

# Morning Meeting Brief

## Global Radar

### 신흥국 중예선 동유럽

- 최근의 신흥국 자산에 대한 회피 성향은 지난 해 초여름과 비슷. 작년 5월 22일 버נק키 연준 의장이 자산 매입 축소 가능성을 언급으로 시작된 위기에서, 동유럽 국가들은 신흥국 대비 금융시장 건조, 동유럽의 국제수지 개선과 경기 회복이 가시화 되었기 때문
- 유로존 경기 회복에 따른 동유럽 국가들의 무역수지, 서비스수지 개선 확대와 경기 회복 기대는 여전
- 지난해와 마찬가지로 이번 신흥국 금융시장 불안에서도 동유럽 3국이 가장 먼저 벗어날 가능성이 높음

이은주, 769.3091 eunjoollee@daishin.com

## Housing Market Analysis

### [부동산 시장] 수도권 주택시장 온기 돌아

- 수도권 주택가격이 상승하고 거래도 활발해져 온기가 돌고 있음. 규제완화, 전세수요의 매매전환 빨라진 재건축 사업속도 등이 원인 전세가격은 상승세 지속되나 상승폭은 둔화
- 미분양도 경기도에서 기존 미분양이 2천여호 감소하는 등 감소세 지속. 전세 강세와 건설사의 자구노력 등이 원인 신규분양은 2천여호에 그쳐 사실상 휴지기
- 최근 강남권 재건축아파트에 대한 관심이 커지고 있으나 예상보다 낮은 분양가에 다른 추가분담금의 확대, 조합과 건설사 간의 의견대립에 따른 사업 지연 가능성 등으로 투자에는 신중을 기할 필요 있음.

황규완, 769.3090 gwhwang@deri.co.kr

## 산업 및 종목 분석

### CJ제일제당: 아직은 바닥을 찾아가는 과정

- 4분기 영업이익 호조에도 환율관련 손실 및 일회성 비용 등으로 순손실 기록
- 바이오 제외 사업부 수익성 개선세 지속, 바이오 상황 바닥 형성이 투자의 전환점
- 투자이전 중립, 목표주가 27만원 유지

이선경, 769.3162 sunny\_lee@daishin.com

### NAVER: 본업과 LINE의 성장

- 목표주가 84만원 매수 유지
- 4분기 실적 시장 전망치 상회
- 2014년까지 라인 가입자 증가 총력전으로 EPS보다 '매출액 성장' 이 포인트

김윤진, 769.3398 yoonjinkim@daishin.com

### 하나금융: 부진하지만 긍정적 측면이 혼재된 실적

- 투자이전 매수 유지, 목표주가 48,500원으로 하향
- 4분기 순이익은 전분기대비 60.0% 감소한 1,433억원으로 시장컨센서스와 우리 예상치를 하회
- 양행 모두 신규 부실 현저히 감소 중, 은행 중 가장 낮은 credit cost 계속 유지 예상
- NIM 저점 통과 중, 저원가성 수신 증가와 정기예금 만기 도래로 조달금리 추가 하락 예상
- KT ENS 직원 대출사기 논란에 따라 1분기 총당금 증가 부담은 불가피, 수익추정치 하향

최정욱 CFA, 769.3837 cuchoi@daishin.com

## DGB금융: 2014년 이익은 회사측 경영 목표 상회 예상

- 투자의견 매수, 목표주가 20,500원 유지
- 4분기 순이익은 전분기대비 70.7% 감소한 246억원으로 우리예상치를 하회해 다소 부진
- NIM은 1~2분기 큰 폭 상승한 이후 황보 예상. 건전성 다소 악화됐지만 우려할만한 수준 아님
- 회사측의 2014년 경영 목표 2,600억원은 보수적 실제 순이익은 목표치 상회할 가능성 높다고 판단

최정욱 CFA, 769,3837 cuchoi@daishin.com

## 우리금융: 실적 쇼크지만 이는 증권 매각에 따른 회계적 손상치손 인식 때문

- 투자의견 시장수익률, 목표주가 13,500원 유지
- NIM 추가 하락은 주택담보대출 위주의 성장 때문. 경남·광주은행의 NIM 하락 폭도 큰 편
- 신규 NPL 수준은 감소했지만 기존의 경기취약업종에 대한 추가 부실 처리는 지속 중

최정욱 CFA, 769,3837 cuchoi@daishin.com

## 롯데쇼핑: 단기 전망 불투명

- 목표주가 400,000원으로 하향 조정. 투자의견 매수 유지하나 장기 관점 대응 필요
- 2013년 4분기 실적 어닝쇼크 기록
- 당분간 실적 개선 가능성 낮은 것으로 판단

정연우, 769,3076 cyw92@daishin.com

## CJ프레시웨이: 고진감래의 열매를 위해

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 34,000원으로 하향 조정
- 마지막 고비였던 4Q13
- 내실을 다지는 2014, 인내는 쓰지만 열매는 달다

박주희, 769,3821 jpark325@daishin.com

## 고려아연: 4Q13 리뷰: 예상보다 부진했으나 큰 그림엔 변화 없음

- 투자의견 매수, 목표주가 410,000원. 업종 Top pick 유지
- 4Q13 실적은 환율하락에 의한 역재고 효과와 일회성 비용으로 예상보다 부진
- 2014년 가이던스의 핵심은 영업이익 숫자보다는 수익성 회복
- 2014년 실적기대치 기존보다 낮추지만 중장기 성장 그림에 큰 변화 없음

이종형, 769,3069 jhlee76@daishin.com

## GS: 주가의 관건은 GS칼텍스의 회복 강도

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 62,000원(기존 70,000원에서 하향 조정)
- 4Q13 실적 컨센서스 대폭 하회. GS칼텍스 부진 및 과징금 반영 영향
- 1Q14 영업실적 개선되나 의미있는 수준을 기대하기는 무리
- 주가의 관건은 GS칼텍스의 회복 강도

윤재성, 769,3362 js\_yoon@daishin.com

## 현대중공업: 4Q 영업이익 겉으로 드러난 것 보다는 양호

- 투자의견 매수, 목표주가 280,000원으로 하향(-7%)
- 2013년 Q4 실적 기대치 크게 하회. 현대삼호, 육상플랜트 부문 때문
  - 2014년 예상되는 손실에 대한 총당금 효과가 커, 제거 시 생각 보다 양호
- 2014년 매 분기 실적에 대한 우려는 있었으나 2013년 4Q는 실적 저점으로 판단
- 현재 가격은 4Q 실적, 매크로 우려로 이미 PBR 1배 이하로 하락. 상선 발주 지속되고 있고 선가 상승 지속 되는 점 감안 시, 매수 가격대

전재천, 769,3082 jcheon7@daishin.com

## 현대미포조선: 2014년 상반기에도 실적 부진 지속 예상

---

- 투자 의견 매수, 목표주가 200,000원으로 하향 조정(-9%)
- 2013 4Q 실적 기대치 하회, 공사손실 총당금 제거해도 실적 개선세 없었음
- 4Q 실적 반영 이후 주가는 반등 예상
  - 2014년 Q1는 PC선 발주 지속, PC선 선가 상승 지속이 예상되기 때문
- 2014년 연간으로는 PC선 발주 크게 감소하고 대체 선종 수주 비중 증가 예상
  - \* 실적에 대한 관심 증가하며 2014년 실적 기대치를 충족하는지 여부가 중요해질 것

전재천, 769.3082, jcheon7@daishin.com

---

## 신흥국 중에선 동유럽

### 지난 해 금융불안에도 동유럽은 신흥국대비 견조

- 1월 29일 연준 추가적 자산매입 규모 축소 결정 이후 아르헨티나를 중심으로 한 신흥국 금융시장은 지난 해 5월말과 같은 폭락을 다시 한 번 경험
- 최근의 신흥국 자산에 대한 회피 성향은 지난 해 초여름과 비슷. 작년 5월 22일 버냉키 연준 의장이 자산매입 축소 가능성을 언급으로 시작된 위기에서, 동유럽 국가들은 신흥국 대비 금융시장 견조
- 여전히 동유럽 국가들의 국제수지와 경기는 개선. 이번 신흥국 금융시장 불안 이후에도 동유럽 금융시장이 신흥국 내에서 아웃퍼폼 할 개연성은 충분

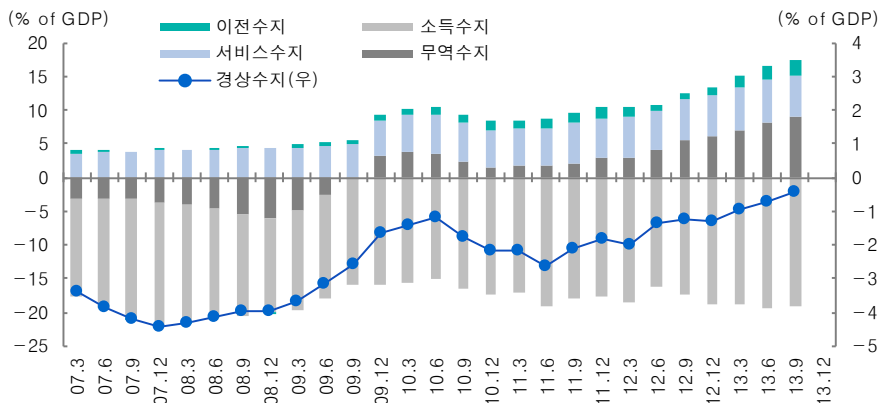
### 미국, 중국 경기 우려에서 벗어나 있는 동유럽

- 동유럽 3국 경제는 유럽 의존도가 높아 미국과 중국의 경기 둔화로부터 상대적으로 자유로움
- 미국, 중국의 경기는 동유럽 3국 경제에 직접적으로 영향을 미친다기보다 위험자산에 대한 수요를 통해서 동유럽 3국 금융시장에 변수로 작용하고 있을 가능성
- 동유럽 경기 회복신뢰 여전. 위험자산 기따현상이 진정 시, 동유럽 투자 심리가 가장 빨리 반등

