LEADING

리딩투자증권 리서치센터

Weekly

2010. 5. 10

마켓포인트

장기적인 원화 강세 환경 점검

산업이슈

유통 / 국내 경기 선순환과 중국성장에 주목하자

Tech / 향후 실적 모멘텀은 업종별로 차별화 예상

기업분석

한미반도체(042700)

마켓포인트

박상욱 Strategist
☏2009-7084 sopa@leading.co.kr

장기적인 원화 강세 환경 점검

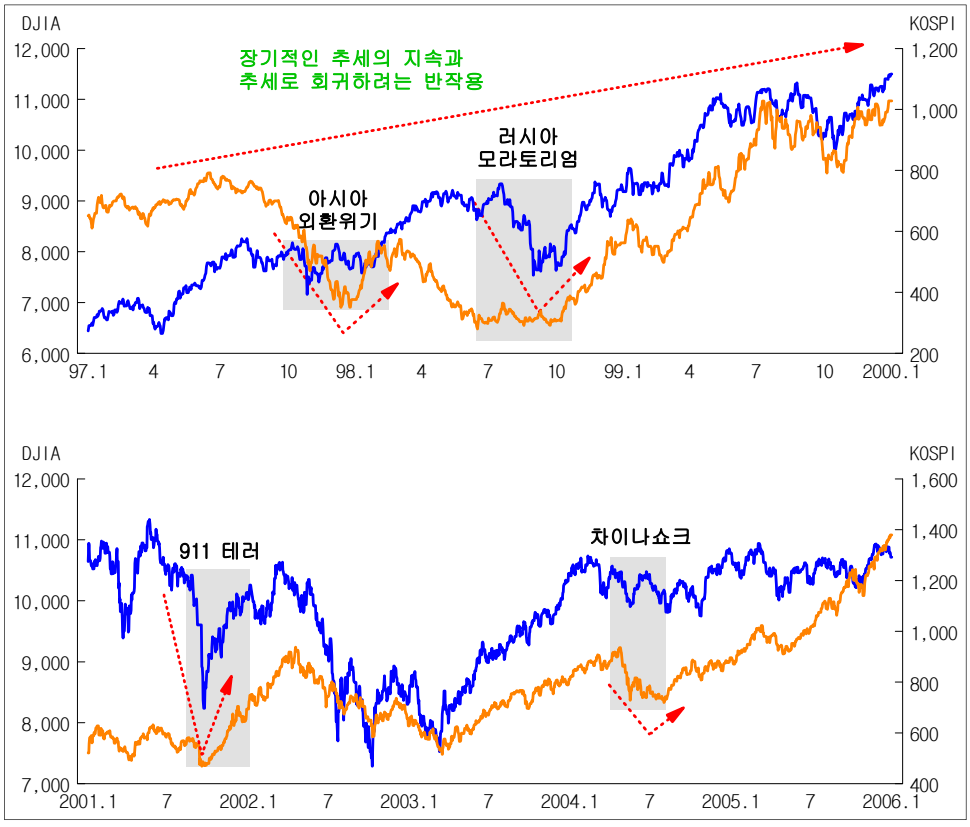
글로벌 위기 때마다 금융시장은 이전 추세로의 회귀 성향 보임

다우지수가 10,000포인트를 돌파하는 과정에도, KOSPI가 1,000포인트를 돌파하는 과정에도 항상 위기는 있어 왔다.

다우지수가 처음으로 종가 기준으로 10,006.80포인트를 기록한 99년 3월 29일은 아시아 지역이 외환위기를 극복하던 시기였고, KOSPI가 1,003.30포인트를 기록한 89년 3월 31일은 다우지수가 87년 10월의 블랙먼데이 이전 지수를 회복한 시기였다.

글로벌 위기 때마다 찾아오는 주가 급락, 채권 강세, 달러화 강세, 금가격 강세, 유가 급락 등의 고전적인 대응방법은 아직도 변한 것이 없지만 금융시장은 항상 추세로 회귀하려는 강한 성향을 보여왔다.

그림1. 글로벌 위기와 주가 추이



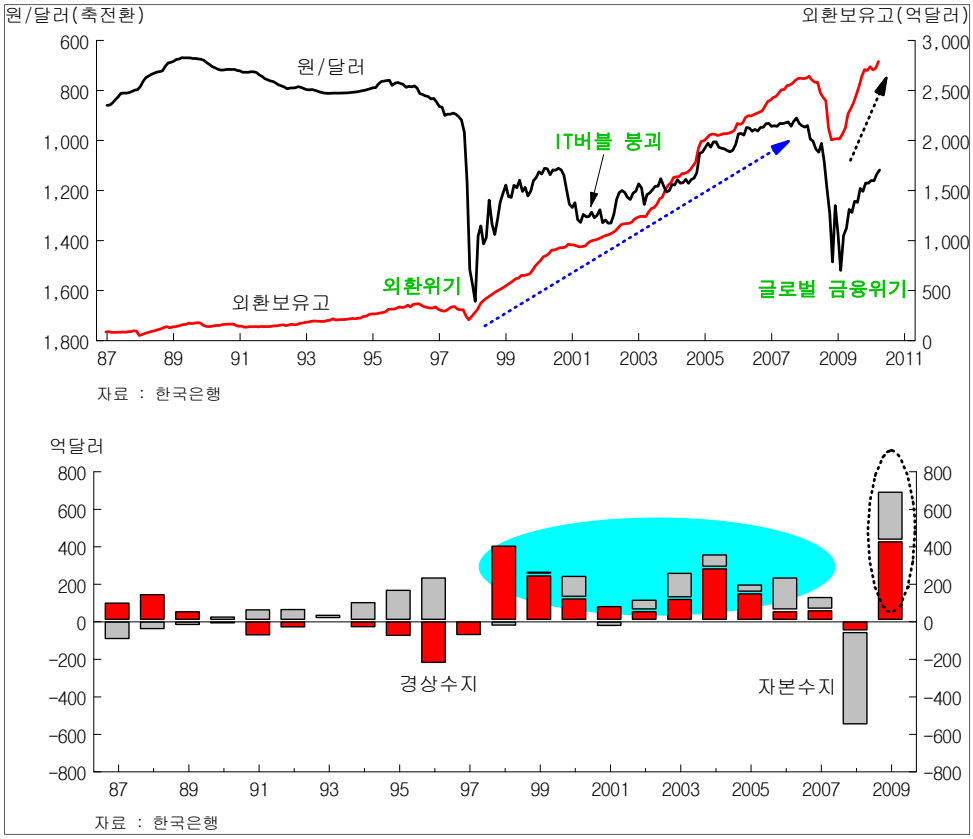
글로벌 금융시장 안정 이후 세계경제 회복에 따른 수출 호조 및 외국인 투자 증가로 장기적인 원화 강세기조 예상

그리스 등 일부 유럽국가들의 재정위기가 다시 재부각되면서 국제금융시장이 혼란한 모습이지만 독일, IMF 등의 지원으로 안정화될 것으로 전망되며, 장기적으로는 미국 등 주요 교역대상국의 경기 회복세가 지속되면서 IT제품을 중심으로 우리나라의 수출이 호조세를 나타내고 이를 바탕으로 자본거래적 외화 유입이 지속되면서 원화가 강세기조를 나타낼 전망이다.

▶ 환율 결정 요인은 외환의 수급

4월말 기준 외환보유고가 2,788.7억달러로 두달 연속 증가해 사상 최고치를 경신한 것으로 나타난 가운데 과거 원/달러 환율 추이를 살펴보면 환율의 변동이 외환보유고의 증감과 밀접한 관련이 있음을 알 수 있다.

그림2. 외환보유고와 원/달러 환율 추이



환율 결정 요인은 외환의 수요와 공급

환율 결정 요인은 외환의 수요와 공급이며, 이는 경상거래적 요인과 자본거래적 요인으로 나누어 볼 수 있다.

그림1. 을 보면 98년 외환위기 이후에는 경상수지 흑자가 주요한 외화 유입원으로 작용하여 외환보유고를 증가시키고 원화 강세를 이끈 것으로 나타났으며, 글로벌 금융위기 시기인 2008년 이후에는 자본수지로 인한 외화의 유출입 규모가 커졌음을 알 수 있다.

2009년은 미국 등 주요국의 경기 후퇴로 인한 수출 감소(-13.9%,YoY)에도 불구하고 국제원유가격 하락에 따른 수입 감소(-25.8%,YoY)로 경상수지 흑자가 큰 폭으로 확대되었으며(2008년 -57.8억달러→2009년 426.7억달러), 글로벌 금융위기 이후 기술경쟁력을 바탕으로 시장점유율이 확대되어 독과점적 이익을 향유하고 있는 국내기업에 대한 외국인 투자 증가로 자본거래적 외화 유입도 큰 폭으로 증가하였다.

▶ 경상거래적 환율 결정 요인 점검

경상수지 흑자로 경상거래적 원화 강세 요인 증대 예상

한국은행의 전망에 따르면 2010년 경상수지는 상품수지 흑자의 지속으로 105억달러의 흑자를 기록할 전망이며, 2011년에도 55억달러의 흑자를 기록할 것으로 전망된다.

