

Vol.02

미래에셋대우 리서치센터

2019 산업별 투자전략

- 금융/건설
반등의 조건
- 필수소비재
비즈니스 트랜스포메이션
- 플랫폼/컨텐츠
새로운 판에 대처하는 키워드 : P.R.I.C.E.

글로벌 투자 파트너 -

MIRAE ASSET
미래에셋대우

2019

산업별 투자전략 vol.02

[금융/건설] 반등의 조건

성장금융산업 (증권)	5
성장금융산업 (보험)	13
금융플랫폼(은행지주)/페이먼트(카드)	29
인프라/부동산	49

[필수소비재] 비즈니스 트랜스포메이션

통신업의 진화	61
F&B	75
리테일	93

[플랫폼/컨텐츠] 새로운 판에 대처하는 키워드 : P.R.I.C.E.

운송플랫폼	105
에너지	121
복합기업/소프트웨어	135
미디어플랫폼/컨텐츠	147
인터넷 플랫폼 비즈니스	161

2019 산업별 투자전략

Vol.02

[금융/건설] 반등의 조건

- 성장금융산업 (증권)
From Average to Edge!
- 성장금융산업 (보험)
거자필반(去者必返)
- 금융플랫폼(은행지주)/페이먼트(카드)
불확실성 확대기, 믿을 것은 배당수익률과 실적의 힘
- 인프라/부동산
투자의 시대

M i r a e A s s e t D a e w o o



[금융/건설] 반등의 조건

성장금융산업 (증권)

From Average to Edge!

정길원

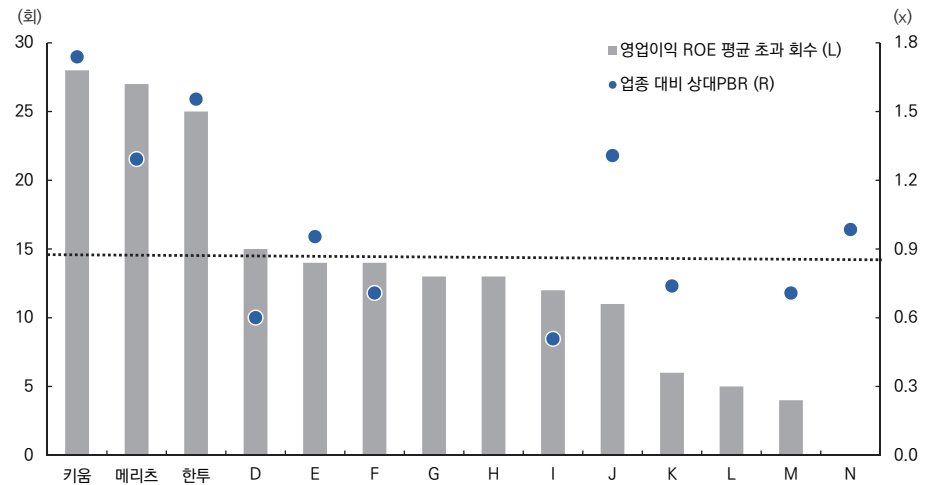
02-3774-1675

gilwon.jeong@miraeasset.com

Average에서 탈피한 Edge 들의 출현

- 과거 증권업 = 비슷한 모델과 수익성 → 평균에 수렴하고 투자 전략에 차별성 부재
- 최근 재무성과에 있어 뚜렷하게 차별되는 증권사들 출현 중
 - 최근 30개 분기 중 업종 평균 ROE를 꾸준히 상회 + 상대 PBR도 현저히 높음
 - 다각화, 전문화 등 비즈니스 모델의 변화에서 출발

업종평균 ROE와 초과 회수(최근 29개 분기 대상)와 업종 대비 상대 PBR



자료: 금융감독원, 미래에셋대우 리서치센터

평균의 함정과 증권업

Edge의 구성

- 금융업의 ROE를 분해하면 크게 두 요소로 구분
 - 순영업수익 ÷ 자본 = 자본의 효율성을 의미
 - 판관비 ÷ 자본 = 비용 효율성을 의미
- 두 가지 요소가 모두 좋거나, 좋아지고 있는 금융주가 투자 대상

증권업 ROE

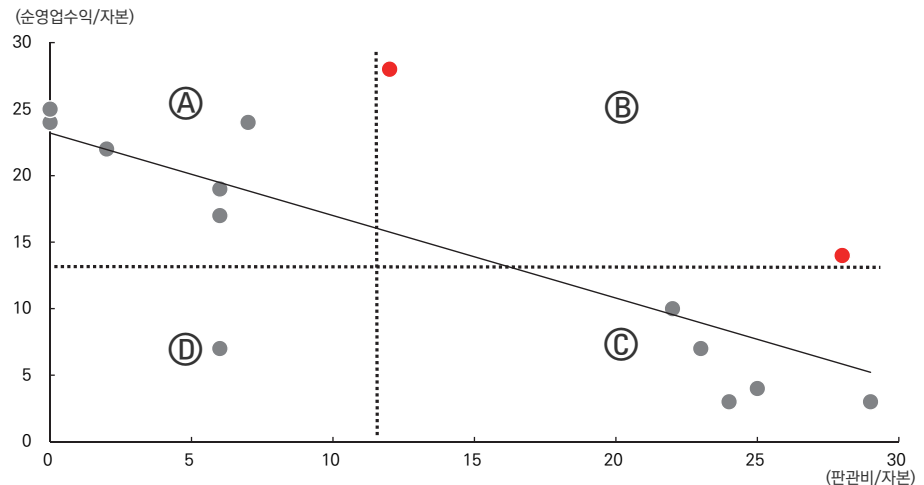
$$ROE = \frac{\text{순영업수익} - \text{판관비}}{\text{자본}}$$

자료: 미래에셋대우 리서치센터

Edge의 구성

- B 영역, 즉 자본효율성과 비용효율성 영역 모두에서 평균을 지속상회하는 것이 가장 좋음
- B에 근접한 증권사: 키움증권, 한국금융지주
- 극단적인 차별점 확인: 대형사는 아직 자본효율성 부족, 소형사는 비용 효율성 낮음

경상ROE 구성 요소에 따른 분포도(29개 분기 중 각 항목 평균 상회 횟수)



자료: 금융감독원, 미래에셋대우 리서치센터

5 | 2019 산업별 투자전략

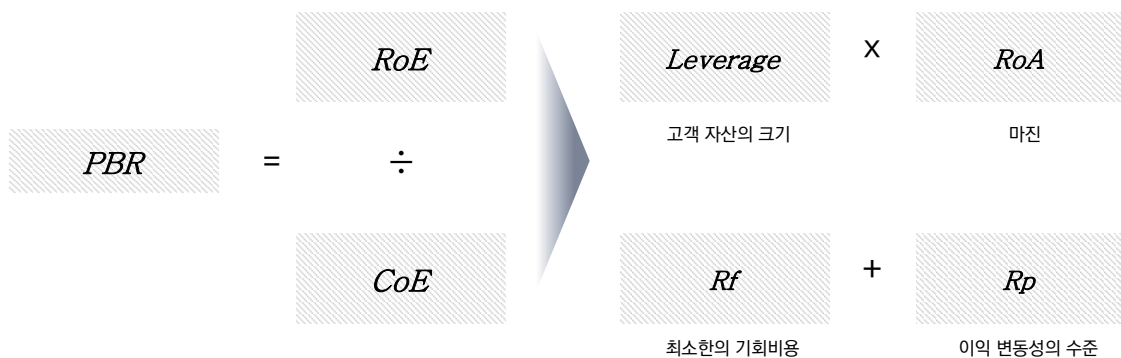
Mirae Asset Daewoo Research

Leverage 확대가 Edge로 가는 길

Valuation의 분해

- 좋은 금융주의 속성은 결국 높은 ROE + 낮은 이익 변동성
 - ROE는 주주 자본의 순환 속도
 - COE는 ROE를 현재 가치로 환산하는 기준
- Valuation을 구성하는 요소를 찾고, 변화 가능성을 가늠 → 결국 투자의 기회

금융주 Valuation의 분해



자료: 미래에셋대우 리서치센터

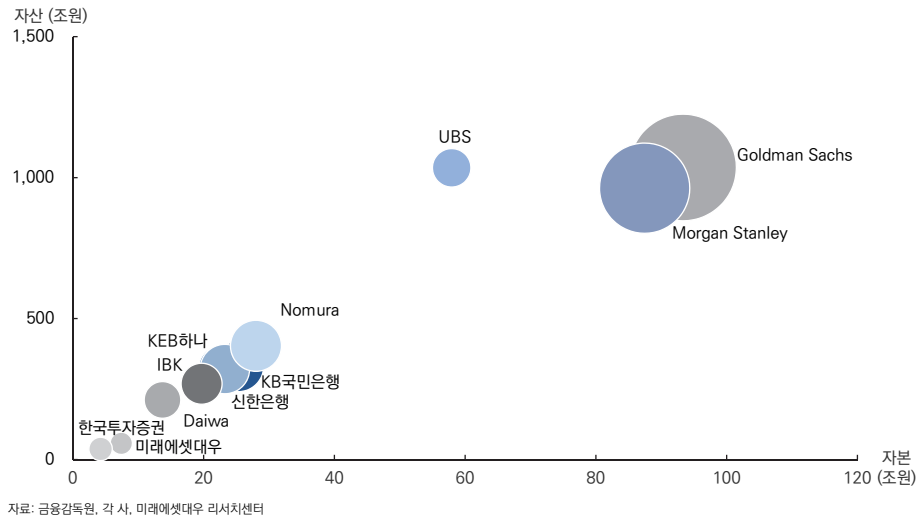
6 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

자본 활용을 통한 대형화와 다각화가 과제

- 결국 자본과 자산의 크기가 금융업의 비즈니스 모델과 수익성을 결정
- 국내 증권사의 경우 여전히 대형화 미진
- 자본력을 바탕으로 Leverage 늘리고, 다각화를 통해 ROA 수준을 높이면서 수익성과 안정성을 고도화하느냐가 금융사의 공통 과제

국내 금융사 및 글로벌IB의 자본, 자산, 순이익(원의 크기는 순이익)

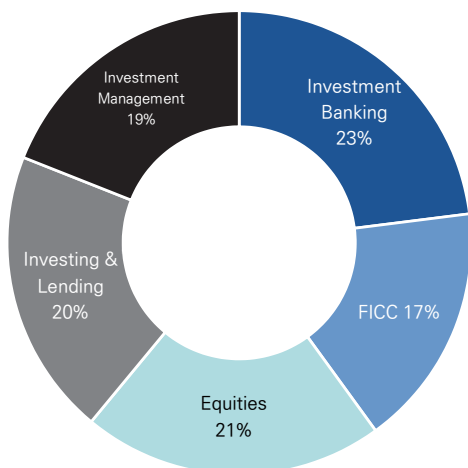


Leverage 확대가 Edge로 가는 길

자본활용 통한 수익구조 고도화 필요

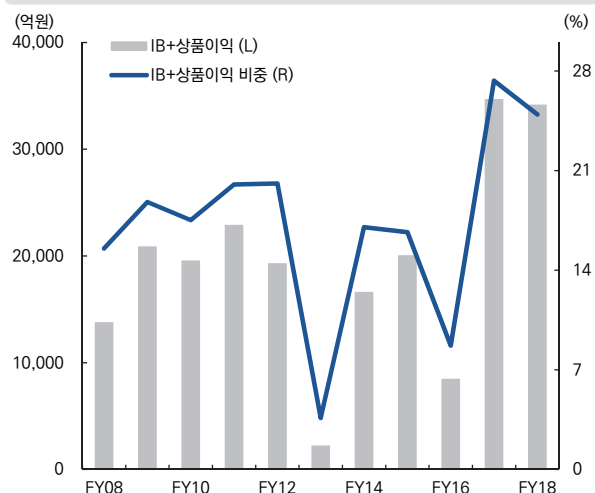
- 자본 활용을 통한 수익 구조 고도화 필요
 - 차별적인 수익모델을 만들고 금융중개 본연의 역할을 수행하기 위해서는 자본 활용을 높여야 함
 - 즉 IB와 상품운용 등을 통한 수익구조 고도화 필요
 - IB와 상품운용의 수익 비중은 높아지고 있지만 여전히 25% 수준이고, 시장 의존성 높음
 - 변동성을 줄이고 Recurring수익을 늘리기 위해서는 자본과 자산의 대형화가 필요 조건

Goldman Sachs 2017 Net Revenue Mix



자료: Goldman Sachs, 미래에셋대우 리서치센터

국내 증권사 IB+상품이익 추이

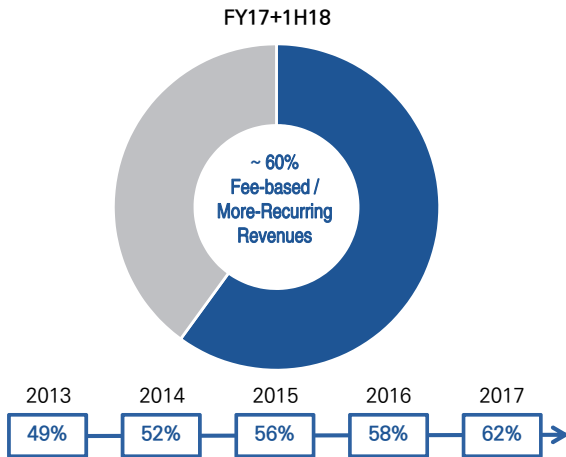


자료: 금융감독원, 미래에셋대우 리서치센터

초대형IB : 외형이 아닌 본질이 닦아가는 과정

- 대형화의 본질은 이익변동성을 낮추고 수익모델을 안정화 시키는 것
- 글로벌IB들의 수익구조 고도화는 안정적인 수익원의 확대와 동의어

Goldman Sachs: fee-based recurring revenues 추이



자료: Goldman Sachs, 미래에셋대우 리서치센터

Morgan Stanley: daily revenue distribution 추이

	2015	2016	2017
<\$50MM	0%	0%	0%
\$50MM - \$60MM	57%	52%	12%
\$60MM - \$70MM	40%	46%	61%
\$70MM - \$80MM	2%	1%	26%
\$80MM+	0%	0%	1%

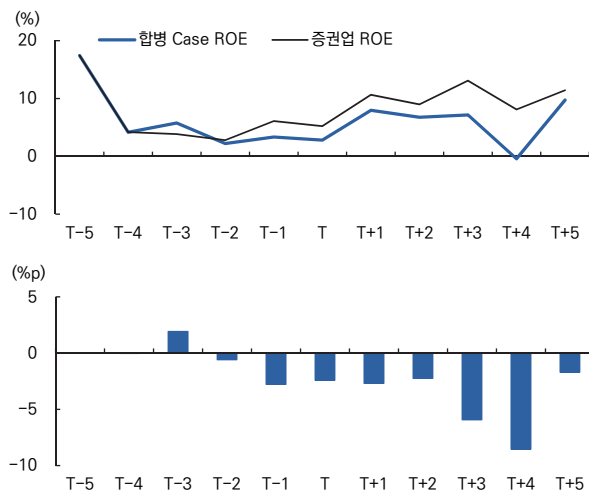
자료: Morgan Stanley, 미래에셋대우 리서치센터

Leverage 확대가 Edge로 가는 길

지금까지는 거의 모든 M&A가 실패

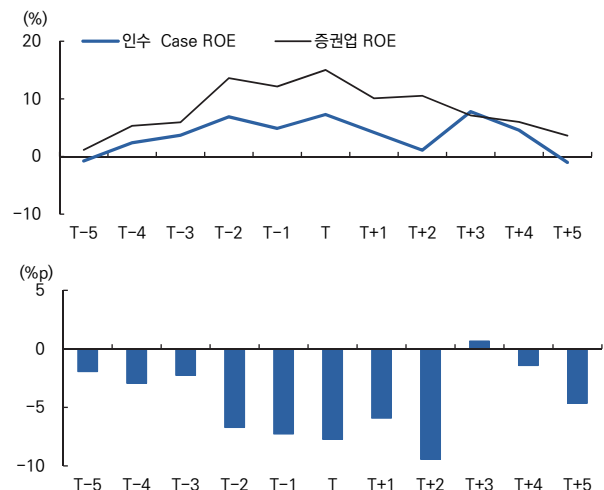
- 과거 사례의 경우 의도에 부합하는 성과를 낸 경우는 거의 없음
 - 합병 또는 인수 시점(T) 이전과 이후 재무적인 성과는 업종을 상회하지 못함
 - 외형은 커졌으나(자본력 증가 + Leverage 상승), ROA 상승이나 판관비 효율화 등이 수반되지 않으면서 수익성 개선은 제자리 걸음
- 소규모 M&A로서 규모의 경제 달성이 미흡했고, 상호보완적인 사업모델이 없어 시너지에 한계

Merger



자료: 금융통계정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

Acquisition

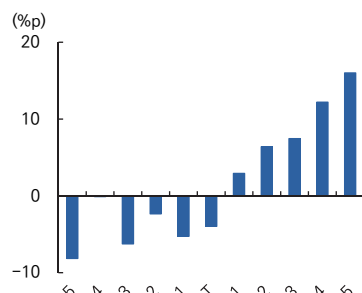
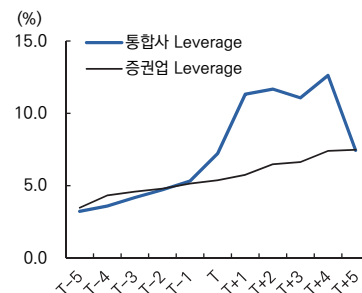
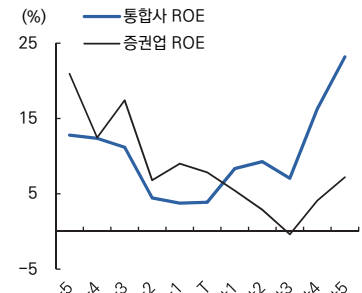
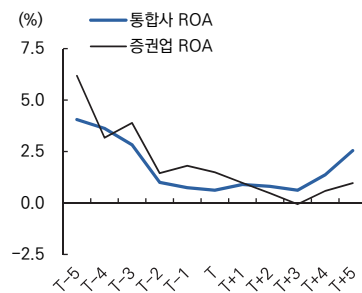


자료: 금융통계정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

Inorganic 사례 : 메리츠증권증권

- 메리츠증권증권의 경우 합병이 성공한 거의 유일한 사례
- 단순외형 확대가 아닌 비즈니스모델의 전환을 달성한 점이 주요
- Leverage
 - 증권사의 고객 기반에
 - 종금 라이선스의 특수성을 활용하여
 - 조달 능력(수신 기반)이 결합
- ROA
 - 부동산 등 니치 시장에서 리스크를 투하하여 높은 마진 향유

Best Case: 메리츠증권+종금



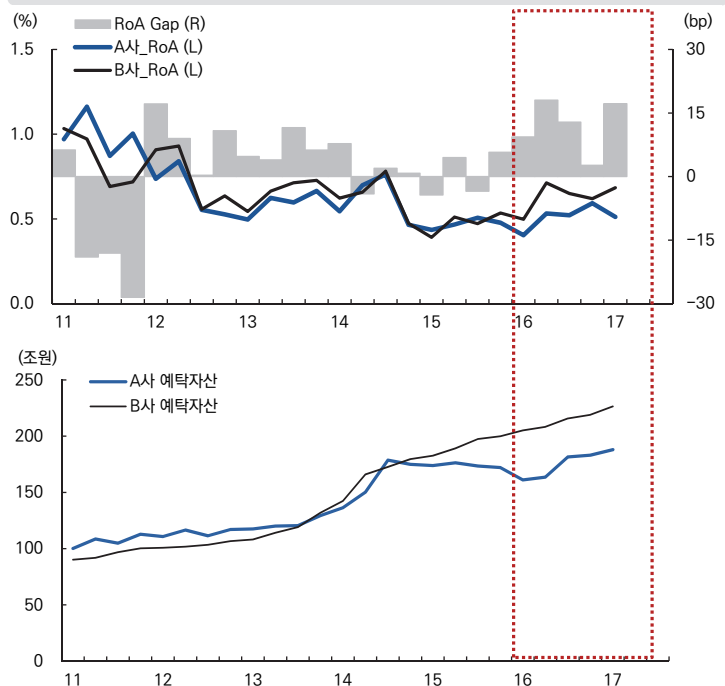
자료: 금융감독원 통계, 미래에셋대우 리서치센터

Leverage 확대가 Edge로 가는 길

Organic 사례 : 한국금융지주

- Leverage : 필요조건
 - 5년 전 삼성증권에 비해 20% 적은 고객자산
 - 현재는 20% 많은 상태
 - 꾸준한 자산 증대 전략 견지
- ROA : 충분조건
 - 늘어난 자산을 다양한 상품 및 자회사 다각화를 매개로 ROA 높이는 데 주력
- 자산을 꾸준히 늘려 놓는 가운데 금리 상승 구간에서 ROA를 올리면 좋은 ROE와 시장의 평가가 수반

ROA와 레버리지의 비교



자료: 미래에셋대우 리서치센터

Who?

- 규제가 상대적으로 우호적이고
- 자산 확보 경쟁에서 우위(저금리의 대체재를 보유한 금융산업)에 있고
- M&A와 자본확충으로 자본력에 좋아지는 금융산업

Sector	Leverage	X	ROA
Bank	▪ 경제성장 둔화로 Organic 성장 한계 ▪ 자본규제 강화 ▪ 가계대출 억제		▪ 저금리 만성화로 Spread 확대 제약 ▪ 자본규제로 위험자산 확대 제약
Insurance	▪ 기존 전통형 상품(종신, 연금)의 포화 ▪ 지급여력제도(K-ics)의 정교화 및 강화 ▪ IFRS 17 도입 : 자본력 위축 우려		▪ 저금리 만성화로 역마진 축소 제약 ▪ 위험자산 늘리기 어려운 규제 환경 본격화 ▪ 마진 높은 보장성 신상품은 자본력 확보가 전제
Securities	▪ 꾸준한 Organic 자산 성장 ▪ 다양한 금융상품의 중개, 공급, 운용 가능 (저금리 대체재 보유) ▪ 새로운 License의 부여(발행어음, IMA)		▪ 증자 및 M&A를 통해 자본력 확충 → 위험자산 확대를 위한 필요 조건 확보

자료: 미래에셋대우 리서치센터

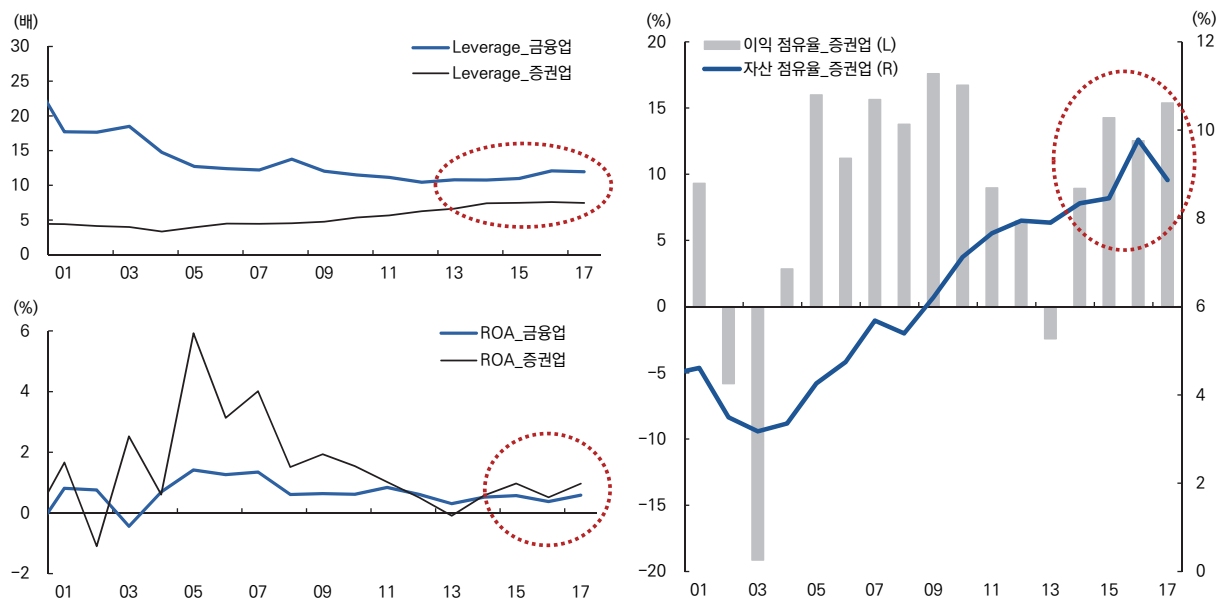
13 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

Leverage 확대가 Edge로 가는 길

Leverage와 ROA의 상대적 개선 → 금융업종 내 증권업종의 점유율(자산, 이익)의 증가

Leverage Gap 축소 + ROA 추월 → 금융업종 내 이익 점유율 상승



자료: 금융감독원 통계, 미래에셋대우 리서치센터

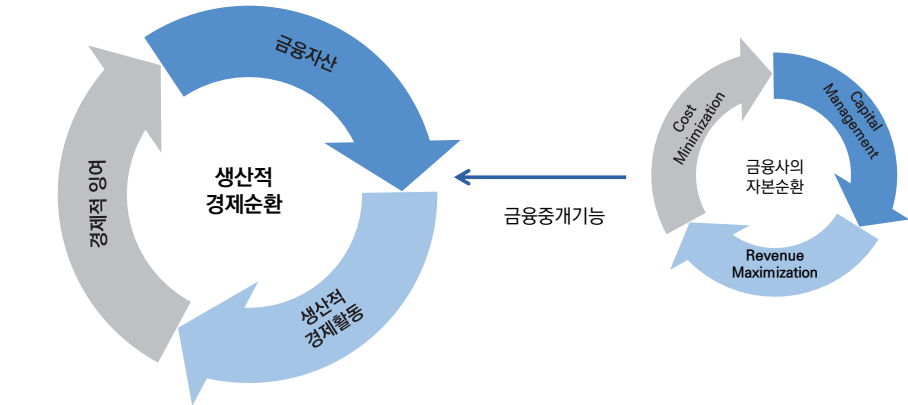
14 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

더 큰 순환을 촉진하는 금융업의 순환

- 금융의 순환과정
 - 축적된 금융자산을 '생산적인 경제활동'에 효과적으로 분배하여
 - 경제적 잉여를 창출하도록 돕고
 - 이를 금융자산으로 재축적하는 순환과정
- 금융산업은 이러한 순환과정이 효과적으로 작동하도록 돕는 역할

생산적 순환을 매개하는 금융업의 순환



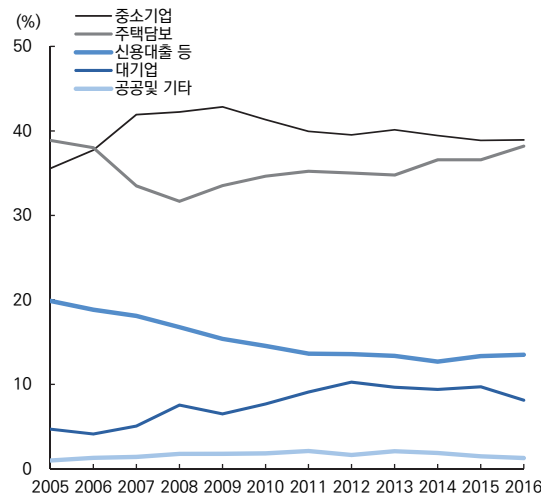
자료: 미래에셋대우 리서치센터

우호적인 금융 정책 기조 유효

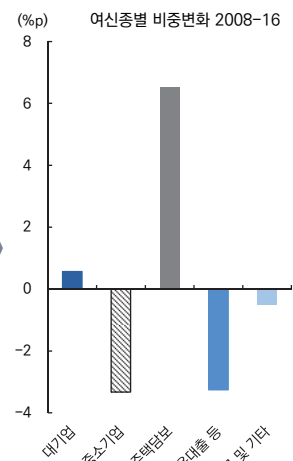
생산적 경제활동으로 순환되는가?

- 은행 중심의 금융시스템
 - 은행 : 고도 경제성장기에는 집중적, 효과적으로 대규모 금융자산의 축적과 투자가 용이한 금융업
 - 생산적 경제활동 영역에 금융자산이 투자되는 강도는 약화 중
 - 저성장, 산업구조의 변화에 따라 금융산업의 구조도 변화 필요
- 더 큰 순환이 원활이 이루어지도록 금융산업과 시스템도 변모해야...

시중은행의 여신 구성 추이



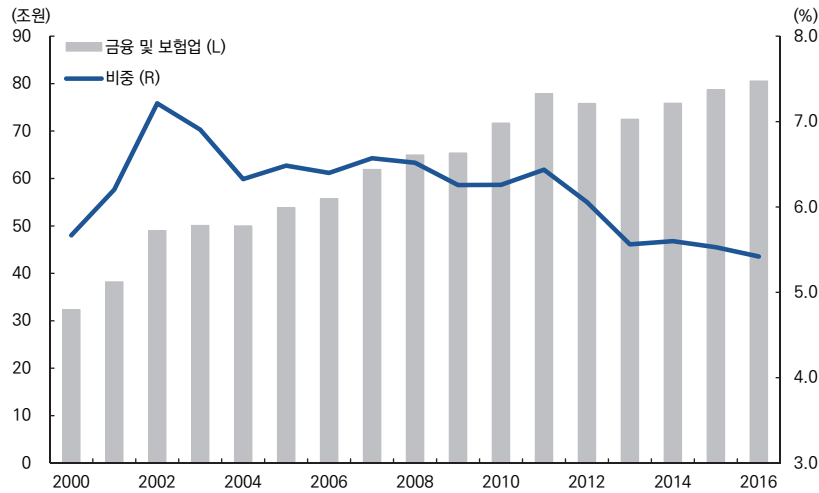
자료: 금융통계정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터



금융업종의 위축

- 금융산업의 GDP 기여도는 꾸준히 하락 추세
- 내부적으로는 ROIC 하락이 지속되는 결과 초래
→ 이를 타개하기 위한 비용절감, M&A 가속화
- 외부적으로는 금융중개기능의 저하를 완화하기 위한 정책적 변화 요구
→ 자본시장의 기능 강화와 초대형 IB의 육성 등이 일환

금융업종의 GDP 기여도



자료: 한국은행, 미래에셋대우 리서치센터

Internal
대응

- M&A를 통한 구조 변화
- 자본력 증대를 통한
비즈니스모델 변화 필요

External
대응

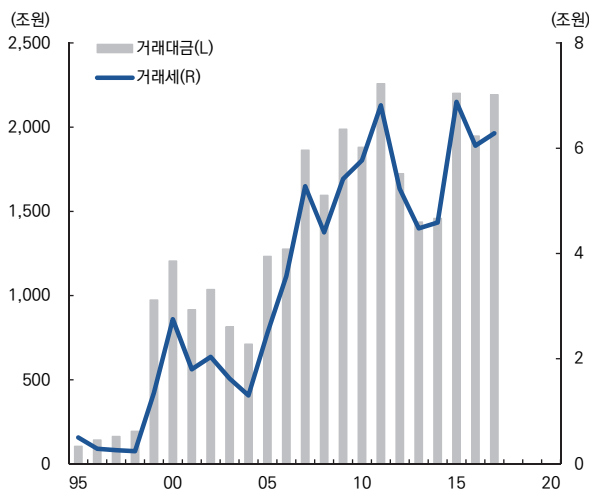
- 자본시장의 기능 강화
- 초대형IB 육성

우호적인 금융 정책 기조 유효

증권거래세 인하 논의

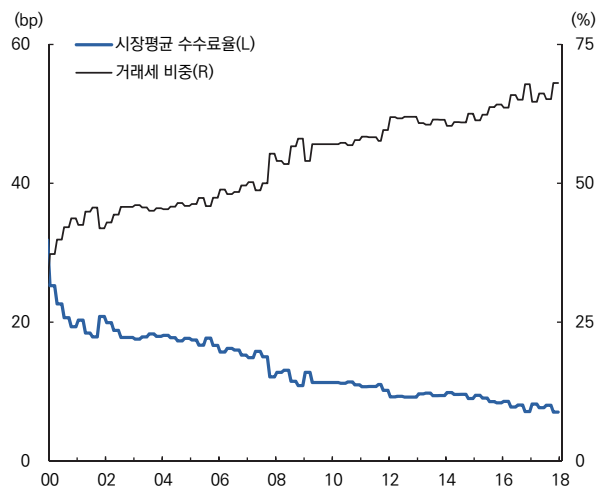
- 증권거래세 인하 논의
 - 양도소득세 추세적으로 강화되는 상황이고, OECD 국가 대부분이 자본이득세가 근간
- 주변 경쟁 시장과의 격차 심화
 - 중국 0.1%(08년 0.3%에서 인하), 대만 0.15%(17년 0.3%에서 인하)
- 거래 비용 중 거래세의 비중이 70% : 온라인 거래 시 거래수수료의 10배

증권거래세 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

거래비용 중 세금이 70%, 수수료 경쟁이 의미없는 이유



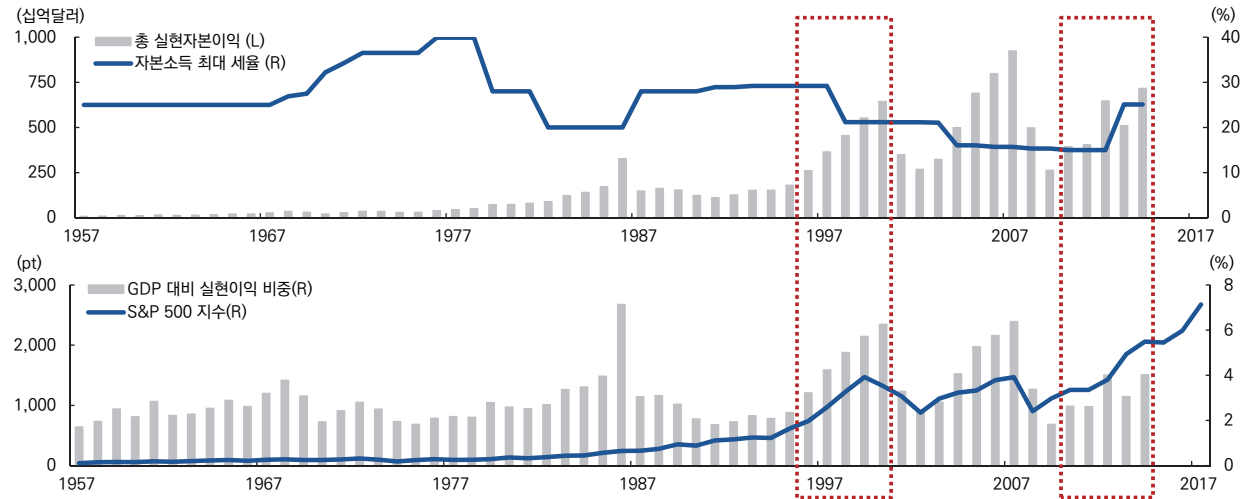
자료: 미래에셋대우 리서치센터

자본이득세

: No Fear, No Change

- 거래세 인하는 자본이득에 대한 과세 논의를 본격화 할 것
- 핵심은 1) 거래세 폐지의 로드맵, 2) 손실상계의 허용 여부, 3) 장기 투자를 유도하는 인센티브(비과세 한도 및 우대 세율 등)
- 단순한 세수 증대의 목적이 아닌 모험자본 형성과 자본시장 활성화라는 큰 틀에서 진행되는 논의
- 미국의 경우 탄력적인 세율 적용 : 세율 조정이 자본시장을 좌우하는 절대 변수 아님

미국 자본이득세 최고 세율과 자본차익 실현 추이



우호적인 금융 정책 기조 유효

자본이득세

: No Fear, No Change

- 자본이득과세 도입되면 증권업종 내 양극화 심화
- 거래비용 감소에 따라 Heavy Trader의 초단기 거래 심화 → 온라인 전업사 수혜
- 자산가들은 과세 현실화 + 장기 투자에 따른 인센티브 고려하여 거래 지연
→ 고객과 자산이 많은 상위 대형사의 Fee Biz 모델 전환 용이

회전율에 따른 세후 손익 차이

		회전율								
		2	4	6	8	10	12	14	16	18
매매차익	2%	-17	43	103	163	223	283	343	403	463
	4%	-48	12	72	132	192	252	312	372	432
	6%	-79	-19	41	101	161	221	281	341	401
	8%	-109	-49	11	71	131	191	251	311	371
	10%	-140	-80	-20	40	100	160	220	280	340
	12%	-171	-111	-51	9	69	129	189	249	309
	14%	-202	-142	-82	-22	38	98	158	218	278
	16%	-233	-173	-113	-53	7	67	127	187	247
	18%	-263	-203	-143	-83	-23	37	97	157	217

자료: 금융통계정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

FY19 소폭의 감익

- FY19년 대비 소폭의 감익 예상
- FY18 상반기의 일시적 거래증가의 역기저 효과로 Brok 수익은 감소
- 기타 부문은 평이, 판관비 통제 기조는 유효

회전율에 따른 세후 손익 차이

(십억원, %)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18F	FY19F	YoY
순영업수익	9,739	11,997	9,697	12,682	13,677	12,946	-5.3
수수료순수익	5,190	6,852	6,172	7,249	8,214	7,111	-13.4
순수탁수수료	2,574	3,513	2,442	2,851	3,389	2,697	-20.4
자산관리수수료	799	909	921	909	1,045	1,048	0.3
IB관련수수료	944	1,289	1,353	2,267	2,462	1,801	-26.9
기타 수수료	862	1,128	1,447	1,222	1,318	1,566	18.8
순이자수익	3,847	4,446	4,043	4,235	4,513	4,775	5.8
상품이익+기타	702	699	-518	1,198	950	1,059	11.6
판매비와 관리비	7,504	7,923	7,075	7,889	8,070	7,688	-4.7
영업이익	2,235	4,074	2,621	4,793	5,607	5,258	-6.2
영업외이익	57	95	75	50	6	1	-83.3
법인세차감전 순이익	2,292	4,169	2,696	4,843	5,613	5,259	-6.3
법인세 비용	619	970	606	1,058	1,358	1,273	-6.3
당기순이익	1,673	3,199	2,090	3,785	4,255	3,986	-6.3

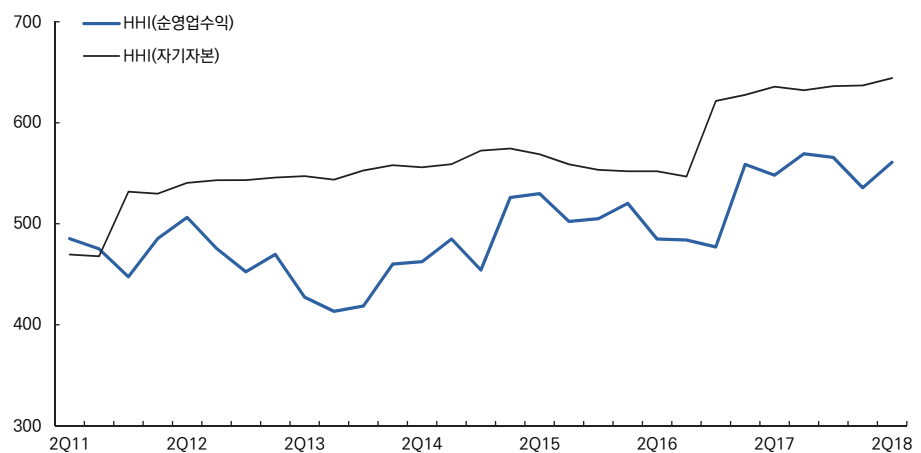
자료: 금융통계정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

Valuation 및 투자 전략

과점의 진전
; 자본 = 수익

- 구조조정, M&A 거치면서 과점은 소폭 진전
- 자본과 수익의 HHI 상승 중이나, 아직 높은 경쟁 상태
 - 경쟁강도를 나타내는 HHI 가 16년을 기점으로 상승하고 있음
 - 순영업수익과 자기자본의 HHI 가 동반 상승 → 자본력 증대가 수익 과점으로 연결 중
 - 그러나 여전히 HHI 1000 미만은 높은 경쟁 상태를 의미

증권업종 HHI 추이

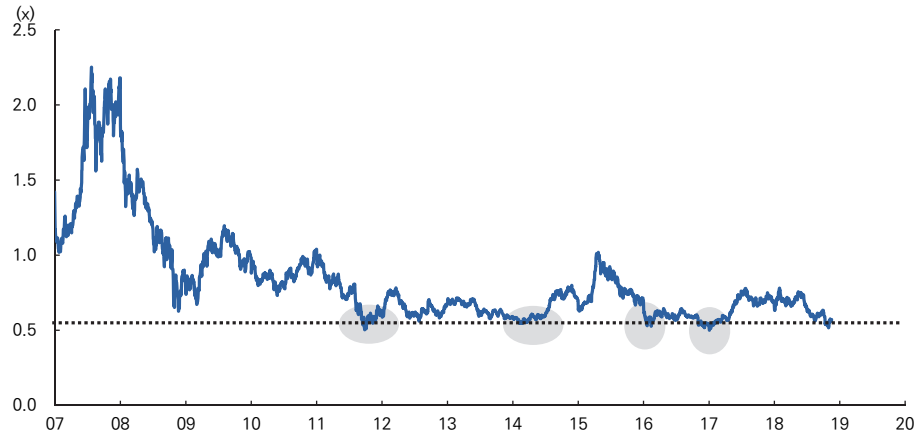


자료: 금융감독원, 미래에셋대우 리서치센터

바벨 전략 Top Picks : 대형사 + 특화사

- ROE의 수준과 변동성 낮아지는 국면 → Valuation의 모든 구성 요소가 개선
- 바벨 전략 유효
 - 자본력, 고객 기반 기준으로 '대형사' 편입
 - 비즈니스모델이나 수익성 특화되어 있는 증권사로 균형
- 대형사 + 키움증권의 조합
 - 대형사 : 업황 개선 국면에서는 고객자산과 운용자산이 많은 대형사의 이익 Leverage ↑
 - 키움증권: 핵심 수익원(Brok+이자이익)의 한계비용이 제로 → 업황 개선 시 이익 증가율에서 월등히 우위

증권업 PBR 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

Valuation table

		키움증권		한국금융지주		삼성증권		NH투자증권	
투자의견		매수		매수		Trading Buy		Trading Buy	
목표주가(원)		120,000		110,000		45,000		17,500	
현재주가(원)		83,800		67,500		28,900		13,300	
상승여력(%)		43.2		63.0		55.7		31.6	
EPS (원)	12/16	8,142	4,542	2,280	786	2,280	786	2,280	786
	12/17	10,870	8,270	3,040	1,166	3,040	1,166	3,040	1,166
	12/18F	10,576	10,302	4,291	1,566	4,291	1,566	4,291	1,566
	12/19F	9,692	8,732	3,535	1,560	3,535	1,560	3,535	1,560
	12/20F	10,307	9,617	3,917	1,803	3,917	1,803	3,917	1,803
BPS (원)	12/16	56,278	52,872	50,068	15,448	50,068	15,448	50,068	15,448
	12/17	68,988	58,036	49,618	16,087	49,618	16,087	49,618	16,087
	12/18F	83,926	62,562	52,962	17,125	52,962	17,125	52,962	17,125
	12/19F	89,408	70,442	55,196	18,212	55,196	18,212	55,196	18,212
	12/20F	95,135	79,434	57,813	19,496	57,813	19,496	57,813	19,496
P/E (배)	12/16	8.8	9.2	13.9	12.3	13.9	12.3	13.9	12.3
	12/17	8.1	8.3	12.0	11.9	12.0	11.9	12.0	11.9
	12/18F	7.9	6.6	6.7	8.5	6.7	8.5	6.7	8.5
	12/19F	8.6	7.7	8.2	8.5	8.2	8.5	8.2	8.5
	12/20F	8.1	7.0	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
P/B (배)	12/16	1.3	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	12/17	1.3	1.2	0.7	0.9	0.7	0.9	0.7	0.9
	12/18F	1.0	1.1	0.5	0.8	0.5	0.8	0.5	0.8
	12/19F	0.9	1.0	0.5	0.7	0.5	0.7	0.5	0.7
	12/20F	0.9	0.8	0.5	0.7	0.5	0.7	0.5	0.7
ROE (%)	12/16	12.6	8.5	4.7	5.1	4.7	5.1	4.7	5.1
	12/17	17.3	14.1	6.6	7.4	6.6	7.4	6.6	7.4
	12/18F	14.5	15.3	8.4	9.6	8.4	9.6	8.4	9.6
	12/19F	11.1	11.5	6.5	9.0	6.5	9.0	6.5	9.0
	12/20F	11.1	11.4	6.9	9.7	6.9	9.7	6.9	9.7
순이익 (십억원)	12/16	180	280	174	236	174	236	174	236
	12/17	240	509	271	350	271	350	271	350
	12/18F	269	634	383	470	383	470	383	470
	12/19F	246	538	316	468	316	468	316	468
	12/20F	262	592	350	541	350	541	350	541
배당성향 (%)	12/16	12.6	16.8	28.5	51.1	28.5	51.1	28.5	51.1
	12/17	11.9	18.4	32.9	43.1	32.9	43.1	32.9	43.1
	12/18F	17.7	15.2	30.3	31.4	30.3	31.4	30.3	31.4
	12/19F	21.1	18.5	36.8	34.7	36.8	34.7	36.8	34.7
	12/20F	19.9	17.8	35.7	30.0	35.7	30.0	35.7	30.0
배당수익률 (%)	12/16	1.2	1.9	2.1	4.1	2.1	4.1	2.1	4.1
	12/17	1.5	2.3	2.7	3.6	2.7	3.6	2.7	3.6
	12/18F	1.8	2.4	4.5	3.8	4.5	3.8	4.5	3.8
	12/19F	2.0	2.5	4.5	4.1	4.5	4.1	4.5	4.1
	12/20F	2.0	2.7	4.8	4.1	4.8	4.1	4.8	4.1

[금융/건설] 반등의 조건

성장금융산업 (보험)

거자필반(去者必返)

정길원

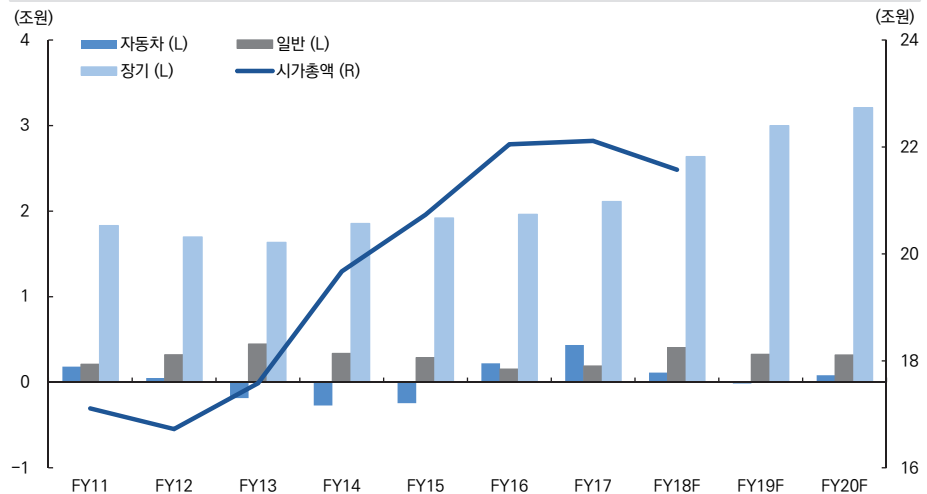
02-3774-1675

gilwon.jeong@miraeasset.com

Repricing 효과로 이익 개선 추세 재탄력

- 손보 : 영업이익 개선 추세 재탄력
 - 1) 자동차부문의 영업이익 적자 전환, 요율 인상과 함께 점진적으로 Bottom out
 - 2) 위험손해율 안정화 되면서 자동차보험 감익 상쇄
- 주가 사이클을 보면 자동차보험 영업이익의 악화와 개선의 막바지에서 변곡점 출현

보종별 영업이익 추이 추정(손보 상위 3사)



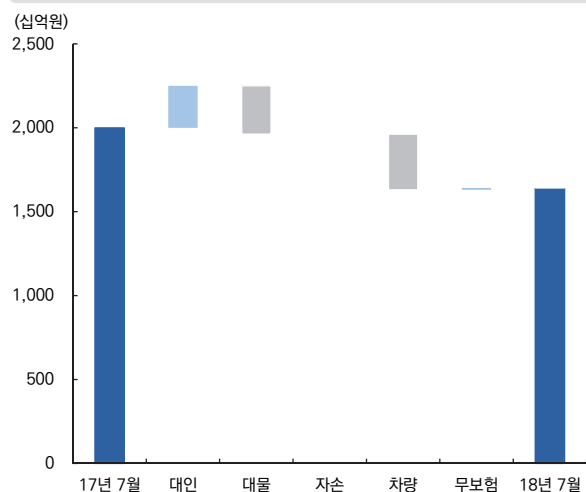
주: 13년은 연환산 치, 17년 삼성화재 일회성 요인 제거한 수치 기준
자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터 예상

다시 돌아온 Up Cycle

자동차 보험 : 수익성 악화의 정점

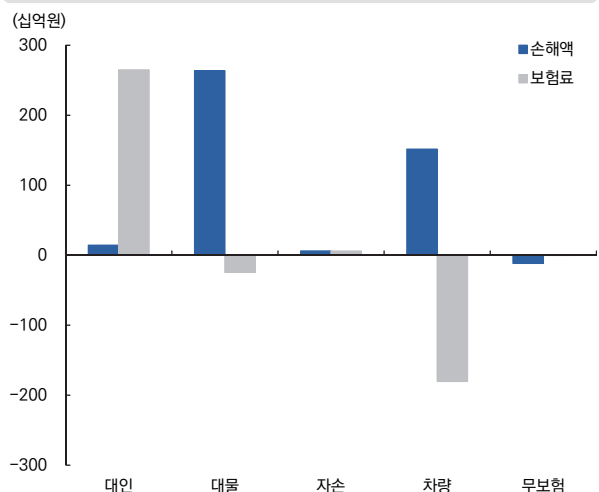
- 자동차 보험이익은 적자 반전하여 예상보다 악화
- 담보별로 보면 '대물+자차'의 손해액 증가가 손해율 악화의 주요인
 - '대인' 담보의 손해율은 추세적으로 개선 중
 - 보험료 감소는 '자차' 담보에서 뚜렷 → 경쟁의 여파
 - '대물+자차' 손해액은 꾸준히 증가 중

자동차 보험 담보별 기여도 Movement



자료: 보험개발원, 미래에셋대우 리서치센터

담보별 경과보험료, 손해액 증감(17년 7월 누적 대비 18년 7월 누적)

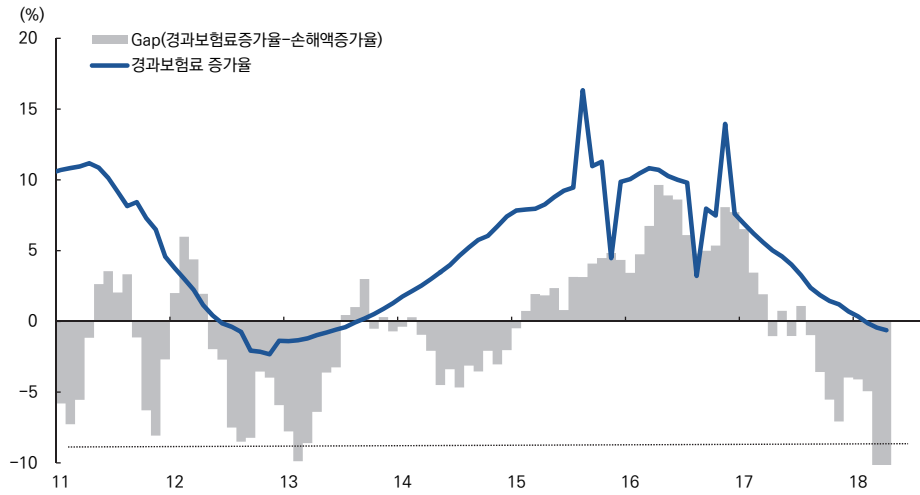


자료: 보험개발원, 미래에셋대우 리서치센터

임계치 진입, 요율 인상은 시간의 문제

- 보험료 증가율 (-) 전환 되는 반면 제반 원가 상승으로 손해액 증가
 - 17년 요율 인하 효과 반영 중
 - 정비공임 인상, 부품가 및 물가 상승 등으로 원가 압박 심화
- 공공재의 속성상 지속 가능성 고려해야 하는 시점
- 보험료 증가율과 손해액 증가율의 Gap이 10%p에 이르면 요율 인상은 시간 문제

손해액 증가율과 보험료 증가율의 Gap 추이



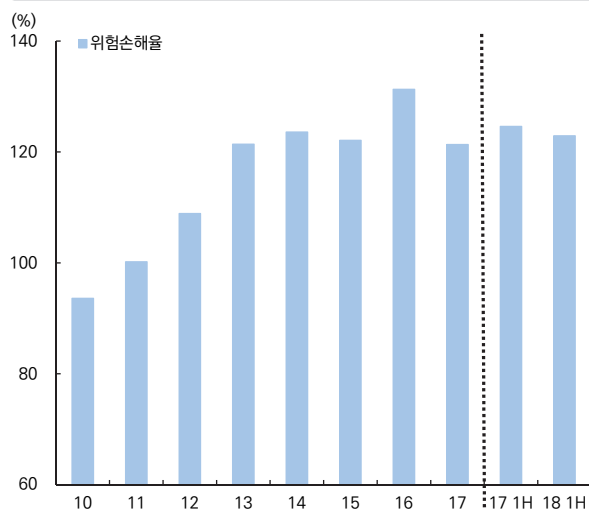
자료: 보험개발원, 미래에셋대우 리서치센터 추정

다시 돌아온 Up Cycle

실손보험 손해율 안정화 추세 유효

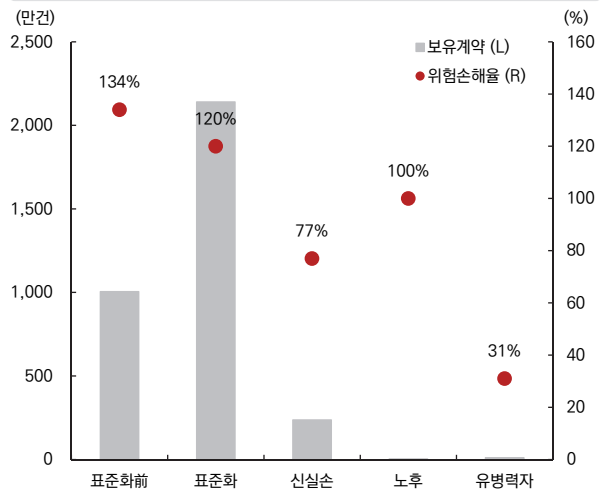
- 손해율 안정화 : 15년 이후 보험료의 누적적 인상 + 갱신 효과 결합
- 손해율 가장 높은 표준화 이전 상품(5년 갱신)의 갱신 주기 19년 도래
 - 표준화 이전 실손의 손해율은 130% 상회
 - 09년 절판 특수가 극에 달했던 물량의 갱신 주기 19년 도래

실손보험 손해율 추이



자료: 보험개발원, 금융감독원, 미래에셋대우 리서치센터

실손보험 종류별 보유계약 및 위험손해율

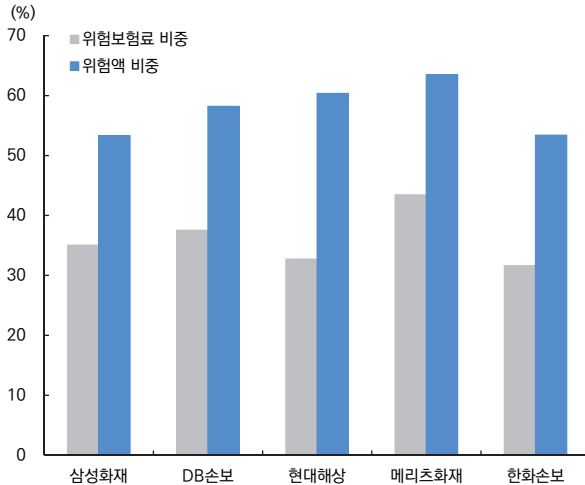


자료: 금융감독원, 미래에셋대우 리서치센터

갱신에 대한 소비자 행태는 관찰 필요

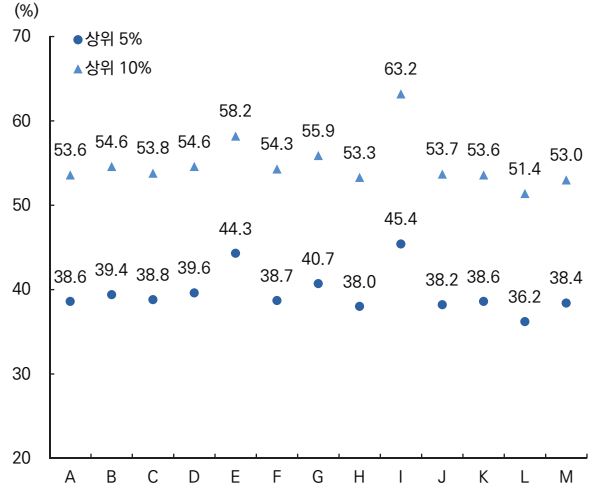
- 손해율과 갱신 비중 고려하면 위험액 비중 높은 손보사가 큰 수혜
- 다만 갱신과정에서 소비자 행태(악성 고객의 잔류+우량 고객의 이탈 수준)에 따라 개선강도 상이
- 손해율 악화의 주 Heavy User가 보험금 잠식
 - 상위 5% 보험금 청구자가 전체 지급보험금의 40% 차지, 상위 10%는 60% 가량 차지
 - 결국 과도한 모럴헤저드(가입자)와 영리 추구(일부 의료기관)가 교차되는 지점에서 실손보험 부실 출발

실손보험의 비중 비교



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

상위 10% 청구자가 실손보험금의 절반 이상 잠식



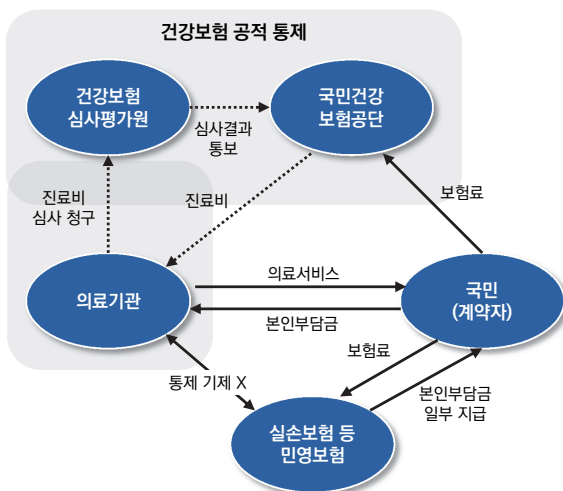
자료: 보험연구원, 미래에셋대우 리서치센터

다시 돌아온 Up Cycle

실손보험 = 자동차보험 : 공공재로 관리

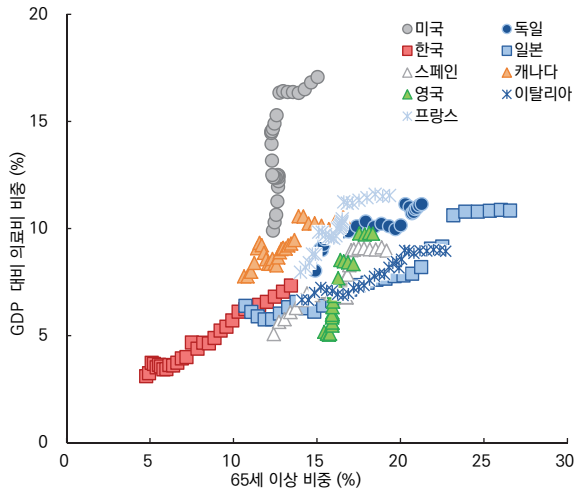
- 실손보험 수익성의 최대 문제는 비용의 통제력 상실과 그 영역이 크다는 점
- 건강보험의 보장성 강화 = 실손보험의 손해액이 통제되지 않는 음영지역의 축소
- 장기적으로는 자동차보험과 같은 수익-비용구조(합산비율 100%)로 바뀔 것
- 구조적인 적자 구조 탈피 + 실손보험의 지속가능한 수익성의 균형점을 찾는 수준으로 보험료 관리

실손보험 : 통제 기제를 확보하지 못한 채 시장 논리가 작동



자료: 미래에셋대우 리서치센터

고령화와 의료지출 : 공적 영역으로 점진적으로 흡수 불가피

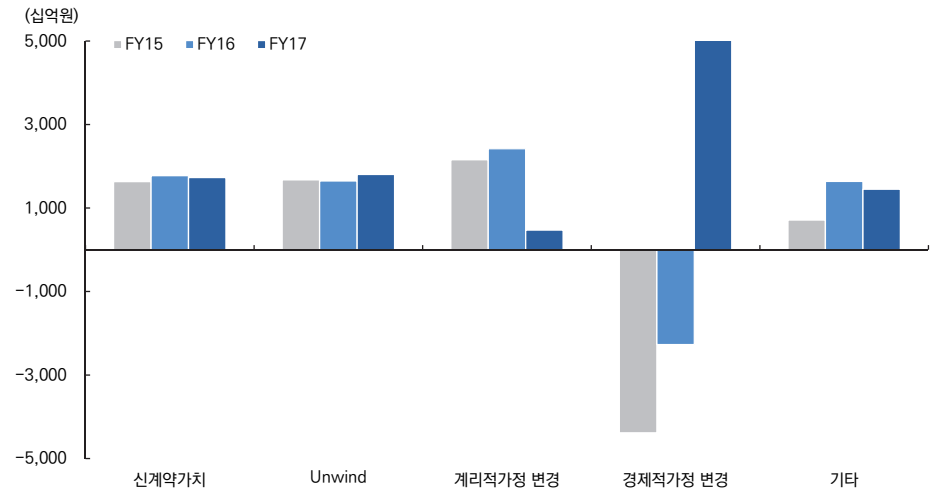


자료: World Bank, OECD, 미래에셋대우 리서치센터

생보 : 네 바퀴로 굴러가야 하나...

- 생보사의 실질적인 주주가치 = 내재가치 → 장기적인 현금흐름을 현재가치화
- 4가지 구성 요소가 고르게 개선되어야 하나 편중된 개선
 - 금리 가정의 변화에 따른 경제적 가정의 변화 효과 이외에는 개선 미미
- 특히 미래를 담보하는 신계약가치의 미진은 매우 고질적

내재가치 변동의 구성(삼성생명+한화생명)

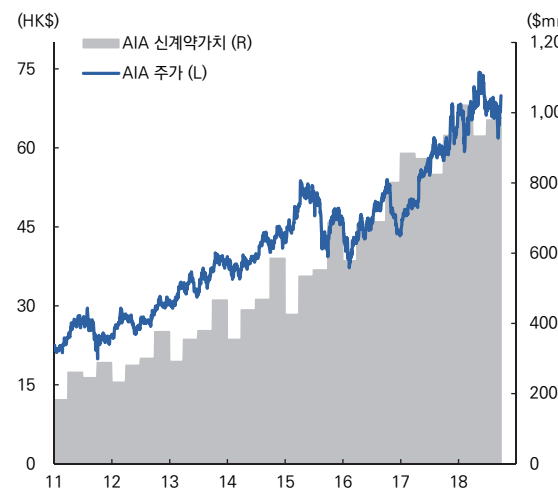


자료: 삼성생명, 한화생명, 미래에셋대우 리서치센터

생보는 본질적인 주주 가치는 신계약에서 출발

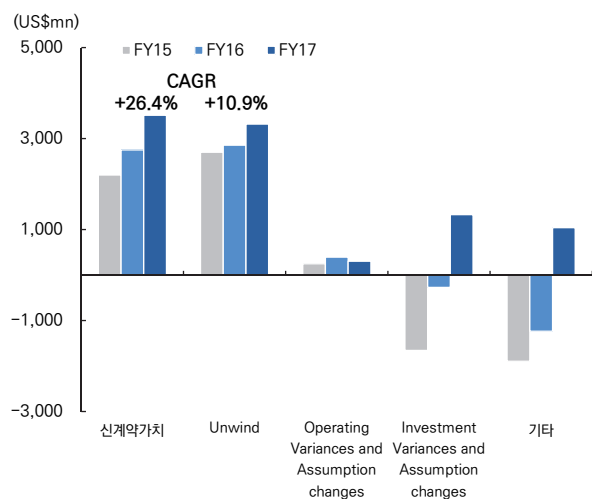
- 홍콩 AIA : 신계약가치와 기존 계약으로 부터 창출되는 이익의 균형 성장
 - 높은 신계약 가치 성장 : CAGR +26.4%
 - 보유 계약의 내재가치 기여 : CAGR +10.9%
- 한국 생보사 : 신계약가치 +3%, 보유계약으로 부터 이익 +4%

AIA 신계약가치와 주가 추이



자료: AIA, 미래에셋대우 리서치센터

AIA 내재가치 구성 변동 추이

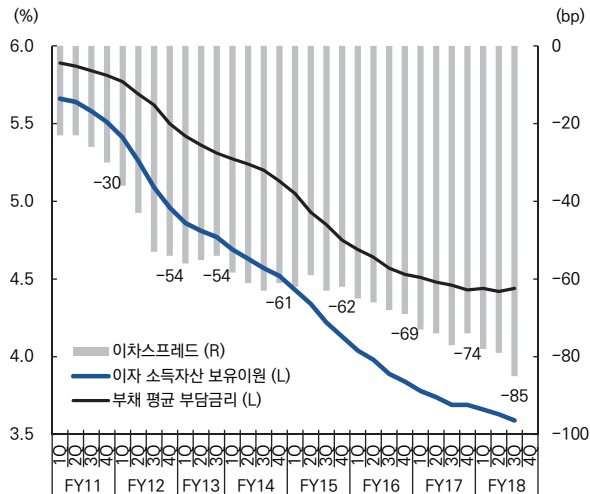


자료: AIA, 미래에셋대우 리서치센터

이차역마진 확대는 둔화되나, 신계약 개선이 가시화되어야...

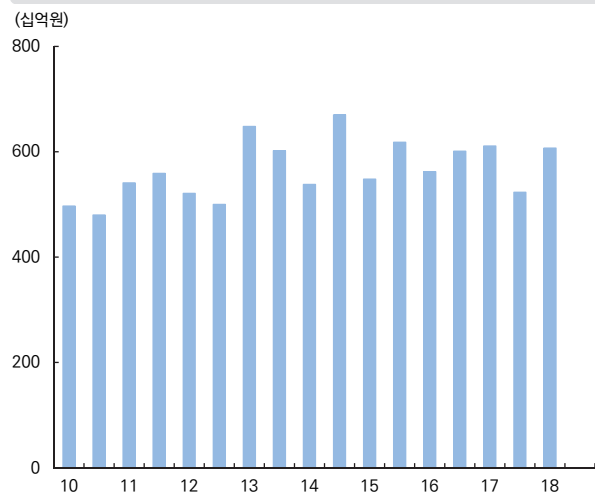
- 국고 10년 3% 초반으로 상승하면 실질적인 역마진 문제는 해소
- 다만 국내 경기여건과 가계부채 상황 고려할 때 지속적인 금리 인상 가능성은 제한
- 18년 신계약가치 Volume의 회복이 전제되지 않으면 금리 상승 둔화 국면에서 소외 장기화 가능성

삼성생명 역마진Spread 추이



자료: 삼성생명, 미래에셋대우 리서치센터

삼성생명 신계약가치 추이



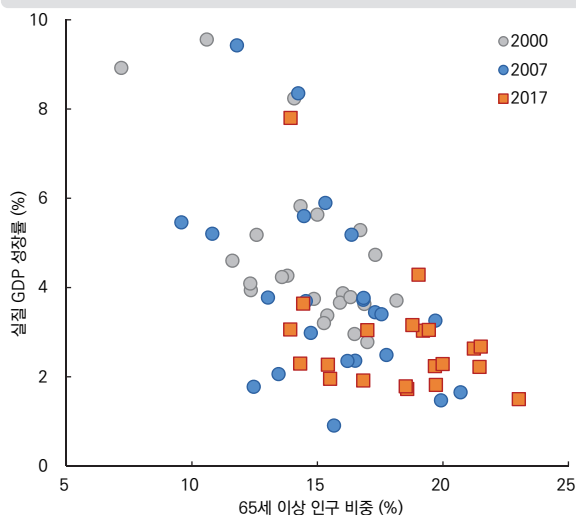
자료: 삼성생명, 미래에셋대우 리서치센터

생보 : 삼중고 지속(신계약 부진, 저금리, 규제 압박)

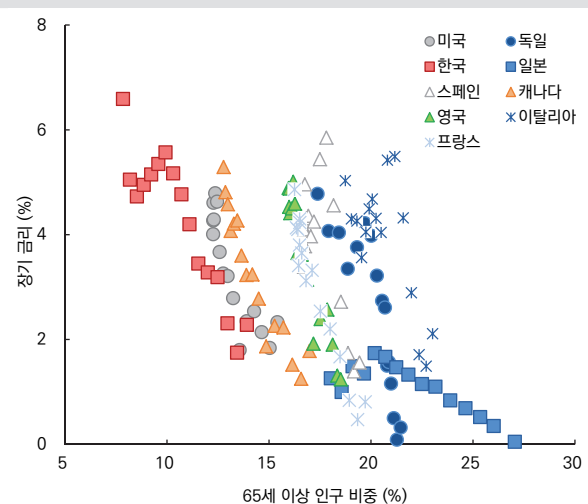
금리 상승?

- 생산가능인구 감소는 장기적인 성장을 하락의 근본적 원인
- 65세 이상 인구 비중의 추이와 함께 장기 금리는 역의 상관성을 지님
- 경기 순환의 문제 아닌 구조적인 요인임을 명확히 인식해야 함

65세 이상 인구 비중과 경제성장률, 장기 금리



주: OECD 주요 23개국
자료: World Bank, OECD, 미래에셋대우 리서치센터

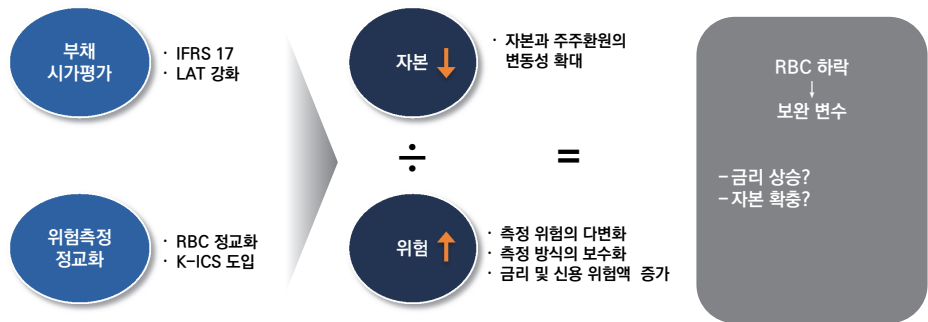


자료: World Bank, OECD, 미래에셋대우 리서치센터

상충과제의 해결 - 위험은 줄이고, - 성장 여력은 확보

- 금리 다소 반등하면서 많은 문제들이 완화 중이나 신계약을 통한 장기 수익 기반 확대는 불투명
- 규제 환경 변화가 구체화되면서 Capital management가 장기적으로 더욱 중요해 짐
- 국제적인 기준을 충족시키기 위한 회계기준 변경(부채 시가평가)와 건전성 감독제도 변화(RBC 강화) 본격화
- 위험은 줄이고, 자본여력은 안정화하면서 성장 동력 확보를 추구해야 하는 상충적 과제에 직면

Capital Mgt의 핵심 변수

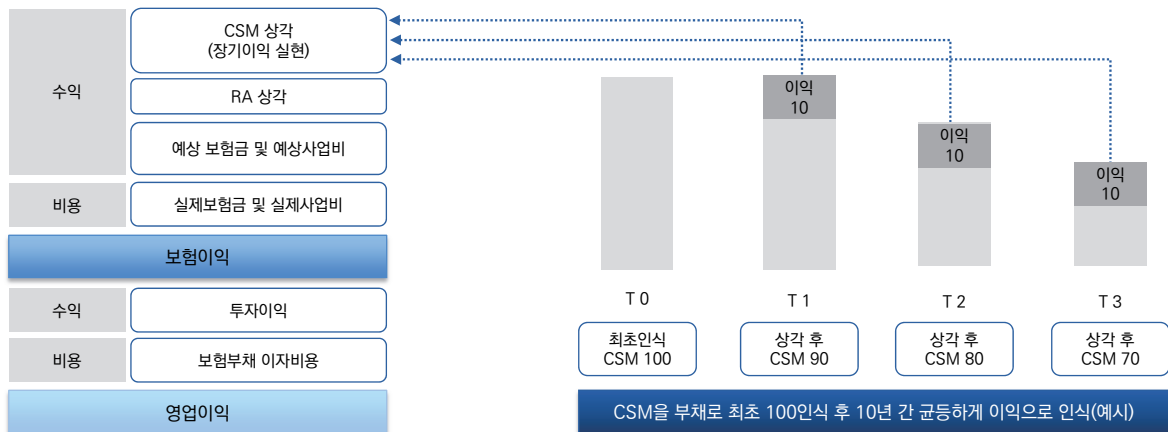


자료: 미래에셋대우 리서치센터

외형에서 수익성으로...

- IFRS17 도입 : CSM이 향후 이익을 가늠
 - 수익과 비용을 보험 전 기간에 나눠서 인식하게 됨
 - 이익의 원천에 해당하는 CSM은 현재 보조적으로 발표하는 신계약가치와 개념적으로 유사
- CSM을 많이 확보한 회사가 미래 이익의 규모와 안정성을 담보
- 매출은 늘리지만 미래이익을 잠식하는 상품(저축보험 및 고보장 상품) 판매 축소 불가피
- 마침 가격 규제 완화로 인해 새로운 상품개발을 통한 질적 성장의 기회

CSM과 수익 인식

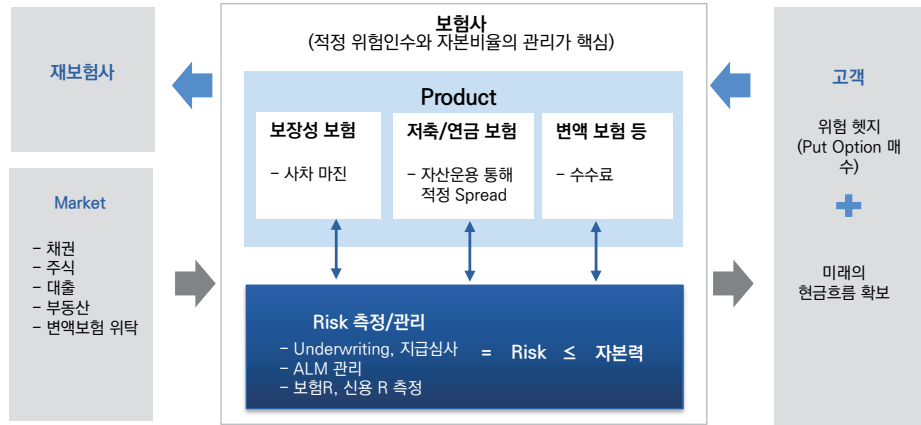


자료: 미래에셋대우 리서치센터

보험의 본질?

- 자본력 확충 + 가격 규제완화로 인해 수익성 개선의 구조적 변화 기대
- 새로운 상품 개발에 필수적인 가격 산정에 대한 자율화가 가장 긍정적인 면
 - 위험률 조정한도 상향 및 단계적 폐지로 인해 갱신 시점의 가격리스크 회피가 가능해 짐
 - 특히 안전할증(Safety Margins)의 한도 폐지로 인해 신상품의 개발을 촉진
- 보장성 보험은 계약자와의 Put option 거래
 - 프리미엄, 즉 가격 산정이 자유로워 지면서 신상품 개발 촉진

보험업의 속성 : Put option의 거래와 자산운용



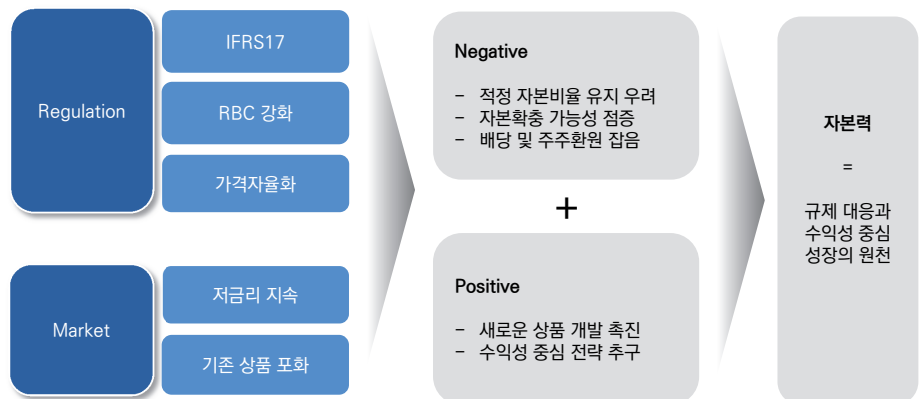
자료: 미래에셋대우 리서치센터

생보 : 삼중고 지속(신계약 부진, 저금리, 규제 압박)

질적 성장으로 전환이 필요한 시점

- 양적 성장 한계 + 규제 환경 변화하면서 비즈니스모델도 변화 필요
- '사차이익' 확대를 통한 수익성 개선은 불가피한 과제
 - 저금리 심화로 인해 이차이익 확대 어렵고, 비차이익 역시 축소 추이
 - 고령화로 인해 사망담보 보다는 생존과 건강담보에 대한 수요는 꾸준히 증대
- 규제 대응과 신상품 개발은 자본력이 필요조건

보험산업의 환경

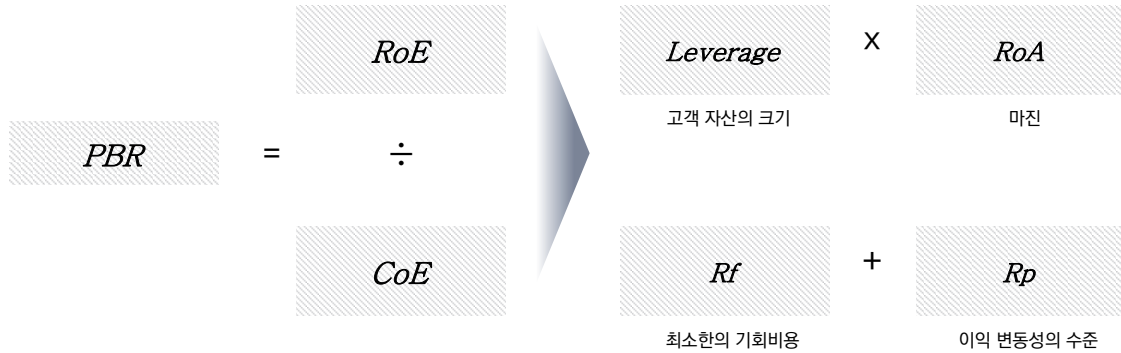


자료: 미래에셋대우 리서치센터

ROE 보다 COE에 주목해야...

- 좋은 금융주의 속성은 결국 높은 ROE + 낮은 이익 변동성
 - ROE는 주주 자본의 순환 속도
 - COE는 ROE를 현재 가치로 환산하는 기준
- Valuation을 구성하는 요소를 찾고, 변화 가능성을 가늠 → 결국 투자의 기회

금융주 Valuation의 분해



자료: 미래에셋대우 리서치센터

17 | 2019 산업별 투자전략

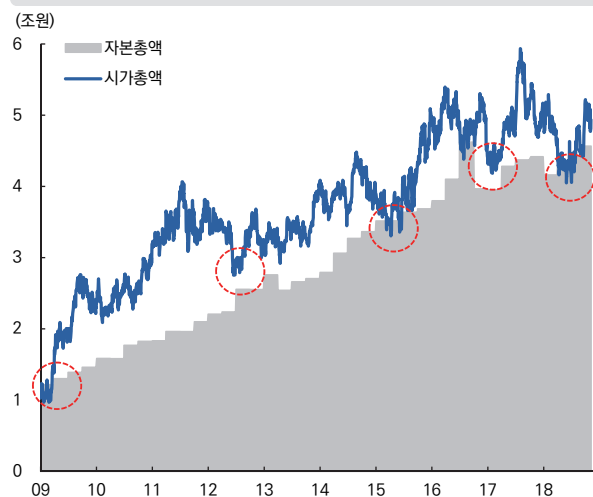
Mirae Asset Daewoo Research

Valuation 및 투자 전략

거자필반(去者必返) : 결국 ROE 수준에 부합하는 Valuation으로 회귀하는 속성

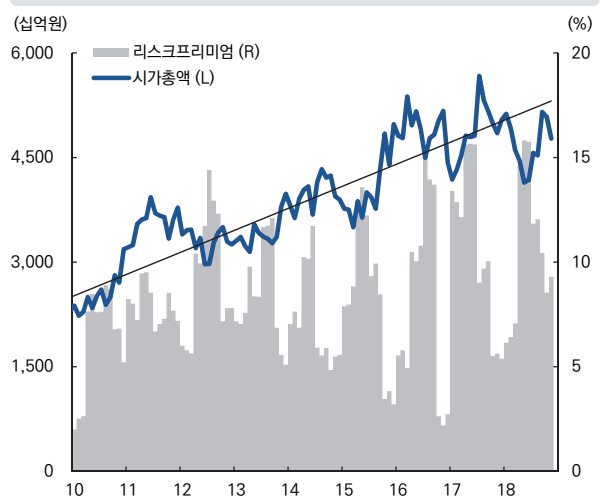
- ROE 수준에 부합하는 정상 Valuation으로 부합하는 속성
- 손보는 꾸준한 순자산 증가와 배당여력 겸비한 가치주의 전형
- 자동차 사이클 Bottom Out + 위험손해를 개선 가시화되는 상황
- 비중 확대 유지 필요, Top Picks : DB손보

순자산 이하에서는 반등하는 주가 (DB손보의 사례)



자료: DB손보, QuantiWise, 미래에셋대우 리서치센터

리스크 프리미엄



자료: 미래에셋대우 리서치센터

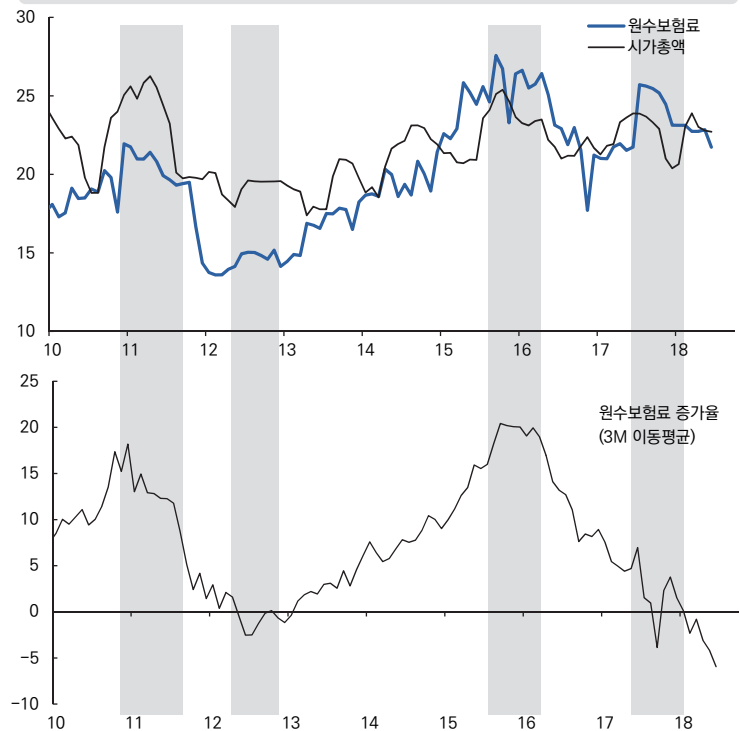
18 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

손보 : 자동차보험 사이클의 저점에서 투자해야...