### 디레버리징보다는 경기회복이 중요

- 보다 큰 영향을 줄 수 있는 요소는 유로존 은행들의 디레버리징
- ECB은 지난해 11월부터 유로존 은행 124개에 대한 자산건전성 점검과 스트레스 테스트 진행. 건전성 확보 위해 유로존 은행들은 자본 확충과 위험가중 자산 축소에 나설 수 있음
- 유로존 은행들의 디레버리징은 동유럽 3국에서의 외자 유출로 이어질 수 있음
- 동유럽 3국의 만성적 소득수지 적자는 이들의 외자 의존도가 높다는 것을 의미. 유로존 은행들의 익스포져 축소는 외자 의존도가 높은 동유럽 3국에 대한 투자 선호를 낮출 수 있는 요소
- 경기 회복에 대한 기대가 다시 강화되는 시점이 동유럽 3국에 대한 투자 시기가 높아질 수 있는 때. 유로존으로의 수출 확대를 통한 무역수지 개선, 서비스 수지 개선은 소득수지에서 적자를 완화할 수 있도록 돕기 때문
- 이것이 브라질이나 인도 같이 외자 의존도가 높은 다른 신흥국들과 차별될 수 있는 점. 동유럽 3국은 모두 대외수출 흑자를 기록하고 있으며 그 폭도 커지고 있음
- 지난해 5월말 이후 불거졌던 신흥국에서의 자본 이탈 사례와 마찬가지로, 이번 신흥국 금융시장 불안에서도 동유럽 3국이 가장 먼저 벗어날 가능성이 높음

동유럽 3국 소득 적자는 무역 흑자와 서비스 흑자로 만회



자료: OEC, 대신증권 리서치센터

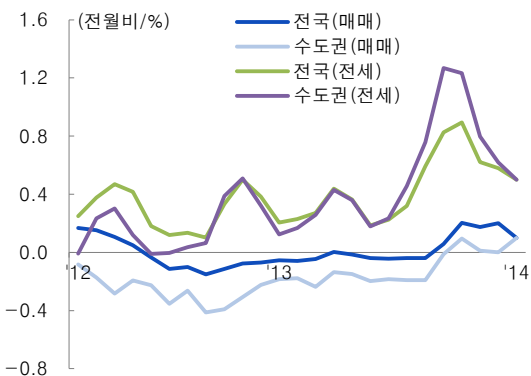
# Housing Market Analysis

황규완  
02.769.3090  
gwhwang@derico.kr

## 수도권 주택시장 온기 돌아

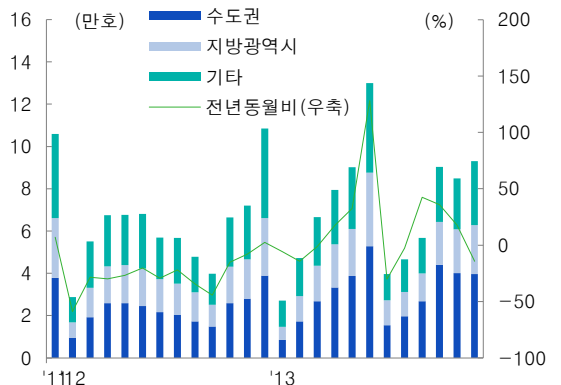
- 수도권 주택가격은 정부의 규제완화와 전세가격 상승세 지속에 따른 전세수요의 매매전환 등으로 상승반전했음. 수도권 중 매매가격이 가장 높게 상승한 곳은 용인수지(0.5%)로 낮은가격(최고점 '07.1월) 대비 25% 하락)으로 매매전환이 용이해진 것이 가장 큰 원인임 이에 따라 분당, 일산, 안양 등 전세가격 상승폭은 높으나 매매가격이 고점 대비 크게 하락한 지역을 중심으로 매매가격 상승세가 지속될 것으로 전망됨 지방광역시는 대구(0.6%)를 제외하고 보합세에 머물렀음.
- 수도권 전세가격은 상승폭은 지속적으로 줄어들고 있으나 장기평균('86~'14) 대비 두배 이상의 상승률을 보이고 있음. 전세수요가 매대로 전환된 것이 상승률 둔화의 가장 큰 원인으로 분당, 용인수지, 일산 등 외곽지역의 상승세는 낮아졌음 반면 서초구(1.5%), 마포구(1.1%) 등 서울 내의 전세가격은 큰 폭으로 상승 향후에도 인천·경기보다는 서울 내의 전세가격 격차가 전망됨
- 비수기임에도 불구하고 매매거래는 활발했는데 12월 주택거래량은 과거 5년 평균 대비 28.3% 증가했음. 지역별로는 수도권이 비수도권보다 거래가 활발했는데 이는 수도권은 전세가격 급등이 지속됨에 따라 전세수요의 매매전환이 활발했지만 비수도권은 전세시장이 상대적으로 안정되어 이러한 현상이 적었기 때문
- 주택시장의 점진적 회복 및 건설사 등의 자구노력에 따라 미분양아파트도 감소세가 이어졌음. 12월 말 기준 전국의 미분양아파트는 6.1만호로 4개월 연속 감소했음. 지역별로는 경기도에서 기존 미분양이 2천여호 감소하여 감소폭이 가장 컸음. 전세가격 상승으로 김포신도시 등에서 미분양 판매가 증가한 것이 원인 신규분양의 경우 통상 1월은 연중 분양물량이 가장 적은 시기로 2천여호 분양에 그쳐 사실상 휴지기였음.
- 최근 정부의 규제완화 및 강남권 재건축 분양성적의 호조 등으로 강남권 재건축 아파트에 대한 관심이 증가하고 있음. 그러나 기대보다 수익률이 낮을 가능성이 있어 투자에 주의를 요망됨 시공사들이 분양가를 인근 시세 수준으로 낮추는 것이 원인으로 이 경우 조합원의 추가분담금이 조합이 예상한 금액보다 높아져 투자 수익성이 악화됨 또한 조합과 건설사 간의 이견으로 사업진행이 지연되는 경우 부수적인 비용이 추가됨 실제 고덕시영 재건축의 경우 조합의 분양가(평당 2,050만원)과 시공사의 분양가(1,900만원 대)의 이견으로 분양이 지연되고 있음.

그림 1. 주택 매매, 전세가 변동률



자료: KB국민은행

그림 2. 주택 매매 거래량



자료: 국토교통부

# CJ 제일제당 (097950)

**이선경** 박산애  
769,3162 769,2378  
sunny\_lee@daishin.com shinay.park@daishin.com

**투자의견 Marketperform**

시장수익률 유지

**목표주가 270,000**

유지

**현재주가 255,000**

(14.02.06)

음식료업종

## 아직은 바닥을 찾아가는 과정

### 4분기 영업이익 호조에도 환율관련 손실 및 일회성 비용 등으로 순손실 기록

- 4분기 대통제외 매출 1조 6,933억원(-1.3% YoY), 영업이익 750억원(-33.9% YoY). 대통 포함 영업이익은 656억원(-48.7% YoY), 순적자 473억원(적전 YoY)으로 영업이익의 기대 상 회했으나 순이익은 크게 부진
- 대통제외 영업이익 호조의 주원인은 제약과 사료의 이익 호조, 제약 12.6%와 사료 4.5%의 높은 영업이익률 기록
- 가공식품 매출 6% 역성장 했으나 판매비 통제와 추석선물세트 환입비용 3분기 선반영 된 효과로 영업이익률 8.3% 기록하고 영업이익은 144% 증가하는 큰폭의 수익 개선
- 라이신 평가 1,340달러/톤(-33% YoY, -6% QoQ), 판매량 13만톤(+7% YoY, -4% QoQ), 바이오 매출 전년동기대비 13% 감소, 영업적자 89억원으로 예상보다 부진

### 바이오 제외 사업부 수익성 개선세 지속, 바이오 상황 바닥 형성이 투자의 전환점

- 중국 춘절 전후 바수기 진입하며 판매량 감소하는 가운데 11월 이후 떨어진 스팟가격이 한 달에서 한달반 시차를 두고 평가에 투입되면 1분기 중국 라이신 평가는 4분기보다 하락 예상, 미주 상황도 약세인데 1월 CJ제일제당의 미국 증설물량 판매 본격화로 라이신 평가의 추가 하락 가능성이 있고 초기 가동 과정 일회성 비용이 일부 발생할 수 있는 점도 부담
- 원재료 투입가 하락과 판매비 통제, 품목 구조조정 효과 등으로 가공식품 부문 수익성 개선 지속 전망, 사료와 소세도 투입가 하락 기대, 제약은 분사 이후 효율성 증대와 판매비 통제로 10%의 높은 영업이익률 예상
- 바이오를 제외한 기타 사업부의 실적 호조가 예상됨에도 바이오 부문의 높은 레버리지 효과로 인해 바이오 부문의 상황 바닥 통과 시그널이 나오기 전까지 실적 불확실성 상존

### 투자의견 중립, 목표주가 27만원 유지

- 평가하락의 주원인인 중국 로컬업체들의 한계치에 도달한 실적 등을 감안할 때 바이오 상황의 바닥은 가까워 졌다고 판단됨, 그러나 바수기로 재고 소진이 지연되고 있고 추가 증 설 물량 소화과정에서 한차례 진통이 더 있을 것으로 예상되어 바닥 시그널 확인 전까지는 보수적인 접근이 필요하다고 판단해 투자의견 중립과 목표주가 27만원 유지
- 목표주가는 2014년 지배주주 순이익 기준 PER 25.0x로 업계 1위의 사업지위 감안해도 낮 지 않은 밸류에이션, 추가적인 주가상승은 레버리지 효과가 큰 바이오 상황 회복이 전제되 어야 할 것으로 판단. 다만, 현재주는 2014년 지배주주 기준 PBR 1.18x로 주가의 하방 경직 성은 높을 것으로 전망

