November 2014

미래에셋증권 2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

미래에셋증권 리서치센터

글로벌 자산관리 전문가 –
MIRAE ASSET
미래에셋증권

미래에셋증권

2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

글로벌 자산관리 전문가 –
MIRAE ASSET
미래에셋증권

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

5 매크로

7 [주식시장 전망 및 투자전략] Rethinking Growth 류승선

31 [경제분석] 뉴노멀의 진화 박희찬

49 [글로벌 투자전략] 미 연준 금리인상 국면에서의 글로벌 자산배분 전략: More treats than tricks 황영진

67 [시황] 액티브 유동성의 부활 이재훈

79 [퀀트] 저ROE 시대,ROE generation 기업을 찾을 것 이진우

91 업종별 탑픽

93 업종별 투자포인트

94 업종별 탑픽종목

105 산업 전망

107 [건설] 2015년, 신뢰회복의 원년 이광수

115 [반도체] 서버, PC가 스마트폰 수요를 대체 도현우

127 [소비재] 소비의 다이다믹이 바뀌고 있다 박유미

139 [에너지/유틸리티] Energy 산업의 정상화 및 효율화 지속 이학무

147 [통신서비스] 새로운 패러다임 진입하는 통신산업 이학무

155 [은행] 규제 완화 및 이익 상승이 이끄는 주가 상승 강혜승

169 [인터넷] 전자결제 시장으로 진격 조진호

179 [자동차/부품] 규제에 올라 타자 박인우

191 [정유/화학] 저유가의 축복 권영배

203 [제약] 헬스케어, 2015년도 맑음 이종훈

215 [조선] 2015년 회복 전망 정우창

225 [카지노/여행산업] 확실한 2015년 권영배, 정우창

233 [철강/금속] 진검승부의 시대 이재광

243 [해운] 최악의 상황을 지나 이익 개선 국면으로 진입 김태성

251 [미디어] Turnaround 정윤미

257 [스몰캡] 방위산업: 변동성 장세를 방어하라 김태성, 임동근, 고훈
모바일게임: 안정성과 성장성 겸비한 캐주얼게임 전문개발사 주목

November 2014
미래에셋증권 리서치센터

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

매 크 로

[주식시장 전망 및 투자전략] Rethinking Growth 7

[경제분석] 뉴노멀의 진화 31

[글로벌 투자전략] 미 연준 금리인상 국면에서의 글로벌 자산배분 전략: More treats than tricks 49

[시황] 액티브 유동성의 부활 67

[퀀트] 저ROE 시대,ROE generation 기업을 찾을 것 79

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

[주식시장 전망 및 투자전략]

Rethinking Growth

투자전략
류승선 (리서치센터장)
3774-6964
seungsun.ryu@miraeasset.com

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Executive summary

[Investment Theme] Rethinking Growth

- Commodity super cycle 종료에 따른 수혜는 선진국과 아시아 신흥국에 집중될 전망이다.
- 2015년 이후 글로벌 성장엔진으로 기존 선진국 및 신흥국 소비 외, 선진국 투자가 swing factor가 될 것이다.
- 한국 경제구조 내 서비스업 비중이 점진적 확대되고 있는 한편, 주식시장도 이러한 변화에 빠르게 순응 중이다.
- 저성장, 저물가, 저금리, 고령화 문제의 해법 중 하나로 저출산 해결이 시급하다. 고학력 여성의 경제활동 확대를 통해 선진국과 유사한 방식으로 저출산 문제 해결에 나설 필요가 있다.
- New normal 고착화는 양적팽창의 한계를 의미하는 것으로, M/S 확대를 위한 브랜드 가치 제고가 절실하다.

[Market Outlook] 2015년 KOSPI 1900~2200pt 예상

- 미국 주식시장은 IT버블 이후 금융위기까지의 De-rating 국면을 지나 장기 Re-rating 국면이 진행 중이다.
- 미국의 장기 Re-rating의 원천은 꾸준한 구조개혁과 혁신을 통한 잠재성장률 개선에 근거한다.
- 이에 반해 한국 주식시장은 2015년에도 장기 박스권 움직임을 나타낼 것으로 예상된다. 그나마 마이크로 보다는 매크로 환경 개선 속 KOSPI는 박스권 상단 움직임을 나타낼 것으로 예상된다.
- 저금리를 통한 정책적 배당 매력 개선과 원달러환율 상승 유도는 주식시장에 긍정적 변수로 작용할 것이다.
- 기업 이익 전망은 여전히 불확실하나, 전망치 하향 조정이 극단적으로 진행되고 있는 점은 그나마 긍정적이다.

[Investment Strategy] Asia Consumer/Services & DM Capex, Global multi-asset

- New normal의 투자 함의는 개별 국가/자산 보다 분산 및 해외투자를 통한 멀티에셋으로의 변화를 강요한다.
- Top-down 접근 하의 주식투자 유망 국가는 미국 중심의 선진국과, 인도네시아, 태국, 한국, 그리스, 체코, 헝가리 등으로 예상되며, 채권(국채)투자 유망 국가는 베트남, 중국, 인도, 인도네시아 등으로 예상된다.
- 국채 보다는 원자재 투자의 기대수익률이 소폭 높지만, 안정성 관점에서 원자재 투자 시기는 늦출 필요가 있다.
- 선진국 고정투자 동반 회복 시, 범소비재 및 일부 산업재가 양호한 성과를 나타낸 경험도 고려해야 할 것이다.
- 포트폴리오 관점에서, 추세는 범소비재/서비스 기업(IT SW, 통신, 미디어, 의료, 음식료)과 Sustainable ROE Generators에 집중하되, 선진국 투자 회복 가정 시, 건설, 기계 등 일부 산업재도 순환적 강세 가능해 보인다.
- 지난 3년간에 이어 2014년 VC 투자는 IT 및 소비재 집중 구도 하에, 사업 및 금융서비스로도 영역을 확장했다.

Part 1. Rethinking Growth

Mirae Asset Securities 2015 Outlook

글로벌 주식시장 성과 점검: 아시아 신흥국의 선전

- 금융위기 이후 5년간 국가별 성과 점검 결과, 2013년 이후 신흥국 주식시장이 상대적으로 부진한 성과를 나타내고 있지만, 신흥국 내 공산품 수출 비중 높은 아시아 신흥국 주식시장 성과는 2014년 들어 뚜렷하게 개선

MSCI	2009
Japan	4.4
Ireland	9.9
Czech	19.6
Germany	21.3
Greece	22.6
Italy	22.6
Swiss	22.9
US	24.2
DM	27.0
France	27.6
AC World	31.5
Egypt	32.8
Portugal	35.4
Spain	36.5
Poland	37.3
UK	37.3
Netherlands	37.9
Malaysia	47.8
Israel	51.3
Canada	52.7
Mexico	53.1
S.Africa	53.4
Hong Kong	55.2
China	58.8
Sweden	60.2
Philippines	60.7
Argentina	61.1
Singapore	67.3
Australia	68.8
Korea	69.4
Thailand	70.0
Hungary	73.9
EM	74.5
Taiwan	75.1
Norway	82.5
Turkey	92.0
Russia	100.3
India	100.5
Indonesia	120.8
Brazil	121.3

MSCI	2010
Greece	(46.4)
Spain	(25.4)
Ireland	(19.7)
Italy	(17.6)
Portugal	(14.6)
Hungary	(10.7)
Czech	(7.4)
France	(6.7)
Netherlands	(0.6)
Israel	2.2
China	2.3
Brazil	3.8
UK	5.2
Germany	6.0
Norway	7.4
Egypt	9.5
DM	9.6
Swiss	9.8
Australia	10.0
AC World	10.4
Poland	12.6
US	13.2
Japan	13.4
EM	16.4
Russia	17.2
Canada	18.2
Taiwan	18.3
Turkey	18.4
Singapore	18.4
India	19.4
Hong Kong	19.7
Korea	25.3
Mexico	26.0
Philippines	30.3
S.Africa	30.7
Indonesia	31.2
Sweden	31.3
Malaysia	32.5
Thailand	50.8
Argentina	70.1

MSCI	2011
Greece	(63.6)
Egypt	(48.8)
Argentina	(42.6)
India	(38.0)
Turkey	(36.8)
Hungary	(34.7)
Poland	(32.6)
Israel	(29.8)
Italy	(25.8)
Portugal	(25.7)
Brazil	(24.9)
Taiwan	(23.3)
Singapore	(21.0)
Russia	(20.9)
EM	(20.4)
China	(20.3)
Germany	(20.1)
France	(19.3)
Hong Kong	(18.4)
Sweden	(17.8)
S.Africa	(17.3)
Spain	(16.9)
Japan	(16.2)
Australia	(14.8)
Netherlands	(14.4)
Canada	(14.4)
Mexico	(13.5)
Norway	(12.8)
Korea	(12.8)
Czech	(11.3)
AC World	(9.4)
Swiss	(9.1)
DM	(7.6)
UK	(6.1)
Thailand	(5.6)
Philippines	(3.2)
Malaysia	(2.9)
US	(0.1)
Indonesia	4.0
Ireland	11.4

MSCI	2012
Argentina	(38.9)
Israel	(7.0)
Brazil	(3.5)
Spain	(3.3)
Czech	(3.1)
Greece	(0.8)
Portugal	(0.7)
Indonesia	2.4
Ireland	3.8
Japan	5.8
Canada	6.7
Italy	8.6
Russia	9.6
Malaysia	10.8
UK	10.8
DM	13.2
AC World	13.4
Taiwan	13.4
US	13.5
Norway	13.7
S.Africa	14.8
EM	15.1
Australia	16.4
Netherlands	17.2
Swiss	17.3
France	17.7
Hungary	18.7
Sweden	18.7
China	19.0
Korea	20.2
India	23.9
Hong Kong	24.4
Singapore	26.4
Mexico	27.1
Germany	27.2
Thailand	30.9
Poland	32.1
Philippines	43.9
Egypt	44.5
Turkey	60.5

MSCI	2013
Turkey	(28.1)
Indonesia	(25.0)
Brazil	(18.7)
Thailand	(16.9)
Czech	(14.9)
Hungary	(9.0)
S.Africa	(8.8)
India	(5.3)
EM	(5.0)
Philippines	(4.3)
Russia	(2.6)
Mexico	(2.0)
Singapore	(1.8)
Poland	(1.7)
Australia	(0.3)
China	0.4
Korea	3.1
Canada	3.3
Malaysia	4.2
Norway	5.3
Egypt	6.2
Taiwan	6.6
Portugal	7.5
Israel	8.0
Hong Kong	8.1
UK	16.2
Italy	16.9
AC World	20.3
Sweden	21.4
France	23.3
Swiss	23.8
DM	24.1
Japan	24.9
Spain	27.7
Germany	28.2
Netherlands	28.5
US	29.9
Ireland	38.9
Greece	46.2
Argentina	63.7

MSCI	2014
Portugal	(30.9)
Russia	(26.6)
Greece	(24.7)
Hungary	(20.9)
Korea	(11.7)
Germany	(10.7)
Poland	(9.1)
Norway	(9.0)
France	(8.6)
Malaysia	(7.4)
Sweden	(6.6)
UK	(5.6)
Czech	(4.2)
Netherlands	(4.1)
Japan	(3.9)
Italy	(3.8)
Australia	(3.7)
Brazil	(2.4)
Spain	(1.5)
Ireland	(0.8)
China	(0.6)
EM	0.2
Mexico	0.2
Singapore	0.4
Swiss	1.2
AC World	4.1
DM	4.6
Hong Kong	5.2
Canada	5.5
Taiwan	7.9
S.Africa	10.8
US	11.4
Turkey	19.8
Israel	20.8
Thailand	20.9
Philippines	23.3
Indonesia	24.3
India	28.6
Egypt	30.0
Argentina	32.3

MSCI	2009~2014
Greece	(73.9)
Portugal	(36.7)
Czech	(22.5)
Hungary	(13.4)
Italy	(8.5)
Spain	2.9
Poland	22.8
Japan	25.9
France	27.5
Israel	31.7
Brazil	32.1
Ireland	40.7
Russia	45.4
Egypt	48.4
Germany	49.7
China	53.7
UK	64.8
Netherlands	69.4
Australia	76.6
EM	77.1
Canada	79.8
Swiss	80.5
Norway	86.3
AC World	86.8
DM	88.8
S.Africa	92.2
Singapore	95.2
Turkey	98.6
Korea	102.3
Malaysia	103.2
Taiwan	107.5
Argentina	108.1
Mexico	108.2
Hong Kong	114.4
India	124.1
US	130.6
Sweden	132.7
Indonesia	187.8
Thailand	218.4
Philippines	243.1

주: 지역 및 국가별 주가지수는 USD 기준, 음영은 AC World 제외 모두 신흥국. 2014년은 11월 21일까지 반영
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities 2015 Outlook

글로벌 주식시장 섹터별 성과 점검

- 주요국 섹터별 중장기 성과로 볼 때, 한국 주식시장 내 **필수소비재**와 **헬스케어** 업종 성과가 상대적으로 부진. 키 맞추기가 진행된다면?

MSCI AC World

	2005~2007	2008	2009~2011	2012~2014	2009~2014
Composite	41.7	(43.5)	31.5	42.0	86.8
Energy	99.3	(43.4)	34.6	5.5	42.0
Materials	104.8	(53.0)	53.7	0.2	54.0
Industrials	52.2	(46.1)	35.2	44.5	95.4
Con. Disc	15.9	(43.5)	62.7	64.0	166.8
Con. Stap	45.7	(25.5)	42.2	37.0	94.9
Health Care	20.8	(22.8)	25.8	80.9	127.7
Utilities	75.2	(32.4)	(6.4)	16.5	9.0
Telecom	46.6	(37.9)	13.0	23.2	39.2
Financials	23.4	(55.5)	8.9	51.6	65.1
IT	30.3	(45.3)	62.8	61.8	163.4

MSCI DM

	2005~2007	2008	2009~2011	2012~2014	2009~2014
Composite	35.9	(42.1)	28.5	46.9	88.8
Energy	86.3	(39.4)	32.1	10.8	46.4
Materials	93.9	(51.0)	49.0	7.3	59.8
Industrials	46.1	(44.2)	35.3	47.5	99.6
Con. Disc	13.9	(42.8)	58.1	69.0	167.1
Con. Stap	42.6	(24.9)	38.4	39.5	93.1
Health Care	20.2	(22.9)	25.2	81.0	126.6
Utilities	71.0	(31.4)	(9.2)	18.7	7.8
Telecom	31.9	(35.6)	9.7	28.0	40.4
Financials	17.6	(55.6)	3.6	58.5	64.3
IT	29.5	(44.4)	59.6	63.0	160.1

MSCI EM

	2005~2007	2008	2009~2011	2012~2014	2009~2014
Composite	129.7	(54.5)	61.6	9.6	77.1
Energy	230.7	(62.1)	56.4	(24.0)	18.8
Materials	170.0	(60.3)	73.8	(26.9)	27.0
Industrials	174.3	(62.8)	37.9	10.3	52.0
Con. Disc	68.0	(53.2)	147.3	20.9	198.9
Con. Stap	124.6	(36.5)	109.6	16.2	143.5
Health Care	57.8	(18.2)	35.2	75.8	137.6
Utilities	153.1	(43.4)	32.5	1.0	33.8
Telecom	149.2	(44.9)	24.3	5.9	31.7
Financials	125.7	(54.2)	50.5	17.6	77.0
IT	43.4	(51.9)	93.2	54.5	198.4

MSCI US

	2005~2007	2008	2009~2011	2012~2014	2009~2014
Composite	22.3	(38.6)	40.4	64.3	130.6
Energy	110.4	(37.0)	36.8	24.6	70.5
Materials	44.5	(49.1)	54.9	50.3	132.8
Industrials	24.8	(42.8)	43.5	66.4	138.9
Con. Disc	(5.2)	(37.5)	84.5	81.9	235.7
Con. Stap	27.4	(18.0)	35.6	49.4	102.6
Health Care	17.0	(23.8)	31.5	99.0	161.7
Utilities	51.5	(32.9)	23.1	27.2	56.6
Telecom	31.7	(35.2)	18.5	28.3	52.1
Financials	(4.5)	(54.1)	2.8	80.4	85.4
IT	28.6	(43.3)	77.5	69.7	201.2

MSCI Germany

	2005~2007	2008	2009~2011	2012~2014	2009~2014
Composite	76.5	(44.5)	10.1	52.3	67.7
Energy	-	-	-	-	-
Materials	122.4	(45.9)	53.0	29.3	97.8
Industrials	77.0	(53.5)	33.1	46.1	94.5
Con. Disc	116.2	(38.7)	26.6	80.8	128.9
Con. Stap	57.2	(40.7)	46.4	60.5	135.0
Health Care	64.7	(30.0)	23.9	105.8	155.1
Utilities	122.4	(38.9)	(47.0)	(12.5)	(53.6)
Telecom	(9.8)	(28.4)	(17.5)	44.7	19.3
Financials	65.1	(55.8)	(11.4)	47.7	30.9
IT	9.1	(39.8)	67.5	41.3	136.6

MSCI Japan

	2005~2007	2008	2009~2011	2012~2014	2009~2014
Composite	34.5	(43.6)	(15.8)	93.9	63.3
Energy	57.3	(43.7)	(3.0)	10.8	7.4
Materials	69.3	(53.0)	(9.7)	71.5	54.9
Industrials	58.5	(44.6)	1.6	78.8	81.7
Con. Disc	33.6	(53.8)	4.6	119.3	129.4
Con. Stap	29.4	(24.5)	(10.8)	100.5	78.8
Health Care	35.4	(27.0)	(21.1)	84.0	45.2
Utilities	24.9	(3.7)	(59.2)	32.7	(45.9)
Telecom	11.3	(17.3)	(10.8)	131.2	106.2
Financials	12.9	(45.5)	(38.8)	118.0	33.5
IT	34.0	(51.5)	(8.4)	81.5	66.3

MSCI Korea

	2005~2007	2008	2009~2011	2012~2014	2009~2014
Composite	101.6	(40.6)	69.2	5.7	78.9
Energy	158.8	(50.0)	80.3	(40.0)	8.1
Materials	182.4	(37.0)	64.8	(27.1)	20.1
Industrials	352.9	(54.0)	30.6	(18.1)	6.9
Con. Disc	46.3	(35.8)	230.7	(9.4)	199.7
Con. Stap	134.2	(19.0)	35.1	29.0	74.3
Health Care	170.0	(42.2)	2.3	9.9	12.4
Utilities	44.9	(23.5)	(15.7)	71.9	44.8
Telecom	17.4	(14.7)	(23.1)	53.4	17.9
Financials	136.2	(50.7)	21.4	16.7	41.7
IT	33.2	(30.4)	123.0	30.1	190.2

MSCI China

	2005~2007	2008	2009~2011	2012~2014	2009~2014
Composite	237.9	(52.2)	29.7	18.6	53.9
Energy	253.8	(56.7)	79.6	(17.0)	49.0
Materials	323.0	(68.6)	17.1	(14.2)	0.5
Industrials	180.7	(62.0)	(5.1)	21.0	14.9
Con. Disc	114.7	(64.2)	76.1	5.4	85.6
Con. Stap	180.1	(40.6)	87.1	(5.8)	76.3
Health Care	(58.0)	0.0	(3.6)	70.1	64.0
Utilities	120.5	(39.9)	(10.5)	91.6	71.4
Telecom	354.1	(44.7)	8.5	13.8	23.4
Financials	283.1	(46.3)	19.7	15.0	37.7
IT	17.6	(57.2)	187.3	210.1	791.0

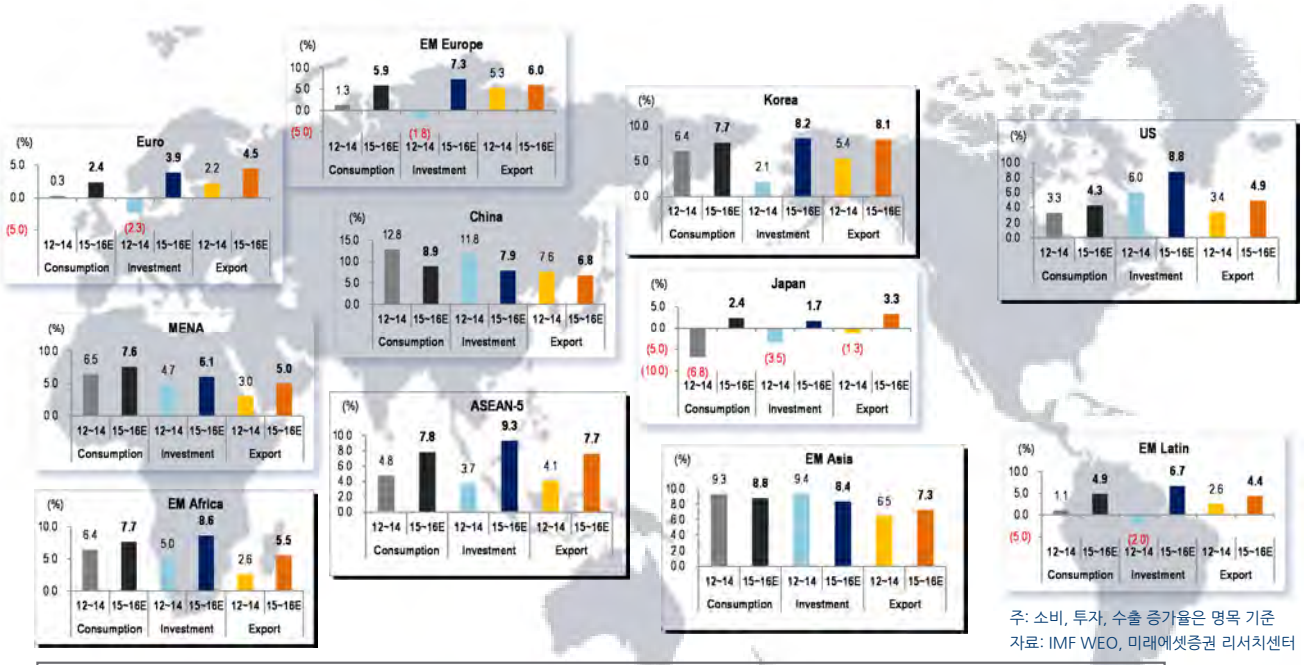
MSCI Taiwan

	2005~2007	2008	2009~2011	2012~2014	2009~2014
Composite	29.6	(48.1)	46.7	33.8	96.3
Energy	49.2	(30.1)	42.5	(25.4)	6.3
Materials	66.9	(50.8)	66.8	(5.3)	58.0
Industrials	17.4	(48.1)	46.7	3.3	51.5
Con. Disc	15.9	(52.3)	116.5	54.6	234.5
Con. Stap	141.1	(25.2)	96.8	36.1	167.9
Health Care	-	-	-	3.6	3.6
Utilities	-	-	-	-	-
Telecom	9.1	(5.7)	45.5	(0.2)	45.2
Financials	(11.4)	(37.1)	26.7	41.0	78.7
IT	41.6	(53.5)	46.1	46.6	114.2

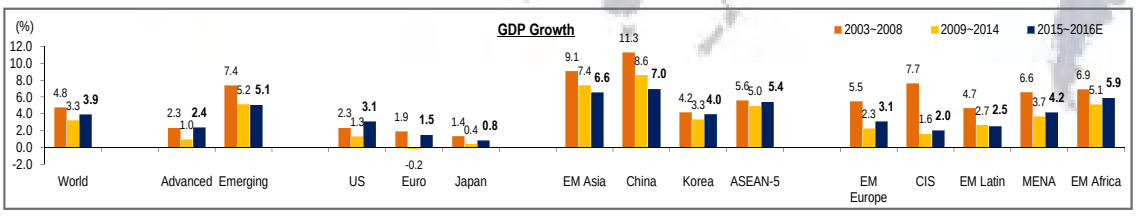
주: 지역별 성과는 USD 기준, 국가별 성과는 Local 통화 기준. 음영은 시장수익률 상회 업종. 2014년은 11월 21일까지 반영
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

[글로벌 경제] 2015~16 선진국 정상화 & 신흥국 회복

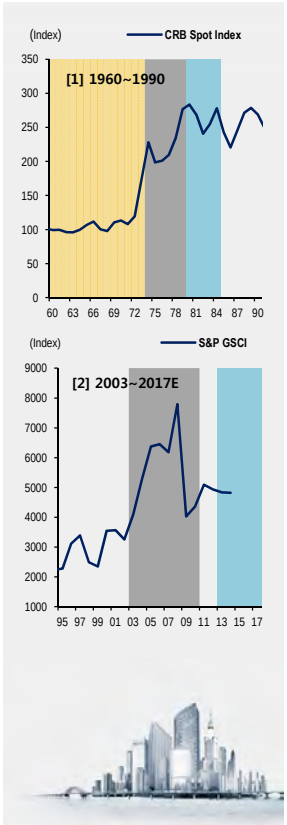


주: 소비, 투자, 수출 증가율은 명목 기준
자료: IMF WEO, 미래에셋증권 리서치센터



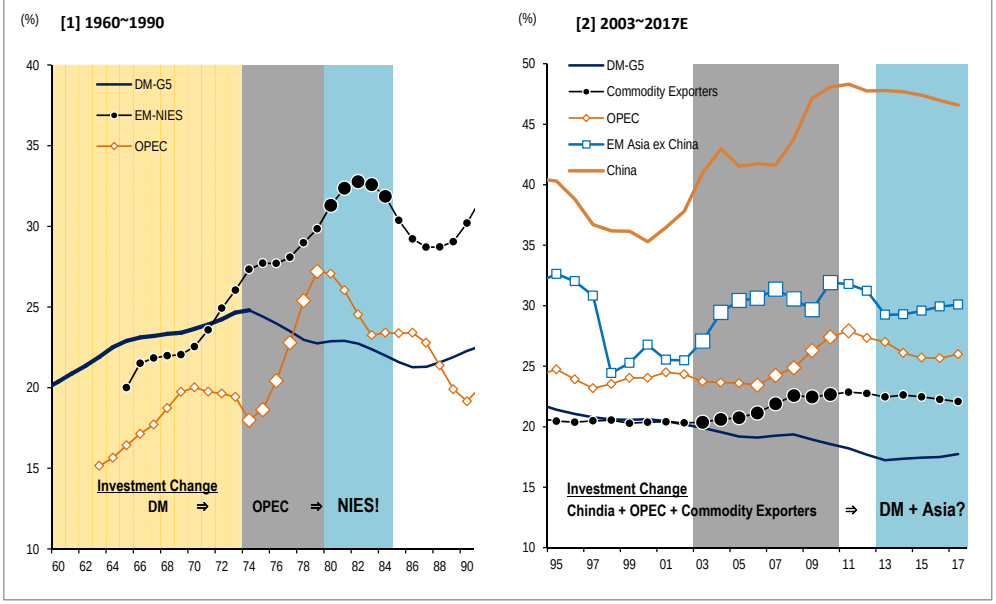
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

[Rethinking Growth] 1. Commodity Cycle 종료와 투자 기회



- Commodity super cycle과 글로벌 경제의 주도 세력 변화도 중장기 관점에서 중요 체크포인트
- 1차 Cycle: 70년대 이전 선진국 투자 확대 → 70년대 산유국 투자 확대(Super Cycle) → 80년대 **NIES**의 등장
  2차 Cycle: 2003~2010 친디아, 산유국, 원자재 생산 국가 투자 확대(Super Cycle) → 금융위기 및 신흥국 투자 위축 → 원자재 가격 급락 → 2014년 이후 **선진국** 및 **중국 제외 아시아**(공산품 수출국) 투자 확대 예상

Commodity super cycle 전후 수혜 지역 및 국가 변화(GFCF(총고정자본형성)/GDP 비중 변화)



주: NIES는 한국, 대만, 홍콩, 싱가폴
자료: IMF WEO(2014.Oct), Datastream, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

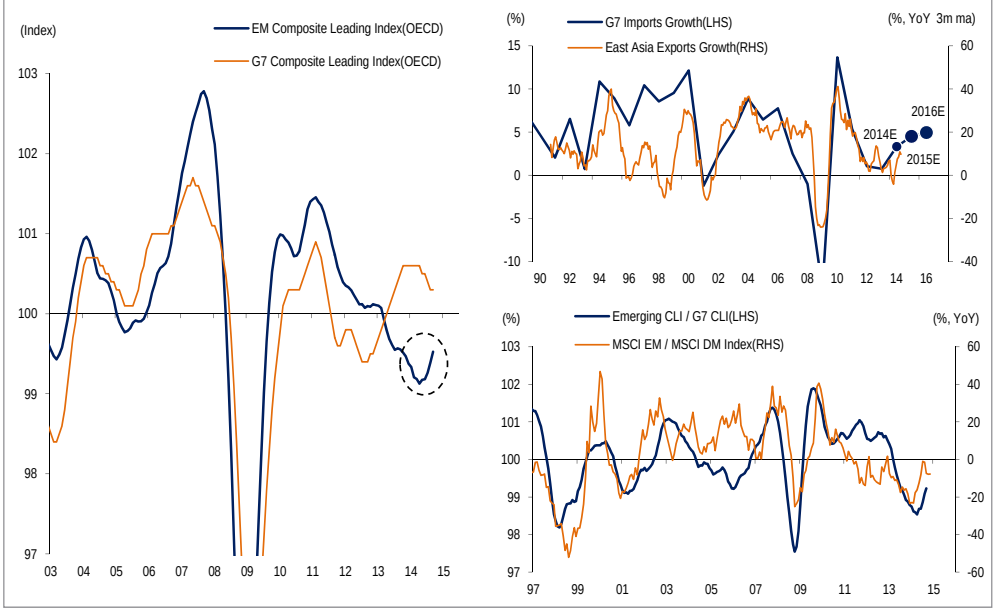
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

신흥국의 선진국 경기 모멘텀 catch-up 과정 진행 중

* 신흥국 경기선행지수(CLI) 회복을 주도하고 있는 국가는, 아시아 내 중국, 인도, 인도네시아, 동유럽 내 폴란드, 중남미 내 멕시코 등

- 2014년 2Q 이후 선진국과 신흥국간 경기 모멘텀 괴리 축소 진행 중
- 신흥국 경기선행지수는 2014년 5월 이후 5개월 연속 회복세 지속. 다만, 아직까지 100 미만 수축 영역 위치
- 2011년 이후 하락세가 지속되던 신흥국 경기선행지수 회복세 지속 시, 선진국 대비 상대적 부진 양상을 나타내는 신흥국 주식시장에도 긍정적 영향을 미칠 수 있을 것으로 예상

2014년 5월 이후 신흥국 경기선행지수 회복세 지속. 동아시아 수출 회복 속도 강화



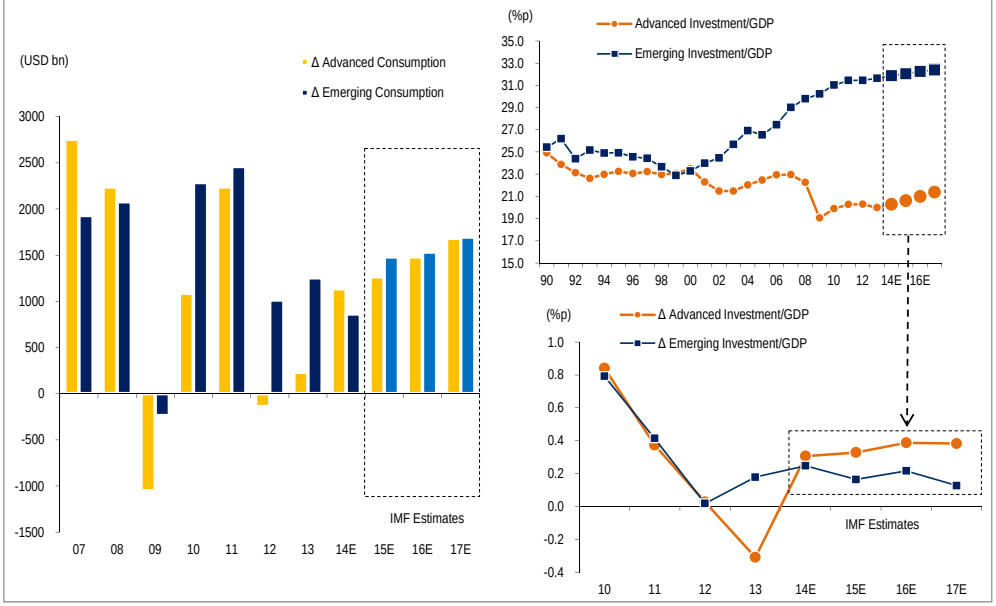
주: East Asia는 한국 및 중국, 대만
자료: IMF WEO(2014.Oct), OECD, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

[Rethinking Growth] 2. 2015년, 선진국 투자 vs. 신흥국 소비

- 2015년 이후 글로벌 성장 모멘텀 내 질적 변화 발생
- 선진국의 경우, 소비 외 투자 모멘텀(투자율 증분 변화)이 신흥국 대비 상대적으로 양호한 한편,
- 신흥국의 경우, 투자 보다는 소비 모멘텀은 2014년 대비 비교적 뚜렷하게 확대될 것으로 IMF 추정
- 글로벌 소비를 선진국 및 신흥국으로 양분할 경우에도, 2015년 이후 연간 소비 증분은 신흥국이 선진국 압도

2015년 이후 글로벌 성장 모멘텀: 선진국 소비 및 투자, 신흥국 소비



주: 선진국 및 신흥국 소비는 국내총소비
자료: IMF WEO(2014.Oct), 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

선진국 고정투자: 단기 미국, 중기 유로존, 장기 일본

* 선진국 투자 회복 배경

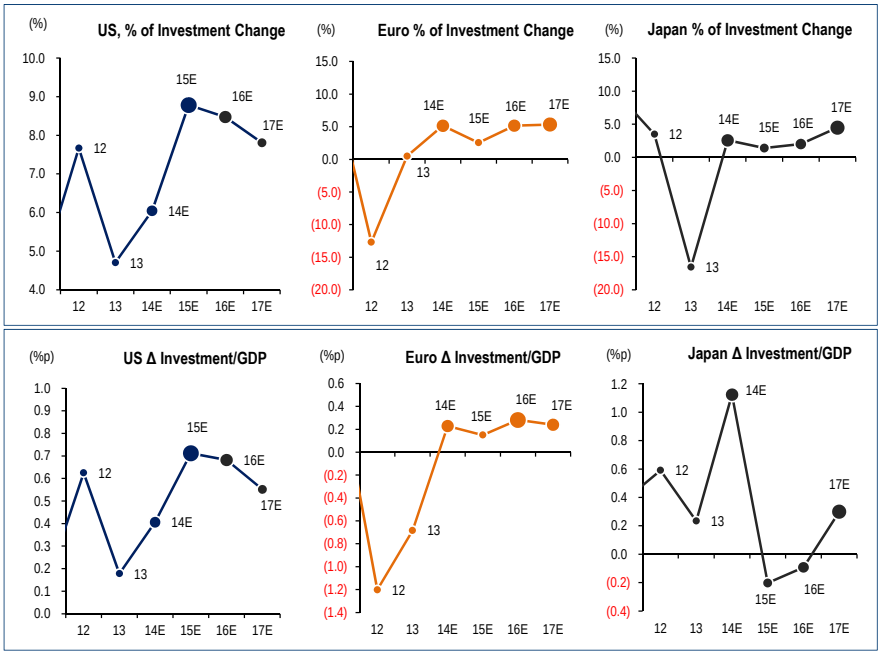
1)미국: ◎
기업이익(마진) 회복, 가동률 상승, 고용 확대, 레버리지 재개. 노동비용 뚜렷한 상승세 나타날 때까지 투자 확대 가능

2)유로존: △, ○
지속된 구조조정 이후 순차적 고용 회복 예상(스페인→프랑스, 이태리). 독일 고용 안정. 디레버리지 종료 임박. 저유가와 유로화 약세로 기업이익 바닥권 탈피

3)일본: X, △
단기 투자 회복 기대난. 다만, 양적완화 및 엔 약세로 인한 중장기 투자 회복 기대

- 선진국 투자의 경우, 2015년 미국, 2016년 유로존, 2017년 일본 등으로 점진적 회복 예상
- 미국의 경우, 2015년 8~9%의 높은 투자 증가율 예상(명목기준)

선진국 투자율(투자/GDP) 추이



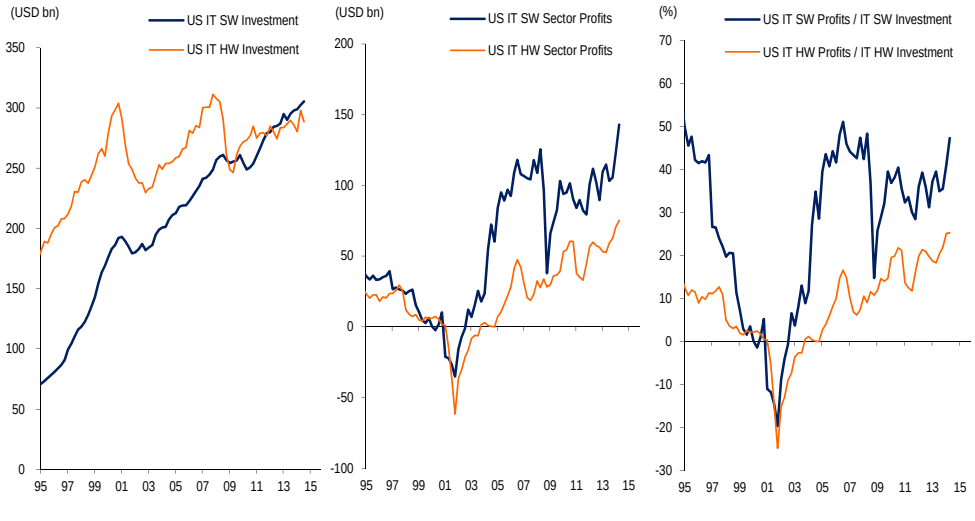
자료: IMF WEO(2014.Oct), 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

미국 IT 투자: HW < SW

- 미국 IT산업을 HW와 SW로 분해할 경우, HW 보다는 SW산업 전망이 상대적으로 양호할 전망
- 금융위기 이후 SW산업의 투자 규모가 HW를 압도한 한편, SW산업의 투자 추세 역시 HW 보다 양호
- SW산업의 이익 규모도 HW의 2배에 이르며, 투자수익률(ROIC) 확대 추세가 지속될 전망
- 물론 HW산업 역시 SW산업에 비해 상대적으로 열위에 있지만, 70년대 이후 가장 높은 투자수익률을 기록하는 등 향후 전망은 여타 산업 대비 상대적으로 양호한 것으로 판단됨

미국 IT산업 투자 및 이익 분해: IT SW산업의 투자와 이익, 그리고 투자수익률(ROIC) 모두 IT HW산업을 압도



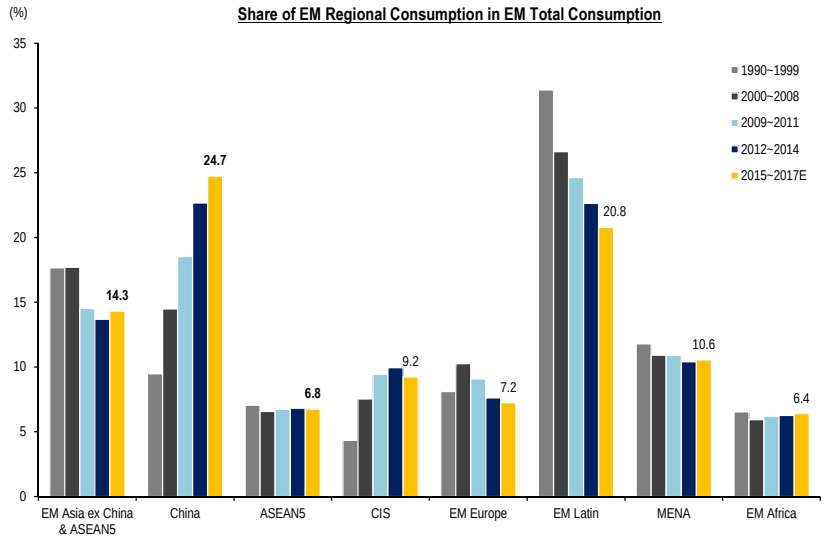
자료: US BEA, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

신흥국 소비: 중국 등 아시아가 주도

- 2015년 이후 신흥국 연간 소비 증분은 선진국을 압도
- 신흥국 소비 증가는 아시아가 주도. 2000년 이전 34% 수준에 불과하던 신흥국 내 아시아 소비 비중은 2000년대 들어 40% 이상 수준으로 확대. 2015년 이후 45% 이상으로 더욱 확대될 전망(IMF)
- 아시아 신흥국 내에서는 중국 소비 확대가 가장 괄목할 만하며, 중국 및 아세안 제외 아시아 신흥국(한국 및 대만 포함) 소비도 이전 대비 확대 반전될 것으로 추정

신흥국 내 지역별 소비 비중 추이 및 전망: 2015년 이후 중국 등 아시아 소비 확대가 신흥국 전체 소비 확대 주도



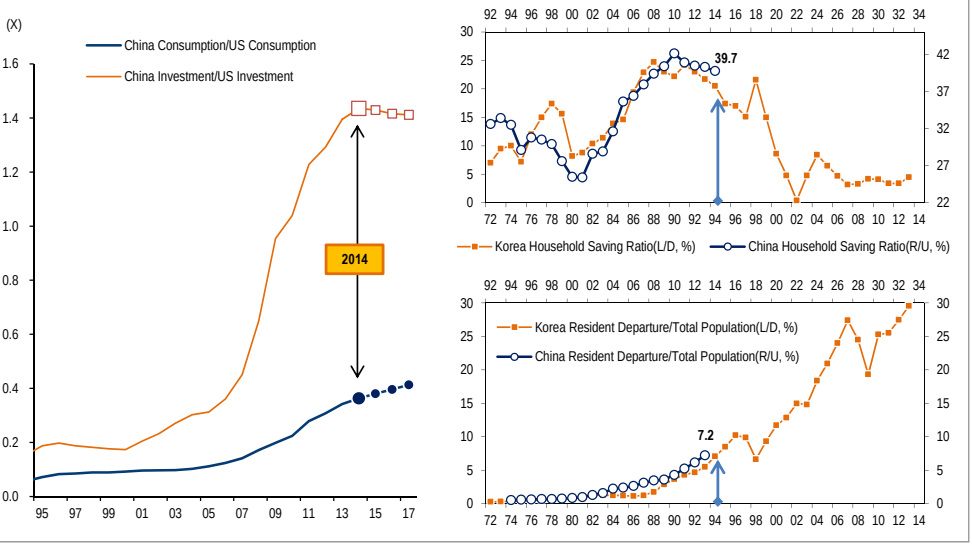
자료: IMF WEO(2014.Oct), 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

중국 소비 확대는 여전히 진행형

- 2014년 분기점으로 미국 대비 중국 투자는 하락 반전. 그러나, 중국 소비는 미국 대비 빠른 속도로 순항 예상
- 2013~2014년 중국 소비 여건과 현실은 과거 소비 주도 성장세를 구가했던 한국의 1990년대 중반과 유사한 것으로 평가. 개인소득, 개인저축률, 자동차 및 신용카드 보급률, 해외여행자 비중(총인구 대비) 등
- 과거 한국 경험 고려 시, 중국 소비는 중장기 관점에서 지속 확대될 것으로 추정. 소득 및 자산 외, 주된 소비 원천은 여전히 40%에 육박하고 있는 높은 개인저축률

소비 주도 성장 추구하고 있는 중국. 중국 소비 여건과 현실은 과거 한국의 1990년대 중반 수준으로 평가



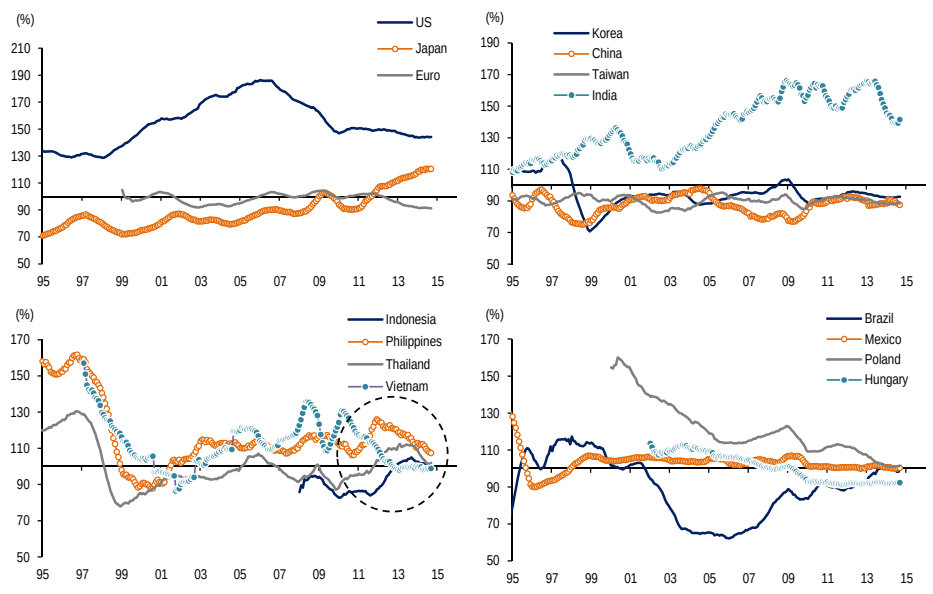
자료: IMF WEO(2014.Oct), NBS, BOK, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

글로벌 Supply Chain 변화의 수혜자, ASEAN

- 금융위기 이후 글로벌 Supply Chain의 변화 조짐 감지. 글로벌 교역에서 동아시아의 공급자 역할이 아세안과 일부 동유럽, 일부 중남미로 점진적 대체되고 있기 때문
- 주요 원자재 가격의 지속적 하락 속, 아세안의 경우 수출의존적 수입 확대라는 고질적 한계를 점진적으로 극복하며 외환위기 이후 동아시아가 거쳤던 구조적 변화를 자연스럽게 이어 받으며 교역을 통한 소득 확대 예상

주요국 수출 대비 수입 비중 추이(연율)

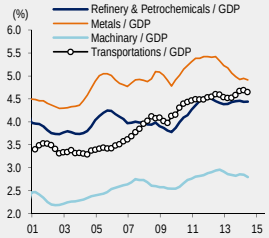


자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

[Rethinking Growth] 3. 한국 산업구조도 트렌드 변화에 적응 중

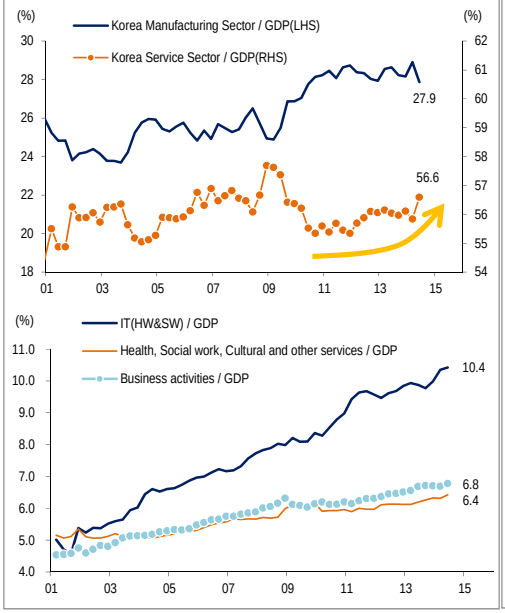
* 한국 제조업 생산의 GDP 대비 비중은 철강, 정유/화학, 기계, 운송장비 등 순으로 순차적으로 축소. 해당 산업의 노동생산성 역시 지속 둔화



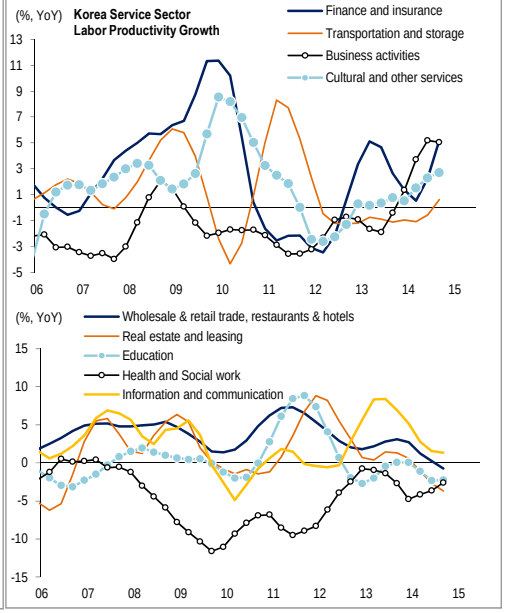
* 한국 서비스 수출 비중 턴어라운드 중. 건설/운송/IT 서비스 수출 확대 속, 여행/문화/여가 서비스 개선

- 한국 산업구조는 제조업 정체 속 서비스업 비중이 점진적으로 확대되는 긍정적 변화를 나타내고 있음
- IT SW, 의료 및 사회복지, 문화 및 여가, 사업서비스업이 서비스업 비중 확대 주도. 제조업의 전반적 생산성 악화 속, IT HW를 제외한, 운송장비, 정유 및 화학, 철강, 기계산업의 생산 비중이 점진적으로 축소
- 다만, 서비스업 내 정보서비스와, 의료 및 사회복지 부문의 생산성 개선 노력이 절실

한국 산업구조 변화 추이



한국 주요 서비스업종별 노동생산성 추이

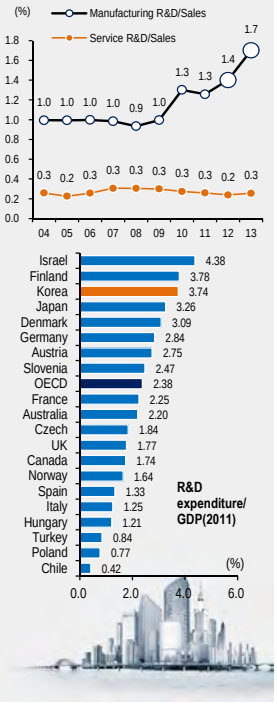


자료: BOK, KOSIS, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

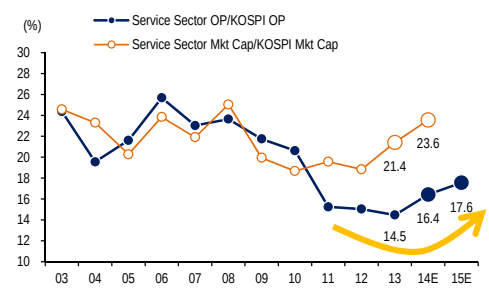
산업구조 변화에 대한 주식시장의 적응

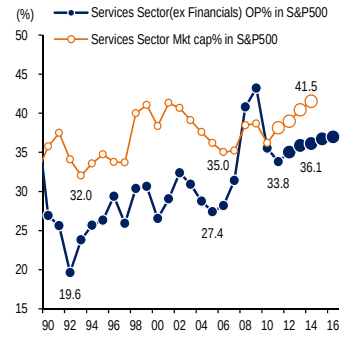
* 한국 제조업 경쟁력 저하 우려가 큰 것은 사실이지만, 중장기 관점에서 R&D 투자 및 지출이 꾸준히 증가하고 있는 점은 그나마 고무적



- 한국 서비스업 생산 비중이 점진적으로 증가하는 가운데, 주식시장 내 서비스기업들의 이익 및 시가총액 비중도 2013년 이후 확대 중(상대적으로 제조업 비중 뚜렷하게 축소). 다만 미국 내 서비스 비중과는 현저한 차이
- 미국 서비스업 내 **헬스케어**와 **미디어, 소프트웨어** 등이 전체 서비스업 이익 및 시총 확대 주도

한국(상)과 미국(하) 주식시장 내 서비스업 영업이익(OP) 비중과 시가총액 비중 추이





(OP% in S&P500)	1992	2005	2011	2014
Telecom Services	1.8	2.4	2.2	3.4
Health Care	11.9	**9.9**	**10.2**	**11.6**
Media	1.8	**1.6**	**4.1**	4.1
Software & Services	(4.3)	**5.3**	**8.9**	**9.5**
Retailing	3.1	4.0	3.5	3.3
Food&Staples Retaili	3.5	3.0	3.4	3.0
Consumer Services	1.7	1.2	1.5	1.3
Service(ex Financials)	**19.6**	**27.4**	**33.8**	**36.1**
Financials	7.7	22.7	14.4	17.1
Service Total	27.3	50.1	48.2	53.2

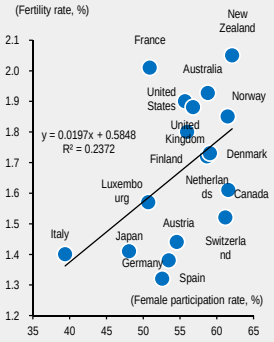
(Mkt Cap% in S&P500)	1992	2005	2011	2014
Telecom Services	1.4	1.8	2.8	2.3
Health Care	14.0	**12.3**	**11.3**	**13.7**
Media	3.6	3.6	**3.1**	**3.6**
Software & Services	**4.6**	**10.0**	**11.9**	**13.0**
Retailing	**3.6**	**3.8**	3.9	4.3
Food&Staples Retailing	5.4	3.1	3.1	3.0
Consumer Services	**1.6**	**1.6**	2.1	1.7
Service(ex Financials)	**34.1**	**36.2**	**38.1**	**41.5**
Financials	7.9	19.0	12.8	14.6
Service Total	42.0	55.1	51.0	56.1

자료: I/B/E/S, Bloomberg, DataGuide, BOK, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

[Rethinking Growth] 4.여성 경제활동 확대를 통한 출산율 제고

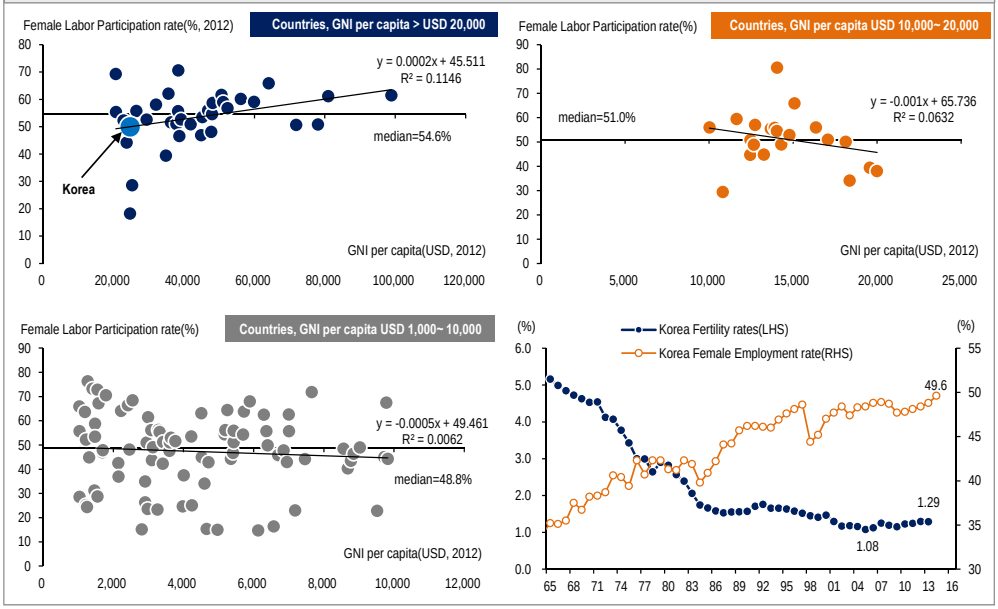
* 선진국의 경우, 일반 통념과 달리 여성 경제활동참가율 및 고용률이 높을 경우, 출산율도 상승하는 경향



* OECD 기준 여성 경제활동참가율 및 고용률 비교(2013)
- OECD: 62.6%, 57.5%
- 일본: 65.0%, 62.5%
- 한국: 55.6%, 53.9%

- 소득이 높은 선진국의 경우, 여성의 경제활동참가율 및 고용률이 상대적으로 높은 한편, 중/저소득 국가와 달리 여성의 경제활동참가율과 출산율은 양의 상관관계를 나타내고 있음
- 한국 역시, 2008년 이후 여성의 경제활동참가율 및 고용률 상승과 더불어, 출산율도 속도는 느리지만 상승 반전. 빠른 고령화로 인한 구조적 성장 동력 약화 극복 위해 출산율 제고 지원도 대안 중 하나. 경제적 이유에 근거한 저출산 문제는 여성 인력의 경제활동 참여 기반을 확대하는 방향으로의 지원이 필요해 보임

고소득 국가의 경우, 여성의 경제활동 참여 확대가 출산율 상승으로 귀결. 한국도 이러한 기반 마련이 절실



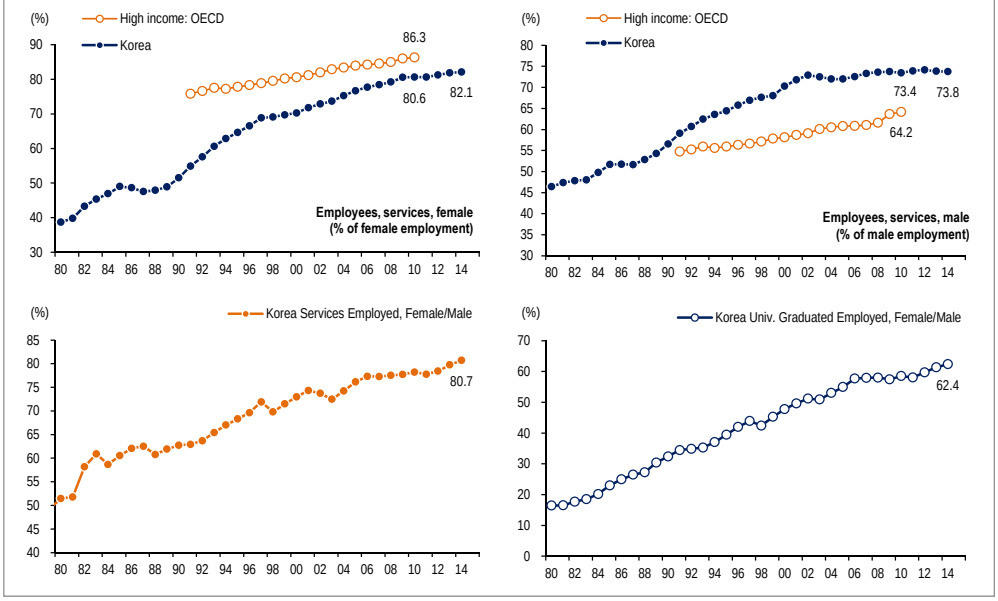
자료: Worldbank, KOSIS, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

한국 서비스업 고용의 질적 변화

- 한국의 산업구조 내 서비스업 비중이 점진적으로 확대되고 있고, 더욱 확대되어야 하는 상황 하에서, 한국의 여성 서비스업 종사자 비중은 꾸준히 증가. OECD 선진국의 여성 서비스업 종사자 비중이 86% 이상을 기록 중인 점에 비춰볼 때, 한국 여성의 서비스업 고용 비중 역시 추가 확대될 여지가 큰 것으로 판단
- 한국 내 상대적 관점에서 남성 대비 여성의 서비스업 내 고용자수 및 대졸 이상 고학력 고용자수 비중 추세적 증가 양상. 서비스업 확대와 더불어, 고학력 여성 경제활동 확대를 위한 인프라 확충이 필요할 것으로 판단

한국 서비스업 내 여성 고용률이 꾸준히 확대되는 한편, 과거와 달리 고학력 고용 인력이 꾸준히 확대되는 추세



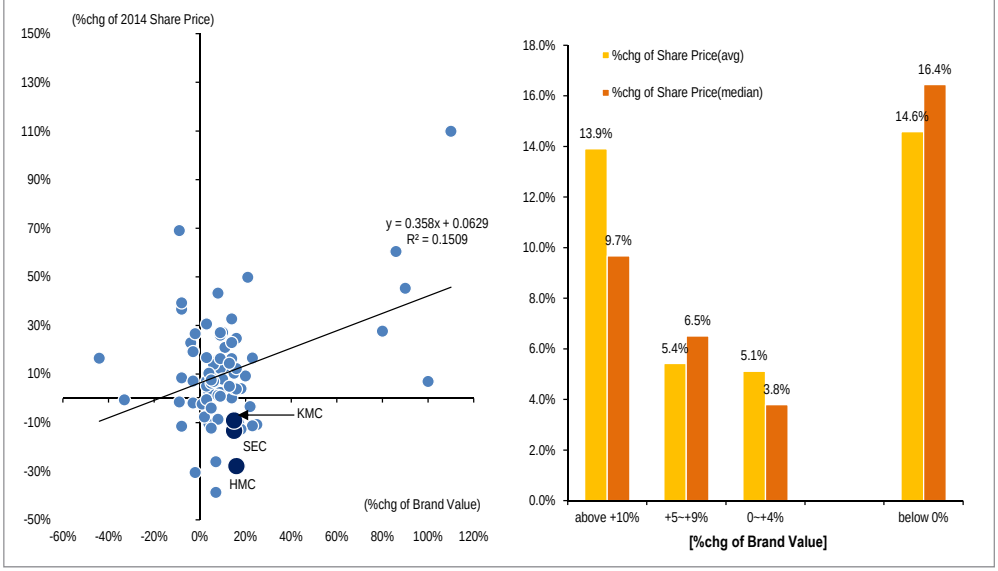
자료: Worldbank, KOSIS, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

[Rethinking Growth] 5. 브랜드 가치 제고의 중요성

- 글로벌 기업들의 브랜드 가치 변화와 주가의 상관계수는 2014년 중 0.39 수준으로 그리 크지 않아 보임
- 그러나 브랜드 가치가 상승한 기업들의 브랜드 가치와 주가의 상관계수는 0.52 이상으로 확대
- 즉, 브랜드 가치 하락과 달리 상승이 주가에 비교적 뚜렷하게 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타남
- 반면, 삼성전자, 현대차, 기아차 등이 InterBrand 기준 100위 이내 브랜드 가치를 지니는 한국 기업으로 선정되었고, 2012년 대비 2013~2014년 브랜드 가치가 상승했으나, 이후 주가는 하락세 지속되는 예외적 사례

글로벌 브랜드 가치와 주가 변화의 관계



자료: Interbrand, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

글로벌 Top 브랜드로의 신규 진입 → 안정적 성과 지속

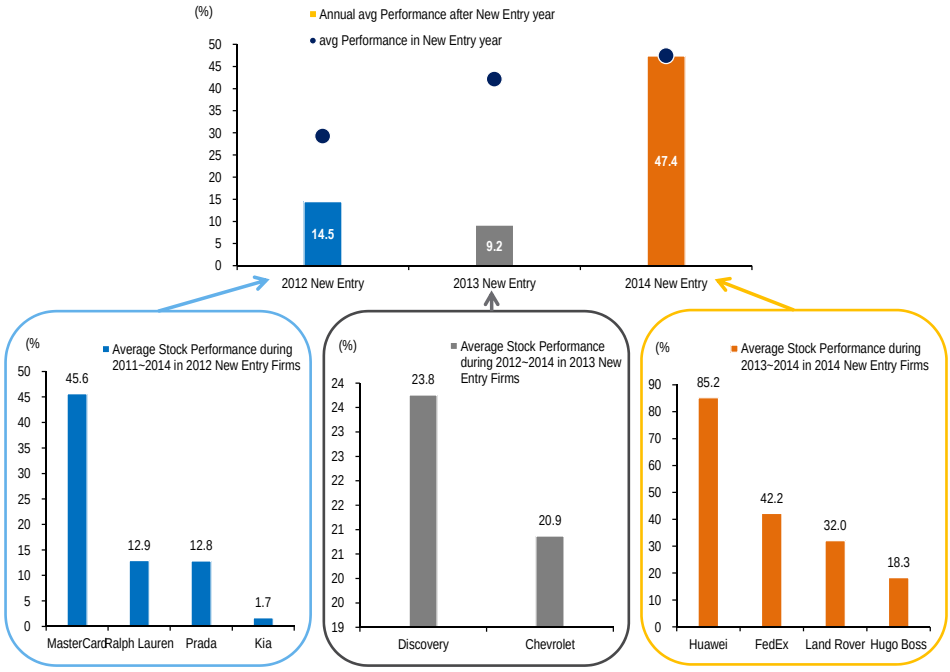
* 실증적으로 Top100 이내에 속해 있는 기업들의 100위 이내에서의 주가 변화 보다, 신규로 Top100 이내에 진입하는 기업들의 주가 변화가 더 뚜렷하게 나타남.

* 브랜드 가치가 높다는 것은 M/S 유지 및 확대가 가능하다는 점에서, 양적 팽창이 제한되고 있는 현 New Normal 시대의 기업 입장에서 가장 중요한 경쟁력 요소일 것으로 판단

* 한국 내 글로벌 Top 브랜드로 진입 가능 기업으로는, NAVER, CJ, 아모레퍼시픽, 호텔신라, 컴투스 등이 있는 한편, 브랜드 가치 높은 기업의 인수/합병 등도 차선의 대안이 될 전망

- 2012~2014년 중 매년 Top 브랜드로 신규 진입한 기업들의 주가는 이후 2~3년 동안 안정적 상승세 지속
- 중국 Huawei가 2014년 들어 글로벌 100대 브랜드로 신규 진입한 점은 상징성이 큰 변화로 평가됨

2012~2014년 중 매년 Interbrand 기준 Top100 이내에 신규 진입한 기업들의 중기 주가 성과



자료: Interbrand, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

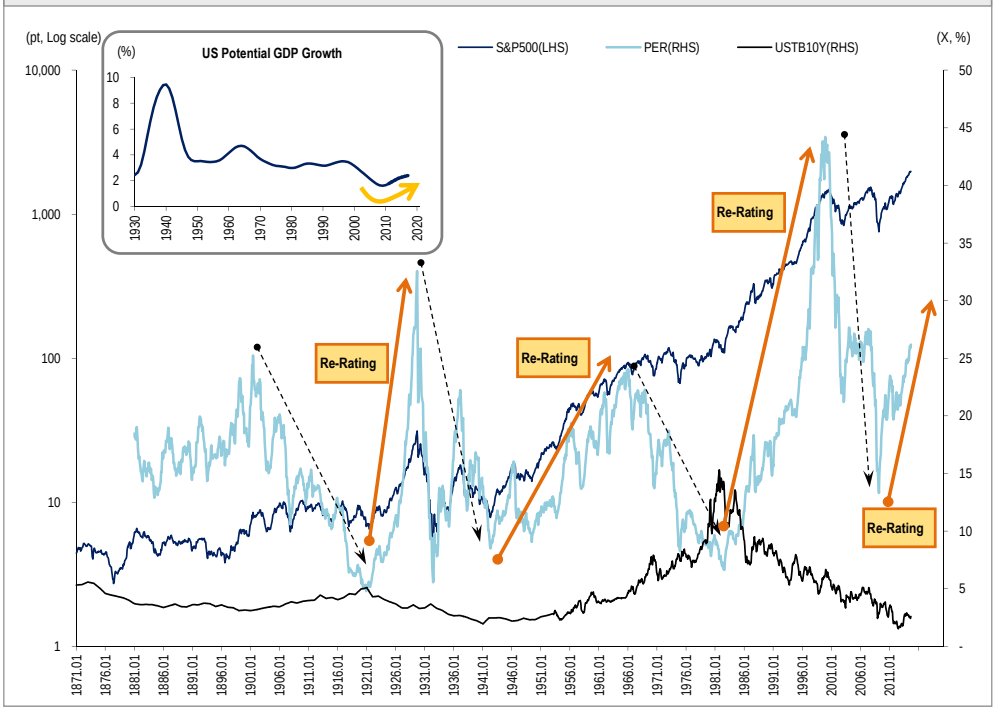
Part 2. Market Outlook & Strategy

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

[미국 주식시장] De-Rating → Re-Rating

- 장기 관점에서 반복되는 De-rating이 종료되고 미국은 Re-rating 국면 진입한 것으로 추정. 경험적으로 미국의 Re-rating은 평균 17년 정도 진행(10~24년 범위, 직전 De-rating 종료 시점은 2009년으로 추정)

미국 장기 주가 및 금리와 PER 추이: 2000년 이후 지속되던 디레이팅 종료 후 재평가 국면 진입 추정



자료: Robert J. Shiller's "Irrational Exuberance" Princeton University Press, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

[한국 주식시장] KOSPI 전망

- **2015년 KOSPI 1900~2200pt 범위 예상**
  2014년 대비 순이익 5% 내외 증가, CY P/E 9.5~11.0배 가정
- 현재 형성되고 있는 2015년 KOSPI 예상 EPS 대비 5% 내외 감익 가정하고, P/E 10% 정도 상승 가정 시, 현 주가 대비 10% 정도(8~12%)의 상승 여력 잠재

KOSPI 12MFEPS Revision(%) \ KOSPI 12-month Forward P/E(X)	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5
7.5	1,872	1,976	2,080	2,184	2,288	2,392	2,496	2,600
5.0	1,829	1,930	2,032	2,133	2,235	2,336	2,438	2,540
2.5	1,785	1,884	1,983	2,083	2,182	2,281	2,380	2,479
0.0	1,741	1,838	1,935	2,032	2,128	2,225	2,322	2,419
-2.5	1,698	1,792	**1,887**	**1,981**	**2,075**	**2,170**	2,264	2,358
-5.0	1,654	1,746	**1,838**	**1,930**	**2,022**	**2,114**	2,206	2,298
-7.5	1,611	1,700	1,790	1,879	1,969	2,058	2,148	2,237
-10.0	1,567	1,654	1,741	1,829	1,916	2,003	2,090	2,177

2015 EPS(E, CY) Revision(%) \ 2015(E, CY) P/E(X)	8.5	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0
7.5	1,934	2,048	2,162	2,276	2,390	2,503	2,617	2,731
5.0	1,889	2,001	2,112	2,223	2,334	2,445	2,556	2,667
2.5	1,844	1,953	2,061	2,170	2,278	2,387	2,495	2,604
0.0	1,799	1,905	2,011	2,117	2,223	2,329	2,435	2,540
-2.5	1,754	1,858	**1,961**	**2,064**	**2,167**	**2,270**	2,374	2,477
-5.0	1,709	1,810	**1,911**	**2,011**	**2,112**	**2,212**	2,313	2,413
-7.5	1,664	1,762	**1,860**	**1,958**	**2,056**	**2,154**	2,252	2,350
-10.0	1,619	1,715	1,810	1,905	2,001	2,096	2,191	2,286

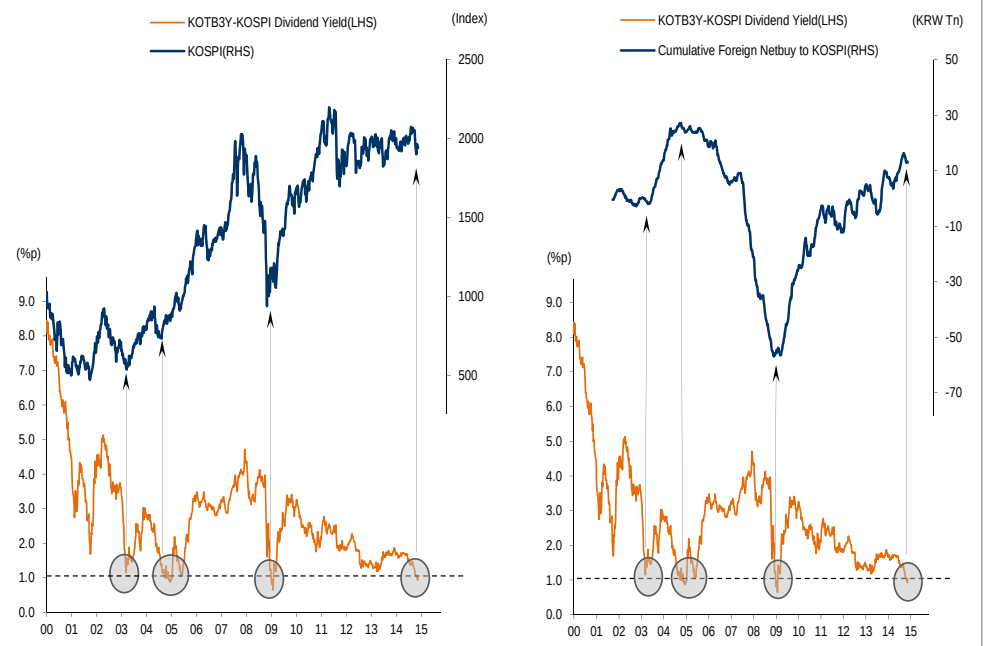
자료: I/B/E/S, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

KOSPI, 기술적 매수 시점

- 현재 국고3년 금리 2.20%, KOSPI 배당수익률 1.16%로 양자간 차이는 1.04%p 기록 중(2014.11)
- 경험적으로 양자의 차이가 1.0%p 전후에서 KOSPI Rock Bottom 형성 및 이후 추세적 상승세 기록

경험적으로 국고3년 금리와 KOSPI 배당수익률 격차 1.0%p 전후에서 KOSPI는 상승 반전 및 상승세 지속



자료: Datastream, Bloomberg, KRX, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

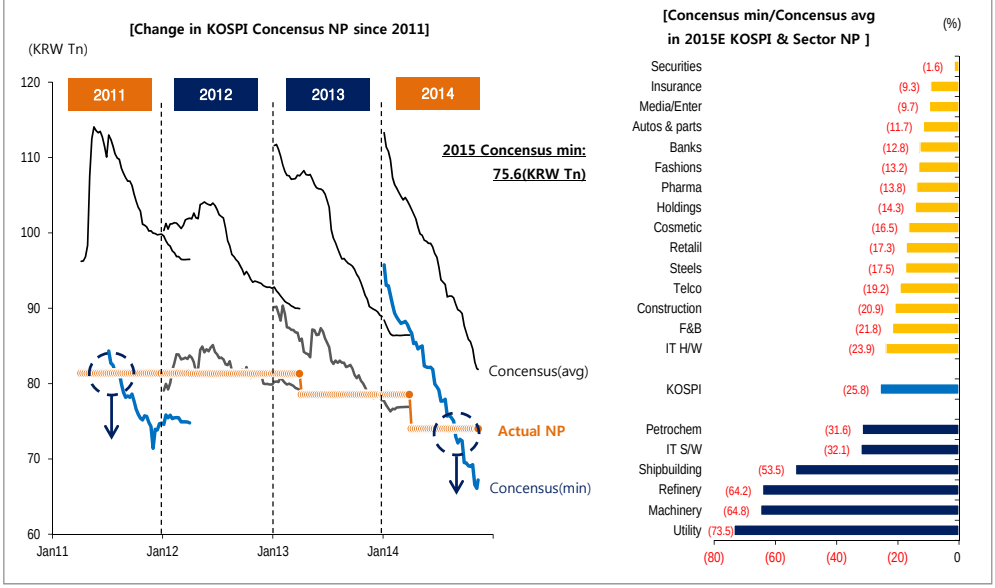
KOSPI 순이익 전망, 애널리스트 항복이 이른 시점부터 진행

* 실적 전망이 이전 대비 뚜렷하게 보수적으로 형성되고 있는 점은, 애널리스트들의 항복이 뚜렷하게 진행된 점에서 향후 주가 전망에 결코 부정적이지는 않을 것으로 판단

* 지난 2011년 이후에도 유사한 현상이 벌어졌고, 2012년 실제 실적은 2012년 초 형성된 최소추정 실적을 상회한 경험 상기할 필요

- KOSPI 순이익은 2004~2009년 50조원의 6년 정체기를 지나, 2010년 이후 5년째 80조원 내외의 정체기 지속
- 다만, 2014년의 경우, 애널리스트들의 보수적 편향이 뚜렷해지는 가운데, 지난 2011~2012년과 유사한 모습이 전개될 가능성도 잠재. 즉, 2014년 순이익 최소추정치(min)가 66조원 수준까지 급락한 가운데, 2015년도 75.6조원 정도에 불과. 지난 2011년과 2012년 상황을 상기시키며 보수적 추정의 극한까지 애널리스트의 항복이 진행된 것으로 판단
- 섹터별 최소추정치 점검 시, IT SW, 유틸리티, 시클리컬의 2015년 실적 전망의 극단적 하향 조정 진행 중으로 판단

2011년 이후 KOSPI 및 업종별 순이익 컨센서스 변화 추이



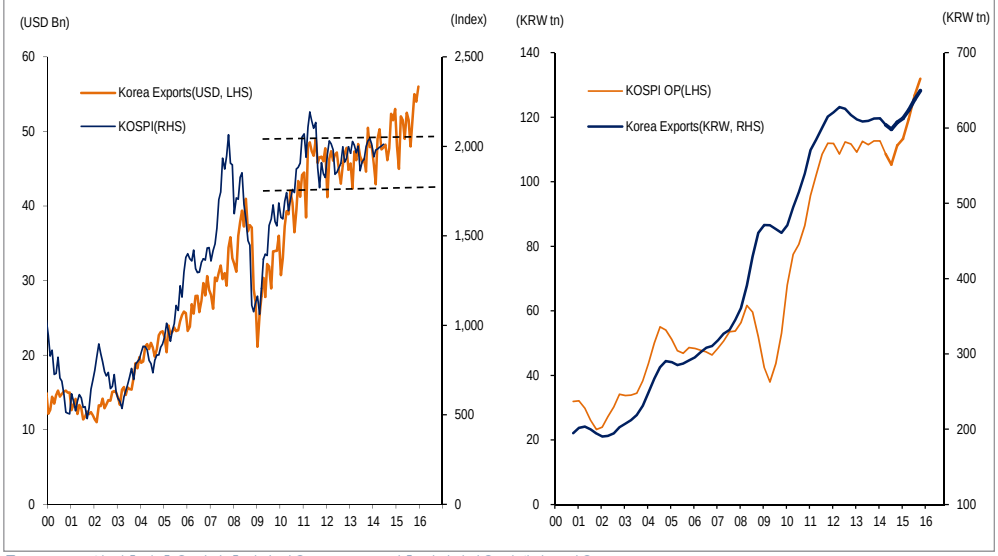
자료: DataGuide, KRX, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

KOSPI 박스권 탈피 조건: (1)수출 회복

- 2011년 하반기 이후 KOSPI는 1750~2050pt의 박스권 내 정체된 움직임 지속
- Why?
  1)Macro: 글로벌 수요 부진 속 **수출 규모 정체**, 디스인플레 환경(기업의 가격 전가력 약화) 등
  2)Micro: 기업 매출 및 이익 규모 정체(분기별 기업이익 12~25조원 사이 급등락), ROE 개선 지연 등
- 돌파구는? 글로벌 수요 동반 회복 속 수출 확대, 인플레 복원, 기업 가동률 회복과 ROE 개선 등
- **환율 상승 속 원화기준 수출 회복세 뚜렷해질 경우 국내 기업 채산성 개선 및 주가 박스권 돌파 가능할 전망**

KOSPI 중기 박스권 정체는 수출 및 기업이익 규모 정체에 기인. 그러나...



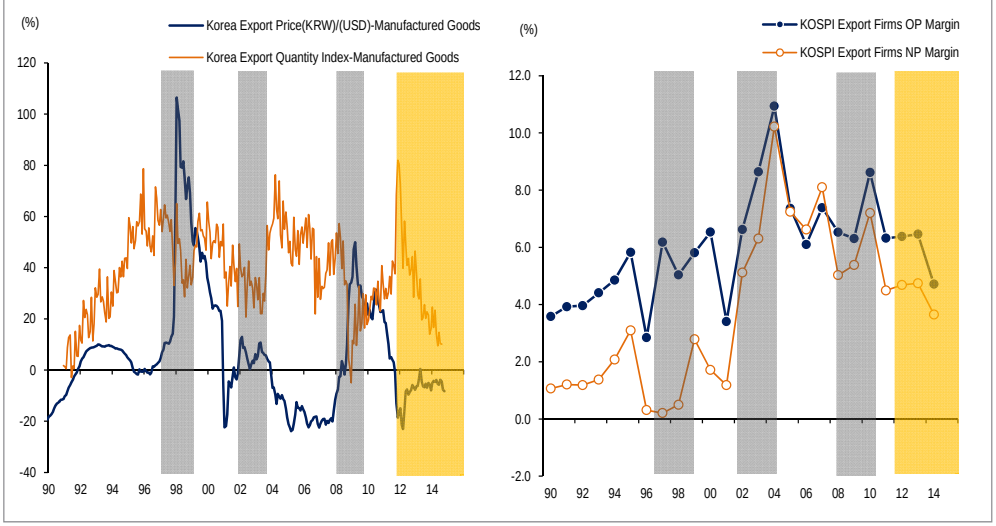
주: 2014.10월 이후 수출은 당사 추정치 이용. 2014.3Q 이후 기업이익은 컨센서스 이용
자료 : DataGuide, KITA, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

KOSPI 박스권 탈피 조건: (2)원달러환율 상승과 마진 개선

- 현재 한국 수출물량 증가율은 지속적 둔화 국면. 특히 지난 2012년 이후 수출물량 둔화와 원달러환율 하락 속 달러기준 수출단가 인상이 제한을 받으며 공산품 수출의 마진이 지속적으로 악화되고 있는 상황
- 이렇듯 출물량 둔화 국면에서 수출기업의 마진 개선은 원달러환율 상승을 통해 극복되었던 경험 다수
- 4Q14 이후 진행되고 있는 원달러환율 상승은 국내 수출기업의 마진 개선을 통해 전반적인 기업이익 회복에 기여할 것으로 추정 가능
- 더불어 글로벌 수요 회복으로 수출물량 증가 폭 또한 확대 반전될 경우, 예상 외 이익 개선 나타날 가능성 잠재

수출 물량 증가세 둔화 구간에서 수출기업의 마진 개선 방안은?



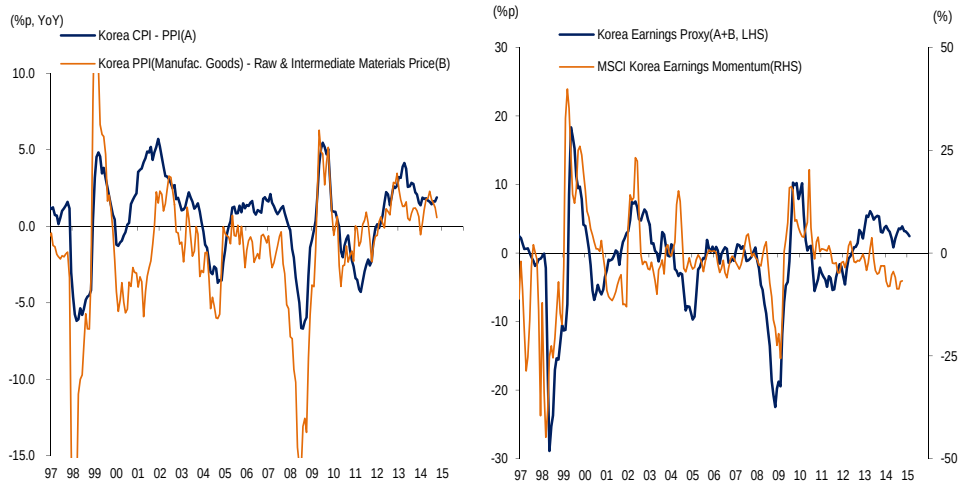
자료: BOK, DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

KOSPI 박스권 탈피 조건: (3)인플레 정상화 속 ROE 회복

- 대내적으로 디스인플레 압력 지속 중. 소비자물가(CPI)의 경우, 서비스 보다는 상품 물가 하락이 이례적으로 낮은 국내 소비자물가의 주된 배경
- 한편, 원자재 가격 하락으로 인한 원재료 및 중간재 물가 안정에도 불구하고, 공산품(최종재) 가격 상승이 제한된 탓에, 제조 마진 대용치(B) 개선이 지연. 오히려 유통 마진 대용치(A)는 완만하게 개선될 징후 감지
- A와 B를 고려한 기업이익 대용치는 실제 MSCI Korea 이익 모멘텀에 4~5개월 정도 선행. 문제는 해당 지표가 여전히 둔화 양상을 나타내고 있어 2015년 초반까지 뚜렷한 이익 모멘텀 회복을 기대하기 쉽지 않은 상황

물가로 추정한 기업이익 대용지표와 실제 기업이익 모멘텀 추이



자료: I/B/E/S, 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

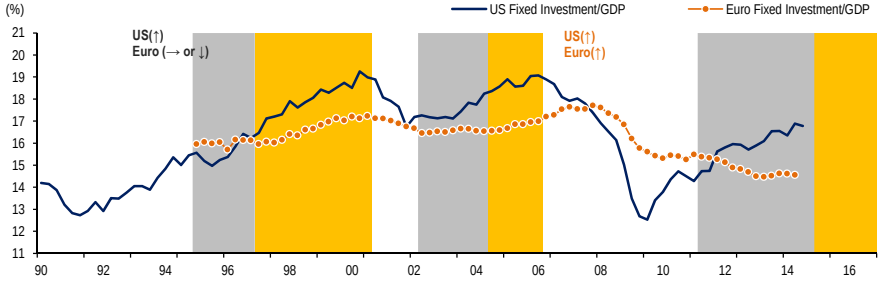
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

[투자전략] 선진국 투자 동반 회복 시, 주식시장 내 유망 업종은?

* 선진국 고정투자 회복 시 일반적 통념과 달리 '필수소비재' 업종이 지속적 강세를 나타낸 점은 특이점. 이는, 선진국 고정투자 회복 및 확장이 기본적으로 원유 및 원자재 가격 안정 시기에 나타났던 점에 연유하는 것으로 판단

- 현 국면은 유일하게 미국 고정투자만 회복되며 미국 주식시장이 가장 우월한 성과 기록하는 과거 패턴 재현
- 만약 미국에 이어 유로존 고정투자도 2015년 이후 회복되어 미국과 유로존 투자가 동반 회복된다면, 한국 주식시장에도 긍정적 영향 미칠 전망. 해당 국면 경험적 승자는 제반 소비재 등 내수업종과 일부 산업재

선진국 투자 회복 기간 주식시장 성과 점검: 미국 회복 + 유로존 부진 국면 vs. 미국 및 유로존 동반 회복 및 확장 국면



Fixed Investment: US(↑)+Euro(→ or ↓)

	1Q95~1Q97	2Q02~2Q04	1Q11~3Q14
S&P500	51.2	15.3	48.8
Euro Stoxx	42.3	(10.3)	10.8
KOSPI	(27.3)	5.8	(4.1)

	1Q95~1Q97	2Q02~2Q04	1Q11~3Q14
MSCI Korea	(31.5)	10.0	(6.7)
Energy	(46.5)	110.9	(63.5)
Materials	(40.4)	7.3	(44.2)
Industrials	(45.0)	28.4	(33.6)
Cons. Dis	(36.1)	18.5	(6.9)
Cons. Sta	**(11.7)**	**35.5**	**61.8**
Health Care	(11.3)	32.6	24.4
Utilities	(4.5)	(15.5)	75.0
Telecom	13.9	(31.9)	52.9
Financials	(38.7)	(30.7)	(14.2)
IT	(52.9)	42.0	30.9

Fixed Investment: US(↑)+Euro(↑)

	2Q97~3Q00	3Q04~1Q06
S&P500	89.7	13.5
Euro Stoxx	130.0	37.1
KOSPI	(9.5)	73.0

	2Q97~3Q00	3Q04~1Q06
MSCI Korea	15.4	57.0
Energy	(9.3)	27.1
Materials	(25.9)	37.6
Industrials	(73.7)	109.0
Cons. Dis	70.7	50.6
Cons. Sta	**20.3**	**62.0**
Health Care	(39.1)	131.3
Utilities	8.5	87.6
Telecom	599.9	7.6
Financials	(20.7)	122.9
IT	18.4	36.2

자료: US BEA, Bloomberg, MSCI, KRX, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

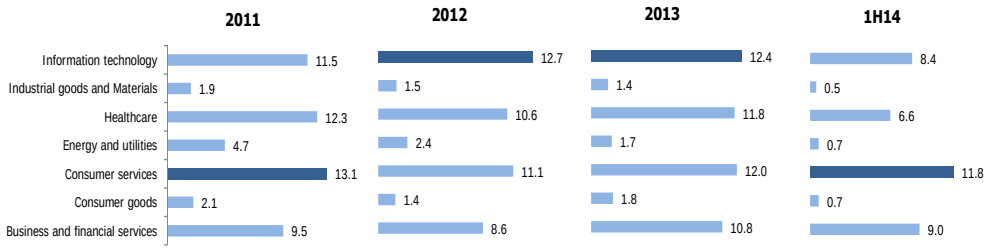
2014년 Venture Capital 투자에서 얻는 업종 선택 함의

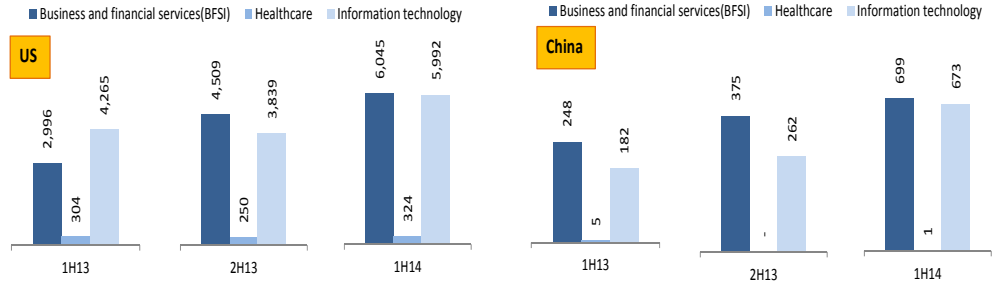
* 최근 VC가 급증하고 있는 중국의 경우, 금융 및 IT에 자금 집중

* Consumer Services: Consumer Information Service, Media & Contents, Retailers, Travel & Leisure

* Business & Financial Services: Business Support Services, Financial Institutions & Services, Wholesale Trade & Shipping

- 금융위기 이후 VC 투자는 지속적으로 확대. 2014년의 경우, 2013년 대비 45% 이상 급증 추정(EY 보고서)
- 2011~2013년 중 VC 투자가 집중됐던 산업은 **IT > Consumer Services > Healthcare**
- 반면, 2014년 역시 **Consumer Services**에 대한 투자가 지속된 한편, 기존 IT 및 Healthcare 산업 대비 **Business & Financial Services**에 대한 투자가 상대적으로 크게 확대
- **2015년: 기존 소비재 서비스 비중 확대 유지**하되, **글로벌 사업 및 금융서비스 업종에 대한 투자 확대** 또한 고려해 볼 상황





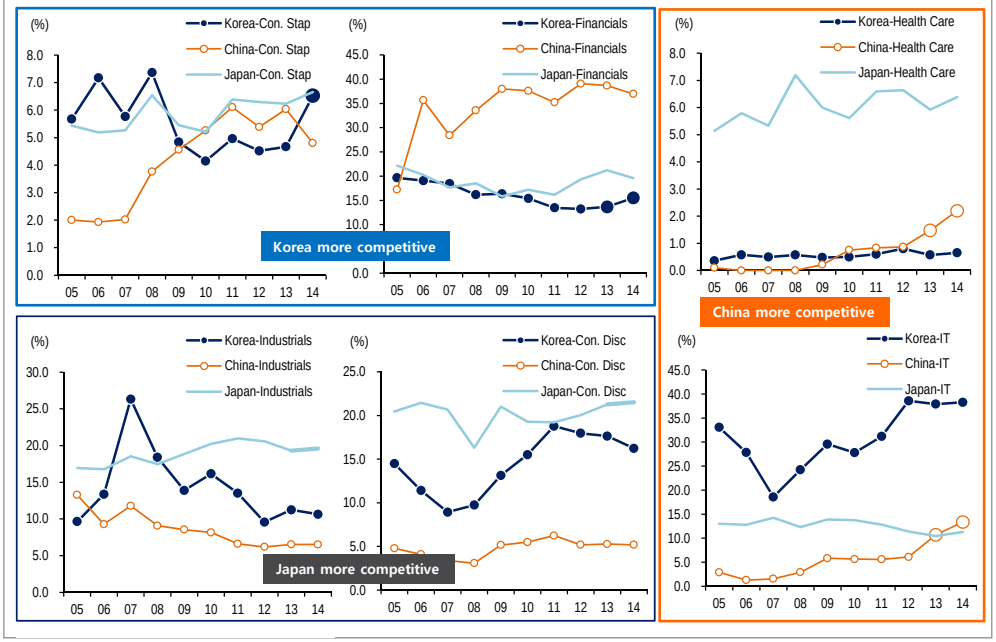
자료: EY, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

한국 및 중국, 일본 산업간 주식시장 내 경쟁력 변화 과정 진행?

- 주식시장 내 섹터별 시가총액 비중을 한국 및 중국, 일본 등 3개 국가를 짝지어 점검한 결과, 일부 섹터 내에서는 나름 경쟁력을 바탕으로 한 변화가 유발되고 있는 것으로 추정
- **한국 필수소비재와 금융, 중국 헬스케어와 IT, 일본 산업재와 경기소비재** 시총 비중이 상대적으로 확대

MSCI 기준 한국 및 중국, 일본 주식시장 내 섹터별 시가총액 비중 변화

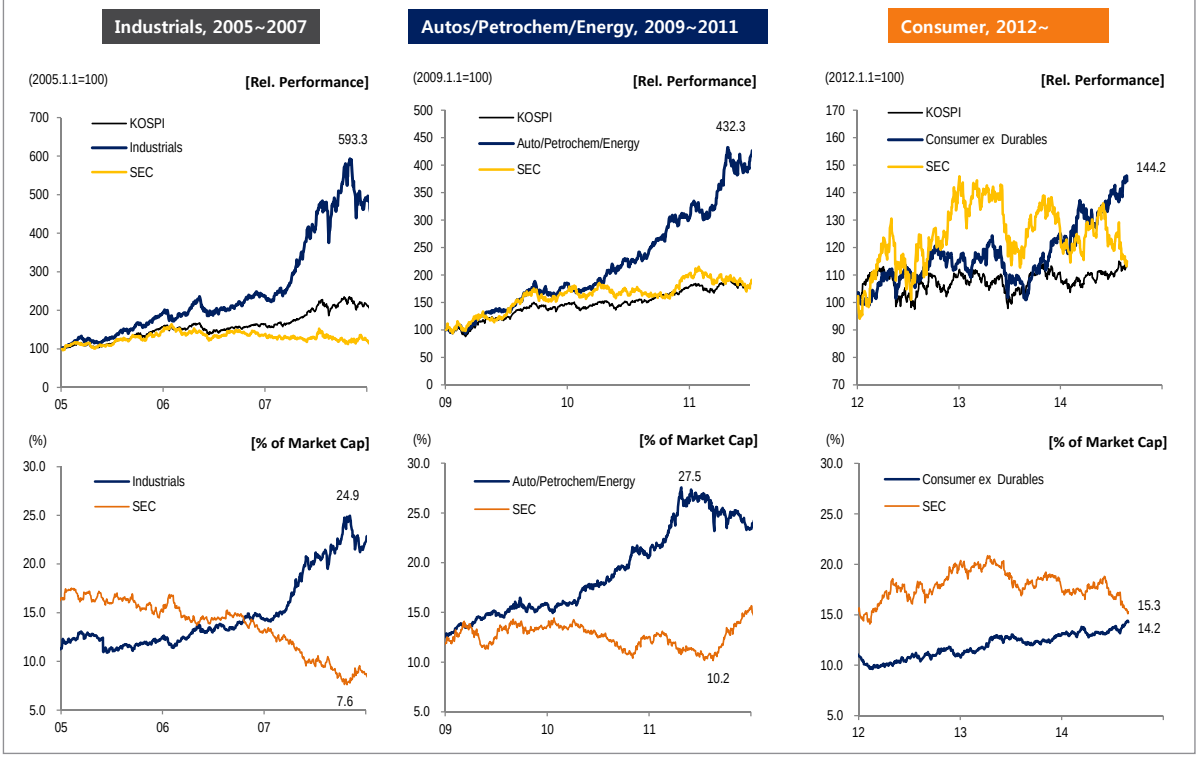


자료: MSCI, I/B/E/S, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

한국 소비재에 대한 판단

소비재 업종 전반적으로는 2007년 산업재나 2011년 차화정에 비해 버블 기미는 약한 상황



자료: KRX,DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

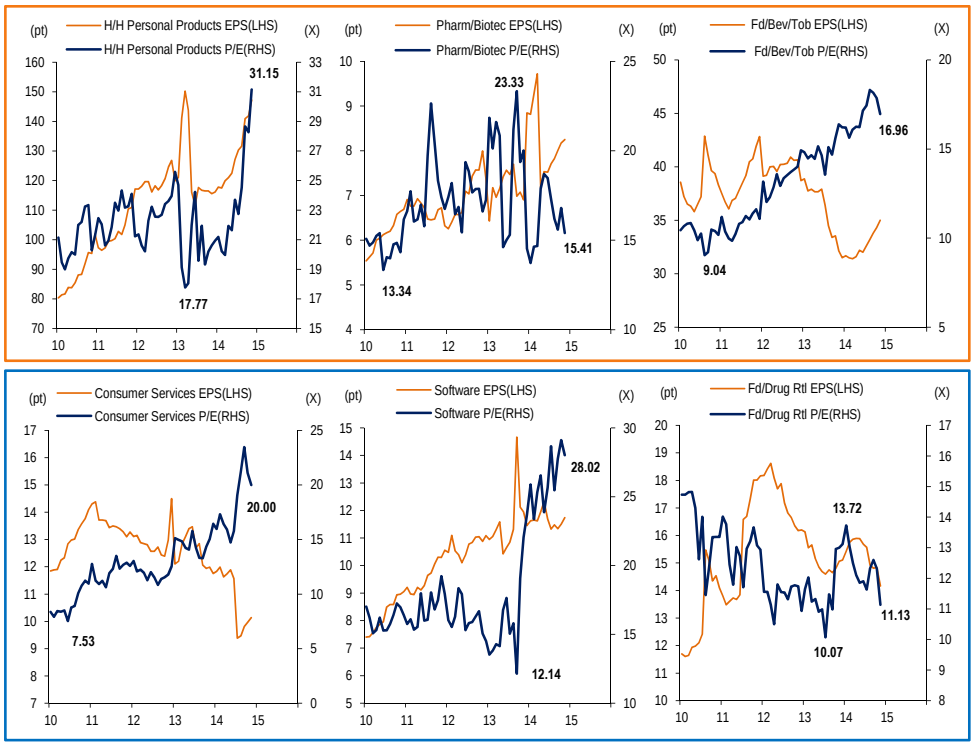
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

소비재 내 집중 및 확산: 생활용품(화장품), 제약/바이오, 음식료 선호

* 범소비재(서비스 포함) 업종 내 컨슈머 서비스와 IT SW에 대한 중장기 최선호 의견 유지.

다만, 소비재 업종 내 실적과 밸류에이션 관점에서 볼 때, 해당 업종 대비 상대적으로 약한 움직임을 보인, 제약/바이오, 음식료 업종으로의 매기 확산도 필요할 전망

주요 소비재 세부 업종별 PER 및 EPS 추이



자료: KRX,DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

한국 시클리컬의 변신: 수출 상대국 변화 관점에서의 투자전략

- '시클리컬 업종=중국 경기' 구도에 변화 발생. 2014년 들어 주요 시클리컬 업종 제품들의 수출 상대국 다변화. 즉, 기존 중국 및 아세안 등 신흥국에서 미국 및 EU 등 주요 선진국으로 수출 상대국 다변화
  → 선진국향 경기민감업종 내 제품들의 수출 확대는 순환적 복원을 넘어 새로운 트렌드로 판단
- 철강 및 석유화학, 석유제품, 일반기계 등 대표적 경기민감업종 내 제품들의 수출 상대국 변화에 집중한 투자 전략 결론: **철강 > 기계 > 석유화학 > 정유** 순 선호
- 철강제품과 일반기계: 금년 들어 선진국향 수출 증가 규모가 신흥국향 수출 감소 규모를 모두 상쇄하며 총수출 규모 확대 추세. 그 중심에 미국 및 EU 등 선진국이 위치. 이미 철강제품의 No.1 수출 상대국은 중국에서 미국으로 바뀌었고, G3(선진국)향 일반기계 수출 규모는 사상 최대 수준 돌파
- 석유화학제품도, 대중국 수출 감소를 미국과 EU향 수출 증가가 상쇄시키고 있는 중. G3향 수출 규모 역시 이미 사상 최대 수준을 넘어섰고, 중국향 수출 비중은 46%대로 축소
- 다만, 석유제품(정유)은 중국 및 선진국향 수출이 모두 부진한 가운데, 아세안 제외 시 뚜렷한 수요 개선 미미

[Amount of Change in Korean Exports During 2013 & 1Q14~3Q14(USD mn)]

	Steel Prod.	US	EU	JP	G3	China	ASEAN
2013	(4,475)	(307)	58	(928)	(1,177)	123	(1,455)
2014.1~3Q	**2,507**	1,288	273	487	**2,047**	352	**(481)**

	Petrochem	US	EU	JP	G3		China
2013	2,495	(435)	509	(121)	(46)		1,828
2014.1~3Q	**253**	554	623	(622)	**554**		**(809)**

	Refinery	US	EU	JP	G3	China	ASEAN
2013	(3,311)	611	280	(152)	740	(1,598)	(1,409)
2014.1~3Q	**(53)**	(526)	97	(871)	**(1,300)**	(1,395)	2,757

	Machinery	US	EU	JP	G3	China	Mid East	ASEAN	EM
2013	(1,499)	(211)	68	(195)	(337)	219	(2,248)	874	(1,061)
2014.1~3Q	**1,130**	551	797	210	**1,559**	(713)	124	(193)	**(1,304)**

자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

2015년 유망 기업: Sustainable ROE Generators!

- 중장기 유망 기업 선정 기준
  1)과거 10년 동안(2004~2013년) 개별 기업 ROE가 KOSPI ROE를 지속 상회하고,
  2)2014년 포함 향후 3년 동안에도 KOSPI ROE를 지속 상회할 것으로 예상되는 기업
  3)더불어 2014~2016년 중 ROE 절대값이 지속 확대되는 기업은 특히 주목할 필요

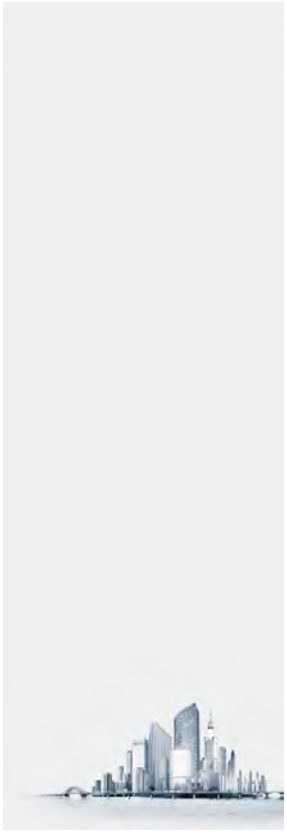
Code	Company	시가총액 (백만원)	2004 ROE(%)	2005 ROE(%)	2006 ROE(%)	2007 ROE(%)	2008 ROE(%)	2009 ROE(%)	2010 ROE(%)	2011 ROE(%)	2012 ROE(%)	2013 ROE(%)	2014E ROE(%)	2015E ROE(%)	2016E ROE(%)
	KOSPI		15.9	13.8	11.8	12.2	6.8	8.1	11.5	10.5	9.6	8.6	**8.1**	**9.5**	**9.2**
A017670	SK텔레콤	22,770,291	22.9	24.3	16.5	15.8	11.5	11.7	N/A(IFRS)	14.0	9.8	13.0	13.1	14.5	14.0
A086280	현대글로비스	10,275,000	63.0	31.1	16.4	16.9	20.5	26.0	N/A(IFRS)	27.2	29.2	22.6	22.8	19.1	18.6
A035250	**강원랜드**	7,092,128	28.2	25.7	18.8	19.8	19.3	22.2	N/A(IFRS)	17.5	13.2	12.2	**14.9**	**15.1**	**15.1**
A021240	코웨이	6,455,345	16.6	29.2	19.2	24.0	22.9	24.0	N/A(IFRS)	22.8	12.4	28.4	27.3	27.7	26.9
A018880	한라비스테온공조	4,483,920	22.6	16.2	13.3	14.4	11.6	16.3	N/A(IFRS)	18.8	17.5	20.5	19.9	20.2	19.4
A005830	동부화재	3,936,480	22.7	21.4	19.1	36.1	27.6	22.5	N/A(IFRS)	18.0	19.4	10.1	14.0	13.2	13.8
A012750	**에스원**	2,830,939	17.1	20.1	20.9	23.6	22.1	16.4	N/A(IFRS)	18.0	13.4	10.0	**13.7**	**15.6**	**16.8**
A122900	아이마켓코리아	1,004,616	25.5	25.9	29.8	23.4	18.4	24.0	N/A(IFRS)	12.6	12.7	11.7	12.1	12.6	12.6
A058470	리노공업	545,677	30.2	27.3	24.7	21.6	17.6	12.0	N/A(IFRS)	19.6	22.0	20.1	20.8	20.5	20.4
A130660	**한전산업**	215,160	20.9	25.0	81.3	15.9	23.0	10.9	N/A(IFRS)	19.0	11.2	15.4	**19.4**	**25.7**	**26.4**

자료: DataGuide, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

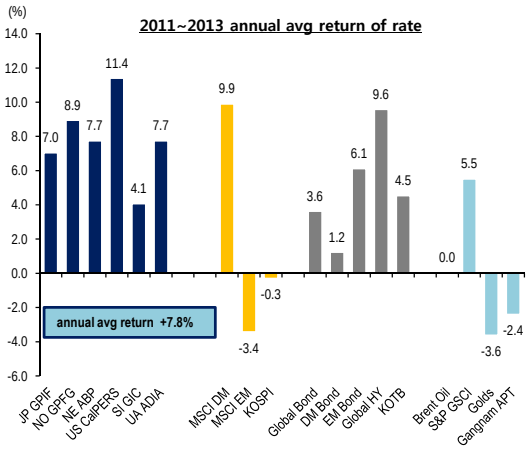
Part 3. Macro & Market Issues

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

[Issue] 1. 해외 연기금 성과로 본 분산 및 해외투자의 중요성



글로벌 성장 정체 국면 중 제반 해외 연기금 및 개별자산 성과 점검



(%)	Equity		Bond		AI(&Others)
	Domestic	Foreign	Domestic	Foreign	
JP GPIF	17.3	16.0	53.4	11.1	2.3
NO GPFG	62.0		37.0		1.0
NE ABP	35.4		39.0		25.6
US CalPERS	53.1		18.9		28.0
CN CPPIB	8.5	40.2	33.6		17.7
SW SP	11.8	36.5	17.4	15.0	19.3
SP GIC	48.0		36.0		16.0
UAE ADIA	55.0		23.0		22.0
avg	48.0(12.5/30.9)		35.6(35.4/13.1)		16.5

자료: 각 연기금, Datastream, Bloomberg, KB, 미래에셋증권 리서치센터

- 단일 국가 및 단일 자산 투자 보다 해외자산을 활용한 분산투자의 중요성 확대 국면
- 글로벌 경제가 정체 양상을 나타냈던 2011~2013년 중 단일자산 투자의 경우, 자산별 극심한 양극화 및 차별화로 불안정한 성과 기록

- 그러나 일찍이 해외자산을 활용하여 분산투자에 나서고 있는 해외 연기금의 운용성과는 지난 3년간 연평균 7.8%의 양호한 성과 기록
- 주식 및 채권, 그리고 대안투자 등으로의 자산배분과 더불어, 국내와 해외자산으로의 분산투자가 이러한 안정적 수익률을 제공한 것으로 평가됨

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

중장기 GDP와 CPI로 접근하는 국가 및 자산 선택

* 기본 아이디어는,
1)이전 10년 및 이전 3년 대비 향후 3년 평균 GDP%가 개선되어야 각각 (+)값을 가지는 한편,
2)향후 3년 평균 CPI%가 이전 3년 평균 대비로는 높아지되(+, 디스인플레 탈피), 이전 10년 평균 보다는 낮은(-, 인플레 안정) 국가를 주식 투자에 가장 우호적 국가로 선별

- 직전 3년(2012~2014년) 및 이전 10년(2005~2014년) 대비 향후 3년(2015~2017년) GDP성장률 및 CPI 상승률 전망치 조합으로 볼 때, **주식 투자가 유리한 국가는 미국, 호주, 덴마크, 그리스, 한국, 체코, 헝가리** 등으로 예상되는 한편, **채권 투자가 유리한 국가는 몰타, 몽골, 스리랑카** 등으로 예상
- 여타 국가는 주식과 채권 선호를 뚜렷하게 구분하기 어려운 국가로 평가됨

	avg	Equity Best	Equity 2nd Best	Equity + Bond			Bond 2nd Best			Bond Best
GDP%	(2015~2017)E - (2012~2014)	+	+	+	+	+	-	-	-	-
	(2015~2017)E - (2005~2014)	+	-	+	-	-	+	+	-	-
CPI%	(2015~2017)E - (2012~2014)	+	+	-	-	-	-	-	-	-
	(2015~2017)E - (2005~2014)	-	-	-	+	-	+	-	+	-
Country		**Australia** **Czech** **Denmark** **Greece** **Hungary** **Korea** **Luxembourg** **Portugal** **Ukraine** **US**	Colombia Indonesia Israel Myanmar Poland Qatar	Austria Belgium Croatia Finland France Germany Iceland Italy Kenya Mexico Nepal Netherlands Pakistan Romania Slovenia Spain Tanzania Thailand UK	Brazil HK Iran	India Iraq Nigeria Peru Slovak South Africa Turkey Vietnam		Uruguay	**Malta** **Mongolia** **Russia** **Singapore** **Sri Lanka** **Uzbekistan**

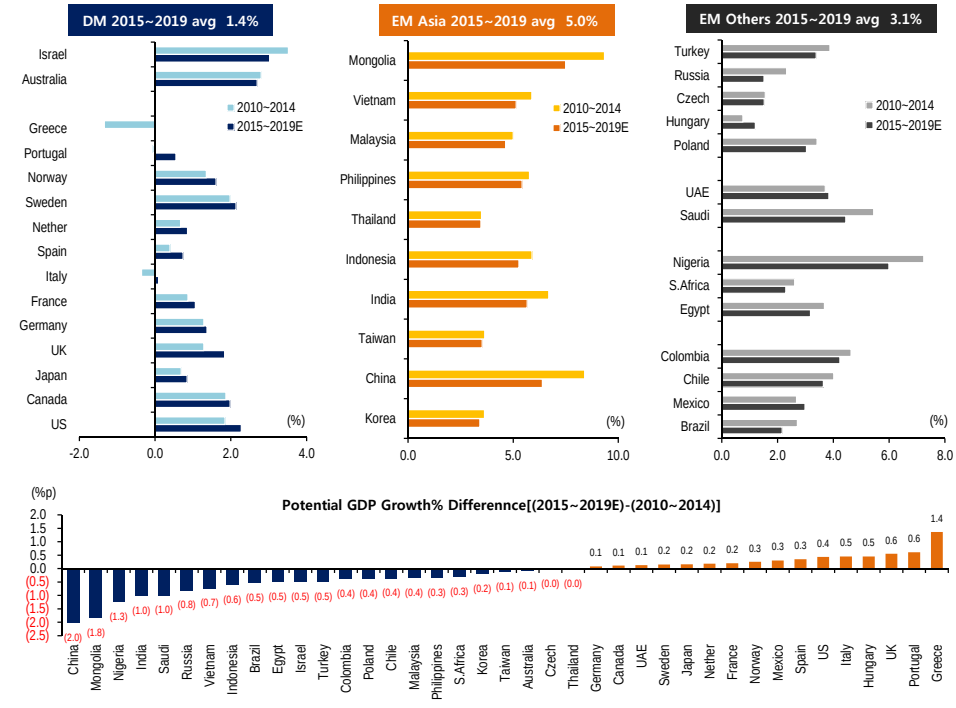
자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

중장기 잠재성장률 변화로 본 주식 투자 유망 국가는?

