# 2014
# INDUSTRY OUTLOOK

**<금융/은행>**
**Analyst 배정현**
jhbae@leading.co.kr
+822-2009-7195

**R.A 손승현**
shson@leading.co.kr
+822-2009-7168

**<반도체/IT>**
**Analyst 오상우**
swoh@leading.co.kr
+822-2009-7254

**R.A 박성순**
sspark@leading.co.kr
+822-2009-7047

**<자동차>**
**Analyst 김평모**
pmkim@leading.co.kr
+822-2009-7162

**<통신 서비스>**
**Analyst 송보금**
bksong@leading.co.kr
+822-2009-7193

**<음식료>**
**Analyst 조인욱**
iwjo@leading.co.kr
+822-2009-7167

**<화장품>**
**Analyst 이화영**
hylee1@leading.co.kr
+822-2009-7191


LEADING

# 목차

반도체/IT ..... 3
삼성전자 (005930KS) ..... 9

자동차 ..... 14
기아차 (000270KS) ..... 21
현대자 (005380KS) ..... 25

금융/은행 ..... 29
우리금융 (053000KS) ..... 37

통신 서비스 ..... 41
SK 텔레콤 (017670KS) ..... 48

음식료 ..... 52
오리온 (001800KS) ..... 61
매일유업 (005990KQ) ..... 66

화장품 ..... 71
아모레퍼시픽 (090430KS) ..... 71

LEADING

Industry Outlook

# 반도체/IT

2013년 11월 25일

## Section 1. 반도체 산업

**비중확대(유지)**

| 삼성전자(005930 KS) | 매수(유지) |
|---|---|
| 현재주가 | 1,450,000 |
| 목표주가 | 1,920,000 |

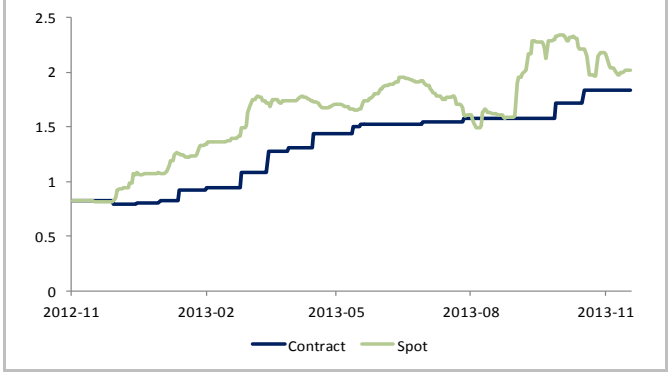
(11/22 기준)

**DRAM 수급불균형은 1Q14F 에 점진적 해소, 완만한 가격하락, NAND 가격은 큰 흐름에서 하락, 큰 폭의 하락은 2014년 말부터**

DRAM 수급은 PC DRAM 수요약세에도 불구하고 제한적 공급증가와 SK 하이닉스의 화재로 공급부족 상태가 지속되고 있다. 연말부터 SK 하이닉스 우시 공장이 재가동 되더라도 실질 제품이 정상 수준으로 양산되기까지는 2~3 개월이 소요될 것으로 전망된다. 또한 경쟁사 재고가 소진되고 있어 급격한 가격하락보다는 완만하게 하락하거나 유지되며 제조사들의 수익극대화가 이어질 것으로 전망한다.

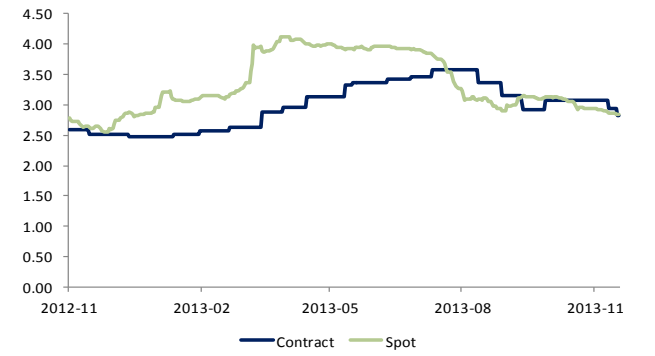
NAND 수급은 수요 증가와 공급증가가 맞물려 큰 흐름에서의 가격 하락이 이어질 것으로 전망되며 3D NAND 를 통한 원가절감 속도가 가속화되는 2014F 말부터는 큰 폭의 가격하락과 함께 SSD 시장이 본격적으로 성장할 것으로 전망한다.

**Exhibit 1. DRAM 가격 추이**



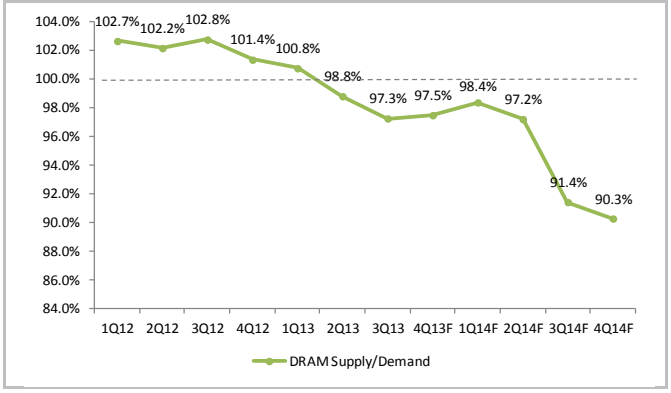

*Source: DRAMeXchange, Leading Research Center*

**Exhibit 2. NAND 가격 추이**



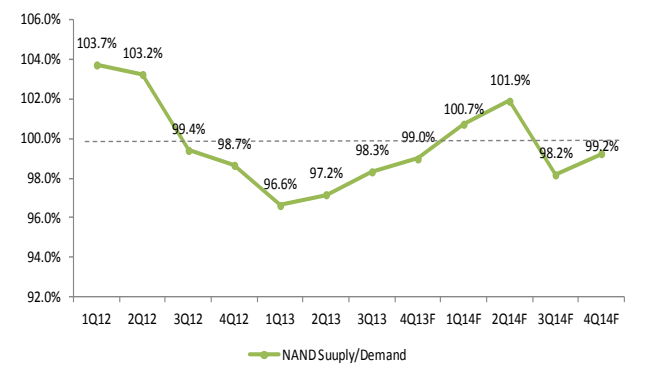

*Source: DRAMeXchange, Leading Research Center*

**Exhibit 3. DRAM 수급 전망**




*Source: Gartner, Leading Research Center*

**Exhibit 4. NAND 수급 전망**




*Source: Gartner, Leading Research Center*

**Exhibit 5. DRAM 및 NAND 수급 전망**

| (Billions of Megabytes) | 1Q12 | 2Q12 | 3Q12 | 4Q12 | 1Q13 | 2Q13 | 3Q13 | 4Q13F | 1Q14F | 2Q14F | 3Q14F | 4Q14F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Total Units Supplied | 908 | 979 | 966 | 1,069 | 1,084 | 1,183 | 1,270 | 1,361 | 1,407 | 1,441 | 1,511 | 1,595 |
| Total Units Demanded | 884 | 958 | 940 | 1,055 | 1,076 | 1,197 | 1,305 | 1,396 | 1,430 | 1,482 | 1,652 | 1,766 |
| DRAM Supply/Demand | 102.7% | 102.2% | 102.8% | 101.4% | 100.8% | 98.8% | 97.3% | 97.5% | 98.4% | 97.2% | 91.4% | 90.3% |
| Total Units Supplied | 6,730 | 7,740 | 8,785 | 9,955 | 9,900 | 10,950 | 12,139 | 13,055 | 13,731 | 14,962 | 17,307 | 19,287 |
| Total Units Demanded | 6,488 | 7,497 | 8,838 | 10,091 | 10,246 | 11,269 | 12,346 | 13,189 | 13,631 | 14,684 | 17,629 | 19,433 |
| NAND Suuply/Demand | 103.7% | 103.2% | 99.4% | 98.7% | 96.6% | 97.2% | 98.3% | 99.0% | 100.7% | 101.9% | 98.2% | 99.2% |

*Source: Gartner, Leading Research Center*

## Section 2. 반도체 장비 산업

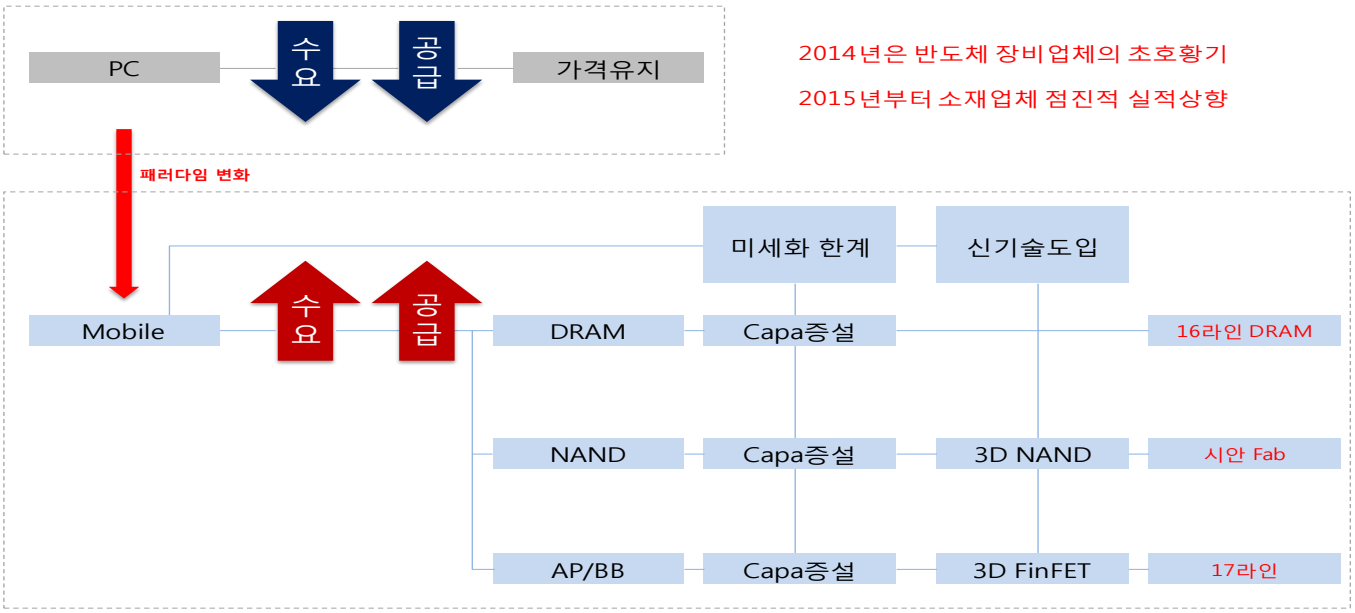
**2014년 삼성전자의 3D NAND 투자와 SysLSI 라인 투자로 인한 반도체 장비 시장 유례없는 호황기 전망**

2013 년은 DRAM 치킨게임이 종료되고 반도체 가격이 반등을 보였던 한 해였던 반면, 반도체 장비산업에는 혹독한 시기였다. 그러나 **2014 년에는 삼성전자의 3D NAND 투자와 더불어 SysLSI 라인 투자가 예상**되고 있어 **반도체 장비 시장은 호황기**를 누릴 것으로 전망되고 있다.

반도체산업의 패러다임은 점차 PC 에서 모바일로 이동하고 있으며, 이러한 큰 움직임은 점차 심화될 것으로 전망되고 있다. PC 향 메모리는 자연적 수요감소에 따라 공급증가가 매우 제한적이어서 안정적인 가격흐름을 보이고 있다.

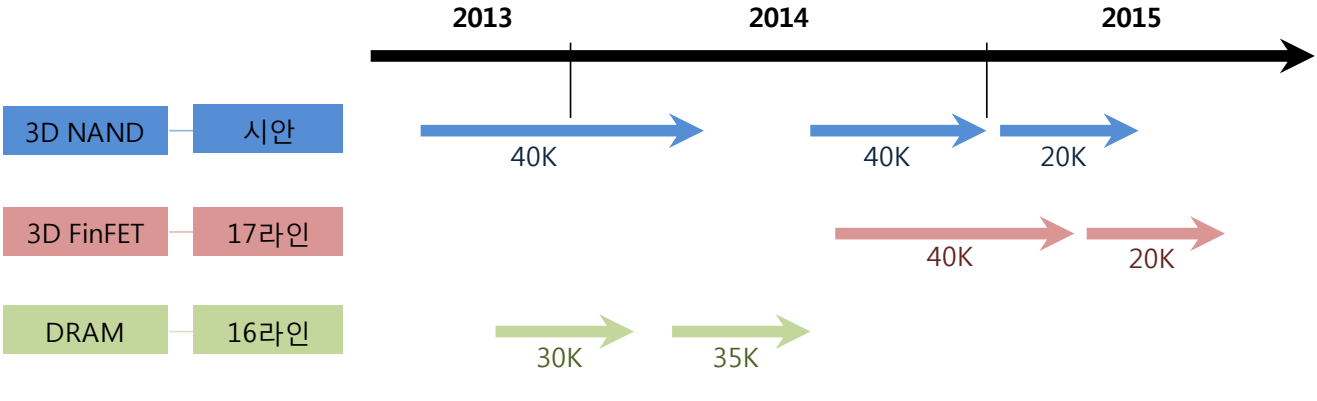
그러나 모바일 분야는 지속적인 투자가 진행 중이며 DRAM 과 NAND 그리고 비메모리 투자가 이어지고 있다. Capa 증설과 동시에 주요 신기술을 도입함으로써 공정 미세화 한계를 극복하기 위한 준비를 진행 중이기 때문에 향후에도 치열한 경쟁이 지속될 것으로 전망된다. **반도체 장비시장은 모바일 수요 증가와 신기술 도입으로 유례없는 호황기를 누릴 것으로 전망**한다.

**Exhibit 6. PC에서 Mobile로의 반도체 패러다임 변화**




*Source:, Leading Research Center*

**Exhibit 7. 수주 스케줄 예상**




*Source: Leading Research Center*

### Exhibit 8. 삼성전자 Fab Line

| Fab Name | City | Country | Year of Initial Production | Current Capacity (wspm*) | Planned Capacity in 2014 | Planned Capacity (wspm*) | Current Diameter | Minimum Linewidth | Products |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| S1 | Giheung | Korea | 2005 | 100,000 | | 100,000 | 300 | 0.032 | Logic |
| S1B | Giheung | Korea | 1999 | 120,000 | | 120,000 | 200 | 0.065 | Logic |
| S1C | Giheung | Korea | 1998 | 120,000 | | 120,000 | 200 | 0.065 | Logic |
| S2 | - | U.S. | 2011 | 40,000 | | 40,000 | 300 | 0.032 | Logic |
| NRD | Hwaseong | Korea | 2006 | 25,000 | | 25,000 | 300 | 0.09 | Logic, Memory |
| Fab 7 | Giheung | Korea | 1996 | 120,000 | | 120,000 | 200 | 0.13 | Logic, Memory |
| Fab 6 | Giheung | Korea | 1995 | 70,000 | | 70,000 | 200 | 0.13 | Analog Mixed Signal, Logic |
| Fab 5 | Giheung | Korea | 1993 | 70,000 | | 70,000 | 200 | 0.18 | Analog Mixed Signal, Logic |
| Fab 4 | Giheung | Korea | 1990 | 20,000 | | 42,000 | 150 | 0.25 | Logic |
| Fab 10 | Giheung | Korea | 2010 | 100,000 | | 100,000 | 300 | 0.032 | Memory |
| Fab 11-1 | Hwaseong | Korea | 2001 | 100,000 | | 100,000 | 200 | 0.09 | Memory |
| Fab 11-2 | Hwaseong | Korea | 2002 | 30,000 | | 30,000 | 300 | 0.032 | Memory |
| Fab 12-1 | Hwaseong | Korea | 2003 | 130,000 | | 130,000 | 300 | 0.022 | Memory |
| Fab 13 | Hwaseong | Korea | 2004 | 120,000 | | 120,000 | 300 | 0.022 | Memory |
| Fab 15 | Hwaseong | Korea | 2006 | 220,000 | | 220,000 | 300 | 0.022 | Memory |
| China Fab | Xi'an | China | 2014 | 0 | 100,000 | 125,000 | 300 | 0.022 | Memory |
| S3 | Hwaseong | Korea | 2014 | 0 | 60,000 | 60,000 | 300 | 0.014 | Logic |
| Fab 16 | Hwaseong | Korea | 2011 | 150,000 | 50,000 | 200,000 | 300 | 0.022 | Memory |
| SAS-Fab 2 | Austin | U.S. | 2007 | 65,000 | Conversion | 65,000 | 300 | 0.022 | Memory |

*Source: Gartner, Leading Research Center*
**WSPM: Wafer Supply per Month*

### Exhibit 9. 2013 SEMI Mid-Year Forecast

| By Equipment Type | 2012 | 2013F | % Chg YoY | 2014F | % Chg YoY |
|---|---|---|---|---|---|
| Wafer Processing | 28.15 | 28.70 | 1.95 | **35.59** | **24.01** |
| Test | 3.55 | 3.00 | (15.49) | **3.18** | **6.00** |
| Assembly & Packaging | 3.08 | 2.55 | (17.21) | **2.90** | **13.73** |
| Other | 2.15 | 2.04 | (5.12) | **2.32** | **13.73** |
| **Total Equipment** | **36.93** | **36.29** | **(1.73)** | **43.99** | **21.22** |
| **By Region** | **2012** | **2013F** | **% Chg YoY** | **2014F** | **% Chg YoY** |
| Korea | 8.67 | 6.69 | (22.84) | **8.74** | **30.64** |
| Taiwan | 9.53 | 10.43 | 9.44 | **10.62** | **1.82** |
| North America | 8.15 | 8.04 | (1.35) | **8.75** | **8.83** |
| Japan | 3.42 | 3.80 | 11.11 | **4.61** | **21.32** |
| Europe | 2.55 | 2.35 | (7.84) | **4.21** | **79.15** |
| China | 2.50 | 2.81 | 12.40 | **5.11** | **81.85** |
| Rest of World | 2.10 | 2.17 | 3.33 | **1.94** | **(10.60)** |
| **Total Equipment** | **36.92** | **36.29** | **(1.71)** | **43.98** | **21.19** |

*Source: Equipment Market Data Subscription (EMDS), SEMI, Leading*

## Section 3. 휴대폰 산업

**2014년 하드웨어 경쟁심화 Blended ASP 하락 지속**
➔ **3위권 이하 기업들은 경쟁 더욱 심화**

**2014 년에는 스마트폰 하드웨어 경쟁이 더욱 치열해질 것**으로 전망되고 중저가 스마트폰의 확산으로 Blended ASP 하락이 이어질 것으로 예상된다. **그럼에도 불구하고 기존 브랜드 파워가 강한 삼성과 애플이 지속 수익을 낼 가능성이 높을 것**으로 전망하며 3 위권 이하 업체들은 높은 경쟁강도로 인해 마케팅 비용 부담과 Blended ASP 하락의 압력을 강하게 받을 것으로 예상한다.

**양강구도는 지속되며 수익성 유지를 위한 노력들 진행**

따라서 2014 년에도 양강구도의 변화는 없을 것으로 전망하고 삼성과 애플의 수익성 유지를 위한 악세서리 사업강화, 제품 차별화 태블릿 확산, 그리고 SW 컨탠츠 강화 등의 움직임들이 이어질 것으로 전망한다.

**Exhibit 10. 스마트폰 및 태블릿 PC 출하량 (백만대)**

| Quarterly Shipments | 4Q11 | 1Q12 | 2Q12 | 3Q12 | 4Q12 | 1Q13 | 2Q13 | 3Q13 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Smartphone** | | | | | | | | |
| **Global** | **160.8** | **152.7** | **156.2** | **186.2** | **219.4** | **216.2** | **237.9** | **258.4** |
| Samsung | 36.2 | 44.0 | 50.3 | 57.8 | 66.0 | 69.7 | 77.3 | 84.9 |
| Apple | 37.0 | 35.1 | 26.0 | 26.9 | 47.8 | 37.4 | 31.2 | 33.8 |
| LG | 5.7 | 4.9 | 5.8 | 7.0 | 8.6 | 10.3 | 12.1 | 12.0 |
| HTC | 10.2 | 6.8 | 9.1 | 8.6 | 7.1 | 5.1 | 6.6 | 5.3 |
| Lenovo | 3.3 | 2.4 | 5.0 | 7.0 | 9.0 | 8.0 | 11.3 | 12.3 |
| Huawei | 5.7 | 5.1 | 6.5 | 7.1 | 10.5 | 9.3 | 10.4 | 12.7 |
| ZTE | 6.4 | 6.1 | 6.4 | 8.2 | 10.0 | 9.0 | 10.3 | 8.4 |
| Nokia | 19.6 | 11.9 | 10.2 | 6.3 | 6.6 | 6.1 | 7.4 | 8.8 |
| BlackBerry | 14.1 | 11.1 | 7.8 | 7.4 | 6.9 | 6.0 | 6.8 | 5.9 |
| Sony | 6.3 | 5.5 | 7.4 | 8.8 | 8.7 | 8.1 | 9.6 | 9.7 |
| Motorola | 5.3 | 5.1 | 4.3 | 3.9 | 3.1 | 2.3 | | |
| Others | 52.5 | 63.7 | 72.0 | 99.0 | 104.2 | 116.8 | 132.1 | 149.5 |
| **Tablet PC** | | | | | | | | |
| **Global** | **29.9** | **20.3** | **28.3** | **34.8** | **52.5** | **49.2** | **45.1** | **47.6** |
| Samsung | 2.2 | 2.3 | 2.1 | 4.3 | 7.9 | 8.8 | 8.1 | 9.7 |
| Apple | 15.4 | 11.8 | 17.0 | 14.0 | 22.9 | 19.5 | 14.6 | 14.1 |
| Asus | 0.6 | 0.6 | 0.9 | 2.3 | 3.1 | 2.7 | 2.0 | 3.5 |
| Lenovo | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.7 | 0.6 | 1.5 | 2.3 |
| Acer | - | - | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 1.0 | 1.4 | 1.2 |
| Amazon | 4.7 | 0.7 | 1.4 | 2.9 | 6.0 | 1.8 | - | - |
| Barnes & Noble | 1.4 | 0.3 | 0.5 | 0.2 | 1.0 | - | - | - |
| Others | 5.1 | 4.0 | 5.7 | 10.3 | 10.6 | 14.7 | 17.4 | 16.8 |
| **Annual Shipments** | **2010** | **2011** | **2012** | **2013F** | **2014F** | **2015F** | **2016F** | **2017F** |
| Smartphone | 304.6 | 494.4 | 714.5 | 958.8 | 1,131.0 | 1,284.0 | 1,435.0 | 1,579.0 |
| Tablet PC | 19.0 | 76.0 | 145.0 | 227.3 | 287.0 | 332.0 | 375.0 | 406.8 |
| **YoY Growth** | | | | | | | | |
| Smartphone | 75.6% | 62.3% | 44.5% | 34.2% | 18.0% | 13.5% | 11.8% | 10.0% |
| Tablet PC | 11.8% | 300.0% | 90.8% | 56.8% | 26.3% | 15.7% | 13.0% | 8.5% |

*Source: IDC, Leading Research Center*

IDC 에 따르면 글로벌 스마트폰 판매량은 2014 년 11.3 억대로 2013 년 대비 18.0% 성장하고 태블릿 PC 는 2014 년 2.9 억대로 전년대비 26.3% 성장할 것으로 전망된다.