- 주가의 장기 추세는 장기보험 중심의
영업이익에 연동
- 주가 사이클을 좌우하는 것은
자동차보험의 요율
 - 사이클 고점 이후에는 시가총액 변동
축소, 추가 상승 여력이 제한
 - 반대로 사이클 바닥 지나고 요율 상승
재개되면 주가는 크게 변동
- 요율 인상 현실화되면서 Bottom out

자동차 원수보험료 사이클과 시가총액의 표준편차



19 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

Valuation 및 투자 전략

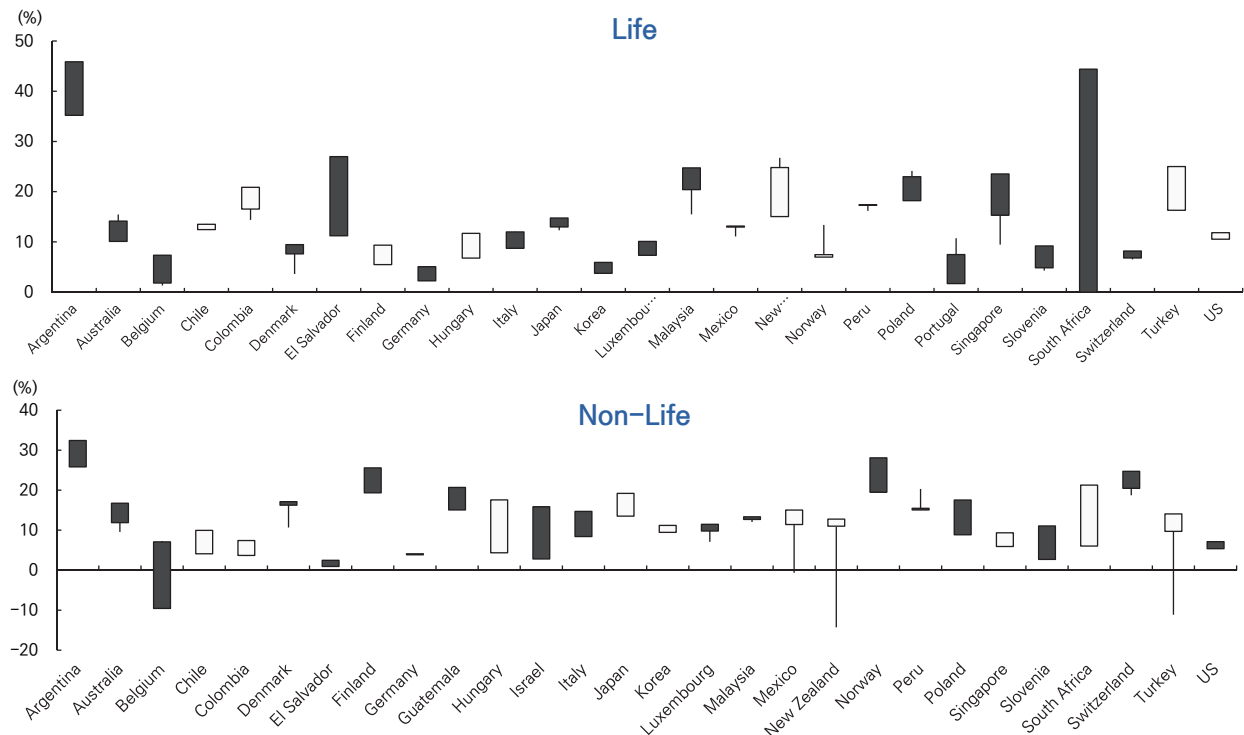
Valuation table

투자지점	삼성화재	DB손해보험	현대해상	메리츠화재	삼성생명	한국생명	오렌지리프트
매수	350,000	95,000	45,000	21,300	125,000	4,600	52,000
목표주가(원)	286,000	72,000	42,800	21,300	90,700	4,600	32,950
현재주가(원)	22.4	31.9	5.1	-	37.8	-	57.8
상승여력(%)	16.12	19.782	7.428	2.352	10.271	440	2.936
EPS (원)	17.12	22.499	9.827	3.240	5.976	605	4.149
	18.12F	26.314	9.436	5.697	10.681	560	4.137
	19.12F	26.900	9.792	5.942	2.471	7,509	4.228
	20.12F	28.799	10.952	6.745	2,719	7,833	4.353
BPS (원)	16.12	255.966	62.623	34.591	14.957	141.542	9.464
	17.12	278.571	69.757	38.912	16.300	155.822	10.327
	18.12F	288.481	74.213	40.815	18.150	156.728	11.987
	19.12F	303.881	81.505	45.257	20.120	164.361	12.610
	20.12F	320.680	89.857	50.402	22.339	172.337	13.275
PER (배)	16.12	13.5	8.4	6.3	11.0	14.8	-
	17.12	11.9	7.2	7.9	7.3	20.8	7.6
	18.12F	10.9	7.6	7.5	9.2	8.5	8.2
	19.12F	10.6	7.4	7.2	8.6	12.1	7.5
	20.12F	9.9	6.6	6.3	7.8	11.6	7.0
PBR (배)	16.12	1.05	1.00	0.91	1.02	0.79	0.69
	17.12	0.96	1.02	1.21	1.44	0.80	0.45
	18.12F	0.99	0.97	1.05	1.17	0.58	0.38
	19.12F	0.94	0.88	0.95	1.06	0.55	0.36
	20.12F	0.89	0.80	0.85	0.95	0.53	0.35
ROE (%)	16.12	8.1	12.3	15.4	16.6	7.9	4.6
	17.12	8.4	14.8	16.1	20.7	4.0	6.1
	18.12F	9.3	13.1	14.3	13.5	6.8	5.0
	19.12F	9.1	12.6	13.8	12.9	4.7	5.0
	20.12F	9.2	12.8	14.1	12.8	4.7	5.1
순이익(수정) (십억원)	16.12	841	470	400	258	2,054	383
	17.12	956	622	473	355	1,195	525
	18.12F	1,119	597	454	255	2,136	487
	19.12F	1,144	620	474	271	1,502	531
	20.12F	1,224	693	538	298	1,567	568
자기자본(수정) (십억원)	16.12	67,882	3,964	2,758	1,640	28,308	8,220
	17.12	75,413	4,415	3,103	1,787	31,164	8,969
	18.12F	78,646	4,698	3,254	1,990	31,346	10,411
	19.12F	82,276	5,159	3,609	2,206	32,872	10,952
	20.12F	86,196	5,688	4,019	2,449	34,467	11,529
배당성향 (%)	16.12	30.8	22.2	26.9	35.3	10.5	15.7
	17.12	44.4	23.4	25.3	15.4	30.0	20.7
	18.12F	43.7	26.5	26.3	21.5	18.5	23.2
	19.12F	44.6	26.6	26.9	20.2	29.9	21.2
	20.12F	45.1	25.6	23.7	18.4	28.7	19.8
배당수익률 (%)	16.12	2.3	2.6	4.3	5.4	1.1	1.2
	17.12	3.7	3.2	3.2	2.1	1.6	3.2
	18.12F	4.0	3.5	3.5	2.3	2.4	3.3
	19.12F	4.2	3.6	3.7	2.3	2.7	3.3
	20.12F	4.5	3.9	3.7	2.3	2.7	3.3
DPS (원)	16.12	6,100	1,650	1,350	830	1,200	80
	17.12	10,000	2,300	1,500	500	2,000	145
	18.12F	11,500	2,500	1,500	500	2,200	150
	19.12F	12,000	2,600	1,600	500	2,500	150
	20.12F	13,000	2,800	1,600	500	2,500	150

20 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

OECD 국가별 보험업 3개년 ROE



21 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

DB손해보험 (005830)

성장금융산업
(보험)

최적화된 자본관리 능력

(유지)	매수
목표주가(원, 12M)	95,000
현재주가(18/11/16, 원)	72,000
상승여력	32%

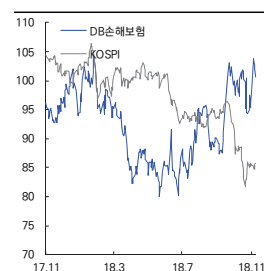
영업이익(12F, 십억원)	877
Consensus 영업이익(12F, 십억원)	826
EPS 성장률(12F, %)	-4.0
MKT EPS 성장률(12F, %)	-8.6
P/E(12F, x)	7.6
MKT P/E(12F, x)	9.0
KOSPI	2,092.40
시가총액(십억원)	5,098
발행주식수(백만주)	71
유동주식비율(%)	66.2
외국인 보유비중(%)	46.4
베타(12M) 일간수익률	0.10
52주 최저가(원)	57,200
52주 최고가(원)	74,700
주가상승률(%)	1개월 2.7, 6개월 16.5, 12개월 6.4
절대주가	5.3, 37.0, 28.8
상대주가	

투자포인트

- 자동차 요율 인상 현실화되면서 수익성 개선 사이클 진입
- 실손 보험 역시 요율 인상 재개 및 악성 물건(5년 갱신물 등) 갱신 확대로 손해를 개선
- 최적의 자본관리 능력 발휘되며 안정적 주주환원 지속 → 4% 수준의 배당 수익률 기대
- K-ICS 및 회계제도 변경 이연 및 단계적 적용 기대 → 자본비용 급격한 증가 가능성 제한

Risk 요인

- 자동차보험의 요율 인상 자체 가능성



결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
경과보험료 (십억원)	10,565	11,103	11,441	11,673	11,860	12,066
영업이익 (십억원)	597	675	859	877	944	1,045
순이익 (십억원)	413	470	622	597	620	693
EPS (원)	6,519	7,428	9,827	9,436	9,792	10,952
BPS (원)	58,179	62,623	69,757	74,213	81,505	89,857
P/E (배)	10.8	8.4	7.2	7.6	7.4	6.6
P/B (배)	1.2	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
ROE (%)	11.7	12.3	14.8	13.1	12.6	12.8
배당수익률	2.2	2.6	3.2	3.5	3.6	3.9
자기자본 (십억원)	3,683	3,964	4,415	4,698	5,159	5,688

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: DB손해보험, 미래에셋대우 리서치센터

22 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

요약 대차대조표	FY17	FY18F	FY19F	FY20F
자산총계	37,404	39,775	42,135	44,698
운용자산	31,609	33,853	35,920	38,083
현금과예금	414	454	482	511
유가증권	20,487	21,404	22,711	24,078
주식	1,244	1,238	1,314	1,393
채권	7,849	8,722	9,255	9,812
수익증권	5,338	4,991	5,296	5,615
기타	6,055	6,453	6,847	7,259
대출채권	9,572	10,846	11,508	12,201
부동산	1,136	1,149	1,220	1,293
비운용자산	3,405	3,197	3,218	3,319
특별계정자산	2,390	2,724	2,996	3,296
부채총계	32,988	35,077	36,976	39,010
보험계약준비금	28,929	30,633	32,254	33,962
책임준비금	28,929	30,633	32,254	33,962
자금준비금	2,474	2,576	2,582	2,619
장기자속성보험료적립금	24,236	25,810	27,415	29,048
미경과보험료적립금	2,122	2,149	2,159	2,196
계약자배당준비금	82	77	78	79
계약자이익배당준비금	4	8	8	8
배당보험손실보전준비금	11	12	12	12
보통준비금	0	0	0	0
비상위험준비금	0	0	0	0
기타부채	1,566	1,702	1,705	1,730
특별계정부채	2,493	2,742	3,016	3,318
자본총계	4,415	4,698	5,159	5,688
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	38	38	38	38
이익잉여금	3,920	4,374	4,835	5,364
자본조정	-30	-30	-30	-30
기타포괄손익누계	451	280	280	280
수정자본총계	4,415	4,698	5,159	5,688
부채와자본의총계	37,404	39,775	42,135	44,698

Valuation 지표(원, 배, %)				
수정지표				
수정EPS	9,827	9,436	9,792	10,952
수정BPS	69,757	74,213	81,505	89,857
수정PBR	7.2	7.4	7.2	6.4
수정PBR	1.0	0.9	0.9	0.8
수정ROE	14.8	13.1	12.6	12.8
수정ROA	1.7	1.5	1.5	1.6
DPS				
보통주	2,300	2,500	2,600	2,800
우선주	-	-	-	-
배당수익률				
보통주	3.2	3.5	3.6	3.9
우선주	-	-	-	-
배당성향	23.4	26.5	26.6	25.6

자료: DB손해보험, 미래에셋대우 리서치센터

요약 PL	FY17	FY18F	FY19F	FY20F
원수보험료	12,368	12,428	12,625	12,842
경과보험료	11,441	11,673	11,860	12,066
장기	7,943	8,003	8,123	8,245
자동차	2,954	3,041	3,102	3,179
일반	543	629	635	641
발생손해액	9,421	9,591	9,725	9,861
장기	6,691	6,627	6,690	6,775
자동차	2,382	2,560	2,623	2,666
일반	349	404	413	419
손사정비	2,196	2,291	2,349	2,389
비상위험준비금	0	0	0	0
보험영업이익	-176	-209	-214	-184
투자영업이익	1,035	1,086	1,158	1,229
영업이익	859	877	944	1,045
영업외손익	-32	-52	-89	-89
세전이익	827	825	855	956
법인세비용	205	227	235	263
순이익	622	597	620	693
수정순이익	622	597	620	693

성장률(YoY, %)				
원수보험료	2.3	0.5	1.6	1.7
자동차보험	8.9	-0.8	2.0	2.5
장기보험	0.1	1.0	1.5	1.5
일반보험	0.2	0.2	1.0	1.0
영업이익	27.2	2.0	7.7	10.7
순이익	32.3	-4.0	3.8	11.8
수정순이익	32.3	-4.0	3.8	11.8
총자산	9.3	6.3	5.9	6.1
운용자산	8.1	7.1	6.1	6.0
보험계약준비금	7.2	5.9	5.3	5.3

수익성(%)				
손해율	82.3	82.2	82.0	81.7
자동차보험	80.6	84.2	84.6	83.9
장기보험	84.2	82.8	82.4	82.2
일반보험	64.3	64.3	65.0	65.3
사업비용(경과대비)	19.2	19.6	19.8	19.8
합산비용(경과대비)	101.5	101.8	101.8	101.5
투자영업이익률	3.5	3.4	3.4	3.4

안정성(%)				
RBC 비율	201.6	205.8	216.1	228.0
보유보험료/자기자본	261.5	248.2	229.6	211.9
준비금/보유보험료	250.5	262.7	272.3	281.9

[금융/건설] 반등의 조건

금융플랫폼(은행지주)/페이먼트(카드)

불확실성 확대기, 믿을 것은 배당수익률과 실적의 힘

강혜승

02-3774-1903

heather.kang@miraeasset.com

2019년 전망

2019년 감익?
그렇지 않다! 견조한 실적 전망

저평가 매력

배당 매력

미래를 대비하는
구조 변화

(성장성·수익성 하락, 고평화)

사업 포트폴리오 다변화
(비은행·비카드 부문 강화)

수익 기반 다변화
(수수료이익 등 비이자이익 강화)

Globalization
(해외 진출 · 지역 다변화)

디지털 트랜스포메이션

은행(금융지주)업종
비중확대 의견

Top picks:
하나금융
KB금융

자료: 미래에셋대우 리서치센터

3 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

카드업종:

불확실성 높고 비우호적인 외부 환경

2018년말 가맹점 수수료율 재산정:
우대 가맹점 수수료율 추가 인하 가능성
높은 것으로 판단

금리 인상기: 조달 비용 상승

배당 매력 있으나 저평가 매력 높지 않음

삼성카드
중립 의견

자료: 미래에셋대우 리서치센터

4 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

증장기적으로 은행(금융지주)업종 주가는 펀더멘털을 반영

- 2016-17년 주가 상승 및 KOSPI 대비 아웃퍼폼
- 2018년 들어 펀더멘털 개선에도 불구하고, 관치 부활 우려, (특히, 가산금리에 대한) 비우호적 규제 강화 가능성, 채용 비리 이슈 등으로 주가 하락. 우려가 축소 혹은 해소되는 시점에 글로벌 경기 둔화 우려, 미·중 무역 분쟁 격화 등으로 글로벌 주식 시장 급락. 동반 주가 하락
- 최근, 은행(금융지주)업종 관련해 2019년 감익 우려 대두. 강화된 가계대출 관련 규제, 가능성 높은 것으로 판단되는 신용카드 가맹점 수수료를 인하, 경기 둔화 우려 등에도 불구하고, 커버리지 은행(금융지주)업종은 2019년에도 견고한 이익 창출, 펀더멘털 개선 지속할 전망

한국 은행(금융지주) 업종 - 주가 performance와 news flow



자료: Quantwise, 언론 보도, 금융위, 금감원, 각 사, 미래에셋대우 리서치센터
5 | 2019 산업별 투자전략

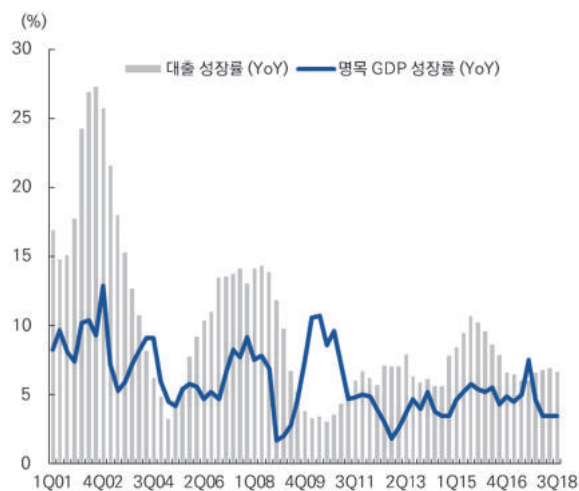
Mirae Asset Daewoo Research

II. 감익 걱정은 기우. 2019년에도 이익 증가 전망

① 가계대출 규제에 대출 성장 어렵다? No. 적정 대출자산 성장 가능

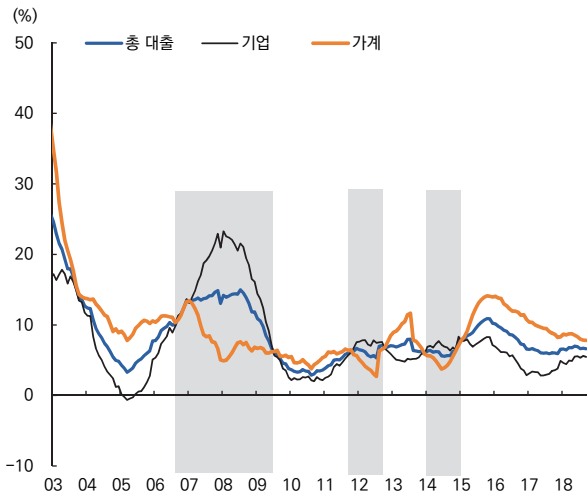
- 국내 은행계(시스템) 총 원화대출 성장률 2014년 +7.8%, 2015년 +10.2%, 2016년 +6.6%, 2017년 +6.6% YoY. 명목 GDP 성장률을 크게 하회하는 대출 성장률을 기록했던 시기는 제한적 (예. 글로벌 금융위기 이후)
- 가계대출 성장이 없으면 대출성장 어렵다? No. 기업대출이 주요 성장 드라이버였던 시기 존재
- 2015-16년 가계대출 성장을 확대 이후 2017-18년에는 성장률 축소. 2017-18년 기업대출 성장률은 확대

명목 GDP 성장률과 국내 은행계 대출 성장률 (YoY)



자료: 한국은행, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터
주: 주택금융공사 주택담보대출 포함 시스템 대출잔액 기준

국내 은행계 대출 성장률 (YoY)



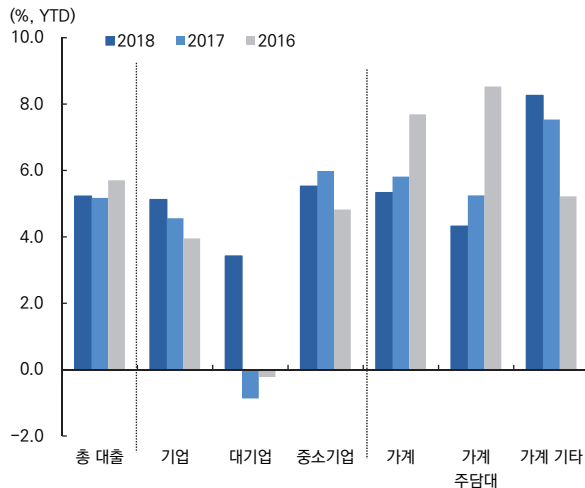
II. 감익 걱정은 기우. 2019년에도 이익 증가 전망

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

① 가계대출 규제로 대출 성장 어렵다? No. 적정 대출자산 성장 가능

- 2012-13년 대형 상장 은행은 2~3%대의 저조한 대출 성장을 기록. 2014-15년부터 대출 성장을 확대
- 2016년-17년 대형 상장 은행 4~6%대의 견고한 대출 성장 실현
- 3Q18(전년말 대비) 대출 성장률: KB 7.3%, 신한 5.0%, 하나 6.7%, 기업 5.5%. 기존 예상치를 상회하는 견고한 대출 성장세
- 가계보다는 기업대출 성장률, 기업 중에서도 대체로 중소기업대출 성장률이 높았음

국내 은행계 대출 부문별 연간 성장률 (전년말 대비 9월말 기준)



자료: 한국은행, 각 사, 미래에셋대우 리서치센터
주: 주택금융공사 주택담보대출 포함한 시스템 대출잔액 기준

은행별 2016년(YoY), 2017년(YoY) 대출 성장률

성장률, %	KB		신한		하나		우리		기업	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
가계	6.8	5.4	6.3	5.6	8.4	4.2	11.2	3.9	4.3	2.7
일반	4.5	4.7	14.4	11.7	-2.1	2.8	15.7	2.3	3.4	0.1
담보	9.5	6.2	0.6	0.8	10.5	4.5	2.5	7.5	5.5	6.4
기업	5.9	7.8	2.5	6.3	-0.9	7.0	-2.9	5.8	6.6	5.6
중소기업	7.4	10.4	6.6	9.5	6.4	9.9	1.6	9.0	6.6	5.9
대기업	-0.4	-4.2	-10.4	-5.8	-23.8	-5.9	-16.7	-6.1	6.8	-1.0
공공 및 기타					9.0	-13.5	-27.3	-17.8	9.1	5.5
원화대출금	6.4	6.5	4.4	5.9	3.9	5.3	3.6	4.4	6.2	5.1

성장률, %	부산		경남		대구		전북		광주	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
가계	13.5	6.2	18.5	13.2	2.8	8.1	34.0	32.2	55.9	21.1
일반	18.8	20.3	23.5	9.7	0.4	20.1	3.5	3.7	24.4	24.0
담보	11.6	0.8	17.6	13.9	5.0	-2.4	52.4	44.0	64.9	20.5
기업	4.1	0.8	2.3	1.0	5.2	5.8	5.0	-0.7	2.2	-7.0
중소기업	5.2	1.5	5.0	2.9	6.3	5.8	3.3	2.4	3.2	-6.3
대기업	-5.3	-6.2	-17.9	-17.0	-5.5	5.5	22.7	-27.7	-8.9	-15.7
공공 및 기타	-2.7	-8.8	-14.5	-10.0	3.7	8.3	-4.6	-9.4	-5.7	-11.6
원화대출금	6.3	2.7	6.8	4.8	4.5	6.4	14.5	12.1	20.7	5.6

자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

II. 감익 걱정은 기우. 2019년에도 이익 증가 전망

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

① 가계대출 규제로 대출 성장 어렵다? No. 적정 대출자산 성장 가능

- 커버리지 은행 평균 대출 성장률 2018년 3.9%(대형은행 평균 6.1%, 지방은행 평균 2.2%), 2019년 4.2%(대형은행 평균 4.6%, 지방은행 평균 3.9%)로 전망. 적정 대출 성장률로 판단하며, 이를 가능케 하는 수요는 존재한다고 판단
- 대형은행의 경우, 2018년 당초 예상을 상회하는 대출 성장률을 기록하고, 2019년 성장률은 하락하는 것으로 전망하나, 우려할 만하다고 판단하지 않음. 4~5%대의 양호한 성장률 예상
- 또한, 2018년에 늘려놓은 자산도 평잔효과로 2019년 이익 창출 기반으로 작용할 것

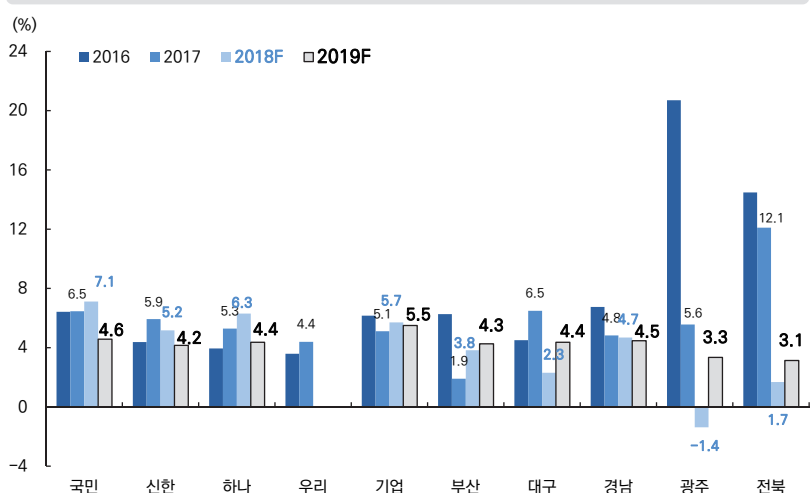
은행별 3Q18 (YTD) 대출 성장률

3Q18 YTD	KB	신한	하나	우리	기업
성장률, %					
가계	6.0	4.3	6.1	2.7	3.8
일반	4.1	8.5	4.1	3.0	3.4
담보	8.1	0.7	6.4	2.2	4.5
기업	9.0	5.6	7.5	3.8	5.9
중소기업	8.5	6.9	8.3	5.0	6.1
대기업	11.2	0.0	3.8	-1.4	1.0
공공 및 기타			2.4	-11.4	-2.8
원화대출금	7.3	5.0	6.7	3.0	5.5

3Q18 YTD	BNK	DGB	JB
성장률, %			
가계	4.6	1.5	-2.1
일반	4.0	7.3	17.6
담보	4.8	-4.7	-7.1
기업	3.2	1.7	1.3
중소기업	3.3	1.1	2.7
대기업	2.5	8.6	-17.6
공공 및 기타	6.7	1.9	12.6
원화대출금	3.7	1.7	-0.2

자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

은행별 원화대출금 성장률



II. 감익 걱정은 기우. 2019년에도 이익 증가 전망

금융플랫폼(은행자주)
/페이먼트(카드)

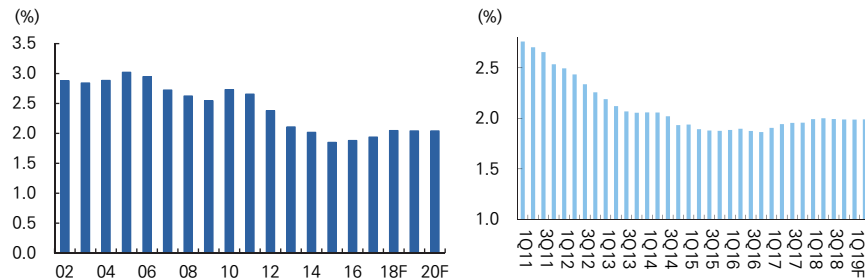
② NIM – 보수적 가정,
기준금리 인상 및 시장금리
상승 있다면 예상치 상향
조정할 upside potential

- 이론적으로 다른 모든 변수가 일정하다면, 금리 25bps 인상 후 1년간 NIM에 미치는 영향 +2.7bps
- 실제 대부분의 커버리지 은행 NIM은 2H16부터 2Q18까지 (이론상 NIM의 하락·상승, 변동폭보다 더) 양호하게 관리되었음
- 저원가성 핵심예금 비중 확대, 수익성 높은 중기대출 혹은 우량신용대출로 성장의 축 이동 등 여·수신 포트폴리오 개선 노력, 금리 프라이싱 세분화, 적정 대출 성장, 경쟁 강도 유지, 정부 정책에 맞춰 가계대출 심사 강화 및 우대감면금리 제한 등에 의함

은행 금리 감응 자산, 부채, 갭(원화 기준)

(십억원)	0-3개월	3-6개월	6-12개월	1-3년	3년 초과	합계
원화금리감응자산	685,313	267,423	160,618	193,069	115,257	1,421,681
원화금리감응부채	467,733	216,727	289,634	131,197	106,891	1,212,182
원화금리감응갭	217,580	50,696	-129,016	61,873	8,366	209,499
금리 25bps 인상 시						
연간 순이자이익 영향	544	127	-323			348
1년간 NIM 영향(bps)	4.2	1.0	-2.5			2.7

상장 은행 단순 평균 NIM 추이



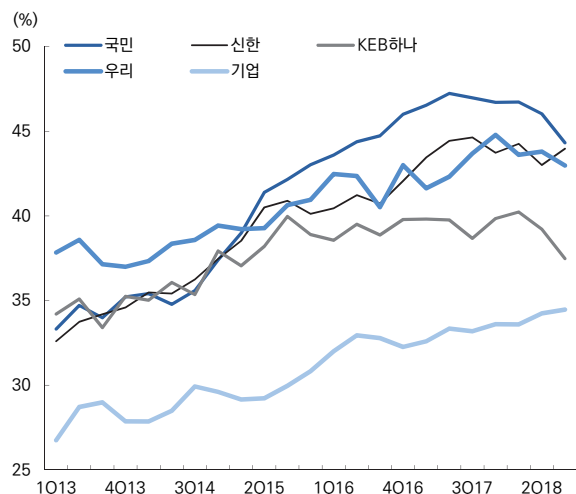
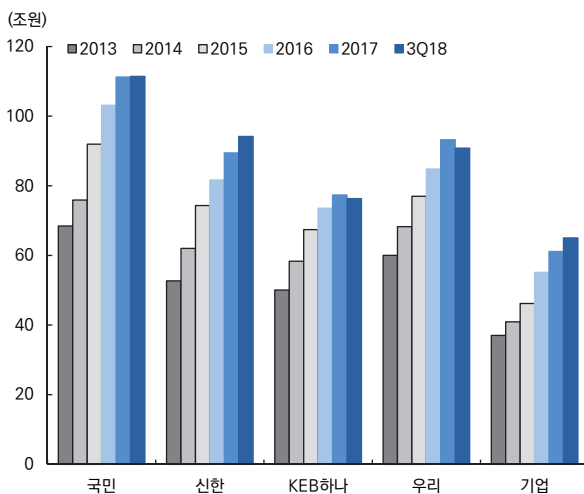
II. 감익 걱정은 기우. 2019년에도 이익 증가 전망

금융플랫폼(은행자주)
/페이먼트(카드)

② NIM – 보수적 가정,
기준금리 인상 및 시장금리
상승 있다면 예상치 상향
조정할 upside potential

- 저원가성 핵심예금 비중 확대: 풍부한 유동성 및 저금리 환경(정기예금의 매력도 하락) 하에서 다양한 금융상품에 대한 수요 증가, 신용카드 transaction volume 증가로 카드 사용자 및 가맹점 결제 계좌의 유동금액과 잔고 상승
- 추가 상승 여지는 제한적인 것으로 판단. 금리 상승에 따라 정기예금 매력도 상승

은행별 저원가성 핵심예금 잔액, 비중 추이



II. 감익 걱정은 기우. 2019년에도 이익 증가 전망

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

② NIM – 보수적 가정,
기준금리 인상 및 시장금리
상승 있다면 예상치 상향
조정할 upside potential

- 커버리지 은행들의 변동금리대출은 주로 은행채(주로 3개월, 6개월, 1년물 등 단기물), COFIX 금리 등에 연동

금리 종류별 대출 breakdown

(단위: %)	신한	KB	하나	우리	기업	부산	경남	대구	전북	광주
고정금리대출	27.9	37.1	19.7	29.6	45.8	19.0	11.6	13.0	28.1	8.2
변동금리대출	72.1	62.9	80.3	70.4	47.4	81.0	88.4	87.0	67.9	84.7
혼합형대출	-	-	-	-	6.8	-	-	-	3.9	7.1

(단위: %)	신한	KB	하나	우리	기업	부산	경남	대구	전북	광주
변동금리	72.1	62.9	80.3	70.4	47.4	81.0	88.4	87.0	67.9	84.7
은행채	28.5	18.7	37.1	-	-	55.5	45.5	70.6	18.8	42.6
COFIX	22.8	27.8	17.2	26.2	1.7	23.9	40.8	13.7	42.9	35.9
CD	18.7	15.6	23.4	13.9	0.3	1.3	1.4	2.7	2.8	5.4
KORIBOR	-	-	-	-	37.5	-	-	-	-	-
기타	2.1	0.8	2.6	30.3	7.9	0.3	0.7	-	3.4	0.8
고정금리	27.9	37.1	19.7	29.6	45.8	19.0	11.6	13.0	28.1	8.2
혼합형	-	-	-	-	6.8	-	-	-	3.9	7.1

자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

주: 1) 2018년 6월말 기준, 2) 우리은행 변동금리 기타 분류에 은행채 및 KORIBOR 연동 대출 포함

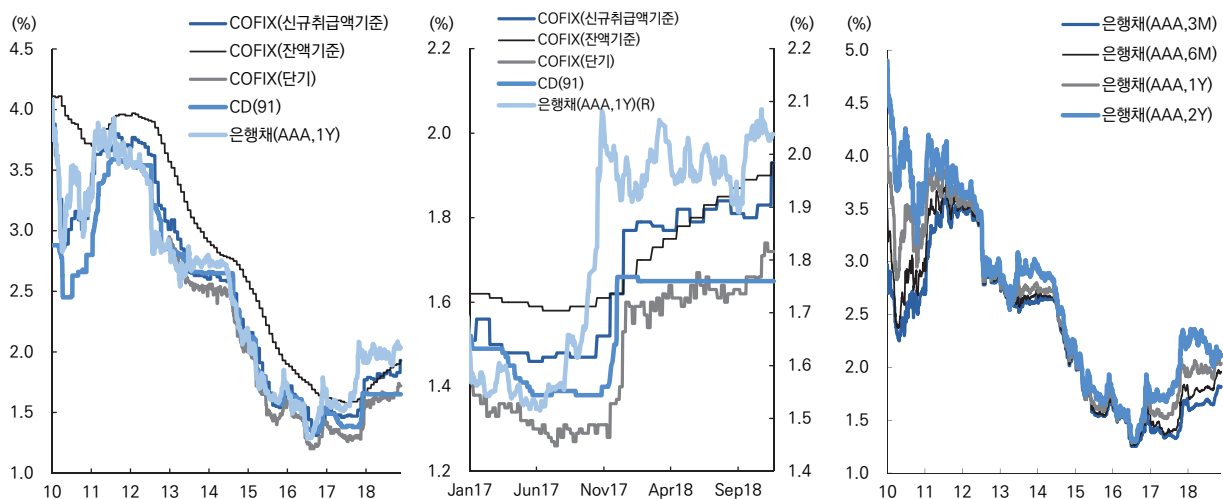
II. 감익 걱정은 기우. 2019년에도 이익 증가 전망

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

② NIM – 보수적 가정,
기준금리 인상 및 시장금리
상승 있다면 예상치 상향
조정할 upside potential

- 은행채(AAA) 단기물(예. 3개월물) 금리 추이를 살펴보면 장기금리를 후행하며, 4Q17에 들어서야 비로소 상승세 시현. 2018년에는 3Q18 말부터 상승세 시현. 최근 장기물(5Y+) 금리는 하락했으나 단기물(3개월물, 6개월물, 1년물) 금리는 강보합
- COFIX 단기, 신규취급액 금리도 3Q18말부터 상승

은행채(AAA), COFIX, CD 금리 추이



자료: KOSCOM, 한국은행, 미래에셋대우 리서치센터

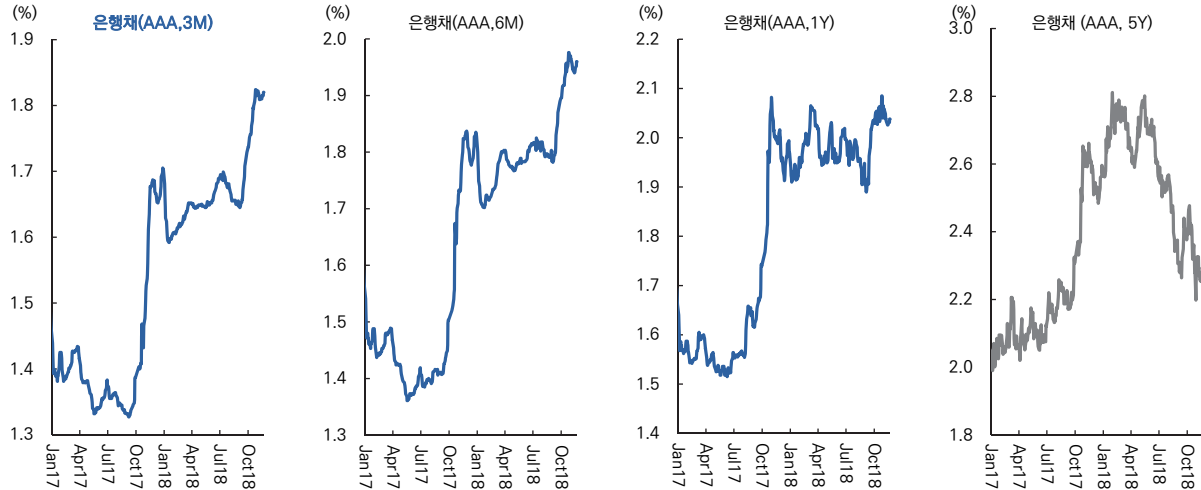
II. 감익 걱정은 기우. 2019년에도 이익 증가 전망

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

② NIM – 보수적 가정, 기준금리 인상 및 시장금리 상승 있다면 예상치 상향 조정할 upside potential

- 최근 은행채(AAA) 단기물(예, 3개월물), COFIX 금리 추이는 우호적
- 그러나, 기준금리 인상 여부 관련 불확실성, 자산·부채 구조상 조달 금리 상승 구간에 진입한 점, 저원가성 핵심예금 비중 추가 확대가 어려운 점 등을 반영해, NIM을 보수적으로 전망
- 커버리지 대형 은행(KB, 신한, 하나)의 경우, 4Q18 NIM이 연말 효과 등으로 3Q18 대비 1bp 상승한 후, 4Q18 NIM이 4Q20까지 매분기 동일하게 유지된다고 가정했음. 향후 기준금리 인상 및 시장금리 상승 있다면, NIM 예상 상향 조정 가능성 존재

은행채(AAA), COFIX, CD 금리 추이



자료: KOSCOM, 한국은행, 미래에셋대우 리서치센터

13 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

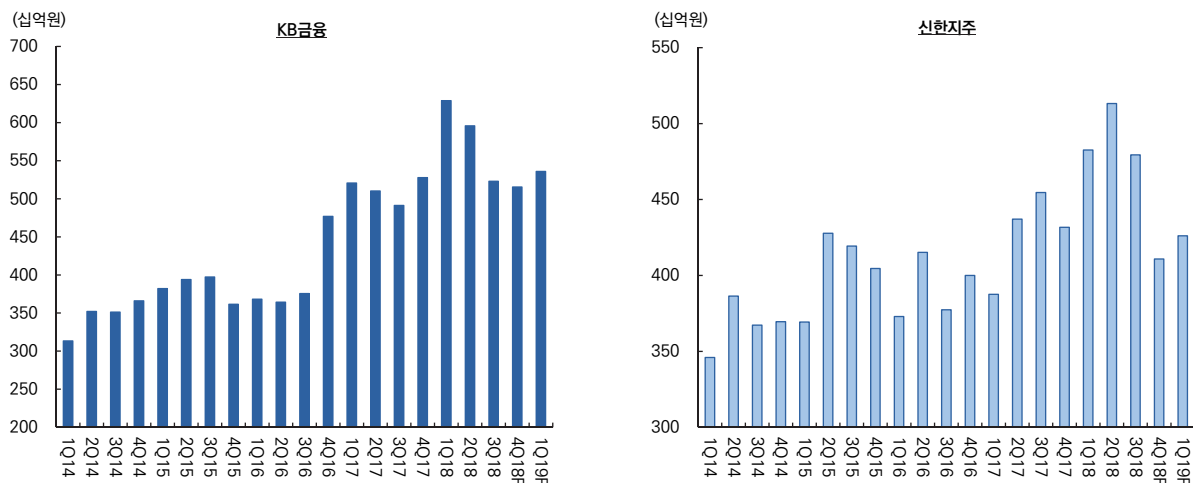
II. 감익 걱정은 기우. 2019년에도 이익 증가 전망

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

③ 순수수료이익 – 1Q18, 2Q18 정도는 아니어도...

- 최근 3~4년간 대형 은행(금융지주)들의 순수수료이익은 뚜렷한 성장 기록. 카드 가맹점 수수료를 제외한 ELS, ELT 판매수수료, 퇴직연금 등 신탁수수료, 펀드판매, 증권업수입수수료 등 자산관리 관련 수수료와 IB 수수료 모두 호조세
- 저금리 환경 하에서 다양한 금융상품 판매에 대한 영업 집중, 우호적인 증시 환경, 복합점포 활성화, 은행-비은행 계열사간 협업 등에 기인

분기 순수수료이익의 뚜렷한 증가



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터
14 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

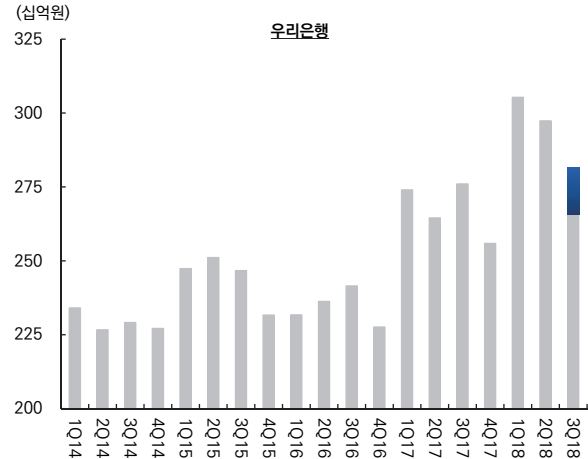
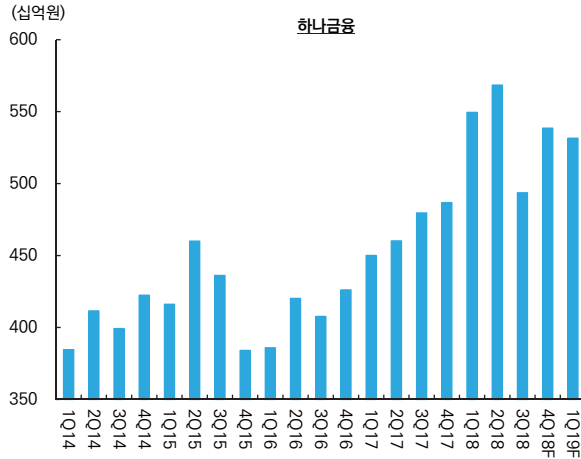
II. 감익 걱정은 기우. 2019년에도 이익 증가 전망

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

③ 순수수료이익 – 1Q18, 2Q18 정도는 아니어도...

- 이례적으로 높았던 1Q18, 2Q18 순수수료이익을 베이스로 지속 고성장하는 것은 어려울 것이며, 증시 환경 등에 따라 변동성이 있는 이익 부문인 것은 사실. 실제 3Q18에는 국내외 증시 하락과 거래대금 감소, ELS, ELT 조기 상환 및 판매 감소 등으로, 1Q18와 2Q18 대비 증가세 축소되었음
- 그러나, 최근 순수수료이익 증가가 **상당부분 수익 기반 다변화와 자본시장 발달 등 구조적 변화에 기인**하며, 관련 고객 수와 예탁자산이 증가했기 때문에, 향후 증시 여건 개선된다면 견조한 순수수료이익 기대 가능할 전망
- 순수수료이익 증대는 **이익 성장성분 아니라 자본 효율성 측면에서도 긍정적**

분기 순수수료이익의 뚜렷한 증가



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터
주: 우리은행 3Q18 일회성 카드 수수료 비용 차감분 감안시

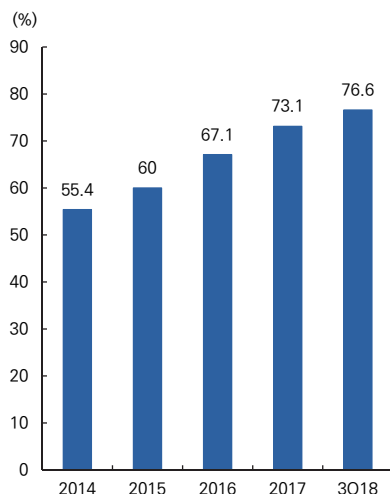
II. 감익 걱정은 기우. 2019년에도 이익 증가 전망

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

④ 총당금 비용 –상승하나 여전히 안정적 수준 지속 전망

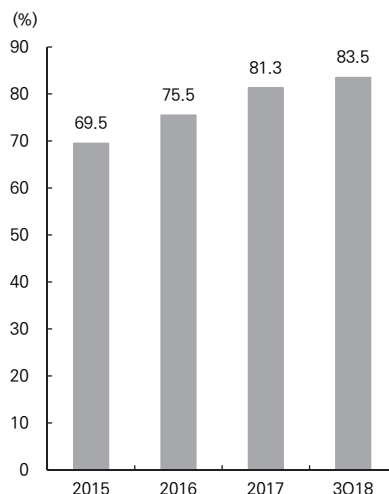
- 커버리지 대형 은행(금융지주)은 최근까지 지속해서 대출 포트폴리오의 질을 개선시켜 옴
- 특히, 기업대출을 늘리면서도 우량등급 비중을 꾸준히 확대

KB금융 기업대출(BBB- 이상) 우량등급 비중

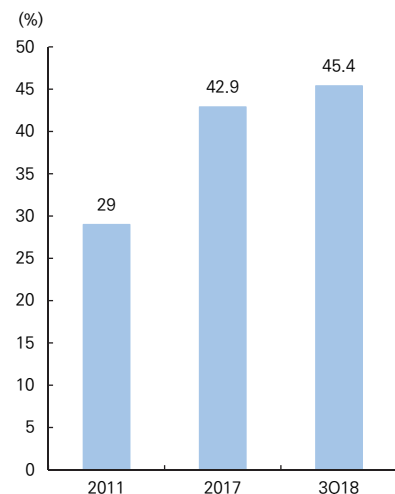


자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

우리은행 기업대출 (BBB 이상) 우량등급 비중



기업은행 중소기업대출 우량등급(A등급) 비중



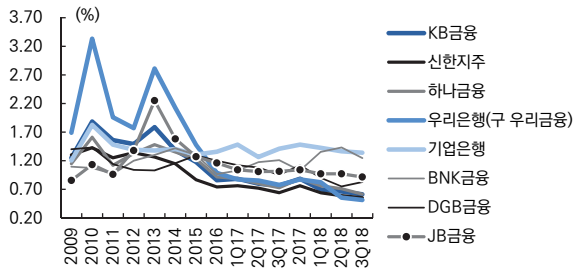
II. 감익 걱정은 기우. 2019년에도 이익 증가 전망

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

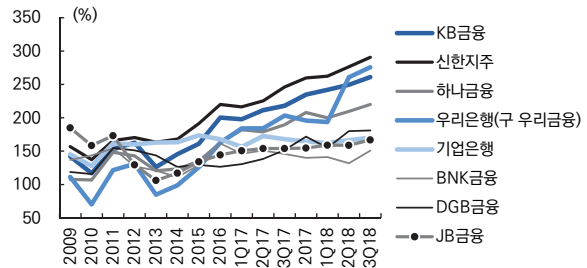
④ 총당금 비용 – 상승하나 여전히 안정적 수준 지속 전망

- 상장 은행 자산 건전성 지표 개선
- 3Q18 연체율 상승? 국내은행 연체율 0.54%(+3bps QoQ), 상장 은행 평균 연체율 0.49%(+1bp QoQ), KB, 신한, 하나, 우리은행은 모두 전분기 대비 하락. 대형 은행의 경우 급변동 시그널 부재

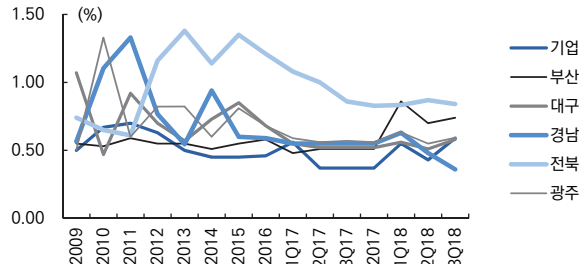
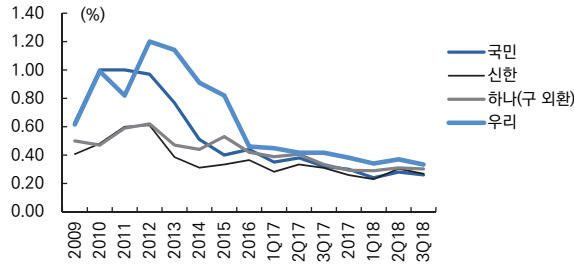
NPL 비율 (연결 기준)



NPL 커버리지비율 (연결 및 대손준비금 포함 기준)



연체율 (은행 기준)



자료: 금감원, 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

17 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

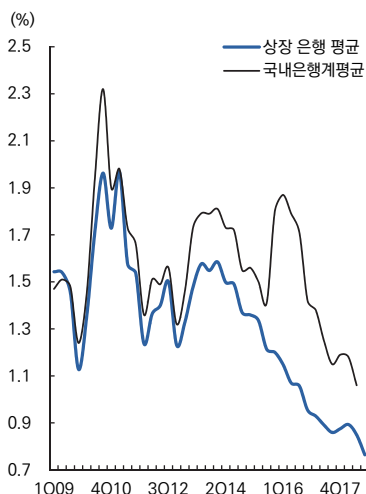
II. 감익 걱정은 기우. 2019년에도 이익 증가 전망

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

④ 총당금 비용 – 상승하나 여전히 안정적 수준 지속 전망

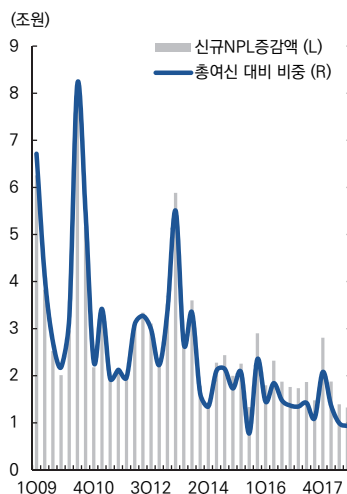
- 금융위기 이후 상장 은행들의 자산 건전성은 크게 개선됨. 금융위기 이후 경기민감업종 대기업 익스포저 감소, 대출 포트폴리오 질적 개선. 대형 은행들 중심으로 신규 NPL증감액, 총당금 비용 감소(경상기준 총당금 비용 낮아짐+환입 요인 발생)
- 커버리지 상장 은행(금융지주는 지주 연결 기준) credit cost는 2017년 36bps에서 2018년 33bps로 하락했다가, 2019년 38bps, 2020년 40bps로 상승 전망. 금리 상승기인 점, 그러나 현재로서는 대형 은행 및 금융지주의 경우 자산 건전성의 급격한 악화 시그널은 없는 점을 모두 반영

상장 은행, 국내은행계 평균 NPL비율 추이

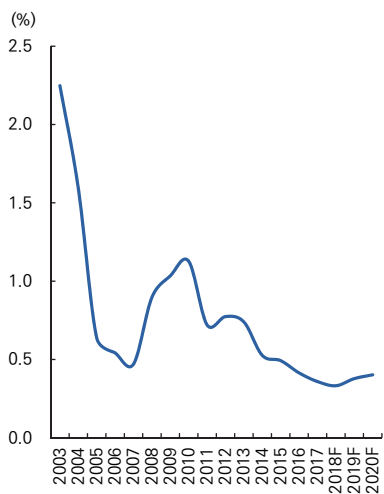


자료: 금감원, 각 사, 미래에셋대우 리서치센터
주: 국내은행계-산업은행, 농협, 수협, SC제일은행, 씨티은행 포함

상장 은행 신규NPL증감 추이



업종 총여신 대비 총당금 비용을 추이



18 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

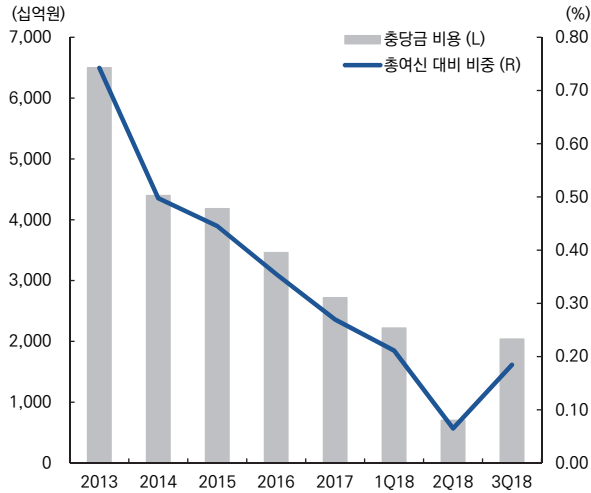
II. 감익 걱정은 기우. 2019년에도 이익 증가 전망

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

④ 총당금 비용 - 상승하나 여전히 안정적 수준 지속 전망

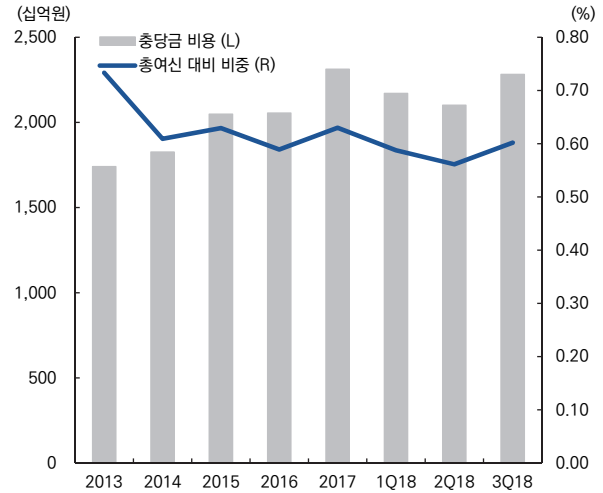
- 대형 은행(금융지주)의 총당금 비용률은 뚜렷한 하락세 시현 vs. 지방은행(지주)들의 총당금 비용률은 뚜렷한 하락 추이 보이지 않음

총당금 비용 (KB금융, 신한지주, 하나금융, 우리은행 합산)



19 | 2019 산업별 투자전략

총당금 비용 (기업은행, BNK금융, DGB금융, JB금융 합산)



Mirae Asset Daewoo Research

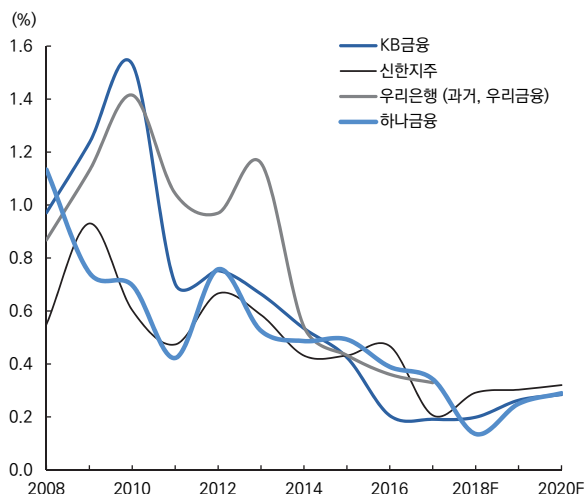
II. 감익 걱정은 기우. 2019년에도 이익 증가 전망

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

④ 총당금 비용 -상승하나 여전히 안정적 수준 지속 전망

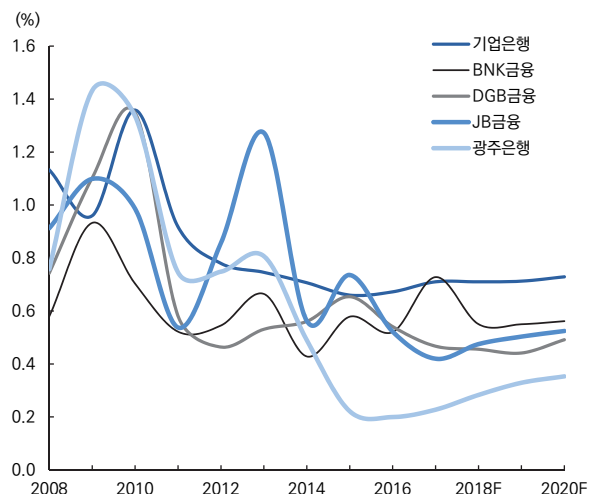
- 자산 건전성 지표와 신규NPL증감 추이 등을 감안할 때 여전히 대형 은행(금융지주)들의 안정적 총당금 비용률에 대한 가시성이 더 높다고 판단

총당금 비용 (KB금융, 신한지주, 하나금융, 우리은행)



20 | 2019 산업별 투자전략

총당금 비용 (기업은행, BNK금융, DGB금융, JB금융, 광주은행)



Mirae Asset Daewoo Research

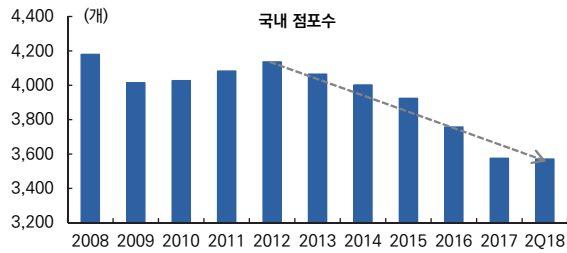
II. 감익 걱정은 기우. 2019년에도 이익 증가 전망

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

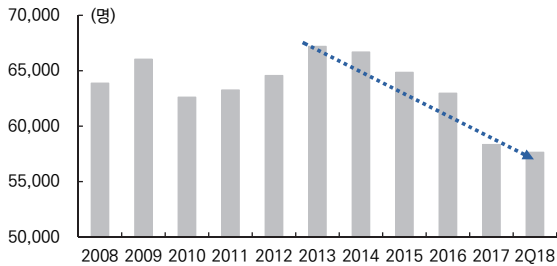
⑤ 판관비 효율화 진행 중 비용-수익 비율 하락 전망

- 대규모 희망퇴직 실시 등 인력구조 효율화, 저수익 점포 정리, 중복 점포 통폐합 등 채널 및 조직 효율화 실시 → 비용 구조 슬림화

4대 시중은행 국내 점포수 (은행 기준)



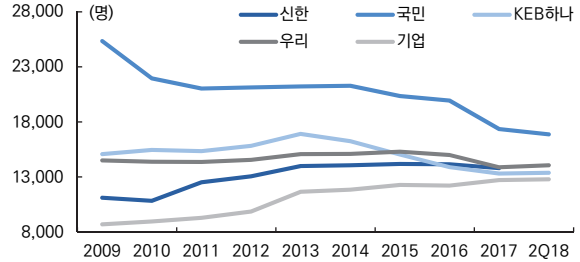
4대 시중은행 총 임직원수 (은행 기준)



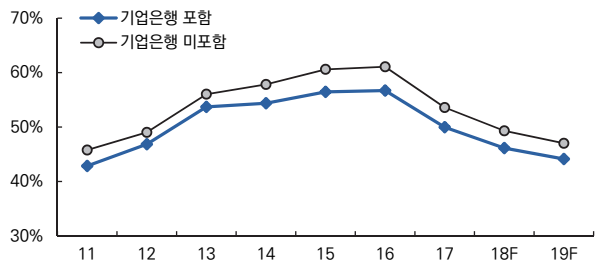
자료: 금감원, 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

21 | 2019 산업별 투자전략

5대 상장 은행 총임직원수 추이



5대 상장 은행(금융지주) 비용-수익 비율 추이



Mirae Asset Daewoo Research

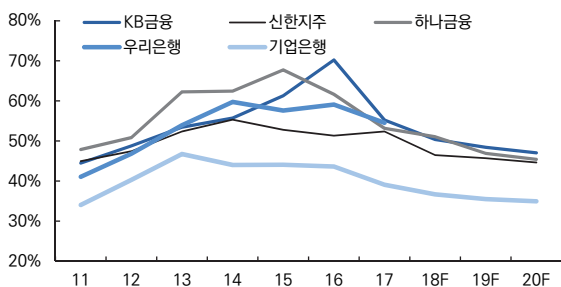
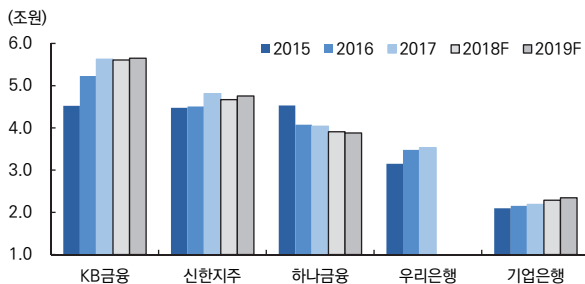
II. 감익 걱정은 기우. 2019년에도 이익 증가 전망

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

⑤ 판관비 효율화 진행 중 비용-수익 비율 하락 전망

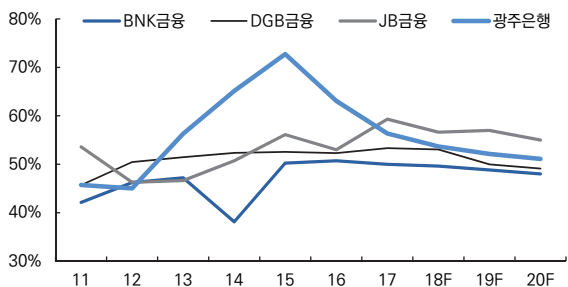
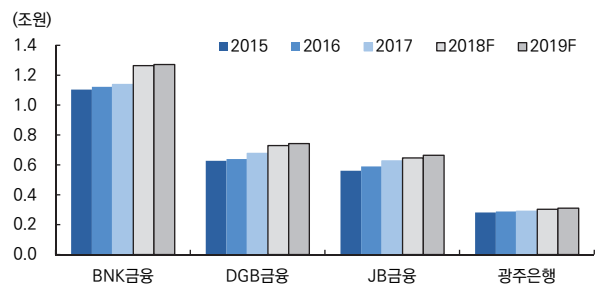
- 견조한 핵심 이익 cycle
- 비용-수익 비율 하락 전망

판관비 및 비용-수익 비율



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

22 | 2019 산업별 투자전략



Mirae Asset Daewoo Research

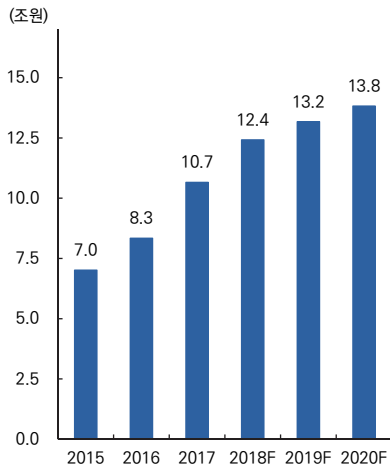
II. 감익 걱정은 기우. 2019년에도 이익 증가 전망

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

⑥ 2018~20년 ROE 9%대, ROA 0.7%대 예상

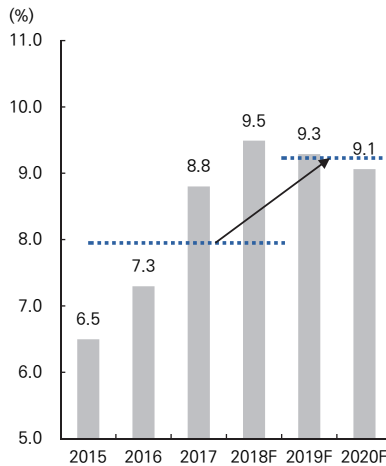
- 2019년 감익 우려 존재: 대출자산 성장률이 기대 이상의 수요에 따라 예상을 상회한 2018년 성장률 대비 축소될 것이나 여전히 양호한 성장률 기대 가능한 점과, 2018년 늘려놓은 자산으로부터의 평잔 효과에 대한 오해에서 비롯된 것으로 추정. **커버리지 은행(금융지주)업종 증익 예상**
- 커버리지 합산 (KB금융, 신한지주, 하나금융, 기업은행, BNK금융, DGB금융, JB금융) ROE는 2015~17년에 각각 6.5%, 7.3%, 8.8%에서 **2018년~20년 9%를 상회할 전망**
- ROA는 2015~17년에 각각 0.5%, 0.55%, 0.65%에서 2018년 0.71%, 2019년 0.72%, 2020년 0.72%로 예상

커버리지 은행(금융지주)업종 순이익

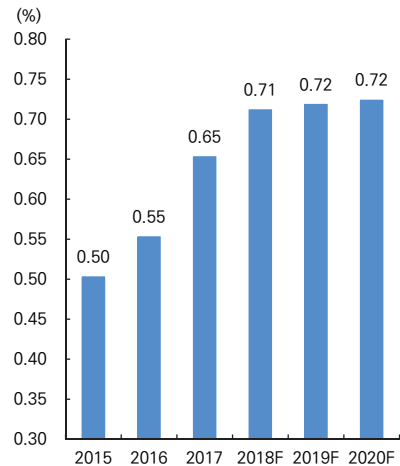


자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

커버리지 은행(금융지주)업종 ROE



커버리지 은행(금융지주)업종 ROA



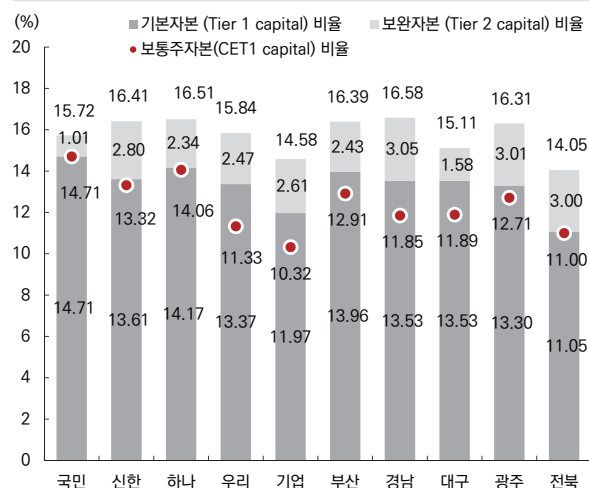
III. 불확실성 확대기, 한층 더 높아진 배당 성장의 중요성

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

자본력이 배당 등 주주친화정책, M&A등 뒷받침 할 힘

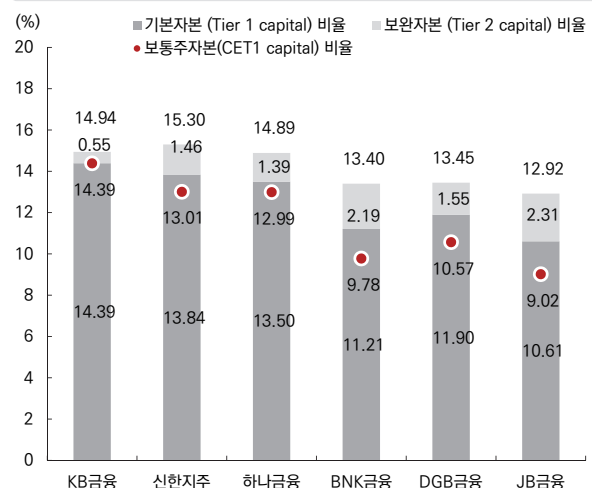
- 2018년말 바젤 III 최종 규제 확정, 2019년 IFRS9 도입 등으로 자본비용 하락 우려 있었으나 실제 영향은 매우 제한적
- 경기대응완충자본 최대치 2.5% 적용시 2019년까지 준수해야 하는 보통주자본비용 (SIB: 10.5%, non-SIB: 9.5%)을 이미 상회
- 신한지주 오렌지라이프 지분 인수시 보통주자본비용 40~60bps 하락 예상. 보통주자본비용: KB금융 > 하나금융 > 신한지주 순이 될 전망

은행별 BIS자기자본비율 (3Q18P)



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

금융지주사별 BIS자기자본비율 (3Q18P)



Ⅲ. 불확실성 확대기, 한층 더 높아진 배당 성장의 중요성

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

대형주 2018~19F 배당수익률 4~5%대 예상: 아주 완만한 배당 성향 상승 가정

배당성향													
(%)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
KB금융	-	14.6	46.6	11.7	13.4	15.3	21.5	22.3	23.2	23.2	24.1	25.1	25.9
신한지주	12.1	32.8	24.6	18.9	17.0	19.5	24.6	26.7	24.8	23.6	24.1	24.5	25.2
하나금융	8.7	27.3	14.5	11.8	6.7	12.4	18.5	21.1	23.4	22.5	23.5	24.0	24.5
우리은행	-	7.9	16.9	9.4	12.3	-	27.7	31.8	21.4	26.7	NA	NA	NA
기업은행	0.2	21.7	20.5	25.5	21.8	24.1	27.3	25.8	27.3	27.0	27.3	27.5	28.0
BNK금융	10.7	12.2	14.0	16.9	17.4	17.8	5.8	7.9	14.9	18.6	18.4	19.2	19.8
DGB금융	12.6	12.4	17.4	14.8	16.1	15.8	18.7	16.1	17.6	19.0	15.4	19.8	21.1
JB금융	11.2	5.0	23.2	5.2	9.9	10.7	2.3	6.7	5.4	8.6	10.4	12.1	14.4
삼성카드	28.5	24.3	15.9	22.9	10.8	29.6	17.6	51.9	47.1	42.5	48.7	49.8	50.7
주당배당금(DPS)													
(원)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
KB금융	-	230	120	720	600	500	780	980	1,250	1,920	2,200	2,390	2,600
신한지주	-	400	750	750	700	650	950	1,200	1,450	1,450	1,700	1,800	1,950
하나금융	200	400	700	600	450	400	600	650	1,050	1,550	1,900	2,150	2,300
우리은행	-	100	250	250	250	-	500	500	400	600	NA	NA	NA
기업은행	-	240	410	580	400	330	430	450	480	617	750	820	870
BNK금융	200	160	250	350	330	280	200	150	230	230	330	350	380
DGB금융	250	160	300	350	330	280	320	280	300	340	400	450	500
JB금융	100	50	250	100	100	100	100	50	50	100	130	200	250
삼성카드	600	1,200	1,500	700	700	700	1,000	1,500	1,500	1,500	1,600	1,700	1,900
배당수익률													
(%)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
KB금융	-	0.5	0.3	1.5	1.3	1.1	1.7	2.1	2.7	4.1	4.7	5.1	5.5
신한지주	-	0.9	1.8	1.8	1.6	1.5	2.2	2.8	3.4	3.4	4.0	4.2	4.6
하나금융	0.5	1.0	1.8	1.6	1.2	1.0	1.6	1.7	2.7	4.0	4.9	5.6	5.9
우리은행	-	0.6	1.6	1.6	1.6	-	3.1	3.1	2.5	3.8	NA	NA	NA
기업은행	-	1.6	2.7	3.9	2.7	2.2	2.9	3.0	3.2	4.1	5.0	5.4	5.8
BNK금융	2.5	2.0	3.2	4.4	4.2	3.6	2.5	1.9	2.9	2.9	4.2	4.4	4.8
DGB금융	2.8	1.8	3.4	3.9	3.7	3.1	3.6	3.1	3.4	3.8	4.5	5.0	5.6
JB금융	1.7	0.9	4.3	1.7	1.7	1.7	1.7	0.9	0.9	1.7	2.2	3.4	4.3
삼성카드	1.8	3.6	4.5	2.1	2.1	2.1	3.0	4.5	4.5	4.5	4.8	5.1	5.7

자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

주: 배당성향(연결 지배자본이익 기준, 중간·기말 배당 합산, 보통주·우선주 합산 기준), 주당배당금은 중간·기말 합산 보통주배당금, 배당수익률은 2018년 11월 16일 종가 기준

25 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

Ⅲ. 불확실성 확대기, 한층 더 높아진 배당 성장의 중요성

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

대형주 2018~19F
배당수익률 4~5%대
예상: 아주 완만한 배당 성향
상승 가정

- 단순 비교로, 한국 은행(금융지주)들의 배당 성향은 글로벌 peer 대비 낮은 편. 기업이 고성장하는 시기에는 내부 유보를 통해 성장 지원을 하겠지만, 점차 저성장 국면에 진입하면서는 배당 등 주주환원 정책에 대한 요구가 높아짐. 이머징 마켓이 아닌(즉, 더 이상 고성장 하지 않는) 시장으로 분류되는 한국과 유사한 상황의 대만, 호주, 싱가포르 은행들의 배당 성향은 한국 은행(금융지주)들 대비 높음. 자본 여력 충분한 은행(금융지주)들 중심으로 배당 성향을 높일 때라고 판단

Global peer 배당 성향

국가	종목	코드	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
대만	Cathay FH	2882 TT	78.2	67.6	58.7	188.5	75.4	NA	43.8	133.2	45.6	46.3	62.3	50.9	43.7	52.8	55.8
	Fubon FH	2881 TT	84.1	87.0	NA	99.8	80.2	NA	NA	42.9	23.8	32.7	39.9	51.0	32.2	42.3	44.4
	Mega FH	2886 TT	82.9	77.3	76.2	107.8	81.0	938.8	77.2	65.9	54.2	60.6	61.4	57.6	69.3	86.0	79.3
	CTBC FH	2891 TT	83.1	39.9	22.8	NA	13.7	11.7	430.9	55.5	26.5	48.2	26.0	31.3	41.3	69.7	56.5
	DBS	DBS SP	35.0	24.1	84.3	41.0	36.7	63.8	63.3	80.5	43.3	35.9	38.7	35.8	34.1	35.9	83.7
싱가포르	OCBC	OCBC SP	94.5	35.9	23.7	18.8	42.5	51.4	48.0	45.9	46.4	29.1	43.6	35.5	38.2	44.1	37.9
	UOB	UOB SP	61.2	51.2	63.7	49.0	88.0	50.5	50.4	41.7	42.5	40.8	40.7	38.2	46.5	38.1	50.6
	NAB	NAB AU	63.7	84.9	NA	64.9	68.9	77.3	126.6	81.4	75.9	106.4	86.7	93.7	76.0	83.4	87.3
	Westpac	WBC AU	67.8	63.6	67.8	69.3	70.4	66.8	98.3	65.2	67.3	85.2	88.3	74.7	73.6	84.3	79.4
	CBA	CBA AU	97.9	91.2	74.9	73.3	75.2	74.1	73.1	79.7	78.3	75.2	77.4	75.5	75.7	78.4	74.6
호주	ANZ	ANZ AU	73.4	59.9	65.0	62.6	59.8	80.6	80.4	70.4	65.3	65.3	71.4	67.4	68.6	81.9	73.2
	Macquarie	MOG AU	87.4	53.4	27.5	54.4	54.3	52.7	60.2	60.4	67.2	70.9	85.1	72.0	72.3	69.5	71.4
중국	ICBC	1398 HK	0.0	0.0	9.4	69.2	54.5	49.7	44.1	38.9	34.0	35.0	35.0	33.0	30.0	30.0	30.0
	CCB	939 HK	0.0	NA	7.2	44.6	67.5	49.0	44.2	39.3	34.9	34.7	34.9	33.0	30.0	30.0	30.0
	BOC	3988 HK	0.0	NA	NA	23.8	45.1	51.3	44.0	39.0	34.8	35.0	34.9	32.3	34.2	30.1	31.3
	ABC	1288 HK	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0.0	0.0	74.5	35.0	34.6	32.9	30.4	30.0	30.0
	MUFG	8306 JP	7.0	11.8	9.0	12.8	23.2	NA	42.5	30.1	17.6	22.1	23.4	24.5	26.2	26.2	26.3
일본	Mizuho	8411 JP	9.8	7.1	7.8	14.0	39.1	NA	54.3	32.4	30.3	26.2	23.1	30.3	28.0	28.0	31.5
	SMFG	8316 JP	5.8	NA	3.4	12.5	20.5	NA	46.8	30.0	26.8	21.3	20.3	26.2	32.7	32.7	29.9
	Resona Holdings	8308 JP	NA	0.0	3.1	1.8	4.2	12.6	11.7	29.5	12.4	11.4	15.9	19.8	22.5	22.5	28.4
	BOA	BAC US	39.6	46.3	46.6	45.7	72.3	401.3	NA	NA	491.7	15.8	4.2	33.3	14.6	15.9	23.9
	JPM	JPM US	42.6	88.0	58.6	35.6	33.6	186.2	9.4	5.3	22.9	23.8	33.7	30.3	28.9	30.6	33.4
미국	Citi	C US	32.1	52.0	46.2	46.1	363.5	NA	NA	NA	0.8	1.6	0.9	1.8	3.0	8.9	NA
	Wells Fargo	WFC US	40.8	44.9	44.0	42.9	49.1	182.0	26.6	9.0	16.9	25.9	29.1	32.4	35.3	37.6	37.3

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

주: Bloomberg 배당 성향은 (cash common dividends / (income before extraordinary items - minority interest - cash preferred dividends))*100

26 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

IV. 미래를 대비하는 구조 변화

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

① M&A를 통한 사업 포트폴리오 다변화

- 과도한 가격을 지불하는 경우가 아니라면 주식시장에서는 비은행 M&A를 긍정적으로 평가
- 특히, 가계부채 이슈와 경제 성장 우려 등으로 은행 국내 대출자산의 (중장기) 성장성에 대한 회의론이 팽배한 상황에서는, 비은행 M&A를 통한 수익 기반 다변화 움직임에 높은 점수 부여

KB금융, 신한지주 시가총액 추이 및 주요 M&A



자료: 각 사, Quantwise, 미래에셋대우 리서치센터

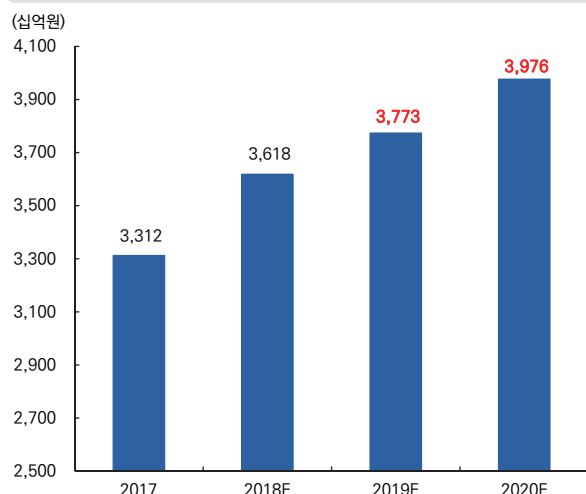
IV. 미래를 대비하는 구조 변화

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

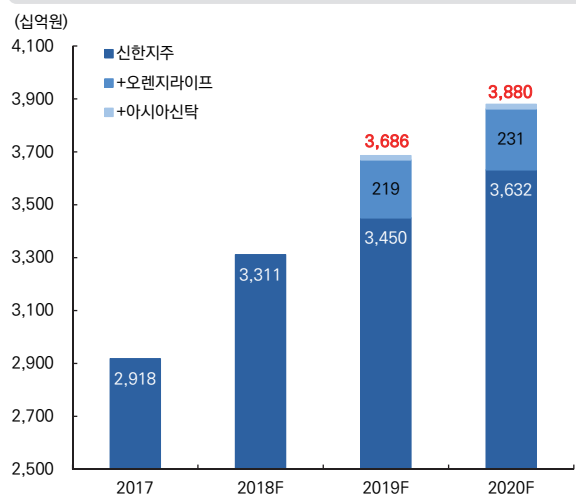
① M&A를 통한 사업 포트폴리오 다변화

- 신한지주 올리비아, 아시아신탁 인수 발표: 'M&A를 통한 성장의 역사를 이어간다.' 이익 성장에 대한 기대감 높음

KB금융 - 지배지분 순이익



신한지주 - 올리비아, 아시아신탁 인수 계획 반영 2019-20F 지배지분 순이익



자료: 각 사, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

주: 올리비아 2019년 순이익 3,700억원, 2020년 3,897억원(블룸버그 컨센서스 기준) 및 인수 지분 59.15% 반영, 아시아신탁 순이익 2019년 270억원, 2020년 290억원 및 인수 지분 60% 가정

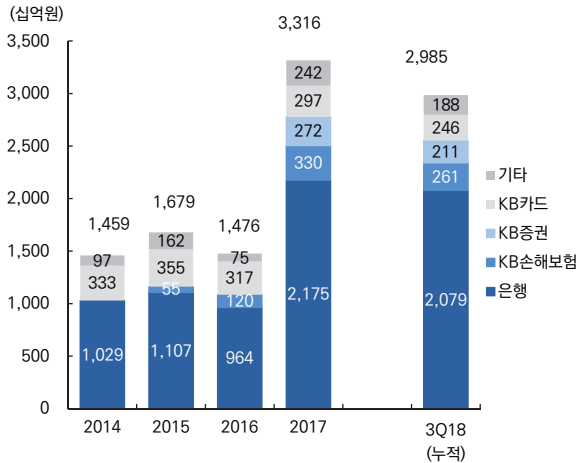
IV. 미래를 대비하는 구조 변화

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

① M&A를 통한 사업 포트폴리오 다변화

- 은행-비은행 다변화된 사업 포트폴리오: 저금리 환경에서 수수료이익, 기타비자이익이 상승하는 효과 존재, 신용카드사, 캐피탈사는 금리 하락으로 조달비용 하락의 수혜를 보게 되어 그룹 순이자이익 방어에 기여. 따라서, 금리 변동과 관련한 이익 안정성 측면에서 돋보이는 강점 + 그룹 성장 동력 확보 및 ROE 제고
- 저금리 환경 및 자본시장 발전에 따라, 변화하는 투자 수요와 자금 흐름(예금→다양한 금융 상품, 기업 금융에 있어서 간접금융→직접금융 통한 자금 조달로 이동)을 흡수할 수 있는 플랫폼 구축 및 확장
- 은행의 강점은 '판매망', '고객 접점': 복합점포, 소개영업을 통해 비은행 자회사 고객 기반 확대

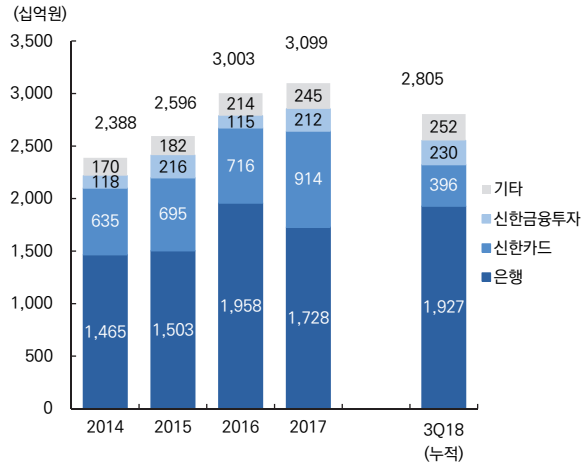
KB금융 - 은행, 비은행 자회사별 이익 규모 및 기여도 (연결조정 및 기타 감안 전)



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

29 | 2019 산업별 투자전략

신한지주 - 은행, 비은행 자회사별 이익 규모 및 기여도 (연결조정 및 기타 감안 전)



Mirae Asset Daewoo Research

IV. 미래를 대비하는 구조 변화

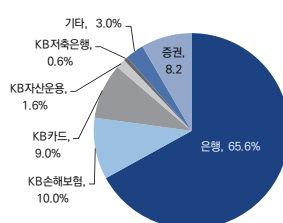
금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

① M&A를 통한 사업 포트폴리오 다변화

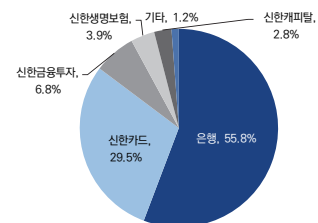
- KB금융: 캐피탈, 손해보험, 증권 인수 및 완전자회사화. 2019~20년 추가 국내·외 M&A 여력(자본 및 재무구조) 충분
- 신한지주: ANZ베트남 리테일 부문 P&A, 카드사 Prudential Vietnam Financial Co., 오렌지라이프, 아시아신탁 M&A 발표
- 하나금융: 하나캐피탈 잔여지분 인수해 완전자회사화. 과거 대비 보통주자본비용 대폭 상승 및 이익 창출력 개선. 따라서, 향후 적절한 기회 있다면 M&A를 통한 비은행 다각화 가능할 전망

KB금융, 신한지주 - 2017년 은행, 비은행 부문 이익 기여도

KB금융 - 자회사별 이익 규모 및 비중 (연결조정 및 기타 감안 전)



신한지주 - 자회사별 이익 규모 및 비중 (연결조정 및 기타 감안 전)



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

주: 1) 신한지주 - 1Q17 신한카드의 일회성 총당금 환입 1,965억원 제외시, 은행 이익 기여도 63%. 비은행 부문 이익 기여도 37%. 2) KB금융 - 1Q17 국민은행의 BCC매각관련 법인세 손금산입 효과 제외시 은행 이익 기여도 66%, 비은행 부문 이익 기여도 34%

(십억원)	당기순이익 (a)	지분율 (b)	당기순이익 (a) x (b)	%
은행	2,175.0		2,175.0	65.6
국민은행	2,175.0	100.0	2,175.0	65.6
비은행	1,140.8		1,141	34.4
KB손해보험	330.3	100.0	330.3	10.0
KB증권	271.7	100.0	271.7	8.2
KB카드	296.8	100.0	296.8	9.0
KB생명보험	21.1	100.0	21.1	0.6
KB자산운용	52.0	100.0	52.0	1.6
KB캐피탈	120.8	100.0	120.8	3.6
KB저축은행	21.1	100.0	21.1	0.6
KB부동산신탁	36.4	100.0	36.4	1.1
KB인베스트먼트	-5.0	100.0	-5.0	-0.2
KB신용정보	-5.3	100.0	-5.3	-0.2
KB데이터시스템	0.9	100.0	0.9	0.0
Total	3,315.8		3,315.8	100

(십억원)	당기순이익 (a)	지분율 (b)	당기순이익 (a) x (b)	%
은행	1,736.1		1,728.3	55.8
신한은행	1,711.0	100.0	1,711.0	55.2
제주은행	25.1	68.9	17.3	0.6
비은행	1,377.9		1,370.9	44.2
신한카드	913.8	100.0	913.8	29.5
신한금융투자	211.9	100.0	211.9	6.8
신한생명보험	120.6	100.0	120.6	3.9
신한BNP자산운용	19.7	65.0	12.8	0.4
신한캐피탈	87.6	100.0	87.6	2.8
신한저축은행	16.8	100.0	16.8	0.5
신한데이터시스템	1.4	100.0	1.4	0.0
신한AITAS	6.5	99.8	6.5	0.2
신한신용정보	0.3	100.0	0.3	0.0
신한대체투자운용	-0.8	100.0	-0.8	0.0
Total	3,114.0		3,099.2	100

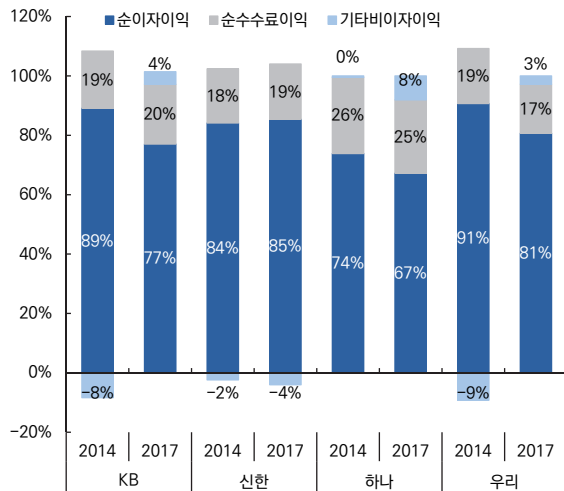
30 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

② 수익 기반 다변화 (수수료이익 등 비이자이익 강화)

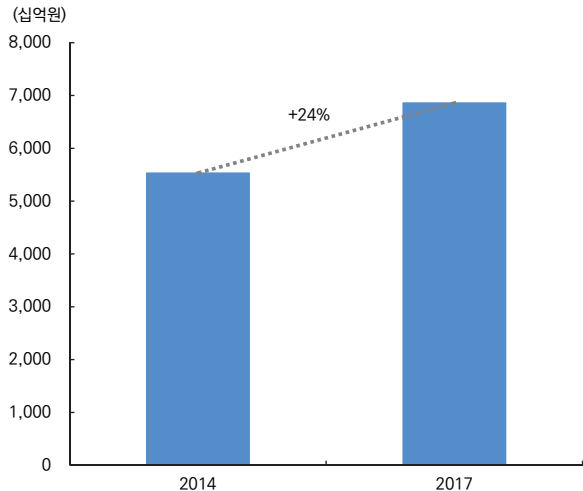
- NIM 회복과 대출자산 성장에 따른 순이자이익의 두드러진 성장에도 불구하고, **수수료이익의 증가+기타비이자이익 회복에 의해, 비이자이익 비중 확대**
- 수익 기반 다변화, 자본 효율성 측면에서 긍정적인 흐름

순이자이익, 수수료이익, 기타비이자이익 비중 (2014년, 2017년)



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터
주: 그룹 연결 기준

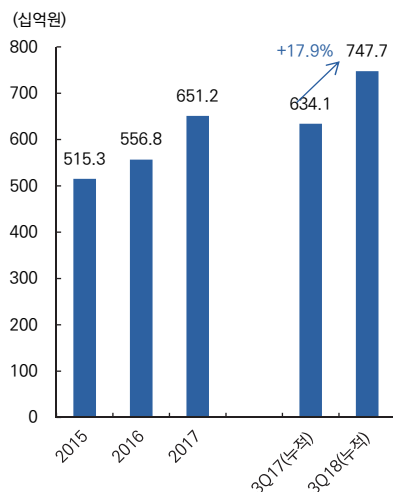
수수료이익 증가



③ 해외 진출

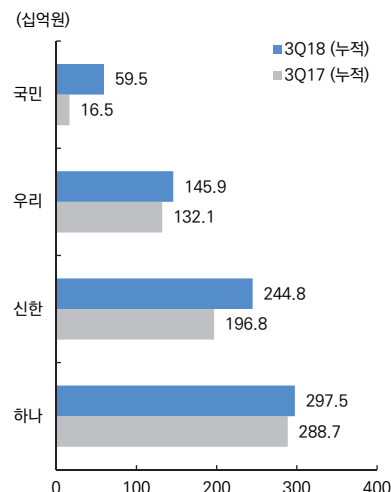
- 상대적으로 금융 수요의 성장성·수익성 높은 동남아시아 등 해외시장에 진출해, 중장기 관점에서 성장 동력을 확보하고, 수익성을 높이며, 국내자산 위주의 포트폴리오를 해외자산으로 분산시키려는 노력 필요
- 4대 시중은행 해외 점포 3Q18(누적) 순이익 7,477억원(+17.9% YoY)으로 사상 최고 실적 기록
- 하나 > 신한 > 우리 > 국민 순

4대 시중은행 해외 점포 순이익

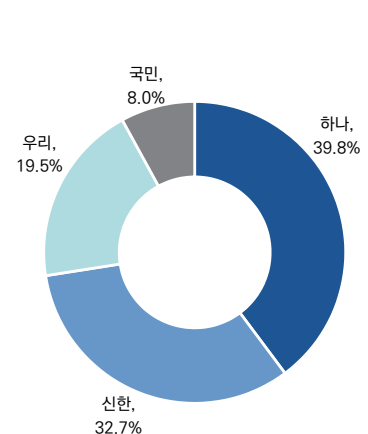


자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

은행별 해외 점포 순이익 - 3Q18, 3Q17 (누적)



해외 점포 순이익의 3Q18 (누적) - breakdown



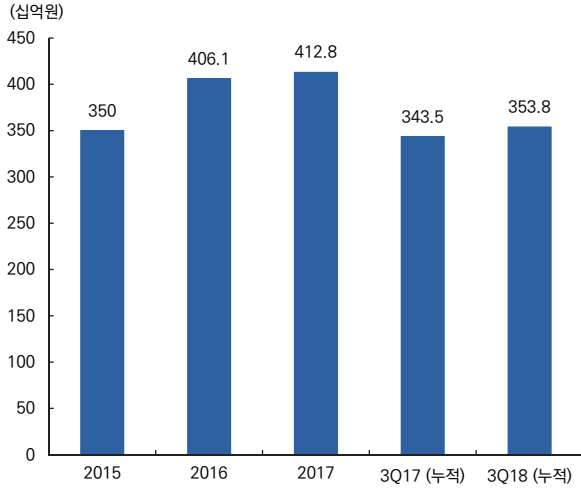
Ⅳ. 미래를 대비하는 구조 변화

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

③ 해외 진출

- **하나금융**: 글로벌 부문(해외 현지법인, 지점 및 출자회사 합산) 이익 규모가 가장 큰 은행(지주사). 2016~17년 4천억원대(원화 환산 기준) 세전 이익 기록. 국가별로는 인도네시아, 중국의 이익 비중이 가장 높음. 베트남상업은행(BIDV) 지분 17.65% 인수 및 전략적 협력 관계 구축 협의 중
- **신한지주**: 은행 국외점포 합산 순이익 2,350억원(원화 환산) 기록. 국가별로는 베트남, 일본의 이익 비중이 가장 높음

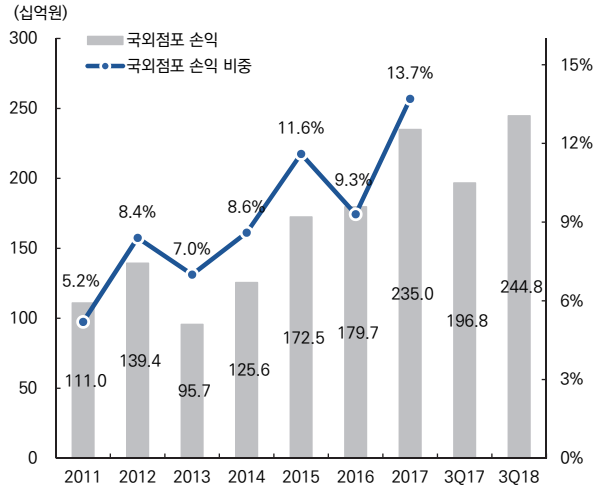
하나금융 - 은행 글로벌 부문(해외법인, 지점 및 출자회사 합산) 세전 이익



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

33 | 2019 산업별 투자전략

신한지주 - 은행 국외점포(해외 현지법인 및 해외 지점) 순이익



Mirae Asset Daewoo Research

V. 카드업종

금융플랫폼(은행지주)
/페이먼트(카드)

외부 환경 요인, 매우 비우호적으로 판단

- 규제 환경: 우대 수수료가 적용되는 영세·중소가맹점(수수료율 우대 가맹점) 범위 확대(2017년 8월), 법정 최고금리 인하(2018년 4월) 등 시행
- 2012년말 여신전문금융업법 개정에 따라 신용카드 가맹점 수수료는, '적정원가'(자금조달비용, 위험관리비용 등 가맹점이 부담하는 것이 합당한 비용만 수수료율에 반영)에 기반한 체계로 변경
- 2018년말에 수수료율을 재산정해 2019년부터 적용토록 되어 있음: 추가 인하 가능성 높은 상황

카드 가맹점 수수료율, 영세·중소가맹점 범위 변경 history

일시	변경사항	적용 대상	변경 전	변경 후
Aug-07	신용카드	영세·중소가맹점	2.0~4.5%	2.0~2.2%
	체크카드	일반가맹점	1.5~4.5%	1.5~3.6%
	신용카드	전 가맹점	1.5~4.5%	1.5~2.5%
Oct-08	신용카드	중소가맹점 중 서민생활 밀접업종 (미용실, 의류점, 음식점)	2.74%	2.57%
Feb-09	신용카드	재래시장 가맹점	2.0~3.6%	2.0~2.2%
Apr-10	신용카드	전통시장내 중소가맹점	2.0~2.2%	1.6~1.8%
		기타 중소가맹점	3.3~3.6%	2.0~2.15%
Mar-11	체크카드	중소가맹점 이하	2.0~2.1%	1%
		전통시장내 중소가맹점	1.6~1.8%	1%
		일반 가맹점(대형 가맹점 제외)	2.0~2.5%	1.5~1.7%
May-11	중소가맹점 범위 확대		연매출 9,600만원 미만	연매출 1.2억원 미만
Dec-11	신용카드	연매출 2억원 미만 가맹점	1.8%	1.5%
Jan-12	중소가맹점 범위 확대		연매출 1.2억원 미만	연매출 2억원 미만
May-14	신용카드	(영세·중소가맹점) 연매출 2억원 이하	1.5%	평균 가맹점수수료율의 80% 혹은 1.5% 중 낮은 수수료율
		(중소가맹점) 연매출 2~3억원	2.0~2.15%	평균가맹점수수료율 혹은 2.0% 중 낮은 수수료율
Nov-15 (적용 '16.1월말부터)	신용카드	(영세·중소가맹점) 연매출 2억원 이하	1.5%	0.8%
		(중소가맹점) 연매출 2~3억원	2.0%	1.3%
		(일반가맹점) 연매출 3~5억원	약 2.15%	약 1.85%
		(일반가맹점) 연매출 5~10억원	약 2.22%	약 1.92%
		(일반가맹점) 연매출 10억원 초과	약 1.96%	약 1.96%
		(수수료율 상한)	2.7%	2.5%
	체크카드	(국세 납부대행수수료)	1.0%	0.8%
		(영세·중소가맹점) 연매출 2억원 이하	1.0%	0.5%
		(중소가맹점) 연매출 2~3억원	1.5%	1.0%
Jun-17 (적용 '17.8월부터)	영세·중소가맹점 범위 확대	영세·중소가맹점	연매출 2억원 이하	연매출 3억원 이하
Jun-18 (적용 '18.7.31일부터)	소액대금 결제 가맹점 수수료	수수료율 상한	연매출 2~3억원	연매출 3~5억원
		수수료율 상한	2.5%	2.3%

34 | 2019 산업별 투자전략

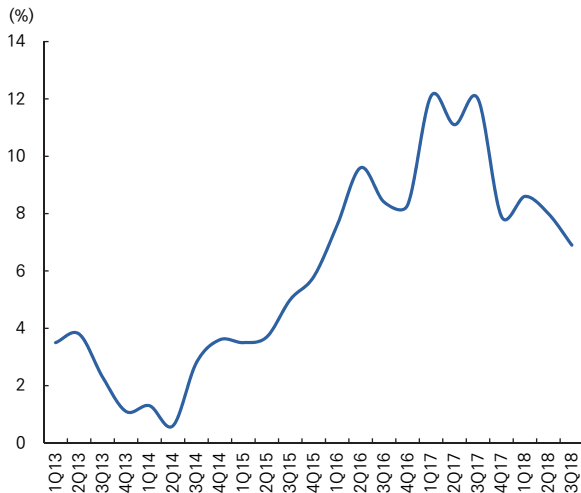
자료: 금융위, 금감원, 미래에셋대우 리서치센터

Mirae Asset Daewoo Research

외부 환경 요인, 매우 비우호적으로 판단

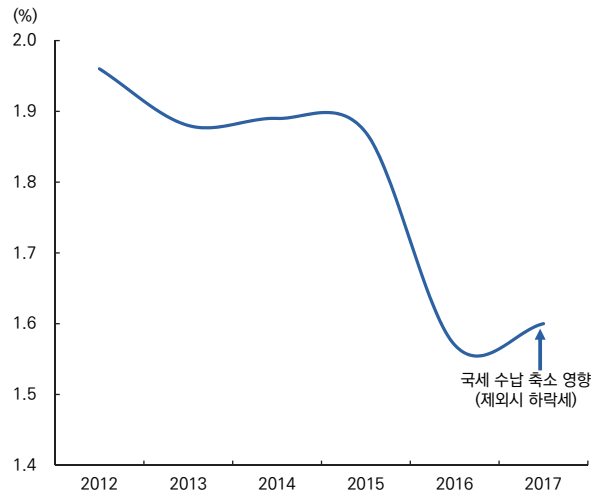
- 수수료율(P)은 지속 인하되었음. 다행스러운 것은 건조한 개인 신탁 취급고(Q) 성장세 시현하며 이익 축소 방어: 간편결제 확산으로 온라인 구매가 성장함에 따라 카드 결제 증가, 결제 영역 확대 등에 따름. 최근 성장률 축소는 카드 국제 수납 축소, 비용 높은 자동차 상품 성장 축소 등 영향
- 최근 언론보도: 신용카드 수수료 1~1.7조원 추가 인하 가능성 언급. 신한카드(1위 카드사) “카드 수수료 1.7조원 인하시 순이익은 0” ← 불확실성

개인 신탁판매 취급고 성장률(YoY)



자료: 삼성카드, 신한지주, 미래에셋대우 리서치센터

S카드 신탁판매 가맹점 수수료율 추이



35 | 2019 산업별 투자전략

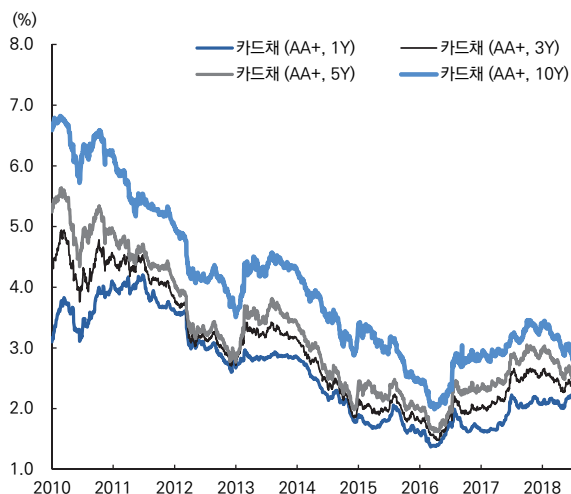
Mirae Asset Daewoo Research

V. 카드업종

외부 환경 요인, 매우 비우호적으로 판단

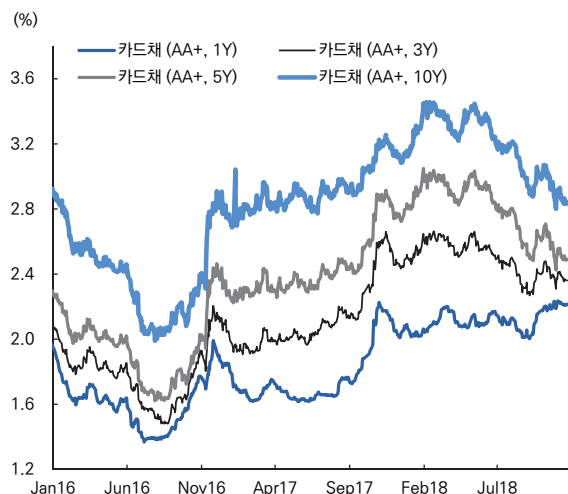
- 시장금리 상승은 카드사 조달 비용 상승을 초래. 펀더멘털에 부정적 영향
- 가파르지 않은 금리 상승세, 조달 만기 장기화 노력 등으로 당장 큰 영향을 받지는 않을지라도, 금리 상승기에 조달 금리 상승 가능성은 열려 있음