- 잠재성장률로 본 주식투자 유망 국가는 주요 **선진국**과 신흥국 내 **헝가리, 멕시코, 태국, 체코, 대만, 한국** 등

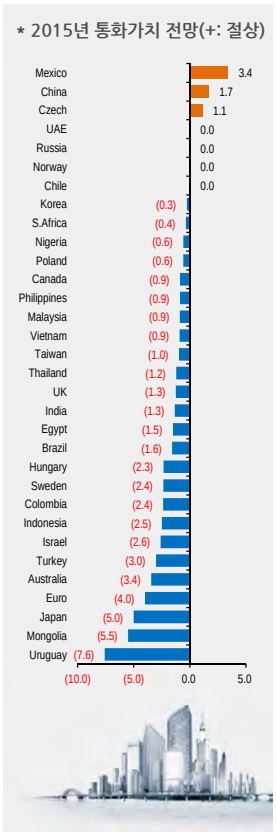
주요국 잠재성장률 추이 비교(2010~2014 vs. 2015~2019)



자료: US BEA, Bloomberg, MSCI, KRX, 미래에셋증권 리서치센터

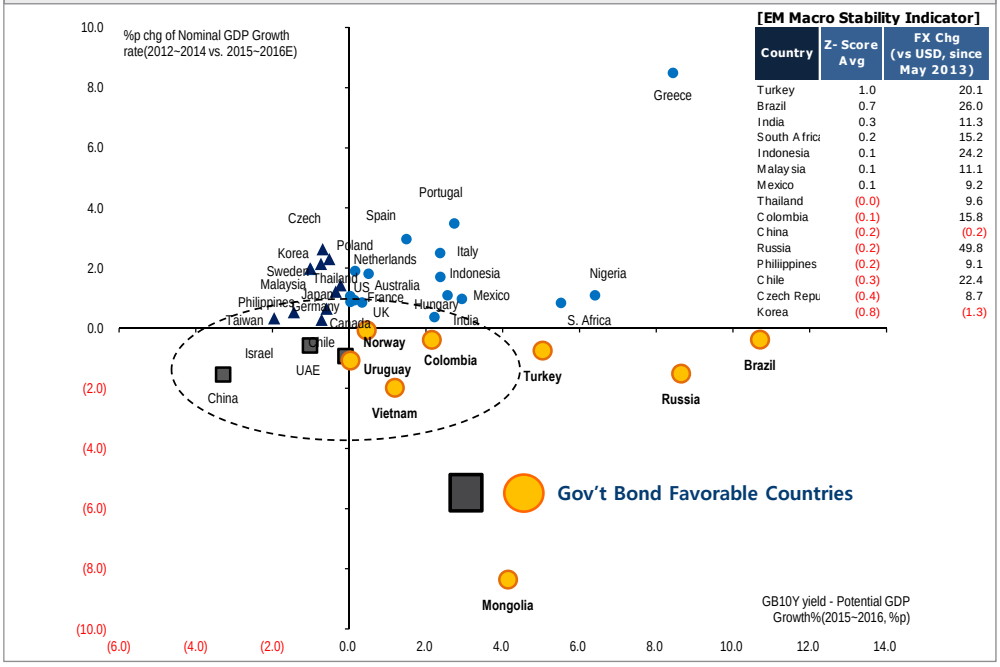
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

3가지 접근에 근거한 중장기 채권 투자 유망 국가는?



- 1)현 국채금리에 반영된 인플레 전망이 정상적이고(국채금리-잠재성장률>0), 2015년 이후 명목성장률이 이전 대비 둔화될 것으로 예상되는 국가와, 2)매크로 안정성이 높으며, 3)중기 통화가치 전망이 안정적인 국가의 국채 투자가 가장 바람직하다는 판단 → **노르웨이, 베트남, 중국, 인도, 인도네시아** 등이 이에 해당

국채금리에 반영된 인플레 전망과 중장기 명목성장률 변화에 근거한 주요국 채권투자 환경 Mapping



[EM Macro Stability Indicator]

Country	Z- Score Avg	FX Chg (vs USD, since May 2013)
Turkey	1.0	20.1
Brazil	0.7	26.0
India	0.3	11.3
South Africa	0.2	15.2
Indonesia	0.1	24.2
Malaysia	0.1	11.1
Mexico	0.1	9.2
Thailand	(0.0)	9.6
Colombia	(0.1)	15.8
China	(0.2)	(0.2)
Russia	(0.2)	49.8
Philiippines	(0.2)	9.1
Chile	(0.3)	22.4
Czech Repu	(0.4)	8.7
Korea	(0.8)	(1.3)

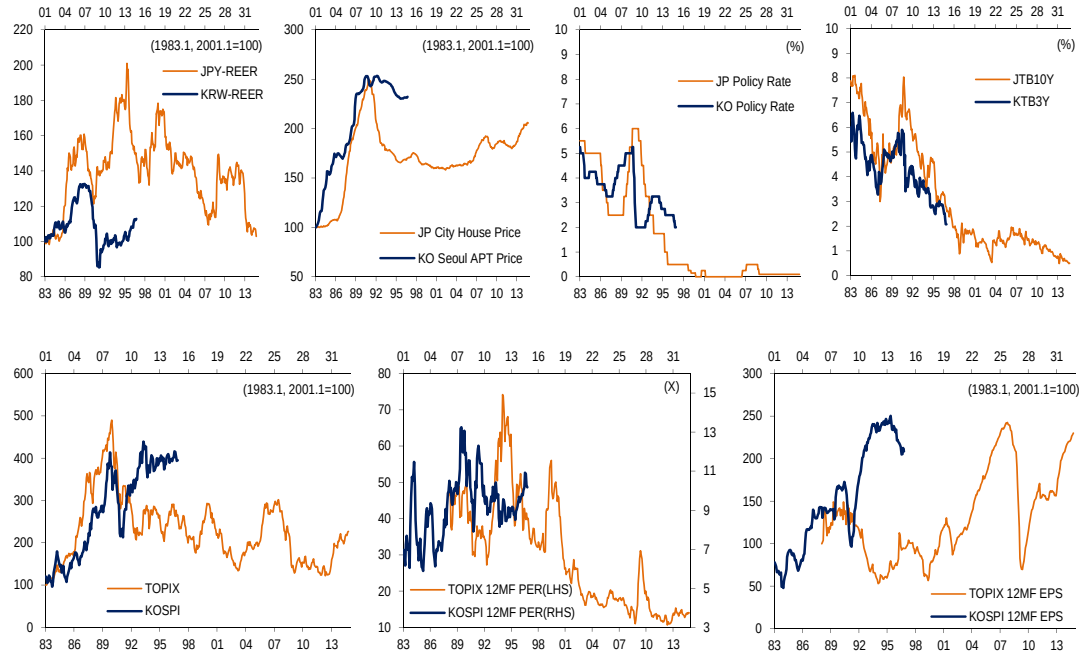
주: Macro Stability Indicator는 외환보유액, CPI, 국내외 부채, 경상수지 등을 종합한 것. 숫자가 작을수록 안정
자료: IMF, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

[Issue] 2. Korea vs. Japan (1)금융시장

- 저성장-저물가-저금리-저출산 등으로 인해 한국이 과거 일본의 모습을 나타내기 위해서는, 주택 등 자산가격 급락 전제 필요(?)
- 통화 및 주식과 달리 채권시장은 일본의 과거 모습과 매우 유사하게 진행 중

한국(2001~)과 일본(1983~2014)의 금융시장 환경 비교



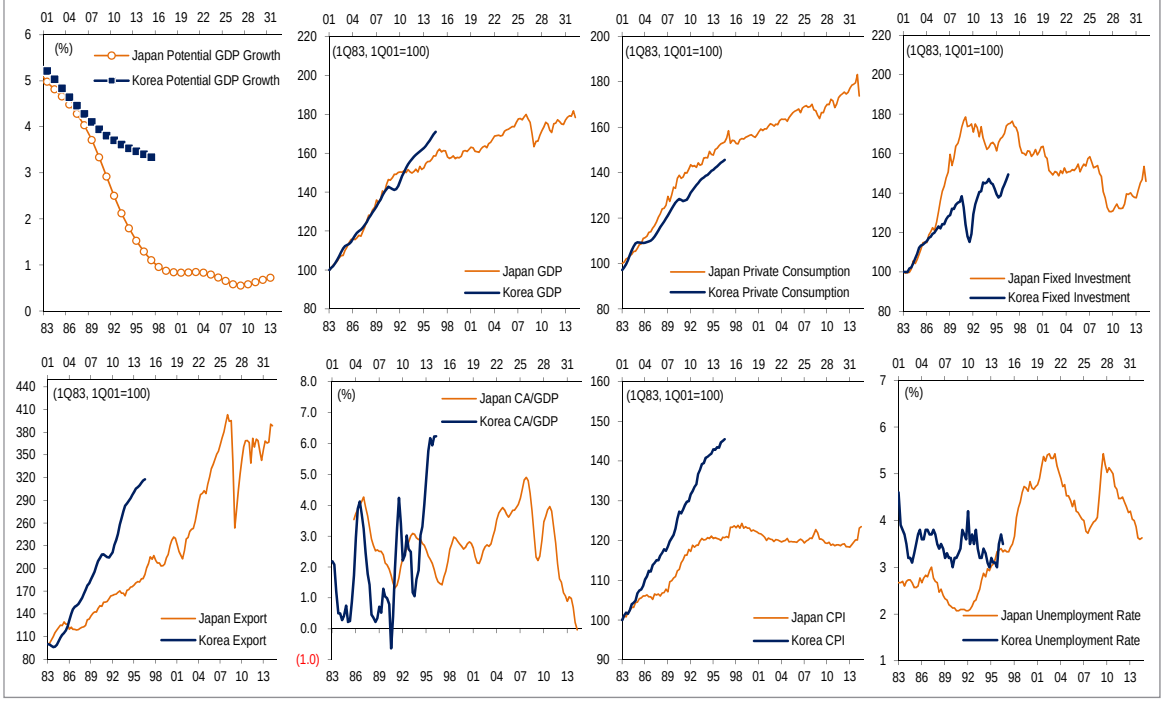
자료: IMF, Datastream, Bloomberg, MSCI, I/B/E/S, BOK, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Korea vs. Japan (2)실물경기

- 한국이 과거 일본의 전철을 밟기 위해서는 좀 더 드라마틱한 잠재성장률 하락이 필요(?). 그러나 상대적으로 높은 수출의존도와 CPI 등의 차이를 감안할 때, 과거 일본과 같은 경기 궤적이 나타나지는 않을 것으로 판단

한국(2001~)과 일본(1983~2014)의 주요 실물경제지표 추이 비교



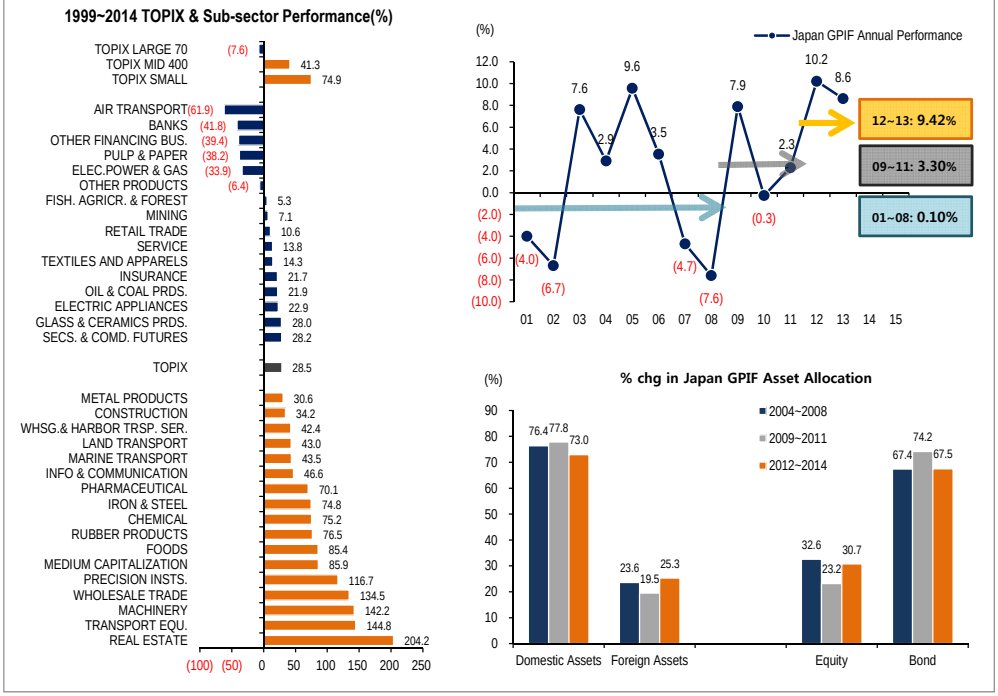
자료: IMF, Datastream, Bloomberg, BOK, KITA, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Korea vs. Japan (3)Lessons from Japan?

- 일본의 성장 정체 기간 중 주식시장 내 중/소형주 성과가 대형주 크게 압도. 제약, 음식료, 부동산 성과 양호
- GPIF 역시 자국 경기 및 자산 성장률 둔화 속 해외자산 및 주식 비중을 확대하며 전반적 성과 개선 도모

일본의 성장 정체 기간(2009년 이후 현재까지) 중 주식시장 성과 점검. GPIF 자산배분 비중 및 성과 변화



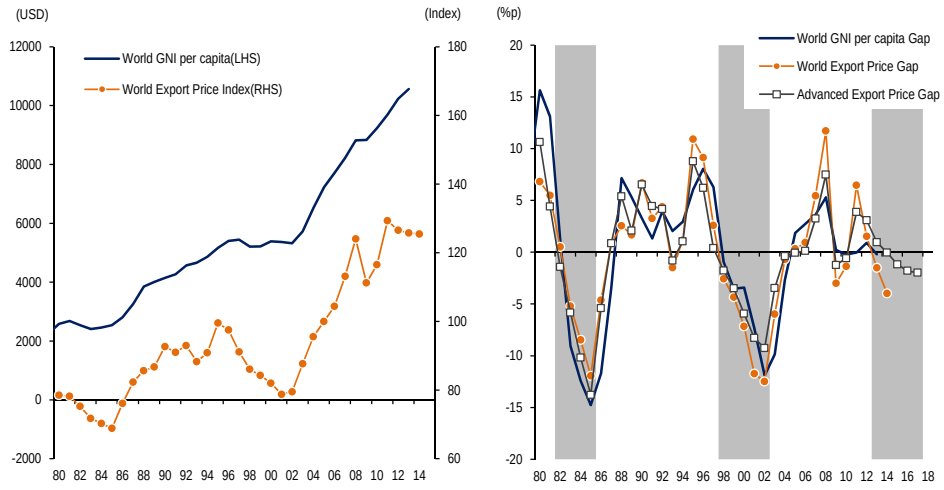
자료: GPIF, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

[Issue] 3. 소득 정체 속 수출물가 하락의 경기 및 금융시장 함의

- 금융위기 이후 글로벌 소득(GNI per capita) 증가율이 둔화 및 하락 반전한 가운데, 글로벌 수출 물가 역시 하락세 지속. 이는 1980년 이후 15~16년 주기로 반복되는 경향
- 글로벌 소비자들의 지갑이 얇아지며 수출 제품의 단가 하락이 불가피한 작금의 상황이 향후 3~4년간 지속될 것으로 IMF는 예상
- 이는 수출 의존도 높은 국가들의 자국 통화 절하 압력을 높이는 유인으로 작동할 것이며, 이러한 상황이 글로벌 디스인플레 국면을 지속시킬 요인 중 하나로 판단됨

글로벌 소득(GNI per capita) 증가율 둔화 속 수출 물가 하락세 지속



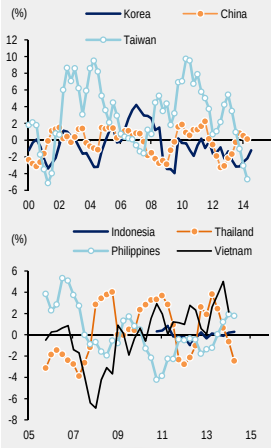
자료: IMF WEO(2014.Oct), Worldbank, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

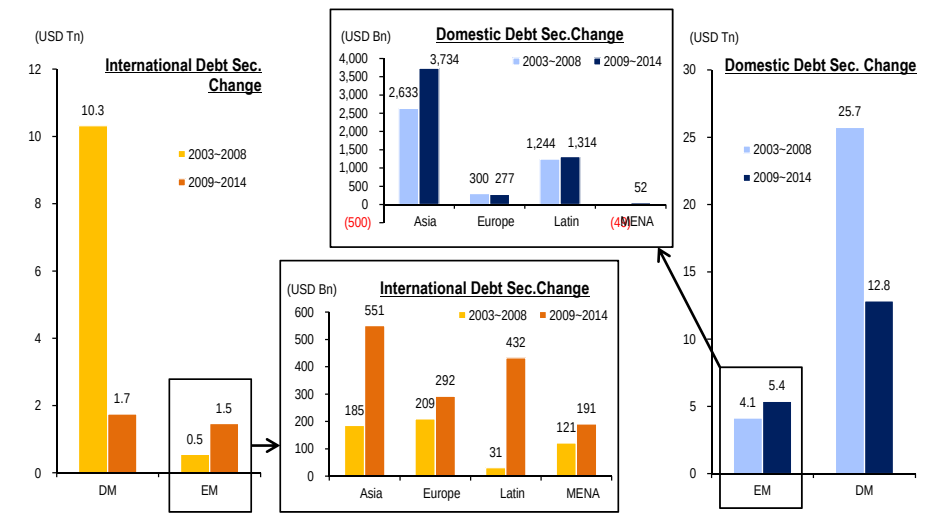
[Issue] 4. 신흥국 부채의 증권화 전환. 그 영향은?

- 금융위기 전후 글로벌 채권시장에 나타난 변화: 선진국 채권 발행 급감 vs. 신흥국 채권 발행 급증
- 신흥국 경기 부양 속 재정수지 적자 전환 및 적자 폭 확대 과정에서 신흥국의 자금 조달 방식 변화
- 즉, 당초 은행 차입 등에 의존(국제수지 내 기타투자수지 흑자 확대로 구현)하던 자금 조달 행태가 불가피하게 채권 발행으로 이전. 국제수지의 자본수지 내 기타투자수지(은행 차입-대출) 악화가 제한되며 장부상 안정화되는 것처럼 비춰질 수 있으나, 실질은 다소 불안정할 수 있음. 이러한 전환은 중국과 인도가 주도
- 미 연준 금리 인상 시, 2013년 5월과 같은 변동성 확대 가능성 잠재. 유동성 버퍼 규모가 관건

* 주요 아시아 신흥국
기타투자수지/GDP 추이



금융위기 이후(2009~2014) 신흥국 채권 발행 급증: 부채의 증권화



자료: BIS, 미래에셋증권 리서치센터

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

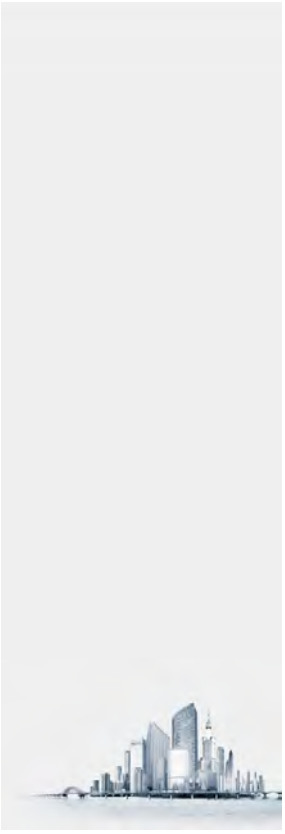
[경제분석]

뉴노멀의 진화

경제분석
박희찬 (투자분석팀장)
3774-1850
hcpark@miraeasset.com

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Executive Summary



세계경제 점진적 회복, 하반기로 갈수록 모멘텀 강해진다

- 세계경제는 지난 2년 동안 극히 완만한 성장세에서 2015년 에는 좀더 가시적인 성장세 예상. 특히, 3저 수혜가 예상되는 아시아 신흥국과 EU로 경기 회복세 확산 전망.
- 미국은 실업률 5.5%, 가동률 80%의 두 임계점을 지나는 2015년 2Q 이후 내수 회복 탄력이 상향될 것으로 예상. 또한, 구조조정 중인 유로존은 시간이 지날수록 좋아질 것.
- 글로벌 교역 회복하는 가운데, 신흥국 내에서는 아시아권과 아시아 제외 경제권의 차별화가 예상됨.

한국 수출 중심 회복, 인플레 반등과 함께 기업이익 증가 예상

- 2015년에는 실질 GDP 성장률이 3년째 회복세를 보이는 가운데 인플레도 반등하면서 명목 성장률 상승에 따른 기업이익 증가 가능성이 높아지는 방향.
- 내수는 주거비 부담 상승 등의 이유로 회복세가 미약하겠으며, 수출 중심 회복세 예상.
- 최근 수출 제조업 감익에는 환율, 가동률의 불리한 조합(동반 하락)이 큰 영향을 미친 것으로 판단됨. 하지만, 환율 안정 속 가동률 상승이 예상되는 2015년에는 수출 제조업 이익 회복이 기대됨.

엔저 피해 크지 않다, 그리고 엔달러 환율 오버슈팅 축소될 것

- 일본 소비세 인상 연기로 BOJ 양적완화에 불확실성 증가. 또한, FRB가 양적완화를 끝냈기 때문에, ECB의 양적완화 강도가 BOJ의 양적완화 강도에 중요한 변수가 될 수 있음.
- ECB가 독일의 반발로 인해 국채 매입을 못 하거나 하더라도 소폭에 그칠 경우, 그리고 FRB 금리 인상이 느린 속도일 경우, 이미 오버슈팅 상태인 엔달러 환율의 반락 가능성 높음.
- 또한, 엔화 약세가 좀더 진행되더라도 그로 인해 한국의 수출이 보는 피해는 크지 않을 것.
- 가격 민감도 높은 제품들의 공장은 이미 해외로 이전했기 때문에, 엔화 약세 후 수출 단가 인하가 동반되었음에도 일본의 수출 물량 증대 효과는 미미한 상태임.

FRB 금리 인상, 금융시장에 큰 교란 없을 것

- 글로벌 유동성 여건이 풍부하나 자금 수요는 빠르게 늘지 않고 있고 중국발 디플레 압력이 상존하기 때문에 저금리 기조는 2015년 상반기에도 지속.
- 하반기에는 FRB 기준금리 인상과 더불어 글로벌 금리 반등 가능성이 높지만, FRB가 느리게 움직이면서 글로벌 금리의 과격한 반응을 억제할 것임.

Part 1) 세계경제: 3저 시대 → 저성장 국면을 점차 탈피

글로벌 경기 회복 강화 및 확산	• 2015년 세계경제 성장률 상승폭은 지난 2년간에 비해 좀더 커질 전망 • 미국 주도 성장에서, 3저 효과 덕에 아시아 및 EU로 성장축 확산 • 미국은 3년째 2%대 초반 성장에서 2015년에는 2%대 후반 성장률로 레벨업
신흥국간 경기 차별화 : Asia *vs.* Non Asia	• 신흥국 경기는 5년만에 GDP 성장률 반등 예상 • 아시아 중심 회복세 vs 아시아 제외 신흥국 약세
선진국 투자율 회복 & 신흥국 소비 중심 성장	• 유가 급락 후 글로벌 투자율이 반등했던 1980년대 중후반 경험 상기 • 선진국 중심의 투자율 반등, 미국이 주도하고 유럽도 동참 가능 • 신흥국 투자율은 피크아웃, 소비 중심 성장 예상

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

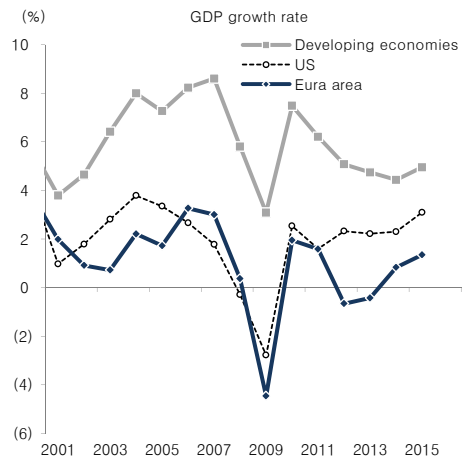
세계 경제, 조금씩 살아난다

신흥국은 미국보다 유로존 경기 사이클에 좀더 강하게 연동되는 경향.

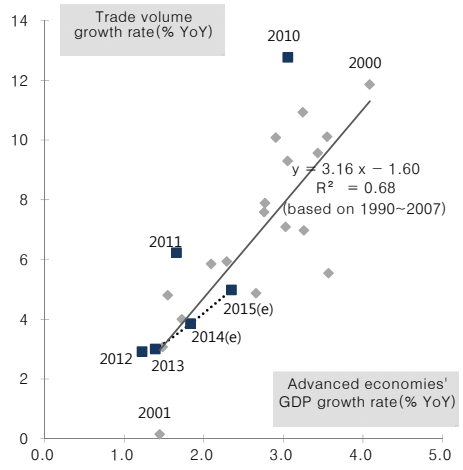
선진국 수요가 글로벌 교역을 유발하는 효과가 금융위기 이후로 조금 약화된 듯함.

- 금융위기 이후 글로벌 경기 사이클은 거의 유로존에 의해 형성. 미국은 2012~14년 3년 동안 2%대 초반 성장률을 유지하면서 경기 사이클 형성과는 거리가 있었음.
- **2015년은 미국, 유로존 성장률 동반 상승 가능성이 높다는 점이 키 포인트**. 미국 경제 성장률은 2%대 후반으로 높아지면서 유로존 회복에도 기여할 것이며, 또한 유로존은 자체 펀더멘털 개선이 더해질 전망.
- 신흥국은 유로존 성장에 좀더 높은 연동성을 띠는데, 2015년에는 미국, 유로존 수요 회복이 보다 강화되면서 신흥국 경기 회복을 기대할 수 있을 전망.

2015년 선진국 신흥국 동반 회복을 예상



선진국 수요 회복으로 글로벌 교역 회복 중



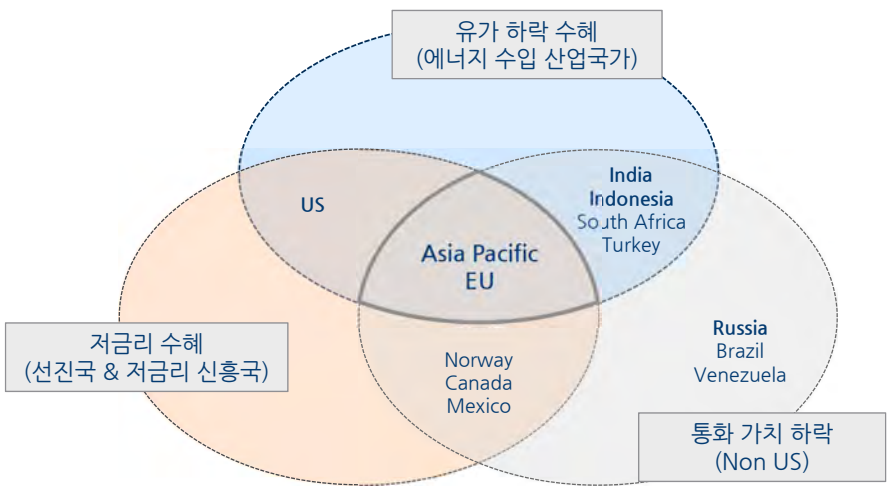
자료: IMF WEO(2014.Oct), 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

'3저' 시대 지역별 포지셔닝

- 낮은 유가, 낮은 금리가 세계경제 회복에 긍정적. 여기에 적당한 수준의 통화 가치 약세가 더해지는 **아시아 퍼시픽과 EU는 3저 수혜를 예상**.
- 미국은 저유가, 저금리 수혜 속 달러 강세로 다른 지역의 디플레 압력을 흡수/분산하는 효과.
- 고금리에 유가 하락 손실이 큰 러시아, 브라질 등은 통화 가치 추가 하락 우려. 특히, 원유 수출이 중요한 러시아가 최근 유가 하락에 큰 타격.

3저 시대: 국가/지역별 포지셔닝



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

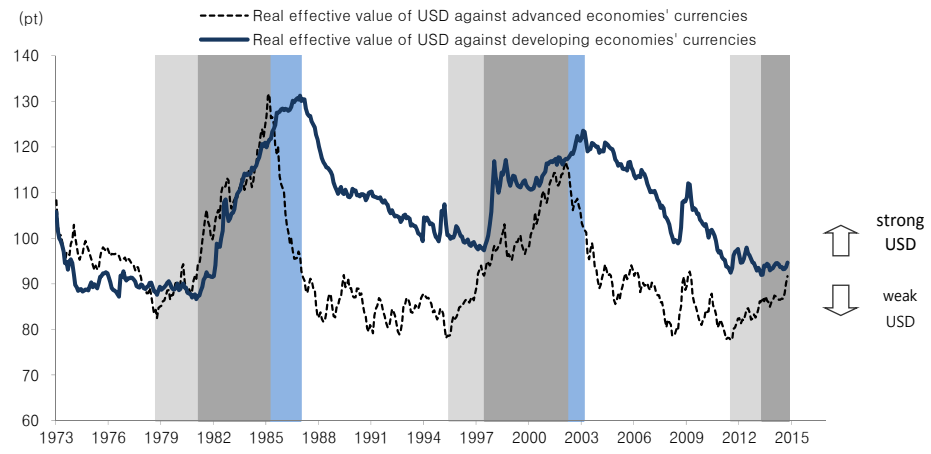
달러 장기 사이클로 본 세계경제

'달러 강세가 신흥국 증시에 부정적'이라는 인식 탈피해야 할 것.

달러 강세가 부정적인 것은 달러 강세가 유동성 축소를 동반할 때임.지금의 달러 강세는 유동성 축소와 거리가 먼 것.

- 1973년 이후 달러 사이클: 약 10년간 약세 후 5~6년 강세.
- 달러 강세도 두 구간으로 나눠짐: 처음에는 선진국 통화에 대해서만 1.5~2년 강세를 띠고, 이후에는 신흥국 통화에 대해서도 전방위적인 강세.
- 앞으로 신흥국 통화 가치가 급락할 것인지의 문제는 FRB에 달려 있음. 아직은 미국 경제가 그리 견고하지 않아, FRB가 신흥국을 강하게 압박하는 정책에 무리가 따름. 이에, 가파른 달러 강세 가능성은 낮은 것으로 판단.
- **완만한 달러 강세 → 세계경제 성장축 확산에 긍정적인 영향**.

주기적인 달러 사이클: 지금은 달러 강세 국면의 중반부에 위치한 듯



자료: Federal Reserve, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

유가로 본 세계경제 장기 사이클

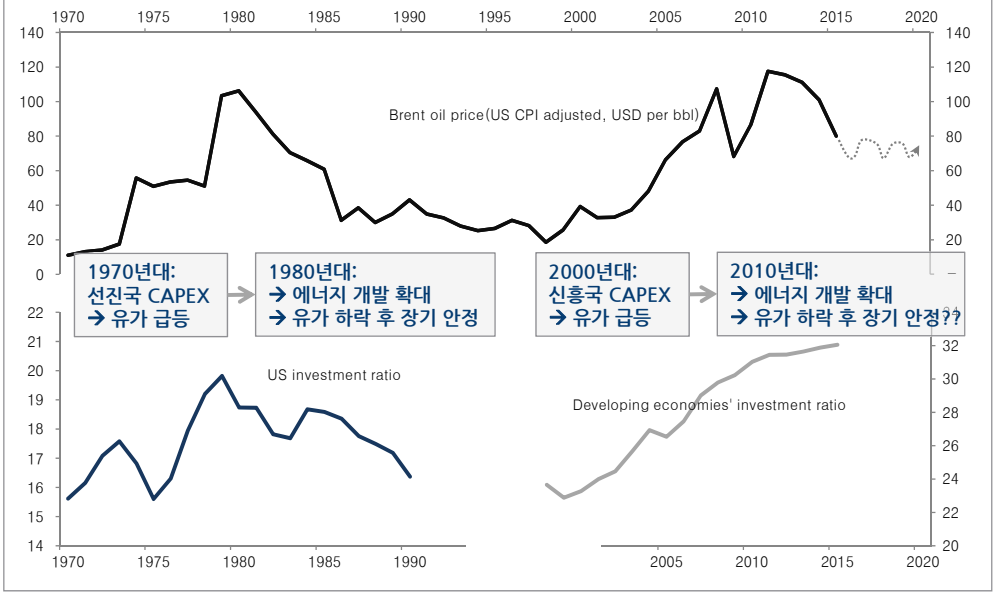
지금은 10년 전인 2004~05년을 돌아볼 때가 아니라,

약 30년 전인 1980년대 중후반, 즉, 유가 급락 후 안정화되던 시기의 경험을 참고할 때.

보다 장기적인 사이클로 현 국면을 봐야 한다는 것.

- 2000년대 CAPEX 호황과 인플레 상승을 겪은 후 2010년대 CAPEX 위축, 에너지가격 하향 안정화.
- 이는 1970~80년대와 닮아 있음. 그 때도 70년대 CAPEX 호황과 인플레 상승기 이후 80년대 CAPEX 부진을 겪은 바 있으며, 에너지가격의 장기적인 하향 안정화가 진행.
- **장기 사이클에 해당하는 유가가 안정화되면서 10년 주기의 설비투자 사이클의 회복에 기여할 전망**.

인플레 조정 유가(실질 유가)는 30~40년 장기 사이클을 형성하고 있음: 향후 상당 기간 안정 기조 지속 가능성



자료: IMF WEO(2014.Oct), US BEA, BP, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 투자율(investment ratio) = 총고정자본형성/GDP

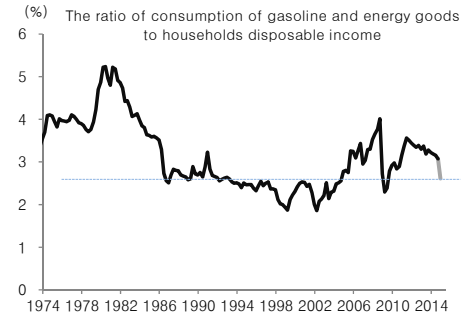
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

저유가 수혜 → 선진국 수요 회복과 인플레 반등 기대

유가 10달러 하락시 세계경제 구매력 0.4% 상승 효과.

지금은 유가가 지난 3개월간 20달러 이상 하락한 상황 (OPEC 바스켓 유가 기준).

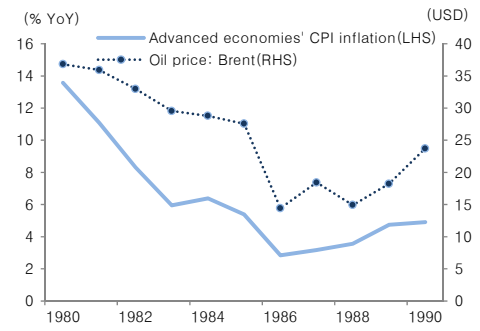
에너지 소비 부담, 1980년대 저점 수준으로



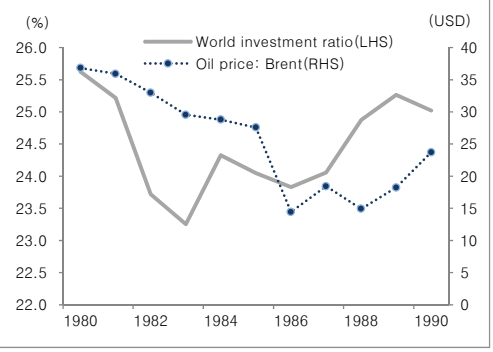
- 1986년 유가 급락 당시와 유사한 모습이 현재 전개되고 있음.
- 현재 미국 가계의 가처분 소득 대비 에너지 소비 비중은 1980년대 저점 수준으로 떨어짐.
- 1986년 유가 저점 이후 글로벌 투자율이 상승하고 선진국 인플레도 반등 전환했던 경험. 지금도 유사한 상황을 기대할 수 있을 것.

** 투자율 = 총자본형성/GDP*

1986년 유가 저점 이후 선진국 인플레 반등



1986년 유가 저점 이후 글로벌 투자율 상승



자료: IMF WEO(2014.Oct), US BEA, Bloomberg, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

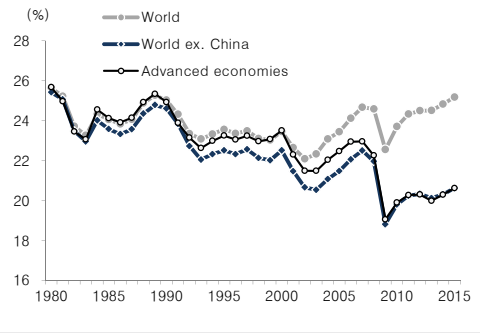
선진국 중심의 투자율 회복(신흥국은 소비 중심 성장)

선진국 투자율 bottom out, 신흥국 투자율 peak out

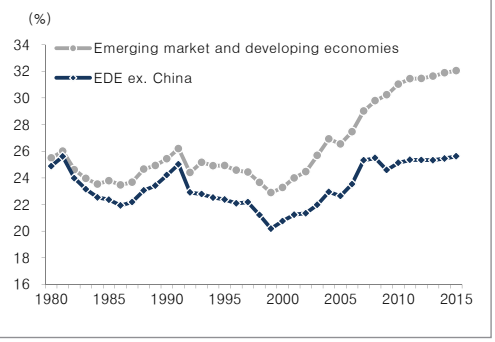
선진국 투자율은 과거 평균 대비 낮은 수준에 위치 → 상대적으로 경기 여건 좋은 미국을 중심으로 투자율 회복 예상. 유로존 투자율 회복 가능성도 고려할 수 있음.

신흥국 투자율은 역사적 고점에서 횡보 중. 신흥국은 앞으로 투자율 하락(반대로 소비 비중 확대)에 무게.

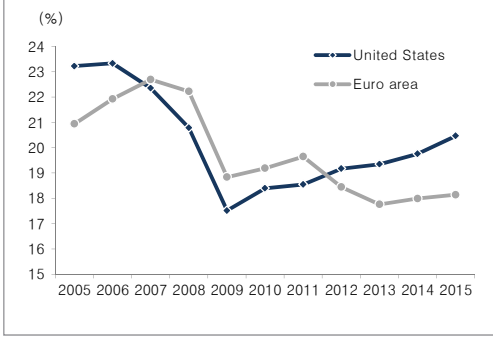
글로벌 투자율 vs. 선진국(or 중국 제외 글로벌) 투자율



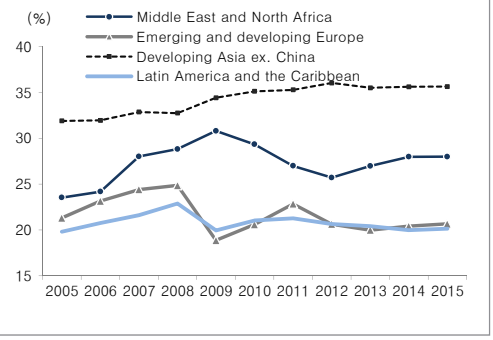
신흥국 투자율: 역사적 고점에서 횡보



미국 투자율 회복세 vs. 유로존 투자율 저점 징후



신흥국 투자율 정체(중동만 최근 반등)



자료: IMF WEO(2014.Oct), 미래에셋증권 리서치센터

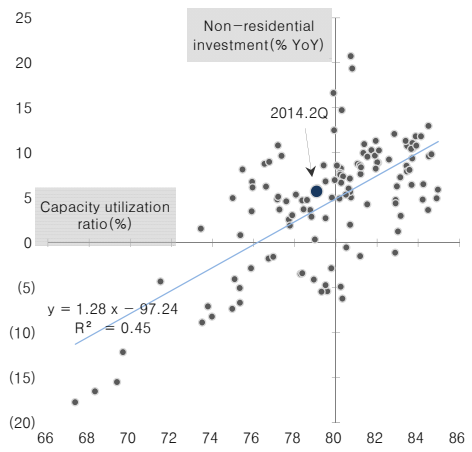
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

미국 주도 투자 확대, 유럽도 가능성 있음

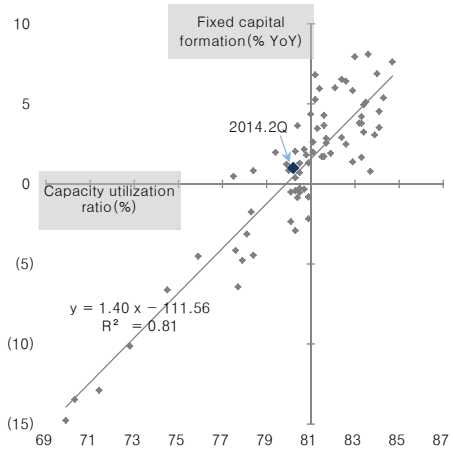
- 미국은 경험적으로 가동률 80% 이상일 때 (비주거용) 고정투자 확대.
  → 2015년 중반 가동률 80% 임계점 넘어설 전망.

- 유로존은 경험적으로 가동률 81% 이상일 때 고정투자가 증가세를 유지하는 경향.
  → 현재 유로존 가동률 80% 전후, 의외로 높은 상태(구조조정 성과라 할 수 있을 듯함).
  미국과 마찬가지로 2015년 중반 가동률 임계점 넘어설 가능성.

가동률과 고정투자의 관계: 미국



가동률과 고정투자의 관계: 유로존

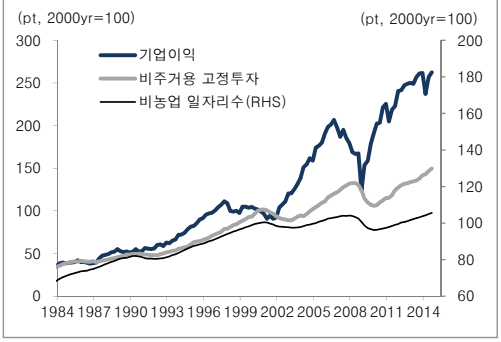


자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

기업이익 증가(미국), 구조조정 성과(유로존) → 투자 확대

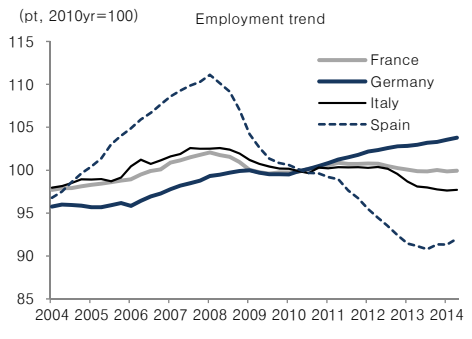
미국은 기업이익 고점 징후, 투자와 고용은 계속 성장



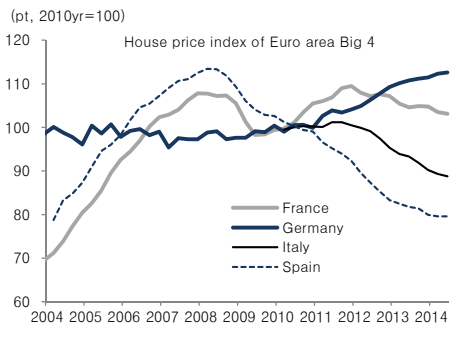
- **미국은 기업이익이 투자, 고용으로 환원되는 국면**: 기업이익 고점 형성 & 투자, 고용은 계속 성장.
- 경험적으로 이런 현상은 2~3년 동안 진행(투자 및 고용 고점과 기업이익 고점간 시차).

- 유로존은 독일 고용이 확대 기조에 있는 가운데, 스페인이 구조조정 마무리 후 고용 회복 중. 프랑스, 이탈리아는 구조조정이 아직 진행 중인 듯.
- 이탈리아는 기업구조조정 부담 완화를 위해 재정을 좀더 적극적으로 운용할 계획. 프랑스는 상대적으로 재정 운용 재량 없는 상태(긴축 필요).

유로존 고용: 독일, 스페인 증가 vs. 프랑스, 이탈리아 정체



집값도 독일 > 스페인 > 프랑스, 이탈리아 순



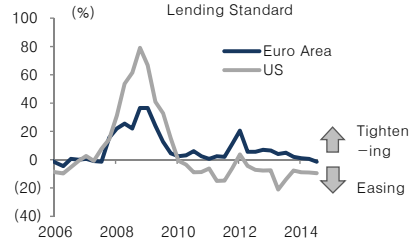
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities 2015 Outlook

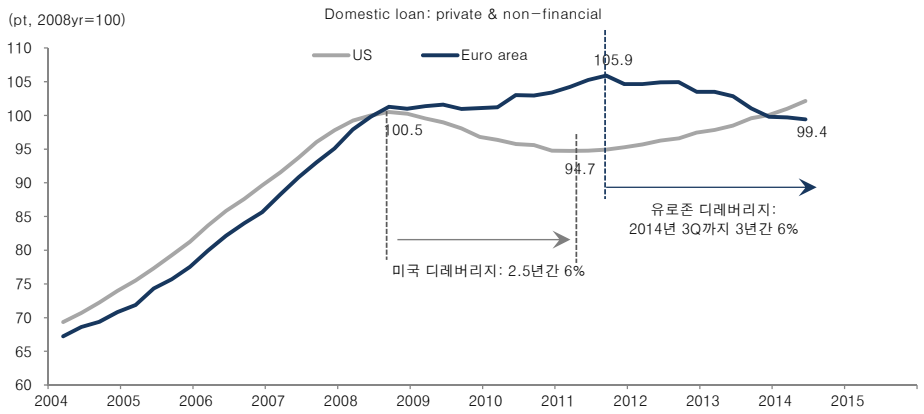
유로존 디레버리지, 2015년 마무리 가능성

- 미국은 2.5년간 6% 디레버리지. 현재 유로존은 3년간 6% 디레버리지.
- 기간상으로나 정책상으로나 유로존 추가 디레버리지가 덜해질 가능성이 커지고 있음.
- 정책 측면에서는, 2009~11년 미국 사례(QE1, QE2)처럼, 현재 유로존도 ECB의 유동성 공급 노력이 전개중이며 은행 대출 기준은 7년 만에 완화됨.
- 디레버리지 마무리는 투자 회복에 기여할 요소.

2007년 하반기 이후 7년 만에 유로존 대출기준 완화



미국의 경험에 비춰 보면, 유로존 디레버리지도 막바지에 근접



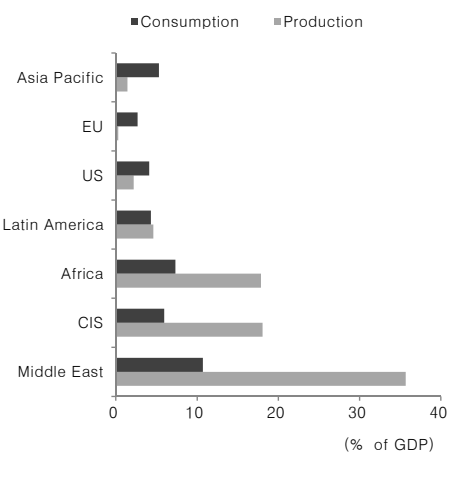
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities 2015 Outlook

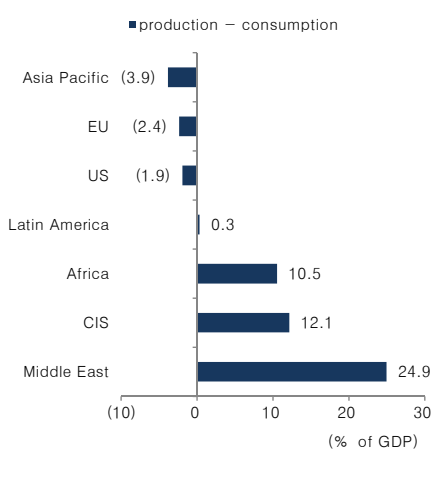
유가 하락 수혜 차별적: 아시아퍼시픽 > EU > 미국 순

- 유가 하락 수혜는 EU와 미국이 모두 누리지만, EU가 미국보다 더 큰 수혜를 받게 됨: 미국은 EU에 비해 석유류 수급 불균형이 덜한 점, 미국 에너지가격이 상대적으로 낮았던 데 따른 수혜(상대적으로 낮은 비용 + 제조업 리쇼링)가 컸던 점, 낮아진 유가가 미국 내 셰일 가스/오일 개발 속도를 둔화시킬 수 있는 점 등에 기인.
- 유가 하락의 수혜가 가장 큰 지역은 원유 생산 대비 수요가 많은 동아시아.

석유류 수요와 생산(GDP 대비 %)



석유류 초과 생산(GDP 대비 %; 2013년 기준)

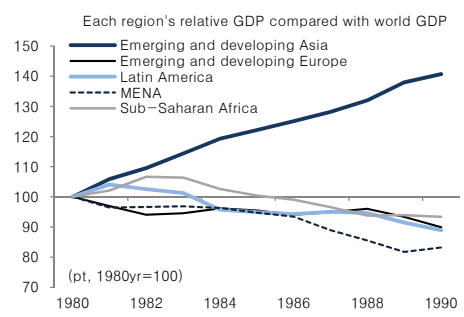


자료: IMF WEO(2014.Oct), BP, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

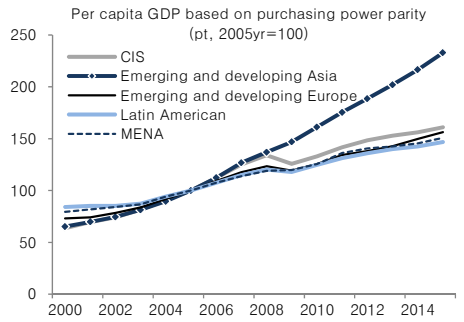
아시아의 시대로

1980년대 저유가, 저금리 구간에 아시아 신흥국 약진

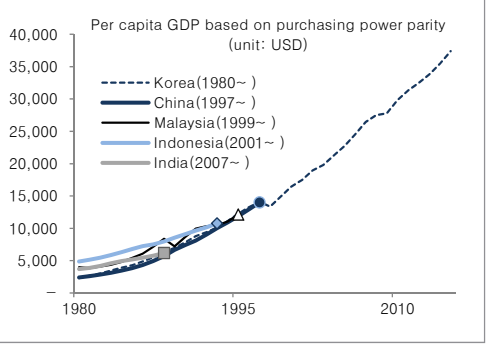


- 1980년대 저유가, 저금리 구간에 여타 신흥국들의 성장률은 세계경제 성장 속도에 못 미쳤던 반면, 아시아 신흥국만이 초과 성장세.
- 아시아 신흥국은 1인당 GDP 레벨이 아직 여타 신흥국에 못 미치나, 증가 속도는 압도적.
- 구매력 동일화된(PPP 기준) 1인당 GDP로 보면, 중국, 말레이시아, 인도네시아는 한국의 1990년대 중반에 가까움.
- 1990년대 한국은 소비 성장이 가팔랐던 시기.

1인당 소득 증가 속도, 신흥 아시아가 압도적



아시아 주요국 1인당 GDP ≒ 한국 1990년대 중반 수준

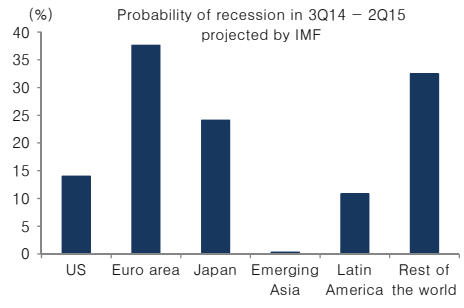


자료: IMF WEO(2014.Oct), 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

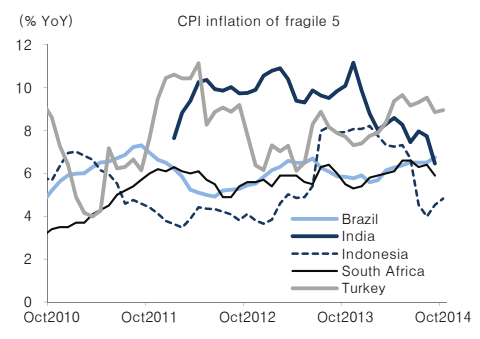
아시아의 견고함: FRB 금리 인상에 높은 감내력 예상

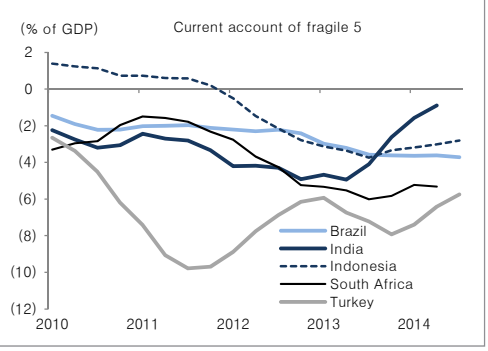
지역별 리세션 위험: 신흥 아시아는 가장 낮은 수준



- 신흥 아시아 리세션 리스크는 미국보다 더 낮은 수준으로 평가되고 있음.
- 'Fragile 5' 중에서 인플레 및 경상수지 개선이 확인된 인도, 인도네시아를 제외한 'fragile3'라는 표현이 등장하기 시작.
- 이처럼 리세션 리스크 낮고 건전성 높은 아시아는 FRB 기준금리 인상 이슈로부터 높은 감내력을 띨 것으로 기대됨.

'Fragile 5'에서 'fragile 3'로: 인도, 인도네시아의 인플레 하향 안정, 경상수지 적자 축소





자료: IMF WEO(2014.Oct), , 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

인도: 주목해야 할 모디노믹스

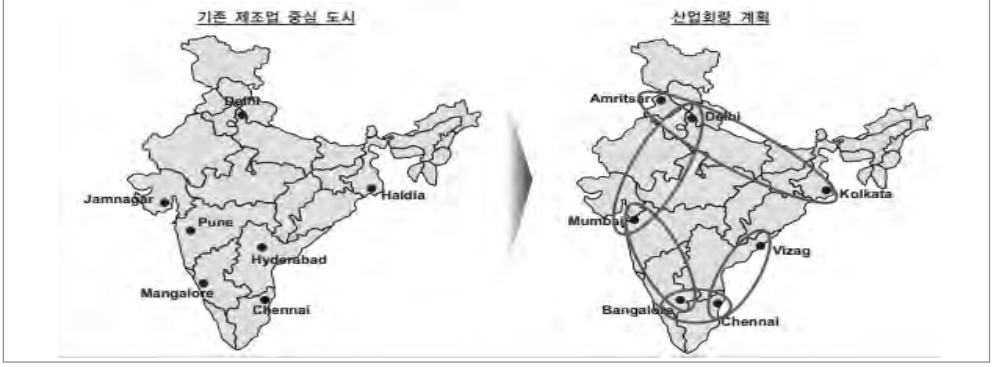
제조업 육성 계획: 제조업 비중을 현재 15%에서 2022년에는 25%로.

이를 위해, 주요 거점 도시를 잇는 산업회랑 개발 계획 발표 → 인프라 투자 확대 불가피.

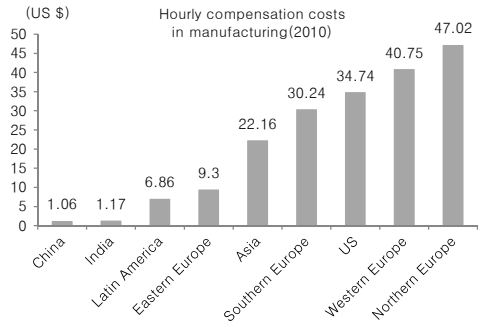
시기적으로 적절한 경제 발전 모델: 중국은 노동집약산업 중심으로 공장의 해외 이전이 진행 중. 저가 노동력이 풍부한 인도가 새로운 세계의 공장으로 부각될 수 있는 여건.

인도는 완성품 수입을 억제하고 자국내 공장에서 생산 판매를 장려.

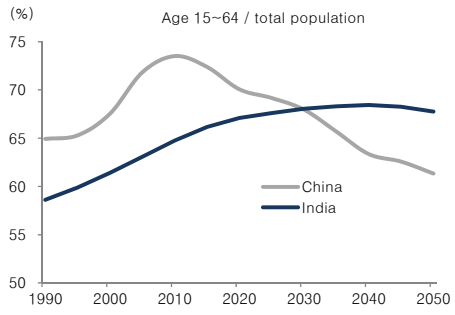
제조업 중심 성장을 위한 산업벨트(회랑) 개발 계획



인도와 중국 시간당 노동비용, 극히 낮은 수준



생산가능인구 비율: 중국은 하락세 vs. 인도는 상승세



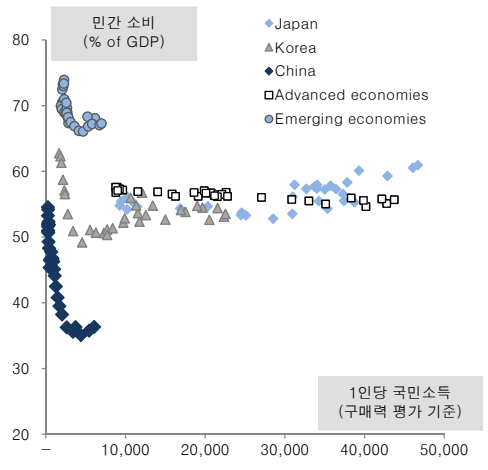
자료: US BLS, CEIC, LG경제연구원 자료 인용, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

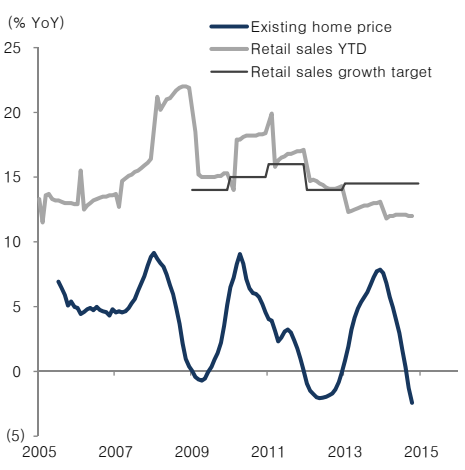
중국: 소비 육성 목표와 현실 사이에 괴리

- 중국은 과잉투자 해소와 소비 육성이라는 목표가 분명하지만,
- 과잉투자 해소와 부패 척결 노력이 동반되는 과정에서 '부동산시장의 가파른 위축 → 소비 둔화'가 나타나면서 소비 육성에 애로.
- 2015년에는 성장 목표 7%로 낮춰서 제시할 것으로 예상됨. 온건한 수준에서 성장 친화적 정책 기조가 예상되며 **2015년 상반기 중 대출금리 추가 인하 가능성이 높아 보임**.

중국은 다른 지역의 역사상 볼 수 없는 과소 소비 상태



부동산 시장의 가파른 위축으로 소비 둔화

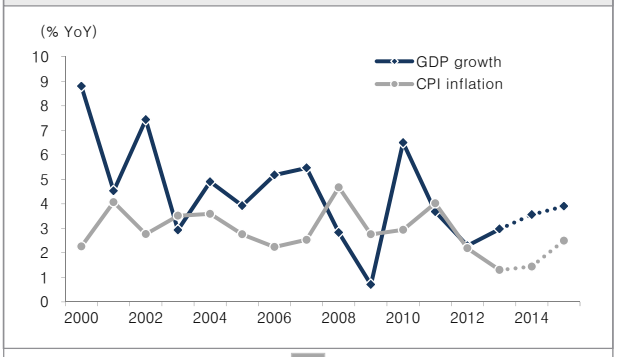


자료: IMF WEO(2014.Apr), CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

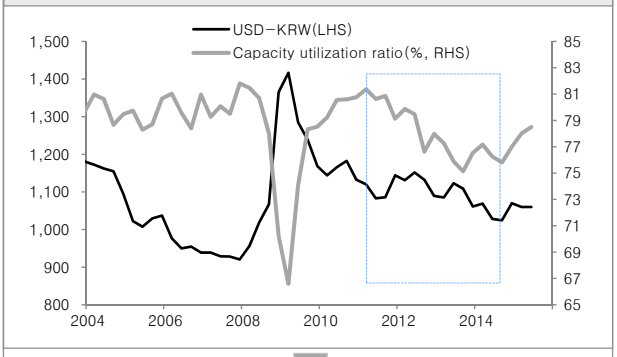
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

한국: 2015년 실질 경제 성장률, 인플레 동반 반등

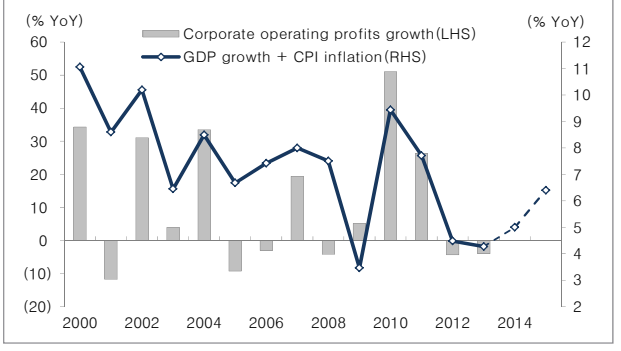
2015년 한국, GDP 성장률 3년 연속 반등 + 2% 인플레로 반등



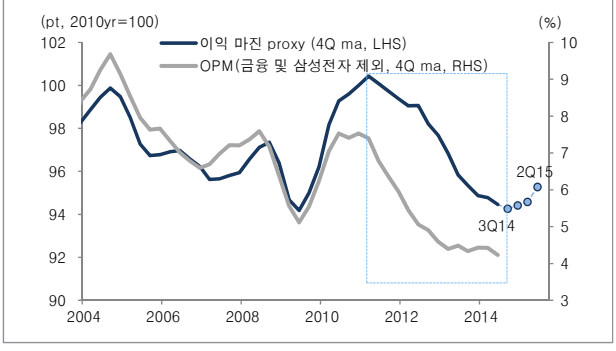
'환율, 가동률 동반 하락' 국면에서 '환율 안정, 가동률 상승' 국면으로



성장률, 인플레 동반 상승은 기업이익 증가에 유리한 환경



2014년 4Q 이후 환율, 가동률 조건 개선으로 이익 마진 반등 예상



자료: 한국은행, DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 오른쪽 아래 그림에서 기업이익은 KOSPI 상장 기업들 기준.

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

한국 수출, 소비재와 투자재 고른 성장

- 2014년, 기존 수출품목들 중에서는 철강, 무선통신기기, 반도체 강세(단, 무선통신기기는 하반기 들어 수출 감소세로 전환).
- 신성장 수출 품목들: 화장품, 반도체 제조장비, 항공기부품, 의류 순으로 강세.
- G3향 수출: 중국향 수출은 화장품 수출 초강세, 미국향 수출은 소비재와 투자재 고른 성장, EU향 수출은 투자재가 의외로 강세.
- **선진국향 투자재(철강과 기계장비류) 수출 강세는, 선진국 투자율 상승 움직임에 부합하는 결과.**

품목별 총수출 및 G3향 수출 동향: 중국향 수출 강세 품목과 서구 선진국향 수출 강세 품목에 차이

2014.Jan~Sep		Export amount and growth rate								% share in total		
		Export total		Export to China		Export to US		Export to EU		to China	to US	to EU
		USD m	% YoY	USD m	% YoY	USD m	% YoY	USD m	% YoY	%	%	%
순위	총계	425,373	2.9	106,085	(0.7)	50,964	10.3	39,923	9.0	24.9	12.0	9.4
1	반도체	45,133	8.4	18,114	**20.1**	1,989	(11.1)	1,289	14.0	**40.1**	4.4	2.9
2	석유제품	39,704	(0.1)	5,313	(20.8)	2,346	(18.3)	2,721	3.7	13.4	5.9	6.9
3	석유화학제품	36,544	0.7	16,535	(4.7)	1,892	**41.4**	2,417	**34.7**	**45.2**	5.2	6.6
4	자동차	35,947	3.5	1,292	3.9	10,463	**20.6**	4,477	6.2	3.6	**29.1**	12.5
5	선박해양구조물및부품	29,058	5.7	601	(50.4)	755	5.1	5,030	2.8	2.1	2.6	**17.3**
6	철강제품	26,482	**10.5**	3,576	10.9	4,059	**46.5**	1,985	15.9	13.5	15.3	7.5
7	무선통신기기	21,797	**11.2**	4,797	**25.8**	6,271	6.3	2,345	7.8	22.0	**28.8**	10.8
8	평판디스플레이및센서	19,973	(7.4)	12,479	(9.3)	68	(40.4)	2,097	(6.6)	**62.5**	0.3	10.5
9	자동차부품	19,918	3.7	4,478	13.5	4,848	5.6	2,889	8.5	22.5	**24.3**	14.5
10	기초산업기계	13,649	6.5	3,574	(9.2)	1,999	**22.2**	1,541	**25.4**	26.2	14.6	11.3
11	산업기계	12,705	(1.0)	2,115	(5.8)	2,163	(2.7)	1,627	**30.1**	16.6	17.0	12.8
12	가정용전자제품	11,353	2.3	1,405	2.1	1,697	8.2	1,835	(0.1)	12.4	14.9	**16.2**
13	컴퓨터	5,555	(5.7)	2,155	12.8	941	(17.2)	601	(27.7)	**38.8**	16.9	10.8
신성장1	반도체 제조장비	2,500	**43.5**	1,068	**70.8**	591	**54.5**	102	(5.8)	**42.7**	**23.6**	4.1
신성장2	항공기및부품	1,536	**16.6**	20	(10.7)	759	15.5	282	**30.1**	1.3	**49.4**	**18.4**
신성장3	의류	1,523	**10.1**	268	(3.5)	197	1.3	109	5.3	17.6	12.9	7.2
신성장4	비누치약및화장품	1,305	**42.8**	382	**70.9**	110	**41.4**	29	14.3	**29.3**	8.4	2.2

자료: 한국무역협회, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

한국 수출, 엔저 피해 미미하다(1)

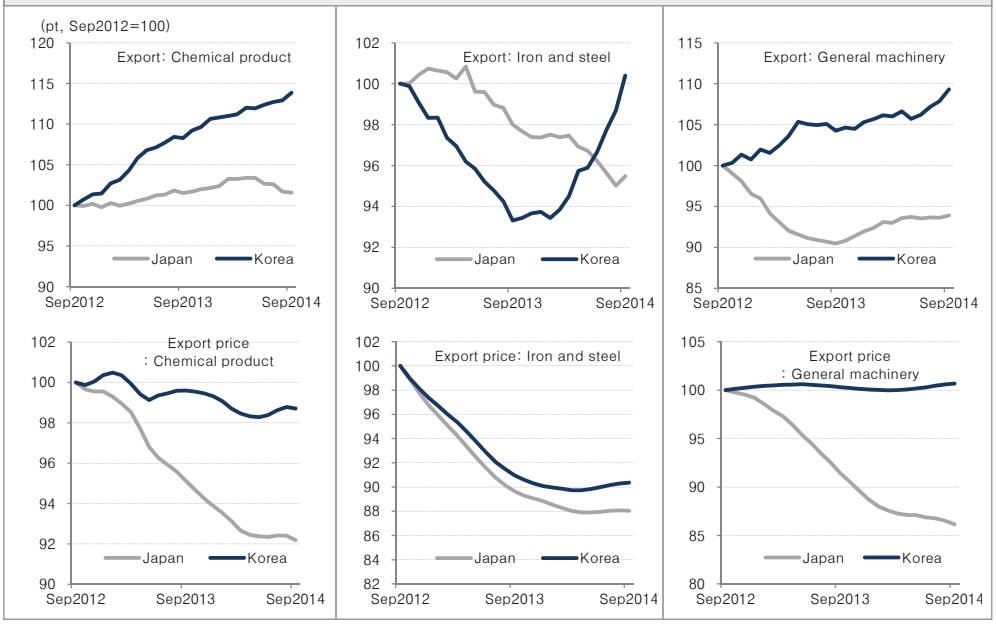
일본 기업들이 엔달러 환율 하락만큼 수출 단가를 낮추지는 않고 있음.

그동안 가격 민감도 높은 제품들의 공장은 해외로 이전해서, 일본 국내에서 생산되는 제품들은 가격 탄력도가 그리 높다고 보기 어렵기 때문.

이 때문에, 단가 인하를 통한 물량 확대 전략보다는 보다 높은 제품 마진을 추구하는 전략을 사용하고 있는 듯.

- 아베노믹스 이후 일본 수출기업들은 달러 표시 수출 단가를 상당폭 인하했지만, 수출 물량 증대 효과 제한적.
- **아베노믹스 이후에도 수출 물량 측면에서 일본 대비 한국의 상대 강세 지속.**
- 8월 이후 엔달러 환율이 재차 급등하면서 일본 기업들이 추가 가격 인하에 나설 수 있으나, 그에 따른 한국의 피해보다는, 원달러 환율 상승으로 인한 수출 채산성 개선 효과가 더 클 것으로 판단.

한-일 비교: 화학/철강/기계의 수출 물량 및 단가 추이



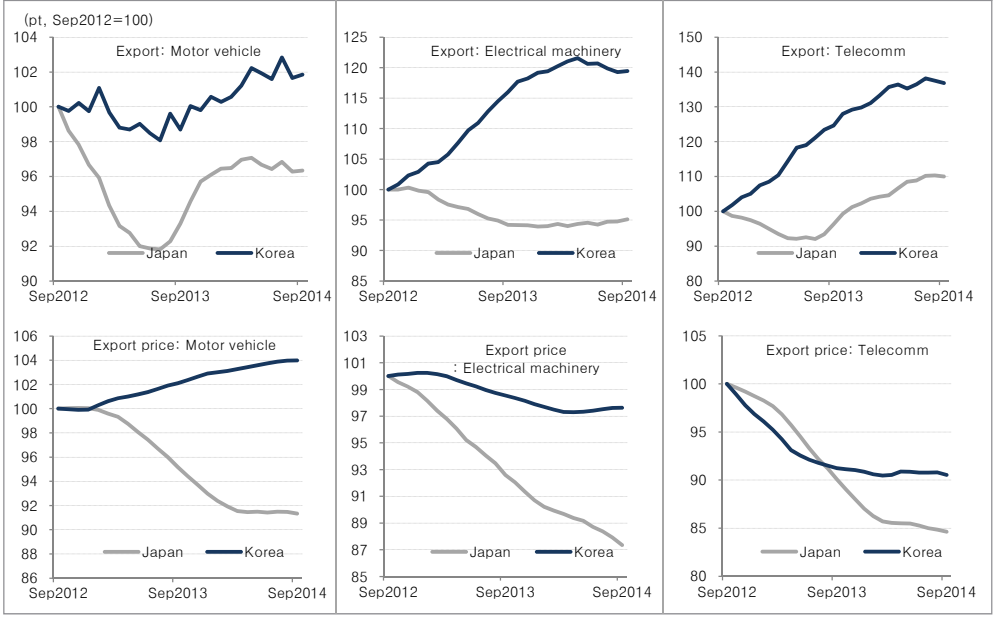
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터
주: 수출은 금액을 물가로 나눠서 산출한 물량 프락시, 수출 물가는 달러 기준. 위 데이타들은 모두 12개월 이동평균.

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

한국 수출, 엔저 피해 미미하다(2)

- 엔저 공세에 가장 큰 피해 우려 품목인 자동차의 경우, 한국 메이커들은 ASP를 높여 왔음. 가격 경쟁보다 품질 경쟁으로 승부 중이라 향후 상황 전개를 지켜 봐야 할 것.
- 핸드폰, 반도체 등 주요 IT 제품들은 일본과의 경쟁이 낮은 수준이라, 엔화 약세에 큰 문제가 없을 듯함.
- 전기제품은 일본의 수출단가 인하가 적극적이고 수출 물량 반등이 조금씩 나타나고 있어 주의해서 볼 필요.

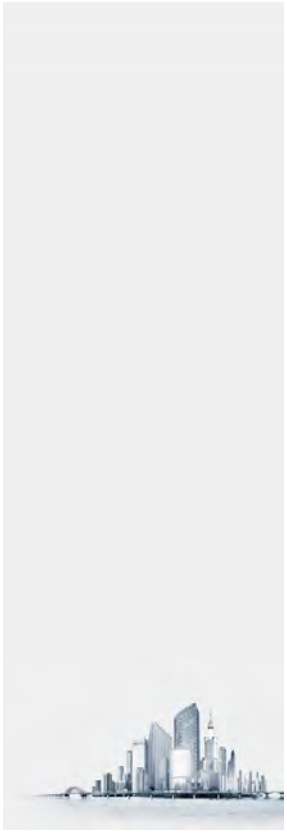
한-일 비교: 자동차/전기/전자의 수출 물량 및 단가 추이



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터
주: 수출은 금액을 물가로 나눠서 산출한 물량 프락시, 수출 물가는 달러 기준. 위 데이타들은 모두 12개월 이동평균.

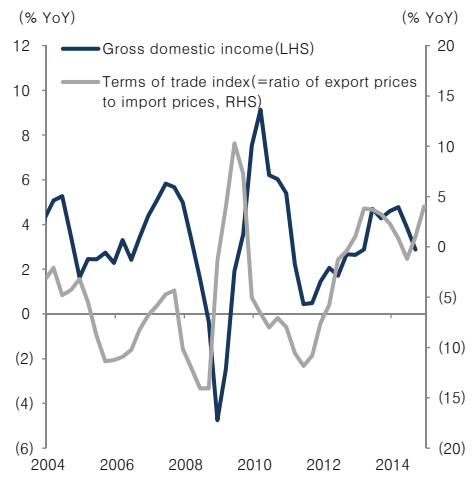
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

한국 내수, 조금씩 형성되는 회복의 기운

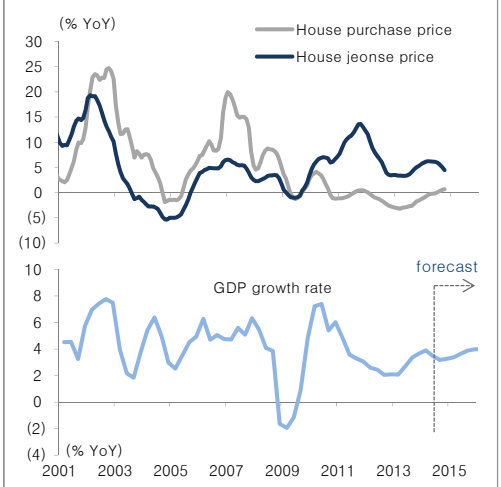


- 국내총소득(GDI)에 선행하는 경향이 있는 교역조건지수가 회복세를 보이는 점은 내수 회복에 긍정적인 변화.
- 교역 조건 개선과 내수 부양 노력이 지속적으로 효과를 갖기 위해서는, 무엇보다 주택시장 정상화가 중요한 것으로 판단됨.
- 주택시장 정상화란, 집값의 완만한 오름세(인플레 수준)와 전세가격 안정을 말하는 것임. 하지만, 아직은 수요 공급상 큰 변화가 없어, 전세가격 안정까지는 좀더 시간이 필요해 보임.

국내 총소득에 선행하는 교역조건의 개선



GDP 성장률 상승과 함께 집값도 오름세 예상



자료: 한국은행, KB, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

Part 2) 통화정책과 환율: 불확실성 게임

저금리 지속 (점진적 반등)

- 선진국 CAPEX 회복과 함께 기업들의 외부 자금 조달 증가 → 금리 상승 압력
- 유로존및중국발 디플레 압박 상존, 한국은 초과 유동성 국면 → 금리 하락 압력
- 2015년 하반기로 갈수록 금리 상승 예상되나 빠른 속도는 아닐 것

G3 통화정책 : 높은 불확실성

- FRB 기준금리 인상 시기의 불확실성: 상반기보다 하반기 가능성이 높은 듯
- ECB의 QE 불확실성: 국채 매입에 대한 독일의 반대 입장 분명
- BOJ의 QE 불확실성: 일본 정책 당국의 엔화 통제력 상실에 대한 부담

F/X: 통화정책에 연계 & 원화는 안정적

- FRB 금리 인상 시기 불확실성으로 달러 강세 잦아들 것
- ECB와 BOJ의 정책 대응에 따라 유로화, 엔화에 다양한 시나리오 존재
- 원화는 안정성 높은 통화의 지위를 유지할 것

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

미국 기업 자금 수요 회복 중 → 금리 상승 압력

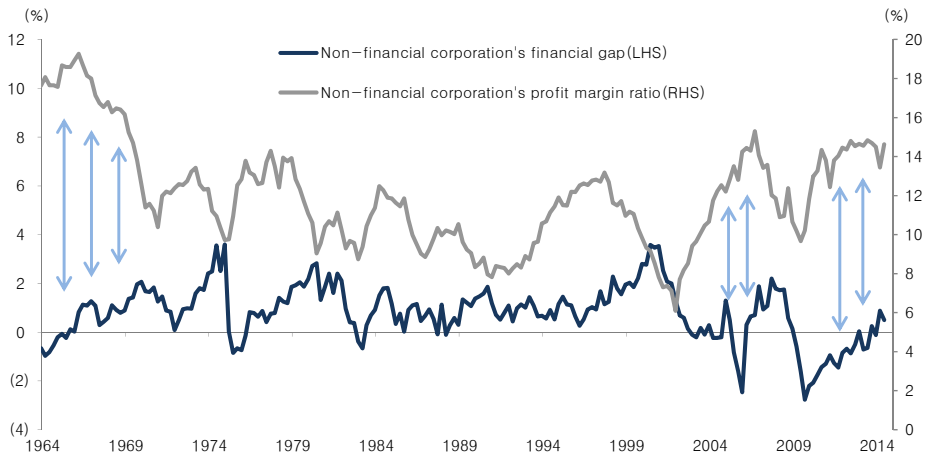
기업 자금 수요는 늘어나고 있으나 가계와 정부의 자금 수요는 여전히 제한적인 상황:

① 서구 선진국 재정수지 개선에 따른 정부의 적자 국채 발행 감소,

② 집값 상승 기대감이 낮아 가계의 모기지 차입 회복이 제한됨(MBS 발행 증가 제한적)

- 미국 기업들의 이익 마진율은 계속해서 높은 수준이나 **자본지출이 현금흐름을 추월하면서 마이너스 금융갭이 해소됨**. *※ 금융갭: 자본지출 - (내부유보 + 재고가치 조정)*
- 미국 내부적으로는 금리 상승 압박이 조금씩 축적되고 있는 듯. 이런 상황이 다른 지역으로 좀더 확산되면 금리 상승 압박이 현실화될 것임.

미국 기업들 마진율은 높은 수준 유지되고 있으나 마이너스 금융갭은 해소



자료: Federal Reserve, US BEA, 미래에셋증권 리서치센터

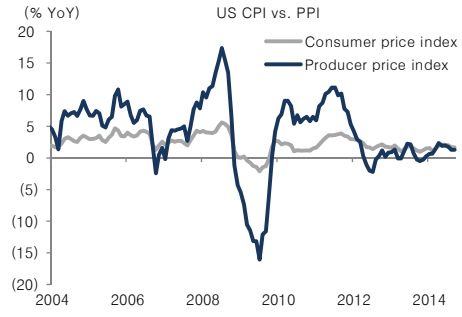
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

유로존과 중국발 디플레 압박 → 금리 상승 제한

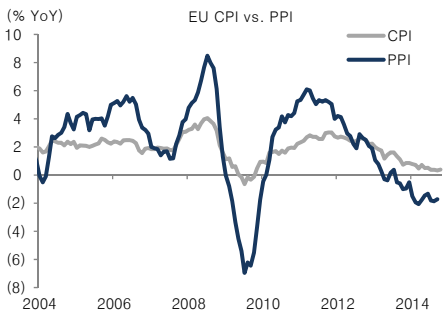
미국은 얕은 폭의 인플레이나 유로존, 중국은 디플레 징후에서 벗어나지 못하고 있으며, 한국도 디플레 압박에서 충분히 자유롭지 못함.

→ 정책 기대감의 차별화 유발, F/X 전망에도 큰 영향.

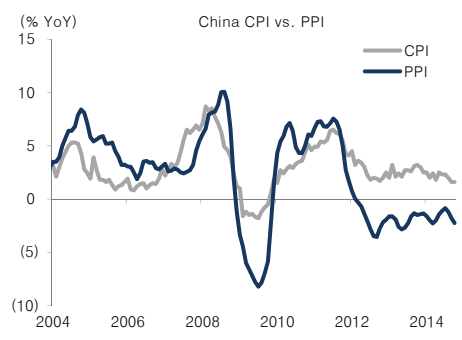
미국 CPI, PPI 전년비 상승률은 1~2% 사이에서 형성



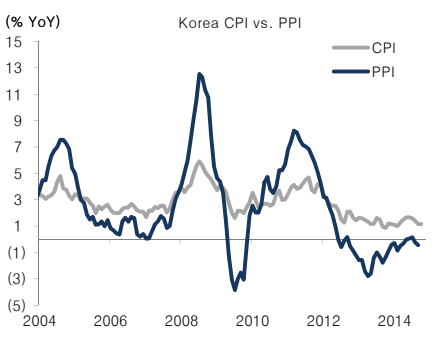
유로존 디플레 직전



중국 CPI 전년비 1%대 상승, PPI 전년비 2% 내외 하락



한국 PPI 디플레 탈피 징후, CPI는 1%대를 2년간 지속



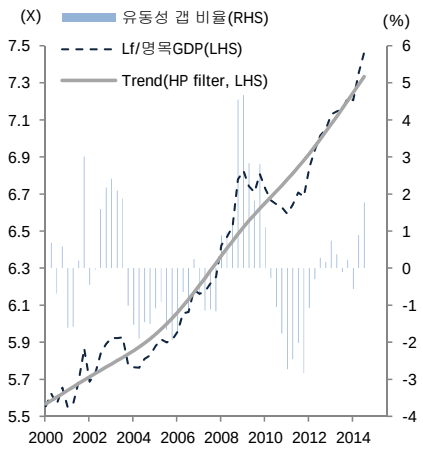
자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

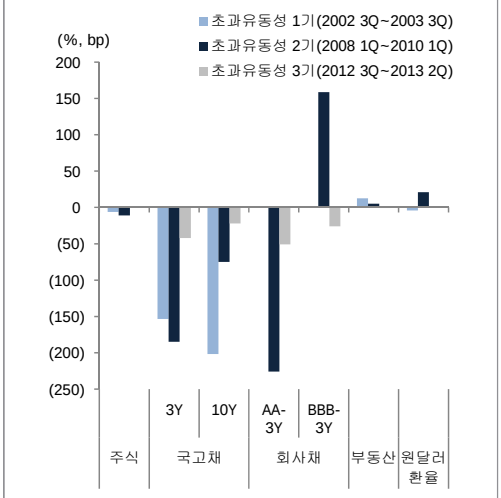
국내 초과 유동성 국면 → 금리 상승 제한

- 민간의 소득에 대한 통화 비율(Lf/명목GDP)가 장기 추세치로부터 괴리된 정도를 나타내는 유동성갭 비율은 2000년 이후 4번째로 (+) 영역에 진입.
- **과거 3번의 초과 유동성 기간 동안 채권 강세가 뚜렷**했음(국채에서 AA- 회사채까지). 즉, 유동성 효과는 채권 쪽에서 만끽했던 것으로, 주식이나 저신용 등급 회사채는 유동성 수혜 미약.
- 네번째 초과 유동성 국면은 2014년 2Q부터 시작되었으며, 마찬가지로 채권 강세 진행 중. 2015년 중반 이후로는 실물경제가 살아나면서, 유동성 갭 비율이 (+)권을 유지하되 줄어드는 방향이 될 듯함.

유동성 갭 비율 (+) 영역에 진입



과거 3번의 초과 유동성 기간 동안 채권자산은 모두 강세



자료: 한국은행 Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

FRB 기준금리 첫번째 인상은 2015년 하반기로 예상

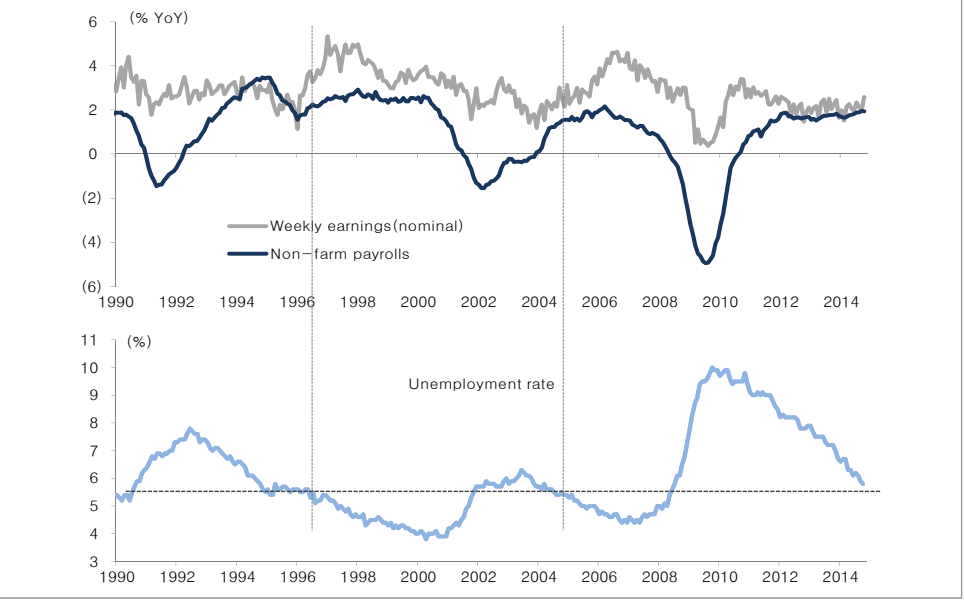
3대 옐런 인디케이터: 임금, 장기실업자 비중, 파트타이머 비중.

첫번째 금리 인상은 9~10월로 예상. 현재 Fed fund rate가 0.1% 내외에서 형성되는 점을 감안, 첫번째 금리 인상에서 바로 0.5%로 올리지는 않을 듯.

또한, 과거에 비해 느린 인상 속도라는 힌트를 내년 상반기에 줄 것으로 예상.

- 고용 증가율은 과거 경기 회복기에 비해 많이 뒤처지지 않음. 2004~06년과 비슷한 수준.
- 옐런 인디케이터 중 가장 중요하다고 볼 수 있는 임금 상승률은 전년비 2%대에서 제자리 걸음 중.
- **경험적으로 실업률 5.5%를 하향 돌파할 때 임금 상승세가 촉발된 경험. 2015년 중반에 이런 변화가 확인될 가능성이 높고, FRB 금리 인상은 그 이후가 될 전망.**

실업률 5.5% 이하일 때 임금 상승 압박 커졌던 경험치



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

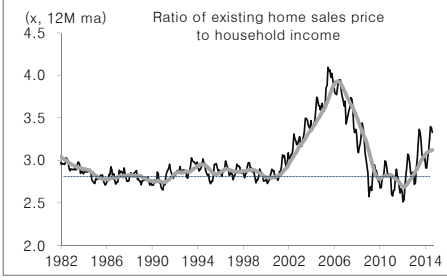
주택시장 안정이 필요한 미국 → FRB 금리 인상을 제약

현재 미국의 가계 소득 대비 집값은 2003~04년 수준이지만, 대출 조건은 당시에 비해 엄격한 상황.

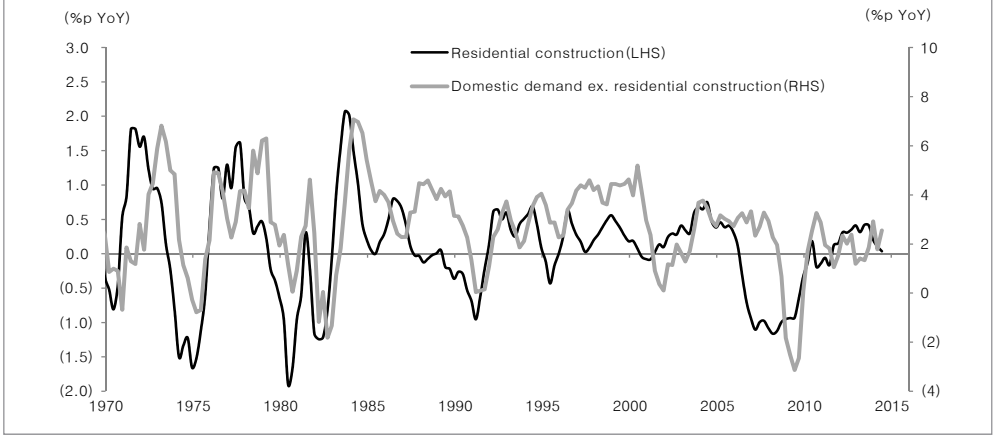
현재 주택시장 상황은 FRB가 기준금리 인상을 늦출 또 다른 이유.

- 경험적으로 주택 건설은 미국 GDP 성장률의 선행지표 역할. 즉, 낮은 금리에서 주택건설이 활황을 띠고 난 후, 금리 상승과 소비, 투자 회복이 동반되는 패턴.
- 금리가 여전히 낮지만 집값이 이미 비싸다는 인식이 늘어났고, 이에 주택 매매 및 건설이 둔화된 상황.
- 주택 건설 위축이 보다 심화되면 소비+투자가 버틸 수 없게 됨. 이에, **FRB는 주택시장을 배려하는 정책 기조를 보일 가능성이 큼**.

미국 가계 소득 대비 집값, 많이 올랐다



주택 건설이 감소세로 전환되면 미국 경제 성장세 위축될 위험



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 오른쪽 위 그림에서 가계소득과 집값은 중위값을 사용

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

엔화 지속 약세? BOJ와 ECB 정책에 따른 세 가지 시나리오

ECB 양적완화는 다양한 자산군으로 확대되겠으나,

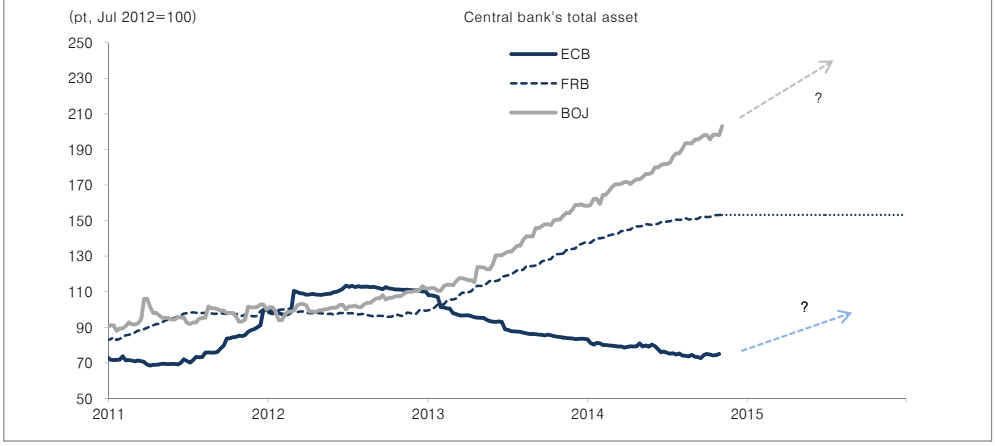
재정 통합 노력이 미흡한 상황에서 독일의 반대 등으로 인해 ECB의 국채 매입은 있더라도 소량에 그칠 전망.

이런 시나리오 하에서, ECB 총자산 증분은 1조 유로에 크게 못 미칠 것. ECB의 소극적 양적완화는 BOJ의 양적완화 강도에 영향.

기축통화가 아닌 탓에, 계속된 유동성 공급은 엔화에 대한 통제력 상실 위험을 키우기 때문.

ECB	BOJ	예상 결과
국채 매입 O	양적완화 확대 유지	ECB 국채 매입시 일본도 양적완화 확대 유지 가능 유로화, 엔화 동반 약세 구도 예상
국채 매입 Δ X	양적완화 확대 유지	엔화의 통제 불가능한 추락 위험 잔재 → 가능성 낮은 시나리오
	양적완화 후퇴	**(베이스 시나리오) 유로화, 엔화 동반 안정화, 달러 가치도 안정화**

각 중앙은행 총자산 추이: 2015년 ECB와 BOJ의 총자산 추이에는 불확실성 높음



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

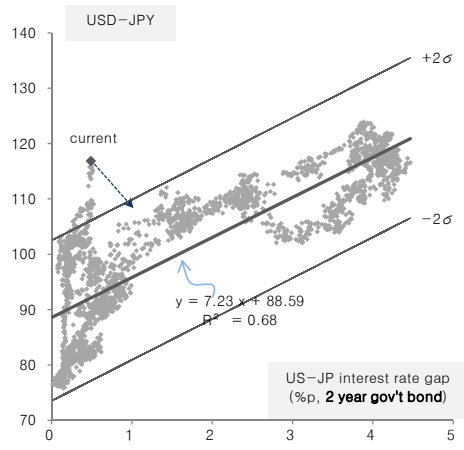
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

엔달러 환율, 2015년에는 오버슈팅 축소 예상

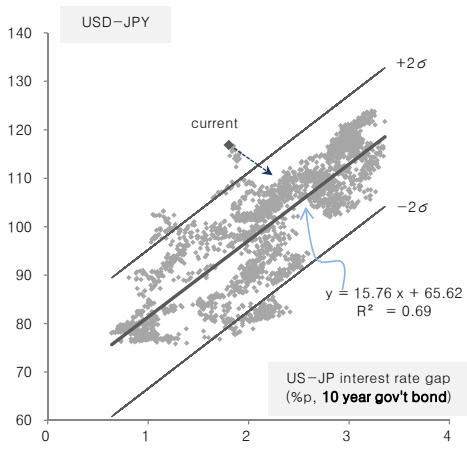
2015년 상반기에는 ECB의 국채 매입 여부가, 하반기에는 FRB 금리 인상 속도가 엔달러 환율 방향성의 핵심 결정 요인.

- 금리차와 환율의 이론적/경험적 관련성으로부터, 현재 엔달러 환율은 오버슈팅 영역에 있는 것으로 평가: 현재 엔달러 환율은 FRB의 기준금리 인상 및 미국채 10년물 금리 3%대를 이미 선반영한 상태로 보임.
- 따라서, FRB의 기준금리 인상이 있더라도 그 속도가 느리다는 것이 확인되면 엔달러환율 오버슈팅 축소가 예상됨. 또한, 일본 인플레가 피크아웃하면서 실질 금리가 상승 전환하는 점도 엔화 약세 압력을 완화.
- 요컨대, **ECB, FRB, 일본 실질금리 등이 모두 엔화 약세 진정 요인으로 작동할 것. 엔달러 환율은 2015년 하반기로 가면서 105~110 수준으로 하향 안정화 예상**.

미-일 단기물 국채 금리차와 엔달러 환율



미-일 장기물 국채 금리차와 엔달러 환율



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

경상수지 대량 흑자 지속에 따른 원화 가치 안정성

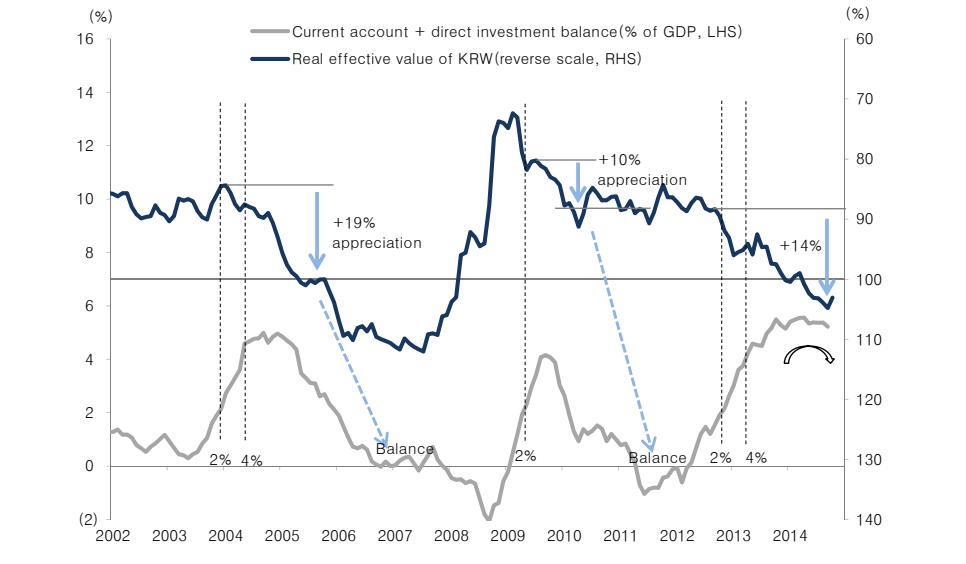
코어 국제수지와 원화:
코어 국제수지가 GDP의 2%를 넘으면 원화는 절상 기조.

과거 세차례 경험치:
① 2004년에 코어 국제수지가 GDP의 4.7%에 달한 후 원화 절상폭은 19%.
② 2009년에 코어 국제수지가 GDP의 3.7%에 달한 후 원화 절상폭은 10%.
③ 2014년 코어 국제수지는 GDP의 5.1%에 달함. 원화 절상폭은 최고 14%를 기록한 후 일부 되돌림을 겪는 상태.

코어 국제수지 대량 흑자 (GDP의 2% 이상) → 원화 가치 충분한 절상 (10% 이상) → 코어 국제수지 균형화

※경상수지의 원화 가치 변동에 대한 민감도 약화
(∵ 불황형 경상수지 흑자)

'코어 국제수지(=경상수지+직접투자수지)' 흑자는 여전히 높은 수준 → 원화 절상 압력 유지



자료: CEIC, 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Economic Outlook Table

Korea Outlook		2014 1Q	2014 2Q	2014 3Q	2014 4Q	2015 1Q	2015 2Q	2015 3Q	2015 4Q	2014	2015	2016
GDP	yoy	3.9	3.5	3.2	3.3	3.4	3.7	3.9	4.0	3.5	3.7	4.0
	qoq	0.9	0.5	0.9	1.0	0.9	0.9	1.0	1.1			
CPI	yoy	1.1	1.6	1.4	1.2	1.8	1.9	2.1	2.4	1.3	2.0	2.0
Export	yoy	1.7	3.2	3.7	3.7	3.7	3.0	3.5	5.9	3.1	4.1	5.6
Import	yoy	2.0	3.2	5.6	-1.4	-1.1	3.0	1.6	8.8	2.3	3.1	6.9
Current account(USD bn)		15.1	24.1	22.7	30.5	20.5	24.0	23.0	27.5	92.4	95.0	83.0
G3 Growth Outlook												
US	yoy	1.9	2.6	2.4	2.3	3.5	3.0	2.8	2.9	2.3	3.1	3.0
	qoq SAAR	-2.1	4.6	3.9	3.0	2.4	2.8	3.2	3.2			
Euro area	yoy	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9	1.2	1.4	1.6	0.9	1.3	1.6
	qoq	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5			
China	yoy	7.4	7.5	7.3	7.3	7.2	7.0	7.1	7.0	7.4	7.1	6.8
Policy Rate(end of term)												
Korea		2.50	2.50	2.25	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	2.00	1.75	2.25
US		0~0.25	0~0.25	0~0.25	0~0.25	0~0.25	0~0.25	0.25	0.50	0.25	0.50	1.75
Euro area		0.25	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.15
China		6.00	6.00	6.00	5.60	5.25	5.25	5.25	5.25	5.60	5.25	5.25
F/X(ave.)												
USD-KRW		1,069	1,029	1,027	1,082	1,080	1,065	1,060	1,050	1,052	1,064	1,035
JPY-KRW		10.4	10.1	9.9	9.5	9.4	9.6	9.7	9.7	9.9	9.6	9.4
EUR-KRW		1,465	1,410	1,366	1,353	1,339	1,331	1,336	1,323	1,399	1,330	1,294
EUR-USD		1.37	1.37	1.33	1.25	1.24	1.25	1.26	1.26	1.33	1.25	1.25
USD-JPY		103	102	104	114	115	111	109	108	106	111	110
USD-CNY		6.1	6.2	6.2	6.1	6.2	6.1	6.1	6.1	6.2	6.1	6.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 한국 소비자물가 2015년은 담뱃값 인상을 전제로 하였음. 중국 정책 금리는 1년만기 대출금리를 기준으로 함.

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

[글로벌 투자전략]

미 연준 금리인상 국면에서의 글로벌 자산배분 전략: More treats than tricks

글로벌 투자전략
황영진
3774-3883
youngjean.hwang@miraeasset.com

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Executive summary

✓ 2015년 글로벌 자산배분 관점에서의 핵심은 미 연준의 금리인상. 미 연준의 금리인상을 전제로, 달러 강세와 위험자산 선호에 대한 양립 문제를 어떻게 풀 것인지가 관건

✓ 우선, 90년 이후 미 연준 금리인상 국면에서의 주요 글로벌 자산별 평균적인 가격 흐름은 다음과 같음

- 금리인상 국면 진입 이전 1년: 주식 상승, 채권 완만한 상승, 원자재 높은 등락 반복, 달러 강세
- 금리인상 국면 진입 이후 1년: 주식 상승 후 완만한 조정, 채권 완만한 하락, 원자재 상승, 달러 약세 전환 후 재반등

✓ 다음으로, 미 연준의 금리인상 문제에 대해 정리해 보면 다음과 같음

- 첫 금리인상 시점: Fed 컨센서스 6월, Bloomberg 컨센서스 6월, Fed 금리선물 10월
- 미국 10년물 국채 수익률 (Bloomberg 컨센서스): 1Q 2.7%, 2Q 2.9%, 3Q 3.1%, 4Q 3.25%
- 금리인상 지연될 것으로 보는 이유: 1) 낮아진 기대 인플레이션 상승 압력
  2) '자산효과 → 개인소비 증가 → 경기회복' 구도 유지
- 이에 따라, 미 연준의 첫 금리인상 시점은 잭슨 홀 연설이 끝난 9월 FOMC가 될 가능성이 가장 높아 보임. 미국 10년물 국채 수익률은 Bloomberg 컨센서스를 소폭 하회하는 수준에서 정상화 과정 진행될 것으로 예상

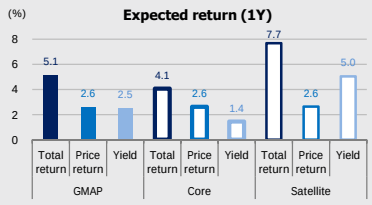
✓ 마지막으로, 미 연준의 금리인상 지연 가능성 및 글로벌 펀더멘털 개선 구도가 잘 작동하고 있다는 점에서 달러 강세와 위험자산 양립 가능성은 높아 보임. 이상의 논의를 바탕으로 한 주요 자산별 전망은 다음과 같음

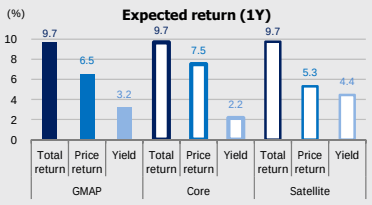
- FX: 미 연준 금리인상 국면 진입 전까지 달러 강세 기조 완만하게 진행. 위험통화인 유로화 약세 압력 둔화. 안전통화인 엔화 약세 기조 유지
- 주식: 선진국 증시는 밸류에이션 부담을 안고 있어 예상 기업이익 개선 강도가 중요. 선호도는 일본, 미국, 유럽 순. 신흥국 증시는 수출경기 회복 및 중국 리스크 완화를 바탕으로 이익 개선에 앞서 밸류에이션 확장에 의한 주가상승 시작될 것으로 판단. 선호도는 아시아(동북아>동남아), 동유럽, 남미 순
- 채권: 완만한 미국 금리 정상화 과정에서 신용 스프레드 축소 효과 감안하면, 투자등급 채권 대비 하이일드 채권 매력도 높을 것으로 기대
- 원자재: 달러 강세, 낮아진 인플레 압력, 위험자산 헤지 수요 약화 등으로 금 가격상승 제한적일 것으로 예상. 강해진 사우디의 감산 반대 의지 및 구조적으로 높아진 미국 원유재고 등으로 유가 약세 지속 예상

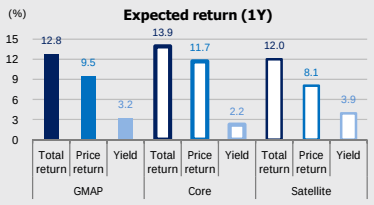
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

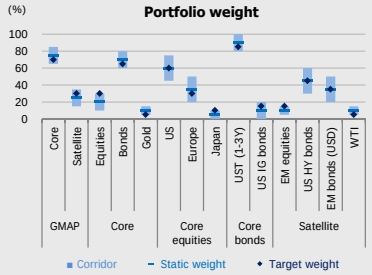
GMAP: Global multi-asset portfolio

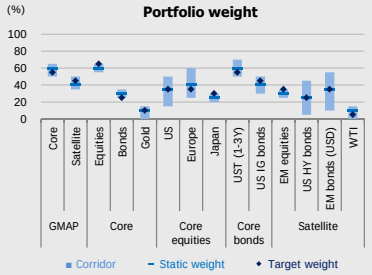
Conservative portfolio (Low risk & low return portfolio)	Moderate portfolio (Medium risk & medium return portfolio)	Aggressive portfolio (High risk & high return portfolio)

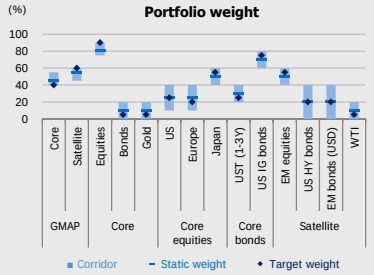












Expected return (1Y)	Equities				Fixed income				Commodities	
	US	Europe	Japan	*EM*	UST (1-3Y)	US IG corp. bonds	*US HY corp. bonds*	*EM USD bonds*	Gold	*WTI*
Total return (%)	14.0	11.5	17.0	*17.0*	(0.8)	2.4	*6.7*	*5.4*	4.0	*4.5*
Price return (%)	12.0	8.0	15.0	*14.0*	(1.4)	(1.5)	*0.7*	*0.0*	4.0	*4.5*
Yield (%)	2.0	3.5	2.0	*3.0*	0.6	3.9	*6.0*	*5.4*	0.0	*0.0*
Related ETF	SPY.US	IMEU.LN	EWJ.US	*EEM.US*	SHY.US	LQD.US	*HYG.US*	*EMB.US*	GLD.US	*USO.US*

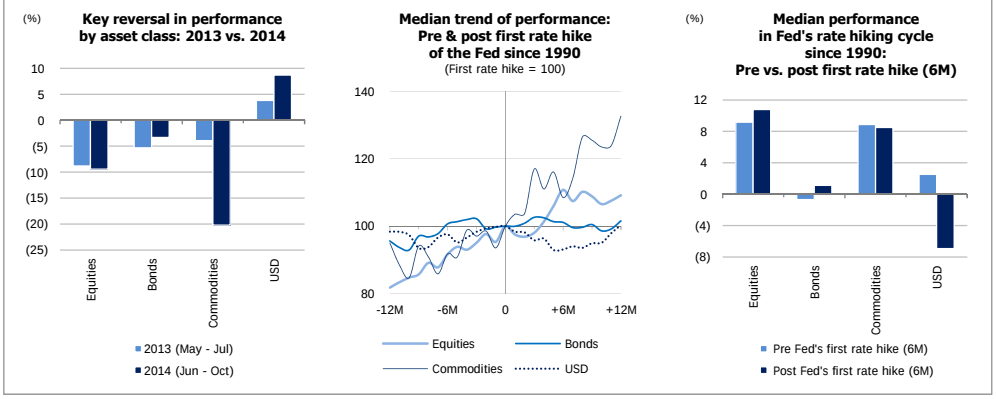
GMAP (Paper portfolio since 1994)	Downside risk		Return	Loss recovery period	
	Maximum drawdown (%)	95 percentile drawdown (%)	Trend return (AR %)	Maximum loss recovery period (Years)	95 percentile loss recovery period (Years)
Conservative portfolio	15.9	4.5	7.7	2.1	0.6
Moderate portfolio	33.1	14.9	8.4	3.9	1.8
Aggressive portfolio	43.9	23.9	8.7	5.1	2.8

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

미 연준 금리인상 국면에서의 자산별 가격 동향

- 지난 6월 FOMC 이후 주요 글로벌 자산군 동향이 작년 4월 FOMC 이후 흐름과 유사하게 전개. 작년 4월 FOMC 후 5월 버냉키의 QE 축소 언급, 6월 중국 경제 경착륙 우려 고조, 이에 따른 신흥국 자본 이탈 우려 등으로 글로벌 자산군 가격 흐름에 큰 반전 발생. 지난 6월 FOMC 직후 미 연준의 조기 금리인상 우려 부각, 9월 유로존 경제 성장률 둔화 우려 고조 등으로 글로벌 자산군 가격은 또 다시 큰 반전 경험
- 올해는 원자재 시장과 외환시장에서 채권시장과 주식시장으로 가격 반전 전이. 특히, 주식 및 하이일드 채권 등 글로벌 위험자산 가격이 9월 중순부터 10월 중순까지 급락. 이는 미 연준의 조기 금리인상 가능성이 글로벌 경기 회복을 더욱 지연시킬 수 있다는 우려가 높아진 상황에서, 글로벌 경기 개선 구도에서 가교 역할을 하고 있는 유로존의 경기 지표 악화가 확인된 점이 크게 작용
- 90년 이후 미 연준의 금리인상 싸이클 진입 전후 시기의 자산군별 가격 동향을 보면, 주식 상승, 채권 횡보, 원자재 상승. 달러는 첫 금리 인상 전 강세, 금리인상 국면에서는 약세전환 후 재반등

미 연준 금리인상 싸이클: 주식 상승, 채권 횡보, 원자재 상승, 달러는 금리인상 국면에서 약세전환 후 재반등



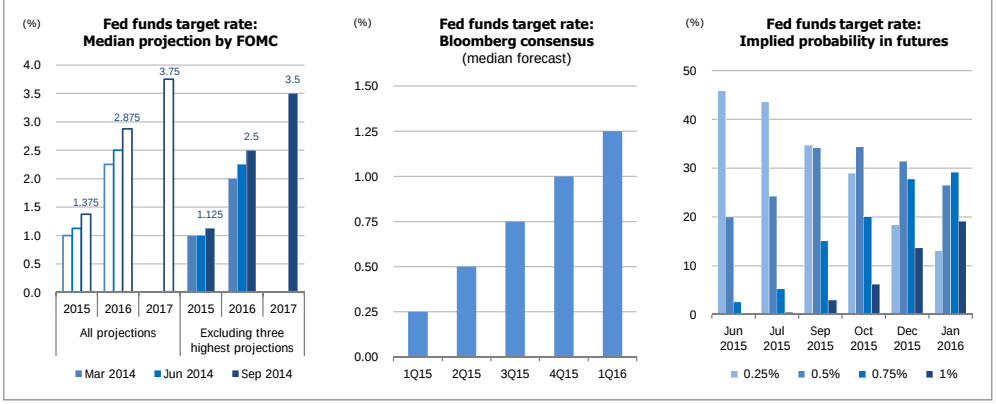
자료: MSCI, FactSet, Datastream, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

미 연준 금리인상, 언제 시작할까?