삼성전자는 스마트폰 판매량에서 매 분기 독보적인 1 위를 유지하고 있으며 애플은 2 위 자리를 유지하고 있다. 3 위권부터는 LG 전자와 Lenovo 그리고 Huawei 세 업체가 유사한 스마트폰 판매량을 보이며 치열하게 경쟁하고 있다.

태블릿 PC 는 삼성전자의 빠른 M/S 상승이 가장 눈에 띄며 스마트폰 시장과 마찬가지로 기술력과 브랜드 가치에서 앞서있는 삼성과 애플의 양강구도로 갈 가능성이 높은 것으로 전망된다.

# Section 4. 휴대폰 부품 산업

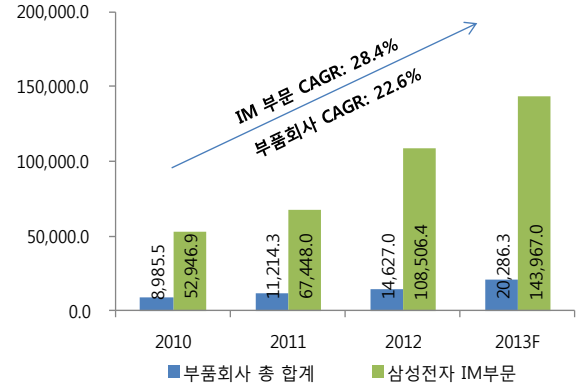
**영업이익 상승률 삼성전자 IM 사업부 > 부품주 합산**

지난 3 년간 휴대폰 부품주는 성장기를 거쳐왔으나 최근 단가 인하 압력과 성장성 둔화로 인한 실적 부진 등의 이유로 주가는 큰 폭으로 하락했다. 상장사 46 개의 부품주를 대상으로 2010 년부터 매출액과 영업이익을 삼성전자 IM 사업부와 비교해본 결과 매출액 성장률은 큰 차이가 없었으나 영업이익 성장률은 삼성전사의 휴대폰 사업부의 4 년 CAGR 55.8%의 절반 수준인 26.9%에 불과했다.

**부품주는 매우 선별적 접근 권고**

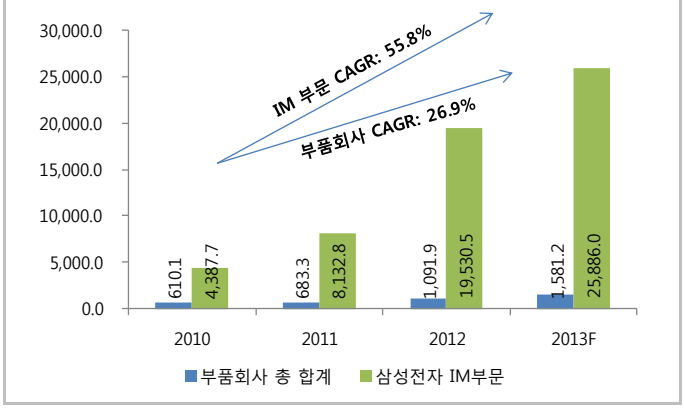
물론 부품주 매출액을 삼성전자 100% 납품 가정으로 비교하였기 때문에 일부 오차는 발생할 수 있으나 큰 흐름으로 볼 때, 부품주의 합산 매출액과 영업이익 성장은 삼성전자 IM 사업부 보다 약하다는 결론이다. 따라서 **부품주는 매우 선별적으로 접근하는 것이 필요**하며 신규 아이템을 공급하며 성장하는 회사 혹은 태블릿 PC 성장과 맞물린 회사, 그리고 QoQ 성장성이 지속 유지되는 기업을 선택할 필요가 있다는 판단이다.

**Exhibit 11. 삼성전자 및 부품업체 매출액 추이**




Source: Dataguide, Company Data, Leading Research Center

**Exhibit 12. 삼성전자 및 부품업체 영업이익 추이**




Source: Dataguide, Company Data, Leading Research Center

**삼성전자 IM 사업부 매출액, 영업이익 대비 부품주 합산 매출액, 영업이익 비중은 매년 감소추세**

표 13 의 부품주 합산 매출액과 영업이익을 삼성전자 IM 사업부와 비교하더라도 **매출액 비중이 2010 년 17.0%에서 2012 년 13.5%로 감소했으며 영업이익 비중은 13.9%에서 2012 년 5.6%로 감소**하였다. 부품단가인하 등의 영향이 전체 부품주의 매출액을 낮췄다는 의미로 해석이 가능하다. 2013 년에는 대부분의 부품업체들이 기존 가이던스를 하향하는 실적을 기록할 것으로 전망된다. 따라서 **2013 년 매출과 영업이익 비중(빨간박스)은 이보다 낮은 숫자를 기록하며 3 년 연속 감소하는 추세를 이어 나갈 것**으로 예상한다.

**Exhibit 13. 삼성전자 및 부품회사 실적 성장률**

| (%) | | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | CAGR |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 성장률 | 삼성전자 IM 부문 | - | 27.4 | 60.9 | 32.7 | 28.4 |
| | 부품업체 | - | 24.8 | 30.4 | 38.7 | 22.6 |
| 영업이익 성장률 | 삼성전자 IM 부문 | - | 85.4 | 140.1 | 32.5 | 55.8 |
| | 부품업체 | - | 12.0 | 59.8 | 44.8 | 26.9 |
| IM 부문 대비 부품업체 비중 | 매출액 | 17.0 | 16.6 | 13.5 | 14.1 ↓ | - |
| | 영업이익 | 13.9 | 8.4 | 5.6 | 6.1 ↓ | - |

Source: Dataguide, Company Data, Leading Research Center

# Appendix – 휴대폰 부품주 실적

| (Wbn) | | 2012 | | | 2013F | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 섹터 | 회사 | 매출액 | 영업이익 | 순이익 | 매출액 | 영업이익 | 순이익 |
| 카메라 렌즈 | 세코닉스 | 147.3 | 15.4 | 15.0 | 228.3 | 30.4 | 25.3 |
| 카메라 렌즈 | 코렌 | 86.5 | 3.8 | 2.0 | 121.7 | 12.4 | 8.9 |
| 카메라 렌즈 | 디지탈옵틱 | 85.6 | 10.9 | 7.9 | 164.8 | 23.8 | 18.8 |
| 카메라 모듈 | 아이엠 | 334.1 | (0.0) | 0.6 | 441.0 | 12.2 | 7.6 |
| 카메라 모듈 | 파트론 | 873.1 | 91.2 | 71.3 | 1,194.8 | 138.7 | 114.7 |
| 카메라 모듈 | 캠시스 | 256.3 | 5.2 | (6.1) | 400.0 | 20.0 | 15.2 |
| 카메라 모듈 | 파워로직스 | 511.7 | 9.6 | 17.2 | 642.0 | 20.6 | 27.4 |
| 카메라 모듈 | 엠씨넥스 | 170.4 | 6.2 | 2.4 | 283.0 | 12.8 | 11.6 |
| 카메라 필터 | 나노스 | 132.1 | 8.6 | 7.3 | 277.0 | 27.0 | 23.0 |
| 카메라 필터 | 옵트론텍 | 171.3 | 20.9 | 10.1 | 270.0 | 47.0 | 35.0 |
| 카메라 엑츄에이터 | 자화전자 | 327.4 | 50.3 | 43.6 | 548.0 | 63.0 | 55.0 |
| 수동부품 | 아모텍 | 187.4 | 16.4 | 9.2 | 283.1 | 27.4 | 18.9 |
| 수동부품 | 이노칩 | 72.2 | 18.7 | 14.3 | 100.0 | 27.0 | 22.0 |
| 수동부품 | 아비코전자 | 46.8 | (0.3) | (4.6) | 69.0 | 8.1 | 8.3 |
| 수동부품 | 알에프세미 | 42.5 | 6.3 | 4.7 | 52.8 | 7.8 | 6.8 |
| 수동부품 | 와이솔 | 122.6 | 10.9 | 8.3 | 189.7 | 21.7 | 18.3 |
| 터치 | 일진디스플 | 596.5 | 64.6 | 64.1 | 738.0 | 70.0 | 64.0 |
| 터치 | 멜파스 | 383.3 | 23.8 | 13.9 | 707.0 | 0.5 | (1.8) |
| 터치 | 이라이콤 | 542.1 | 42.4 | 17.4 | 647.6 | 46.1 | 34.4 |
| 터치 | 에스맥 | 485.4 | 36.0 | 26.8 | 593.1 | 36.8 | 29.0 |
| 터치 | 이엘케이 | 183.9 | (6.0) | (7.4) | 397.2 | 17.1 | 8.6 |
| 터치 | 모린스 | 37.2 | (17.2) | (19.3) | N/A | N/A | N/A |
| 터치 | 토비스 | 359.4 | 8.8 | 6.7 | 492.5 | 30.5 | 23.0 |
| 터치 | 유아이디 | 58.0 | 16.1 | 12.4 | 74.2 | 21.0 | 16.9 |
| PCB | 대덕전자 | 751.1 | 56.4 | 48.6 | 784.1 | 45.5 | 47.5 |
| PCB | 심텍 | 631.4 | 46.7 | 19.7 | 560.8 | (5.3) | (10.1) |
| PCB | 코리아써키트 | 519.5 | 44.3 | 41.8 | 592.5 | 54.0 | 53.7 |
| PCB | 디에이피 | 309.6 | 27.7 | 20.9 | 350.0 | 31.5 | 27.5 |
| FPCB | 플렉스컴 | 347.4 | 25.3 | 19.4 | 665.0 | 31.3 | 29.2 |
| FPCB | 인터플렉스 | 765.4 | 46.5 | 54.4 | 1,107.4 | 66.1 | 57.3 |
| FPCB | 비에이치 | 229.8 | 24.7 | 14.1 | 406.0 | 33.8 | 27.4 |
| FPCB | 액트 | 75.3 | 1.9 | 1.4 | 106.7 | 11.7 | 10.2 |
| 강화글라스 | 태양기전 | 226.0 | 6.9 | 1.9 | 328.0 | 11.8 | 9.6 |
| 강화글라스 | 아바텍 | 86.3 | 19.8 | 16.8 | 128.7 | 16.3 | 15.0 |
| 강화글라스 | 지디 | 85.4 | 33.8 | 28.0 | 111.3 | 35.6 | 30.1 |
| 강화글라스 | 켐트로닉스 | 249.8 | 14.9 | 13.8 | 321.2 | 31.9 | 27.5 |
| 강화글라스 | 솔브레인 | 663.6 | 107.0 | 74.2 | 696.0 | 121.1 | 87.4 |
| 케이스 | 인탑스 | 976.5 | 59.3 | 56.0 | 1,170.0 | 65.2 | 58.9 |
| 케이스 | 모베이스 | 201.7 | 21.1 | 18.5 | 391.0 | 41.0 | 37.5 |
| 케이스 | 우전앤한단 | 325.1 | 22.5 | 13.0 | 553.0 | 45.2 | 36.2 |
| 케이스 | 서원인텍 | 239.2 | 14.6 | 10.5 | 364.0 | 36.2 | 31.0 |
| 케이스 | 이랜텍 | 548.9 | 13.7 | 6.1 | 698.5 | 27.9 | 24.1 |
| 스피커 | 이엠텍 | 299.7 | 28.8 | 19.6 | 350.0 | 31.5 | 22.8 |
| 스피커 | 비에스이 | 232.7 | 3.7 | 5.8 | 250.0 | 10.0 | 7.5 |
| 기타 | 디스플레이텍 | 293.7 | 22.2 | 17.0 | 420.5 | 35.7 | 28.1 |
| 기타 | KH 바텍 | 355.9 | 7.7 | (3.2) | 1,017.0 | 81.3 | 69.3 |
| | **부품회사 총 합계** | **14,627.0** | **1,091.9** | **816.3** | **20,286.3** | **1,581.2** | **1,318.5** |

*Source: Dataguide, Company Data, Leading Research Center*
*Note: 2013F 추정치는 컨센서스 및 가이던스*

LEADING

Company Update

# 삼성전자 (005930 KS)

2013년 11월 25일

**Key issues…**

- ✓ 수익성 감소 우려보다는 지속 성장 가능성에 무게를 두는 것이 합리적
- ✓ 메모리 분야 실적은 꾸준하게 상승하며 2014 년 하반기 비메모리에 기대
- ✓ 디스플레이는 시장대비 양호한 수익성 유지와 긴 호흡으로 AMOLED 에 기대
- ✓ 2014 년 매출액 256.8 조원 (+11.5% YoY) 영업이익 43.9 조원 (+12.6% YoY)으로 지속성장

## Look on the bright side!!

**수익성 감소 우려보다는 지속 성장 가능성에 무게를 두는 것이 합리적**

갤럭시 S4 판매 둔화로 시작된 **스마트폰 성장성 둔화와 수익성 감소 우려는 내년에도 지속될 것**으로 예상된다. 중저가 스마트폰 비중이 증가하고 있고 글로벌 스마트폰 M/S의 32.8%를 점유하고 있는 상황에서 급격한 성장을 기대하기는 어렵다.

그럼에도 불구하고 삼성전자의 긍정적인 면에 대해 생각해볼 필요가 있다. **지난 3분기 시장의 우려에도 불구하고 사상최대 실적을 견인했던 사업부는 역시 IM부문**이었다. 2분기 과도하게 집행했던 마케팅 비용을 3분기에는 효율적으로 관리하며 3분기 플래그십 모델의 판매량 부진에도 불구하고 2분기 보다 높은 수익성을 보여줬다. 또한, 최근 태블릿 PC 판매량이 급증하며 3분기 약 20%의 글로벌 M/S를 확보했다. **시장의 우려에 가려졌던 막강한 브랜드 파워와 SCM를 통한 원가절감효과, 그리고 점차 나타나기 시작하는 규모의 경제 효과 등 긍정적인 시너지에 대한 평가가 제대로 이뤄지고 있지 않다**는 판단이다.

**메모리 분야 실적은 꾸준하게 상승하며 2014년 하반기 비메모리에 기대**

반도체 부문은 메모리산업의 제한적인 공급 증가가 지속되었던 만큼 좋은 실적을 기록하고 있다. 반면에 비메모리 분야에서는 부진한 모습을 보이며 다소 아쉬운 결과를 보여주고 있다. **그러나 2014년에는 14nm FinFET을 통한 비메모리 시장 내 지위 확보에 주력**할 것으로 예상되어 2014년 하반기부터 비메모리 부문의 선전이 기대된다.

**디스플레이는 시장대비 양호한 수익성 유지와 긴 호흡으로 AMOLED에 기대**

디스플레이부문은 치열한 경쟁으로 인한 수익성 약화가 지속되고는 있으나 Flexible AMOLED와 UDTV등 혁신기술을 통한 차별화가 진행되고 있어 시장대비 양호한 실적을 유지할 수 있을 것으로 전망한다.

**2014년 매출액 256.8조원 (11.5%) 영업이익 43.9조원 (12.6%)으로 지속성장**

따라서 IM사업부와 반도체 사업부 중심의 성장은 2014년에도 이어질 것으로 전망하고 매출액 256.8조원 (+11.5% YoY) 영업이익 43.9조원 (+12.6% YoY)으로의 지속성장이 가능할 것으로 예상한다.

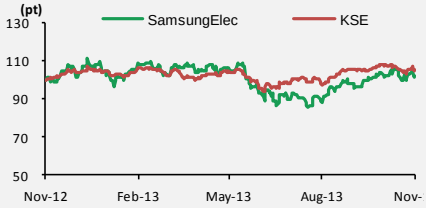
**BUY (TP 유지)**

| | |
|---|---|
| 목표주가 | 1,920,000 원 |
| 현재주가 | 1,450,000 원 |
| 목표수익률 | 32.4% |

| Key Data | 2013 년 11 월 22 일 |
|---|---|
| 산업분류 | 하드웨어 |
| 시가총액 (십억원) | 213,584.0 |
| 발행주식수 (백만주) | 147.3 |
| 외국인 지분율 (%) | 49.8 |
| 52 주 고가 (원) | 1,576,000 |
| 저가 (원) | 1,217,000 |
| 60 일 일평균거래대금 (십억원) | 325.3 |
| 주요주주 | (%) |
| 이건희 외 10인 | 17.67 |
| 삼성전자 자사주 | 11.17 |
| KOSPI | 2,006.23 |

| 주가상승률 (%) | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 0.6 | (2.3) | 2.3 |
| 상대주가 | 2.0 | (4.0) | (3.3) |

**Relative Performance**





**LEADING RESEARCH**

**오상우 Analyst (반도체/IT)**
swoh@leading.co.kr
+822-2009-7254

**박성순 R.A**
sspark@leading.co.kr
+822-2009-7047


**Valuation Forecast**

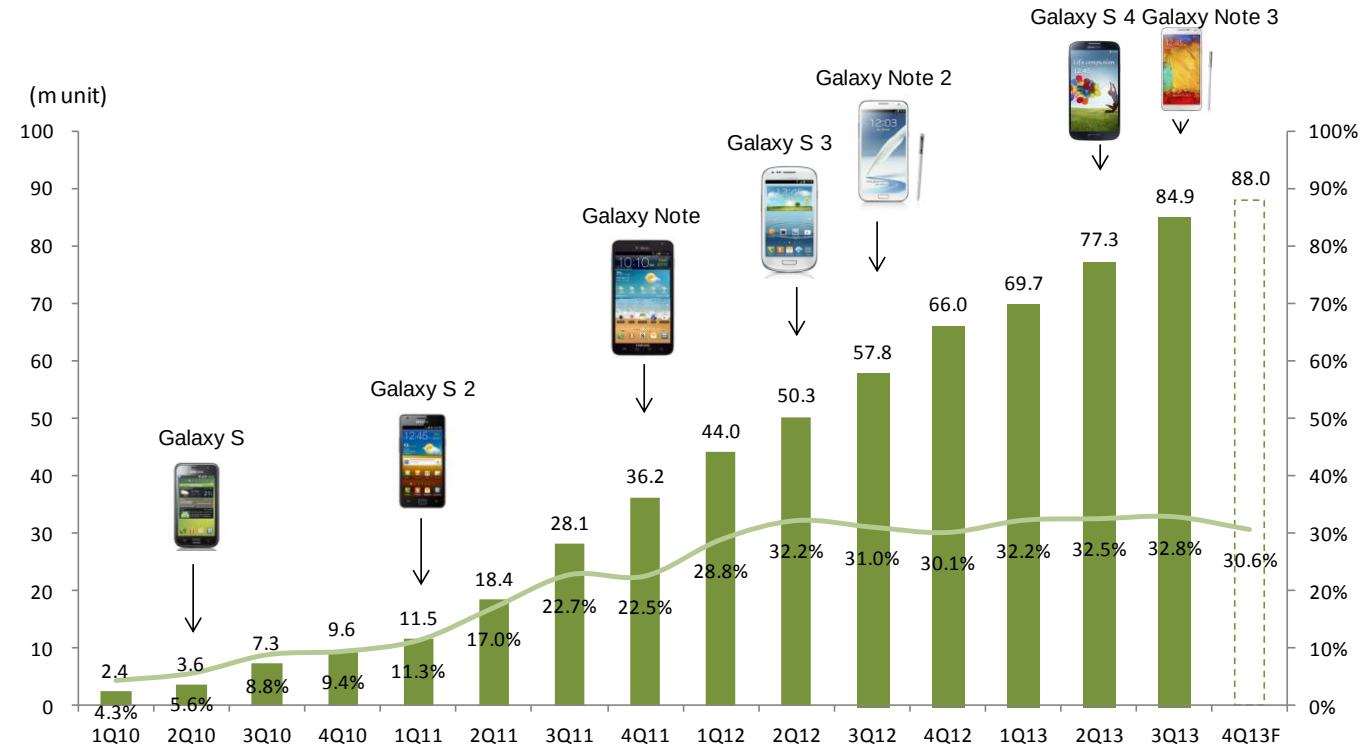
| FY | Sales (Wbn) | % chg yoy | OP (Wbn) | OPM (%) | NP (Wbn) | EPS (W) | EPS Growth (%) | P/E (x) | EV/EBITDA (x) | ROE (%) | P/B (x) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2010 | 154,630.3 | 13.4 | 17,296.5 | 11.2 | 16,146.5 | 107,258 | 65.1 | 8.8 | 5.0 | 20.4 | 1.9 |
| 2011 | 165,001.8 | 6.7 | 15,644.3 | 9.5 | 13,759.0 | 90,853 | (15.3) | 11.6 | 5.4 | 14.7 | 1.9 |
| 2012 | 201,103.6 | 21.9 | 29,049.3 | 14.4 | 23,845.3 | 157,403 | 73.2 | 9.7 | 4.9 | 21.6 | 2.2 |
| 2013F | 230,381.2 | 14.6 | 39,041.0 | 16.9 | 31,498.4 | 208,630 | 32.5 | 7.0 | 3.0 | 23.3 | 1.7 |
| 2014F | 256,828.2 | 11.5 | 43,953.0 | 17.1 | 35,065.7 | 236,576 | 13.4 | 6.1 | 2.3 | 21.3 | 1.4 |
| 2015F | 281,677.5 | 9.7 | 47,150.5 | 16.7 | 37,612.4 | 253,631 | 7.2 | 5.7 | 1.8 | 18.9 | 1.1 |

