



2015년 7월 16일

건설/스몰캡

Equity Research
Industry In-depth

하나대투의 건설 밸류체인 종합선물세트

국내 건설경기가 팽창중에 있습니다. 사상 최대 분양이 예상되는 주택 뿐 아니라, 상업용/레저/유통 등 비주택 부문에서도 양호한 시장 전개가 예상됩니다.

이에, 하나대투증권은 건설과 스몰캡 섹터에서 커버리지 중인 디벨로퍼/CM/시공/건자재를 총 망라하여, 이 중 투자매력 높은 종목 18개를 엄선하였습니다.

Overweight

Top picks 및 관심종목

- 한신공영(004960) | BUY | TP 42,000원 | CP(7월15일) 26,500원
- 코오롱글로벌(003070) | BUY | TP 30,000원(상향) | CP(7월15일) 24,500원
- 한미글로벌(053690) | BUY(신규) | TP 20,000원(신규) | CP(7월15일) 14,250원
- 쌍용양회(003410) | BUY | TP 29,000원(상향) | CP(7월15일) 24,500원
- 성신양회(004980) | BUY | TP 25,000원(상향) | CP(7월15일) 20,700원
- 유진기업(023410) | BUY | TP 10,000원(상향) | CP(7월15일) 8,000원
- LG하우시스(108670) | BUY | TP 236,000원 | CP(7월15일) 171,000원
- KCC(002380) | BUY | TP 730,000원 | CP(7월15일) 510,000원
- 동화기업(025900) | BUY | TP 68,000원(상향) | CP(7월15일) 58,700원
- 서부T&D(006730) | Not Rated | CP(7월15일) 28,000원
- 벽산(007210) | BUY | TP 16,000원(상향) | CP(7월15일) 12,200원
- 동원개발(013120) | BUY | TP 70,000원 | CP(7월15일) 59,500원
- 에머슨퍼시픽(025980) | BUY | TP 50,000원(상향) | CP(7월15일) 39,300원
- 라이온켄텍(171120) | BUY | TP 29,000원(상향) | CP(7월15일) 23,150원
- 서한(011370) | BUY | TP 4,000원(상향) | CP(7월15일) 3,150원
- 현대통신(039010) | BUY | TP 15,000원(상향) | CP(7월15일) 11,750원
- 삼환가유(013700) | Not Rated | CP(7월15일) 16,400원
- 원하이텍(192390) | BUY | TP 14,300원 | CP(7월15일) 9,930원



Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 안주원
02-3771-7606
jw.ahn@hanafn.com



Analyst 박진영
02-3771-7375
jypark22@hanafn.com



Analyst 김재윤
02-3771-7735
jaeyoon.kim@hanafn.com



CONTENTS

1. 하나대투의 건설 밸류체인 종합선물세트	4
1) 건설/건자재 투자 Tool과 투자전략	4
2. 건자재 시장과 투자유망 종목	5
1) 건설/건자재 투자Tool	5
2) 골조용 건자재_B2B시장	6
3) 마감용 건자재_B2B 시장	8
4) 마감재_거래동반한 B2C시장	9
5) 마감재_거래 비 수반한 B2C시장	10
3. 주택 시행, 시공, CM 시장과 투자유망 종목	11
1) 주택 시행과 시공, CM 시장	11
4. 레저시설 디벨로퍼 시장과 투자유망 종목	12
1) 쇼핑, 호텔, 리조트 등 레저 디벨로퍼 시장	12

2015년 7월 16일

건설/스몰캡

Equity Research

Industry In-depth

하나대투의 건설 밸류체인 종합선물세트

국내 건설/건자재 밸류체인에서 반드시 사야 할 기업들

국내 건설경기가 팽창 중이다. 현 업황은 주택경기뿐 아니라, 비주택 부문에서도 양호한 상태다. 이에, 하나대투증권은 커버리지 건설/건자재 기업 중 하반기 반드시 사야 할 종목을 건설/스몰캡 섹터에서 공통으로 제시하는 작업을 수행하였다.

디벨로퍼, 건자재(골조/마감), 건설사, CM사의 종합 세트

종합선물세트 주식 18선은 다음과 같다.

디벨로퍼 군 중 동원개발(TP 7.0만)과 서한(TP 0.4만 상향)은 준공이익율 개선과 자체사업 비중확대에 따른 실적개선 예상된다. 서부T&D(N/R)는 용산 개발 수혜와 유통디벨로퍼로서의 강점이 부각될 전망이고, 에머슨퍼시픽(TP 5.0만 상향)은 리조트 디벨로퍼로서 자리매김 할 것이다.

CM(공사관리)를 수행하는 한미글로벌은 신규커버(TP 2.0만)인데, 해외를 중심으로 한 성장이 예상된다.

중소건설사 중 한신공영(TP 4.2만)은 사실상 디벨로퍼이며, 수익상승 예상되고, 코오롱글로벌(TP 3.0만 상향)은 BMW Full 라인 교체로 실적성장과 건설 턴어라운드 예상된다.

골조용 건자재 군 중 쌍용양회(TP 2.9만 상향)는 B2B 골조시장확대 수혜기업이고, 성신양회(TP 2.5만 상향)는 수도권 분양 수혜기업이다. 유진기업(TP 1.0만 상향)은 건설시장 확장기와 수도권 주택분양 호조로 수혜가 예상된다. 원하이텍(TP 1.43만)은 데크플레이트의 주택시장 진출을 추진중인 기업이고, 삼환까뮤(N/R)는 비주택 부문 PC공법을 선도하는 기업이다.

마감용 건자재 군 중 LG하우시스(TP 23.6만)는 하반기 이후 3년간 지속성장이 예상되고, KCC(TP 73만)는 저유가 기조로 도료실적 개선과 종합건자재회사로 변모 중이다. 벽산(TP 1.6만 상향)은 고마진 마감재인 석고보드, 단열재 시장에서 차별적 실적개선 중이고, 동화기업(TP 6.8만 상향)은 베트남 투자확대에 따른 증익이 기대된다. 라이온켄텍(TP 2.9만 상향), 현대통신(TP 1.5만 상향)은 주택 입주증가에 따라 실적개선 예상된다.

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(7월 15일)
동원개발(013120)	BUY	70,000원	59,500원
서한(011370)	BUY	4,000원(상향)	3,150원
서부T&D(006730)	Not Rated		28,000원
에머슨퍼시픽(025980)	BUY	50,000원(상향)	39,300원
한미글로벌(053690)	BUY(신규)	20,000원(신규)	14,250원
한신공영(004960)	BUY	42,000원	26,500원
코오롱글로벌(003070)	BUY	30,000원(상향)	24,500원
쌍용양회(003410)	BUY	29,000원(상향)	24,500원
성신양회(004980)	BUY	25,000원(상향)	20,700원
유진기업(023410)	BUY	10,000원(상향)	8,000원
삼환까뮤(013700)	Not Rated		16,400원
원하이텍(192390)	BUY	14,300원	9,930원
LG하우시스(108670)	BUY	236,000원	171,000원
KCC(002380)	BUY	730,000원	510,000원
동화기업(025900)	BUY	68,000원(상향)	58,700원
벽산(007210)	BUY	16,000원(상향)	12,200원
라이온켄텍(171120)	BUY	29,000원(상향)	23,150원
현대통신(039010)	BUY	15,000원(상향)	11,750원



Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 안주원
02-3771-7606
jw.ahn@hanafn.com



Analyst 박진영
02-3771-7375
jypark22@hanafn.com



Analyst 김재윤
02-3771-7735
jaeyoon.kim@hanafn.com



1. 하나대투의 건설 밸류체인 종합선물세트

1) 건설/건자재 투자 Tool과 투자전략

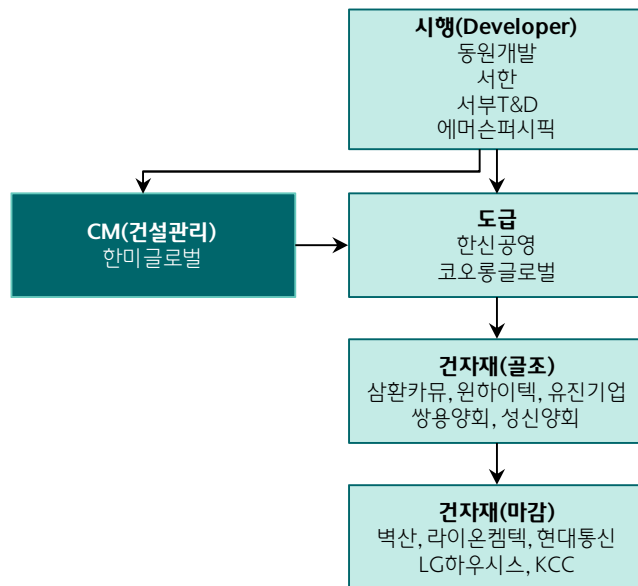
‘15년 국내 건설시장 통계치가 사상최고 기록을 갱신할 것으로 예상된다. 시장의 건설/건자재 기업에 대한 관심도 동반상승 중이다. 이에, 하나대투증권은 본고를 통해서 당사가 커버 중인 건설/건자재/스몰캡 기업 중 향후에도 투자매력이 높아질 기업들을 선별하여 투자포트폴리오를 제시하고자 한다. 아울러 건설/건자재 밸류체인 속에서 투자유망 기업을 분석하는 기본 투자Tool을 제공하고자 한다.

건설/건자재/스몰캡에서 총 망라한 투자유망 종목을 밸류체인으로 표시하면 아래그림과 같다. 먼저 디벨로퍼 측면에는 주택부문의 동원개발, 서한이 있고 비주택 부문에서 서부T&D, 에머슨퍼시픽이 있다.

건설 ‘도급’부문에는 코오롱글로벌과 한신공영을 매수추천한다. 두 기업 모두 주택을 중심으로 턴어라운드를 시현중에 있다. 건설 CM분야에는 한미글로벌을 신규 커버리지 개시했다. 한미글로벌은 프로젝트 Risk를 감수하지 않고 Fee를 수취하는 안전한 사업모델로 성장중에 있다.

건자재는 골조군과 마감군으로 분리해서 보는 것이 타당하고, 골조군 중 유망한 기업은 시멘트의 쌍용양회, 성신양회와 레미콘의 유진기업, PC부재의 삼환카뮤, 테크플레이트의 윈하이텍이 있다. 마감재 군에서는 종합 마감재업체인 KCC, LG하우시스와 단열재/석고보드의 벽산, 인조대리석의 라이온켄텍, 홈IoT의 현대통신이 있다.

그림 1. 건자재 부문 제품타입/매출타입 별 주요시장 통계 개념도



자료: 하나대투증권

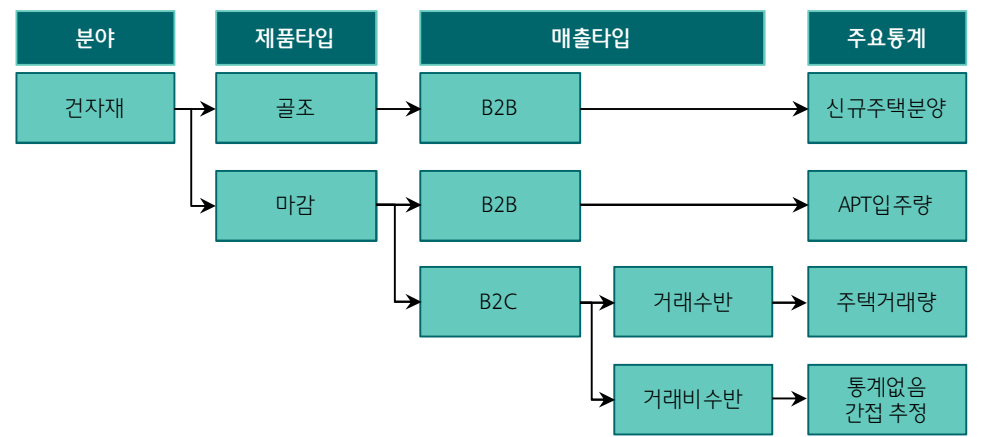


2. 전자재 투자Tool 및 투자유망 종목

1) 건설/전자재 투자Tool

전자재 시장은 크게 제품타입별로 골조와 마감재로 구분되고, 매출타입별로는 B2B(특판시장)와 B2C(시판시장)으로 나눌 수 있다. 각 부문별로 시장의 선행/동행 지표들을 확인할 수 있는 통계도 존재하므로 일견 복잡할 수 있겠으나, 이를 보다 단순화 하면 아래와 같은 그림 2로 정리될 수 있을 것이다.

그림 2. 전자재 부문 제품타입/매출타입 별 주요시장 통계 개념도



자료: 하나대투증권

먼저 골조용 전자재는 지반공사용 콘크리트 파일, 토공사용 장비, 골조공사용 시멘트, 레미콘, 건축용 철근, 콘크리트 거푸집, 데크 플레이트, 콘크리트 펌프카 등 골조공사에 사용되는 자재들을 의미한다. 골조용 전자재의 매출형태는 B2B만 존재한다. B2C 시장으로는 거의 사용되지 않는다. 해당 기업군의 핵심 통계는 신규주택분양이다.

마감용 전자재는 매출타입에 따라 세분화되어 나타난다. 먼저 B2B 시장의 주요 통계는 아파트 입주량이다. APT 입주는 당해연도치는 통계로 확인할 수 있으나 내년, 내후년의 자료는 정확하게는 제공되지 않는 단점이 있다. 그러나, 아파트 입주는 결국 아파트 분양에서부터 오는 것이므로, 내년, 내후년의 입주량 통계는 역으로 입주시점 기준 3년 전 분양수치를 확인함으로써 가능하다.

마감재 중 B2C 시장은 다시 2가지 타입으로 시장이 세분화된다고 하겠다. 첫째는 주택거래(매매/전월세)를 동반하며 B2C로 인테리어를 수선하는 시장인데 이 시장은 주택거래량이라는 통계가 존재하므로 적절한 시장추이는 확인할 수 있다고 하겠다. 실패율은 알 수 없다.

B2C 중 거래를 비수반하는 인테리어 시장은 조사가능한 통계치가 아예 존재하지 않는다. 이 시장은 주택거주인(자가/임대)이 거주 중에 인테리어를 수선하는 것이므로 변화를 짐작하기 어렵다. 그러나 최근 B2C 시장에 강세를 나타내는 기업들의 경우, 높은 브랜드인지도에 기반하여 '거래 비수반 B2C' 시장을 장악하고 있다는 특징을 보인다. 이 시장은 규모면에서 재고주택 전반에 나타나므로 가장 크고, 따라서 간접적으로 추정해야 한다. 후술하겠다.

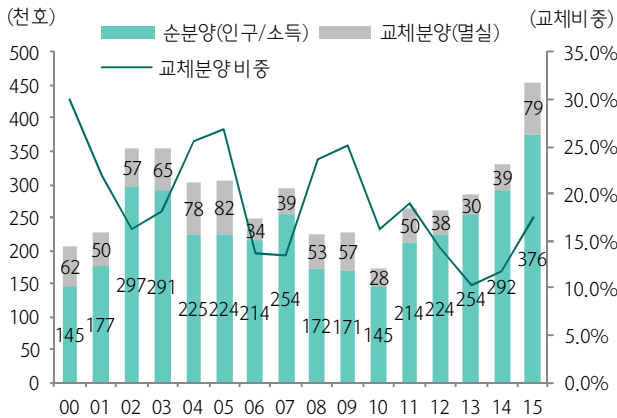
2) 골조용 건자재_B2B시장

골조용 건자재 시장은 ‘골조’공사를 동반하는 주택과 비주택, 토목 등 3가지 부문을 모두 합산한 총 건설 수주로 판단하는 것이 가장 합리적이라 사료된다. 그러나 벽식구조체인 아파트와 기둥-보 구조체인 오피스건물(상업시설) 및 생산시설과의 골조용 건자재는 구조의 차이점으로 인해서 시멘트, 레미콘, 철근이 주로 사용되는지(주택_벽식구조), H형강, 테크플레이트, PC부재가 주로 사용되는지(상업시설_라멘조)에 따라 세부적으로 나눌 수 있다.

주택시장은 선행지표인 신규주택 분양 추이로 확인할 수 있다. 아래 그림과 같이 ‘15년 주택분양은 약 45만호로 계획되어 있어 2천년대 중 사상최대 분양이 예고되어 있다. 그림 4와 같이 분기별 주택분양 추이를 보더라도 2Q15 총 분양은 15만호로 전년비 53% 증가했고, 3Q15 분양은 전년비 약 120% 증가할 것으로 예상된다. 주택분양부터 약 3개월~6개월 이후에 골조용 건자재의 출하가 집중되므로, 현 주택분양 추이라면 ‘16년 주택분양이 감소한다 하더라도 ‘16년 상반기까지 출하증가는 지속될 것으로 판단된다.

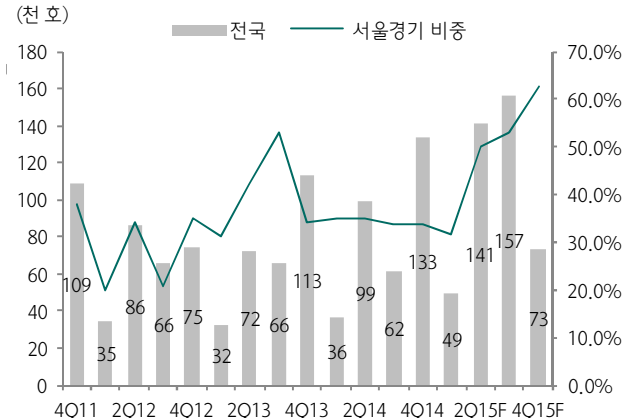
주택기반 골조용 건자재 업종에서 투자유망 종목은 시멘트의 쌍용양회, 성신양회, 레미콘의 유진기업이다.

그림 3. B2B 골조시장: 연도별 분양 추이



자료: 부동산114, 하나대투증권

그림 4. B2B_분기별 분양시장



자료: 부동산114, 하나대투증권

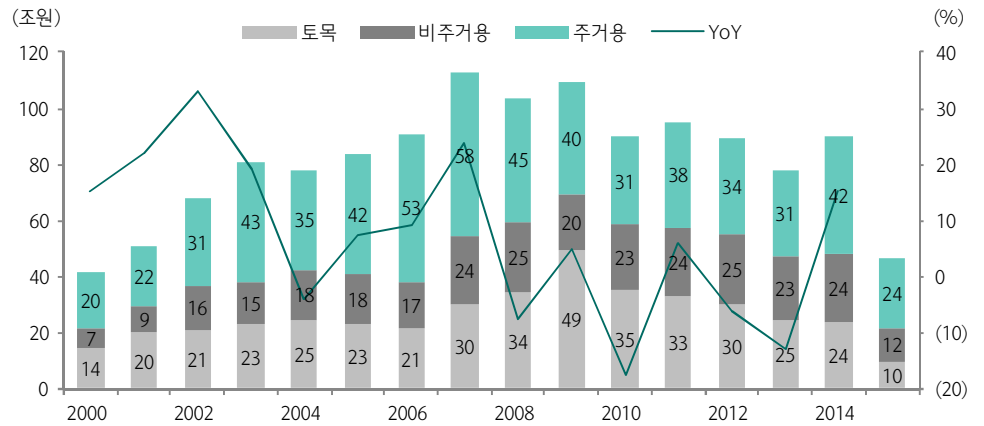


국내 건설시장 중 현재 ‘비주택’부문이 증가중에 있는 것도 눈여겨 볼 부분이다. 비주택 부문의 구조형태는 기둥-보로 지지되는 라멘구조(Ramen System)이기에, 아파트의 벽식구조체와 달리, H형강을 주로 사용하는 철골건물(주로 상업용 오피스텔), PC(Pre-Cast Concrete) 부재를 사용하는 유통물류시설 및 공장시설 등으로 양분된다. 향후 삼성전자의 평택 관계사 투자나 전국적으로 증가중에 있는 유통업무시설 등을 고려한다면 PC부재 등의 사용도 점증할 것으로 예상된다.

투자유망 종목은 PC부재의 삼환카미, 데크플레이트의 원하이텍이다.

그림 5. 건설수주 동향조사 연도별 추이, '15년은 5월까지 YTD

건축부문의 수주증가로 국내 건설 수주동향조사 규모가 YTD +53.5% 증가 중



자료: 통계청, REPS, 하나대투증권



3) 마감용 건자재_B2B 시장

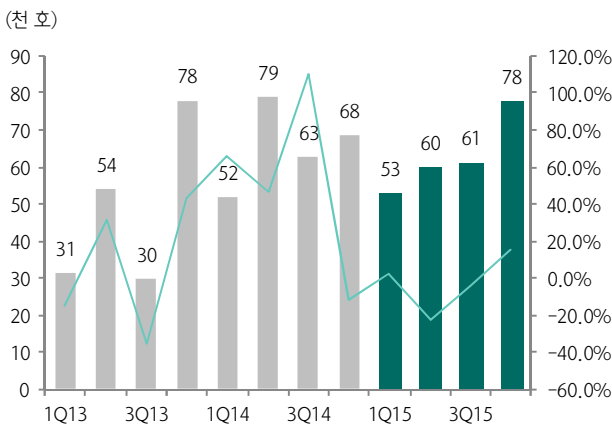
마감용 건자재 시장은 분기별 입주량 추이로 확인

마감용 건자재는 건설사용으로 납품하는 B2B시장, 소위 특판시장과 일반소비자에게 판매하는 B2C 시장, 즉 시판시장으로 양분된다. 먼저 B2B 특판시장의 동향을 확인하는 주요 통계는 아파트 입주량이다. 마감공사는 입주 전 약 1년(창호)부터 6개월(석고보드, 단열재 등)부터 3개월(마루, 부엌, 가구 등)까지 나타나며 특히 입주 전 6개월이 거의 모든 마감공사가 동시 진행되는 매출 극대화 시기이다.

다만, B2B 특판 시장 중 Big Buyer라 할 수 있는 종합건설사가 공급하는 공동주택(아파트, 오피스텔, 주상복합 등)에 대해서는 입주량 통계가 제공되지만, 연평균 약 10~15만 호의 주택(주로 빌라 등 다세대 주택)을 공급하는 개인 주택사업자 시장에 대해서는 입주량 통계가 적절히 제공되지 않는다. 개인주택의 입주통계는 1년에 1회 국토부의 조사자료를 통해 발표되는데, '15년 개인주택 입주 통계를 모두 포함한 입주시장 추이는 아래 표 1에 나타나 있다. '15년은 아파트 입주가 26.4만호로 전년비 감소하지만 개인주택은 17.0만으로 전년비 증가하며 빌라시장의 공급 확대가 예상된다.

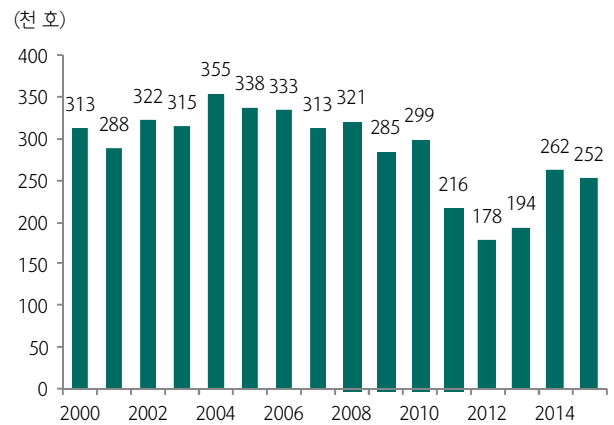
투자유망 종목은 종합마감재 업체인 LG하우시스, KCC와 인조대리석의 라이온켄텍, 홈IoT의 현대통신과 단열재의 벽산이다.

그림 6. B2B 골조시장: 분기별 주택 입주 추이



자료: 부동산114, 하나대투증권

그림 7. B2B_연도별 주택입주 추이



자료: 부동산114, 하나대투증권

표 1. 주택준공물량

(단위: 만호/괄호 안은 공공주택 물량)

구 분	2014년 실적			2015년 전망		
	전체	상반기	하반기	전체	상반기	하반기
전국	43.1(8.2)	20.1(3.7)	23.0(4.5)	43.4(8.8)	21.0(4.3)	22.4(4.5)
아파트	27.7(8.2)	13.3(3.7)	14.4(4.5)	26.4(8.8)	12.7(4.3)	13.7(4.5)
기 타	15.4	6.8	8.6	17	8.3	8.7
수도권	18.6(4.4)	9.3(2.2)	9.3(2.2)	20.2(4.1)	9.2(2.3)	11.0(1.8)
아파트	10.3(4.4)	5.7(2.2)	4.6(2.2)	10.6(4.1)	4.8(2.3)	5.8(1.8)
기 타	8.3	3.6	4.7	9.6	4.4	5.2

자료: 하나대투증권



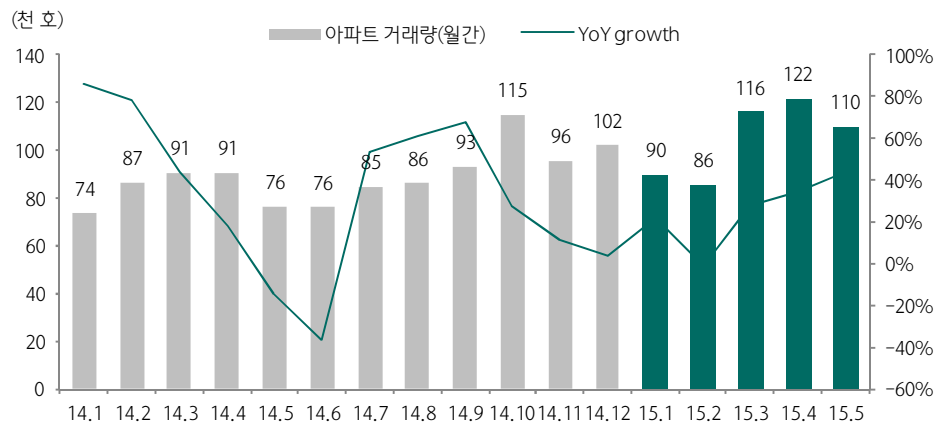
4) 마감재_거래동반한 B2C시장

B2C/거래수반 시장은 거래량 통계로
간접 확인 가능

마감자재 중 주택거래(매매/전월세)를 동반한 시장의 경우, B2B 특판과 제품타입은 동일하다. 매매거래의 경우나 전/월세 거래의 경우 모두 반드시 주택거래 = 인테리어 수리와 동일하지는 않지만, 최소 주택거래 시 적게는 바닥재(장판, 마루 등)만 수리하는 것부터 넓게는 벽재(도배, 도색), 부엌, 욕조, 창호 등 전방위적인 인테리어 공사를 새로 하는 것까지 모두 포함된다.

따라서 이 시장의 정확한 규모를 확인하기는 어렵겠지만, 주택거래는 이 시장의 동행지표로서 사용할 만하며, 매월 발표되기에 충분히 유용하다. '15년 주택거래량은 '14년 사상최고치를 갱신했던 기록을 매월 새롭게 갱신하고 있으며 특히 2Q15 들어서 거래량상승율이 평균 약 30%대로 증가한 상태여서, 2Q15 이후의 B2C 마감재 시장에 대한 기대감을 높이고 있는 상태다.

그림 8. B2C 시판시장: 월별 주택거래량 흐름(분양포함)



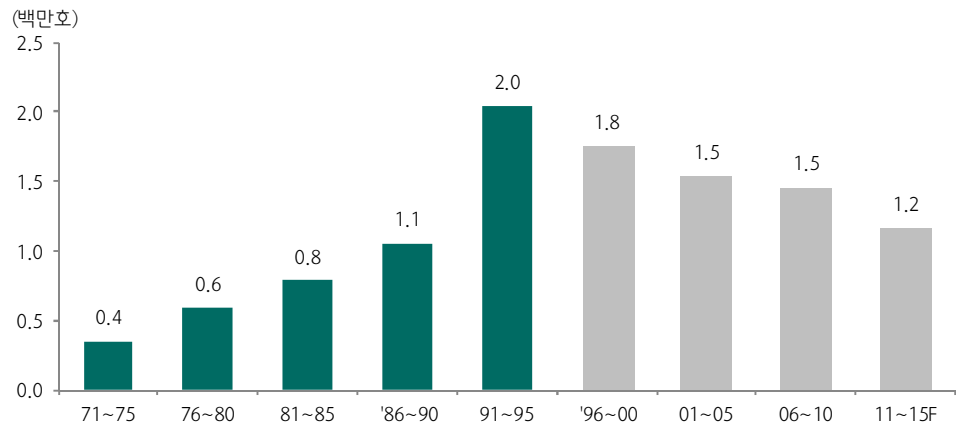
자료: 부동산114, 하나대투증권

5) 마감재_거래 비 수반한 B2C시장

마감재 시장 중 거래를 수반하지 않는 B2C 시장이 마지막 시장이다. 이 시장은 통계자료가 없어서 시장규모 추정이 명확하지 않다. 그러나 최근 마감재 생산 건자재 기업의 주가/실적 리레이팅을 주도한 시장도 바로 이 시장이다. 그래서 어려운 시장이다.

‘거래 비 수반 B2C 마감재’시장의 규모와 추이를 도출하기 위한 핵심 지표로 ‘주택 노후화’와 ‘주택 멸실’을 꼽을 수 있다. 이 두가지를 조합하여 시장의 규모와 추이를 간접적으로 조사하는 것이다. 물론 주택 노후화는 상대적 개념이지만 통상 주택연수 15년부터 노후화가 진행된다고 보고 약 30년이면 주택 교체를 일으켜야 되는 것이 한국의 주택시장이기에, ‘91~’95년 기준 총 2백만호의 순 주택공급이 공급된 시기의 물량이 노후화되는 시기가 주택노후화의 정점이 될 것이다. ‘95년 준공주택기준 15년은 2010년이고, 30년은 2025년이다. 따라서 향후 2010~2025 간 주택노후화가 가장 극대화 되는 시기이고 현재는 이 시기의 1/3지점 정도 된다. 앞으로도 10년간 주택 노후화 규모는 지속해서 증가할 것으로 예상되며, 2025년을 정점으로 주택노후화 물량이 감소할 것으로 추정된다. 즉, ‘거래 비 수반 B2C 마감재’시장의 증가 자체는 2025년까지 하나의 거대한 트렌드라 할 것이다.

그림 9. B2C 거래없는 시판시장 추이: 5년(인구총조사)기간 별 총 주택 순 공급 추이



자료: 통계청, REPS, 하나대투증권

B2C시장은 거래가 있는 시장 (분양, 거래)와 거래가 없는 시장 (점유 중 수선)으로 나뉜다. 이 중 거래없는 시장의 통계치는 없으나, 인구총조사의 주택 공급 추이 상 주택 노후 주택 ('15~'30년 식)의 인입 속도가 증가하는 구간은 '95년 완공된 주택 기준 2025년까지 이어질 것으로 판단함



3. 시행, 도급, CM 시장 부문

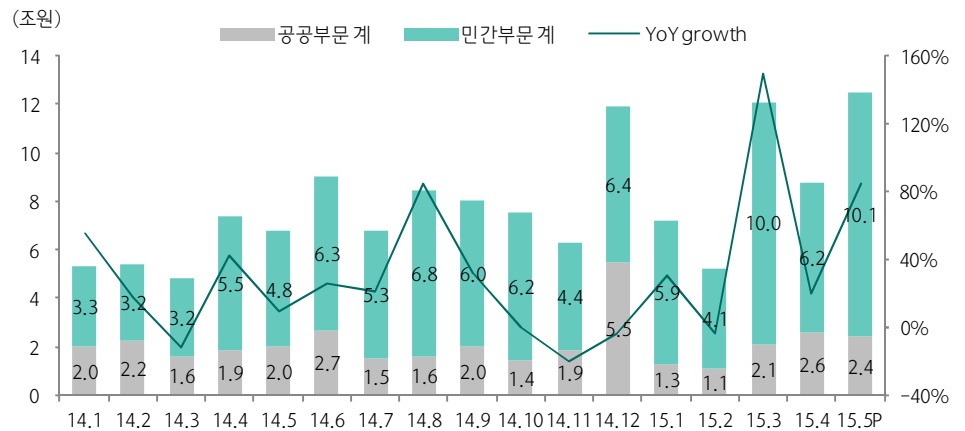
1) 시행과 도급, CM 시장

국내 건설시장은 공공/민간으로 발주처가 양분되고, 부문별로는 주택, 비주택, 토목의 3가지 부문으로 나뉜다. '15년 5월까지 발표된 월간 건설수주액 추이(동향조사)는 누적기준 전년비 53.5%의 증가세로 사실상 사상최고 기록을 갱신할 기세다. 이미 '14년 수치가 '13년 대비 두자릿수 증가한 상황에서 이를 다시 50%대 증가하고 있다는 것은 하반기에도 지속될 주택 분양과 삼성전자 등 비건축 부문의 투자확대를 고려하였을 시 국내 총 건설수주 신기록을 갱신할 가능성이 높다.

투자유망 종목은 주택시행에서 동원개발, 서한, 주택 도급에서 한신공영, 코오롱글로벌이다. CM부문에서는 한미글로벌이 이에 해당한다.