- 미 연준 컨센서스: 미 연준 이사들이 예상하고 있는 내년 말 평균 정책금리는 지난 3월 1%, 6월 1.125%, 9월 1.375%로 상승. 다소 매파적으로 해석될 수 있는 상위 3개의 정책금리 예상치를 제외하면, 내년 말 평균 정책금리는 지난 3월과 6월 1%에서 9월 1.125%로 소폭 상승. 한 해 총 8회 열리는 FOMC에서 두 번에 한 번 꼴로 0.25%씩의 금리인상을 가정할 경우, 이는 내년 총 3-4회의 금리인상 및 내년 3월 또는 6월 첫 금리인상 시작을 시사
- 블룸버그 컨센서스: 내년에는 2Q 첫 금리인상을 시작으로, 매 분기 0.25%씩의 금리 인상 예상. 첫 금리인상이 회의 직후 기자회견이 예정돼 있는 FOMC에서 단행될 가능성이 높다고 가정할 경우, 이는 내년 6월이 될 가능성 높음
- Fed 금리 선물: 첫 번째 금리인상은 2015년 10월, 두 번째 금리인상은 2016년 1월 실시될 확률이 가장 높음. 첫 금리인상 시점은 지난 10월 중순 가장 높은 확률을 보였던 2015년 12월에서 앞당겨 진 것임

미 연준 첫 금리인상 시점: 미 연준 및 블룸버그 컨센서스 내년 6월, Fed 금리선물 내년 10월



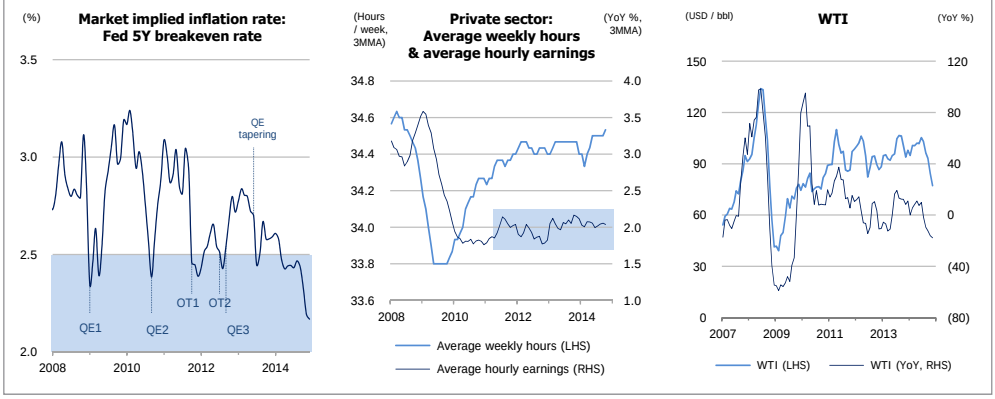
자료: FRB, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

미 연준 금리인상, 지연될 것으로 보는 이유 (1)

- 미 연준의 금리인상 국면 진입에 대한 우려가 높긴 하지만, 다음 두 가지 측면에서 미 연준의 금리인상 지연 등 시장 친화적 정책이 지속될 가능성 높은 것으로 판단
- 첫째, 미국의 인플레이션 압력이 높지 않을 것으로 예상. 미국 5년물 국채 수익률에 내재된 기대 인플레이션 2.5% 아래에서 미 연준의 주요 양적완화 정책들 발표. 반면, 작년 5월의 QE 축소 언급은 동 지표가 2.5%를 상향 돌파 후 2.7% 대에서 안정적 흐름이 지속된 것을 7개월 정도 확인 후 이뤄짐. 이를 고려하면, 향후 미 연준의 금리인상 시작 역시 동 지표의 2.5% 탈피에 대한 확인이 어느 정도 이뤄진 후에나 이뤄질 가능성 높음
- 하지만, 실업률 하락에도 불구하고 여전히 잉여 노동력이 풍부해 민간부문의 임금 증가율(YoY)은 3년 남짓 2% 전후에서 정체. 또한, 구조적 이슈로 인한 유가 상승 압력 약화. 이로 인해, 당분간 미국의 인플레이션 압력은 높지 않을 것으로 판단

높지 않은 미국 인플레이션 압력



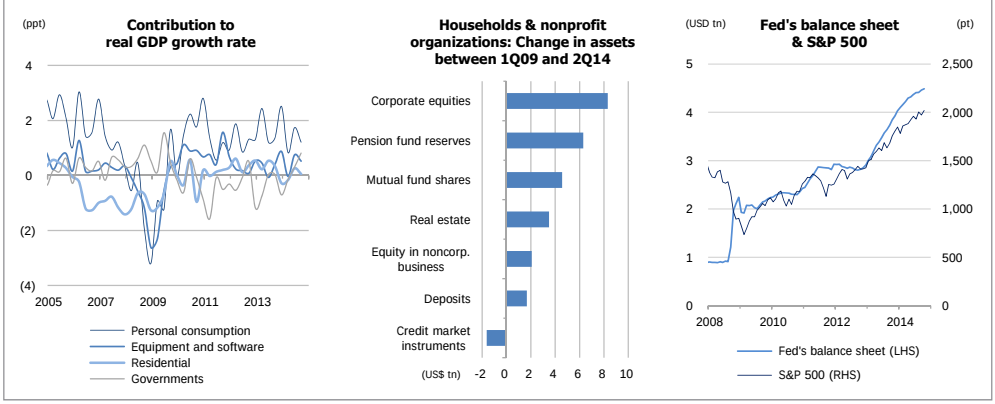
자료: BLS, CEIC, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

미 연준 금리인상, 지연될 것으로 보는 이유 (2)

- 둘째, 과도한 주가 하락 시 자산효과 위축에 따른 미국경기 둔화 우려가 부각될 수 있음. 미국 GDP 성장률 기여도를 주요 부문별로 보면, 여전히 개인소비 주도의 경기회복이 지속되고 있는 상황
- 옐런의 지적대로 고용시장의 여러 문제들로 당분간 가시적인 근로소득 증가 기대하기 힘들어, 경기 회복세 유지를 위해 당분간 자산효과의 역할이 큰 상황. 가계 자산은 2009년 1Q부터 지난 2Q까지 38%나 증가. 이의 대부분은 미 연준의 초저금리 및 양적완화 정책에 따른 혜택이 컸던 주식(직접투자, 연기금펀드 및 뮤추얼펀드 등 간접투자) 가치 상승이 크게 기여
- 이에 따라, 미 연준이 통화완화 정책을 통해 당초 의도했던 '미국증시 상승 → 가계자산 증가 → 개인소비 증가 → 경기회복' 구도를 약화시킬 수 있는 이벤트 발생 시 Yellen put 작동될 가능성 높음

과도한 주가 하락 시 자산효과 위축에 따른 미국경기 둔화 우려



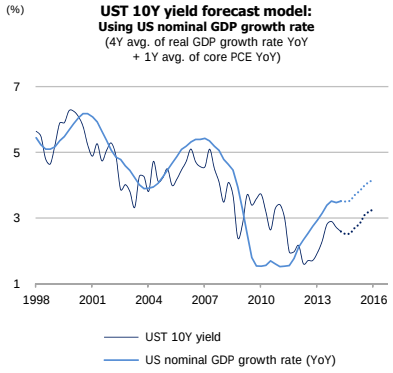
자료: BEA, FRB, CEIC, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

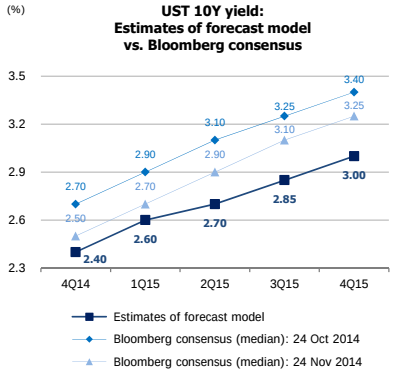
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

미국 10년물 국채 수익률, 얼마나 상승할까?

- 명목 GDP 성장률(실질 GDP 성장률 YoY 4년 평균 + 핵심 PCE 물가 상승률 YoY 1년 평균) 기준으로 보면, 10년물 국채 수익률은 내년 2Q 2.7%, 4Q 3.0%로 예상 (회귀모형 R^2 = 0.86)
- 이들 전망치는 최근 블룸버그 컨센서스를 소폭 하회하는 수준. 최근 블룸버그 컨센서스는 1개월 전 대비 내년 상반기는 20bpt, 하반기는 대략 15bpt 하향 조정. 이에 따라, 미국 국채 수익률이 3% 상회할 것으로 전망되는 시점도 내년 2Q에서 3Q로 지연
- 미국 10년물 국채 수익률 전망치 컨센서스가 하향 조정되고 있는 점은 글로벌 금리상승이 완만하게 진행될 수 있음을 시사. 벤치마크 역할을 하는 미국 국채 수익률의 완만한 상승과 신흥국 신용 스프레드 축소 가능성을 함께 고려하면, 글로벌 금융위기 이후 저금리 국면에서 채권 발행을 늘린 신흥국들의 차환발행 부담은 다소 완화될 것으로 판단

미국 10년물 국채 수익률 완만한 상승 예상





자료: FRB, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

미국증시, 통상적 수준의 조정 후 반등지속

- 글로벌 위험자산 가격의 방향타 역할을 하고 있는 미국증시가 10월 중순 이후 반등 지속. 미국증시가 충분한 조정을 거친 후에 반등하고 있는 것이라면, 최근 나타나고 있는 글로벌 위험자산 가격 반등에 대한 신뢰도는 높아질 것으로 판단
- 최근 조정을 제외하면, S&P 500 지수는 2007년 글로벌 금융위기 이후의 상승장에서 10% 내외의 조정을 5회, 20% 내외의 조정을 2회 경험(장중 고점 및 저점 기준). 20% 내외의 조정은 유로존 위기가 한창일 때 겪었는데, 그 당시와 달리 지금은 위기 해결을 위한 주요 정책들이 이미 마련돼 있는 상황. 이를 감안하면, 최근 기록한 9.8% 조정은 상승장에서의 통상적인 하락 수준에서 마무리 됐을 가능성 높음
- 그렇다면, 10월 중순 이후 나타나고 있는 미국증시의 반등지속 가능성은 높아 보임. 이에 따라, 상대적으로 낮은 회복률을 보이고 있는 여타 위험자산들의 가격 역시 반등이 이어질 것으로 판단

글로벌 위험자산 방향타 역할을 하고 있는 미국증시, 상승장에서의 통상적인 수준의 조정 후 반등 지속

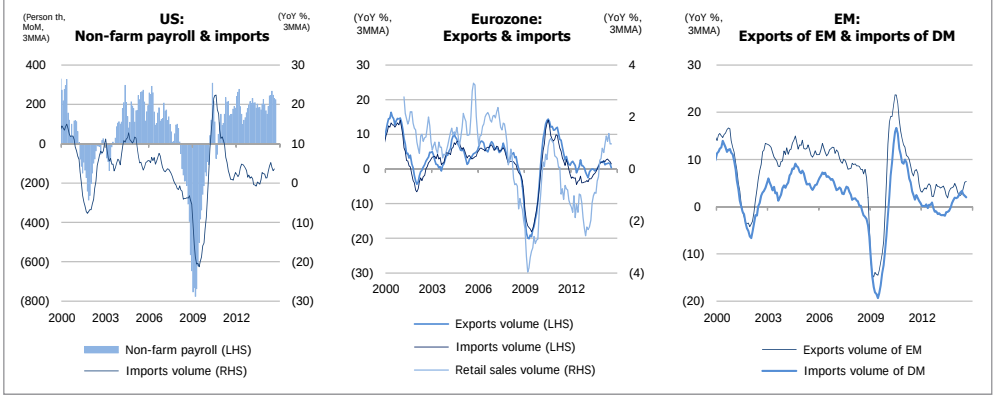
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

글로벌 펀더멘털 개선 구도 잘 작동

- 글로벌 위험자산의 반등이 지속되기 위해선, '미국 고용 개선에 따른 내수 회복 → 유로존 수출 및 내수 회복 → 신흥국 수출 회복'으로 이어지는 글로벌 펀더멘털 개선 구도가 잘 작동하는지 여부가 관건
- 이러한 글로벌 펀더멘털 개선 구도의 기저에 있는 미국 고용시장 개선세 유지. 이는 자산효과와 더불어 미국 내수시장 회복 견인. 미국의 수입물량 증가율(YoY)도 작년 5월 이후 반등
- 미국의 경기회복과 신흥국 수출회복의 가교 역할을 하는 유로존의 수출물량 증가율(YoY)과 수입물량 증가율(YoY)은 각각 지난 2월 및 5월 이후 완만하게 하락. ECB 통화완화정책, 독일의 여타 유로존 국가들에 대한 긴축재정 강요 완화, 낮아진 우크라이나 사태 재발 가능성 등으로 유로존 경기 점차 회복될 것으로 기대
- 선진국 수입물량 증가율 (YoY) 소폭 하락했지만, 신흥국 수출물량 증가율(YoY)은 2012년 중반 이후 최고 수준으로 상승

글로벌 펀더멘털 개선구도 대체로 잘 유지



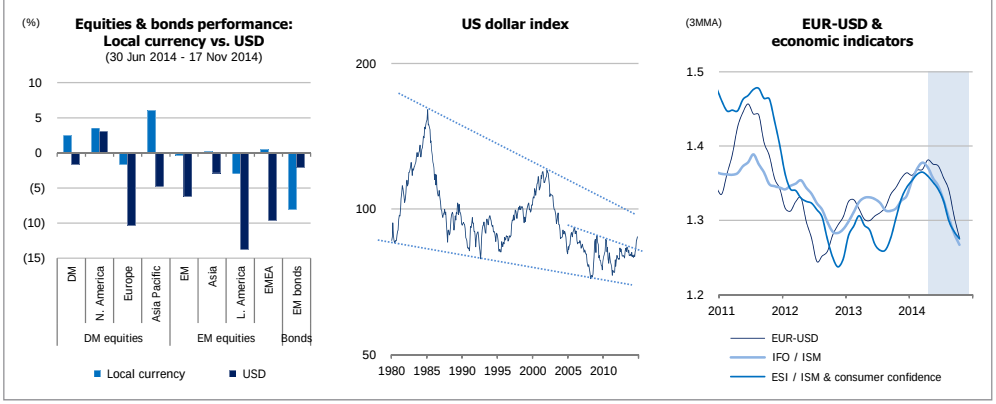
자료: BLS, Eurostat, CPB, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

FX: 달러강세에 따른 투자자산 환 손실 지속될까?

- 글로벌 자산배분 관점에서 또 주목해서 볼 부분은 달러/유로/엔 등 주요 통화 방향성임. 작년 버냉키의 QE 축소 발언 이후 및 올해 조기 금리인상 우려가 부각된 6월 FOMC 이후 나타난 주요 자산별 가격 반전에서 눈에 띄는 부분은 달러 강세가 올해 더 강하게 나타나고 있다는 점
- 11월 17일 기준, 달러 지수는 지난 6월말 저점 대비 10% 상승. 기준 통화가 USD인 투자자 입장에서는 투자자산에 대한 환 손실 우려 대두. 실제로, 지난 6월말 이후 자산별 수익률도 이를 반영: 선진국 및 신흥국 주식 환 손실 발생, 신흥국 채권은 현지통화표시 채권 하락률이 달러표시 채권 하락률 크게 상회, 원자재 가격 하락
- 향후 달러 강세 지속 여부 및 강도는 유로존 및 독일 경기회복 여부 및 강도에 좌우될 것으로 판단. 유로존 경기회복이 지연될수록 ECB의 통화완화정책 기조는 오래 유지되고, 독일 경기회복이 지연될수록 ECB의 통화완화정책 강도는 강해지도 구도 형성. 독일 및 유로존 경기지표가 회복되더라도 미국 경기지표 대비 상대 강도는 약할 가능성이 높다는 점에서 달러 대비 유로화 약세 기조 지속, 다만, 그 강도는 완화될 것으로 예상

달러 강세 지속 여부 및 강도, 유로존 및 독일 경기상황이 가장 큰 변수



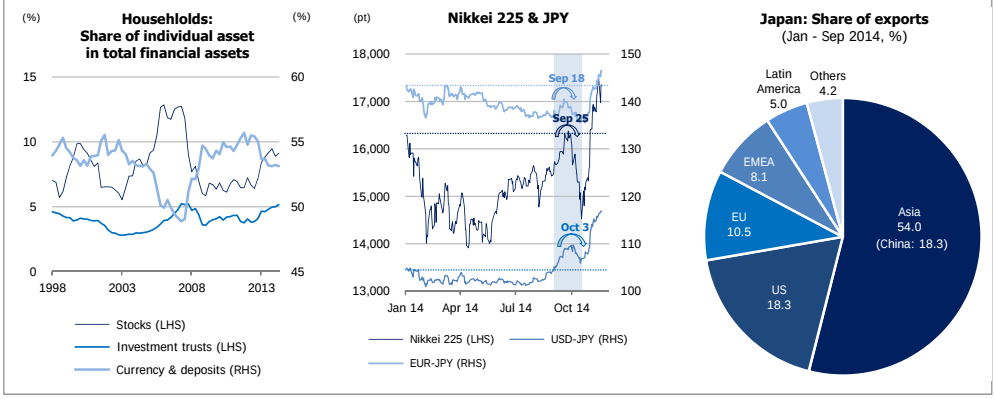
자료: MSCI, IFO, EC, ISM, Conference Board, Bloomberg, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

FX: EUR vs. JPY (위험통화 vs. 안전통화)

- 유로존 완만한 경기회복으로 선진국 통화 내 위험통화로 인식되고 있는 유로화 대비 안전통화로 인식되는 엔화 약세 압력 지속 예상. 유로존 경기회복이 더디더라도, 다음 이유로 유로 대비 엔화 약세 압력 지속 예상
- 10월 31일, BoJ의 추가 양적완화정책 발표 직후 엔달러 환율은 110 상향 돌파. 예상을 깬 강력한 통화완화정책 발표로 더 이상의 추가 완화정책을 없을 것이라는 시장의 우려를 의식한 듯, 구로다 총재 다음 발언으로 엔달러 환율은 115도 상향 돌파. ***The Bank of Japan will do "whatever it can" to hit its 2% inflation goal.*** ('No limit' to BOJ's stimulus measures: Kuroda, Nikkei Asian Review, November 6, 2014)
- 이번 통화완화정책을 통한 엔화 약세의 타겟은 달러가 아닌 유로화인 것으로 판단. 그 이유는 다음과 같음: 1) BoJ가 주요 중앙은행 중 유일하게 QQE를 통해 자국 주식(ETF)을 직접 매입하고 있다는 점에서 주가 부양 통한 가계자산 증대 의지 강함. 2) 지난 9월 엔달러 환율이 전 고점을 돌파하며 상승세가 지속됐음에도 불구하고, 일본증시는 전 고점 수준에서 하락 전환. 이는 엔유로 환율이 이미 하락 전환하고 있던 점이 크게 작용한 것으로 판단. 3) 일본의 유로존 수출비중 및 여타 수출시장에서의 유로존 국가들 대비 가격 경쟁력 제고 위해 달러 대비 약세를 보이고 있는 유로화보다 엔을 더 약하게 만들어야 하는 필요성 대두

유로 대비 엔화 약세 압력 지속 예상



자료: BoJ, MoF, CEIC, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

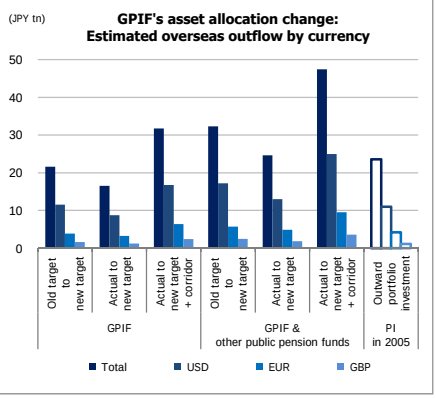
FX: 엔화 약세, BoJ 끌고 GPIF 밀고

- BoJ의 강화된 통화완화정책 발표된 10월 31일, 세계 최대 규모의 공적연기금인 일본 GPIF가 새로운 자산배분을 발표. 엔화 환율 관점에서 눈 여겨 볼 부분은 해외투자 비중이 크게 확대됐다는 점
- 해외투자 목표 비중: 전체 23% → 40%, 채권 11% → 15%, 주식 12% → 25%
  해외투자 비중 상하 밴드: 전체 13-33% → 28-52%, 채권 6-16% → 11-19%, 주식 7-17% → 17-33%
- 지난 6월말 기준, GPIF의 자산규모는 127조엔, GPIF 자산배분을 추종하는 여타 공적연기금 규모는 63조엔. 이들을 합칠 경우, 기본적인 시나리오(기존과 새로운 목표비중 차이만큼 신규투자) 하에서는 향후 5년간 해외 총 신규투자 금액은 32.3조엔, 달러화 자산 17.2조엔, 유로화 자산 5.7조엔. 연 평균으로 보면, 각각 6.5조엔, 3.4조엔 및 1.1조엔
- 이를 2005년(엔달러 환율 연초 100 → 연말 120) 포트폴리오 수지 계정을 통해 빠져나간 금액(총 23.6조엔, 달러화 자산 10.9조엔, 유로화 자산 4.2조엔)과 비교해 보면, 적지 않은 규모. 엔화 약세를 BoJ가 이끌고 GPIF가 이를 뒷받침하는 구도가 형성됨에 따라, 주요 통화 대비 엔화의 변동성은 크게 축소될 것으로 기대

GPIF 해외투자 비중 확대로 엔화 약세 기조 유지될 듯

GPIF: Change in asset allocation

Asset class	Current asset allocation		New asset allocation		Actual	Change in asset allocation		
	Target (%)	Corridor (%)	Target (%)	Corridor (%)	30 June 2014 (%)	Old target to new target (ppt)	Actual to new target (ppt)	Actual to new target + corridor (ppt)
Domestic bonds	60	52 - 68	35	25 - 45	53.4	(25.0)	(18.4)	(28.4)
Domestic stocks	12	6 - 18	25	16 - 34	17.3	13.0	7.7	16.7
International bonds	11	6 - 16	15	11 - 19	11.1	4.0	3.9	7.9
International stocks	12	7 - 17	25	17 - 33	16.0	13.0	9.0	17.0
Short-term assets	5		0		2.3	(5.0)	(2.3)	(2.3)



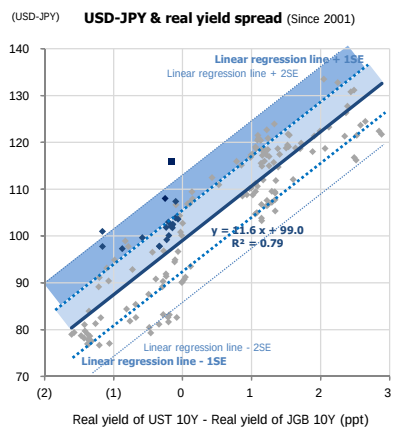
자료: GPIF, MSCI, Citi, BoJ, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

FX: 엔달러 환율 113-120 vs. 106-113

- 내년 미국의 core PCE 상승률과 일본 core CPI 상승률을 각각 1.8%와 1.4%로 가정하면, 양국간의 10년 평균 물가상승률 차는 현 2.1ppt에서 1.8ppt로 축소. 이를 바탕으로 향후 1년 양국의 10년물 명목 국채수익률 변동에 따른 적정 엔달러 환율 변화를 정리하면 아래 표와 같음
- Fed와 BoJ의 통화정책 차별화가 점차 확대되는 국면으로 진입하고 있다는 점에서, 외환시장에서의 엔달러 환율은 당분간 '회귀선 + 1 표준오차' 중심으로 움직일 가능성이 높아 보임. 실제로, 작년 4월 BoJ의 QQE 정책 이후 엔달러 환율은 균형선인 회귀선 근방이 아닌 '회귀선 + 1 표준오차' 중심으로 움직여 왔음
- 이를 바탕으로, 1년 후 미국과 일본의 10년물 국채수익률이 각각 3.0%와 0.6% 수준으로 상승한다는 가정하에서 보면, 엔달러 환율은 1) BoJ 양적완화정책, GPIF 및 여타 공적연기금의 해외투자 확대, 유로존 경기회복에 따른 안전통화 역할 약화 기대감 강할 경우 113-120 (균형선+1SE - 균형선+2SE) 예상, 2) 일본 경기회복 속도 둔화에 따른 재정 건전성 우려 강할 경우 106-113 (균형선 - 균형선+1SE) 예상

엔달러 환율: 113-120 vs. 106-113



Scenario analysis: USD-JPY exchange rate

JGB yield (10Y, %) \ UST yield (10Y, %)	2.20	2.40	2.60	2.80	3.00	3.20	3.30	3.40	3.50	3.60
0.4	105.9	108.2	110.5	112.8	115.2	117.5	118.7	119.8	121.0	122.1
0.5	104.7	107.0	109.4	111.7	114.0	116.3	117.5	118.7	119.8	121.0
0.6	103.6	105.9	108.2	110.5	112.8	115.2	116.3	117.5	118.7	119.8
0.7	102.4	104.7	107.0	109.4	111.7	114.0	115.2	116.3	117.5	118.7
0.8	101.2	103.6	105.9	108.2	110.5	112.8	114.0	115.2	116.3	117.5
0.9	100.1	102.4	104.7	107.0	109.4	111.7	112.8	114.0	115.2	116.3
1.0	98.9	101.2	103.6	105.9	108.2	110.5	111.7	112.8	114.0	115.2
1.1	97.7	100.1	102.4	104.7	107.0	109.4	110.5	111.7	112.8	114.0
1.2	96.6	98.9	101.2	103.6	105.9	108.2	109.4	110.5	111.7	112.8
1.3	95.4	97.7	100.1	102.4	104.7	107.0	108.2	109.4	110.5	111.7

• Assumption: 1) Expected 10Y average of inflation differential in US-Japan in 1 year = 1.8ppt (currnet = 2.1ppt)
2) 1 standard error of regression model (= 6.8) is added to regression line (equilibrium)

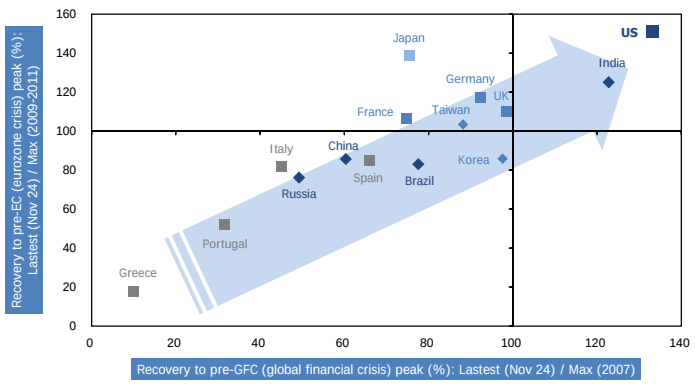
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

주식: 글로벌 증시 회복 구도

- 최근 주가지수가 글로벌 금융위기 직전 고점 및 유로존 위기 직전 고점을 각각 상회하고 있는지 여부를 기준으로, 주요 글로벌 증시의 회복 구도를 도식화 해보면 아래 그림과 같음 (MSCI 지수 기준)
- 글로벌 증시의 방향성은 고용시장 회복을 바탕으로 역사적 고점을 경신하고 있는 미국 증시가 주도하고 있는 상황. 유로존 위기 직전 고점을 회복한 일본과 유럽 핵심 3국(영국, 독일, 프랑스)은 내년 역사적 고점 경신 시도 예상. 유로존 경기회복에 힘입어, 아직 유로존 위기 직전 고점을 하회하고 있는 PIGS 국가들의 상승탄력이 강화될 것으로 기대
- 신흥국 내에서는 재정정책과 통화정책의 강한 공조, 기업이익 개선을 바탕으로 인도증시가 역사적 고점 경신을 지속하고 있는 상황. 선진국 경기회복에 따른 수출경기 개선이 기대되는 동북아 및 동유럽 국가들의 상승탄력이 커질 것으로 기대

글로벌 증시 회복 강도: 미국 > 유럽 핵심 3국 & 일본 > PIGS 및 신흥국



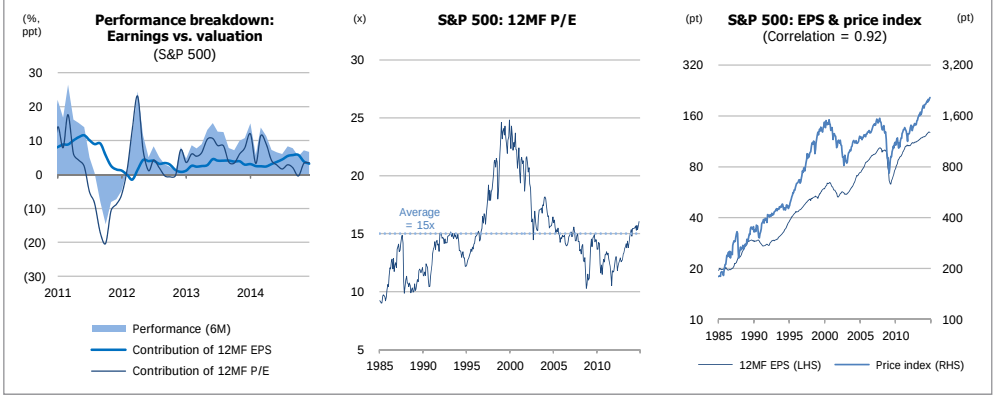
자료: MSCI, FactSet, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

미국: 펀더멘털 장세 진입

- 6개월 수익률 기준으로 보면, S&P 500 주가 상승은 지난 5월 이후 예상 기업이익 개선이 주도
- S&P 500의 12개월 예상 P/E는 작년 11월 15배를 넘어서면서부터 추가 상승이 제한되고 있음. 이에 따라, 미국증시가 상승추세를 유지하기 위해선 무엇보다 12개월 예상 EPS의 상승세 지속이 중요. 대체로, 90년 이후 미 연준 금리인상 국면 진입 5개월 전부터 12개월 예상 EPS의 상승 기울기가 가파르게 나타났음
- 이는 최근 미 연준이 '향후 금리인상 시점에 대해서는 경기개선에 대한 추가 확인이 필요하다'는 점을 강조하고 있는 것에 비추어 보면, 금리인상이 예상 기업이익 회복을 훼손하지 않을 것이라는 확신이 높아진 후에 금리인상 싸이클이 시작된 것으로 판단
- 미국의 기대 인플레이션이 압력이 낮다는 점과 경기 회복세 유지를 위해 자산효과를 유지해야 할 유인이 크다는 점에서, 미 연준의 금리인상 지연과 Yellen put 작동 가능성 높음

기업이익 개선이 견인하는 펀더멘털 장세 진입



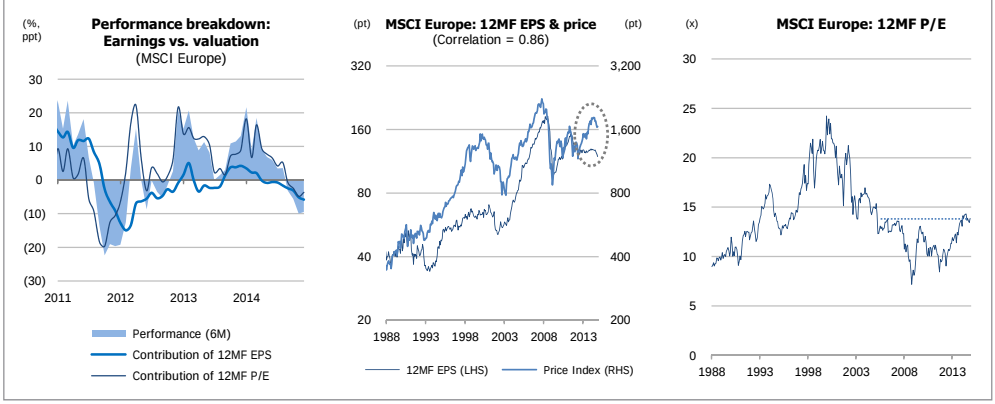
자료: I/B/E/S, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

유럽: 기업이익 개선 없이는 추가상승 제한적

- 2012년 중반 이후, ECB의 통화완화정책에 힘입어 MSCI Europe 지수는 강하게 반등. 반면, 12개월 예상 EPS는 횡보국면 지속으로 밸류에이션 부담이 높아진 상황. 밸류에이션 부담을 완화시켜줄 펀더멘털 개선이 절실하나, 12개월 예상 EPS는 오히려 지난 8월 이후 가파르게 하락
- 6개월 수익률 기준으로 보면, 지난 8월 이후 지속되고 있는 MSCI Europe 주가 약세는 예상 기업이익 하락뿐만 아니라 밸류에이션 수축이 동시에 작용. 이는 2012년 중반 이후 유럽증시의 상승세를 지탱해 왔던 ECB의 통화완화정책에 대한 기대감이 점차 약화되기 시작한 것이 아니냐는 의구심을 불러일으킬 수 있음
- MSCI Europe의 12개월 예상 P/E는 지난 5월에 2005년 중반 이후 최고치인 동시에 1988년 이후 평균치인 14배 수준 근접. ECB 통화완화정책이 예상 기업이익 개선으로 가시화 되기 전까지 유럽증시의 추가상승은 제한적일 가능성 높음

기업이익 개선 없이는 추가상승 제한적



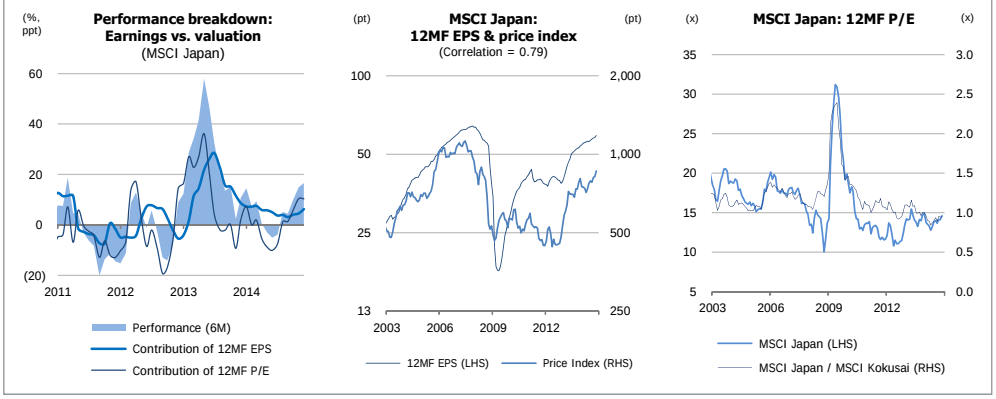
자료: I/B/E/S, MSCI, Datastream, FactSet, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

일본: 기업이익 개선과 밸류에이션 팽창에 의한 주가 상승

- 6개월 수익률 기준으로 보면, 지난 7월 이후 기업이익 개선과 밸류에이션 팽창이 동시에 주가 상승을 견인하는 국면 재 진입. 이는 엔화 약세 재개가 크게 작용하고 있는 것으로 판단
- MSCI Japan의 12개월 예상 EPS 는 아베노믹스 실시 이후 상승추세 유지하며, 밸류에이션 부담 완화요인으로 작용
- MSCI Japan의 12개월 예상 P/E는 아베노믹스 실시 이후 12.5-15배 사이에서 움직이고 있음. 10월말 BoJ 추가 양적완화정책과 GPIF의 국내주식 비중 확대 발표로 주가가 급등하긴 했지만, 12개월 예상 P/E는 여전히 15배 하회하는 수준
- 특히, 글로벌 투자자 관점에서 보면, 여타 선진국 증시 대비 일본 증시의 상대 밸류에이션 매력도 부각. MSCI Kokusai (일본 제외 선진국 지수) 대비 MSCI Japan의 12개월 예상 상대 P/E는 지난 5월 중순 기록한 역사적 저점 수준에서 소폭 반등한 상태

기업이익 지표 개선과 밸류에이션 팽창에 의한 주가상승 진행



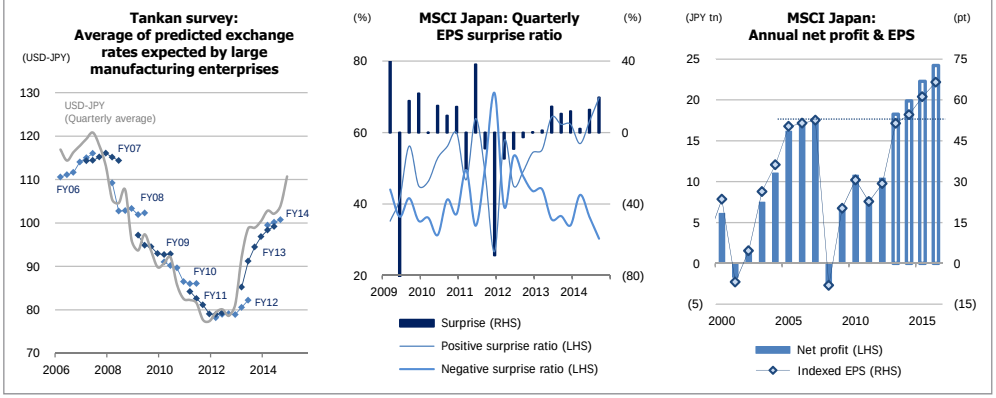
자료: I/B/E/S, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

일본: 엔화 약세에 의한 기업이익 개선 지속

- 최근 단칸 서베이에 나타난 2014 회계연도에 대한 대형 제조업체들의 평균 엔달러 환율은 100.7 수준에 그치고 있는 반면, 실제 엔달러 환율은 7월 중순 이후 가파르게 상승하며 115를 상회하고 있는 상황
- 이는 일본기업들의 강한 이익 서프라이즈 유발. 2009년 이후로 보면, MSCI Japan 기업들의 EPS 서프라이즈는 아베노믹스 실시 이전 (평균 0%) 대비 그 이후 (12%) 크게 상승. 특히, 이번 3Q(7-9월) 어닝시즌에서는 EPS 서프라이즈가 19.6%를 기록하며, 아베노믹스 실시 이후 최고 수준 기록. 특히, 전체 기업들 중 positive surprise를 기록한 기업 비율은 70%로 상승하며, 2009년 이후 최고 수준 경신
- 작년 MSCI Japan 기업들의 순이익은 사상 최고치를 기록했던 2007년 수준 상회. 올해와 내년에도 순이익 증가 행진 지속 예상. 엔화 약세 덕택에 크게 증가한 기업이익은 M&A, 가격인하 및 마케팅 비용 증가 등을 통해 글로벌 금융위기 이후 경쟁국에 빼앗겼던 시장 점유율을 되찾아 오는 밑거름이 될 것으로 판단. 이는 글로벌 경기회복이 가시화 되지 않을 경우 경쟁국 업체들에겐 위협요인으로 작용할 가능성 높음

기업들의 엔달러 환율 전망치와 실제치 간 괴리 확대로 기업이익 서프라이즈도 확대



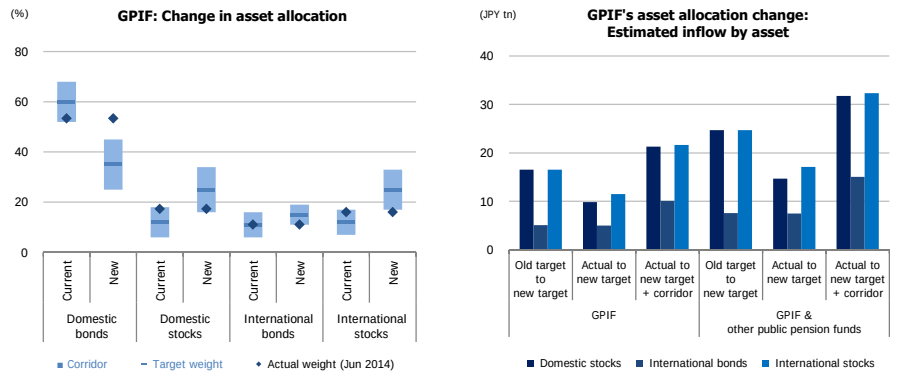
자료: BoJ, I/B/E/S, FactSet, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

일본: GPIF & BoJ, 국내주식 매수기반 강화

- 10월 31일, BoJ의 국내주식 ETF 매입 확대(연간 1조엔 → 3조엔) 및 GPIF의 국내주식 비중 확대(12% → 25%, 상하 밴드: 6-18% → 16-34%) 발표
- BoJ의 국내주식 ETF 연간 매입 3조엔은 Topix 시가총액의 0.9%에 해당하는 규모
- 지난 6월말 기준, GPIF의 자산규모는 127조엔, GPIF 자산배분을 추종하는 여타 공적연기금 규모는 63조엔. 이들을 합칠 경우, 기본적인 시나리오(기존과 새로운 목표비중 차이만큼 신규투자) 하에서는 향후 5년간 국내주식 총 신규투자 금액은 24.7조엔. 연 평균 4.9조엔으로, Topix 시가총액의 1.5%에 해당하는 규모
- BoJ와 GPIF 등 공적연기금이 한 해 동안 매입할 것으로 예상되는 국내주식 규모는 Topix 시가총액의 2.4%. 이를 감안하면, 국내주식 매수기반은 크게 강화될 것으로 기대. 특히, 이들 자금 성격 상, 일본증시의 하방 경직성이 크게 강화될 것으로 예상

GPIF 국내주식 비중 확대 및 BoJ 국내주식 ETF 매입 확대로 국내주식 매수기반 및 하방 경직성 강화



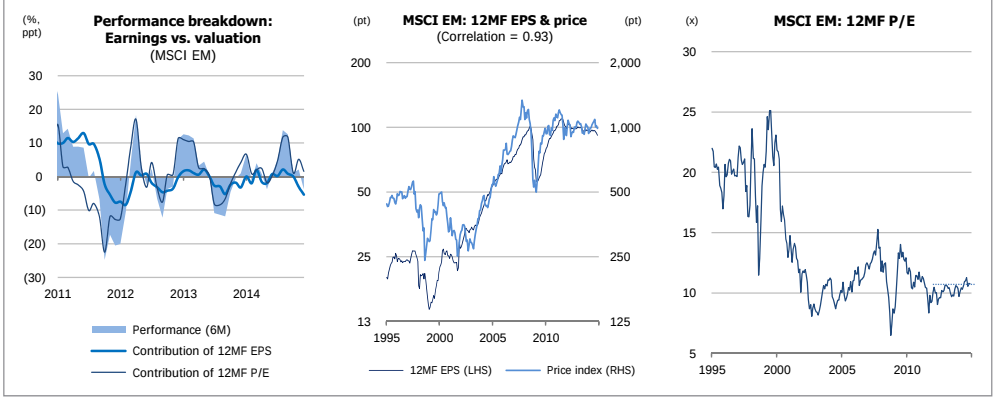
자료: GPIF, MSCI, Citi, BoJ, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

신흥국: 밸류에이션 팽창 진행 후, 펀더멘털 장세 진입 예상

- 6개월 수익률 기준으로 보면, 지난 6-8월 보였던 MSCI EM 지수 상승은 대부분 밸류에이션 팽창이 주도. 이는 작년 높은 수익률을 기록했던 선진국 증시의 상승이 예상 기업이익 개선보다는 밸류에이션 팽창에 크게 의존했다는 점과 유사
- 대체로, 90년 이후 미 연준 금리인상 국면 진입 1년 전부터 MSCI EM의 12개월 예상 P/E가 상승한 바 있음. 이는 미 연준의 금리인상 국면 진입 9개월 전부터 12개월 예상 EPS가 상승세를 유지한 점이 크게 작용한 것으로 판단. 그렇다면, 현 시점에서 신흥국 증시의 밸류에이션 팽창이 지속되기 위해선, 우선 선진국 경기회복에 따른 신흥국 수출경기 개선을 바탕으로 한 12개월 예상 EPS 상승 기대감이 높게 유지되는 것이 중요. 또한, 작년과 올해 초 신흥국 증시 리스크 프리미엄 상승 요인으로 작용했던 중국 리스크 완화 역시 중요
- 아직까지는 MSCI EM의 12개월 예상 P/E 상승이 제한적인 수준에 그치고 있다는 점에서, 선진국 증시와 달리 상승 여력은 충분한 상황

당장은 밸류에이션 팽창 지속 여부가 더 중요한 신흥국 증시



자료: I/B/E/S, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

신흥국: 공산품 수출비중 높은 국가 주목

- 부가가치 창출 측면에서의 수출비중 기준으로 보면, 미국 및 유럽 등 선진국 경기 회복시 대부분의 신흥국 수출 경기 개선효과가 클 것으로 예상
- 특히, 선진국 경기회복에 따른 신흥국 수출경기 개선이라는 관점에서 보면, 이러한 효과는 공산품 수출비중이 높은 국가일수록 상대적 혜택이 클 것으로 기대. 이 경우, 동북아 및 동유럽 국가들의 혜택이 클 것으로 기대
- 또한, 가공무역 비중이 높은 신흥국들 중 엔화 약세에 따른 중간재 수입비용 절감까지 고려한다면, 동북아 국가들의 상대적 수혜가 클 것으로 기대

선진국 경기회복에 따른 신흥국 수출경기 회복: 공산품 수출비중 높은 동북아 및 동유럽 국가 주목

	Share of gross exports (2013A, %)					Share of value-added exports (2009A, %)					Share of exports by product (2013A, %)		Share of reexports (2009A, %)	Share of imports from Japan (2013A, %)
	US	EU	Japan	China	US & EU	US	EU	Japan	China	US & EU	Mfg. ex. food	Cmdty. ex. agr.		
EM (Median)	**10.1**	**16.6**	**6.2**	**12.1**	**30.0**	**15.6**	**21.5**	**6.0**	**9.2**	**38.9**	**78.8**	**9.8**	**45.5**	**4.5**
Asia (Median)	**10.9**	**9.5**	**8.5**	**12.4**	**19.8**	**18.5**	**16.4**	**9.0**	**9.9**	**35.7**	**79.2**	**8.8**	**53.6**	**9.5**
China	18.0	16.6	7.3	-	34.6	24.0	22.3	8.5	-	46.3	95.1	1.5	50.2	8.3
Taiwan	10.7	9.1	6.3	26.8	19.7	20.5	16.8	8.5	17.1	37.3	89.2	7.8	65.4	16.4
Korea	11.1	8.8	6.2	26.1	19.9	19.4	15.0	7.1	14.9	34.4	87.8	9.8	55.2	11.6
Philippines	14.5	11.5	21.2	12.2	26.0	22.4	16.5	14.2	10.5	38.9	82.4	6.3	52.1	8.4
Thailand	10.1	9.7	9.7	11.9	19.8	16.0	16.4	10.1	9.2	32.4	76.0	6.4	60.9	16.0
Malaysia	8.1	9.1	11.1	13.5	17.2	17.7	15.4	9.5	9.9	33.1	64.0	22.7	72.6	8.7
India	12.4	16.6	2.2	4.6	29.0	15.6	21.5	2.8	6.7	37.1	59.2	25.7	25.4	2.3
Indonesia	8.6	9.2	14.8	12.4	17.8	14.1	15.4	13.9	9.7	29.4	39.5	36.0	21.9	10.3
L. America (Median)	**12.6**	**14.4**	**3.3**	**19.0**	**30.0**	**15.6**	**19.1**	**4.0**	**12.9**	**36.8**	**39.0**	**20.2**	**33.7**	**3.1**
Mexico	78.8	5.1	0.6	1.7	83.9	66.4	7.2	1.7	1.8	73.7	82.7	14.3	45.5	4.5
Brazil	10.3	19.7	3.3	19.0	30.0	14.9	21.9	4.0	12.9	36.8	39.0	20.2	14.4	3.0
Chile	12.6	14.4	9.7	24.5	27.0	15.6	19.1	8.9	15.3	34.7	8.5	57.3	33.7	3.1
EMEA (Median)	**2.7**	**61.9**	**0.4**	**1.8**	**64.4**	**8.3**	**43.2**	**1.9**	**3.4**	**51.8**	**79.4**	**5.2**	**37.7**	**1.6**
Czech	2.1	80.8	0.5	1.2	82.9	5.3	53.1	1.3	3.1	58.4	89.3	4.0	59.1	1.8
Hungary	2.0	77.5	0.4	1.2	79.5	6.1	46.8	2.1	3.7	52.9	85.2	4.4	64.2	1.2
Poland	1.7	74.5	0.3	1.0	76.2	4.9	54.6	0.9	2.6	59.5	80.1	4.7	45.0	0.6
Turkey	3.8	41.5	0.3	2.4	45.3	11.2	39.6	1.7	3.0	50.8	78.8	5.8	30.5	1.4
S. Africa	9.3	22.0	7.2	45.7	31.3	11.3	29.6	6.0	9.2	40.9	40.5	47.4	27.2	3.9
Russia	3.3	49.2	3.8	6.5	52.5	10.6	33.7	3.7	6.8	44.3	19.2	71.1	25.0	4.5

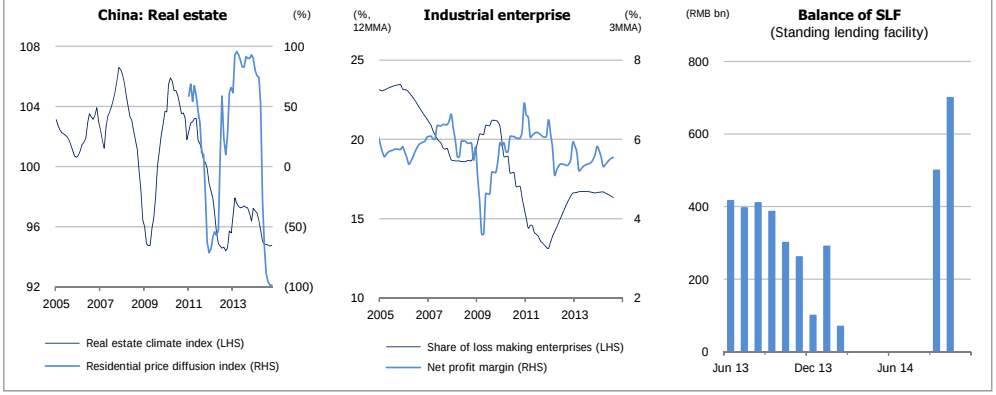
자료: IMF, OECD-WTO TiVA, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

신흥국: 중국 리스크 완화로 리스크 프리미엄 하락

- 중국 정부의 규제로 작년 2월 이후 하락세를 보였던 부동산 경기지수가 지난 6월 이후 하락세가 크게 둔화. 주택경기 부진이 지속되고 있는데, 70개 대도시 기준, 9-10월에 전월 대비 신규주택 가격이 하락한 도시 수는 69개로 관련 통계가 집계되기 시작한 2011년 1월 이후 최고치 기록. 이런 가운데, 최근 부분적으로나마 부동산 규제 완화정책들이 취해지기 시작한 점은 부동산 경기의 추가 악화 가능성을 낮춰 줄 것으로 판단
- 중국 공업기업들의 재고 증가율이 높았던 2012년에는 적자 기업 비율도 크게 높아졌으나, 재고 증가율이 10% 아래로 하락한 작년에는 이 비율이 더 이상 증가하지 않았고, 지난 3월 이후로는 하락하고 있음. 이는 이익 마진 훼손이 더 이상 이뤄지지 않을 정도로 재고소진이 충분하게 이뤄진 결과로 해석
- 인민은행은 공개시장조작 정책을 통해 지난 4월초부터 최근까지 6,300억위안의 신규 자금을 공급하고 있는 가운데, SLF를 통해 9월 5,000억위안과 10월 2,000억위안을 추가 공급. 특히, Repo 14일물 금리가 9월 중순 3.7%에서 3.5%로 인하, 10월 중순 3.4%로 인하. 11월 24일에는 2년 4개월 만에 기준금리 전격 인하

높아진 부동산 규제완화 기대감, 순조로운 구경제 구조조정, 미니 통화완화정책 실시 등으로 중국 리스크 완화될 듯



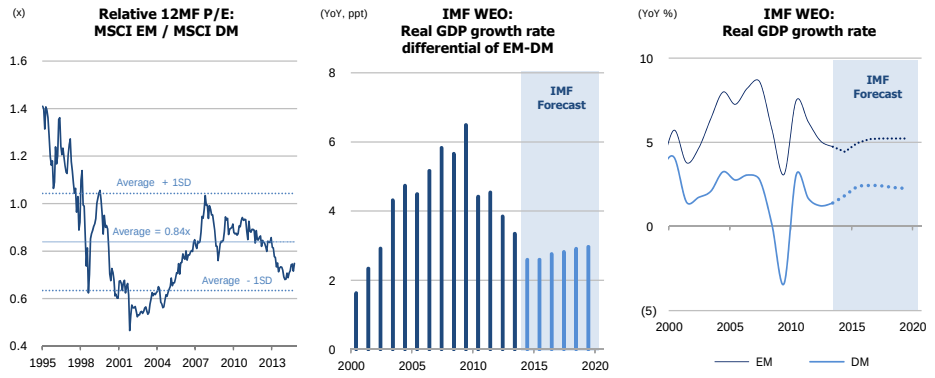
자료: NBS, PBoC, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

신흥국: 밸류에이션 디스카운트 축소국면 진입

- 선진국 증시 대비 신흥국 증시의 밸류에이션 디스카운트 축소 기대감 높아질 것으로 기대
- 선진국 증시 대비 신흥국 증시의 12개월 예상 상대 P/E는 2007년 말 이후 하락 전환. 이는 신흥국-선진국 GDP 성장률 차 축소가 크게 작용한 것으로 판단
- IMF의 세계경제전망 자료에 따르면, 2009년 6.5ppt까지 확대됐던 신흥국-선진국 GDP 성장률(YoY) 차가 작년 3.3ppt로 축소. 올해에도 2.6ppt 수준으로 축소되겠지만, 내년부터는 더 이상의 축소는 없을 것으로 전망
- 신흥국-선진국 GDP 성장률 차는 내년 2.6ppt에서 2019년 3.0ppt로 점차 확대될 것으로 예상. 이는 선진국 증시 대비 신흥국 증시의 상대 밸류에이션 디스카운트 축소 요인으로 작용할 것으로 판단

선진국 증시 대비 신흥국 증시 밸류에이션 디스카운트 축소 지속될 듯



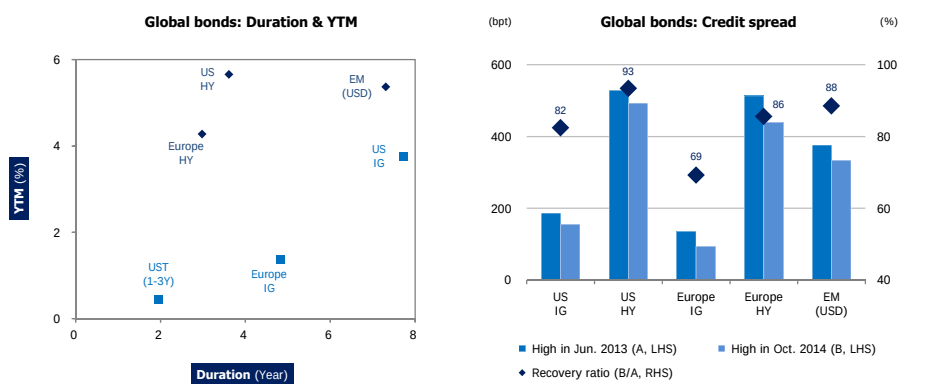
자료: I/B/E/S, MSCI, IMF, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

채권: 투자등급보다는 하이일드

- 미국 금리인상 지연 가능성 및 이에 따른 미국 국채수익률 정상화 과정이 완만하게 진행될 가능성 높음. 이에 따라, 글로벌 채권 내에서는 투자등급 채권 대비 하이일드 채권의 상대 매력도 높을 것으로 예상
- 글로벌 투자등급 채권 내에서는, 미국 투자등급 회사채의 yield 매력도 높은 수준. 미국 국채수익률 정상화 과정이 완만하게 진행될 가능성이 높은 데다, 신용 스프레드 축소 여력도 다소 보유하고 있다는 점에서 capital loss는 크지 않을 것으로 예상
- 글로벌 하이일드 채권 내에서 보면, yield가 높고 듀레이션은 짧은 미국 하이일드 회사채의 상대 매력도 높음. 다만, 신용 스프레드 축소 여력 높다는 점에서 미국 국채수익률 정상화 과정에서도 capital loss는 거의 없을 것으로 예상
- 투자등급 회사채와 하이일드 회사채의 신용 스프레드가 지난 9월 중순 - 10월 중순 크게 상승. 이들 신용 스프레드가 유로존 위기로 크게 상승했던 2011년 중반 및 2012년 중반과 비교해 볼 때, 최근 이들 지표의 상승은 크게 우려할 만한 수준 아님. 최근 이들 신용 스프레드 대부분 축소되고 있는 가운데, CDS 프리미엄도 하향 안정화 되고 있음

투자등급 채권 대비 하이일드 채권 상대 매력도 높을 것으로 기대



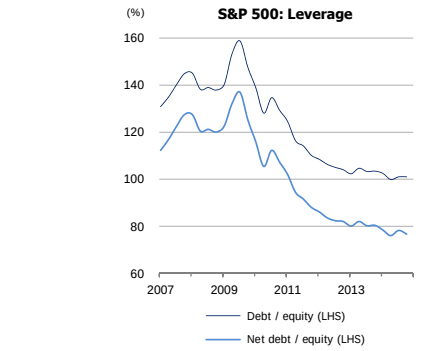
자료: FactSet, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

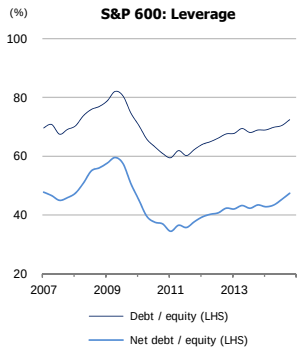
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

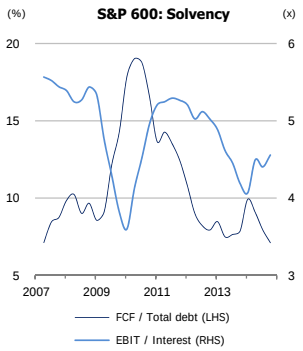
미국 회사채: 미국 기업 부채비율

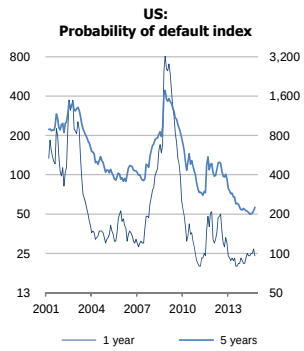
- 미국 대기업들의 (순)부채비율이 2009년 이후 크게 하락해 왔다는 점과 부채 상환능력이 향상됐다는 점은 미국 투자등급 회사채에 대한 투자 리스크를 완화시켜 줄 것으로 판단
- 미국 중소기업들의 (순)부채 비율 상승하고 있지만 2009년 보다 여전히 낮다는 점, 총 부채 대비 잉여현금흐름 개선이 지속되고 있는 점 등으로 최근 단기 부도확률 지수 하락전환. 이를 바탕으로, 미국 하이일드 회사채에 대한 우려 점차 완화될 것으로 판단

미국 기업 부채비율: 대기업 하락 지속, 중소기업 상승하고는 있으나 2009년 보다 낮은 수준









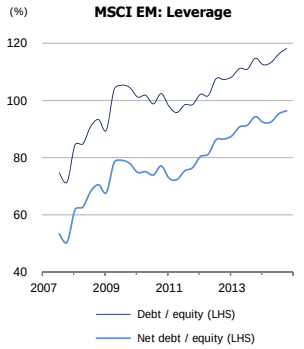
자료: Fitch, FactSet, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

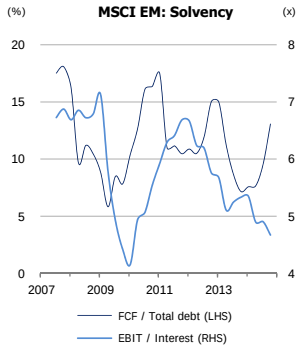
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

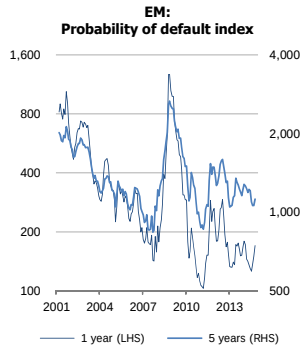
신흥국 채권: 신흥국 (기업) 부채비율

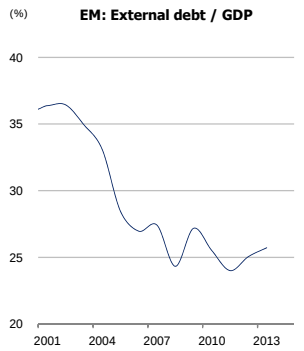
- 미국 금리 정상화 과정에서 신흥국 기업 부채 비율 높은 점은 부정적. 이를 반영한 듯, 단기 부도확률 지수 반등. 다만, 총 부채 대비 잉여현금흐름이 크게 개선된 점은 긍정적
- 신흥국의 GDP 대비 외채 비율과 GDP 대비 정부부채 비율 모두 2000년대 초반 대비 크게 낮아져 있는 점은 긍정적
- 신흥국 재정수지가 적자를 보이고 있긴 하나 크게 우려할 만한 수준은 아닌 것으로 판단

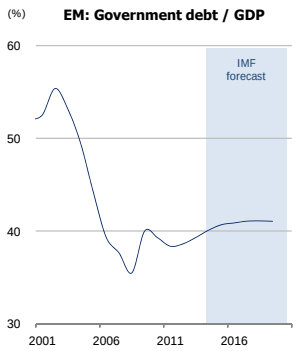
2000년대 초반 대비 신흥국 정부부채 비율 낮아져 있는 가운데, 신흥국 기업들의 부채상환 능력 개선

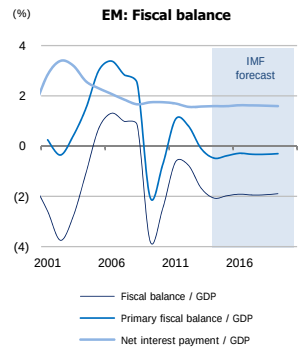












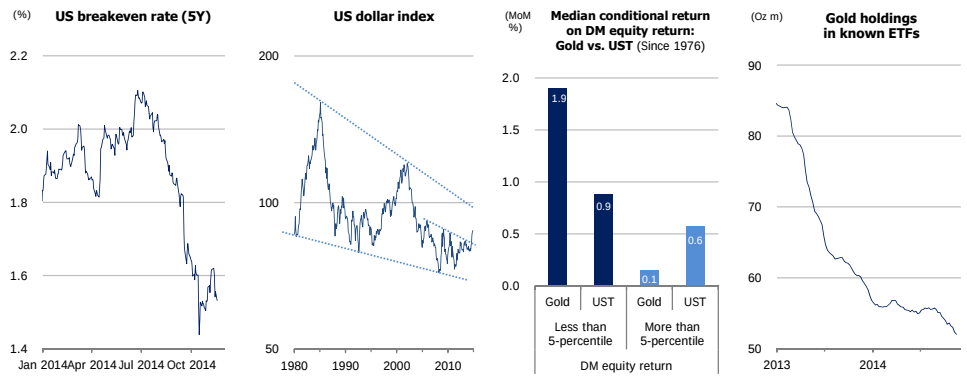
자료: Fitch, FactSet, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

금: 가격상승 가능성 높지 않아

- 올해 하반기 들어, 금 가격은 지난 7월 미국의 기대 인플레 하락 전환과 더불어 약세 전환하기 시작. 특히, 8월 중순 이후 미국 달러화 강세가 가파르게 진행되면서 금 가격도 큰 폭의 조정을 경험. 10월 들어, 글로벌 금융시장에서 주식 등 위험자산 회피현상이 뚜렷해지면서 금 가격은 반등하기 시작
- 다음 세 가지 측면에서 금 가격 상승은 제한적일 가능성이 높음: 1) 저유가 지속 및 미국 임금 증가율(YoY) 정체에 의한 미국 기대 인플레이션 상승 압력이 낮음. 2) 미 연준 금리인상 국면 진입을 앞두고 미 연준과 여타 주요 선진국 중앙은행 간 통화정책 차별화로 미국 달러화 강세 기조 유지 가능성이 높음. 3) 최근 글로벌 안전자산 수요를 자극했던 유로존 저성장 우려가 점차 완화될 가능성이 높음

기대 인플레 하락, 달러 강세, 안전자산 수요 감소 등으로 금 가격 상승 제한적일 듯



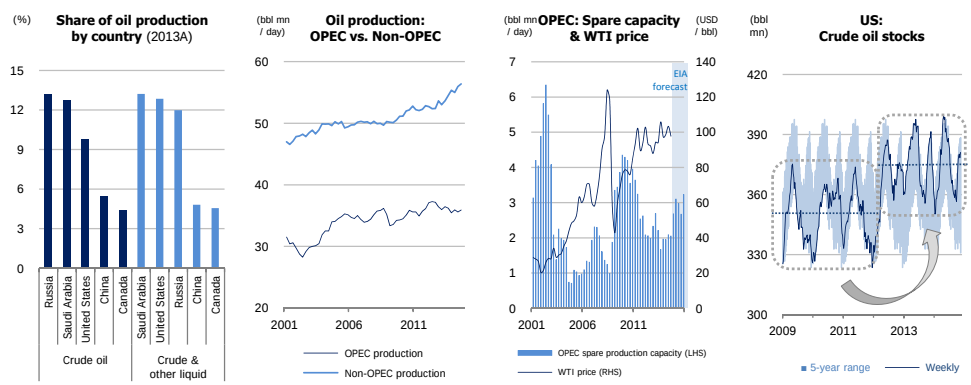
자료: MSCI, FactSet, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

원유: 구조적 약세 지속 가능성 높아

- 지난 10월 중순 사우디 아라비아 석유장관의 원유 수출가격 인하 발언 후 유가 약세 지속. 사우디 아라비아는 작년 8월 이후 감산을 지속해 오고 있는데, 최근 사우디 아라비아 석유장관의 발언은 Non-OPEC 국가들의 원유 생산 증가에 대해 더 이상 감산으로 대응하지 않을 수 있음을 시사
- 그 동안 Non-OPEC 국가들의 원유 생산량 증가에 감산으로 대응해 온 결과, OPEC 국가들의 시장 점유율 하락으로 가격 협상력 약화된 점이 배경이 된 것으로 해석
- 사우디 아라비아 입장에서는 향후 원유 수요 회복이 강하지 않을 것으로 예상되는 상황에서, 원유 생산량을 지속적으로 증가시키고 있는 Non-OPEC 국가들의 행태에 긍정적 변화를 바라고 그 같은 발언을 했을 가능성이 높음. 실제로 Non-OPEC 국가들의 원유 생산 속도조절이 이뤄질지 주목
- 한편, 2012년 중반 이후 미국의 상업용 원유 재고 수준이 구조적으로 높아져 있는 점 역시 유가 상승 압력을 제한할 것으로 판단

유가, 구조적 약세 지속 가능성 높아

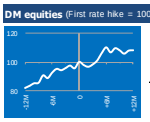
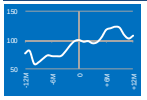
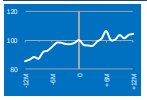
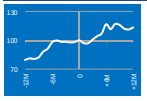


자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Appendix: 미 연준 금리인상 국면에서의 주식

Equities: Cumulative performance in pre & post Fed's first rate hike

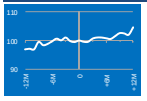
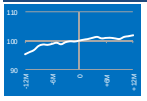
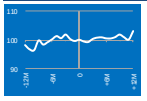
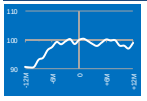
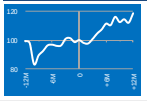
	Fed's rate hiking cycle		To first rate hike								From first rate hike								
	First rate hike	Last rate hike	-12M	-9M	-6M	-5M	-4M	-3M	-2M	-1M	+1M	+2M	+3M	+4M	+5M	+6M	+9M	+12M	A to B
	(A)	(B)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Global equities (First rate hike = 100)			81.8	85.7	91.6	93.9	93.0	95.1	97.7	95.3	97.5	96.9	98.0	101.4	106.0	110.8	108.8	109.2	110.2
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	27.6	13.9	9.8	6.5	7.5	6.9	8.3	5.2	(2.5)	(6.8)	(4.2)	(2.9)	(3.2)	(0.1)	0.0	(4.0)	(4.7)
	30 Jun 1999	16 May 2000	14.8	31.5	9.2	6.9	11.2	5.2	1.0	4.9	(0.5)	0.1	(2.0)	2.9	6.0	14.5	14.7	10.8	10.2
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	22.3	16.7	2.7	0.7	(2.2)	0.1	2.4	1.9	(3.3)	(3.1)	(1.0)	1.4	6.7	10.8	8.8	9.2	24.4
	Median		**22.3**	**16.7**	**9.2**	**6.5**	**7.5**	**5.2**	**2.4**	**4.9**	**(2.5)**	**(3.1)**	**(2.0)**	**1.4**	**6.0**	**10.8**	**8.8**	**9.2**	**10.2**
	Hit rate		**100**	**100**	**100**	**100**	**67**	**100**	**100**	**100**	**0**	**33**	**0**	**67**	**67**	**67**	**100**	**67**	**67**
DM equities (First rate hike = 100)			82.0	85.6	92.6	95.2	94.3	95.8	97.5	95.6	97.9	96.7	98.2	101.0	106.0	110.1	108.1	108.1	110.4
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	25.6	11.8	8.0	5.0	6.1	5.7	7.6	5.1	(2.1)	(6.1)	(3.2)	(2.3)	(2.4)	0.3	(0.0)	(2.9)	(3.5)
	30 Jun 1999	16 May 2000	14.3	30.3	8.1	5.7	10.1	4.4	0.6	4.6	(0.4)	0.2	(1.8)	3.2	6.0	14.4	14.4	11.0	10.4
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	22.0	16.8	2.9	1.0	(1.7)	0.6	2.6	2.0	(3.3)	(3.3)	(1.4)	1.0	6.1	10.1	8.1	8.1	22.3
	Median		**22.0**	**16.8**	**8.0**	**5.0**	**6.1**	**4.4**	**2.6**	**4.6**	**(2.1)**	**(3.3)**	**(1.8)**	**1.0**	**6.0**	**10.1**	**8.1**	**8.1**	**10.4**
	Hit rate		**100**	**100**	**100**	**100**	**67**	**100**	**100**	**100**	**0**	**33**	**0**	**67**	**67**	**100**	**67**	**67**	**67**
EM equities (First rate hike = 100)			77.0	61.6	72.2	72.0	72.6	80.8	90.8	98.3	97.1	98.2	94.5	96.4	105.0	117.7	121.5	107.7	106.9
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	76.0	69.5	53.9	38.9	37.7	25.9	18.7	1.7	(7.7)	(16.7)	(17.2)	(12.1)	(14.7)	(5.6)	(0.3)	(19.6)	(20.9)
	30 Jun 1999	16 May 2000	25.2	62.4	38.5	40.8	39.3	23.8	10.2	11.9	(2.9)	(1.8)	(5.5)	(3.6)	5.0	17.7	21.5	7.7	6.9
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	29.9	14.4	(2.1)	(5.5)	(10.9)	(9.3)	(2.1)	(0.4)	(2.1)	1.5	7.4	9.7	19.8	24.7	25.0	30.8	67.4
	Median		**29.9**	**62.4**	**38.5**	**38.9**	**37.7**	**23.8**	**10.2**	**1.7**	**(2.9)**	**(1.8)**	**(5.5)**	**(3.6)**	**5.0**	**17.7**	**21.5**	**7.7**	**6.9**
	Hit rate		**100**	**100**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**0**	**33**	**33**	**33**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**
US equities (First rate hike = 100)			85.4	87.3	95.5	98.2	98.2	97.4	97.3	98.2	96.8	96.3	96.1	99.1	101.2	106.4	103.6	104.4	106.8
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	4.5	5.8	4.7	1.8	1.8	2.7	1.1	0.6	(1.1)	(6.6)	(3.9)	(2.1)	(5.0)	(2.4)	(1.6)	1.9	0.1
	30 Jun 1999	16 May 2000	21.1	35.0	11.4	7.3	12.0	5.5	2.8	5.4	(3.2)	(3.5)	(6.6)	(0.7)	1.2	6.7	8.4	6.0	6.8
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	17.1	14.5	2.8	0.9	(1.3)	1.2	3.0	1.8	(3.4)	(3.7)	(2.3)	(0.9)	2.9	6.4	3.6	4.4	11.6
	Median		**17.1**	**14.5**	**4.7**	**1.8**	**1.8**	**2.7**	**2.8**	**1.8**	**(3.2)**	**(3.7)**	**(3.9)**	**(0.9)**	**1.2**	**6.4**	**3.6**	**4.4**	**6.8**
	Hit rate		**100**	**100**	**100**	**100**	**67**	**100**	**100**	**100**	**0**	**0**	**0**	**0**	**67**	**67**	**67**	**100**	**100**
Europeean equities (First rate hike = 100)			79.6	82.3	98.0	99.9	98.4	98.5	97.8	98.2	97.2	97.0	100.7	104.3	107.0	116.7	115.9	113.4	111.6
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	33.1	21.6	19.7	13.4	12.9	11.3	10.3	4.1	(5.2)	(7.8)	(4.5)	(7.5)	(7.7)	(1.5)	(2.1)	(4.4)	(4.8)
	30 Jun 1999	16 May 2000	(2.4)	14.5	(3.1)	(2.4)	1.6	0.5	(3.5)	1.8	0.8	2.5	0.8	4.3	7.0	17.9	16.7	13.4	11.6
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	25.6	21.6	2.1	0.1	(3.8)	1.6	2.2	1.3	(2.8)	(3.0)	0.7	4.3	11.7	16.7	15.9	13.8	33.7
	Median		**25.6**	**21.6**	**2.1**	**0.1**	**1.6**	**1.6**	**2.2**	**1.8**	**(2.8)**	**(3.0)**	**0.7**	**4.3**	**7.0**	**16.7**	**15.9**	**13.4**	**11.6**
	Hit rate		**67**	**100**	**67**	**67**	**67**	**100**	**67**	**100**	**33**	**33**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**
Japanese equities (First rate hike = 100)			79.9	85.8	89.2	89.7	94.4	99.1	95.6	91.8	100.5	95.9	97.8	103.4	102.4	101.5	98.2	99.0	111.4
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	25.2	0.5	(1.6)	(3.2)	0.4	0.8	10.4	11.0	0.5	(4.5)	(2.2)	3.4	2.4	1.5	(3.3)	(10.7)	(9.8)
	30 Jun 1999	16 May 2000	12.7	35.4	29.1	24.4	27.8	9.7	4.6	8.9	4.2	2.9	1.8	4.0	6.1	12.9	14.0	10.1	11.4
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	31.6	16.5	12.1	11.5	5.9	0.9	0.5	3.9	(3.9)	(4.1)	(6.8)	(8.0)	(6.6)	(2.2)	(1.8)	(1.0)	33.6
	Median		**25.2**	**16.5**	**12.1**	**11.5**	**5.9**	**0.9**	**4.6**	**8.9**	**0.5**	**(4.1)**	**(2.2)**	**3.4**	**2.4**	**1.5**	**(1.8)**	**(1.0)**	**11.4**
	Hit rate		**100**	**100**	**67**	**67**	**100**	**100**	**100**	**100**	**67**	**33**	**33**	**67**	**67**	**67**	**33**	**33**	**67**

자료: Datastream, FactSet, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Appendix: 미 연준 금리인상 국면에서의 채권

Fixed income: Cumulative performance in pre & post Fed's first rate hike

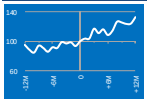
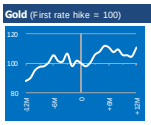
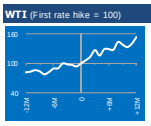
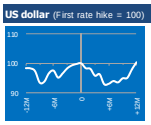
	Fed's rate hiking cycle		To first rate hike								From first rate hike								
	First rate hike	Last rate hike	-12M	-9M	-6M	-5M	-4M	-3M	-2M	-1M	+1M	+2M	+3M	+4M	+5M	+6M	+9M	+12M	A to B
	(A)	(B)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Global bonds (First rate hike = 100)			95.6	97.0	100.7	101.3	102.0	102.2	99.2	99.7	100.0	100.9	102.6	102.5	101.3	101.1	100.5	101.6	101.1
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	10.5	6.1	4.8	2.2	1.3	1.2	2.1	1.2	(1.3)	(2.5)	(2.7)	(3.2)	(2.6)	(1.2)	(0.4)	1.1	1.1
	30 Jun 1999	16 May 2000	3.2	(4.0)	(4.7)	(5.7)	(2.4)	(2.7)	(2.9)	(1.4)	1.5	0.9	2.6	2.5	1.3	1.1	0.5	1.6	(2.7)
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	4.6	3.0	(0.7)	(1.3)	(1.9)	(2.2)	0.8	0.3	(0.0)	1.5	3.4	5.8	8.7	10.2	7.6	7.5	6.5
	Median		**4.6**	**3.0**	**(0.7)**	**(1.3)**	**(1.9)**	**(2.2)**	**0.8**	**0.3**	**(0.0)**	**0.9**	**2.6**	**2.5**	**1.3**	**1.1**	**0.5**	**1.6**	**1.1**
	Hit rate		**100**	**67**	**33**	**33**	**33**	**33**	**67**	**67**	**33**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**
US bonds (First rate hike = 100)			96.9	99.5	99.8	100.7	100.1	101.0	99.8	99.5	99.6	99.6	100.7	101.1	101.0	100.8	102.6	104.6	101.4
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	7.8	4.5	2.4	0.1	0.1	1.0	0.8	0.5	(1.8)	(4.8)	(4.3)	(3.1)	(4.2)	(2.3)	(4.7)	(0.7)	(1.6)
	30 Jun 1999	16 May 2000	3.1	(1.0)	(1.3)	(2.1)	(0.1)	(1.0)	(1.2)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	0.7	1.1	1.0	0.8	2.6	4.6	1.4
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	0.3	0.5	0.2	(0.6)	(1.7)	(2.2)	0.2	0.6	1.0	2.7	3.2	4.1	3.2	4.0	3.4	6.8	5.6
	Median		**3.1**	**0.5**	**0.2**	**(0.6)**	**(0.1)**	**(1.0)**	**0.2**	**0.5**	**(0.4)**	**(0.4)**	**0.7**	**1.1**	**1.0**	**0.8**	**2.6**	**4.6**	**1.4**
	Hit rate		**100**	**67**	**67**	**33**	**33**	**33**	**67**	**67**	**33**	**33**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**
UST (1-3Y) (First rate hike = 100)			95.3	98.2	98.9	99.3	98.8	99.5	99.8	99.7	100.3	100.6	101.0	101.3	100.8	101.0	100.6	101.9	103.2
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	4.9	3.2	2.4	1.6	1.3	1.0	1.0	0.6	(0.6)	(1.1)	(1.5)	(1.4)	(1.1)	(0.2)	0.1	1.2	1.2
	30 Jun 1999	16 May 2000	5.0	1.8	1.1	0.7	1.3	0.5	0.2	0.3	0.3	0.6	1.3	1.5	1.7	1.9	3.0	4.8	3.2
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	0.5	0.0	(0.1)	(0.3)	(0.8)	(1.0)	(0.1)	(0.0)	0.4	1.0	1.0	1.3	0.8	1.0	0.6	1.9	3.6
	Median		**4.9**	**1.8**	**1.1**	**0.7**	**1.3**	**0.5**	**0.2**	**0.3**	**0.3**	**0.6**	**1.0**	**1.3**	**0.8**	**1.0**	**0.6**	**1.9**	**3.2**
	Hit rate		**100**	**100**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**100**	**100**	**100**
US IG corporate bonds (First rate hike = 100)			98.1	99.8	100.2	101.3	100.6	101.8	100.3	99.6	99.4	99.2	100.3	100.7	100.9	100.5	101.8	103.0	99.5
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	10.2	6.0	3.3	(0.1)	0.1	1.4	1.1	1.0	(2.3)	(6.1)	(5.4)	(4.3)	(5.6)	(3.3)	(6.4)	(1.8)	(2.8)
	30 Jun 1999	16 May 2000	1.9	(1.7)	(2.0)	(3.2)	(0.6)	(1.8)	(1.9)	(0.5)	(0.6)	(0.8)	0.3	0.7	0.9	0.5	1.8	3.0	(0.5)
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	0.1	0.2	(0.2)	(1.3)	(2.5)	(3.1)	(0.3)	0.4	1.2	3.3	4.2	5.2	4.2	5.3	4.4	8.1	5.4
	Median		**1.9**	**0.2**	**(0.2)**	**(1.3)**	**(0.6)**	**(1.8)**	**(0.3)**	**0.4**	**(0.6)**	**(0.8)**	**0.3**	**0.7**	**0.9**	**0.5**	**1.8**	**3.0**	**(0.5)**
	Hit rate		**100**	**67**	**33**	**0**	**33**	**33**	**33**	**67**	**33**	**33**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**33**
US HY corporate bonds (First rate hike = 100)			90.6	93.2	97.6	99.3	98.5	99.6	100.3	98.6	100.4	99.6	98.6	97.9	99.1	100.2	98.0	99.0	98.2
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	16.3	11.8	7.2	6.3	6.0	3.9	3.4	2.2	(0.3)	(4.0)	(4.7)	(4.6)	(4.3)	(3.5)	(2.6)	(1.8)	(1.8)
	30 Jun 1999	16 May 2000	(0.4)	4.4	2.5	0.7	1.5	0.5	(1.6)	(0.2)	0.4	(0.4)	(1.4)	(2.1)	(0.9)	0.2	(2.0)	(1.0)	(1.8)
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	10.3	7.3	1.2	(0.5)	(0.5)	(0.9)	(0.3)	1.4	1.4	3.3	4.8	6.7	8.0	9.6	8.0	10.9	15.6
	Median		**10.3**	**7.3**	**2.5**	**0.7**	**1.5**	**0.5**	**(0.3)**	**1.4**	**0.4**	**(0.4)**	**(1.4)**	**(2.1)**	**(0.9)**	**0.2**	**(2.0)**	**(1.0)**	**(1.8)**
	Hit rate		**67**	**100**	**100**	**67**	**67**	**67**	**33**	**67**	**67**	**33**	**33**	**33**	**33**	**67**	**33**	**33**	**33**
EM USD-denominated bonds (First rate hike = 100)			99.4	89.3	96.8	96.0	96.3	100.9	101.3	98.6	98.0	97.6	100.8	104.5	107.3	111.4	112.5	118.5	111.4
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	(0.2)	(10.0)	(23.3)	(19.9)	(15.9)	(20.6)	(17.4)	(15.4)	(20.9)	(21.6)
	30 Jun 1999	16 May 2000	(4.0)	21.3	8.8	11.2	11.3	3.9	(2.4)	3.6	(2.0)	(2.4)	0.8	4.5	7.3	11.4	18.0	18.5	11.4
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	5.3	2.5	(2.2)	(2.8)	(3.5)	(5.6)	(0.2)	1.4	3.2	7.3	9.2	11.0	11.7	14.2	12.5	19.9	24.7
	Median		**0.6**	**11.9**	**3.3**	**4.2**	**3.9**	**(0.9)**	**(1.3)**	**1.4**	**(2.0)**	**(2.4)**	**0.8**	**4.5**	**7.3**	**11.4**	**12.5**	**18.5**	**11.4**
	Hit rate		**50**	**100**	**50**	**50**	**50**	**50**	**0**	**67**	**33**	**33**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**

자료: Datastream, FactSet, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Appendix: 미 연준 금리인상 국면에서의 원자재 및 달러

Commodities & FX: Cumulative performance in pre & post Fed's first rate hike

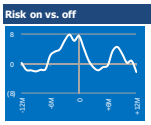
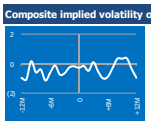
	Fed's rate hiking cycle		To first rate hike								From first rate hike								
	First rate hike (A)	Last rate hike (B)	-12M (%)	-9M (%)	-6M (%)	-5M (%)	-4M (%)	-3M (%)	-2M (%)	-1M (%))	+1M (%)	+2M (%)	+3M (%)	+4M (%)	+5M (%)	+6M (%)	+9M (%)	+12M (%)	A to B (%)
S&P GSCI (First rate hike = 100)			95.0	94.1	91.8	90.8	98.8	97.0	98.5	93.5	103.6	103.8	117.0	111.0	116.1	108.5	125.5	132.6	136.0
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	(3.1)	(5.1)	1.5	1.8	0.2	3.1	7.9	6.9	(3.8)	(1.6)	(2.5)	(1.4)	1.9	2.1	1.3	0.7	(0.6)
	30 Jun 1999	16 May 2000	5.3	6.2	24.1	20.8	23.2	5.9	1.5	7.3	3.6	10.6	17.0	11.0	16.1	19.1	25.5	44.3	36.0
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	22.8	23.1	8.9	10.1	1.2	1.1	(1.1)	(5.0)	7.4	3.8	17.9	24.1	19.6	8.5	30.7	32.6	68.3
		Median	**5.3**	**6.2**	**8.9**	**10.1**	**1.2**	**3.1**	**1.5**	**6.9**	**3.6**	**3.8**	**17.0**	**11.0**	**16.1**	**8.5**	**25.5**	**32.6**	**36.0**
		Hit rate	**67**	**67**	**100**	**100**	**100**	**100**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**100**	**100**	**100**	**100**	**67**
Gold (First rate hike = 100)			88.0	97.5	105.4	101.6	101.2	106.5	98.2	101.7	98.0	100.5	105.8	107.9	111.7	110.8	105.6	110.7	105.8
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	18.1	9.3	(3.4)	6.4	9.9	4.1	3.1	(1.7)	(2.9)	0.5	(3.1)	(1.9)	(0.2)	(2.5)	(1.0)	(3.0)	(3.0)
	30 Jun 1999	16 May 2000	(12.3)	(11.5)	(9.2)	(8.8)	(9.4)	(6.7)	(8.9)	(3.3)	(2.0)	(2.8)	15.3	15.1	11.7	11.4	5.6	10.7	5.8
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	13.6	2.5	(5.2)	(1.6)	(1.2)	(6.1)	1.9	0.3	(1.2)	2.7	5.8	7.9	13.7	10.8	8.0	11.1	49.2
		Median	**13.6**	**2.5**	**(5.2)**	**(1.6)**	**(1.2)**	**(6.1)**	**1.9**	**(1.7)**	**(2.0)**	**0.5**	**5.8**	**7.9**	**11.7**	**10.8**	**5.6**	**10.7**	**5.8**
		Hit rate	**67**	**67**	**0**	**33**	**33**	**33**	**67**	**33**	**0**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**
WTI (First rate hike = 100)			81.7	83.8	89.4	89.8	99.8	97.9	96.7	93.8	106.2	113.5	127.0	115.9	128.7	128.9	138.0	153.4	154.0
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	(22.9)	(23.4)	(11.5)	(11.8)	(15.1)	(10.1)	4.0	6.6	(6.8)	0.3	7.8	15.9	24.9	28.9	20.0	20.2	18.2
	30 Jun 1999	16 May 2000	35.2	19.4	64.5	50.9	52.7	16.0	3.4	14.7	6.2	13.5	27.0	12.7	28.7	33.3	38.0	67.8	54.0
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	22.5	26.5	11.8	11.3	0.2	2.1	(1.0)	(7.5)	18.4	14.6	34.2	40.2	33.2	17.4	46.2	53.4	99.1
		Median	**22.5**	**19.4**	**11.8**	**11.3**	**0.2**	**2.1**	**3.4**	**6.6**	**6.2**	**13.5**	**27.0**	**15.9**	**28.7**	**28.9**	**38.0**	**53.4**	**54.0**
		Hit rate	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**
US dollar (First rate hike = 100)			98.4	93.5	97.6	95.2	96.6	98.3	99.3	99.8	98.4	98.1	95.8	96.3	92.9	93.1	94.9	100.3	96.7
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	2.3	8.7	2.5	5.1	4.8	1.7	0.7	0.2	(1.6)	(2.5)	(4.5)	(3.4)	(7.1)	(6.9)	(10.6)	(8.8)	(9.3)
	30 Jun 1999	16 May 2000	1.7	6.9	8.6	7.0	3.5	2.3	1.8	0.3	(3.0)	(1.9)	(4.2)	(3.7)	(0.8)	(1.0)	2.5	3.9	8.2
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	(6.3)	(4.4)	2.1	1.8	1.5	0.4	(1.9)	(0.2)	1.3	1.0	(1.6)	(4.4)	(7.9)	(9.3)	(5.1)	0.3	(3.3)
		Median	**1.7**	**6.9**	**2.5**	**5.1**	**3.5**	**1.7**	**0.7**	**0.2**	**(1.6)**	**(1.9)**	**(4.2)**	**(3.7)**	**(7.1)**	**(6.9)**	**(5.1)**	**0.3**	**(3.3)**
		Hit rate	**67**	**67**	**100**	**100**	**100**	**100**	**67**	**67**	**33**	**33**	**0**	**0**	**0**	**0**	**33**	**67**	**33**

자료: Datastream, FactSet, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

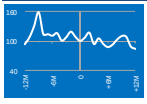
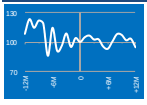
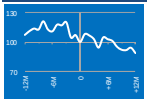
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Appendix: 미 연준 금리인상 국면에서의 리스크 지표

Trend of risk on vs. off & composite implied volatility: Pre & post Fed's first rate hike

	Fed's rate hiking cycle		-12M	-9M	-6M	-5M	-4M	-3M	-2M	-1M	0	+1M	+2M	+3M	+4M	+5M	+6M	+9M	+12M
	First rate hike (A)	Last rate hike (B)																	
Risk on vs. off																			
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	2.5	(2.1)	2.2	3.3	4.9	6.2	7.9	6.2	7.5	4.2	0.9	2.4	(0.2)	(1.0)	(0.5)	2.5	(5.8)
	30 Jun 1999	16 May 2000	(5.9)	(10.5)	2.8	3.5	3.9	7.3	12.8	10.6	12.0	7.8	5.1	(3.8)	(1.8)	1.0	7.8	2.7	(2.3)
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	0.2	2.7	(2.0)	(1.7)	1.1	(0.0)	4.0	2.5	3.8	(1.6)	(2.1)	(1.0)	(5.0)	(8.9)	(2.3)	5.3	(1.5)
		Median	**0.2**	**(2.1)**	**2.2**	**3.3**	**3.9**	**6.2**	**7.9**	**6.2**	**7.5**	**4.2**	**0.9**	**(1.0)**	**(1.8)**	**(1.0)**	**(0.5)**	**2.7**	**(2.3)**
		Hit rate	**67**	**33**	**67**	**67**	**100**	**67**	**100**	**100**	**100**	**67**	**67**	**33**	**0**	**33**	**33**	**100**	**0**
Composite implied volatility of stocks, bonds, commodities & currencies																			
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	(0.8)	(0.8)	(1.0)	(1.1)	(0.7)	(1.1)	(0.2)	(0.5)	1.0	2.3	3.6	1.6	0.9	1.4	(0.0)	0.8	(1.3)
	30 Jun 1999	16 May 2000	(1.0)	2.1	0.1	(0.1)	0.2	(0.3)	(0.4)	(0.0)	(0.3)	(0.2)	(0.5)	0.1	(0.6)	(1.0)	(0.9)	0.3	(0.8)
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	(1.1)	(0.6)	(0.6)	(0.1)	(1.0)	(0.6)	0.2	(0.2)	(1.0)	(1.2)	(1.2)	(1.6)	(0.5)	(1.0)	(1.3)	(0.3)	(1.0)
		Median	**(1.0)**	**(0.6)**	**(0.6)**	**(0.1)**	**(0.7)**	**(0.6)**	**(0.2)**	**(0.2)**	**(0.3)**	**(0.2)**	**(0.5)**	**0.1**	**(0.5)**	**(1.0)**	**(0.9)**	**0.3**	**(1.0)**
		Hit rate	**0**	**33**	**33**	**0**	**33**	**0**	**33**	**0**	**33**	**33**	**33**	**67**	**33**	**33**	**0**	**67**	**0**

Volatilities: Cumulative change in pre & post Fed's first rate hike

	Fed's rate hiking cycle		To first rate hike								From first rate hike								
	First rate hike (A)	Last rate hike (B)	-12M (%)	-9M (%)	-6M (%)	-5M (%)	-4M (%)	-3M (%)	-2M (%)	-1M (%))	+1M (%)	+2M (%)	+3M (%)	+4M (%)	+5M (%)	+6M (%)	+9M (%)	+12M (%)	A to B (%)
Volatility of stocks (VIX) (First rate hike = 100)			93.5	158.4	110.7	116.0	100.7	107.8	118.9	108.1	106.8	116.8	93.7	105.3	94.2	87.6	109.8	84.0	90.9
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	24.1	25.6	30.2	36.6	18.7	3.9	20.2	28.0	4.9	56.5	(6.3)	(20.1)	(5.8)	(20.1)	9.8	(28.0)	(23.1)
	30 Jun 1999	16 May 2000	7.0	(48.5)	(9.6)	(19.7)	(27.8)	(7.2)	(15.9)	(16.9)	16.8	16.8	20.5	5.3	14.7	17.4	20.8	(7.3)	15.4
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	(26.5)	(36.9)	(18.9)	(13.8)	(0.7)	(11.9)	(16.6)	(7.5)	6.8	7.7	(7.0)	13.5	(7.7)	(12.4)	(4.9)	(16.0)	(9.1)
		Median	**7.0**	**(36.9)**	**(9.6)**	**(13.8)**	**(0.7)**	**(7.2)**	**(15.9)**	**(7.5)**	**6.8**	**16.8**	**(6.3)**	**5.3**	**(5.8)**	**(12.4)**	**9.8**	**(16.0)**	**(9.1)**
		Hit rate	**67**	**33**	**33**	**33**	**33**	**33**	**33**	**33**	**100**	**100**	**33**	**67**	**33**	**33**	**67**	**0**	**33**
Volatility of bonds (UST) (First rate hike = 100)			108.3	121.7	114.4	91.1	96.0	108.6	95.0	104.0	104.8	106.5	102.5	102.7	95.4	93.1	107.2	94.7	97.0
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	(7.7)	(2.9)	(2.9)	9.7	6.6	(8.8)	5.3	(3.8)	18.8	48.9	44.2	44.2	52.0	32.0	19.4	9.9	17.2
	30 Jun 1999	16 May 2000	34.5	(17.8)	(12.6)	17.1	(2.5)	17.6	20.3	(2.6)	4.8	3.7	2.5	(7.8)	(19.0)	(6.9)	7.2	(5.3)	(3.0)
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	(9.4)	(19.5)	(19.4)	(19.6)	4.2	(7.9)	(23.6)	(11.5)	3.5	6.5	(1.1)	2.7	(4.6)	(7.8)	(3.1)	(19.5)	(30.7)
		Median	**(7.7)**	**(17.8)**	**(12.6)**	**9.7**	**4.2**	**(7.9)**	**5.3**	**(3.8)**	**4.8**	**6.5**	**2.5**	**2.7**	**(4.6)**	**(6.9)**	**7.2**	**(5.3)**	**(3.0)**
		Hit rate	**33**	**0**	**0**	**67**	**67**	**33**	**67**	**0**	**100**	**100**	**67**	**67**	**33**	**33**	**67**	**33**	**33**
Volatility of Global currencies (First rate hike = 100)			107.3	112.8	110.9	117.6	116.9	120.0	104.6	107.0	108.0	106.6	102.8	94.3	104.6	102.8	92.2	88.8	92.0
	4 Feb 1994	1 Feb 1995	(6.8)	(11.3)	(9.9)	(15.0)	(14.5)	(16.7)	(6.3)	(9.3)	8.0	6.6	2.8	(10.0)	4.6	2.8	(7.8)	(11.2)	(8.0)
	30 Jun 1999	16 May 2000	(17.2)	(31.0)	(27.1)	(22.0)	(23.1)	(17.4)	(1.7)	(4.5)	11.8	8.4	22.1	11.8	17.6	14.6	16.2	11.0	22.0
	30 Jun 2004	29 Jun 2006	8.9	(6.8)	2.6	(2.1)	3.1	(4.0)	(4.4)	(6.6)	(5.1)	(4.8)	(11.9)	(5.7)	(2.5)	0.0	(10.7)	(16.1)	(13.6)
		Median	**(6.8)**	**(11.3)**	**(9.9)**	**(15.0)**	**(14.5)**	**(16.7)**	**(4.4)**	**(6.6)**	**8.0**	**6.6**	**2.8**	**(5.7)**	**4.6**	**2.8**	**(7.8)**	**(11.2)**	**(8.0)**
		Hit rate	**33**	**0**	**33**	**0**	**33**	**0**	**0**	**0**	**67**	**67**	**67**	**33**	**67**	**67**	**33**	**33**	**33**

자료: Datastream, FactSet, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

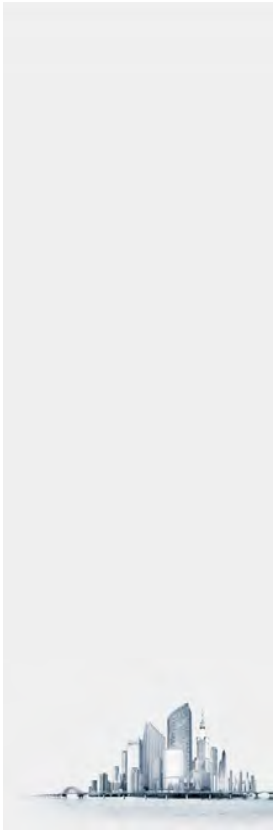
[시황]

액티브 유동성의 부활

시황
이재훈
3774-1375
jaehun.lee@miraeasset.com

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Executive summary



금리바닥에 주가 고점 없다

- 미국 기준금리 장기간 동결 후 금리인상이 마무리되는 기간에 전세계 주가는 항상 랠리 했다
- 또, 이 기간 주가가 고점을 형성했던 적은 단 한 번도 없다
- 미국 기준 금리 인상 시점에는 단기적으로 주가가 조정 받기도 했지만 추세 요인은 아니었다

신흥국과 선진국 성장률 갭, 2014년이 바닥이다

- 신흥국으로의 유동성 축소는 성장률 매력이 예전만 못해졌기 때문이다
- 한때 6% 포인트 이상 신흥국이 초과성장 했지만, 이제 3% 포인트 성장으로 매력이 절반이나 줄었다
- 그런데, 성장률 격차는 2014년을 바닥으로 내년부터 점진적으로 증가하며 신흥국 자금 유입도 재개될 것이다

달러 상승 기간 액티브 펀드 힘세진다

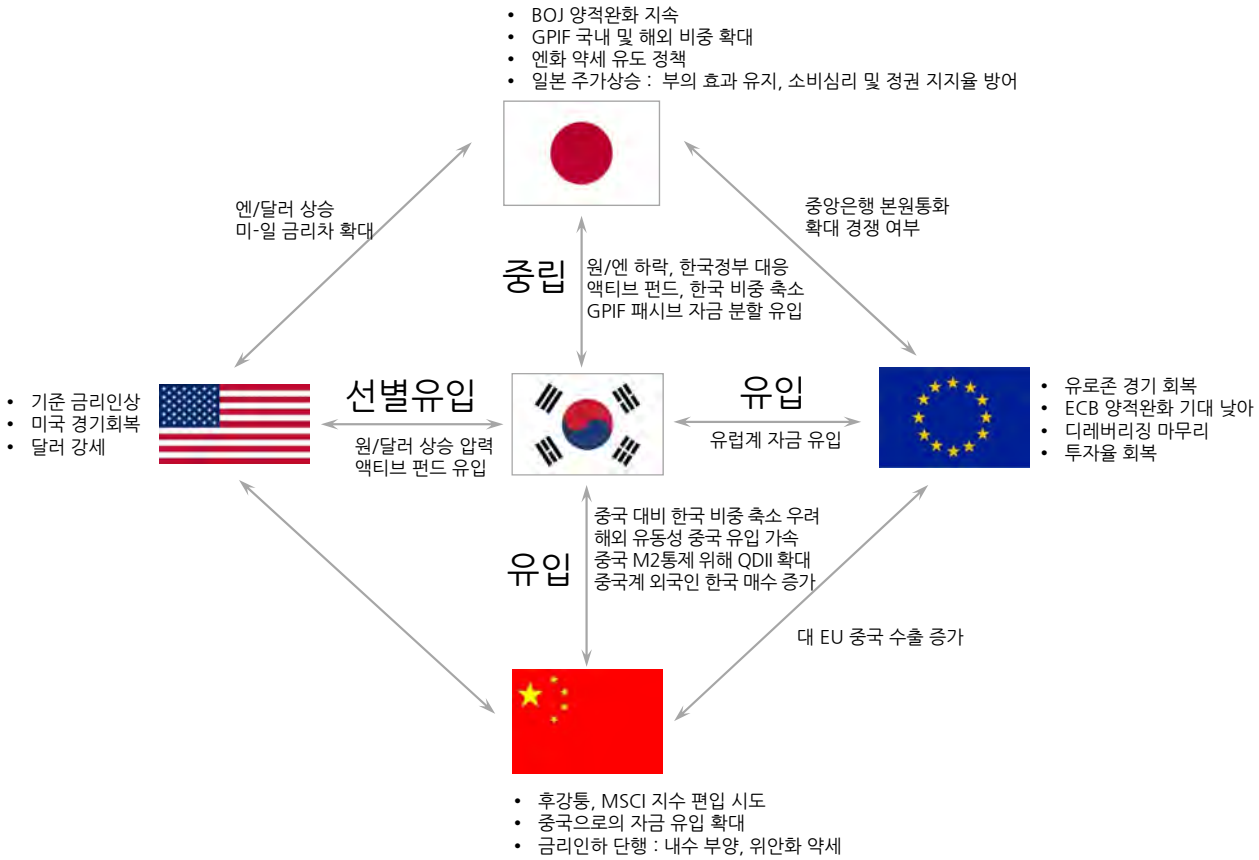
- 엔화 약세, 미국 경기회복과 금리인상 기대로 2015년 달러는 완만하게 상승할 것이다
- 달러 강세기에 접어들면 신흥국으로 유입되는 자금도 액티브 비중이 올라갈 것이다
- 전세계 투자자들의 한국 액티브 웨이트가 달러 추세에 연동되고 있어 한국 비중도 확대될 여지가 있다

일본 자금 유입 기대 말고, 중국 악재 우려말자

- 엔화 약세에 따른 일본 주가 상승은 일본 투자자들로 하여금 해외 투자 동인을 낮추는 요인이 될 것이다
- GPIF의 해외주식 비중 확대 기대가 있으나 일본계 자금의 한국 주식 매수액은 생각보다 크지 않을 것이다
- 중국 자본시장 개방하는 만큼 중국계 자금의 한국 매수도 커질 수 있다. 중국 후강퉁은 한국에 악재가 아니다