카드채(AA+) 금리 추이



자료: KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

카드채(AA+) 금리 추이



36 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

		KB금융	신한지주	하나금융	기업은행	BNK금융	DGB금융	JB금융	삼성카드
코드		105560	055550	086790	024110	138930	139130	175330	029780
투자조건		매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수	중립
목표주가 (원)		78,000	62,000	64,000	21,000	12,000	14,000	8,500	NA
현재주가 (원)		47,100	42,750	38,700	15,050	7,870	8,950	5,880	33,550
Upside(Downside) (%)		65.6	45.0	65.4	39.5	52.5	56.4	44.6	NA
시가총액 (십억원)		19,693	20,272	11,619	8,428	2,565	1,514	1,158	3,887
외국인지분율(%)		69.4	68.8	70.6	23.6	55.4	66.1	43.6	12.1
P/B (배)	2016	0.64	0.65	0.51	0.55	0.38	0.41	0.40	0.59
	2017	0.58	0.62	0.48	0.50	0.36	0.39	0.37	0.56
	2018F	0.54	0.57	0.44	0.47	0.33	0.35	0.37	0.56
	2019F	0.50	0.53	0.40	0.44	0.33	0.32	0.34	0.53
	2020F	0.45	0.49	0.36	0.41	0.30	0.30	0.30	0.51
P/E (배)	2016	8.5	7.4	8.6	8.5	5.1	5.3	6.2	11.1
	2017	5.9	6.9	5.6	6.6	4.4	5.0	4.9	10.1
	2018F	5.4	6.1	4.8	5.5	4.4	3.5	3.8	10.9
	2019F	5.2	5.9	4.3	5.1	4.3	3.9	3.4	10.5
	2020F	5.0	5.6	4.1	4.9	4.1	3.8	3.4	9.6
P/PPOP (배)	2016	8.3	4.8	4.5	3.5	2.4	2.6	2.0	5.5
	2017	4.3	4.6	3.2	2.9	2.3	2.6	1.8	4.9
	2018F	3.6	3.8	3.1	2.5	2.0	2.3	1.5	4.6
	2019F	3.3	3.6	2.6	2.3	1.9	2.0	1.7	4.4
	2020F	3.1	3.4	2.5	2.2	1.8	1.9	1.7	4.0
배당수익률 (%)	2016	2.7	3.4	2.7	3.2	2.9	3.4	0.9	4.5
	2017	4.1	3.4	4.0	4.1	2.9	3.8	1.7	4.5
	2018F	4.7	4.0	4.9	5.0	4.2	4.5	2.2	4.8
	2019F	5.1	4.2	5.6	5.4	4.4	5.0	3.4	5.1
	2020F	5.5	4.6	5.9	5.8	4.8	5.6	4.3	5.7
ROE (%)	2016	7.2	9.0	6.0	6.6	7.9	8.0	6.4	5.3
	2017	10.2	9.1	8.8	8.0	5.8	8.0	7.8	5.7
	2018F	10.3	9.7	9.7	8.8	7.9	10.7	8.7	5.1
	2019F	10.0	9.3	9.7	9.0	7.6	8.6	9.8	5.2
	2020F	9.6	9.1	9.2	8.7	7.6	8.2	9.3	5.4
ROA (%)	2016	0.6	0.7	0.4	0.5	0.5	0.6	0.3	1.7
	2017	0.8	0.7	0.6	0.6	0.4	0.5	0.4	1.7
	2018F	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.8	0.5	1.5
	2019F	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	1.5
	2020F	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	1.6
EPS 성장률 (%)	2016	25.6	18.2	44.4	0.7	-20.6	-9.8	4.8	4.7
	2017	45.6	6.7	53.1	29.4	-19.6	5.0	25.2	10.7
	2018F	7.7	13.5	18.0	20.1	45.2	45.1	28.9	-8.2
	2019F	4.3	4.2	10.3	8.6	1.4	-12.3	11.1	3.9
	2020F	5.4	5.3	4.7	4.0	5.2	4.3	0.7	9.7
PPOP margin (%)	2016	0.9	1.1	0.7	1.2	1.3	1.2	1.1	5.7
	2017	0.6	1.1	0.8	1.1	1.2	1.1	1.0	2.9
	2018F	1.1	1.1	1.0	1.3	1.2	1.1	1.1	3.0
	2019F	1.2	1.2	1.0	1.4	1.3	1.1	1.3	3.2
	2020F	1.3	1.2	1.1	1.4	1.3	1.2	1.4	3.3

37 | 2019 산업별 투자전략

자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터, 주: 2018년 11월 16일 종가 기준

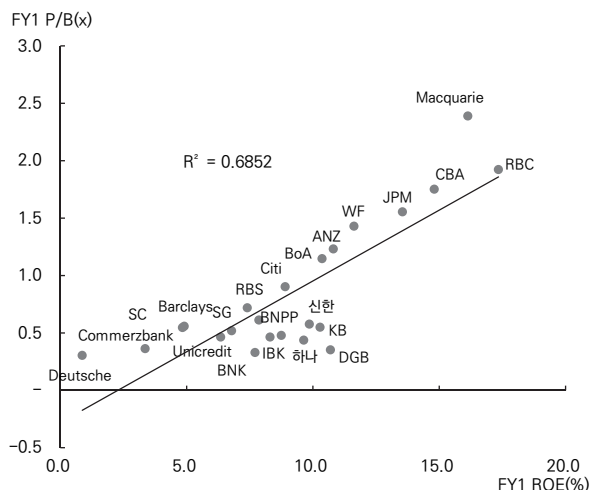
Mirae Asset Daewoo Research

V. Valuation 및 투자 의견

은행(금융지주) 업종 ‘비중확대’ 의견

- 2019년 이익 가시성 높다고 판단하며 우려와는 달리 은행(금융지주)업종 2019년 증익 전망
- 중장기 관점에서는 ‘저금리’, ‘저성장’, ‘고령화’ 트렌드에 대한 적절한 대응 전략 수행 중(비은행 부문 다각화, 비이자이익 강화, 해외 진출, 디지털화)으로 판단
- 글로벌 peer와 비교해, ROE를 감안한 P/B 밸류에이션이 뚜렷한 저평가 상태
- 2018~19년 배당 수익률 4~5%대 예상. 배당 매력 존재

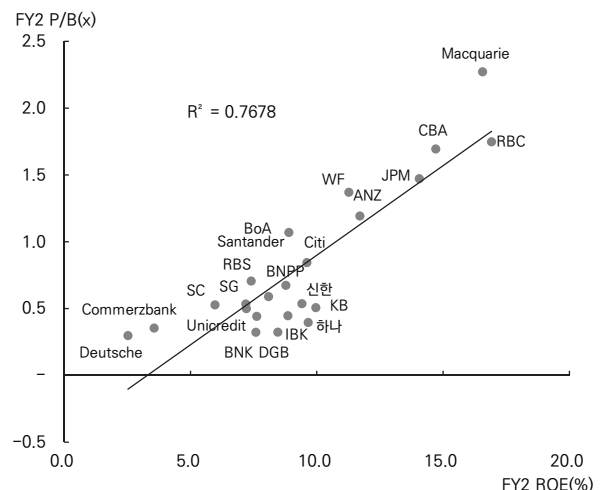
글로벌 은행(금융지주)과 ROE, P/B 밸류에이션 비교 (FY1)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

주: 1) FY1은 2018년 12월 31일, 단, ANZ는 2018년 9월 30일, Macquarie는 2019년 3월 31일, CBA는 2019년 6월 30일, 2) 주가는 2018년 11월 16일 기준

글로벌 은행(금융지주)과 ROE, P/B 밸류에이션 비교 (FY2)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

주: 1) FY2는 2019년 12월 31일, 단, ANZ는 2019년 9월 30일, Macquarie는 2020년 3월 31일, CBA는 2020년 6월 30일, 2) 주가는 2018년 11월 16일 기준

38 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research



[금융/건설] 반등의 조건

인프라/부동산

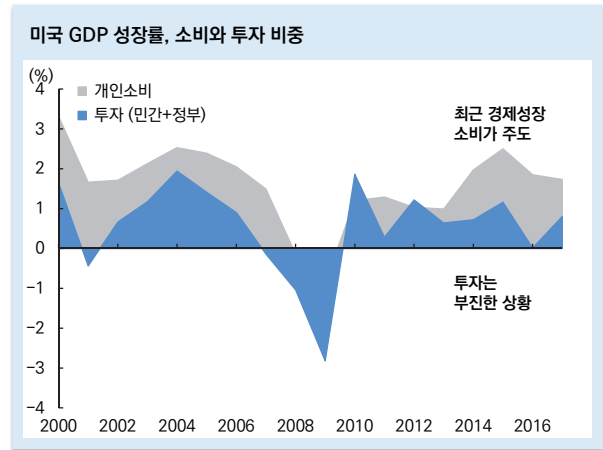
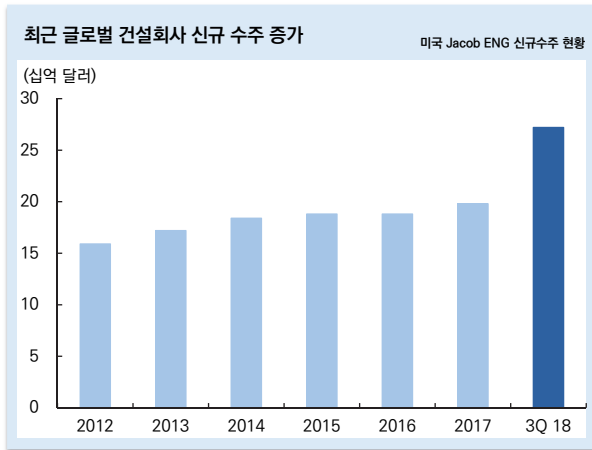
투자의 시대

이광수

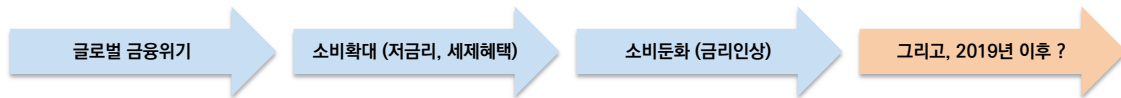
02-3774-1457

kwangsoo.lee@miraeasset.com

‘글로벌 투자’는 확대될 수 있는가?



$$GDP = 소비 + 투자$$



자료: Jacobs, 미국 상무부, 미래에셋대우 리서치센터

3 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

Global Peer Group

글로벌 동종 업체 Valuation

(십억원, %, 배)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F
현대건설 (000720 KS)	5,768	16,957	17,833	950	1,146	452	552	7.05	8.04	12.64	10.44	0.86	0.80	5.27	4.60
GS건설 (006360 KS)	3,345	12,974	12,133	1,044	880	598	518	17.52	13.30	5.39	6.39	0.89	0.79	3.57	4.30
대림산업 (000210 KS)	3,000	10,951	10,504	841	728	746	605	14.07	10.38	4.27	5.26	0.59	0.54	4.05	4.65
대우건설 (047040 KS)	2,005	11,043	10,344	696	679	368	407	15.87	14.93	5.44	4.93	0.81	0.70	4.13	4.27
삼성엔지니어링 (028050 KS)	3,479	5,377	6,749	196	316	122	234	11.47	18.92	27.93	14.65	3.07	2.58	15.04	10.29
Jacobs (JEC US)	11,880	17,149	18,992	1,010	1,260	699	872	9.58	11.42	16.83	13.91	1.63	1.54	11.26	9.25
Fluor (FLR US)	7,092	21,693	23,029	534	796	295	499	8.04	12.90	23.93	14.14	1.99	1.79	9.05	6.80
Pulte (PHM US)	7,915	11,417	11,765	1,610	1,610	1,217	1,166	24.11	19.38	6.73	6.70	1.43	1.23	5.85	5.98
Union Pacific (UNP US)	125,912	25,605	26,731	9,493	10,297	6,629	7,093	26.44	33.06	19.27	16.90	5.70	6.02	12.37	11.43
CSCEC (601668 CH)	37,632	188,332	209,892	10,625	11,843	5,861	6,587	14.95	14.91	6.35	5.66	0.94	0.83	6.60	5.72
CRCC (601186 CH)	24,101	120,276	131,170	4,102	4,720	5,082	5,872	12.05	12.79	8.05	7.00	0.92	0.84	6.41	5.72
CRECG (601390 CH)	27,147	121,448	132,546	4,003	4,517	3,100	3,468	11.36	11.84	9.62	8.10	1.01	0.92	7.17	6.54
CCCC (601800 CH)	28,495	83,711	91,981	4,820	5,373	3,520	3,956	11.68	11.92	9.13	8.14	1.04	0.95	9.31	8.57
Taisei (1801 JP)	10,793	16,102	16,874	1,473	1,550	1,030	1,083	15.31	14.94	10.17	9.56	1.49	1.36	5.35	5.12
Reliance Infra (RELI IN)	1,360	2,950	3,468	N/A	N/A	231	299	6.00	7.36	5.83	4.51	0.34	0.32	5.50	4.93

자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

4 | 2019 산업별 투자전략

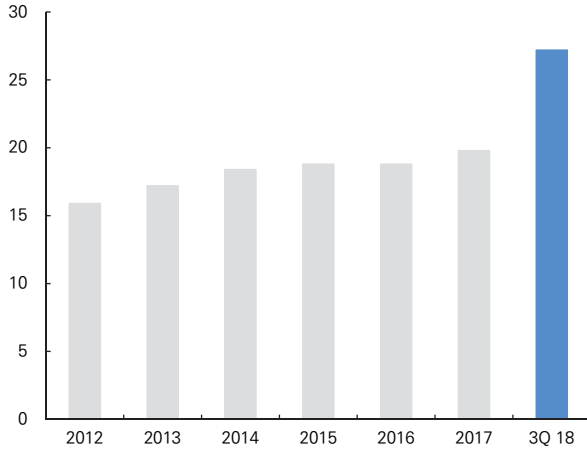
Mirae Asset Daewoo Research

Global 주요 건설회사 수주 증가

- 2017년 Global 250개 건설회사 해외매출 4,824억 달러 기록하며 증가 추세
- 인프라, 설비투자 관련 매출이 8% 이상 증가
- 미국, 중국, 일본, 중동, 개발도상국(인도, 베트남) 건설 수주 확대되는 상황

미국, Jacob 수주 잔고

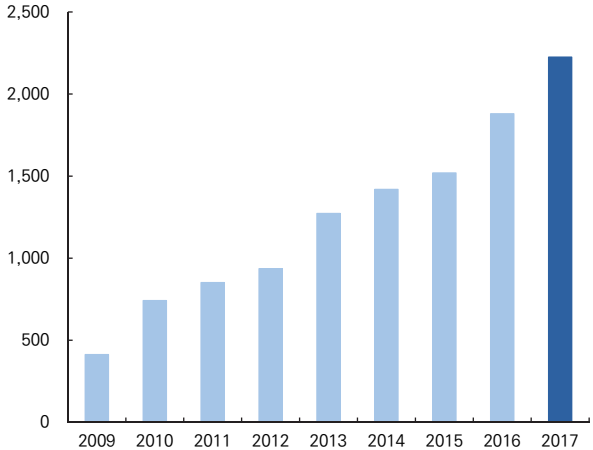
(십억 달러)



자료: Jacobs, 미래에셋대우 리서치센터

중국, CSCEC 신규 수주

(십억 위안)



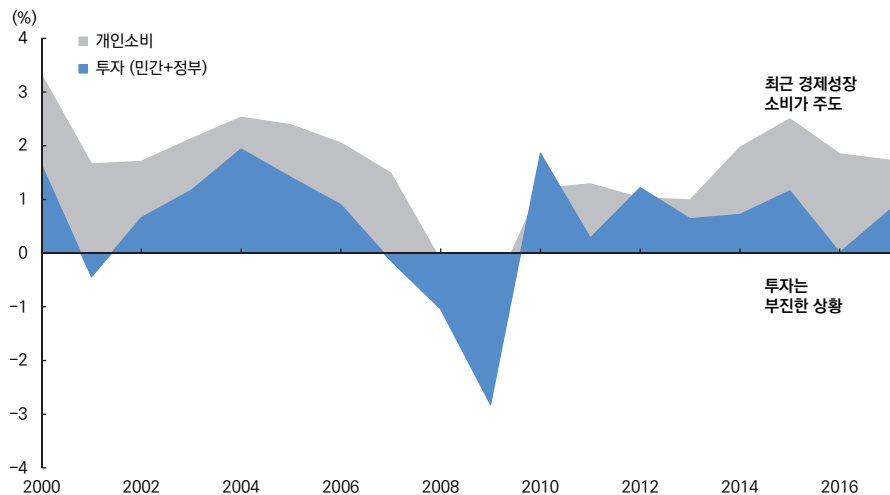
자료: CSCEC, 미래에셋대우 리서치센터

I. Global 투자 확대

소비가 이끌었던 경제 회복과 성장

- GDP = 소비 + 투자, 소비가 경제 성장에 차지하는 비중 높으나 투자는 장기 성장의 동력
- 글로벌 금융위기 이후 저금리와 세금인하를 통해 소비 중심의 경제 성장
- 미국 실질 GDP 성장률 기여도를 보면 최근 소비가 대부분을 차지

미국 GDP 성장률에서 소비와 투자가 차지하는 비율

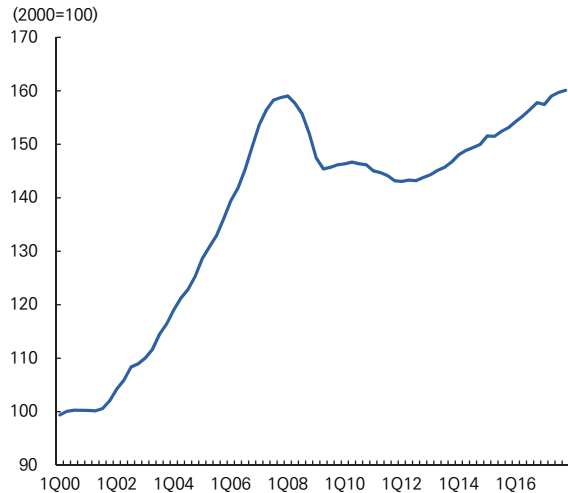


자료: 미국 상무부, 미래에셋대우 리서치센터

부동산 시장 Up 인프라 투자 Down

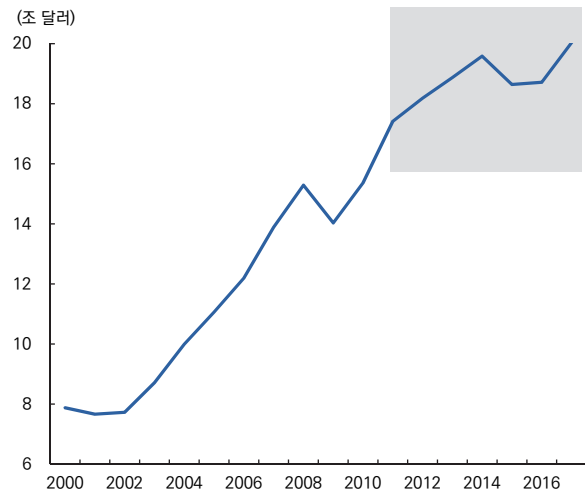
- Global 실질 주택가격 지수 2017년 말 기준 160.1 기록하여 서브프라임 위기 수준 초과
- 글로벌 고정자본 투자, 2012년 이후 연평균 증가율 2% 기록하여 과거 평균 8%대비 감소
- 유동성 확대, 자본 투자보다 부동산으로 유입

Global Real House Price Index



자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 고정자본 투자 추이



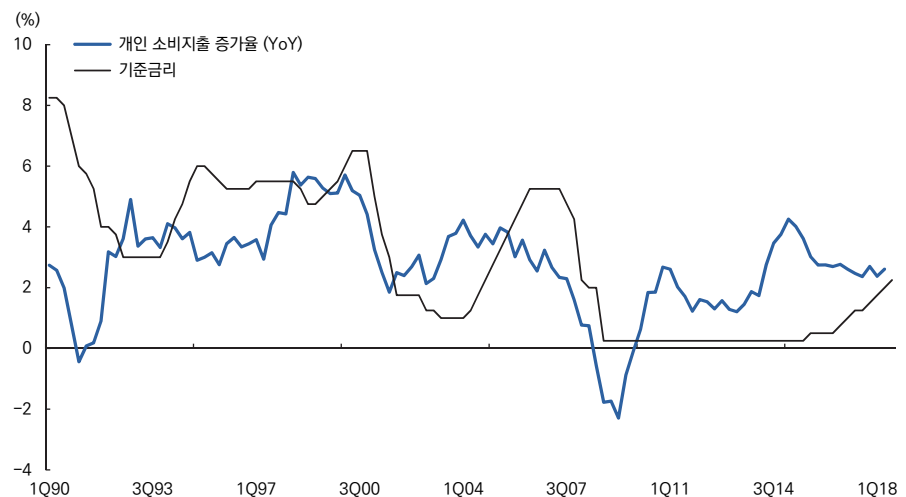
자료: World Bank, 미래에셋대우 리서치센터

I. Global 투자 확대

금리인상, 소비 증가율 둔화

- 외생 변수(무역)없는 경제 성장은 결국 소비 증가나 투자 확대가 필요
- 최근 미국을 중심으로 한 금리인상, 소비 확대가 지속되기는 어려운 상황
- 기준금리 인상은 내구재 소비 감소에 직접적인 영향

미국 기준금리와 개인 소비지출 증가율 변화



자료: FED, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 국가, 투자여력은?

- 미국-정부부채비율 > 기업부채비율, 중국-정부부채비율 < 기업부채비율
- 한국, 정부 부채 비율이 낮은 상황, 정부 주도 부양 정책 필요
- 정부주도 투자는 인프라투자, 민간기업주도 투자는 설비투자

국가 내 부문별 부채비율

Sector	Year	JPN	USA	KOR	CHN	IND	SAU
General Government	2006	184	64	29	25	77	26
	2016	239	107	38	44	70	13
Households	2006	59	96	70	11	10	12
	2016	57	79	93	44	10	15
Nonfinancial Corporations	2006	100	65	83	105	38	28
	2016	92	72	100	165	45	50
Total	2006	343	225	183	142	125	66
	2016	388	259	232	254	125	78

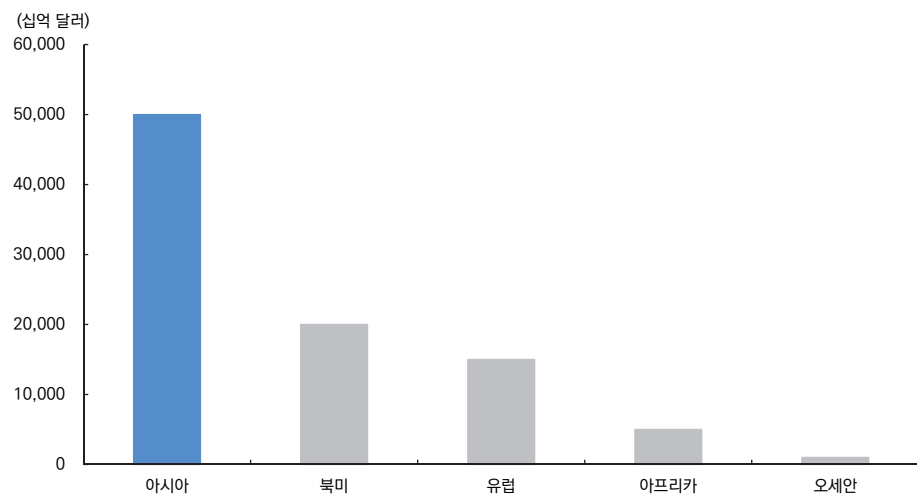
자료: 국제결제은행, 미래에셋대우 리서치센터

II. 아시아 Infra 시장

아시아 인프라 투자 필요

- 글로벌 유동성 증가에도 아시아 인프라 투자 부족한 상황
- 글로벌 인프라 투자 2016년부터 2040년까지 91조 달러 필요
- 아시아 인프라 투자는 50조 달러 추정

인프라 투자 전망



자료: Oxford Economics, 미래에셋대우 리서치센터

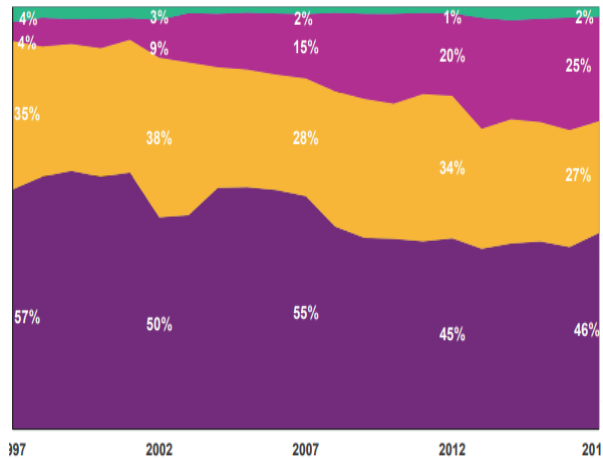
II. 아시아 Infra 시장

인프라/부동산

투자 자금 유입 전망

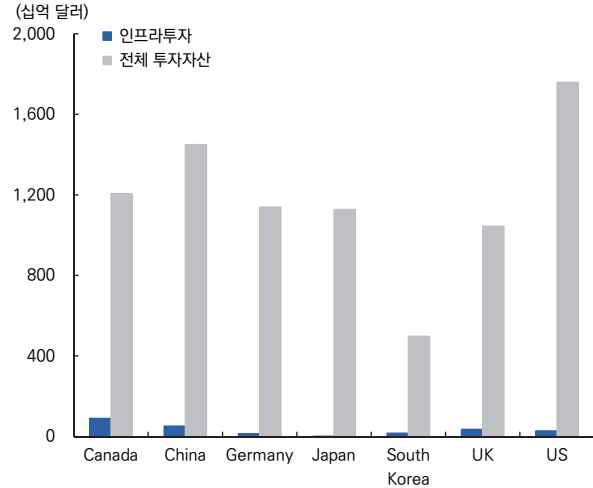
- P7(미국, 일본, 영국, 캐나다, 네덜란드, 스위스, 호주) 연기금 지속 증가 (최근 10년 연평균 4.2%)
- 연기금 자산배분, 최근 부동산 투자가 크게 증가
- 부동산 시장 위축 전망에 따라 인프라 투자 확대 전망

P7 자산배분 현황 (아래로 부터 주식, 채권, 기타, 현금 순)



자료: Willis Watson, 미래에셋대우 리서치센터

주요 글로벌 연기금 인프라 투자 현황



자료: IPE, 미래에셋대우 리서치센터

11 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

III. 플랜트 시장

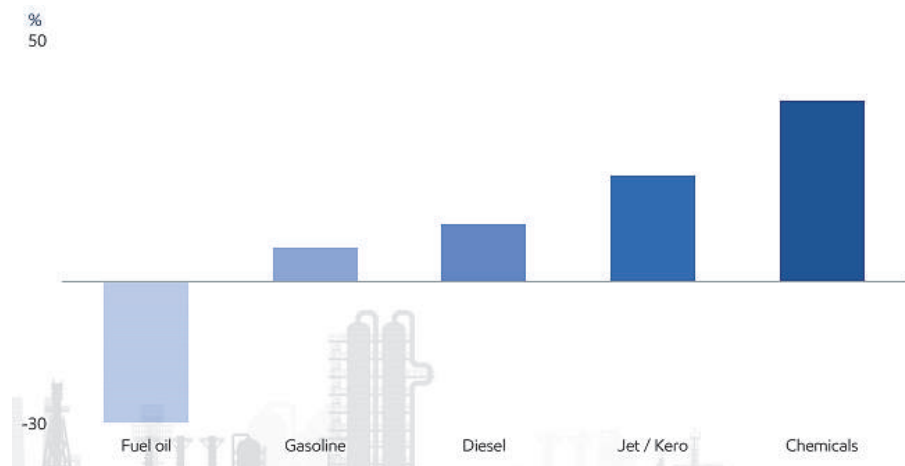
인프라/부동산

Global

화학수요 지속 증가

- 향후 연료용 오일 수요 감소 불가피 (전기차, 수요대체)
- 화학제품 수요는 지속 증가할 전망, 장기적으로 안정적인 수익 보장
- 오일 메이저, 석유화학 분야 사업 다각화는 불가피한 상황

분야별 수요 변화율 (2016년부터 2025년까지)



자료: Exxon Mobil, 미래에셋대우 리서치센터

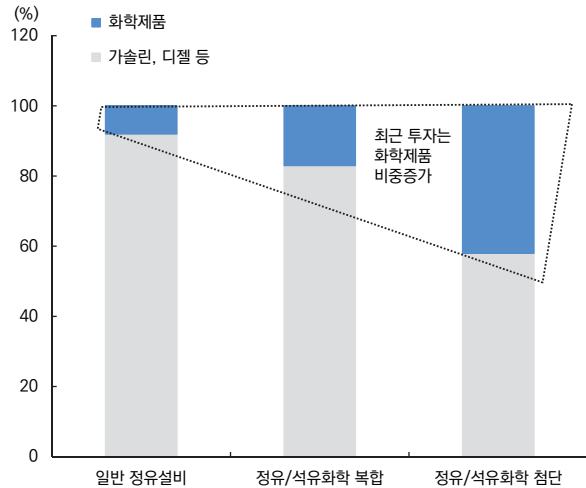
12 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

사업다각화, 새로운 성장

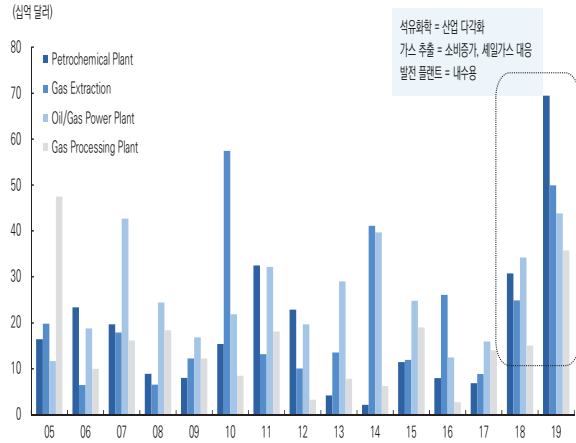
- 오일메이저, 산유국 사업다각화를 위한 적극적인 투자 확대
- 단순 정유 플랜트 보다 복합단지 투자는 2배 이상의 예산 필요
- MENA 지역 석유화학 플랜트 투자 확대 전망

정유설비, 생산제품 비중 비교



자료: LG경제연구소, 미래에셋대우 리서치센터

MENA 분야별 플랜트 투자 예산



자료: MEED, 미래에셋대우 리서치센터

한국 석유화학 투자 확대

- 해외 기업 뿐만 아니라 국내기업들의 투자 계획도 증가
- S-Oil 울산 5조원 규모 에틸렌 생산시설 투자 계획, GS칼텍스 2.6조원 석유화학 플랜트 계획
- 정유, 석유화학 기업의 동시 투자로 국내 플랜트 발주 증가 전망

한국 정유, 석유화학회사 투자 계획

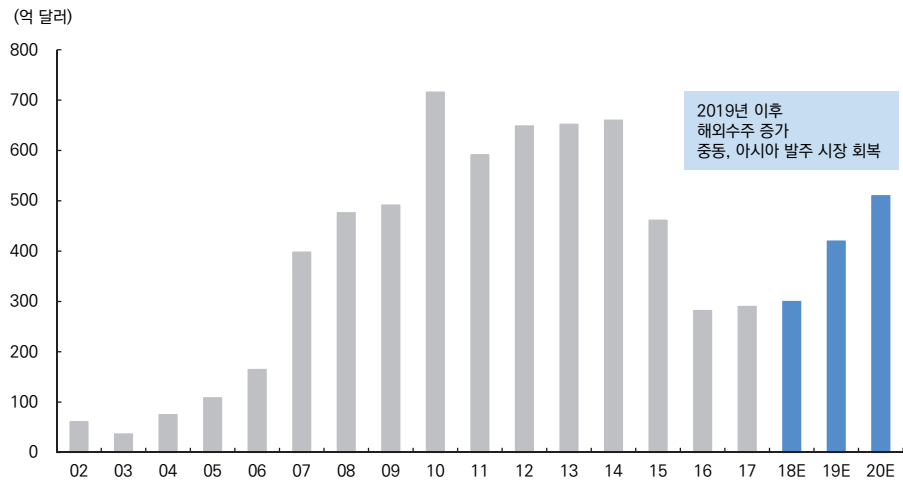
구분	회사명	투자규모	분야
정유회사	에쓰오일	5	에틸렌 생산 (울산)
	GS칼텍스	2.6	에틸렌, 폴리에틸렌 생산
	현대오일뱅크	2.7	에틸렌 생산 75만톤
	SK이노베이션	10	배터리, 화학 등 비정유 사업
석유화학	LG화학	2.6	NCC, 폴리올레핀 각각 80만톤
	여천NCC	0.7	신규 부타디엔
	한화	5	NCC 증설 및 고부가가치 제품 생산

자료: 회사별 발표자료, 미래에셋대우 리서치센터

해외수주 증가

- 부진했던 해외수주, 2019년부터 증가할 전망
- 2019년 예상 해외수주 규모 420억달러로 2018년 대비 40% 증가
- 중동/아프리카 플랜트, 아시아 인프라 발주 회복 전망

한국, 해외수주 전망



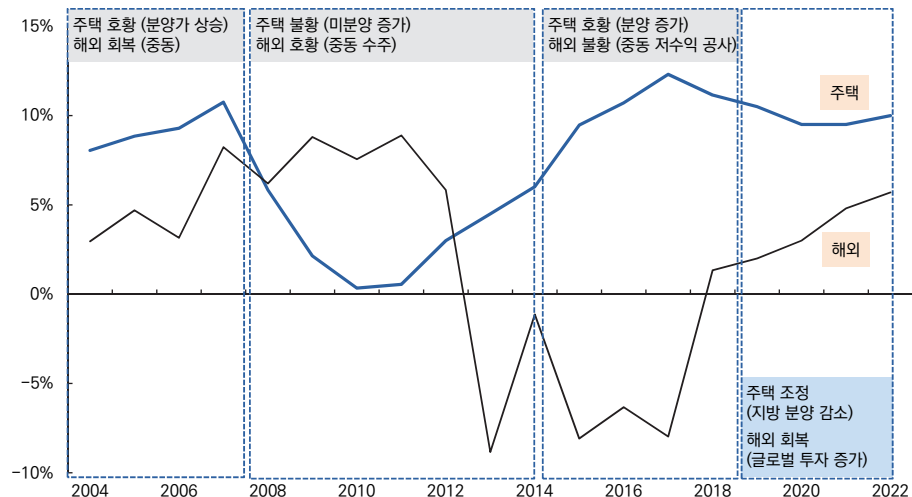
자료: 해외건설협회, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 한국, 건설 전망

해외사업 정상화 주택사업 성장 둔화

- 수주 증가로 해외사업 정상화 빨라질 전망
- 주택사업은 매출 감소와 수익성 하락 예상
- 2019년, 대형건설회사 주택사업 영업이익률 10.5% / 해외사업 영업이익률 2% 추정

대형건설회사, 주택/해외 사업 영업이익률 전망

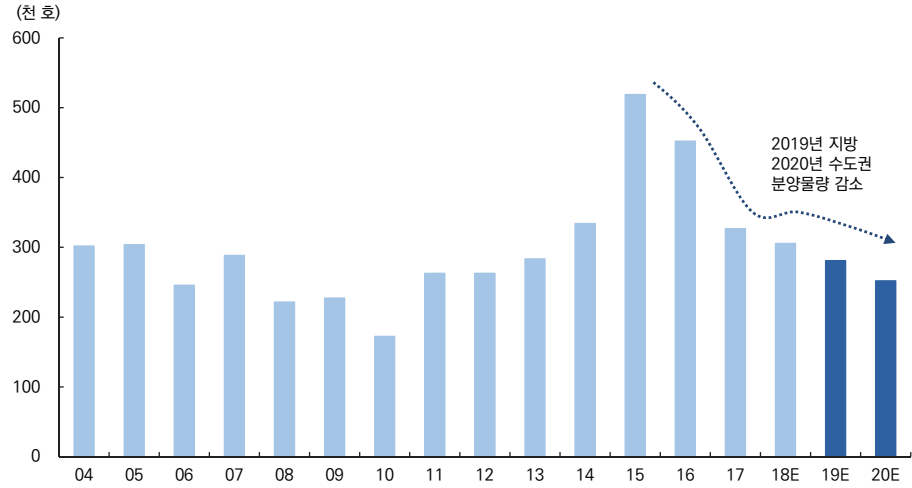


자료: 회사별 자료, 미래에셋대우 리서치센터

아파트 분양물량 감소

- 한국 건설회사 이익 성장을 이끌었던 아파트 사업 위축
- 지방을 중심으로 신규 아파트 분양물량 감소, 2019년 아파트 분양 추정 약 28만 가구 추정
- 신규 아파트 분양 감소로 주택사업 매출 감소 불가피, 이익 유지가 관건

아파트 분양물량 전망

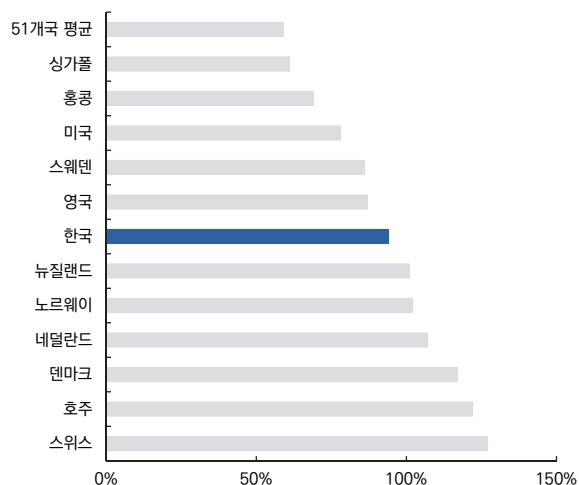


자료: 부동산 114, 미래에셋대우 리서치센터

주택가격 하락 예상

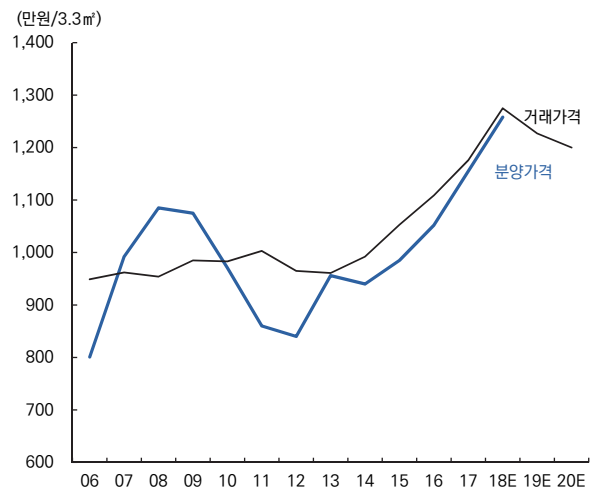
- 국내 가계 대출 빠르게 증가, 주택시장 호황의 직접적인 이유
- 최근 3년간 한국 GDP대비 가계부채 증가율 10% 초과, 빠른 증가세
- 정부 대출 규제와 보유세 등 부동산 안정 대책 효과로 주택 가격 하락 전망

주요국가, GDP 대비 가계부채 비율



자료: 맥킨지 글로벌 연구소, 미래에셋대우 리서치센터

아파트 거래, 분양가격 전망 (전국기준)



자료: 부동산 114, 미래에셋대우 리서치센터

Snowball Effect

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	63,000
현재주가(18/11/16, 원)	42,400
상승여력	49%

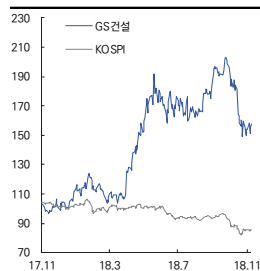
영업이익(18F, 십억원)	1,066
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	1,050
EPS 성장률(18F, %)	-
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.7
P/E(18F, x)	5.1
MKT P/E(18F, x)	8.5
KOSPI	2,092.40
시가총액(십억원)	3,345
발행주식수(백만주)	79
유동주식비율(%)	70.9
외국인 보유비중(%)	24.5
배타(12M) 일간수익률	1.11
52주 최저가(원)	25,950
52주 최고가(원)	54,700
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-15.4 -4.6 59.1
상대주가	-13.2 12.1 92.7

정상화에 이은 성장성

- 해외 저수익 공사 종료에 따른 이익 정상화, 지속 영업이익 7,595억원 추정
- 2019년 해외수주 회복과 안정적인 주택사업 이익 지속될 전망
- 중동 플랜트, 아시아 인프라 수주 확대 주목

우려보다 기대를 가질 시점

- 분양물량 감소와 재건축 비중 확대에 따른 주택사업 수익 하락 불가피
- 단기 해외수주 감소에 따른 외형 성장 둔화
- GS 칼텍스, LG화학 플랜트 수주를 통해 안전 마진 / 주택 사업에서 높은 브랜드 파워를 통해 시장 우려대비 수익 안정적 유지 가능



결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	10,573	11,036	11,679	13,155	12,401	12,193
영업이익 (십억원)	122	143	319	1,066	952	865
영업이익률 (%)	1.2	1.3	2.7	8.1	7.7	7.1
순이익 (십억원)	26	-26	-168	625	735	711
EPS (원)	367	-363	-2,359	8,286	9,315	9,016
ROE (%)	0.8	-0.8	-5.2	18.6	18.9	15.5
P/E (배)	53.8	-	-	5.1	4.6	4.7
P/B (배)	0.4	0.6	0.6	0.9	0.8	0.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	1.1	0.7	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: GS건설, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)					예상 재무상태표 (요약)					예상 주당가치 및 valuation (요약)				
(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F	(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F		12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	11,679	13,155	12,401	12,193	유동자산	9,582	7,385	7,269	7,341	P/E (x)	-	5.1	4.6	4.7
매출원가	10,876	11,624	10,976	10,822	현금 및 현금성자산	2,442	1,027	1,363	1,885	P/CF (x)	3.9	2.8	3.1	3.3
매출총이익	803	1,531	1,425	1,371	매출채권 및 기타채권	3,147	2,867	2,464	2,118	P/B (x)	0.6	0.9	0.8	0.7
판매비와관리비	485	465	474	507	재고자산	1,091	973	976	931	EV/EBITDA (x)	9.0	4.2	3.8	3.3
조정영업이익	319	1,066	952	865	기타유동자산	2,902	2,518	2,466	2,407	EPS (원)	-2,359	8,286	9,315	9,016
영업이익	319	1,066	952	865	비유동자산	4,114	4,447	4,553	4,626	CFPS (원)	7,303	14,992	13,482	12,813
비영업손익	-480	-184	72	126	관계기업투자등	44	46	45	43	BPS (원)	45,246	45,376	54,394	63,113
금융손익	-147	-31	15	30	유형자산	898	835	798	765	DPS (원)	300	300	300	300
관계기업등 투자손익	-6	5	0	0	무형자산	209	209	199	189	배당성향 (%)	-12.9	3.7	3.1	3.2
세전계속사업손익	-161	882	1,024	991	자산총계	13,697	11,832	11,822	11,968	배당수익률 (%)	1.1	0.7	0.7	0.7
계속사업법인세비용	3	248	266	258	유동부채	8,581	6,978	6,460	6,035	매출액증가율 (%)	5.8	12.6	-5.7	-1.7
계속사업이익	-164	634	757	733	매입채무 및 기타채무	2,474	2,348	2,523	2,696	EBITDA증가율 (%)	78.2	197.6	-10.7	-9.2
중단사업이익	0	0	0	0	단기금융부채	3,061	2,034	1,762	1,518	조정영업이익증가율 (%)	123.1	234.2	-10.7	-9.1
당기순이익	-164	634	757	733	기타유동부채	3,046	2,596	2,175	1,821	EPS증가율 (%)	-	-	12.4	-3.2
지배주주	-168	625	735	711	비유동부채	1,876	1,238	1,012	872	매출채권 회전율 (회)	235.5	197.8	290.9	295.7
비지배주주	5	9	23	22	장기금융부채	1,018	609	353	204	재고자산 회전율 (회)	12.2	12.8	12.7	12.8
총포괄이익	-125	625	757	733	기타비유동부채	858	629	659	668	매입채무 회전율 (회)	4.8	5.2	4.9	4.5
지배주주	-124	616	749	725	부채총계	10,457	8,215	7,472	6,908	ROA (%)	-1.2	5.0	6.4	6.2
비지배주주	-1	9	8	8	지배주주지분	3,168	3,536	4,247	4,936	ROE (%)	-5.2	18.6	18.9	15.5
EBITDA	376	1,119	999	907	자본금	358	386	386	386	ROIC (%)	11.1	21.7	29.0	29.5
FCF	-226	591	1,044	1,049	자본잉여금	627	759	759	759	부채비율 (%)	322.8	227.2	171.8	136.5
EBITDA 마진율 (%)	3.2	8.5	8.1	7.4	이익잉여금	2,334	2,541	3,252	3,940	유동비율 (%)	111.7	105.8	112.5	121.6
영업이익률 (%)	2.7	8.1	7.7	7.1	비지배주주지분	72	80	103	124	순차입금/자기자본 (%)	39.1	34.2	8.8	-10.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.4	4.8	5.9	5.8	자본총계	3,240	3,616	4,350	5,060	조정영업이익/금융비용 (x)	1.7	13.7	31.9	36.0

자료: GS건설, 미래에셋대우 리서치센터

2019 산업별 투자전략

Vol.02

[필수소비재] 비즈니스 트랜스포메이션

- 통신업의 진화
더 깊게 더 넓게
- F&B
패러다임 변화 vs. 창조적 파괴
- 리테일
플랫폼 진화 시대

M i r a e A s s e t D a e w o o



[필수소비재] 비즈니스 트랜스포메이션

통신업의 진화

더 깊게 더 넓게

이학무

02-3774-1785

hmlee@miraeasset.com

19년 도입되는 5G는 단기로는 LTE의 연장이고
중장기로는 다양한 산업의 성장을 불러오는 중심이 될 것



자료: 미래에셋대우 리서치센터

3 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

I. 다가오는 5G 시대

본격화되는 5G 시대

- 5G는 기존 4G의 20배에 달하는 속도 제공 가능
- 자율주행차 및 드론 등의 조정을 위해 필요한 저지연 특성 우수
- 동일 면적 기준 4G 대비 10배의 기기를 연결할 수 있음

5G의 핵심 3대 특징

대용량 고속전송
저지연
초연결

4G 대비 5G의 핵심 성능 비교

4G (IMT-Advanced)		5G (IMT-2020)
1 Gbps	최대 전송속도	20 Gbps
10 ms	전송지연	1 ms
0.1 /m ²	최대 연결 가능 기기	1 /m ²
10 Mbps	이용자 체감 전송속도	100~1,000 Mbps
	주파수 효율성	4G대비 3배
350 km/h	고속 이동성	500 km/h
	에너지 효율성	4G대비 100배
0.1 Mbps/m ²	면적당 데이터 처리 용량	10 Mbps/m ²

주: ITU는 국제 전기 통신 연합로 국제주파수 분배 및 전파기술, 전기통신망 표준화를 논의하는 정부 중심 국제기구. 전파부문 (ITU-R) 산하 이동통신산업반 (WP5D)에서 이동통신용 주파수 및 표준에 대해 논의
자료: GSMA, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

4 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

대용량 데이터 전송이 요구되는 VR

- VR의 활성화를 위한 노력은 지속 중이나, 그 속도가 기대에 미치지 못하는 것
- 적합한 콘텐츠 확보가 중요

글로벌 VR 시장 기대감 하향

전망 년도	2015	2017
기준년도	2020	2021
VR시장 예상 규모	34조	29조
AR시장 예상 규모	137조	95조

자료: 디지캐피털, 미래에셋대우 리서치센터

VR시장 성장의 제한 요소

구분	내용
신체 적응 이슈	• 어지럼증, 두통, 멀미 유발
하드웨어	• 높은 가격에 따른 접근성 제한 • 컴퓨팅 파워 부족, 불완전 시야각 등 디스플레이 요소적 제한 • 무게와 유선 필요 등 착용 불편함
콘텐츠	• 슈팅, 레이싱 등 단조로운 구성 • 다양한 연령대별 콘텐츠 부족

자료: 언론종합, 미래에셋대우 리서치센터

I. 다가오는 5G 시대

자율주행차 시대에 필수인 5G

- 자율주행차의 안전을 확보하기 위해 5G의 3대 특징이 모두 필요
 - 1) HD맵: 고속데이터 전송이 요구
 - 2) V2V: 차량간 통신을 위한 초연결성 및 저지연 필요
 - 3) V2I: 차량과 인프라간의 연결을 위한 초연결성 필요

구글의 자율주행용 HD맵



자료: Google, 미래에셋대우 리서치센터

LTE V2X가 대표적인 통신 인프라



자료: LG전자, 미래에셋대우 리서치센터

ITS가 적용된 스마트 도로

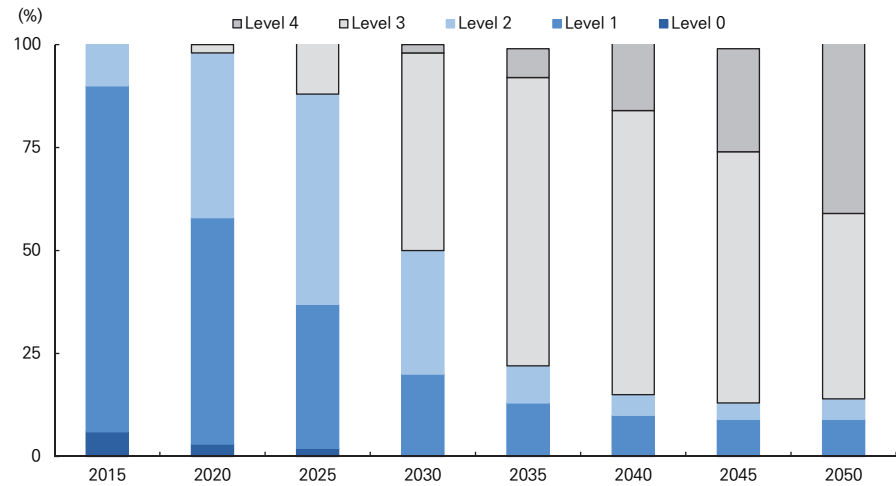


자료: ETSI, 미래에셋대우 리서치센터

5G보다 늦는 자율주행차 시장 본격화

- 자율주행차 시대가 도래하긴 할 것이지만 도입과 확산은 5G에 비해 상당히 늦을 것으로 전망
- 5G 정도의 특성이 요구되는 자율주행차는 레벨3 이상인데 2025년 신차 시장의 10% 수준으로 등록차량 기준 1%에 불과할 것으로 보여 5G에 대한 요구가 2025년까지도 높지 않을 것으로 예상

자율주행 기술 단계별 신차 비중 전망



자료: Strategy Analytics, 미래에셋대우 리서치센터

II. 5G의 단기 활용 전략

국내 통신서비스 업체는 2019년 5G 상용화 예정

- 국내 통신서비스 업체는 2019년에 5G 사용화를 본격화 예정
- 5G의 궁극적인 애플리케이션은 VR, 드론 조종, 자율주행차 등이지만 아직 시장이 본격화 되지 않음
- 그러나 3G와 같이 실패의 길을 가게 되지는 않을 것으로 판단

세대별 통신 기술

세대	기본 서비스	차별점	전송 속도
1G	아날로그 통화	이동성	14.4Kbps
2G	디지털 통화, 메시지	보안, 대중성	144Kbps
3G	통화, 메시지, 데이터	인터넷 속도 향상	14Mbps
3.5G	통화, 메시지, 브로드밴드 데이터	브로드밴드 인터넷, 어플리케이션	75Mbps
4G	모든 IP 서비스	초고속 인터넷, 지연속도 감소	1Gbps
5G	모든 IP 서비스, IoT, AI, AR, VR	대용량 처리	20Gbps

자료: 과학기술정보통신부, 미래에셋대우 리서치센터

국내 5G 도입 일정

기 실행 및 향후 예상 시기	내용
2018년 6월	5G 주파수 경매
2018년 11월	SKT, 5G 상용망 기지국 최초 공개
2018년 12월	5G 상용화 계획(동글 형태의 단말기)
2019년 3월	5G 상용화 전국망으로 확대
2019년 6월	28GHz 장비 출시 예정

자료: 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

5G는 4G의 개선 버전

- 3G는 기술적으로 2G의 확장 버전으로 데이터 시장이라는 새로운 수요 창출을 목표로 하였으나 시장이 아직 준비가 되지 않아서 과잉 성능으로 음성 서비스 밖에 할 수 없었음
- 4G는 OFDM이라는 새로운 기술을 도입하면서 3G보다도 더 높은 속도를 제공하면서 시장의 요구에 부합하는 서비스를 제공한 것이 성공요인
- 5G는 단기적으로는 3G와 같이 기존의 애플리케이션에서 더 높은 속도를 확보하는 것으로 활용될 것이고 장기적으로 4G와 같이 자율주행차 등의 도입과 함께 새로운 성장을 이끄는 역할을 할 것

세대별 기술 및 핵심 애플리케이션 요약

구분	1G	2G	3G	4G	5G
핵심 애플리케이션	음성	음성	데이터	데이터	데이터
					
핵심 변조기술	FM	CDMA	CDMA	OFDM	OFDM
세대별 네트워크 속도 개선도	-	10배	100배	70배	20배

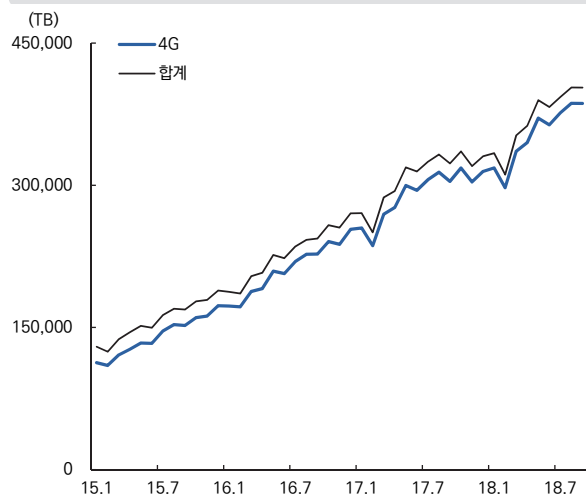
자료: 언론종합, 미래에셋대우 리서치센터

II. 5G의 단기 활용 전략

데이터 사용량은 지속적으로 증가할 것

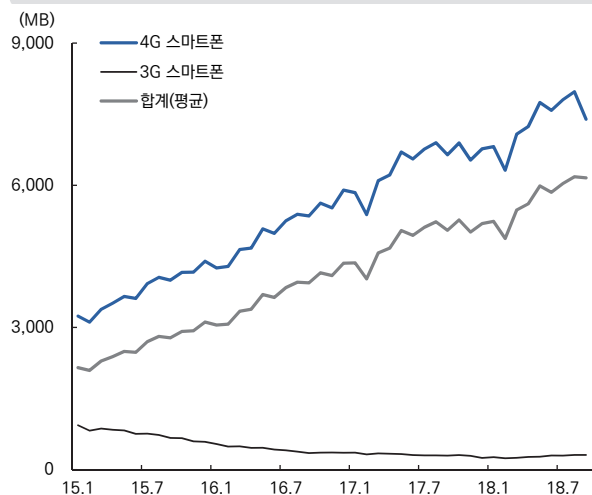
- 단기적으로 5G가 3G와 같이 기존의 시장을 연장하는 것으로 활용될 것이지만 3G와 같이 실패하는 기술이 되지는 않을 것
- 가장 주요한 이유는 주요 애플리케이션이 음성과 데이터로 다르다는 것
- 음성은 사용 시간이 제한적인 반면, 데이터는 더 많이 사용하게 되는 여건 발생 가능

무선데이터 트래픽



자료: 과학기술정보통신부, 미래에셋대우 리서치센터

인당 데이터 트래픽

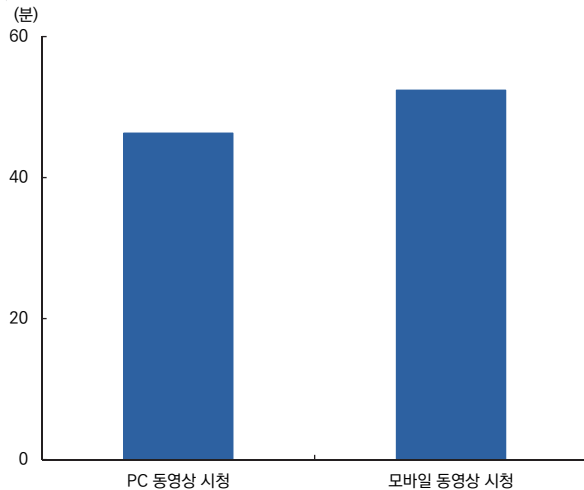


자료: 과학기술정보통신부, 미래에셋대우 리서치센터

데이터 사용량 증가의 견인차는 동영상 콘텐츠

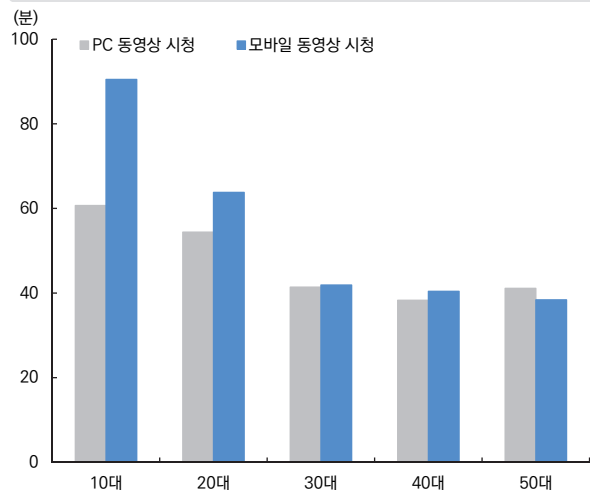
- 인터넷 및 모바일을 통한 동영상 시청시간은 각각 46분 및 52분
- 모바일 데이터 사용량 증가는 1) 동영상 시청 시장의 절대적인 증가, 2) 유선인터넷에서 모바일로의 이전 및 3) 동영상의 해상도 증가에 기인

일 평균 동영상 시청시간



자료: NPR, 미래에셋대우 리서치센터

세대별 일 평균 동영상 시청시간



자료: NPR, 미래에셋대우 리서치센터

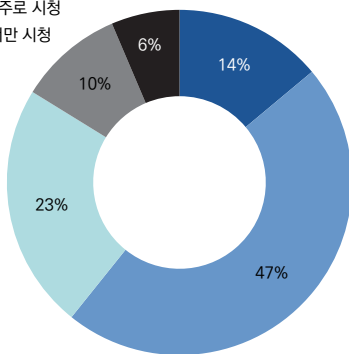
II. 5G의 단기 활용 전략

5G 도입으로 모바일 시청 비중 증가 기대

- 5G가 도입되면 망 여력이 높아져 모바일 시청 비율이 더욱 높아 질 것으로 예상
- 와이파이 등을 통한 시청 비율은 낮아질 것
- 동영상 플랫폼의 다각화도 모바일에서의 동영상 시청 증가를 견인할 것

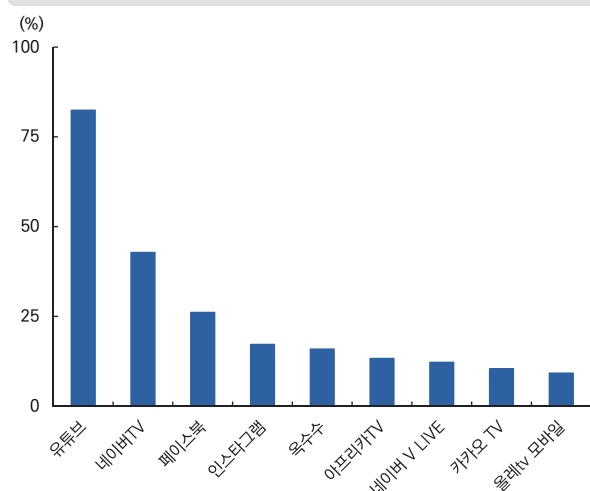
동영상 시청 형태

- 모바일 인터넷에서만 시청
- 모바일 인터넷 위주로 시청
- PC인터넷과 모바일 인터넷을 비슷한 수준으로 시청
- PC 인터넷 위주로 시청
- PC인터넷에서만 시청



자료: NPR, 미래에셋대우 리서치센터

동영상 플랫폼 시청 비율

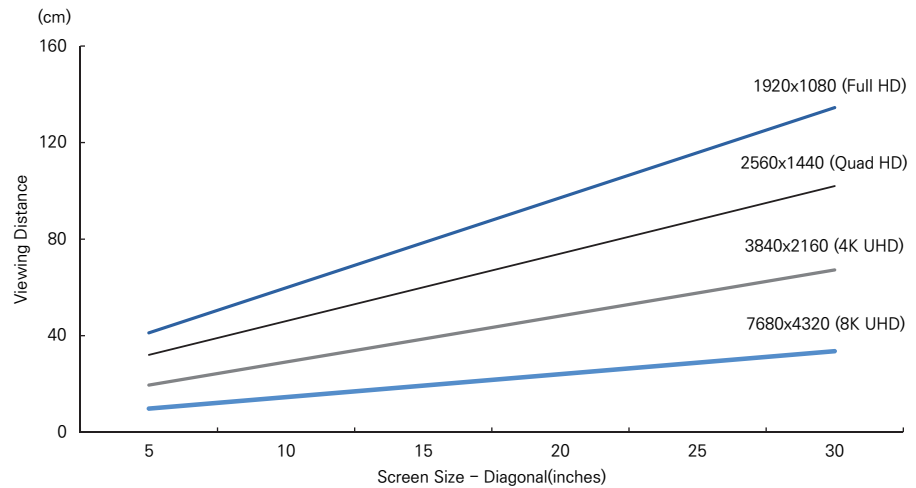


자료: NPR, 미래에셋대우 리서치센터

고화질 콘텐츠 증가가 데이터 사용량 증가 견인

- 스마트폰 및 태블릿의 화면 크기는 대부분 5~12인치 사이, 일반적인 시청 거리는 40~60cm
- 이 정도 거리에서는 FHD 및 QHD까지 해상도 차이를 느낄 수 있으며 현재 대부분 모바일 동영상은 480p에서 720p로 제공되는 것을 감안하면 4배 이상의 데이터 사용량 증가를 기대할 수 있음

화질별 적정 시청 거리



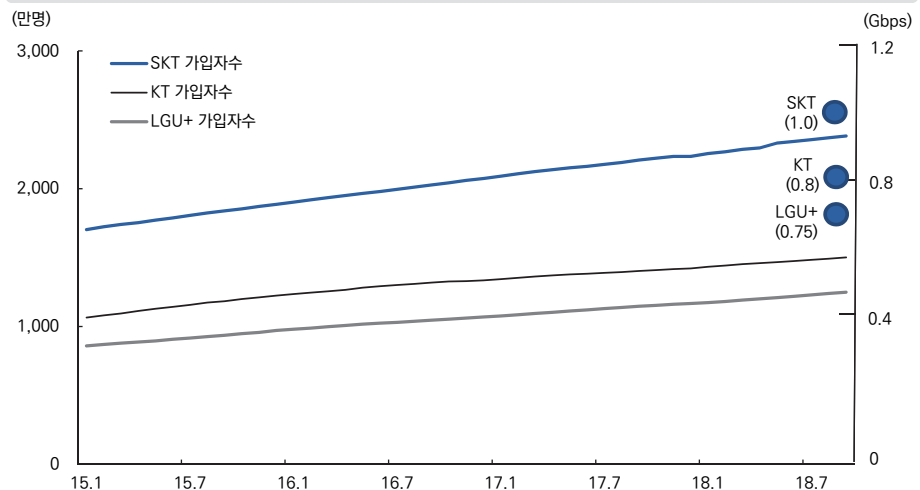
자료: Starico, 미래에셋대우 리서치센터

II. 5G의 단기 활용 전략

데이터 사용량 증가세 감안 망 여력은 높지 않음

- SK텔레콤이 적극적으로 모바일 데이터를 사용하도록 하는 전략을 사용하지 않는 것을 보면 현재 1Gbps의 속도가 SK텔레콤 가입자 기준으로 85~90% 수준의 활용이라고 추정
- KT는 SK텔레콤 대비 약 20% 정도의 여력이 있는 것으로 추정
LG유플러스 고객 평균 데이터 사용량이 더 높은 것을 감안해도 30% 수준의 망 여력 있는 것으로 추정
- 연간 데이터 사용량 증가가 20%에 달하는 것을 감안하면 망 여력이 아주 높다고 볼 수는 없음

통신 3사 LTE 가입자 수 추이 및 망 최대 속도 비교



주: LTE 가입자 비중 산정 시 MNO LTE 가입자만 포함
자료: 과학기술정보통신부, 미래에셋대우 리서치센터

II. 5G의 단기 활용 전략

통신업

5G 요금제 무제한 및 멀티 스크린 전략 예상

- 3G 요금제는 기본 요금 및 음성 통화요금은 낮추고 데이터 사용을 강화하는 방향이었으나 데이터 사용이 활성화 되지 않으면서 통신서비스 업체 실적 악화
- 4G 요금제는 3G 요금제의 데이터 무제한과 달리 데이터 종량제 변경과 가격 상승에도 불구하고, 가입자가 적극적으로 전환하여 실적 상승의 요인으로 작용

3G 및 4G 도입 시 요금제 비교

	2007		2011	
통신세대변화	2G → 3G		3G → 4G	
월정액 금액 (원)	12,500	12,000	55,000	62,000
혜택	무료통화 5분 제공, 10초당 통화료 20원	10초당 통화료 18원, 화상통화 10초당 36원	데이터 무제한 음성 300분	데이터 3~4GB 음성 350분

주 : 통신사별 세부적인 금액 및 혜택의 차이 존재
자료: 언론자료 종합, 미래에셋대우 리서치센터

15 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

II. 5G의 단기 활용 전략

통신업

5G 요금제 무제한 및 멀티 스크린 전략 예상

- 무제한 요금제 중심으로 개인별 멀티스크린 강화 중점: 4G와 같은 성공 예상

통신 3사 LTE 요금제

통신사 요금제명	KT 데이터ON			SKT T플랜				LGU+ 속도/용량 걱정 없는 데이터 요금제				
구분	프리미엄	비디오	톡	Data 인피니티	패밀리	미디어	스몰	데이터88	데이터 78	데이터69	데이터49	데이터44
월정액(원)	89,000	69,000	49,000	100,000	79,000	50,000	33,000	88,000	78,000	69,000	49,000	44,000
데이터	무제한	100GB+ 무제한 (최대 5Mbps 속도제어)	3GB+ 무제한 (최대 1Mbps 속도제어)	무제한	150GB	4GB+ 무제한 (최대 1Mbps 속도제어)	1.2GB	무제한	무제한	5GB+ 무제한 (최대 5Mbps 속도제어)	3GB+ 무제한 (최대 1Mbps 속도제어)	2.3GB+ 무제한 (최대 0.4Mbps 속도제어)
음성	집/이동전화 무제한 (+영상/부가 300분)			집/이동전화 무제한 (+영상/부가 100~300분)				집/이동전화 무제한 (+영상/부가 110~300분)				
문자	기본제공			기본제공				기본제공				
데이터 공유	패밀리박스 2GB 데이터 가족공유			데이터 가족공유 (40GB)	데이터 가족공유 (20GB)	데이터 가족공유 (받기만 가능)		나눠쓰기 40GB 제공	나눠쓰기 15GB 제공	-		

자료: 통신 3사, 미래에셋대우 리서치센터

16 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

대화면 세컨디바이스의 활성화

- 이동통신망에 직접 연결되는 태블릿 숫자가 증가할 것으로 기대
- 와이파이 및 테더링보다 편의성 크게 향상
- 스마트폰보다 대화면이므로 모바일 통한 영상 콘텐츠 소비 및 커머스 활용도 증가 가속화
- 태블릿이 모바일 네트워크에 연결되면 미디어 및 커머스 플랫폼 등에서 기회는 증가할 것

세컨디바이스의 증가와 그에 따른 커머스, 미디어 활용 증가



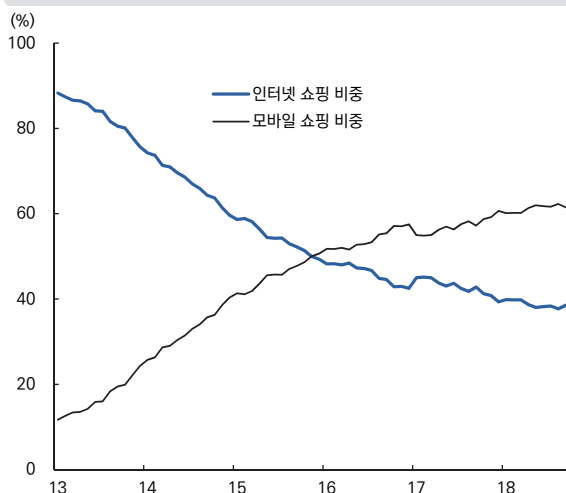
자료: 언론자료, 미래에셋대우 리서치센터

III. 5G의 파급효과

태블릿 통한 모바일 비중 확대 재가속화 기대

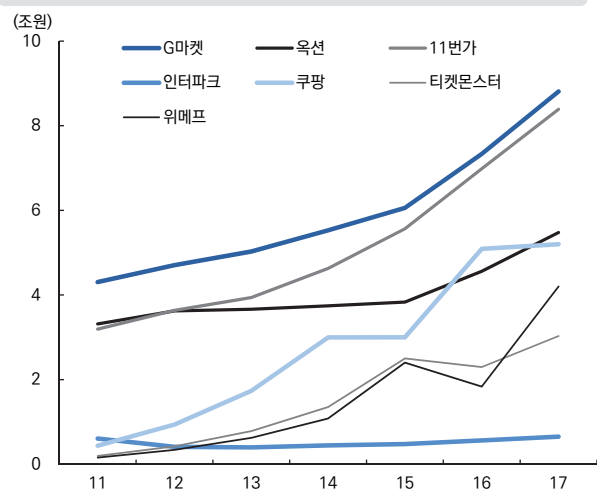
- 커머스에서 모바일 비중이 50%를 넘으면서 점유율 증가세는 다소 둔화되고 있으나 태블릿이 모바일에 연결되면서 대화면의 장점을 감안할때 점유율 증가는 가속화될 것
- 인터넷 쇼핑은 검색 기반인 반면 모바일은 앱 기반이기 때문에 모바일 비중이 증가하면 앱으로 커머스 업체에 바로 접속하기 때문에 더욱 유리

온라인 쇼핑 내 인터넷, 모바일 쇼핑 비중



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

오픈마켓 소셜커머스 업체 거래액 규모

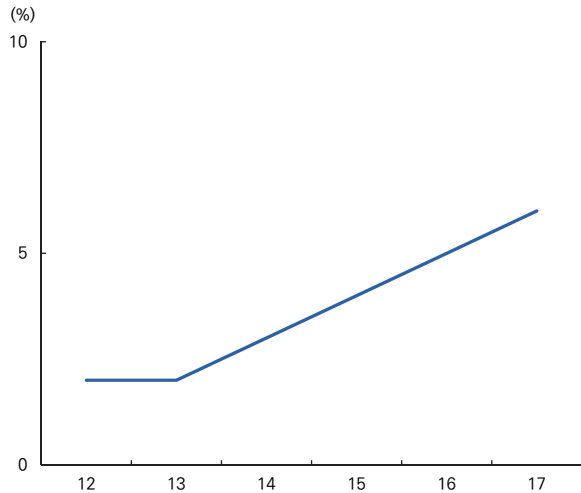


자료: 공정거래위원회, 미래에셋대우 리서치센터

미디어 통로는 IPTV에서 OTT로

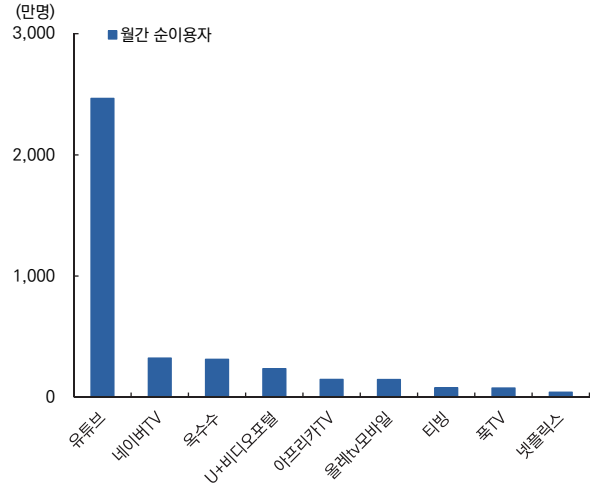
- 국내 미디어 시청은 아직도 OTT보다는 케이블, IPTV 및 위성방송 비중이 절대적
- 이동 중 시청의 편의성 덕분에 모바일 비중이 상당히 올라왔으나 작은 화면이 확대의 제한적 요소
- 태블릿 및 노트북이 직접 모바일에 연결되면 대화면을 편리하게 볼 수 있다는 측면에서 OTT는 더욱 활성화 될 것

전세계 유료TV 수익 내 OTT 비중



자료: 정보통신정책연구원, 미래에셋대우 리서치센터

월간 순이용자(MAU) 기준 국내 OTT 업체 순위



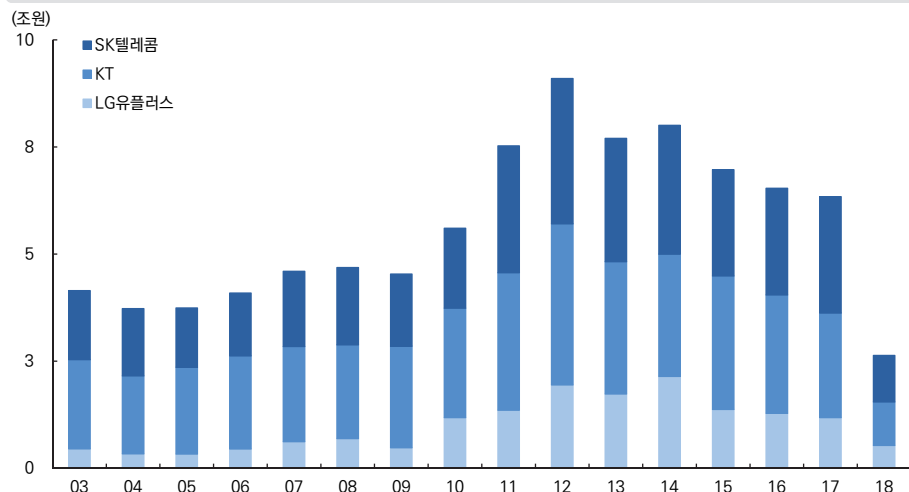
자료: 코리안클릭, 미래에셋대우 리서치센터

III. 5G의 파급효과

통신서비스 업체의 투자 사이클 도래

- LTE 투자 완료로 인한 투자 감소 추세가 다시 상승 전환할 것으로 예상
- LTE와 같이 가파르지는 않지만 완만한 투자 사이클 도래에 대한 기대는 유효

통신 3사 연간 CAPEX



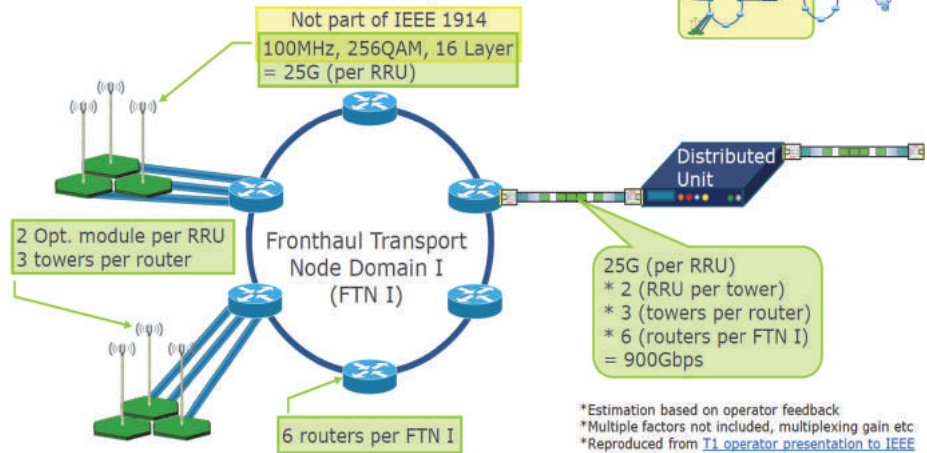
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

데이터의 급증은 백본망 확충 불가피

- 100MHz 광대역 사용 및 MIMO 적용 등으로 프론트홀 처리 데이터가 LTE 대비 급증 불가피

5G 프론트홀 대역폭 요구속도

Estimated Bandwidth Requirements



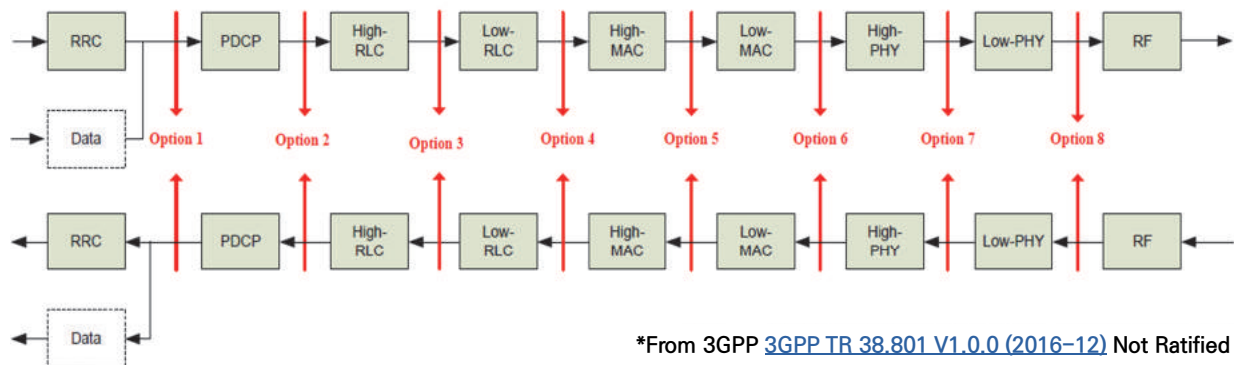
자료: IHS Markit, 미래에셋대우 리서치센터

III. 5G의 파급효과

국내 장비업체에게는 기회이자 위험

- LTE는 국내 장비업체가 주로 담당하는 영역은 RF였지만 프론트홀 데이터가 큰 폭으로 증가함에 따라 프론트홀 데이터를 줄이기 위한 방안 마련이 불가피
- 이를 위해 기존 RF에 일부 디지털 처리부를 포함해서 프론트홀 데이터를 줄이기 위한 노력 중
- 기존 RF 장비 대비 가격이 상승하겠지만 일부 디지털 기술을 확보하고 있어야 하는 한계가 있음

통신장비 디지털부문 구조



5G 시대에 경쟁력 회복 기대

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	335,000
현재주가(18/11/19, 원)	276,000
상승여력	21%
영업이익(18F, 십억원)	1,297
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	1,313
EPS 성장률(18F, %)	39.4
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.5
P/E(18F, x)	6.2
MKT P/E(18F, x)	8.5
KOSPI	2,100.56
시가총액(십억원)	22,286
발행주식수(백만주)	81
유동주식비율(%)	62.2
외국인 보유비중(%)	42.7
베타(12M) 일간수익률	0.49
52주 최저가(원)	220,500
52주 최고가(원)	286,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-2.3 23.8 8.4
상대주가	0.3 45.0 30.8

투자포인트

- 단기적으로는 비통신 부문의 성장에 중점을 두고 중장기적으로는 이를 기반으로한 5G 서비스 본격화를 통한 시너지를 기대한 투자 전략이 유효
- ADT 캠퍼스 인수로 영업이익 10% 이상 성장 가능
- 11번가 및 브로드 밴드의 미디어 시장 지배력 강화
- 5G 서비스 본격화로 세컨디바이스 연계 및 무제한 데이터 요금제 출시
→ 모바일 기반의 미디어 및 커머스 수요 증가 및 지배력 강화 예상
- 비통신 부문 성장은 중간지주 전환 가능성 및 배당 재원 확보에 기여
→ 비통신 부문의 기업가치 반영 기대



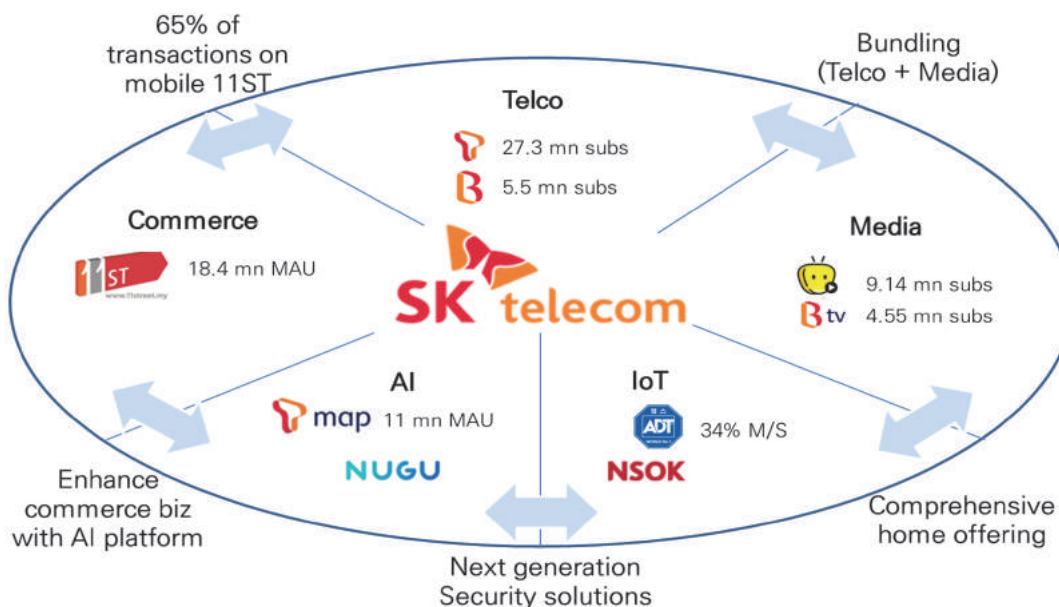
결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	17,137	17,092	17,520	16,965	17,813	18,147
영업이익 (십억원)	1,708	1,536	1,537	1,297	1,555	1,645
영업이익률 (%)	10.0	9.0	8.8	7.6	8.7	9.1
순이익 (십억원)	1,519	1,676	2,600	3,623	4,007	3,538
EPS (원)	18,807	20,756	32,198	44,870	49,623	43,815
ROE (%)	10.2	10.7	15.4	18.2	16.9	13.2
P/E (배)	11.5	10.8	8.3	6.2	5.6	6.3
P/B (배)	1.0	1.0	1.1	0.9	0.8	0.7
배당수익률 (%)	4.6	4.5	3.7	3.6	3.6	3.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK텔레콤, 미래에셋대우 리서치센터

SKT에 변신에 주목

- 사업부문별 사업 안정화를 통한 중간 지주사 전환 가능성을 기대할 수 있음

SK텔레콤 ICT 포트폴리오

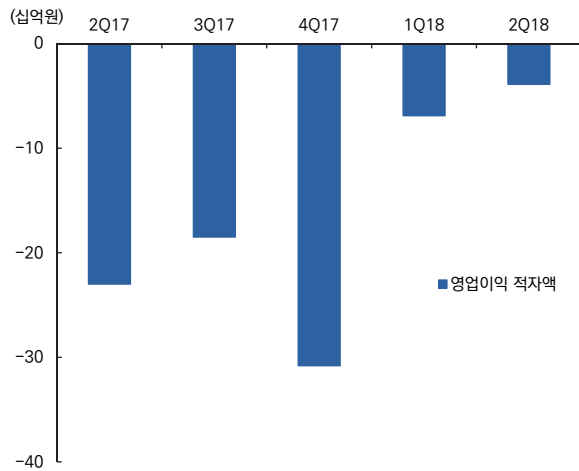


자료: SK텔레콤, 미래에셋대우 리서치센터

11번가 수익성 개선중

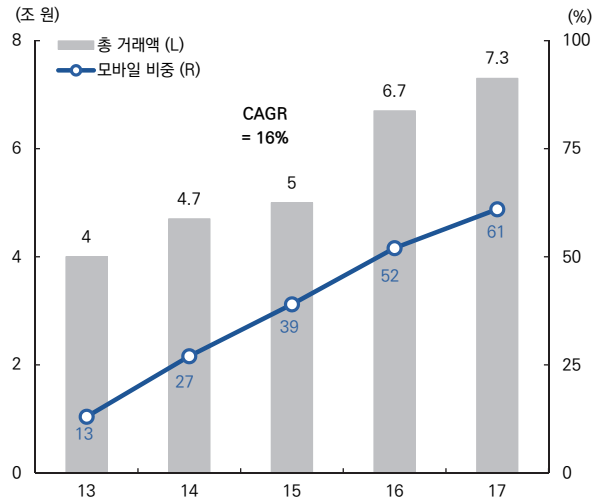
- 2018년부터 적자폭이 빠르게 축소되고 있어 2019년 연간 BEP 도달 가능성 높음
- 모바일 매출 비중 증가 : 전용 어플리케이션 활용으로 수수료를 절감하여 수익성 증대

11번가 영업이익



자료: SK텔레콤, 미래에셋대우 리서치센터

11번가 총 거래액 & 모바일 거래 비중



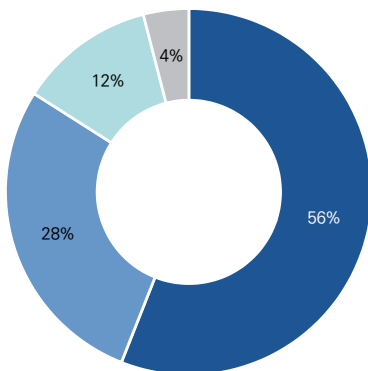
자료: SK텔레콤, 미래에셋대우 리서치센터

물리적 보안 시장에서
의미 있는 사업자로 부상

- ADT캡스 인수로 물리적인 보안 시장에 성공적인 진입 가능
- 기존 보유하고 있던 NSOK와의 합병과 그룹 내 시너지를 기반으로 30% 중반대의 시장 점유율 확보 전망
- 홈IoT 등 기존의 통신업과의 시너지도 기대할 수 있을 것

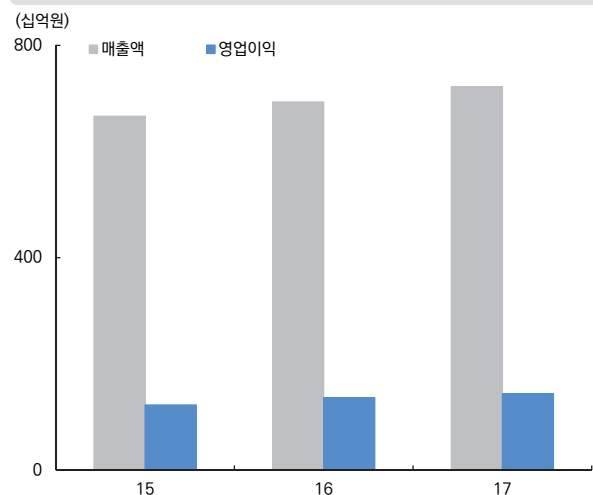
매출 기준 보안 시장 점유율

■ S-1 ■ ADT Caps ■ KT Telecop ■ NSOK



자료: SK텔레콤, 미래에셋대우 리서치센터

매출액 및 영업이익 현황

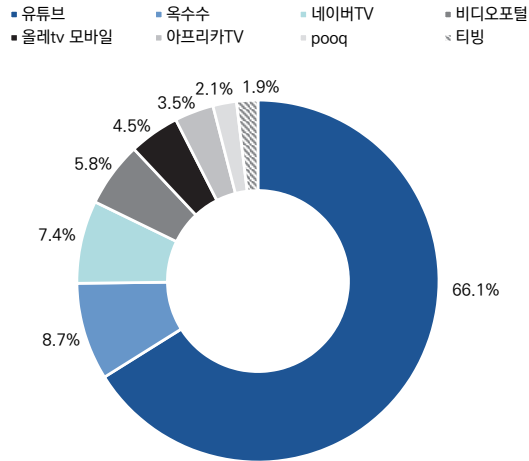


자료: SK텔레콤, 미래에셋대우 리서치센터

OKSUSU 기반의 OTT 사업 성공 기대 가능

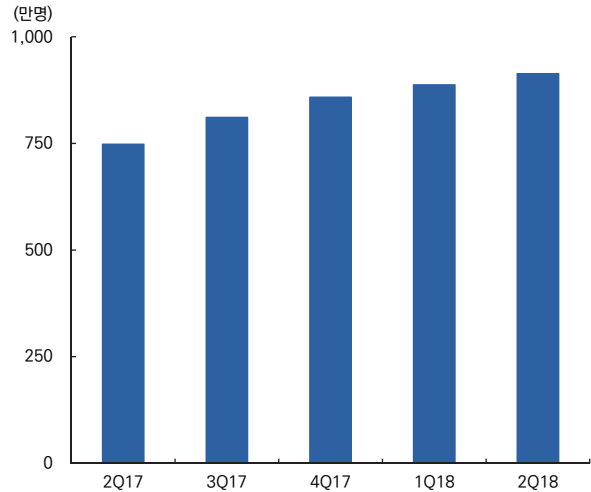
- OKSUSU는 현재 이동통신 가입자 기반으로 지배력을 확장해 나가고 있지만 국내 OTT 중 가장 지배력 높은 플랫폼으로 성장하고 있는 사실에 주목
- 한국은 자국 콘텐츠 비중이 높아 유튜브, 넷플릭스와 별도로 자국 OTT도 의미 있는 비중을 보일 것
→ 국내 OTT 중에서 선두로 올라선 것은 큰 의미가 있다고 판단

국내 OTT시장 점유율



자료: 코리아나클릭, 미래에셋대우 리서치센터

옥수수 가입자 추이



자료: SK텔레콤, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(삼익원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	17,520	16,965	17,813	18,147
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	17,520	16,965	17,813	18,147
판매비와관리비	15,983	15,668	16,258	16,502
조정영업이익	1,537	1,297	1,555	1,645
영업이익	1,537	1,297	1,555	1,645
비영업손익	1,866	3,350	3,635	2,998
금융손익	-223	-215	-230	-190
관계기업등 투자손익	2,246	3,484	3,512	2,400
세전계속사업손익	3,403	4,647	5,190	4,643
계속사업법인세비용	746	1,033	1,194	1,114
계속사업이익	2,658	3,614	3,997	3,529
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	2,658	3,614	3,997	3,529
지배주주	2,600	3,623	4,007	3,538
비지배주주	58	-9	-10	-9
총포괄이익	2,657	3,625	3,997	3,529
지배주주	2,597	3,634	4,007	3,538
비지배주주	59	-9	-10	-9
EBITDA	4,784	4,519	4,755	4,840
FCF	1,140	2,070	-693	1,215
EBITDA 마진율 (%)	27.3	26.6	26.7	26.7
영업이익률 (%)	8.8	7.6	8.7	9.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.8	21.4	22.5	19.5

자료: SK텔레콤, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(삼익원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	6,202	6,693	6,992	8,176
현금 및 현금성자산	1,458	1,858	1,796	2,110
매출채권 및 기타채권	3,387	3,361	3,549	3,647
재고자산	272	269	285	289
기타유동자산	1,085	1,205	1,362	2,130
비유동자산	27,227	30,777	33,869	35,092
관계기업투자등	9,538	12,877	14,808	16,289
유형자산	10,145	9,905	10,995	10,720
무형자산	5,502	5,296	5,296	5,296
자산총계	33,429	37,470	40,861	43,268
유동부채	7,109	6,144	6,099	5,646
매입채무 및 기타채무	2,219	1,934	1,717	1,520
단기금융부채	1,992	1,347	1,348	1,049
기타유동부채	2,898	2,863	3,034	3,077
비유동부채	8,290	9,047	9,192	9,229
장기금융부채	5,819	6,606	6,606	6,606
기타비유동부채	2,471	2,441	2,586	2,623
부채총계	15,399	15,191	15,291	14,875
자본금	17,842	22,081	25,382	28,214
자본잉여금	45	45	45	45
이익잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916
이익잉여금	17,836	22,131	25,431	28,263
비지배주주지분	187	199	188	179
자본총계	18,029	22,280	25,570	28,393

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	8.3	6.2	5.6	6.4
P/CF (x)	4.5	5.1	5.0	4.5
P/B (x)	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	5.7	6.2	5.8	5.5
EPS (원)	32,198	44,870	49,623	43,815
CFPS (원)	58,881	54,368	55,627	62,078
BPS (원)	248,964	301,460	342,339	377,409
DPS (원)	10,000	10,000	10,000	10,000
배당성향 (%)	26.6	19.5	17.7	20.0
배당수익률 (%)	3.7	3.6	3.6	3.6
매출액증가율 (%)	2.5	-3.2	5.0	1.9
EBITDA증가율 (%)	3.9	-5.5	5.2	1.8
조정영업이익증가율 (%)	0.1	-15.6	19.9	5.8
EPS증가율 (%)	55.1	39.4	10.6	-11.7
매출채권 회전율 (회)	8.0	8.0	8.2	8.1
재고자산 회전율 (회)	65.8	62.7	64.3	63.2
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	8.2	10.2	10.2	8.4
ROE (%)	15.4	18.2	16.9	13.2
ROIC (%)	7.8	6.5	7.6	7.4
부채비율 (%)	85.4	68.2	59.8	52.4
유동비율 (%)	87.2	108.9	114.7	144.8
순차입금/자기자본 (%)	30.7	23.1	19.8	13.0
조정영업이익/금융비용 (x)	5.1	4.5	5.4	5.8