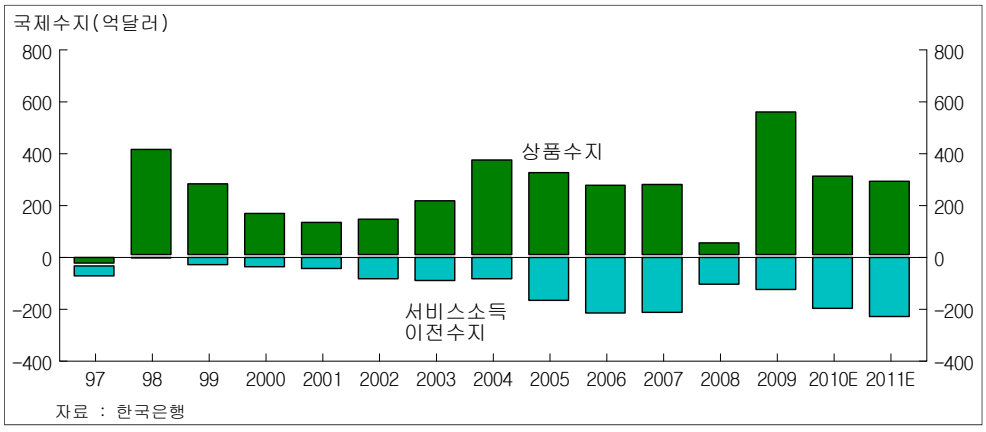
표1. 주요 기관의 경상수지 전망

(단위 : %, 억달러)

	2009	2010E			2011E
		기획재정부	KDI	한국은행	한국은행
경상수지	**427**	**150**	**162**	**105**	**55**
상품수지	**561**	**350**	**334**	**313**	**294**
수출	3,635	-	4,248	4,310	4,710
증가율	-13.9	13.2	13.7	18.6	9.3
수입	3,231	-	3,914	4,145	4,590
증가율	-25.8	21.1	22.2	28.3	10.7
서비스소득이전수지	**-134**	**-**	**-173**	**-208**	**-239**
서비스수지	-172	-	-	-234	-263
(여행수지)	-39	-	-	-112	-143

주) 기획재정부(2009.12), KDI(2009.11), 한국은행(2010.4)

그림3. 경상수지 구성지표 추이



2010년 1분기 수출입비중을 살펴보면 수출은 반도체, 통신기기 등 IT관련제품이 34%로 비교적 많은 비중을 차지하고 있는 가운데 여타 제품은 고른 비중을 나타내고 있으며, 수입은 원유(16.3% 비중) 등 원자재비중이 압도적으로 높은 것으로 나타나고 있다.

따라서 IT관련제품의 수출과 원유도입단가 등 국제원자재 가격의 추이가 경상거래적 외환수급의 결정적인 요인이 될 전망이다.

그림4. 2010년 1분기 품목별 수출입비중

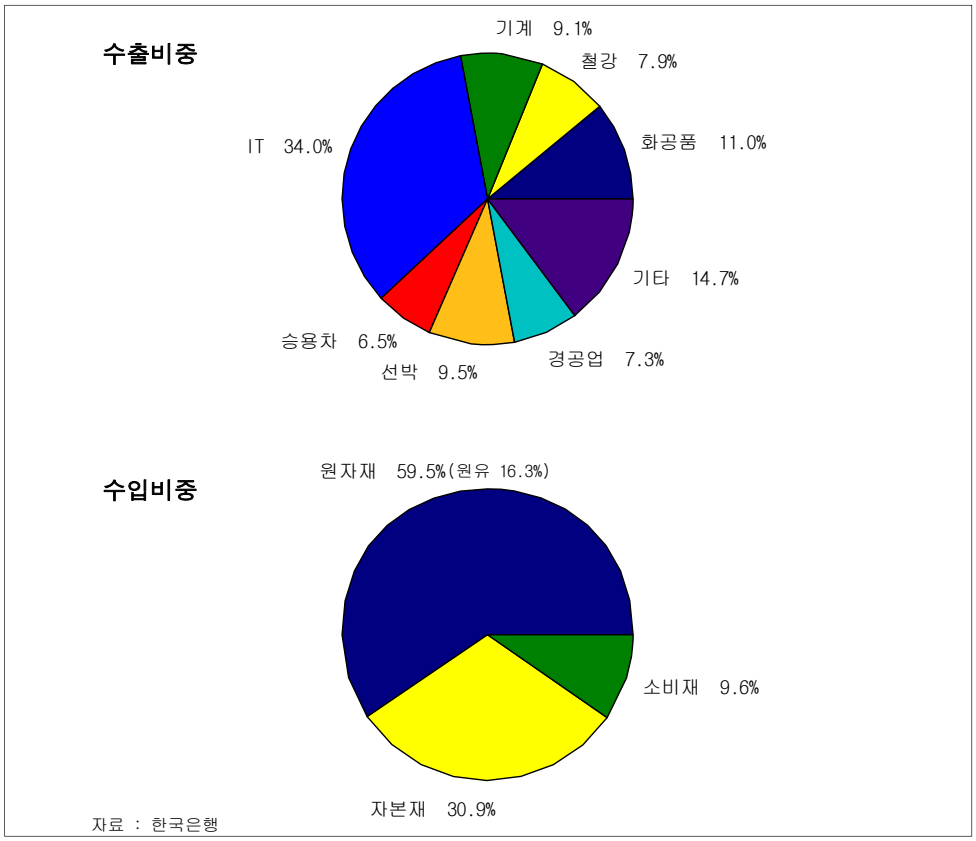
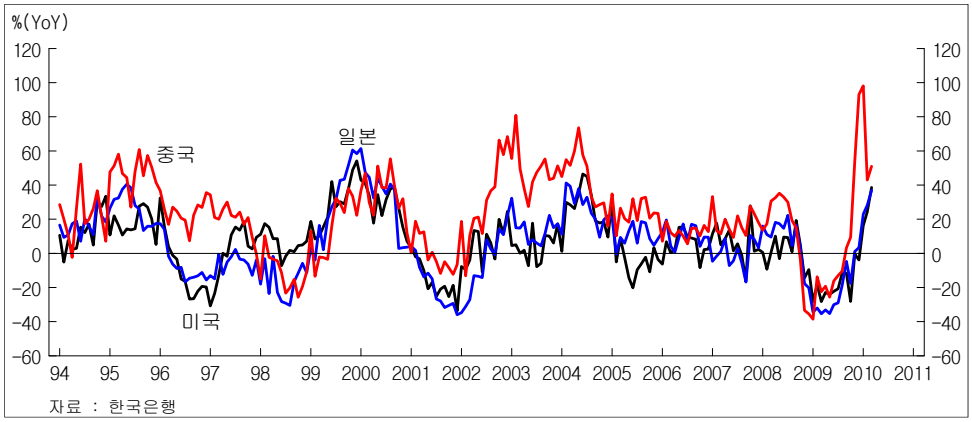


그림5. 주요국에 대한 수출증가율 추이



2010년 1분기 기준 우리나라의 주요 수출대상국은 중국 26.2%, 동남아 20.1%, EU 11.4%, 미국 10.4%, 중남미 7.5%, 일본 5.9%, 중동 5.7% 등의 순으로 나타나고 있는데 IMF에 따르면 주요지역의 경제성장률은 2009년보다 회복될 것으로 전망되고, 그리스 등

일부 EU국가의 재정위기도 IMF 및 여타 EU국가의 지원으로 안정화될 것으로 예상돼 주요지역의 수입수요 증가에 따른 수출 증가가 예상된다.

표 2. 지역별 수출금액 및 수출비중 추이

(단위: 억달러,%)

	95	2000	2005	2009
중국	91.4	184.5	619.9	867.0
(비중)	(7.3)	(10.7)	(21.8)	(23.9)
동남아	325.4	388.7	538.5	701.4
(비중)	(26.0)	(22.6)	(18.9)	(19.3)
미국	241.3	376.1	413.8	376.5
(비중)	(19.3)	(21.8)	(14.5)	(10.4)
일본	170.5	204.7	240.8	217.7
(비중)	(13.6)	(11.9)	(8.5)	(6.0)
EU	163.0	234.2	436.6	466.1
(비중)	(13.0)	(13.6)	(15.3)	(12.8)
중남미	73.7	93.7	149.7	267.6
(비중)	(5.9)	(5.4)	(5.3)	(7.4)
중동	49.3	75.9	122.5	240.4
(비중)	(4.0)	(4.4)	(4.3)	(6.6)
전체	1,250.6	1,722.7	2,846.1	3,635.3
(증감률)*	(-)	(37.8)	(65.2)	(27.7)

자료) 한국은행 주) *는 좌측열 대비

특히 95년 7.3%에 불과했던 중국에 대한 수출비중은 2009년 기준 23.9%로 늘어났으며 이 기간중 수출 규모는 10배 가까이 증가한 모습을 나타내고 있다.

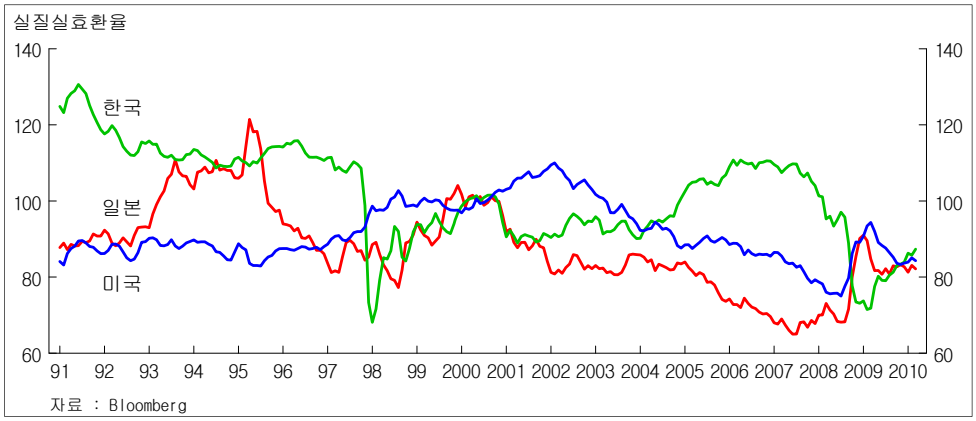
또한 미국, 일본에 대한 수출비중은 절반 내외의 감소세를 나타낸 대신 중남미, 중동 등에 대한 비중은 늘어나고 있어 수출선 다변화가 상당폭 진행됐음을 알 수 있다.

이러한 가운데 명목환율의 하락에도 불구하고 실질실효환율은 상승하고 있는 것으로 나타나 환율 하락에 따른 가격 경쟁력 약화 우려는 예상보다 크지 않은 것으로 판단된다.