(단위: 십억원 %)

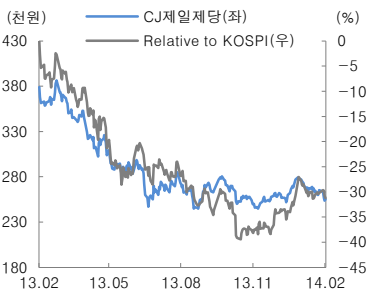
구분	4Q12	3Q13	4Q13			1Q14				
			Consensus	직전추정	잠정치	YoY	QoQ	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,423	2,923	2,795	2,800	2,723	12.4	-6.9	2,865	17.0	5.2
영업이익	129	75	76	76	66	-49.1	-12.5	107	-14.9	62.5
순이익	48	120	32	17	-71	적전	적전	25	-31.0	흑전

구분	2011	2012	2013(F)				Growth	
			Consensus	직전추정	당사추정	조정비율	2012	2013(F)
매출액	6,538	9,878	10,917	10,926	10,848	-0.7	51.1	9.8
영업이익	460	616	358	356	345	-3.0	33.8	-43.9
순이익	301	255	182	157	89	-43.0	-15.5	-65.0

자료: CJ제일제당, WSEIn, 대신증권 리서치센터

KOSPI	1907.89
시가총액	3,466십억원
시가총액변동	0.31%
자본금(보통주)	65십억원
52주 최고/최저	386,500원 / 245,000원
120일 평균거래대금	150억원
외국인지분율	13.54%
주요주주	CJ 외 6인 37.99% 국민연금공단 12.70%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.9	2.2	-6.1	-32.7
상대수익률	-5.8	7.9	-6.1	-31.7



# NAVER (035420)

**김윤진**  
769,3398  
yoonjinkim@daishin.com

**최지웅**  
769,3530  
jwchoi@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

목표주가

**840,000**

유지

현재주가

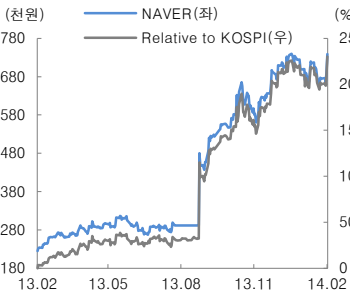
**739,000**

(14.02.06)

인터넷업종

KOSPI	1907.89
시가총액	24,359십억원
시가총액비중	2.16%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	740,000원 / 224,957원
120일 평균거래대금	1,227억원
외국인지분율	57.80%
주요주주	이해진 외 10인 9.19% 국민연금공단 8.18%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.7	27.4	153.5	228.5
상대수익률	8.2	34.5	153.3	233.4



## 본업과 LINE의 성장

### 4분기 실적: 시장 전망치 상회

- 매출액 6,411억원(+28% YoY), 영업이익 1,543억원(+41% YoY)로 컨센서스 상회
- 직전 컨센서스 매출액 6,077억원, 영업이익 1,376억원
- 본업(검색매출)과 LINE의 성장이 전체 성장을 견인함
- 4분기 광고선전비가 818억원으로 3분기 944억원 대비 감소
- 순이익이 464억원을 기록한 이유는 공정위 동의의결 방안에 따른 충당부채 1,000억원 일시 반영에 따른. 규제 리스크 해소를 위해 회사에서 최대한 노력 중.

### 4분기 라인 매출액 리뷰

- 4분기 라인 총매출액 2,131억원으로 QoQ 18% 성장
- 총매출 기준 라인 매출액 60% 게임 20% 스티커, 20% 광고 등 기타사업
- 3분기 대비 총매출과 순매출액 차이 큰 이유는 8월부터 게임매출액을 순매출액으로 인식했기 때문임 4분기부터 온전한 순매출액 반영됨

### 광고가치 = 노출시간 (스마트폰이 기존사업 성장도 이끈다)

- 검색광고 매출액 3,626억원(+16% YoY)로 성장을 확대 중. 모바일 노출시간 증대로 검색쿼리가 증가하고 있기 때문인 것으로 추정
- 2014년 검색광고 매출액 전년대비 10% 성장 예상

### 투자의견 매수, 목표주가 840,000원 유지

- 목표주가 매수: 1) 모바일 노출시간 증가로 핵심사업인 광고사업에서 성장성 확보, 2) 라인 광고 및 게임 사업이 일본 등 주요국에 성공적으로 안착 중, 3) 일본 외 다른 지역 가입자 확대로 글로벌 매출액 잠재력 높아지고 있음
- 2014년까지 라인 가입자 총력전으로 EPS보다 '매출액 성장' 이 포인트
- 영업이익률 2013년 24%, 2014년 28%, 2015년 34%로 개선 예상

(단위: 십억원)

구분	4Q12	3Q13	4Q13				1Q14			
			Consensus	직전추정	잠정치	YoY	QoQ	당사추정	YoY	QoQ
매출액	652	573	612	633	641	-1.7	11.8	647	-3.9	0.9
영업이익	200	103	135	128	154	-22.8	50.3	149	-21.8	-3.2
순이익	168	1,561	92	96	52	-69.2	-96.7	124	-20.8	139.8

구분	2011	2012	2013(F)			Growth		
			Consensus	직전추정	당사추정	조정비율	2012	2013(F)
매출액	2,121	2,389	2,305	2,148	2,312	7.6	12.6	-3.2
영업이익	660	702	517	445	524	17.8	6.3	-25.4
순이익	450	546	869	1,908	1,895	-0.7	21.4	247.1

주: K-FRS연결기준

자료: NAVER, WSEn, 대신증권 리서치센터

# 하나금융 (086790)

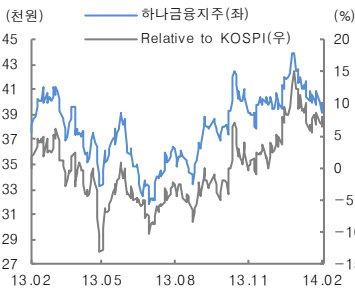
최정욱, CFA  
769,3837  
ouchoi@daishin.com

김한이  
769,3789  
haney.kim@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지  
목표주가 **48,500**  
하향  
현재주가 **39,500**  
(14.02.06)  
은행업종

KOSPI	1,907.89
시가총액	11,451십억원
시가총액비중	1.02%
지분급(보통주)	1,449십억원
52주 최고/최저	43,900원 / 31,850원
120일 평균거래대금	366억원
외국인지분율	61.92%
주요주주	국민연금공단 9.95% 블랙록 펀드 어드바이저스 외 13인 5.08%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.3	0.9	11.4	5.1
상대수익률	-5.1	6.5	11.4	6.6



## 부진하지만 긍정적 측면이 혼재된 실적

### 투자 의견 매수 유지, 목표주가 48,500원으로 하향

- 목표주가 하향의 배경은 판관비 증가 예상과 KT ENS 대출사기 관련 추가 총당금 적립 가정 등을 통해 2014년 수익추정치를 하향 적용했기 때문
- 목표주가는 2014년말 추정 BPS 73,465원 대비 목표 PBR 0.7배를 적용해 산출
- 4분기 순이익은 전분기대비 60.0% 감소한 1,433억원으로 시장컨센서스와 우리 예상치를 하회. 실적 부진의 주된 요인은 비이자이익 부진(국민행복기금 손상차손 533억원, 쌍용건설 및 팬택 감소 160억원)과 더불어 판관비가 크게 증가(임금인상소급분 430억원, 복리비 및 광고선전비 550억원, 임금피크제 퇴직급여충당금 220억원)했기 때문
- 그러나 표면적인 실적 부진에도 불구하고 NIM 상승 반전을 통해 순이자이익이 전분기대비 2.3% 증가한데다 일회성 총당금 요인에도 불구하고 건전성이 양호해 credit cost가 낮은 수준을 유지하고 있다는 점에서 4분기 실적은 긍정적인 측면이 혼재되어 있다고 판단
- 다만 2014년에도 본점 이전 관련 비용 등으로 인해 판관비는 6.0% 가량 증가할 전망. 타행 대비 낮은 판관비율을 자랑했던 하나금융은 외환은행 인수 이후 판관비율이 크게 상승. 비용 효율성 관리 여부가 향후 수익성 개선 폭을 좌우하는 하나의 중요한 잣대가 될 것으로 판단

### 양행 모두 신규 부실 현저히 감소 중. 은행 중 가장 낮은 credit cost 계속 유지 예상

- 하나은행과 외환은행의 상·매각전 실질 고정이하여신 순증액은 각각 4,090억원과 800억 원 수준. 그러나 채권단 자율협약업체(대한전선과 흥은제지)의 요구의에서의 고정이하 재분류 분 2,804억원과 974억원을 제외할 경우 경상적 NPL 신규 순증액은 하나은행의 경우 1,286 억원에 불과하고 외환은행은 오히려 174억원 순감
- 따라서 흥은제지 총당금 126억원, 쌍용건설 총당금 118억원, 외환캐피탈 업종 전환에 따른 보수적 총당금 281억원, 금감원 건전성 검사 관련 총당금 188억원 등 총 713억원의 추가 총당금 적립에도 불구하고 4분기 그룹 대손충당금은 2,447억원에 불과
- 2013년 총자산대비 대손상각비율은 0.34%로 은행 중 가장 낮은 것으로 추정되는데 2014 년에도 0.35%로 낮은 수준을 유지할 수 있을 것으로 전망(대출사기 관련 총당금 포함 가정)