그림 10. 건설수주 동향조사 월간 추이

건축부문의 수주증가로 국내 건설수주동향조사 규모가 YTD +53.5% 증가 중



자료: 통계청, REPS, 하나대투증권

표 2. 대한건설협회 기준 건설수주액 추이

(단위: 억원, %)

구분	합계	발주자별						공종별				
		공공			민간			토목	건축			
		소계	토목	건축	소계	토목	건축		소계	주거	비주거	
2013년 5월	74,128	24,932	14,010	10,922	49,195	19,773	29,422	33,783	40,344	14,397	25,946	
2014년 5월	79,354	31,357	14,211	17,147	47,997	7,455	40,542	21,666	57,689	25,745	31,943	
2015년 5월	실적	154,956	42,715	28,379	14,336	112,241	4,086	108,155	32,465	122,491	63,161	59,330
	전년동기비	95.3	36.2	99.7	△16.4	133.9	△45.2	166.8	49.8	112.3	145.3	85.7
	2013년동기비	109	71.3	102.6	31.3	128.2	△79.3	267.6	△3.9	203.6	338.7	128.7
2014년 1~5월 누계	394,147	180,536	126,466	54,071	213,611	27,193	186,418	153,659	240,489	119,168	121,319	
2015년 1~5월 누계	580,447	178,516	131,024	47,490	401,931	30,541	371,390	161,565	418,880	250,071	168,810	
전년동기비	47.3	△1.1	3.6	△12.2	88.2	12.3	99.2	5.1	74.2	109.8	39.1	

주: 통계청 건설수주는 총 742개('15년 기준)의 조사대상업체를 기준으로 집계한 것, 대한건설협회 건설수주액은 통계청 조사치와 협회자체조사치를 총합한 것(신규수주와 장기계속공사 포함)
 자료: 통계청, 대한건설협회, 하나대투증권



4. 레저시설 디벨로퍼 시장

1) 쇼핑, 호텔, 리조트 등 레저 디벨로퍼 시장

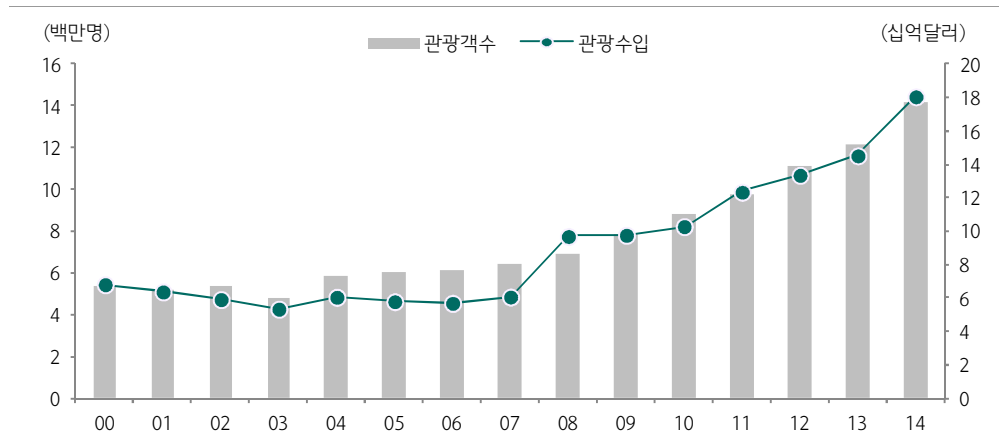
레저시설 Developer 업체 성장 기대

중국 인바운드 관광객 유입, 생활수준 향상, 고령화 사회 진입으로 레저 인구 및 국내외 관광객 수는 급격히 증가하고 있다. 레저시장 성장과 함께 관련 시설개발도 이루어지고 있으며, 특히 보유 부동산 개발을 통한 시장 진출은 고수익, 고성장을 가능하게 하는 요소가 되고 있다. 이처럼 레저시설 개발시장 성장에 따라 보유 자산의 쇼핑몰, 호텔, 리조트 개발을 진행하고 있는 서부T&D와 에머슨퍼시픽의 실적성장이 두드러질 것으로 판단한다.

서부T&D는 화물자동차 정류장 사업으로 설립되었으나, 2012년 인천 연수구 쇼핑몰 개발, 2017년 용산 호텔 개발을 진행하며 성장을 지속하고 있다. 특히, 용산 면세점 확정으로 호텔 가치 상승이 기대되며 향후, 신정동 부지 개발까지 진행될 경우 큰 폭의 성장이 기대된다.

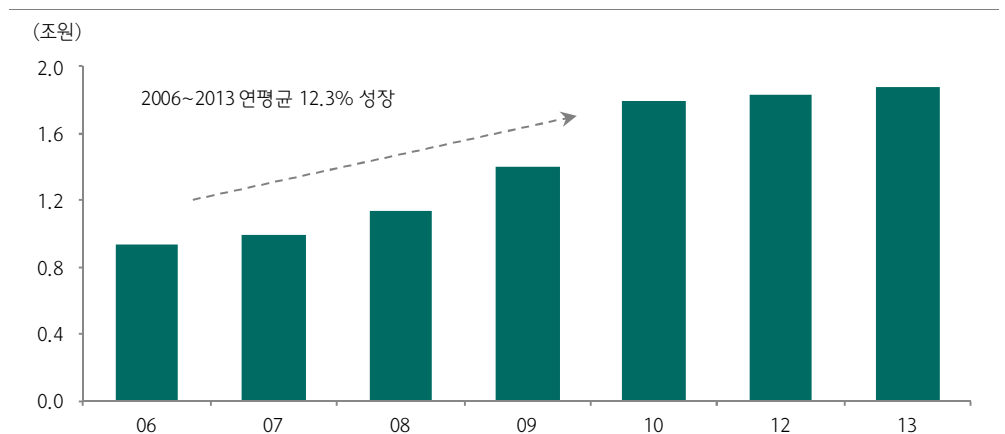
에머슨퍼시픽은 2014년부터 분양수익이 급격하게 증가하면서 손익과 재무구조가 동시에 좋아질 것으로 보인다. 에머슨퍼시픽은 국내 유일 고급 리조트 개발 업체로서 프리미엄급 시장 공략을 통해 견조한 분양성과를 보이고 있으며, 분양수익 유입에 따라 매출액과 영업이익이 동반 확대되면서 실적 레벨업이 나타날 전망이다.

그림 11. 국내 인바운드 관광객수 및 관광수입 추이



자료: 한국관광공사, 하나대투증권

그림 12. 휴양콘도 시장규모



자료: 한국관광공사, 하나대투증권



건설/스몰캡 Overweight

기업 분석

동원개발(013120)	14
서한(011370)	16
서부T&D(006730)	18
에머슨퍼시픽(025980)	20
한미글로벌(053690)	22
한신공영(004960)	29
코오롱글로벌(003070)	31
쌍용양회(003410)	34
성신양회(004980)	37
유진기업(023410)	40
삼환까뮤(013700)	43
원하이텍(192390)	45
LG하우시스(108670)	47
KCC(002380)	49
동화기업(025900)	52
벽산(007210)	56
라이온켄텍(171120)	58
현대통신(039010)	60

2015년 7월 16일

동원개발(013120)

부산지역 부동산 시장이 이끈다!

투자이견 'BUY', 목표주가 70,000원 유지

동원개발에 대해 투자이견 'BUY'와 목표주가 70,000원을 유지한다. 1) 부산지역 분양시장 호황에 따라 분양사업을 통한 실적 성장세가 이어질 전망이며, 2) 밸류에이션 매력 확보 (2015년 7.8배, 2016년 5.9배)하고 있으며, 3) 무차입 경영을 통한 안정적인 재무구조도 부각될 전망이다.

부산지역 분양시장 활황 이어져

부산은 2015년 상반기 평균 청약 경쟁률 62.3:1 로 대구에 이어 두 번째로 분양열기가 높았으며, 7월에는 1~6월 7,385 가구를 넘어서는 8,913가구가 분양이 될 예정이다. 부산지역의 분양시장 호조세가 이어지고 있는 이유는 메르스가 진정되면서 위축되었던 분양시장이 다시 활기를 찾고 있으며, 저금리/전세난 지속에 따른 매매수요 증가가 지속되고있기 때문이다. 이처럼 부동산 시장 호황에 따라 자체사업 및 재건축/재개발 수주가 확대되고 있는 업체들에게 유리할 것으로 보인다.

분양매출비중 80%에 달해 매출 및 이익확대 지속

동원개발의 자체분양사업 매출비중은 81%(2015년 1분기 기준)로 이와 함께 동원개발이 진행하고 있는 주택 현상들이 모두 양호한 분양성과를 보이고 있어 분양매출을 중심으로 외형과 이익이 급격히 증가하고 있다.

2014년에 분양한 3,500억원 규모의 하남미사는 100%의 계약률을 보였으며, 양산 3/4차 및 울산 문수산 역시 분양률 100%를 달성했다.

2015년 하반기에도 수도권 2곳을 포함해 3~4군데의 분양이 예정되어 있는 만큼 분양사업을 통한 실적향상은 이어질 전망이다. 이에 기반한 2015년 분양매출액은 전년 대비 32% 증가한 3,789억원으로 전망하며 고수의 사업인 만큼 20%대의 영업이익률 유지가 가능할 것으로 판단한다.

Top Picks

Industry In-depth

BUY

TP(12M): 70,000원 | CP(7월 15일): 59,500원

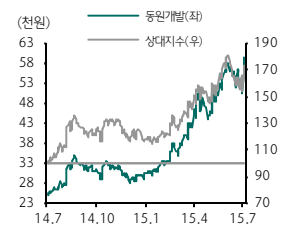
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	761.59
52주 최고/최저(원)	59,500/25,600
시가총액(십억원)	540.3
시가총액비중(%)	0.26
발행주식수(천주)	9,080.8
60일 평균 거래량(천주)	47.7
60일 평균 거래대금(십억원)	2.4
15년 배당금(예상.원)	650
15년 배당수익률(예상.%)	1.09
외국인지분율(%)	10.25
주요주주 지분율(%)	
장외의 외 4인	57.82
신한비엔피파리바자산운용	5.12
주가상승률 1M 6M 12M	
절대	3.7 90.7 127.1
상대	(3.9) 45.6 66.7

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	444.8	516.9
영업이익(십억원)	100.1	117.1
순이익(십억원)	76.0	88.8
EPS(원)	8,369	9,779
BPS(원)	43,966	53,437

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	318.3	340.1	425.6	553.2	694.2
영업이익	십억원	44.3	77.2	91.2	121.3	152.2
세전이익	십억원	44.6	77.3	91.3	121.4	152.3
순이익	십억원	32.8	59.0	69.2	91.9	117.8
EPS	원	3,617	6,499	7,619	10,120	12,976
증감률	%	(4.8)	79.7	17.2	32.8	28.2
PER	배	4.26	4.63	7.81	5.88	4.59
PBR	배	0.51	0.83	1.38	1.13	0.92
EV/EBITDA	배	3.42	2.58	5.13	3.97	3.15
ROE	%	12.77	19.67	19.20	21.10	22.04
BPS	원	29,971	36,115	43,228	52,698	65,024
DPS	원	450	650	650	650	650



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 안주원
02-3771-7606
jw.ahn@hanafn.com



Analyst 박진영
02-3771-7375
jypark22@hanafn.com



Analyst 김재윤
02-3771-7735
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두연
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	318.3	340.1	425.6	553.2	694.2
매출원가	262.0	251.9	318.5	411.2	516.1
매출총이익	56.3	88.2	107.1	142.0	178.1
판매비	11.9	11.0	15.9	20.7	26.0
영업이익	44.3	77.2	91.2	121.3	152.2
금융손익	0.4	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.1)	0.2	0.2	0.2	0.2
세전이익	44.6	77.3	91.3	121.4	152.3
법인세	11.7	18.3	22.1	29.5	34.5
계속사업이익	32.8	59.0	69.2	91.9	117.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	32.8	59.0	69.2	91.9	117.8
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	32.8	59.0	69.2	91.9	117.8
지배주주표결이익	32.8	59.0	69.2	91.9	117.8
NOPAT	32.6	58.9	69.1	91.8	117.7
EBITDA	44.4	77.3	91.3	121.4	152.3
성장성(%)					
매출액증가율	(17.3)	6.8	25.1	30.0	25.5
NOPAT증가율	1.6	80.7	17.3	32.9	28.2
EBITDA증가율	5.5	74.1	18.1	33.0	25.5
(조정)영업이익증가율	6.0	74.3	18.1	33.0	25.5
(지분법제외)순이익증가율	(4.9)	79.9	17.3	32.8	28.2
(지분법제외)EPS증가율	(4.8)	79.7	17.2	32.8	28.2
수익성(%)					
매출총이익률	17.7	25.9	25.2	25.7	25.7
EBITDA이익률	13.9	22.7	21.5	21.9	21.9
(조정)영업이익률	13.9	22.7	21.4	21.9	21.9
계속사업이익률	10.3	17.3	16.3	16.6	17.0
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	3,617	6,499	7,619	10,120	12,976
BPS	29,971	36,115	43,228	52,698	65,024
CFPS	5,040	8,792	10,051	13,366	16,770
EBITDAPS	4,892	8,513	10,049	13,364	16,768
SPS	35,048	37,451	46,866	60,917	76,451
DPS	450	650	650	650	650
주기지표(배)					
PER	4.3	4.6	7.8	5.9	4.6
PBR	0.5	0.8	1.4	1.1	0.9
PCFR	3.1	3.4	5.9	4.5	3.5
EV/EBITDA	3.4	2.6	5.1	4.0	3.1
PSR	0.4	0.8	1.3	1.0	0.8
재무비율(%)					
ROE	12.8	19.7	19.2	21.1	22.0
ROA	8.1	14.4	14.5	15.9	16.5
ROIC	11.7	20.9	22.9	23.8	24.0
부채비율	42.2	32.2	32.4	33.5	33.3
순부채비율	4.4	(22.5)	(18.4)	(12.3)	(10.3)
이자보상배율(배)	143.7	126.0	151.9	202.1	253.7

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	375.9	422.9	507.9	624.3	769.9
금융자산	20.8	77.3	75.4	62.2	64.4
현금성자산	14.1	75.1	72.6	58.6	59.9
매출채권 등	25.3	32.0	40.1	52.1	65.4
재고자산	327.4	278.6	348.6	453.2	568.7
기타유동자산	2.4	35.0	43.8	56.8	71.4
비유동자산	11.2	10.6	12.1	14.4	16.9
투자자산	6.1	6.3	7.9	10.3	12.9
금융자산	6.1	6.3	7.9	10.3	12.9
유형자산	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
무형자산	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
기타비유동자산	3.9	3.1	3.1	3.1	3.0
자산총계	387.1	433.5	519.9	638.7	786.8
유동부채	68.0	95.0	114.9	144.6	177.5
금융부채	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
매입채무 등	47.6	48.9	61.2	79.5	99.8
기타유동부채	19.5	45.2	52.8	64.2	76.8
비유동부채	47.0	10.5	12.5	15.5	18.8
금융부채	31.9	2.4	2.4	2.4	2.4
기타비유동부채	15.1	8.1	10.1	13.1	16.4
부채총계	114.9	105.5	127.4	160.1	196.3
지배주주지분	272.2	327.9	392.5	478.5	590.5
자본금	45.4	45.4	45.4	45.4	45.4
자본잉여금	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	219.7	275.5	340.1	426.1	538.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	272.2	327.9	392.5	478.5	590.5
순금융부채	12.0	(73.9)	(72.1)	(58.9)	(61.1)
현금흐름표					
영업활동현금흐름	(5.0)	88.5	4.1	(5.1)	10.6
당기순이익	32.8	59.0	69.2	91.9	117.8
조정	(4.8)	11.2	(0.2)	(0.1)	(0.1)
감가상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(4.9)	11.1	(0.3)	(0.2)	(0.2)
자산/부채의 변동	(33.0)	18.3	(64.9)	(96.9)	(107.1)
투자활동현금흐름	2.5	6.5	(2.1)	(3.2)	(3.5)
투자자산감소(증가)	3.0	(0.2)	(1.6)	(2.4)	(2.6)
유형자산감소(증가)	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	(0.3)	6.8	(0.5)	(0.8)	(0.9)
재무활동현금흐름	(12.8)	(33.9)	(4.7)	(5.9)	(5.9)
금융부채증가(감소)	(17.3)	(29.5)	(0.1)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	7.5	(1.2)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(3.0)	(3.2)	(4.6)	(5.9)	(5.9)
현금의 증감	(15.2)	61.0	(2.6)	(13.9)	1.2
Unlevered CFO	45.8	79.8	91.3	121.4	152.3
Free Cash Flow	(5.2)	88.5	4.1	(5.1)	10.6



2015년 7월 16일

서한(011370)

대구지역 부동산 시장 호황을 누리다!

투자 의견 'BUY', 목표주가 4,000원으로 상향

서한에 대해 투자 의견 'BUY'를 유지하고 목표주가는 4,000원으로 상향한다. 목표주가 상향 근거는 1) 대구지역 분양시장 호조에 따른 대표 수혜 업체로 꼽히며, 2) 자체주택사업을 기반으로 외형 및 이익확대가 이어질 것으로 판단하기 때문이다.

분양사업 호실적 지속

서한은 2012년도부터 자체분양사업을 본격적으로 확대해왔으며, 대구지역 분양시장 회복으로 견조한 분양성과를 이어오고 있다. 2012년 6% 수준이었던 분양매출비중은 2015년 1분기 63%까지 상승하면서 외형 및 이익확대를 이끌고 있다.

2015년 들어 처음으로 시작한 '수목원 서한 이다움'(사업규모 2,800억원)은 금년에 진행하는 자체사업 중 가장 큰 규모의 사업으로 평당 분양가가 900만원을 넘어서고 있다. 청약 경쟁률도 2015년 대구지역 최고수준인 134:1을 기록했던 만큼 순조로운 분양결과가 이어질 것으로 판단한다.

2015년에도 외형 및 이익 성장세 이어질 전망

서한은 수목원 서한 이다움을 시작으로 2개의 자체사업과 3개의 재건축 사업을 진행할 예정이다. 이처럼 2015년에도 자체사업을 포함한 다양한 프로젝트를 확보하고 있는 만큼 실적확대는 지속될 것으로 보인다. 이와 더불어 2014년에 진행했던 주요 프로젝트(금호지구, 혁신도시 3-4차 등)들의 매출반영이 높아지면서 분기별 100억원대의 영업이익 추세가 이어질 것으로 예상된다. 이를 반영한 서한 2015년 실적은 매출액 5,456억원(YoY, +15.2%) 영업이익 465억원(YoY, +32.3%)으로 예상하며, 밸류에이션 매력도 확보하고 있는 만큼 주가는 우상향 할 것으로 판단한다.

Top Picks

Industry In-depth

BUY

TP(12M): 4,000원(상향) | CP(7월 15일): 3,150원

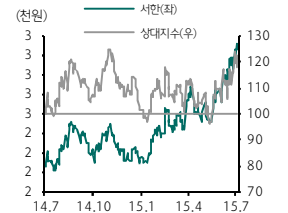
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	761.59
52주 최고/최저(원)	3,210/1,915
시가총액(십억원)	317.8
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	100,894.9
60일 평균거래량(천주)	2,292.0
60일 평균거래대금(십억원)	6.4
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인 지분율(%)	6.59
주요주주 지분율(%)	
대항레미콘 외 6인	11.26
서한장학문화재단	9.85
주가상승률	1M 6M 12M
절대	14.8 55.6 55.9
상대	6.4 18.7 14.5

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	484.8	594.5
영업이익(십억원)	41.9	54.6
순이익(십억원)	31.5	41.6
EPS(원)	312	412
BPS(원)	1,439	1,827

Stock Price





Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	295.9	473.5	545.6	633.4	747.4
영업이익	십억원	14.6	35.1	46.5	58.1	68.5
세전이익	십억원	17.7	34.2	46.2	57.7	68.0
순이익	십억원	14.8	26.5	35.8	44.6	53.6
EPS	원	146	262	355	442	531
증감율	%	265.0	79.5	35.5	24.5	20.1
PER	배	11.11	8.01	8.87	7.13	5.93
PBR	배	1.79	1.82	2.09	1.62	1.27
EV/EBITDA	배	10.23	7.42	7.03	4.95	3.45
ROE	%	17.41	25.45	26.70	25.58	23.99
BPS	원	909	1,152	1,507	1,949	2,480
DPS	원	15	0	0	0	0


Analyst 이정기
 02-3771-7522
 robert.lee@hanafn.com


Analyst 안주원
 02-3771-7606
 jw.ahn@hanafn.com


Analyst 박진영
 02-3771-7375
 jypark22@hanafn.com


Analyst 김재윤
 02-3771-7735
 jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두현
 02-3771-8542
 doohyun@hanafn.com



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	295.9	473.5	545.6	633.4	747.4
매출원가	268.6	416.8	470.7	542.4	640.0
매출총이익	27.3	56.7	74.9	91.0	107.4
판매비	12.6	21.5	28.4	32.9	38.9
영업이익	14.6	35.1	46.5	58.1	68.5
금융손익	(0.4)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.2)
종속/관계기업손익	(0.5)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4.0	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
세전이익	17.7	34.2	46.2	57.7	68.0
법인세	3.0	7.8	10.4	13.2	14.4
계속사업이익	14.8	26.5	35.8	44.6	53.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	14.8	26.5	35.8	44.6	53.6
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	14.8	26.5	35.8	44.6	53.6
지배주주포괄이익	14.4	26.0	35.8	44.6	53.6
NOPAT	12.2	27.1	36.1	44.8	54.0
EBITDA	14.7	35.2	47.3	59.1	69.6
성장성(%)					
매출액증가율	99.8	60.0	15.2	16.1	18.0
NOPAT증가율	183.7	122.1	33.2	24.1	20.5
EBITDA증가율	153.4	139.5	34.4	24.9	17.8
(조정)영업이익증가율	160.7	140.4	32.5	24.9	17.9
(지분법제외)순이익증가율	270.0	79.1	35.1	24.6	20.2
(지분법제외)EPS증가율	265.0	79.5	35.5	24.5	20.1
수익성(%)					
매출총이익률	9.2	12.0	13.7	14.4	14.4
EBITDA이익률	5.0	7.4	8.7	9.3	9.3
(조정)영업이익률	4.9	7.4	8.5	9.2	9.2
계속사업이익률	5.0	5.6	6.6	7.0	7.2

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	146	262	355	442	531
BPS	909	1,152	1,507	1,949	2,480
CFPS	151	406	465	585	689
EBITDAPS	146	349	469	585	690
SPS	2,932	4,693	5,408	6,278	7,408
DPS	15	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	11.1	8.0	8.9	7.1	5.9
PBR	1.8	1.8	2.1	1.6	1.3
PCFR	10.8	5.2	6.8	5.4	4.6
EV/EBITDA	10.2	7.4	7.0	4.9	3.5
PSR	0.6	0.4	0.6	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	17.4	25.4	26.7	25.6	24.0
ROA	8.3	10.0	10.5	11.8	12.5
ROIC	21.7	35.1	35.5	43.2	50.8
부채비율	123.4	177.3	134.9	104.3	82.2
순부채비율	(14.3)	42.9	9.7	(13.0)	(30.9)
이자보상배율(배)	20.3	50.4	66.7	83.3	76.1

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	165.7	229.7	263.9	307.9	361.8
금융자산	47.8	29.1	63.3	101.6	152.6
현금성자산	36.8	15.8	63.3	101.6	152.6
매출채권 등	40.3	85.8	85.8	88.5	90.5
재고자산	57.2	89.6	89.6	92.6	93.5
기타유동자산	20.4	25.2	25.2	25.2	25.2
비유동자산	39.2	92.6	93.3	93.8	94.2
투자자산	32.2	78.9	78.9	78.9	78.9
금융자산	30.2	77.5	77.5	77.5	77.5
유형자산	3.1	9.0	9.7	10.2	10.6
무형자산	1.7	1.0	1.0	1.0	1.0
기타비유동자산	2.2	3.7	3.7	3.7	3.7
자산총계	204.9	322.3	357.2	401.7	456.0
유동부채	79.9	162.3	161.3	162.6	164.5
금융부채	5.6	43.1	42.2	41.2	41.3
매입채무 등	46.2	69.2	69.2	71.5	73.5
기타유동부채	28.1	50.0	49.9	49.9	49.7
비유동부채	33.2	43.8	43.8	42.5	41.3
금융부채	29.0	35.8	35.8	34.8	33.8
기타비유동부채	4.2	8.0	8.0	7.7	7.5
부채총계	113.2	206.1	205.1	205.1	205.8
자본총계	91.7	116.2	152.0	196.6	250.2
자본금	50.4	50.4	50.4	50.4	50.4
자본잉여금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계	(0.0)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
이익잉여금	35.6	60.5	96.4	141.0	194.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	91.7	116.2	152.0	196.6	250.2
순금융부채	(13.1)	49.8	14.7	(25.6)	(77.4)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	19.2	(9.7)	36.5	42.1	53.8
당기순이익	14.8	26.5	35.8	44.6	53.6
조정	(4.3)	7.2	0.7	1.2	1.3
감가상각비	0.2	0.1	0.8	1.0	1.1
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.5	0.6	0.0	0.0	0.0
기타	(5.0)	6.5	(0.1)	0.2	0.2
자산/부채의 변동	8.7	(43.4)	0.0	(3.7)	(1.1)
투자활동현금흐름	(8.2)	(54.1)	11.9	(1.5)	(1.5)
투자자산감소(증가)	(5.1)	(46.7)	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	0.3	(4.2)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
기타투자활동	(3.4)	(3.2)	13.4	0.0	0.0
재무활동현금흐름	7.6	42.7	(0.9)	(1.9)	(0.9)
금융부채증가(감소)	8.8	44.3	(0.9)	(1.9)	(0.9)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.7)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(0.5)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	18.6	(21.0)	47.5	38.3	51.1
Unlevered CFO	15.2	41.0	46.9	59.0	69.5
Free Cash Flow	18.4	(14.5)	35.0	40.6	52.3



2015년 7월 16일

서부T&D(006730)

용산 면세점 확정으로 용산호텔 가치 부각!

보유 부동산 개발로 성장이 기대되는 개발업체

서부T&D는 화물자동차 정류장 사업으로 설립되어 2012년 인천 연수구 쇼핑몰, 2017년 용산 호텔 등 보유자산의 개발을 통한 성장을 진행하는 부동산 개발업체이다. HDC신라면세점의 용산 면세점 선정에 따른 용산 호텔 가치 상승이 기대되는 가운데, 향후 신정동 부지 개발 계획 또한 가지고 있으며 각각의 보유자산 개발 시 큰 폭의 성장이 기대된다.

용산 면세점 확정으로 용산 호텔 가치 부각

서울 신규 면세점 입찰에서 HDC신라면세점의 용산 면세점 결정으로 2017년 완공예정인 서부T&D의 용산 호텔의 가치가 부각될 것으로 기대한다. 현재 개발 중인 호텔은 2017년 6월 완공 예정인 용산 국제업무지구 옆 부지 약 1,730실 규모 호텔로 국내 최대 규모이다. HDC신라면세점 입점 시 용산 호텔과 도보로 이동 가능하여 관광객 유입효과가 클 것으로 판단한다. 또한 면세점 주위 상권 개발 진행으로 호텔 가치는 더욱 높아질 것으로 기대한다.

자산 개발을 통한 성장 지속

서부T&D는 인천 연수구, 서울 양천구 신정동, 용산 호텔 부지 등 장부가 약 5,500억원에 달하는 자산을 보유하고 있다. 용산 호텔 개발 후 진행될 신정동 토지는 용도변경 진행 중으로 물류시설 및 상업시설로 개발할 계획이다. 인천 쇼핑몰, 용산 호텔, 신정동 화물터미널 사업부지 개발로 이어지는 서부T&D의 자산 개발은 지속적인 현금창출로 이어져 2020년 까지 꾸준한 성장을 보일 것으로 기대한다.

2015년 실적은 매출액 570억원, 영업이익 122억원 전망

2015년 매출액은 570억원(YoY, 4.5%), 영업이익 122억원(YoY, 16.0%)을 전망한다. 향후 서부T&D의 자산개발 반영 시 자산가치는 약 2조원에 달하며 용산 면세점 입점에 따른 용산 호텔 가치 상승분 감안시 자산가치는 더욱 상승할 것으로 판단한다.

Top Picks

Industry In-depth

Not Rated

CP(7월 15일): 28,000원

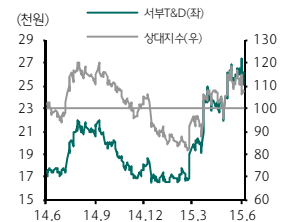
Key Data

KOSDAQ 지수(pt)	761.59
52주최고/최저(원)	28,000/16,500
시가총액(십억원)	961.3
시가총액비중(%)	0.46
발행주식수(천주)	34,332.3
60일 평균 거래량(천주)	317.3
60일 평균 거래대금(십억원)	8.1
15년 배당금(예상.원)	0
15년 배당수익률(예상.%)	0.00
외국인지분율(%)	13.15
주요주주 지분율(%)	
엠와이에이치 외 17인	53.29
국민연금	5.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	8.3 64.2 61.3
상대	0.4 25.4 18.4

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	58.3	62.7
영업이익(십억원)	13.0	14.9
순이익(십억원)	3.0	3.5
EPS(원)	87	101
BPS(원)	12,604	12,693

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	50.8	54.6	57.0	61.3	125.5
영업이익	십억원	9.6	10.5	12.2	13.9	40.6
세전이익	십억원	0.3	2.2	4.5	4.5	27.9
순이익	십억원	(20.5)	0.2	3.4	3.4	20.9
EPS	원	(596)	7	99	99	610
증감률	%	(6,722.2)	(101.2)	1,314.3	0.0	516.2
PER	배	N/A	2,657.62	282.95	284.21	45.89
PBR	배	1.26	1.47	2.20	2.18	2.08
EV/EBITDA	배	41.03	45.09	67.57	75.01	26.91
ROE	%	(4.85)	0.06	0.82	0.81	4.87
BPS	원	12,648	12,654	12,754	12,852	13,463
Net DER	%	0	0	0	0	0



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 안주원
02-3771-7606
jw.ahn@hanafn.com



Analyst 박진영
02-3771-7375
jypark22@hanafn.com



Analyst 김재윤
02-3771-7735
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두연
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F	
매출액	50.8	54.6	57.0	61.3	125.5	
매출원가	14.7	14.6	14.2	14.7	39.5	
매출총이익	36.1	40.0	42.8	46.6	86.0	
판매비	26.5	29.5	30.6	32.8	45.4	
영업이익	9.6	10.5	12.2	13.9	40.6	
금융손익	(9.3)	(8.6)	(7.8)	(9.3)	(12.7)	
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	(0.0)	0.3	0.1	0.0	0.0	
세전이익	0.3	2.2	4.5	4.5	27.9	
법인세	0.0	0.4	1.1	1.1	7.0	
계속사업이익	0.2	1.8	3.4	3.4	20.9	
중단사업이익	(20.7)	(1.5)	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	(20.5)	0.2	3.4	3.4	20.9	
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
(지분법제외)순이익	(20.5)	0.2	3.4	3.4	20.9	
지배주주포괄이익	(20.5)	0.2	3.4	3.4	20.9	
NOPAT	8.5	8.5	9.2	10.4	30.5	
EBITDA	16.7	16.9	17.2	16.4	47.5	
성장성(%)						
매출액증가율	79.5	7.5	4.4	7.5	104.7	
NOPAT증가율	203.6	0.0	8.2	13.0	193.3	
EBITDA증가율	165.1	1.2	1.8	(4.7)	189.6	
(조정)영업이익증가율	200.0	9.4	16.2	13.9	192.1	
(지분법제외)순이익증가율	(6,933.3)	(101.0)	1,600.0	0.0	514.7	
(지분법제외)EPS증가율	(6,722.2)	(101.2)	1,314.3	0.0	516.2	
수익성(%)						
매출총이익률	71.1	73.3	75.1	76.0	68.5	
EBITDA이익률	32.9	31.0	30.2	26.8	37.8	
(조정)영업이익률	18.9	19.2	21.4	22.7	32.4	
계속사업이익률	0.4	3.3	6.0	5.5	16.7	
투자지표						
	2013	2014	2015F	2016F	2017F	
주당지표(원)						
EPS	(596)	7	99	99	610	
BPS	12,648	12,654	12,754	12,852	13,463	
CFPS	423	452	505	476	1,382	
EBITDAPS	488	493	501	476	1,382	
SPS	1,481	1,589	1,660	1,784	3,656	
DPS	0	0	0	0	0	
주가지표(배)						
PER	N/A	2,657.6	282.9	284.2	45.9	
PBR	1.3	1.5	2.2	2.2	2.1	
PCFR	37.8	41.2	55.4	58.8	20.3	
EV/EBITDA	41.0	45.1	67.6	75.0	26.9	
PSR	10.8	11.7	16.9	15.7	7.7	
재무비율(%)						
ROE	(4.8)	0.1	0.8	0.8	4.9	
ROA	(2.5)	0.0	0.4	0.4	2.0	
ROIC	(141.4)	(113.4)	139.9	16.6	21.7	
부채비율	97.9	107.9	119.6	139.2	146.8	
순부채비율	45.2	43.6	48.3	63.4	71.7	
이자보상배율(배)	0.9	1.1	1.3	1.3	2.8	

자료: 하나대투증권

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F	
유동자산	43.6	68.9	84.5	90.1	90.0	
금융자산	37.5	63.6	78.8	83.9	83.7	
현금성자산	12.8	6.1	20.4	24.7	23.6	
매출채권 등	3.8	4.1	4.5	4.8	4.9	
재고자산	0.6	0.2	0.3	0.3	0.3	
기타유동자산	1.7	1.0	0.9	1.1	1.1	
비유동자산	772.9	789.1	829.0	913.2	996.7	
투자자산	20.4	20.8	22.5	24.2	24.5	
금융자산	20.3	20.8	22.4	24.1	24.5	
유형자산	22.1	43.0	82.5	165.1	248.3	
무형자산	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	
기타비유동자산	729.8	724.8	723.6	723.6	723.7	
자산총계	816.4	858.0	913.5	1,003.3	1,086.8	
유동부채	110.4	136.4	171.3	246.4	301.4	
금융부채	74.0	74.0	104.0	174.0	224.0	
매입채무 등	7.0	7.4	8.0	8.6	9.2	
기타유동부채	29.4	55.0	59.3	63.8	68.2	
비유동부채	293.5	309.0	326.2	337.5	344.9	
금융부채	150.0	169.4	175.7	175.7	175.7	
기타비유동부채	143.5	139.6	150.5	161.8	169.2	
부채총계	404.0	445.4	497.5	583.9	646.3	
자본총계	412.5	412.7	416.1	419.5	440.4	
자본금	14.3	15.7	17.2	17.2	17.2	
자본잉여금	97.4	97.4	97.4	97.4	97.4	
자본조정	(21.8)	(21.8)	(21.8)	(21.8)	(21.8)	
기타포괄이익누계	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
이익잉여금	322.5	321.4	323.3	326.7	347.6	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	412.5	412.7	416.1	419.5	440.4	
순금융부채	186.6	179.8	200.9	265.7	315.9	
현금흐름표						
	2013	2014	2015F	2016F	2017F	
영업활동현금흐름	13.0	15.3	24.8	31.2	52.9	
당기순이익	(20.5)	0.2	3.4	3.4	20.9	
조정	32.9	15.4	13.0	11.8	19.6	
감가상각비	7.2	6.4	5.0	2.5	6.8	
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	25.7	9.0	8.0	9.3	12.8	
자산/부채의 변동	0.6	(0.3)	8.4	16.0	12.4	
투자활동현금흐름	(10.0)	(28.8)	(44.5)	(85.9)	(89.5)	
투자자산감소(증가)	0.0	(0.5)	(1.6)	(1.7)	(0.4)	
유형자산감소(증가)	(8.6)	(21.9)	(43.1)	(85.0)	(90.0)	
기타투자활동	(1.4)	(6.4)	0.2	0.8	0.9	
재무활동현금흐름	(8.2)	6.9	34.0	59.0	35.6	
금융부채증가(감소)	11.0	19.4	36.3	70.0	50.0	
자본증가(감소)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	
기타재무활동	(19.2)	(12.5)	(2.3)	(11.0)	(14.4)	
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
현금의 증감	(5.2)	(6.7)	14.3	4.3	(1.1)	
Unlevered CFO	14.5	15.5	17.3	16.4	47.5	
Free Cash Flow	4.3	(6.7)	(18.3)	(53.8)	(37.1)	



2015년 7월 16일

에머슨퍼시픽(025980)

Top Picks

Industry In-depth

국내 유일 리조트 디벨로퍼로 투자매력 부각!