한편 경기 회복에 따른 원유 가격 등 국제원자재 가격의 상승세가 예상되나(WTI 2010년말 90달러/배럴, 2011년말 100달러/배럴 전망) 수입 규모가 수출 규모에 못미칠 것으로 전망돼 경상거래적 환율 결정 요인은 원화의 강세를 뒷받침할 것으로 전망된다.

www.Leading.co.kr

그림6. 주요국의 실질실효환율 추이

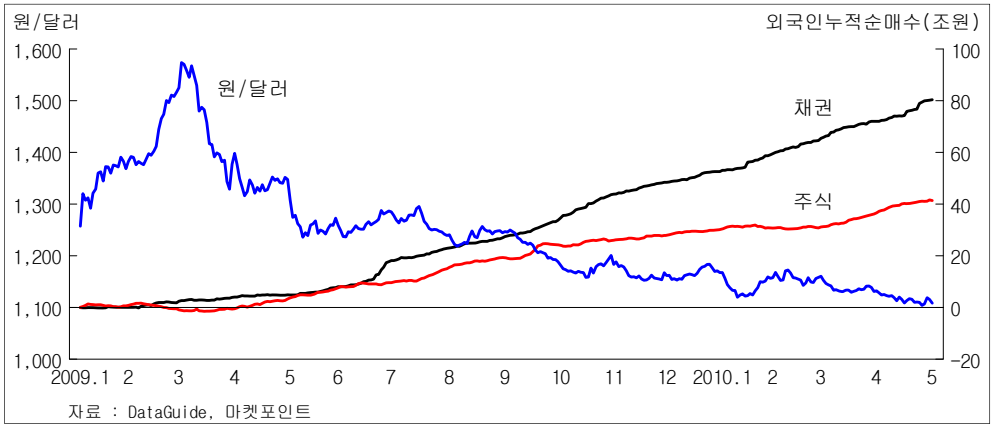


▶ 자본거래적 환율 결정 요인 점검

외국인 투자자금 유입 지속으로 자본거래적 원화 강세 요인 증대 예상

2009년중 외국인 투자자들의 주식순매수는 31조 9,409억원, 채권순매수는 51조 2,243억원으로 합계액(83조 1,652억원, 연평균 원/달러 환율 1,276.40 적용시 651.6억달러, 국제수지 기준 증권투자액은 506.8억달러)이 자본수지 264.5억달러의 두배 이상의 수치를 기록한 것으로 나타나고 있다.

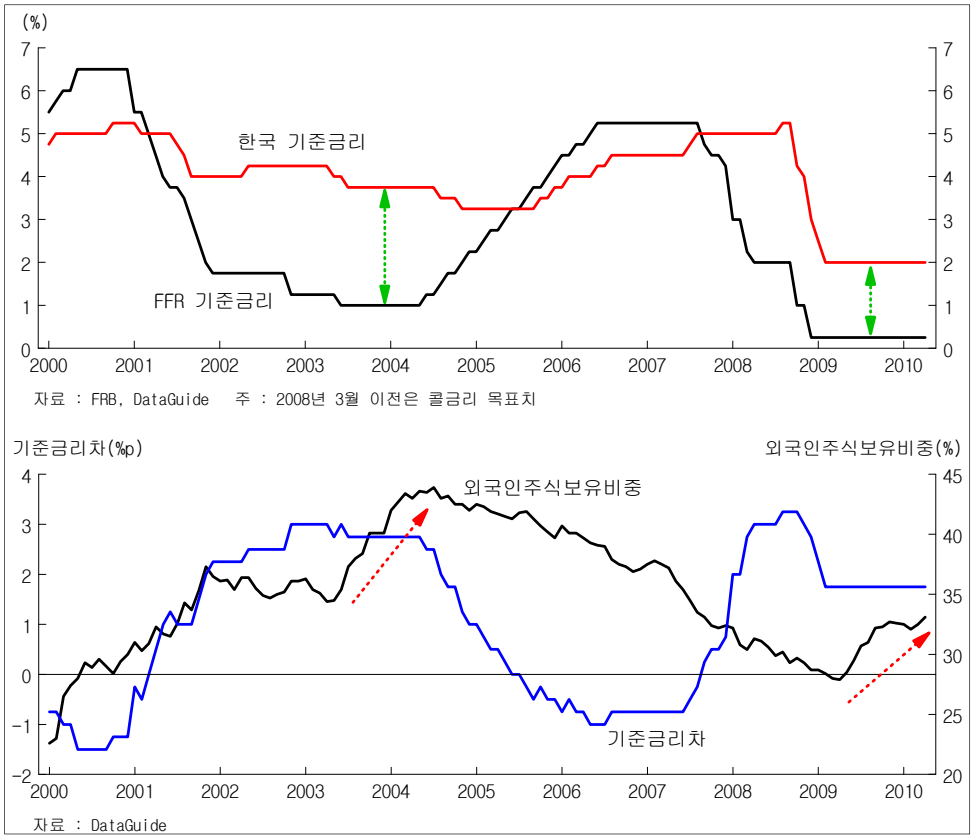
그림7. 외국인 누적순매수와 원/달러 환율 추이



올들어 5월 3일까지 외국인 투자자들의 주식순매수 규모는 전년 같은 기간의 3조 2,971억원 대비 약 3배 이상 증가한 11조 2,471억원을 기록하고 있고, 채권순매수 규모는 27조 9,079억원으로 전년 같은 기간의 4조 9,007억원 대비 5배 이상 늘어난 수치를 보이고 있다.

이러한 외국인 투자금액 합계를 5월 3일 종가 환율로 연환산한 금액은 1,041.8억달러로 현재와 같은 추세가 지속된다면 외국인 투자는 전년 대비 두배 가까이 늘어날 것으로 전망된다.(이는 한국은행의 2010년 경상수지 전망치 105억달러의 10배)

그림8. 우리나라와 미국의 기준금리 추이

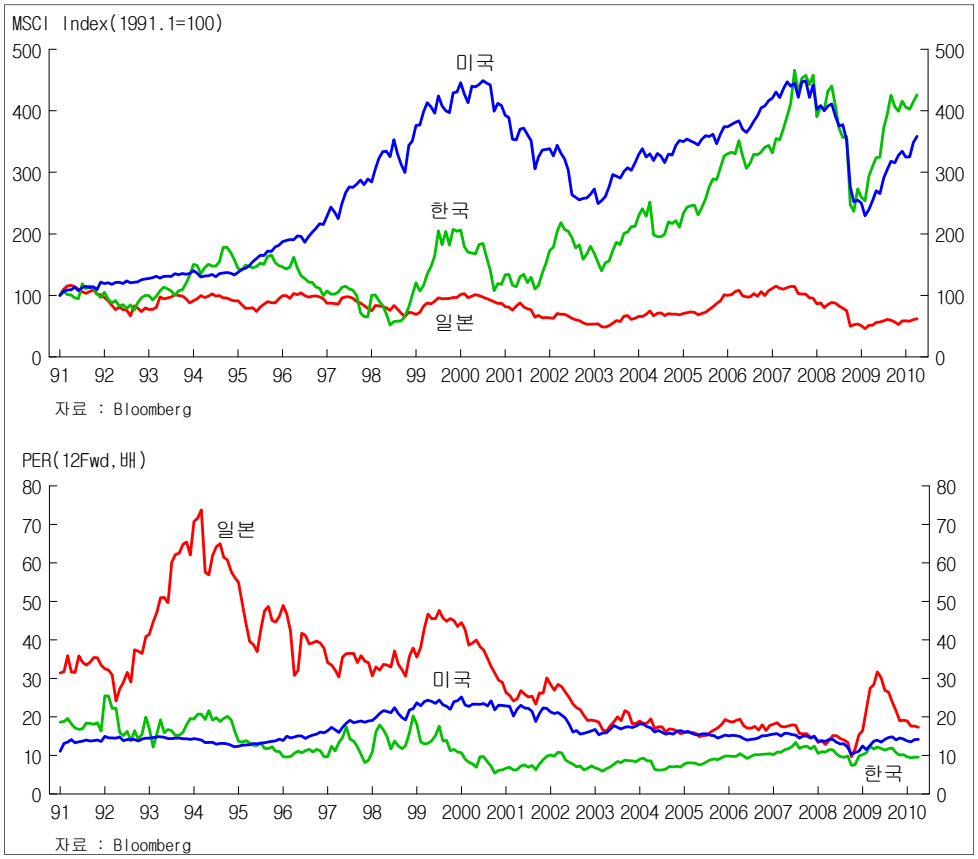


과거 외국인 투자자금 유입 시기의 특징을 살펴보면 미국의 금리 인하 이후 양국의 금리가 하향 안정세를 보이면서 양국간 금리차가 확대되는 시기인 것으로 나타나고 있는데 이후 경기 회복 및 펀더멘털 호전에 따른 미국의 금리 인상으로 인한 양국간 금리차 축소 이후 외국인 투자자들의 순매수는 둔화되는 것으로 나타났다.

지난 4월 27~28일에 열렸던 미국의 FOMC회의에서는 금리 동결 결정을 내렸지만 우리나라는 경제성장 지속과 펀더멘털 개선으로 기준금리 인상 가능성이 제기되고 있어 우리나라와 미국의 금리차는 당분간 지속될 가능성이 높으며 외국인 투자자금의 유입도 지속될 것으로 예상된다.

한미일 MSCI 지수 추이를 비교해보면 외환위기에도 불구하고 MSCI KOREA Index가 가장 우수한 성과를 보였는데 그럼에도 불구하고 PER은 10배 미만의 양호한 모습을 나타내고 있어 외국인 투자자들에게 투자 메리트를 제공하고 있다.