## Exhibit 14. 삼성전자 부문별 실적

| (십억원) | 1Q12 | 2Q12 | 3Q12 | 4Q12 | 2012 | 1Q13 | 2Q13 | 3Q13 | 4Q13F | 2013F | 1Q14F | 2Q14F | 3Q14F | 4Q14F | 2014F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **실적** | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | **45,271** | **47,597** | **52,177** | **56,059** | **201,104** | **52,868** | **57,464** | **59,083** | **60,965** | **230,381** | **62,197** | **64,092** | **64,169** | **66,370** | **256,828** |
| 영업이익 | **5,689** | **6,462** | **8,125** | **8,774** | **29,049** | **8,779** | **9,531** | **10,164** | **10,567** | **39,041** | **10,587** | **10,793** | **11,070** | **11,503** | **43,953** |
| 세전이익 | **6,350** | **6,730** | **8,302** | **8,532** | **29,915** | **9,045** | **9,828** | **10,239** | **10,673** | **39,785** | **10,692** | **10,901** | **11,180** | **11,618** | **44,393** |
| 순이익 | **5,048** | **5,193** | **6,565** | **7,038** | **23,845** | **7,155** | **7,774** | **8,245** | **8,325** | **31,498** | **8,447** | **8,612** | **8,944** | **9,062** | **35,066** |
| **수익성(%)** | | | | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 12.6 | 13.6 | 15.6 | 15.7 | 14.4 | 16.6 | 16.6 | 17.2 | 17.3 | 16.9 | 17.0 | 16.8 | 17.3 | 17.3 | 17.1 |
| 세전이익률 | 14.0 | 14.1 | 15.9 | 15.2 | 14.9 | 17.1 | 17.1 | 17.3 | 17.5 | 17.3 | 17.2 | 17.0 | 17.4 | 17.5 | 17.3 |
| 순이익률 | 11.2 | 10.9 | 12.6 | 12.6 | 11.9 | 13.5 | 13.5 | 14.0 | 13.7 | 13.7 | 13.6 | 13.4 | 13.9 | 13.7 | 13.7 |
| **증가율(QoQ, %)** | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | (4.3) | 5.1 | 9.6 | 7.4 | | (5.7) | 8.7 | 2.8 | 3.2 | | 2.0 | 3.0 | 0.1 | 3.4 | |
| 영업이익 | 21.3 | 13.6 | 25.7 | 8.0 | | 0.1 | 8.6 | 6.6 | 4.0 | | 0.2 | 1.9 | 2.6 | 3.9 | |
| 세전이익 | 15.3 | 6.0 | 23.4 | 2.8 | | 6.0 | 8.7 | 4.2 | 4.2 | | 0.2 | 2.0 | 2.6 | 3.9 | |
| 순이익 | 25.4 | 2.9 | 26.4 | 7.2 | | 1.7 | 8.6 | 6.1 | 1.0 | | 1.5 | 2.0 | 3.9 | 1.3 | |
| **증가율(YoY, %)** | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 22.4 | 20.7 | 26.4 | 18.5 | 21.9 | 16.8 | 20.7 | 13.2 | 8.8 | 14.6 | 17.6 | 11.5 | 8.6 | 8.9 | 11.5 |
| 영업이익 | 92.9 | 72.2 | 91.0 | 87.0 | 85.7 | 54.3 | 47.5 | 25.1 | 20.4 | 34.4 | 20.6 | 13.2 | 8.9 | 8.9 | 12.6 |
| 세전이익 | 87.4 | 61.6 | 100.9 | 54.9 | 74.0 | 42.4 | 46.0 | 23.3 | 25.1 | 33.0 | 18.2 | 10.9 | 9.2 | 8.9 | 11.6 |
| 순이익 | 81.3 | 48.1 | 90.7 | 74.8 | 73.3 | 41.7 | 49.7 | 25.6 | 18.3 | 32.1 | 18.1 | 10.8 | 8.5 | 8.9 | 11.3 |
| **부문별 실적** | | | | | | | | | | | | | | | |
| **반도체** | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 7,977 | 8,597 | 8,707 | 9,509 | 34,790 | 8,576 | 8,680 | 9,740 | 10,564 | 37,560 | 11,751 | 11,450 | 11,021 | 12,045 | 46,267 |
| 영업이익 | 762 | 1,110 | 1,149 | 1,408 | 4,429 | 1,070 | 1,760 | 2,060 | 2,329 | 7,219 | 2,468 | 2,290 | 2,314 | 2,650 | 9,722 |
| 영업이익률 | 9.6 | 12.9 | 13.2 | 14.8 | 12.7 | 12.5 | 20.3 | 21.1 | 22.0 | 19.2 | 21.0 | 20.0 | 21.0 | 22.0 | 21.0 |
| **디스플레이** | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 8,536 | 8,250 | 8,433 | 7,597 | 32,816 | 7,108 | 8,180 | 8,090 | 7,768 | 31,146 | 7,104 | 7,985 | 7,550 | 7,450 | 30,089 |
| 영업이익 | 279 | 755 | 1,088 | 1,088 | 3,209 | 770 | 1,120 | 980 | 990 | 3,860 | 781 | 870 | 906 | 1,006 | 3,563 |
| 영업이익률 | 3.3 | 9.2 | 12.9 | 14.3 | 9.8 | 10.8 | 13.7 | 12.1 | 12.7 | 12.4 | 11.0 | 10.9 | 12.0 | 13.5 | 11.8 |
| **IT&모바일 (IM)** | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 23,223 | 24,044 | 29,840 | 30,877 | 107,983 | 32,818 | 35,540 | 36,570 | 37,107 | 142,035 | 38,365 | 39,584 | 40,975 | 41,021 | 159,945 |
| 영업이익 | 4,274 | 4,187 | 5,613 | 5,363 | 19,437 | 6,510 | 6,280 | 6,700 | 6,716 | 26,206 | 7,021 | 7,204 | 7,335 | 7,384 | 28,944 |
| 영업이익률 | 18.4 | 17.4 | 18.8 | 17.4 | 18.0 | 19.8 | 17.7 | 18.3 | 18.1 | 18.5 | 18.3 | 18.2 | 17.9 | 18.0 | 18.1 |
| **CE(가전)** | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 10,674 | 12,222 | 11,597 | 13,951 | 48,444 | 11,243 | 12,780 | 12,050 | 13,061 | 49,134 | 12,664 | 12,995 | 12,554 | 14,057 | 52,270 |
| 영업이익 | 527 | 714 | 429 | 740 | 2,410 | 230 | 430 | 350 | 532 | 1,542 | 317 | 429 | 515 | 464 | 1,725 |
| 영업이익률 | 4.9 | 5.8 | 3.7 | 5.3 | 5.0 | 2.0 | 3.4 | 2.9 | 4.1 | 3.1 | 2.5 | 3.3 | 4.1 | 3.3 | 3.3 |

*Source: Company Data, Leading Research Center*

**Exhibit 15. 삼성전자 스마트폰 출하량 및 M/S**




*Source:,IDC, Leading Research Center*

**Exhibit 16. 전세계 스마트폰 판매량 전망**

*Source:,IDC, Leading Research Center*

# 재무제표

대차대조표

| 결산기(십억원) | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 71,502 | 87,269 | 116,482 | 143,294 | 173,077 |
| 현금성자산 | 26,878 | 37,448 | 57,099 | 78,974 | 101,123 |
| 매출채권 | 24,153 | 26,675 | 30,119 | 32,789 | 36,998 |
| 재고자산 | 15,717 | 17,747 | 22,441 | 24,430 | 27,566 |
| 비유동자산 | 84,298 | 93,803 | 103,114 | 113,075 | 123,528 |
| 투자자산 | 18,899 | 21,588 | 25,407 | 25,784 | 26,176 |
| 유형자산 | 62,044 | 68,485 | 73,759 | 83,421 | 93,545 |
| 무형자산 | 3,355 | 3,730 | 3,949 | 3,870 | 3,807 |
| **자산총계** | **155,800** | **181,072** | **219,597** | **256,369** | **296,604** |
| 유동부채 | 44,319 | 46,933 | 54,193 | 57,030 | 60,942 |
| 매입채무 | 18,509 | 16,889 | 20,199 | 21,990 | 24,812 |
| 유동성이자부채 | 9,684 | 9,443 | 8,217 | 8,217 | 8,217 |
| 비유동부채 | 10,168 | 12,658 | 12,293 | 12,609 | 12,938 |
| 비유동이자부채 | 4,963 | 5,452 | 3,539 | 3,539 | 3,539 |
| **부채총계** | **54,487** | **59,591** | **66,486** | **69,639** | **73,880** |
| 자본금 | 898 | 898 | 898 | 898 | 898 |
| 자본잉여금 | 4,404 | 4,404 | 4,404 | 4,404 | 4,404 |
| 이익잉여금 | 97,623 | 119,986 | 149,705 | 183,324 | 219,319 |
| 자본조정 | (5,834) | (8,193) | (7,136) | (7,136) | (7,136) |
| 자기주식 | (7,540) | (7,351) | (7,335) | (7,335) | (7,335) |
| **자본총계** | **101,314** | **121,480** | **153,111** | **186,729** | **222,724** |
| 투하자본 | 76,655 | 84,912 | 91,637 | 103,381 | 117,226 |
| 순차입금 | (12,231) | (22,553) | (45,344) | (67,218) | (89,368) |
| ROA | 9.2 | 13.8 | 15.4 | 14.7 | 13.6 |
| ROE | 14.7 | 21.6 | 23.3 | 21.3 | 18.9 |
| ROIC | 17.5 | 28.7 | 35.0 | 35.6 | 33.8 |

현금흐름표

| 결산기(십억원) | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업현금** | **22,918** | **37,973** | **47,841** | **52,849** | **56,115** |
| 당기순이익 | 13,759 | 23,845 | 31,498 | 35,066 | 37,612 |
| 자산상각비 | 13,592 | 15,622 | 16,915 | 20,102 | 22,441 |
| 운전자본증감 | (4,057) | (5,778) | (1,882) | (2,099) | (3,722) |
| 매출채권감소(증가) | (2,197) | (2,568) | (3,043) | (2,670) | (4,209) |
| 재고자산감소(증가) | (3,920) | (4,012) | (5,577) | (1,989) | (3,136) |
| 매입채무증가(감소) | 1,126 | (882) | 2,312 | 1,791 | 2,823 |
| **투자현금** | **(21,113)** | **(31,322)** | **(41,384)** | **(30,969)** | **(33,848)** |
| 단기투자자산감소 | 594 | (6,555) | (16,828) | (1,442) | (1,501) |
| 장기투자증권감소 | (5) | (764) | (158) | 535 | 546 |
| 설비투자 | (21,966) | (22,965) | (22,039) | (29,329) | (32,167) |
| 유무형자산감소 | (274) | 55 | (462) | (357) | (335) |
| **재무현금** | **3,110** | **(1,865)** | **(3,734)** | **(1,447)** | **(1,618)** |
| 차입금증가 | 3,758 | 539 | (2,819) | 0 | 0 |
| 자본증가 | (714) | (1,177) | (1,197) | (1,447) | (1,618) |
| 배당금지급 | 875 | 1,265 | 1,216 | 1,447 | 1,618 |
| 현금 증감 | 4,900 | 4,100 | 2,787 | 20,432 | 20,649 |
| **총현금흐름(Gross CF)** | **30,210** | **46,605** | **54,702** | **54,948** | **59,836** |
| (-) 운전자본증가(감소) | 1,458 | 2,341 | 1,076 | 2,099 | 3,722 |
| (-) 설비투자 | 21,966 | 22,965 | 22,039 | 29,329 | 32,167 |
| (+) 자산매각 | (274) | 55 | (462) | (357) | (335) |
| Free Cash Flow | 6,512 | 21,353 | 31,124 | 23,163 | 23,613 |
| (-) 기타투자 | 5 | 764 | 158 | (535) | (546) |
| 잉여현금 | 6,507 | 20,589 | 30,966 | 23,699 | 24,159 |

손익계산서

| 결산기(십억원) | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **165,002** | **201,104** | **230,381** | **256,828** | **281,678** |
| 증가율 (Y-Y,%) | 6.7 | 21.9 | 14.6 | 11.5 | 9.7 |
| **영업이익** | **15,644** | **29,049** | **39,041** | **43,953** | **47,150** |
| 증가율 (Y-Y,%) | (9.6) | 85.7 | 34.4 | 12.6 | 7.3 |
| EBITDA | 29,236 | 44,671 | 55,956 | 64,055 | 69,591 |
| **영업외손익** | **1,548** | **866** | **744** | **440** | **472** |
| 순이자수익 | 62 | 246 | 667 | 531 | 694 |
| 외화관련손익 | (665) | (144) | (286) | (60) | (60) |
| 지분법손익 | 1,399 | 987 | 678 | 535 | 546 |
| **세전계속사업손익** | **17,192** | **29,915** | **39,785** | **44,393** | **47,622** |
| **당기순이익** | **13,759** | **23,845** | **31,498** | **35,066** | **37,612** |
| 지배기업당기순이익 | 13,383 | 23,185 | 30,926 | 35,066 | 37,612 |
| 증가율 (Y-Y,%) | (14.8) | 73.3 | 32.09 | 11.33 | 7.26 |
| **NOPLAT** | **12,520** | **23,155** | **30,909** | **34,719** | **37,240** |
| (+) Dep | 13,592 | 15,622 | 16,915 | 20,102 | 22,441 |
| (-) 운전자본투자 | 1,458 | 2,341 | 1,076 | 2,099 | 3,722 |
| (-) Capex | 21,966 | 22,965 | 22,039 | 29,329 | 32,167 |
| OpFCF | 2,689 | 13,471 | 24,708 | 23,392 | 23,793 |
| **3 Yr CAGR & Margins** | | | | | |
| 매출액증가율(3Yr) | 10.8 | 13.1 | 14.2 | 15.9 | 11.9 |
| 영업이익증가율(3Yr) | 37.4 | 35.9 | 31.2 | 41.1 | 17.5 |
| EBITDA 증가율(3Yr) | 21.9 | 25.2 | 24.9 | 29.9 | 15.9 |
| 순이익증가율(3Yr) | 32.7 | 32.6 | 25.0 | 36.6 | 16.4 |
| 영업이익률(%) | 9.5 | 14.4 | 16.9 | 17.1 | 16.7 |
| EBITDA 마진(%) | 17.7 | 22.2 | 24.3 | 24.9 | 24.7 |
| 순이익률 (%) | 8.3 | 11.9 | 13.7 | 13.7 | 13.4 |

주요투자지표

| 결산기 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| **Per share Data** | | | | | |
| EPS | 90,853 | 157,403 | 208,630 | 236,576 | 253,631 |
| BPS | 570,674 | 688,251 | 869,150 | 1,066,751 | 1,278,320 |
| DPS | 5,500 | 8,000 | 8,510 | 9,510 | 11,010 |
| **Multiples(x,%)** | | | | | |
| PER | 11.6 | 9.7 | 7.0 | 6.1 | 5.7 |
| PBR | 1.9 | 2.2 | 1.7 | 1.4 | 1.1 |
| EV/ EBITDA | 5.4 | 4.9 | 3.0 | 2.3 | 1.8 |
| 배당수익율 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.8 |
| PCR | 6.0 | 5.6 | 4.5 | 4.5 | 4.1 |
| PSR | 1.1 | 1.3 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| **재무건전성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 53.8 | 49.1 | 43.4 | 37.3 | 33.2 |
| Net debt/Equity | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Net debt/EBITDA | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 유동비율 | 161.3 | 185.9 | 214.9 | 251.3 | 284.0 |
| 이자보상배율 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 이자비용/매출액 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 |
| **자산구조** | | | | | |
| 투하자본(%) | 62.6 | 59.0 | 52.6 | 49.7 | 47.9 |
| 현금+투자자산(%) | 37.4 | 41.0 | 47.4 | 50.3 | 52.1 |
| **자본구조** | | | | | |
| 차입금(%) | 12.6 | 10.9 | 7.1 | 5.9 | 5.0 |
| 자기자본(%) | 87.4 | 89.1 | 92.9 | 94.1 | 95.0 |

### ▶ Compliance Notice

*본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.*

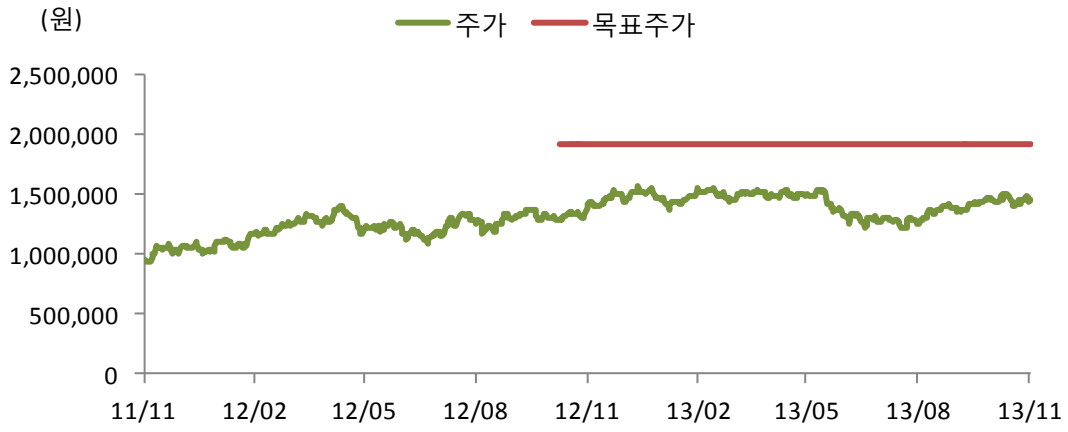
- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

### ▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

**삼성전자 (005930 KS)**

| 일자 | 2012-10-29 | 2013-01-07 | 2013-02-12 | 2013-04-15 | 2013-08-05 | 2013-09-23 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 투자의견 | BUY(신규) | BUY(TP 유지) | BUY(TP 유지) | BUY(TP 유지) | BUY(TP 유지) | BUY(TP 유지) |
| 목표주가 | 1,920,000 | 1,920,000 | 1,920,000 | 1,920,000 | 1,920,000 | 1,920,000 |
| 2013-11-25<br>BUY(TP 유지)<br>1,920,000 | | | | | | |

### ▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이




### ▶ 투자기간 및 투자등급

**기업**

| | |
|---|---|
| BUY (매수) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상 |
| HOLD (중립) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외 |
| SELL (매도) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하 |

**산업**

| | |
|---|---|
| OVERWEIGHT (비중확대) | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상 |
| NEUTRAL (중립) | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상 |
| UNDERWEIGHT (비중축소) | 향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상 |

*©. 2013 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*

## 2014년 자동차 Outlook

**비중확대(TP 상향)**

| 기아차(000270 KS) | 매수(TP 상향) |
|---|---|
| 현재주가 | 61,400 |
| 목표주가(상향) | 90,000 |
| **현대차(005380 KS)** | **매수(TP 상향)** |
| 현재주가 | 253,000 |
| 목표주가(상향) | 320,000 |

(11/22 기준)

2014년 세계 자동차 판매량은 브라질, 인도 및 러시아 등 신흥시장 국가들이 부진한 가운데 중국이 견인할 전망이다. 이에 따라 신흥시장의 판매량 정체에도 불구하고 차근차근 점유율을 늘려가고 있는 우리 완성차 업계는 2014년에도 판매량을 계속해서 늘려갈 전망이다. 국내 완성차 업계의 볼륨 성장과 맞물려 부품주를 비롯한 자동차 섹터 역시 성장을 지속하는 한 해가 될 것으로 기대되기에 자동차 섹터의 투자의견을 비중확대로 유지한다.

### Top Picks: 기아차, 만도

완성차 업체들의 목표주가를 14년 수익을 감안해 기아차 90,000원, 현대차 320,000원으로 각각 상향한다. 기아차는 4분기부터 광주 공장이 본격적으로 가동되고, 중국 및 러시아 시장에서 판매 역시 견조할 것으로 보여 +5~7%의 판매 성장이 기대된다. 그 동안 볼륨 성장 둔화가 기아차 주가의 회복을 둔화시키는 요인으로 작용했으나, 4분기부터는 볼륨 성장이 기대되어 밸류에이션의 본격적인 회복이 기대된다. 기아차의 적정주가 90,000원은 11/22일 종가 기준 약 47%의 상승 여력을 가지고 있기에 완성차 TOP PICK으로 선정한다. 부품주 TOP PICK은 만도를 유지한다.

### 1. 글로벌 자동차 판매량 전망

2014년 세계 자동차 판매량은은 중국이 견인할 전망이다. 중국을 제외한 신흥시장은 매크로 여건의 부진으로 인해 올해에 이어 내년에도 부진할 전망이다. 유럽은 대외여건이 완화되고 독일 및 스페인등의 자동차 판매량이 증가하며 올해 대비 증가할 것으로 기대되나 프랑스 및 이탈리아 등의 지속된 부진으로 인해 그 폭은 크지 않을 것이다. 미국은 픽업트럭을 비롯한 경트럭의 판매 강세가 지속되며 회복세를 유지할 것이다.

### 2. 친환경차 시장 전망

현재 친환경차 시장은 다운사이징, 터보차저, 및 DCT 등 기존 내연기관의 성능을 극대화하는 기술과 HEV 위주로 전개되고 있다. 2015년 EU 기준치 및 2016년 미국의 CAFE 기준치를 고려할 때 이러한 추세는 당분간 지속되며 완성차 업계의 연비 강화를 이끌 것으로 전망된다.

