(121)	(81)	(71)	(81)	(85)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	145	(13)	(6)	(6)	(8)
무형자산순증	(14)	(18)	(7)	2	2
기타	(2)	1	17	(32)	(33)
재무활동현금흐름	(28)	111	(12)	(34)	(34)
자본의증가	9	37	0	0	0
차입금의순증	(22)	116	101	(10)	(7)
배당금지급	(15)	(20)	(14)	(15)	(20)
기타	0	(22)	(99)	(9)	(7)
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가	26	(1)	11	(15)	14

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	1,048	1,198	1,290	1,392	1,513
매출원가	709	846	942	1,012	1,102
매출총이익	339	352	348	380	411
판매관리비	247	274	248	264	287
영업이익	92	78	100	116	125
금융수익	22	6	1	2	1
이자수익	1	1	1	1	1
금융비용	11	6	(1)	(4)	(4)
이자비용	5	5	(6)	(5)	(5)
기타영업외손익	(13)	4	(10)	(4)	(3)
관계기업관련손익	39	(2)	0	0	0
세전계속사업이익	129	80	93	118	128
법인세비용	33	14	20	26	28
연결당기순이익	96	65	73	92	99
지배주주지분순이익	95	63	67	90	97
기타포괄이익	(12)	2	2	2	2
총포괄이익	84	67	75	93	101
지배주주지분포괄이익	84	65	69	92	99
EBITDA	120	110	145	166	180

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	8,213	5,451	5,895	7,878	8,535
BPS	83,063	88,031	93,638	93,217	94,219
DPS	1,750	1,250	1,336	1,785	1,934
성장성(% , YoY)					
매출증가율	7.4	14.3	7.7	7.9	8.7
영업이익증가율	(5.5)	(14.4)	27.2	16.4	7.3
순이익증가율	13.1	(33.7)	6.8	33.6	8.3
EPS 증가율	13.1	(33.6)	8.1	33.6	8.3
EBITDA 증가율	(0.3)	(8.8)	32.0	15.0	8.5
수익성(%)					
영업이익률	8.7	6.5	7.7	8.3	8.2
순이익률	9.1	5.3	5.2	6.5	6.4
EBITDA Margin	11.5	9.1	11.2	11.9	11.9
ROA	7.0	4.4	4.6	5.6	5.9
ROE	10.3	6.5	6.6	8.5	9.2
배당수익률	1.0	0.8	0.6	0.8	0.9
배당성향	21.3	22.7	22.7	22.7	22.7
안정성					
순차입금(십억원)	26	144	234	239	218
차입금/자본총계비율(%)	14.0	24.7	32.2	31.4	30.4
Valuation(X)					
PER	22.3	28.8	36.6	27.4	25.2
PBR	2.2	1.8	2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA	18.3	18.3	19.3	16.8	15.4

# KB금융(105560)

매수 / TP: 73,000원

주가(11/7, 원)	57,900
시가총액(십억원)	24,209
발행주식수(백만)	418
52 주 최고/최저가(원)	60,200/40,350
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	61,001
유동주식비율(%)	85.8
외국인지분율(%)	69.0
주요주주(%)	국민연금 9.7

	총영업이익 (십억원)	총전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	7,382	3,202	1,698	4,396	21.2	74,234	7.5	0.45	0.55	6.2	3.0
2016A	7,445	3,168	2,144	5,381	22.4	77,815	8.0	0.55	0.65	7.5	2.9
2017F	10,073	5,044	3,516	8,768	62.9	85,982	6.6	0.67	0.94	11.3	3.6
2018F	10,685	5,223	3,384	8,438	(3.8)	92,320	6.9	0.63	0.79	9.8	3.6
2019F	11,330	5,723	3,641	9,079	7.6	99,298	6.4	0.58	0.81	9.8	4.1

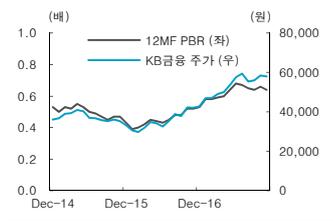
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 균형잡힌 사업구조와 확고한 경영전략

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.2	11.6	41.7
상대주가(%p)	(3.1)	(2.0)	14.3

### 12MF PBR 추이



**은행 업종 탑픽으로 제시:** KB금융에 대해 매수의견과 목표주가 73,000원을 유지한다. 은행 업종 탑픽이다. 목표주가 73,000원은 2017년 3분기 BPS에 목표 PBR 0.90배를 적용했다. 목표 PBR에 내재된 ROE, 자기자본비용, 성장률은 각각 10.0%, 10.9%, 2%다.

**걸어온 길:** 이제까지 KB금융이 걸어왔던 길은 훌륭하다. 국민은행은 건전성 위주의 체계적 성장과 영업력을 이용한 적정 마진 확보, 비용 효율성 개선을 통해 수익성이 크게 향상됐다. 또한 KB손해보험, KB증권, KB캐피탈의 완전자회사화를 통해 그룹 사업 포트폴리오가 크게 확장됐고, 이는 교차판매와 효율적 자본 활용 등 전사적 시너지로 발현됐다. 결국 2015년 6.2%에 불과했던 ROE는 경상 기준으로 9.8%까지 상승했다.

**앞으로 걸어갈 길:** 현 경영진의 연임을 바탕으로 지난 3년간의 경영전략의 연속성이 보장될 전망이다. 향후에도 금리인상기에 은행 영업력을 바탕으로 NIM이나 대출성장 속도의 적절한 조절로 순이자이익이 타행대비 더 크게 증가할 것이며, 철저한 리스크관리로 대손율은 지속적으로 20bp대에서 유지될 것이다. 또한 KB금융은 은행의 자산건전성을 확고히 유지해 우량자산 위주 성장을 이어가는 가운데 비은행 자회사의 이익 확대에 주력할 전망이다. 우선 KB손해보험과 KB증권의 안정화에 주력하겠지만 추후 추가적인 M&A 가능성도 열려있다.

**주주친화정책도 지속:** KB금융은 지속적으로 배당성향을 높여왔다. 2015년 22.3%에서 2016년 23.2%로 상향시켰으며, 2016~2017년에 걸쳐서 자사주를 8,000억원 매입했다. 업종 내 가장 높은 보통주자본비용은 주주친화정책 강화로도 연결된다. 2017, 2018년 배당성향은 이익 급증에도 불구하고 24%, 25%로 완만하게 상승할 것으로 보이며 현재 6,400억원 가량 남은 자사주도 주주가치 제고 관점에서 다양하게 활용된 여지가 많다.

백두산  
doosan@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산	329,065	375,674	426,926	448,915	468,520
현금 및 예치금	16,316	17,885	21,189	22,365	23,346
유가증권	51,791	75,027	91,171	97,340	101,971
대출채권	245,005	265,486	288,235	301,723	314,595
유형자산	3,287	3,627	3,663	3,931	4,222
투자부동산	212	755	865	886	890
관계기업투자	1,738	1,771	334	335	335
무형자산과 영업권	467	652	2,973	2,973	2,973
기타자산	10,249	10,471	18,497	19,362	20,188
총부채	300,163	344,412	392,447	411,892	428,698
예수금	224,268	239,730	256,076	267,254	278,515
당기손익인식지정금융부채	2,388	10,979	10,159	10,834	11,170
단기매매금융부채	587	1,144	1,677	1,789	1,844
차입부채	16,241	26,251	28,965	30,369	31,673
사채	32,601	34,992	40,656	43,033	44,951
기타부채	24,079	31,316	54,913	58,613	60,545
자기자본	28,903	31,261	34,479	37,023	39,822
(지배주주지분)자기자본	28,681	30,998	34,479	37,021	39,819
자본금	1,932	2,091	2,091	2,091	2,091
보통주자본금	1,932	2,091	2,091	2,091	2,091
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	16,423	17,563	17,122	17,122	17,122
자본조정	(569)	(1,291)	(636)	(636)	(636)
기타포괄손익누계액	430	405	652	652	652
이익잉여금	10,464	12,229	15,251	17,792	20,591

주요 재무 지표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
수익성(%)					
ROE	6.2	7.5	11.3	9.8	9.8
ROA	0.55	0.65	0.94	0.79	0.81
순이자마진(NIM)	1.92	1.86	2.00	2.04	2.06
예대금리차(NIS)	2.04	2.01	2.12	2.13	2.14
Cost-income ratio	61.3	70.2	52.6	52.2	50.5
성장 및 효율(%)					
지배주주 순이익 증가율	21.2	26.2	64.0	(3.8)	7.6
대출채권 증가율	5.9	8.4	8.6	4.7	4.3
총전이익 증가율	2.3	(1.1)	59.2	3.5	9.6
대손비용 증가율	(15.5)	(48.0)	18.7	22.1	21.1
총자산 증가율	6.7	14.2	13.6	5.2	4.4
대출채권/예수금	109.2	110.7	112.6	112.9	113.0
자산건전성(%)					
NPL(고정이하여신) 비율	1.17	0.85	0.71	0.56	0.51
NPL 커버리지 비율	179.0	223.5	102.5	101.0	97.5
자본적정성(%)					
BIS 자기자본 비율	15.5	15.3	15.6	15.4	16.3
보통주자본비율(CET1)	13.5	14.2	15.0	14.8	15.6
기본자본비율(Tier 1 ratio)	13.6	14.4	15.0	14.8	15.6

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총영업이익	7,382	7,445	10,073	10,685	11,330
순이자이익	6,203	6,403	7,764	8,453	8,943
이자수익	10,376	10,022	11,450	12,797	14,014
이자비용	4,173	3,619	3,687	4,344	5,071
비이자이익	1,179	1,042	2,310	2,232	2,387
순수수료 수익	1,535	1,585	2,021	2,022	2,116
유가증권 처분/평가	682	548	818	570	712
기타비이자이익 항목	(1,038)	(1,090)	(530)	(361)	(441)
대손상각비+총당부채순전입액	1,037	539	640	782	947
순영업수익	6,345	6,906	9,433	9,903	10,383
판관비	4,524	5,229	5,302	5,582	5,727
인건비	3,109	3,717	3,428	3,629	3,719
각종 상각비	257	289	361	373	385
고정비상 경비	705	715	990	964	1,022
변동비상 경비	452	507	523	615	601
영업이익	1,821	1,677	4,131	4,321	4,656
영업외이익	344	952	273	120	120
(총당금적립전이익)	3,202	3,168	5,044	5,223	5,723
법인세비용차감전계속사업이익	2,165	2,629	4,404	4,441	4,776
법인세비용	437	438	856	1,048	1,127
(실효세율)(%)	20.2	16.7	19.4	23.6	23.6
계속사업이익	1,727	2,190	3,548	3,393	3,649
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,727	2,190	3,548	3,393	3,649
(지배주주지분)당기순이익	1,698	2,144	3,516	3,384	3,641

Valuation

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당 지표(원)					
BPS(KIS 기준)	74,234	77,815	85,982	92,320	99,298
EPS(KIS 기준)	4,396	5,381	8,768	8,438	9,079
DPS	980	1,250	2,100	2,100	2,350
주가 지표(배)					
P/B	0.45	0.55	0.67	0.63	0.58
P/E	7.5	8.0	6.6	6.9	6.4
P/PPE	4.7	6.4	5.6	5.6	5.1
배당수익률(%)	3.0	2.9	3.6	3.6	4.1
배당성향(%)	22.3	23.2	24.0	24.9	25.9
ROE 분해(%)					
ROE	6.2	7.5	11.3	9.8	9.8
레버리지(배)	11.3	11.5	12.1	12.4	12.1
이자부자산 비율	90.8	89.2	88.5	86.2	86.1
순이익/이자부자산	0.61	0.73	1.06	0.92	0.94
순이자이익률	2.22	2.18	2.33	2.30	2.31
비이자이익률	0.42	0.35	0.69	0.61	0.62
대손상각비율	(0.37)	(0.18)	(0.19)	(0.21)	(0.24)
판관비율	(1.62)	(1.78)	(1.59)	(1.52)	(1.48)
기타이익률	(0.04)	0.16	(0.18)	(0.25)	(0.26)

# 삼성생명(032830)

매수 / TP: 163,000원

주가(11/7, 원)	134,000
시가총액(십억원)	26,800
발행주식수(백만)	200
52 주 최고/최저가(원)	137,500/104,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	38,944
유동주식비율(%)	41.8
외국인지분율(%)	16.6
주요주주(%)	이건희 외 5인 47.0
	산세계 외 1인 8.1

	보험료수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	수정 BPS (%)	PER (배)	수정 PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	17,354	61	1,211	6,056	(9.4)	126,451	18.2	0.9	5.3	1.6
2016A	16,768	1,235	2,054	10,271	69.6	152,094	11.0	0.7	7.9	1.1
2017F	16,917	570	1,452	7,261	(29.3)	170,458	18.5	0.8	4.8	1.7
2018F	16,918	445	1,605	8,026	10.5	180,804	16.7	0.7	4.9	1.9
2019F	17,538	630	1,767	8,835	10.1	195,035	15.2	0.7	5.0	2.1

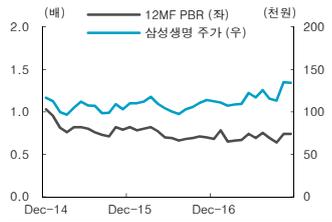
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 2018년 Hidden value 현실화

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	17.3	15.7	26.8
상대주가(p)	10.7	4.5	(3.4)

### 12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

**금리 상승사이클:** 금리상승 사이클 진입으로 오랜 기간 보유이원 하락과 역마진구조 부담이 가중된 삼성생명에 훈풍이 불 전망이다. 전년 말 2.8%까지 하락한 삼성생명의 신규투자이원은 2Q17 3.3%로 높아졌는데, 최근 신규투자이원의 상승 전환에 주목할 필요가 있다. 향후 생보업종 멀티플은 상향될 가능성이 높고, 은행업종에 편중된 금융포트폴리오의 2018년 리밸런싱을 고려하면 삼성생명의 역할이 커질 가능성이 높다.

**삼성전자 지분 매각 시 배당매력 부각:** 삼성생명의 전자 지분 처리 이슈가 쟁점화 될 전망이다. 국회 내 계류된 보험업법 개정안(총자산의 3%까지 계열사 지분 보유 가능), 신지급여력 제도(주식위험계수 상향)을 고려 시 근본적 해결 방안을 제시할 가능성이 높아 보인다. 전일 기준 삼성전자의 지분가치는 29.3조원인데 유배당계약자 지분(29.6%) 및 이연법인세를 제외한 주주 지분(배당가능재원)은 약 15.3조원으로 추정된다. 유배당 지분은 과거 기준으로 현 시점 비중은 이보다 낮을 것이고, 상계 처리하는 유배당 결손금(누적 2조원 내외, 매해 발생 결손금 등)도 제외하면 주주에게 귀속되는 평가차익은 추정치를 상회할 것이다. 지분 평가차익이 상당하기에 일부 지분 매각에 기존 배당성향 30%를 적용해도 배당 매력력이 높다.

**내년 자사주 소각 가능성 열어둬야:** 올해 재판 과정에서 삼성은 여러 차례 경영권 승계, 지주 전환을 부인했고 이를 증명하는 과정의 일환으로 삼성전자는 보유 자사주 전량 소각을 결정했다. 따라서 우리는 내년 상반기 삼성생명의 자사주 활용 가능성에 주목한다. 금융지주 전환 가능성이 소멸된 상황을 고려하면, 삼성생명의 자사주 보유 이유가 모호해지기 때문이다. 내년 삼성전자의 잔여 자사주 소각 이후 삼성생명(10.2%), 삼성화재(15.9%), 삼성물산(13.8%)의 자사주 소각 가능성에 주목한다.

**금리, 보유 지분가치, 자사주 활용, 배당 고려 시 매력 부각:** 삼성생명의 현재 시가총액은 27.0조원이다(12M PBR 0.8배). 유배당계약지분과 이연법인세를 차감 시 주주지분의 계열사 지분 가치는 21.9조원, 자사주는 2.7조원이다. 시가 총액에서 상기 지분을 차감한 영업가치는 5.1조원이고, 여기에 자사주까지 차감하면 실질 영업가치는 2.4조원 수준이다. 우리는 삼성생명의 목표 영업가치를 업종 평균 PER 11.0배를 적용한 8.1조원으로 제시했지만, 시중금리 상승 초입에 있다는 점에서 생보 멀티플 상향여지가 뚜렷하고 경쟁사의 시가총액을 고려하면 지금이 보수적이다(시가총액: 한화생명 6.5조원, ING생명 4.1조원, 삼성화재 13.0조원, 동부화재 5.0조원, 현대해상 4.0조원). 금리, 삼성전자 지분가치, 자사주 활용, 배당 기대감, 밸류에이션 등 매력이 부각되기에 삼성생명에 관심이 필요한 시기이다.

윤태호

taeho3123@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
자산총계	230,363	264,654	275,566	294,304	320,077
운용자산	183,082	214,879	222,573	237,520	258,078
현금과예치금	3,272	5,823	3,055	3,172	3,333
유가증권	137,227	142,071	149,756	161,086	176,669
주식	19,805	23,902	31,765	34,311	37,813
채권	105,597	106,351	100,649	108,282	118,782
대출채권	33,363	58,063	61,460	64,582	68,877
부동산	9,220	8,923	8,283	8,839	9,604
비운용자산	7,695	8,269	8,871	5,257	(2,561)
미상각신계약비	3,856	3,542	3,209	2,494	1,447
특별계정자산	40,725	44,109	43,819	51,017	63,763
부채총계	206,641	236,345	243,584	260,253	283,180
책임준비금	149,118	158,729	165,249	173,998	183,302
보험료적립금	143,389	152,281	160,754	169,337	178,467
계약자지분조정	6,968	8,058	8,222	8,890	9,258
기타부채	9,976	25,683	26,443	26,559	27,164
특별계정부채	40,578	43,857	43,786	50,922	63,572
자본총계	23,722	28,308	31,981	34,051	36,897
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	63	63	63	63
이익잉여금	11,567	13,289	13,851	14,566	15,875
기타포괄손익누계액	13,548	15,310	18,401	19,755	21,292

성장지표

(단위: %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산성장률	7.4	14.9	4.1	6.8	8.8
수입보험료성장률	(0.6)	(3.4)	0.9	0.0	3.7
개인	(0.7)	(3.6)	0.4	0.4	3.7
단체	(3.1)	(3.4)	(0.4)	0.9	3.7
영업이익	(90.1)	1,918.3	(53.9)	(21.8)	41.5
당기순이익	(9.4)	69.6	(29.3)	10.5	10.1
투자수익증가율	(6.2)	24.4	(7.9)	12.6	7.0
운용자산증가율	6.2	17.4	3.6	6.7	8.7
수입보험료 비중					
개인	97.1	96.9	96.4	96.8	96.8
생존	35.4	29.7	29.2	29.3	29.3
양로	11.7	12.1	12.8	12.6	12.6
단체	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
지급보험금 비중					
보험금	16.0	15.3	13.1	12.3	12.3
환급금	83.2	83.9	82.1	79.8	79.8
배당금	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
보험영업수익	17,612	17,046	17,201	17,180	17,812
보험료수익	17,354	16,768	16,917	16,918	17,538
개인	16,846	16,244	16,316	16,379	16,983
생존	6,145	4,978	4,945	4,950	5,137
사망	8,670	9,229	9,212	9,291	9,633
양로	2,031	2,037	2,159	2,138	2,213
단체	441	425	424	428	444
지급보험금	10,210	10,610	11,630	11,973	12,401
보험금	1,631	1,623	1,522	1,473	1,527
환급금	8,496	8,905	9,547	9,551	9,898
배당금	64	59	61	63	65
사업비	1,559	1,524	1,515	1,145	1,028
(이연신계약비)	(1,934)	(1,809)	(484)	(1,392)	(1,164)
신계약비	1,956	1,840	493	1,417	1,184
유지비	1,537	1,493	366	1,120	1,008
신계약비상각비	2,057	2,124	2,085	2,108	2,210
보험손익	3,497	2,476	1,654	1,690	1,896
투자손익	6,428	8,000	7,093	8,661	7,957
책임준비금전입	9,864	9,242	8,141	8,641	9,187
영업이익	61	1,235	570	445	630
영업외손익	1,310	1,373	1,406	1,432	1,432
당기순이익	1,211	2,054	1,452	1,605	1,767

수익성지표

(단위: 원, %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
ROA	0.5	0.8	0.5	0.6	0.6
ROE	5.3	7.9	4.8	4.9	5.0
당기순이익/수입보험료	7.0	12.3	8.6	9.5	10.1
투자수익/수입보험료	37.0	47.7	41.9	51.2	45.4
보험금지급률	58.8	63.3	68.7	70.8	70.7
보험금지급률(책임준비금포함)	115.7	118.4	116.9	121.8	123.1
보험금/ 보험료수익	9.4	9.7	9.0	8.7	8.7
환급금/ 보험료수익	49.0	53.1	56.4	56.5	56.4
배당금/ 보험료수익	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	2.9	3.3	2.8	3.0	2.9
운용자산수익률	3.7	4.1	3.4	3.7	3.6
총자산대비 운용자산	79.5	81.2	80.8	80.7	80.6
주당지표(원)					
EPS	6,056	10,271	7,261	8,026	8,835
BPS	118,609	141,542	159,906	170,253	184,483
수정 BPS	126,451	152,094	170,458	180,804	195,035
DPS	1,800	1,200	2,280	2,520	2,770
배당수익률	1.6	1.1	1.7	1.9	2.1
배당성향	27.5	10.5	30.0	30.0	30.0

# NAVER(035420)

매수 / TP: 1,050,000원

주가(11/7, 원)	860,000
시가총액(십억원)	28,348
발행주식수(백만)	33
52 주 최고/최저가(원)	960,000/720,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	72,620
유동주식비율(%)	78.7
외국인지분율(%)	59.7
주요주주(%)	국민연금 10.4
Aberdeen Asset Management Asia Limited 외 3인	5.0

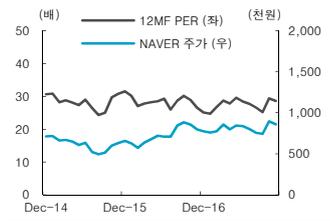
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	3,254	830	519	17,619	15.3	986	37.3	19.7	6.8	26.5	0.2
2016A	4,023	1,102	749	25,746	46.1	1,265	30.1	17.2	5.2	26.2	0.1
2017F	4,973	1,362	933	32,068	24.6	1,528	26.8	15.4	4.9	23.2	0.1
2018F	6,148	1,684	1,158	39,420	22.9	1,853	21.8	12.1	4.1	23.1	0.1
2019F	7,600	2,082	1,435	48,847	23.9	2,256	17.6	9.4	3.4	23.0	0.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	15.4	4.5	4.9
상대주가(%p)	9.1	(9.1)	(22.5)

### 12MF PBR 추이



## 공격적인 투자에 대한 결과가 기대된다

**저조했던 2017년은 잊어라:** 포털 규제와 매출 성장 둔화에 대한 우려가 확대됨에 따라 Naver는 글로벌 경쟁 업체 대비 부진한 모습을 보였다. 하지만 2018년에는 1) 플랫폼 내 쇼핑 수요 증가를 기반으로 비즈니스 플랫폼 매출액의 성장, 2) 퍼포먼스 광고 매출 성장에 따른 LINE의 회복기 진입, 3) 기존 사업과 신규 AI 사업간의 시너지로 매출 성장 둔화에 대한 우려가 해소될 전망이다. 특히 이미지와 음성 인식 등으로 검색 채널이 다양화됨에 따라 Naver가 오랜 기간 동안 축적한 이용자 데이터의 효용성이 부각되며 국내 인터넷 산업 내 경쟁력이 더욱 강화될 것이다. 2018년 매출액과 영업이익은 전년 대비 각각 17.4%와 14.7% 성장할 것으로 예상된다.

**공격적인 투자가 매출 성장으로 이어진다:** Naver는 공격적인 투자에 대한 결과물을 통한 견고한 성장세를 누릴 전망이다. 2017년의 경우 쇼핑과 AI 기술 등에 대한 투자로 비용이 빠르게 증가해 시장의 우려가 확대됐다. 하지만 공격적인 투자로 쇼핑 플랫폼으로의 역량이 강화됨에 따라 커머스 Query의 비중이 확대되었으며 거래액 또한 증가했다. Naver의 3분기 비즈니스플랫폼 매출액은 전년동기 대비 18.7% 증가하며 투자의 효과를 증명했다. 광고 및 쇼핑 플랫폼으로의 영향력이 지속 확대됨에 따라 현재 투자가 진행되고 있는 클라우드 등 신규 사업에 대한 잠재 고객 확보가 순조롭게 이루어질 전망이다. 또한 AI 기반의 이미지 및 음성 검색 기능과 기존 쇼핑 플랫폼간의 시너지를 통한 성장도 기대되는 부분이다. Naver는 최근 국내 배달 서비스 부문의 선두 업체인 '배달의 민족'에 대해 350억원을 투자하며 AI 스피커 수익화에 대한 방향성을 제시했다.

**LINE 제2의 성장기 진입:** 2017년 Naver의 발목을 잡았던 자회사 LINE이 제2의 성장기에 진입했다. 신규 성장 동력인 퍼포먼스 광고는 기존 상품의 효율 개선과 신규 상품 출시에 따른 광고주 수요 확대로 단가와 광고 조회수가 빠르게 증가하고 있다. 2017년 4분기부터는 기존 광고 대비 단가화 효율이 높은 동영상 광고 비중이 상승함에 따라 매출 성장세가 지속될 전망이다. 또한 1) 쇼핑, 2) 배달서비스, 3) 페이 등 O2O 서비스 관련 지표도 가파른 상승세를 시현 중이기 때문에 사업 영역 확대도 순조롭게 진행될 전망이다. 부진을 면치 못했던 게임 사업 또한 신규 게임 출시 및 장르 다변화를 계획 중이기 때문에 2018년에는 의미있는 반등이 예상된다. 우리는 LINE의 2018년 매출액과 영업이익을 각각 2,061억엔(+15.0% YoY)과 304억엔(+2.4% YoY)으로 추정한다.

김성은  
askim@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	2,639	4,200	5,192	6,419	7,935
현금성자산	813	1,726	2,134	2,638	3,261
매출채권및기타채권	527	719	889	1,099	1,359
재고자산	16	10	13	16	20
비유동자산	1,747	2,171	2,479	2,860	3,332
투자자산	440	797	985	1,218	1,506
유형자산	864	863	863	862	862
무형자산	103	112	139	171	212
자산총계	4,386	6,371	7,671	9,279	11,267
유동부채	1,684	1,804	1,991	2,409	2,979
매입채무및기타채무	689	981	1,213	1,499	1,853
단기차입금및단기사채	413	227	42	0	0
유동성장기부채	105	0	0	0	0
비유동부채	433	437	505	589	692
사채	150	150	150	150	150
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,116	2,241	2,496	2,998	3,671
지배주주지분	2,125	3,595	4,460	5,549	6,916
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	133	1,217	1,217	1,217	1,217
기타자본	(1,125)	(1,424)	(1,424)	(1,424)	(1,424)
이익잉여금	3,069	3,810	4,710	5,835	7,236
비지배주주지분	145	535	547	561	579
자본총계	2,270	4,130	5,006	6,110	7,495

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	851	1,164	1,299	1,574	1,914
당기순이익	517	759	945	1,173	1,453
유형자산감가상각비	143	146	144	142	139
무형자산상각비	13	17	22	28	34
자산부채변동	63	88	100	123	152
기타	115	154	88	109	135
투자활동현금흐름	(786)	(942)	(829)	(981)	(1,169)
유형자산투자	(121)	(154)	(200)	(198)	(196)
유형자산매각	2	57	57	57	57
투자자산순증	(654)	(731)	(239)	(287)	(347)
무형자산순증	(15)	(21)	(49)	(60)	(75)
기타	2	(93)	(399)	(493)	(609)
재무활동현금흐름	6	698	(231)	(90)	(52)
자본의증가	0	1,374	0	0	0
차입금의순증	187	(341)	(185)	(42)	0
배당금지급	(23)	(32)	(33)	(33)	(33)
기타	(158)	(303)	(13)	(15)	(19)
기타현금흐름	19	(7)	0	0	0
현금의증가	91	913	239	503	693

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	3,254	4,023	4,973	6,148	7,600
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,254	4,023	4,973	6,148	7,600
판매관리비	2,424	2,921	3,611	4,463	5,518
영업이익	830	1,102	1,362	1,684	2,082
금융수익	67	67	81	92	107
이자수익	28	36	50	61	76
금융비용	53	38	35	34	33
이자비용	6	6	3	2	2
기타영업외손익	(20)	10	13	16	19
관계기업관련손익	(2)	(9)	(16)	(19)	(24)
세전계속사업이익	823	1,132	1,405	1,739	2,151
법인세비용	229	361	448	555	686
연결당기순이익	517	759	945	1,173	1,453
지배주주지분순이익	519	749	933	1,158	1,435
기타포괄이익	37	(35)	(35)	(35)	(35)
총포괄이익	554	724	910	1,137	1,418
지배주주지분포괄이익	556	733	898	1,123	1,400
EBITDA	986	1,265	1,528	1,853	2,256

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	17,619	25,746	32,068	39,420	48,847
BPS	96,527	150,192	176,429	209,484	250,937
DPS	1,100	1,131	1,131	1,131	1,131
성장성(% YoY)					
매출증가율	18.0	23.6	23.6	23.6	23.6
영업이익증가율	9.5	32.7	23.6	23.6	23.6
순이익증가율	14.1	44.4	24.5	24.1	23.9
EPS 증가율	15.3	46.1	24.6	22.9	23.9
EBITDA 증가율	9.3	28.3	20.8	21.3	21.7
수익성(%)					
영업이익률	25.5	27.4	27.4	27.4	27.4
순이익률	15.9	18.6	18.8	18.8	18.9
EBITDA Margin	30.3	31.4	30.7	30.1	29.7
ROA	13.3	14.1	13.5	13.8	14.1
ROE	26.5	26.2	23.2	23.1	23.0
배당수익률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
배당성향	6.2	4.3	3.6	2.9	2.3
안정성					
순차입금(십억원)	(1,392)	(3,017)	(4,004)	(5,037)	(6,263)
차입금/자본총계비율(%)	29.4	9.1	3.8	2.5	2.0
Valuation(X)					
PER	37.3	30.1	26.8	21.8	17.6
PBR	6.8	5.2	4.9	4.1	3.4
EV/EBITDA	19.7	17.2	15.4	12.1	9.4

# LG디스플레이(034220)

매수 / TP: 58,000원

주가(11/7, 원)	29,550
시가총액(십억원)	10,573
발행주식수(백만)	358
52 주 최고/최저가(원)	38,900/26,200
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	115,199
유동주식비율(%)	62.1
외국인지분율(%)	26.1
주요주주(%)	LG 전자 외 2인
	국민연금
	9.2

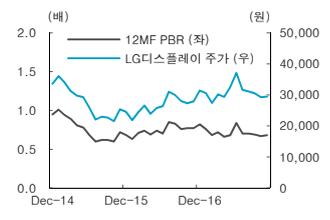
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	28,384	1,626	967	2,701	6.9	5,001	9.1	2.2	0.7	8.2	2.0
2016A	26,504	1,311	907	2,534	(6.2)	4,333	12.4	3.2	0.9	7.2	1.6
2017F	27,738	2,719	1,954	5,461	115.5	5,926	5.4	2.4	0.7	14.1	1.7
2018F	26,477	1,584	1,010	2,824	(48.3)	5,434	10.4	2.9	0.7	6.6	0.0
2019F	29,125	2,191	1,440	4,023	42.5	6,667	7.3	2.5	0.6	8.7	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.3)	(1.5)	11.1
상대주가(%p)	(9.6)	(15.1)	(16.3)

### 12MF PBR 추이



## 반전의 해

**OLED 수익성 개선:** LG디스플레이에게 2018년은 숙제가 많은 해다. 2017년부터 시작한 중소형OLED 패널사업의 수익성을 개선시켜야 하고 하반기에는 애플 아이폰에 공급할 패널을 성공적으로 생산해야 한다. 대형OLED패널 사업은 생산능력 대비 수요가 충분한 상황이기 때문에 패널가격을 방어하고 수익성을 개선시켜야 한다. 이외에도 중소형 및 대형OLED패널 사업의 확장을 위해 기존 LTPS LCD와 8세대 capacity의 OLED전환을 통한 사업전환도 고려해야 한다. 대형OLED는 2018년 하반기부터 중소형OLED는 2019년 후자전환을 예상한다. OLED사업 수익성 개선이 이루어져야 추가 설비투자 부담을 줄일 수 있고 LCD에서 OLED로의 전환도 가속화될 수 있어 주가의 밸류에이션 상승에 기여할 것이다.

**우선은 LCD패널 수급 안정화:** LCD패널가격 하락이 지속되고 있지만 2018년 1분기를 지나면서부터 LCD패널가격도 하락세를 멈추고 안정화될 수 있을 것이다. LCD패널수요가 약세를 보이는 이유는 두 가지다. LCD TV완제품 수요 약세와 TV대형화의 둔화이다. 그런데 선진국 경기회복과 기저효과 등으로 4분기 이후 TV완제품 수요증가율이 회복될 전망이다. 또한, 2017년 1월 이후 LCD TV완제품의 평균 사이즈가 42.8~44.0인치 사이에서 정체되어 있었는데 지난 9월 평균 사이즈가 다시 반등했다. 아직 대형화 추세는 회복으로 판단하기에는 좀 이르지만 연말 성수기 시즌 가격인하를 통한 대형TV 판매의 회복을 기대할 수 있다. 완제품 TV의 대형화가 회복될 경우 2018년 초부터는 대형패널의 수요회복도 나타날 것이다.

**OLED TV패널 사업 후자 전환:** 2018년은 OLED TV패널사업이 후자전환 해야 하는 해이다. 2017년 3분기부터 8세대 라인의 증설을 통해 어느 정도 규모의 경제를 확보했고 프리미엄 TV시장에서 OLED TV의 경쟁력도 확인됐기 때문에 이제는 패널사업의 수익성이 개선되어야 한다. OLED TV를 가장 많이 판매하는 LG전자의 TV사업의 수익성이 크게 개선된 점을 고려해도 패널을 독점적으로 공급하는 LG디스플레이의 수익성도 개선될 수 있다. 우리는 OLED TV패널사업이 2분기부터 후자전환 할 것으로 예상한다.

**중소형 OLED패널은 수출개선이 초점:** LG디스플레이의 첫 번째 6세대 플렉서블OLED라인인 E5가 3Q17부터 가동되고 있다. 몇몇 스마트폰용 패널을 생산하고 있지만 아직 정상적인 양산가동률이나 수출이 확보되지 못하고 있다. 2018년은 플렉서블OLED패널 생산수율 개선이 이뤄져야 한다. 특히 하반기부터 아이폰용 패널생산도 계획되어 있어 수출 정상화를 통한 수익성 개선이 중요하다. 2018년 후자전환을 기대하기는 어렵지만 분기 기준 적자폭 축소를 예상한다.

유종우  
jongwoo.yoo@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	9,532	10,484	9,758	9,147	10,062
현금성자산	752	1,559	832	794	874
매출채권및기타채권	4,204	5,102	5,339	5,096	5,606
재고자산	2,352	2,288	2,394	2,118	2,330
비유동자산	13,046	14,400	17,434	19,861	22,051
투자자산	429	245	256	244	269
유형자산	10,546	12,031	14,955	17,495	19,448
무형자산	839	895	937	894	983
자산총계	22,577	24,884	27,192	29,008	32,113
유동부채	6,607	7,058	7,703	6,971	7,549
매입채무및기타채무	4,928	6,007	6,286	6,001	6,601
단기차입금및단기사채	0	113	153	193	193
유동성장기부채	1,416	555	555	555	555
비유동부채	3,265	4,364	4,176	5,664	6,690
사채	1,282	1,511	1,311	2,811	3,811
장기차입금및금융부채	1,527	2,600	2,601	2,601	2,601
부채총계	9,872	11,422	11,879	12,635	14,239
지배주주지분	12,193	12,956	14,753	15,784	17,245
자본금	1,789	1,789	1,789	1,789	1,789
자본잉여금	2,251	2,251	2,251	2,251	2,251
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	8,159	9,004	10,779	11,790	13,230
비지배주주지분	512	506	560	589	629
자본총계	12,705	13,462	15,313	16,373	17,874

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	2,727	3,641	5,716	4,866	5,913
당기순이익	1,023	932	2,008	1,038	1,479
유형자산감가상각비	2,969	2,643	2,799	3,460	4,047
무형자산상각비	406	378	409	390	429
자산부채변동	(2,166)	(847)	209	(200)	(254)
기타	493	535	292	179	213
투자활동현금흐름	(2,732)	(3,189)	(6,051)	(6,417)	(6,794)
유형자산투자	(2,365)	(3,736)	(5,977)	(6,000)	(6,000)
유형자산매각	447	278	255	0	0
투자자산순증	(280)	614	(221)	(125)	(161)
무형자산순증	(294)	(405)	(450)	(347)	(518)
기타	(241)	60	343	55	(115)
재무활동현금흐름	(174)	308	(392)	1,513	961
자본의증가	103	0	0	0	0
차입금의순증	(93)	504	(160)	1,540	1,000
배당금지급	(179)	(179)	(179)	(179)	0
기타	(6)	(17)	(53)	151	(39)
기타현금흐름	42	47	0	0	0
현금의증가	(138)	807	(727)	(38)	79

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	28,384	26,504	27,738	26,477	29,125
매출원가	24,070	22,754	22,289	22,413	24,254
매출총이익	4,314	3,750	5,449	4,064	4,871
판매관리비	2,689	2,438	2,730	2,480	2,680
영업이익	1,626	1,311	2,719	1,584	2,191
금융수익	159	140	133	124	124
이자수익	57	42	35	26	27
금융비용	316	266	271	289	321
이자비용	128	115	120	137	169
기타영업외손익	(53)	123	129	123	135
관계기업관련손익	19	8	(231)	(158)	(157)
세전계속사업이익	1,434	1,316	2,478	1,384	1,972
법인세비용	411	385	471	346	493
연결당기순이익	1,023	932	2,008	1,038	1,479
지배주주지분순이익	967	907	1,954	1,010	1,440
기타포괄이익	(20)	22	22	22	22
총포괄이익	1,003	953	2,030	1,060	1,501
지배주주지분포괄이익	940	942	1,975	1,032	1,461
EBITDA	5,001	4,333	5,926	5,434	6,667

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,701	2,534	5,461	2,824	4,023
BPS	34,076	36,209	41,230	44,113	48,196
DPS	500	500	500	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	7.3	(6.6)	4.7	(4.5)	10.0
영업이익증가율	19.8	(19.3)	107.3	(41.7)	38.3
순이익증가율	6.9	(6.2)	115.5	(48.3)	42.5
EPS 증가율	6.9	(6.2)	115.5	(48.3)	42.5
EBITDA 증가율	3.1	(13.4)	36.8	(8.3)	22.7
수익성(%)					
영업이익률	5.7	4.9	9.8	6.0	7.5
순이익률	3.4	3.4	7.0	3.8	4.9
EBITDA Margin	17.6	16.3	21.4	20.5	22.9
ROA	4.5	3.9	7.7	3.7	4.8
ROE	8.2	7.2	14.1	6.6	8.7
배당수익률	2.0	1.6	1.7	0.0	0.0
배당성향	18.5	19.7	9.2	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,695	2,029	2,954	4,570	5,411
차입금/자본총계비율(%)	33.2	35.5	30.2	37.6	40.1
Valuation(X)					
PER	9.1	12.4	5.4	10.4	7.3
PBR	0.7	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	2.2	3.2	2.4	2.9	2.5

# 삼성전자(005930)

매수 / TP: 3,250,000원

주가(11/7, 원)	2,805,000
시가총액(십억원)	362,121
발행주식수(백만)	129
52 주 최고/최저가(원)	2,861,000/1,539,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	546,818
유동주식비율(%)	72.9
외국인지분율(%)	53.7
주요주주(%)	삼성물산 외 9인 20.1
	국민연금 9.8

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	200,653	26,413	18,695	126,305	(17.5)	47,344	10.0	3.1	1.2	11.2	1.7
2016A	201,867	29,241	22,416	157,967	25.1	49,954	11.4	4.1	1.5	12.5	1.6
2017F	246,856	55,070	42,072	302,918	91.8	79,517	9.3	4.2	1.8	20.6	1.3
2018F	306,846	64,099	46,081	327,523	8.1	94,217	8.6	3.4	1.5	19.4	3.5
2019F	322,188	65,807	47,549	347,138	6.0	98,386	8.1	3.0	1.4	17.7	5.0

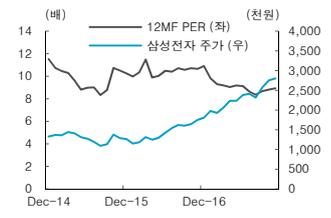
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 아직 더 오를 여력이 있다

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.4	23.2	71.0
상대주가(%p)	3.1	9.7	43.6

### 12MF PER 추이



**2018년 영업이익의 16% 증가:** 2018년 삼성전자 영업이익은 64조원으로 16% 증가할 전망이다. 2017년에도 그랬지만 이익증가는 부품사업인 반도체와 디스플레이부문에서 나온다. 2018년 메모리업황이 2017년과는 달리 연초를 지나면서 수급이 완화되고 가격하락의 가능성이 높지만 산업내 원가절감 능력이 가장 좋은 삼성전자의 경우 메모리사업 증익이 가능할 것이다. 메모리사업 외에 OLED패널사업을 중심으로 한 DP부문의 영업이익도 8.5조원으로 전년 대비 43% 증가할 것이다. 아이폰X에 공급되는 OLED패널의 공급량이 증가하고 2018년 하반기에 출시될 신모델에도 패널을 공급할 예정이어서 OLED사업의 영업이익이 전년 대비 104% 증가할 전망이다. 2018년 전자 영업이익이 16% 증가한다고 해도 2017년 영업이익 증가율 88%보다는 크게 낮다. 하지만, 지난 10월 31일 발표한 주주환원 정책이 밸류에이션에 긍정적인 영향을 줄 수 있어 주가의 추가적인 상승이 가능하다.

**2018년 낸드수급 먼저 악화 후에 디램수급 악화:** 2018년 메모리반도체 업황은 2017년보다 악화될 것이다. 우선 낸드수급의 약세전환이 예상된다. 낸드산업은 최근 1~2년간 삼성전자를 제외한 업체들의 낸드 설비투자가 제한적이어서 공급부족을 겪어왔다. 하지만, 2017년 하반기부터 후발업체들의 3D낸드 양산이 속속 시작되고 있어 2018년에는 공급증가율이 크게 높아질 것이다. 2018년 낸드산업의 공급증가율은 44%, 수요증가율은 30%로 공급증가가 수요증가를 크게 상회해 공급과잉으로 인한 가격하락이 예상된다. 디램의 경우 업체들의 설비투자 및 공급증가율에 대한 논란이 여전하지만 공급업체들의 설비투자 전략이 수요에 대응하기 위한 capacity증가에 적극적이어서 2017년과 같은 공정전환 어려움 발생으로 인한 공급 부족 상황은 나타나지 않을 것이다.

**OLED사업 전성기:** 2017년 3분기부터 시작된 아이폰향 플렉서블OLED패널 공급이 4분기 정상화되고 있다. 아이폰X의 다른 부품공급 차질과 생산수율이 낮아 완제품 조립물량과 2018년초 패널공급량에 불확실성이 있지만 2018년 하반기에는 패널공급 모델 수가 증가하면서 매출액과 이익이 다시 증가할 것이다. 2019년 이후 LG디스플레이 등의 경쟁업체가 시장진입을 하겠지만 당분간 삼성디스플레이의 경쟁우위 및 가격협상력은 유지될 것이다.

**확대되는 주주환원 정책:** 지난 10월 31일 발표한 2018년~2020년 적용할 새로운 주주환원 정책은 배당을 크게 확대한다는 점에서 긍정적이다. 2018년~2020년 지급할 최소 배당액이 확정됐고 FCF규모에 따라 추가 배당지급이나 자사주환원을 통한 주주환원이 이루어질 것이다. 이러한 주주환원 확대로 삼성전자 주가의 12MF PER 밸류에이션이 현재 8.9배 수준에서 10배 수준으로 높아질 수 있을 것이다.

유종우  
jongwoo.yoo@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	124,815	141,430	155,554	184,150	211,078
현금성자산	22,637	32,111	37,028	49,095	70,881
매출채권및기타채권	28,521	27,800	32,091	39,890	41,884
재고자산	18,812	18,354	20,983	26,082	27,386
비유동자산	117,365	120,745	155,638	169,357	176,738
투자자산	13,609	12,642	23,204	26,082	27,386
유형자산	86,477	91,473	114,364	121,735	126,735
무형자산	5,396	5,344	6,171	6,751	7,088
자산총계	242,180	262,174	311,192	353,507	387,816
유동부채	50,503	54,704	64,552	70,131	72,265
매입채무및기타채무	27,673	31,223	38,182	47,461	49,834
단기차입금및단기사채	11,155	12,747	12,747	12,747	12,747
유동성장기부채	222	1,233	1,233	1,233	1,233
비유동부채	12,617	14,507	18,428	22,344	23,340
사채	1,230	59	59	59	59
장기차입금및금융부채	267	1,244	2,222	2,214	2,206
부채총계	63,120	69,211	82,980	92,475	95,604
지배주주지분	172,877	186,424	221,063	253,219	283,712
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
기타자본	(13,592)	(9,706)	(4,831)	44	44
이익잉여금	185,132	193,086	220,886	246,202	274,731
비지배주주지분	6,183	6,539	7,149	7,814	8,500
자본총계	179,060	192,963	228,212	261,033	292,211

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	40,062	47,386	70,326	70,705	80,965
당기순이익	19,060	22,726	42,655	46,719	48,208
유형자산감가상각비	19,663	19,313	22,838	28,358	30,730
무형자산상각비	1,268	1,400	1,609	1,760	1,848
자산부채변동	(4,682)	(1,181)	3,347	(7,666)	(1,253)
기타	4,753	5,128	(123)	1,533	1,433
투자활동현금흐름	(27,168)	(29,659)	(56,407)	(42,102)	(39,493)
유형자산투자	(25,880)	(24,143)	(46,000)	(36,000)	(36,000)
유형자산매각	357	271	271	271	271
투자자산순증	(154)	(4,144)	(7,747)	(1,623)	(46)
무형자산순증	(1,501)	(1,041)	(2,437)	(2,340)	(2,186)
기타	10	(602)	(494)	(2,411)	(1,531)
재무활동현금흐름	(6,574)	(8,670)	(9,002)	(16,535)	(19,687)
자본의증가	3	13	0	0	0
차입금의순증	1,593	2,140	978	(8)	(8)
배당금지급	(3,130)	(3,115)	(3,992)	(4,855)	(13,586)
기타	(5,040)	(7,708)	(5,988)	(11,672)	(6,093)
기타현금흐름	(524)	417	0	0	0
현금의증가	5,796	9,475	4,917	12,067	21,786

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	200,653	201,867	246,856	306,846	322,188
매출원가	123,482	120,278	134,127	174,848	187,262
매출총이익	77,171	81,589	112,729	131,997	134,926
판매관리비	50,758	52,348	57,659	67,899	69,118
영업이익	26,413	29,241	55,070	64,099	65,807
금융수익	10,515	11,386	11,596	11,777	12,122
이자수익	1,761	1,504	1,715	1,896	2,241
금융비용	10,032	10,707	10,777	10,798	10,797
이자비용	777	588	659	679	678
기타영업외손익	(2,037)	774	(297)	(370)	(388)
관계기업관련손익	1,102	20	851	(710)	(707)
세전계속사업이익	25,961	30,714	56,442	63,999	66,038
법인세비용	6,901	7,988	13,787	17,280	17,830
연결당기순이익	19,060	22,726	42,655	46,719	48,208
지배주주지분순이익	18,695	22,416	42,072	46,081	47,549
기타포괄이익	76	1,991	1,991	1,991	1,991
총포괄이익	19,136	24,717	44,646	48,710	50,199
지배주주지분포괄이익	18,804	24,311	44,036	48,045	49,513
EBITDA	47,344	49,954	79,517	94,217	98,386

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	126,305	157,967	302,918	327,523	347,138
BPS	1,095,140	1,217,019	1,524,684	1,852,485	2,075,564
DPS	21,000	28,500	35,500	100,000	140,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	(2.7)	0.6	22.3	24.3	5.0
영업이익증가율	5.5	10.7	88.3	16.4	2.7
순이익증가율	(19.0)	19.9	87.7	9.5	3.2
EPS 증가율	(17.5)	25.1	91.8	8.1	6.0
EBITDA 증가율	9.9	5.5	59.2	18.5	4.4
수익성(%)					
영업이익률	13.2	14.5	22.3	20.9	20.4
순이익률	9.3	11.1	17.0	15.0	14.8
EBITDA Margin	23.6	24.7	32.2	30.7	30.5
ROA	8.1	9.0	14.9	14.1	13.0
ROE	11.2	12.5	20.6	19.4	17.7
배당수익률	1.7	1.6	1.3	3.5	5.0
배당성향	16.4	17.8	11.5	29.5	40.0
안정성					
순차입금(십억원)	(58,619)	(72,900)	(77,603)	(91,193)	(114,283)
차입금/자본총계비율(%)	7.2	7.9	7.1	6.2	5.5
Valuation(X)					
PER	10.0	11.4	9.3	8.6	8.1
PBR	1.2	1.5	1.8	1.5	1.4
EV/EBITDA	3.1	4.1	4.2	3.4	3.0

# SK텔레콤(017670)

매수 / TP: 346,000원

주가(11/7)	256,000
시가총액(십억원)	20,671
발행주식수(백만)	81
52 주 최고/최저가(원)	283,500/217,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	44,806
유동주식비율(%)	62.2
외국인지분율(%)	41.9
주요주주(%)	SK 외 4인 25.2
	국민연금 9.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	17,137	1,708	1,519	20,988	(16.6)	4,701	10.3	4.6	1.0	10.2	4.6
2016A	17,092	1,536	1,676	23,497	12.0	4,604	9.5	4.7	1.0	10.7	4.5
2017F	17,515	1,583	2,711	38,390	63.4	4,792	6.7	4.8	1.0	16.1	3.9
2018F	17,737	1,717	3,061	43,349	12.9	4,931	5.9	4.4	0.9	16.3	3.9
2019F	17,941	1,820	2,876	40,730	(6.0)	5,110	6.3	3.9	0.9	13.8	4.3

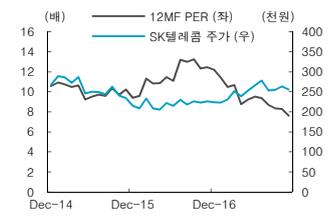
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 자회사 가치 상승, 배당메리트

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.4	8.7	14.5
상대주가(%)	(5.9)	(4.9)	(12.9)

### 12MF PER 추이



**배당 메리트:** SK텔레콤에 대한 매수의견과 목표주가 346,000원을 유지한다. 목표주가는 SK하이닉스 지분법 이익과 SK플래닛 이익을 제외한 조정이익 기준 통신부문 적정주가 208,565원(PER 12.2배 적용)과 SK하이닉스 및 SK플래닛 지분가치 123,256원(30% 할인)을 더해 산정했다. 배당수익률이 3.9%에 달한다. SK플래닛의 적자 축소 및 전략적 제휴 가능성, SK하이닉스 지분가치 상승 등이 주가에 반영될 것이다. 리스크 요인은 요금규제 강화다.

**미디어, IoT, 5G가 성장 견인:** 미디어, 사물인터넷이 높은 성장을 지속하고 있다. 2018년 IPTV 매출액은 가입자와 ARPU 증가로 전년대비 15.6% 증가할 전망이다. IPTV는 2017년에 흑자로 전환해 수익 호전에 기여할 것이다. 2018년 사물인터넷 이동통신 가입자는 250만 명으로 전년대비 11.8% 늘어날 것이다. IoT 전용 LoRa망 구축으로 사물인터넷 가입자도 크게 늘어날 전망이다. 원격검침, 보안, 스마트홈 등 영역에서 성장성이 두드러질 것으로 보인다. 또한 콘텐츠 이용 확대에 따른 데이터 트래픽 증가가 요금상향으로 이어질 것이다. 2019년 5G 상용화로 AR, VR 등 차세대 미디어와 자율주행, 인공지능이 활성화될 전망이다.

**수익성은 마케팅비용 절감, SK하이닉스 이익 증가로 호전:** 18년 영업이익은 SK브로드밴드 손익 호전과 SK플래닛 적자 축소로 전년대비 8.5% 늘어날 전망이다. SK플래닛은 영업이익 적자폭이 2016년 3,652억원에서 2017년 2,446억원, 2018년 1,174억원으로 줄어들면서 연결 영업이익 호전에 기여할 전망이다. 2017년 순이익은 SK하이닉스 지분법이익 증가로 61.7% 증가하고 2018년에도 증가세를 이어갈 것이다. 요금할인을 상향, 취약계층 요금감면 등 요금인하 영향은 대리점 리베이트 축소 등 마케팅비용 절감으로 축소될 전망이다.

**자회사 가치 상승이 요금인하 영향을 상쇄:** SK하이닉스는 반도체 경기 호전으로, SK브로드밴드는 IPTV 손익 개선으로 기업가치가 상승할 것이다. SK플래닛은 적자폭이 축소되고 있으며 신세계 등과 전략적 제휴를 추진 중이다. SK하이닉스는 수익 호전과 함께 배당 증대, 분할 가능성 등이 부각돼 지분가치가 상승할 것이다. 요금 규제에 따른 이익 감소 영향은 SK하이닉스 지분가치 급등으로 상쇄되고 있다.

양종인  
jiyang@truefriend.com

조민영  
minyoung@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	5,160	5,997	6,842	7,868	9,251
현금성자산	769	1,505	1,927	2,625	3,409
매출채권및기타채권	3,031	3,369	3,453	3,496	3,536
재고자산	274	260	266	270	273
비유동자산	23,421	25,301	25,421	25,861	26,081
투자자산	8,343	8,514	8,844	9,515	9,624
유형자산	10,371	10,374	10,076	9,940	9,976
무형자산	4,213	5,709	5,780	5,676	5,741
자산총계	28,581	31,298	32,263	33,729	35,331
유동부채	5,256	6,444	5,810	5,442	5,469
매입채무및기타채무	3,389	4,260	4,366	4,421	4,472
단기차입금및단기사채	260	3	3	3	3
유동성장기부채	823	1,190	890	840	790
비유동부채	7,951	8,737	8,593	8,322	8,049
사채	6,439	6,339	6,139	5,839	5,539
장기차입금및금융부채	211	140	140	140	140
부채총계	13,207	15,181	14,403	13,764	13,518
지배주주지분	15,251	15,971	17,738	19,870	21,744
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916	2,916
기타자본	(2,726)	(2,716)	(2,716)	(2,716)	(2,716)
이익잉여금	15,008	15,953	17,970	20,351	22,475
비지배주주지분	123	145	122	95	70
자본총계	15,374	16,116	17,860	19,964	21,814

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	3,778	4,243	3,270	3,346	3,636
당기순이익	1,516	1,660	2,697	3,058	2,873
감가상각비	2,993	3,069	3,209	3,214	3,291
자산부채변동	(686)	14	(391)	(348)	49
기타	(45)	(500)	(2,245)	(2,578)	(2,577)
투자활동현금흐름	(2,880)	(2,462)	(1,668)	(1,621)	(1,753)
유형자산투자	(2,479)	(2,490)	(2,933)	(3,100)	(3,350)
유형자산매각	37	23	23	23	23
투자자산순증	(150)	102	1,644	1,632	2,194
무형자산순증	(124)	(619)	(71)	104	(65)
기타	(164)	522	(331)	(280)	(555)
재무활동현금흐름	(965)	(1,045)	(1,180)	(1,027)	(1,099)
자본의증가	0	36	0	0	0
차입금의순증	623	(235)	(500)	(350)	(350)
배당금지급	(668)	(706)	(706)	(706)	(706)
기타	(920)	(140)	26	29	(43)
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가	(66)	736	421	698	784

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	17,137	17,092	17,515	17,737	17,941
영업이익	1,708	1,536	1,583	1,717	1,820
금융수익	104	575	201	161	190
이자수익	46	54	70	81	109
금융비용	350	327	382	337	326
이자비용	298	290	278	262	249
기타영업외손익	(213)	(232)	(262)	(248)	(249)
관계기업관련손익	786	545	2,224	2,553	2,553
세전계속사업이익	2,035	2,096	3,363	3,846	3,614
법인세비용	519	436	666	788	741
연결당기순이익	1,516	1,660	2,697	3,058	2,873
지배주주지분순이익	1,519	1,676	2,711	3,061	2,876
기타포괄이익	2	(247)	(247)	(247)	(247)
총포괄이익	1,518	1,413	2,450	2,810	2,626
지배주주지분포괄이익	1,522	1,433	2,473	2,837	2,651
EBITDA	4,701	4,604	4,792	4,931	5,110

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	20,988	23,497	38,390	43,349	40,730
BPS	216,875	225,796	247,680	274,075	297,285
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	11,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	(0.2)	(0.3)	2.5	1.3	1.2
영업이익증가율	(6.4)	(10.1)	3.1	8.5	6.0
순이익증가율	(15.7)	10.4	61.7	12.9	(6.0)
EPS 증가율	(16.6)	12.0	63.4	12.9	(6.0)
EBITDA 증가율	(0.3)	(2.1)	4.1	2.9	3.6
수익성(%)					
영업이익률	10.0	9.0	9.0	9.7	10.1
순이익률	8.9	9.8	15.5	17.3	16.0
EBITDA Margin	27.4	26.9	27.4	27.8	28.5
ROA	5.4	5.5	8.5	9.3	8.3
ROE	10.2	10.7	16.1	16.3	13.8
배당수익률	4.6	4.5	3.9	3.9	4.3
배당성향	46.6	42.1	26.0	23.1	27.0
안정성					
순차입금(십억원)	6,127	5,618	4,281	2,955	1,269
차입금/자본총계비율(%)	50.3	48.1	40.2	34.2	29.7
Valuation(X)					
PER	10.3	9.5	6.7	5.9	6.3
PBR	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	4.6	4.7	4.8	4.4	3.9

# 한국전력[015760]

매수 / TP: 54,000원

주가(11/7, 원)	38,250
시가총액(십억원)	24,555
발행주식수(백만)	642
52 주 최고/최저가(원)	48,750/37,350
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	58,035
유동주식비율(%)	48.9
외국인지분율(%)	31.4
주요주주(%)	한국산업은행 외 2인 51.1
	국민연금 6.5

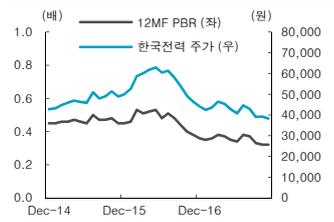
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	58,958	11,347	13,289	20,701	382.5	19,688	2.4	4.3	0.5	22.1	6.2
2016A	60,190	12,002	7,049	10,980	(47.0)	20,963	4.0	3.7	0.4	10.2	4.5
2017F	59,338	6,441	3,311	5,157	(53.0)	16,019	7.4	4.3	0.3	4.5	3.4
2018F	60,755	7,675	4,116	6,411	24.3	17,318	6.0	3.8	0.3	5.5	5.2
2019F	61,624	8,009	4,445	6,925	8.0	17,676	5.5	3.6	0.3	5.7	5.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.9)	(13.9)	(16.8)
상대주가(%p)	(8.2)	(27.5)	(44.3)

### 12MF PBR 추이



## 안전한 매수 기회

**2018년은 불확실성 해소 시기:** 지난 4분기부터 예상을 하회한 실적 그리고 정책 불확실성으로, 주가는 역사적 밴드 하단인 PBR 0.3배 수준에 도달했다. 과거 4개년 연속 적자를 내던 시기 수준의 극단적 저평가다. 물론 2017년 들어 ‘탈 원전, 탈 석탄’이라는 에너지 전환이 시작됨에 따라 불확실성이 커진 것은 사실이다. 그러나 지난 9월 ‘미세먼지 관리 종합대책’과 지난 10월 신고리 5,6호기 원전 건설 재개 결정으로 상당부분 신정부의 에너지 정책의 윤곽이 잡혔다. 올해 말 발표될 8차 전력수급계획 등 남은 정책 이슈는 남아있으나, 이미 언론보도를 통해 여러 차례 언급된 바 대부분 예상 수준을 벗어나지 않을 것이다. 내년 초에는 이번 정부의 에너지 정책의 최종 윤곽이 마무리 될 것이며, 한전을 둘러싼 정책 불확실성은 점차 해소될 것이다.

**아무리 생각해도 내년은 증익:** 길어지는 원전 계획예방정비로 원전기동률은 아직도 70%대에 서 회복하지 못하고 있다. 또한 새로운 정부 정책으로 예상치 못하던 비용이 늘어났다. 시간이 갈수록 이익 추정치는 낮아졌고, 내년 이익 가시성이 나빠진 것도 사실이다. 그럼에도 내년은 올해보다 이익이 늘어날 것이다. 올해 신규 원전/석탄발전 용량이 9.2% 늘었으나 낮은 원전 이용률로 믹스개선 효과가 적었다. 하지만 내년 상반기 상당수의 원전이 계획예방정비를 마치고 재 가동에 들어간다면 내년은 원전 이용률이 소폭 회복될 것이고, 한전의 이익은 늘어날 것이다. 또한 내년에도 낮은 수준의 유가, 석탄, 원/달러 등 우호적인 외부환경은 유지될 것으로 전망한다.

**탈 원전, 탈 석탄에도 향후 5년간 원전/석탄 늘어:** 신정부의 에너지 전환에 따라 장기적으로는 원전/석탄이 줄어드는 것은 확실해 졌다. 다만 이미 건설 인허가를 내줬고 공사가 어느정도 진행된 원전/석탄의 건설진행은 계속돼, 2022년까지 우리나라 기저발전 용량은 계속 늘어날 것이다. 즉 이에 따라 한전의 발전믹스는 계속 좋아져 영업비용은 줄어들 것이고, 이익은 점차 늘어날 것이다.

**내년 산업용 경부하 전기요금 인상 가능성 있어:** 이미 언론보도를 통해 언급된 대로 전기요금 현실화를 위한 개편 작업은 2019년까지 진행될 것이다. 그 중 산업용 경부하 시간대 요금 할인 폭을 줄이는 것은 곧 구체화 될 것이다. 작년기준 경부하 시간대 요금 단가는 kWh당 약 65원으로 중간/최대부하 시간대의 판매단가 146원/kWh의 절반에 못 미친다. 정부는 형평성 논란 해소를 위해 할인폭을 조정할 것이며, 이에 따라 한전 이익추정치 상향 조정이 가능하다.

강승균  
seungkyun.kang@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	22,025	19,709	19,429	19,893	20,178
현금성자산	3,783	3,051	3,008	3,080	3,124
매출채권및기타채권	7,461	7,777	7,667	7,850	7,962
재고자산	4,946	5,479	5,402	5,531	5,610
비유동자산	153,232	158,129	160,417	162,093	163,202
투자자산	8,189	8,168	8,052	8,245	8,362
유형자산	141,361	145,743	148,207	149,591	150,522
무형자산	858	983	969	993	1,007
자산총계	175,257	177,837	179,846	181,986	183,380
유동부채	22,711	24,739	31,206	33,538	35,107
매입채무및기타채무	4,765	5,727	5,646	5,781	5,864
단기차입금및단기사채	604	806	1,007	1,231	1,342
유동성장기부채	7,243	8,134	9,258	9,772	10,226
비유동부채	84,604	80,047	73,205	70,122	66,723
사채	48,974	42,926	36,878	33,278	29,678
장기차입금및금융부채	2,631	2,329	2,028	1,726	1,424
부채총계	107,315	104,786	104,411	103,660	101,830
지배주주지분	66,634	71,724	74,064	76,896	80,058
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,041	2,079	2,079	2,079	2,079
기타자본	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
이익잉여금	48,187	53,174	55,650	58,482	61,644
비지배주주지분	1,308	1,327	1,372	1,430	1,493
자본총계	67,942	73,051	75,436	78,326	81,550

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	16,943	16,521	17,928	15,576	15,225
당기순이익	13,416	7,148	3,358	4,174	4,508
유형자산감가상각비	8,269	8,881	9,493	9,558	9,580
무형자산상각비	72	80	84	86	87
자산부채변동	(2,325)	(2,233)	5,195	1,563	1,006
기타	(2,489)	2,645	(202)	195	44
투자활동현금흐름	(9,774)	(9,646)	(12,063)	(10,945)	(10,443)
유형자산투자	(14,050)	(12,029)	(12,168)	(10,994)	(10,623)
유형자산매각	9,844	208	211	52	112
투자자산순증	(5,219)	2,590	13	26	120
무형자산순증	(87)	(124)	(70)	(109)	(101)
기타	(262)	(291)	(49)	80	49
재무활동현금흐름	(5,207)	(7,637)	(5,909)	(4,560)	(4,738)
자본의증가	104	11	0	0	0
차입금의순증	(4,958)	(5,616)	(5,027)	(3,218)	(3,391)
배당금지급	(426)	(2,105)	(1,271)	(835)	(1,284)
기타	73	73	389	(507)	(63)
기타현금흐름	24	31	0	0	0
현금의증가	1,987	(732)	(43)	72	44

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	58,958	60,190	59,338	60,755	61,624
매출원가	45,458	45,550	50,477	50,502	50,951
매출총이익	13,500	14,641	8,861	10,253	10,673
판매관리비	2,153	2,639	2,420	2,579	2,664
영업이익	11,347	12,002	6,441	7,675	8,009
금융수익	1,183	792	735	736	739
이자수익	242	242	185	186	190
금융비용	3,015	2,437	2,279	2,496	2,548
이자비용	2,016	1,753	1,595	1,812	1,864
기타영업외손익	8,934	295	291	298	302
관계기업관련손익	207	(137)	33	218	238
세전계속사업이익	18,656	10,513	5,221	6,430	6,739
법인세비용	5,239	3,365	1,864	2,256	2,231
연결당기순이익	13,416	7,148	3,358	4,174	4,508
지배주주지분순이익	13,289	7,049	3,311	4,116	4,445
기타포괄이익	34	(2)	(138)	0	0
총포괄이익	13,450	7,146	3,220	4,174	4,508
지배주주지분포괄이익	13,308	7,042	3,175	4,116	4,445
EBITDA	19,688	20,963	16,019	17,318	17,676

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	20,701	10,980	5,157	6,411	6,925
BPS	103,798	111,725	115,371	119,782	124,707
DPS	3,100	1,980	1,300	2,000	2,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	2.6	2.1	(1.4)	2.4	1.4
영업이익증가율	96.1	5.8	(46.3)	19.1	4.4
순이익증가율	394.6	(47.0)	(53.0)	24.3	8.0
EPS 증가율	382.5	(47.0)	(53.0)	24.3	8.0
EBITDA 증가율	44.1	6.5	(23.6)	8.1	2.1
수익성(%)					
영업이익률	19.2	19.9	10.9	12.6	13.0
순이익률	22.5	11.7	5.6	6.8	7.2
EBITDA Margin	33.4	34.8	27.0	28.5	28.7
ROA	7.9	4.0	1.9	2.3	2.5
ROE	22.1	10.2	4.5	5.5	5.7
배당수익률	6.2	4.5	3.4	5.2	5.2
배당성향	15.0	18.0	25.2	31.2	28.9
안정성					
순차입금(십억원)	50,449	48,584	43,637	40,285	36,811
차입금/자본총계비율(%)	87.7	74.4	65.3	58.8	52.3
Valuation(X)					
PER	2.4	4.0	7.4	6.0	5.5
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.3	3.7	4.3	3.8	3.6

*This page is left blank intentionally*

## 경제 전망

### 골디락스 코리아, 온기의 확산

- I. 창조적 파괴와 포스트 뉴노멀 시대의 개막
  1. 뉴노멀 시대의 종언
  2. 창조적 파괴와 포스트 뉴노멀 시대의 개막
  
- II. 한국판 골디락스, 온기의 확산
  1. 원자재와 환율안정이 이끄는 물가안정
  2. 한국 수출의 경기주도력
  3. 국내 기업이익과 ROE 회복 지속 가능성
  4. 교역조건 개선과 낙수효과 부활로 온기의 확산
  5. 기다려지는 2018년, 낙관론의 승리

## 경제전망

### 골디락스 코리아, 온기의 확산

#### 창조적 파괴와 포스트 뉴노멀 시대의 개막

지난 10년간 세계경제환경을 규정한 “저성장+저물가+저금리”의 뉴노멀이 끝나고 있다. 뉴노멀의 양대 축이었던 미국 가계의 디레버리징 사이클과 중국의 잠재성장률 하락 추세가 멈추면서 글로벌 경제는 새로운 성장 사이클로 진입 중이다. 미국은 규제완화를 통해 새로운 레버리지 사이클의 도래를 예고하고 있고 중국은 정치적 안정에 힘입어 한 단계 도약을 준비하고 있다. 정책 불확실성이 낮아지면서 민간의 수요가 이끄는 본격적인 경기확장 국면에 진입할 것으로 보인다.

한편, 2018년은 시진핑 2기 출범과 함께 중국이 새로운 시대를 준비하는 변화와 혁신의 시기가 될 것이다. 고성장의 그림자인 금융부문의 불균형을 해소해 나가면서 지속 가능한 성장을 위해 경제 체질개선에 나설 것으로 보인다. 잠재성장률 하락세가 멈추면서 새로운 경기 사이클로 진입하고 있기 때문에 더 이상 중국경제의 하방 리스크를 우려할 필요는 없을 것이다.

#### 한국판 골디락스, 온기의 확산

포스트 뉴노멀 시대는 한국경제에게 새로운 기회를 제공해 줄 것으로 보인다. 미국의 디레버리징과 중국의 잠재성장률 하락이라는 구조적 시련이 마무리되는 포스트 뉴노멀 시대는 대외환경의 안정과 새로운 성장동력을 찾고자 하는 투자가 활발하게 진행되면서 한국경제는 대외적으로 유리한 환경을 맞이하게 될 것이다. 이러한 ‘한국판 골디락스’가 펼쳐지면서 2018년 한국경제는 1) 수출의 경기 주도력 유지 2) 기업 ROE 지속적 개선에 따른 설비투자 확대 3) 낙수효과와 자산효과 부활에 따른 가계소비 지출 증가로 온기가 확산되는 것을 경험할 것이다.

포스트 뉴노멀이 시작되면서 경제가 안정적으로 성장하지만 물가는 통화정책을 긴축으로 전환시킬 만큼 자극적이지 않을 것이다. 이렇게 펼쳐지는 골디락스 환경은 간만에 보는 우호적인 매크로 환경을 만들어낼 것이다. 이처럼 2018년 한국경제는 대내외 환경 개선에 따라 3.2% 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 한편 수치보다 중요한 것은 내용이다. 이러한 측면에서 2017년에서 2018년으로 가면서 가장 달라지는 모습은 ‘온기의 확산’이라고 볼 수 있다. 즉 2017년의 경기회복이 수출과 설비투자가 이끌던 불안한 성장이었고 일부에서 나타난 회복이었기 때문에 나머지는 소외되고 불만스러웠다면 2018년은 그 온기가 경제전반으로 확산될 것이다.

수출이 이끌어내는 기업이익과 ROE 개선은 기업 설비투자를 자극하는 가장 강력한 요인이다. 이에 따라 설비투자는 2자리대 증가세를 유지할 것으로 보인다. 특히 구조적으로 가계소득을 악화시킨 교역조건이 개선되면서 가계소득이 회복되는 것은 한국경제에 희소식이다. 이를 바탕으로 낙수효과가 부활되어 민간소비도 2.8~3.0% 증가하며 성장을 뒷받침할 것으로 예상된다. 우리가 2018년을 기다리는 이유다.

박정우  
jw.park@truefriend.com

정희성  
hs.jeong@truefriend.com

김다경  
dahkyung.kim@truefriend.com

## I. 창조적 파괴와 포스트 뉴노멀 시대의 개막

### 1. 뉴노멀 시대의 종언

뉴노멀 시대는 끝났다. 뉴노멀 시대를 관통했던 “저성장+저물가+저금리”라는 3대 특징이 점차 사라져가고 있다. 당연히 각국 중앙은행은 뉴노멀 시대의 종언을 알리는 금리인상에 나서고 있다. 미국, 캐나다, 영국에 이어 한국까지 주요국들은 이미 금리인상 시그널을 보내며 글로벌 단기금리는 연초대비 큰 폭의 오름세를 나타내고 있다.

특히 글로벌 경기회복세가 강화되면서 주요국 인플레이션이 최근 들어 상승 흐름을 보이는 것은 매우 고무적인 현상이다. 이에 따라 올해 들어 글로벌 명목 GDP 증가율은 플러스 반전에 성공하고 있다.

우리는 다음과 같은 2가지 이유 때문에 뉴노멀 시대가 끝나고 포스트 뉴노멀 시대로 이행하고 있다고 판단한다.

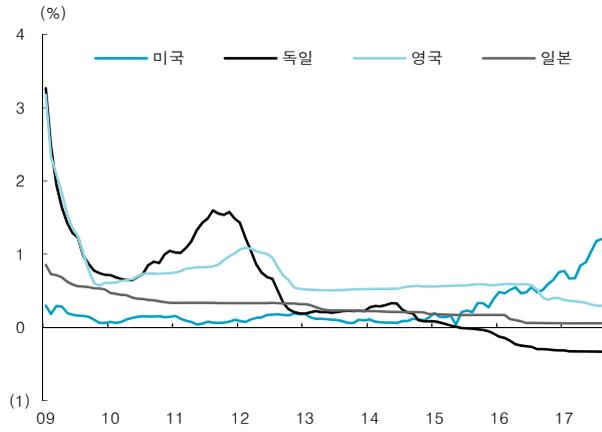
첫째, 미국 주택과 가계 레버리지 사이클의 자생적 회복이다. 뉴노멀 시대가 미국 주택시장과 가계 레버리지 사이클 붕괴에서 시작되었다면 미국 주택과 가계 레버리지 사이클 회복은 뉴노멀 시대의 종언을 알리는 강력한 시그널이다. 아래 그림에서 보듯이 미국의 주택착공 사이클이 회복되고 있으며 동시에 미국 가계 레버리지도 다시 회복이 되고 있다.

이처럼 시장의 자생적 회복에 더해 미국 트럼프 행정부의 정책도 금융규제를 완화하는 쪽으로 방향을 선회하고 있다. 미국재무부는 지난 6월 1차 그리고 10월 2차 보고서를 통해 2010~2012년 사이 도입된 볼커를 완화와 도드-프랭크법에서 취해진 금융기관에 대한 규제 완화에 나서고 있다.

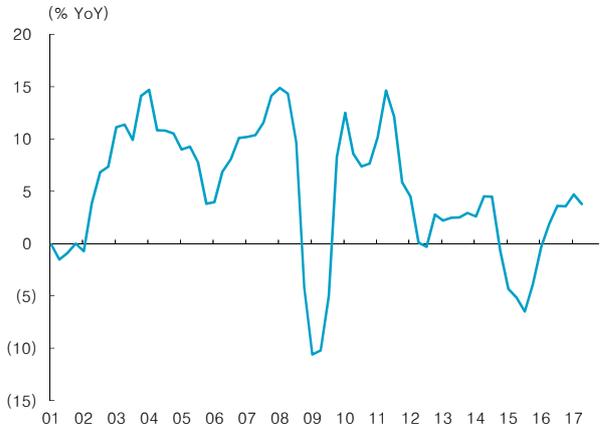
둘째, 중국 잠재성장을 하락추세 완료이다. 중국경제는 2000년대 세계경제에 편입된 이후 노동공급이 점진적으로 하락하면서 잠재성장률이 낮아지기 시작했다. 그럼에도 불구하고 과도한 경기부양책으로 인해 중국은 공공부문의 높은 부채에 의존한 고성장을 이어갔으나 그 후 유증으로 인해 심각한 금융부문의 불균형이 발생했다. 이에 따라 2013년 이후 중국의 성장률은 뚜렷한 하강세에 접어들었다. 그러나 2015년 이후 중국정부가 실시한 실물 및 금융부문의 구조조정은 현재 효과를 발휘하면서 잠재성장률 하락 추세도 당분간 진정될 것으로 보인다.

이처럼 지난 10년간 세계경제환경을 규정했던 뉴노멀의 지배력은 점차 약화되고 있다. 그러나 아직은 절반의 성공이다. 선진국의 명목 GDP는 여전히 추세치를 밀도는 수준에 머물러 있고 새로운 시대에 대한 약속은 난무하나 보이지는 않기 때문이다. 포스트 뉴노멀 시대는 눈에 보이는 양시엔 레짐(구체제)의 해체와 눈에 보이지 않는 새로운 시대의 약속이 맞물리면서 전개되는 양상을 보일 것이다.

[그림 1] 선진시장 단기금리 현황      [그림 2] 글로벌 명목 GDP 증가율

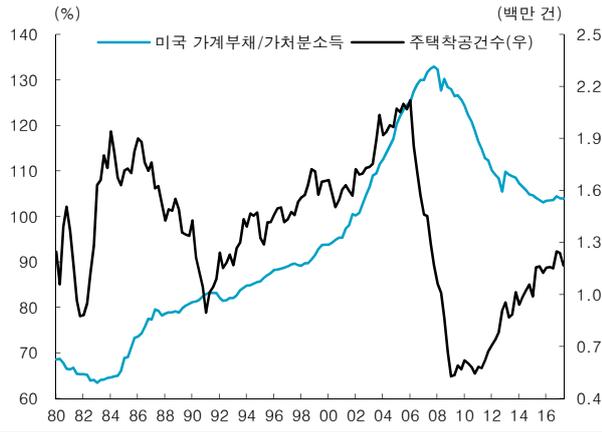


자료: Bloomberg, 한국투자증권

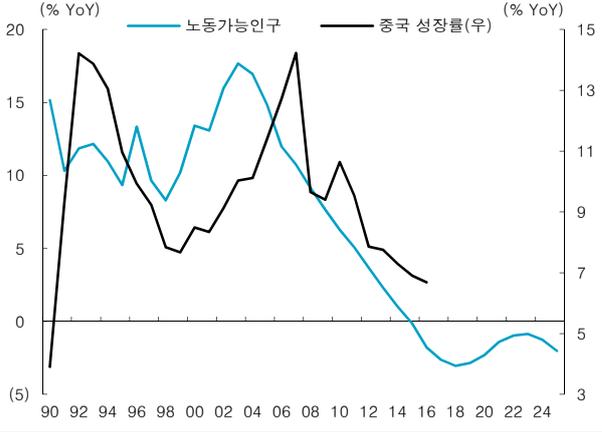


자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 3] 미국 가계 부채/가처분 소득 비중 및 주택착공 추이      [그림 4] 중국 노동가능인구 및 잠재성장률 추이



자료: CEIC, 한국투자증권



자료: CEIC, 한국투자증권

## 2. 창조적 파괴와 포스트 뉴노멀 시대의 개막

뉴노멀의 종언은 창조적 파괴의 흐름을 보다 가속화할 것이다. 이처럼 구산업의 몰락과 신산업의 등장은 주기적으로 자본주의를 업그레이드 시킨다. 1930년대 미국 하버드 대학의 경제학자인 요셉 슈페터는 이러한 과정을 우리에게 잘 알려진 ‘창조적 파괴(Creative destruction)’라고 불렀다. 이러한 창조적 파괴가 진행되는 기간에는 통상 경제 통계에는 잡히지 않는 ‘보이지 않는 성장(Missing growth)’이 진행된다. 최근 미국 샌프란시스코 연준과 런던정경대(LSE)의 연구에 따르면 1983년에서 2013년 기간 동안 창조적 파괴에 따라 매년 0.5%p의 성장이 통계에는 잡히지 않는 보이지 않는 성장으로 추계된 바 있다.

현재 이야기되고 있는 많은 산업적 변화들이 실제 거시통계로 집계되고 나면 이미 세상은 변해있을 것이고 주식시장은 그 모든 변화를 미리 반영하고 난 이후다. 눈에 보이지 않는 밸류를 찾아 보는 통찰이 발휘되어야 하는 시대다.

따라서 생산성 혁명이 전사회적으로 파급되어 실제 성장률의 추세로 반영되는 것보다는 인플레이션 변화가 훨씬 더 먼저 나타날 가능성이 높다. 그러므로 향후 포스트 뉴노멀 시대는 인플레이션 귀환에 따른 뚜렷한 명목성장 흐름이 이어질 것으로 예상된다.

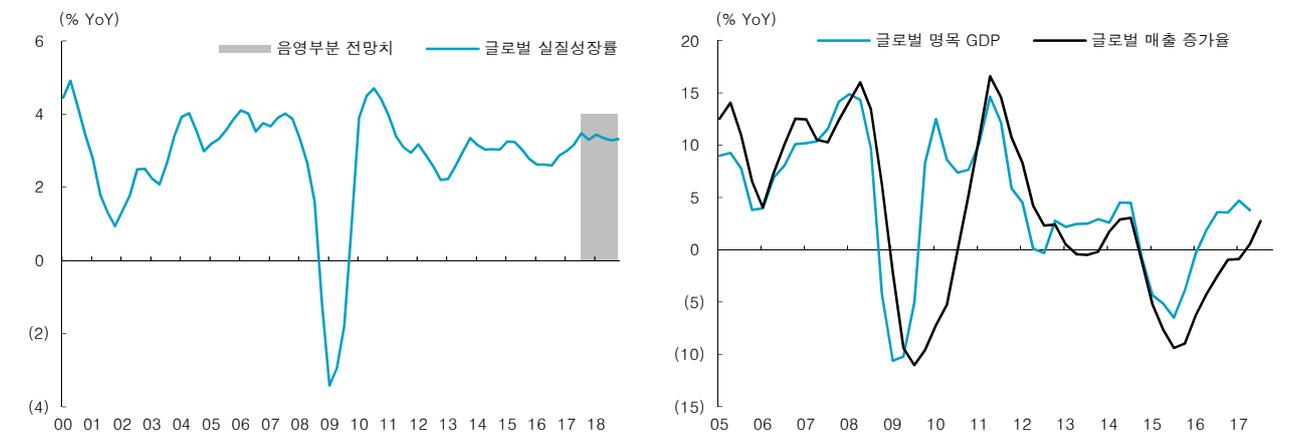
뉴노멀 시대는 ‘디플레이션’ 위협에 대한 ‘중앙은행의 정책적 대응’이 중요한 시기였다. 주요국의 물가 하락 추세가 뚜렷한 가운데 각국 중앙은행은 양적 완화라는 비전통적 통화정책을 통해 디플레이션 현상의 심화와 확산을 막아보려 노력했다. 이처럼 뉴노멀 시대를 규정짓던 잠재성장률 하락과 디레버리징 추세가 마무리되고 포스트 뉴노멀 시대가 개막되고 있다. 포스트 뉴노멀 시대의 특징은 다음과 같다.

첫째, 중속성장 시대의 개막이다. 글로벌 경제는 2003~2007년 연평균 3.5% 고성장을 기록했으나 금융위기 이후 2009~2016년까지 연평균 2.5%에 그쳤다. 뉴노멀에서 벗어나기 시작한 2017년 상반기 평균 3.2% 성장률을 보이고 있다. 이에 비추보면 향후 글로벌 경제는 연평균 3.0% 내외의 성장률을 이어가는 중속성장 시대에 진입하고 있는 것으로 보인다. 즉 과거의 고성장 기간과 뉴노멀 시대의 저성장의 중간 정도 수준에서 글로벌 경제는 안정적으로 성장할 것으로 판단된다.

둘째, 명목 성장률의 빠른 증가와 기업 측면에서 매출(Top-line) 성장이다. 아래 그림에서 보듯이 글로벌 명목 GDP 절대레벨은 다시 증가하고 있고 MSCI 기준 글로벌 주식시장 매출 증가율은 플러스로 전환되었다. 이처럼 명목 성장률이 올라가면서 기업은 매출을 확대할 수 있는 환경을 맞이하고 있다.

경제환경의 변화를 이끄는 명목성장률 상승배경은 인플레이션이다. 생산성의 추세가 크게 변하지 않는 이상 글로벌 경제의 실질 성장률 추세는 여전히 3%대 초반 수준이기 때문에 명목 성장률은 인플레이션을 통해 나타난다. 실제 최근 들어 전세계적으로 생산자 물가와 소비자 물가가 오름세를 나타내면서 명목 성장률이 개선되고 있다.

[그림 5] 글로벌 실질 성장률 [그림 6] 글로벌 명목 성장률과 매출 증가율

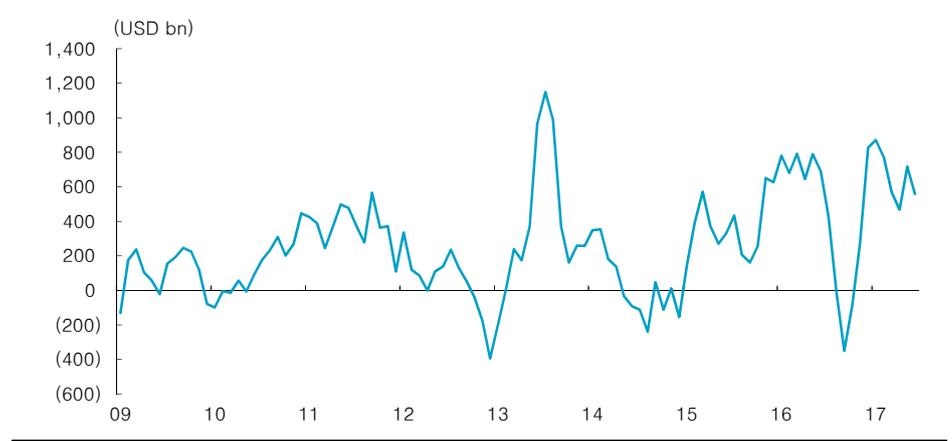


자료: CEIC, 한국투자증권

자료: CEIC, 한국투자증권

셋째, 금리 상승 구간이다. 인플레이션 회복과 연준 자산 긴축이라는 정책 변화는 금리가 상승하는 환경으로 변하고 있음을 보여준다. 연준은 2017년 10월부터 자산긴축에 나서고 있고 ECB 역시 향후 자산매입 규모를 기존 월간 600억 유로에서 300억 유로로 축소했다. 이에 따라 적정수준 대비 과도하게 낮아있던 미국 금리는 상승 추세로 접어들 것으로 보인다. 한편 한국 역시도 한국은행이 기존의 완화적 통화정책을 수정하겠다는 의사를 밝힘에 따라 국내 금리 역시 상승국면으로 접어들고 있다.

[그림 7] G4(미국, 유로존, 일본, 영국) 선진 중앙은행 자산규모 3개월 변화



자료: CEIC, 한국투자증권

## II. 한국판 골디락스, 온기의 확산

포스트 뉴노멀 시대는 한국경제에게 새로운 기회를 제공해 줄 것으로 보인다. 미국의 디레버리징과 중국의 잠재성장률 하락이라는 뉴노멀 시대는 수출주도의 한국경제에게 많은 시련을 가져다 주었다. 그러나 이러한 구조적 하락이 마무리되는 포스트 뉴노멀 시대는 대외환경의 안정과 새로운 성장동력을 찾고자 하는 투자가 활발하게 진행되면서 한국경제는 대외적으로 유리한 환경을 맞이하게 될 것이다.

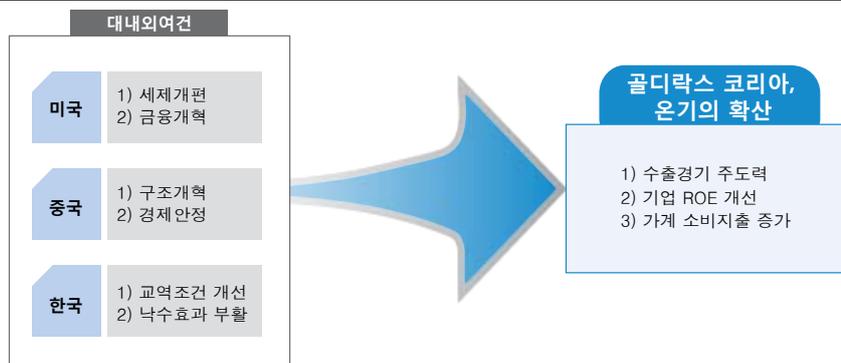
즉 2018년 한국 경제는 대외여건 안정에 따른 골디락스 환경을 맞이할 것으로 보인다. 경기회복에도 불구하고 원화 강세와 식료품 및 에너지 가격 하락에 따른 물가 안정은 소비확대에 우호적 환경을 만들어 줄 것으로 기대하고 있다. 이러한 ‘한국판 골디락스’가 펼쳐지면서 2018년 한국경제는 1) 수출의 경기 주도력 유지 2) 기업 ROE 지속적 회복에 따른 설비투자 증가세 지속 3) 낙수효과와 자산효과 부활에 따른 가계소비 지출 증가로 온기가 확산되는 것을 경험할 것이다.

첫째, 2017년 경기를 주도했던 수출의 경우 뉴노멀 종언 이후에도 안정적인 글로벌 경제성장 에 힘입어 2018년에도 양호한 흐름을 보일 것으로 전망한다. 우선 경기사이클 측면에서 2018년 글로벌 명목 성장률 증가는 국내 수출에 유리한 환경을 제공한다. 또한 전세계적인 4차산업 혁명 관련 투자는 반도체 수출에 유리하게 작용할 것이다.

둘째, 국내 기업의 ROE 개선과 설비투자 증가 지속이다. 글로벌 명목 성장이 확대되는 과정에서 기업의 매출 증대가 발생하면서 국내 기업은 비용절감에 따른 이익이 아닌 외형 성장이 가져오는 이익을 누릴 것으로 판단된다. 즉 2017년에 이어 2018년에도 국내 기업의 ROE는 꾸준한 회복이 가능하다. 따라서 2012~2017년까지 ROE 개선이 구조조정을 통한 비용절감으로 이뤄졌다면 향후 ROE는 매출 확대가 견인할 것이다. 이러한 ROE 개선은 기업의 설비 투자를 자극하는 요인이다.

셋째, 수출과 내수의 연결고리가 강화되며 경제 전반에 온기가 확산될 것으로 보인다. 한편 원유 및 원자재 시장 과잉공급과 더불어 경기 사이클 주도권이 미국에 있는 만큼 글로벌 경기 회복에도 불구하고 원자재 가격이 큰 폭으로 오르기 힘든 상황이다. 이에 따라 국내 수입 물가 안정세가 이어지면서 수출물가와와의 상대비율인 교역조건도 회복될 것으로 보인다. 교역 조건 회복에 따라 소멸된 낙수효과가 부활하면서 가계 소비 지출이 증가할 것으로 예상된다. 이에 더해 가계 자산효과 역시 기대해 볼 수 있다.

[그림 8] 한국경제 2018년 3.2% YoY 성장 전망



자료: 한국투자증권

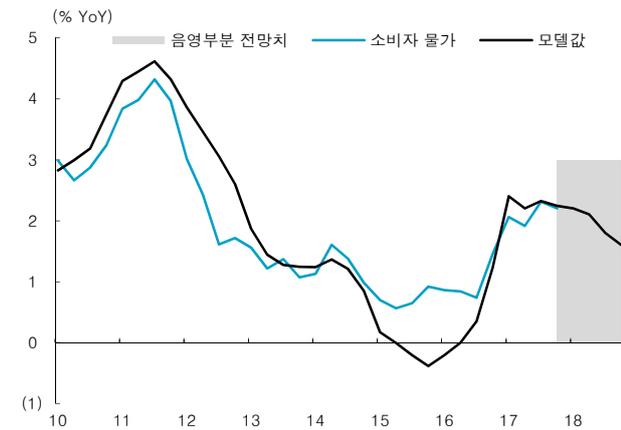
### 1. 한국판 골디락스 - 원자재와 환율안정이 이끄는 물가안정

우리는 경기회복과 물가안정으로 한국판 골디락스(Goldilocks) 도래를 예상한다. 원자재 시장은 글로벌 경기회복에도 불구하고 과거와 같은 수퍼 사이클이 도래하기는 힘들 것으로 보인다. 현재 글로벌 경기회복이 소비주도이며 투자 역시도 IT 서비스 위주로 진행되고 있기 때문이다. 따라서 과거처럼 원자재 수요를 폭발적으로 증가시키는 투자 수요는 제한적이다.