[필수소비재] 비즈니스 트랜스포메이션

F&B

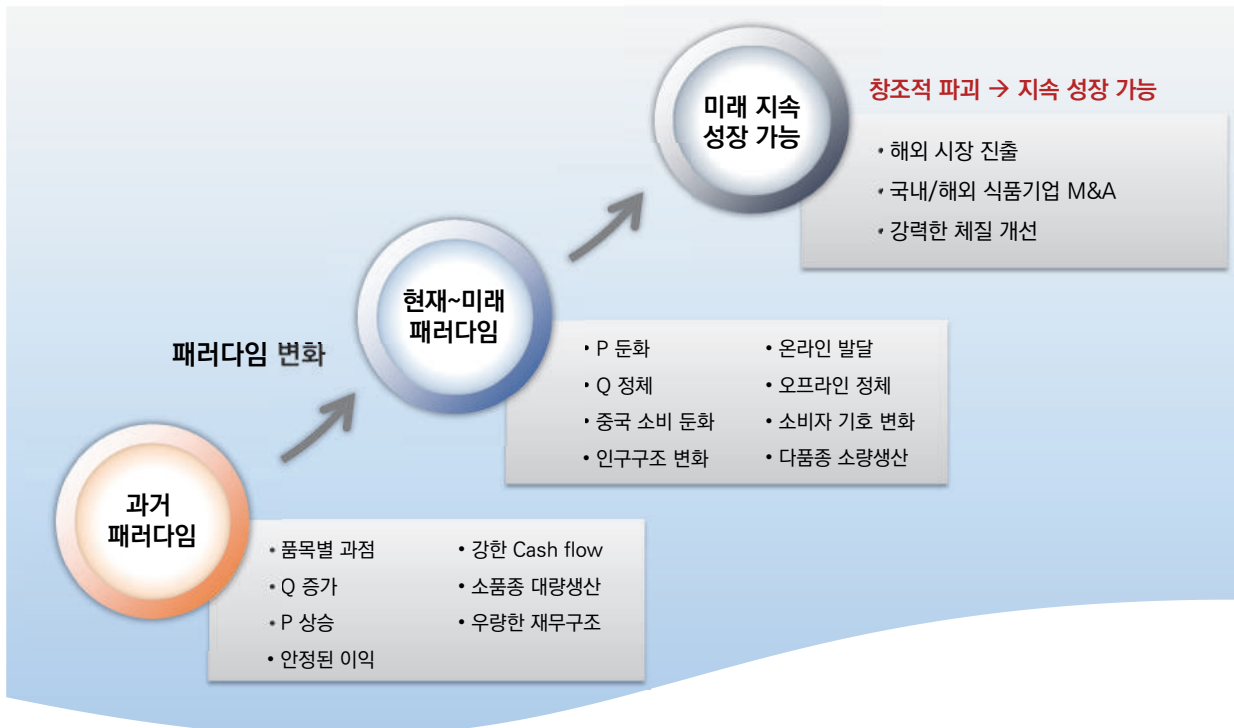
패러다임 변화 vs. 창조적 파괴

백운목

02-3774-1679

wm.baek@miraeasset.com

음식료(F&B) Paradigm Shift



3 | 2019년 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

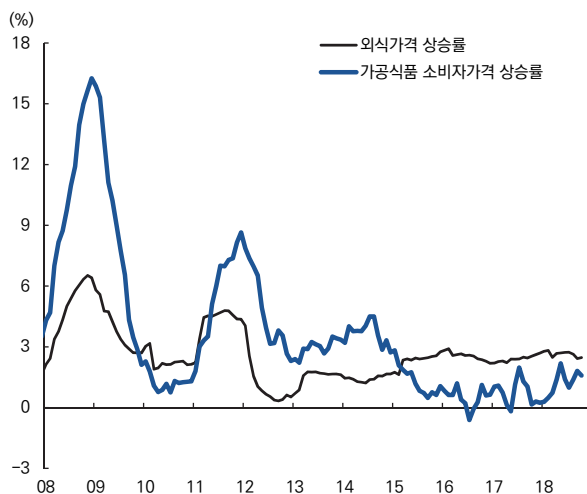
I. 패러다임 변화 1. P(가격)의 둔화

F&B

**P(가격),
15년 이후 인상 둔화,
장기로는 매년 2~3%
상승 예상**

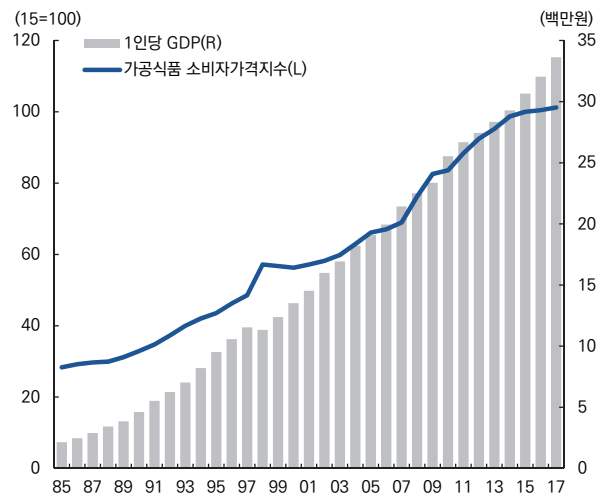
- Q(수량)이 둔화되고 있는 음식료에서 P(가격) 인상은 성장의 핵심 변수
- P 인상 3가지 방법: 기존 제품 가격 인상, 신제품 출시, 업그레이드/프리미엄
- 85~2014년: 물량 증가와 함께 가격 큰 폭 인상, 가격 상승이 성장을 주도
- 15년 이후 P 상승 둔화
- 고급화/프리미엄 수요 있고 과점 유지하고 있어 장기로는 매년 2~3% 상승 예상

외식 가격과 가공식품 소비자가격 상승률



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

가공식품 소비자가격과 1인당 GDP



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

4 | 2019년 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

I. 패러다임 변화 1. P(가격)의 둔화

F&B

19년 P(가격), 소폭 인상 예상

- 가격 인상 이유
10~15년은 외부 요인(원가 상승), 18년 이후는 내부 요인(물류비/인건비/판매비 증가)
- 18년 상반기 물류비/인건비/판매비 상승으로 가격 인상 실시
- 가격 인상 3~6개월 이후 판매량 회복되어 가격 인상 효과가 기업 실적으로 나타남
- 19년 2% 인상 예상 → 주가 반등의 Catalyst로 작용

제품가격 인상 이유: 내부 요인 vs. 외부 요인

내부 요인

1. 물류비 : 상승(유가 상승 + 물류 차량/인건비 상승)
2. 인건비 : 상승(최저 임금 상승 + 자연 상승)
3. 판매비 : 절감 노력(지급수수료 + 마케팅비)

외부 요인

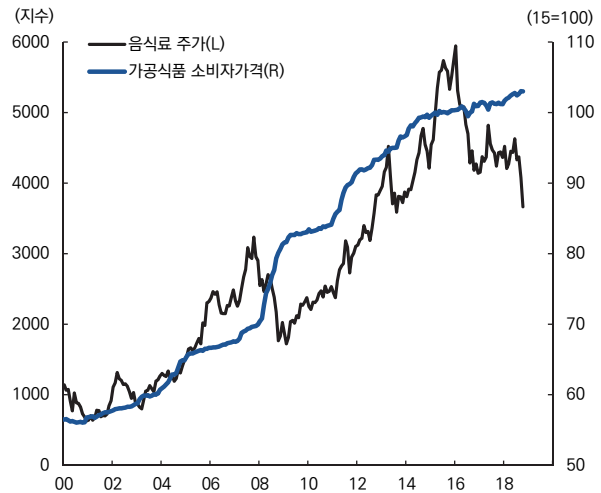
1. 환율 : 안정
2. 원재료 가격 : 소폭 상승

정책 변수

- 정부의 물가에 대한 인식(용인)
- 가격 인상 → 기업이익 증가 → 고용 증가

자료: 미래에셋대우 리서치센터

가공식품 소비자가격과 음식료 주가



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

5 | 2019년 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

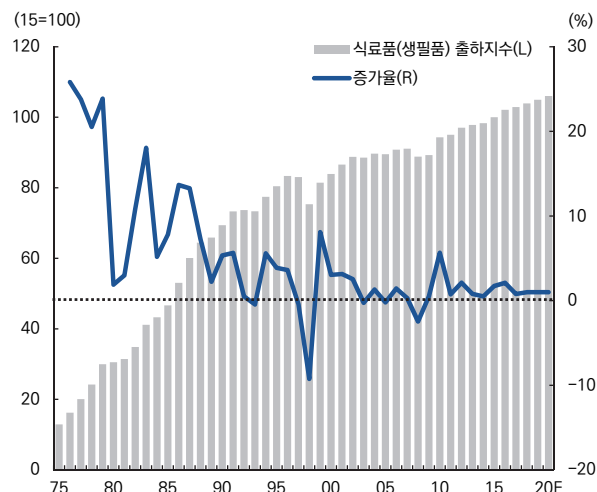
I-2. Q(물량)의 정체

F&B

Q(물량), 인구구조 변화로 장기로는 정체

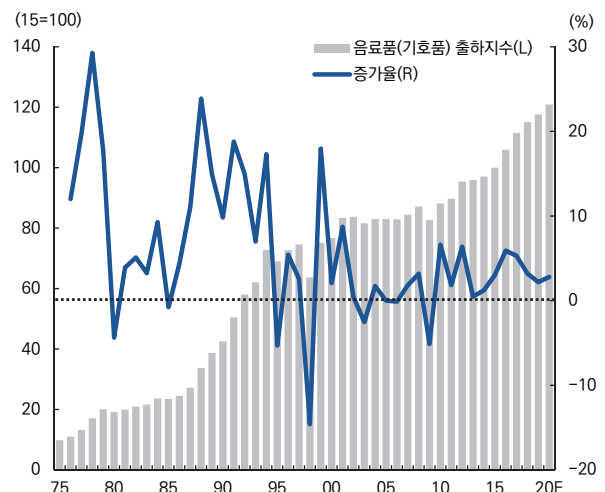
- 12~17년 Q(물량) 2%대 증가
- 1인 가구 증가, 편의점 성장, 온라인의 성장, HMR 소비 증가, 남성의 직접 요리 증가 때문
- 19~20년에도 1.5% 성장 가능, 식료품은 1%의 낮은 성장, 음료품은 2.5%의 성장 가능
- 1인 가구 증가, 개성 소비, 소득 상승으로 생필품보다는 기호품으로 소비 이동
- 인구 구조 변화(고령화, 인구 증가 둔화, 10~20대 인구 감소 등)로 장기로는 정체 예상

식료품(생필품) 소비 증가율



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

음료품(기호품) 소비 증가율



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

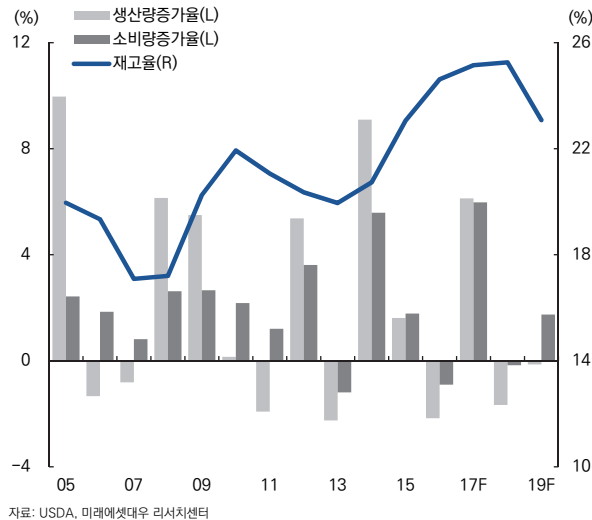
6 | 2019년 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

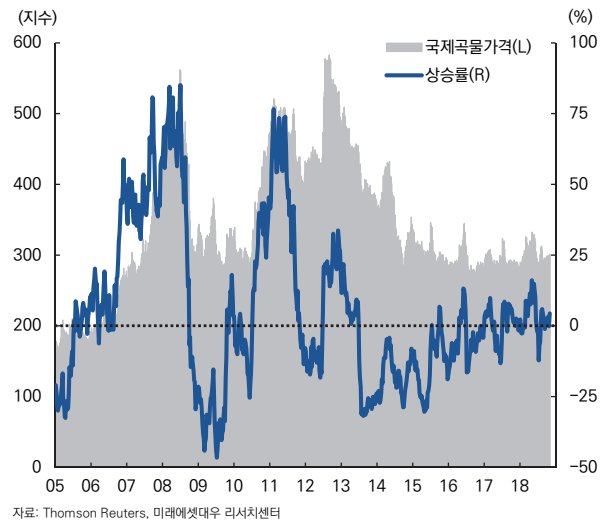
1) 원재료(곡물): 19년 소폭 상승 예상

- 원재료(곡물) 가격의 결정 요소
1) 실수요, 2) 생산량, 3) 투기 수요
- 19년 곡물 소비량 증가율 > 곡물 생산량 증가율 → 19년 곡물 재고율 하락
- 19년 곡물가격 소폭 상승 가능, 여전히 곡물재고율 높아 급등은 어려움
- 곡물가격 상승은 초기에는 부담이지만 장기로는 가격 인상으로 연결되어 반드시 부정적이지 않음

18/19년 국제곡물 수급(생산량/소비량) 예상



국제곡물가격 추이

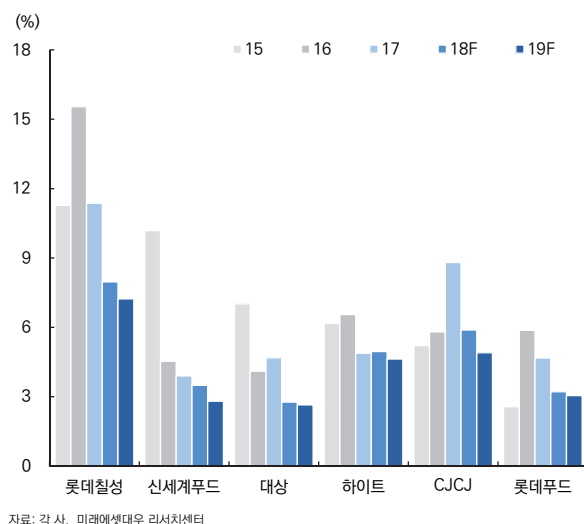


I-3. C(비용)의 반격

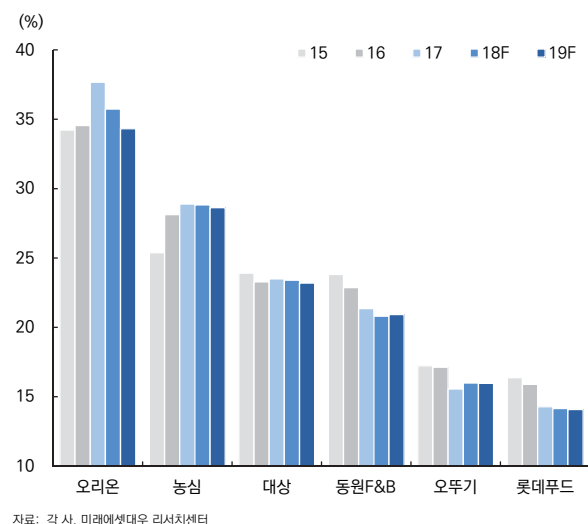
2) Capex 축소 → 가능 3) 판관비 축소 시도 → 어려움

- 15~18년 실적 부진의 주요 원인: 과도한 투자(Capex)와 판관비(마케팅비/인건비) 증가
→ 비용 확대기에는 주가 하락
- 15~17년 설비투자 집중, 19~20년 설비투자 축소 예상 → 투자 축소기에는 주가 반등
- 15~18년 판관비 증가: 신제품 집중, 맥주/라면/가공식품/HMR 점유율 경쟁, 인건비 상승
- 19~20년 판관비 축소 시도, 인건비/물류비/해외개척비 상승 등으로 실제 달성은 어려움

주요 음식료업체의 Capex/매출액(15~19년)



주요 음식료업체의 판관비율(15~19년)



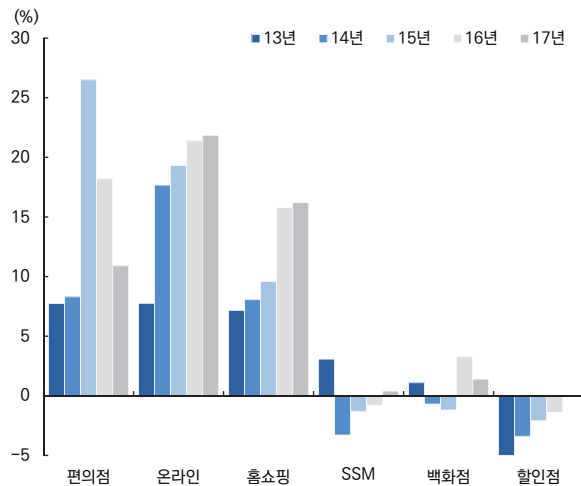
I-4. 채널의 변화

F&B

온라인 증가 ↑
편의점 증가 ↑
할인점 축소 ↓

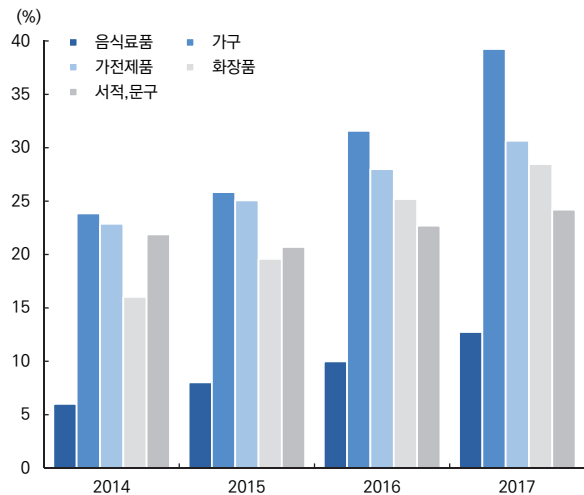
- 오프라인(대형마트, 백화점, SSM) 식품 매출액 감소
- 온라인(온라인 판매중개, 온라인 판매) 식품 매출 급증
- 소매시장 내에서 음식료품은 상대적으로 온라인 비중 낮아 향후 온라인 침투율 상승 예상
- 온라인이 오프라인보다 지급수수료 적어 음식료업체의 마진은 온라인이 높음
- 음식료품 판매 마진: 동네슈퍼 > 온라인 > 편의점 > 대형마트

주요 유통업체 채널별 매출액 성장률



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

주요 카테고리 별 온라인 침투율



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터 유통산업 2H18 전망자료에서 인용

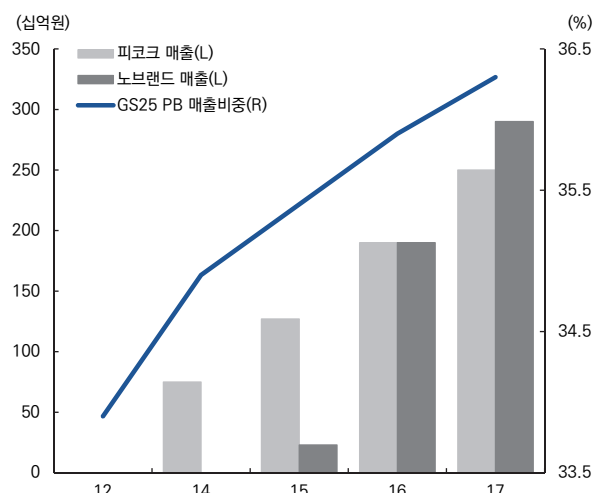
I-5. PB의 공습

F&B

PB의 공습,
음식료 제조업체의
대응은?

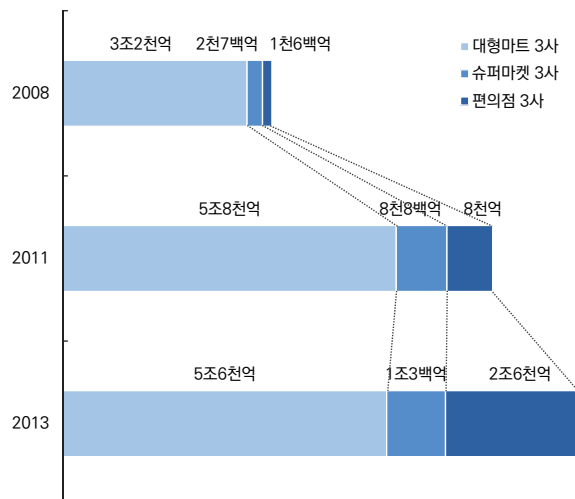
- NB(National Brand, 제조업 보유 자체 브랜드) vs. PB(Private Brand, 유통사 보유 브랜드)
- 13~17년 PB 주도는 편의점, PB 비중 4% → 28%로 급성장, GS25 PB상품 매출비중 36.3%
- 가성비(가격 대비 높은 효율), 1인 가구 증가, 소확행(小確幸) 소비가 PB 급성장 원인
- 유통업체(노브랜드, 피코크), 신세계/롯데푸드, 다수의 중소음식료업체, 요리 전문가, 편의점이 주도
- 대형 음식료 제조업체의 전략은 NB 고수, PB는 판매가격 낮아 제조업체의 마진 거의 없음

노브랜드/피코크의 매출과 GS25의 PB 상품 매출비중



자료: GS25, 이마트, 언론보도 종합

3대 대형마트, 슈퍼마켓, 편의점 PB 상품 매출액

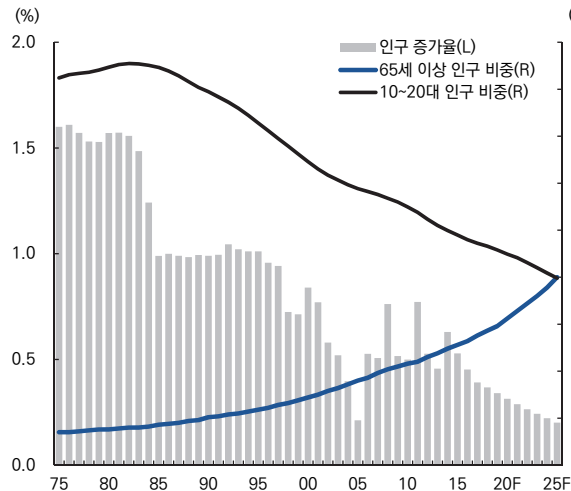


자료: KDI, 언론 보도, 미래에셋대우 리서치센터

소비 주체의 이동 원인

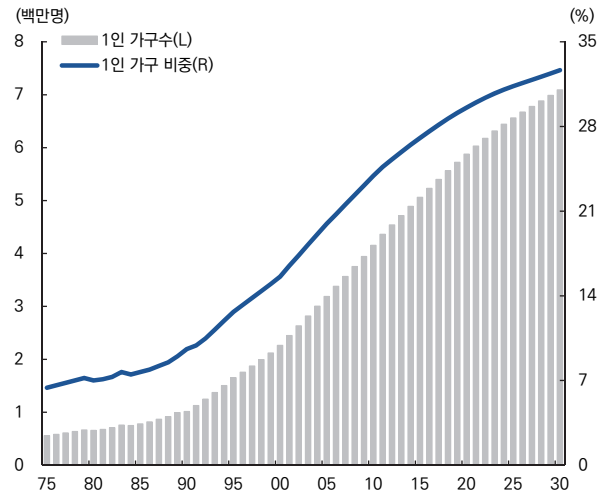
- 소비 주체의 이동 원인
인구 증가율 둔화, 다인 가구 축소, 1인 가구 증가
고령화, 10~20대 인구의 감소
- 소비 주체의 이동
10~20대에서 40~60대로 이동, 다인 가구에서 1인 가구로 이동

인구 증가율, 고령화, 10~20대 인구 비중



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

1인 가구수와 1인 가구 비중



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

11 | 2019년 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

I-6. 소비 주체의 이동

1) 1인 가구 소비와

Consumer Preference
: HMR의 성장

- 1인 가구, 13년 26.9%에서 35년 34.3%로 급증, 음식료품 소비 트렌드 변화 불가피
- 1인 가구의 소비는 2인 가구보다 높음, 1인 가구의 식품 구입비는 다인 가구보다 높음
- 1인 가구 증가로 가정 편의식(HMR), 간편식, 즉석식품, 냉동/가공식품 증가, 편의점/온라인 성장
- HMR 설비투자 진행: CJ제일제당, 롯데푸드, 오뚜기, 풀무원, 대상, 하림, 신세계푸드, 현대그린푸드

1인 가구의 소비 변화와 기업의 대응 전략

1인 가구의 소비 변화

- 소비의 개성화, 다양화
- 다품종 소량 소비
- 저가와 고가의 확실한 구분
- 편의점 + 온라인 소비
- 수입품 소비 증가
- 자기만을 위한 사치 소비
- SNS를 통한 제품 접근

1인 가구 증가에 대한 기업 대응 전략

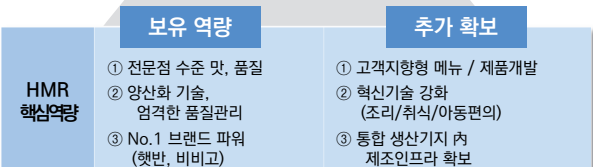
- 포장의 소형화, 디자인화
- 맛을 중시한 제품 개발
- 수요가 있다면 경쟁품이더라도 수입 판매
- 가성비 높은 저가형 제품 출시
- SNS 마케팅 적극 활용, 온라인 제품(상품) 출시

자료: 미래에셋대우 리서치센터

CJ제일제당의 HMR 시장 진출 예상도

HMR 4대 주력 카테고리

- 밥
Rice 기반 One-Meal형 주식
: 1) 햇반 컵반, 2) 냉동밥
- Side Dish
식사 시 주식을 도와주는 부식
: 1) 탕·찌개류 2) 육류 3) 김치가공품
- 면
Noodle 기반 One-Meal형 주식
: 냉장 편의컵면 (CVS중심 확대)
- Snack
One-Meal형 편의식 스낵
: 냉동스낵 - 치킨류, 고로케, 핫도그



자료: CJ제일제당, 미래에셋대우 리서치센터

12 | 2019년 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

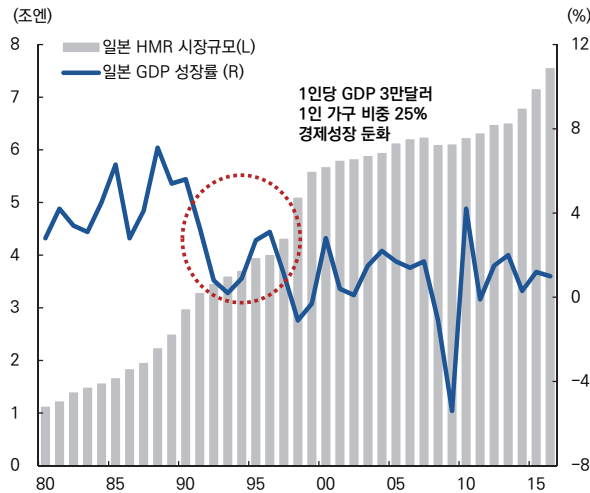
1) 1인 가구 소비와

Consumer Preference

: 일본의 사례

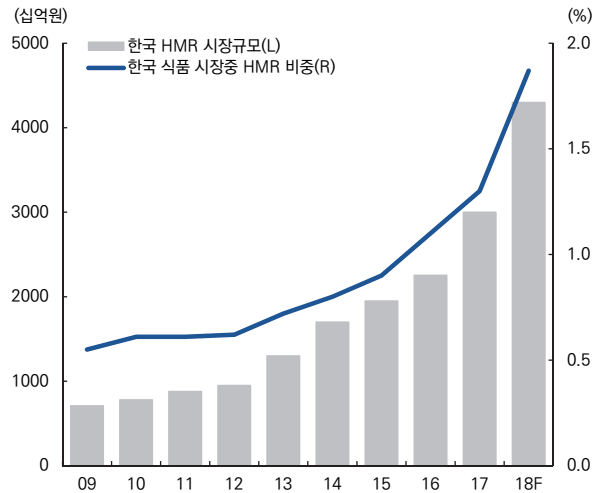
- 일본 HMR 시장 사례
90년대 초반 HMR 시장의 비중 확대(시장 확대)
1인 가구 25% 도달, 경제 성장 둔화, 1인당 GDP 3만 달러
- 일본 1990년대 초반 vs 한국의 2010년 후반 비교
1인 가구 비중 25% 이상, 경제 성장 둔화, 1인당 GDP 3만 달러

일본 GDP 성장 둔화 시, HMR시장 규모 확대



자료: 일본 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

한국의 HMR 시장규모



자료: 농림축산식품부, 미래에셋대우 리서치센터

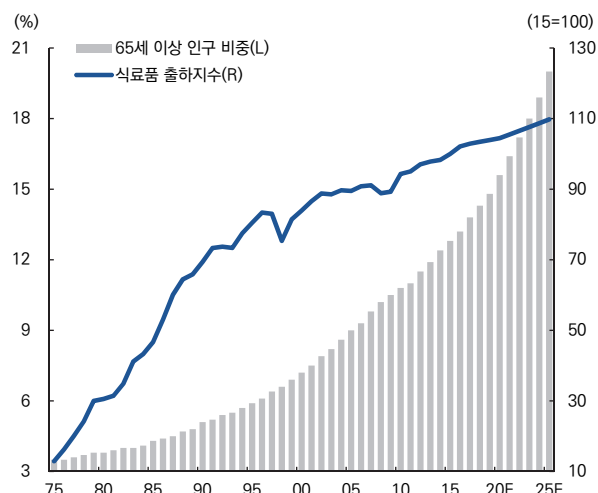
I-6. 소비 주체의 이동

2) 고령화와

10~20대 인구의 감소

- 고령화와 10~20대 인구 비중 감소로 식품 소비 근본적으로 변화
- 10~20대 인구 감소는 전체 식품 소비 감소의 최대 위협 요인
- 10~20대 인구는 음식료 소비의 더 이상 주체가 아님
- 고령화와 10~20대 인구 감소로 흰우유, 과자, 맥주, 빙과, 커피믹스, 주스, 참치캔 등은 소비 감소

한국의 고령화 속도와 음식료 출하지수



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

고령화, 10~20대 인구 감소의 품목별 수혜/피해 품목

1 고령화			
수혜품목		피해품목	
• 건강식품	• 천연식품	• 라면	• 과자
• 한식	• 생수	• 담배	• 빙과
• 소주		• 외식	• 우유
		• 맥주	

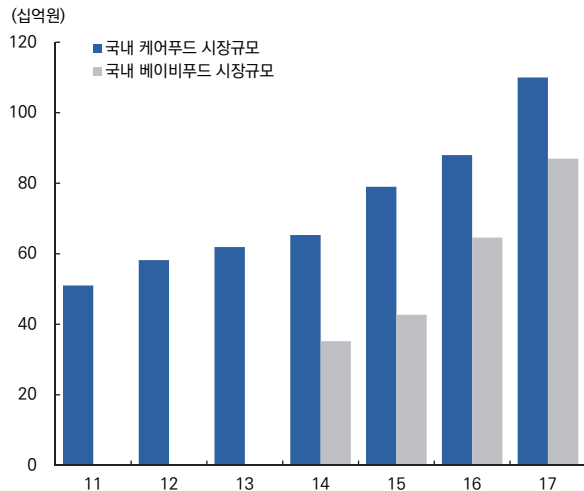
2 10~20대 인구 비중 감소			
수혜품목		피해품목	
• 건강식품 등 일부		• 맥주	• 외식
		• 조미료	• 장류 (고추장, 간장 등)

자료: 미래에셋대우 리서치센터

2) 고령화와 10~20대 인구의 감소

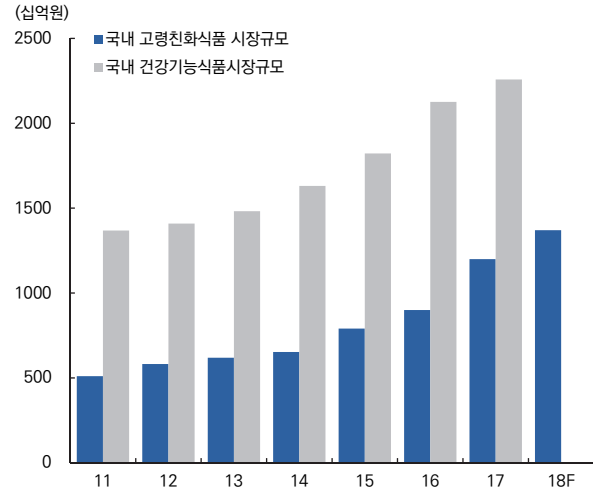
- 일본, 고령화(10~30대 인구 비중 축소)로 인해 1995년부터 음식료품 출하 감소
- 일본, 건강식품과 개호식품 등 고령친화식품 발달
- 건강과 맛이 동시에 들어감 건강(기능)식품 출시 활발, 건강(기능)식품 시장 확대
- 한국, 고령층 거대한 케어푸드 시장과 고령친화식품 시장은 초기 단계
- 10~20대 인구 감소에 의한 소비 감소 품목에서는 창조적 파괴 → 신소비 개척이 필요

국내 케어푸드와 베이비푸드의 시장규모



자료: 업계자료, 언론자료, 미래에셋대우 리서치센터

국내 고령친화식품 시장 규모



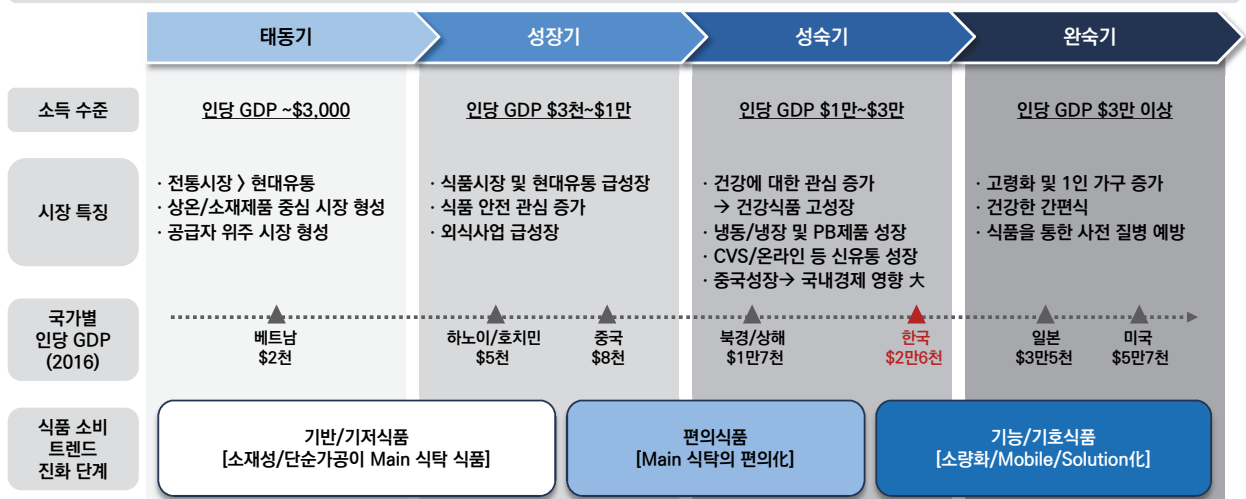
주: 시장규모=국내 출하액+수입액
 자료: 한국식품안전관리인증원, 농림축산식품부, 미래에셋대우 리서치센터

I-7. 중국의 서행

중국이 중요한 이유

- 식품 시장의 발전 단계를 GDP로 구분하면 태동기 → 성장기 → 성숙기 → 완숙기로 구분
- 국가별 진출(수출) 시기, 국가별 제품 출시 시기는 식품 시장 발전 단계별로 다름
- 음식료는 중국과 같이 GDP 5천~1만5천 달러에서 소비 증가 크게 나타남
- 해외 진출의 성공 요인: 제품력, 브랜드, 현지화, 유통망

식품 시장 성장의 단계, 성장 높은 국가(중국 등)는 GDP 5천~1만 5천 달러



자료: 미래에셋대우 리서치센터

일본, 한국, 중국의 음식료품 소비 패턴과 소득(시기)과의 관계

시기	일본	한국	중국
1970	1인당 GDP 5천 달러 가공식품 소비 급증	1인당 GDP 1~2천 달러 가공식품 인식 단계	1인당 GDP 1천 달러 미만 가공식품 미인식
1980	1인당 GDP 1만 달러 가공식품 소비 급증 식품 안전성 문제 부각 할인점 등 대형업체 주도	1인당 GDP 3~5천 달러 가공식품 도입	1인당 GDP 1천 달러 미만 원재료 식품 발달 가공식품 미발달 대도시는 가공식품에 대한 개념 확산
1990	1인당 GDP 2~4만 달러 가공식품 소비 급증 제품 고급화 진행 전통시장 위축	1인당 GDP 5천~1만 달러 가공식품 소비 증가 식품 안전성 문제 부각 할인점 등 대형업체 주도	1인당 GDP 2천 달러 미만 가공식품 도입 대도시는 소비 급증
2000	1인당 GDP 4만 달러 이상 1인 제품 관련 시장 성장 고령화로 일부 품목 소비 감소	1인당 GDP 1.5~2만 달러 가공식품 소비 급증 제품 고급화 진행 전통시장 위축	1인당 GDP 3~4천 달러 가공식품 소비 본격화 대도시는 소비 급증과 고급화 식품 안전성 대두
2010	1인당 GDP 4만 달러 이상 가공식품 소비 둔화 일부 제품 소비 감소 건강 및 맞춤형 소비	1인당 GDP 2~3만 달러 가공식품 소비 둔화 제품 고급화 진행 편의점, 온라인 등으로 유통 채널 다변화	1인당 GDP 5천~1만 달러 가공식품 소비 본격화 대도시는 소비 급증과 고급화 식품 안전성 문제 부각 온라인 등 유통 채널 다변화
2020	가공식품 소비 둔화 일부 제품 소비 감소 건강 및 맞춤형 소비	1인 제품 관련 시장 성장 제품 고급화 진행 일부 제품 소비 감소 건강 및 맞춤형 소비	1인당 GDP 1만 달러로 상승 가공식품 소비 급증 제품 고급화 진행 온라인 성장

자료: 미래에셋대우 리서치센터

17 | 2019년 산업별 투자전략

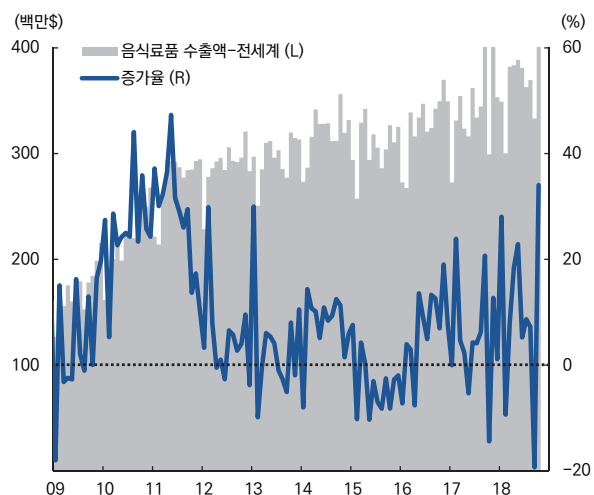
Mirae Asset Daewoo Research

I-7. 중국의 서행

중국향 수출,
18년 3월부터 서서히
회복, 속도는 느림

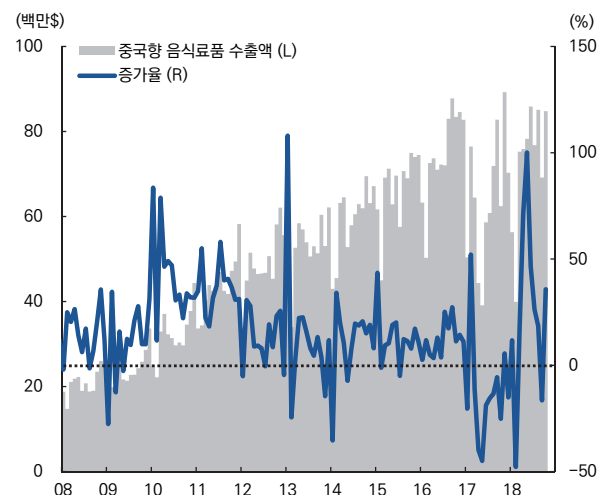
- 수출은 직수출과 해외 현지 생산/판매로 구분, 직수출 → 현지 생산/판매로 전환 중
- 17년 3월 사드 이슈 → 중국의 한한령(限韓令) → 한국 음식료 수출 급감
- 한중 관계 개선 합의(17년 11월), 중국의 한한령 해제 시사(18년 3월)
- 중국 관광객 증가, 라면/과자/김 수출 증가, 분유 수출 재개, 오리온/농심 중국 매출 반등
- 반등 속도는 느림

음식료품 전체 수출 증가율



자료: 관세청, 미래에셋대우 리서치센터

중국향 음식료품 수출 증가율

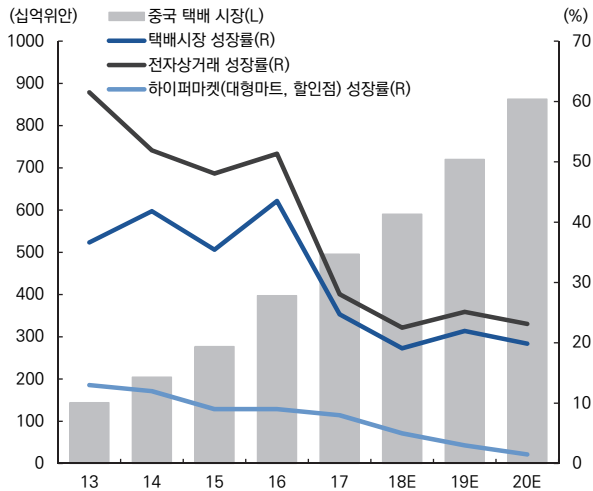


자료: 관세청, 미래에셋대우 리서치센터

중국에서의 새로운 전략 중동/동남아 지역 확대

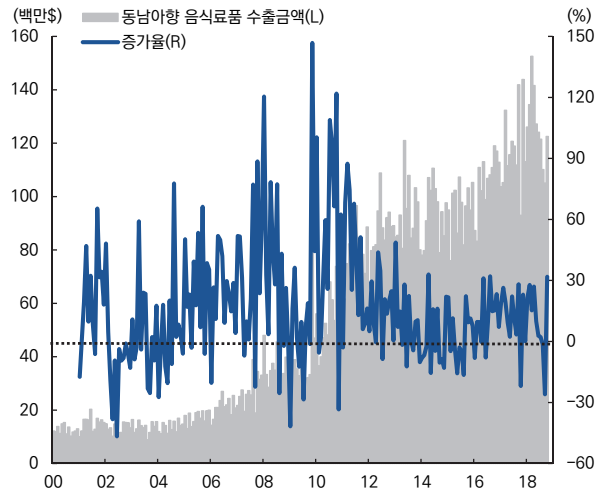
- 중국 온라인 채널에 적극 진출: 온라인(Online)은 오프라인보다 지급수수료 낮아 마진 높음
- 신제품 출시, 유통망 재건, 매대 재탈환, 품질 안전 강조
- 중동/동남아(인도네시아, 베트남, 말레이시아, UAE 등) 개척
- 한류 적극 활용 → 분유, 라면, 과자, 맥주, 소주, 김치, 김, 가공식품
- 할랄식품 시장규모 1,060조원, 인구 16억 명 → 중국 대체 가능 시장

중국 택배 시장 및 성장률 전망



19 | 2019년 산업별 투자전략

동남아향 음식료품 수출 증가율



자료: 관세청, 미래에셋대우 리서치센터

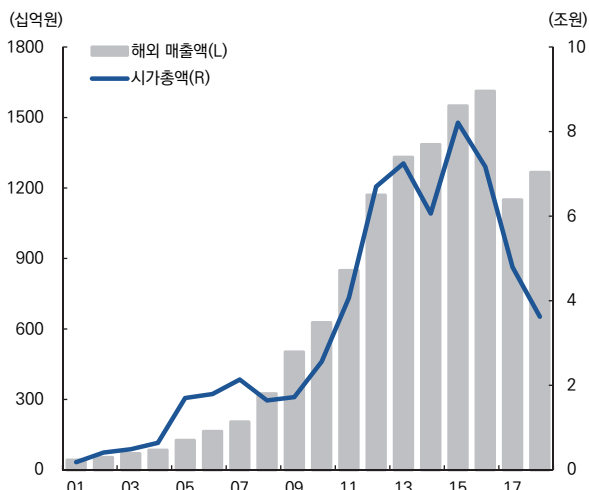
Mirae Asset Daewoo Research

II. 창조적 파괴 vs. 지속 성장

1) 해외 시장 개척, 중국/아시아 시장 개척 → 성장

- <해외 시장 개척>으로 성장
- 오리온의 위치: 기존 국내 과자 시장 정체, 과도한 경쟁, 창조적 파괴(Creative Destruction) 필요
국내 과자 시장 탈피 → 해외(중국, 러시아, 베트남) 시장 개척 → 이익 증가 → 주가 상승 → 성장
- 삼양식품의 위치: 기존 국내 라면 시장 감소, 시장점유율 3위
국내 라면 시장 탈피 → 동남아 라면 시장 진출 → 이익 증가 → 주가 상승 → 성장

오리온의 해외 매출액과 시가총액 추이



자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

국내 라면 수출액과 삼양식품의 주가 추이



자료: 관세청, 미래에셋대우 리서치센터

20 | 2019년 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

II. 창조적 파괴 vs. 지속 성장

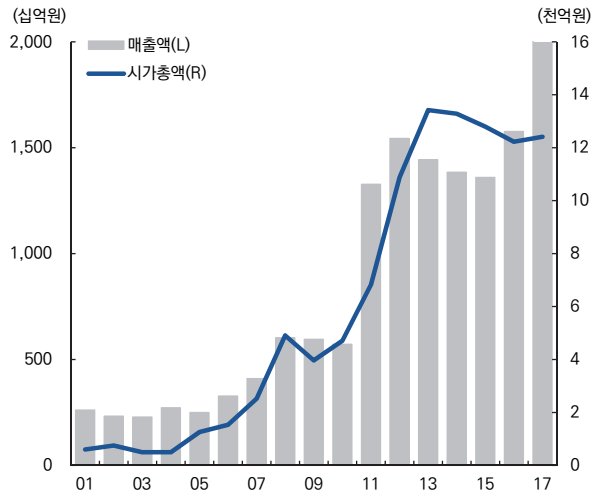
F&B

2) 국내/해외 적극적 M&A, <국내/해외 적극적 M&A>로 성장

식품 관련 사업 M&A → 성장

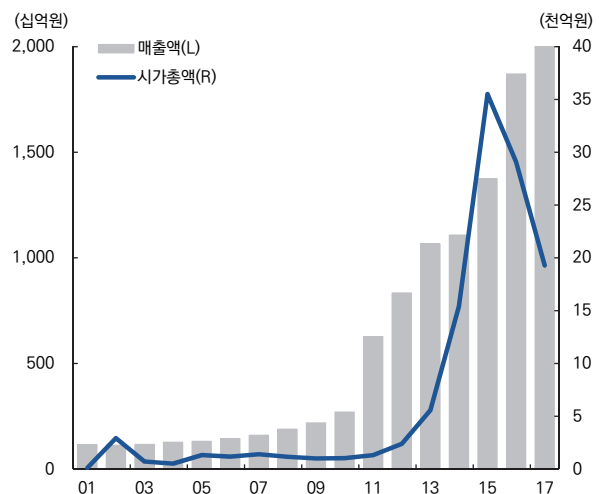
- **동원산업의 위치:** 원양어업(참치어획)의 규제 강화, 참치캔의 수요 정체
미국의 스타키스트(참치캔 1위업체) 인수, 동부익스프레스(물류) 인수 → 이익 증가 → 성장
- **SPC삼립의 위치:** 양산빵의 성장 한계
소재식품(밀가루, 계란, 육가공) 인수 진출, 삼립GFS(물류, 식자재) 설립 → 이익 증가 → 성장

동원산업의 매출액과 시가총액 추이



자료: 동원산업, 미래에셋대우 리서치센터

SPC삼립의 매출액과 시가총액 추이



자료: SPC삼립, 미래에셋대우 리서치센터

21 | 2019년 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

II. 창조적 파괴 vs. 지속 성장

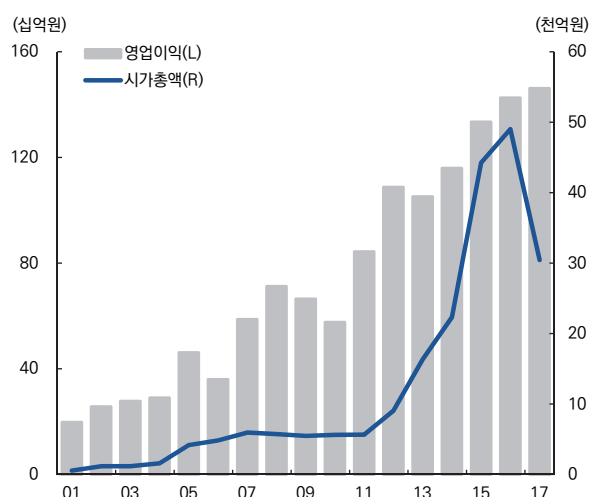
F&B

3) 강한 체질 개선,

비용 절감, 수익 극대화 → 성장

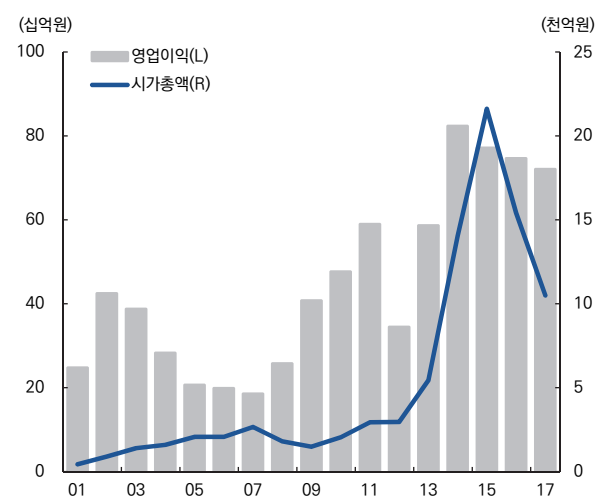
- **<강한 체질 개선>으로 성장**
- **오뚜기의 위치:** 다품종 소량 생산, 다수의 2위 품목, 낮은 수익성
수익 부진한 SKU(제품가지수) 축소, 강한 효율성 추구, 제조공장 개선 → 이익 증가 → 성장
- **동원F&B의 위치:** 참치캔의 수요 정체, 참치캔의 이익 변동성
유제품 인수 후 체질 개선(흑자 전환), 동원홈푸드 인수 후 체질 개선 중 → 매출 증가 → 성장

오뚜기의 영업이익과 시가총액 추이



자료: 오뚜기, 미래에셋대우 리서치센터

동원F&B의 영업이익과 시가총액 추이



자료: 동원F&B, 미래에셋대우 리서치센터

22 | 2019년 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

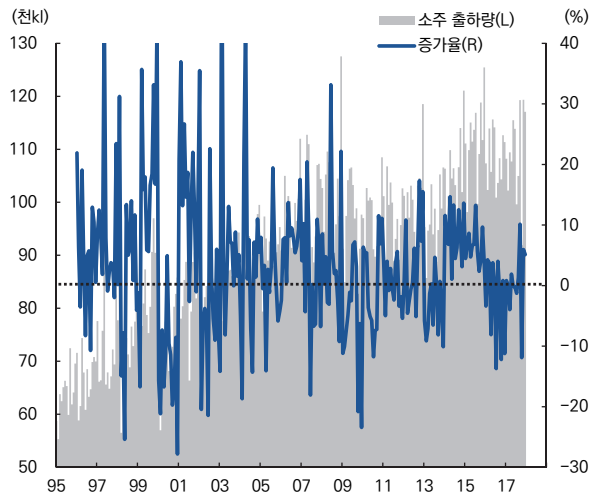
II. 창조적 파괴 vs. 지속 성장

F&B

4) 발상의 전환, 소주의 저도주 → 성장

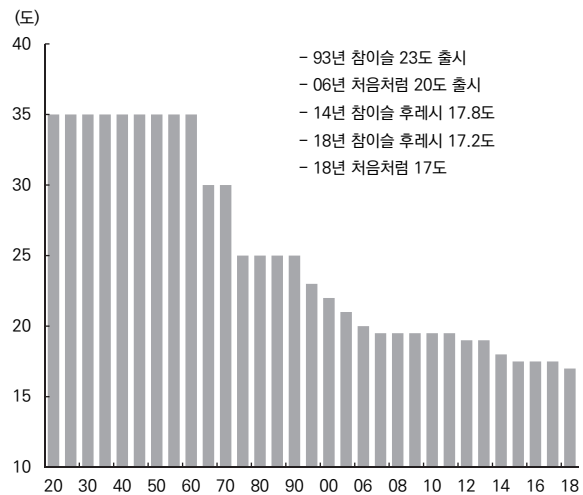
- <발상의 전환>으로 성장
- 기존 소주 시장: 제한된 경쟁, 제품 로열티로 높은 마진 향유
- 음주 소비 문화의 변화와 고령화로 고도주에 대한 거부감/피로감 증가 → 소주 시장 정체
- 도수 인하(소비 증가, 비용 절감)와 제품 확대(익스텐션)를 통한 창조적 파괴(Creative Destruction)
- 저도주 시장 개척 → 소주 소비 유지 또는 소폭 증가

소주 출하량과 증가율



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

소주의 도수 인하 추이



자료: 하이트진로, 롯데칠성, 언론보도 종합, 미래에셋대우 리서치센터

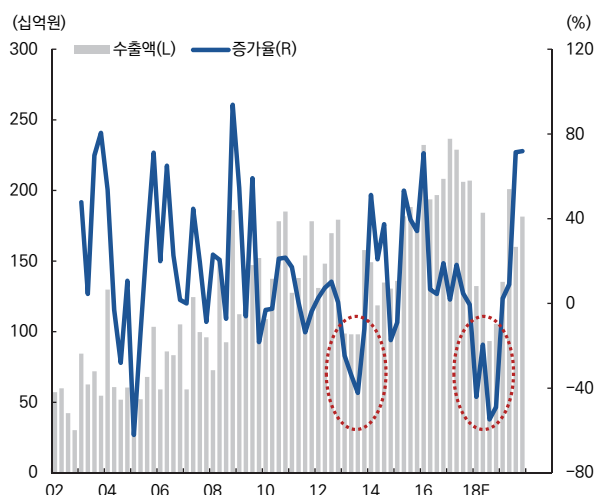
II. 창조적 파괴 vs. 지속 성장

F&B

1) KT&G, 수출과 전자담배로 성장 추구

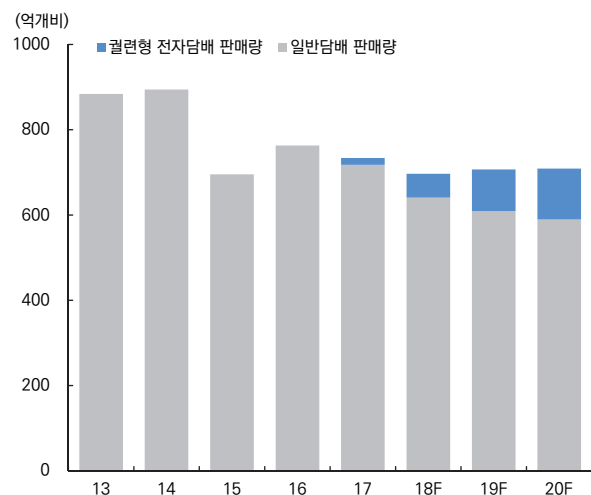
- <수출과 전자담배로 사업구조 전환> 중
- 국내 담배 감소: 금연 정책과 담배에 대한 거부감/피로감 증가, 담배에 대한 소비자 인식 변화
- 창조적 파괴와 비즈니스 트랜스포메이션 요구
- 수출과 전자담배로 성장 추구, 장기로는 해외 담배기업 M&A 추진

KT&G의 수출액과 증가율 예상



자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

국내 전체 담배(국산, 외산 포함) 시장 변화 예상



자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

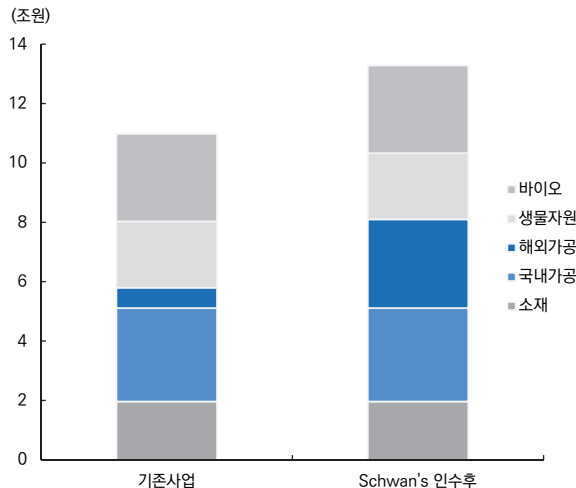
II. 창조적 파괴 vs. 지속 성장

F&B

2) CJ제일제당, 바이오와 해외 M&A로 성장 추구

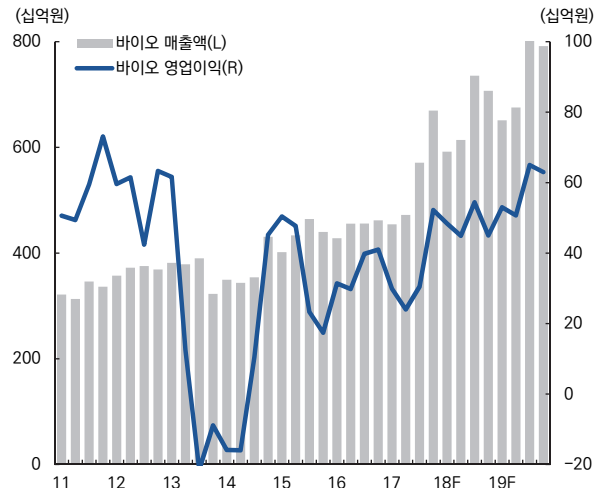
- <바이오와 해외 M&A로 사업구조 전환> 중
- 기존 사업: 소재식품/국내가공식품/사료첨가바이오/생물자원 위주
- 바이오: 수익 높고 기술 필요한 식품 첨가 바이오(Specialty) 강화
- 해외 투자 확대(미국, 중국, 베트남, 러시아 가공식품 등) 중, 직접투자 M&A 동시 진행
- 미국의 슈완스 인수(18.4억달러)로 가공식품 해외 비중(18%→49%) 급증, 핵심사업으로 등장

CJ제일제당의 슈완스 인수후 해외 매출액



자료: CJ제일제당, 미래에셋대우 리서치센터

CJ제일제당의 바이오 매출액과 영업이익



자료: CJ제일제당, 미래에셋대우 리서치센터

25 | 2019년 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

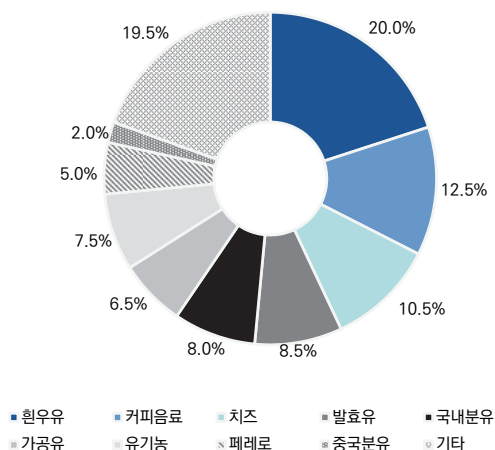
II. 창조적 파괴 vs. 지속 성장

F&B

3) 매일유업, 중국분유, 커피음료, 유기농우유, 치즈로 성장 추구

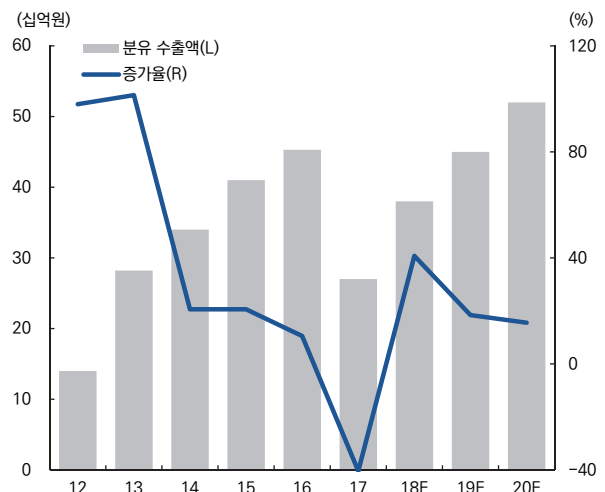
- <분유 수출, 유기농, 커피음료, 치즈로 사업 포트폴리오 전환> 중
- 국내 분유 시장 침체, 흰우유의 낮은 수익성→ 사업 포트폴리오 변화 인식
- 중국 분유 시장 진출: 금전명작, 유기농공으로 중국 분유 수출 최초 개척
- 유기농우유 진출: 국내 유기농우유 90% 이상 점유, 커피음료: 음료시장 변화 선도
- 강한 체질 개선 동반

매일유업의 매출 구성비(흰우유, 국내분유 축소→ 커피음료, 유기농 증가)



주: 흰우유, 국내분유 축소, 커피음료, 유기농, 가공유, 치즈 확대
자료: 매일유업, 미래에셋대우 리서치센터

매일유업의 분유 수출액 전망



자료: 매일유업, 미래에셋대우 리서치센터

26 | 2019년 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

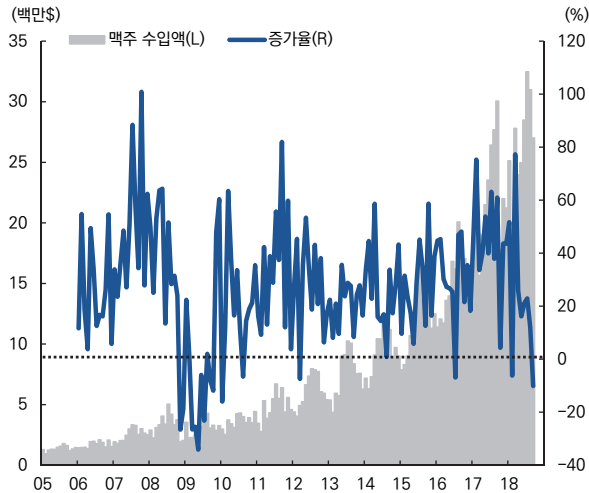
II. 창조적 파괴 vs. 지속 성장

F&B

4) 맥주의 창조적 파괴, 수입맥주와 발포주

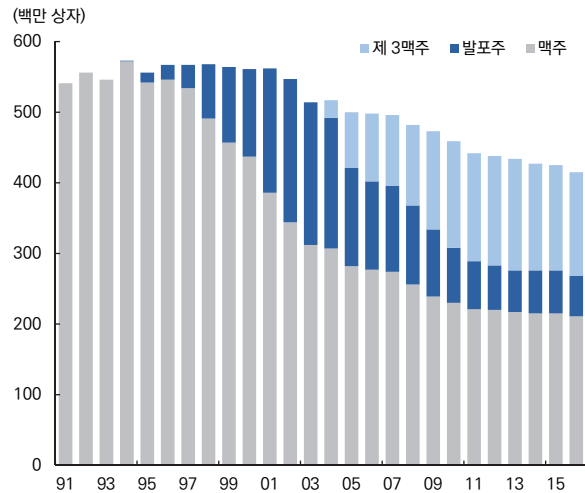
- <수입맥주와 발포주로 시장 돌파> 중
- 맥주업체, 레귤러 맥주 공급 과잉(소비 감소, 롯데칠성의 증설) → 과잉 경쟁, 수익 악화
- 맥주업체, 수입맥주 판매/유통 시장에 적극 진출(국내 맥주 3사 모두 진출)
- 하이트진로, 발포주(Filite) 개발 판매 → 신소비 창조
- 일본은 94년 이후 경기 침체 후 발포주와 제 3맥주 소비 급증

수입맥주 수입액



자료: 관세청, 미래에셋대우 리서치센터

일본의 맥주 시장 변화



자료: 아사히맥주, 미래에셋대우 리서치센터

27 | 2019년 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

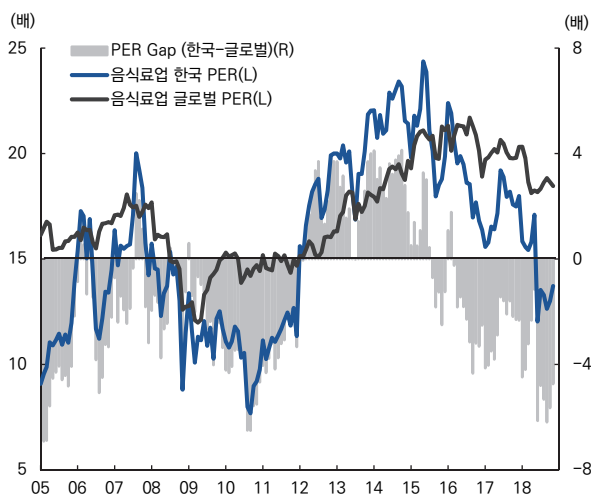
III. Valuation: Global Peer Group

F&B

Valuation

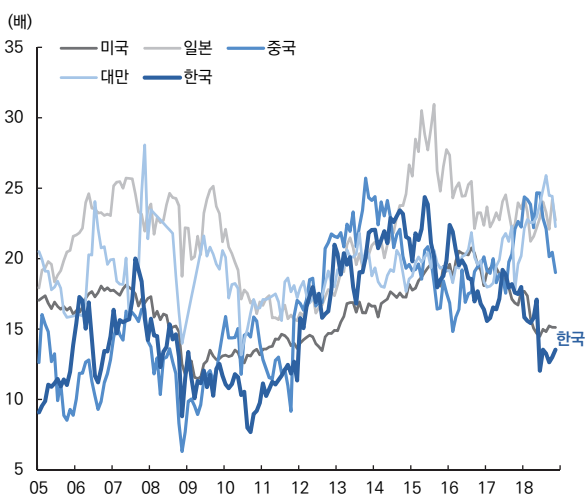
- 16~18년 China Shock과 실적 부진으로 Valuation 하락
- 19년 Global Peer Group(글로벌 음식료) 대비 Valuation 낮아짐
- Global Peer Group 음식료 대비 Valuation 매력 발생
- 접근 가능한 Valuation 수준

한국과 글로벌 음식료 PER과 Gap



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

주요국의 음식료 PER 추이



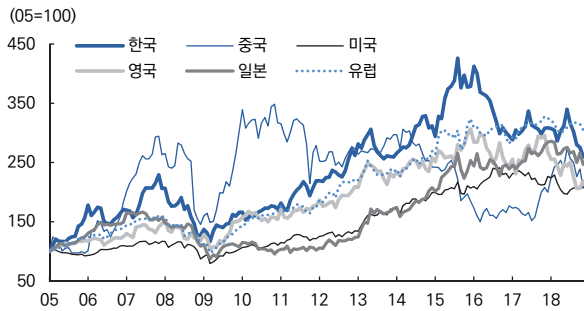
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

28 | 2019년 산업별 투자전략

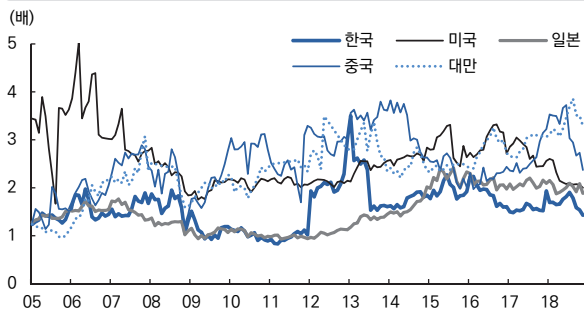
Mirae Asset Daewoo Research

세계 각국의 음식료 Valuation

주요 국가별 음식료 주가



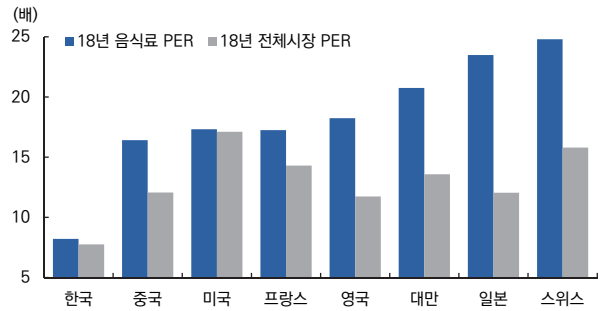
주요국의 음식료 PBR 추이



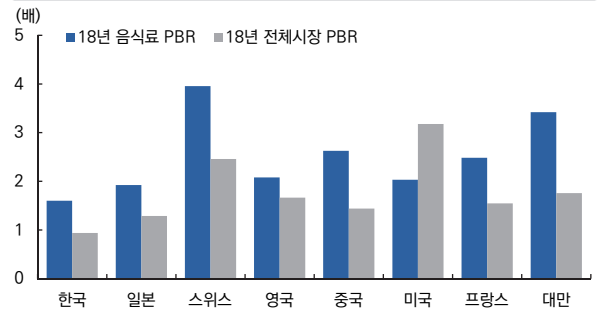
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

29 | 2019년 산업별 투자전략

주요 국가별 음식료 PER과 시장 PER 비교



주요 국가별 음식료 PBR과 시장 PBR 비교



Mirae Asset Daewoo Research

IV. Top Picks- CJ제일제당 (097950)

바이오와 해외 M&A로 성장

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	460,000
현재주가(18/11/16, 원)	351,000
상승여력	31%
영업이익(18F, 십억원)	835
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	839
EPS 성장률(18F, %)	136.6
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.7
P/E(18F, x)	5.8
MKT P/E(18F, x)	8.5
KOSPI	2,092.40
시가총액(십억원)	5,284
발행주식수(백만주)	16
유동주식비율(%)	51.9
외국인 보유비중(%)	21.0
베타(12M) 일간수익률	0.88
52주 최저가(원)	312,000
52주 최고가(원)	416,000
주가상승률(%)	1개월 5.9, 6개월 -1.0, 12개월 -11.4
절대주가	8.6, 16.4, 7.4
상대주가	

투자포인트

- 바이오의 이익 성장: 기술력 필요하고 수익성 높은 Specialty(식품첨가 바이오)는 투자 지속
- 해외 투자 및 M&A
 - 해외(미국, 중국, 일본, 베트남, 러시아) 가공식품 투자/M&A 확대
 - 미국 쉬완스(냉동피자, 냉동디저트) 인수(18.4억달러), 자체 자금 13.4억달러, 인수금용 5억달러
 - 쉬완스 매출액 2.17조, 영업이익 1,729억원, 인수 금액이 비싸지는 않음
 - 쉬완스 미국 전역 유통망있어 CJ제일제당과 시너지 발생 예상

Risk 요인

- 라이신과 메치오닌의 가격 변동성
- 설비투자 및 해외 M&A에 따른 자금 조달(차입금 증가)에 대한 우려



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	11,702	12,924	14,563	16,477	18,429	19,939
영업이익 (십억원)	580	751	844	777	835	918
영업이익률 (%)	5.0	5.8	5.8	4.7	4.5	4.6
순이익 (십억원)	92	189	276	370	976	339
EPS (원)	6,369	13,073	19,044	25,536	60,422	20,718
ROE (%)	3.1	6.2	8.4	10.9	23.3	6.6
P/E (배)	48.1	28.9	18.8	14.3	5.8	16.9
P/B (배)	1.4	1.7	1.5	1.5	1.1	1.1
배당수익률 (%)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: CJ제일제당, 미래에셋대우 리서치센터

30 | 2019년 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	14,563	16,477	18,429	19,939
매출원가	11,275	12,922	14,717	15,919
매출총이익	3,288	3,555	3,712	4,020
판매비와관리비	2,444	2,778	2,878	3,102
조정영업이익	844	777	835	918
영업이익	844	777	835	918
비영업손익	-316	-193	590	-348
금융손익	-161	-185	-166	-180
관계기업등 투자손익	1	-5	2	9
세전계속사업손익	528	584	1,425	570
계속사업법인세비용	175	172	386	174
계속사업이익	354	413	1,039	396
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	354	413	1,039	396
지배주주	276	370	976	339
비지배주주	78	43	63	56
총포괄이익	384	-52	1,115	396
지배주주	307	14	1,037	383
비지배주주	77	-67	79	13
EBITDA	1,375	1,343	1,444	1,677
FCF	-45	-270	-577	247
EBITDA 마진율 (%)	9.4	8.2	7.8	8.4
영업이익률 (%)	5.8	4.7	4.5	4.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.9	2.2	5.3	1.7

자료: CJ제일제당, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	4,881	4,963	5,614	6,085
현금 및 현금성자산	644	591	843	875
매출채권 및 기타채권	2,198	2,441	2,664	2,909
재고자산	1,280	1,304	1,422	1,553
기타유동자산	759	627	685	748
비유동자산	10,886	11,905	13,662	13,821
관계기업투자등	195	165	180	197
유형자산	7,281	8,179	9,944	10,132
무형자산	2,334	2,758	2,723	2,648
자산총계	15,766	16,868	19,276	19,905
유동부채	4,699	5,497	6,042	6,332
매입채무 및 기타채무	1,613	2,060	2,111	2,305
단기금융부채	2,612	2,887	3,331	3,371
기타유동부채	474	550	600	656
비유동부채	5,007	5,227	5,813	5,805
장기금융부채	4,094	4,318	4,821	4,721
기타비유동부채	913	909	992	1,084
부채총계	9,706	10,724	11,855	12,137
지배주주지분	3,409	3,375	4,998	5,290
자본금	72	73	82	82
자본잉여금	924	930	1,546	1,546
이익잉여금	2,567	2,903	3,832	4,123
비지배주주지분	2,651	2,769	2,423	2,479
자본총계	6,060	6,144	7,421	7,769

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	18.8	14.3	5.8	16.9
P/CF (x)	4.0	4.0	4.0	3.8
P/B (x)	1.5	1.5	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	9.6	10.5	10.3	8.9
EPS (원)	19,044	25,536	60,422	20,718
CFPS (원)	90,425	90,821	87,047	91,245
BPS (원)	242,224	239,601	311,212	328,992
DPS (원)	2,500	3,000	3,000	3,500
배당성향 (%)	9.1	9.3	4.2	13.0
배당수익률 (%)	0.7	0.8	0.9	1.0
매출액증가율 (%)	12.7	13.1	11.8	8.2
EBITDA증가율 (%)	11.3	-2.3	7.5	16.1
조정영업이익증가율 (%)	12.4	-7.9	7.5	9.9
EPS증가율 (%)	45.7	34.1	136.6	-65.7
매출채권 회전율 (회)	8.0	7.7	7.8	7.8
재고자산 회전율 (회)	12.2	12.8	13.5	13.4
매입채무 회전율 (회)	11.5	10.7	11.3	11.7
ROA (%)	2.4	2.5	5.7	2.0
ROE (%)	8.4	10.9	23.3	6.6
ROIC (%)	5.2	4.5	4.7	4.7
부채비율 (%)	160.1	174.6	159.8	156.2
유동비율 (%)	103.9	90.3	92.9	96.1
순차입금/자기자본 (%)	93.3	103.7	94.9	89.1
조정영업이익/금융비용 (x)	4.7	3.8	4.4	4.5

IV. Top Picks- KT&G (033780)

19~20년 수출 회복, 전자담배 흑자 확대

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	135,000
현재주가(18/11/16, 원)	100,500
상승여력	34%

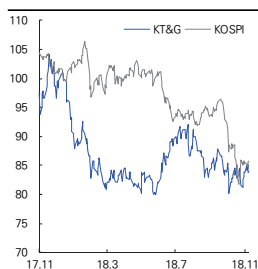
영업이익(18F, 십억원)	1,209
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	1,239
EPS 성장률(18F, %)	-16.6
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.7
P/E(18F, x)	14.2
MKT P/E(18F, x)	8.5
KOSPI	2,092.40
시가총액(십억원)	13,798
발행주식수(백만주)	137
유동주식비율(%)	73.3
외국인 보유비중(%)	53.1
배타(12M) 일간수익률	0.43
52주 최저가(원)	96,000
52주 최고가(원)	125,000
주가상승률(%)	1개월 1.9, 6개월 1.3, 12개월 -13.4
절대주가	1.9, 1.3, -13.4
상대주가	4.5, 19.1, 5.0

투자포인트

- 중동(이란 등) 지정학적 리스크로 수출액 18년 급감, 19년 1Q부터 회복 단계
- 신시장(중남미, 아프리카, 동남아) 수출 시장 개척 지속
- 전자담배 릴(LiL)과 핏(FitT)의 전국(CVS) 판매 확대, 핏 익스텐션(제품 확장) 예상
판매단가, 제조원가, 수량 고려하면 흑자 확대 예상
- 수원 부지 개발 시작(1.5조원 가치, OPM 40~50%), 18~22년 개발

Risk 요인

- 중동 지역 수출 환경(소비세 인상, 환율 불안정) 비 우호적
환율 상승: 이란, 이라크, 카자흐스탄, 터키, 소비세 인상: UAE, 러시아



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	4,113	4,170	4,503	4,667	4,363	4,897
영업이익 (십억원)	1,172	1,366	1,470	1,426	1,209	1,425
영업이익률 (%)	28.5	32.8	32.6	30.6	27.7	29.1
순이익 (십억원)	826	1,036	1,231	1,164	970	1,079
EPS (원)	6,013	7,544	8,965	8,476	7,069	7,861
ROE (%)	15.1	17.5	18.6	15.7	12.5	13.5
P/E (배)	12.7	13.9	11.3	13.6	14.2	12.8
P/B (배)	1.8	2.2	1.9	2.0	1.7	1.6
배당수익률 (%)	4.5	3.3	3.6	3.5	4.0	4.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	4,503	4,667	4,363	4,897
매출원가	1,797	1,909	1,800	2,017
매출총이익	2,706	2,758	2,563	2,880
판매비와관리비	1,237	1,332	1,354	1,456
조정영업이익	1,470	1,426	1,209	1,425
영업이익	1,470	1,426	1,209	1,425
비영업손익	117	-80	136	83
금융손익	31	35	33	31
관계기업등 투자손익	2	6	1	0
세전계속사업손익	1,587	1,346	1,345	1,508
계속사업법인세비용	362	181	378	428
계속사업이익	1,226	1,164	967	1,080
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,226	1,164	967	1,080
지배주주	1,231	1,164	970	1,079
비지배주주	-5	0	-3	1
총포괄이익	1,226	1,212	944	1,080
지배주주	1,230	1,208	948	1,086
비지배주주	-4	4	-3	-6
EBITDA	1,628	1,587	1,367	1,603
FCF	1,336	822	476	845
EBITDA 마진율 (%)	36.2	34.0	31.3	32.7
영업이익률 (%)	32.6	30.6	27.7	29.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	27.3	24.9	22.2	22.0

자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	6,615	6,585	6,158	6,701
현금 및 현금성자산	851	1,230	816	889
매출채권 및 기타채권	1,222	1,056	1,076	1,221
재고자산	2,265	2,317	2,387	2,459
기타유동자산	2,277	1,982	1,879	2,132
비유동자산	3,197	3,391	3,632	3,937
관계기업투자등	56	51	48	55
유형자산	1,607	1,757	1,782	1,937
무형자산	105	85	84	91
자산총계	9,812	9,976	9,789	10,638
유동부채	2,153	1,803	1,691	1,924
매입채무 및 기타채무	196	132	130	147
단기금융부채	146	178	39	49
기타유동부채	1,811	1,493	1,522	1,728
비유동부채	541	343	341	382
장기금융부채	116	101	111	121
기타비유동부채	425	242	230	261
부채총계	2,694	2,146	2,031	2,305
지배주주지분	7,045	7,772	7,704	8,277
자본금	955	955	955	955
자본잉여금	510	484	484	484
이익잉여금	6,009	6,745	6,734	7,309
비지배주주지분	73	58	54	55
자본총계	7,118	7,830	7,758	8,332

예상 주당가치 및 valuation (요약)

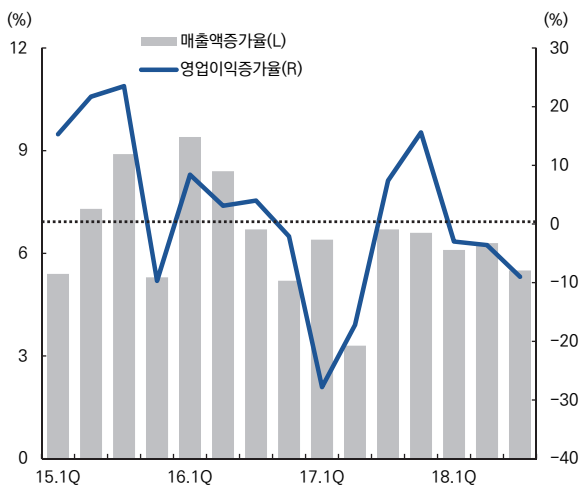
	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	11.3	13.6	14.3	12.8
P/CF (x)	8.1	9.4	9.8	8.6
P/B (x)	1.9	2.0	1.7	1.6
EV/EBITDA (x)	7.2	8.4	8.6	7.2
EPS (원)	8,965	8,476	7,069	7,861
CFPS (원)	12,431	12,289	10,320	11,775
BPS (원)	53,705	59,000	58,499	62,681
DPS (원)	3,600	4,000	4,000	4,400
배당성향 (%)	37.1	43.4	52.2	51.5
배당수익률 (%)	3.6	3.5	4.0	4.4
매출증가율 (%)	8.0	3.6	-6.5	12.2
EBITDA증가율 (%)	6.5	-2.5	-13.9	17.3
조정영업이익증가율 (%)	7.6	-3.0	-15.2	17.9
EPS증가율 (%)	18.8	-5.5	-16.6	11.2
매출채권 회전율 (회)	4.2	4.3	4.2	4.3
재고자산 회전율 (회)	2.1	2.0	1.9	2.0
매입채무 회전율 (회)	17.3	22.9	28.3	29.4
ROA (%)	13.3	11.8	9.8	10.6
ROE (%)	18.6	15.7	12.5	13.5
ROIC (%)	27.7	30.8	20.6	24.1
부채비율 (%)	37.9	27.4	26.2	27.7
유동비율 (%)	307.2	365.2	364.2	348.4
순차입금/자기자본 (%)	-31.8	-32.4	-27.9	-29.1
조정영업이익/금융비용 (x)	218.6	166.3	222.8	272.2

[결론] 19년 경기 하락 진정, 패러다임 변화에 적응하는 기업은?