### 3. 중국 상용차 시장 진출 본격화

쓰촨 자동차와 JV인 CHMC 작년 말부터 생산 시작했으나 아직까지 쓰촨차 고유 모델 생산이 주력이다. 그러나 9월 미니버스인 카운티 생산을 시작으로 14년부터 현대차 버스 및 트럭 모델 생산 시작하며 중국 상용차 시장에 진출 본격화될 것이다. 2017년 현대차의 상용차 판매 목포량은 17만대로 14년 이후 동사의 본격적인 상용차 부문 판매 증가가 기대된다.

## Valuation

완성차 업체들의 목표주가를 14년 수익을 감안해 현대차 기아차의 목표주가를 상향한다. 목표주가는 14년 FWD BPS 219,098원에 전세계 자동차 섹터의 투자심리가 회복하기 시작한 연초 이후 Peer 그룹의 13년 FWD PBR과 14년 FWD PBR의 평균인 1.45배를 적용해 기아차 90,000원, 현대차 320,000원으로 산정하였다.

**Exhibit 1. Valuation**

| 구분 | 기아차 | 현대차 | 비고 |
|---|---|---|---|
| 14 년 FWD BPS | 60,981원 | 219,098원 | |
| Peer 평균 PBR | 1.45 | 1.45 | 13년, 14년 평균 |
| Target Price | 90,000원 | 320,000원 | |
| Implied PER | 8.2배 | 6.8배 | '14 FWD EPS 기준 |
| 상승여력(%) | 46.6% | 26.5% | 11/22 종가 기준 |

*Source: Company data, Leading Research Center*

**Exhibit 2. 커버리지 종목 기간별 수익률**

| 구분(%) | 수익률 (1 주) | 수익률 (1 개월) | 수익률 (3 개월) | 수익률 (6 개월) | 수익률 (12 개월) | 수익률 (YTD) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 기아자동차 | 0.2 | (3.3) | (1.6) | 7.5 | 10.0 | 9.1 |
| 현대자동차 | 1.6 | (3.6) | 11.0 | 25.2 | 20.5 | 17.1 |
| 만도 | 2.1 | 0.0 | 25.5 | 48.0 | 16.5 | 13.7 |
| 현대위아 | 3.4 | 10.8 | 29.1 | 27.5 | 12.1 | 18.4 |
| 한라비스테온공조 | (2.7) | (4.1) | 3.4 | 17.4 | 63.5 | 56.7 |
| 현대모비스 | 2.0 | 3.4 | 14.2 | 6.7 | 14.2 | 4.7 |

*Source: DataGuide, Leading Research Center*

**Exhibit 3. 커버리지 종목 투자포인트 정리**

| 구분 | 투자의견 | 목표주가(원) | 상승여력(%) | 투자포인트 |
|---|---|---|---|---|
| 기아자동차 | 매수(유지) | 90,000 | 46.6% | - 광주공장 및 중국 3 공장 증설 효과<br>- 4 분기 분기 기준 역대 최대 실적 전망 |
| 현대자동차 | 매수(유지) | 320,000 | 26.5% | - 4 분기 분기 기준 역대 최대 실적 전망<br>- 14 년 중국 상용차 진출 본격화 |
| 만도 | 매수(유지) | 210,000 | 44.8% | - 높은 기술 지속 성장성과 중국 Exposure, 글로벌 플레이어<br>- 중국 법인 매출 및 영업이익 높아 전체 영업이익률 상승 기대 |
| 현대위아 | 매수(유지) | 230,000 | 15.3% | - 높은 기술 지속 성장성과 중국 Exposure<br>- 서산부지의 신규 부품을 통한 성장성 풍부 |
| 한라비스테온공조 | 매수(유지) | 50,000 | 32.1% | - xEV 도입에 따른 아웃퍼폼 가능, 높은 중국 Exposure<br>- 비스테온 합병에 의한 시너지 효과 올해 말부터 본격화 |
| 현대모비스 | 매수(유지) | 360,000 | 19.6% | - 높은 기술 지속 성장성과 중국 Exposure<br>- 벨류에이션 매력 가장 풍부 |

*Source: Leading Research Center*

## 1. 글로벌 자동차 판매량 전망

2014년 세계 자동차 판매량은은 중국이 견인할 전망이다. 중국을 제외한 신흥시장은 매크로 여건의 부진으로 인해 올해에 이어 내년에도 부진할 전망이다. 유럽은 대외여건이 완화되고 독일 및 스페인등의 자동차 판매량이 증가하며 올해 대비 증가할 것으로 기대되나 프랑스 및 이탈리아 등의 지속된 부진으로 인해 그 폭은 크지 않을 것이다. 미국은 픽업트럭을 비롯한 경트럭의 판매 강세가 지속되며 회복세를 유지할 것이다.

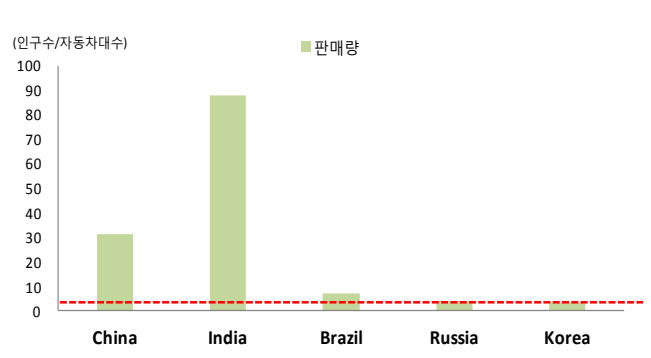
**Exhibit 4. 2014 년 세계 자동차 판매 전망**

| 구분(%) | 2012 년 | | 2013 년 | | 2014 년 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 판매량 | 증가율 | 판매량 | 증가율 | 판매량 | 증가율 |
| 전세계 | 7,782 | 5.5 | 8,030 | 3.2 | 8,360 | 4.1 |
| 미국 | 1,449 | 13.4 | 1,560 | 7.6 | 1,610 | 3.2 |
| 유럽(EU) | 1,406 | (7.8) | 1,353 | (3.8) | 1,387 | 2.5 |
| 중국 | 1,491 | 5.8 | 1,695 | 13.7 | 1,854 | 9.4 |
| 인도 | 265 | 9.2 | 244 | (8.2) | 258 | 5.8 |
| 브라질 | 363 | 6.1 | 364 | 0.2 | 369 | 1.4 |
| 러시아 | 294 | 10.6 | 280 | (4.6) | 294 | 5.0 |
| 국내 | 154 | (2.3) | 154 | 0.0 | 158 | 2.4 |

*Source: KARI, Leading Research Center*

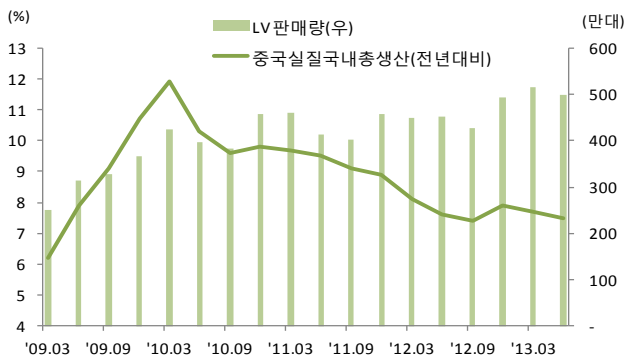
중국은 브라질 및 러시아와 같은 신흥시장과 비교해도 여전히 낮은 자동차 보급률을 보이고 있어 성장성은 여전하다. 게다가 GDP 성장률이 최근 다소 감소했음에도 불구하고 자동차 판매량은 계속해서 증가하고 있고 중국 내륙 시장의 성장성 역시 탄탄해 2014년에도 중국이 전세계 자동차 판매 성장량의 대부분을 차지할 전망이다.

**Exhibit 5. 주요국 자동차 보급률 비교**




*Source: Company data, Leading Research Center*

**Exhibit 6. GDP 성장률 vs 자동차 판매량**




*Source: Company data, Leading Research Center*

## 2. 친환경차 시장 전망

### 내연기관 연비 강화는 여전히 유효한 전략

**단기적으로 내연기관 성능 극대화 기술 및 HEV 기술 향상 전망**

현재 친환경차 시장은 다운사이징, 터보차저, 및 DCT 등 기존 내연기관의 성능을 극대화하는 기술과 HEV 위주로 전개되고 있다. 2015년 EU 기준치 및 2016년 미국의 CAFE 기준치를 고려할 때 이러한 추세는 당분간 지속되며 완성차 업계의 연비 강화를 이끌 것으로 전망된다.

**Exhibit 7. EU 2015년 CO2 기준치 달성 위한 연비**

Source: *Company data, Leading Research Center*

**Exhibit 8. 내연기관 강화 + HEV를 통한 연비 강화**

Source: *Company data, Leading Research Center*

### 가솔린 엔진 연비 극대화의 한계는 2017년에 도래

**2017년을 기점으로 엔진 연비 극대화 전망, 미국의 경우 CAFÉ 기준치 달성을 위해 디젤차량, BEV, PHEV 등 xEV 차량의 판매 증가 전망**

그러나 이러한 추세는 2017년을 전후로 해서 크게 변화할 것으로 보인다. **EU의 2020년 탄소 배출 기준량 95g/km는 가솔린 엔진 기준 연비 21km/l 이상 디젤 기준 23km/l 이상을 달성해야 가능한 수치**이다. VW 및 디젤 엔진에 가장 앞서 있는 유럽 업체들의 경우 이미 디젤 기준 연비에 근접했다. 이는 유럽 완성차 업체들이 디젤 효율 극대화에 집중하는 이유이기도 하다. (가솔린 엔진의 경우 현재 12~15km/l 수준으로 필요 연비 달성 목표와 괴리 큼.) 미국 또한 사정은 크게 다르지 않아 **2025년 미국 CAFE 기준치인 23.2Km/l를 달성하기 위해서는 반드시 디젤차량과 BEV 및 PHEV등의 xEV 차량들의 판매가 수반**되어야 한다.

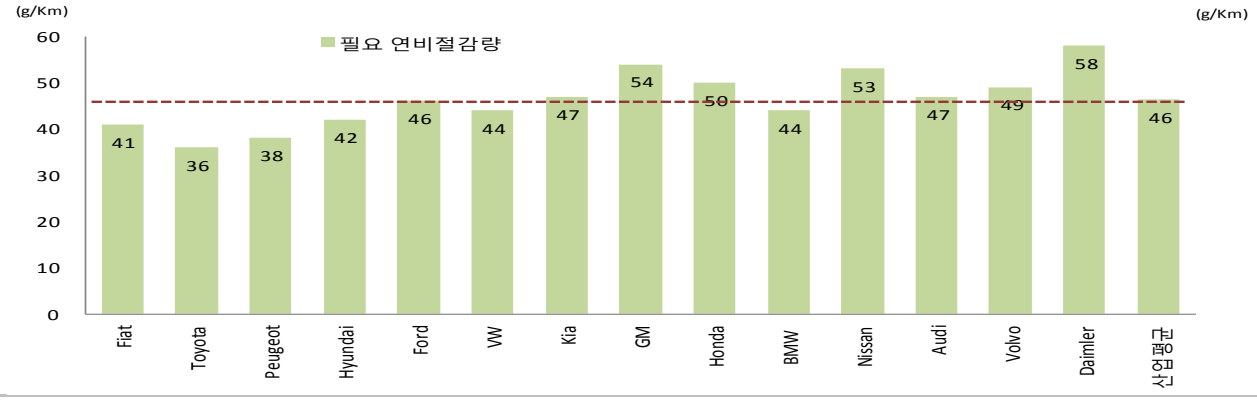
**Exhibit 9. EU 2020년 CO2 기준치 달성 위한 연비 비교**

Source: *Company data, Leading Research Center*

**Exhibit 10. 클린디젤과 xEV를 통한 연비 강화**

Source: *Company data, Leading Research Center*

**Exhibit 11. 주요 자동차 회사별 EU 2020년 규제 기준 필요 절감 CO2량**




*Source: Company data, Leading Research Center*

**Exhibit 12. 클린디젤의 친환경성**

*Source: Company data, Leading Research Center*

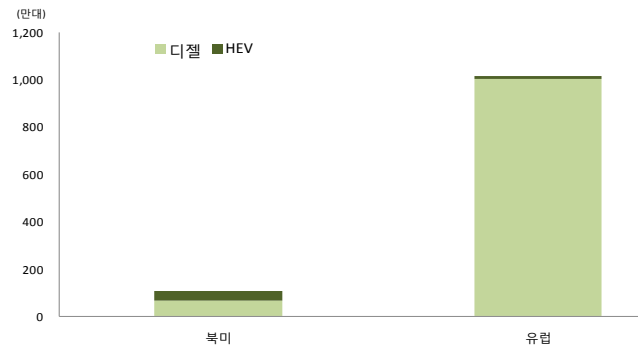
**Exhibit 13. HEV vs 클린디젤**

*Source: Company data, Leading Research Center*

**HEV와 클린디젤 비교 시 클린디젤 친환경성 및 경제성 부각**

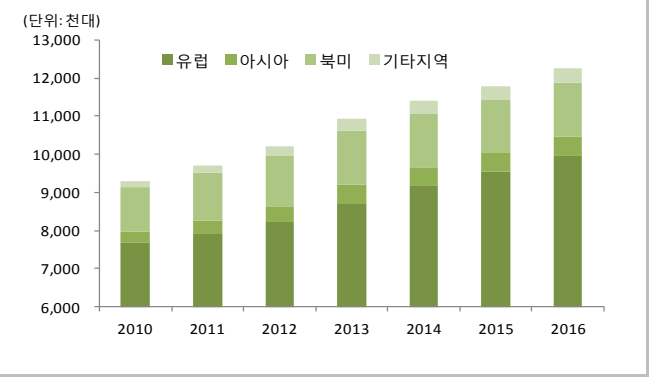
우리는 그 중에서도 BEV와 PHEV 위주로 xEV 시장이 발전할 것으로 예상하고 있다. 그 이유는 가솔린 HEV가 클린디젤 차량 대비 연비가 크게 뛰어나지 않거나 오히려 더 낮음에도 불구하고 가격은 훨씬 비싸기 때문이다. 즉, **HEV는 클린 디젤 대비 친환경과 경제성 모두에서 큰 강점이 존재하지 않는 것이다.** 게다 HEV의 세계 최대 시장인 일본이 지난 9월 HEV에 200~300만원 가량 지급하던 보조금을 폐지했고, 최근 북미 및 전세계 시장에서 BEV와 PHEV의 판매가 확대되며 HEV 판매 성장은 둔화되는 추세이다. 이에 따라 전통적인 가솔린 선호 지역인 미국 역시도 최근 디젤 점유율이 상승하며 2012년 기준 디젤 대 HEV 판매량 1.5 : 1로 디젤이 오히려 우위에 있다.

**Exhibit 14. 북미, 유럽 지역 디젤 vs HEV 판매량 비교**




*Source: Company data, Leading Research Center*

**Exhibit 15. 지역별 디젤 판매량 추이 및 전망**




*Source: CSM, Leading Research Center*

## 배터리 가격 하락의 영향 전망

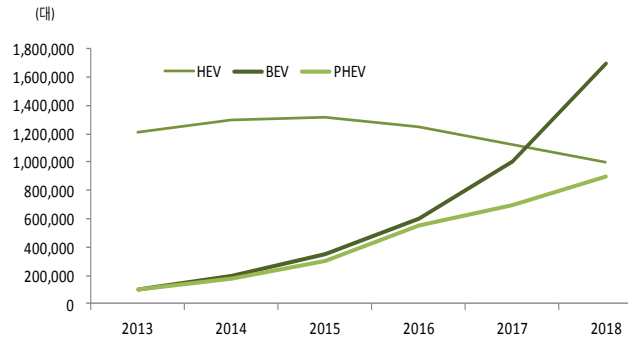
**배터리 가격 하락에 따른 BEV 및 PHEV 시장 확대 전망, HEV 시장 감소 전망**

많은 전문가들은 전기차가 대중화 되기 위해서는 배터리 가격이 배터리 가격이 $200/KWh~$300/KWh까지 내려와야 한다고 지적한다. 따라서 실제로 배터리 가격을 $200/KWh를 가정하고 현재 BEV, PHEV 그리고 HEV의 대표 모델이라고 할 수 있는 리프, 볼트 그리고 프리우스의 가격 변화를 계산해 보았다. 프리우스는 오직 1.6KWh의 배터리를 사용하므로 가격 변화는 미미하다. 이에 반해 BEV와 PHEV의 가격 하락 폭이 큰 것을 확인 할 수 있다. 소비자들이 BEV 및 PHEV 구매를 꺼려하는 가장 큰 이유가 가격임을 생각하면 HEV가 주는 친환경 이미지는 급격하게 퇴색될 전망이다. 따라서 xEV 시장은 급격하게 BEV와 PHEV 위주로 재편되고, HEV는 성장이 둔화되거나 감소할 것으로 예상된다.

**Exhibit 16. 배터리 $200/KWh 시 xEV 가격 예상**

Source: *Company data*, Leading Research Center

**Exhibit 17. 전세계 xEV별 판매 전망**



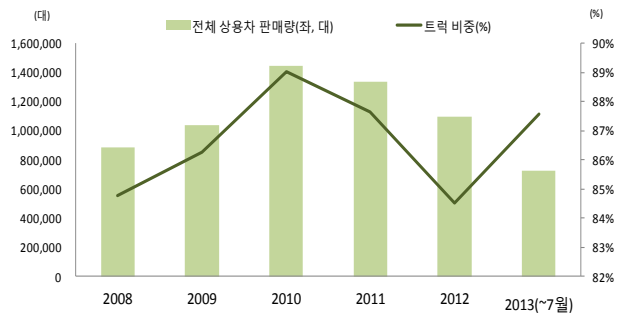

Source: *Company data*, Leading Research Center

## 3. 2014년 중국 상용차 시장 진출 본격화

**14년부터 중국 상용차 시장 진출 본격화**

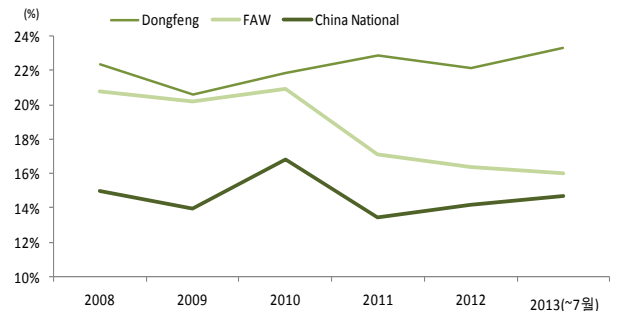
쓰촨 자동차와 JV 인 CHMC 작년 말부터 생산 시작했으나 아직까지 쓰촨차 고유 모델 생산이 주력이다. 그러나 9월 미니버스인 카운티 생산을 시작으로 14년부터 현대차 버스 및 트럭 모델 생산 시작하며 중국 상용차 시장에 진출 본격화될 것이다. 2017년 현대차의 상용차 판매 목포량은 17만대로 14년 이후 동사의 본격적인 상용차 부문 판매 증가가 기대된다.

**Exhibit 18. 중국 상용차 시장 추이**




*Source: Company data, Leading Research Center*

**Exhibit 19. 중국 상용차 시장 M/S 추이**




*Source: Company data, Leading Research Center*

LEADING

Company Report

# 기아차 (000270 KS)

2013년 11월 25일

**Key issues…**

- ✓ 투자의견 매수 유지, 목표주가 90,000 원으로 상향, TOP PICK 선정
- ✓ 10 월 판매량: 25 만대(+7.6% yoy)
- ✓ 본격적인 증설 효과는 4 분기부터 가시화
- ✓ 소울 전기차 출시에 따른 전기차 양산 기대감

## 증설 효과가 기다린다

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 90,000원으로 상향, TOP PICK 선정

기아자동차에 대해 투자의견 매수를 유지, 14년 수익을 감안해 목표주가를 90,000원으로 상향하고 TOP PICK으로 추천한다. 추천 이유는 1) 4분기부터 광주 공장이 본격 가동되며 볼륨 성장을 이끌 것으로 기대되고, 2) 4분기 쏘울 FMC 및 중국 전략 모델 K4 등 신차 모멘텀 역시 예상되고, 3) 4분기 이후 실적이 본격적으로 개선되며 작년 동기비 현대차보다 큰 폭의 개선을 보일 것으로 기대되고 4) 내년 1분기 소울 전기차 출시 이후 전기차 시장 M/S 확대가 기대되기 때문이다.

### 10월 판매량: 25만대(+7.6% yoy)

10월 기아차의 공장 출하량 기준 판매량은 25만대(+7.6% yoy)로 9월까지 판매 부진에서 벗어나는 모습이다. 리테일 기준으로는 국내 39,000대 (-4% yoy), 미국 41,300대 (-3%yoy), 유럽 29,196대 (+4%yoy), 중국 45,516 (+1% yoy)로 작년 동기와 비슷한 수준의 판매량을 기록했지만 공장 출하량 기준 국내공장 136,808대 +13% yoy를 기록하며 총 249,124대로 작년 동기비 7.6% 증가하며 완연한 회복세를 보이고 있다.

### 본격적인 증설 효과는 4분기부터 가시화

동사는 그 동안 지속된 광주 공장 UPH증설 작업이 완료됐음에도 불구하고 상반기 특근 거부, 하반기 임단협 지연에 따른 파업 및 특근 지연, 그리고 작년 동기비 조업 일수 감소 등으로 인해 증설 효과를 거의 누리지 못했다. 그러나 이제 모든 악재가 해소되며 국내공장 출하량이 정상궤도에 진입할 것으로 기대되 4분기 동사의 판매량 및 매출은 역대 최대치를 달성할 것으로 기대된다. 원/달러 환율이 1,000원을 하회하는 극단적인 매크로 변화가 없다면 수익 역시 분기 기준 역대 최대치를 달성할 것으로 기대된다.