투자의견 'BUY', 목표주가 50,000원으로 상향

에머슨퍼시픽에 대해 투자의견 'BUY'를 유지하고 목표주가는 50,000원으로 상향한다. 목표주가 상향 근거는 1) 국내 유일 고급리조트 개발업체로서 국내 부동산 개발시장 호황에 따른 수혜가 예상되고, 2) 분양수의 급증에 따른 실적향상이 두드러질 것으로 보임에 따라 투자매력이 높다는 판단이다.

리조트 개발 업력을 바탕으로 프리미엄급 시장공략

에머슨퍼시픽은 리조트 개발 업력을 바탕으로 프리미엄급 브랜드로 제품의 희소성을 부각시키면서 틈새시장을 공략하고 있다. 아난티 서울 프로젝트는 분양가 최소 3억원~최고 24억원 까지 달했음에도 분양률 80%를 넘어서면서 높은 인기를 보였으며, 현재 분양을 진행하고 있는 부산프로젝트 역시 국내 최초로 특급호텔과 별장단지의 조합을 선보이는 만큼 양호한 분양성평가 이어질 것으로 예상된다.

분양수익 급증에 따른 이익증가 지속!

2015년 에머슨퍼시픽 실적은 매출액 1,510억원(YoY, +220.0%)과 영업이익 338억원(YoY, +233.4%)으로 대폭 확대될 전망이다. 2016년에도 이익상향 사이클이 지속될 것으로 판단한다. 그 이유는 1) 서울 프로젝트 매출액 확대(2015년 예상 매출액 834억원)가 예상되고, 2) 부산 프로젝트의 본격적인 분양시작으로 매출반영속도가 빨라질 것(2015년 예상 매출액 437억원)으로 보이기 때문이다. 더불어 리조트 완공 후 시설운영에 따른 영업이익이 연간 200억원 이상 창출됨에 따라 이익 지속성을 확보하고 있다는 점도 밸류에이션 프리미엄 요소로 작용할 전망이다.

BUY

| TP(12M): 50,000원(상향) | CP(7월 15일): 39,300원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	761.59
52주 최고/최저(원)	39,350/7,230
시가총액(십억원)	431.9
시가총액비중(%)	0.21
발행주식수(천주)	10,991.0
60일 평균 거래량(천주)	143.5
60일 평균 거래대금(십억원)	4.3
15년 배당금(예상.원)	0
15년 배당수익률(예상.%)	0.00
외국인지분율(%)	2.64
60일 평균 거래량(천주)	172.5
중앙디앤엘 외 4인	49.80

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	NA	NA
영업이익(십억원)	NA	NA
순이익(십억원)	NA	NA
EPS(원)	NA	NA
BPS(원)	NA	NA

Stock Price



주가상승률	1M	6M	12M
절대	46.6	237.3	398.7
상대	35.9	157.5	266.2

Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	20.8	47.2	151.0	169.3	194.0
영업이익	십억원	(1.3)	10.1	33.8	38.7	44.4
세전이익	십억원	(5.2)	3.2	27.2	32.7	38.8
순이익	십억원	(4.1)	3.0	23.3	27.8	32.9
EPS	원	(369)	269	2,119	2,534	2,992
증감률	%	57.0	(172.9)	687.7	19.6	18.1
PER	배	N/A	45.40	18.55	15.51	13.13
PBR	배	1.83	2.85	6.14	4.40	3.29
EV/EBITDA	배	101.47	14.23	12.28	10.16	7.64
ROE	%	(14.03)	7.99	39.71	33.07	28.71
BPS	원	2,457	4,284	6,402	8,936	11,929
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 안주원
02-3771-7606
jw.ahn@hanafn.com



Analyst 박진영
02-3771-7375
jypark22@hanafn.com



Analyst 김재윤
02-3771-7735
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두연
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	20.8	47.2	151.0	169.3	194.0
매출원가	12.9	24.3	76.6	85.0	97.4
매출총이익	7.9	22.9	74.4	84.3	96.6
판매비	9.2	12.8	40.6	45.6	52.2
영업이익	(1.3)	10.1	33.8	38.7	44.4
금융손익	(2.0)	(2.2)	(2.9)	(2.4)	(2.0)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.8)	(4.8)	(3.7)	(3.6)	(3.6)
세전이익	(5.2)	3.2	27.2	32.7	38.8
법인세	(1.2)	0.2	3.9	4.9	5.9
계속사업이익	(4.1)	3.0	23.3	27.8	32.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(4.1)	3.0	23.3	27.8	32.9
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	(4.1)	3.0	23.3	27.8	32.9
지배주주포괄이익	(4.0)	20.1	23.3	27.8	32.9
NOPAT	(1.0)	9.5	28.9	32.9	37.6
EBITDA	0.8	12.1	35.8	40.8	46.4
성장성(%)					
매출액증가율	(24.4)	126.9	219.9	12.1	14.6
NOPAT증가율	100.0	(1,050.0)	204.2	13.8	14.3
EBITDA증가율	(60.0)	1,412.5	195.9	14.0	13.7
(조정)영업이익증가율	85.7	(876.9)	234.7	14.5	14.7
(지분법제외)순이익증가율	57.7	(173.2)	676.7	19.3	18.3
(지분법제외)EPS증가율	57.0	(172.9)	687.7	19.6	18.1
수익성(%)					
매출총이익률	38.0	48.5	49.3	49.8	49.8
EBITDA이익률	3.8	25.6	23.7	24.1	23.9
(조정)영업이익률	(6.3)	21.4	22.4	22.9	22.9
계속사업이익률	(19.7)	6.4	15.4	16.4	17.0
투자지표					
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	(369)	269	2,119	2,534	2,992
BPS	2,457	4,284	6,402	8,936	11,929
CFPS	114	1,143	2,741	3,249	3,759
EBITDAPS	77	1,101	3,257	3,709	4,220
SPS	1,889	4,294	13,738	15,403	17,651
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	45.4	18.5	15.5	13.1
PBR	1.8	2.8	6.1	4.4	3.3
PCFR	39.7	10.7	14.3	12.1	10.5
EV/EBITDA	101.5	14.2	12.3	10.2	7.6
PSR	2.4	2.8	2.9	2.6	2.2
재무비율(%)					
ROE	(14.0)	8.0	39.7	33.1	28.7
ROA	(1.7)	1.1	7.4	8.6	9.0
ROIC	(0.5)	3.9	11.2	12.8	14.5
부채비율	791.9	581.2	341.1	240.6	200.8
순부채비율	133.2	81.3	11.0	(18.1)	(59.4)
이자보상배율(배)	(0.7)	3.8	33.8	38.7	44.4

자료: 하나대투증권

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	62.9	73.7	60.8	81.8	143.7
금융자산	9.2	22.6	47.1	67.4	127.2
현금성자산	7.9	21.4	47.1	67.4	127.2
매출채권 등	8.8	8.6	9.2	9.4	10.8
재고자산	9.6	22.1	4.5	5.0	5.7
기타유동자산	35.3	20.4	(0.0)	(0.0)	(0.0)
비유동자산	177.2	246.4	249.2	252.4	250.4
투자자산	0.3	0.5	0.0	0.0	0.0
금융자산	0.3	0.5	0.0	0.0	0.0
유형자산	171.3	241.0	244.2	247.3	245.5
무형자산	0.4	0.6	0.7	0.8	0.6
기타비유동자산	5.2	4.3	4.3	4.3	4.3
자산총계	240.1	320.1	310.0	334.3	394.1
유동부채	45.8	94.9	59.3	54.5	55.3
금융부채	41.1	57.7	52.0	47.1	46.8
매입채무 등	4.5	8.5	7.0	7.2	8.3
기타유동부채	0.2	28.7	0.3	0.2	0.2
비유동부채	167.4	178.2	180.4	181.6	207.8
금융부채	4.0	3.0	2.8	2.5	2.5
기타비유동부채	163.4	175.2	177.6	179.1	205.3
부채총계	213.1	273.1	239.7	236.1	263.0
자본총계	26.9	47.0	70.3	98.1	131.0
자본금	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
자본잉여금	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
기본조정	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
기타포괄이익누계	0.0	17.4	17.4	17.4	17.4
이익잉여금	12.6	15.3	38.6	66.4	99.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	26.9	47.0	70.3	98.1	131.0
순금융부채	35.9	38.2	7.7	(17.8)	(77.8)
현금흐름표					
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	(18.0)	34.3	35.3	30.8	60.0
당기순이익	(4.1)	3.0	23.3	27.8	32.9
조정	4.4	8.6	2.0	2.1	2.0
감가상각비	2.2	2.0	2.0	2.1	2.0
외환거래손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.2	6.6	0.0	0.0	0.0
자산/부채의 변동	(18.3)	22.7	10.0	0.9	25.1
투자활동현금흐름	0.9	(24.0)	(3.6)	(5.3)	0.0
투자자산감소(증가)	2.4	(0.2)	0.5	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(0.5)	(37.0)	(5.0)	(5.0)	0.0
기타투자활동	(1.0)	13.2	0.9	(0.3)	0.0
재무활동현금흐름	9.5	3.3	(6.0)	(5.2)	(0.3)
금융부채증가(감소)	9.5	15.7	(6.0)	(5.2)	(0.3)
자본증가(감소)	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(12.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(7.7)	13.5	25.7	20.3	59.7
Unlevered CFO	1.2	12.6	30.1	35.7	41.3
Free Cash Flow	(18.5)	(2.8)	30.3	25.8	60.0



2015년 7월 16일

한미글로벌(053690)

Top Picks

Industry In-depth

해외건설 전성기의 오마쥬, 한미글로벌

한국 CM(건설관리)계의 혁명, 한미글로벌

한미글로벌은 국내 CM(Construction Mgt: 공사관리) 시장의 절대강자다. CM은 발주처로부터 시공과 CM을 모두 위임 받는 책임형(CM at Risk)과, 시공은 건설사가 계약하고, CM사는 건설관리만 수행하고 서비스 수수료를 받는 용역형(CM for Fee)으로 구분된다. 용역형은 컨설팅에 가깝고, 책임형은 사실상 건설도급에 가깝다.

한미글로벌의 '14년 책임형 CM 실적은 본사기준 매출 51억 원(-85.0% YoY)이고, 용역형 실적은 매출 870억원(+15.8% YoY)으로 Risk를 수반하지 않는 용역형 중심의 CM사다.

해외라는 신성장으로 제2 성장기 구가할 것

CM시장은 프로젝트의 위치(국내/해외)와 발주처의 국적(국내/해외)로 총 4개의 시장으로 나눌 수 있다. 이 중 한미글로벌의 신성장 동력은 해외시장이다. 해외시장은 해외발주처 시장과 국내발주처 시장으로 나뉘는데, 국내발주처란 제약회사, 국내 제조업체 등의 해외시장 시설투자 시에 현지 건설사가 시공을 수행하고, 한미글로벌이 CM을 영위하는 형태가 주였다. 그런데 최근에는 해외시장/해외발주처로 시장진출을 확대 중에 있다. 이러한 트렌드에 맞춰 해외수주는 '13년 330억, '14년 440억, '15년 600억(E) 등 지속증가중에 있고, 해외 용역형 CM 매출도 '13년 142억, '14년 232억, '15년 392억(E)로 증가할 것이 기대된다. 해외 성장은 진짜다.

TP 20,000원, BUY제시, 한국에 하나쯤 있어야 될 기업

한미글로벌을 TP 20,000원으로 신규 커버리지 개시한다. TP는 '15년 NOPLAT 109억원에 20.7배를 적용하여 도출했다. 희석주식을 모두 반영하여 총 1,116만주로 적용하였다. 국내 CM시장이 건축시장 호조로 증가 기대되고, 고마진 해외 CM의 비중이 높아지며 실적 개선이 수반될 것이 기대된다. CM은 건설(EPC)과 달라, CM for Fee의 경우 Risk를 지지 않는 점에서 해외건설의 오마쥬이지만 진화한 형태라 할 것이다. 한국에 하나 정도는 있어야 할 기업이다. 매수 추천한다.

BUY(신규)

| TP(12M): 20,000원(신규) | CP(7월15일): 14,250원

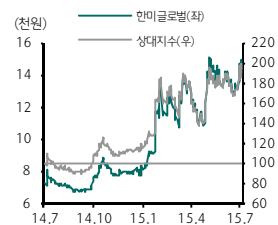
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,072.91
52주최고/최저(원)	15,250/6,810
시가총액(십억원)	133.1
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	9,343.5
60일 평균거래량(천주)	207.2
60일 평균거래대금(십억원)	2.8
15년 배당금(예상, 원)	250
15년 배당수익률(예상, %)	1.75
외국인 지분율(%)	0.61
주요주주 지분율(%)	
김종훈 외 10인	29.26
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.7) 69.6 94.1
상대	(2.2) 56.6 88.5

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	172.5	234.7
영업이익(십억원)	10.4	15.0
순이익(십억원)	7.5	11.2
EPS(원)	833	1,197
BPS(원)	8,741	9,729

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	182.5	165.4	207.3	226.3	246.3
영업이익	십억원	8.3	10.3	14.3	17.0	18.7
세전이익	십억원	8.4	9.6	14.0	16.4	18.3
순이익	십억원	6.0	7.3	10.6	12.4	13.8
EPS	원	847	1,017	1,180	1,326	1,474
증감률	%	40.2	20.1	16.0	12.4	11.2
PER	배	8.05	7.98	12.08	10.75	9.67
PBR	배	0.79	0.89	1.77	1.55	1.37
EV/EBITDA	배	6.33	6.33	9.27	7.66	6.72
ROE	%	11.39	12.73	16.40	16.73	16.21
BPS	원	8,583	9,112	8,072	9,165	10,406
DPS	원	200	250	250	250	250



Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com



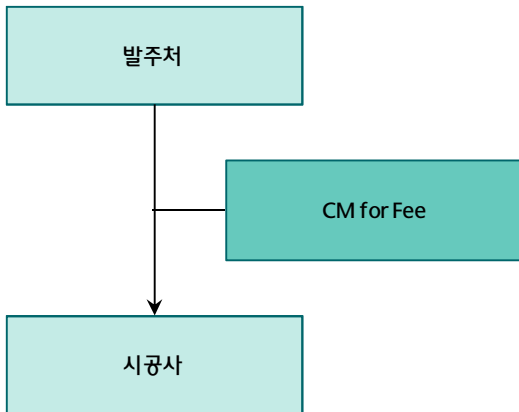
대한민국 건축문화를 새롭게 쓰는 한미글로벌

CM(건설관리), PM(프로젝트 관리)를 전문으로 하는 국내 1위기업

한미글로벌은 국내에서 건설사업관리(Construction Management, 이하 CM)을 전문으로 영위하는 기업이다. 해외 건축공사를 수행하다 보면 PMCM이라는 일종의 건설사업관리단을 만날 수 있는데, CM이란 발주처에게 프로젝트의 원가/공기/설계/시공/감리/사후관리 등 전 부문에 걸쳐 전문적 서비스를 제공하는 것을 의미한다.

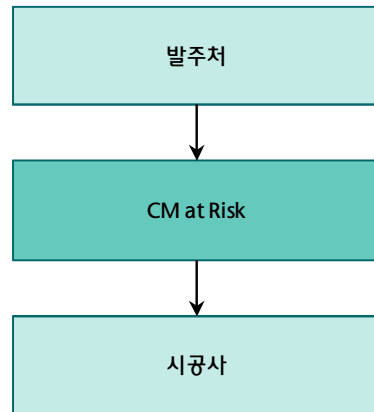
CM의 형태는 크게 프로젝트의 Risk를 부담하는지 여부로 나뉘며 Risk를 부담하는 경우에는 '책임형(CM at Risk)'라고 불리고, 리스크를 지지 않는 경우에는 서비스 수수료만 수취하므로 '용역형(CM for Fee)'라 불린다. CM을 계약하는 방법은 많지만, 본질적으로 발주처가 갖는 사업수행 Risk를 발주처가 갖고 가느냐 마느냐의 선택지가 발생하고, 그것을 CM에게 위임하느냐 마느냐로 결정하는 것이다.

그림 1. 용역형 CM(CM for Fee)



자료: 하나대투증권

그림 2. 책임형 CM(CM at Risk)



자료: 하나대투증권



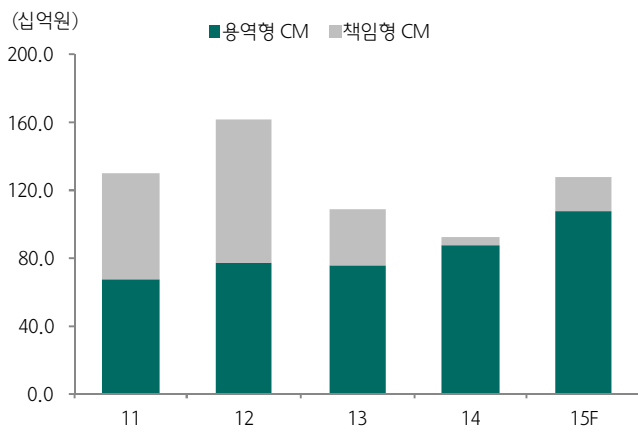
CM시장 추이와 한미글로벌 성장전략

한미글로벌의 본사 기준 매출액은 '14년 920억원(-15.4% YoY)다. 매출감소는 주로 책임형 CM의 실적감소의 영향을 받았다. 책임형은 '11년 635억원, '12년 858억원에서 '13년 337억원, '14년 51억원으로 급감했다. 책임형의 경우 일반 건설시공과 사실상 동일하여 매출액은 전체 Project 규모만큼 인식되지만 사실상 EPC는 아웃소싱하고 공사관리만 수행하는 부분에서 수익이 발생하기 때문에 마진율이 낮다.

반면 수익성이 높은 용역형의 경우 '12년 매출 762억원에서 '13년 751억, '14년 870억원으로 증가했고, '15년은 1,073억원이 예상된다. 특히 용역형 CM의 성장을 주도하는 부문은 국내보다는 해외인데, 국내 용역형 CM이 연평균 600억대에서 지속되어 온 반면, 해외 용역형 CM은 '11년 86억, '12년 85억에서 '13년 142억, '14년 232억으로 증가하기 시작했고, '15년은 392억원이 예상된다. 해외수주가 급증했기 때문에 해외 용역형 CM매출도 동반 증가한 것이다.

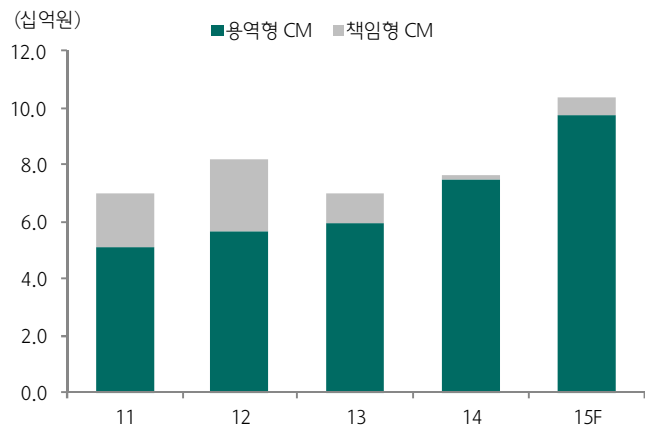
책임형과 용역형 CM의 구분이 필요한 이유는 실적 때문이다. 책임형의 경우 매출액은 총 프로젝트만큼 잡히므로 높을 수 밖에 없지만, 영업이익률이 3%대에 불과하다. 반면 용역형은 평균 영업이익률이 약 8% 수준에 이르고, 이를 합산한 본사 영업이익률은 '14년 7.8%수준이다. 앞으로 용역형 CM의 신규수주 증가와 시장성장을 고려하였을 시, 향후 용역형 CM 수주와 매출증가, 영업이익 증가의 선순환 구조가 올해부터 나타날 것으로 예상된다.

그림 3. 본사 매출 추이(용역형 & 책임형 CM)



자료: 한미글로벌, 하나대투증권

그림 4. 본사 영업이익 추이(용역형 & 책임형 CM))



자료: 한미글로벌, 하나대투증권



CM시장 추이, 한미글로벌의 성장 동력 분석

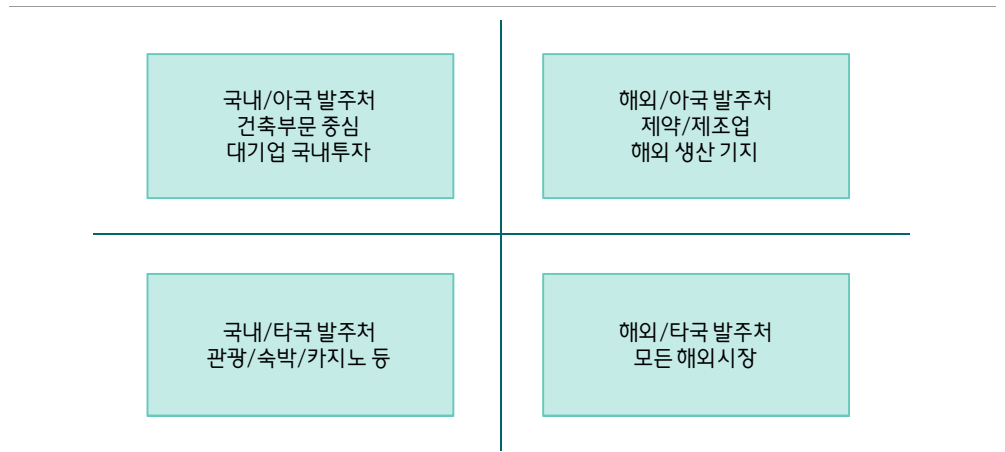
국내 CM시장은 총 4개로 나눌 수 있다. 건설 프로젝트의 지리적 위치에 따라 국내와 해외로 양분할 수 있고, 이는 다시 아국 발주처인지, 해외발주처인지에 따라서 나뉜다. 이를 종합하면 아래 그림과 같다.

먼저 해외시장의 경우, 해외시장으로 진출하고 성장이 시작한 것은 비교적 최근(4~5년전)의 일이다. 앞서 해외 수주/매출액을 조사한 것처럼, 해외시장은 최근 국내 화장품/의류 업체 등의 진출등에 기반하여 증가할 것으로 본다.

해외시장/해외발주처는 이른바 전 세계 CM시장을 향해 진출하는 것이고, 한미글로벌의 역사를 새롭게 할 시장이다. 한미글로벌은 이미 누적된 해외 트랙레코드를 통해 자신감을 얻은 상태이고, '15년 해외수주를 통해 중장기 성장동력을 확보할 것으로 판단한다.

국내 시장은 '비주택' 경기의 영향을 받는 국내 발주처 시장과, 해외 자본의 국내 투자시 발생하는 국내/해외발주처 CM시장으로 양분된다. '15년 건축 시장이 충분히 양호하고 하반기에는 삼성전자 투자, 현대차그룹 투자 등이 예상되는 만큼 하반기 국내 수주 모멘텀은 높다. 또한 해외발주처의 지속적 국내투자에도 한미글로벌이 사실상 지배력을 행사하고 있어서, 국내시장에 대한 전망도 밝은 편이다.

그림 5. CM시장 구분



자료: 한미글로벌, 하나대투증권

표 1. 분기실적 상세

(단위: 십억원, %, %p)

	2014	2015(E)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
매출액	165.4	207.3	37.1	34.0	42.7	51.6	48.2	51.2	52.7	55.2
(y-y growth)	-9.4%	25.3%	-11.4%	-29.3%	56.1%	8.8%	29.8%	50.3%	-25.1%	7.0%
용역형 CM(CM for fee)	87.0	107.3	20.8	21.6	21.2	23.2	20.9	26.5	27.3	32.6
(y-y growth)	15.8%	23.4%	14.4%	17.4%	8.2%	23.0%	0.7%	22.8%	28.7%	40.1%
1) 국내	63.8	68.1	16.0	15.7	16.3	15.8	15.7	16.8	17.3	18.3
(y-y growth)	4.7%	6.8%	2.6%	2.6%	6.1%	7.5%	-1.9%	6.8%	6.2%	16.1%
1-1) 관급	5.1	5.0	1.5	1.2	1.5	0.9	0.9	1.2	1.3	1.6
1-2) 민간	58.7	63.1	14.5	14.5	14.8	14.9	14.7	15.6	16.0	16.7
2) 해외	23.2	39.2	4.8	5.8	4.9	7.5	5.3	9.7	10.0	14.3
(y-y growth)	63.4%	69.0%	84.5%	91.3%	15.9%	76.5%	9.4%	65.7%	103.5%	90.9%
책임형 CM(CM at risk)	5.1	20.0	1.1	0.0	0.5	3.4	4.1	4.9	5.1	5.9
(y-y growth)	-85.0%	295.6%	-89.2%	-99.8%	-89.1%	-35.9%	260.0%	16355.9%	953.3%	73.2%
연결법인(계)	73.4	80.0	0.0	0.0	0.0	0.0	23.2	19.7	20.4	16.7
매출원가	116.8	144.9	25.0	23.1	31.0	37.6	34.4	35.8	36.9	37.9
(증감률)	-14.8%	24.1%	-18.3%	-33.9%	42.0%	1.0%	37.8%	54.6%	-24.3%	0.7%
(% of sales)	70.6%	69.9%	67.2%	68.0%	72.8%	73.0%	71.3%	69.9%	69.9%	68.7%
매출총이익	48.6	62.3	12.2	10.9	11.6	13.9	13.8	15.4	15.9	17.3
(증감률)	7.1%	28.2%	7.1%	-17.1%	100.9%	37.7%	13.6%	41.2%	-26.7%	23.9%
(% of sales)	29.4%	30.1%	32.8%	32.0%	27.2%	27.0%	28.7%	30.1%	30.1%	31.3%
판매비와 관리비	38.3	48.0	9.3	9.7	8.1	11.2	10.8	11.8	12.2	13.2
(증감률)	3.2%	25.3%	4.1%	-4.3%	90.9%	18.1%	15.7%	22.3%	-25.1%	17.3%
(% sales)	23.2%	23.2%	25.0%	28.4%	18.9%	21.8%	22.3%	23.2%	23.2%	23.9%
영업이익	10.3	14.3	2.9	1.2	3.5	2.7	3.1	3.5	3.7	4.1
y-y growth	24.5%	38.8%	18.4%	-59.9%	58.7%	339.6%	6.6%	191.0%	3.1%	51.3%
(% of sales)	6.2%	6.9%	7.7%	3.6%	8.3%	5.3%	6.3%	6.9%	6.9%	7.4%
본사(Assumption)	7.1	10.3	1.7	1.4	1.7	2.5	1.8	2.6	2.6	3.3
(y-y growth)	-0.9%	45.0%	16.0%	-20.6%	-19.0%	21.9%	9.9%	89.1%	58.5%	35.5%
OPM	7.8%	8.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
용역형 CM(CM for fee)	7.5	9.7	1.7	1.5	1.9	2.3	2.3	2.4	2.5	2.6
(y-y growth)	25.5%	30.4%	22.7%	-2.2%	31.0%	50.7%	35.1%	56.4%	28.6%	11.3%
책임형 CM(CM at risk)	0.2	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
(y-y growth)	-85.0%	295.6%	-85.3%	-88.3%	-84.3%	-82.0%	310.0%	374.6%	290.2%	237.8%
연결법인	3.2	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	1.0	1.0	0.8

자료: 하나대투증권



밸류에이션, TP 20,000원으로 신규커버리지 개시

TP 20,000원, 신규 커버리지 개시

한미글로벌의 목표주가를 20,000원으로 제시하고 신규 커버리지 개시한다. 목표주가는 '15년 NOPLAT(세후영업이익)에 20.7배를 적용한 것으로, 1Q15 기준 희석주식 수 254.3만주를 모두 반영한 것이다. 한미글로벌의 성장이 올해부터 본격화 되었으므로, '16년 이후 NOPLAT의 증가로 밸류에이션 부담도 낮아질 것으로 기대된다.

표 2. 한미글로벌 Valuation

구분	항목	값	비고
영업가치	NOPLAT	10.9	EBIT*(1-t)
	타겟 배수	20.7	(1-t)*(1-l) / (WACC-g)
	소계	224.9	
비영업 가치	투자부동산	4.4	
	자사주	8.9	
	NAV	10.1	
영업+비영업		234.9	
순차입금		7.7	'15년말 기준
Equity Value		227.2	
발행주수(보통주)		8,618.9	1Q15 기준
발행주수(희석주)		2,543.2	1Q15 기준
목표주가(KRW)		20,000	

자료: 하나대투증권



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	182.5	165.4	207.3	226.3	246.3
매출원가	137.1	116.8	144.9	156.9	170.6
매출총이익	45.4	48.6	62.4	69.4	75.7
판매비	37.1	38.3	48.0	52.4	57.0
영업이익	8.3	10.3	14.3	17.0	18.7
금융손익	(1.8)	(0.3)	(0.4)	(0.7)	(0.5)
종속/관계기업손익	0.3	(0.3)	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	1.7	(0.2)	0.0	0.0	0.0
세전이익	8.4	9.6	14.0	16.4	18.3
법인세	2.3	2.2	3.4	4.0	4.4
계속사업이익	6.1	7.3	10.6	12.5	13.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	6.1	7.3	10.6	12.5	13.8
포괄이익	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
(지분법제외)순이익	6.0	7.3	10.6	12.4	13.8
지배주주표결이익	6.4	6.7	10.6	12.4	13.7
NOPAT	6.0	7.9	10.9	12.9	14.2
EBITDA	9.2	11.4	15.2	17.7	19.2
성장성(%)					
매출액증가율	(11.9)	(9.4)	25.3	9.2	8.8
NOPAT증가율	46.3	31.7	38.0	18.3	10.1
EBITDA증가율	50.8	23.9	33.3	16.4	8.5
(조정)영업이익증가율	66.0	24.1	38.8	18.9	10.0
(지분법제외)순이익증가율	39.5	21.7	45.2	17.0	11.3
(지분법제외)EPS증가율	40.2	20.1	16.0	12.4	11.2
수익성(%)					
매출총이익률	24.9	29.4	30.1	30.7	30.7
EBITDA이익률	5.0	6.9	7.3	7.8	7.8
(조정)영업이익률	4.5	6.2	6.9	7.5	7.6
계속사업이익률	3.3	4.4	5.1	5.5	5.6

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	847	1,017	1,180	1,326	1,474
BPS	8,583	9,112	8,072	9,165	10,406
CFPS	1,506	2,028	1,657	1,819	1,988
EBITDAPS	1,303	1,596	1,696	1,893	2,055
SPS	25,709	23,076	23,109	24,217	26,357
DPS	200	250	250	250	250
주가지표(배)					
PER	8.1	8.0	12.1	10.7	9.7
PBR	0.8	0.9	1.8	1.6	1.4
PCFR	4.5	4.0	8.6	7.8	7.2
EV/EBITDA	6.3	6.3	9.3	7.7	6.7
PSR	0.3	0.4	0.6	0.6	0.5
재무비율(%)					
ROE	11.4	12.7	16.4	16.7	16.2
ROA	4.3	4.9	6.8	7.6	7.7
ROIC	10.5	13.5	16.8	19.0	19.6
부채비율	163.4	155.6	127.0	115.3	104.8
순부채비율	20.4	21.7	11.1	2.7	(4.7)
이자보상배율(배)	4.5	11.6	17.6	24.1	26.5

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	9.7	9.2	9.5	29.7	6.2
Emerging Market	12.3	10.9	11.6	5.0	12.6
World	16.7	14.9	15.7	3.1	12.1

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	118.2	126.5	128.5	142.4	157.6
금융자산	44.3	46.5	37.7	43.3	49.7
현금성자산	20.9	23.3	8.8	11.6	15.3
매출채권 등	51.6	71.3	79.8	87.1	94.8
재고자산	18.1	4.8	6.0	6.5	7.1
기타유동자산	4.2	3.9	5.0	5.5	6.0
비유동자산	23.2	27.2	28.2	28.4	28.8
투자자산	7.1	7.6	9.5	10.4	11.3
금융자산	4.4	4.9	6.1	6.7	7.3
유형자산	3.6	4.4	3.5	2.9	2.3
무형자산	7.2	9.0	9.0	9.0	9.0
기타비유동자산	5.3	6.2	6.2	6.1	6.2
자산총계	141.4	153.7	156.8	170.8	186.4
유동부채	62.1	80.9	74.5	77.9	81.6
금융부채	30.6	49.3	35.2	35.2	35.2
매입채무 등	14.7	16.1	20.2	22.1	24.0
기타유동부채	16.8	15.5	19.1	20.6	22.4
비유동부채	25.6	12.6	13.2	13.5	13.8
금융부채	24.7	10.2	10.2	10.2	10.2
기타비유동부채	0.9	2.4	3.0	3.3	3.6
부채총계	87.7	93.5	87.7	91.5	95.4
지배주주지분	54.5	60.0	69.0	79.1	90.8
자본금	3.6	3.7	3.7	3.7	3.7
자본잉여금	16.8	18.1	18.1	18.1	18.1
자본조정	(9.2)	(10.3)	(10.3)	(10.3)	(10.3)
기타포괄이익누계	(1.2)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
이익잉여금	44.4	49.3	58.2	68.4	80.0
비지배주주지분	(0.8)	0.1	0.1	0.2	0.2
자본총계	53.7	60.1	69.1	79.3	91.0
순금융부채	11.0	13.1	7.7	2.2	(4.3)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	7.8	3.3	8.9	8.5	9.5
당기순이익	6.1	7.3	10.6	12.5	13.8
조정	4.4	8.5	0.8	0.6	0.5
감가상각비	0.9	1.1	0.9	0.7	0.5
외환거래손익	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.3)	0.3	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타	3.9	7.1	0.0	0.0	0.1
자산/부채의 변동	(2.7)	(12.5)	(2.5)	(4.6)	(4.8)
투자활동현금흐름	(6.7)	(3.9)	(7.7)	(3.4)	(3.6)
투자자산감소(증가)	(0.4)	(0.2)	(1.8)	(0.8)	(0.8)
유형자산감소(증가)	(1.6)	(1.8)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	(4.7)	(1.9)	(5.9)	(2.6)	(2.8)
재무활동현금흐름	1.9	3.1	(15.8)	(2.2)	(2.2)
금융부채증가(감소)	4.8	4.2	(14.1)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.3	1.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.9)	(1.1)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(1.3)	(1.3)	(1.7)	(2.2)	(2.2)
현금의 증감	3.0	2.5	(14.6)	2.9	3.7
Unlevered CFO	10.7	14.5	14.9	17.0	18.6
Free Cash Flow	5.8	1.4	8.9	8.5	9.5

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	16.8	12.7	14.5	N/A	32.4
Emerging Market	15.9	13.4	14.5	56.8	18.8
World	16.8	15.0	15.9	3.8	11.4



2015년 7월 16일

한신공영(004960)

Top Picks

Industry In-depth

De Facto(사실상) 디벨로퍼 한신공영

사실상(De Facto) 디벨로퍼가 된 한신공영

한신공영은 현재 중소건설사로 분류되지만, '15~'18년의 기간 동안에는 사실상의 디벨로퍼로 변모했다고 봐도 무방하다. 왜냐하면 주택 자체분양이 '13년 0호, '14년 1,103호에서 '15년 3,013호로 급증했기 때문이다. 자체사업 특성과 주택경기를 감안 시 향후 영업단에서 높은 실적성장이 예상된다.