- 16~18년 경기 하락세, 실적 둔화/하락세
- 19년 경기 하락 진정 예상
- 19~20년은 지속 성장을 위한 사업포트폴리오 재편 시기
- 해외 시장 개척, 국내/해외 M&A, 체질 개선

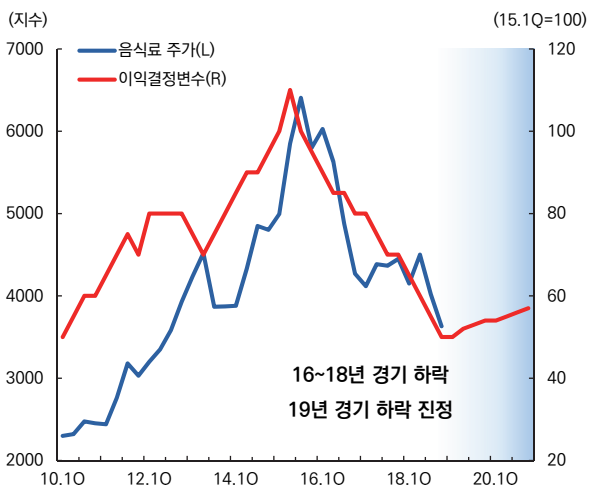
- 고도 성장기 종료 vs. 저성장에 적응
- 패러다임 변화에 적응하는 기업 찾기
- CJ제일제당: 해외 식품 M&A, 바이오 성장, HMR 성장
- KT&G: 수출 반등, 전자담배 흑자 확대

음식료업종의 실적 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

음식료업종의 단기 경기 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터



[필수소비재] 비즈니스 트랜스포메이션

리테일

플랫폼 진화 시대

김명주

02-3774-1458

myoungjoo.kim@miraeasset.com

플랫폼 진화 시대

- 2019년 유통 기업의 온라인·오프라인 플랫폼 진화 예상
- 오프라인 유통 채널 부진에 따른 수익성 강화 및 비용 절감을 위한 오프라인 플랫폼 진화
- 온라인 경쟁 심화에 따른 차별성 확보를 위한 온라인 플랫폼 진화
- 플랫폼 진화를 위한 노력에 따른 투자 및 관련 비용 증가 예상 → 손익 부진 가능성 존재
- 단기 손익 부진보다는 밸류에이션 상승을 이끌 수 있는 1) 투자 방향성과 2) 외형 성장에 초점
- 추천 종목: 온·오프라인 플랫폼 진화에 따른 기업가치 상승이 가능한 이마트

2019년 전망: 유통 플랫폼 진화 시대

오프라인 플랫폼: 탈(脫)리테일화

- ▶ 오프라인 플랫폼 배송 기능 확대
- ▶ 비용절감을 위한 디지털화
- ▶ 객수 확보를 위한 서비스 및 판매 카테고리 확대

온라인 플랫폼: 생존을 위한 차별화

- ▶ 오픈마켓 비즈니스의 약화에 따 MD경쟁력 강화 노력
- ▶ 큐레이팅과 플랫폼 커뮤니티화를 통한 충성고객 확보

자료: 미래에셋대우 리서치센터

I. 오프라인 플랫폼의 진화

방향성은 탈(脫)리테일화

- 1) 오프라인 유통 채널 부진에 따른 수익성 강화 및 비용절감을 위한 오프라인 플랫폼의 진화 예상
- 오프라인 플랫폼 진화 방향성은 탈(脫)리테일화
- 오프라인 플랫폼 진화를 위한 유통 기업의 투자 집행 및 비용 반영 예상
- 단기적으로 손익에 부정적 영향 미칠 가능성 존재
- 단기 손익 부진보다는 1) 투자 방향성과 2) 플랫폼 진화에 따른 외형 성장에 주목할 필요

오프라인 플랫폼의 진화: 방향성은 탈(脫)리테일화

오프라인 매장 배송 기능 확대



비용절감을 위한 디지털화



객수 확보를 위한
서비스 및 판매 카테고리 확대



자료: 미래에셋대우 리서치센터

오프라인 매장 배송 기능 확대

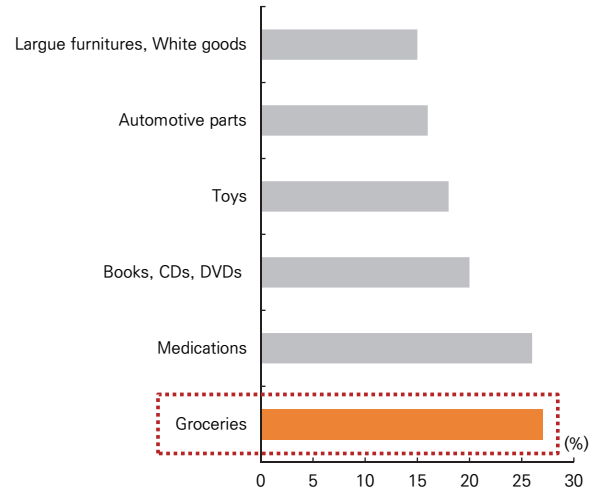
- 수익성이 지속적으로 떨어지는 할인점 오프라인 매장의 기능 확대 예상
- 대표적으로 온라인 배송 경쟁력 강화를 위한 매장의 배송 기능 강화가 될 것
- 현재 이마트를 포함한 할인점은 매장 내 PP센터와 물류센터를 활용하여 온라인 배송 진행 중
- 개별 매장 내 PP센터 운영은 1) 제한된 SKU로 인한 품질 이슈와 2) 비효율적인 재고 관리 문제 발생
- 이마트를 중심으로 일부 매장에 한하여 거점 물류센터화 시킬 것으로 예상

이마트 매장 내 PP센터 전경



자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

긴 배송 시간 때문에 온라인 구매를 꺼리는 카테고리



자료: Mckinsey, 미래에셋대우 리서치센터

I. 오프라인 플랫폼의 진화

비용절감을 위한 디지털화

- 최저임금 인상에 따른 인건비 부담 지속으로 오프라인 매장의 디지털 가속화 예상
- 18년 주목 받았던 무인 점포는 1) 비용 부담과 (아마존고 약 12~13억원) 2) 시스템 정교화를 위한 데이터 부족으로 단기간에 상용화 및 확산은 힘들
- 2019년은 비용절감을 위한 디지털 화에 따른 스마트점포가 확산될 것

이마트 트레이더스 무인계산대



자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

GS슈퍼마켓 전자 가격표



자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

I. 오프라인 플랫폼의 진화

리테일

객수 확보를 위한 서비스·판매 카테고리 확대

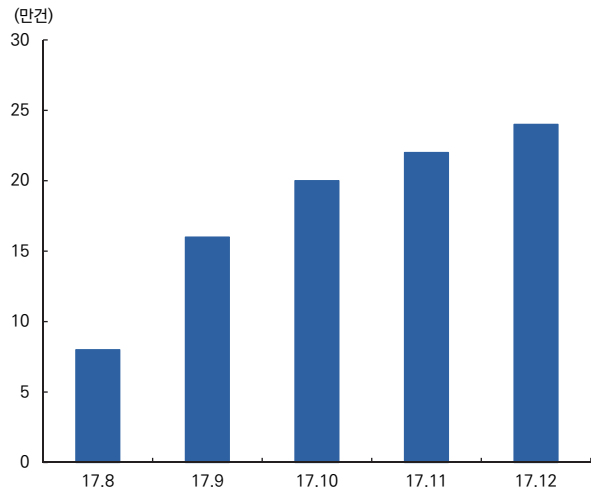
- 객수 확보를 위한 오프라인 매장의 서비스 및 판매 카테고리 확대가 예상
- 후발주자의 공격적 출점으로 객수확보가 절실한 편의점이 가장 적극적
- 편의점은 기존 판매하지 않았던 상품(ex 즉석 조리 식품)과 서비스(ex ATM 서비스)를 확장해 객수를 높여 나갈 것

세븐일레븐 Fit&go



자료: 언론 보도, 미래에셋대우 리서치센터

CU 편의점 ATM을 이용한 카카오뱅크 고객 이용건수



주: 17.12월은 업계 추정
자료: 언론 보도, 미래에셋대우 리서치센터

7 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

II. 온라인 플랫폼의 진화

리테일

방향성은 차별화

- 오프라인 유통 기업의 진출로 온라인 시장 내 경쟁이 치열해질 것으로 판단
- 이에 따른 온라인 플랫폼 진화도 가속화 될 것. 그 방향성은 생존과 수익성 확보를 위한 차별화
- 차별화를 위한 투자로 유통 기업의 온라인 부문 손익 부진 예상
- 단기 손익 부진보다는 플랫폼 차별화 확보 가능성과 외형 성장에 초점을 두어야 한다고 판단

온라인 플랫폼의 진화: 방향성은 차별화

MD경쟁력 강화



큐레이팅과 플랫폼 커뮤니티화



자료: 미래에셋대우 리서치센터

8 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

오픈마켓 비즈니스 약화에 따른 MD경쟁력 강화

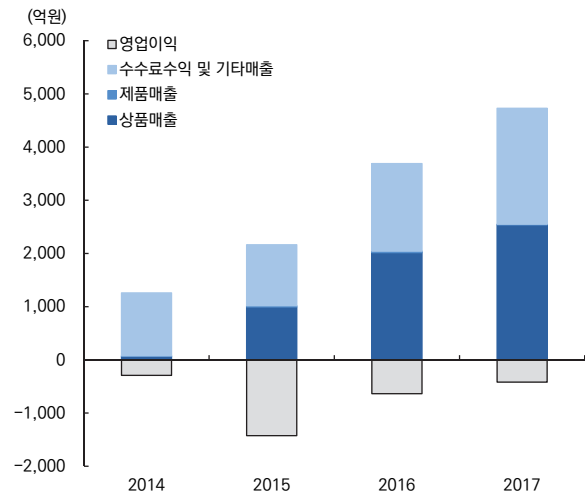
- 트래픽 경쟁력을 가진 포털사이트의 커머스 부문 강화 지속 예정
- 단순 상품 중개를 해주는 오픈마켓 비즈니스 경쟁력 약화 예상
- 온라인 기업들은 차별화를 위해 MD 경쟁력 강화에 나설 것
- 오프라인 유통 기업 또한 직매입 및 PB 상품 확대에 나설 것
- MD경쟁력을 바탕으로 플랫폼 차별화를 이룬 기업은 위메프

위메프 MD경쟁력을 바탕으로 한 딜 상품 지속 제공



자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

위메프 손익 추이



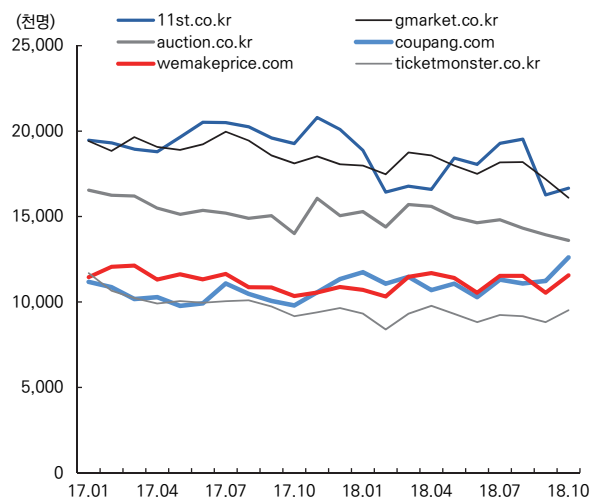
자료: 개별감사보고서, Dart, 미래에셋대우 리서치센터

II. 온라인 플랫폼의 진화

MD경쟁력 강화

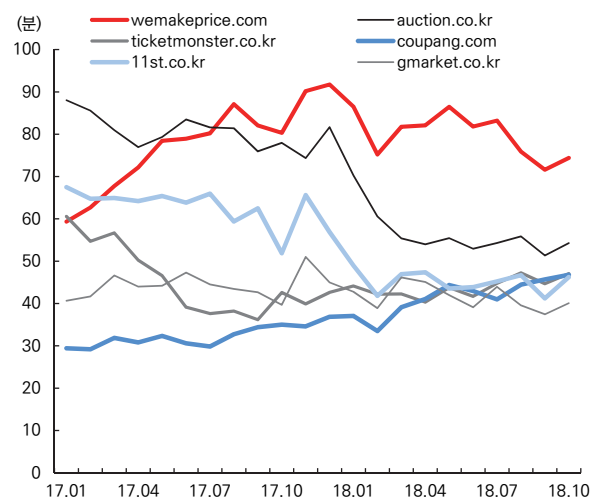
- 위메프는 직매입 사업 '신선생'과 '원더배송' 사업 확장 멈추고 MD경쟁력 강화에 초점
- 1) 슈퍼투데이 특가, 2) 오늘의 특가, 3) 히든 프라이스 등을 차별화된 제품 지속 제공
- 온라인 플레이어 중 1) 트래픽 및 체류시간 개선도가 가장 높고, 2) 2019년 흑자도 가능하다 판단

온라인 기업 트래픽 추이



주: 웹과 앱 합산
자료: 코리아인플릭, 미래에셋대우 리서치센터

온라인 기업 체류시간 추이



주: 웹과 앱 합산
자료: 코리아인플릭, 미래에셋대우 리서치센터

큐레이팅과 플랫폼 커뮤니티화

- 온라인 플랫폼은 1) MD경쟁력을 바탕으로 한 콘텐츠 제작과 큐레이팅과 2) 플랫폼의 커뮤니티화를 통해 충성고객을 확보해 나갈 것
- 큐레이팅과 플랫폼 커뮤니티화를 통해 충성고객 확보 시 1) 매출 증대 뿐 아니라 2) 포털 사이트 가격 검색으로부터 자유로울 수 있음
- 이미 국내 오프라인 유통기업 또한 온라인 플랫폼에 큐레이팅 기능 접목 중
- 온라인 경쟁이 치열해지면서 1) 큐레이팅과 2) 플랫폼 커뮤니티화를 통한 플랫폼 차별화 가속화될 것

엘롯데 홈페이지 개편(11.1)후 큐레이팅 기능 강화



자료: 엘롯데, 미래에셋대우 리서치센터

이마트몰의 큐레이팅



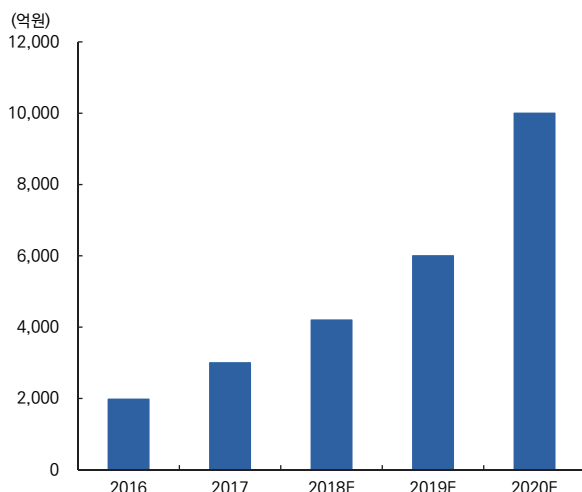
자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

II. 온라인 플랫폼의 진화

큐레이팅과 플랫폼 커뮤니티화

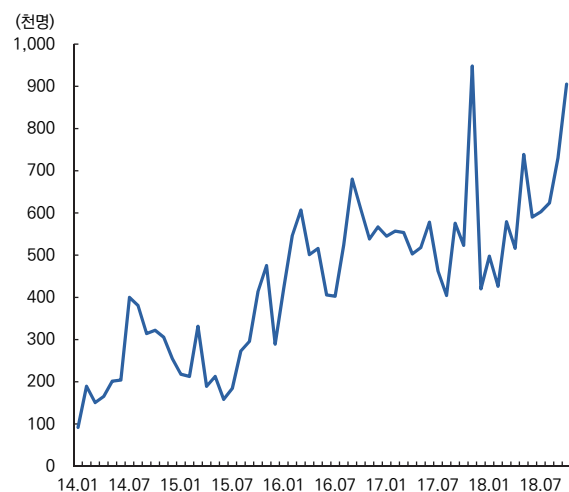
- 큐레이팅과 플랫폼의 커뮤니티화를 통해 성공한 대표적 기업 '무신사'
- 2001년 온라인 커뮤니티로 시작한 무신사는 현재 3,200여개 패션 브랜드 입점, 2017년 거래금액 3,000억원(51.5%YoY) 기록. 18년 4,200억원 예상 (17년 OPM 35%)
- 무신사의 에디터는 플랫폼 내 판매중인 제품을 이용한 '재미로 불만한' 콘텐츠 지속 제공
- 충성 고객 확보로 트래픽과 거래금액 지속 증가

무신사 거래금액 추이



자료: 언론보도, 저미래에셋대우 리서치센터

무신사 트래픽 추이



주: 웹, 모바일 합산
자료: 코리안클릭, 미래에셋대우 리서치센터

온·오프라인 플랫폼 모두 진화 중

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	320,000
현재주가(18/11/16, 원)	194,000
상승여력	65%

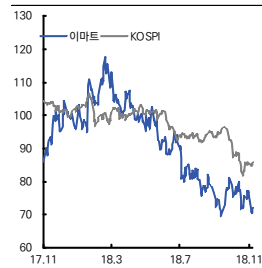
영업이익(18F, 십억원)	556
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	554
EPS 성장률(18F, %)	-17.6
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.7
P/E(18F, x)	10.7
MKT P/E(18F, x)	8.5
KOSPI	2,092.40
시가총액(십억원)	5,408
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	71.9
외국인 보유비중(%)	48.8
배타(12M) 일간수익률	0.60
52주 최저가(원)	188,000
52주 최고가(원)	317,500
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-8.3 -25.1 -20.2
상대주가	-6.0 -11.9 -3.3

투자포인트

- 18년 노브랜드 등 전문점 손익 개선 가능성
- 일부 매장 온라인 거점 물류센터로 활용 가능성 존재
- 온라인 신선식품 경쟁력 및 점유율 지속 상승 중
- 온라인 플랫폼 차별화 확보에 따른 광고 수익 발생 (17년 40억 → 18년F 60억)

Risk 요인

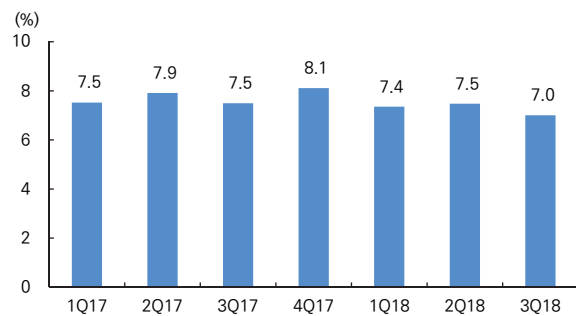
- 전문점 투자에 따른 할인점 비용 부담 지속으로 할인점 손익 개선 둔화
- 온라인 경쟁 심화에 따른 과도한 온라인 사업 관련 비용 집행 가능성 존재



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	13,154	13,640	14,615	15,877	16,872	17,765
영업이익 (십억원)	583	504	569	567	556	631
영업이익률 (%)	4.4	3.7	3.9	3.6	3.3	3.6
순이익 (십억원)	290	455	376	616	508	494
EPS (원)	10,404	16,312	13,497	22,101	18,207	17,713
ROE (%)	4.3	6.5	5.1	7.7	6.1	5.7
P/E (배)	19.5	11.6	13.6	12.3	10.7	11.0
P/B (배)	0.8	0.8	0.7	0.9	0.6	0.6
배당수익률 (%)	0.7	0.8	0.8	0.6	0.9	0.9

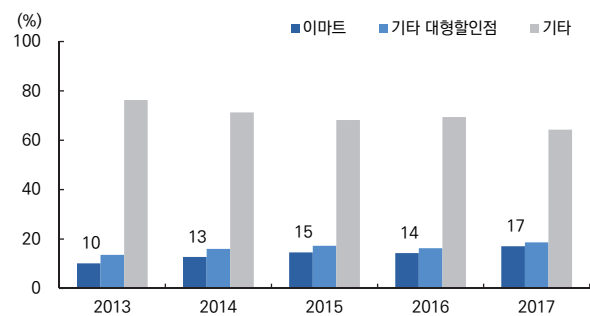
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

이마트 온라인 식품시장 내 점유율 추정



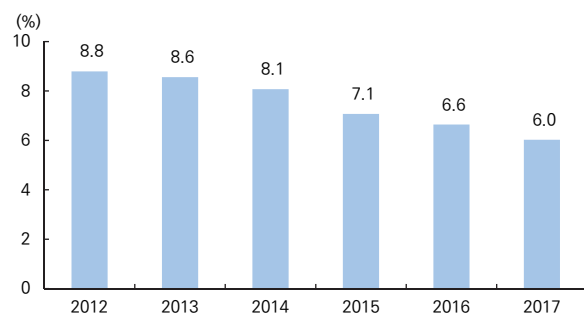
자료: 통계청, 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

온라인 식품 시장 내 이마트 vs 기타 온라인 플랫폼 시장 선호도 비교



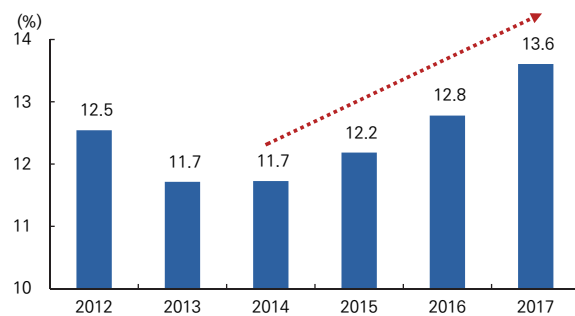
자료: 식품행태조사, 미래에셋대우 리서치센터

이마트 온라인 일반식품(음식료품) 시장 내 점유율 예상



자료: 통계청, 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

이마트 온라인 신선식품 시장 내 점유율 추정



자료: 통계청, 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	14,615	15,877	16,872	17,765
매출원가	10,506	11,355	12,287	12,957
매출총이익	4,109	4,522	4,585	4,808
판매비와관리비	3,540	3,954	4,029	4,178
조정영업이익	569	567	556	631
영업이익	569	567	556	631
비영업손익	-62	184	129	34
금융손익	-87	-76	-88	-142
관계기업등 투자손익	19	55	55	97
세전계속사업손익	507	751	685	665
계속사업법인세비용	138	192	158	166
계속사업이익	369	560	527	499
중단사업이익	12	68	-5	0
당기순이익	382	628	522	499
지배주주	376	616	508	494
비지배주주	5	12	14	5
총포괄이익	387	633	291	499
지배주주	382	622	302	533
비지배주주	4	12	-10	-34
EBITDA	1,025	1,049	1,069	1,119
FCF	135	175	944	-207
EBITDA 마진율 (%)	7.0	6.6	6.3	6.3
영업이익률 (%)	3.9	3.6	3.3	3.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.6	3.9	3.0	2.8

자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	1,741	1,895	2,584	2,692
현금 및 현금성자산	66	223	842	819
매출채권 및 기타채권	380	458	477	513
재고자산	980	1,011	1,054	1,133
기타유동자산	315	203	211	227
비유동자산	13,689	14,171	13,910	14,985
관계기업투자등	473	524	546	587
유형자산	9,709	9,800	9,543	10,432
무형자산	401	377	298	273
자산총계	15,430	16,067	16,493	17,676
유동부채	4,001	4,214	4,114	4,533
매입채무 및 기타채무	1,273	1,428	1,488	1,600
단기금융부채	1,390	1,440	1,224	1,425
기타유동부채	1,338	1,346	1,402	1,508
비유동부채	3,305	3,081	3,398	3,713
장기금융부채	2,488	2,260	2,543	2,793
기타비유동부채	817	821	855	920
부채총계	7,306	7,295	7,512	8,245
지배주주지분	7,696	8,241	8,420	8,865
자본금	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,194	4,194
이익잉여금	1,958	2,465	2,870	3,315
비지배주주지분	428	530	561	566
자본총계	8,124	8,771	8,981	9,431

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	13.6	12.3	10.7	11.0
P/CF (x)	4.7	6.8	4.8	4.9
P/B (x)	0.7	0.9	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	8.9	10.9	8.2	8.3
EPS (원)	13,497	22,101	18,207	17,713
CFPS (원)	38,824	39,672	40,148	39,484
BPS (원)	276,181	295,750	302,058	318,022
DPS (원)	1,500	1,750	1,750	1,750
배당성장률 (%)	11.0	7.8	9.3	9.8
배당수익률 (%)	0.8	0.6	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	7.1	8.6	6.3	5.3
EBITDA증가율 (%)	9.3	2.3	1.9	4.7
조정영업이익증가율 (%)	12.9	-0.4	-1.9	13.5
EPS증가율 (%)	-17.3	63.7	-17.6	-2.7
매출채권 회전율 (회)	56.6	46.7	43.5	43.3
재고자산 회전율 (회)	15.7	15.9	16.3	16.2
매입채무 회전율 (회)	12.3	12.4	12.8	12.7
ROA (%)	2.6	4.0	3.2	2.9
ROE (%)	5.1	7.7	6.1	5.7
ROIC (%)	4.5	4.6	4.9	5.5
부채비율 (%)	89.9	83.2	83.6	87.4
유동비율 (%)	43.5	45.0	62.8	59.4
순차입금/자기자본 (%)	43.8	38.4	31.3	34.8
조정영업이익/금융비용 (x)	5.0	5.6	5.5	4.5

현대백화점 (069960)

너무 싸다

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	125,000
현재주가(18/11/16, 원)	89,800
상승여력	39%

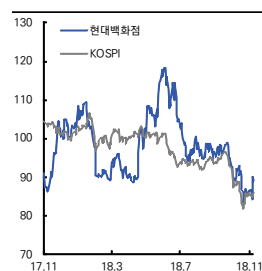
영업이익(18F, 십억원)	378
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	376
EPS 성장률(18F, %)	-1.8
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.7
P/E(18F, x)	8.4
MKT P/E(18F, x)	8.5
KOSPI	2,092.40
시가총액(십억원)	2,102
발행주식수(백만주)	23
유동주식비율(%)	60.3
외국인 보유비중(%)	29.2
배타(12M) 일간수익률	0.93
52주 최저가(원)	84,200
52주 최고가(원)	119,500
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-1.2 -16.5 3.0
상대주가	1.3 -1.8 24.8

투자포인트

- 19F P/E 8배로 과거 5년래 가장 낮은 수준 (vs 유통업 평균 10배 수준)
- 18년 백화점 영업면적 증가로 19년 백화점 영업이익 레버리지 효과 발생 예상
- 면세 신사업 진출로 성장 동력 확보
- 면세 사업 19년 적자(201억) 예상되나 백화점 영업이익 증익으로 상쇄 가능하다 판단

Risk 요인

- 명품 매출 성장 둔화 가능성
- 과도한 송객수수료 전쟁에 따른 면세법인 손익 악화
- 방한 중국 단체관광객 회복 속도 기대치 하회 가능성



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	1,552	1,657	1,832	1,848	1,909	2,404
영업이익 (십억원)	364	363	383	394	378	394
영업이익률 (%)	23.5	21.9	20.9	21.3	19.8	16.4
순이익 (십억원)	268	241	276	254	249	264
EPS (원)	11,470	10,294	11,784	10,841	10,644	11,292
ROE (%)	8.6	7.2	7.7	6.6	6.2	6.2
P/E (배)	10.7	12.3	9.2	9.6	8.4	8.0
P/B (배)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
배당수익률 (%)	0.6	0.6	0.6	0.8	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 현대백화점, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	1,832	1,848	1,909	2,404
매출원가	315	312	369	645
매출총이익	1,517	1,536	1,540	1,759
판매비와관리비	1,133	1,143	1,162	1,365
조정영업이익	383	394	378	394
영업이익	383	394	378	394
비영업손익	53	52	37	57
금융손익	-7	-5	-4	0
관계기업등 투자손익	39	47	20	43
세전계속사업손익	436	446	415	451
계속사업법인세비용	115	143	112	121
계속사업이익	321	302	303	330
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	321	302	303	330
지배주주	276	254	249	264
비지배주주	45	49	54	66
총포괄이익	313	334	286	330
지배주주	268	286	231	263
비지배주주	45	48	55	67
EBITDA	527	536	530	552
FCF	109	123	328	366
EBITDA 마진율 (%)	28.8	29.0	27.8	23.0
영업이익률 (%)	20.9	21.3	19.8	16.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	15.1	13.7	13.0	11.0

자료: 현대백화점, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	1,150	1,003	1,599	1,736
현금 및 현금성자산	70	86	529	514
매출채권 및 기타채권	606	632	739	843
재고자산	60	60	71	81
기타유동자산	414	225	260	298
비유동자산	5,437	5,774	5,989	6,217
관계기업투자등	582	641	749	854
유형자산	4,577	4,811	4,898	4,999
무형자산	45	44	42	41
자산총계	6,587	6,777	7,588	7,953
유동부채	1,326	1,745	2,064	2,149
매입채무 및 기타채무	588	628	734	837
단기금융부채	280	620	749	649
기타유동부채	458	497	581	663
비유동부채	951	414	704	672
장기금융부채	579	0	219	119
기타비유동부채	372	414	485	553
부채총계	2,277	2,160	2,768	2,821
지배주주지분	3,694	3,956	4,117	4,364
자본금	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612
이익잉여금	3,035	3,287	3,492	3,738
비지배주주지분	617	662	703	769
자본총계	4,311	4,618	4,820	5,133

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	9.2	9.6	8.4	8.0
P/CF (x)	4.4	4.2	3.8	3.7
P/B (x)	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	6.8	6.4	5.7	5.2
EPS (원)	11,784	10,841	10,644	11,292
CFPS (원)	24,923	24,864	23,855	24,330
BPS (원)	161,839	173,714	180,627	191,147
DPS (원)	700	800	800	800
배당성향 (%)	5.0	6.0	5.9	5.5
배당수익률 (%)	0.6	0.8	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	10.6	0.9	3.3	25.9
EBITDA증가율 (%)	7.8	1.7	-1.1	4.2
조정영업이익증가율 (%)	5.5	2.9	-4.1	4.2
EPS증가율 (%)	14.5	-8.0	-1.8	6.1
매출채권 회전율 (회)	3.2	3.1	2.9	3.1
재고자산 회전율 (회)	30.7	30.8	29.1	31.8
매입채무 회전율 (회)	0.7	0.7	0.7	1.1
ROA (%)	5.0	4.5	4.2	4.3
ROE (%)	7.7	6.6	6.2	6.2
ROIC (%)	6.7	6.1	7.5	7.7
부채비율 (%)	52.8	46.8	57.4	55.0
유동비율 (%)	86.8	57.5	77.5	80.8
순차입금/자기자본 (%)	9.4	7.3	4.4	-0.1
조정영업이익/금융비용 (x)	24.5	33.5	18.7	18.6

[결론] 성장통보다는 방향성에 주목

2019년 플랫폼 진화 시대

- 2019년 온·오프라인 플랫폼 진화를 위한 유통사 투자 및 관련 비용 증가 예상
- 이에 따른 이익 개선 둔화나 단기 손익 부진 예상
- 성장통 보다는 밸류에이션 상승을 이끌 수 있는 1) 투자 방향성과 2) 외형성장에 주목 필요
- 유통 섹터 19년 플랫폼 진화 시대 Top pick: 이마트**
 - 온·오프라인 플랫폼 모두 진화하는 유통 기업
 - 18년 할인점 손익 부진을 이끌었던 전문점 손익 19년 개선 예상
 - 신선식품 경쟁력을 필두로 온라인 플랫폼 경쟁력 강화 중
- 유통 섹터 Top pick: 현대백화점**
 - 18년 백화점 영업면적 증가로 19년 백화점 영업이익 레버리지 효과 발생 예상
 - 19F P/E 8배로 5년래 가장 낮은 수준 (vs 유통 평균 약 10배)

2019년 전망: 유통 플랫폼 진화 시대

오프라인 플랫폼: 탈(脫)리테일화

- ▶ 오프라인 플랫폼 배송 기능 확대
- ▶ 비용절감을 위한 디지털화
- ▶ 객수 확보를 위한 서비스 및 판매 카테고리 확대

온라인 플랫폼: 생존을 위한 차별화

- ▶ 오픈마켓 비즈니스의 약화에 따 MD경쟁력 강화 노력
- ▶ 큐레이팅과 플랫폼 커뮤니티화를 통한 충성고객 확보

자료: 미래에셋대우 리서치센터



2019 산업별 투자전략

Vol.02

[플랫폼/컨텐츠] 새로운 판에 대처하는 키워드 : P.R.I.C.E.

- 운송플랫폼
P.R.I.C.E.로 풀어나가는 새로운 시장 환경
- 에너지
변화한 환경, 변함없는 정책
- 복합기업/소프트웨어
한국형 주주행동주의 본격화
/ 블록체인을 활용한 사업확장
- 미디어플랫폼/컨텐츠
역사상 가장 좋은 환경, P.R.I.C.E.에 주목
- 인터넷 플랫폼 비즈니스
Top-Pick : 게임 & 엔씨소프트(036570)

M i r a e A s s e t D a e w o o



[플랫폼/컨텐츠] 새로운 판에 대처하는 키워드 : P.R.I.C.E.

운송플랫폼

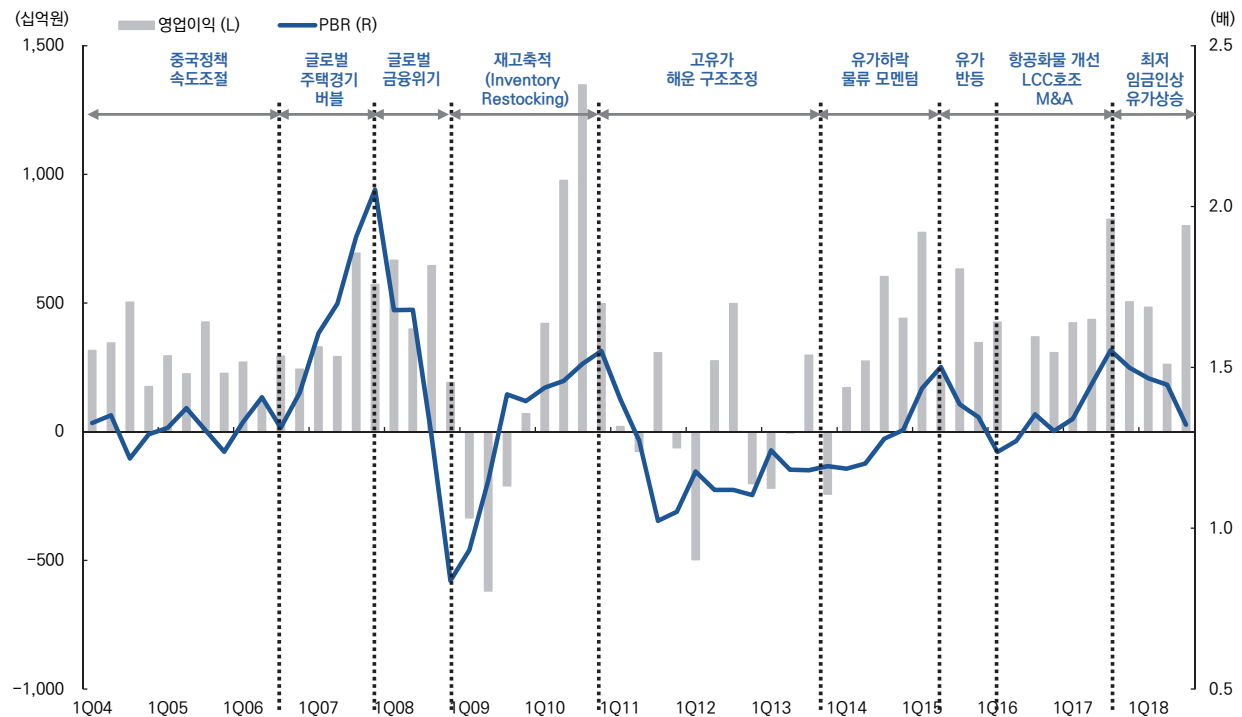
P.R.I.C.E.로 풀어나가는 새로운 시장 환경

류제현

02-3774-1738

jay.ryu@miraeasset.com

운송 산업 영업이익 vs PBR: 꾸준한 이익을 기반으로 주가 반등을 모색



3 | 2019 산업별 투자전략

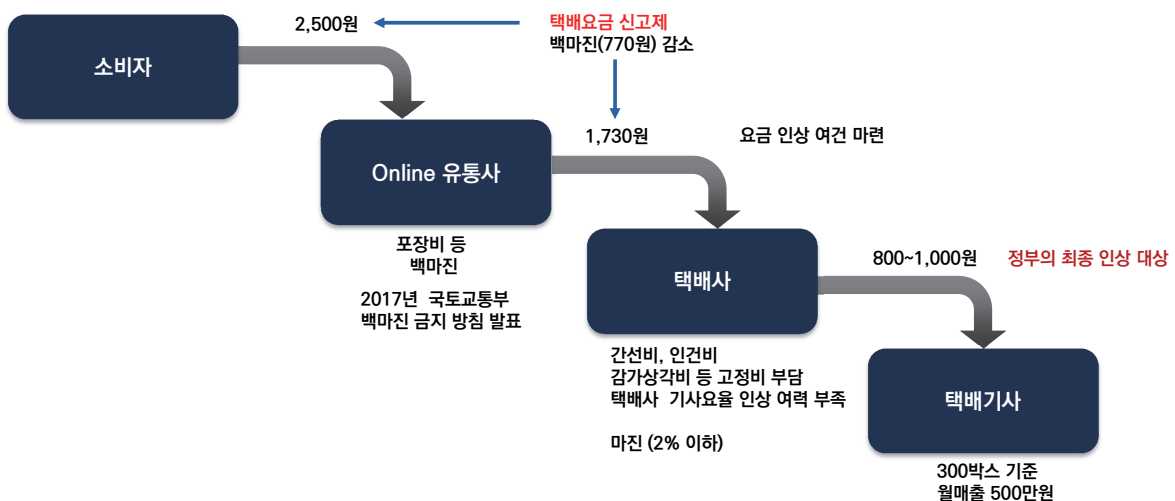
Mirae Asset Daewoo Research

I. Price: 20년의 기다림 – 가격 인상 현실화

택배 밸류 체인

- 정부의 정책의 중심은 택배 기사의 처우 개선
- 하지만, 택배사의 마진 개선이 선행되어야
- 택배요금 신고제로 백마진 축소: Online 유통사의 중간 마진을 줄이는 것

B2C 택배 밸류체인: 소비자에서 택배기사까지



자료: 미래에셋대우 리서치센터

4 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

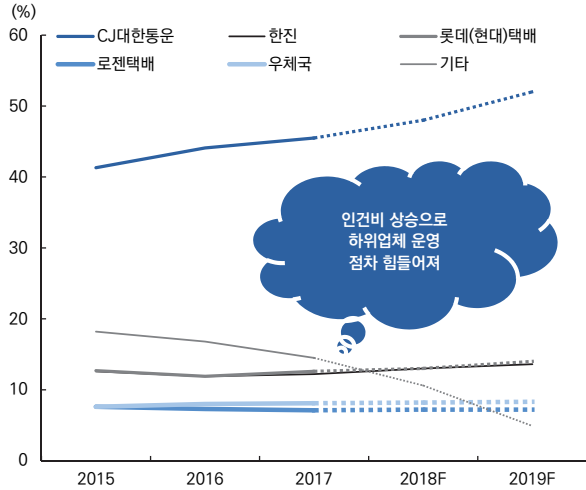
I. Price: 20년의 기다림 – 가격 인상 현실화

운송플랫폼

경쟁 완화와 상위업체로의 쏠림

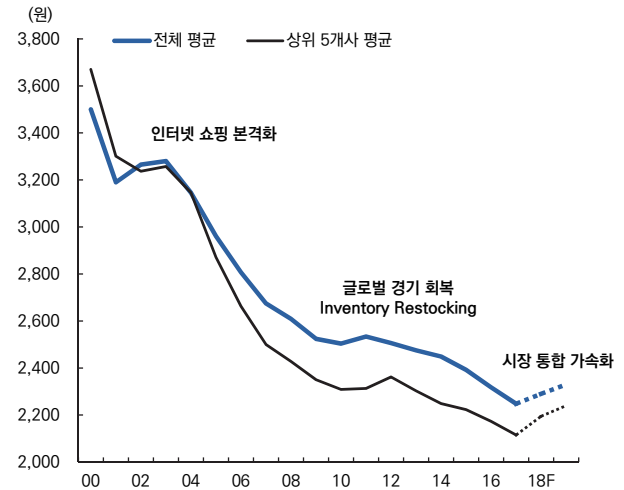
- 택배 산업 시장 통합 가속화
- 드림 택배(8월, M/S 5%) 운영 중단으로 상위업체 쏠림 현상 심해져
- 2018년 하반기부터 가격 인상 움직임 본격화

택배사 M/S 추이: 양극화 심해질 듯



자료: 물류산업총량, 미래에셋대우 리서치센터

택배 가격 추이: 시장 통합이 가져온 구조적 단가 상승



자료: 물류산업총량, 미래에셋대우 리서치센터

5 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

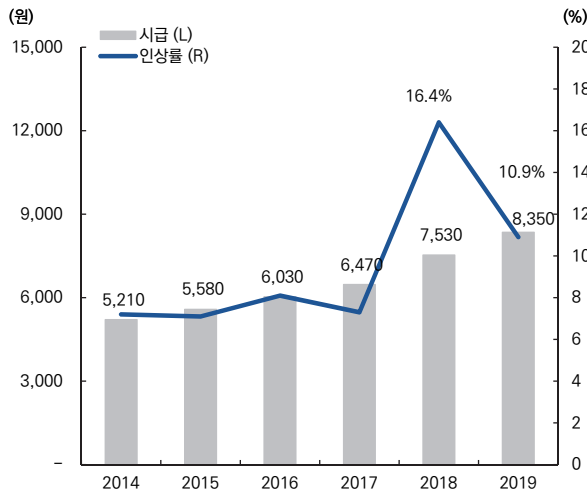
I. Price: 20년의 기다림 – 가격 인상 현실화

운송플랫폼

원가 인상압력, 더 이상 버틸 수가 없다

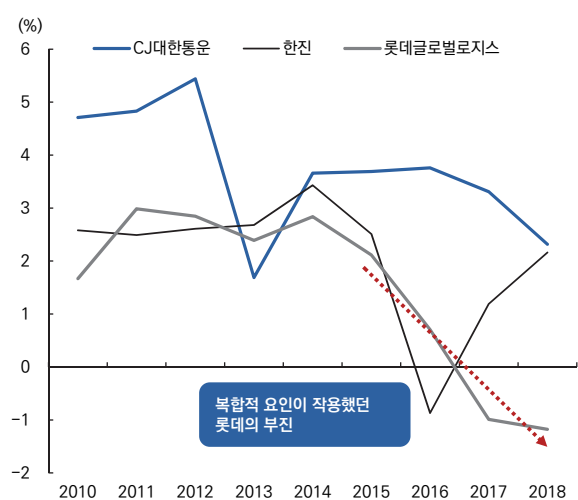
- 최저임금 인상과 함께 이익 차별화되는 택배사
- CJ대한통운: 가장 높은 마진을 기록하고 있으나 대규모 투자로 최근 마진 하락
- 한진: 항만/택배를 중심으로 전사 실적 개선 기대
- 롯데글로벌로지스: 해외사업 인건비 부담으로 적자 확대

최저임금 추이 및 전망: 인건비 부담 지속



자료: 미래에셋대우 리서치센터

택배사 영업이익률: 상위 업체간에도 실적 차별화



주: CJ대한통운, 롯데글로벌로지스 2018년은 3분기 누계 기준, 한진 2018년은 2분기 누계 기준
자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

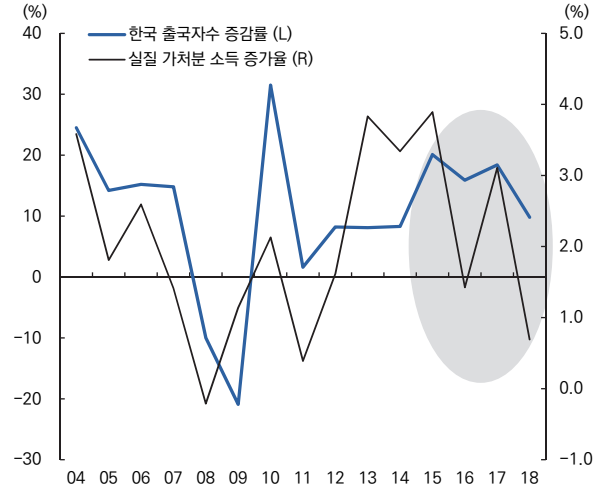
6 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

항공: 심화되는 소득부진

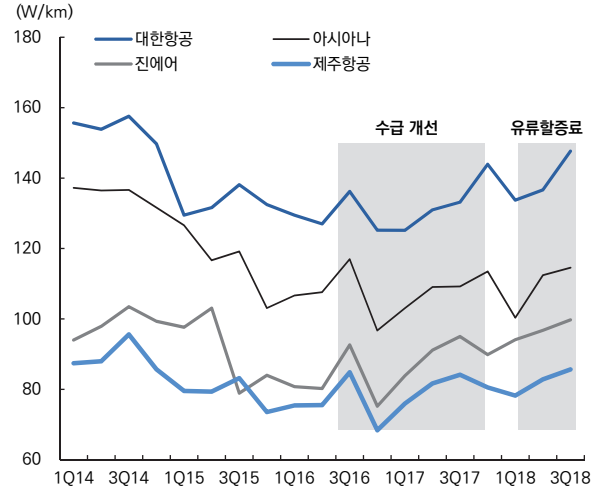
- 비교적 선방했던 여객 수요, 하지만 둔화압력 요인은 존재
- 항공권 가격, 유류할증료의 영향으로 상승폭 확대
- 시장 악화 속 직접적인 Cost Push는 쉽지 않아
- 당분간 실질 항공권 가격 정체 국면

아웃바운드 여객 수요 vs. 소득 성장률: 수요 둔화 압력



자료: Bloomberg, 한국관광공사, 미래에셋대우 리서치센터

항공사 평균 Yield 추이: 최근 단가 상승은 유류할증료에 기인



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

II. Regulation: 항공기 공급 증가 지속

LCC, 변수에 따라 최대 30% 공급 확대 가능

- LCC 기존 항공사의 공급 증가 11%~17%: 진에어가 변수
- 신규 항공사 진입 시 최대 16%~30%까지 상승 가능

LCC 항공기 신규 공급 전망

분류	항공사	Aircraft	2017말	2018		2019	
				신규도입	기말	신규도입	기말
기존LCC	제주항공	보잉 737-800	31	8	39	8	47
	진에어	보잉 737-800	21	1	22	0(5)	22(27)
		보잉 777-200ER	4	0	4	0(4)	4(8)
	진에어 합계		25	5(1)	30(26)	5(9)	35
	티웨이항공	보잉 737-800	19	5	24	1	25
		보잉 737-MAX 8				4	4
	티웨이항공 합계		19	5	24	5	29
	에어서울	에어버스 A321-200	6	1	7		7
	에어부산	에어버스 A320-200			8		8
		에어버스 A321-200			17		17
		에어버스 A321LR				2	2
		에어버스 A321neo					
	에어부산 합계		23		25	2	27
	이스타항공	보잉 737-700	3	-2	1		1
		보잉 737-800	14	2	16		16
		보잉 737-900ER	2	0	2		2
		보잉 737-MAX 8		2	2		2
	이스타항공 합계		19	2	21		21
합	LCC합계 (진에어도입 X/O)					157/166(YoY 11%/17%)	
신규 예상 LCC	에어로케이	에어버스 A320					8
	플라이강원	B737-800					10
	에어프레미아	B787-9 혹은 A330-NEO					7

자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

II. Regulation: 쿠팡-자금 수혈로 실탄 마련

운송플랫폼

쿠팡, 20억 달러 추가 투자 유치

- 주 52시간 근무시간 제한 제도가 불러온 Coupang Flex: 크라우드(Crowd) 배송
- 도보배송과 차량배송을 통해 배송 능력 확보: 원가 부담 vs. 쿠팡맨 부담 감소
- 소프트뱅크로부터 3년 만에 20억 달러 추가 투자유치 성공: 기업가치 9조원으로 평가
- 일간 배송 물량 100만 박스, 2018년 연매출 5조원: 물량 기준 택배시장의 10% 수준
- 소형 택배사 구조조정 속도 빨라질 전망

쿠팡플렉스: Crowd 배송으로 쿠팡맨의 부담 덜어

마감임박 여가를 늘려 지원하기

*위의 지원하기 클릭 후, 단 4가지의 간단한 설문조사 작성하면 지원완료!
*설문조사 작성일로부터 +1일 내 문자로 배송지 배치 관련 안내드림 예정입니다.

시간당 25,000원 이상 가능! 돈 많이 버세요

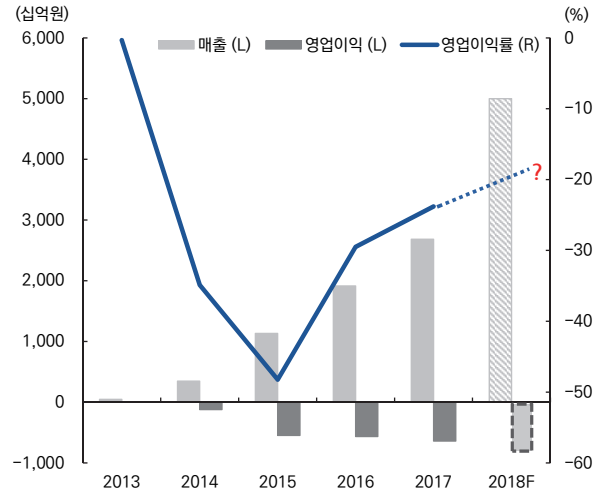
내 차로 원하는 지역에서 쉽게 배송하세요.

coupang 플렉스

- 1. 역대급 가성비**
 - 최대 시간당 25,000원 이상 가능해요.
 - 내 차로 배송하면 수익도 나요.
 - 내일부터 바로 가능해요.
- 2. 원하는 요일에 원하는 지역에서**
 - 언제든 한여름, 일하고 싶을 때 일하세요.
 - 평균 하루 3~4시간이면 충분해요.
- 3. 누구나 쉽게**
 - 공평이 없어도 괜찮아요.
 - 지금도 박스, 주부, 이혼신 모두 하고 있어요.
 - 내 차로 더 쉽게만 배송할 수 있어요.

자료: 쿠팡, 미래에셋대우 리서치센터

급증하는 매출, 부진한 수익성: 장기 턴어라운드 가능성



자료: 쿠팡, 미래에셋대우 리서치센터

9 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

II. Regulation: 쿠팡-쿠팡로지스틱스의 탄생

운송플랫폼

3자 물류 가능성 vs. 높은 배송원가 극복은 과제

Delivery By Coupang: Coupang Logistics Service

- 1) 3자 물류 시행: 영업용 차량 취득 시도할 듯, 단 높은 배송원가는 문제
- 2) 대구에 물류센터 건립: 국가산업단지 입주를 위해 화물차 운송사업 면허가 필요
- 3) 기사 직접 고용시 주 52시간 규제는 여전한 과제
- 한계: 영업용 번호판 취득 속도, 전기차의 한계, 초기 영남권역 물류 수요

물량 증가로 쿠팡맨의 근무 여건 악화



자료: 언론기사, 미래에셋대우 리서치센터

쿠팡, 전기 화물차 도입



자료: 쿠팡, 미래에셋대우 리서치센터

10 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

Sharing Mobility 분류	정의	국가	기업	주요 투자자/모회사	서비스지역	
B2C Car Sharing	- 차량소유기업이 단기 렌탈 방식으로 차량을 대여 - 스마트폰 앱을 기반 1시간 이하의 짧은 단위의 대여도 가능하다는 점에서 기존 렌터카 서비스와 차별성	독일	Car2go	Daimler	독일 등 8개국	
		독일	DriveNow	BMW	독일 등 9개국	
		미국	Zipcar	Avis-Budget	미국 등 9개국	
		한국	SOCAR	SK	한국	
		한국	GreenCar	롯데렌탈	한국	
P2P Car Sharing	개인 소유 차량 P2P 방식으로 공유하고 사업자들은 이러한 과정을 연결	미국	Getaround	소프트뱅크, 토요타, 도요타	미국	
		미국	Turo	구글 등 VC	미국 등 4개국	
		미국	Maven(GM)	GM	미국	
Ride Hailing	- 이동서비스의 공유 개념으로, 기업이 이동을 원하는 소비자와 이동서비스(차량과 기사 제공)를 제공하는 사업자를 연결하는 P2P(peer-to-peer) 서비스 - 일부 지역은 차량 소유가 기업인 경우도 있음 - 호출형 차량공유 서비스	미국	Uber	Soft bank, Toyota, Goldman Sachs	83개국 674도시	
		미국	Lyft	Soft bank, 알파벳, GM, 디디추싱	미국, 300개 도시	
		중국	디디추싱	Soft bank, Volkswagen, 미래에셋대우	중국, 400개 도시	
		싱가폴	Grab	Soft bank, SK, 디디추싱, 현대자동차	8개국, 168개 도시	
		인도	OLA	Soft bank, 텐센트, 디디추싱	인도, 호주, 106개 도시	
		한국	타다	SOCAR	한국	
Ride Sharing	카 셰어링(호출형 차량공유서비스), 목적지까지 같이 이동한다는 점에서 일종의 카풀 형태	미국	Zimride	Volkswagen	독일	
		한국	카카오T 카풀	카카오모빌리티	한국	

자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

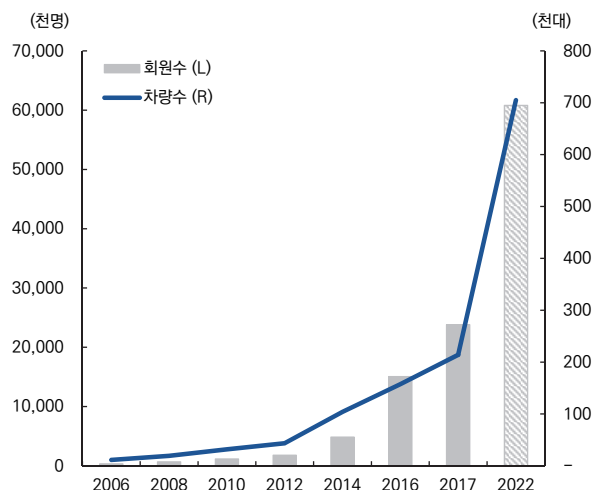
11 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

급속히 팽창하는 카셰어링 성장

- 글로벌 공유차 시장 2022년까지 연평균 25% 성장 예상
- 아시아와 유럽이 주도: 편의성과 비용 절감

글로벌 카셰어링 시장 트렌드



자료: UC Berkeley Transportation Sustainability Research Center, 미래에셋대우 리서치센터

지역별 카셰어링 이용자 및 차량 현황

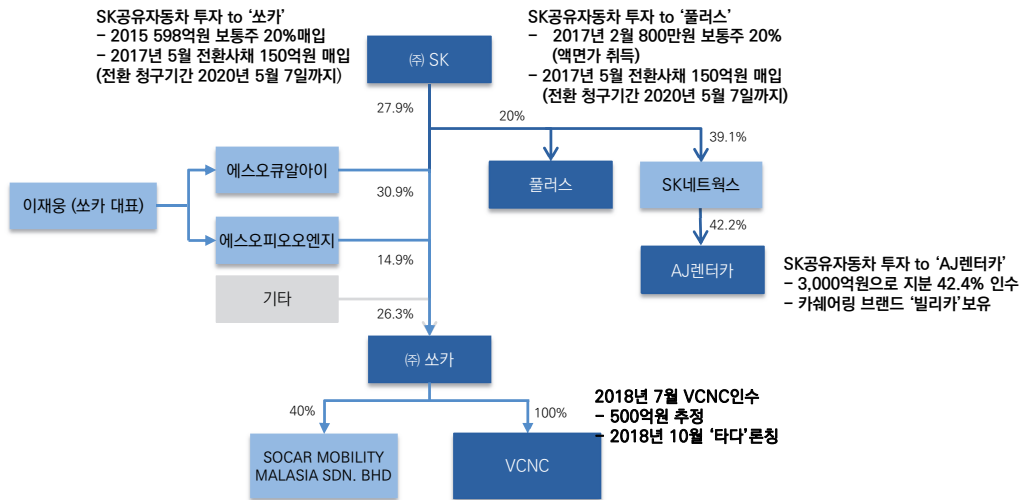
구분	이용자		차량	
	명	%	대	%
아시아	8,722,138	58	67,329	43
유럽	4,371,151	29	57,857	37
북미	1,837,854	12	26,691	17
남미	7,350	0	120	0
오세아니아	96,600	1	5,040	3
아프리카	15,100	0	379	0
합계	15,050,193	100	157,416	100

자료: UC Berkeley Transportation Sustainability Research Center, KTSA, 미래에셋대우 리서치센터

SK그룹의 뉴모빌리티 사업구조

- SK그룹 쏘카, 풀러스, 타다, AJ렌터카(예정) 지분 보유
- 향후 뉴모빌리티 시장에서 적극적인 행보 예상

SK그룹의 뉴모빌리티 지분 구조



자료: 미래에셋대우 리서치센터

13 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

III. Innovation: 뉴모빌리티와 스마트 물류

국내 뉴모빌리티는 다변화 Car Sharing → Ride Sharing/Hailing

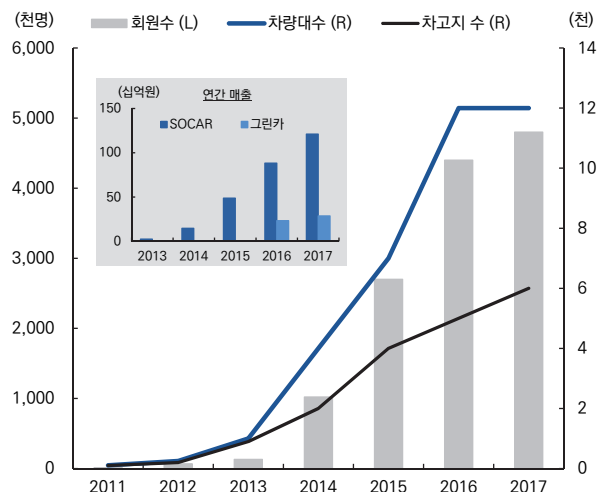
- 연간 2,000억원 대의 카셰어링 시장: 쏘카와 그린카가 주도
- TADA(VCNC)와 카카오T 카풀을 계기로 Ride Sharing/Hailing 시장도 형성
- 시장 성장과 함께 변화도 시작

국내 New Mobility 이용방식 비교

	B2C Car Sharing				(Ride Hailing/Sharing)		
	쏘카	그린카	딜카	WiBLE	TADA	카카오T 카풀	풀러스
운영자	쏘카 (SK 지분)	롯데렌탈	현대차 현대캐피탈 렌터카 업체	기아차	VCNC	카카오 모빌리티	풀러스 (SK 지분)
방식	쏘카존 (차고지)	그린카존 (차고지)	배승/반납대행 (딜카맨)	아파트 단지, 대단위 주거지	단기 렌트 + 대리기사	출퇴근 카풀	출퇴근 카풀
차량	불특정	불특정	현대차	기아차	11인승 승합차 (법규제 해소)	불특정	불특정

자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

카셰어링 자동차 이용 현황: 약 2,000억원의 시장



자료: KIRI, 미래에셋대우 리서치센터

14 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

뉴모빌리티의 완성은 자율 주행차

- 2009년 이후 2018년 10월 테스트 주행 1,000만 마일 도달
- Waymo, 2018년 12월 유료 서비스 시작
- 인건비 절감, 안전도 상승 예상: 획기적인 원가 절감과 가격 혁신 가능
- 장기적으로 여객과 화물에 모두 적용될 듯

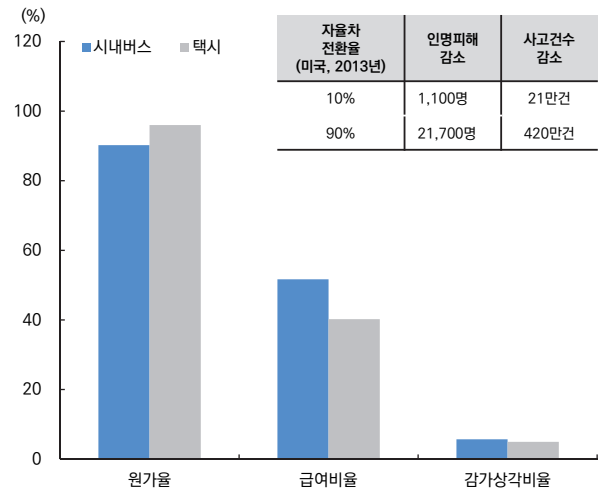
Waymo 역사: 10년 만에 유료 서비스



자료: Google, Waymo, 미래에셋대우 리서치센터

15 | 2019 산업별 투자전략

주행차 현실화시 잠재효과: 인건비 절감과 안전성 향상



자료: 산업자료, 미래에셋대우 리서치센터

Mirae Asset Daewoo Research

III. Innovation: 뉴모빌리티와 스마트 물류

뉴모빌리티에서 스마트 물류까지

- 다양한 뉴모빌리티 및 스마트 기술은 물류에도 적용 가능
- 최근 시도되고 있는 스마트 배송, 하지만 잠재성은 B2B에서 찾을 수 있음
- 자율 화물차, 스마트창고, 드론(B2B 화물): 인건비 감소와 소비자 편의 개선 가능
- 한국: 현대글로비스 자율 화물차 테스트(Level 3) : 2020년 군집 주행 기술 확보

다양한 스마트 물류의 형태: 비용 절감, 소비자 편의 개선

형태	효과	사례	분야	가능성/잠재성	한계
스마트 배송	온디맨드 배송	아마존 Dru, 월마트	B2C	★/★★★★	효율성(창고 크기) 직접 수령의 불편
드론	배송시간 단축	아마존, 징동 일본우편	B2B2C	★/★★★★	기술적 문제 법규제
자율화물차	인건비 절감 안전도 향상	UBER, Waymo, Vera	B2B	★★★★/★★★★	기술적 제약 법적규제
스마트 창고	인건비 절감 재고관리	키바, 고카트	B2B	★★★★★/★★★★	대규모 투자 필요
스마트 패키징	물류 정보 개선 환경개선 판매/유통개선	아마존 DR	B2B2C	★★★★/★★	초기비용 부담
스마트 매장	인건비 절감 고객 편의성	아마존 고, 알리바바 밍고박스	B2C	★★★★/★★★★	보안문제

자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

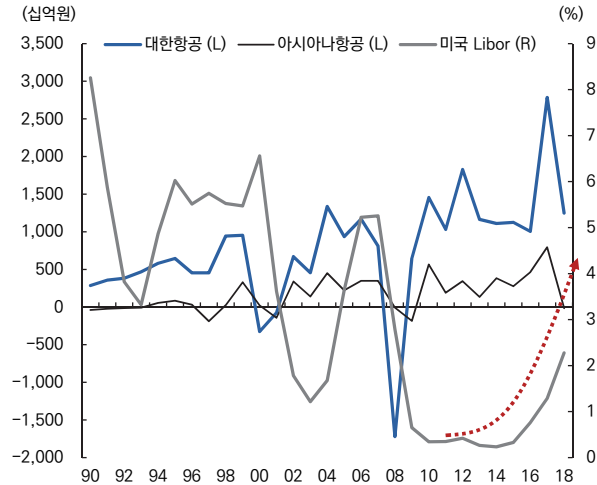
16 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

금리의 공세 지속

- 2년간 200BP 이상 상승한 단기 금리
- 급격한 금리 상승으로 차입금 높은 항공사의 이자비용 부담 추가적으로 상승할 듯
- 다만 최근 안정적인 영업수익을 거두면서 과거와 같은 충격은 없을 듯

대한항공, 아시아나 (EBITDA-이자비용): 안정과 불안사이



자료: 각 사, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

금리변화에 대한 항공사 민감도: 금리 상승시 이자비용 증가

항목 (3Q18기준)	대한항공	아시아나항공
부채 (십억원)	21,899	6,746
이자발생부채 (십억원)	14,400	3,434
고정금리 (십억원)	5,800	1,718
변동금리 (십억원)	8,600	1,717
변동금리 비중 (%)	60%	50%
금리 100bp당 이자비용 증가 (십억원)	86	17
금리 100bp당 이자비용 증가율 (%)	21%	14%

자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

IV. Cost & Consolidation: 환경 변화가 만들 차별화

조종사가 부족하다

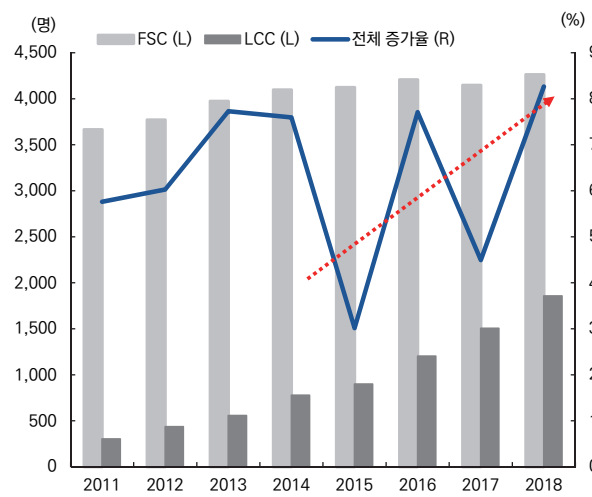
- 전세계적인 조종사 과부족 현상: 아시아 시장 연평균 10,000명 이상 과부족
- LCC발 조종사 품귀현상: 2018년 조종사 증가율 최고치 경신
- 새롭게 요구되는 기장급 인력은 700여 명 vs 양성자 수는 350여명에 불과

국제민간항공기구 항공조종인력 수요예측: 전세계적인 조종사 부족

지역	연간 필요 조종사	연간 조종사 양성 능력	조종사 과부족 (명)
아프리카	4,710	1,010	-3,691
아시아태평양	18,257	4,935	-13,322
유럽	20,127	7,955	-12,172
라틴아메리카	7,849	1,945	-5,904
중동	3,233	860	-2,373
북미	15,169	27,655	12,468
합계	69,338	44,360	-24,978

자료: ICAO, 미래에셋대우 리서치센터
주: 2010-2030년

국내 조종사 수 추이: 최근 들어 수요 증가율 최고치 경신

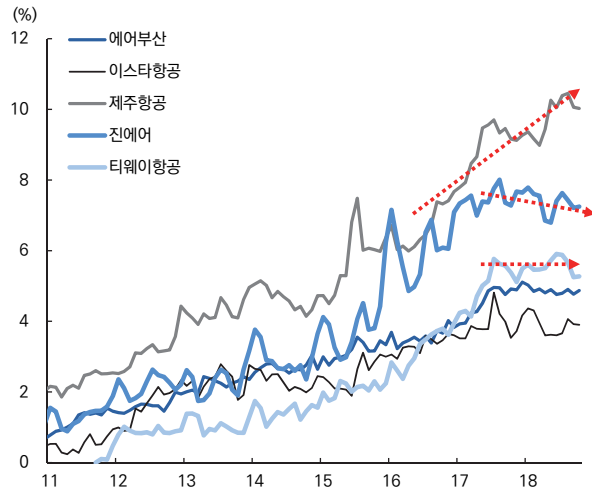


자료: Airportal, 국토교통부, 미래에셋대우 리서치센터

이미 벌어지고 있는 격차

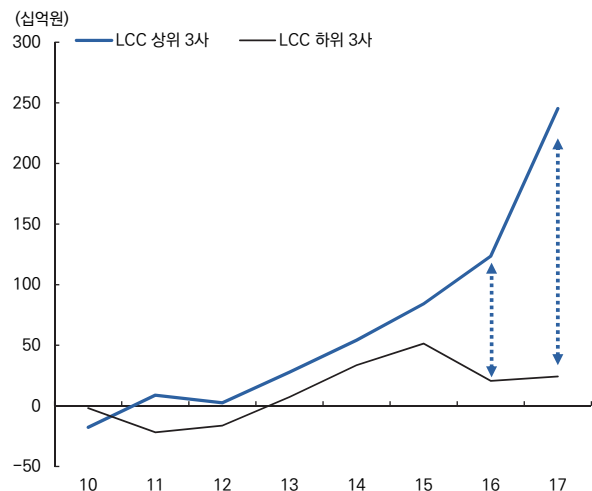
- 2018년 점유율 최고치를 경신한 회사와 그렇지 못한 회사가 발생
- 2015년까지 동반 개선 추세이던 LCC의 영업이익
- 비용 증가(인력, 유가)와 수요 둔화와 함께 차별화 본격화

LCC 회사별 점유율: 차별화 지속



자료: 인천국제공항, 한국공항공사, 미래에셋대우 리서치센터

회사별 상위 3사 하위 3사 이익 추이: 격차 확대

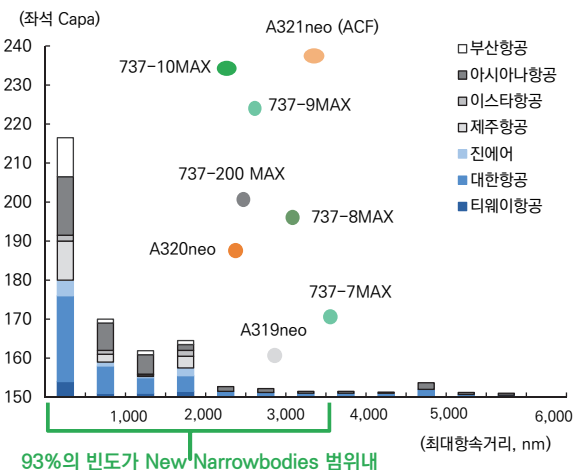


자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

IV. Cost & Consolidation: 환경 변화가 만들 차별화

제주항공 737-MAX 대규모 투자: 성장동력 확보

한정된 Slot에서의 공급력 확대 필요: 737-10 MAX



93%의 빈도가 New Narrowbodies 범위내

새로운 Network 확보를 통한 시장개척 필요: 737-8 MAX

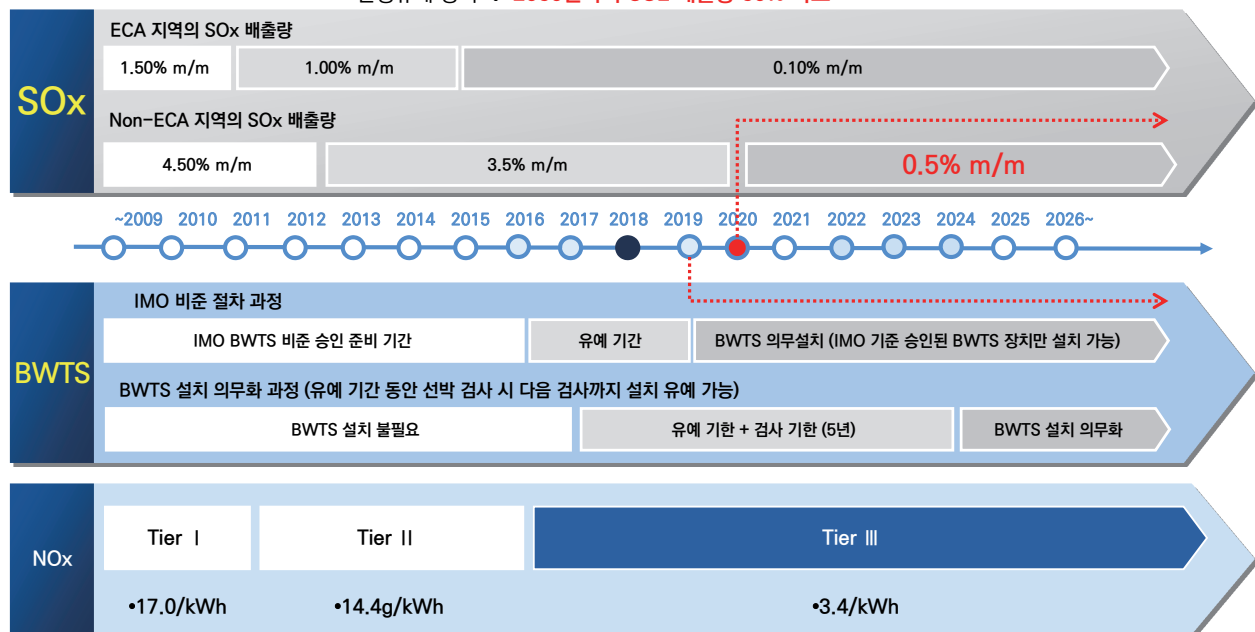


항목	737-800NG	737-8 MAX	737-200 MAX	737-9 MAX	737-10 MAX
좌석수	189	189	197	220	230
최대이륙중량(kg)	79,000	82,190	82,191	88,300	89,760
최대착륙중량(kg)	66,350	69,308	69,309	74,350	75,930
최대무연료중량(kg)	62,750	65,952	95,952	71,000	72,570
최대항속거리(nm)	2,550	3,200	2,762	2,838	2,700

자료: 제주항공, Boeing, 미래에셋대우 리서치센터

선박 환경규제 강화 → 중장기 패러다임 변화

- 2016년 건조 선박 Tier III NOx 및 CO2 배출 강제 규제 → 2050년까지 지속 감축
- MEPC 70, 2020년부터 SOx 배출 강제 규제 (3.5% → 0.5%로 감축)
- IMO(국제해사기구) 2019년 10월부터 BWTS 설치 의무화 (단 설치기간 5년 유예)
- 환경규제 강화 → 2050년까지 CO2 배출량 50% 축소



자료: IMO, 산업자료, 미래에셋대우 리서치센터

21 | 2019 산업별 투자전략

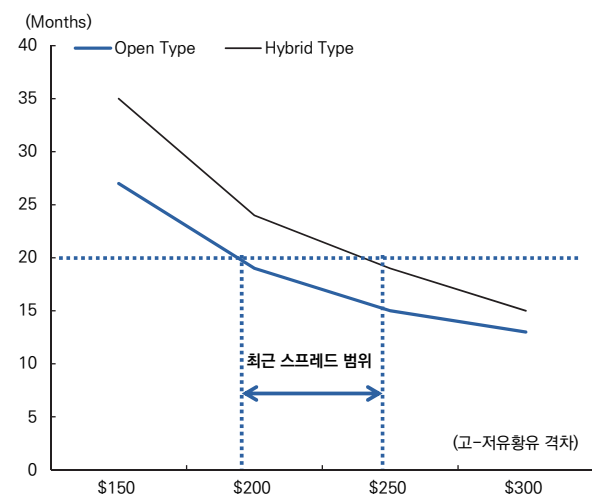
Mirae Asset Daewoo Research

V. Environment: IMO 규제 대응 본격화

스크러버페이백 약 2년여로 추정

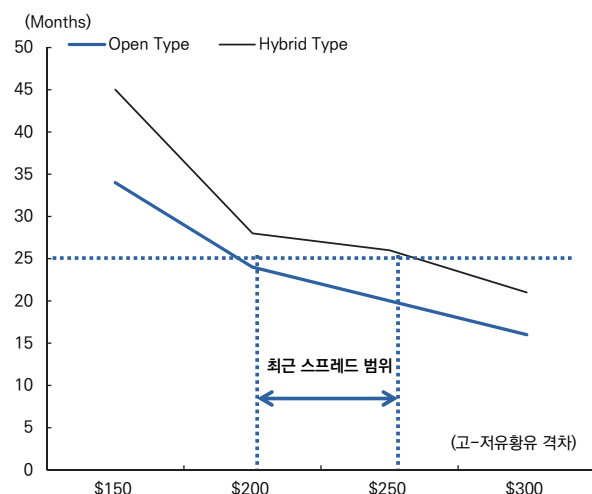
- 선주: 2022년 이후 저유황유 보편화, 연료 블렌딩에 따른 스프레드 하락 우려
- 현재 유가 스프레드 수준 스크러버페이백은 약 2년여로 추정
- 오픈타입은 기술적 진입장벽이 높지 않음: 스크러버 공급 예상보다 원활할 수도
- 단기적으로 대형선 중심의 스크러버 장착 예상

스크러버페이백 기간: 중대형선 기준 (14만톤)



자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

스크러버페이백 기간: 소형선 기준 (5만톤)

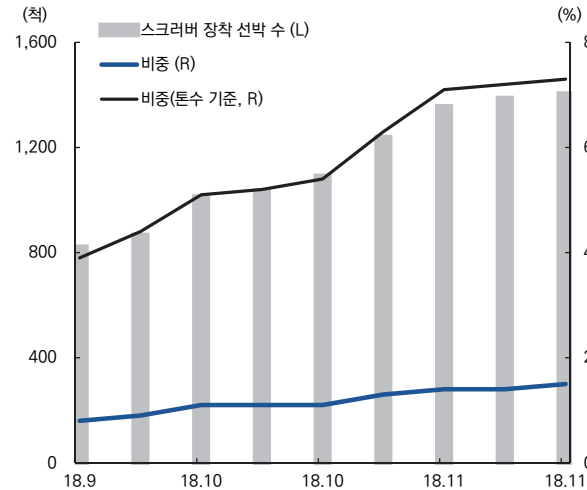


자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

스크러버 장착 가속화

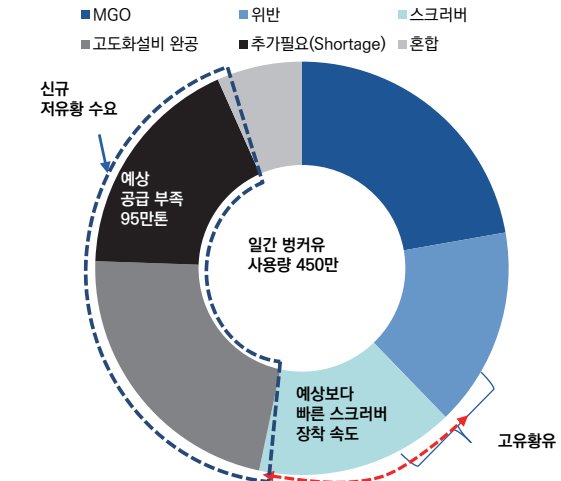
- 최근 스크러버 장착 선박수는 월 300척 이상 증가 월 주문량도 그 이상으로 확대되는 추세
- IMO 규제로 시작되는 신규 저유황유 수요 중 예상 공급 부족은 약 95만톤
- 스크러버 장착수 증가에도 불구하고, 공급 부족으로 저유황유 가격 상승 가능성은 여전

스크러버 장착 선박수 및 비중



자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

IMO규제에 따른 저유황유 수급 전망



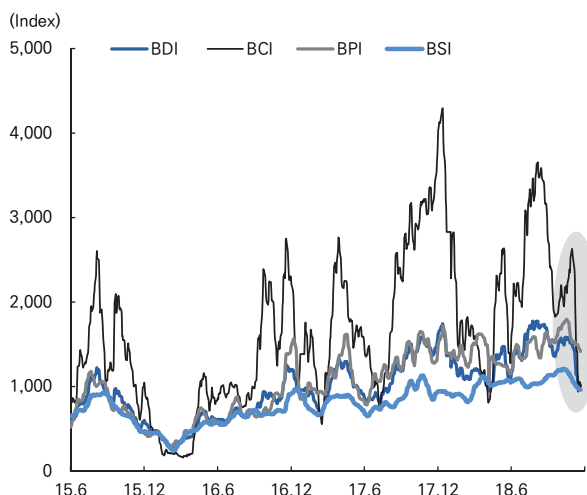
자료: Clarkson, 미래에셋대우 리서치센터

V. Environment: IMO 규제 대응 본격화

조정받는 건화물 시장

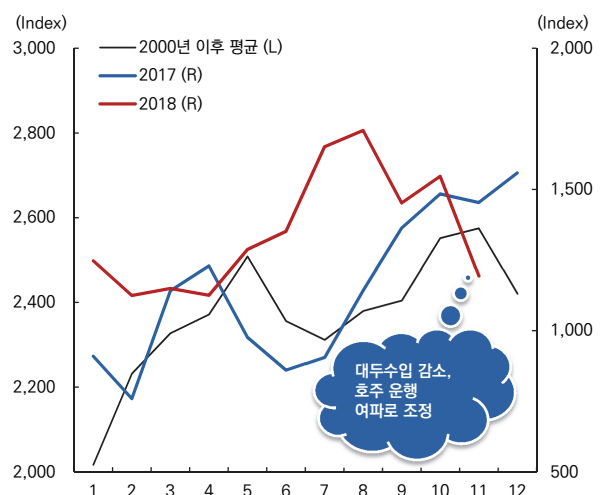
- 과거 불황기 수준으로 하락한 건화물선 시장
- 강했던 2018년 하절기 이상 급등 현상 이후 조정 중
- 무역 분쟁(대두수입 감소), 호주 운행 여파가 조정의 원인
- 내년 중반부터 IMO 규제 효과 나타날 듯

BDI: 2016년 고점 돌파 후 급락



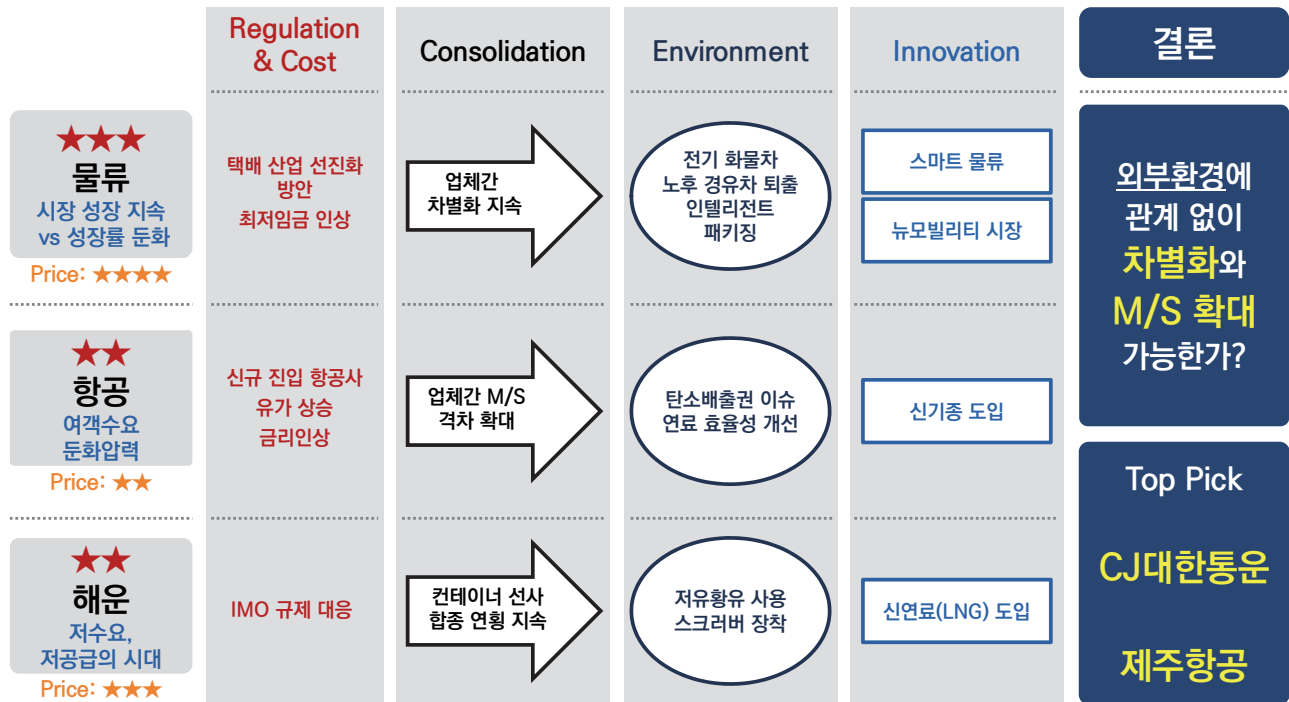
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

BDI, 평균 수준으로 회귀



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

둔화되는 시장, 가격인상 가능성은?



자료: 미래에셋대우 리서치센터

25 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

CJ대한통운 (000120)

기대되는 한 해

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	200,000
현재주가(18/11/16, 원)	149,500
상승여력	34%

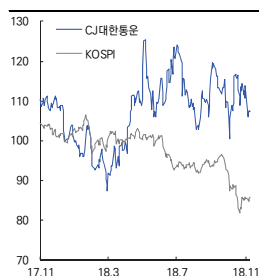
영업이익(18F, 십억원)	231
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	224
EPS 성장률(18F, %)	118.8
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.7
P/E(18F, x)	49.5
MKT P/E(18F, x)	8.5
KOSPI	2,092.40
시가총액(십억원)	3,410
발행주식수(백만주)	23
유동주식비율(%)	39.4
외국인 보유비중(%)	13.8
배타(12M) 일간수익률	0.72
52주 최저가(원)	122,000
52주 최고가(원)	175,000
주가상승률(%)	1개월 1.7 6개월 -9.1 12개월 -1.6
절대주가	-0.3
상대주가	2.2

투자포인트

- Megahub 터미널 완공과 서브터미널 자동화 효과 본격화
- M/S 확대와 택배 효율 인상 본격화 예상
- 글로벌 M&A 효과로 마진 개선
- 판매 관리비 비중 감소로 비용부담 완화

Risk 요인

- 일회성 비용 손이익 부진 지속시 밸류에이션 부담 지속
- 최저임금 추가 인상에 따른 비용압력
- 대전터미널 가동시점 연기 가능성



결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	5,056	6,082	7,110	9,098	10,781	12,222
영업이익 (십억원)	187	228	236	231	304	374
영업이익률 (%)	3.7	3.7	3.3	2.5	2.8	3.1
순이익 (십억원)	46	56	31	69	131	146
EPS (원)	2,014	2,446	1,380	3,019	5,722	6,398
ROE (%)	2.0	2.4	1.3	2.8	5.0	5.3
P/E (배)	94.8	73.2	101.4	49.5	26.1	23.4
P/B (배)	1.5	1.4	1.1	1.1	1.1	1.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: CJ대한통운, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	7,110	9,098	10,781	12,222
매출원가	6,354	8,266	9,666	10,934
매출총이익	756	832	1,115	1,288
판매비와관리비	521	601	810	914
조정영업이익	236	231	304	374
영업이익	236	231	304	374
비영업손익	-163	-102	-76	-110
금융손익	-51	-43	-81	-105
관계기업등 투자손익	-20	-1	7	7
세전계속사업손익	73	129	228	264
계속사업법인세비용	34	45	74	92
계속사업이익	39	84	154	172
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	39	84	154	172
지배주주	31	69	131	146
비지배주주	7	15	23	26
총포괄이익	-11	117	154	172
지배주주	26	68	73	81
비지배주주	-37	49	81	91
EBITDA	397	427	505	575
FCF	-238	-159	97	104
EBITDA 마진율 (%)	5.6	4.7	4.7	4.7
영업이익률 (%)	3.3	2.5	2.8	3.1
지배주주순이익률 (%)	0.4	0.8	1.2	1.2

자료: CJ대한통운, 미래에셋대우 리서치센터

27 | 2019 산업별 투자전략

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	1,804	2,234	2,501	2,822
현금 및 현금성자산	154	194	205	214
매출채권 및 기타채권	1,408	1,742	1,960	2,226
재고자산	16	19	22	25
기타유동자산	226	279	314	357
비유동자산	4,505	5,290	5,309	5,332
관계기업투자등	97	120	135	153
유형자산	2,430	3,095	3,139	3,181
무형자산	1,468	1,535	1,490	1,447
자산총계	6,309	7,524	7,810	8,154
유동부채	1,890	2,355	2,733	3,147
매입채무 및 기타채무	1,020	1,261	1,420	1,612
단기금융부채	743	936	1,135	1,333
기타유동부채	127	158	178	202
비유동부채	1,636	2,117	1,872	1,630
장기금융부채	1,499	1,700	1,440	1,180
기타비유동부채	137	417	432	450
부채총계	3,526	4,472	4,605	4,777
지배주주지분	2,372	2,562	2,692	2,838
자본금	114	114	114	114
자본잉여금	2,248	2,260	2,260	2,260
이익잉여금	574	642	772	918
비지배주주지분	411	490	513	539
자본총계	2,783	3,052	3,205	3,377

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	101.4	49.5	26.1	23.4
P/CF (x)	8.5	8.7	6.8	6.1
P/B (x)	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	14.2	14.8	12.4	10.8
EPS (원)	1,380	3,019	5,722	6,398
CFPS (원)	16,407	17,181	21,938	24,666
BPS (원)	126,264	132,322	138,044	144,442
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	16.9	28.0	18.5	13.4
EBITDA증가율 (%)	6.4	7.6	18.3	13.9
조정영업이익증가율 (%)	3.5	-2.1	31.6	23.0
EPS증가율 (%)	-43.6	118.8	89.5	11.8
매출채권 회전율 (회)	6.0	6.2	6.3	6.3
재고자산 회전율 (회)	460.1	519.4	523.6	525.0
매입채무 회전율 (회)	9.9	10.5	10.5	10.5
ROA (%)	0.7	1.2	2.0	2.2
ROE (%)	1.3	2.8	5.0	5.3
ROIC (%)	2.8	3.0	3.7	4.3
부채비율 (%)	126.7	146.5	143.7	141.5
유동비율 (%)	95.4	94.8	91.5	89.7
순차입금/자기자본 (%)	73.6	78.4	72.2	66.2
조정영업이익/금융비용 (x)	4.3	5.0	3.5	3.3

Mirae Asset Daewoo Research

제주항공 (089590)

운송플랫폼

‘초격차’를 보여준다

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	50,000
현재주가(18/11/16, 원)	37,350
상승여력	34%

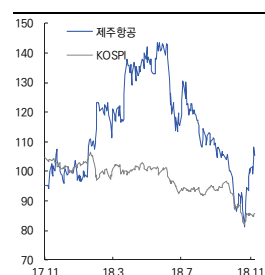
영업이익(18F, 십억원)	114
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	113
EPS 성장률(18F, %)	27.7
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.7
P/E(18F, x)	9.9
MKT P/E(18F, x)	8.5
KOSPI	2,092.40
시가총액(십억원)	984
발행주식수(백만주)	26
유동주식비율(%)	32.3
외국인 보유비중(%)	9.5
배타(12M) 일간수익률	0.77
52주 최저가(원)	28,800
52주 최고가(원)	51,000
주가상승률(%)	1개월 19.1, 6개월 -23.6, 12개월 10.5
절대주가	22.1
상대주가	-10.2, 33.9

투자포인트

- 단위원가(CASK) 하락 지속으로 가격 경쟁력 유지: M/S 상승 가능
- 737-MAX 도입 결정으로 비용 감소와 신규 시장 진출 가능
- 아시아 유사업종 대비 매력적인 밸류에이션 저평가

Risk 요인

- 경기 둔화에 따른 출국자 수 증가율 둔화
- 신규 항공사 진입에 따른 경쟁 심화 가능성
- 장거리용 기재도입 지연 시 점유율 상승폭 둔화



결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	0	748	996	1,251	1,477	1,679
영업이익 (십억원)	0	58	101	114	136	156
영업이익률 (%)	-	7.8	10.1	9.1	9.2	9.3
순이익 (십억원)	0	53	78	99	115	125
EPS (원)	0	2,038	2,954	3,773	4,362	4,756
ROE (%)	0.0	19.5	25.8	27.0	25.4	22.8
P/E (배)	-	12.3	12.0	9.9	8.6	7.9
P/B (배)	-	2.4	2.8	2.4	2.0	1.6
배당수익률 (%)	1.0	2.0	1.7	2.1	2.4	2.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

28 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	996	1,251	1,477	1,679
매출원가	775	999	1,175	1,331
매출총이익	221	252	302	348
판매비와관리비	120	138	166	192
조정영업이익	101	114	136	156
영업이익	101	114	136	156
비영업손익	0	16	14	7
금융손익	3	4	5	6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	101	130	150	163
계속사업법인세비용	23	30	35	38
계속사업이익	78	99	115	125
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	78	99	115	125
지배주주	78	99	115	125
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	77	99	115	125
지배주주	77	99	115	125
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	127	147	182	213
FCF	11	37	123	140
EBITDA 마진율 (%)	12.8	11.8	12.3	12.7
영업이익률 (%)	10.1	9.1	9.2	9.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.8	7.9	7.8	7.4

자료: 제주항공, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	450	515	647	782
현금 및 현금성자산	104	105	159	229
매출채권 및 기타채권	45	53	63	72
재고자산	9	11	13	15
기타유동자산	292	346	412	466
비유동자산	350	451	507	551
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	171	247	306	353
무형자산	19	20	15	12
자산총계	800	966	1,154	1,333
유동부채	368	442	513	571
매입채무 및 기타채무	71	85	101	114
단기금융부채	58	75	76	76
기타유동부채	239	282	336	381
비유동부채	101	119	142	161
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	101	119	142	161
부채총계	469	561	655	732
지배주주지분	331	405	499	601
자본금	132	132	132	132
자본잉여금	90	90	90	90
이익잉여금	115	185	279	381
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	331	405	499	601

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	12.0	9.9	8.6	7.9
P/CF (x)	6.7	6.3	5.4	4.6
P/B (x)	2.8	2.4	2.0	1.6
EV/EBITDA (x)	5.1	4.5	3.0	2.1
EPS (원)	2,954	3,773	4,362	4,756
CFPS (원)	5,284	5,897	6,927	8,111
BPS (원)	12,761	15,443	19,007	22,866
DPS (원)	600	800	900	1,000
배당성향 (%)	20.2	21.2	20.6	21.0
배당수익률 (%)	1.7	2.1	2.4	2.7
매출액증가율 (%)	33.2	25.6	18.1	13.7
EBITDA증가율 (%)	76.4	15.7	23.8	17.0
조정영업이익증가율 (%)	74.1	12.9	19.3	14.7
EPS증가율 (%)	44.9	27.7	15.6	9.0
매출채권 회전율 (회)	34.9	35.4	35.2	34.5
재고자산 회전율 (회)	112.7	122.2	121.5	119.1
매입채무 회전율 (회)	32,464.7	27,364.1	27,106.0	26,480.0
ROA (%)	11.1	11.3	10.8	10.1
ROE (%)	25.8	27.0	25.4	22.8
ROIC (%)	114.0	52.7	55.7	62.3
부채비율 (%)	141.5	138.6	131.2	121.9
유동비율 (%)	122.2	116.6	126.2	136.9
순차입금/자기자본 (%)	-88.1	-79.5	-86.3	-91.0
조정영업이익/금융비용 (x)	223.5	550.5	680.5	776.5



[플랫폼/컨텐츠] 새로운 판에 대처하는 키워드 : P.R.I.C.E.

에너지

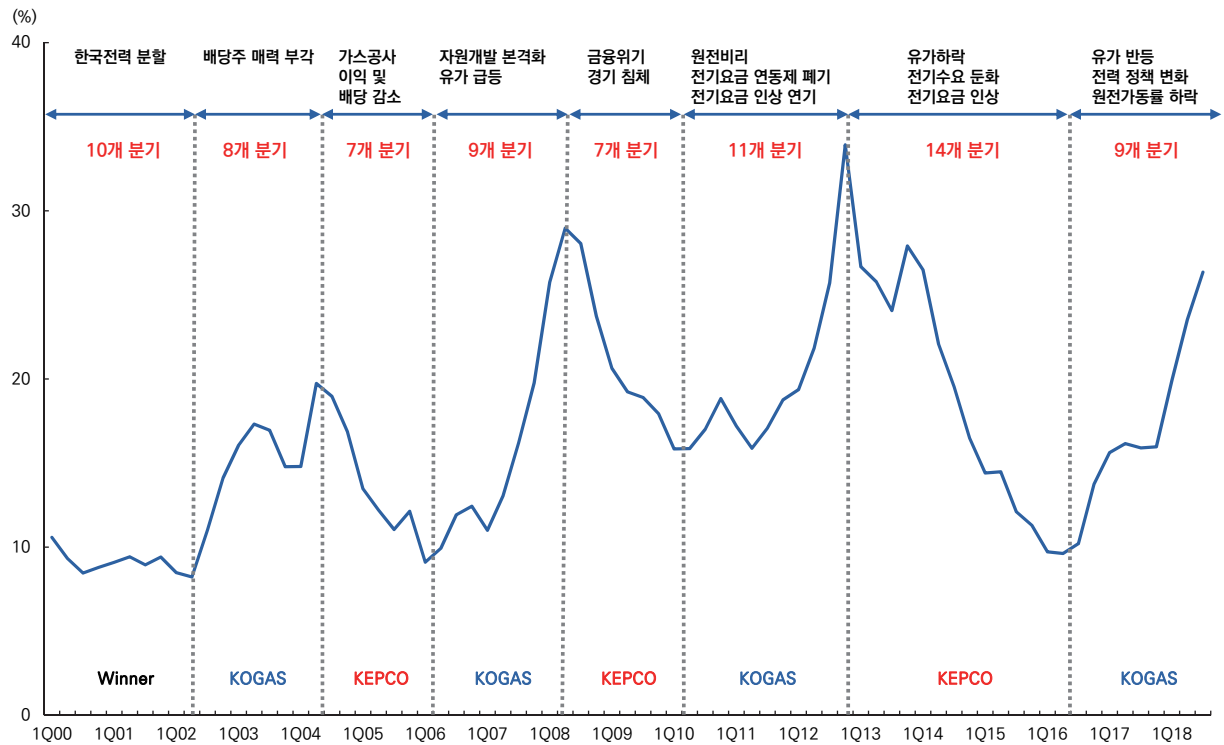
변화한 환경, 변함없는 정책

류제현

02-3774-1738

jay.ryu@miraeasset.com

한국가스공사/한국전력 상대주가 추이: Rotation이 올 것인가?