### 소울 전기차 출시에 따른 전기차 양산 기대감

14년 상반기 북미 및 국내에 판매 시작할 소울 전기차의 구체적인 SPEC이 공개됐다. 배터리를 27KWh 이상 사용해 1회 충전 주행가능거리가 EPA 기준 200Km 이상으로 테슬라 Model S를 제외하면 가장 긴 1회 충전 주행가능거리를 보유한 전기차가 될 것으로 보여 의미 있는 판매량이 예상된다.

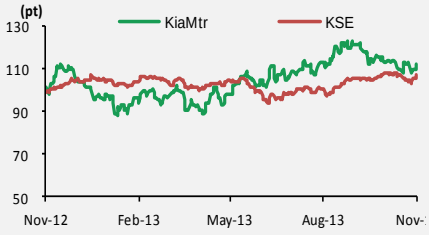
**BUY (TP 상향)**

| | |
|---|---|
| 목표주가 | 90,000 원 |
| 현재주가 | 61,400 원 |
| 목표수익률 | 46.6% |

| Key Data | 2013 년 11 월 22 일 |
|---|---|
| 산업분류 | 자동차 및 부품 |
| 시가총액 (십억원) | 24,889 |
| 발행주식수 (백만주) | 405.4 |
| 외국인 지분율 (%) | 36.5 |
| 52 주 고가 (원) | 68,900 |
| 저가 (원) | 49,000 |
| 60 일 일평균거래대금 (십억원) | 84.1 |
| 주요주주 | (%) |
| 현대자동차외 3인 | 35.6 |
| 국민연금 | 6.0 |
| KOSPI | 2006.23 |

| 주가상승률 (%) | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | (0.5) | 14.2 | 10.0 |
| 상대주가 | 0.5 | 6.9 | 4.4 |

**Relative Performance**





**LEADING RESEARCH**

**Analyst (자동차/자동차부품)**

**김평모**

pmkim@leading.co.kr

+822-2009-7162


**Valuation Forecast**

| FY | Sales (Wbn) | % chg yoy | OP (Wbn) | OPM (%) | NP (Wbn) | EPS (W) | EPS Growth (%) | P/E (x) | EV/EBITDA (x) | ROE (%) | P/B (x) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2011 | 43,191 | 20.6 | 3,499 | 8.1 | 3,519 | 8,559 | 25.3 | 7.8 | 6.4 | 29.1 | 2.0 |
| 2012 | 47,243 | 9.4 | 3,522 | 7.5 | 3,865 | 9,538 | 11.4 | 5.9 | 4.9 | 25.5 | 1.4 |
| 2013F | 48,783 | 3.3 | 3,505 | 7.2 | 3,938 | 9,715 | 1.9 | 6.3 | 4.6 | 21.1 | 1.2 |
| 2014F | 52,120 | 6.8 | 3,930 | 7.5 | 4,437 | 10,945 | 12.7 | 5.6 | 3.6 | 19.6 | 1.0 |
| 2015F | 53,651 | 2.9 | 3,984 | 7.4 | 4,624 | 11,408 | 4.2 | 5.4 | 3.0 | 17.2 | 0.9 |

## 투자의견 매수 유지, 목표주가 상향 90,000원, TOP PICK

**투자의견 매수 유지, 목표주가 90,000원으로 상향, TOP PICK 선정**

기아자동차에 대해 투자의견 매수 유지, 14년 수익을 감안해 목표주가를 90,000원으로 상향했다. 목표주가는 14년 FWD BPS 60,981원에 전세계 자동차 섹터의 투자심리가 회복하기 시작한 연초 이후 Peer 그룹의 13년 FWD PBR과 14년 FWD PBR의 평균인 1.45배를 적용해 산정하였다. 동사는 4분기부터 광주 공장이 본격적으로 가동되고, 중국 및 러시아 시장에서 판매 역시 견조 할 것으로 보여 +5~7%의 판매 성장이 기대된다. 그 동안 볼륨 성장 둔화가 동사 주가의 회복을 둔화시키는 요인으로 작용했으나, 4분기부터는 볼륨 성장이 기대되어 밸류에이션의 본격적인 회복이 기대된다. 목표주가의 Implied PER는 8.2배로 글로벌 Peer 그룹의 13년 FWD PER가 10배인 점을 감안하면 주가 상승 여력은 충분하다는 판단이다. 기아차의 적정주가 90,000원은 11/22일 종가 기준 약 47%의 상승 여력을 가지고 있기에 완성차 TOP PICK으로 선정한다.

**Exhibit 21. 기아자동차 Valuation**

| 구분 | 금액 | 비고 |
|---|---|---|
| 14 년 FWD BPS | 60,981원 | |
| Peer 그룹 평균 PBR | 1.45 | 13년, 14년 평균 |
| Target Price | 90,000원 | |
| Implied PER | 8.2배 | '14 FWD EPS 기준 |
| 상승여력(%) | 46.6% | 11/22 종가 기준 |

*Source: Company data, Leading Research*

### 본격적인 증설 효과는 4분기부터 가시화

**4Q 분기 최대 실적 전망**

동사는 그 동안 지속된 광주 공장 UPH 증설 작업이 완료됐음에도 불구하고 상반기 특근 거부, 하반기 임단협 지연에 따른 파업 및 특근 지연, 그리고 작년 동기비 조업 일수 감소 등으로 인해 증설 효과를 거의 누리지 못했다. 그러나 이제 모든 악재가 해소되며 국내공장 출하량이 정상궤도에 진입할 것으로 기대되 4분기 동사의 판매량 및 매출은 역대 최대치를 달성할 것으로 기대된다. 원/달러 환율이 1,000원을 하회하는 극단적인 매크로 변화가 없다면 수익 역시 분기 기준 역대 최대치를 달성할 것으로 기대된다.

## 재무제표

대차대조표

| 결산기(십억원) | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 11,075 | 11,139 | 14,649 | 17,667 | 21,186 |
| 현금성자산 | 3,938 | 4,272 | 6,573 | 9,518 | 12,602 |
| 매출채권 | 2,611 | 2,364 | 3,190 | 3,216 | 3,389 |
| 재고자산 | 4,303 | 4,223 | 4,633 | 4,670 | 4,922 |
| 비유동자산 | 19,180 | 21,259 | 22,448 | 23,916 | 25,412 |
| 투자자산 | 8,478 | 10,014 | 10,827 | 11,266 | 11,724 |
| 유형자산 | 9,184 | 9,721 | 10,008 | 10,907 | 11,827 |
| 무형자산 | 1,517 | 1,524 | 1,613 | 1,743 | 1,861 |
| **자산총계** | **30,255** | **32,398** | 37,097 | 41,583 | 46,598 |
| 유동부채 | 11,422 | 10,000 | 11,385 | 11,557 | 12,063 |
| 매입채무 | 6,601 | 6,747 | 7,157 | 7,215 | 7,603 |
| 유동성이자부채 | 3,121 | 1,405 | 1,426 | 1,426 | 1,426 |
| 비유동부채 | 5,324 | 5,550 | 5,166 | 5,307 | 5,454 |
| 비유동이자부채 | 2,503 | 2,471 | 1,680 | 1,680 | 1,680 |
| **부채총계** | **16,745** | **15,550** | 16,551 | 16,864 | 17,518 |
| 자본금 | 2,132 | 2,139 | 2,139 | 2,139 | 2,139 |
| 자본잉여금 | 1,734 | 1,736 | 1,736 | 1,736 | 1,736 |
| 이익잉여금 | 9,225 | 12,663 | 16,368 | 20,541 | 24,902 |
| 자본조정 | 419 | 310 | 303 | 303 | 303 |
| 자기주식 | (24) | (24) | (24) | (24) | (24) |
| **자본총계** | **13,510** | **16,848** | 20,546 | 24,719 | 29,080 |
| 투하자본 | 7,140 | 6,952 | 6,837 | 7,650 | 8,494 |
| 순차입금 | 1,687 | (396) | (3,468) | (6,412) | (9,496) |
| ROA | 12.1 | 12.3 | 11.3 | 11.3 | 10.5 |
| ROE | 29.1 | 25.5 | 21.1 | 19.6 | 17.2 |
| ROIC | 35.3 | 37.4 | 39.9 | 42.9 | 39.0 |

손익계산서

| 결산기(십억원) | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **43,191** | **47,243** | **48,783** | **52,120** | **53,651** |
| 증가율 (Y-Y,%) | 20.6 | 9.4 | 3.3 | 6.8 | 2.9 |
| **영업이익** | 3,499 | 3,522 | 3,505 | 3,930 | 3,984 |
| 증가율 (Y-Y,%) | 40.5 | 0.7 | (0.5) | 12.1 | 1.4 |
| EBITDA | 4,490 | 4,586 | 4,680 | 5,116 | 5,212 |
| **영업외손익** | **1,223** | **1,642** | **1,516** | **1,687** | **1,870** |
| 순이자수익 | (79) | 12 | 111 | 156 | 161 |
| 외화관련손익 | (140) | 120 | (10) | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 1,337 | 1,414 | 1,366 | 1,478 | 1,655 |
| **세전계속사업손익** | **4,722** | **5,164** | **5,020** | **5,616** | **5,854** |
| **당기순이익** | 3,519 | 3,865 | 3,938 | 4,437 | 4,624 |
| 지배기업당기순이익 | 3,416 | 3,865 | 3,938 | 4,437 | 4,624 |
| 증가율 (Y-Y,%) | 30.4 | 9.8 | 1.9 | 12.7 | 4.2 |
| **NOPLAT** | **2,608** | **2,636** | **2,749** | **3,104** | **3,147** |
| (+) Dep | 991 | 1,064 | 1,176 | 1,186 | 1,228 |
| (-) 운전자본투자 | 35 | (565) | (155) | (98) | (72) |
| (-) Capex | 1,434 | 1,575 | 1,134 | 1,737 | 1,788 |
| OpFCF | 2,130 | 2,690 | 2,945 | 2,652 | 2,658 |
| **3 Yr CAGR & Margins** | | | | | |
| 매출액증가율(3Yr) | 24.8 | 17.1 | 10.8 | 6.5 | 4.3 |
| 영업이익증가율(3Yr) | 1,640.2 | 43.4 | 12.1 | 3.9 | 4.2 |
| EBITDA 증가율(3Yr) | 62.7 | 28.6 | 11.0 | 4.4 | 4.4 |
| 순이익증가율(3Yr) | n/a | 55.9 | 13.4 | 8.0 | 6.2 |
| 영업이익률(%) | 8.1 | 7.5 | 7.2 | 7.5 | 7.4 |
| EBITDA 마진(%) | 10.4 | 9.7 | 9.6 | 9.8 | 9.7 |
| 순이익률 (%) | 8.1 | 8.2 | 8.1 | 8.5 | 8.6 |

현금흐름표

| 결산기(십억원) | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업현금** | **4,745** | **4,345** | **4,709** | **4,385** | **4,416** |
| 당기순이익 | 3,519 | 3,865 | 3,938 | 4,437 | 4,624 |
| 자산상각비 | 991 | 1,064 | 1,176 | 1,186 | 1,228 |
| 운전자본증감 | (923) | (820) | (709) | 98 | 72 |
| 매출채권감소(증가) | 456 | 305 | (902) | (26) | (173) |
| 재고자산감소(증가) | (704) | 51 | (380) | (37) | (251) |
| 매입채무증가(감소) | (184) | 145 | 427 | 58 | 388 |
| **투자현금** | **(2,631)** | **(2,843)** | **(2,923)** | **(1,337)** | **(1,235)** |
| 단기투자자산감소 | (332) | (737) | (1,451) | (160) | (167) |
| 장기투자증권감소 | (4) | (150) | 249 | 1,062 | 1,223 |
| 설비투자 | (1,434) | (1,575) | (1,134) | (1,737) | (1,788) |
| 유무형자산감소 | (314) | (202) | (377) | (478) | (478) |
| **재무현금** | **(1,441)** | **(1,810)** | **(1,056)** | **(263)** | **(263)** |
| 차입금증가 | (894) | (1,579) | (791) | 0 | 0 |
| 자본증가 | 12 | (233) | (263) | (263) | (263) |
| 배당금지급 | 199 | 242 | 263 | 263 | 263 |
| 현금 증감 | 688 | (401) | 720 | 2,784 | 2,917 |
| **총현금흐름(Gross CF)** | **5,920** | **5,974** | **5,574** | **4,286** | **4,344** |
| (-) 운전자본증가(감소) | 35 | (565) | (155) | (98) | (72) |
| (-) 설비투자 | 1,434 | 1,575 | 1,134 | 1,737 | 1,788 |
| (+) 자산매각 | (314) | (202) | (377) | (478) | (478) |
| Free Cash Flow | 4,138 | 4,762 | 4,218 | 2,169 | 2,149 |
| (-) 기타투자 | 4 | 150 | (249) | (1,062) | (1,223) |
| 잉여현금 | 4,134 | 4,612 | 4,467 | 3,232 | 3,372 |

주요투자지표

| 결산기 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| **Per share Data** | | | | | |
| EPS | 8,559 | 9,538 | 9,715 | 10,945 | 11,408 |
| BPS | 33,455 | 41,563 | 50,686 | 60,981 | 71,739 |
| DPS | 600 | 650 | 650 | 650 | 650 |
| **Multiples(x,%)** | | | | | |
| PER | 7.8 | 5.9 | 6.3 | 5.6 | 5.4 |
| PBR | 2.0 | 1.4 | 1.2 | 1.0 | 0.9 |
| EV/ EBITDA | 6.4 | 4.9 | 4.6 | 3.6 | 3.0 |
| 배당수익율 | 0.9 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| PCR | 4.5 | 3.8 | 4.5 | 5.8 | 5.7 |
| PSR | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| **재무건전성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 124.0 | 92.3 | 80.6 | 68.2 | 60.2 |
| Net debt/Equity | 12.5 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Net debt/EBITDA | 37.6 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 유동비율 | 97.0 | 111.4 | 128.7 | 152.9 | 175.6 |
| 이자보상배율 | 44.4 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 이자비용/매출액 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.6 | 0.6 |
| **자산구조** | | | | | |
| 투하자본(%) | 36.5 | 32.7 | 28.2 | 26.9 | 25.9 |
| 현금+투자자산(%) | 63.5 | 67.3 | 71.8 | 73.1 | 74.1 |
| **자본구조** | | | | | |
| 차입금(%) | 29.4 | 18.7 | 13.1 | 11.2 | 9.6 |
| 자기자본(%) | 70.6 | 81.3 | 86.9 | 88.8 | 90.4 |

### ▶ Compliance Notice

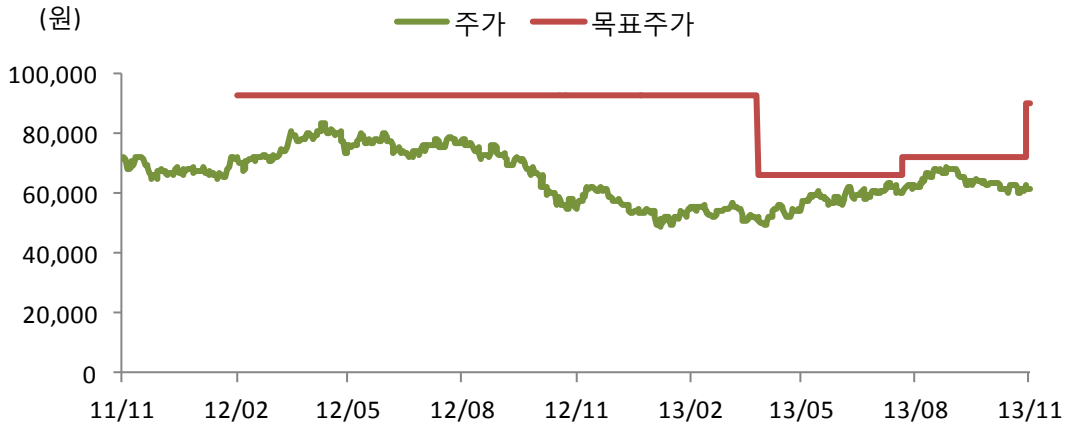
*본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.*

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

### ▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

| 기아자동차 (000270 KS) | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 일자 | 2012-01-02 | 2013-04-16 | 2013-08-12 | 2013-10-07 | 2013-11-25 |
| 투자의견 | BUY(신규) | BUY(담당자 변경) | BUY(담당자 변경) | BUY(유지) | BUY(TP 상향) |
| 목표주가 | 93,000 | 66,000 | 72,000 | 72,000 | 90,000 |

### ▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이




### ▶ 투자기간 및 투자등급

**기업**

| | |
|---|---|
| BUY (매수) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대수익률 15% 이상 |
| HOLD (중립) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대수익률 ± 15% 내외 |
| SELL (매도) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대수익률 -15% 이하 |

**산업**

| | |
|---|---|
| OVERWEIGHT (비중확대) | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상 |
| NEUTRAL (중립) | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상 |
| UNDERWEIGHT (비중축소) | 향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상 |

*©. 2013 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*

LEADING

Company Update

# 현대차 (005380 KS)

2013년 11월 25일

**Key issues…**

- ✓ 투자의견 매수 유지, 목표주가 320,000 원으로 상향
- ✓ 10 월 판매량: 9 월 부진에서 회복
- ✓ 4Q 분기 기준 역대 최대 실적 전망
- ✓ 중국 상용차 시장 진출 본격화

## 중국 상용차 시장이 열린다

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 320,000원으로 상향

현대자동차에 대해 투자의견 매수 유지, 14년 수익을 감안해 목표주가를 320,000원으로 상향한다. 매수 추천 이유는 1) 중국 3공장 및 브라질 공장에 힘입어 BRICs 시장에서 판매 강세를 유지하고 있고 2) 금융 및 기타 매출 및 영업 이익이 꾸준히 증가하고 있으며 3) 4분기부터 실적이 본격적으로 작년 동기비 상승할 것으로 기대 되고 4) 14년 하반기 이후 쓰촨공장에서 동사의 상용차 생산이 본격화되며 중국 상용차 시장 성장성이 부각될 것으로 보이기 때문이다.

### 10월 판매량: 42만대(+1.1% yoy)

10월 현대차의 공장 출하량 기준 판매량은 42만대로 중국 시장의 역기저효과를 제외하면 대체고 9월의 판매부진에서 벗어나는 모습이다. 국내 판매는 57,553대(-6.4% yoy)로 부진했지만 해외판매가 359,366대(+2.5% yoy)를 기록하며 총 416,919(+1.1% yoy)를 기록했다. 동사의 자동차 판매량은 소나타 및 밍투 등의 볼륨카를 출시를 통해 지속 성장할 것이다. 다만 소나타가 출시되는 내년 4월까지 국내 및 북미 지역은 대기 수요 증가로 인해 다소 고전할 것으로 예상된다.

### 4Q 분기 기준 역대 최대 실적 전망

동사는 그 동안 지속된 공장 증설에도 불구하고 특근 거부 및 임단협 등에 의한 파업, 그리고 조업 일수 감소 등으로 인해 증설 효과를 100% 누리지 못했다. 그러나 이제 모든 악재가 해소되며 글로벌 볼륨 성장을 바탕으로 4분기 동사의 실적은 역대 최대치를 달성할 것으로 기대된다.

### 중국 상용차 시장 진출 본격화

쓰촨 자동차와 JV 인 CHMC 작년 말부터 생산 시작했으나 아직까지 쓰촨차 고유 모델 생산이 주력이다. 그러나 9월 미니버스인 카운티 생산을 시작으로 14년부터 현대차 버스 및 트럭 모델 생산 시작하며 중국 상용차 시장에 진출 본격화될 것이다. 2017년 현대차의 상용차 판매 목표량은 17만대로 14년 이후 동사의 본격적인 상용차 부문 판매 증가가 기대된다.

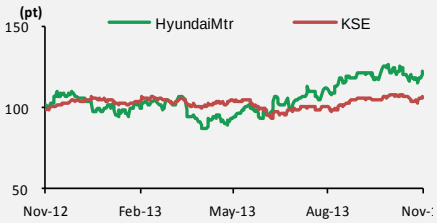
**BUY (TP 상향)**

| | |
|---|---|
| 목표주가 | 320,000 원 |
| 현재주가 | 253,000 원 |
| 목표수익률 | 26.5% |

| Key Data | 2013 년 11 월 22 일 |
|---|---|
| 산업분류 | 자동차 및 부품 |
| 시가총액 (십억원) | 55,730 |
| 발행주식수 (백만주) | 220.3 |
| 외국인 지분율 (%) | 4641 |
| 52 주 고가 (원) | 266,000 |
| 저가 (원) | 183,000 |
| 60 일 일평균거래대금 (십억원) | 109.0 |
| 주요주주 | (%) |
| 현대모비스외 8인 | 26.0 |
| 국민연금 | 7.0 |
| KOSPI | 2006.23 |

| 주가상승률 (%) | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | (3.6) | 25.3 | 20.5 |
| 상대주가 | (1.2) | 24.6 | 14.9 |

**Relative Performance**





**LEADING RESEARCH**

**Analyst (자동차/자동차부품)**

**김평모**

pmkim@leading.co.kr

+822-2009-7162


**Valuation Forecast**

| FY | Sales (Wbn) | % chg yoy | OP (Wbn) | OPM (%) | NP (Wbn) | EPS (W) | EPS Growth (%) | P/E (x) | EV/EBITDA (x) | ROE (%) | P/B (x) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2011 | 77,798 | 16.1 | 8,029 | 10.3 | 8,105 | 34,756 | 37.5 | 6.1 | 5.8 | 22.8 | 1.6 |
| 2012 | 84,470 | 8.6 | 8,437 | 10.0 | 9,056 | 38,869 | 11.8 | 5.6 | 5.3 | 21.1 | 1.4 |
| 2013F | 89,650 | 6.1 | 8,761 | 9.8 | 9,418 | 40,464 | 4.1 | 6.3 | 4.5 | 18.7 | 1.4 |
| 2014F | 94,893 | 5.8 | 10,105 | 10.6 | 10,560 | 47,361 | 17.0 | 5.3 | 3.4 | 18.4 | 1.2 |
| 2015F | 98,300 | 3.6 | 10,548 | 10.7 | 11,260 | 50,534 | 6.7 | 5.0 | 2.6 | 16.6 | 1.0 |

## 투자의견 매수 유지, 목표주가 320,000원으로 상향

**투자의견 매수 유지, 목표주가 320,000원으로 상향**

현대자동차에 대해 투자의견 매수 유지, 14년 수익을 감안해 목표주가를 320,000원으로 상향했다. 목표주가는 14년 FWD BPS 219,098원에 전세계 자동차 섹터의 투자심리가 회복하기 시작한 연초 이후 Peer 그룹의 13년 FWD PBR과 14년 FWD PBR의 평균인 1.45배를 적용해 산정하였다. 목표주가의 Implied PER는 6.8배로 글로벌 Peer 그룹의 13년 FWD PER가 10배인 점을 감안하면 주가 상승 여력은 충분하다는 판단이다. 현대차의 적정주가 320,000원은 11/22일 종가 기준 약 27%의 상승 여력을 가지고 있다.