### NIM 저점 통과 중. 저원가성 수신 증가와 정기예금 만기 도래로 조달금리 추가 하락 예상

- 4분기 그룹 NIM은 1.92%로 전분기대비 2bp 상승해 2011년 2분기 이후 처음으로 반등(하나은행 1.49%로 1bp 상승, 외환은행은 2.06%로 1bp 하락)
- 하나은행은 핵심저원가예금이 계속 증가 중이고 외환은행도 4분기에는 저원가예금이 다소 증가. 게다가 그룹 전체적으로 1분기에만 약 38조원의 정기예금이 만기도래될 예정이어서 현재의 낮은 금리로 재유입될 경우 조달금리 하락 효과는 상당할 전망
- 2013년 그룹 NIM은 1.94%로 4분기를 기점으로 저점을 통과한 것으로 판단. 2014년 연간 NIM은 전년대비 약 3~4bp 상승한 1.97~1.98%로 예상

### KT ENS 직원 대출사기 논란에 따라 1분기 총당금 증가 부담은 불가피. 수익추정치 하향

- 주요 언론 및 금감원 발표에 따르면 KT ENS의 직원이 은행과 저축은행 등에서 약 2,800억 원대의 대출사기를 벌인 것으로 보도. 하나은행의 대출규모는 약 1,620억인 것으로 알려짐
- 대출규모 전체가 대출사기인지의 여부가 확인되고 않고 있고, 귀책사유 등에 따라 은행측의 피해 규모와 총당금 적립 규모가 결정되겠지만 1분기 중 총당금 부담은 불가피할 것으로 추정. 비록 일회성 비용이지만 내부통제시스템에 대한 우려가 부각되면서 센터멘트 악화 예상
- 우리는 총 대출규모의 50% 정도를 1분기 중 총당금 추가 적립한다고 가정하고, 또한 연간 판관비 증가 요인 등을 감안해 2014년 수익추정치를 하향 변경. 변경된 2014년 순이익은 약 1,2조원으로 ROA와 ROE는 0.41%와 6.0%로 낮아질 것으로 예상



# DGB 금융 (139130)

최정욱, CFA  
769,3837  
c.choi@dashin.com

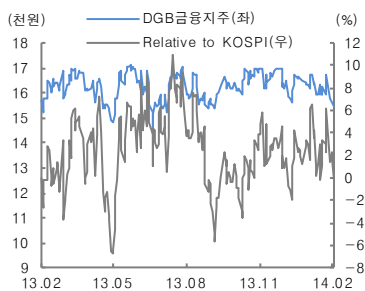
김한이  
769,3789  
hane.yk@dashin.com

투자이견 **BUY**  
매수, 유지  
목표주가 **20,500**  
유지  
현재주가 **15,450**  
(14.02.06)

은행업종

KOSPI	1,907.89
시가총액	2,071십억원
시가총액비중	0.18%
지분급(보통주)	670십억원
52주 최고/최저	17,100원 / 14,600원
120일 평균거래대금	36억원
외국인지분율	73.98%
주요주주	Aberdeen Asset Management Asia Limited 외 1인 10.40% Saudi Arabian Monetary Agency 7.71%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.2	-8.8	-3.7	-1.6
상대수익률	-3.0	-3.8	-3.8	-0.1



## 2014년 이익은 회사측 경영 목표 상회 예상

### 투자이견 매수, 목표주가 20,500원 유지

- 목표주가는 2014년말 추정 BPS 21,898원대비 목표 PBR 0.9배를 적용해 산출
- 4분기 순이익은 전분기대비 70.7% 감소한 246억원으로 우리예상치를 하회해 다소 부진
- 실적 부진의 주된 이유는 판관비와 대손충당금 증가 때문. 명예퇴직(53명)실시에 따라 명예퇴직비용이 약 193억원 발생했고, 그룹 대손충당금도 경남기업 추가 총당금 20억원 상각 관련 및 보수적 추가 총당금 150억원, 성동조선 계장대체(난외에서 난내자산으로 전입되면서 기타충당금에서 대손충당금으로 대체)에 따른 추가 총당금 171억원 등이 반영
- 대규모 상·매각으로 4분기 원화대출금 성장률은 0.8%에 그쳤지만 2013년 연간으로는 10.5% 증가해 높은 성장세 유지. 대출금리보다 수신금리 하락 폭이 더 컸기에 따라 4분기 NIM은 2.52%로 전분기대비 2bp 반등(2011년 3분기 이후 처음으로 반등)
- 대주주인 에버딘이 4분기에도 지분을 1% 추가 축소해 2013년 4월 14.7%에서 현재 10.4%까지 축소했다고 공시. 1월 이후 외국인 순매도세는 완화됐지만 수급 부담이 완전히 해소되기는 어려울 전망
- 회사측은 2014년 순이익을 2,600억원으로 전망. 그러나 이는 다소 보수적인 가정으로 실제 순이익은 회사측 경영목표를 상회할 가능성이 높다고 판단. 우리는 동사의 2014년 ROA와 ROE를 0.68%와 9.5%로 추정. 현재 거래되고 있는 PBR 0.7배는 현저한 가격 매력 보유

### NIM은 1~2분기 큰폭 상승한 이후 횡보 예상. 건전성 다소 악화됐지만 우려할만한 수준 아님

- 4분기 NIM 반등은 1) 5월 기준금리 인하 이후의 후행적 조달금리 하락 2) 예대율 상승 3) 핵심예금 증가 등 복합적 요인에 기인한 것으로 판단. 4분기 예대율은 95.2%로 3분기 2%p에 이어 1%p 추가 상승했지만 타행대비 여전히 낮은 편. 당분간 95%대의 예대율을 유지할 것으로 전망. 저축예금 위주의 핵심예금 증가세도 지속 중. 원화예수금대비 핵심예금 비중은 36.7%로 안정화
- 1월 중 발행금리 8.6%, 약 4,000억원 규모의 하이브리드채권에 대한 콜옵션 행사로 향후 조달비용 추가 하락 가능. 연간 160억원 이상의 조달비용 절감 예상(2013년 하반기 중 발행금리 4.6%의 하이브리드채 2,000억원, 발행금리 5.5%의 하이브리드채 900억원을 차환에 대비해 이미 발행 나머지 1,100억원은 금융채 차환발행 예상). 이는 연간 NIM을 약 5bp 상승시키는 요인. 따라서 2014년 1~2분기 NIM은 다소 큰폭으로 상승할 전망. 그러나 이후 3~4분기에는 횡보 예상
- 매·상각전 실질 연체와 고정이하여신은 각각 546억원과 866억원 순증해 건전성은 다소 악화됐지만 아직 우려할만한 수준은 아님. PF 여신 상황으로 PF대출 잔액이 크게 감소했고, 기업대출의 경우 제조업 위주의 성장세가 지속 중인데다 가계대출도 지역 부동산 경기 호황에 힘입어 2분기 이후 주택담보대출 위주로 확대되고 있기 때문에 건전성이 크게 악화될 가능성은 낮은 편

### 보수적인 회사측의 경영목표. 실제 순이익은 2,600억원을 상회할 가능성 높다고 판단

- 회사측은 2014년 순익 목표로 2,600억원을 제시. 대출성장률 10%, 연간 NIM 3bp 상승, 판관비 9.5% 증가, 대손충당금 10.7% 증가를 가정
- 지역 경기를 감안할 때 10%대의 대출성장률은 충분히 가능하다고 판단. 조달금리 하락 효과를 감안시 NIM 3bp 상승은 다소 보수적인 가정. 은행 판관비 증가는 명예퇴직인원 확대 계획에 따른 것으로 이를 제외한 기준으로는 4% 증가하는 수준. 다만 DGB캐피탈은 성장에 따른 비용 증가로 유페이먼트는 카드넷 합병 이후 인프라투자 등으로 비은행계열사의 판관비가 다소 크게 증가할 전망
- 그룹 대손충당금 10.7% 증가의 가정은 기본내부등금법 승인을 예상한 수치로 추정. 현재 동사는 표준방법을 사용하고 있는데 2014년말 기본내부등금법을 승인받을 것으로 예상. 이 경우 PD(부도율) 등이 상승하면서 대손충당금 규모가 다소 늘어날 것으로 판단되기 때문임
- 우리는 회사측 가정이 다소 보수적이라고 판단해 DGB금융의 2014년 순이익을 2,670억원으로 추정. 이는 2013년 순익 대비 약 12% 증가하는 수치로 ROE는 약 9.5%를 시현할 것으로 예상

# 우리금융 (053000)

최정욱, CFA  
769,3837  
ouchoi@daishin.com

김한이  
769,3789  
haney.kim@daishin.com

## 투자 의견 Market Perform

시장수익률, 유지

목표주가 **13,500**

유지

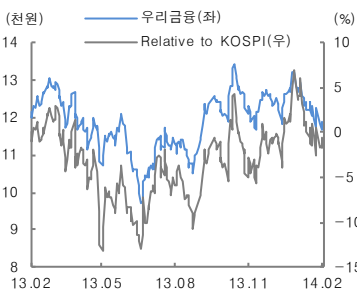
현재주가 **12,000**

(14.02.06)

은행업종

KOSPI	1,907.89
시가총액	9,672십억원
시가총액비중	0.86%
지분권(보통주)	4,030십억원
52주 최고/최저	13,500원 / 9,800원
120일 평균거래대금	180억원
외국인지분율	20.57%
주요주주	예금보험공사 56.97% 국민연금공단 8.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.3	-3.2	5.7	-2.0
상대수익률	-4.0	2.1	5.7	-0.6