3 | 2019 산업별 투자전략

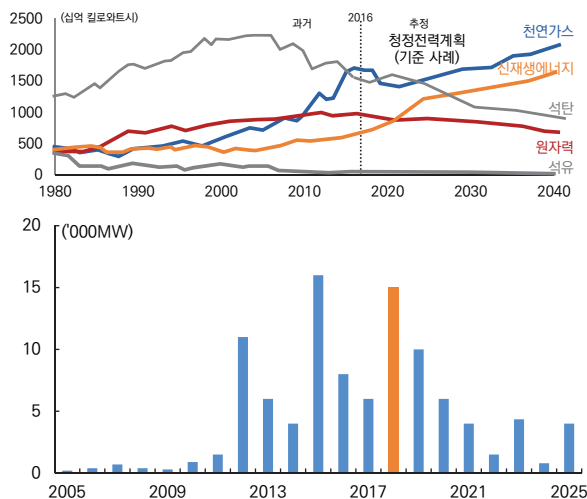
Mirae Asset Daewoo Research

I. Policy: 친환경 정책 지속

저무는 석탄의 시대

- 미국 발전 믹스 변화 지속: 석탄 감소세 지속
- 미국 석탄 발전소 감소량 최대치에 근접
- 중국 역시 유사한 행보: '18년 1~7월 석탄 생산능력 감축 계획 초과 달성

미국, 장기 발전 믹스 전망 vs. 석탄 발전 감축 실적 및 전망



자료: BloombergNEF, 미래에셋대우 리서치센터

중국 석탄 구조조정

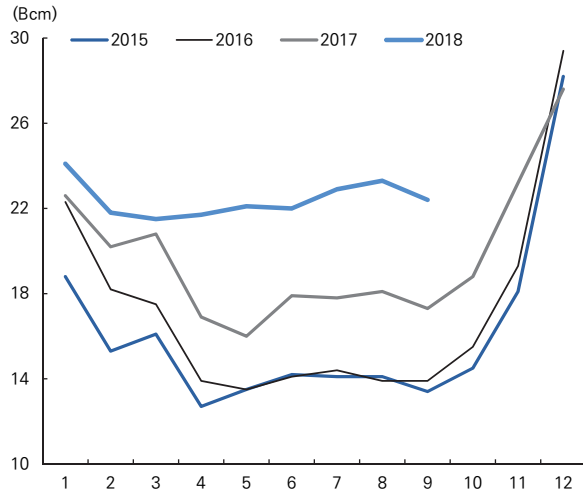
기간	감축목표	성과
2016 ~ 2017	- 석탄 생산능력 4억 톤	- 석탄생산능력 - 5.5억 톤 (초과 달성) 감축
2018	- 석탄 생산능력 1.5억 톤 - 철강 생산능력 3,000만 톤	- 석탄생산능력 0.8억톤 (7월까지) 감축 - 철강 생산능력 2,470만톤(7월까지) 감축
2019 ~ 2020	- 석탄 생산능력 2.5억 톤	- 석탄 의존도를 낮추고 국가 에너지 소비 믹스에서 천연가스 비중을 2017년 7%에서 2020년 10%로 증가 목표

자료: NDRC, 미래에셋대우 리서치센터

중국 가스 수요 강세 지속

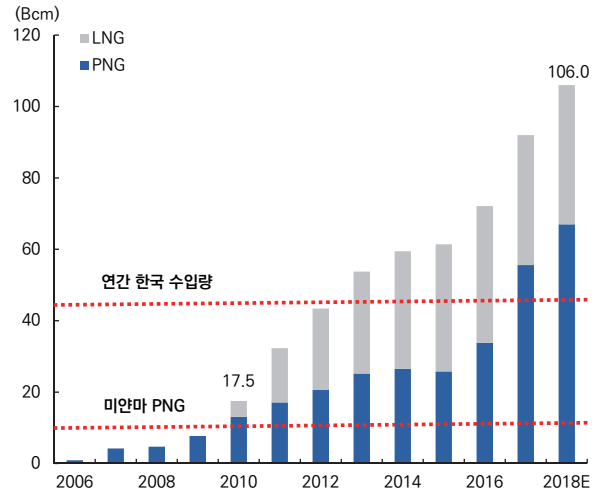
- 2018년 1~8월 기간 중 천연가스 소비량은 180BCM: 18.2% YoY 증가
- 동절기 중에는 수요가 더욱 증가할 전망
- 중국 천연가스 LNG, PNG 수입 모두 급증
- 국내 생산량 역시 104BCM으로 6% 증가

중국 월별 가스 소비



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

중국 장기 천연가스 수입 추이



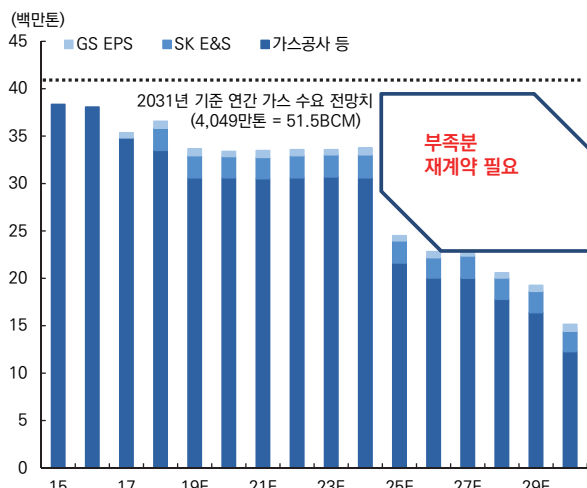
자료: 중국 ERI, 에너지경제연구원, 미래에셋대우 리서치센터

I. Policy: 도입 계약 변경과 시장 지형의 변화

신규 도입처 다변화 예상

- 2025년부터 도입계약 물량 종료 본격화
- 연간 20~30BCM의 추가 계약이 필요 (2025년 오만/카타르와의 계약 종료분 960만톤)
- 2019년 도입처 결정 가시화될 듯: 후보군- 러시아(10BCM), 미국, 호주 등

국내 연도별 도입계약 물량 (2015~30)



자료: 에너지경제연구원, 미래에셋대우 리서치센터

러시아 가스



자료: 언론 자료

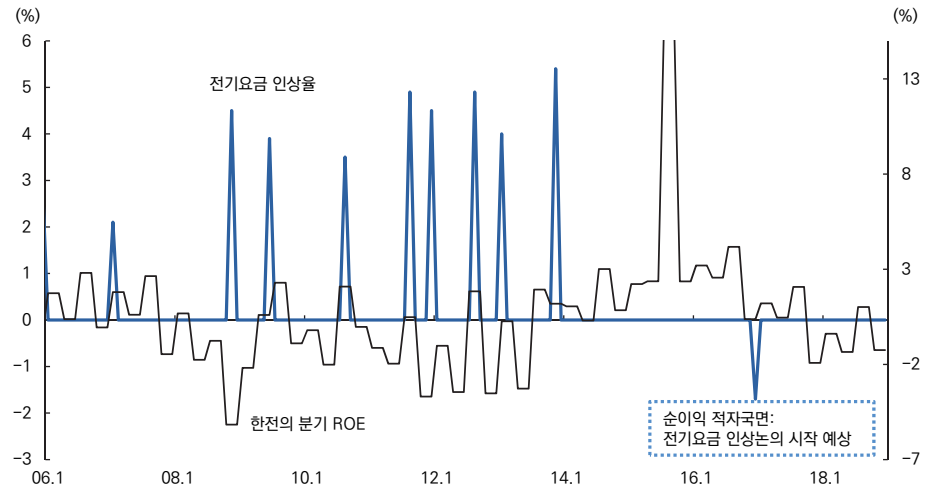
II. Regulation: 전기요금 인상 논의 시작

에너지

한국전력 ROE vs. 전기요금 인상률

- 2008~2012년 실적 부진기에 꾸준히 인상되었던 전기요금
- 2013년말 요금 인상 이후 전무한 요금 인상
- 최근 실적 악화 과거 수준으로 하락: 당장은 아니나 서서히 인상 논의 시작 예상

한국전력 ROE vs. 전기요금 인상률



자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

7 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

II. Regulation: 원료비 전가 가능

에너지

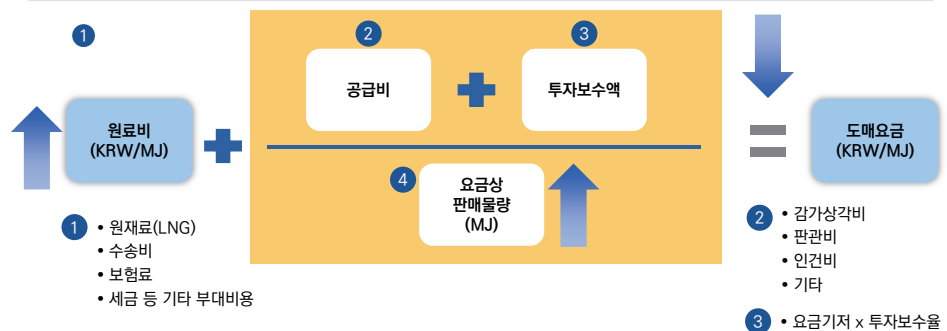
가스요금 증가가 주는 여유

- 원료비 전가 안되며 미수금 2018년 말까지 4,000억원까지 증가
- 판매 물량 (분모) 증가시 단위 공급비는 하락
- 전체 요금 하락 요소를 바탕으로 원료비 인상 가능: 미수금 감소

미수금

-원료비 상승을 요금에 반영 못할 경우 증가
-2010년 이후 유가 상승기에 5조원까지 증가한 후 소멸된 바 있음

한국가스공사 요금 구조



• 세전투자보수율 공급비, 투자보수액, 타켓물량은 지경부에서 공사와 협의후 연1회 결정

자료: 한국가스공사, 미래에셋대우 리서치센터

8 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

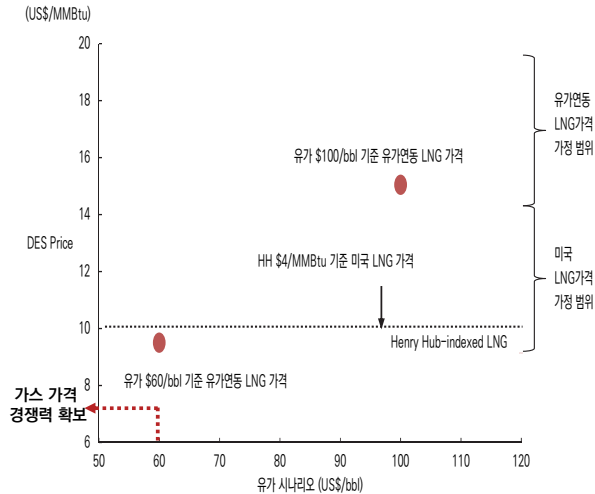
II. Regulation: 낮은 유가는 가스수요에 긍정적

에너지

유가 안정화시 가스 가격 경쟁력 확보

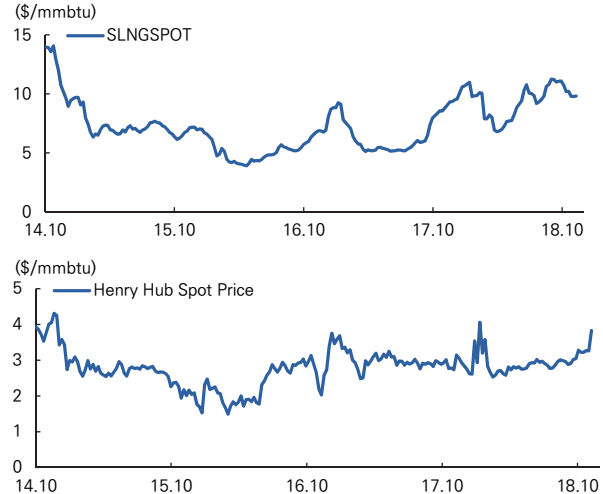
- 헨리 허브가격 \$4/mmBtu가정시,
- 저유가(60달러 이하): 유가 연동 LNG 가격이 유리-가스수요에 긍정적
- 고유가(60달러 이상): 미국산 LNG 가격이 유리-장기적으로 미국산 LNG에도 관심

Henry Hub 연동 가격과 유가 연동 가격 비교



자료: IHS Markit, 에너지경제연구원, 미래에셋대우 리서치센터

아시아 가격 vs. 헨리허브 가격



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치 센터

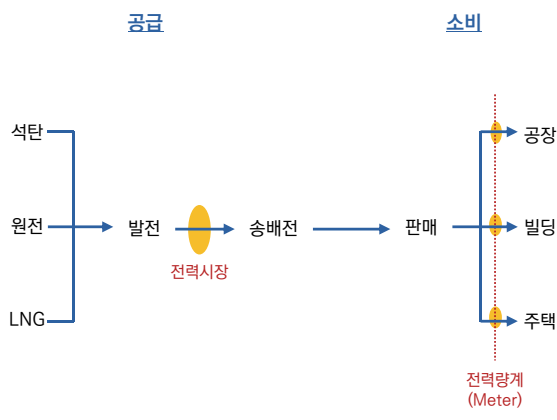
III. Innovation: BTM과 Platform의 시대

에너지

전력 시장 변화: BTM과 Platform의 시대

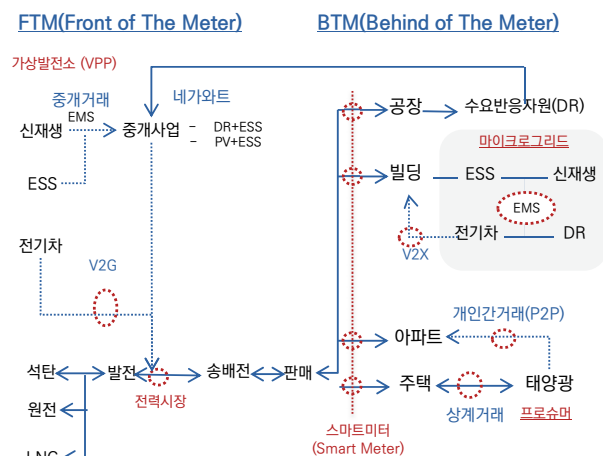
- 전세계적으로 신재생, ESS, 전기차 등 분산자원이 빠르게 확산
- 기존 전력시스템에 포함되지 않는 BTM 시장 성장: 소비자가 태양광, ESS설비 등을 설치 전력 거래
- 전력망은 '공급망(pipeline)'에서 '플랫폼(platform)'으로 역할 변화
- A(인공지능) · I(IoT) · C(클라우드) · B(빅데이터) · M(모바일) 기술이 융합으로 변화 가속화

전통적 전력시장



자료: 산업통상자원부, 미래에셋대우 리서치센터

미래 전력시장

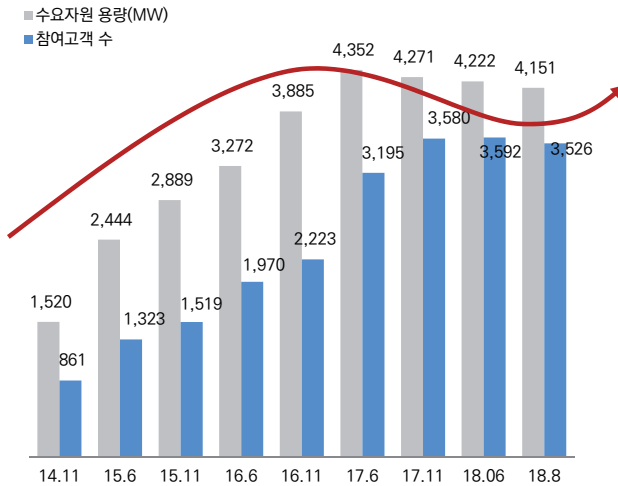


자료: 산업통상자원부, 미래에셋대우 리서치센터

최근 시장 정세 속 시장 확대 모색

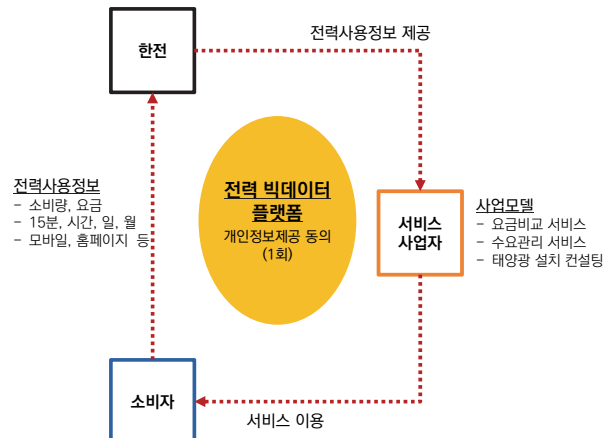
- 수요자원을 발굴하여, 대형 공장·빌딩 소비자 중심에서 소형 상가·주택 등도 참여하도록 확대
- 참여율, 감축수단 등을 시범사업('18.6~11월)에서 검증, 참여용량·인센티브 등 제도 정비
- 세부 운영규정 개정을 거쳐 '19년 하반기부터 시행
- 해외에서 1) 전력정보 표준화·절차 간소화, 2) 시장참여자간 정보공유, 3) 신사업자 들의 진입장벽 완화 등을 목적으로 전력 빅데이터 플랫폼 구축 활발

수요자원 확보 용량 및 시장 참여자 추이



자료: 전력거래소, 미래에셋대우 리서치센터

전력 빅데이터 기반 신사업모델



자료: 산업통상자원부, 미래에셋대우 리서치센터

III. Innovation: 거래시장 활성화가 낳을 ESS의 진화

ESS 혁신 지속

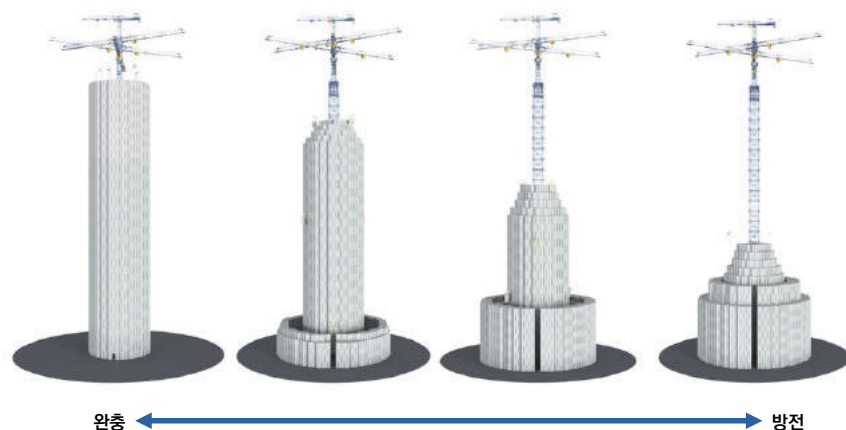
- 기존 ESS(배터리 기반)의 문제를 해결하기 위한 다양한 시도
- 신재생 에너지 발전을 통해 생산된 전기에너지를 위치 에너지로 변환

ESS의 진화

전기 에너지를 위치에너지로 저장



Energy Vault의 중력 ESS

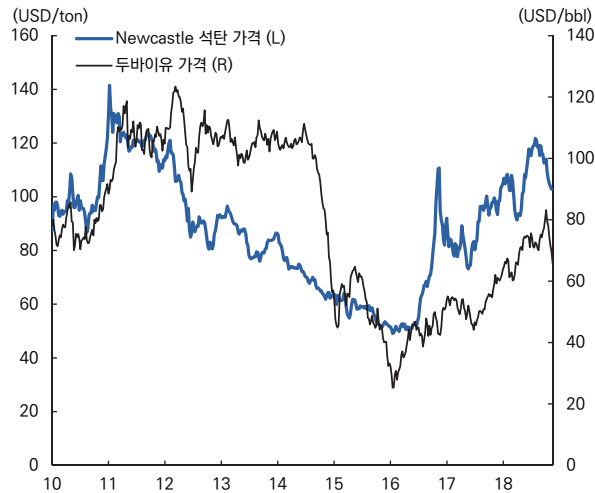


자료: Energy Vault, 미래에셋대우 리서치센터

유류비/전력구입비 증가율은 감소

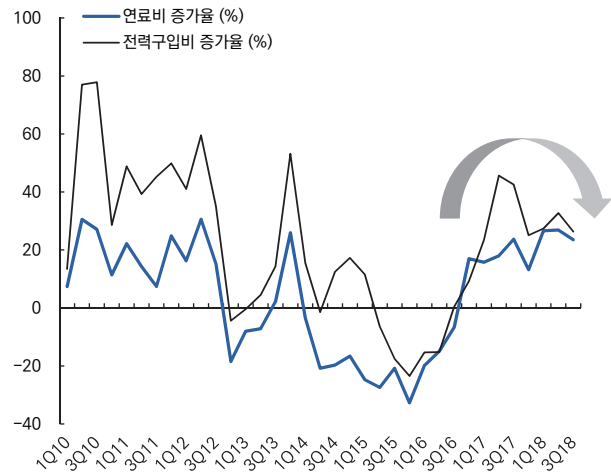
- 최근 조정받고 있는 유가와 석탄가격: 석탄가격은 역사적으로 높은 수준 유지
- 유가 하락은 SMP 하락과 전력 구입비 하락으로 이어질 듯
- 최근 양대 원가 요소의 전년비 증가율 둔화 관찰

유가 vs. 석탄가



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

한국전력 분기별 비용 증가율 추이



자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

IV. Cost: 기저발전 가동률 당분간 안정화

발전	호기	용량(MW)	출력(MW)	출력(%)	계획예방정비 종료예정일	미래 계획예방정비 계획	상태
고리	2호기	650	682	100			
	3호기	950	1,049	100			
	4호기	950	1,049	100			
	신1호기	1,000	1,048	100			
	신2호기	1,000	1,045	100			
새울	신고리3호기	1,400	1,491	100			
	신고리 4호기	1,400	-	-	-	2019.06.10	2019.08월 준공예정
한빛	1호기	950	0	0	2019.01.30		
	2호기	950	0	0	2019.01.06		
	3호기	1,000	0	0	2019.04.11		
	4호기	1,000	0	0	2019.02.11		
	5호기	1,000	0	0	2018.11.23		
	6호기	1,000	1,056	100		2019.05.30	
월성	1호기	679	0	0			
	2호기	700	654	88			
	3호기	700	680	92			
	4호기	700	651	88			
	신1호기	1,000	1,050	100			
	신2호기	1,000	1,053	100			
한울	1호기	950	0	0	2018.12.29		
	2호기	950	1,012	100			
	3호기	1,000	1,054	100			
	4호기	1,000	1,054	100			
	5호기	1,000	1,051	100			
	6호기	1,000	1,050	100		2018.12.01	
신한울	1호기	1,400	-	-	-	-	2019.11월 준공예정
	2호기	1,400	-	-	-	-	2020.09월 준공예정
합계		22,529	16,729	74			준공예정 제외 후 가동률

주: 출력은 2018년 11월 15일 기준
자료: 한국수력원자력, 미래에셋대우 리서치센터

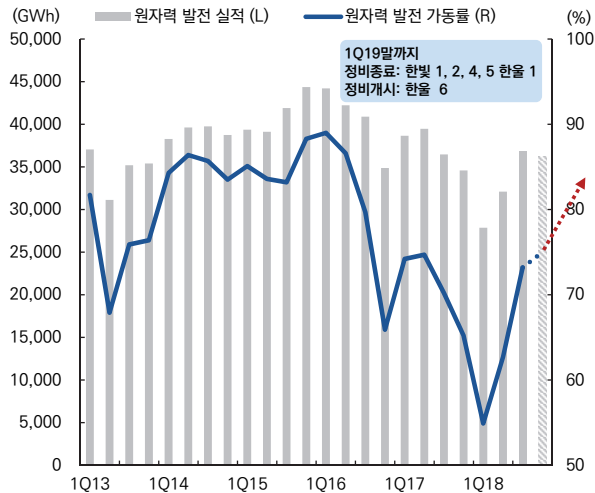
IV. Cost: 기저발전 가동률 당분간 안정화

에너지

원전 가동률은 회복 중

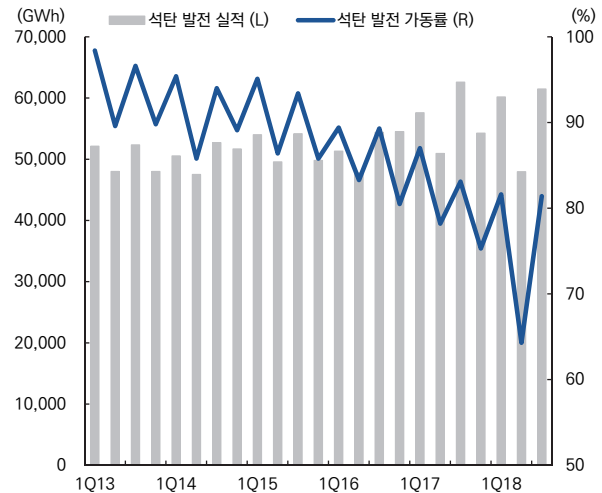
- 원전 가동률 반등 중: 한빛 5호기, 한울 1호기에 기대
- 가시적인 석탄 발전소의 가동률 최근 하락 후 반등
- 현재 계획 예방일정이 실현될 경우 2019년 초 80% 돌파 가능

원전가동률 추이



15 | 2019 산업별 투자전략

한국전력 석탄발전 가동률 추이



Mirae Asset Daewoo Research

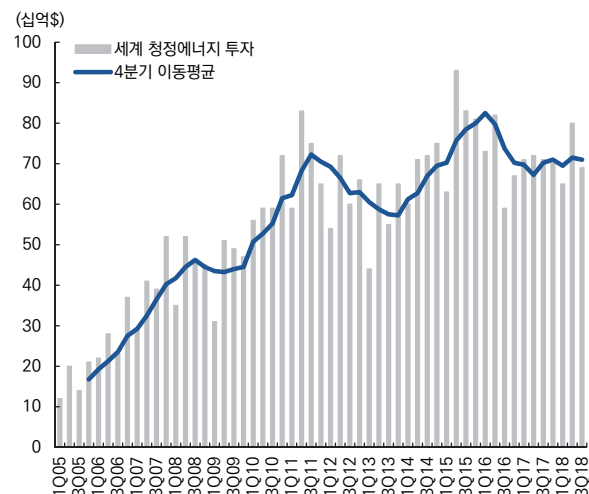
V. Environment: 재생 에너지 장기 전망 여전히 밝아

에너지

재생에너지 투자 현황

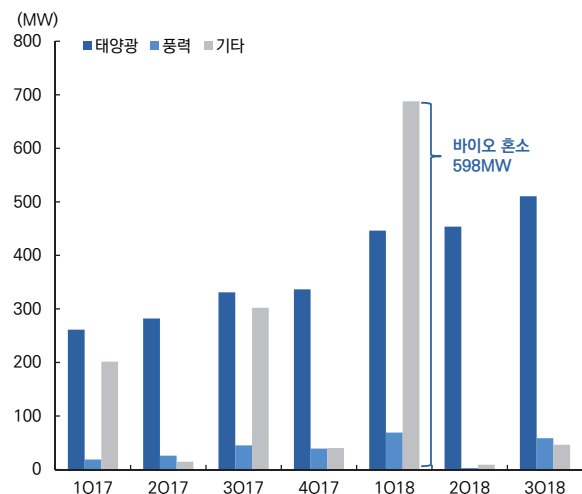
- 3Q18 재생(Clean Energy) 투자 -6% YoY 감소 (678억 달러): 연간 누적으로는 -2% YoY 감소
- 대형 유틸리티급 재생에너지 투자는 -15% YoY 감소, 소규모(1MW 이하) 태양광 +9% YoY 증가
- 최근 태양광, 풍력 중심의 장기 시장 전망은 여전히 밝아
- 바이오에서 태양광 위주로 재편되는 한국 시장

재생에너지 투자



자료: 산업자료, 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

3Q18 국내 신재생에너지 신규설비 보급 실적



자료: 산업자료, 신재생에너지센터, 미래에셋대우 리서치센터

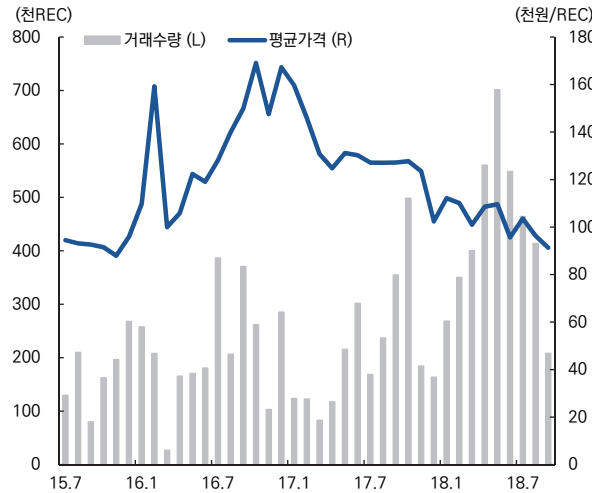
16 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

장기적으로 원가 부담

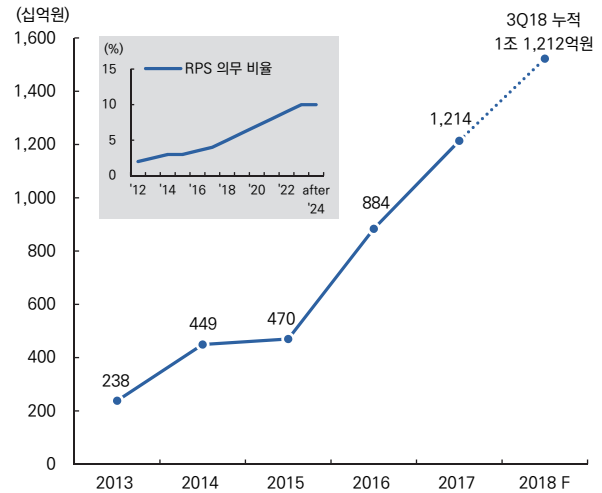
- REC 가격 상승으로 이어질 것: 태양광/풍력 등 신재생 에너지 수익성 개선
- 1Q18 급증했던 석탄 혼소 2Q18와 3Q18 전무
- 한국전력 RPS 할당량 충족을 위한 REC 구입 수요 증가: 시차를 두고 가격 상승 예상
- 한국전력 장기 실적의 또 다른 복병 vs REC 판매자(신재생 발전 사업자)에 대한 관심 증가

REC 현물거래시장 가격 추이: 향후 상승 가능성 높아져



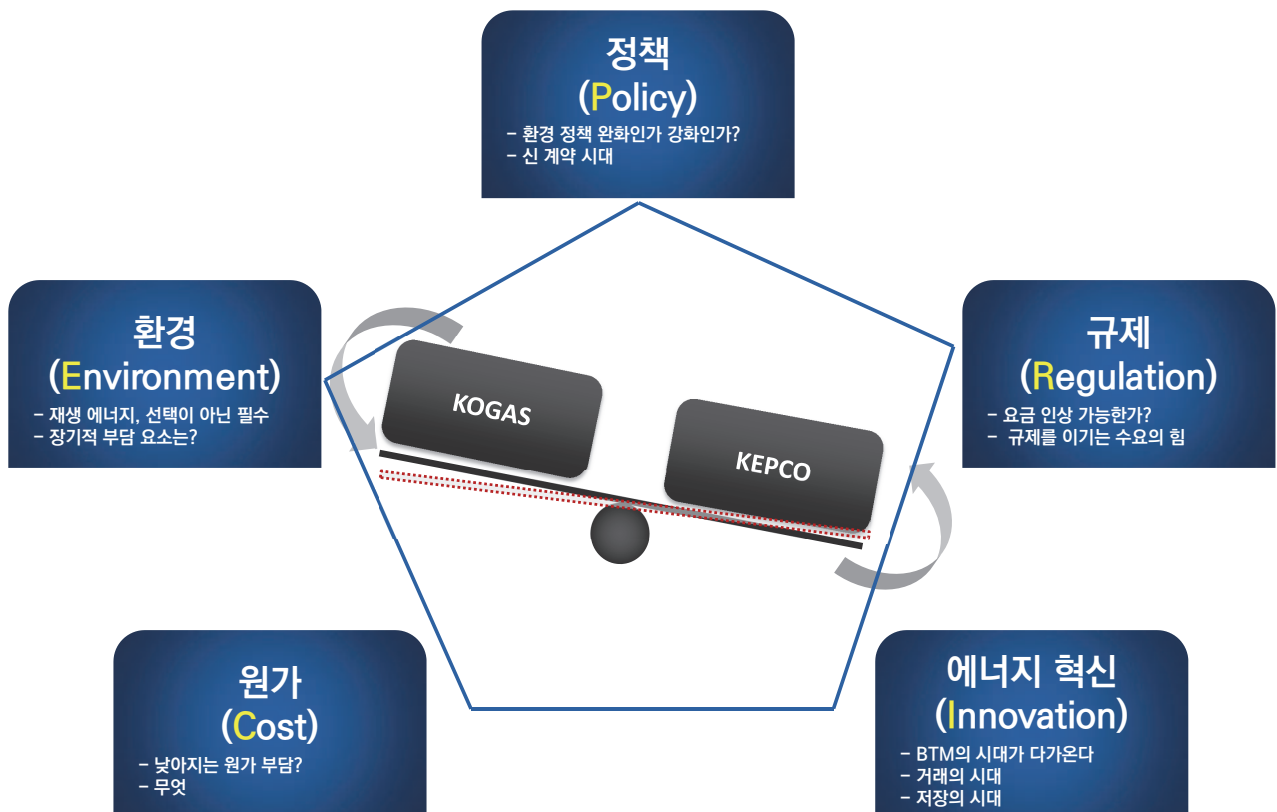
자료: 전력거래소, 미래에셋대우 리서치센터

한전 REC 구입비 추이



자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

[결론] 한국가스공사 우위 속 한전의 균형 맞추기 시도



Global Peer Group Valuation

에너지

글로벌 전력 유틸리티 Peer Valuation

(십억원, %, 배)

	회사명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA		
			18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	
대한민국	한국전력	17,943	61,589	65,444	-211	2,865	-1,379	992	-2.0	1.4	-	17.1	0.3	0.2	7.4	5.7	
	한전KPS	1,303	1,177	1,121	144	148	120	123	13.2	13.0	10.2	9.9	1.3	1.2	5.3	4.8	
일본	주부전력	12,492	29,650	30,323	1,233	1,373	805	1,153	4.5	6.3	15.5	10.8	0.7	0.7	10.1	10.0	
	간사이전력	17,070	31,383	31,816	2,154	2,178	1,466	1,498	9.8	9.0	11.1	10.9	1.1	1.0	9.6	9.5	
	도쿄 전력 홀딩스	10,233	61,369	62,529	3,174	2,363	2,274	2,524	7.6	8.4	4.8	4.4	0.5	0.5	8.1	9.7	
	도호쿠전력	7,503	21,309	21,614	933	1,186	505	665	6.8	8.1	15.0	11.4	1.0	0.9	9.6	8.8	
	주요쿠 전력	5,201	13,514	13,695	305	424	139	234	2.4	3.8	36.5	21.8	0.8	0.8	18.9	16.8	
	규슈전력	6,387	19,853	20,187	1,119	1,255	618	753	9.1	10.6	10.9	9.2	1.1	1.0	11.6	10.8	
	시코쿠 전력	2,899	7,250	7,395	235	370	150	245	5.5	7.8	17.6	10.8	0.8	0.8	10.6	9.2	
	호쿠리쿠 전력	2,112	6,318	6,453	259	303	101	137	2.9	4.2	20.9	15.3	0.7	0.6	10.8	10.0	
	홋카이도 전력	1,553	7,517	7,481	271	321	78	142	4.1	6.7	21.5	11.2	0.7	0.7	13.6	12.3	
중국	쓰촨 광안 아이중	620	-	-	-	-	-	-	-	16.9	-	-	-	-	-	-	
홍콩	전능실업	16,362	223	225	184	176	1,142	1,138	8.7	9.1	14.5	14.5	1.4	1.4	90.9	96.9	
	청롱 기간 집단	22,029	902	924	355	365	1,629	1,714	10.1	10.3	13.1	12.4	1.3	1.3	64.7	61.6	
	CLP 홀딩스	31,956	13,878	13,533	2,778	2,479	2,117	1,876	12.9	10.8	15.4	17.2	1.9	1.8	10.7	11.5	
	청롱 기간 집단	22,029	902	924	355	365	1,629	1,714	10.1	10.3	13.1	12.4	1.3	1.3	64.7	61.6	
	HK 전기투자	9,538	1,688	1,589	744	593	492	368	6.8	5.2	19.8	26.3	1.3	1.4	13.3	14.8	
말레이시아	테나가 나시오날	22,625	13,248	13,609	2,550	2,637	1,938	1,931	12.0	11.2	11.6	11.8	1.4	1.3	7.4	7.1	
	인도	인도 전방공사	15,364	5,320	5,893	2,996	3,258	1,524	16.53	16.9	16.5	10.1	9.4	1.6	1.4	7.7	6.9
	타타 파워	3,243	4,820	5,025	631	637	284	309	9.3	10.5	13.2	10.8	1.2	1.1	10.5	10.1	
	CESC	1,422	2,728	2,890	413	359	193	211	11.5	11.3	7.3	6.6	0.8	0.7	5.9	5.9	
아시아 평균		10,947	15,232	15,634	1,031	1,183	791	969	8.1	8.7	15.0	12.7	1.1	1.0	19.6	19.2	
호주	오스넷 서비스	4,947	1,514	1,579	540	563	205	210	6.6	6.7	24.1	24.1	1.5	1.5	12.0	11.5	
	스파크 인프라스트럭처 그룹	3,180	247	373	209	210	100	100	5.2	5.4	28.8	28.8	1.9	2.0	14.5	14.4	
미국	듀크 에너지	69,282	27,144	28,079	6,359	6,784	3,728	4,043	7.9	8.1	18.2	17.4	1.4	1.4	12.3	11.7	
	넥스트에라 에너지	96,650	19,808	21,300	5,604	6,397	4,143	4,551	11.8	11.7	23.3	21.5	2.5	2.4	13.3	12.1	
	서던 컴퍼니	53,308	26,088	25,819	5,905	6,406	3,524	3,588	12.0	11.7	15.5	15.5	1.8	1.8	11.5	10.9	
	엑셀론	49,679	37,519	36,461	5,674	5,833	3,444	3,496	9.7	9.3	14.7	14.6	1.4	1.3	9.2	9.0	
	아메리칸 일렉트릭 파워	42,575	17,804	18,430	3,625	3,927	2,208	2,319	10.5	10.5	19.5	18.7	2.0	1.9	11.6	11.0	
	PPL	24,874	8,692	9,092	3,351	3,594	1,893	2,048	14.8	14.1	13.1	12.6	1.8	1.7	10.6	9.9	
	에디슨 인터내셔널	19,887	14,284	14,745	2,553	2,798	1,535	1,671	11.1	10.7	13.2	12.0	1.4	1.3	7.9	7.3	
	엑셀 에너지	29,422	13,370	13,787	2,356	2,537	1,433	1,525	10.7	10.8	20.7	19.6	2.2	2.1	11.4	10.7	
	에버소스 에너지	23,815	8,912	9,119	2,036	2,183	1,169	1,241	9.1	9.4	20.5	19.2	1.8	1.8	12.7	12.1	
	파트너에너지	22,228	12,756	12,919	3,101	3,097	1,523	1,566	23.4	17.9	15.5	15.2	2.7	2.5	9.9	9.7	
	엔타지	17,528	12,807	13,250	1,831	2,234	1,258	1,251	13.2	11.3	12.5	14.5	1.8	1.7	10.4	9.4	
	프랑스	프랑스전력공사	57,785	89,315	92,542	7,977	8,792	2,663	3,435	4.8	6.0	23.6	18.0	1.1	1.0	5.3	4.9
	이탈리아	에넬	58,528	97,979	99,660	13,199	14,026	5,241	5,871	11.2	12.1	11.1	9.7	1.3	1.2	6.9	6.6
		테르나 - 레테 엘레트리카 나	12,362	3,970	4,274	866	943	557	609	17.7	17.5	14.3	13.4	2.5	2.3	10.8	10.2
글로벌 평균		22,052	19,357	19,836	2,384	2,610	1,401	1,581	9.5	9.7	16.3	14.7	1.4	1.3	15.6	15.1	

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

19 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

Global Peer Group Valuation

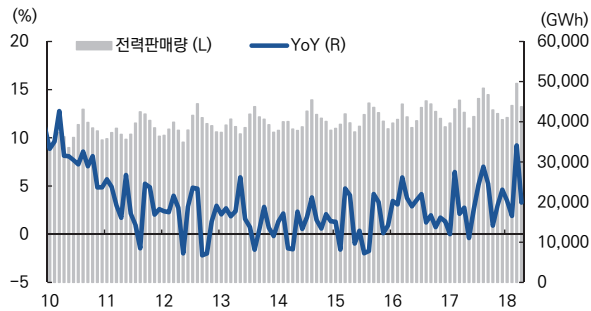
에너지

글로벌 가스 유틸리티 Peer Valuation

(십억원, %, 배)

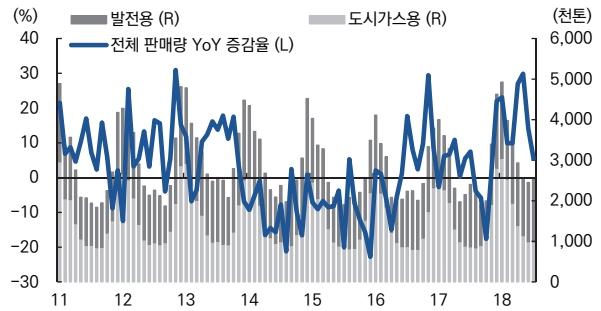
	회사명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
			18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F
대한민국	한국가스공사	4,566	26,424	28,866	1,282	1,400	597	646	7.4	7.4	8.0	7.6	9.7	9.3	9.7	9.3
일본	도쿄가스	12,709	19,793	20,904	898	1,153	837	809	6.8	6.7	15.3	15.6	1.1	1.0	7.5	6.7
	오사카가스	8,833	13,535	13,858	699	807	444	534	4.3	5.1	20.0	16.6	0.9	0.8	8.4	7.7
	도호 가스	4,590	4,565	4,773	198	249	164	193	4.5	5.5	27.7	23.4	1.4	1.3	10.1	9.1
중국	신아오가스	11,093	9,657	11,737	1,153	1,329	700	818	21.7	22.5	15.7	13.4	3.3	2.8	9.9	8.6
	선전시 연기집단	2,836	2,146	2,494	220	265	173	206	11.4	12.4	16.7	14.0	1.9	1.7	10.5	9.2
홍콩	홍광중화 매기	33,438	5,185	5,626	1,242	1,319	1,246	1,325	13.6	13.7	27.1	25.8	3.5	3.4	23.5	22.1
	중국 가스 홀딩스	18,478	9,276	11,197	1,517	1,756	1,138	1,352	24.3	23.7	16.4	13.8	3.7	3.1	13.0	11.1
	화문 가스 그룹	9,409	6,933	7,983	1,069	1,180	647	726	19.0	19.1	14.4	12.9	2.6	2.3	8.1	7.3
	타운가스 중국	2,301	1,532	1,734	222	247	209	232	8.7	9.1	11.1	9.9	0.9	0.9	10.9	9.9
말레이시아	가일 인디아	12,048	11,405	12,330	1,400	1,587	1,004	1,106	14.6	14.8	12.0	10.8	1.7	1.6	7.6	6.9
	페트로나스 가스	9,948	1,418	1,450	668	655	514	515	14.8	14.1	19.6	19.5	2.8	2.7	10.7	10.7
	가스 말레이시아	979	1,599	1,740	60	63	48	51	16.7	17.3	20.4	19.1	3.4	3.4	12.1	11.5
	아시아 평균	10,094	8,728	9,592	818	924	594	655	12.9	13.2	17.3	15.6	2.1	2.0	10.9	10.0
호주	APA 그룹	8,691	1,997	2,115	778	848	235	280	7.4	9.7	36.3	30.6	2.9	3.0	12.8	12.2
미국	UGI	11,096	8,931	9,199	1,226	1,281	573	618	13.4	-	19.8	18.3	2.8	2.7	9.3	8.7
	서던 컴퍼니 가스	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	내셔널 퓨얼 가스	5,115	2,016	2,103	570	554	332	369	-	-	15.5	14.6	-	-	8.3	7.6
	에트모스 에너지	12,362	3,970	4,274	866	943	557	609	9.7	9.8	23.2	21.6	2.2	2.0	12.6	11.5
	아메리칸가스 파트너스	3,652	3,357	3,403	540	538	283	277	49.5	-	13.7	13.8	8.0	12.3	9.2	9.1
	도미니언 에너지	54,056	15,193	15,562	5,298	5,693	3,071	3,333	13.7	13.0	18.0	17.3	2.3	2.2	13.1	12.3
	피드몬트 내추럴 가스	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	WGL 홀딩스	-	2,552	2,653	413	455	219	256	12.6	13.5	-	-	-	-	-	-
	서버버번 프로판 파트너스	1,607	1,606	1,610	190	182	101	96	20.5	-	16.3	16.5	3.4	4.2	9.1	9.1
	뉴저지 리소시스	4,925	3,118	3,071	272	281	260	199	17.5	12.4	18.8	24.7	-	-	17.1	16.4
	스파이어	-	2,174	2,246	380	407	212	223	8.1	8.2	-	-	-	-	-	-
	원 가스	4,973	1,798	1,784	314	324	195	202	8.6	8.3	25.7	24.8	2.2	2.1	13.4	12.6
	패켈가스 파트너스	170	2,049	2,083	152	131	(41)	(57)	-	-	-	-	-	-	9.0	8.7
	Northwest Natural Holding Co	2,259	858	891	142	154	72	79	8.6	-	31.6	28.6	2.7	2.6	13.7	12.6
	프랑스	뤼비	5,505	6,077	6,438	503	549	350	392	12.9	13.2	15.6	14.0	2.0	1.8	9.4
브라질	가스 지 삼파울루	2,328	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
스페인	나투르가스 에너지 그룹	-	30,700	31,739	3,297	3,664	1,652	1,856	3.4	11.3	-	-	-	-	-	-
스페인	에나가스	7,394	1,744	1,707	927	896	567	551	16.5	15.4	13.1	13.6	2.1	2.1	10.1	10.5
이탈리아	스남	17,268	3,278	3,360	1,794	1,844	1,273	1,321	15.7	15.9	13.4	12.8	2.1	2.0	12.2	11.8
	글로벌 평균	9,736	6,829	7,298	588	637	588	637	13.8	12.6	18.7	17.4	2.5	2.6	11.2	10.0

국내 전력 수요



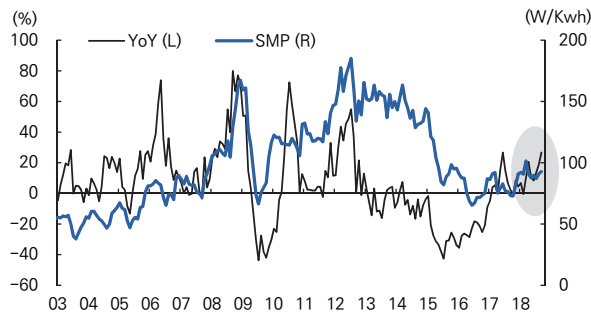
자료: 전력거래소, 미래에셋대우 리서치센터

국내 가스 수요



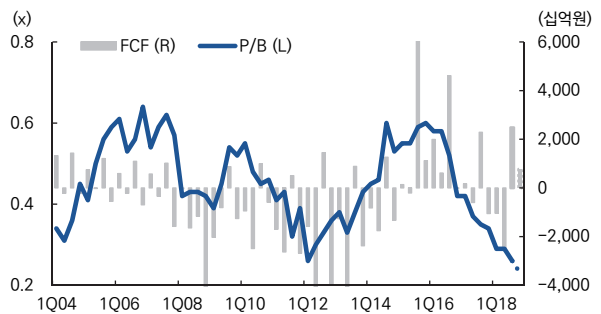
자료: KEEI, 미래에셋대우 리서치센터

SMP



자료: 전력거래소, 미래에셋대우 리서치센터

한국전력 PBR vs. 현금흐름



자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

21 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

한국가스공사 (036460)

정책적 수혜는 지속된다

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	73,000
현재주가(18/11/16, 원)	49,350
상승여력	48%

영업이익(18F, 십억원)	1,282
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	1,280
EPS 성장률(18F, %)	-
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.7
P/E(18F, x)	7.6
MKT P/E(18F, x)	8.5
KOSPI	2,092.40
시가총액(십억원)	4,556
발행주식수(백만주)	92
유동주식비율(%)	44.8
외국인 보유비율(%)	15.0
배타(12M) 일간수익률	0.79
52주 최저가(원)	41,500
52주 최고가(원)	64,500
주가상승률(%)	1개월: -13.4, 6개월: -17.2, 12개월: 9.8
절대주가	-11.2, -2.7, 33.0

투자포인트

- 친환경 정책 지속으로 가스 수요 지속 성장 예상
- 요금 기저 증가와 투자 보수율 상승으로 규제사업 이익 지속 가능
- 공급비 인하 요인 발생으로 원료비 요금 반영 가능: 미수금 하락
- PBR 0.6배로 여전히 매력적인 주가 수준

Risk 요인

- 유가 하락시 해외 사업 수익 악화 가능성
- 원료비 인상 미반영시 현금흐름 악화



결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	26,053	21,108	22,172	26,424	28,866	30,252
영업이익 (십억원)	1,008	998	1,034	1,282	1,400	1,570
영업이익률 (%)	3.9	4.7	4.7	4.9	4.8	5.2
순이익 (십억원)	319	-613	-1,205	597	646	839
EPS (원)	3,458	-6,641	-13,055	6,467	6,996	9,085
ROE (%)	3.2	-6.3	-14.0	7.4	7.4	9.0
P/E (배)	10.7	-	-	7.6	7.1	5.4
P/B (배)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
배당수익률 (%)	0.5	0.0	0.0	2.0	2.2	2.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국가스공사, 미래에셋대우 리서치센터

22 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

예상 포괄손익계산서 (요약)					예상 재무상태표 (요약)					예상 주당가치 및 valuation (요약)				
(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F	(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F		12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	22,172	26,424	28,866	30,252	유동자산	7,582	8,877	9,238	9,809	P/E (x)	-	7.6	7.1	5.4
매출원가	20,729	24,690	26,939	28,129	현금 및 현금성자산	441	317	323	328	P/CF (x)	1.3	1.6	1.4	1.4
매출총이익	1,443	1,734	1,927	2,123	매출채권 및 기타채권	5,271	6,319	6,581	6,999	P/B (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
판매비와관리비	409	452	527	552	재고자산	1,542	1,849	1,925	2,048	EV/EBITDA (x)	10.3	9.6	9.2	8.6
조정영업이익	1,034	1,282	1,400	1,570	기타유동자산	328	392	409	434	EPS (원)	-13,055	6,467	6,996	9,085
영업이익	1,034	1,282	1,400	1,570	비유동자산	29,557	30,037	30,234	30,464	CFPS (원)	31,540	31,716	34,987	36,228
비영업손익	-2,284	-491	-546	-391	관계기업투자등	1,465	1,418	1,372	1,328	BPS (원)	85,749	92,101	98,148	106,189
금융손익	-782	-767	-745	-590	유형자산	24,723	24,857	24,674	24,507	DPS (원)	0	1,000	1,100	1,200
관계기업등 투자손익	149	193	200	160	무형자산	1,814	2,069	2,469	2,869	배당성향 (%)	0.0	14.4	15.0	12.6
세전계속사업손익	-1,250	791	854	1,179	자산총계	37,139	38,914	39,472	40,273	배당수익률 (%)	0.0	2.0	2.2	2.4
계속사업법인세비용	-59	182	213	346	유동부채	6,590	7,765	7,681	7,604	매출액증가율 (%)	5.0	19.2	9.2	4.8
계속사업이익	-1,192	608	641	833	매입채무 및 기타채무	1,633	1,819	1,894	2,014	EBITDA증가율 (%)	5.1	10.9	4.4	4.8
중단사업이익	0	0	0	0	단기금융부채	3,823	4,586	4,370	4,083	조정영업이익증가율 (%)	3.6	24.0	9.2	12.1
당기순이익	-1,192	608	641	833	기타유동부채	1,134	1,360	1,417	1,507	EPS증가율 (%)	-	-	8.2	29.9
지배주주	-1,205	597	646	839	비유동부채	22,409	22,424	22,513	22,655	매출채권 회전율 (회)	4.5	4.6	4.5	4.5
비지배주주	13	11	-5	-6	장기금융부채	20,624	20,286	20,286	20,286	재고자산 회전율 (회)	17.0	15.6	15.3	15.2
총포괄이익	-1,545	607	641	833	기타비유동부채	1,785	2,138	2,227	2,369	매입채무 회전율 (회)	19.4	19.6	18.2	18.1
지배주주	-1,543	585	703	912	부채총계	28,999	30,190	30,195	30,259	ROA (%)	-3.1	1.6	1.6	2.1
비지배주주	-2	22	-61	-80	지배주주지분	7,813	8,400	8,958	9,700	ROE (%)	-14.0	7.4	7.4	9.0
EBITDA	2,749	3,049	3,183	3,337	자본금	462	462	462	462	ROIC (%)	3.0	3.9	3.4	3.7
FCF	1,156	-705	658	716	자본잉여금	1,325	1,325	1,325	1,325	부채비율 (%)	356.2	346.1	325.5	302.2
EBITDA 마진율 (%)	12.4	11.5	11.0	11.0	이익잉여금	4,601	5,202	5,760	6,503	유동비율 (%)	115.0	114.3	120.3	129.0
영업이익률 (%)	4.7	4.9	4.8	5.2	비지배주주지분	327	324	320	314	순차입금/자기자본 (%)	294.2	280.7	261.5	239.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-5.4	2.3	2.2	2.8	자본총계	8,140	8,724	9,278	10,014	조정영업이익/금융비용 (x)	1.2	1.6	1.8	2.5

23 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

저점 통과 중

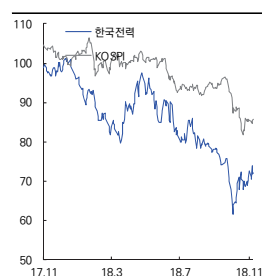
(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	33,000
현재주가(18/11/16, 원)	27,950
상승여력	18%
영업이익(18F, 십억원)	-211
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	146
EPS 성장률(18F, %)	-
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.7
P/E(18F, x)	-
MKT P/E(18F, x)	8.5
KOSPI	2,092.40
시가총액(십억원)	17,943
발행주식수(백만주)	642
유동주식비율(%)	48.9
외국인 보유비중(%)	27.4
배타(12M) 일간수익률	0.37
52주 최저가(원)	23,850
52주 최고가(원)	39,250
주가상승률(%)	1개월 12.0 6개월 -23.0 12개월 -26.1
절대주가	14.8
상대주가	-9.5
	-10.4

투자포인트

- 유가 및 석탄가 하락으로 원료비 증가폭 둔화
- 원전 가동률 회복에 따라 전력 구입비 감소 가능
- PBR 0.3배 이하로 역사적 저점에 가까운 주가 수준

Risk 요인

- REC 개정으로 장기적으로 전력 구입비 부담 상승
- 연료비 연동제 등 전기요금 인상 논의 지연시 손실 지속



결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	58,958	60,190	59,815	61,589	65,444	68,654
영업이익 (십억원)	11,347	12,002	4,953	-211	2,865	3,021
영업이익률 (%)	19.2	19.9	8.3	-0.3	4.4	4.4
순이익 (십억원)	13,289	7,049	1,299	-1,379	992	1,085
EPS (원)	20,701	10,980	2,023	-2,148	1,546	1,691
ROE (%)	22.1	10.2	1.8	-2.0	1.4	1.6
P/E (배)	2.4	4.0	18.9	-	18.1	16.5
P/B (배)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
배당수익률 (%)	6.2	4.5	2.1	0.0	1.1	3.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

24 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	59,815	61,589	65,444	68,654
매출원가	52,099	58,890	59,553	62,478
매출총이익	7,716	2,699	5,891	6,176
판매비와관리비	2,763	2,910	3,026	3,155
조정영업이익	4,953	-211	2,865	3,021
영업이익	4,953	-211	2,865	3,021
비영업손익	-1,339	-1,836	-1,389	-1,383
금융손익	-1,583	-1,638	-1,604	-1,598
관계기업등 투자손익	-108	422	200	200
세전계속사업손익	3,614	-2,047	1,476	1,638
계속사업법인세비용	2,173	-780	446	510
계속사업이익	1,441	-1,267	1,030	1,128
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,441	-1,267	1,030	1,128
지배주주	1,299	-1,379	992	1,085
비지배주주	143	112	37	43
총포괄이익	1,347	-1,225	1,030	1,128
지배주주	1,230	-1,299	1,081	1,184
비지배주주	116	74	-51	-56
EBITDA	14,727	9,791	12,625	12,437
FCF	-1,286	100	606	1,456
EBITDA 마진율 (%)	24.6	15.9	19.3	18.1
영업이익률 (%)	8.3	-0.3	4.4	4.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.2	-2.2	1.5	1.6

자료: 한국전력, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	19,142	19,759	20,733	21,739
현금 및 현금성자산	2,370	2,361	2,412	2,451
매출채권 및 기타채권	7,631	7,916	8,336	8,775
재고자산	6,002	6,226	6,557	6,902
기타유동자산	3,139	3,256	3,428	3,611
비유동자산	162,647	163,084	166,029	168,338
관계기업투자등	5,331	5,530	5,823	6,130
유형자산	150,882	150,554	153,200	155,181
무형자산	1,190	1,150	1,044	948
자산총계	181,789	182,844	186,763	190,077
유동부채	23,424	23,982	26,217	26,343
매입채무 및 기타채무	4,587	4,758	5,011	5,275
단기금융부채	9,326	9,357	10,817	10,130
기타유동부채	9,511	9,867	10,389	10,938
비유동부채	85,400	88,952	89,606	91,859
장기금융부채	46,267	48,358	46,858	46,858
기타비유동부채	39,133	40,594	42,748	45,001
부채총계	108,824	112,934	115,823	118,202
지배주주지분	71,682	68,550	69,541	70,435
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,078	2,078	2,078	2,078
이익잉여금	53,371	50,243	51,236	52,128
비지배주주지분	1,283	1,360	1,398	1,440
자본총계	72,965	69,910	70,939	71,875

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	18.9	-	18.1	16.5
P/CF (x)	1.4	1.6	1.4	1.4
P/B (x)	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	5.2	7.4	5.7	5.8
EPS (원)	2,023	-2,148	1,546	1,691
CFPS (원)	27,937	17,187	19,944	19,651
BPS (원)	111,660	106,780	108,326	109,717
DPS (원)	790	0	300	1,000
배당성향 (%)	35.2	0.0	18.7	56.9
배당수익률 (%)	2.1	0.0	1.1	3.6
매출액증가율 (%)	-0.6	3.0	6.3	4.9
EBITDA증가율 (%)	-29.7	-33.5	28.9	-1.5
조정영업이익증가율 (%)	-58.7	-	-	5.4
EPS증가율 (%)	-81.6	-	-	9.4
매출채권 회전을 (회)	8.2	8.3	8.4	8.4
재고자산 회전을 (회)	10.4	10.1	10.2	10.2
매입채무 회전을 (회)	18.8	19.7	19.0	19.0
ROA (%)	0.8	-0.7	0.6	0.6
ROE (%)	1.8	-2.0	1.4	1.6
ROIC (%)	1.3	0.0	1.6	1.7
부채비율 (%)	149.1	161.5	163.3	164.5
유동비율 (%)	81.7	82.4	79.1	82.5
순차입금/자기자본 (%)	70.2	76.3	74.9	72.7
조정영업이익/금융비용 (x)	2.8	-0.1	1.5	1.6



[플랫폼/컨텐츠] 새로운 판에 대처하는 키워드 : P.R.I.C.E.

복합기업/소프트웨어

한국형 주주행동주의 본격화
/ 블록체인을 활용한 사업확장

정대로

02- 3774-1634

daero.jeong@miraeasset.com

적극적 주주 관여(Shareholder Engagement)의 필요성



“시장은 이미 너무나 효율적이다. 따라서 우리는 주가를 어떻게 움직일지 예측하는 대신 주식을 산 뒤 그 기업이 주주이익 극대화를 위해 무언가를 하도록 만드는 것을 목표로 한다”(Nelson Peltz, Trian Fund Management CEO)

“주주행동주의는 기업의 감춰진 비효율성을 발견해 기업의 장기 성장에 기여한다는 것이 실증적으로 증명되었기 때문에 행동주의 투자가 근시안적이라는 생각은 근거 없는 믿음에 불과하다”(Bebchuck, Harvard 교수)

자료: 언론 정리, 미래에셋대우 리서치센터

3 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

I. 주주행동주의

복합기업

주주행동주의(Shareholder Activism)

- 주식매수를 통해 특정 기업의 주요 주주로 등재한 후 경영에 적극적으로 관여함으로써 기업 및 보유주식 가치의 상승을 추구
- 향후 실적 전망이나 배당 등에 투자하는 소극적 방식에서 탈피, 직접 경영에 개입하여 미래 실적을 향상시킴으로써 적극적으로 수익 창출
- 즉 기업가치 제고를 위해 투자한 기업의 지배구조·자본구조·사업전략 등에 대한 전면적 혁신 및 구조조정 요구
- 전 세계적 저성장 기조, 기업의 성장잠재력 둔화 등 환경 변화 아래 주주행동주의는 새로운 투자 기회 제공

주주행동주의가 이끄는 주주 활동 변화



자료: LG경제연구원, 미래에셋대우 리서치센터

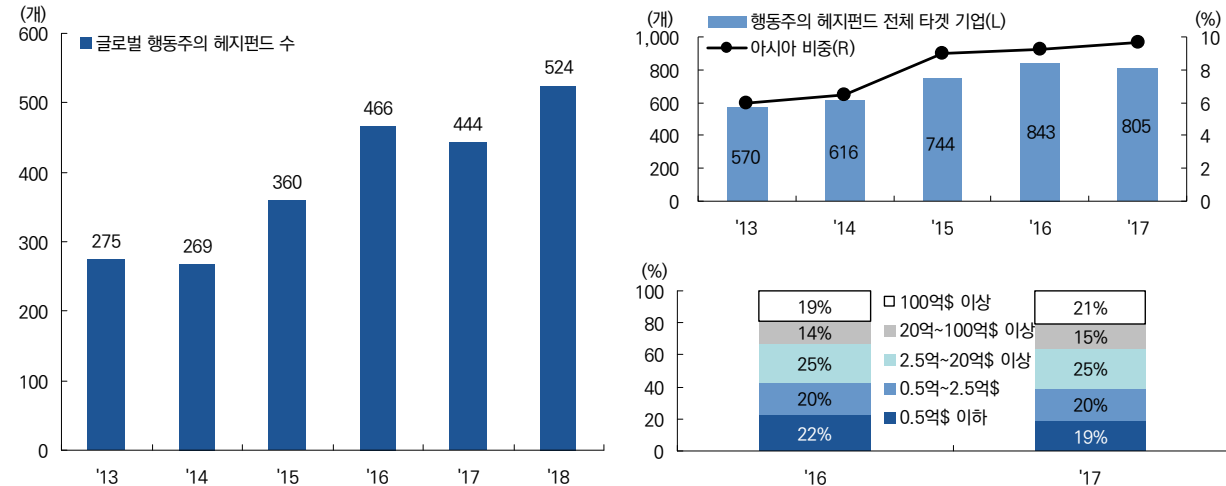
4 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

글로벌 행동주의 현황

- 행동주의 성격 글로벌 헤지펀드 수 증가: '13년 275개 → '18년(상반기) 524개
- 행동주의 펀드의 경영개입 대상 증가: '13년 570개 → '17년 805개
- 아시아 기업의 비중 증가: 미국, 유럽 기업에 국한하지 않고 아시아 지역까지 활동 대상 지역 확대
- 시가총액이 큰 기업에 대한 활동 증가: 시총 20억달러 이상 기업 비중 '16년 33%→'17년 36%

글로벌 행동주의 활동 현황(헤지펀드 수, 타겟 기업 수 및 시가총액)



자료: Activist Insight(2018), 미래에셋대우 리서치센터

I. 주주행동주의

국내외 행동주의 사례

- 해외에서는 이미 행동주의 투자를 표방한 헤지펀드가 매력적인 투자 대안으로 인식되며 빠르게 성장
- 행동주의 유형: '압박형 주주행동주의(엘리엇 등)' vs '운순한 주주행동주의(뱅크드 등)'
- 해외 경우 행동주의 투자자와 경영진 간 표대결에서 행동주의 투자자가 승리하는 비율 점차 상승
- 국내에서 역시 글로벌 행동주의 펀드가 2000년대 초반 취약한 지배구조를 가진 기업 대상 경영 개입
- 반면 국내 기반 행동주의 펀드의 성공 사례 및 운용규모는 아직 미진한 상황

글로벌 행동주의 펀드의 경영개입 사례

행동방식	펀드	주요 내용	매수~매도	수익률
경영진 퇴출	써드 포인트	Yahoo 주식 5.15% 취득 CEO 스콧 톰슨 사임 압력 전 구글 CEO 마리스사 메이어 영입	'11~'13	124%
이사회 장악	엘리엇	Alcoa 주식 6.4% 취득 이사회 3석 차지 분사 압박, CEO 클라인펠트 사임 유도	'15~'17	104%
기업 구조개편	블루 하버 그룹	Jack in the Box 주식 5.2% 취득 직영점을 프랜차이즈로 전환 요구	'10~'13	75%
	써드 포인트	Sony 주식 7% 취득 엔터테인먼트 사업 스핀오프 요구	'13~'14	20%
M&A 관련	엘리엇	Mentor Graphis Group 주식 9% 확보 45억 달러에 지멘스로 M&A 강행	'16~'16	66%

자료: Business Insider, Forbes 및 Wall Street Journal, 한국경제연구원 재인용, 미래에셋대우 리서치센터

국내 행동주의 개입 사례

투자자	대상회사	시기	주요 내용
소버린	SK	'03~'05	SK(주) 지분 14.99% 취득 후 경영 개입 과감한 개혁 청사진 요구 (사업계획 재조정, 지배구조 개혁 등)
헤르메스	삼성물산	'03~'04	삼성물산 지분 % 매입 후 삼성전자 지분 매각, 우선주 소각 요구
칼라이칸	KT&G	'05~'06	KT&G 지분 6.59% 매입 후 경영 개입 공개매수 통한 적대적 M&A 시도
엘리엇	삼성물산 삼성전자	'15 '16	삼성물산 지분 7.12% 매입 후 제일모직-삼성물산 합병 반대 삼성전자 인적분할, 배당 요구 등
엘리엇	현대모비스 등	'18~현재	현대모비스-글로벌비스 분할 합병 반대

자료: 언론 정리, 미래에셋대우 리서치센터

• 행동주의 투자의 대상 기업 및 전략 변화

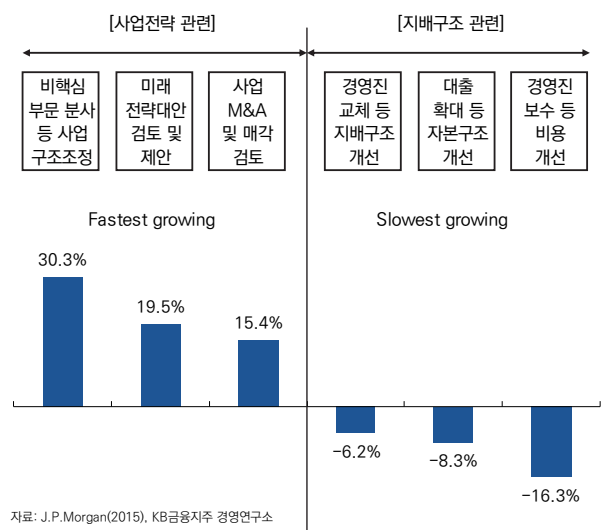
일반적으로 재무구조 비효율성, 성장 잠재력 대비 낮은 사업성과, 복잡한 사업구조 등 개선 여지가 큰 기업들을 대상으로 선정
단순 지배구조 및 자본구조 개선 요구 사례 보다 **미래 사업전략 수립 · 제안 관련 사례 빠르게 증가**
과거 금융 등 일부 산업에 집중된 반면 최근 IT, 소재, 헬스케어 등 다양한 산업으로 대상 확대 진행

행동주의 투자자의 일반적 전략

기업 특성	내용	중점 사항
기업성과	Peer그룹 대비 낮은 성과 및 valuation	기존 사업 효율성 분석 및 Peer그룹 벤치마킹
자본구조	부채비율이 낮지만 대출 여력은 높음	부채비율 증대 필요성에 대한 논리 마련
이익분배	현금흐름이 안정적이나 배당 등 낮은 수준	Peer 대비 이익 분배 (배당 등) 낮은 논리 마련
사업구조	사업 다각화로 집중화된 사업구조 필요	비핵심 부문 분사 등 선제적 구조조정 검토
주주구성	지분이 분산되어 있고 유동성 높음	주요 주주 및 그들의 핵심 니즈 파악
지배구조	지배구조 열악 (경영권 방어수단 필요 등)	투명성 강화 및 대외 커뮤니케이션 활성화

자료: KB금융지주 경영연구소, 미래에셋대우 리서치센터

행동주의 투자 전략 변화



자료: J.P.Morgan(2015), KB금융지주 경영연구소

III. 행동주의 실행 방안 (1) 소수주주권

- **소수주주권**: 발행주식총수의 **일정한 비율 이상의 주식을 보유해야 행사할 수 있는** 주주의 권리
- 지배주주가 개인 이익을 우선시하는 의사결정을 내려 기타 주주들의 이익을 침해하는 것을 방어
- 종류: 임시총회 소집청구, 주주제안권, 이사해임 청구, 회계장부열람권, 유지청구권, 주주대표소송 등
- 일반규정은 높은 지분율 요건을 요구하되 기간을 설정하지 않음, 특례규정은 일반규정보다 낮은 지분율을 일정 기간(6개월) 동안 보유 요구

상법상 주요 소수주주권 행사 요건

종류	상법 요건	상장회사 특례(제542조의6)
임시총회 소집청구(제366조)	3% 이상	6개월 전부터 계속 상장회사 1.5% 이상 보유
주주제안권(제363조의2)	3% 이상	6개월 전부터 계속 상장회사 1% 이상 보유 (자본금 1,000억원 이상 시 0.5% 이상)
이사해임 청구(제385조) 청산인의 해임(제539조)	3% 이상	6개월 전부터 계속 상장회사 0.5% 이상 보유 (자본금 1,000억원 이상 시 0.25% 이상)
회계장부열람권(제466조)	3% 이상	6개월 전부터 계속 상장회사 1% 이상 보유 (자본금 1,000억원 이상 시 0.5% 이상)
유지청구권(제402조)	1% 이상	6개월 전부터 계속 상장회사 0.5% 이상 보유 (자본금 1,000억원 이상 시 0.25% 이상)
주주 대표소송(제403조)	1% 이상	6개월 전부터 계속 상장회사 0.1% 이상 보유

주: 의결권 없는 주식 등을 제외한 발행주식 총수 기준, 자료: 법제처, 미래에셋대우 리서치센터

주요 국가별 소수주주권 지분율 요건

종류	미국	영국	독일	일본
주주총회 소집청구	10%	10%	5%	3%
회계장부열람권	단독주주권	단독주주권	조건부 단독주주권	3%
주주제안권	1% 또는 2,000달러	5%	5% 또는 50만유로	6개월, 1%
이사해임 청구	10%	해당 없음	10% 또는 100만유로	3%
주주대표소송	단독주주권	단독주주권	1%(10만유로)	단독주주권

자료: 미래에셋대우 리서치센터

- **주주제안권:** 주주들의 경영참여를 위해 **일정한 요건 하에서 주주가 주주총회 목적사항을 이사회에 제안**할 수 있는 권리
- 주주제안 행사 요건: 지분율(보유기간) 및 행사 시기
 - ① 의결권 있는 발행주식총수의 3% 이상에 해당하는 주식 보유
*상장법인의 경우 6개월전부터 계속하여 의결권 있는 발행주식총수의 1%(자본금 1,000억원 이상 법인은 0.5%) 이상 보유
 - ② 주주가 이사에 대해 주주총회일 6주 전에 서면 또는 전자문서로 제안
- 주주제안권 범위 한정 문제: 상법과 정관에 정하는 사항에 관해서만 결의(예: 이사 또는 감사 선임, 재무제표 승인, 정관변경 등)

주주제안권의 행사 지침

구분	주요 내용
총회의 권한 (상법 제361조)	주주총회는 본법 또는 정관에 정하는 사항에 한하여 결의할 수 있음
주주제안권 (상법 제362조의2)	①의결권없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 이사에게 주주총회일(정기주주총회의 경우 직전 연도의 정기주주총회일에 해당하는 그 해의 해당일)의 6주 전에 서면 또는 전자문서로 일정한 사항을 주주총회의 목적사항으로 할 것을 제안 ②주주는 이사에게 주주총회일의 6주 전에 서면 또는 전자문서로 당해 주주가 제출하는 의안을 소집 통지에 기재할 것을 청구 ③이사는 주주제안이 있는 경우에는 이사회에 보고하고, 이사회는 주주제안의 내용이 법령 또는 정관을 위반하는 경우와 그 밖에 대통령령으로 정하는 경우를 제외하고 주주총회 목적사항으로 함. 이 경우 주주제안 한 자의 청구가 있는 때 주주총회에서 당해 의안을 설명 기회를 주어야 함
주주제안의 거부 (상법 시행령 제12조)	①주주총회에서 의결권의 100분의 10 미만의 찬성밖에 얻지 못해 부결된 내용과 같은 내용 의안을 부결된 날부터 3년 내에 다시 제안하는 경우 ②주주 개인의 고충에 관한 사항인 경우 ③주주가 권리를 행사하기 위하여 일정 비율을 초과하는 주식을 보유해야 하는 소수주주권에 관한 사항인 경우 ④임기 중에 있는 임원의 해임에 관한 사항(상장회사만 해당)인 경우 ⑤회사가 실현할 수 없는 사항 또는 제안 이유가 명백히 거짓이거나 특정인의 명예를 훼손하는 사항인 경우
상법 상장회사에 대한 특례 소수주주권 (상법 제 542조의6)	6개월 전부터 계속하여 상장회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 1천분의 10(자본금 1천억원 이상 상장회사는 1천분의 5) 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 상법 제 363조의 2에 따른 주주의 권리를 행사할 수 있음

자료: 법제처, 미래에셋대우 리서치센터

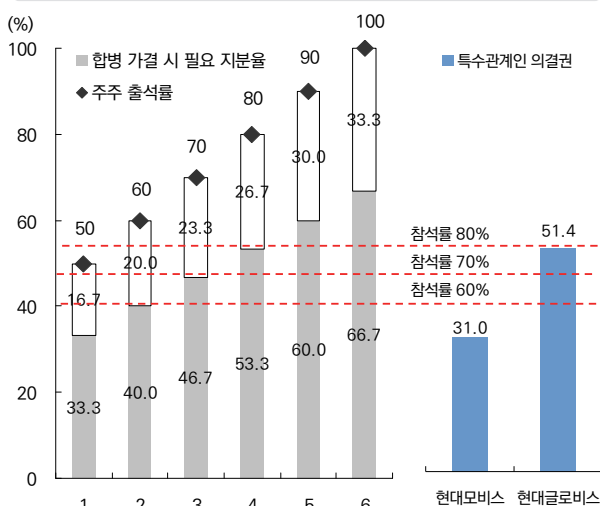
IV. 행동주의 확산 배경 (1) 주주총회에서 소수주주 위상 강화

주주총회 참석률 상승 추세, 소수주주의 동의 절대적 필요

- 최근 소수주주권 강화 아래 **시장 관심이 높은 사안의 경우 약 70~80% 수준의 주주총회 참석률** 기록(구 삼성물산 주총 참석률 83.6%)
- 특히 분할합병은 주주총회 특별결의 사항: 출석한 주주 의결권의 2/3 이상 찬성과 발행주식총수의 1/3 이상 찬성 요구(상법 제434조)
- 현대차그룹 '18년 상반기 지배구조 개편, 왜 실패했을까?

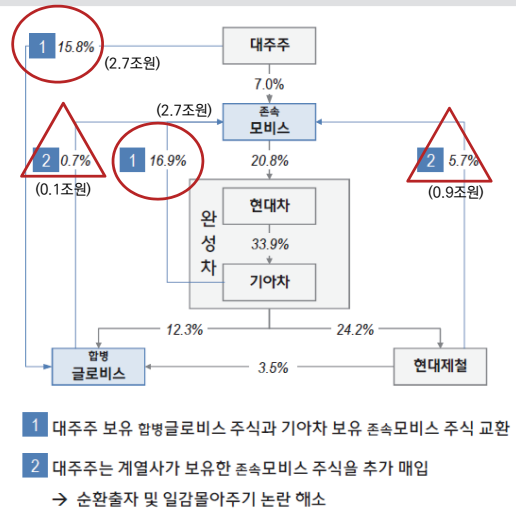
현대모비스와 현대글로비스 임시주주총회 역시 약 70%를 상회하는 참석률 기록 예상, 최소 46.7% 이상의 찬성 의결권 확보 어려웠을 것

주주총회 참석률에 따른 찬성 확보 지분율 vs. 특수관계인 지분율



자료: 미래에셋대우 리서치센터

잘못된 Long(현대글로비스)-Short(현대모비스) 프레임 제공



한국형 스튜어드십 코드 도입

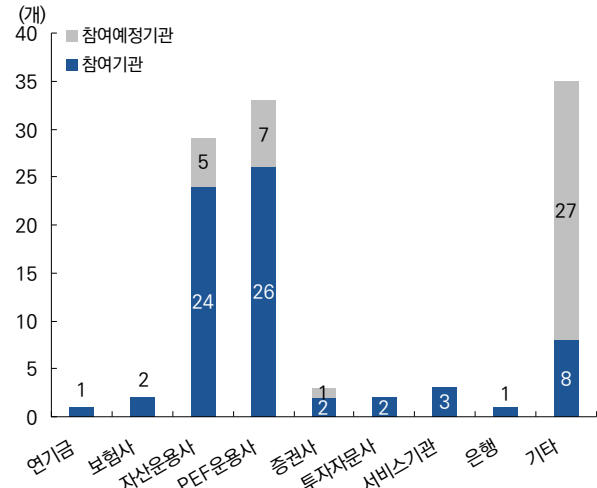
- 한국형 스튜어드십 코드 도입으로 수탁자로서 기관 투자자의 책임 강조, 수익자의 중장기적 이익 도모 추구
- 지난 7월 국민연금금 스튜어드십 코드 도입. 기업 지배구조의 건전성을 높이고 장기적으로 기업 가치를 향상시키는 긍정적 역할 기대
특히 배당 확대, 기업 부당지원 행위, 경영진 일가 사익편취, 배임형행, 과도한 임원보수 등 중점관리
단, 임원선임, 정관변경, 주주총회 소집 요구 등 경영참여 원칙적 배제, 금융운용위원회에서 특별히 필요하다고 판단한 경우 한해 경영참여

스튜어드십 코드 7개 원칙

구분	원칙 내용
원칙 1	〈수탁자 책임 정책 제정·공개〉 수탁자 책임 이행을 위한 정책을 공개
원칙 2	〈이해상충 방지 정책 제정·공개〉 수탁자 책임 이행과정에서 이해상충을 방지하기 위한 정책을 마련해 공개
원칙 3	〈투자대상회사 주기적 점검〉 재무사항, 비재무사항 등에 관해 투자대상회사를 주기적으로 점검
원칙 4	〈수탁자 책임 활동지침 마련 및 주주활동 수행〉 투자대상회사를 점검한 결과 우려사항이 있다면 건설적인 입장에서 대화 하는 등 주주활동을 적극 수행하되 내부지침을 마련해 그에 따를 것
원칙 5	〈의결권 정책 제정·공개, 행사내역 및 사유공개〉 충실한 의결권 행사를 위하여 의결권 정책을 제정해 공개, 고객 등이 쉽게 준수 여부를 점검할 수 있도록 의결권 행사 내역과 사유를 공개
원칙 6	〈의결권 행사 및 수탁자 책임 이행 활동 주기적 보고〉 의결권 행사 포함, 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객에게 주기적 보고
원칙 7	〈수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량과 전문성 확보〉 수탁자 책임을 효과적으로 이행할 수 있도록 역량과 전문성을 확보

자료: 금융위원회, 미래에셋대우 리서치센터

스튜어드십 코드 참여(예정)기관 현황



주: 2018년 11월 현재, 자료: 한국기업지배구조원, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 행동주의 확산 배경 (3) 국민연금 주주권 행사

- 국민연금 연도별 주주권 행사 계획(국민연금이 5% 이상 지분 보유한 상장사는 약 300여개)
'18년 하반기: 배당관련 주주활동 → '19년: 중점관리사안 선정 및 비공개 대화 확대 → '20년: 의결권 행사와 연계 등 주주활동 본격 시행

국민연금 주주권행사 로드맵(안)

이행 시기	주주권 행사	주요 내용	
		현황	개선
2018년 하반기	배당관련 주주활동 개선	배당성향 낮은 기업(연 4~5개) 대상 합리적 배당정책 수립요구 미개선 기업은 명단 공개, 의결권 행사 연계 타주주 주주제안 시 참여	합리적 배당정책 수립 요구 강화 - 개선 여지가 없는 기업은 다음 단계로 즉각 이행 - 필요 시 직접 주주제안권을 행사할 수 있도록 개선 - 기업과 대화 대상기업 확대(연 8~10개)
	의결권 행사 사전 공시	원칙적 사후공시(주총 후 14일 이내 공시) 다만 의결권전문위 결정은 사전 공개 가능	원칙적 사전 공시 수탁자책임전문위 결정 안건, 공개 주주활동 관련 기업 안건은 보도자료 배포 등 상세 설명
	주주대표소송	미시행	시행 근거, 제기 요건 등 마련, 소송 내역 공시 근거 마련 등
	손해배상소송	시행중	시행근거, 요건, 명문화, 소송내역 공시 근거 마련 등
2019년	예상치 못한 기업가치 훼손 이슈 발생 시 주주활동	비공개 대화를 시행 중이나 명문화되어 있지 않음 기업 불수용 시 이에 따른 후속조치는 없음	관련 내용 명문화 사안에 따라 비공개 대화 외 공개 주주활동 실시 및 의결권 행사 연계
	주주활동 이행기준인 중점관리사안 추가 선정 확대	배당만 존재	형평, 배임, 부당지원행위, 경영진 사익편취 행위, 임원 보수한도 초과, 지속적인 반대의결권 행사에도 개선이 없는 사안 등
	기업과 비공개 대화 확대	배당성향 낮은 기업대상	형평, 배임, 부당지원행위, 경영진 사익편취 행위, 임원 보수한도 초과, 지속적인 반대의결권 행사에도 개선이 없는 기업 추가
	이사회 구성/운영, 이사, 감사선임 등 관련 가이드라인	없음	의결권 지침 등 활용하여 일반원칙 마련하고 공개
2020년	위탁운용사 활용한 주주활동 확대	미시행	위탁운용사 선정 및 정기 평가 시 스튜어드십 코드 참여, 이행에 가점 위탁운용 주주의 의결권 행사는 위탁운용사에 위임
	비공개 대화 후 미개선 기업 대상 중점관리기업 선정	배당관련 미개선 기업만 선정 중점대상회사 선정, 공개 등까지 의무적으로 1년 소요	확대된 중점관리사안에 따라 비공개 대화 후 미개선 기업 추가 선정 개선여지 없는 기업은 즉각 선정, 공개 등 다음 단계로 이행
	미개선 기업 대상 의결권 행사 연계	배당관련 미개선 기업만 연계, 재무제표 승인, 이사선임 등 반대	확대된 중점관리사안에 따른 미개선 기업과도 연계
	미개선 비공개 중점관리기업 대상 공개 중점관리기업 선정(명단공개) 및 공개서한 발송	배당관련 미개선 기업 배당은 경영참여에 해당하지 않아 타주주 주주제안 시 참여	비공개 중점관리기업 중 미개선 기업 대상으로 선정하고 기업명 공개, 공개서한 발송 등 이행

자료: 보건복지부, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 행동주의 확산 배경 (4) 상법 개정 추진

복합기업

소수주주권 강화를 위한 상법 개정 진행

- 20대 국회에서 상법, 공정거래법, 세법 등 다양한 지배구조 관련 법률안 추진, 문재인 대통령 선거공약 및 국정운영 5개년 계획 포함
- 핵심 목표는 소수주주권 강화와 이사회 독립성 확보, 총수일가 전횡 방지 달성

소수주주권 강화를 위한 상법 개정안 추진

구분	주요 내용 및 국회 입법 발의	법무부(정부) 입장
1. 감사위원 분리선출	일반 이사와 감사위원이 되는 이사를 분리하여 선임하도록 하는 분리선임 방식 최대주주의 의결권이 제한되므로 대주주가 아닌 주주가 추천하는 후보의 감사위원 선임이 보다 용이 예) 김종인 의원안: 자산 2조원 이상 상장회사 감사위원회 설치 및 분리선임 의무화 · 감사위원이 되는 사내이사 선임 시 최대주주 및 특수관계인 합산 3%까지 제한 · 감사위원이 되는 사외이사 선임시 모든 개별 주주의 의결권 3%까지 제한	감사위원이 될 이사 중 사외이사 1인 이상 반드시 분리선임, 나머지는 회사 자율적으로 선택 (금융회사 지배구조법 참고)
2. 집중투표제	이사 선임 시 1주에 대해 선임하고자 하는 이사의 수에 상응하는 복수의 의결권을 부여 소수주주가 원하는 후보를 이사로 선임하는데 보다 큰 영향력 행사 가능 예) 김종인 의원안: 일정 규모 이상 상장회사 의무화(의무화 대상 상장회사 범위는 시행령으로 정함) · 청구지분율: 의무화 대상 회사 1%(자본금 1천억원 이상 0.5%), 기타 회사 3%	자산 2조원 이상 상장회사 의무화 *청구지분율 의무회사 1%(자본금 1천억원 이상 0.5%), 기타회사 3%
3. 다중대표소송	종속회사에서 이사 등의 행위로 인해 발생한 손해를 회복하기 위해 지배회사의 소수주주가 대표소송 제기 예) 김종인/이종걸/오신환 의원안: 모-자회사 50% 초과 지분(비상장 1%, 상장 0.01%)	지배회사-종속회사 50% 초과 지분 보유, 비상장회사 1%, 상장회사 0.01%
4. 전자투표제	주주가 주주총회에 출석하지 않고 회사가 의결권 행사를 위하여 제공한 전자문서 또는 전자적 기록에 찬·부를 표시하여 전자적 방법(웹, 전자메일 등)으로 회사에 전달함으로써 의결권을 행사 예) 김종인 의원안: 일정 주주 수 이상의 상장회사로 하여금 전자투표제 행사 단계적 의무화	일정 수 이상의 주주를 가진 상장회사 등을 중심으로 의무화

자료: 금융위원회, 미래에셋대우 리서치센터

13 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

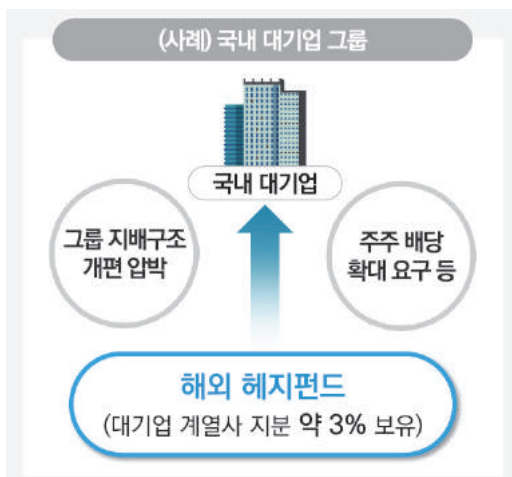
IV. 행동주의 확산 배경 (5) 사모펀드 제도 개편

복합기업

국내 사모펀드의 적극적인 역할 가능

- (현행) 국내 사모펀드는 각종 규제 적용으로 해외 사모펀드와의 경쟁에서 한계 직면
10% 이상 지분 보유 의무 등 기업지배구조 개선에서 국내 사모펀드의 역할 한계, 대부분 '대기업 오너 vs. 외국자본' 구도로 형성
- (개선안) 사모펀드 운용규제 일원화: 전문투자형과 경영참여형 구분 및 **10% 지분보유 규제 폐지** 등 글로벌 사모펀드 수준 자율성 부여
다양한 구조 및 전략을 활용한 국내 사모펀드의 적극적인 역할(기업구조조정, 대기업 등 경영참여, 지배구조 개선, M&A 활성화) 예상

국내 사모펀드는 기업지배구조 개선 등에 한계



자료: 금융위원회, 미래에셋대우 리서치센터

현행/개선(안) 사모펀드 운용규제 비교

구분	현행		개선(안)
	전문투자형(헤지펀드)	경영참여형(PEF)	사모펀드 일원화
지분보유 의무	해당 없음	· 출자금 50% 이상 2년내 주식 투자 · 의결권 있는 주식 10% 이상 취득 · 6개월 이상 보유	규제 폐지
의결권 제한	보유주식 중 10% 초과분에 대한 의결권 행사 제한	해당 없음	규제 폐지
차입	순자산 400% 이내 (금전차입, 대여, 채무 보증, 파생상품 투자)	PEF자산 10% 이내 (단 SPC를 활용할 경우 300%까지)	순자산 400% 이내 (금전차입, 대여, 채무 보증, 파생상품 투자)
대출	대출 가능 (단 개인대출 금지)	대출 불가	대출 가능 (단 개인대출 금지)

자료: 금융위원회, 미래에셋대우 리서치센터

14 | 2019 산업별 투자전략

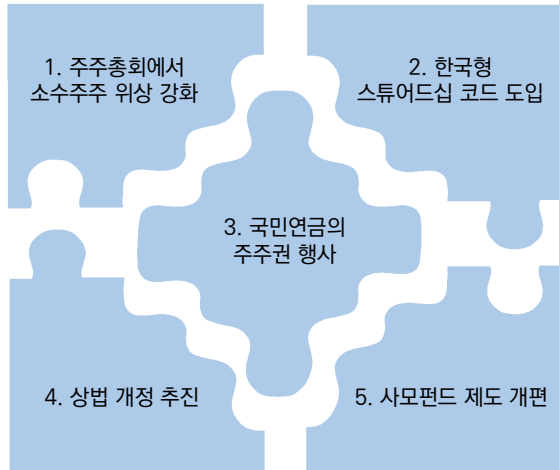
Mirae Asset Daewoo Research

적극적인 주주관련 촉발, 한국형 주주행동주의가 이끄는 지주회사 재평가 예상

- 주주행동주의는 글로벌 자본시장의 큰 흐름으로 이미 거스를 수 없는 대세. 국내 역시 2019년부터 본격적으로 등장 전망
- 기업은 좋은 지배구조 구축을 통해 기업가치 증대 외 주주 및 사회적 가치 추구 등의 선제적 행동 필요
- 지주회사 프리미엄 기대

지배구조상 최상단에 위치한 지주회사 역할과 기능에 대한 프리미엄 부여 가능 → 지주회사 기업가치에 대한 재평가 예상

한국형 주주행동주의가 작동될 수 있는 퍼즐 완성



자료: 미래에셋대우 리서치센터

한국형 주주행동주의 본격화로 과도하게 할인된 지주회사 재평가 예상



주: LG, SK, CJ, 두산, 한화, 삼성물산 합산 기준
자료: 미래에셋대우 리서치센터

SK (034730)

바이오 사업 가치 발현에 따른 재평가

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	390,000
현재주가(18/11/16, 원)	273,500
상승여력	43%

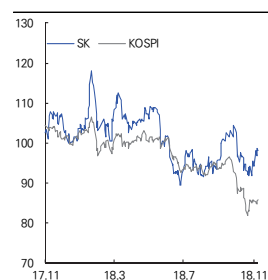
영업이익(18F, 십억원)	6,185
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	-
EPS 성장률(18F, %)	34.2
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.7
P/E(18F, x)	8.6
MKT P/E(18F, x)	8.5
KOSPI	2,092.40
시가총액(십억원)	19,244
발행주식수(백만주)	71
유동주식비율(%)	48.4
외국인 보유비중(%)	25.5
배타(12M) 일간수익률	1.19
52주 최저가(원)	249,000
52주 최고가(원)	328,500
주가상승률(%)	1개월 0.9, 6개월 -9.7, 12개월 -7.9
절대주가	0.9, -9.7, -7.9
상대주가	3.5, 6.1, 11.6

투자 의견 매수, 목표주가 39만원 제시, SK바이오팜 · SK바이오텍 재평가 예상

- SK바이오팜 뇌전증 치료제 NDA 제출 이후 '19년 하반기 상업생산 및 IPO 예정
: 뇌전증 치료제 세노바메이트(Cenobamate) 2021년 이후 매출 1조원 이상 달성 가능
- SK바이오텍 증설 및 M&A를 통한 생산설비 확대로 '19년 실적 대폭 성장
: Swords 공장과 AMPAC 인수 이후 생산설비 대폭 확대('17년말 40만리터→'18년말 100만리터)
- 새로운 배당정책으로 자회사 배당과 연계해 제시, 배당수입의 30% 이상 배당으로 지급
: 자회사 기업공개나 지분 매각 등에 따라 투자대금 회수가 이뤄지면 이를 재원으로 특별배당 지급

Risk 요인

- 유가 및 반도체 업황에 따른 자회사 실적 변동성, 지주회사 관련 정책 변화 등

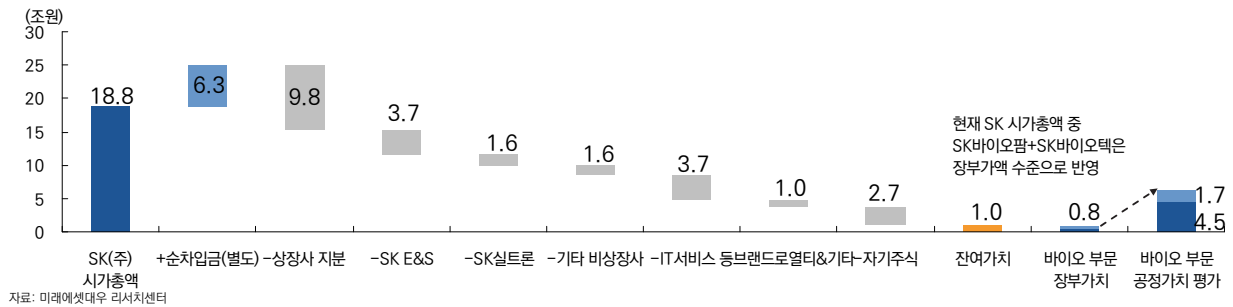


결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	39,300	82,730	93,296	100,229	103,278	105,312
영업이익 (십억원)	1,407	5,281	5,861	6,185	6,475	7,129
영업이익률 (%)	3.6	6.4	6.3	6.2	6.3	6.8
순이익 (십억원)	5,346	766	1,677	2,251	2,191	2,296
EPS (원)	93,713	10,794	23,650	31,739	30,887	32,378
ROE (%)	70.6	6.0	12.5	15.1	12.8	12.0
P/E (배)	2.6	21.3	12.0	8.6	8.9	8.4
P/B (배)	1.3	1.2	1.4	1.1	1.0	0.9
배당수익률 (%)	1.4	1.6	1.4	1.6	1.7	1.8

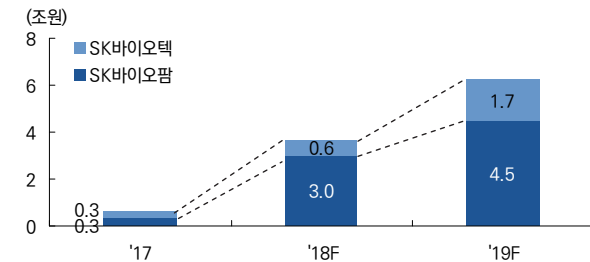
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK, 미래에셋대우 리서치센터

바이오 사업 가치 발현에 따른 재평가

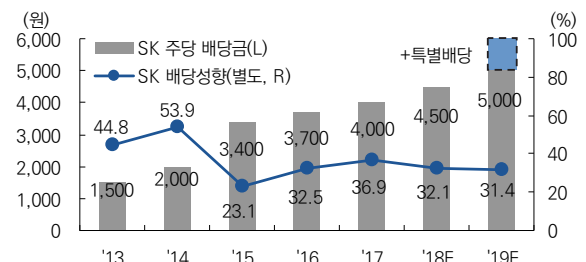
SK NAV movement: 현재 SK 시가총액에 반영되어 있는 SK바이오팜+SK바이오텍 가치는 장부가액 수준



SK바이오팜과 SK바이오텍 가치 재평가



SK(주) 주당 배당금 및 배당성향 추이 및 전망



예상 포괄손익계산서 (요약)					예상 재무상태표 (요약)					예상 주당가치 및 valuation (요약)				
(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F	(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F		12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	93,296	100,229	103,278	105,312	유동자산	35,199	37,253	39,439	52,193	P/E (x)	12.0	8.6	8.9	8.4
매출원가	82,400	88,971	91,610	93,415	현금 및 현금성자산	7,146	12,417	14,200	25,325	P/CF (x)	1.7	1.5	1.5	1.4
매출총이익	10,896	11,258	11,668	11,897	매출채권 및 기타채권	13,530	13,981	14,208	15,125	P/B (x)	1.4	1.1	1.0	0.9
판매비와관리비	5,036	5,073	5,192	4,768	재고자산	8,178	8,451	8,588	9,142	EV/EBITDA (x)	6.4	6.6	6.8	5.7
조정영업이익	5,861	6,185	6,475	7,129	기타유동자산	6,345	2,404	2,443	2,601	EPS (원)	23,650	31,739	30,887	32,378
영업이익	5,861	6,185	6,475	7,129	비유동자산	74,578	72,853	76,695	71,426	CFPS (원)	164,215	178,975	179,654	188,994
비영업손익	1,581	2,125	1,816	1,587	관계기업투자등	14,630	14,630	14,630	14,630	BPS (원)	205,348	240,904	268,249	296,928
금융손익	-697	-452	0	0	무형자산	41,286	38,866	43,789	39,359	DPS (원)	4,000	4,500	4,700	5,000
관계기업등 투자손익	2,488	3,627	3,385	3,174	자산총계	109,777	110,106	116,134	123,618	배당성향 (%)	4.4	4.1	4.4	4.5
세전계속사업손익	7,442	8,310	8,291	8,716	유동부채	31,368	22,983	23,211	24,132	배당수익률 (%)	1.4	1.6	1.7	1.8
계속사업법인세비용	2,261	2,399	2,394	2,517	매입채무 및 기타채무	13,199	13,639	13,861	14,755	매출액증가율 (%)	12.8	7.4	3.0	2.0
계속사업이익	5,181	5,911	5,897	6,199	단기금융부채	9,696	9,089	9,091	9,101	EBITDA증가율 (%)	9.6	2.1	-0.6	7.6
중단사업이익	-115	165	0	0	기타유동부채	8,473	255	259	276	조정영업이익증가율 (%)	11.0	5.5	4.7	10.1
당기순이익	5,066	6,076	5,897	6,199	비유동부채	32,652	35,280	35,435	36,062	EPS증가율 (%)	119.1	34.2	-2.7	4.8
지배주주	1,677	2,251	2,191	2,296	장기금융부채	23,405	25,725	25,725	25,725	매출채권 회전율 (회)	8.5	8.5	8.6	8.4
비지배주주	3,389	3,825	3,706	3,902	기타비유동부채	9,247	9,555	9,710	10,337	재고자산 회전율 (회)	13.1	12.1	12.1	11.9
총포괄이익	4,466	6,514	5,897	6,199	부채총계	64,021	58,263	58,646	60,194	매입채무 회전율 (회)	8.9	9.1	9.2	9.0
지배주주	1,395	2,672	2,400	2,523	지배주주지분	13,660	16,182	18,122	20,155	ROA (%)	4.8	5.5	5.2	5.2
비지배주주	3,071	3,842	3,496	3,675	자본금	15	15	15	15	ROE (%)	12.5	15.1	12.8	12.0
EBITDA	11,503	11,750	11,674	12,565	자본잉여금	5,017	4,978	4,978	4,978	ROIC (%)	7.1	7.4	6.9	7.9
FCF	1,958	609	2,073	11,544	이익잉여금	9,838	12,127	14,066	16,100	부채비율 (%)	139.9	112.4	102.0	94.9
EBITDA 마진율 (%)	12.3	11.7	11.3	11.9	이익잉여금	32,096	35,661	39,366	43,269	유동비율 (%)	112.2	162.1	169.9	216.3
영업이익률 (%)	6.3	6.2	6.3	6.8	비배주주지분	45,756	51,843	57,488	63,424	순차입금/자기자본 (%)	47.9	43.2	35.9	15.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.8	2.2	2.1	2.2	자본총계					조정영업이익/금융비용 (x)	6.4	10.8	0.0	0.0

자료: SK, 미래에셋대우 리서치센터

상상에서 현실로 다가오는 4차 산업혁명 ICT 신기술

- 과학기술정보통신부는 2019 ICT 산업전망 컨퍼런스에서 2019년 ICT 10대 이슈 선정 발표
- 최근 2~3년 동안 4차 산업혁명 중심 관련 기술에 대한 막연한 기대감 감소, 실질적으로 도입 및 상용화가 가능한 현실적인 이슈 부각
- 특히 규제개혁, 에지컴퓨팅, 남북 교류협력, 친환경ICT, 중국ICT 등 최근 정치·경제·사회·기술적으로 중요하게 떠오른 이슈의 신규 제시
- 2019년 ICT 전망: 국내 ICT 시장 성장률 3.3%로 예상, 2018년 성장률 6.4%보다 3.1%p 감소(Gartner)

2018년 ICT 10대 이슈



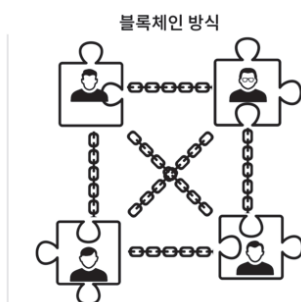
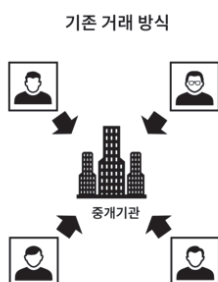
자료: 과학기술정보통신부, IITP, 미래에셋대우 리서치센터

I. 블록체인 활용

블록체인, 거래비용 절감이 가능한 스마트 계약 실현

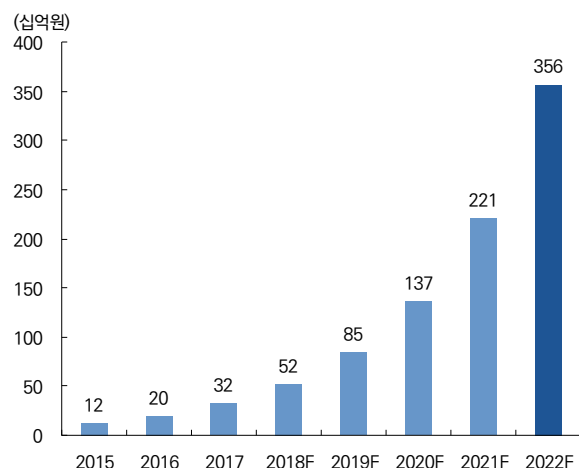
- 블록체인(Block chain)은 네트워크 참여자가 공동으로 거래 정보를 검증하고 해시기반으로 블록처리하여 기록·보관함으로써 공인된 제 3자의 도움 없이도 신뢰성 확보가 가능, 정보 거래 비용을 획기적으로 낮추는 분산원장(Distributed Ledger) 기술
- 국내 블록체인 시장 규모 '15년 120억원 → '22년F 3,562억원('15~'22년 CAGR +61.7%) 전망(Gartner)

블록체인을 활용한 거래방식 변화: 정보 거래 비용 절감



자료: 미래에셋대우 리서치센터

블록체인 국내 시장 규모 및 전망



자료: 한국과학기술연구원, 미래에셋대우 리서치센터

블록체인을 활용한 사업기회 확장 본격화

- 최근까지 국내 블록체인 생태계는 암호화폐 관련 업체와 금융권의 블록체인 도입이 주를 이루었고 기술 혁신은 대부분 스타트업들이 담당
- 2019년부터 금융 분야뿐만 아니라 **제조·유통·공공·운송·의료·통신 등 보다 다양한 분야에 블록체인 적용이 확대** 본격화
- 특히 **실생활에서 체감 가능한 블록체인 서비스**가 확산·공급됨에 따라 자연스럽게 기존 중앙집중식 시스템 대비 블록체인 기술의 가치 인지에) 정부 2019년 블록체인 공공 시범사업 발표: 실손보험금 청구 자동화, 축산물 이력 관리, 간편한 부동산 거래 등

블록체인 사업확장 방향



자료: 한국과학기술연구원, 미래에셋대우 리서치센터

국내 주요 IT 기업들의 블록체인 사업 추진 현황

구분	업체명	사업추진 동향
IT서비스	삼성SDS	Nexledger 개발, 블록체인 기술 기반 해운물류 사업
	SK C&C	지급결제 분야 활용, 블록체인 상품권 프로젝트 진행
	LG CNS	블록체인 플랫폼 모나체인 기반 지역 화폐 서비스
통신서비스	SK텔레콤	블록체인 기반 전국민 모바일 신분증 서비스 개발
	KT	상용 통신망에 블록체인 기술 도입
인터넷	LG유플러스	블록체인 활용한 해외 간편결제, 송금 서비스 준비
	네이버	블록체인 기술 전문 자회사 언블락(unblock) 출범, 암호화폐 거래소 비트박스 설립, 암호화폐 링크 발행
	카카오	일본 블록체인 자회사 그라운드 X 설립
게임	넥슨	가상화폐 거래소 코빗 지분 65.2% 인수
	한빛소프트	유럽 암호화폐 거래소 비트스탬프 지분 80% 인수

자료: 언론 정리, 미래에셋대우 리서치센터

삼성SDS (018260)

IT서비스의 구조적 성장 가능

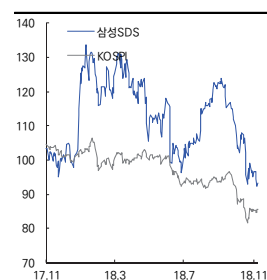
(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	290,000
현재주가(18/11/16, 원)	184,500
상승여력	57%
영업이익(18F, 십억원)	867
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	869
EPS 성장률(18F, %)	22.7
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.7
P/E(18F, x)	21.9
MKT P/E(18F, x)	8.5
KOSPI	2,092.40
시가총액(십억원)	14,276
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	42.6
외국인 보유비중(%)	12.8
배타(12M) 일간수익률	1.69
52주 최저가(원)	182,500
52주 최고가(원)	264,000
주가상승률(%)	1개월: -11.3, 6개월: -16.9, 12개월: -8.7
절대주가	-9.1, -2.3, 10.6

투자여건 매수, 목표주가 29만원 제시. 다양한 IT서비스 사업기회 확보 예상

- IT설비 투자가 경쟁력 제고 위한 중요한 전략적 수단으로 인식, IT서비스 부문의 구조적 성장 지속
- 블록체인 플랫폼 넥스레저(Nexledger) 개발, 금융·제조·물류 분야에서 관련 사업기회 확보
- 솔루션, 스마트팩토리, 애널리틱스, 클라우드 서비스 등 신사업 중심으로 매출 성장 지속
- **삼성SDS의 IT서비스 성장 전략**
 - ① 솔루션/애널리틱스: 자체 솔루션 개발, '18년 매출액 6,000억원 예상 → '20년 1.5조원 목표
 - ② 스마트팩토리: 제조업 대상 추진, '18년 매출액 5,000억원 예상 → '20년 1조원 목표
 - ③ 클라우드 서비스(Cloud Service Brokerage): '18년 매출액 7,000억원 예상 → '20년 1조원 목표
- 현금성 자산(3.6조원)을 기반으로 추가 성장동력 확보를 위한 적극적인 M&A 진행 기대

Risk 요인

- 높은 관계사향 매출 비중, 그룹 지배구조 개편 관련 불확실성

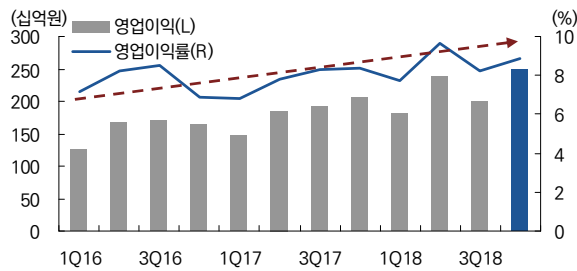


계산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	7,853	8,180	9,299	10,058	10,996	12,035
영업이익 (십억원)	588	627	732	867	987	1,109
영업이익률 (%)	7.5	7.7	7.9	8.6	9.0	9.2
순이익 (십억원)	439	464	530	651	735	817
EPS (원)	5,674	5,995	6,854	8,412	9,496	10,562
ROE (%)	10.1	9.5	9.9	11.3	11.7	11.9
P/E (배)	44.8	23.3	29.2	21.9	19.4	17.5
P/B (배)	4.3	2.1	2.8	2.4	2.2	2.0
배당수익률 (%)	0.2	0.5	1.0	1.4	1.5	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼성SDS, 미래에셋대우 리서치센터

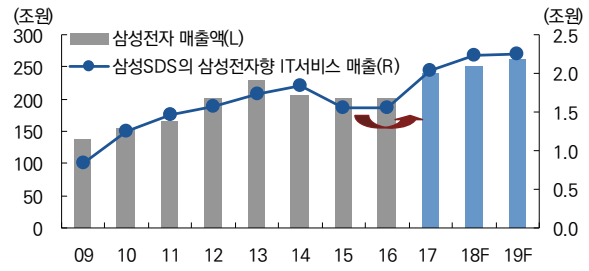
IT서비스의 구조적 성장 가능

삼성SDS 분기별 영업이익 및 영업이익률



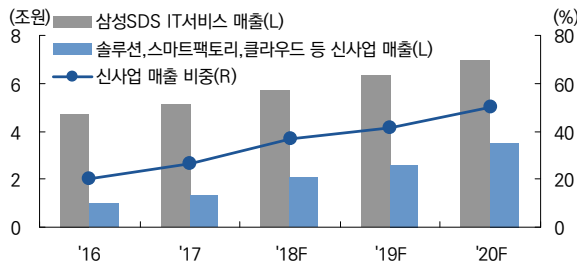
자료: 미래에셋대우 리서치센터

삼성전자 실적과 삼성SDS IT서비스 매출액 추이



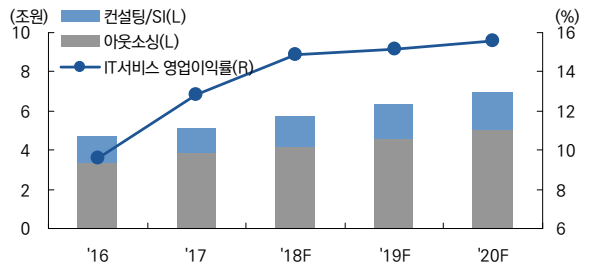
자료: 미래에셋대우 리서치센터

삼성SDS IT서비스 신사업 매출과 비중 추이 및 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터

삼성SDS IT서비스 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)					예상 재무상태표 (요약)					예상 주당가치 및 valuation (요약)				
(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F	(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F		12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	9,299	10,058	10,996	12,035	유동자산	5,117	6,090	7,166	8,653	P/E (x)	29.2	21.9	19.4	17.5
매출원가	7,805	8,352	9,133	9,942	현금 및 현금성자산	931	1,328	1,880	2,614	P/CF (x)	13.3	11.4	10.8	8.4
매출총이익	1,494	1,706	1,863	2,093	매출채권 및 기타채권	1,962	2,232	2,478	2,830	P/B (x)	2.8	2.4	2.2	2.0
판매비와관리비	763	839	876	984	재고자산	25	28	31	36	EV/EBITDA (x)	11.9	9.1	7.6	5.3
조정영업이익	732	867	987	1,109	기타유동자산	2,199	2,502	2,777	3,173	EPS (원)	6,854	8,412	9,496	10,562
영업이익	732	867	987	1,109	비유동자산	2,160	1,865	1,535	947	CFPS (원)	15,045	16,125	17,023	21,924
비영업손익	20	69	67	60	관계기업투자	41	46	51	58	BPS (원)	71,854	77,713	84,709	92,573
금융손익	41	111	101	101	유형자산	1,029	850	622	219	DPS (원)	2,000	2,500	2,700	2,700
관계기업등 투자손익	2	3	3	3	무형자산	935	829	720	526	배당성향 (%)	28.6	29.3	28.0	25.2
세전계속사업손익	752	936	1,054	1,169	자산총계	7,278	7,955	8,701	9,600	배당수익률 (%)	1.0	1.4	1.5	1.5
계속사업법인세비용	210	276	309	341	유동부채	1,325	1,509	1,675	1,913	매출액증가율 (%)	13.7	8.2	9.3	9.4
계속사업이익	542	660	745	828	매입채무 및 기타채무	511	581	645	737	EBITDA증가율 (%)	7.3	12.0	11.1	28.9
중단사업이익	0	0	0	0	단기금융부채	1	3	3	3	조정영업이익증가율 (%)	16.7	18.4	13.8	12.4
당기순이익	542	660	745	828	기타유동부채	813	925	1,027	1,173	EPS증가율 (%)	14.3	22.7	12.9	11.2
지배주주	530	651	735	817	비유동부채	233	266	295	337	매출채권 회전율 (회)	8.2	7.8	7.6	7.4
비지배주주	11	9	10	11	장기금융부채	0	0	0	0	재고자산 회전율 (회)	453.8	380.1	370.0	359.3
총포괄이익	478	675	745	828	기타비유동부채	233	266	295	337	매입채무 회전율 (회)	18.7	17.6	17.2	16.6
지배주주	467	690	760	846	부채총계	1,558	1,774	1,970	2,250	ROA (%)	7.7	8.7	8.9	9.0
비지배주주	11	-14	-16	-18	지배주주지분	5,558	6,012	6,553	7,162	ROE (%)	9.9	11.3	11.7	11.9
EBITDA	1,064	1,192	1,324	1,706	자본금	39	39	39	39	ROI/C (%)	17.7	22.2	26.9	34.9
FCF	643	757	1,031	1,344	자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	부채비율 (%)	27.2	28.7	29.3	30.6
EBITDA 마진율 (%)	11.4	11.9	12.0	14.2	이익잉여금	4,347	4,785	5,327	5,935	유동비율 (%)	386.3	403.6	427.9	452.4
영업이익률 (%)	7.9	8.6	9.0	9.2	비지배주주지분	161	168	178	189	순차입금/자기자본 (%)	-51.1	-58.1	-65.3	-74.7
지배주주구속 순이익률 (%)	5.7	6.5	6.7	6.8	지분총계	5,719	6,180	6,731	7,351	조정영업이익/금융비용 (x)	384.8	467.7	681.5	765.6

자료: 삼성SDS, 미래에셋대우 리서치센터

[플랫폼/컨텐츠] 새로운 판에 대처하는 키워드 : P.R.I.C.E.