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

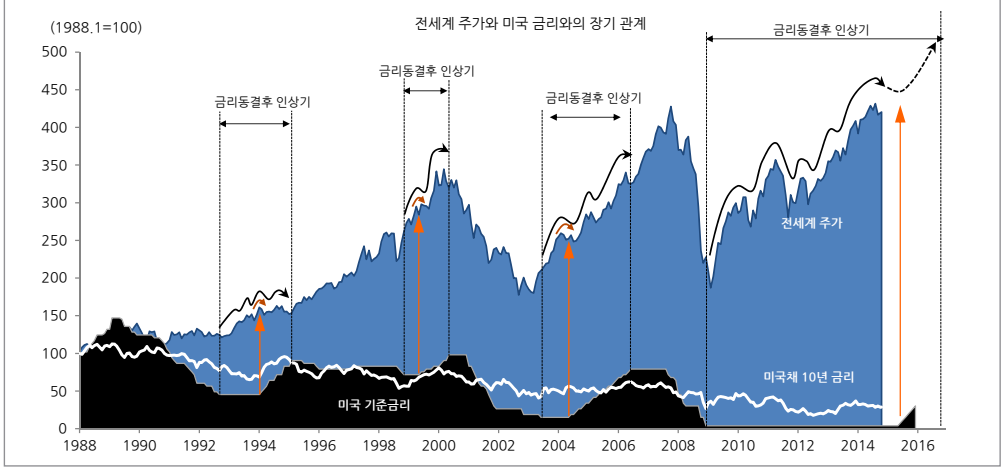
2015년 한국을 둘러싼 유동성 다이내믹



Mirae Asset Securities
2015 Outlook

'금리 바닥 ~ 금리 인상기' 주가 고점은 없다

최근 30년간 전세계 주가와 미국 금리의 관계 : 금리동결에서 금리인상 기간에 주가는 랠리를 보였음



주1 : 전세계 주가는 MSCI ACWI 의 1988년 1월 지수를 100으로 재계산
주2 : 미국 기준금리와 10년물 금리 변동은 실제 금리 수준이 아닌 1988년 1월 금리수준을 100으로 인덱스화 하였음
자료: IMF. EPFR, 미래에셋증권 리서치센터

- 최근 30년간 전세계 주가와 미국 금리와 관계에서 다음 세 가지 특징이 관찰됨

  1) 금리는 추세하락, 주가는 추세 상승

  2) 기준 금리 바닥(동결) 후 금리 인상 마무리 기간에 주가가 고점을 형성한 적 없음

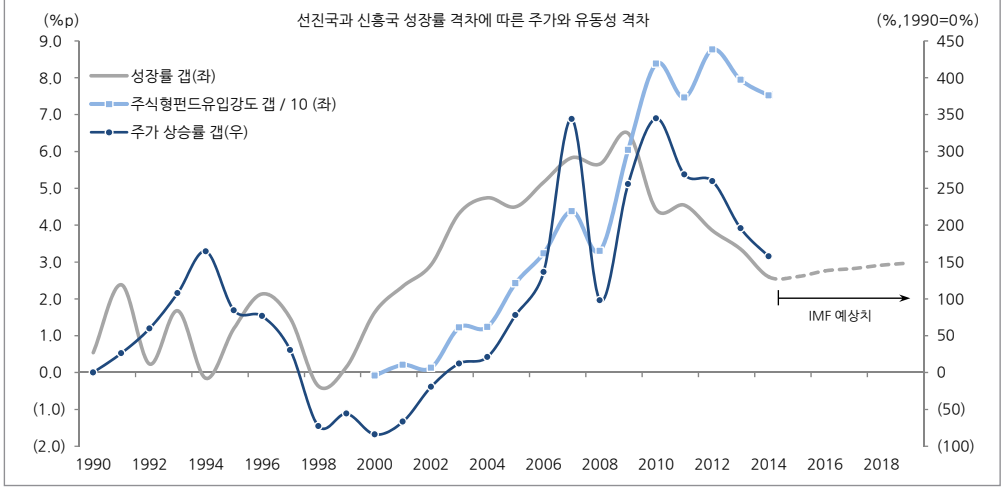
  3) 기준금리 변동 전에 국채금리가 미리 움직이는 경향이 있고, 금리 변동이 일정할 경우 국채금리는 안정

  => 미국 금리인상이 2016년 하반기 중으로 예상되나, 금리인상은 물론 금리인상이 마무리되는 시기까지 전세계 주가는 점진적으로 상승할 가능성 높음

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

신흥국과 선진국 성장률 격차와 자금 흐름

선진국과 신흥국간 성장률 갭, 주가상승률 갭, 자금 유입 갭 2015년 부터 재차 상승할 가능성 높음



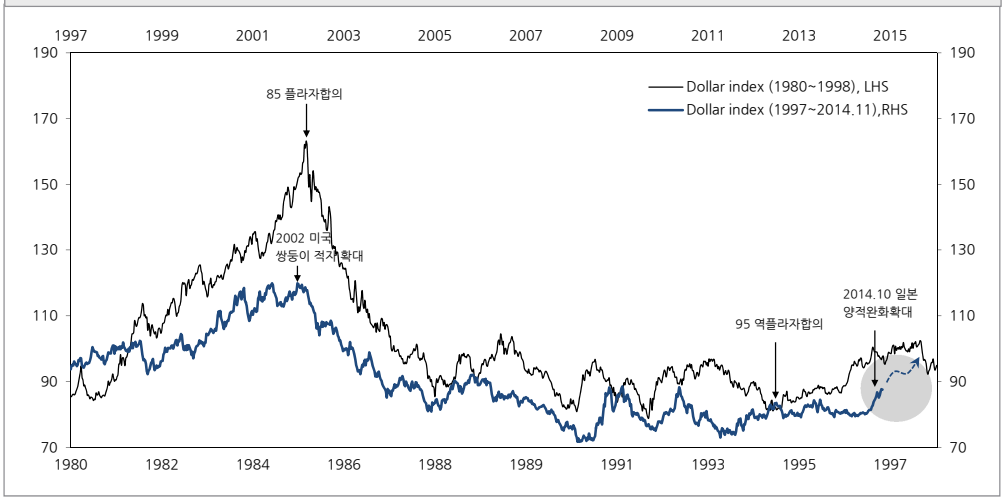
주 : 자금 유입강도 갭은 2000년 이후 부터 누적유입강도의 격차를 10으로 나눈 값
주2 : 2014년 이후 성장률 데이터는 IMF 예상치를 준용
자료: IMF. EPFR, 미래에셋증권 리서치센터

- 글로벌 유동성은 낮은 곳에서 높은 곳으로 이동하는 성질이 있음
- 2000년 글로벌 자금의 신흥국 자산 매입은 신흥국 성장률이 선진국 성장률을 압도했기 때문
- 금융위기 이후 New normal (저금리,저성장,저물가) 시대로 접어들면서 성장률 격차 급격히 축소
- IMF 전망에 따르면 2014년도가 성장 격차가 바닥을 이루는 시기이며 2015년 이후 매우 완만하게 회복할 전망
- 2015년은 신흥국으로 자금 유입이 점진적으로 진행되는 원년이 될 가능성 있음

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

달러의 흐름에 대한 데자뷰 관찰

2002년 이후 동선과 = 85년 플라자 합의 이후 달러 동선과 유사하게 움직이고 있음



자료: EPFR, 미래에셋증권 리서치센터

- 2015년에는 달러가 강세 추세를 보일 것으로 보임
- 미국 경기회복, 미국 금리인상, 엔화 공급확대, 유로 존 경기우려 등은 달러 강세를 지지하는 요인
- 85년 플라자자 합의 이후 달러의 동선과 2002 달러가 고점을 형성한 이후 동선 역시 유사하게 움직임
- 현재 상황은 95년 역플라자합의(엔화 약세 용인) 상황과 유사함(=BOJ 양적완화에 대한 국제사회 용인)
- 특히, 기준금리 변동을 전후하여 달러의 변곡점이 발생하는 사실을 감안하면, 하반기 금리인상이 예상되는 2015년은 달러 강세는 추세로 보는 것이 합리적

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

달러 강세되면 액티브 펀드 영향력 확대된다

달러 약세 및 안정기간 패시브 펀드 영향력 확대되었으나, 달러 강세 전환하며 액티브 펀드 비중 높아질 전망

자료: EPFR, 미래에셋증권 리서치센터

- 달러가 추세적으로 강세를 보일 경우 신흥국에 유입되는 자금은 액티브 자금의 성격을 띨 가능성이 높아 보임
- 금융 위기 이후 달러가 장기간 안정되는 과정에서 패시브 펀드의 영향력이 강화되어 왔음
- 2013년 5월 버냉키 의장의 출구전략 발언 이후 패시브 펀드보다는 액티브 펀드의 자산이 점진적으로 증가
- 패시브 펀드는 위기 직후 신흥국 통화 강세에 힘입어 신흥국 전반에 대한 분산 투자 욕구가 커지는 시점에 유행
- 그러나, 달러가 강세 전환하고 금리가 상승할 것으로 예상되는 2015년은 신흥국에 대한 선별적 투자를 원하는 액티브 펀드의 영향력이 더 커질 가능성이 높음

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

액티브 펀드가 한국 비중을 확대할 환경은 조성

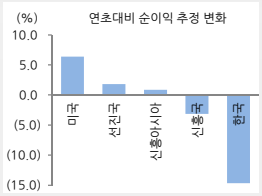
글로벌 투자자들의 한국 액티브 웨이트와 달러 인덱스 동선이 일치

주1 : 한국 Active weight = 평균 한국 보유비중 - 벤치마크비중 (0>: Overweight, 0< : Underweight)
주2 : 평균한국보유비중 = EPFR 제공 한국관련 지역투자펀드 4309개 대상이며, 펀드크기에 따른 가중평균으로 추정
주3 : 벤치마크는 MSCI INDEX 를 기준으로 함
자료: EPFR, MSCI, 미래에셋증권 리서치센터

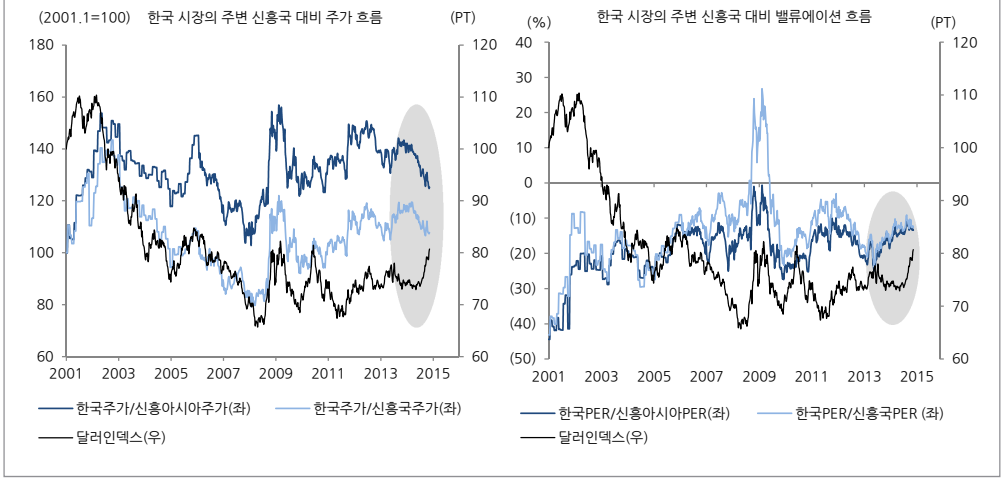
- 전세계 주식형 펀드의 벤치마크 대비 한국 보유비중 추이는 달러 인덱스와 높은 상관성을 보이고 있음
- 달러 약세->패시브 자금의 신흥국 투자 비중 확대-> 한국 비중을 벤치마크 보다 늘리거나 줄이거나 할 동인 약화
- 하지만, 달러 강세를 미국 경기 회복 시그널로 볼 경우 선진국 수출비중 높은 공산품 수출국인 한국 시장에 대한 비중 확대(액티브 웨이트 상승) 가능성을 예상할 수 있음

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

한국, 달러 강세 향유할 준비는 다소 미흡



달러 강세에도 불구하고 여타 신흥국 대비 상대주가는 하락추세에 있고, 감익 확대되며 밸류에이션 디스카운트는 축소



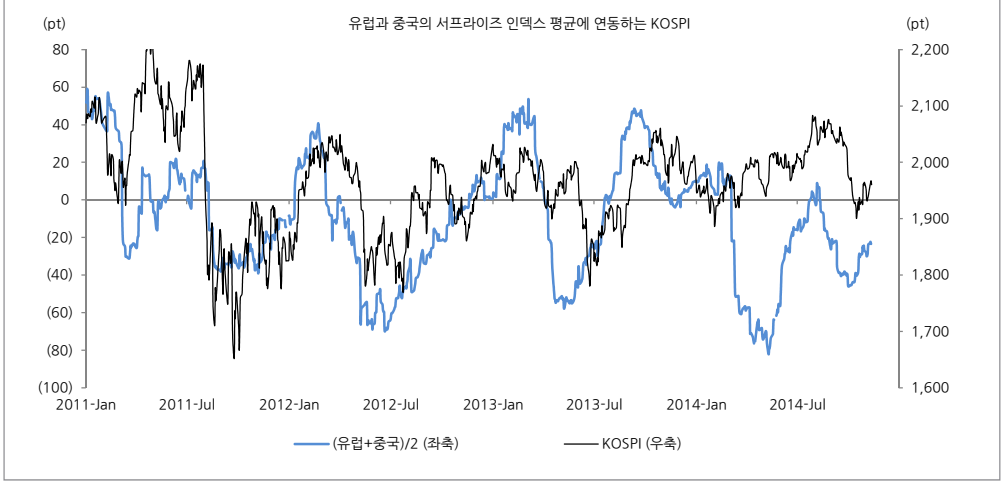
자료: IBES, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

- 2001년 이후 한국의 여타 신흥국 대비 상대주가는 달러 인덱스 추이에 연동해왔음
- 그러나, 2013년 이후 달러 강세 전환에도 불구하고 한국의 상대주가는 매우 부진했고, 기업 이익 부진으로 신흥국 대비 밸류에이션 디스카운트가 오히려 축소되는 상황 연출
- 달러 강세 요인인 일본 엔화 약세 정책에 따른 수출주 이익 부진(자동차), 미국 및 중국과의 경쟁 악화(IT), 중국 성장 정체와 상품가격 하락(화학, 정유, 조선 등) 한국 기업에 대한 고유 환경 악화에 기인함
- 액티브 펀드들의 한국 주식 비중을 가파르게 확대하기에는 한국 기업의 펀더멘털 준비가 미진한 상황

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

한국 선택은 유로존과 중국의 경기 회복에 달렸음

한국의 주가 흐름은 미국 보다는 유로존과 중국의 경기 환경에 민감하게 반응



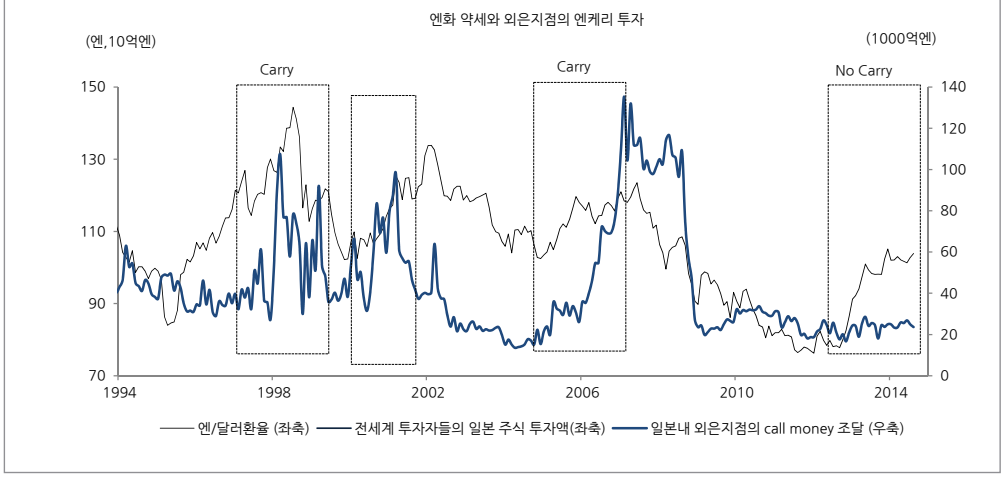
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

- 긍정적인 것은 한국을 비롯한 신흥국의 주가 흐름은 유로 존과 중국의 경기 상황에 연동하는 경향이 높다는 것
- 한국 주가의 여타 신흥국 대비 상대적 불리함을 감안하더라도, 유로 존 성장률 점진적 개선과 중국시장의 금융 개혁 및 금리인하 단행으로 인한 소비확대는 한국 시장의 절대적인 주가에는 긍정적인 영향을 줄 수 있을 것

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

아베노믹스 시기, 외은지점 엔화 차입 늘지 않아

그런데 최근 20년간 일어나던 엔캐리 트레이딩 움직임이 이번에는 전혀 발생하고 있지 않음



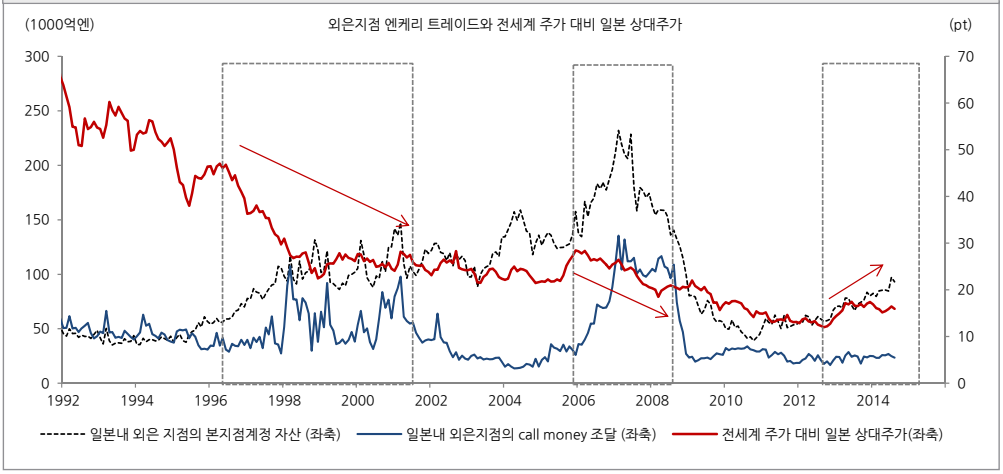
자료: BOJ, 미래에셋증권 리서치센터

- 일본 내 외은 지점에서 엔화를 차입하는 부채항목인 call money를 통해 엔화 캐리 활동을 추정할 수 있음
- 그런데, 과거 수 차례 엔화 약세 기간 급증했던 call money가 이번 양적완화 기간에는 전혀 움직이지 않고 있음
- Call money 정체는 아베노믹스 기간 엔캐리 트레이딩이 생각처럼 활발하지 않았음을 시사함

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

엔캐리 트레이딩 보다는 GPIF의 해외 투자 확대로 유출

엔캐리 투자가 미미한 것은 일본의 자산 가격이 매력적이기 때문



자료: BOJ, 미래에셋증권 리서치센터

- 엔캐리 투자의 핵심은 싼 엔화를 빌려 높은 통화에 투자하거나, 상대적으로 높은 자산에 투자하는 것
- 과거 call money 차입 당시에는 일본 주가가 전세계 주가대비 부진했지만, 이번에는 전세계 주가 대비 자국 주식시장의 상대수익률이 높기 때문에 엔캐리 가능성이 크게 떨어지는 상황
- 일본의 양적완화가 글로벌 유동성 공급원으로서 효용이 떨어질 수 있음을 시사함

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

GPIF 해외 비중 확대 발표의 개념 도해

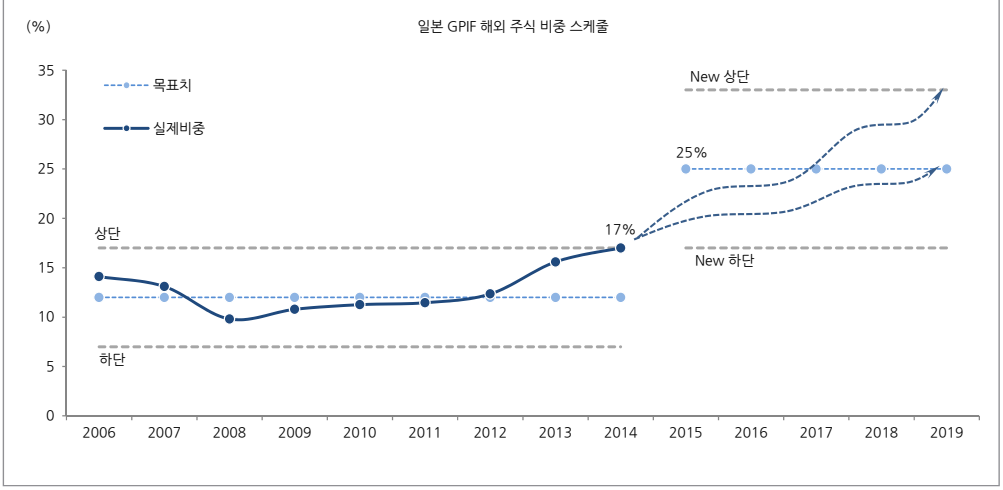
- 일본 GPIF는 2014년 10월 31일 새로운 포트폴리오 비중 발표
- 특이점은 해외 주식 비중을 기존 목표치 12%에서 25%로 13% 포인트 확대하는 것
- 향후 5년간 해외 주식 투자 비중을 발표한 것으로 이 비중은 앞으로 고정될 것
- 우리의 관심은 새로운 밴드 내에서 한국으로 유입되는 일본 연기금 자금이 어느 정도가 될지를 가늠해 보는 것
- GPIF 자산 127조엔과 GPIF 투자를 추종하는 일본 내 공적연기금 63조엔을 합하면 190조엔
- **새로운 벤치마크인 MSCI ACWI ex Japan 내에 한국 비중 1.6%를 감안하면 2.3조원~4.6조원(원/100엔 950원 가정)의 자금이 유입될 전망**
- **주의 : 추종자금이 2015년 한해 동안에 모두 유입될지 아니면 수년에 걸쳐 분할될지 여부의 판단은 어려움**

일본 GPIF 포트폴리오 변화에 따른 해외 주식투자 비중 확대될 전망

GPIF 포트폴리오 개편안

(Old)	국내채권	국내주식	해외채권	해외주식	단기자산
목표비중	60%	12%	11%	12%	5%
허용범위	±8%	±6%	±5%	±5%	-

(New)	국내채권	국내주식	해외채권	해외주식	
목표비중	35%	25%	15%	25%	
허용범위	±10%	±9%	±4%	±8%	
추가증분	**-25%p**	13%P	**4%P**	**13%P**	

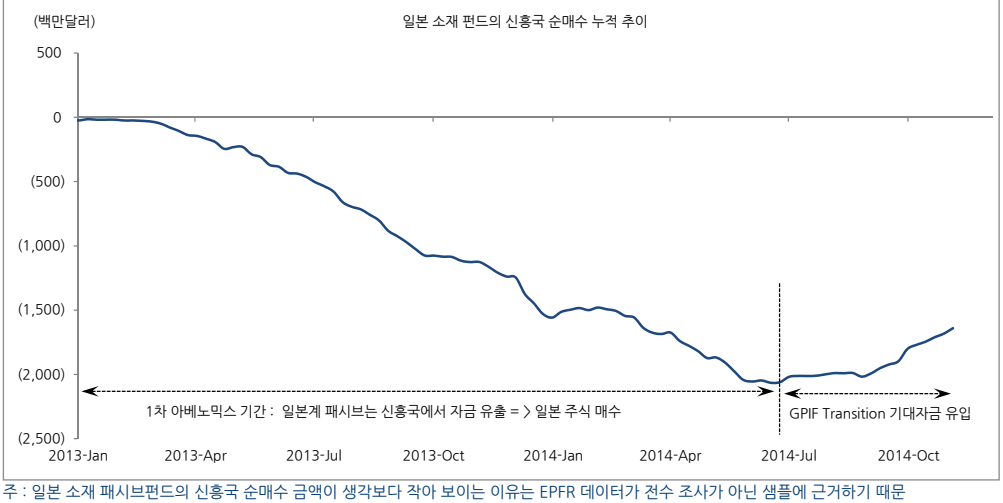


자료: GPIF, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

GPIF 해외비중 확대, 글로벌 투자자들 선제적으로 반응

1차 아베노믹스에도 반응하지 않던 일본 소재 패시브 펀드가 신흥국을 매수하기 시작한 것은 GPIF 비중 확대와 연관



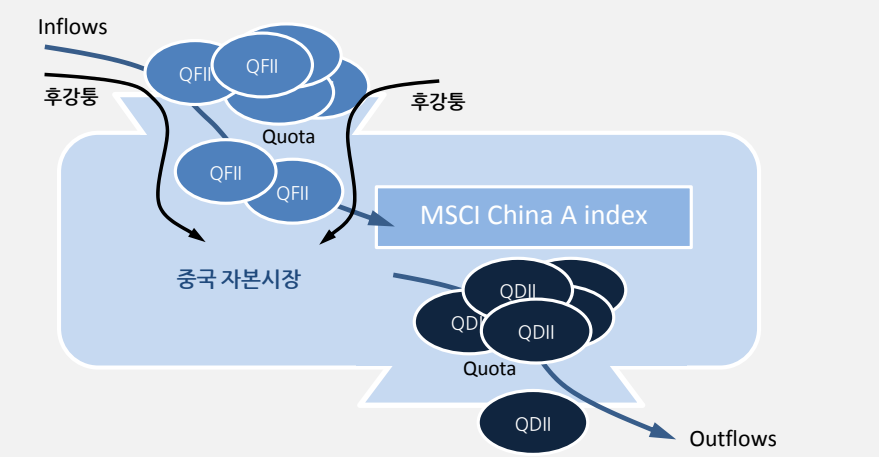
주 : 일본 소재 패시브펀드의 신흥국 순매수 금액이 생각보다 작아 보이는 이유는 EPFR 데이터가 전수 조사가 아닌 샘플에 근거하기 때문
자료 : EPFR, 미래에셋증권 리서치센터

- 일본 주식시장이 활황이면 오히려 해외 자금이 일본으로 유입되는 역엔케리 트레이딩이 발생하기도 함
- 2013년 초반 이후 1차 아베노믹스 당시 신흥국 주식형 펀드에서 오히려 환매를 감행했던 일본계 패시브 자금이 올해 6월 이후 신흥국 주식형 펀드로 재유입되고 있음
- 즉, GPIF의 해외 투자 비중 확대와 연계해 신흥국 주식시장으로 일본 소재 자금이 선제적으로 유입되는 상황으로 이해할 수 있음

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

후강퉁과 MSCI 신흥지수 편입

중국의 유동성 조절의 중요한 필터 : QFII, QDII 그리고 MSCI 인덱스 편입



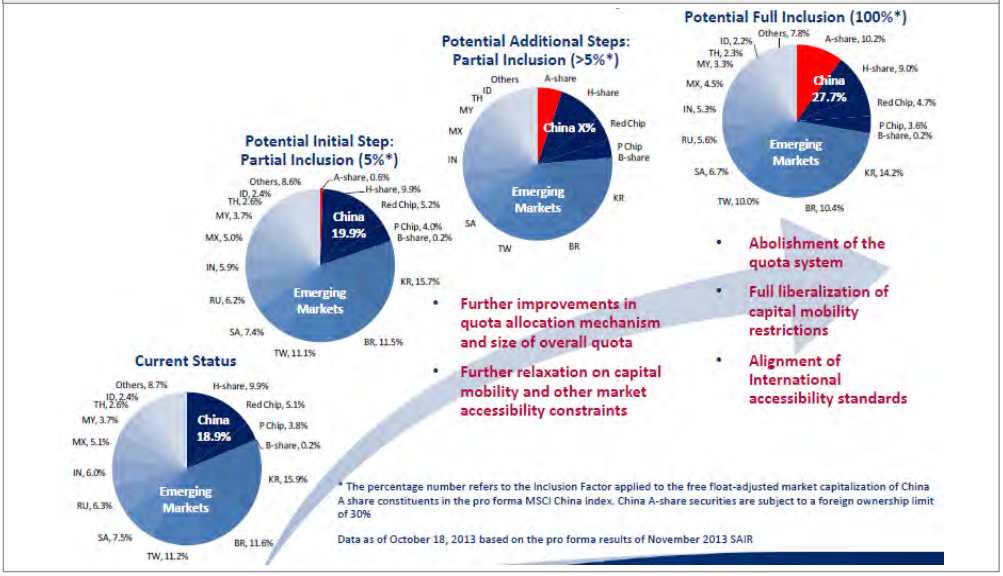
자료: 미래에셋증권 리서치센터

- 중국은 전략적으로 MSCI 본토증시를 신흥국 지수에 편입하려는 노력을 하고 있음
- 중국 본토증시를 전세계 투자자들이 사용하는 MSCI 신흥국 인덱스에 넣어두기만 하면, 중국에 유입된 자금 중 인덱스펀드 등 패시브 자금들은 중국 주식을 장기간 보유하고 있어야 하기 때문
- 언제든 주식을 팔고 떠날 수 있는 액티브 펀드와 달리, 인덱스 펀드들은 중국 시장에 남는 장기 체류 자금이 될 가능성 높고 주식 이외의 자산가격 버블을 막을 수 있기 때문에 강하게 추진할 것

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

중국 MSCI 본토증시 편입의 오해

MSCI의 중국 비중 확대 로드맵 : 한번에 유입되는 것이 아니라 단계별 유입



자료: MSCI

- 우리가 MSCI 신흥국 지수 내 중국 지수로 알고 있는 MSCI China 인덱스는 H주, B주, P-chip, Red Chip으로 구성된 홍콩에서 거래되는 중국 주식으로, 중국 본토에서 위안화로 거래되는 주식과 다름
- 현재 MSCI China 인덱스는 MSCI EM Index에서 18.9%를 차지하고 있는데, 중국 본토증시가 5% 만 편입되면 MSCI China 인덱스의 신흥국 비중은 20% 로 상승. 이 정도 증가라면 우리가 우려할 수준은 아닐 수 있음
- 향후 중국 본토증시가 모두 MSCI China로 편입되는 구조라면 중국 비중이 궁극적으로 30%까지 증가
- 그렇게 되면 현재 15~16%의 한국 비중은 14% 초반까지 하락

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

중국 MSCI 본토증시 편입 : 100% 편입시 한국 충격

[Methodology]

- MSCI 추종 추종자금 : 8.4조 달러
- EM 추종자금 : 1.36조 달러
- EM내 패시브 비중 : 30%

⇒ EM 추종 패시브금 : 4,092억 달러

[100% 편입시]

중국 본토증시가 100% 편입될 경우 한국 비중은 1.6% 포인트 축소되고 패시브 자금이 한국을 팔아야 하는 금액은 7조원이 넘는다.

그런데, MSCI는 이 같은 벤치마크 충격을 최소화하기 위해서 투자자들에게 부분 편입 후 점진적 확대 가능성을 제안하고 있다.

즉, 중국 본토증시 신흥국 편입에 따른 효과는 비중이 확대되는데 까지 시간이 필요하기 때문에 한국에 미치는 실질 충격은 작을 것이다.

중국 본토증시가 신흥국 지수에 편입된다면 중국 비중이 커지는 만큼 한국 비중은 1.6%포인트 이상 하락

구성국가	편입전		100% 편입시			유출입예상 (백만달러)
	시가총액 (백만달러)	비중(%)	시가총액 (백만달러)	비중(%)	시가총액 비중변화 (%pt)	
EM	3,991,489	100.00	4,493,432	100.00	-	
China	792,547	19.86	1,294,490	28.81	8.95	36,634
H Share	405,823	10.17	411,511	9.16	-1.01	-4,129
Red Chip	207,067	5.19	215,650	4.80	-0.39	-1,590
P Chip	176,055	4.41	183,330	4.08	-0.33	-1,354
B-Share	3,602	0.09	5,102	0.11	0.02	95
China A		0.00	478,897	10.66	10.66	43,611
Korea	574,298	14.39	574,298	12.78	-1.61	-6,588
Taiwan	483,895	12.12	483,895	10.77	-1.35	-5,524
Brazil	406,118	10.17	406,118	9.04	-1.13	-4,624
South Africa	309,696	7.76	309,696	6.89	-0.87	-3,560
India	289,249	7.25	289,249	6.44	-0.81	-3,315
Mexico	213,771	5.36	213,771	4.76	-0.60	-2,455
Russia	179,552	4.50	179,552	4.00	-0.50	-2,046
Malaysia	154,741	3.88	154,741	3.44	-0.44	-1,800
Indonesia	105,221	2.64	105,221	2.34	-0.30	-1,228
Thailand	93,030	2.33	93,030	2.07	-0.26	-1,064
Turkey	67,858	1.70	67,858	1.51	-0.19	-777
Poland	66,029	1.65	66,029	1.47	-0.18	-737
Chile	57,281	1.44	57,281	1.27	-0.17	-696
Philippines	48,285	1.21	48,285	1.07	-0.14	-573
Colombia	38,354	0.96	38,354	0.85	-0.11	-450
Qatar	24,866	0.62	24,866	0.55	-0.07	-286
Greece	21,823	0.55	21,823	0.49	-0.06	-246
UAE	21,405	0.54	21,405	0.48	-0.06	-246
Peru	17,463	0.44	17,463	0.39	-0.05	-205
Egypt	9,588	0.24	9,588	0.21	-0.03	-123
Czech Republic	8,601	0.22	8,601	0.19	-0.03	-123
Hungary	7,819	0.20	7,819	0.17	-0.03	-123

한국 유출액 추정 (백만원)	-7,288,767

주1 : 시가총액 및 유출입효과 계산은 2014년 10월 31일 기준으로 추정
주2 : 중국 H,Red,P, B 주식의 시가총액이 편입전후 달라지는 것은 중국 본토증시 부분편입에 따른 종목 유출입이 발생하기 때문
자료: MSCI, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

중국 MSCI 본토증시 편입 : 5% 편입시 한국 영향 미미

[Methodology]

- MSCI 추종 추종자금 : 8.4조 달러
- EM 추종자금 : 1.36조 달러
- EM내 패시브 비중 : 30%

⇒ EM 추종 패시브금 : 4,092억 달러

- MSCI China A 종목 수 : 463개
- 신흥국 유입 가능 종목 수 : 221개
- 외국인 투자 가능 시총의 5%만 부분편입

[5% 부분 편입시]

중국 본토증시가 5% 만 부분 편입될 경우 한국 비중 축소 폭은 0.2%포인트가 채 안되기 때문에 패시브 자금 이탈 규모는 8천억원이 안되는 수준일 것

부분 편입을 전제한다면 한국 비중 축소에 따른 패시브 자금 이탈 압력은 크지 않음

구성국가	편입전		5% 부분편입시			유출입예상 (백만달러)
	시가총액 (백만달러)	비중(%)	시가총액 (백만달러)	비중(%)	시가총액 비중변화 (%pt)	
EM	3,991,489	100.00	4,038,479	100.00	-	
China	792,547	19.86	839,538	20.79	0.93	3,816
H Share	405,823	10.17	411,511	10.19	0.02	92
Red Chip	207,067	5.19	215,650	5.34	0.15	623
P Chip	176,055	4.41	183,330	4.54	0.13	527
B-Share	3,602	0.09	5,102	0.13	0.04	148
China A	-	0.00	23,945	0.59	0.59	2,426
Korea	574,298	14.39	574,298	14.22	-0.17	-693
Taiwan	483,895	12.12	483,895	11.98	-0.14	-564
Brazil	406,118	10.17	406,118	10.06	-0.11	-466
South Africa	309,696	7.76	309,696	7.67	-0.09	-374
India	289,249	7.25	289,249	7.16	-0.09	-359
Mexico	213,771	5.36	213,771	5.29	-0.07	-273
Russia	179,552	4.50	179,552	4.45	-0.05	-221
Malaysia	154,741	3.88	154,741	3.83	-0.05	-198
Indonesia	105,221	2.64	105,221	2.61	-0.03	-141
Thailand	93,030	2.33	93,030	2.30	-0.03	-108
Turkey	67,858	1.70	67,858	1.68	-0.02	-81
Poland	66,029	1.65	66,029	1.64	-0.01	-61
Chile	57,281	1.44	57,281	1.42	-0.02	-88
Philippines	48,285	1.21	48,285	1.20	-0.01	-59
Colombia	38,354	0.96	38,354	0.95	-0.01	-42
Qatar	24,866	0.62	24,866	0.62	0.00	-18
Greece	21,823	0.55	21,823	0.54	-0.01	-39
UAE	21,405	0.54	21,405	0.53	-0.01	-41
Peru	17,463	0.44	17,463	0.43	-0.01	-31
Egypt	9,588	0.24	9,588	0.24	0.00	-11
Czech Republic	8,601	0.22	8,601	0.21	-0.01	-29
Hungary	7,819	0.20	7,819	0.19	-0.01	-26

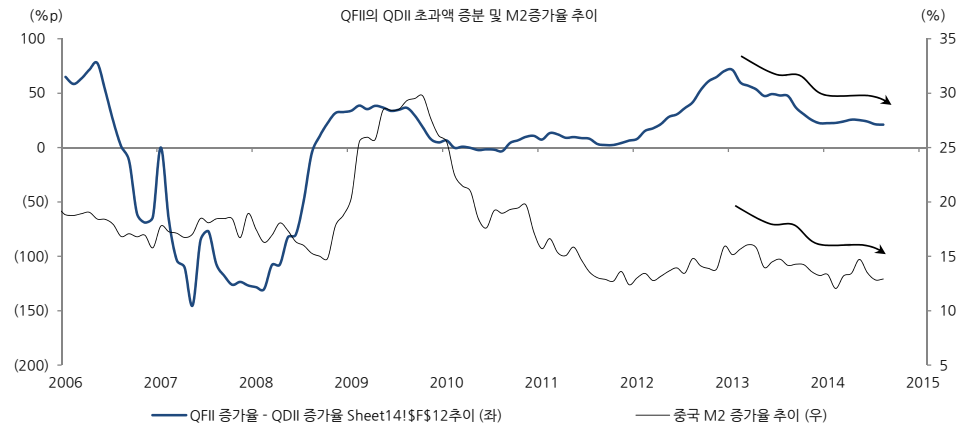
한국 유출액 추정 (백만원)	-766,725

주1 : 시가총액 및 유출입효과 계산은 2014년 10월 31일 기준으로 추정
주2 : 중국 H,Red,P, B 주식의 시가총액이 편입전후 달라지는 것은 중국 본토증시 부분편입에 따른 종목 유출입이 발생하기 때문
자료: MSCI, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

중국의 QFII 와 QDII 필터, 중국 내 유동성 통제에 기여

중국으로 유입되는 자금이 점진적으로 커질 경우 유동성 통제를 위해 해외로의 위안화 배출도 커질 수 있음



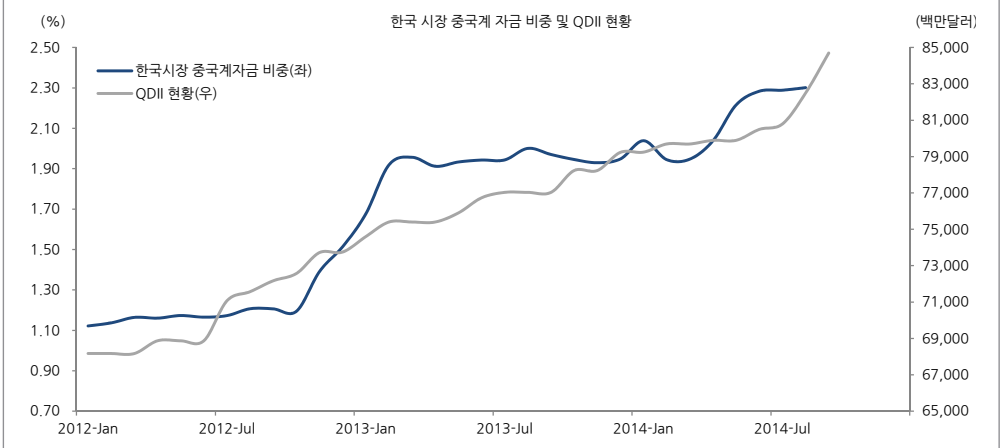
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

- 중국으로의 자금 유입을 QFII로 보고, 중국에서 해외로의 자금 유출을 QDII로 볼 때, 이 둘간의 격차를 조절함으로써 중국 내 유동성 조절에 일부 기여하고 있음
- 2013년 이후 QFII 규제가 완화되면서 중국으로 자금 유입이 늘어나는 구조였으나, QDII역시 확대함으로써 과잉 유동성을 제어할 수 있음
- 후강퉁 실시로 해외 자금의 중국 본토 주식 접근성이 매우 높아질 겨우 QDII 확대를 통한 해외투자 확대할 것
- BOJ의 양적완화 확대에 따른 달러 강세, 그로 인한 중국 위안화 강세(달러 페그 관리변동환율) 압력 완화를 위해 해외 주식에 대한 포트폴리오 확대는 2015년에도 지속될 가능성 높음

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

중국계 자금의 국내 유입 영향력 확대

중국 시장으로의 자금 유입 확대에 따른 중국계 자금의 해외 투자 확대(QDII)는 중국계 외국인 영향력 확대를 자극할 것



자료: 금감원, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

- 후강통 및 MSCI 신흥국 지수 편입 기대 등으로 중국으로의 유동성 공급이 커질 수 있음
- M2증가율 통제 등 중국 내 유동성 통제 수단으로 QDII 를 통한 해외로의 중국 유동성 확대 움직임이 일어날 수 있음
- QDII 확대는 한국 시장 내 중국계 외국인의 영향력 강화와 매우 밀접하게 연관되어 있음

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

[퀀트]

저ROE 시대,
ROE generation 기업을 찾을 것

퀀트
이진우
3774-1469
zeenu@miraeasset.com

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Executive summary

2015년 KOSPI , '실적 성장'은 없지만 '실적 정체'의 끝은 보일 것

- 현실적인 실적 재조정 결과, '15년 KOSPI 순이익은 78조원~81조원, 순이익 성장률 3%~6%예상
- 성장의 부재 속 희망적인 부문은,

1) IT, 자동차 부문의 실적 성장 정체 속 여타 업종의 실적 턴어라운드가 연장될 가능성이 높고,
2) 2014년과는 달리 특정 업종에 대한 '쏠림' 역시 완화될 가능성이 높다는 것임
3) 실적 변동성 및 신뢰도가 낮았던 순수 제조업 부문은, 추가 악화보다는 개선세가 확인 될 수 있을 것

Leading 기업의 선결조건, 결국은 'ROE'의 함수

- 실적성장의 부재가 주도주의 공백을 의미하는 않음
- 역대 주도주가 주는 시사점은 결국은 'ROE' 의 함수로 귀결. 2015년 Leading 기업 후보군 역시 'ROE'가 높게 유지될 기업에서 출발해야 할 것
- 다만 국내 대형주의 기업 환경이 구조적인 '저ROE' 를 시사하고 있는 점을 감안, 대형주만이 아닌 중대형주 기업에서도 기회를 찾아야 할 것

지금은 저 ROE 시대, 2015년 ROE generation 기업에 주목

- 시장 전체의 ROE 하락은 기업 선택의 범주를 넓혀야 한다는 것을 의미(일본 기업의 사례: '01~'06년)
- 절대 ROE가 높은 기업도 중요하지만, 'Sustainable ROE' 가 높은 기업에 관심 필요
- 2015년은 ROE generation에 나서는 기업이 그 대상

1) (Sales/Asset 관점) 효율성 제고 및 외형성장을 통한 ROE generation에 나서는 기업
: CJ 대한통운, CJ제일제당, 한국항공우주 등
2) (Leverage 관점) 자본 효율화를 통한 ROE generation 기업
: (레버리지 확대)신세계인터내셔날, 한진 / (레버리지 축소 속 ROE 개선) SK네트웍스, 대한항공 등

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

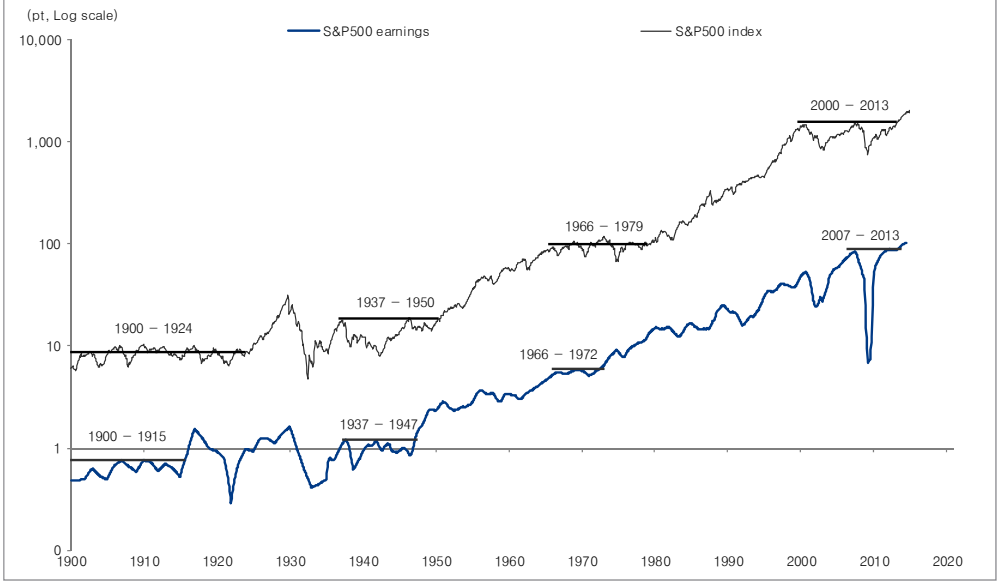
Big picture : 실적 정체기, 탈피 소요 기간은 최소 7년?

국가마다 정도의 차이는 있겠지만, 시장 및 산업의 구조적인 변화에는 적지 않은 시간이 소요

미국은 2014년, 지난 7년간의 실적 박스권 돌파 후 새로운 실적 레벨로 도약 중

- 기업실적 전망에 있어, 인지해야 할 부분은 구조적인 변화에는 상당한 시간이 필요하다는 것임
- 1900년 이후 미국은, 주가 장기 박스권 돌파에는 최소 14년, 기업이익의 장기 박스권 돌파에는 최소 7년이 소요되었던 경험. 이는 산업구조 변화와 같은 Mega trend의 변화와 맥을 같이 할 가능성
- 2015년 한국 기업 실적 전망을 보는데 있어서도, 조급함 보다는 진중함이 필요한 이유일 것

1900년 이후 S&P500 주가 및 실적 추이: 주가 장기 박스권 탈피에는 최소 14년, 실적 박스권 돌파에는 최소 7년 소요



주: Earnings data before 1926 are from Cowles and associates (*Common Stock Indexes*, 2nd ed. [Bloomington, Ind.: Principia Press, 1939])
자료: Robert shiller, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

한국은 2010년 이후 5년째 80조원 전후에서 정체 중

미국의 실적 박스권이 2007년~2013년 진행된 반면,

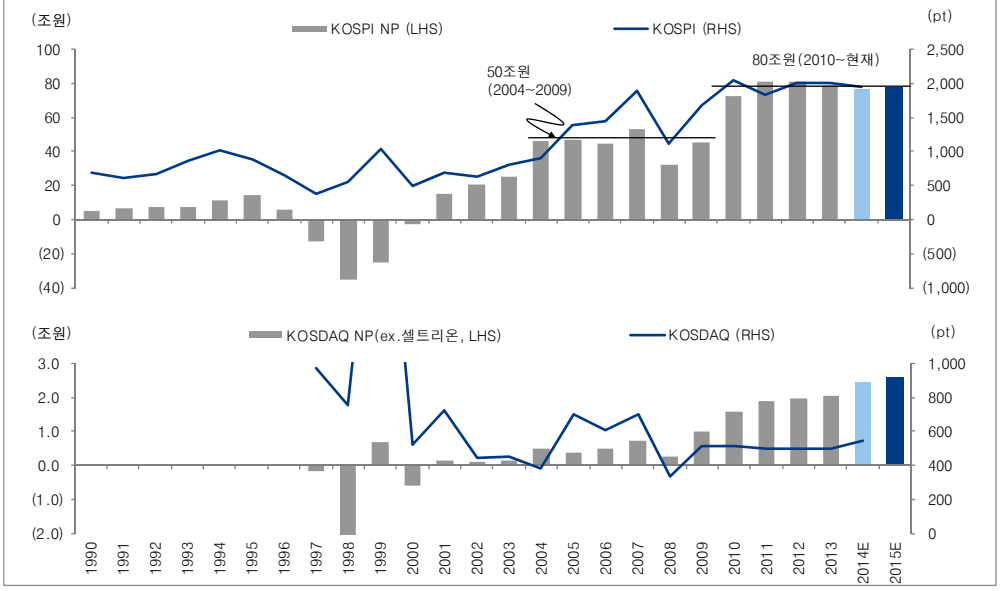
한국은 2010년 이후 2014년까지 실적 박스권이 진행 중

한국의 실적고점(Peak out) 시기가 미국에 비해 3년 가량 후행

이러한 맥락으로 보면, 한국의 실적 레벨 업 시기는 2016년?

- 한국의 경우, 지난 5년간 실적 박스권 지속. 2010년 이후 KOSPI 연간 순이익은 80조원 내외
- 경험적으로 보면, KOSPI 순이익은 2004~2009년 연간 50조원 전후 실적에서 2010년 80조원대로 올라서기까지 6년 가량의 시간이 소요(2008년은 금융위기에 따른 순익 급감 시기로 예외로 함)
- 2015년에도 실적 박스권 연장된다면, 2004~2009년과 같은 총 6년간의 실적 정체기를 거치는 것

KOSPI & KOSDAQ 연간 순이익 추이: KOSPI는 실적정체기 5년 차 진입, 반면 코스닥은 상대적으로 양호한 흐름



주 : 2010년 이전 실적은 K-GAAP 기준, 실적추정치가 존재하는 201 개 기업 대상(KOSPI)
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

반복되는 실적 감익, 결국은 실적 박스권의 연장이나...

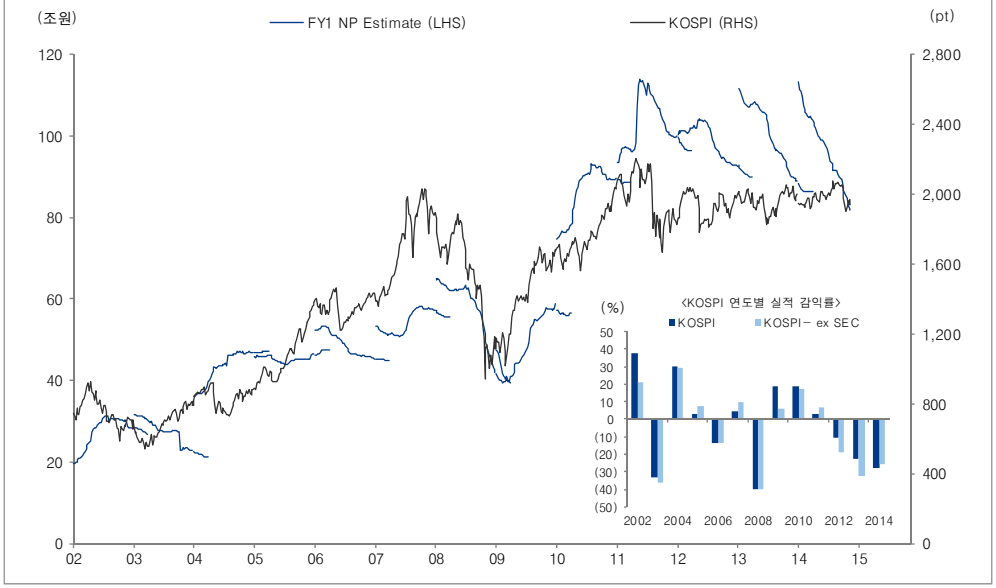
2015년 KOSPI 순이익 전망 연초 대비 28% 감익

삼성전자 제외 KOSPI 실적은 같은 기간 25% 하향 조정 중

이는 2003년, 2008년의 경기 침체기 이후 가장 강도 높은 실적 감익 강도

- 2011년 이후 KOSPI 실적(순이익) 전망은 '연초 110조원 전망-> 연말 80조원' 내외로 마무리되는 패턴 이 반복. 2010년 이후 해당기간 평균 감익 폭은 -27% 수준임
- 2014년의 경우 이러한 실적 감익 흐름이 가장 강도 높게 진행된 시기로 2010년 이후 가장 저조한 실적을 기록할 가능성. 4년째 지속되고 있는 대규모 실적 감익은 '실적 추정'의 신뢰도 저하로 연결

KOSPI 및 당해 년 순이익 전망 추이: 실적전망 감익은 반복되는 일이지만, 4년 연속 대규모 감익 패턴은 이례적일 정도



주 : 실적추정치가 존재하는 201 개 기업 대상(KOSPI), FY1 실적 감익기간은 해당년 연초~다음해 3월말
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

'삼성전자' 제외하면, 제조업은 4년 만에 '턴어라운드' 달성

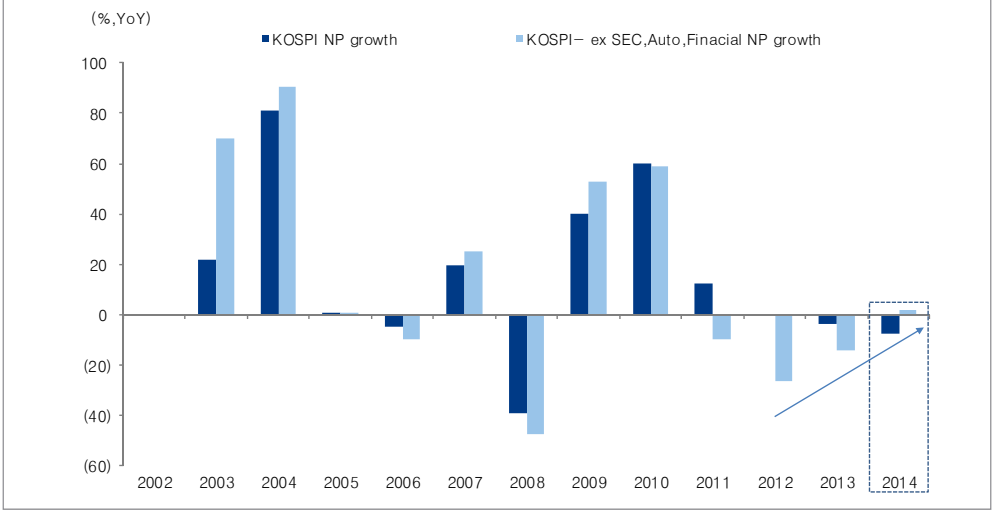
2014년 삼성전자 연초 이후 실적 감익률 -33%
(2014년 연간 순이익 33조원 -> 22조원 내외)

삼성전자 제외 한 제조업 부문 역시 실적 감익 흐름에서 자유롭지 못했지만,

4년 만에 실적 역성장에서 탈피하는 흐름이 관찰된다는 점은, 실적 저점 인식이 높아지는 기업들이 예전보다 많아지고 있다는 점을 시사

- 그나마 희망적인 것은 대규모 실적 감익 흐름에도 국내 제조업 부분의 실적 역성장 둔화 가능성도 엿보인다는 것임. 삼성전자를 제외한 '제조업' 부문이 4년 만에 순이익 턴어라운드가 그것
- 삼성전자를 제외한 KOPSI 제조업 부문의 순이익 성장률은 2011년 -9.5%, 2012년 -26%, 2013년 -14%를 기록한 이후 2014년은 2.2%의 성장으로 마무리 될 가능성
- 남은 4Q14 순이익 실적 결과에 따라 최종결과가 달라질 가능성이 있지만, 실적 역성장의 강도는 무뎌지고 있다는 점은 위안

KOSPI 및 삼성전제 제외 KOSPI 제조업 순이익 성장률 추이: 2014년 실적 역성장 속 제조업 부문의 턴어라운드 감지



주 : 실적추정치가 존재하는 201 개 기업 대상(KOSPI)
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

실적전망 불확실성 시대, '보수적' 추정치의 유용성(?)

2015년 KOSPI 순이익 전망(컨센서스 vs. 보수적 추정치)

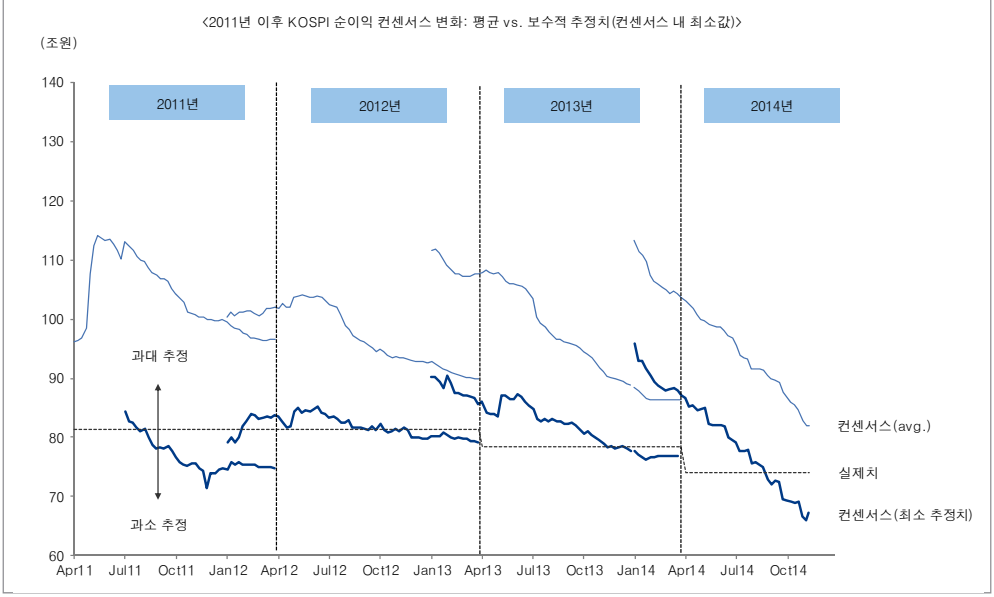
컨센서스(중간값): 102조원
보수적 추정치: 76조원

결과론적으로,
2011년 이후 KOSPI 실제 순이익은 보수적 추정치에 좀 더 가깝고,
컨센서스(중간값)과 보수적 추정치 사이에서 마무리는 패턴이 반복

실적전망 증액 요인 많지 않다면, 2015년 실적 전망 역시 이와 크게 다르지 않을 듯

- 2015년 KOSPI 실적전망 증액 요인이 많지 않다면, '보수적' 추정치를 중심에 두고 접근하는 것이 상대적으로 나은 접근법이 될 수 있음
- 컨센서스 내 가장 낮은 추정치를 의미하는 '보수적 추정치'의 역시 실적 감익 흐름에서 자유로울 수 없지만, 컨센서스 자체(평균 및 중간값)를 활용하는 것보다는 추정치의 오차를 줄일 수 있을 것으로 판단

컨세서스(중간값) vs. 보수적 추정치 : 실적전망의 유용성 측면에서 본다면, '보수적 추정치' 가 힌트가 될 수 있을 것



주 : 실적추정치가 존재하는 201 개 기업 대상(KOSPI), 보수적 추정치는 3개월 이내 가장 낮은 추정치를 의미
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

2015년 KOSPI 순이익, 5% 내외의 실적성장 전망

2015년 KOSPI 순이익 78조원 ~81조원, 순이익 성장률 3%~6%로 예상

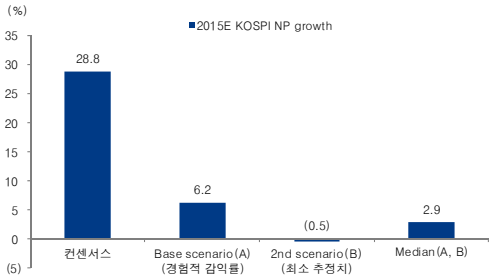
1) 과 2) 의 중간값으로 추정

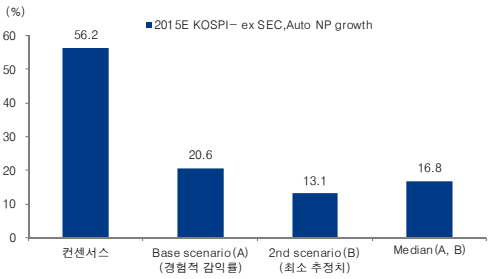
1) 경험적 감익률(2011년 이후 삼성전자 제외 KOSPI의 연초 이후 실적 감익률 26%) 적용

2) 최소 추정치에 기반한 실적 추정

=> 최소추정치와 경험적 감익률 적용 추정치와의 중간값

*** (Adj.) 2014E 순이익은 연말 예상 순이익을 의미**





2015년 KOSPI 순이익 성장률 추정 Logic

구분	Earnings estimate(억원)		(Adj.) 2014E NP	2015E NP estimate scenario			2015E NP growth scenario(%)			
	2014E NP	2015E NP		Scenario(A) (경험적 감익률)	Scenario(B) (최소 추정치)	Median (A, B)	컨센서스	Scenario(A) (경험적 감익률)	Scenario(B) (최소 추정치)	Median (A, B)
KOSPI	790,786	1,018,216	759,812	807,169	755,794	781,482	28.8	**6.2**	(0.5)	**2.9**
KOSPI- ex SEC	570,510	817,785	548,164	606,738	598,662	602,700	43.3	10.7	9.2	9.9
KOSPI- ex SEC,Auto	418,447	653,663	402,057	484,971	454,581	469,776	56.2	20.6	13.1	16.8
IT H/W	281,471	279,281	270,446	258,932	212,512	235,722	(0.8)	(4.3)	(21.4)	(12.8)
자동차	172,950	187,688	166,176	139,251	165,809	152,530	8.5	(16.2)	(0.2)	(8.2)
은행	81,131	82,915	77,954	61,517	72,279	66,898	2.2	(21.1)	(7.3)	(14.2)
유통	30,814	38,252	29,607	28,380	31,647	30,013	24.1	(4.1)	6.9	1.4
철강	31,189	41,797	29,968	31,010	34,479	32,745	34.0	3.5	15.1	9.3
화학	19,574	31,568	18,808	23,421	21,578	22,500	61.3	24.5	14.7	19.6
유틸리티	33,885	99,057	32,558	73,493	26,244	49,869	192.3	125.7	(19.4)	53.2
지주	21,015	30,189	20,192	22,398	25,865	24,132	43.7	10.9	28.1	19.5
보험	39,646	39,940	38,093	29,633	36,230	32,932	0.7	(22.2)	(4.9)	(13.6)
건설	16,971	29,185	16,307	21,653	23,074	22,364	72.0	32.8	41.5	37.1
통신	12,513	32,645	12,023	24,220	26,361	25,291	160.9	101.4	119.2	110.3
정유	1,743	16,461	1,675	12,213	5,891	9,052	844.5	629.3	251.7	440.5
조선	(19,601)	12,260	(20,369)	9,096	5,707	7,402	흑전	흑전	흑전	흑전
음식료	18,388	23,301	17,668	17,288	18,228	17,758	26.7	(2.2)	3.2	0.5
미디어 및 엔터	10,055	12,717	9,661	9,435	11,481	10,458	26.5	(2.3)	18.8	8.2
증권	10,087	12,025	9,692	8,922	11,833	10,377	19.2	(7.9)	22.1	7.1
IT S/W	7,038	10,404	6,762	7,719	7,069	7,394	47.8	14.2	4.5	9.3
운송	(302)	8,177	(314)	6,067	(4,378)	844	흑전	흑전	적자확대	흑전
기타금융	2,370	4,272	2,277	3,170	3,628	3,399	80.3	39.2	59.3	49.3
화장품	10,185	12,651	9,786	9,386	10,569	9,977	24.2	(4.1)	8.0	2.0
패션	5,114	6,880	4,913	5,104	5,970	5,537	34.5	3.9	21.5	12.7
제약	2,593	2,776	2,492	2,059	2,393	2,226	7.0	(17.4)	(4.0)	(10.7)
기계	1,955	3,773	1,879	2,800	1,326	2,063	93.0	49.0	(29.4)	9.8

자료: DataGuide,미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

2015년 업종: '디펜시브 성장 + 제조업 턴어라운드' 공존

2015년 업종별 특징은,

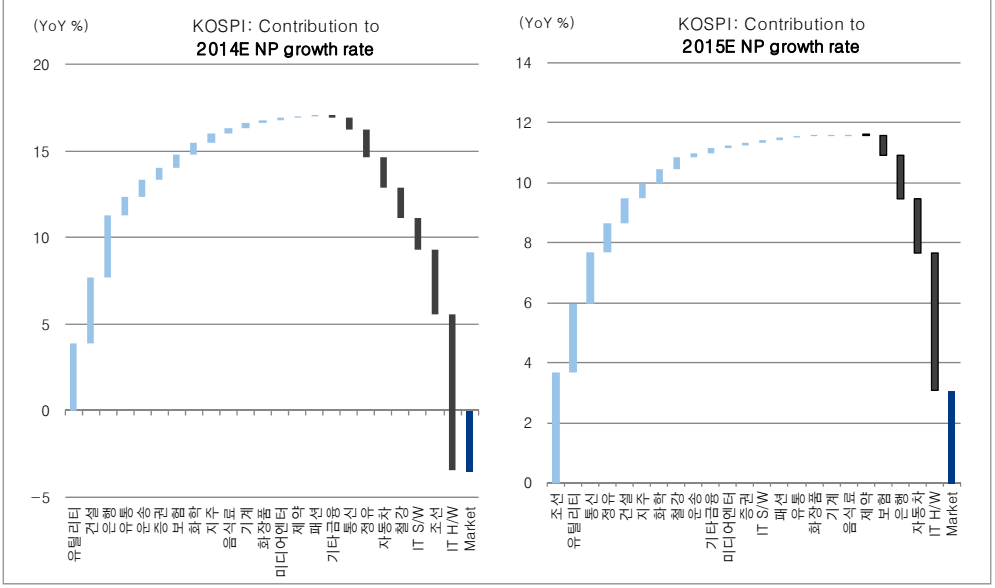
1) IT, 자동차 부문의 실적 성장 정체 속 여타 업종의 실적 턴어라운드가 연장되고,

2) 2014년과의 차이점은 특정 업종에 대한 '쏠림'은 완화될 가능성이 높다는 것임

3) 한편, 실적 추정의 변동성이 높고 신뢰도가 낮은 순수 제조업 부문은, 추가 악화보다는 개선세가 부분적으로나마 확인 될 수 있을 것

- 2014년이 디펜시브(유틸리티)+ 금융 + 소비재 중심의 실적 성장이었다면, 2015년은 디펜시브(유틸리티 + 통신) 성장 속 순수 제조업 부문의 턴어라운드가 공존하는 시기가 될 것으로 전망
- 순수 제조업 부문(조선, 정유, 건설, 화학, 철강, 운송) 의 경우, 절대 이익 개선규모는 크지 않더라도 '턴어라운드'에 대한 가시성은 2014년보다 좀 더 높아진 국면으로 판단

2014년, 2015년 KOSPI 순이익 성장률 도해: 2015년 디펜시브의 성장 속 제조업 부문의 실적 저점 기대감 공존

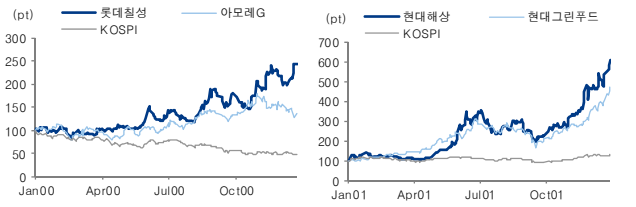


자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

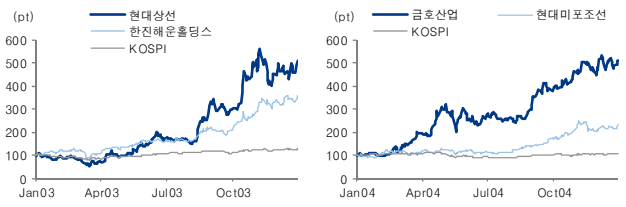
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

실적성장 기대 낮지만, Leading 기업 찾기는 현실적 고민

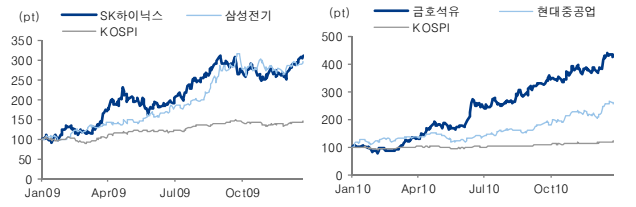
2000~2001 : IT버블 이후 내수주 선호 국면



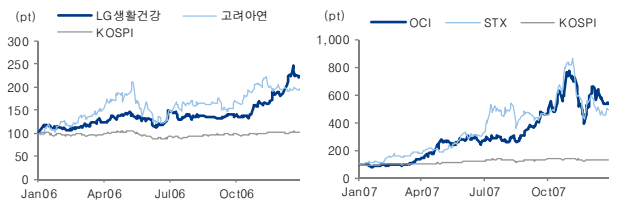
2003~2005 : 해운(운송) 및 건설업 호황기



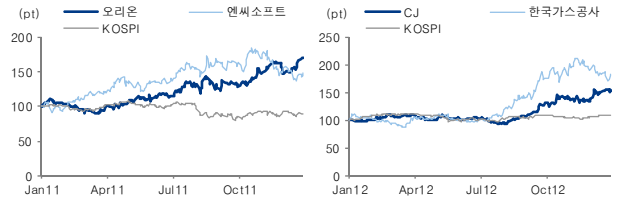
2009~2010 : IT, 조선(위기 이후 Pent– up demand rally)



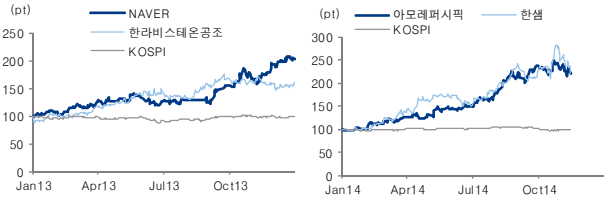
2006~2007 : 중국 경기민감주 선전(화학, 조선, 운송 등)



2011~2012 : 중국 소비관련 기업, 필수소비재 부각



2013~2014년 현재 : IT H/W, 범소비재 –> 2015년?



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

주도주의 10년 변천사, Leading 기업은 바뀌어 왔다...

- 2000년 이후 대형주(시가총액 상위 100개 기업) 내 연도별 주가 상승률 상위 20개 기업의 면면을 보면, 특정 업종으로 선전하는 국면도 있지만, 기업 고유의 체질 개선에 따른 주가 랠리도 적지 않게 관찰(ex. 경기방어주와 경기민감주의 혼재)
- Leading 기업을 찾는 관점 역시 특정업종(Top- down)만이 아닌 Bottom-up식 접근이 수반되어야 한다는 것을 시사

업종별 연간 성과

Rank	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1	제약(-14)	보험(129)	운수창고(16)	운수창고	건설(38)	증권(190)	철강(46)	운수창고	통신(-14)	IT(88)	운수장비(83)	음식료(23)	IT(35)	통신(26)	의류(30)
2	운수장비(-	증권(117)	IT(6)	기계(92)	화학(35)	의류(137)	건설(25)	기계(93)	전기가스(-	운수장비(69)	화학(55)	의류(11)	전기가스(29)	의류(15)	증권(28)
3	철강(-37)	금융(90)	보험(3)	운수장비(82)	제약(34)	소형주(128)	통신(20)	철강(81)	제약(-29)	철강(67)	운수창고(37)	운수장비(-2)	음식료(26)	전기가스(11)	소형주(24)
4	보험(-39)	기계(83)	화학(-1)	화학(55)	전기가스(26)	제약(118)	유통(19)	보험(79)	음식료(-30)	금융(58)	서비스업(30)	코스닥(-2)	제약(21)	보험(10)	운수창고(24)
5	금융(-48)	유통(76)	철강(-1)	건설(49)	서비스업(25)	건설(115)	화학(14)	증권(77)	IT(-31)	코스닥(55)	기계(30)	IT(-4)	대형주(12)	서비스업(9)	전기가스(17)
6	의류(-49)	운수장비(65)	운수장비(-3)	음식료(43)	운수창고(21)	기계(115)	의류(14)	운수장비(73)	철강(-36)	소형주(54)	대형주(24)	소형주(-6)	KOSPI(9)	금융(9)	통신(12)
7	KOSPI(-51)	건설(58)	음식료(-3)	철강(41)	보험(21)	보험(105)	전기가스(12)	화학(63)	화학(-37)	화학(53)	유통(23)	화학(-6)	서비스업(9)	소형주(8)	음식료(10)
8	화학(-51)	IT(58)	대형주(-5)	IT(38)	중형주(18)	중형주(90)	기계(11)	건설(61)	대형주(-40)	대형주(50)	KOSPI(17)	중형주(-6)	증권(9)	유통(7)	코스닥(8)
9	IT(-54)	화학(52)	통신(-9)	제약(34)	음식료(18)	금융(88)	보험(11)	서비스업(48)	KOSPI(-41)	KOSPI(50)	소형주(16)	보험(-7)	운수창고(5)	운수장비(6)	보험(8)
10	음식료(-55)	중형주(51)	KOSPI(-10)	서비스업(33)	철강(18)	운수장비(88)	음식료(7)	중형주(47)	보험(-42)	의류(48)	의류(15)	유통(-10)	금융(5)	중형주(4)	제약(8)
11	증권(-60)	철강(49)	유통(-10)	대형주(31)	금융(15)	코스닥(85)	제약(6)	소형주(39)	서비스업(-	서비스업(47)	증권(15)	제약(-11)	보험(4)	제약(3)	금융(5)
12	유통(-60)	음식료(46)	전기가스(-	유통(30)	KOSPI(11)	유통(67)	중형주(6)	KOSPI(32)	운수창고(-	유통(42)	중형주(14)	서비스업(-	통신(4)	코스닥(1)	중형주(4)
13	건설(-62)	제약(42)	기계(-16)	KOSPI(29)	소형주(10)	음식료(56)	운수창고(5)	대형주(30)	중형주(-43)	중형주(42)	IT(13)	KOSPI(-11)	소형주(2)	KOSPI(1)	서비스업(3)
14	운수창고(-	KOSPI(37)	중형주(-17)	중형주(29)	대형주(10)	KOSPI(54)	대형주(4)	제약(30)	소형주(-44)	건설(38)	금융(7)	대형주(-13)	유통(1)	대형주(0)	건설(0)
15	기계(-66)	코스닥(37)	제약(-20)	전기가스(16)	운수장비(3)	대형주(53)	KOSPI(4)	유통(23)	의류(-46)	중형주(29)	음식료(7)	전기가스(-	화학(-1)	음식료(-1)	유통(-1)
16	코스닥(-79)	대형주(35)	금융(-25)	보험(14)	증권(2)	IT(48)	금융(2)	금융(18)	유통(-47)	기계(28)	통신(5)	철강(-17)	코스닥(-1)	화학(-4)	KOSPI(-3)
17		서비스업(31)	건설(-31)	금융(10)	IT(1)	서비스업(47)	서비스업(-1)	음식료(17)	기계(-50)	보험(24)	건설(1)	통신(-18)	중형주(-1)	IT(-6)	철강(-4)
18		의류(15)	소형주(-34)	소형주(8)	기계(0)	전기가스(39)	소형주(-2)	코스닥(16)	금융(-51)	음식료(17)	코스닥(-1)	건설(-23)	운수장비(-3)	철강(-7)	대형주(-6)
19		운수창고(11)	증권(-34)	코스닥(1)	통신(-1)	운수창고(38)	운수장비(-9)	의류(14)	운수장비(-	제약(17)	보험(-2)	운수창고(-	철강(-3)	기계(-8)	IT(-7)
20		소형주(5)	코스닥(-39)	증권(-12)	유통(-3)	화학(25)	증권(-13)	통신(8)	코스닥(-53)	운수창고(14)	철강(-5)	기계(-26)	의류(-5)	건설(-16)	화학(-10)
21		전기가스(-7)	서비스업(-	통신(-13)	코스닥(-15)	철강(16)	IT(-13)	IT(3)	증권(-54)	전기가스(8)	제약(-5)	금융(-27)	건설(-12)	증권(-18)	기계(-11)
22			통신(-9)	의류(-42)	의류(-32)	의류(-22)	통신(-3)	코스닥(-14)	전기가스(3)	건설(-59)	통신(-13)	전기가스(-8)	증권(-45)	기계(-14)	운수창고(-	운수장비(-

연도별 주가 상승률 Top20(해당연도 시가총액 상위 100개 기업 기준)

Rank	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1	해태제과2우	현대해상	LG화학(85)	현대상선	금호산업	롯데미도파	SK네트웍스	OCI(432)	한전KPS(63)	SK하이닉스	금호석유	현대위아	아모레G(89)	NAVER(103)	아모레G(143)
2	롯데칠성	아모레G(380)	팬택(80)	한국타이어월	한국유리	현대오토넷	LG생활건강	STX(391)	농심(29)	삼성전기	현대중공업	금호석유(86)	한국가스공사	현대차우(83)	한샘(138)
3	외환은행우	현대그린푸드	롯데미도파	한진해운홀딩	LG(170)	한국금융지주	고려아연(97)	현대중공업	유한양행(16)	현대차2우	롯데케미칼	한국항공우주	오리온(67)	현대차2우	아모레퍼시픽
4	신한은행우	현대모비스	제일모직(74)	두산인프라코	현대미포조선	삼성엔지니어	현대미포조선	대한해운	엔씨소프트(8)	현대차(190)	기아차(143)	오리온(70)	CJ(54)	엔씨소프트	CJ대한통운
5	아모레G(36)	산은캐피탈	한진해운홀딩	한화케미칼	한화(128)	현대증권	STX조선해양	STX조선해양	LG유플러스	기아차(188)	한화케미칼	한라홀딩스	한전KPS(50)	한라비스테온	SK C&C(72)
6	전기초자(22)	롯데칠성	LG석유화학	대우인터내셔	S-Oil(126)	현대해상	삼성테크윈	두산(217)	KTF(7)	삼성테크윈	현대미포조선	엔씨소프트	SK(49)	KCC(55)	현대산업(64)
7	유한양행(14)	롯데제과	두산인프라코	대림산업	SK(115)	대우인터내셔	현대중공업	두산중공업	KT&G(2)	엔씨소프트	대우조선해양	롯데하이마트	삼성전자(41)	호텔신라(53)	한전KPS(51)
8	S-Oil(8)	GS건설(217)	롯데제과(49)	농심(184)	SK하이닉스	LIG손해보험	두산(60)	STX엔진(179)	에스원(2)	고려아연	한진해운(94)	한국타이어월	GS(40)	SK텔레콤(53)	호텔신라(49)
9	농심(6)	신세계(203)	현대제철(45)	현대모비스	동국제강(85)	대우증권	GS건설(60)	미래에셋증권	LG생활건강	삼성SDI(162)	GS(93)	현대하이스코	대우인터내셔	코웨이(53)	영원무역(47)
10	대한알미늄(6)	롯데케미칼	현대차우(42)	NAVER(178)	두산중공업	두산중공업	현대제철(58)	금호산업	LG데이콤(-	현대글로비스	제일모직(87)	CJ제일제당	효성(39)	현대홈쇼핑	CJ(42)
11	하이트진로홀	하나은행	대한항공(35)	롯데케미칼	대교(74)	한진중공업홀	POSCO(53)	대림산업	OCI(-6)	현대모비스	SK C&C(85)	SK C&C(33)	삼성중공업	LG유플러스	SK네트웍스
12	주택은행3우	대림산업	삼성테크윈	한라비스테온	롯데제과(72)	대한전선	아모레퍼시픽	LS(140)	태광산업(-8)	외환은행	삼성엔지니어	현대해상(33)	LG생활건강	SK하이닉스	한국항공우주
13	제일은행(0)	대신증권	풍산홀딩스	삼성테크윈	GS건설(60)	NAVER(210)	삼성엔지니어	현대제철	아모레퍼시픽	삼성엔지니어	LG화학(75)	영풍(29)	고려아연(35)	GKL(38)	CJ제일제당
14	기아차(-3)	엔씨소프트	신세계우	엔씨소프트	롯데칠성(59)	SK하이닉스	동국제강(47)	현대미포조선	SK텔레콤(-	현대하이스코	S-Oil(74)	제일기획(29)	CJ대한통운	현대미포조선	한국전력(34)
15	삼성SDI(-7)	두산중공업	SK네트웍스	동국제강	에스원(53)	우리투자증권	롯데칠성(44)	LG(134)	삼성정밀화학	우리금융	CJ대한통운	현대글로비스	현대하이스코	SK C&C(29)	한국금융지주
16	신도리코(-9)	현대증권	한국가스공사	대우건설	LS(47)	현대건설	삼성물산(42)	삼성물산	현대상선(-	한화(116)	강원랜드(73)	기아차(27)	GS리테일(30)	제일기획(29)	SK하이닉스
17	풍산홀딩스(-	부산은행	대구은행(29)	신세계우	KT&G(46)	LG상사(190)	현대상선(42)	현대글로비스	LS산전(-11)	현대제철	삼성정밀화학	이마트(25)	현대위아(27)	한국타이어	기업은행(31)
18	KT&G(-14)	KCC(142)	현대차2우	SK(103)	현대상선(46)	현대산업	KCC(41)	동부화재	CJ대한통운	LG화학(114)	삼성중공업	KT&G(24)	LS(27)	대우조선해양	KT&G(30)
19	KCC(-16)	SKC(130)	신도리코(28)	삼성SDI(101)	대우인터내셔	삼성중공업	SK(39)	삼성엔지니어	코웨이(-11)	효성(107)	현대모비스	LG생활건강	삼성전자우	동부화재(22)	고려아연(30)
20	신한은행(-	현대차(130)	LG생활건강	대우조선해양	LS산전(43)	오리온(167)	롯데케미칼	대한전선	하이트맥주(-	동부화재	두산인프라코	현대차(20)	우리금융(26)	하나금융지주	KCC(29)

주: 괄호 안은 연간 업종 및 해당기업 연간 수익률
자료: KRX,미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Leading 기업의 선결조건, 'ROE' 라는 단순한 결론

2015년 Leading 기업의 선결조건

ROE가 높은 기업을 찾는 것이 성공 확률 높이는 방법

다만, 예전과 같은 고ROE를 수반하는 기업이 적어지고 있다는 점이 문제

최근 이들 기업의 성과 하향평준화가 관찰되는 것도 이와 무관치 않을 것

연간 성과 상위 20위 기업의 평균 ROE(대형주)

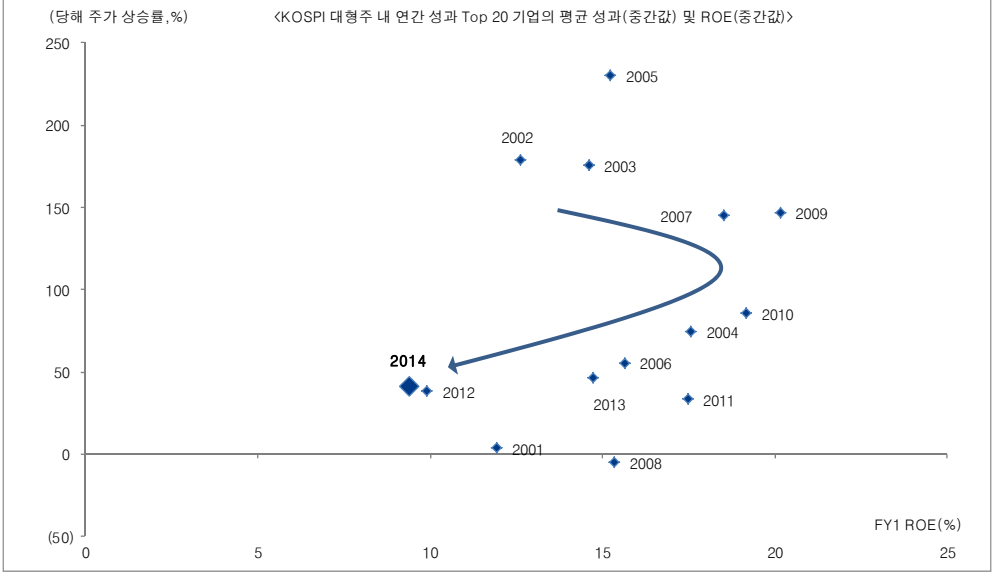
2001~2011년: 16%

2013년: 14.7%

2014년: 9.4%

- 2000년 이후 대형주 내 성과 상위 기업(Top20)들의 공통점은 '두 자리 수 이상의 ROE' 를 갖추고 있다는 것임. 2015년 Leading 기업 후보군 역시 'ROE'가 높게 유지될 기업에서 출발해야 할 것
- 다만 대형주의 경우, 2010년 이후 ROE와 평균적인 주가 상승률이 하향 평준화 되고 있는 상황으로, 대형주 내에서 매력적인 기업을 찾기 쉽지 않아졌다는 것을 의미

대형주 내 성과 상위 기업의 경우, 고ROE는 필수. 다만 최근 몇 년간은 ROE 하향평준화-> 성과 하향평준화로 연결



주: 당해 년 시가총액 상위 100개 기업 중 연간 주가 상승률 상위 20개 기업 대상. 이들의 평균(중간값) 주가 상승률과 평균(중간값) ROE를 이용
자료: DataGuide,미래에셋증권 리서치센터

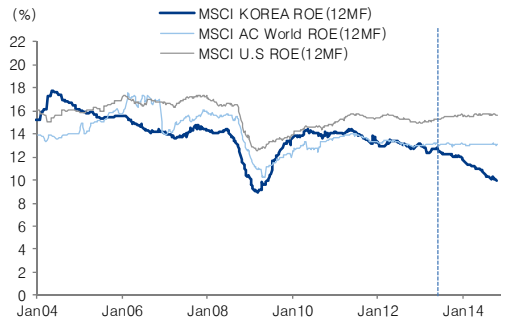
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

달라진 ROE 환경, '마진'만의 문제일까

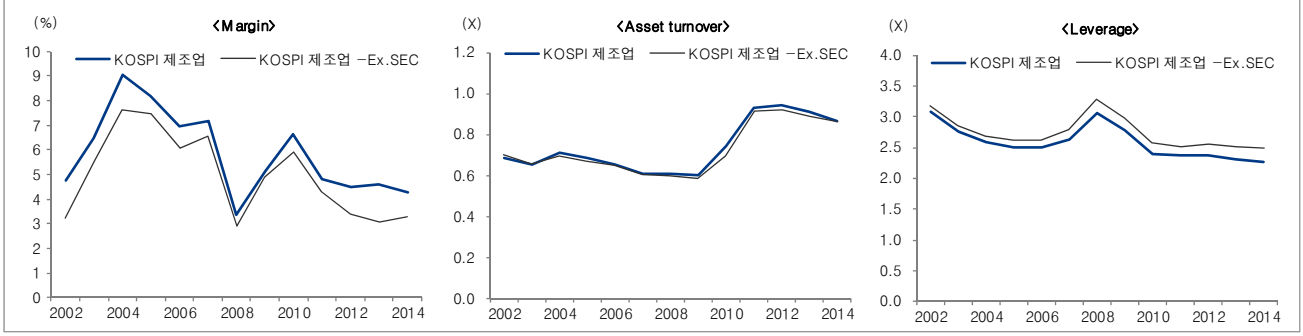
* ROE = Margin X Asset turnover X Leverage (Dupont Analysis)

- 국가 및 지역별 산업구조의 차이가 있기에 이들간의 ROE의 레벨 차이는 존재할 수 있지만, 유독 한국의 ROE가 하향 이탈세가 뚜렷
- 물론 가장 직접적인 원인은 마진하락에 따른 실적 감익이 직접적인 배경이지만, 이를 둘러싼 환경이 녹록하지 않다는 점이 본질적인 문제점
- Asset turnover 의 감소 및 레버리지의 지속적인 정체가 그것
- 마진은 'Cost control' 의 함수인 반면, Asset turnover(Sales/asset)는 외형성장, 그리고 레버리지(Asset/Equity)는 자본 효율성의 함수임을 감아 시, 외형성장의 정체, 과잉자본이 ROE 하락의 또 다른 이유로 풀이됨

한국시장 ROE의 추세적 하락, 기업이익 문제만은 아닐 것



2010년 이후 마진의 급격한 하락이 ROE 감소의 직접적인 배경이지만, 최근에는 외형성장의 정체 속 레버리지 축소 및 정체가 ROE 하락요인으로 작용



주: 컨센서스 존재 201개 기업 대상, 2014년은 당사 예상 추정치 반영
자료: I/B/E/S, DataGuide,미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

마진하락에 따른 ROE 하락 기여도는 감소

한국시장의 높은 이익변동성을 감안 시 '마진' 변동에 따른 ROE 변동성은 피할 수 없는 흐름이지만,

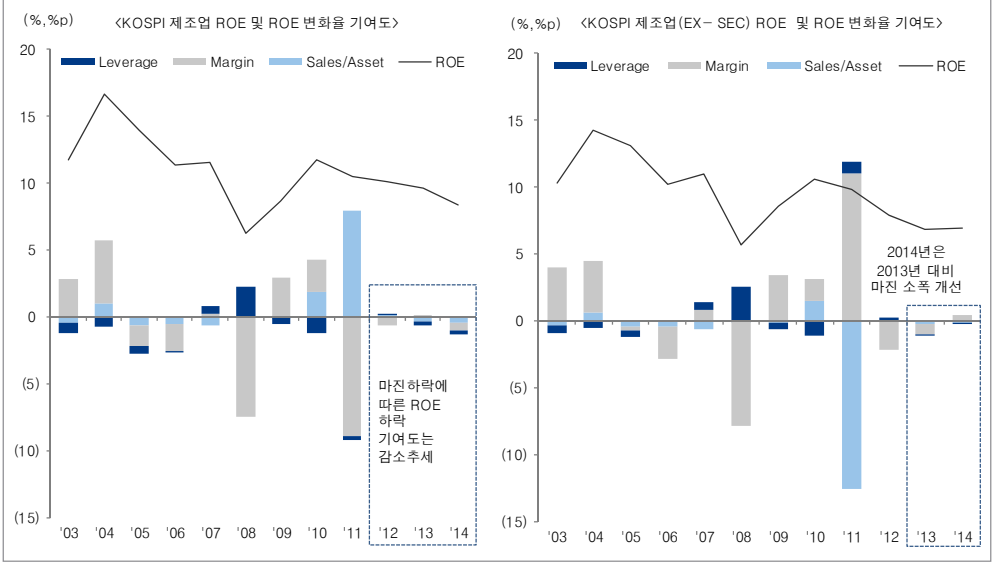
2013년 이후 마진 하락기여도가 낮아지고 있다는 점에 주목

마진 하락에 대한 우려가 완화된다면,

Sales/Asset 또는 레버리지가 ROE 영향력이 높아질 것

- 2012년 이후 마진하락에 따른 ROE 하락 기여도는 감소한 반면, 상대적으로 Sales/asset, 레버지리 감소가 ROE하락에 기여하고 있는 것으로 관찰
- 삼성전자 제외 제조업 부문의 경우, 2013년 대비 2014년 마진은 오히려 개선

KOSPI 제조업 전체 및 삼성전제 제외 KOSPI 제조업의 ROE 변화율 기여도: 마진하락 →ROE 감소는 2012년이 절정



주: 2014년은 예상치
자료: DataGuide,미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

지금은 저ROE시대, 'Sustainable ROE' 높은 기업에 관심

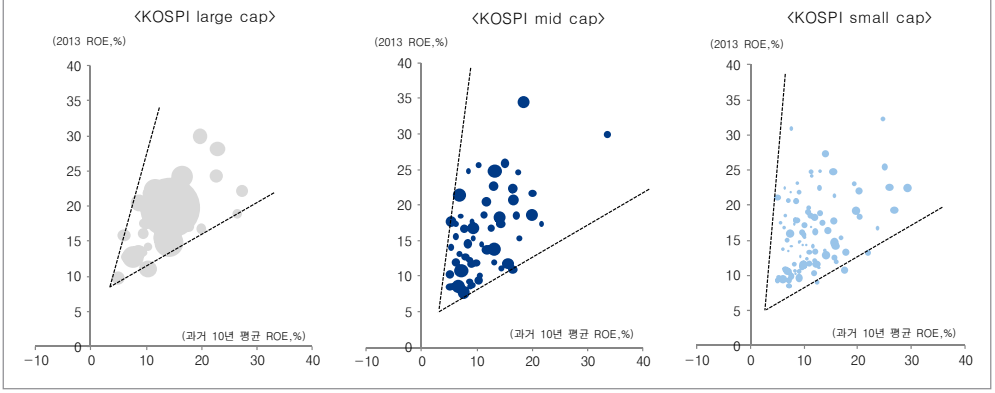
달라진 ROE 환경(저ROE)은,

비록 높은 ROE 수준은 아닐지라도,

일정 수준이상의 ROE를 지속적으로 기록하고 있는 기업에 대한 관심을 자극할 가능성

- 시장 전체의 ROE 하락은 기업 선택의 범주를 넓혀야 한다는 것을 의미할 것
- 절대 ROE가 높은 기업도 중요하지만, 'Sustainable ROE' 가 높은 기업이 관심 대상
- 2004년 이후 2013년까지 10년간 5% 이상 ROE를 꾸준히 보였던 기업의 경우, 대형주 30개, 중형주 59개, 소형주 99개가 분포 중
- ROE에 초점을 맞춘다면, 중소형주까지 범주를 확장해 나가는 것이 필요
- 이는 두 가지 접근법이 가능할 것
- 1) 대형주의 경우 상대적으로 낮은 ROE이지만 향후 한 단계 ROE 수준이 레벨 업 되고 있는 기업을,
- 2) 중소형주의 경우 상대적으로 높은 ROE 수준을 유지해 나가고 있는 기업이 대상

Sustainable ROE 기업군 분포도: 중소형주 내에서 고ROE 유지 기업군을 선별해 나가는 것이 필요



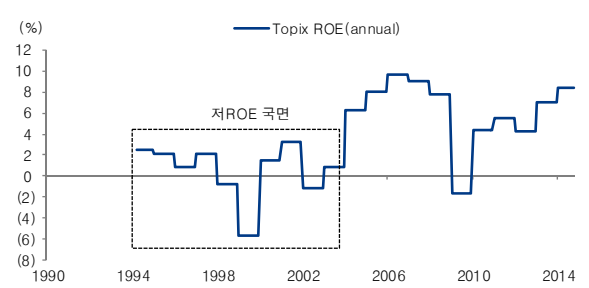
주: 과거 10년 평균 ROE는 2004년 이후 2013년까지의 평균(2010년은 IFRS 회계기준 변경 기간으로 제외)/ 원의 크기는 시가총액 규모
자료: DataGuide,미래에셋증권 리서치센터

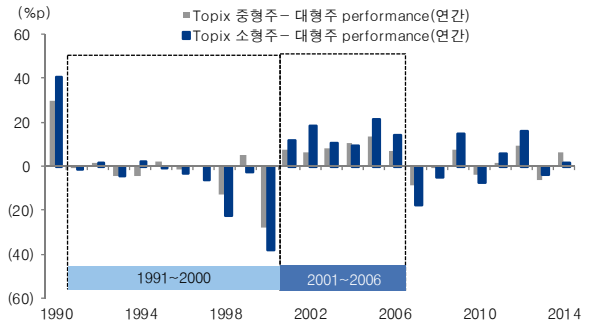
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

저ROE 를 몸소 경험한 일본에서 찾아보는 시사점

- 일본은 '94~'03년, 총 10년간 저ROE 국면 경험(4% 이내). 저ROE 국면 후반부인 '01년부터 '06년까지 크게 두 가지 변화가 관찰
- 1) 6년 연속 중소형주 아웃퍼폼(중소형주 격변기), 2) 시장 대표 업종 정체 속 틈새 업종(기계, 음식료, 부동산 유관 업종)의 부각임

저ROE 국면 후반부 진행된 변화: 1) '01년~'06년 중소형주의 대형주 대비 아웃퍼폼(6년 연속), 2) 기계, 음식료, 부동산 관련 등 소외업종의 영향력 확대





주: 일본 Topix 내 업종별 시가총액 비중은 1993년부터 제공
자료: Bloomberg, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

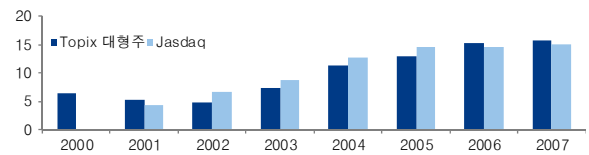
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

'01~'06년 일본 중소형주 격변기 주인공들의 면면

- 대형주(Topix 대형주): 휴대용 게임(닌텐도), 리츠, 렌즈, 편의점(Aeon, 세븐일레븐), 화장품(Shiseido)등 강소 산업의 성장
- 중소형주(Jasdaq): 의료기기(Nakanishi), 채권추심(MAG NET Holdings), 로봇, 레스토랑(Coco's Japan), 리모델링 전문 업체(SK KAKEN) 등 니치 마켓 공략 기업의 성장

* 순위 상승 기업: '01~'06년 시가총액 순위 20위 이상 상승 기업

일본 중소형주 격변기 순위 상승 기업 평균 ROE: 4% → 15%



Topix 대형주 내 시가총액 순위 변화

No.	Company	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	비고
1	Nintendo Co Ltd	3	19	49	28	34	19	13	25	휴대용 게임기
2	Mitsubishi Corp	12	18	16	23	27	38	43	58	종합상사
3	Nippon Steel & Sumitc	13	14	23	33	31	47	42	59	제철
4	Mitsui & Co Ltd	15	28	33	41	42	53	62	66	종합상사
5	Mitsubishi Estate Co L	17	13	21	37	44	39	45	44	부동산
6	Japan Tobacco Inc	20	24	55	60	121	99	116	129	담배
7	Komatsu Ltd	24	41	46	117	110	138	138	149	건설 기계 및 중장비
8	Mitsui Fudosan Co Ltc	37	33	45	70	88	82	80	92	부동산
9	ORIX Corp	43	22	25	57	95	80	67	88	금융기관
10	Sumitomo Corp	45	39	47	63	82	102	105	94	종합상사
11	ITOCHU Corp	49	70	68	109	136	136	140	106	종합상사
12	Kirin Holdings Co Ltd	50	52	72	71	65	67	69	76	음료
13	Hoya Corp	53	47	48	48	52	48	75	84	렌즈
14	Mitsui OSK Lines Ltd	54	76	91	107	119	162	179	236	국제 운송
15	Daikin Industries Ltd	56	101	119	103	111	110	115	115	에어컨디셔너 업체
16	Nikon Corp	58	108	147	160	130	156	155	155	카메라
17	Suzuki Motor Corp	59	68	101	65	73	70	85	120	자동차
18	Sumitomo Chemical C	60	71	79	94	93	65	90	93	종합 화학
19	Sumitomo Realty & De	64	54	93	133	186	226	212	266	부동산
20	Marubeni Corp	66	92	110	174	208	264	398	168	종합상사
21	Tohoku Electric Power	69	64	90	85	64	54	72	103	전기사업
22	Yamada Denki Co Ltd	70	98	88	201	212	205	206	274	가전제품 소매업자
23	Aeon Co Ltd	73	50	39	50	49	50	61	97	편의점 및 쇼핑몰
24	Kyushu Electric Power	74	67	86	75	71	61	71	104	전기사업
25	Toray Industries Inc	78	85	80	125	120	153	134	116	유기화학/고분자화학
26	Olympus Corp	79	104	131	144	117	109	126	148	카메라
27	Bank of Yokohama Ltc	80	74	73	90	129	103	119	119	지방은행
28	Ibiden Co Ltd	82	127	126	290	332	262	240	269	전자부품, 세라믹
29	Sumitomo Metal Minir	83	106	130	179	159	170	221	197	광물광산개발
30	Shiseido Co Ltd	84	99	117	134	131	78	120	128	화장품

자료: Bloomberg,미래에셋증권 리서치센터

Jasdaq 내 시가총액 순위 변화

No.	Company	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	비고
1	Sparx Group Co Ltd	7	6	5	8	29	50	77	자산운용
2	Nakanishi Inc	8	16	26	35	44	57	74	치과용 기기
3	Meiko Electronics Co Ltc	12	19	13	37	58	395	469	휴대폰 부품
4	Okinawa Cellular Telepho	16	21	36	28	34	213	432	아이폰판매
5	Micronics Japan Co Ltd	17	26	85	193	161	335	281	반도체
6	MAG NET Holdings Inc	25	25	12	48	131	689	888	채권 추심 및 대출
7	SEIWA CHUO HOLDINGS	27	79	233	607	739	559	756	철강자재 운송 등
8	Harmonic Drive Systems	28	33	95	76	83	141	154	로봇
9	SK Kaken Co Ltd	32	42	51	24	27	29	52	리모델링
10	Yutaka Giken Co Ltd	33	52	43	52	135	103	166	자동차부품
11	Coco's Japan Co Ltd	34	41	67	64	74	65	163	레스토랑
12	Cosmos Initia Co Ltd	38	28	16	105	139	126	122	부동산
13	Yachiyo Industry Co Ltd	50	36	66	79	118	118	140	자동차부품
14	Proto Corp	52	138	292	262	206	249	119	PVC
15	Digital Garage Inc	53	69	81	92	114	619	322	비즈니스 솔루션
16	H-One Co Ltd	62	57	179	251	257	227	233	자동차 부품
17	MTI Ltd	65	221	89	275	320	415	159	데이터통신
18	Soken Chemical & Engin	68	96	127	186	254	555	566	정밀화학
19	Iriso Electronics Co Ltd	69	46	79	148	186	514	773	자동차부품
20	Tenryu Saw Manufacturin	72	144	192	109	137	143	269	톱, 절단기구
21	Fuso Chemical Co Ltd	73	98	141	124	124	130	255	생명과학, 소재
22	B-R31 Ice Cream Co Ltc	74	97	138	144	182	164	185	아이스크림
23	Nagase Brothers Inc	78	135	225	152	149	155	399	교육
24	VIA Holdings Inc	82	126	186	556	532	540	722	레스토랑
25	Ferrotec Corp	86	151	223	171	177	96	155	액체자석
26	Septeni Holdings Co Ltd	97	177	124	153	183	344	296	인터넷 광고
27	Shibaura Electronics Co	99	154	321	317	664	770	691	전자레인지, 선풍기
28	ES-Con Japan Ltd	102	72	96	137	165	225	147	부동산
29	Kokusai Co Ltd	104	77	117	218	401	694	415	균형 시험기
30	Daiichi Kensetsu Corp	112	162	157	180	303	310	291	건설

자료: Bloomberg,미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

2015년 한국 중소형주: 중대형주간 위상변화 가능성 내재

KOSPI 기업의 시가총액 규모별 분포도를 보면,

중소형주 강세영향으로 중대형주 레벨인 시가총액 1조원~2조원에 역대 최대 수의 기업이 밀집

2015년은 이들 기업간의 Winner 와 Loser 가 나타날 가능성

- 비단 낮아진 ROE 환경 때문만이 아니라, 현재 한국의 중대형주 내부적으로 순위 급변 가능성이 내재
- 시가총액 0.8~2조원 기업들은 총 77 개 기업으로 2005년 이후 최대치를 기록하고 있고, 이중 대부분은 시가총액 1조원~2조원에 집중되어 있는 상황(55개 기업)

KOSPI 시가총액 규모별 기업 분포 : '14년 중소형주 강세 영향으로 시가총액 1~2조원 레벨에 역대 최대 기업수가 밀집

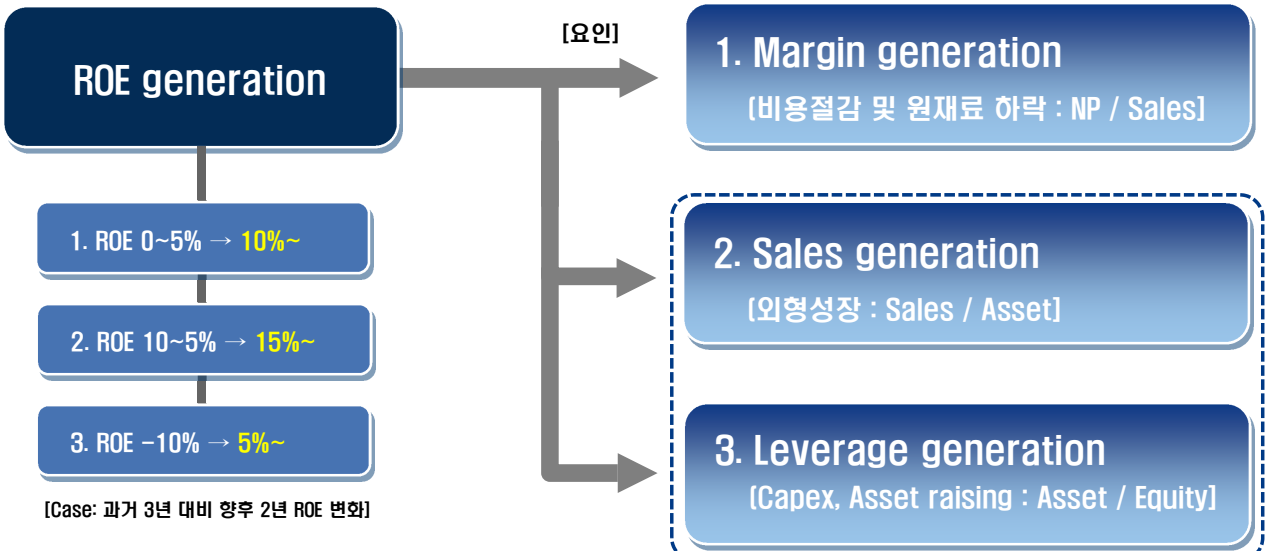
시가총액 규모	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
전체 기업 수 (1천억원 이상) – (a)	302	311	355	279	364	405	407	428	451	489
시가총액 8천억원~2조원 기업 수 – (b)	48	48	54	38	46	45	49	51	57	77
비중(%) – (b)/(a)	15.9	15.4	15.2	13.6	12.6	11.1	12.0	11.9	12.6	15.7
50조원이상	1	1	2	1	2	1	1	1	2	1
40조원이상	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0
30조원이상	0	0	1	1	0	2	1	1	0	2
20조원이상	2	2	3	0	4	6	3	3	8	8
10조원이상	8	9	16	8	13	17	14	17	12	12
5조원이상	13	16	29	16	18	25	28	25	27	24
4조원이상	6	6	3	7	7	10	6	7	7	11
3조원이상	9	9	15	6	15	14	19	17	14	9
2조원이상	15	17	16	25	19	21	20	26	29	28
1조원이상	35	37	36	28	35	34	42	39	42	55
9천억원이상	5	3	5	5	4	5	1	7	11	9
8천억원이상	8	8	13	5	7	6	6	5	4	13
7천억원이상	1	4	12	5	2	7	7	10	10	13
6천억원이상	4	11	8	8	9	6	10	10	19	17
5천억원이상	11	10	8	9	21	19	21	16	15	24
4천억원이상	20	14	15	20	19	22	14	18	26	28
3천억원이상	23	25	25	19	30	38	36	39	39	37
2천억원이상	45	41	54	29	54	58	62	57	61	70
1천억원이상	96	98	94	87	105	113	115	129	125	128

주: 해당년 KOSPI 상장 기업 기준(ETF 등 제외)
자료: KRX, DataGuide,미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

저 ROE 시대, 2015년 ROE generation 기업에 주목

- 저 ROE 환경을 감안 시, 오히려 ROE 개선에 나서고 있는 기업에 주목할 필요가 있는 시점
- 과거 3년 평균 대비(2012~2014) 대비 향후 2년(2015~2016) ROE의 레벨이 상향 조정될 것으로 기대되는 기업이 그 대상
- 1) 한 자리 수 ROE 에서 두 자리 수 ROE로 레벨 업 되는 기업, 2) 두 자리 수 ROE가 더 강화되는 기업, 3) ROE 턴어라운드가 예상되는 기업이 대표적
- ROE 구성 요소인 마진, 매출, 레버리지 중 마진 예측의 불확실성을 감안 시, '외형성장'을 의미하는 Sales generation 기업, Capex 및 자금조달을 의미하는 Leverage generation에 나섰던 기업이 2015년 관심 대상임



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities 2015 Outlook

'외형성장(Sales/Asset)' 을 통한 ROE generation 기업

- **[Theme 1] 2015년 이후 '마진 개선'만이 아닌 '외형성장'을 통한 ROE 확장이 기대되는 기업군**
  1) 2015~2016E 평균 ROE가 과거 3년('12~14E) 평균 ROE 보다 높게 예상되는 기업 중
  2) 2015~2016E 매출성장이 자산증가율보다 빠른 기업, 3) 동기간 마진 개선 수반 요건
  → CJ 대한통운, CJ제일제당, 한국항공우주가 대표적

[외형성장을 통한 ROE generation 에 나서는 기업군(시가총액 3천억원 이상)]