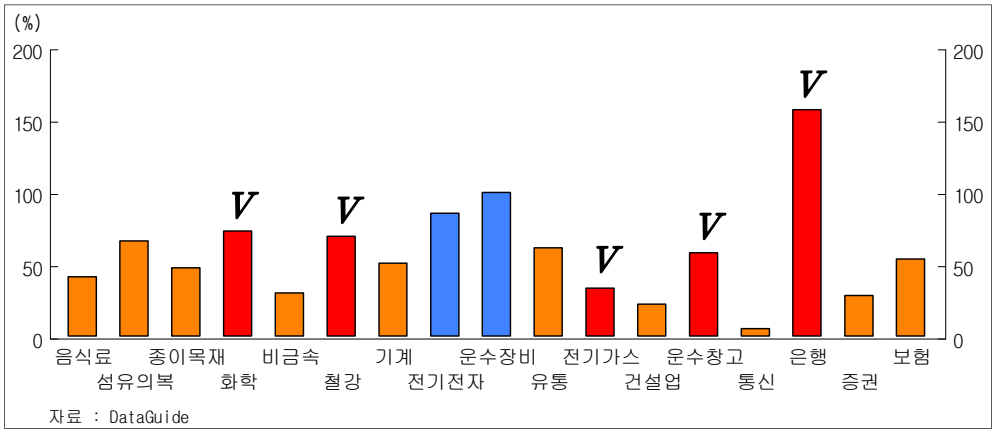
그림9. 한미일 MSCI 지수와 PER 비교



▶ 수혜주 점검

이러한 요인으로 원/달러 환율은 지속적으로 하락할 전망인데 수출기업을 분석하기 위한 보수적인 가정하에 당사의 House View는 2010년말 1,000, 2011년말 950으로 가정하였다.

그림10. 원/달러 환율 하락시기 업종지수 등락률 비교



원화 강세 수혜주 투자 유망

원/달러 환율이 정점(1,573.60)을 나타내고 하락한 2009년 3월 3일 이후 5월 4일까지 업종지수 등락률을 살펴보면 경기선도업종인 IT, 자동차를 제외하고 원화 강세 수혜업종의 주가지수 등락률이 여타업종에 비해 우수한 것으로 나타나고 있다.

원화 강세의 수혜주는 일반적으로 원재료 수입비중이 높은 정유, 유화, 철강 등의 업체와 연료유, 난방유수입으로 외화부채가 많은 운송(항공, 해운) 및 유틸리티업체(전력, 가스) 등을 들 수 있으며, 원화 강세에 따른 금리 안정으로 금융주가 간접적인 수혜를 볼 수 있다.

표 3. 산업별 주요기업의 원화 강세 수혜 배경

소재	포스코	원재료 매입액 13조 537억원(매출원가의 57.8%)
	LG화학	유화부문 원재료 매입액 5조 2,348억원(유화부문 매출액의 55.2%)
	호남석유	원재료 매입액 3조 1,455억원(매출원가의 62.2%)
	SK에너지	원재료 매입액 29조 1,270억원(매출원가의 86.7%)
운송	대한항공	항공유 매입액 21.6억달러(항공운송사업원가의 35.8%) 원화환산 외화부채 6조 9,713억원
	한진해운	벙커C유 매입액 1,349억원(매출원가의 20.1%) 원화환산 외화부채 2조 3,326억원
유틸리티	한국전력	환율 10% 하락시 연료비 약 1.5조원 감소 23.7억USD 사채 등 원화환산 외화사채 3조 1,279억원
	한국가스공사	2009년 원재료 매입액 116.6억달러 외화사채 및 장기차입금 2조 3,567억원 보유
금융	은행	외화 유입 증가로 통화공급 확대로 금리 안정 및 금융환경 호전, 자산가격 상승에 따른 투자수익률 제고

주) 2009년 기준. 각사 사업보고서, 감사보고서 참조

이상에서 볼 때 매출원가의 80% 이상을 원재료 매입에 사용하는 정유주의 실적 개선 가능성이 두드러질 것으로 예상되는 가운데 특히 한국전력에 대한 관심을 기울여야 할 것으로 전망된다.

통상적으로 경상수지 흑자의 증대는 통화의 평가절상과 해외부문에서의 통화공급 증대를 통한 통화공급 확대와 실질금리의 하락으로 연결되어 자산가격의 상승을 초래하게 되는데 우리나라가 현재 그러한 현상을 나타내고 있다.

80년대 일본 동경전력의 경우 84년부터 87년까지 무려 10배 가까이 올랐는데 그 배경은 3저 활황(저달러, 저금리, 저유가)이었으며, 내수 판매를 통한 수익을 원유 구매에 사용함으로써 결국 엔화를 매입하고 달러를 매도하는 사업구조를 향유했기 때문이다.

이러한 전례에 비추어볼 때 유사한 메리트를 보유하고 있는 한국전력에 대한 관심을 가질 필요가 있어 보인다.

표 4. KOSPI200 외화순부채비율 상위기업 2010년 실적 consensus

코드	기업명	매출액 (%,YoY)	영업이익 (%,YoY)	순이익 (%,YoY)	외화순부채/ 자기자본(%)	ROE (원)	EPS (원)	PER (배)	5/6 종가 (원)
A010950	S-Oil	14.79	152.46	174.23	58.2	15.24	5,400	9.9	53,700
A096770	SK 에너지	12.16	58.43	76.24	51.1	14.03	12,783	9.3	120,000
A006280	녹십자	23.73	26.98	39.45	27.7	26.64	12,461	8.3	104,500
A004710	한솔 LCD	18.09	123.29	50.56	23.7	22.68	5,034	9.7	49,200
A000660	하이닉스	55.40	흑전	흑전	19.9	46.80	5,719	4.6	26,350
A001230	동국제강	11.89	100.80	349.20	16.3	7.97	3,651	6.3	23,200
A003030	세아제강	30.39	375.18	358.25	15.7	9.97	10,155	3.8	38,700
A001800	오리온	4.92	8.30	413.70	15.6	34.14	31,969	9.0	290,000
A004150	한솔제지	10.20	12.45	98.66	12.8	11.76	2,052	5.5	11,450
A001430	세아베스틸	33.66	8,051.02	흑전	12.8	7.03	1,658	10.1	16,750
A051910	LG 화학	25.94	18.55	18.24	7.3	28.26	24,114	11.5	279,000

자료 : FnGuide 주 : 실적 개선 기업 위주로 선발

본 자료를 작성한 애널리스트는 동 자료를 작성함에 있어 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. 또한 본 자료는 각종 정보를 토대로 최선을 다해 작성했으나 담당 연구원의 주관적인 판단과 예상이 반영된 것이니 이와 관련된 최종 의사결정은 이용자 개인의 책임하에 하시기 바랍니다.

산업이슈 / 유통

오지인 내수소비 Analyst
☏2009-7062 jioh@leading.co.kr

국내 경기 선순환과 중국 성장에 주목하자

1. 소비 성장 지속: 글로벌 경기회복 → 설비투자 증가 → 고용개선 → 소비 증가

1) 경기 회복 : 2010년 1Q 성장률이 전년동기비 GDP 7.8%, 민간소비 6.2%, 설비투자 28.8% 성장을 보이며 본격적인 회복세를 보이고 있음

2) 글로벌 반도체 경기 회복 : 수요는 증가하는 반면, 재고는 아직까지 낮은 수준. 삼성전자 설비투자 2010년 6조원 이상, 2011년에도 11조원 예상. 일시적 반등이 아닌 글로벌 경기 본격적 회복세로 해석됨

3) 설비투자 → 고용지표 개선 → 소비 성장 : 4월 소비자 심리지수 110pt, 안정세 지속. 대형마트의 성장률이 두드러지며 소비 주체가 고소득층에서 중산층으로 확대되고 있음

그림1. IT재고 증감율 및 반도체 가동률

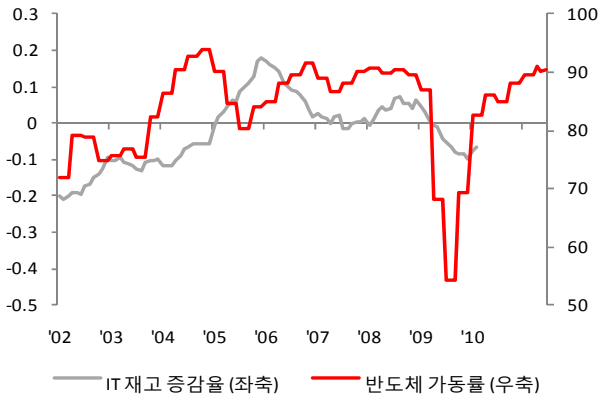
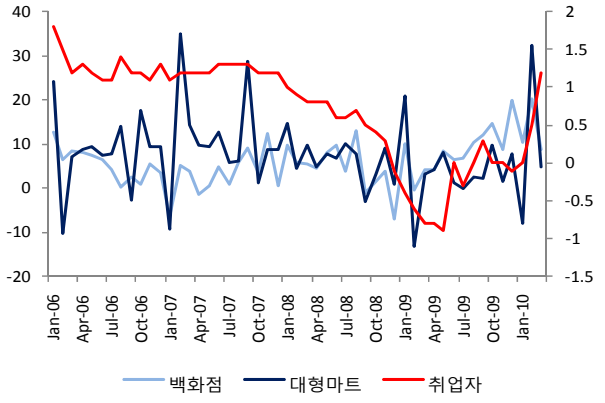


그림2. 백화점, 대형마트, 취업자수 성장률(YoY,%)



자료 : 통계청, 리딩투자증권 리서치센터

2. 리스크 요인 : 가계부채 급증 및 금리인상

1) 물가상승 : 현재 물가상승률은 한국은행 목표 범위내에서 안정적으로 움직이고 있으며, 국제 원자재 가격의 상승분을 원화 가치 상승으로 일부 흡수하고 있음.

2) 금리인상 : 부동산 가격 불안과 물가 상승 요인이 크지 않아 상반기내 금리인상 가능성 낮지만, 경기회복이 가시화되며 물가상승 압력이 높아지면 유동성 과잉을 억제하기 위해 하반기 1~2차례 25bp~50bp 정도의 기준 금리가 인상 될 것으로 전망됨.

3) 가계부채 급증 : 가계신용액 가처분소득대비 79.3%으로. OECD 국가 중 중위권 수준이지만 금리 하락으로 최근 가계부채가 빠르게 증가된 점이 우려됨. 이런 상황에서 금리가 인상되면 이자비용 증가로 단기적인 소비 위축은 불가피할 것으로 전망함.