미디어플랫폼/컨텐츠

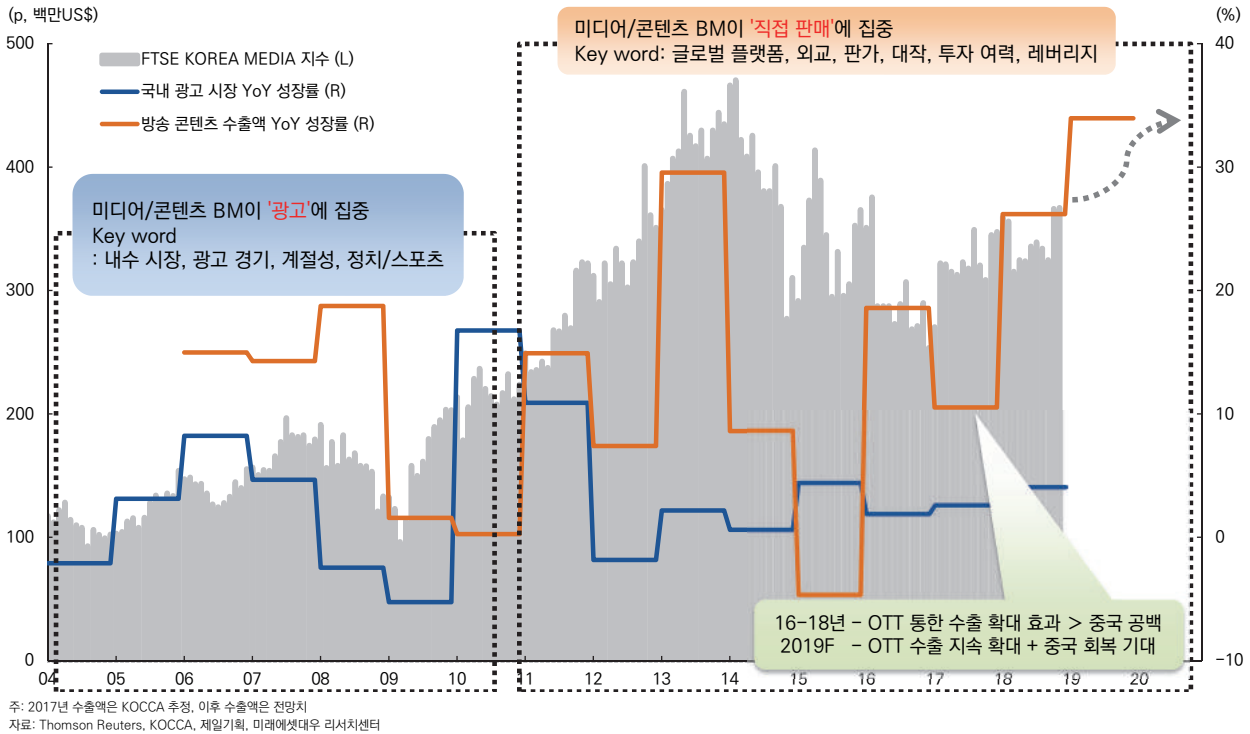
역사상 가장 좋은 환경, P.R.I.C.E에 주목

박정엽

02- 3774-1652

jay.park@miraeasset.com

주가 드라이버는 콘텐츠 판매



3 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

I. 업종별 전망: 미디어 광고

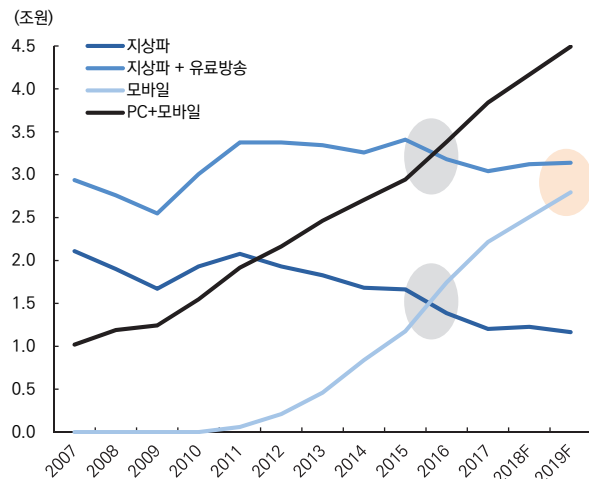
미디어플랫폼
/콘텐츠

광고 시장:

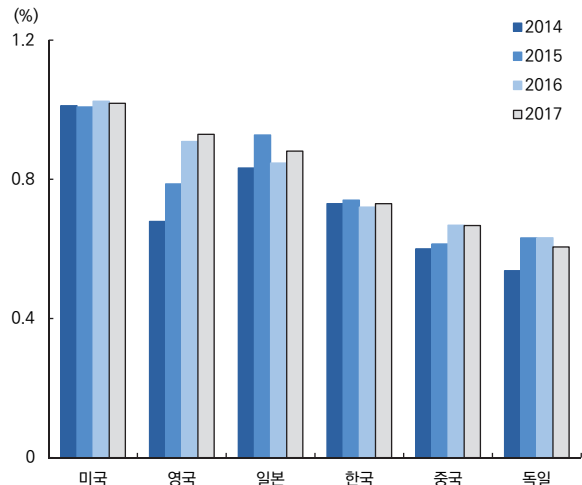
디지털은 모바일
방송은 CATV/종편

- 광고 시장: 2019F 11.3조원(YoY +3.0%), GDP 성장을 유사 수준, 전년 스포츠 이벤트 효과는 소멸
- 인쇄 매체 제외한 방송/디지털/옥외 '+' 성장하는 가운데, 모바일/종편/CATV 비중 증가
- GDP 대비 광고 시장 규모는 0.73%(+0.1%p), 선진국 비교 시에는 0.1%p 이상의 상승 여력
- 18년 포인트: 스포츠 이벤트로 불리한 상황에서도 주요 CATV/종편은 방송 전체를 대폭 outperform

16년 디지털-방송 매체 역전 → 19년 모바일-방송 역전 일보 직전



2014~2017 GDP 내 광고비 비중



4 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

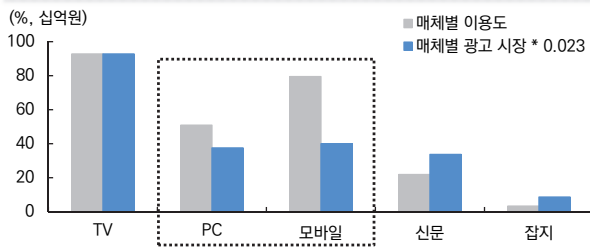
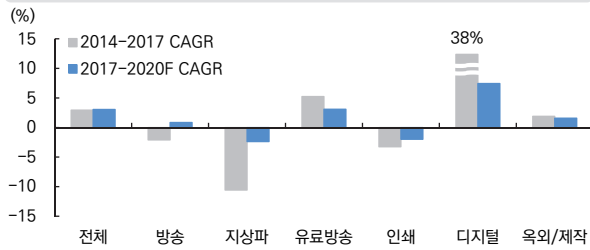
I. 업종별 전망: 미디어 광고

미디어플랫폼
/컨텐츠

광고 시장: 디지털은 모바일 방송은 CATV/종편

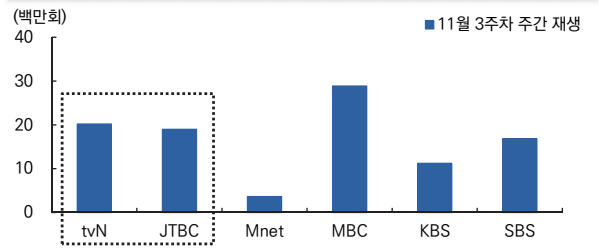
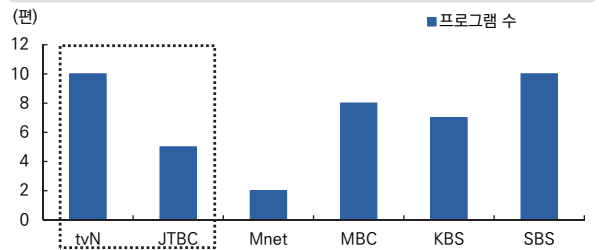
- 매체별 성장률 디커플링: 디지털 (18F +8.5%, 19F +7.8%) > 방송 (18F +2.4%, 19F +0.4%)
- 디지털은 방송 대비: 이용 시간 증가 지속(양적), 정교한 타겟팅 → 높은 광고 효율(질적)이 장점
- 디지털 내 모바일 > PC: 주인공은 동영상 광고, NAVER TV와 YouTube 인기 콘텐츠 주목
- 방송 내 CATV & 종편 > 지상파: CJ ENM, JTBC 시청률 지속 증가, 기타 종편 채널 투자 급증
- 18년 콘텐츠 경쟁력 → 광고 매출액 재확인(CJ ENM TV 광고 +15%), 19년에도 같은 상황 예상

매체별 이용도와 광고 시장 규모 비교: 디지털 성장 여력 충분



주: TV를 중심으로 언론 매체별 이용도 & 매체별 광고 시장 규모를 재구성
자료: 한국언론진흥재단, 제일기획, 미래에셋대우 리서치센터

최근 주간 네이버TV Top 75: '되는' 플랫폼에서 더 강한 케이블/종편



자료: NAVER TV, 미래에셋대우 리서치센터

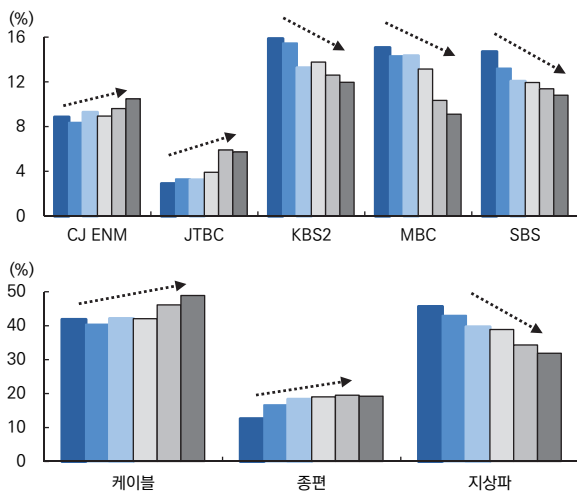
I. 업종별 전망: 방송 콘텐츠

미디어플랫폼
/컨텐츠

방송 편성: 판권 판매(→ 레버리지)의 필요 조건

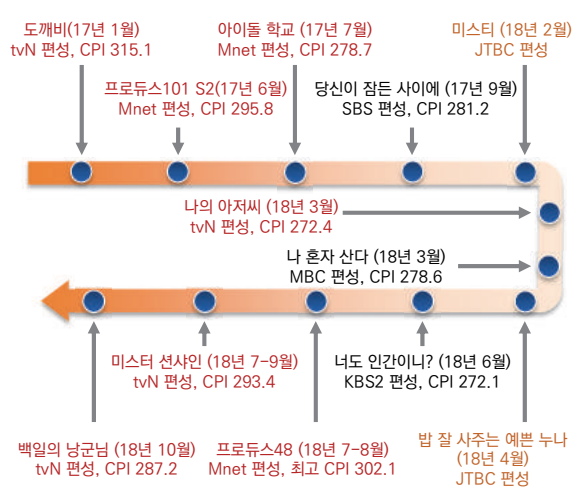
- 방송 편성: 국내 콘텐츠 경쟁력과(→ 광고 매출), 글로벌 판매(→ 판권 매출)의 출발점
- 즉 판권 판매는 편성 이후에 발생하기 때문에, 투자 여력 있는 채널의 계열 제작사가 앞으로도 유망
- 시청률과 화제성 갖춘 채널은 tvN, JTBC 등
- CJ ENM과 JTBC 호실적 지속 vs. 지상파 영향력 약화: 실적은 투자 여력(의지)으로 연결
- 19F 주요 제작사: 스튜디오드래곤 32편(국내 28편, 넷플릭스/중국 각 2편), 제이콘텐트리 13편 전망

13년~18년 연평균 시청 점유율: CATV/종편 진영 강화 뚜렷



자료: AGB Nielsen, CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

17~18년 흥행 방송 콘텐츠: 유력 CATV/종편 위주

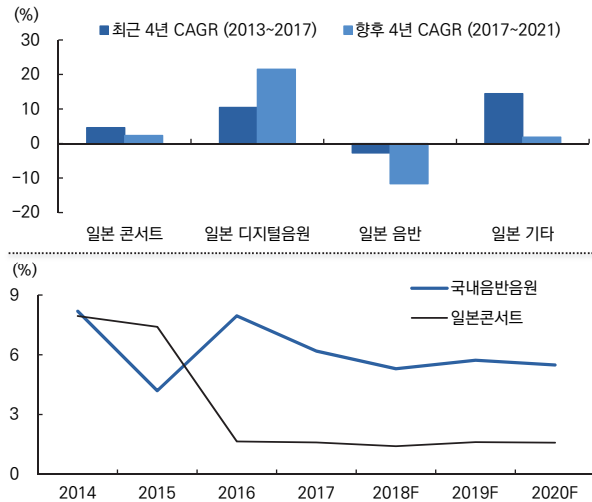


주: 주간 CPI(Content Power Index)
자료: AGB Nielsen, CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

건조한 본진 한/일 시장 + 점유율 확대

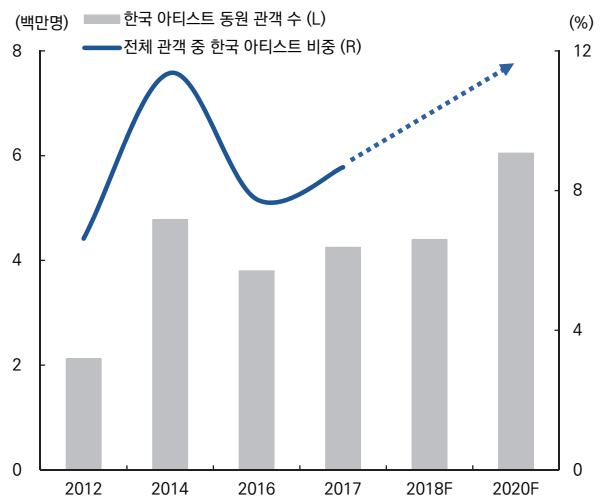
- 2017~2021 시장 전망: 일본 콘서트 +2.3%, 국내 음반 -2.7%, 국내 음원 +7.0%
- 국내 음반 역성장 진정: BTS 190만장(8월), EXO 120만장(11월) 등 주요 아이돌 앨범 기록적 판매
- 일본 콘서트 내 韓 점유율은 20년까지 지속 상승
 - 1) 남자 아이돌 세대 누적, 동방신기 전고점 돌파 + EXO, 샤이니, NCT 공연 규모 확대
 - 2) 블랙핑크, 트와이스는 걸그룹 '빈집'을 차지, 18년 말과 19년 초 돔 공연까지 확정

국내 기획사의 기존 수익원인 국내 음반음원 + 일본 콘서트 시장은 양호



자료: PwC, 미래에셋대우 리서치센터

일본 공연 시장 내 한국 가수 점유율 상승세



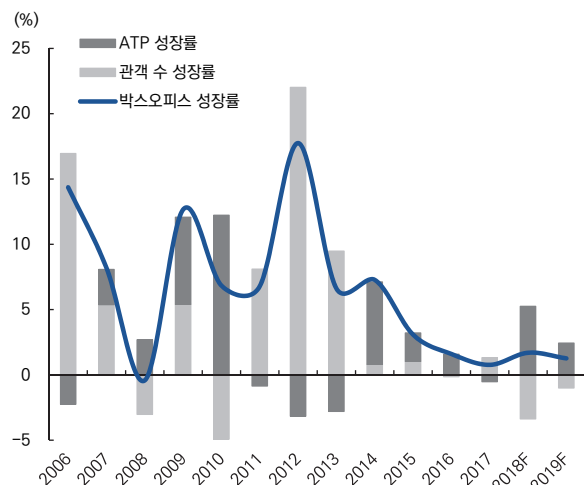
자료: 일본 콘서트프로모터 협회, 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

I. 업종별 전망: 영화

국내, 이대로는 비용이 부담

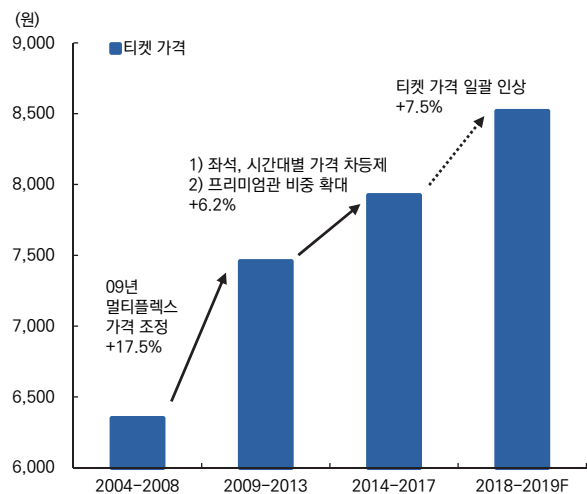
- 18F 국내 영화 시장: BO +1.7%, ATP +5.2%(가격 인상), 관객 수 -3.4%(콘텐츠 부진)
- 19F 전망: BO +1.3%, ATP +2.4%(전년 2Q 가격 인상 잔여분), 관객 수 -1.0%(콘텐츠 약세 지속)
- 계속되는 부진의 고리: BO 침체 → 콘텐츠 투자 감소 → 방화 대작 약화 → 극장 수요 위축
- 비용 상승은 커져서: 인건비와 임차료는 판관비의 57%, 19F 최저 임금 +10.9%, 부동산 가격도 상승
- 쉽지 않은 남은 선택: 가격을 더욱 자주 올리거나, 인력 규모/마케팅비 관리를 더욱 강하게 하거나

가격 인상에도 국내 박스오피스 성장은 지속 둔화



자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

비용 부담 해소를 위해 티켓 가격 상승 주기 단축이 필요하지만

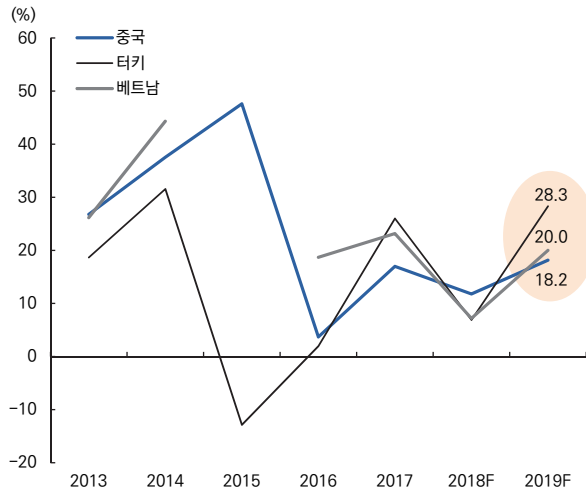


자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

해외도 반전이 필요, 대박 콘텐츠를 기다린다

- 18년은 신흥 영화 시장도 부진, 개별 이슈들이 시장 수요 진작에 불리했음
: 중국 가격 할인 종료 & 로컬 개봉 지연, 베트남 스포츠 이벤트, 터키 정치 이슈 등
- 19년 회복 기대: 할리우드 라인업을 기초로, 국가별 로컬 콘텐츠 발전을 기다려야 하는 상황
- 19년 라인업: 캡틴마블(3월), 어벤져스: 인피니티워 pt.2(5월), 토이스토리4 (6월), 겨울왕국2 (11월)
- 2020년 이후 해마다 아바타 시리즈 계획

국가별 영화 시장 전망: 중국/베트남 회복, 터키 정상화를 기대



자료: KOFIC, CJ CGV, 미래에셋대우 리서치센터

할리우드 의존도 강화: 글로벌 콘텐츠만이 아니라 로컬 영화에서도

개봉연도	작품명	투자배급	감독	주연	장르	관객(백만명)
2010	황해	20CFox	나홍진	하정우, 김윤석	범죄	2.17
2013	런닝맨	20CFox	조동오	신하균, 오정세	액션	1.42
2014	슬로우비디오	20CFox	김영탁	차태현, 남상미	드라마	1.17
2015	나의 절친 악당들	20CFox	임상수	류승범, 고준희	범죄	0.13
2016	밀정	위너	김지운	송강호, 공유	액션	7.50
2016	곡성	20CFox	나홍진	곽도원, 황정민	스릴러	6.88
2017	싱글라이더	위너	이주영	이병헌, 공효진	미스터리	0.35
2017	V.I.P	위너	박훈정	장동건, 이종석	액션	1.37
2017	그래, 가족	디즈니	마대윤	이요원, 정만식	드라마	0.05
2017	옥자	넷플릭스	봉준호	제이크질렌할	어드벤처	0.32
2017	대립군	20CFox	정윤철	이정재, 여진구	사극	0.84
2018	인랑	위너	김지운	강동원, 한효주	액션	0.90
2018	챔피언	위너	김용원	마동석	액션	1.1
2018	마녀	위너	박훈정	김다미, 박희순	드라마	3.2
2019	악질경찰	위너	이정범	이선균, 이유영	액션	-

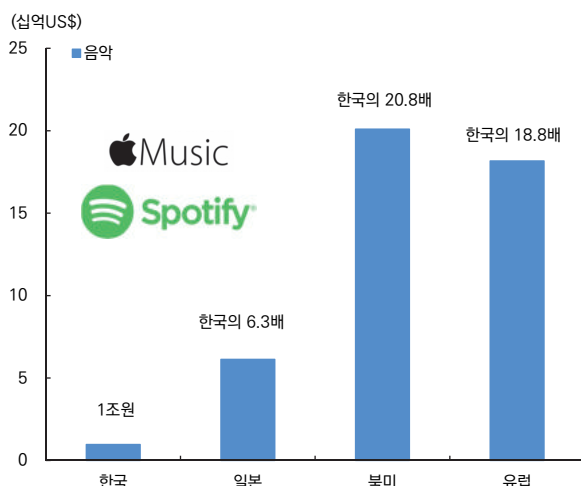
자료: 미래에셋대우 리서치센터

II. 중 · 장기 전망: TV를 대체하는 넷플릭스와 유튜브

TV → OTT 음반 → 디지털 스트리밍

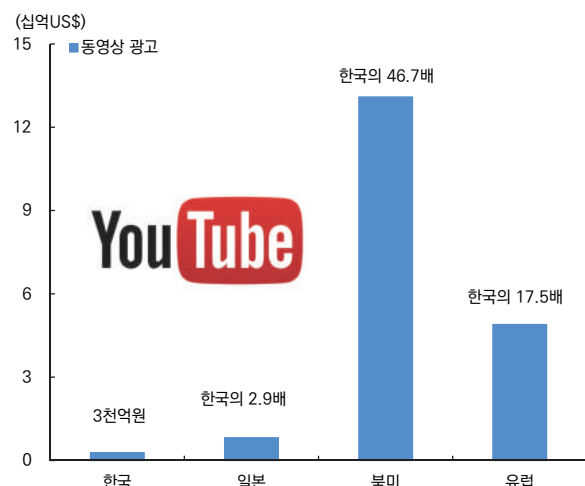
- 10년 전 美에서 시작된 코드 커팅이 전세계로 확산
- TV를 대체하는 OTT: 넷플릭스/아마존/유튜브에 이어 디즈니/위너 등도 진입 예상
- 음반을 대체하는 스트리밍: 애플뮤직과 스포티파이 등 글로벌 음원 플랫폼 가입자 저변 확대

글로벌 음악 시장 접근 가능성 확대



자료: Bloomberg, Netflix, Loup Ventures, 언론 취합, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 동영상 광고 시장 접근 가능성 확대



자료: 언론 자료, 미래에셋대우 리서치센터

II. 중 · 장기 전망: 글로벌 플랫폼 영향력 확대 → 콘텐츠 기회

미디어플랫폼
/ 콘텐츠

각국의 TV/음반 시장을 글로벌 플랫폼이 대체
: 콘텐츠 기회의 규모와 성장성 모두가 달라진 것



내수 기회: 국내 광고 시장 11조원 (-)

TV 광고 3.5조원 (▼)

디지털 광고 4.5조원 (▲)



내수 기회: 한/일 유료 음악 시장 3조원 (-)

국내 음반음원콘서트 1조원 (-)

일본 콘서트 2조원 (-)

자료: 미래에셋대우 리서치센터

11 | 2019 산업별 투자전략



글로벌 기회: 방송 광고 + OTT 시장 260조원 (▲▲)

TV 광고 200조원 (▲)

OTT (Subs+Ad) 60조원 (▲▲)



글로벌 기회: 음원 스트리밍 + OTT Ad 45조원 (▲▲)

음원 스트리밍 15조원 (▲ ▲)

OTT (Ad) 30조원 (▲ ▲)

Mirae Asset Daewoo Research

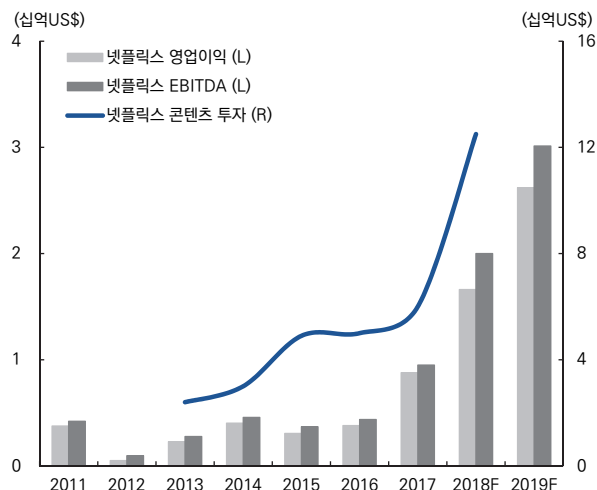
III. 관전 포인트: Profit sharing

미디어플랫폼
/ 콘텐츠

with(from)
글로벌 플랫폼
: 외형 변수

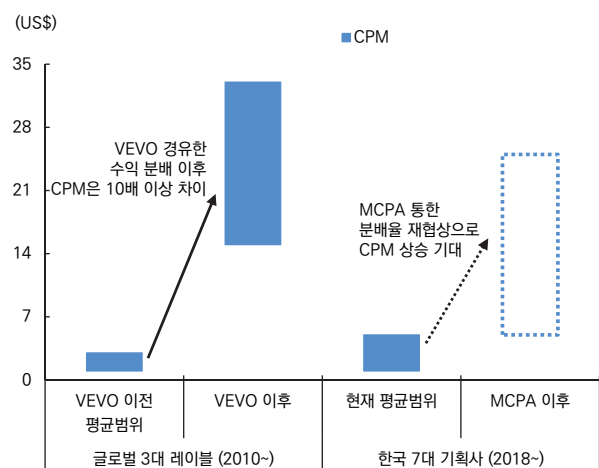
- 미디어 시장 변화의 수혜: 플랫폼 → 콘텐츠
 - 1) 넷플릭스의 콘텐츠 투자 증액 → 콘텐츠 판권 매입 편수 증가 및 판권 가격 상승
 - 2) 유튜브의 콘텐츠 확보 → 광고 매출액 상승 → 자연히 저작권자 배분액도 증가
- 장기 변화의 초입인 만큼 19F 이후에도 플랫폼사의 콘텐츠 확보 지속될 것
- 향후 협상력 변수 주목: 1) 판가 상승(← 플랫폼 경쟁), 2) 배분율 변화(← 콘텐츠 집단화)

넷플릭스 선순환: 매출/이익 상승 → 콘텐츠 투자 증액 → 가입자 증가



자료: Bloomberg, Netflix, Loup Ventures, 언론 취합, 미래에셋대우 리서치센터

유튜브 순매출액: 19F K-Pop 협상 기구 통한 배분율 조정 여지 있음



자료: 언론 자료, 미래에셋대우 리서치센터

12 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

III. 관전 포인트: Profit sharing

미디어플랫폼
/ 콘텐츠

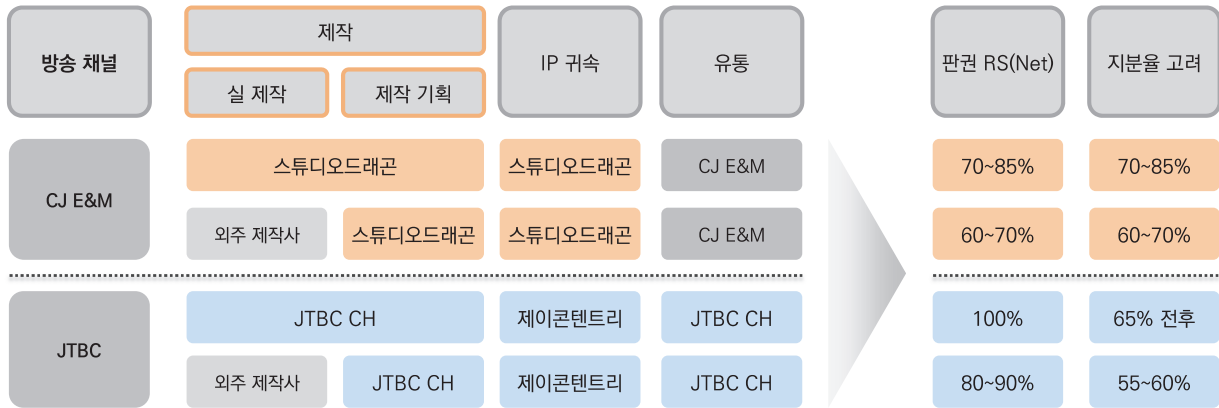
with(to)

하위 제작사

: 드라마 수익성 변수

- 유력 채널은 소수로 한정된 상황에서, 각 제작사별 리소스 배분 상황에 따라
- 제작 기능은 1) 실제 제작과 2) 제작 기획으로 분화되는 추세
: 대형사는 직접 제작과 제작 기획 겸업 vs. 중소형사는 실 제작 대행에 중점
- 주요 채널에 대한 수주 접근성은 드라마 산업의 가장 큰 진입 장벽으로 기능함에 따라서
- 계열 채널 보유한 대형사는 제작 플랫폼화 → 외주사 실 제작 시에도 높은 GPM 유지

제작 기능은 '실 제작'과 '제작 기획'으로 분화, 브랜드/네트워크/수익 share 등에 대한 평가 이루어질 것



자료: 미래에셋대우 리서치센터

13 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

III. 관전 포인트: Profit sharing

미디어플랫폼
/ 콘텐츠

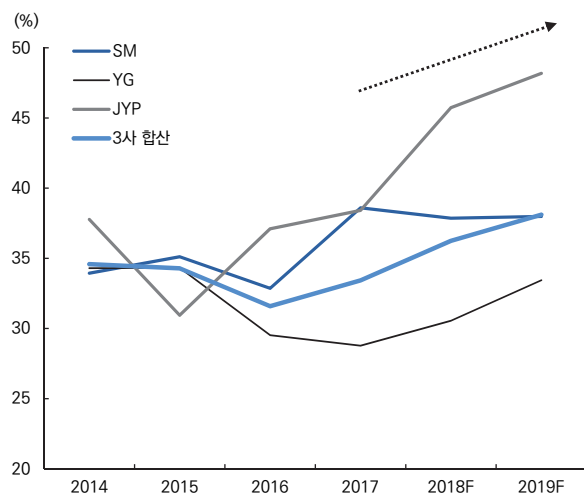
with(to)

아티스트

: 엔터사 수익성 변수

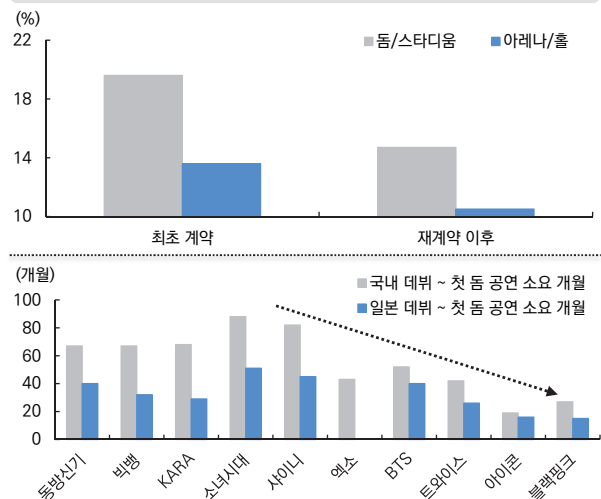
- 엔터사 GPM 변수는 1) 아티스트 활동량, 2) 이들과의 수익 배분, 3) 글로벌 플랫폼용 콘텐츠 판매
1) 활동량: 2H17 동방신기 복귀, 2H19 빅뱅 복귀, 이들의 공백기 성장한 차세대 라인업 증가
2) 수익 배분: 낮은 데뷔 연차 때도 활동량 증가, 일본 동 투어까지 가능해진 상황
3) 글로벌 플랫폼: 3사 모두 3대 플랫폼 순매출액 급증(+50%~), 동 부문 GPM은 80%~ 추정
- 이 밖의 신규 사업 투자 가능성은 낮은 상황, 업종 GPM 상승세 전망 (16년 31.6% → 19F 38.1%)

글로벌 플랫폼 + 아티스트 활동 증가로 높아질 엔터사 GPM



주: 예스엠은 별도 기준
자료: 미래에셋대우 리서치센터

수익성 높은 대규모 공연 도달 속도가 빨라졌다



자료: 미래에셋대우 리서치센터

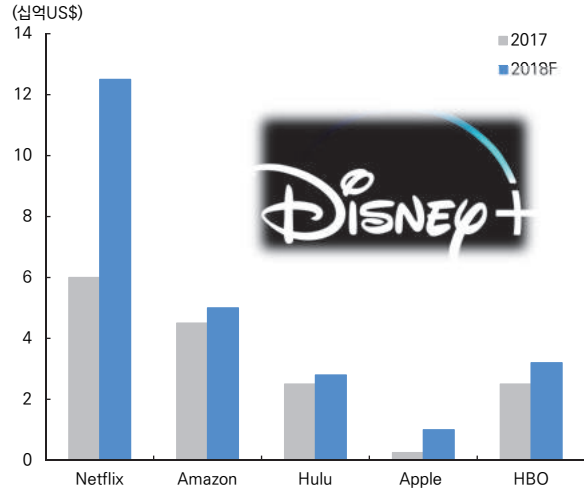
14 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

플랫폼 경쟁을 기회삼아 : 드라마, 영화

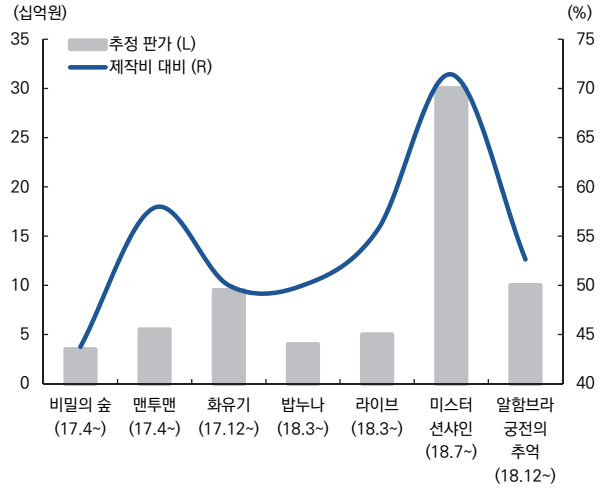
- 넷플릭스/아마존: 지역 확장에 집중, 美 코드커팅은 마무리 국면(CATV 감소 둔화 & OTT 증가 둔화)
- 유튜브: 오리지널 프리미엄 콘텐츠 제작 급증, 최근 BTS, GD 다큐멘터리 등 K-Pop 주제에도 관심
- 2H19 구미디어도 자체 OTT 론칭: 디즈니의 'Disney +', AT&T의 WBDN(워너 디지털 네트워크)
- 콘텐츠 확보 경쟁이 치열해지면서 → 제작사 및 콘텐츠 가치 상승 예상
- 장기전이 될 것: 구미디어는 거액의 현금 흐름, 영화/드라마 제작력, 스포츠 판권 등 경쟁력을 견비

19년에는 동영상 플랫폼 경쟁이 더욱 치열하기 때문에



자료: 미래에셋대우 리서치센터

드라마 콘텐츠 평가 상승이 지속될 수 있다



주: 지역별/기간별 편성 귀속 여부는 작품별로 상이한 점 참고
자료: 언론 자료, 미래에셋대우 리서치센터

플랫폼 확장을 기회삼아 : 음악

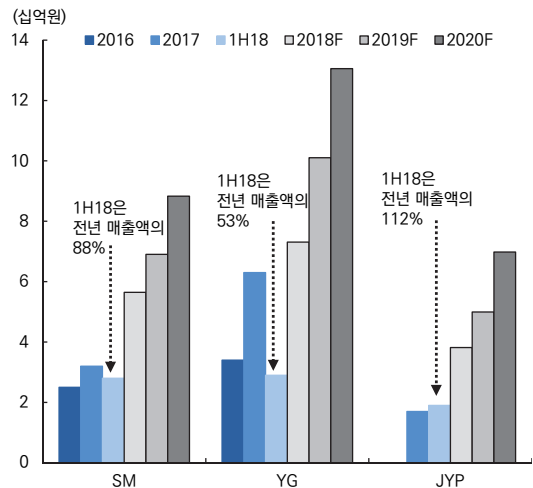
- M/V는 시대의 포맷: 역대 유튜브 조회 수 Top 100위 내 93개가 뮤직비디오
- 국내 엔터 3사 유튜브 순매출액은 16~18년 60억원, 110억원, 170억원으로 빠르게 성장 (당사 추정)
- SM의 3대 플랫폼(유튜브, 애플뮤직, 스포티파이) 순매출액은 16년~18년 100억원, 140억원, 210억원 (당사 추정)

유튜브 조회 수 상위권 대부분은 뮤직비디오

#	제목	아티스트	조회 수 (십억회)	업로드 일자	#	제목	아티스트	조회 수 (십억회)	업로드 일자
1	Despacito	Luis Fonsi featuring Daddy Yankee	5.72	17.1	11	Bailando	Enrique Iglesias featuring Descemer Bueno and Gente De Zona	2.64	14.4
2	Shape of You	Ed Sheeran	3.91	17.1	12	Thinking Out Loud	Ed Sheeran	2.54	14.10
3	See You Again	Wiz Khalifa featuring Charlie Puth	3.87	15.4	13	Counting Stars	OneRepublic	2.53	13.5
4	Uptown Funk	Mark Ronson featuring Bruno Mars	3.34	14.11	14	Dark Horse	Katy Perry featuring Juicy J	2.46	14.2
5	Masha and the Bear: Recipe for Disaster	Get Movies	3.31	12.1	15	Lean On	Major Lazer and DJ Snake featuring MØ	2.45	15.3
6	Gangnam Style	Psy	3.24	12.7	16	Hello	Adele	2.43	15.10
7	Sorry	Justin Bieber	3.03	15.10	17	Blank Space	Taylor Swift	2.37	14.11
8	Sugar	Maroon 5	2.81	15.1	18	Chantaje	Shakira featuring Maluma	2.28	16.11
9	Shake It Off	Taylor Swift	2.68	14.8	19	All About That Bass	Meghan Trainor	2.24	14.6
10	Roar	Katy Perry	2.66	13.9	20	Closer (Lyric video)	The Chainsmokers featuring Halsey	2.2	16.7

자료: Youtube, 미래에셋대우 리서치센터

유튜브 순매출액 전망: 3사 합산 19년 200억원대 매출액 전망

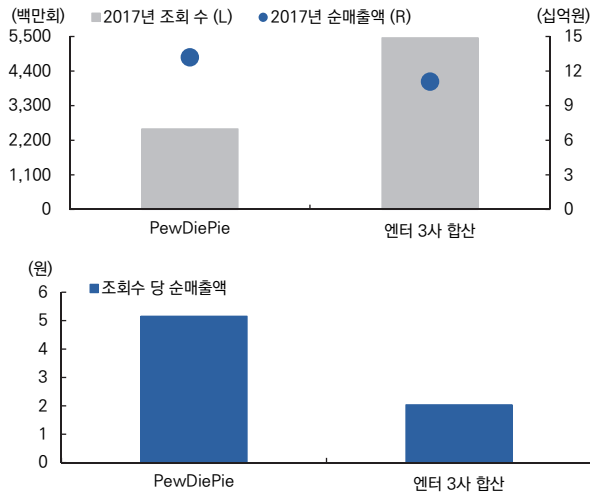


자료: 미래에셋대우 리서치센터

플랫폼 확장을 기회삼아 음악

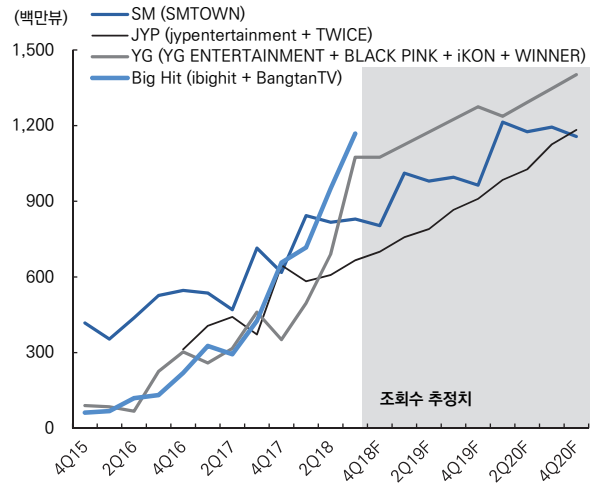
- 유튜브: 동영상 광고 시장 잠식은 P와 Q에서 모두 드러난다
국내 엔터사의 CPM 상승 여력은 약 2.5배 이상 x 평균 이상의 K-Pop 트랙픽 증가로 Q 성장
- 애플뮤직/스포티파이 등 스트리밍 서비스도 지역 확장 통해 음반 부진을 상쇄하는 높은 성장세 기록

P: International해졌기 때문에 CPM 상승 가능성도 높아졌다



17 | 2019 산업별 투자전략

Q: 유튜브 조회 수는 대세 상승기 + K-Pop은 기술기가 더 가파르다



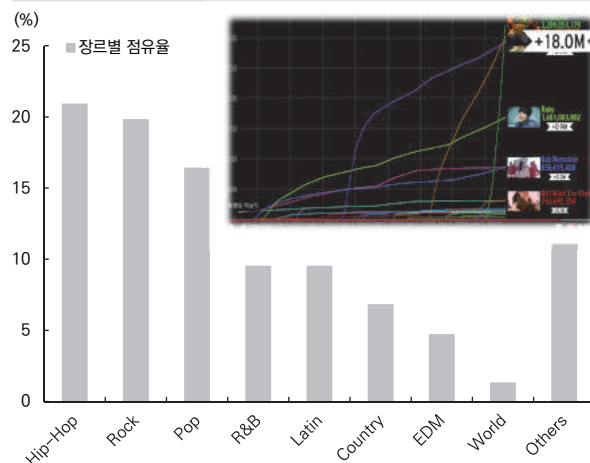
Mirae Asset Daewoo Research

III. 관전 포인트: International한 기회

유튜브 1등 노래도 영어가 아니다

- Luis Fonsi의 Despacito는 57억회 재생되며 유튜브 최대 조회 수 달성 (2위 Shape of You 39억회, 3위 See You Again 39억회, 6위 강남스타일 32억회)
- 발매 초 라틴 국가 내 흥행 성공, 3개월 후 저스틴 비버 remix로 미국 등 타지역에서도 선풍적 인기
- 비교 포인트: BTS발 K-Pop 인기로 따라 Top급 아티스트와 韓 아이돌 콜라보 증가
- YG의 블랙핑크는 유니버설뮤직그룹 파트너십을 통해 미국 시장 진출 의지를 밝힘 (18년 10월)
- 블핑은 이미 히트곡(뚜두뚜두, 5억 재생)과 콜라보(두아리파) 통해 글로벌 인지도 확보 (15백만 구독)

라틴계 흥행 + 저스틴 비버 = 57억 조회 수



18 | 2019 산업별 투자전략

주요 인기 비디오 랭킹 및 K-Pop과 글로벌 아티스트의 협업 사례

Date	K-Pop 아티스트	협업 대상	Title	누적 유튜브 조회수 (백만)
2018-10-19	웬디(레드벨벳)	John Legend	Written in the stars	7.5
2018-10-18	블랙핑크	Dua Lipa	Kiss and Make Up	52.8
2018-09-06	BTS	Nicki Minaj	IDOL	265.7
2018-07-05	키(샤이니)	Years&Years	If You're Over Me (Remix ft. Key)	15.4
2017-11-24	BTS	Steve Aoki	MIC Drop	381.1
2017-01-27	타블로, 에릭남	Gallant	Cave me in	7.9
2016-10-14	찬열 (엑소)	Far East Movement, Marshmello	Freal Luv	31.3
2016-04-29	던	Eric Bellinger	I'm Not Sorry	7.7
2016-02-22	태민(샤이니)	Bruno Mars (공동 작곡)	Press Your Number	10.3

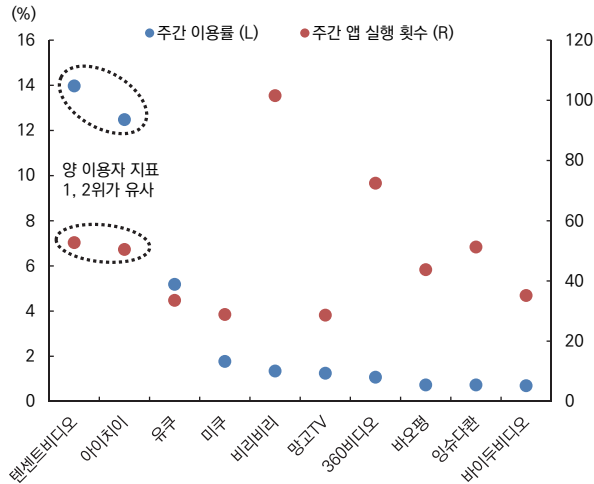
자료: 미래에셋대우 리서치센터

Mirae Asset Daewoo Research

중국 OTT도 입장이 같다 : 수출 재개 가능성 확대

- 드라마: 현실로 다가온 '넷플릭스+중국' 판권 판매, 중국 플랫폼 입장에서 가성비 좋은 '한드' 필요
- 中 판매 재개 시그널: 2H18 판매 사례 누적, 7월 '미스티', 9월 '밥누나', 11월 '알함브라 궁전의 추억'
- 전면 허용 시, 정규 편성작 동시방영권(= 넷플릭스 판가) + 구작 라이브러리 일시 판매 가능성
- 스튜디오드래곤: 유통 확대로 텐트폴 수익률이 ~40% 수준에서 ~90%로 상승 가능
- 제이콘텐트리: 2H19 방영될 텐트폴 기대 수익 증가, 구작 판권 합산 가치도 100억원을 상회

텐센트-바이두: 플랫폼 경쟁이 심해져 콘텐츠 수입에 과감할 수밖에



주: 주간 이용률은 안드로이드 앱별 주간 active user / 중국 전체 주간 active user로 산출
자료: Cheetah Mobile, 미래에셋대우 리서치센터

조심스럽게 판권을 모으기 시작한 중국 OTT 사업자

제목	회당 판가 (백만원)	판가/제작비	방영 시기 (판매 시기)	제작사
태양의 후예	250	20%	16.02	NEW
보보경심: 려	400	60%	16.08	바람이분다
함부로 애틋하게	300	50%	16.09	삼화네트웍스, IHQ
푸른바다의 전설	500	50%	16.11	스튜디오드래곤
도깨비	600	60%	16.12	스튜디오드래곤
사임당 더 히스토리	270	30%	17.01	그룹에이트
당신이 잠든 사이에	250	45%	17.09	IHQ
미스티		30%~40%	18.02(18.07)	제이콘, JTBC CH
밥 잘 사주는 예쁜 누나		30%~40%	18.04(18.09)	제이콘, 글앤글림
알함브라 궁전의 추억		?	18.12(?)	스튜디오드래곤, 초록뭇

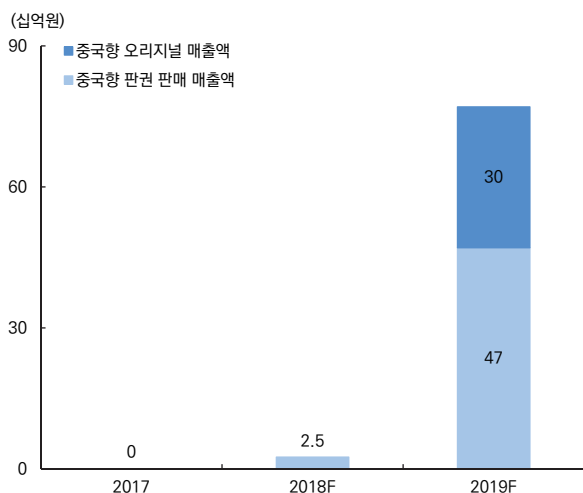
주: '푸른바다의 전설', '도깨비'는 미판매 콘텐츠
자료: 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

III. 관전 포인트: China, 많이 가까워졌다

드라마 오리지널 제작과 콘서트 투어를 향해

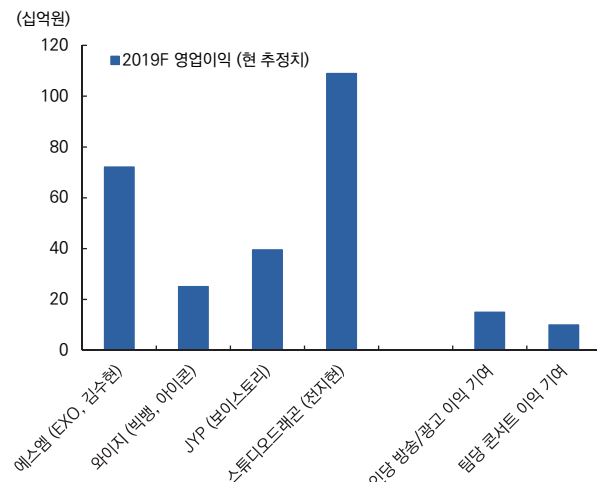
- 드라마: 중국도 판권 판매 다음 단계는 오리지널 제작 대행, 15% 이상의 고정 마진 확보 구조 예상
- 19년 중국 OTT향 2편 제작 계획 확인(스드), 이에 따른 제작 역량 홍보 → 추가 수주 연결 기대
- 음악: 장기 성장할 음원 시장 + 당장의 이익인 콘서트 + 10배의 출연료가 기대되는 방송 출연
- 한국 Top 연예인 1인의 연간 매출액 기여는 300억원대, 콘서트 회당 매출액은 10억원(MG) 추정
- 19F 중국 공연 시장 투입 가능 라인업은 빅뱅(19년 11월 이후) > EXO > 아이콘

스튜디오드래곤: 중국향 판권 + 오리지널 통한 실적 성장 기대



자료: 미래에셋대우 리서치센터

주요 기획사: 19F 영업이익 vs. 인당/팀당 중국향 잠재 GP 규모



주: Top-tier 기준, 방송/광고는 광고 15건, 콘서트는 MG 기준 20회를 각각 가정
자료: 미래에셋대우 리서치센터

IV. Global Peer Group (Valuation)

미디어플랫폼
/컨텐츠

글로벌 동종 업체 Valuation

(백만US\$, %, 배)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F
CJ ENM	4,813	3,803	4,533	299	387	224	303	12.5	14.8	16.9	14.2	1.9	1.7	10.1	9.7
CJ CGV	852	1,823	2,000	84	111	2	49	1.4	13.8	NA	17.4	2.6	2.3	8.6	7.7
SBS	381	851	765	1	35	5	33	0.9	5.5	76.1	11.7	0.7	0.6	10.8	4.5
스튜디오드래곤	3,017	386	511	58	102	48	82	12.3	17.7	62.0	36.5	7.2	6.1	24.8	16.9
제이콘텐트리	710	511	596	44	63	23	33	11.7	12.8	28.6	22.4	2.8	2.5	10.1	8.2
에스엠	1,243	582	706	51	64	37	48	9.6	10.6	32.7	25.7	2.9	2.6	15.7	13.5
와이지엔터테인먼트	737	283	330	11	25	8	21	2.4	5.9	92.2	35.4	2.3	2.1	33.7	22.0
JYP Ent.	1,212	127	159	31	47	24	39	24.7	29.5	48.8	30.5	10.3	7.7	34.2	23.8
Walt Disney (미)	193,673	70,200	72,258	16,726	17,162	12,133	13,072	20.5	18.6	16.1	15.5	3.1	2.7	11.1	10.6
Comcast (미)	195,977	102,984	112,154	21,937	23,727	13,741	14,349	16.5	15.9	14.9	13.7	2.4	2.1	8.0	7.5
21C Fox (미)	102,058	35,407	37,489	7,462	8,113	4,311	4,635	17.5	15.6	24.5	21.8	3.2	2.9	14.3	13.4
Netflix (미)	133,139	17,851	22,403	1,875	2,957	1,336	2,117	25.7	28.0	90.9	60.1	23.6	16.6	61.7	40.9
Zhejiang Huace Film & TV (중)	2,970	1,053	1,267	144	183	125	160	10.5	12.2	23.5	18.4	2.4	2.1	19.5	15.4
Fuji Media Holdings (일)	4,072	6,298	6,320	266	279	240	251	3.4	3.3	16.1	15.6	0.6	0.5	10.4	9.9
AMC Ent. (미)	1,575	6,132	6,332	304	373	-41	37	-1.0	2.3	NA	42.4	1.0	0.9	7.2	6.9
CINEMARK (미)	4,897	3,536	3,675	488	486	284	316	17.6	17.7	17.9	15.8	2.9	2.6	8.0	7.6
CINEWORLD (영)	5,585	4,830	5,434	636	790	292	509	13.6	13.6	13.7	11.3	1.2	1.1	9.5	7.9
Wanda Cinema Line (중)	6,599	2,559	2,998	359	434	295	362	14.1	15.0	19.5	15.9	3.0	2.6	13.0	10.5
Hengdian Ent. (중)	1,776	477	559	78	97	66	80	17.4	17.8	26.9	22.3	5.0	4.2	16.2	12.9
Jinye Media (중)	616	383	415	47	52	39	46	10.9	10.8	16.1	13.9	1.9	1.7	NA	NA
Live Nation Ent. (미)	12,537	11,835	12,796	325	457	-15	80	4.0	4.5	815.8	113.1	8.6	6.5	15.1	13.5
Madison Square Garden (미)	6,724	1,839	1,927	24	71	5	21	0.8	1.7	364.7	129.0	2.2	2.2	25.3	20.8
Avex Group (일)	678	1,644	1,692	79	88	41	46	8.5	NA	15.3	13.7	1.3	1.2	NA	NA

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

21 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

IV. 투자 전략: Peer는 없다, 나 자신과 비교한다

미디어플랫폼
/컨텐츠

플랫폼: 상대 저평가 매력
콘텐츠: 역사상 최고 환경

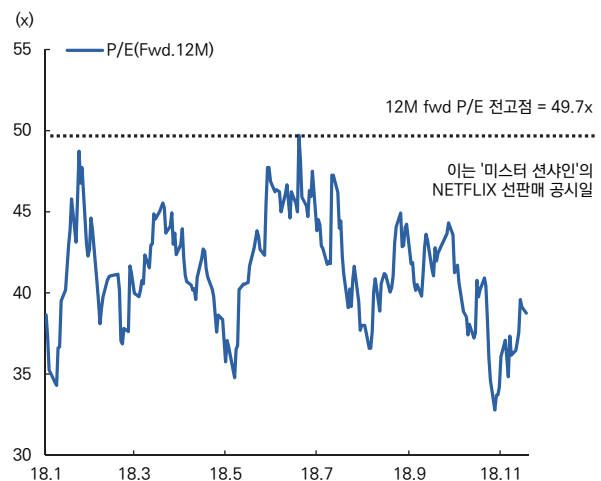
- 미디어: 광고 매체별 디커플링, 콘텐츠 경쟁력 활용한 <TV 역성장 방어> + <디지털 성장 노출>에 주목
- 영화: 글로벌 극장 둔화 전망은 기 반영, 기업별 리스크 완화(비용, 환율) + 흥행작 시점 반등 가능
- 드라마: 완성작 판매 & 오리지널 제작 모두 '넷플릭스 → 중국 → 글로벌 확장' 원할, 타겟은 전고점
- 연예 기획사: 10년 만에 **이의 성장과 확장 기대감 동반**된 시점, 멀티플 확장기 평균 P/E 40x 목표

엔터 3사는 증익과 확장 기대감 동반 상승기, 업종 P/E 타겟 40배



자료: 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤은 Historical P/E 고점에 필적하는 성장 모멘텀 보유



자료: 미래에셋대우 리서치센터

22 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

장기 계획이 하나씩 현실화

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	153,000
현재주가(18/11/16, 원)	108,700
상승여력	41%

영업이익(18F, 십억원)	54
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	58
EPS 성장률(18F, %)	54.3
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.7
P/E(18F, x)	67.1
MKT P/E(18F, x)	8.5
KOSDAQ	690.18
시가총액(십억원)	3,048
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	23.9
외국인 보유비중(%)	2.4
배타(12M) 일간수익률	1.13
52주 최저가(원)	57,800
52주 최고가(원)	119,800
주가상승률(%)	1개월 8.1 6개월 17.0 12개월 0.0
절대주가	14.5 44.2 0.0
상대주가	

투자포인트

- 글로벌 영상 콘텐츠 수요 증가의 핵심 수혜주
- 캡티브 보유로 인한 高 제작비 투자 여력, 우수 크리에이터 보유가 최대 강점
- 플랫폼 경쟁은 2019년 美 전통 미디어 가세 이후 더욱 대형화 & 장기화 가능성 높음
- 12월 '알함브라 궁전의 추억'(중국 + 넷플릭스 판매), 1Q19 '아스달 연대기' 등 대작 풍부
- 19년 중국 2편, 넷플릭스 2편의 오리지널 편성 계획, 향후 타채널로도 기획 확대 예상
- 19년 예상 매출액 +48%, 영업이익 103%: 중국 완성작 판권 + 오리지널 추가로 레버리지 기대

Risk 요인

- 흥행 및 외교 불확실성



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	0	0	196	287	384	570
영업이익 (십억원)	0	0	111	33	54	109
영업이익률 (%)	-	-	56.6	11.5	14.1	19.1
순이익 (십억원)	0	0	0	24	45	86
EPS (원)	0	0	0	1,050	1,620	3,081
ROE (%)	0.0	0.0	0.0	9.5	11.6	18.9
P/E (배)	-	-	-	61.9	67.1	35.3
P/B (배)	-	-	-	4.9	7.4	6.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	196	287	384	570
매출원가	0	240	316	442
매출총이익	196	47	68	128
판매비와관리비	58	14	15	19
조정영업이익	111	33	54	109
영업이익	111	33	54	109
비영업손익	-47	-3	5	1
금융손익	-1	-1	4	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	64	30	59	110
계속사업법인세비용	1	6	13	24
계속사업이익	8	24	45	86
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	0	24	45	86
지배주주	0	24	45	86
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	8	24	45	86
지배주주	8	24	45	86
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	133	74	118	182
FCF	-13	-7	63	145
EBITDA 마진율 (%)	67.9	25.8	30.7	31.9
영업이익률 (%)	56.6	11.5	14.1	19.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.0	8.4	11.7	15.1

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	81	290	297	414
현금 및 현금성자산	12	51	199	257
매출채권 및 기타채권	39	55	55	89
재고자산	0	1	1	2
기타유동자산	30	183	42	66
비유동자산	161	170	198	217
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	1	1
무형자산	124	128	150	167
자산총계	242	459	495	631
유동부채	84	91	81	130
매입채무 및 기타채무	20	32	32	51
단기금융부채	8	10	0	0
기타유동부채	56	49	49	79
비유동부채	21	0	0	1
장기금융부채	20	0	0	0
기타비유동부채	1	0	0	1
부채총계	106	91	81	130
지배주주지분	136	368	414	501
자본금	11	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320
이익잉여금	8	32	77	164
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	136	368	414	501

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	-	61.9	67.1	35.3
P/CF (x)	-	21.2	25.8	17.0
P/B (x)	-	4.9	7.4	6.1
EV/EBITDA (x)	-	22.1	24.1	15.3
EPS (원)	0	1,050	1,620	3,081
CFPS (원)	1,735	3,068	4,207	6,397
BPS (원)	6,176	13,141	14,772	17,853
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-	46.4	33.8	48.4
EBITDA증가율 (%)	-	-44.4	59.5	54.2
조정영업이익증가율 (%)	-	-70.3	63.6	101.9
EPS증가율 (%)	-	-	54.3	90.2
매출채권 회전율 (회)	5.3	6.2	7.0	8.0
재고자산 회전율 (회)	0.0	443.0	296.7	337.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	40.5	52.0	55.9
ROA (%)	0.0	6.8	9.5	15.3
ROE (%)	0.0	9.5	11.6	18.9
ROIC (%)	72.2	15.6	20.8	38.3
부채비율 (%)	77.8	24.7	19.6	26.0
유동비율 (%)	96.4	319.6	368.1	319.0
순차입금/자기자본 (%)	12.1	-49.4	-48.1	-51.3
조정영업이익/금융비용 (x)	129.7	19.0	1,181.1	0.0

플랫폼 수혜 탄력이 가장 강하다

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	60,000
현재주가(18/11/16, 원)	41,550
상승여력	44%
영업이익(18F, 십억원)	12
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	11
EPS 성장률(18F, %)	-57.2
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.7
P/E(18F, x)	104.3
MKT P/E(18F, x)	8.5
KOSDAQ	690.18
시가총액(십억원)	756
발행주식수(백만주)	20
유동주식비율(%)	62.7
외국인 보유비중(%)	14.7
배타(12M) 일간수익률	0.70
52주 최저가(원)	27,000
52주 최고가(원)	46,700
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-1.8 53.0 24.6
상대주가	4.1 88.5 40.8

투자포인트

- 글로벌 음원/동영상 플랫폼 영향력 확대 국면에서 3사 중 최대 수혜 전망
- 굳건한 동남아 팬베이스와, 블랙핑크 유튜브 구독자 1.5천만의 수익화 진행 중
- 유니버설뮤직과 협업 통한 북미/유럽 시장 진입도 기대
- 본업: 빅뱅 공백으로 19년까지 실적 악화 불가피, 다만 아이콘/위너/블핑의 빠른 성장은 긍정적
- 콘텐츠: 단기 이익 기여 가능성 낮음(최근 4개 분기 -96억원). 경험 축적 이후의 장기 접근 추천
- '보석함' (K팝스타 출신, 일본인 연습생 등 출연) 통한 신규 보이그룹 등 라인업 기대

Risk 요인

- 아티스트 인적 리스크



결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	193	322	350	287	300	449
영업이익 (십억원)	22	32	24	12	25	54
영업이익률 (%)	11.4	9.9	6.9	4.2	8.3	12.0
순이익 (십억원)	28	19	18	8	21	45
EPS (원)	1,700	1,094	931	398	1,052	2,305
ROE (%)	14.7	7.7	5.7	2.3	5.8	11.7
P/E (배)	26.2	25.9	31.0	104.3	39.5	18.0
P/B (배)	3.6	1.8	1.6	2.3	2.2	2.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 와이즈엔터테인먼트, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)					예상 재무상태표 (요약)					예상 주당가치 및 valuation (요약)				
(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F	(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F		12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	350	287	300	449	유동자산	307	340	363	409	P/E (x)	31.0	104.3	39.5	18.0
매출원가	249	199	200	301	현금 및 현금성자산	99	181	201	203	P/CF (x)	12.9	51.5	39.5	16.3
매출총이익	101	88	100	148	매출채권 및 기타채권	40	34	34	49	P/B (x)	1.6	2.3	2.2	2.0
판매비와관리비	77	76	75	94	재고자산	18	16	16	23	EV/EBITDA (x)	13.8	31.2	19.4	10.2
조정영업이익	24	12	25	54	기타유동자산	150	109	112	134	EPS (원)	931	398	1,052	2,305
영업이익	24	12	25	54	비유동자산	276	238	232	250	CFPS (원)	2,245	806	1,052	2,556
비영업손익	6	0	1	2	관계기업투자등	14	12	12	18	BPS (원)	17,816	17,983	18,897	21,063
금융손익	7	8	9	9	유형자산	87	93	89	86	DPS (원)	150	150	150	150
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	무형자산	63	60	57	53	배당성장률 (%)	22.7	57.7	15.1	6.9
세전계속사업손익	30	12	26	56	자산총계	584	578	594	659	배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.4	0.4
계속사업법인세비용	18	7	8	17	유동부채	73	65	66	93	매출액증가율 (%)	8.7	-18.0	4.5	49.7
계속사업이익	12	5	18	39	매입채무 및 기타채무	47	40	41	59	EBITDA증가율 (%)	-12.8	-38.2	57.1	84.8
중단사업이익	0	0	0	0	단기금융부채	2	4	4	4	조정영업이익증가율 (%)	-25.0	-50.0	108.3	116.0
당기순이익	12	5	18	39	기타유동부채	24	21	21	30	EPS증가율 (%)	-14.9	-57.3	164.3	119.1
지배주주	18	8	21	45	비유동부채	78	82	82	83	매출채권 회전율 (회)	10.7	8.2	9.2	11.3
비지배주주	-6	-3	-3	-6	장기금융부채	75	79	79	79	재고자산 회전율 (회)	20.1	16.7	18.9	23.0
총포괄이익	6	6	18	39	기타비유동부채	3	3	3	4	매입채무 회전율 (회)	22.7	18.3	19.7	24.3
지배주주	13	56	216	474	부채총계	151	146	147	175	ROA (%)	2.2	0.8	3.0	6.3
비지배주주	-7	-50	-198	-435	지배주주지분	343	346	364	407	ROE (%)	5.7	2.3	5.8	11.7
EBITDA	34	21	33	61	자본금	9	9	9	9	ROIC (%)	7.1	2.0	10.7	24.0
FCF	-8	-2	25	40	자본잉여금	209	209	209	209	부채비율 (%)	35.1	33.9	33.0	36.3
EBITDA 마진율 (%)	9.7	7.3	11.0	13.6	이익잉여금	124	126	144	186	유동비율 (%)	419.4	526.1	552.8	442.2
영업이익률 (%)	6.9	4.2	8.3	12.0	비지배주주지분	89	86	83	77	순차입금/자기자본 (%)	-32.8	-42.1	-45.4	-44.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.1	2.8	7.0	10.0	자본총계	432	432	447	484	조정영업이익/금융비용 (x)	14.0	5.7	11.9	25.8

자료: 와이즈엔터테인먼트, 미래에셋대우 리서치센터



[플랫폼/컨텐츠] 새로운 판에 대처하는 키워드 : P.R.I.C.E.

인터넷 플랫폼 비즈니스

Top-Pick : 게임 & 엔씨소프트(036570)

김창권

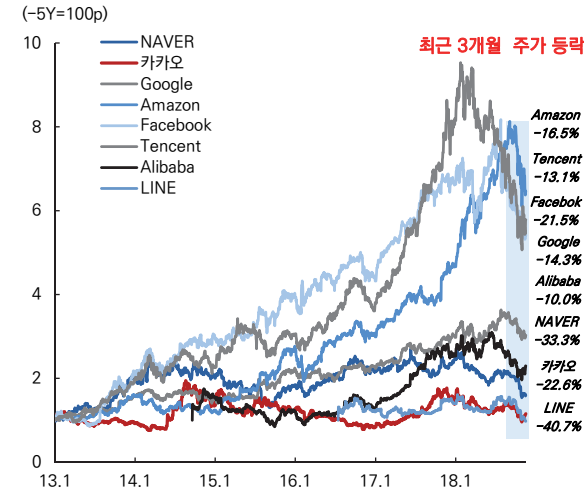
02- 3774-1614

changkwean.kim@miraeasset.com

2018년 글로벌 인터넷 기업 6년만에 조정 국면 → 새로운 비즈니스 모델 출현에 주목

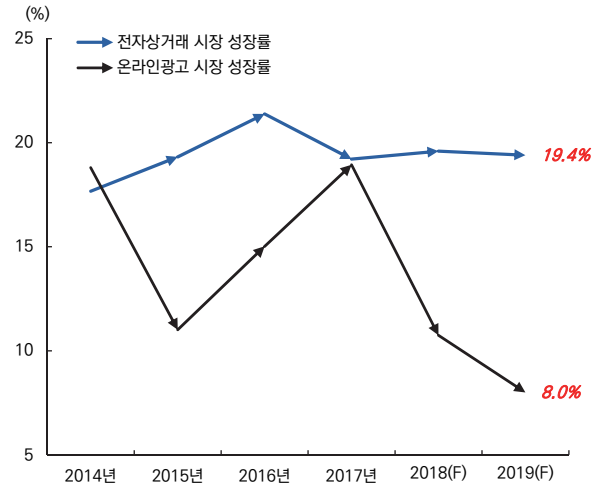
- 지난 6년간 모바일 광고와 전자상거래 시장 급 성장
- 극소수의 승자 독식 구조로 정착되면서 관련 인터넷 기업 실적과 주가 급등
- 2019년 온라인광고 시장은 YoY +8.0% 성장 둔화, 전자상거래 시장은 YoY +19.4% 고성장 지속 전망
- 웹툰 등 콘텐츠와 O2O 공유경제 관련 신규 매출액 증가와 전자상거래 과점 기업 출현 여부

글로벌 인터넷 기업 주가 추이(2013~2018)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

전자상거래&온라인광고 시장 성장률 추이(2012~2019)



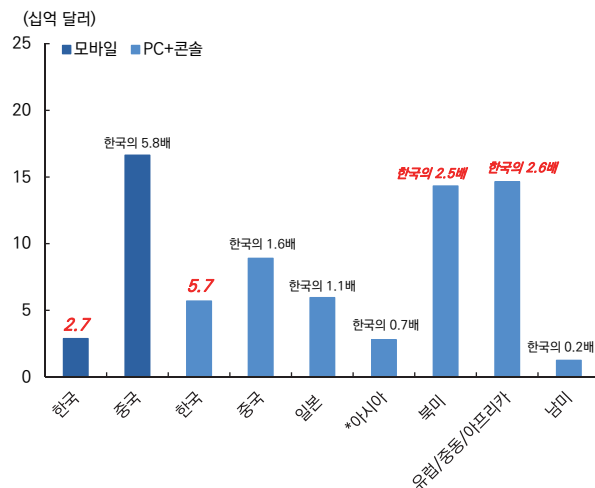
자료: 한국온라인광고협회(KOA), 통계청, 우정경영연구소, 미래에셋대우 리서치센터

[요약] ② 게임 산업

2019년 리니지4 BTS(방탄소년단)처럼 될 가능성에 주목

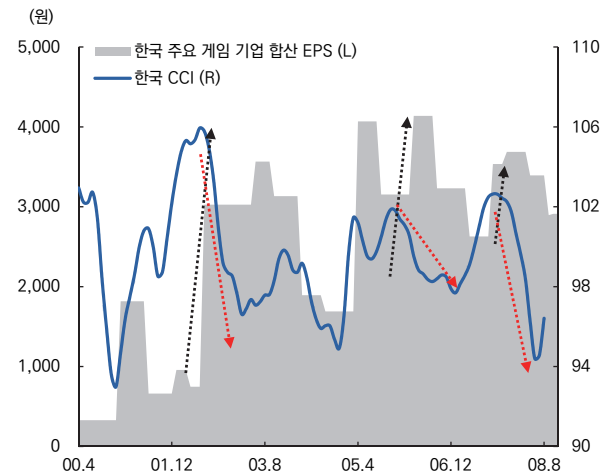
- 2018년 국내 게임 시장은 몇몇 MMORPG가 매출을 과점하는 구조 고착화
- 모바일↔PC↔콘솔에서 동시에 한 게임을 즐기는 크로스플랫폼 시대, 한국 게임 기업에 새로운 기회
- 게임산업은 경기 등 외생 변수에 둔감한 경기 방어주
- 실적 모멘텀, PC와 모바일을 아우르는 다양한 신규 게임 라인업, 밸류에이션 등 현시점은 엔씨소프트가 여러 면에서 돋보이는 원탑 탐픽→점진적인 투자 종목군 확대 전략

2019(F) 한국 게임 시장 대비 타 국가/대륙 시장 규모



주: *아시아는 한국/중국/일본을 제외한 수치
자료: PwC, 미래에셋대우 리서치센터

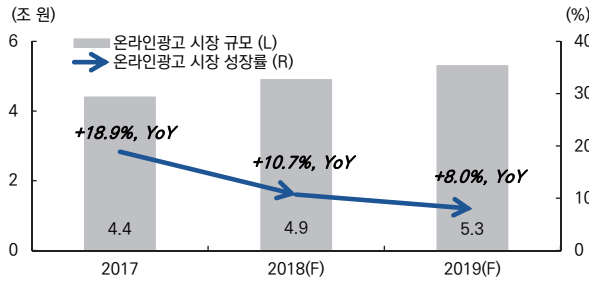
주요 게임 기업 합산 EPS & 소비자신뢰지수(CCI)



주: 엔씨소프트, CJ Internet EPS 합산
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

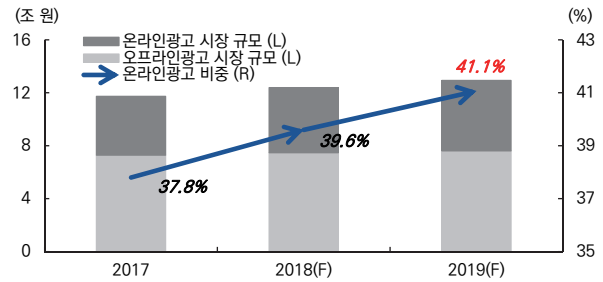
[온라인광고&전자상거래 시장] 온라인 비중은 확대, 성장률은 둔화

[국내 온라인광고 시장] 규모 및 성장률



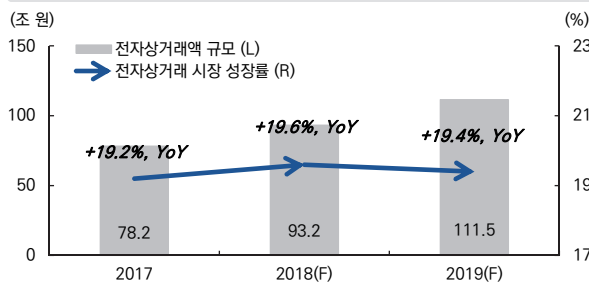
자료: 한국온라인광고협회(KOA), PwC, 미래에셋대우 리서치센터

[국내 온라인광고 시장] 침투율



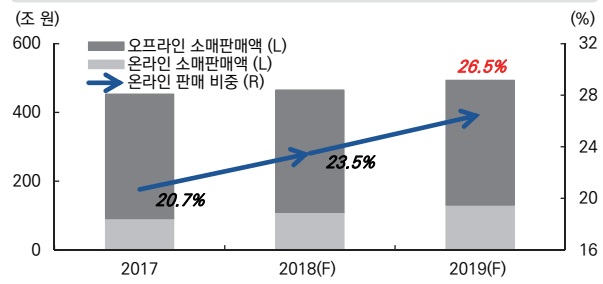
자료: 한국온라인광고협회(KOA), PwC, 미래에셋대우 리서치센터

[국내 전자상거래 시장] 규모 및 성장률



자료: 통계청, 우정경영연구소, 미래에셋대우 리서치센터

[국내 전자상거래 시장] 침투율

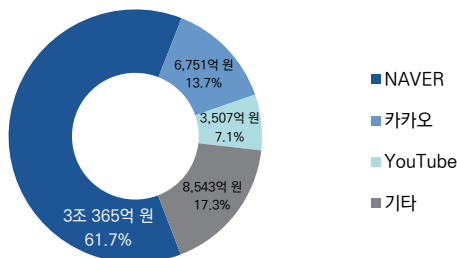


자료: 통계청, 우정경영연구소, 미래에셋대우 리서치센터

I. 2019년 산업 전망

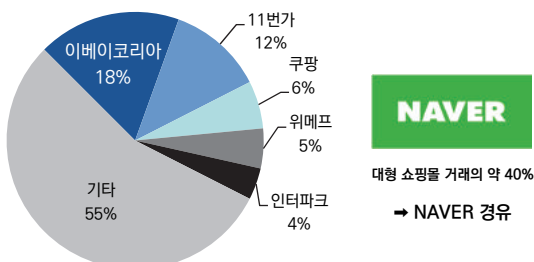
[온라인광고&전자상거래 시장] 동영상 광고의 신흥 강자 “YouTube”, 전자상거래 시장은 “점전” 中

[국내 온라인광고 시장] 2018년 매출액 점유율 예상



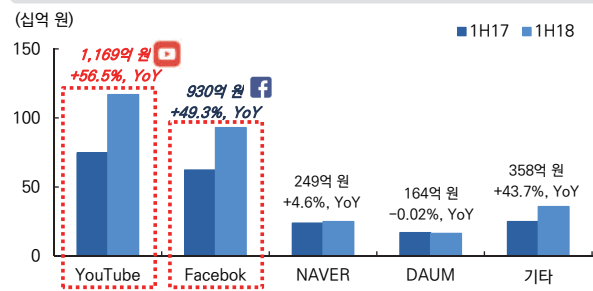
자료: 한국온라인광고협회(KOA), 전자공시시스템(DART), 미래에셋대우 리서치센터

[국내 전자상거래 시장] 2017년 온라인 쇼핑물 시장 점유율



자료: 이데일리 보도 자료, 미래에셋대우 리서치센터

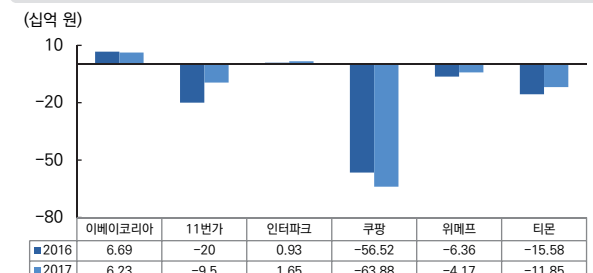
동영상 광고 시장에서 빠르게 성장하고 있는 “YouTube”



주: 2019 MezzoMedia 리서치 「미디어 이용행태 및 광고 소비자태도」

자료: MezzoMedia, 미래에셋대우 리서치센터

국내 전자상거래 기업 ▶ “적자 지속” + “치열한 경쟁”



주: 2019 MezzoMedia 리서치 「미디어 이용행태 및 광고 소비자태도」

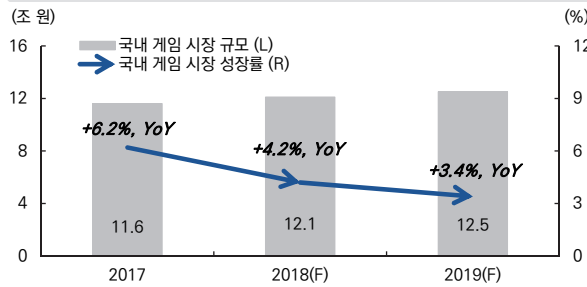
자료: MezzoMedia, 미래에셋대우 리서치센터

I. 2019년 산업 전망

인터넷 플랫폼
비즈니스

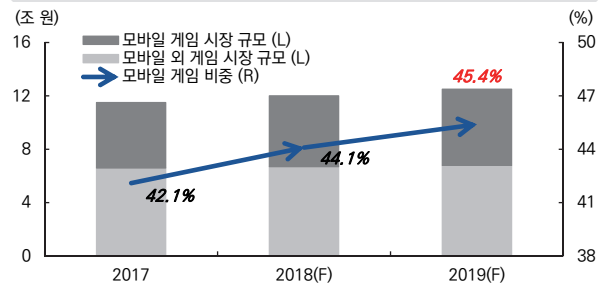
[게임 시장] 모바일 플랫폼의 비중 확대와 대형 게임사의 매출 독점 현상

[국내 게임 시장] 규모 및 성장률



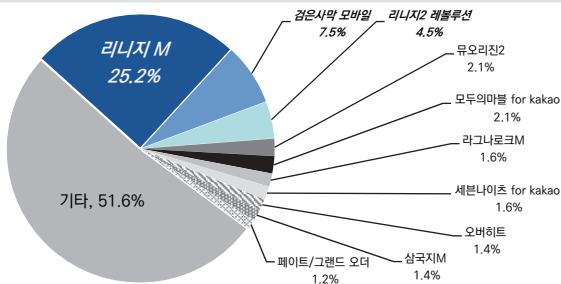
자료: 한국콘텐츠진흥원 「게임백서2017」, 미래에셋대우 리서치센터

[국내 게임 시장] 모바일 게임 시장의 점유율 확대 국면 진행 중



자료: 한국콘텐츠진흥원 「게임백서2017」, 미래에셋대우 리서치센터

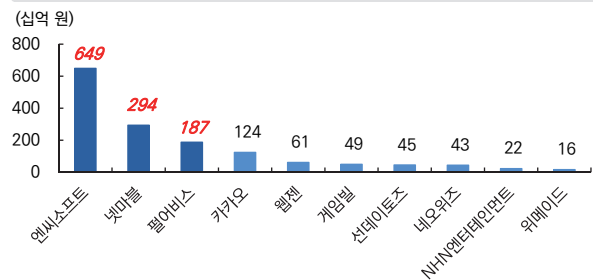
국내 매출액 상위 10위 모바일 게임(구글 플레이 스토어 기준)



주: 매출액은 구글 플레이 스토어 기준이며 2018년도 1분기~3분기 합산 추정치
자료: WISEAPP, 미래에셋대우 리서치센터

7 | 2019 산업별 투자전략

국내 모바일 게임 업체 매출(1Q18 ~ 3Q18 누적)