Code	Company	Price (KRW)	Market Cap (억원)	2015E Estimate(억원)			2015E growth(%)			2015E Valuation (X)		연간 ROE 기여 내역(Dupont analysis) Margin (전년비 변화폭,%p)					Sales /Asset (전년비 변화율,%)					Asset /Equity (전년비 변화율, %)					Annaul ROE(%)					3년 평균ROE ('12~'14)	향후 2년 평균 ROE ('15~'16)
				Sales	OP	NP	Sales	OP	NP	P/E	P/B	'12	'13	'14E	'15E	'16E	'12	'13	'14E	'15E	'16E	'12	'13	'14E	'15E	'16E	'12	'13	'14E	'15E	'16E		
A000120	CJ대한통운	200,500	45,739	48,990	2,120	1,280	8.4	32.5	138.8	35.6	1.7	(0.1)	(4.6)	2.7	1.4	0.4	(0.5)	15.0	16.7	4.5	2.7	(1.3)	29.6	(0.1)	(1.8)	(2.5)	3.6	(2.5)	2.4	5.3	6.2	1.2	5.8
A097950	CJ제일제당	343,000	44,995	127,469	7,842	3,410	10.0	40.5	97.0	14.4	1.6	(2.0)	(1.5)	0.4	1.2	0.3	38.6	4.4	3.8	4.9	0.1	(0.3)	8.5	(1.5)	(5.0)	(4.9)	8.6	4.0	5.7	10.3	11.1	6.1	10.7
A047810	한국항공우주	40,750	39,721	28,180	2,140	1,440	22.4	33.8	36.5	27.8	3.5	(0.9)	(0.4)	0.2	0.6	0.1	10.7	25.8	7.3	6.2	1.5	2.7	(3.6)	(2.3)	2.0	2.6	8.3	9.4	10.2	12.4	13.2	9.3	12.8
A000080	하이트진로	25,150	17,639	20,064	1,604	800	5.5	37.8	83.5	22.5	1.4	(0.0)	(0.9)	(1.9)	1.8	0.4	50.4	(7.6)	0.2	3.4	1.6	(0.5)	2.9	3.2	0.8	(0.3)	7.3	5.7	3.2	6.1	6.8	5.4	6.4
A071840	롯데하이마트	73,400	17,328	42,066	1,767	1,170	9.8	15.6	11.4	14.8	0.9	(2.0)	1.5	(0.9)	0.0	0.2	0.4	3.2	3.3	6.1	3.6	(8.9)	(2.2)	(0.6)	(2.7)	(2.1)	4.7	8.1	6.2	6.5	7.1	6.3	6.8
A079160	CJ CGV	52,200	11,046	12,219	780	480	18.1	56.0	69.9	23.0	2.6	4.0	(5.6)	1.4	1.0	0.8	14.8	7.8	5.9	8.2	3.8	(4.4)	1.2	4.3	0.1	(3.7)	15.7	3.4	7.5	11.2	13.6	8.9	12.4
A039130	하나투어	73,600	8,550	4,420	512	442	14.8	28.1	26.3	19.5	3.2	3.6	(1.8)	(0.5)	0.9	0.5	(3.5)	7.2	0.5	2.3	0.0	(14.9)	(6.7)	(0.6)	(2.1)	(2.5)	21.7	18.2	17.2	19.0	19.4	19.1	19.2
A180640	한진칼	26,200	13,751	7,733	1,163	766	18.8	20.8	25.8	18.6	1.1			4.0	0.5	0.4			118.6	9.8	2.6			8.6	(3.0)	(3.4)		2.2	9.1	10.3	10.6	5.7	10.4
A048260	오스템임플란트	36,350	5,162	2,782	400	282	14.7	28.5	42.1	18.4	3.9	(0.2)	1.6	3.6	2.0	2.3	3.2	(3.6)	7.1	2.8	5.3	(7.6)	(1.5)	(24.2)	(11.1)	(9.3)	8.3	11.9	17.3	19.6	22.9	12.5	21.3
A041830	인바디	30,100	4,119	614	163	149	25.7	34.3	38.0	27.4	4.7	(0.6)	(0.1)	5.3	1.9	2.2	(4.1)	(0.7)	7.3	0.2	0.8	(0.4)	(0.3)	1.5	0.3	(1.6)	12.2	12.0	17.2	18.7	20.3	13.8	19.5
A068400	AJ렌터카	17,000	3,765	6,690	596	299	15.5	21.5	32.8	12.4	1.4	0.8	(0.5)	0.2	0.3	0.5	(10.3)	2.9	10.0	5.0	6.8	(24.8)	2.5	(6.0)	(4.0)	(5.2)	10.2	9.5	10.3	11.2	12.8	10.0	12.0
A100120	뷰웍스	32,050	3,206	946	216	173	21.4	26.7	30.1	17.8	3.9	(6.7)	2.1	3.0	0.4	0.5	21.6	8.4	3.9	4.9	0.8	(1.1)	13.0	(2.6)	(4.1)	(3.1)	10.6	15.3	18.8	19.4	19.5	14.9	19.4
A026040	로만손	17,850	2,946	1,969	183	160	20.8	60.5	60.0	17.5	3.5	1.9	(0.1)	0.0	2.0	0.5	9.3	5.3	6.9	5.1	0.9	(10.1)	(5.9)	(2.7)	(4.0)	(3.6)	13.8	13.5	14.1	18.8	19.4	13.8	19.1

3) 2) 1)

자료: DataGuide,미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities 2015 Outlook

Leverage 를 통한 ROE generation 기업

- **[Theme 2] 최근 3년 레버리지 확대 후(Capex 등) 2015년 이후부터 외형성장 & 마진개선이 기대되는 기업(투자회수 관점)**
  1) 2015~2016E 평균 ROE가 과거 3년('12~14E) 평균 ROE 보다 높게 예상되는 기업 중, 2) 과거 3년간(2012~2014E) 레버리지 확대가 진행됐고, 3) 2015년 이후 외형성장, 마진확대가 예상되는 기업 → 신세계인터내셔날, 한진이 대표적

- **[Theme 3] ROE 턴어라운드 기업군(역발상 관점) : 레버리지 축소(부채 상환 등) 속 ROE 개선 기업(마진 또는 외형성장)**
  1) 2015~2016E 평균 ROE가 과거 3년('12~14E) 평균 ROE 보다 높게 예상되는 기업 중, 2) 2015년 이후 레버리지 축소 속 ROE 개선 기업
  → SK네트웍스, 대한항공이 대표적

[Leverage를 통한 ROE generation 에 나서는 기업군(시가총액 3천억원 이상)]

Code	Company	Price (KRW)	Market Cap (억원)	2015E Estimate(억원)			2015E growth(%)			2015E Valuation (X)		연간 ROE 기여 내역(Dupont analysis) Margin (전년비 변화폭,%p)					Sales /Asset (전년비 변화율,%)					Asset /Equity (전년비 변화율, %)					Annaul ROE(%)					3년 평균ROE ('12~'14)	향후 2년 평균 ROE ('15~'16)
				Sales	OP	NP	Sales	OP	NP	P/E	P/B	'12	'13	'14E	'15E	'16E	'12	'13	'14E	'15E	'16E	'12	'13	'14E	'15E	'16E	'12	'13	'14E	'15E	'16E		
[과거 3년('12~'14) Capex 및 Asset raising 진행 뒤 향후 2년('15~'16) 외형확장 진행 예상 기업군]																																	
A900140	코라오홀딩스	17,900	8,569	4,830	511	510	25.4	31.0	45.7	17.1	2.3	(1.2)	(2.3)	0.8	1.5	0.1	16.3	(49.5)	(4.6)	10.6	7.9	5.6	1.9	0.1	(1.1)	(0.7)	25.3	10.2	10.7	13.6	14.7	15.4	14.2
A037560	CJ헬로비전	10,450	8,093	14,034	1,227	724	9.3	13.6	21.7	11.4	0.8	(1.6)	(5.1)	(2.1)	0.6	1.1	9.9	(2.6)	3.1	4.5	4.1	2.3	9.6	1.1	(3.3)	(4.4)	14.4	8.7	6.3	7.1	8.6	9.8	7.8
A031430	신세계인터내셔날	111,500	7,961	9,933	433	485	14.0	46.7	42.6	16.2	1.7	0.5	(2.3)	(0.1)	1.0	0.3	(14.1)	(16.4)	(2.2)	4.7	2.6	3.2	13.7	4.3	(0.7)	(2.9)	12.3	7.4	7.3	9.5	10.0	9.0	9.8
A068870	LG생명과학	41,450	6,871	4,573	178	61	7.8	61.8	흑전	115.5	2.5	0.6	(1.3)	(1.1)	1.6	0.5	(6.4)	(4.5)	(5.3)	5.7	4.2	11.5	7.3	7.9	1.3	0.1	3.4	1.3	(0.5)	2.3	3.4	1.4	2.9
A002320	한진	50,100	5,999	16,259	580	149	4.5	9.4	30.7	39.9	0.9	1.3	0.2	1.2	0.2	0.2	(0.3)	7.3	(0.4)	1.9	1.8	4.4	5.9	2.6	2.6	2.7	(1.3)	(1.0)	1.6	2.1	2.7	(0.2)	2.4
A009450	경동나비엔	24,650	3,140	5,210	380	280	14.5	111.1	133.3	11.6	1.7	(0.3)	0.3	(0.0)	2.7	1.8	(2.5)	(7.7)	(13.6)	3.5	1.9	8.8	11.1	20.8	(2.8)	(4.8)	5.3	6.0	6.2	12.6	16.3	5.8	14.5
[ROE 턴어라운드 기업군(과거 3년 대비 향후 2년)]																																	
A030200	KT	33,150	86,559	241,403	12,608	6,195	1.7	흑전	흑전	14.0	0.8	(2.4)	(5.1)	(2.6)	5.9	0.3	4.1	(1.0)	0.9	0.0	(1.1)	2.4	5.6	6.9	(3.5)	(3.0)	8.5	(1.4)	(7.2)	5.6	6.0	(0.0)	5.8
A047040	대우건설	6,810	28,304	103,275	5,128	3,060	4.8	10.5	75.9	9.0	0.9	(0.4)	(10.3)	9.9	1.1	0.1	12.5	4.0	5.7	2.3	1.8	3.8	32.6	0.6	(5.2)	(5.7)	5.3	(27.6)	6.4	10.0	10.0	(5.3)	10.0
A012630	현대산업	34,250	25,819	49,835	3,445	1,994	10.2	63.3	116.7	13.2	1.2	(5.4)	(4.9)	7.1	1.8	0.5	(17.6)	30.8	9.6	6.7	0.2	0.9	7.2	(5.3)	(4.6)	(5.2)	(0.0)	(9.8)	4.4	8.3	8.9	(1.8)	8.6
A001740	SK네트웍스	10,000	24,819	238,526	3,254	2,038	4.4	41.5	101.1	12.3	1.0	(0.4)	(2.4)	2.6	0.4	0.1	6.1	11.3	(9.9)	0.9	(0.9)	0.9	(0.4)	(3.2)	(3.7)	(4.2)	1.6	(22.1)	3.9	7.3	7.8	(5.5)	7.6
A003490	대한항공	41,950	24,614	124,310	5,242	1,872	3.5	43.6	흑전	12.6	0.9	3.8	(3.9)	1.0	2.1	0.7	(1.8)	(3.8)	3.1	2.7	3.1	(3.7)	(1.2)	1.3	(3.3)	(6.8)	9.4	(8.5)	(4.0)	5.6	8.5	(1.0)	7.1
A003620	쌍용차	8,740	11,993	47,240	1,540	1,680	34.9	흑전	흑전	6.2	1.2	0.4	3.6				(0.1)	6.0				16.8	3.6				(13.2)	(0.3)		15.5		(6.8)	15.5
A017800	현대엘리베이	60,900	11,956	14,005	1,490	1,084	7.4	8.9	(7.6)	11.3	2.1	0.1	(2.5)	39.0	0.8	0.7	11.8	22.4	21.7	1.3	(0.8)	27.2	136.9	(62.6)	(15.4)	(11.8)	(68.3)	(215.0)	21.1	20.2	19.3	(87.4)	19.7

3) 2) 2) 2) 1)

자료: DataGuide,미래에셋증권 리서치센터

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

업종별탑픽

업종별 투자포인트 93

업종별 탑픽종목 94

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

업종별 투자포인트

업종	투자코멘트	Top picks
건설	① 2015년 3분기, 저 수익 해외공사 종료로 수익 개선 전망 ② 주택분양시장 개선, 주택가격 상승으로 인한 분양가격인상과 분양률 상승이 가능할 전망	현대건설 현대산업
반도체	① 2015년 DRAM 공급 629억Gb(+28% YoY), 수요 648억Gb(+27% YoY) 예상 ② 서버 수요의 폭증, PC 수요의 개선으로 2015년 DRMA/NAND 양호한 수급 밸런스는 지속될 것으로 예상	SK하이닉스
소비재	① 고가 화장품 고신장으로 이익 턴어라운드 기대. 생활용품 부문 프로모션 감소로 가격 정상화 예상 ② 중국 제과사업 고성장과, 국내 제과사업 비용 통제/M&A 의한 이익성장 기대	LG생활건강 오리온
에너지/ 유틸리티/ 통신서비스업	① 유틸리티의 정상화 과정에서 해외사업에 의한 수익성 증가가 부각될 수 있는 가스공사의 매력 증가 전망 ② 질적 성장이 진행되고 있는 통신의 패러다임 변화에 대한 가시성이 더욱 확보 될 것임	한국가스공사 SK텔레콤
은행	① 2014년에 이어 2015년에도 이익 회복세 지속 ② 하나금융: 2015년 은행 조기 통합 가능성 존재. 현 주가는 통합 무산 등 부정적 뉴스 반영한 상태로 판단 우리은행: 민영화 지연(경영권지분매각 실패) 가능성으로 주가 급락했으나, 배당 매력 높고, 충당금 하락으로 인한 펀더멘털 개선폭 가장 큼	하나금융 우리은행
인터넷	① 2015년 연말 LINE MAU 2.8억명 예상 (+42% YoY), 4분기 신규 서비스 런칭 이벤트 주목 필요 ② 2015년 영업이익률은 37%로 추정, 동사의 수익성 개선될 지속될 전망	네이버
자동차/부품	① 글로벌 완성차 업체들의 주가는 경쟁 심화와 규제 강화에 대응한 장기 비용 상승 우려로 탄력적이지 못할 전망 ② 향후 주요 지역에서 요구하는 연비 개선 속도는 과거의 두 배 이상. 일부 부품주의 장기 성장 먹거리	한라비스테온공조 현대위아
정유/화학	① 유가 하락으로 인한 석유제품 수요 증가, 정제마진의 안정적인 상승으로 이어질 것 ② OSP 하락으로 원재료 가격은 더 싸질 것, 납사의 초과 하락 및 에틸렌/프로필렌 강세 지속	S-Oil 롯데케미칼
제약	① 국내 개발 의약품의 다국적제약사 향 라이선스 아웃 증가 ② 높은 품질 대비 가격경쟁력을 보유한 국내 의료기기 업체들의 수출 실적 호조 지속될 전망	한미약품 아이센스
조선	① 2015년 해양설비 수주시장 회복 및 실적 가시성 개선이 예상됨 ② 현재 주가는 역사적 저점 수준으로 향후 호재가 아직 반영되지 않은 것으로 판단	대우조선해양
카지노/ 여행산업	① 내국인 카지노 안정적 이익 성장 전망, 신규 투자 결정 가능성 높음 ② 억눌려 있던 해외여행 수요 회복 및 긍정적인 매크로 환경 (엔화 약세) 등에 힘입어 2014년 4분기, 2015년 견조한 실적 회복이 예상됨	강원랜드 모두투어
철강금속	① 중국 철강수요 부진 및 원재료 가격 약세 전망되어 업황 개선은 제한적일 것으로 예상 ② 고부가강 판매비중 높고, 구조조정 등을 통한 수익성 및 경쟁력 강화가 가능한 기업 실적 견조할 전망	세아베스틸
해운	① 컨테이너 및 벌크시황과 관련하여 2015년에도 큰폭의 운임 개선을 기대하기는 힘들 것으로 예상 ② 한국 해운사들은 비용 절감에 보다 초점을 맞출 것이며, 컨테이너 선사보다 벌크 선사의 수익 개선이 뛰어날 것임	대한해운
미디어	① 중국의 빠른 박스오피스 성장으로 신규 사이트 개점 확대에도 2015년 중국 사업부문 수익성 턴어라운드 전망 ② 모바일 가입자 증대와 VOD 매출 성장에 따른 수익성 개선과 SKT와의 사업 시너지 극대화 예상	CJ CGV
스몰 캡	① 방위산업: 구조적 안정성을 바탕으로 저성장과 변동성 확대 국면의 최적의 투자처 ② 모바일게임: 안정성과 성장성 겸비한 캐주얼게임 전문개발사 주목	한국항공우주 선데이토즈

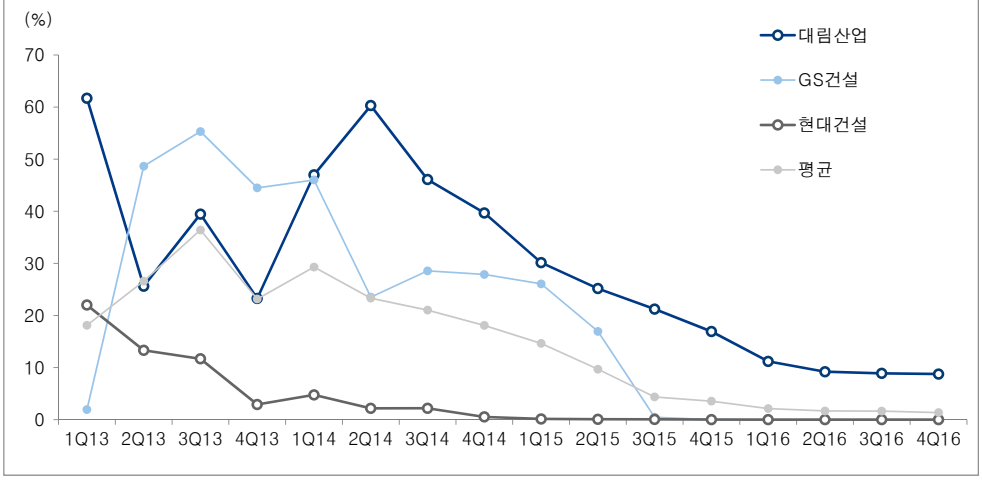
건설 현대건설 (018880) / BUY / TP 62,000원

2015년 안정적인 실적 증가로 시장의 불신을 해소시킬 것으로 기대됨

2015년. 영업이익 23.3% 증가. 기대 이상의 실적 가능

- 2014년 4분기로 해외 저 수익 공사 종료. 2015년부터 본격적인 수익개선 전망
- 2015년 매출원가율 92%로, 전년대비 4.1%Point 개선
- 경영실적에 대한 경영진 평가 예상, 의미 있는 실적 개선 가능할 전망

현대건설, 비교 대형건설회사 대비 가장 빠른 저 수익 공사 매출 비중 하락



자료: 미래에셋증권 리서치센터

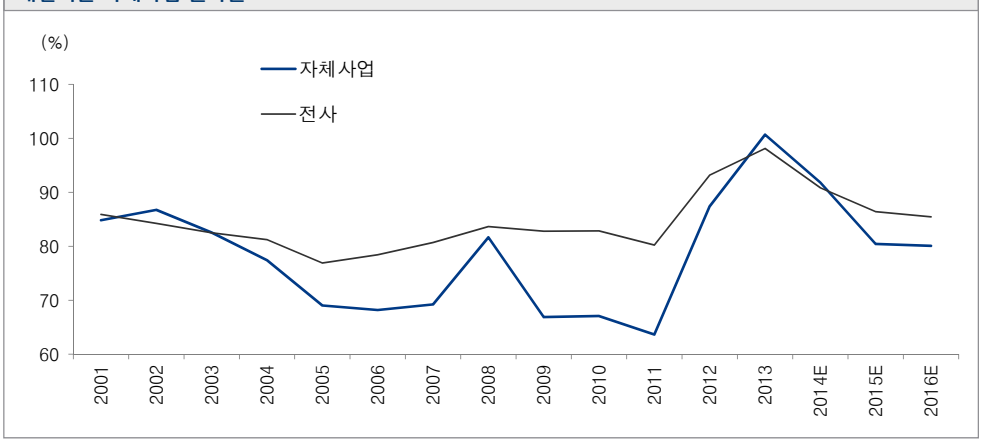
건설 현대산업 (012630) / BUY / TP 52,000원

한국 주택시장 개선의 최대 수혜자

주택사업 개선의 최대 수혜

- 2015년 주택사업 개선 수혜로 영업이익 증가 (2015년 3,440억원, YoY 73.3%)
- 2012년 이후 1만 가구 이상의 신규 주택 공급으로 실적과 현금 흐름 개선이 이어질 것
- 고수익 자체사업의 본격 매출 진행, 자체사업 원가율 80.9% 전망으로 예전 수준 회복
- 주택 시장 개선으로 외주사업의 수익성도 개선될 것으로 예상됨.

개선되는 자체사업 원가율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

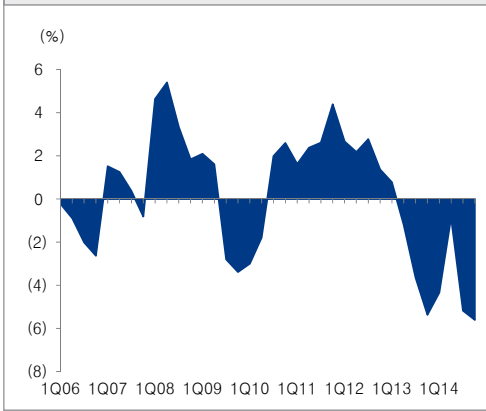
반도체

SK하이닉스 (000660) / BUY / TP 70,000원

4Q14 실적 기대

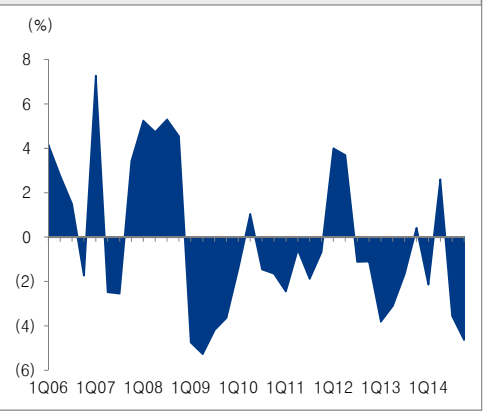
- 4Q14 양호한 수급을 바탕으로 영업이익이 1.51 조원(+16% QoQ)를 기록해 성장세를 지속할 것으로 예상. 당사 IT 섹터 내 Top Pick 유지
- DRAM 은 2ynm 공정을 서버와 모바일에도 적용해 비중이 크게 증가할 것으로 예상되, 출하량이 +10% 증가할 것으로 예상. 3Q14 에 이어 수요는 견조한 추세를 지속할 것으로 전망. PC는 2-in-1 PC 들이 연말 대거 출시될 것으로 예상되, 개선세를 지속할 수 있을 것으로 전망. 서버 DRAM 역시 빅데이터 처리 수요의 본격 발생으로 인해 서버 출하 및 대당 DRAM 탑재용량이 크게 증가해 증가세 지속 예상

DRAM Sufficiency



자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAND Sufficiency



자료: 미래에셋증권 리서치센터

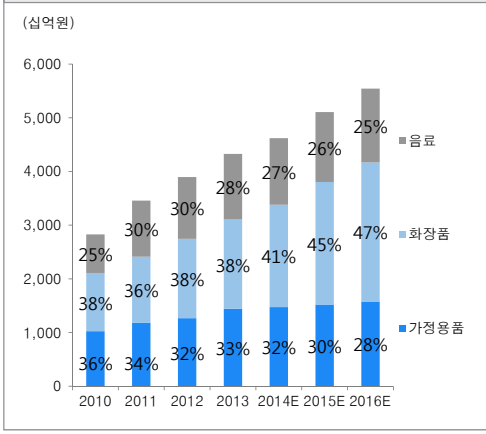
소비재

LG생활건강 (051900) / BUY / TP 750,000원

Game on

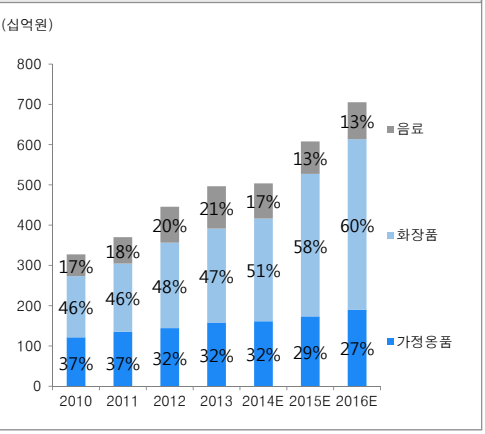
- LG생활건강에 대한 긍정적 에 대해 일부 투자자는 동종업체인 아모레퍼시픽에 비해 브랜드 가치가 부족함을 지적. 그러나 '후'가 2014년 9월 주요 면세점의 화장품 매출 1위로 도약한 것은 동사 브랜드 가치에 대한 투자자 인식이 더 이상 유효하지 않음을 시사
- 프리스티지 화장품 (면세점 및 방문판매) 높은 매출 신장률 지속 예상.
- 생활용품 프로모션 감소로 인한 제품 판가 정상화에 따른 수혜가 예상
- 음료 통상임금 확대 - 2014년 3분기부터 2015년 2분기말까지 반영 (올해 하반기: 200억, 2015년 상반기:160억 예상)

고가 화장품 고성장으로 화장품 매출 비중 확대



자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

고마진 화장품 고성장으로 영업이익 비중 확대



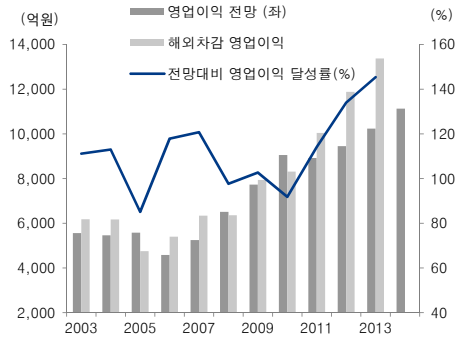
자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

에너지/유틸리티 한국가스공사 (036460) / BUY / TP 90,000원

방향성에 투자하자

- 영업적 및 재무적으로 개선세를 앞두고 있는 현 시점 가스공사에 대한 투자 매력은 높다고 판단함
- 2015년 자기자본 요금 지거자 최소한 5천억원 증가함에 따라 투자보수가 증가할 것으로 전망
- 미얀마 및 호주 GLNG 등의 해외사업으로부터의 영업이익 기여 증가가 예상됨
- 지난 7월 높여준 미수금 회수용 단가 인상 효과와 낮아지는 유가 등의 영향을 감안할 때 과거보다 상당히 빠른 속도로 미수금 회수될 것으로 예상
- 투자의견 BUY 및 목표주가 90,000원을 유지함

영업이익 전망치 및 실제치 비교



자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

요금기저 비교

2014년 추정	(억원)	투자보수율 및 자본비용	요금기저 비중	투자보수액
자기자본	48,444	6.2	23.6%	3,008
타인자본	156,479	3.0	76.4%	4,757
요금기저	204,923	3.8	100.0%	7,765
2015년 추정	**(억원)**	**투자보수율 및 자본비용**	**요금기저 비중**	**투자보수액**
자기자본	53,444	6.0	25.5%	3,207
타인자본	156,479	3.0	74.5%	4,694
요금기저	209,923	3.8	100.0%	7,901

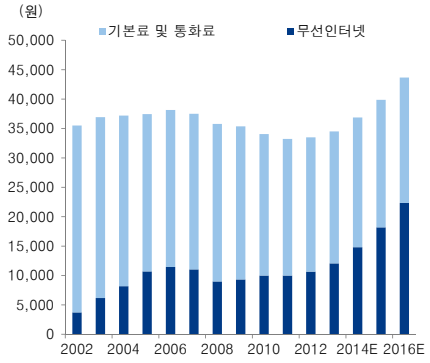
자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

통신 SK텔레콤 (017670) / BUY / TP 380,000원

질적 성장기 도입

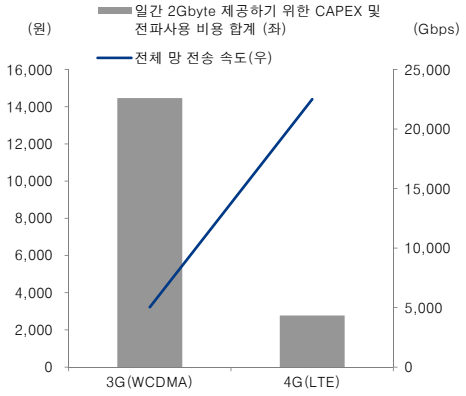
- SK텔레콤이 LTE의 혁신적인 데이터 전송 원가 절감을 바탕으로 제 2의 성장기에 진입하고 있음에 주목
- 이번 성장은 가입자 확대를 통한 양적 성장을 보였던 제 1성장기와는 다르게 가입자의 데이터 사용량 증가를 통해 ARPU를 올리는 질적 성장의 모습을 보일 것임
- LTE 도입으로 이동통신 가입자는 충분히 빠른 속도로 무선인터넷을 사용할 수 있게 되었고 SK텔레콤은 LTE의 기술혁신을 바탕으로 데이터 전송 원가를 절감하여 데이터 사용량 확대를 유도

부문별 ARPU 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

3G망 대비 4G망 투자 효율 비교



자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

은행

하나금융 (086790) / BUY / TP 51,000원

올바른 방향으로 전진 중

- 외환은행 인수는 중장기적 관점에서 비용 및 수익 측면 시너지 창출 위한 기반 확보. 조기 통합 노력은 올바른 방향성. 조기 통합 시 주가에 긍정적 영향
- 높은 대기업 여신 비중에도 불구하고 상대적으로 양호한 자산건전성과 리스크 관리
- 대출 성장보다는 포트폴리오 개선 등 수익성 위주의 경영 방침 긍정적
- 밸류에이션 매력 보유, Risk: 외환은행 노조 문제 등 은행 통합 과정에서의 잡음이 단기적으로 투자심리 악화시킬 가능성

Forecast earnings & valuation

Year to Dec	2012A	2013A	2014E	2015E
순이자수익 (십억원)	4,599	4,485	4,730	5,095
순비이자수익 (십억원)	2,815	1,692	1,681	1,641
총순영업수익 (십억원)	7,414	6,177	6,412	6,736
충당금적립전영업이익 (십억원)	3,644	2,331	2,476	2,607
영업이익 (십억원)	2,017	1,165	1,426	1,670
당기순이익 (십억원)	1,622	934	1,115	1,302
수정 당기순이익 (십억원)	816	934	1,115	1,302
EPS (원)	6,672	3,583	3,847	4,491
EPS 성장률 (%)	26.3	(46.3)	7.3	16.7
Norm. EPS (원)	3,358	3,583	3,847	4,491
EPS 성장률 (%)	(28.4)	6.7	7.3	16.7
P/E (x)	5.2	9.7	9.0	7.7
Norm. P/E (x)	10.3	9.7	9.0	7.7
P/BV (x)	0.54	0.51	0.48	0.45
ROE (%)	10.9	5.2	5.4	6.0
DPS (원)	450	400	500	600
배당수익률	1.3	1.2	1.4	1.7

자료: 하나금융, 미래에셋증권 리서치센터
주: 2014년 11월 24일 종가 기준

12M fwd P/BV & ROE

자료: 하나금융, 미래에셋증권 리서치센터

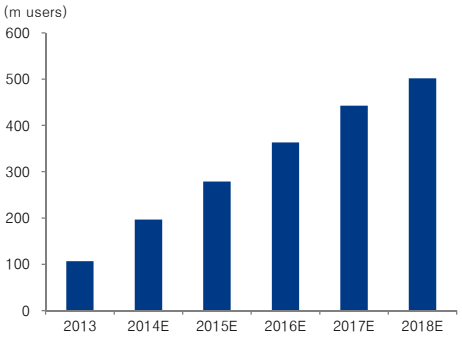
인터넷

네이버 (018880) / BUY / TP 1,100,000원

주가 조정은 매수 기회

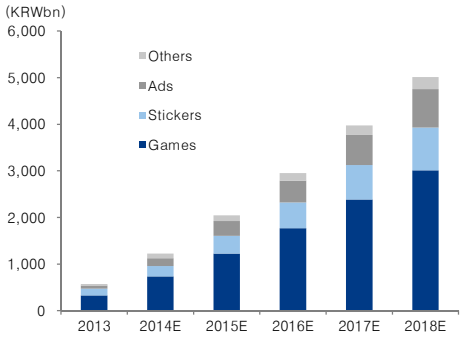
- 2015년 영업이익은 1.26조원으로 시장 컨센서스를 상회할 전망. 이는 1) 모바일트래픽 상승 (97% YoY)으로 광고매출이 본격 상승할 것이고, 2) 핵심 게임 IP 내재화로 지급수수료비중이 감소할 것이며, 3) 수익성이 높은 비게임 부문 컨텐츠 또한 강화될 것이기 때문
- 2015년 라인페이 (미즈호, 미쓰이스미토모은행과 전략적 제휴)를 통해 일본 E-커머스 및 O2O 시장에 진출, 결제대금을 빠르게 증가시킬 수 있을 것이며, 이는 추가적인 매출 성장 가능할 것으로 판단

LINE MAU 전망



자료: LINE, 미래에셋증권 리서치센터

LINE 매출 전망



자료: LINE, 미래에셋증권 리서치센터

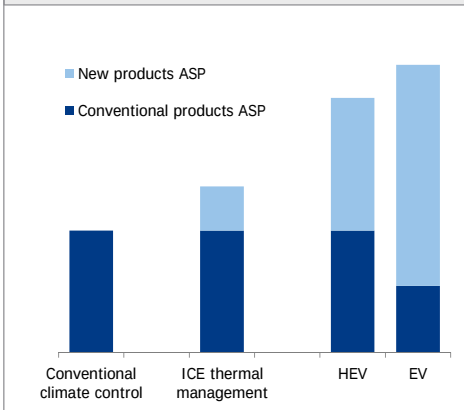
자동차/부품

한라비스테온공조 (018880) / BUY / TP 65,000원

Global cooling

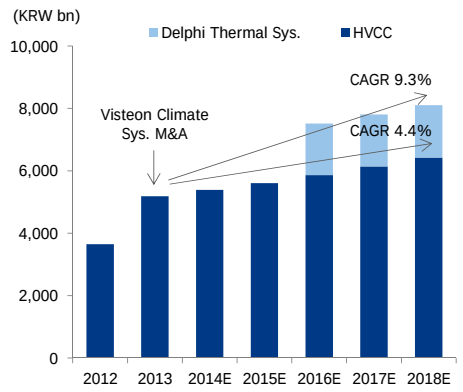
- 최근 열관리 시스템 포트폴리오 강화에 주력 중이며 선발 주자로서의 유리한 위치를 점하고 있음. 글로벌 연비규제 강화에 따른 열관리 시스템 시장 성장의 최대 수혜주가 될 것
- 과거 5년 동사의 배당성향과 배당수익률 평균은 각각 34%와 3.2%로 자동차/부품 업종 내 최고
- 추가적인 공조사업 M&A 가능성 및 수익성 개선 흐름의 투자 매력까지 보유
- 최근 주식 시장에서 연비 혹은 안전 규제 강화에 부합하는 아이템에 전문성을 갖는 부품사에게 높은 valuation을 부여하는 투자 트렌드에 매우 부합

열관리 사업 강화는 ASP 상승으로 이어질 전망



자료: HVCC, 미래에셋증권 리서치센터

Delphi 공조사업부 인수 가정 전후 매출 추이 및 전망



자료: HVCC, 미래에셋증권 리서치센터

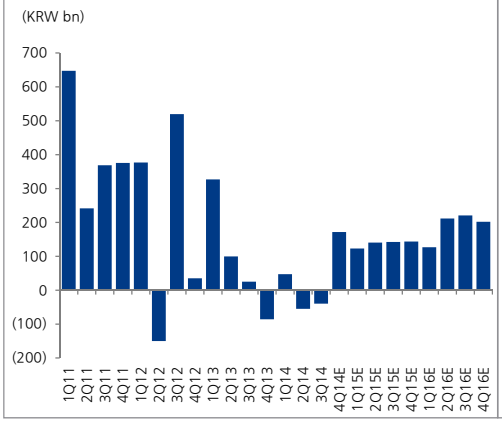
정유/화학

S-OIL (010950) / BUY / TP 75,000원

Last man standing

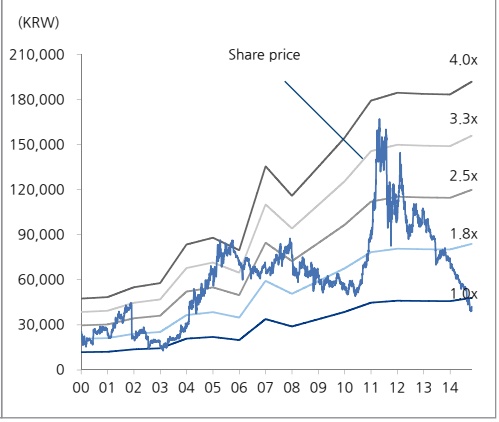
- 도입 원유 전량을 사우디 아람코로부터 구매하여 OSP 하락을 직접적으로 누림
- 더불어, 1) 아시아 최저 수준의 원가 경쟁력, 2) 강한 대차대조표, 3) 모회사(사우디 아람코)의 직/간접적 지원 가능성
- 신규 프로젝트(RUC/ODC)를 통한 장기 성장성 강화

Quarterly operating profit forecast



자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

P/B band chart



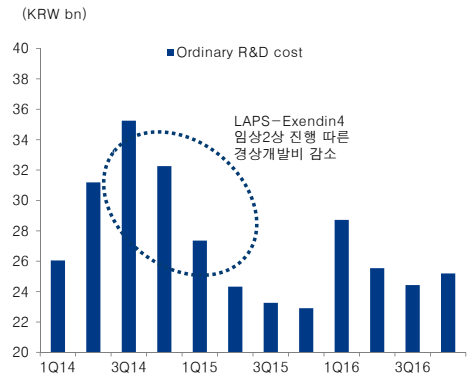
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

제약 한미약품 (128940) / BUY / TP 115,000원

글로벌 진출 신약 개발의 꿈

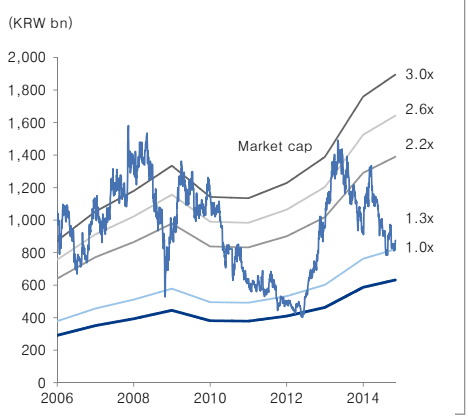
- 2015년부터 연구개발비 감소에 따라 영업이익률은 정상화될 전망
- 앞으로의 주가 모멘텀으로는 진행중인 퀀텀 프로젝트의 기술 수출이 중요할 전망임.
- 현재 LAPS-Exendin4 프로젝트는 임상 2상 환자 모집이 종료된 상태이며 2014년 12월 9개국 임상 2b상 중간 결과 확인, 2015년 하반기 임상 2상 완료에 따른 기술 수출 가능성 존재함

분기별 경상개발비 추이 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

한미약품12M Fwd. P/B



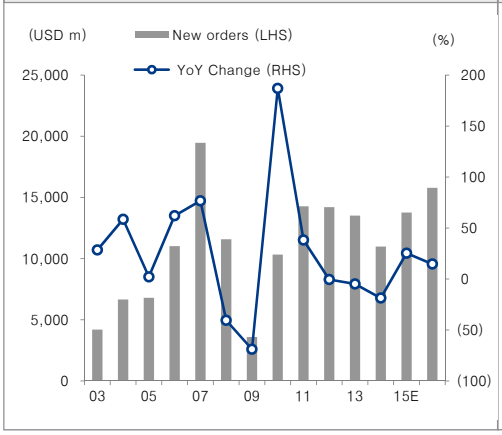
자료: 미래에셋증권 리서치센터

조선 대우조선해양 (042660) / BUY / TP 23,300원

밸류에이션 매력 부각

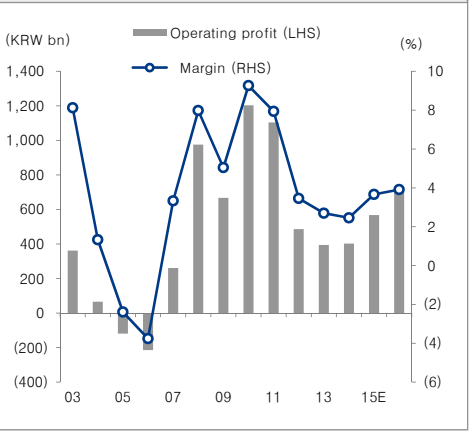
- 대우조선해양의 연초 이후 10월말 현재까지의 누적 신규수주금액은 78억달러로 당사의 2014년 연간 추정치 110억불 (-19% YoY)의 71%에 해당하는 수준임.
- 2015년 상반기에는 해양 및 LNG선 부문 신규 수주 시장 회복에 힘입어 동사의 신규 수주 모멘텀이 개선될 것으로 기대됨.
- 영업이익률은 4분기에도 2.8%를 기록하며 약세가 이어질 전망이나 2015년에는 지난 2011년, 2012년 저가 수주한 해양 프로젝트가 완료됨에 따라 3.7%로 회복될 것으로 예상됨.

DSME's new order trend



자료: 현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

DSME's operating profit and margin trend



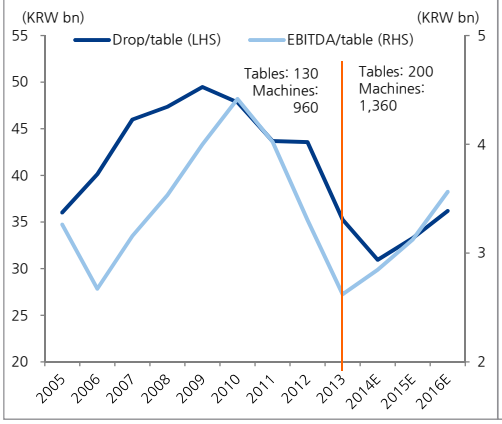
자료: 현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터

카지노 강원랜드 (035250) / BUY / TP 42,000원

On track

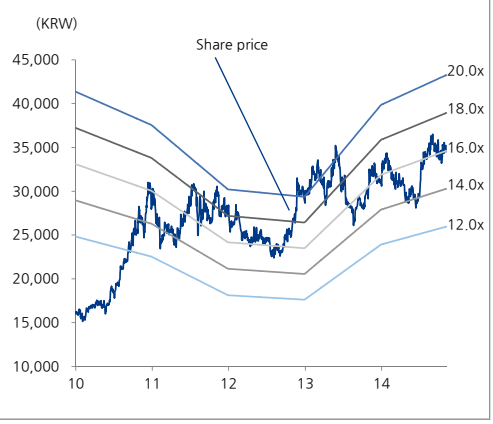
- 테이블/머신 증설 후 안정적인 이익 증가 전망
- 과거의 고정자산 투자를 본격적으로 이익화 하는 시기로 진입
- 잠재적인 배당성향 상승과 신규 투자 가시화로 자본효율성 증가 할 것
- 외국인(중국인 중심) 방문객수 증가는 국내 방문객수 감소를 상쇄할 전망

Drop and EBITDA per table



자료: 강원랜드, 미래에셋증권 리서치센터

P/E band chart



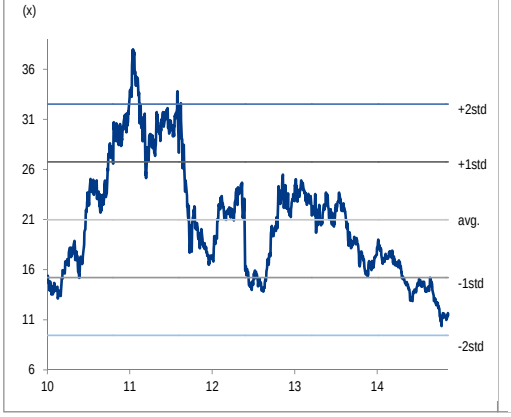
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

여행산업 모두투어 (080160) / BUY / TP 29,000원

4분기 회복 중

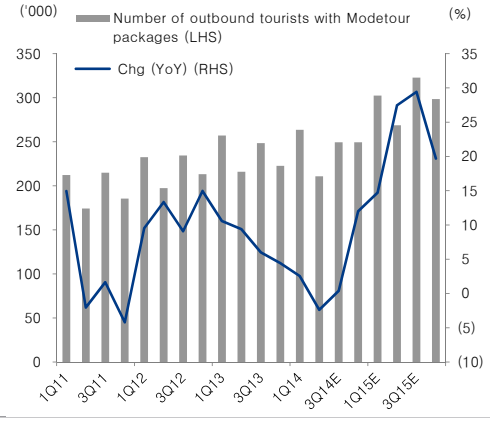
- 아웃바운드 여행시장 회복세가 억눌린 해외 여행 수요 분출 및 엔화 약세에 따른 일본 패키지 여행 수요 회복에 힘입어 올해 4분기 및 2015년에도 지속될 것으로 판단함.
- 아웃바운드 여행시장 성장에 힘입어 모두투어의 영업이익이 2015년 전년 대비 43% 증가할 것으로 전망됨. 이는 1)해외여행객수가 2015년에 전년 대비 9% 증가할 것으로 예상되고, 2) 모두투어의 2015년 시장점유율은 0.6%p 전년동기대비 상승한, 7.3%로 예상되기 때문임.
- 매수 투자 의견 유지

모두투어 12M forward P/E band



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

모두투어 해외 여행객 증가 추이



자료: 모두투어, 미래에셋증권 리서치센터

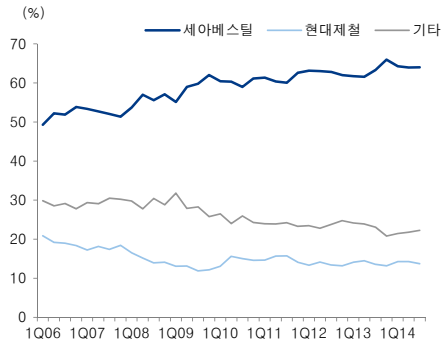
철강/금속

세아베스틸 (001430) / BUY / TP 48,000원

글로벌 특수강 철강사로 도약

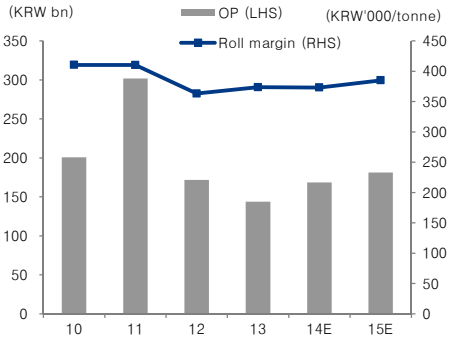
- 세아베스틸은 지배적인 시장점유율과 특수강의 특성에 따른 기술진입장벽으로 업황부진 시기에도 롤 마진 방어가 가능할 것으로 전망되어 이익 역시 견조할 것으로 전망됨.
- 특수강봉강은 공급부족의 철강재 품목으로 경쟁사 증설로 인한 수급악화는 제한적일 것으로 전망됨.
- 세아베스틸의 포스코특수강 인수는 기존 주력 품목인 특수강봉강 시장지배력 강화 및 특수강선재로의 제품 포트폴리오 다변화, 그리고 생산능력 증대를 통해 글로벌 특수강 철강사로의 도약 기회가 될 것으로 판단함

특수강봉강 국내 시장점유율



자료: 세아베스틸, 미래에셋증권 리서치센터

세아베스틸 영업이익 및 롤마진



자료: 세아베스틸, 미래에셋증권 리서치센터

해운

대한해운 (005880) / BUY / TP 36,000원

대한해운은 법정관리를 통해 비용구조를 효과적으로 개선하는데 성공하였음

장기운송계약 위주의 선대 운용으로 수익 가시성이 경쟁사 대비 뛰어나며 순부채비율도 가장 낮아 재무적 리스크 측면에서도 경쟁사 대비 뛰어남

시황에 흔들리지 않는 사업구조

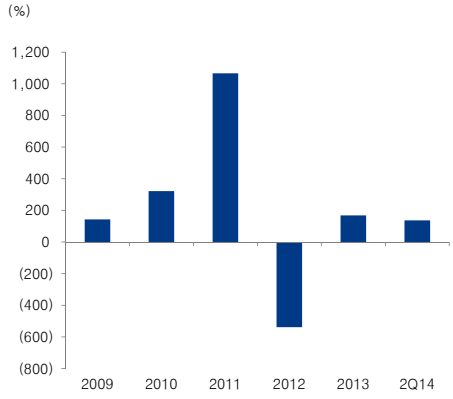
- 대한해운은 법정관리를 통해 과거 벌크 시장 호황기에 계약을 맺었던 고비용 장기 용선 선박을 반선하면서 비용을 효과적으로 낮추게 되었음.
- 동사는 장기운송계약 위주로 선대를 운용하기 때문에 벌크시장의 시황의 영향을 거의 받고 용선 반선을 통해 손익 분기점이 낮아졌기 때문에 경쟁사 대비 뛰어난 실적 가시성과 안정적인 현금흐름 보유하고 있음.
- 순부채비율이 한국 해운사 가운데 가장 낮아 재무적 리스크 측면에서도 경쟁사 대비 뛰어남

대한해운 장기 운송계약

Clients	No. of vessels	Contract amount	Service period	Annual revenue
POSCO	2	KRW300bn	20 years (2H16)	KRW15bn
KOGAS	2	N/A	20 years (2017)	KRW80bn -100bn
KEPCO	1	KRW164bn	10 years (2Q17)	KRW16bn
KEPCO	1	KRW156bn	10 years (2016)	KRW16bn

자료: 대한해운, 미래에셋증권 리서치센터

대한해운 순부채 비율 추이



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

미디어 CJ CGV (079160) / BUY / TP 70,000원

높아진 실적 개선 기대와 가시성 증대

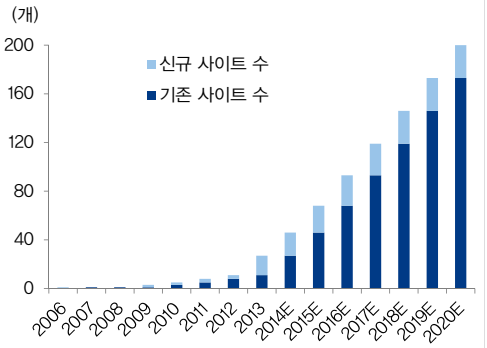
- 국내 최대 멀티플렉스 사업자인 CJ CGV는 중국에서의 흑자전환과 국내 영화 관람객의 안정적인 성장세 지속을 바탕으로 제2차 수익 성장기에 진입하고 있음
- 중국에서의 시장 선점 효과가 가시화되면서 수익성 개선 우려가 해소되고 국내 사업의 꾸준한 성장성 확인을 바탕으로 향후 주가는 상승세를 보일 것으로 전망
- CJ CGV의 목표주가로 70,000원, 투자의견 BUY 유지함. 목표주가는 2015년 EBITDA에 동사가 해외 (특히 중국)에서 적극적으로 멀티플렉스를 개점했던 시장 개척기인 2009년~2012년 평균 EV/EBITDA에 10%의 프리미엄을 주어 8.4배를 적용

목표주가 산정 내역

	Unit	Value
EBITDA (2015E)	(십억원)	213.1
Multiple	(x)	8.4
순부채	(십억원)	318.0
적정 가치	(십억원)	1,472.4
주식수	(백만주)	21.2
목표주가	**(원)**	**70,000**

자료: 미래에셋증권 리서치센터

CJ CGV의 중국 멀티플렉스 신규 개점 추이 및 전망



자료: CJ CGV, 미래에셋증권 리서치센터

스몰캡 한국항공우주 (047810) / BUY / TP 48,800원

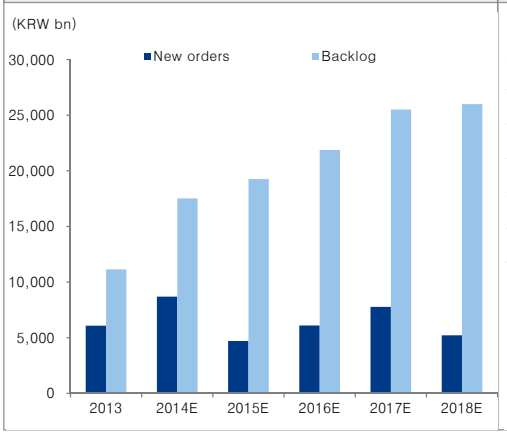
단기: KFX 사업에 따른 수주 레벨업 전망

장기: 미국 T-X 프로젝트 수주 모멘텀과 민항기 부품사업의 지속적 실적 기여

본격 도약의 해

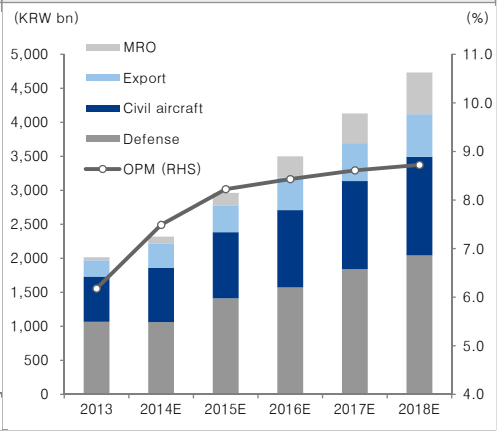
- 국내 유일의 항공기 종합 체계 제작업체로, 국방 부문 뿐만 아니라 민수시장에서 보잉, 에어버스 등의 주요 항공기 부품 공급, MRO 비즈니스의 개시 등에 힘입어 꾸준한 성장이 가능한 업체
- 임박한 국내 KFX 프로젝트 관련 수주 모멘텀 유효하며 2017년경 예상되는 미국 T-X 프로젝트향 수주 가능성도 높다는 판단.
- 수주 확대에 따른 펀더멘털 개선과 정부의 방산 수출 및 항공산업 육성의지에 따른 정책 기대감 유효
- 2015E 매출액 2.8조원(+28.5%YoY), 영업이익 2,289억원(+8.1%YoY) 수준 전망

한국항공우주 수주전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

한국항공우주 매출 구성 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

스몰캡

선데이토즈 (123420) / BUY / TP 30,000원

선데이토즈/BUY/TP 3만원

매출 Top 30 내 3개 게임 서비스 중

대규모 유저 통한 라이브 운영 및 소셜마케팅 능력 보유

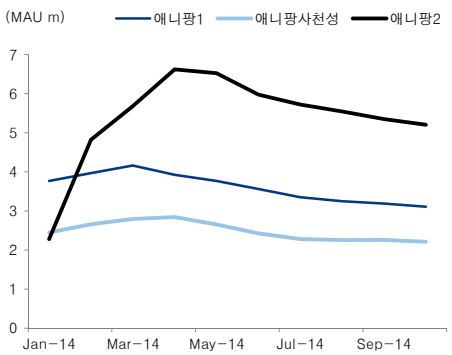
11월부터 LINE 을 통해 LINE Trio 출시

향후 애니팡IP 활용한 후속작과 외부소싱 게임으로 포트폴리오 확대할 전망

캐주얼 게임 시장 독점화의 수혜

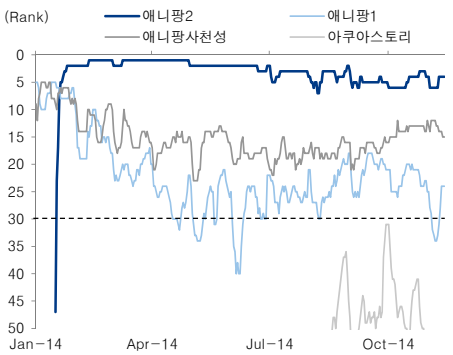
- 애니팡 시리즈로 잘 알려진 캐주얼 SNG 개발사
- 1천만 이상 다운로드 게임 3종 보유, 현재 서비스 중인 4개 게임 중 3개가 매출 순위 Top 30위 내에 포진되어 있으며, 안정적인 실적을 창출하고 있음
- 대규모 유저지표를 활용한 맞춤형 라이브 운영 및 소셜그래프 활용한 마케팅 전략으로 매출을 극대화하고 있음
- 11월부터 국내에서 쌓은 운영 노하우를 바탕으로 LINE 플랫폼 통한 해외진출 시작함
- 향후 애니팡IP 활용한 후속작에 코어게임의 요소를 추가하고, 외부게임 소싱을 통해 포트폴리오를 확대해 나갈 전망

애니팡 시리즈 MAU 추이



자료: 선데이토즈, 미래에셋증권 리서치센터

애니팡 시리즈 매출순위 추이



자료: App Annie, 미래에셋증권 리서치센터

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

산 업 전 망

[건설] 2015년, 신뢰회복의 원년 107

[반도체] 서버, PC가 스마트폰 수요를 대체 115

[소비재] 소비의 다이다믹이 바뀌고 있다 127

[에너지/유틸리티] Energy 산업의 정상화 및 효율화 지속 139

[통신서비스] 새로운 패러다임 진입하는 통신산업 147

[은행] 규제 완화 및 이익 상승이 이끄는 주가 상승 155

[인터넷] 전자결제 시장으로 진격 169

[자동차/부품] 규제에 올라 타자 179

[정유/화학] 저유가의 축복 191

[제약] 헬스케어, 2015년도 맑음 203

[조선] 2015년 회복 전망 215

[카지노/여행산업] 확실한 2015년 225

[철강/금속] 진검승부의 시대 233

[해운] 최악의 상황을 지나 이익 개선 국면으로 진입 243

[미디어] Turnaround 251

[스몰캡] 방위산업: 변동성 장세를 방어하라 257

모바일게임: 안정성과 성장성 겸비한 캐주얼게임 전문개발사 주목

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

[건설]

2015년, 신뢰회복의 원년

건설
이광수
3774-1457 kwangsoo.lee@miraeasset.com
커버리지 삼성물산, 현대건설, GS건설, 대림산업
현대산업, 대우건설

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Executive summary

해외 저 수익공사가 끝나가고 있다.

- 2015년 3분기를 기점으로 중동을 중심으로 한 해외 저 수익 공사 준공 예정
- 저 수익 해외공사가 전체 해외공사 매출에서 차지하는 비중 4%대로 하락 (3Q 15)
- 공사 종료로 실적 회복 뿐 아니라, 건설투자 신뢰회복에 기여할 것으로 전망

주택 분양시장이 살아나고 있다.

- 2015년, 분양가격 인상 및 분양률 상승 전망
- 올해 수요 증가에 의한 주택매매가격 상승은 분양가격 인상으로 이어질 것
- 지속 상승 추세에 있는 전세가격(2014년 10월 현재 전세/매매가격 비율 69.3% 역대 최고)은 분양률 상승으로 이어질 것으로 예상

수주 둔화에 따른 외형 성장 둔화에도 실적 회복 주목

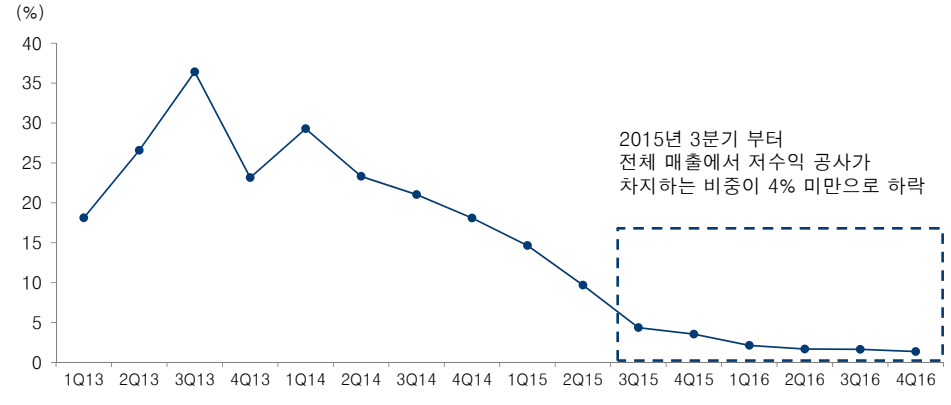
- 해외 저 수익 공사 종료 효과와 주택사업 개선으로 실적 개선 전망
- 현재 매출원가율 98% 이상인 저 수익 공사가 완공되면, 해외 플랜트 사업 수익성 개선
- 최근 대형 건설회사 신규 분양 호조 (현재 신규 아파트 분양률 82%)로 주택 사업 이익 증가

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

해외사업 전망

- 2015년 3분기, 대형건설회사 해외저수익공사 종료로 실적 개선의 분기점 예상
- 현재 전체 해외 매출에서 20%대의 비중을 차지하는 저수익공사매출이 4%대로 하락
- 현재 불확실성이 큰 상황이나 저 수익공사 종료로 인해 실적 개선 가능할 전망

대형건설회사 (현대건설, 대림산업, GS건설) 해외 저수익공사가 전체 해외매출에서 차지하는 비중



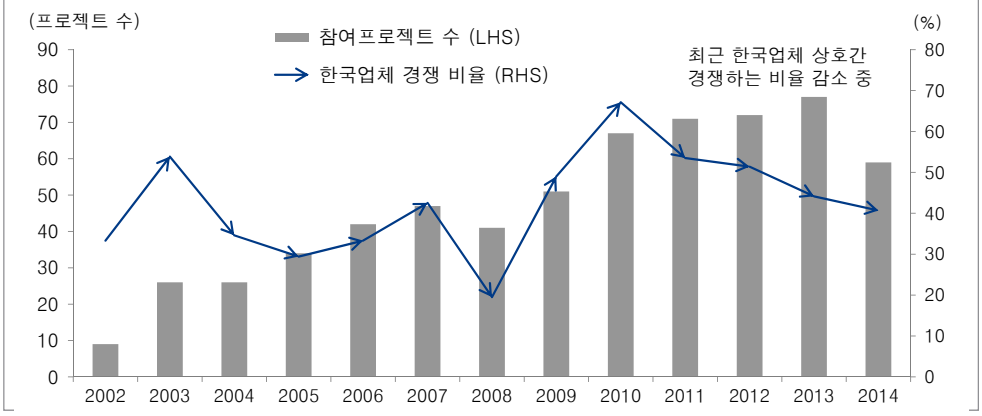
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

해외사업 전망

- 저수익 해외공사 발생의 원인이었던 한국업체간 과열 경쟁이 완화되고 있음.
- 2014년 현재 59개 한국 참여 프로젝트 중 41% 한국업체 상호간 경쟁 (2010년 67%)
- 경쟁완화에 따라, 최근 수주한 프로젝트는 수익성이 양호할 것이라는 판단

대형건설회사 (현대건설, 대림산업, GS건설) 해외 저수익공사가 전체 해외매출에서 차지하는 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

해외사업 전망

- 과거 일본 엔지니어링 3사의 변화를 주목.
- 1990년 후반 대규모 적자와 함께 기업가치 크게 하락
- 그러나, 2000년 저수익공사 종료 이후 실적이 회복된 JGC의 경우 주가 상승 폭 컸음.
- 한국 건설회사들의 희망을 볼 수 있는 예시

일본엔지니어링 JGC, Chiyoda 시가총액 추이

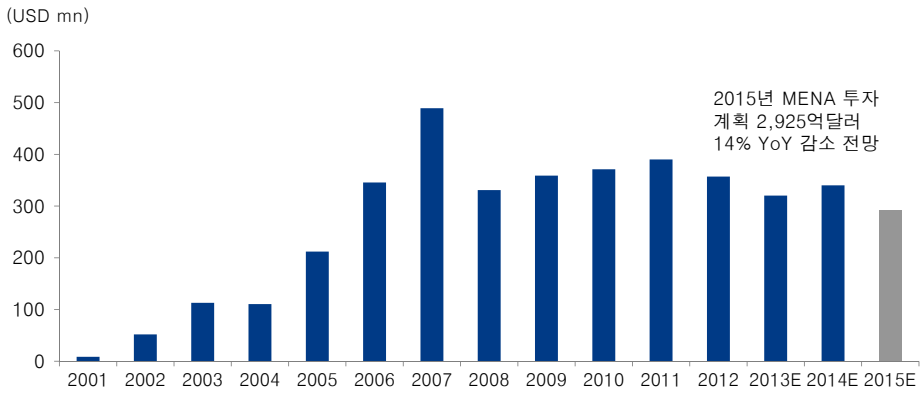
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

해외사업 전망

- MENA지역 2015년 투자 계획 6,412억 달러로 올해 대비 14% 감소 전망
- 분야별로는 산유국 기초투자, 인프라 공사가 감소하고 탈 석유화 플랜트 투자 증가 전망
- 따라서, 한국업체가 주로 참여하는 플랜트 투자는 감소할 가능성이 적다는 판단

MENA (Middle East North Africa) 지역 건설 투자



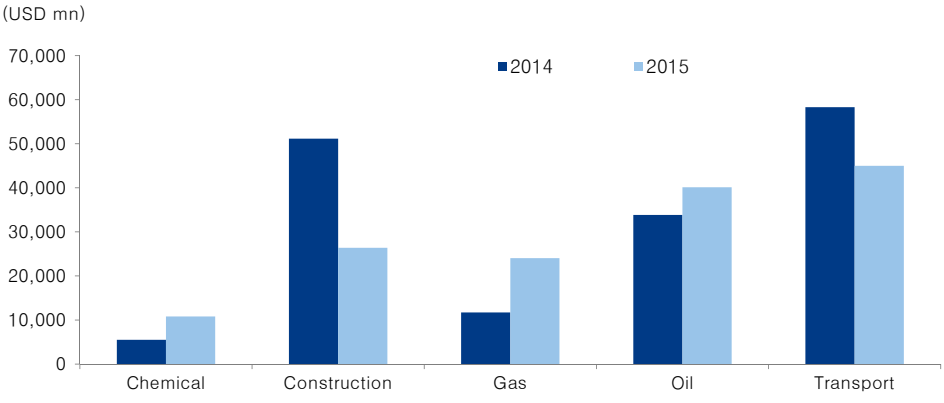
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

해외사업 전망

- 2015년, MENA지역 주요 투자 분야를 살펴보면, 석유화학, 가스, 오일 분야는 증가 전망
- 반면, 일반 건축, 교통분야 투자는 감소할 것으로 예상
- 분야별 투자 규모로 보면 일반 건축 분야가 가장 큰 상황
- 따라서, 일반 건축 분야 투자 감소를 통해 플랜트 분야 투자 여력 확보가 가능할 것으로 예상

MENA, 부문별 투자 계획



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

해외사업 전망

- 2015년, 중동 외 지역의 수주 다변화에도 관심
- 중동 시장에서 한국 기업의 M/S는 25.8%로 전세계에서 가장 높은 비율
- 반면, 아시아 10%, 아프리카 4.9%, 중남미 3.7% 등 기타 지역은 낮은 M/S를 보이고 있음.
- 적극적인 지역다변화를 통해 중동 이외 지역 M/S확대될 전망

한국기업의 글로벌 건설시장 M/S

	2011		2012		2013	
(USD, %)	매출액	점유율	매출액	점유율	매출액	점유율
중동	17,233	20.7	26,701	29.2	21,689	25.8
아시아	4,713	4.2	9,782	7.0	14,578	10.0
아프리카	2,187	3.8	2,732	4.8	3,027	4.9
유럽	36	0.0	310	0.3	331	0.3
미국	241	0.7	598	1.4	221	0.5
캐나다	68	0.3	112	0.4	460	1.3
중남미	1,291	3.1	1,154	2.3	2,111	3.7
합계	25,769	5.7	41,389	8.1	42,417	7.8

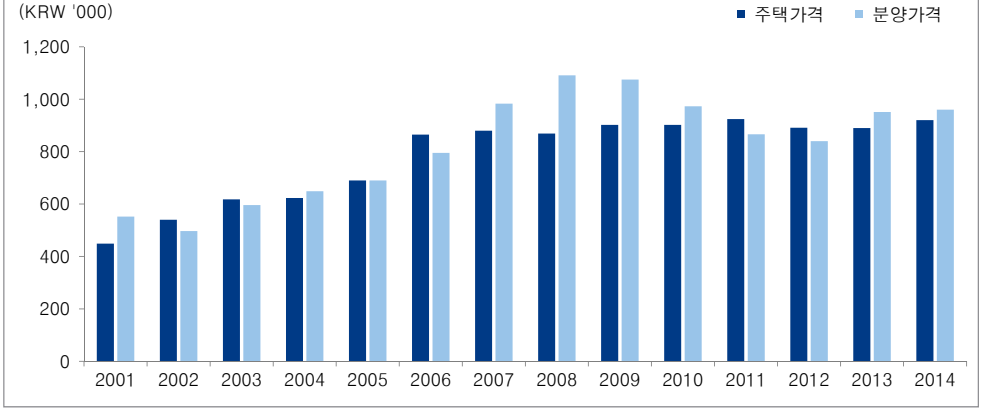
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

주택사업 전망

- 2015년, 신규 아파트 분양 가격 지속 상승 가능성
- 최근 주택매매가격 상승이 분양가격 인상으로 이어지고 있는 상황
- 분양가격 상승은 건설회사 주택사업 이익 증가와 현금흐름 개선으로 이어질 전망

주택가격과 분양가격 차이



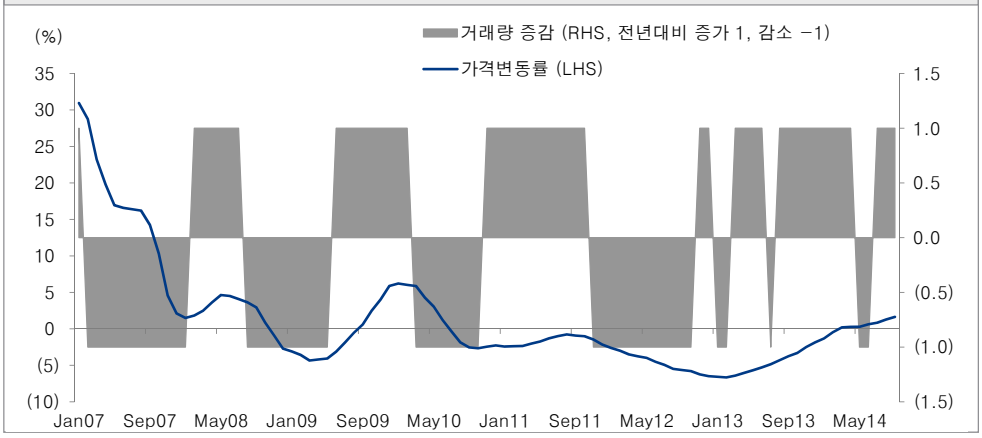
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

주택사업 전망

- 최근 주택가격 상승은 거래량 증가와 동반하여 진행 중
- 가격과 거래량 증가는 수요의 증가를 의미
- 따라서, 주택가격 상승이 추세적인 가능성 높다는 판단

주택가격과 분양가격 차이



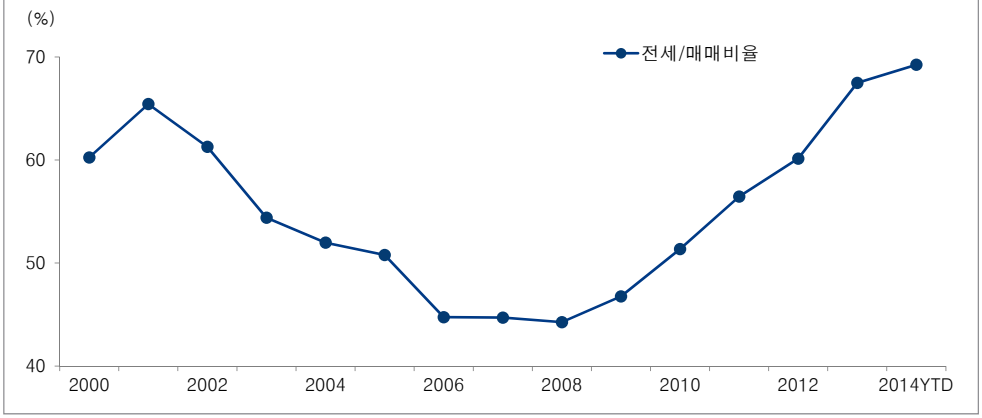
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

주택사업 전망

- 최근 주택 수요 증가의 가장 이유는 전세 가격 상승
- 2014년 10월 현재 전세/매매 가격 비율 69.3%를 기록하여 역대 최고 수준
- 전세가격 상승, 저금리, 정부의 적극적인 부동산 부양책으로 주택 수요 심리가 회복 중

역대 가장 높은 상승세를 보이고 있는 전세가격



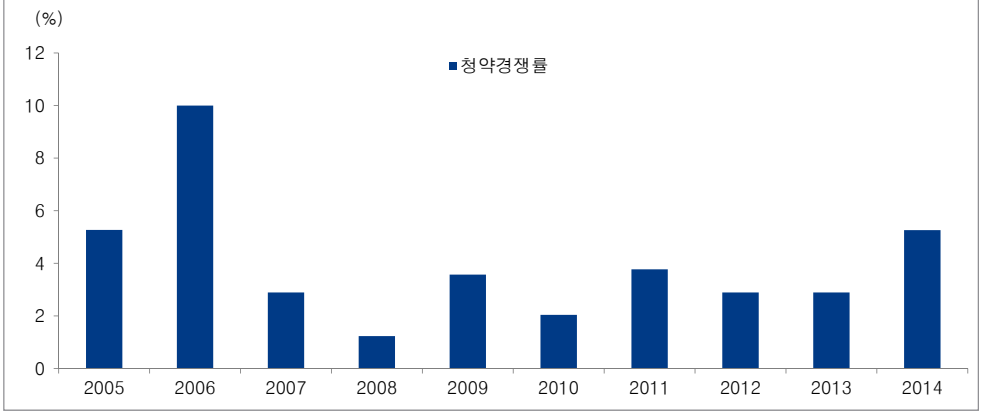
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

주택사업 전망

- 주택수요의 증가는 신규 아파트 청약경쟁률 상승을 이끌고 있음.
- 2014년 10월 현재 전국 평균 청약경쟁률 5.3대 1로 지난해 2.9대 1 대비 크게 상승
- 청약경쟁률 상승은 신규 아파트의 초기 분양률을 올릴 뿐 아니라 주택사업 수익성도 개선시키는 효과

연도별 청약경쟁률 추이



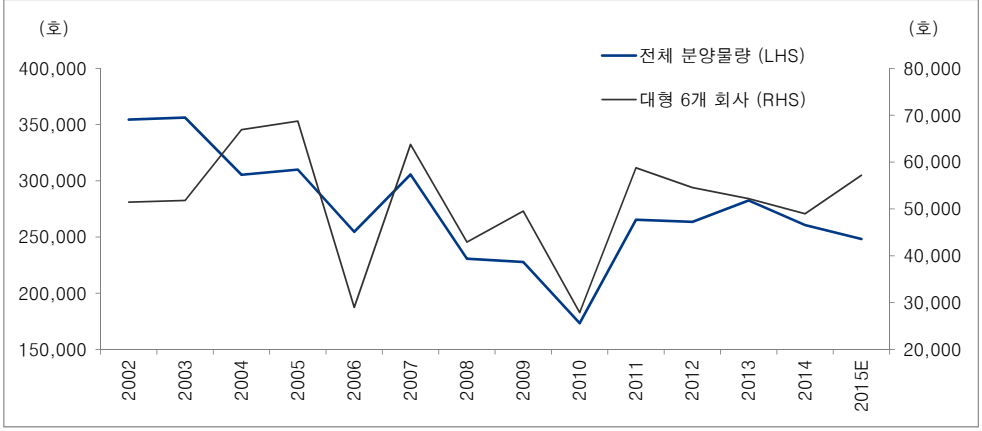
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

주택사업 전망

- 회복되는 신규 아파트 분양시장에서 주목할 것은 감소가 예상되는 공급물량
- 정부 공공 아파트 분양 감소와 중소형 건설회사 사업구조조정으로 공급자 감소 중
- 공급물량의 감소는 시장 회복에 기여
- 반면, 대형건설회사의 분양물량은 증가 전망, 시장 M/S 확대로 주택 수익성 개선 전망

전체분양물량과 대형건설회사 공급세대 추이



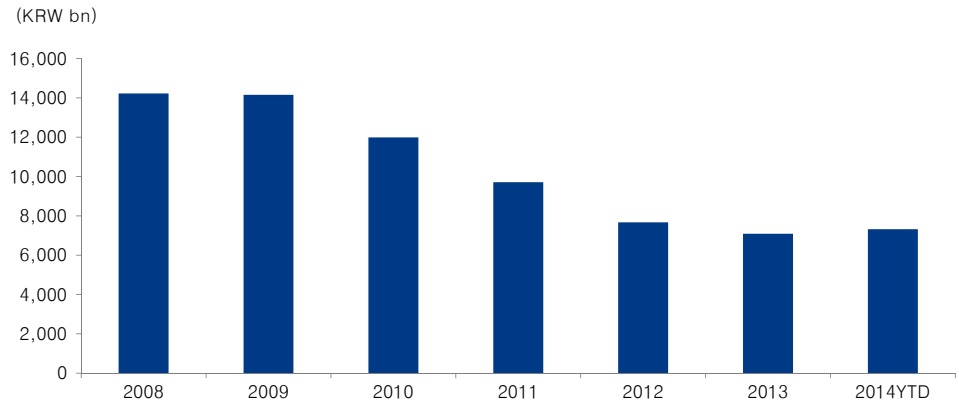
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

주택사업 전망

- 대형건설회사의 주택재고 자산은 주택사업 리스크
- 2014년 상반기 현재 대형건설회사 부동산 PF 잔액 7.3조원으로 2008년 대비 49% 감소
- 절대수준 감소보다, 현재 남아있는 잔고는 상대적으로 사업성이 안 좋은 프로젝트일 가능성 높음.
- 따라서, 일부 회사들의 경우 2015년 주택관련 손실이 증가될 가능성 있음.

대형건설회사 부동산 PF 잔액 현황



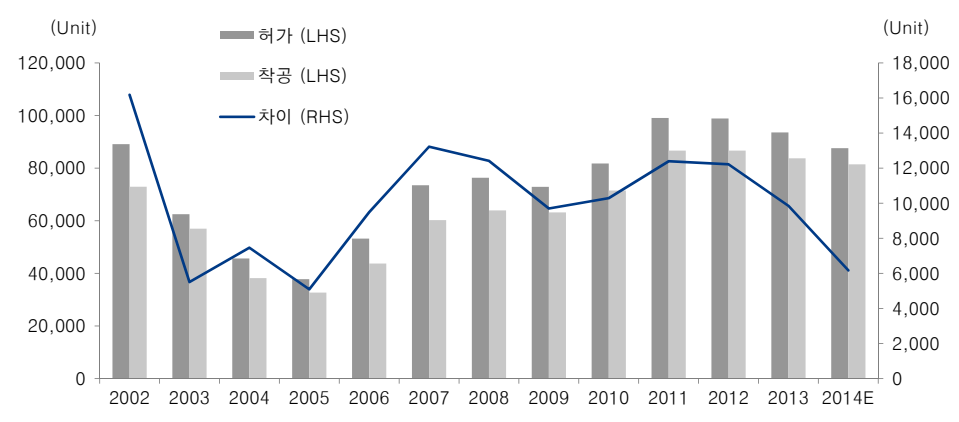
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

주택사업 전망

- 최근 주택 허가와 착공의 시간 차가 줄어들고 있는 것은 주택사업의 여건이 개선되고 있는 신호
- 2014년 주택 허가동수와 착공 동수 차이가 6,169세대 (2013년 9,848세대)
- 착공 수 증가로 인해 일시적으로 공급 증가 우려가 있으나, 지속적인 허가 감소 주목
- 결국, 사업 여건은 개선되나 공급은 감소되는 추세

주택허가와 착공 주택 차이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

[반도체]

서버, PC가 스마트폰 수요를 대체

반도체 · 디스플레이

도현우

3774-3803 hwdoh@miraeasset.com

커버리지 삼성전자, SK하이닉스, LG디스플레이, 솔브레인
에스에프에이, 원익IPS, 이오테크닉스, 리노공업
OCI머티리얼즈

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Executive summary

양호한 DRAM/NAND 수급 지속 전망

- 2015년 DRAM 공급 629억Gb(+28% YoY), 수요 648억Gb(+27% YoY) 예상
- 2015년 NAND 공급 6,405억Gb(+33% YoY), 수요 6,952억Gb(+40% YoY) 예상

2-in-1 PC의 경쟁력 상승 예상

- 태블릿PC에 수요를 빼앗기며 감소세를 지속했던 PC 시장이 2014년부터 개선을 보이고 있음
  1) 2014년 4월 Microsoft의 윈도우XP지원 종료로 인한 기업용 PC의 교체 수요 발생
  2) 2009년 이전 판매되었던 PC의 교체 주기 도래
  3) 태블릿PC 수요 중 일부분이 2-in-1 PC로 이동 중

Intel, 14nm Core-M 및 2세대 FinFET

- Core-M은 최초로 14nm FinFET 공정으로 제조된 프로세서. 2세대 FinFET 구조 채용
- 팬리스 디자인의 500g 대 PC 출시 가능
- 태블릿과 폼팩터가 동일하다면 워드, 엑셀 등이 가능해 비즈니스 용도로 쓸 수 있는 PC를 소비자들이 선호할 것으로 예상

서버 수요의 큰 폭 증가 예상

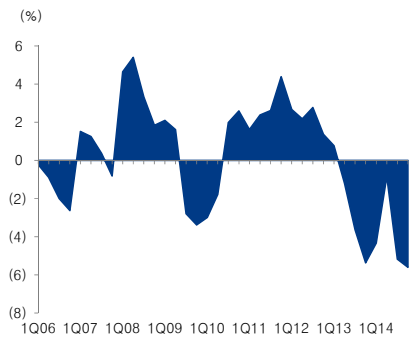
- 최근 빅데이터 수집, 저장, 분산, 처리 등의 SW 기술 Bottleneck이 해결되고 있어, 2015년부터 빅데이터 처리 수요가 급증할 것으로 예상

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

양호한 DRAM/NAND 수급 지속 예상

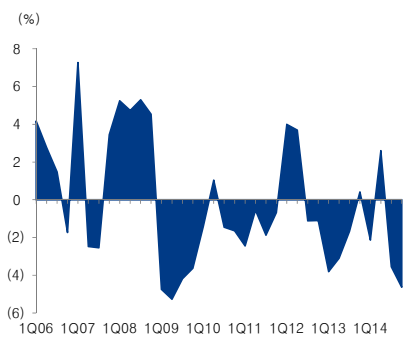
- 시장에서 향후 스마트폰 등 모바일 디바이스 수요 부진에 대해 우려
- 모바일 디바이스 수요가 부진하더라도, **서버 수요의 폭증, PC 수요의 개선**으로 2015년 DRAM/NAND 양호한 수급 밸런스는 지속될 것으로 예상
- 2015년 DRAM 공급 629억Gb(+28% YoY), 수요 648억Gb(+27% YoY) 예상
- 2015년 NAND 공급 6,405억Gb(+33% YoY), 수요 6,952억Gb(+40% YoY) 예상
- **TOP PICK: SK하이닉스(BUY, 목표주가: 7만원)**

DRAM Sufficiency



자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAND Sufficiency



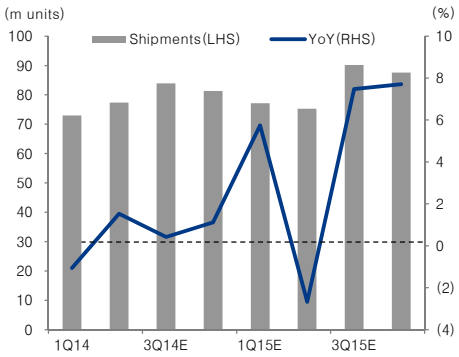
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

1. 2-in-1 PC의 경쟁력 상승 예상

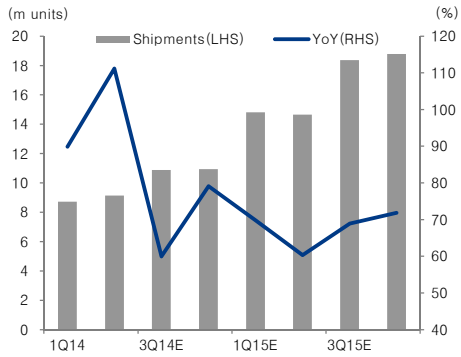
- 태블릿PC에 수요를 빼앗기며 감소세를 지속했던 PC 시장이 2014년부터 개선을 보이고 있음
  1) 2014년 4월 Microsoft의 윈도우XP지원 종료로 인한 기업용 PC의 교체 수요 발생
  2) 2009년 이전 판매되었던 PC의 교체 주기 도래
  3) 태블릿PC 수요 중 일부분이 2-in-1 PC로 이동 중
- 2014년 연말부터 2-in-1 PC의 경쟁력이 크게 증가할 것으로 예상. 이를 통해 DRAM 수요 호조 지속될 것으로 예상되며, 메모리 업체들 실적 견인할 수 있을 것으로 전망

PC 출하량 전망



자료: Gartner, 미래에셋증권 리서치센터

울트라모바일 출하량 전망



자료: Gartner, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

2. Intel, 14nm 공정의 Core-M 발표

- Intel이 8/11 새로운 프로세서인 Core-M을 발표
- 최초로 14nm FinFET 공정으로 제조된 프로세서. 2세대 FinFET 구조 채용

Intel, 14nm 공정 시작

KNOW YOUR CODENAMES

CODENAME AND YEAR	PROCESS	PROMINENT CONSUMER CPU BRANDING	TICK/TOCK
Westmere (2010)	32nm	Core i3/i5/i7	Tick (new process)
Sandy Bridge (2011)	32nm	Second-generation Core i3/i5/i7	Tock (new architecture)
Ivy Bridge (2012)	22nm	Third-generation Core i3/i5/i7	Tick
Haswell (2013)	22nm	Fourth-generation Core i3/i5/i7	Tock
Broadwell (2014)	14nm	Fifth-generation Core i3/i5/i7, Core M	Tick
Skylake (2015)	14nm	TBA	Tock

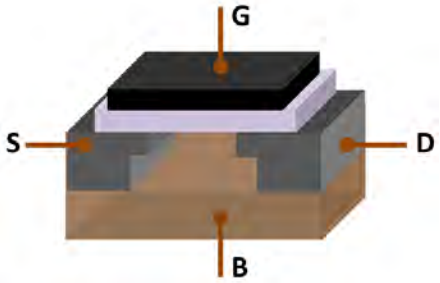
자료: Intel

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

3. Intel, 14nm 공정은 2세대 FinFET 구조를 채택

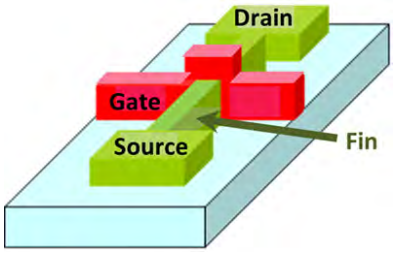
- FinFET(Fin Field Effect Transistor)는 Intel이 2011년 22nm 공정에서 최초로 상용화
- Gate를 3차원으로 세워 채널과 접촉하는 면적을 늘려 누설전류를 줄이고 트랜지스터 동작 속도를 올림
- 삼성전자와 TSMC는 2015년 양산 예정 중
- Intel은 금년 14nm에서 2세대 FinFET 구조를 채택

MOSFET Device



자료: 산업자료

FinFET Device



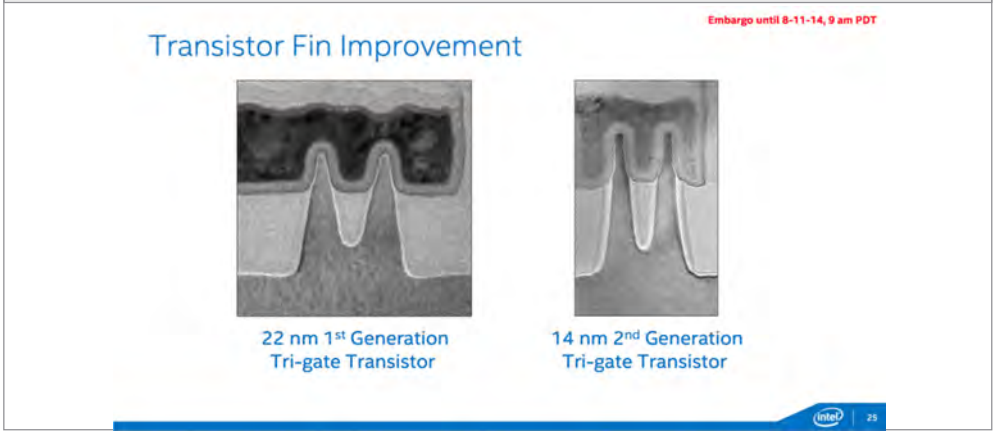
자료: Cadence

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

3. Intel, 14nm 공정은 2세대 FinFET 구조를 채택

- 2세대 FinFET은 Fin의 Pitch가 기존 60nm에서 42nm로 축소
- Fin의 높이는 34nm에서 42nm로 높아져서 절연도를 높임

Intel, 14nm 공정 시작



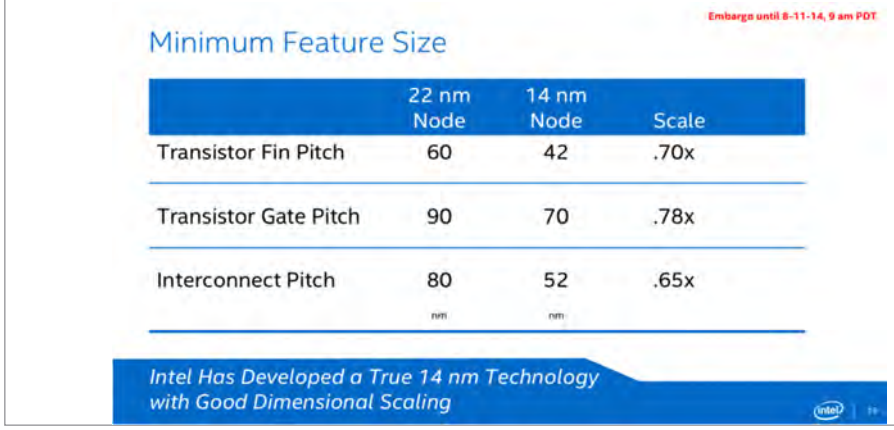
자료: Intel

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

3. Intel, 14nm 공정은 2세대 FinFET 구조를 채택

- Transistor Gate Pitch가 기존 90nm에서 70nm로 축소되었음
- Interconnect Pitch도 기존 80nm에서 52nm로 줄어듬
- 이로 인해, 같은 면적 당 Fin의 개수가 줄어들었고 낮은 전압으로 구동이 가능함

Intel, 14nm 공정 시작



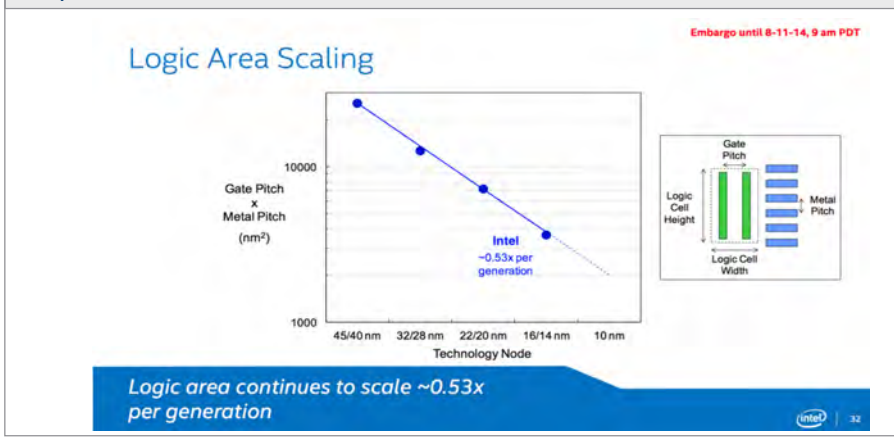
자료: Intel

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

3. Intel, 14nm 공정은 2세대 FinFET 구조를 채택

- Gate Pitch와 Metal Pitch가 축소됨으로써 Die 사이즈 축소 가능
- Die 당 단가 절감이 가능함
- Intel(14nmFF): Gate Pitch 70nm Metal Pitch 52nm GxM 3,640nm2
- TSMC(16nmFF): Gate Pitch 90nm Metal Pitch 64nm GxM 5,760nm2
- Samsung(14nm LPE): Gate Pitch 78nm Metal Pitch 64nm GxM 4992nm2
- TSMC, Samsung 대비 우위

Intel, 14nm 공정 시작



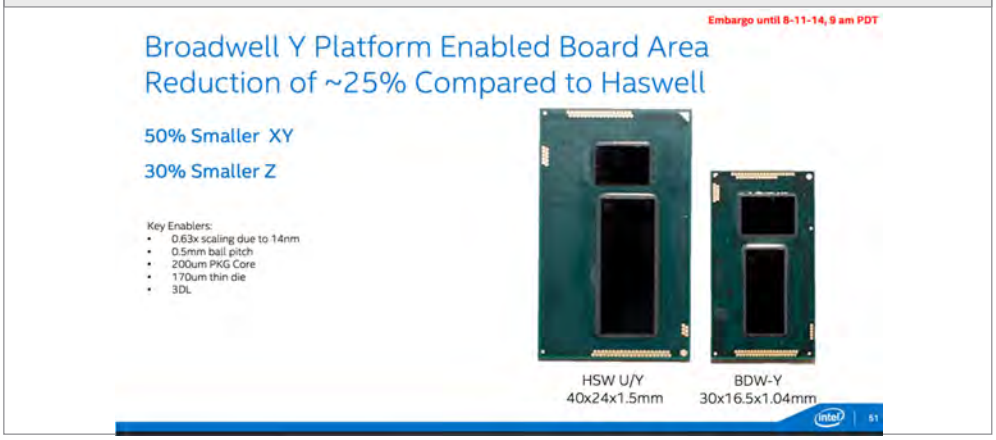
자료: Intel

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

3. Intel, 14nm 공정은 2세대 FinFET 구조를 채택

- Die 사이즈 축소로 인해 Chip의 사이즈가 축소
- 전작 Haswell 대비 25% 사이즈 축소 가능
- PC 폼팩터 축소가 가능함

Intel, 14nm 공정 시작



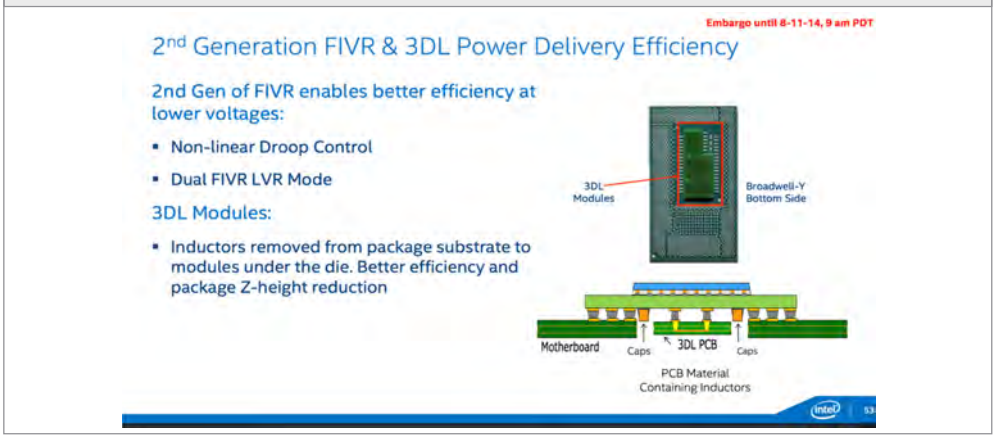
자료: Intel

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

3. Intel, 14nm 공정은 2세대 FinFET 구조를 채택

- 패키지는 3DL Module을 도입해 높이 축소가 가능
- 2세대 FIVR 도입해, 절전 기능 강화
- PC의 두께 축소 가능

Intel, 14nm 공정 시작



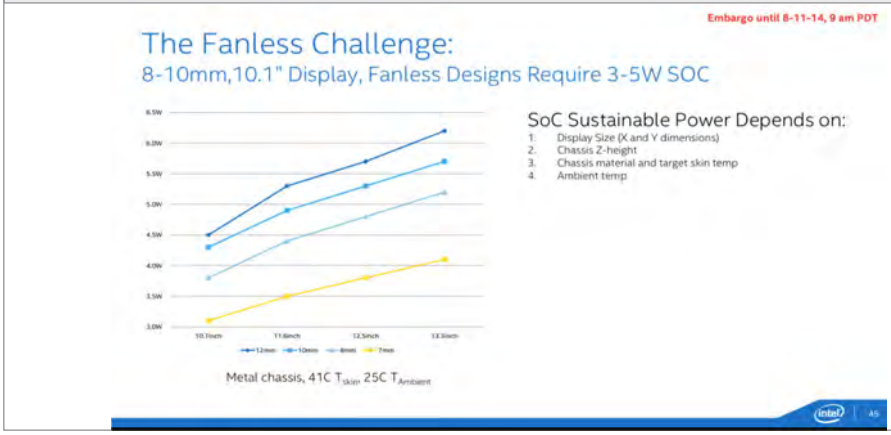
자료: Intel

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

4. 팬리스 디자인의 500g 대 PC 출시 가능

- 태블릿PC 대비 노트북PC의 열위 요소 중 하나는 팬이 존재한다는 것
- 발열 때문에 기존 노트북PC에는 반드시 열을 배출할 수 있는 팬이 필요함
- 14nm 공정의 Core-M부터는 노트북PC도 팬리스 디자인이 가능

Intel, 14nm 공정 시작



자료: Intel

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

4. 팬리스 디자인의 500g 대 PC 출시 가능

- Core-M은 현재 오레건의 D1X 팹에서 양산해서 고객사에 납품 중
- 연말시즌 이를 채용해 등장할 2-in-1 PC들은 500g 대의 무게를 가질 것으로 예상
- 태블릿PC와 거의 차이점이 사라지게 됨
- 폼팩터가 동일하다면 워드, 엑셀 등이 가능해 비즈니스 용도로 쓸 수 있는 PC를 소비자들이 선호할 것으로 예상
- PC는 기기 당 DRAM 탑재용량이 최소 4GB, 태블릿PC는 1GB. 이러한 흐름은 DRAM 메이커들에게 수혜

Intel, 14nm 공정 시작

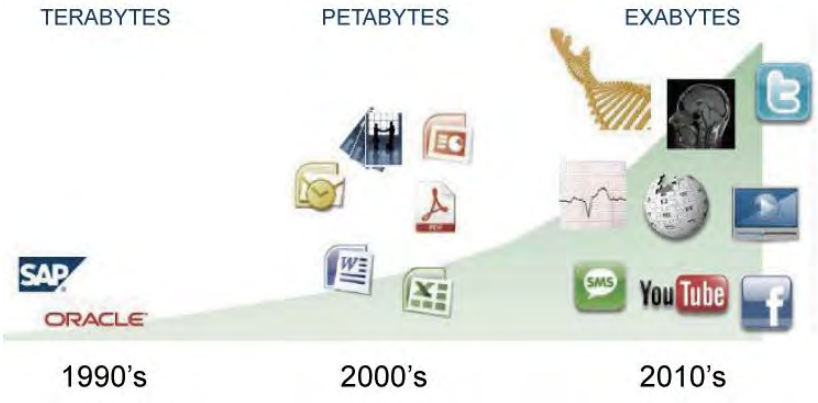
자료: Intel

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

5. 서버 수요의 큰 폭 증가 예상

- 빅데이터는 2년 전부터 시장에서 회자는 많이 되었으나, 실제로 활용하고 있는 업체들이 거의 없었음
- 빅데이터 수집 및 분석을 위해서는 DB 기술이 개선이 되어야하는데, 빅데이터를 수집, 저장, 분산 처리할 수 있는 소프트웨어 기술(Hadoop, NoSQL 등)의 난이도가 높고 처리할 수 있는 인력이 부족했기 때문
- 최근 이러한 기술 상 Bottleneck이 해결되고 있어, 2015년부터 빅데이터 처리 수요가 급증할 것으로 예상
- 이를 토대로 서버용 DRAM, SSD 수요가 크게 증가할 것으로 예상

The Data Deluge



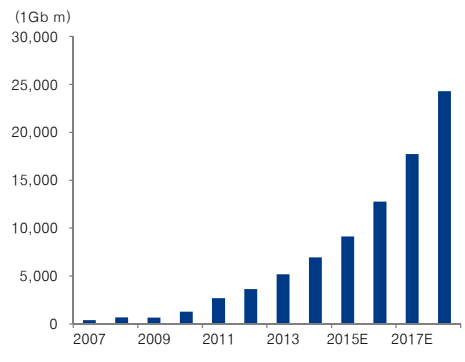
자료: Intel

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

5. 서버 수요의 큰 폭 증가 예상

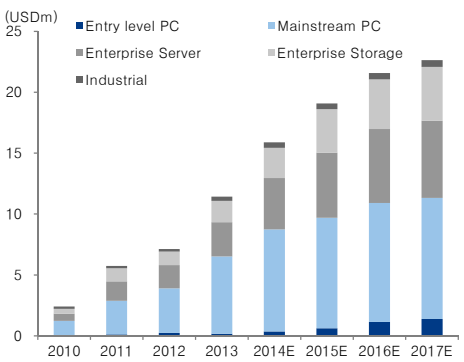
- 2015년 전체 DRAM 수요 +27% 증가 예상
- 2015년 모바일DRAM 수요 +31% 증가 예상
- 2015년 서버용DRAM 수요 +57% 증가 예상
- 2015년 전체 NAND 수요 +40% 증가 예상
- 2015년 SSD 수요 +71% 증가 예상

서버용 DRAM 수요



자료: Gartner

SSD 시장



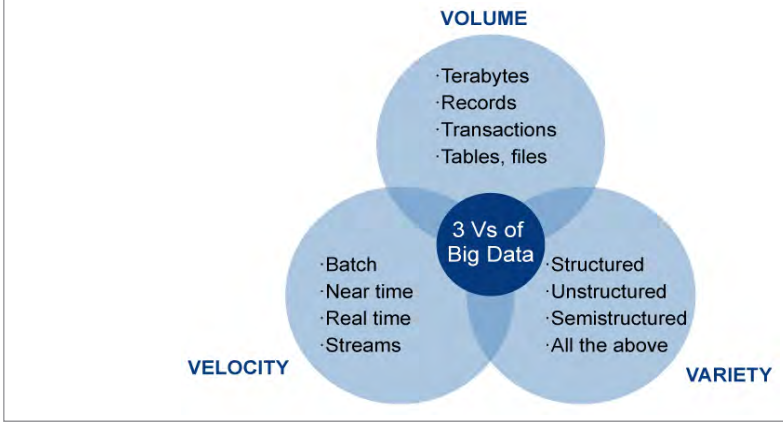
자료: Gartner

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

5. 서버 수요의 큰 폭 증가 예상

- 빅데이터는 기존의 RDBMS로 관리할 수 없는 매우 복잡한 구조의 데이터를 말함
- 빅데이터의 규모는 Volume(수십테라바이트~수 페타바이트), Variety(구조화+비구조화 데이터), Velocity(1초에 수십번 이상 데이터 발생)로 정의
- 과거 기업들은 판매건수, 판매물품, 횟수 등의 구조화된 데이터만 수집 분석했으나, 최근에는 위치정보, 수 많은 센서에서 수집되는 데이터, 이미지, 동영상 등에서도 데이터를 수집 분석하고자 함
- 이러한 데이터는 기존의 Oracle, MySQL 등 RDBMS와 SQL(Structured Query Language)을 가지고는 저장, 처리, 분석하기가 어려움. 이를 처리하기 위해 등장한 기술이 Hadoop, NoSQL, Public Cloud. DB 기술의 발전으로 빅데이터 수집 및 분석이 가능해짐

Defining of Big Data



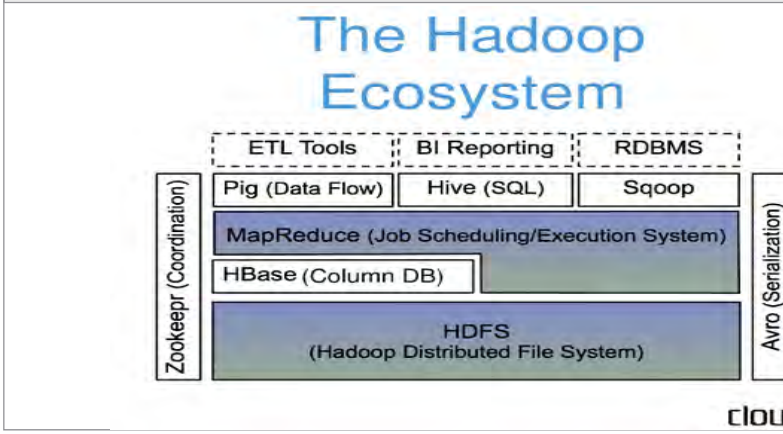
자료: 산업자료

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

5. 서버 수요의 큰 폭 증가 예상

- Hadoop은 빅데이터 시스템에서 데이터를 저장하고 분산 처리 역할을 하는 Java 기반의 오픈소스 프레임워크
- 2005 년 Doug Cutting 과 Mike Cafarella 가 개발했으며 HDFS(Hadoop Distributed File System)와 MapReduce로 구성되어있음
- Hadoop의 특징은 큰 규모의 데이터를 여러 대의 서버에 HDFS를 통해 분산 저장하고, MapReduce로 분산처리하기 때문에 기존의 RDMBS에서 처리하기 어려운 대용량의 데이터들을 빠르게 처리가 가능함.
- 최근 인터넷, 금융, 통신 등 빅데이터를 활용하고자 하는 업체들은 대부분 Hadoop 시스템을 채용하거나 개발하려는 의지를 가지고 있음

The Hadoop Ecosystem



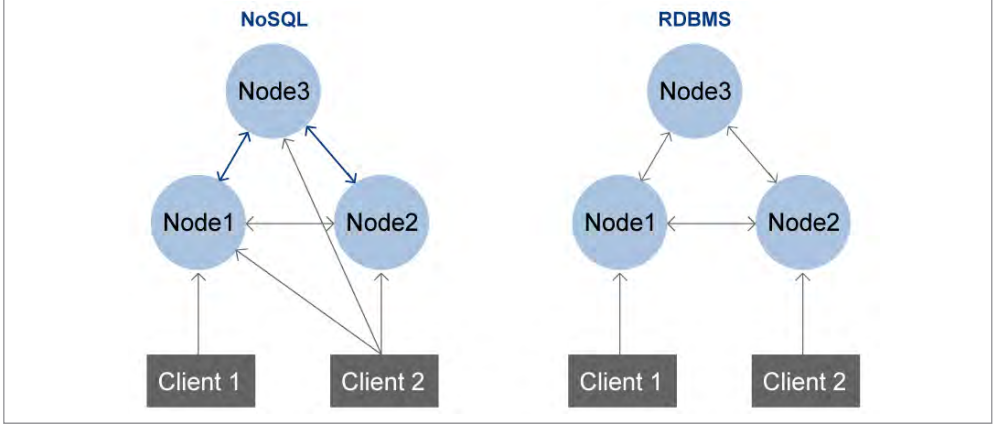
자료: Cloudera

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

5. 서버 수요의 큰 폭 증가 예상

- NoSQL DB은 비구조화된 데이터를 처리하기 위해 개발
- NoSQL DB는 언어로 SQL만 사용하지 않고 복수로 사용이 가능.
- 사전 관계 정의가 필요없고, 유연하게 변경 가능하며, ACID와 같이 견고하지 않은 Eventual Consistency로 구성되어, 데이터 일관성이 엄밀하게 유지 되지 않음
- 스케일 아웃으로 대량 데이터를 다룰 때 성능 저하가 적고 리니어하게 확장이 가능
- 데이터를 여러 대의 서버로 분산처리가 원활함
- 단일 장애점이 없는 경우가 많아 장애를 방지하는데 유리

NoSQL vs RDBMS



자료: 산업자료

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

5. 서버 수요의 큰 폭 증가 예상

- Hadoop과 NoSQL이 기업들에게 확산되기엔 아직 걸림돌들이 존재
- Open Source 프로젝트이기 때문에 개발이 현재 진행형임. 때문에 낮은 신뢰성 등 문제로 기업들이 바로 현업에 도입하기엔 부족하고 고객 지원 서비스가 제공되지 않음
- 때문에 배포판이 존재. 하지만 아직 Cloudera, IBM, Hortonworks, MaPR 등 배포판이 난립해 기술 표준 등에 있어서 혼란이 존재
- 표준이 확립되지 않았고, 초창기 기술이라 운용 및 분석 전문 인력의 수가 매우 부족

Hadoop Packages

자료: 산업자료

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

5. 서버 수요의 큰 폭 증가 예상

- Intel은 자체 개발하고 있던 Hadoop 배포판을 개발 중단하고 Cloudera에 7.4억달러를 투자해 지분 18%를 취득. Cloudera의 CDH 배포판을 지원하겠다고 발표
- Intel의 지분 취득 및 지원으로 향후 Hadoop 배포판은 CDH로 통합 될 것으로 예상
- Cloudera의 자금 확보로 지원 인력 증가 및 배포판의 완성도가 높아질 것으로 전망
- Hadoop의 문제점은 운용 인력 및 배포판의 난립, 낮은 기술적 완성도였는데, Cloudera를 중심으로 해결될 것으로 전망
- Hadoop의 확산은 기업들의 대량의 데이터 습득, 저장, 분석의 용이성을 높여줄 수 있을 것으로 예상되고, 이를 처리하기 위한 서버, 서버용 DRAM, 저장용 SSD의 수요를 증가시켜 줄 것으로 예상함

Cloudera Platform

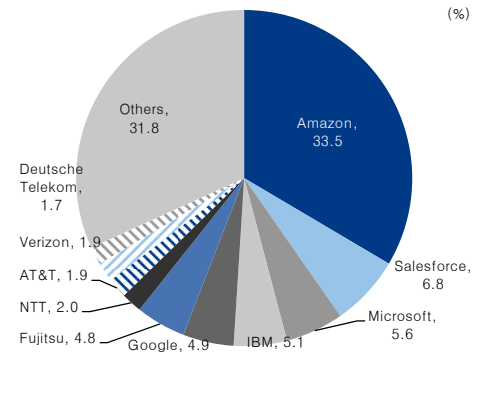
자료: Cloudera

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

5. 서버 수요의 큰 폭 증가 예상

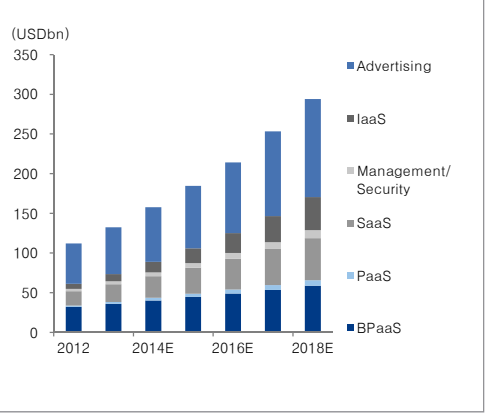
- 최근 장비, 소프트웨어, 인터넷 서비스를 자체적으로 운용하는 것보다 클라우드 서비스를 이용하는 것이 총비용이나 신뢰성 측면에서 이점이 있기 때문에 퍼블릭 클라우드 수요가 큰 폭으로 증가 중
- 향후 기업들이 빅데이터 처리를 위한 Hadoop 및 NoSQL DB를 운용하기 위해서는 전문적인 인력이나 시스템이 필요.
- 하지만 대부분의 기업들은 관련 인력들을 갖추지 못했기 때문에 빅데이터 분석을 위해 퍼블릭 클라우드 서비스를 이용하는 경우가 일반화 될 것으로 전망
- 이는 향후 퍼블릭 클라우드 수요를 크게 증가시켜줄 수 있을 것으로 예상. 이미 Amazon은 EC2와 S3를 기반으로 한 하둡 프레임워크를 호스트하는 EMR(Elastic MapReduce)를 제공 중

클라우드(Iaas/Paas) 점유율



자료: Gartner

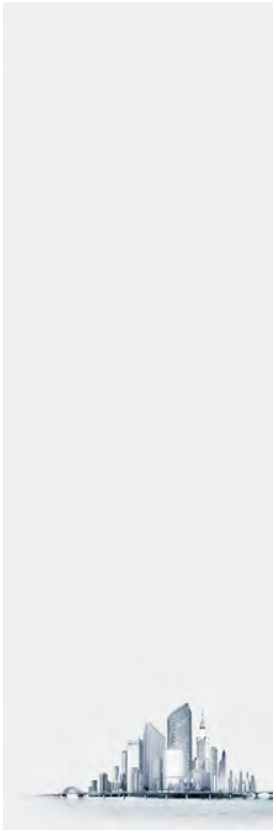
클라우드 시장 규모



자료: Gartner

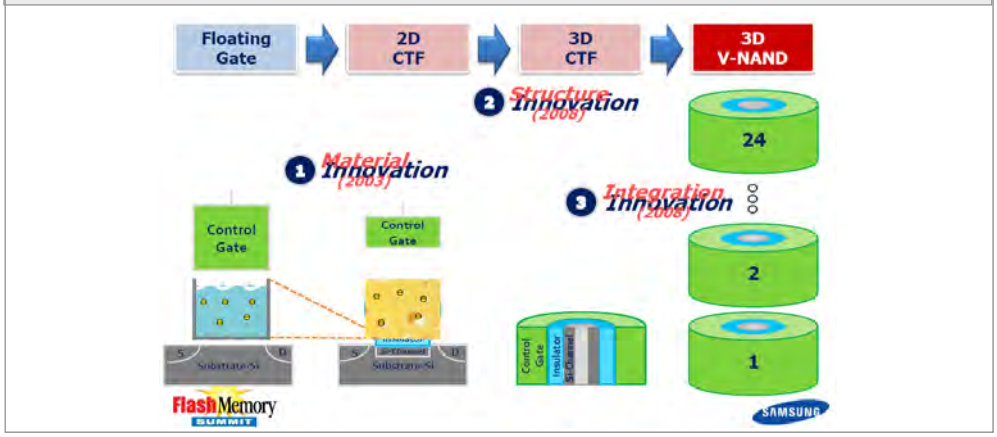
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

5. 서버 수요의 큰 폭 증가 예상



- 최근 기술의 발전으로 NAND는 서버용 저장장치로 본격 탑재될 것으로 전망
- 2D NAND는 Wear Leveling 작업을 주관하는 컨트롤러의 알고리즘 개선으로 병목 현상 감소 및 셀들을 골고루 쓰게 해서 NAND의 수명이 길어짐
- 삼성전자가 5월 중국 시안의 새로운 NAND 팹에서 양산 예정인 V-NAND는 피치 간격을 높이고, 전자를 Trap SiN에 저장하는 CTF(Charge Trap Flash) 구조를 채택해 2D NAND 대비 수명이 10배 이상 길어짐
- 이로 인해 향후 서버용 SSD 시장의 폭발적인 증가가 예상

삼성전자 V-NAND 구조



자료: Gartner

[소비재]

소비의 다이다믹이 바뀌고 있다

유통 · 음식료 · 화장품

박유미

3774-6818 yumi.park@miraeasset.com

커버리지 아모레퍼시픽, KT&G, 롯데쇼핑, 농심, LG생활건강
이마트, 오리온, 현대백화점, 신세계, CJ오쇼핑
현대홈쇼핑, 롯데하이마트

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Executive summary

오프라인 유통 신규 출점 지속

- 주요 유통업체들은 2016년까지 16개의 신규 점포 출점 및 기존점의 매장 확대를 계획
- 신규 출점으로 인한 매장 중복 및 자기잠식으로 운영 효율은 떨어질 것 -> ROIC는 하락 추세

대형마트 15년 규제 효과 소폭 완화 예상

- 영업규제에 따라 대형마트, SSM 객수 지속적 하락 추세
- 규제가 2년 이상 경과해 그 영향은 완화가 예상되고 15년 실적은 기저효과에 의한 회복기대

홈쇼핑 외형 성장 둔화와 규제로 인한 모멘텀 부재

- 모바일: 기존 저마진 온라인 부분 잠식 -> 올해 초부터 케이블 TV 부문 매출까지 잠식 시작
- 2015년 하반기 제 7홈쇼핑 허가 계획. 잠재적 보험 규제로 이익 추정치 하향 조정 가능

화장품 고마진 채널 매출 고성장 진행중

- 면세점: 방한 중국인 관광객의 소비지출금액 급증에 따라 면세점 매출이 향후에도 지속 성장할 것
- 방문판매: 재고 조정 및 방판 전용 신제품 출시로 매출 회복. 중국인 수요 감안하면 구조적 성장 예상

음식료 제한적 성장

- 가격 인상에도 불구하고 판매량 정체와 프로모션으로 인한 실질 판매가격 하락으로 매출 성장 제한적
- 점유율 경쟁과 유통업체들의 PB상품 출시 확대로 영업 환경 어려워질 전망

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

커버리지 종목

MSCI Korea Consumer Staples 12M fwd P/E

자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

MSCI Korea Consumer Discretionary 12M fwd P/E

자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

코드	회사명	투자의견	목표주가	현주가	상승여력	FY15E P/E	FY15E P/B	FY15E ROE	FY15E EPS growth
			(원)	(원)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)
023530 KS	롯데쇼핑	BUY	400,000	295,000	35.6	9.5	0.5	5.4	13.9
069960 KS	현대백화점	HOLD	140,000	130,500	7.3	10.1	0.8	8.8	12.2
004170 KS	신세계	BUY	260,000	186,500	39.4	9.8	0.6	6.8	3.5
071840 KS	롯데하이마트	BUY	85,000	72,700	16.9	12.9	0.9	7.5	26.5
139480 KS	이마트	BUY	240,000	217,000	10.6	12.6	0.8	6.4	18.1
035760 KS	CJ오쇼핑	BUY	320,000	255,200	25.4	12.9	2.2	18.0	10.4
057050 KS	현대홈쇼핑	HOLD	160,000	135,500	18.1	10.7	1.2	11.6	0.4
001800 KS	오리온	BUY	1,100,000	954,000	15.3	29.2	3.6	13.6	19.5
051900 KS	LG생활건강	BUY	750,000	611,000	22.7	21.5	5.5	24.3	28.9
090430 KS	아모레퍼시픽	BUY	2,800,000	2,298,000	21.8	24.3	4.9	18.6	39.8
033780 KS	KT&G	BUY	115,000	95,300	20.7	14.5	2.2	15.8	12.1
004370 KS	농심	BUY	320,000	260,000	23.1	13.7	1.0	7.7	19.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

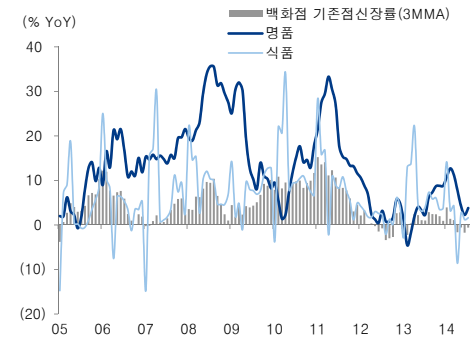
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

국내 소비 패턴 변화

저성장 국면 속에서 Entertainment 소비 증가 지속

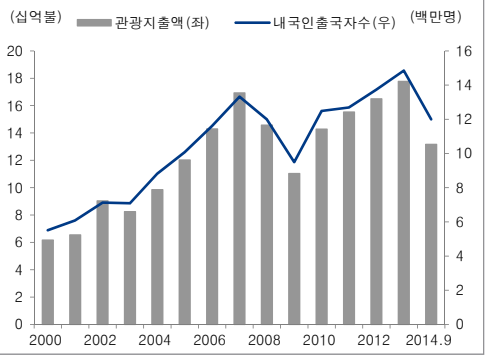
- 소비 양극화와 1인 가구 증가 등 사회적 핵심 이슈의 부각에 따라 전통적인 의류/액세서리 소비보다는 문화에 대한 소비나 quality 중심의 소비 확산.
- 부진한 백화점의 매출 흐름 대비, 명품과 식품매출 여전히 견조한 모습.
- 백화점 내에서도, 컨템퍼러리 의류 브랜드 (수입의류) 의 매출액 성장률이 다른 브랜드보다 두드러짐 (e.g. 신세계인터내셔널의 해외 브랜드 Armani, diesel, D&G 등 고성장 지속).
- 해외 여행수요는 2009년을 바닥으로, 연평균 12% 성장. 특히 수익성 높은 유럽 등 장거리 비중이 성장하는 추세.
- E-commerce 성장 지속으로 수혜를 받는 회사는 온라인 유통업체가 아닌 강력한 contents를 가지고 있는 업체들.