4) 거시적 성장을 위협하지는 않을 것으로 전망하는 이유들 :

- 경기회복에 따른 취업률 개선과 근로 소득 증가세로 이자비용의 상승분을 상쇄할 것임.
- 가계대출 및 카드대출 연체율 지속적으로 하락하고 있으며, 평균 LTV 47.1%로 금융기관의 건전성을 위협하는 수준이 아니기 때문에, 경제 위기로 이어질 가능성은 매우 낮음.
- 현재 금리는 매우 낮은 수준이어서 50bp 정도의 금리 인상이 거시적 경제 성장에 큰 영향을 미치지는 않을 것으로 예상함.
- 금리인상에 따른 소비의 일시적 위축은 불가피하지만 금리인상은 곧 높은 경제 성장에 기인한 것임을 감안하면 거시적 경제 성장에 따라 소비 성장이 이어질 것으로 기대됨.

그림3. 가계 신용액과 가처분소득대비 비중

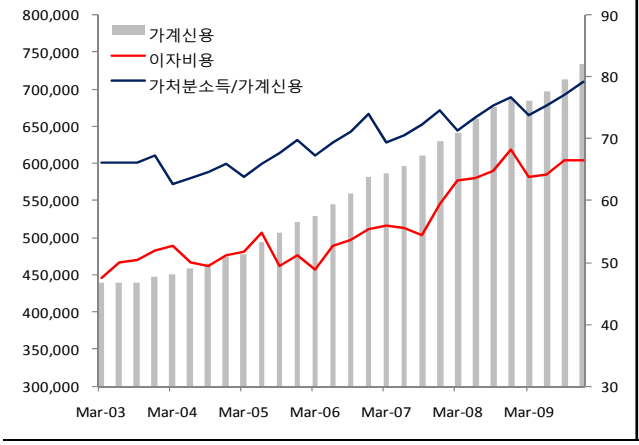
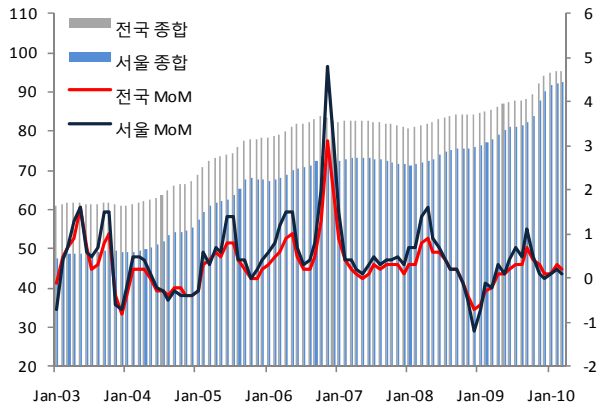


그림4. 주택 가격 지수 및 전월대비 증감률



자료 : 통계청, 리딩투자증권 리서치센터

그림5. 이자비용, 근로소득, 소매판매 성장률 추이

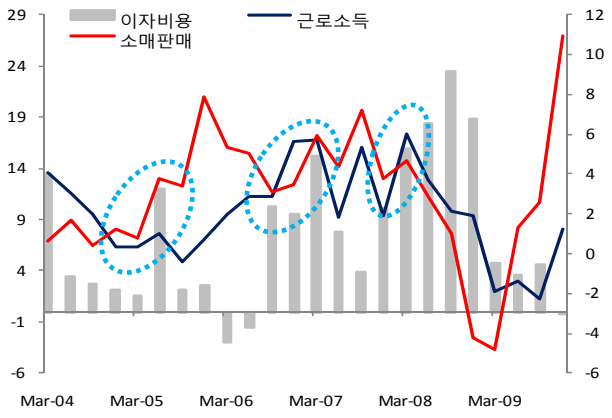
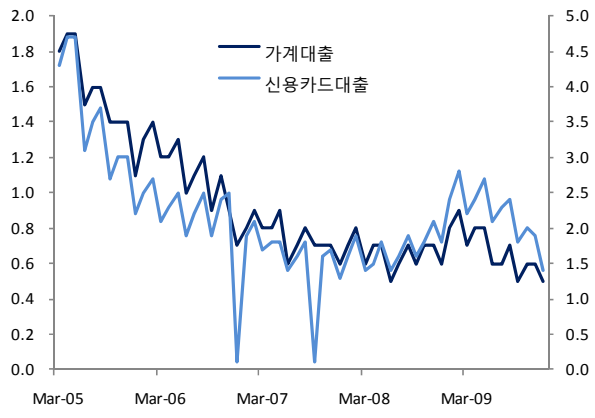


그림6. 가계 대출 및 신용카드 대출 연체율(%)



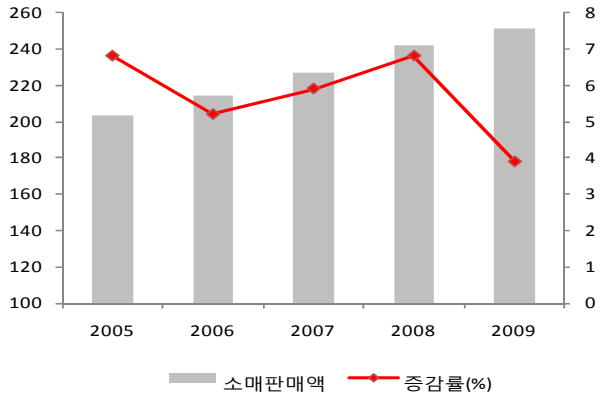
자료 : 통계청, 리딩투자증권 리서치센터

3. 국내, 국외 확장 지속 中

1) 재래시장 공략

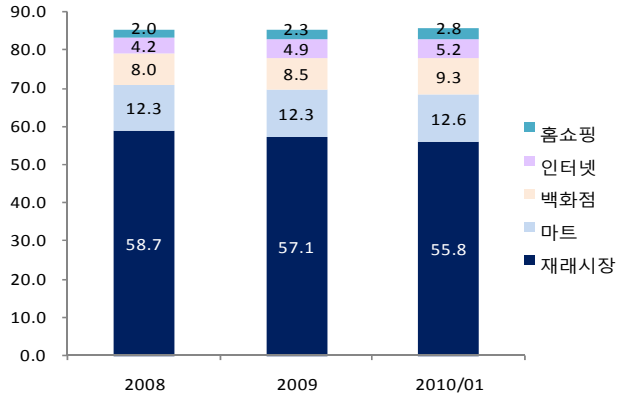
- 소매판매액 2005년~2009년 연평균 5.7% 완만한 성장, 국내 내수 성장 한계 있음
- **국내 재래시장 비중 57.1% :** 국내 유통 산업에서 재래시장이 차지하는 비중은 08년 58.7%에서 09년 57.1%로 감소. 하지만 **선진국의 30% 수준**에 비해 여전히 큰 비중 차지. 기업형 유통시장 선진국 수준으로 지속 확대될 것

그림7. 국내 소매 판매액 및 성장률 추이



자료 : 통계청, 리딩투자증권 리서치센터

그림8. 국내 유통 시장 구조



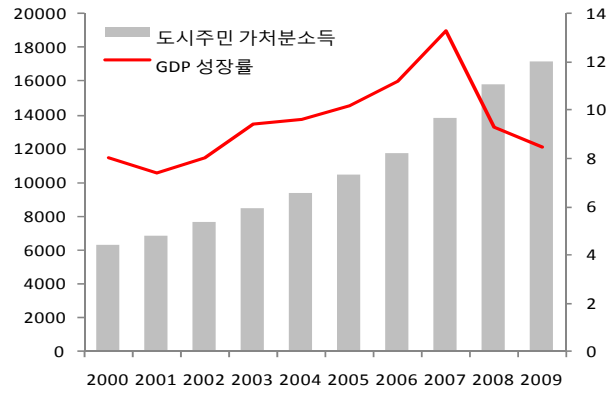
자료 : 통계청, 대한상공회의소, 리딩투자증권 리서치센터

2) 중국 및 해외진출

- 국내시장의 한계를 극복하기 위해 중국 등 해외 진출 활발
- 중국의 높은 경제 성장률과 소득 증가에 따라 유통시장은 연평균 16% 이상으로 성장하고 있음.
- 하지만 중국 유통 시장 1급 도시 경쟁 치열, 정부 규제 및 자국 기업 지원, 중국 고유 문화적 특성 등으로 진출에 성공한 외국기업 극소수(1.7%)에 불과하여, 성공시 높은 수익을 시현할 것으로 기대됨.
- 5대 유통대기업 모두 중국에 진출하였으나, 희비는 엇갈림.