# 실적 쇼크지만 이는 증권 매각에 따른 회계적 손상차손 인식 때문

## 투자 의견 시장수익률, 목표주가 13,500원 유지

- 목표주가는 2014년말 추정 BPS 24,566원대비 목표 PBR 0.5배를 적용해 산출
- 4분기 순익은 1,187억원 적자를 시현해 우리예상치를 크게 하회하면서 실적 쇼크를 시현
- 실적 부진의 배경은 우투증권 매각이 거의 확정되면서 약 3,930억원의 중단사업손실을 인식했기 때문 매각예정인 우투증권의 순공정가액(매각예정가격이 일부 감안)이 순자산가치를 크게 하회하면서 4분기 중 회계적 손상차손을 인식. 다만 향후 매각시점에서는 매각가와 취득가와외의 차이를 매각익으로 인식할 예정. 예상 매각익은 약 1,600억원 내외인 것으로 추정
- 우리파이낸셜과 우리F&I의 경우는 순공정가액이 순자산가치를 상회할 것으로 예상되므로 반대로 중단사업이익을 인식하게 될 가능성이 높음
- 조선 건설 등의 취약업종여신을 제외하고는 대체적으로 자산건전성이 개선되고 있는 것으로 추정. 그러나 이미 NPL로 분류되어 있는 쌍용건설 SPP조선 대선조선 STX그룹 관련 여신 등의 추가 총당금 적립 이슈는 계속 진행 중. STX조선의 경우도 회계법인 실사 결과 추가 부실이 드러난 것으로 알려지면서 현 실적에는 반영되지 않았지만 추후 총당금 추가 적립이 불가피할 전망
- 2014년 실적 개선 폭이 은행 중 가장 클 것으로 예상되지만 이는 2013년 실적 저조에 따른 기저 효과에 기인. 2014년 추정 ROA는 0.34%로 올해도 수익성은 은행 중 가장 열위에 놓일 것으로 전망. 현 PBR 0.49배의 낮은 valuation에도 불구하고 타행대비 상대적인 매력은 높지 않다고 판단

## NIM 추가 하락은 주택담보대출 위주의 성장 때문. 경남·광주은행의 NIM 하락 폭도 큰 편

- 4분기 그룹 NIM은 2.09%로 전분기대비 3bp 하락. 저원가성예금이 68.6조원에서 71.0조원으로 큰폭 증가했지만 타행보다 CD연동대출 비중이 높은 구조적 특성과 더불어 가계대출주택담보대출 위주에 4분기에만 약 4.8% 증가하면서 NIM 압박 요인으로 작용하고 있는 것으로 추정
- 기업대출, 특히 경민금융종 여신의 비중을 줄이고 가계 주택담보대출 위주로의 자산포트폴리오 변경 노력이 당분간 계속 진행될 것으로 판단되어 타행대비 마진 압박은 지속될 수 밖에 없을 전망
- 2014년 그룹 연간 추정 NIM은 2.12~2.13%로 2013년 2.14%를 상회하기는 쉽지 않을 것으로 판단
- 4분기 중 우리은행의 NIM은 4bp 하락한 반면 경남은행과 광주은행은 각각 6bp씩 하락해 NIM 하락 폭이 더 큰 상태. 광주은행의 경우는 3분기에도 NIM이 10bp 하락하는 등 최근 마진 하락 폭이 상당히 가파르게 진행 중
- 4분기 그룹 판권비는 1.1조원으로 전분기대비 약 1,300억원 증가. 인터넷뱅킹 등 전산업무투자비용 225억원, 성과급 보정 200억원, 증권계열사 수당 지급 및 임금인상차익분 지급 등에 주로 기인

## 신규 NPL 순증은 감소했지만 기존의 경기취약업종에 대한 추가 부실 처리는 지속 중

- 그룹 상·매각전 실질 고정여신 순증액은 약 5,480억원으로 전분기대비 크게 감소우리은행의 경우 실질 고정여신 순증액은 1,800억원에 불과. 4분기 중 자산건전성은 상당히 개선됐지만 지속성 여부는 좀더 지켜봐야 할 듯. 신규 NPL 순증 감소에도 불구하고 기존 NPL 여신의 추가 부실 처리로 인해 4분기 그룹 대손충당금은 4,720억원을 기록
- 이 중 쌍용건설 SPP조선 등을 비롯한 건설·조선 여신에 대한 추가 총당금 1,319억원과 PD(부도율)와 LGD(부도사손실율) 상승에 따른 추가 총당금 700억원을 제외한 4분기 경상 총당금은 약 2,700억원 수준에 불과한 것으로 추정
- 향후 경기 개선에 따른 대손충당금 감소로 수익성 개선 폭이 매우 클 수 있다는 기대감은 높지만 건설·조선 익스포처가 여전히 많고 추가 부실 처리도 지속될 공산이 커 대손충당금이 급감할 가능성은 높지 않다고 판단. 우리는 우리금융의 2014년 대손충당금을 2.0조원(총자산대비 0.6% 수준)으로 가정. 이는 2013년 대비 약 4,000억원 정도 감소하는 수치
- 우리금융의 2014년 추정 순이익은 약 1.2조원으로(우투증권 매각익 포함, 우리파이낸셜 및 우리F&I 중단사업이익 제외) ROA와 ROE는 각각 0.34%와 6.2%를 시현할 것으로 예상

# 롯데쇼핑 (023530)

**정연우**  
769,3076  
c.yw92@daishin.com

**박주희**  
769,3821  
j.park325@daishin.com

**투자 의견** BUY  
매수, 유지

**목표주가** 400,000  
하향

**현재주가** 374,000  
(14.02.06)

유통업종

## 단기 전망 불투명

목표주가 400,000원으로 하향 조정, 투자의견 매수 유지하나 장기 관점 대응 필요

- 2013년 4분기 실적 어닝쇼크 기록, 일회성 보다는 대부분 영업 부문과 직접적 관련이 높다는 측면에서 실적 부진 지속에 대한 우려감 커질 수 있다는 판단
- 목표주가 400,000원으로 하향 조정 실적 전망치 하향 조정 외에도 백화점 대형마트에 적용한 multiple 하향 조정(백화점 13→12배, 대형마트 12배→10배)
- 2014년 영업이익은 직전 추정치 대비 12% 하향 조정, 국내외 백화점과 대형마트, 금융부문, 롯데하이마트 실적 조정 반영
- 투자의견은 매수 유지, 해외 부문 등 신규 사업에서의 시너지효과가 크지만 확실한 cash cow 를 기반으로 대규모 투자가 지속되고 있다는 점에서 중장기 매수 관점은 유지함

### 2013년 4분기 실적 어닝쇼크 기록

- 백화점: 외형 및 손익 모두 기대치와 유사, 해외부문 적자폭 커지고 있지만 예상했던 부분
- 대형마트: 국내외 모두 어닝쇼크 기록  
국내 부문 4분기에만 신규점이 3개 있었다고 하지만 손실폭 과도  
해외 부문 역시 중국마트의 기존점 역신장 우려스럽고 재고폐기손실 역시 일회성 성격으로만 간주하기 어렵다는 판단  
영업외비용으로 반영되었지만 영업권손상 및 폐점비용 역시 과도했던 것으로 평가
- 롯데하이마트: 기대치 이하, 신규점 잠점에 따른 비용이 예상보다 과도하게 작용
- 금융 및 기타: 시장 기대치와 큰 차이 없음

### 당분간 실적 개선 가능성 낮은 것으로 판단

- 2014년 총매출 +3.8%(13년 +13.3%) 영업이익 -2.8%(13년 +1.2%) 전망  
손익은 상반기보다 하반기로 갈수록 개선될 것으로 전망
- 백화점: 총매출 +3.5%(13년 -0.5%), 신규점 4개(국내 2개, 해외 2개) 및 아울렛 효과  
영업이익은 -4.8%(13년 -4.7%), 국내 신규점 비용 및 해외 백화점 손실폭 확대
- 대형마트: 총매출 +2.9%(13년 +1.7%), 국내 기저효과 및 신규점 출점  
영업이익은 +11.1%(13년 -26.5%), 국내 기저효과 및 해외 부문 손실폭 축소
- 롯데하이마트: 총매출 +10.0%(13년 +9.2%), 영업이익 -11.5%(13년 +14.4%)
- 금융: 총매출 -1.4%(13년 +1.2%), 영업이익 -13.1%(13년 -8.5%)
- 기타(편의점, 홈쇼핑, 슈퍼 등): 총매출 +3.5%(13년 +6.9%), 영업이익 +8.8%(13년 -0.3%)

(단위: 십억원 %)

구분	4Q12	3Q13	4Q13				1Q14			
			Consensus	직전추정	잠정치	YoY	QoQ	당사추정	YoY	QoQ
매출액	7,342	7,248	7,650	7,748	7,697	4.8	6.2	7,286	2.7	-5.3
영업이익	454	343	451	463	383	-15.6	11.8	297	-13.8	-22.5
순이익	369	275	328	266	88	-76.1	-67.8	170	-7.7	92.7

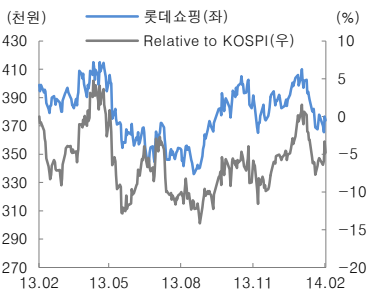
  

구분	2011	2012	2013(F)				Growth	
			Consensus	직전추정	당사추정	조정비율	2012	2013(F)
매출액	22,981	25,850	28,639	29,351	29,300	-0.2	12.5	13.3
영업이익	1,663	1,467	1,567	1,565	1,485	-5.1	-11.8	1.2
순이익	932	1,080	1,022	970	793	-18.3	15.9	-26.6

자료: 롯데쇼핑, WSEin, 대신증권 리서치센터

KOSPI	1907.89
시가총액	11,778십억원
시가총액변동	1.05%
자본금(보통주)	157십억원
52주 최고/최저	415,000원 / 336,000원
120일 평균거래대금	154억원
외국인지분율	13.39%
주요주주	신동빈 외 18인 63.97% 국민연금공단 6.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.7	-4.5	5.9	-6.3
상대수익률	-5.5	0.8	5.9	-4.9