**Exhibit 22. 현대자동차 Valuation**

| 구분 | 금액 | 비고 |
|---|---|---|
| 14 년 FWD BPS | 219,098원 | |
| Peer 그룹 평균 PBR | 1.45 | 13년, 14년 평균 |
| Target Price | 320,000원 | |
| Implied PER | 6.8배 | '14 FWD EPS 기준 |
| 상승여력(%) | 26.5% | 11/22 종가 기준 |

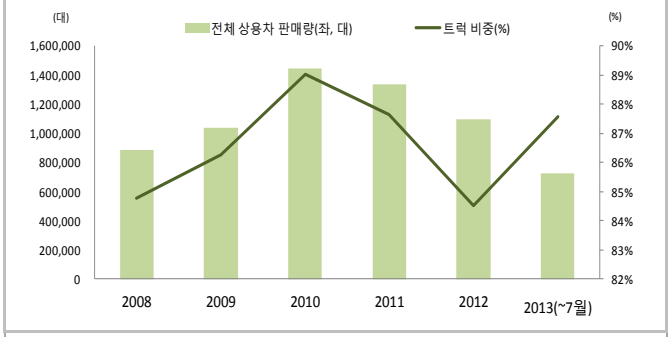
*Source: Company data, Leading Research*

## 중국 상용차 시장 진출 본격화

**14년부터 중국 상용차 시장 진출 본격화**

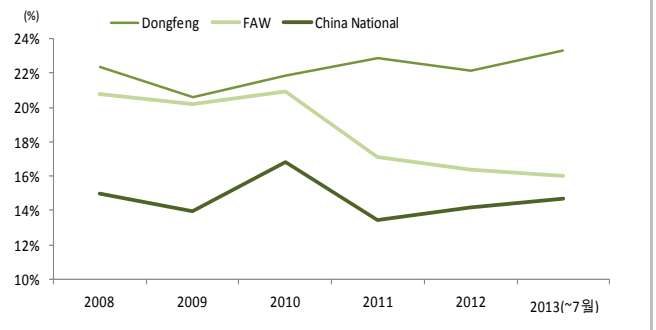
쓰촨 자동차와 JV 인 CHMC 작년 말부터 생산 시작했으나 아직까지 쓰촨차 고유 모델 생산이 주력이다. 그러나 9월 미니버스인 카운티 생산을 시작으로 14년부터 현대차 버스 및 트럭 모델 생산 시작하며 중국 상용차 시장에 진출 본격화될 것이다. 2017년 현대차의 상용차 판매 목표량은 17만대로 14년 이후 동사의 본격적인 상용차 부문 판매 증가가 기대된다.

**Exhibit 23. 중국 상용차 시장 추이**




*Source: Company data, Leading Research Center*

**Exhibit 24. 중국 상용차 시장 M/S 추이**




*Source: Company data, Leading Research Center*

## 재무제표

대차대조표

| 결산기(십억원) | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 48,926 | 54,848 | 62,857 | 71,667 | 80,661 |
| 현금성자산 | 35,421 | 40,106 | 46,174 | 53,800 | 62,165 |
| 매출채권 | 6,013 | 5,925 | 7,045 | 7,573 | 7,835 |
| 재고자산 | 6,238 | 6,773 | 7,681 | 8,257 | 8,542 |
| 비유동자산 | 60,554 | 66,690 | 71,794 | 74,863 | 78,020 |
| 투자자산 | 38,345 | 43,067 | 47,224 | 49,141 | 51,136 |
| 유형자산 | 19,548 | 20,740 | 21,888 | 23,336 | 24,833 |
| 무형자산 | 2,660 | 2,883 | 2,683 | 2,385 | 2,051 |
| **자산총계** | **109,480** | **121,538** | **134,651** | **146,529** | **158,681** |
| 유동부채 | 33,164 | 32,836 | 35,368 | 36,654 | 7,459 |
| 매입채무 | 10,887 | 11,881 | 13,017 | 13,994 | 14,478 |
| 유동성이자부채 | 16,656 | 14,842 | 14,728 | 14,728 | 14,728 |
| 비유동부채 | 35,989 | 40,785 | 42,507 | 42,949 | 43,407 |
| 비유동이자부채 | 27,339 | 30,869 | 31,634 | 31,634 | 31,634 |
| **부채총계** | **69,152** | **73,620** | **77,875** | **79,603** | **80,867** |
| 자본금 | 1,489 | 1,489 | 1,489 | 1,489 | 1,489 |
| 자본잉여금 | 4,159 | 4,159 | 4,159 | 4,159 | 4,159 |
| 이익잉여금 | 32,264 | 39,993 | 48,809 | 58,960 | 69,847 |
| 자본조정 | (753) | (1,602) | (1,704) | (1,704) | (1,704) |
| 자기주식 | (1,129) | (1,129) | (1,129) | (1,129) | (1,129) |
| **자본총계** | **40,328** | **47,918** | **56,776** | **66,927** | **77,814** |
| 투하자본 | 35,550 | 38,861 | 41,400 | 43,293 | 45,158 |
| 순차입금 | 8,574 | 5,606 | 187 | (7,438) | (15,803) |
| ROA | 7.5 | 7.4 | 6.9 | 7.0 | 6.9 |
| ROE | 22.8 | 21.1 | 18.4 | 17.1 | 15.5 |
| ROIC | 18.3 | 17.7 | 17.3 | 18.7 | 18.8 |

현금흐름표

| 결산기(십억원) | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업현금** | 4,177 | 5,353 | 9,098 | 10,737 | 11,376 |
| 당기순이익 | 8,105 | 9,056 | 9,489 | 10,618 | 11,384 |
| 자산상각비 | 2,335 | 2,524 | 2,641 | 2,857 | 2,967 |
| 운전자본증감 | (8,551) | (8,298) | (1,725) | 102 | 175 |
| 매출채권감소(증가) | (814) | 298 | (380) | (529) | (265) |
| 재고자산감소(증가) | (962) | (538) | (986) | (576) | (289) |
| 매입채무증가(감소) | 2,090 | 1,432 | 40 | 977 | 490 |
| **투자현금** | (7,109) | (7,044) | (4,940) | (4,081) | (4,061) |
| 단기투자자산감소 | (330) | (1,744) | (1,631) | (1,436) | (1,495) |
| 장기투자증권감소 | 0 | 0 | 1,793 | 2,649 | 2,952 |
| 설비투자 | (2,899) | (3,000) | (2,918) | (3,370) | (3,543) |
| 유무형자산감소 | (643) | (727) | (406) | (638) | (638) |
| **재무현금** | 3,056 | 2,404 | (183) | (467) | (470) |
| 차입금증가 | 3,928 | 2,684 | (177) | 0 | 0 |
| 자본증가 | (458) | (523) | (0) | (467) | (470) |
| 배당금지급 | 458 | 523 | 0 | 467 | 470 |
| 현금 증감 | 16 | 527 | 4,041 | 6,189 | 6,844 |
| **총현금흐름(Gross CF)** | 15,023 | 16,180 | 11,215 | 10,635 | 11,200 |
| (-) 운전자본증가(감소) | 440 | (250) | (706) | (102) | (175) |
| (-) 설비투자 | 2,899 | 3,000 | 2,918 | 3,370 | 3,543 |
| (+) 자산매각 | (643) | (727) | (406) | (638) | (638) |
| Free Cash Flow | 11,041 | 12,702 | 8,597 | 6,729 | 7,195 |
| (-) 기타투자 | 0 | 0 | (1,793) | (2,649) | (2,952) |
| 잉여현금 | 11,041 | 12,702 | 10,390 | 9,378 | 10,146 |

손익계산서

| 결산기(십억원) | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **77,798** | **84,470** | **89,650** | **94,893** | **98,300** |
| 증가율 (Y-Y,%) | 16.1 | 8.6 | 6.1 | 5.8 | 3.6 |
| **영업이익** | **8,029** | **8,437** | **8,761** | **10,105** | **10,548** |
| 증가율 (Y-Y,%) | 35.7 | 5.1 | 3.8 | 15.4 | 4.4 |
| EBITDA | 10,364 | 10,961 | 11,408 | 12,928 | 13,472 |
| **영업외손익** | **2,418** | **3,168** | **3,267** | **3,427** | **3,881** |
| 순이자수익 | (18) | 179 | 218 | 51 | 173 |
| 외화관련손익 | (166) | 119 | (81) | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 2,404 | 2,580 | 2,846 | 3,281 | 3,609 |
| **세전계속사업손익** | **10,447** | **11,605** | **12,027** | **13,532** | **14,429** |
| **당기순이익** | **8,105** | **9,056** | **9,418** | **10,560** | **11,260** |
| 지배기업당기순이익 | 7,656 | 8,562 | 9,040 | 10,560 | 11,260 |
| 증가율 (Y-Y,%) | 35.1 | 11.7 | 4.0 | 12.1 | 6.6 |
| **NOPLAT** | **6,229** | **6,584** | **6,860** | **7,886** | **8,232** |
| (+) Dep | 2,335 | 2,524 | 2,647 | 2,823 | 2,924 |
| (-) 운전자본투자 | 440 | (250) | 482 | (35) | (129) |
| (-) Capex | 2,899 | 3,000 | 2,884 | 3,370 | 3,491 |
| OpFCF | 5,225 | 6,358 | 6,141 | 7,373 | 7,793 |
| **3 Yr CAGR & Margins** | | | | | |
| 매출액증가율(3Yr) | (0.8) | (2.6) | 10.2 | 6.8 | 5.2 |
| 영업이익증가율(3Yr) | 37.7 | 14.5 | 14.0 | 8.0 | 7.7 |
| EBITDA 증가율(3Yr) | 16.7 | 6.0 | 12.2 | 7.6 | 7.1 |
| 순이익증가율(3Yr) | 95.0 | 30.8 | 16.2 | 9.2 | 7.5 |
| 영업이익률(%) | 10.3 | 10.0 | 9.8 | 10.6 | 10.7 |
| EBITDA 마진(%) | 13.3 | 13.0 | 12.7 | 13.6 | 13.7 |
| 순이익률 (%) | 10.4 | 10.7 | 10.5 | 11.1 | 11.5 |

주요투자지표

| 결산기 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| **Per share Data** | | | | | |
| EPS | 34,756 | 38,869 | 40,464 | 47,361 | 50,534 |
| BPS | 130,003 | 154,264 | 184,018 | 219,098 | 256,619 |
| DPS | 1,750 | 1,900 | 1,910 | 1,920 | 1,930 |
| **Multiples(x,%)** | | | | | |
| PER | 6.1 | 5.6 | 6.3 | 5.3 | 5.0 |
| PBR | 1.6 | 1.4 | 1.4 | 1.2 | 1.0 |
| EV/ EBITDA | 5.8 | 5.3 | 4.5 | 3.4 | 2.6 |
| 배당수익율 | 0.8 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| PCR | 4.0 | 3.9 | 1.3 | 6.8 | 6.5 |
| PSR | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| **재무건전성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 171.5 | 153.6 | 137.7 | 119.5 | 104.6 |
| Net debt/Equity | 21.3 | 11.7 | n/a | n/a | n/a |
| Net debt/EBITDA | 82.7 | 51.1 | n/a | n/a | n/a |
| 유동비율 | 147.5 | 167.0 | 246.0 | 263.1 | 283.2 |
| 이자보상배율 | 436.2 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 이자비용/매출액 | 0.7 | 0.5 | 0.4 | 0.7 | 0.6 |
| **자산구조** | | | | | |
| 투하자본(%) | 32.5 | 31.8 | 19.7 | 19.4 | 19.0 |
| 현금+투자자산(%) | 67.5 | 68.2 | 80.3 | 80.6 | 81.0 |
| **자본구조** | | | | | |
| 차입금(%) | 52.2 | 48.8 | 45.5 | 41.5 | 38.0 |
| 자기자본(%) | 47.8 | 51.2 | 54.5 | 58.5 | 62.0 |

### ▶ Compliance Notice

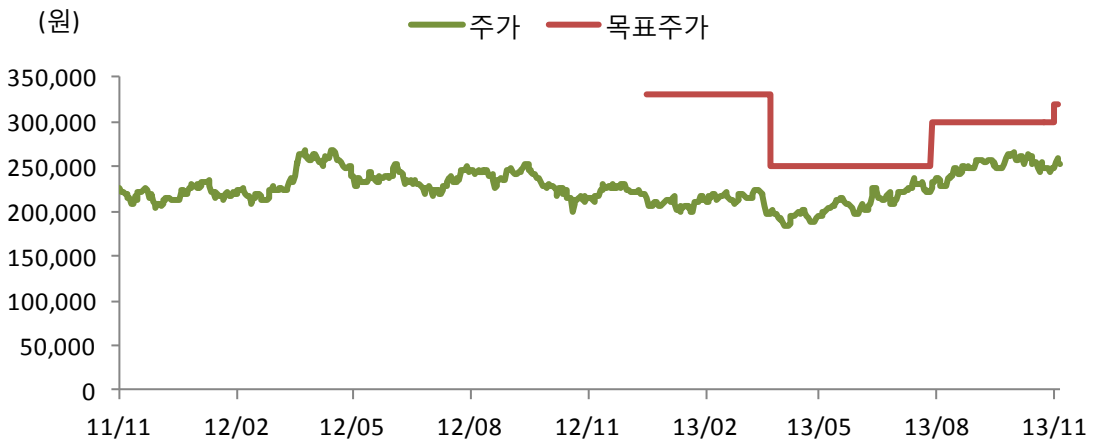
*본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.*

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

### ▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

| 현대자동차 (005380 KS) | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 일자 | 2012-01-02 | 2013-04-09 | 2013-08-12 | 2013-10-07 | 2013-11-25 |
| 투자의견 | BUY(신규) | BUY(담당자 변경) | BUY(담당자 변경) | BUY(유지) | BUY(TP 상향) |
| 목표주가 | 330,000 | 250,000 | 300,000 | 300,000 | 320,000 |

### ▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이




### ▶ 투자기간 및 투자등급

**기업**

| | |
|---|---|
| BUY (매수) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대수익률 15% 이상 |
| HOLD (중립) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대수익률 ± 15% 내외 |
| SELL (매도) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대수익률 -15% 이하 |

**산업**

| | |
|---|---|
| OVERWEIGHT (비중확대) | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상 |
| NEUTRAL (중립) | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상 |
| UNDERWEIGHT (비중축소) | 향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상 |

*©. 2013 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*

LEADING

Industry Outlook

# 금융/은행

2013년 11월 25일

**비중확대(유지)**

| 우리금융(053000 KS) | 매수(유지) |
|---|---|
| 현재주가 | 12,800 |
| 목표주가 | 16,000 |
| | (11/22 기준) |

## 2014년 은행업종 Outlook

### 순이자마진은 소폭 하락(또는 flat)이나 이자이익은 증가세 유지 전망

분기별 순이자마진은 은행별로 차이가 있으나 평균적으로 3분기 중 저점 시현 후 회복추세로 진입할 것으로 예상된다. 다만 2013년 상반기 중 순이자마진 하락폭을 감안 시 2014년 소폭 하락세(또는 flat)가 불가피한 상황이다. 2013년 이후 대출 성장에 의한 평잔 효과로 전체적인 이자이익 규모는 증가세로 전환될 것으로 판단된다. 향후 기준금리의 상승추세 반전 가능성이 높아짐에 따른 수익성 개선 기대감 역시 유효하다.

### 대손비용률은 소폭 하락 전망

2013년 대비 2014년 대손비용률은 소폭 하락할 것으로 예상된다. 2013년 대비 대기업 구조조정 비용은 감소될 것으로 판단되기 때문이다. 연체율 추이 측면에서도 아직은 특이사항 없이 안정화된 모습이다. 또한 2014년에는 경상적 대손율의 하향 안정화가 가능하다고 보는 이유는 2012년 이후 예대마진을 일정 부문 희생하면서 우량 차주 위주의 대출 성장이 지속되였기 때문이다. 특히 소호 위주의 대출성장을 지속적으로 높은 성장세를 보였는데 건전성이 담보(소호 위주)된 안전 자산 대출이 높은 비중을 차지하게 되면서 대손비용의 하향 안정화가 예상된다.

### 경기회복과 우리금융 민영화 진행이 은행주 모멘텀

2014 년에는 경제성장률 회복과 더불어 우리금융 민영화 진행이 은행업종의 매력도를 높이는 요인이 될 것으로 판단된다. 경험적으로 경기회복시기에 퍼포먼스가 양호했고 우리금융 민영화 진행도 은행주 전반적인 밸류에이션상 리레이팅의 계기가 될 것으로 예상되기 때문이다.

### 국내은행주 글로벌 Peer 대비 할인 중

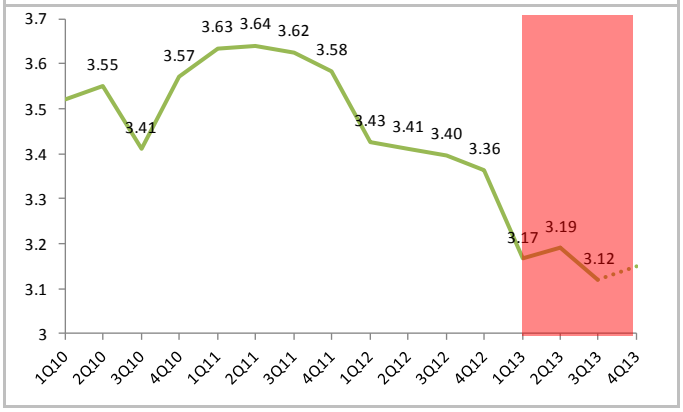
국내은행주의 글로벌 Peer 대비 Discount Level 이 과도하게 나타나고 있다. 실제로 무디스의 장기신용등급 측면에서 국내은행보다 신용등급이 낮은 은행들의 COE 가 낮게 형성되어 있다. 국내은행주 내에서는 하나금융과 우리금융의 저평가 매력도가 높은 상황이다.

### Tapering 과 은행주: Tapering 에 은행주 만한 업종 없음

현재 미국을 비롯한 유럽, 일본 등 기축통화를 보유한 국가들 중심으로 QE 를 통한 제로금리정책을 시행 중이지만 향후 미국 연방은행의 Tapering 을 시작으로 타 국가의 금융기관들의 금리 인상을 유도할 것으로 전망한다. 정확한 시기를 예측하기는 어렵지만 QE 유지는 시장/경제에 플러스 요인보다 마이너스 요인을 준다는 지적이 많은 만큼 미국 Fed 의 자발적인 또는 시장주도형 금리인상이 이어질 것으로 예상된다. 미국의 tapering 개시는 초기에 혼란을 일으킬 수는 있지만 대부분 국가의 증앙은행 역시 금리 인상을 유도하는 방향으로 갈 것으로 전망된다. 금리상승은 회사채금리 상승, NIM 지표 개선으로 이어질 것으로 전망한다. 저금리로 저조했던 저축률 회복 등 중장기적으로 은행주의 수혜를 예상할 수 있다.