또한 주택뿐 아니라 종합건설사 답게, 수주 측면에서도 토목 포함, 전반적 증가세 시현중이다. 수주규모는 '13년 0.85조원에서 '14년 2.3조원(자체사업 0.6조원)으로 1.7배 급증했고 '15년도 2.0조원 수준 예상된다. 수주증가에 따른 매출증가는 '14년 1.09조원에서 '15년 1.23조원(+13.1%, YoY), '16년 1.5조원(+21.1% YoY)으로 우상향 예상된다.

재건축 활성화, 한신공영 비영업 자산 부각으로 연결

한신공영의 비영업 자산가치 3가지도 주요 투자포인트다. 이 중 안산유통업무시설은 향후 매각수익 극대화를 위해 매각시점을 조율할 것으로 판단된다. 잠원동 사옥부지의 경우에는 매각시점을 예상하긴 어렵겠지만, 장부가치(1,000억원)와 잠정 시가(2,500억원)를 고려 시, 매각차익이 예상된다. 약 160평에 대한 신반포5차 재건축(아크로리버) 소송 건은 금년 중에는 결과가 나타날 것이고, 승소 시 장부가치 추가상승 기대된다.

TP 4.2만원 유지, 본질인 영업가치의 상승이 주가의 핵심

한신공영의 목표주가를 4.2만원으로 유지한다. 2Q15 말 기준 한신공영의 순차입금은 1,000억원대로 크게 감소한 것으로 조사된다. 비영업 자산 중 어느 하나만 매각하더라도 순차입금은 순현금으로 사실상 전환되기에 재무적 리스크가 현저히 감소했다.

'16년 실적이 극명히 개선되기에 하반기 가장 기대되는 중소건설사 중 하나다. 현 주가조정 기 매수추천한다.

BUY

| TP(12M): 42,000원 | CP(7월15일): 26,500원

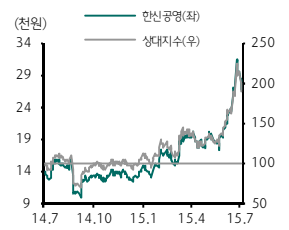
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,072.91
52주최고/최저(원)	31,000/9,610
시가총액(십억원)	262.6
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	9,908.4
60일 평균거래량(천주)	85.4
60일 평균거래대금(십억원)	1.9
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인 지분율(%)	3.30
주요주주 지분율(%)	
코암시엔시개발	42.93
국민연금	5.94
주가상승률	1M 6M 12M
절대	26.2 91.3 107.8
상대	24.3 76.7 101.8

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	1,234.1	1,494.1
영업이익(십억원)	20.9	67.1
순이익(십억원)	3.1	31.3
EPS(원)	262	2,996
BPS(원)	18,241	21,238

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	1,410.1	1,090.8	1,234.1	1,494.1	1,695.1
영업이익	십억원	57.3	(72.6)	20.9	67.1	77.0
세전이익	십억원	5.9	(150.7)	5.2	52.1	63.5
순이익	십억원	2.2	(115.1)	2.6	29.7	39.5
EPS	원	217	(11,617)	264	2,996	3,987
중감률	%	(61.4)	(5,453.5)	(102.3)	1,034.8	33.1
PER	배	51.81	N/A	100.21	8.84	6.65
PBR	배	0.38	0.70	1.45	1.25	1.05
EV/EBITDA	배	3.18	N/A	13.50	3.68	2.48
ROE	%	0.71	(49.65)	1.46	15.18	17.16
BPS	원	29,254	17,982	18,246	21,242	25,230
DPS	원	100	0	0	0	0



Analyst 채상욱

02-3771-7269

swchae@hanafn.com



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	1,410.1	1,090.8	1,234.1	1,494.1	1,695.1
매출원가	1,290.2	1,084.0	1,133.5	1,330.7	1,508.8
매출총이익	119.9	6.8	100.6	163.4	186.3
판매비	62.7	79.4	79.7	96.4	109.2
영업이익	57.3	(72.6)	20.9	67.1	77.0
금융손익	(44.2)	(64.4)	(15.7)	(14.9)	(13.5)
종속/관계기업손익	(1.6)	(4.2)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(5.6)	(9.5)	0.0	0.0	0.0
세전이익	5.9	(150.7)	5.2	52.1	63.5
법인세	3.3	(33.8)	2.2	20.9	21.9
계속사업이익	2.6	(117.0)	3.1	31.3	41.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2.6	(117.0)	3.1	31.3	41.6
포괄이익	0.4	(1.8)	0.5	1.6	2.1
(지분법제외)순이익	2.2	(115.1)	2.6	29.7	39.5
지배주주포괄이익	2.6	(117.0)	3.0	30.8	41.0
NOPAT	24.9	(56.4)	12.3	40.2	50.4
EBITDA	60.1	(70.0)	22.4	68.0	77.6
성장성(%)					
매출액증가율	52.2	(22.6)	13.1	21.1	13.5
NOPAT증가율	27.0	(326.5)	(121.8)	226.8	25.4
EBITDA증가율	60.7	(216.5)	(132.0)	203.6	14.1
(조정)영업이익증가율	61.4	(226.7)	(128.8)	221.1	14.8
(지분법제외)순이익증가율	(60.7)	(5,331.8)	(102.3)	1,042.3	33.0
(지분법제외)EPS증가율	(61.4)	(5,453.5)	(102.3)	1,034.8	33.1
수익성(%)					
매출총이익률	8.5	0.6	8.2	10.9	11.0
EBITDA이익률	4.3	(6.4)	1.8	4.6	4.6
(조정)영업이익률	4.1	(6.7)	1.7	4.5	4.5
계속사업이익률	0.2	(10.7)	0.3	2.1	2.5

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	217	(11,617)	264	2,996	3,987
BPS	29,254	17,982	18,246	21,242	25,230
CFPS	7,265	(6,556)	1,934	6,263	6,968
EBITDAPS	6,062	(7,065)	2,264	6,862	7,832
SPS	142,264	110,051	124,503	150,742	171,012
DPS	100	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	51.8	N/A	100.2	8.8	6.6
PBR	0.4	0.7	1.5	1.2	1.1
PCFR	1.5	N/A	13.7	4.2	3.8
EV/EBITDA	3.2	N/A	13.5	3.7	2.5
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	0.7	(49.7)	1.5	15.2	17.2
ROA	0.1	(8.0)	0.2	2.0	2.4
ROIC	15.3	(98.1)	(36.6)	(71.3)	(72.1)
부채비율	424.0	634.5	650.1	633.5	581.0
순부채비율	23.6	40.0	19.0	(8.8)	(30.4)
이자보상배율(배)	1.5	(1.9)	0.6	2.0	2.3

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	9.7	9.2	9.5	29.7	6.2
Emerging Market	12.3	10.9	11.6	5.0	12.6
World	16.7	14.9	15.7	3.1	12.1

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,194.0	926.8	968.5	1,147.0	1,300.7
금융자산	366.3	311.5	340.5	386.9	438.5
현금성자산	121.2	106.5	108.6	106.1	120.0
매출채권 등	571.3	375.6	356.8	432.0	490.1
재고자산	166.5	159.8	180.8	218.9	248.4
기타유동자산	89.9	79.9	90.4	109.2	123.7
비유동자산	353.3	415.6	425.6	445.5	461.1
투자자산	86.0	87.6	99.1	120.0	136.1
금융자산	75.6	84.9	96.1	116.3	131.9
유형자산	10.9	10.6	9.3	8.6	8.2
무형자산	3.2	2.1	1.8	1.6	1.4
기타비유동자산	253.2	315.3	315.4	315.3	315.4
자산총계	1,547.3	1,342.4	1,394.1	1,592.5	1,761.8
유동부채	1,052.7	976.9	1,010.0	1,149.1	1,255.0
금융부채	325.6	319.7	311.0	302.8	295.0
매입채무 등	681.9	546.8	574.2	695.2	788.7
기타유동부채	45.2	110.4	124.8	151.1	171.3
비유동부채	199.3	182.8	198.2	226.3	248.1
금융부채	110.3	64.9	64.9	64.9	64.9
기타비유동부채	89.0	117.9	133.3	161.4	183.2
부채총계	1,252.0	1,159.7	1,208.2	1,375.4	1,503.1
지배주주지분	285.6	178.3	180.8	210.5	250.1
자본금	49.6	49.6	49.6	49.6	49.6
자본잉여금	2.7	9.6	9.6	9.6	9.6
자본조정	(4.4)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계	6.5	6.8	6.8	6.8	6.8
이익잉여금	231.2	112.2	114.9	144.6	184.1
비지배주주지분	9.7	4.5	5.0	6.6	8.6
자본총계	295.3	182.8	185.8	217.1	258.7
순금융부채	69.7	73.1	35.3	(19.2)	(78.6)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	84.5	67.3	84.1	109.4	108.9
당기순이익	2.6	(117.0)	3.1	31.3	41.6
조정	64.9	49.3	36.3	34.9	33.9
감가상각비	2.8	2.6	1.5	0.9	0.6
외환거래손익	0.1	(0.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.6	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타	60.4	47.1	34.8	34.0	33.3
자산/부채의 변동	17.0	135.0	44.7	43.2	33.4
투자활동현금흐름	(21.0)	1.3	(38.4)	(69.8)	(53.9)
투자자산감소(증가)	12.5	2.6	(11.5)	(20.9)	(16.1)
유형자산감소(증가)	(3.9)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	(29.6)	(1.1)	(26.9)	(48.9)	(37.8)
재무활동현금흐름	(215.7)	(83.6)	(43.5)	(42.2)	(41.1)
금융부채증가(감소)	(110.6)	(51.4)	(8.7)	(8.2)	(7.8)
자본증가(감소)	0.2	6.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(103.9)	(38.2)	(34.8)	(34.0)	(33.3)
배당지급	(1.4)	(0.9)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(152.3)	(14.7)	2.1	(2.5)	13.9
Unlevered CFO	72.0	(65.0)	19.2	62.1	69.1
Free Cash Flow	80.6	66.9	84.1	109.4	108.9

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	16.8	12.7	14.5	N/A	32.4
Emerging Market	15.9	13.4	14.5	56.8	18.8
World	16.8	15.0	15.9	3.8	11.4



2015년 7월 16일

코오롱글로벌(003070)

저희는 집도 짓고, 외제차도 팝니다.

건설과 외제차의 조합, 어울립니다.

코오롱글로벌은 건설업, 수입브랜드 자동차 BMW를 유통/판매, 그리고 상사무역업도 동시에 영위하는 복합기업이다. 이른바 집도 짓고, 물건도 팔고, 외제차도 파는 사업을 동시에 하는 회사다. 건설부문 불황으로 '11~'12년 연속적자를 시현했고, 건설부문은 '13~'14년에도 적자를 시현했지만 최근 건설 부문이 흑자전환하며 '15년 이후 실적개선 기대감이 높아졌다. 아울러 한국시장에서 지속해서 성장중인 BMW는 '15년말부터 BMW 3-5-7 시리즈 풀 라인업 교체를 통해 신차시장 성장과 함께 중고BMW 인증차량 판매시장과, A/S시장 3개 부문을 신성장 축으로 안정적 실적기반을 높여가고 있다.

건설은 턴어라운드, 자동차는 BMW 교체주기로 이익 성장

코오롱글로벌 실적은 BMW가 떠받들고 있다해도 과언이 아니었지만, 앞으로는 건설부문에서 증익을 예상할 수 있을 전망이다.

'15년은 건설부부문은 매출 1,26조원(+15.0% YoY), 영업이익 120억원(흑전, YoY)의 실적을 전망한다. '16년은 건설 매출 1.40조원(+11.0% YoY), 영업이익 280억원(+217.1% YoY)의 실적을 전망한다. 턴어라운드 한다는 의미다.

TP 3.0만원으로 상향, '15~'16년 실적상승 기대감 높다.

코오롱글로벌의 목표주가를 30,000원으로 7.1% 상향조정한다. 목표주가는 부문별 사업을 영위하는 기업 특성상 Sum of the parts방식 밸류에이션을 통해서 도출하였다. 건설부문은 Target Multiple 10배, 총 2,461억원, 자동차부문은 Target Multiple 20배, 총 5,354억원의 영업가치를 도출했다. 전환우선주를 모두 전환한 상태를 기준으로 도출한 것이다.

'16년이야말로 본격적 실적상승기이다. YoY로는 '15~'16년 시즌이 가장 상승여력이 높기에 하반기 주가상승 기대된다.

Top Picks

Industry In-depth

BUY

| TP(12M): 30,000원(상향) | CP(7월15일): 24,500원

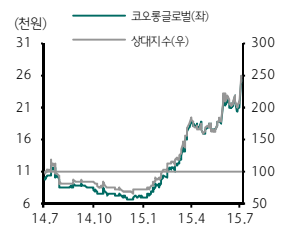
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,072.91
52주최고/최저(원)	25,200/6,280
시가총액(십억원)	402.7
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	16,438.5
60일 평균거래량(천주)	82.3
60일 평균거래대금(십억원)	1.6
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인 지분율(%)	3.74
주요주주 지분율(%)	
코오롱 외 21인	64.76
KB자산운용	5.01
주가상승률	1M 6M 12M
절대	16.7 269.0 143.8
상대	14.9 240.7 136.7

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	3,096.1	3,258.4
영업이익(십억원)	47.1	68.8
순이익(십억원)	28.6	29.0
EPS(원)	1,261	1,672
BPS(원)	23,870	25,303

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	3,662.8	3,362.9	3,192.6	3,328.9	3,497.4
영업이익	십억원	21.8	6.9	45.8	69.8	84.1
세전이익	십억원	(48.9)	2.7	50.4	44.1	74.2
순이익	십억원	(75.6)	22.6	40.5	35.4	59.6
EPS	원	(4,277)	1,114	1,915	1,675	2,820
증감률	%	226.7	(126.0)	71.9	(12.5)	68.4
PER	배	N/A	6.02	12.79	14.62	8.69
PBR	배	0.74	0.29	1.01	0.95	0.86
EV/EBITDA	배	29.62	40.46	15.30	7.20	5.53
ROE	%	(18.93)	5.27	8.13	6.71	10.36
BPS	원	21,144	22,952	24,146	25,822	28,641
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com



목표주가 30,000원으로 7.1% 상향

TP 30,000원으로 7.1% 상향

코오롱글로벌의 목표주가를 30,000원으로 기존 28,000원 대비 7.1% 상향조정한다. 상향조정은 실적이슈보다는 순차입금 감소 1,300억원을 반영한 것이다. 아울러 스포렉스 밸류에이션을 북밸류로 하향조정하였다. 향후 매각 시 매각이익 반영이 가능하기 때문인데 미리 반영하는 것보다는 매각이 발생하면 매각금액을 확인하는 게 적합하다고 판단했다.

코오롱 글로벌의 기업가치는 건설 0.25조, 자동차 0.54조로 합산 0.8조원이고, 순차입금을 차감한 순기업가치도 0.8조원으로 도출하였다. 향후 스포렉스와 라비에벨 CC 등 자산매각 시에는 매각차익이 기대된다. 발행주식 중 전환우선주 (11,400원/주로 전환가능) 희석을 감안하였다.

표 2. 코오롱글로벌 Valuation

구분	항목	값	비고
영업가치 1	건설+무역 NOPLAT	24.6	'15, '16년 실적 합계 / 2
	Target Multiple	10.0	
	Sum	246.1	
영업가치 2	자동차 NOPLAT	26.8	'15, '16년 실적 합계 / 2
	Target Multiple	20.0	
	Sum	535.4	
영업가치 소계		781.4	
비 영업가치	투자부동산	7.3	
	매도가능 금융자산	97.7	
	유형자산(스포렉스/라비에벨CC)	320.0	스포렉스 500억 / 라비에벨CC 2,600억 적용
	소계	425.0	
	NAV	318.8	
영업+비영업		1,100.2	
순차입금		319.1	'15년말 기준, USANCE 1,300억 제외
순 기업가치		781.1	
총 발행주수(보통주)		16,438.5	
총 발행주수(전환우선주)		4,386.0	발행가 22,800원, 1주당 보통주 2주로 전환('17.3.28일 한)
총 희석주식 수(보통주+전환주)		25,210.4	
적정주가		30,000	

자료: 코오롱글로벌, 하나대투증권



추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F	
매출액	3,662.8	3,362.9	3,192.6	3,328.9	3,497.4	
매출원가	3,330.0	3,075.5	2,879.7	2,980.0	3,120.1	
매출총이익	332.8	287.4	312.9	348.9	377.3	
판매비	311.0	280.5	267.2	279.1	293.2	
영업이익	21.8	6.9	45.8	69.8	84.1	
금융손익	(57.9)	(51.9)	(40.4)	(28.8)	(13.0)	
중속/관계기업손익	5.6	5.3	3.0	3.0	3.0	
기타영업외손익	(18.4)	42.4	42.0	0.1	0.1	
세전이익	(48.9)	2.7	50.4	44.1	74.2	
법인세	41.7	(19.1)	12.2	10.7	18.0	
계속사업이익	(90.6)	21.8	38.2	33.4	56.3	
중단사업이익	14.6	(0.4)	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	(76.0)	21.4	38.2	33.4	56.3	
포괄이익	(0.4)	(1.3)	(2.3)	(2.0)	(3.3)	
(지분법제외)순이익	(75.6)	22.6	40.5	35.4	59.6	
지배주주표결이익	(78.5)	18.4	41.3	36.2	60.9	
NOPAT	40.4	55.7	34.7	52.9	63.8	
EBITDA	34.0	19.5	57.2	80.2	93.6	
성장성(%)						
매출액증가율	(9.8)	(8.2)	(5.1)	4.3	5.1	
NOPAT증가율	(569.8)	37.9	(37.7)	52.4	20.6	
EBITDA증가율	(1,407.7)	(42.6)	193.3	40.2	16.7	
(조정)영업이익증가율	(260.3)	(68.3)	563.8	52.4	20.5	
(지분법제외)순이익증가율	227.3	(129.9)	79.2	(12.6)	68.4	
(지분법제외)EPS증가율	226.7	(126.0)	71.9	(12.5)	68.4	
수익성(%)						
매출총이익률	9.1	8.5	9.8	10.5	10.8	
EBITDA이익률	0.9	0.6	1.8	2.4	2.7	
(조정)영업이익률	0.6	0.2	1.4	2.1	2.4	
계속사업이익률	(2.5)	0.6	1.2	1.0	1.6	

투자지표		(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F	
주당지표(원)						
EPS	(4,277)	1,114	1,915	1,675	2,820	
BPS	21,144	22,952	24,146	25,822	28,641	
CFPS	2,568	1,070	4,936	4,031	5,065	
EBITDAPS	1,921	961	2,707	3,795	4,430	
SPS	207,255	165,490	151,042	157,488	165,462	
DPS	0	0	0	0	0	
주가지표(배)						
PER	N/A	6.0	12.8	14.6	8.7	
PBR	0.7	0.3	1.0	0.9	0.9	
PCFR	6.1	6.3	5.0	6.1	4.8	
EV/EBITDA	29.6	40.5	15.3	7.2	5.5	
PSR	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	
재무비율(%)						
ROE	(18.9)	5.3	8.1	6.7	10.4	
ROA	(2.9)	1.0	1.9	1.7	2.7	
ROIC	4.1	5.6	3.9	7.8	11.8	
부채비율	520.2	339.7	306.9	278.7	261.2	
순부채비율	184.5	130.5	85.2	27.3	15.7	
이자보상배율(배)	0.3	0.1	0.9	1.6	2.1	

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	9.7	9.2	9.5	29.7	6.2
Emerging Market	12.3	10.9	11.6	5.0	12.6
World	16.7	14.9	15.7	3.1	12.1

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F	
유동자산	1,456.3	1,244.9	1,193.8	1,434.4	1,539.9	
금융자산	233.8	133.8	230.3	430.5	486.1	
현금성자산	97.9	30.7	132.4	328.4	378.8	
매출채권 등	945.0	827.6	662.1	690.3	725.3	
재고자산	148.2	156.4	179.9	187.5	197.0	
기타유동자산	129.3	127.1	121.5	126.1	131.5	
비유동자산	983.7	973.2	952.4	689.4	689.1	
투자자산	201.7	184.0	174.7	182.2	191.4	
금융자산	173.4	157.1	149.1	155.5	163.4	
유형자산	527.9	534.0	524.7	256.3	248.8	
무형자산	119.6	98.6	96.5	94.4	92.4	
기타비유동자산	134.5	156.6	156.5	156.5	156.5	
자산총계	2,440.0	2,218.1	2,146.3	2,123.8	2,229.1	
유동부채	1,487.5	1,449.6	1,321.5	1,260.3	1,302.7	
금융부채	562.2	660.2	507.6	411.7	411.1	
매입채무 등	781.9	640.6	672.6	701.3	736.8	
기타유동부채	143.4	148.8	141.3	147.3	154.8	
비유동부채	559.0	264.0	297.3	302.7	309.3	
금융부채	397.6	131.8	171.8	171.8	171.8	
기타비유동부채	161.4	132.2	125.5	130.9	137.5	
부채총계	2,046.5	1,713.6	1,618.8	1,563.0	1,612.0	
지배주주지분	373.7	485.0	510.3	545.7	605.3	
자본금	418.8	105.8	105.8	105.8	105.8	
자본잉여금	29.5	408.2	408.2	408.2	408.2	
자본조정	(14.4)	(16.5)	(16.5)	(16.5)	(16.5)	
기타포괄이익누계	5.0	8.4	8.4	8.4	8.4	
이익잉여금	(65.4)	(20.8)	4.4	39.8	99.4	
비지배주주지분	19.8	19.4	17.1	15.1	11.8	
자본총계	393.5	504.4	527.4	560.8	617.1	
순금융부채	726.0	658.2	449.1	153.0	96.9	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F	
영업활동현금흐름	21.8	(57.3)	215.0	43.6	65.4	
당기순이익	(76.0)	21.4	38.2	33.4	56.3	
조정	29.8	(74.9)	11.4	10.5	9.5	
감가상각비	12.2	12.6	11.5	10.4	9.5	
외환거래손익	(3.4)	4.3	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	(5.6)	(74.3)	0.0	0.0	0.0	
기타	26.6	(17.5)	(0.1)	0.1	0.0	
자산/부채의 변동	68.0	(3.8)	165.4	(0.3)	(0.4)	
투자활동현금흐름	59.5	65.8	14.5	258.4	(14.4)	
투자자산감소(증가)	2.3	17.6	9.3	(7.5)	(9.2)	
유형자산감소(증가)	(26.1)	(47.1)	0.0	270.0	0.0	
기타투자활동	83.3	95.3	5.2	(4.1)	(5.2)	
재무활동현금흐름	(92.1)	(71.3)	(127.8)	(96.0)	(0.6)	
금융부채증가(감소)	(128.3)	(167.7)	(112.6)	(96.0)	(0.6)	
자본증가(감소)	(1.6)	65.6	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	37.8	30.8	(0.0)	0.0	0.0	
배당지급	0.0	0.0	(15.2)	0.0	0.0	
현금의 증감	(10.8)	(67.3)	101.7	196.0	50.4	
Unlevered CFO	45.4	21.8	104.3	85.2	107.1	
Free Cash Flow	(9.8)	(105.8)	215.0	43.6	65.4	

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	16.8	12.7	14.5	N/A	32.4
Emerging Market	15.9	13.4	14.5	56.8	18.8
World	16.8	15.0	15.9	3.8	11.4



2015년 7월 16일

쌍용양회(003410)

Top Picks

Industry In-depth

시멘트도 성장산업, 이제는 프리미엄을

중기적 성장기반 확충한 시멘트 산업 대장주

연초 하나대투증권은 시멘트 산업이 주택경기 회복에 기반하여 안정적 실적상승이 가능할 것으로 판단하여 상반기 최선호 건자재 군으로 제시해왔다. 그러나 목표주가만큼은 마감자재 대비 디스카운트하여 도출해왔다. 왜냐하면 골조용 시장과 마감재 시장은 미래 불확실성이 있느냐 없느냐로 확연히 갈리고, 그에 상응하는 밸류에이션 갭이 존재하기 때문이다. 그러나 골조용 건자재 시장은 주택시장이 '15년 유례없는 분양 최고치를 계속 갱신중에 있고, 비주택 부문(상업+제조시설)과 토목부문의 회복에 기반한 수주총량 증가의 영향으로 종합적 업황개선에 따른 중기 성장성은 확보된 상태다.

마감재 대비 디스카운트 되어왔던 다른 요인 중 다른 하나는 골조용 자재는 Q/P/C 중 P부분에서 연초 가격인하 압력이 있었다는 것이다. 그러나 현재처럼 빠듯한 공급 상황에서 P는 시장이론 상 내리기 어렵다. 공급이 부족할 지경인데 어느 수요처가 가격을 깎으라는 압력을 넣겠는가?

해안소재 시멘트 사 최고봉, 하반기 출하량 지속상승 기대

당사는 2Q15 실적에서 '15년 클링커/시멘트 출하량을 기준 3.5%에서 4.0%로, 시멘트출하는 4.0%에서 5.0%로 상향조정하였다. 현 국내건설경기라면 하반기 이후에도 지속적으로 출하량 상승이 예상된다. '15년 실적은 매출 2.0조, 영업이익 1,485억원이다.

TP 29,000원으로 38.0% 상향, 프리미엄 부과의 결과

최근 시멘트 업종의 상승동력은 EPS 증가다. 그런데 최근 업황과 시멘트 산업의 국내 특성(동양, 쌍용, 현대시멘트가 M&A 대상이라는 것)을 고려 시, 7/24일 예정된 동양시멘트 인수전 결과와 관계없이 중장기적으로 과점화는 피할 수 없어 보인다. 시멘트 업 해자가 깊어진다는 것이다.

이에, 당사는 시멘트 산업이 업황호조 장기화와 산업 과점화라는 두개의 축을 근거로 기존 EV/EBITDA 목표 9.0배를 10.5배로 상향조정하고, TP를 2.1만원에서 2.9만원으로 38.0% 상향하였다. 성장산업을 사자.

BUY

TP(12M): 29,000원(상향) | CP(7월15일): 24,500원

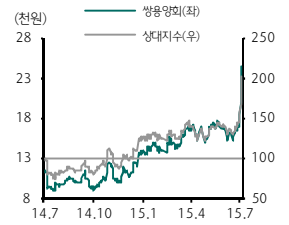
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,072.91
52주최고/최저(원)	24,500/9,020
시가총액(십억원)	1,829.2
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	74,660.4
60일 평균거래량(천주)	126.7
60일 평균거래대금(십억원)	2.2
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인 지분율(%)	34.21
주요주주 지분율(%)	
태평양시멘트 외 1인	27.91
한국산업은행	14.86
주가상승률	1M 6M 12M
절대	46.7 75.6 148.7
상대	44.5 62.2 141.5

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	2,043.4	2,056.8
영업이익(십억원)	196.4	227.8
순이익(십억원)	141.1	165.4
EPS(원)	1,722	2,019
BPS(원)	16,997	19,016

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	2,060.7	2,020.7	2,043.4	2,056.8	2,061.7
영업이익	십억원	138.1	162.3	196.4	227.8	239.9
세전이익	십억원	49.8	97.3	148.5	174.1	193.7
순이익	십억원	40.4	105.3	138.3	162.1	161.3
EPS	원	503	1,311	1,722	2,019	2,009
증감률	%	20.9	160.6	31.4	17.2	(0.5)
PER	배	13.63	9.23	14.23	12.14	12.19
PBR	배	0.48	0.79	1.44	1.29	1.17
EV/EBITDA	배	8.55	8.24	10.09	8.52	7.65
ROE	%	3.62	8.91	10.67	11.21	10.04
BPS	원	14,140	15,276	16,997	19,016	21,025
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com



SOTP 밸류에이션으로 TP 29,000원으로 38.0% 상향

밸류에이션 및 목표주가 상향

쌍용양회의 목표주가를 기존 2.1만원에서 신규 2.9만원으로 38.0% 상향한다. EV/EBITDA를 기존 9.0배에서 신규 10.5배로 상향 조종하였기 때문이다. 실적조정은 2Q15 실적이 미 발표된 상황이므로 2Q Preview 기준으로 동일하게 적용했다. EV/EBITDA 기준 2.9만원의 TP는 '15년 Target P/E 16.8배, P/B는 1.9배에 해당하므로 여전히 마감재 대비 밸류에이션 부담이 낮은 상태이다.