# CJ 프레시웨이 (051500)

**박주희**  
769,3821  
jpark325@daishin.com

**정연우**  
769,3076  
cyw92@daishin.com

**투자 의견** BUY  
매수, 유지

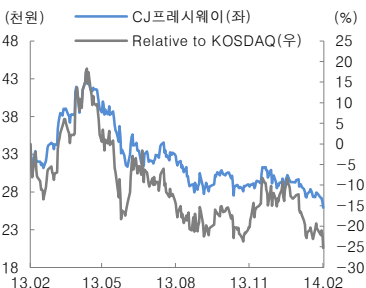
**목표주가** 34,000  
하향

**현재주가** 25,900  
(14.02.06)

유통업종

KOSDAQ	509.87
시가총액	2,810억원
시가총액변동	0.23%
자본금(보통주)	108억원
52주 최고/최저	44,000원 / 25,900원
120일 평균거래대금	5억원
외국인지분율	12.56%
주요주주	CJ 외 1인 52.19% EFG PRIVATE BANK SA 11.98%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.8	-9.8	-20.9	-23.8
상대수익률	-14.4	-6.9	-13.6	-24.9



## 고진감래의 열매를 위해

### 투자 의견 매수 유지하나 목표주가 34,000원으로 하향 조정

- 4분기 실적은 시장 컨센서스에 부합하는 수준으로 발표, 영업외 부문에서의 일회성 비용이 발생했지만 영업상의 특이사항은 없었던 것으로 판단
- 목표주가 34,000원으로 하향 조정, 여전히 장기성장성에 대한 긍정적 시각을 유지하지만 경기 침체 지속 및 업황 부진으로 인한 성장 속도 둔화로 적정 멀티플 수준을 하향 조정 (식자재 부문 PER 40배, 급식부문 15배 적용 → 식자재 30배로 하향, 급식부문 15배 유지)
- 다만 기존의 사업구도를 그대로 유지하고 있고 추가 상승여력 역시 30% 이상 남아있어 매수 의견을 유지함

### 마지막 고비였던 4Q13

- 2013년 내내 실적 부진 원인으로 작용했던 축산물 시세 하락 및 수산물 수요 감소 등으로 도매부문 매출이 크게 감소하면서 전체 매출액 감소와 함께 39억원의 재고평가손 반영, 부실재고 완전 소진을 위해서는 1분기 추가 손실 반영이 불가피할 것으로 전망되나 금액은 10억원 내외로 크지 않을 것으로 예상
- 프레시원 외식 및 급식 부문의 신규 수주가 증가하면서 꾸준히 매출 증가세 지속되고 있으며 특히 급식의 경우 그동안의 축적된 노하우를 통해 시장점유율을 높여가고 있는 것으로 판단
- 지난해 엔시티 매각 등으로 차입금 감소하면서 이자비용의 부담이 줄었지만 부진 사업장 demarketing에 따른 위약금과 기타 감액손실 등이 발생하면서 세전 적자 기록, 다만 수익성 개선 과정에서의 일시적 비용이기 때문에 우려할 필요는 없음

### 내실을 다지는 2014, 인내는 쓰지만 열매는 달다

- 올해는 고마진 사업장 위주의 신규수주와 기존 부진 사업장 정리 등 공격적 외형 성장보다는 수익성에 초점을 맞춘 내실경영이 기대되는 시기로 지난해의 기저효과까지 감안할 경우 뚜렷한 이익상장이 기대됨
- 지난 1Q13의 경우 그나마 실적이 양호했기 때문에 당장 1분기부터 기저효과를 기대하기는 어렵겠지만 수익성 개선 작업에 따른 매출이익률 상승은 확인할 수 있을 것으로 예상되며 본격적인 턴어라운드 가 기대되는 2분기부터는 큰 폭의 영업이익 상승률 전망
- 수익모델 정상화 이후 기존 방침대로 공격적 외형성장에도 나설 경우 2015년 이후부터는 외형과 손익 두가지를 모두 만족하는 성과를 달성할 수 있을 것으로 기대

(단위: 억원 %)

구분	4Q12	3Q13	4Q13			1Q14				
			Consensus	직전추정	잠정치	YoY	QoQ	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,620	4,473	4,756	4,883	4,475	-3.1	0.1	4,692	4.7	4.8
영업이익	63	1	29	24	28	-56.5	1,889.0	40	2.3	44.5
순이익	11	-25	7	8	-79	적전	적지	31	387.1	흑전

구분	2011	2012	2013(F)			Growth		
			Consensus	직전추정	당사추정	조정비율	2012	2013(F)
매출액	15,116	17,598	18,439	18,458	18,051	-2.2	16.4	2.6
영업이익	239	227	100	99	102	3.2	-4.7	-55.2
순이익	151	93	-2	16	-71	적전	-38.2	적전

자료: CJ프레시웨이, WSEIn, 대신증권 리서치센터

# 고려아연 (010130)

이종형  
769.3069  
hlee76@daishin.com  
투자이견

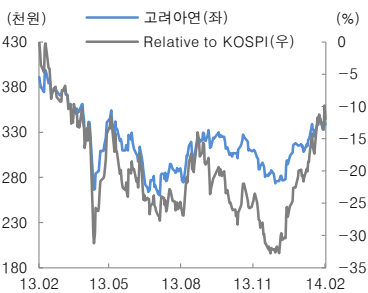
**BUY**  
매수, 유지

목표주가 **410,000**  
유지  
현재주가 **338,500**  
(14.02.06)

철강금속업종

KOSPI	1907.89
시가총액	6,387십억원
시가총액비중	0.57%
자본금(보통주)	94십억원
52주 최고/최저	399,000원 / 260,000원
120일 평균거래대금	230억원
외국인지분율	14.28%
주요주주	영풍 외 45인 50.93% 국민연금공단 8.06%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.8	9.2	19.2	-13.4
상대수익률	9.3	15.2	19.1	-12.1



## 4Q13 리뷰: 예상보다 부진했으나 큰 그림엔 변화 없음

투자이견 매수, 목표주가 410,000원, 업종 Top pick 유지

- 4Q 실적은 환율하락에 의한 역재고 효과와 자회사 및 투자법인관련 일회성 손실로 예상보다 부진 12월 이후 환율안정으로 역재고 효과는 1Q부터 완화 및 수익성 개선 전망
- 공급개선에 의한 중장기 아연/연 메탈가격 상승과 테이퍼링 발표 이후 귀금속가격 안정, 올해부터 시작되는 증설 통한 중장기 성장성 등 투자포인트엔 큰 변화 없다고 판단

4Q13 실적은 환율하락에 의한 역재고 효과와 일회성 비용으로 예상보다 부진

- 영업이익은 별도 1,421억원 연결 1,408억원으로 당사 추정치를 약 10% 하회
- 9월이후 원달러환율이 하락하면서 역재고 효과(판가는 저환율, 원가는 고환율 적용) 발생해 수익성 예상보다 부진했던 것으로 추정 (4Q12에도 비슷한 이유로 실적 부진)
- 자회사는 호주 SMC가 3Q13 105억 영업적지에서 BEP로 흑자 전환했지만 페루광산은 여전히 약 40억원의 영업적자 기록(3Q13 셋다운). SMC의 실적개선으로 연결-별도 영업이익은 -13억원으로 3Q13 -109억원대비 개선된 점은 긍정적
- 세전이익은 호주 자회사 CKA 청산관련 손실 -120억원 페루광산과 지분 9.5% 보유한 캐나다 광산회사 Wouffe Mining의 손상차손 각각 -60억원 -70억원 등 약 250억원의 일회성에 가까운 비용으로 예상보다 부진 CKA는 향후 추가비용 발생 없음
- 12월 이후 원달러환율 안정으로 1Q14부터 환율 역재고효과는 완화될 전망. 1Q14 별도 영업이익은 1,590억원(+11.7%QoQ)로 수익성 회복기대

2014년 가이던스의 핵심은 영업이익의 숫자보다는 수익성 회복

- 14년 판매 계획은 연과 은이 각각 19%, 15% 증가, 아연은 5% 감소, 연은 1Q13 공장보수로 생산량 부진했고, 보수 이후 생산능력 10% 증가했기 때문, 은은 연 생산량 증가로 부산물로서 생산량 증가하기 때문, 아연은 보수적인 수준
- 14년 가이던스는 별도기준 매출액 4조원(-5%YoY), 영업이익 6,290억원(+3%YoY), 연결기준 매출액 4.6조원(-4%YoY), 영업이익 6,660억원(+10%YoY) 제시
- 현재 가격보다 낮은 아연, 연가격과 원달러환율 가정(표3 참조)으로 보수적인 숫자로 판단함. 영업이익 규모보다는 영업이익률 상승이 핵심포인트
- 특히, 14년 연결-별도 영업이익 가이던스 +310억원으로 13년 -130억원대비 개선 전망이 고무적. SMC와 페루광산은 13년부터 구조조정 진행되고 있어 올해부터 수익성개선 기대 (13년 SMC와 페루광산의 영업이익 합은 -230억원 적자였으나 14년은 +200억원으로 개선 계획, 그 외 자회사 영업이익 합은 13년에도 약 +100억원 기록)

2014년 실적기대치 기존보다 낮추지만 중장기 성장 그림에 큰 변화 없음

- 4Q13 실적과 가이던스 반영해 14년 연결 매출액/영업이익/순이익을 4.9조원(+1%YoY), 7,040억원(+17%YoY), 5,560억원(+23%YoY) 전망. 14E EPS 기존보다 4.2% 하향
- 13년 호주 자회사 CKA 청산관련 처분손실 -120억원 페루광산 및 Wouffe Mining 손상차손 각각 -160억원과 -70억원 등 약 350억원의 일회성에 가까운 손실 발생 14년은 이러한 비용 축소되면서 영업이익보다 세전이익 개선이 가파르게 진행될 전망
- 1) 공급개선으로 중장기 아연/연 가격의 우호적 환경 조성, 2) 테이퍼링 발표 이후 귀금속가격 안정, 3) 14년 10월 아연 전해공장 증설과 15년말 연공장 증설로 확실한 성장모멘텀 보유 등 큰 그림엔 변화 없음
- 목표주가 41만원(14~16E 평균 BPS 282,357원에 Target PBR 1.4X 적용)과 투자이견 BUY, 업종 top pick 유지, 4Q 실적부진으로 주가 조정시 저가매수 기회로 판단함