백화점 내 명품&식품 성장 지속



자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

해외관광 지출 지속적 증가



자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

국내 소비 패턴 변화

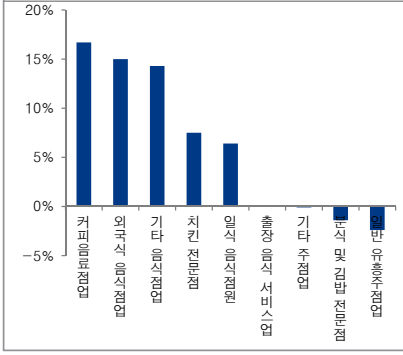
문화산업 현황 - 늘어나는 문화 소비

	2011			2012			2013		
	매출액	수출액	고용현황	매출액	수출액	고용현황	매출액	수출액	고용현황
계	82.97	4,302,012	604,730	87.27	4,611,505	611,437	90.16	5,084,671	612,767
(GDP대비 %)	6.7	–	–	–	–	–			
출판	21.24	283,439	198,691	21.1	245,154	198,262	20.02	280,025	196,892
만화	0.75	17,213	10,358	0.76	17,105	10,161	0.77	17,651	9,887
음악	3.82	196,113	78,181	3.99	235,097	78,402	4.44	249,538	78,209
게임	8.8	2,378,078	95,015	9.75	2,638,916	95,051	10.37	2,931,104	93,025
영화	**3.77**	**15,829**	**29,569**	**4.4**	**20,175**	**30,857**	**4.98**	**21,623**	**32,416**
애니메이션	0.53	115,941	4,646	0.52	112,542	4,503	0.52	124,302	4,514
방송(영상)	12.75	222,372	38,366	14.18	233,821	40,774	12.88	246,896	40,905
광고	12.17	102,224	34,647	12.48	97,492	36,424	13.52	101,877	36,718
캐릭터	7.21	392,266	26,418	7.52	416,454	26,897	8.30	485,585	27,601
지식정보	9.05	432,256	69,026	9.53	444,837	69,961	10.89	462,185	71,262
콘텐츠 솔루션	2.87	146,281	19,813	3.03	149,912	20,145	3.47	163,884	21,338

매출액 (조원), 수출액 (천 달러), 고용현황 (명)

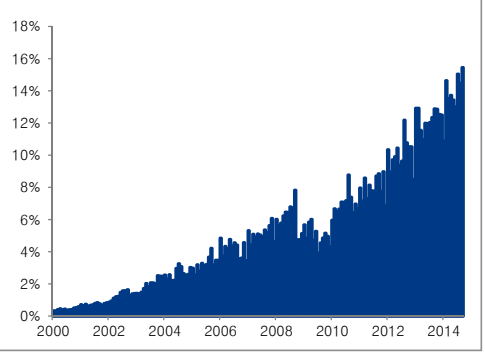
자료: 문화체육관광부, 미래에셋증권 리서치센터

외식사업 증가 (지난 3년간 연평균 성장률-서울)



자료: 서울연구원 서울경제분석센터, 미래에셋증권 리서치센터

수입자동차 성장 지속 (수입차 MS추이)



자료: KAIDA, 미래에셋증권 리서치센터

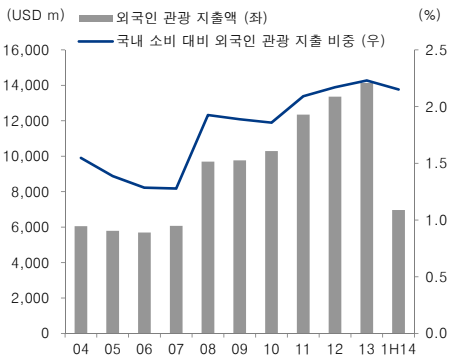
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

내수의 한 축으로 자리 잡아가는 요우커 소비

중국인 소비 구조적인 성장 기대

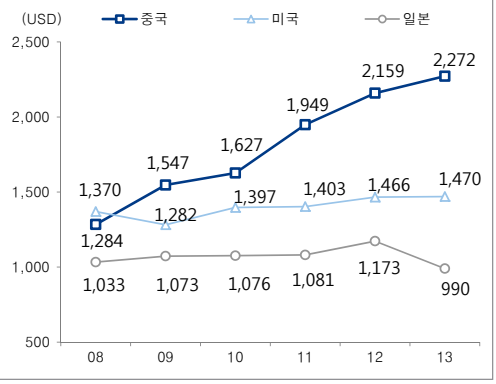
- 방한 중국인 관광객 수 2004-2013년 연평균 14%씩 증가.
  - 2014년 총인구 대비 해외 여행객 비중이 여전히 7%에 불과하며, 전체 해외여행객의 4%만이 한국행을 선택하기 때문에 향후 추가적 성장 여지 충분.
- 해외 관광객 소비는 전체 국내 소비의 2%에 불과 - 주로 제한된 소비 (면세점, 카지노)를 하고 있기 때문. 향후 특히 중국인 관광객이 증가할수록 외국인 소비 증가 예상
- 중국 관광객 소비 객단가 2008년 US$1,284에서 2013년 US$2,272으로 급증
- 중국인 관광객 급증으로 인한 주요 수혜기업: 화장품, 면세점, 카지노 업체

외국인 관광객 소비 추이



자료: 통계청, 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

외국인 관광객 1인당 평균 지출 금액 추이



자료: 산업연구원, 미래에셋증권 리서치센터

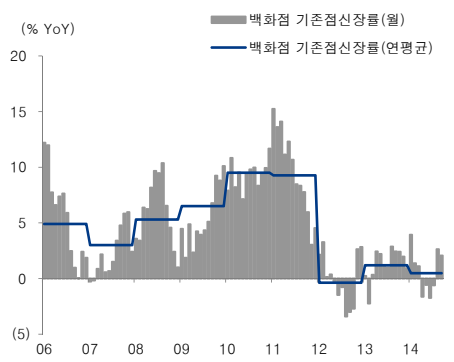
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

백화점 기존점 신장률 소폭 회복 기대

백화점: 기존점신장률 2013년 +1.2%, 2014년 +0.5%에서 2015년 +3%로 회복 기대

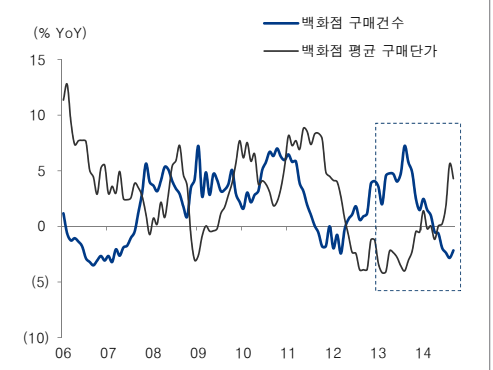
- 국내 소비자들의 고가(수입 브랜드 또는 Time 등의 국내 프리미엄 브랜드) 및 저가(SPA 브랜드) 의류 소비 양극화가 예상. 백화점은 가장 영향력 있는 프리미엄 유통 포맷으로, 명품 부분 고신장 예상. 최근 백화점들은 식품관을 확장하고 프리미엄 슈퍼마켓을 오픈하는 추세. 프리미엄 식품 수요 증가로 고신장 예상.
- 한편 백화점의 화장품 및 액세서리 매출은 소비자들의 하향구매 추세로 인해 전 부문 지속적으로 타격이 있을 것으로 예상.
- 기존점 매출 신장률 3% 및 매장확대(유통점 별로 상이)를 가정할 경우, 국내주요 백화점은 2015년 높은 한자릿수 대의 외형성장 예상.
- 신규 출점 비용 증가로 영업이익 성장은 제한적.

백화점 기존점 신장률 추이



자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

백화점 구매건수 및 구매단가 추이



자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

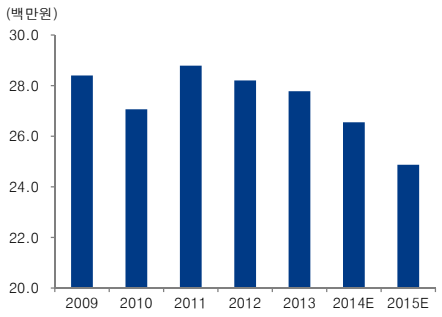
백화점 점포 효율성 하락 추세

기존점 신장률 예측 가정

	FY14 매출비중	FY15 매출성장률	FY15 매출비중
	(%)	(%)	(%)
고가 의류	10	7.0	10.7
식품	15	5.0	15.8
명품	10	7.0	10.7
화장품 & 액세서리	20	(1.0)	19.8
일반 의류	35	2.5	35.9
생활용품	10	5.0	10.5
합계	100.0		103.3
FY15 기존점 신장률 (%)			**3.0**

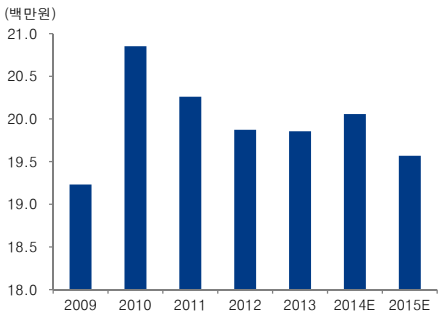
자료: 미래에셋증권 리서치센터

현대백화점: 평당 총매출액



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

신세계: 평당 총매출액



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

백화점 공격적 신규 출점에도 제한적 성장 예상

신규 점포 현황

회사	오픈 예정	위치	규모 (㎡)	인구 (천명)	소득 (백만원/1년)	소비 (백만원/1년)	경쟁대상
현대백화점	End-2014	김포 (outlet)	39,600	217.3	14.8	14.1	경쟁사 없음
	End-2015	송도 (outlet)	39,600	274.4	14.2	12.8	롯데 아울렛 (인천)
	Aug-2015	판교 (complex)	87,780	296.9	14.8	14.1	AK 백화점 (근처)
신세계	End-2015	김해 (Dept.)	36,400	484.2	14.3	13.0	롯데 아울렛 (김해)
	End-2016	하남 (complex)	151,700	137.6	14.8	14.1	경쟁사 없음
	End-2016	대구 (Dept.)	98,200	2,431.8	14.7	13.3	현대 & 롯데 백화점 (근처)
	End-2018	울산	50,000	1,071.7	18.8	14.5	경쟁사 없음
롯데	4Q14	잠실 (complex)	29,700	10,129.2	18.1	17.6	현대백화점 (근처)
	4Q14	수원 (Dept.)	36,300	1,054.1	14.8	14.1	AK 백화점 (근처)
	2H14	고양 (outlet)	18,480	897.2	14.8	14.1	롯데 & 신세계 아울렛 (파주)
	2H14	광명 (outlet)	33,000	326.4	14.8	14.1	현대 아울렛 (김포)
	2H14	구리 (outlet)	13,200	184.5	14.8	14.1	경쟁사 없음
	2H14	동 부산 (outlet)	52,800	3,521.2	15.5	14.1	신세계 & 현대 백화점
	2015	상암	66,000	10,129.2	18.1	17.6	경쟁사 없음
	2015	진주	16,500	335.3	14.3	13.0	갤러리아백화점 (진주)
	2015	광교	26,400	1,054.1	14.8	14.1	AK 백화점 (수원)
	2016	제주	23,100	600.2	15.1	13.4	경쟁사 없음

자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

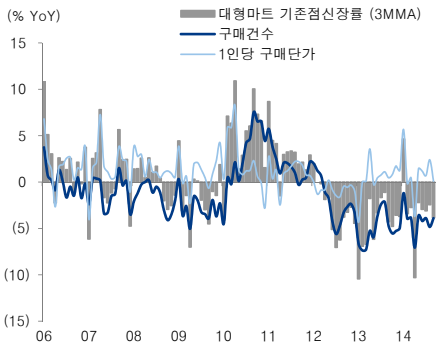
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

대형마트 규제 효과 완화 예상

대형마트: 기존점신장률 2013년 -5%, 2014년에는 -3%, 2015년 +1.5% 로 회복 기대

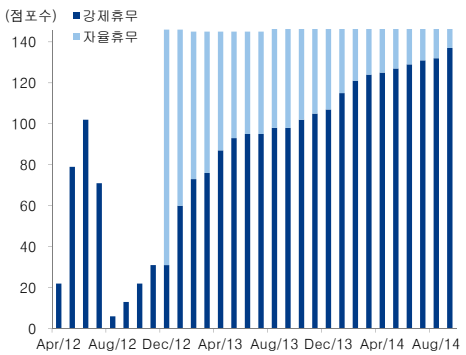
- 대형마트 강제 휴무 실시로 인한 기저효과로 15년부터 플러스 성장세로 돌아설 것으로 전망
  - 소비자들의 쇼핑 패턴이 점차 휴무일(일요일, 수요일)을 피해 토요일 쇼핑을 늘릴 것으로 기대
- 규제의 영향을 받았던 대형마트 업체의 실적은 기저효과로 15년 회복 예상
- 규제로 13-14년 생활용품/음식료 기업 실적이 부진하였으나, 15년 기저효과로 영업 정상화 기대
  1) 대형마트 및 SSM의 영업일수가 줄어들면서 Q가 하락
  2) 대형유통업체들이 규제 환경을 극복하기 위해 단가 인상을 자제하도록 압박하면서 P 역시 부진
- LG생활건강: 2013-14 년 생활용품, 음료 부문이 대형마트 규제에 영향
  - 생활용품, 음료부문의 대형마트&SSM 매출 비중은 각각 20%, 12%. 2015년 실적 정상화 전망.

대형마트 기존점 신장률 추이



자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

이마트 강제휴무 자율휴무 추이



자료: 이마트, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

홈쇼핑 모멘텀 부재와 잠재적 규제

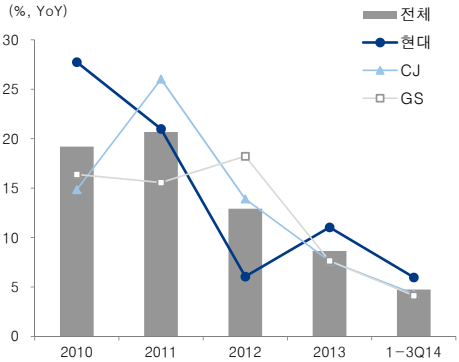
홈쇼핑 외형 성장 모멘텀 둔화

- 홈쇼핑 상반기 총 취급고 성장률은 2012년 13%, 2013년 8% 대비 4%대로 둔화. 주로 TV부문 매출 성장 둔화에 기인.
- 모바일: 기존 저마진 온라인 부분 잠식 -> 올해 초부터 케이블 TV 부문 매출까지 잠식 시작.
  - TV 부문(총매출 기여도 60%)의 영업이익률이 SO 커미션 등 고정비용 부담으로 인해 하락할 수 있음
  - 프로모션 비용 상승으로 인해 모바일 부문의 견조한 마진(4-5%로 온라인부문의 0-1% 상회) 유지 어려움

잠재적 규제

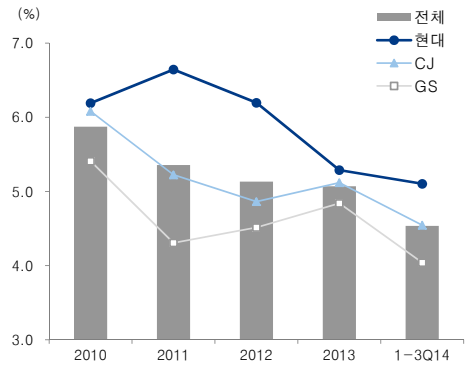
- 제 7홈쇼핑: 2015년 하반기 제7홈쇼핑 허가를 계획. 경쟁 심화로 외형 성장 추가 둔화와 SO수수료 증가 예상
- 보험 규제: 매출 비중 5% 미만, 그러나 영업이익 비중 30% -> 추가적인 추정치 하향 조정 가능

주요 홈쇼핑 회사의 취급고 성장률 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

주요 홈쇼핑 회사의 영업이익률 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

해외직구, 병행수입 유통업 영향 분석

최근 해외 직접구매와 병행수입 등 신 유통채널이 부상

- 해외 쇼핑몰 및 국내 구매대행 사이트를 이용한 해외 직접구매 증가세
- 병행수입 역시 정부의 물가안정을 위한 활성화 의지에 힘입어 성장세 지속
- 다만 병행수입업에 참여할 수 있는 업체가 제한될 뿐 아니라, 기존 유통업체들이 병행수입 사업을 확대한다면 오히려 제조사에 대한 가격협상력이 높아질 것

백화점: 영향 제한적 (민감도 분석 참고)

- 높은 수준의 재고관리, 영업자본이 필요한 병행수입업에 참여할 수 있는 업체 제한적
- 명품 소비자들은 신뢰할 만한 유통업체(백화점)를 선호할 것. 백화점이 병행수입 참여 시 협상력 증대 기대

대형마트(이마트): 긍정적

- 이마트 2013년 병행수입 매출액은 약 600-700억원 (해외 직소싱 포함 시 약 7,000억원)
- 향후 정부의 정책 시행에 따라 동사의 병행수입 매출액 증가 예상, 고객유인에도 긍정적인 영향 기대

가전유통(롯데하이마트): 영향 제한적

- 해외 직접구매 가능 품목이 제한됨: 관세, 배송료 조건이 적절한 소형 텔레비전, 태블릿 PC, 노트북 등
- 국내 가전시장은 삼성, LG등 주요 제조업체들이 60% 이상 점유하고 있어 병행수입이 쉽지 않을 것
- 병행수입업에 참여할 수 있는 업체 제한적, 동사가 병행수입 참여 시 협상력 증대 기대

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

해외직구, 병행수입 민감도 분석

- 영향 제한적: 이는 1) 해외 직접구매는 주로 백화점에서 취급하지 않는 중저가 상품에 최적임, 2) 해외 쇼핑몰 사이트는 대부분 한국어 옵션이 없음. 3) 관세로 인해 평균 해외 직접구매액 성장 여력은 제한적이기 때문.
- Sensitivity test: 향후 5년 간 1) 해외 직접구매의 연평균 40% 성장, 2) 백화점 매출의 연평균 4% 성장, 3) 해외 직접구매를 통해 구매한 상품 중 30%정도가 백화점 상품과 중복될 것을 가정하면, 해외 직접구매 증가에 따른 2014~2018년 백화점 매출 감소폭은 -0.9ppt 정도로 미미할 것으로 추정됨
- 민감도 분석 I : 연평균 4% 성장 가정 시 2018년 백화점시장 예상 규모

(십억원)		백화점과의 품목 중복				
		0%	20%	40%	60%	80%
해외 직접구매 CAGR	20%	36,256	35,762	35,267	34,772	34,278
	40%	36,256	35,187	34,118	33,049	31,979
	60%	36,256	34,172	32,087	30,003	27,918

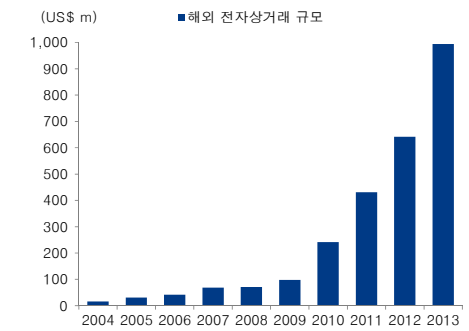
- 민감도 분석 II : 해외구매 연평균 40% 성장, 이들 중 30%가 백화점 상품과 중복된다고 가정 시 향후 5년 간 백화점 매출 증감폭 -1ppt 미만

		백화점과의 품목 중복				
		0%	20%	40%	60%	80%
해외 직접구매 CAGR	20%	0.00	(0.27)	(0.55)	(0.83)	(1.12)
	40%	0.00	(0.60)	(1.21)	(1.84)	(2.48)
	60%	0.00	(1.18)	(2.41)	(3.72)	(5.09)

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

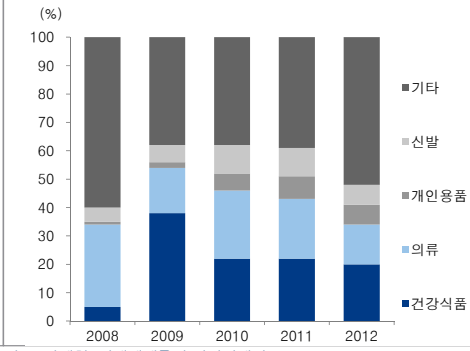
해외직구, 병행수입 현황

우리나라의 해외 전자상거래 규모 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

해외 직접구매 품목별 비중



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

해외 직접 구매 현황

	구매 횟수	구매량	평균 구매량	YoY growth
	(m)	(USD m)	(USD)	(%)
2010	3.5	274	78	2.6
2011	5.6	472	84	7.5
2012	7.9	707	89	6.2
2013	11.2	1,040	93	3.8
2014 1~8월	9.9	954	97	4.0

자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

화장품 고가 화장품 회복으로 주가 모멘텀 상승

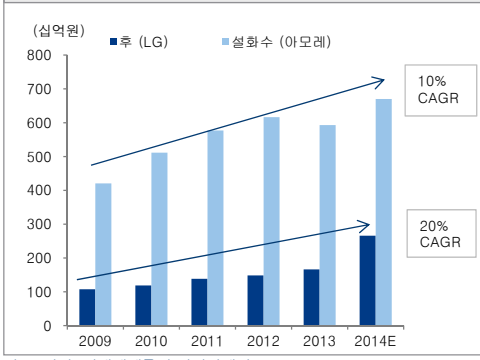
LG생활건강

- 프리스티지 화장품 매출액은 성공적인 브랜드 출시, 매장 확대 및 브랜드 인지도 상승에 힘입어 2006년-2013년 연평균 18%의 성장세를 보임. 특히 주요 고가 브랜드 '후'는 2008년-2013년 연평균 14%, 2014년 1분기-3분기 62%의 매출 신장률을 기록.
- 프리스티지 화장품 시장에서 공격적 확장에 나선 결과, 업계 1위 아모레퍼시픽과의 영업이익률 차를 축소.

아모레퍼시픽

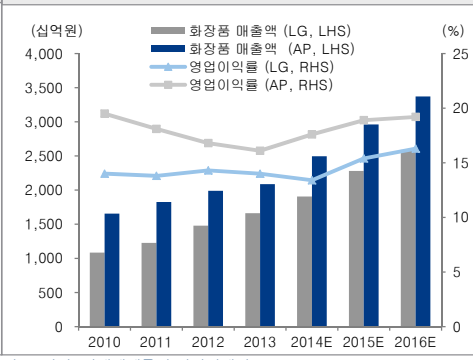
- 방문판매 본격적 회복기대. 면세점, 온라인은 신규 유통 채널로 구조적 성장 기대.
- 해외 부문은 외형 및 수익성 모두에서 꾸준한 성장세를 보이고 있음. 향후 2013-16년 기간 동안, 해외 부문은 신규출점 및 신제품 출시에 힘입어 연평균 32%씩 성장할 것으로 예상됨.

브랜드 매출액 비교: 후 vs 설화수



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

주요 화장품 회사 매출 및 영업 이익률 비교



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

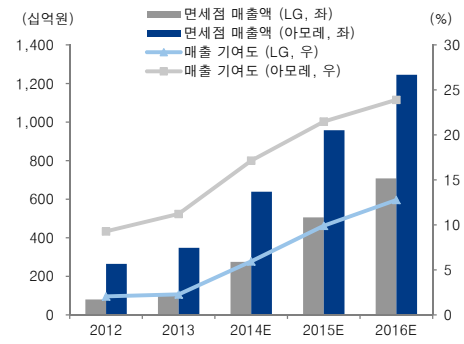
화장품 고마진 채널 매출 고성장 진행 중

프리스티지 화장품의 높은 매출 신장세

- 면세점: 방한 중국인 관광객의 소비지출금액 급증에 따라 면세점 매출이 향후에도 지속 성장할 것. .
  - LG생활건강 - 2014년: 면세점 채널의 전체 매출 기여도는 약 5%(영업이익 기여도 13% 추정)
    2016년: 매출 비중 13%까지 증가 전망(영업이익 기여도 30% 추정)
  - 아모레퍼시픽 - 2014년: 면세점 채널의 전체 매출 기여도는 약 17% (영업이익 기여도 30% 추정)
    2016년: 매출 비중 24%까지 증가 (영업이익 기여도 45% 추정)

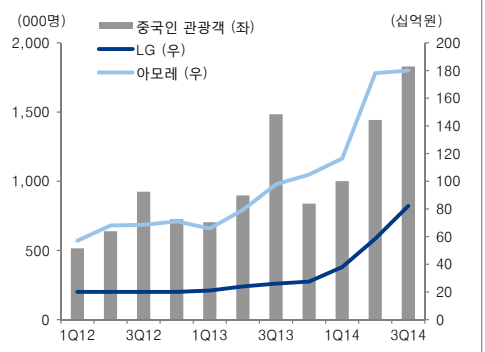
- 방문판매: 재고 조정 및 방판 전용 신제품 출시로 매출 회복.
  - 중국인 수요 감안하면 향후 구조적 성장 예상.

면세점 채널의 높은 성장률



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

중국 여행객 증가에 따른 면세점 판매 추이

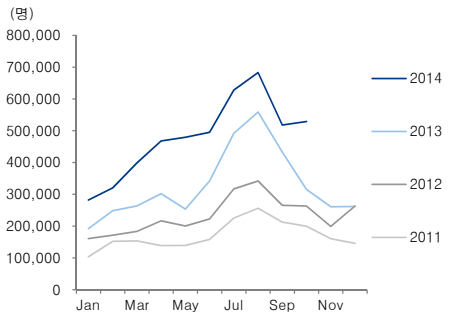


자료: 각사, 법무부, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

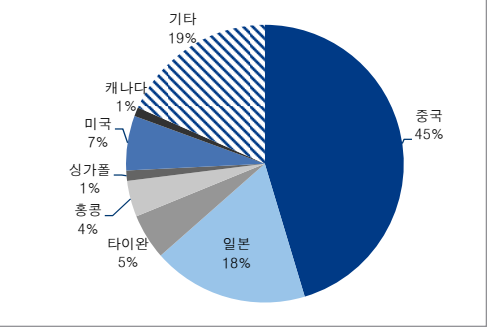
고가 화장품 방한 중국인 수요로 성장 중

중국 여행객 연도별 방문 현황



자료: 법무부, 미래에셋증권 리서치센터

국가별 방문객 현황 (2014년 1-10월)



자료: 법무부, 미래에셋증권 리서치센터

방한 중국인 비자 완화 추이

시기	정책 변화
2008년 3월	제주도 중국인 무비자 30일 거주 허용
2008년 4월	수학여행 단체에 비자 면제
	복수비자 선정 조건 확대
	비자 발급 소요 기간 7일에서 3일로 단축
2009년 7월	비자 발급 절차 간소화 (관련 서류 7개에서 2개로 축소)
2010년 10월	복수비자 발급 대상 추가확대
	대학생들에 대한 비자 발급기준 완화
2012년 6월	복수비자 발급 대상 추가확대 (의료 목적, 자산 5백 위안화 보유를 입증한 자, 중국 공무원 또는 공기업 직원, 100만불 이상 우리나라에 투자한 기업의 임직원 대상)
	비자 발급 절차 간소화 (관련 서류 2개에서 1개로 축소)
2012년 8월	의료관광 복수비자 발급
2013년 8월	복수비자 발급 대상 (국내 소재의 콘도미니엄 회원권 구매자 등)

자료: 외교부, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

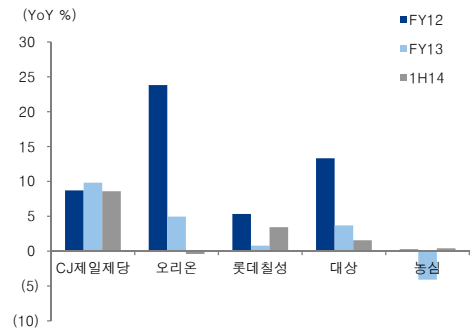
음식료 이익 결정변수: 가격 (P)

음식료 제품들의 가격인상에도 불구하고 매출 성장 제한적

- 주요 음식료 업체들 연초 가격 인상 단행 -> 15년 업종 전반에 걸친 가격 인상 가능성 높지 않은 상황
  - 14년 초부터 롯데제과 평균 +3%, 롯데푸드 일부 가격 평균 9.4%, 농심 스낵류 5-6% 인상.
  - 라면은 가격인상을 하지 못했던 주요 품목. 시장 점유율 경쟁이 마무리 된 이후, 판가인상 시도 가능할 듯
  - 원재료 안정화로 가격인상 설득력 부족

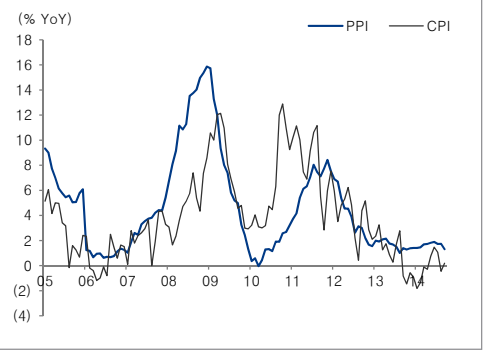
- 실질 가격 판매 가격 하락 -> 2006년도 이후 처음으로 음식료 CPI 상승률이 마이너스로 하락
  - 소비자들의 trading down 추세 지속
  - 경쟁심화와 PB상품 출시 확대로 프로모션 증가 지속

주요 음식료 회사 매출 성장률



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

음식료 CPI 성장률 하락



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

음식료 이익 결정변수: 판매량 (Q)

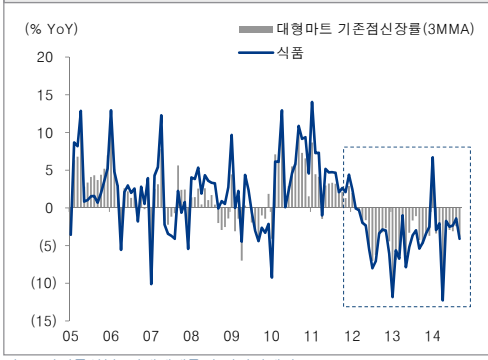
15년 판매량 소폭 증가 예상

- 시장 성숙기 진입, 유통 경기 부진, 소비자 트렌드 변화 고려시 업사이드 risk 제한적
- 통상 가격인상 후 물량 저항 3-4개월 -> 14년 trading down 소비로 예상보다 길어지고 있음
  - 15년 소비자들의 구매력이 큰 폭으로 증가하지 않을 전망 -> 내수 수요의 성장 제한적
  - 대형마트 규제 효과 완화는 소폭 플러스 효과

올해 누적 판매량 정체 지속

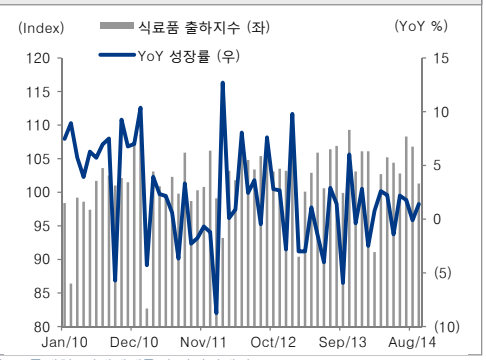
- 식료품 출하량 10-13년 1.0% 증가 올해 1-9월 누적으로 0.7% 증가
- 음료품 출하량 10-13년 2.6% 증가 올해 1-9월 누적으로 2.5% 증가

대형마트 식품 마이너스 성장 지속



자료: 산업통상부, 미래에셋증권 리서치센터

부진한 식료품 출하량 성장



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

음식료 이익 결정변수: 원가 및 비용 (C)

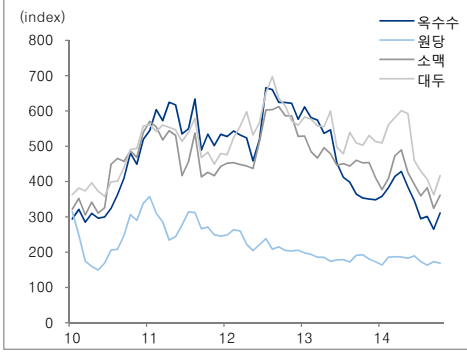
호의적인 원재료 가격

- 2014년부터 이어진 곡물가격 하향 안정세는 2015년 상반기에도 지속될 전망.
- 2014/15년 USDA 세계곡물전망
  - 14/15년 주요 곡물의 재고율 전년대비 상승 -> 재고율 개선 -> 하향 안정세 유지
- 14년 초 대비 소맥 -9%, 옥수수 -13%, 대두 -23% 변동
  - 최근 반등세를 보이고 있으나, 투입시차 (5-6개월) 을 고려할때, 원재료 투입단가는 더 낮아질 전망

판관비율 개선 어려워

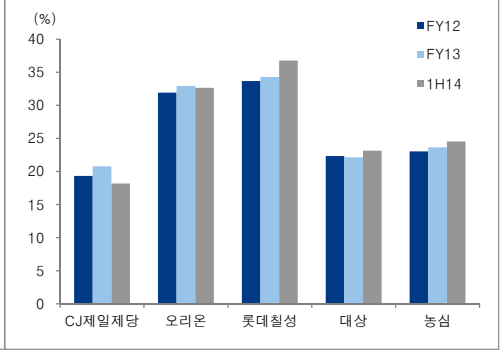
- 소비경기 부진으로 지속적 판촉행사 예상
- 지난 3년간 주요 음식료 회사의 판관비율은 광고판촉 및 지급 수수료 증가로 비용구조 악화되었음
- 15년 의미 있는 개선 어려울 듯

원재료 가격 지수 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주요 음식료 회사 판관비율 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

음식료: 위협적인 PB 증가, HMR 시장증가는 기회

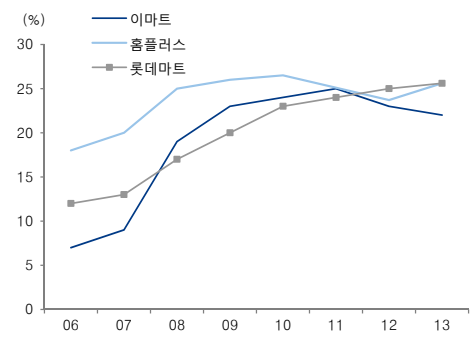
PB의 공습

- 어려운 영업환경 속에서 대형유통 업체들의 효율성 개선을 위해 PB제품 출시 증가
- 대형마트 내 PB 비중 24%까지 증가 (vs 2006 10% 수준)
- PB증가: 유통마진을 줄일 수 있기 때문에 대형마트에게 긍정적,
  가격 경쟁을 일으키기 때문에 음식료 업체들에게 부정적.

HMR시장

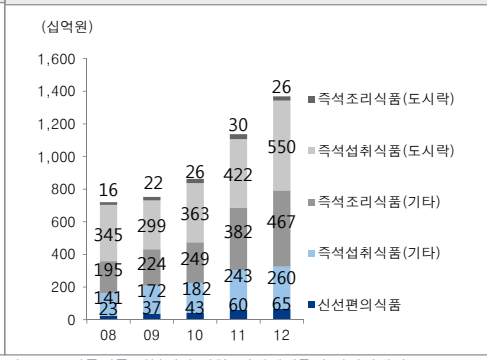
- 1인 가구 증가로 (2013년 27% 비중 -> 2035년 34%까지 증가) 가정간편식 수요 증가
- 간편식시장 2010년 8천억에서 2013년 1.3조원으로 성장
- 관련 기업: 신세계푸드 (Peacock 브랜드), 롯데푸드 (계열사 편의점 1,000억 매출)

대형마트 내 PB 비중 증가 추세



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

HMR 시장 증가 추이



자료: FIS 가공식품 세분시장 현황, 미래에셋증권 리서치센터

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

[에너지/유틸리티/통신]

에너지/유틸리티: Energy 산업의 정상화 및 효율화 지속

통신서비스: 새로운 패러다임 진입하는 통신산업

유틸리티 · 에너지 · 통신서비스

이학무

3774-1785 hmlee@miraeasset.com

커버리지 한국전력, 삼성SDI, 한국가스공사, 한전KPS, OCI
SK텔레콤, KT, LG유플러스, 삼성정밀화학, 포스코켐텍

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

[에너지/유틸리티] Executive summary

에너지산업의 정상화 및 효율화 진행 지속 전망

- 중국 및 인도를 비롯한 신흥국가의 기하급수적인 원유 사용량 증가는 에너지원의 사용 효율 증가에 대한 요구가 지속될 수 밖에 없을 것으로 전망함.
- 이에 따라 전력시장은 분산식에 대한 요구가 점진적으로 증가할 것이고 이를 위해 태양전지 및 ESS 솔루션 도입도 가속화 될 수 있을 것으로 전망함. 뿐만 아니라 고효율 발전기 가동 및 원전 가동 정상화로 발전 원가 부담은 상당히 낮아질 것임. 반면에 탄소 사용량에 대한 규제 및 원전 폐기불 비용 등이 커지면 새로운 비용 부담이 이를 상쇄해줄 것으로 전망함.
- 전력에 대한 효율성 증대로 발전용 가스사용량 감소로 전체 가스사용량 증가는 정체를 보일 것으로 전망함. 그러나 해외자원개발로 인한 수익 증가 및 신규 자원 개발의 가치는 높아질 수 있는 것에 주목해야 할 것임.

ESS의 효율성 가시화 기대

- 주파수 조정 예비력 시장의 대체를 위한 ESS가 연말부터 일부 도입되기 시작해서 설치가 가속될 수 있을 것으로 기대함
- 일부 경쟁력 있는 분야를 제외한 분야에서 ESS의 도입은 기대보다 지연될 가능성이 높다고 판단함

전기차 성장의 중심이 될 것으로 기대되는 유럽

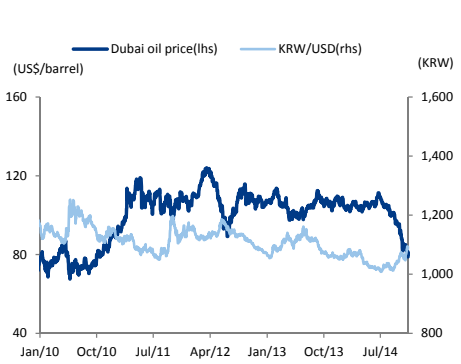
- 독일 3사의 유럽시장에서 E세그먼트에서의 시장 점유율 비중이 80%를 상회하고 있어 이 시장의 지배력을 지키기 위한 수단으로 연비규제가 활용될 수 있는 것에 주목해야 할 것임.
- 2015년 연비규제가 온전히 시행되는 첫해라는 측면에서 독일 3사의 유럽시장에서의 친환경차 확대 전략이 가시화 될 수 있을 것으로 기대하고 이에 따르는 삼성SDI의 모멘텀 기대는 유효하다고 판단함.

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

에너지의 효율성 증대 요구 지속 전망

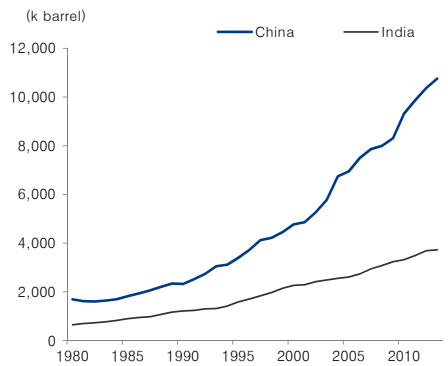
- 유가가 안정화를 보이고 있으나 중국 및 인도를 포함한 신흥국가의 에너지 소비량 증가로 인해 언제든지 불안정 해질 수 있는 것을 감안할 때 에너지의 효율성 증대는 지속될 것으로 전망함
- 고효율 발전기 도입 및 분산 발전을 통한 에너지 효율성 증가가 지속될 것임
- 전기차 및 ESS를 통한 에너지 효율성 증대 솔루션의 지속적인 개발 기대 유효

국제 유가추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

중국 및 인도 원유 소비량



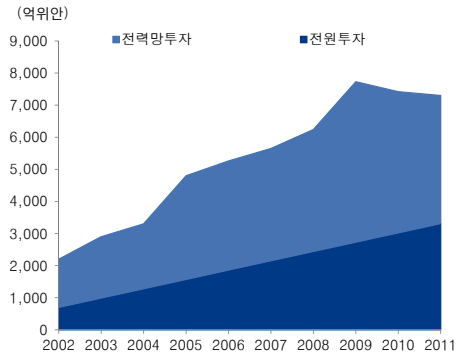
자료: BP, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

송배전망 구축 및 비용 부담 해결 필요

- 지난 10년간 중국의 전력망 및 전력원 투자 추이를 보면 누적으로 전력망에 대한 투자가 60%이상 더 높을 정도로 송배전망 비용에 대한 부담은 높은 상황임.
- 이를 해소하기 위해서 신재생 중심으로 분산발전에 대한 필요성이 높아지고 있으며 이는 소형 LNG 발전으로도 확대될 것으로 전망함.

중국 송배전 투자



자료: 미래에셋증권 리서치센터

중국 풍력 송배전 비용 추정

	항목	비용
송전전로 비용	길이(km)	10,326
	단가(만위안/km)	253
	총 비용(억위안)	261
	총 비용(억원)	42,450
	총 비용(백만달러)	4,210
	풍력 단위 당 비용(달러/W)	0.09
변전소 비용	용량(GVA)	39
	단가(백만위안/GVA)	783
	총 비용(억위안)	305
	총 비용(억원)	49,797
	총 비용(백만달러)	4,920
	풍력 단위 당 비용(달러/W)	0.11

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

태양전지 솔루션 기반의 분산전원 개화

- 전력 사용처 인접지역에 태양전지 발전소를 위치 시키려면 가장 크게 부담되는 것이 토지 비용임. 태양전기 기준으로 1MW급의 소형 발전소급의 경우에는 토지 비용을 감안해도 송전비용을 충분히 상쇄해 줄 수 있는 것으로 판단함.
- 소형 LNG 발전기의 경우 토지비용보다 소형 LNG 발전기의 원가 절감 및 효율성 증가가 선결되어야 하기 때문에 분산발전 초기는 태양전지가 주도 할 것임.

분산 발전 비용 분석

분산전원 분석		
Capacity assumption: 100W		
	Unit	Cost
Installation	KW	100
Module price per Watt	$/W	0.7
Total module price	$	70,000
Capacity per m²	W/m²	150
Module efficiency	%	15
Installation size	m²	800
Installation size	m²	800
Land cost	$/m²	60
Total land cost	$	48,000
Solar installation capacity per land unit	$/W	0.48
Labor cost	$/day	40
# of labor	#	6
Period	day	80
Total cost	$	19,200
Cost per Watt	$/W	0.19
Other material cost per Watt	$/W	1
Solar installation cost	**$/W**	**2.4**

자료: 미래에셋증권 리서치센터

분산 발전 설비 예시

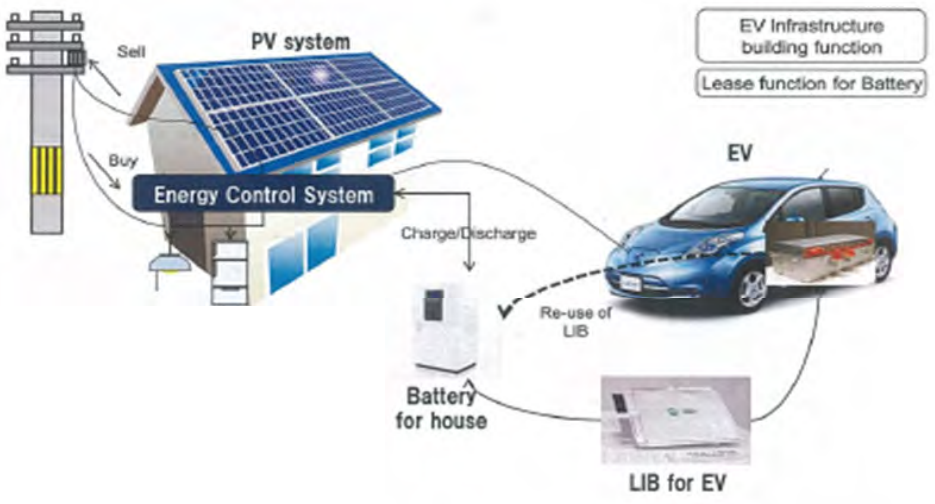
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

마이크로 스마트 그리드 하우스 도입 가속화 기대

- 태양전지, ESS 및 EV로 구성된 마이크로 스마트그리드 도입 기대 유효
- 일본을 중심으로 도입이 상당히 가속화 되고 있는 것으로 판단함
- ESS 및 EV 가격이 더 낮아지고 다양화 되면 미개발 지역의 전력 및 자동차 보급의 한 방식이 될 수도 있을 것임

마이크로 스마트 그리드의 예



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

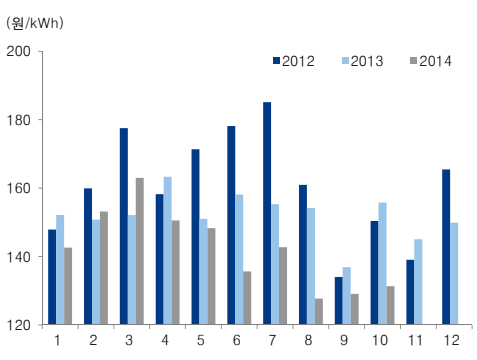
효율성 증가로 인한 국내 전력 시장 안정화 전망

- 석탄 뿐 아니라 석유 가격도 하향 안정화 되고 있어 국내 전력 시장은 안정화 될 수 있을 것임.
- 에너지 가격의 하락뿐 아니라 IPP를 중심으로 고효율 발전기도 도입되고 있어 SMP 가격도 하향 안정화 되고 있음.
- 이로 인해 발전용 천연가스 사용량은 수요가 감소할 것으로 전망함.

유가 및 석탄 가격 추이 (2012~)

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

월간 SMP 추이



자료: EPSIS, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

유럽의 연비 규제를 시작으로 전기차 시장 본격 성장

- 2021년에 기준으로 논의되고 있는 기준으로 폭스바겐의 경우 약 60~70만대를 PHEV 이상으로 판매할 경우 95g/km의 기준을 맞출 수 있고 BMW의 경우에도 15~16만대를 PHEV로 판매할 경우 기준에 부합할 수 있음.

- 독일계 자동차 업체가 아닌 경우에는 현재 대형세단을 포함하지 않은 상태에서 기준에 맞추고 있는 것으로 친환경 자동차 라인업 없이 대형세단 판매는 어려울 것으로 보고 있음.

Volkswagen 탄소 배출량 초과 벌금 규모 산정 표

2015년	차량 판매량	탄소배출량 (g/km)	평균 탄소배출량 (g/km)	벌금 규모 (백만 유로)
총 판매 예상	3,350,000	135		
PHEV	30,000	60	134.43	605.0
PHEV	50,000	60	133.98	462.4
PHEV	80,000	60	133.31	248.3
PHEV	100,000	60	132.86	138.9
PHEV	120,000	60	132.41	87.6
PHEV	150,000	60	131.74	53.8
PHEV	200,000	60	130.62	10.9
2021년	**차량 판매량**	**탄소배출량 (g/km)**	**평균 탄소배출량 (g/km)**	**벌금 규모 (백만 유로)**
총 판매 예상	3,500,000	108		
PHEV	100,000	42	106.19	3,721
PHEV	200,000	42	104.30	3,094
PHEV	300,000	42	102.42	2,466
PHEV	400,000	42	100.53	1,838
PHEV	500,000	42	98.64	1,210
PHEV	600,000	42	96.75	583
PHEV	700,000	42	94.86	0

자료: 업계 자료, 미래에셋증권 리서치센터

BMW 탄소 배출량 초과 벌금 규모 산정 표

2015년	차량 판매량	탄소배출량 (g/km)	평균 탄소배출량 (g/km)	벌금 규모 (백만 유로)
총 판매 예상	800,000	141		
EV	20,000	0	137.48	385.5
EV	30,000	0	135.71	251.2
EV	40,000	0	133.95	113.6
EV	50,000	0	132.19	19.8
EV	60,000	0	130.43	1.8
EV	70,000	0	128.66	0
2021년	**차량 판매량**	**탄소배출량 (g/km)**	**평균 탄소배출량 (g/km)**	**벌금 규모 (백만 유로)**
총 판매 예상	900,000	113		
EV	80,000	20	104.55	817
EV	100,000	20	102.49	640
EV	120,000	20	100.43	464
EV	140,000	20	98.36	288
EV	160,000	20	96.30	111
EV	180,000	20	94.24	0

자료: 업계 자료, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

높은 브랜드가 전기차 시장 진입을 용이하게 할 것

- BMW 및 아우디와 같이 고가 브랜드의 경우에는 i3에서도 볼 수 있듯이 기존 내연기관 모델 대비해서 가격 부담이 없음.

- 따라서 전기차 시장을 선점함으로 전기차 비중을 높여 연비규제를 피해갈 수 있는 전략을 구사할 수 있으나 고가 브랜드가 없는 업체는 상당히 어려움이 있을 것임

BMW i3

자료: 미래에셋증권 리서치센터

BMW i8

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

전기차 모델 출시 계획

전기차 출시 계획

출시	종류	회사명	모델명	용량(KWh)	배터리 공급
2014	PHEV	Mitsubishi	Outlander PHEV	12.0	LEJ
	PHEV	GM	Cadillac ELR	16.5	LG Chem
	PHEV	VW	Cross Coupe	9.8	
	PHEV	Audi	A3 Sportback e-tron	8.8	
	PHEV	Mercedes-Benz	S500 PLUG-IN HYBRID	10.0	
	PHEV	BMW	i8	7.2	Samsung SDI
	PHEV	Volvo	V60 Plug-in Hybrid	11.2	LG Chem
	EV	Toyota	i-Road		
	EV	Nissan	e-NV200	24.0	AESC
	EV	Nissan	Infiniti LE Concept	24.0	
	EV	Tesla Motors	Model S	85.0	Panasonic
	EV	Tesla Motors	Model X	60.0	Panasonic
	EV	VW	e-Golf	24.2	
	EV	Mercedes-Benz	A-class E-CELL	36.0	Tesla
	EV	Mercedes-Benz	B class Electric Drive	28.0	Tesla
	EV	smart (Daimler)	forjoy	17.6	
	EV	Shenzhen BYD (Daimler)	Denza EV		BYD
	EV	BMW	Active E	32.0	Samsung SDI
	EV	BMW	i3	22.0	Samsung SDI
	EV	Guangzhou/GAC	e-Linker		
	EV	Geely	EC7-EV	28.0	
	EV	Shenzhen BYD (Daimler)	Denza EV		BYD
2015	PHV	Toyota	NS4		
	PHV	GM	Cadillac XTS Platinum Concept		
	PHV	VW	CrossBlue	9.8	
	PHV	VW	CrossBlue Coupé	9.8	
	PHV	Jaguar Land Rover	Land Rover Range-e		
	PHV	SEAT (VW)	Leon TwinDrive Ecomotive		Ficosa
	EV	Nissan	e-NT400 Concept		
	EV	Dongfeng Nissan	Venucia/e30		
	EV	SEAT (VW)	Altea XL Electric Ecomotive		Ficosa
	EV	Tata Motors	Megapixel	13.0	
	FCV	Toyota	FCV-R		
	FCV	Hyundai	ix35 Fuel Cell	24.0	
	FCV	Honda	FCX Clarity		
2016~	FCV	Daimler/ Mercedes-Benz	B class F-CELL	1.4	
	FCV	Toyota	FCHV-BUS	21.0	

자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

미국 시장은 테슬라 주도로 전기차 시장 견인 전망

- 테슬라모터스라는 벤처회사가 고사양급 전기차를 출시하면서 시장의 구도는 바뀌어 가고 있음
- 중대형급의 차에서는 이미 상당히 경제성을 확보하게 된 전기차 가격에 주목해야 할 것임
- 테슬라모터스가 의미 있는 성공을 이어갈 경우 기존 자동차 OEM들도 전기차 시장에 대한 전략 수정이 불가피할 것으로 보여 테슬라모터스의 향후 행보에 주목해야 함

포르쉐 파나메라

자료: 미래에셋증권 리서치센터

테슬라모터스의 모델S

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

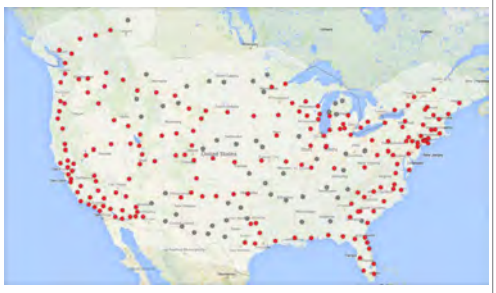
2015년 미국 충전소 완비 이후 시장 움직임에 주목

- 국내는 2013년 3월 기준으로 12,760개, 미국은 2012년 6월 기준으로 121,446개의 주유소가 있어 전기차 보급에 충전소 보급이 큰 걸림돌이 될 것이라고 오해할 수 있음
- 전기차를 움직이는 스마트기기로 생각한다면 230개 충전소면 미국을 90% 이상 커버할 수 있을 것으로 판단
- 2015년 기준 충전소간 거리는 200~250km로 축소되어 충분히 커버가 가능해 지는 것이 확인되면 이후 미국의 전기차 시장 본격 성장 진입 기대

테슬라모터스의 고속 충전소

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2015년 목표 테슬라모터스 충전소 계획



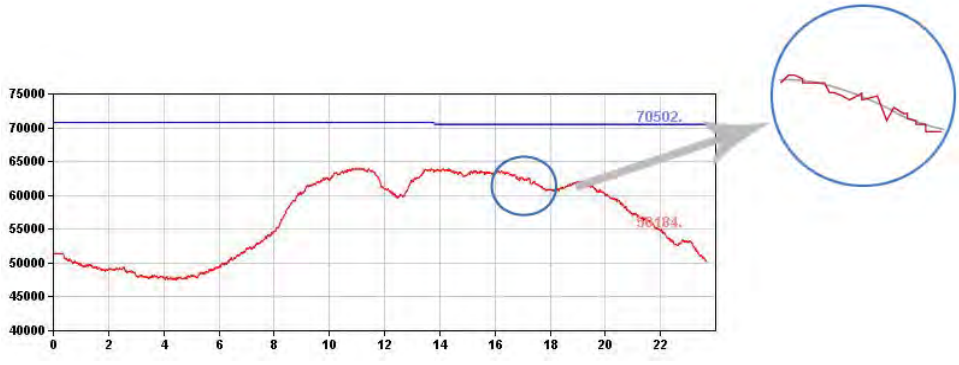
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

ESS시장 주파주 조정 예비력 대체부터 시작 될것

- 기존 발전소의 효율성을 높이고 망 전체의 안정성을 확보할 수 있다는 측면에서 주파수 조정 예비력을 대체하는 ESS의 효용성은 높은 것으로 판단
- 이미 한국전력에서 설치를 예정하고 있어 시장은 점진적으로 성장할 것이며 국내 전력망 효율성 제고에 기여할 것으로 판단함.
- 이를 통해서 1조원 수준의 발전소 건립 CAPEX 절감 효과를 기대할 수 있고 효율 향상을 통해서 연간 4천억원 이상의 비용을 절감할 수 있을 것으로 추정함

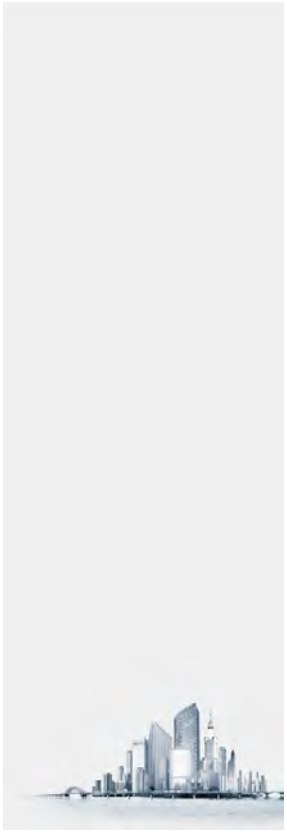
시간대별 전력수요 변동에 따른 주파수 조정 예비력



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

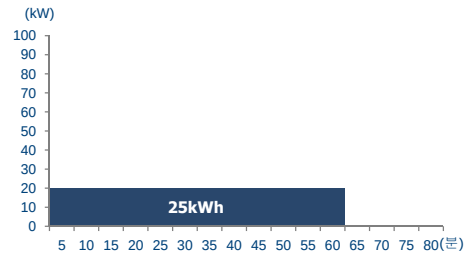
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

높은 C-rate가 지원되는 LiB의 경쟁력 부각



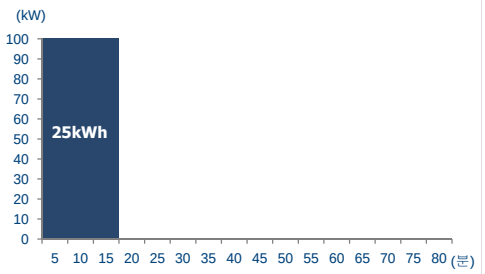
- 동일 용량의 배터리라고 하더라도 납축전지는 높은 출력을 낼 수 없는 단점이 있음
- 납축전지의 용량기준은 10시간 사용을 가정한 것으로 1시간에 나올 수 있는 전력량은 10시간 용량 대비 55%에 불과함
- LiB는 4배까지 출력을 낼 수 있어 주파수조정예비력을 대체하는 ESS에서도 경쟁력을 갖출 수 있음

C-rate 1



자료: 미래에셋증권 리서치센터

C-rate 4



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

[통신] Executive summary

새로운 국면에 진입하는 이동 통신서비스 산업에 주목

- 3G에서 LTE로 넘어가는 국면에서 데이터 원가 경쟁력을 확보한 질적 성장 국면 진입으로 인한 새로운 패러다임에 진입한 것에 더 주목해야 할 것임
- 가입자 유치 경쟁보다는 자사 가입자 대상으로 데이터 사용량 증대를 유도하기 위한 방향으로 마케팅이 집중될 것이고 이를 통한 ARPU 상승이 수익성 개선에 기여할 것임
- 단통법은 이와 같은 방향으로 진행되는 것을 가속화 하는 역할을 하게 되는 것으로 그 자체로 인한 통신서비스 산업의 구조적인 수익성 개선 기여는 높지 않다고 판단함

기가 인터넷 시대를 여는 유선 인터넷 산업의 질적 성장도 기대 유효

- 모바일 인터넷 속도가 높아짐에 따라 동영상 컨텐츠가 점점 더 고화질 경쟁이 심화되고 이로 인해 유선인터넷에서도 더 높은 속도가 요구되는 시장 환경이 조성되고 있는 것으로 판단함
- KT 기준으로 기존 인터넷망에서 추가 투자 없이 기가인터넷을 서비스 할 수 있는 비율이 50%에 이르고 있어 시장 확대를 통한 ARPU 상승 가능성에 대한 기대 유효

IoT 시대 도래에서도 새로운 사업 기회가 있을 것

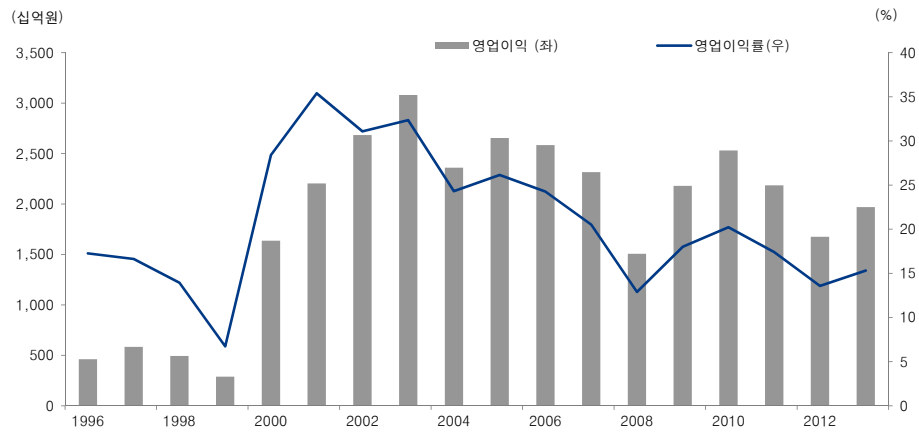
- 자동차 OEM들이 테슬라모터스 견제를 위해서 Connected Car 시장 확대를 위한 노력을 가속화 할 것으로 전망되고 있어 새로운 가입자 확대 기대가 유효할 것임
- 각각 개별적으로 추가 가입해야 하는 키즈폰 및 갤럭시기어S 등 웨어러블 디바이스가 출시되고 있어 추가요금 및 추가가입 등의 성장 기회가 열리고 있다고 판단함

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

1. LTE 데이터 전송 원가 혁신 통한 질적 성장기 돌입

- LTE 도입은 소비자 만족도 및 원가 혁신 측면에서 2000년 CDMA 도입으로 인한 수익성 도약을 다시 한번 기대할 수 있게 함. 이는 2003년 WCDMA 도입 효과가 없어서 새로운 서비스 도입에도 불구하고 수익성이 한 단계 낮아 졌던 것과 대비될 수 있음
- 1996년 CDMA 서비스 도입 이후 3년만인 1999년 말로 천만 가입자가 돌파로 규모의 경제 갖추고 무선 호출 가입자 축소 마무리로(96년 650만에서 99년 140만으로 축소) 2000년 수익성 급증했음.
- LTE도 2011년 도입 이후 3년만인 2014년 무제한 요금제 출시 및 1,500만 가입자 확보 등을 바탕으로 2015년 수익성 도약 기대 유효

SKT의 연간 영업이익 추이



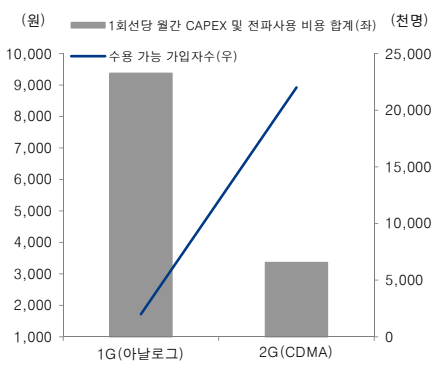
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

1. LTE 데이터 전송 원가 혁신 통한 질적 성장기 돌입

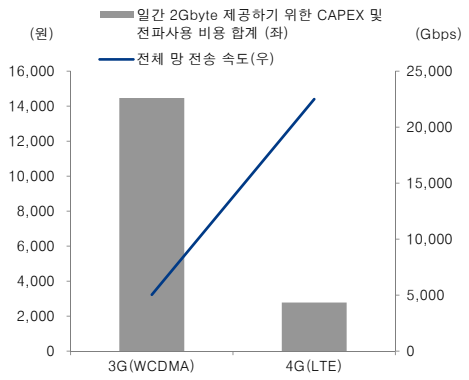
- LTE는 투자비는 반으로 줄이고 용량은 3배 증가할 수 있는 기술 혁신을 통해서 데이터 전송 속도당 원가가 3G 대비해서 70% 이상 낮아짐
- CDMA기술 역시 기존 1세대 이동통신인 아날로그 대비해서 10~15배의 가입자 수용능력을 가지고 이를 바탕으로 이론적으로 가입자 회선당 CAPEX 및 전파사용료는 60% 이상 절감되고 총 비용은 70% 이상 절감되어 현재 LTE 도입과 비교가 유효할 것임

1G대비 3G망 투자 효율 비교



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터
주: 2G 투자가 완전히 완료된 HSPA+ 기준임

3G 대비 4G망 투자 효율 비교



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터
주: 현재 기준 비용 비교 추가 하락 가능성 있음.

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

1. LTE 데이터 전송 원가 혁신 통한 질적 성장기 돌입

- 3G 도입은 원가 및 서비스의 질의 한계를 가지고 있어서 통신서비스업체의 질적 성장에 역의 효과를 보였던 것으로 추정함.
- LTE는 CDMA가 보였던 것처럼 데이터 사용에서 충분히 만족을 보이고 있고 이로 인해 프리미엄을 지불하고 있는 상황임. 데이터 전송을 위한 원가가 낮아진 것은 감안되고 있지 않는 것이 긍정적임

과거 서비스 변환기의 특징 요약

	2G → 3G	3G스마트폰	3G → LTE	LTE → LTE-A
시기	2007~2009	2010~2011	2011~2013	2013~
기술 변화	EVDO rev.A/B → HSDPA	HSDPA → HSPA+	HSDPA/HSPA+ → LTE	LTE → LTE-A
데이터 전송 속도	3~9→14	14→21	14~21→75	75→150
주도 업체	SKT, KT	KT	LGU+, SKT	3사 모두
주도 업체 수혜 여부	X	O	O	?
경쟁상황	과도한 경쟁으로 KTF 분기 적자	단말기 가격 부담 수익성 하락	ARPU증가 수익성 개선	ARPU 상승이 비용증가 상회 가능 기대
킬러애플리케이션	영상통화	온전한 인터넷 접속	동영상	FHD급 동영상

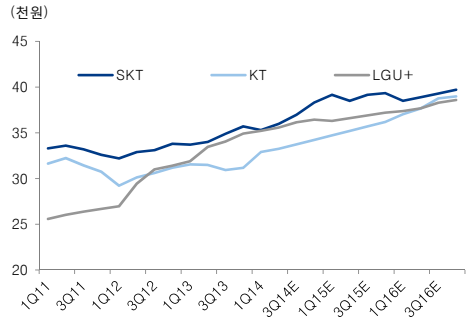
자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

1. LTE 데이터 전송 원가 혁신 통한 질적 성장기 돌입

- 무제한 요금제 가입자 증가가 ARPU상승에 크게 기여할 것임. SKT 기준으로 이미 4개월만에 200만 가입자가 넘어 선 것으로 파악되고 있고 2015년 1/4분기까지 500만명까지 증가할 것으로 기대함. LGU+ 및 KT는 SKT보다는 느린 속도를 보이고 있긴 하지만 무제한 요금제 가입자 증가를 바탕으로 ARPU 상승세 보이는 것으로 파악함.
- 스마트폰의 성능 개선 속도가 상당히 둔화되고 있는 것도 다양한 측면에서 단말기 가격 하락을 기대할 수 있고 이는 소비자가 더 높은 ARPU를 지불할 수 잇는 여력이 될 수 있을 것임.

3사 ARPU 추이 및 전망



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

갤럭시 S5 및 갤럭시 Alpha 사양 비교

	Galaxy S5	Galaxy Alpha
Display	5.1" FHD Super AMOLED (1920x1080)	5.1" HD Super AMOLED (1920x1080)
Processor	2.5GHZ Snapdragon 801	Exynos / Snapdragon Quad-core
Network	LTE, CDMA, GSM, WIFI	Broadband LTE-A
Camera	16MP near camera, 2MP front camera	12MP near camera, 2.1MP front camera
Battery	2800mAh	1860mAh
Dimensions	142.0 x72.5 x 8.1 mm	132.4 x 65.5 x 6.7 mm
Weight	145g	115g

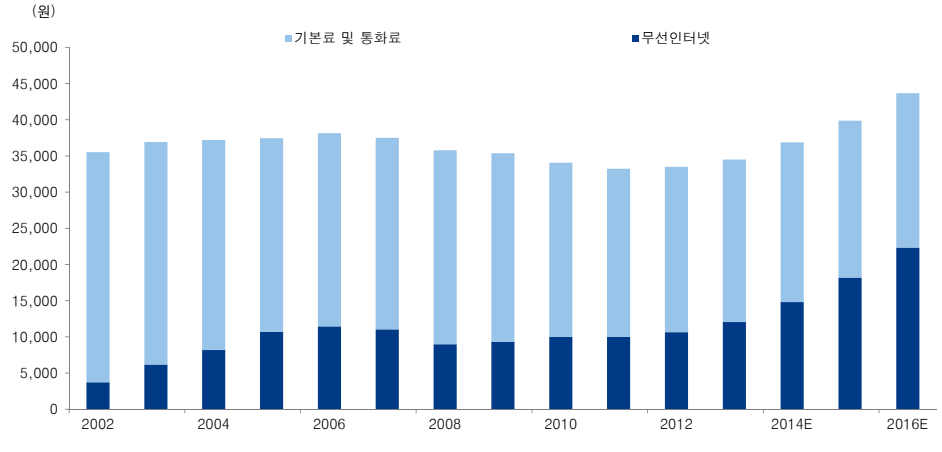
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

1. LTE 데이터 전송 원가 혁신 통한 질적 성장기 돌입

- 기본료 및 통화료 ARPU와 데이터 ARPU로 나눠서 분석해도 SKT 기준으로 4만원 수준의 ARPU 도달은 충분히 기대 가능한 수준임.
- SKT기준으로 피쳐폰의 ARPU가 2.1만원을 유지하고 있는 것을 감안하면 기본료 및 통화료가 2만원 수준은 유지할 수 있고 여기에 데이터 사용을 위해서 2만원정도 추가로 부담하는 것을 감안하면 4만원 ARPU 유지는 기대 가능한 수준임.
- LGU+ 및 KT의 경우에는 기본료 및 통화료에 있어서 기존부터 디스카운트 받고 있던 요인이 있어 37,000원 전후로 SKT 대비 2~3천원 낮은 수준에서 ARPU가 수렴할 것으로 전망함.

SKT 부문별 ARPU 추이 및 전망



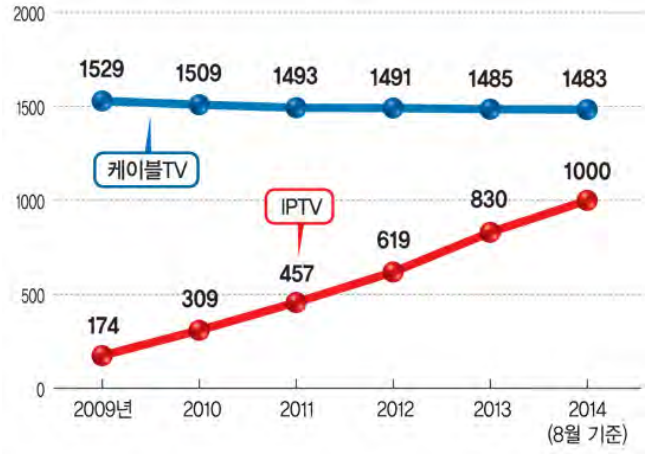
자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

1. LTE 데이터 전송 원가 혁신 통한 질적 성장기 돌입

- ARPU을 높이는 가장 주요한 이유는 모바일 IPTV가 될 것임.
- 유선 IPTV에서 기존 케이블 방송 시장을 이미 큰 폭으로 잠식하고 있는 추세를 이어 모바일IPTV로의 시장 이전을 가속화 시킬 것으로 전망함
- HD급 영상이 한시간에 1Gbyte에 가까운 데이터를 소진하는 것을 감안할 때 모바일IPTV 사용 시작은 무제한 요금제 가입의 필수 조건이 될 것임

IPTV 가입자 추이 (만가구)



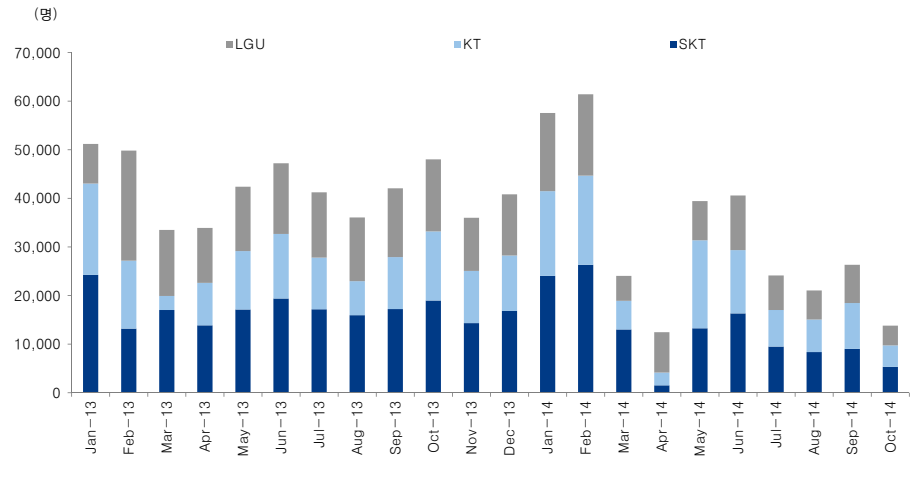
자료: 한국디지털미디어산업협회, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

2. 번호이동에서 기변으로 마케팅 방향 변화 전망

- 최근 번호이동 시장이 상당히 안정화 되고 있는 것은 긍정적임 이는 규제 등에 기인하기도 하지만 자사 가입자의 무제한요금제 이동 유인을 위한 마케팅에 기인하는 것도 크다고 판단함.
- 자사 가입자의 요금제 상향을 통한 성장이 경쟁사 가입자를 뺏어오는 것보다 실효성이 더 높다는 측면에서 2~3년간 번호이동 시장은 상당히 안정화 될 것으로 전망함.

통신 3사 일평균 번호이동 건수 추이



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터
* 자사 미포함

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

2. 번호이동에서 기변으로 마케팅 방향 변화 전망

- SKT가 지난 8월에 출시한 클럽T 같은 상품이 자사 가입자의 데이터 사용을 확대하는 전략으로의 변화의 단초가 될 수 있다고 판단함.
- 실질적으로 1.0~1.5만원을 18~12개월간 더 받고 최신형 단말기를 교체할 수 있는 옵션을 지급하는 것으로 20만원 수준의 단말기 구입 비용을 추가로 지불하는 구조로 분석함.
- 영화 관람 등의 추가 혜택을 감안하면 가입자당 30만원에 육박하는 마케팅비용을 지불하는 것이지만 이와 같은 마케팅 비용 지급을 통해서 ARPU가 크게 상승하는 효과가 있어 번호이동보다 수익성에 기여하는 효과는 훨씬 클 것임.

클럽T 요금제 상세

구분	Club T 85			Club T 100		
	~18개월	19개월~	31개월~	~12개월	13개월~	25개월~
Club T 이용요금 (VAT 별도 기준)	23,750	13,750	–	35,000	20,000	–
서비스요금 포함시	85,000	75,000	61,250	100,000	85,000	65,000
가입요금제	LTE 전국민무한 75 + 안심옵션 (퍼펙트 무한) 무선 음성 & 데이터 무제한			LTE 전국민무한 85 유무선 음성 & 데이터 무제한		
단말기 조기 교체	18개월 후 가능 (이전 단말 잔여 할부금 면제)			12개월 후 가능 (이전 단말 잔여 할부금 면제)		
대상 기종	출고가 100만원 이하 LTE 스마트폰 전 단말					
분실보험 제공	~18개월간			~ 단말 교체시까지 (최대 24개월)		
영화관람 혜택	연 4회			연10회		

자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

3. IoT를 통한 양적 성장 추가 기대 - Connected car

- Connected Car가 IoT중에 시장 개화에 가장 임박했고 통신서비스업체 입장에서는 확실한 성장 및 수익 모델을 가질 수 있다는 측면에서 상당히 중요
- 국내 이동통신 가입자 수가 5천만명을 상회하며 일인당 1폰 이상의 시대를 열고 있는 상황에서 2천만대의 등록자동차 수는 충분히 추가 가입자 확보를 통한 성장 및 수익 증가를 기대할 수 있음
- 이미 국내에서 현대차가 '블루링크'이라는 서비스를 시행. 이는 Connected Car의 초기 버전으로 스마트폰으로 자동차에 연결해서 차문을 열거나 닫고 시동을 켜거나 자동차 내부 온도를 미리 설정하는 것 등의 서비스를 제공

블루링크 예시

자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

3. IoT를 통한 양적 성장 추가 기대 - Connected car

- 현대차의 블루링크의 예에서 확인할 수 있듯이 서비스를 제공할 수 있는 여건은 모두 갖추어져 있지만 월간 1만원 이상의 비용을 지불할 수 있는 핵심적인 기능은 아직 부재하다고 판단함.
- 그러나 테슬라모터스로 인해서 기존 자동차 업체가 Connected car에 대해서 관심이 높아 CES에서 새로운 핵심 기능을 제공할 경우 시장은 예상보다 빠르게 성장할 수 있음에 주목해야 할 것임

Tesla Model S Interior

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Nissan의 커넥티드 카에 Intel AP 탑재

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

3. IoT를 통한 양적 성장 추가 기대

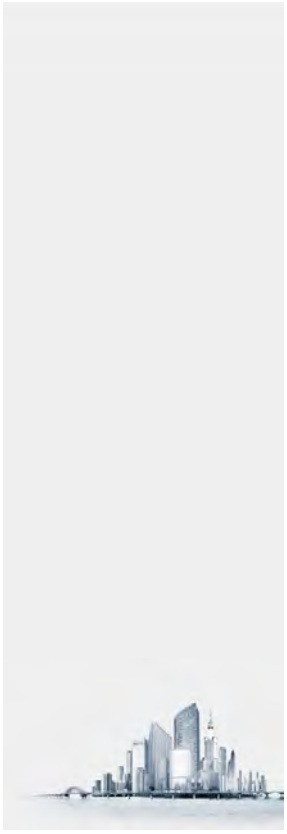
- SKT가 출시한 키즈폰도 일종의 IoT 솔루션 중에 하나이고 가입자 빠른 추세로 증가하고 있음.
- 이어폰 겸용 보청기 및 블루투스 스피커 등 아이리버 인수를 기반으로 다양항 하드웨어를 준비중임.

키즈폰 및 전용 어플리케이션

자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

3. IoT를 통한 양적 성장 추가 기대



- 갤럭시기어S의 경우 독자적인 3G 모듈을 내장하고 있어 추가적인 번호를 부여 받아야 함
- 기본요금 또는 스마트폰의 부가요금 등으로 추가 매출 기대가 가능할 것으로 기대함

갤럭시기어S

자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

[은행]

규제 완화 및 이익 상승이 이끄는 주가 상승

은행 · 카드

강혜승

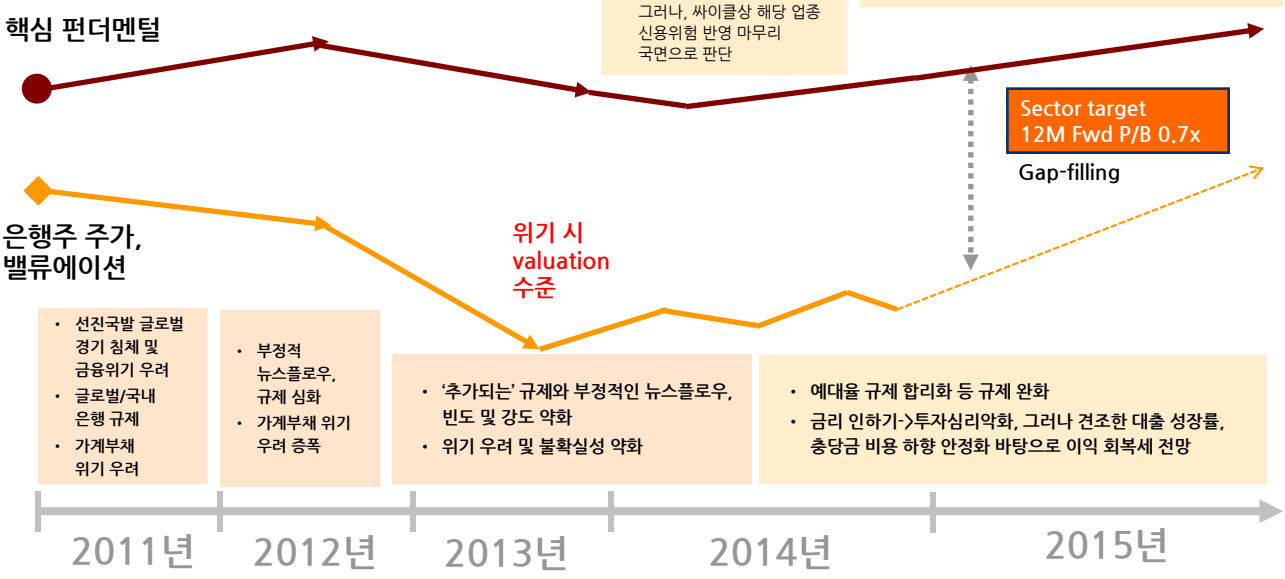
3774-1903 heather.kang@miraeasset.com

커버리지 신한지주, KB금융, 하나금융, 기업은행
우리금융, BS금융, DGB금융, 경남은행
JB금융지주, 광주은행, 삼성카드

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

2015년 은행업종 전망

2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
• 선진국발 글로벌 경기 침체 및 금융위기 우려 • 글로벌/국내 은행 규제 • 가계부채 위기 우려	• 부정적 뉴스플로우, 규제 심화 • 가계부채 위기 우려 증폭	• NIM 2H13 하락폭 둔화 • 대출성장률 2Q13부터 점진적으로 확대 • 1H13에 대기업 신용위험 증대, 그러나 건전성/충당금 비용 관리 가능한 수준 • '추가되는' 규제와 부정적인 뉴스플로우, 빈도 및 강도 약화 • 위기 우려 및 불확실성 약화	• 은행 NIM 대폭 하락 • 대출자산 성장률 축소 • 충당금비용 소폭 상승 • 자산건전성은 양호 • NIM 안정화 (고금리채권 만기도래 효과) • 대출성장률 점진적으로 확대 (기업대출이 주요 성장 driver. 회사채시장 신용스프레드 확대로, 기업 대출 성장에 우호적 환경) • 건전성 비율 개선 • 충당금 비용률 하락 경기민감업종(조선,해운,건설) 대기업 신용위험은 존재, 그러나, 싸이클상 해당 업종 신용위험 반영 마무리 국면으로 판단	• 예대율 규제 합리화 등 규제 완화 • 금리 인하기->투자심리악화, 그러나 견조한 대출 성장률, 충당금 비용 하향 안정화 바탕으로 이익 회복세 전망 • NIM 기준금리 인하로 소폭 하락 전망 (과거 대비 하락폭 축소, 금리감응자산-부채갭, 듀레이션갭 축소, 고금리채권 만기도래, 저원가성수신 확대에 따른 조달금리 하락, 대출 포트폴리오 개선으로 NIM 하락 방어) • 대출성장률 점진적으로 확대 (정책 효과로, 기업 뿐 아니라 가계부문도 성장. 14년초부터 늘려놓은 자산이 15년까지 이익 기반으로 작용) • 양호한 자산 건전성 • 충당금 비용률 하향 안정화 지속
		1H14	2H14-2015	



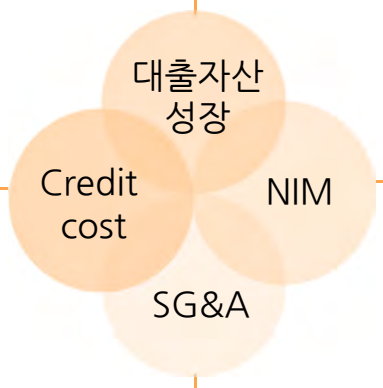
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

2015년 은행업종 펀더멘털 요인별 전망

- 5.5% 원화대출금 성장 (과거 3년 대비 성장률 확대, 그러나 초과 성장은 아님)
- 가계 5.3%, 기업 5.7%
- 시중은행 4-6%대, 지방은행 6-9%대 성장
- 은행 대출태도 완화 지속

NIM 소폭 하락 예상되나, 대출성장이 상쇄해 순이자이익 상승 전망 + 충당금 비용 하락: 순이익 +20% YoY (14년 우리금융 법인세환입, 중단영업이익 제거) **전망**

- 안정화 지속 (총여신 대비 55bps)
- 2008년 금융위기 이후 자산 건전성 개선. 최근 몇 년간, 여신 고성장/경제성장대비 초과 성장, 특정분야 집중 성장 없었음
- 기업 - 비우량 대기업 여신 부실화 우려 존재하나, (상장은행 기준) 과거 대비 충당금 부담 줄어들 전망



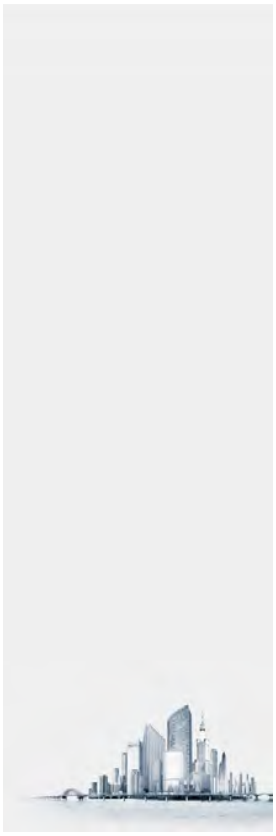
- 커버리지 은행 단순 평균 NIM 2.02% (은행 기준, -2bps YoY)
- 하락폭은 3Q12에 이미 정점. 1H14에는 안정화, 기준금리 인하 및 시장금리 하락으로 2H14-1Q15에 소폭 하락 예상되나, 과거 대비 하락폭 축소 (금리감응자산-부채 갭, 듀레이션갭 축소)
- 고금리 후순위채/중금채 만기도래로 인한 조달금리 하락, 저원가성수신 비중 확대로 인한 조달금리 하락, 대출 포트폴리오 개선 등으로, NIM 하락 일정 정도 상쇄 가능

- +3.6% YoY
- 임금인상 요인 존재
- 그러나 임직원 급여, 성과급 체계 검토, 점포 효율화 등을 포함한 강도 높은 비용 절감 노력

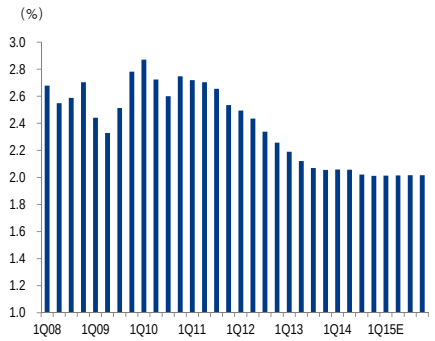
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Net Interest Margin (NIM) (1)

- 커버리지 은행 단순 평균 NIM 2.02% (은행기준 -2bps YoY)
- 하락폭 3Q12에 정점. 1H14에는 안정화, 기준금리 인하 및 시장금리 하락으로 3Q14에 소폭 하락
- 향후 NIM 하락 예상. 그러나, 4Q11-3Q13와 같은 가파른 NIM 하락은 없을 것으로 전망:
  1) 과거 대비 금리 변동에 대한 예대금리차 변동성이 낮아짐
  (특히 가계대출의 경우 고정금리대출 비중 확대, 금리감응자산-부채갭이나 듀레이션갭 축소됨)
  2) 고금리채권 만기 리프라이싱 효과로 예대금리차 하락을 일정 정도 상쇄
  3) 은행들의 NIM 하락 방어 노력 (수익성 높은 대출 자산을 주로 늘리는 등의 대출 포트폴리오 개선, 저원가성 핵심예금 증대로 인한 조달구조 개선 등)

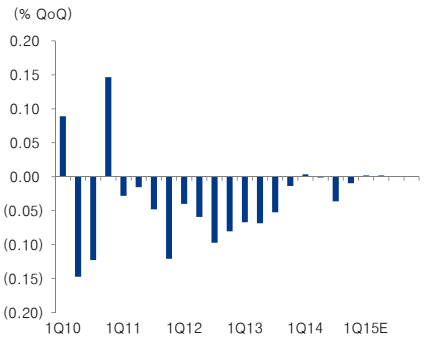


커버리지 11개 은행 단순평균 분기 NIM 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터
주: 국민은행 2Q11, 우리은행 2Q13, 외환은행 3Q14 카드사업부문 분사

커버리지 11개 은행 단순평균 분기 NIM - QoQ change



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터
주: 국민은행 2Q11, 우리은행 2Q13 , 외환은행 3Q14 카드사업부문 분사

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Net Interest Margin (NIM) (2)

은행별 원화금리감응자산, 부채

(십억원)	0-3개월	3-6개월	6-12개월	1-3년	3년 초과	합계
원화금리감응자산	405,070	160,311	87,796	93,427	71,953	818,556
원화금리감응부채	292,637	120,553	170,760	57,222	106,443	747,614
원화금리감응갭	112,433	39,757	(82,963)	36,205	(34,490)	70,942
금리 25bps 인하 시						
연간 순이자이익 영향	(281)	(99)	207			(173)
NIM 영향(bps)	(4)	(1)	3			(2)

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터
주: 우리, 하나, 외환, 대구은행 2014년 6월말 자료. 국민은행 2013년말 자료, 기타 2014년 9월말 자료

은행별 듀레이션 갭

(단위: 년)	신한지주	KB금융	우리은행	하나은행	외환은행	기업은행	BS금융	DGB금융
자산 effective duration	0.72	0.76	0.84	0.81	0.70	0.71	0.99	0.95
부채 effective duration	0.82	0.81	0.73	0.78	0.78	0.78	1.20	1.12
Effective duration gap (자산, 부채 레버리지 조정)	(0.10)	(0.05)	0.14	0.09	(0.04)	(0.07)	(0.14)	(0.17)
기준금리 25bps 하락 시 예상 연간 NIM 영향 *(추정)*	3-4	n.a.	3-4	3	3	2	n.a.	3-5

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터
주: 원화자산, 부채 기준. 신한지주 듀레이션 - 파생상품 제외. 2Q14 현재, KB금융, 우리은행은 1Q14 현재

KB금융, 기업은행 - 2014, 2015년 고금리채권 만기 도래액

(단위: 조원)		2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
KB	만기도래액(조원)	3.2	0.04	1.0		
	평균조달금리	7% 후반		5.73%		
	후순위채로 조달시 금리	3~4%		3~4%		
	선순위채로 조달시 금리	2.6~2.7%		2.6~2.7%		
	Repricing effect					
	후순위채로 조달시 (십억원)	128		22		
	총여신대비 비중 (bps)	**6**		**1**		
	선순위채로 조달시 (십억원)	155		31		
	총여신대비 비중 (bps)	**7**		**1**		
기업	만기도래액(조원)		17	16	0.6	0.9
	평균조달금리		2.8%	2.7% 중반	6.5%	7.5%
	신규조달시금리		2.3%	2.2% 이하	4%대	4%대

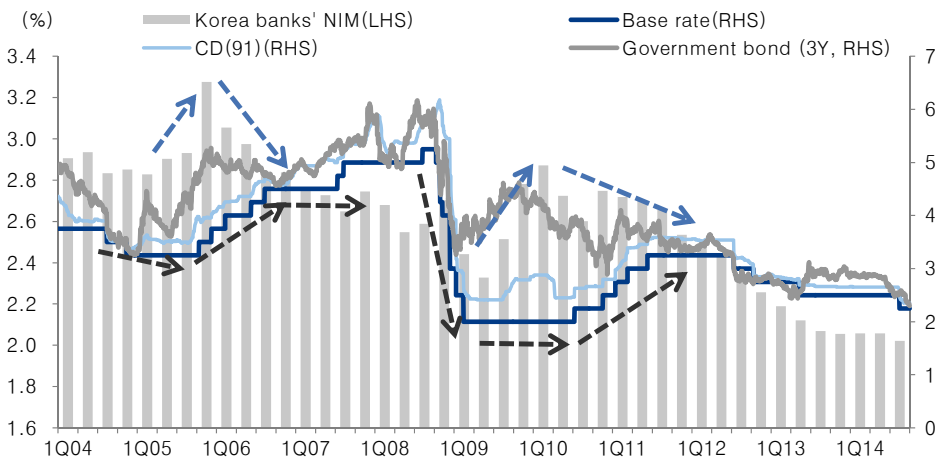
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Net Interest Margin (NIM) (3)

- 기준금리와 NIM 방향성 달랐던 시기 존재: 규제, 경쟁 환경이 더 크게 영향을 미쳤던 시기로 판단
- 2014-15년 규제 및 경쟁 환경은 (가파른 NIM 하락 기록했던 2011-12년 대비) 우호적이라고 판단

기준금리, 국고채(3년) 금리, CD(91) 금리와 NIM 변동



자료: : 각 사, 한국은행, KOSCOM, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

은행업종 관련 이슈, 규제 및 정책

2011년 - 근저당 설정비 은행 부담 시작, (금감원)여수신 관행 개선과제(대출 연체이자율 하향조정, 예금담보대출 가산금리 인하, 정기예적금 중도해지이율 인상, 민기후 옵션 다변화 등) 발표, (은행연합회) 변동금리대출의 고정금리대출 전환시 중도상환수수료 면제, (기업은행) 중소기업 대출금리 인하 발표 등

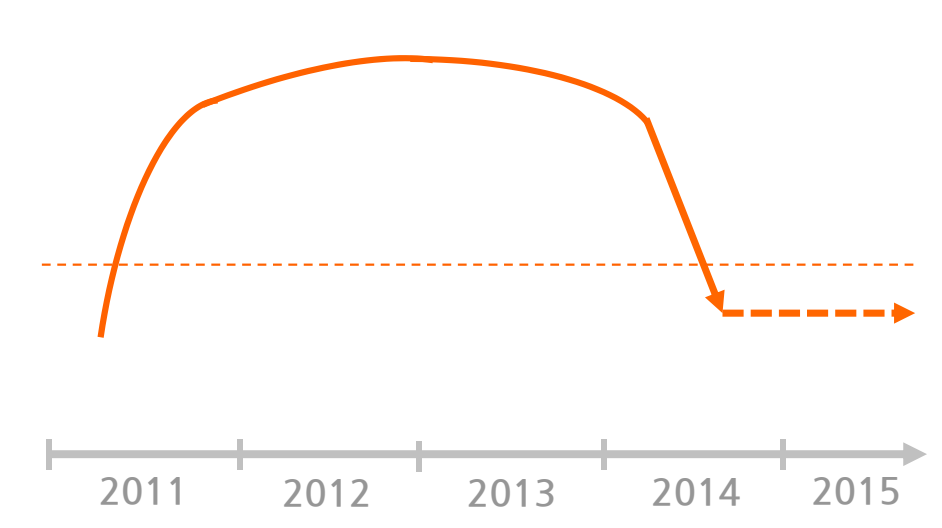
2012년 -금감원장, 은행 대출금리 과도 책정 여부 점검 확대 계획 발표, 중소기업 대출 금리 및 수수료 현장점검, (금감원) 은행 대출금리체계에 대한 감독강화방안 (대출금리체계의 적정성에 대한 감독 및 점검 강화, 은행연합회 홈페이지에 은행별 대출별 기준금리 및 가산금리 매월 비교 공시 등) 마련 등

2013년 - 의미 있는 새로운 규제 도입 제한적

2014년 - (기재부) 가계부채 구조개선 촉진방안 일환으로 은행 주담대 중 고정금리, 비거치식분할상환 대출 비중 상향, (금융위) LTV, DTI 규제 합리화 방안 시행 발표, 은행 예대율 규제 합리화

- 2011년 - 은행업종 관련 규제 강화, 부정적 영향 큰 규제 신규 도입 지속
- 2012년 - 은행업종 관련 규제 강화, 부정적 영향 큰 규제 신규 도입 지속
- 2013년 - 의미 있는 새로운 규제 도입 제한적, 내수 경기 및 중소기업 지원 정책 발표
- 2014년 - 은행업종 관련 규제 완화, 내수 경기 및 중소기업 지원 정책 발표 지속

은행업종 관련 이슈, 규제 및 정책 추이 (규제 강화 및 완화, 즉, '강도' 도식화)



자료: : 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

은행 예대율

은행별 예대율 추이

(%)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
신한	97.0	101.8	99.2	98.9	97.2	97.9	97.4	98.0	96.6	97.2	97.9	98.5	98.0	98.2	98.7
국민	98.6	98.9	98.3	99.6	97.4	97.9	98.5	98.7	96.9	98.5	97.8	98.6	97.7	98.5	98.0
우리	94.3	95.8	97.4	94.6	94.4	93.5	93.0	95.0	96.5	98.4	99.6	99.2	97.8	97.9	98.8
하나	101.5	103.5	102.0	99.2	97.4	98.1	98.8	99.6	98.9	99.5	99.6	98.8	98.8	98.7	98.6
외환	94.1	94.0	96.1	90.3	90.0	95.6	95.8	98.4	96.6	98.3	98.2	98.8	99.0	98.7	98.1
부산	100.8	100.5	100.2	99.2	97.8	97.2	97.8	97.0	98.0	97.0	97.9	97.3	97.2	97.4	96.0
대구	101.0	100.9	99.3	96.6	94.0	92.7	94.4	94.8	93.6	92.2	94.2	95.2	93.6	94.8	93.5
경남	101.1	99.1	98.8	96.8	98.1	95.7	101.0	98.1	99.9	98.8	96.9	99.4	97.0	96.5	97.0
전북	93.8	92.4	96.6	97.4	91.9	88.7	87.2	87.8	87.9	90.6	92.0	94.2	92.0	93.2	92.7
광주	96.4	94.5	95.1	93.8	94.5	94.2	96.2	95.2	97.0	95.4	97.9	97.5	96.3	96.0	96.9
기업	261.3	249.1	257.4	241.3	241.6	233.7	234.5	219.0	222.6	210.9	227.6	233.8	235.9	234.8	–
평균	**97.9**	**98.1**	**98.3**	**96.6**	**95.3**	**95.2**	**96.0**	**96.3**	**96.2**	**96.6**	**97.2**	**97.7**	**96.8**	**97.0**	**96.8**