한편 국내 외환시장은 한국은행이 연준 금리인상과 보조를 맞출 여력이 충분하기 때문에 급격한 자금이탈 가능성도 매우 낮다. 특히 2018년 한국경제에 대한 성장률 예상치 범위인 3.0% 전후는 OECD 국가 중에서 가장 선두에 있기 때문에 글로벌 자금이동 수혜를 받을 가능성이 높다.

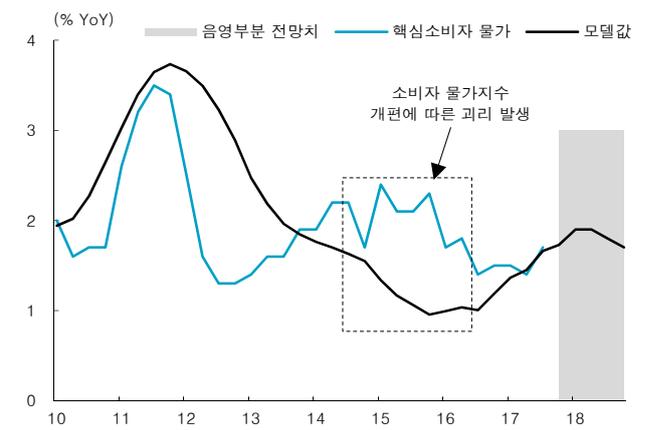
이러한 환경은 한국은행이 통화정책을 펼치는데 있어서 상당한 재량을 줄 것으로 보인다. 미국의 통화정책과 보조를 맞출 수도 있지만 안정적인 물가가 유지되기 때문에 그만큼 시장의 변동성을 최소화할 수 있다. 따라서 국내외 경제여건은 그 어느 때보다 수출과 내수경기 모두에 유리한 환경이다.

[그림 9] 국내 소비자물가 상승률 추이 및 전망치



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 10] 국내 핵심 소비자물가 상승률 추이 및 전망치



자료: CEIC, 한국투자증권

### 2. 한국 수출의 경기주도력

2018년에도 한국의 수출은 1) 글로벌 경기의 순환적 회복 2) 전세계 설비투자사이클 지속에 따라 높은 증가세를 이어갈 것으로 예상된다. 첫째, 글로벌 경기 회복의 영향으로 2017년 들어 한국의 수출환경은 단가와 물량 측면에서 모두 개선세가 뚜렷하게 나타나고 있다. 2017년 평균 수출단가는 전년비 7.3% 증가, 2016년 같은 기간 -5.3% YoY 보다 확연히 좋아진 상태다. 물량 역시 2017년 1~9월까지 전년비 4.0% 증가해서 작년 같은 기간 0.4% YoY 증가에 그친 것에 비하면 매우 양호한 수준이다.

이처럼 단가와 물량이 모두 확연하게 회복세를 나타내고 있는 것은 글로벌 경기의 순환적 회복이 확산되고 있기 때문이다. 신흥시장과 선진시장의 동반회복에 따라 글로벌 경기에 가장 민감한 한국의 수출 증가율은 올해 들어 전세계에서 가장 빠른 증가세를 보이고 있다.

이러한 경기의 순환적 회복은 2018년에도 이어질 전망이다. 특히 글로벌 명목성장이 회복되는 환경은 한국의 수출에 유리할 수 밖에 없다.

[그림 11] 글로벌 명목 성장률과 국내 수출



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 12] 국내 수출 단가와 물량 증가율

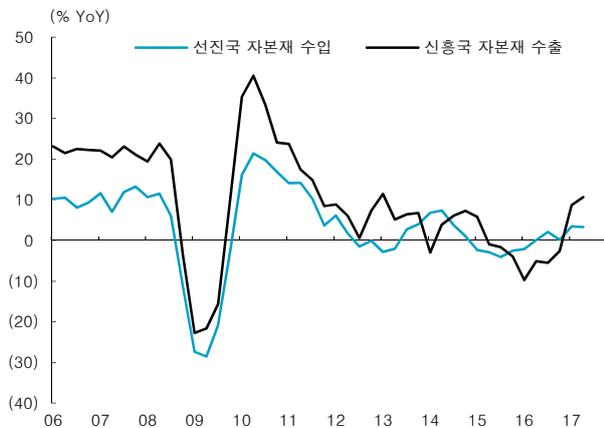


자료: CEIC, 한국투자증권

둘째, 전세계 설비투자는 4차산업혁명 관련 기술을 중심으로 구조적으로 확산되고 있다. 이처럼 글로벌 설비투자의 선형지표인 선진국 자본재 수입 동향을 보면 2분기 이후 뚜렷한 개선세가 나타나고 있다. 이에 따라 신흥국 자본재 수출 역시 2자리대의 높은 증가율을 이어가고 있는 상황이다.

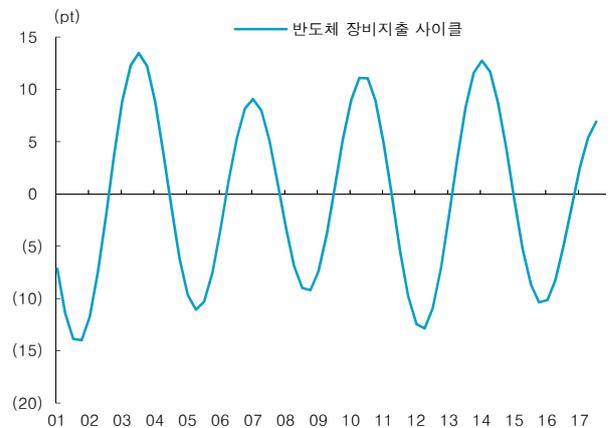
특히 반도체 관련 설비투자 사이클은 아직 정점에 도달하지 않은 것으로 보인다. 통계적으로 반도체 장비지출에 대해 필터링을 통해 사이클을 추출해 본 결과 사이클의 정점은 아직 멀었다고 판단된다. 따라서 2018년에도 반도체 관련 설비투자와 수출은 지속적으로 양호한 흐름을 보일 것으로 예상된다.

[그림 13] 선진국 자본재 수입과 신흥국 자본재 수출



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 14] 반도체 설비투자 사이클



자료: CEIC, 한국투자증권

### 3. 설비투자를 뒷받침하는 국내 기업이익과 ROE 회복 지속 가능성

#### 1) 기업이익과 ROE 회복

경기회복에 힘입어 기업이익도 빠르게 증가하고 있다. 이에 따라 국내 상장기업 기준으로 2분기 현재 ROE는 9.0% (금융제외 9.3%)로 올해 들어 ROE 개선세가 뚜렷하게 나타나고 있다[그림 15]. 금융위기 이전 2자리대의 ROE에서 1자리대 후반으로 떨어지기는 했으나 올해 들어 9%대로 복귀한 것은 매우 고무적이다.

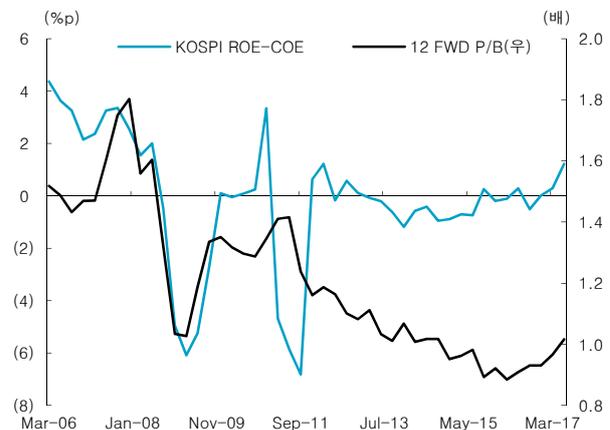
국내 주식시장의 자기자본비용(COE)이 대략 7.5~8.0%라는 점에서 국내 기업의 ROE는 최소한 8.0% 이상이 되어야 자본가치가 훼손되지 않는 영역이기 때문이다. 국내 ROE가 COE를 하회하던 시기 P/B는 1.0배 이하를 밑돌은 반면 국내 ROE가 COE를 상회하기 시작하면서 P/B는 1.0배를 상회하기 시작했다는 것을 알 수 있다[그림 16].

[그림 15] 국내 ROE 추이



참고: 국내 ROE는 4분기 이동평균 기준  
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 16] 국내 ROE와 COE 스프레드 및 P/B 경로



참고: 주식 자기자본비용(COE)은 3단계 배당할인모델을 통해 도출  
자료: Quantwise, Thonson datastream, 한국투자증권

#### 2) ROE 회복에 따른 지속적인 설비투자

그렇다면 향후 경기 회복세와 더불어 국내 ROE 회복은 이어질 수 있을 것인가? 일각에서는 인플레이션과 더불어 국내 비용구조가 올라가기 때문에 향후 기업 수익성 악화를 우려한다. 물론 이러한 우려가 타당성이 있으나 국내 상장기업 ROE의 구조를 보면 향후 ROE는 오히려 상승여력이 더 높다는 것을 알 수 있다.

이를 위해 우선 국내 기업의 ROE를 5단계로 분해한 후 각 항목 추이를 보자<표 11>. 국내 ROE는 2011년 10.7% 기록한 이후 2013년 6.7%까지 하락했고 이후 점진적 회복세를 거쳐 2017년 2분기 현재 9.0%까지 회복한 상태다. 2011~2013년 ROE 하락한 원인을 살펴보면 세전이익률이 6.75%에서 5.04%로 하락했고, 자산회전율 역시 0.85배에서 0.51배로 떨어졌다. 그 이후 세전이익률은 최근까지 7.46%로 회복되었으나 자산회전율은 여전히 0.42를 기록하고 있다. 즉 매출에서 회복이 되지 않으면서 전체 ROE 회복의 강도가 약화되었다.

〈표 1〉 국내 ROE 듀폰 5단계 분해

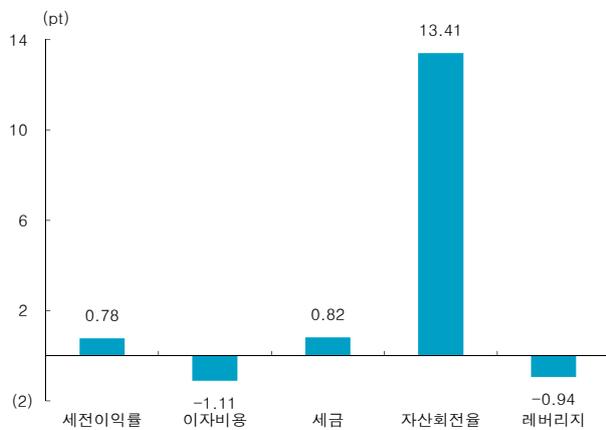
	ROE(%)	세전이익률(%)	자산회전율(%)	재무레버리지(배)	이자비용부담(%)	세금부담(%)
2011	10.7	6.75	0.85	4.70	0.78	1.66
2012	8.6	5.73	0.58	4.56	0.82	1.23
2013	6.7	5.04	0.51	4.39	0.75	1.24
2014	7.1	5.18	0.51	4.44	0.66	1.16
2015	7.8	6.38	0.45	4.35	0.61	1.59
2016	8.1	6.68	0.45	4.38	0.56	1.70
2017 2Q	9.0	7.46	0.42	4.24	0.53	1.78

자료: Quantwise, 한국투자증권

실제 2011년 이후 각 항목이 ROE에 미치는 영향을 회귀분석을 통해 살펴보면 자산회전율이 가장 큰 영향을 미쳤고 그 다음 레버리지, 이자비용과 세전이익률 순서로 영향을 줬다. 즉 향후 국내 ROE 회복은 매출 증대를 통한 자산회전율 회복이 관건임을 알 수 있다[그림 17].

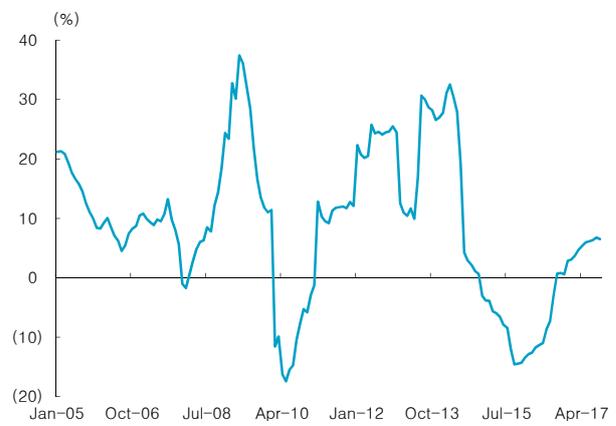
우리는 향후 글로벌 경제의 회복세는 국내 기업의 ROE 회복에 보다 유리한 환경을 조성해 줄 것이라고 보고 있다. 이유는 세계경제 회복세가 1) 인플레이션을 수반한 명목 GDP의 성장, 2) 이에 따른 매출회복세로 연결되면서, 3) 국내기업의 자산회전율을 높이는 방향으로 진행될 것이기 때문이다.

[그림 17] 2011년 이후 국내 ROE 항목별 민감도 추이



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 18] 국내 기업 MSCI 기준 주당 매출 증가율 추이



자료: Quantwise, 한국투자증권

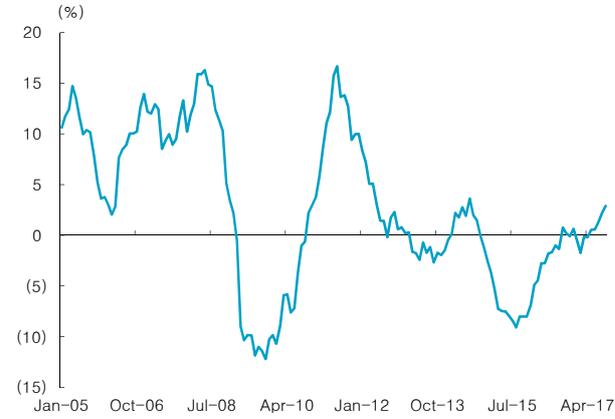
실제 MSCI 기준 주당 매출을 나타낸 아래를 보면 글로벌 매출 증가율은 올해 하반기 이후 뚜렷한 회복세를 보이고 있다. 2016년 평균 -3.5%를 기록했는데 올해 하반기 이후 2.8% YoY를 기록하며 본격적인 매출 성장이 가시화되고 있는 구간임을 알 수 있다. 선진시장의 경우도 미국에 이어 유럽이 회복되면서 전체 매출 증가율 개선은 뚜렷하게 나타나고 있다.

이러한 추세도 올해 하반기 들어 매출 증가율이 높아지고 있다. 아시아 지역에서 한국에 이어 중국 역시 매출이 늘어나고 있다. 한국의 경우 2016년 매출 증가율이 6.1% 감소했는데 올해 들어 5.4% 증가로 전환되었다. 디플레이션이 심각한 중국마저도 8월 이후 매출이 플러스로 전환된 것을 보면 이제 전세계적으로 매출이 늘어나고 있다는 것이 확인된다. 새로운 성장과 지속적인 ROE, 미래를 낙관하는 이유다.

[그림 19] 글로벌 매출 증가율 [그림 20] 선진시장 매출 증가율 추이

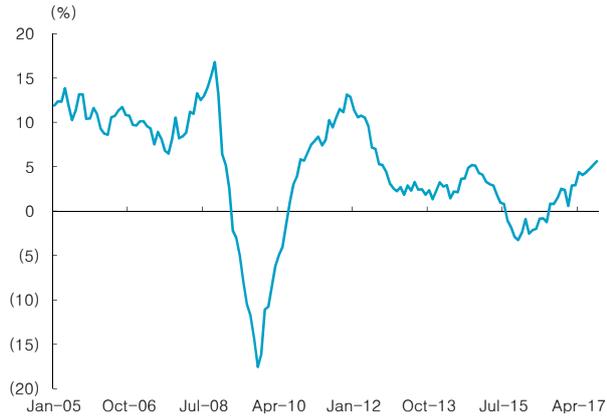


자료: Thomson Datastream, 한국투자증권



자료: Thomson Datastream, 한국투자증권

[그림 21] 미국 기업 매출 증가율 [그림 22] 유럽 기업 매출 증가율 추이



자료: Thomson Datastream, 한국투자증권



자료: Thomson Datastream, 한국투자증권

[그림 23] 이머징 시장 매출 증가율 [그림 24] 중국시장 매출 증가율 추이



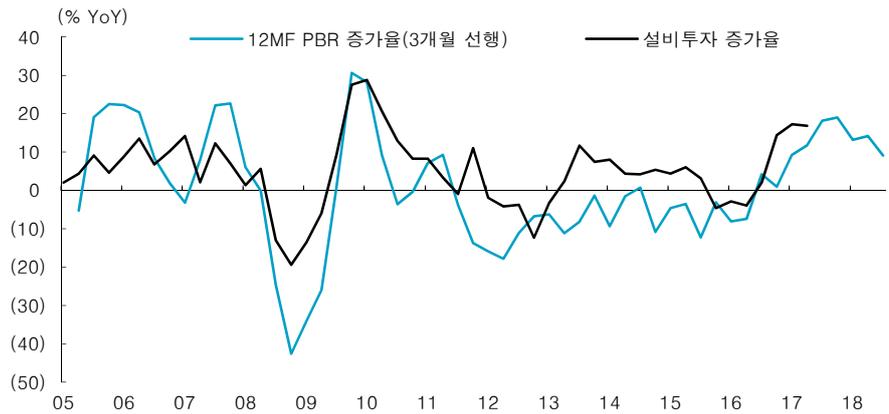
자료: Thomson Datastream, 한국투자증권



자료: Thomson Datastream, 한국투자증권

이처럼 ROE 개선에 따른 PBR 프리미엄 증가는 국내 기업들의 설비투자를 증가시키는 요인이다. 아래 그림에서 보듯이 국내 12개월 선행 PBR의 12개월 증가율과 설비투자 증가율 사이에는 약 3~6개월의 시차가 존재한다. 즉 앞으로 국내 증시 PBR이 1.0~1.2배 수준으로 새롭게 거래되는 구간에서 국내 기업들의 설비투자 역시 지속적으로 증가할 것으로 보인다. 따라서 2018년에도 국내 기업들의 설비투자는 2자리대 증가세를 이어갈 것이다.

[그림 25] 설비투자와 12개월 선행 PBR 추이



자료: CEIC, 한국투자증권

### 4. 교역조건 개선과 낙수효과 부활에 따른 온기의 확산

#### 1) 가계소득 약화의 원인

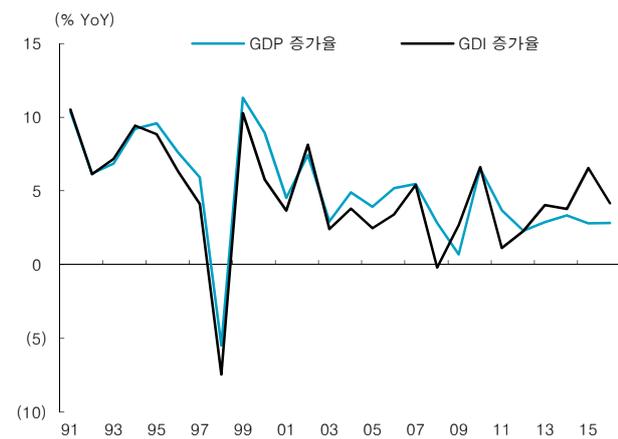
한국은 소규모 개방경제다. 이 말인즉슨 밖에서 돈을 벌어서 안에서 쓴다는 뜻이다. 국민경제 전체 규모가 작기 때문에 발생한 현상이다. 따라서 기본적으로 수출을 통해 획득한 달러화가 국내 소득으로 환류되어 그것을 바탕으로 투자와 소비를 꾸려나가는 경제 시스템이다. 이것을 소위 낙수효과라 부른다.

그러나 최근 수출호조에 불구하고 국내 내수 부진현상이 장기화되면서 낙수효과에 대한 의문이 높아지고 있다. 실제 아래 [그림 26]에서 국내 GDP 증가율과 GDI 증가율은 지속적으로 괴리를 나타냈다. 이러한 낙수효과가 약화된 이유는 교역조건 악화에 따른 실질무역손익의 변화 때문이다. 즉 한국의 가계소득이 부진했던 이유는 크게 1) 내부적으로 분배정책의 문제도 있겠지만, 2) 무엇보다 교역조건 악화가 가장 큰 기여를 한 것으로 보인다.

교역조건과 실질무역손익 추이는 매우 밀접한 연관을 갖게 된다[그림 27]. 교역조건과 실질무역손익의 경우는 1995년 ~ 2014년까지 지속적으로 악화되는 모습을 보인다. 특히 실질무역손익의 경우 2011~2014년에는 마이너스를 기록하며 국내 소득에 오히려 부정적 영향을 끼쳤다.

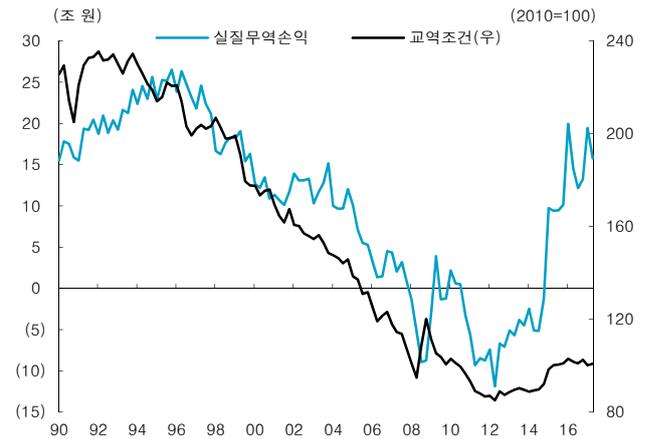
이처럼 한국의 소득이 악화된 배경은 교역조건 변화에서 찾아 볼 수 있다. 그리고 교역조건이 악화된 배경은 수출가격 하락보다는 수입가격 상승에서 원인을 찾을 수 있다. 특히 원유가격이 지속적으로 상승하면서 2000년대 들어 교역조건은 매우 안 좋은 상황이 된다. 이 과정은 곧 수출과 국내 가계 소득간의 관계가 급속도로 악화되는 시기이기도 하다. 수출 무용론, 낙수효과 무용론 등이 본격적으로 사회담론으로 자리 잡은 것도 실제 수출이 국내 가계 소득 증진에 전혀 도움이 되지 않았기 때문이다.

[그림 26] 국내 GDP 와 GDI 증가율 추이



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 27] 교역조건과 실질무역손익



자료: CEIC, 한국투자증권

## 2) 교역조건 개선과 소비회복의 시작

2015년 이후 상황은 바뀌어 2015년 이후 교역조건이 안정화되면서 실질무역손익도 다시 회복되기 시작한다. 실제 아래 [그림 29]에서 보듯이 국내 GDP 증가율과 가계 가처분 소득 증가율간의 괴리는 좁혀지고 있는 상황이다. 2015~2016년 유가하락에 따른 교역조건 개선으로 인해 실질무역손익이 회복되고 있기 때문이다.

우리는 향후 3가지 요인으로 교역조건이 안정화되면서 가계소득이 점진적으로 개선될 것으로 기대하고 있다.

- ① 교역조건 악화에 기여한 유가 상승 사이클이 이미 종료되었다. 향후 유가는 미국 셰일 업체와 중동 및 러시아간의 경쟁구도로 인해 상승사이클을 기대하기 어렵다.
- ② 또한 중국 역시 과잉공급을 해소하기 위한 구조조정을 진행하기 때문에 공산품가격의 디플레이션 현상은 다소 진정될 것으로 기대된다.
- ③ 한편 국내 수출 가격에 영향을 주는 실질실효환율의 경우도 미국의 금리인상 사이클과 신흥국 경기간의 균형으로 판단했을 때 2000년대 경기 호황과 같은 강세현상이 재현될 가능성은 높지 않다.

따라서 교역조건이 안정화되면서 한국경제도 다음과 같은 구조적 변화를 겪을 것으로 보인다.

첫째, 안정적인 교역조건을 바탕으로 수출이 가계소득으로 이어질 수 있다. 물론 정부의 준조세 정책 등 소득분배정책 역시 향후 가계 소득 향상에 도움을 줄 것이다. 낙수효과의 부활이다.

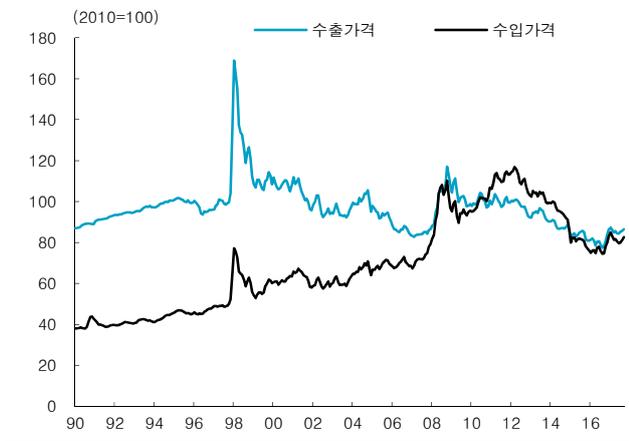
둘째, 그 동안 부진했던 한국의 소비경기는 서서히 제자리를 잡아나갈 것으로 기대하고 있다 [그림 30]. 의류/신발, 여행/엔터테인먼트, 외식 등의 가장 일상적인 소비가 회복되는 시점에 접어들었다고 판단된다.

셋째, 가계부채의 안정화다. 가계소득이 정체되면서 국내 수요를 부추기기 위한 과도한 통화완화 정책으로 가계 부채규모가 늘어났는데 향후 가계소득이 안정화됨에 따라 가계부채 역시 안정화될 것으로 예상된다[그림 31]. 가계부채 증가율은 명목 GDP를 상회하지 못할 것으로 보인다. 이에 따라 한국경제의 구조적 리스크는 경감될 것으로 기대한다.

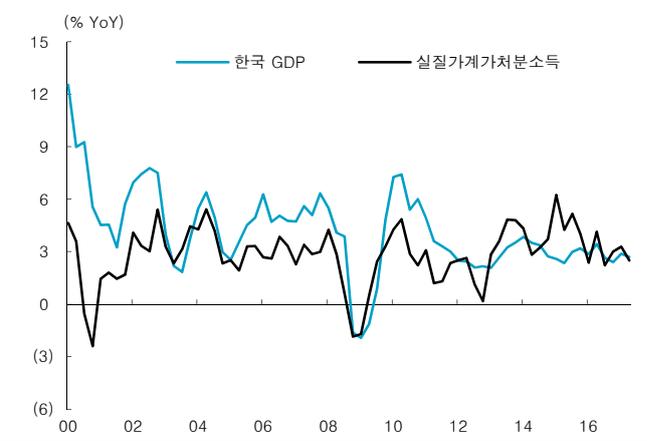
넷째, 이에 따라 과도하게 높아졌던 한국가계의 저축률은 점차 낮아질 것으로 보인다. 지난 몇 년간 국내 경제에 대한 과도한 비판으로 인해 한국 가계의 저축률도 덩달아 높아진 상태다. 이러한 높아진 저축률은 국내 소비부진을 심화시킨 요인이기도 하다. 그러나 가계소득이 안정적으로 증가하게 되면 가계는 여유와 자신감을 찾기 때문에 저축률도 낮아지게 된다. 이러한 측면에서 최근 국내 주식시장 리스크 프리미엄이 하락하고 있는 것은 가계 저축률 하락에 긍정적 신호라고 볼 수 있다.

우리의 예상대로 교역조건이 안정화되면서 국내 소득과 소비가 뒤따라 안정세를 찾는다면 한국경제의 구조적 비판론은 약화될 것이다.

[그림 28] 수출가격과 수입 가격 추이 [그림 29] 국내 GDP 증가율과 가계 가처분 소득 증가율

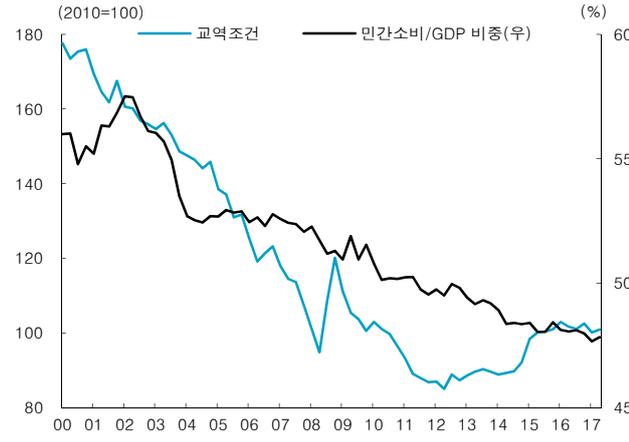


자료: CEIC, 한국투자증권

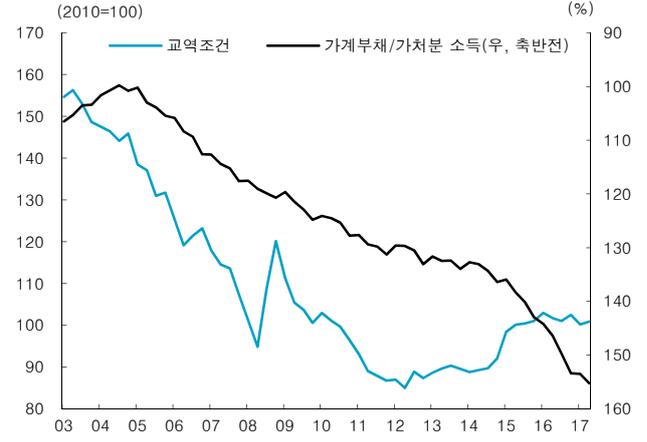


자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 30] 교역조건과 민간소비/GDP 비중 [그림 31] 교역조건과 가계부채/가처분 소득 비중

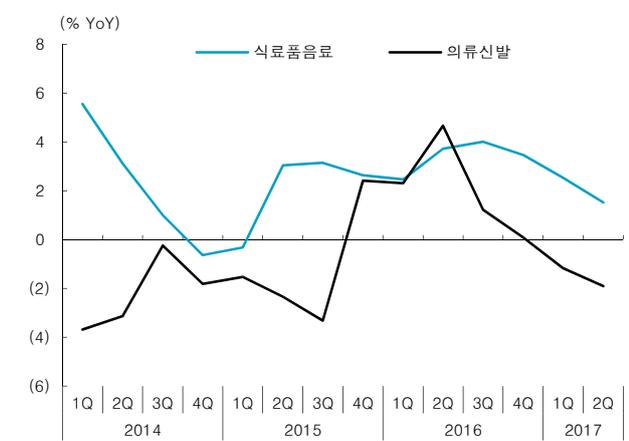


자료: CEIC, 한국투자증권

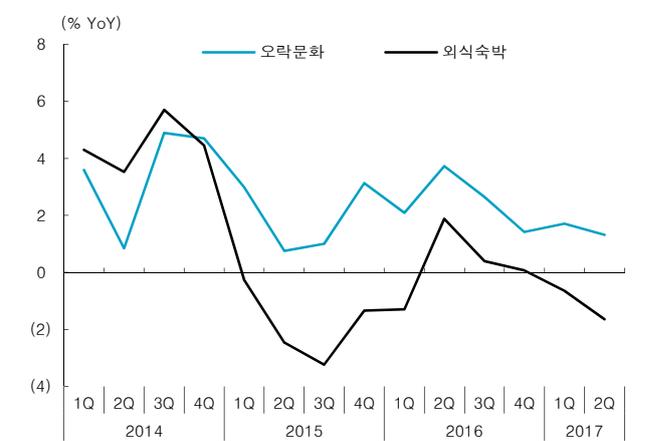


자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 32] 음식료 및 의류/신발 소비 증가율 [그림 33] 오락문화 소비 증가율

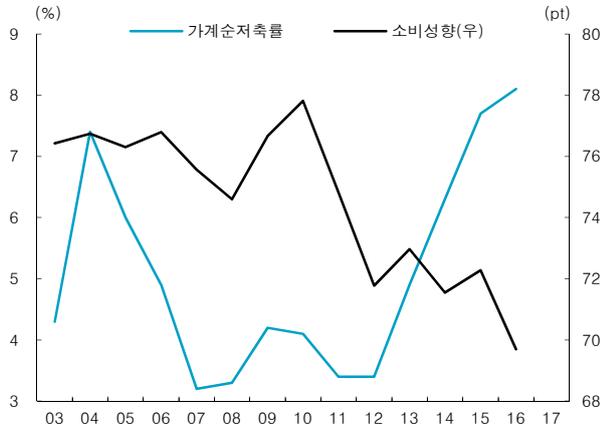


자료: CEIC, 한국투자증권



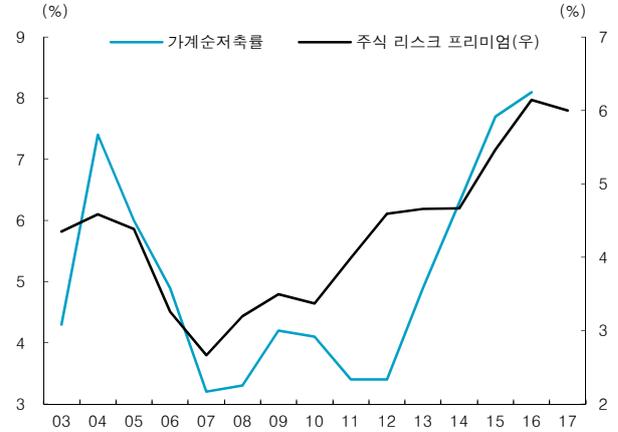
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 34] 가계순저축과 소비성향 추이



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 35] 저축률 및 리스크 프리미엄 추이



자료: CEIC, 한국투자증권

### 5. 기다려지는 2018년, 낙관론의 승리

포스트 뉴노멀이 시작되면서 경제가 안정적으로 성장하지만 물가는 통화정책을 긴축으로 변  
환시킬 만큼 자극적이지 않을 것이다. 이렇게 펼쳐지는 골디락스 환경은 간만에 보는 우호적  
인 매크로 환경을 만들어낼 것이다.

이처럼 2018년 한국경제는 대내외 환경 개선에 따라 3.2% 성장률을 기록할 것으로 예상한  
다. 한편 수치보다 중요한 것은 내용이다. 이러한 측면에서 2017년에서 2018년으로 가면서  
가장 달라지는 모습은 ‘온기의 확산’이라고 볼 수 있다.

즉 2017년의 경기회복이 수출과 설비투자가 이끌던 불안한 성장이었고 일부에서 나타난 회  
복이었기 때문에 나머지는 소외되고 불만스러웠다면 2018년은 그 온기가 경제전반으로 확산  
될 것이다.

수출이 이끌어내는 기업이익과 ROE 개선은 기업 설비투자를 자극하는 가장 강력한 요인이  
다. 이에 따라 설비투자는 2자리대 증가세를 유지할 것으로 보인다. 특히 구조적으로 가계소  
득을 악화시킨 교역조건이 개선되면서 가계소득이 회복되는 것은 한국경제에 희소식이다. 이  
를 바탕으로 낙수효과가 부활되어 민간소비도 2.8~3.0% 증가하며 성장을 뒷받침할 것으로  
예상된다. 우리가 2018년을 기다리는 이유다.

〈표 2〉 국내 주요 경제지표 전망치

(단위: % YoY, % QoQ, 억 달러)

	2017	2018	1분기	2분기	3분기	4분기
국내 GDP	3.1	3.2	3.1	3.2	3	3.3
전기비			0.7	1.0	0.9	0.6
소비자물가	2.1	1.9	2.2	2.1	1.8	1.6
핵심소비자물가	1.6	1.8	1.9	1.9	1.8	1.7
경상수지	780	690	120	240	190	140

자료: 한국투자증권

## 산업 전망

산업 전망 요약.....	114
정유.....	116
화학.....	122
철강/비철금속.....	128
건설.....	134
조선.....	140
지주회사.....	146
기계.....	152
운송.....	158
자동차/부품.....	164
섬유/의류.....	170
호텔/레저.....	176
미디어/광고.....	182
유통.....	188
음식료/담배.....	194
화장품.....	200
제약/바이오.....	206
은행.....	212
보험.....	218
인터넷/게임.....	226
디스플레이.....	232
반도체.....	238
통신서비스.....	244
전력/가스.....	250

### 산업 전망 요약

섹터	투자포인트	Top picks
정유	2018년은 세계 정유 유희생산능력이 마이너스로 진입하는 첫 해가 될 전망 아시아 정제마진은 타이트한 수급으로 역사적 고점을 상향 돌파할 가능성이 높다고 판단 정유주 전반에 걸쳐 re-rating 지속 전망. 정유설비에 대한 ROA 상승과 높은 배당성향이 유지되어 ROE는 2020년 까지 상승곡선을 보일 전망	SK이노베이션(096770) S-Oil(010950)
화학	에틸렌 마진은 2H17을 정점으로 향후 하락 압력 높아질 것 미국발 신규설비 증설은 2020년까지, 그 이후는 중국발 신규설비 증설이 이어지며 에틸렌 수급은 장기 하락국면에 진입할 가능성이 높음 에틸렌 비중이 높은 대형 화학주에서 실적개선을 기대할 수 있는 중소형주로 시선을 옮길 시기	롯데정밀화학(004000) 송원산업 (004430)
철강	중국 철강 구조조정 강도 완화로 공급 주도 사이클 개선은 제한적 중국 철강 수요 2% 증가하며 상승세는 완만해지나 우상향 사이클 지속 동 광산 capex 감소로 세계 경기 회복과 전기차로 수요 증가에도 불구하고, 공급 증가 제한적. 동 가격 강세 두드러질 것	POSCO(005490) 포산(103140)
건설	3년간 건설업종을 견인했던 주택시장의 양적 성장은 일단락 super cycle로 투자여력이 높아진 화학기업, 유가 상승으로 투자가 가능해진 오일메이저들의 capex cycle 전망 내수시장은 한국형 주거복지로 공적임대주택 연 17만호 공급, GTX 교통망 인프라 확충 등 민간보다 공공의 힘이 커질 것	삼성엔지니어링(028050) 대림산업(000210)
조선	조선업 구조조정은 마무리 국면, 신조선장은 회복세로 2017년 발주량은 2010년 고점의 70% 수준으로 공급과잉 해소 2013년부터 신조선장 1위로 부상했던 중국은 올해부터 자국정부의 보조금 제도가 사라지며 점유율이 하락세 2018년은 컨테이너선과 LNG선 등 고부가가치 상선과 해양시장이 핵심	삼성중공업(010140) 현대미포조선(010620)
지주	2018년 스튜어디스 코드 논의가 본격화되며, 한국 자본시장은 재평가 받을 기회를 가질 것 삼성전자를 필두로 주주환원에 소극적이었던 국내 대표 기업의 주주환원정책 변화 기대 자사주를 비롯한 유류자산 활용에 대한 관심이 늘어날 전망	현대로보틱스(267250)
기계	방산: 중장기 관점에서 방위력개선비 증가에 따른 수혜 예상. 특히 17년 검찰조사 등으로 투자심리 악화된 부분이 해외 수출 성공시 만회될 것 건설기계: 중국 굴삭기 판매량 전년대비 10% 증가 전망. 특히, 선진국 시장인 미국, 유럽에서 판매량 증가폭 클 것 플랜트: 8차 전력수급계획 발표되면 국내는 신재생 관련 업체들이 주목 받을 것. 원전수출 기대감도 유효	두산인프라코어(042670) 한화테크윈(012450)
운송	2018년 항공여객 수요의 구조적 증가 이어질 전망. 라이프스타일 변화와 합리적 가격대의 항공권 공급확대가 해외여행 수요를 뒷받침 수급개선에 따른 컨테이너/벌크 해운 운임 상승 이어질 전망. 벌크업황 회복에 따라 팬오션과 대한해운의 주 수익원인 신규 장기운선 계약 역시 확대되는 시점 온라인쇼핑 성장에 따라 택배수요는 추세적으로 늘어나는 반면, 경쟁심화 및 물량 소형화에 따라 택배운임 하락은 2018년에도 이어질 전망	제주항공(089590) CJ대한통운(000120)
자동차	한중 관계회복 기조 속에서 현대기아차의 공격적 프로모션과 가격대를 낮춘 신차출시로 중국 판매량이 회복될 전망 미국은 현대차가 SUV라인업을 확대하면서 세단 위주 판매를 무리하게 밀어붙이며 쌓은 재고와 인센티브를 줄여나갈 전망 2018년부터 시작되는 엔진교체 사이클 또한 연비경쟁력 강화에 긍정적	현대차(005380) 현대모비스(012330)
섬유/의류	성장하는 글로벌 브랜드와 글로벌 생산 경쟁력을 확보한 업체들의 경쟁력은 지속될 전망 성장 전략 및 대규모 M&A 관련된 시행착오와 불확실성은 대부분 반영, 손익 개선될 것 소득 증가와 자산 가치 상승으로 국내외 소비 여건 개선 중	화승엔터프라이즈(241590) 힐라코리아(081660)
호텔/레저	여가 문화 확대로 레저 수요의 구조적 성장세 지속 전망 경색된 한중 관계 개선 기대감으로 금년 크게 부진했던 중국인 방한객 회복이 예상돼 인바운드 시장 성장 재개 예상 인천공항 제2여객터미널 개장, 평창동계올림픽 개최 등으로 레저 업종에 대한 우호적 환경 조성돼 수혜 누릴 것	하나투어(039130) 파라다이스(034230)
광고/미디어	대외불확실성 해소, 기저 효과, 정치적 갈등 완화에 따른 중국 사업 점진적 회복 등 영업 환경 개선에 따른 업황 턴어라운드 적극적인 해외 진출과 지역 다각화를 통해 사업 영역을 넓혀왔으며 글로벌 시장내 입지 강화로 성장성 가속화 전망 미디어플랫폼의 디지털 전환이 빠르게 이루어지고 있는 가운데, 디지털 부문 수익화 본격화 전망	CJ E&M(130960) 이노션(214320)
유통	온라인 채널 성장에 따른 실적 개선 기대. 주요 유통업체는 이미 온라인채널 확대에 전념하고 있으며, 온라인 전용 업체의 지속가능성은 크지 않을 전망 온라인채널 비중 확대와 경험적 소비 증가에 따른 오프라인 유통 시장 침체. 유통업 규제 심화로 인한 수익성 저하 가중 소매 트렌드의 변화로 백화점과 할인점 등의 매출은 부진할 전망. 온라인 확대에 따른 상품마진 훼손과 최저임금 인상 등 비용 증가에 따라 손익 악화 예상	롯데하이마트(071840)

섹터	투자포인트	Top picks
음식료	HMR시장 고성장세나 수입맥주 비중 증가 등으로 전반적 식품시장 신제품 경쟁 격화 전망되고 권련형 전자담배 시장 또한 경쟁 심화 예상 최저임금과 곡물가격 모두 인상 가능성이 존재해 제품 가격 인상업체 실적에 차별적으로 좋을 것 지주사체제 전환 회사들은 식품업에 집중하게 되면서 배당 증가 가능성 존재해 주당 가치 개선 기대감 높아질 것	CJ 제일제당(097950) 농심(004370)
화장품	2018년 대중국 관계의 점진적인 회복에 따른 중국인 인바운드 관광객 시장 회복이 가시화될 것 국내 화장품 시장의 회복과 함께 현지화와 지역 다변화 노력 가속화 예상 벨류에이션 논란으로 업체들의 실적 회복 강도 확인 필요	LG생활건강(051900) 코스맥스(192820)
제약/바이오	국내 제약/바이오 업체들은 미국/유럽 시장에서 두각을 보여주고 있으며 보톡스/임플란트 업체들도 수출비중이 확대될 전망 바이오시밀러 first-mover advantage는 예전같지 않으며, 보톡스는 고성장하기 위해 미국, 유럽, 중국으로 진출필요 2018년 성과를 나타낼 신규 파이프라인 기대	녹십자(006280) 대웅제약(069620)
은행	기준금리 및 시장금리 상승에 따른 NIM 개선. 다른 요인 고려 없이 시장금리 50bp 상승 효과만으로도 순이익 2~7% 증가 2018년 대출은 가계부채 연착륙과 적정 중소기업대출 성장으로 전년대비 4.6% 증가 전망 금리 상승과 IFRS 9 시행에도 불구하고 2018년 대손율은 최근 수 년간의 경상적 대손율보다 훨씬 낮은 0.37% 기록 전망	KB금융(105560) 하나금융지주(0867900)
보험	시중금리 상승 전환으로 역마진 부채구조 개선, 신규투자지원 상승에 따른 이차 이익 증가로 보험사의 수익성 및 실적 정상화 건강보험 보장성 정책 강화로 손해보험사의 위험손해를 개선 전망 실손 요율 인하 폭 결정될 시, 불확실성 해소로 주가 반등 예상	삼성생명(032830) 현대해상(001450)
인터넷/게임	1) 검색 채널의 다양화, 2) 온라인 쇼핑 시장의 성장이 이끄는 광고 시장의 성장, 그리고 3) 모바일 MMORPG의 해외 진출에 주목 간편결제 이용 증가로 검색부터 결제로 이어지는 온라인 쇼핑 시장 성장함에 따라 온라인 플랫폼에 광고주 수요가 증가할 전망 이용자 구매 패턴의 변화는 온라인 광고 시장의 성장 동력	NAVER(035420)
디스플레이	패널면적 수요 회복으로 LCD패널수급은 1분기 비수기를 지난 후부터 안정화될 전망 OLED TV의 점유율 확대와 OLED TV패널 공급량 증가, 이에 따른 LG디스플레이 OLED TV패널의 수익성 개선 예상 중소형 OLED산업은 삼성디스플레이 독주 지속 속 하반기 LG디스플레이의 아이폰용 패널공급 시작	LG디스플레이(034220) 실리콘웍스(108320)
반도체	모바일디램 등 다른 application에서 채용량 증가를 둔화와 서버디램 수요증가를 둔화로 디램수요 둔화 전망 디램 수요증가율은 낮아지는 반면 디램업체들은 설비투자 증가로 디램 공급증가율은 상향되고 있어 수급약화 예상 낸드는 삼성전자 포함 모든 업체가 3D낸드 양산으로 2017년 대비 크게 높은 공급증가율 계획해 공급과잉 예상	삼성전자(005930) 테스(095610)
통신	IPTV 수익호전, 사물인터넷 가입자 증가, 5G 서비스로 성장성이 두드러질 것 콘텐츠 이용 확대에 따른 데이터 트래픽 증가는 요금상향으로 이어져 손익에 긍정적 SK브로드밴드, SK플래닛, SK하이닉스 등 자회사의 지분가치 상승, 배당 메리트	SK텔레콤(017670)
전력/가스	신정부 들어 확대된 정책 불확실성은, 2018년에는 점차 해소될 전망 전기요금 개편 논의가 본격화 될 것이며, 내년에는 산업용 경부하시간대 요금 할인폭을 조절할 것 장기적 '탈 원전/석탄'에도 향후 5년간 원전/석탄 늘어나 한전의 발전믹스는 계속 향상될 것	한국전력(015760) 한국가스공사(036460)

# 정유

## 비중확대

### ▶ 3대 키워드

- 전례 없는 사이클 진입
- 아시아 정제마진 급등
- 리레이팅 전망

### ▶ Top picks

#### SK이노베이션(096770, 매수, TP 260,000원)

	2017F	2018F	2019F
PER(x)	7.9	6.4	5.4
PBR(x)	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(x)	5.1	3.8	3.1
DY(%)	4.4	5.6	6.6
EPS(원)	26,949	33,612	39,852
BPS(원)	185,029	208,946	236,624

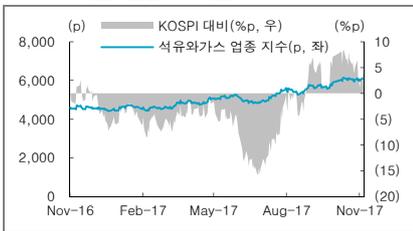
- 아시아 정제마진 구조적 상승세의 최대 수혜
- 높은 배당수익률과 배당성향은 주가 재평가의 촉매
- 밸류에이션 저평가

#### S-Oil(010950, 매수, TP 142,000원)

	2017F	2018F	2019F
PER(x)	12.0	8.5	7.1
PBR(x)	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA(x)	9.7	6.6	4.8
DY(%)	5.4	7.7	9.2
EPS(원)	10,636	15,007	18,053
BPS(원)	58,566	66,612	74,828

- 아시아 정제마진 급등에 따른 수혜 기대
- 내년 고도화 설비 완공에 따른 대규모 제품믹스 개선
- 설비투자 종료 후 큰 폭의 실적 개선 예상

### ▶ 12개월 업종 수익률



이도연  
daniel.dy.lee@truefriend.com

정초혜  
chohye.jeong@truefriend.com

# 전례 없는 상승 사이클 진입

## Investment Summary

### 2018년 3대 키워드: 전례 없는 사이클, 정제마진 급등, 주가 재평가

유가 하락에 따른 수요 강세와 제한적 증설로 세계 정제설비 유헴생산능력은 2015년 이후 급격히 감소했다. 우리는 2018년 전례 없는 정유 사이클이 전개될 것으로 예상한다. 세계 정제설비 유헴생산능력은 2018년 공급 부족으로 전환되어 1960년대 이후 최초로 마이너스 영역에 들어설 것이다. 이에 아시아 정제마진(GRM)은 역사적 평균 범위인 배럴당 4~8달러를 넘어 급등할 전망이다. 2020년까지 이어질 정유업계의 호황과 아시아 정제마진 상승에 힘입어 국내 정유 업체 주가의 본격적인 재평가를 기대한다.

### 아시아 정제마진 급등 전망

우리는 국내 정유업체의 2018년 실적 추정 시 평균 배럴당 8.8달러의 정제마진을 가정했다. 통상적인 비수기에 해당하는 3분기 아시아 정제마진에 비해 불과 0.8달러 높은 수준이다. 향후 세계 유헴생산능력이 전례 없이 마이너스로 돌아설 경우 정제마진은 역사적 고점인 배럴당 8달러 대비 3~4달러 이상 상승할 것이다. 공급 부족 상황에서는 원자재 가격의 이론적 상한선은 실수요가 위축되기 시작하는 변곡점이다. 수요가 약세전환되는 역사적 변곡점이 유가 배럴당 100달러인 점을 감안하면, 내년 정제마진은 우리의 기본 가정인 8.8달러보다 더 높아질 가능성이 크다.

### Top pick: SK이노베이션, S-Oil

정유업종 top pick으로 SK이노베이션과 S-Oil을 추천하며 각각 목표주가 260,000원, 142,000원을 제시한다(2017년 이익 기준). 2018년 아시아 정제마진 상승에 힘입어 국내 정유업체들의 이익수준은 빠르게 레벨업될 전망이다. SK이노베이션은 꾸준한 고배당 정책으로 밸류에이션 저평가를 해소할 것이다. S-Oil은 고도화 설비 완공 이후 ROA가 큰 폭으로 개선될 전망이다.

[그림 1] 아시아 정제마진 구조적 강세 전망



자료: 페트로넷, 한국투자증권

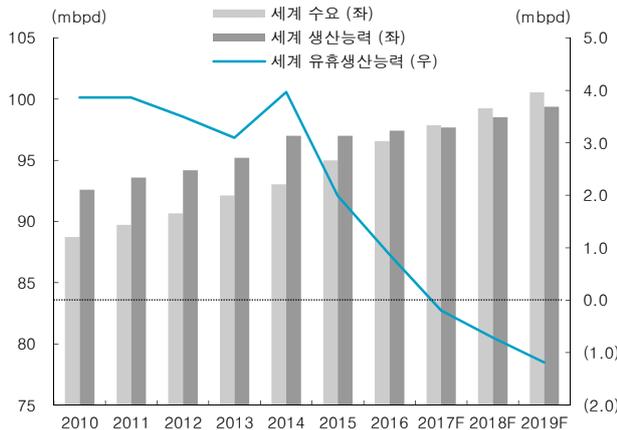
## 3대 키워드

### 1. 전례 없는 사이클

#### 구조적 상승세 전망

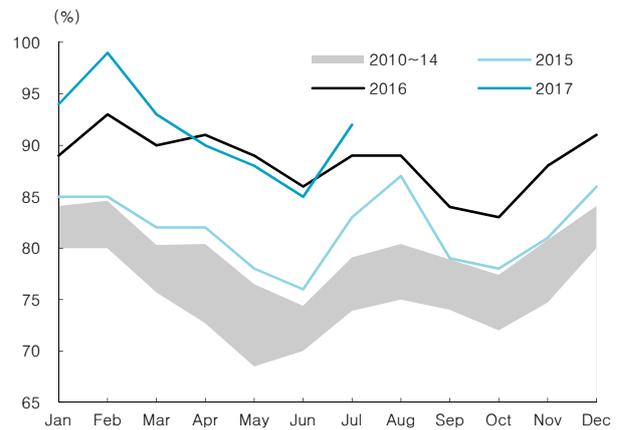
세계 정제설비 유희생산능력은 2017년 말~2018년 공급 부족으로 전환돼, 1960년대 이후 최초로 마이너스 영역에 들어설 전망이다. 신규 정제 설비의 최근 가동 일정을 감안할 때 특별한 가동 지연이 발생하지 않을 경우, 생산능력 순증분은 2018년 849kbpd, 2019년 840kbpd에 이를 것으로 추정된다. 한편 세계 원유 수요(석유제품 수요)는 향후 수년 간 1mbpd를 크게 초과할 것이다. 실제로 현재 수요는 우리의 기존 예상치를 넘어선 것으로 보인다. 우리는 2017년 수요 증가분을 1.4mbpd로 예상했으나 IEA의 예상치는 지속적으로 상향 조정되어 최근에는 1.6mbpd 수준에 이르렀다. 또한 IMO가 선박 연료 내 황 함유량 기준을 2020년부터 강화하기로 결정함에 따라 증류유 수요도 크게 증가할 것이다. 이는 2018년 전례 없는 수준으로 공급이 타이트해지고, 이후 2020년까지 구조적 상승세를 이어갈 것임을 시사한다.

[그림 2] 세계 정제 수요 vs. 생산능력



자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 3] OECD 아시아 설비 가동률



자료: 산업자료, 한국투자증권

#### 기존 설비, 추가 공급 여력 부족

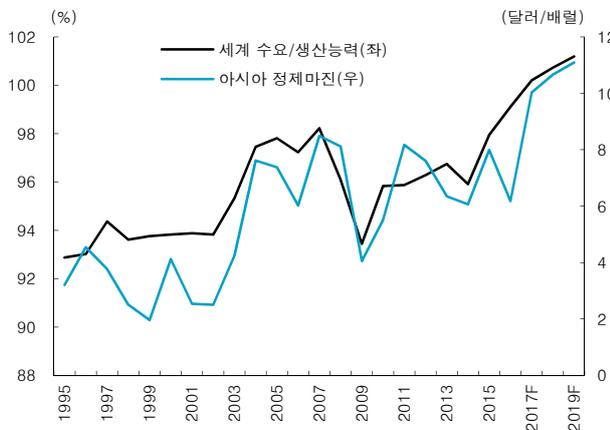
2017년 정제설비 가동률이 이미 고점 수준에 도달하는 등 공급 타이트 심화의 징후가 여러 곳에서 나타나고 있다. 세계 유희생산능력은 공급 부족으로 전환할 가능성이 높다. 이유는 크게 세가지다. 첫째, 2017년 지역/국가별 정제설비 가동률은 물리적으로 최대 수준에 도달했다. 아시아, 유럽, 미국, 중국 등의 설비 가동률이 올해 수준 이상으로 유의미하게 상승할 가능성은 낮다. 둘째, 역내 공급이 타이트해지면서 2015년 2분기 이후 비OECD 국가의 석유제품 재고가 크게 감소했다. 셋째, 기술린 수요가 약세인 가운데 이를 상쇄할 난방유 수요가 없는 비수기인 3분기에도 아시아 정제마진은 역사적 고점을 돌파했다.

## 2. 정제마진 급등

### 고점 돌파 전망

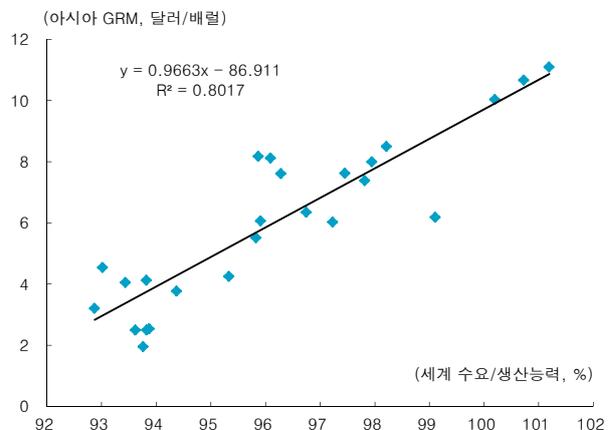
아시아 정제마진은 세계 정유 수급 상황에 크게 좌우되는데 과거 세계 유희생산능력 흐름과 매우 비슷한 양상을 보인다. 회귀 분석을 토대로 선형 관계를 가정했을 때, 2019년 아시아 정제마진은 현재 YTD 평균인 7달러에서 11달러까지 점진적으로 상승할 것이다. 정제마진 추정에 있어 유가 변동성으로 인한 노이즈(유가 하락 리스크)를 반영해 디스카운트를 적용했다. 그러나 정유 수급 상황은 유희생산능력이 수요를 하회하는 전례 없는 국면에 접어들고 있다. 원자재 제품의 일반적인 특성을 감안할 때, 예상대로 공급이 위축된다면 spot 정제마진은 현 수준 대비 3~4달러 상승하는 수준에서 그치지 않을 것이다.

[그림 4] 세계 유희생산능력 vs. 아시아 정제마진



자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 5] 회귀 분석: 아시아 정제마진 대비 세계 수요/생산능력

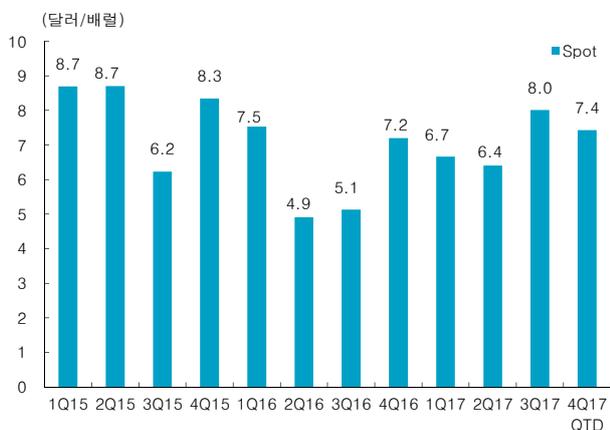


자료: 산업자료, 한국투자증권

### 수요 성수기 압박

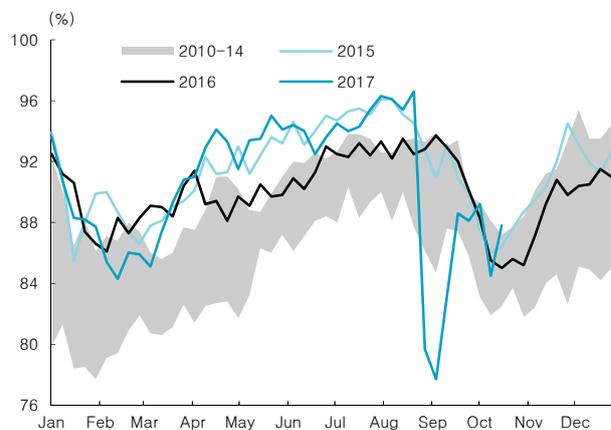
단기적 관점에서, 향후 몇 달간 아시아 정제마진이 급등할 가능성도 있다. 첫째, 겨울철 난방 유 수요 증가로 4분기와 1분기는 통상적으로 증류유(distillate) 성수기이다. 둘째, 허리케인 하비의 영향으로 미국 정제설비 가동률이 크게 하락해 증류유 재고가 빠르게 감소했다. 즉, 역사적 고점 수준인 세계 정제설비 가동률, 석유제품 재고 고갈, 전통적 비수기에도 견조한 정제마진 등을 볼 때, 석유제품 공급이 현재 매우 타이트하다는 것을 알 수 있다. 여기에 겨울철 수요까지 가세한다면 이번 겨울 아시아 정제마진은 급등할 것이다.

[그림 6] Spot 아시아 정제마진 추세



자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 7] 미국 정제설비 가동률



자료: EIA, 한국투자증권

### 3. 주가 재평가

#### 아시아 정제마진 상승시 정유업체 이익수준 레벨업 가능

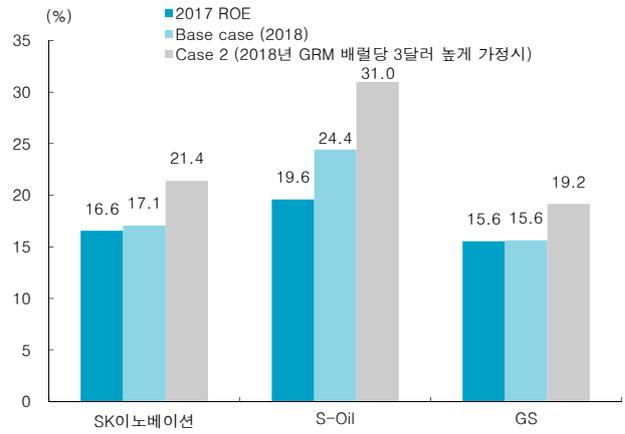
우리는 내년 국내 정유업체의 실적 추정에 있어 배럴당 8.8달러의 정제마진을 가정했다. 최근 비수기의 spot 정제마진 대비 단 0.8달러 높은 수준이다. 우리의 가정대로 세계 유희생산 능력이 마이너스로 돌아서고 내년 정제마진 급등이 이어질 경우, 국내 정유사들의 이익수준은 급격히 레벨업될 것이다. 내년 평균 정제마진을 기본 가정 대비 3달러 높은 배럴당 11.8달러로 가정할 경우, 내년 SK이노베이션의 영업이익 추정치는 29% 상승될 것이다. 동일 가정 하에서 S-Oil과 GS의 2018년 영업이익 추정치도 각각 35%, 20%의 상승여력을 가진다.

[그림 8] Spot 정제마진 vs. KIS 이익 추정 근거 정제마진



자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 9] 정제마진 배럴당 3달러 확대시 2018년 ROE 급등

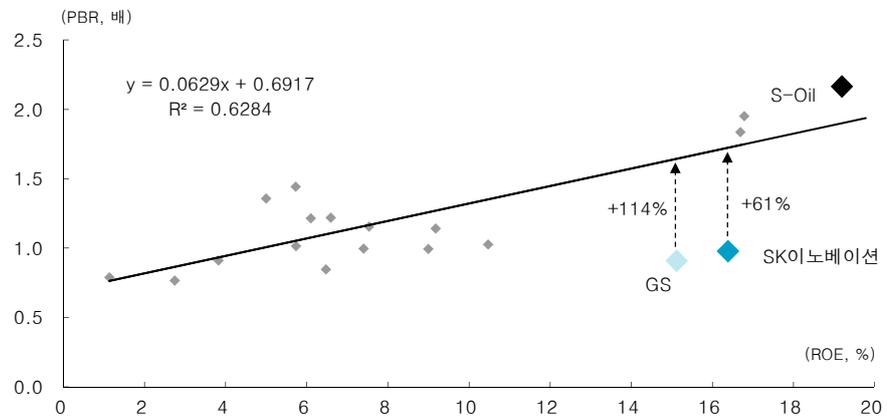


주: Case 2는 2018년 실적 추정 시 배럴당 3달러 더 높은 정제마진 가정  
자료: 한국투자증권

#### 국내 정유업체, 주가 상승여력 충분

동종업체 ROE-PBR 분석 결과 국내 정유 3사 주가의 상승여력은 충분하다. 2018년 정제마진 가정인 8.8달러와 11.8달러 기준으로 산출한 SK이노베이션의 적정주가는 각각 주당 374,153원과 424,932원이다. GS는 각각 161,799원과 181,818원, S-Oil은 192,870원과 229,286원이다. 정유 3사의 주가는 현재 크게 디스카운트된 상황이다. ROE의 지속가능성에 대한 확신이 부족한 것이 주된 이유다. 아시아 정제마진이 지속가능한 상승세를 보여주며 전례 없는 국면에 이를 경우 내년 국내 정유사 주가는 본격적으로 리레이팅될 것이다.

[그림 10] ROE-PBR 회귀분석



자료: 산업자료, 한국투자증권

## Top picks

### SK이노베이션(096770)

#### 현재 주가는 디스카운트 상태

국내 최대의 순수 정유업체인 SK이노베이션은 정제마진의 구조적 상승에 따른 최대 수혜 업체다. 10% 이상의 지속가능한 ROE와 높은 배당성향을 시장이 인식하기 시작하면 글로벌 피어 대비 적용된 디스카운트(ROE-PBR 분석 기준)는 해소될 것이다. 높은 배당성향이 리레이팅을 이끌 것으로 보인다. SK이노베이션의 배당성향은 2015년 이후 30% 이상을 유지하고 있다. SK그룹의 배당 강화 정책에 힘입어 배당성향은 높게 유지될 전망이다. 2018년 35%의 배당성향을 가정할 경우, 예상 배당수익률은 6%에 달한다. 내년 정제마진을 8.8달러로 가정할 때의 지속가능 ROE는 17% 이상이며, 적정주가는 주당 374,153원으로 상승할 것이다.

### S-Oil(010950)

#### 큰 폭의 실적 개선 기대

S-Oil의 2018년 영업이익은 전년대비 42% 증가해 국내 정유업체들 중 가장 큰 폭으로 개선될 것이다. 오랫동안 준비해온 고도화 시설은 내년 4월에 완공되어 하반기부터 상업생산을 시작할 예정이다. 이에 따라 S-Oil의 제품믹스가 크게 개선되고 2018년 하반기부터 병커C유 판매를 중단할 것이다. 병커C유는 두바이유 대비 저렴해서 정유업체의 손실을 유발한다. S-Oil은 고도화 설비를 이용해 병커C유를 수익성이 좋은 가솔린과 프로필렌 유도품(PP, PO 등)으로 전환할 수 있게 된다. 대규모 설비투자 종료와 큰 폭의 실적 개선으로 S-Oil은 업계 최고 수준의 배당성향을 유지할 수 있을 것으로 예상된다. 배당성향 60%를 가정할 때, 현주가 기준 내년 배당수익률은 7.3%다.

## 위험 요인

### 유가 급락

정유업체의 분기 실적은 유가 변동에 크게 좌우된다. 첫째, 현재 투입한 기초원료 가격을 결정하는 것은 대개 1개월 전 원유 구입 가격이다. 따라서 실제 복합정제마진은 유가 변동에 따라 확대 또는 축소될 수 있다. 둘째, 정유업의 특성상 원유 재고평가이익이나 손실이 불가피하다. 따라서 유가 급락이 장기화될 경우 국내 정유업체의 실적에 상당한 하락 위험으로 작용할 수 있다. 유가가 일부 조정을 거쳐 안정될 경우 정유업체들의 체질 개선을 기대할 수 있다. 원유는 정유업체의 원재료일 뿐이며, 유가가 낮을수록 석유제품 수요에는 긍정적이다. 펀더멘털 관점에서 실제 위험이 되는 요인은 유가 상승에 따른 최종 수요 위축이다. 유가가 배럴당 90~100달러에 도달할 경우 석유제품의 수요탄력성(세계 GDP 성장률 대비 수요 증가율)은 일반적 수준인 0.4~0.5배를 하회할 것이다.

〈표 1〉 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
SK이노베이션 (096770)	투자의견	매수	2015A	48,356	1,980	815	8,744	171,008	14.9	0.8	5.3	5.6	3.7
	목표주가(원)	260,000	2016A	39,521	3,228	1,671	17,934	183,956	8.2	0.8	10.1	3.8	4.4
	현재가 (11/7, 원)	214,000	2017F	44,429	3,368	2,511	26,949	185,029	7.9	1.2	14.6	4.9	4.4
	시가총액(십억원)	19,787	2018F	43,018	4,509	3,132	33,612	208,946	6.4	1.0	17.1	3.7	5.6
			2019F	42,611	5,248	3,714	39,852	236,624	5.4	0.9	17.9	3.0	6.6
S-Oil (010950)	투자의견	매수	2015A	17,890	818	631	5,422	46,240	14.6	1.7	12.3	9.2	3.0
	목표주가(원)	142,000	2016A	16,322	1,617	1,205	10,353	54,830	8.2	1.5	20.5	5.4	7.3
	현재가 (11/7, 원)	128,000	2017F	20,296	1,524	1,239	10,636	58,566	12.0	2.2	18.7	9.8	5.4
	시가총액(십억원)	14,410	2018F	20,903	2,198	1,748	15,007	66,612	8.5	1.9	24.0	6.7	7.7
			2019F	20,719	2,706	2,103	18,053	74,828	7.1	1.7	25.5	4.9	9.2
GS (078930)	투자의견	매수	2015A	12,180	1,604	492	5,197	66,752	9.8	0.8	8.1	8.9	3.0
	목표주가(원)	94,000	2016A	13,462	1,754	806	8,509	73,546	6.4	0.7	12.1	8.4	3.0
	현재가 (11/7, 원)	68,000	2017F	16,100	2,121	1,162	12,273	84,217	5.5	0.8	15.6	5.5	2.4
	시가총액(십억원)	6,318	2018F	17,231	2,197	1,335	14,098	96,712	4.8	0.7	15.6	4.9	2.4
			2019F	17,737	2,544	1,593	16,821	111,929	4.0	0.6	16.1	4.0	2.4

자료: 한국투자증권

# 화학

## 종립

### ▶ 3대 키워드

- 에틸렌 강제 종료 임박
- 변동성 확대
- 중소형주에 주목

### ▶ Top picks

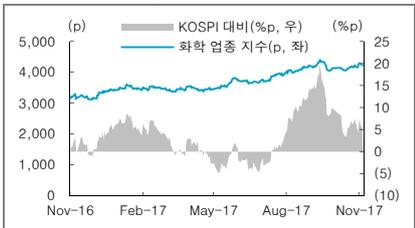
롯데정밀화학(004000, 매수, TP 56,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	10.9	8.3	6.7
PBR(x)	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(x)	5.8	4.3	3.2
DY(%)	0.7	0.7	0.7
EPS(원)	4,177	5,441	6,786
BPS(원)	47,278	52,354	58,757

- 에틸렌 하락사이클에 노출되지 않은 핵심 제품(가성소다, ECH)
- 염소 사업부의 본격적인 흑자전환 기대
- 장기 성장 국면 전망

송원산업(004430, 매수, TP 27,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	12.0	6.3	5.6
PBR(x)	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA(x)	7.6	4.7	4.0
DY(%)	0.6	0.6	0.6
EPS(원)	1,872	3,567	4,008
BPS(원)	16,463	19,891	23,759

- 국내 유일의 상장 순수 폴리머 안정제 제조업체
- 미국 에틸렌 설비 증설의 최대 수혜주
- 최근 주가 조정 및 3분기 일회성 요인은 매수 기회

### ▶ 12개월 업종 수익률



이도연  
daniel.dy.lee@truefriend.com

정초혜  
chohye.jeong@truefriend.com

# 신규설비의 물결

## Investment Summary

### 2018년 3대 키워드: 강제 종료, 변동성, 중소형주

2015년 이후 지속됐던 에틸렌 강제는 내년 일단락될 전망이다. 신규 가동이 예정된 에틸렌 설비 규모는 2017년 4분기 4mtpa, 2018년 총 11mtpa에 달한다. 미국에 이어 중국이 증설 사이클에 가세하면서 2020년 이후에도 에틸렌 증설 프로젝트가 줄줄이 대기 중이다. 한편 중국의 적극적인 재고축적 및 재고소진과 더불어 신규 플랜트 가동 지연 가능성도 무시할 수 없어 석유화학제품 마진의 변동성은 더욱 확대될 것이다. 이를 감안할 때, 에틸렌 사이클과 무관하면서 성장성이 유효한 중소형주에 주목할 필요가 있다.

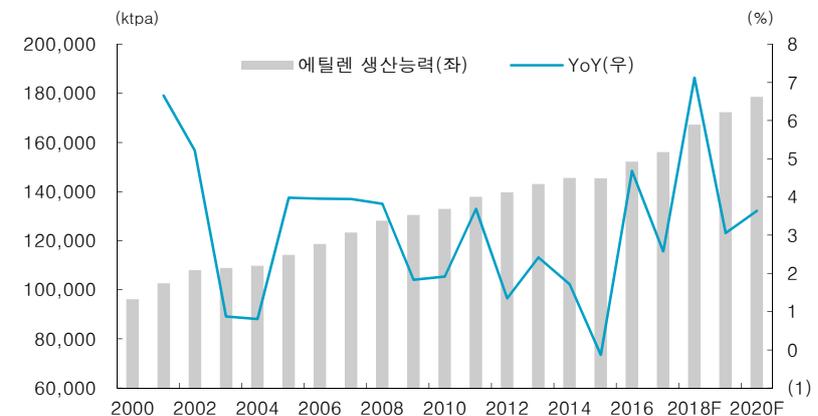
### 여전히 수요가 좌우

중국의 공격적인 재고축적 및 재고소진 영향으로 에틸렌과 에틸렌 유도품 수요가 시성이 악화됐다. 또한 중국의 환경규제 강화를 앞두고 증가하는 선구매도 수요 전망을 불투명하게 하는 요인이다. 그러나 에틸렌 수요탄력성(세계 GDP 성장률 대비 수요 증가율)이 2배로 확대될 가능성은 낮다고 판단한다. WTI 선물 가격과 위안화/달러 선도환율 곡선이 flat한 점을 감안할 때, 투자자들의 유의미한 인플레이션 기대감이 형성되기는 어렵다.

### Top pick: 롯데정밀화학, 송원산업

화학업종 top pick으로 롯데정밀화학과 송원산업을 추천한다. 2017년 실적 기준으로 목표주가는 각각 56,000원과 27,000원이다. 롯데정밀화학의 2018년 영업이익은 ECH 부문 실적의 본격적인 턴어라운드에 힘입어 54% 증가할 것으로 예상된다. 신규 에틸렌 플랜트 급증에 따른 직접적인 수혜가 기대되는 송원산업은 2018년 영업이익이 전년 대비 79% 증가하며 성장세가 더욱 가속화될 전망이다.

[그림 1] 세계 에틸렌 증설



자료: 산업자료, 한국투자증권

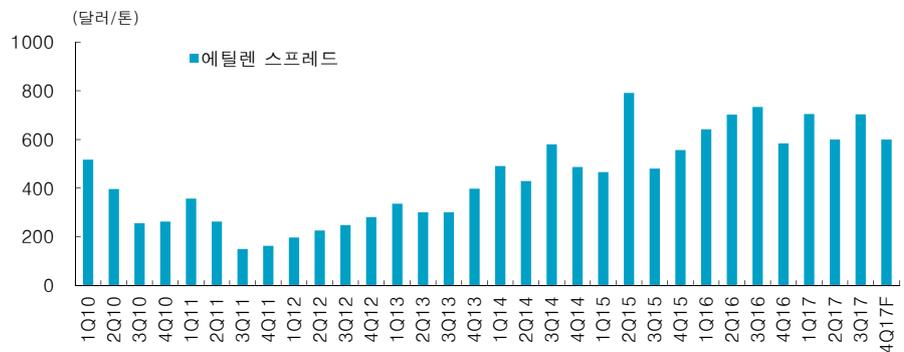
### 3대 키워드

#### 1. 에틸렌 신규설비 급증

석유화학, 마진 초강세가  
설비투자 증가로 이어지는  
경기순환(cyclical) 산업

석유화학 산업의 가장 중요한 기초원료로서 업황 전반을 대표하는 에틸렌 사이클은 2015년 역사적 고점에 도달한 뒤 현재까지 이례적으로 높은 수준을 유지하고 있다. 다른 원자재와 마찬가지로 에틸렌 산업에서도 마진이 상승하면 투자가 늘고 결국 제품마진이 크게 하락하는 사이클이 주기적으로 순환한다. 허리케인 하비의 영향으로 미국 주요 신규 에탄분해시설(ECC) 가동이 2~3개월 지연됐다. 그러나 에틸렌 상승세는 2018년 중반을 변곡점으로 완만한 하락세, 또는 급락세로 돌아설 전망이다.

[그림 2] 에틸렌 스프레드 분기별 평균

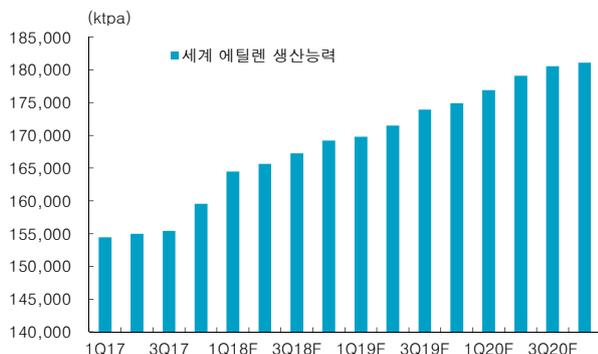


자료: 씨스켐, 한국투자증권

1차는 미국, 2차는 중국이  
주도하는 에틸렌 증설 랠리

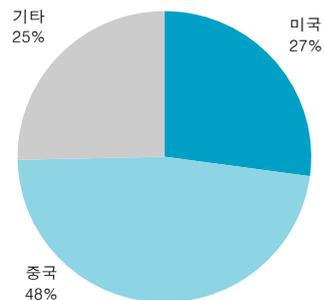
2017년부터 2020년까지 이어질 에틸렌 증설의 1차 물결은 셰일가스 호황에 힘입은 미국의 ECC가 주도할 것이며, 전체 생산능력 증가분의 40% 이상을 차지할 전망이다. 수많은 증설 프로젝트 가운데, Dow Chemical의 ECC(1.5mtpa)가 9월 마지막 주 미국에서 가장 먼저 가동에 들어갔다. 증설 프로젝트 일정상 내년 3월까지 11개의 신규/증설 프로젝트가 예정되어 있는데, 총 11mtpa의 에틸렌 생산능력이 추가될 전망이다. 세계 에틸렌 수요의 7.4%에 해당하는 규모다. 2018~2020년 가동을 시작할 에틸렌 설비 규모는 연간 6mtpa를 초과한다. 2020년 이후 시작될 2차 물결은 중국의 나프타분해시설(NCC)이 주도할 것이다. 업계 관계자들에 따르면 2025년까지 중국에서 최대 13기의 신규 설비가 가동될 예정이다.

[그림 3] 세계 에틸렌 생산능력



자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 4] 지역별 신규 생산능력(2021~2023)



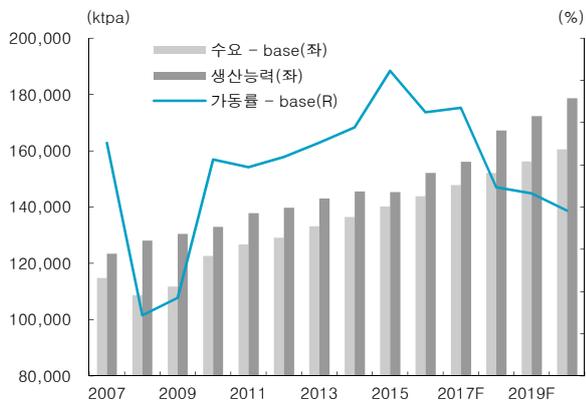
자료: 산업자료, 한국투자증권

2. Wild card

정상적 수요 증가세로는  
증설 물량 소화 불가

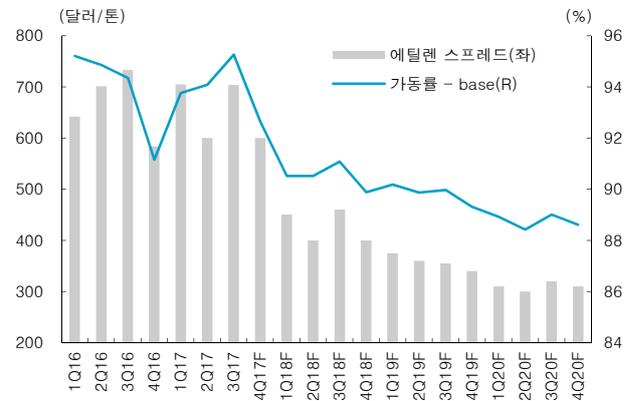
에틸렌의 지속 가능한 수요증가를 고려할 때, 투기 수요를 배제한 수요 증가세는 예정된 증설 물량을 소화하기 어려울 것이다. 에틸렌 수요탄력성은 평균 0.8배 수준을 유지해왔는데, 이를 환산하면 연간 4~4.3mtpa의 수요 증가분에 해당한다. 이는 2018년 증설 물량인 11mtpa를 크게 하회하며 이후 연간 6mtpa 이상에 달하는 증설 규모에도 미치지 못한다. 따라서 세계 에틸렌 설비의 유효 가동률은 2017년 3분기 95%에서 2020년 4분기 89%로 하락할 전망이다. 이러한 추세는 에틸렌 마진에 약세 압력으로 작용해, 에틸렌 spot 스프레드 역시 동기간 톤당 704달러에서 300달러 수준으로 축소될 것이다.

[그림 5] 에틸렌 수급 전망(기본 시나리오)



자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 6] 에틸렌 스프레드 전망(기본 시나리오)

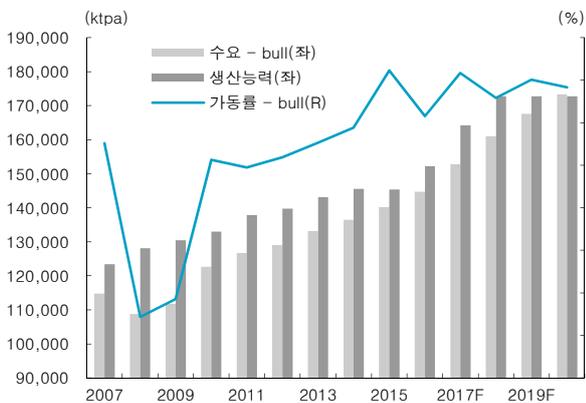


자료: 씨스켐, 산업자료, 한국투자증권

낙관적 시나리오:  
에틸렌 스프레드는 내년  
일부 조정 거쳐 2019년 회복

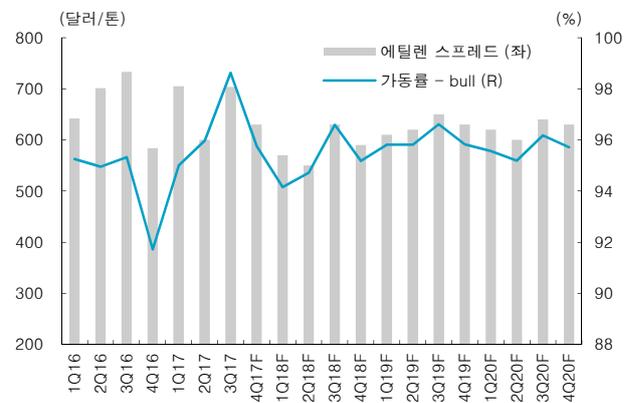
과거 글로벌 에틸렌 수요탄력성이 2배까지 확대돼 2년간 지속된 경우도 있었다. 특히 시장에서 제품가격 상승을 기대하면서, 중국을 중심으로 나타났던 적극적인 재고축적이 그 배경이다. 유가 급등, WTI 선물 가격의 contango, 중국 투기 수요자들의 달러화 표기 자산 매입은 수요 증가의 주요 촉매로 작용한다. 그러나 현재 WTI 선물 가격 및 위안화/달러 선도환율 곡선은 flat한 상황으로, 해당 요인들의 영향은 미미하다. 한편 중국의 환경규제 강화로 인해 증가하는 선구매 활동으로 재고 변동성은 더욱 확대될 전망이다. 낙관적 시나리오(에틸렌 수요탄력성 1.2~1.6배) 하에서 에틸렌 스프레드는 2018년 일부 조정을 거친 뒤 2019년 톤당 600달러 수준으로 회복될 전망이다.

[그림 7] 에틸렌 수급 전망(낙관적 시나리오)



자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 8] 에틸렌 스프레드 전망(낙관적 시나리오)



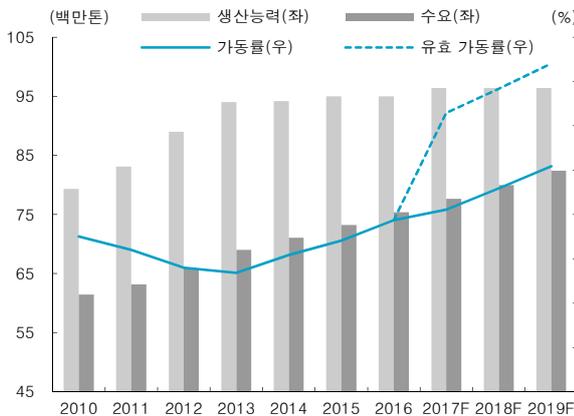
자료: 씨스켐, 산업자료, 한국투자증권

### 3. 니치마켓을 찾아야 할 시점

#### 일부 다운스트림, 상승 사이클 시작

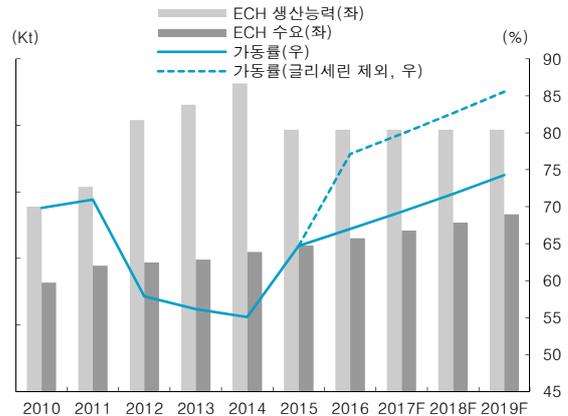
대규모 증설 물량의 가동 시기가 다가옴에 따라 업스트림과 다운스트림 전반에 걸친 석유화학 업체들 사이에서 우려가 커지고 있다. 제품가격이 하락할 것이라는 시장의 예상은 주요 에틸렌 유도품의 최종수요를 약화시키는 요인이다. 이를 감안할 때, 증설 랠리의 직접적 수혜가 예상되는 업체, 혹은 에틸렌 사이클에 무관하며 차별화된 수익을 낼 수 있는 제품을 보유한 업체에 주목할 필요가 있다. 가성소다, PVC, ECH 등 염소알칼리 체인은 향후 수년간의 상승국면에 접어드는 다운스트림 섹터 중 하나다.

[그림 9] 글로벌 가성소다 수급 전망



자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 10] 글로벌 ECH 수급 전망

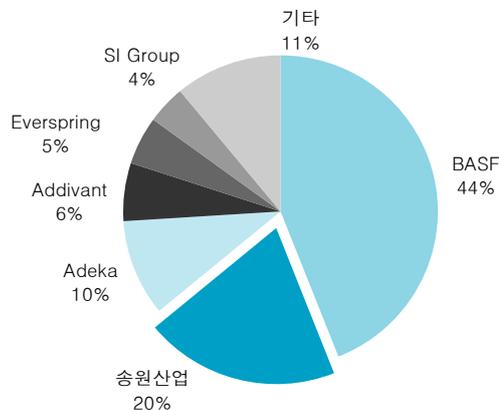


자료: 산업자료, 한국투자증권

#### 플라스틱 첨가제, 증설 물결의 직접 수혜 기대

2020년 이후에도 지속될 증설의 직접적인 수혜를 입을 기업에도 주목할 필요가 있다. 플라스틱 생산시 대개 자체의 물리적 성질을 개선하기 위해 고객의 요구와 사양에 맞춰 다양한 첨가제를 사용한다. 즉, PE, ABS, PS 등 신규 석유화학설비 가동은 플라스틱 첨가제 수요 증가로 직결될 것이다. 그 중에서도 필수 첨가제인 산화방지제, 광안정제 등 플라스틱 안정제의 성장을 눈여겨 볼 만하다. 특히 플라스틱 안정제 시장의 과점 상황(2개 대형사와 4개 중소형사가 세계 시장을 과점)과 타이트한 수급 상황을 감안할 때, 관련 업체들의 에틸렌 증설 수혜가 예상된다.

[그림 11] 폴리머 안정제 시장 점유율



주: 2016년 기준  
자료: 송원산업, 한국투자증권

## Top picks

### 롯데정밀화학(004000)

ECH, 이르면  
2018년 1분기 흑자전환 전망

염소 사업부의 본격적인 흑자전환에 힘입어 2018년 영업이익은 전년대비 54% 증가할 전망이다. 염소 사업부의 핵심 제품인 가성소다와 ECH는 향후 예상되는 에틸렌 하락 사이클에 영향을 받지 않는다. 올해 1분기 흑자로 전환한 염소 사업부의 2017년 영업이익은 전년 대비 267% 개선될 전망이다. 가성소다 가격 폭등이 주요 원인으로 작용했다. 그러나 염소 사업부에서 가장 큰 비중을 차지하는 사업은 ECH이다. ECH는 분기마다 110억원 이상의 영업 손실을 기록했으나 이르면 2018년 1분기부터 흑자전환할 것이다. 실제로 ECH spot 스프레드는 이미 10월 중순부터 BEP수준까지 회복된 상태다. 향후 3년 이상 가성소다와 ECH의 증설도 없어 롯데정밀화학의 장기 성장세가 기대된다.

### 송원산업(004430)

에틸렌 증설의 최대 수혜주

송원산업의 2018년 영업이익은 전년대비 79% 늘어, 정유 및 화학 종목 중에서 가장 큰 폭의 증가를 보일 것이다. 송원산업은 순수 폴리머 안정제 제조업체 중 유일한 국내 상장기업으로, 폴리머 안정제가 전사 영업이익의 약 80%를 차지한다. 주요 타겟 시장인 미국에서는 올해 4분기를 시작으로 대대적인 에틸렌 신규설비 가동이 2020년 이후까지 이어질 전망이다. 허리케인 하비로 윤활유 첨가제 설비의 신규 가동이 지연되면서 송원산업은 다소 부진한 3분기 실적을 기록했다. 그러나 3분기 일회성 요인에 따른 주가 조정은 절호의 매수기회다. 신규 석유화학 설비가 주도하는 구조적 상승에 앞선 지금이 매수할 때다.

## 위험 요인

에틸렌 증설이 상당 기간 지연될 경우 투자자들은 대형주로 이동할 것

대형 석유화학주보다는 중소형 화학주에 집중하는 우리 전망의 위험 요인은 에틸렌 및 주요 석유화학 제품의 마진 확대다. 공급 측면에서는 에틸렌 및 에틸렌 유도품 신규 설비 가동이 상당 기간 지연될 경우 위험 요인으로 작용할 것이다.

급격하고 지속적인 유가 상승도 위험 요인

유가의 급등 혹은 지속적인 상승세도 위험 요인이다. 유가가 상승해 화학제품 기초원료 가격이 오르면 다운스트림 제품 마진이 축소되는 경향이 있다. 특히 특수제품 및 니치마켓 제품이 이에 해당된다. 석유화학 제품 가격 상승이 기대될 경우, 에틸렌 수요 탄력성이 확대되면서 시장의 관심은 대형 석유화학업체에 집중될 가능성이 크다.