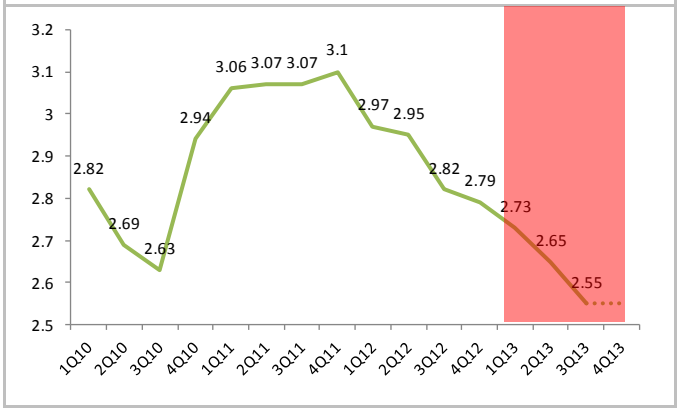
## 1. 은행 분기별 NIM 추이

**Exhibit 1. 신한은행 순이자마진(NIM) (2010~)** (단위: %)



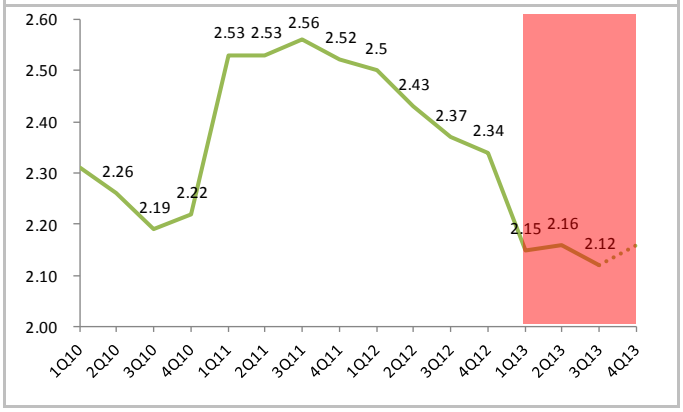

*Source: Company Data, Leading Research Center*

**Exhibit 2. KB 은행 순이자마진(NIM) (2010~)** (단위: %)



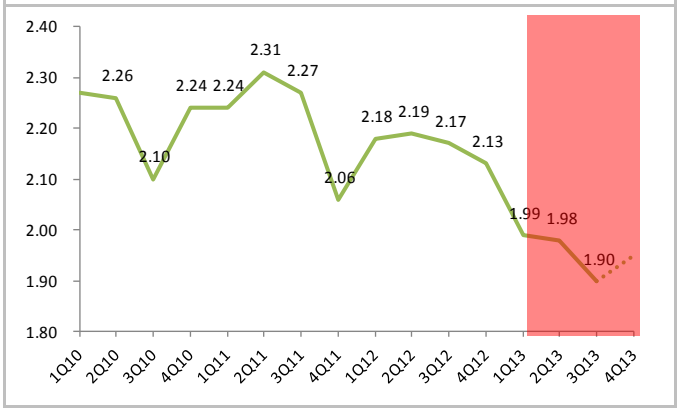

*Source: Company Data, Leading Research Center*

**Exhibit 3. 우리은행 순이자마진(NIM) (2010~)** (단위: %)




*Source: Company Data, Leading Research Center*

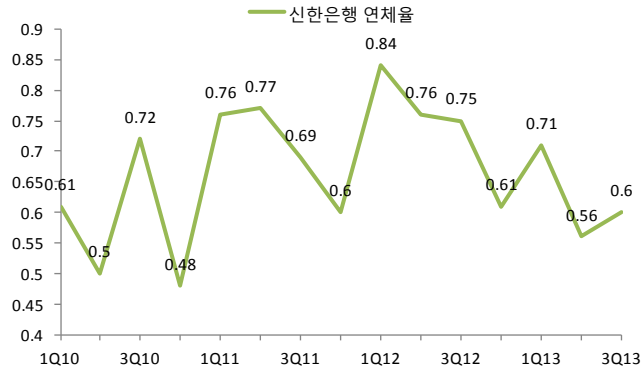
**Exhibit 4. 하나은행 순이자마진(NIM) (2010~)** (단위: %)




*Source: Company Data, Leading Research Center*

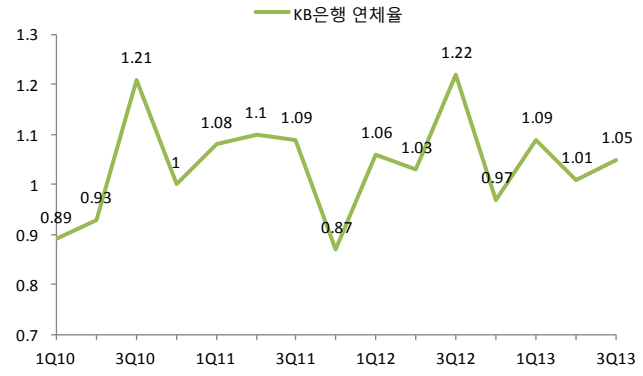
## 2-1. 은행 분기별 연체율 추이

**Exhibit 5. 신한은행 연체율 추이 (2010~)** (단위: %)



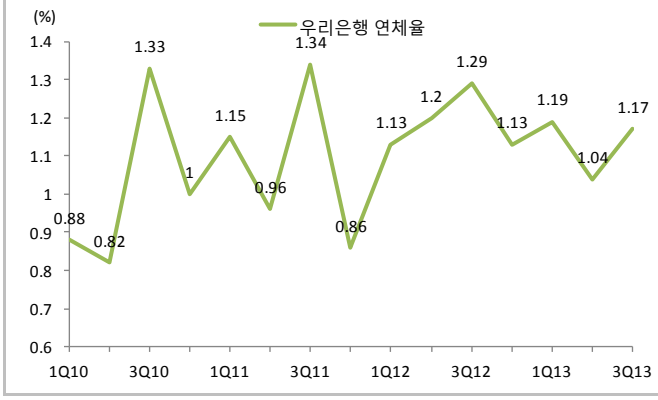

*Source: Company Data, Leading Research Center*

**Exhibit 6. KB 은행 연체율 추이 (2010~)** (단위: %)



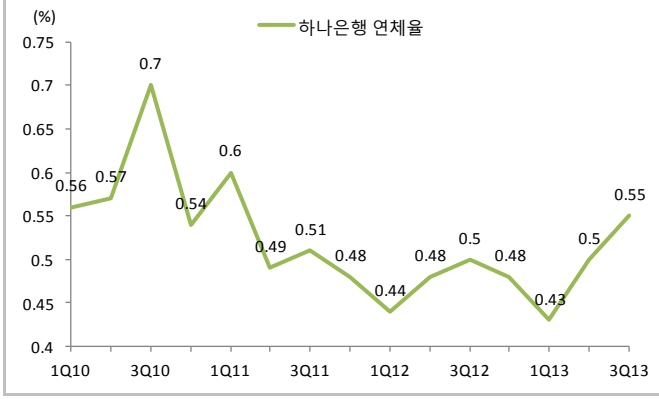

*Source: Company Data, Leading Research Center*

**Exhibit 7. 우리은행 연체율 추이 (2010~)** (단위: %)




*Source: Company Data, Leading Research Center*

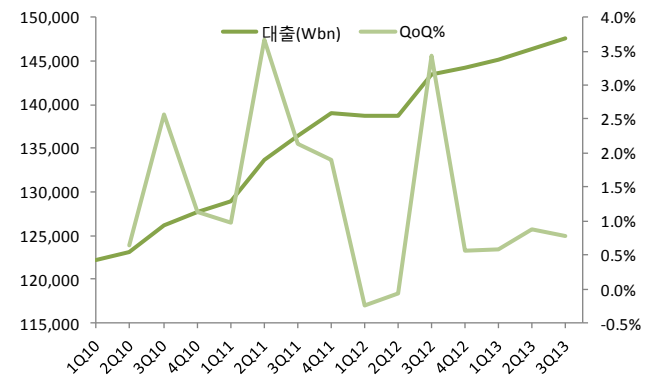
**Exhibit 8. 하나은행 연체율 추이 (2010~)** (단위: %)




*Source: Company Data, Leading Research Center*

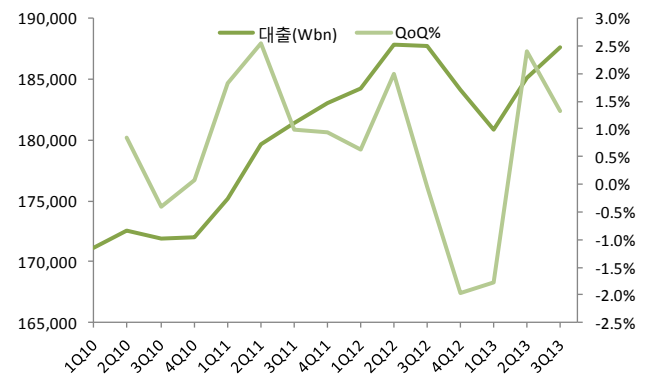
## 2-2. 은행 분기별 대출 추이

**Exhibit 9. 신한은행 대출추이 (2010~)** (단위: Wbn, %)



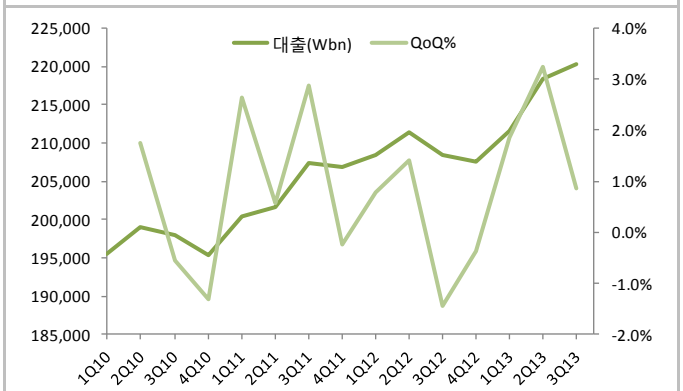

*Source: Company Data, Leading Research Center*

**Exhibit 10. KB 은행 대출추이 (2010~)** (단위: Wbn, %)



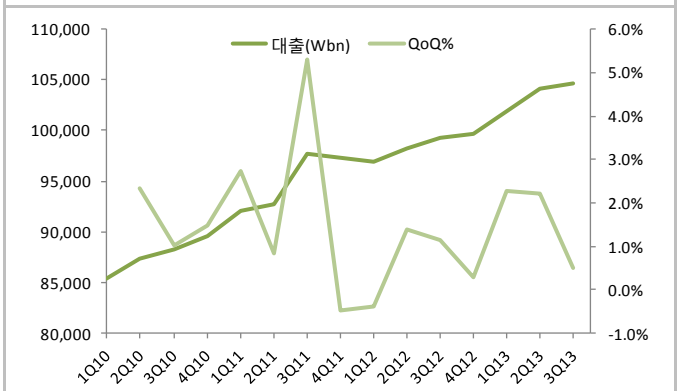

*Source: Company Data, Leading Research Center*

**Exhibit 11. 우리은행 대출추이 (2010~)** (단위: Wbn, %)




*Source: Company Data, Leading Research Center*

**Exhibit 12. 하나은행 대출추이 (2010~)** (단위: Wbn, %)

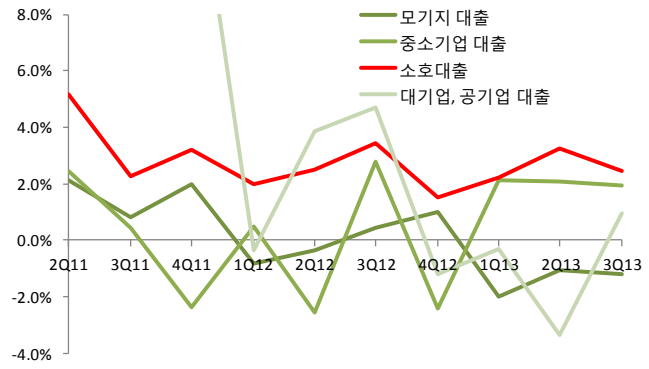



*Source: Company Data, Leading Research Center*

## 2-3. 은행 대출 분석 및 시사점

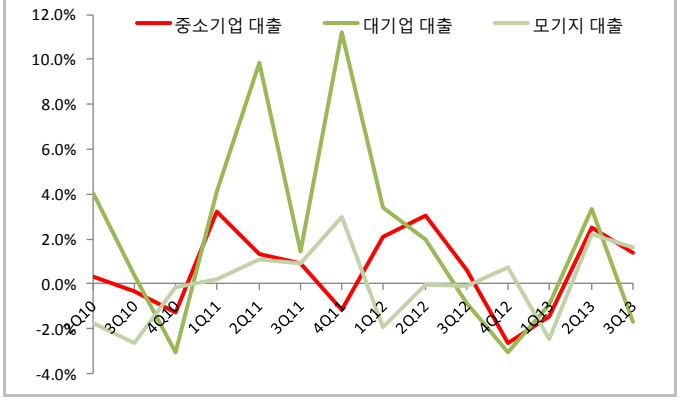
소호 위주의 건전성이 담보된 안전 자산 대출은 최근 높은 성장을 보임으로서 향후 대손비용률 하향 안정화가 예상된다.

**Exhibit 13. 신한은행 대출추이 QoQ (2011~)** (단위: %)



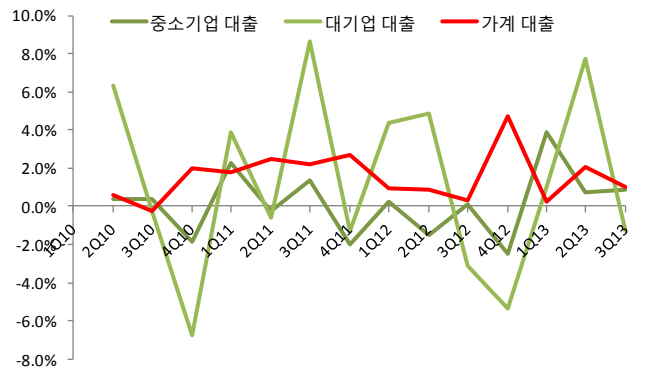

*Source: Company Data, Leading Research Center*

**Exhibit 14. KB 은행 대출추이 QoQ (2010~)** (단위: %)



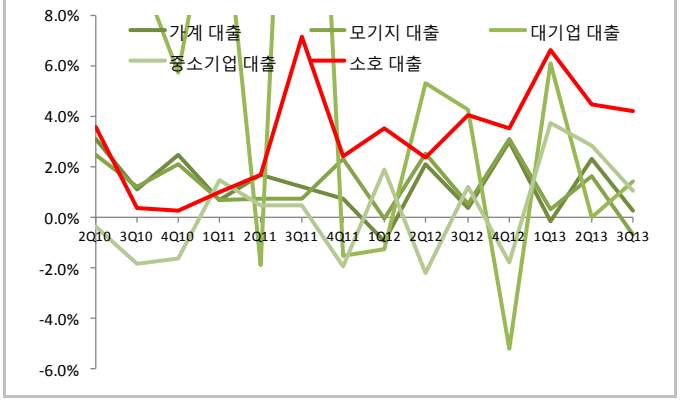

*Source: Company Data, Leading Research Center*

**Exhibit 15. 우리은행 대출추이 QoQ (2010~)** (단위: %)



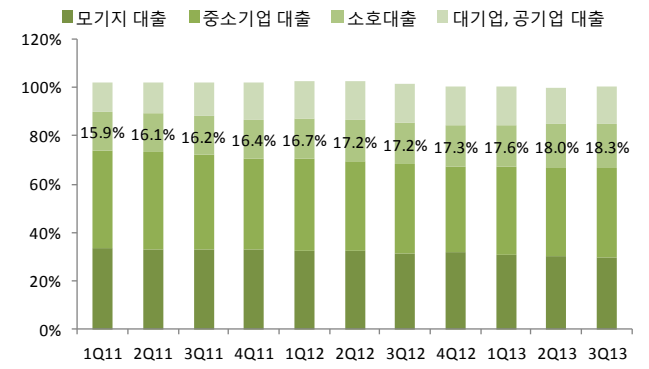

*Source: Company Data, Leading Research Center*

**Exhibit 16. 하나은행 대출추이 QoQ (2010~)** (단위: %)



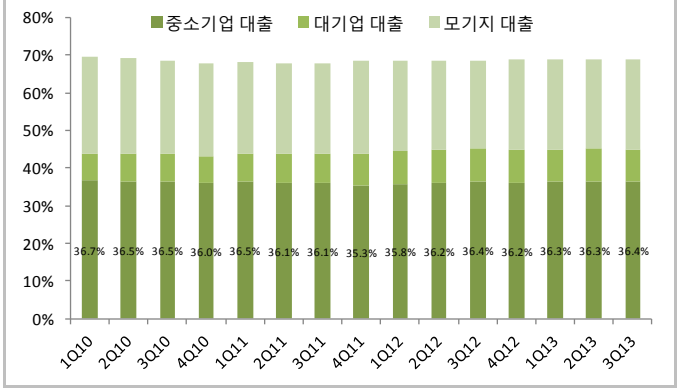

*Source: Company Data, Leading Research Center*

**Exhibit 17. 신한은행 대출 비중%** (단위: %)



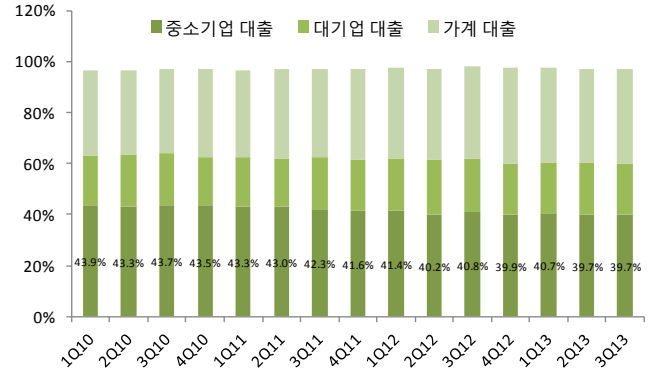

*Source: Company Data, Leading Research Center*

**Exhibit 18. KB 은행 대출 비중%** (단위: %)



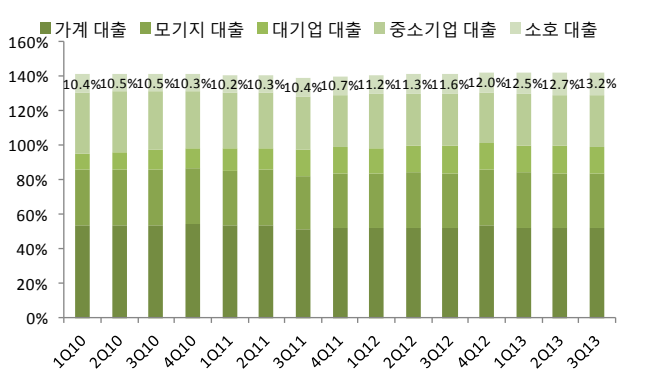

*Source: Company Data, Leading Research Center*

**Exhibit 19. 우리은행 대출 비중%** (단위: %)




*Source: Company Data, Leading Research Center*

**Exhibit 20. 하나은행 대출 비중%** (단위: %)




*Source: Company Data, Leading Research Center*

**Exhibit 21. Peer Valuation & Implied COE**

| 국내 금융주 | (원) 종가 | (십억원) 시가총액 | 기간별 수익률(%) 1M | 3M | 6M | Valuation(FY13) ROE | PBR | PER | Implied COE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **KOSPI** | 2,006.2 | 1,179,879 | (2.4) | 8.5 | 0.6 | 11.4 | 1.1 | 10.0 | |
| **국내은행** | | | | | | | | | |
| 신한지주 | 44,000 | 20,865 | (6.9) | 11.1 | 10.4 | 7.3 | 0.78 | 10.8 | 9.49 |
| KB 금융 | 39,950 | 15,435 | (6.9) | 14.8 | 7.0 | 5.4 | 0.60 | 11.5 | 11.67 |
| 우리금융 | 12,800 | 10,317 | (2.7) | 19.1 | 2.0 | 4.1 | 0.54 | 13.0 | 12.96 |
| 하나금융지주 | 40,300 | 11,683 | (2.5) | 17.5 | 6.6 | 6.4 | 0.58 | 9.7 | 12.07 |
| 기업은행 | 11,950 | 6,575 | (5.2) | 6.7 | (4.8) | 6.3 | 0.54 | 8.7 | 12.04 |
| DGB 금융지주 | 16,650 | 2,232 | (0.9) | 7.1 | (0.3) | 9.8 | 0.82 | 8.7 | 11.95 |
| BS 금융지주 | 16,100 | 3,113 | (5.9) | 15.4 | 3.5 | 10.3 | 0.88 | 8.9 | 11.70 |
| JB 금융지주 | 6,460 | 432 | (10.9) | (0.2) | 0.0 | 8.1 | 0.53 | 6.6 | 15.09 |
| **Peer Group** | ($) 종가 | ($Mn) 시가총액 | 기간별 수익률(%) 1M | 3M | 6M | Valuation(FY13) ROE | PBR | PER | Implied COE |
| **해외은행** | | | | | | | | | |
| Bank of America | 15.6 | 166,285 | 7.4 | 7.0 | 17.1 | 4.70 | 0.75 | 16.6 | 9.34 |
| Citi Group | 51.7 | 156,897 | 1.9 | 3.6 | 1.4 | 7.41 | 0.79 | 11.0 | 9.40 |
| JP Morgan & Chase | 57.2 | 215,101 | 6.7 | 9.6 | 6.7 | 9.33 | 1.08 | 12.0 | 8.68 |
| Wells Fargo | 44.1 | 232,196 | 2.7 | 3.8 | 9.9 | 13.80 | 1.50 | 11.4 | 9.00 |
| BNP Paribas | 54.5 | 91,561 | 0.6 | 9.3 | 18.4 | 7.47 | 0.85 | 11.8 | 8.27 |
| Societe Generale | 40.7 | 43,879 | (2.4) | 17.4 | 26.7 | 5.43 | 0.69 | 12.6 | 10.13 |
| Deutsche Bank | 33.6 | 46,205 | (7.9) | (0.1) | (8.3) | 4.92 | 0.59 | 11.1 | 11.45 |
| ICBC-A | 5.6 | 229,240 | 2.8 | 7.6 | 0.4 | 21.45 | 1.18 | 5.9 | 17.85 |
| China Construnction Bank | 6.3 | 201,467 | 4.3 | 7.4 | (2.8) | 20.76 | 1.14 | 5.8 | 18.14 |
| HSBC HOLDINGS PLC | 86.6 | 209,424 | 2.1 | 3.5 | 0.5 | 10.44 | 1.16 | 11.8 | 8.93 |
| DBS GROUP HOLDINGS LTD | 17.1 | 33,380 | 2.6 | 5.8 | (0.3) | 10.94 | 1.25 | 11.8 | 8.73 |
| OVERSEA-CHINESE BANKING CORP | 10.5 | 28,680 | 0.1 | 4.3 | (3.7) | 10.68 | 1.42 | 13.7 | 7.52 |