표 1. 밸류에이션 테이블

(단위 : 십억원, 배, 원, 주)

구분	항목	값	구분
영업가치	EBITDA	304.6	2015F
	목표배수(EV/EBITDA)	10.5	9배에서 상향
		3,198.1	
비영업가치	투자자산	62.1	
	자기주식	0.2	
	NAV	43.6	
영업+비영업		3,241.7	
순차입금		959.4	
Equity 가치		2,282.2	
현재주가		24,500	
발행주수(보통주)		74,660	
발행주수(우선주)		5,643	
발행주수(회석주)			
TP		29,000	
상승여력		18.4%	
eps		1,722	지배지분 / 전체주수
bps		15,275	지배지분 / 전체주수
Target P/E		16.84	
Target P/B		1.90	

자료: 하나대투증권

표 2. 우선주 발행 현황

(단위 : 원, 주)

구분	1우선주	2우선주	3우선주	4우선주	5우선주
발행일자	1993.11.25	1998.03.16	1999.05.21	1999.12.29	2000.11.01
주당 발행가액			5,000		
발행총액	2469896	75,620,000	794,025,000	6,250,000,000	19,550,250,000
발행주식수	308737	15,124	158,805	1,250,000	3,910,050
배당률	보통주 + 1%	최저배당 연9.0% 참가적, 누적배당참여, 존속기간 3년	최저배당을 연 3.0% 참가적, 누적 배당참여, 존속기간 3년	최저배당을 연 3.0% 참가적, 누적 배당참여, 존속기간 3년	최저배당을 연 3.0% 참가적, 누적 배 당참여, 존속기간 3 년

자료: 공시, 하나대투증권



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	2,060.7	2,020.7	2,043.4	2,056.8	2,061.7
매출원가	1,731.4	1,681.3	1,662.3	1,640.8	1,631.8
매출총이익	329.3	339.4	381.1	416.0	429.9
판매비	191.2	177.1	184.7	188.2	190.0
영업이익	138.1	162.3	196.4	227.8	239.9
금융손익	(76.9)	(59.1)	(50.7)	(51.5)	(44.0)
중속/관계기업손익	(0.5)	0.6	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타영업외손익	(11.0)	(6.5)	3.0	(2.0)	(2.0)
세전이익	49.8	97.3	148.5	174.1	193.7
법인세	5.6	(5.7)	7.4	8.7	29.1
계속사업이익	44.1	103.0	141.1	165.4	164.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	44.1	103.0	141.1	165.4	164.6
포괄이익	3.8	(2.2)	2.8	3.3	3.3
(지분법제외)순이익	40.4	105.3	138.3	162.1	161.3
지배주주표의이익	33.7	91.2	146.0	171.1	170.3
NOPAT	122.5	171.8	186.6	216.4	203.9
EBITDA	225.4	251.6	283.0	311.8	321.4
성장성(%)					
매출액증가율	3.5	(1.9)	1.1	0.7	0.2
NOPAT증가율	1.7	40.2	8.6	16.0	(5.8)
EBITDA증가율	(1.9)	11.6	12.5	10.2	3.1
(조정)영업이익증가율	(3.8)	17.5	21.0	16.0	5.3
(지분법제외)순이익증가율	21.0	160.6	31.3	17.2	(0.5)
(지분법제외)EPS증가율	20.9	160.6	31.4	17.2	(0.5)
수익성(%)					
매출총이익률	16.0	16.8	18.7	20.2	20.9
EBITDA이익률	10.9	12.5	13.8	15.2	15.6
(조정)영업이익률	6.7	8.0	9.6	11.1	11.6
계속사업이익률	2.1	5.1	6.9	8.0	8.0

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	503	1,311	1,722	2,019	2,009
BPS	14,140	15,276	16,997	19,016	21,025
CFPS	3,209	3,627	3,586	3,806	3,937
EBITDAPS	2,807	3,133	3,524	3,882	4,003
SPS	25,662	25,163	25,446	25,613	25,674
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	13.6	9.2	14.2	12.1	12.2
PBR	0.5	0.8	1.4	1.3	1.2
PCFR	2.1	3.3	6.8	6.4	6.2
EV/EBITDA	8.5	8.2	10.1	8.5	7.6
PSR	0.3	0.5	1.0	1.0	1.0
재무비율(%)					
ROE	3.6	8.9	10.7	11.2	10.0
ROA	1.3	3.5	4.6	5.2	5.0
ROIC	4.7	6.7	7.4	8.6	8.2
부채비율	157.0	134.0	115.1	99.0	85.1
순부채비율	104.0	86.5	67.4	47.6	31.8
이자보상배율(배)	1.7	2.7	3.5	4.2	4.8

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	9.7	9.2	9.5	29.7	6.2
Emerging Market	12.3	10.9	11.6	5.0	12.6
World	16.7	14.9	15.7	3.1	12.1

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	576.4	523.8	634.9	776.7	898.8
금융자산	66.8	53.9	179.6	314.3	429.8
현금성자산	36.4	36.7	162.2	296.8	412.3
매출채권 등	358.0	323.8	307.7	313.8	320.1
재고자산	130.0	130.7	132.1	133.0	133.3
기타유동자산	21.6	15.4	15.5	15.6	15.6
비유동자산	2,497.9	2,479.5	2,427.6	2,384.8	2,344.2
투자자산	25.6	27.3	27.6	27.8	27.9
금융자산	11.4	12.4	12.6	12.7	12.7
유형자산	2,300.2	2,271.5	2,222.3	2,182.1	2,144.2
무형자산	90.4	86.3	83.3	80.4	77.8
기타비유동자산	81.7	94.4	94.4	94.5	94.3
자산총계	3,074.3	3,003.3	3,062.5	3,161.5	3,243.1
유동부채	1,369.8	1,244.8	1,160.9	1,093.6	1,010.6
금융부채	1,044.8	931.2	905.6	836.7	753.1
매입채무 등	299.0	292.6	234.1	235.6	236.2
기타유동부채	26.0	21.0	21.2	21.3	21.3
비유동부채	508.5	475.1	477.9	479.5	480.1
금융부채	265.6	233.4	233.4	233.4	233.4
기타비유동부채	242.9	241.7	244.5	246.1	246.7
부채총계	1,878.3	1,720.0	1,638.7	1,573.0	1,490.7
지배주주지분	1,135.5	1,226.6	1,364.8	1,526.9	1,688.3
자본금	401.5	401.5	401.5	401.5	401.5
자본잉여금	600.1	608.2	608.2	608.2	608.2
자본조정	(46.7)	(46.7)	(46.7)	(46.7)	(46.7)
기타포괄이익누계	0.4	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
이익잉여금	180.1	265.1	403.4	565.5	726.8
비지배주주지분	60.5	56.8	58.9	61.5	64.1
자본총계	1,196.0	1,283.4	1,423.7	1,588.4	1,752.4
순금융부채	1,243.6	1,110.7	959.4	755.7	556.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	254.1	277.6	242.9	299.5	291.0
당기순이익	44.1	103.0	141.1	165.4	164.6
조정	208.5	182.7	142.8	137.9	131.8
감가상각비	87.3	89.3	86.6	84.0	81.6
회환거래손익	(3.5)	8.7	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.5	(0.6)	0.0	0.0	0.0
기타	124.2	85.3	56.2	53.9	50.2
자산/부채의 변동	1.5	(8.1)	(41.0)	(3.8)	(5.4)
투자활동현금흐름	(74.5)	(63.7)	(32.5)	(42.0)	(41.8)
투자자산감소(증가)	13.0	(1.7)	(1.0)	(0.9)	(0.8)
유형자산감소(증가)	(67.3)	(70.6)	(31.3)	(41.0)	(41.0)
기타투자활동	(20.2)	8.6	(0.2)	(0.1)	0.0
재무활동현금흐름	(187.4)	(213.6)	(81.8)	(122.9)	(133.7)
금융부채증가(감소)	(60.1)	(145.8)	(25.6)	(68.9)	(83.6)
자본증가(감소)	(5.4)	8.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(121.2)	(75.2)	(56.2)	(54.0)	(50.1)
배당지급	(0.7)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(7.7)	0.3	125.5	134.7	115.4
Unlevered CFO	257.7	291.3	288.0	305.6	316.1
Free Cash Flow	184.9	204.3	202.0	258.5	250.0

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	12.3	10.3	11.2	119.9	19.8
Emerging Market	18.0	12.8	15.0	2.9	40.1
World	17.4	14.7	16.0	-5.8	18.7



2015년 7월 16일

성신양회(004980)

출하량 2위를 향해 뜻을 올린다.

수도권 집중 분양 프리미엄, 출하량 2위를 향한 출발

국내 시멘트 산업의 구도가 해안사(쌍용, 동양, 라파즈) VS 내륙사(성신, 한일, 아세아, 현대)로 형성된 만큼, 주택분양의 지리적 특징은 향후 시멘트 산업의 출하량과 밀접한 관련이 있다. 성신양회는 수도권 출하 증가 시 수혜기업에 속한다.

당사는 성신양회의 '15년 시멘트 생산량을 690만톤(+5.0% YoY)으로 전망중에 있고, 이는 실질 2위에 해당하는 수준이다. 이후 수도권 분양물량 집중 효과로 '16년 이후에는 높은 출하량 상승세가 전망된다. 성신양회의 경우 출하량 1%p 증가할 때마다 영업이익이 15억원 증가하는 구도다.

2H15에도 여전히 골조용 건자재 시장 성장 지속

성신양회는 1Q15 실적에서 이미 YoY로 약 60억원의 영업이익 증가를 시현했는데 이는 매출단 증가 영향이었다. 2Q15 중 5월부터는 '15년 계약한 유연탄 투입효과로 Cost부문에서도 1Q15 대비 실적개선 폭이 나타날 것으로 기대되므로, 2분기 실적에 기대감을 더하는 상황이다.

TP 25,000원으로 상향, 쌍용양회와 시멘트 산업 쌍두마차

성신양회의 목표주가를 기존 22,000원에서 25,000원으로 13.6% 상향한다. 상향은 EV/EBITDA 목표배수를 기준 8.5배에서 9.0배로 높인 효과다. 목표주가 기준 PER은 17.5배이고, PB는 2.1배다.

향후 수도권 중심의 분양시장이 펼쳐질 것이기에 '11~'14년의 시멘트 업황이 해안사(쌍용양회, 라파즈, 동양)에 유리했다면 '15~'17년은 내륙사(성신, 한일, 아세아)의 실적개선폭이 더 커질 것으로 기대된다. '15년 실적은 당사 추정치를 상회할 가능성이 높아 밸류에이션 부담은 지속해서 낮아질 것이다. 쌍용양회와 함께 시멘트 산업 쌍두마차로 추천한다.

Top Picks

Industry In-depth

BUY

| TP(12M): 25,000원(상향) | CP(7월15일): 20,700원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,072.91
52주최고/최저(원)	20,700/7,230
시가총액(십억원)	487.0
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	23,528.6
60일 평균거래량(천주)	390.8
60일 평균거래대금(십억원)	5.8
15년 배당금(예상,원)	0
15년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인 지분율(%)	8.93
주요주주 지분율(%)	
김영준 외 8인	28.91
삼성자산운용	8.10
주가상승률	1M 6M 12M
절대	35.3 80.8 73.9
상대	33.3 66.9 68.9

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	649.6	669.6
영업이익(십억원)	67.1	75.6
순이익(십억원)	42.3	48.8
EPS(원)	1,725	1,994
BPS(원)	16,431	18,462

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	601.7	613.7	635.9	642.1	657.2
영업이익	십억원	44.9	44.4	70.1	85.0	83.0
세전이익	십억원	4.4	9.1	39.0	54.3	55.5
순이익	십억원	3.6	8.5	40.9	44.7	45.7
EPS	원	168	343	1,652	1,805	1,845
증감률	%	0.0	104.2	381.6	9.3	2.2
PER	배	38.03	30.59	12.53	11.47	11.22
PBR	배	0.45	0.75	1.27	1.14	1.04
EV/EBITDA	배	7.19	8.24	7.84	6.48	6.17
ROE	%	1.07	2.45	10.90	10.48	9.68
BPS	원	14,098	14,010	16,348	18,153	19,998
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst **채상욱**
02-3771-7269
swchae@hanafn.com



목표주가 변경, 25,000원으로 13.8% 상향

SOTP 밸류에이션으로 TP 25,000원으로 13.8% 상향

성신양회의 목표주가를 기존 22,000원에서 25,000원으로 13.6% 상향한다. 목표주가 상향은 기존 EV/EBITDA 타겟 멀티플을 기존 8.5배에서 신규 9.0배로 높힌 결과다. 목표주가 기준 PER은 17.5배이고, PB는 2.1배에 해당한다.

성신양회의 향후 실적흐름은 당사의 실적 전망(출하량 5.0% 증가)에 기반하고 있는데, 국내 출하증가 폭이 예상을 상회할 가능성이 높아지고 있어서, 밸류에이션 부담은 낮아질 것으로 판단된다. 쌍용양회와 함께 시멘트 업 최선호군으로 매수추천 드린다.

표 1. 밸류에이션 테이블

(단위 : 십억원, 배, 원, 주)

구분	항목	값	비고
영업가치	EBITDA	118.9	
	목표배수	9.0	8.5배에서 9.0배로 상향조정
		1,070.2	
비영업가치	투자자산	56.7	
	자기주식	7.6	
	NAV	45.0	
영업+비영업		1,115.2	
순차입금		428.5	'15년 말 기준, '16년말 목표 3,000억
Equity 가치		686.7	
발행주(보통주_천주)		23,529	
우선주		1,243	
희석주식		3,839	
현재주가		19,050	
TP		25,000	
상승여력		31.2%	
EPS		1,430	
BPS		12,107	
Target P/E		17.48	
Target P/B		2.07	

자료: 하나대투증권



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	601.7	613.7	635.9	642.1	657.2
매출원가	462.9	468.8	466.7	454.2	468.3
매출총이익	138.8	144.9	169.2	187.9	188.9
판매비	93.8	100.4	99.0	102.8	105.8
영업이익	44.9	44.4	70.1	85.0	83.0
금융손익	(39.3)	(33.4)	(32.2)	(27.8)	(24.5)
종속/관계기업손익	0.3	(3.4)	1.0	(3.0)	(3.0)
기타영업외손익	(1.5)	1.5	0.0	0.0	0.0
세전이익	4.4	9.1	39.0	54.3	55.5
법인세	0.1	(0.0)	0.0	11.9	12.2
계속사업이익	4.4	9.1	39.0	42.3	43.3
중단사업이익	(1.0)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.4	8.2	39.0	42.3	43.3
포괄이익	(0.3)	(0.3)	(1.9)	(2.4)	(2.4)
(지분법제외)순이익	3.6	8.5	40.9	44.7	45.7
지배주주포괄이익	(2.7)	(1.6)	48.5	36.7	37.5
NOPAT	44.1	44.4	70.1	66.3	64.8
EBITDA	97.2	95.9	118.9	131.3	127.0
성장성(%)					
매출액증가율	10.1	2.0	3.6	1.0	2.4
NOPAT증가율	716.7	0.7	57.9	(5.4)	(2.3)
EBITDA증가율	40.3	(1.3)	24.0	10.4	(3.3)
(조정)영업이익증가율	180.6	(1.1)	57.9	21.3	(2.4)
(지분법제외)순이익증가율	5.9	136.1	381.2	9.3	2.2
(지분법제외)EPS증가율	0.0	104.2	381.6	9.3	2.2
수익성(%)					
매출총이익률	23.1	23.6	26.6	29.3	28.7
EBITDA이익률	16.2	15.6	18.7	20.4	19.3
(조정)영업이익률	7.5	7.2	11.0	13.2	12.6
계속사업이익률	0.7	1.5	6.1	6.6	6.6

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	168	343	1,652	1,805	1,845
BPS	14,098	14,010	16,348	18,153	19,998
CFPS	5,105	4,455	4,449	4,152	3,476
EBITDAPS	4,502	3,873	4,800	5,301	5,127
SPS	27,877	24,774	25,670	25,921	26,530
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	38.0	30.6	12.5	11.5	11.2
PBR	0.5	0.7	1.3	1.1	1.0
PCFR	1.2	2.4	4.7	5.0	6.0
EV/EBITDA	7.2	8.2	7.8	6.5	6.2
PSR	0.2	0.4	0.8	0.8	0.8
재무비율(%)					
ROE	1.1	2.4	10.9	10.5	9.7
ROA	0.3	0.8	3.5	3.7	3.6
ROIC	4.7	4.7	7.6	7.6	7.6
부채비율	228.6	221.8	195.6	179.2	163.7
순부채비율	159.4	154.5	106.4	78.6	58.2
이자보상배율(배)	1.1	1.2	2.0	2.5	2.4

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	9.7	9.2	9.5	29.7	6.2
Emerging Market	12.3	10.9	11.6	5.0	12.6
World	16.7	14.9	15.7	3.1	12.1

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	329.3	319.8	422.1	499.7	568.2
금융자산	23.6	5.1	104.0	178.5	239.4
현금성자산	2.3	5.0	103.9	178.4	239.3
매출채권 등	228.6	241.6	244.0	246.4	252.2
재고자산	60.7	61.6	62.2	62.8	64.3
기타유동자산	16.4	11.5	11.9	12.0	12.3
비유동자산	815.0	795.9	767.9	742.3	719.2
투자자산	18.2	14.5	14.8	14.9	15.3
금융자산	10.8	12.5	12.8	12.9	13.2
유형자산	696.6	678.7	652.2	628.1	606.1
무형자산	27.3	25.3	23.6	21.9	20.4
기타비유동자산	72.9	77.4	77.3	77.4	77.4
자산총계	1,144.3	1,115.7	1,190.0	1,242.0	1,287.4
유동부채	566.1	512.5	530.5	539.0	538.1
금융부채	455.4	406.6	398.6	394.1	389.8
매입채무 등	107.2	103.9	129.9	142.9	146.2
기타유동부채	3.5	2.0	2.0	2.0	2.1
비유동부채	230.0	256.5	256.9	258.1	261.0
금융부채	123.4	133.9	133.9	133.9	133.9
기타비유동부채	106.6	122.6	123.0	124.2	127.1
부채총계	796.1	769.0	787.4	797.1	799.1
지배주주지분	348.5	346.3	404.3	449.0	494.7
자본금	126.1	126.1	126.1	126.1	126.1
자본잉여금	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
자본조정	(4.5)	(5.1)	(5.1)	(5.1)	(5.1)
기타포괄이익누계	(21.2)	(18.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
이익잉여금	221.7	217.2	258.1	302.8	348.5
비지배주주지분	(0.3)	0.3	(1.7)	(4.1)	(6.5)
자본총계	348.2	346.6	402.6	444.9	488.2
순금융부채	555.2	535.4	428.5	349.5	284.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	52.0	51.6	110.7	99.7	86.0
당기순이익	3.4	8.2	39.0	42.3	43.3
조정	66.8	67.0	48.7	46.3	43.9
감가상각비	52.2	51.5	48.8	46.3	44.0
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.3)	5.2	0.0	0.0	0.0
기타	14.9	10.3	(0.1)	0.0	(0.1)
자산/부채의 변동	(18.2)	(23.6)	23.0	11.1	(1.2)
투자활동현금흐름	(84.4)	(13.2)	(3.8)	(20.6)	(20.9)
투자자산감소(증가)	(7.8)	7.2	16.7	(0.1)	(0.4)
유형자산감소(증가)	(67.5)	(37.1)	(20.5)	(20.5)	(20.5)
기타투자활동	(9.1)	16.7	0.0	0.0	0.0
재무활동현금흐름	30.5	(35.6)	(8.0)	(4.5)	(4.3)
금융부채증가(감소)	7.1	(38.3)	(8.0)	(4.5)	(4.3)
자본증가(감소)	24.3	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.9)	2.7	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(1.8)	2.7	98.9	74.5	60.9
Unlevered CFO	110.2	110.3	110.2	102.9	86.1
Free Cash Flow	(22.4)	14.4	90.2	79.2	65.5

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	12.3	10.3	11.2	119.9	19.8
Emerging Market	18.0	12.8	15.0	2.9	40.1
World	17.4	14.7	16.0	-5.8	18.7



2015년 7월 16일

유진기업(023410)

Top Picks

Industry In-depth

면세점은 안됐지만 레미콘으로 더 벌면 되지 않나요?

유진기업, 수도권 중심의 레미콘 시장 수혜 전망

유진기업은 2Q15 주택분양시장부터 나타난 '수도권 중심'의 직 수혜기업이다. 약 7년만의 수도권 중심으로의 분양흐름 중심이동은 유진, 삼표, 아주 등 빅3 레미콘 사의 수도권 집중도를 고려할 시 중장기적 실적성장의 기반으로 작용할 수 있을 전망이다.

유진기업의 2Q15 실적은 매출 2,371억(+14.3% YoY), 영업이익 180억원(+47.5% YoY)으로 전망했다. 2분기 레미콘 출하량은 2.1백만³으로 전년비 6.6% 증가할 것으로 전망하여 1Q15에 나타난 출하량 감소를 탈피할 것으로 판단된다. 또한 하반기로 갈수록 2Q15 분양물량 증가에 의한 출하량 상승효과가 나타날 것으로 기대한다.

B2B 건재 유통업시장은 니치마켓 플레이어로 자리매겨

유진기업의 유형자산 효율화에 기여할 신사업 부문은 B2B 건자재 유통업이다. 이는 연평균 15~20만호에 이르는 개인 빌라사업자 향 건자재를 납품하는 것으로, 작년 건축용 철근유통에서 올해는 석고보드, 문손잡이 등 기존 1개에서 총 6개로 확대중이다. 향후 규모의 경제 효과가 예상된다.

B2B 건재부문은 1Q15에는 -7억원의 적자 시현했지만 2Q15부터 BEP, 3Q15부터 흑자전환 기대된다.

TP 10,000원으로 11.1% 상향, 수도권 레미콘 성장 기대

유진기업의 TP를 10,000원으로 11.1% 상향한다. 목표주가는 영업가치 7,732억(NOPLAT 420억의 17배)와 투자부동산 및 유진투자증권 가치 2,274억을 합산하고 순차입금을 차감한 것이다. 실적을 '15년 기준에서 12M Fwd로 조정할 결과다.

유진기업은 면세점, 냉동고, B2B건재유통 등 다양한 신규사업을 추진 중인 상태다. 비록, 면세점은 선정되지 못했지만 본업 만으로도 목표주가 달성은 가능하다. BUY의견 유지한다.

BUY

| TP(12M): 10,000원(상향) | CP(7월15일): 8,000원

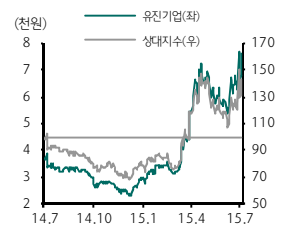
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	761.59
52주 최고/최저(원)	8,100/2,700
시가총액(십억원)	592.0
시가총액비중(%)	0.29
발행주식수(천주)	74,000.0
60일 평균거래량(천주)	4,078.0
60일 평균거래대금(십억원)	28.6
15년 배당금(예상, 원)	50
15년 배당수익률(예상, %)	0.63
외국인 지분율(%)	3.20
주요주주 지분율(%)	
유경선 외 15인	40.50

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	799.2	860.4
영업이익(십억원)	50.8	69.1
순이익(십억원)	41.1	58.1
EPS(원)	557	785
BPS(원)	9,398	10,209

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	678.8	739.0	799.4	860.4	913.0
영업이익	십억원	38.1	30.4	50.6	69.1	83.3
세전이익	십억원	96.4	23.9	53.6	75.4	95.5
순이익	십억원	92.2	16.1	41.2	58.1	73.5
EPS	원	1,246	218	557	785	994
증감률	%	(414.6)	(82.5)	155.5	40.9	26.6
PER	배	2.28	14.15	14.35	10.19	8.05
PBR	배	0.32	0.35	0.87	0.80	0.73
EV/EBITDA	배	9.33	12.08	13.50	9.84	7.76
ROE	%	16.56	2.73	6.71	8.78	10.16
BPS	원	8,764	8,719	9,231	9,970	10,918
DPS	원	50	50	50	50	50



Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com



TP 10,000원으로 11.1% 상향

밸류에이션, TP 10,000원으로 목표주가 상향

유진기업 목표주가를 10,000원으로 11.1% 상향한다. 이는 영업가치 7,732억(레미콘+건자재 유통업 NOPLAT의 17배), 비영업가치 2,274억(유진증권 및 골프장 등)과 순차입금 2,602억을 차감한 것이다. 목표주가 상승은 '15년 추정치 기준 NOPLAT에서 12M Fwd기준으로 변경한 데 따른 것이다. 기존 영업가치 7,100억원에서 7,732억원으로 상승하였다. 목표주가는 '15년 EPS의 17.9배, '16년 기준 12.7배에 해당한다.

유진기업의 면세점 진출에 대한 기대감이 존재한 것이 사실이지만, 현 수도권 중심의주택분양 시장과 유형자산의 효율성을 높이는 B2B 건자재 유통업으로도 충분히 안정적 수익창출이 가능한 상태다. 특히, 유진기업의 보유한 전국 레미콘공장을 오프라인 거점으로 활용하는 B2B 비즈니스는 한국 최초이기에 기대감이 높다.

표 1. 밸류에이션 테이블

(단위 : 십억원, 배, 원, %)

구분	상세	값
영업가치	NOPLAT(레미콘+건자재유통)	45.5
	타겟멀티플	17.0
	영업가치 소계	773.2
비영업가치	투자부동산	195.3
	유진투자증권	104.0
	할인반영 한 비영업가치 소계	227.4
합산가치		1,000.6
순차입금	'15년 말 기준	260.2
순 주주가치		740.4
발행주수(천주)		74,000
목표주가(KRW)		10,000
현가(KRW)		8,000
상승여력(%)		25.0%

자료: 하나대투증권



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	678.8	739.0	799.4	860.4	913.0
매출원가	586.9	641.7	678.9	716.2	749.9
매출총이익	91.9	97.3	120.5	144.2	163.1
판매비	53.8	66.9	69.8	75.2	79.8
영업이익	38.1	30.4	50.6	69.1	83.3
금융손익	(26.1)	(21.7)	(13.2)	(9.8)	(3.9)
종속/관계기업손익	93.4	12.6	16.0	16.0	16.0
기타영업외손익	(9.0)	2.7	0.1	0.1	0.1
세전이익	96.4	23.9	53.6	75.4	95.5
법인세	33.9	7.9	12.3	17.3	22.0
계속사업이익	62.5	16.0	41.2	58.1	73.5
중단사업이익	29.7	0.1	0.0	0.0	0.0
당기순이익	92.2	16.1	41.2	58.1	73.5
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	92.2	16.1	41.2	58.1	73.5
지배주주포괄이익	81.0	15.2	41.2	58.1	73.5
NOPAT	24.7	20.4	39.0	53.2	64.1
EBITDA	49.3	43.6	63.1	81.0	94.7
성장성(%)					
매출액증가율	2.0	8.9	8.2	7.6	6.1
NOPAT증가율	(1,643.8)	(17.4)	91.2	36.4	20.5
EBITDA증가율	764.9	(11.6)	44.7	28.4	16.9
(조정)영업이익증가율	(668.7)	(20.2)	66.4	36.6	20.5
(지분법제외)순이익증가율	(417.9)	(82.5)	155.9	41.0	26.5
(지분법제외)EPS증가율	(414.6)	(82.5)	155.5	40.9	26.6
수익성(%)					
매출총이익률	13.5	13.2	15.1	16.8	17.9
EBITDA이익률	7.3	5.9	7.9	9.4	10.4
(조정)영업이익률	5.6	4.1	6.3	8.0	9.1
계속사업이익률	9.2	2.2	5.2	6.8	8.1

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	1,246	218	557	785	994
BPS	8,764	8,719	9,231	9,970	10,918
CFPS	663	745	898	1,155	1,379
EBITDAPS	666	589	853	1,095	1,279
SPS	9,173	9,986	10,802	11,627	12,338
DPS	50	50	50	50	50
주가지표(배)					
PER	2.3	14.1	14.4	10.2	8.1
PBR	0.3	0.4	0.9	0.8	0.7
PCFR	4.3	4.1	8.9	6.9	5.8
EV/EBITDA	9.3	12.1	13.5	9.8	7.8
PSR	0.3	0.3	0.7	0.7	0.6
재무비율(%)					
ROE	16.6	2.7	6.7	8.8	10.2
ROA	7.5	1.3	3.2	4.3	5.1
ROIC	4.9	3.9	7.6	10.6	13.0
부채비율	111.6	112.0	107.8	101.5	93.9
순부채비율	41.3	49.6	41.1	29.8	18.7
이자보상배율(배)	1.5	1.1	1.8	2.4	2.9

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	9.7	9.2	9.5	29.7	6.2
Emerging Market	12.3	10.9	11.6	5.0	12.6
World	16.7	14.9	15.7	3.1	12.1

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	522.1	396.8	443.1	505.6	583.1
금융자산	200.1	178.5	213.4	268.3	331.2
현금성자산	46.5	35.0	58.2	101.2	154.0
매출채권 등	298.8	202.7	212.8	219.2	232.6
재고자산	6.5	6.8	7.3	7.9	8.4
기타유동자산	16.7	8.8	9.6	10.2	10.9
비유동자산	716.4	866.8	874.0	882.0	888.3
투자자산	168.0	192.3	208.0	223.9	237.6
금융자산	31.6	25.5	27.6	29.7	31.5
유형자산	326.8	401.8	394.5	387.8	381.4
무형자산	36.6	35.9	34.6	33.5	32.4
기타비유동자산	185.0	236.8	236.9	236.8	236.9
자산총계	1,238.4	1,263.6	1,317.1	1,387.6	1,471.4
유동부채	502.7	393.4	405.5	417.9	428.4
금융부채	331.6	241.8	241.6	241.5	241.4
매입채무 등	160.1	144.2	156.0	167.9	178.2
기타유동부채	11.0	7.4	7.9	8.5	8.8
비유동부채	150.6	274.3	277.7	281.2	284.2
금융부채	110.1	232.0	232.0	232.0	232.0
기타비유동부채	40.5	42.3	45.7	49.2	52.2
부채총계	653.2	667.7	683.3	699.1	712.7
지배주주지분	585.2	596.0	633.8	688.5	758.7
자본금	38.6	37.5	37.5	37.5	37.5
자본잉여금	449.2	449.1	449.1	449.1	449.1
자본조정	(63.4)	(62.3)	(62.3)	(62.3)	(62.3)
기타포괄이익누계	(7.9)	(7.0)	(7.0)	(7.0)	(7.0)
이익잉여금	168.7	178.7	216.6	271.3	341.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	585.2	596.0	633.8	688.5	758.7
순금융부채	241.6	295.3	260.2	205.2	142.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	(25.8)	116.6	58.5	76.4	79.3
당기순이익	92.2	16.1	41.2	58.1	73.5
조정	(78.0)	31.0	12.9	10.0	6.6
감가상각비	11.2	13.2	12.5	11.9	11.4
외환거래손익	0.1	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(93.1)	(11.4)	(16.0)	(16.0)	(16.0)
기타	3.8	29.3	16.4	14.1	11.2
자산/부채의 변동	(40.0)	69.5	4.4	8.3	(0.8)
투자활동현금흐름	40.8	(130.6)	(2.8)	(1.0)	5.8
투자자산감소(증가)	16.7	(11.7)	0.3	0.1	2.3
유형자산감소(증가)	(14.0)	(85.6)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
기타투자활동	38.1	(33.3)	0.9	2.9	7.5
재무활동현금흐름	(72.7)	2.5	(32.4)	(32.4)	(32.4)
금융부채증가(감소)	(13.1)	32.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)
자본증가(감소)	(0.0)	(1.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(52.3)	(25.0)	(28.9)	(28.9)	(28.9)
배당지급	(7.3)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
현금의 증감	(57.7)	(11.5)	23.2	43.0	52.7
Unlevered CFO	49.1	55.2	66.4	85.5	102.0
Free Cash Flow	(45.3)	29.7	54.5	72.4	75.3

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	16.8	12.7	14.5	N/A	32.4
Emerging Market	15.9	13.4	14.5	56.8	18.8
World	16.8	15.0	15.9	3.8	11.4



2015년 7월 16일

삼한까무(013700)

Top Picks

Industry In-depth

전방산업 호조 및 규제 완화로 최대실적 갱신할 전망!

PC공법을 활용한 종합건설업체

삼한까무는 PC(Precast Concrete)공법을 이용하여 건축물 외 관공사, 조립식 아파트 및 공장건설 등을 수행하는 기업으로, 주요 사업부문의 매출 비중은 종합건설 97.8%, 부동산 임대 2.2%(2014년 기준)로 구성되어 있다.

전방산업 호조 + 규제 완화 → PC공법 건축 수요 증가

① 전방산업 투자 확대로 인한 수주 증가: PC공법은 건물의 골격에 해당하는 기둥, 보, 슬라브, 벽과 같은 주요 부재를 공장에서 사전제작한 뒤 현장에서 조립하는 방식의 공법으로 공기를 단축하고 비용을 절약할 수 있는 장점이 있다. 특히, 기둥사이의 거리가 멀어야 되는 대형쇼핑몰, 물류센터, 반도체 공장 등의 구조물 건축에 많이 활용된다. 최근에는 신세계 그룹이 강남점, 여주 프리미엄 아울렛 등 주요점포의 면적 확장과 신규점포 출점 및 물류센터 확장을 진행하고 있으며, 반도체산업 역시 국내의 글로벌 기업들을 중심으로 투자가 본격화되고 있는 만큼 PC공법을 활용한 건축 수주가 지속적으로 증가할 전망이다.

② 규제 완화로 지식산업센터 건축 수요 증가할 전망: 2015년 7월부터 지식산업센터에 대한 인정 요건이 완화되면서 관련 건축 수요가 증가할 전망이다. 기존에는 동일 건축물에 공장이 6개 이상 입주할 수 있어야 지식산업센터로 인정됐었으나, 하반기부터 동일 건축물 안에 공장과 함께 지식산업 또는 정보통신 산업 사업장이 6개 이상 입주할 수 있으면 지식산업센터로 인정받을 수 있도록 요건이 완화되었다. 지식산업센터 입주 업체에게는 취득세 50%, 재산세 37.5% 감면 등의 세제 혜택과 저리의 정책자금을 지원받을 수 있는 혜택이 있는 만큼 PC공법을 활용한 지식산업센터 건축 수요가 증가할 것으로 전망된다.

2015년 실적은 매출액 1,728억원, 영업이익 132억원 전망

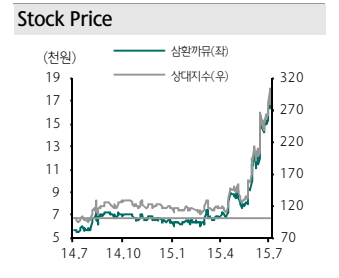
2015년 매출액은 1,728억원(YoY, +39.8%), 영업이익 132억원(YoY, +371.4%)으로 대폭 개선된 실적을 기록할 전망이다. 이는 1) 유통, 반도체 등 전방산업의 투자 확대로 인한 수주 증가 및 2) 정부 규제 완화로 인한 지식산업센터 건축 수요 증가 등에 기인한다. 또한 2015년 예상 실적 기준 PER 7.7배로 국내 주요 건설 업체 평균 18.3배 대비 저평가되어 있다고 판단되며, 적극적인 매수전략을 추천한다.