<표 1> 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
LG화학 (051910)	투자의견	중립	2015A	20,207	1,824	1,153	15,674	176,007	21.0	1.9	9.2	7.7	1.4
	목표주가(원)	-	2016A	20,659	1,992	1,281	17,417	188,807	15.0	1.4	9.5	5.8	1.9
	현재가 (11/7, 원)	409,000	2017F	25,437	2,964	2,093	27,364	213,165	14.9	1.9	13.8	6.6	1.2
	시가총액(십억원)	28,872	2018F	26,325	2,666	1,910	24,966	237,562	16.4	1.7	11.0	6.8	1.2
			2019F	27,343	3,052	2,217	28,986	265,885	14.1	1.5	11.5	5.9	1.2
롯데케미칼 (011170)	투자의견	매수	2015A	11,713	1,611	993	29,458	219,538	8.3	1.1	14.2	3.8	1.0
	목표주가(원)	450,000	2016A	13,224	2,544	1,836	54,488	273,173	6.8	1.4	21.7	4.5	1.1
	현재가 (11/7, 원)	370,500	2017F	15,873	2,937	2,347	68,765	334,963	5.4	1.1	22.5	3.5	1.1
	시가총액(십억원)	12,699	2018F	15,971	3,479	2,782	81,165	412,128	4.6	0.9	21.7	2.4	1.1
			2019F	16,334	4,015	3,239	94,496	506,625	3.9	0.7	20.6	1.4	1.1
금호석유 (011780)	투자의견	중립	2015A	3,935	164	119	4,257	47,677	12.2	1.1	7.6	10.6	1.5
	목표주가(원)	-	2016A	3,970	157	73	2,618	49,559	31.3	1.7	4.6	12.4	1.0
	현재가 (11/7, 원)	74,000	2017F	4,930	198	176	6,399	54,187	11.6	1.4	10.3	10.4	1.1
	시가총액(십억원)	2,254	2018F	4,835	182	147	5,360	57,910	13.8	1.3	8.0	10.7	1.1
			2019F	4,813	188	153	5,587	61,818	13.2	1.2	7.8	10.3	1.1
롯데정밀화학 (004000)	투자의견	매수	2015A	1,162	3	94	3,685	45,463	9.7	0.8	8.0	13.3	1.4
	목표주가(원)	56,000	2016A	1,111	30	(44)	(1,710)	43,451	NM	0.7	(3.8)	7.6	1.0
	현재가 (11/7, 원)	45,350	2017F	1,232	109	106	4,177	47,278	10.9	1.0	9.2	5.2	0.7
	시가총액(십억원)	1,170	2018F	1,437	168	139	5,441	52,354	8.3	0.9	10.9	3.9	0.7
			2019F	1,570	214	173	6,786	58,757	6.7	0.8	12.1	2.8	0.7
송원산업 (004430)	투자의견	매수	2015A	654	49	30	1,241	13,103	11.7	1.1	9.9	7.6	0.5
	목표주가(원)	27,000	2016A	694	76	43	1,802	14,851	9.5	1.2	12.9	5.8	0.8
	현재가 (11/7, 원)	22,400	2017F	752	69	45	1,872	16,463	12.0	1.4	12.0	7.3	0.6
	시가총액(십억원)	537	2018F	1,001	126	86	3,567	19,891	6.3	1.1	19.6	4.5	0.6
			2019F	1,059	139	96	4,008	23,759	5.6	0.9	18.4	3.8	0.6

주: 11월 7일 종가 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

# 철강/비철금속

## 완만해지나 지속되는 우상향 사이클

### 비중확대

#### ▶ 3대 키워드

- 중국 설비 감축 규모 감소
- 철강 수요 회복
- 동 가격 강세

#### ▶ Top picks

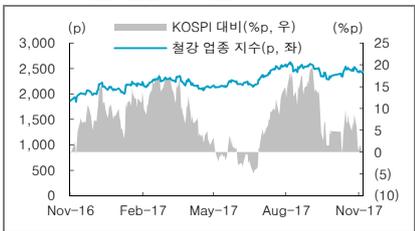
POSCO(005490, 매수, TP 400,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	8.4	6.8	6.0
PBR(x)	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(x)	5.4	4.6	3.9
DY(%)	2.6	2.8	2.8
EPS(원)	38,761	47,368	53,869
BPS(원)	534,807	571,560	614,278

- 중국 구조조정 강도는 완화되나
- 수요 증가로 잉여 capa 감소하며 철강 수급 개선
- 재무구조 개선 동반되며 ROE 상승 지속

풍산(103140, 매수, TP 70,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	7.9	6.0	5.4
PBR(x)	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(x)	6.2	5.0	4.4
DY(%)	1.6	2.0	2.0
EPS(원)	6,211	8,243	9,039
BPS(원)	49,190	56,216	64,037

- 구조조정으로 가공이익률 상승한 가운데
- 고수익 제품 비중 상승과 동 가격 상승으로 이익 증가
- 방산 안정적 이익 기반으로 주가 re-rating될 전망

#### ▶ 12개월 업종 수익률



최문선  
moonsun@truefriend.com

### Investment Summary

#### 2018년 3대 키워드: 중국 구조조정, 철강 수요 증가, 동 가격 강세

2018년에 중국의 철강산업 구조조정 강도가 완화될 것으로 판단한다. 2018년에는 설비 감축 규모가 2천만톤으로 지난 2년보다 축소될 전망이다. 공급 개혁을 통한 철강 사이클 개선을 이끄는 데 한계가 있을 것이다. 이에 철강 사이클이 개선세를 이어가기 위해서는 수요 증가가 담보되어야 한다. 2018년 중국 철강 수요는 7억 8,070만톤으로 전년대비 2%, 전세계 철강 수요는 16억 6,390만톤으로 전년대비 2.6% 증가가 예상된다. 업황 개선 강도는 약화되었으나 방향성은 유지될 것이다. 한편 동은 광산의 capex 급감으로 정광 공급 증가가 제한적이어서 중장기적으로 가격 강세가 예상된다.

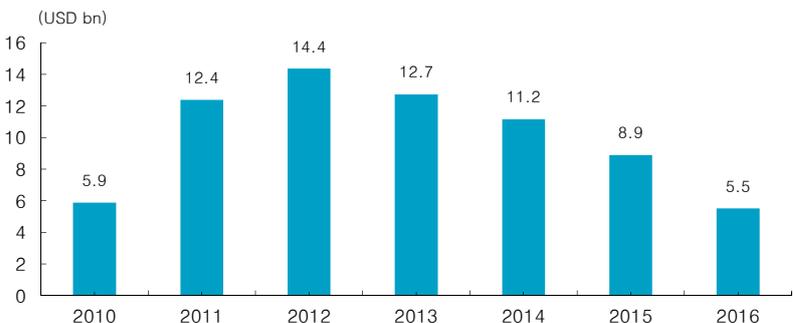
#### 동 가격의 차별적 강세 전망

동 가격은 2011년 이후 트럼프가 미국 대통령에 당선되기 전인 2016년 10월까지 지속적으로 하락했다. 2011년 1월 2일 가격 대비 아연은 28% 상승한 반면, 동 가격은 아직 이에 미치지 못하고 있다. 이에 아연 광산 capex는 꾸준한 반면 동 광산 capex는 지속적으로 감소했다. 세계 경기가 회복되면서 비철 수요는 증가할텐데, 동은 공급 증가가 제한적이어서 공급 부족으로 전환될 것이다. 이는 중장기적 동 가격 상승의 원동력으로 작용할 것이다.

#### Top pick: POSCO, 풍산

Top pick은 POSCO와 풍산으로 각각 목표주가 400,000원과 70,000원을 제시한다. POSCO는 철강 수요 증가로 업황 개선이 지속되는 가운데 재무구조 개선까지 동반되어 ROE 상승세가 이어질 것이다. 2017년 ROE가 7%를 넘을 전망이나 PBR은 0.6배에 불과해 여전히 저평가되어 있다. 풍산은 구조조정과 고수익 제품 수요 증가로 제품 mix가 개선되며 가공이익률이 상승한 가운데 동 가격도 상승하면서 이익을 배가시킬 것이다. 경기회복과 전기차 확대로 동 수요는 증가하는데, 동 광산 capex 감소로 공급 증가가 제한적이어서 동 가격은 중장기적으로 상승할 것이다.

[그림 1] 지속적인 동 광산 capex 감소로 동 공급 증가 제한적



주: Anglo American, Freeport-McMoran, Teck, Vedanta, BHP Billiton, Rio Tinto 동 광산 capex 합계  
자료: 한국투자증권

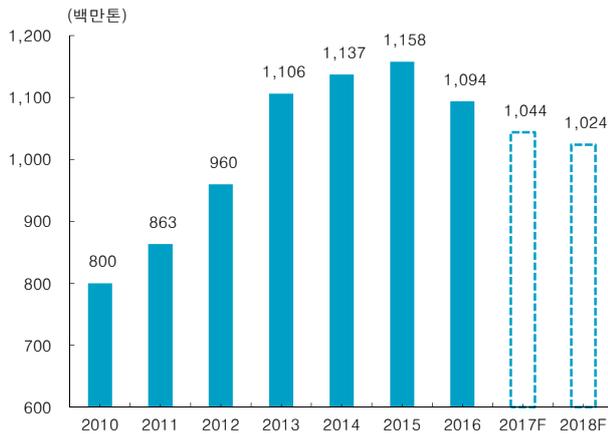
## 3대 키워드

### 1. 중국 철강 구조조정 강도 완화될 전망

#### 2018년 잉여 생산능력 천만톤 감소 예상

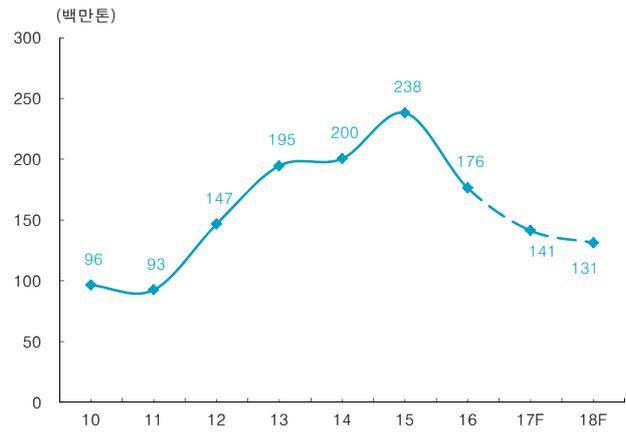
2016년부터 중국이 노후 및 비효율 설비 폐쇄에 나서기 시작했다. 주지하는 바와 같이 이는 전세계 철강업종 사이클의 상승 반전을 이끌어 냈다. 그리고 2017년에도 철강 업종의 호황은 지속되었다. 따라서 2018년 업황을 전망하면서 중국의 구조조정 지속 여부와 강도를 예상하는 것이 그만큼 중요하다. 우리는 2018년에 중국의 구조조정 강도가 완화될 것으로 판단한다. 우선 2016년에 시작된 13차 5개년 계획에서 제시한 철강업종 설비 폐쇄 규모는 2018년까지 최대 1.5억톤이다. 중국 정부와 언론에 발표된 것을 기초해 보면 2017년까지 1.3억톤의 설비 폐쇄가 단행될 것으로 보인다. 2018년에는 설비 감축 규모가 2천만톤으로 축소되고 신규 설비가 천만톤 추가되어, 전체 설비 감축 규모는 천만톤으로 줄 것으로 예상된다.

[그림 2] 2018년 중국 철강 생산능력 축소폭 감소 예상



자료: 한국투자증권

[그림 3] 중국 잉여 생산능력은 2018년에 천만톤 감소



주: 잉여 생산능력 = 생산능력 x 가동률 90% - 생산량  
자료: 한국투자증권

#### 2016년과 2017년과 비교해 2018년 구조조정 강도 완화

2016년에 6천 8백만톤, 2017년에 5천만톤의 설비 규모가 축소된 것을 감안하면 2018년에는 구조조정의 강도가 완화될 것으로 보인다. 이는 2018년부터 공급이 이끄는 사이클 개선이 크지 않음을 의미한다. 물론 2018년에도 지난 2년 간에 필적하는 설비 폐쇄가 단행될 가능성도 있다. 그러나 반대로 유사한 규모가 지속된다고 가정하는 것은 지나치게 낙관적인 기대일 것이다. 따라서 우리는 2018년에 설비 폐쇄 규모가 감소해 공급이 주도하는 사이클 개선이 제한적이라는 가정을 두고 2018년 철강 업황을 전망하고자 한다.

#### 중국 철강 수요 회복 여부가 전세계 철강 업황 향배 결정

이제 남은 숙제는 수요다. 2018년에 수요가 증가해야 지난 2년간의 상승 사이클이 유지될 수 있다. 세계 경제는 회복 국면에 들어 선 것으로 파악된다. 철강 수요는 경기에 따라 영향을 받는다. 따라서 철강 수요도 회복된다고 예상할 수 있다. 그러나 중요한 것은 전세계 가격을 주도하는 중국의 철강 수요다. 중국 내 철강 수급이 개선되지 않는다면 철강 가격이 강세를 보이기 어려울 것이다. 결국 2018년 전세계 철강 업황의 향배는 중국 철강 수요에 의해 결정될 것이다.

## 2. 중국 철강 수요 2% 증가 예상

중국 고정자산 투자 6.9%  
부동산 투자 7% 증가 예상

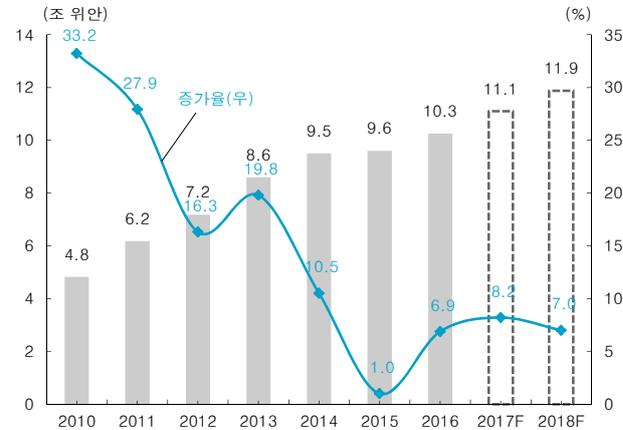
중국 철강 수요에 가장 큰 영향을 미치는 요소는 고정자산 투자와 부동산 투자 규모다. 2011년 이후 중국 고정자산 투자금액 증가율은 지속적으로 하락하고 있다. 2018년 고정자산 투자금액은 68.5조위안으로 예상된다. 전년대비 6.9% 증가하나 증가율은 하락하는 것이다. 여기에 고정자산 투자금액 당 철강 수요 창출 능력이 하락할 것으로 가정했다. 2016년에는 고정자산 투자 백만위안 당 철강 수요가 12.5톤 창출되었고, 2017년에는 11.9톤으로 예상된다. 이에 2018년에는 11.4톤으로 낮춰서 철강 수요를 전망했다. 중국 부동산 투자금액은 11.9조위안으로 7% 증가할 전망이다. 고정자산 투자와 마찬가지로 2017년의 8.2%보다 낮아질 것으로 예상된다.

[그림 4] 중국 고정자산 투자금액 증가율 하락세 지속



자료: 한국투자증권

[그림 5] 중국 부동산 투자금액 증가율도 하락세 지속



자료: 한국투자증권

2018년 철강 수요  
중국 2%, 전세계 2.6%  
증가 전망

철강 수요에 핵심 요인으로 작용하는 고정자산 투자와 부동산 투자금액 증가율이 전년대비 하락할 것으로 예상됨에 따라 중국 철강 수요 증가율도 동반 하락할 것이다. 위에서 제시한 바와 같이 고정자산 투자 백만위안 당 철강 수요 11.5톤이 창출된다고 가정하면 2018년 중국 철강 수요는 7억 8,070만톤으로 전년대비 2% 증가가 예상된다. 2017년 수요 증가율 3% 대비 1%p 낮아지지만 증가세가 유지될 것이다. 한편 전세계 철강 수요는 16억 6,390만톤으로 전년대비 2.6% 증가가 예상된다. 지역별로는 유가 상승의 영향으로 중동 철강 수요가 가장 큰 폭으로 늘어날 전망이다.

<표 1> 주요 지역별 철강 수요

(단위: 백만톤)

	철강 수요			YoY	
	2016	2017F	2018F	2017F	2018F
China	743.4	765.7	780.7	3.0%	2.0%
NAFTA	132.2	138.7	140.4	4.9%	1.2%
EU	158.2	162.1	164.3	2.5%	1.4%
M.E.	53.1	53.9	56.5	1.5%	4.8%
Others	491.4	501.7	521.9	2.1%	4.0%
Total	1,578.3	1,622.1	1,663.9	2.8%	2.6%

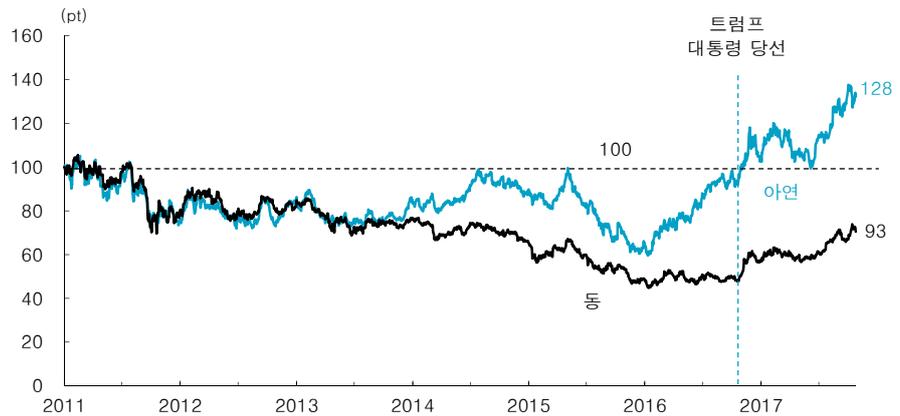
주: 2016년 중국 수요는 띠티아오강 수요 추정치를 반영한 것  
자료: WSA, 한국투자증권

### 3. 동이 비철금속 중 차별적 가격 강세 보일 전망

동 가격은 장기 하락  
아연은 장기 회복

2011년 1월 2일 가격을 100pt로 환산해 그 이후 아연과 동 가격을 산출했다. 2013년 상반기까지는 유사한 흐름을 보였다. 그러나 그 이후 동 가격은 트럼프가 미국 대통령에 당선되기 전까지 지속적으로 하락했다. 반면 아연 가격은 2016년 1월을 기점으로 상승 반전했다. 2011년 1월 2일 가격 대비 아연은 28% 상승한 반면, 동 가격은 아직 이에 미치지 못하고 있다.

[그림 6] 2011년에서 2016년 아연은 박스권 등은 장기 하락

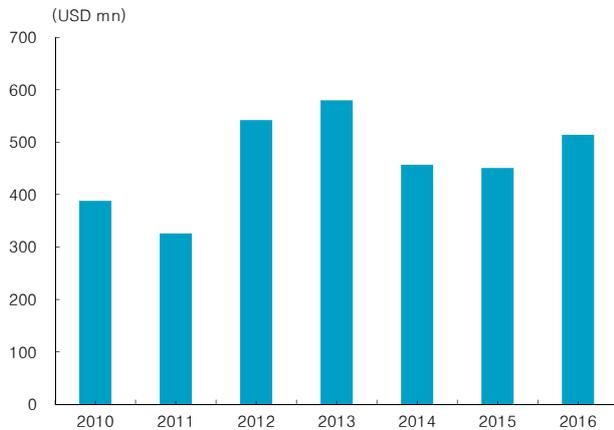


주: 2011년 1월 2일 가격을 100으로 환산하여 산출  
자료: 한국투자증권

동 광산 capex 감소로  
공급 증가 제한적이어서  
공급 부족 예상

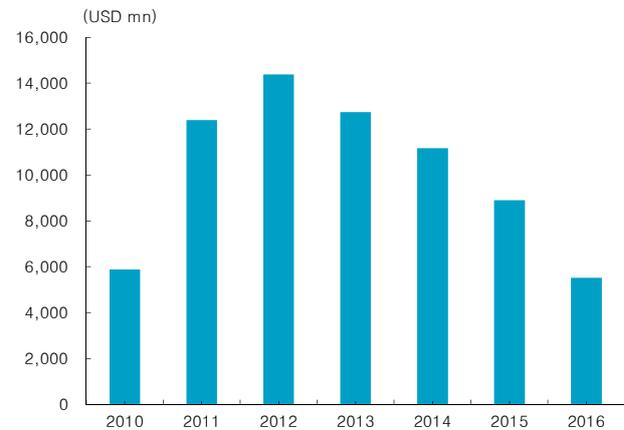
이와 같은 가격 흐름의 영향으로 아연 광산 capex는 꾸준했다. 반면 동은 2016년 capex가 2012년의 절반에도 미치지 못할 정도로 지속적으로 감소했다. 동 정광 공급이 늘기 어려울 것이다. 세계 경기가 회복하면서 비철 수요는 증가할텐데 동은 공급 증가가 제한적이어서 공급 부족으로 전환될 것이다. 이는 중장기적 동 가격 상승의 원동력으로 작용할 것이다.

[그림 7] 아연 광산 capex는 꾸준한 수준



주: Glencore와 Vedanta 아연 광산 capex 합계  
자료: 한국투자증권

[그림 8] 동 광산 capex는 지속적으로 감소



주: Anglo American, Freeport-McMoran, Teck, Vedanta, BHP Billiton, Rio Tinto 등  
광산 capex 합계  
자료: 한국투자증권

## Top picks

### POSCO(005490)

업황 개선 강도 완화되나,  
방향성은 유지  
동절기 중국 감소으로

철강 가격 강세로 전환되며 주가 상승 요인으로 작용  
투자의견 '매수'와 12개월 forward BPS에 목표 PBR 0.7배를 적용해 산출한 목표주가 400,000원을 유지한다. POSCO는 철강 수요 증가로 업황 개선이 지속되는 가운데 재무구조 개선까지 동반될 전망이다. 특히 11월부터 중국 허베이성의 동절기 감소가 시작되어 3월까지 이어지며 수급이 타이트해질 것이다. 수요산업의 생산도 줄어 수급에 큰 변화가 없을 것이라는 전망도 있다. 그러나 11월 말 또는 12월 초부터 유통상들과 실수요자들이 춘절을 대비한 재고 비축에 나서는 점을 간과하면 안 된다. 이 시기 철강 가격의 상승세가 펼쳐지며 주가도 동반 상승할 것이다. 2017년 ROE가 7%를 넘을 전망이나 PBR은 0.6배에 불과해 여전히 저평가되어있다.

### 풍산(103140)

구조조정, 고수익 제품 수요  
증가로 제품 믹스 개선 지속  
동 가격 강세로 실적 배가

투자의견 '매수'와 12개월 forward BPS에 목표 PBR 1.3배를 적용해 산출한 목표주가 70,000원을 유지한다. 투자포인트는 1) 적자 품목인 동관 구조조정에 따른 이익률 개선, 2) 전기차 확대로 고수익인 판/대 제품 비중 상승, 3) 방산의 높아진 안전 마진, 4) 증장기 동 가격 상승 등이다. 그리고 현재 주가는 12개월 forward 기준 PER 6.6배, PBR 0.9배이다. 여기에 동 가격의 상승세가 이어지며 실적을 배가시킬 것이다. 경기 회복과 전기차 확대로 동 수요는 증가하는 데 동 광산 capex 감소로 공급 증가가 제한적이어서 동 가격은 증장기적으로 상승할 것이다.

## 위험 요인

중국 철강 수요 증가 없이  
철강 사이클 개선 어려워

지난 2년간 철강 사이클의 전환 및 이상향을 이끌었던 요인은 수요보다는 공급에 있다. 2018년에도 중국의 생산설비 감축이 이어질 것으로 예상되나 규모는 감소할 전망이다. 공급 측면에서의 변화만으로는 업황 개선을 이끌어내기 어려울 것이다. 우리는 2018년 중국 철강 수요가 2% 증가하면서 호조세가 이어질 것으로 전망한다. 그러나 중국 정부가 금융과 부동산에 대해 강력한 규제에 나설 경우에는 철강 수요 증가에 부정적인 요인으로 작용할 것이다.

〈표 2〉 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가				실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
POSCO (005490)	투자의견	매수	2015A	58,192	2,410	181	1,845	490,547	90.2	0.3	0.4	5.9	4.8
	목표주가(원)	400,000	2016A	53,084	2,844	1,363	16,627	503,596	15.5	0.5	3.3	6.5	3.1
	현재가 (11/7, 원)	324,000	2017F	60,438	4,742	3,101	38,761	534,807	8.4	0.6	7.1	5.4	2.6
	시가총액(십억원)	28,248	2018F	61,933	5,609	3,789	47,368	571,560	6.8	0.6	8.1	4.6	2.8
			2019F	66,888	6,657	4,309	53,869	614,278	6.0	0.5	8.6	3.9	2.8
고려아연 (010130)	투자의견	매수	2015A	4,771	672	509	28,820	271,901	16.3	1.7	10.5	9.2	1.8
	목표주가(원)	640,000	2016A	5,848	765	592	33,519	295,176	14.2	1.6	11.2	7.9	1.8
	현재가 (11/7, 원)	521,000	2017F	6,568	929	683	38,647	321,718	13.5	1.6	11.8	7.2	1.9
	시가총액(십억원)	9,661	2018F	7,819	1,170	897	50,736	357,974	10.3	1.5	14.1	5.5	2.3
			2019F	8,210	1,146	886	50,148	392,438	10.4	1.3	12.6	5.4	2.5
현대제철 (004020)	투자의견	매수	2015A	16,133	1,464	734	5,955	115,590	8.4	0.4	5.1	6.8	1.5
	목표주가(원)	82,000	2016A	16,692	1,445	819	6,253	121,394	9.1	0.5	5.2	6.7	1.3
	현재가 (11/7, 원)	58,700	2017F	18,497	1,493	923	7,030	128,021	8.4	0.4	5.6	5.2	1.3
	시가총액(십억원)	7,646	2018F	21,364	1,707	1,073	8,174	135,774	7.2	0.4	6.1	4.6	1.3
			2019F	22,432	2,045	1,281	9,762	145,088	6.0	0.4	6.9	4.0	1.3
풍산 (103140)	투자의견	매수	2015A	2,820	111	52	1,841	38,936	15.0	0.7	4.8	9.6	1.8
	목표주가(원)	70,000	2016A	2,832	218	138	4,912	43,995	8.2	0.9	11.8	6.9	1.7
	현재가 (11/7, 원)	49,200	2017F	2,962	266	174	6,211	49,190	7.9	1.0	13.3	6.2	1.6
	시가총액(십억원)	1,379	2018F	3,262	329	231	8,243	56,216	6.0	0.9	15.6	5.0	2.0
			2019F	3,504	363	253	9,039	64,037	5.4	0.8	15.0	4.4	2.0
포스코강판 (058430)	투자의견	매수	2015A	802	23	9	1,573	29,222	11.4	0.6	5.5	5.7	4.2
	목표주가(원)	48,000	2016A	798	41	31	5,186	34,051	5.7	0.9	16.4	4.4	3.4
	현재가 (11/7, 원)	27,750	2017F	960	36	28	4,638	38,085	6.0	0.7	12.9	4.6	3.6
	시가총액(십억원)	165	2018F	1,031	52	43	7,137	44,218	3.9	0.6	17.3	3.2	5.1
			2019F	1,103	65	55	9,093	51,907	3.1	0.5	18.9	2.1	6.5
포스코엠텍 (009520)	투자의견	중립	2015A	367	8	29	696	1,844	3.5	1.3	46.7	8.5	2.0
	목표주가(원)	-	2016A	267	14	3	75	1,845	40.9	1.7	4.1	7.0	0.8
	현재가 (11/7, 원)	2,395	2017F	260	13	9	217	2,013	11.0	1.2	11.3	6.6	1.0
	시가총액(십억원)	99	2018F	290	15	12	279	2,243	8.6	1.1	13.1	5.5	1.0
			2019F	350	18	14	344	2,538	7.0	0.9	14.4	3.9	1.0

주: 11월 7일 종가 기준  
 자료: 각 사, 한국투자증권

# 건설

## 종립

### ▶ 3대 키워드

- 투자의 확산
- 한국의 명예회복
- 한국형 주거복지

### ▶ Top picks

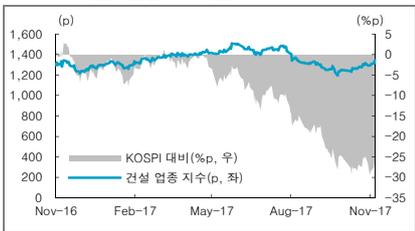
삼성엔지니어링 (028050, 매수, TP 17,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	87.4	17.8	10.7
PBR(x)	2.5	2.2	1.8
EV/EBITDA(x)	15.5	8.5	5.7
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	153	752	1,244
BPS(원)	5,311	6,062	7,307

- 2017년부터 수주잔고를 채우기 시작
- 순수 EPC이자 육상플랜트 player로 턴어라운드 가속
- 우호적 발주처의 발주 재개로 수혜

대림산업 (000210, 매수, TP 130,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	5.3	5.9	6.2
PBR(x)	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(x)	4.5	3.6	4.2
DY(%)	0.3	0.3	0.3
EPS(원)	17,457	15,517	14,749
BPS(원)	136,567	151,745	166,156

- 높은 이익으로 밸류에이션이 크게 낮아지고 있음
- 양호한 재무구조로 불리한 내수 여건 속 충격 최소화
- 글로벌 EPC 업체 중에서도 최상위 수익성 보유

### ▶ 12개월 업종 수익률



이경자  
kyungja.lee@truefriend.com

허나래  
narae.heo@truefriend.com

# 이제는 산업재

## Investment Summary

### 2018년 3대 키워드: 투자의 확산, 한국의 명예회복, 한국형 주거복지

지난 3년간 건설업종을 견인했던 주택시장의 양적 성장은 일단락된다. 반면 super cycle로 투자여력이 높아진 화학기업, 유가 상승으로 미래 성장 투자가 가능해진 오일메이저들의 capex cycle을 전망한다. 더불어 글로벌 시장에서도 존재를 찾기 힘들었던 한국EPC의 명예회복이 예상된다. 내수시장은 한국형 주거복지로 공적임대주택 연 17만호 공급, GTX등 교통망 인프라 확충 등 민간보다 공공의 힘이 커질 것이다.

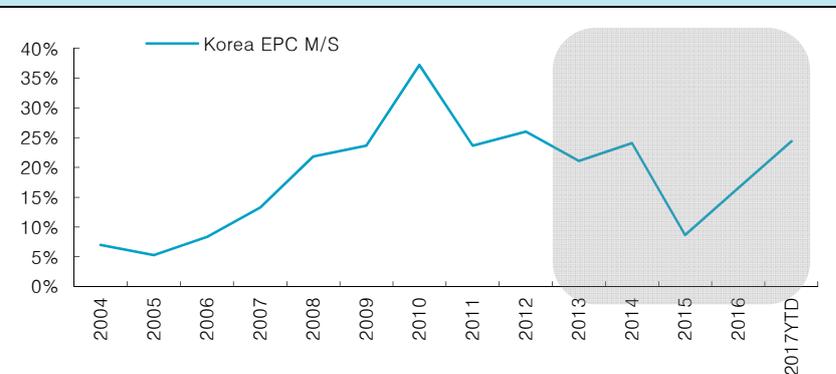
### 이익과 capex의 괴리를 좁힐 시점

에너지/화학기업들의 이익과 EPC발주는 1~2년 후행한다. 정유/화학기업들의 이익은 사상 최대인 반면, capex와의 괴리는 사상 최대다. 경기 의구심과 재원 부족으로 망설였던 발주처들은 유가회복과 함께 투자를 재개하고 있다. 2017년 중동과 북아프리카(MENA)에서 계약이 완료된 원유가스 프로젝트의규모만 전년의 총액대비 9% 늘어났다. 2017년 총액은 전년대비 33% 증가하고 2018년은 18% 추가 성장할 전망이다. 중동과 아시아의 에너지 전략은 근본적으로 동일한데 가스를 개발해 발전연료로 쓰고, 원유는 최대한 수출용 혹은 제품원료로 확보하는 것이다. 따라서 2018년 주요 발주시장은 중동의 가스전과 화학플랜트, 아시아의 정유/화학플랜트다.

### Top pick: 삼성엔지니어링, 대림산업

매출의 절반 이상을 국내 주택시장에서 창출해 왔다는 점에서 건설업종의 매력은 타 산업재 섹터 대비 낮다. 순수 EPC업체이거나, 밸류에이션이 매우 싸면서도 기업의 구조적 변화를 보일 업체에 선별 투자가 필요하다. Top picks는 삼성엔지니어링과 대림산업을 유지한다. 삼성엔지니어링은 순수 EPC이면서도, 육상플랜트 player라는 점에서 조선사 대비 턴어라운드 속도가 훨씬 빠르다. 대림산업은 3분기 어닝 서프라이즈 이후 밸류에이션이 크게 낮아지고 있으며 양호한 재무구조로 후분양제 도입과 금리인상 등 불리한 내수시장 여건 속에서도 충격을 최소화하며 성장이 가능하다.

[그림 1] 중동시장에서 한국 EPC의 점유율



주: 대림산업, GS건설, 현대건설, 삼성엔지니어링, 대우건설 대상  
자료: MEED Projects, 한국투자증권

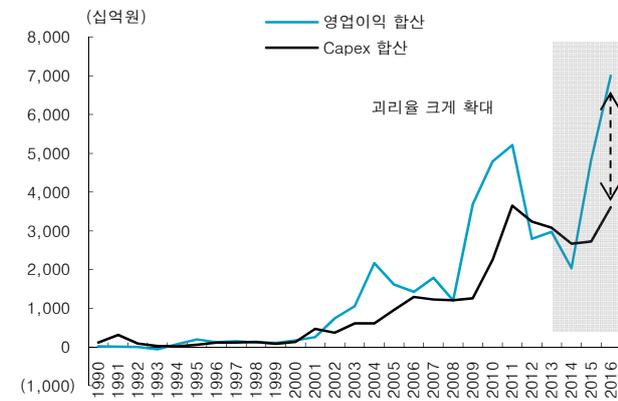
## 3대 키워드

### 1. 그 많은 돈은 어디에 쓸까?

#### 아시아 시장의 활기

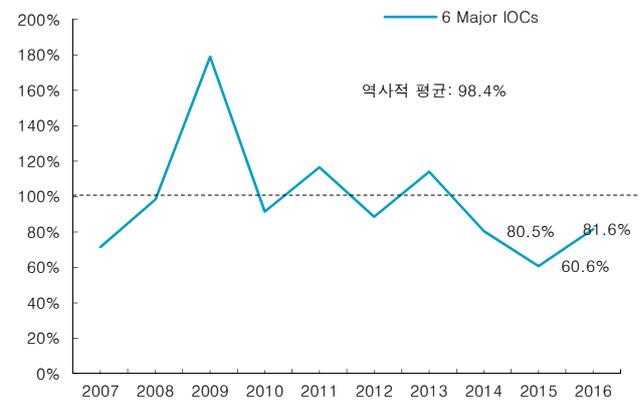
2018년 EPC시장의 특징은 그간 고요했던 아시아 시장의 활기다. 태국과 말레이시아를 중심으로 발주 증가가 예상된다. 태국의 가스 수요는 연 10%, 정제유 수요는 5% 이상 증가하고 있으나 가스 고갈과 정제설비 노후화로 투자가 필요하다. 태국의 국영 에너지그룹 PTT는 50억달러의 스리라차 CFP 정유와 LNG터미널 프로젝트를 추진하고 있다. 말레이시아 페트로나스도 유가회복과 수요개선으로 취소했던 투자를 재개한다. 2017년 업스트림 위주로 투자자 소폭 늘었으며 2018년은 2016년 취소됐던 RAPID 엘라스토머 패키지 재개, 멜라카 정유 디젤 업그레이드 발주 등 소규모 프로젝트 위주로 투자를 시작한다.

[그림 2] 한국 화학기업의 영업이익과 capex 합산



주: 기초설비 보유 기업으로 LG화학, 롯데케미칼, 한화토탈, YNCC, 대한유화  
자료: 각사, 한국투자증권

[그림 3] 오일메이저의 매장량 대체율 3년 연속 하락



주: 엑손모빌, BP, Chevron, Total, Shell, 코노코필립스의 평균  
자료: 각사, 한국투자증권

#### 사상 최대 이익 기반으로 한국 화학 기업도 투자

사상 최대의 이익을 경신하고 있는 롯데케미칼은 인도네시아에 35억달러 규모의 NCC를 투자한다. 대림산업과 삼성엔지니어링은 돈독한 수행경험을, GS건설은 올해 FEED 수주를 강점으로 내세우고 있다. 누가 수주하든 한국업체가 수주할 것이다.

<표 1> 2018년 주요 육상 프로젝트

(단위: 십억달러)

Country	Project	금액	Bidder
Saudi Arabia	하위앗 가스	1.0	사이렘, TR, CTCI, 페트로팩, L&T, 삼성엔지니어링, 현대건설/현대엔지니어링 TR 최저가, 사이렘(2위), 삼성엔지니어링(3위)로 알려졌다 최중 결과 가변적
Saudi Arabia	하라드 가스	3.0	GS건설, 대우건설, 삼성엔지니어링, 현대건설, JGC, 사이렘, TR, L&T, CTCI 등 TROI 최저가(23억달러)를 제출한 것으로 보도됐으나 최종 결과 가변적
Kuwait	쥬라식 가스	3.6	SK건설/페트로팩, 삼성엔지니어링/L&T, 사이렘/TR, 2월 입찰마감
Algeria	Ain Tsila gas condensate	2.0	도셀, 대우건설, Bonatti, TR, JGC, GS건설
UAE	IGD #2	1.0	페트로팩, 테크닉, KBR, 사이렘, 테크니몽, NPCC, TR, JGC, 치오야, GS건설, 현대건설
UAE	루와이스 아로마틱스	1.0	2018년 1월 ITB 발급
UAE	알호슨 가스(Al Hosn Sour gas)	2.3	2개 패키지, 2017년 10월 PQ마감
PTTLNG	NongFab LNG터미널	0.5	삼성엔지니어링, GS건설 등
타이오일	스리라차 CFP 정유	5.0	삼성엔지니어링, GS건설 등
Petronas	Elastomer	1.2	GS건설 등(2015년 로이스트였으나 프로젝트 취소)
Petronas	멜라카 정유 디젤 업그레이드	0.3	삼성엔지니어링
롯데케미칼	타이탄 NCC	3.5	삼성엔지니어링, 대림산업, GS건설 등(GS건설이 FEED 수행 중)

자료: MEED projects, 각사, 한국투자증권

## 2. 명예회복

한국EPC의 중동 점유율  
24%로 회복

2015년과 2016년, 한국EPC의 중동 플랜트 시장 내 점유율은 각각 8%, 16%였다. 2017년 중동플랜트 시장은 38% 성장할 전망이며 올 3분기까지 한국의 점유율은 24.4%로 2014년 수준을 회복했다. 2018년 중동 플랜트 시장은 36% 성장하고 한국의 점유율도 과거 평균인 20%를 유지할 전망이다. 이에 따라 대형사의 2017년 해외수주는 138억달러로 전년 대비 31.3%, 2018년은 30.4% 증가할 전망이다.

해외수주의 질적 의구심도  
해소되는 단계

그간 해외수주의 질에 의구심이 컸지만 부실을 해소하고 난 일부 EPC업체의 수익성이 먼저 개선되고 있어, 업종 성장에 확신을 가져다 줄 요인이다. 가장 빠르게 부실을 정리한 대림산업의 2017년 2분기 해외 매출총이익률은 12%로 가장 양호했고 DSA(사우디법인) 영업이익률은 change order효과가 있었지만 17.2%에 육박했다. 글로벌 업체 중에서도 최상위 수준이다.

2017년 중동의  
best performer는  
삼성엔지니어링

올 들어 중동시장의 best performer는 삼성엔지니어링이다. 윤곽이 드러나거나 계약이 완료된 중동의 주요 플랜트는 총 195억달러 규모다. 삼성엔지니어링이 53억달러로 가장 많은 수주를 확보했다. 비록 삼성엔지니어링에 쏠린 결과지만 한국EPC의 점유율은 회복세다.

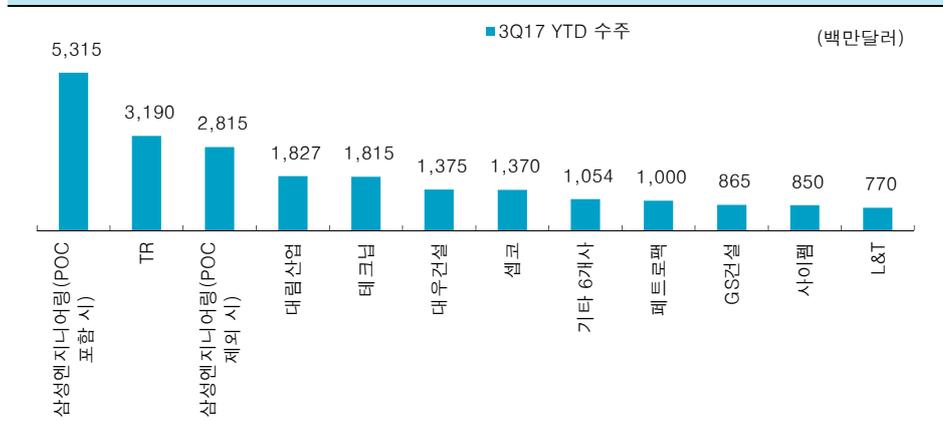
〈표 2〉 대형사 해외수주

(단위: 십억달러)

	현대건설	대림산업	GS건설	대우건설	삼성엔지니어링	합계
2007	3.7	2.2	3.1	1.6	4.1	14.7
2008	7.2	3.5	5.0	1.5	3.7	20.9
2009	5.6	2.4	6.5	3.5	9.6	27.6
2010	12.8	2.7	6.4	4.0	6.7	32.5
2011	4.0	4.9	4.9	4.5	7.5	25.8
2012	9.0	3.0	3.8	5.3	8.2	29.3
2013	9.6	4.6	3.5	3.5	4.2	25.3
2014	9.3	2.2	5.8	3.2	4.2	24.6
2015	3.0	1.5	2.5	2.5	2.3	11.8
2016	3.3	2.2	2.4	1.2	1.3	10.5
3QYTD	1.9	0.7	0.9	1.0	2.2	6.7
2017F	3.9	3.0	0.9	1.0	5.0	13.8
2018F	5.0	3.0	2.0	2.0	6.0	18.0
YoY	28.2%	0.0%	122.2%	100.0%	20.0%	30.4%

자료: 한국투자증권

〔그림 4〕 2017년 현재까지 업체별 중동 플랜트 수주 현황



주: 오만 두쿰, 바레인 바코 프로젝트 포함  
자료: MEED Projects, 한국투자증권

### 3. 한국형 주거복지

#### 현 정부의 부동산 정책 핵심은 주거복지

우리는 현 정부의 부동산 정책의 핵심은 주거복지이며, 특히 미래세대인 청년층과 신혼부부에 혜택이 집중될 것으로 판단한다. 한국인은 자산의 78%가 부동산이라는 특수성이 있는데 중장기적으로 이를 받아줘야 할 미래세대의 구매력이 하락했고 주거 안정성이 훼손되고 있어 미래 경제에도 걸림돌이 되고 있기 때문이다.

#### 임대차시장 개혁

따라서 현 정부에서 추진될 가능성이 높은 혁신적 변화가 임대차시장 개혁이 될 것으로 판단한다. 문재인 대통령은 취임 100일 기자회견에서 ‘미친 전월세’를 없애겠다고 표현하는 등 임대차 시장 안정에 강한 의지를 표명했다. 임대차 시장 개혁은 현 정부의 최대 숙원이다. 정부의 정책 기조에 따라 한국의 임대차 시장은 큰 변화에 직면할 것으로 판단한다.

#### 전월세 상한제와 계약갱신청구권 도입 추진 중

정부는 문 대통령의 공약이던 전월세 상한제와 계약갱신청구권 도입을 추진하고 있다. 한국은 계약기간 내 전월세 임대료 인상을 연 5% 이내로 규제하지만 통상 2년인 전월세 계약기간이 다른 나라에 대비해 짧아 실효성은 낮다. 2년 뒤 갱신 때마다 급등하는 전세가격을 제어할 수 있는 제도적 장치가 없기 때문이다. 반면 유럽과 일본 등 주요국은 오래 전부터 계약갱신청구권과 유사한 임대차 존속보장에 관한 제도를 시행하고 있다. 임대료도 신규 임대차 계약의 경우 대부분 자유롭지만 계약기간 내에는 소비자 물가 상승률, 비교임대료지수 등 기준이 되는 수준 이내로 억제된다.

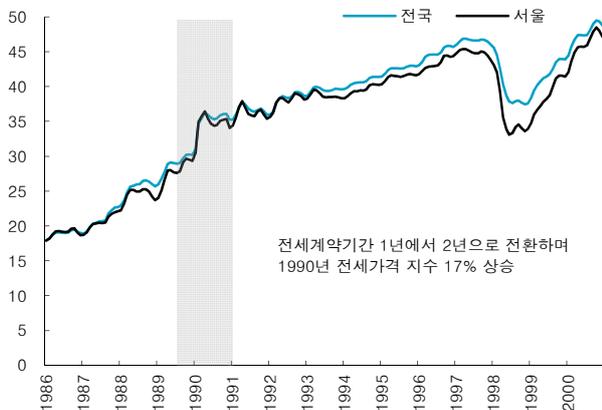
#### 임대차시장 개혁 시 관건은 전세값 급등 등 단기 충격의 억제 여부

계약갱신청구권(2+2년)이나 전월세상한제 도입 시 관건은 전세값 급등과 같은 단기 충격을 얼마나 억제할 수 있는냐는 것이다. 1989년, 당시 1년이던 전세계약 기간을 2년으로 늘리는 정책이 시행(2년 계약제 임대차보호법 개정)됐는데 1990년 시행을 앞두고 1년간 전세가격이 17% 상승했다. 전월세상한제는 입법이 이뤄져야 적용될 수 있어 제도 발표부터 적용까지 시차가 길기 때문이다.

#### 다주택자의 임대사업자 등록이 선행되어야

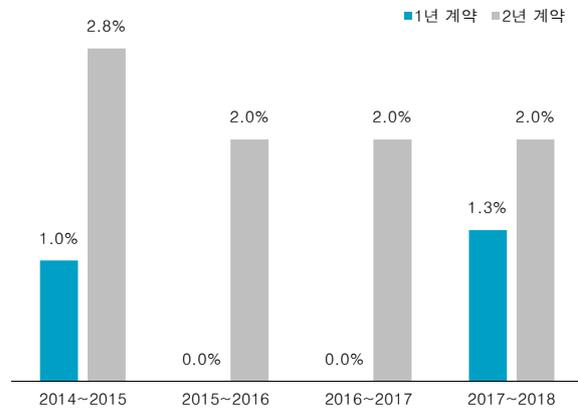
따라서 시장 충격을 줄일 수 있는 준비단계로, 정부는 다주택자의 임대사업자 등록 인센티브 강화나 의무화 방안을 추진할 것으로 예상된다. 이는 장기적으로 임대차시장의 안정화를 꾀하는 동시에 ‘갬투자자’로 지칭되는 투기수요를 차단하는 것이다. 갬투자자들의 근본적인 투자목적은 건강보험료 등 준조세 상승의 위험이 있는 임대사업자 지위보다, capital gain에 있기 때문이다. 이로써 조선왕조때부터 지속된 한국만의 독특한 ‘전세제도’가 쇠퇴 가능성이 높아지고 있다.

[그림 5] 전세가격 지수



자료: KB은행

[그림 6] 뉴욕시의 '임대료 안정화 제도'에 따른 임대료 인상을 제한



자료: New York City Rent Guideline Board

## Top picks

### 삼성엔지니어링(028050)

수주잔고 증가,  
발주처들의 투자 재개

구조조정과 현안 프로젝트의 정리 끝에 2017년부터 수주잔고를 채우기 시작했다. 연초 우리의 예상은 3조원의 해외수주와 3조원의 관계사 수주였지만 현 시점 예상되는 올해 수주는 관계사 3.2조원, 해외수주 5조원이다. 2018년 사빅, 타이오일 등 전통적으로 관계가 좋은 발주처들의 투자 재개가 기회요인이다.

### 대림산업(000210)

화학 사업의 확장과 함께  
분할 시나리오 대두

2017년 YNCC의 영업이익은 1조원을 넘어설 전망이다. 연 4천억원의 배당금 유입이 예상된다. DSA(사우디법인)의 영업이익률은 high single, 본사 해외 매출이익률도 12%대를 유지할 전망이다. 이는 글로벌 EPC 업체 중에서도 최상위 수익성이다. 2018F PER은 6배에 불과하며 화학사업의 확장과 함께 분할 시나리오도 힘을 얻을 것이다.

## 위험 요인

금리인상, 후분양제 도입 시도

2018년은 금리인상과 후분양제 도입 시도 등, 내수 시장의 리스크가 있다. 한국은 선분양제가 정착화된 나라로 주택부족을 해소하고 빠른 대량공급을 위해 1977년부터 도입됐다. 그러나 최근 국정감사에서 국토부 장관이 후분양제 도입을 위한 로드맵을 약속하며 이슈화되고 있다. 후분양제는 공정률 60~80%에서 입주자를 모집하므로 선분양제와 달리 공사기간동안 계약금과 중도금으로 건축비를 조달할 수 없어 건설사의 자금부담과 금융비용이 증가한다. 수요자에게는 후분양 시점까지 금융비용, 건설원가, 물가상승률 등이 모두 전가돼 동일한 경제환경을 가정한다면 분양가의 상승 가능성이 높고 입주 시 단기간 과도한 자금부담이 있다.

현금흐름 악화, 자체자금 조달  
보다는 PF 활용

선분양제 하에서는 착공 후 약 15개월에 걸쳐 현금흐름이 (-)를 보이지만 그 폭이 분양가의 17% 이내인 반면 후분양제 하에서는 24개월에 걸쳐 현금흐름이 (-)를 보이고 그 폭도 분양가의 최대 65%까지 확대된다. 건설사들은 건축원가를 자체자금으로 조달하기보다 PF를 활용할 것이다. 즉 후분양제에서 건설사들은 분양대금의 30~50%를 PF로 추가조달해야 하고, 이자비용도 증가해 디벨로퍼의 수익성이 하락한다. 게다가 2018년 2회의 금리인상이 예상돼 건설사의 금융비용 부담은 더욱 커질 수 있다.

〈표 3〉 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
현대건설 (000720)	투자의견	매수	2015A	19,233	1,089	421	3,777	51,324	7.6	0.6	7.6	3.4	1.8
	목표주가(원)	52,000	2016A	18,825	1,159	572	5,133	56,786	8.3	0.8	9.5	3.9	1.2
	현재가 (11/7, 원)	41,100	2017F	17,742	1,051	437	3,918	60,204	10.5	0.7	6.7	3.8	1.2
	시가총액(십억원)	4,576	2018F	18,912	1,289	711	6,382	66,086	6.4	0.6	10.1	3.2	1.2
			2019F	20,241	1,358	766	6,871	72,457	6.0	0.6	9.9	3.0	1.2
대림산업 (000210)	투자의견	매수	2015A	9,514	272	207	5,352	112,559	12.5	0.6	4.8	9.0	0.4
	목표주가(원)	130,000	2016A	9,854	419	265	6,868	119,454	12.7	0.7	5.9	8.5	0.3
	현재가 (11/7, 원)	92,000	2017F	12,363	608	672	17,457	136,567	5.3	0.7	13.6	4.5	0.3
	시가총액(십억원)	3,201	2018F	13,585	702	598	15,517	151,745	5.9	0.6	10.7	3.6	0.3
			2019F	12,438	655	568	14,749	166,156	6.2	0.6	9.3	4.2	0.3
현대산업 (012630)	투자의견	매수	2015A	4,603	390	217	2,946	32,386	13.2	1.2	9.6	8.2	1.3
	목표주가(원)	54,000	2016A	4,750	517	307	4,168	35,893	10.8	1.3	12.3	5.9	1.6
	현재가 (11/7, 원)	39,500	2017F	5,537	586	384	5,420	40,280	7.3	1.0	13.8	4.0	1.8
	시가총액(십억원)	2,977	2018F	5,609	613	421	6,014	45,254	6.6	0.9	13.4	3.3	1.5
			2019F	5,529	545	391	5,578	49,823	7.1	0.8	11.2	3.6	1.5
대우건설 (047040)	투자의견	중립	2015A	9,890	169	106	258	6,827	21.7	0.8	3.9	17.1	0.0
	목표주가(원)	-	2016A	11,106	(467)	(736)	(1,791)	5,133	NM	1.0	(30.9)	(10.1)	0.0
	현재가 (11/7, 원)	6,500	2017F	12,324	682	452	1,100	6,221	5.9	1.0	20.0	5.5	0.0
	시가총액(십억원)	2,701	2018F	10,709	431	216	526	6,741	12.3	1.0	8.3	8.3	0.0
			2019F	9,882	292	149	363	7,100	17.9	0.9	5.4	11.6	0.0
삼성엔지니어링 (028050)	투자의견	매수	2015A	6,441	(1,454)	(1,305)	(35,301)	(746)	NM	(19.5)	(409.0)	(1.7)	0.0
	목표주가(원)	17,000	2016A	7,009	70	26	150	5,158	68.7	2.0	7.4	16.6	0.0
	현재가 (11/7, 원)	13,350	2017F	5,530	87	30	153	5,311	87.4	2.5	2.9	15.5	0.0
	시가총액(십억원)	2,616	2018F	6,174	209	147	752	6,062	17.8	2.2	13.2	8.5	0.0
			2019F	6,302	335	244	1,244	7,307	10.7	1.8	18.6	5.7	0.0
GS건설 (006360)	투자의견	중립	2015A	10,573	122	26	363	47,324	54.4	0.4	0.8	9.9	0.0
	목표주가(원)	-	2016A	11,036	143	(26)	(394)	47,247	NM	0.6	(0.8)	12.4	0.0
	현재가 (11/7, 원)	28,200	2017F	11,943	315	(2)	(23)	44,534	NM	0.6	0.0	5.9	0.0
	시가총액(십억원)	2,021	2018F	11,956	434	141	1,695	46,201	16.6	0.6	3.7	4.1	0.0
			2019F	11,393	551	231	2,769	48,923	10.2	0.6	5.8	3.3	0.0

주: 11월 7일 종가 기준  
 자료: 각 사, 한국투자증권

# 조선

## 비중확대

### ▶ 3대 키워드

- 글로벌 구조조정 효과, 한국 1등 재탈환
- 운임 상승과 상선 시장 회복 본격화
- 생산설비 위주의 해양 회복

### ▶ Top picks

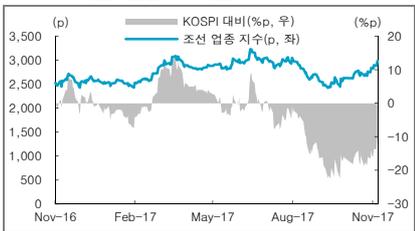
삼성중공업 (010140, 매수, TP 15,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	37.8	61.8	14.3
PBR(x)	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(x)	9.2	10.4	5.5
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	340	208	896
BPS(원)	16,403	16,597	17,434

- 해양 시장의 top player로 2017년 발주 대부분 수주
- 초대형 컨테이너선 인도 실적 보유로 시장 회복 수혜
- 중국 조선소가 따라오기 힘든 시장 내 1위 지위 확보

현대미포조선 (010620, 매수, TP 142,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	6.4	30	9.9
PBR(x)	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(x)	17.7	18	7.8
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	17,477	3,756	11,410
BPS(원)	129,584	133,329	144,705

- 중형 탱커시장에서 독과점적 지위를 구축
- 대형사 대비 적은 capacity로 고정비 부담 낮음
- 가장 빠른 구조조정 이후 턴어라운드 예상

### ▶ 12개월 업종 수익률



이경자  
kyungja.lee@truefriend.com

허나래  
narae.heo@truefriend.com

# 한국의 명예회복

## Investment Summary

### 2018년 3대 키워드: 구조조정, 1등 재탈환, 해양시장 회복

2015년부터 시작된 구조조정의 마무리 국면이다. 2010년 고점 대비 글로벌 조선사의 생산능력은 70%, 야드 개수는 33% 수준이다. 반면 신조선장은 회복세로 2017년 발주량은 2010년 고점의 70% 수준에 이르며 공급과잉이 해소되고 있다. 2013년부터 신조선장 1위로 부상했던 중국은 자국정부의 보조금 제도가 사라지며 점유율이 하락세다. 2017년 신조선장은 전년대비 2배 증가한 780억달러에 이를 전망이며 한국 Big 3의 수주는 전년대비 2.7배 늘어난 167억달러에 이를 전망인데 점유율 상승의 영향이다. 2018년은 다시 11% 증가한 185억달러로 예상된다.

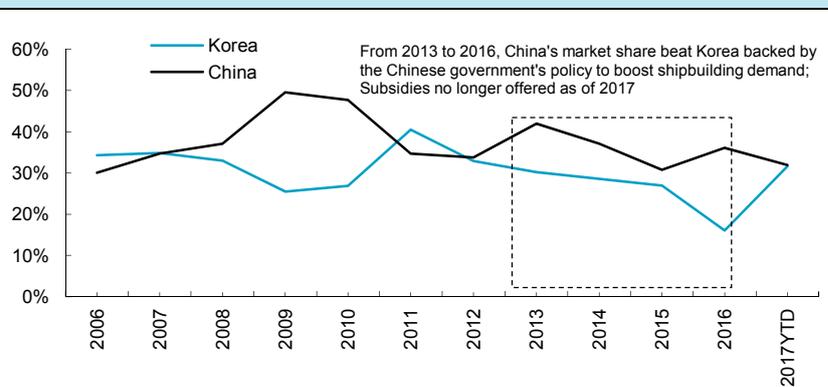
### 해양플랜트, 동면에서 깨어나

2017년 VLCC가 조선업의 바닥 확인에 기여했다면 2018년은 컨테이너선과 LNG선 등 고부가가치 상선과 해양시장이 핵심이다. 2014년부터 컨테이너선 시장은 해운업 불황과 alliance 와해로 발주가 전무했다. 따라서 올해는 2010년 이래 처음으로 선대 증가율이 수요 증가율을 하회하며 수급이 안정되는 해다. 최근 CMA CGM이 9척, MSC가 11척의 초대형 컨테이너선을 발주하며 신조선장에 훈풍이 불고 있다. 2018년에는 14,000teu급 중대형 컨테이너선의 발주 호조가 예상된다. 2018년 예상 유가인 \$50/b대에서는 글로벌 유전의 52%가 경제성을 되찾으며 2018년 해양플랜트 시장은 310억달러로 2014년 이전 수준으로 회귀할 것이다.

### Top pick: 삼성중공업, 현대미포조선

시황회복과 함께 글로벌 1등인 한국 조선사의 매수를 권유한다. 중국이 추격하기 어려운 시장 내 공고한 1위를 추천한다. Top pick은 삼성중공업, 차선호주는 현대미포조선이다. 삼성중공업은 해양 시장의 top player이며 역사적으로 유가와 삼성중공업의 correlation은 0.9로 한국시장에서 가장 높은 상관관계를 보인 종목이다. 현대미포조선은 중형 탱커 내 독과점적 지위로 시황회복 효과를 크게 누릴 것이다.

[그림 1] 한국과 중국의 점유율 추이



자료: Clarksons, 한국투자증권

### 3대 키워드

#### 1. 구조조정과 한국의 점유율 회복

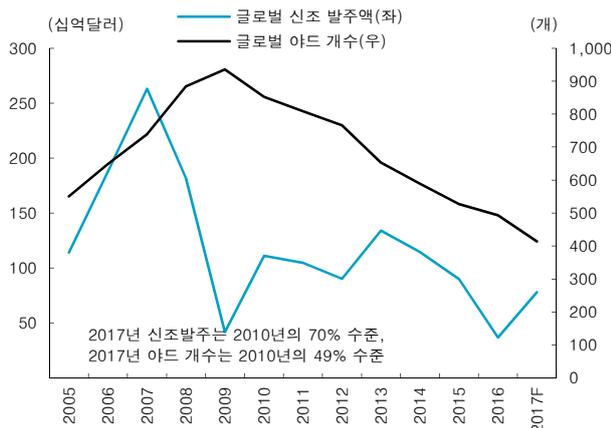
**중국 중심의 야드 감소**

중국 중심의 조선업 구조조정의 효과가 나타나고 있다. 중국 정부의 강력한 추진 하에 중국의 야드 개수는 2009년 384개에서 2017년 132개로 67% 감소했다. 생산 능력 글로벌 1위인 중국 조선사의 퇴출은 글로벌 공급능력의 축소를 의미한다. 한국 조선소 역시 capacity의 30% 이상을 감축한 상태다. 특히 과열 경쟁을 빚었던 해양시장에서 대우조선해양이 사업 축소 계획을 밝힘에 따라 해양시장의 정상화가 가장 빠를 전망이다.

**과잉공급 축소로  
수급 균형을 향한**

2010년 글로벌 발주량은 1,111억달러로 최대치를 기록했고, 당시 글로벌 야드 개수는 852개였다. 2017년 발주량은 780억달러로 2010년의 70% 수준으로 회복했다. 반면 글로벌 야드 개수는 414개로 2010년의 49%, capacity 기준으로는 70%에 불과해 조선업은 점차 수급 균형으로 향하고 있다.

[그림 2] 2010년 대비 2017년 신조 발주액과 야드 개수



자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 3] 한국 조선소의 야드 개수 추이



자료: Clarksons, 한국투자증권

**중국 자국발주 감소,  
한국 조선사 1위 재탈환**

지난 3년간 중국 조선사의 수주는 크게 증가했으나 이는 2013년~2017년 노후선박 해체와 신조발주 촉진을 위한 중국 정부의 보조금 지원의 영향 때문이다. 보조금 제도의 혜택을 입은 발주는 중국 조선사 총 수주의 24.1%에 해당한다. 그러나 2017년 이 제도가 종료되기 시작하며 중국의 자국 발주가 눈에 띄게 줄고 있다. 이에 따라 한국 조선사는 올 들어 1위를 재탈환했다. 한국 조선사들이 주력하는 초대형 컨테이너선, LNG선, 해양 플랜트 시장이 회복세를 보이고 있어 점유율 격차는 2018년 더욱 벌어질 것이다.

## 2. 운임 상승으로 펀더멘털 개선

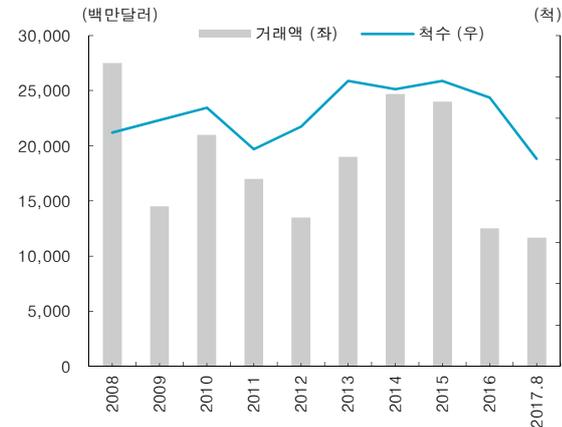
BDI부터 시작된 운임 상승세  
가파른 속도로 지속

신조선시장의 펀더멘털은 운임과 중고선 거래로 표현된다. 2016년 BDI부터 반등하기 시작한 해운 운임은 2017년 전반적인 상승세를 보였다. 컨테이너선 운임도 2016년 하반기부터 본격 회복하기 시작해 SCFI(상하이 컨테이너 운임지수)는 지난 1년간 56% 상승했다. 운임의 절대 수치는 여전히 낮으나 대형 컨테이너선 위주로 상승 속도가 가파르다.

운임 상승과 중고선가 상승,  
선제적 신조 발주로 이어져

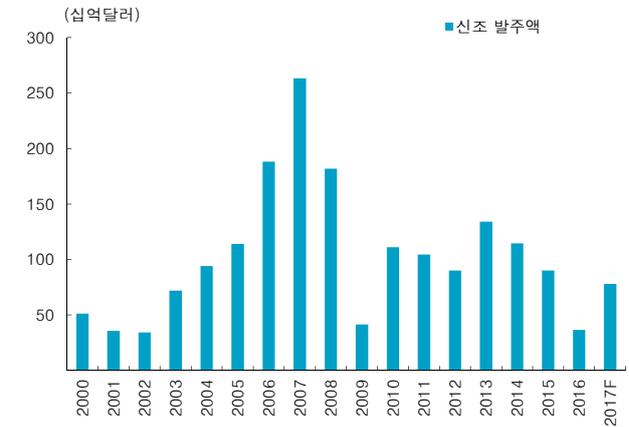
벌크선과 탱커 시장에 나타났던 3년간의 투자 축소와 더불어 환경 및 경제적 요인으로 인한 폐선 증가가 수급 개선을 견인하고 있다. 대부분의 선종에서 운임이 상승하고 중고선 거래액이 늘어나는 변화를 맞이하고 있다. 이는 결국 선제적인 신조발주로 이어져, 2017년 3분기까지 글로벌 발주량은 1,594만GT로 전년 총액대비 이미 44% 증가했고 2017년 총 발주량은 전년의 2배에 육박할 전망이다. 2018년 발주량은 2017년 대비 30% 늘어난 7천만GT에 달할 전망이다.

[그림 4] 중고선 거래액 추이



자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 5] 신조 발주액 추이



자료: Clarksons, 한국투자증권

중고선은 임시 방편,  
환경규제가 발효되는 2020년  
다가올수록 신조발주 필요

2016년 신조선시장은 20년만의 최악이었지만 중고선 거래는 2014년부터 양호한 수준을 지속하고 있다. 이는 선박 시장의 수요가 견조함을 의미한다. 폐선이나 신규 용선계약으로 새로운 선박이 필요한 선주들이 유가 불확실성과 재무 취약성 등을 이유로 신조 투자를 미루고 중고시장에서 선박을 조달해 왔기 때문이다. 특히 2020년 대부분의 환경 규제가 발효되므로 2년의 시간 동안 단기 운항할 선박을 중고로 매입하고 있다. 중고선은 임시 방편일 뿐이며 2020년이 다가올수록 신조 발주가 필요하다. 구형 선박들의 대형 폐선이 예상되며 2년 반 이상의 건조기간을 고려할 시 2018년부터 신조 수요 회복이 더욱 빨라질 것이다.

VLCC에 이어  
컨테이너선 시장 온기 확산,  
2018년 지속 전망

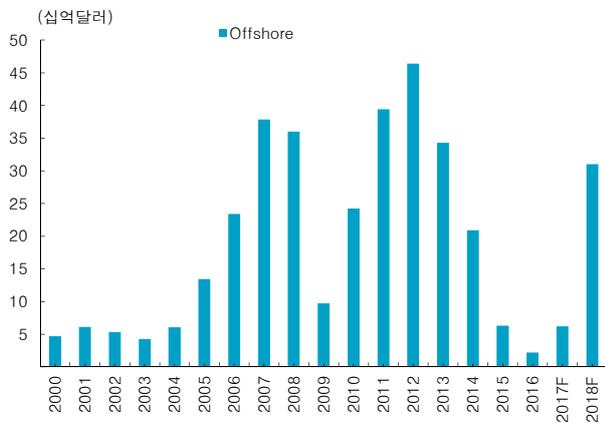
2017년 상반기 상선 시장은 강재가격 상승으로 선박주 수요가 늘어난 VLCC가 주도했다. 하반기 온기가 컨테이너선으로 확산되며 2014년 이후 처음 초대형 컨테이너선 발주가 이루어졌다. MSC의 컨테이너선은 삼성중공업이 6척, 대우조선해양이 5척을 수주하며 한국의 경쟁력을 재확인했다. 2017년 선대(fleet) 증가율은 1.9%에 그쳐 공급과잉이 큰 폭 완화된다. 최근 부상한 컨테이너선 시장의 핵심 변수는 폐선 연령으로, 연 70만TEU(과거 10~20만TEU)의 폐선이 이뤄지고 있다. 폐선연령은 과거 30년 이상에서 2016년에는 19년으로 하락했다. 타이트한 수급으로 컨테이너선 운임이 안정되고 신조 회복으로 이어질 전망이다.

### 3. 해양 생산설비의 발주 회복, 시추 리스크 감소

글로벌 유전 경제성 확보,  
2018년 해양 시장규모  
310억달러 예상

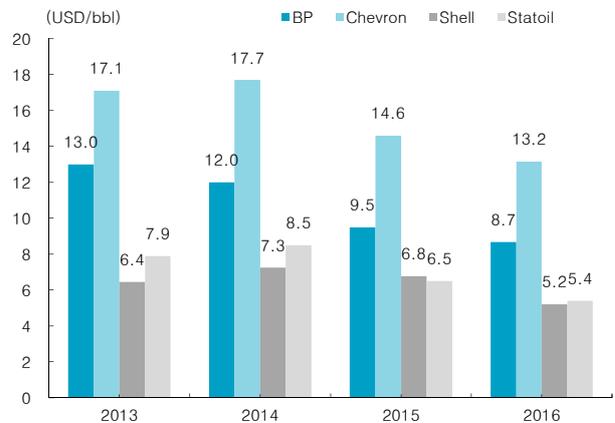
2014년부터 저유가의 충격을 가장 크게 입은 섹터는 해양플랜트였다. 해양시장은 2010년부터 약 300억달러의 규모를 유지했으나 2015년 63억달러, 2016년 22억달러에 불과한 수준으로 침체됐다. 그러나 오일메이저들은 2014년 대비 생산원가를 33% 이상 낮춰, 경제적 유가수준은 기존의 \$70/b에서 \$40/b로 하락했다. 현 유가인 \$50/b에서는 글로벌 유전의 52% 이상이 경제성을 되찾았다. 지난 4년간의 업스트림 개발 침체 영향으로 2020년 이후 원유시장의 수급 불균형을 우려해야 할 시기다. 이에 따라 2018년 해양시장 규모는 310억달러로 추정하며, 2014년 이전 수준으로 회복할 것이다.

[그림 6] 해양 프로젝트 발주 현황



자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 7] IOC의 경제적 유가수준 하락



자료: 각사, 한국투자증권

#### 글로벌 해양 시장의 압도적 player인 삼성중공업

해양시장에서는 삼성중공업이 압도적인 우위를 차지하고 있다. 2017년 대형 해양 구조물 발주는 ENI의 FLNG(25억달러), BP의 Mad-dog2 FPU(13억달러)에 불과했는데 이를 모두 삼성중공업이 수주했다. 싱가포르 Sembcorp 과 중국 상해외교고는 시추시장, 특히 심해에 필요한 드릴십보다 천해에 투입되는 잭업리프 중심으로 수주하고 있다. 가장 강력한 경쟁자였던 대우조선해양은 채권단과 합의한 자구 계획에 해양 사업의 점진적 축소안이 포함돼 있어 삼성중공업의 경쟁력은 더욱 강화될 전망이다. 시추설비의 미인도 리스크도 해소되고 있다. 2017년 들어 시추업체들이 용선계약에 성공하며 삼성중공업의 Ensco 드릴십 조기 인도, 현대삼호중공업의 세미리프 resale 성공 등 회복 시그널이 나타났다. 이는 조선사의 현금흐름에 upside 요인이다.

<표 1> 조선사별 수주 현황

(단위: 십억달러)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017YTD	2017F	2018F	YoY
<b>현대중공업</b>	11.5	13.0	8.2	16.0	12.2	7.6	4.3	3.0	5.2	6.0	15.4%
해양	6.5	5.6	4.2	7.1	6.0	1.6	0.4	0.1	1.6	2.0	25.0%
상선	5.0	7.5	4.0	8.9	6.2	6.0	3.9	3.0	3.6	4.0	11.1%
<b>삼성중공업</b>	9.7	14.8	9.6	11.5	7.3	5.9	0.5	6.3	7.0	8.0	14.3%
해양	3.7	8.9	8.2	8.7	3.9	2.0	-	3.8	3.0	4.0	33.3%
상선	6.0	5.9	1.4	2.8	3.4	3.9	0.5	2.5	4.0	4.0	0.0%
<b>대우조선해양</b>	11.5	13.0	14.3	13.6	14.9	4.4	1.5	2.1	4.5	4.5	0.0%
해양	6.5	5.6	10.5	8.1	2.7	-	-	-	0.5	0.5	0.0%
상선	5.0	7.5	3.8	5.5	12.2	4.4	1.5	2.1	4.0	4.0	0.0%
<b>현대미포조선</b>	2.0	2.0	3.0	5.9	1.8	2.8	0.9	2.0	2.5	3.0	20.0%
<b>Big3</b>	32.6	40.8	32.0	41.1	34.4	17.9	6.3	11.4	16.7	18.5	10.8%
해양	16.7	20.0	22.9	23.9	12.6	3.6	0.4	3.9	5.1	6.5	27.5%
상선	15.9	20.8	9.1	17.1	21.7	14.3	5.9	7.5	11.6	12.0	3.4%

자료: 각사, 한국투자증권

## Top picks

### 삼성중공업(010140)

해양과 초대형 컨테이너선  
발주 회복의 수혜

해양시장의 top player로 업스트림 시황 회복의 수혜를 온전히 누릴 것이다. 대우조선해양이 해양사업의 점진적 축소 계획임에 따라 점유율 상승의 기회를 잡을 것이다. 또한 2만teu급 초대형 컨테이너선의 인도 실적을 가진 유일한 조선사로, 컨테이너선 신조선장 회복에도 대비할 준비가 되어 있다. 2018년 상반기까지는 매출 감소와 구조조정 비용 등 고정비 부담을 감내해야 하나 2017년 수주는 70억달러로 예상돼 전년의 5억달러에서 대폭 개선되고 2018년에도 70~80억달러의 완전한 회복을 보일 것이다. 역사적으로 수주잔고/시가총액 배수는 0.45배에 형성돼 왔으며, 이를 2018년 예상 수주잔고에 대입 시, 적정주가는 15,000원이다. PBR 0.7배로 peer 중 낮은 밸류에이션에 머물러 있지만 유가와 주가의 correlation이 0.9로 한국시장에서 가장 높은 상관관계를 보였다는 점에서 리레이팅을 예상한다.

### 현대미포조선(010620)

MR탱커 시장 압도적 지위,  
가장 빠른 턴어라운드 예상

MR탱커 시장에서의 독과점적 지위와 상대적으로 작은 capacity와 높은 효율성으로 가장 빠른 턴어라운드를 예상한다. 실제 3분기 실적에서 이례적으로 높은 수익성을 보였는데 이는 공정문제가 해소되고 인력의 숙련도가 제고됐을 때 창출할 수 있는 이익 잠재력을 입증한 사례다. 2017년 올해 수주목표를 이미 달성한 상태로, 이제 신조선가 인상에 역점을 두고 선별 수주에 나설 전망이다. 현재 2018년 상반기 슬롯만 일시적으로 빈 상태로, 2018년 하반기부터 peer 대비 가장 빠른 외형 성장을 예상한다.

## 위험 요인

중국의 첨단 선박 시장 진출,  
정상적 인도여부는 불확실해  
시장 내 1위에 집중 추천

2017년 하반기 메가 프로젝트였던 CMA CGM의 초대형 컨테이너선 9척을 중국 후동조선과 SWS(상해외고교조선)이 수주한 바 있다. 현대중공업 대비 낮은 가격을 제시함과 더불어 중국 자본의 선박금융 지원이 크게 작용했기 때문이다. OECD 가이드라인에 의해 선박금융의 대출한도를 제한받는 한국과 달리, OECD가 아닌 중국은 대부분의 선박금융 제공도 가능하다. 중국이 첨단선박 시장에 진출했다는 점에서 향후 위험 요인으로 작용할 수 있다.

그러나 해당 조선소(CSSC 그룹)를 탐방한 결과, 선가의 95%의 대출을 보장한 중국정부의 파격적 금융지원도 반복되기 어려운 이례적 이벤트를 확인할 수 있었다. 신조선장과 선박금융 시장의 회복이 본격화되며 선주들은 다시 품질과 내구연한에 관심이 옮겨갈 것이다. 후동조선과 상해외고교 조선의 초대형 컨테이너선 수주가 track record를 쌓기 위한 전략적 수주 의도가 컸던 점을 고려할 때, 납기를 맞춘 정상적 인도 여부는 여전히 불확실하다. 글로벌 경쟁사들이 추격하기 어려운 경쟁력을 지닌 1위 업체에 집중하는 것이 유리하다.

<표 2> 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가				실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
현대중공업 (009540)	투자의견	매수	2015A	46,232	(1,540)	(1,350)	(24,349)	193,461	NM	0.4	(9.3)	(39.9)	0.0
	목표주가(원)	220,000	2016A	39,317	1,642	545	8,768	222,413	14.7	0.6	3.7	8.6	0.0
	현재가 (11/7, 원)	164,000	2017F	17,321	462	3,006	51,807	216,056	3.2	0.8	20.2	11.2	0.0
	시가총액(십억원)	9,293	2018F	15,991	360	230	3,600	230,051	45.6	0.7	1.6	12.0	0.0
			2019F	21,980	1,130	670	10,466	235,824	15.7	0.7	4.5	6.9	0.0
삼성중공업 (010140)	투자의견	매수	2015A	9,714	(1,502)	(1,205)	(5,879)	22,545	NM	0.4	(24.7)	(4.2)	0.0
	목표주가(원)	15,000	2016A	10,414	(147)	(121)	(485)	18,545	NM	0.5	(2.3)	38.8	0.0
	현재가 (11/7, 원)	12,850	2017F	7,933	98	124	340	16,403	37.8	0.8	2.0	9.2	0.0
	시가총액(십억원)	5,011	2018F	5,753	90	76	208	16,597	61.8	0.8	1.2	10.4	0.0
			2019F	7,650	412	326	896	17,434	14.3	0.7	4.9	5.5	0.0
현대미포조선 (010620)	투자의견	매수	2015A	4,652	67	38	1,935	84,070	26.9	0.6	2.2	32.8	0.0
	목표주가(원)	142,000	2016A	4,220	208	35	1,734	107,443	38.8	0.6	1.8	15.3	0.0
	현재가 (11/7, 원)	112,500	2017F	3,185	176	349	17,477	129,584	6.4	0.9	14.7	17.7	0.0
	시가총액(십억원)	2,250	2018F	3,330	158	75	3,756	133,329	30.0	0.8	2.9	18.0	0.0
			2019F	4,160	357	228	11,410	144,705	9.9	0.8	8.2	7.8	0.0
대우조선해양 (042660)	투자의견	매수	2015A	15,444	(2,124)	(2,098)	(140,610)	3,398	NM	14.9	(132.5)	(4.9)	0.0
	목표주가(원)	26,000	2016A	12,819	(1,531)	(2,734)	(126,098)	15,660	NM	2.9	(279.6)	(5.8)	0.0
	현재가 (11/7, 원)	18,800	2017F	11,246	1,295	1,774	21,278	39,371	1.0	0.5	68.7	4.7	0.0
	시가총액(십억원)	1,974	2018F	9,056	427	289	2,752	42,398	7.6	0.5	6.7	11.7	0.0
			2019F	7,353	379	253	2,407	45,083	8.7	0.5	5.5	12.7	0.0
한진중공업 (097230)	투자의견	매수	2015A	3,064	(223)	(392)	(3,835)	11,538	NM	0.3	(28.5)	(27.0)	0.0
	목표주가(원)	5,300	2016A	2,813	(79)	(334)	(3,216)	8,461	NM	0.4	(32.2)	1,448.4	0.0
	현재가 (11/7, 원)	3,850	2017F	2,437	56	(38)	(359)	9,562	NM	0.4	(4.0)	19.6	0.0
	시가총액(십억원)	408	2018F	2,176	167	103	974	10,535	4.0	0.4	9.7	4.1	0.0
			2019F	2,000	52	23	218	10,753	17.6	0.4	2.1	6.9	0.0
세진중공업 (075580)	투자의견	매수	2015A	453	35	20	555	3,810	5.5	0.8	15.1	8.5	3.3
	목표주가(원)	5,800	2016A	427	20	14	369	4,133	8.5	0.8	9.3	9.7	3.2
	현재가 (11/7, 원)	3,240	2017F	340	16	6	145	4,179	22.3	0.8	3.7	10.4	3.1
	시가총액(십억원)	124	2018F	358	20	10	243	4,343	13.3	0.7	6.2	7.2	3.1
			2019F	798	61	41	941	5,307	3.4	0.6	22.0	2.8	3.1

주: 11월 7일 종가 기준  
 자료: 각 사, 한국투자증권

# 지주회사

## 주주환원책, 투자자의 눈높이는 삼성전자

### 비중확대

#### ▶ 3대 키워드

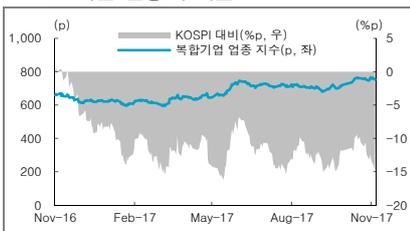
- 스투어드십코드, 2018년 제도 도입 본격화
- 주주환원정책, 투자자의 눈높이는 삼성전자
- 자사주, 유휴자산 활용요구 증가

#### ▶ Top picks

현대로보틱스(267250, 매수, TP 628,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	3.5	5.4	4.3
PBR(x)	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(x)	NM	NM	NM
DY(%)	NM	NM	NM
EPS(원)	120,323	77,791	96,976
BPS(원)	576,641	566,734	644,525

- 전년 일회성 법인세 환급과 단계적 주식취득이익이 대거 반영되어 2018년도 감익 예상
- 정제마진 개선과 유가상승으로 현대오일뱅크의 기업 가치 개조명 예상
- 현재 정보의 미비로 저평가를 받고있는 현대글로벌서비스의 NAV 기여도도 점차 증가할 전망

#### ▶ 12개월 업종 수익률



### Investment Summary

#### 스튜어드십 코드, 2018년 제도 도입 본격화

2018년에는 스투어드십 코드 논의가 본격화될 전망이다. 지배구조 리스크를 종식하고 기업들의 투명한 경영 활동을 위한 첫걸음이다. 스투어드십 코드는 중요 사안에 대해 기업과 주주 간의 적극적인 의견 교환을 요구한다. 한국 자본시장은 꾸준히 지적되는 오너 리스크가 고질적인 코리아 디스카운트의 원인이지만, 한국형 스투어드십 코드 도입으로 재평가 받을 기회를 가질 것이다. 이외 삼성전자를 필두로 국내 대표 기업의 주주환원정책 변화를 기대한다.

#### 공정위, 브랜드로열티 전수 조사

공정위의 브랜드로열티 전수 조사가 진행 중이다. 자회사의 브랜드로열티 계약에 변화가 생길 경우 지주회사의 NAV 감소 요인이다. 수수료율 문제보다 각 사별로 처한 입장이 다르기에 일괄적인 접근이 어려워 보인다. 예를들어 SK 아래 SK텔레콤과 SK이노베이션은 동일한 수수료율 20bp를 지급하지만, B2C 기업인 SK텔레콤은 자체 브랜드로 그룹과 별개로 상당한 광고비를 집행 중이다. 자체 광고 비중이 적은 SK이노베이션과는 상황이 다르다. LG그룹 아래 B2C기업인 LG전자와 B2B기업인 LG화학도 같은 입장이다. 브랜드로열티는 매출액에 연동이 되어 있다. 순이익은 대비 매출이 큰 경우 이익의 상당 부분을 브랜드로열티로 지급하는 회사가 있다는 점에서 공정위는 단순 수수료율 보다 다각적 사안을 검토할 것으로 판단된다.

#### Top pick: 현대로보틱스

Top pick은 현대로보틱스로 목표주가 628,000원을 제시한다. 정제마진 개선, 유가상승으로 현대오일뱅크의 기업가치 재조명을 예상한다. 정보의 미비로 저평가를 받고 있지만 매 분기를 거치면서 현대글로벌서비스의 NAV 기여도는 점차 증가할 전망이다.

〈표 1〉 글로벌 기업의 FCF 대비 주주 환원을 비교

(단위: %)

	삼성전자	Apple	Microsoft
배당/FCF	50.0	22.5	45.7
배당/순이익	30.0	26.2	67.9

주: 삼성전자는 2018~2020년, Apple, Microsoft는 2016년 기준  
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

윤태호  
 taeho3123@truefriend.com

### 3대 키워드

#### 1. 주주환원정책, 투자자의 눈높이는 삼성전자

삼성전자 FCF 50%를  
배당으로 지급

삼성전자의 2018년 배당은 전년 대비 100% 증가, 2019~2020년까지는 2018년 수준의 배당을 유지할 계획이다. 향후 3년간 Free Cash Flow의 50%를 배당으로 지급하고, 잔여 재원이 발생하면 추가 현금배당 혹은 자사주매입/소각을 진행할 계획이다. 삼성은 오너 부재 속에서도 주주친화정책, 삼성전자의 실적 개선, 주가 상승 등의 3박자를 선택해 상당한 성과를 이뤄냈다. 삼성전자의 파격적인 주주환원정책과 주주 대응으로 투자자의 눈높이가 높아졌다는 점에서 주주환원에 소극적인 국내 대표기업의 점진적 변화가 예상된다.

대기업들도 주주환원율을  
높이는 추세

롯데는 지주 전환과 함께 배당성향 30%로 발표, SK도 30% 배당성향을 발표, 올해 호실적을 기록한 정유사 또한 중간배당을 실시하며 주주에 화답했다. 투자자의 관심은 지배구조 개편이 예상되는 현대차의 변화이다. 2016년 기준 현대차의 배당성향은 21.6%, 기아차는 17.6%, 현대모비스의 배당성향은 10.9%이다. 글로벌 자동차 업체 평균 33.5%, 부품업체 31.9% 대비는 여전히 낮다는 점에서 추후 개선 개선 가능성이 높아 보인다. 현대차의 대주주 지분율은 취약한 반면, 해외투자자의 비중이 압도적으로 높다는 점에서 가시성이 높아 보인다.

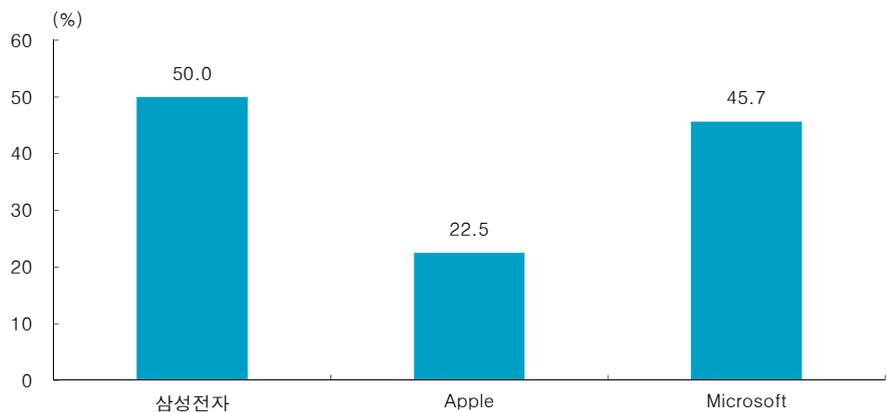
<표 2> 삼성전자의 주주환원책 추이

(단위: 조원, %)

	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
당기순이익	30	23	19	22	42	47
배당총액	2	3	3	4	5	10
배당성향(%)	7.2	13.0	16.4	17.8	11.5	20.5
자사주매입		2	4	7	5	5
주주환원금액		5	7	11	9	15

자료: Dart, 한국투자증권

[그림 1] 삼성전자와 외국 peer 기업 FCF 대비 배당성향 비교



주: 삼성전자는 2018~2020년, Apple, Microsoft는 2016년 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 3> 2017년 국내 주요기업 추정 배당성향

(단위: %)

	롯데계열사	SK	SKT	SK이노베이션	S오일
배당성향	30.0	30.0	26.6	35.3	65.4

자료: 당사, 한국투자증권

〈표 4〉 2016년 현대자동차와 글로벌 peer 배당성향 비교

(단위: %)

	현대차	기아차	모비스	글로벌자동차업체	글로벌자동차부품
배당성향	21.6	17.6	10.9	33.5	31.9

자료: 한국투자증권

## 2. 자사주 등 유휴자산 활용에 대한 요구 증가

### 유휴자산 활용에 대한 요구 증가

삼성전자가 잔여 자사주 7.6%를 내년 상반기 소각할 예정이다. 삼성이 지주 전환을 포기했다는 점에서 삼성전자 이후 삼성생명, 삼성화재, 삼성물산 등 삼성계열사의 자사주 소각 가능성이 열려 있다. 우리는 삼성전자의 의사결정이 타기업에도 영향을 줄 것으로 판단하는데, 현재 국회에서는 자사주 관련 법안이 논의 중이고, 삼성전자를 참고하는 투자자의 영여자본 활용 요구가 증가할 것이기 때문이다. 소각 없는 자사주 보유의 명분이 약하다는 점에서 자사주를 비롯한 유휴자산 활용에 대한 관심이 늘어날 전망이다. 오히려 지분율이 낮은 반면, 자사주/이익잉여금이 자기자본에서 차지하는 비중이 높은 회사의 경우가 주요 관심 대상이 될 것으로 판단한다.

〈표 5〉 기업별 자사주 지분율

(단위: %, 십억원)

기업명	자사주 지분율	대주주 지분율	자사주가치	시가총액	2016 PBR	2017 PBR	이익잉여금	자기자본	(자사주+이익잉여금)/자기자본	(자사주+이익잉여금)/시가총액
KT&G	8.0	8.7	1,159	14,484	2.06	1.86	5,135	6,224	101%	43%
NAVER	10.9	10.6	2,745	25,183	5.82	6.17	3,807	2,846	230%	26%
신성솔라에너지	32.1	10.8	110	343	2.88	2.25	(41)	89	78%	20%
KT	6.1	11.0	465	7,624	0.65	0.65	8,970	10,911	86%	124%
POSCO	8.2	11.1	2,191	26,723	0.42	0.52	42,528	43,826	102%	167%
대신증권	19.4	11.2	135	696	0.44	0.46	637	1,677	46%	111%
유한양행	9.7	15.5	252	2,596	1.92	1.47	1,243	1,349	111%	58%
호텔신라	5.4	17.1	114	2,112	3.62	2.68	508	800	78%	29%
삼성화재	15.9	18.5	2,079	13,075	1.11	1.00	7,329	11,956	79%	72%
현대산업	7.0	18.6	182	2,601	1.25	1.19	2,133	2,624	88%	89%
미래에셋대우	16.6	18.9	1,112	6,696	0.62	0.69	1,969	4,354	71%	46%
덴티움	22.1	19.1	126	571	0.00	2.19	105	77	300%	40%
삼성전자	7.2	19.9	24,760	343,887	1.08	1.48	136,079	131,907	122%	47%
한솔홀딩스	9.0	20.4	25	276	0.57	0.50	295	644	50%	116%
환인제약	17.9	21.2	71	394	1.14	1.03	194	219	121%	67%
메디톡스	6.5	21.7	206	3,177	15.68	13.96	155	140	259%	11%
현대해상	10.8	22.3	430	3,978	0.93	0.92	2,335	3,583	77%	70%
한국금융지주	5.4	22.4	192	3,561	0.74	0.79	1,829	2,932	69%	57%
삼성중공업	6.7	23.2	274	4,095	0.52	0.64	3,486	4,968	76%	92%
동부화재	10.6	23.3	554	5,225	1.05	0.94	3,352	4,619	85%	75%
금호석유	18.4	24.7	406	2,209	1.12	1.33	852	1,274	99%	57%
셀바이오텍	20.2	25.1	71	353	5.22	3.72	69	81	173%	40%
SK텔레콤	12.6	25.2	2,564	20,348	0.96	1.04	13,686	14,098	115%	80%
벽산	15.1	25.6	31	208	1.72	1.08	163	218	89%	93%
에스원	11.0	25.7	364	3,306	3.03	2.71	997	1,058	129%	41%
대덕전자	14.7	26.1	80	544	0.69	0.77	406	464	105%	89%
신영증권	28.9	26.7	152	528	0.43	0.44	811	1,010	95%	183%
현대차	6.0	28.2	1,877	31,279	0.56	0.60	4,781	52,021	96%	159%
제일기획	12.0	28.5	262	2,186	2.26	2.54	731	599	166%	45%

주: 취약한 대주주 지분, 자사주 5% 이상 보유 기업

자료: Quantwise, 한국투자증권

### 3. 스튜어드십 코드, 2018년 제도 도입 본격화

#### 스튜어드십코드, 2018년 본격화

한국형 스튜어드십 코드 도입이 2018년에는 본격화될 예정이다. 지배구조 리스크를 종식하고 기업들의 투명한 경영 활동을 위한 첫걸음이다. 기업 경영과 지배구조에 과도한 참견이라는 시각보다는 한진해운, 대우조선해양, 한전 부지 고가 인수, 전문성 없는 경영진 선임 등을 미연에 방지한다는 점에서도 필요성이 충분하다. 스튜어드십 코드는 중요 사안에 대해 기업과 주주 간의 적극적인 의견 교환을 요구한다. 일본의 경우는 스튜어드십 코드 도입 이후 지배구조 디스카운트가 해소되며 주가가 상승했다. 한국 자본시장은 꾸준히 지적되는 오너리스크가 고질적인 코리아 디스카운트의 원인이지만, 한국형 스튜어드십 코드 도입으로 재평가받을 기회를 가질 것이다.