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터
주: 월중 평잔 기준, CD 제외. 평균 예대율 기업은행 제외

예대율 규제 합리화 효과 적용 예상 예대율(2014년6월말 기준, 실제 2015년부터 적용 예정)

	예대율	정책자금대출	예상 예대율 하락폭	규제 합리화 적용 예상 예대율
	(%)	(조원)	(ppt)	(%)
신한	98.2	1.5	0.9	96.8
국민	98.5	3.5	1.8	96.7
우리	97.9	2.1	1.3	96.6
하나	98.7	2.4	2.2	96.5
외환	98.7	1.3	2.5	96.2

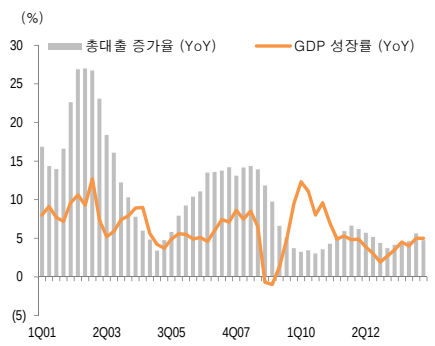
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터
주: 예대율 2Q14말 기준, 신한지주 제외 정책자금대출 규모, 예상 예대율 하락폭 및 규제 합리화 반영 후 예상 예대율 모두 2Q14말 기준(신한지주는 7월말 기준)

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

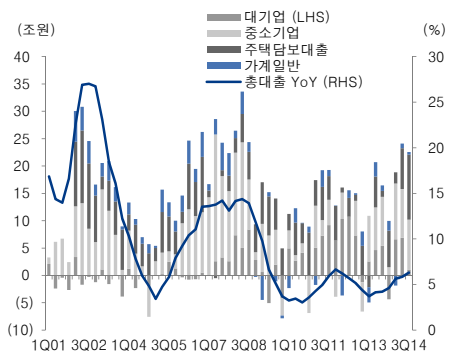
대출자산 성장 (1)

- 커버리지 은행의 2015년 원화대출금은 5.5% 성장 기록할 전망
- 과거 3년 대비 성장폭 확대되나, 향후 대규모 부실 발생시킬 만큼의 (경제 활동 및 자금 수요 대비) 초과 성장은 아니라고 판단
- 양호한 지역 경기 기반으로 상대적으로 높은 대출 성장률을 기록하고 있는 지방은행의 경우 6-9%대의 대출 성장을 예상, 시중은행은 3-6%의 대출 성장을 예상
- 가계 대출 5.3%, 기업 대출은 5.7% 성장 전망
- 정부 내수 부양, 중소기업 지원 정책 기조 유지된다는 전제

은행권 총대출 증가율과 GDP 성장률 (YoY)



은행 총대출 증감액과 증가율



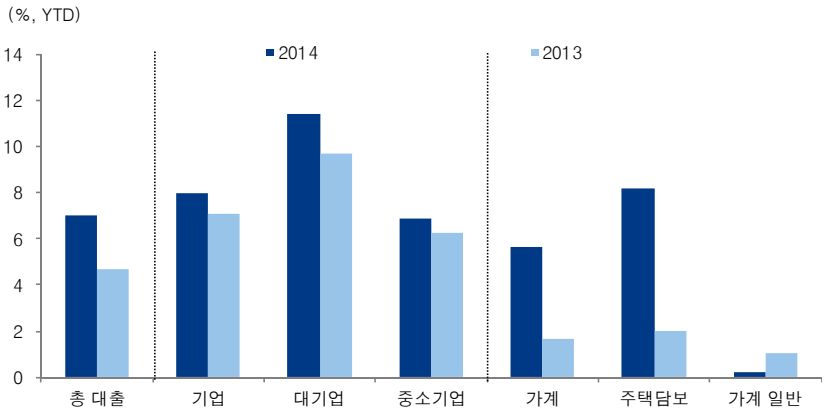
자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

대출자산 성장 (2)

- 정부 내수 부양, 중소기업 지원 정책 기조 유지된다는 전제로, 전년 대비 성장률 소폭 상회 기대
- 2014년초부터 늘려놓은 자산이 2015년까지 이익 기반으로 작용

연초 이후 10월말 은행 대출 성장률 비교 (2013, 2014년)



자료: : 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

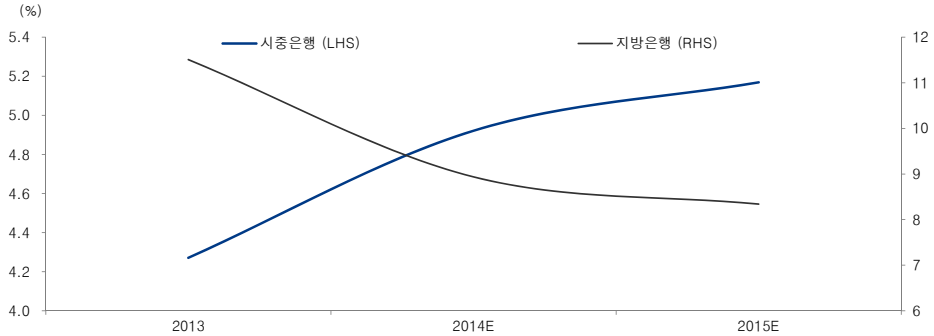
대출자산 성장 (3)

LTV, DTI 규제 개선 방안

	현행			개선
지역별 · 금융업권별 차등완화	LTV			
		은행,보험	기타 비은행권	全금융권 70%
	수도권	50~60%	60~85%	
	기타	60%	70~85%	
	DTI			
		은행.보험	기타 비은행권	수도권.全금융권 60%
	서울	50%	50~55%	
	경기.인천	60%	60~65%	
연령별 탄력적용	DTI 산정시 소득인정범위 추가 확대 – 청장년층의 장래예상소득 인정기간 확대 (현행 10년 → 대출만기 범위내 60세까지) – 은퇴자 순자산 소득환산 상한 폐지 (현행 도시근로자 평균소득 → 상한 폐지)			

자료: 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터
주: 기존 LTV는 10년이상 분할상환 시 70%, 기타 비은행권 최대 한도는 상호금융 자체 추가한도 15ppt 포함. 기존 DTI 기타 비은행권 최대 한도는 아파트가격 3억원 이하 시 적용

시중은행/지방은행 원화대출금 성장률 (2013A, 2014E, 2015E)



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터
주: 시중은행 - 신한, 국민, 우리, 하나, 외환, 기업은행 합산, 지방은행 - 부산, 대구, 경남, 전북, 광주은행 합산

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

대출자산 성장 (4)

원화대출금 잔액

(단위: 십억원)	신한	국민	우리	하나	외환	기업	부산	대구	경남	광주	전북
2003	72,265	123,714	68,700	53,765	27,396	45,712	8,566	9,142	5,737	5,146	2,317
2004	73,923	122,722	64,226	56,852	26,499	50,155	10,115	9,922	6,716	5,365	2,643
2005	80,947	118,565	74,981	51,649	29,072	59,788	11,203	11,226	7,811	6,071	3,017
2006	89,592	125,575	99,342	63,664	31,595	73,358	13,609	12,958	9,322	7,192	3,433
2007	105,995	146,260	115,157	69,718	37,826	84,324	15,932	14,905	11,578	8,220	3,915
2008	119,797	169,684	131,371	80,920	41,969	97,427	16,992	16,129	12,508	9,013	4,276
2009	121,596	171,174	133,323	84,015	42,532	110,207	17,843	17,323	13,490	9,336	4,412
2010	127,632	172,000	133,560	89,579	42,129	119,504	20,018	18,238	14,221	9,440	5,558
2011	139,082	183,055	139,678	97,244	43,311	129,114	22,867	20,245	17,267	10,642	6,813
2012	144,228	184,070	142,463	102,620	47,143	134,566	25,963	21,969	19,972	11,651	7,512
2013	147,048	187,547	154,206	107,429	50,433	142,053	28,539	24,280	23,049	12,576	8,612
2014E	155,403	194,002	163,245	111,401	53,841	149,640	31,500	27,342	24,432	12,765	9,725
2015E	163,301	202,271	173,076	117,416	57,027	157,220	34,394	29,884	26,209	13,573	10,524
2016E	171,277	209,026	182,606	123,516	60,166	164,401	37,081	32,217	28,143	14,447	11,289

원화대출금 성장률 (YoY)

(%)	신한	국민	우리	하나	외환	기업	부산	대구	경남	광주	전북
2004	2.3	(0.8)	(6.5)	5.7	(3.3)	9.7	18.1	8.5	17.1	4.3	14.1
2005	9.5	(3.4)	16.7	(9.2)	9.7	19.2	10.8	13.1	16.3	13.2	14.1
2006	10.7	5.9	32.5	23.3	8.7	22.7	21.5	15.4	19.3	18.5	13.8
2007	18.3	16.5	15.9	9.5	19.7	14.9	17.1	15.0	24.2	14.3	14.0
2008	13.0	16.0	14.1	16.1	11.0	15.5	6.7	8.2	8.0	9.6	9.2
2009	1.5	0.9	1.5	3.8	1.3	13.1	5.0	7.4	7.8	3.6	3.2
2010	5.0	0.5	0.2	6.6	(0.9)	8.4	12.2	5.3	5.4	1.1	26.0
2011	9.0	6.4	4.6	8.6	2.8	8.0	14.2	11.0	21.4	12.7	22.6
2012	3.7	0.6	2.0	5.5	8.8	4.2	13.5	8.5	15.7	9.5	10.3
2013	2.0	1.9	8.2	4.7	7.0	5.6	9.9	10.5	15.4	7.9	14.6
2014E	5.7	3.4	5.9	3.7	6.8	5.3	10.4	12.6	6.0	1.5	12.9
2015E	5.1	4.3	6.0	5.4	5.9	5.1	9.2	9.3	7.3	6.3	8.2
2016E	4.9	3.3	5.5	5.2	5.5	4.6	7.8	7.8	7.4	6.4	7.3

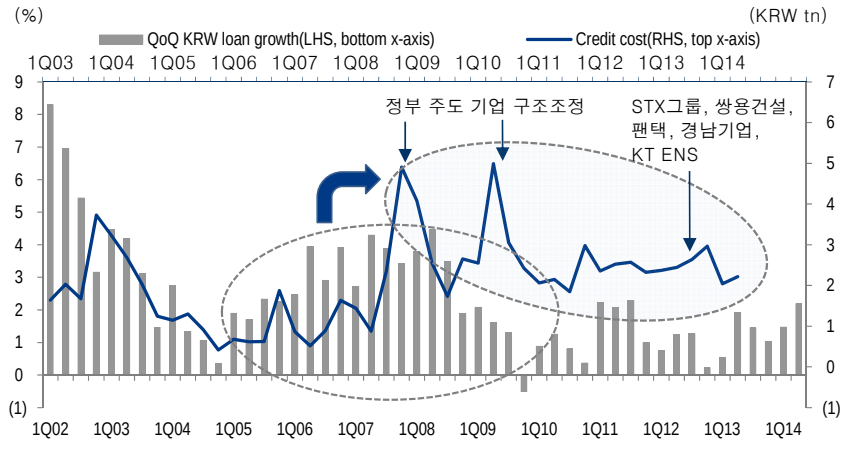
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

대출 성장률과 충당금 비용

- 2015년 credit cost 55bps로 안정화 전망
- 대출자산과 충당금 비용: NPL 및 충당금 비용이 대출자산 성장률 1-3년 후행하는 경향 존재. 특히 호황기에 은행 여신이 경제 성장률 대비 초과 성장하고, 특정 분야에 집중 성장한 경우, 경기 하락기 도래시 여신 집중 성장했던 분야가 부실화되는 경향 있음
- 금융위기 이후 자산건전성 개선. 최근 몇 년간, 여신 고성장 혹은 경제성장대비 초과 성장하지 않았고, 특정 분야 집중 성장 없었음: 경기 회복기부터 충당금 비용의 본격적인 안정화 전망 가능
- 경기민감업종(조선,해운, 건설) 기업 여신 부실화 및 충당금 비용 상승에 대한 우려 존재하나, 2013년 발생한 STX그룹 신용 이벤트와 유사하거나 더 큰 규모(커버리지 은행에 미치는 영향 측면에서)의 새로운 신용 이벤트 발생하지 않는 것으로 전망하여, 충당금 비용률 하락 전망함

Credit cost vs. 원화대출금성장률 (QoQ)



자료: 금융감독원, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities 2015 Outlook

커버리지 은행(금융지주) 충당금 비용 추이

(십억원, %)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	9M14
신한지주												
Credit cost	1,096	1,385	903	585	866	986	1,644	1,107	926	1,322	1,184	740
총여신 대비 비중	1.11	1.39	0.83	0.46	0.54	0.55	0.93	0.60	0.47	0.67	0.59	0.34
KB금융												
Credit cost	4,039	3,068	1,062	1,018	625	2,033	2,531	3,142	1,513	1,607	1,444	937
총여신 대비 비중	2.87	2.25	0.77	0.67	0.35	0.97	1.23	1.53	0.70	0.75	0.66	0.41
우리금융												
Credit cost	2,612	1,265	547	795	769	1,816	2,299	2,892	2,269	2,122	2,706	637
총여신 대비 비중	2.97	1.37	0.50	0.54	0.44	0.87	1.13	1.41	1.04	0.97	1.16	0.32
우리은행												
Credit cost	689	673	424	728	675	1,553	1,856	2,396	1,817	1,649	2,080	547
총여신 대비 비중	0.93	0.86	0.46	0.59	0.46	0.88	1.09	1.43	1.03	0.96	1.16	0.29
하나금융												
Credit cost	829	321	212	322	400	1,233	822	812	562	1,627	1,166	854
총여신 대비 비중	1.45	0.54	0.33	0.38	0.44	1.13	0.74	0.70	0.42	0.76	0.53	0.37
하나은행												
Credit cost	829	321	212	329	388	1,212	636	609	424	563	453	312
총여신 대비 비중	1.45	0.54	0.33	0.39	0.42	1.16	0.61	0.56	0.36	0.47	0.37	0.25
외환은행												
Credit cost	843	805	165	366	258	742	722	582	562	684	534	343
총여신 대비 비중	2.02	1.94	0.38	0.75	0.44	1.05	1.02	0.84	0.77	0.90	0.66	0.41
기업은행												
Credit cost	1,408	918	416	424	682	1,228	1,157	1,779	1,293	1,144	1,150	891
총여신 대비 비중	2.78	1.68	0.64	0.54	0.74	1.13	0.96	1.36	0.92	0.78	0.75	0.55
BS금융												
Credit cost	174	129	100	60	53	117	190	160	140	168	229	166
총여신 대비 비중	1.79	1.14	0.81	0.39	0.30	0.58	0.93	0.70	0.54	0.59	0.74	0.44
DGB금융												
Credit cost	209	203	127	46	54	133	209	270	128	111	140	133
총여신 대비 비중	2.02	1.86	1.04	0.32	0.33	0.74	1.10	1.35	0.58	0.47	0.54	0.45
경남은행												
Credit cost	112	101	60	37	37	95	65	174	110	105	172	143
총여신 대비 비중	1.71	1.38	0.70	0.34	0.28	0.65	0.42	1.07	0.58	0.48	0.69	0.54
JB금융												
Credit cost	15	21	21	22	21	40	49	56	38	66	112	90
총여신 대비 비중	0.61	0.76	0.68	0.62	0.56	0.91	1.10	0.99	0.54	0.86	1.27	0.64
광주은행												
Credit cost	93	60	73	49	49	84	154	146	90	96	109	73
총여신 대비 비중	1.77	1.05	1.05	0.58	0.51	0.76	1.43	1.34	0.75	0.75	0.81	0.57
계												
Credit cost	**11,227**	**8,116**	**3,552**	**3,638**	**3,728**	**8,328**	**9,624**	**10,801**	**7,430**	**8,167**	**8,131**	**4,615**
총여신 대비 비중	**2.25**	**1.59**	**0.64**	**0.54**	**0.47**	**0.90**	**1.03**	**1.13**	**0.72**	**0.78**	**0.74**	**0.40**

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

주: 충당금 합계는 2011 년까지 외환은행 합산. 2012 년 이후 하나금융 연결 기준에 외환은행 포함됨; KB금융은 4Q08 이후 그룹 연결 기준, 3Q08 이전 국민은행 기준; 우리금융은 증권계열, 지방은행계열 합산 기준; 하나금융은 2006년 이후 그룹 연결 기준, 2005년 이전 하나은행 기준; BS금융은 2011년 이후 그룹 연결 기준, 2010년 이전 부산은행 기준; DGB금융은 2Q11 이후 그룹 연결 기준, 1Q11 이전 대구은행 기준.

Mirae Asset Securities 2015 Outlook

커버리지 은행(금융지주) 충당금 비용 추정 (2014E-2016E)

(십억원, %)	2014E	2015E	2016E
신한지주			
Credit cost	1,132	1,106	1,100
총여신 대비 비중	0.53	0.49	0.47
KB금융			
Credit cost	1,337	1,329	1,319
총여신 대비 비중	0.59	0.56	0.54
우리금융			
Credit cost	1,103	1,365	1,343
총여신 대비 비중	0.56	0.65	0.61
하나금융			
Credit cost	1,050	937	946
총여신 대비 비중	0.45	0.38	0.36
기업은행			
Credit cost	1,152	1,201	1,227
총여신 대비 비중	0.71	0.70	0.69
BS금융			
Credit cost	229	248	249
총여신 대비 비중	0.60	0.60	0.56
DGB금융			
Credit cost	177	162	169
총여신 대비 비중	0.59	0.50	0.48
경남은행			
Credit cost	196	178	181
총여신 대비 비중	0.74	0.63	0.59
JB금융			
Credit cost	127	132	139
총여신 대비 비중	0.91	0.88	0.86
광주은행			
Credit cost	103	89	87
총여신 대비 비중	0.76	0.62	0.57
계			
Credit cost	**6,606**	**6,747**	**6,759**
총여신 대비 비중	**0.57**	**0.55**	**0.53**

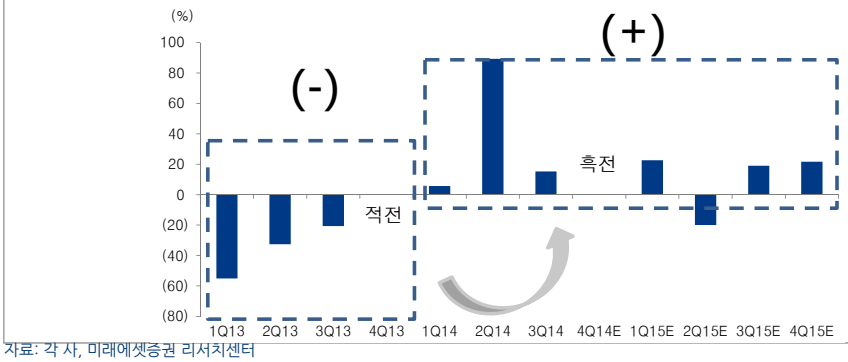
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities 2015 Outlook

이익 회복 모멘텀은 주가 상승 드라이버로 작용

은행업종 순이익은 2012-13년 전년동기 대비 축소(-성장)되다가, 1Q14부터 +성장으로 부호 전환

은행업종 순이익 성장률 (YoY)

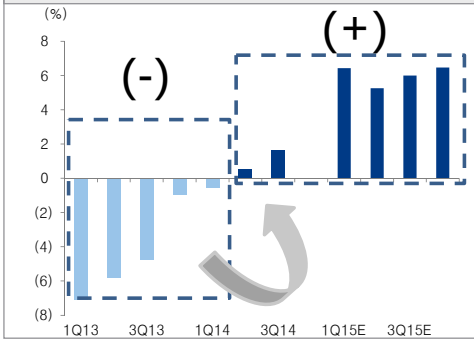


자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

주: 2Q15 YoY (-) 성장률은, 2Q14 우리금융 법인세 환입, 중단영업손익 관련 일회성 영향 반영

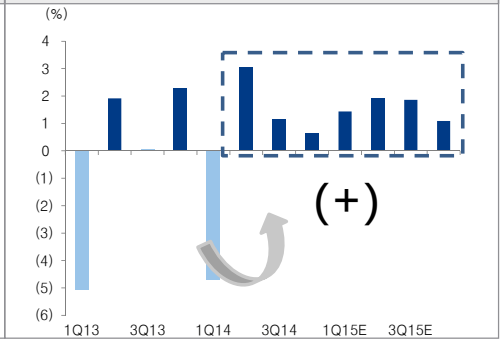
순이자이익은 3Q12 이후 연속해서 전년동기 대비 축소(-성장)되다가, 1Q14이후 +성장 전환, 전분기 대비로는 3Q14 +성장으로 전환

순이자이익 성장률 (YoY)



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

순이자이익 성장률 (QoQ)



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities 2015 Outlook

종목별 수익 전망

(단위: 십억원, %)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2012	2013	2014E	2015E
신한지주																
순이자이익	1,607	1,646	1,652	1,697	1,658	1,689	1,711	1,704	1,719	1,746	1,773	1,791	6,980	6,603	6,750	7,030
비이자이익	458	410	364	190	300	451	411	437	405	488	485	432	1,582	1,421	1,640	1,810
일반관리비	1,011	1,062	1,039	1,090	1,033	1,055	1,048	1,139	1,062	1,091	1,089	1,172	4,062	4,203	4,288	4,414
충당금적립전영업이익	1,054	994	977	797	925	1,086	1,073	1,003	1,062	1,142	1,169	1,051	4,500	3,822	4,101	4,425
충당금전입액	386	251	217	330	167	333	240	335	214	257	317	318	1,322	1,184	1,132	1,106
영업이익	667	743	759	467	758	754	833	668	848	886	852	733	3,178	2,638	2,969	3,319
세전이익	681	780	760	461	776	797	857	646	862	907	875	726	3,231	2,682	3,023	3,370
순이익	481	555	523	343	558	578	632	454	617	651	625	511	2,322	1,903	2,164	2,404
순이익 성장률 (YoY)	*(41.9)*	*(12.1)*	*(5.2)*	*10.4*	*16.1*	*4.0*	*20.8*	*32.2*	*10.4*	*12.6*	*(1.1)*	*12.7*	*(25.1)*	*(18.0)*	*13.7*	*11.1*
KB금융																
순이자이익	1,651	1,649	1,577	1,645	1,543	1,608	1,627	1,652	1,674	1,691	1,711	1,726	7,038	6,523	6,430	6,801
비이자이익	194	169	419	149	213	259	254	263	267	274	272	269	847	931	997	1,082
일반관리비	985	1,016	958	1,025	991	1,009	973	1,072	1,023	1,039	1,037	1,107	3,846	3,984	4,077	4,206
충당금적립전영업이익	859	803	1,039	770	765	858	908	844	918	926	946	888	4,039	3,471	3,350	3,678
충당금전입액	326	351	454	312	281	332	324	382	274	332	342	382	1,607	1,444	1,337	1,329
영업이익	533	451	585	458	484	525	584	462	644	595	604	507	2,432	2,027	2,013	2,349
세전이익	548	323	575	369	498	522	582	416	640	582	603	462	2,299	1,815	1,971	2,286
순이익	411	164	427	259	374	392	456	309	478	435	450	343	1,731	1,261	1,472	1,706
순이익 성장률 (YoY)	*(32.0)*	*(70.4)*	*(8.1)*	*134.7*	*(9.2)*	*139.5*	*6.9*	*19.1*	*28.0*	*11.0*	*(1.3)*	*11.2*	*(27.1)*	*(27.2)*	*16.8*	*15.9*
하나금융																
순이자이익	1,103	1,123	1,118	1,140	1,140	1,181	1,182	1,209	1,232	1,263	1,293	1,308	4,599	4,485	4,730	5,095
비이자이익	409	323	598	361	321	551	464	426	408	409	412	413	2,815	1,692	1,681	1,641
일반관리비	911	939	935	1,061	916	955	958	1,088	958	1,025	1,018	1,129	3,770	3,846	3,936	4,129
충당금적립전영업이익	601	508	781	440	545	777	688	547	682	647	687	592	3,644	2,331	2,476	2,607
충당금전입액	235	301	266	364	301	257	295	283	269	211	171	287	1,627	1,166	1,050	937
영업이익	367	207	515	76	244	520	392	264	413	436	516	305	2,017	1,165	1,426	1,670
세전이익	410	256	508	97	285	543	394	297	467	465	537	336	1,992	1,270	1,536	1,805
순이익	290	232	356	57	193	418	294	209	338	336	390	238	1,622	934	1,115	1,302
순이익 성장률 (YoY)	*(77.7)*	*15.1*	*53.1*	*(150.5)*	*(33.4)*	*80.2*	*(17.3)*	*269.3*	*75.2*	*(19.7)*	*32.5*	*14.0*	*32.7*	*(42.4)*	*19.4*	*16.7*
우리금융																
순이자이익	1,521	1,552	1,561	1,581	1,088	1,122	1,116	1,134	1,157	1,185	1,212	1,231	6,544	6,215	4,462	4,785
비이자이익	348	337	376	209	79	156	200	217	239	254	259	240	1,762	1,271	662	992
일반관리비	973	1,027	952	1,085	685	760	712	776	678	775	692	795	3,888	4,037	2,897	2,940
충당금적립전영업이익	897	862	986	705	482	518	604	575	718	664	780	676	4,418	3,449	2,227	2,837
충당금전입액	553	571	870	714	55	260	322	430	276	383	286	420	2,122	2,706	1,103	1,365
영업이익	344	291	116	(8)	427	258	282	145	441	281	494	256	2,297	743	1,124	1,472
세전이익	348	308	136	(49)	341	309	322	157	436	329	517	266	2,067	743	1,121	1,548
중단영업이익	0	0	0	(441)	113	549	0	0	0	0	0	0	0	(441)	662	0
순이익	210	148	49	(946)	323	873	181	119	331	250	392	202	1,633	(538)	1,523	1,174
순이익 성장률 (YoY)	*(68.3)*	*(51.4)*	*(90.6)*	*TN*	*53.6*	*489.1*	*265.7*	*TP*	*2.4*	*(71.4)*	*116.4*	*69.2*	*(23.6)*	*TN*	*TP*	*(23.0)*
기업은행																
순이자이익	1,022	1,053	1,077	1,104	1,081	1,114	1,160	1,144	1,159	1,183	1,205	1,213	4,468	4,256	4,473	4,759
비이자이익	52	(68)	70	(5)	65	59	(5)	27	15	17	31	22	147	49	195	86
일반관리비	430	518	512	552	439	532	473	568	451	547	542	583	1,859	2,012	2,067	2,123
충당금적립전영업이익	644	468	635	546	707	641	682	603	723	653	693	652	2,756	2,293	2,601	2,721
충당금전입액	307	206	332	306	263	262	366	333	284	299	307	310	1,144	1,150	1,152	1,201
영업이익	338	261	303	240	444	379	316	270	439	353	386	341	1,612	1,142	1,449	1,520
세전이익	346	266	285	237	435	377	302	274	435	357	380	347	1,550	1,179	1,461	1,519
순이익	256	209	216	168	326	291	232	207	329	269	286	262	1,180	848	1,078	1,147
순이익 성장률 (YoY)	*(45.4)*	*(32.5)*	*(12.3)*	*7.6*	*27.2*	*39.5*	*7.3*	*23.3*	*0.9*	*(7.5)*	*23.5*	*26.8*	*(19.3)*	*(28.1)*	*27.1*	*6.3*

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

종목별 수익 전망

(단위: 십억원, %)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2012	2013	2014E	2015E
BS금융																
순이자이익	273	289	294	299	308	311	318	315	314	321	328	334	1,143	1,154	1,251	1,297
비이자이익	25	4	25	7	25	25	35	23	43	43	44	45	87	61	109	175
일반관리비	128	132	136	178	137	147	144	189	142	153	150	197	569	574	617	642
충당금적립전영업이익	171	160	183	128	197	189	209	149	214	211	223	182	662	642	743	830
충당금전입액	44	36	48	101	62	54	51	62	62	62	55	68	168	229	229	248
영업이익	127	124	135	27	135	135	157	87	152	149	167	115	494	413	514	583
세전이익	125	122	129	27	134	132	153	83	150	147	164	111	485	403	502	572
순이익	94	93	97	20	100	101	116	61	112	110	123	83	366	305	378	428
순이익 성장률 (YoY)	*(15.5)*	*4.9*	*(15.8)*	*(59.7)*	*6.2*	*8.5*	*20.1*	*199.8*	*12.1*	*9.0*	*5.7*	*35.0*	*(7.4)*	*(16.8)*	*24.3*	*13.0*
DGB금융																
순이자이익	227	232	237	246	247	258	260	253	257	265	271	276	926	942	1,017	1,069
비이자이익	20	8	11	6	(6)	5	14	21	13	13	13	13	50	46	34	51
일반관리비	110	116	122	159	114	127	123	167	123	132	137	178	493	508	531	570
충당금적립전영업이익	137	124	126	93	126	136	150	107	147	145	147	110	484	479	519	550
충당금전입액	37	49	6	49	50	36	47	43	39	43	37	43	111	140	177	162
영업이익	100	75	120	44	76	100	103	63	108	102	111	68	373	339	343	388
세전이익	100	73	114	42	75	99	102	64	107	101	109	69	373	329	341	386
순이익	76	53	84	25	54	72	75	45	77	73	79	49	274	238	246	278
순이익 성장률 (YoY)	*(11.9)*	*(26.0)*	*6.0*	*(32.1)*	*(29.8)*	*35.9*	*(10.9)*	*83.8*	*44.2*	*0.7*	*6.2*	*7.4*	*(13.8)*	*(13.1)*	*3.3*	*13.1*
경남은행																
순이자이익	169	173	179	175	172	177	176	178	184	188	192	194	688	696	701	757
비이자이익	(17)	(9)	16	(27)	(26)	5	2	(5)	3	(0)	3	1	(52)	(36)	(25)	6
일반관리비	78	70	80	100	81	81	85	102	85	85	89	106	293	328	350	365
충당금적립전영업이익	74	95	115	48	64	100	92	70	102	103	105	88	344	332	327	398
충당금전입액	19	24	34	94	27	76	40	53	36	44	48	51	105	172	196	178
영업이익	55	71	81	(46)	38	25	52	17	66	59	57	37	239	160	131	220
세전이익	54	71	78	(51)	38	21	52	10	65	58	56	30	228	152	120	210
순이익	41	57	69	(37)	30	16	38	6	48	43	42	22	181	130	91	156
순이익 성장률 (YoY)	*30.9*	*(22.1)*	*(1.0)*	*(742.1)*	*(26.3)*	*(71.3)*	*(45.0)*	*TP*	*61.6*	*163.5*	*9.2*	*242.7*	*(7.6)*	*(28.0)*	*(30.1)*	*70.8*
JB금융																
순이자이익	95	97	130	111	109	116	119	125	129	135	138	139	419	433	471	541
비이자이익	6	1	6	4	(2)	1	(1)	2	2	3	3	3	(54)	17	4	11
일반관리비	53	55	72	58	63	56	65	70	72	67	73	76	205	239	254	288
충당금적립전영업이익	48	43	64	57	44	61	53	57	60	70	68	66	160	212	221	264
충당금전입액	24	20	27	41	25	38	27	36	32	29	30	40	66	112	127	132
영업이익	24	23	37	16	20	23	26	21	28	41	38	26	94	100	95	133
세전이익	23	23	35	11	19	23	25	21	28	41	38	25	91	93	94	132
순이익	17	16	24	4	13	16	16	16	21	31	28	19	65	60	68	100
순이익 성장률 (YoY)	*(9.0)*	*(18.8)*	*TN*	*(43.4)*	*(25.0)*	*1.0*	*TP*	*348.6*	*65.1*	*91.1*	*74.8*	*21.8*	*(40.7)*	*(7.6)*	*12.8*	*47.1*
광주은행																
순이자이익	114	117	115	111	110	109	104	109	110	113	115	116	493	457	435	454
비이자이익	0	(7)	(1)	(12)	(4)	9	(9)	3	6	6	6	7	18	(20)	15	25
일반관리비	55	59	60	72	57	56	63	74	59	59	64	77	230	246	250	260
충당금적립전영업이익	59	50	54	27	50	61	32	38	57	60	56	46	281	191	201	220
충당금전입액	19	16	48	25	22	29	22	19	20	23	28	18	96	109	103	89
영업이익	40	34	6	2	28	32	10	19	37	37	29	28	185	82	97	131
세전이익	37	36	6	(6)	27	32	10	11	36	37	29	21	178	73	89	123
순이익	29	30	9	(7)	21	25	7	8	28	28	22	16	137	61	68	93
순이익 성장률 (YoY)	*(32.8)*	*(26.4)*	*(72.9)*	*TN*	*(27.2)*	*(17.6)*	*(16.1)*	*TP*	*28.7*	*12.2*	*198.7*	*95.1*	*0.4*	*(55.4)*	*11.8*	*36.3*
계																
순이자이익	7,499	7,643	7,647	7,823	7,455	7,684	7,772	7,823	7,935	8,087	8,238	8,328	32,117	30,612	30,721	32,588
비이자이익	1,512	1,185	1,869	923	965	1,522	1,364	1,415	1,400	1,507	1,527	1,445	7,237	5,488	5,310	5,879
일반관리비	4,601	4,866	4,726	5,209	4,516	4,777	4,646	5,244	4,653	4,972	4,890	5,421	18,690	19,402	19,265	19,936
충당금적립전영업이익	4,410	3,962	4,790	3,536	3,905	4,428	4,491	3,993	4,682	4,622	4,875	4,352	20,664	16,698	16,767	18,531
충당금전입액	1,910	1,785	2,220	2,216	1,252	1,677	1,735	1,977	1,506	1,683	1,621	1,937	8,167	8,131	6,606	6,747
영업이익	2,500	2,176	2,570	1,320	2,652	2,751	2,756	2,016	3,176	2,939	3,253	2,415	12,497	8,566	10,161	11,783
세전이익	2,582	2,150	2,544	1,195	2,629	2,855	2,798	1,978	3,226	3,025	3,307	2,393	12,087	8,515	10,256	11,951
순이익	1,836	1,470	1,776	(70)	1,939	2,782	2,048	1,434	2,378	2,225	2,438	1,745	9,193	5,011	8,153	8,786
순이익 성장률 (YoY)	*(55.0)*	*(32.6)*	*(20.6)*	*TN*	*5.7*	*89.3*	*15.4*	*TP*	*22.6*	*(20.0)*	*19.0*	*21.7*	*(17.3)*	*(45.5)*	*62.7*	*7.8*
순이익 성장률 (YoY) *우리금융 법인세 인식/환급분, 중단영업순익 제거*														*(34.6)*	*22.2*	*19.6*
순이익 성장률 (QoQ)	*163.0*	*(19.9)*	*20.8*	*TN*	*TP*	*43.4*	*(26.4)*	*(30.0)*	*65.8*	*(6.4)*	*9.5*	*(28.4)*				

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

은행별 수익추정 주요 가정 (2015E)

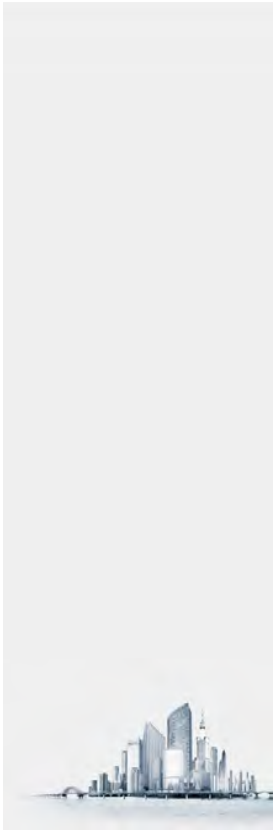
		신한지주	KB금융	하나금융	우리은행	기업은행	BS금융	DGB금융	경남은행	JB금융	광주은행
대출성장 (%)	YoY	5.1	4.3	5.6	6.0	5.1	9.2	9.3	7.3	8.2	6.3
		신한은행	국민은행	하나은행, 외환은행 합산	우리은행	기업은행	부산은행	대구은행	경남은행	전북은행	광주은행
NIM (%)		1.75	1.86	1.98	1.55	2.00	2.40	2.48	1.98	2.41	2.25
YoY change (bps)		(1)	4	4	(3)	4	(7)	(7)	(5)	(2)	(4)
		신한은행	국민은행	하나은행, 외환은행 합산	우리은행	기업은행	부산은행	대구은행	경남은행	전북은행	광주은행
Credit cost (십억원)		1,106	1,329	937	1,365	1,201	248	162	178	132	89
총자산대비(bps)		32	42	28	48	51	45	37	50	65	44
YoY change (bps)		(2)	(2)	(5)	7	(1)	0	(7)	(9)	(4)	(10)
총여신대비(bps)		49	56	38	65	70	60	50	63	88	62
YoY change (bps)		(4)	(3)	(7)	9	(0)	(0)	(9)	(11)	(3)	(14)
SG&A (십억원)		4,414	4,206	4,129	2,940	2,123	642	570	365	288	260
YoY change (%)		2.9	3.2	4.9	1.5	2.8	4.0	7.3	4.4	13.4	4.0
Cost-income ratio (%)		49.9	53.3	61.3	50.9	43.8	43.6	50.9	47.8	52.1	54.2
Net profit (십억원)		2,404	1,706	1,302	1,174	1,147	428	278	156	100	93
YoY change (%)		11.1	15.9	16.7	(23.0)	6.3	13.0	13.1	70.8	47.1	36.3

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

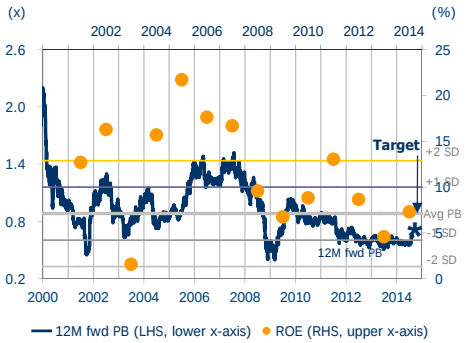
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

은행업종 Valuation

- 은행업종의 12개월 Fwd P/BV=0.6배로, 과거 10년 평균 대비 -1 표준편차 수준
- Historical band 및 예상 ROE 감안한 P/B: 저평가 상태이며 충분한 상승여력 존재한다는 판단
- 대출성장률 확대, NIM 안정화, 충당금 비용 하락 바탕으로, 2015년 ROE 상승 전망
  : 밸류에이션 상승 트리거
- ROE 높았던 과거 대비 낮아진 ROE 수준을 충분히 감안(반영)한 목표 P/B 설정에도 upside 충분

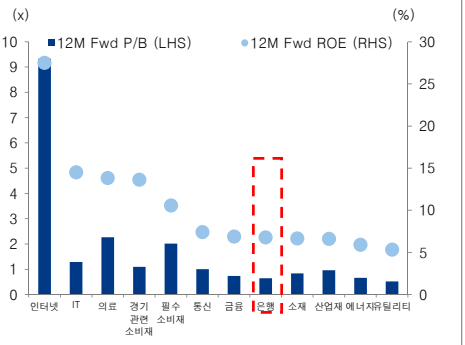


국내 은행주 - 12M Fwd P/B & ROE



자료: 각 사, KRX, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

MSCI 한국 업종별 12M Fwd P/B & ROE



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

은행주 배당성향, DPS, 배당수익률

은행주 배당성향

(%)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
신한지주	43.7	22.2	16.1	18.4	14.9	–	14.5	14.9	11.5	14.3	16.2	17.1	17.8	17.8
KB금융	–	30.4	8.2	49.7	29.7	–	14.6	46.6	11.7	13.4	15.3	19.7	21.5	23.3
하나금융	16.4	9.8	7.2	18.4	21.2	8.7	27.3	14.5	11.8	6.7	12.4	13.0	13.4	14.4
우리금융	137.8	9.2	19.1	23.8	10.4	–	7.9	16.9	9.4	12.3	–	17.8	16.1	16.9
기업은행	36.2	15.5	20.8	21.2	19.9	–	18.4	17.4	21.6	18.5	20.3	21.0	21.7	22.4
BS금융	32.7	33.2	33.2	33.5	30.9	10.7	12.2	14.0	16.9	17.4	17.8	18.6	19.2	19.4
DGB금융	29.8	29.4	30.2	31.0	30.4	12.6	12.4	17.4	14.8	16.1	15.8	16.4	18.2	19.2
경남은행	15.2	30.0	50.0	20.0	–	–	30.0	35.0	4.1	13.1	–	6.0	5.0	6.4
JB금융	3.7	13.9	12.7	11.4	8.9	11.2	5.0	23.2	5.2	9.9	10.7	13.0	12.2	16.3
광주은행	14.9	30.0	32.8	20.0	–	–	30.0	35.0	20.7	14.6	–	12.8	13.8	15.7

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터
주: 지배주주지분 당기순이익 연결 기준, 보통주 배당금 기준 (중간배당, 기말배당 합산)

은행주 DPS

(단위: 원)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
신한지주	600	750	800	900	900	–	400	750	750	700	650	780	900	1,000
KB금융	–	550	550	3,650	2,450	–	230	120	720	600	500	750	950	1,100
하나금융	500	750	350	900	1,300	200	400	700	600	450	400	500	600	750
우리금융	100	150	400	600	250	–	100	250	250	250	–	400	280	350
기업은행	200	250	400	550	575	–	240	410	580	400	330	410	450	500
BS금융	270	300	405	420	570	200	160	250	350	330	280	300	350	400
DGB금융	250	275	400	565	600	250	160	300	350	330	280	310	400	470
경남은행	250	632	1,280	598	–	–	1,000	870	137	409	–	70	100	150
JB금융	50	150	100	100	50	100	50	250	100	100	100	100	100	150
광주은행	250	636	929	409	–	–	376	747	571	403	–	170	250	350

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터
주: 보통주 배당금 기준 (중간배당, 기말배당 합산)

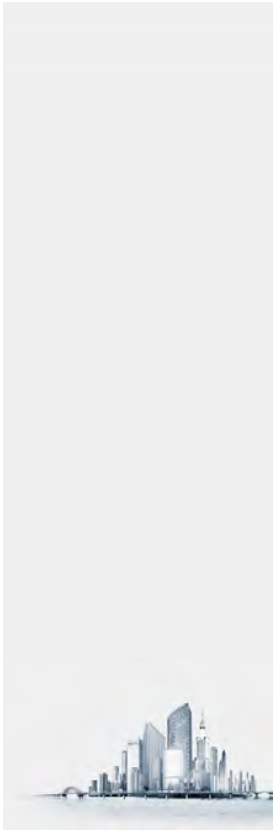
은행주 배당수익률

(%)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
신한지주	1.2	1.5	1.6	1.8	1.8	–	0.8	1.5	1.5	1.4	1.3	1.6	1.8	2.0
KB금융	–	1.4	1.4	9.2	6.1	–	0.6	0.3	1.8	1.5	1.3	1.9	2.4	2.8
하나금융	1.4	2.2	1.0	2.6	3.7	0.6	1.2	2.0	1.7	1.3	1.2	1.4	1.7	2.2
우리은행	0.9	1.3	3.5	5.3	2.2	–	0.9	2.2	2.2	2.2	–	3.5	2.5	3.1
기업은행	1.3	1.6	2.6	3.6	3.8	–	1.6	2.7	3.8	2.6	2.2	2.7	3.0	3.3
BS금융	1.7	1.9	2.6	2.6	3.6	1.3	1.0	1.6	2.2	2.1	1.8	1.9	2.2	2.5
DGB금융	2.0	2.2	3.2	4.5	4.8	2.0	1.3	2.4	2.8	2.6	2.2	2.6	3.1	3.7
경남은행	2.0	5.1	10.3	4.8	–	–	8.0	7.0	1.1	3.3	–	0.6	0.8	1.2
JB금융	0.8	2.5	1.7	1.7	0.8	1.7	0.8	4.2	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	2.5
광주은행	2.5	6.4	9.4	4.1	–	–	3.8	7.5	5.8	4.1	–	1.7	2.5	3.5

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터
주: 보통주 배당금 기준 (중간배당, 기말배당 합산). 2014년 11월 24일 종가 기준

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

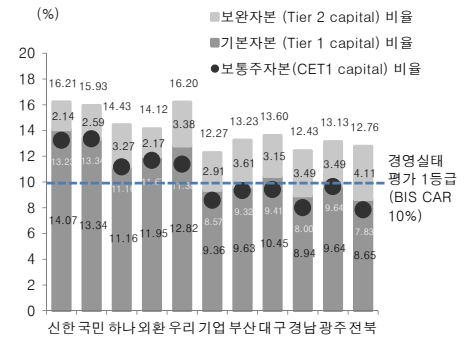
바젤 III 자본규제 이행시기, 은행별 BIS 자기자본비율



(%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Total
보통주 자본 비율	3.5	4.0	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	
기본자본비율	4.5	5.5	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	
총자본비율(A)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
자본보전완충자본비율(B)				0.625	1.25	1.875	2.5	+2.5
필요자본비율(A+B)	8.0	8.0	8.0	8.625	9.25	9.875	10.5	
레버리지 비율(Tier 1 기준 3%)	병행운영 : 규제수준 점검 2015년초 비율 공시				수정	규제 도입		
경기대응완충자본(C)				규제 도입				+2.5
D-SIB 선정, 추가자본 적립 요구(D)				규제 도입				+2.5
LCR (≥ 100%)			60	70	80	90	100	
NSFR (≥ 100%)	관찰 기간					규제 도입		
총 필요자본비율(A+B+C+D)								=15.5

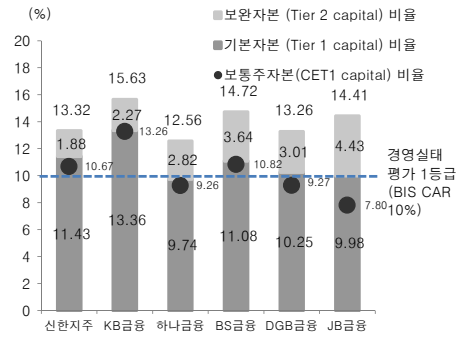
자료: 금융감독원, 미래에셋증권 리서치센터
주: 연도별 규제 도입일 - 2013년 12월 1일, 2014년 이후 1월 1일부터 적용

은행별 BIS 자기자본비율 (2014년 9월말)



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터
주: 바젤 III 기준

금융지주사별 BIS 자기자본비율 (2014년 9월말)



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터
주: 바젤 III 기준. 경영실태평가 1등급 - 총자본비율 10.0%, 기본자본비율 7.5%, 보통주자본비율 5.7% 이상

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

글로벌 은행주 배당성향 추이

국가	Company	Ticker	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
한국	신한지주	055550 KS	68.3	26.2	56.8	24.9	17.1	19.0	11.9	0.0	18.0	14.5	12.6	14.9	17.0
	KB금융	105560 KS	3.6	25.6	n.a.	30.6	8.3	50.0	29.9	0.0	14.6	28.1	11.7	13.6	15.3
	우리금융	053000 KS	0.0	9.7	137.8	9.2	19.1	23.8	9.9	0.0	8.3	16.9	9.4	12.9	0.0
	하나금융	086790 KS	n.a.	26.8	16.5	9.8	7.2	18.4	21.2	8.7	27.3	8.3	11.8	6.8	12.7
	기업은행	024110 KS	7.5	10.0	36.2	15.5	20.8	11.4	22.6	0.0	25.6	20.5	26.3	22.7	24.9
	외환은행	004940 KS				0.0	0.0	64.1	47.0	10.3	36.9	51.5	58.9	4.9	18.3
	BS금융	138930 KS	0.0	29.8	32.6	33.3	33.2	33.5	30.9	10.7	12.2	n.a.	16.9	17.7	17.8
	DGB금융	139130 KS	0.0	25.2	29.8	29.4	30.2	31.0	30.4	12.6	12.4	17.4	14.8	16.1	15.8
미국	BOA	BAC US	53.4	40.1	39.6	46.3	46.6	45.7	72.3	401.3	n.a.	n.a.	485.9	15.8	4.1
	JPM	JPM US	170.8	42.6	88.0	58.6	35.6	33.6	186.2	9.4	5.3	22.9	22.0	23.8	33.7
	Citi	C US	23.4	26.9	32.1	52.0	46.2	46.1	363.5	n.a.	n.a.	0.0	0.7	1.6	0.9
	Wells Fargo	WFC US	50.2	32.8	40.8	44.9	44.0	42.9	49.1	182.0	26.6	9.0	16.9	25.9	29.1
영국	Barclays	BARC LN	45.4	54.1	48.8	47.0	48.9	43.2	51.0	24.0	11.0	18.8	24.2	n.a.	193.9
	Lloyds	LLOY LN	84.0	126.3	92.3	80.0	76.8	68.5	61.6	83.9	0.0	n.a.	n.a.	0.0	0.0
중국	ICBC	1398 HK	n.a.	n.a.	0.0	0.0	9.4	11.0	54.5	49.7	44.1	38.9	34.0	35.0	35.0
	CCB	939 HK	n.a.	0.0	0.0	n.a.	7.2	44.6	67.5	49.0	44.2	39.3	34.9	34.7	n.a.
	BOC	3988 HK	n.a.	n.a.	0.0	n.a.	n.a.	23.8	45.1	51.3	44.0	39.0	34.8	35.0	34.9
	ABC	1288 HK	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	0.0	52.3	35.0	35.0	34.6
일본	MUFJ	8306 JP	n.a.	n.a.	7.0	11.8	5.2	12.8	23.2	n.a.	42.5	30.1	17.6	22.1	23.4
	Mizuho FG	8411 JP	n.a.	n.a.	9.8	7.1	7.8	13.8	39.1	n.a.	54.3	32.4	30.3	26.2	23.1
	Sumimoto Mitsui	8316 JP	n.a.	n.a.	5.8	n.a.	3.4	12.5	20.5	n.a.	46.8	30.0	26.8	21.3	20.3
싱가폴	DBS	DBS SP	34.0	33.8	35.0	24.1	86.0	40.3	46.0	47.2	62.4	83.2	43.8	35.9	38.7
	OCBC	OCBC SP	23.1	30.2	94.5	35.9	23.7	18.8	42.5	51.4	48.0	45.9	44.6	29.1	43.6
	UOB	UOB SP	46.0	71.6	61.2	51.2	63.7	49.0	44.9	48.2	50.4	35.7	42.5	40.8	40.7

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터
주: Dividend payout ratio = Cash common dividends / (Income before XO items - Minority interest - Cash preferred dividends) * 100
KB금융은 2008년 이후, 하나금융은 2006년 이후, BS금융, DGB금융은 2011년 이후부터 지주사 기준 적용

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

글로벌 은행주 배당성향 추이

국가	Company	Ticker	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
대만	Cathay FH	2882 TT	130.2	89.4	78.2	67.6	58.7	188.5	75.4	0.0	43.8	132.4	45.6	46.3	46.3
	Fubon FH	2881 TT	n.a.	98.3	88.7	n.a.	0.0	99.8	80.2	0.0	81.4	43.1	29.5	23.8	23.8
	Mega FH	2886 TT	n.a.	65.7	82.9	77.3	76.2	107.8	81.0	938.8	77.2	65.9	54.2	58.5	0.0
홍콩	HSBC	5 HK	89.5	80.2	74.4	56.6	54.7	59.5	55.9	139.1	106.0	49.1	45.1	61.4	58.7
	StanChart	2888 HK	75.1	74.0	63.1	47.5	44.0	43.1	39.7	37.2	53.7	37.1	38.0	39.0	51.7
호주	NAB	NAB AU	111.2	71.1	63.7	84.9	n.a.	n.a.	66.2	73.3	115.8	77.3	75.9	106.4	85.1
	Westpac	WBC AU	59.7	59.0	67.8	63.6	67.8	33.4	70.4	66.8	86.7	58.2	67.3	85.2	88.3
	CBA	CBA AU	71.7	97.7	91.2	74.9	73.3	43.4	73.4	72.2	46.5	78.3	77.7	75.2	76.8
	ANZ	ANZ AU	60.7	56.8	73.4	59.9	65.0	62.6	57.0	78.6	84.3	59.4	65.3	65.3	70.7
	Macquarie	MQG AU	67.4	73.6	87.4	53.4	27.5	54.4	54.3	52.7	60.2	60.4	67.3	85.1	72.7
인도	State Bank of India	SBIN IN	9.4	10.7	10.5	6.6	6.7	10.2	15.2	16.8	16.2	17.8	n.a.	15.8	15.8
	ICICI	ICICIBC IN	17.1	39.9	34.4	26.4	23.5	32.5	35.4	34.2	28.7	26.5	24.9	24.0	24.1
	PNB	PNB IN	3.7	9.9	8.9	12.9	12.6	19.3	22.0	23.3	20.5	17.8	n.a.	19.3	12.8
스페인	Santander	SAN SM	53.5	59.3	55.3	57.8	41.8	52.5	49.3	77.3	57.6	60.9	99.4	275.1	154.5
	BBVA	BBVA SM	59.8	76.8	55.1	54.9	30.7	45.8	44.4	37.4	37.4	40.4	68.6	177.9	159.6
독일	DB	DBK GR	216.0	224.4	71.9	37.4	39.3	32.9	34.8	n.a.	9.4	30.2	16.9	294.1	114.9
	Commerz	CBK GR	212.5	n.a.	n.a.	41.4	28.2	30.7	34.3	0.0	n.a.	0.0	0.0	0.0	0.0
브라질	Banco do Brasil	BBAS3 BZ	24.5	28.6	31.3	31.6	36.1	40.0	40.0	22.4	30.2	41.7	38.6	43.8	60.6
	Itau Unibanco	ITUB4 BZ	33.8	34.9	n.a.	21.6	21.2	31.7	21.7	46.1	28.2	n.a.	31.8	35.8	31.0
프랑스	BNP Paribas	BNP FP	26.5	32.6	34.8	35.8	37.3	39.6	38.8	30.2	32.3	33.4	25.1	29.7	40.8
	Societe Generale	GLE FP	43.6	71.4	46.2	43.3	44.4	45.9	44.4	34.7	27.3	33.3	0.0	72.7	45.3
러시아	Sberbank	SBER RU	2.8	3.5	14.9	13.3	7.7	6.1	7.9	11.3	43.6	1.0	14.3	16.0	15.4

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터
주: Dividend payout ratio = Cash common dividends / (Income before XO items - Minority interest - Cash preferred dividends) * 100
KB금융은 2008년 이후, 하나금융은 2006년 이후, BS금융, DGB금융은 2011년 이후부터 지주사 기준 적용

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

[인터넷]

전자결제 시장으로 진격

핸드셋 · 전기전자 · 인터넷

조진호

3774-3831 jcho@miraeasset.com

커버리지 LG전자, 삼성전기, LG이노텍, 실리콘웍스, 멜파스, 네이버, SK C&C, 다음, NHN엔터테인먼트 삼성SDS

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Executive summary

스마트폰 가입자 증가에 따른 데이터 트래픽 증가 전망

- 스마트폰 가입자 상승, 모바일 인터넷 접속 가능인구 증가
- 이머징시장 LTE보급 상승과 스마트폰 ASP 하락
- 글로벌 모바일 데이터 폭증

모바일 광고시장 현황

- 모바일 데이터 트래픽 증가에 따른 모바일 광고시장 성장
- 2014년 한국 광고 시장 10조원. 2014~2017E CAGR 28% 성장. 모바일 침투율 7.8%
- 2014년 일본 광고 시장 480억달러. 2014~2017E CAGR 10% 성장. 모바일 침투율 4.3%

모바일 인터넷 기업 매출 호조 지속

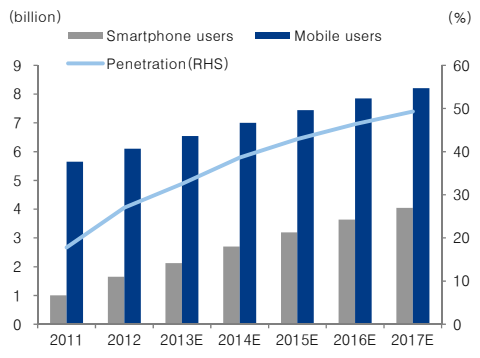
- 라인 글로벌 모바일트래픽 점유율 2018년 6% (MAU 5억명)
- 다음카카오, 국내 모바일 트래픽 과점체제 지속
- 2015년은 모바일인터넷 기업의 본격적인 머니타이제이션 국면
- 라인/ 다음카카오 2015년 전자결제 시장 진출 본격화

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

스마트폰 가입자 상승, 모바일 인터넷 접속 가능인구 증가

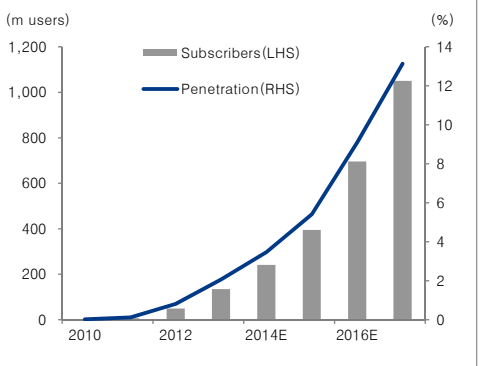
- 2013년 글로벌 스마트폰 보급률은 33%, LTE보급률은 2%에 불과
- 글로벌 LTE 보급률은 2013년 2%에서 2017년 13%까지 지속 상승하며 SNS 가입자 상승을 견인
- 글로벌 LTE가입자 상승에 힘입어 스마트폰 침투율은 2013년 33%에서 2017년 50% 수준 지속 상승할 것
- 글로벌 스마트폰 가입자는 2013년 21억명 (+29% YoY), 글로벌 보급률 33% 기록하며 PC 보급률 (25%)을 상회했고, 이는 모바일 SNS 가입자 상승을 견인
- 향후 글로벌 스마트폰 가입자는 2017년 40억명 (2013~2017E CAGR 17%)으로 증가할 것으로, SNS 플랫폼 가입자 또한 지속 상승할 것으로 기대

글로벌 모바일 사용자 및 스마트폰 사용자 침투율



자료: Gartner, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 LTE 가입자 및 침투율



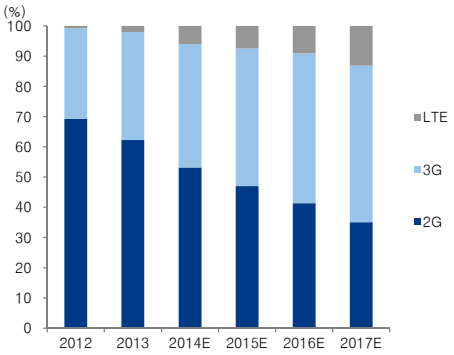
자료: Gartner, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

이머징시장 LTE보급 상승과 스마트폰 ASP 하락

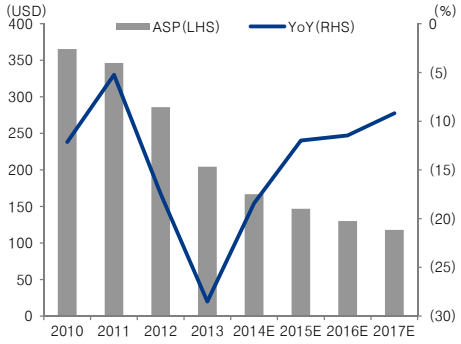
- 2014년 1월 차이나모바일 (점유율 63%)이 TD-LTE를 첫 상용화한 이후 중국 LTE가입자는 2014년 70백만명 (침투율 5%)에서 2015년/2016년 각각 1.2억명/2억명으로 급증할 것
- 2014년을 기점으로 안드로이드폰 ASP 하락 반전 전망 역시 인터넷 보급률을 증가시키고, 컨텐츠 수요를 촉진시키는 이벤트
- 글로벌 이머징 시장의 과수를 차지하는 중국, 인도, 브라질, 멕시코의 2014년 TD-LTE 투자는 업황 수요 개선의 또 다른 촉매제. TD-LTE 상용화 따라 인터넷 품질 개선, 고품질 컨텐츠 수요 상승은 필연적일 전망

글로벌 2G/3G/LTE 가입자 비중



자료: Gartner, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 스마트폰 ASP 전망



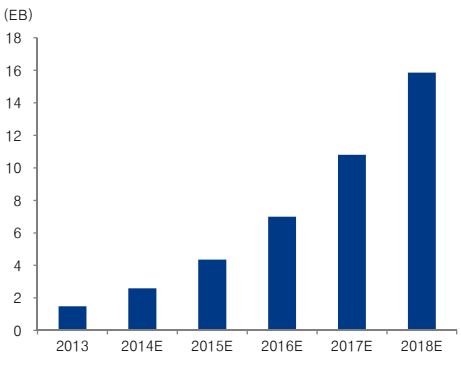
자료: Gartner, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

글로벌 모바일 데이터 폭증

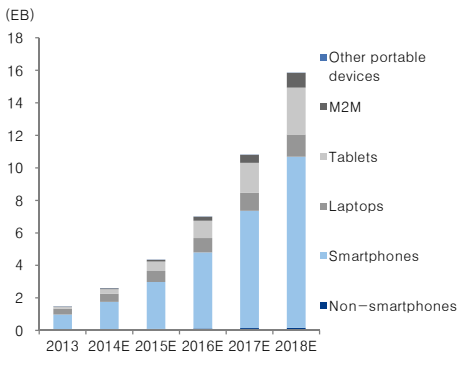
- 시스코에 따르면 글로벌 모바일 데이터는 2013년 1.5엑사바이트에서 2018년 15EB로 10배수준 급증 (CAGR 61%)
- 스마트폰 가입률 상승 및 LTE폰 가입률 상승으로 모바일 데이터 폭증
- 글로벌 모바일 데이터 스마트폰 대당 2014년 0.7GB/month > 2018년 2.5GB/month 전망

글로벌 모바일 data traffic 전망



자료: Cisco, 미래에셋증권 리서치센터

기기별 모바일 data traffic



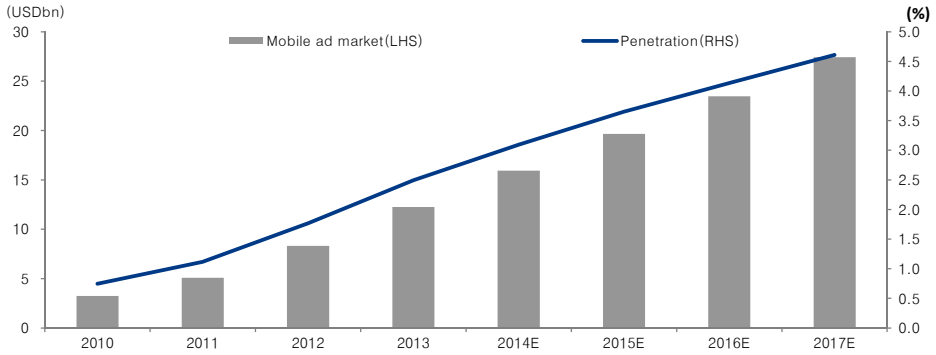
자료: Cisco, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

모바일 데이터 트래픽 증가에 따른 모바일 광고시장 성장

- 글로벌 모바일 광고시장은 2013년 159억달러에서 2018년 274억달러 (CAGR 20%)로 성장 추정
- 2014년 모바일 광고시장 침투율 북미/일본/한국 각각 4.3%/ 4.3%/ 7.8% 수준

글로벌 모바일 광고시장



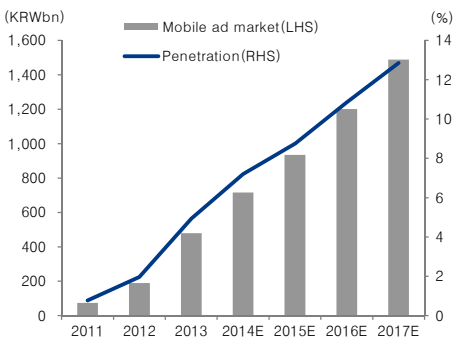
자료: Cisco, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

한국, 일본 광고 시장 현황 및 전망

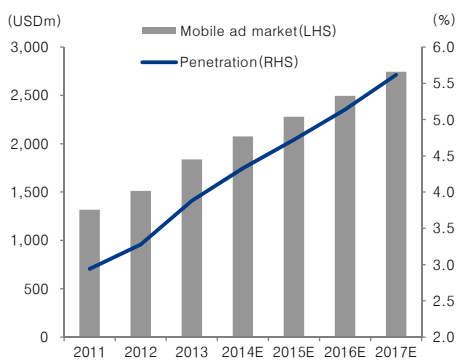
- 2014년 한국 광고 시장 10조원 수준 추산. 2014~2017E CAGR 28% 성장 추정. 모바일 광고시장 침투율 7.8%
- 2014년 일본 광고 시장 480억달러 추산. 글로벌 2위. 2014~2017E CAGR 10% 성장 추정. 모바일 광고시장 침투율 4.3%

국내 모바일 광고 시장



자료: KOCCA, 미래에셋증권 리서치센터

일본 모바일 광고 시장



자료: KOCCA, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities 2015 Outlook

글로벌 시장 주요 가정

(USDm)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
Mobile content	**13,832**	**15,277**	**16,931**	**19,906**	**23,010**	**26,356**	**29,960**	**34,050**	**38,844**	**44,775**
Mobile games	5,024	5,660	6,460	7,550	8,757	9,942	11,065	12,156	13,256	14,407
Movie OTT	2,479	2,764	3,176	4,182	5,238	6,570	8,268	10,484	13,410	17,438
Digital music	6,329	6,853	7,295	8,174	9,015	9,844	10,627	11,410	12,178	12,930
Digital comics	307	329	424	608	826	779	1,279	1,500	1,736	1,967
Ad market	**461,358**	**410,033**	**434,514**	**453,270**	**470,398**	**490,921**	**514,831**	**538,715**	**567,335**	**594,669**
Online	57,863	59,677	70,777	86,374	100,566	116,639	133,088	150,373	167,781	185,474
Mobile	1,729	2,317	3,254	5,077	8,312	12,244	15,926	19,661	23,462	27,420
E-commerce market	**191,685**	**345,033**	**582,120**	**857,530**	**1,042,970**	**1,221,290**	**1,444,960**	**1,654,880**	**1,859,749**	**2,092,883**
Online	180,184	319,475	529,200	756,385	879,830	985,940	1,119,753	1,223,766	1,296,361	1,371,494
Mobile	11,501	25,558	52,920	101,145	163,140	235,350	325,207	431,114	563,388	721,389
Game market	**52,133**	**55,420**	**59,074**	**62,191**	**63,439**	**68,126**	**73,315**	**77,935**	**82,614**	**86,977**
Online	11,109	13,235	15,724	18,188	20,407	22,475	24,522	26,439	28,358	30,270
Mobile	5,024	5,660	6,460	7,550	8,757	9,942	11,065	12,156	13,256	14,407

자료: KOCCA, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities 2015 Outlook

국내 시장 주요 가정

(KRWbn)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
Mobile content	**897**	**907**	**1,020**	**1,546**	**2,032**	**2,696**	**3,106**	**3,585**	**4,163**	**4,853**
Mobile games	305	261	317	424	801	1,213	1,312	1,405	1,505	1,611
Movie OTT	19	22	29	182	213	223	231	239	247	242
Digital music	526	570	622	880	953	1,191	1,488	1,860	2,325	2,907
Digital comics	47	55	53	61	65	70	75	80	86	92
Ad market	**7,868**	**7,501**	**8,572**	**9,424**	**9,638**	**9,691**	**9,947**	**10,685**	**11,067**	**11,579**
Online	1,287	1,292	1,557	1,967	2,112	2,460	2,792	3,134	3,689	4,324
Mobile	-	-	-	74	190	479	717	934	1,201	1,487
E-commerce market	**18,146**	**20,643**	**25,203**	**29,072**	**34,068**	**38,498**	**44,137**	**51,852**	**60,220**	**68,982**
Online	18,144	20,633	24,903	28,472	32,368	31,938	30,806	33,837	36,892	41,272
Mobile	2	10	300	600	1,700	6,560	13,331	18,015	23,328	27,710
Game market	**5,605**	**6,581**	**7,431**	**8,805**	**9,753**	**10,718**	**11,356**	**11,915**	**12,392**	**12,777**
Online	2,692	3,709	4,767	6,237	6,784	7,333	7,876	8,364	8,710	8,950
Mobile	305	261	317	424	801	1,213	1,312	1,405	1,505	1,611

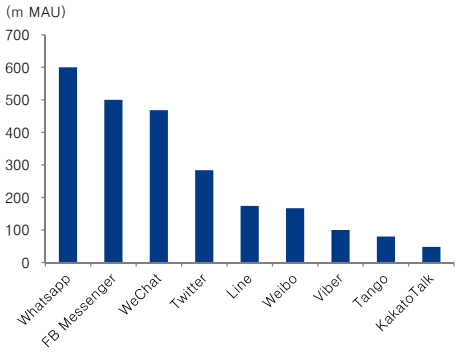
자료: KOCCA, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

모바일 인터넷 기업 매출 호조 지속

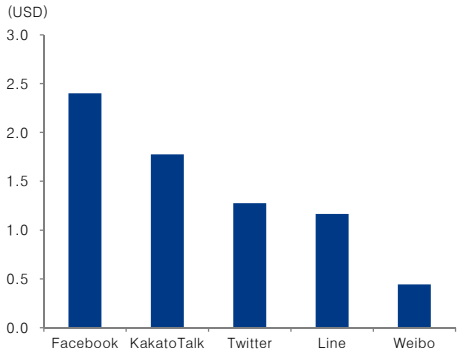
- 향후 SNS 시장은 모바일 메신저 플랫폼의 성장세가 두드러질 것임에 분명. 이는 스마트폰 보급률 상승에 따른 MAU상승 시나리오를 기대할 수 있고, 모바일 메신저 플랫폼이 휴대폰의 문자 기능을 점진 대체 중에 있기 때문에 트래픽의 하방 경직성이 확보되었다고 판단하기 때문
- 모바일 메신저 플랫폼은 온라인 SNS 플랫폼 보다 가입자 증가세가 두드러질 것이며 2014년 기준 SNS사용자 대비 주요 3개 (왓츠앱, 위챗, 라인) 모바일 메신저 사용자 비중은 63% 수준을 기록할 전망

MAU 비교 (3Q14)



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

MAU당 매출 비교 (3Q14)



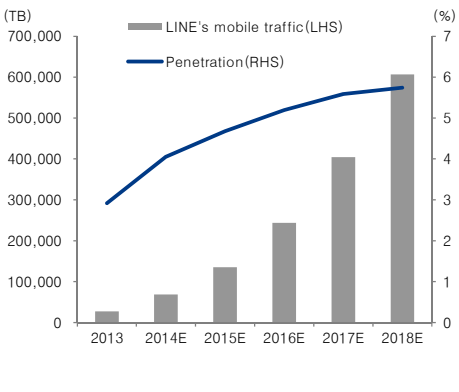
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

라인 글로벌 모바일트래픽 점유율 2018년 6%

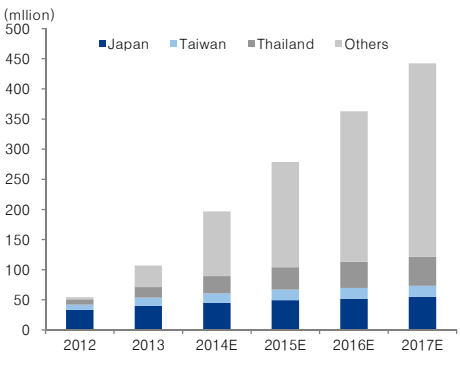
- 3Q14 라인 MAU 1.75억명 추정. 모바일 인터넷 과점 (경쟁사 왓츠앱 6억명, 위챗 4.7억명)
- 2014년말 태국, 대만 MAU 각각 29백만명 (MS 40%), 16백만명 (MS 65%) 추정
- 라인 글로벌모바일트래픽 점유율 2013년 3%에서 2018년 6%로 상승
- 라인 광고 매출은 2014년 1,680억에서 2018년 8,940억으로 CAGR 52% 성장 전망
- **Note**: 라인 컨퍼런스에서 공개한 MAU는 1.7억명, 이는 라인 월간 1회 이상의 문자전송 기준, 또한 해지 및 재가입을 고려한 숫자, 이는 Facebook (월 1회 이상 ID 접속)과 정의가 다름

LINE 모바일 data traffic



자료: Cisco, 미래에셋증권 리서치센터

라인 가입자 전망



자료: LINE, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

라인 MAU 추정

(KRWbn)	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Total	107	197	279	363	442	502	555	604	644	682	718
Korea	1	1	2	2	2	2	3	3	3	3	3
Japan	40	45	50	52	55	58	60	63	63	63	63
Taiwan	14	16	18	18	18	19	19	20	20	21	22
Thailand	18	29	37	43	49	51	53	55	56	57	58
Indonesia	6	18	24	29	34	38	41	44	47	49	52
Spain	2	3	5	7	9	11	13	14	16	17	19
India	1	4	6	8	10	14	17	21	23	26	29
Turkey	0	1	2	3	5	6	7	8	9	10	11
Mexico	1	3	5	8	12	15	18	21	23	25	28
US	1	2	3	5	6	8	9	11	12	14	15
Malaysia	1	2	3	4	6	7	8	9	10	12	13
Hongkong	0	1	1	1	2	2	2	3	3	3	4
Venezuela	0	1	1	2	2	3	3	4	4	5	5
Columbia	0	2	4	6	8	10	12	14	16	17	19
Brazil	1	3	4	5	7	8	9	11	12	14	15
Chile	0	1	1	1	2	2	3	3	3	4	4
Etc.	22	67	113	166	216	249	278	302	323	342	359

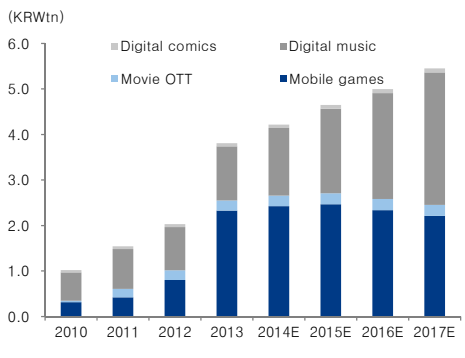
자료: LINE, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

다음카카오, 국내 모바일 트래픽 과점체제 지속

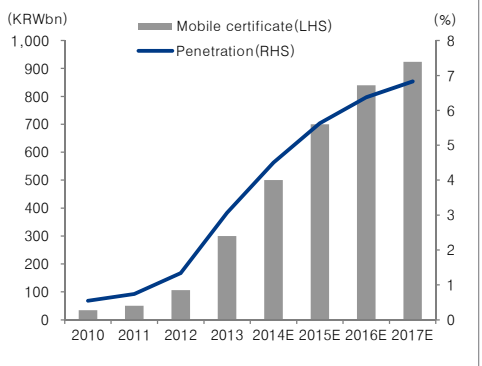
- 다음카카오 2014년 (10/1 합병), 한국 MAU 36백만명, 모바일메신저 점유율 94% 수준
- 한국 모바일컨텐츠 유통시장 과점: 모바일게임 50%, 모바일상품권(이모티콘 포함) 80% 추정
- 2014년 한국 모바일컨텐츠 시장 4.2조원 추산. 글로벌 3위 시장: 모바일게임 2.4조원, 디지털뮤직 1.5조원, 디지털만화 750억원, OTT 0.2조원 규모. 2018년까지 CAGR 16% 성장 전망

국내 모바일 컨텐츠 시장



자료: KOCCA, 미래에셋증권 리서치센터

국내 모바일 상품 시장



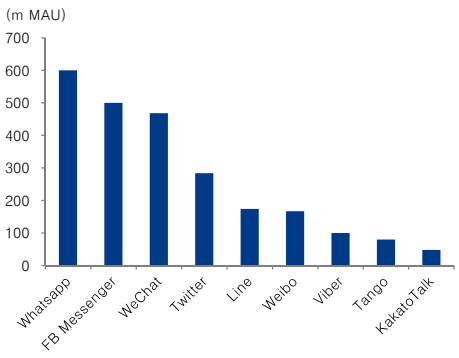
자료: KOMSCO, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

모바일인터넷 기업, 본격적인 머니타이제이션 국면

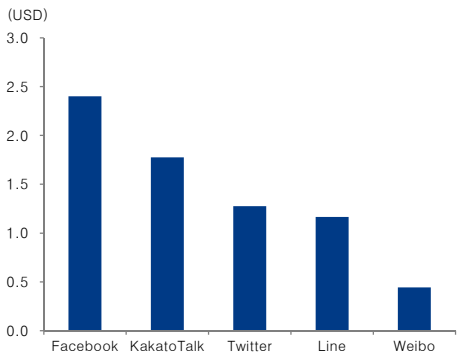
- 3Q14 라인과 카카오톡의 MAU당 매출액은 각각 $1.2, $1.7 수준. (Facebook $2.40, Twitter $1.28)
- 2015년 이후 광고 및 컨텐츠 매출 상승으로 업체간 매출은 상향 평준화 전망, 특히 라인 MAU 매출은 2015년 (분기평균) $1.3, 2016년 $1.4, 2017년 $1.5로 상승 추정

MAU 비교 (3Q14)



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

MAUD당 매출 비교 (3Q14)



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

라인/ 다음카카오 2015년 전자결제 시장 진출 본격화

- 금융권 및 PG사와 전략적 제휴, 2014년 전자결제 시스템 구축 및 시장진출 선언
- 플랫폼 기능 E-커머스 부문으로 사업확장이 목적. 플랫폼 거래대금 증가로 거래수수료 수취 가능

라인/다음카카오 전자결제 시스템 비교

	LINE	카카오
Service	LINE Pay	카카오 페이 / 뱅크월렛 카카오
Partner	Mizuho Bank, Sumitomo Mitsui Banking	카카오 페이: LG CNS (PG), 5개 메이저 카드사 BankWallet: 금융결제원 통한 16개 은행
Launch	4Q14	카카오 페이: 9월초 런칭 뱅크월렛: 11월 11일
Location	Global	Korea
Method	모바일지갑 및 신용카드 결제 가능	카카오 페이: 신용카드 뱅크월렛: 모바일 지갑

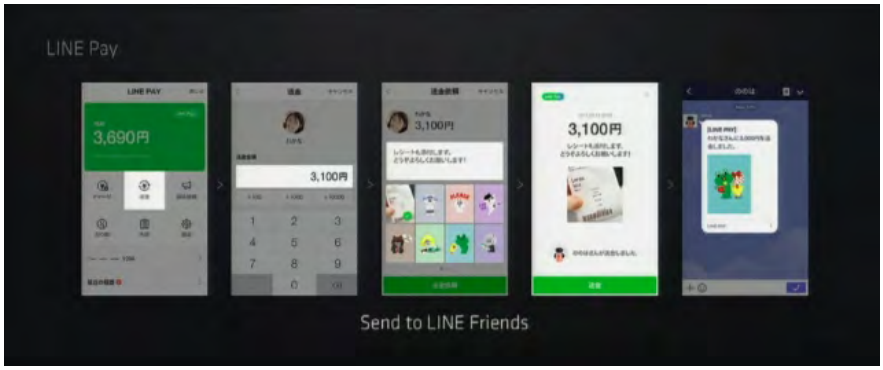
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

라인 2015년 전략 및 신규 사업 부문

- 라인페이, 2015년 일본 전자결재 시장 1,416억달러 (+7% YoY) 추산. 2015년 일본 모바일상거래 시장 (침투율 10%) 적극 공략 계획. 핵심서비스 내재화 (딜리버리-LINE WOW, 운송-LINE Taxi 등)
- 핵심 게임 IP 내재화: CyberAgent, Gree 와 JV 설립. 북미 Translimit 에 투자. IP 내재화 추진
- 라인뮤직 서비스 개시: 소니뮤직, Avex와 JV 설립. 2014년 일본 디지털음원 시장 US$570m (+10% YoY)

라인 페이



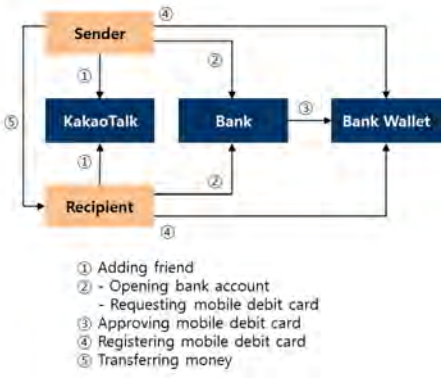
자료: LINE, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

다음카카오 2015년 전략 및 신규 사업 부문

- 카카오페이는 5개 메이저 카드사, 뱅크월렛카카오는 16개 은행과 간편결제/ 전자화폐 서비스 연계
- 카카오페이는 서비스 개시 이후 1.2백만명 누적 가입자 모집. 일 평균 2만명 가입 중
- 2014년 한국 전자결제 시장은 44조원(+15% YoY) 추산. 모바일상거래 시장 13조원 (침투율 30%) 수준으로 모바일 광고/게임 시장 대비 시장성/성장성 풍부

뱅크월렛 카카오 비지니스 모델



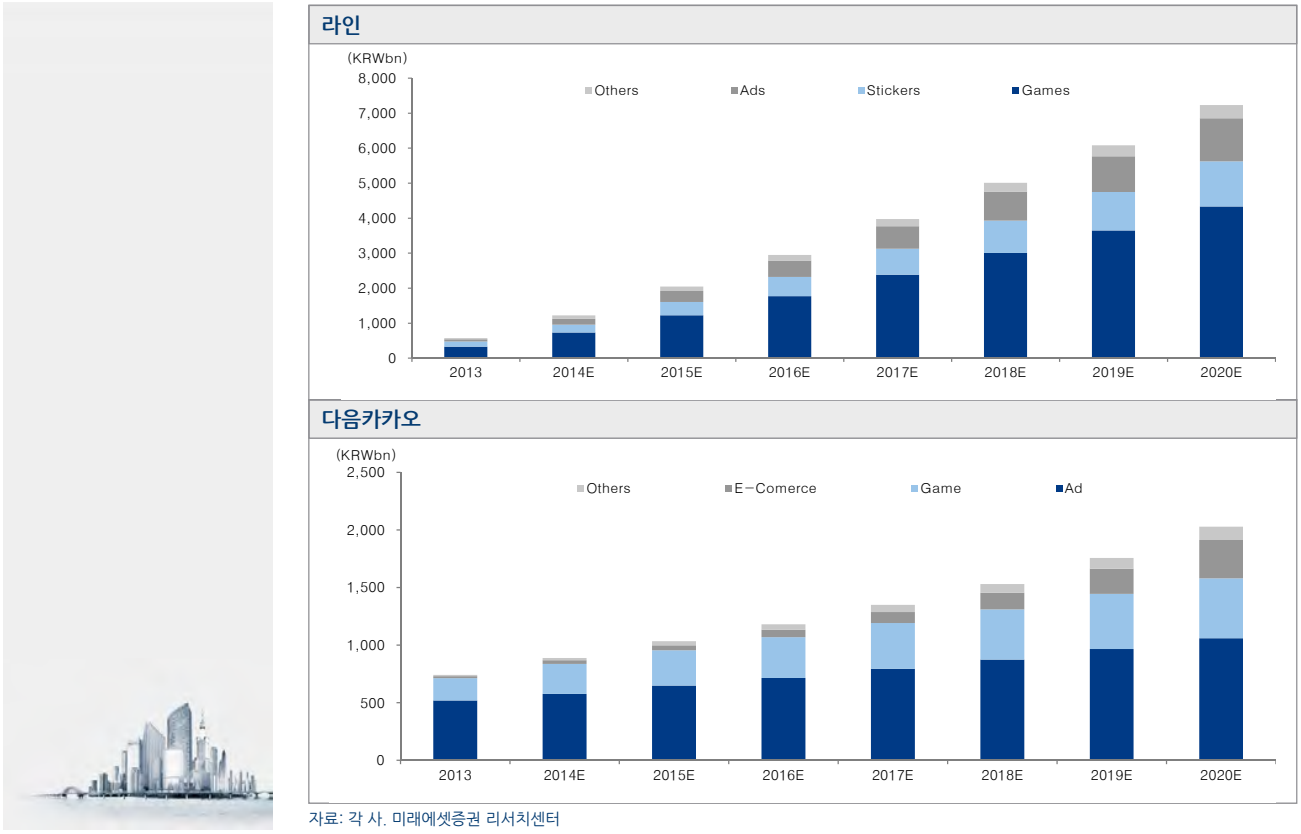
자료: 미래에셋증권 리서치센터

카카오페이 런칭 스케쥴

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

다음카카오, 라인 MAU 매출 상승 시나리오

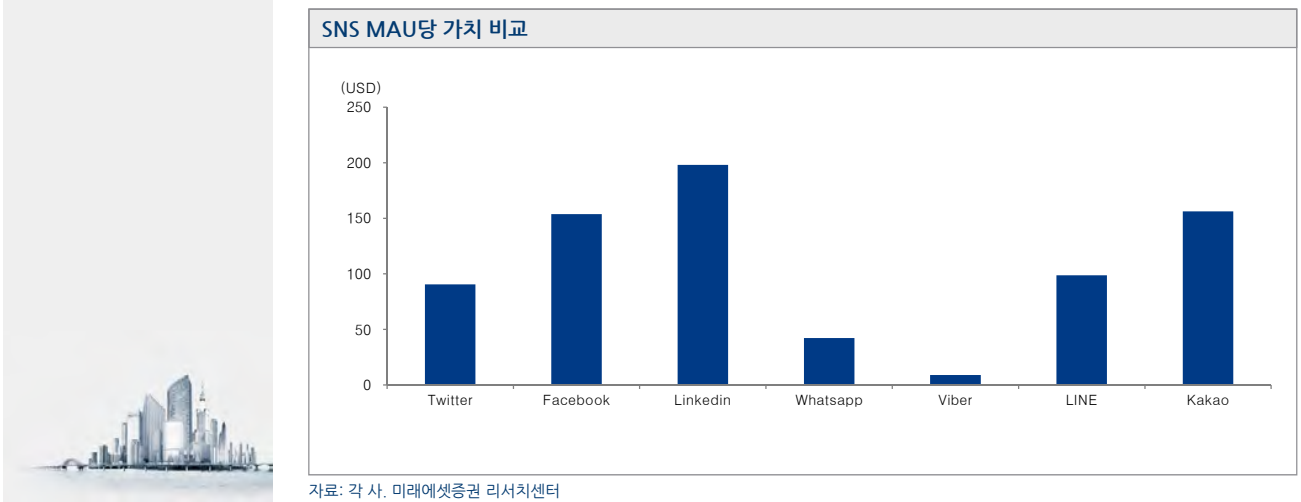


자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

SNS 공급자 MAU당 가치 비교

- 라인 2015년 MAU 가치는 $99로 글로벌 SNS 업체인 Facebook과 Twitter의 평균 $122대비 낮은 수준
- 다음카카오 MAU 가치는 $156 수준으로 페이스북수준에 근접, 향후 E-커머스 부문 사업 본격화로 프리미엄 정당화 예상



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

[자동차/부품]

규제에 올라 타자

자동차 · 자동차부품

박인우

3774-3763 inwoo.park@miraeasset.com

커버리지 현대차, 기아차, 현대모비스, 한라비스테온공조
현대위아, 만도, 한국타이어, 금호타이어, 넥센타이어

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Executive summary

2015년: 수요 회복 vs 경쟁 심화와 규제 강화

- 2015년 글로벌 자동차 수요 +4% YoY 성장 예상 (vs 2014년 +2.5% YoY). 하지만 글로벌 완성차 업체들의 주가는 경쟁 심화와 규제 강화에 대응한 장기 비용 상승 우려로 탄력적이지 못할 전망
- 현대차·기아차는 1Q15까지 일본업체들의 엔저를 이용한 가격전략과 통상임금 개선 등의 리스크가 남아있음. 하지만 그 이후에는 valuation 매력이 조명 받을 수 있을 전망

연비규제 강화는 2020년까지 이어지는 패러다임

- 향후 주요 지역에서 요구하는 연비 개선 속도는 과거의 두 배 이상. 일부 부품주의 장기 성장 먹거리
- 현대차그룹도 2020년 연비향상 로드맵 발표. 핵심은 신형 엔진 개발과 터보차저 장착 확대. 현대차그룹의 터보차저 장착은 가솔린 모델을 중심으로 연평균 10% 속도로 늘어날 전망. 늘어나는 물량은 대부분 현대위아-IHI터보㈜가 대응할 전망
- 내연기관 투입 에너지의 34%가 열로 손실. 내연기관 연비개선을 위해서는 열관리 시스템에서도 기술적 발전과 수요 증가가 있을 것임은 자명. 한라비스테온공조는 선발주자로써 유리한 위치

Top Picks: 한라비스테온공조와 현대위아 . 완성차 중에서는 기아차

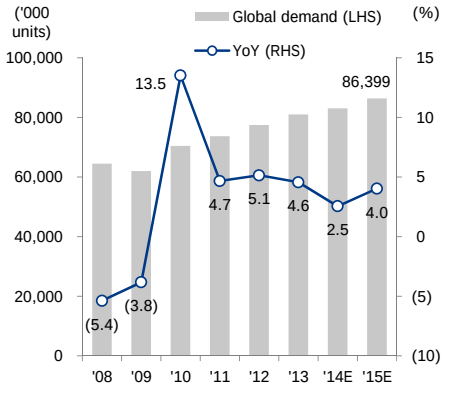
- 한라비스테온공조(Buy, TP 65,000원): 열관리 시장 성장의 최대 수혜. 업종 내 최고 수준의 배당 정책과 추가적인 공조사업 M&A 가능성도 매력적. 비스테온 공조사업부 인수 후 수익성도 개선 흐름
- 현대위아(Buy, TP 270,000원): 2015년 핵심부품 증설에 기반한 이익개선 지속 예상. 2015년부터 터보차저 양산이 시작되며 엔진 공급 역할은 지속적으로 확대될 전망(중국, 멕시코, 카파 TGDI 등)
- 기아차(Buy, TP 73,000원): 미국과 중국을 중심으로 2015년 소매판매 +7.5% YoY 증가 예상. 수요가 좋은 RV 위주의 신차 투입으로 2015년 이익 회복에 대한 신뢰도가 높음

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

2015년 글로벌 자동차 수요는 +4% YoY 성장 예상

- 미국(+2% YoY): 연간수요 1,600만대 상회하면서 회복세 둔화. 금리 인상시 할부 판매 위축 가능
- 서유럽(+4% YoY): 2014년 7년 만에 (+)성장 전환. 이연 수요 발현 지속 예상
- 중국(+8% YoY): 주요 도시 구매제한정책 확대는 리스크이나 중서부 내륙 motorization 지속
- 브라질(+2% YoY): 할부금융 활성화를 위한 지원과 신차 공급 확대로 소폭 회복 전망
- 인도(+13% YoY): 신정부 경제 개혁에 대한 기대감으로 소비심리 개선
- 러시아(-4% YoY): 서방 경제 제재 여파와 유가 하락의 부정적 영향이 2015년에도 지속 전망
- 한국(+1% YoY): 포화된 시장. 소비심리도 둔화 중이어서 2015년 수요는 거의 정체 예상

글로벌 자동차 수요 추이 및 전망



자료: 산업 자료, 미래에셋증권 리서치센터

주요 시장별 전망

(단위: 만대)	2013	2014E	(% YoY)	2015E	(% YoY)
한국	154	162	5.0	163	0.8
미국	1,560	1,640	5.1	1,670	1.8
서유럽	1,380	1,450	5.1	1,510	4.1
중국	1,981	2,160	9.1	2,340	8.3
브라질	357	323	(9.4)	331	2.5
인도	296	298	0.8	337	13.1
러시아	277	233	(15.9)	224	(3.9)
기타	2,096	2,040	(2.7)	2,065	1.2
총합계	**8,100**	**8,306**	**2.5**	**8,640**	**4.0**

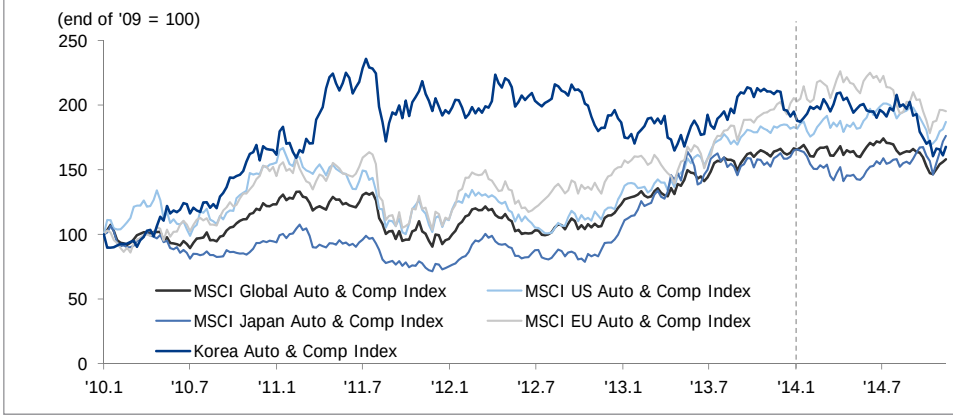
자료: 산업 자료, 미래에셋증권 리서치센터
주: 중국은 LCV/수입차 포함, 수출 제외 기준

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

글로벌 자동차/부품 지수

- 2013년은 글로벌 수요 서프라이즈, 기업 이익 상향 등으로 글로벌 자동차 랠리 시현
- 하지만 2014년 글로벌 자동차/부품 지수는 횡보. 2013년과 반대로 글로벌 수요는 중국 제외 신흥시장의 부진으로 기대 이하였고, 주요 업체들의 이익 추정치도 하향됨. 일본 업체들만 엔저에 기반한 경쟁력 강화 기대로 연초대비 지수 상승
- 2015년 글로벌 수요 증가는 2014년보다 양호할 것으로 예상되지만, 완성차 업체들의 주가는 글로벌 경쟁 심화와 연비·안전 규제 강화에 대응한 장기 비용 상승 우려 등으로 탄력적이지 못할 전망. 부품 업체들의 경우 원가절감 노력을 완성차와 함께 해야겠으나, 일부 연비·안전 규제 강화관련 아이템에서 두각을 나타내는 업체들의 경우 주가 상승을 지속할 수 있을 전망

글로벌 자동차/부품 지수 추이



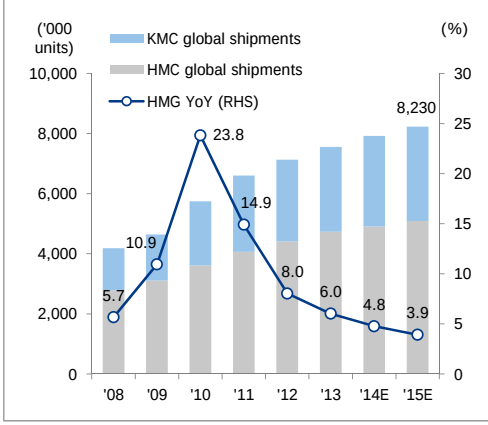
자료: Bloomberg, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

현대차그룹 2015년 출하 목표 823만대(+4% YoY) 예상

- 현대차와 기아차의 출하 목표는 각각 509만대(+3.8% YoY)와 314만대(+4.1% YoY)로 예상
- 현대차의 2015년 출하 성장은 기존 공장들의 가동률 상승(2014년 100% → 2015년 102%)을 통해서 가능할 것. 중국과 인도는 수요 성장을 따라가기 위해, 터키와 체코 공장은 신차 생산 확대를 위해 특근이 늘어날 전망
- 기아차는 2014년 증설한 중국3공장에 CAPA 여유가 있음(중국 CAPA 73만대 vs 2014년 생산 예상 64만대). 중국 전용 소형 SUV 투입을 통해 2015년 중국 가동률은 101%까지 상승할 전망
- 현대차의 경우 2016년 출하 성장을 위해서는 중국을 포함한 추가 증설이 반드시 요구됨

현대차그룹 글로벌 출하 추이 및 전망



자료: 현대차, 기아차, 미래에셋증권 리서치센터

현대차그룹 2014~2015년 주요시장 신차 스케줄

		1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
HMC	Korea	Sonata (FMC)			Aslan (new)	Tucson (FMC)			Avante (FMC)
	US		Genesis (FMC) Sonata (FMC)					Tucson (FMC)	
	EU		Genesis (FMC)		i20 (FMC)			Tucson (FMC)	
	China			Genesis (FMC)	ix25 (new)	Sonata (FMC)			
KMC	Korea		Carnival (FMC)	Sorento (FMC)				K5 (FMC) Sportage (FMC)	
	US	K9 (new)			Carnival (FMC)	Sorento (FMC)			K5 (FMC)
	EU		Soul (FMC)		Sorento (FMC)			K5 (FMC)	Sportage (FMC)
	China			K4 (new)		Small SUV			K5 (FMC)

자료: 현대차, 기아차, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

현대차그룹 2015년 소매 판매 808만대(+6% YoY) 예상

- 현대차와 기아차의 소매 판매는 각각 499만대(+4.9% YoY)와 309만대(+7.5% YoY)로 예상
- 현대차는 신형 i20의 판매 확대를 통해 인도와 서유럽에서 판매 신장을 이끌어 낼 듯. 투싼 완전변경모델은 하반기부터 해외 판매 확대에 기여할 수 있을 것. 중국에서는 소형 SUV 세그먼트에 첫 진출한 ix25가 판매 신장을 견인할 전망. 미국에서는 승용 세그먼트의 수요 정체로 고전 중인데, 2015년에 인센티브 확대와 투싼 신모델 투입을 통해 부진 만회를 꾀할 것으로 예상
- 기아차는 우선 중국에서 고성장을 이어갈 수 있을 것. 올해 8월에 출시된 K4(D1 세그먼트 첫 모델)가 판매 호조를 보이고 있고, 2015년 1분기에는 소형 SUV 세그먼트 첫 신차를 추가로 투입할 예정. 미국에서는 8년 만에 모델이 변경된 세도나(카니발)이 판매 고성장을 견인할 전망

현대차 지역별 소매 판매 전망

(단위: 만대)	2013	2014E	2015E	(% YoY)
미국	72	74	77	4.1
중국	103	111	119	7.7
서유럽	41	41	44	7.3
한국	64	67	68	1.5
기타	183	183	191	4.4
글로벌	**462**	**476**	**499**	**4.9**

자료: 현대차, 미래에셋증권 리서치센터

기아차 지역별 소매 판매 전망

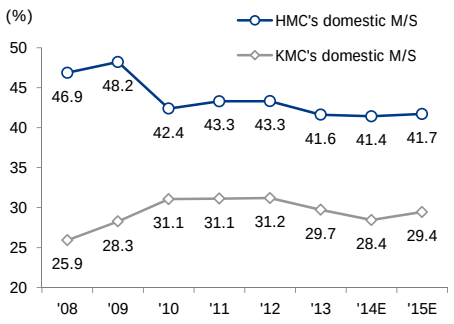
(단위: 만대)	2013	2014E	2015E	(% YoY)
미국	54	58	63	8.6
중국	55	64	74	15.6
서유럽	34	36	37	4.2
한국	46	46	48	4.3
기타	87	84	87	3.6
글로벌	**275**	**288**	**309**	**7.5**

자료: 기아차, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

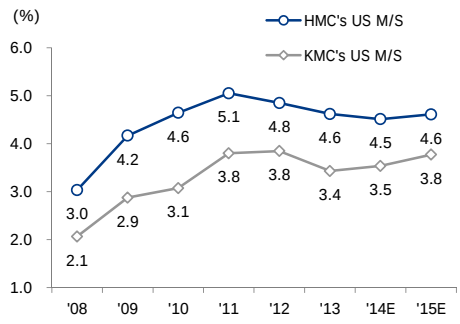
현대차그룹 주요 시장 M/S 추이 및 전망

내수 시장 M/S



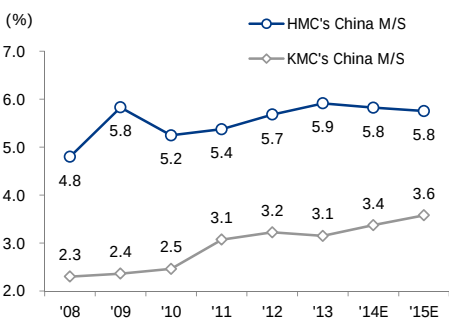
자료: KAMA, KAIDA, 미래에셋증권 리서치센터

미국 시장 M/S



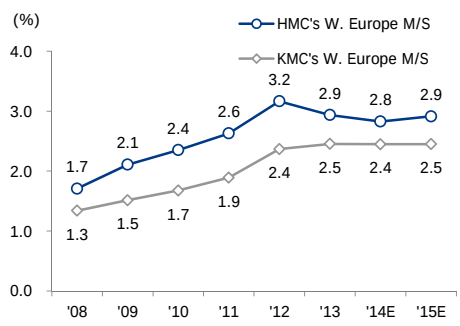
자료:Automotive News, 미래에셋증권 리서치센터

중국 시장 M/S



자료: 연석회의, 미래에셋증권 리서치센터

서유럽 시장 M/S



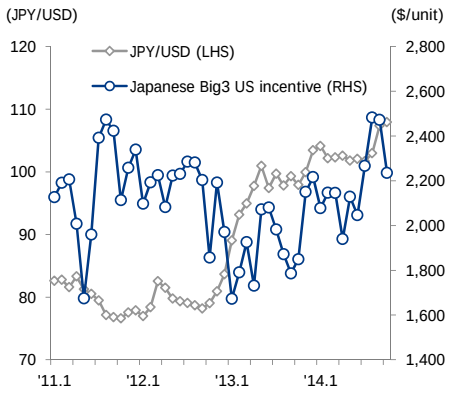
자료:ACEA, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

엔화 약세 VS 원화 약세

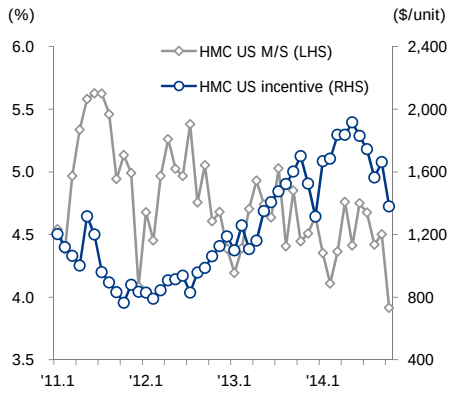
- 2012~2013년 엔화 약세 시기에 일본 Big3의 가격 전략에 큰 변화는 없었음. 하지만 올해 엔저가 재개될 때 일본 Big3의 미국 인센티브가 증가하면서 현대차·기아차의 우려 요인으로 작용
- 엔저 이슈는 항상 한국 업체들 주식의 단기 변동성 요인으로 작용하지만, 실제 한국 업체들의 수익에 미치는 영향은 원/$ 환율보다 떨어짐. 최근 동시에 진행 중인 원화 약세는 실적에 긍정적인 방향
- 원화 약세를 한국 업체들이 가격경쟁력 확보에 이용할 수도 있을 것. 특히 현대차의 경우 신차 투입을 통해 미국 인센티브가 크게 낮아졌으나 미국 M/S 하락은 뼈아프기에, 미국 판매 전략에 대해 재고의 여지가 있을 것으로 보임

엔/$ 환율과 일본 Big3 미국 인센티브 추이



자료: BOK, Autodata, 미래에셋증권 리서치센터

현대차 미국 M/S와 인센티브 추이



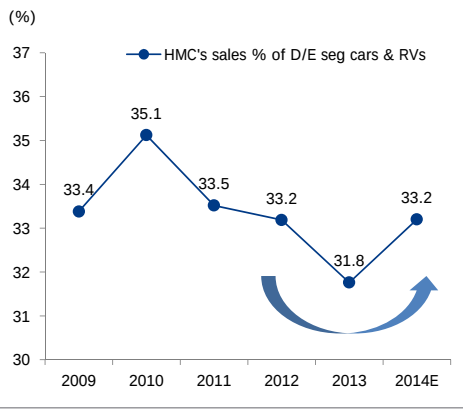
자료: Autodata, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

판매 믹스는 개선 중

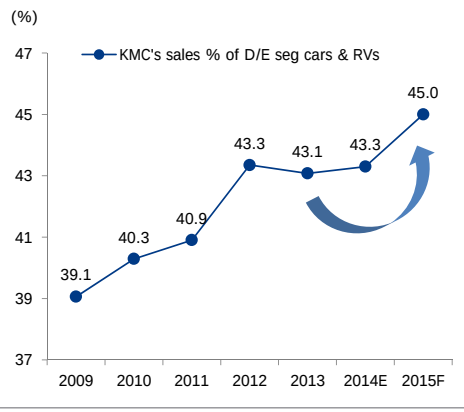
- 현대차그룹이 이번 신차 사이클을 두고 가장 중점적으로 추진하는 부분은 판매 믹스 개선. 이 부분에 있어서는 소기의 성과를 거두고 있음
- 현대차는 2014년 제네시스와 쏘나타의 판매 확대로 고가모델 판매 비중이 회복 중
- 기아차는 2014년 중대형 승용차 판매 비중은 하락했으나 신형 카니발과 쏘렌토 효과가 하반기부터 시작되며 2013년과 유사한 고가모델 판매 비중을 기록할 전망. 2015년에는 두 신차의 해외 판매가 본격화 되면서 고가모델 판매 비중은 급상승할 예정
- 환율에 큰 변화가 없다면 판매 믹스 개선은 고스란히 매출 성장에 나타날 수 있음

현대차 고가모델 판매 비중



자료: 현대차, 미래에셋증권 리서치센터
주: 중국 제외 출하 기준

기아차 고가모델 판매 비중



자료: 기아차, 미래에셋증권 리서치센터
주: 중국 제외 소매 판매 기준

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

비용 관련 최대 변수는 역시 국내 인건비

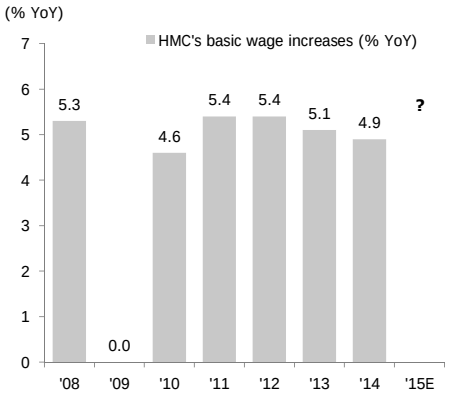
- 2015년에도 노사 관련 이슈는 여전히 지속
- 우선 현대차 노사간 통상임금 소송의 1심 선고가 연내 있을 전망(기존 11월 7일에서 연기). 이와는 별도로 현대차·기아차 노사가 구성한 '임금체계 및 통상임금 개선위원회'는 2015년 3월말까지 임금체계 및 통상임금 개선 방안을 합의한다는 계획
- 소송 1심 선고에서 만일 통상임금 범위와 소급분이 노조측에 유리하게 결정될 경우 2~3심까지 소송은 이어지겠으나, 개선위원회에서 노조 측의 협상력이 더욱 강화될 가능성이 있음
- 단순하게 정기상여금이 통상임금에 포함될 경우, 현대차·기아차·현대모비스의 인당 인건비는 약 8%가 증가하고, 3사의 연간 총 인건비는 약 7천억원 상승 추정

통상임금 범위 확대시 늘어나는 인건비 부담

	현대차	기아차	현대모비스
인당 인건비 상승 (만원)	680	680	680
정규직 종업원 수 (명)	59,861	33,255	7,415
총 인건비 상승 (십억원)	**407**	**226**	**50**
2013년 매출액	87,308	47,598	34,199
2013년 영업이익	8,315	3,177	2,924
2013년 OPM 훼손	-0.5%p	-0.5%p	-0.1%p
2013년 영업이익 훼손	-4.9%	-7.1%	-1.7%

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

현대차 기본급 인상률



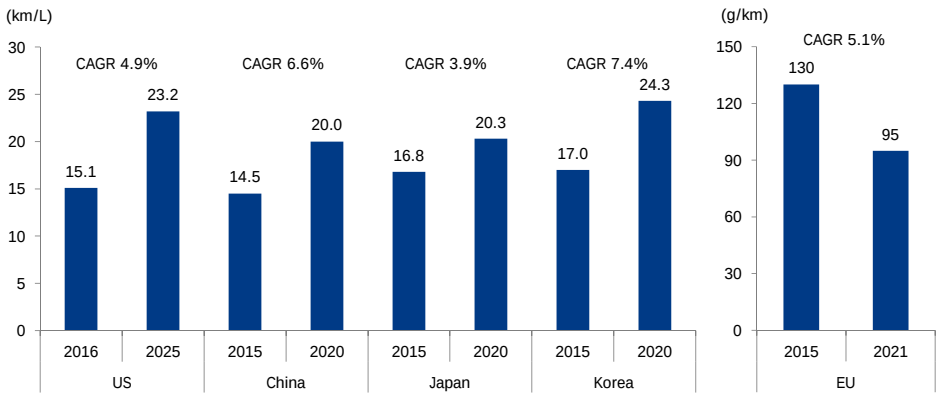
자료: 현대차, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