GS  
(078930)

윤재성  
769.3362  
is\_yoon@daishin.com  
투자의견

BUY

매수, 유지

목표주가 62,000

현재주가 49,900

(14.02.06)

정유업종

# 주가의 관건은 GS칼텍스의 회복 강도

## 4Q13 실적 컨센서스 대폭 하회, GS칼텍스 부진 및 과징금 반영 영향

- 4Q13 영업이익 291억원(QoQ -89.0%, YoY -79.0%) 시현 컨센서스 및 당사 추정치를 대폭 하회한 실적, 당사 추정치와의 괴리는 GS칼텍스의 관세 환급관련 과징금 반영 차이에서 비롯, GS리테일/GS EPS 등 주요 자회사의 실적은 당사 추정치와 유사
- GS칼텍스 전사 영업이익 649억원(QoQ -81.4%, YoY +169.6%) 기록, 정유부문의 영업이익은 마진악화 및 환율하락에 따른 재고평가손실 발생으로 인해 -1,434억원(QoQ 적전, YoY 적자)을 시현 석유화학부문은 주요 제품 마진 감소로 인해 전분기 대비 감익된 1,579억원(QoQ -22.6%, YoY -26.3%)을 기록
- GS칼텍스의 당기순이익은 -1,031억원 적자를 기록, 관세환급 관련 과징금 약 900억원이 영업외비용으로 반영된 영향, 이로 인해 GS 영업이익이 컨센서스 대비 큰 폭 감소
- GS EPS 영업이익은 336억원으로 전분기 대비 약 25% 증익, 이는 8월 증설된 복합화력발전소 3호기(415MW)의 가동이 10월부터 안정화된 영향, GS리테일의 영업이익은 전분기 대비 약 43% 감익된 341억원을 기록, 계절적 성수기 효과 제거 영향

## 1Q14 영업실적 개선되나 의미있는 수준을 기대하기는 무리

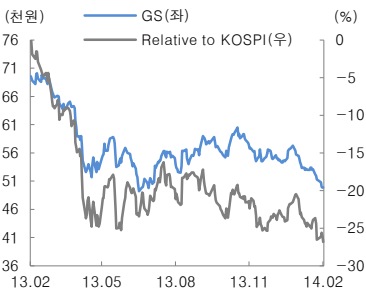
- 1Q14 영업이익 1,547억원(QoQ +431.6%, YoY -13.8%) 시현 GS칼텍스의 실적개선으로 인해 전분기 대비 증익은 가능하나 의미있는 수준은 아닐 것, GS리테일 또한 계절적으로 극비수기에 진입하기 때문에 전분기 대비 영업이익 약 50% 수준 감익될 것으로 추정, 다만 GS EPS의 가동률 호조로 건조한 이익이 지속 가능하다는 점은 긍정적, 신규 증설된 복합화력발전소 3호기의 현재 평균 가동률은 약 95% 수준인 것으로 파악
- GS칼텍스 영업이익 2,200억원(QoQ +239.0%, YoY -43.9%) 추정, 정유부문 흑자전환 가능할 것으로 예상하나, PX마진 감소에 따라 석유화학부문 이익 전분기 대비 약 25% 감익 추정

## 주가의 관건은 GS칼텍스의 회복 강도

- BUY, TP 6.2만원(하향, 기존 7만원), 2014년 이익추정 하향에 따른 목표주가 조정, 2014년 추정 BPS 62,988원에 Target PBR 0.85배 적용(ROE 8.0%, COE 9.0% 가정)
- GS칼텍스의 1Q14 이익회복 강도는 역대 인도/중국 증설로 인한 정유부문 수급부담 및 PX 마진 하락으로 인해 강하지 않을 전망, 의미있는 실적개선은 2Q14부터를 전망, 2Q14부터 휘발유 성수기 진입 및 전방의 유류수요 회복으로 인해 PX 마진 뚜렷한 반등세 나타낼 것
- 여수 기름유출 관련 피해액 관련 구체적 사안 결정된 바 없음, 단기センチメント 약화요인 정도
- STX에너지 인수 및 발전자회사 증설 등을 통한 성장성 등을 감안하면 중장기 투자매력 높음

KOSPI	1907.89
시가총액	4,686십억원
시가총액변동	0.42%
자본금(보통주)	465십억원
52주 최고/최저	70,100원 / 49,200원
120일 평균거래대금	169억원
외국인지분율	18.48%
주요주주	하창수 외 48인 45.47% 국민연금공단 9.08%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.1	-12.1	-7.2	-28.3
상대수익률	-8.0	-7.3	-7.3	-27.2



(단위: 십억원 %)

구분	4Q12	3Q13	4Q13				1Q14			
			Consensus	직전추정	잠정치	YoY	QoQ	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,489	2,546	2,423	2,320	2,388	-4.0	-6.2	2,490	0.2	4.3
영업이익	162	264	153	154	29	-82.1	-89.0	155	-13.8	431.6
순이익	96	231	105	97	-48	적전	적전	109	-23.9	흑전

구분	2011	2012	2013(F)				Growth	
			Consensus	직전추정	당사추정	조정비율	2012	2013(F)
매출액	8,519	9,838	9,674	9,515	9,583	0.7	15.5	-2.6
영업이익	932	684	682	677	552	-18.4	-26.6	-19.3
순이익	774	494	500	503	358	-28.9	-36.1	-27.6

자료: GS, WSEIR, 대신증권 리서치센터

# 현대중공업 (009540)

전재천  
769,3082  
jjeon7@daishin.com

이지윤  
769,3429  
leejiyun0829@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

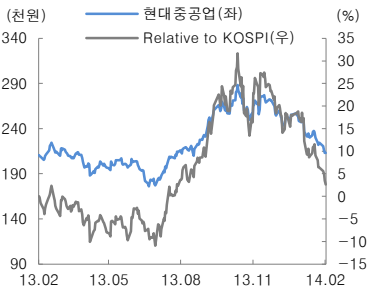
목표주가 **280,000**  
하향

현재주가 **213,000**  
(14.02.06)

조선업종

KOSPI	1907.89
시가총액	16,188십억원
시가총액비중	1.44%
자본금(보통주)	380십억원
52주 최고/최저	288,500원 / 176,000원
120일 평균거래대금	653억원
외국인지분율	18.06%
주요주주	정몽준 외 9인 21.31% 국민연금공단 6.09%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.8	-20.2	-0.9	1.2
상대수익률	-11.7	-15.8	-1.0	2.7



# 4Q 영업이익 겹으로 드러난 것 보다는 양호

## 1) 투자포인트

- 투자이전 매수, 목표주가 280,000원으로 하향(-7%)
- 2013년 Q4 실적 기대치 크게 하회, 현대삼호, 육상플랜트 부문 때문
  - 2014년 예상되는 손실에 대한 총당금 효과가 커, 제거 시 생각 보다 양호
- 2014년 매 분기 실적에 대한 우려는 있었으나 2013년 4Q는 실적 저점으로 판단
- 현재 가격은 4Q 실적, 매크로 우려로 이미 PBR 1배 이하로 하락, 상선 발주 지속되고 있고 선가 상승 지속되는 점 감안 시, 매수 가격대

## 2) 2013년 Q4 실적 기대치 크게 하회, 현대삼호, 육상플랜트 부문 때문

- 생각 보다 많이 부진한 배경 :
  - 현대삼호 -56십억원(OPM -6.4% vs. 3Q +0.5%)
  - 육상플랜트 적자 전환(-8십억원, OPM -1.6% vs. 3Q 15.1%)
  - 두 부문 모두 2014년 예상되는 적자 Project에 대한 공사손실충당금 적립이 가장 큰 이유로 보임
- 별도 조선부문 수익성은 3%로 회복(Q3 1.7%, 40% 이상의 Drillship 매출 비중 덕분)
  - 높은 Drillship 매출 비중 2014 상반기까지 지속 예상
- 2014년 영업이익도 기대치 하회 예상되나 분기 저점은 통과한 것으로 판단

## 3) 실적 발표 때 마다 우려 있었으나 현 가격은 매수 가격대

- 2014년 실적 발표 때 마다 실적에 대한 우려 있을 것
- 다만, 상선 발주가 지속되고 선가 상승이 이어지고 있어 2015년, 2016년 실적 개선이 예상된다는 점 감안 시, PBR 1배 이하의 현재 가격은 매수 가격대로 판단
- 현대중이 상반기 수주 예상 선종 : Container선, 유조선(VLCC), LPG선, LNG선 등

구분	4Q12	3Q13	4Q13				1Q14			
			Consensus	직전추정	잠정치	YoY	QoQ	당사추정	YoY	QoQ
매출액	14,136	13,138	13,935	14,015	14,816	4.8	12.8	14,050	6.9	-5.2
영업이익	72	222	169	139	-87	적전	적전	183	-51.5	흑전
순이익	-339	25	70	31	-163	적지	적전	54	-83.1	흑전

구분	2011	2012	2013(F)				Growth	
			Consensus	직전추정	당사추정	조정비율	2012	2013(F)
매출액	53,712	54,974	53,326	53,388	54,188	1.5	2.3	-1.4
영업이익	4,561	1,993	1,078	1,028	802	-22.0	-56.3	-59.8
순이익	2,559	984	479	473	279	-41.1	-61.5	-71.7

자료: 현대중공업, WSEIn, 대신증권 리서치센터

# 현대미포조선 (010620)

전재천  
769,3082  
jjeon7@daishin.com

이재윤  
769,3429  
leejyun0829@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