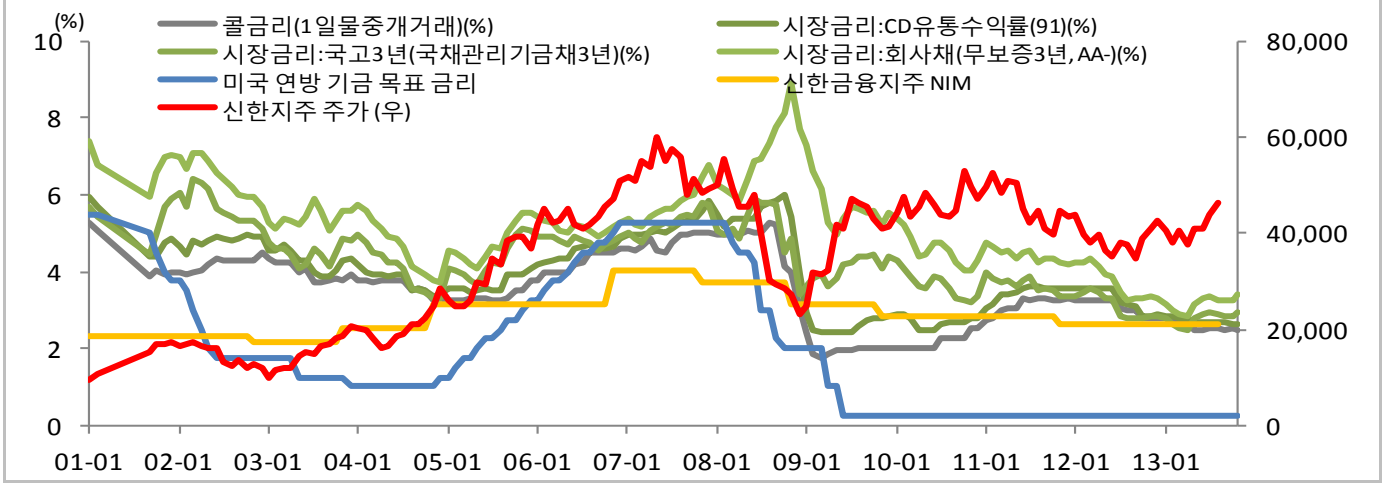
*Source: Bloomberg Data, Leading Research Center*

**Exhibit 22. Peer Credit Rating Comparisons**

| | 무디스 장기 신용등급 | 피치 장기 발행사 부도등급 | S&P 장기외화채권 |
|---|---|---|---|
| 하나은행 | A1 | n/a | A |
| 신한은행 | A1 | A | A |
| 우리은행 | A1 | A- | A- |
| 국민은행 | A1 | A | A |
| 씨티그룹 | Baa2 | A | A- |
| JP 모간체이스 | A3 | A+ | A |
| 웰스파고 | A2 | AA- | A+ |
| 뱅크오브아메리카 | Baa2 | A | A- |
| BNP 파리바 | A2 | A+ | A+ |
| Societe Generale | A2 | A | A |
| 도이치은행 | A2 | A | A+ |
| ICBC-A | A1 | A | A |
| 중국건설은행 | A1 | A | A |
| HSBC | Aa3 | AA- | A+ |
| DBS 은행 | Aa1 | AA- | AA- |
| OCBC | Aa1 | AA- | AA- |

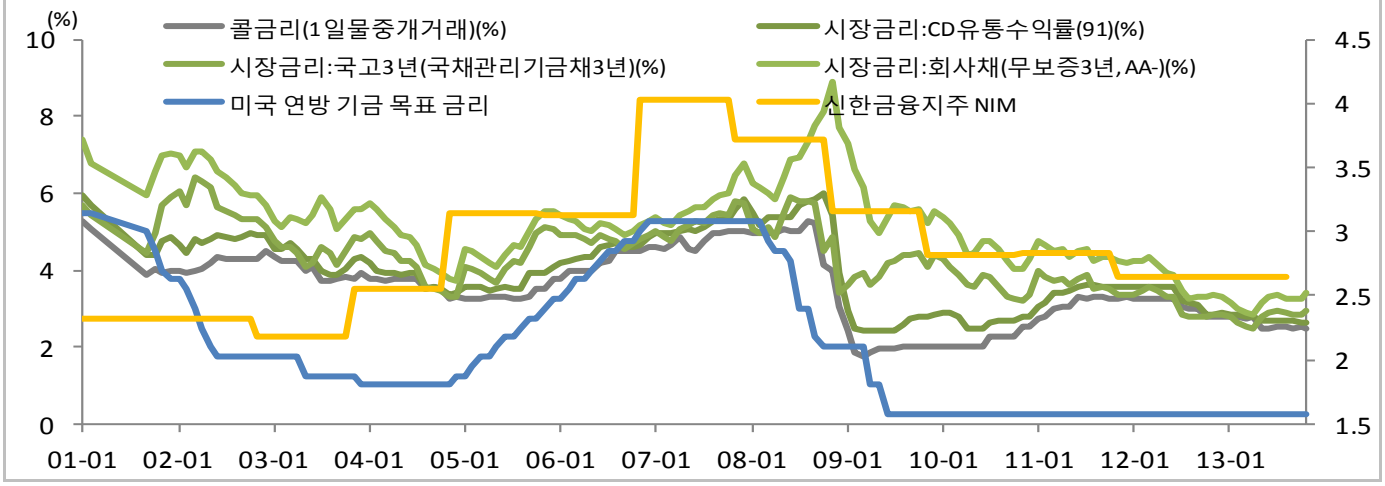
*Source: Bloomberg Data*

**Exhibit 23. 콜금리/기준금리/NIM/신한금융지주 상관관계** (단위: %)




*Source: Bloomberg Data, Dataguide, Leading Research Center*

**Exhibit 24. 콜금리/기준금리/NIM/신한금융지주 상관관계** (단위: %)




*Source: Bloomberg Data, Dataguide, Leading Research Center*

LEADING

Company Update

# 우리금융지주 (053000 KS)

2013년 11월 25일

**Key issues…**

- ✓ 우리금융지주에 대해 목표주가 16,000 원 유지
- ✓ 2014 년 순이익 1 조 3,080 억원 예상(+107%yoy), ROE 도 6.7%로 개선될 전망
- ✓ 우리금융 민영화에 따른 우리금융 가치 재평가 이루어질 전망: 광주은행, 경남은행 인적분할 및 매각
- ✓ 2014 년에는 자산 건전성 우려가 완화될 전망

## 3Q13 Review & 2014 Outlook

### 3Q13 순이익 490억원

3Q13 실적은 순이익 기준 490억원으로 시장 예상치를 하회하였다. 다만 이러한 부진한 실적은 STX 구조조정 등 기존 부실에 대한 대규모 충당금 적립에 기인한 것으로 부정적으로만 볼 사안은 아니라고 판단된다. 상대적으로 순이자마진 하락에도 불구하고 이자이익은 증가세를 유지하고 있는 등 탑라인 수익기반은 상대적으로 양호하게 나타난 점은 긍정적이다. 2014년에는 순이익 1조3,080억원(+107%yoy)을 예상하며 ROE도 3.4%에서 6.7%로 개설될 것으로 전망한다.

### 우리금융 민영화 진행 속도가 또 하나의 Trigger

신정부 출범을 전후하여 우리금융 민영화 추진속도 및 방법에 대한 시장의 추측이 다양하게 표현되고 있다. 민영화 방법으로 분리 매각이 진행 중이다. 분리매각의 장점은 경쟁 유도를 통한 공적자금 회수의 극대화라고 할 수 있다. 지방은행의 인적분할/상장 및 매각, 자회사 분리매각 등을 통해 현재의 밸류에이션보다 높은 가치평가를 받을 수 있을 것으로 예상된다. 지방은행의 분할 상장 시 광주은행과 경남은행의 밸류에이션은 현재 상장되어 있는 peer 은행의 PBR 이 적용될 가능성이 높다. 시가총액에 변화가 없다고 가정 시 지방은행 분할 후 존속 우리금융의 역산된 PBR 은 0.48배 수준이 될 것이다. 하지만 실제로 존속 우리금융의 PBR 이 0.48배로 거래된다면 이는 은행업종 보기 드문 최저 수준인 셈이 된다. 하지만 이는 지주회사 할인, 수익가치 측면의 밸류에이션이 과도하게 반영(개별지방은행의 실적 경상화에도 불구하고 우리은행의 실적 부진 지속으로 개별 지방은행의 견조한 펀더멘털이 지주회사 밸류에이션하에서 과도한 할인을 받았기 때문)등 때문이다. 실제로 동일한 사례는 아니지만 최근 인적분할(또는 계획 발표) 이슈로 종전보다 시가총액이 커진 네이버(NHN), 코스맥스의 사례가 있었음을 상기할 필요가 있다.

### 2014년에는 건전성 우려 완화

2013년에는 잠재부실화 우려 기업군 중 STX 그룹 자회사의 법정관리 등으로 건전성 지표가 재차 악화되었으나 구조조정 기업군들의 자산매각을 통한 구조조정 진행으로 2014년에는 대기업 관련 구조조정 비용이 2013년 대비 축소될 것으로 예상된다.

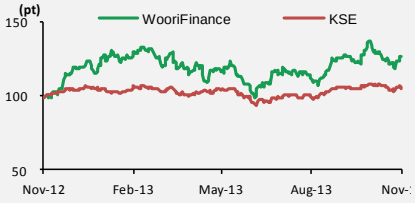
**BUY(TP 유지)**

| | |
|---|---|
| 목표주가 | 16,000 원 |
| 현재주가 | 12,800 원 |
| 목표수익률 | 25.0% |

| Key Data | 2013 년 11 월 22 일 |
|---|---|
| 산업분류 | 은행 |
| 시가총액 (십억원) | 10,317.0 |
| 발행주식수 (백만주) | 806.0 |
| 외국인 지분율 (%) | 21.3 |
| 52 주 고가 (원) | 13,500 |
| 저가 (원) | 9,740 |
| 60 일 일평균거래대금 (십억원) | 19.4 |
| 주요주주 | (%) |
| 예금보험공사 | 56.97 |
| 국민연금공단 | 6.01 |
| KOSPI | 2,006.23 |

| 주가상승률 (%) | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | (4.6) | 8.2 | 28.6 |
| 상대주가 | (1.5) | 8.5 | 22.8 |

**Relative Performance**





**LEADING RESEARCH**

**Analyst (은행업종)**

**배정현,CFA**
JHBAE@leading.co.kr
+822-2009-7195

**RA**

**손승현**
shson@leading.co.kr
+822-2009-7168

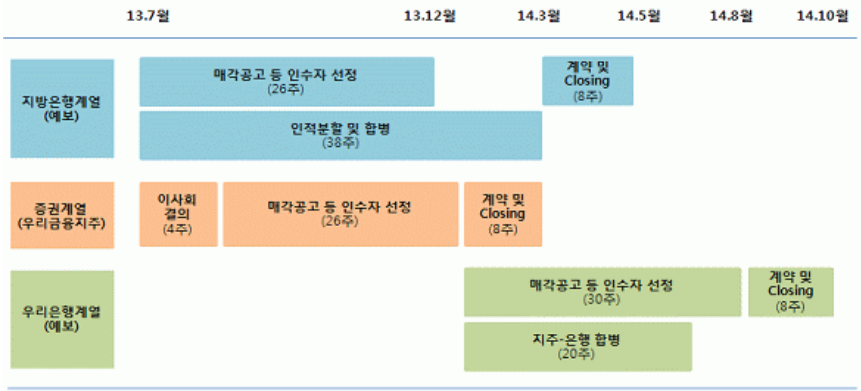

**Valuation Forecast**

| FY | 영업수익 (Wbn) | YoY % | 영업이익 (Wbn) | YoY % | 순이익 (Wbn) | YoY % | EPS | YoY % | PER (x) | ROE (%) | PBR (x) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2009 | 6,935.0 | 11.9 | 1,383.0 | 23.9 | 1,026.0 | 125.5 | 1,274.0 | 125.9 | 10.9 | 7.0 | 0.81 |
| 2010 | 8,132.0 | 17.3 | 1,839.0 | 33.0 | 1,195.0 | 16.5 | 1,654.0 | 29.8 | 9.4 | 8.1 | 0.85 |
| 2011 | 9,852.4 | 21.2 | 3,160.7 | 71.9 | 2,136.8 | 78.8 | 2,651.1 | 60.3 | 3.6 | 14.3 | 0.43 |
| 2012 | 8,705.3 | (11.6) | 2,229.0 | (29.5) | 1,584.0 | (25.9) | 1,965.2 | (25.9) | 6.0 | 8.8 | 0.51 |
| 2013F | 7,892.7 | (9.3) | 1,088.1 | (51.2) | 632.1 | (60.1) | 784.2 | (60.1) | 16.3 | 3.4 | 0.54 |
| 2014F | 8,085.3 | 2.4 | 1,903.9 | 75.0 | 1,308.0 | 106.9 | 1,622.7 | 106.9 | 7.9 | 6.7 | 0.51 |

# 우리금융지주 민영화 이슈

## 1. 매각일정

**Exhibit 25. 우리금융지주 매각일정**




*Source: Company Data, Leading Research Center*

## 2. 분할에 따른 Revaluation

우리금융지주 분할에 따른 광주은행 배정비율은 0.0637, 경남은행 배정비율은 0.0973 이다. 2Q13 기준 분할 전 우리금융지주의 자기자본은(지배기업 소유) 188,573 억원, 분할 후 우리은행 자기자본은 158,222 억원, KJB 금융지주 (광주은행) 자기자본(지배기업 소유)은 12,005 억원, KNB 금융지주 (경남은행) 자기자본(지배기업 소유)은 18,347 억원으로 우리은행에 보수적인 PBR 0.54 적용, 광주은행에 DGB 금융지주와 JB 금융지주 사이의 PBR 0.7 적용, 경남은행에 BS 금융지주의 PBR 0.88 배 적용 시 Implied 시가총액인 112,786 억원을 산출할 수 있다. 이는 현재 시가총액 대비 9.3% 높은 수준이다. 추가로 우리투자증권, 우리 F&I, 우리파이낸셜 등을 장부가 보다 높은 가격에 매각 시 존속 우리금융의 적정 밸류에이션 회복을 기대할 수 있다.

**Exhibit 26. 우리금융지주 Revaluation**

| (단위: 억원) | 분할 후 | PBR | Implied 시가총액 | Note |
|---|---|---|---|---|
| 우리은행 자기자본 | 158,222 | 0.54 | 86,919 | *보수적으로 현재 PBR 적용* |
| KJB 금융지주 (광주은행) 자기자본 | 12,005 | 0.7 | 8,753 | *DGB 금융지주와 JB 금융지주 사이 PBR 적용* |
| KNB 금융지주(경남은행) 자기자본 | 18,347 | 0.88 | 17,113 | *BS 금융지주 PBR 적용* |
| **Total** | | | 112,786 | |
| 기존 시가총액 | | | 103,169 | |
| Difference | | | 9,617 | |
| **Upside** | | | **9.3%** | |

*Note: Implied 시가총액=4Q13F_자기자본*PBR*

## 재무제표

▶손익계산서

| 12 월결산(십억원) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F |
|---|---|---|---|---|---|
| **순영업수익** | 8,132 | 9,852 | 8,705 | 7,893 | 8,085 |
| 이자이익 | 6,464 | 7,262 | 7,266 | 6,190 | 6,497 |
| 비이자이익 | 1,668 | 2,590 | 1,439 | 1,703 | 1,588 |
| 대손상각비 | 2,892 | 2,269 | 2,068 | 2,500 | 2,079 |
| 판매관리비 | 3,401 | 3,782 | 3,956 | 4,021 | 4,102 |
| **영업이익** | 1,839 | 3,161 | 2,229 | 1,088 | 1,904 |
| 영업외손익 | -44 | 17 | 63 | - | - |
| **세전이익** | 1,795 | 3,177 | 2,291 | 1,133 | 1,904 |
| 법인세비용 | 496 | 744 | 493 | 353 | 476 |
| **당기순이익** | 1,195 | 2,137 | 1,584 | 632 | 1,308 |
| | | | | | |
| **증감률(%YoY)** | | | | | |
| 순영업수익 | 17.3 | 21.2 | -11.6 | -9.3 | 2.4 |
| 이자이익 | 11.6 | 12.3 | 0.1 | -14.8 | 5.0 |
| 비이자이익 | 45.8 | 55.3 | -44.4 | 18.3 | -6.8 |
| 대손상각비 | 25.8 | -21.5 | -8.8 | 20.9 | -16.8 |
| 판매관리비 | 4.5 | 11.2 | 4.6 | 1.6 | 2.0 |
| 영업이익 | 33 | 71.9 | -29.5 | -51.2 | 75.0 |
| 영업외손익 | 적전 | -138.0 | - | - | - |
| 당기순이익 | 16.5 | 78.8 | -25.9 | -60.1 | 106.9 |

▶대차대조표

| 12 월결산(십억원) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F |
|---|---|---|---|---|---|
| 현금 및 예치금 | 21,380 | 6,417 | 5,778 | 6,717 | 6,989 |
| 유가증권 | 56,927 | 66,237 | 64,740 | 64,227 | 66,830 |
| 대출채권 | 200,391 | 235,160 | 250,160 | 258,296 | 268,764 |
| (대손충당금) | 4,772 | 4,010 | 3,768 | 4,124 | 4,174 |
| 가계금융 | 67,006 | 73,382 | 78,471 | 80,433 | 82,605 |
| 기업금융 | 128,140 | 127,580 | 124,553 | 128,912 | 133,811 |
| 신용카드채권 | 4,356 | 4,592 | 4,503 | 4,728 | 5,017 |
| 기타대출채권 | 0 | 5,916 | 4,600 | 4,770 | 4,946 |
| 고정자산 | 4,649 | 3,134 | 3,186 | 3,200 | 3,330 |
| 기타자산 | 12,852 | 1,844 | 1,897 | 2,026 | 2,109 |
| **자산총계** | 291,428 | 312,792 | 325,706 | 334,413 | 347,968 |
| 예수금 | 187,009 | 195,930 | 202,920 | 208,956 | 219,258 |
| 차입금 | 69,592 | 63,933 | 61,439 | 62,729 | 64,297 |
| 사채 | | | | | |
| 기타부채 | 17,907 | 30,855 | 38,359 | 38,740 | 39,129 |
| **부채총계** | 274,509 | 290,718 | 302,703 | 310,412 | 322,670 |
| 자본금 | 4,030 | 4,030 | 4,030 | 4,030 | 4,030 |
| **자본총계** | 16,919 | 22,073 | 23,003 | 24,001 | 25,298 |
| 증감률(%YoY) | | | | | |
| 총자산 | 2.3 | 7.3 | 4.1 | 2.7 | 4.1 |
| 가계금융 | 2 | 9.5 | 6.9 | 2.5 | 2.7 |
| 기업금융 | 2.8 | -0.4 | -2.4 | 3.5 | 3.8 |
| 신용카드채권 | 6.3 | 5.4 | -1.9 | 5.0 | 6.1 |

▶주요지표

| 12 월결산(%) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F |
|---|---|---|---|---|---|
| **순이자마진** | 2.3 | 2.52 | 2.38 | 1.88 | 1.85 |
| Banking | | | | | |
| NPL | 3.3 | 1.97 | 1.77 | 2.52 | 2.21 |
| NPL CR | 70.4 | 122 | 130 | 90 | 90 |
| ROA | 0.4 | 0.7 | 0.5 | 0.2 | 0.4 |
| ROE | 8.1 | 14.3 | 8.8 | 3.4 | 6.7 |
| BIS ratio | 12.5 | 12.4 | 13.0 | 11.8 | 11.8 |
| Tier 1 | 9 | 8.9 | 9.5 | 9.4 | 9.5 |
| Tier 2 | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 2.4 | 2.3 |

▶주요 투자지표

| 12 월결산 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원,배)** | | | | | |
| DPS | 165 | 350 | 197 | 78 | 243 |
| EPS | 1,654 | 2,651 | 1,965 | 784 | 1,623 |
| 수정 BPS | 18,219 | 21,742 | 23,158 | 23,557 | 25,018 |
| PER | 9.4 | 3.6 | 6.0 | 16.3 | 7.9 |
| PBR | 0.85 | 0.43 | 0.51 | 0.54 | 0.51 |
| PER(high) | 11.3 | 6.1 | 6.8 | 16.3 | 7.9 |
| PER(low) | 7.7 | 3.2 | 4.6 | 16.3 | 7.9 |
| PBR(high) | 1.0 | 0.74 | 0.59 | 0.54 | 0.51 |
| PBR(low) | 0.7 | 0.39 | 0.35 | 0.54 | 0.51 |

*Source : Company Data, Leading Research Center*

### ▶ Compliance Notice

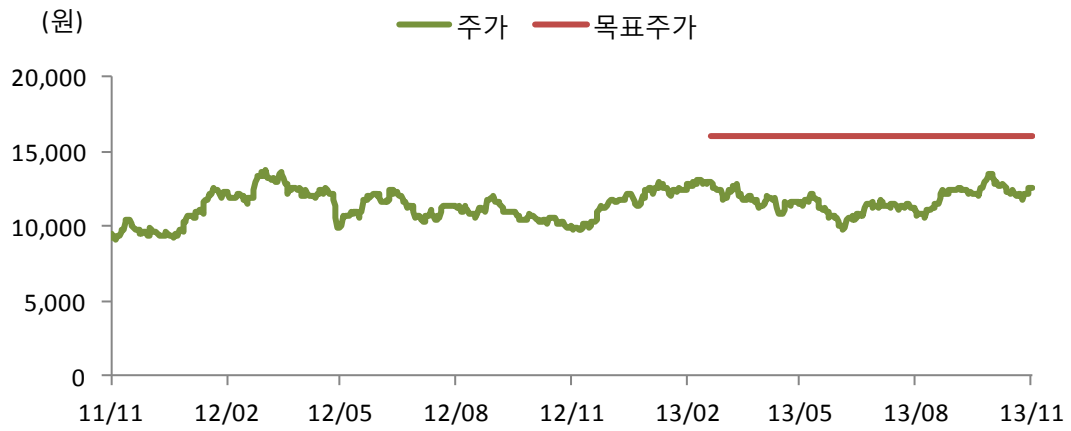
*본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.*

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

### ▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

| 우리금융지주 (053000 KS) | | |
|---|---|---|
| 일자 | 2013-03-12 | 2013-11-25 |
| 투자의견 | BUY (신규) | BUY (TP 유지) |
| 목표주가 | 16,000 | 16,000 |

### ▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이




### ▶ 투자기간 및 투자등급

**기업**

| | |
|---|---|
| BUY (매수) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대수익률 15% 이상 |
| HOLD (중립) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대수익률 ± 15% 내외 |
| SELL (매도) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대수익률 -15% 이하 |

**산업**

| | |
|---|---|
| OVERWEIGHT (비중확대) | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상 |
| NEUTRAL (중립) | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상 |
| UNDERWEIGHT (비중축소) | 향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상 |

*©. 2013 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*