주: 매출액은 구글 플레이 스토어 기준, 2018년도 1분기~3분기 합산 추정치
자료: WISEAPP, 미래에셋대우 리서치센터

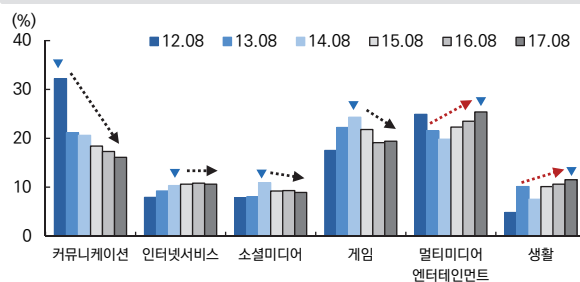
Mirae Asset Daewoo Research

II. 2019년 산업 이슈

인터넷 플랫폼
비즈니스

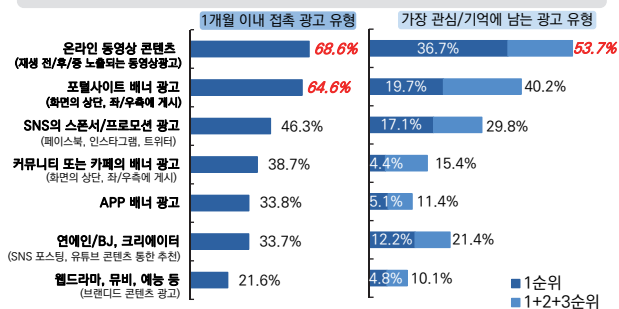
[온라인광고 시장] 동영상 전성시대 → “동영상 광고 폭풍”

[모바일 어플리케이션] 주요 카테고리별 이용시간 비중 변화



주: 2018 Nielsen Korea Media Research Report
자료: Koreanclicks, 미래에셋대우 리서치센터

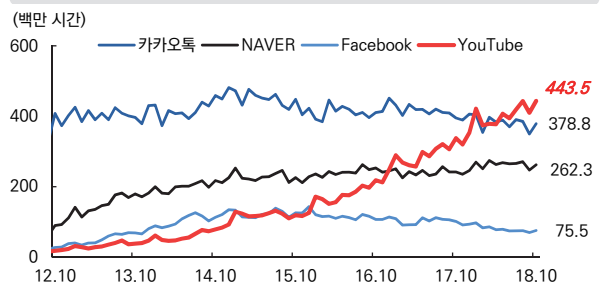
온라인 광고 접촉 경험: 광고 효과 = 동영상광고 > 배너광고



주: 2019 MezzoMedia 리서치 「미디어 이용행태 및 광고 소비자태도」
자료: MezzoMedia, CJ E&M, 미래에셋대우 리서치센터

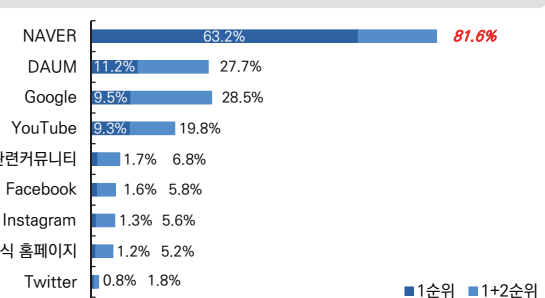
8 | 2019 산업별 투자전략

[모바일 어플리케이션] 월간 체류 시간



자료: Koreanclicks, 미래에셋대우 리서치센터

온라인 매체 정보 수집 경로 점유율(네이버의 압도적인 검색 지배력)

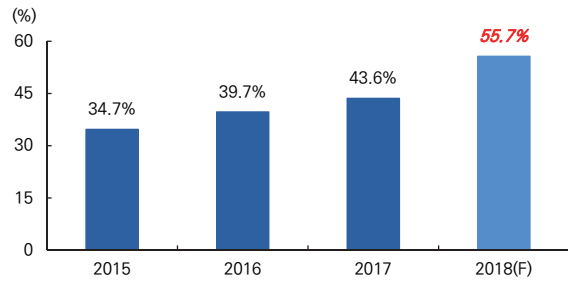


주: 2019 MezzoMedia 리서치 「미디어 이용행태 및 광고 소비자태도」
자료: MezzoMedia, CJ E&M, 미래에셋대우 리서치센터

Mirae Asset Daewoo Research

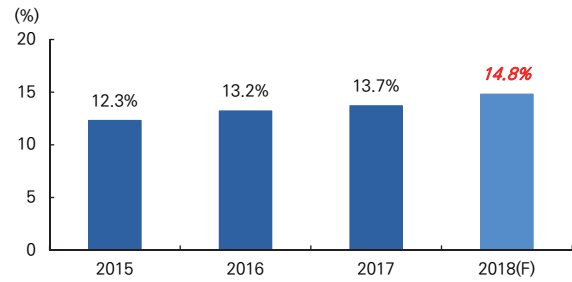
[전자상거래 시장] 아마존 VS 한국의 아마존

[미국 전자상거래 시장] 아마존의 시장 점유율 추이



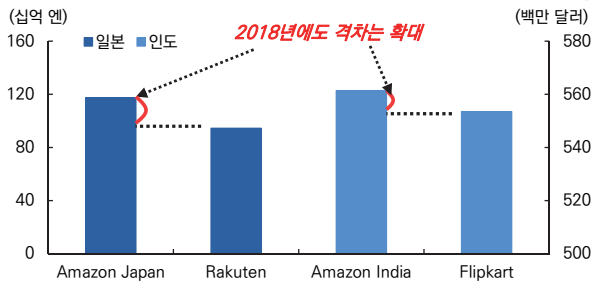
자료: Amazon, Census Bureau(美 통계청), 미래에셋대우 리서치센터

[글로벌 전자상거래 시장] 아마존의 시장 점유율 추이



자료: Amazon, eMarketer, Census Bureau(美 통계청), 미래에셋대우 리서치센터

[글로벌 전자상거래 시장] 아마존, 2017년 일본/인도 시장에서 1위 등극



자료: Mitsui Fudoan, Statista, 미래에셋대우 리서치센터

[국내 전자상거래 시장] 절대강자 없는 한국 시장, 아마존 VS 한국의 아마존



자료: 언론사 종합, 미래에셋대우 리서치센터

9 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

II. 2019년 산업 이슈

[게임 시장] 게임 중독은 정신 질환, 확률형 아이템은 규제 대상

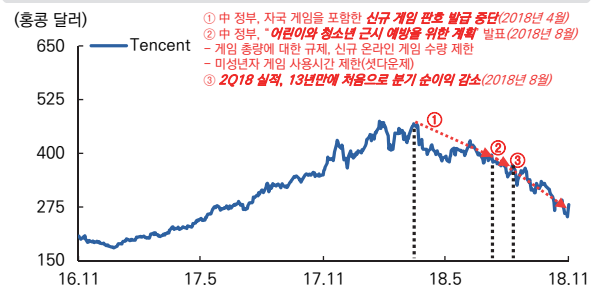
[세계보건기구(WHO)] 게임중독, “질병”으로 분류



- 1) 현재 WHO는 게임 중독을 질병으로서 포함한 국제질병분류기호(ICD) 개정안을 공개
- 2) 2019년 5월 개정안 확정, 2022년에 효력 발생

자료: 언론사 종합, 미래에셋대우 리서치센터

[중 정부의 게임 산업 규제 정책] 2018년 텐센트 주가는 조정 중



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

[국내 게임 업계 핫 이슈] “확률형 아이템 규제 논란”



자료: 언론사 종합, 미래에셋대우 리서치센터

[국내 게임 산업 규제 정책] 엔씨소프트 과거 주가에는 “제한적”



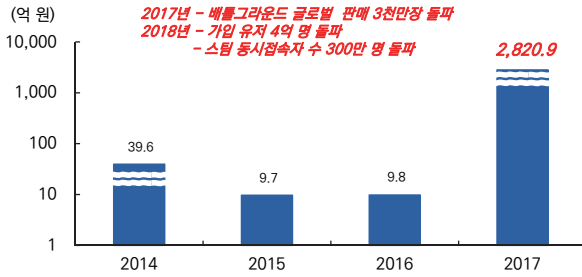
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

10 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

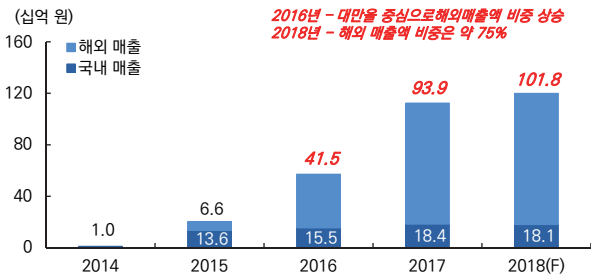
[글로벌 게임 시장] - “배틀그라운드”와 “검은사막”의 글로벌 흥행

[펍지(주) 매출액 추이]



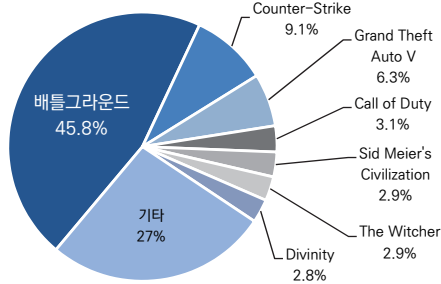
자료: NICE평가정보, 언론사 종합, 미래에셋대우 리서치센터

[펄어비스] 매출액 추이



주: 2018년도 매출액은 미래에셋대우 추정치, 펄어비스의 '검은사막 모바일'은 매출액 추정치에서 제외
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

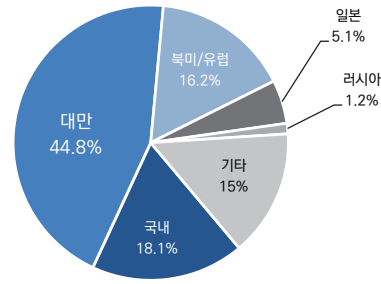
[2017년 Steam 시장 매출 점유율] 배틀그라운드, 시장 매출액 1위 달성



자료: Statista, 미래에셋대우 리서치센터

11 | 2019 산업별 투자전략

[2018년 펄어비스 매출 비중] 해외 매출 비중이 약 81.9%



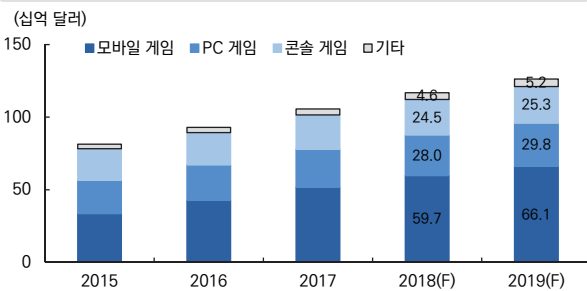
주: 2018년도 매출액은 미래에셋대우 추정치, 펄어비스의 '검은사막 모바일'은 매출액 추정치에서 제외
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

Mirae Asset Daewoo Research

III. Top-Pick : Game

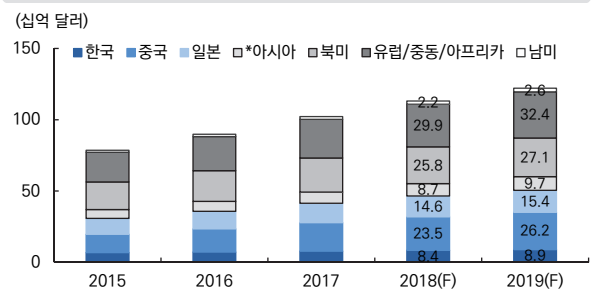
[글로벌 게임 시장] 과거에는 중국 시장, 이제는 북미/유럽 시장으로 진출

[글로벌 게임 시장] 장르별 게임 시장 규모 및 추이



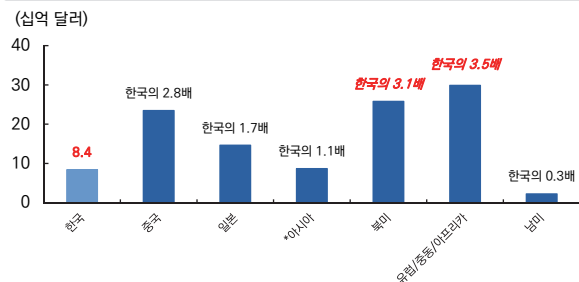
자료: PwC, 미래에셋대우 리서치센터

[글로벌 게임 시장] 국가/대륙별 게임 시장 규모 및 추이



주: *아시아는 한국/중국/일본을 제외한 수치
자료: PwC, 미래에셋대우 리서치센터

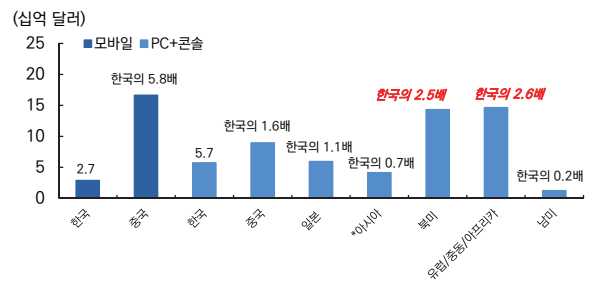
[2018년] 한국 게임 시장 대비 타 국가/대륙 규모



주: *아시아는 한국/중국/일본을 제외한 수치
자료: PwC, 미래에셋대우 리서치센터

12 | 2019 산업별 투자전략

[2019년] 한국 게임 시장 대비 타 국가/대륙 규모



주: *아시아는 한국/중국/일본을 제외한 수치
자료: PwC, 미래에셋대우 리서치센터

Mirae Asset Daewoo Research

멀티플랫폼의 등장

- PC-모바일-콘솔 등 플랫폼에 묶이지 않고 다양한 기기에서 동일한 게임을 즐길 수 있는 크로스 플레이 부상
- 마이크로소프트, 에픽게임즈, 블루홀 등 다양한 국내외 게임 개발사는 크로스 플레이 지원 혹은 지원 예정
- 최근 액티비전 블리자드의 디아블로 모바일 버전 '디아블로 이모탈' 출시
- 콘솔 시장에서 블루홀의 '배틀그라운드'는 선전 중이며 최근 모바일 버전 '배틀그라운드 M' 출시

[크로스 플레이] PC-모바일-콘솔의 경계가 사라지는 게임 시장

기업명	현황 및 트렌드
 마이크로소프트	- 마이크로소프트는 PC와 Xbox One에서 동시에 게임을 즐길 수 있는 'Xbox 플레이 애니웨어'를 운영하고 있음 PC ↔ 콘솔
 에픽게임즈	- 에픽게임즈의 '포트나이트'는 PC, 모바일, 콘솔 유저가 한 팀으로 플레이할 수 있는 '크로스 플레이'를 지원하고 있음 PC ↔ 모바일 ↔ 콘솔
 블루홀	- 블루홀 자회사인 펍지의 게임 '배틀그라운드'는 PC, 모바일, 콘솔(Xbox)에서 게임 플레이가 가능함. - PC와 콘솔 간 크로스 플레이를 검토하고 있음 PC ↔ 콘솔

주: 게임 산업을 둘러싼 10대 변화 트렌드(상정KPMG 경제연구원)
 자료: 상정KPMG, 미래에셋대우 리서치센터

국내외 게임 개발사는 동일 IP를 활용, 멀티플랫폼으로 제공



'엑스박스 플레이 애니웨어', 윈도우10과 게임 환경 통합...신형 PS4와 승부
 [디지털딜리리 - Sep 4, 2016]
 [디지털딜리리] 마이크로소프트(MS)의 '엑스박스(Xbox) 플레이 애니웨어' 전략이 본격화된다. 올 하반기 출시될 '리코아', '포르자 ...
 PC-콘솔의 경계 허무는 XBOX... "어디서나 엑스박스"
 아시아경제 - Sep 4, 2016

PC ↔ 콘솔



'디아블로 이모탈', 워3 리프리즈드 '블라즈런 2018 화려한 개막'
 [게임엔자이드 - Nov 2, 2018]
 블리자드가 '디아블로 이모탈', 워크래프트3 리마스터 '리프리즈드' 등을 함께 블리자드는 디아블로 시리즈와 워크래프트 외에도 '오버워치'의 신규 ...

PC ↔ 모바일



'필라리스' '검은사막모바일', 대만 예약자 200만 돌파'
 [2018년 8월 19일]
 필라리스의 모바일 다중접속역할수행게임(MMORPG) 검은사막모바일의 대만 출시가 임박한 가운데, 국내에 이어 대만 구글 매출 1위 자리를 지키고 있는 리니지M의 ...

PC ↔ 모바일



콘솔에서도 순항 중! '배틀그라운드' Xbox One에서 판매량 100만 장 돌파 ...
 [www.inven.co.kr/webzone/news/news=191230&site... Translate this page]
 Dec 18, 2017 - 필지주식회사(대표 김창환)는 '배틀그라운드'가 '엑스박스(Xbox One)'에서 판매량 100만 장을 돌파했다고 18일 밝혔다. 이는 '엑스박스' 게임 ...

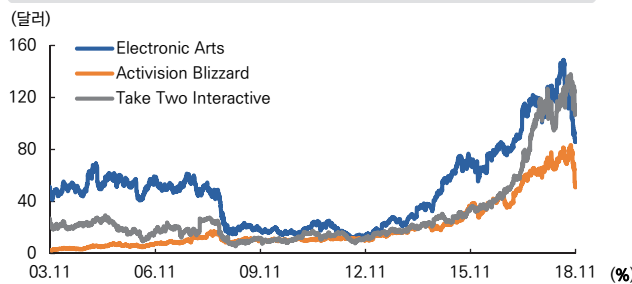
PC ↔ 콘솔

자료: 언론사 종합, 미래에셋대우 리서치센터

III. Top-Pick : Game

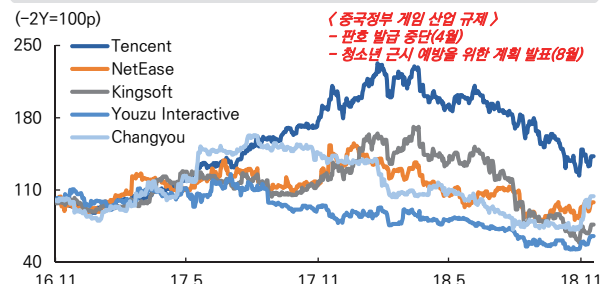
[게임 산업의 특징①] 신작 게임 출시 모멘텀이 주가 상승을 주도

[美 게임 기업] 주가 추이(2003.09~2018.11)



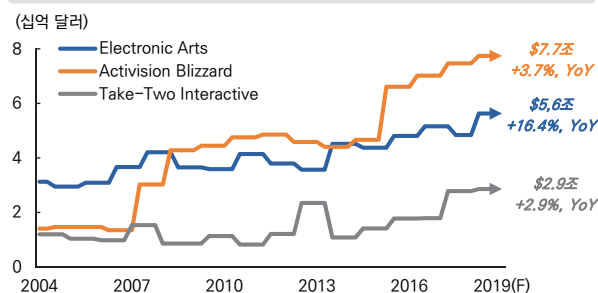
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

[中 게임 기업] 상대주가 추이(2016.11~2018.11)



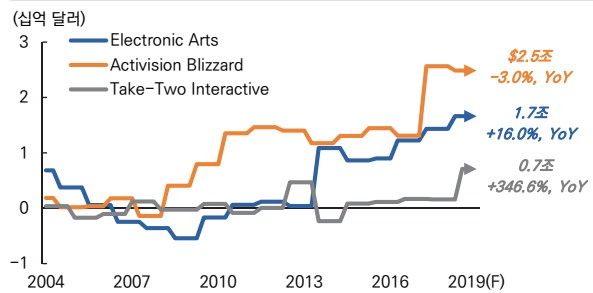
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

[美 게임 기업] 매출액 추이(2004.01~2019.12)



주: 2018년 4분기, 2019년 1~4분기는 컨센서스 추정치
 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

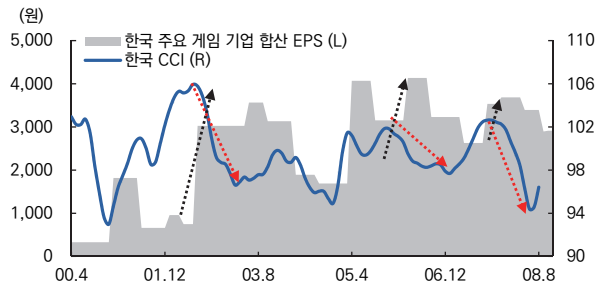
[美 게임 기업] 영업이익 추이(2004.01~2019.12)



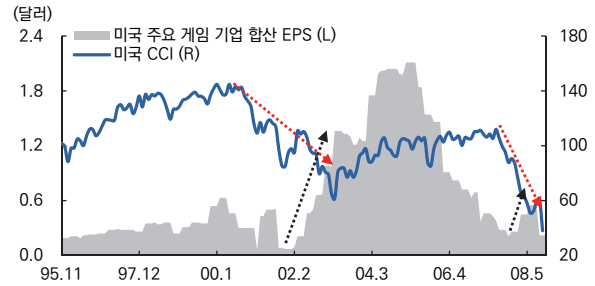
주: 2018년 4분기, 2019년 1~4분기는 컨센서스 추정치
 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

[게임 산업의 특징②] 경기가 위축될 때, 오히려 강세

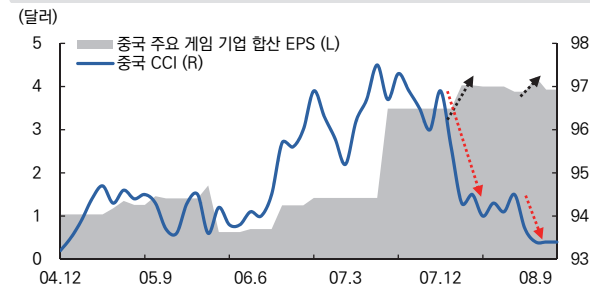
[한국] 주요 게임 기업 합산 EPS & 소비자신뢰지수(CCI)



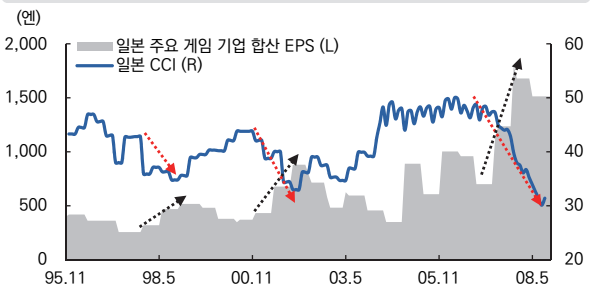
[미국] 주요 게임 기업 합산 EPS & 소비자신뢰지수(CCI)



[중국] 주요 게임 기업 합산 EPS & 소비자신뢰지수(CCI)



[일본] 주요 게임 기업 합산 EPS & 소비자신뢰지수(CCI)

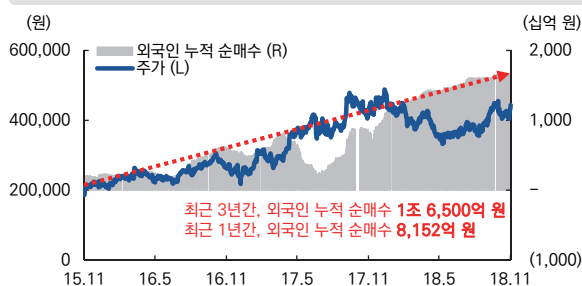


Mirae Asset Daewoo Research

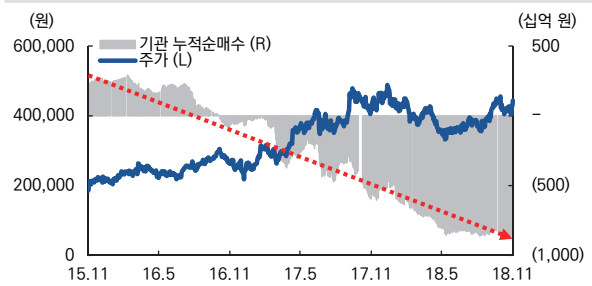
IV. Top-PICK : NCSoft(036570)

[엔씨소프트] 기관&외국인 누적 순매수 및 2019년 실적 전망

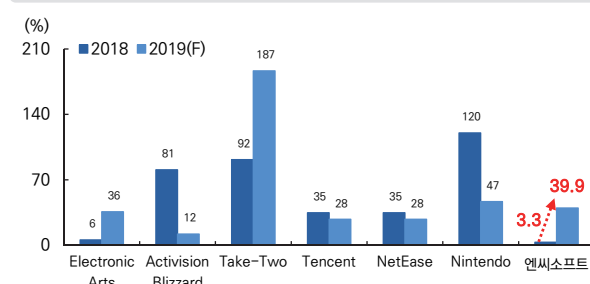
[외국인 누적 순매수] 최근 3년 동안 1조 6,500억 원 순매수



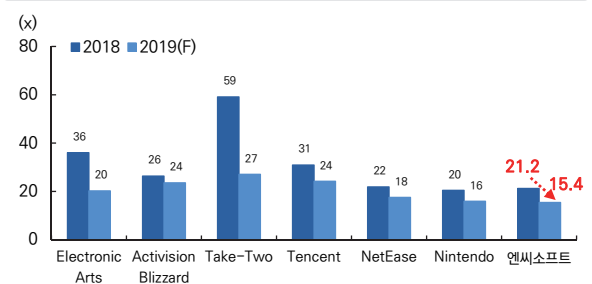
[기관 누적 순매수] 최근 3년 동안 8,500억 원 순매도



[엔씨소프트] Peer Group 대비, 압도적인 EPS 증가 예상



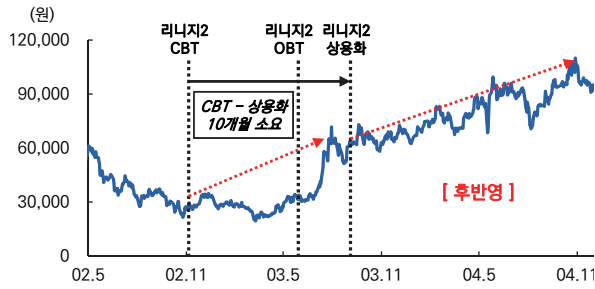
[엔씨소프트] 현재 PER은 20초반에 불과



Mirae Asset Daewoo Research

[엔씨소프트] 신작 게임의 출시를 앞두고, 주가는 선제적으로 상승하는 패턴: 언제 매수해야 하는가?

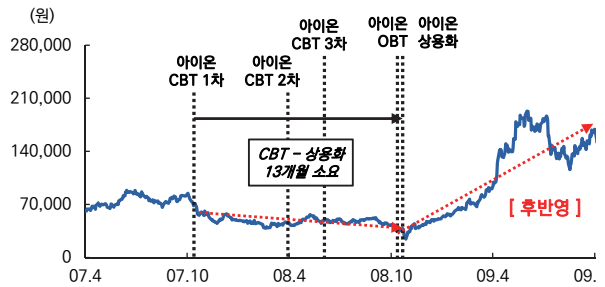
[리니지 2]



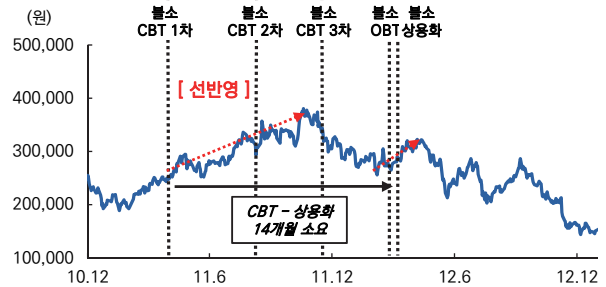
[타볼라라사]



[아이온]



[블레이드 & 소울]

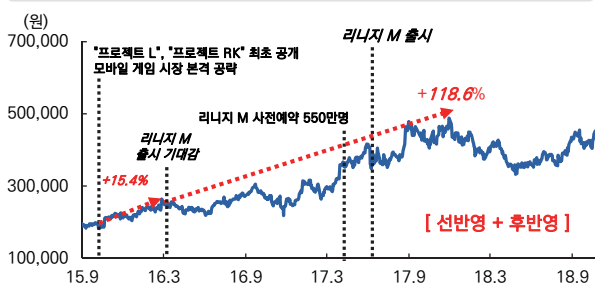


Mirae Asset Daewoo Research

IV. Top-PICK : NCSoft(036570)

[엔씨소프트] 2019년 신작 출시 모멘텀에 주목해야 할 때

[리니지 M]

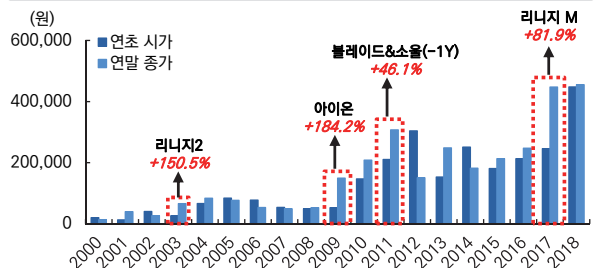


[엔씨소프트] 2019년, 6개의 신작 게임 출시 예정

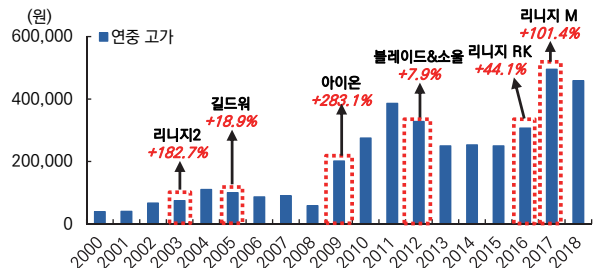
시기	게임 이름
1H19	Project TL CBT *PC & Console
2H19	리니지 2M
	아이온 2
	블레이드 & 소울 2
	블레이드 & 소울 M
	블레이드 & 소울 S

자료: 미래에셋대우 리서치센터

[엔씨소프트] 연초 대비 연말 주가 수익률



[엔씨소프트] 연초 대비 연중 고가 수익률



Mirae Asset Daewoo Research

[엔씨소프트]

2~3년 짜리의 빅 밸리 시작

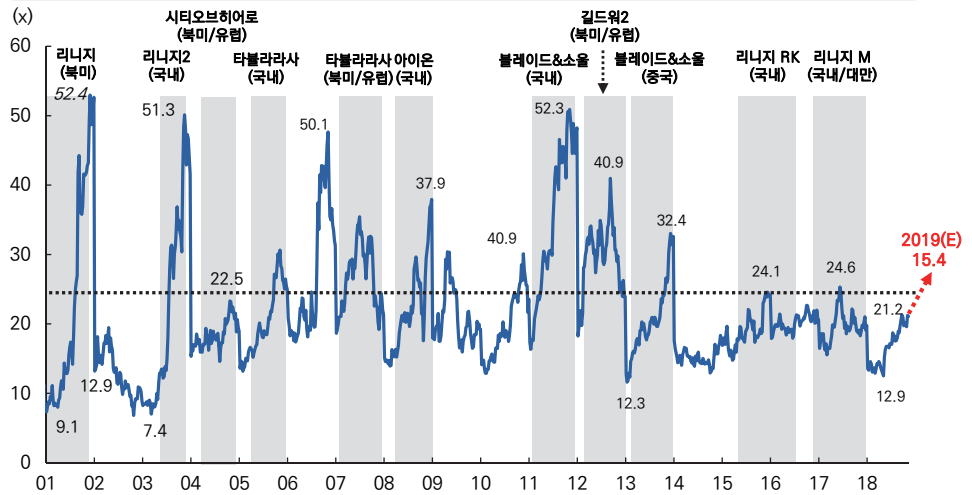
가장 큰 리스크는 출시 연기

현시점 리니지2M은 어느 정도 출시 확정

2019년 1Q or 2Q

- 탑 픽은 게임 출시 일정의 가시성이 높은 “엔씨소프트”
- 리니지 M에서의 안정적인 매출과 6개의 신작 게임 모멘텀을 기대할 수 있는 시기
- 블레이드 & 소울 레볼루션(12월 6일 출시), BTS 월드(2019년 1분기 예정)의 실적 반영과 대형 M&A 기대감이 있는 넷마블에 관심
- 게임주 고PER의 의미는? 향후 흥행 대작으로 EPS 급증 시점 임박

엔씨소프트 P/E 추이: 기대감은 신작 출시 직전에 최고조



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

VI. Global Peer Group (Valuation)

글로벌 인터넷 기업 Valuation

(십억 원, %, 배)

기업명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		EV/EBITDA		PER		PBR		ROE	
		18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F
NAVER	18,954	5,546	6,373	984	1,123	713	796	13.3	11.5	26.8	24.0	3.4	3.0	13.9	13.6
카카오	8,422	2,388	2,760	101	180	78	143	29.8	21.0	99.2	55.7	1.6	1.6	1.8	2.9
카페24	860	170	217	19	36	-11	30	31.9	17.9	-	28.0	12.3	8.5	-30.1	40.2
NHN엔터테인먼트	1,006	1,251	1,451	71	88	126	100	3.0	2.5	8.5	10.2	0.6	0.6	8.0	5.8
인터파크	180	522	553	7	17	0	11	7.0	4.6	-	16.7	1.1	1.0	0.1	6.3
Alphabet	846,672	125,018	148,797	31,793	43,137	43,725	46,301	12.7	10.7	20.0	19.1	4.3	3.5	17.7	16.4
Amazon	951,628	263,161	317,406	13,862	19,988	15,240	20,289	25.9	20.3	62.5	47.6	19.4	13.5	24.0	25.2
Facebook	474,147	61,902	76,681	27,301	28,318	27,453	29,261	11.4	10.3	17.3	16.5	4.8	3.8	25.5	21.6
eBay	32,423	12,025	12,642	3,264	3,444	2,557	2,661	9.2	8.8	12.9	11.5	4.7	4.8	32.0	34.4
Snap	9,993	1,302	1,716	-943	-761	-758	-580	-	-	-	-	4.1	5.2	-40.2	-52.4
Twitter	29,485	3,341	3,795	762	906	673	757	19.9	17.4	39.4	41.1	4.0	3.6	10.0	10.4
Shopify	17,137	1,180	1,641	10	66	37	90	370.2	143.5	468.1	199.9	9.0	8.8	1.3	4.5
MercadoLibre	16,732	1,623	2,222	-80	35	-29	33	-	139.8	-	521.1	57.3	51.6	-13.7	4.2
Yahoo Japan	16,807	9,492	10,080	1,503	1,610	1,005	1,067	5.2	4.9	17.2	15.8	1.9	1.8	10.6	11.3
Rakuten	13,368	10,660	11,974	1,403	1,021	934	619	3.7	4.4	13.5	20.6	1.7	1.6	12.5	8.0
LINE	8,128	2,121	2,444	98	175	-2	72	39.5	26.2	-	105.4	4.2	4.1	0.3	2.6
Tencent	373,779	51,515	67,684	16,002	19,475	12,459	16,038	19.9	16.2	28.7	22.7	6.8	5.4	26.1	25.6
Alibaba	426,734	62,169	85,648	10,651	16,625	15,003	19,758	20.5	15.5	28.4	21.8	5.5	4.5	16.0	18.6
Baidu	72,791	16,580	19,387	3,228	3,697	3,843	4,135	16.3	15.2	18.6	17.2	2.8	2.4	18.5	13.8
JD.COM	35,373	75,786	93,810	-393	139	531	1,237	49.7	22.7	71.9	37.9	4.1	3.8	-0.7	4.5
Weibo	14,497	1,966	2,600	721	978	706	948	18.1	13.4	21.4	16.5	6.5	4.6	38.8	35.7
Momo	7,588	2,261	2,921	591	782	590	767	10.3	7.8	13.3	10.4	5.7	3.9	37.1	34.2
Average								17.3	26.7	31.2	26.9	7.5	6.4	9.5	13.1

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

VI. Global Peer Group (Valuation)

인터넷 플랫폼
비즈니스

글로벌 게임 기업 Valuation

(십억 원, %, 배)

기업명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		EV/EBITDA		PER		PBR		ROE	
		18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F
넷마블	10,444	2,124	2,790	298	595	248	439	19.8	10.9	41.6	23.6	2.3	2.1	5.6	9.3
엔씨소프트	9,818	1,714	2,086	627	806	459	623	11.2	8.8	21.2	15.4	3.3	2.8	16.3	19.5
컴투스	1,626	493	625	156	209	137	171	5.6	4.1	11.8	9.4	1.8	1.6	16.7	17.8
NHN엔터테인먼트	1,006	1,251	1,451	71	88	126	100	3.0	2.5	8.5	10.2	0.6	0.6	8.0	5.8
플레이비스	2,410	430	658	205	318	179	259	10.1	6.6	13.0	9.1	5.3	3.4	51.2	46.8
웹젠	581	241	254	80	82	63	66	5.5	5.4	9.3	8.7	1.7	1.4	20.8	18.0
더블유게임즈	1,120	491	552	142	176	99	120	9.0	7.6	11.1	9.2	2.1	1.7	22.4	22.2
위메이드	344	121	123	-1	-1	8	3	29.7	40.0	-	113.3	1.1	1.2	2.9	1.0
Activision Blizzard	47,705	8,360	8,703	2,781	3,065	2,258	2,453	15.2	13.8	21.2	19.5	3.7	3.2	18.6	17.7
Electronic Arts	30,522	5,830	6,296	1,862	2,146	1,568	1,768	12.9	11.4	19.5	17.2	5.0	4.4	26.4	25.4
Take Two Interactive	14,631	3,345	3,206	795	860	642	664	15.7	14.8	22.9	22.2	5.5	4.4	25.1	19.1
Zynga	3,536	1,012	1,179	180	190	157	167	14.7	13.7	21.6	21.9	2.0	1.9	7.8	8.7
Glumobile	1,314	418	488	41	56	44	59	26.7	19.2	30.7	23.4	6.8	6.2	21.1	27.4
Ubisoft	10,607	2,695	2,980	566	670	448	549	8.9	7.7	25.0	20.9	6.6	4.9	26.6	23.6
Nintendo	51,295	12,649	14,217	2,732	3,636	2,050	2,631	15.1	11.4	21.3	16.6	3.1	2.8	14.9	17.0
Nexon	10,677	2,601	2,833	1,089	1,193	1,013	971	6.0	5.5	10.4	10.7	1.9	1.6	19.9	16.0
Square Enix	4,768	2,639	2,851	360	470	256	320	8.0	6.2	18.1	14.3	2.2	2.0	12.5	15.1
DeNA	3,225	1,332	1,393	176	210	133	153	7.4	6.4	23.5	20.1	1.1	1.1	5.4	5.7
Gungho Online	2,204	800	776	223	203	139	129	7.1	7.8	12.3	13.4	2.4	2.0	20.1	17.3
GREE	1,179	786	826	95	107	69	75	3.1	2.8	16.6	15.3	1.0	0.9	6.3	6.5
Tencent	373,779	51,515	67,684	16,002	19,475	12,459	16,038	19.9	16.2	28.7	22.7	6.8	5.4	26.1	25.6
NetEase	33,121	10,996	13,737	1,347	1,692	1,515	1,862	17.5	13.8	22.5	17.7	3.9	3.4	16.2	17.4
Kingsoft	2,332	922	1,285	-6	106	48	152	16.3	5.5	43.0	13.6	1.1	1.1	3.4	6.8
Youzu Interactive	2,296	605	750	147	183	153	183	14.7	12.2	14.8	12.2	2.9	2.4	19.5	19.3
Changyou	1,082	534	519	126	111	104	116	2.7	2.8	10.3	10.0	1.3	1.2	11.0	11.3
Average								12.2	10.3	19.9	15.7	3.0	2.5	17.0	16.8

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

21 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

엔씨소프트 (036570)

인터넷 플랫폼
비즈니스

2~3년짜리 랠리의 시작

(Initiate)	매수
목표주가(원, 12M)	700,000
현재주가(18/11/16, 원)	466,000
상승여력	50%

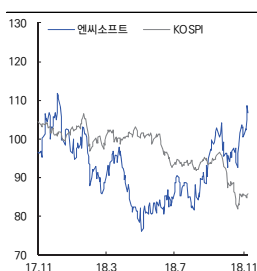
영업이익(18F, 십억원)	635
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	630
EPS 성장률(18F, %)	3.3
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.7
P/E(18F, x)	21.2
MKT P/E(18F, x)	8.5
KOSPI	2,092.40
시가총액(십억원)	10,224
발행주식수(백만주)	22
유통주식비율(%)	81.8
외국인 보유비중(%)	50.3
배타(12M) 일간수익률	1.16
52주 최저가(원)	332,500
52주 최고가(원)	488,000
주가상승률(%)	17개월 10.6, 6개월 29.3, 12개월 6.6
절대주가	13.3, 52.0, 29.2
상대주가	

투자포인트

- 2017년 출시된 '리니지M' 라이프 사이클 연장으로 4분기 실적모멘텀 지속 전망
- 2019년 '리니지2M' 등 5개 모바일게임 출시 예정, 2020년 대작 PC-콘솔게임 'TL' 출시 기대
- PC → 모바일 → 콘솔로 동시 연결되는 크로스 플랫폼 시대, 한국 게임 글로벌 시장 진출 본격화
- 주가 상승에도 불구하고 여전히 낮은 PER 밸류에이션 매력

Risk 요인

- 게임 출시 일정 연기는 게임 업계 고질적인 이슈
- 예상보다 낮은 흥행 성과 역시 게임 기업 투자 시에 항상 고려해야 하는 리스크 요인
- WHO 게임중독 질병 분류 등 게임 산업 규제 가능성 부각



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	839	838	984	1,759	1,712	2,091
영업이익 (십억원)	278	237	329	585	635	880
영업이익률 (%)	33.1	28.3	33.4	33.3	37.1	42.1
순이익 (십억원)	230	165	272	441	456	637
EPS (원)	10,487	7,542	12,416	20,104	20,768	29,057
ROE (%)	18.4	10.6	14.9	19.1	15.9	19.5
P/E (배)	17.4	28.2	19.9	22.3	21.2	15.4
P/B (배)	2.7	2.6	2.7	3.4	3.2	2.8
배당수익률 (%)	1.9	1.3	1.5	1.6	1.6	1.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

22 | 2019 산업별 투자전략

Mirae Asset Daewoo Research

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	984	1,759	1,712	2,091
매출원가	188	212	206	251
매출총이익	796	1,547	1,506	1,840
판매비와관리비	467	962	871	959
조정영업이익	329	585	635	880
영업이익	329	585	635	880
비영업손익	17	25	47	36
금융손익	19	16	23	28
관계기업등 투자손익	7	-2	0	0
세전계속사업손익	346	610	682	916
계속사업법인세비용	75	166	223	274
계속사업이익	271	444	459	642
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	271	444	459	642
지배주주	272	441	456	637
비지배주주	-1	3	3	4
총포괄이익	329	919	459	642
지배주주	329	916	458	640
비지배주주	0	3	1	2
EBITDA	361	615	661	903
FCF	95	566	475	756
EBITDA 마진율 (%)	36.7	35.0	38.6	43.2
영업이익률 (%)	33.4	33.3	37.1	42.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	27.6	25.1	26.6	30.5

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	1,192	1,773	2,122	2,488
현금 및 현금성자산	145	187	579	605
매출채권 및 기타채권	161	198	191	233
재고자산	1	1	0	1
기타유동자산	885	1,387	1,352	1,649
비유동자산	1,169	1,754	1,692	1,957
관계기업투자등	71	34	33	40
유형자산	225	229	205	185
무형자산	53	52	50	47
자산총계	2,361	3,527	3,813	4,445
유동부채	284	456	444	542
매입채무 및 기타채무	28	43	41	51
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	256	413	403	491
비유동부채	181	342	336	378
장기금융부채	150	150	150	150
기타비유동부채	31	192	186	228
부채총계	465	797	780	920
지배주주지분	1,886	2,721	3,022	3,509
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	432	433	433	433
이익잉여금	1,544	1,906	2,207	2,694
비지배주주지분	10	8	11	16
자본총계	1,896	2,729	3,033	3,525

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	19.9	22.3	21.2	15.4
P/CF (x)	14.1	15.6	15.0	11.2
P/B (x)	2.7	3.4	3.2	2.8
EV/EBITDA (x)	12.7	13.7	12.8	9.0
EPS (원)	12,416	20,104	20,768	29,057
CFPS (원)	17,610	28,692	31,153	41,450
BPS (원)	93,096	131,144	144,861	167,085
DPS (원)	3,820	7,280	7,280	7,280
배당성장률 (%)	29.9	34.8	32.7	23.4
배당수익률 (%)	1.5	1.6	1.6	1.6
매출액증가율 (%)	17.4	78.8	-2.7	22.1
EBITDA증가율 (%)	32.7	70.4	7.5	36.6
조정영업이익증가율 (%)	38.8	77.8	8.5	38.6
EPS증가율 (%)	64.6	61.9	3.3	39.9
매출채권 회전율 (회)	8.0	10.0	9.0	10.0
재고자산 회전율 (회)	-	-	-	-
매입채무 회전율 (회)	21.0	48.4	100.1	111.6
ROA (%)	11.9	15.1	12.5	15.5
ROE (%)	14.9	19.1	15.9	19.5
ROIC (%)	155.7	271.5	533.7	-
부채비율 (%)	24.5	29.2	25.7	26.1
유동비율 (%)	419.1	388.9	478.2	459.2
순차입금/자기자본 (%)	-44.0	-51.1	-57.7	-58.7
조정영업이익/금융비용 (x)	110.4	179.6	194.9	270.1

넷마블 (251270)

2019년 흥행작 출현과 M&A 등으로 대변신 가능성에 주목

(Initiate)	매수
목표주가(원, 12M)	156,000
현재주가(18/11/16, 원)	122,500
상승여력	27%

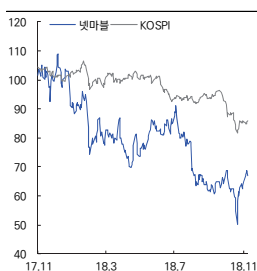
영업이익(18F, 십억원)	283
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	283
EPS 성장률(18F, %)	-31.6
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.7
P/E(18F, x)	45.9
MKT P/E(18F, x)	8.5
KOSPI	2,092.40
시가총액(십억원)	10,444
발행주식수(백만주)	85
유동주식비율(%)	27.9
외국인 보유비중(%)	24.8
배타(12M) 일간수익률	1.63
52주 최저가(원)	91,800
52주 최고가(원)	199,500
주가상승률(%)	1개월 7.0, 6개월 -13.4, 12개월 -35.9
절대주가	9.7, 1.8, -22.3
상대주가	

투자포인트

- 2018년 12월 출시 예정인 '블레이드앤소울 레볼루션' 기대치 이상의 흥행 기대
- 2019년 1분기 'BTS월드' 그리고 2019년 'A3:스틸어라이브' 등 대작 게임 출시 라인업 확보
- 초대형 M&A를 통한 게임 IP 확보와 글로벌 유통망 확대 등 게임 시장 변화를 주도할 전망

Risk 요인

- 2018년 흥행작 부족과 기존 게임 진부화로 실적 모멘텀 약화
- 대규모 M&A 추진은 기업 성장에 대한 기대감도 되지만 역으로 잘못된 M&A 추진은 주가 악재
- 게임 출시 지연과 흥행 부진 등 게임 기업 본질적인 리스크는 존재



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	362	1,073	1,500	2,425	2,116	2,555
영업이익 (십억원)	89	225	295	510	283	386
영업이익률 (%)	24.6	21.0	19.7	21.0	13.4	15.1
순이익 (십억원)	25	121	174	310	227	295
EPS (원)	536	2,049	2,719	3,898	2,667	3,463
ROE (%)	7.8	14.8	15.3	11.2	5.1	6.3
P/E (배)	-	-	-	48.4	45.9	35.4
P/B (배)	-	-	-	3.7	2.3	2.2
배당수익률 (%)	-	-	-	0.2	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	1,500	2,425	2,116	2,555
매출원가	751	0	0	0
매출총이익	749	2,425	2,116	2,555
판매비와관리비	454	1,915	1,833	2,169
조정영업이익	295	510	283	386
영업이익	295	510	283	386
비영업손익	-19	-39	66	65
금융손익	2	9	28	33
관계기업등 투자손익	-3	-6	0	0
세전계속사업손익	276	471	349	451
계속사업법인세비용	66	111	84	107
계속사업이익	209	361	265	344
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	209	361	265	344
지배주주	174	310	227	295
비지배주주	35	51	37	49
총포괄이익	275	569	265	344
지배주주	239	523	243	316
비지배주주	36	47	22	28
EBITDA	325	574	336	430
FCF	107	473	287	431
EBITDA 마진율 (%)	21.7	23.7	15.9	16.8
영업이익률 (%)	19.7	21.0	13.4	15.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.6	12.8	10.7	11.5

자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	721	2,918	3,248	3,545
현금 및 현금성자산	273	1,908	2,366	2,481
매출채권 및 기타채권	247	294	257	310
재고자산	2	2	2	2
기타유동자산	199	714	623	752
비유동자산	1,236	2,429	2,252	2,384
관계기업투자등	6	23	20	24
유형자산	123	145	136	128
무형자산	540	1,237	1,193	1,157
자산총계	1,957	5,348	5,500	5,930
유동부채	421	501	438	528
매입채무 및 기타채무	152	159	138	167
단기금융부채	109	41	36	43
기타유동부채	160	301	264	318
비유동부채	226	381	362	389
장기금융부채	200	234	234	234
기타비유동부채	26	147	128	155
부채총계	647	882	800	917
지배주주지분	1,216	4,329	4,526	4,791
자본금	7	9	9	9
자본잉여금	1,200	3,842	3,842	3,842
이익잉여금	294	603	799	1,064
비지배주주지분	94	136	173	222
자본총계	1,310	4,465	4,699	5,013

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	-	48.4	45.9	35.4
P/CF (x)	-	25.6	28.5	23.0
P/B (x)	-	3.7	2.3	2.2
EV/EBITDA (x)	-	24.2	23.7	18.1
EPS (원)	2,719	3,898	2,667	3,463
CFPS (원)	5,301	7,365	4,302	5,331
BPS (원)	17,949	50,922	53,089	56,194
DPS (원)	0	360	360	360
배당성향 (%)	0.0	8.5	11.6	8.9
배당수익률 (%)	-	0.2	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	39.8	61.7	-12.7	20.7
EBITDA증가율 (%)	31.0	76.6	-41.5	28.0
조정영업이익증가율 (%)	31.1	72.9	-44.5	36.4
EPS증가율 (%)	32.7	43.4	-31.6	29.8
매출채권 회전율 (회)	8.1	9.1	7.8	9.1
재고자산 회전율 (회)	-	-	-	-
매입채무 회전율 (회)	8.5	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	12.3	9.9	4.9	6.0
ROE (%)	15.3	11.2	5.1	6.3
ROIC (%)	40.8	39.3	15.2	25.7
부채비율 (%)	49.4	19.8	17.0	18.3
유동비율 (%)	171.3	582.2	741.5	671.6
순차입금/자기자본 (%)	-8.4	-51.0	-56.5	-57.5
조정영업이익/금융비용 (x)	149.2	37.8	22.5	30.5

2019년 또 한번의 턴어라운드 시도 중

(Initiate)	매수
목표주가(원, 12M)	141,000
현재주가(18/11/16, 원)	112,500
상승여력	25%

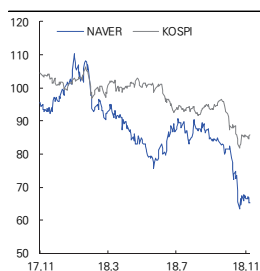
영업이익(18F, 십억원)	954
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	978
EPS 성장률(18F, %)	-14.6
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.7
P/E(18F, x)	28.1
MKT P/E(18F, x)	8.5
KOSPI	2,092.40
시가총액(십억원)	18,542
발행주식수(백만주)	165
유동주식비율(%)	78.7
외국인 보유비중(%)	60.1
베타(12M) 일간수익률	0.86
52주 최저가(원)	109,500
52주 최고가(원)	190,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-15.7 -19.6 -29.9
상대주가	-13.6 -5.5 -15.0

투자포인트

- 2019년 쇼핑 중심 모바일 화면 개편으로 온라인쇼핑 매출액 성장 가속화 전망
- LINE와 웹툰, 아폴로 등 글로벌 사업 확대라는 중장기 성장 과제를 추진 중
- 압도적인 검색 서비스 시장 지배력을 바탕으로 타겟팅 광고 등 단가가 높은 상품군으로 광고 상품 매트릭스 고도화 전망

Risk 요인

- LINE의 부진한 실적이 NAVER 연결 실적 전체에 영향을 주고 있으며 2019년에도 LINE의 부진한 실적 흐름은 이어질 전망
- YouTube로 대변되는 동영상 시청 시간 증가로 모바일 트래픽 경쟁력 약화
- Google, Facebook 등 글로벌 경쟁 플랫폼 주가 약세로 상대 주가 밸류에이션 수준 하향 우려



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	2,758	3,254	4,023	4,678	5,572	6,623
영업이익 (십억원)	758	830	1,102	1,179	954	1,223
영업이익률 (%)	27.5	25.5	27.4	25.2	17.1	18.5
순이익 (십억원)	454	519	749	773	660	805
EPS (원)	2,757	3,147	4,546	4,689	4,006	4,882
ROE (%)	27.8	26.5	26.2	18.5	13.0	14.0
P/E (배)	51.6	41.8	34.1	37.1	28.1	23.0
P/B (배)	8.7	6.8	5.2	4.8	2.8	2.5
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	4,023	4,678	5,572	6,623
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	4,023	4,678	5,572	6,623
판매비와관리비	2,921	3,499	4,618	5,400
조정영업이익	1,102	1,179	954	1,223
영업이익	1,102	1,179	954	1,223
비영업손익	30	17	68	23
금융손익	30	36	41	49
관계기업등 투자손익	-9	-14	1	0
세전계속사업손익	1,132	1,196	1,022	1,246
계속사업법인세비용	361	423	364	444
계속사업이익	771	773	658	802
중단사업이익	-12	-3	0	0
당기순이익	759	770	658	802
지배주주	749	773	660	805
비지배주주	10	-3	-2	-3
총포괄이익	724	627	658	802
지배주주	733	673	705	860
비지배주주	-9	-45	-47	-58
EBITDA	1,265	1,385	1,124	1,362
FCF	1,010	468	1,143	1,210
EBITDA 마진율 (%)	31.4	29.6	20.2	20.6
영업이익률 (%)	27.4	25.2	17.1	18.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	18.6	16.5	11.8	12.2

자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	4,200	4,784	5,593	6,697
현금 및 현금성자산	1,726	1,908	2,271	2,748
매출채권 및 기타채권	694	1,014	1,104	1,312
재고자산	10	36	43	51
기타유동자산	1,770	1,826	2,175	2,586
비유동자산	2,171	3,235	3,330	3,503
관계기업투자등	182	281	335	398
유형자산	863	1,150	1,000	876
무형자산	112	340	320	304
자산총계	6,371	8,019	8,923	10,199
유동부채	1,804	2,303	2,523	2,960
매입채무 및 기타채무	425	544	647	769
단기금융부채	227	361	211	211
기타유동부채	1,152	1,398	1,665	1,980
비유동부채	437	411	479	560
장기금융부채	150	55	55	55
기타비유동부채	287	356	424	505
부채총계	2,241	2,714	3,003	3,519
지배주주지분	3,595	4,762	5,381	6,142
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,217	1,508	1,508	1,508
이익잉여금	3,810	4,556	5,173	5,936
비지배주주지분	535	543	540	538
자본총계	4,130	5,305	5,921	6,680

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	34.1	37.1	28.1	23.0
P/CF (x)	18.5	20.0	16.4	14.1
P/B (x)	5.2	4.8	2.8	2.5
EV/EBITDA (x)	18.2	18.8	13.4	10.4
EPS (원)	4,546	4,689	4,006	4,882
CFPS (원)	8,393	8,698	6,854	7,979
BPS (원)	30,038	36,008	39,756	44,382
DPS (원)	226	289	289	289
배당성장률 (%)	4.3	5.5	6.4	5.3
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	23.6	16.3	19.1	18.9
EBITDA증가율 (%)	28.3	9.5	-18.8	21.2
조정영업이익증가율 (%)	32.8	7.0	-19.1	28.2
EPS증가율 (%)	44.5	3.1	-14.6	21.9
매출채권 회전율 (회)	9.1	8.5	8.2	8.2
재고자산 회전율 (회)	-	-	-	-
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	14.1	10.7	7.8	8.4
ROE (%)	26.2	18.5	13.0	14.0
ROIC (%)	169.2	125.6	96.4	293.4
부채비율 (%)	54.3	51.2	50.7	52.7
유동비율 (%)	232.8	207.8	221.6	226.3
순차입금/자기자본 (%)	-73.1	-60.0	-67.9	-73.0
조정영업이익/금융비용 (x)	181.5	2,073.9	1,953.6	3,210.1

2019년 기다리던 O2O 수확의 계절 예상

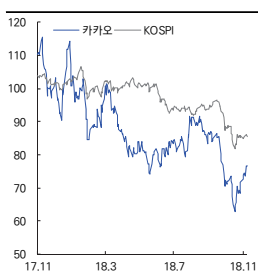
(Initiate)	매수
목표주가(원, 12M)	130,000
현재주가(18/11/20, 원)	107,000
상승여력	27%
영업이익(18F, 십억원)	102
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	102
EPS 성장률(18F, %)	-48.8
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.7
P/E(18F, x)	130.5
MKT P/E(18F, x)	8.4
KOSPI	2,082.58
시가총액(십억원)	8,922
발행주식수(백만주)	83
유동주식비율(%)	62.4
외국인 보유비중(%)	24.4
배타(12M) 일간수익률	1.81
52주 최저가(원)	87,600
52주 최고가(원)	161,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	5.9 -5.7 -33.1
상대주가	9.7 11.4 -18.8

투자포인트

- 2019년 카카오뱅크, 카카오페이, 카카오모빌리티(택시, 카풀), 금융서비스 등 그 동안 준비해온 O2O 공유경제 서비스의 사용자 지표 상승과 실적 모멘텀 전망
- 정부의 공유경제 활성화를 통한 일자리 창출과 경제 지표 개선 유도 등 규제 완화 정책 기대
- 카카오톡 내 광고 인벤토리(노출 지면) 증가로 광고 매출액 증가세 지속 예상

Risk 요인

- 택시 등 기존 사업자 반발로 공유경제 서비스 진행 지연
- 활발한 신규 사업 추진을 위한 인력 증가 및 마케팅 비용 확대 등 비용 부담 우려
- 글로벌 인터넷 기업 투자 심리 악화로 상대 비교 밸류에이션 매력도 약화 가능



결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	932	1,464	1,972	2,383	2,773	3,363
영업이익 (십억원)	89	116	165	102	143	330
영업이익률 (%)	9.5	7.9	8.4	4.3	5.2	9.8
순이익 (십억원)	76	58	109	64	155	276
EPS (원)	1,269	874	1,602	820	1,857	3,307
ROE (%)	3.0	1.9	2.9	1.6	3.7	6.3
P/E (배)	91.2	88.1	85.5	130.5	57.6	32.4
P/B (배)	2.7	1.5	2.3	2.2	2.1	2.0
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)					예상 재무상태표 (요약)					예상 주당가치 및 valuation (요약)				
(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F	(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F		12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	1,464	1,972	2,383	2,773	유동자산	1,217	1,993	2,307	2,701	P/E (x)	88.1	85.5	125.0	55.2
매출원가	0	0	0	0	현금 및 현금성자산	642	1,117	1,279	1,504	P/CF (x)	23.1	30.3	27.1	27.2
매출총이익	1,464	1,972	2,383	2,773	매출채권 및 기타채권	251	307	340	396	P/B (x)	1.5	2.3	2.1	2.0
판매비와관리비	1,348	1,807	2,281	2,630	재고자산	13	22	26	30	EV/EBITDA (x)	24.3	30.5	37.8	32.7
조정영업이익	116	165	102	143	기타유동자산	311	547	662	771	EPS (원)	874	1,602	820	1,857
영업이익	116	165	102	143	비유동자산	4,267	4,356	4,324	4,304	CFPS (원)	3,339	4,517	3,786	3,770
비영업손익	-16	-12	97	94	관계기업투자등	117	162	196	228	BPS (원)	50,777	59,344	48,976	50,693
금융손익	-5	3	10	14	유형자산	254	271	224	187	DPS (원)	148	148	148	148
관계기업등 투자손익	-10	9	0	0	무형자산	3,733	3,690	3,627	3,570	배당성장 (%)	15.3	8.0	15.9	6.6
세전계속사업손익	100	153	199	237	자산총계	5,484	6,349	6,631	7,005	배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.1
계속사업법인세비용	35	28	125	59	유동부채	806	1,041	1,221	1,393	매출액증가율 (%)	57.1	34.7	20.8	16.4
계속사업이익	65	125	74	178	매입채무 및 기타채무	263	280	339	394	EBITDA증가율 (%)	40.2	28.3	-28.1	11.3
중단사업이익	0	0	0	0	단기금융부채	211	177	177	178	조정영업이익증가율 (%)	30.3	42.2	-38.2	40.2
당기순이익	65	125	74	178	기타유동부채	332	584	705	821	EPS증가율 (%)	-31.1	83.3	-48.8	126.5
지배주주	58	109	64	155	비유동부채	975	801	838	874	매출채권 회전율 (회)	11.1	11.2	12.0	11.8
비지배주주	8	16	10	24	장기금융부채	796	621	621	621	재고자산 회전율 (회)	-	-	-	-
총포괄이익	65	119	74	178	기타비유동부채	179	180	217	253	매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주	58	103	64	154	부채총계	1,781	1,842	2,060	2,267	ROA (%)	1.5	2.1	1.1	2.6
비지배주주	7	16	10	25	지배주주지분	3,433	4,029	4,084	4,226	ROE (%)	1.9	2.9	1.6	3.7
EBITDA	230	295	212	236	자본금	34	34	34	34	ROIC (%)	2.6	3.7	2.0	4.2
FCF	236	297	343	399	자본잉여금	3,105	3,604	3,604	3,604	부채비율 (%)	48.1	40.9	45.1	47.8
EBITDA 마진율 (%)	15.7	15.0	8.9	8.5	이익잉여금	304	403	457	600	유동비율 (%)	151.0	191.5	188.9	193.9
영업이익률 (%)	7.9	8.4	4.3	5.2	비지배주주지분	270	479	488	512	순차입금/자기자본 (%)	3.3	-17.1	-22.4	-28.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.0	5.5	2.7	5.6	자본총계	3,703	4,508	4,572	4,738	조정영업이익/금융비용 (x)	8.1	14.7	10.3	14.4

자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

4분기 성수기 효과와 2019년 해외 사업 성과 가시화 기대

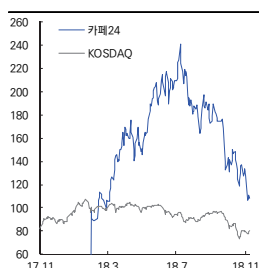
(Initiate)	매수
목표주가(원, 12M)	120,000
현재주가(18/11/16, 원)	91,400
상승여력	31%
영업이익(18F, 십억원)	17
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	18
EPS 성장률(18F, %)	-
MKT EPS 성장률(18F, %)	10.7
P/E(18F, x)	-
MKT P/E(18F, x)	8.5
KOSDAQ	690.18
시가총액(십억원)	862
발행주식수(백만주)	9
유동주식비율(%)	66.1
외국인 보유비중(%)	30.0
베타(12M) 일간수익률	1.29
52주 최저가(원)	75,500
52주 최고가(원)	204,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-23.1 -34.1 0.0
상대주가	-18.5 -18.9 0.0

투자포인트

- 쇼핑물 시장의 계절적 특성상 거래액(GMV)이 4분기에 집중, 10월 전년동월대비 40% 이상 증가
- 2019년 일본 쇼핑물 솔루션 서비스 본격화로 관련 매출액 증가 전망
- 국내 전자상거래 시장은 2017년 YoY 19.2%에 이어 2018년 19.6%, 2019년에도 19.4%의 고성장 전망, 소매 매출 중에서의 전자상거래 침투율은 2017년 20.7%에서 2018년 23.5%로 상승하고 2019년에는 26.5%에 이를 전망

Risk 요인

- 2분기 쇼핑물 솔루션 거래액의 전년동기 증가율이 14%로 전체 쇼핑물 시장 성장률 하회, 3분에도 쇼핑물 솔루션 거래액 증가율은 15.3%로 시장 성장률 하회 지속
- 2018년 파생상품 거래손실 540억원 계상으로 적자 전환, 수익성 개선 지연



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	0	0	0	143	168	196
영업이익 (십억원)	0	0	0	7	17	23
영업이익률 (%)	-	-	-	4.9	10.1	11.7
순이익 (십억원)	0	0	0	5	-29	19
EPS (원)	0	0	0	641	-3,178	2,028
ROE (%)	0.0	0.0	0.0	37.1	4,860.8	-358.2
P/E (배)	-	-	-	-	-	45.1
P/B (배)	-	-	-	-	-	204.1
배당수익률 (%)	-	-	-	-	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 카페24, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)					예상 재무상태표 (요약)					예상 주당가치 및 valuation (요약)				
(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F	(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F		12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	-	143	168	196	유동자산	-	53	31	58	P/E (x)	-	-	-	45.1
매출원가	-	19	22	26	현금 및 현금성자산	-	38	13	37	P/CF (x)	-	-	-	32.9
매출총이익	0	124	146	170	매출채권 및 기타채권	-	14	17	20	P/B (x)	-	-	-	204.1
판매비와관리비	-	116	129	146	재고자산	-	1	1	1	EV/EBITDA (x)	-	-	43.2	33.1
조정영업이익	0	7	17	23	기타유동자산	-	0	0	0	EPS (원)	-	641	-3,178	2,028
영업이익	0	7	17	23	비유동자산	-	18	15	12	CFPS (원)	-	1,638	-2,297	2,780
비영업손익	-	-1	-42	0	관계기업투자등	-	0	0	0	BPS (원)	-	1,728	-1,580	448
금융손익	0	0	-1	-1	유형자산	-	12	9	7	DPS (원)	-	-	-	-
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	무형자산	-	1	1	0	배당성장 (%)	-	-	-	-
세전계속사업손익	-	6	-25	23	자산총계	-	72	46	71	배당수익률 (%)	-	-	-	-
계속사업법인세비용	-	1	4	4	유동부채	-	30	32	37	매출액증가율 (%)	-	-	17.5	16.7
계속사업이익	-	5	-29	19	매입채무 및 기타채무	-	12	14	17	EBITDA증가율 (%)	-	-	53.8	30.0
중단사업이익	0	0	0	0	단기금융부채	-	3	0	0	조정영업이익증가율 (%)	-	-	142.9	35.3
당기순이익	0	5	-29	19	기타유동부채	-	15	18	20	EPS증가율 (%)	-	-	-	-
지배주주	0	5	-29	19	비유동부채	-	29	29	29	매출채권 회전율 (회)	-	10.2	11.0	11.0
비지배주주	-	0	0	0	장기금융부채	-	27	27	27	재고자산 회전율 (회)	-	284.2	307.4	305.7
총포괄이익	0	5	-29	19	기타비유동부채	-	2	2	2	매입채무 회전율 (회)	-	9.4	10.2	10.1
지배주주	0	5	-29	19	부채총계	-	58	61	66	ROA (%)	-	7.1	-48.5	32.8
비지배주주	0	0	0	0	지배주주지분	-	14	-15	4	ROE (%)	-	-	-	-
EBITDA	-	13	20	26	자본금	-	4	4	4	ROIC (%)	-	-	-	-
FCF	-	7	-23	24	자본잉여금	-	12	12	12	부채비율 (%)	-	424.0	-	-
EBITDA 마진율 (%)	-	9.1	11.9	13.3	이익잉여금	-	-2	-31	-12	유동비율 (%)	-	181.1	97.8	157.5
영업이익률 (%)	-	4.9	10.1	11.7	비지배주주지분	-	0	0	0	순차입금/자기자본 (%)	-	-60.7	-95.9	-235.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-	3.5	-17.3	9.7	자본총계	-	14	-15	4	조정영업이익/금융비용 (x)	-	15.6	18.3	26.5

자료: 카페24, 미래에셋대우 리서치센터

[결론]

[게임]

엔씨소프트(036570)

- 4Q18 “리니지 M”의 실적 모멘텀
- 1H19 “Project TL” CBT 예정(PC, 콘솔)
“리니지 2M” 출시 예정
- 2H19 “아이온 2” 출시 예정
“블레이드&소울” 3종(2, M, S) 출시 예정
- 2020 “Project TL” 출시 기대

리니지 2M, 아이온 2, 블소 3종은
모두 국내/외에서 출시되는 모바일 게임

>

넷마블(251270)

- 4Q18 “블레이드 & 소울 레볼루션” 출시 예정(12/6)
- 1Q19 “BTS World” 출시 예정
- 초대형 M&A를 통한 IP 확보 기대

[인터넷]

카카오(035720)

- O2O 공유경제 수익화
- 정부정책 변화 가능성에 주목

>

NAVER(035420)

- 전자상거래
C2C → B2C(?)
롯데, 신세계, SKT
라인 신규 사업 성과 확인

NAVER를
경유할지 아닐지...?

>

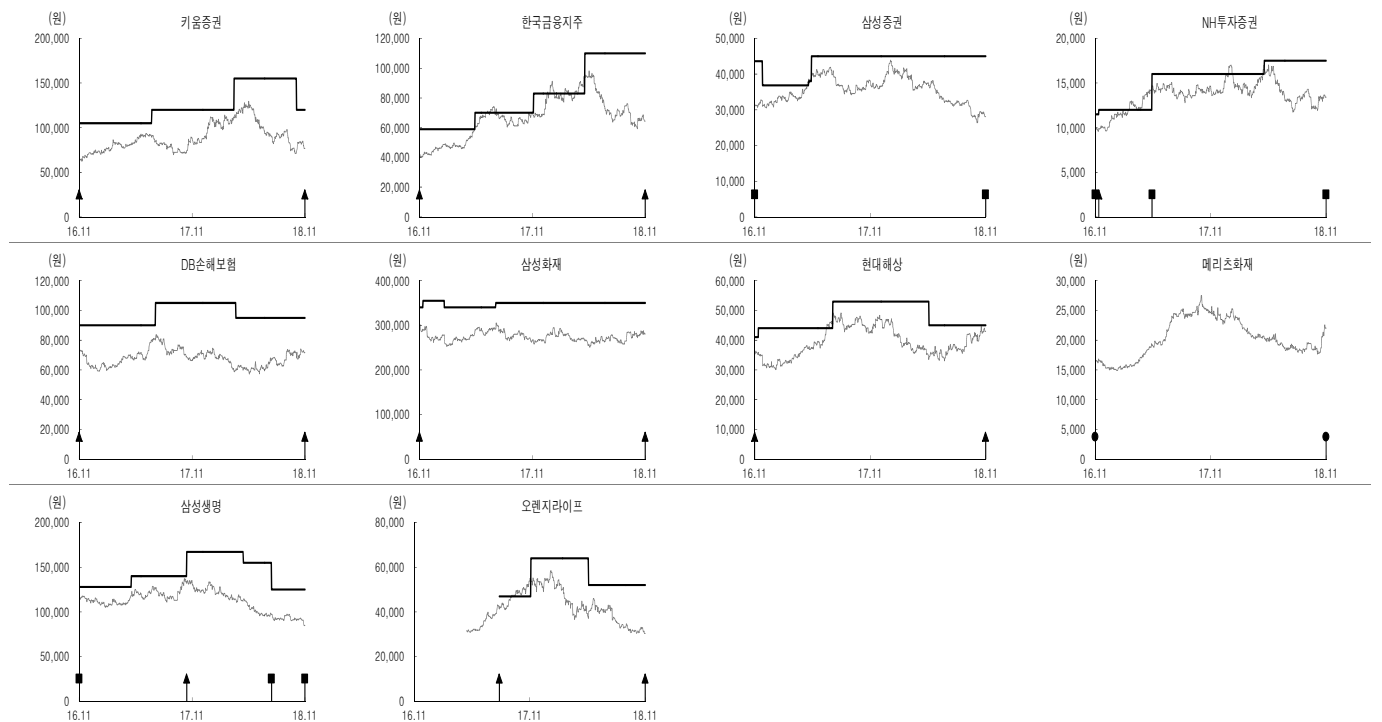
카페24(042000)

- 4Q18 성수기 효과
- 일본 성과는 확인 필요

투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
키움증권(039490)					2016.01.20	매수	90,000	-23.42	-15.33
2018.10.30	매수	120,000	-	-	삼성화재(000810)				
2018.04.11	매수	155,000	-35.08	-16.45	2017.07.31	매수	350,000	-	-
2017.07.19	매수	120,000	-25.45	-5.00	2017.02.15	매수	340,000	-18.80	-12.94
2016.08.17	매수	105,000	-27.36	-11.05	2016.12.08	매수	355,000	-22.37	-16.06
한국금융지주(071050)					2016.07.29	매수	340,000	-16.58	-11.18
2018.05.15	매수	110,000	-	-	현대해상(001450)				
2017.11.30	매수	83,000	-3.27	15.66	2018.05.31	매수	45,000	-	-
2017.05.25	매수	70,000	-4.79	6.14	2017.07.31	매수	53,000	-19.06	-7.17
2017.05.20	1년 경과 이후		-	-	2016.12.08	매수	44,000	-18.77	5.34
2016.05.20	매수	59,000	-24.65	-2.20	2016.01.20	매수	41,000	-19.29	-8.17
삼성증권(016360)					메리츠화재(000060)				
2017.05.25	Trading Buy	45,000	-	-	2016.01.20	중립	-	-	-
2017.05.16	Trading Buy	38,000	1.05	2.11	삼성생명(032830)				
2016.12.21	Trading Buy	36,859	-9.89	2.82	2018.08.10	Trading Buy	125,000	-	-
2016.05.16	Trading Buy	43,649	-18.98	-6.56	2018.05.11	매수	155,000	-34.82	-26.13
NH투자증권(005940)					2017.11.09	매수	167,000	-26.70	-19.16
2018.05.15	Trading Buy	17,500	-	-	2017.05.14	Trading Buy	140,000	-13.51	-1.79
2017.05.25	Trading Buy	16,000	-9.87	6.25	2017.02.19	1년 경과 이후		-	-
2016.12.08	매수	12,000	-1.88	18.75	2016.02.19	Trading Buy	128,000	-15.68	-5.47
2016.01.26	Trading Buy	11,500	-14.46	-6.96	오렌지라이프(079440)				
DB손해보험(005830)					2018.05.31	매수	52,000	-	-
2018.04.17	매수	95,000	-	-	2017.11.30	매수	64,000	-24.71	-8.59
2017.07.31	매수	105,000	-32.57	-20.19	2017.08.22	매수	47,000	0.42	17.02
2017.01.20	1년 경과 이후		-	-					

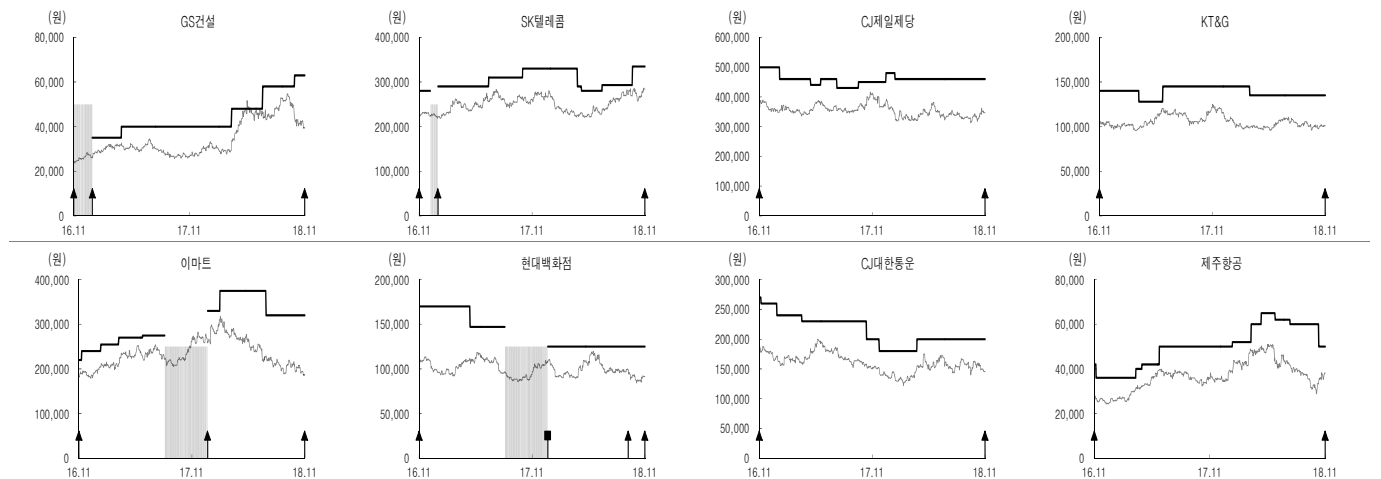
* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
GS건설(006360)					2018.01.16	매수	330,000	-14.39	-6.06
2018.10.25	매수	63,000	-	-	2017.08.31	분석 대상 제외		-	-
2018.07.16	매수	58,000	-16.98	-5.69	2017.06.20	매수	275,000	-14.38	-7.64
2018.04.09	매수	48,000	-9.26	7.50	2017.04.04	매수	270,000	-13.74	-6.48
2017.04.26	매수	40,000	-26.67	-13.50	2017.02.05	매수	255,000	-18.53	-15.69
2017.01.24	매수	35,000	-13.58	-7.86	2016.12.05	매수	240,000	-20.56	-14.58
2016.05.31	분석 대상 제외		-	-	2016.11.07	매수	220,000	-16.46	-12.05
SK텔레콤(017670)					현대백화점(069960)				
2018.10.17	매수	335,000	-	-	2018.10.03	매수	125,000	-	-
2018.07.11	매수	293,000	-11.22	-2.73	2018.01.16	Trading Buy	125,000	-19.87	-4.40
2018.05.05	매수	280,000	-18.00	-11.96	2017.08.31	분석 대상 제외		-	-
2018.04.22	매수	290,000	-21.69	-20.17	2017.05.10	매수	147,000	-26.49	-19.39
2017.10.27	매수	330,000	-23.53	-15.15	2017.05.04	1년 경과 이후		-	-
2017.07.09	매수	310,000	-15.47	-8.55	2016.05.04	매수	170,000	-32.33	-17.65
2017.01.26	매수	290,000	-15.60	-5.34	CJ대한통운(000120)				
2017.01.02	분석 대상 제외		-	-	2018.04.20	매수	200,000	-	-
2016.04.29	매수	280,000	-21.10	-16.96	2017.12.19	매수	180,000	-24.26	-16.39
CJ제일제당(097950)					2017.11.08	매수	200,000	-23.81	-22.50
2018.02.08	매수	460,000	-	-	2017.04.13	매수	230,000	-24.56	-13.26
2018.01.10	매수	480,000	-24.28	-18.33	2017.01.22	매수	240,000	-31.50	-28.13
2017.10.13	매수	450,000	-14.77	-7.56	2016.12.02	매수	260,000	-32.21	-27.69
2017.08.04	매수	430,000	-17.72	-15.12	2016.02.05	매수	270,000	-24.18	-15.37
2017.06.13	매수	460,000	-20.96	-16.41	제주항공(089590)				
2017.05.11	매수	440,000	-15.37	-12.05	2018.11.06	매수	50,000	-	-
2017.01.31	매수	460,000	-23.35	-19.13	2018.08.07	매수	60,000	-39.60	-31.00
2016.02.04	매수	500,000	-25.34	-18.70	2018.06.21	매수	62,000	-30.69	-25.16
KT&G(033780)					2018.05.08	매수	65,000	-24.66	-21.54
2018.03.27	매수	135,000	-	-	2018.04.06	매수	60,000	-20.32	-17.17
2017.06.19	매수	145,000	-23.89	-13.79	2018.02.06	매수	52,000	-17.23	-5.77
2017.04.03	매수	128,000	-16.87	-6.25	2017.06.20	매수	50,000	-26.89	-20.20
2016.10.27	매수	140,000	-26.81	-19.29	2017.04.26	매수	42,000	-16.27	-6.19
이마트(139480)					2017.04.07	매수	40,000	-20.88	-18.63
2018.07.24	매수	320,000	-	-	2016.12.02	매수	36,000	-25.97	-13.61
2018.02.25	매수	375,000	-29.59	-15.33	2016.11.15	매수	42,000	-27.23	-18.81

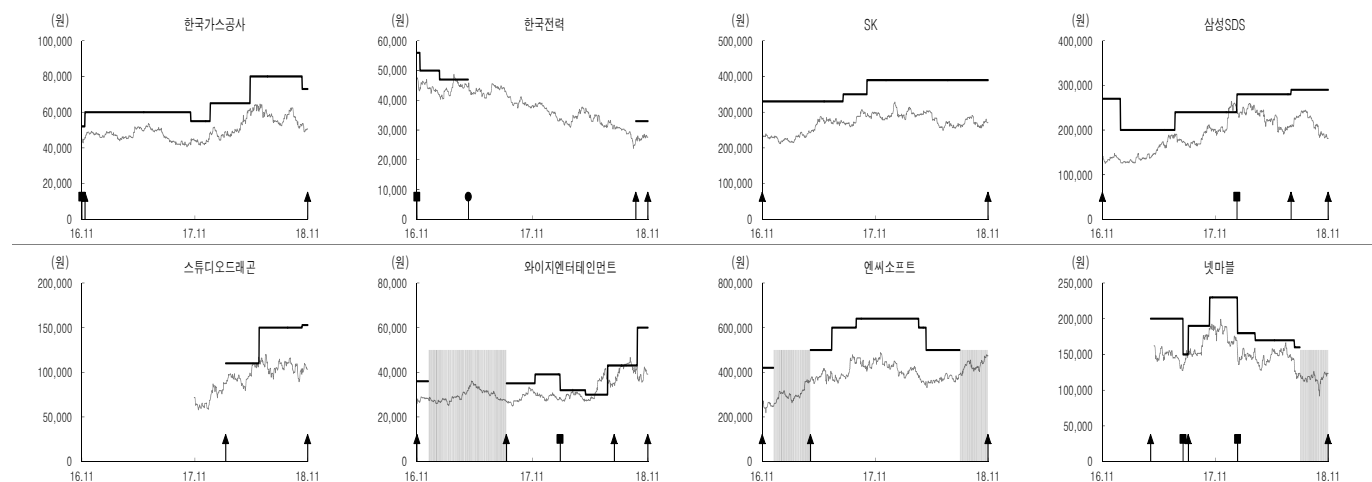
* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국가스공사(036460)					2018.10.24	매수	60,000	-	-
2018.11.08	매수	73,000	-	-	2018.08.12	매수	43,000	-7.37	8.60
2018.05.24	매수	80,000	-27.89	-19.38	2018.07.22	Trading Buy	43,000	-18.91	-14.88
2018.01.15	매수	65,000	-22.68	-5.38	2018.05.13	Trading Buy	30,000	10.48	39.17
2017.11.13	매수	55,000	-20.55	-12.82	2018.02.22	Trading Buy	32,000	-8.09	1.25
2016.12.06	매수	60,000	-21.41	-10.50	2017.12.05	매수	39,000	-25.50	-20.90
2016.08.10	Trading Buy	52,000	-18.20	-9.52	2017.09.05	매수	35,000	-17.33	-4.71
한국전력(015760)					2017.01.02	분석 대상 제외		-	-
2018.10.19	매수	33,000	-	-	2016.11.09	매수	36,000	-22.60	-19.58
2018.05.08	1년 경과 이후		-	-	엔씨소프트(036570)				
2017.05.08	중립	-	-	-	2018.11.26	매수	700,000	-	-
2017.02.06	Trading Buy	47,000	-6.28	3.72	2018.08.27	분석 대상 제외		-	-
2016.12.06	Trading Buy	50,000	-11.38	-6.00	2018.05.10	매수	500,000	-26.32	-21.00
2016.11.03	Trading Buy	56,000	-17.23	-14.55	2018.04.16	매수	600,000	-39.72	-35.92
SK(034730)					2017.09.26	매수	640,000	-33.30	-23.75
2017.10.31	매수	390,000	-	-	2017.07.09	매수	600,000	-33.67	-20.25
2017.08.15	매수	350,000	-20.51	-12.29	2017.05.01	매수	500,000	-23.79	-16.80
2017.03.15	1년 경과 이후		-	-	2017.01.02	분석 대상 제외		-	-
2016.03.15	매수	330,000	-32.93	-25.76	2016.03.11	매수	420,000	-39.50	-27.38
삼성SDS(018260)					넷마블(251270)				
2018.07.29	매수	290,000	-	-	2018.11.26	매수	156,000	-	-
2018.02.04	Trading Buy	280,000	-18.65	-7.32	2018.08.27	분석 대상 제외		-	-
2017.07.19	매수	240,000	-17.94	10.00	2018.08.09	Trading Buy	160,000	-24.09	-20.63
2017.01.24	매수	200,000	-25.54	-4.50	2018.04.04	Trading Buy	170,000	-13.81	-2.06
2016.04.29	매수	270,000	-43.59	-32.04	2018.02.06	Trading Buy	180,000	-17.92	-11.67
스튜디오드래곤(253450)					2017.11.08	매수	230,000	-22.12	-13.26
2018.11.08	매수	153,000	-	-	2017.08.31	매수	190,000	-15.11	-1.84
2018.06.22	매수	150,000	-29.65	-20.13	2017.08.14	Trading Buy	150,000	-3.45	3.67
2018.03.06	매수	110,000	-12.66	6.45	2017.05.01	매수	200,000	-26.34	-19.00
와이지엔터테인먼트(122870)									

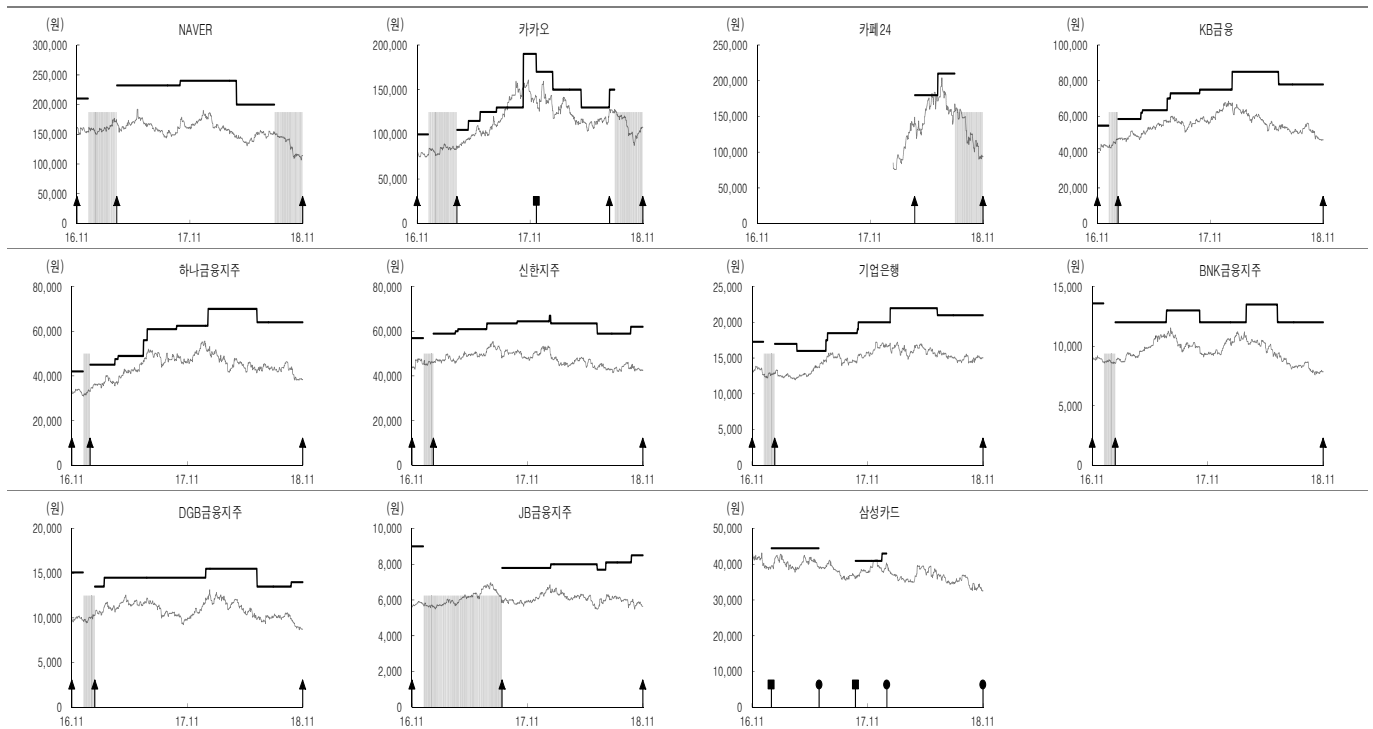
* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자익건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자익건	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자익건	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER(035420)					2018.07.05	매수	59,000	-26.07	-21.78
2018.11.26	매수	141,000	-	-	2018.02.08	매수	63,500	-27.61	-23.70
2018.08.27	분석 대상 제외		-	-	2018.02.04	매수	67,000	-24.13	-21.64
2018.04.26	매수	200,000	-27.12	-21.80	2017.10.25	매수	64,500	-22.29	-17.21
2017.10.26	매수	240,000	-30.83	-20.83	2017.07.21	매수	63,500	-18.78	-12.76
2017.04.04	매수	232,000	-30.14	-17.24	2017.04.21	매수	61,000	-18.97	-16.72
2017.01.02	분석 대상 제외		-	-	2017.04.13	매수	60,000	-21.62	-20.58
2016.08.30	매수	210,000	-22.02	-14.29	2017.02.02	매수	59,000	-19.85	-15.68
카카오(035720)					2017.01.02	분석 대상 제외		-	-
2018.11.26	매수	130,000	-	-	2016.10.21	매수	57,000	-21.34	-16.32
2018.08.27	분석 대상 제외		-	-	기업은행(024110)				
2018.08.10	매수	150,000	-16.41	-15.00	2018.07.05	매수	21,000	-	-
2018.05.11	Trading Buy	130,000	-12.78	-3.46	2018.02.06	매수	22,000	-26.73	-21.82
2018.02.08	Trading Buy	150,000	-17.01	-5.67	2017.10.28	매수	20,000	-19.50	-14.00
2017.12.17	Trading Buy	170,000	-17.84	-6.18	2017.10.25	매수	19,000	-19.74	-18.95
2017.11.05	매수	190,000	-22.24	-15.26	2017.07.23	매수	18,500	-19.50	-14.86
2017.08.10	매수	130,000	3.60	22.69	2017.07.18	매수	17,500	-14.95	-12.86
2017.06.18	매수	125,000	-16.02	-4.00	2017.04.17	매수	16,000	-16.75	-7.81
2017.05.11	매수	115,000	-12.25	-4.52	2017.02.06	매수	17,000	-26.59	-21.76
2017.04.04	매수	105,000	-14.87	-9.52	2017.01.02	분석 대상 제외		-	-
2017.01.02	분석 대상 제외		-	-	2016.01.25	매수	17,300	-30.00	-19.94
2016.10.13	매수	100,000	-22.24	-17.70	BNK금융지주(138930)				
카페24(042000)					2018.07.05	매수	12,000	-	-
2018.11.26	매수	120,000	-	-	2018.03.28	매수	13,500	-25.81	-21.11
2018.08.27	분석 대상 제외		-	-	2017.11.01	매수	12,000	-16.74	-6.67
2018.07.03	매수	210,000	-19.42	-2.86	2017.07.19	매수	13,000	-20.56	-11.15
2018.04.19	매수	180,000	-13.96	2.17	2017.02.07	매수	12,000	-19.19	-8.33
KB금융(105560)					2017.01.02	분석 대상 제외		-	-
2018.07.05	매수	78,000	-	-	2016.01.25	매수	13,600	-34.62	-27.06
2018.02.05	매수	85,000	-30.52	-21.41	DGB금융지주(139130)				
2017.10.23	매수	75,000	-17.89	-8.53	2018.10.21	매수	14,000	-	-
2017.07.20	매수	73,000	-22.70	-17.53	2018.07.05	매수	13,500	-25.51	-21.85
2017.07.10	매수	70,000	-18.47	-18.00	2018.01.24	매수	15,500	-25.86	-15.16
2017.04.21	매수	63,500	-14.32	-8.50	2017.03.09	매수	14,500	-23.90	-13.45
2017.04.16	매수	62,000	-19.21	-18.71	2017.02.07	매수	13,500	-21.07	-17.04
2017.02.01	매수	58,500	-16.97	-11.28	2017.01.02	분석 대상 제외		-	-
2017.01.02	분석 대상 제외		-	-	2016.01.25	매수	15,100	-39.71	-32.45
2016.10.21	매수	54,800	-22.82	-18.98	JB금융지주(175330)				
하나금융지주(086790)					2018.10.21	매수	8,500	-	-
2018.07.05	매수	64,000	-	-	2018.08.01	매수	8,100	-25.32	-22.35
2018.01.31	매수	70,000	-34.27	-24.00	2018.07.05	매수	7,700	-23.76	-21.04
2017.10.24	매수	62,500	-20.98	-11.20	2018.02.08	매수	8,000	-23.02	-16.63
2017.07.23	매수	61,000	-20.32	-14.75	2017.09.07	매수	7,800	-22.36	-12.05
2017.07.11	매수	56,000	-14.50	-10.36	2017.01.02	분석 대상 제외		-	-
2017.04.22	매수	49,000	-13.37	-5.20	2016.07.31	매수	9,000	-34.76	-30.11
2017.04.12	매수	47,500	-22.03	-21.05	삼성카드(029780)				
2017.01.23	매수	45,000	-18.21	-10.89	2018.01.26	중립	-	-	-
2017.01.02	분석 대상 제외		-	-	2018.01.11	Trading Buy	43,000	-9.84	-6.05
2016.10.23	매수	42,000	-21.47	-17.86	2017.10.19	Trading Buy	41,000	-5.86	0.85
신한지주(055550)					2017.06.26	중립	-	-	-
2018.10.19	매수	62,000	-	-	2017.01.26	Trading Buy	44,500	-9.31	-3.82

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
73.71%	13.92%	12.37%	0.00%

* 2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성생명, 삼성화재, 이마트, SK텔레콤, KT&G, CJ제일제당, 엔씨소프트, 넷마블, SK, 삼성SDS, 한국전력, 하나금융지주, KB금융, NAVER, 기업은행, 신한지주, 카카오(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 기준으로 1년 이내에 카페24의 IPO 대표주관회사 업무를 수행하였습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.