#### 스튜어드십코드 도입으로 주주들의 적극적 의견 개진

일부에서는 스튜어드십 코드가 기업의 정상적인 경영활동을 방해한다는 의견도 있지만, 스튜어드십 코드의 근본 취지는 기업이 본업에 집중하고, 가치 개선에 주안점을 뒀야 한다는 논의에서 시작한다. 수탁자는 자산을 위탁한 수익자를 위해 기업에 적극적인 감시/견제 활동과 대화를 펼치고, 기업이 오너-주주의 이해관계와 상충되지 않는 길을 가도록 유인해야 한다는 점이다. 기업 입장에서 중요한 의사결정을 내릴 때 기업가치와 주주를 사전에 고려하고, 기관투자자에게 부담을 떠넘기는 의사결정은 피할 것으로 판단한다.

[그림 2] 일본 스튜어드십 코드 도입 이후 주주환원정책 기업의 주가가 인덱스 아웃퍼폼



주: 2014년 1월 6일 증가=100  
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 6> 한국판 스튜어드십코드 제 7원칙

구분	내용
원칙1	기관투자자는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다
원칙2	책임을 이행하는 과정에서 이해상충 문제를 해결하기 위한 정책을 마련해 공개해야 한다
원칙3	투자자산의 보존과 증진을 위해 대상 회사를 지속적으로 점검, 감시해야 한다
원칙4	투자 대상 회사와 공감대 형성을 지향하되, 수탁자 활동을 위한 내부지침을 마련해 공개해야 한다
원칙5	충실한 의견권 행사를 위한 지침, 절차, 세부기준을 포함한 의견권 정책을 마련해 공개해야 한다
원칙6	의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적 보고해야 한다
원칙7	수탁자 책임의 효과적 이행을 위해 역량과 전문성을 확보해야 한다

자료: 한국기업지배구조원, 한국투자증권

## Top picks

### 현대오일뱅크(028260): 벨류에이션, 자회사 업황, 실적 3박자

현대오일뱅크, 정기 보수 후  
이익체력 개선, 기업가치  
재조명 예상

현대오일뱅크는 2018년 매출 24조(+30.2%, YoY), 영업이익 2.2조(+35.1%, YoY), 지배주주 순이익 1.3조원(-23.8%, YoY)을 시현할 전망이다. 감익이 예상되는 이유는 전년 일회성 법인세 환급과 단계적 주식취득이익이 대거 반영되었기 때문이다.

2017년 3분기 현대오일뱅크의 정기 보수 이후 2018년 영업이익은 올해 대비 46% 개선된 1.7원을 시현할 전망이다. 타이트한 수급으로 정제마진은 재차 상승할 것으로 기대되고, 3분기 정기보수 기간 증설을 통해 CDU 생산능력도 23% 증가했기 때문이다.

유가상승, 정제마진 개선세에 힘입어 현대오일뱅크의 기업가치에 대한 눈높이 상향을 전망한다.

**Valuation:** 보유 지분가치 10.6조원(오일뱅크 7.3조원, 글로벌서비스 1.0조원 기타상장사 2.3조원), 영업가치 2,660억원, 자사주 7,520억원, 순차입금 1.7조원을 반영한 산출한 목표 주가는 628,000원이다.

## 위험 요인

공정위의 브랜드로열티 전수  
조사

공정위의 브랜드로열티 전수 조사가 진행 중이다. 조사 결과로 자회사의 브랜드로열티에 변화가 생길 경우 지주회사의 NAV 감소 요인이다. 수수료율 문제보다 각사별로 처한 입장이 다르기에 일괄적인 접근이 어려워 보인다. 이를테면 SK 아래 SK텔레콤과 SK이노베이션은 동일한 수수료율 20bp를 지급하지만, B2C기업은 SK텔레콤은 SK그룹과 무관하게 자체 브랜드로 광고를 상당 부분 집행 중이다. 상대적으로 자체 광고가 적은 SK이노베이션과 상황이 다른 것으로 판단된다. LG그룹 아래 LG전자, LG화학도 같은 입장이다. 이외 현재 브랜드로열티는 매출액에 연동이 되어 있지만, 순이익은 미미하나 매출이 큰 사업의 경우 이익 대비는 상당 규모의 로열티를 지급 중이다. 회사별로 처한 입장이 다르기에 공정위는 이를 고려한 의사 결정을 내릴 것으로 판단한다.

<표 7> 커버리지 valuation

투자이건 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
삼성물산 (028260)	투자이건	매수	2015A	13,345	727	2,747	413	1,877	339.2	74.6	25.2	32.6	0.4
	목표주가(원)	184,000	2016A	28,103	1,912	107	13	2,113	9,653.8	59.4	0.6	11.6	0.4
	현재가 (11/7, 원)	145,000	2017F	26,175	840	675	4,063	2,344	35.7	61.8	3.5	24.7	0.4
	시가총액(십억원)	27,505	2018F	26,341	870	806	4,850	2,614	29.9	55.5	3.7	24.1	0.4
				2019F	27,178	1,081	986	5,926	145,755	24.5	1.0	4.0	20.7
SK (034730)	투자이건	매수	2015A	39,300	1,407	5,346	107,921	189,929	2.2	1.3	70.6	18.0	1.4
	목표주가(원)	358,000	2016A	83,617	5,298	766	13,676	197,625	16.8	1.2	6.0	6.1	1.6
	현재가 (11/7, 원)	288,500	2017F	90,499	6,043	2,207	39,270	226,675	7.3	1.3	15.6	6.1	1.4
	시가총액(십억원)	20,298	2018F	100,301	6,888	2,032	36,154	256,135	8.0	1.1	12.5	5.7	1.4
				2019F	98,054	7,473	2,554	45,441	289,146	6.3	1.0	13.9	5.4
현대로보틱스 (267250)	투자이건	매수	2015A	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
	목표주가(원)	628,000	2016A	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
	현재가 (11/7, 원)	434,000	2017F	18,446	1,636	1,662	120,323	576,641	3.5	0.7	20.9	NM	NM
	시가총액(십억원)	7,068	2018F	24,026	2,217	1,267	77,791	566,734	5.4	0.7	13.7	NM	NM
				2019F	24,289	2,691	1,579	96,976	644,525	4.3	0.7	15.0	NM
CJ (001040)	투자이건	중립	2014A	19,572	1,003	209	7,375	114,587	21.2	1.4	6.3	7.7	0.6
	목표주가(원)	-	2015A	21,167	1,225	206	7,242	120,645	34.7	2.1	5.9	8.0	0.5
	현재가 (11/7, 원)	191,500	2016F	24,005	1,381	272	9,629	127,260	19.9	1.5	7.3	6.5	0.7
	시가총액(십억원)	5,587	2017F	26,685	1,651	326	11,518	135,731	16.6	1.4	8.2	6.0	0.7
				2018F	29,395	1,905	384	13,587	146,060	14.1	1.3	9.0	5.6
한화 (000880)	투자이건	매수	2015A	41,376	758	(285)	(4,097)	55,347	NM	0.7	(6.7)	14.1	1.3
	목표주가(원)	62,000	2016A	47,120	1,686	492	6,848	45,234	5.1	0.8	11.5	8.1	1.7
	현재가 (11/7, 원)	45,450	2017F	50,196	2,091	785	8,674	46,230	5.2	1.0	17.6	7.3	1.3
	시가총액(십억원)	3,406	2018F	50,178	1,827	941	10,399	56,700	4.4	0.8	18.7	8.5	1.3
				2019F	33,533	(500)	64	683	58,216	66.6	0.8	1.1	58.3
두산 (000150)	투자이건	매수	2015A	16,902	71	(391)	(20,292)	110,105	NM	0.8	(14.3)	25.2	5.1
	목표주가(원)	175,000	2016A	16,411	917	197	9,972	106,038	10.5	1.0	7.9	11.3	4.9
	현재가 (11/7, 원)	135,500	2017F	18,203	1,085	159	8,215	102,916	16.5	1.3	6.7	9.1	3.8
	시가총액(십억원)	2,738	2018F	20,142	1,222	227	11,879	100,737	11.4	1.3	9.9	7.2	3.8
				2019F	21,569	1,246	248	13,008	100,170	10.4	1.4	11.0	6.0

자료: 각 사, 한국투자증권

# 기계

## 비중확대

### ▶ 3대 키워드

- 방산 수출
- 선진국 건설기계 판매 반등
- 에너지 패러다임 변화

### ▶ Top picks

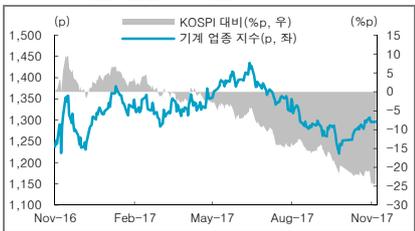
한화테크윈 (012450, 매수, TP 52,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	37.9	26.4	17.8
PBR(x)	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(x)	12.6	9.9	7.9
DY(%)	-	-	-
EPS(원)	1,060	1,522	2,249
BPS(원)	45,530	47,052	49,302

- 방위산업 투자심리 개선
- 2018년 수주모멘텀도 풍부
- 그룹사 구조조정 통해 방산/엔진 위주로 사업 재편

두산인프라코어(042670, 매수, TP 13,500원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	9.4	8.2	6.9
PBR(x)	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(x)	8.1	7.3	6.4
DY(%)	-	-	-
EPS(원)	1,031	1,189	1,403
BPS(원)	8,717	9,906	11,310

- 중국, 아시아 판매량 안정적 증가 지속
- 선진국(미국, 유럽)의 판매량도 내년부터 반등
- 두산발켓의 성장 효과에 따른 수혜(지분약 59%)

### ▶ 12개월 업종 수익률



조철희  
chulhee.cho@truefriend.com

정초혜  
chohye.jeong@truefriend.com

# 결국 해답은 수출

## Investment Summary

### 2018년 3대 키워드: 방산 수출, 해외 건설기계 판매, 에너지 패러다임 변화

기계업은 다양한 세부 산업으로 이뤄져 있다. 그 중에서도 2018년은 1) 안정된 내수 판매에 이어 수출 모멘텀이 기대되는 방위산업(이하 방산), 2) 글로벌 전 지역에서 판매량이 늘어나고 있는 건설기계업, 그리고 3) 원전 수출과 신재생 관련 플랜트 산업에 주목해야 한다. 2017년에는 정부 정책 등 대내외 여건의 불확실성에 따라 산업 및 주가 변동성이 컸다. 그러나 2018년에는 정부의 지원 하에 방위산업 및 플랜트 분야에서 다양한 국가로의 수출 모멘텀이 발생할 수 있다.

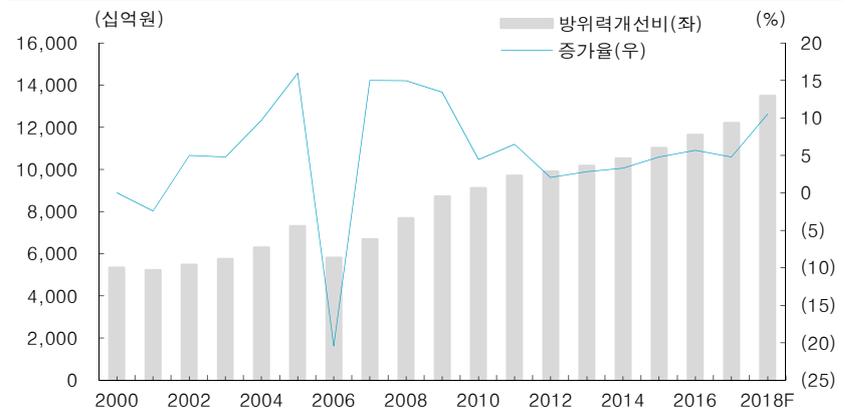
### 결국 re-rating 요소는 수출 확대

국내 기계업체들은 높은 수출 경쟁력을 갖췄다. 한국항공우주는 T-50 고등훈련기, 한화테크윈은 K9 자주포(글로벌 점유율 1위) 등 해당 분야 글로벌 시장에서 높은 점유율을 기록하고 있다. 건설기계도 글로벌 주요국의 재정확대 정책 및 민간자금 유입으로 유동성이 풍부해지면서 2017년 아시아 지역에 이어 2018년부터는 북미, 유럽지역에서도 판매량 증가가 예상된다. 또한 두산중공업은 현재 영국, 사우디 등과 원전 수출을 협의 중이며 빠르면 상반기내 수주가 가능하다. 수출 프로젝트들은 일반적으로 계약 규모가 크고 수익성도 좋아 성공시 주가 re-rating 요소다.

### Top pick: 한화테크윈, 두산인프라코어

Top pick은 한화테크윈과 두산인프라코어다. 한화테크윈은 방위산업 투자심리 개선, K9수주 모멘텀이 기대된다. 또한 2018년에는 방산/엔진 사업 위주의 사업부 구조 변화도 기대된다. 두산인프라코어는 중국을 포함한 아시아 시장에서의 견고한 건설기계 판매가 이어질 것이고, 부진했던 미국, 유럽에서의 판매량 증가가 기대된다. 특히 선진국시장에서는 두산인프라코어의 heavy 굴삭기뿐만 아니라 주요 자회사인 두산발켓의 compact 제품 판매도 동시에 늘어나며 수혜를 입을 수 있다.

[그림 1] 방위력개선비 추이 - 2018년 예산안은 전년대비 10% 증가



자료: 국방부, 한국투자증권

### 3대 키워드

#### 1. 다시 기지개 펴는 방위산업

KAI 검찰수사 일단락,  
2018년부터는 정부 지원하에  
안정적 사업 영위

2018년 방위산업은 정부의 정책적 지원하에 내수/수출 등 전 분야에 걸쳐 안정적인 매출액/이익 증가가 기대된다. 2017년에는 대표 업체인 한국항공우주(KAI)가 검찰 조사를 받으면서 산업 전반에 걸쳐 투자심리가 크게 위축됐었다. 주력 내수 매출 품목인 수리온이 납품정지됐고, 다수의 해외 수출건도 협상이 지연됐다. 한화테크윈도 세무조사와 함께 향후 검찰 수사로의 확대 우려감으로 주가가 부진했었다. 그러나 KAI에 대한 검찰 수사가 2017년말에 마무리되고 대표이사 교체 등 대외적인 불확실성이 사라졌다. 또한 전시작전권 조기환수/줄어드는인구조조/대북리스크증가 등을 비추어 볼 때 정부의 중장기적인 방산업 육성 방향성은 뚜렷하다. 따라서 검찰수사가 마무리된 2018년부터는 정부 지원하에 안정적인 사업 영위가 가능할 전망이다.

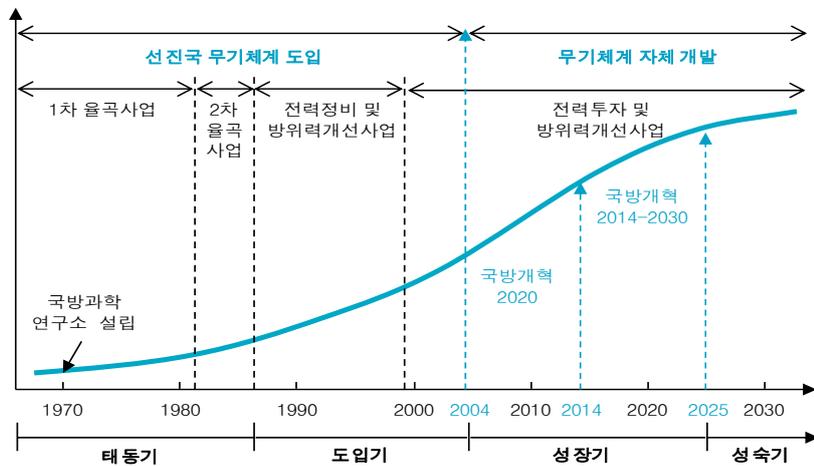
2018년 방위력개선비 예산안  
전년대비 10.5% 증가,  
2009년 이후 최대 증가폭

정부의 2018년 국방비 예산안은 2017년 대비 6.9% 증가한 43조원이다. 특히 국내 방산업체들의 실적과 관련된 방위력개선비 증가율은 10.5%로 지난 2009년 이후 최고 수준이다. 중장기적으로 저출산, 군복무기간 단축에 따라 병인력 감소는 무기들의 현대화, 기계화가 필요하기 때문에 중장기 관점에서 국내 방산 업체들의 수혜가 예상된다. 또한 현 정부의 주요 추진 사안인 전시작전권 환수를 위해서도 국내 방산업체들의 무기 개발이 중요하다. 재래식 무기의 양산부터 KF-X, KAMD, Kill-chain 등과 같은 높은 수준의 기술력을 필요로 하는 무기 체계 개발까지 방산업체들의 수혜가 예상된다.

KAI의 T-X(APT) 프로젝트는  
17년말 혹은 18년초 결과  
나올 것

수출전망도 긍정적이다. 올해 예상한 다수의 프로젝트들이 2018년으로 이연됐다. KAI는 역대 최대 규모 수출 프로젝트인 미국의 고등훈련기 교체사업(13조원, T-X 혹은 APT)의 입찰 결과가 2017년말~2018년 상반기 공개된다. 그 밖에도 현재 추진중인 보츠와나, 아르헨티나, 터키 등으로의 T-50계열 수출 수주도 2018년까지 추진될 전망이다. 한화테크윈은 주력 수출품목인 K9의 수출 협상이 노르웨이, 에스토니아, 이집트, 터키 등을 대상으로 활발하게 진행될 것이다. 방산업체들의 수출은 주가 re-rating 요소다. 국내 방산 매출은 매출총이익률의 10% 내외로 상한이 정해져 있지만 해외 수출은 20% 이상의 수익성을 기록하기도 한다.

[그림 2] 국내 방위산업 cycle - 자주 국방에 의한 대체 무기 자체 개발 cycle



자료: 한국투자증권

## 2. 건설기계, 선진국 판매량도 증가 기대

### 2018년에도 글로벌 건설기계 판매량 안정적으로 늘 것

글로벌 건설기계 업황은 2018년에도 안정적인 성장을 보일 것이다. 특히 2017년에는 아시아/태평양 지역 국가들이 글로벌 건설기계 시장 성장의 주역이었다면, 2018년에는 선진국을 중심으로한 판매량 증가가 예상된다.

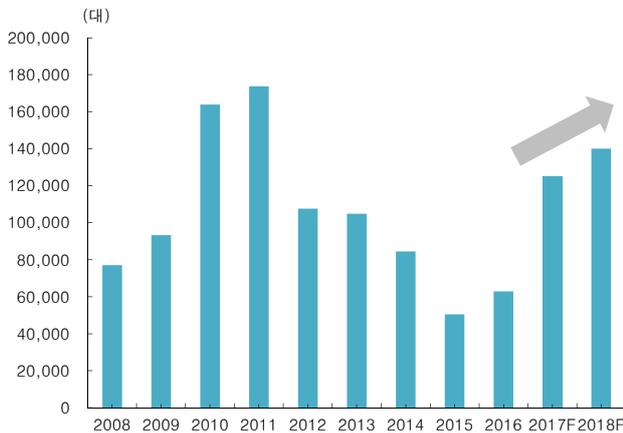
### 중국 굴삭기판매 14만대 추정, 17년대비 약 10% 증가

2018년 중국 굴삭기 시장 추정 판매량은 14만대로 전년대비 10% 늘어날 것이다. 2017년대비 증가폭은 작아지겠지만 2018년에도 안정적으로 늘어날 것이다. 중국 정부가 재정적자를 확대하면서 적극적인 인프라투자 정책을 펼치고 있고, PPP(민관협력자금) 등 민간투자까지 늘어나면서 시장 수요가 꾸준하게 늘고 있다. 또한 일반적으로 굴삭기 장비 교체주기는 7~8년인데 2011~2012년에 대규모로 발주됐던 굴삭기들의 교체도 진행중이다. 중장기적으로는 시진핑 집권 2기에 돌입한 만큼 시진핑 정부가 중점적으로 추진중인 숭안 신도시 개발, 그리고 일대일로 프로젝트 등이 수요를 견인할 것이다. 중국 건설기계 관련 업체로는 두산인프라코어, 현대건설기계, 진성티이씨, 디와이파워 등이 있다.

### 북미/유럽지역도 부진 딛고 판매량 증가의 원년 될 듯

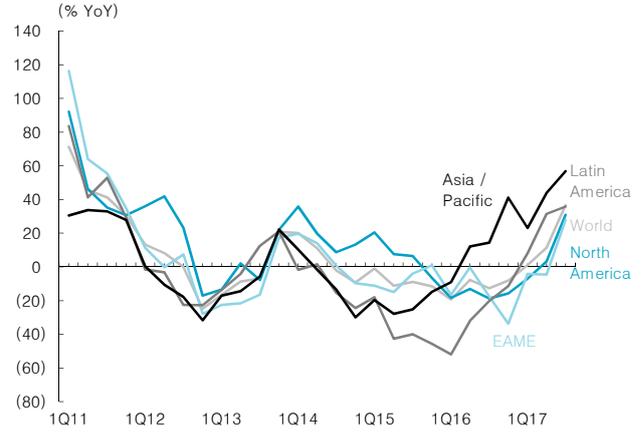
선진국에서도 장기 침체를 딛고 건설기계 판매가 늘어나기 시작할 것이다. 인프라투자 증가는 미국의 트럼프 대통령의 후보시절 공약이자, 현재도 중점적으로 추진하고 있는 정책이다. 2018년에는 트럼프 대통령 집권 2년차인 만큼 인프라투자에 대한 가시적인 성과가 있을 것이다. 최근 글로벌 건설기계 최대 업체인 Caterpillar의 3분기 실적발표를 살펴보면 미국과 유럽지역의 건설기계 판매량이 늘어나기 시작했다. 미국은 소매/도매 판매량이 모두 증가하고 있고, 유럽은 아직 소매판매량은 정체되어 있지만 달러들의 재고 쌓기가 시작했다. 달러들의 재고 축적은 향후 산업 전망에 대한 긍정적인 관점이 반영된 것이다. 선진국 시장은 회복시 두산인프라코어, 두산밥캣, 현대건설기계, 진성티이씨 등의 수혜가 예상된다.

[그림 3] 중국 굴삭기 판매량 추이



주: 2017년 12.5만대는 추정치  
 자료: 중국공정기계, 한국투자증권

[그림 4] Caterpillar 건설기계 사업부 지역별 매출액 추이



자료: Caterpillar, 한국투자증권

### 3. 에너지 패러다임의 변화

원전/석탄 플랜트 업체들은 수출에 집중, 내수는 신재생 업체 중심 수혜 예상

정부의 탈원전/탈석탄 정책으로 향후 신규로 건설되는 발전소들은 LNG복합화력, 신재생에너지(풍력, 태양광)가 주를 이룰 것이다. 구체적인 건설 승인 계획은 연내 발표되는 8차전력수급계획에서 윤곽이 드러날 것이다. 따라서 2018년부터 국내 원전, 석탄화력 관련 업체들은 내수보다는 해외 수출에 더욱 집중할 수밖에 없고, 반대로 태양광, 풍력 업체들과 LNG복합발전소 관련 EPC업체/기자재업체들은 내수 시장에서 수혜가 예상된다.

경쟁사 재무구조 어려움으로 국내 원전업체 경쟁력 부각, 내년 수출 프로젝트

정부의 원전 관련 정책 방향성은 국내는 탈원전, 수출은 적극지원이다. 특히 전통적인 원전 선진업체인 프랑스 AREVA, 일본 도시바(Westing House) 등이 재무적인 어려움을 겪고 있는 상황이어서 두산중공업의 경쟁력이 돋보이고 있다. 한국의 원전수출은 UAE 수출 후 에 수출했고, 신고리4,5호기에 채택된 국내 원전모델인 APR1400을 이용해 가깝게는 영국, 사우디 등에 원전 수출을 위한 노력을 기울이고 있다. 특히 영국 무어사이드 원전 프로젝트는 현재 정부/한전이 수주를 위해 적극적인 노력을 펼치고 있고, 두산중공업에게는 약 3조원 이상의 수주가 빠르면 2018년 내에 이뤄질 수 있다.

신재생 업체 및 ESS/EMS 관련 수주들 증가할 것

신재생 에너지 분야는 태양광과 풍력업체 등의 발전업체와 운영 효율성을 높여주는 EMS(ESS) 업체들 중심으로 사업 기회가 많아질 것이다. 국내 풍력관련 업체로는 두산중공업, 유니슨, 씨에스윈드(타워), 동국S&C(타워) 등이 있다. 또한 안정적인 전력사용 통제를 위한 EMS, 발전 가능 시간 조절과 저장 후 사용에 필요한 ESS(에너지저장장치시스템) 등의 수요도 늘어날 것이다. 이와 관련된 업체로는 현대일렉트릭, LS산전 등이 있다. 특히 ESS와 EMS는 2018년부터는 핵심 기자재인 배터리의 수급이 개선될 전망이어서 의미 있는 해당 업체의 그룹사 들을 중심으로 신규수주 증가가 기대된다.

<표 1> 원전 수출 추진 현황

	규모	특이사항	경쟁국
영국	원전 3기 (APR 1400)	- 한국형 신형원전(APR 1400)이 유력한 후보 - 도시바(웨스팅하우스)의 사업권 인수 추진 중. 영국 정부도 한국이 원전 프로젝트 참여 적극적으로 희망 중	중국
사우디아라비아	원전 2기 (APR 1400)	- 전통적인 원전 이외에도 스마트원전 발주 빨라질 수 있을 것 - 최근 산업부 장관, 사우디에 원전사업 참여 의지 적극 표명	프랑스, 중국, 러시아 등
체코	미정	내년 중 입찰 제안서 발급 우선협상대상자 선정	러시아, 중국 등

자료: 언론 보도, 한국투자증권

## Top picks

### 한화테크윈(012450)

방산 투자 심리 개선,  
수출 수주도 지속,  
그룹사 내 사업부 구조조정  
수해도 기대

한화테크윈에 대한 투자의견 '매수'와 목표주가 52,000원을 유지한다. 목표주가는 2016, 2017년 평균 EBITDA에 global peer 평균인 11.5배를 적용 후 추정 평균 순차입금 5,400억원 및 KAI 보유지분 6%(30% 할인) 등을 적용해 구했다. 2018년에는 방산업 관련 외부적인 불확실성이 사라지면서 투자 심리가 개선될 것이다. 또한 K-9 자주포 수출도 기대된다. 현재 노르웨이, 에스토니아 등으로 수출 협상을 진행중인데, 내년에는 터키, 이집트 등으로 수주가 추가 진행될 수 있다.

사업부 구조변화도 이뤄질 수 있다. 2017년 한화테크윈은 방산, 칩마운터, 압축기 사업부를 물적분할해 100%자회사로 편입했다. 존속회사는 엔진/CCTV 사업을 영위한다. 회사는 장기적으로 방산/엔진을 제외한 민수 관련 사업부는 기타 그룹사로 이동시키는 등의 구조조정을 추진할 것으로 전망한다. 관련 변화가 빠르면 2018년에 이뤄질 것이다. 방산 및 엔진사업으로 비즈니스 포트폴리오를 집중시킴으로써 실적 변동성도 줄이고, 장기적으로는 자회사(한화지상방산)의 IPO 추진도 기대된다.

### 두산인프라코어(042670)

내년 신흥국, 선진국 굴삭기  
판매 지속 증가,  
밭깃의 성장 따른 수혜 누릴  
것

두산인프라코어에 대한 투자의견 '매수'와 목표주가 13,500원(BW 희석 반영, 18년 EPS에 PER 15배(건기 mid-cycle) 적용)을 유지한다. 중국 굴삭기 시장 호황의 최대 수혜 업체고, 향후 미국, 유럽 시장이 회복되면 heavy 굴삭기 및 자회사 두산밭깃을 통한 compact 장비 판매가 늘어날 것이다. 이에 따라 회사 투자에 가장 큰 risk 요인이었던 재무구조 부담도 2017년 5,000억원의 BW 발행을 통해 크게 완화시켰다.

## 위험 요인

위험요인:  
예상대비 저조한 수주,  
수주의 지연

기계 산업 중 수주산업에 속하는 방위산업, 플랜트 산업 등이 직면할 수 있는 가장 큰 risk는 저조한 신규 수주다. 방산은 현재 공개 입찰중인 미국고등훈련기교체사업(APT)과 같은 프로젝트들을 포함해 다양한 국가로 수출을 추진중이다. 또한 두산중공업도 원전 수출을 위해 영국, 사우디, 체코 등과 협상을 벌이고 있다. 해당 프로젝트들은 민간업체뿐만 아니라 정부가 집중하고 노력하는 것들이기 때문에 발주 지연 및 취소의 위험성은 존재한다.

예상보다 빠른 금리 인상 및  
원자재 가격 상승에 따른  
인프라투자 심리 저하

건설기계 산업은 글로벌 경기 상황에 민감하다. 특히 건설기계 최대 시장인 미국, 중국, 유럽, 아시아 지역에서 금리 인상 및 상품(원자재)가격 상승에 따라 인프라투자 비용이 빠르게 증가하게 된다면 기존 예상대비 판매량이 저조할 수 있다. 그러나 반대로 상품가격 상승은 글로벌 자원개발 및 광산 수요 증가를 수반하기 때문에 건설기계 수요 증가로도 이어질 수 있다.

<표 2> 커버리지 valuation

투자 의견 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목			매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)	
한국항공우주 (047810)	투자 의견	중립	2015A	2,901	286	181	1,852	12,022	42.2	6.5	16.4	21.1	0.5
	목표주가(원)	-	2016A	3,101	315	268	2,751	14,427	24.4	4.6	20.8	16.5	1.0
	현재가 (11/7, 원)	55,400	2017F	3,113	357	252	2,584	16,332	21.4	3.4	16.8	13.9	1.2
	시가총액(십억원)	5,400	2018F	3,568	439	338	3,469	19,120	16.0	2.9	19.6	11.3	1.2
			2019F	4,283	527	407	4,171	22,611	13.3	2.5	20.0	9.5	1.2
한화테크윈 (012450)	투자 의견	매수	2015A	2,613	(60)	6	108	42,224	329.2	0.8	0.3	102.4	0.8
	목표주가(원)	52,000	2016A	3,519	151	345	6,498	44,025	6.7	1.0	15.1	12.2	0.0
	현재가 (11/7, 원)	40,150	2017F	4,291	95	56	1,060	45,530	37.9	0.9	2.4	12.6	0.0
	시가총액(십억원)	2,111	2018F	4,499	124	80	1,522	47,052	26.4	0.9	3.3	9.9	0.0
			2019F	4,717	169	118	2,249	49,302	17.8	0.8	4.7	7.9	0.0
두산인프라코어 (042670)	투자 의견	매수	2015A	5,965	(95)	(819)	(4,037)	9,744	NM	0.5	(34.0)	35.6	0.0
	목표주가(원)	13,500	2016A	5,730	491	63	214	9,932	41.2	0.9	3.1	9.3	0.0
	현재가 (11/7, 원)	9,720	2017F	6,561	668	214	1,031	8,717	9.4	1.1	11.1	8.1	0.0
	시가총액(십억원)	2,016	2018F	7,106	743	247	1,189	9,906	8.2	1.0	12.8	7.2	0.0
			2019F	7,696	829	291	1,403	11,310	6.9	0.9	13.2	6.4	0.0
두산중공업 (034020)	투자 의견	매수	2015A	14,471	(27)	(1,039)	(10,631)	31,472	NM	0.7	(25.2)	28.2	4.1
	목표주가(원)	25,500	2016A	13,893	791	(171)	(1,777)	29,836	NM	0.9	(4.8)	11.3	2.0
	현재가 (11/7, 원)	16,750	2017F	15,191	956	(85)	(751)	28,042	(22.3)	0.6	(2.5)	9.6	3.3
	시가총액(십억원)	1,783	2018F	16,516	1,238	207	1,689	29,184	9.9	0.6	6.2	7.9	3.3
			2019F	17,956	1,346	239	1,955	30,592	8.6	0.5	6.9	7.4	3.3
현대엘리베이 (017800)	투자 의견	매수	2015A	1,449	157	(4)	(185)	26,044	NM	2.3	(0.8)	7.7	0.0
	목표주가(원)	65,000	2016A	1,759	182	129	5,225	31,605	11.0	1.8	18.1	6.1	0.9
	현재가 (11/7, 원)	55,400	2017F	2,037	154	94	3,796	36,065	14.6	1.5	10.6	4.8	0.9
	시가총액(십억원)	1,364	2018F	2,148	162	114	4,181	39,746	13.2	1.4	11.0	4.5	0.9
			2019F	2,265	171	123	4,518	43,764	12.3	1.3	10.8	4.0	0.9
현대건설기계 (267270)	투자 의견	매수	2015A	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
	목표주가(원)	400,000	2016A	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
	현재가 (11/7, 원)	356,000	2017F	2,459	145	97	27,040	235,442	13.2	1.5	11.5	10.7	0.0
	시가총액(십억원)	1,275	2018F	2,778	189	135	38,079	272,970	9.3	1.3	14.8	8.1	0.0
			2019F	3,056	211	154	43,571	315,912	8.2	1.1	14.6	6.9	0.0
하이록코리아 (013030)	투자 의견	중립	2015A	209	54	43	3,152	20,702	7.9	1.2	16.3	4.2	1.6
	목표주가(원)	-	2016A	177	37	30	2,219	22,443	9.5	0.9	10.3	4.4	1.9
	현재가 (11/7, 원)	27,000	2017F	180	37	29	2,143	24,101	12.6	1.1	9.2	3.6	1.5
	시가총액(십억원)	367	2018F	182	37	30	2,172	25,788	12.4	1.0	8.7	3.4	1.5
			2019F	184	37	30	2,194	27,497	12.3	1.0	8.2	3.2	1.5
성광벤드 (014620)	투자 의견	중립	2015A	250	23	19	696	16,625	12.4	0.5	4.2	8.3	1.7
	목표주가(원)	-	2016A	203	3	5	163	16,749	54.4	0.5	1.0	27.3	1.7
	현재가 (11/7, 원)	10,500	2017F	157	(5)	(6)	(210)	16,398	(50.1)	0.6	(1.3)	(192.4)	1.4
	시가총액(십억원)	300	2018F	172	13	10	357	16,600	29.4	0.6	2.2	12.2	1.4
			2019F	188	14	11	391	16,835	26.8	0.6	2.3	10.9	1.4
태광 (023160)	투자 의견	중립	2015A	274	18	16	613	16,619	15.2	0.6	3.8	7.6	1.1
	목표주가(원)	-	2016A	245	4	8	306	16,850	27.1	0.5	1.8	13.3	0.6
	현재가 (11/7, 원)	10,400	2017F	187	1	(1)	(42)	16,760	(247.7)	0.6	(0.3)	20.2	0.5
	시가총액(십억원)	275	2018F	170	1	3	102	16,810	102.1	0.6	0.6	25.3	0.5
			2019F	156	0	2	75	16,834	139.6	0.6	0.4	29.2	0.5
비에이치아이 (083650)	투자 의견	비중축소	2015A	356	(41)	(68)	(2,651)	3,647	NM	0.7	(61.7)	(9.1)	0.0
	목표주가(원)	-	2016A	313	15	10	398	4,064	8.9	0.9	10.8	12.3	0.0
	현재가 (11/7, 원)	5,220	2017F	360	25	26	1,005	5,085	5.2	1.0	22.9	9.9	0.0
	시가총액(십억원)	135	2018F	371	26	35	1,348	6,458	3.9	0.8	24.3	10.1	0.0
			2019F	382	27	35	1,365	7,847	3.8	0.7	19.7	10.4	0.0
동성화인텍 (033500)	투자 의견	매수	2015A	347	20	14	531	4,303	9.1	1.1	13.1	8.7	2.7
	목표주가(원)	10,000	2016A	335	13	10	366	4,536	15.7	1.3	8.4	12.6	2.3
	현재가 (11/7, 원)	4,945	2017F	272	(11)	(11)	(424)	3,987	(11.7)	1.2	(10.1)	(52.3)	2.6
	시가총액(십억원)	133	2018F	333	14	10	389	4,241	12.7	1.2	9.6	10.8	2.6
			2019F	407	20	15	551	4,654	9.0	1.1	12.5	8.3	2.6

주: 11월 7일 종가 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

# 운송

## 운임반등 주도하는 수급 개선

### 비중확대

#### ▶ 3대 키워드

- 항공여객 성장 지속
- 택배운임 정상화의 시작
- 해운 수급개선 지속

#### ▶ Top picks

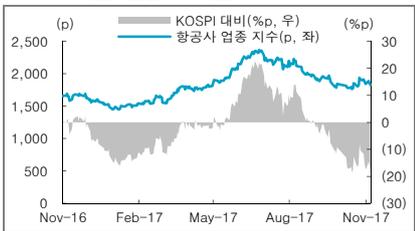
제주항공(089590, 매수, TP 46,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	11.3	9.8	8.7
PBR(x)	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA(x)	4.4	3.1	2.3
DY(%)	1.8	1.8	1.8
EPS(원)	3,008	3,449	3,878
BPS(원)	12,729	15,569	18,836

- 1위 저비용항공사(LCC)로 M/S 상승 속도 가장 빠름
- 규모의 경제 나타나 단위비용 절감 이어질 것
- LCC에 대한 시장관심 확대로 리레이팅 재개 전망

CJ대한통운(000120, 매수, TP 220,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	53.4	31.7	25.4
PBR(x)	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA(x)	13.6	12.3	11.2
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	2,933	4,930	6,170
BPS(원)	127,410	131,219	135,986

- 과점적 1위 택배업체로 온라인쇼핑 성장 최대수혜주
- 메가허브터미널 가동으로 하반기 택배운임 반등할 것
- 구체화되는 글로벌 M&A 모멘텀에 대한 재평가 전망

#### ▶ 12개월 업종 수익률



최고운  
gowoon@truefriend.com

### Investment Summary

#### 2018년 3대 키워드: 항공, 해운, 택배 모두 운임 반등에 주목

2018년 국제선 여객수요의 고성장이 이어질 것이다. 저비용항공사들이 합리적 가격대의 근거리노선 공급을 늘려 이익이 증가하는 가운데 대형 국적사는 노선 구조조정으로 국제선부문의 기여효과가 나타나게 된다. 공급증가율은 현 수준을 유지할 것으로 예상돼 4분기부터 국제선 항공운임은 반등할 것이다. 해운운임 역시 컨테이너선 시장의 과점화가 진행되는 한편 노후선박에 대한 폐선이 꾸준히 늘어나 2018년에도 지속 상승할 것이다. 택배수요의 증가는 온라인쇼핑 성장이 뒷받침하고 있으며 2018년에는 상위업체들의 운임정상화 노력이 본격화될 전망이다.

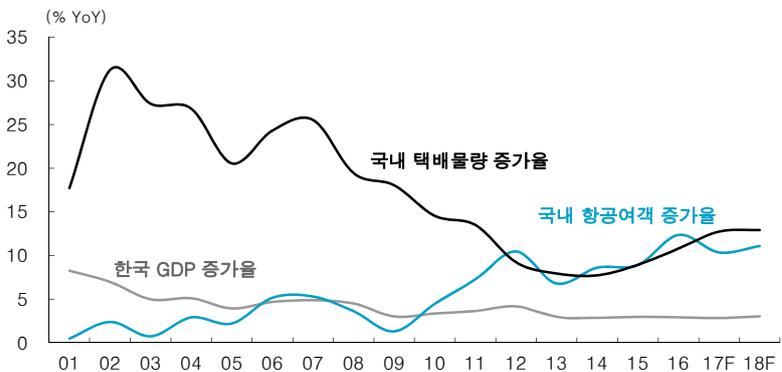
#### 수급개선 나타나는 운송주에 대한 시장 관심 높아지는 시점

올해 운송업종은 상반기에 주가가 피크를 찍고 하반기에는 조정받는 패턴을 답습했다. 운송 8개사의 합산 시총은 상반기 24% 늘어난 이후, 하반기 12% 감소했다. 기본적으로 운송주는 유가, 환율 등 대외변수에 민감해 장기투자가 부담스럽고, 물류서비스는 차별화 포인트가 부족해 가격경쟁으로 빠지기 쉽다는 인식 때문이다. 수요 호황에 따른 실적 기대감이 오래 지속되지 못하는 모습이다. 반대로 운송주에 대한 투자심리는 현재가 바닥이다.

#### Top pick: 제주항공, CJ대한통운

Top pick은 제주항공과 CJ대한통운으로 추천한다. 구조적으로 늘어나는 항공여객과 택배 수요의 가장 큰 수혜주이다. 제주항공은 2018년 공급이 올해 대비 20% 늘며 규모의 경제 효과가 본격화될 전망이다. 이익전망이 구조적으로 밝은데 2018F PER은 10배에 불과해 밸류에이션 매력 역시 높다. CJ대한통운은 현재 공급능력의 30%에 달하는 곤지암 메가허브터미널이 2018년 2분기 가동될 예정으로 비용 안정화와 운임 정상화가 나타날 것이다. 본업인 택배사업의 수익성이 본격적으로 개선되면 새로운 성장동력인 글로벌 부문 또한 추가 프리미엄 요인으로 재평가될 것이다.

[그림 1] 경제성장률을 상회하는 항공여객과 택배 수요의 구조적 증가



자료: 한국은행, 한국통합물류협회, 한국공항공사, 한국투자증권

### 3대 키워드

#### 1. 항공여객 성장 지속

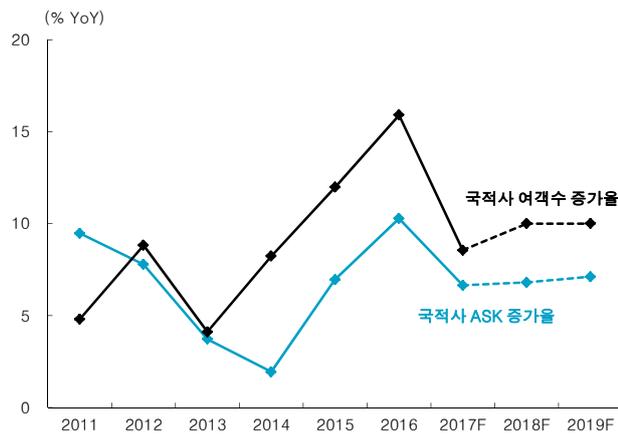
**항공운임 상승 기대  
내년에도 수요증가율이  
공급을 상회할 것**

2018년 항공여객 수요의 구조적 증가가 이어질 것이다. 우리나라의 해외여행은 라이프스타일 변화와 저렴한 근거리 항공권의 확대로 꾸준히 증가할 전망이다. 외국인 입국자수는 올해 사드관련 중국의 한한령과 대북갈등 우려에 따른 기저효과가 나타날 것이다. 반면 공급증가율은 올해 수준에 머물 것이다. 저비용항공사(LCC)의 공격적 외형확대 전략에도 불구하고 전체 공급의 절반 이상을 차지하는 양대 국적사의 항공기 투자가 대폭 축소되기 때문이다. 현재 항공운송면허를 신청한 2개 신규 LCC가 당초 계획대로 내년 상반기 중으로 운항을 시작하지 못한다면 오히려 공급증가율은 올해보다 소폭 둔화될 것으로 예상된다. 양대 국적사들이 수익성 위주의 전략을 유지하는 한편 상위 LCC들의 영업기반이 안정화됨에 따라 수급 개선은 항공운임 반등으로 이어질 것이다.

**저비용항공사 중심의  
공급증가 우려 제한적**

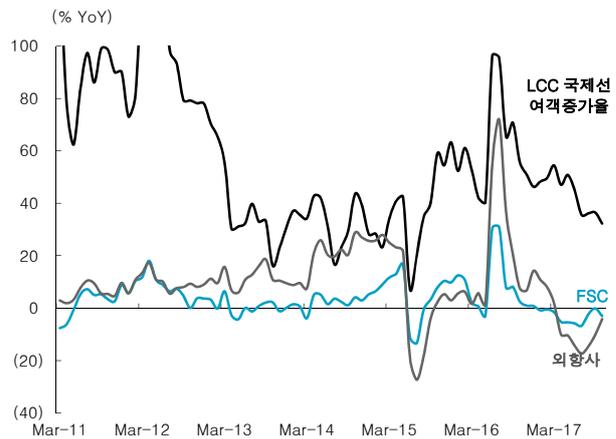
올해와 내년 우리나라 항공시장의 공급(ASK)은 각각 5.4%, 6.2% 늘어날 전망이다. 올해 9월까지 국제선여객수가 전년대비 4.4% 증가한 것에 비해 다소 공급확대폭은 높아보인다. 다만 사드관련 중국정부의 한한령과 대북갈등 우려로 인해 외국인 입국자수가 24% 감소한 영향 때문으로, 외항사를 제외한 국적사 기준으로는 올해 여객수 증가율 8.6%가 공급 6.6%를 상회한다. 내년 공급전망은 올해 여객수요 호황기에 세워진 업체별 항공기도입 계획을 바탕으로 추정했다. 후발 LCC들의 공격적 기단확대와 신규 사업자 진입을 가정해도 작년 증가율 9.3%보다 크게 낮고 올해와 유사한 수준이 될 것이다. 지난 2014년부터 수요가 늘어나는 속도가 공급을 상회해 왔고, 만약 2018년 여객수요가 기대에 못 미친다면 자연스럽게 항공기 도입 역시 지연될 것이라는 점에서 과잉공급에 대한 우려는 제한적이다.

[그림 2] 2018년에도 수요 증가율이 공급을 상회할 전망



주: ASK(available Seat Kilometers)는 판매 가능한 좌석수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송공급 지표이며, RPK(Revenue Passenger Kilometers)는 유상 여객수에 이동 거리를 곱한 값으로 대표적인 수송실적 지표  
자료: 항공정보포털시스템, 한국투자증권

[그림 3] LCC 고성장 지속, FSC 최근 반등 움직임 감지



주: 국제선 유임여객수 기준. LCC(Low Cost Carrier)는 단일기종 중심의 기체운영, 기내서비스의 최소화 등 비용절감 전략을 통해 낮은 운임의 항공권을 제공하는 저비용항공사를 의미하며, FSC(Full Service Carrier)는 일반적인 대형항공사를 지칭  
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, 한국투자증권

## 2. 택배운임 정상화의 시작

### 택배시장 과점화로 가격경쟁에 대한 우려 제한적

2018년 택배 수요는 꾸준히 늘어나는 가운데 평균운임 하락세가 둔화될 것이다. 상위 3사 체제가 공고해지고 2분기부터 시장 1위 CJ대한통운의 메가허브터미널이 가동되면 경쟁의 초점은 점차 가격에서 서비스 품질로 이동할 전망이다. 상위업체가 이룬 규모의 경제는 원가경쟁력 뿐만 아니라 물류 네트워크의 안정성, 시설투자 등 서비스 품질에서도 하위업체와 격차를 벌리고 있다. 올해 상위 3사의 물량기준 시장점유율은 전년대비 1.5%p 상승한 69.5%를 기록할 것이다. 우체국에 이어 5위인 로젠택배는 현재 매출로 나와 있고 6위 KGB택배와 마찬가지로 전체 택배물량의 10%에 불과한 C2C 시장에 주력하며 대형 택배업체와의 경쟁을 피하고 있다.

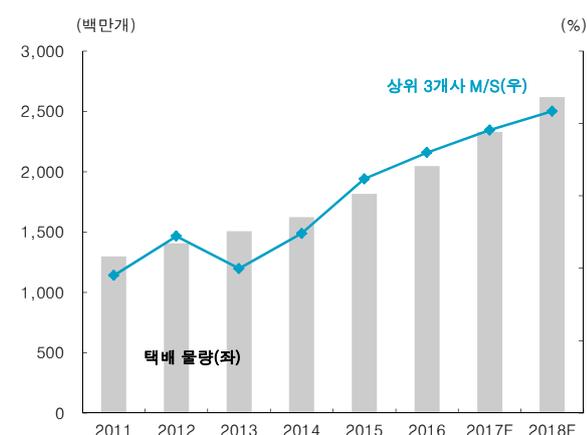
### 유통업체 역시 택배업체에게 서비스 품질을 요구

택배시장에서 1차 고객이 되는 유통업체들 역시 택배서비스에서 가격 이상의 무형가치를 추구하고 있다. 온라인쇼핑이 소매시장의 경쟁구도를 재편하는 가운데 유통업체들은 온라인 경쟁력을 택배서비스에서 찾고 있다. 온라인쇼핑에서 택배는 고객과의 유일한 물리적 접점이기 때문이다. 올해 주요 유통업체들은 온라인 배송료를 올리거나 무료배송의 기준을 높였다. 동시에 N시간 배송, 예약배송 등 다양한 형태의 서비스 도입으로 소비자 편의를 높이고 있다. 택배업체를 배송료만 놓고 결정하지 않으며, 내재화하여 쉽게 절감가능한 비용으로 보게 됐다. 물류인프라 투자에서 크게 앞선 상위 택배업체의 가격결정권이 점차 높아져 운임이 정상화될 기반이 마련된 것이다.

### 1위 CJ대한통운이 택배시장 변화를 주도

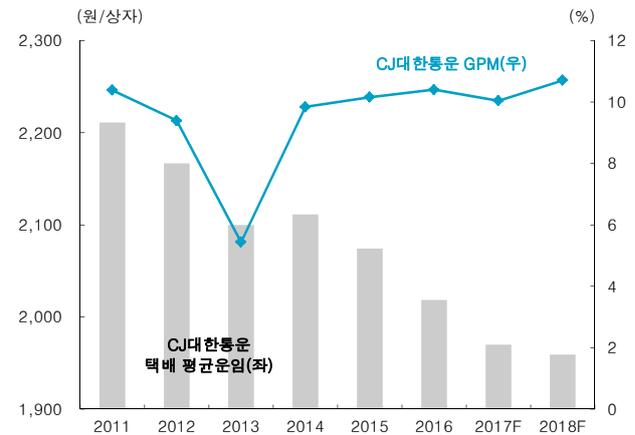
2016년말 공식 출범한 롯데택배와 한진해운 여파에서 벗어난 한진택배의 성장전략이 본 궤도에 올라오는 동안 CJ대한통운은 비수의 물량에 대한 디마케팅을 확대하고 있다. 또한 CJ대한통운은 기존 공급능력의 30% 규모에 달하는 곤지암 메가허브터미널을 2018년 상반기 완공할 예정이다. 기존 대전 허브터미널 대비 수도권 배송의 동선이 단축되고 상품재고의 체계적 관리와 물류자동화를 통해 서비스 경쟁력이 강화될 것이다. 이에 따라 당일배송, 신선배송 등 고운임 서비스가 확대돼 CJ대한통운의 택배운임은 2018년 하반기 상승전환할 전망이다.

[그림 4] 택배시장 2017F 14%, 2018F 12% 성장 전망



자료: 한국통합물류협회, 한국투자증권

[그림 5] CJ대한통운 2018년 운임 정상화 나타날 것



자료: CJ대한통운, 한국투자증권

### 3. 해운 수급개선 지속

#### 7년만의 해운 수급개선 2018년에도 이어질 것

올해에 이어 2018년에도 수급개선에 힘입은 해운운임 상승이 이어질 것이다. 장기화된 불황으로 글로벌 선사들은 선박 인도 및 신규 수주에 소극적이었으며 중고선박 또는 기존업체 인수를 통해 외형을 키우고 있다. 저운임기조에 더해 환경규제 강화로 경제성이 낮은 노후선박에 대한 폐선 수요는 꾸준히 늘어날 것이다. 이에 따라 올해 컨테이너선 공급증가율은 2010년 이후 처음으로 수요를 상회할 전망이다. 지난 2년간 신조발주량은 급감한 반면 노후선박에 대한 폐선은 구조적으로 늘어나 2018년 공급 확대폭은 3% 수준에 그칠 것이다.

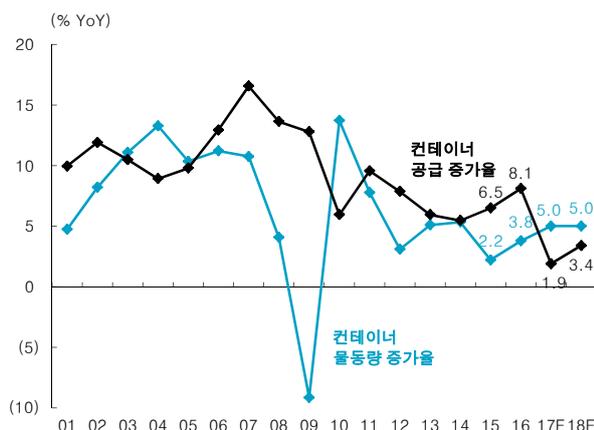
#### 한국 컨테이너 해운의 재도약

2018년 우리나라 컨테이너 해운업의 재건이 기대된다. 한진해운 파산과 현대상선의 구조조정으로 국적 컨테이너선사들의 원가경쟁력이 높아져 해운업황 회복 수혜가 본격화될 것이다. 현대상선은 2016년과 올해 1분기에 선박자산에 대한 손상차손을 각각 4,679억원, 4,795억원 반영하며 향후 비용부담을 낮췄다. 12월에는 6,216억원 규모의 유상증자를 단행함으로써 재무구조를 개선시키는 한편 투자자금을 확보할 계획이다. 본업 이익의 턱어라운드 시점을 예단하기 쉽지 않은 상황이나 이번 유상증자를 계기로 투자심리는 반등하는 모습이다. 대한해운의 연결실적으로 반영되는 SM상선은 한진해운 중고선박을 저가에 인수하고 아시아 지역의 영업망을 흡수함으로써 기대 이상으로 이익이 빠르게 개선되고 있다. 미주노선의 운임상승에 더해 우리나라 정부의 지원 수혜가 예상된다.

#### 운임회복과 구조조정 효과 이어지는 국내 벌크선사에 대한 투자관심 늘어날 것

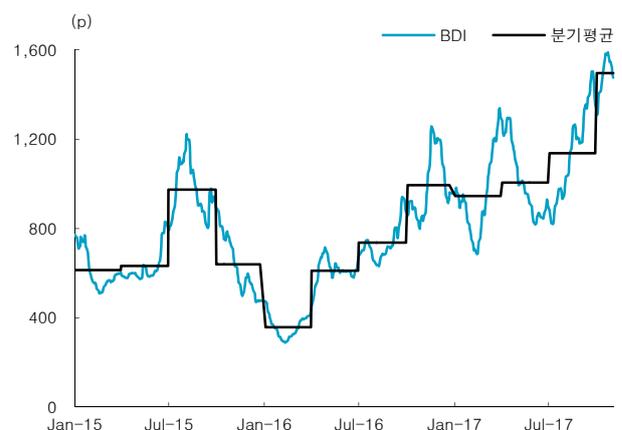
벌크선 업황 회복 역시 2018년까지 이어질 것이다. 대표적인 벌크선 운임지수인 BDI는 2016년 2월 290p까지 하락했으나 중국 중심의 수요 회복과 불황에 따른 공급둔화에 힘입어 현재 1,500p로 반등했다. 전세계 벌크화물에서 절반 이상을 차지하는 철광석과 석탄 모두 중국 내 수입수요가 구조적으로 늘고 있다. 반면 올해 선복량은 전년대비 2% 증가하는데 그쳐 수급개선이 나타나고 있다. 시황 회복에 따른 이익전망이 점차 밝아지고 있는 반면 팬오션과 대한해운의 주가는 9월 이후 각각 21%, 25% 하락했다. 벌크선은 변동성이 높은 산업이나 BDI가 BEP 수준 이상으로 높아진 만큼 2018년 이익은 안정적으로 늘어날 전망이다. 운임회복과 구조조정 효과가 지속되는 국내 벌크선사에 대한 관심을 높일 시점이다.

[그림 6] 선박 공급을 상회하는 컨테이너 수요 증가 지속



자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 7] BDI 상승세 2018년에도 이어질 것



자료: Clarksons, 한국투자증권

## Top picks

### 제주항공(089590)

저비용항공사 1위로서  
항공시장의 성장을 주도

제주항공에 대해 '매수' 의견과 목표주가 46,000원(12개월 forward PER 14배 적용)을 유지한다. 4분기에는 추석 황금연휴 수혜에 비수기 기저효과가 더해질 것이다. 우리나라 해외여행 수요증가를 주도하고 있어 여객 M/S 상승폭이 가장 빠르다. 2018년 항공기 8대를 추가 도입할 계획으로 여객공급(ASK)이 올해 대비 20% 늘어 규모의 경제가 본격화될 전망이다. 유가상승은 부담요인이나 항공기당 임차료와 정비비가 점차 줄고 있어 내년 단위비용(CASK)은 올해와 유사한 수준을 기록할 것이다. 저비용항공사 간 경쟁이 심화되고 있으나, 올해와 내년 우리나라 항공 공급증가율은 각각 5%, 6%에 그쳐 2016년 9% 대비 크게 둔화될 것이다. 2018년에는 중국노선 부진이 기저효과로 나타나는 만큼 여객 수요둔화에 대한 우려도 제한적이다. 연말 진에어 상장 이후 티웨이항공 역시 내년 상장을 준비하고 있어 저비용항공사에 대한 시장 관심이 높아질 것이다. 현 주가는 2018F PER 10배에 불과해 안정적인 이익증가 전망에 비해 밸류에이션 매력에 높다.

### CJ대한통운(000120)

성장의 두 축인 택배와  
글로벌 사업의 이익전망은  
갈수록 밝아질 것

CJ대한통운에 대해 '매수' 의견과 목표주가 220,000원(12개월 forward PER 39배 적용)을 유지한다. 2018년 택배와 해외부문의 성장모멘텀이 밸류에이션 부담을 압도할 것이다. 내년 2분기 곤지암 메가허브터미널이 가동되면 당일배송, 신선배송 등 고운임 서비스가 확대돼 하반기부터 택배 평균운임이 반등할 전망이다. 또한 공급부족 문제가 해결되고 물류 자동화가 완료되기 때문에 비용구조가 개선될 것이다. 내년 택배부문의 영업이익률은 올해 대비 0.4%p 높아진 3.7%로 예상된다. 본업인 택배사업의 수익성이 구조적으로 향상되면 글로벌 M&A 모멘텀 역시 추가적인 프리미엄 요인으로 재평가될 것이다. 중국 CJ로킨의 이익기여가 본격화되는 가운데 올해 인수한 인도 다슬, 중동 이브라콤, 베트남 제마렙이 새로운 성장동력으로 부각될 전망이다.

## 위험 요인

운송업은 공급과잉에 따른  
가격경쟁 우려 상존  
항공업은 대외변수에 민감

운송 서비스는 규모의 경제가 중요하고 가격이 가장 큰 차별화 포인트인 경우가 많다. 이에 따라 운송업은 공급과잉으로 인한 운임하락 우려가 상존한다. 2010년 이후 국제선여객, 택배, 컨테이너와 벌크해운 운임 모두 지속 하락했다. 해운시장의 운임은 올해 반등에 성공했으나 항공과 택배 운임의 상승은 지연되는 모습이다. 한편 항공업의 실적과 주가는 예측하기 어려운 대외변수에 민감하다. 유가와 원/달러 환율이 상승할 경우 이익에 부정적이다. 또한, 테러, 외교갈등 등 지정학적 리스크, 천재지변과 같은 위험요인에 크게 영향받는다. 올해에는 사드 관련 중국 정부의 한한령 여파로 중국인 입국자수가 급감해 중국노선의 영업적자와 항공운임 하락으로 이어졌다. 이러한 불확실성은 항공주 투자 판단 시에 항상 감안해야 하는 위험요인이다.

<표 1> 커버리지 valuation

투자이건 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
대한항공 (003490)	투자이건	매수	2015A	11,545	883	(565)	(7,968)	32,280	NM	0.8	(25.2)	6.7	0.0
	목표주가(원)	44,000	2016A	11,732	1,121	(565)	(7,639)	23,809	NM	1.1	(27.2)	6.0	0.0
	현재가 (11/7, 원)	31,300	2017F	12,013	1,013	463	5,056	27,949	6.1	1.1	20.9	6.3	0.0
	시가총액(십억원)	2,985	2018F	12,493	985	468	4,875	32,824	6.3	0.9	16.0	6.2	0.0
				2019F	12,868	1,072	522	5,440	38,263	5.6	0.8	15.3	5.9
제주항공 (089590)	투자이건	매수	2015A	608	51	47	2,054	8,948	19.5	4.5	30.2	12.9	1.0
	목표주가(원)	46,000	2016A	748	59	53	2,045	10,351	12.3	2.4	21.1	4.6	2.0
	현재가 (11/7, 원)	34,100	2017F	987	102	79	3,008	12,729	11.3	2.7	26.0	4.4	1.8
	시가총액(십억원)	899	2018F	1,184	115	91	3,449	15,569	9.8	2.2	24.3	3.1	1.8
				2019F	1,376	129	102	3,878	18,836	8.7	1.8	22.5	2.3
아시아나항공 (020560)	투자이건	중립	2015A	5,541	46	(138)	(708)	4,252	NM	1.1	(15.0)	12.2	0.0
	목표주가(원)	-	2016A	5,764	256	49	251	4,346	16.8	1.0	5.7	8.1	0.0
	현재가 (11/7, 원)	4,495	2017F	6,102	241	31	153	4,499	28.7	1.0	3.5	8.5	0.0
	시가총액(십억원)	923	2018F	6,347	227	71	347	4,847	12.7	0.9	7.4	8.7	0.0
				2019F	6,537	265	95	465	5,312	9.5	0.8	9.2	8.1
CJ대한통운 (000120)	투자이건	매수	2015A	5,056	187	46	2,636	124,143	72.5	1.5	2.0	16.6	0.0
	목표주가(원)	220,000	2016A	6,082	228	56	3,166	125,144	56.5	1.4	2.4	15.0	0.0
	현재가 (11/7, 원)	158,500	2017F	7,130	243	52	2,933	127,410	53.4	1.2	2.2	13.7	0.0
	시가총액(십억원)	3,616	2018F	8,125	291	83	4,719	131,055	33.2	1.2	3.4	12.4	0.0
				2019F	8,891	342	104	5,906	135,619	26.5	1.2	4.1	11.3
현대글로비스 (086280)	투자이건	매수	2015A	14,671	698	377	10,052	82,577	19.2	2.3	12.8	9.7	1.6
	목표주가(원)	210,000	2016A	15,341	729	506	13,483	92,725	11.5	1.7	15.4	7.4	1.9
	현재가 (11/7, 원)	148,000	2017F	16,594	746	596	15,896	105,622	9.5	1.4	16.0	6.7	2.0
	시가총액(십억원)	5,550	2018F	17,628	812	587	15,644	118,266	9.6	1.3	14.0	6.1	2.0
				2019F	18,265	860	624	16,647	131,913	9.0	1.1	13.3	5.7
한진 (002320)	투자이건	중립	2015A	1,642	41	100	8,495	60,410	5.5	0.8	13.4	20.4	0.9
	목표주가(원)	-	2016A	1,765	(15)	40	3,352	63,581	8.6	0.5	5.4	29.0	1.4
	현재가 (11/7, 원)	30,400	2017F	1,833	35	(22)	(1,861)	61,352	(16.9)	0.5	(3.0)	14.1	1.3
	시가총액(십억원)	364	2018F	1,963	69	50	4,215	65,113	7.5	0.5	6.6	11.1	1.3
				2019F	2,097	86	63	5,374	70,016	5.9	0.4	7.9	9.9
팬오션 (028670)	투자이건	매수	2015A	1,819	229	46	118	4,533	31.3	0.8	2.4	8.1	0.0
	목표주가(원)	7,000	2016A	1,874	168	98	184	4,754	21.7	0.8	4.0	10.1	0.0
	현재가 (11/7, 원)	5,110	2017F	2,427	197	115	214	4,679	22.9	1.1	4.5	11.5	0.0
	시가총액(십억원)	2,731	2018F	2,818	246	143	267	4,946	18.4	1.0	5.5	10.1	0.0
				2019F	3,099	270	161	300	5,247	16.4	0.9	5.9	9.5
대한해운 (005880)	투자이건	매수	2015A	532	86	39	1,594	23,067	11.9	0.8	7.4	7.6	0.0
	목표주가(원)	45,000	2016A	540	44	30	1,220	24,845	14.1	0.7	5.1	13.4	0.0
	현재가 (11/7, 원)	26,500	2017F	1,538	142	102	4,176	27,238	6.4	1.0	16.0	10.0	0.0
	시가총액(십억원)	647	2018F	1,925	187	122	4,978	32,216	5.4	0.8	16.8	9.0	0.0
				2019F	2,118	227	149	6,105	38,321	4.4	0.7	17.3	8.1

주: 11월 7일 종가 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

# 자동차/부품

## 더욱 문턱이 낮아진 턴어라운드

### 비중확대

#### ▶ 3대 키워드

- 중국 사드 여파 완화
- SUV에 목마른 미국
- 엔진교체 사이클 시작

#### ▶ Top picks

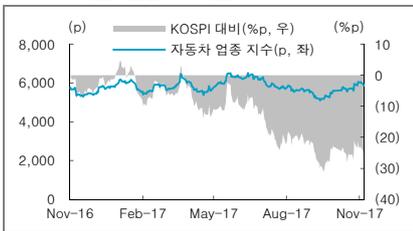
현대차(005380, 매수, TP 195,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	7.3	9.4	7.4
PBR(x)	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(x)	10.3	10.5	9.7
DY(%)	2.7	2.6	3.5
EPS(원)	20,118	16,429	20,898
BPS(원)	241,103	252,699	267,064

- 중국 판매 회복
- 미국 SUV 투입으로 재고/인센티브 축소
- 신형엔진으로 연비매력 회복

현대모비스(012330, 매수, TP 340,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	8.2	10.3	7.6
PBR(x)	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(x)	5.8	6.2	4.7
DY(%)	1.3	1.3	1.9
EPS(원)	32,091	25,875	34,883
BPS(원)	296,189	317,554	346,583

- 현대기아차 중국 판매량 회복
- 완성차 SUV 및 핵심부품 확대로 모듈마진 회복
- A/S 수익성의 구조적 개선

#### ▶ 12개월 업종 수익률



김진우, CFA  
jinwoo.kim@truefriend.com

박성준  
sungjun@truefriend.com

### Investment Summary

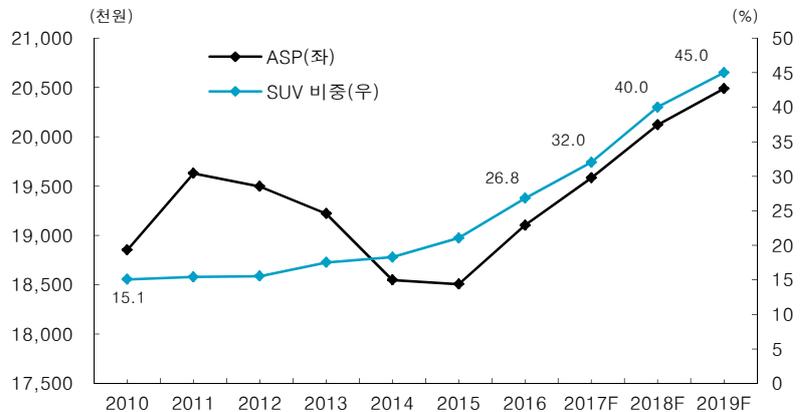
#### 2018년 3대 키워드: 중국, 미국, 엔진

2017년에는 신흥국 경기가 예상대로 회복되고 유럽도 개선세가 이어졌으나 중국과 미국의 부진이 발목을 잡아 다시 한번 턴어라운드에 실패했다. 2018년에는 중국과 미국이 개선되면서 문턱이 낮아진 턴어라운드가 가능할 전망이다. 먼저 중국은 한 중 관계회복 기조 속에서 현대기아차의 공격적 프로모션과 가격대를 낮춘 신차출시로 판매량이 회복될 전망이다. 한편 미국은 현대차가 SUV라인업을 확대하면서 세 단 위주 판매를 무리하게 밀어붙이며 쌓은 재고와 인센티브를 줄여나갈 전망이다. 마지막으로 2018년부터 시작되는 엔진교체 사이클 또한 연비경쟁력 강화에 긍정적이다.

#### Top pick: 현대차, 현대모비스

Top pick은 현대차와 현대모비스로 각각 목표주가 195,000원, 340,000원을 제시한다. 현대차는 중국 판매량 회복세가 이어지는 가운데 미국에서 SUV 라인업이 확대되며 재고/인센티브가 줄어들 전망이다. 여기에 신형엔진 사이클이 도래해 연비매력도 점차 회복될 전망이다. 현대모비스는 현대기아차 중국 판매량 회복의 직접적 수혜를 입는 가운데 완성차의 SUV 확대 및 핵심부품 확대에 의한 모듈 마진 회복이 예상된다. 여기에 A/S부문도 물류투자 효과와 선진국 경기회복이 지속되며 고수익이 이어질 전망이다.

[그림 1] SUV 확장 전략을 본격화하는 현대차



자료: 현대차, 한국투자증권

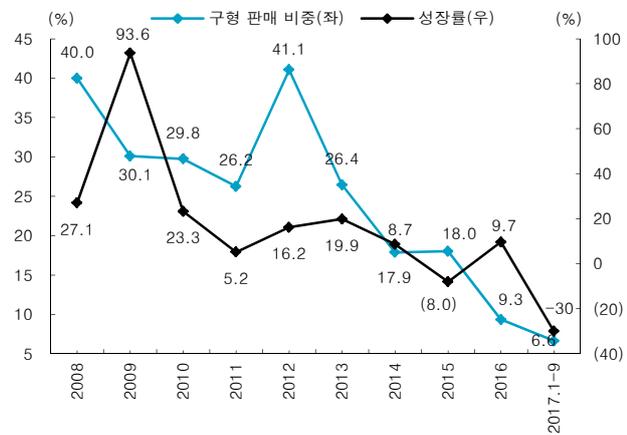
### 3대 키워드

#### 1. 중국 사드 여파 완화

높은 구형모델 의존도, 판매량 급감의 또 다른 원인

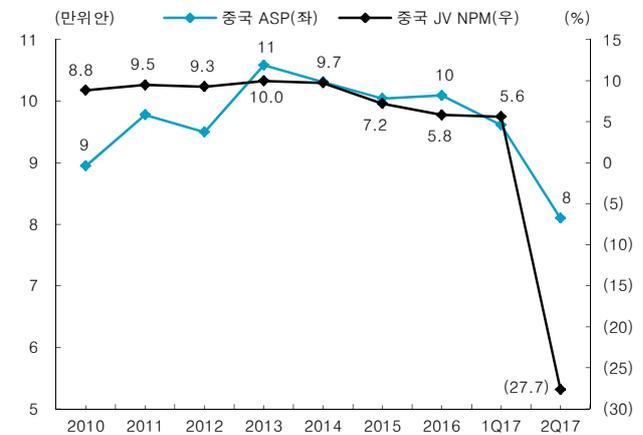
사드는 구형모델 의존도가 높은 현대기아차 중국 라인업에 큰 변화를 가져올 전망이다. 그동안 현대기아차는 중국 시장의 소득다양성을 고려해 다른 지역에서 이미 단종된 구형모델을 현지화 작업을 거쳐 판매해왔다. 예를 들어 아반떼의 경우 현세대인 랑둥(AD, 국내 출시 2015년)외에 랑둥(MD, 2010년), 위에둥(HD, 2006년), 심지어 이란터(XD, 1995년)까지 판매하는 방식이다. 그러나 급성장한 중국 로컬업체들에게 이러한 구형모델들은 상대적으로 만만한 공략대상이 돼버려 판매량 급감을 유발했다.

[그림 2] 현대차 중국 구형 모델 판매비중 및 중국 판매 증감률



자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 3] 현대차 중국 ASP, NPM 추이



자료: 현대차, 한국투자증권

공격적 프로모션, 신차출시로 중국 판매량 회복 전망

중국 판매량이 공격적 프로모션과 신차출시로 회복될 전망이다. 향후 현대 베르나와 같이 가격대를 대폭 낮춘 현지전략형 신차가 구형모델 자리를 메우면서 판매량이 회복될 전망이다. 이 과정에서 ASP 하락이 불가피하나 가동률 하락보다는 나은 선택이다. 현대차는 2018년 중국 공장판매가 35% 늘어난 108.2만대, 기아차는 30% 증가한 45.3만대로 예상된다.

[그림 4] 현대기아차 중국 공장현황 - 현대 155만대/기아 74만대

지역	공장	가동 개시	생산 차종	Capa.
베이징	1공장	02년 12월	ix25, 랑둥(아반떼 AD)	30만대
	2공장	08년 4월	투싼, 쏘나타	30만대
	3공장	12년 9월	밍투(미스트라), 랑둥(아반떼 MD), 싼타페, 위에둥(아반떼 HD/ID)	45만대
창저우	4공장	16년 11월	위에나(베르나, YC, 16년 10월), 중형 SUV(NU, 17년 11월)	20만대
충칭	5공장	17년 9월	루이나(베르나, CB, 17년 9월), 소형 SUV(코나, OSc, 18년 2월)	30만대
	6공장	17년 9월	루이나(베르나, CB, 17년 9월), 소형 SUV(코나, OSc, 18년 2월)	30만대
옌청	1공장	02년 9월	프라이드(리오), 스포티지, 쉐라토	14만대
	2공장	07년 12월	K3s, K2, K5, 포르테, K2 크로스(SC, 17년 7월)	30만대
	3공장	14년 1월	K3(BDc, 18년 9월), K4, 페가스(HC, 17년 9월), 소형 SUV(NP, 18년 5월)	30만대

자료: 한국투자증권

[그림 5] 현대차 올뉴 베르나(CB)



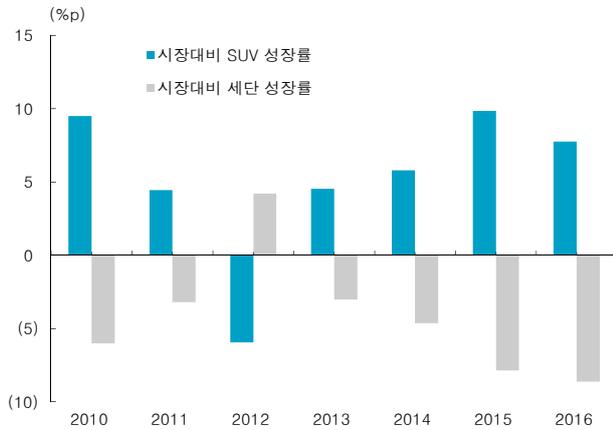
자료: 현대차, 한국투자증권

## 2. SUV에 목마른 미국

### 부족한 SUV 라인업이 미국 부진의 가장 큰 원인

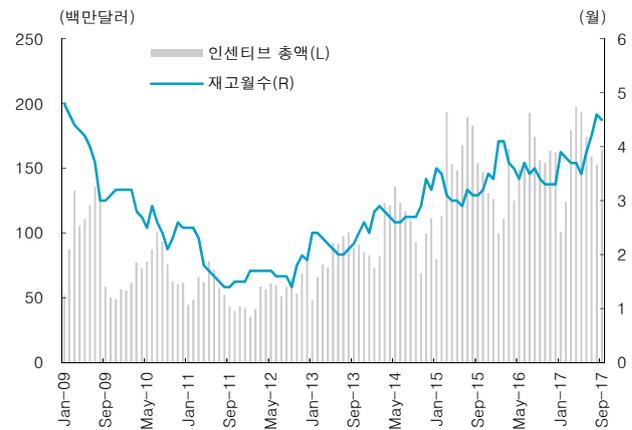
현대기아차 미국 부진은 SUV 라인업 부족이 가장 큰 원인이다. 그 동안 현대기아차는 글로벌 SUV 열풍을 간과하고 세단 위주의 라인업을 고수해 왔다. 기존 성장 방식에 대한 관성과 그룹 내 판매간섭효과 우려 때문이다. 그러나 글로벌 시장에서 SUV 열기는 더 뜨거워지고 있다. 글로벌 SUV 시장은 2010년 8백만대에서 2016년 2천 4백만대로 성장하며 그 비중이 11.2%에서 26.8%로 높아졌으며 재구매율 또한 지속 상승하는 추세다. 특히 미국에서 SUV 중심의 성장이 장기화되면서 세단재고가 쌓이고 인센티브가 늘어나는 악순환이 지속됐다.

[그림 6] SUV와 세단의 극명한 온도차 - 미국



자료: Marklines, 한국투자증권

[그림 7] 현대차 미국 인센티브 및 재고



자료: Autodata, 한국투자증권

### 현대차 SUV 라인업 확장으로 점유율 상승/이익개선 전망

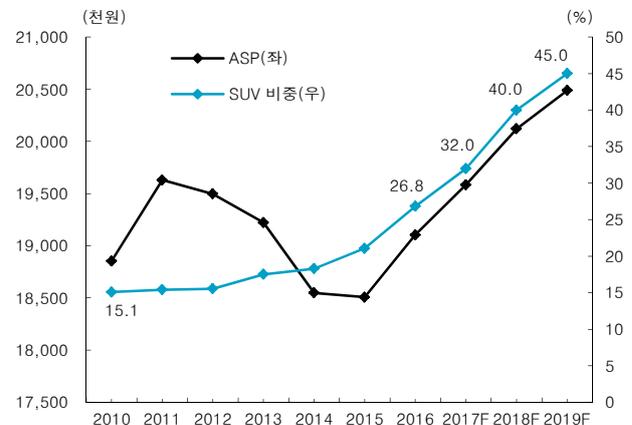
현대차는 코나를 시작으로 SUV 라인업을 대폭 보강해 SUV 비중을 40% 이상으로 끌어 올릴 계획이다. 현재 현대차 라인업에서 SUV는 3종(코나, 투싼, 싼타페)에 불과하지만 18년말 단종된 베라크루즈를 대체하는 대형 SUV에 이어, 19년 초 코나보다 더 작은 SUV도 출시해 SUV 라인업을 대폭 보강할 전망이다. SUV 라인업 확대로 현대차의 글로벌 점유율이 상승할 것으로 예상된다. 기존에 판매가 전무했던 세그먼트에 신차를 출시할 경우 기저효과가 매우 크기 때문이다. 현대차의 SUV 확장은 2019년까지 이익개선 사이클을 견인할 전망이다.

[그림 8] 현대차 SUV 출시 계획

차급	모델명	출시 예상 시기
SUV-A	미정	2019년 상반기 신차 출시
SUV-B	코나	2017년 6월 신차 출시
SUV-C	투싼	2018년 상반기 페이스리프트 출시
SUV-D	싼타페(맥스크루즈)	2018년 초 신차 출시
SUV-E	미정	2018년 하반기 신차 출시
제네시스 SUV	미정	2019년 신차 출시

자료: 현대차, 한국투자증권

[그림 9] SUV 확장 전략을 본격화하는 현대차



자료: 현대차, 한국투자증권

### 3. 엔진교체 사이클 시작

#### 가성비 매력을 잃은 현대차

현대기아차는 2013년 이전까지 가성비 좋은 중소형 세단을 앞세워 해외시장 점유율을 크게 늘렸다. 여기서 말하는 '가성 대비 성능'에서 성능의 핵심항목이 연비다. 특히 2009년부터 시작된 신차사이클은 신형엔진 탑재시기와 겹치며 판매량, 실적이 크게 늘었다. 그러나 2012년 미국 EPA에 의해 연비과장이 적발됐으며, 2014년 이후 신차사이클에서는 연비가 오히려 전세대보다 하락하는 현상이 발생했다. 이는 엔진의 개선폭이 크지 않은데 반해 안전사양 강화로 차량 무게가 증가했기 때문이다. 향후 현대기아차가 글로벌 시장에서 본격적으로 점유율을 회복하기 위해서는 신형엔진을 기반으로 한 연비개선이 필수적이다.

[그림 10] 현대차그룹 주요 승용차 엔진 라인업

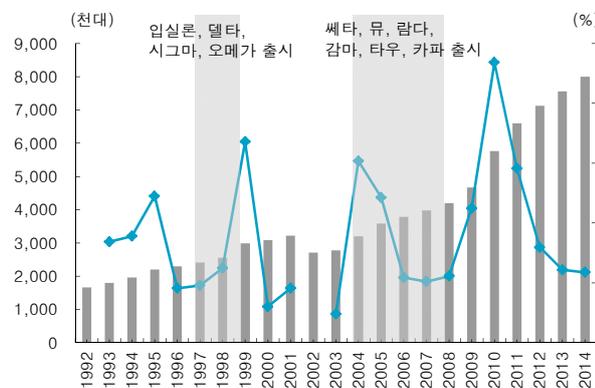
연료	엔진명	개발연도	배기량 (cc)	500	1000	1500	2000	2500	3000	3500	4000	4500	5000	5500	특징	대표모델
가솔린	알파	1991	1300~1600												감마 엔진으로 개량	-
	베타	1995	1600~2000												누 엔진으로 개량	-
	입실론	1997	800~1000												경차전용	i10
	델타	1998	2000~2700												뮤 엔진으로 개량	-
	시그마	1998	2500~3500												람다로 대체	-
	오메가	1999	4500												타우로 대체	-
디젤	베타	2004	2000~2400													쏘나타, G70, 그랜저, K7
	뮤	2005	2000~2700													G70, G80, 그랜저, K7, K9, G90
	람다	2005	3000~3800													엑센트, 아반떼, i30, 크레타
	감마	2006	1400~1600													에쿠스, G90, K9
	타우	2008	4600~5500													모닝, i10, i20, i30
	카파	2008	1000~1400													쏘나타, i40, 크레타
	누	2010	1800~2000													
	D	2000	1500~2200													R 엔진으로 개량
A	2002	2500														스타렉스, 포터
U	2004	1100~1700														아반떼, 쏘나타, K3, i30, i40
S	2006	3000														베라크루즈, 모하비
R	2009	2000~2200														싼타페, 쏘렌토, 스포티지, 투싼

주: \*표시는 미쓰비시 공동개발, 나머지는 모두 현대차그룹 독자개발  
 자료: 현대차그룹, 언론 종합, 한국투자증권

#### 2018년부터 엔진교체 사이클 시작

2018년부터 엔진교체 사이클이 시작되면서 현대기아차의 연비경쟁력이 강화될 전망이다. 현대기아차는 10월 24~25일에 '현대기아차 국제파워트레인 컨퍼런스'에서 신형엔진 및 변속기 일부를 공개했다. '스마트 스트림'이라고 명명된 차세대 파워트레인 중 내연기관에서는 가솔린 1.6L 엔진, 디젤 1.6L 엔진, 8단 습식DCT, 그리고 무단변속기(CVT)가 공개됐다. 특히 가솔린 1.6L T-GDi 엔진은 연속가변밸브트레이션(CVVD)이 세계 최초로 양산 적용돼 연비 향상에 도움을 줄 전망이다. 이러한 차세대 파워트레인은 2018년 상반기 기아 유럽형 씨드를 시작으로 현대기아차 라인업에 순차적으로 적용될 예정이다.

[그림 11] 현대기아차 판매량 및 주요 엔진 개발



주: 2002년 이전 판매량 및 증가는 capa 기준  
 자료: Marklines, 한국투자증권

[그림 12] 현대차 차세대 파워트레인 '스마트스트림'



자료: Top Rider, 한국투자증권

## Top picks

### 현대차(00538)

#### SUV가 이끄는 구조적 성장

현대차에 대해 투자의견 매수와 목표주가 195,000원을 유지한다(12MF PER 8x와 SOTP 평균). 한중 관계회복이 진행되면서 중국 판매량 또한 회복세가 이어질 전망이다. 미국은 2018년 1분기 초 코나, 2분기 말 싼타페가 투입되면서 부족한 SUV 라인업이 보장된다. 이를 통해 세단을 무리하게 팔면서 쌓인 재고와 인센티브를 줄여나갈 전망이다. 마지막으로 2018년부터 투입되는 신형엔진도 연비경쟁력 강화 측면에서 중장기 모멘텀이다. 신형엔진을 통한 가성비 매력 회복은 SUV 라인업 확대와 함께 글로벌 점유율 회복의 원동력으로 작용할 전망이다.

### 현대모비스(012330)

#### 중국 회복, 핵심부품 성장, A/S 고수익 지속

현대모비스에 대해 투자의견 매수와 목표주가 340,000원을 유지한다(12MF PER 9.5x). 2017년 사드 사태로 인해 중국 실적을 연결로 반영하는 현대모비스의 실적이 직격탄을 맞았으나 한중 관계회복이 진행되면서 현대기아차 중국 판매량이 늘어나 모비스에 직접적 손해가 예상된다. 여기에 현대차가 SUV를 늘리는 점도 모비스의 모듈 마진에 긍정적이다. 핵심부품 또한 ADAS/친환경차 확대로 매출성장이 지속될 전망이다. 마지막으로 2017년에 구조적 수익성 개선을 보여줬던 A/S부문도 물류투자 효과와 선진국 경기회복이 지속되며 고수익이 이어질 전망이다.

## 위험 요인

#### 중국과 미국의 부진이 지속되는 경우가 가장 큰 위험 요인

중국과 미국의 부진이 지속되는 경우가 가장 큰 위험 요인이다. 북핵위기 등 외교적 변수로 인해 사드 여파와 같이 반한감정이 다시 불거지는 경우 중국의 회복세가 더딜 수 있다. 여기에 중국 로컬업체들의 급부상 또한 중국 내 위험요인이다. 한편 미국은 야심차게 출시하는 신형 SUV들이 실패할 경우가 가장 큰 위험이다. 2018년 초 출시되는 코나와 중순 출시되는 싼타페가 성공하지 못할 경우 미국이 더욱 더 길고 깊은 수렁에 빠질 수 있다. 마지막으로 신형 엔진의 연비개선폭이 기대에 못 미칠 경우도 중장기 위험요인으로 판단한다.

<표 1> 커버리지 valuation

종목	투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation									
	매수	목표주가(원)	현재가 (11/7, 원)	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
현대차 (005380)	투자의견	매수	2015A	91,959	6,358	6,417	23,861	222,828	6.2	0.7	10.7	9.2	2.7
	목표주가(원)	195,000	2016A	93,649	5,194	5,406	20,118	241,103	7.3	0.6	8.4	10.3	2.7
	현재가 (11/7, 원)	155,000	2017F	99,850	5,212	4,390	16,429	252,699	9.4	0.6	6.4	10.3	2.6
	시가총액(십억원)	34,142	2018F	108,793	6,296	5,583	20,898	267,064	7.4	0.6	7.7	9.6	3.5
			2019F	114,349	7,439	6,741	25,237	284,544	6.1	0.5	8.7	8.6	4.2
기아차 (000270)	투자의견	매수	2015A	49,521	2,354	2,631	6,559	60,290	8.0	0.9	11.3	5.4	2.1
	목표주가(원)	39,000	2016A	52,713	2,462	2,755	6,873	66,103	5.7	0.6	10.8	3.7	2.8
	현재가 (11/7, 원)	34,750	2017F	54,170	892	1,332	3,322	67,869	10.5	0.5	4.9	5.3	2.9
	시가총액(십억원)	14,086	2018F	57,360	2,031	2,200	5,487	71,536	6.3	0.5	7.8	3.9	3.5
			2019F	61,279	2,590	2,752	6,863	76,283	5.1	0.5	9.3	3.5	4.6
현대모비스 (012330)	투자의견	매수	2015A	36,020	2,935	3,055	32,030	266,859	7.7	0.9	12.5	5.8	1.4
	목표주가(원)	340,000	2016A	38,262	2,905	3,038	32,091	296,189	8.2	0.9	11.2	5.8	1.3
	현재가 (11/7, 원)	266,000	2017F	36,622	2,440	2,451	25,875	317,554	10.3	0.8	8.3	5.9	1.3
	시가총액(십억원)	25,893	2018F	40,235	3,176	3,304	34,883	346,583	7.6	0.8	10.3	4.5	1.9
			2019F	43,328	3,676	3,877	40,929	380,273	6.5	0.7	11.1	3.6	2.4
현대위아 (011210)	투자의견	중립	2015A	7,884	501	327	12,306	120,611	9.1	0.9	10.9	4.8	1.0
	목표주가(원)	-	2016A	7,589	263	131	4,922	123,986	14.8	0.6	4.1	4.9	1.5
	현재가 (11/7, 원)	64,300	2017F	7,602	134	87	3,292	126,465	19.5	0.5	2.7	6.2	1.6
	시가총액(십억원)	1,748	2018F	8,514	281	188	7,068	132,340	9.1	0.5	5.5	4.6	1.9
			2019F	9,221	345	233	8,785	139,566	7.3	0.5	6.5	4.3	2.3
만도 (204320)	투자의견	매수	2015A	5,299	266	126	13,433	141,318	12.3	1.2	10.6	5.3	2.9
	목표주가(원)	350,000	2016A	5,866	305	199	21,303	156,515	11.0	1.5	14.3	6.3	2.1
	현재가 (11/7, 원)	317,000	2017F	5,902	279	167	17,804	169,483	17.8	1.9	10.9	7.6	1.6
	시가총액(십억원)	2,977	2018F	6,687	372	240	25,580	188,234	12.4	1.7	14.3	6.2	2.1
			2019F	7,318	422	276	29,516	209,370	10.7	1.5	14.8	5.6	2.5
한온시스템 (018880)	투자의견	중립	2015A	5,558	360	231	432	3,268	120.2	15.9	13.7	10.4	9.3
	목표주가(원)	-	2016A	5,704	423	292	547	3,424	18.8	3.0	16.4	9.5	2.2
	현재가 (11/7, 원)	12,800	2017F	5,610	447	288	540	3,665	23.7	3.5	15.2	12.2	2.4
	시가총액(십억원)	6,832	2018F	6,213	507	338	633	3,976	20.2	3.2	16.6	10.9	2.6
			2019F	6,774	563	378	707	4,322	18.1	3.0	17.0	9.9	2.9
S&T모티브 (064960)	투자의견	매수	2015A	1,211	123	86	6,034	45,194	14.2	1.9	13.8	8.1	1.2
	목표주가(원)	60,000	2016A	1,154	72	34	2,316	46,542	21.1	1.0	5.0	6.4	2.0
	현재가 (11/7, 원)	44,400	2017F	1,213	103	76	5,190	51,177	8.6	0.9	10.6	4.2	2.3
	시가총액(십억원)	649	2018F	1,343	117	80	5,481	55,929	8.1	0.8	10.2	3.5	2.7
			2019F	1,520	133	91	6,256	61,222	7.1	0.7	10.7	2.9	3.4
한국타이어 (161390)	투자의견	매수	2015A	6,428	885	655	5,292	41,457	8.9	1.1	13.6	5.9	0.9
	목표주가(원)	90,000	2016A	6,622	1,103	873	7,047	48,036	8.2	1.2	15.8	5.5	0.7
	현재가 (11/7, 원)	57,200	2017F	6,901	880	711	5,742	53,348	10.0	1.1	11.3	5.8	0.7
	시가총액(십억원)	7,085	2018F	7,938	1,164	954	7,702	60,493	7.4	0.9	13.5	4.6	0.9
			2019F	8,642	1,291	1,069	8,628	68,558	6.6	0.8	13.4	3.9	0.9
넥센타이어 (002350)	투자의견	매수	2015A	1,837	225	125	1,234	10,004	10.0	1.2	12.8	5.7	0.6
	목표주가(원)	15,500	2016A	1,895	248	174	1,713	11,622	7.6	1.1	15.7	4.8	0.8
	현재가 (11/7, 원)	13,100	2017F	1,991	205	135	1,327	12,671	9.9	1.0	10.7	5.4	0.8
	시가총액(십억원)	1,279	2018F	2,134	231	161	1,569	14,106	8.4	0.9	11.5	4.8	0.8
			2019F	2,413	254	181	1,768	15,740	7.4	0.8	11.7	4.4	0.8
금호타이어 (073240)	투자의견	중립	2015A	3,040	136	(69)	(439)	7,234	NM	0.9	(5.9)	10.4	0.0
	목표주가(원)	-	2016A	2,947	120	(36)	(228)	6,976	NM	1.2	(3.2)	11.3	0.0
	현재가 (11/7, 원)	6,650	2017F	2,897	7	(57)	(362)	6,631	(18.4)	1.0	(5.3)	14.4	0.0
	시가총액(십억원)	1,050	2018F	3,287	159	(14)	(90)	6,546	(73.8)	1.0	(1.4)	9.3	0.0
			2019F	3,467	180	(5)	(33)	6,514	(201.2)	1.0	(0.5)	9.0	0.0

주: 11월 7일 종가 기준  
 자료: 각 사, 한국투자증권

# 섬유/의류

## 무한 경쟁 시대, 글로벌 경쟁력이 가야할 길

### 비중확대

#### ▶ 3대 키워드

- 글로벌 경쟁력
- 성장 전략
- 완만한 소비 회복

#### ▶ Top picks

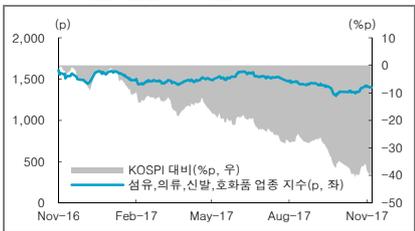
화승엔터 (241590, 매수, TP 23,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	12.4	10.4	8.9
PBR(x)	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA(x)	17.4	18.8	18.1
DY(%)	0.2	0.3	0.3
EPS(원)	1,518	1,806	2,109
BPS(원)	8,644	10,535	12,720

- 아디다스 글로벌 시장 점유율 확대와 고성장
- 생산 거점 및 경쟁력으로 고객사 내 점유율 상승
- 글로벌 의류, 신발 OEM사 중 가장 높은 성장 예상

휠라코리아 (081660, 매수, TP 102,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	11.5	8.7	7.9
PBR(x)	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(x)	8.5	7.3	6.4
DY(%)	0.4	0.4	0.4
EPS(원)	5,928	7,855	8,663
BPS(원)	81,353	93,813	107,081

- 글로벌 1위 골프용품 업체 Acushnet 인수 효과
- 중국 프리미엄 스포츠 브랜드로, 실적 기여도 확대
- 국내 사업 턴어라운드

#### ▶ 12개월 업종 수익률



나은채  
ec.na@truefriend.com

이선호  
sunho.lee@truefriend.com

### Investment Summary

#### 2018년 3대 키워드: 글로벌 경쟁력, 성장 전략, 소비 회복

2018년 의류 업종 투자 포인트는 다음과 같다. 첫째, 2018년 패션 업체들의 글로벌 경쟁력에 주목한다. 성장하는 글로벌 브랜드와 글로벌 생산 경쟁력을 확보한 업체들의 경쟁력은 지속될 전망이다. 두번째, 수년간 성장 전략 및 대규모 M&A에 힘입어 브랜드 및 제조업체들의 성장 전망은 강화되었다. 관련된 시행착오와 불확실성은 대부분 반영되었고 이제는 손익 개선에 기여할 시점이다. 세번째, 소득 증가와 자산 가치 상승으로 국내의 소비 여건은 개선되고 있다.