목표주가 **200,000**  
하향

현재주가 **164,000**  
(14.02.06)  
조선업종

# 2014년 상반기에도 실적 부진 지속 예상

## 1) 투자포인트

- 투자이전 매수, 목표주가 200,000원으로 하향 조정(-9%)
- 2013 4Q 실적 기대치 하회. 공사손실 총당금 제거해도 실적 개선세 없었음
- 4Q 실적 반영 이후 주가는 반등 예상
  - 2014년 Q1는 PC선 발주 지속, PC선 선가 상승 지속이 예상되기 때문
- 2014년 연간으로는 PC선 발주 크게 감소하고 대체 선종 수주 비중 증가 예상
  - \* 실적에 대한 관심 증가하며 2014년 실적 기대치를 충족하는지 여부가 중요해질 것

## 2) 4Q실적, 공사손실 총당금 제거해도 실적 개선세 없어

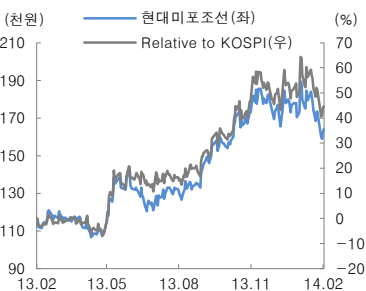
- 4Q에 공손총 35~40십억원 반영(2013.Q3 47십억원 반영)
  - 4Q 공손총 제거 시, 연결 조선부문 영업이익 -70십억원(OPM -6.7%)
  - 3Q 공손총 제거 시, 연결 조선부문 영업이익 -50십억원(OPM -6.0%)
  - 2012년, 2013년 상반기 수주 선박의 수익성 생각 보다 낮은 것으로 추정
- 2014년 상반기까지 빠른 실적 개선 기대하기 어려움

## 3) 2014년, PC선 수주감소하며 실적 중요성 증가

- 2014년 미포조선 수주, PC선 감소하고 여타 선종 비중 증가 예상
- 2014년 동사 주가 상승의 큰 드라이버였던 PC선 발주가 감소하며 실적의 중요성이 커질 것
  - PC선 발주 감소 배경 : 2013년 발주량은 적정량 이상 발주 + 주요 선사 발주 마무리
- 2014년은 2013년 낮은 선가에서 수주한 물량 매출인식되며 실적 개선 생각 보다 빠르지 않을 것

KOSPI	1907.89
시가총액	3,280십억원
시가총액비중	0.29%
지분급(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	189,500원 / 106,500원
120일 평균거래대금	227억원
외국인지분율	22.01%
주요주주	현대선호중공업 외 6인 45.65% 국민연금공단 7.46%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.2	-6.8	26.2	43.2
상대수익률	-2.9	-1.7	26.1	45.4



구분	4Q12	3Q13	4Q13			1Q14				
			Consensus	직전추정	잠정치	YoY	QoQ	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,132	953	1,065	1,163	1,175	3.8	23.3	1,088	19.8	-7.4
영업이익	-2	-97	-68	-77	-107	적지	적지	-64	적지	적지
순이익	-5	-59	-62	-55	-73	적지	적지	-44	적전	적지

구분	2011	2012	2013(F)			Growth		
			Consensus	직전추정	당사추정	조정비율	2012	2013(F)
매출액	4,624	4,415	3,880	3,974	3,986	0.3	-4.5	-9.7
영업이익	384	93	-219	-245	-275	적지	-75.8	적전
순이익	200	97	-219	-216	-233	적지	-51.7	적전

자료: 현대미포조선 WSEF, 대신증권 리서치센터



# 매매 및 자금 동향

## ▶ 투자주체별 매매동향 (유가증권시장: 순매수 금액)

(단위: 십억원)

구분	2/06	2/05	2/04	2/03	1/29	02월 누적	14년 누적
개인	-68.2	44.3	360.9	202.1	-206.7	539	1,931
외국인	-114.9	-278.8	-651.6	-406.6	21.3	-1,452	-3,097
기관계	190.7	234.0	261.8	205.2	180.5	892	967
금융투자	-3.1	-36.7	14.4	95.7	26.3	70	-996
보험	50.3	37.9	-38.9	-6.6	17.1	43	20
투신	76.0	153.0	88.5	39.6	87.6	357	1,098
은행	4.1	18.0	6.2	16.3	3.1	45	93
기타금융	-7.4	1.7	0.2	6.8	-0.8	1	8
연기금	19.8	11.6	156.2	70.7	45.9	258	726
사모펀드	46.0	22.6	-21.2	-12.5	1.1	35	-49
국가외채	5.0	25.8	56.3	-4.8	0.3	82	67

자료: Bloomberg

## ▶ 종목 매매동향

### 유가증권 시장

(단위: 십억원)

외국인			
순매수	금액	순매도	금액
NAVER	74.8	현대차	58.8
SK 하이닉스	39.3	삼성중공업	34.0
삼성엔지니어링	14.6	삼성물산	14.0
한국전력	13.2	삼성전자	12.2
현대상선	4.9	기아차	10.8
SK 텔레콤	4.9	대림산업	10.0
한국가스공사	4.6	LG 화학	9.9
LG 생활건강	3.9	KT	8.9
GS	3.9	락앤락	8.5
LG 전자	3.4	삼성 SDI	8.3

자료: KOSCOM

기관			
순매수	금액	순매도	금액
SK 하이닉스	72.9	한국전력	17.3
현대차	44.5	LG 전자	16.0
삼성물산	29.1	LG 화학	15.1
삼성전자	23.3	락앤락	12.0
NAVER	16.1	POSCO	11.8
대림산업	11.7	현대중공업	10.5
기아차	11.2	LG 디스플레이	10.5
현대미포조선	10.5	삼성증권	9.6
삼성중공업	9.2	한국가스공사	6.0
NHN 엔터테인먼트	7.7	삼성화재	5.7

### 코스닥 시장

(단위: 십억원)

외국인			
순매수	금액	순매도	금액
CJ 오쇼핑	9.8	GS 홀쇼핑	3.5
인터파크	3.7	메디투스	2.0
셀트리온	2.6	솔브레인	1.9
SK 브로드밴드	1.9	인터파크 INT	1.0
내추럴엔도텍	1.9	씨티씨바이오	0.5
성광밴드	1.7	아모텍	0.5
리훅쿠첸	1.7	선데이토즈	0.4
원익 IPS	1.4	서울반도체	0.4
유진테크	1.3	제이씨현시스템	0.4
바이로메드	1.3	에코에너지	0.3

자료: KOSCOM

기관			
순매수	금액	순매도	금액
차바이오앤	4.6	CJ 오쇼핑	11.2
GS 홀쇼핑	3.1	인터파크	6.7
실리콘화일	3.1	씨젠	3.4
SK 브로드밴드	2.7	선데이토즈	2.9
조이시티	1.6	미동전자통신	1.4
오스템임플란트	1.3	캠트로닉스	1.3
아프리카 TV	1.2	에스엔유	1.2
유아이엘	1.0	원익 IPS	1.0
덕산하이메탈	1.0	내추럴엔도텍	0.9
뷰웍스	1.0	인터플렉스	0.7

▶ 최근 5일 외국인 및 기관 순매수, 순매도 상위 종목

외국인 순매수			(단위: %, 십억원)	
	금액	수익률	순매도	수익률
SK 하이닉스	61.8	2.0	삼성전자	205.9 -1.6
LG 생활건강	35.9	3.0	현대차	186.5 -3.4
삼성엔지니어링	31.3	6.7	삼성중공업	123.8 -4.5
한국전력	31.3	0.1	현대모비스	87.8 -1.3
고려아연	22.5	-2.7	대림산업	61.6 3.7
LG 디스플레이	19.9	-2.0	KB 금융	58.5 -0.9
현대차 2 우B	16.8	-0.4	POSCO	54.9 -3.5
대한항공	15.0	-1.7	기아차	48.1 -0.6
GS	13.8	-2.7	삼성SDI	46.0 -1.0
LS	10.0	0.5	LG 화학	46.0 -4.4

자료: KOSCOM

기관 순매수			(단위: %, 십억원)	
	금액	수익률	순매도	수익률
현대차	169.5	-3.4	LG 전자	85.5 -5.0
SK 하이닉스	101.6	2.0	락안락	53.6 -22.1
대림산업	100.0	3.7	LG 디스플레이	34.4 -2.0
현대모비스	93.6	-1.3	삼성증권	29.9 -11.9
NAVER	91.8	9.5	현대중공업	29.7 -5.1
삼성물산	80.7	2.0	삼성전기	26.6 -4.0
기아차	58.4	-0.6	LG 생활건강	18.6 3.0
삼성중공업	53.8	-4.5	고려아연	18.2 -2.7
KB 금융	50.9	-0.9	팬오션	18.2 -0.6
엔씨소프트	40.9	0.8	GS	17.0 -2.7

자료: KOSCOM

▶ 아시아증시의 외국인 순매수

(단위: 백만달러)

구분	2/06	2/05	2/04	2/03	1/29	02월 누적	14년 누적
한국	-61.1	-275.9	-615.5	-366.7	32.7	-1,319	-2,462
대만	-603.0	-1,481.2	--	--	--	-2,084	-1,277
인도	--	12.9	-52.5	-133.2	42.7	-173	-186
태국	-69.9	-101.3	-149.3	-91.3	-18.2	-412	-827
인도네시아	24.1	11.8	-27.9	-37.0	20.2	-29	169
필리핀	-5.2	-19.9	-24.5	-17.8	-5.8	-67	-174
베트남	-4.6	--	--	--	--	-5	71

주: 대만 외국인 투자자 순매수 현황은 TWSE(Taiwan Stock Exchange) + GTSM(Gre Tai Securities Market)의 합산 데이터임. GTSM은 우리나라의 코스닥에 해당되는 General Board와 프리보드 역할을 하는 이머징 스톡 마켓 등으로 구분. 이머징 스톡 마켓은 General Board로 건너가기 위한 가교 역할을 수행  
 자료: Bloomberg, 각국 증권거래소