Not Rated

CP(7월 15일): 16,400원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,072.91
52주 최고/최저(원)	17,850/5,530
시가총액(십억원)	74.0
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	4,515.2
60일 평균거래량(천주)	72.2
60일 평균거래대금(십억원)	0.9
15년 배당금(예상, 원)	150
15년 배당수익률(예상, %)	0.91
외국인지분율(%)	0.29
주요주주 지분율(%)	
베이스에이치디 외 5인	54.56
주가상승률	
절대	1M 31.2 6M 158.3 12M 191.3
상대	29.3 138.5 182.8

Consensus Data		
	2015	2016
매출액(십억원)	173.0	226.7
영업이익(십억원)	18.5	25.6
순이익(십억원)	11.3	16.7
EPS(원)	2,503	3,699
BPS(원)	10,033	13,178



Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	83.6	123.6	172.8	222.2	262.0
영업이익	십억원	(1.1)	2.8	13.2	17.2	22.0
세전이익	십억원	(9.7)	2.3	10.6	14.9	19.8
순이익	십억원	(12.0)	2.3	9.6	12.4	15.3
EPS	원	(2,668)	506	2,134	2,753	3,395
증감률	%	252.0	(119.0)	321.7	29.0	23.3
PER	배	N/A	12.59	7.68	5.96	4.83
PBR	배	0.50	0.81	1.65	1.30	1.04
EV/EBITDA	배	N/A	17.45	6.28	3.77	2.04
ROE	%	(31.40)	6.58	23.88	24.44	23.92
BPS	원	7,467	7,906	9,966	12,570	15,815
DPS	원	0	150	150	150	150

 Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

 Analyst 안주원
02-3771-7606
jw.ahn@hanafn.com

 Analyst 박진영
02-3771-7375
jypark22@hanafn.com

 Analyst 김재윤
02-3771-7735
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두연
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	83.6	123.6	172.8	222.2	262.0
매출원가	80.0	115.4	154.2	196.7	231.2
매출총이익	3.6	8.2	18.6	25.5	30.8
판매비	4.6	5.3	5.4	8.3	8.8
영업이익	(1.1)	2.8	13.2	17.2	22.0
금융손익	(7.4)	(7.3)	(2.3)	(2.3)	(2.1)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.2)	6.8	(0.3)	(0.0)	(0.2)
세전이익	(9.7)	2.3	10.6	14.9	19.8
법인세	2.4	0.0	1.0	2.5	4.5
계속사업이익	(12.0)	2.3	9.6	12.4	15.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(12.0)	2.3	9.6	12.4	15.3
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	(12.0)	2.3	9.6	12.4	15.3
지배주주포괄이익	(9.3)	2.0	9.6	12.4	15.3
NOPAT	(1.4)	2.8	11.9	14.4	17.1
EBITDA	(0.7)	3.2	13.5	17.6	22.3
성장성(%)					
매출액증가율	(8.1)	47.8	39.8	28.6	17.9
NOPAT증가율	(118.9)	(300.0)	325.0	21.0	18.8
EBITDA증가율	(113.5)	(557.1)	321.9	30.4	26.7
(조정)영업이익증가율	(125.6)	(354.5)	371.4	30.3	27.9
(지분법제외)순이익증가율	252.9	(119.2)	317.4	29.2	23.4
(지분법제외)EPS증가율	252.0	(119.0)	321.7	29.0	23.3
수익성(%)					
매출총이익률	4.3	6.6	10.8	11.5	11.8
EBITDA이익률	(0.8)	2.6	7.8	7.9	8.5
(조정)영업이익률	(1.3)	2.3	7.6	7.7	8.4
계속사업이익률	(14.4)	1.9	5.6	5.6	5.8

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	(2,668)	506	2,134	2,753	3,395
BPS	7,467	7,906	9,966	12,570	15,815
CFPS	654	923	3,140	3,862	5,002
EBITDAPS	(160)	714	2,998	3,887	4,944
SPS	18,508	27,367	38,274	49,203	58,036
DPS	0	150	150	150	150
주가지표(배)					
PER	N/A	12.6	7.7	6.0	4.8
PBR	0.5	0.8	1.6	1.3	1.0
PCFR	5.7	6.9	5.2	4.2	3.3
EV/EBITDA	N/A	17.4	6.3	3.8	2.0
PSR	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	(31.4)	6.6	23.9	24.4	23.9
ROA	(6.5)	1.5	6.8	7.3	7.4
ROIC	(4.8)	7.0	26.8	40.6	62.5
부채비율	397.2	263.2	240.7	233.7	213.3
순부채비율	265.4	77.0	24.4	(14.0)	(39.8)
이자보상배율(배)	(0.1)	0.4	5.5	7.5	10.2

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	109.2	34.6	52.7	83.2	113.1
금융자산	4.5	5.5	12.1	31.0	51.5
현금성자산	2.8	4.4	10.5	28.9	49.0
매출채권 등	17.8	26.9	37.6	48.3	56.9
재고자산	1.2	1.5	2.1	2.7	3.2
기타유동자산	85.7	0.7	0.9	1.2	1.5
비유동자산	58.4	95.1	100.6	106.2	110.7
투자자산	11.7	14.8	20.6	26.5	31.3
금융자산	11.7	14.8	20.6	26.5	31.3
유형자산	34.9	35.1	34.8	34.4	34.2
무형자산	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
기타비유동자산	11.6	45.0	45.1	45.2	45.1
자산총계	167.6	129.6	153.3	189.4	223.7
유동부채	117.0	82.4	92.8	113.1	129.6
금융부채	92.6	31.6	21.6	21.6	21.6
매입채무 등	24.4	50.7	70.9	91.1	107.4
기타유동부채	0.0	0.1	0.3	0.4	0.6
비유동부채	16.9	11.5	15.5	19.5	22.8
금융부채	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
기타비유동부채	15.4	10.0	14.0	18.0	21.3
부채총계	133.9	94.0	108.3	132.6	152.3
자본총계	33.7	35.7	45.0	56.8	71.4
자본금	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6
자본잉여금	15.6	7.2	7.2	7.2	7.2
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계	3.9	4.0	4.0	4.0	4.0
이익잉여금	(8.4)	1.9	11.2	22.9	37.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	33.7	35.7	45.0	56.8	71.4
순금융부채	89.5	27.5	11.0	(7.9)	(28.4)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	(10.3)	12.9	23.6	25.6	26.5
당기순이익	(12.0)	2.3	9.6	12.4	15.3
조정	7.3	(5.2)	1.3	0.5	0.9
감가상각비	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	6.9	(5.6)	1.0	0.2	0.6
자산/부채의 변동	(5.6)	15.8	12.7	12.7	10.3
투자활동현금흐름	26.2	55.9	(6.1)	(6.3)	(5.0)
투자자산감소(증가)	(0.6)	(3.0)	(5.8)	(5.9)	(4.7)
유형자산감소(증가)	(0.0)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	26.8	59.6	(0.3)	(0.4)	(0.3)
재무활동현금흐름	(16.3)	(67.3)	(10.3)	(0.7)	(0.7)
금융부채증가(감소)	(15.7)	(61.0)	(9.9)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	(8.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.6)	2.1	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	(0.3)	(0.7)	(0.7)
현금의 증감	(0.4)	1.5	6.1	18.5	20.1
Unlevered CFO	3.0	4.2	14.2	17.4	22.6
Free Cash Flow	(10.5)	12.2	23.6	25.6	26.5



2015년 7월 16일

원하이텍(192390)

보이드데크, 주거용 시장에 도전장을 내민다

투자 의견 'BUY', 목표주가 14,300원 유지

원하이텍에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 14,300원을 유지한다. 투자 의견과 목표주가를 유지하는 이유는 SH공사를 통해 올해 아파트 지상층에 들어가는 보이드데크 매출이 발생할 것으로 예상되며, 보이드데크 관련 매출액은 2015년 60억원 → 2016년 150억원 → 2017년 400억원으로 고성장이 예상되기 때문이다.

신제품 보이드데크의 시장은 9,000억원 수준으로 판단

원하이텍의 보이드데크(VOID DECK)는 상업용 건물과 아파트 지하주차장에만 쓰이던 데크플레이트를 아파트 지상층까지 확대하기 위한 신제품을 개발하였다. 보이드데크에 대해 국토해양부의 신기술인증 완료 시 하반기 SH공사를 통해 첫 매출이 발생할 것으로 보인다.

2017년까지 민간 시장에 성공적으로 안착 시 아파트 지상층에 적용되는 데크플레이트 시장 규모는 9,000억원 수준으로 추정된다. 이에 따라 원하이텍의 실적도 한 단계 레벨업 할 수 있을 것으로 예상된다.

보이드데크의 장점으로 아파트 시장 침투 예상

① **경제성 - 소음 감소 및 원가 절약:** 보이드데크는 중공슬래브 구조로 슬래브 중앙에 바닥충격음 차단 건자재를 배치하였다. 바닥충격음 차단 건자재가 소음을 줄여줄 뿐만 아니라 콘크리트의 사용량이 줄어들어 경제적이다.

② **공간 맞춤형으로 개조:** 기동식 가변형 아파트의 장점으로는 두가지가 있다. (1) 내력벽식 아파트는 소음이 벽을 타고 내려오는 반면 기동식 아파트는 소음이 이동할 수 있는 면적이 적어 층간 소음이 저감된다는 장점과 (2) 내부 가변식 벽을 소비자의 기호대로 변형 시킬 수 있다는 장점이 있다.

2015년 2Q 실적 회복. 하반기 SH向 매출 발생 기대

1분기 실적 부진으로 주가는 하락하였으나 2분기는 지난해 수준으로 실적 회복이 기대되며, 3분기 신제품인 보이드데크의 기술인증 완료 시 SH공사를 통해 아파트 지상층에 들어가는 보이드데크 매출 발생이 기대된다.

Top Picks

Industry In-depth

BUY

| TP(12M): 14,300원 | CP(7월 15일): 9,930원

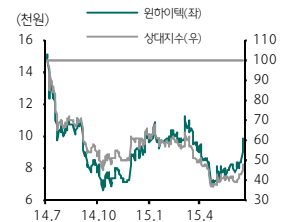
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	761.59
52주 최고/최저(원)	15,250/6,730
시가총액(십억원)	65.5
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	6,600.3
60일 평균 거래량(천주)	91.8
60일 평균 거래대금(십억원)	0.8
15년 배당금(예상, 원)	100
15년 배당수익률(예상, %)	1.01
외국인지분율(%)	0.98
주요주주 지분율(%)	
송규정 외 5인	48.31
KB자산운용	8.82
주가상승률	1M 6M 12M
절대	26.2 10.5 0.0
상대	16.9 (15.7) 0.0

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	63.2	0.0
영업이익(십억원)	9.7	0.0
순이익(십억원)	8.1	0.0
EPS(원)	1,220	0
BPS(원)	7,833	0

Stock Price





Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	57.4	58.2	55.0	65.9	81.5
영업이익	십억원	9.3	8.4	7.1	11.4	15.5
세전이익	십억원	8.8	8.4	7.3	11.8	16.0
순이익	십억원	7.1	6.9	5.9	9.6	13.1
EPS	원	1,462	1,217	898	1,451	1,980
증감률	%	132.4	(16.8)	(26.2)	61.6	36.5
PER	배	N/A	7.08	11.06	6.84	5.01
PBR	배	N/A	1.31	1.34	1.14	0.93
EV/EBITDA	배	N/A	5.01	6.09	3.38	1.95
ROE	%	35.05	20.68	12.85	17.99	20.45
BPS	원	4,716	6,592	7,390	8,742	10,622
Net DER	%	0	100	100	100	100

 Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

 Analyst 안주원
02-3771-7606
jw.ahn@hanafn.com

 Analyst 박진영
02-3771-7375
jypark22@hanafn.com

 Analyst 김재윤
02-3771-7735
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	57.4	58.2	55.0	65.9	81.5
매출원가	44.2	44.7	43.0	48.6	59.5
매출총이익	13.2	13.5	12.0	17.3	22.0
판매비	3.9	5.2	4.9	5.9	6.5
영업이익	9.3	8.4	7.1	11.4	15.5
금융손익	(0.5)	0.0	0.2	0.4	0.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	8.8	8.4	7.3	11.8	16.0
법인세	1.7	1.5	1.4	2.2	3.0
계속사업이익	7.1	6.9	5.9	9.6	13.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7.1	6.9	5.9	9.6	13.1
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	7.1	6.9	5.9	9.6	13.1
지배주주포괄이익	7.0	6.7	5.9	9.6	13.1
NOPAT	7.6	6.9	5.7	9.3	12.6
EBITDA	10.3	9.3	8.0	12.2	16.3
성장성(%)					
매출액증가율	27.8	1.4	(5.5)	19.8	23.7
NOPAT증가율	100.0	(9.2)	(17.4)	63.2	35.5
EBITDA증가율	83.9	(9.7)	(14.0)	52.5	33.6
(조정)영업이익증가율	97.9	(9.7)	(15.5)	60.6	36.0
(지분법제외)순이익증가율	129.0	(2.8)	(14.5)	62.7	36.5
(지분법제외)EPS증가율	132.4	(16.8)	(26.2)	61.6	36.5
수익성(%)					
매출총이익률	23.0	23.2	21.8	26.3	27.0
EBITDA이익률	17.9	16.0	14.5	18.5	20.0
(조정)영업이익률	16.2	14.4	12.9	17.3	19.0
계속사업이익률	12.4	11.9	10.7	14.6	16.1

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	1,462	1,217	898	1,451	1,980
BPS	4,716	6,592	7,390	8,742	10,622
CFPS	2,197	1,769	1,208	1,853	2,464
EBITDAPS	2,104	1,653	1,208	1,853	2,464
SPS	11,784	10,305	8,331	9,984	12,348
DPS	0	100	100	100	100
주가지표(배)					
PER	N/A	7.1	11.1	6.8	5.0
PBR	N/A	1.3	1.3	1.1	0.9
PCFR	N/A	4.9	8.2	5.4	4.0
EV/EBITDA	N/A	5.0	6.1	3.4	2.0
PSR	N/A	0.8	1.2	1.0	0.8
재무비율(%)					
ROE	35.1	20.7	12.8	18.0	20.5
ROA	18.0	14.5	10.7	15.3	17.4
ROIC	24.4	21.1	17.4	28.1	35.8
부채비율	84.1	21.4	18.3	17.7	17.3
순부채비율	28.1	(23.3)	(34.8)	(42.0)	(48.2)
이자보상배율(배)	15.4	30.2	122.4	197.2	268.1

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	21.0	31.2	37.0	47.9	62.7
금융자산	5.9	11.6	18.4	25.7	35.2
현금성자산	4.9	6.6	13.7	20.0	28.2
매출채권 등	9.6	14.5	13.7	16.4	20.3
재고자산	5.3	4.8	4.6	5.5	6.8
기타유동자산	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
비유동자산	21.3	21.6	20.6	20.0	19.6
투자자산	0.6	1.2	1.1	1.3	1.6
금융자산	0.6	1.2	1.1	1.3	1.6
유형자산	20.6	20.3	19.4	18.6	17.8
무형자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
기타비유동자산	(0.0)	0.0	0.0	(0.0)	0.2
자산총계	42.3	52.8	57.6	67.9	82.3
유동부채	17.8	8.5	8.2	9.4	11.0
금융부채	11.7	1.4	1.4	1.4	1.4
매입채무 등	4.7	6.2	5.9	7.1	8.7
기타유동부채	1.4	0.9	0.9	0.9	0.9
비유동부채	1.5	0.8	0.7	0.9	1.1
금융부채	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.8	0.8	0.7	0.9	1.1
부채총계	19.3	9.3	8.9	10.2	12.1
지배주주지분	23.0	43.5	48.8	57.7	70.1
자본금	0.5	3.3	3.3	3.3	3.3
자본잉여금	9.1	20.1	20.1	20.1	20.1
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	13.4	20.1	25.4	34.3	46.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	23.0	43.5	48.8	57.7	70.1
순금융부채	6.5	(10.1)	(17.0)	(24.2)	(33.8)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	12.1	2.5	7.5	8.0	10.4
당기순이익	7.1	6.9	5.9	9.6	13.1
조정	2.0	0.7	0.9	0.8	0.7
감가상각비	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.1	(0.3)	0.0	0.0	(0.1)
자산/부채의 변동	3.0	(5.1)	0.7	(2.4)	(3.4)
투자활동현금흐름	(0.8)	(5.3)	0.3	(1.2)	(1.7)
투자자산감소(증가)	(0.2)	(0.6)	0.1	(0.2)	(0.3)
유형자산감소(증가)	(0.1)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	(0.5)	(4.0)	0.2	(1.0)	(1.4)
재무활동현금흐름	(6.6)	4.4	(0.7)	(0.7)	(0.7)
금융부채증가(감소)	(1.0)	(10.9)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	13.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(5.6)	1.5	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	(0.7)	(0.7)	(0.7)
현금의 증감	4.8	1.6	7.2	6.2	8.1
Unlevered CFO	10.7	10.0	8.0	12.2	16.3
Free Cash Flow	12.0	1.8	7.5	8.0	10.4



2015년 7월 16일

LG하우시스(108670)

3년간 상승할 주식열차, 출발합니다.

LG하우시스, 3년간 장기상승 할 주식열차

LG하우시스는 전자재와 IT/자동차 산업 소재를 생산하는 기업이다. 소재부문은 전체 매출의 약 40%를 차지하며, 이 중 자동차부문이 전체 매출의 약 60%, IT와 전기/인테리어 필름 등이 약 40% 매출비중을 차지한다. 전자재 부문은 창호가 매출 50%, 일반 전자재가 30%, 인조대리석이 20% 매출비중을 차지한다.

LG하우시스의 주가는 실적과 높은 상관관계를 보이는데, 3Q14부터 차량용 통상임금 관련 비용인식 및 '15년 상반기 B2B 입주량 감소 영향과 IT/자동차 부문 실적악화가 이어지며 주가는 장기하락국면으로 진입했다. 그러나 3Q15부터 B2B 특판시장이 회복하고 회복기간이 '18년까지 최소 3년간 지속될 것으로 예상되므로, 향후 전자재를 중심으로 장기적 실적성장을 기대한다.

'15년 OP 1,526억(+4.1% YoY), '16년 1,733억(+13.6%)

LG하우시스의 '15년 영업이익은 1,526억원(+4.1% YoY)으로 전망한다. 분기실적은 '14년 상고하저의 흐름이 '15년 상저하 고로 나타날 것이 기대되고, 특히 3Q14에 통상임금 관련비용을 1회성으로 반영한 바 있어, 3Q15 실적부터 기저효과와 전자재 부문 실적개선에 기반해서 장기적 실적성장 기조로 진입할 것이 예상된다. '16년은 OP 1,733억원(+13.6% YoY)으로 재성장기 진입할 것으로 전망한다.

'16년이 더 기대되는 마감재 대장주가 될 것

LG하우시스의 목표주가를 23.6만원으로 유지한다. '16년은 미국의 인조대리석(에스톤) 공장증설효과가 하반기부터 인식되고, '15.12월 증설 완료되는 미국 차량 소재공장에 대한 매출/수익 인식이 발생할 것으로 기대된다.

아울러 최근 LG그룹이 전기차부문 투자와 함께 LG하우시스가 엔지니어링 플라스틱(EP) 시장에 진출을 기획하는 등 신사업 관련 다양한 모멘텀도 있다. 장기상승의 초입이라 판단, 지속 매수를 추천한다.

Top Picks

Industry In-depth

BUY

| TP(12M): 236,000원 | CP(7월15일): 171,000원

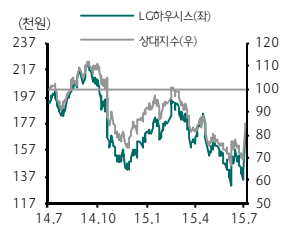
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,072.91	
52주최고/최저(원)	221,500/130,500	
시가총액(십억원)	1,533.5	
시가총액비중(%)	0.13	
발행주식수(천주)	8,967.7	
60일 평균거래량(천주)	78.4	
60일 평균거래대금(십억원)	12.3	
15년 배당금(예상, 원)	1,800	
15년 배당수익률(예상, %)	1.05	
외국인 지분율(%)	12.97	
주요주주 지분율(%)		
LG 외 1인	33.59	
국민연금	14.37	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	25.3	(0.9) (13.4)
상대	23.4	(8.5) (15.9)

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	2,927.8	3,124.9
영업이익(십억원)	163.8	181.7
순이익(십억원)	97.4	114.2
EPS(원)	10,177	11,917
BPS(원)	90,914	100,718

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	2,677.0	2,825.1	2,913.2	3,125.5	3,335.1
영업이익	십억원	114.6	146.6	152.6	173.3	196.6
세전이익	십억원	92.2	109.7	131.9	154.1	178.7
순이익	십억원	73.2	64.5	99.5	116.2	134.8
EPS	원	7,324	6,448	9,951	11,621	13,478
증감률	%	152.7	(12.0)	54.3	16.8	16.0
PER	배	19.32	25.12	17.18	14.71	12.69
PBR	배	1.81	1.96	1.88	1.70	1.52
EV/EBITDA	배	8.79	8.66	8.57	7.84	6.99
ROE	%	9.77	8.04	11.48	12.14	12.66
BPS	원	78,036	82,837	90,987	100,807	112,483
DPS	원	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800



Analyst 채상욱

02-3771-7269

swchae@hanafn.com



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	2,677.0	2,825.1	2,913.2	3,125.5	3,335.1
매출원가	2,062.1	2,150.8	2,227.8	2,389.3	2,546.0
매출총이익	614.9	674.3	685.4	736.2	789.1
판매비	500.3	527.8	532.8	562.9	592.4
영업이익	114.6	146.6	152.6	173.3	196.6
금융손익	(16.5)	(21.8)	(20.3)	(18.9)	(17.6)
종속/관계기업손익	(0.1)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타영업외손익	(5.8)	(14.8)	0.0	0.0	0.0
세전이익	92.2	109.7	131.9	154.1	178.7
법인세	19.5	45.9	31.9	37.3	43.2
계속사업이익	72.7	63.7	100.0	116.8	135.5
중단사업이익	(0.4)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	72.3	63.6	100.0	116.8	135.5
포괄이익	(0.9)	(0.9)	0.5	0.6	0.7
(지분법제외)순이익	73.2	64.5	99.5	116.2	134.8
지배주주포괄이익	67.4	66.0	101.4	118.4	137.3
NOPAT	90.4	85.2	115.7	131.4	149.0
EBITDA	205.5	244.5	245.6	257.8	273.5
성장성(%)					
매출액증가율	9.2	5.5	3.1	7.3	6.7
NOPAT증가율	115.2	(5.8)	35.8	13.6	13.4
EBITDA증가율	46.7	19.0	0.4	5.0	6.1
(조정)영업이익증가율	102.5	27.9	4.1	13.6	13.4
(지분법제외)순이익증가율	152.4	(11.9)	54.3	16.8	16.0
(지분법제외)EPS증가율	152.7	(12.0)	54.3	16.8	16.0
수익성(%)					
매출총이익률	23.0	23.9	23.5	23.6	23.7
EBITDA이익률	7.7	8.7	8.4	8.2	8.2
(조정)영업이익률	4.3	5.2	5.2	5.5	5.9
계속사업이익률	2.7	2.3	3.4	3.7	4.1

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	7,324	6,448	9,951	11,621	13,478
BPS	78,036	82,837	90,987	100,807	112,483
CFPS	18,990	21,626	24,303	25,428	26,871
EBITDAPS	20,550	24,449	24,558	25,781	27,346
DPS	267,695	282,512	291,316	312,551	333,513
DPS	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
주가지표(배)					
PER	19.3	25.1	17.2	14.7	12.7
PBR	1.8	2.0	1.9	1.7	1.5
PCFR	7.5	7.5	7.0	6.7	6.4
EV/EBITDA	8.8	8.7	8.6	7.8	7.0
PSR	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	9.8	8.0	11.5	12.1	12.7
ROA	3.9	3.2	4.7	5.2	5.7
ROIC	7.6	6.5	8.4	9.5	10.7
부채비율	149.3	147.8	136.1	126.4	116.4
순부채비율	62.1	69.8	52.8	39.2	25.2
이자보상배율(배)	5.3	6.9	6.7	7.7	8.7

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	9.7	9.2	9.5	29.7	6.2
Emerging Market	12.3	10.9	11.6	5.0	12.6
World	16.7	14.9	15.7	3.1	12.1

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	995.1	964.3	1,088.4	1,277.4	1,477.0
금융자산	151.3	141.5	238.8	322.5	433.5
현금성자산	113.4	128.9	225.9	308.6	418.6
매출채권 등	536.7	516.8	532.9	571.7	610.1
재고자산	234.0	249.2	259.2	324.0	372.6
기타유동자산	73.1	56.8	57.5	59.2	60.8
비유동자산	957.0	1,092.8	1,065.0	1,011.1	964.8
투자자산	11.9	7.6	7.8	8.4	8.9
금융자산	6.9	2.9	3.0	3.2	3.5
유형자산	869.8	992.5	968.4	917.5	873.8
무형자산	33.7	38.5	34.6	31.1	27.9
기타비유동자산	41.6	54.2	54.2	54.1	54.2
자산총계	1,952.1	2,057.1	2,153.4	2,288.5	2,441.9
유동부채	820.3	718.2	731.9	766.4	800.6
금융부채	312.4	235.7	234.6	233.6	232.7
매입채무 등	482.6	444.9	458.7	492.2	525.2
기타유동부채	25.3	37.6	38.6	40.6	42.7
비유동부채	348.8	508.8	509.5	511.2	513.0
금융부채	324.8	485.5	485.5	485.5	485.5
기타비유동부채	24.0	23.3	24.0	25.7	27.5
부채총계	1,169.1	1,227.0	1,241.4	1,277.7	1,313.6
지배주주지분	778.3	826.4	907.9	1,006.0	1,122.9
자본금	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
자본잉여금	618.2	618.2	618.2	618.2	618.2
자본조정	(8.2)	(8.2)	(8.2)	(8.2)	(8.2)
기타포괄이익누계	(18.7)	(16.6)	(16.6)	(16.6)	(16.6)
이익잉여금	137.1	183.0	264.5	362.7	479.4
비지배주주지분	4.6	3.7	4.2	4.8	5.4
자본총계	782.9	830.1	912.1	1,010.8	1,128.3
순금융부채	485.9	579.7	481.2	396.6	284.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	145.6	161.8	182.0	133.5	160.8
당기순이익	72.3	63.6	100.0	116.8	135.5
조정	111.4	138.5	93.3	84.8	77.1
감가상각비	90.9	97.9	93.0	84.5	76.8
외환거래손익	1.9	6.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
기타	18.6	33.8	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자산/부채의 변동	(38.1)	(40.3)	(11.3)	(68.1)	(51.8)
투자활동현금흐름	(150.9)	(209.4)	(66.0)	(31.8)	(31.8)
투자자산감소(증가)	(2.9)	4.6	(0.6)	(0.9)	(0.9)
유형자산감소(증가)	(210.9)	(244.1)	(65.0)	(30.0)	(30.0)
기타투자활동	62.9	30.1	(0.4)	(0.9)	(0.9)
재무활동현금흐름	20.1	65.9	(19.1)	(19.0)	(18.9)
금융부채증가(감소)	27.7	83.9	(1.1)	(1.0)	(0.9)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0
배당지급	(10.0)	(18.0)	(18.0)	(18.0)	(18.0)
현금의 증감	13.7	15.5	97.0	82.7	110.1
Unlevered CFO	189.9	216.3	243.0	254.3	268.7
Free Cash Flow	(71.3)	(99.5)	117.0	103.5	130.8

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	12.3	10.3	11.2	119.9	19.8
Emerging Market	18.0	12.8	15.0	2.9	40.1
World	17.4	14.7	16.0	-5.8	18.7



2015년 7월 16일

KCC(002380)

Top Picks

Industry In-depth

저는 건자재업도 잘하는데, 주식도 잘 합니다.

사업, 주식 둘 다 잘 해서 죄송합니다.

2Q15 KCC의 실적은 매출 9,020억(+1.2% YoY), 영업이익 947억원(-2.2% YoY)으로 전망한다. OP 분개는 건자재 406억(-10.2% YoY), 도료 568억(+5.2% YoY)으로 1Q에 이어 도료부문의 실적개선이 지속 할 것으로 판단된다. 이는 전반적 유가하락에 따른 Cost 감소 효과다. 도료는 가격인하 압력 속에서 1Q15에 YoY로 22.1% 증가한 444억원의 영업이익을 시현했다. 따라서, 도료부문의 실적이 비교적 견조하게 유지되는 가운데, 건자재 부문이 돌아서는 영업 구도가 하반기부터 전개 될 것으로 예상된다. 충분히 긍정적이다.

주식만 잘한다는 오명(?), B2B 강자와 B2C 신규투자 주목

KCC의 비영업자산 규모는 상장주식 2.8조원(1Q15 기준)과 수원토지 약 1.1조원, 자사주와 2Q 중 매입한 삼성물산 지분 등 약 4.5조원에 육박하고 있다. 비영업 자산의 투자원이 대비 현 가치가 높은 만큼 포괄이익 증가폭이 커서 매도가능증권을 통한 수익창출력이 눈부시다. 주식을 잘한다(?)는 평가의 근원 이다.

그러나 KCC는 현재 유리Line 증설과 홈CC인테리어 부문의 투자를 통해 본업인 건자재의 신규시장을 개척중에 있다. 특히 홈씨씨 인테리어는 KCC의 약점이던 B2C 시장 확대로 연결될 가능성이 있어 긍정적이다.

홈CC인테리어 가능성에 주목

최근 삼성물산/제일모직 합병과 관련, KCC가 갖는 지분의 중요성이 재 부각되었다. 합병 이슈만 해소된다면 비영업 자산에 과도하게 쏠린 관심이 영업쪽으로 전환될 수 있으리라 판단한 다.

TP는 730,000원으로 유지하고, BUY의견 제시한다.