#### 성장하는 시장과 브랜드는 언제나 있다

온라인화라는 유통 격변 시기에 변화하는 소비 패턴과 트렌드는 패션업체 투자 전략을 어렵게 만드는 요인이다. 그러나 성장하는 시장과 브랜드는 언제나 있다. 글로벌 웰빙 트렌드와 연관된 스포츠 용품 성장은 일반 의류를 상회하고 있다. 글로벌 스포츠 운동화 시장에서 고공 성장하는 아디다스와 생산 체인에 주목한다. 중국 스포츠 의류 시장은 의류 시장보다 월등히 높은 성장을 시현하고 있으며 프리미엄 스포츠 용품 시장과 브랜드는 어느 때보다 고성장을 기록하고 있다.

#### Top picks: 화승엔터프라이즈, 휠라코리아

화승엔터프라이즈와 휠라코리아를 Top picks로 제시한다. 화승엔터프라이즈는 2020년까지 성장 전망이 가장 뚜렷하다. 베트남, 인도네시아 등 전략적 생산 거점과 생산 경쟁력을 확보, 생산 개파는 2017년 초 약 4,800만 족에서 2020년 1억 족으로 증가할 것이다. 휠라코리아는 M&A 효과와 국내 사업 턴어라운드, 중국 호조로 글로벌 브랜드로 도약할 것이다. 글로벌 1위 골프용품 브랜드의 경쟁력, 중국 1위 안타스포츠의 휠라 성장 전략, 국내 사업의 흑자 전환 가능성에 주목한다.

[그림 1] 의류업종 지수 - 깊고 깊은 소비 부진의 골을 지나 회복 초기 국면



자료: 한국투자증권

### 3대 키워드

#### 1. 글로벌 경쟁력: 불확실성을 이겨내는 힘

**미주 오프라인 유통업체 부진이 화두, 그러나 유통-브랜드-제조는 분리되어야**

의류 업종은 내수 소비 부진 장기화에 이어 2016년부터 미국 발 소비 부진 영향권이였다. 2015년 하반기부터 급격하게 둔화된 미주 의류 소비, 그리고 이로 인한 과잉 재고로 2016년, 2017년까지도 브랜드 업체들의 재고 조정이 이어졌다. 2017년 재고 조정이 일단락되가는 시점에 미주에서의 급격한 온라인 소비 트렌드 확산으로 유통 업체들, 그리고 2017년에는 스포츠 브랜드 전문 채널까지 무너지면서 동일 밸류체인에 있는 패션업체에 대한 우려가 커졌다. 그러나 우리는 유통-브랜드-제조는 분리되어야 하며 글로벌 브랜드와 제조업체들은 유통 변화에 적응하면서 향후 성장이 가능할 것으로 전망한다.

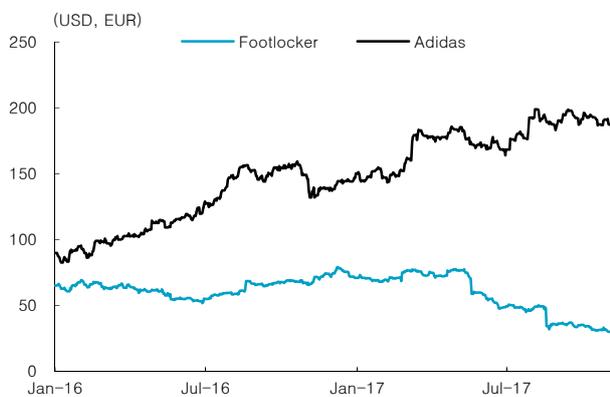
**브랜드는 제품력과 마케팅으로 차별화, 성장하는 브랜드는 언제나 있다**

성장하는 분야와 브랜드에 주목한다. 전통 채널의 붕괴는 일시적으로 판매 채널이 위축되는 영향이 있으나 강한 브랜드일수록 채널 전환력은 빠르다. 브랜드의 성패는 철저하게 제품력과 마케팅에 기반한다. 나이키는 자체 온라인, 아마존을 활용하고 있고, 아디다스는 최근 2년간 채널 변화와 무관한 눈부신 성장을 시현하고 있다. Puma 등 잊혀졌던 브랜드들도 금년 실적과 주가 모두 호조다. 채널은 '가격 경쟁력'이 가장 중요하기 때문에 온라인화가 급격하게 진행되지만 브랜드는 소비자들의 니즈가 다양하기 때문에 획일화되지 않는다. 명품과 SPA 열풍에서, 스포츠로, 스포츠에서도 Lulu Lemon, Under Armour, Adidas 등 시기에 따라 트렌드와 브랜드의 성패는 있으나 유통 채널에서 온라인 채널의 파급 효과만큼 브랜드 업체들에 위협적인 경쟁 구도는 나타나지 않고 있다. 가격으로 승부한 SPA 열풍은 사그러들고 다시 스포츠 브랜드들이 부활하는 등 글로벌 브랜드들의 자리는 없어지지 않고 있다.

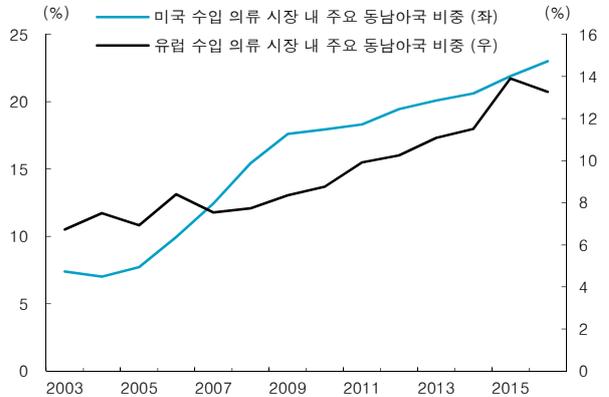
**글로벌 생산력 확보한 제조업체들의 경쟁력 부각될 것**

제조업체들은 미주 재고 조정이 일단락되면서 최악의 영업 환경은 지나갔다. 또한 2018년에는 베트남-유럽 FTA 발효 등 영업 환경 개선 가능성도 있다. 제조업체들의 규모의 경제와 기술력은 진입 장벽으로 작용하고 있으며 원가 경쟁력 있는 생산 거점과 생산 경쟁력을 확보한 업체들의 구조적 성장 전망은 유효하다. 미주 시장에서 동남아 국가의 시장 점유율 확대는 수요 부진과 무관하게 지속되고 있기 때문이다. 온라인화로 인한 오프라인 유통과 브랜드 업체 고전은 제조업체들에게 수요 위축 우려 요인이 될 수 있으나 최근 아마존이 PB 사업 강화를 위해 아시아 OEM사들과 협력하는 등 OEM 업체들의 유연함 또한 부각될 것이다.

[그림 2] 스포츠 대표 채널 Footlocker 주가 붕괴, 브랜드는 오히려 부활 [그림 3] 동남아 의류 OEM 비중 추세적으로 상승



자료: Bloomberg, 한국투자증권



주: HS code 61 기준. 일반 의류. 베트남, 방글라데시, 인도네시아 합산임  
자료: 한국투자증권

## 2. 성장 전략: 커지고 강해진다

브랜드 업체들 해외 진출,  
내수 업체들은 유통 다각화,  
브랜드 사업 강화

패션 업체들의 성장 전략에 주목한다. 내수 부진 속에 브랜드 업체들은 해외 진출을 통해 시장을 확대하거나 국내 유통 채널 및 소비 트렌드 변화에 적응하면서 내수 시장에서 점유율 확대를 위한 노력을 하고 있다. 휠라코리아는 국내 사업의 이익 기여도가 거의 없으며 수익 창출원을 글로벌 로열티, 미주, 중국 등으로 다각화시켰다. 휠라 브랜드의 미주 매출액은 10년간 10배 성장했고 중국에서는 안타스포츠의 유통망과 자금력에 힘입어 5위권 스포츠 브랜드로 도약했다. 내수 브랜드 업체들 또한 온라인과 아울렛, 명품과 SPA 등 채널과 트렌드 변화에 고전했으나 이제는 변화에 적응하고 있다. 자체 온라인, 아울렛 채널을 공략하면서 판매 채널을 늘리고 판매 효율성을 제고하고 있다. 저성장 시대에 성장하는 중저가 의류 사업을 확대하거나 단순한 의류기업에서 벗어나 화장품, 홈인테리어, 외식 사업 등 라이프스타일 사업을 강화하고 있다.

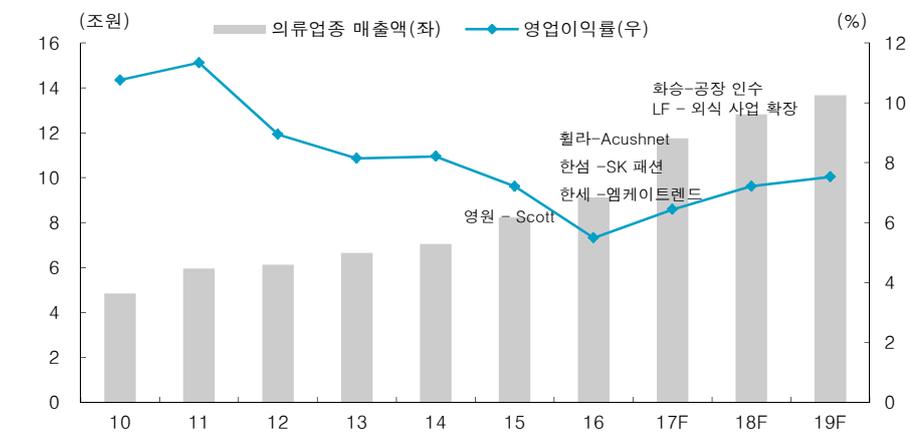
제조업체 : 동남아 기지 확보,  
수직 계열화, 증설

제조업체들은 해외 진출에 가장 공격적이다. 대표적으로 OEM사들은 해외 수요와 해외 생산을 기반으로 생산 경쟁력을 확보할 수 있는 생산 거점 확보에 노력하고 있다. 과거 국내 생산에서 중국, 베트남, 방글라데시, 인도네시아 등을 거쳐 최근 아프리카와 남미까지 생산 거점을 확보하고 있다. 규모의 경제와 원가 경쟁력을 유지하기 위해 대규모 인력 확보, 트레이닝, 생산 설비 증설뿐 아니라 수직 계열화를 통해 빠른 납기 대응과 자체적인 수익성 향상을 위한 노력이 이루어지고 있다. 화승엔터의 신발부자재 사업, 영원무역의 원단 사업 및 기능성 니트의류 수직 계열화, 한세실업의 염색 및 원단 사업 확대가 진행형이다.

최근 대규모 M&A 이루어져

내수 성장과 해외 OEM의 황금기를 보낸 패션업체들은 막강한 자금력으로 M&A 주체로 나서고 있다. 2015년 전후로 규모 있는 M&A가 다수 이루어졌는데 M&A 전후로는 불확실성이 대두되었고 특히 업황 부진 시기에 진행된 M&A는 우려를 제기했으나 관련된 손익 불확실성은 대부분 일단락된 것으로 보인다. 휠라코리아의 Acushnet Company 인수, 영원무역의 Scott Sports 인수, 한섬의 SK 패션 인수, 한세실업의 한세엠케이 인수 등은 사업 규모를 한단계 상승시켰으며 금년은 화승엔터프라이즈가 모회사로부터 중국, 인도네시아 공장을 인수하는 등 업종 내 공격적인 M&A는 진행형이다. LF는 최근 외식, 식자재 사업으로 확장하고 있다. 최근의 M&A는 대부분 업체별로 적게는 20%, 많게는 두배 이상까지 외형을 확대시키는 영향이 있었으며 인수 이후의 회계 및 비용 불확실성도 대부분 해소되었다.

[그림 4] 의류 업종 M&A로 꾸준한 외형 증가



자료: 한국투자증권

### 3. 완만한 소비 회복 전망

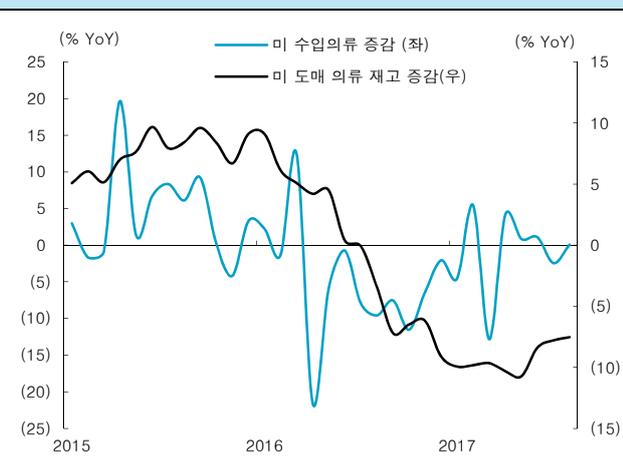
소비 패턴과 트렌드 변화는 소비 전망을 어렵게 하는 요인이나

소비 회복은 의류 업종의 가장 강한 투자 포인트다. ASP 변동이 큰 경기 민감성 소비재로 소비 회복에 따른 실적 변동성이 높다. 국내는 2012년부터 장기 소비 부진이 지속되고 있고 미주는 2015년 하반기부터 부진했다. 또한 국내외 소비 둔화뿐 아니라 소비자들의 여행, 레저 등을 중시하는 소비 지출 트렌드 변화, 온라인화로 인한 유통 채널의 변화 등으로 인해 의류 소비 및 패션업체들의 실적 변수는 좀 더 다양해지고 있다.

미 재고 소진과 국내 자산 가치 상승 등 긍정적인 요인도 상존

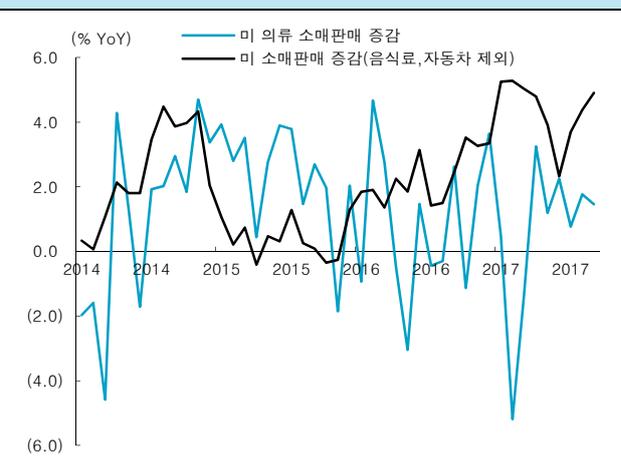
그러나 국내외 완만한 의류 소비 회복 여건은 조성되고 있다고 판단된다. 미주는 2016년부터 이어진 긴 재고 조정이 일단락되고 2년간의 소비 부진 이후 의류 소매판매가 완만하게 증가하고 있다. 국내 의류 소비는 2012년부터 부진, 민간소비 성장률을 하회했다. 소비 패턴 변화 등 여러 요인이 있을 것이나 고소득층의 의류 소비 감소가 가장 주요인이었다. 최근 부동산, 주식시장 강세 등 자산 가치 상승은 고소득이자 자산가의 경기 민감성 소비재 소비로 이어질 수 있는 '부의 효과' 가능성이 높아 보인다.

[그림 5] 미 재고 하락과 함께 수입 의류 시장 바닥을 통과하고 있다



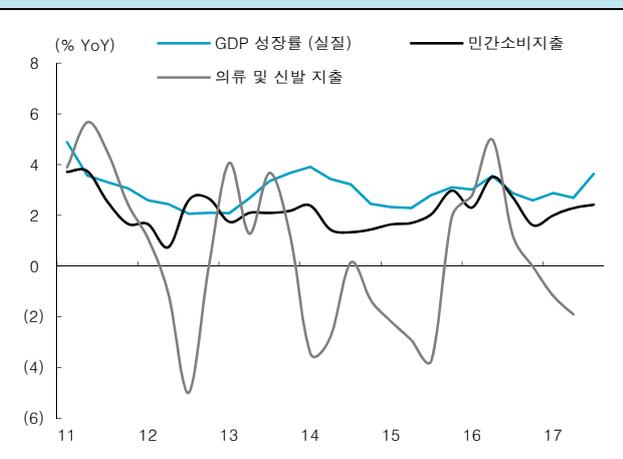
자료: US Census, 한국투자증권

[그림 6] 미 소매판매 완만한 회복



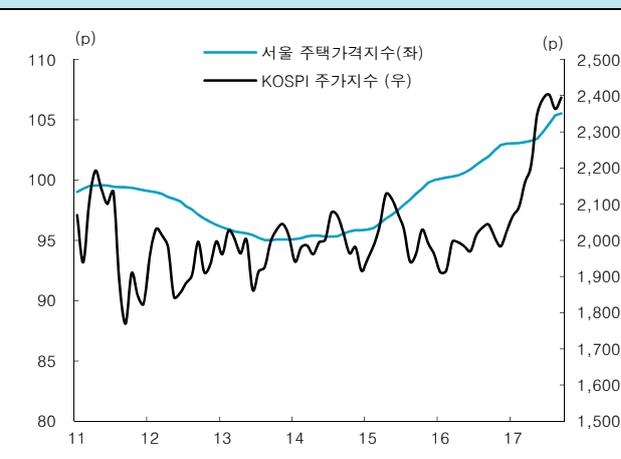
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 7] 국내 의류 소비 2012년부터 민간소비 증가율 하회



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 8] 자산 가치 상승은 '부의 효과'에 대한 기대감 높일 가능성



자료: KB금융, Wisenet, 한국투자증권

## Top picks

### 화승엔터프라이즈(241590)

#### 글로벌 OEM사중 고공 성장

화승엔터프라이즈에 대한 투자 의견 '매수'와 목표주가 23,000원 (2017F PER 15배 적용)을 유지한다. 아디다스 2위 벤더인 동사는 아디다스 고성장에 아디다스 내 점유율 상승에 힘입어 고성장 국면이 예상된다. 베트남 생산 거점을 확보하고 있으며 금년 10월 모회사로부터 중국과 인도네시아 공장을 인수해 2018년 성장성은 한층 강화될 전망이다. 운동화 제조업은 진입 장벽이 높아 동남아 생산 거점의 경쟁 우위는 상당 기간 지속될 전망이다. 고객사의 '스피드' 경영에 최적화된 생산 역량을 확보, 빠른 납기로 대응해 주요 고객사 내 점유율 확대가 지속될 전망이다. 동사는 과거 SPA형 아디다스 네오라벨을 주로 생산했으나 러닝화 등 고부가제품으로 품목을 다각화하고 있다. 고부가 부자재 생산도 본격화될 전망이다. 베트남 지속적인 증설에 중국, 인도네시아 공장 가세로 생산개과는 금년 5,500만 족에서 내년 8,000만 족, 2020년 1억 족으로 증가할 전망이다. 2018년 고성장을 앞두고 비중 확대가 유효하다.

### 휠라코리아(081660)

#### 휠라 브랜드 중국과 국내 사업 개선, Acushnet 지분 가치에 주목

휠라코리아에 대한 투자 의견 '매수'와 목표주가 102,000원 (2018F PER 13배)을 유지한다. 2017년 국내 부문 턴어라운드에도 불구하고 Acushnet 실적 우려 및 패션업체 주가 소외 국면 속에 동사의 주가도 부진했다. 그러나 우리는 Acushnet의 글로벌 1위 경쟁력, 그리고 상반기 실적 부진에도 불구하고 현재 휠라코리아의 Acushnet 지분 가치가 약 8,300억원에 달한다는 점에 주목한다. 휠라 본업에서 중국에서의 호조, 국내 사업 턴어라운드에 주목한다. 중국 내 5위권 브랜드로 도약해 중국에서 수취하는 이익 규모가 금년 약 200억원으로 추정되고 안타스포츠의 공격적인 확장 전략에 힘입어 휠라 브랜드의 고성장은 지속될 전망이다. 국내 사업은 합리적인 가격과 강화된 제품 경쟁력에 힘입어 금년 2분기부터 흑자 전환, 2018년 흑자 전환되면서 국내 사업과 관련된 우려도 일단락될 전망이다. 2018년 성장하는 글로벌 브랜드로 주목해야 할 것이다.

## 위험 요인

#### 국내 브랜드 경쟁력 의구심 글로벌 브랜드 부침 로봇 제조도 우려 요인

국내 브랜드 업체들은 다양한 채널을 활용하여 ASP를 낮추고 국내 소비자들의 니즈에 맞추는 노력을 진행하고 있으나 해외 사업에서 아직 경쟁력이 검증되지 않아 구조적인 성장을 전망하기는 어렵다. 글로벌 브랜드의 경우 소비 트렌드 변화와 경쟁으로 인해 3~4년 주기로 부침이 있다. 아디다스의 고성장이 긍정적인 한편 경쟁력 유지 여부는 관전 포인트이다. 제조 영역에서는 로봇을 활용한 제조 또한 우려 요인이다. 나이키와 아디다스는 점진적으로 로봇을 활용한 공정을 도입하고 있다. 아디다스의 경우 2020년 전체 생산량 1% 정도로 단기간에 미치는 영향은 제한적일 것이나 향후 주시할 포인트이다.

<표 1> 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
영원무역 (111770)	투자의견	매수	2015A	1,585	197	130	2,931	26,554	14.4	1.6	12.1	7.7	0.5
	목표주가(원)	50,000	2016A	2,002	179	110	2,489	28,390	12.3	1.1	9.1	6.1	0.8
	현재가 (11/7, 원)	32,750	2017F	2,111	190	134	3,043	31,156	10.8	1.1	10.2	6.1	0.8
	시가총액(십억원)	1,451	2018F	2,209	216	153	3,486	34,360	9.4	1.0	10.6	5.1	0.8
				2019F	2,341	244	171	3,902	37,975	8.4	0.9	10.8	4.4
한세실업 (105630)	투자의견	중립	2015A	1,587	142	103	2,586	10,640	20.5	5.0	27.3	14.5	0.5
	목표주가(원)	-	2016A	1,548	82	47	1,175	11,499	21.8	2.2	10.7	14.1	1.3
	현재가 (11/7, 원)	26,050	2017F	1,773	70	57	1,442	12,573	18.1	2.1	12.0	14.5	1.3
	시가총액(십억원)	1,042	2018F	1,900	110	75	1,920	14,044	13.6	1.9	14.4	10.1	1.6
				2019F	2,026	123	85	2,161	15,674	12.1	1.7	14.5	8.9
힐라코리아 (081660)	투자의견	매수	2015A	816	81	(133)	(11,987)	42,440	NM	2.2	(25.2)	14.9	0.3
	목표주가(원)	102,000	2016A	967	12	323	28,420	75,175	2.5	0.9	48.4	71.3	0.4
	현재가 (11/7, 원)	68,100	2017F	2,522	192	72	5,928	81,353	11.5	0.8	7.8	8.6	0.4
	시가총액(십억원)	832	2018F	2,686	240	96	7,855	93,813	8.7	0.7	9.0	7.3	0.4
				2019F	2,805	259	106	8,663	107,081	7.9	0.6	8.6	6.5
LF (093050)	투자의견	매수	2015A	1,571	74	51	1,742	34,790	15.5	0.8	5.1	5.4	1.9
	목표주가(원)	38,000	2016A	1,529	79	52	1,767	36,006	12.2	0.6	5.0	3.1	2.3
	현재가 (11/7, 원)	26,350	2017F	1,580	106	82	2,798	38,204	9.4	0.7	7.5	3.9	2.3
	시가총액(십억원)	770	2018F	1,669	121	93	3,194	40,797	8.3	0.6	8.1	3.2	2.3
				2019F	1,752	134	104	3,560	43,658	7.4	0.6	8.4	2.6
한섬 (020000)	투자의견	매수	2015A	617	66	74	3,385	34,656	12.0	1.2	9.3	9.5	0.7
	목표주가(원)	46,000	2016A	712	72	56	2,571	36,644	13.6	1.0	6.6	7.9	0.9
	현재가 (11/7, 원)	30,550	2017F	1,238	92	73	3,307	39,326	9.2	0.8	8.0	7.4	1.0
	시가총액(십억원)	752	2018F	1,424	104	80	3,653	42,272	8.4	0.7	8.2	6.8	1.1
				2019F	1,541	118	93	4,245	45,746	7.2	0.7	8.8	5.7
화승엔터프라이즈 (241590)	투자의견	매수	2015A	391	19	12	NM	NM	NM	NM	22.3	5.3	NM
	목표주가(원)	23,000	2016A	640	44	35	NM	NM	NM	NM	27.2	7.2	0.2
	현재가 (11/7, 원)	18,800	2017F	787	54	42	1,557	9,602	12.1	2.0	17.4	6.1	0.2
	시가총액(십억원)	569	2018F	1,179	77	61	2,005	11,707	9.4	1.6	18.8	4.5	0.3
				2019F	1,420	90	71	2,342	14,140	8.0	1.3	18.1	3.8
신세계인터내셔널 (031430)	투자의견	매수	2015A	1,005	20	21	2,958	64,998	34.7	1.6	4.6	20.9	0.6
	목표주가(원)	83,000	2016A	1,021	27	17	2,432	66,769	27.2	1.0	3.7	13.3	0.9
	현재가 (11/7, 원)	63,600	2017F	1,086	25	25	3,528	69,653	18.0	0.9	5.2	13.6	0.9
	시가총액(십억원)	454	2018F	1,173	36	36	4,987	73,996	12.8	0.9	6.9	11.5	0.9
				2019F	1,252	47	48	6,716	80,068	9.5	0.8	8.7	9.7
TBH글로벌 (084870)	투자의견	중립	2015A	660	(5)	(13)	(606)	10,737	NM	1.0	(5.3)	8.1	0.0
	목표주가(원)	-	2016A	722	12	(3)	(139)	9,942	NM	0.9	(1.3)	4.3	0.0
	현재가 (11/7, 원)	8,630	2017F	730	31	16	743	12,588	11.6	0.7	6.6	3.5	0.0
	시가총액(십억원)	179	2018F	744	35	18	872	13,459	9.9	0.6	6.7	3.2	0.0
				2019F	781	37	20	940	14,399	9.2	0.6	6.7	3.2

주: 11월 7일 종가 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

# 호텔/레저

## 먹구름이 걷히고 재도약

### 비중확대

#### ▶ 3대 키워드

- 레저 수요의 구조적 성장의 지속  
중국 관계 수혜 기대감, 인바운드 성장 재개
- 인천공항 2터미널 등 대외 환경 우호적 변화

#### ▶ Top picks

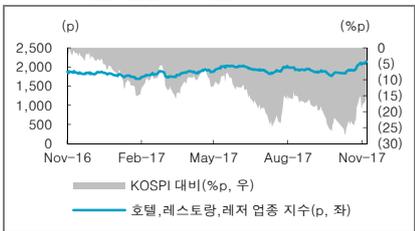
하나투어(039130, 매수, TP 114,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	69.7	23.6	19.0
PBR(x)	5.3	4.7	4.0
EV/EBITDA(x)	14.1	10.0	8.3
DY(%)	1.5	1.6	1.6
EPS(원)	1,471	4,347	5,406
BPS(원)	19,251	21,906	25,571

- 인천공항 T2 오픈에 따른 출국자수 증가 수혜
- 면세점 부문 적자폭 축소로 연결 실적 호전이 기여
- 하나투어재팬 등 연결 자회사 성과 확대 전망

파라다이스(034230, 매수, TP 28,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	NM	53.5	33.3
PBR(x)	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA(x)	63.9	16.9	12.7
DY(%)	0.7	1.1	1.4
EPS(원)	(70)	410	659
BPS(원)	11,563	11,712	12,048

- 외국인 전용 카지노 시장 성장 재개 예상
- 일본인VIP 및 매스 그룹액 성장 지속 전망
- 파라다이스시티의 수익 호전으로 입지 강화

#### ▶ 12개월 업종 수익률



### Investment Summary

#### 2018년 3대 키워드: 레저수요 증대, 중국 개선 기대감, 대외 환경 우호적 변화

2018년에는 1) 레저 수요의 구조적 증가, 2) 중국 관련 사업의 개선, 그리고 3) 인천공항2터미널 개장 등 영업 환경의 우호적 변화 등에 주목해야 한다. 여가 문화가 활성화됨에 따라 내국인의 해외 여행이 늘고 외국인 방문객이 정상적인 성장궤도에 복귀할 것으로 예상돼 여행, 카지노, 면세점업이 시장 확대의 수혜를 볼 것이다. 2018년 1월 인천공항 제2터미널이 개장하고 2월 평창올림픽 개최를 앞두고 있어 대외 환경의 우호적 변화에 따른 레저 수요 증대 효과를 누릴 전망이다.

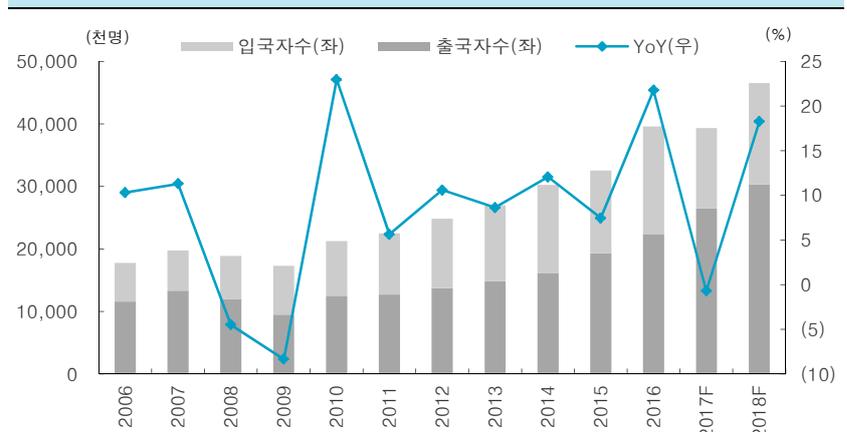
#### 2018년 출국자수와 입국자수 각각 14%, 27% 증가 예상

2018년 출국자수는 전년대비 14.3% 늘어날 것이다. 레저 수요 증대, 베이비부머 은퇴 본격화 등으로 안정적인 수요 증가와 인천공항제2터미널 개장에 따른 항공 좌석 및 국제 노선 확대가 이를 견인할 것이다. 금년 크게 부진했던 중국인 관광객 시장 성장 재개가 예상됨에 따라 방한 외국인수는 전년대비 26.5% 늘어날 것이다.

#### Top pick: 하나투어, 파라다이스

Top pick은 하나투어와 파라다이스로 각각 목표주가 114,000원, 28,000원을 제시한다. 하나투어는 내국인 해외 여행 시장 확대로 본업 경쟁력은 지속 향상되고, 영업장 면적 축소 등으로 면세점 적자 부담이 완화될 것으로 예상된다. 하나투어재팬 등 해외 사업의 성장성도 높아져 연결 실적 호전을 견인할 것이다. 파라다이스는 외국인 전용 카지노 시장이 확대되는 가운데 카지노 복합리조트 '파라다이스시티' 실적이 개선되고 있어 성장성이 강화될 전망이다.

[그림 1] 출입국자수 추이와 전망



최민하  
mhchoi@truefriend.com

주: 1. 승무원수 포함, 2. 성장률은 출입국자수 합산 기준  
자료: 한국관광공사, 한국투자증권

### 3대 키워드

#### 1. 여가 문화 활성화로 구조적 수요 증가

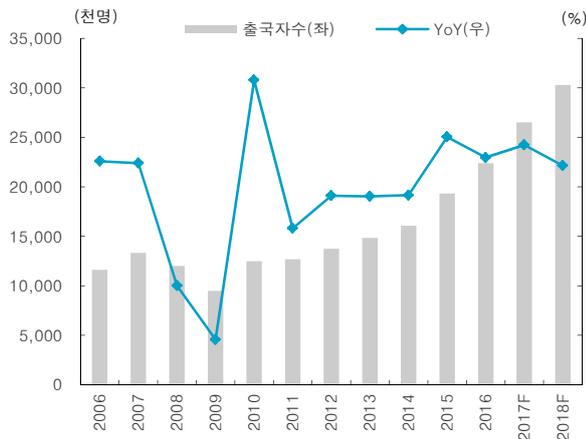
**여가 문화 활성화로  
업황 성장 지속**

호텔·레저 산업의 성장은 여가 문화 활성화에 힘입어 이어질 전망이다. 올로(You Only Live Once), 웰빙 라이프가 확산되며 여가 생활, 문화 소비 활동을 중요시 하는 수요가 늘고 있다. 실제 내수 경기가 부진했음에도 관광을 비롯한 여가 활동 소비 지출은 늘어나는 경향을 보였는데 젊은 층을 중심으로 자신의 행복을 가장 중시하는 ‘올로’족이 늘었고, 은퇴 이후에도 외모, 건강 등을 위해 소비 생활과 여가 생활을 즐기며 사회 활동에 적극적인 액티브 시니어 증가 등의 추세가 이를 뒷받침한다.

**18년 내국인 출국자수  
전년대비 14% 증가 예상**

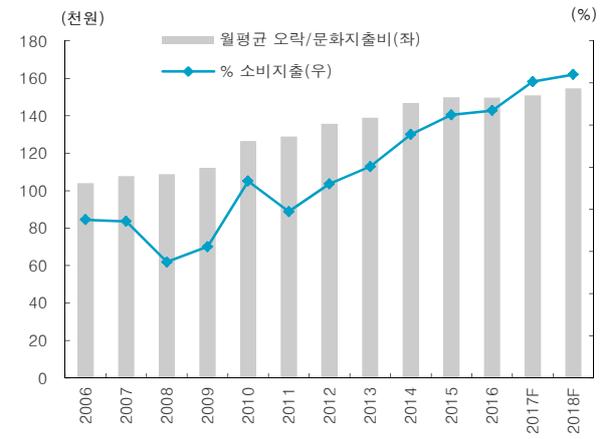
2018년 내국인 출국자수는 전년대비 14.3% 늘어날 것이다. 한국인의 해외 여행 시장은 레저 문화 확대로 보편화되는 추세이며 저비용 항공사(LCC)의 비약적 성장으로 지속 성장할 전망이다. 최근 3년간 2015년(+20.1%), 2016년(+15.9%), 2017년(+18.4% 예상)으로 10% 중후반대의 높은 성장을 시현해왔다. 내년에도 인천공항2터미널 개장에 따른 항공 공급 증가와 구조적 수요 상승으로 내국인의 해외여행 시장 확대가 예상된다.

[그림 2] 출국자수 증가 추이



자료: 한국관광공사, 한국투자증권

[그림 3] 여가 지출 비용 증가



자료: 통계청, 한국투자증권

**여행을 주제로 한 TV방송 등  
여가 문화 확대 견인**

‘여행’을 주제로 한 예능 프로그램과 해외를 배경으로 한 TV드라마 등의 증가로 관심을 끌며 여가 욕구 증대를 견인하고 있다. 2017년은 임시 공휴일 지정으로 최장 열흘간의 황금 추석 연휴로 레저업계는 유래 없는 호황기를 누렸다. 내년에도 추세적 성장은 지속될 전망으로 여가 문화 확대에 따른 구조적 수요 증가가 나타날 것이다.

## 2. 중국 관계 개선 기대감, 인바운드 시장 성장 재개

중국인 방한객 성장률 급감,  
17년 실적과センチ멘탈 부진

한중 관계 경색이 불거진 이후, 중국인 방한객 성장률은 둔화됐고 금년 3월 중국 정부의 한국행 단체 관광 규제 이후 급감했다. 국내 호텔·레저 업종의 중국인 관광객 의존도가 상당했기 때문에 중국발 타격으로 실적과センチ멘탈 부진으로 이어졌다. 최근 한중 관계가 완화될 조짐이 나타나고 있다. 일부 한중 노선의 운항 재개 움직임을 보이는 등 중국 관련 산업의 회복이 예상되고 있다.

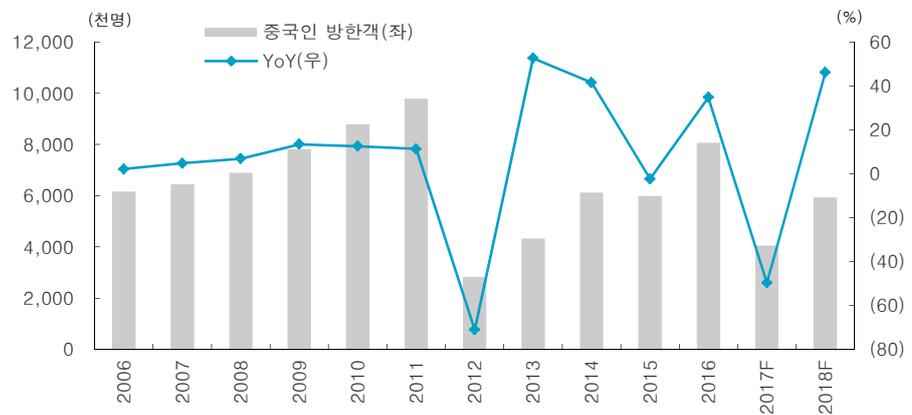
18년 방한 중국인수  
전년대비 46% 증가 예상

방한 중국인수는 2011~2016년 연평균 29.4% 증가해 807만명에 달했다. 그러나 사드 이슈가 불거진 이후 관광객이 크게 줄며 금년에 전년대비 49.7% 감소해 406만명에 그칠 것으로 예상된다. 내년에는 금년 기저 효과와 중국인 관광객의 회복이 나타날 것으로 예상돼 594만명으로 전년대비 46% 늘어날 것이다. 그러나 항공 노선의 회복, 현지 여행사들의 한국행 상품 준비, 비자 발급 재개 등에 시간이 소요되는 점을 감안하면 본격적인 회복은 내년 1분기 중반을 지나야 가능할 것으로 판단해 이를 반영했다.

18년 인바운드 시장,  
27% 증가할 것

2016년 기준 외국인 방한객 시장에서 47% 비중을 차지했던 중국인 관광객이 급감하며 일본인 관광객 증가에도 불구하고 금년 인바운드 시장은 크게 위축됐다. 이 외에도 북한의 미사일 도발 등에 따른 지정학적 리스크가 불거지며 시장 성장에 악영향을 미쳤다. 2018년은 중국인 방한 시장의 회복과 일본인 관광객 성장 등으로 전년대비 26.5% 증가해 1,624만명의 외국인이 한국을 찾을 것으로 전망한다. 외국인 관광객을 주요 고객으로 하는 면세점, 카지노, 인바운드 여행사, 호텔 등은 매출 신장 및 수익성 향상 효과를 동시에 누릴 것으로 예상된다.

[그림 4] 중국인 입국자수 추이와 전망



자료: 한국관광공사, 한국투자증권

### 3. 대외 변수, 우호적 환경 조성 전망

18년 업황에 긍정적 변수 나타날 것

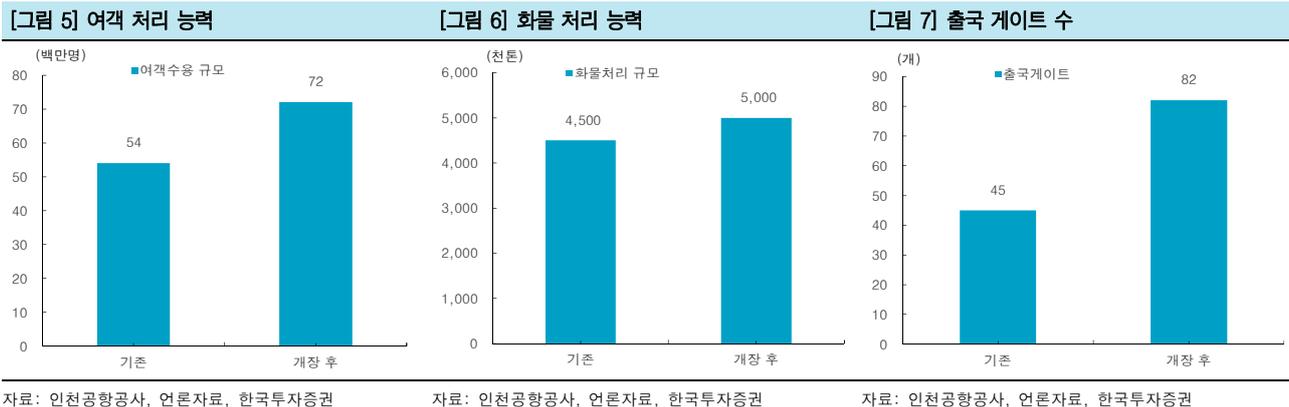
금년에 한중 관계 경색, 북한의 미사일 도발 등으로 대외 불확실성이 고조돼 업황에 부정적으로 작용했다. 2018년에는 한중 관계 해빙 모드, 평창동계올림픽 개최, 인천공항제2여객터미널 개장 등이 업황에 긍정적 변수로 예상된다.

평창동계올림픽 개최에 따른 수혜 예상

평창동계올림픽이 2018년 2월 9일~25일까지 강원도 평창, 강릉, 정선 등에서 진행될 예정이다. 국제 스포츠 행사가 개최됨에 따라 외국인 입국자수가 늘고 레저 업종 전반에 걸친 긍정적인 수혜가 예상된다. 강원도 내에 위치하고 있는 강원랜드는 방문객수 증가 등의 간접적인 수혜를 누릴 수 있을 것으로 예상된다.

인천공항 제2여객터미널 개장  
출입국자수 증가 견인

인천공항 제2여객터미널이 내년 1월 18일 공식 개장할 예정이다. 인천공항은 현재 여객 수용 능력을 초과한 상태인데, 제2터미널이 오픈하게 되면, 기존대비 1,800만명의 여객을 추가 수용할 수 있게 돼 출입국자수 증가에 기여할 것으로 예상된다. 항공 좌석 공급 및 국제 노선 수 증가로 내국인 및 해외 여행자들에게 가격적인 메리트를 제공하고 편의에 따라 시간대를 선택할 기회를 줄 수 있게 됨과 동시에 인천공항 환승 수요 증가에도 기여할 것으로 전망한다.



## Top picks

### 하나투어(039130)

본업의 성장 지속, 면세점  
적자 부담 완화 전망

하나투어에 대한 투자의견 '매수'와 목표주가 114,000원(2018년 PER 26배)을 유지한다. 여가 문화 확대, 베이비 부머의 은퇴 본격화 등으로 해외 여행에 대한 구조적 수요가 늘고 내년초 인천공항2터미널이 개장 예정으로 출국자수 증가가 지속될 것이다. 국내 1위 사업자 지위를 바탕으로 본업의 안정적인 성장세를 지속할 전망이다. 15년 개시한 면세점 사업이 매년 적자를 이어하면서 전사 실적에 부담으로 작용했는데, 영업 면적 축소 등을 통한 고정비 절감 등으로 적자 규모가 줄어들 전망으로 실적 호전이 본격화될 전망이다.

### 파라다이스(034320)

파라다이스시티의 성과 확대,  
외국인 전용 카지노 시장  
성장 재개

파라다이스에 대한 투자의견 '매수'와 목표주가 28,000원(2018년 EV/EBITDA 18배 적용)을 유지한다. 중국인 VIP 드롭액 역성장세가 완화되고 있고 일본, 기타, 매스 고객의 실적 기여도가 높아져 외국인 전용 카지노 시장 성장 재개가 예상된다. 파라다이스는 금년 4월 개장한 카지노 복합리조트 '파라다이스시티'가 영업 정상화 단계에 진입해 시장 확대의 수혜를 본격적으로 누릴 것이다. 18년 하반기 1-2단계가 개장되면 국내 외국인 전용 카지노 시장 규모를 키우고, 시장 내 입지를 더욱 공고히 할 것으로 예상된다.

## 위험 요인

중국 관련 사업의 회복 속도,  
외부 변수로부터의 리스크

호텔·레저 업종은 중국 관련 사업의 회복 속도가 관건이 될 전망이다. 중국인 관광객은 국내 면세점 및 카지노 업체의 주요 고객으로 중국의 경기 변동, 정책 등에 따라 국내 레저 업체의 실적이 영향을 받을 수 있다. 중국 관련 사업은 성장 잠재력이 큰 시장으로 금년 대외 환경 탓에 부진했던 영업 상황의 회복 시점, 속도에 따라 내년 업황 개선 속도가 좌우될 것이다. 산업 특성상 매크로 환경, 질병, 천재지변, 테러, 외부 변수 등이 발생한 경우, 그 영향에서 자유롭지 못해 단기 실적은 변동성을 보여왔다. 그러나 이 경우 레저 수요는 사라진 것이 아니라 그 수요가 지연되는 모습을 보여왔기 때문에 장기 성장 그림에 미치는 영향은 크지 않다고 판단한다.

<표 1> 커버리지 valuation

투자이건 및 목표주가				실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
강원랜드 (035250)	투자이건	매수	2015A	1,634	595	442	2,178	14,824	17.6	2.6	15.5	9.5	2.6
	목표주가(원)	41,500	2016A	1,697	619	455	2,242	16,017	15.9	2.2	14.5	8.2	2.8
	현재가 (11/7, 원)	34,550	2017F	1,591	539	428	2,113	17,151	16.4	2.0	12.7	8.9	2.7
	시가총액(십억원)	7,391	2018F	1,716	602	473	2,335	18,397	14.8	1.9	13.0	7.9	2.9
				2019F	1,782	629	504	2,487	19,712	13.9	1.8	12.9	7.5
호텔신라 (008770)	투자이건	매수	2015A	3,252	77	18	469	18,697	164.8	4.1	2.5	23.8	0.5
	목표주가(원)	85,000	2016A	3,715	79	28	729	19,150	66.0	2.5	4.0	14.4	0.7
	현재가 (11/7, 원)	80,000	2017F	4,005	78	30	783	19,663	102.2	4.1	4.4	19.6	0.3
	시가총액(십억원)	3,139	2018F	4,825	182	114	3,019	22,140	26.5	3.6	15.6	11.5	0.5
				2019F	5,131	201	132	3,495	25,020	22.9	3.2	15.8	10.7
파라다이스 (034230)	투자이건	매수	2015A	615	58	65	764	11,533	23.1	1.5	6.4	18.9	2.1
	목표주가(원)	28,000	2016A	695	66	55	647	11,768	18.8	1.0	5.3	16.3	2.5
	현재가 (11/7, 원)	21,950	2017F	694	(15)	(6)	(70)	11,563	(315.7)	1.9	(0.6)	63.2	0.7
	시가총액(십억원)	1,996	2018F	1,074	78	35	410	11,712	53.6	1.9	3.4	17.0	1.1
				2019F	1,284	123	56	659	12,048	33.3	1.8	5.3	12.7
GKL (114090)	투자이건	매수	2015A	506	118	92	1,483	7,376	16.3	3.3	20.7	7.8	3.4
	목표주가(원)	35,000	2016A	548	151	114	1,849	8,386	11.1	2.4	23.5	4.4	4.9
	현재가 (11/7, 원)	28,850	2017F	512	118	89	1,444	8,922	21.0	3.4	16.7	9.6	3.0
	시가총액(십억원)	1,784	2018F	561	142	106	1,712	9,685	17.7	3.1	18.4	7.6	3.1
				2019F	603	159	120	1,932	10,617	15.7	2.9	19.0	6.4
하나투어 (039130)	투자이건	매수	2015A	459	45	32	2,877	20,021	40.0	5.7	16.8	20.7	1.3
	목표주가(원)	114,000	2016A	596	21	8	727	19,237	90.9	3.4	4.2	15.4	2.3
	현재가 (11/7, 원)	102,500	2017F	675	39	16	1,471	19,251	69.7	5.3	8.6	13.0	1.5
	시가총액(십억원)	1,190	2018F	754	66	48	4,347	21,906	23.6	4.7	23.5	9.2	1.6
				2019F	822	81	60	5,406	25,571	19.0	4.0	24.7	7.7
모두투어 (080160)	투자이건	매수	2015A	204	16	13	1,105	9,539	20.3	2.4	13.4	17.4	1.7
	목표주가(원)	36,000	2016A	237	20	17	1,430	10,475	13.5	1.8	16.5	10.6	3.1
	현재가 (11/7, 원)	28,250	2017F	286	35	28	1,541	7,866	18.3	3.6	24.9	9.9	2.2
	시가총액(십억원)	533	2018F	322	42	33	1,832	8,957	15.4	3.2	25.6	8.0	2.5
				2019F	360	48	38	2,094	10,203	13.5	2.8	25.0	6.7
인터파크 (108790)	투자이건	중립	2015A	402	23	17	518	5,158	44.1	4.4	10.5	20.2	1.1
	목표주가(원)	-	2016A	466	9	2	71	4,981	143.7	2.0	1.4	14.1	1.0
	현재가 (11/7, 원)	9,430	2017F	487	20	11	325	5,139	29.4	1.9	6.4	8.0	1.6
	시가총액(십억원)	312	2018F	506	28	15	460	5,399	20.7	1.8	8.7	6.2	2.1
				2019F	534	32	18	541	5,740	17.6	1.7	9.7	5.6
인터파크홀딩스 (035080)	투자이건	중립	2015A	3,537	65	13	225	7,863	49.1	1.4	2.9	9.0	0.3
	목표주가(원)	-	2016A	3,846	50	(61)	(1,073)	6,814	NM	0.7	(14.6)	6.0	1.0
	현재가 (11/7, 원)	4,390	2017F	3,934	53	9	166	6,980	26.5	0.6	2.4	6.8	1.1
	시가총액(십억원)	256	2018F	4,055	57	11	190	7,107	23.1	0.6	2.7	6.7	1.4
				2019F	4,190	61	13	227	7,270	19.3	0.6	3.2	7.0
한화갤러리아 타임월드 (027390)	투자이건	중립	2015A	169	16	9	1,444	47,002	68.2	2.1	3.0	25.4	1.0
	목표주가(원)	-	2016A	285	(12)	(19)	(3,163)	41,283	NM	0.8	(7.1)	61.7	0.0
	현재가 (11/7, 원)	34,350	2017F	305	(21)	(18)	(3,047)	37,045	(11.3)	0.9	(7.7)	(72.7)	0.0
	시가총액(십억원)	206	2018F	320	4	2	387	36,616	88.8	0.9	1.0	11.1	0.0
				2019F	348	14	8	1,416	37,308	24.3	0.9	3.8	7.1

주: 11월 7일 종가 기준  
 자료: 각 사, 한국투자증권

# 미디어/광고

## 무게 중심은 해외 성장성으로

### 비중확대

#### ▶ 3대 키워드

- 업황 개선에 따른 턴어라운드 예상
- 해외 성장성 강화
- 디지털 부문 수익화 가속화

#### ▶ Top picks

CJ E&M(130960, 매수, TP 108,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	7.0	21.5	18.5
PBR(x)	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(x)	6.9	6.3	5.8
DY(%)	0.3	0.3	0.3
EPS(원)	12,740	4,128	4,791
BPS(원)	51,843	55,656	60,129

- 콘텐츠 경쟁력 강화로 해외 매출 성장 가속화
- 디지털 광고 등 고마진 사업 확대로 수익성 향상 전망
- 사업 부문간 시너지 확대, 자회사 가치 상승 예상

이노션(214320, 매수, TP 92,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	20.1	17.9	16.4
PBR(x)	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA(x)	7.4	6.3	5.6
DY(%)	1.5	1.7	1.8
EPS(원)	3,754	4,213	4,597
BPS(원)	35,382	38,345	41,572

- 광고 업종 리레이팅 국면 진입
- 사업 역량 강화로 계열 및 비계열 물량 성장 견인
- M&A 등을 통한 비유기적 성장 전망

#### ▶ 12개월 업종 수익률



### Investment Summary

#### 2018년 3대 키워드: 업황 회복, 해외 성장성, 디지털 수익화

2018년 미디어·광고 산업은 1) 영업 환경 개선에 따른 업황 회복, 2) 해외 성장성 강화, 그리고 3) 디지털 부문 수익화 가속화 등에 주목해야 한다. 국내 콘텐츠 시장 규모는 전년 대비 4.1% 증가해 성장세가 지속될 것이다. 금년 업황 부진을 야기했던 대내외 불확실성이 해소 국면에 진입했고 역량 강화에 기반해 해외 성과 확대가 본격화될 전망이다.

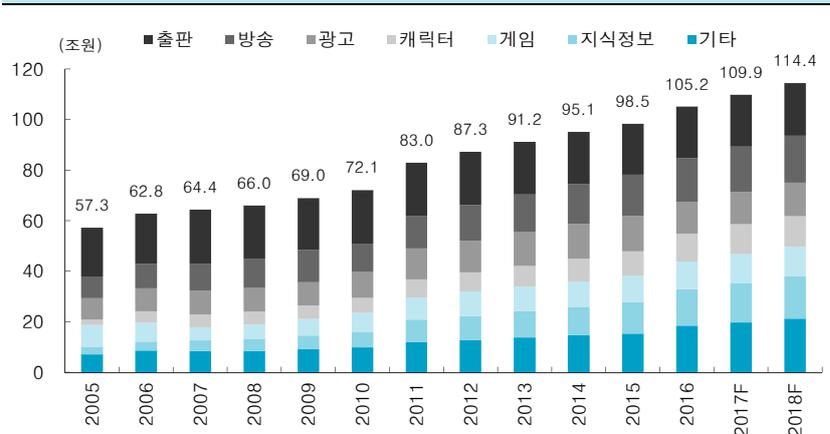
#### 해외 성장성 더욱 높아질 전망

국내 미디어·광고 업체들은 국내 시장에서의 노후화와 경쟁 우위 등을 바탕으로 해외 시장에서 성장성을 높이고 있다. 콘텐츠 업체는 현지화 전략에 기반한 해외 매출 증가가 지속될 전망이다. 주요 광고사는 계열사의 해외 진출과 신규 광고주 영입 등을 통해 글로벌 시장 내 입지를 높여갈 것이다. CJ CGV는 성장성이 높은 베트남, 터키, 중국 등 주요 해외 거점에서 시장 침투율을 높여 수익 호전 가속화가 예상된다.

#### Top pick: CJ E&M, 이노션

Top pick은 CJ E&M과 이노션으로 각각 목표주가 108,000원, 92,000원을 제시한다. CJ E&M은 콘텐츠 경쟁력 강화로 국내외 입지 강화가 예상되고 해외 성과 확대가 지속될 것이다. 이노션은 국내 업황 개선과 경쟁력 강화에 힘입어 계열 및 비계열 물량 확대가 예상되며 미국, 유럽 등에서 인수합병을 타진 중으로 성사시 비유기적 성장도 가능할 전망이다.

[그림 1] 국내 콘텐츠 시장 규모



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국투자증권

최민하  
mhchoi@truefriend.com

## 3대 키워드

### 1. 업황 개선에 따른 턴어라운드 예상

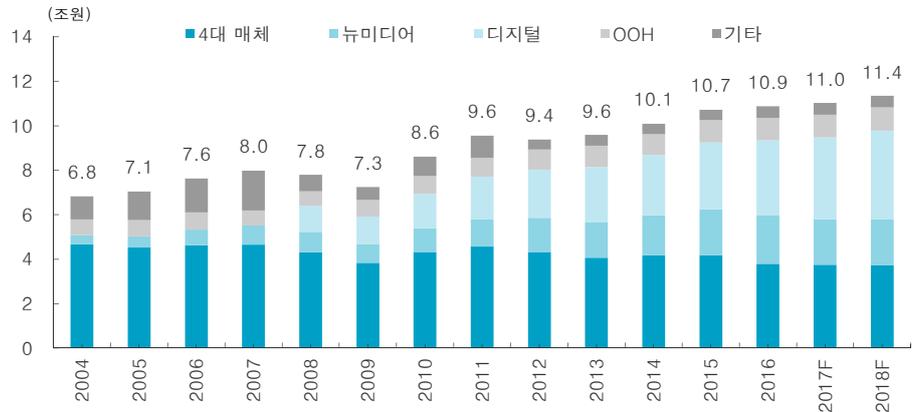
부진했던 17년과 달리  
업황 개선에 따른 턴어라운드  
전망

2017년 미디어·광고 산업은 당초 기대와 달리 대외 영업환경이 악화되면서 부진했다. 정부 간 정치적 갈등으로 중국 사업이 사실상 중단되면서 해외 매출에 영향을 미쳤고 광고 업종은 내수 경기 위축, 지상파 파업 등이 장기화되면서 성장률이 둔화됐다. 4분기에 접어든 현 시점에서 경색된 한중 관계가 완화될 조짐이 보이면서 중국 사업은 점진적으로 개선돼 성장세가 탄력을 받을 가능성이 높아져 미디어·광고 업종의 본격적인 턴어라운드 시점이 가까워졌다고 판단한다.

18년 국내 광고 시장 규모,  
전년대비 3% 성장 예상

금년 국내 광고 시장규모는 전년대비 2.6% 증가할 것으로 예상했으나 KBS, MBC의 파업이 장기화되면서 지상파 광고 시장의 부진이 예상보다 깊었고, 대외 불확실성이 커지면서 국내 업황 성장은 1.4% 성장에 그쳤을 것으로 전망한다. 그러나 2018년 1분기 글로벌 스포츠 행사인 평창동계올림픽이 국내에서 개최될 예정으로 다수의 국내 기업들이 공식 후원사로 나서 국내 광고 시장 성장에 기여할 것으로 예상된다. 또한 전년 기저 효과와 디지털 광고 시장의 꾸준한 성장세를 감안하면 2018년 국내 광고 시장은 전년대비 3% 확대될 것이다.

[그림 2] 국내 광고시장 매체별 실적 추이 및 전망



자료: 한국방송진흥공사, 제일기획, 한국투자증권

## 2. 해외 성장성 가속화

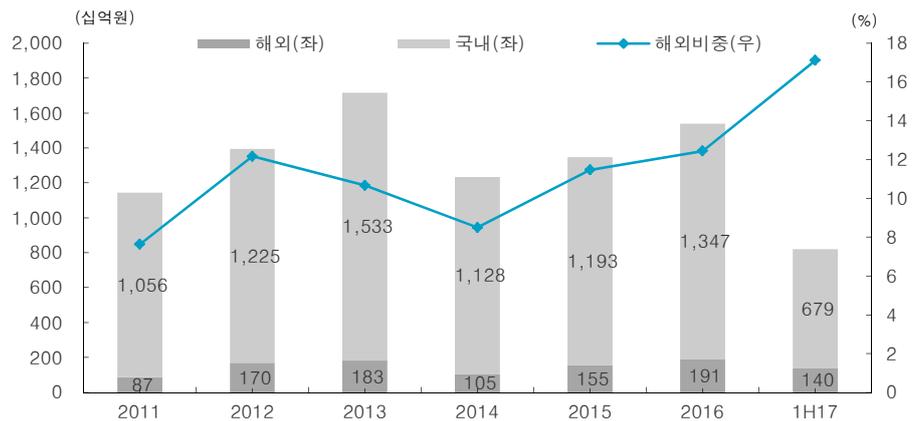
### 지역 다각화로 해외 성과 확대 지속

국내 미디어·광고 업체는 해외로 영역을 적극적으로 넓혀 왔는데 해외 거점 지역에서 의미 있는 성과 확대가 나타날 전망이다. 2017년은 사드 이슈로 한중 관계가 경색되면서 성장성이 높은 중국과의 사업에 제동이 걸리며 크게 위축됐다. 그럼에도 불구하고 국내 미디어·광고 업종은 지역 다각화를 지속해왔으며 2018년에는 동남아 등에서의 성과 확대가 가속화되고 중국으로의 해빙 무드가 사업 재개로 이어지면 추가적인 수익을 가져다 줄 전망이다. CJ E&M의 해외매출 비중은 2016년 12.4%에서 17년 상반기 17.1%로 상승했다.

### 광고 업종, 글로벌 광고 시장 내 입지 강화에 속도를 낼 것

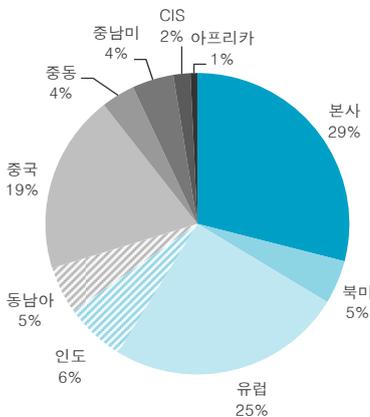
광고 업체는 해외 시장 개척을 통해 성장의 기회를 모색해 왔다. 계열사의 물량 증대와 역량 강화에 기반한 신규 광고주 영업 등으로 글로벌 광고 시장 내 입지 강화에 속도를 낼 것이다. 2017년 3분기 기준 제일기획과 이노션의 해외 비중은 각각 71%, 69%인데, 2018년에는 각각 75%, 72%로 높아질 전망이다. 금년에는 대외 이슈로 인해 중국 지역에서 광고주들이 광고비 지출을 줄이면서 중국 성과가 크게 위축됐었는데, 점진적으로 개선되면서 해외 매출 성과 확대에 기여할 전망이다.

[그림 3] CJ E&M의 해외 매출과 비중



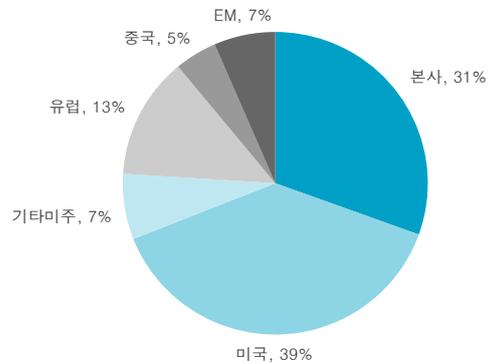
자료: CJ E&M, 한국투자증권

[그림 4] 제일기획의 지역별 매출총이익 비중



주: 2017년 3분기 기준  
자료: 제일기획, 한국투자증권

[그림 5] 이노션의 지역별 매출총이익 비중



주: 2017년 3분기 기준  
자료: 이노션, 한국투자증권

### 3. 디지털 부문 수익화 가속화

#### 미디어 플랫폼의 디지털 전환 가속화

주요 미디어 플랫폼이 디지털로 전환(digital transformation)이 빠르게 이뤄지며 온라인, 모바일 등의 디지털 플랫폼 기반 콘텐츠의 수요가 늘고 있다. 소비 패턴이 변하면서 콘텐츠 업체들이 생산하는 디지털 콘텐츠의 종류는 다양해 지고 생산량 또한 급증하고 있다. 디지털 미디어 사업은 이미 수익화(monetization) 단계로 시장 내 입지를 통해 다양한 방식으로 수익화가 가속화되는 시점에 도달했다.

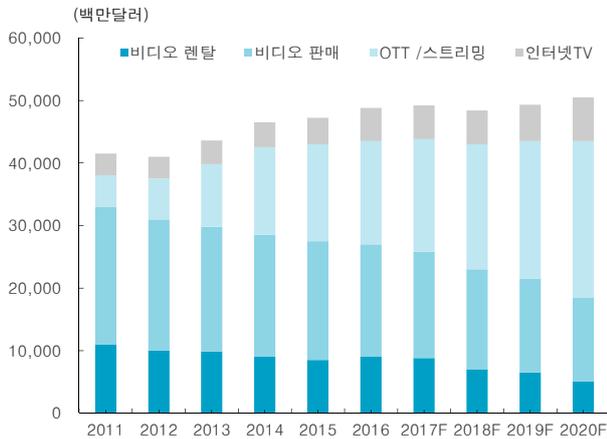
#### 글로벌 동영상 콘텐츠 수요 확대

전세계적으로 동영상 콘텐츠에 대한 수요가 높아지면서 동영상 스트리밍 등 디지털 부문이 빠르게 커가고 있고 이와 함께 관련 업체의 수익 규모도 확대되고 있다. 국내에서는 무료 TV 라이브 방송과 라이선스 콘텐츠를 제공하는 OTT(통합형 서비스 제공자)의 통합 어플리케이션인 Tving, 폭(Pooq) 등이 스마트폰 사용자를 가입자로 유치하며 시장을 장악해가고 있다. OTT(Over the Top)은 인터넷을 통해 TV 방송, 영화 등 영상 콘텐츠를 제공하는 서비스를 가리킨다. 이런 자사의 유통플랫폼을 통해, 경쟁사와 차별성을 확보할 수 있으며 해외 출시에도 용이하며 사업 구조상 가입자수가 늘어날수록 수익성이 높아질 가능성이 크다.

#### 전체 광고 시장대비 디지털 모바일 광고 성장률 크게 상회

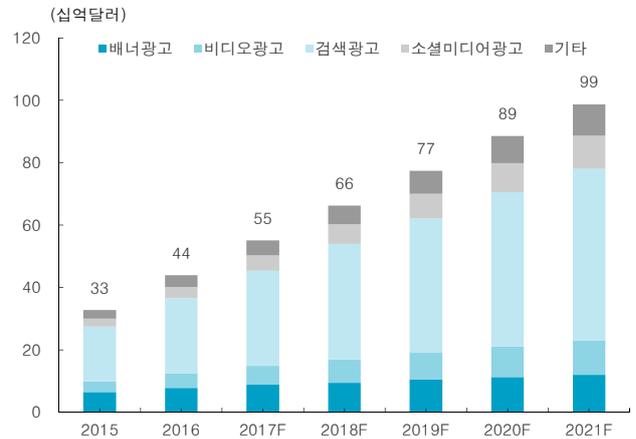
글로벌뿐 아니라 국내에서도 디지털 광고가 시장 내에서 차지하는 비중과 영향력이 지속 상승하고 있다. 사용자가 주로 사용, 접근 하는 매체가 변하면서 광고 역시 전통 매체 중심에서 디지털 광고로 옮겨가고 있다. 제니스에 따르면 2018년 디지털 모바일 광고는 전년대비 24.5% 늘어날 것으로 예상됐는데 전체 광고시장 성장률이 4.2% 수준인 점을 감안하면 크게 상회하는 수치다. 주요 광고사들은 디지털 부문에 강점이 있는 글로벌 업체 인수를 적극적으로 검토하고 있으며 이를 통해 외형 성장과 글로벌 시장 내 점유율을 끌어올릴 것으로 예상된다.

[그림 6] 글로벌 스트리밍 시장



자료: Global Entertainment and media outlook 2016-2010, PwC, 한국투자증권

[그림 7] 중국 디지털 광고 시장



자료: Statista, 한국투자증권

## Top picks

### CJ E&M(130960)

국내외 시장 지배력 확대,  
수익성 향상 통한 실적 호전

CJ E&M에 대한 투자의견 '매수'와 목표주가 108,000원(SOTP 방식 적용, 업종별 성숙도 감안해 부문별로 산정한 영업가치에 투자지분 가치 합산)을 유지한다. 콘텐츠 경쟁력 강화로 국내외 방송 부문 시장 지배력을 높이고 수익성 향상을 통해 실적 호전이 예상된다. 해외 성과 확대가 본격화될 전망으로, 한중관계 경색 이후 막힌 중국향 콘텐츠 사업이 재개 되면 추가적인 성장의 활로가 열릴 것이다. 소비트렌드 변화에 힘입어 디지털 광고, VOD 등 고마진 사업군의 기여도가 상승하고 있어 수익성 개선이 가속화될 전망이다.

### 이노션(214320)

광고 업황 개선과 계열 및  
비계열 성과 확대 지속 전망  
M&A 성사시 추가 수익 호전

이노션에 대한 투자의견 '매수'와 목표주가 92,000원(12개월 forward PER 22배)을 유지한다. 대외 불확실성이 확대되며 국내 광고 업황은 16년 하반기 이후 부진했는데, 금년 4분기를 기점으로 턴어라운드 가능할 전망이다. 계열사의 국내외 신차 출시에 따른 마케팅 효과 확대가 예상되고, 역량 강화에 기반한 신규 광고주 영입 등으로 비계열 몰량도 늘어나 성장성을 제고할 것이다. 계열사가 평창동계올림픽 공식 후원사로 올림픽 관련 수혜도 누릴 수 있을 전망이다. 미주, 유럽 등에서 역량을 강화하고 비유기적 성장을 위한 인수합병 등을 추진하고 있어 성사시 추가적인 실적 호전이 가능할 것이다.

## 위험 요인

변화하는 트렌드를 빠르게  
캐치해 흥행 확률을  
높이는 것이 관건

미디어 콘텐츠 산업은 기본적으로 'High risk, High return' 업종으로 콘텐츠의 성공 여부와 흥행 정도에 따라 수익성이 크게 좌우된다. 초기 제작비 투입 이후 흥행에 성공한 콘텐츠의 경우 손익분기점(BEP)을 상회하는 성과를 거둔 경우, 이익 레버리지 효과가 크게 나타나기 때문이다. 반면 저조한 성과를 거둔 경우 적자로 인해 수익성에 부담을 지우게 된다. 따라서 미디어 업체들은 변화하는 트렌드를 포착해 소비자를 충족시킬 수 있는 콘텐츠를 만들어 흥행력을 높여야 한다.

<표 1> 커버리지 valuation

투자 의견 및 목표주가				실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
CJ E&M (130960)	투자 의견	매수	2015A	1,347	53	54	1,409	40,188	57.2	2.0	3.6	8.2	0.2
	목표주가(원)	108,000	2016A	1,538	28	62	1,611	40,052	44.0	1.8	4.0	7.4	0.3
	현재가 (11/7, 원)	88,700	2017F	1,825	93	491	12,740	51,843	7.0	1.7	27.7	6.0	0.3
	시가총액(십억원)	3,435	2018F	2,032	120	159	4,128	55,656	21.5	1.6	7.7	5.4	0.3
			2019F	2,215	143	185	4,791	60,129	18.5	1.5	8.3	5.0	0.3
제일기획 (030000)	투자 의견	매수	2015A	2,807	127	80	770	9,289	26.9	2.2	9.6	10.5	1.4
	목표주가(원)	26,000	2016A	3,233	150	88	871	9,090	18.1	1.7	11.4	6.0	1.9
	현재가 (11/7, 원)	20,100	2017F	3,272	174	137	1,352	9,814	14.9	2.0	17.0	6.9	2.0
	시가총액(십억원)	2,312	2018F	3,542	192	137	1,351	10,505	14.9	1.9	15.4	6.1	2.2
			2019F	3,723	201	145	1,427	11,282	14.1	1.8	14.9	5.8	2.2
이노션 (214320)	투자 의견	매수	2015A	988	93	70	3,697	30,246	18.9	2.3	13.7	8.4	1.3
	목표주가(원)	92,000	2016A	1,052	99	65	3,267	32,728	17.5	1.7	10.4	4.7	1.7
	현재가 (11/7, 원)	75,400	2017F	1,183	112	75	3,754	35,382	20.1	2.1	11.0	7.6	1.5
	시가총액(십억원)	1,508	2018F	1,297	127	84	4,213	38,345	17.9	2.0	11.4	6.5	1.7
			2019F	1,406	139	92	4,597	41,572	16.4	1.8	11.5	5.8	1.8
CJ CGV (079160)	투자 의견	매수	2015A	1,194	67	52	2,455	19,899	51.3	6.3	12.9	17.6	0.3
	목표주가(원)	88,000	2016A	1,432	70	12	583	17,654	120.8	4.0	3.1	14.1	0.5
	현재가 (11/7, 원)	68,000	2017F	1,721	70	24	1,117	11,466	60.3	5.9	7.7	12.8	0.4
	시가총액(십억원)	1,438	2018F	1,895	96	41	1,954	10,842	34.5	6.2	17.5	10.8	0.6
			2019F	2,105	120	62	2,945	11,783	22.9	5.7	26.0	9.2	0.6

주: 11월 7일 종가 기준  
 자료: 각 사, 한국투자증권

# 유통

## 비중확대

### ▶ 3대 키워드

- 온라인이 주도하는 소매시장
- 규제, 끝나지 않은 이야기
- 소비 늘더라도 소매 매출은 감소

### ▶ Top picks

롯데하이마트 (071840, 매수, TP 95,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	10.4	8.1	7.3
PBR(x)	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(x)	7.7	6.3	5.6
DY(%)	0.7	0.7	0.7
EPS(원)	6,783	8,664	9,733
BPS(원)	86,648	94,878	104,177

- 신규 가전 수요증가에 따른 성장
- 옴니채널 최대 수혜, 빠른 온라인화
- 실적 개선에 밸류에이션 매력까지

### ▶ 12개월 업종 수익률



여영상  
yeongsang.yeo@truefriend.com

# 온라인이 주도하는 소매업

## Investment Summary

### 2018년 3대 키워드: 온라인, 규제, 소비와 소매의 괴리

2018년에는 온라인채널 확대 경쟁이 더 심화될 전망이다. 전통적인 소매채널은 소비트렌드 변화, 영업규제 등에 얽매어 수익성 하락이 심화될 전망이다. 롯데쇼핑과 이마트 등 주요 유통업체는 이미 온라인채널 확대에 전념하고 있다. 온라인 전용 물류센터와 옴니채널 등을 구축하고 이제는 기존 소매채널에서의 협상력을 바탕으로 온라인채널 상품경쟁력 강화에 초점을 맞추고 있다. 2018년 백화점과 할인점의 신규 개점은 없을 것으로 보이며, 오히려 비효율 점포의 폐점 또는 온라인채널 강화를 위한 물류기지 전환 등을 예상된다.

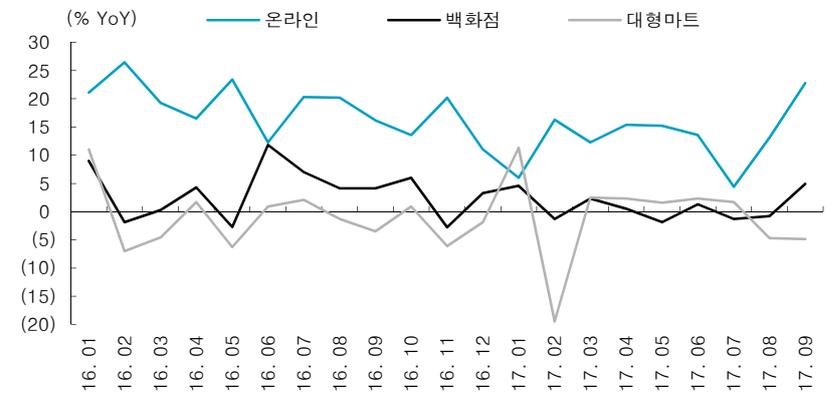
### 규제, 끝나지 않은 이야기

규제 리스크가 갈수록 더 커지고 있다. 할인점, 슈퍼마켓에 이어 복합쇼핑몰 등으로 강제 휴무 대상이 확대될 전망이다. 백화점 또한 재고부담 위험과 매장 내 파견 근무자에 대한 인건비 부담 가능성으로 수익성 하락 위험이 있다. 유통업 투자심리가 위축되어 있지만, 더 큰 부담은 이러한 전방위적인 규제가 여전히 현재 진행형이고, 얼마나 더 확대될 것인지 가늠하기 어렵다는 점이다.

### Top pick: 롯데하이마트

유통업종 Top pick은 롯데하이마트를 제시한다. 현재주가는 2018F PER 8.8배에 불과하다. 2018년 매출과 순이익은 각각 11.8%, 27.7% 증가할 전망이다. 영업외손익 변동성이 낮아 매출과 순이익의 동행성이 높다. 성장을 주도하는 신규 가전의 상품 마진이 높아 매출보다 이익이 더 빠르게 늘어나며, 온라인채널 강화에 따른 마진 하락폭도 크지 않다. 롯데쇼핑의 옴니채널 확대에 따른 수혜가 집중되고 있으며, 온라인 강화에 따른 가전시장 지배력도 커질 것으로 보인다.

[그림 1] 소매업태별 판매액 추이



자료: 산업통상자원부, 한국투자증권

## 3대 키워드

### 1. 온라인이 지배하는 세상

#### 온라인이 주도하는 소매시장

2018년은 온라인채널 성장에 따른 유통업체의 실적 개선을 기대할 시점이다. 2017년 온라인 시장 규모는 55조원으로 300조원의 국내 소매시장에서 비중이 가장 크고 동시에 성장 속도도 가장 빠르다. 롯데쇼핑과 이마트 등 주요 유통업체는 이미 온라인채널 확대에 전념하고 있다. 온라인 전용 물류센터와 옴니채널 등을 구축하고 이제는 기존 소매채널에서의 협상력을 바탕으로 온라인채널 상품경쟁력 강화에 초점을 맞추고 있다. 반면 백화점과 할인점 등 기존의 오프라인채널은 효율개선과 시장점유율 방어 등을 고려한 전략적 선택이 시작될 전망이다. 2018년에도 백화점과 할인점의 신규 개점은 없을 것으로 보이며, 오히려 비효율 점포의 폐점 또는 온라인채널 강화를 위한 물류기지 전환 등을 예상된다.

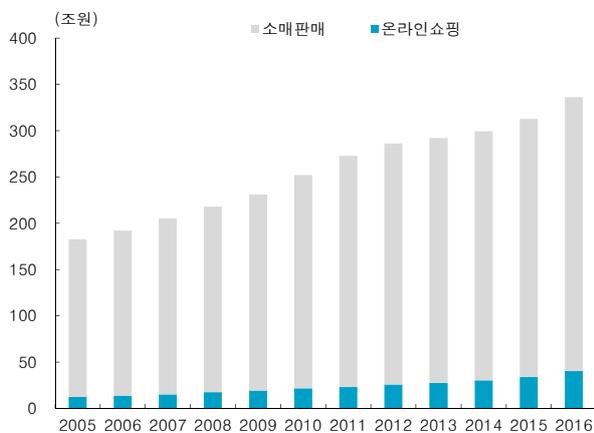
#### 온라인채널 성과는 롯데하이마트와 이마트에서 두드러질 전망

주요 유통업체 중 온라인채널의 성과는 롯데하이마트와 이마트에서 가장 빠르게 나타나고 있다. 롯데하이마트의 온라인 매출비중은 2017년 20%로 높아졌다. 가전제품을 취급하는 특성에 더해 롯데쇼핑의 옴니채널 확대에 따른 수혜가 집중되고 있다. 여타 소매업체와는 달리, 온라인 확대에 따른 상품마진율 하락폭도 크지 않아 외형 성장과 수익 개선이 동시에 나타나고 있다. 대형유통업체 중에서는 이마트의 온라인채널 성장이 가장 두드러진다. 온라인 전용 물류센터 가동으로 식품 부문의 온라인화를 가장 성공적으로 만들어내고 있으며, 규모를 확보함에 따라 손익 개선도 이어지고 있다.

#### 온라인 전용 업체의 지속가능성은 크지 않아

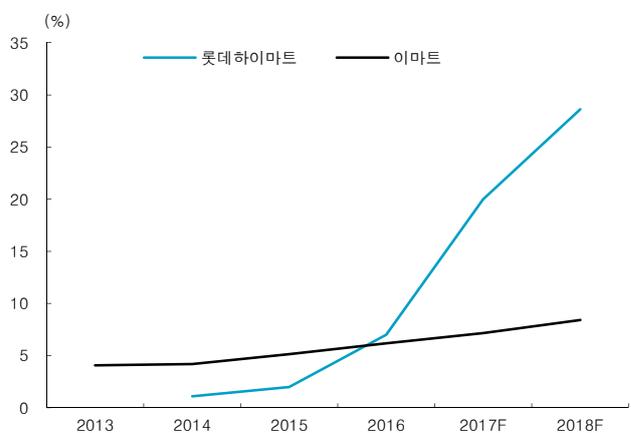
쿠팡과 11번가 등 온라인 업체의 고성장은 지속되기 어려울 전망이다. 공격적인 가격전략과 배송서비스 등을 바탕으로 규모를 이루는데는 성공했지만, 수익성이 뒷받침되지 않았고 추가적인 투자여력이 크지 않아 사업의 지속성에 대한 불확실성이 커진 것으로 판단된다. 더군다나 이마트와 롯데쇼핑, 홈쇼핑 등 기존 유통업체가 온라인채널 확대에 집중하면서 온라인 시장을 선점하기 위한 경쟁이 더욱 심화되고 있기 때문에 쿠팡과 11번가 등 온라인 업체는 성장과 손익의 사이에서 전략적 선택을 해야할 가능성이 크다. 사업부 매각, 신규 투자자 유치 등과 관련된 뉴스가 2018년에도 계속될 것으로 보인다.

[그림 2] 소매시장 vs. 온라인시장



자료: 통계청, 한국투자증권

[그림 3] 롯데하이마트, 이마트 온라인 매출 비중



자료: 각 사, 한국투자증권

## 2. 규제, 끝나지 않은 이야기

### 유통업 규제는 현재진행형

규제 리스크가 갈수록 더 커지고 있다. 전통시장을 보호하기 위한 출점 규제가 2012년 할인점, 슈퍼마켓에 대한 월 2회 강제 휴무를 시작으로 이어졌고, 이제는 복합쇼핑몰 등으로 강제 휴무 대상이 확대될 전망이다. 그 외 입점수수료와 판매 품목, 판매촉진비용 등에 대한 규제도 시도되었거나 시행되었는데, 내년에는 그에 더해 유통업체에게 상품에 대한 실질적 재고부담을 지우고, 매장 내 파견된 판촉사원의 인건비도 제조업체와 함께 유통업체가 부담하게 될 가능성이 있다. 규제에 따른 수익성 하락으로 유통업 투자심리가 위축되고 있지만, 더 큰 부담은 이러한 전방위적인 규제가 여전히 현재 진행형이고, 얼마나 더 확대될 것인지 가늠하기 어렵다는 점이다. 주식시장이 가장 꺼리는 불확실성이 유통업종 전반에 퍼져 있다.

### 침체된 시장에 규제까지

정부의 유통업체에 대한 전방위적 규제는 전통시장과 소상공인, 중소기업 등을 보호하려는 목적이 있는 것으로 보인다. 출점과 휴일 영업 규제, 협상력에서 현저히 열위에 있는 중소 제조업체 보호 등을 위한 각종 방안이 계속 나오고 있다. 이러한 추세는 당분간 지속될 전망이다. 보다 근본적으로는 상권과 입지를 바탕으로 하는 오프라인 유통업의 수익모델이 흔들릴 가능성도 있다. 소비자는 기존 유통채널을 떠나 온라인으로 이동하고, 경험적 소비를 선호하는 트렌드가 나타나며, 렌탈시장 등 새로운 업태가 대두되는 상황이다. 소비 회복에도 불구하고 오프라인 유통업체의 실적은 여전히 침체되어 있는데, 여기에 더해 과도한 규제로 인한 기존 채널의 수익성 저하는 유통업체의 생존게임으로 이어질 것이다.

〈표 1〉 유통업 규제현황

시행(예정)	집행(권고) 주체	주요 내용	비고
2018. 01 (예정)	공정거래위원회	- 대형유통업체가 납품 주문 시 계약서에 수량 명시 의무화 - 과징금 부과기준 법적 근거 강화 - 관련 납품대금 산정방식 개선	대규모유통업법 시행령 개정안 (입법예고)
2017. 10 ~2018 (예정)	공정거래위원회	- 고의적 악의적 불공정행위에 대한 3배 손해배상제 - 복합쇼핑몰 아울렛 입점업체도 대규모유통업법 보호대상에 포함 - 판매수수료 공개대상을 대형마트 온라인쇼핑몰까지 확대 - 납품업체 종업원 사용 시 대형유통업체의 인건비 부담의무 명시 - 판매분 매입 금지 - 대규모유통업거래 공시제도 도입	유통분야 불공정거래 근절대책
2017. 12	공정거래위원회	- 판촉행사 가맹점주 사전동의 의무화 - 가맹본부 오너리스크 등에 대한 배상책임 도입 - 가맹본부의 즉시해지시유 축소 - 영업시간 단축 허용요건 완화	가맹분야 불공정관행 근절대책
2014. 07	공정거래위원회	- 특약매입 거래 과정에서 비용 전가 행위 방지	대규모 유통업 분야 특약매입 거래 부당성 심사 지침
2013. 10	공정거래위원회	- 직매입거래시 유통업자의 판매장려금 부당 징수행위 방지	대규모 유통업 판매장려금 부당성 심사 지침
2013. 07	공정거래위원회	- 납품업체로부터의 관행적 판촉 사원 파견 및 사용 문제 시정	납품업자들의 종업원 파견 및 사용 가이드라인 제정
2013. 04	지식경제부 (산업통상자원부)	- 쇼핑센터 또는 복합쇼핑몰 내 대형마트에도 영업시간 및 의무휴업 규제 적용 - 대형마트와 준대규모점포에 대한 영업시간 제한 2시간 연장 - 대형마트와 준대규모점포에 대한 의무휴업일의 범위 매월 이틀로 연장 (기준 1~2일). 의무휴업일은 공휴일 중에서 지정하되, 비공휴일로 합의 가능 - 대규모점포 등을 개설하고자 하는 자는 영업 시작 30일 전까지 개설계획을 예고하도록 규정	유통산업발전법 개정
2012. 12	공정거래위원회	- 기존 가맹점에서 250m이내 (도보거리기준) 신규출점 금지 - 계약체결 시 가맹희망자에게 예상매출액 및 그 산출근거 등이 포함된 분석보고서 서면 제공	편의점업종 모범거래기준 마련 및 시행
2012. 01	지식경제부 (산업통상자원부)	- 대규모점포 및 준대규모점포에 대한 영업시간 제한, 의무휴업 조항 신설	유통산업발전법 개정
2012. 01	공정거래위원회	- 대형유통업체의 중소납품업체에 대한 불공정 행위 방지 - 연간 소매업종 매출액이 1,000억원 이상 혹은 소매업에 사용되는 매장면적의 합계가 3,000제곱미터 이상인 대규모 유통업자를 대상 - 신선 농·수·축산물의 반품 기한 및 상품판매대금의 지급기한 신설 - 판촉행사 비용의 납품업자의 부담 비율 50% 초과 금지 - 특수한 판매기법·능력을 가진 숙련사원에 한정하여 판촉사원 파견 허용 - 불공정행위에 대해 대규모유통업자가 정당성을 소명하도록 규정	대규모유통업법 제정

자료: 공정거래위원회, 산업통상자원부, 한국투자증권

### 3. 소비와 소매의 괴리

#### 소비가 늘더라도 소매는 부진

가계의 소비지출과 국내 소매판매는 4% 수준의 증가율을 기록하는 반면, 백화점과 할인점 매출은 연일 감소하고 있다. 소비경기 부진보다 소매 트렌드의 변화가 더 큰 요인으로 판단된다. 국내 소매업의 주도권이 온라인채널로 넘어가는 한편, 렌탈시장이 확대되고 H&B 소매점, 가구 및 잡화 전문점 등이 성장함에 따라 백화점과 할인점의 역할이 줄어들고 있기 때문이다. 또한 경험적 소비트렌드가 나타나면서 여행 및 서비스에 대한 가계지출이 늘고 의류 및 잡화, 식품에 대한 지출 비중은 하락하거나 정체되고 있다. 변화하는 소비트렌드에 상품구색을 맞춘 기업형 전문점의 성장이 나타나고 있으며, 전통적인 유통채널의 위축은 계속될 전망이다.

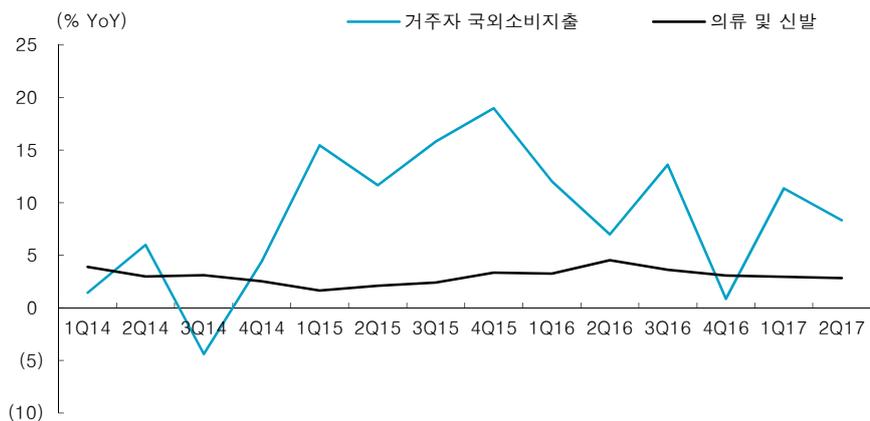
#### 2018년 소매 매출 부진 전망

백화점과 할인점의 2017년 기준점매출 증가율은 각각 1.0%, 0.5% 수준에 그칠 것으로 전망된다. 2018년 소비경기는 올해보다 다소 나아지겠지만, 수혜는 온라인채널과 여행 서비스 산업 등에 집중될 것으로 보인다. 2018년 백화점과 할인점의 기준점매출 증가율은 올해와 같거나 오히려 더 낮아질 것으로 예상되며, 매출 증가는 신규점이 아닌 마진 낮은 온라인채널에 의존할 전망이다. 기존채널 매출은 정체되고, 온라인 확대에 따른 상품마진 훼손이 지속되고 있으며, 최저임금 인상 등 비용 요인은 커지는 상황이어서 유통업종의 2018년 손익은 올해보다 악화될 가능성이 크다.

#### 실적을 기대할 수 있는 종목은 롯데하이마트

유통업체 중 2018년 손익 개선을 기대할 수 있는 종목은 롯데하이마트를 예상한다. 롯데쇼핑은 거저효과에 따른 손익 개선이 나타나겠지만, 올해 급락한 이익에서 일부 되돌리는 수준에 불과할 것으로 보인다. 홈쇼핑의 영업손익도 개선되겠지만, 유의미한 수준의 증가는 아니다. 신세계는 면세점 손익 개선과 백화점 산업 내에서 상대우위의 영업력을 나타내고 있지만, 인천점 폐점과 신규 면세점 손실 가능성 등이 부정적 요인이다. 편의점은 가맹점주 지원으로 비용 부담이 커지면서 2018년 영업이익은 감소할 전망이다. 도시락 등 HMR상품의 매출 증가율도 낮아진 상황이어서 신규출점 여력도 크지 않아 보인다.