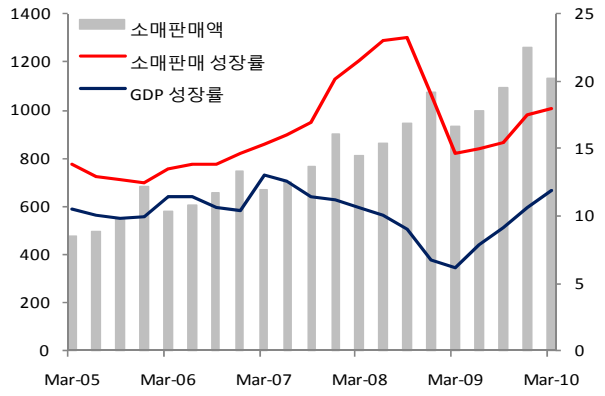
	진출 전략	진출시기	09년 매출액	지분법이익	비고
CJ오쇼핑	합작 자회사 (지분율 30%)	2004년	678억원 (취급고 4,173억원)	76억원	동방CJ: 2006년 BEP 시현 이후 연평균 68% 성장 중. 2010년 성장세 지속 천천CJ: 2008년 JV 신설, 2011년 BEP 달성 전망
롯데쇼핑	100% 자회사 (현지기업 인수)	2007년	1조 2,493억원 (Times 9,047억원 포함)	(410 억원)	마트: 2007년 CTA Makro 인수, 2009년 Times 인수 총 79개 매장 보유 백화점 1개 오픈
신세계	100% 자회사	1997년	5,235 억원	(576 억원)	2003년부터 본격 진출, 24개 매장 보유. 적자폭 감소될 것으로 전망되지만, 개선폭은 미지수
GS홈쇼핑	100% 자회사	2005년	224억원	(23억원)	중국 홈쇼핑법 개정에 따라 현재 방송 중단 중. JV 모색 중이나 철수도 고려하고 있는 상황
현대홈쇼핑	합작 자회사	2003년	-	-	광주지역 진출, 2006년 사업 철수

그림9. 중국 GDP 성장률 및 도시민 가처분소득 추이



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

그림10. 중국 소매판매 성장 추이



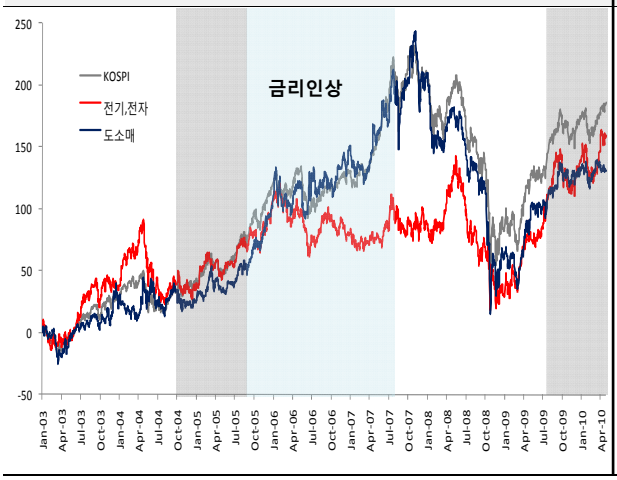
자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

4. 유통업 주가 리스크 요인 선반영

1) 유통업종 주가 시장대비, IT업종대비 underperform, 금리인상 및 소비 둔화 우려감 선반영중. 하반기 금리 인상 이후 악재 노출로 상승 돌파구 찾을 수 있을 것으로 판단

2) Top Pick 롯데쇼핑, CJ오쇼핑 : 성공적인 해외 확장과 국내사업 확장으로 출구 전략 및 소비 성장 둔화 리스크 요인 최소화 할 수 있는 기업

그림11. 유통업 지수 추이



자료 : 통계청, FnGuide, 리딩투자증권 리서치센터

도표1. 유통 5대기업 실적 요약

(억원)		롯데쇼핑	신세계	현대백화점	CJ오쇼핑	GS홈쇼핑
2009	매출액	115,353	100,016	8,387	6,442	6,939
	영업이익	8,765	9,193	1,949	1,024	991
	OPM(%)	7.6	9.2	23.2	15.9	14.3
	순이익	7,164	5,680	2,390	786	583
2010E	매출액	129,008	109,729	8,794	6,954	8,288
	영업이익	10,478	10,268	2,150	1,137	1,051
	순이익	8,459	7,093	2,566	899	729
	PER	10.9	13.2	8.9	10.4	6.4

산업이슈 / Tech

송은정 Tech Analyst
☏2009-7179 ejsong@leading.co.kr

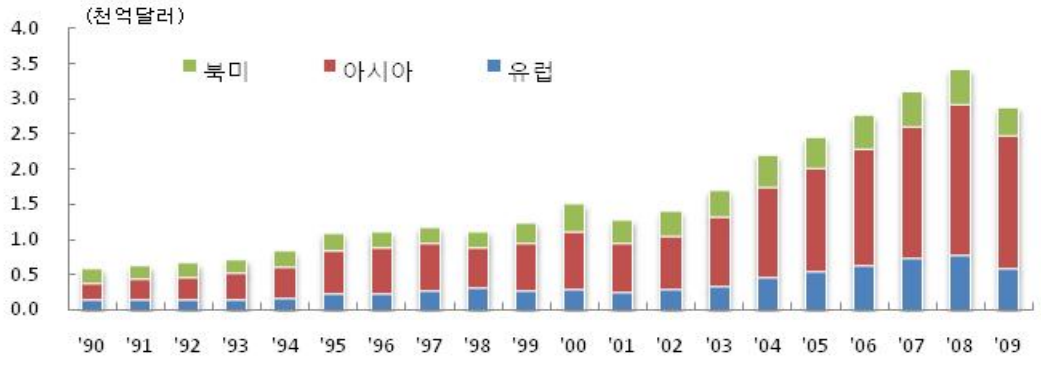
향후 실적 모멘텀은 업종별로 차별화 예상

- ✓ 한국의 유럽지역 IT/HW 제품 수출비중 높은 편
- ✓ 그리스 재정위기를 통해 국내 IT업체들의 유럽지역 수출 상황 점검해 보아야
- ✓ IT/HW 대형주 연간 실적 호조 추세는 지속되나 2분기 YoY 실적 모멘텀은 다소 약화될 전망
- ✓ 반도체 및 LED 업종은 공급부족으로 실적 랠리가 지속될 예상인 반면 유럽지역의 매출 비중이 높은 가전 및 통신장비는 살펴볼 필요가 있음

▶ **2009년 기준 유럽지역 한국 IT/HW 제품의 수출비중은 33%로 높은 편**

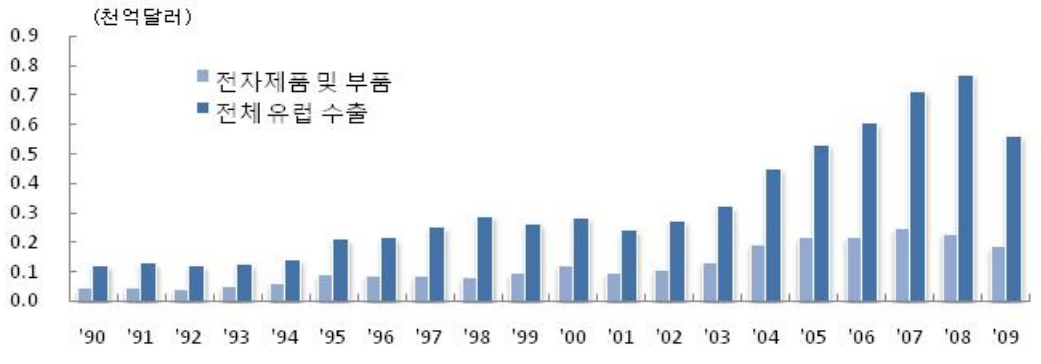
2009년 기준 한국의 유럽지역 수출액은 아시아지역(1,907억달러) 다음으로 높은 560억 달러를 기록. 품목별로는 전자부품/산업용, 가정용 전자제품 등 IT/HW 제품 비중이 183억 달러로 전체 유럽 수출액의 약 33%를 차지함. 지난 1990년대에는 섬유, 공산품과 수요가 높은 북미 및 아시아 수출 비중이 높았으나 2000년대 들어 TV, 셋톱박스, 휴대폰등 가전/통신기기의 리테일 수요가 확대되면서 유럽 비중이 높아짐.

[그림1] 주요 대륙별 한국 수출비중



자료: KITA, 리딩투자증권 리서치센터

[그림1] 주요 품목별 비중



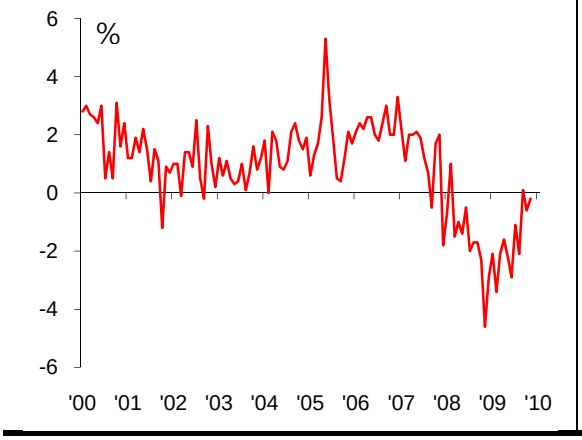
자료: : KITA, 리딩투자증권 리서치센터

▶ 그리스 재정위기를 통해 국내 IT업체들의 유럽지역 수출 상황 점검해 보아야

최근 발발한 그리스 재정위기에 대한 우려가 유럽 전지역으로 확산되는 추세임. 국내 유럽 수출비중은 2009년 기준 33%로 재정위기가 유럽 주요 국가들로 확대된다면 향후 유럽 수출부문에서도 문제가 발생할 수 있다는 판단임. 특히 스페인 및 이탈리아 같은 경제규모가 그리스에 비해 4배 이상인 유럽 주요 국가들의 재정적자 이슈가 확산되면 소비심리가 기대치 이하로 위축될 전망.

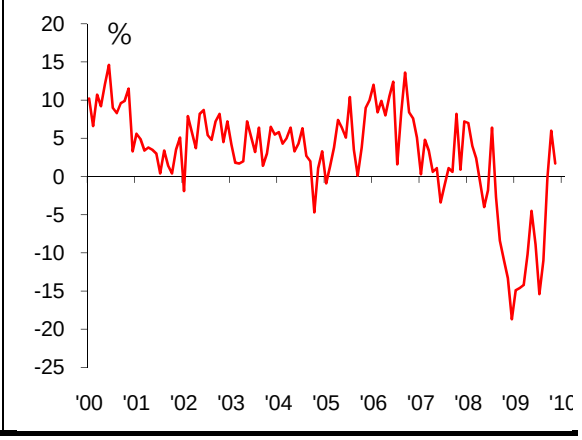
소비자들의 구매패턴의 변화를 가장 민감하게 반영하는 유럽연합의 소매판매 2010년 3월 증가율은 2009년 2월 저점 대비 크게 개선됨. 그러나 최근 2, 3월 소매판매 증가율은 증가세를 이어나가지 못하고 주춤하는 모습을 보임. 과거 2007년 고점대비 YoY 증가율은 아직도 낮은 수준을 기록하고 있음. 그리스 소매판매 증가율 또한 2009년 1월 저점 대비 가파른 증가세를 보였으나 연초 이후 증가세는 재차 하락하는 모습을 보임.