BUY

| TP(12M): 730,000원 | CP(7월15일): 510,000원

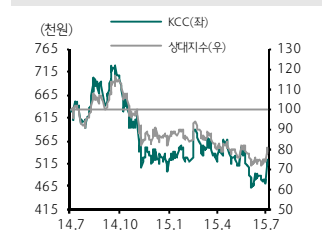
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,072.91
52주최고/최저(원)	729,000/461,000
시가총액(십억원)	5,365.2
시가총액비중(%)	0.45
발행주식수(천주)	10,520.0
60일 평균거래량(천주)	41.6
60일 평균거래대금(십억원)	21.3
15년 배당금(예상, 원)	9,000
15년 배당수익률(예상, %)	1.76
외국인 지분율(%)	17.32
주요주주 지분율(%)	
정몽진 외 10 인	38.50
국민연금	11.76
주가상승률	1M 6M 12M
절대	10.6 (4.9) (18.1)
상대	9.0 (12.1) (20.5)

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	3,486.0	3,697.8
영업이익(십억원)	300.5	328.2
순이익(십억원)	273.8	291.1
EPS(원)	25,683	27,629
BPS(원)	645,390	663,725

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	3,233.0	3,399.8	3,398.1	3,534.2	3,739.9
영업이익	십억원	231.7	273.4	300.4	326.4	369.4
세전이익	십억원	342.4	475.1	318.1	354.4	411.1
순이익	십억원	247.8	325.7	315.6	351.7	407.9
EPS	원	23,558	30,964	30,003	33,429	38,776
증감률	%	(44.3)	31.4	(3.1)	11.4	16.0
PER	배	19.89	16.79	17.00	15.26	13.15
PBR	배	0.95	0.87	0.84	0.82	0.80
EV/EBITDA	배	13.47	12.67	11.20	10.09	8.71
ROE	%	4.96	5.79	5.06	5.55	6.28
BPS	원	492,764	600,744	608,520	620,414	638,313
DPS	원	8,000	9,000	9,000	9,000	9,000



Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com



2Q15 Preview

표 1. 2Q15 Preview

(단위 : 십억원, %, %p)

구분	2Q15F	1Q15	2Q14	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	902.0	770.1	891.6	1.2	17.1	916.4	-1.6
영업이익	94.7	67.7	96.9	(2.3)	39.9	99.3	-4.6
세전이익	99.3	86.6	95.3	4.2	14.7	101.5	-2.2
순이익	71.8	64.5	69.4	3.5	11.3	80.1	-10.4
영업이익률	10.5	8.8	10.9	(0.4)	1.7	10.8	(0.3)
세전이익률	11.0	11.2	10.7	0.3	(0.2)	11.1	(0.1)
순이익률	8.0	8.4	7.8	0.2	(0.4)	8.7	(0.8)

자료: 하나대투증권

표 2. 2Q15 실적 상세

(단위 : 십억원, %, %p)

IS	2013	2014	2015F	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15F	3Q15F	4Q15F
매출액	3,233.0	3,399.8	3,398.1	776.4	891.6	855.1	876.7	770.1	902.0	843.7	882.3
(y-y growth)	(0.4)	5.2	(0.0)	8.6	3.0	7.3	2.5	(0.8)	1.2	(1.3)	0.6
건자재	1,153.4	1,260.9	1,273.5	299.2	331.7	314.8	315.2	277.1	338.0	316.2	342.2
y-y growth	10.9	9.3	1.0	22.4	13.3	8.6	(3.5)	(7.4)	1.9	0.5	8.6
% of sales	35.7	37.1	37.5	38.5	37.2	36.8	36.0	36.0	37.5	37.5	38.8
도료	1,462.3	1,506.2	1,476.0	335.1	396.1	376.3	398.8	334.8	391.8	366.5	383.0
y-y growth	(7.4)	3.0	(2.0)	1.4	(3.6)	6.5	8.5	(0.1)	(1.1)	(2.6)	(4.0)
% of sales	45.2	44.3	43.4	43.2	44.4	44.0	45.5	43.5	43.4	43.4	43.4
기타	617.4	632.8	648.6	142.0	163.9	164.1	162.7	158.3	172.2	161.1	157.1
y-y growth	(1.4)	2.5	2.5	1.4	0.9	6.7	1.1	11.4	5.0	(1.9)	(3.5)
% of sales	19.1	18.6	19.1	18.3	18.4	19.2	18.6	20.6	19.1	19.1	17.8
매출원가	2,520.8	2,609.1	2,580.4	593.1	673.6	660.5	681.9	581.0	670.8	647.1	682.1
% of sales	78.0	76.7	75.9	76.4	75.5	77.2	77.8	75.4	74.4	76.7	77.3
매출총이익	712.2	790.7	817.7	183.3	218.0	194.6	194.8	189.2	231.2	196.6	200.2
margin	22.0	23.3	24.1	23.6	24.5	22.8	22.2	24.6	25.6	23.3	22.7
판매비와 관리비	480.5	517.0	517.4	116.3	121.2	129.8	149.8	121.5	136.4	127.6	131.8
(% sales)	14.9	15.2	15.2	15.0	13.6	15.2	17.1	15.8	15.1	15.1	14.9
영업이익	231.7	273.7	300.4	67.0	96.9	64.8	45.0	67.7	94.7	69.0	68.4
(y-y growth)	16.5	18.1	9.7	48.0	14.1	13.3	1.5	1.0	(2.2)	6.5	51.8
(% of sales)	7.2	8.1	8.8	8.6	10.9	7.6	5.1	8.8	10.5	8.2	7.7
건자재	95.4	131.2	140.1	31.0	45.2	30.9	24.2	26.8	40.6	37.9	34.8
opm	8.3	10.4	11.0	10.4	13.6	9.8	7.7	9.7	12.0	12.0	10.2
y-y growth	23.8	37.5	6.8	280.2	78.5	(21.5)	6.8	(13.5)	(10.2)	23.0	43.9
비중	41.2	47.9	46.6	46.3	46.7	47.6	53.7	39.6	42.8	55.0	50.9
도료	179.5	155.7	169.7	36.5	54.0	36.2	29.0	44.4	56.8	36.6	31.8
opm	15.6	12.4	13.3	12.2	16.3	11.5	9.2	16.0	16.8	11.6	9.3
y-y growth	(13.2)	(13.2)	9.0	(6.4)	(18.8)	(21.8)	4.8	21.7	5.2	1.3	9.7
비중	77.5	56.9	56.5	54.5	55.7	55.8	64.5	65.7	60.0	53.1	46.6
기타	(51.4)	(13.2)	(19.5)	(4.3)	(2.2)	(5.2)	(1.5)	(5.3)	(5.3)	(8.1)	(0.8)
opm	(4.5)	(1.0)	(1.5)	(1.4)	(0.7)	(1.7)	(0.5)	(1.9)	(1.6)	(2.5)	(0.2)
y-y growth	(39.8)	(74.3)	47.1	130.1	(68.9)	(81.5)	(75.0)	22.1	144.0	53.7	(44.1)
비중	(22.2)	(4.8)	(6.5)	(6.5)	(2.2)	(8.1)	(3.3)	(7.8)	(5.6)	(11.7)	(1.2)

자료: 하나대투증권



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	3,233.0	3,399.8	3,398.1	3,534.2	3,739.9
매출원가	2,520.8	2,601.6	2,580.4	2,673.2	2,810.1
매출총이익	712.2	798.2	817.7	861.0	929.8
판매비	480.5	524.8	517.4	534.6	560.4
영업이익	231.7	273.4	300.4	326.4	369.4
금융손익	140.7	125.8	(17.3)	(14.0)	(7.7)
종속/관계기업손익	(43.6)	19.2	25.0	25.0	25.0
기타영업외손익	13.5	56.7	10.0	17.0	24.4
세전이익	342.4	475.1	318.1	354.4	411.1
법인세	93.4	148.4	0.9	1.0	1.1
계속사업이익	249.0	326.7	317.2	353.4	410.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	249.0	326.7	317.2	353.4	410.0
포괄이익	1.2	0.9	1.6	1.8	2.0
(지분법제외)순이익	247.8	325.7	315.6	351.7	407.9
지배주주포괄이익	209.7	1,214.8	171.5	215.0	278.4
NOPAT	168.5	188.0	299.5	325.5	368.4
EBITDA	389.1	428.0	454.4	480.0	522.5
성장성(%)					
매출액증가율	(0.4)	5.2	(0.1)	4.0	5.8
NOPAT증가율	18.9	11.6	59.3	8.7	13.2
EBITDA증가율	7.2	10.0	6.2	5.6	8.9
(조정)영업이익증가율	16.5	18.0	9.9	8.7	13.2
(지분법제외)순이익증가율	(44.3)	31.4	(3.1)	11.4	16.0
(지분법제외)EPS증가율	(44.3)	31.4	(3.1)	11.4	16.0
수익성(%)					
매출총이익률	22.0	23.5	24.1	24.4	24.9
EBITDA이익률	12.0	12.6	13.4	13.6	14.0
(조정)영업이익률	7.2	8.0	8.8	9.2	9.9
계속사업이익률	7.7	9.6	9.3	10.0	11.0

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	23,558	30,964	30,003	33,429	38,776
BPS	492,764	600,744	608,520	620,414	638,313
CFPS	50,680	44,565	42,683	45,723	50,669
EBITDAPS	36,990	40,686	43,195	45,626	49,671
SPS	307,323	323,178	323,017	335,954	355,501
DPS	8,000	9,000	9,000	9,000	9,000
주가지표(배)					
PER	19.9	16.8	17.0	15.3	13.2
PBR	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
PCFR	9.2	11.7	11.9	11.2	10.1
EV/EBITDA	13.5	12.7	11.2	10.1	8.7
PSR	1.5	1.6	1.6	1.5	1.4
재무비율(%)					
ROE	5.0	5.8	5.1	5.5	6.3
ROA	3.6	4.1	3.6	4.0	4.5
ROIC	4.6	5.2	8.3	9.0	10.1
부채비율	38.5	38.9	38.0	37.8	37.6
순부채비율	5.5	(1.3)	(4.9)	(8.7)	(12.8)
이자보상배율(배)	9.5	9.8	10.6	11.8	13.5

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	9.7	9.2	9.5	29.7	6.2
Emerging Market	12.3	10.9	11.6	5.0	12.6
World	16.7	14.9	15.7	3.1	12.1

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	2,015.6	2,561.2	2,770.4	3,055.9	3,419.3
금융자산	713.4	1,127.6	1,337.5	1,565.6	1,842.4
현금성자산	688.5	745.2	955.2	1,168.0	1,421.6
매출채권 등	806.2	893.9	893.4	929.2	983.3
재고자산	476.7	512.6	512.3	532.8	563.8
기타유동자산	19.3	27.1	27.2	28.3	29.8
비유동자산	5,036.1	6,093.3	5,943.4	5,815.9	5,703.0
투자자산	2,139.6	3,272.1	3,126.3	3,002.3	2,892.5
금융자산	1,868.1	2,948.8	2,803.1	2,666.2	2,536.9
유형자산	2,627.4	2,563.0	2,559.7	2,556.8	2,554.2
무형자산	33.1	31.7	31.0	30.3	29.7
기타비유동자산	236.0	226.5	226.4	226.5	226.6
자산총계	7,051.7	8,654.5	8,713.8	8,871.7	9,122.3
유동부채	583.8	900.3	877.1	876.9	889.6
금융부채	156.9	317.2	294.1	276.0	261.6
매입채무 등	398.8	439.0	438.8	456.3	482.9
기타유동부채	28.1	144.1	144.2	144.6	145.1
비유동부채	1,374.6	1,524.9	1,524.5	1,556.2	1,604.2
금융부채	838.4	732.3	732.3	732.3	732.3
기타비유동부채	536.2	792.6	792.2	823.9	871.9
부채총계	1,958.5	2,425.2	2,401.6	2,433.1	2,493.8
지배주주지분	5,061.0	6,196.9	6,278.7	6,403.9	6,592.1
자본금	56.3	56.3	56.3	56.3	56.3
자본잉여금	446.2	446.2	446.2	446.2	446.2
자본조정	(122.9)	(122.9)	(122.9)	(122.9)	(122.9)
기타포괄이익누계	629.7	1,543.7	1,398.0	1,259.7	1,128.2
이익잉여금	4,051.7	4,273.7	4,501.1	4,764.6	5,084.4
비지배주주지분	32.3	32.4	33.5	34.8	36.4
자본총계	5,093.3	6,229.3	6,312.2	6,438.7	6,628.5
순금융부채	281.8	(78.2)	(311.1)	(557.3)	(848.4)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	319.0	276.5	448.3	472.3	520.2
당기순이익	249.0	326.7	317.2	353.4	410.0
조정	131.8	73.7	131.0	126.6	121.9
감가상각비	157.4	154.6	154.0	153.6	153.1
외환거래손익	(23.8)	15.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	43.6	(17.0)	(25.0)	(25.0)	(25.0)
기타	(45.4)	(79.3)	2.0	(2.0)	(6.2)
자산/부채의 변동	(61.8)	(123.9)	0.1	(7.7)	(11.7)
투자활동현금흐름	104.0	(164.8)	(98.7)	(125.4)	(136.8)
투자자산감소(증가)	161.9	(1,113.3)	24.7	10.2	2.8
유형자산감소(증가)	(100.3)	(47.7)	(150.0)	(150.0)	(150.0)
기타투자활동	42.4	996.2	26.6	14.4	10.4
재무활동현금흐름	(92.1)	(59.9)	(139.5)	(134.1)	(129.8)
금융부채증가(감소)	133.9	54.2	(23.0)	(18.2)	(14.3)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(147.6)	(35.3)	(28.3)	(27.7)	(27.3)
배당지급	(78.4)	(78.8)	(88.2)	(88.2)	(88.2)
현금의 증감	326.9	56.2	210.1	212.8	253.6
Unlevered CFO	533.2	468.8	449.0	481.0	533.0
Free Cash Flow	216.6	(44.1)	298.3	322.3	370.2

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	12.3	10.3	11.2	119.9	19.8
Emerging Market	18.0	12.8	15.0	2.9	40.1
World	17.4	14.7	16.0	-5.8	18.7



2015년 7월 16일

동화기업(025900)

Top Picks

Industry In-depth

베트남 시장은 정말 탈탈 털고 있습니다.

부엌 밸류체인이 진정한 수혜는 파티클보드(PB)시장

동화기업의 2Q15 실적은 매출액 1,609억원(+10.1% YoY), 영업이익 230억원(+22.3% YoY)으로 전망한다. 영업이익 분개는 국내 89억원, 베트남 100억원이며, 베트남 MDF의 높은 수익성이 지속될 것으로 판단한다.

하반기에는 국내 전자재 시장의 회복과 함께, PB, MDF, MFB 등 목재소재 전반에 걸친 실적회복이 예상된다. 특히 PB시장은 동화기업과 성장보드가 과점 한 시장으로 중장기적 수입산저가 PB의 대체로 M/S확대, 국내 부엌가구 시장용 소재로서의 PB의 사용증가로 시장 성장이 이어져, 실적개선을 주도하고 있다. 향후 재건축 물량 증가에 따른 폐목재 쓰심의 장점이 나타나면 PB 영업이익율이 투자릿수를 지속해서 상회할 것이 기대된다.

베트남 증설과 중고차 매매단지 엠파크 증설 발표

동화기업은 최근 베트남 MDF생산공장을 기존 30만m³에서 총 48만m³으로 약 60% 증설할 계획을 발표했고, 지분법 대상인 엠파크홀딩스의 중고차 전시장도 약 3,600대 규모 증가시킨 약 1만여대 수준으로 증가할 계획을 발표하였다.

베트남은 '15.7~'16.12 공사로 '17년 실적부터 추가되고, 엠파크는 '15.8~'16.8로 3Q16부터 지분법 개선이 예상된다. 이 중 베트남 법인은 영업이익으로 연결되고 엠파크는 향후 차량리스 등 금융사업으로의 진출가능성이 높아진다는 측면에서 신성장 동력이 될 전망이다.

목표주가 68,000원으로 21.4% 상향, BUY의견 유지

동화기업 목표주가를 기존 56,000원에서 68,000원으로 21.4%상향한다. 목표주가 상승은 '15년 실적 추정치를 기준 대비 영업이익 4.4% 상승한 것과, 엠파크홀딩스의 투자에 따른 가치 상승을 반영한 것이다.

특히 베트남 법인은 현 1개 라인이 2개 라인으로 증가되어 후판-박판MDF 생산으로 분화되어 현재보다 효율성 개선이 기대된다. 지속해서 매수 추천 드린다.

BUY

| TP(12M): 68,000원(상향) | CP(7월15일): 58,700원

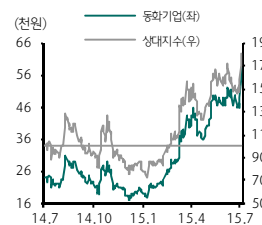
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	761.59
52주 최고/최저(원)	58,700/17,450
시가총액(십억원)	842.7
시가총액비중(%)	0.41
발행주식수(천주)	14,356.8
60일 평균거래량(천주)	124.9
60일 평균거래대금(십억원)	5.9
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인 지분율(%)	33.81
주요주주 지분율(%)	63.83
DONGWHA INTERNATIONAL 외 11 인	
주가상승률	1M 6M 12M
절대	20.3 210.6 153.6
상대	11.5 137.1 86.2

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	620.6	683.6
영업이익(십억원)	79.4	93.4
순이익(십억원)	51.5	61.0
EPS(원)	3,017	3,664
BPS(원)	36,024	40,504

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	423.6	565.2	607.1	645.3	764.5
영업이익	십억원	(2.2)	56.2	83.0	89.5	121.7
세전이익	십억원	(13.8)	34.7	73.6	83.9	123.5
순이익	십억원	(15.0)	22.1	41.5	50.6	59.5
EPS	원	(791)	1,441	2,810	3,523	4,147
증감률	%	(1,064.6)	(282.2)	95.0	25.4	17.7
PER	배	N/A	13.64	20.89	16.66	14.16
PBR	배	0.21	0.74	1.59	1.45	1.32
EV/EBITDA	배	27.90	8.54	10.47	9.78	7.30
ROE	%	(3.23)	6.05	9.38	9.50	10.14
BPS	원	24,923	26,599	36,926	40,449	44,596
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com



2Q15 Preview

지속적 실적개선 나타날 2Q15

동화기업의 2Q15 실적을 매출액 1,609억원(+10.1% YoY), 영업이익 230억원(+22.4% YoY)으로 전망한다. 영업이익은 본사 89억원(-15.0% YoY), 대성목재 24억원(+13.0% YoY), 동화VINA 100억원(+58.4% YoY)으로 전망한다.

표 1. 분기실적 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

구분	2Q15F	1Q15	2Q14	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	160.9	153.3	146.1	10.1	5.0	162.1	-0.7
영업이익	23.0	19.1	18.8	22.3	20.4	21.5	7.0
세전이익	20.5	13.1	15.7	30.6	56.5	18.2	12.6
순이익	11.6	7.0	9.4	23.4	65.7	14.1	-17.7
영업이익률	14.3	12.5	12.9	1.4	1.8	13.3	1.0
세전이익률	12.7	8.5	10.7	2.0	4.2	11.2	1.5
순이익률	7.2	4.6	6.4	0.8	2.6	8.7	(1.5)

자료: 하나대투증권

표 2. 분기실적 상세

(단위: 십억원, %, %p)

구분	2014	2015F	2016F	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15F	4Q15F
매출액	565.2	607.1	645.3	135.2	146.1	141.4	142.5	153.3	160.9	157.8	135.1
(y-y growth)	33.4%	7.4%	6.3%	17.8%	21.9%	156.4%	6.6%	13.4%	10.1%	11.6%	-5.2%
동화기업(마루, MDF, PB, MFB)	395.8	421.2	442.9	98.0	101.7	87.8	1.0	102.1	111.6	109.5	98.0
대성목재공업(PB)	79.1	88.6	99.2	20.4	21.0	18.5	0.2	18.5	23.5	23.0	19.7
동화Vina(MDF)	94.2	108.3	117.0	19.9	23.8	26.1	0.2	25.0	28.7	28.2	24.1
동화Timber(제재목)	34.5	32.8	32.8	7.4	9.0	9.0	0.1	8.3	8.7	8.5	7.3
매출원가	440.5	451.2	478.4	109.5	110.8	107.1	113.2	114.4	118.6	117.3	100.9
(증감률)	21.9%	2.4%	6.0%	10.0%	9.6%	120.6%	0.7%	4.5%	7.0%	9.6%	-10.8%
(% of sales)	77.9	75.5	74.1	81.0	75.8	75.7	79.4	74.6	73.7	74.3	74.7
매출총이익	124.8	155.9	166.9	25.7	35.3	34.4	29.3	38.9	42.3	40.5	34.1
(증감률)	101.0%	24.9%	7.1%	68.3%	87.8%	418.5%	37.4%	51.1%	19.7%	17.9%	16.5%
GPM	22.1%	25.7%	25.9%	19.0%	24.2%	24.3%	20.6%	25.4%	26.3%	25.7%	25.3%
판매비와 관리비	68.6	72.8	77.4	16.4	16.6	18.6	17.1	19.8	19.3	18.9	14.8
(증감률)	6.6%	6.2%	6.3%	-9.4%	-20.2%	37.5%	42.1%	21.2%	16.6%	2.0%	-13.5%
(% sales)	12.1%	12.0%	12.0%	12.1%	11.3%	13.1%	12.0%	12.9%	12.0%	12.0%	12.0%
영업이익	56.2	83.0	89.5	9.4	18.8	15.8	12.2	19.1	23.0	21.6	19.4
y-y growth	-2605.7%	47.7%	7.8%	-441.0%	-1079.4%	-329.6%	31.3%	103.2%	22.4%	36.6%	58.4%
(% of sales)	9.9	13.7	13.9	6.9	12.9	11.2	8.6	12.4	14.3	13.7	14.3
동화기업(본사_마루, MDF, PB 종합)	27.8	33.6	39.1	4.7	10.5	7.8	4.3	8.0	8.9	8.7	8.1
대성목재공업(주)_PB	8.7	11.5	11.9	1.5	2.6	0.9	3.7	2.4	3.1	3.0	3.1
동화Vina(VRG포함)_MDF	27.0	37.9	44.5	4.6	6.3	8.8	7.2	9.7	10.0	9.9	8.3
동화Timber	(7.8)	(3.0)	(6.0)	(1.7)	(1.4)	(1.7)	(3.0)	(1.0)	(0.8)	(0.8)	(0.4)
세전이익	34.7	73.6	83.9	5.5	15.7	12.6	1.0	13.1	20.5	19.1	17.3

자료: 하나대투증권



밸류에이션, TP 6.8만원으로 21.4% 상향

TP 기존 5.6만원에서 6.8만원으로 21.4% 상향

동화기업의 목표주가를 기존 5.6만원에서 6.8만원으로 21.4% 상향한다. 목표주가 상승은 '15년 영업이익 추정치를 기존 795억원에서 830억원으로 4.4% 상향하고 지배지분 순이익을 415억원으로 기존 대비 3.5% 상향한 것에서 기인하고 적용 NOPLAT을 '15년말 기준에서 12M Fwd로 변경한 것을 반영했다.

또한 투자가 확정된 엠파크 홀딩스의 가치도 기존 장부가액 800억원에서 증설효과를 반영하여 신규 1,500억원으로 상향조정하였다. 자사주는 매각(100만주)을 반영하였고, 총 발행주식은 100만주 소각을 반영하였다.

표 2. 연간전망치 변경 테이블

(단위: 십억원, %, %p)

구분	2015F			2016F			2017F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	607.1	607.1	0.0	645.3	653.2	-1.2	764.5	745.3	2.6
영업이익	83.0	79.5	4.4	89.5	91.4	-2.1	121.7	111.8	8.9
세전이익	73.6	68.3	7.8	83.9	85.2	-1.5	123.5	113.1	9.2
순이익	41.5	40.1	3.5	50.6	45.1	12.2	59.5	54.5	9.2
영업이익률	13.7	12.6	1.1	13.9	14.0	(0.1)	15.9	14.0	1.9
세전이익률	12.1	11.0	1.1	13.0	13.0	(0.0)	16.2	13.0	3.1
순이익률	6.8	5.3	1.6	7.8	6.9	0.9	7.8	6.9	0.9

자료: 하나대투증권

표 3. 밸류에이션

(단위: 십억원, %, %p)

영업가치	NOPLAT	48.3
	Target multiple	20.0
	Sum	966.4
비영업가치	매도가능증권	1.1
	자사주	152.8
	엠파크 가치	150.0
	할인	227.9
영업가치+비영업가치		1,194.3
순차입금		226.2
순기업가치		968.1
TP		68,000
현 주가		58,700
Upside (%)		15.8

자료: 하나대투증권



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	423.6	565.2	607.1	645.3	764.5
매출원가	361.5	440.5	451.2	478.4	551.1
매출총이익	62.1	124.7	155.9	166.9	213.4
판매비	64.3	68.6	72.8	77.4	91.7
영업이익	(2.2)	56.2	83.0	89.5	121.7
금융손익	(12.4)	(17.2)	(12.5)	(10.2)	(3.2)
종속/관계기업손익	4.4	(1.2)	3.0	4.5	5.0
기타영업외손익	(3.5)	(3.1)	0.1	0.1	0.1
세전이익	(13.8)	34.7	73.6	83.9	123.5
법인세	(3.8)	(1.7)	15.5	17.6	25.9
계속사업이익	(10.1)	36.4	58.2	66.3	97.6
중단사업이익	(5.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(15.6)	36.4	58.2	66.3	97.6
포괄이익	(0.6)	14.3	16.6	15.7	38.1
(지분법제외)순이익	(15.0)	22.1	41.5	50.6	59.5
지배주주표결이익	(18.5)	25.7	36.3	41.4	61.0
NOPAT	(1.6)	58.9	65.6	70.7	96.1
EBITDA	21.5	89.4	114.7	119.8	149.9
성장성(%)					
매출액증가율	5.3	33.4	7.4	6.3	18.5
NOPAT증가율	(134.8)	(3,781.3)	11.4	7.8	35.9
EBITDA증가율	(12.6)	315.8	28.3	4.4	25.1
(조정)영업이익증가율	(123.2)	(2,654.5)	47.7	7.8	36.0
(지분법제외)순이익증가율	(982.4)	(247.3)	87.8	21.9	17.6
(지분법제외)EPS증가율	(1,064.6)	(282.2)	95.0	25.4	17.7
수익성(%)					
매출총이익률	14.7	22.1	25.7	25.9	27.9
EBITDA이익률	5.1	15.8	18.9	18.6	19.6
(조정)영업이익률	(0.5)	9.9	13.7	13.9	15.9
계속사업이익률	(2.4)	6.4	9.6	10.3	12.8

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	(791)	1,441	2,810	3,523	4,147
BPS	24,923	26,599	36,926	40,449	44,596
CFPS	1,375	5,986	7,836	8,437	10,912
EBITDAPS	1,132	5,819	7,760	8,345	10,443
SPS	22,346	36,808	41,069	44,948	53,247
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	13.6	20.9	16.7	14.2
PBR	0.2	0.7	1.6	1.5	1.3
PCFR	3.9	3.3	7.5	7.0	5.4
EV/EBITDA	27.9	8.5	10.5	9.8	7.3
PSR	0.2	0.5	1.4	1.3	1.1
재무비율(%)					
ROE	(3.2)	6.0	9.4	9.5	10.1
ROA	(1.2)	2.1	3.7	4.2	4.5
ROIC	(0.2)	7.1	8.0	8.5	11.4
부채비율	135.2	115.3	84.5	77.5	72.3
순부채비율	92.3	70.1	35.4	25.8	8.2
이자보상배율(배)	(0.2)	3.3	5.7	6.6	9.1

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	9.7	9.2	9.5	29.7	6.2
Emerging Market	12.3	10.9	11.6	5.0	12.6
World	16.7	14.9	15.7	3.1	12.1

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	176.7	182.1	275.5	332.5	477.5
금융자산	14.1	27.2	103.3	141.8	251.5
현금성자산	11.7	18.4	93.9	131.8	239.7
매출채권 등	84.7	77.1	88.6	101.9	120.8
재고자산	70.0	72.4	77.8	82.7	97.9
기타유동자산	7.9	5.4	5.8	6.1	7.3
비유동자산	887.5	880.6	902.1	918.0	905.0
투자자산	86.1	95.2	121.5	127.7	138.0
금융자산	3.3	10.3	11.1	11.8	13.9
유형자산	744.4	718.7	715.5	726.5	704.4
무형자산	19.8	25.6	24.1	22.8	21.7
기타비유동자산	37.2	41.1	41.0	41.0	40.9
자산총계	1,064.2	1,062.7	1,177.6	1,250.5	1,382.5
유동부채	440.8	371.9	339.3	343.5	361.0
금융부채	344.0	276.0	236.6	234.7	233.0
매입채무 등	93.4	86.8	93.3	99.1	117.4
기타유동부채	3.4	9.1	9.4	9.7	10.6
비유동부채	171.0	197.2	200.0	202.4	219.3
금융부채	87.4	97.4	92.9	88.6	84.5
기타비유동부채	83.6	99.8	107.1	113.8	134.8
부채총계	611.8	569.1	539.3	545.9	580.3
지배주주지분	353.1	378.8	506.9	557.5	617.0
자본금	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
자본잉여금	68.9	68.9	48.3	48.3	48.3
자본조정	(297.8)	(297.8)	(184.1)	(184.1)	(184.1)
기타포괄이익누계	(5.9)	(2.8)	(2.8)	(2.8)	(2.8)
이익잉여금	580.2	602.8	637.9	688.5	748.0
비지배주주지분	99.3	114.8	131.4	147.1	185.2
자본총계	452.4	493.6	638.3	704.6	802.2
순금융부채	417.4	346.2	226.2	181.5	65.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	(2.7)	85.2	83.7	86.4	125.9
당기순이익	(15.6)	36.4	58.2	66.3	97.6
조정	19.9	37.4	28.7	25.7	23.3
감가상각비	23.7	33.2	31.7	30.3	28.3
외환거래손익	0.2	1.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(4.4)	1.2	(3.0)	(4.5)	(5.0)
기타	0.4	1.7	0.0	(0.1)	0.0
자산/부채의 변동	(7.0)	11.4	(3.2)	(5.6)	5.0
투자활동현금흐름	(1.8)	(21.4)	(50.9)	(42.3)	(12.1)
투자자산감소(증가)	(53.3)	(9.1)	(23.2)	(1.7)	(5.3)
유형자산감소(증가)	(32.2)	(15.1)	(27.0)	(40.0)	(5.0)
기타투자활동	83.7	2.8	(0.7)	(0.6)	(1.8)
재무활동현금흐름	7.4	(57.4)	42.7	(6.2)	(5.8)
금융부채증가(감소)	(38.1)	(58.1)	(43.9)	(6.2)	(5.8)
자본증가(감소)	54.9	0.0	(20.7)	0.0	0.0
기타재무활동	(9.4)	0.7	107.3	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	2.3	6.8	75.4	37.9	107.9
Unlevered CFO	26.1	91.9	115.8	121.1	156.7
Free Cash Flow	(63.0)	55.2	56.7	46.4	120.9

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	12.3	10.3	11.2	119.9	19.8
Emerging Market	18.0	12.8	15.0	2.9	40.1
World	17.4	14.7	16.0	-5.8	18.7



2015년 7월 16일

벽산(007210)

Top Picks

Industry In-depth

본업에서 자회사까지 건자재 시장 확대 최대 수혜주!

투자 의견 'BUY', 목표주가 16,000원으로 상향

벽산에 대해 투자 의견 'BUY'를 유지하고 목표주가는 16,000원으로 상향한다. 벽산은 본업인 단열재, 내/외장재 및 바닥재 사업과 함께 레인지후드, 도로 사업을 영위하고 있는 자회사를 보유하고 있어 최근 건축자재 시장 성장에 따른 수혜를 크게 입을 것으로 판단한다. 특히 단열재 시장은 에너지 효율향상에 대한 수요가 증가하면서 벽산의 주력제품인 무기질 단열재(그라스울, 미네랄울) 매출확대가 일어날 것으로 보인다.

에너지 효율 강화, 단열재 매출증가 두드러져

단열재 시장은 열효율성, 화재 위험 등의 이유로 현재 70% 이상인 유기질 단열재 시장이 축소되고 암석, 유리, 석고 등의 무기질 단열재 시장이 커질 전망이다. 이에 따라 벽산이 주력하고 있는 그라스울과 미네랄울의 매출증가가 두드러질 것으로 보이며 수익성도 높은 만큼 이익률 개선 효과도 나타날 전망이다.

자회사 실적 개선 본격화

벽산은 레인지후드를 만드는 하츠와 건축용, 공업용, 선박용 도로업체인 벽산페인트를 보유하고 있다. 하츠는 국내 건설사들의 분양물량 증가로 실적이 개선되고 있다. 하츠는 국내 1위 레인지후드 업체이며 2014년 흑자전환을 기반으로 2015년에도 매출확대와 함께 수익성 향상이 두드러질 것으로 보인다. 또한, 벽산페인트는 원가 하락이 이어지면서 전사 영업이익 개선에 기여할 것으로 판단한다.

2015년 매출액 영업이익 각각 4,597억원과 419억원 전망

벽산 2015년 실적은 매출액 4,597억원(YoY, +7.3%)과 영업이익 419억원(YoY, +32.7%)으로 전망한다. 건자재 부문 매출액은 전년 대비 7.4% 증가할 것으로 보이며, 도로와 주방기기는 각각 3.3%, 8.8% 성장할 것으로 판단한다. 영업이익은 수익성 높은 무기질 단열재 매출증가와 자회사 실적개선에 힘입어 좋아질 것으로 판단한다.

BUY

TP(12M): 16,000원(상향) | CP(7월 15일): 12,200원

Key Data		Consensus Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,072.91	2015	2016
52주 최고/최저(원)	12,200/4,245	매출액(십억원)	448.0 474.7
시가총액(십억원)	836.4	영업이익(십억원)	39.6 43.5
시가총액비중(%)	0.07	순이익(십억원)	29.7 32.2
발행주식수(천주)	68,560.0	EPS(원)	407 441
60일 평균거래량(천주)	1,300.6	BPS(원)	3,611 4,048
60일 평균거래대금(십억원)	10.8		
15년 배당금(예상.원)	68	Stock Price	
15년 배당수익률(예상.%)	0.56		
외국인 지분율(%)	11.31		
주요주주 지분율(%)			
김희철 외 12인	25.54		
국민연금	7.29		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	31.2 94.9 147.2		
상대	29.2 80.0 140.0		

Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	399.4	428.4	459.7	494.2	531.4
영업이익	십억원	20.4	31.6	41.9	47.5	51.1
세전이익	십억원	15.2	28.7	40.7	46.3	49.9
순이익	십억원	11.2	19.5	28.0	31.9	32.6
EPS	원	163	284	408	465	475
증감율	%	126.4	74.2	43.7	14.0	2.2
PER	배	16.33	19.51	29.91	26.23	25.69
PBR	배	0.95	1.85	3.64	3.24	2.92
EV/EBITDA	배	7.80	10.43	17.14	14.85	13.42
ROE	%	6.51	10.68	13.85	14.00	12.72
BPS	원	2,796	3,005	3,354	3,761	4,177
DPS	원	56	68	68	68	68



Analyst 김두연
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	399.4	428.4	459.7	494.2	531.4
매출원가	320.5	337.3	354.0	379.5	408.0
매출총이익	78.9	91.1	105.7	114.7	123.4
판매비	58.5	59.5	63.8	67.2	72.3
영업이익	20.4	31.6	41.9	47.5	51.1
금융손익	(4.5)	(3.2)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
종속/관계기업손익	0.2	(0.4)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.9)	0.7	(0.6)	(0.6)	(0.6)
세전이익	15.2	28.7	40.7	46.3	49.9
법인세	4.8	7.3	10.1	11.4	14.2
계속사업이익	10.4	21.4	30.6	34.9	35.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	10.4	21.4	30.6	34.9	35.7
포괄이익	(0.8)	1.9	2.7	3.0	3.1
(지분법제외)순이익	11.2	19.5	28.0	31.9	32.6
지배주주포괄이익	10.0	17.6	28.0	32.0	32.6
NOPAT	14.0	23.5	31.5	35.8	36.5
EBITDA	26.9	38.0	48.6	54.5	58.2
성장성(%)					
매출액증가율	2.3	7.3	7.3	7.5	7.5
NOPAT증가율	70.7	67.9	34.0	13.7	2.0
EBITDA증가율	24.0	41.3	27.9	12.1	6.8
(조정)영업이익증가율	60.6	54.9	32.6	13.4	7.6
(지분법제외)순이익증가율	128.6	74.1	43.6	13.9	2.2
(지분법제외)EPS증가율	126.4	74.2	43.7	14.0	2.2
수익성(%)					
매출총이익률	19.8	21.3	23.0	23.2	23.2
EBITDA이익률	6.7	8.9	10.6	11.0	11.0
(조정)영업이익률	5.1	7.4	9.1	9.6	9.6
계속사업이익률	2.6	5.0	6.7	7.1	6.7
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	163	284	408	465	475
BPS	2,796	3,005	3,354	3,761	4,177
CFPS	419	519	686	771	826
EBITDAPS	392	555	709	795	849
SPS	5,825	6,248	6,705	7,209	7,751
DPS	56	68	68	68	68
주가지표(배)					
PER	16.3	19.5	29.9	26.2	25.7
PBR	1.0	1.8	3.6	3.2	2.9
PCFR	6.4	10.7	17.8	15.8	14.8
EV/EBITDA	7.8	10.4	17.1	14.9	13.4
PSR	0.5	0.9	1.8	1.7	1.6
재무비율(%)					
ROE	6.5	10.7	13.9	14.0	12.7
ROA	2.8	4.9	6.8	7.2	6.9
ROIC	6.7	11.6	15.2	17.0	17.2
부채비율	75.3	64.5	58.3	52.7	48.2
순부채비율	(10.9)	(15.3)	(21.8)	(28.6)	(35.2)
이자보상배율(배)	5.7	11.5	16.7	19.0	20.4

자료: 하나대투증권

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	222.9	225.9	251.1	281.7	313.7
금융자산	91.7	95.0	116.1	142.7	173.5
현금성자산	68.6	77.1	98.2	124.8	155.6
매출채권 등	106.5	104.2	106.5	108.5	110.0
재고자산	23.8	24.6	26.4	28.3	28.0
기타유동자산	0.9	2.1	2.1	2.2	2.2
비유동자산	175.5	174.1	175.7	177.0	178.1
투자자산	9.8	9.4	9.4	9.4	9.4
금융자산	7.9	9.3	9.3	9.3	9.3
유형자산	141.2	142.9	144.0	144.9	145.7
무형자산	4.9	4.7	5.2	5.5	5.7
기타비유동자산	19.6	17.1	17.1	17.2	17.3
자산총계	398.4	400.0	426.9	458.7	491.7
유동부채	132.4	126.1	126.9	128.4	130.2
금융부채	47.8	47.8	47.3	46.8	46.8
매입채무 등	82.1	74.3	75.8	78.0	79.8
기타유동부채	2.5	4.0	3.8	3.6	3.6
비유동부채	38.7	30.6	30.3	30.0	29.8
금융부채	19.1	10.0	10.0	10.0	10.0
기타비유동부채	19.6	20.6	20.3	20.0	19.8
부채총계	171.1	156.8	157.2	158.3	159.9
자본총계	175.5	189.9	213.8	241.7	270.3
자본금	34.3	34.3	34.3	34.3	34.3
자본잉여금	41.8	41.9	41.9	41.9	41.9
자본조정	(16.9)	(16.9)	(16.9)	(16.9)	(16.9)
기타포괄이익누계	(0.9)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
이익잉여금	117.2	131.6	155.5	183.4	211.9
비지배주주지분	51.8	53.3	55.8	58.6	61.5
자본총계	227.3	243.2	269.6	300.3	331.8
순금융부채	(24.8)	(37.2)	(58.8)	(85.9)	(116.7)
현금흐름표					
영업활동현금흐름	34.0	25.1	34.7	40.2	43.6
당기순이익	10.4	21.4	30.6	34.9	35.7
조정	17.4	16.0	7.1	7.4	7.5
감가상각비	6.4	6.5	6.8	7.0	7.1
외환거래손익	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.2)	1.8	0.0	0.0	0.0
기타	10.8	7.7	0.3	0.4	0.4
자산/부채의 변동	6.2	(12.3)	(3.0)	(2.1)	0.4
투자활동현금흐름	(2.1)	(4.2)	(8.5)	(8.3)	(8.3)
투자자산감소(증가)	2.9	0.8	(0.2)	(0.2)	(0.2)
유형자산감소(증가)	(5.6)	(7.5)	(7.2)	(7.2)	(7.2)
기타투자활동	0.6	2.5	(1.1)	(0.9)	(0.9)
재무활동현금흐름	(11.9)	(12.4)	(4.5)	(4.5)	(4.0)
금융부채증가(감소)	(9.8)	(9.1)	(0.5)	(0.5)	0.0
자본증가(감소)	(0.0)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	(2.1)	(3.5)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
현금의 증감	19.7	8.5	21.0	26.7	30.7
Unlevered CFO	28.7	35.6	47.0	52.9	56.6
Free Cash Flow	28.3	17.2	27.5	33.0	36.4



2015년 7월 16일

라이온켄텍(171120)

Top Picks

Industry In-depth

제품 다각화+가동률 상승 → 주가 재평가 국면 전개될 것!