[그림 4] 거주자 국외소비지출 vs. 의류 매출



자료: 한국은행, 한국투자증권

## Top picks

### 롯데하이마트(071840)

상품 수요에 의한 성장  
구조적 실적 개선에  
valuation 매력까지

롯데하이마트에 대한 투자 의견 '매수'와 목표주가 95,000원(12개월 forward PER 12.5배)을 유지한다. 건조기 등 신규 가전의 성장과 롯데쇼핑의 옴니채널 확대에 따른 온라인채널 고성장이 지속될 전망이다. 건조기는 고마진 상품군에 속하며, 매출 증가에 더해 마진 상승에도 기여하고 있다. 신규점에 의한 성장이 아니라 새로운 상품에 대한 수요가 매출을 견인하기 때문에 비용 증가요인도 크지 않으며, 7~8%의 매출 증가에도 영업이익과 순이익 증가율은 20%를 상회할 것으로 보인다. 여타 오프라인 유통채널과 달리 실적을 기대할 수 있으며, 온라인 확대에 따른 상품마진 훼손도 미미한 수준으로 보인다.

## 위험 요인

과거보다 더 큰 강도의 규제

유통업 규제로 인해 수익성이 크게 낮아질 수 있다. 기존 채널의 소비자 traffic 감소, 수익성 저하에 더해 비용까지 늘어날 경우 사업의 지속가능성이 낮아지며, 기업별로 매각, 구조조정 등의 방안이 모색될 가능성이 있다. 유통업에 대한 규제는 과거에도 계속되어 왔지만, 현재 진행되고 있는 규제안은 상권과 입지를 바탕으로 하는 유통업 수익모델에 대한 부분이어서 과거와 같이 감내하기에 힘든 부분이 크다. 기존 채널을 온라인으로 전환함으로써 일정 부분 규제의 영향에서 벗어날 수 있겠지만, 그 과정에서의 수익성 하락은 불가피할 것으로 보인다. 대형유통업체일수록 규제 영향에 크게 노출되어 있으며, 수익성이 높을수록 실적 저하의 위험도 클 것으로 예상된다.

〈표 2〉 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
롯데쇼핑 (023530)	투자의견	매수	2015A	29,128	854	(383)	(13,393)	515,941	NM	0.5	(2.3)	6.0	0.9
	목표주가(원)	270,000	2016A	29,526	940	168	5,257	517,811	42.1	0.4	1.0	5.4	0.9
	현재가 (11/7, 원)	236,000	2017F	27,869	585	(53)	(1,806)	427,643	(130.7)	0.6	(0.4)	6.3	0.8
	시가총액(십억원)	6,636	2018F	24,956	635	225	7,612	432,200	31.0	0.5	1.7	6.3	0.8
				2019F	25,870	711	258	8,721	437,798	27.1	0.5	1.9	6.2
이마트 (139480)	투자의견	매수	2015A	13,640	504	455	16,319	250,707	11.6	0.8	6.5	10.1	0.8
	목표주가(원)	270,000	2016A	14,778	547	376	13,502	276,181	13.6	0.7	5.1	9.1	0.8
	현재가 (11/7, 원)	233,000	2017F	16,075	536	599	21,502	296,316	11.3	0.8	7.5	10.1	0.6
	시가총액(십억원)	6,495	2018F	17,338	570	441	15,820	310,701	15.4	0.8	5.2	9.6	0.6
				2019F	18,854	677	539	19,359	328,553	12.6	0.7	6.1	8.5
BGF리테일 (027410)	투자의견	매수	2015A	4,334	184	152	624	6,243	137.5	13.7	22.8	12.6	1.4
	목표주가(원)	130,000	2016A	5,053	217	184	741	3,730	110.4	21.9	21.6	10.7	1.0
	현재가 (11/7, 원)	79,100	2017F	5,626	260	211	4,260	22,269	18.6	3.6	20.8	13.6	1.0
	시가총액(십억원)	3,919	2018F	6,245	298	240	4,839	26,458	16.3	3.0	19.9	11.8	1.0
				2019F	6,917	337	273	5,517	31,338	14.3	2.5	19.1	10.2
GS리테일 (007070)	투자의견	매수	2015A	6,273	226	164	2,133	23,281	25.2	2.3	9.5	13.1	1.6
	목표주가(원)	50,000	2016A	7,402	218	274	3,562	25,842	13.4	1.8	14.5	10.1	2.3
	현재가 (11/7, 원)	35,700	2017F	8,343	170	136	1,768	26,600	20.2	1.3	6.7	9.3	3.1
	시가총액(십억원)	2,748	2018F	9,026	180	146	1,893	27,481	18.9	1.3	7.0	8.6	3.1
				2019F	9,699	200	163	2,118	28,587	16.9	1.2	7.6	7.8
신세계 (004170)	투자의견	매수	2015A	2,564	262	402	40,879	307,447	5.6	0.7	14.3	11.8	0.5
	목표주가(원)	270,000	2016A	2,947	251	227	23,091	328,862	7.6	0.5	7.3	12.2	0.7
	현재가 (11/7, 원)	246,500	2017F	4,031	340	199	20,201	348,169	12.2	0.7	6.0	9.7	0.5
	시가총액(십억원)	2,426	2018F	4,548	339	200	20,333	367,608	12.1	0.7	5.7	9.6	0.5
				2019F	5,651	385	232	23,599	390,310	10.4	0.6	6.2	9.0
현대백화점 (069960)	투자의견	매수	2015A	1,657	363	241	10,554	151,083	12.0	0.8	7.2	8.0	0.6
	목표주가(원)	110,000	2016A	1,832	383	276	12,101	161,839	9.0	0.7	7.7	6.6	0.6
	현재가 (11/7, 원)	93,700	2017F	1,853	395	290	12,850	173,343	7.3	0.5	7.6	5.9	0.7
	시가총액(십억원)	2,192	2018F	1,964	396	285	12,650	184,456	7.4	0.5	7.0	6.0	0.7
				2019F	2,052	424	305	13,510	196,495	6.9	0.5	7.0	5.6
롯데하이마트 (071840)	투자의견	매수	2015A	3,896	160	107	4,515	75,519	13.1	0.8	6.1	9.5	0.7
	목표주가(원)	95,000	2016A	3,939	175	121	5,144	80,298	8.2	0.5	6.6	6.5	1.2
	현재가 (11/7, 원)	70,600	2017F	4,244	223	160	6,783	86,648	10.4	0.8	8.1	7.6	0.7
	시가총액(십억원)	1,666	2018F	4,746	282	205	8,664	94,878	8.1	0.7	9.5	6.3	0.7
				2019F	5,307	315	230	9,733	104,177	7.3	0.7	9.8	5.5
현대홈쇼핑 (057050)	투자의견	중립	2015A	896	105	111	9,381	114,833	12.3	1.0	8.5	5.0	1.3
	목표주가(원)	-	2016A	969	111	129	10,932	123,500	10.2	0.9	9.2	4.1	1.3
	현재가 (11/7, 원)	122,500	2017F	1,062	123	123	10,537	131,884	11.6	0.9	8.2	4.9	1.2
	시가총액(십억원)	1,470	2018F	1,153	132	131	11,235	140,889	10.9	0.9	8.2	4.4	1.2
				2019F	1,195	137	136	11,608	150,221	10.6	0.8	7.9	3.8
GS홈쇼핑 (028150)	투자의견	중립	2015A	1,122	106	79	12,614	144,567	13.2	1.2	8.8	3.2	3.1
	목표주가(원)	-	2016A	1,098	126	106	17,195	156,531	10.0	1.1	11.2	2.1	4.1
	현재가 (11/7, 원)	212,500	2017F	1,200	151	107	17,267	166,719	12.3	1.3	10.6	3.6	3.3
	시가총액(십억원)	1,394	2018F	1,299	165	118	18,297	178,593	11.6	1.2	10.9	3.0	3.3
				2019F	1,402	178	127	19,726	191,872	10.8	1.1	10.9	2.4
CJ오쇼핑 (035760)	투자의견	매수	2015A	2,309	210	85	14,073	148,698	13.6	1.3	9.6	4.5	1.3
	목표주가(원)	230,000	2016A	2,209	179	23	3,886	149,585	41.9	1.1	2.6	4.3	1.5
	현재가 (11/7, 원)	193,800	2017F	2,388	238	109	18,033	164,652	10.7	1.2	11.3	4.4	1.3
	시가총액(십억원)	1,204	2018F	2,574	279	130	21,591	183,171	9.0	1.1	12.2	3.9	1.3
				2019F	2,762	304	144	23,902	203,931	8.1	1.0	12.1	3.7
엔에스쇼핑 (138250)	투자의견	중립	2015A	406	90	68	2,009	9,907	9.2	1.9	22.4	4.0	0.0
	목표주가(원)	-	2016A	441	79	50	1,493	11,237	10.3	1.4	14.1	7.9	1.3
	현재가 (11/7, 원)	15,550	2017F	460	76	49	1,483	12,466	10.5	1.2	12.3	8.4	1.3
	시가총액(십억원)	523	2018F	480	79	51	1,549	13,749	10.0	1.1	11.6	8.0	1.3
				2019F	501	82	54	1,621	15,091	9.6	1.0	11.0	7.5

주: 11월 7일 증가 기준  
 자료: 각 사, 한국투자증권

# 음식료/담배

## 변화의 소용돌이

### 비중확대

#### ▶ 3대 키워드

- HMR 등 신제품 경쟁 심화 예상
- 비용 부담을 가격에 전가해야
- 배당 늘고 투명성 개선 전망

#### ▶ Top picks

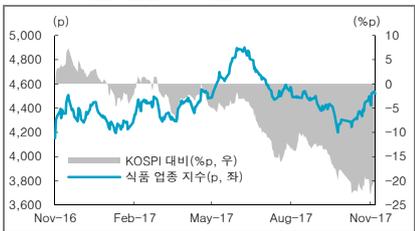
CJ제일제당(097950, 매수, TP 450,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	12.1	13.5	9.9
PBR(x)	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(x)	9.6	8.1	7.1
DY(%)	0.7	0.8	0.8
EPS(원)	30,669	27,361	37,443
BPS(원)	262,684	286,580	320,090

- 가공식품 영업이익 기여도 50% 근접
- 헬스케어 매각, 바이오 투자 축소로 재무건전성 강화
- 내수경기 회복과 원화강세 수혜 업체

농심(004370, 매수, TP 500,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	17.4	14.0	11.8
PBR(x)	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(x)	7.1	5.8	4.9
DY(%)	1.3	1.5	1.8
EPS(원)	19,168	23,941	28,421
BPS(원)	319,208	337,215	358,530

- 오투기까지 라면가격 인상에 동참
- 라면 점유율 개선, 중국 사업 회복 전망
- 추가 가격 인상과 미국 성장은 플러스 알파

#### ▶ 12개월 업종 수익률



이경주  
kjlee@truefriend.com

### Investment Summary

#### 2018년 3대 키워드: 신제품 경쟁, 제품가격, 배당

2018년에는 최근 들어 가장 신제품 경쟁이 심할 것으로 예상된다. 가장 고성장하는 시장인 HMR류에서는 선점을 위한 제품 개발과 프로모션이 더 활발해 질 것이다. 맥주는 롯데칠성의 Mass 제품 출시로 경쟁이 뜨거워지고 담배시장은 꺾린형 전자담배시장이 본격적으로 확대되며 시장 구도가 변할 개연성이 있다. 또 최저임금 인상과 곡물가격 상승 시 제품가격 인상도 시도될 것이다. 2017년에만 5개의 식품사가 지주사 체제 전환으로 분할되었기 때문에 2018년에는 업체 전체적으로 배당성향, 배당수익률이 상승할 것으로 보인다. 또한 지배구조 개선 요구가 강해짐에 따라 증권 식품사들의 경영 투명성이 제고될 전망이다.

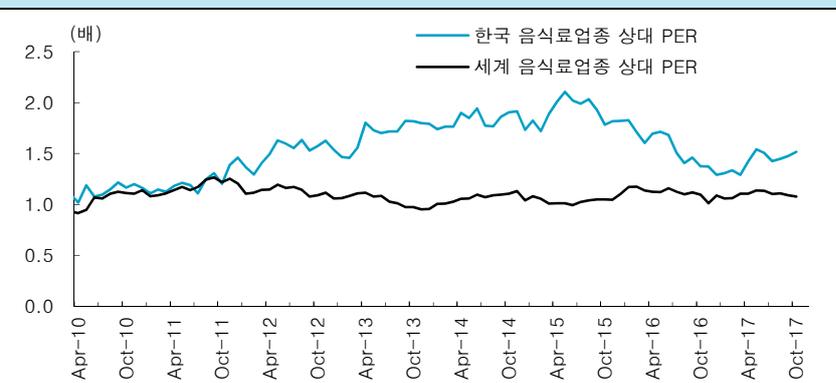
#### 가격 인상과 배당 증가에 따라 주가 차별화 예상

2015년 이후 곡물가격이 안정돼 있음에도 불구하고 식품가격이 국지적으로 오르고 있다. 지난 정부에서 원가 부담의 가격 전가가 어려웠던 것을 뒤늦게 만회하는 움직임이다. 이는 결국 식품가격에 대한 사회적 압박이 약해졌다는 것을 반증한다. 2018년에는 비용 증가 요인이 보다 분명해지므로 업계의 가격 인상 시도는 더 활발해질 것이다. 대체재와의 가격 괴리가 확대됐거나 점유율이 상승 추세에 있는 기업은 가격 인상에 성공할 것이다. 우리는 가공/편의식품업체, 라면업체, 음료업체의 가격 인상 확률이 상대적으로 높다고 본다. 배당 메리트가 증가하는 업체는 KT&G 이외에 농심, 오리온, 롯데제과 등이 있다.

#### Top pick: CJ 제일제당, 농심

Top picks은 CJ제일제당과 농심이다. CJ제일제당은 가공식품부문이 HMR의 고성장과신선/편의식품부문에서의 점유율 상승으로 연결 영업이익 내 기여도가 50%에 다다르며 주가지표가 상승할 전망이다. 농심은 오투기의 가격 인상 동참으로 판매장려금을 줄이면서도 점유율이 상승할 수 있는 구간에 있다. 중국도 가격 인상으로 실적이 개선되고 미국은 구조적인 마진 상승기에 있다.

[그림 1] 한국과 세계 음식료업종 상대 PER



주: MSCI 기준/자료: 한국투자증권

### 3대 키워드

#### 1. 치열한 신제품 경쟁

##### HMR시장 선점 위한 경쟁 더욱 치열해 질 듯

2018년에도 HMR시장의 성장은 계속 이어질 것이다. HMR시장은 2016년에 2015년대비 50% 이상 성장해 2.3조원을 기록했고, 2017년에도 성장률을 유지했다. HMR시장은 2016년에 겨우 전체 식품시장의 1%를 넘었기 때문에 당분간 두자릿수대의 성장률은 이어질 것이 자명하다. 식품시장 내 가장 빠르게 성장하는 이 분야를 선점하기 위한 업체간 경쟁은 당분간 크게 완화되기는 어렵다. CJ제일제당, 대상, 오투기, 동원F&B 등 대부분의 식품대기업이 HMR에 많은 투자를 하고 있고 2018년에도 각종 신제품과 또 이 제품들의 정착을 위해 많은 돈을 사용할 것으로 예상된다.

##### 롯데 증설로 맥주시장 경쟁 격화 예상

맥주시장도 경쟁이 격화될 것이다. 최근 수년간 한국 맥주시장은 물량 기준 성장이 정체된 가운데 FTA 체결로 관세 장벽이 낮아지며 수입 제품의 프로모션이 강해지고 결과적으로 수입품의 비중이 급등해 왔다. 2018년 이후로는 수입맥주 관세가 더 떨어지기는 어려우므로 수입품의 프로모션의 강도가 둔화될 듯하다. 그러나 롯데칠성이 2017년 하반기에 5천여억원을 들여 제2 맥주공장을 건립했으므로 시장 경쟁은 2017년보다 더 심화될 가능성이 있다. 2018년 하반기가 돼야 업체간 경쟁 강도는 다소 완화될 것으로 전망된다.

##### 퀄리티형전자담배는 담배시장의 변화를 이끌 것

PMI의 'IQOS'로 대변되는 퀄리티형 전자담배는 과거 액상형 전자담배와는 달리 담배 소비자에게 큰 반향을 불러 일으켰다. FDA가 이 제품들의 저유해성을 인정할 경우 소비 파급 효과는 더 커질 것이다. 2017년 11월에 KT&G가 퀄리티형 전자담배 신제품인 '릴'을 출시할 예정으로 한국 내 시장 경쟁은 더 심화될 전망이다. 내년에는 PMI가 새로운 전자담배 'TEEPS'도 출시할 것으로 보여 전자담배에 대한 관심은 더 커질 것이다.

##### 라면 호황 이어지고 기타 업종은 평년 수준 경쟁 예상

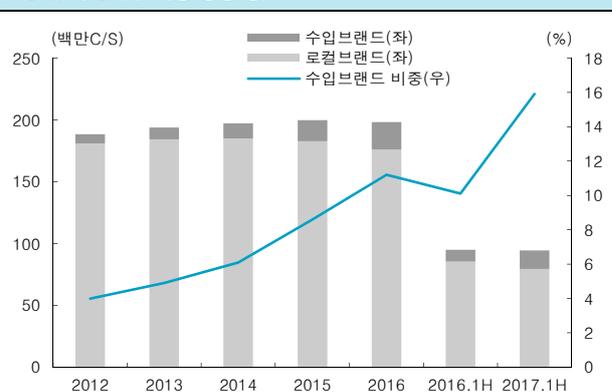
이외 라면, 조미료/장류/신선식품, 유가공, 병과, 제과시장 등의 경쟁 강도는 올해와 유사하거나 완화될 것으로 예상된다. 특히 라면시장의 경우 가격 경쟁을 주도했던 오투기가 할인율을 줄여 실질적으로 ASP를 2분기부터 인상함에 따라 업계 전체의 수익성이 개선될 것으로 예상된다. 종합식품사의 경우 HMR을 제외한 조미료/장류/신선식품 쪽의 경쟁 강도는 2017년대비 다소 완화될 전망이다. HMR 관련 투자가 이어질 만큼 수익성을 관리하려는 노력이 강해질 것이기 때문이다. 상기한 업황 개선 강도가 큰 업체들은 농심, CJ제일제당, 대상, 매일유업 등이다.

[그림 2] 가격 경쟁력 있는 HMR

품목	외식 (1인분 평균)	HMR	HMR 품명	가격비율 (HMR/외식) (%)
김치찌개백반	5,846	2,867	피코크 우리집 묵은지 김치찌개(500g)	49.0
비빔밥	8,269	2,380	씨제이 컵반 고추장나물비빔밥(229g)	28.8
삼계탕	14,115	6,980	하림 고향삼계탕 880g	49.5
칼국수	6,615	2,390	셰푸드 속이 확 풀리는 북어칼국수 458g	36.1
자장면	4,923	2,990	피코크 짜장면	60.7
냉면	8,038	1,745	CJ 동치미물냉면 1816g	21.7

주: 외식가격은 2017년 8월 서울 기준, HMR 가격은 이마트몰 11월 1일 가격  
 자료: 한국소비자원, 이마트몰, 한국투자증권

[그림 3] 수입맥주 비중 상승 중



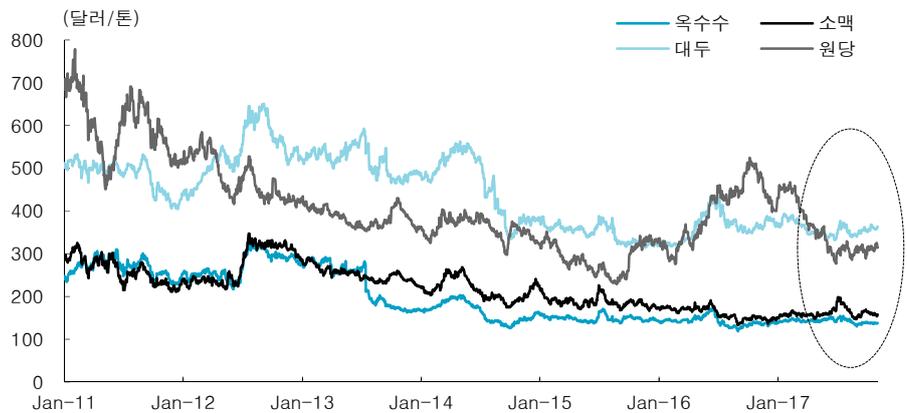
주: 수입브랜드 비중은 국내 맥주소비량 대비  
 자료: 업계 자료, 한국투자증권

**최저임금 인상과 곡물가격 상승 위험 감안할 때**

**2. 제품가격 인상 확대**

2018년 최저임금 상승으로 인한 음식료기업의 직접적인 인건비 부담 증가는 크지 않다. 그러나 물류비나 프로모션직원 등 외주 업체의 임금 인상으로 지급수수료 등이 증가할 위험은 있다. 또한 2012년 하반기 이후 하향 안정화된 국제곡물가격의 상승 위험도 감안해야 한다. 오랜 기간의 가격 조정은 농가의 수익성 하락을 야기하는 것으로 공급 기반은 과거대비 약해진 것으로 봐야 한다. 유가와 이에 연동해 바이오에탄올 가격이 상승할 경우 이는 산업용 수요 증가를 촉발시키므로 곡물가격 상승 위험은 더 커진다.

[그림 4] 국제 곡물가격 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

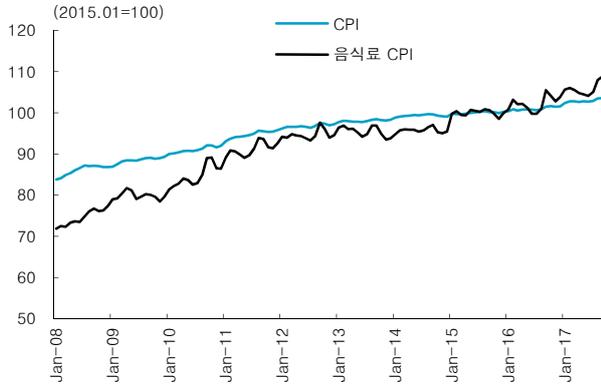
**2015년부터 식품가격 오르기 시작**

음식료 CPI가 2015년부터 조금씩 오르고 있는데, 이는 의미 있는 일이다. 곡물가격이 하락한 이후에도 가격 인상에 성공하고 있다는 이야기다. 이러한 가격 인상의 배경은 업체 입장에서는 2008년~2012년간 곡물가격 상승대비 제품가격이 충분히 오르지 못해 수익성이 악화된 것을 만회하기 위함이며, 소비자 입장에서는 대체재대비 가격이 저렴해 인상을 받아들였다고 봐야한다. 이러한 가격 인상은 국지적으로 2017년까지 이어졌다.

**2018년 식품가격 인상 업체 실적 차별적으로 좋을 것**

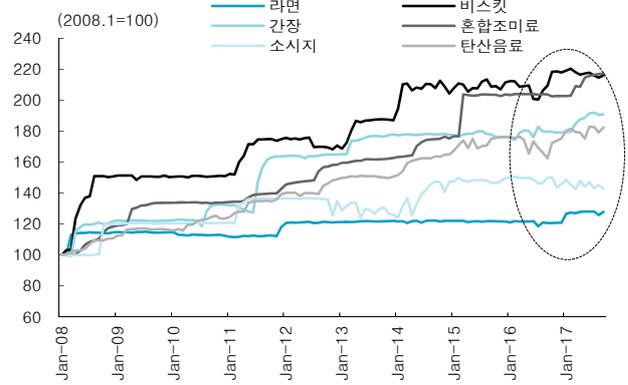
2018년에는 임금이나 재료비 등 가장 어필하기 좋은 비용이 수년 만에 증가할 확률이 있어 이를 가격 인상의 계기로 삼고자 하는 식품업체들이 많을 것으로 예상된다. 내수 경기 개선, 임금 상승 등은 기본적으로 식품산업에도 물량과 ASP 측면에서 플러스 효과를 준다. 어떤 업체가 가격을 얼마나 인상할지는 대체재와의 가격 괴리, 그리고 같은 업종 내 경쟁사의 가격 동침 가능성 등에 따라 달라질 것이다. 이러한 요소들을 고려할 때 가장 가격 인상 확률이 높은 업종은 조미료/편의식품, 라면, 음료 등이 될 것으로 예상된다.

[그림 5] 음식료 CPI 오르기 시작



자료: 통계청, 한국투자증권

[그림 6] 가공식품가격 인상 조짐



자료: 통계청, 한국투자증권

### 3. 배당 증가

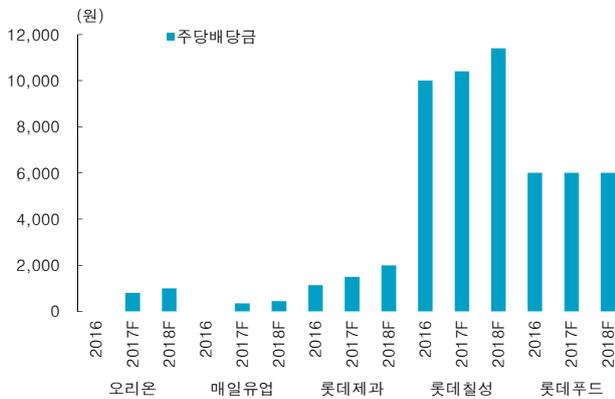
#### 2017년 5개 음식료 회사 사업 /투자 분할돼

2017년 음식료 섹터 중 오리온, 매일유업, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드의 5개사가 지주사 체제로 전환되며 투자부문과 사업부문이 분할됐다. 우리가 커버하는 이들 사업회사의 경우 비관련부문 정리로 본 사업에 대한 집중도가 향상되고 투명성이 강화되는 효과를 누릴 것이다.

#### 지주사 체제하에서 배당 증가는 자명한 일

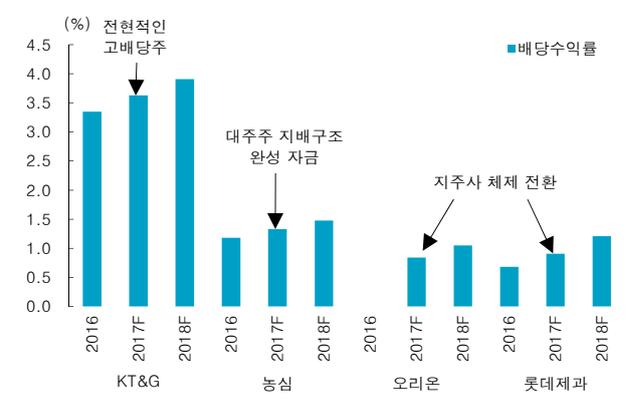
또한 배당이 증가하는 효과가 기대된다. 음식료회사는 안정적인 현금흐름이 창출되는 동시에 많은 투자가 필요치 않은 사업의 특성상 배당성향이 높은 것이 일반적이나, 한국 음식료회사는 보수적인 기업 문화와 해외 사업 투자 등을 배경으로 배당성향이 10~20%대에 머물러 왔다. 그러나 지주사 전환 자체가 함의하듯 이제 한국 식품사들은 더 이상 타사업(자회사)에 투자를 지원해줘야하는 단계에서 벗어나고 있는 것으로 보인다. 식품업에 집중함과 동시에 배당을 늘릴 수 있는 단계에 왔다는 평가이며, 이로 인한 ROE 상승, 주당가치 개선을 기대해 볼 수 있게 되었다. KT&G는 전형적인 고배당주로 연간 4% 전후의 배당수익률이 유지될 것으로 예상되며, 농심은 오너 일가의 홀딩스 또는 농심 지분 매입 대금 확충을 위해서라도 배당은 장기적으로 증가할 전망이다. 오리온과 롯데제과는 상기한 지주사 체제 전환으로 배당이 의미 있게 증가할 회사로 추천한다.

[그림 7] 분할 사업회사의 배당 확연히 증가할 듯



자료: 한국투자증권

[그림 8] 배당수익률 상위 업체들



자료: 한국소비자원, 이마트물, 한국투자증권

## Top picks

### CJ제일제당(097950)

가공식품 영업이익 기여도  
50%로 상승

CJ제일제당에 대해 투자 의견 '매수'와 목표주가 450,000원을 유지한다. 동사가 한국 식품 1 등 기업임에도 불구하고 주가지표가 상대적으로 낮았던 이유는 크게 보면 마진 확대가 제한적이거나 변동성이 큰 소재식품과 바이오의 사업 비중이 크다는 점을 꼽을 수 있다. 우선 이러한 저평가 요인은 HMR류의 빠른 성장과 바이오사업의 투자 속도 조절 등으로 앞으로 완화될 것으로 예상된다. 실제로 물류사업을 제외한 연결 영업이익 내 가공식품부문의 비중은 2016년 43%에서 2018년 49%로 상승할 전망이다. 동사 주가는 공격적인 바이오 M&A 플랜에도 부정적 영향을 받았으나, 이 또한 투자회수기간 축소 등의 이슈로 최근 소극적으로 변한 것으로 보인다. 다소 공격적인 투자 성향에 기인한 영업외수지 급변동이 앞으로 완화돼 주가의 하방을 높일 전망이다.

### 농심(004370)

라면업계의 턴어라운드

농심에 대한 투자 의견 '매수'와 목표주가 500,000원을 유지한다. 최대 경쟁사인 오뚜기가 소비가격은 유지하는 대신에 매출에너지를 축소시켜 실질적으로 ASP를 올리기 시작했다. 삼양 식품은 소비자가격 자체를 5월에 인상했으며 2017년말 전후로 팔도도 제품가격을 올릴 개연성이 크다. 이렇듯 경쟁사의 가격 인상 동참으로 농심의 판매장려금 부담은 줄어 수익성이 향상될 것이다. 중국도 사드로 인한 매출 감소가 일단락되고 10%의 가격 인상 효과가 점진적으로 발휘될 전망이다. 미국과 생수사업의 성장성은 또 다른 성장 동인이다. 2018년에 만약 곡물가격이 상승한다면 다시 라면가격이 인상될 확률이 높고, 이때 매출액 규모대비 현격히 낮은 수익성은 획기적으로 점프할 것이다. 목표 주가지표를 높게 산정해야 하는 이유이다.

## 위험 요인

곡물가격 급등 등 원가 부담  
제품가격으로 전가 어려울  
수도

곡물가격은 통제 불능 변수이다. 더군다나 6년 가량 하락해 있기 때문에 언제 상승해도 인상하지 않은 환경이다. 유가 상승으로 바이오에탄올 원료용 소비 증가도 상승 압력이 될 수 있다. 곡물가격이 상승할 경우 역사적 사례를 볼 때 대부분의 식품업체들이 이를 제품가격 인상으로 전가시킬 것이다. 하지만 곡물가격이 10% 전후 정도로 낮게 오를 경우 대체재와 가격 괴리가 좁혀졌거나 공정위의 규제 등으로 지배구조 개선 작업 중에 있는 회사들은 가격 인상에 소극적인 확률이 있다. 차라리 곡물가격이 20% 이상 급등할 경우에는 모든 업체의 가격 인상이 가능할 것으로 본다. 따라서 곡물가격이나 인건비의 흐름 외에 업체별 시장의 경쟁 강도, 회사의 개별 이슈, 대체재와의 가격 괴리 등을 면밀히 따져 가격 인상이 가능한 업체를 선별적으로 뽑아내야 한다.

<표 1> 커버리지 valuation

투자이건 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목			매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)	
CJ제일제당 (097950)	투자이건	매수	2015A	12,924	751	189	13,401	223,904	28.2	1.7	6.2	10.0	0.7
	목표주가(원)	450,000	2016A	14,563	844	276	19,522	242,224	18.3	1.5	8.4	9.6	0.7
	현재가 (11/7, 원)	370,500	2017F	16,081	835	433	30,669	262,684	12.1	1.4	12.2	9.5	0.7
	시가총액(십억원)	4,879	2018F	18,234	1,068	386	27,361	286,580	13.5	1.3	9.9	8.1	0.8
				2019F	19,870	1,300	528	37,443	320,090	9.9	1.2	12.3	7.1
오리온 (271560)	투자이건	매수	2015A	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
	목표주가(원)	107,000	2016A	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
	현재가 (11/7, 원)	116,000	2017F	1,232	87	44	1,115	32,556	104.1	3.6	3.4	18.3	0.7
	시가총액(십억원)	4,585	2018F	2,297	212	130	3,277	34,833	35.4	3.3	9.7	12.1	0.9
				2019F	2,441	253	161	4,072	37,804	28.5	3.1	11.2	10.6
농심 (004370)	투자이건	매수	2015A	2,182	118	117	20,291	282,078	21.7	1.6	7.4	11.0	0.9
	목표주가(원)	500,000	2016A	2,217	90	199	34,464	307,539	9.6	1.1	11.6	8.2	1.2
	현재가 (11/7, 원)	334,000	2017F	2,290	114	111	19,168	319,208	17.4	1.0	6.1	7.4	1.3
	시가총액(십억원)	2,031	2018F	2,446	148	138	23,941	337,215	14.0	1.0	7.2	6.1	1.5
				2019F	2,621	179	164	28,421	358,530	11.8	0.9	8.1	5.2
롯데칠성 (005300)	투자이건	매수	2015A	2,299	143	100	73,389	1,721,282	30.2	1.3	4.3	13.2	0.4
	목표주가(원)	2,140,000	2016A	2,369	149	69	51,073	1,729,103	28.6	0.8	3.0	10.1	0.7
	현재가 (11/7, 원)	1,270,000	2017F	2,437	99	51	37,263	1,727,712	34.1	0.7	2.2	13.0	0.8
	시가총액(십억원)	1,015	2018F	2,642	143	83	61,466	1,754,326	20.7	0.7	3.5	10.8	0.9
				2019F	2,820	185	115	84,706	1,809,585	15.0	0.7	4.8	9.5
대상 (001680)	투자이건	매수	2015A	2,635	110	58	1,618	22,027	20.1	1.5	7.5	8.8	1.2
	목표주가(원)	32,000	2016A	2,855	111	65	1,794	23,549	14.7	1.1	7.9	7.8	1.5
	현재가 (11/7, 원)	23,050	2017F	2,988	112	69	1,897	25,002	12.1	0.9	7.8	7.2	2.0
	시가총액(십억원)	798	2018F	3,090	146	97	2,679	27,196	8.6	0.8	10.3	5.7	2.2
				2019F	3,192	163	112	3,078	29,741	7.5	0.8	10.9	5.1
롯데제과 (280360)	투자이건	매수	2015A	2,258	144	75	5,346	182,020	42.6	1.3	3.0	15.4	0.5
	목표주가(원)	390,000	2016A	2,248	128	70	4,911	171,843	36.3	1.0	2.8	13.7	0.6
	현재가 (11/7, 원)	169,000	2017F	2,317	132	87	6,104	191,993	27.7	0.9	3.4	14.4	0.9
	시가총액(십억원)	711	2018F	2,413	160	108	7,573	197,566	22.3	0.9	3.9	12.3	1.2
				2019F	2,552	186	128	9,000	203,566	18.8	0.8	4.5	11.2
롯데푸드 (002270)	투자이건	중립	2015A	1,706	69	50	36,713	651,806	25.8	1.5	5.8	11.3	0.5
	목표주가(원)	-	2016A	1,762	80	58	42,481	688,336	15.3	0.9	6.3	7.4	0.9
	현재가 (11/7, 원)	576,000	2017F	1,826	74	51	37,502	717,666	15.4	0.8	5.3	6.9	1.2
	시가총액(십억원)	651	2018F	1,897	75	54	39,109	747,604	14.7	0.8	5.3	6.8	1.4
				2019F	1,949	79	57	41,793	778,225	13.8	0.7	5.5	6.5
빙그레 (005180)	투자이건	중립	2015A	800	32	25	2,798	54,779	24.5	1.3	4.9	8.1	1.8
	목표주가(원)	-	2016A	813	37	29	3,249	55,245	19.6	1.2	5.5	6.2	2.0
	현재가 (11/7, 원)	62,900	2017F	848	48	38	4,261	58,167	14.8	1.1	7.0	5.4	2.1
	시가총액(십억원)	619	2018F	893	56	44	4,920	61,372	12.8	1.0	7.7	4.5	2.1
				2019F	933	63	50	5,635	65,173	11.2	1.0	8.3	3.7
매일유업 (267980)	투자이건	매수	2015A	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
	목표주가(원)	97,000	2016A	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	0.0
	현재가 (11/7, 원)	76,400	2017F	918	62	45	5,798	36,333	13.2	2.1	16.0	NM	0.5
	시가총액(십억원)	581	2018F	1,422	92	68	8,674	44,832	8.8	1.7	21.4	NM	0.6
				2019F	1,497	108	81	10,290	54,738	7.4	1.4	20.7	NM
무학 (033920)	투자이건	중립	2015A	296	66	29	1,041	15,934	36.7	2.4	6.8	11.1	0.7
	목표주가(원)	-	2016A	270	52	61	2,207	17,640	10.4	1.3	13.3	7.1	1.5
	현재가 (11/7, 원)	18,350	2017F	291	60	70	2,495	19,310	7.4	1.0	13.4	4.9	2.2
	시가총액(십억원)	522	2018F	300	61	71	2,499	20,858	7.3	0.9	12.3	4.3	2.7
				2019F	313	59	71	2,447	22,326	7.5	0.8	11.2	3.9

주: 2017년 11월 7일 종가 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

# 화장품

## 시간이 약이다

### 비중확대

▶ 3대 키워드

- 회복
- 글로벌화
- 밸류에이션

▶ Top picks

LG생활건강(051900, 매수, TP 1,280,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	29.5	25.3	22.7
PBR(x)	6.6	5.5	4.6
EV/EBITDA(x)	18.5	16.2	14.3
DY(%)	0.7	0.7	0.8
EPS(원)	40,105	46,897	52,276
BPS(원)	180,002	217,209	258,996

- 2018년 국내 면세점 화장품 회복 전망
- 대중국 프리미엄 화장품 사업 강화
- 안정적인 사업 포트폴리오, 안정적인 비용 구조

코스맥스(192820, 매수, TP 144,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	45.3	27.9	22.1
PBR(x)	5.9	5.1	4.4
EV/EBITDA(x)	25.5	17.8	14.4
DY(%)	0.7	0.9	1.2
EPS(원)	3,025	4,913	6,194
BPS(원)	23,037	26,649	31,241

- 2018년 국내 화장품 수요 회복 전망
- 중국 고성장에 미주 영업 손실 축소 전망
- 2018년 실적 성장 가장 높을 것

▶ 12개월 업종 수익률



나은채  
ec.na@truefriend.com

이선호  
sunho.lee@truefriend.com

### Investment Summary

2018년 3대 키워드: 회복, 글로벌화, 밸류에이션

2018년 대중국 관계의 점진적인 회복에 따른 중국인 인바운드 관광객 시장 회복이 가시화될 것이다. 국내 화장품 시장의 회복과 함께, 메르스와 사드의 교훈으로 화장품 업체들의 현지화와 지역 다변화 노력은 더욱 가속화될 것이다. 현지화와 지역 다변화가 가시화될 때 중장기적인 화장품 업체들의 실적 성장, 그리고 밸류에이션 리레이팅이 예상된다. 한편 소비재 업종 가운데 가장 비싼 업종으로 밸류에이션 논란은 지속될 것이다. 업체들의 실적 회복 강도를 면밀하게 점검해야 할 것이다

경쟁은 또다른 변수, 피해가거나 즐기거나

영업 환경 회복과 더불어 경쟁은 또다른 변수다. 국내는 최근 3~4년간 다양한 신생 브랜드, 또는 성장 브랜드들이 생겨났다. 산업 성장에 따른 자연스러운 현상이나 제조업체와 중국 유통을 활용한 카테고리 킬러 또는 규모 있는 브랜드들의 고성장이 산업 경쟁 심화로 이어지고 있다. 중국 내에서는 로컬 업체들이 상위 브랜드를 차지하는 등 로컬 업체들의 부상, 그리고 글로벌 업체들의 대형 M&A와 ODM 사들과의 협업을 통한 공격적인 행보가 가시화되고 있다. 이에 우리는 구조적 성장이 가능하면서 진입 장벽이 높은 프리미엄 시장, 또는 시장 참여자들의 증가가 긍정적인 ODM에 주목한다.

Top pick: LG생활건강, 코스맥스

Top pick은 LG생활건강과 코스맥스로 제시, 각각 목표주가 128만원과 14.4만원을 유지한다. LG생활건강은 인바운드 관광객 회복으로 금년 부진했던 면세점 매출이 회복되면서 중국 프리미엄 화장품 사업 확대가 예상된다. 코스맥스는 금년 국내 수요 부진과 미주 손실 영향권이었으나 2018년 영업 환경 개선과 미주 매출 증대로 인한 손실 축소에 주목한다. 상기 요인이 가시화될 때 영업 레버리지가 본격화, 화장품 업종 내 가장 높은 실적 성장이 예상된다.

[그림 1] 화장품 업종 지수 - 2018년 회복 기대감, 향후 개선 강도는 관전 포인트



자료: 한국투자증권

### 3대 키워드

#### 1. 회복: 중국인 인바운드 관광객 2018년 회복 국면

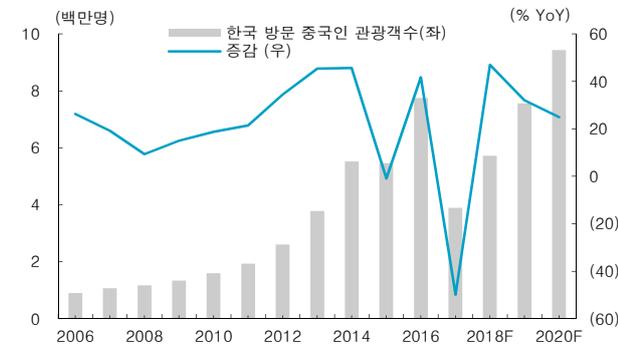
##### 중국인 관광객 돌아올 것

2018년 대중국 관계의 점진적인 회복에 따라 중국인 인바운드 관광객 시장이 회복될 전망이다. 2013~2014년을 기점으로 국내 화장품 내수 산업은 중국인 수요와 연동되고 있다. 6조 원대 면세점 화장품 시장을 필두로 도매 수출, 2조원 규모에 달하는 역직구 등 다양한 형태로 화장품 산업에 영향을 미치고 있다. 2015년 메르스, 2017년 사드와 같은 돌발 또는 대외 변수가 전체 시장 성장을 좌우, 금년은 사드로 인한 중국인들의 방한 금지 이후 면세점뿐 아니라 대중국 수출, 중국향이 대부분인 해외 역직구 또한 성장세가 빠르게 둔화되었다. 방한 중국인수는 금년 전년대비 50% 감소한 390만명 수준에 그칠 전망이다. 그러나 2018년 50% 증가한 590만명, 2019년은 32% 증가한 780만명으로 2016년 수준을 회복할 것이다.

##### 중장기 인바운드 관광객시장 성장 가능성 유효, 높은 객단가와 다이공 수요는 변수

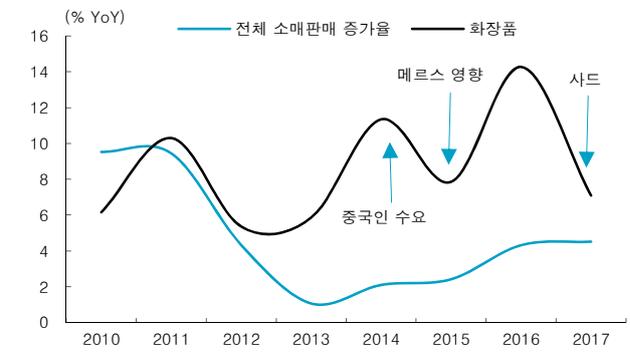
중국의 출국자수는 2016년 1.3억명을 넘어섰다. 2017년은 한국 관광객이 4백만명 내외로 홍콩 관광객의 1/10, 일본의 1/2 수준에 불과할 것이나 근거리 쇼핑이라는 지리적 이점과 글로벌 1위 규모의 면세 인프라, 면세점 매출의 50%를 차지하는 화장품 등 제품 경쟁력에 힘입어 중장기적인 성장 전망은 밝다. 한편, 2018년은 영업 환경 회복이 예상되는 반면 2017년 면세 산업 성장을 견인한 중국인 관광객들, 다이공의 높은 인당 구매액수는 관전 포인트이다. 한국 면세점에서 외국인당 구매액은 내국인의 약 7배 수준까지 금년 증가했고 시내 면세점과 출국장의 객단가는 10배 이상 차이가 난다. 브랜드 업체들의 대응이 관전 포인트이다. 아모레퍼시픽은 9월부터 강도 높은 구매 제한을 시행한 바 있다.

[그림 2] 중국인 인바운드 관광객 2018년 50% 증가할 전망



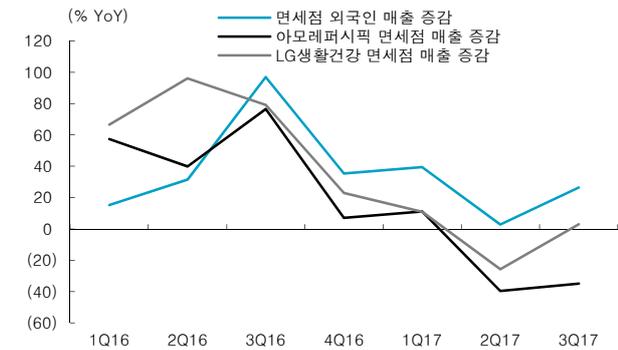
자료: 한국관광협회, 한국투자증권

[그림 3] 한국 화장품 산업 중국인 수요와 연동



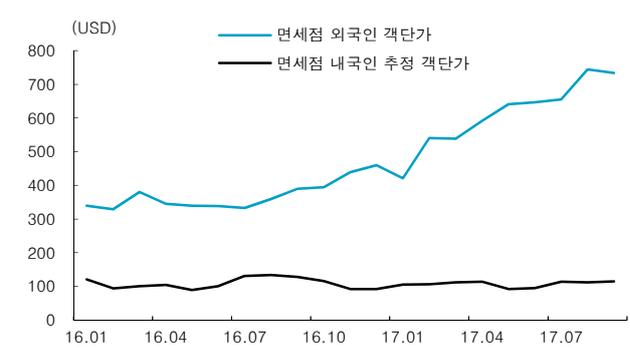
자료: 통계청, 한국투자증권

[그림 4] 면세점 외국인 매출 추이 vs 주요 업체 면세점 매출 추이



자료: 한국면세점협회, 한국투자증권

[그림 5] 면세점 외국인 객단가 추이



자료: 한국면세점협회, 한국투자증권

## 2. 글로벌화: 현지화와 지역 다변화

### 메르스와 사드의 교훈: 글로벌화의 중요성

메르스와 사드는 중국인 관광객 수요에 좌우되는 국내 화장품 시장의 부침을 일깨워준 바, 화장품 업체들의 현지화와 지역 다변화 노력은 더욱 가속화될 것이고 상기 요인이 가시화될 때 증장기적인 화장품 업체들의 지속적인 실적 성장, 그리고 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것이다. 중국 화장품 시장은 해외 수요를 내수로 전환하고 내수 부양을 위한 정책이 지속되는 동시에 수입 장벽은 높아지는 등 현지화의 중요성이 강조되고 있다. 또한 한국 화장품 업체들의 중국에서의 인기는 동남아 시장 수요 확대로 이어지고 있다. 아시아에서 높아진 브랜드 인지도와 생산 경쟁력은 글로벌 시장으로 진출의 원동력이다.

### 중국 현지화: 로컬사 고성장과 글로벌업체 현지생산 확대

중국은 해외 소비가 급증하면서 2016년까지 내수 화장품 성장이 둔화되었으나 2017년 오히려 내수 시장 성장이 높아졌다는 데 주목한다. 중국 화장품 시장은 수입 화장품 업체들이 시장의 대부분을 점유하고 있으나 최근 특징적인 부분은 1) 수입 제품들에 대한 규제 강화와 동시에 2) 내수 소비 활성화를 위한 제도 강화, 그리고 결과적으로 3) 로컬 업체들의 급부상에 주목할 만하다. 중국은 화장품 수입 관세, 소비세가 높아 가격 경쟁력을 갖추기가 어렵고 수입 제품에 대한 위생 허가가 까다롭다. 수입 제품 위생 허가 절차는 한층 까다로워지면서 자국 내 면세점 확대, 소비세 인하 등 중국 내 소비 촉진을 위한 정책이 진행되고 있다. 특히 소비세 인하의 경우 과거 품목(메이크업 높은 세율) 기준에서 금액 기준으로 바뀌면서 중저가 시장에서 경쟁력이 높은 로컬사들에 우호적인 영업 환경이다. 그러나, 이와 동시에 현지 생산 체제를 확보, 현지화가 이미 진행된 글로벌 업체들의 경우 동일한 혜택을 누릴 수 있을 것이다. 특히 코스맥스는 유통 및 마케팅에 강점을 가진 다양한 로컬사들 성장과 경쟁 또한 우호적인 영업 환경이다. 1위 ODM사의 제조 설비, 노하우, 네트워크가 다양한 사업 기회로 작용할 수 있을 것이다. 또한 프리미엄 시장의 경우 우호적인 제도는 없으나 로컬사들과의 경쟁 구도가 아니고 시장이 고성장하기 때문에 큰 영향은 없을 것이다.

### 중국 외 국가로 확대, 글로벌화 가속화

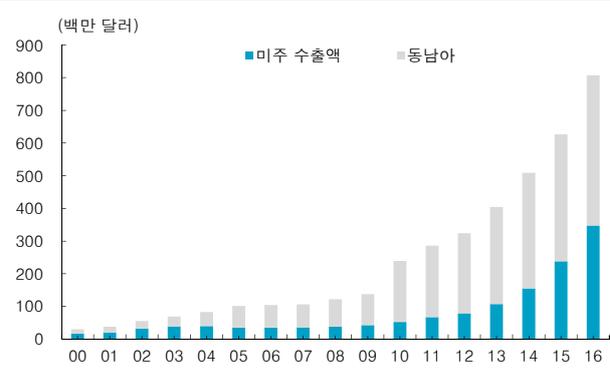
중국뿐 아니라 동남아, 미주 등 다양한 지역으로 글로벌화가 진행되고 있다. 중국과 홍콩 등 중화권 외 동남아와 미주 수출액도 꾸준하게 증가 추세다. 브랜드 업체들은 동남아 시장으로 진출한데 이어 향후 성장은 미국에서 찾고 있다. 아모레퍼시픽의 해외 매출 중 동남아시아 비중은 약 15%, 전체 매출 비중은 5~6% 내외로 추정된다. 싱가포르, 태국, 말레이시아, 베트남에서 고성장하고 있다. 금년 9월부터 미주에서 라네즈와 이니스프리를 출시, 향후 미주 사업 진행 속도가 관전 포인트이다. 생산업체들의 글로벌 전략도 가시화되고 있다. 코스맥스의 중국 사업에서 동남아 매출 비중은 약 10%까지 확대되었으며 미주 사업도 수요 확대와 더불어 생산성이 안정화되고 있다. 주요 업체 중 아모레퍼시픽과 코스맥스가 중국 외 사업에 가장 적극적이며 상기 요인이 가시화된 성과로 이어질 시 주가 리레이팅 동인이 될 것이다.

[그림 6] 중국 내수 화장품 시장 성장률 2017년 확연하게 높아져



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 7] 동남아, 미주 지역 수출 꾸준한 증가 추세



자료: KITA, 한국투자증권

### 3. 적정 밸류에이션 논란 지속

2017년 화장품 지수 상승,  
2018년 기대감 반영

2017년 화장품 업종 지수는 연초보다 13% 상승했다. 상반기 사드 배치 우려로 연초 대비 15% 하락했으나 화장품 수출, 면세점 매출의 점진적인 회복과 더불어 2018년 대중국 관계 개선 기대감에 힘입어 주가는 빠르게 정상화, 최고점을 약 13% 남겨놓고 있다. 12MF PER 기준으로 22배까지 하락했던 업종 배수도 최근 32배까지 상향되었다. 과거 5년간 12MF PER 평균은 25배, 상단은 38배, 하단은 20배 수준이다. 2017년 18% 영업이익 감익 이후 2018년 영업이익은 23% 증가할 전망이다. 회복 요인을 제거 시 2014~2016년보다 성장을 둔화는 불가피해 보인다. 업황 회복, 실적 개선 강도와 업체별 차별화가 관전 포인트이다.

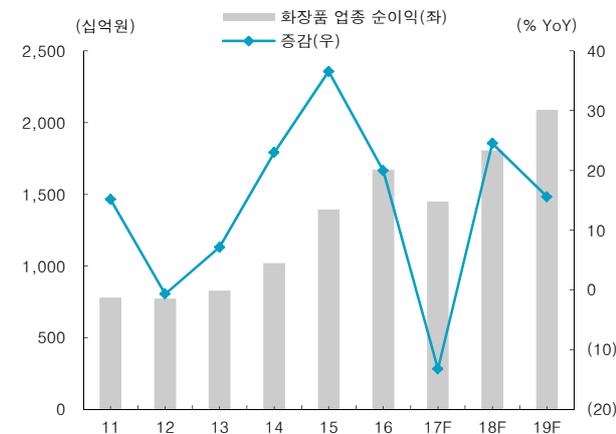
경쟁 요인이 관전 포인트

경쟁 심화는 화장품 산업 전망의 중요 변수다. K-Beauty가 타이공, 온라인 유통, 역직구와 'We Chat' 등 다양한 신유통망 활용 등으로 다양화되면서 규모 있는 후발 주자들이 급부상하고 있다. 화장품 생산액과 소매판매액은 꾸준히 증가하고 있으나 시장 참여자는 더 빠르게 늘어나고 있다. 화장품 사업은 물리적인 Capex가 크지 않아 유통과 마케팅 역량을 보유한 업체들이 국내 양질의 제조업체들과 손잡고 공격적으로 시장에 진입하기 때문이다. 특히 최근 급성장한 후발 주자들의 경우 특정 품목에 강점을 보이는 카테고리 킬러도 상당수 있으며 기존 업체들에 위협 요인으로 작용하고 있다. 비단 국내뿐 아니라 중국 현지에서도 진행형으로 로컬 업체들의 성장이 가파르다. 이들은 유통과 마케팅에서의 강점을 바탕으로 생산업체를 활용해 시장 점유율 확대를 추구하고 있다. 글로벌 업체들 또한 최근 규모 있는 M&A를 다수 진행했으며 제조사들을 활용하면서 아시아 시장에서의 경쟁에 동참하고 있다.

해외 사업 본격화, 성장성과  
동시에 학습 효과도 축적

최근 3~4년간 국내 화장품 업체들의 해외 사업 성장성이 부각된 한편 학습 효과 또한 축적되고 있다. 브랜드 업체들의 경우 높은 중국 의존도로 인한 컨트리 리스크가 반복적으로 나타났다. 국내 면세점, 넓게는 전체 시장의 타이공 수요가 실적 예측력을 낮추고 있다. 경쟁 심화 또한 변수다. 생산업체들은 후발 브랜드 업체와 로컬 업체들이 폭발적으로 늘어나면서 성장률이 상위업체보다 높을 것이다. 사업 확장성이 브랜드 업체들보다 더욱 좋은 한편 다양한 바이어 구성으로 인해 실적 가시성이 높지 않다. 높은 Capex 부담과 경쟁 구도 또한 파악하기가 어렵다는 요인도 불확실성으로 작용할 수 있다.

[그림 8] 화장품 업종 순이익 2018년 20% 증가 전망



자료: 한국투자증권

[그림 9] 화장품 업종 12MF PER 추이



자료: 한국투자증권

## Top picks

### LG생활건강(051900)

#### 프리미엄 화장품 꽃이 핀다

LG생활건강에 대한 투자 의견 '매수'와 목표주가 128만원(2018년 내재 PER 27배, SOTP)을 유지한다. 대중국향 럭셔리 화장품 사업 호조가 지속될 전망이다. 2017년 중국인 관광객 부진으로 역성장했던 국내 면세점 매출이 2018년 성장세로 전환하고 중국 현지 사업 성장도 가속화될 것이다. Whoo는 중국 내 5위권 럭셔리 브랜드로 기존점 성장이 여전히 높게 나타나고 있으며 SU:M 브랜드의 빠른 유통망 확장이 고무적이다. LG생활건강 화장품 부문에서 프레스티지 부문 브랜드 라인업이 풍부하며 상기 2개 브랜드를 제외하고도 대중국 사업 확장 가능성이 높다. 중국 화장품 시장은 매스와 프리미엄 모두 고성장이고 있으나 매스 시장은 경쟁이 격화되고 있다. 프리미엄 화장품 시장의 구조적 성장과 상대적으로 낮은 경쟁강도에 주목한다. 프리미엄 시장은 높은 브랜드력이 진입 장벽으로 작용, 글로벌과 아시아 프리미엄 브랜드들간의 경쟁이다. 로컬업체 진입 가능성이 가장 낮은 세그먼트다.

### 코스맥스(192820)

#### 경쟁을 즐기자

코스맥스에 대해 투자 의견 '매수'와 목표주가 144,000원(2018F PER 30배)을 유지한다. 2017년 대중국 관계 악화로 인해 내수 부문 부진, 미주 적자 축소에 실패하면서 실적은 전년 대비 감익에 그쳤다. 변하지 않은 것은 중국 사업의 고성장이자, 중국 로컬 업체들의 성장, 글로벌 업체들의 현지 생산 강화, 그리고 동남아 시장으로의 판로 확대에 힘입어 중국 사업은 2017년에도 전년대비 40% 증가하는 호조를 보일 것이다. 국내 부문 부진은 대중국 관계 개선으로 완만하게 회복될 전망이고 미주 사업은 매출이 늘어나면서 손실 축소의 가능성을 제시하고 있다. 상기 요인 정상화 시 2017년 약 5%까지 하락한 영업이익률은 2018년 6%대로 회복할 전망이다. 20%의 높은 외형 성장과 함께 영업 레버리지로 작용, 업종 내 가장 높은 이익 성장세가 예상된다. 동사는 글로벌화에 가장 공격적인 업체로 가시적인 성과를 거두고 있다. 한편으로는 상기 요인과 공격적인 Capex로 실적 변동성 또한 높다. 향후 국내와 미주 성과가 관전 포인트이다.

## 위험 요인

#### 국내, 중국 내 경쟁 심화 글로벌 업체들의 공격적인 행보

화장품 산업은 해외 사업이 부각되면서 소비재 업종 내 대표업종으로 부각되고 있다. 여전히 성장 잠재력이 매우 높은 가운데 국내와 중국 시장에서의 경쟁 심화는 관전 포인트이다. 글로벌 업체들의 공격적인 행보에도 주목한다. 최근 수년간 로레알, 에스티로더는 다양한 대형 M&A를 성사시켰다. 대형 브랜드 업체들이 또다른 브랜드들을 인수하면서 공격적으로 성장 전략을 진행하고 있으며 국내 경쟁력 있는 ODM사와 협력해 K-Beauty 트렌드를 접목하고자 하는 노력을 하고 있다는 것이다.

〈표 1〉 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
아모레퍼시픽 (090430)	투자의견	중립	2015A	4,767	773	578	8,372	48,495	49.5	8.5	18.6	28.2	0.3
	목표주가(원)	-	2016A	5,645	848	639	9,267	56,222	34.7	5.7	17.7	19.5	0.5
	현재가 (11/7, 원)	320,000	2017F	5,270	602	453	6,573	61,212	48.7	5.2	11.2	24.3	0.5
	시가총액(십억원)	18,706	2018F	5,818	764	585	8,487	67,895	37.7	4.7	13.1	19.7	0.6
			2019F	6,375	901	692	10,031	75,821	31.9	4.2	14.0	16.9	0.7
LG생활건강 (051900)	투자의견	매수	2015A	5,328	684	460	27,467	118,986	38.2	8.8	25.1	22.4	0.5
	목표주가(원)	1,280,000	2016A	6,094	881	568	33,905	146,927	25.3	5.8	24.9	14.8	0.9
	현재가 (11/7, 원)	1,206,000	2017F	6,234	933	668	40,105	180,002	30.1	6.7	23.6	17.6	0.7
	시가총액(십억원)	18,835	2018F	6,758	1,046	781	46,897	217,209	25.7	5.6	22.7	15.4	0.7
			2019F	7,237	1,158	871	52,276	258,996	23.1	4.7	21.0	13.6	0.8
아모레G (002790)	투자의견	중립	2015A	5,661	914	260	3,219	30,060	46.0	4.9	10.7	12.0	0.3
	목표주가(원)	-	2016A	6,698	1,083	342	4,240	33,440	31.4	4.0	12.8	9.4	0.3
	현재가 (11/7, 원)	155,000	2017F	6,213	740	224	2,694	35,530	57.5	4.4	7.6	14.8	0.3
	시가총액(십억원)	12,781	2018F	6,838	961	296	3,566	38,289	43.5	4.0	9.4	12.4	0.4
			2019F	7,462	1,128	347	4,178	41,533	37.1	3.7	10.2	11.1	0.5
한국콜마 (161890)	투자의견	매수	2015A	536	61	45	2,155	10,459	44.0	9.1	22.7	28.2	0.2
	목표주가(원)	88,000	2016A	667	73	53	2,516	12,790	26.2	5.1	21.6	16.9	0.4
	현재가 (11/7, 원)	84,800	2017F	830	76	56	2,656	15,231	31.9	5.6	19.0	15.4	0.4
	시가총액(십억원)	1,789	2018F	961	91	67	3,184	18,150	26.6	4.7	19.1	12.8	0.4
			2019F	1,108	109	81	3,829	21,664	22.1	3.9	19.2	10.7	0.5
코스맥스 (192820)	투자의견	매수	2015A	533	36	21	2,361	10,900	76.0	16.5	23.8	40.9	0.4
	목표주가(원)	144,000	2016A	757	53	35	3,855	21,013	31.0	5.7	22.5	19.2	0.8
	현재가 (11/7, 원)	139,000	2017F	912	47	30	3,025	23,037	45.9	6.0	13.7	22.0	0.7
	시가총액(십억원)	1,396	2018F	1,090	72	49	4,913	26,649	28.3	5.2	19.8	15.3	0.9
			2019F	1,261	92	62	6,194	31,241	22.4	4.4	21.4	12.4	1.2
연우 (115960)	투자의견	매수	2015A	199	19	15	1,583	12,858	25.7	3.2	12.4	16.5	0.0
	목표주가(원)	34,000	2016A	235	25	21	1,688	14,449	22.8	2.7	12.4	12.8	0.0
	현재가 (11/7, 원)	31,600	2017F	235	14	12	958	15,309	33.0	2.1	6.4	10.9	0.0
	시가총액(십억원)	391	2018F	267	20	17	1,383	16,594	22.8	1.9	8.7	8.2	0.0
			2019F	303	29	25	1,978	18,475	16.0	1.7	11.3	6.0	0.0
토니모리 (214420)	투자의견	중립	2015A	220	17	13	825	9,950	30.6	2.5	16.1	20.3	1.2
	목표주가(원)	-	2016A	233	18	13	731	7,208	31.1	3.2	10.6	18.8	1.0
	현재가 (11/7, 원)	20,850	2017F	223	10	7	414	7,435	50.4	2.8	5.7	19.2	1.1
	시가총액(십억원)	367	2018F	236	15	10	595	7,843	35.0	2.7	7.8	14.0	1.1
			2019F	254	16	11	639	8,295	32.7	2.5	7.9	13.1	1.1

주: 11월 7일 증가 기준  
자료: 각 사, 한국투자증권

# 제약/바이오

## 2018년은 증명하는 한 해

### 비중확대

#### ▶ 3대 키워드

- 미국, 유럽 등 해외시장 진출
- 일부 업종에서의 경쟁심화
- 신규 파이프라인의 성과

#### ▶ Top picks

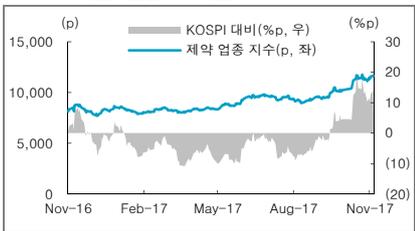
녹십자(006280, 매수, TP 260,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	36.6	27.4	25.2
PBR(x)	2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA(x)	19.3	16.8	15.4
DY(%)	0.6	0.8	0.9
EPS(원)	5,895	7,878	8,535
BPS(원)	93,638	93,217	94,219

- 높은 진입장벽+안정적 현금흐름
- 국내 Plasma와 백신시장에서 확고한 점유율 확보
- Plasma 증설효과 발생

대웅제약(069620, 매수, TP 150,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	26.3	43.9	30.0
PBR(x)	1.5	2.7	2.7
EV/EBITDA(x)	20.2	22.6	18.2
DY(%)	0.5	0.8	0.9
EPS(원)	2,613	3,009	4,394
BPS(원)	46,986	48,053	49,803

- 미국 진출에 따른 valuation 차별화 기대
- 점점 가까워지는 나보타의 미국진출
- 2018년 도약의 해

#### ▶ 12개월 업종 수익률



진홍국  
hg.jin@truefriend.com

정은영  
eunice.jung@truefriend.com

### Investment Summary

#### 2018년 3대 키워드: 해외시장 진출, 경쟁심화, 신규 파이프라인

2018년에는 선진 해외시장 진출, 경쟁심화 그리고 신규 파이프라인에 주목해야 한다. 내수시장에만 집중해오던 국내 제약/바이오업체들의 해외진출이 활발히 이루어지고 있다. 특히 바이오시밀러 업체들은 유럽을 넘어 미국시장에까지 진출하고 있으며 보톡스, 임플란트 업체들의 해외진출도 꾸준히 이루어지고 있어 귀추가 주목된다. 반면 경쟁업체의 신규진입으로 국내의 경쟁은 심화되고 있어 매출성장과 수익성 하락이 우려되는 상황이다. 한편 2018년에는 셀트리온, 한미약품 등의 신규 파이프라인에 대한 성과가 하나 둘씩 나타날 전망이다.

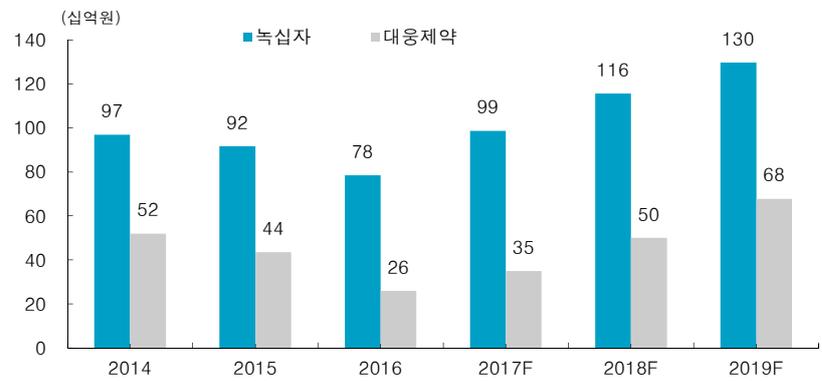
#### 2018년, 보여줘야만 한다

선진 해외시장 진출과 신규 파이프라인에 대한 기대감으로 2017년 일부 제약/바이오 업체들의 주가는 강세를 나타냈다. 그러나 2018년부터는 그동안 주가를 상승시켜온 요소들을 증명해야 하는 한 해가 될 것이다. 삼성바이오로직스와 셀트리온 등 바이오시밀러 업체들은 미국 바이오시밀러 시장에서의 처방데이터, 유럽 시장에서의 점유율 추이, 신규 파이프라인의 출시속도 등 많은 부분에서 지속적인 확인이 필요하다. 한미약품은 2018년 처음으로 해외업체들로부터 마일스톤을 수령할 것으로 예상되며 대웅제약과 휴젤, 녹십자 등은 미국과 유럽시장 진출여부에 대한 가닥이 잡힐 전망이다. 그 외 많은 업체들이 2018년에 긍정적인 이벤트를 기대하고 있다.

#### Top pick: 녹십자, 대웅제약

Top pick은 녹십자와 대웅제약으로 각각 목표주가 260,000원, 150,000원을 제시한다. 녹십자는 높은 진입장벽을 기반으로 안정적인 현금흐름을 창출하고 있다. 또한 지속적으로 캐피탈을 증설하며 해외로 나아가고 있어 이익은 매년 지속적으로 성장할 전망이다. 대웅제약은 국내 보톡스 업체들 중 최초로 미국과 유럽시장에 진출할 수 있을 것으로 기대되어 valuation re-rating이 기대된다.

[그림 1] 녹십자, 대웅제약 영업이익의 추이 및 전망



자료: 각 사, 한국투자증권

### 3대 키워드

#### 1. 미국, 유럽 등 선진 해외시장 진출

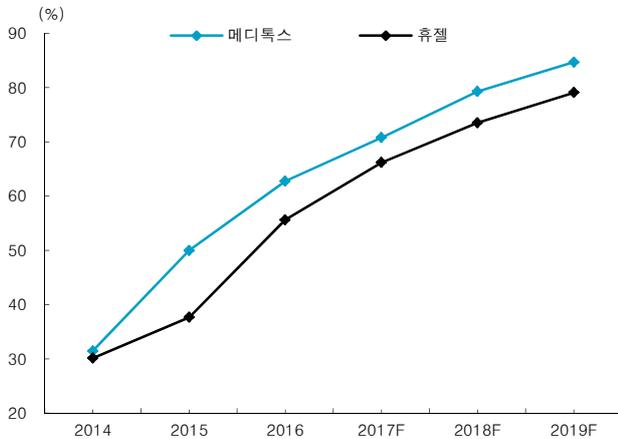
이제는 미국/유럽 시장을 바라보는 국내 제약/바이오 업체들

과거 내수시장에만 집중해오던 국내 제약/바이오 업체들은 기술발전과 가격경쟁력을 기반으로 해외시장으로의 노출도를 높여나가고 있다. 바이오시밀러 업체들은 국내 제약/바이오 섹터에서는 처음으로 유럽과 미국에서 매출이 발생하고 있다. 유럽 바이오시밀러 시장은 빠르게 확대되고 있으나 상대적으로 보수적이고 이해관계가 얽혀있는 미국시장은 개화가 느리다. 2018년부터 본격화될 삼성바이오로직스와 셀트리온의 미국매출이 향후 두 업체의 실적과 주가에 중요한 영향을 미칠 전망이다. 보톡스 업체들 중에서는 대웅제약이 미국과 유럽시장으로부터, 메디톡스는 중국으로부터 품목허가를 신청한 후 결과를 기다리고 있다. 한편 2019년 완공을 목표로 캐나다에 혈액제제 공장을 설립하고 있는 녹십자는 2018년 상반기 FDA로부터의 IVIG에 대한 임상 3상 승인을 기대하고 있다.

보톡스/임플란트 업체들  
2017년 수출비중 63%에서  
2018년 70%

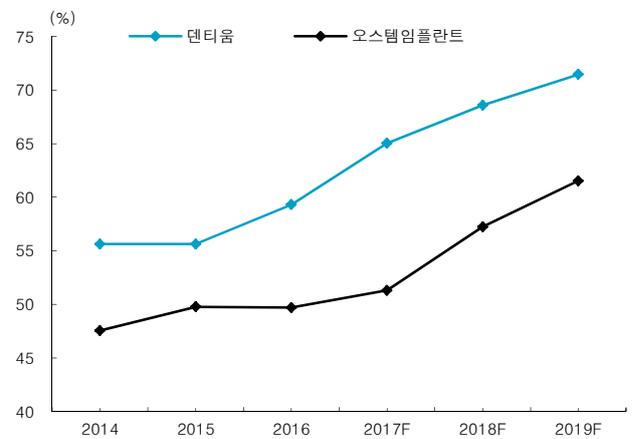
해외매출비중이 100%에 육박하는 바이오시밀러 업체들을 제외하고 수출이 활발하게 일어나고 있는 업종은 보톡스와 임플란트다. 주요 보톡스 업체들(메디톡스, 휴젤)과 임플란트 업체들(오스텍임플란트, 덴티움)의 2017년 평균 수출비중은 63%였으나 2018년에는 70%까지 확대될 전망이다. 국내 보톡스와 임플란트 모두 우수한 품질과 가격 경쟁력을 바탕으로 해외에서 그 입지를 넓혀 나가고 있다.

[그림 2] 메디톡스/휴젤 수출 비중 추이 및 전망



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 3] 오스텍임플란트/덴티움 수출 비중 추이 및 전망



자료: 각 사, 한국투자증권

#### 수출만이 살길이다

2016년 11월, 2017년 7월 미국에 각각 Remicade 바이오시밀러를 출시한 셀트리온과 삼성바이오에피스는 현 시가총액을 정당화하기 위해서는 미국시장 내에서 점유율이 빠르게 상승하는 모습을 보여줘야 한다. 보톡스 업체들은 국내에서 경쟁이 심화되고 있으며 이러한 경쟁은 해외시장에서도 이어질 가능성이 높아 수익성 훼손을 최소화하기 위해서는 진입장벽이 높은 미국/유럽 시장 진출이 필수다. 국내 임플란트 시장 역시 포화상태로 상황은 유사하다. 임플란트는 상대적으로 시술단가가 높은 만큼 이머징시장보다는 선진시장에서의 수요가 커 국내 업체들은 이들 국가로의 진입에 노력을 기울이고 있다.

## 2. 경쟁심화 본격화

### 경쟁심화 우려

국내 업체들의 해외진출이 활발해지고 있는 반면 경쟁도 그만큼 심화되고 있다. 가장 먼저 시장에 출시하는게 중요한 바이오시밀러의 경우 최근에는 경쟁사 제품이 first-mover 출시의 1년 이내 출시되고 있어 국내 업체들은 예전만큼 first-mover advantage를 누리기가 힘들어지고 있다. 보톡스의 경우 신규 업체들의 국내시장 진입과 가격하락으로 진입장벽이 허물어지면서 경쟁이 심화되고 있다. 이러한 경쟁은 국내를 넘어 현재 수출중인 해외시장에서도 벌어질 가능성이 높다. 임플란트 산업 역시 상대적으로 진입장벽이 낮아 경쟁이 녹록치 않다.

### 바이오시밀러 first-mover advantage는 예전같지 않을 것

유럽시장에서 램시마로 first-mover advantage를 톡톡히 누려온 셀트리온은 트룩시마로도 업계최초로 Rituxan 바이오시밀러를 출시했다. 미국에서도 Remicade 바이오시밀러 인플렉트라를 출시하며 first-mover 파이프라인을 늘려나가고 있다. 그러나 second-mover와의 출시차가 3년이었던 램시마와 달리 트룩시마와 인플렉트라와의 출시차는 각각 3개월, 1년에 불과하다. 출시격차가 과거보다 대폭 좁혀진 만큼 first-mover에 대한 advantage는 예전같지 않을 것이다. 그러나 셀트리온은 업계 내 검증된 레퍼런스와 강력한 마케팅파트너를 바탕으로 시장 내 점유율을 지속적으로 넓혀나갈 수 있을 전망이다. 또한 아직 완전히 개화하지 않은 미국시장은 경쟁사의 진입으로 인해 수익성 악화에 대한 우려보다는 파이를 키우는 효과를 기대할 수 있을 것이다.

### 보톡스, 고성장하기 위해 미국, 유럽, 중국으로 진출해야

메디톡스로부터 시작된 국내 보톡스 시장의 경쟁심화는 단기적인 이벤트로 끝나지 않을 전망이다. 연매출 600억원 상당의 캐파를 보유하고 있던 메디톡스는 2017년부터 연매출 6천억원 규모의 캐파를 추가 증설했다. 신규캐파로 해외수출을 늘리는 한편 그동안 주춤했던 국내 점유율을 되찾기 위해 가격인하 정책도 감행한 것으로 파악된다. 또한 휴온스 등 신규업체들의 시장진입이 예정되면서 국내 보톡스 시장의 경쟁은 향후 더욱 치열해질 전망이다. 현재 국내에서 벌어지고 있는 가격경쟁은 해외로도 이어질 가능성이 높다. 현재 국내 보톡스 업체들이 수출하는 국가들 중 상당수(일본, 동남아)가 국내에서의 판매허가가 있다면 별도의 임상과정을 요구하지 않는다. 따라서 신규진입 업체들도 이들 국가들로 수출을 확대할 가능성이 높아 현재 국내시장에서의 가격경쟁은 이들 국가에서도 자연스럽게 벌어질 수 있다. 따라서 향후에도 지속적으로 해외시장에서 고성장하기 위해서는 진정한 진입장벽의 상징인 미국, 유럽, 중국으로 진출해야 한다. 이들 국가로의 진출여부가 향후 국내 보톡스 기업들의 실적과 밸류에이션의 향방을 결정지을 전망이다.

### 언제나 치열한 임플란트 산업

상대적으로 진입장벽이 낮은 임플란트 업체들의 경쟁은 언제나 치열했다. 그러나 국내시장은 이미 치과의사들과 소비자들 사이에서 각 업체별 브랜드 로열티가 이미 확립된 상황으로 현재의 국내시장 내 업체간 점유율의 변화는 크지 않을 전망이다. 65세 이상 어르신에 평생 2개까지 임플란트가 보험 처리되면서 second-tier 업체들의 저렴한 가격도 메리트를 잃어가고 있는 형국이다. 한편 국내업체들은 해외시장에서도 국내와 마찬가지로 치과의사들을 상대로 트레이닝 센터를 운영하며 미래의 고객을 확보하고 있다. 치과의사들은 임플란트 시술교육 때 사용한 제품을 향후에도 지속적으로 사용할 가능성이 높아 충성도가 높은 고객이다. 또한 국내 업체들의 제품은 가격이 이미 해외업체들의 제품 대비 저렴하기 때문에 경쟁력을 갖췄다는 판단이다.

### 3. 신규 파이프라인에 주목

#### 신규 파이프라인은 새로운 먹거리

신규 파이프라인은 제약/바이오 업체들의 새로운 먹거리다. 2018년 성과를 나타낼 신규 파이프라인을 통해 업체들의 미래 성장동력의 힘을 가늠할 수 있다. 삼성바이오로직스의 자회사 삼성바이오에피스는 2018년 1분기 유방암 치료제 Herceptin의 바이오시밀러 온트루잔트를 유럽에 출시할 전망이다. 유럽에서의 항암제 바이오시밀러는 셀트리온의 트룩시마로 이미 어느정도 검증이 됐다는 판단이다. 셀트리온 역시 2018년에는 Herceptin의 바이오시밀러 허쥬마와 Rituxan의 바이오시밀러 트룩시마를 미국시장에 출시할 계획이다.

#### 한미약품, 2018년부터 마일스톤 수령

그동안 여러 건의 기술수출 계약을 맺었던 한미약품은 기술수출 계약의 성과인 마일스톤이 2018년부터 처음으로 수령할 수 있을 전망이다. Spectrum과 계약한 호중구 감소증 치료제 톨론티스의 임상3상 승인, Eli Lilly와 계약한 자가면역치료제 포셀타닙의 임상2상 승인, Janssen과 계약한 당뇨병치료제 1상 완료, Genentech의 RAF저해제 1상 종료 등에 따른 기술수출료 유입이 예상된다.

#### 녹십자, IVIG-SN 미국 승인

녹십자의 IVIG-SN은 선천성 면역결핍증, 면역성 혈소판 감소증 등 다양한 용도로 사용 되는 혈액분획제제 중 하나로 미국 FDA로부터 2018년 초를 목표로 판매승인을 기다리고 있다. IVIG-SN외에도 헌터증후군 치료제 '헌터라제'와 A형 혈우병 치료제 '그린진에프' 역시 글로벌 진출을 시도하고 있다. 헌터라제는 미국 임상 2상을 진행중이며, 그린진에프는 글로벌 임상 3상을 진행 중에 있다.

#### 동아에스티, SK바이오팜, 신라젠, 바이로메드, 제넥신 파이프라인도 기대

그 외에도 동아에스티의 당뇨병성 신경병증 치료제 'DA-9801'은 미국 임상3상을, 2세대 빈혈치료제 아라네스프 바이오시밀러인 'DA-3880'은 임상 3상을 준비 중에 있다. 한편 SK바이오팜 은 뇌전증 치료제 'YKP3089' 임상 3상을 진행 중에 있다. SK바이오팜에 의하면 'YKP3089'는 기존 약물인 UCB제약의 빔팻 대비 효과가 2배 가량 뛰어난 만큼 개발이 완료 되면 연 매출 1조원을 기록할 수 있을 것으로 회사 측은 기대하고 있다. 신라젠은 간암치료제 'JX-594', 바이로메드는 당뇨병성 신경병증 치료제 'VM202'에 대해 임상 3상을 수행하고 있어 유의미한 성과가 기대된다. 제넥신은 인성장호르몬 'GX-H9'의 임상 2a를 진행하고 있다.

〈표 1〉 주목할만한 파이프라인

회사	프로젝트명	개발단계	적응증
한미약품	에페글레나타이드	미국 임상 3상 예정	당뇨병, 비만 치료제/GLP-1 유사체
	에플라페그라스티م	미국 임상 3상 진행중	호중구감소증 치료제
녹십자	IVIG-SN	북미지역 임상 3상 완료	혈액분획제제
	헌터라제	미국 임상 2상 진행중	헌터증후군 치료제
동아에스티	DA-9801	미국 임상 3상 준비중	당뇨병성신경병증 치료제/천연물신약
	DA-3880	유럽, 일본 임상 3상 준비중	빈혈치료제 바이오시밀러
SK바이오팜	YKP3089	임상 3상 진행중	뇌전증 치료제
신라젠	JX-594	임상 3상 진행중	간암 치료제
	PEXA-VEC + REGN 2801	임상 1상 예정	신장암
바이로메드	VM202	임상 3상 진행중	당뇨병성신경병증 치료제
제넥신	GX-H9	임상 2상 완료	성인 성장호르몬 결핍증
		임상 2상 진행중	소아 성장호르몬 결핍증
	GX-188E	임상 2상 진행중	자궁경부전암 2/3단계
	GX-188E + 키트루다	국내 1상 예정	자궁경부암
코오롱생명과학	인보사	임상 3상 예정	퇴행성관절염치료제
오스코텍	SKI-O-703	미국 임상 1상 완료	류마티스 관절염
	G-801	미국 임상 1상 개시	급성골수성백혈병
	GNIS-1480/YH25448	국내 1/2상 진행중	비소세포성 폐암
에이치엘비	아파티닙	임상 3상 진행중	위암

자료: 각 사, 한국투자증권

## Top picks

### 녹십자(006280)

높은 진입장벽 + 안정적 현금 흐름

녹십자에 대해 매수 투자 의견과 목표주가 260,000원을 유지한다. 현재 녹십자의 2018년 PER은 27배 이상으로 국내 주요 제약사 대비 premium을 받고 거래되고 있다. 이는 녹십자가 혈액제제 산업의 높은 진입장벽을 기반으로 안정적인 현금흐름을 창출하기 때문이다. 실제로 글로벌 탑3 혈액제제 업체들도 2018년 평균 PEG 2.3배로 성장 대비 높은 프리미엄으로 거래되고 있다는 점을 감안하면 녹십자는 글로벌 업체들 대비 valuation 매력에 있다.

Plasma 증설효과 발생

2016년 8월 완공되어 2017년 4월 KGMP 승인을 받은 오창 Plasma 신공장(CAPEX 천억원)의 증설효과로 Plasma 매출은 하반기부터 점진적으로 증가할 전망이다. 연 100만리터의 혈액분획제제 생산능력을 보유한 녹십자는 신공장증설로 연 70만리터를 추가로 확보했으며 이는 주로 해외 수출용으로 사용될 예정이다. 남미 등 신흥국들에서는 Plasma 수요가 증가하고 있으나 설비가 부족한 상황으로 녹십자에 영업환경은 우호적이다. 녹십자에 따르면 글로벌 Plasma 시장은 약 180 억달러 규모며 2024년까지 300억달러로 성장할 것으로 전망되고 있다.

### 대웅제약(069620)

미국 진출에 따른 valuation 차별화 기대

대웅제약에 대해 매수 투자 의견과 목표주가 150,000원을 유지한다. 국내 보톡스 업체들은 보톡스 산업의 높은 진입장벽과 성장성으로 valuation premium 을 받아 왔다. 그러나 최근 국내 보톡스 시장의 경쟁이 심화되고 있으며 그동안의 높은 해외매출 증가세도 향후 미국, 유럽, 중국으로의 진출 없이는 장기적으로 유지되기 어려울 것이다. 따라서 앞으로 보톡스 업체들의 valuation은 진정한 진입장벽의 상징인 미국시장에 진출한 기업과 진출하지 못한 기업간에 철저한 차별화가 나타날 전망이다. 올해는 ETC 사업부문의 매출이 안정세를 나타내고 전년 일시적으로 급증했던 판관비가 감소하면서 실적은 정상궤도에 오를 전망이다. 2018년에도 전 사업부문의 안정적인 판매확대로 매출액은 전년 대비 9.5% 증가하고 매출비용 확대와 판관비를 하락 등으로 영업이익률은 2017년의 3.6%보다 개선된 4.7%를 달성할 것으로 예상된다.

## 위험 요인

해외 시장이 답이다

제약/바이오 산업 중 바이오시밀러 산업의 위험요인은 경쟁사들의 빠른 시장진입, 오리지널사의 견제, 부작용 등 품질의 하자에 따른 판매감소, 바이오시밀러 시장의 더딘 개화 등이 될 것이다. 의료비 절감에 대한 수요는 지속될 수 밖에 없어 바이오시밀러 시장의 개화는 시간문제다. 품질관리와 마케팅 전략만 확고하게 수립된다면 국내 바이오시밀러 업체들은 현재 글로벌 시장 내의 견고한 입지를 향후에도 유지해 나갈 수 있을 전망이다. 제약산업의 위험요인은 정부의 약가규제 가능성으로 볼 수 있다. '비급여 품목의 급여화'로 요약될 수 있는 정부의 새로운 보험정책(문재인 케어)은 약가인하를 가져올 위험성이 있어 추이를 지켜봐야 한다. 보톡스와 임플란트 산업의 위험요인은 단연 치열해지는 경쟁이다. 국내시장이 이미 포화된 상황에서 결국 해외시장으로 적극적으로 진출하는 방법만이 업체들의 현 성장세를 유지해나갈 수 있는 방법이다.

〈표 2〉 커버리지 valuation

종목	투자의견 및 목표주가		실적 및 Valuation										
			매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)	
삼성바이오로직스 (207940)	투자의견	매수	2015A	91	(204)	1,905	19,414	50,326	0.0	0.0	68.7	(4.1)	NM
	목표주가(원)	440,000	2016A	295	(30)	(177)	(1,558)	30,850	NM	4.9	(5.2)	323.5	0.0
	현재가 (11/7, 원)	389,000	2017F	436	36	(111)	(1,673)	54,393	(232.5)	7.2	(2.9)	245.2	0.0
	시가총액(십억원)	25,738	2018F	577	105	529	7,989	60,715	48.7	6.4	13.9	129.4	0.0
			2019F	944	333	292	4,411	66,363	88.2	5.9	6.9	53.7	0.0
셀트리온 (068270)	투자의견	매수	2015A	603	259	154	1,367	15,806	58.9	5.1	10.5	29.8	0.0
	목표주가(원)	136,000	2016A	671	250	178	1,535	17,633	70.0	6.1	9.5	38.6	0.0
	현재가 (11/7, 원)	166,800	2017F	928	454	363	2,973	18,225	56.1	9.2	16.9	27.0	0.0
	시가총액(십억원)	20,455	2018F	1,345	744	578	4,736	21,169	35.2	7.9	24.0	17.2	0.0
			2019F	2,097	1,278	1,005	8,233	26,865	20.3	6.2	34.1	10.1	0.0
셀트리온헬스케어 (091990)	투자의견	매수	2015A	402	112	21	12	180,229	0.0	0.0	(22.3)	2.1	NM
	목표주가(원)	71,000	2016A	758	179	123	1,103	5,787	0.0	0.0	21.4	1.5	NM
	현재가 (11/7, 원)	56,600	2017F	1,051	244	205	1,664	13,284	34.0	4.3	16.6	25.1	0.0
	시가총액(십억원)	7,736	2018F	1,434	346	266	1,948	15,231	29.0	3.7	13.7	16.9	0.0
			2019F	2,304	606	466	3,412	18,641	16.6	3.0	20.1	9.0	0.0
한미약품 (128940)	투자의견	매수	2015A	1,318	212	154	14,830	66,182	45.9	10.3	25.7	29.4	0.3
	목표주가(원)	570,000	2016A	883	27	23	2,242	64,086	127.4	4.5	3.5	49.6	0.0
	현재가 (11/7, 원)	505,000	2017F	922	103	65	5,867	59,976	86.1	8.4	9.9	41.1	0.0
	시가총액(십억원)	5,637	2018F	1,055	149	119	10,670	55,932	47.3	9.0	18.6	29.8	0.0
			2019F	1,153	183	148	13,358	60,722	37.8	8.3	23.1	24.0	0.0
메디톡스 (086900)	투자의견	매수	2015A	89	52	42	7,926	24,870	64.7	20.6	43.4	50.8	0.3
	목표주가(원)	520,000	2016A	133	75	59	11,132	33,713	32.0	10.6	45.4	25.6	0.6
	현재가 (11/7, 원)	450,000	2017F	181	98	79	14,957	40,799	30.1	11.0	47.2	23.9	0.5
	시가총액(십억원)	2,545	2018F	226	124	100	18,895	50,592	23.8	8.9	46.4	18.9	0.6
			2019F	282	161	130	24,481	65,261	18.4	6.9	45.5	14.4	0.8
녹십자 (006280)	투자의견	매수	2015A	1,048	92	95	8,213	83,063	22.3	2.2	10.3	18.3	1.0
	목표주가(원)	260,000	2016A	1,198	78	63	5,451	88,031	28.8	1.8	6.5	18.3	0.8
	현재가 (11/7, 원)	215,500	2017F	1,290	100	67	5,895	93,638	36.6	2.3	6.6	18.9	0.6
	시가총액(십억원)	2,518	2018F	1,392	116	90	7,878	93,217	27.4	2.3	8.5	16.5	0.8
			2019F	1,513	125	97	8,535	94,219	25.2	2.3	9.2	15.1	0.9
유한양행 (000100)	투자의견	중립	2015A	1,129	86	126	12,267	134,142	21.3	1.9	9.5	22.2	0.8
	목표주가(원)	-	2016A	1,321	98	161	15,704	145,888	12.7	1.4	11.3	12.9	1.0
	현재가 (11/7, 원)	209,000	2017F	1,471	105	120	11,159	140,656	18.7	1.5	8.0	12.8	0.7
	시가총액(십억원)	2,438	2018F	1,603	124	142	13,189	147,003	15.8	1.4	9.2	11.0	0.8
			2019F	1,735	153	173	16,101	156,349	13.0	1.3	10.6	8.9	1.0
휴젤 (145020)	투자의견	매수	2015A	65	18	34	13,361	63,290	14.9	3.1	27.1	30.2	0.0
	목표주가(원)	570,000	2016A	124	63	43	13,177	79,022	24.4	4.1	18.8	14.2	0.0
	현재가 (11/7, 원)	471,400	2017F	185	106	73	19,523	160,158	24.1	2.9	15.6	12.8	0.0
	시가총액(십억원)	2,030	2018F	218	127	86	20,056	179,285	23.5	2.6	11.9	12.6	0.0
			2019F	265	158	106	24,746	203,168	19.0	2.3	13.0	10.9	0.0
대웅제약 (069620)	투자의견	매수	2015A	840	44	43	4,160	45,310	17.1	1.6	9.3	14.5	1.0
	목표주가(원)	150,000	2016A	884	26	27	2,613	46,986	26.3	1.5	5.5	20.3	0.9
	현재가 (11/7, 원)	123,500	2017F	970	36	31	3,009	48,053	41.0	2.6	6.1	20.4	0.6
	시가총액(십억원)	1,430	2018F	1,062	52	45	4,394	49,803	28.1	2.5	8.7	16.2	0.8
			2019F	1,149	64	55	5,372	52,755	23.0	2.3	10.1	13.7	1.0
종근당 (185750)	투자의견	매수	2015A	592	43	(7)	(720)	33,473	NM	2.9	(2.1)	15.5	0.6
	목표주가(원)	147,000	2016A	832	61	41	4,354	37,691	24.0	2.8	12.2	12.7	0.9
	현재가 (11/7, 원)	122,000	2017F	872	76	51	5,462	41,239	22.3	3.0	13.8	11.4	0.9
	시가총액(십억원)	1,147	2018F	914	85	59	6,268	43,447	19.5	2.8	14.8	10.0	1.1
			2019F	950	91	63	6,752	44,518	18.1	2.7	15.4	9.6	1.1
오스템임플란트 (048260)	투자의견	매수	2015A	278	33	18	1,259	7,615	64.3	10.6	17.2	29.4	0.0
	목표주가(원)	83,000	2016A	345	34	24	1,670	9,088	36.3	6.7	22.1	21.4	0.0
	현재가 (11/7, 원)	71,300	2017F	417	43	30	2,158	11,910	33.0	6.0	24.1	18.3	0.0
	시가총액(십억원)	1,018	2018F	473	54	39	2,798	11,379	25.5	6.3	27.6	15.2	0.0
			2019F	553	67	49	3,543	13,067	20.1	5.5	33.1	12.6	0.0
덴티움 (145720)	투자의견	매수	2015A	95	17	14	2,383	7,897	0.0	0.0	32.4	1.2	NM
	목표주가(원)	70,000	2016A	120	29	20	3,256	9,747	0.0	0.0	33.7	0.9	NM
	현재가 (11/7, 원)	54,600	2017F	153	39	31	2,807	19,329	19.4	2.8	25.5	12.6	0.2
	시가총액(십억원)	604	2018F	179	47	37	3,386	21,190	16.1	2.6	20.2	10.5	0.2
			2019F	207	56	46	4,123	23,951	13.2	2.3	21.6	8.5	0.2

자료: 각 사, 한국투자증권

# 은행

## 낮은 리스크, 확실한 이자이익 증가

### 비중확대

#### ▶ 3대 키워드

- 금리인상으로 NIM 상승
- 가계부채 연착륙으로 연간 4% 성장 유지
- 건전성은 여전히 안정적으로 유지

#### ▶ Top picks

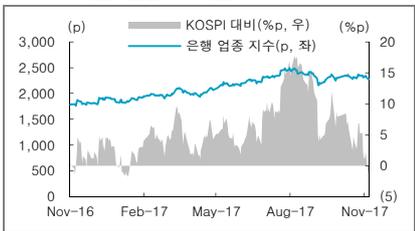
KB금융 (105560, 매수, TP 73,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	6.6	6.9	6.4
PBR(x)	0.67	0.63	0.58
ROE(%)	11.3	9.8	9.8
DY(%)	3.6	3.6	4.1
EPS(원)	8,768	8,438	9,079
BPS(원)	85,982	92,320	99,298

- 영업력 우위로 은행 이자이익 증가 견고
- 비은행 자회사와의 시너지
- 높은 자본비율에 따른 프리미엄

하나금융지주 (086790, 매수, TP 60,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	6.2	6.2	5.8
PBR(x)	0.57	0.53	0.50
ROE(배)	10.0	9.2	9.2
DY(%)	4.1	4.4	5.0
EPS(원)	7,429	7,487	7,963
BPS(원)	81,072	86,659	92,522

- 이익과 자본비율 개선 고려시 여전히 저평가
- 은행 통합 효과와 대기업 여신 축소로 비용절감
- 규제와 자체 여수신정책을 통해 수익성 지속 개선

#### ▶ 12개월 업종 수익률



백두산  
doosan@truefriend.com

### Investment Summary

#### 2018년 3대 키워드: 금리인상, 가계부채, 건전성

2018년에도 은행의 경상이익 확대는 지속될 전망이다. 이자이익이 꾸준히 확대되는 가운데 대손율이 소폭 상승하는데 그칠 것이기 때문이다. 한편 18년 표면 순이익은 17년 대규모 일회성 이익 발생으로 인한 기저효과로 2% 감익할 것이다. 우리는 2018년 주요 키워드로 1) 금리인상, 2) 연착륙하는 가계부채, 3) 안정적으로 유지되는 건전성을 제시한다.