[그림3] 유럽연합 소매판매 YoY 증가율



자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

[그림4] 그리스 소매판매 YoY 증가율



자료: Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

▶ 원/유로 환율 하락 지속으로 IT 세트업체 수익성 감소 우려

2010년 1분기 원/유로 환율의 14%(YoY) 하락에도 불구하고 IT 세트업체들은 양호한 영업실적을 달성함. 이는 리테일 IT 제품 수요가 워낙 강했기 때문에 환율 하락에 따른 수익성 저하를 상쇄했기 때문임. 그러나 향후 제품 수요가 주춤하고 원/유로 환율이 지속적으로 하락한다면 IT 세트업체들의 수익성 재고에도 우려가 발생할 전망.

▶ IT/HW 업종별 차별성 필요성 부각

공급측면에서의 병목현상이 발생하고 있는 반도체 및 LED는 업황 호조가 지속될 전망이나 유럽 리테일 수요가 큰 가전, 통신장비는 변수를 살펴볼 필요성이 존재함. 전반적인 IT 대형주의 실적 호조세는 2010년에도 지속될 예정이나 2분기 IT 대형주의 YoY 실적 모멘텀은 시장 컨센서스를 소폭 하회할 수 있다는 판단임. IT 대형주의 분기별 실적 추이를 살펴보면 지난 1Q는 전반적으로 강한 실적 턴어라운드가 발생함. 반면 2Q 시장 컨센서스 실적의 YoY 증가율은 다소 약화될 전망. 이에 따라 2010년 연간 실적 개선추이는 QoQ 지속될 것으로 예상되나 2Q의 YoY 실적 모멘텀은 업종별 차이를 보일 것으로 판단됨.

[표1] IT 대형주 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %)

삼성전자	09 1Q	09 2Q	09 3Q	09 4Q	10 1Q	10 2Q	10 3Q	10 4Q
매출액	29,670	32,510	35,890	39,248	34,638	37,555	39,601	41,142
영업이익	590	2,670	4,220	3,440	4,410	4,257	4,493	3,709
영업이익률	2%	8%	12%	9%	13%	11%	11%	9%
매출액 YoY %					17%	16%	10%	5%
영업이익 YoY %					**647%**	**59%**	**6%**	**8%**
LG전자								
매출액	12,853	14,497	13,899	14,267	13,159	14,802	15,030	15,845
영업이익	455	1,133	850	445	489	734	708	581
영업이익률	4%	8%	6%	3%	4%	5%	5%	4%
매출액 YoY %					2%	2%	8%	11%
영업이익 YoY %					**7%**	**-35%**	**-17%**	**31%**
하이닉스								
매출액	1,198	1,604	2,122	2,799	2,821	2,955	3,089	3,021
영업이익	-652	-221	209	708	799	916	959	797
영업이익률	-54%	-14%	10%	25%	28%	31%	31%	26%
매출액 YoY %					135%	84%	46%	8%
영업이익 YoY %					**흑전**	**흑지**	**359%**	**13%**
LG디스플레이								
매출액	3,542	4,773	5,818	5,905	5,876	5,765	6,084	6,444
영업이익	-317	352	662	313	789	655	716	506
영업이익률	-9%	7%	11%	5%	13%	11%	12%	8%
매출액 YoY %					66%	21%	5%	9%
영업이익 YoY %					**흑전**	**86%**	**8%**	**62%**
삼성전기								
매출액	1,137	1,318	1,548	1,553	1,625	1,721	1,944	1,980
영업이익	-8	127	203	137	119	194	247	212
영업이익률	-1%	10%	13%	9%	7%	11%	13%	11%
매출액 YoY %					43%	31%	26%	27%
영업이익 YoY %					**흑전**	**52%**	**22%**	**55%**
LG이노텍								
매출액	814	953	960	831	775	904	1,024	1,043
영업이익	42	79	60	-4	42	49	59	58
영업이익률	5.2%	8.3%	6.3%	-0.5%	5%	5%	6%	6%
매출액 YoY %					-5%	-5%	7%	26%
영업이익 YoY %					**0%**	**-38%**	**-2%**	**흑전**
삼성SDI								
매출액	1,023	1,187	1,347	1,393	1,205	1,217	1,274	1,213
영업이익	-76	49	88	47	65	71	88	73
영업이익률	-7%	4%	7%	3%	5%	6%	7%	6%
매출액 YoY %					18%	3%	-5%	-13%
영업이익 YoY %					**흑전**	**45%**	**0%**	**55%**

자료: : 각사, FnGuide Consensus, 리딩투자증권 리서치센터

기업분석

송은정 Tech Analyst
☏2009-7179 ejsong@leading.co.kr

한미반도체(042700)

적정주가	**12,000원**
현재가(5/6)	**8,000 원**
투자의견	**BUY(Initiate)**
상장주수	2,543(만주)
자본금	127(억원)
액면가	500(원)
시가총액	2,060(억원)
외국인지분	8,670(원)
52주 최고가	4,565(원)
52주 최저가	348,350㈜
거래량(60일 평균)	25,583(억원)
거래대금(60일 평균)	2,543(만주)
KOSPI	1,684.71(pt)
주가수익률	
1개월	11.72 (%)
6개월	34.33 (%)

산업 / 한미반도체 상대주가 추이

후공정 설비투자 증가의 최대 수혜

목표주가 12,000원, BUY 투자의견으로 커버리지 개시

한미반도체에 대해 목표주가 12,000원과 BUY로 커버리지 개시함. 목표주가 12,000원은 2010년 2011년 EPS를 산술 평균한 PER 12배로 이는 장비업체 평균 target p/e 12배를 적용한 수치임. 1) 반도체 소자업체들의 설비투자 증대에 따른 외형 성장 본격화 2) 제품 경쟁력과 국내외 다양한 매출처 기반의 판매단가 경쟁력 3) 매출확대에 따른 영업레버리지 효과 등 감안 시 현주가 대비 upside 40% 기대됨.

2010년 후공정 장비 업황 호조에 따른 외형 성장 부각

2010년 전세계 반도체 설비투자 규모는 55%(YoY) 증가한 404억달러를 기록할 전망. 이 가운데 후공정 부문은 76%(YoY) 성장해 과거 호황국면 수준의 투자가 진행될 전망. 동사의 주력장비인 S&P(Sawing & Placement)는 후공정 패키징의 필수 장비로 대만 및 일본 수요가 크게 증가할 전망. 이는 반도체 후발업체들의 미세공정전환에 따른 후공정 투자가 1Q부터 본격화 되었기 때문. 이에 따라 동사의 2010년 매출은 73%(YoY) 증가한 1,297억원을 기록할 전망.

매출확대에 따른 영업레버리지 효과로 2010년 영업이익률 16.3% 전망

2010년 1Q 원/달러 평균 환율은 2%(QoQ), 19%(YoY) 하락함. 수출비중이 높은(매출액대비 70%) 동사에게 환율 하락은 이익률 저하 요인으로 작용할 수 있으나 1)시장MS 선두업체로 판가 경쟁력이 지속되고 2) 원/엔 환율 하락이 원재료 부담을 상쇄할 것이며 3) 높은 고정비에서 비롯된 영업 레버리지 효과로 2010년 영업이익은 161%(YoY) 증가한 212억원, 이익률은 16%를 달성할 전망.

영업실적 및 투자지표 요약

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전계속이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2008	714	50	98	73	290	10.0	3.2	0.6	6.3
2009	752	81	92	70	276	24.3	13.7	1.4	5.8
2010E	1,297	212	231	185	785	10.3	7.0	1.4	13.6
2011E	1,530	306	343	274	1,165	7.0	5.0	1.2	17.5
2012E	1,768	371	375	300	1,276	6.3	4.7	1.1	16.9

자료 : 기업데이터, FnGuide 컨센서스, 리딩투자증권 리서치센터

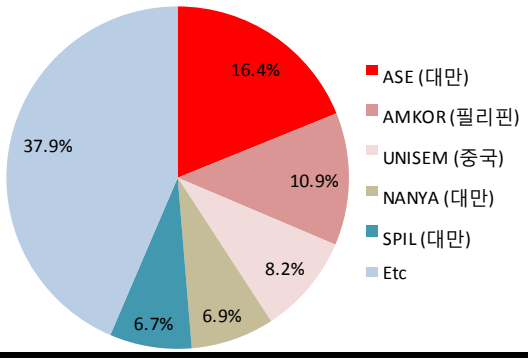
[표1] 국내외 동종업종 밸류에이션

단위: (십억원, %, 배, mn $, bn 엔)

업체명	국가	시가총액 (mn $)	상대주가 1M %	상대주가 6M %	P/E (x) 2010E	P/E (x) 2011E	P/B (X) 2010E	P/B (X) 2011E	EV/EBITDA 2010E	EV/EBITDA 2011E	ROE (X) 2010E	ROE (X) 2011E	Sales 2010E	Sales 2011E	OP m. 2010E	OP m. 2011E
주성엔지니어링	KOR	590	3	45	17.5	16.5	3.2	2.7	13.5	11.9	18.5	17.5	327	352	14%	14%
이오테크닉스	KOR	265	23	121	10.9	9.2	2.4	1.9	8.5	7.1	24.1	24.5	171	208	21%	18%
디엠에스	KOR	233	41	65	12	7.4	1.6	1.3	6.3	4.5	13.8	18.8	239	279	14%	17%
케이씨텍	KOR	190	16	54	10.2	7.7	1.3	1.1	7.1	4.8	13.5	15.5	183	225	12%	13%
아토	KOR	230	44	109	8.5	8.6	1.9	1.6	5.9	1.9	28.9	20.2	199	193	13%	13%
한미반도체	KOR	185	15	58	10.4	7	1.4	1.2	7.4	5.1	13.4	17.2	107	118	13%	20%
국내업체 평균			23	75	12	9	2.0	1.6	8.1	5.9	18.7	19.0			15%	16%
AMAT	US	17,758	-2	7	17.6	11.8	2.327	2	9	6	13.46	17.61	8,450	9,774	17%	23%
KLS Tencore	US	5,617	3	0	23.6	11.3	2.468	2.141	13	6	12.6	17.97	1,812	2,526	19%	30%
Novellus	US	2,372	-3	22	10.8	8.6	1.74	1.515	6	4	16.36	15.96	1,218	1,417	22%	26%
Towa	JP	223	14	33	-	13.4	-	-	-	-	-5.47	12.63	14	23	-3%	8%
ASM International	TW	1,299	-9	35	15.4	10.6	3.504	2.617	4	3	16.71	24.85	890	976	18%	20%
Teradyne	US	2,108	4	40	7.7	7.4	2.449	1.977	4	2	30.17	23.18	1,486	1,663	25%	26%
해외업체 평균			1	23	15	11	2.5	2.1	6.0	3.6	14.0	18.7			16%	22%