투자의견 'BUY', 목표주가 29,000원으로 상향

라이온켄텍에 대해 투자의견 'BUY' 를 유지하고 목표주가는 29,000원으로 상향한다. 라이온켄텍은 2014년 화재영향에서 벗어나 가동률이 상승(2014년 50%→2015년 55%)하고 있으며, 하반기 신제품 매출확대가 본격화될 전망이며, 전방산업인 국내 주택시장이 호황기를 누리면서 마감재 관련업체로 수혜를 받을 것으로 판단한다.

국내 전자재 시장확대로 대리석 판매증가 지속

국내 전자재 시장은 욕실/주방에서 건물 내/외장재 등 리모델링 수요증가로 지속 확대되고 있으며, 라이온켄텍의 한샘 관계사 매출비중이 50%인 점을 감안하면 판매물량은 늘어날 수 밖에 없다.

또한, 최근 분양시장 호조세와 함께 대형 건설사 등 거래처 다변화 전략을 펴하고 있는 점도 긍정적이다. 국내 리모델링 시장은 1) 주택 유지/보수 트렌드 확대, 2) 주택 노후화 등으로 수요가 증가하고 있으며, 전방산업 성장으로 동사의 주력제품인 인조대리석도 적용분야가 다양해지고 고급화되고 있다.

이에 기반한 2015년 대리석 매출액은 전년대비 15% 증가한 1,027억원으로 전망하며 전사 외형성장을 이끌 전망이다.

하반기 신제품 출시 본격화!

하반기에는 신제품인 물결과 광폭무늬 인조대리석 매출발생도 본격화될 것으로 보인다. 현재 테스트 납품을 마치고 생산판매가 이루어지고 있으며, 하반기에는 거래처가 더욱 확대되면서 생산량도 늘어날 것으로 예상된다. 특히, 신제품은 고부가가치 계열로 기존제품 대비 ASP가 높기 때문에 매출 증가에 따른 수익성 향상에도 기여할 것으로 전망한다.

또한, 최근에는 고급대리석인 엔지니어드스톤 투자설비도 진행하고 있는 만큼 제품 다각화를 통한 중장기 성장동력도 확보했다는 판단이다.

BUY

| TP(12M): 29,000원(상향) | CP(7월 15일): 23,150원

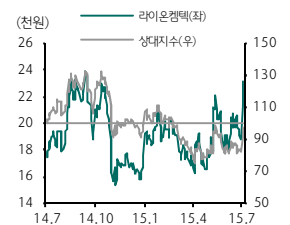
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	761.59
52주 최고/최저(원)	23,867/15,352
시가총액(십억원)	356.2
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	15,386.0
60일 평균거래량(천주)	207.8
60일 평균거래대금(십억원)	4.1
15년 배당금(예상, 원)	0
15년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인 지분율(%)	2.43
주요주주 지분율(%)	
박희원 외 12 인	62.76
신영자산운용	5.49
주가상승률	1M 6M 12M
절대	25.8 25.1 24.2
상대	16.6 (4.5) (8.8)

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	103.1	114.0	127.9	146.7	168.1
영업이익	십억원	18.4	18.2	21.1	24.7	28.4
세전이익	십억원	17.8	12.3	21.6	24.6	28.2
순이익	십억원	14.6	10.0	17.6	20.0	23.3
EPS	원	1,733	988	1,146	1,299	1,517
증감률	%	(4.8)	(43.0)	16.0	13.4	16.8
PER	배	7.89	16.00	20.20	17.82	15.26
PBR	배	1.86	1.95	3.56	2.97	2.49
EV/EBITDA	배	9.66	11.25	14.72	11.71	9.71
ROE	%	26.28	13.05	20.03	18.71	18.16
BPS	원	7,346	8,098	6,495	7,794	9,311
DPS	원	200	0	0	0	0



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 안주원
02-3771-7606
jw.ahn@hanafn.com



Analyst 박진영
02-3771-7375
jypark22@hanafn.com



Analyst 김재윤
02-3771-7735
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두연
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	103.1	114.0	127.9	146.7	168.1
매출원가	75.3	85.4	95.1	108.9	124.9
매출총이익	27.8	28.6	32.8	37.8	43.2
판매비	9.5	10.4	11.7	13.0	14.9
영업이익	18.4	18.2	21.1	24.7	28.4
금융손익	(0.6)	1.0	1.0	0.3	0.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.0)	(6.9)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
세전이익	17.8	12.3	21.6	24.6	28.2
법인세	3.2	2.3	4.0	4.6	4.9
계속사업이익	14.6	10.0	17.6	20.0	23.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	14.6	10.0	17.6	20.0	23.3
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	14.6	10.0	17.6	20.0	23.3
지배주주포괄이익	14.6	9.4	17.6	20.0	23.3
NOPAT	15.1	14.8	17.2	20.1	23.5
EBITDA	19.4	20.4	23.3	26.8	30.3
성장성(%)					
매출액증가율	10.5	10.6	12.2	14.7	14.6
NOPAT증가율	(8.5)	(2.0)	16.2	16.9	16.9
EBITDA증가율	(6.3)	5.2	14.2	15.0	13.1
(조정)영업이익증가율	(8.5)	(1.1)	15.9	17.1	15.0
(지분법제외)순이익증가율	(1.4)	(31.5)	76.0	13.6	16.5
(지분법제외)EPS증가율	(4.8)	(43.0)	16.0	13.4	16.8
수익성(%)					
매출총이익률	27.0	25.1	25.6	25.8	25.7
EBITDA이익률	18.8	17.9	18.2	18.3	18.0
(조정)영업이익률	17.8	16.0	16.5	16.8	16.9
계속사업이익률	14.2	8.8	13.8	13.6	13.9
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	1,733	988	1,146	1,299	1,517
BPS	7,346	8,098	6,495	7,794	9,311
CFPS	2,364	1,734	1,480	1,711	1,935
EBITDAPS	2,304	2,010	1,512	1,744	1,967
SPS	12,254	11,216	8,314	9,532	10,928
DPS	200	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	7.9	16.0	20.2	17.8	15.3
PBR	1.9	2.0	3.6	3.0	2.5
PCFR	5.8	9.1	15.6	13.5	12.0
EV/EBITDA	9.7	11.3	14.7	11.7	9.7
PSR	1.1	1.4	2.8	2.4	2.1
재무비율(%)					
ROE	26.3	13.0	20.0	18.7	18.2
ROA	21.1	11.7	17.7	16.1	15.7
ROIC	30.6	23.8	21.9	24.7	29.6
부채비율	12.0	11.0	15.4	16.3	14.6
순부채비율	(32.1)	(12.6)	(14.2)	(35.8)	(44.3)
이자보상배율(배)	49.9	572.3	663.4	82.5	101.8

자료: 하나대투증권

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	48.1	42.6	66.9	91.3	117.8
금융자산	24.5	11.0	17.6	48.7	69.0
현금성자산	23.6	11.0	17.6	48.7	69.0
매출채권 등	16.9	23.3	28.3	29.4	33.7
재고자산	6.1	7.9	12.0	12.3	14.1
기타유동자산	0.6	0.4	9.0	0.9	1.0
비유동자산	35.6	45.3	44.9	44.5	42.8
투자자산	0.7	1.2	1.4	1.6	1.8
금융자산	0.7	1.2	1.4	1.6	1.8
유형자산	33.8	43.2	42.6	42.1	40.2
무형자산	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8
기타비유동자산	0.2	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자산총계	83.6	87.9	111.8	135.8	160.7
유동부채	7.2	6.8	12.8	16.5	17.7
금융부채	0.0	1.1	3.9	6.9	6.9
매입채무 등	5.1	3.9	7.1	7.8	8.9
기타유동부채	2.1	1.8	1.8	1.8	1.9
비유동부채	1.8	1.9	2.2	2.5	2.9
금융부채	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.3	1.9	2.2	2.5	2.9
부채총계	9.0	8.7	15.0	19.0	20.5
지배주주지분	74.7	79.2	96.8	116.8	140.1
자본금	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
자본잉여금	23.6	23.6	23.6	23.6	23.6
지분조정	0.0	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
기타포괄이익누계	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	46.0	53.7	71.3	91.3	114.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	74.7	79.2	96.8	116.8	140.1
순금융부채	(24.0)	(10.0)	(13.7)	(41.8)	(62.1)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	10.8	3.3	4.8	29.5	20.2
당기순이익	14.6	10.0	17.6	20.0	23.3
조정	1.3	5.9	1.5	1.8	1.6
감가상각비	1.0	2.2	2.1	2.1	1.9
외환거래손익	0.1	(0.3)	(0.7)	(0.3)	(0.3)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.2	4.0	0.1	(0.0)	0.0
자산/부채의 변동	(5.1)	(12.6)	(14.3)	7.7	(4.7)
투자활동현금흐름	(4.4)	(11.9)	(1.0)	(1.4)	0.1
투자자산감소(증가)	0.3	(0.5)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
유형자산감소(증가)	(3.7)	(12.3)	(1.5)	(1.5)	0.0
기타투자활동	(1.0)	0.9	0.7	0.3	0.3
재무활동현금흐름	12.7	(4.3)	2.8	3.0	0.0
금융부채증가(감소)	(11.1)	0.6	2.8	3.0	0.0
자본증가(감소)	24.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.0)	(3.1)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(0.8)	(1.8)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	18.9	(12.7)	6.6	31.1	20.3
Unlevered CFO	19.9	17.6	22.8	26.3	29.8
Free Cash Flow	6.9	(9.0)	3.3	28.0	20.2



2015년 7월 16일

현대통신(039010)

수주는 실적으로 이어진다!

투자 의견 BUY, 목표주가 15,000원으로 상향

현대통신에 대해 투자 의견 'BUY' 유지, 목표주가 15,000원으로 상향한다. 목표주가 상향 근거는 1) 아파트 분양물량 증가에 따른 수주가 지속되는 점, 2) 수주가 실적으로 이어지며 향후 실적 성장이 이루어지는 점, 3) 매출 성장에 따른 영업레버리지 효과가 극대화 될 것으로 판단하기 때문이다.

아파트 분양물량 증가에 따른 수주 지속 확대 중

정부의 부동산 부양정책에 따른 아파트 분양물량 증가로, 현대통신의 수주잔고는 2012년 1,362억원 → 2013년 1,573억원 → 2014년 1,739억원으로 가파른 상승을 보이고 있다. 이에 따른 실적도 개선되어 2014년 턴어라운드 시작으로, 올해 수주가 반영되는 2017년 까지 큰 폭의 이익증가가 전망된다. 올해 약 100억원/월 수준의 신규수주가 꾸준히 지속 될 것으로 예상되어, 아파트 분양물량 증가에 따른 수혜가 이어지고 있다 판단한다. 향후 재건축/재개발 물량 증가 및 분양 시장 호조 지속으로 현대통신의 수주잔고는 지속적으로 증가 할 것으로 기대한다.

수주 확대는 실적 성장으로 이어질 것

아파트 분양시장 호조에 따라 올해 역대 최대 수준의 수주가 기대되며, 이는 지속적인 매출 성장으로 이어질 것으로 판단한다. 2017년 까지 지속적인 호실적 기록이 기대되며 매출 성장에 따른 영업레버리지 효과 또한 기대된다. 고정비를 반영한 당사의 BEP 매출은 약 500억원 수준이며, 영업이익률은 2014년 7.2% → 2015년 9.1% → 2016년 11.4%까지 상승할 것으로 판단한다. 또한 2분기는 신규 분양아파트 입주 시기로 1분기 대비 개선된 실적을 보여줄 것으로 기대한다.

2015년 실적은 매출액 801억원, 영업이익 73억원 전망

2015년 매출액은 801억원(YoY, +9.3%), 영업이익 73억원(YoY, +37.8%)을 전망한다. 2015년 기준 P/E는 13.2배로 타 전자재 Peer 대비 매력적인 구간으로 판단, 적극적인 매수 전략을 추천한다.

Top Picks

Industry In-depth

BUY

TP(12M): 15,000원(상향) | CP(7월 15일): 11,750원

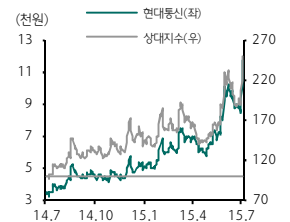
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	761.59
52주 최고/최저(원)	11,750/3,300
시가총액(십억원)	101.3
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	8,625.0
60일 평균 거래량(천주)	405.3
60일 평균 거래대금(십억원)	3.6
15년 배당금(예상.원)	70
15년 배당수익률(예상,%)	0.60
외국인지분율(%)	3.92
주요주주 지분율(%)	
이건구 외 1인	38.47
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	22.5 133.6 247.6
상대	13.6 78.3 155.2

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	80.0	98.5
영업이익(십억원)	7.7	11.2
순이익(십억원)	7.7	9.1
EPS(원)	893	1,055
BPS(원)	4,128	5,148

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	46.9	73.3	80.1	98.5	122.8
영업이익	십억원	(0.4)	5.3	7.3	11.2	16.4
세전이익	십억원	(0.1)	5.6	7.7	11.7	17.0
순이익	십억원	(0.1)	5.6	7.7	9.1	13.3
EPS	원	(16)	645	888	1,057	1,541
증감률	%	100.0	(4,131.3)	37.7	19.0	45.8
PER	배	N/A	8.39	13.23	11.11	7.62
PBR	배	1.34	1.63	2.85	2.28	1.77
EV/EBITDA	배	94.42	5.68	10.43	6.15	3.48
ROE	%	(0.59)	21.50	23.84	22.80	26.11
BPS	원	2,677	3,324	4,127	5,149	6,655
DPS	원	0	70	70	70	70



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 안주원
02-3771-7606
jw.ahn@hanafn.com



Analyst 박진영
02-3771-7375
jypark22@hanafn.com



Analyst 김재윤
02-3771-7735
jaeyoon.kim@hanafn.com

Analyst 김두연
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	46.9	73.3	80.1	98.5	122.8
매출원가	39.5	59.3	63.8	78.0	96.9
매출총이익	7.4	14.0	16.3	20.5	25.9
판매비	7.9	8.7	9.0	9.3	9.5
영업이익	(0.4)	5.3	7.3	11.2	16.4
금융손익	0.0	0.2	0.3	0.4	0.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
세전이익	(0.1)	5.6	7.7	11.7	17.0
법인세	0.0	0.0	(0.0)	2.6	3.7
계속사업이익	(0.1)	5.6	7.7	9.1	13.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(0.1)	5.6	7.7	9.1	13.3
포괄이익	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
(지분법제외)순이익	(0.1)	5.6	7.7	9.1	13.3
지배주주포괄이익	(0.2)	5.6	8.1	9.4	13.6
NOPAT	(0.5)	5.3	7.3	8.7	12.8
EBITDA	0.3	5.7	7.7	11.6	16.7
성장성(%)					
매출액증가율	2.9	56.3	9.3	23.0	24.7
NOPAT증가율	N/A	(1,160.0)	37.7	19.2	47.1
EBITDA증가율	(66.7)	1,800.0	35.1	50.6	44.0
(조정)영업이익증가율	(300.0)	(1,425.0)	37.7	53.4	46.4
(지분법제외)순이익증가율	0.0	(5,700.0)	37.5	18.2	46.2
(지분법제외)EPS증가율	100.0	(4,131.3)	37.7	19.0	45.8
수익성(%)					
매출총이익률	15.8	19.1	20.3	20.8	21.1
EBITDA이익률	0.6	7.8	9.6	11.8	13.6
(조정)영업이익률	(0.9)	7.2	9.1	11.4	13.4
계속사업이익률	(0.2)	7.6	9.6	9.2	10.8
투자지표					
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	(16)	645	888	1,057	1,541
BPS	2,677	3,324	4,127	5,149	6,655
CFPS	237	779	923	1,353	1,951
EBITDAPS	30	660	890	1,343	1,941
SPS	5,439	8,496	9,289	11,418	14,233
DPS	0	70	70	70	70
주가지표(배)					
PER	N/A	8.4	13.2	11.1	7.6
PBR	1.3	1.6	2.8	2.3	1.8
PCFR	15.2	6.9	12.7	8.7	6.0
EV/EBITDA	94.4	5.7	10.4	6.2	3.5
PSR	0.7	0.6	1.3	1.0	0.8
재무비율(%)					
ROE	(0.6)	21.5	23.8	22.8	26.1
ROA	(0.3)	10.9	13.4	13.2	15.5
ROIC	(3.0)	37.5	61.6	75.0	111.6
부채비율	106.3	89.9	68.7	76.9	62.5
순부채비율	(28.1)	(50.1)	(59.9)	(67.7)	(75.1)
이자보상배율(배)	(17.2)	550.0	0.0	0.0	0.0

자료: 하나대투증권

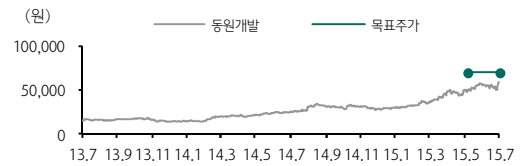
대차대조표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	32.0	38.6	44.3	62.2	76.9
금융자산	7.8	14.4	21.6	30.3	43.4
현금성자산	7.7	12.1	19.5	27.4	40.3
매출채권 등	16.9	14.2	13.3	18.7	19.6
재고자산	6.3	8.3	7.8	10.9	11.5
기타유동자산	1.0	1.7	1.6	2.3	2.4
비유동자산	15.7	15.9	15.7	16.4	16.4
투자자산	1.0	2.0	1.8	2.6	2.7
금융자산	1.0	2.0	1.8	2.6	2.7
유형자산	10.1	9.9	10.0	9.9	9.9
무형자산	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3
기타비유동자산	2.1	1.5	1.5	1.5	1.5
자산총계	47.7	54.5	60.1	78.6	93.3
유동부채	22.2	25.4	23.8	33.4	35.1
금융부채	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	20.0	22.1	20.7	29.0	30.5
기타유동부채	0.9	3.3	3.1	4.4	4.6
비유동부채	2.4	0.4	0.6	0.8	0.8
금융부채	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
기타비유동부채	2.4	0.4	0.3	0.5	0.5
부채총계	24.6	25.8	24.5	34.2	35.9
자본총계	23.1	28.7	35.6	44.4	57.4
자본금	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
자본잉여금	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계	0.0	0.0	0.5	0.8	1.1
이익잉여금	14.3	19.9	26.3	34.9	47.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	23.1	28.7	35.6	44.4	57.4
순금융부채	(6.5)	(14.4)	(21.3)	(30.1)	(43.1)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	2.9	8.4	7.6	10.1	13.8
당기순이익	(0.1)	5.6	7.7	9.1	13.3
조정	2.2	1.3	0.6	0.4	0.4
감가상각비	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
외환거래손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.5	0.9	0.2	0.0	0.0
자산/부채의 변동	0.8	1.5	(0.7)	0.6	0.1
투자활동현금흐름	0.4	(2.7)	0.4	(1.6)	(0.3)
투자자산감소(증가)	(0.3)	(0.9)	0.1	(0.7)	(0.1)
유형자산감소(증가)	(0.2)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	0.9	(1.6)	0.3	(0.9)	(0.2)
재무활동현금흐름	1.3	(1.3)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
금융부채증가(감소)	1.3	(1.3)	0.3	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	(0.3)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	(0.6)	(0.6)	(0.6)
현금의 증감	4.5	4.4	7.4	7.9	12.9
Unlevered CFO	2.0	6.7	8.0	11.7	16.8
Free Cash Flow	2.7	8.3	7.6	10.1	13.8



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

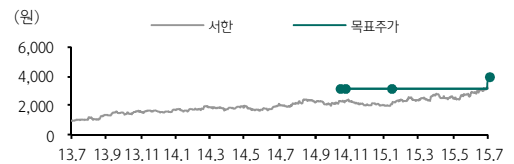
동원개발

날짜	투자의견	목표주가
15.7.16	BUY	70,000
15.5.20	BUY	70,000



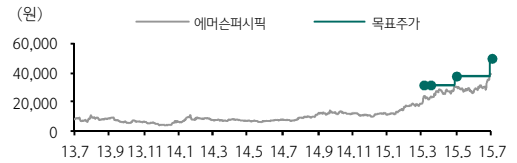
서한

날짜	투자의견	목표주가
15.7.16	BUY	4,000
15.1.26	BUY	3,200
14.11.6	BUY	3,200
14.10.28	BUY	3,200



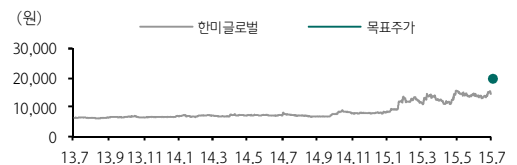
에머슨퍼시픽

날짜	투자의견	목표주가
15.7.16	BUY	50,000
15.5.14	BUY	38,000
15.3.30	BUY	32,000
15.3.18	BUY	32,000



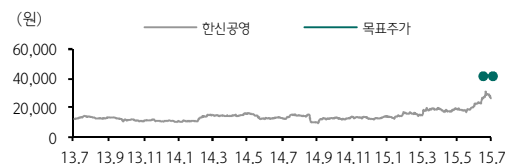
한미글로벌

날짜	투자의견	목표주가
15.7.16	BUY	20,000



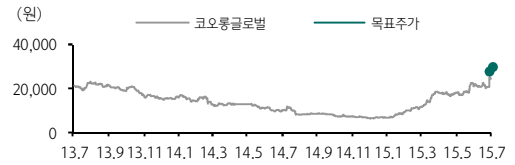
한신공영

날짜	투자의견	목표주가
15.7.16	BUY	42,000
15.6.29	BUY	42,000



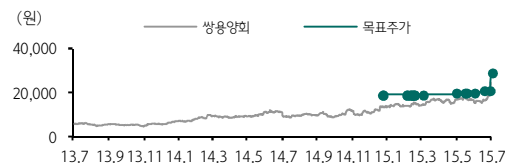
코오롱글로벌

날짜	투자의견	목표주가
15.7.16	BUY	30,000
15.7.10	BUY	28,000



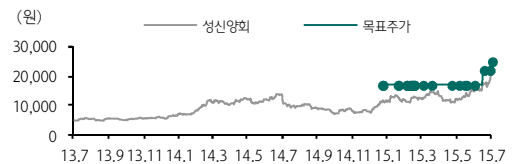
쌍용양회

날짜	투자의견	목표주가
15.7.16	BUY	29,000
15.7.12	BUY	21,000
15.7.2	BUY	21,000
15.6.15	BUY	20,000
15.6.1	BUY	20,000
15.5.29	BUY	20,000
15.5.14	BUY	20,000
15.3.17	BUY	19,000
15.3.2	BUY	19,000
15.3.1	BUY	19,000
15.2.27	BUY	19,000
15.2.26	BUY	19,000
15.2.23	BUY	19,000
15.2.22	BUY	19,000
15.2.17	BUY	19,000
15.2.16	BUY	19,000
15.1.6	BUY	19,000
15.1.5	BUY	19,000



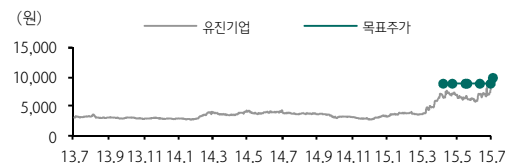
성신양회

날짜	투자의견	목표주가
15.7.16	BUY	25,000
15.7.12	BUY	22,000
15.7.2	BUY	22,000
15.6.15	BUY	17,000
15.6.1	BUY	17,000
15.5.29	BUY	17,000
15.5.19	BUY	17,000
15.5.6	BUY	17,000
15.4.1	BUY	17,000
15.3.17	BUY	17,000
15.3.2	BUY	17,000
15.3.1	BUY	17,000
15.2.27	BUY	17,000
15.2.26	BUY	17,000
15.2.23	BUY	17,000
15.2.22	BUY	17,000
15.2.17	BUY	17,000
15.2.16	BUY	17,000
15.2.2	BUY	17,000
15.2.1	BUY	17,000
15.1.6	BUY	17,000
15.1.5	BUY	17,000



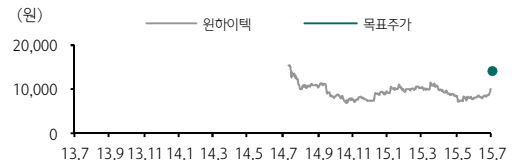
유진기업

날짜	투자의견	목표주가
15.7.16	BUY	10,000
15.7.12	BUY	9,000
15.6.23	BUY	9,000
15.6.1	BUY	9,000
15.5.29	BUY	9,000
15.5.6	BUY	9,000
15.4.20	BUY	9,000



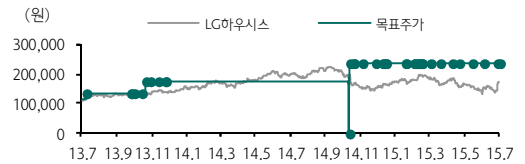
원하이텍

날짜	투자의견	목표주가
15.7.16	BUY	14,300



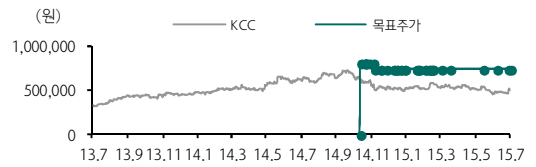
LG하우시스

날짜	투자의견	목표주가
15.7.16	BUY	236,000
15.7.12	BUY	236,000
15.6.18	BUY	236,000
15.5.29	BUY	236,000
15.5.6	BUY	236,000
15.4.24	BUY	236,000
15.4.3	BUY	236,000
15.3.17	BUY	236,000
15.3.2	BUY	236,000
15.3.1	BUY	236,000
15.2.27	BUY	236,000
15.2.26	BUY	236,000
15.2.23	BUY	236,000
15.2.22	BUY	236,000
15.2.17	BUY	236,000
15.2.16	BUY	236,000
15.2.2	BUY	236,000
15.2.1	BUY	236,000
14.12.29	BUY	236,000
14.12.28	BUY	236,000
14.12.24	BUY	236,000
14.12.23	BUY	236,000
14.12.11	BUY	236,000
14.11.18	BUY	236,000
14.11.3	BUY	236,000
14.11.2	BUY	236,000
14.10.27	BUY	236,000
14.10.26	Analyst Change	0
13.12.9	BUY	175,000
13.12.8	BUY	175,000
13.11.26	BUY	175,000
13.11.12	BUY	175,000
13.11.4	BUY	175,000
13.10.28	BUY	135,000
13.10.15	BUY	135,000
13.10.10	BUY	135,000
13.10.9	BUY	135,000
13.7.23	BUY	135,000



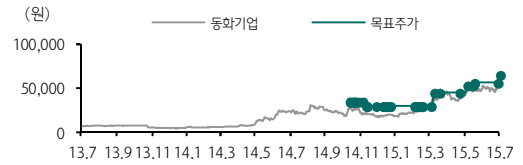
KCC

날짜	투자의견	목표주가
15.7.16	BUY	730,000
15.7.12	BUY	730,000
15.6.22	BUY	730,000
15.5.29	BUY	730,000
15.4.1	BUY	730,000
15.3.17	BUY	730,000
15.3.2	BUY	730,000
15.3.1	BUY	730,000
15.2.27	BUY	730,000
15.2.26	BUY	730,000
15.2.23	BUY	730,000
15.2.22	BUY	730,000
15.2.17	BUY	730,000
15.2.16	BUY	730,000
15.2.6	BUY	730,000
15.2.5	BUY	730,000
15.2.2	BUY	730,000
15.2.1	BUY	730,000
15.1.12	BUY	730,000
15.1.11	BUY	730,000
15.1.5	BUY	730,000
15.1.4	BUY	730,000
14.12.29	BUY	730,000
14.12.28	BUY	730,000
14.12.24	BUY	730,000
14.12.23	BUY	730,000
14.12.11	BUY	730,000
14.12.1	BUY	730,000
14.11.30	BUY	730,000
14.11.20	BUY	730,000
14.11.18	BUY	800,000
14.11.10	BUY	800,000
14.11.5	BUY	800,000
14.11.4	BUY	800,000
14.11.3	BUY	800,000
14.11.2	BUY	800,000
14.10.27	BUY	800,000
14.10.26	Analyst Change	0



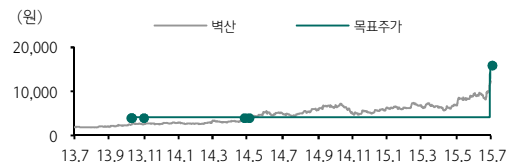
동화기업

날짜	투자의견	목표주가
15.7.16	BUY	68,000
15.7.12	BUY	56,000
15.6.1	BUY	56,000
15.5.29	BUY	53,000
15.5.20	BUY	53,000
15.5.6	BUY	45,000
15.4.1	BUY	45,000
15.3.23	BUY	45,000
15.3.17	BUY	30,000
15.3.2	BUY	30,000
15.3.1	BUY	30,000
15.2.27	BUY	30,000
15.2.26	BUY	30,000
15.2.23	BUY	30,000
15.2.22	BUY	30,000
15.2.17	BUY	30,000
15.2.16	BUY	30,000
15.1.5	BUY	30,000
15.1.4	BUY	30,000
14.12.29	BUY	30,000
14.12.28	BUY	30,000
14.12.24	BUY	30,000
14.12.23	BUY	30,000
14.12.11	BUY	30,000
14.11.25	BUY	30,000
14.11.24	BUY	30,000
14.11.18	BUY	35,000
14.11.10	BUY	35,000
14.11.4	BUY	35,000
14.11.3	BUY	35,000
14.11.2	BUY	35,000
14.10.27	BUY	35,000
14.10.26	BUY	35,000



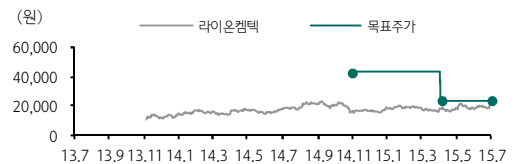
벽산

날짜	투자의견	목표주가
15.7.16	BUY	16,000
14.5.16	BUY	4,220
14.5.8	BUY	4,220
13.11.13	BUY	4,220
13.10.23	BUY	4,220
13.10.22	BUY	4,220



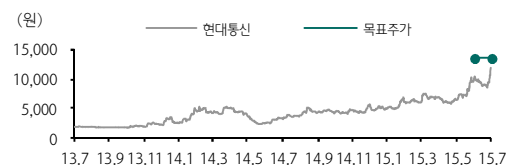
라이온캡텍

날짜	투자의견	목표주가
15.7.16	BUY	24,000
15.4.19	BUY	24,000
14.11.13	BUY	42,650



현대통신

날짜	투자의견	목표주가
15.7.16	BUY	13,500
15.6.15	BUY	13,500



투자의견 분류 및 적용

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 - BUY(매수)_ 목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 - Neutral(중립)_ 목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 - Reduce(비중축소)_ 목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
 - Overweight(비중확대)_ 업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 - Neutral(중립)_ 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 - Underweight(비중축소)_ 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급 비율

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	83.6%	16.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2015년 6월 30일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2015년 7월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 2015년 7월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