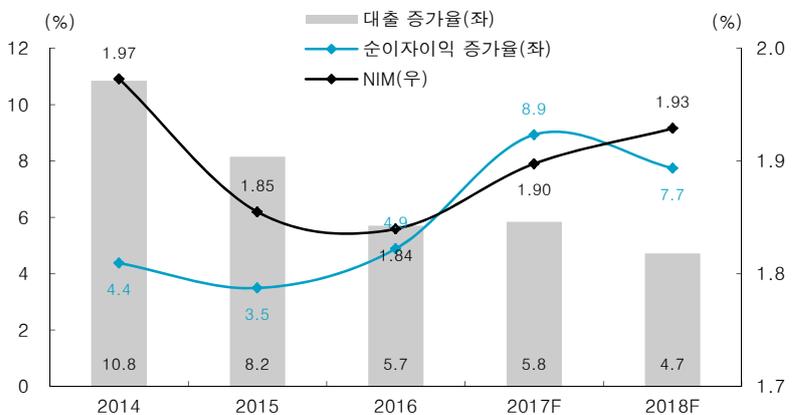
#### 건조하게 증가하는 순이자이익

2018년 순이자이익은 전년 대비 8% 증가할 전망이다. NIM이 3bp 상승하고 그룹 대출이 4.7% 증가하기 때문이다. 특히 내년 4분기 NIM은 올해 3분기 NIM 대비 5bp 개선될 전망이다. 2018년까지와 2019년 각각 2회씩 기준금리 인상을 가정한 결과다. 가계부채 대책으로 주택담보대출과 소호대출 증가율은 둔화되나, 유동성이 6% 내외로 증가하는 가운데 내년까지 이어질 집단대출 증가 및 정책모기지의 규모 조절을 고려하면 가계대출 증가세는 소폭 하락에 그친다. 또한 부동산임대업자 대출 증가율 둔화에도 불구하고 여타 기업대출 증가율의 소폭 상승으로 은행 기업대출도 4.5% 증가할 전망이다. 한편 IFRS 9 시행과 금리상승에도 불구하고 경기회복과 대출 믹스 개선 효과가 지속되며 건전성은 안정적 수준을 유지할 것이다.

#### Top pick: KB금융, 하나금융지주

Top pick은 KB금융과 하나금융지주로 각각 목표주가 73,000원, 60,000원을 제시한다. KB금융은 그룹 재편에 따른 시너지 제고와 안정적인 영업력을 바탕으로 ROE가 2016년 7.5%에서 내년 9.8%로 상승 중이다. 하나금융지주는 주가 반등으로 할인이 일부 해소됐음에도 불구하고, 자본비율의 큰 폭 개선과 이익 증가를 바탕으로 적정 ROE 및 주가 재평가에 대한 논의는 여전히 진행형이다.

[그림 1] 은행 유니버스 합산 순이자이익 증가율



주: 2017년 KB손해보험 편입 효과 조정  
자료: 한국투자증권

## 3대 키워드

### 1. 금리인상으로 NIM 상승

금리인상으로 2018년 4분기 NIM은 올해 3분기 대비 4bp 개선

2018년 은행 업종 NIM은 1.93%로 전년 대비 3bp 개선될 전망이다. 분기 NIM으로는 내년 4분기 1.96%를 기록해 올해 3분기 NIM 1.92% 대비 4bp 상승할 것이다. 국내외 경기회복과 근원인플레이션 상승에 기초해 한국은행 기준금리 인상 수준에 대한 기대치가 높아지고 있다. 이에 따라 11월 현재 통안증권 1년물 금리는 1.7%대로 내년까지 있을 기준금리 인상 2회를 선반영해 9월 FOMC 이전 금리 수준인 1.47%에서 크게 상승했다.

NIM 계산에 시장금리 상승을 보수적으로 반영

추세적인 경기회복에 따라 2019년에도 기준금리를 2.25%까지 2회 인상한다고 보고, 내년 하반기에도 2019년 금리인상 기대감으로 통안증권 1년물이 2.0% 수준까지 상승한다고 가정했다. 결국 올해 4분기부터 내년 말까지 두 차례 0.25%p씩 시장금리가 상승한다고 보는 것이다. 은행들의 시장금리 25bp 상승당 NIM 민감도는 3~5bp 수준인데 실적 전망에는 민감도를 3bp 내외로 보수적으로 반영했다.

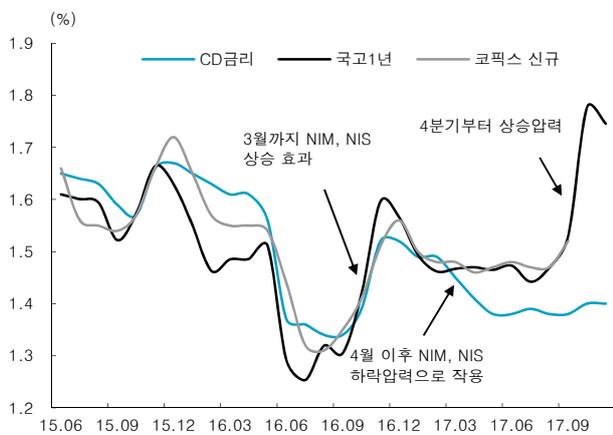
저원가성수신 비중 상승이나 대출 가산금리 상승은 마무리

한편 작년과 올해 상반기에 비해 2018년에는 저원가성수신 비중 상승이나 가계대출 가산금리 상승으로 인한 NIM 개선 효과는 미미할 것이다. 중앙은행들의 긴축적 통화정책으로 유동성 증가율이 7~8%에서 6%대로 하락하면서 저원가수신은 전체 예금 증가율과 같은 4~5% 수준일 것이기 때문이다. 또한 투기지역 지정이나 신DTI 도입 등 부동산 및 가계부채 대책 강화로 민간은행 가계대출 초과수요가 감소하면서 시중은행들의 가계대출 가산금리는 회복 수준일 전망이다. 다만 초과수요 자체는 지속될 것으로 보여 일각에서 우려하는 가산금리 하락은 나타나지 않을 것이다.

대출 포트폴리오 변화로 인한 NIM 상승 유효. 일부 대형은행들은 조달비용에서 유리한 고지

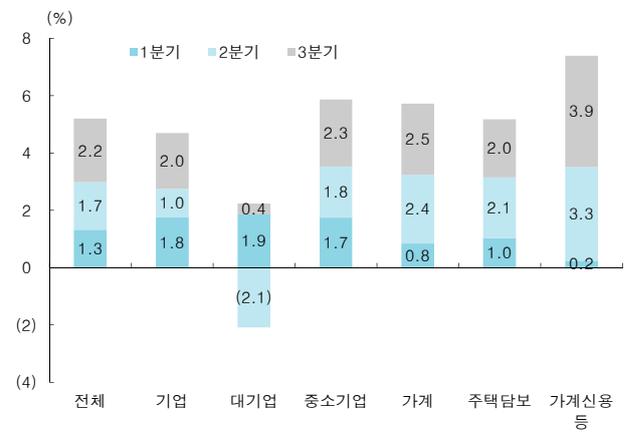
다만 수신 경쟁력이 우월한 일부 대형은행들을 중심으로 내년에도 여전히 저원가성수신 비중 상승이 소폭이나마 NIM 상승압력으로 작용할 것이다. 또한 개인신용대출 및 중소기업대출 증가율이 주택담보대출과 대기업대출 증가율보다 높아지는 대출 포트폴리오 조정도 NIM 상승 요인이다.

[그림 2] 시장금리 및 코픽스는 상승 중



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 3] 수익성 높은 대출 위주 성장



자료: 한국은행, 한국투자증권

## 2. 가계부채 연착륙으로 연간 4% 성장 유지

### 내년 대출은 4.7% 증가

2018년 그룹 대출은 4.7% 증가해 2017년 대출 증가율 5.8% 대비 소폭 하락할 전망이다. 향후 5년간 평균 증가율도 4.5%로 2019년 4.3%를 저점으로 4% 초중반 증가를 유지할 것이다. 10월 가계부채 종합대책을 통해 정부에서는 2021년 말까지 전체 가계부채 증가율 추계치를 8%로 제시했다. 비은행의 상대적으로 높은 대출 증가세와 최근 은행 가계대출 증가 추세를 고려해 은행의 내년 대출 증가율을 6.5%~7.0% 내외로 전망한다. 한편 올해 정책모기지 순증액이 은행 가계대출액의 3.2%를 차지할 것으로 추정하는데, 내년에 정책모기지 규모 축소 또는 유지와 전체 가계대출이 증가한 것을 고려하면 정책모기지의 내년 순효과는 2% 중후반 내외이다. 따라서 최종적으로 은행 가계대출 증가율은 3.8%로 전망한다.

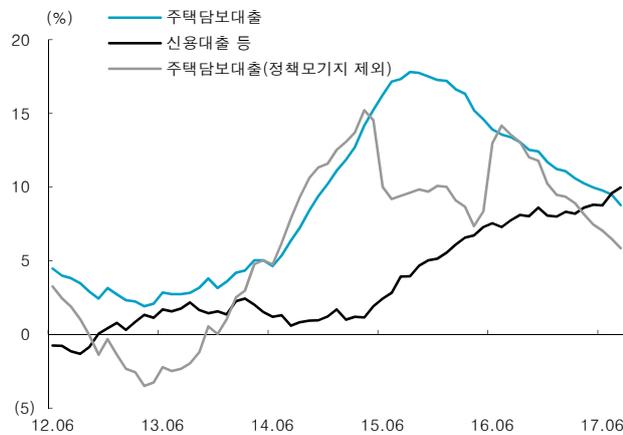
### 상하방 요인이 겹치며 내년 가계대출 증가율은 올해 대비 소폭 하락

올해 상반기부터 은행 주택담보대출 증가는 안정화 추세를 보이고 있다. 8.2 대책과 가계부채 종합대책 등으로 내년 주택담보대출은 전년 대비 3.3% 증가를 전망한다. 다주택자 대출 신규 감소와 LTV, DTI 상한선 감소에도 불구하고, 집단대출 잔액은 내년까지 증가가 가능하고 정책모기지의 자격 요건이 강화되는 측면을 고려했다.

### 기업대출은 4.5% 내외 견조한 성장

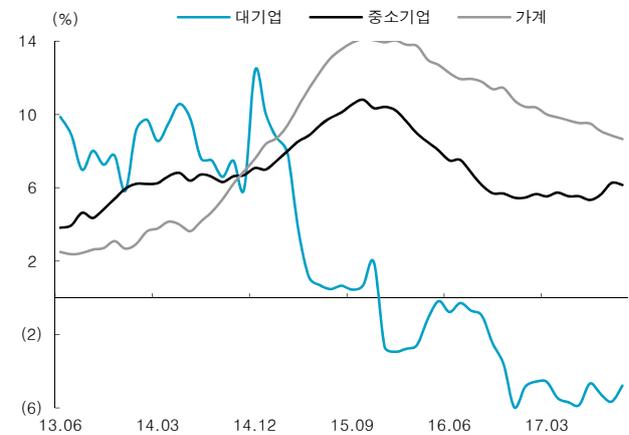
한편 중소기업대출이 올해 7.3% 증가하며 전체 기업대출 5.6% 증가를 이끌었는데, 내년에는 부동산임대업자를 포함한 자영업자대출의 규제 강화로 기업대출 증가율은 4.5%로 전망한다. 이는 대기업대출과 중소기업대출이 올해에 비해 내년에 증가세가 확대되면서 자영업자대출 증가율의 하락을 일부 보완할 것이기 때문이다.

[그림 4] 예금은행 가계대출 증가율 추이



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 5] 예금은행 대출 증가율



자료: 한국은행, 한국투자증권

### 3. 건전성은 여전히 안정적으로 유지

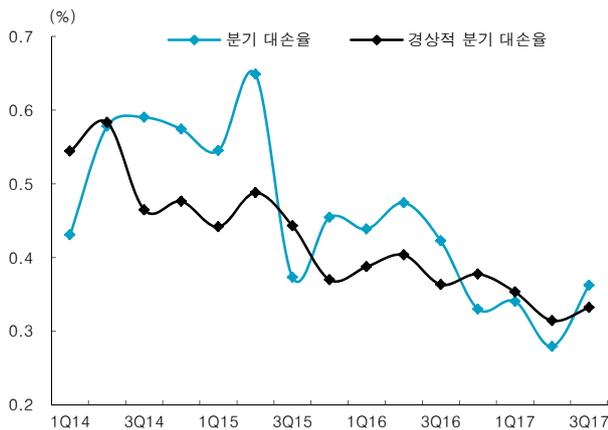
내년 대손율은 0.38%로 안정적으로 유지

은행의 자산 건전성은 2016~2017년에 이어 안정적으로 유지될 것이다. 은행 업종 대손율은 0.38%로 올해 예상 대손율 0.34% 대비 4bp 상승하는데 그칠 전망이다. 우선 대손율의 선형지표인 국내은행의 연체율은 0.50%로 안정적으로 유지되고 있다. 특히 가계대출 연체율이 2017년 내내 0.30% 이하에 머물러 있을뿐만 아니라 경기국면에 민감한 중소기업대출 연체율도 0.7%대 수준에서 하향 안정화 중이다. 은행들의 우량차주 중심으로 대출 성장전략과 경기회복에 따른 전반적인 건전성 안정화, 양호한 자산시장도 우호적 요건이다. 금리상승기에 취약차주에 대한 선제적 지원으로 대출의 질적 구조가 개선된 점도 긍정적이다.

IFRS 9 도입에도 불구하고 대손율은 안정적으로 유지

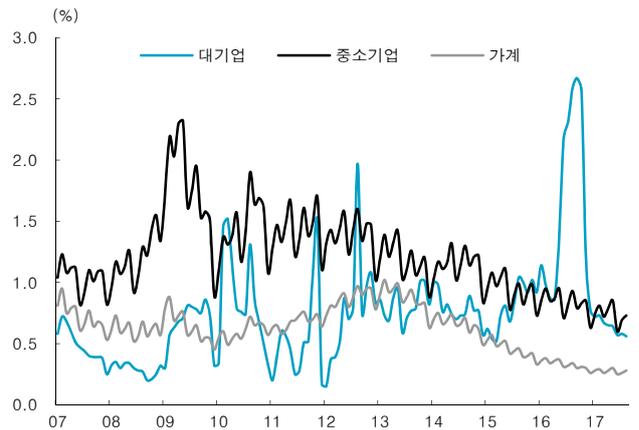
내년 1월 IFRS 9 도입으로 발생손실에서 기대손실로 충당금 적립 규정이 바뀌는 점과 신용 위험이 유의적으로 증가한 투기등급 여신이나 채권의 경우는 기존 12개월 손실 측정기간을 전체기간 손실 측정으로 바뀌면서 일부 충당금적립요구액이 높아질 수 있다. 다만 정확한 충당금 증가액은 알 수 없으나, 역대 대손준비금 전입액의 20% 정도가 내년에 충당금전입액으로 변경된다고 가정하면 대손율이 4bp가량 상승하는데 그쳐 부정적 영향은 미미하다.

[그림 6] 일회성을 제외한 경상적 대손을 지속적으로 하락



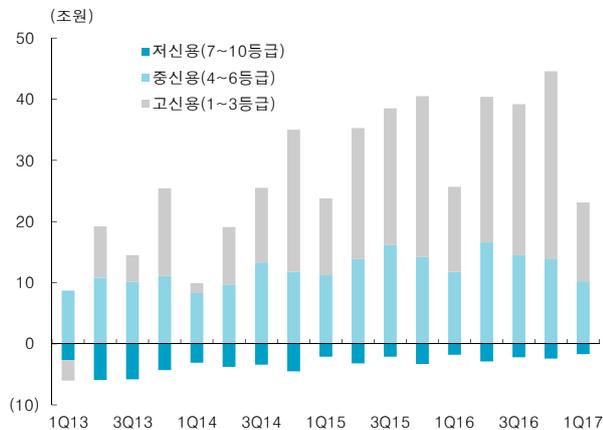
자료: Quantiwise, 각 사, 한국투자증권

[그림 7] 국내은행 연체율



자료: 금융감독원, 한국투자증권

[그림 8] 신용등급별 우리나라 전체 가계대출 전분기대비 증감



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 9] IFRS 9 도입으로 인한 대손율 상승 효과 추정



자료: Quantiwise, 금융감독원, 한국투자증권

## Top picks

### KB금융(105560): 그룹 ROE를 재평가할 시점

그룹 ROE에 대한 눈높이  
높아지는 중

KB금융에 대한 매수의견과 목표주가 73,000원을 유지한다. 목표주가는 2017년 3분기 BPS에 목표 PBR 0.90배를 적용했다. KB금융은 은행 수익성 개선 및 그룹 계열사 확대에 따른 시너지 제고로 지속가능 ROE는 9.8%에 달한다. 향후에도 금리인상기에 은행 영업력을 바탕으로 NIM이나 대출성장 속도 조정으로 순이자이익이 타행대비 더 크게 증가할 것이며, 우량 차주 위주 대출 공급으로 은행의 자산건전성도 지속적으로 20bp대에서 안정적으로 유지될 것이다. 업종 내 제일 높은 자본비율을 바탕으로 주주가치 제고나 사업확대에 있어서도 유리한 고지를 점했다.

### 하나금융지주(086790): 여전히 저평가

그룹의 중장기 리스크 중심  
사업전략은 여전히 유효

하나금융지주에 대한 매수의견과 목표주가 60,000원을 유지한다. 목표주가는 2017년 3분기 BPS에 목표 PBR 0.78배를 적용했다. 목표 PBR에 내재된 지속가능 ROE는 9.2%까지 상승했다. 금리상승과 내년에도 지속될 수익성 위주 대출 운용으로 은행 NIM은 현재 대비 7bp 이상 개선될 뿐만 아니라, 단기 모멘텀도 상당히 상당하다. 또한 적극적인 주주가치 제고로 배당성향이 2020년까지 30%로 상승할 것으로 보는데, RoRWA 중심 경영전략에 따른 이익 개선과 더불어 매력적인 요인이다.

## 위험 요인

부동산과 금리, 정부정책이  
변수

위험요인은 크게 세 가지다. 첫째, 부동산 경기가 급격히 둔화된다면, 가계대출 성장률이 급격하게 낮아질뿐만 아니라, 역사적으로 제일 낮게 유지되는 가계 대손율이 구조적으로 상승할 수 있다. 이는 소호대출 등 기업여신 건전성에도 부담을 주는 요인이다. 둘째, 대외요인에 의해 생각보다 경기회복이 느릴 경우, 단기물 위주로 채권금리가 일부 하락하면서 NIM에 상승 속도가 둔화될 수 있다. 셋째, 정부의 생산적 금융 정책기조에 따라 예대율이나 자본비율 규제를 통해 은행들의 기업대출을 장려하려고 하는데, 이는 향후 가계대출 증가분에 대한 조달비용이 증가로 연결될 수 있다.

〈표 1〉 커버리지 valuation

투자조건 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목				총영업이익 (십억원)	총전영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	DY (%)
KB금융 (105560)	투자조건	매수	2015A	7,382	3,202	1,698	4,396	74,234	7.5	0.45	6.2	0.55	3.0
	목표주가(원)	73,000	2016A	7,445	3,168	2,144	5,381	77,815	8.0	0.55	7.5	0.65	2.9
	현재가 (11/7, 원)	57,900	2017F	10,073	5,044	3,516	8,768	85,982	6.6	0.67	11.3	0.94	3.6
	시가총액(십억원)	24,209	2018F	10,685	5,223	3,384	8,438	92,320	6.9	0.63	9.8	0.79	3.6
			2019F	11,330	5,723	3,641	9,079	99,298	6.4	0.58	9.8	0.81	4.1
신한지주 (055550)	투자조건	매수	2015A	8,486	4,178	2,367	4,789	62,903	8.3	0.63	8.0	0.67	3.0
	목표주가(원)	65,000	2016A	8,782	4,336	2,775	5,736	63,976	7.9	0.71	9.1	0.73	3.2
	현재가 (11/7, 원)	50,100	2017F	9,626	5,215	3,466	7,267	69,279	6.9	0.72	11.4	0.87	3.7
	시가총액(십억원)	23,757	2018F	9,799	5,274	3,272	6,861	74,291	7.3	0.67	9.9	0.76	3.7
			2019F	10,356	5,728	3,522	7,391	79,832	6.8	0.63	9.9	0.78	4.1
하나금융지주 (086790)	투자조건	매수	2015A	6,687	2,341	910	2,982	72,319	7.9	0.33	4.2	0.28	2.8
	목표주가(원)	60,000	2016A	6,577	2,706	1,330	4,421	74,472	7.1	0.42	6.1	0.40	3.4
	현재가 (11/7, 원)	46,300	2017F	7,588	3,772	2,218	7,429	81,072	6.2	0.57	10.0	0.63	4.1
	시가총액(십억원)	13,705	2018F	7,560	3,652	2,235	7,487	86,659	6.2	0.53	9.2	0.60	4.4
			2019F	7,904	3,917	2,376	7,963	92,522	5.8	0.50	9.2	0.61	5.0
우리은행 (000030)	투자조건	매수	2015A	5,469	2,419	1,059	1,301	23,548	6.8	0.37	5.7	0.32	5.7
	목표주가(원)	22,000	2016A	5,887	2,387	1,261	1,567	24,970	8.1	0.51	6.7	0.36	3.1
	현재가 (11/7, 원)	15,600	2017F	6,558	2,966	1,751	2,352	26,389	6.6	0.59	9.4	0.51	3.8
	시가총액(십억원)	10,546	2018F	6,433	3,007	1,657	2,233	28,021	7.0	0.56	8.5	0.46	3.8
			2019F	6,770	3,252	1,767	2,395	29,816	6.5	0.52	8.5	0.47	4.2
기업은행 (024110)	투자조건	매수	2015A	4,770	2,644	1,143	1,859	27,523	6.6	0.45	7.2	0.47	3.6
	목표주가(원)	19,000	2016A	4,941	2,771	1,158	1,849	28,683	6.9	0.44	6.8	0.43	3.8
	현재가 (11/7, 원)	15,400	2017F	5,540	3,312	1,579	2,586	30,874	6.0	0.50	9.0	0.56	4.5
	시가총액(십억원)	8,624	2018F	5,785	3,506	1,601	2,610	32,796	5.9	0.47	8.5	0.54	5.0
			2019F	6,071	3,739	1,695	2,754	34,804	5.6	0.44	8.4	0.53	5.8
BNK금융지주 (138930)	투자조건	중립	2015A	2,196	1,096	486	1,878	21,987	4.5	0.38	10.1	0.57	1.8
	목표주가(원)	-	2016A	2,212	1,066	502	1,502	20,015	5.8	0.43	8.7	0.54	2.6
	현재가 (11/7, 원)	9,390	2017F	2,353	1,202	540	1,621	21,403	5.8	0.44	8.1	0.57	2.9
	시가총액(십억원)	3,061	2018F	2,416	1,228	550	1,650	22,783	5.7	0.41	7.7	0.55	3.1
			2019F	2,528	1,301	582	1,751	24,244	5.4	0.39	7.7	0.56	3.6
DGB금융지주 (139130)	투자조건	매수	2015A	1,193	567	294	1,740	20,624	5.8	0.49	10.1	0.72	2.8
	목표주가(원)	14,000	2016A	1,221	583	288	1,702	21,773	5.7	0.45	8.3	0.56	3.1
	현재가 (11/7, 원)	10,000	2017F	1,279	624	323	1,909	23,298	5.2	0.43	8.8	0.60	3.7
	시가총액(십억원)	1,691	2018F	1,496	790	451	2,624	25,552	3.8	0.39	11.3	0.74	4.6
			2019F	1,613	758	380	2,204	27,295	4.5	0.37	8.6	0.53	4.6
JB금융지주 (175330)	투자조건	매수	2015A	1,000	443	115	655	12,480	8.4	0.44	6.1	0.29	0.9
	목표주가(원)	8,500	2016A	1,040	460	143	835	13,376	6.9	0.43	6.7	0.33	0.9
	현재가 (11/7, 원)	5,920	2017F	1,144	523	194	1,189	14,728	5.0	0.40	8.7	0.40	2.5
	시가총액(십억원)	920	2018F	1,205	585	215	1,322	15,900	4.5	0.37	9.0	0.41	3.0
			2019F	1,256	606	221	1,365	17,085	4.3	0.35	8.6	0.41	3.5

주: 11월 7일 종가 기준  
 자료: 각 사, 한국투자증권

# 보험

## 금리 상승 시기, 보험업종 멀티플 리레이팅

### 비중확대

#### ▶ 3대 키워드

- 대세 금리 상승 사이클에 진입
- 건강보험 보장성 강화 정책
- 배당주로 변모한 생보

#### ▶ Top picks

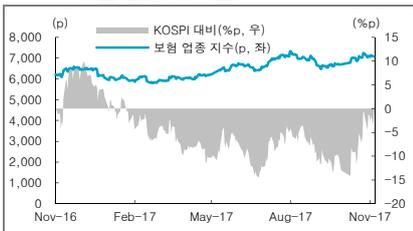
삼성생명 (032830, 매수, TP 163,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	18.5	16.7	15.2
PBR(x)	0.8	0.8	0.7
ROE(%)	4.8	4.9	5.0
DY(%)	1.7	1.9	2.1
EPS(원)	7,261	8,026	8,835
BPS(원)	159,906	170,253	184,483

- 금리 상승기 진입에 따른 생보업종의 멀티플 상향 가능성과 은행업종에 편중된 금융포트폴리오 2018년 리밸런싱 고려 시, 삼성생명의 역할에 주목할 필요
- 삼성전자의 내년 자사주 소각으로 삼성전자 지분증 가할 전망
- 내년 삼성생명의 자사주 소각 가능성 역시 투자포인트

현대해상 (001450, 매수, TP 53,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	8.3	7.4	6.8
PBR(x)	1.3	1.2	1.1
ROE(%)	16.4	16.5	16.5
DY(%)	2.7	3.0	3.3
EPS(원)	5,418	6,078	6,630
BPS(원)	35,627	38,991	42,168

- 높은 손해율과 5년 갱신형 비중 고려하면 손해율 개선 시 이익개선폭이 가장 큼
- 보수적 자산운용으로 경쟁사 대비 보유이율이 낮은 편이나, 최근 시중금리의 상승과 자산운용전략 변화로 2018년 투자이익률의 상승 전환 전망

#### ▶ 12개월 업종 수익률



윤태호  
taeho3123@truefriend.com

### Investment Summary

#### 금리, 건강보험 보장성 강화정책, 배당

2018년은 2000년 이후 처음으로 맞이하는 금리 상승 사이클 구간이라는 점에서 여러 가능성을 열어두어야 한다. 시중금리의 점진적 상승과 건강보험 보장성 강화 정책 영향으로 생보, 손보는 견조한 실적 흐름을 이어갈 전망이다. 역마진 부채구조 개선 및 신규투자이원 상승으로 이차 스프레드 개선이 예상되고, 건강보험 보장성 정책 강화로 손보사의 위험손해율 개선을 전망한다. 실손 요율 인하 폭이 결정되면 불확실성 해소로 주가 반등을 전망한다. 생보는 고배당주로 재조명 받을 전망이다.

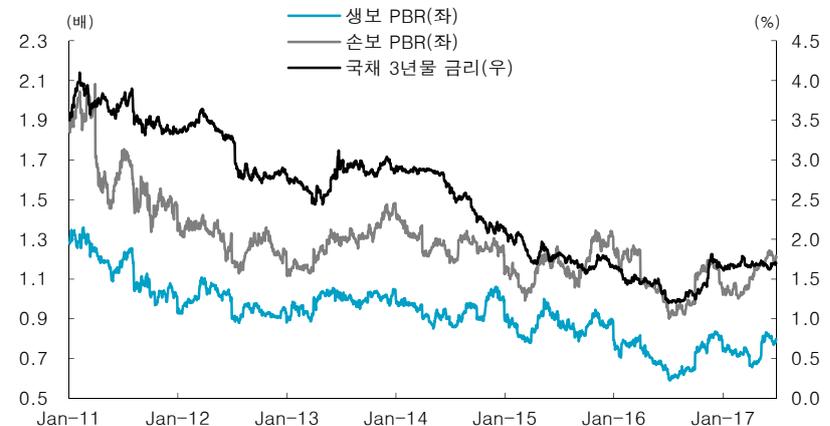
#### 금리 상승에 따른 단기 채권평가손실 보다 기업가치 개선에 무게

단기적 요인이나 시중금리 급등 시 채권평가의 감소에 따른 RBC 하락, 실손보험 요율 인하 이전 보험사의 실적 둔화가 우려된다. 단기 시중금리 급등 시 일시적 자본감소로 자본적정성 우려가 재차 등장할 수 있다. 그러나 단기적 자본 변화보다 명백히 기업가치 개선요인이라는 점에 무게를 두어야 할 것이다. 실손 요율인하 폭 결정을 앞에 두고 손보사들이 기대 이상의 이익체력과 우수한 위험손해율을 시현하기는 부담이 될 것으로 판단한다. 요율인하에 대한 빌미제공이 될 가능성이 높기 때문이다. 손보사의 의도적인 이익 조정은 없겠지만, 시장에서는 요율 인하 이전까지는 손보사 실적에 대해서는 보수적으로 접근할 가능성이 높다.

#### Top pick: 삼성생명, 현대해상

Top pick은 삼성생명, 현대해상으로 제시한다. 우리가 가정한 금리, 손해율은 최근 트렌드와 향후 전망을 미반영했기에 2018년을 지나면서 이익 추정치의 상향을 예상한다. 생보사는 금리 상승에 따른 역마진 부채 개선, 손보사는 오래된 숙제인 실손보험 손해율에서 성과를 보인다면 밸류에이션 리레이팅이 가능하다.

[그림 1] 보험사 PBR과 금리 상관관계



주: Trailing PBR 기준  
자료: Bloomberg, Quantwise, 한국투자증권

### 3대 키워드

#### 1. 2000년 이후 처음 맞이하는 금리 상승 사이클

##### 금리 상승으로 보험업종 멀티플 리레이팅

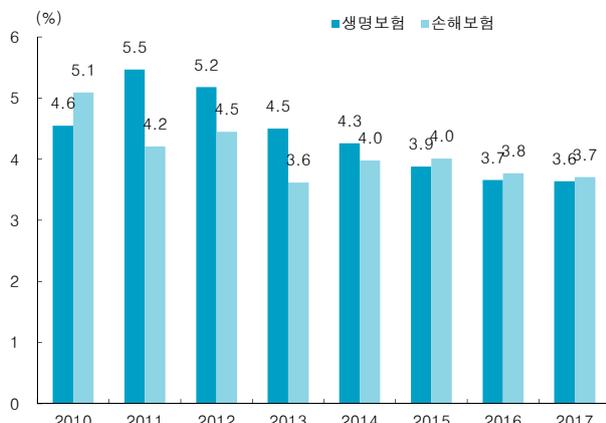
2000년 초반 금리 상승 시기 이후 처음 맞이하는 대세적인 금리 상승 사이클이다. 보험업종의 밸류에이션 멀티플이 시중금리에 연동한다는 점에서 2018년은 보험업종의 적정 멀티플이 상향되는 해가 될 전망이다. 금융위기 이후 저금리 기조가 길어지며 보험사의 투자이익률은 지속 하락했지만, 최근 일부 보험사의 신규 투자이익률이 기존 보유이원을 초과하기 시작했다. 재투자가 진행될수록 보유이원이 높아질 전망이기에 2018년 하반기부터는 투자이익률의 상승 전환이 예상된다. 따라서 과거 역마진 구조의 상흔이 짙었던 생보사의 재무구조 및 투자 포트폴리오의 개선을 전망한다. 2017년부터 시중금리의 상승에 힘입어 과거 적립한 변액보증준비금의 환입이 나타나고 있는데, 2018년에는 수혜가 더욱 뚜렷해질 전망이다. IFRS 17 및 신지급여력제도는 여전히 보험업계에 부담요인이지만 제도에 취약한 이유가 저금리 때문이라는 점에서 적용 할인을 상향으로 생보사의 필요 자본 규모도 상당 부분 줄어들 전망이다.

[그림 2] 1999년 이후 시중금리 추이



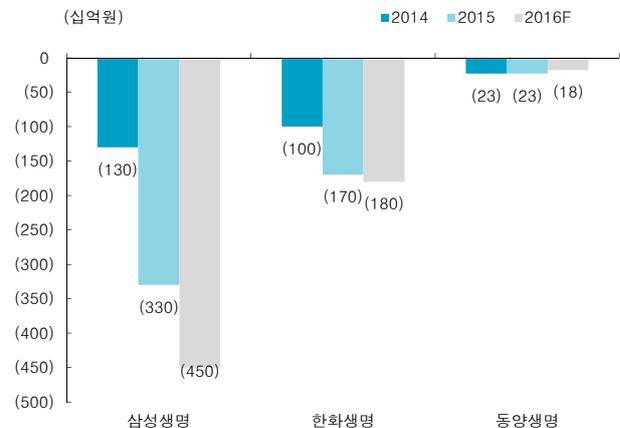
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 3] 국내 보험사 투자이익률 추이



주: 2017년은 6월 누적 기준  
자료: FISIS, 한국투자증권

[그림 4] 연도별 생보3사의 변액보증업선 준비금



자료: 각 사, 한국투자증권

## 2. 건강보험 보장성 강화 정책으로 손보사 수익성 개선

### 실손 요율 인하 폭 결정 시 불확실성 해소

문재인 정부의 건강보험 보장성 강화 정책 시행에 대한 시장 우려가 있지만, 우리는 제도 시행 후 손보업계의 장기위험 손해율이 큰 폭 개선될 것으로 전망한다. 선제적인 손보사들의 실손 요율 인하가 있겠지만, 근본적 손해율 상승 배경인 보험금 과잉 청구 차단에 주목할 필요가 있다. 요율 인하 효과는 약 2년간에 걸쳐 나누어 반영되지만, 제도 시행 시점부터 클레임 감소 효과는 즉시 나타난다는 점에서 요율 인하 시점부터 초기 1~2년은 손보사의 위험손해율 하락에 다른 이익 개선 구간이 이어지기 때문이다. 따라서 실손 요율 인하 시그널이 손보사의 주가 반등 변곡점이 될 것으로 판단한다.

### 비급여 표준화로 보험계약자, 병원의 진료 행태 변화

현재 진료 급여는 개별 코드가 이루어지지 않아 소비자 보험 사기, 의료공급자의 도덕적 해이로 과잉진료가 만연했던 영역이다. 과거 상기 사례가 손해율 상승 및 선량한 가입자의 보험료 부담으로 전가되어왔다. 일부 보험계약자의 과다 이용(보험쇼핑)에 따른 보험료 인상분은 병원 방문 빈도가 낮은 대다수 보험계약자가 부담하는 모순적 상황이지만, 비급여 표준화 시 상기 관행은 더 이상 유효하지 못하게 될 것이다. 따라서 2018년 비급여의 급여화 시행으로 110~140% 수준인 실손보험 손해율의 단계적 하락이 예상된다. 손보사 상품 중 유일하게 대규모 적자를 내고 있는 상품이라는 점에서 실적 개선 폭이 클 것으로 판단한다.

〈표 1〉 실손보험 손해율에 대한 이익 민감도

(단위: 십억원)

	삼성화재	현대해상	동부화재	메리츠화재	한화손해보험	롯데손해보험
2018F 세전이익	1,373	713	909	475	225	132
2017.9 누적 위험손해율	79.4%	88.4%	87.1%	86.9%	91.4%	101.6%
2018F 위험보험료(보유보험료 기준)	2,916	2,124	2,338	1,713	966	341
사망보험금	2,315	1,878	2,036	1,489	883	347
위험률차익	601	246	302	224	83	-5
<b>실손보험</b>						
실손보험료/위험보험료(%)	32.7	31.1	35.7	40.4	33.0	44
실손보험 손해율	118.9%	143.8%	126.7%	126.4%	158.9%	160.0%
실손보험 위험보험료(보유)	858	594	751	623	287	135
실손보험 보험금	1,020	855	951	787	456	216
실손보험 손익	-162	-260	-200	-165	-169	-81.1
<b>민감도</b>						
실손 손해율 100% 수렴	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
손해율 하락폭	-18.9%p	-43.8%p	-26.7%p	-26.4%p	-58.9%p	-60.0%p
손익 개선	162	260	200	165	169	81
세전이익 변화(%)	11.8	36.5	22.0	34.7	75.2	61.5
10%p 하락 시 실손 손해율	108.9%	133.8%	116.7%	116.4%	148.9%	150.0%
실손보험 손익	-76	-201	-125	-102	-140	-68
세전이익 변화(%)	6.2	8.3	8.3	13.1	12.8	10.2
20%p 하락 시 실손 손해율	98.9%	123.8%	106.7%	106.4%	138.9%	140.0%
실손보험 손익	10	-141	-50	-40	-112	-54
세전이익 변화(%)	12.5	16.7	16.5	26.2	25.5	20.5
30%p 하락 시 실손 손해율	88.9%	113.8%	96.7%	96.4%	128.9%	130.0%
실손보험 손익	95	-82	25	22	-83	-41
세전이익 변화(%)	18.7	25.0	24.8	39.3	38.3	30.7

주: 위험손해율은 2017년 9월 누적 기준 전체 위험손해율 (한화손해보험, 롯데손해보험은 2017년 7월 누적 기준 전체 위험손해율)

실손보험 손해율은 2017년 4월 누적

자료: 각 사, 한국투자증권

### 3. 배당주로 변모한 생보주

#### 생보주 2018년 배당 블루칩으로 변모

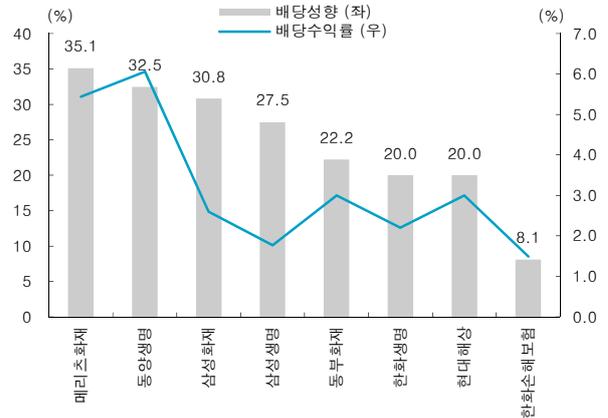
생보주의 배당성향이 큰 폭 개선됨에 따라 생보주가 배당주로 재부각될 전망이다. ING생명 은 상장 후 배당성향 50%의 파격적인 주주환원책을 제시하며 고배당 보험주에 대한 멀티플 가이드라인을 제시했다. 최근 동양생명은 최소 배당성향 30% 이상 가이드스 제시, 미래에셋 생명은 연말 주가 기준 배당수익률 3%를 공시하며 지속적인 배당 정책을 약속했다. 이외 내년 상반기 삼성전자의 자사주 소각 이후 삼성생명/삼성화재 보유 삼성전자 지분 처리와 이에 따른 삼성생명의 수혜, 배당재원에 시장의 관심이 이동할 전망이다. 삼성생명이 보유한 삼성 전자 지분가치는 29.3조원에 달하는데 유배당과 이연법인세를 제외해도 상당한 규모이다. 매 각 규모, 시기, 배당성향에 따라서 수혜폭이 달라지겠지만, 보유지분가치가 상당한 만큼 일 부를 현실화해도 당해 순이익 및 배당재원(배당성향 30% 가정)에 미치는 영향력이 상당할 전망이다. 오랜 기간 저금리, 자본 규제 부담으로 보험업종 내 만년 후순위였던 생보주가 배 당주로 재조명될 전망이다.

[그림 5] 보험업종 ROE/PBR



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 6] 보험업 배당성향/배당수익률



자료: 각 사, 한국투자증권

<표 2> 삼성생명의 삼성전자 배당수익 추이

(단위: %, 십억원)

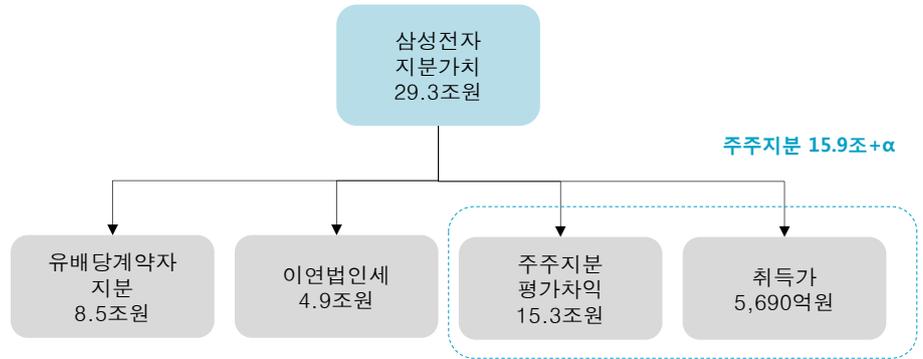
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
실효 지분율	8.3%	8.2%	8.1%	8.1%	8.2%	8.3%	8.7%	8.9%	8.9%	8.9%
삼성생명 배당수익	127	58	58	80	152	218	223	515	580	714

주: 실효지분율은 자사주를 제외한 기준

삼성생명 배당수익은 일반계정의 보통주와 우선주 기준, 중간배당과 결산배당 합산

자료: Dart, 한국투자증권

[그림 7] 삼성생명 보유 삼성전자 지분 매각 시 주주지분(배당재원)



\*유배당은 결손금 차감 이전 기준으로 실제 금액은 이를 하회하는 5~6조원 예상

자료: 당사, Dart, 한국투자증권

## Top picks

### 삼성생명(032830)

금리 상승기, 전자 배당수익 증가, 자사주소각 가능성 등 넘치는 호재

삼성생명의 2018년 순이익은 1,6조원으로 전년대비 10.5% 증가할 전망이다. 삼성전자의 배당수익 증가, 변액보증옵션 부담 완화, 투자이익률 개선을 미반영한 보수적 추정치이다. 상기 요인이 실적 추정에 미반영되어 있지만 2018년 매분기를 거치면서 컨센서스는 상향 조정될 것으로 전망한다. 전년 말 2.8%까지 하락한 삼성생명의 신규투자이익률은 2Q17 3.3%로 높아졌는데, 최근 신규투자이익률의 상승 전환에 주목할 필요가 있다. 금리 상승기 진입으로 생보업종의 멀티플은 상향될 가능성이 높고, 은행업종에 편중된 금융포트폴리오의 2018년 리밸런싱을 고려하면 삼성생명의 역할이 커질 가능성이 높다. 삼성전자의 내년 자사주 소각으로 삼성전자 지분가치는 약 2.4조원 증가할 전망이고, 내년 삼성생명의 자사주 소각 가능성도 투자포인트이다.

**Valuation:** SOTP에 기반한 삼성생명의 적정가치는 163,000원이지만, 삼성생명의 보험영업 가치를 8.1조원(PER 11.0배)으로 가정, 전자 지분 매각 시 주주지분으로 배정되는 결손금(2조원+a)을 미반영한 보수적 추정치이다.

### 현대해상(001450)

현대해상, 실손보험 정상화 시 업종 내 실적 개선폭 가장 커

현대해상의 2018년 순이익은 5,433억원(+12.2% YoY)로 전년에 이어 견조한 실적을 이시할 전망이다. 현대해상의 위험보험료 내 실손보험 비중은 31.1%, 손해율은 143.8%이다. 공격적 가정이나 효율인하를 배제하고 실손보험 손해율이 100%까지 하락하면 세전이익은 36.5% 증가한다. 손해율이 높고, 5년 갱신형 비중이 높은 만큼 손해율 개선 시 이익개선폭이 크다. 현대해상의 누적 투자이익률은 3.35%이다. 보수적 자산운용으로 경쟁사 대비 보유이율이 낮은 편인데, 최근 시중금리의 상승과 자산운용전략 변화로 신규투자이익률이 보유이원 수준에 근접했다. 2018년에는 투자이익률의 상승 전환을 전망한다.

**Valuation:** 2017년 ROE는 16.5%, PER은 7.4배, 12MF PBR은 1.2배, 2017년 배당수익률은 2.7%이다(2018년 배당수익률 3.0% 추정)

## 위험 요인

리스크 요인은 단기 시중금리  
급등 시 자본적정성 이슈,  
실손보험 요율 결정 전 보험  
사 실적 둔화 우려

2018년 리스크 요인은 단기적 요인이나 시중금리 급등 시 채권평가의 감소에 따른 RBC 하락, 실손보험 요율 인하 이전 보험사의 실적 둔화 우려이다. 시중금리 상승 시 자본감소폭보다 부채의 감소폭이 훨씬 크고, 이차스프레드의 개선이 예상되는 점에서 명백히 긍정적 요인이지만, 단기 급등 시 일시적 자본감소로 자본적정성 우려가 재차 등장할 수 있다. 그러나 단기적 자본 변화보다 명백히 기업가치 개선요인이라는 점에 무게를 두어야 할 것이다. 문재인 정부의 건강보험 보장성 강화정책의 취지는 의료비 통제에 있고 요율인하 혹은 보험사 길들이기가 아니다. 그러나 실손 요율인하 폭 결정을 앞에 두고 손보사들이 기대 이상의 이익체력과 우수한 위험손해율을 시현하기는 부담이 될 것으로 판단한다. 요율인하에 대한 빌미 제공이 될 가능성이 높기 때문이다. 손보사의 의도적인 이익 조정은 없겠지만, 시장에서는 요율 인하 이전까지는 손보사 실적에 대해서는 보수적으로 접근할 가능성이 높다.

<표 3> 커버리지 valuation

투자이건 및 목표주가				실적 및 Valuation									
종목				보험수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	수정BPS (원)	PER (배)	수정PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	DY (%)
삼성생명 (032830)	투자이건	매수	2015A	17,354	61	1,211	6,056	126,451	18.2	0.9	5.3	0.5	1.6
	목표주가(원)	163,000	2016A	16,768	1,235	2,054	10,271	152,094	11.0	0.7	7.9	0.8	1.1
	현재가 (11/7, 원)	134,000	2017F	16,917	570	1,452	7,261	170,458	18.5	0.8	4.8	0.5	1.7
	시가총액(십억원)	26,800	2018F	16,918	445	1,605	8,026	180,804	16.7	0.7	4.9	0.6	1.9
			2019F	17,538	630	1,767	8,835	195,035	15.2	0.7	5.0	0.6	2.1
삼성화재 (000810)	투자이건	매수	2015A	17,800	1,071	783	15,479	223,835	19.9	1.6	8.1	1.3	1.7
	목표주가(원)	363,000	2016A	18,183	1,120	841	16,630	244,517	16.1	1.2	8.1	1.3	2.3
	현재가 (11/7, 원)	274,500	2017F	18,672	1,177	952	18,833	272,493	14.6	1.0	8.2	1.4	2.5
	시가총액(십억원)	13,004	2018F	19,606	1,383	1,046	20,688	284,811	13.3	1.0	8.3	1.4	2.8
			2019F	20,139	1,494	1,131	22,376	296,590	12.3	0.9	8.6	1.5	3.0
한화생명 (088350)	투자이건	매수	2015A	10,233	(273)	500	576	10,934	12.8	0.7	5.8	0.5	2.4
	목표주가(원)	9,500	2016A	10,474	(398)	383	440	10,528	14.8	0.7	4.6	0.4	1.2
	현재가 (11/7, 원)	7,500	2017F	9,963	(36)	676	778	12,097	9.6	0.6	7.6	0.6	2.3
	시가총액(십억원)	6,513	2018F	10,246	31	724	834	12,276	9.0	0.6	7.5	0.7	2.4
			2019F	10,565	113	787	906	12,532	8.3	0.6	8.0	0.7	2.5
동부화재 (005830)	투자이건	매수	2015A	11,488	597	413	5,829	52,434	12.1	1.4	11.7	1.4	2.2
	목표주가(원)	98,000	2016A	12,092	675	470	6,641	56,406	9.4	1.1	12.3	1.5	2.6
	현재가 (11/7, 원)	68,800	2017F	12,224	838	609	8,602	69,438	8.0	1.0	13.8	1.7	3.1
	시가총액(십억원)	4,871	2018F	11,992	954	678	9,571	83,886	7.2	0.8	12.6	1.7	3.5
			2019F	12,638	1,035	739	10,435	97,047	6.6	0.7	11.6	1.8	3.8
현대해상 (001450)	투자이건	매수	2015A	12,119	294	203	2,274	27,653	15.9	1.3	8.6	0.7	2.1
	목표주가(원)	53,000	2016A	12,583	542	400	4,471	31,271	7.0	1.0	15.4	1.2	4.3
	현재가 (11/7, 원)	44,950	2017F	12,877	707	484	5,418	35,627	8.3	1.3	16.4	1.3	2.7
	시가총액(십억원)	4,018	2018F	13,238	737	543	6,078	38,991	7.4	1.2	16.5	1.3	3.0
			2019F	13,598	801	593	6,630	42,168	6.8	1.1	16.5	1.3	3.3
메리츠화재 (000060)	투자이건	중립	2015F	5,658	257	171	1,617	13,938	15.6	1.8	11.9	1.2	2.3
	목표주가(원)	-	2016F	5,990	369	258	2,337	14,958	10.8	1.7	16.6	1.7	3.3
	현재가 (11/7, 원)	25,300	2017F	6,216	607	353	3,199	16,191	7.9	1.6	20.7	2.1	4.5
	시가총액(십억원)	2,791	2018F	5,909	518	372	3,368	16,368	7.5	1.5	20.9	2.1	4.7
			2019F	6,068	538	387	3,508	16,567	7.2	1.5	21.5	2.2	4.9
동양생명 (082640)	투자이건	매수	2015A	3,563	158	151	1,479	18,656	7.9	0.6	8.2	0.7	5.3
	목표주가(원)	13,600	2016A	6,102	(89)	5	53	17,172	238.2	0.7	0.3	0.0	1.6
	현재가 (11/7, 원)	8,830	2017F	6,107	254	241	1,545	17,264	5.7	0.5	10.7	0.9	5.7
	시가총액(십억원)	1,424	2018F	6,649	235	225	1,442	16,988	6.1	0.5	8.3	0.8	5.3
			2019F	6,895	262	245	1,570	16,226	5.6	0.5	9.3	0.9	5.8
한화손해보험 (000370)	투자이건	매수	2015A	4,548	127	95	1,050	9,488	7.3	0.8	13.1	0.9	0.9
	목표주가(원)	12,000	2016A	4,954	146	112	1,237	9,749	5.7	0.7	12.9	0.9	1.4
	현재가 (11/7, 원)	7,940	2017F	5,010	212	153	1,681	11,535	4.7	0.7	15.8	1.1	1.8
	시가총액(십억원)	720	2018F	4,853	236	171	1,889	11,736	4.2	0.7	16.2	1.2	1.9
			2019F	5,066	256	187	2,061	11,971	3.9	0.7	17.4	1.3	2.1

자료: 각사, 한국투자증권

# 인터넷/게임

## 끊임없는 성장 모멘텀에 주목

### 비중확대

▶ 3대 키워드

- 검색 채널 다양화
- 온라인 쇼핑
- 모바일 MMORPG의 해외 진출

▶ Top picks

NAVER(035420, 매수, TP 1,050,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	26.8	21.8	17.6
PBR(x)	4.9	4.1	3.4
EV/EBITDA(x)	15.4	12.1	9.4
DY(%)	0.1	0.1	0.1
EPS(원)	32,068	39,420	48,487
BPS(원)	176,429	209,484	250,937

- 기대치를 상회하는 매출 성장
- 쇼핑 플랫폼으로의 역할 강화가 이끈 매출 성장
- 투자의 효과로 견고한 매출 성장세 전망

▶ 12개월 업종 수익률



### Investment Summary

2018년 3대 키워드: 검색 채널 다양화, 온라인 쇼핑, 모바일 MMORPG

2018년에는 1) 검색 채널의 다양화, 2) 온라인 쇼핑 시장의 성장이 이끄는 광고 시장의 성장, 그리고 3) 모바일 MMORPG의 해외 진출에 주목해야 한다. AI 기술 기반의 이미지와 음성인식 검색이 보편화됨에 따라 온라인 플랫폼으로 유입되는 트래픽이 빠르게 증가할 것이다. 한편 간편결제 이용 증가로 검색부터 결제로 이어지는 온라인 쇼핑 시장 성장함에 따라 온라인 플랫폼에 광고주 수요가 증가할 전망이며 이에 따른 지속적인 시장 성장이 예상된다. 모바일 게임 기업들은 2017년 시장 성장을 견인한 모바일 MMORPG의 해외 출시를 통해 매출 성장은 물론 매출 변동성에 대한 우려도 해소될 것으로 기대한다.

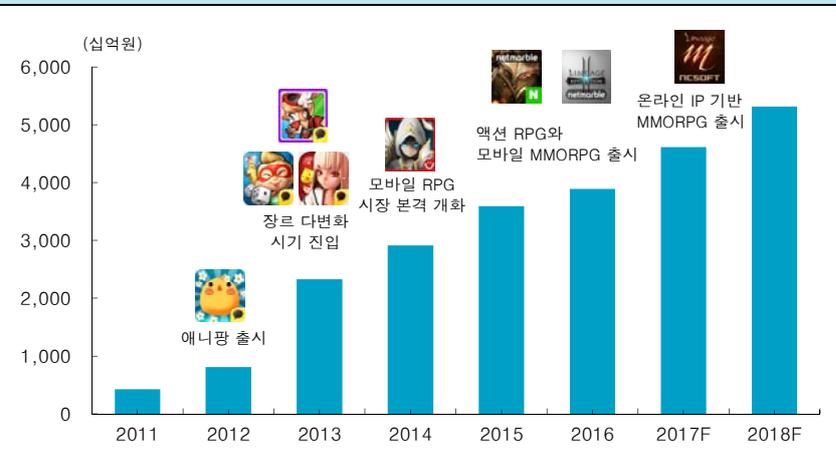
이용자 구매 패턴의 변화는 온라인 광고 시장의 성장 동력

간편 결제와 AI 기반의 상품 추천 기술 개선으로 이용자들이 온라인 쇼핑을 통해 구매하는 비중이 늘어나고 있다. 이용자들은 구매를 위한 검색부터 결제까지의 과정을 온라인 플랫폼에서 진행한다. 즉, 변화하는 이용자의 구매 패턴에서 가장 효율적으로 노출될 수 있는 광고는 온라인 광고이다. 2017년 국내 온라인 쇼핑 거래액은 전년 대비 15% 증가한 75조원에 달할 전망이며 국내 온라인 광고도 이를 기반으로 견고한 성장세를 유지할 수 있을 것으로 예상된다.

Top pick: NAVER

Top pick은 NAVER로 목표주가 1,050,000원을 제시한다. NAVER는 2017년 대두된 매출 성장 둔화에 대한 우려가 점차적으로 해소되는 가운데 검색 채널 다변화를 통해 검색 시장 내 영향력을 지속 확대할 전망이다. 또한 쇼핑 플랫폼으로의 역량 확대로 유료 Query의 비중이 상승하며 2018년에도 높은 성장률을 유지할 것이다.

[그림 1] 장르의 진화가 이끈 국내 모바일 게임 시장의 성장



자료: 게임백서, 한국투자증권

김성은  
askim@truefriend.com

### 3대 키워드

#### 1. 검색 채널 다양화가 이끄는 광고 시장의 성장

검색 채널 다양화로 광고 시장 내 온라인 광고의 영향력이 지속 확대

검색 채널 다양화로 광고 시장 내 온라인 광고의 영향력이 지속 확대될 전망이다. 글로벌 인터넷 기업들은 음성 인식 검색과 이미지 검색 등으로 검색 채널을 적극적으로 확대하고 있다. 단기간 내 수익화를 기대하기는 어렵지만 트래픽 증가를 통한 점유율의 확대 및 쇼핑과 광고 등 기존 사업들간의 시너지는 향후 성장에 긍정적으로 작용할 것이다. 또한 트래픽 증가는 광고 효율 개선을 위한 데이터 확보로 이어져 신규 검색 플랫폼을 장악한 기업들은 경쟁자들과의 격차를 재차 확대할 수 있을 것으로 예상된다.

2018년 국내 광고 시장 내 온라인 광고 비중 34.6%로 상승 예상

이와 같이 이용자들이 인터넷 검색을 사용할 채널이 늘어남에 따라 국내 광고 시장 내 온라인 광고 비중은 2017년 33.0%에서 2018년 34.6%로 1.6%p 상승할 것으로 예상된다. 시장 규모는 전년 대비 7.4% 성장한 4.0조원으로 국내 광고 시장 성장률인 2.3%를 큰 폭 상회할 것이다. 검색 채널 다양화로 온라인 상에서의 구매 및 관련 광고 활용이 빠르게 확대될 시기대 이상의 성장도 가능한 상황이다. 축적된 데이터 활용으로 광고 효율이 개선됨에 따라 광고 단가의 상승 또한 지속될 전망이다.

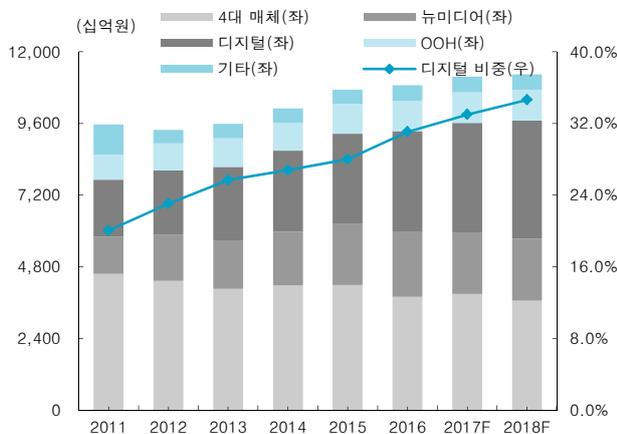
이미지 검색 광고 활용을 통한 온라인 쇼핑 시장의 성장 기대

AI 기반의 이미지 검색 광고가 온라인 쇼핑 시장의 성장을 견인할 전망이다. 촬영된 이미지를 검색해주는 이미지 검색은 텍스트 검색 대비 직관성이 뛰어나 쇼핑과의 연동이 용이하다. 특히 최근에는 검색 결과와 연관성이 높은 상품들을 추천해주는 기술들이 보편화되고 있어 의미있는 유료 클릭률의 개선이 기대되며 이에 따른 전반적인 거래액의 증가가 예상된다.

음성 인식 검색 시장 개화 시기 임박

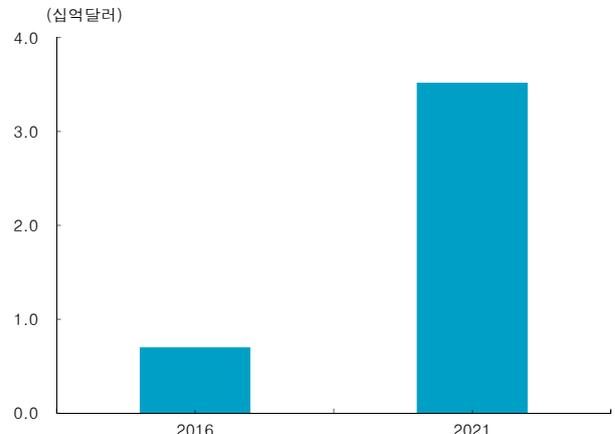
아마존 에코가 개화한 음성인식 스피커 시장의 성장이 인상적이다. 가트너에 따르면 음성인식 스피커 시장 규모는 매년 40% 이상 성장해 2020년에는 약 2.4조원 수준에 달할 전망이다. 아직 사용할 수 있는 기능은 음악 감상 및 단순 검색으로 제한적이지만 향후 예약과 쇼핑 등으로 적용 분야가 빠르게 확대됨에 따라 인터넷 기업들의 성장을 이끌 필수 요소로 자리 잡을 전망이다. 한편 국내에서는 NAVER가 출시한 AI 스피커 ‘프렌즈’는 이틀만에 10,000 대 이상을 기록하는 등 시장 개화가 빠르게 진행되고 있다.

[그림 2] 국내 광고 시장 규모 및 온라인 광고 비중 추이 및 전망



자료: 제일기획, 한국투자증권

[그림 3] 글로벌 AI 스피커 시장 규모 추이 및 전망



자료: Gartner, 한국투자증권

## 2. 쇼핑을 지배한 자, 광고를 지배한다

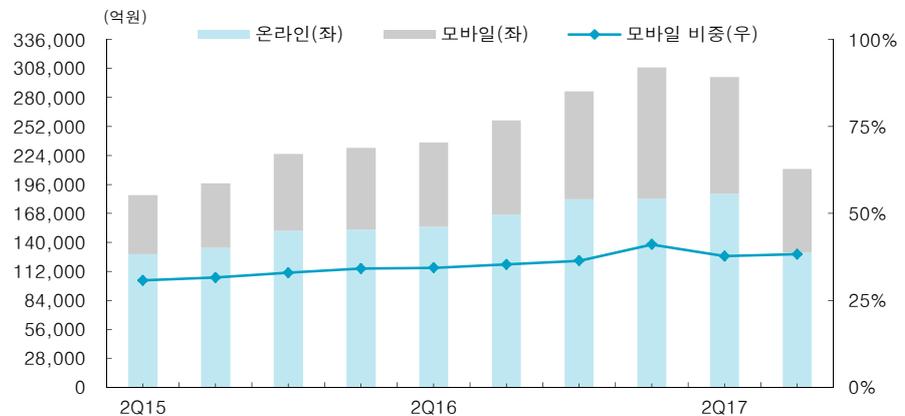
### 쇼핑 플랫폼들의 광고 매출 빠르게 증가할 전망

광고주들이 각기 다른 매체에 광고를 집행하는 궁극적인 목적은 상품 판매의 증가이다. 따라서 광고주들은 자연적으로 구매 전환율과 ROAS(Return on Advertising Spent)가 가장 높은 플랫폼에 광고 비중을 높일 수 밖에 없다. 이로 인해 지난 몇 년간 높은 비용을 요구하고 불특정다수에게 노출되는 TV와 인쇄물 등 전통 매체에 대한 수요가 감소했다. 반면 타겟팅, 네이티브, 프로그래매틱 등의 신규 상품 출시를 통해 효율이 빠르게 개선된 온라인 광고에 대한 광고비는 꾸준히 증가했다. 특히 직접적인 구매로 연결될 수 있는 검색 광고에 대한 수요가 꾸준히 증가하며 쇼핑 기능을 보유한 플랫폼들의 광고 매출이 가파른 성장세를 시현할 전망이다.

### 커져가는 온라인 쇼핑 시장, 쌓여가는 구매 데이터

글로벌 온라인 쇼핑 시장은 2015년부터 연평균 21.3% 성장해 2020년 4조 달러 규모에 달할 전망이며 전체 소비액 내 비중은 14.6%까지 상승할 것이다. 따라서 온라인 쇼핑 플랫폼들은 급증하는 거래액에 따른 CPS(Cost per Sales) 매출 성장과 광고 효율 개선을 위한 구매 데이터 확보 등의 수혜를 누릴 수 있을 것으로 예상된다. 이를 반영하듯 Google의 PLA(Product Listing AD)와 아마존의 Sponsored Products 등 쇼핑과 연동된 광고 매출은 가파른 성장세를 시현했으며 아마존 광고에 대한 시장의 관심이 확대되고 있다. 유사한 맥락에서 알리바바의 광고 매출 또한 지배적 포털인 바이두의 광고 매출을 추월했다. 실제 구매 데이터의 경우 타겟팅 디스플레이 광고에 활용되는 나이, 성별, 거주 지역 등의 데이터 대비 직관적인 정보를 제공할 수 있기 때문에 광고주들의 관심이 커질 전망이다.

[그림 4] 국내 온라인 쇼핑 거래액 추이



주: 11월 7월 기준 3Q17에 9월 자료 미공개  
 자료: 통계청, 한국투자증권

### 국내 온라인 쇼핑 시장 또한 빠른 성장세 시현중

국내 온라인 광고 시장 또한 빠르게 성장 중이다. 2017년 국내 온라인 쇼핑 거래액은 전년 대비 14.9% 성장한 75.4조원에 달할 전망이며 이와 같은 추세는 2018년에도 계속될 것이다. 특히 NAVER페이와 PayCo 등 검색을 구매까지 연결해주는 간편결제 시장의 확대로 온라인은 이용자들의 주요 소비 플랫폼으로 자리잡을 것이다. 이에 따라 광고주들은 자연스럽게 온라인에 집행되는 광고 비용을 확대할 전망이며 인터넷 기업들은 P(광고단가)와 Q(커머스 Query)의 동반 상승에 따른 폭발적인 성장세를 누릴 수 있을 것으로 예상된다. 우리는 NAVER 페이 거래액의 가파른 증가세를 통해 온라인 쇼핑 시장 내 점유율을 확대 중인 NAVER가 이러한 트렌드의 최대 수혜 업체가 될 것으로 기대한다.

### 3. 모바일 MMORPG의 해외 진출

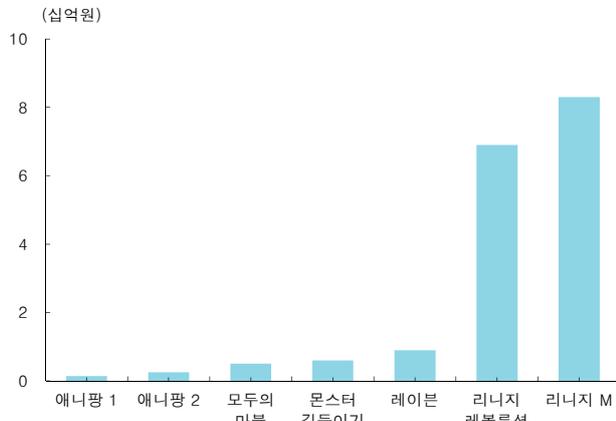
#### 2017년 국내 모바일 게임 시장 성장을 견인한 모바일 MMORPG

‘리니지2 레볼루션’과 ‘리니지M’이 연이어 흥행에 성공함에 따라 모바일 MMORPG는 국내 모바일 게임 시장의 주요 장르로 자리 잡았다. 기존 장르 대비 높은 ARPPU와 풍부한 콘텐츠를 기반으로 한 우월한 PLC(Product Life Cycle)로 흥행 게임들의 일평균 매출 수준이 과거와 비교해서 큰 폭 상승했다. 이에 따라 2017년 국내 모바일 게임 시장 규모는 전년대비 18.6% 성장한 4.6조원에 달할 것으로 추정된다. 이와 같은 트렌드는 2018년에도 지속될 것으로 예상되지만 장르 내 경쟁 심화로 인해 향후 출시될 단일 게임이 창출할 수 있는 매출 수준은 ‘리니지 IP’ 기반 모바일 게임들에 미치지 못할 전망이다. 따라서 국내 대형 개발사들은 인지도 높은 IP를 활용한 모바일 MMORPG를 해외에 출시하며 새로운 돌파구를 모색할 것으로 예상된다.

#### 2018년 해외 출시 예정작들의 높은 IP 인지도에 주목

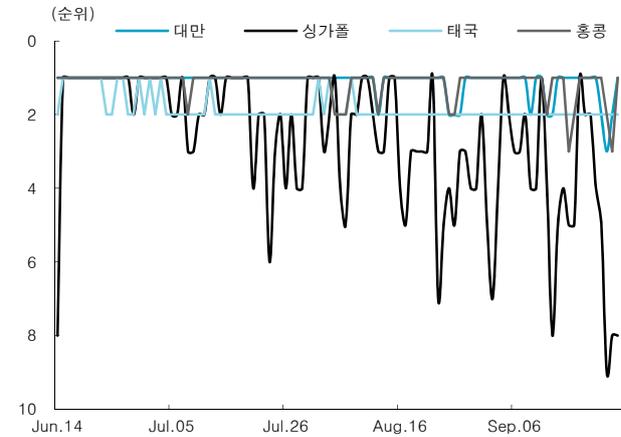
모바일 MMORPG 시장 개화가 시작된 해외 시장으로의 진출이 본격화 될 전망이다. 넷마블게임즈의 ‘리니지2 레볼루션’은 우려와는 달리 모바일 MMORPG의 영향력이 극히 제한적이었던 동남아시아와 일본에서 흥행에 성공했다. 또한 국내와 같이 ‘리니지2 레볼루션’은 과거 1위 게임들의 매출 수준을 큰 폭 상회하며 향후 출시될 모바일 MMORPG 신작들에 대한 기대감이 확대됐다. 또한 2018년 해외 출시가 예상되는 ‘테라 M’, ‘블레이드앤소울’, ‘검은사막 M’ 등의 신작들은 ‘리니지 IP’ 대비 해외 인지도가 높아 흥행 가능성이 높을 것으로 예상된다. 향후 해외 출시가 성공적으로 진행될 경우 매출처 확대로 모바일 게임들의 단점으로 지적된 매출 변동성에 대한 우려가 축소되어 게임 개발사들의 전반적인 밸류에이션이 re-rating될 것으로 예상된다.

[그림 5] 게임 별 일평균 매출액(최대 매출 달성 시기 기준)



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 6] 리니지2 레볼루션 동남아시아 주요 국가 매출 순위 추이



자료: App Annie, 한국투자증권

#### 대형 개발사들의 지배력 지속 강화될 전망

MMORPG 장르의 중요성 확대와 요구 마케팅 비용의 증가로 대형 개발사들의 영향력은 전년과 같이 지속 강화될 전망이다. PC 수준의 그래픽을 구현한 모바일 MMORPG 개발에는 100억원 이상이 요구되며 이용자 유입을 위한 공중파, 케이블 TV 광고 집행에도 상당한 비용이 소모된다. 특히 해외 진출이 향후 성장을 위한 필수 요소로 자리 잡음에 따라 비용의 증가는 불가피하다. 공격적인 마케팅과 인지도 높은 IP 활용을 병행해 향후 모바일 MMORPG 시장에서 입지가 지속 강화될 것으로 예상되는 엔씨소프트와 넷마블게임즈에 대한 투자를 추천한다.

## Top picks

### NAVER(035420)

공격적인 투자가 가져다준  
달콤한 결실

NAVER를 업종 내 Top pick으로 제시한다. 공격적인 투자에 따른 쇼핑 플랫폼으로의 역량 강화로 거래액이 꾸준히 증가 중이며 더 많은 이용자들이 NAVER를 구매를 위한 플랫폼으로 사용하고 있다. 쇼핑 시즌이 집중되어 있는 4분기에도 이러한 이용자들의 구매 패턴 변화에 대한 효과가 극대화되며 안정적인 매출 성장세가 유지될 전망이다. 쇼핑 플랫폼에 대한 투자가 매출 성장으로 이어지고 있으며 이미지와 음성 인식 등으로 검색 채널이 다양화 됨에 따라 성장폭이 확대될 것으로 예상된다. 또한 부진을 지속했던 자회사 LINE이 퍼포먼스 광고 성장을 바탕으로 실적 안정화 시기에 진입함에 따라 하방 경직성도 강화될 전망이다.

## 위험 요인

규제 및 신작 흥행 실패에  
따른 기업 가치 하락 가능성  
존재

인터넷 광고 규제와 신작의 흥행 실패는 리스크 요인이다. 국내 광고 시장에서 온라인 광고 비중이 급증함에 따라 포털에 대한 규제 방안에 대한 이슈가 불어지고 있다. NAVER와 카카오가 포털과 메신저 시장 내 압도적인 점유율을 기반으로 다양한 업종에 진출해 시장 질서를 해친다는 주장도 있다. 하지만 우리는 실제 기업가치에 영향을 미칠 규제 방안은 제한적이라고 판단한다. 근거는 1) 국내 광고 시장 내 점유율을 빠르게 확대 중인 Google과 Facebook 등의 해외 사업자를 규제할 방안이 아직은 불확실하며, 2) NAVER와 카카오의 점유율은 진입장벽이 낮은 국내 인터넷 산업에서 차별화된 서비스 제공을 통해 공정하게 얻은 대가이며, 3) 지배적인 사업자들이 제공하는 서비스는 실제 중소상공인들의 매출 성장에 기여를 하고 있다는 점이다.

규제 및 신작 흥행 실패에  
따른 기업 가치 하락 가능성  
존재

한편 흥행 여부에 따라 기업가치의 변동이 심한 게임 산업의 경우 향후 출시될 신작의 실패는 리스크 요인으로 작용할 수 있다. '리니지2 레볼루션'이 다양한 지역에서 흥행함에 따라 향후 출시될 게임들에 대한 기대감이 높아졌으나 아직은 성공 사례가 제한적인 것이 사실이다. 다만 모바일 MMORPG 장르는 국내 개발사들이 가장 큰 경쟁력을 보유했다는 점과 아직 글로벌 개발사들의 영향력이 제한적이라는 점에서 비교적 높은 흥행 가능성을 기대할 수 있다.

〈표 1〉 커버리지 valuation

투자이건 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
NAVER (035420)	투자이건	매수	2015A	3,254	830	519	17,619	96,527	37.3	6.8	26.5	19.7	0.2
	목표주가(원)	1,050,000	2016A	4,023	1,102	749	25,746	150,192	30.1	5.2	26.2	17.2	0.1
	현재가 (11/7, 원)	860,000	2017F	4,681	1,191	787	27,063	172,816	31.8	5.0	19.8	16.5	0.2
	시가총액(십억원)	28,347	2018F	5,495	1,366	951	32,383	200,155	26.6	4.3	19.9	14.0	0.2
			2019F	6,155	1,528	1,074	36,572	230,924	23.5	3.7	18.7	12.1	0.2
넷마블게임즈 (251270)	투자이건	매수	2015A	1,073	225	121	2,049	71,076	0.0	0.0	14.8	(0.7)	NM
	목표주가(원)	185,000	2016A	1,500	295	174	2,720	17,949	0.0	0.0	15.3	(0.1)	NM
	현재가 (11/7, 원)	185,500	2017F	2,558	623	426	5,361	50,626	34.6	3.7	15.4	15.2	0.0
	시가총액(십억원)	15,770	2018F	3,460	830	585	6,885	57,509	26.9	3.2	12.7	11.1	0.0
			2019F	3,979	984	693	8,152	65,658	22.8	2.8	13.2	8.9	0.0
카카오 (035720)	투자이건	중립	2015A	932	89	76	1,269	42,485	91.3	2.7	3.0	39.3	0.1
	목표주가(원)	-	2016A	1,464	116	58	874	50,777	88.1	1.5	1.9	24.3	0.2
	현재가 (11/7, 원)	154,000	2017F	1,902	146	85	1,253	51,705	122.9	3.0	2.4	26.6	0.1
	시가총액(십억원)	10,448	2018F	2,153	174	87	1,283	52,758	120.0	2.9	2.5	23.5	0.1
			2019F	2,364	210	112	1,647	54,165	93.5	2.8	3.1	20.3	0.2
엔씨소프트 (036570)	투자이건	매수	2015A	838	237	165	7,633	81,257	27.9	2.6	10.6	13.7	1.3
	목표주가(원)	620,000	2016A	984	329	272	12,783	93,096	19.4	2.7	14.9	12.3	1.5
	현재가 (11/7, 원)	445,000	2017F	1,764	662	531	24,981	111,898	17.8	4.0	25.4	11.6	1.2
	시가총액(십억원)	9,762	2018F	2,282	1,028	804	37,825	141,997	11.8	3.1	30.6	7.1	1.5
			2019F	2,533	1,083	851	40,052	172,946	11.1	2.6	25.8	6.1	1.8
컴투스 (078340)	투자이건	매수	2016A	34	28	24	3,173	23,178	0.0	0.0	112.9	(0.9)	NM
	목표주가(원)	210,000	2017A	93	60	51	5,576	8,073	0.0	0.0	101.5	(1.2)	NM
	현재가 (11/7, 원)	140,400	2018F	258	165	143	13,112	34,054	10.7	4.1	58.8	8.6	0.0
	시가총액(십억원)	1,694	2019F	406	251	202	18,019	50,805	7.8	2.8	39.8	4.9	0.0
			2020F	463	299	226	20,184	69,569	7.0	2.0	31.4	3.4	0.0
NHN엔터테인먼트 (181710)	투자이건	매수	2015A	434	166	126	10,721	39,844	11.1	3.0	35.0	6.4	0.0
	목표주가(원)	150,000	2016A	513	192	152	12,014	51,150	7.3	1.7	26.5	2.7	1.6
	현재가 (11/7, 원)	124,800	2017F	514	192	149	11,967	61,404	10.4	2.0	21.3	4.9	1.1
	시가총액(십억원)	1,605	2018F	603	221	177	14,148	73,446	8.8	1.7	20.9	3.6	1.4
			2019F	666	258	207	16,538	87,663	7.5	1.4	20.4	2.4	1.5
게임빌 (063080)	투자이건	매수	2015A	645	(54)	164	NM	NM	NM	NM	13.4	(45.7)	0.0
	목표주가(원)	84,000	2016A	856	26	13	NM	NM	NM	NM	0.9	8.9	0.0
	현재가 (11/7, 원)	69,900	2017F	932	44	57	2,986	79,018	23.4	0.9	3.8	11.4	0.0
	시가총액(십억원)	1,367	2018F	1,005	76	98	5,087	84,012	13.7	0.8	6.2	7.4	0.0
			2019F	1,126	94	113	5,861	89,766	11.9	0.8	6.7	5.7	0.0
네오위즈 (095660)	투자이건	중립	2015A	152	3	20	3,096	32,728	25.0	2.4	9.9	69.3	0.0
	목표주가(원)	-	2016A	161	4	29	4,549	36,468	10.7	1.3	13.2	38.5	0.0
	현재가 (11/7, 원)	64,000	2017F	129	(11)	19	3,004	38,203	21.3	1.7	8.0	(63.0)	0.0
	시가총액(십억원)	422	2018F	203	22	49	7,653	44,872	8.4	1.4	18.2	13.8	0.0
			2019F	224	28	59	9,184	53,034	7.0	1.2	18.5	9.7	0.0
선데이토즈 (123420)	투자이건	매수	2015A	190	16	(21)	(951)	12,671	NM	1.3	(7.5)	10.2	0.0
	목표주가(원)	16,000	2016A	191	23	10	485	13,338	23.4	0.9	3.8	4.7	0.0
	현재가 (11/7, 원)	11,750	2017F	183	13	3	152	13,485	77.5	0.9	1.2	6.3	0.0
	시가총액(십억원)	257	2018F	220	27	15	695	14,156	16.9	0.8	5.2	3.2	0.0
			2019F	287	55	37	1,769	15,866	6.6	0.7	12.2	1.5	0.0

주: 11월 7일 종가 기준  
 자료: 각 사, 한국투자증권

# 디스플레이

## 비중확대

### ▶ 3대 키워드

- 중국 10.5세대 가동
- LG디스플레이-아이폰
- OLED TV

### ▶ Top picks

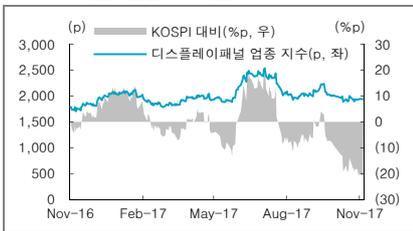
LG디스플레이(034220, 매수, TP 58,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	5.4	10.5	7.3
PBR(x)	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(x)	2.4	2.9	2.5
DY(%)	1.7	0.0	0.0
EPS(원)	5,461	2,824	4,023
BPS(원)	41,230	44,113	48,196

- LCD패널가격 2Q18부터 안정화
- 대형OLED패널 수익성 개선 전망
- 2018년 하반기 애플향 OLED패널 공급

실리콘웍스(108320, 매수, TP 56,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	23.3	13.3	10.3
PBR(x)	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA(x)	8.7	4.8	3.5
DY(%)	1.8	1.8	1.8
EPS(원)	2,195	3,838	4,969
BPS(원)	24,619	27,477	31,465

- LG디스플레이 대형 OLED TV패널 생산량 증가 수혜
- 내년 하반기 아이폰향 OLED패널 D-IC 매출 본격화
- LG그룹 내 반도체 회사로서의 역할 증대

### ▶ 12개월 업종 수익률



유종우  
jongwoo.yoo@truefriend.com

김정환  
junghwan.kim@truefriend.com

# OLED와 LCD 패러다임 변화 가속

## Investment Summary

### 2018년 3대 키워드: 중국 10.5세대, LG디스플레이-아이폰, OLED TV

2018년에는 1) 중국 10.5세대 LCD 라인 가동의 영향, 2) 하반기 LG디스플레이의 애플 아이폰향 OLED패널 공급, 그리고 3) OLED TV패널 수익성 개선속도에 관심을 두어야 한다. 내년초 BOE 10.5세대라인 가동과 더불어 패널가격 약세가 지속될 것이라는 전망이 지배적이지만 우리는 패널가격의 하락으로 대형화 추세가 살아나 공급증가의 영향을 상쇄할 수 있다고 예상한다. LCD패널 수급 안정과 더불어 LG 디스플레이의 중소형 및 대형 OLED패널 사업의 수익성 개선이 이루어진다면 디스플레이업종의 패러다임 변화가 이루어지는 해가 될 것이다.

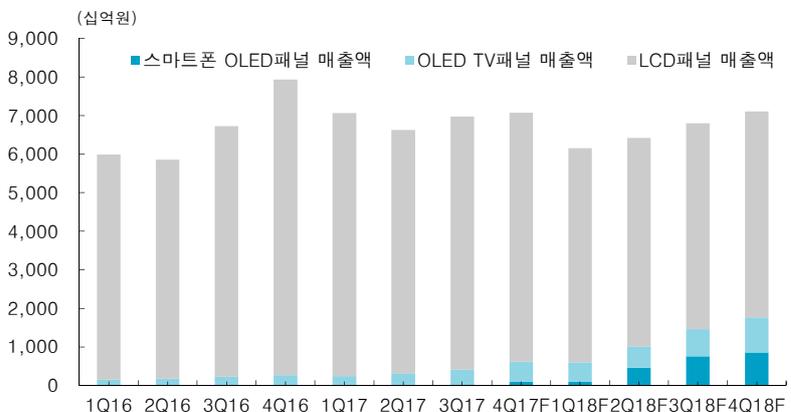
### OLED로의 전환, 방향은 정해졌고 속도의 문제

중소형과 대형 모두 국내 디스플레이산업이 LCD에서 OLED로 전환되는 방향은 이미 정해졌다. 얼마나 빨리 전환될 지는 기술개발과 투자에 따른 속도의 문제다. 삼성디스플레이가 독점하고 있는 플렉서블OLED패널 시장에 LG디스플레이가 후발 주자로 얼마나 빨리 진입하는지가 우선 관심이다. 또한, 대형 OLED패널사업에서 적자를 지속하는 LG디스플레이가 얼마나 빨리 수익성을 개선시킬지도 OLED TV 패널 산업의 향후 성장속도를 가늠할 수 있는 중요한 변수가 될 것이다.

### Top pick: LG디스플레이, 실리콘웍스

Top pick은 LG디스플레이와 실리콘웍스다. 목표주가는 각각 58,000원, 56,000원이다. LG디스플레이의 2018년은 디스플레이산업 전체의 방향성을 보여줄 해가 될 것이다. LG디스플레이가 중소형 및 대형 OLED에서 시장의 기대를 충족한다면 밸류에이션 리레이팅이 충분히 가능하다. 실리콘웍스는 LG디스플레이 OLED사업 확장의 최대 수혜주이다.

[그림 1] LG디스플레이 스마트폰 OLED패널 vs. OLED TV패널 vs. LCD패널 매출액 추이



자료: 한국투자증권

## 3대 키워드

### 1. BOE 10.5세대 가동

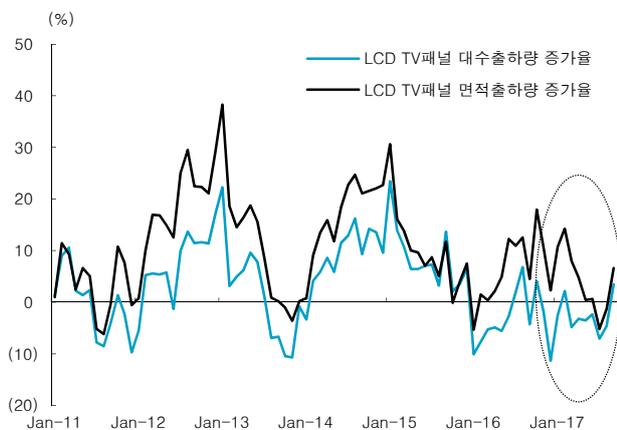
**BOE 10.5세대 가동은  
2018년초부터**

2018년 초부터 BOE 10.5세대 LCD라인 가동이 시작된다. 가동이 시작된다고 바로 60인치대 패널 양산이 이뤄지는 건 아니다. 60인치대 패널 생산수율이 안정화되기 위해서는 꽤 오랜 시간이 걸릴 것이다. 8세대와 달리 LCD산업 내에 10세대라인 경험이 많지 않은 점이 8세대와 가장 다른 점이다. 물론, 60인치대 패널이 아닌 40인치대 패널을 생산할 경우 공급이 크게 증가할 수 있다. 하지만 이 경우 실제 패널공급 증가율은 생산능력 증가율을 하회해 우려만큼의 공급과잉은 발생하지 않을 것이다.

**TV패널가격 하락은 1Q18까지  
하락 후 안정화**

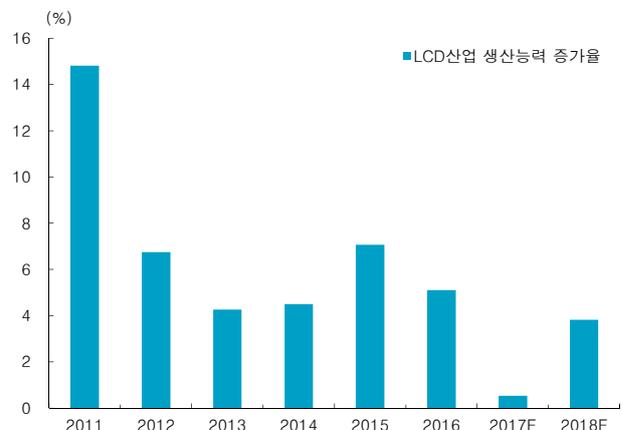
지난 6월부터 하락을 본격화한 TV패널가격은 내년 1Q18까지 하락을 지속한 후 안정화될 수 있을 전망이다. 10월 일부 사이즈의 TV패널가격이 하락폭을 줄이기는 했지만 이는 10월~11월이 1년 중 가장 패널수요가 많은 성수기인 점이 수급에 반영되면서 나타난 것으로 LCD패널 수급사이클의 회복이라고 보기는 어렵다. 하지만, TV패널가격의 하락은 현재 둔화된 TV패널의 대형화를 재개시킬 수 있다. TV패널의 대형화는 10.5세대로 증가하는 패널공급량을 소화할 수 있다. TV패널의 대형화가 다시 회복된 후 패널수급과 가격 안정화가 나타날텐데 패널업체들의 주가는 대형화가 회복되는 시점부터 상승할 것이다.

[그림 2] TV패널 대수기준 출하량 증가 vs. 면적기준 출하량 증가



자료: 한국투자증권

[그림 3] LCD산업 생산능력 증가 추이



자료: 한국투자증권

**산업재고도 2018년 상반기에  
저점**

2018년 1분기 이후 패널수급이 안정화될 것으로 예상하는 또 다른 이유는 2018년 1분기가 지나면 완제품업체들의 패널재고가 저점수준까지 하락하면서 재고조정이 마무리될 것으로 예상되기 때문이다. 완제품업체들의 재고조정이 마무리되면 패널수요는 회복되기 시작한다. 완제품업체들의 재고수요가 발생하면 TV패널의 대면적화로 인한 면적수요 증가와 더불어 공급 증가를 충분히 상쇄할 수 있다. 2018년 공급증가율은 3.8%로 예상되는 반면 패널수요 증가율은 3.4%로 공급증가율을 소폭 하회할 전망이다. 분기별로는 1Q18부터 수요증가율이 공급증가율의 차이가 가장 크게 나타난 후 수요증가율의 회복속도가 더 빠르게 나타날 전망이다.