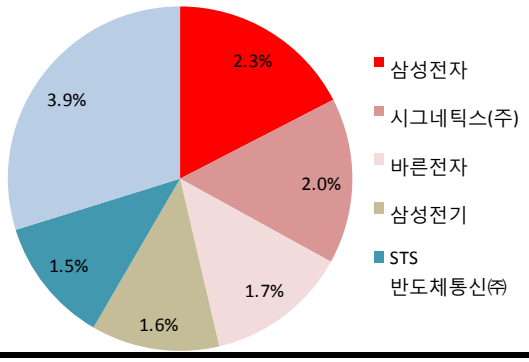
자료: Fnguide consensus, Datastream I/B/E/S, 리딩투자증권 리서치센터

[그림1] 2010 1Q 해외 매출 비중



자료: 한미반도체, 리딩투자증권 리서치센터

[그림2] 2010 1Q 국내 매출 비중



자료: 한미반도체, 리딩투자증권 리서치센터

[표1] 제품별 매출 추정

(단위: 억원,%)		2009	2010E	2011E	2012E	09 1Q	2Q	3Q	4Q	10 1Q	2QE	3QE	4QE
매출액		**752**	**1,297**	**1,530**	**1,768**	**99**	**107**	**205**	**340**	**293**	**324**	**340**	**340**
YoY/QoQ %		5%	73%	18%	16%	-20%	8%	91%	66%	-14%	11%	5%	0%
수출		569	1,056	1,068	1,197	68	72	132	297	255	269	267	265
수출비중 %		76%	81%	70%	68%	69%	68%	64%	87%	87%	83%	79%	78%
Sawing & Placement System	Sales	392	764	814	905	12	60	102	218	192	183	193	197
	YoY/QoQ %	19%	95%	7%	11%	-12%	413%	69%	114%	-12%	-4%	5%	2%
Cam Press T/F/S System	Sales	41	54	86	98	16	5	12	8	6	13	19	16
	YoY/QoQ %	-41%	31%	59%	14%	-28%	-70%	137%	-30%	-28%	119%	48%	-18%
Pick & Place System	Sales	54	131	74	74	4	4	10	36	30	37	33	32
	YoY/QoQ %	94%	145%	-43%	0%	-18%	16%	125%	276%	-18%	23%	-11%	-1%
Laser Marking/Cutting	Sales	55	73	238	338	7	0	19	28	9	19	23	22
	YoY/QoQ %	258%	33%	226%	42%	-68%	-100%	-	49%	-68%	104%	24%	-7%
기타 Equipment	Sales	38	59	48	47	12	2	16	9	11	16	16	17
	YoY/QoQ %	-28%	55%	-19%	-2%	21%	-85%	761%	-42%	21%	43%	0%	6%
Mold	Sales	45	109	158	185	19	9	10	7	19	29	29	32
	YoY/QoQ %	-10%	139%	45%	18%	174%	-54%	12%	-30%	174%	52%	-2%	10%
기타(Parts)	Sales	127	107	112	120	29	27	37	34	26	28	28	25
	YoY/QoQ %	-25%	-16%	5%	7%	-22%	-6%	37%	-9%	-22%	7%	-1%	-8%

자료: 리딩투자증권 리서치센터

Financial Statement & Ratio

단위: 억원,원

Balance Sheet	200812	200912	201012F	201112F
유동자산	666	659	694	895
현금 및 단기예금	269	82	102	230
단기매매증권	0	0	0	0
매출채권	191	348	313	346
재고자산	194	210	245	279
기타	14	19	34	39
비유동자산	733	1,092	1,248	1,368
장기투자증권	44	320	320	354
지분법적용투자주식	76	126	228	265
감가상각자산	177	215	203	193
기타	435	431	497	556
자산총계	1,399	1,751	1,942	2,263
유동부채	205	442	401	465
매입채무	96	186	163	202
단기차입금,유동성장기부채	0	159	102	105
기타	109	97	136	158
비유동부채 등	39	61	81	91
사채,장기차입금	2	10	26	27
기타	37	50	54	63
부채총계	244	503	482	556
자본금	127	127	127	127
자본잉여금	239	243	243	243
자본조정	-62	-100	-46	-46
기타포괄손익누계액	-16	64	64	64
이익잉여금	868	914	1,074	1,320
자본총계	1,155	1,248	1,462	1,708

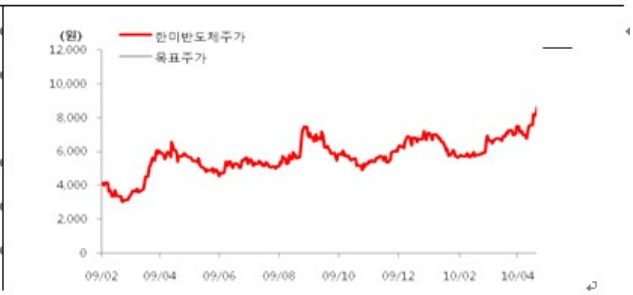
Income Statement	200812	200912	201012F	201112F
매출액	714	752	1,297	1,530
매출원가	463	488	807	933
매출총이익	251	264	490	597
판매비와관리비	201	183	279	291
인건비	80	58	71	84
감가상각비	10	3	4	4
무형자산상각비	0	1	1	2
연구개발관련비용	42	60	92	109
기타	69	61	110	92
영업이익	50	81	212	306
영업외손익	48	11	17	32
이자수익	16	7	5	9
이자비용	0	3	5	4
배당금수익	0	0	0	0
유가증권관련손익	-1	1	1	1
외환차손익	75	6	-2	0
외화환산손익	-24	4	-1	0
지분법손익	-2	-18	-18	-18
기타	-15	15	38	44
세전계속사업이익	98	92	229	338
계속사업법인세비용	24	22	46	68
계속사업이익	73	70	183	270
중단사업이익	0	0	0	0
법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	73	70	183	270
주당순이익	290	276	779	1,149

Cash Flow Statement	200812	200912	201012F	201112F
영업활동현금흐름	103	-1	239	314
당기순이익(손실)	73	70	183	270
비현금수익비용가감	103	63	49	47
감가상각비,무형자산상각비	39	29	31	30
기타	64	34	19	17
운전자본증감	-74	-135	6	-3
매출채권증가(감소)	121	-163	36	-33
재고자산증가(감소)	-48	-17	-35	-34
매입채무증가(감소)	-30	97	-23	39
기타	-116	-51	28	25
투자활동현금흐름	51	-133	-204	-167
유형자산처분(취득)	-155	-65	-65	-65
무형자산감소(증가)	-1	0	-8	-9
투자자산감소(증가)	-46	-242	-131	-93
기타	254	175	0	0
재무활동현금흐름	-93	113	-12	-19
차입금증가(감소)	0	160	-58	4
사채증가(감소)	0	9	16	1
자본증가(감소)	-101	-59	30	-24
배당금지급	-36	-24	-24	-24
자본조정,포괄손익증가(감소	-65	-35	54	0
기타	7	3	-1	0
순현금흐름	60	-22	22	128
기초현금	43	103	82	102
기말현금	103	82	104	230

Financial Ratio (%)	200812	200912	201012F	201112F
성장성 (%)				
매출액증가율	-38.3%	5.3%	72.5%	18.0%
영업이익증가율	-81.8%	62.6%	162.3%	44.6%
EBIT증가율	-68.3%	-5.9%	144.3%	41.4%
EBITDA증가율	-60.6%	-11.1%	112.8%	36.5%
순이익증가율	-73.0%	-4.6%	161.3%	47.4%
안정성 (%)				
유동비율	325.6%	149.1%	173.1%	192.3%
순차입금비율	-23.1%	7.0%	1.8%	-5.7%
부채비율	21.1%	40.3%	32.9%	32.5%
이자보상배율 (배)	255.6	28.9	45.2	74.5
수익성 (%)				
Operating Income Margin	6.9%	10.7%	16.3%	20.0%
EBIT Margin	15.1%	13.5%	19.1%	22.9%
EBITDA Margin	20.6%	17.4%	21.5%	24.9%
ROA	5.0%	4.5%	9.9%	12.8%
ROE	6.3%	5.8%	13.5%	17.0%
ROIC	10.0%	11.5%	21.7%	29.0%
활동성 (회)				
매출채권회전율	2.9	2.8	3.9	4.6
재고자산회전율	2.7	2.4	3.5	3.6
매입채무회전율	4.7	3.5	4.6	5.1
총자산회전율	0.5	0.5	0.7	0.8
자기자본회전율	0.6	0.6	0.9	1.0
투하자본회전율	1.0	0.9	1.5	1.6

투자의견 및 목표주가 변경

일자	의견	적정주가	일자	의견	적정주가
10.05.10	매수 (신규)	12,000원			



- 기업 분석 투자등급(향후 6개월 기준)
  STRONG BUY(적극매수): 시장지수대비 +20% 이상 수익률 기대
  BUY(매수): 시장지수대비 +10% ~ +20% 수익률 기대
  HOLD(보유): 시장지수대비 -10% ~ +10% 수익률 기대
  SELL(매도): 시장지수대비 -10% 이하 수익률 기대

- 본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 송은정)
- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다