## 2. LG디스플레이-아이폰

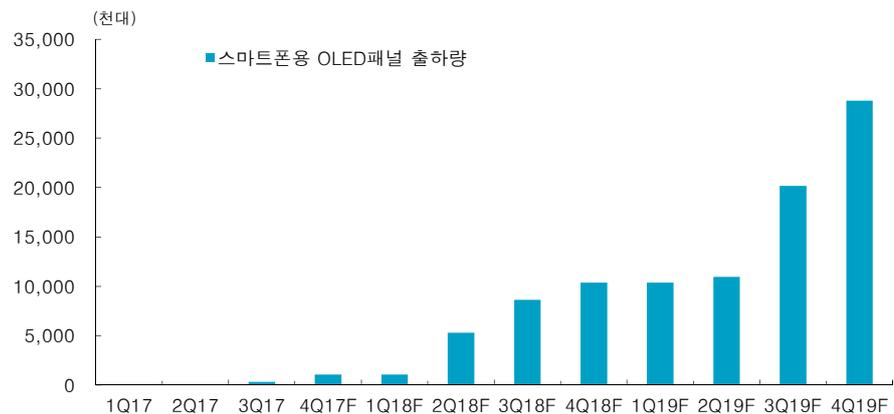
### 2018년 하반기 아이폰향 OLED 패널공급

LG디스플레이는 2018년 하반기에 출시될 애플의 아이폰 신모델 중 하나에 플렉서블OLED 패널을 공급을 계획이다. 2017년 하반기 아이폰X부터 시작된 플렉서블OLED패널의 채택은 2018년 모델에 더 확대 적용될 전망이다. 현재 예상으로는 2018년 하반기 출시될 아이폰은 적어도 두 개 모델에 플렉서블OLED패널을 채택할 것이다. 이 중 하나의 모델에 LG디스플레이가 패널을 공급하게 될 것이다. 아직 패널개발도 끝나지 않은 상황이기 때문에 패널생산이 얼마나 원활하게 이루어질 지 판단하기에는 이르지만 2018년 하반기는 LG디스플레이가 다시 애플 아이폰의 주요 패널공급업체가 될 수 있는 지를 판가름지를 시기가 될 것이다.

### LG디스플레이 아이폰 전용 라인 2018년 하반기 가동

애플은 2017년에 OLED를 채택한 모델로 아이폰X 하나를 출시했지만 2018년에는 OLED패널을 채택한 모델을 최소 두 개 출시할 전망이다. 그리고 이 중 한 개의 모델에 사용되는 OLED패널을 LG디스플레이도 공급할 계획이다. 경쟁사와의 생산 capacity 차이가 크고 수율도 높지 않아 점유율이 높지는 않겠지만 대당 패널가격이 높아 LTPS LCD패널 공급량 감소로 인한 매출액 감소를 상쇄하는데 기여할 수 있을 것이다. 2018년 하반기 6세대 기준 LG디스플레이의 LTPS LCD capacity는 월 40K, 플렉서블 OLED capacity는 월 30K로 거의 비슷한 수준이 될 것이다.

[그림 4] LG디스플레이 스마트폰용 OLED패널 출하량 추이(6 인치 기준)



자료: 한국투자증권

### 수익성 확보가 관건

애플과의 플렉서블 OLED 패널공급 계약조건은 정확히 알려지지 않았다. 다만, 현재 LTPS LCD패널의 공급과는 다른 조건의 계약을 맺어 수익성 확보에 좀 더 유리할 것이라고 추정한다. LTPS LCD패널의 경우 기본적으로 경쟁업체와의 가격경쟁을 피할 수 없기 때문에 수익성 확보가 매우 어려웠다. 하지만, 플렉서블 OLED의 경우 경쟁업체인 삼성디스플레이와의 생산능력 격차가 너무 크고 수율차이도 커서 생산원가의 차이가 LTPS LCD패널의 상황과는 전혀 다르다. 따라서, 동일한 패널가격을 적용시킬 경우 LG디스플레이가 대규모 손실을 피하기 어렵다. LG디스플레이가 2018년부터 아이폰에 공급하게 될 플렉서블 OLED패널은 경쟁업체와 다른 가격조건으로 공급될 가능성이 높아 수익성 확보에는 좀 더 유리할 전망이다.

### 3. OLED TV

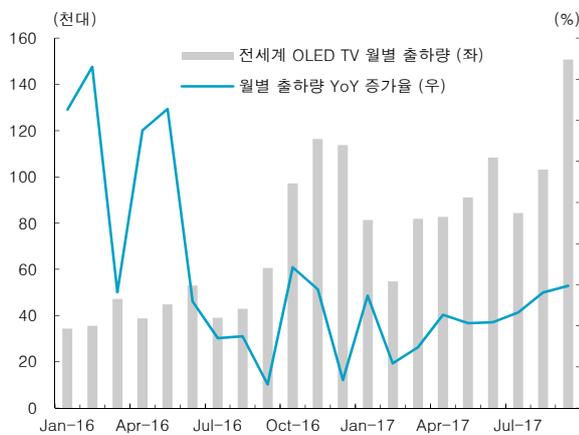
#### OLED TV 공급 확대

2018년 LG디스플레이의 OLED TV패널 공급량은 2,9백만대로 75% 증가할 전망이다. 3Q17부터 가동되기 시작한 8세대 신규 OLED패널 생산라인이 4분기부터 full 가동되고 2018년에는 연간 공급량 증가에 기여할 것이다. 55인치, 65인치, 77인치의 비중에 따라 생산 가능한 패널대수가 큰 차이를 보일 수 있다. 77인치 비중이 2017년 3%에서 2018년 7%로 높아짐에 따라 대수기준으로는 75%, 면적기준으로는 87%의 출하량 증가율을 보일 전망이다. OLED TV패널 매출액은 2017년 1,5조원에서 2018년 2,7조원으로 83% 증가할 전망이다. OLED TV 완제품업체들의 수익성이 크게 개선되고 있어 2018년은 패널가격 하락폭이 제한적이고 65인치와 77인치 비중이 높아지면서 평균 ASP는 전년 대비 4% 상승할 것이다.

#### OLED TV완제품업체 수익성 개선

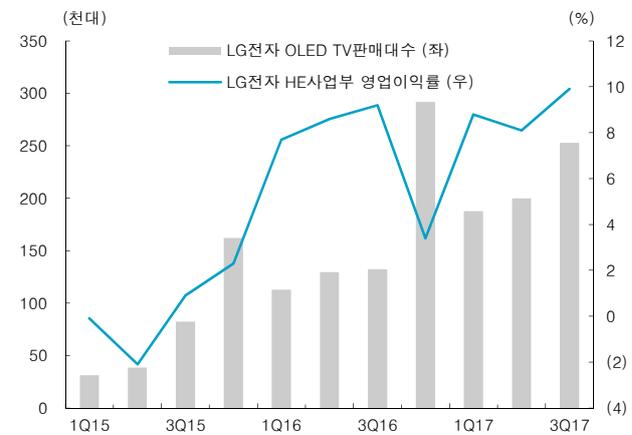
OLED TV를 판매하고 있는 업체들의 TV사업 실적이 크게 개선되고 있다. 지난 3분기 LG전자의 TV사업이 포함되어 있는 HE(Home Entertainment) 사업부의 실적이 크게 개선됐다. 매출액은 4,6조원, 영업이익은 4,580억원으로 영업이익률이 9.9%를 보였다. 영업이익은 전년 대비 20% 증가했고 영업이익률은 0.7%p 개선됐다. LG전자 다음으로 OLED TV를 많이 판매하고 있는 일본의 소니도 TV사업이 포함되어 있는 HE&S(Home Entertainment & Sound) 사업부의 실적이 개선되고 있다. 이러한 OLED TV 완제품업체들의 실적개선은 TV 시장의 수요부진에도 불구하고 OLED TV가 프리미엄 TV로서 소비자들에게 인지되고 있음을 보여준다.

[그림 5] 전체 OLED TV 월별 출하량 추이



자료: iHS, 한국투자증권

[그림 6] LG전자 HE사업부 영업이익률 vs. LG전자 OLED TV 판매량



자료: iHS, 한국투자증권

#### 2018년 OLED TV패널 가격 하락폭 축소

OLED TV업체들의 수익성이 개선되고 있어 2018년 LG디스플레이의 OLED TV패널 판매가격의 하락폭도 둔화될 것이다. 2017년에는 LCD TV패널과 경쟁사의 프리미엄 TV 완제품 가격도 하락하면서 OLED TV패널가격의 하락압력이 높았다. 하지만, 2018년에는 1분기를 지나면서 LCD TV패널가격의 하락이 멈추고 안정화될 전망이다. LCD TV패널가격이 안정화되고 OLED TV판매 강세가 지속되면 LG디스플레이가 OLED TV패널 판매가격을 인하해 줄 이유가 없기 때문이다. OLED TV패널 가격인하폭이 줄고 생산량 증가, 공정개선을 통한 원가절감 등이 이루어질 경우 예상보다 빠른 2018년 2분기에 OLED TV패널사업의 흑자전환 가능성도 있다. LG디스플레이의 OLED TV패널사업은 2018년 연간으로도 BEP 달성이 가능할 전망이다.

## Top picks

### LG디스플레이(034220)

#### 밸류에이션 상승을 기대

LG디스플레이에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 58,000원을 유지한다. 2018년에 LG디스플레이 주가를 견인할 수 있는 요인이 많다. 우선 LCD패널가격의 안정화다. 패널가격이 1Q18 비수기까지 추가하락한 후 점차 안정화될 전망이다. LCD패널가격 안정은 실적저점을 만들어 줘 주가의 추가적인 하락을 방어해줄 것이다. 두번째는 대형 OLED패널의 수익성 개선이다. 지난 3분기 신규 capacity 가동으로 인한 비용증가로 손실규모가 확대됐지만 4분기부터 적자폭이 축소되고 2018년부터는 본격적인 수익성 개선이 나타날 전망이다. 프리미엄 모델의 판매비중 상승과 OLED TV패널가격 안정화로 2Q18부터는 흑자전환이 가능할 전망이다. 마지막으로 하반기 애플향 OLED패널 공급이다. 초기 수율문제 등으로 위험요인이 부각될 수 있지만 E5라인에서의 경험 등으로 수율개선이 빨라질 수 있고 우호적인 공급계약조건으로 수익성도 우려보다 좋을 수 있다. 이와 같이 중소형 및 대형 OLED패널의 성장은 LG디스플레이 주가의 밸류에이션을 상승시켜 줄 요인이다.

### 실리콘웍스(108320)

#### 다시 성장의 길로

LG디스플레이의 OLED패널 사업 확대의 수혜와 LG그룹내 반도체업체로서의 역할 증가로 성장성이 부가될 실리콘웍스에 대해 투자 의견 '매수'와 목표주가 56,000원을 유지한다. LG디스플레이의 OLED TV 및 중소형 OLED패널 생산량 증가로 2017년 하반기 전체 매출액 중 OLED관련 제품의 매출액 비중이 이미 17%까지 높아졌다. LG디스플레이의 OLED패널 매출액 비중이 7%인 것에 비해 크게 높다. 내년에는 LG전자로부터 일부 반도체사업 인수와 아이폰 OLED패널 드라이버-IC 공급 등으로 매출액 성장율이 회복될 것이다. LG디스플레이의 OLED사업 더불어 성장할 부품기업으로 투자매력이 높다.

## 위험 요인

#### LG디스플레이 중국 OLED투자 지연

LG디스플레이는 중국 지방정부와 8세대 OLED TV패널 생산라인을 위한 합작사 설립에 합의했다. 이 합의는 우리나라 정부의 승인을 전제로 하는데 정부가 기술유출의 위험을 이유로 여전히 심사를 진행 중이다. 시간이 흐를수록 LG디스플레이에게는 위험이 커질 수 있다. 물론, 승인이 나올 확률이 높지만 시간이 늦어지면 그만큼 OLED TV패널의 성장이 지연될 수 있기 때문이다. 2019년 중반 가동을 목표로 준비 중인 중국 8세대 OLED라인이 지연될 경우 2019년에도 신규 OLED capacity의 가동이 어려워질 수 있기 때문이다. 큰 폭의 성장을 이룰 수 있는 산업초기에 공급능력 부족으로 성장을 이루지 못할 수도 있다는 의미이다. 투자 승인을 얻지 못하는 경우보다 지연이 더 안 좋을 수 있다. 투자 승인을 얻지 못하면 대안을 찾을 수 있고 국내 P10공장 활용이나 LCD라인 전환 투자 등의 방안으로 오히려 투자기간이 줄어들 수도 있다. 하지만, 승인 지연은 투자대안을 활용하지도 못한다는 점에서 가장 안 좋은 경우가 될 것이다.

<표 1> 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가				실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
LG디스플레이 (034220)	투자의견	매수	2015A	28,384	1,626	967	2,701	34,076	9.1	0.7	8.2	2.2	2.0
	목표주가(원)	58,000	2016A	26,504	1,311	907	2,534	36,209	12.4	0.9	7.2	3.2	1.6
	현재가 (11/7, 원)	29,550	2017F	27,738	2,719	1,954	5,461	41,230	5.4	0.7	14.1	2.4	1.7
	시가총액(십억원)	10,573	2018F	26,477	1,584	1,010	2,824	44,113	10.5	0.7	6.6	2.9	0.0
				2019F	29,125	2,191	1,440	4,023	48,196	7.3	0.6	8.7	2.5
실리콘웍스 (108320)	투자의견	매수	2015A	536	56	48	3,018	21,371	12.8	1.8	15.0	5.6	2.6
	목표주가(원)	56,000	2016A	610	51	51	3,116	23,406	8.9	1.2	13.9	3.1	3.2
	현재가 (11/7, 원)	51,100	2017F	677	44	36	2,195	24,619	23.3	2.1	9.1	8.7	1.8
	시가총액(십억원)	831	2018F	813	78	62	3,838	27,477	13.3	1.9	14.7	4.8	1.8
				2019F	935	101	81	4,969	31,465	10.3	1.6	16.9	3.5

주: 11월 7일 종가 기준  
 자료: 각 사, 한국투자증권

# 반도체

## 공급증가의 해

### 비중확대

#### ▶ 3대 키워드

- 디램업체 설비투자 증가
- 서버디램 수요 강세 지속 여부
- 후발업체의 3D낸드 양산

#### ▶ Top picks

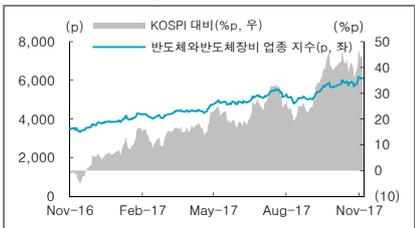
삼성전자(005930, 매수, TP 3,250,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	9.3	8.6	8.1
PBR(x)	1.8	1.5	1.4
EV/EBITDA(x)	4.1	3.3	3.0
DY(%)	1.3	3.6	5.0
EPS(원)	302,918	327,523	347,138
BPS(원)	1,524,684	1,852,485	2,075,564

- 2018년 메모리업황 둔화에도 메모리제품 마진 하락 폭 크지 않을 것
- 아이폰향 플렉시블 OLED패널 공급량 증가 및 수출 안정화로 DP부문 이익 증익 예상
- 주주환원정책 확대로 밸류에이션 상승

테스(095610, 매수, TP 47,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	13.1	10.2	9.7
PBR(x)	3.7	2.8	2.2
EV/EBITDA(x)	6.9	4.8	4.1
DY(%)	0.6	0.6	0.6
EPS(원)	2,847	3,642	3,856
BPS(원)	10,142	13,558	17,190

- 주요고객사들의 디램, 낸드 투자 확대 수혜
- 기존 PECVD 장비와 GPE 장비 적용 확대로 점유율 상승

#### ▶ 12개월 업종 수익률



유종우  
jongwoo.yoo@truefriend.com

김정환  
junghwan.kim@truefriend.com

### Investment Summary

#### 2018년 3대 키워드: 디램 설비투자 증가, 서버디램, 후발업체의 3D낸드 양산

2018년에는 1) 디램업체 설비투자증가, 2) 서버디램 수요 강세 지속여부, 그리고 3) 삼성전자를 제외한 후발업체들의 3D낸드 양산에 주목해야 한다. 2016년 중반부터 개선되기 시작한 메모리업황이 2017년말까지 지속되고 있다. 디램수급 강세가 지속되면서 2017년 하반기부터 디램업체들의 설비투자 및 공급증가가 나타나기 시작했다. 2018년에도 디램산업의 설비투자과 공급증가율이 얼마나 될 지가 수급에 주요변수가 될 것이다. 공급은 증가하는데 서버디램의 수요가 언제까지 강세를 유지할 수 있는 지도 관건이다. 그리고 낸드의 경우 삼성전자를 제외한 후발업체들의 3D낸드 본격 양산이 계획되어 있어 공급이 크게 증가할 전망이다.

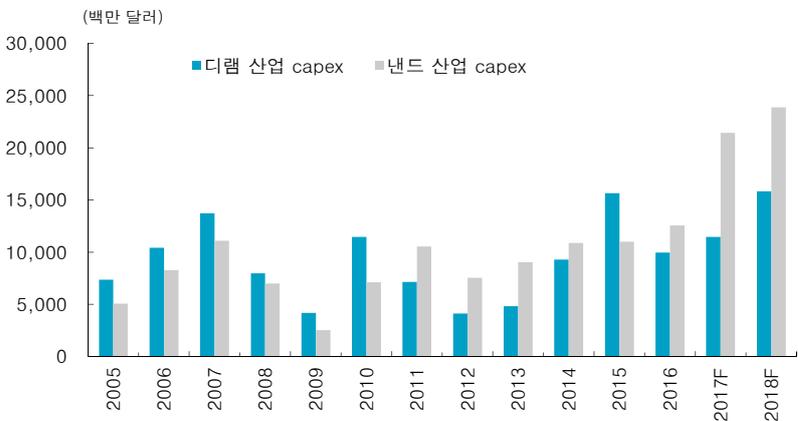
#### 가격강세로 수요증가율은 낮아지는데 공급증가율 전망은 상향 중

디램 가격(PC디램 DDR4 4Gb 고정가격 기준)은 2016년 7월 이후 148% 상승했다. 낸드가격도 같은 기간 65% 상승했다. 디램 및 낸드의 주요 수요처인 스마트폰업체들의 원가부담이 높아져 메모리수요 채용량 증가율은 둔화되는 모습이다. 반면, 디램 및 낸드의 공급증가율 전망은 높아지는 추세다. SK하이닉스가 2017년~2018년 디램 공급량 증가율을 높였고 삼성전자의 2018년 디램 설비투자 계획이 상향되고 있다. 낸드의 경우도 삼성전자를 포함한 모든 업체가 3D낸드 양산을 통해 2017년 대비 크게 높은 공급증가율을 계획하고 있어 공급과잉 가능성이 높아지고 있다.

#### Top pick: 삼성전자, 테스

Top pick은 삼성전자와 테스다. 목표주가는 각각 3,250,000원, 47,000원이다. 메모리가격 하락 가능성이 높아져 원가절감 능력이 상대적으로 높은 삼성전자의 수익성이 더 안정적이다. 테스는 메모리업체 설비투자 확대의 최대 수혜업체이다.

[그림 1] 디램, 낸드 산업 연간 설비투자 규모 추이



자료: 한국투자증권

## 3대 키워드

### 1. 디램업체 설비투자 증가

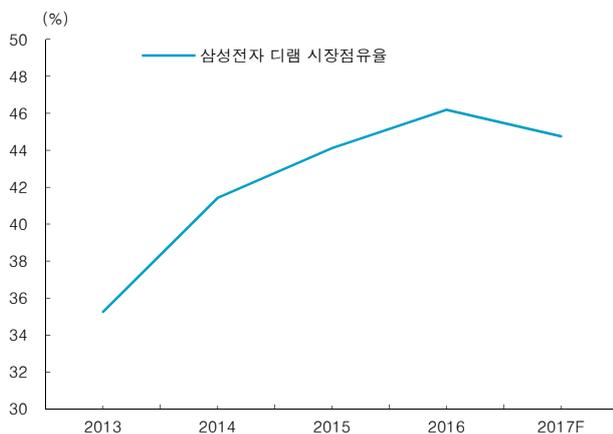
#### SK하이닉스의 2017년 디램 bit growth 상향으로 시작

SK하이닉스가 3Q17 실적발표에서 3분기 디램 bit growth가 17%로 당초 가이드언스를 크게 상회했다고 밝혔다. 더불어 2017년 연간 디램 bit growth를 20% 초반에서 20% 중반으로 상향했다. 2018년 디램 bit growth에 대해서도 20% 초반으로 언급해 당초 시장에서 예상했던 10% 후반을 상회하는 가이드언스를 제공했다. 지난 7월 2017년 설비투자계획을 기존대비 37% 증가시켰는데 결국 공급증가로 이어지는 모습이다. 당초 설비투자 증가가 공급증가로 이어지지 않을 것으로 얘기했지만 실제로는 공급이 증가하는 모습이다. 또한, 3D 낸드보다는 수익성이 좋은 디램의 공급이 증가해 이익을 극대화시키는 전략을 선택한 것으로 보인다.

#### 2018년 삼성전자의 디램 설비투자 증가

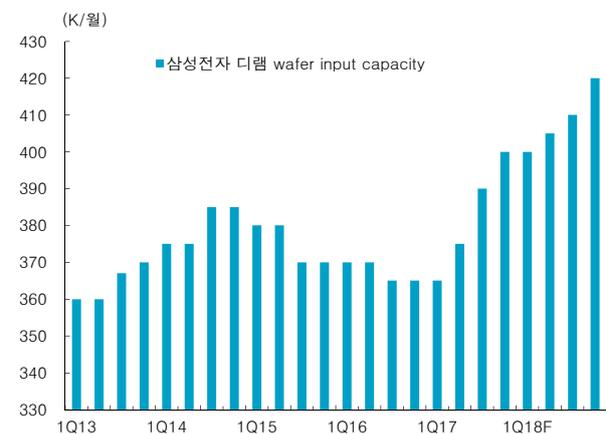
2017년 삼성전자는 디램 신규 capacity를 40K/month 증가시켰다. 하지만, 1x nm 공정전환으로 인한 wafer input loss로 인해 실제 증가하는 capacity 증가는 10~20K 수준에 그쳤고 2017년 디램 bit growth도 15%에 머무를 전망이다. 그런데 경쟁업체인 SK하이닉스의 디램설비투자 및 공급량 증가로 삼성전자의 점유율이 3년만에 처음으로 하락하는 일이 발생하고 있다. 따라서, 2018년 삼성전자의 디램 신규 capacity 투자규모도 확대될 전망이다. 지난 10월 31일 실적설명회에서 명확히 밝히지는 않았지만 2018년 디램의 신규 capacity는 2017년 40K보다 크게 증가해 최소 70K~80K 정도가 될 전망이다. 물론, 기존 디램 capacity의 일부 시스템LSI라인으로의 전환이 계획되어 있어 디램 신규 capacity의 증가가 디램의 공급량 증가를 의미하지는 않겠지만 경쟁사의 디램공급량 증가에 대응하기 위한 공급량 증가가 나타날 전망이다.

[그림 2] 삼성전자 디램 시장점유율 추이 - 2013년~2017년 연간



자료: Gartner, 한국투자증권

[그림 3] 삼성전자 디램 wafer input capacity 추이



자료: Gartner, 한국투자증권

#### 공정전환을 통한 공급증가 및 원가절감폭은 지속 둔화

디램업체들이 설비투자를 늘려 공급을 증가시키는 배경에는 기본적으로 수요에 대한 긍정적인 전망이 있기도 하지만, 생산측면에서 공정전환을 통한 생산량 증가가 지속적으로 둔화되고 있는 점도 작용한다. 2018년 삼성전자는 1y nm를 SK하이닉스는 1x nm를 본격 양산하기 시작하면서 발생하는 생산량 증가폭이 각각 이전 공정인 1x nm 및 2z nm 전환 시 얻을 수 있었던 생산량 증가에 미치지 못한다. 따라서, bit growth를 내기 위해서는 더 많은 신규 wafer input capacity를 증가시켜야 하고 원가절감폭은 줄어들게 된다.

## 2. 서버디램 수요 강세 지속?

### 서버디램 수요 강세 지속 중

서버디램 수요강세가 지속되고 있다. 지난 2Q17 서버디램의 채용량 증가율은 38%로 3Q16 이후 40% 수준으로 예상보다 오래 강세를 지속하고 있다. 우리는 서버디램 채용량 강세가 데이터트래픽 증가율의 강세에 기인한다고 보고 있다. 페이스북(Facebook), 인스타그램(Instagram) 등의 동영상 콘텐츠 소비가 증가하면서 2016년 데이터트래픽 증가율이 32%로 2015년 21% 대비 높아지면서 이들 업체들의 데이터센터 서버들의 디램채용량이 동시에 증가하고 있다. 아마존의 경우 클라우드컴퓨팅 사업의 확장으로 비즈니스용 서버용량 증가가 크게 나타나고 있지만 데이터트래픽에서 비즈니스 목적이 차지하는 비중은 여전히 낮아 전반적인 서버디램 채용량 증가에 미치는 영향은 크지 않다는 판단이다.

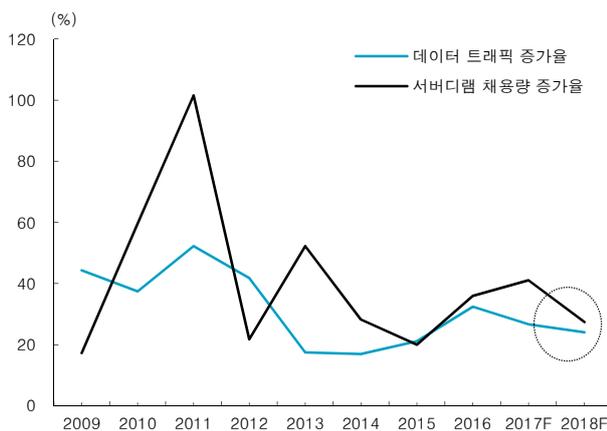
### 서버디램 수요강세로 인한 부작용

서버디램 수요강세로 인해 전반적인 디램가격 상승이 지속되면서 다른 application의 수요에는 부정적인 영향이 나타나고 있다. 가장 직접적인 영향을 받고 있는 application은 디램수요에서 가장 큰 비중을 차지하는 모바일디램이다. 전체 디램 수요의 38%를 차지하는 스마트폰의 모바일디램 채용량 증가율은 지난 4Q16 전년동기대비 73%에서 2Q17 22%로 빠르게 하락 중이다. 하반기 주요 스마트폰인 애플 아이폰 신모델의 디램채용량이 작년 모델과 동일해 하반기 모바일디램의 채용량 증가율은 20%를 하회할 전망이다. 디램가격이 하락하기 전까지는 이러한 채용량 둔화의 의미있는 회복이 나타나기는 어려울 전망이다.

### PC 및 기타 디램 채용량 증가율도 둔화

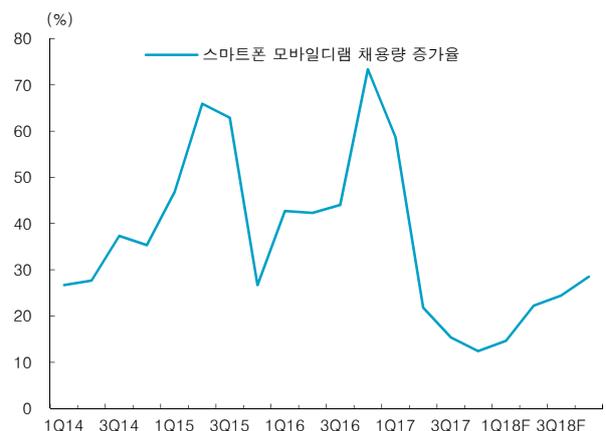
스마트폰업체들의 수익성 악화가 모바일디램 채용량 증가율 둔화로 이어지는 것과 마찬가지로 PC, 소비자가전 등의 비중이 낮기는 하지만 디램수요 전반의 채용량 증가율이 대부분 낮아지고 있다. PC의 경우 1Q17 전년동기대비 38% 증가에서 2Q17 27%로 낮아졌다. 아직 추세라고 하기에는 부족하지만 PC수요가 부진을 지속하고 있어 하반기 채용량 증가율은 둔화될 전망이다. PC 외에 그래픽카드, 프린터, 셋탑박스, 게임콘솔 등의 디램채용량 증가율도 모두 4Q16를 고점으로 낮아지는 추세를 보이고 있다. 가격강세는 다른 application 수요 부진으로 이어지고 있다.

[그림 4] 데이터트래픽 증가율 vs. 서버디램 채용량 증가율



자료: Cisco, Gartner, 한국투자증권

[그림 5] 스마트폰 모바일디램 채용량 증가율 추이



자료: Gartner, SA, 한국투자증권

### 3. 후발업체의 3D 낸드 양산

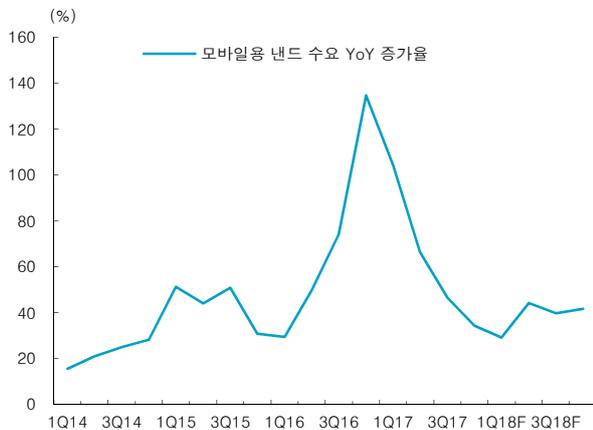
2017년 하반기부터 64단 제품 양산 시작

2017년 삼성전자는 2분기부터 64단 3D 낸드 양산을 시작해 하반기 생산량을 늘리고 있다. 도시바도 하반기 64단 제품 애플 아이폰에 공급하기 시작했다. SK하이닉스는 아직 48단 제품 양산을 본격화하지 못했지만 연말부터는 72단 제품 양산도 시작할 계획이다. 마이크론도 64단 제품 양산을 2017년 하반기에 시작했다. 삼성전자와 SK하이닉스를 제외하고는 신규 capacity를 확보하기 보다는 기존 planar 낸드 capacity를 3D 낸드 capacity로 전환해 생산량을 증가시키고 있다. 2018년에는 대부분의 업체들이 64단이나 72단 제품 양산 계획을 가지고 있어 낸드산업 공급증가율이 44%로 2017년 23%에서 크게 높아질 전망이다.

2018년 낸드 공급증가율 상승으로 공급과잉 전망

후발업체들의 3D 낸드 양산이 본격화되면서 2018년 낸드 공급증가율이 44%로 수요 증가율 30%를 상회해 수급이 완화되면서 낸드가격 하락이 나타날 전망이다. 상반기보다는 하반기 공급과잉이 심해지면서 가격 하락폭도 확대될 전망이다. 3D 낸드 시장에서 삼성전자의 독주가 지속됨에 따라 후발업체들의 경쟁적인 공급증가가 예상된다. 공급이 증가하고 가격이 하락한다고 해서 후발업체들이 시장진입을 주저할 이유가 없는 상황이다. 제품개발과 점유율 확보가 필요하기 때문이다. 공급이 증가하는 반면, 낸드수요는 그동안의 가격 상승으로 증가율이 둔화되고 있다. 특히, 전체 낸드수요의 33%를 차지하고 있는 모바일용 낸드의 수요증가율은 스마트폰업체들의 수요증가율이 둔화되고 있어 전반적인 낸드수요의 요인이 되고 있다. SSD의 경우도 서버용 enterprise SSD의 수요는 강세를 유지하고 있지만, PC용 client SSD의 채용량 증가율 둔화가 나타나고 있어 전반적인 SSD용 낸드 수요증가율도 낮은 상황이다.

[그림 6] 모바일용 낸드 수요 YoY 증가율 추이



자료: Gartner, 한국투자증권

[그림 7] 업체별 3D 낸드 양산 time table

업체	1H15		2H15		1H16		2H16		1H17		2H17		1H18F		2H18F	
	Sampling	Mass-production	Sampling	Mass-production	Sampling	Mass-production										
삼성전자			48-layer	48-layer			64-layer	64-layer					96-layer	96-layer		
SK하이닉스			32-layer		32-layer	48-layer			48-layer	72-layer			72-layer			
도시바/웨스턴디지털					48-layer	64-layer	64-layer	96-layer								96-layer
마이크론/인텔			32-layer		32-layer	48-layer	64-layer	64-layer	64-layer				72/96-layer			72/96-layer

자료: 한국투자증권

## Top picks

### 삼성전자(005930)

증익+주주환원 정책으로  
주가 상승

삼성전자에 대한 투자 의견 '매수'와 목표주가 3,250,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 forward EPS에 목표PER 10배를 적용했다. 2018년 메모리업황의 둔화가 예상되지만 삼성전자의 전사 영업이익은 63조원으로 15% 증가할 전망이다. 디램의 가격하락폭이 크지 않고 3D 낸드의 경우 원가절감으로 상대적으로 마진 하락폭이 크지 않을 전망이다. 또한, 아이폰에 공급하는 플렉서블OLED패널 공급량 증가와 수율안정화로 DP부분의 이익이 8.8조원으로 전년대비 52% 증가해 전사 증익에 기여할 전망이다. 이익증가와 더불어 지난 10월 31일에 발표한 확대된 주주환원 정책으로 주가의 밸류에이션 상승을 기대한다. 2017년 삼성전자의 12개월 forward PER은 6~8배 사이였지만 주주환원 정책 확대로 밸류에이션의 상승도 가능할 것이다.

### 테스(095610)

메모리 설비투자 확대 수혜

3D 낸드 설비투자 증가의 수혜뿐만 아니라 2018년에는 디램 설비투자 증가의 수혜도 가능해 테스의 투자 매력도는 여전히 높게 유지될 것이다. 투자 의견 '매수'와 목표주가 47,000원을 유지한다. 목표주가는 2018년 추정EPS에 목표PER 13배를 적용했다. 2017년 예상 매출액 중 낸드용 장비매출액 비중은 80%까지 높아졌다. 2018년에는 삼성전자, SK하이닉스의 디램 설비투자도 증가해 테스의 디램용 장비매출액 비중이 30%로 높아질 전망이다. 2018년 전체 매출액은 3,467억원으로 2017년 대비 28% 증가할 것이다. 기존 PECVD 장비 및 GPE(Gas Phase Etching)장비의 적용 확대에 의한 점유율 상승과 ALD장비 등의 신규 시장 진입 등으로 매출액 증가율은 더 높아질 수 있다. 2018년 영업이익은 877억원으로 29% 증가할 전망이다.

## 위험 요인

서버시장의 메모리 수요 둔화

2016년 하반기부터 시작된 메모리업황의 회복에는 서버시장의 메모리수요 증가가 가장 크게 기여하고 있다. 서버용 디램 및 SSD 수요증가가 예상보다 강하게 오래 지속되고 있는 반면 공급측면에서는 아직 수요에 대한 확신이 낮아 공급업체들의 설비투자가 소극적이어서 공급이 충분히 증가하지 못했기 때문이다. 그런데 최근 디램 및 낸드 공급업체들의 설비투자 계획이 다시 공격적으로 변화하고 있다. 서버시장의 메모리수요에 대한 확신이 점차 높아지고 있기 때문이다. 하지만, 서버시장의 메모리수요 강세가 언제까지 지속될 지는 불확실하다. 4차 산업혁명으로 인 중장기적인 수요전망은 좋지만 단기적으로 지금의 수요강세가 지속된다고 보기는 어렵기 때문이다. 디램의 경우 데이터트래픽 증가율이 둔화되면 서버디램 채용량 증가율도 크게 낮아질 수 있다. Enterprise SSD도 현재의 낸드 가격에서는 HDD(Hard Disk Drive)대체에 한계가 있어 수요증가율이 언제 둔화될 지 모른다. 공급증가율이 증가하는데 서버시장의 메모리수요가 둔화될 경우 디램 및 낸드 사이클의 하락은 불가피하다.

〈표 1〉 커버리지 valuation

투자 의견 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
삼성전자 (005930)	투자 의견	매수	2015A	200,653	26,413	18,695	126,305	1,095,140	10.0	1.2	11.2	3.1	1.7
	목표주가(원)	3,250,000	2016A	201,867	29,241	22,416	157,967	1,217,019	11.4	1.5	12.5	4.1	1.6
	현재가 (11/7, 원)	2,805,000	2017F	246,856	55,070	42,072	302,918	1,524,684	9.3	1.8	20.6	4.1	1.3
	시가총액(십억원)	362,121	2018F	306,846	64,099	46,081	327,523	1,852,485	8.6	1.5	19.4	3.3	3.6
				2019F	322,188	65,807	47,549	347,138	2,075,564	8.1	1.4	17.7	3.0
SK하이닉스 (000660)	투자 의견	중립	2015A	18,798	5,336	4,322	6,002	30,438	5.1	1.0	21.9	2.2	1.6
	목표주가(원)	-	2016A	17,198	3,277	2,954	4,184	34,051	10.7	1.3	13.0	4.1	1.3
	현재가 (11/7, 원)	82,400	2017F	30,271	13,490	10,806	15,306	47,963	5.4	1.7	37.2	2.7	1.2
	시가총액(십억원)	59,987	2018F	34,774	13,527	10,765	15,249	61,336	5.4	1.3	27.6	2.4	1.8
				2019F	37,208	11,823	9,436	13,366	71,428	6.2	1.2	19.8	2.1
SK머티리얼즈 (036490)	투자 의견	매수	2015A	338	113	66	6,270	35,670	18.6	3.3	18.9	8.2	2.2
	목표주가(원)	210,000	2016A	461	154	109	10,299	40,078	17.4	4.5	27.2	9.8	2.0
	현재가 (11/7, 원)	184,900	2017F	527	154	108	10,774	46,686	17.2	4.0	23.8	8.8	2.0
	시가총액(십억원)	1,950	2018F	676	191	133	13,270	54,668	13.9	3.4	24.9	7.3	2.5
				2019F	741	218	154	15,338	64,043	12.1	2.9	24.6	6.5
원익IPS (240810)	투자 의견	매수	2015A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	목표주가(원)	44,000	2016A	244	29	23	546	5,638	48.0	3.4	10.3	26.4	0.0
	현재가 (11/7, 원)	36,850	2017F	632	119	89	2,160	7,484	17.1	4.9	33.8	10.8	0.0
	시가총액(십억원)	1,520	2018F	777	163	125	3,022	10,520	12.2	3.5	33.6	7.8	0.0
				2019F	894	187	141	3,428	13,962	10.8	2.6	28.0	6.5
솔브레인 (036830)	투자 의견	매수	2015A	628	101	81	4,969	30,570	8.2	1.3	17.6	5.1	1.2
	목표주가(원)	82,000	2016A	723	105	75	4,635	34,416	13.0	1.8	14.2	6.5	1.0
	현재가 (11/7, 원)	68,000	2017F	815	127	96	5,925	39,527	11.5	1.7	15.9	5.9	0.9
	시가총액(십억원)	1,126	2018F	920	154	121	7,479	46,094	9.1	1.5	17.3	4.8	1.0
				2019F	983	165	130	8,067	53,203	8.4	1.3	16.1	4.2
한솔케미칼 (014680)	투자 의견	매수	2015A	368	49	34	3,079	21,608	20.2	2.9	15.0	12.5	1.3
	목표주가(원)	100,000	2016A	460	82	56	5,034	25,179	16.5	3.3	21.3	11.2	1.2
	현재가 (11/7, 원)	71,500	2017F	533	80	54	4,862	28,666	14.7	2.5	17.8	9.5	1.4
	시가총액(십억원)	807	2018F	579	97	66	5,962	33,232	12.0	2.2	19.0	8.1	1.4
				2019F	608	108	77	6,931	38,750	10.3	1.8	19.0	7.2
테스 (095610)	투자 의견	매수	2015A	100	9	13	798	9,144	12.7	1.1	14.1	9.9	2.1
	목표주가(원)	47,000	2016A	179	36	31	1,764	7,636	15.2	3.5	25.9	11.3	0.8
	현재가 (11/7, 원)	37,300	2017F	271	68	56	2,847	10,142	13.1	3.7	32.1	6.9	0.6
	시가총액(십억원)	733	2018F	347	88	72	3,642	13,558	10.2	2.8	30.7	4.8	0.6
				2019F	364	92	76	3,856	17,190	9.7	2.2	25.1	4.1
유진테크 (084370)	투자 의견	매수	2015A	95	19	20	904	8,566	14.4	1.5	11.5	6.5	1.5
	목표주가(원)	25,000	2016A	141	36	32	1,452	9,589	12.2	1.9	16.4	5.7	1.3
	현재가 (11/7, 원)	22,000	2017F	124	30	27	1,230	10,564	17.9	2.1	12.3	7.9	1.0
	시가총액(십억원)	504	2018F	181	53	43	1,928	12,220	11.4	1.8	17.1	4.0	1.0
				2019F	208	51	43	1,948	13,895	11.3	1.6	15.0	3.8
디엔에프 (092070)	투자 의견	매수	2015A	71	20	17	1,617	5,802	9.8	2.7	33.4	7.0	0.0
	목표주가(원)	24,000	2016A	58	12	10	979	6,771	16.8	2.4	15.8	10.4	0.0
	현재가 (11/7, 원)	16,150	2017F	78	18	15	1,406	8,147	11.5	2.0	18.9	7.6	0.0
	시가총액(십억원)	173	2018F	91	23	19	1,832	9,927	8.8	1.6	20.1	6.0	0.0
				2019F	113	24	19	1,802	11,679	9.0	1.4	16.5	5.5

주: 11월 7일 종가 기준  
 자료: 각 사, 한국투자증권

# 통신서비스

## 비중확대

### ▶ 3대 키워드

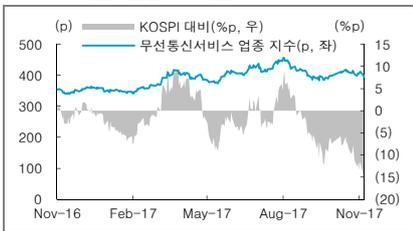
- 요금 규제
- 5G 신성장 동력
- 데이터 트래픽 폭증

### ▶ Top picks

SK텔레콤 (017670, 매수, TP 346,000원)			
	2016	2017F	2018F
PER(x)	6.7	5.9	6.3
PBR(x)	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(x)	4.8	4.4	3.9
DY(%)	3.9	3.9	4.3
EPS(원)	38,390	43,349	40,730
BPS(원)	247,680	274,075	297,285
• 배당수익률이 3.8%로 높은 배당주 • SK플래닛 적자 축소, SK브로드밴드 수익성 호전 • SK하이닉스 지분 가치 상승, 분할 가능성			

KT (030200, 매수, TP 38,700원)			
	2016	2017F	2018F
PER(x)	9.6	8.5	7.8
PBR(x)	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(x)	2.6	2.4	2.3
DY(%)	3.4	3.7	3.9
EPS(원)	3,070	3,460	3,768
BPS(원)	49,036	51,232	53,671
• IPTV, 부동산이 수익성 호전 주도 • 비용 구조 개선으로 수익 호전, 배당 증가 • 실질 PBR 0.4배의 자산주			

### ▶ 12개월 업종 수익률



양종인  
jiyang@truefriend.com

조민영  
minyong@truefriend.com

# 요금 규제를 데이터 성장과 비용절감으로 대응

## Investment Summary

### 2018년 3대 키워드: 요금 규제, 5G 신성장 동력, 데이터 트래픽 폭증

2018년 3대 키워드는 요금 규제, 5G 신성장 동력, 데이터 트래픽 폭증이다. 통신업체의 신성장동력인 5G와 데이터 트래픽 폭증은 성장을 견인해 손익에 긍정적이거나 정부 주도의 요금 인하는 매출 감소로 부정적이다. 차세대 통신인 5G는 VR, AR 등 차세대 미디어를 활성화시키고 자율주행차, 인공지능 등 새로운 시장을 창출할 것이다. LTE 가입자당 데이터 트래픽이 2018년 12월에는 9GB에 육박할 전망이다. 데이터 이용 증가는 요금상향으로 이어질 것이다.

### 수익성은 요금 규제에 영향 받을 것

2018년 통신 3사의 서비스 매출액 증가율은 1.6%로 2017년 2.3%를 하회할 전망이다. 유선통신 매출이 3.9% 늘겠지만 이동통신 매출이 요금인하로 0.4% 감소할 것이기 때문이다. IPTV는 가입자 증가와 주문형비디오(VOD) 수요 증가로, 초고속 인터넷은 기가인터넷 가입자 확대에 매출 호조세가 이어질 것이다. 2018년 영업이익은 IPTV 흑자폭 확대, 마케팅비용 감소 등으로 7.5% 증가할 전망이다. 하지만 보편요금제 등으로 요금규제가 강화되면 수익성은 약화될 것이다.

### 선호순은 SK텔레콤, KT

통신주는 배당메리트가 높고 valuation이 낮아 비중확대 의견을 유지한다. Top pick은 SK텔레콤이다. SK플래닛, SK브로드밴드, SK하이닉스 등 자회사 가치가 상승할 전망이다. 배당수익률이 3.9%로 높다. 차선호주는 KT다. IPTV 및 부동산 주도로 수익 호전세가 이어질 것이다. 배당이 2017년 1,000원에서 2018년에 1,100원으로 늘어날 전망이다. 부동산을 시가 기준으로 적용하면 PBR은 0.4배로 낮다.

<표 1> 통신 3개사 합산 손익계산서

(단위: 십억원, %)

	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
매출액	51,863.1	50,653.9	50,213.2	51,286.5	52,775.3	53,601.7
증가율	1.9	(2.3)	(0.9)	2.1	2.9	1.6
서비스 매출액	44,298.0	44,591.1	45,304.6	46,126.3	47,168.2	47,934.9
증가율	4.4	0.7	1.6	1.8	2.3	1.6
마케팅비용	7,946.3	8,822.0	7,867.8	7,619.7	7,891.4	7,796.4
증가율	2.0	11.0	(10.8)	(3.2)	3.6	(1.2)
영업이익	3,392.5	1,994.9	3,633.3	3,722.2	3,933.5	4,191.7
(명예퇴직금 제외)	3,392.5	3,047.6	3,523.3	3,722.2	3,933.5	4,191.7
증가율	10.1	(10.2)	15.6	5.6	5.7	6.6
순이익	1,756.0	974.4	2,423.0	2,879.8	4,008.2	4,500.8
(명예퇴직금 제외)	1,756.0	1,795.0	2,423.0	2,879.8	4,008.2	4,500.8
증가율	(20.5)	2.2	35.0	18.9	39.2	12.3
EBITDA	11,093.1	10,167.2	11,573.8	11,788.7	12,223.0	12,480.3
증가율	7.5	(8.3)	13.8	1.9	3.7	2.1

자료: 각사, 한국투자증권

## 3대 키워드

### 1. 요금 규제

요금 규제는 손익에 매우 부정적, 보편요금제는 불확실한 변수

정부주도의 요금 인하는 통신업체 손익에 부정적이다. 이동사는 9월부터 요금할인율을 20%에서 25%로 상향했고, 18년부터 취약계층에 11,000원의 요금을 감면하는 방안을 실행할 것으로 보인다. 이는 이통 3사의 18년, 19년 영업이익을 각각 5,432억원, 9,688억원 줄이는 영향을 미칠 것이다. 취약계층 요금 감면이 이루어지면 중장기 과제인 보편요금제 실행 여부가 불확실한 요인으로 남는다. 손익 영향이 막대해 논란이 큰 요금제로 추진에 어려움이 있을 것이다. 통신업체는 요금인하에 대응해 리베이트 등 마케팅비용 절감으로 손익 보전에 나설 것으로 보인다.

단말기 완전자급제는 통신업체 손익에 긍정적

가계통신비 부담 완화의 일환으로 단말기 완전자급제 법안이 발의됐다. 단말기 완전자급제란 단말기 판매는 제조사와 판매점이, 이동통신 서비스 가입은 이동사 대리점이 각각 담당해 단말기 유통과 서비스 가입을 분리하는 것이다. 완전자급제 도입 시 통신업체는 대리점 및 판매점에 지급하는 판매장려금(리베이트) 등 마케팅비용이 감소해 손익에 긍정적일 전망이다. 개통 가입자당 리베이트가 2만원 줄어들면 3사 마케팅비용은 4,083억원이 줄어들 것이다. 하지만 완전자급제는 이해 관계자가 많아 아직 실행 여부 및 시기는 가능하기 어렵다. 특히 손익이 악화될 유통점의 반대가 예상된다.

〈표 2〉 국정기획위의 통신비 절감 대책

	실행 방안	내용	대상자	추진 일정
단기	요금할인율 상향	지원금 대신 요금 할인받는 비율을 20%에서 25%로 상향	1900만명	17년 9월부터 시행
	취약계층 요금 경감	현행 30~50% 요금경감에서 추가로 11,000원 감면	584만명	18년부터 시행
	알뜰폰 지원책	전파사용료 감면 연장, LTE 수익 배분 10%p 상향		17년 하반기
중장기	보편적 요금제	2만원에 1GB 제공 요금제 신설	저가 요금제 가입자	17년 하반기 법개정
	공공 WiFi 확대	버스, 학교 등에 20만개 WiFi 설치, 통신업체 WiFi 개방	버스, 학교	18년
	통신사업 진입규제 개선	허가제에서 등록제로 완화	신규 사업자	17년 하반기 법개정

자료: 국정기획자문위원회, 한국투자증권

〈표 3〉 요금 할인을 상향 및 취약계층 요금인하의 영업이익 영향

(단위: 십억원)

		SKT	KT	LGU+	합산
약정할인율	2018년	(139.9)	(81.0)	(62.8)	(283.6)
5%P 상향	2019년	(275.1)	(159.6)	(123.8)	(558.5)
취약 계층	2018년	(126.3)	(80.3)	(52.9)	(259.6)
요금 감면	2019년	(199.7)	(127.0)	(83.6)	(410.3)
합계	2018년	(266.2)	(161.3)	(115.7)	(543.2)
	2019년	(474.8)	(286.6)	(207.4)	(968.8)

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 리베이트 축소 가정에 따른 완전자급제 손익 영향

(단위: 십억원, 천대)

	SKT	KT	LGU+	합산
2017년 추정 단말기 판매대수	9,060	6,140	5,213	20,413
가입자당 유치비용(지원금+리베이트, 원)	220,000	220,000	220,000	220,000
개통 가입자당 리베이트 감소액 가정 (원)				
20,000	181	123	104	408
30,000	272	184	156	612
35,000	317	215	182	714

자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

## 2. 5G 새로운 성장 동력

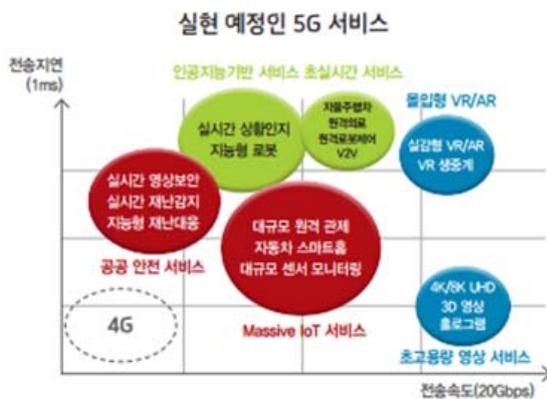
5G는 AR, VR, AI, 자율주행 등 신성장동력 창출

5G는 4차 산업 혁명의 핵심 기반인 차세대 초고속 이동통신 기술이다. 전송속도가 20Gbps로 4G대비 270배 빠르다. 초고용량 콘텐츠를 활용해 VR, AR 등 차세대 미디어가 활성화될 것이다. 자율주행차, 인공지능 등으로 응용되고 사물인터넷, 빅데이터 등 다양한 분야에서 새로운 시장이 창출될 것이다.

5G는 성장 및 주가 상승의 견인차

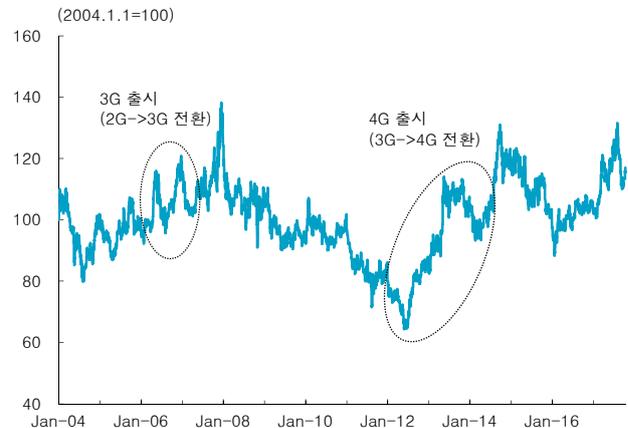
통신업체는 2018년 평창올림픽에서 세계 최초로 5G 시범서비스를 선보이고 2019년에 상용화할 계획이다. 2025년 한국과 전세계 5G 시장은 각각 35조원, 800조원에 달할 전망이다. 5G는 매출 성장으로 주가 상승의 견인차가 될 전망이다. 3G에서 4G로 진화하는 시기에 전송속도가 빨라져 동영상 위주로 데이터 이용이 늘고 ARPU가 증가했으며 주가는 급등했다.

[그림 1] 실현 예정인 5G 서비스



자료: KT경제경영연구소, 한국투자증권

[그림 2] 통신 기술 진화와 주가 추이



자료: Quantiwise, 한국투자증권

5G는 주파수, 설비투자 비용 부담이 있으나 점진적 투자로 리스크 줄일 것

과기정통부는 5G에 현재 3사가 보유한 주파수(464MHz)의 2.8배인 1,300MHz 대역폭을 할당할 계획이다. 주파수 확보와 설비투자는 부담 요인이다. 하지만 통신업체는 그동안 차세대 서비스 수요에 맞추어 차세대 네트워크 투자를 늘려왔다. 2G, 3G, 4G 경험으로 5G 투자를 점진적으로 실행하며 리스크를 줄일 것이다. 5G는 망중립성 이슈가 불거지고 이용자로부터 망 이용대가를 받는 B2C 대신 사업자간 이용대가를 산정하는 B2B 방식이 늘어날 것이다.

<표 5> 주파수 경매 내역과 경매 계획

(단위: 십억원)

	2011	2013	2016	2018F~2019F
주파수 공급 대역폭 (MHz)	50	90	100	1,300
최저 기준가격	1,152	1,441	1,816	?
낙찰가격	1,702	2,429	2,111	?

자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

<표 6> 통신 3사 설비투자

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
SKT	3,394	2,879	3,008	2,541	2,730	2,900	3,000
KT	4,061	3,663	3,314	3,116	2,959	2,930	2,930
LGU+	1,680	1,568	2,212	1,410	1,256	1,390	1,420
합계	9,135	8,110	8,534	7,067	6,945	7,220	7,350

자료: 각사, 한국투자증권

### 3. 데이터 트래픽 폭증

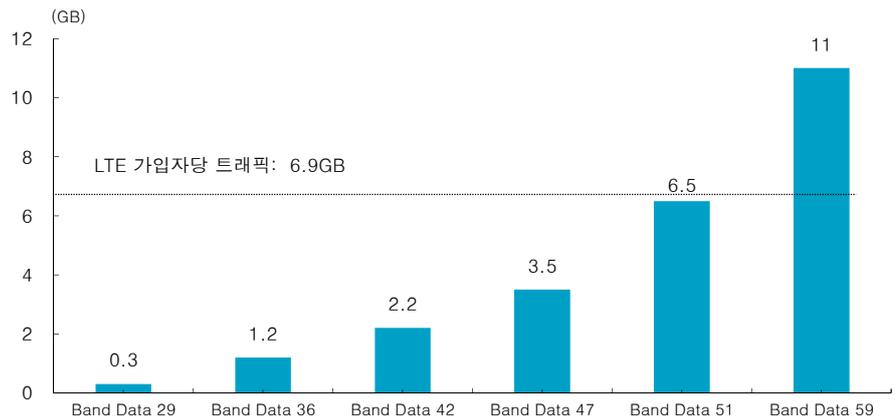
데이터 트래픽 급증, 2017년 12월 7.4GB, 2017년 12월 8.9GB에 달할 전망

이동통신 데이터 이용이 폭발적으로 늘고 있다. LTE 가입자당 데이터 트래픽은 2012년 1월 1.5GB에서 2016년 12월 5.9GB로 늘었으며 2017년 8월에는 6.9GB에 달했다. 동영상 위주로 수요가 꾸준히 늘어나는 데다 약정 할인으로 인한 요금제 상향 효과로 2017년 12월 LTE 가입자당 월평균 데이터 트래픽은 7.4GB에 이를 것이다. 2018년에는 데이터 이용이 더욱 가속화돼 12월에는 8.9GB로 높아질 전망이다.

데이터 트래픽 증가는 ARPU에 긍정적

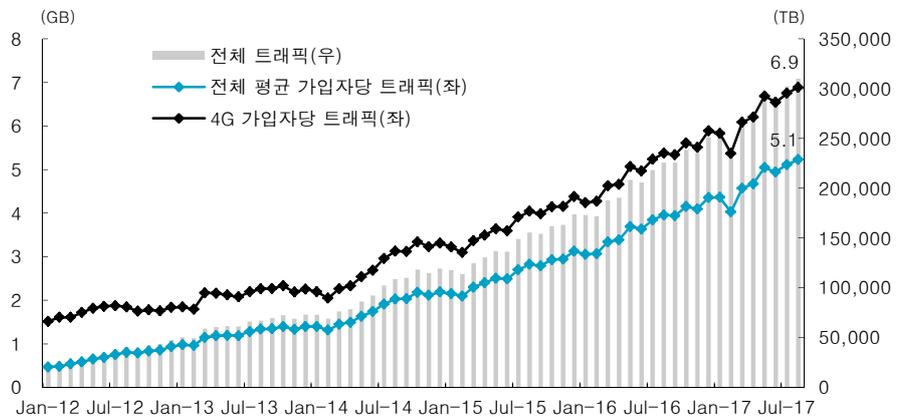
데이터 트래픽 증가는 요금제 상향 및 부가서비스 이용을 촉진해 ARPU 증가로 이어질 전망이다. 요금제별로 제공되는 데이터 이용량을 초과해 사용하는 가입자가 점차 늘고 있기 때문이다. 향후 이동통신이 4G에서 5G로 진화해 전송속도가 더욱 빨라지면 가입자당 데이터 트래픽이 폭증할 것으로 보인다. 5G는 투자 규모가 크고 VR, AR, AI, 자율주행 등 트래픽 수요가 많은 서비스가 예상돼 망이용 사업자와 망 이용대가 산정이 이슈가 될 전망이다. 5G가 출시되면 AR, VR, 사물인터넷(IoT), 자율주행차 등으로 데이터 이용이 늘어 ARPU가 증가할 것이다.

[그림 3] 4G 요금제별 월 데이터 제공량



자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

[그림 4] 이동통신 데이터 트래픽 추이



자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

## Top picks

### SK텔레콤(017670)

SK하이닉스 등 자회사 가치 상승, 배당메리트, top pick

매수의견과 목표주가 346,000원을 유지한다. 목표주가는 SK하이닉스 지분법 이익과 SK플래닛 이익을 제외한 조정이익 기준 통신부문 적정주가 208,565원(PER 12.2배 적용)과 SK하이닉스 및 SK플래닛 지분가치 123,256원(30% 할인)을 더해 산정했다. 18년 영업이익은 SK브로드밴드 손익 호전과 SK플래닛 적자 축소로 전년대비 8.5% 늘어날 전망이다. 18년 IPTV 매출액은 가입자와 ARPU 증가로 전년대비 14% 증가할 전망이다. IPTV는 17년에 흑자로 전환해 수익 호전에 기여할 것이다. 배당 수익률이 3.9%에 달한다. SK플래닛의 적자 축소 및 전략적 제휴 가능성, SK하이닉스 지분가치 상승 등이 주가에 반영될 것이다. 요금인하에 따른 이익 감소 영향은 SK하이닉스 지분가치 급등으로 상쇄되고 있다. SK하이닉스의 배당 증대, 분할 가능성이 호재로 작용할 것이다.

### KT(030200)

부동산 및 IPTV 수익 호전, 배당 메리트, 차선호주

매수의견과 목표주가 38,700원을 유지한다. 목표주가는 12MF EPS에 목표 PER 11.3배(과거 3년 PER 평균을 20.3% 할인)를 적용해 산출했다. IPTV와 초고속인터넷이 성장을 주도해 18년 영업이익은 5% 증가할 전망이다. IPTV는 17년에 흑자 전환해 영업이익률이 18년에 7%로 높아질 것으로 예상된다. 보유 부동산을 적극적으로 개발해 부동산 매출이 증가할 것이다. 부동산 시가 반영 PBR이 0.4배로 낮다. DR 프리미엄은 10%에 달한다. 배당은 2016년 800원에서, 2017년 1,000원, 2018년 1,100원으로 늘어날 것이다. 배당수익률이 3.3%에 달해 배당주로 부각되고 있다. 요금인하 시 이익 영향이 통신 3사 중 가장 작다.

## 위험 요인

보편요금제 등 정부 규제 강화는 위험 요인

2013년 이후 직접적인 요금인하 규제는 2014년 가입비 폐지 정도에 그쳤지만 현 정부는 2017년 하반기부터 대대적인 통신비 인하를 단행할 계획이다. 9월 선택약정 할인율이 25%로 상향됐고, 2018년에 취약계층 요금감면 정책이 시행될 가능성이 높다. 중장기 요금인하 방안인 보편요금제 법안이 입법 예고됐다. 보편요금제는 2만원 요금으로 1GB 데이터를 제공하는 요금제로 시행 되면 연간 매출액이 2.2조원(영업이익 감소폭도 동일) 감소하는 영향이 예상된다. 요금할인을 상향, 취약계층 요금감면에 비해 손익 영향이 4~5배 커 통신업체 수익에 큰 부담이 될 수 있다. 반대 의견이 많아 시행에 논란이 예상된다.

단말기 완전 자급제 도입 시 긍정적

단말기 완전자급제는 시행 시 대리점 및 판매점에 지급하는 리베이트 등 마케팅비용이 줄어 통신업체 손익에 긍정적일 것이다. 국회, 이통사, 일부 제조업체가 찬성 입장이나 유통업체의 반대가 있어 시행 시기를 가늠하기 어렵다.

<표 7> 커버리지 valuation

투자 의견 및 목표주가				실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
SK텔레콤 (017670)	투자 의견	매수	2015A	17,137	1,708	1,519	20,988	216,875	10.3	1.0	10.2	4.5	4.6
	목표주가(원)	346,000	2016A	17,092	1,536	1,676	23,497	225,796	9.5	1.0	10.7	4.7	4.5
	현재가 (11/7, 원)	256,000	2017F	17,515	1,583	2,711	38,390	247,680	6.7	1.0	16.1	4.8	3.9
	시가총액(십억원)	20,670	2018F	17,737	1,717	3,061	43,349	274,075	5.9	0.9	16.3	4.4	3.9
			2019F	17,941	1,820	2,876	40,730	297,285	6.3	0.9	13.8	3.9	4.3
KT (030200)	투자 의견	매수	2015A	22,281	1,293	553	2,258	44,851	12.5	0.6	5.2	2.8	1.8
	목표주가(원)	38,700	2016A	22,744	1,440	711	2,904	47,113	10.1	0.6	6.4	2.7	2.7
	현재가 (11/7, 원)	29,400	2017F	23,220	1,523	752	3,070	49,036	9.6	0.6	6.4	2.6	3.4
	시가총액(십억원)	7,676	2018F	23,617	1,600	848	3,460	51,232	8.5	0.6	6.9	2.4	3.7
			2019F	23,927	1,693	924	3,768	53,671	7.8	0.5	7.2	2.3	3.9
LG유플러스 (032640)	투자 의견	매수	2015A	10,795	632	351	805	10,187	12.9	1.0	8.1	3.9	2.4
	목표주가(원)	17,600	2016A	11,451	746	493	1,129	11,054	10.1	1.0	10.6	3.6	3.1
	현재가 (11/7, 원)	12,850	2017F	12,040	827	545	1,249	11,910	10.3	1.1	10.9	3.5	3.0
	시가총액(십억원)	5,610	2018F	12,248	874	592	1,356	12,853	9.5	1.0	10.9	3.1	3.1
			2019F	12,411	903	622	1,425	13,816	9.0	0.9	10.7	2.8	3.5

주: 11월 7일 종가 기준  
 자료: 각 사, 한국투자증권

# 전력/가스

## 비중확대

### ▶ 3대 키워드

- 정책 불확실성 해소
- 산업용 전기요금 개편
- 발전믹스 향상

### ▶ Top picks

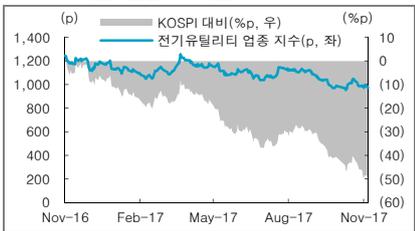
한국전력 (015760, 매수, TP 54,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	7.4	6.0	5.5
PBR(x)	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(x)	4.3	3.8	3.6
DY(%)	3.4	5.2	5.2
EPS(원)	5,157	6,411	6,925
BPS(원)	115,371	119,782	124,707

- 추가적인 정부 정책에 따른 영향은 제한적
- 2022년까지 발전믹스 향상
- 전기요금제도 개편 및 산업용 전기요금 인상 가능성

한국가스공사(036460, 매수, TP 62,000원)			
	2017F	2018F	2019F
PER(x)	41.9	6.2	5.5
PBR(x)	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(x)	10.3	10.5	10.4
DY(%)	1.4	1.8	2.0
EPS(원)	1,019	6,909	7,792
BPS(원)	100,396	106,243	112,833

- 더 없이 좋은 국내 사업
- 해외 E&P 손상차손 우려, 이미 주가에 반영
- 유가 변동은 주가에 긍정적

### ▶ 12개월 업종 수익률



강승균  
Seungkyun.kang@truefriend.com

## 정책 불확실성 해소 국면

### Investment Summary

#### 2018년 3대 키워드: 정책 불확실성 해소, 전기요금 개편, 발전믹스 향상

올해 들어 우리나라 에너지산업 역사상 가장 큰 변화가 있어 유틸리티 업종에 대한 불확실성이 커졌다. 하지만 정부의 '미세먼지 관리 종합대책(17년 9월)'과 '탈 원전 로드맵(17년 10월)' 발표로, 이제는 예상치 못할 정부 정책은 없어 보인다. 2018년은 정책 불확실성을 해소하는 해가 될 것이다. 반면 정부는 전기요금 현실화를 위해 2019년까지 현 전기요금제도 개편을 언급한 바 있다. 내년 초 정부는 경부하 시간대 적용되던 높은 할인율의 산업용 전기요금을 소폭 인상할 것으로 예상된다.

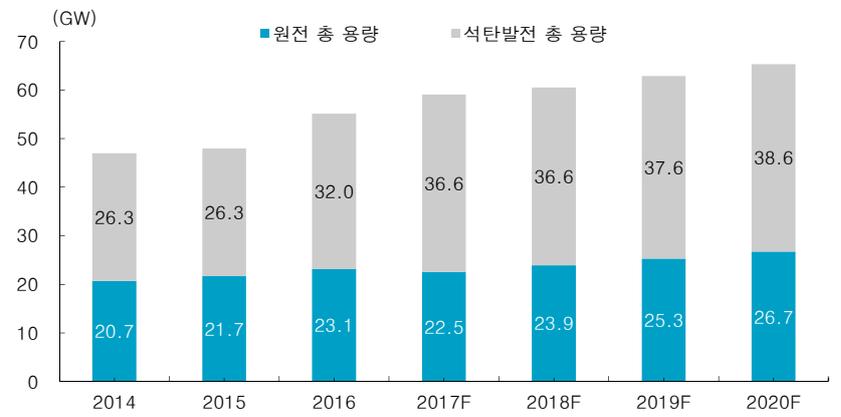
#### 장기적 '탈 원전, 탈 석탄'에도, 향후 5년간 원전/석탄 늘어나

올해 말 발표될 8차 전력수급계획에서 장기적으로 원전과 석탄발전 비중을 줄이는 대신, 신재생발전과 LNG발전을 늘리는 전망이 구체화 될 것이다. 신규 원전과 석탄발전소의 인허가는 더 이상 없을 것이다. 다만 이미 착공한 원전/석탄발전소(신고리 5,6호기 등)의 건설은 계속된다. 이에 향후 5년간 원전/석탄발전의 설비용량은 늘어날 전망이다. 한국전력의 발전믹스도 점진적으로 향상될 것이다.

#### Top pick: 한국전력, 한국가스공사

Top pick은 한국전력과 한국가스공사이다. 한국전력 주가는 역사적 밴드 하단인 PBR 0.3배 수준에 도달했다. 이제는 정책 불확실성 해소 국면에 진입했으며, 추가적인 정부 정책에 따른 영향은 제한적일 것이다. 반면 2022년까지 발전믹스는 향상된다는 점에서, 곧 내년 증익이 가시화될 것이며, 저평가 메리트가 부각돼 주가는 반등할 것으로 전망한다. 한국가스공사는 2018년 국내 보장이익이 전년 대비 13% 늘어날 것이며, 향후 몇 년간 가파른 보장이익 증가세가 이어질 것이다. 올해 말 해외 E&P 프로젝트에서 인식할 손상차손 우려는 이미 상당부분 주가에 반영되어, 오히려 최근의 유가 반등 추세가 유지된다면 긍정적인 주가 흐름이 예상된다.

[그림 1] 원전/석탄발전 계속 늘어난다



자료: 한국전력, 한국투자증권

### 3대 키워드

#### 1. 정책 불확실성 해소

**2017년 에너지 패러다임 급변**

2017년은 우리나라 에너지산업 역사상 가장 큰 변화가 있었던 해로 기억될 것이다. 2016년 경주에서 발생한 규모 5.8의 지진으로, 원전의 안전에 대한 국민들의 불안감이 커졌다. 또한 봄철 미세먼지 발생으로 우리나라 발전량의 40%를 담당하고 있는 석탄발전소의 입지도 작아졌다. 신 정부 들어 ‘탈 원전, 탈 석탄’ 정책 기조로, 원전과 석탄발전 비중을 줄이고 신재생 발전과 LNG발전 비중을 늘리는 에너지 대전환을 진행하고 있다. 6개월간의 짧은 기간 동안 에너지 패러다임이 급변한 만큼 유틸리티 업종의 정책 불확실성도 커졌다.

**정책 불확실성 상당부분 해소**

‘탈 석탄’ 정책은 올해 초부터 미세먼지 배출 감축관련 정부의 방향/방안 제시가 계속됐고, 지난 9월 ‘미세먼지 관리 종합대책’ 발표로 최종적으로 마무리 됐다. 원전 관련 불확실성은 지난 10월 신고리 5,6호기 원전 건설 재개 결정과 ‘탈 원전 로드맵’ 발표로 해소됐다. 이제 남은 이벤트는 올해 말 발표될 8차 전력수급계획으로, 장기적으로 원전과 석탄발전 비중을 줄이는 대신, 신재생발전과 LNG발전이 늘어나는 전망이 구체화 될 것이다. 다만 이미 언론 보도를 통해 여러 차례 언급된 바 예상 수준을 벗어나지 않을 것이다.

**더 이상 나올만한 불확실한 비용증가 없다**

2018년부터 유틸리티 업종을 둘러싼 정책 불확실성이 점진적으로 해소될 것이다. 내년 초에는 이번 정부의 에너지 정책의 최종 윤곽이 마무리 될 것이며, 이번 정부 임기말까지 큰 변화는 없을 것이다. 또한 이제는 에너지 전환에 따른 예상치 못할 부정적 정책이 추가적으로 제시되기는 힘들어 보인다. 이미 석탄발전 축소 대책의 경우 나올만한 모든 방안이 공개됐다 (내년 4월 발전용 유연탄 개별소비세 kg당 6원 인상, 노후 석탄화력 매년 4개월간 가동 중단, 운영 중 석탄발전소 설비 전면 교체 등). 원전의 경우 올초부터 강화된 계획예방정비를 적용 중이며 내년에도 동일할 것이다. 하지만 상당수 원전이 계획예방정비를 마치는 올해 말부터는 이용률이 상승할 전망이다. 신규 민간 석탄발전소의 LNG발전 전환 이슈는 아직 진행중이나, 정부가 언급한대로 내년 상반기까지는 결정될 것이다. 하지만 해당 이슈는 정부와 민간업체간의 논의사항인 만큼 한국전력에 미칠 영향은 제한적이다.

<표 1> 신규 석탄발전소 9기 중 4기만 LNG 전환 추진

일정	공사비 (십억원)	투입비용 (십억원)	설비용량 (MW)	착공시기	사업자	LNG 전환 추진
신서천화력	1,600	800.0	1,000	2016년 11월	중부발전	X
고성하이 1, 2호기	5,200	1,182.7	2,080	2017년 2월	고성그린파워 (남동발전, SK가스, SK건설)	X
강릉안인 1, 2호기	5,080	375.3	2,080	2017년 5월	강릉에코파워 (남동발전, 삼성물산)	X
삼척포스 1, 2호기	4,600	562.0	2,100	하반기 예정	포스코	O
당진에코 1, 2호기	2,600	413.2	1,160	하반기 예정	당진에코파워 (SK가스, 동서발전)	O

자료: 전력거래소, 언론보도, 한국투자증권

**LNG 조세 및 부담금 완화될 가능성 있어**

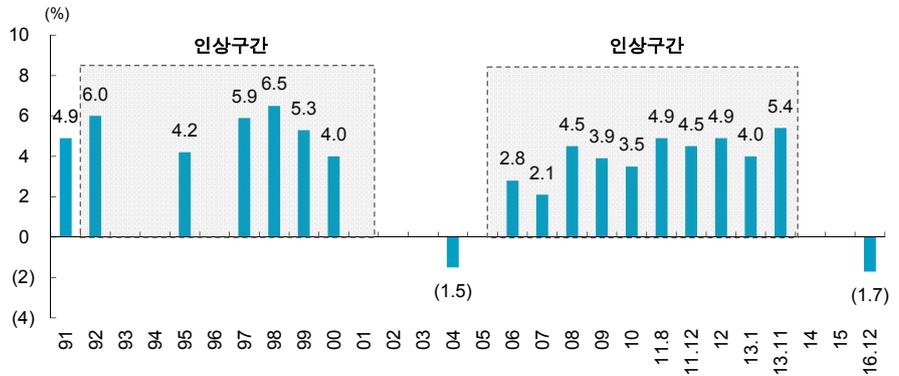
현재 LNG에는 유연탄에 없는 관세(3%), 수입판매부담금, 안전관리부담금이 등이 부과되고 있다. 내년 4월 유연탄 개별소비세 인상에도 현재의 조세제도는 LNG의 가격 경쟁력에 불리한 측면이 있다. LNG에 부과되던 세금 및 부과금이 점차 완화될 가능성이 높아, 오히려 한국전력에는 유리한 상황이 전개될 것으로 기대된다.

## 2. 전기요금 개편 논의

### 지금 전기요금은 적정 수준

2018년 전기요금 개편 논의가 본격화 될 전망이다. 원칙적으로 전기요금은 한국전력의 원가와 적정 이익을 감안해서 매년 조절을 해야 한다. 다만 전기요금의 인상/인하가 국민경제에 끼치는 영향이 큰 만큼, 정부의 규제 정도가 강했다. 과거 유가상승 구간(2010~2012)에는 전기요금을 적시에 충분히 인상하지 못해 한국전력은 적자를 입었으나, 최근 몇 년간은 총괄 원가(적정원가+적정마진)를 크게 넘어서는 이익을 내 오히려 전기요금 인하요인이 발생했다. 2017년은 유연탄 단가 상승과 원전/석탄 가동률 하락으로 이익은 감소했음에도 지금 수준의 이익은 적정 이익 수준이다. 2018년 한전의 이익은 올해보다 늘어날 것이고, 내년 전기요금은 원칙상 낮춰야 한다. 다만 향후 에너지 전환으로 비용부담이 늘어날 것으로 예상돼, 전기요금을 내리기보다, 신재생발전과 에너지신산업에 투자하며 향후 비용증가를 준비할 것이다.

[그림 2] 전기요금 추이 - 적시에 반영되지 못함

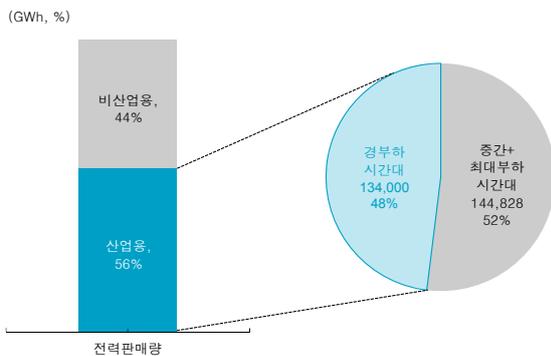


자료: 한국전력, 한국투자증권

### 전기요금 인상 당분간은 없어 다만 내년 산업용 요금 개편

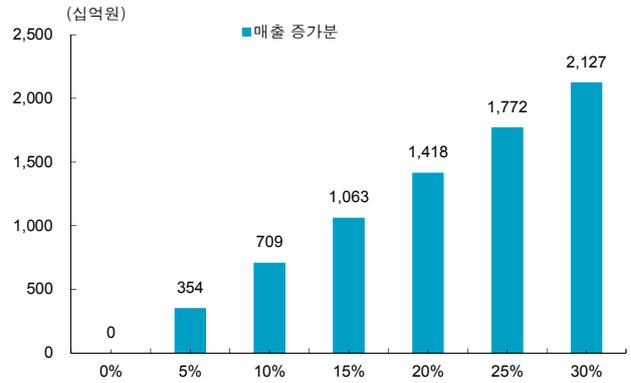
오히려 언론에서는 전기요금 인상 가능성을 논하고 있다. 에너지 전환에 따른 비용증가로 향후 전기요금을 인상할 가능성이 높다고 생각하고 있기 때문이다. 향후 3~4년간은 한전의 이익은 계속 늘어날 것이며, 전기요금 인상은 불필요한 상황이다. 다만 내년 산업용 요금 개편은 있을 것이다. 특히 경부하 시간대 요금 할인 폭을 줄이는 것은 곧 구체화 될 것이다. 경부하 요금은 전기 부하량이 많지 않은 시간대(23시~09시)에 산업용 전기요금을 최대 절반 이하로 할인해주는 요금을 말한다. 작년기준 경부하 시간대 요금 단가는 kWh당 약 65원으로 중간/최대부하 시간대의 판매단가 146원/kWh의 절반에 못 미치며, 정부는 형평성 논란 해소를 위해 할인폭을 조정할 것이다.

[그림 3] 산업용 전기요금 사용 현황



자료: 한국전력, 한국투자증권

[그림 4] 산업용 경부하 요금 할인폭 조정에 따른 매출증가액 분석



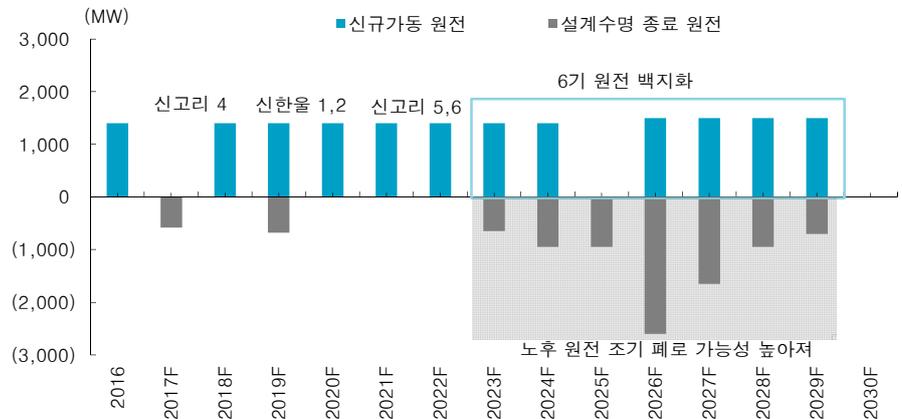
자료: 한국전력, 한국투자증권

### 3. 발전믹스 향상

탈 원전, 탈 석탄에도  
향후 5년간 원전/석탄 늘어

신정부의 에너지 전환에 따라 장기적으로는 원전/석탄이 줄어드는 것은 확실해 졌다. 이러한 내용이 올해 말 결정될 8차 전력수급계획에서 명시될 것이다. 다만 이미 건설 인허가를 내렸고 공사가 어느정도 진행된 원전/석탄의 건설진행은 계속돼, 2022년까지 우리나라 기저발전 용량은 계속 늘어날 것이다. 원전의 경우 2022년까지 매년 1기의 신규원전이 추가될 것이며 2023년부터 매년 한두기씩 설계수명이 종료되는 노후 원전이 폐로에 들어갈 것이다. 또한 석탄발전의 경우 30년이 넘는 노후 석탄발전기 7기의 용량(2.8GW)보다 아직 건설 진행중인 석탄발전소의 용량(8.4GW, 당진에코/삼척포스 포함)이 더 커 우리나라 석탄발전 용량은 늘어날 것이다.

[그림 5] 원전 신규가동 및 폐로 전망 - 2022년까지 원전 늘어나



자료: 한국전력, 한국투자증권

발전 믹스가 좋아져 한전의  
이익은 늘어나는 구조

설비증가가 계속됨에도 불구하고, 내년에도 전력판매량 증가율은 1.5%로 낮을 것으로 예상된다. 이에 따라 발전량 중 발전단가가 낮은 원전과 석탄의 비중은 2016년 71.2%에서 2018년 74.7%로 2022년에는 76.3%가 예상된다. 이에 따라 한전의 발전믹스는 계속 좋아져 영업비용은 줄어들 것이고, 이익은 점차 늘어날 것이다.

신재생발전 확대 시작  
LNG수요 2019년부터 증가

2018년은 신재생발전 체제로 가기 위한 기반을 다지는 시기일 것이다. 2016년 우리나라의 신재생에너지 발전량은 전체 발전량의 4.8%로 미국 13.8%, 독일 27.5% 등 주요 선진국에 비하면 미미한 수준이다. 현재 정부는 2030년까지 신재생에너지 발전량 비율 20%를 달성하겠다는 목표로, '신재생3020 이행계획' 추진 방안을 검토하고 있다. 최근 몇 년간 신재생 관련 기술발달로 신재생 발전단가는 빠르게 낮아지고 있으며, 정부의 규제개선 등 정부의 의지에 따라 우리나라 신재생 발전량은 늘어날 것이다. 신재생 확대 정도에 따라 교두보로 사용될 LNG수요의 회복 속도가 결정될 것이다. 최근 4년 동안 이용률 하락으로 LNG발전기를 가동하는 민간 발전사업자들과 집단에너지사업자들의 경영여건이 악화됐다. 이 같은 상황이 2018년에도 크게 바뀌지는 않을 것이다. 다만 2019년부터 LNG 발전수요가 다시 늘어날 가능성이 큰 만큼 민간 발전사업자들의 경영여건은 2018년을 바닥으로 점차 좋아질 것이다.

## Top picks

### 한국전력(015760)

**정책 불확실성 해소**

한국전력에 대한 투자의견 '매수'와 목표주가 54,000원(2018년 BPS에 목표 PBR 0.44배)을 유지한다. 지난 4분기부터 예상을 하회한 실적 그리고 정책 불확실성으로, 한전 주가는 역사적 밴드 하단인 PBR 0.3배 수준에 도달했다. 지난 10월 신고리 5,6호기 건설 재개 결정으로 '탈원전' 불확실성은 상당부분 해소됐다. 하지만 추가적으로 나올 의미 있는 수준의 정부 정책은 없을 것이고, 한전에 이익에 미치는 영향 또한 제한적일 것으로 예상된다. 반면 한전의 이익은 점차 늘어날 것이다. 향후 5기의 신규 원전이 늘어나는 것은 확정됐으며, 이미 건설 중인 석탄발전기도 많다. 이를 감안하면 2023년까지의 한전의 발전믹스는 좋아질 것이다. 곧 내년 증익이 가시화될 것이며, 저평가 메리트가 부각돼 주가는 반등할 것으로 전망한다.

### 한국가스공사(036460)

**더 없이 좋은 국내사업  
유가도 우상향 추세 기대**

한국가스공사에 대한 투자의견 '매수'와 목표주가 62,000원(2018년~2019년 평균 BPS에 목표 PBR 0.57배)을 유지한다. 가스공사의 영업이익의 93%를 차지하는 국내사업은 더 없이 좋은 상황이다. 올해 국내 보장이익은 1조원으로 전년대비 6% 증가하는 것으로 확정됐으며, 내년부터는 더 가파르게 증가해 2020년까지 가스공사의 보장이익 증가율은 연 8%에 달할 것이다. 또한 내년 초 발표될 장기천연가스수급계획에서 정부가 천연가스 수요가 장기적으로 늘어날 것으로 전망의 방향을 바꿀 가능성이 높다. 이에 따라 가스공사의 국내 사업에 대한 투자심리가 좋아질 것이다. 낮은 수준의 유가가 유지됨에 따라 해외 E&P프로젝트의 손상차손에 대한 우려가 커졌으며, 연말에도 약 5천억원 수준의 손상차손이 추가적으로 발생할 것으로 예상되나, 이미 언론보도를 통해 알려진 바 있어 더 이상 투자심리에 부정적이지 않다. 오히려 최근 유가가 반등하고 있고 이 추세가 유지된다면 올해를 끝으로 손상차손 이슈는 종결된다는 점에서 주가는 우상향할 것이다.

## 위험 요인

**한전의 가장 큰 위험요인은  
원재료 및 환율 상승 가능성  
가스공사의 가장 큰 위험  
요인은 유가 하락 가능성**

2018년 한전에 있어 위험 요인은 외부 변수인 유가, 석탄, 원/달러 환율 상승과 전기요금이 큰 폭으로 낮아질 가능성이다. 또한 정부 규제의 강도가 예상했던 것 이상일 가능성도 있다. 만약 외부 변수가 크게 바뀌거나 정부 규제에 따른 원전/석탄 발전단가 인상 또는 가동률 하락이 발생한다면 이익에 부정적인 영향을 미친다. 가스공사의 경우 가장 큰 리스크는 유가하락이다. 가스공사가 투자한 해외자원개발 사업 중 일부 LNG프로젝트의 경우 유가하락에 따른 수익성 악화 가능성이 크다. 특히 호주 GLNG 프로젝트는 2015년부터 장기유가전망치 하향조정으로 매년 손상차손을 인식하고 있으며, 올해도 일정 수준의 손상차손 인식이 예상된다. 만약 내년에도 현재 수준의 배럴당 50달러의 낮은 유가 수준이 유지된다면 2018년에도 약 2천억원 수준의 손상을 인식할 가능성이 높다.

〈표 2〉 커버리지 valuation

종목	투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation									
	매수	목표주가(원)	현재가 (11/7, 원)	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
한국전력 (015760)	투자의견	매수	2015A	58,958	11,347	13,289	20,701	103,798	2.4	0.5	22.1	4.3	6.2
	목표주가(원)	54,000	2016A	60,190	12,002	7,049	10,980	111,725	4.0	0.4	10.2	3.7	4.5
	현재가 (11/7, 원)	38,250	2017F	59,338	6,441	3,311	5,157	115,371	7.4	0.3	4.5	4.4	3.4
	시가총액(십억원)	24,555	2018F	60,755	7,675	4,116	6,411	119,782	6.0	0.3	5.5	3.9	5.2
			2019F	61,624	8,009	4,445	6,925	124,707	5.5	0.3	5.7	3.6	5.2
한국가스공사 (036460)	투자의견	매수	2015A	26,053	1,008	319	3,594	110,053	10.3	0.3	3.2	13.4	0.5
	목표주가(원)	62,000	2016A	21,108	918	(674)	(7,740)	101,569	NM	0.5	(7.0)	11.9	0.0
	현재가 (11/7, 원)	42,700	2017F	20,523	1,065	89	1,019	100,396	41.9	0.4	1.0	10.3	1.4
	시가총액(십억원)	3,941	2018F	20,927	1,253	605	6,909	106,243	6.2	0.4	6.4	10.5	1.8
			2019F	21,543	1,357	683	7,792	112,833	5.5	0.4	6.8	10.4	2.0
한전KPS (051600)	투자의견	매수	2015A	1,180	175	170	3,776	19,094	23.6	5.1	22.9	18.1	1.9
	목표주가(원)	50,000	2016A	1,223	106	88	1,962	17,550	27.6	3.1	11.2	15.8	1.3
	현재가 (11/7, 원)	41,550	2017F	1,279	156	126	2,804	19,094	14.9	2.2	15.3	8.7	3.0
	시가총액(십억원)	1,869	2018F	1,338	174	141	3,124	20,848	13.4	2.0	15.6	7.9	3.3
			2019F	1,394	193	156	3,466	22,824	12.1	1.8	15.9	7.2	3.6
지역난방공사 (071320)	투자의견	매수	2015A	2,002	210	116	10,003	148,691	5.8	0.4	6.9	7.2	6.3
	목표주가(원)	92,000	2016A	1,720	162	127	10,943	155,889	6.2	0.4	7.2	9.1	5.6
	현재가 (11/7, 원)	74,100	2017F	1,818	122	78	6,721	160,310	11.0	0.5	4.3	10.2	3.1
	시가총액(십억원)	857	2018F	2,302	212	144	12,424	168,385	6.0	0.4	7.6	7.5	5.9
			2019F	2,421	232	159	13,752	177,337	5.4	0.4	8.0	7.1	6.5

주: 11월 7일 종가 기준  
 자료: 각 사, 한국투자증권

한국투자증권 리서치센터

팀	섹터	이름	직책	E-mail@truefriend.com
센터장		윤희도	상무	heedo
기업분석 총괄		서성문	부서장	sungmoon.suh
Tech/통신/자동차	반도체/디스플레이	유종우	연구위원	jongwoo.yoo
		김정환	연구원	junghwan.kim
	통신서비스/유료방송	양종인	전문위원	jiyang
		조민영	연구원	minyong
	자동차/타이어	김진우	수석연구원	jinwoo.kim
내수 1팀		박성준	연구원	sungjun
	유통/홈쇼핑	여영상	연구위원	yeongsang.yeo
		김치호	연구원	chiho.kim
	의류/화장품/생활용품	나은채	수석연구원	ec.na
		이선호	연구원	sunho.lee
내수 2팀	미디어/레저	최민하	수석연구원	minha.choi
		윤소연	연구원	soyeon.yoon
	인터넷/게임	김성은	수석연구원	askim
		김문혁	연구원	moonhyok
	음식료/담배	이경주	연구위원	kjlee
소재/산업재	제약/바이오	진홍국	수석연구원	hg.jin
		정은영	연구원	eunice.jung
	보험/지주	윤태호	수석연구원	taeho3123
		차주영	연구원	jooyoung.cha
	은행/카드	백두산	연구원	doosan
철강/스몰캡	건설, 전자재/조선	이경자	연구위원	kyungja.lee
		허나래	연구원	narae.heo
	화학/정유	이도연	수석연구원	daniel.dy.lee
	기계	조철희	수석연구원	chulhee.cho
	에너지/도시가스	강승균	수석연구원	seungkyun.kang
투자전략 총괄	운송	최고운	수석연구원	gowoon
	철강/비철금속/스몰캡	최문선	수석연구원	moonsun
	스몰캡	이동운	수석연구원	leedy
		한상웅	수석연구원	sangung
		신용식	수석연구원	filterys
투자전략	투자전략	노근환	부서장	khnoh
		박소연	연구위원	sypark
		김성근	연구원	skkim
	시황	김대준	수석연구원	daejun.kim
	유동성분석	송승연	수석연구원	seungyeon.song
글로벌전략	계량분석	안혁	수석연구원	ray.ahn
		김영민	연구원	ymkim
	자산배분전략	정현종	수석연구원	hyeonjong.jung
	해외주식	백찬규	수석연구원	ckcien
		방경내	연구원	kyungnae.bang
글로벌전략	글로벌기업	정희석	수석연구원	heuseok.j
		김시우	수석연구원	swkim
		장환영	연구원	hychang
	중국시장	최설화	수석연구원	emily.cui
		염희현	연구원	heehen
매크로/채권	베트남시장	부수언토	수석연구원	chunsu20
	신흥국/원자재	서태종	수석연구원	seotaejong
	매크로	박정우	수석연구원	jw.park
		정희성	연구원	hs.jeong
		김다경	연구원	dahkyung.kim
매크로/채권	크레딧	김기명	연구위원	kmkim
		허성필	연구원	huhungpil
		김문수	연구원	moonysookim
	채권	오창섭	수석연구원	changsob
		은국현	연구원	guk.hyeon.eun
	정영록	연구원	yeonglock.jung	

#### ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 13일 현재 2018년 추천 포트폴리오 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 두산인프라코어 발행주식에 기타이해관계가 있습니다.
- 당사는 삼성전자 발행주식의 자사주매매(신탁포함) 위탁 증권사입니다.
- 당사는 화승엔터프라이즈 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.
- 당사는 SK이노베이션, 삼성엔지니어링, 삼성중공업, 두산인프라코어, 현대모비스, CJ E&M, LG생활건강, KB금융, 삼성생명, NAVER, LG디스플레이, 삼성전자, SK텔레콤, 한국전력 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 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 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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.