글로벌 규제 강화

- 향후 5년간 자동차/부품 산업의 키워드는 '규제'
- 점진적으로 강화되는 안전 규제는 충돌의 사전적 방지(Active Safety) 기술의 성장을 강요. 이에 따라 '샤시의 전장화' 영역에 대한 업체들의 투자 활발
- 또 한편에서는 각국 정부의 연비 및 CO2 규제 강화가 연비 개선 관련 기술의 빠른 성장을 촉구. 향후 미국이나 유럽에서 요구되는 연비 개선 속도는 CAGR 5% 수준으로 과거보다 2배 이상 빠름
- 친환경차 판매비중 확대가 필수적이지만 비용 대비 효용 측면에서 중단기적으로는 내연기관의 효율 극대화가 산업 트렌드가 될 전망
- 비용을 감수해야 하는 완성차업체보다 성장의 먹거리로 삼을 수 있는 부품업체에 유리

주요 국가별 연비(CO2) 규제



자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터 | 주: 한국은 정부가 추진 중인 안

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

현대차그룹의 준비: 2020 연비향상 로드맵

- 11월 6일 현대차그룹은 2020 연비향상 로드맵 발표. 평균 연비를 2020년까지 25% 개선하겠다는 목표. 현재 10개 엔진 중 70%를 차세대 엔진으로 대체하고, 변속기 성능 개선을 통해 약 20%의 연비를 향상. 나머지 5% 이상은 경량화와 친환경차 비중 확대를 통해 충족하겠다는 계획
- 가솔린 엔진은 기존 엔진의 성능 개선과 더불어 터보엔진 장착 엔진이 늘어날 것. 이와 별도로 신형 엔진 개발 (ex. GDCI 엔진)도 함께 진행될 전망. 디젤 엔진은 우선 R엔진의 대체 엔진 개발이 당면 과제로 보이며 U엔진 역시 향후 개선될 전망
- 친환경차는 현재 7개 차종에서 2020년 22개 차종으로 확대하여 글로벌 2위에 진입한다는 계획 (2013년 4위). 특히 2015년말 경에는 HEV/PHEV 전용 모델이 투입될 전망

현대차그룹 2020년 연비향상 로드맵

	현행	개발 방향	연비 개선
가솔린 엔진	카파, 감마, 누우, 쎄타2, 람다2, 타우	신형 엔진 개발 기존 엔진 성능 개선 (카파, 누우) 터보엔진 기종 확대	11~13%
디젤 엔진	U, R, A, S	신형 엔진 개발	16~18%
변속기	전륜4/6속, 후륜8속, CVT, DCT	신형 변속기 개발 전달 효율 개선 (전륜6속, 후륜8속) 다단화 확대	2~9%
차량 경량화	초고장력 강판 비율 33~52%	초고장력 강판 비율 48~62% 알루미늄 등 경량 소재 적용 확대 →주요 차종 중량 5% 이상 감량	친환경차 비중 확대 포함 5%

자료: 현대차그룹, 미래에셋증권 리서치센터

현대차그룹 2020년 친환경차 중장기 전략

	현행	개발 방향
HEV	4개 차종 - 쏘나타, 그랜져, K5, K7	12개 차종 - 2014년 12월 신형 쏘나타 HEV 출시 - 동급 최고 수준의 HEV 전용 모델 출시 - 소형, SUV로 라인업 확대
PHEV	없음	6개 차종 - 2015년 쏘나타 PHEV 출시 - 준중형 모델로 확대
EV	2개 차종 - 쏘울, 레이	2개 차종 - 새로운 전기차 출시 - 일회 충전 주행거리 확대 - 차세대 배터리 연구 활성화
FCEV	1개 차종 - 투싼	2개 차종 - 차세대 연로전지차 개발 - 리딩 메이커 위상 공고화

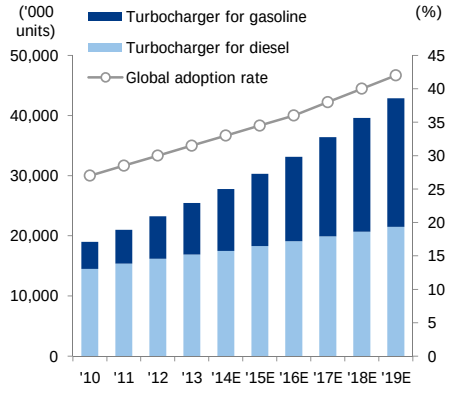
자료: 현대차그룹, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

터보차저 장착 모델의 확대

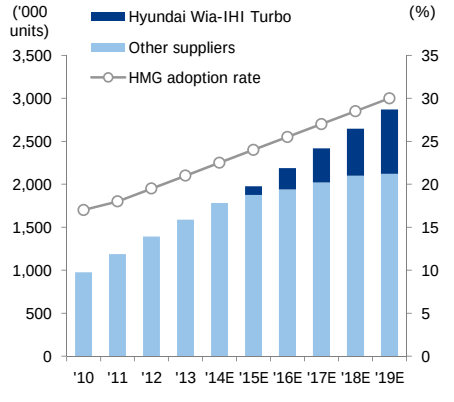
- 이전까지 현대차그룹의 가솔린 터보엔진은 2.0L 쎄타2 TGDI 위주. 하지만 올해 LF쏘나타에 1.6L 감마 TGDI가 옵션화되었고, 2015년에는 신형 아반떼에 1.0L 카파 TGDI가 옵션화될 전망
- 미미했던 가솔린 터보 판매 비중은 향후 점진적으로 확대될 예정
- 허니웰과 보그워너의 전망치를 종합해볼 경우 글로벌 터보차저 시장은 2013~2019년 CAGR 9.1% 성장을 보일 것으로 추정. 가솔린 엔진용이 CAGR 16.5%, 디젤 엔진용이 CAGR 4.1% 성장 예상
- 현대차그룹의 2013년 터보차저 적용 물량은 159만대로 추정(적용률 21%). 글로벌 시장과 발맞춘 적용률 상승을 가정하면 2019년 287만대(적용률 30%, CAGR 10%)의 적용을 예상. 가솔린 엔진용의 급증을 예상하며 늘어나는 물량은 대부분 현대위아-IHI터보㈜가 대응할 전망

세계 터보차저 시장 추정



자료: 허니웰, 보그워너, 미래에셋증권 리서치센터

현대차그룹 터보차저 수요 추정



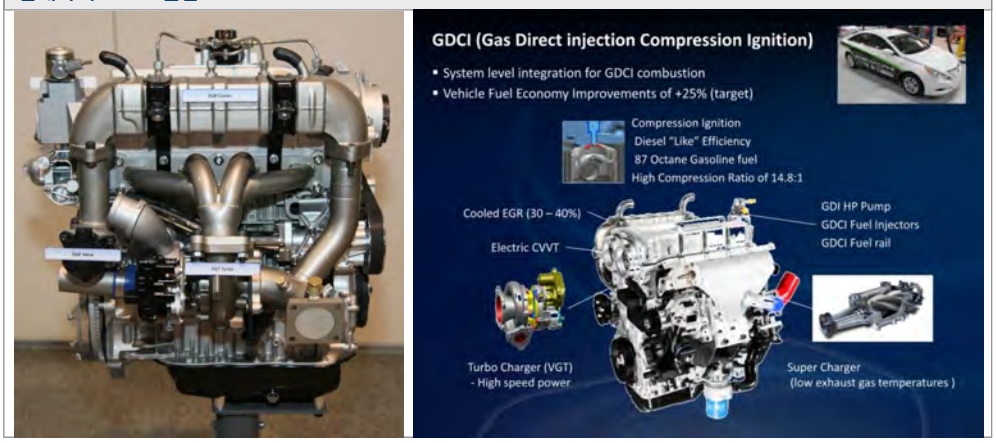
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

현대차 신형 가솔린 엔진: GDCI 엔진

- 언론에 밝혀진 현대차의 차세대 가솔린 엔진은 GDCI(Gasoline Direct Compression Ignition) 엔진
- 기존 가솔린엔진 대비 연비 +25% 개선 목표. 상용화된다면 Game Changer가 될 수 있을 전망
- 2012년부터 시작된 4년짜리 프로젝트. The University of Wisconsin-Madison's Engine Research Consultants (WERC)와 Wayne State University가 제안. 현대차와 Delphi가 50%씩 투자 중
- 점화플러그를 없앤 압축 착화 방식(디젤 엔진 방식). 이를 위해 수퍼차저와 터보차저를 동시 적용
- 현재는 양산을 위한 final test 중이며, 큰 문제가 없을 경우 양산 시점은 2016년이 될 전망

현대차의 GDCI 엔진



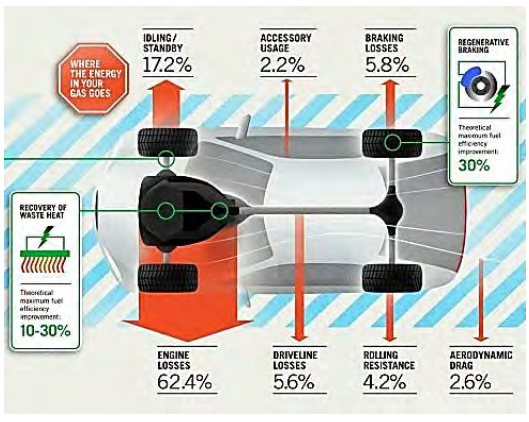
자료: 현대차

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

열관리 시장의 확대

- 미국 EPA에 따르면 가솔린 승용차가 도심 주행을 할 경우 평균적으로 주입한 에너지의 62%가 엔진 손실로 소멸되고, 13%의 에너지만이 자동차를 움직이는데 사용
- 엔진 손실 62%를 줄이기 위한 노력으로 엔진다운사이징+터보차저, GDI, CVVL 등의 기술들이 대거 적용되고 있지만 엔진 손실 62% 중 34%가 열 손실임을 감안하면 향후 열관리 시스템에서도 기술적 발전과 수요 증가가 있을 것임은 자명 (IHS Automotive 예상: 2019년 15조원)
- 한라비스테온공조는 최근 열관리 시스템 포트폴리오 강화에 주력 중이며 선발 주자로서의 유리한 위치를 점하고 있음. 대표적인 아이템은 EGR System, Charge Air Cooler, Cold Storage Evaporator
- 친환경차 시대에도 열관리의 중요성은 변하지 않을 전망

자동차의 부문별 에너지 소모



자료: EPA

한라비스테온공조의 주요 제품

자료: HVCC

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Top Picks: 한라비스테온공조 (018880 KS)

- 최근 열관리 시스템 포트폴리오 강화에 주력 중이며 선발 주자로서의 유리한 위치를 점하고 있음. 글로벌 연비규제 강화에 따른 열관리 시스템 시장 성장의 최대 수혜주가 될 것
- 과거 5년 동사의 배당성향과 배당수익률 평균은 각각 34%와 3.2%로 KOPSI의 평균(삼성전자 및 현대차 그룹 제외) 28%와 1.3%를 크게 상회
- 추가 공조사업 M&A 가능성 및 수익성 개선 흐름의 투자 매력까지 보유

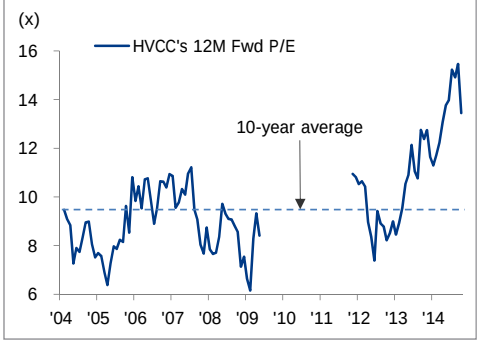
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-13A	Dec-14E	Dec-15E	Dec-16E
매출액 (십억원)	**5,189**	**5,391**	**5,605**	**5,864**
영업이익 (십억원)	363.5	393.5	454.0	492.5
당기순이익 (십억원)	**312.1**	**327.7**	**389.2**	**425.1**
수정순이익 (십억원)	296.4	311.7	372.7	408.1
EPS (원)	2,776	2,919	3,491	3,823
EPS 성장률 (%)	28.0	5.2	19.6	9.5
P/E (x)	**14.0**	**15.6**	**13.1**	**11.9**
EV/EBITDA (x)	7.8	7.9	6.6	5.8
배당수익률 (%)	2.5	2.3	2.7	2.9
P/B (x)	2.8	2.9	2.5	2.2
ROE (%)	**20.5**	**19.7**	**20.6**	**19.5**
순차입금/자기자본 (%)	(2.8)	(18.1)	(28.0)	(36.1)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

- 목표주가 65,000원, 투자의견 BUY
- 목표주가는 잔여이익모델(RIM)로 산출되었고, 2015E EPS 추정치의 18.5배 수준. 17배는 사업구조로, 1.5배는 M&A 가능성으로 정당화 가능
- 최근 주식 시장에서 연비 혹은 안전 규제 강화에 부합하는 아이템에 전문성을 갖는 부품사에게 높은 valuation을 부여하는 투자 트렌드에 매우 부합

12M Fwd P/E

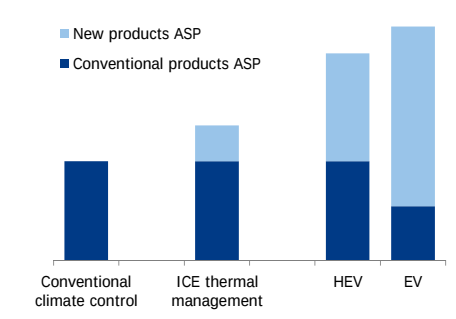


자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

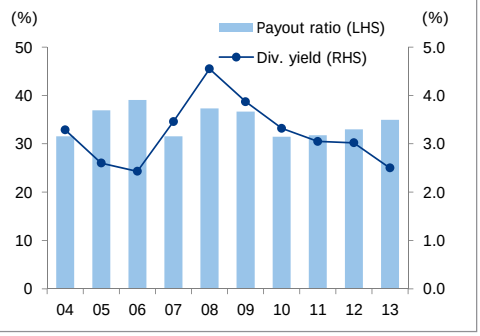
Top Picks: 한라비스테온공조 (018880 KS)

열관리 사업 강화는 ASP 상승으로 이어질 전망



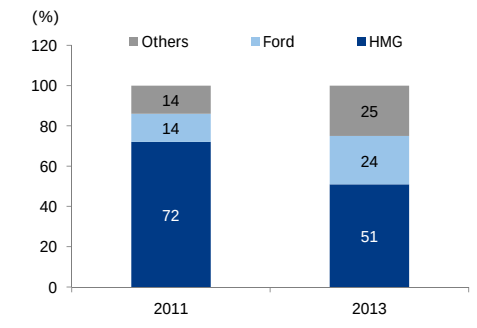
자료: HVCC, 미래에셋증권 리서치센터

과거 10년 배당성향 및 배당수익률



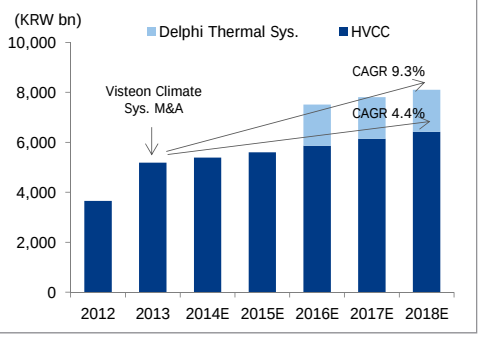
자료:HVCC, 미래에셋증권 리서치센터

비스테온 공조사업부 인수 전후 고객사별 매출 비중 변화



자료: HVCC, 미래에셋증권 리서치센터

Delphi 공조사업부 인수 가정 전후 매출 추이 및 전망



자료:HVCC, Delphi, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Top Picks: 현대위아 (011210 KS)

- 성장을 위한 지속적인 CAPEX 투자: 2015년 부변속기와 중국 엔진법인 생산능력 확대, 터보차저 양산 개시 예정. 핵심부품 증설에 따른 이익 개선 지속 예상
- 엔진 공급 역할 확대: 현대차와 기아차의 신흥국 증설 지속은 동사의 엔진 공급 역할 확대에 대한 기대감을 높여줄 수 있음
- 카파 TGDI 엔진의 양산도 현대위아가 담당할 가능성이 커 보임

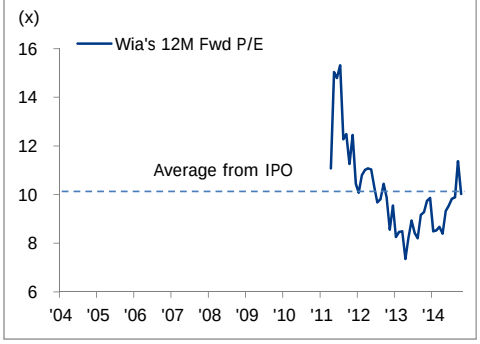
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-13A	Dec-14E	Dec-15E	Dec-16E
매출액 (십억원)	**7,092**	**7,622**	**8,620**	**9,211**
영업이익 (십억원)	529.2	552.6	629.2	681.6
당기순이익 (십억원)	**425.0**	**440.8**	**507.5**	**565.3**
수정순이익 (십억원)	417.5	435.7	507.5	565.3
EPS (원)	16,224	16,693	18,644	20,768
EPS 성장률 (%)	(0.2)	2.9	11.7	11.4
P/E (x)	**11.7**	**10.9**	**9.8**	**8.8**
EV/EBITDA (x)	7.9	7.2	6.3	5.6
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
P/B (x)	2.2	1.9	1.6	1.3
ROE (%)	**20.4**	**17.8**	**17.5**	**16.5**
순차입금/자기자본 (%)	11.5	13.8	11.2	5.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

- 목표주가 270,000원, 투자의견 BUY
- 목표주가는 잔여이익모델(RIM)로 산출되었고, 2015E EPS 추정치의 14.5배 수준
- 상기 투자 포인트들은 동사의 장기 실적 성장에 대한 신뢰도를 높여주는 동시에 높은 valuation을 정당화 시켜줄 수 있는 근거
- 참고로 현대위아의 상장 이후 12M Fwd P/E는 평균 10.1배 이지만 최대 15.3배까지도 경험한 적이 있음

12M Fwd P/E

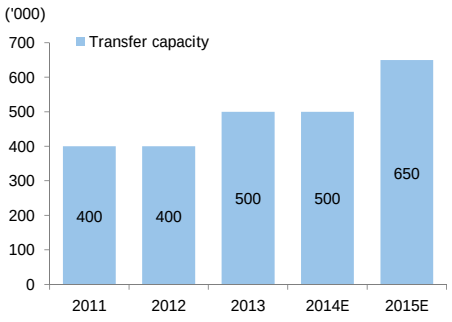


자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

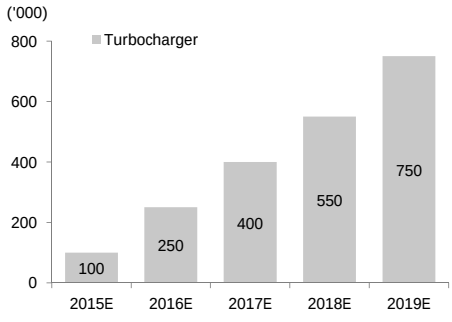
Top Picks: 현대위아 (011210 KS)

2015년 상반기 부변속기 생산능력 +15만대 확대



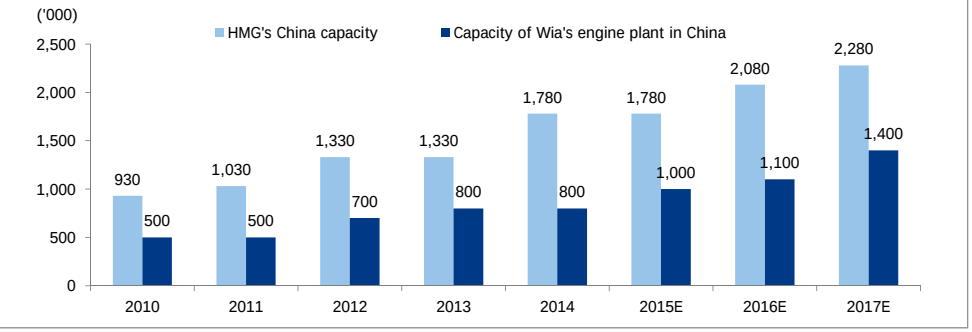
자료: 현대위아, 미래에셋증권 리서치센터

2015년 하반기 터보차저 양산 개시



자료: 현대위아, 미래에셋증권 리서치센터

2015년 중국엔진법인 생산능력 +20만대(30만대 전제) 확대



자료: 현대차, 기아차, 현대위아, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Top Picks: 기아차 (000270 KS)

- 신차효과 본격화 이전과 비우호적인 환율 흐름(평균적으로는 원화강세 지속, 반면 기말에 원/$ 환율 급등)으로 3분기 실적까지는 어려운 시기
- 하지만 동사는 4분기부터 미국시장 신형 카니발 및 내수시장 신형 쏘렌토의 신차 효과로 M/S 및 이익 측면에서 선순환 사이클에 진입할 예정
- 글로벌 RV 인기를 감안하면 동사의 신차 효과와 2015년 이익 회복에 대한 신뢰도가 매우 높기에 기아차를 완성차 Top Pick으로 추천

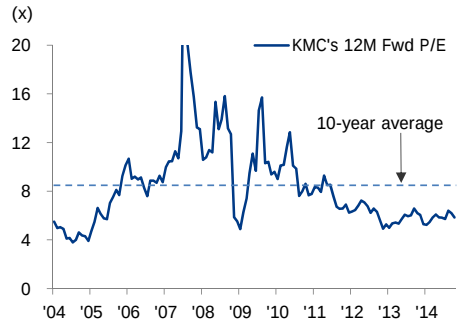
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-13A	Dec-14E	Dec-15E	Dec-16E
매출액 (십억원)	**47,598**	**47,051**	**49,471**	**51,898**
영업이익 (십억원)	3,177.1	2,724.2	3,116.7	3,217.7
당기순이익 (십억원)	**3,817.1**	**3,373.8**	**3,711.3**	**3,915.9**
수정순이익 (십억원)	3,817.1	3,373.8	3,711.3	3,915.9
EPS (원)	9,416	8,323	9,156	9,660
EPS 성장률 (%)	(1.3)	(11.6)	10.0	5.5
P/E (x)	**6.0**	**6.6**	**6.0**	**5.7**
EV/EBITDA (x)	4.5	4.8	4.1	3.4
배당수익률 (%)	1.2	1.3	1.3	1.3
P/B (x)	1.1	1.0	0.8	0.7
ROE (%)	**20.6**	**15.6**	**15.0**	**13.8**
순차입금/자기자본 (%)	(14.9)	(13.7)	(13.4)	(20.2)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

- 목표주가 73,000원, 투자의견 BUY
- 목표주가는 잔여이익모델(RIM)로 산출되었고, 2015E EPS 추정치의 8.0배 수준
- 참고로 기아차의 지난 10년 12M Fwd P/E는 평균 8.4배였음. 2015년, 4년만의 이익 개선을 눈앞에 두고 있기에 가능한 목표주가 수준으로 판단

12M Fwd P/E



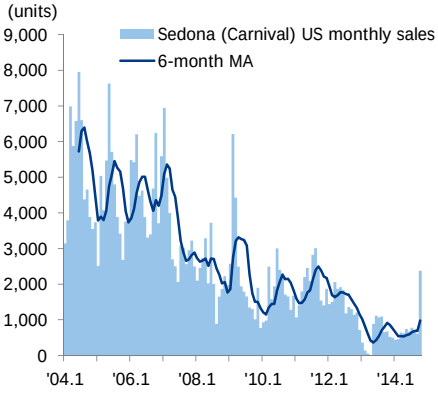
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Top Picks: 기아차 (000270 KS)

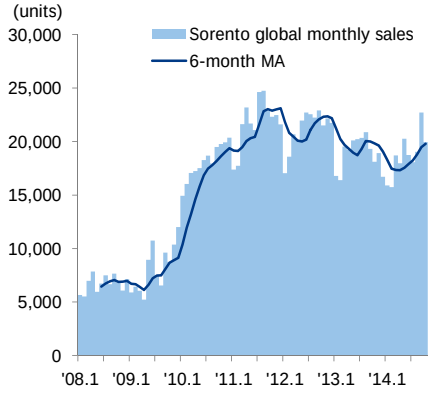
- 8년 만에 모델이 변경된 카니발은 내수 시장에서 선풍적 인기. 글로벌 RV 판매 호조와 개선된 상품성을 감안하면 미국에서도 판매 급증 예상. 미국에서의 카니발(미국명: 세도나) 판매는 2004년 연간 6.1만대에서 지난해 7천대까지 하락했지만 내년에는 5~6만대까지 판매가 확대될 것으로 예상. 이는 2015년 기아차의 미국 M/S 개선에 중요한 역할을 할 전망
- 더불어 기아차 모델 중 가장 수익 기여가 높은 쏘렌토의 완전모델변경은 2015년 이익 개선의 핵심이 될 전망. 2011년 26.1만대의 글로벌 판매를 기록했던 쏘렌토는 지난해 22.7만대까지 판매가 축소. 신모델 투입으로 회사는 내년 쏘렌토 판매를 27만대까지 확대할 계획인데 실거래가격 상승까지 더해진다면 2015년 기아차 이익 회복 가시성은 매우 높음

카니발 (미국명 세도나) 미국 월간 판매 추이



자료: 기아차, 미래에셋증권 리서치센터

쏘렌토 글로벌 월간 판매 추이



자료: 기아차, 미래에셋증권 리서치센터

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

[정유/화학]

저유가의 축복

정유 · 화학 · 카지노

권영배

3774-6012 yb.kwon@miraeasset.com

커버리지 LG화학, SK이노베이션, 롯데케미칼, S-Oil, GS 한화케미칼, 금호석유, 휴켐스, 강원랜드, GKL 파라다이스

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Executive summary

국제유가 하향 안정(D85/bbl), 전통적 원유의 점유율 증가

- 최근 국제 유가는 USD85/bbl 수준으로 하락하였으며, 국제유가는 현 수준에서 안정될 것
- 중동의 주요 산유국들은 OSP를 낮춰가며 아시아의 원유 시장에서의 경쟁을 시작
- 낮은 유가 수준에서는 비전통적 에너지원의 채산성이 약화되어, 생산량 감소로 이어질 것

정제마진 안정, 에틸렌 강세 지속

- 저유가의 대표적 수혜 업종은 정유임
- 재고평가 손실은 일시적이나 수요 진작으로 인한 마진 회복은 장기적, OSP 하락 긍정적
- 납사 가격 하향 안정으로 에틸렌 계열 강세 지속될 것
- 납사-Dubai 크랙은 -D8/bbl 수준까지 하락, PE-납사 스프레드 D750~800/톤 수준

Top picks:

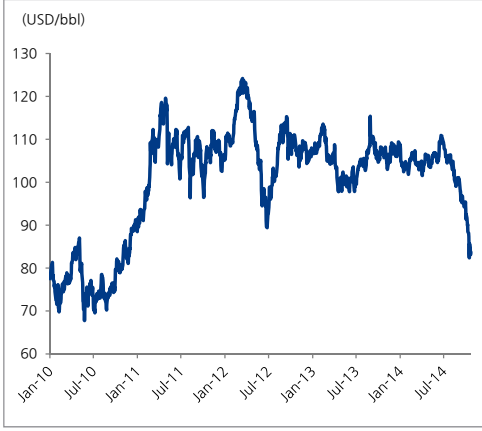
- S-OIL(010950 KS, BUY, TP 75,000원): 정제마진 상승과 OSP 하락의 최대 수혜
- 롯데케미칼(011170 KS, BUY, TP 200,000원): 에틸렌 강세 최대 수혜

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

사우디의 변심

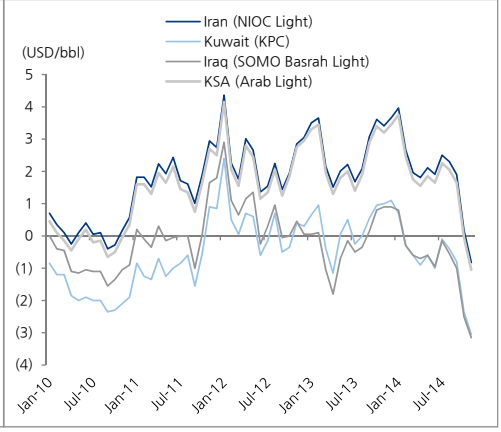
- 최근 국제유가는 USD85/bbl 수준으로 하락하였음
- 사우디아라비아는 9월, 10월 OSP differentials를 공격적으로 인하함
- Aramco의 11월 판매분 OSP differentials : -USD1.05/bbl (Arab Light, 아시아향)
- 더불어, OPEC 내 다른 산유국들도 OSP 인하 행렬에 동참

Crude oil price, Dubai spot



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

OSP differentials of Middle East countries



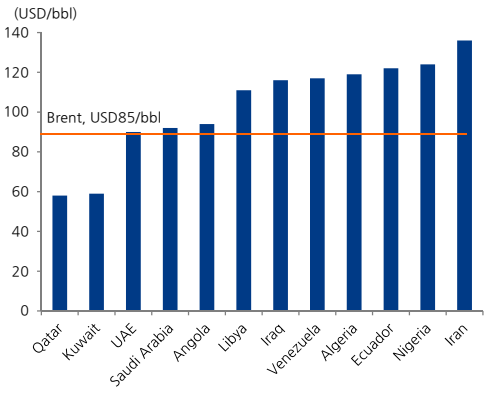
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

사우디의 변심

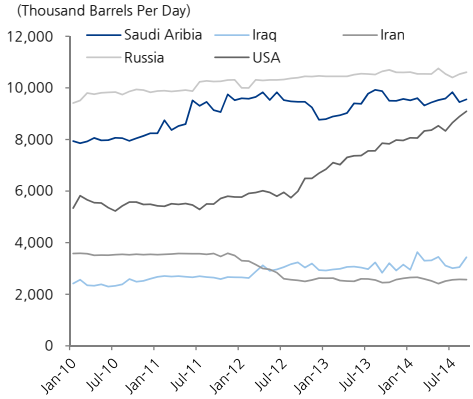
- OPEC의 의미 있는 감산 결정은 쉽지 않을 것. 1) OPED 국가 재정의 높은 원유 수출 의존도, 2) 유가 하락으로 인한 국가재정 악화 3) 비 OPEC의 원유 생산량 증가
- 유가 하락 국면에서, 중동 산유국이 감산 대신 가격 경쟁에 본격적으로 뛰어 들었음
- OSP 인하는 시장 점유율 확보를 위한 가격 경쟁

Fiscal break-even crude price of OPEC countries



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

Crude oil production



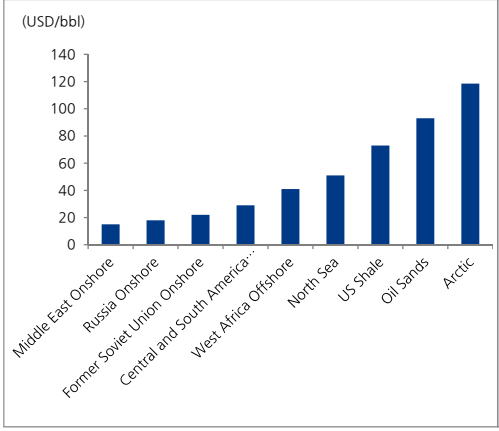
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Origin of Oil (전통적 원유의 역습)

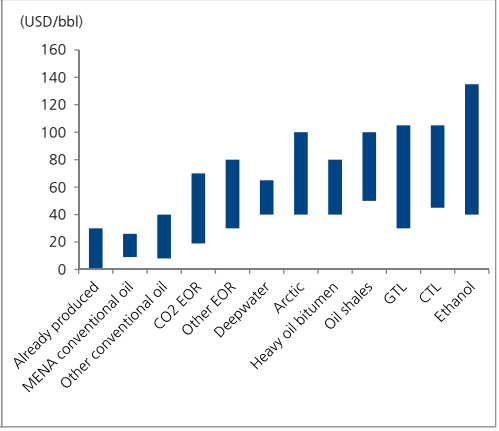
- 낮아진 유가로 인한 비전통적 에너지원의 채산성 악화
- 셰일오일은 USD50~90/bbl, 캐나다 오일샌드나 심해시추 등은 USD80~100/bbl
- 반면, 사우디아라비아의 Ghawar Field의 평균생산비용은 USD20/bbl 수준

Unit cost of oil by region



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

Unit cost of oils by production type



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Origin of Oil (전통적 원유의 역습)

- 심해시추, 북극해, 오일샌드 등 생산비용이 높은 원유는 수익성 하락할 것
- 비전통 원유에 대한 투자(탐사, 시추 등)는 지연될 수 밖에 없음
- 이는 장기적으로 원유 생산능력 증가를 제한해 가격 상승의 원인이 됨

Deepwater drilling

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Canada oil sand

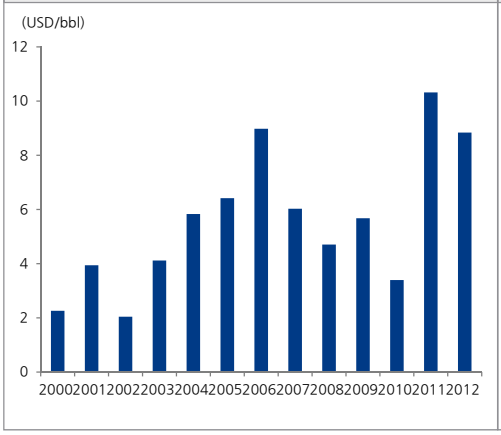
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Origin of Oil (전통적 원유의 역습)

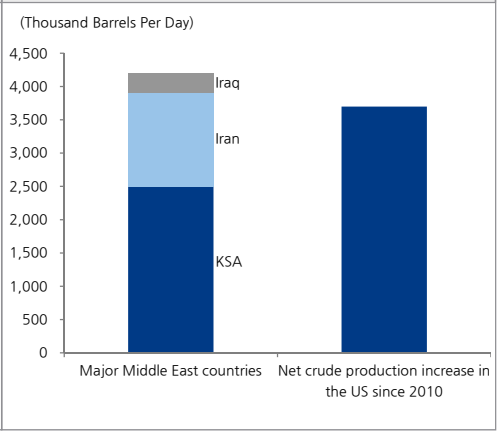
- E&P 투자비용은 연평균 17%, Replacement 비용은 256% 증가 (2000년 이후)
- 반면, 같은 기간 원유생산량은 1%, 확인매장량은 3% 증가에 그침
- 낮은 유가 수준에서 비전통적 유전은 생산량 감소에 들어갈 것
- 비전통적 유전의 생산량 감소분은 전통적 유전의 생산량 증가로 충분히 만회 가능

Replacement cost per BOE



자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

Estimated spare capacity of Middle East



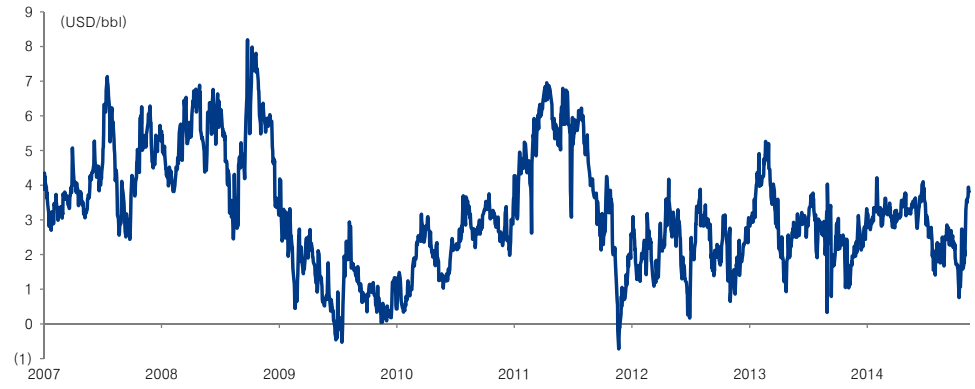
자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Origin of Oil (전통적 원유의 역습)

- Brent-Dubai 스프레드 확대
- 중동산 원유 가격이 상대적으로 싸짐을 의미
- 아시아 정유사들에게 유리한 환경

Brent-Dubai spread



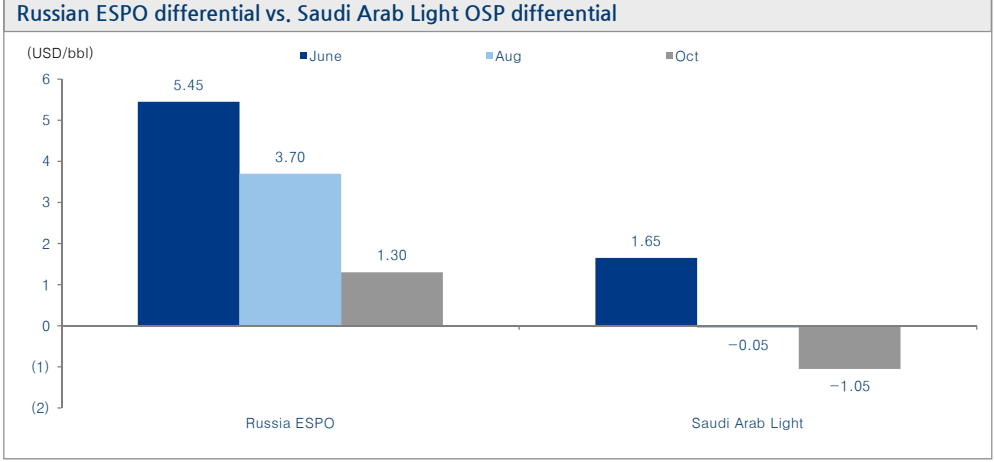
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

러시아도 동참...

- 러시아의 ESPO differential 하락폭은 사우디 OSP differential 하락폭보다 큼
- 이는 동아시아 지역으로 수출하는 러시아산 원유 가격 하락이 더 가파름을 의미
- 러시아도 동아시아 지역에서 시장 점유율 확대를 위해 공격적인 가격 경쟁 중

Russian ESPO differential vs. Saudi Arab Light OSP differential



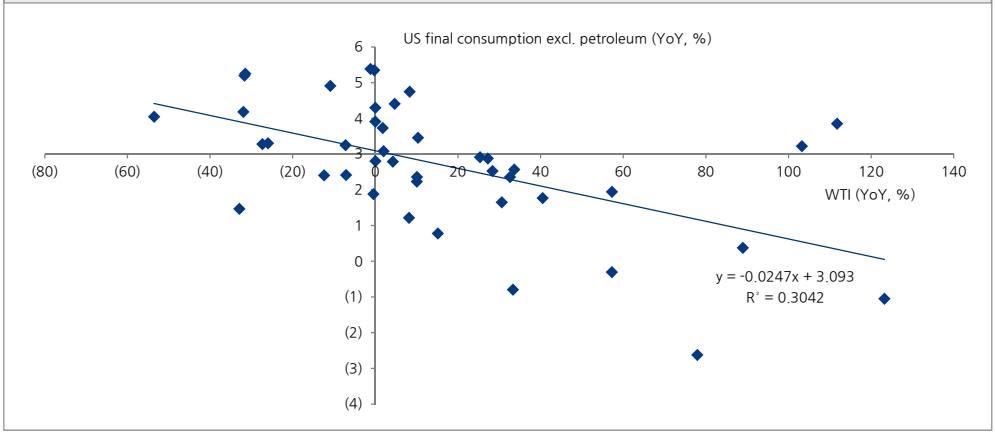
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

저유가, 소비자에게는 축복

- 국제 유가 (Brent 기준)는 평균 USD85/bbl 에서 안정화 될 것 (2013~14 상반기 평균USD109/bbl)
- 낮아진 유가는 부(Wealth)가 원유 생산자에서 소비자로 옮겨감을 의미 (8p 참고)
  한국의 경우, 연간 200억 달러의 원유 수입비용 절감 예상. 2013년 GDP의 1.5%
- 낮은 유가는 소비 증가로 이어지며 경제 회복에 기여할 것

US case - Strong negative correlation between oil price and consumption



자료: EIA, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

저유가, 소비자에게는 축복

Crude oil cost savings vs GDP

	Total oil consumption (k bpd)	Consumer savings (vs. 2013, USD bn) D85/bbl	(% of GDP)	D90/bbl	(% of GDP)	Net oil export (k bpd)	Change in oil trade revenue (USD bn) D85/bbl	(% of GDP)	D90/bbl	(% of GDP)
Oil importers										
United States	**18,887**	**165**	**1.0**	**131**	**0.8**	**(6,535)**	**57**	**0.3**	**45**	**0.3**
China	**10,117**	**89**	**1.0**	**70**	**0.8**	**(5,657)**	**50**	**0.5**	**39**	**0.4**
Japan	**4,531**	**40**	**0.8**	**31**	**0.6**	**(4,395)**	**39**	**0.8**	**30**	**0.6**
India	**3,509**	**31**	**1.6**	**24**	**1.3**	**(2,527)**	**22**	**1.2**	**18**	**0.9**
Brazil	3,097	27	1.2	21	1.0	(403)	4	0.2	3	0.1
Germany	2,403	21	0.6	17	0.5	(2,258)	20	0.5	16	0.4
Korea, South	**2,324**	**20**	**1.6**	**16**	**1.2**	**(2,264)**	**20**	**1.5**	**16**	**1.2**
France	1,767	15	0.6	12	0.4	(1,697)	15	0.5	12	0.4
Indonesia	1,660	15	1.7	12	1.3	(718)	6	0.7	5	0.6
United Kingdom	1,508	13	0.5	10	0.4	(1,419)	12	0.5	10	0.4
Italy	1,315	12	0.6	9	0.4	(1,153)	10	0.5	8	0.4
Oil exporters										
Saudi Arabia	**2,925**	**26**	**3.4**	**20**	**2.7**	**8,675**	**(76)**	**(10.2)**	**(60)**	**(8.1)**
Russia	3,320	29	1.4	23	1.1	7,214	(63)	(3.0)	(50)	(2.4)
Iran	1,870	16	4.4	13	3.5	1,322	(12)	(3.1)	(9)	(2.5)
United Arab Emirates	698	6	1.5	5	1.2	2,532	(22)	(5.3)	(18)	(4.2)
Iraq	**769**	**7**	**3.0**	**5**	**2.4**	**2,289**	**(20)**	**(9.0)**	**(16)**	**(7.1)**
Kuwait	**467**	**4**	**2.2**	**3**	**1.8**	**2,345**	**(21)**	**(11.1)**	**(16)**	**(8.8)**
Venezuela	784	7	1.6	5	1.2	1,705	(15)	(3.4)	(12)	(2.7)
Nigeria	302	3	0.5	2	0.4	2,070	(18)	(3.5)	(14)	(2.8)
Qatar	**220**	**2**	**1.0**	**2**	**0.8**	**1,847**	**(16)**	**(8.0)**	**(13)**	**(6.3)**
Angola	**133**	**1**	**1.0**	**1**	**0.8**	**1,756**	**(15)**	**(12.6)**	**(12)**	**(10.0)**

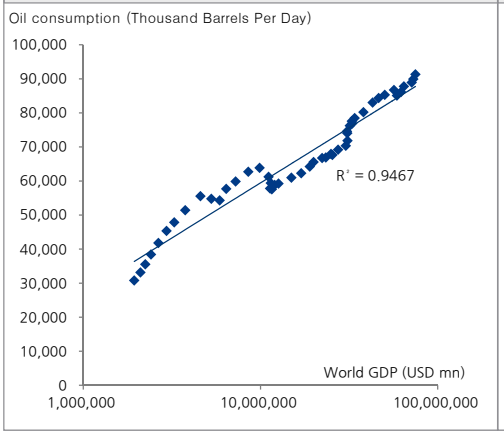
자료: World Bank, EIA, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

탈석유? 다음 세기에나…

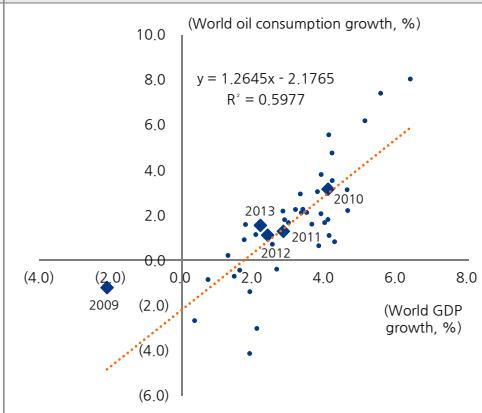
- '탈석유'시대 도래 우려 - 원유 수요와 GDP 성장률간의 상관간계의 의미 있는 변화는 없음
- 연비 개선으로 인한 효율성 개선은 자동차 대수 증가 등의 소비 증가가 상쇄할 것
- 5~10년 내, 중국과 인도를 중심으로 폭발적인 석유(가솔린 중심) 수요 증가 예상

World GDP and Oil consumption (log scale)



자료: IMF, EIA, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

World GDP growth vs. Oil consumption growth



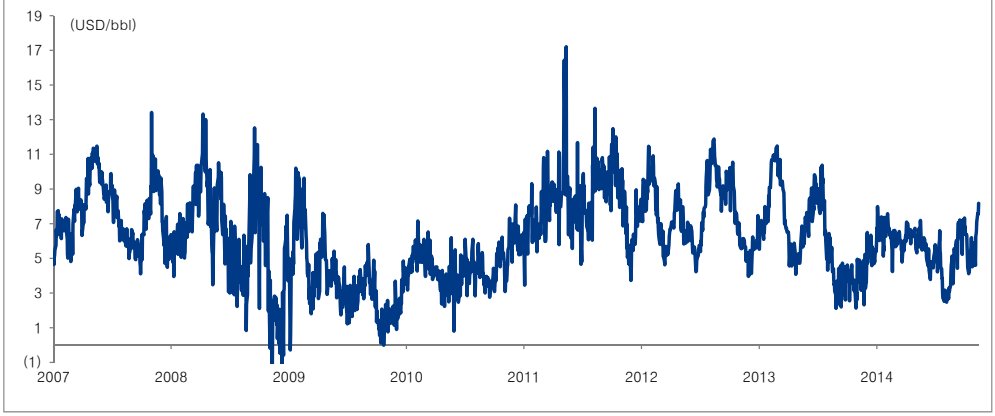
자료: IMF, EIA, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

아시아 정제마진, 원재료 가격 하락으로 상향 안정

- 값이 싸진 재화는 수요가 늘기 마련
- 아시아 정제마진은 수요증가와 원재료(두바이 유가) 가격 하락으로 상향 안정
- 현재 정제마진(4Q14 평균)은 전년 동기대비 USD1.4/bbl 높음
- Brent-Dubai 스프레드 확대는 아시아 정제마진에 긍정적

Singapore gross refining margin



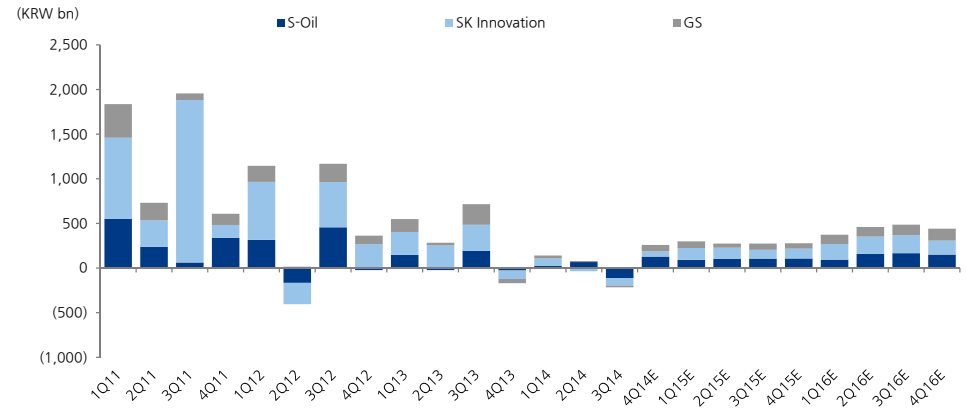
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

저유가의 수혜, 정유업종

- 저유가의 대표적인 수혜는 정유업종
- 유가 하락으로 인한 재고평가손실은 일시적, 가격 하락으로 인한 수요증가는 장기적
- 낮아진 OSP를 감안하면, 실질 정제마진은 USD2~3/bbl 더 높을 것
- 한국 정유사들은 유가 하락의 충격이 제거될 1Q15 부터 본격적인 이익 회복이 전망됨
  2015년 영업이익 1.85조원 전망(정제마진 USD5.0/bbl), 14년 대비 1조원 가량 증가한 수준

Refineries' quarterly net profit



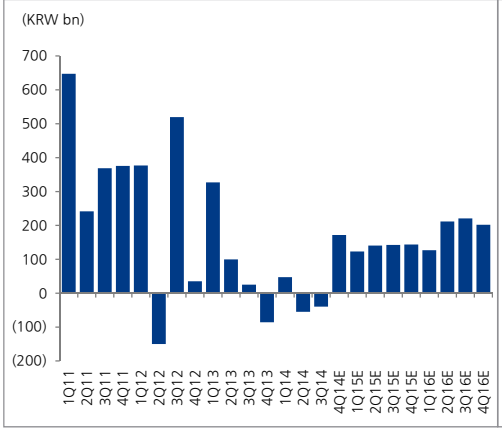
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

저유가의 수혜, 정유업종

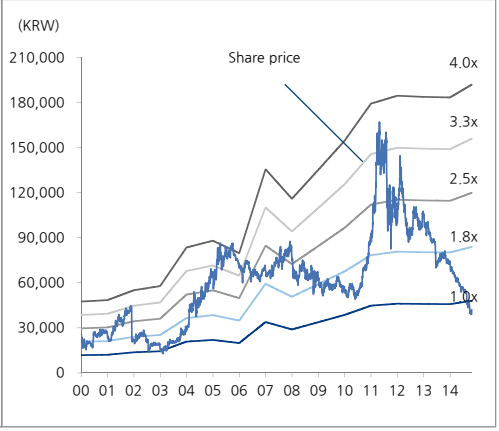
- 정유섹터 Top pick은 S-Oil (010950 KS, BUY, TP 75,000원)
- 도입 원유 전량을 사우디 아람코로부터 구매하여 OSP 하락을 직접적으로 누림
- 더불어, 1) 아시아 최저 수준의 원가 경쟁력, 2) 강한 대차대조표, 3) 모회사(사우디 아람코)의 직/간접적 지원 가능성

Quarterly operating profit forecast



자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

P/B band chart



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

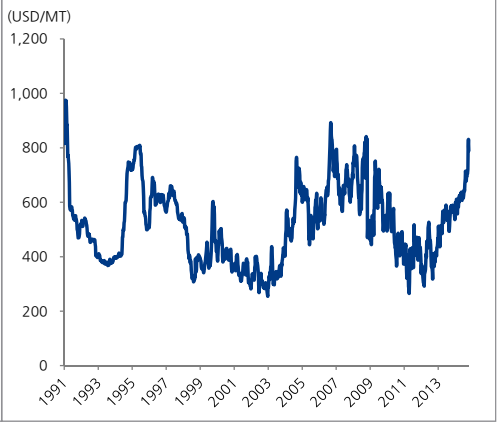
석유화학 - 납사 가격 하락 긍정적

- 저유가의 또 다른 수혜는 석유화학업종, NCC들은 납사비용 절감이 가능하기 때문
- 납사 가격의 하락이 큰 반면, 화학 주력 제품들은 가격 하락폭이 미미함
- 아시아의 HDPE-납사 스프레드는 USD800/MT으로 역대 최고 수준
- 대규모 에틸렌 증설 제한적

Naphtha pricing

자료: Cischem, 미래에셋증권 리서치센터

HDPE-Naphtha spread



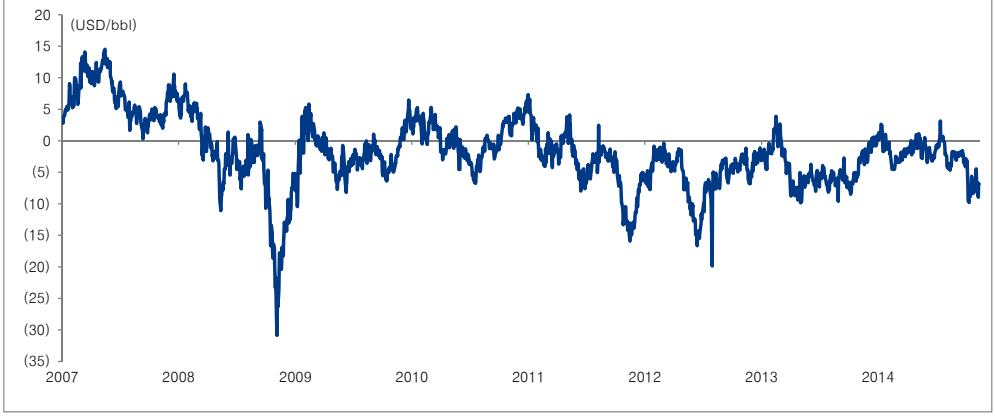
자료: Cischem, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

석유화학 - 납사 가격 하락 긍정적

- 납사가격은 추가로 하향 안정될 것
- 풍부한 공급과 제한적인 납사크래커 증설로 수요 증가는 부진
- 아시아 납사 크랙 하락은 납사가격의 초과 하락을 의미 (유가 대비)

Naphtha crack (vs. Dubai)



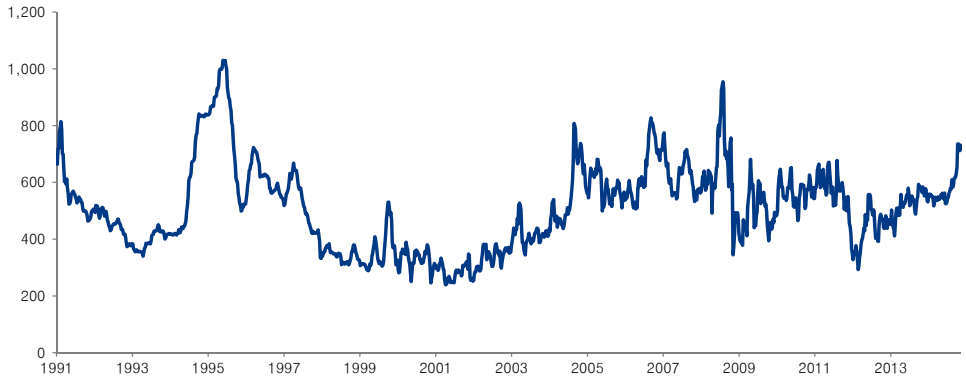
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

석유화학 - 에틸렌 강세 지속, 프로필렌도 동참?

- 에틸렌 강세 2015에도 지속 될 전망
- Borouge III (150만톤/년) 가동 시작, 단기 물량 부담 있으나 충분히 소화될 것
- 폴리에틸렌(PE) 강세로 경쟁/대체재인 폴리프로필렌(PP)도 강세

PP-Naphtha spread



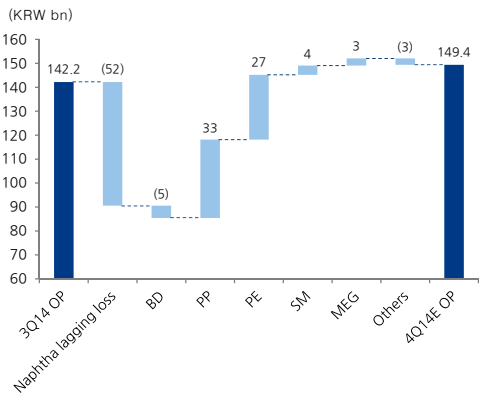
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

롯데케미칼, 납사 가격 하락의 최대 수혜

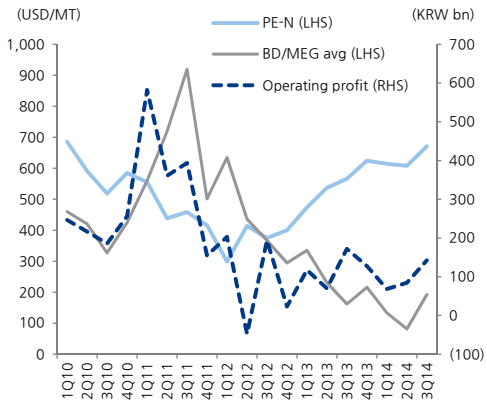
- 유가하락보다 더 빠른 납사가격 하락, 납사크랙 10월 평균 -USD8.3/bbl
- 아시아 PE 가격은 평균 USD1,480/톤, 납사 대비 스프레드는 USD770/톤 기록
- 우즈베키스탄의 에탄크래커 컴플렉스는 2015년 하반기 시험가동
- 또한, 컨덴세이트 스플리터 (한국, 2016년 하반기), 에탄크래커와 다운스트림 프로젝트 (미국, 2018년) 등의 프로젝트 추진 중

4Q14E OP momentum analysis



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Operating profit vs. Spreads of key products



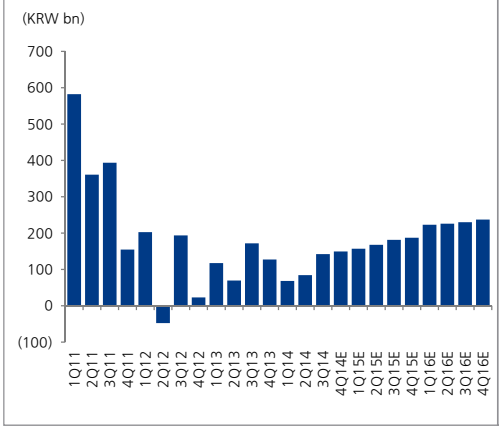
자료: Cischem, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

롯데케미칼, 납사 가격 하락의 최대 수혜

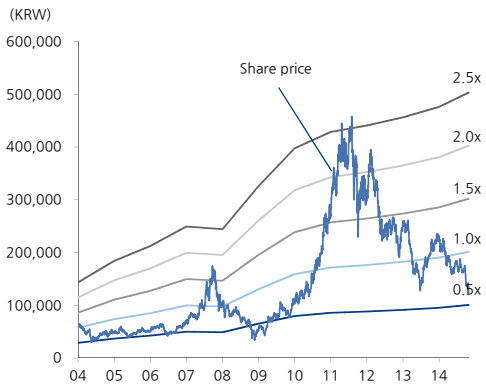
- 석유화학섹터 Top-pick은 롯데케미칼 (011170 KS, BUY, TP 200,000원)
- 연간 280만톤의 에틸렌 생산능력 보유, 210만톤의 PE와 100만톤의 MEG 생산
- 생산 제품 중 에틸렌 계열의 비중이 가장 높아, 에틸렌 강세의 직접적 수혜가 예상
- 2015년 하반기 시험생산 예정인 우즈베키스탄의 에탄크래커는 동사 이익성장의 시작

Quarterly OP forecast



자료: 롯데케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

P/B band chart



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

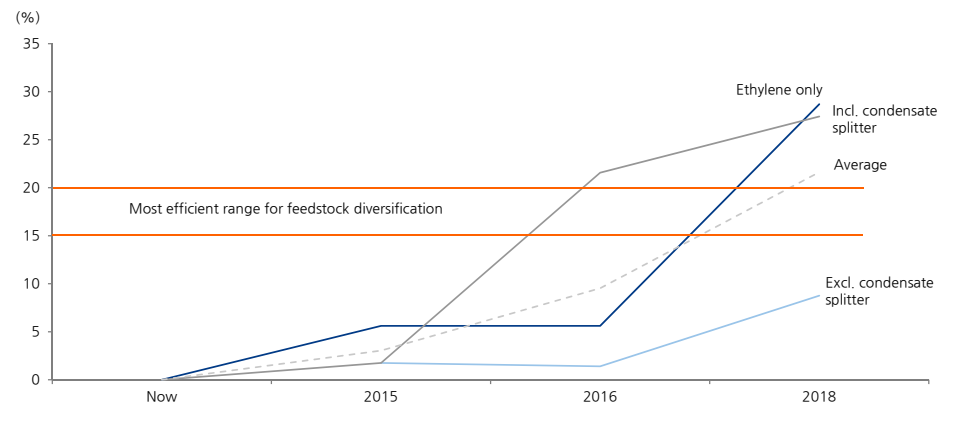
주요 신규 프로젝트

Lotte Chemical's new projects

Projects	Start-up	Project ownership (%)	Estimated total capex (KRW bn)	Details
Uzbekistan ethane cracker	2H 2015	24.5	4,200	Ethylene 400ktpa, HDPE 390ktpa, PP 80ktpa
Condensate splitter	2H 2016	40.0	1,000	Diesel/Kero 60k bpd, Naphtha 1,000ktpa, MX 1,000ktpa
US ethane cracker	2018	45.0	3,000	Ethylene 1,200ktpa, MEG 1,000ktpa

자료: 롯데케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

Lotte Chemical's non-Naphtha feedstock (% of total)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

[제약]

헬스케어, 2015년도 맑음

제약

이종훈

3774-3732 jhoonlee@miraeasset.com

커버리지 유한양행, 녹십자, 한미약품, 대웅제약, 씨젠
동아에스티, 종근당, 부광약품, 아이센스
LG생명과학

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Executive summary

헬스케어 업종은 2015년도 맑음 전망

- 헬스케어 섹터 2014년 수익률 호조
- 2015년에도 1) 수출실적 호조,
  2) 고령 인구 증가로 국내 헬스케어 수요 증가 지속으로 업종 전망은 밝음
- 제약/바이오/의료기기 수출 성장 지속 전망
- Top picks: 한미약품(128940 KS, TP: 115,000원), 아이센스(099190 KS, TP: 69,000원)

제약, 구조조정 과도기를 지나고 있다

- 오리지널 의약품 롱, 제네릭 의약품 숏 구간 지속 전망, 2014년은 중형 제약사의 승리
- 유통업계 변화에 따른 상위제약사 탑 라인 소폭 상향 가능, 비급여 중형사 실적 성장은 지속될 전망
- 제약업종 이슈: 1) 상위제약사 vs. 중형제약사 급여 전문의약품 시장 점유율 향방,
  2) 의약품 유통 선진화 노력으로 인한 업계 구조조정,
  3) 해외 수출 국산 의약품의 상업화 성공 가능성 등

바이오, 의료기기 업종 수출 실적 호조 전망

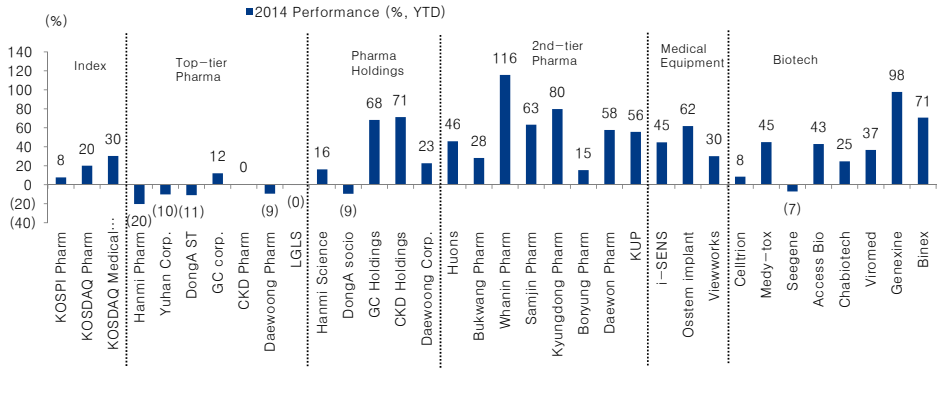
- 바이오 업종 이슈: 1) 바이오시밀러 시장 개화 기대감 형성 전망,
  2) 다국적제약사로의 기술 수출 지속 전망 등
- 높은 품질 대비 가격경쟁력을 보유한 국내 의료기기 업체들의 수출 실적 호조 지속될 전망

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

2014년 헬스케어 업종 리뷰

- 2014년 헬스케어 업종 수익률 호조 보임. 전통제약은 저조한 반면, 상위제약 홀딩스와 중형제약주 선전. 의료기기와 바이오 섹터 높은 수익률 보임
- 리베이트 투 아웃제로 인한 국내 전문의약품 영업환경 저조는 상위 제약사 대비 중형 제약사 시장점유율 확대로 이어짐
- 반면, 약가인하 제도 리스크 영향이 적은 백신, 전문의약품을 제외한 비 급여 의약품(일반의약품, 의약 외 품등) 실적 성장은 양호한 모습을 보임
- 국내 기관 보다는 외국인 수급에 민감한 모습을 보임

2014년 헬스케어 업종 수익률 리뷰

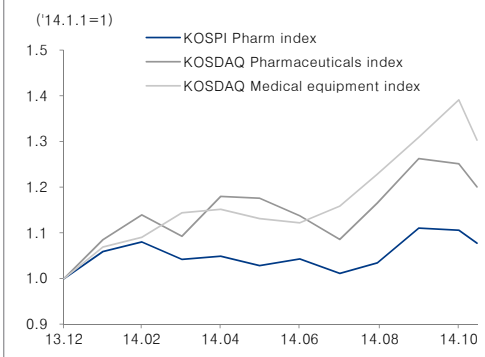


자료: 미래에셋증권 리서치센터

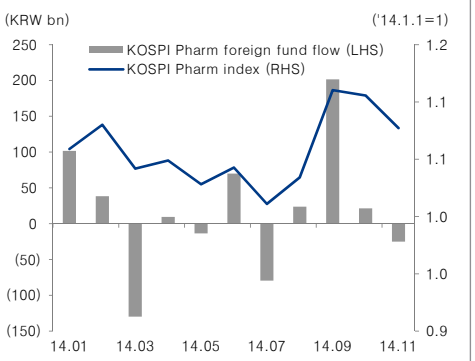
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

2014년 헬스케어 업종 리뷰

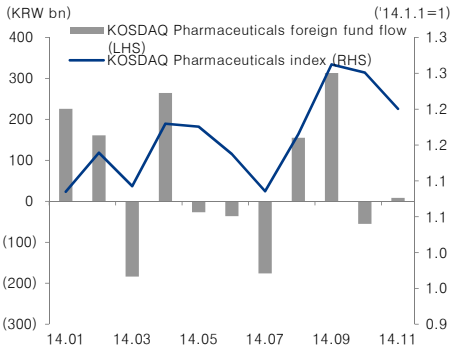
헬스케어 업종별 수익률 추이



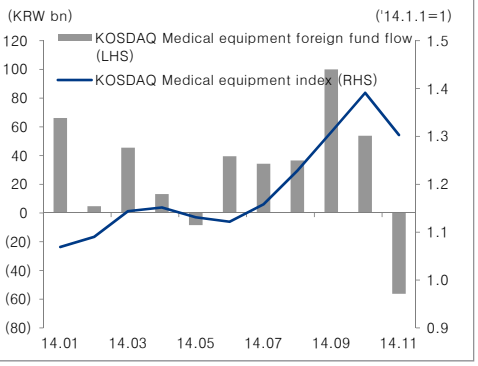
KOSPI Pharm index와 외국인 월간 순매수 흐름



KOSDAQ Pharm index와 외국인 월간 순매수 흐름



KOSDAQ Medical equipment index 와 외국인 흐름



자료: 미래에셋증권 리서치센터

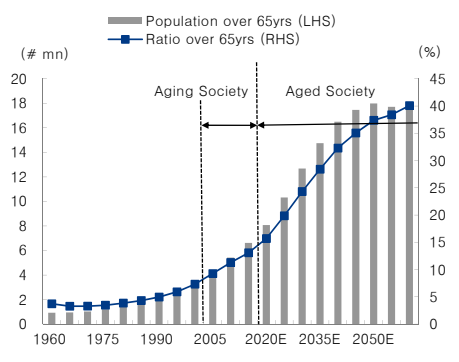
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

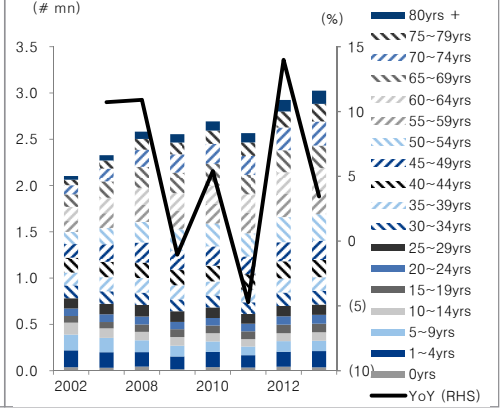
2015년에도 헬스케어 업종은 맑음

- 2015년에도 1) 수출실적 호조, 2) 고령 인구 증가로 국내 헬스케어 수요 증가 지속으로 업종 전망은 밝음
- 제약업종 이슈: 1) 상위제약사 vs. 중형제약사 급여 전문의약품 시장 점유율 향방, 2) 의약품 유통 선진화 노력으로 인한 업계 구조조정, 3) 해외 수출 국산 의약품의 상업화 성공 가능성 등
- 바이오 업종 이슈: 1) 바이오시밀러 시장 개화 기대감 형성 전망, 2) 다국적제약사로의 기술 수출 지속 전망 등
- 높은 품질 대비 가격경쟁력을 보유한 국내 의료기기 업체들의 수출 실적 호조 지속될 전망
- Top pick: 한미약품(128940 KS, TP: 115,000원), 아이센스(099190 KS, TP: 69,000원)

고령 인구 증가로 헬스케어 수요 지속 전망



연간 연령별 1일 외래 환자 수 추이



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

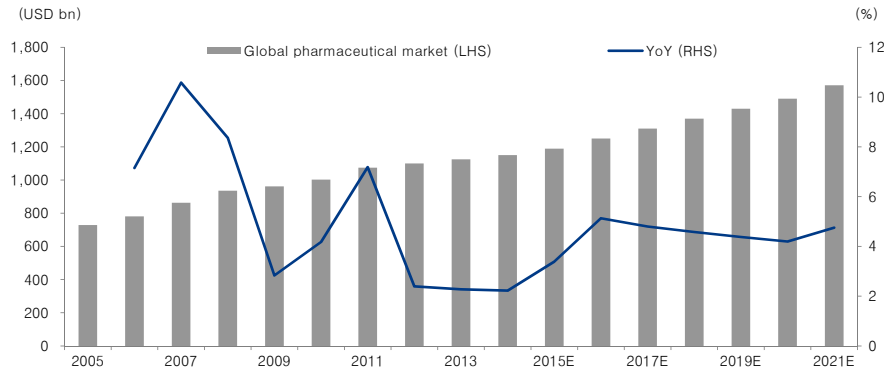
자료: 보건복지부, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

글로벌 의약품 시장 전망

- 노인인구의 증가와 의료복지의 확대, 새로운 질병의 출현 등으로 의약품의 수요는 향후 꾸준히 증가할 것
- IMS Health에 따르면 전 세계 의약품 시장은 2012년 9,590 억 달러 규모에서 2016년 11,930 억 달러 규모로 성장할 전망 (2012년~2016년 평균성장률 5.6%)
- Business Monitor International(BMI)에 따르면 전 세계 의약품 시장은 2015년 11,890억 달러에서 2021년 11,571억 달러로 4.8%의 성장률(2015년~2021년 평균)을 보일 전망
- 가파른 속도로 증가하고 있는 전 세계 고령인구와 빠르게 경제성장이 이루어지고 있는 이머징 마켓에서의 의료수요 증가가 시장 성장을 견인

세계 의약품 시장 꾸준히 증가할 전망



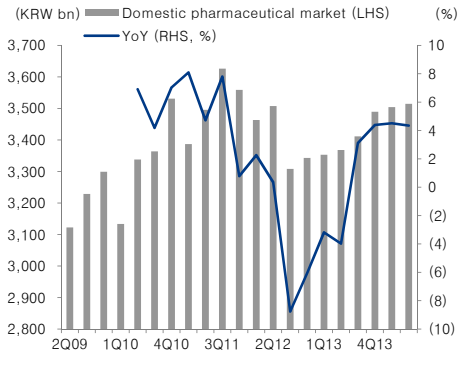
자료: Business Monitor International, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

국내 의약품 시장 전망

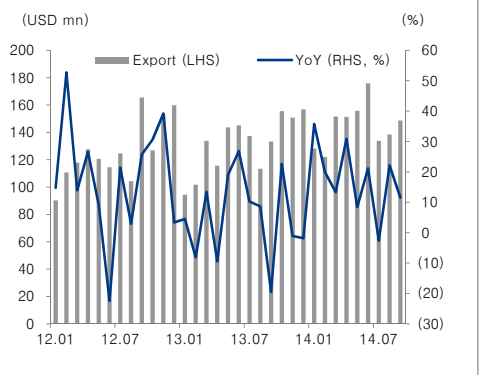
- 정부 약제비 축소 노력에 따른 대규모 약가인하 이후 내수 제약시장은 회복하는 모습을 보이나, 국내 제약시장 환경은 수출 성장에 역량을 집중해야 하는 방향으로 변화
- 리베이트 쌍벌제로 대표되는 보건당국의 강력한 리베이트 규제 의지로 제네릭의약품 위주의 포트폴리오를 보유한 국내 제약사들의 영업환경은 어려운 상황
- 오리지널 의약품 보유 제약사와 단순 제네릭이 아닌 개량의약품 보유 제약사의 시장 지배력이 확대될 전망

국내 의약품 시장 분기별 추이



자료: IMS Health, 미래에셋증권 리서치센터

의약품 및 약제제품 수출 양호



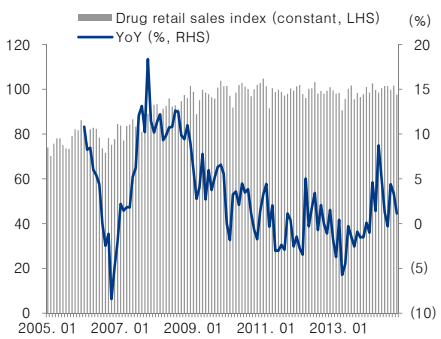
자료: 한국무역협회, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

안정적인 국내 시장 수요-공급 전망

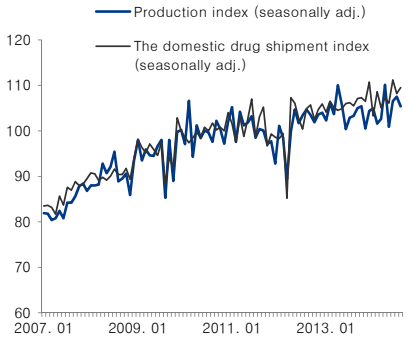
- 소비채널 내 의약품 수요를 가늠해 볼 수 있는 의약품 판매액 지수는 8월 97.6 (+1.1% YoY)을 기록. 고령인구 증가로 인한 안정적인 수요 증가로 계속적인 지수 상승이 전망됨
- 의약품 제조기업 내 공급 지표인 국내 의약품 생산지수 및 생산자 출하지수는 8월 109.5 (+3.8% YoY)을 기록하며 상승추세를 이어가고 있음

의약품 판매액 지수 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

의약품 생산 지수 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

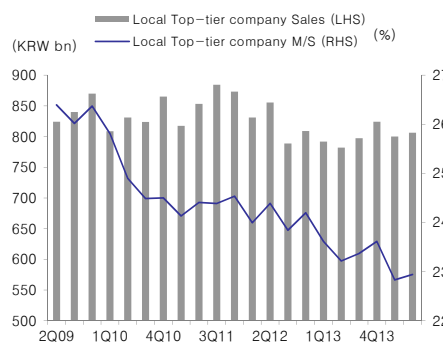
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

국내 의약품 시장: 상위제약사 vs. 중형제약사, Round 2

주: 외자사는 Pfizer, Novartis, MSD, GSK, Sanofi, Roche, AstraZeneca, Bayer, B. Ingelheim, BMS, Janssen, Astellas, Lilly, Fresenius Kabi, Baxter, Takeda, Abbvie 총 17곳,
상위사는 동아에스티, 한미약품, 대웅제약, 종근당, CJ, 유한양행, 중외제약, 일동제약, 녹십자, SK 케미칼 총 10곳.
중형사는 보령제약, 삼진제약, 제일약품, 한림제약, 동국제약, 한독, 동화약품, 부광약품, 신풍제약, 명인제약, 대원제약, 안국약품, LG생명과학, 유나이티드제약, 광동제약, 경동제약, 환인약품, 삼일제약, 태준제약, 한올바이오파마, 동아제약, 대한약품, 하나제약 총 23곳.

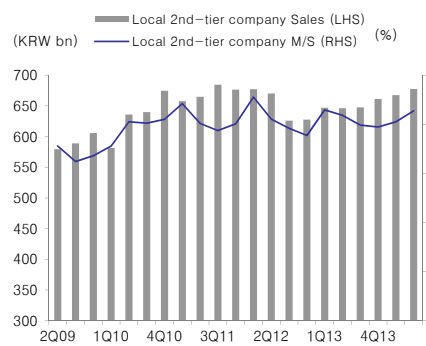
- 2014년 중형제약사의 한 해, 리베이트 투 아웃제로 인한 영업환경 악화로 상위제약사 대비 중형제약사 시장점유율 증가
- 오리지널 의약품 비중이 큰 다국적제약사 시장점유율 상승 중
- 2015년 역시 중형제약사 시장점유율 성장 기조는 유지될 전망. 상위제약사 대비 활발한 전문의약품 내 영업활동과 비 급여 시장 진출 전략이 원동력
- 반면 상위제약사 CP(컴플라이언스) 및 학술 영업 강화로 기초체력을 다지고 있는 중, 국내 전문의약품 시장 점유율 차츰 회복 전망

상위제약사 시장점유율 감소



자료: IMS Health, 미래에셋증권 리서치센터

중형제약사 시장점유율 증가



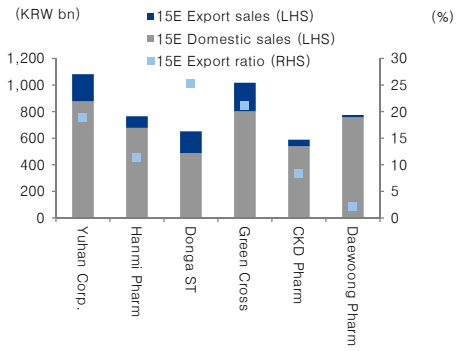
자료: IMS Health, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

제약사 수출 비중 증가는 지속될 전망

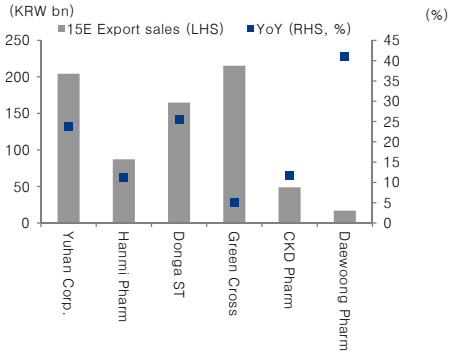
- 글로벌 제약 기업들의 사업전략은 신약 연구개발성 악화로 인해 블록버스터 자체개발 위주에서 새로운 파이프라인(개량신약, 바이오시밀러, 바이오베터 등)을 외부에서 아웃소싱하는 방향으로 변화하고 있음
- 국내 제약/바이오 기업들 1) 다국적제약사 향 라이선스 아웃의 증가와 2) 확대되는 이머징 마켓으로의 직접수출 증가 전망

…수출 비중 증가 지속



자료: 미래에셋증권 리서치센터

높은 수출 성장률에 의한…

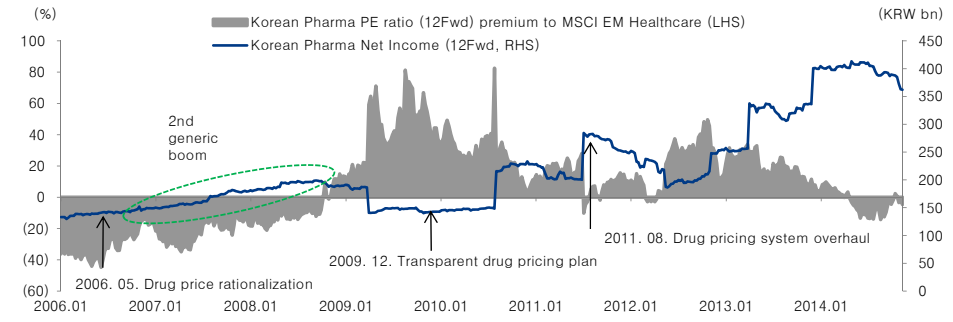


자료: 미래에셋증권 리서치센터

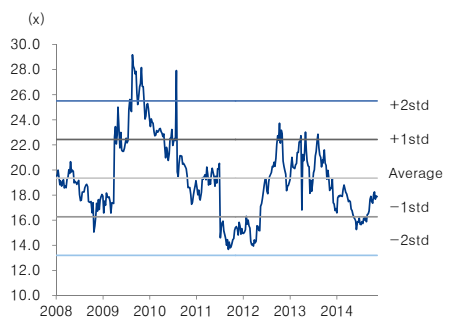
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

상위제약사 밸류에이션 부담스럽지 않은 수준

MSCI 헬스케어 EM 대비 할인되어 거래



상위제약사 12m Fwd P/E



상위제약사 12m Fwd P/B

주: 상위제약사는 유한, 한미, 동아, 대웅, 녹십자, 종근당
자료: Bloomberg, 퀀티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities 2015 Outlook

미래에셋 커버리지 valuation table

		Hanmi	Yuhan Corp.	DongA ST	GreenCross	CKD Pharm	Daewoong	LG LifeScience	Bukwang Pharm	i-SENS
Ticker		A128940	A000100	A170900	A006280	A185750	A069620	A068870	A003000	A099190
Rating		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
Target Price (KRW)		115,000	230,000	135,000	160,000	90,000	83,000	50,000	22,500	69,000
Share Price (KRW)		86,400	168,000	88,600	139,500	68,500	69,000	40,500	18,400	60,100
Gross sales (bn KRW)	2013	730.1	931.6	501.0	888.2	86.3	674.9	417.3	130.8	82.9
	2014E	741.3	1,008.6	610.3	968.3	553.9	735.6	427.8	144.1	101.4
	2015E	765.2	1,081.7	652.0	1,017.2	588.5	774.5	455.4	154.3	129.3
Operating profit (bn KRW)	2013	61.9	56.0	39.4	78.8	7.5	72.0	14.4	23.0	18.6
	2014E	35.3	64.3	51.3	86.9	70.5	70.4	14.7	29.1	21.3
	2015E	65.2	76.0	61.0	96.6	76.2	78.5	18.2	33.4	30.9
Net Income (bn KRW)	2013	50.5	71.9	(65.3)	72.0	4.4	58.7	3.3	19.5	18.6
	2014E	25.0	86.2	30.0	78.6	48.8	58.2	2.9	23.8	19.4
	2015E	45.9	101.7	38.5	73.0	55.1	65.1	7.9	27.8	26.8
EPS (controlling, KRW)	2013	4,927	6,312	(11,546)	6,177	3,006	5,064	194	628	2,083
	2014E	2,570	7,731	4,087	6,726	5,188	5,020	174	764	2,147
	2015E	4,715	9,115	5,239	6,247	5,851	5,617	477	896	2,956
EPS growth (%)	2013	94.1	3.3	0.0	25.7	0.0	69.8	(61.7)	18.3	91.5
	2014E	(47.8)	22.5	(135.4)	8.9	72.6	(0.9)	(10.3)	21.7	3.1
	2015E	83.5	17.9	28.2	(7.1)	12.8	11.9	174.0	17.2	37.7
Operating margin (%)	2013	8.5	6.0	7.9	8.9	8.7	10.7	3.4	17.6	22.4
	2014E	4.8	6.4	8.4	9.0	12.7	9.6	3.4	20.2	21.0
	2015E	8.5	7.0	9.4	9.5	13.0	10.1	4.0	21.7	23.9
Net margin (%)	2013	6.9	7.7	(13.0)	8.1	5.1	8.7	0.8	14.9	22.5
	2014E	3.4	8.5	4.9	8.1	8.8	7.9	0.7	16.5	19.2
	2015E	6.0	9.4	5.9	7.2	9.4	8.4	1.7	18.1	20.7
ROE (controlling, %)	2013	11.4	6.2		9.4		14.3	1.3	9.8	21.7
	2014E	5.4	7.1	6.5	9.2	15.2	12.6	1.1	11.5	17.2
	2015E	8.4	7.9	7.6	8.0	14.8	12.6	3.0	12.9	19.7
PER (controlling, x)	2013	22.0	29.6		20.2		15.1	209.3	22.9	20.0
	2014E	33.6	21.7	21.7	20.7	13.2	13.7	232.7	24.1	28.0
	2015E	18.3	18.4	16.9	22.3	11.7	12.3	84.9	20.5	20.3
PBR (controlling, x)	2013	2.4	1.7		1.8		1.8	2.7	2.1	3.7
	2014E	1.7	1.6	1.6	1.7	2.1	1.8	2.4	2.6	3.9
	2015E	1.5	1.5	1.5	1.6	1.8	1.6	2.4	2.5	3.2
EV/EBITDA (x)	2013	13.0	19.3		13.2		9.1	23.1	11.6	13.4
	2014E	15.7	19.9	11.0	14.2	9.1	9.0	19.7	12.9	18.5
	2015E	10.4	16.5	8.9	12.9	8.9	7.8	18.0	11.4	12.6
Div. yield (%)	2013	0.0	0.8	0.3	1.0	0.4	1.1	0.0	3.7	0.0
	2014E	0.0	0.9	0.2	1.0	0.0	1.1	0.0	3.1	0.0
	2015E	0.0	0.9	0.3	1.0	0.0	1.1	0.0	3.4	0.0

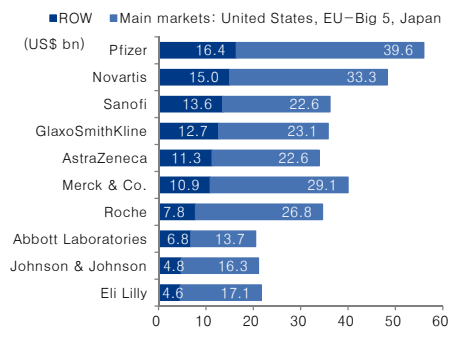
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities 2015 Outlook

다국적제약사들의 이머징 마켓 진출 가속화

- 다국적제약사들의 이머징 마켓 진출 역시 더욱 가속화 될 전망이나, 오리지널 의약품의 시장 저변 확대보다는 제네릭 의약품과 바이오시밀러, 개량신약과 바이오베터쪽에 무게가 실릴 것
- 2011년 기준 주요 선진국 시장 외 지역에서의 다국적제약사 처방의약품 매출은 이미 상당 수준이며 사노피, 글락소스미스클라인, 아스트라제네카, 애보트의 경우 30%이상 비중을 차지
- 비 선진국 주도의 시장성장: 1인당 보건지출 역량이 낮고 보건 지출에 대한 개인 부담 비중은 높아 저렴하고 품질 경쟁력 있는 제네릭 혹은 개량신약(바이오시밀러 혹은 바이오베터)이 늘어나는 의약품 수요를 충족시킬 수 있을 것

주요 다국적제약사 main markets이 외 지역 처방의약품 매출 이미 상당 수준



주: 2011년 기준. EU-Big 5 는 프랑스, 독일, 이탈리아, 스페인, 영국
자료: Datamonitor, 미래에셋증권 리서치센터

주요 이머징 마켓은 제네릭 의약품 처방 우호 환경 보유

	Private share of healthcare expenditure (%)	Per capita health spending, 2010, US$	Population with net assets of US$10,000 or less (%)
Brazil	53.0	990	62.1
China	46.4	221	66.4
India	70.8	54	92.8
Russia	37.9	525	75.4

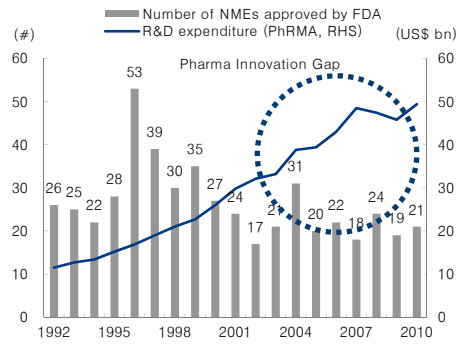
자료: Global Wealth Databook 2010, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

글로벌 제약기업 신약 연구개발성 악화

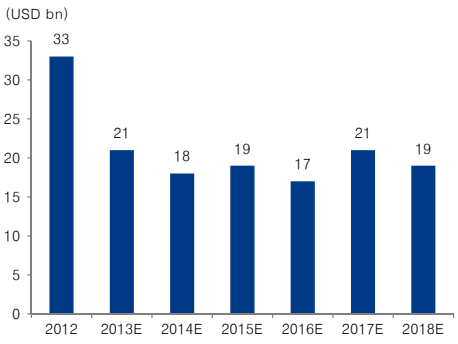
- 이머징 마켓의 성장과 오리지널의약품의 성장여력 감소로 새로운 사업아이템을 발굴하는 방향으로 성장전략 변화
- 미국제약협회 회원사 R&D지출액은 1992년 115억 달러에서 2010년 494억 달러까지 상승했지만 같은 기간 미국 FDA에 승인된 화합물 신약(NME, New Molecular Entities)의 수는 오히려 감소하는 추세
- 신 물질 승인까지 하나당 소요되는 평균 비용(전체 투여된 연구개발비 고려) 역시 2002-2006년 평균 28억 달러에서 2007년-2011년 평균 42억 달러로 크게 성장

신약 innovation gap 발생



자료: EFPIA, Datamonitor, 미래에셋증권 리서치센터

오리지널 의약품 특허만료로 인한 매출감소액 추이



자료: EvaluatePharma, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

다국적제약사들의 위기탈출: M&A-1

- 신약 연구개발성 악화로 인한 거대기업의 위기는 기업간의 잇따른 M&A를 촉발시키고 거대화된 기업들은 전문화된 유통채널로 변모
- 최근 중국, 남미 등 이머징 마켓 진출 혹은 신약 파이프라인 및 연구능력을 획득하기 위한 M&A가 활발
- 2011년 제약사간 M&A는 총 504건(900억 달러 규모)이고 상위 15개 건이 전체 거래규모의 70%를 차지하여 대부분의 건수는 소규모로 이루어지고 있음. 다국적제약사 CVC(Corporate Venture Capital)를 운용

2011년 주요 바이오·제약사간 M&A 15건

Company	Acquired company	Deal size (US$ m)	
Sanofi	Genzyme	17,500	
Takeda	Nycomed	12,000	
Gilead	Pharmasset	11,200	R&D
Teva	Cephalon	6,200	
Grifold	Talecris	3,300	
Pfizer	King Pharmaceuticals	3,260	
Endo Pharmaceuticals	American Medical Holdings	2,550	
CVS	UAM	1,060	
Alexion	Enobia	1,040	R&D
Forest	Clinical Data	1,040	R&D
Alkermes	Elan Drug Technologies	900	R&D
Amgen	Biovex	870	R&D
Daiichi Sankyo	Plexxikon	820	R&D
Teva	Tayio	820	
Aspen	Sigma	800	

자료: IMAP, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

다국적제약사들의 위기탈출: M&A-2

다국적 제약사의 주요 바이오기업 인수 현황

company	year	M&A
Amgen		-
Biogen Idec		-
Gilead		-
Genentech	2009	Roche, $bn 46.8
Wyeth	2009	Pfizer, $bn 68.0
Schering Plough	2009	Merck, $bn 41.1
Serono	2006	Merck KGaA, $bn 13.3
Genzyme	2011	Sanofi, $bn 20.1
MedImmune	2007	AstraZeneca, $bn 15.6
Chiron	2005	Novartis, $bn 5.1
Millennium Pharmaceuticals	2008	Takeda, $bn 8.8
ImClone	2008	Lilly, $bn 6.5

다국적제약사 CVC(Corporate Venture Capital)현황

CVC	Parent Company	Deal size($m)
Novartis Venture Fund	Novartis	750
SR One Fund (GSK)	GSK	600
Roche Fund	Roche	530
Pfizer Venture Investments Fund	Pfizer	500
Baxter Ventures Fund	Baxter	200
Takeda Research Fund	Takeda	100
Biogen Idec New Ventures Fund	Biogen Idec	100
Amgen Ventures Fund	Amgen	100
Medimmune Ventures Fund	Medimmune (AstraZeneca)	100
Astellas Fund	Astellas	68
Merck Serono Fund	Merck kgaa	60

자료: IMAP, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

글로벌 경쟁력의 향상 - 생산능력

- 2008년 새로 개정된 '우수의약품제조관리기준(KGMP)'에 따라 국내 의약품 생산능력은 글로벌 경쟁력을 보유
- 국내 GMP규정은 개정 후 상당 수의 항목에서 글로벌 기준에 부합하는 방향으로 변화 하였으며, 특히 사전 GMP평가와 밸리데이션의 변화를 통해 2010년 이후부터는 공정밸리데이션 이외 제조지원설비, 컴퓨터시스템 등까지 모든 항목에서 의무화된 상태
- 정부에서는 의약품실사상호협력기구 가입을 추진하여 국내 제약산업의 수출화 기반 구축을 위해 노력 중, 2014년 PIC/S 가입 승인

2008년 새 약사법시행규칙 개정 전후 국내외 GMP규정 비교

	WHO	PIC/S	US	EU	Japan	India	Singapore	Korea	
								before	After
Pre-GMP	○	○	○	○	○	○	○	-	○
Validation	○	○	○	○	○	○	○	-	○
Management	○	○	○	○	○	○	○	-	○
automation devices	○	○	○	○	○	○	○	-	○
Deviation	○	○	○	○	○	○	○	-	○
Qualification	○	○	○	○	○	○	○	-	○
Change Management	○	○	○	○	○	○	○	-	○
Own due diligence	○	○	-	○	○	○	○	-	○
Annual Quality survey	○	○	○	○	○	-	○	-	○
Safety Test	○	○	○	○	○	○	○	-	○
cleanliness	○	○	○	○	○	○	○	○	○

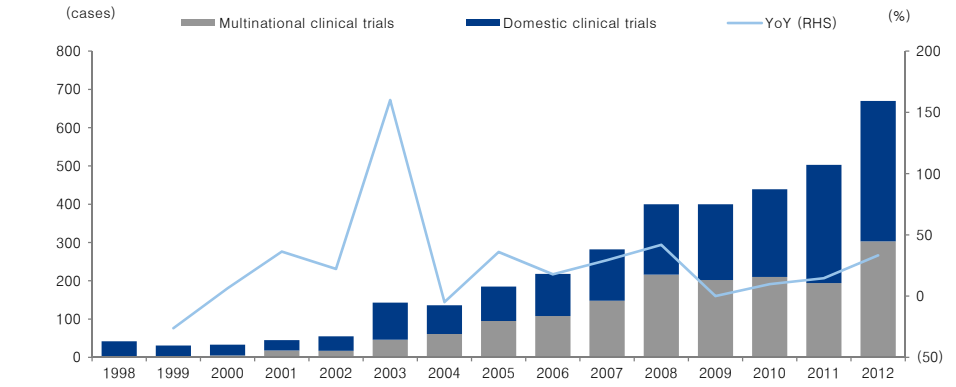
자료: 식품의약품안전처, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

글로벌 경쟁력의 향상 - 임상능력

- 국내 임상시험 시장의 성장 및 글로벌 경쟁력 보유를 통해 국내 제약산업 역시 더불어 발전
- 임상시험 식약처 승인현황을 살펴보면 1998년 42건의 국내임상에 불과하였으나 이후 폭발적인 증가세를 보이며 2012년 국내임상 367건, 다국가 임상 303건으로 총 670건을 기록
- 사이트 국가별 등록 순위에서 우리나라는 2007년 19위 에서 2012년 10위권에 진입하였으며, 도시별 순위로는 서울이 2007년 12위에서 2012년 1위를 기록하였다(Industry sponsored trials, total site기준 검색, Clinicaltrials.gov,)

식약처 승인 임상시험 건수 추이



주: 2011년 10월 기준
자료: 식품의약품안전처, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

글로벌 경쟁력의 향상 - 임상능력

임상시험 국가순위 (Industry sponsored trials, total site 기준)

순위	2007		2008		2009		2010		2011		2012	
1	US	35,236	US	46,782	US	37,037	US	37,856	US	37,118	US	23,554
2	Germany	11,786	France	13,067	Germany	8,257	Germany	10,346	Germany	8,849	Germany	5,254
3	France	3,507	Germany	8,581	France	7,834	France	9,608	Japan	8,002	Japan	2,942
4	Canada	2,856	Canada	3,964	Spain	3,031	Japan	7,108	France	4,990	France	2,518
5	Spain	2,348	Japan	3,449	Canada	3,003	Canada	3,824	Spain	2,931	UK	2,030
6	Italy	2,177	Spain	3,164	Japan	2,949	Spain	3,131	Canada	2,840	Canada	1,874
7	UK	2,137	Italy	2,771	Italy	2,568	Italy	2,759	Italy	2,473	Spain	1,838
8	Japan	2,081	UK	2,707	UK	2,469	UK	2,576	UK	2,376	Italy	1,737
9	Russia	1,860	Russia	2,151	Belgium	2,202	Russia	2,349	Russia	1,960	Poland	1,302
10	Poland	1,798	Poland	1,995	Russia	1,980	Poland	2,185	Poland	1,849	Korea	1,122
11	Belgium	1,668	Belgium	1,794	Poland	1,864	Belgium	1,934	Korea	1,573	China	1,106
12	Australia	1,301	India	1,603	India	1,560	Czech	1,921	China	1,441	Russia	1,055
13	Netherlands	1,135	Czech	1,586	Australia	1,424	India	1,677	Belgium	1,319	Belgium	944
14	India	1,068	Korea	1,501	China	1,334	Korea	1,595	Australia	1,314	Australia	817
15	Hungary	1,011	Australia	1,497	Korea	1,325	China	1,581	Hungary	1,303	Hungary	751
16	Czech	939	Netherlands	1,463	Hungary	1,179	Australia	1,539	Czech	1,224	Czech	721
17	Brazil	850	Brazil	1,284	Czech	1,060	Hungary	1,388	India	1,146	Netherlands	684
18	Ukraine	788	China	1,154	Brazil	1,055	Romania	1,365	Brazil	1,036	India	643
19	Korea	758	Sweden	1,079	Netherlands	1,042	Brazil	1,305	Romania	866	Brazil	524
20	Argentina	754	Hungary	1,033	Romania	937	Ukraine	1,210	Ukraine	862	Argentina	478
21	Sweden	748	Romania	1,030	Sweden	848	Mexico	971	Netherlands	840	Mexico	469

임상시험 도시순위 (Industry sponsored trials, total site 기준)

순위	2007		2008		2009		2010		2011		2012	
1	Berlin	858	Houston	853	Houston	751	Berlin	958	Houston	787	Seoul	545
2	Houston	786	Berlin	805	Berlin	710	Seoul	782	Seoul	782	Houston	497
3	New York	667	New York	758	New York	653	Houston	762	Berlin	750	New York	439
4	Boston	541	San Antonio	693	Seoul	602	New York	667	New York	727	Berlin	437
5	Moscow	539	Philadelphia	629	Boston	561	London	584	London	598	London	380
6	Chicago	521	Dallas	626	London	534	Dallas	564	Los Angeles	572	Dallas	352
7	San Antonio	500	Seoul	622	Dallas	520	Los Angeles	534	Dallas	565	Madrid	347
8	Dallas	486	Los Angeles	613	San Antonio	518	Madrid	529	Madrid	546	Los Angeles	343
9	Philadelphia	469	Moscow	598	Moscow	503	Tokyo	510	Boston	516	San Antonio	330
10	Los Angeles	465	Boston	586	Madrid	489	Moscow	504	San Antonio	516	Boston	329
11	London	435	Chicago	577	Los Angeles	488	San Antonio	501	Barcelona	508	Miami	314
12	Seoul	430	London	558	Philadelphia	471	Hamburg	500	Chicago	483	Barcelona	297
13	Madrid	412	San Diego	538	Barcelona	446	Chicago	496	San Diego	467	Chicago	285
14	Barcelona	392	Atlanta	520	Chicago	446	Barcelona	494	Philadelphia	463	Philadelphia	268
15	Atlanta	387	Birmingham	501	San Diego	429	Boston	476	Atlanta	419	Birmingham	262

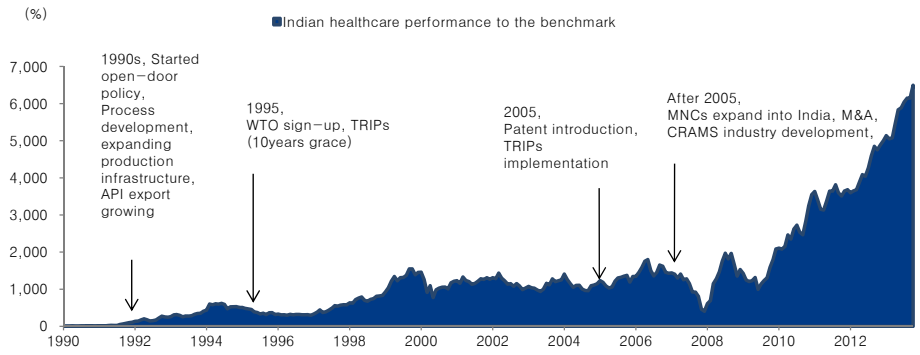
자료: Clinicaltrials.gov, KoNECT재인용, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

이머징 마켓의 성장: 인도의 성장사례

- 글로벌 제약기업들이 인도, 싱가폴, 중국 등 이머징 마켓에 차례로 진출하며 이와 동시에 해당 국가의 유관 산업은 발전
- 1990년대 이후 1)선진국 제약 시장의 성장 둔화, 2)신약 연구개발의 생산성 위기를 극복하기 위한 노력의 일환으로 다국적 제약기업들의 이머징 마켓 진출이 본격화
- 이 중 제일 먼저 생산시설 이전 및 아웃소싱의 증가로 인도 원료의약품 산업과 CRAMS(Contract Research and Manufacturing Services, 개발 및 생산 위탁) 산업이 성장
- 1990년 1월을 기준으로 Datastream India index추이를 살펴보면 India Healthcare index의 시장대비 초과수익률은 현재까지 6,493%

1990년 이후 시장대비 인도 헬스케어 초과수익률 추이



주1: 1990.1.1기준 Datastream India Market index대비 Healthcare index초과수익률 계산
주2: TRIPs(agreement on Trade-Related Aspects of Intellectual Property Rights, 무역관련 지적재산권에 관한 협정), CRAMS(Contract Research and Manufacturing Services, 개발 및 생산 위탁)
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

글로벌 경쟁력의 향상 - 임상능력

다국적 · 인도 제약사 간 최근 M&A 체결 현황

	Date	Acquiring company	Nation	Acquired company (India)	Notes
1	2006.8	Mylan Inc.	US	Matrix Lab.	
2	2008.6	Daiichi Sankyo	Japan	Ranbaxy Lab.	64% shares, US$4.6bn
3	2008.8	Fresnius Kabi AG	Germany	Dabur Pharma	
4	2009.6	Pfizer	US	Vetnex Animal Health	
5	2009.6	Vetoquinol SA	France	Wockhardt (animal care)	
6	2009.7	Abbott Lab.	US	Wockhardt (nutrition business)	
7	2009.7	Sanofi Aventis	France	Shantha Biotech	
8	2009.12	Hospira	US	Orchid Chemical	US$40m
9	2010.3	Rechitt Benchiser	UK	Paras Pharmaceuticals	
10	2010.5	Abbott Lab.	US	Piramal Healthcare	100% shares, US$3.7bn

인도제약사 해외M&A 가속화

	Year	Acquiring company (India)	Acquired company	Purpose	Deal size (US$ m)
1	2006.2	Dr. Reddy's	Betapharm	Entrance Germany	570
2	2006.3	Ranbaxy	Terapia	Entrance Romania	324
3	2006.12	Ranbaxy	Be-Tabs	Entrance S. Africa	70
4	2007.1	Lupin	Kyowa	Entrance Japan	54
5	2007.5	Sun Pharma	Taro Pharma		454
6	2007.6	Cadila Healthcare	Nikkho	Entrance Brasil	26
7	2008.7	Lupin	Hormosan	Entrance Germany	7
8	2008.9	Lupin	Pharma Dynamics	Entrance S. Africa	20
9	2009.9	Lupin	Antara (brand)	Brands acquired in US	0.7
10	2011.6	Cadila Healthcare	Nesher Pharma	Entrance extended release market	60

자료: 대외경제정책연구원, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

[조선]

2015년 회복 전망

조선 · 기계 · 여행서비스업

정우창

3774-6753 wcchung@miraeasset.com

커버리지 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양
현대미포조선, 두산엔진, 성광벤드, 태광
하나투어, 모두투어, 코웨이

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Executive summary

- 하반기 실적 부진 및 수주 모멘텀 약화에 대한 시장 우려로 국내 조선업종은 현재 2015년 기준 P/B 0.7배로 거래되고 있으며, 이는 과거 10년간의 P/B 평균 1.9배를 크게 하회하고 역사적 저점 0.8배를 하회하는 수준임.
- 업종 전반의 악재는 대부분 현 주가 수준에 반영된 것으로 보임. 또한 현재 주가는 역사적 저점 수준으로 향후 호재(2015년 신규수주 모멘텀 개선 및 대규모 충당금 설정 완료에 따른 실적 가시성 개선)가 아직 반영되지 않은 것으로 판단.
- 동 업종에 대해 비중확대를 권고

커버리지 종목 목표주가 및 투자의견

기업	Code	투자의견	목표주가 (원)	현재주가 (원)	목표주가산출방식	비고
삼성중공업	010140 KS	BUY	29,000	25,050	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 2.8%, 시장위험 프리미엄 6.1%, 영구성장률 0% 가정
현대중공업	009540 KS	BUY	118,000	123,000	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 2.8%, 시장위험 프리미엄 6.1%, 영구성장률 0% 가정
대우조선해양	042660 KS	BUY	23,300	22,100	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 2.8%, 시장위험 프리미엄 6.1%, 영구성장률 0% 가정
현대미포조선	010620 KS	BUY	102,000	84,300	SOTP valuation	가치합산방식 사용
성광벤드	014620 KS	BUY	22,000	15,450	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 2.8%, 시장위험 프리미엄 6.1%, 영구성장률 2% 가정
태광	023160 KS	BUY	18,500	13,550	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 2.8%, 시장위험 프리미엄 6.1%, 영구성장률 2% 가정
두산엔진	082740 KS	BUY	8,100	6,600	P/B to ROE matrix	무위험 이자율 2.8%, 시장위험 프리미엄 6.1%, 영구성장률 0% 가정

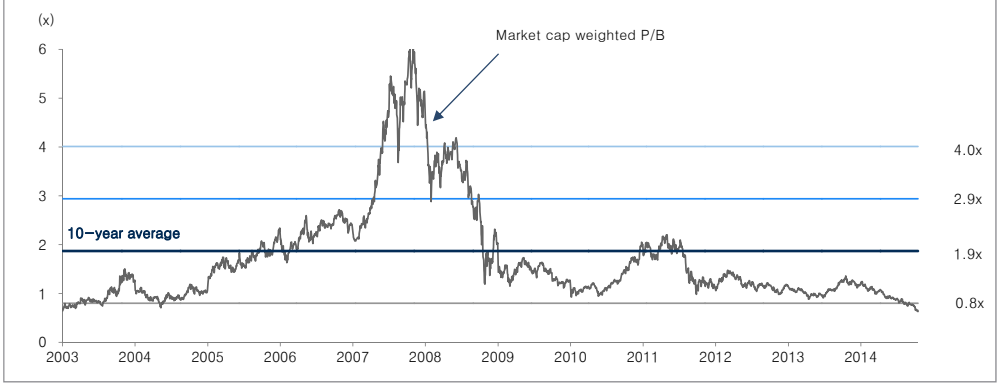
자료: 현대중공업, 미래에셋증권 리서치센터
주: 2014년 11월18일 종가 기준

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

밸류에이션: 과매도 국면

- 지난 6개월 동안 국내조선업체 주가는 약세였는데, 이는 주로 1) 해양 프로젝트 부문의 업황 둔화와 2) 해양 설비 및 해외 플랜드 건설 관련 충당금 적립으로 인한 실적 가시성 악화에 기인.
- 당사의 현재 커버리지 조선사들은 현재 2015년 예상 P/B 0.7배로 거래되고 있으며, 이는 과거 10년간의 P/B 평균 1.9배를 크게 하회하며 역사적 저점 0.8배를 하회하는 수준임. 즉 수주 둔화, 주요 조선사들의 실적 우려 등 산업 전반의 악재는 대부분 현 주가 수준에 반영된 것으로 보임.
- 주요 커버리지 조선사에 대한 당사의 신규 목표주가는 2015년 예상 P/B 평균 0.9배로 환산되며, 이는 리만 사태 이후 신규수주가 견인하는 업황 회복기(2010년 상반기-2011년 상반기) 당시 밸류에이션 수준을 크게 하회함. 2015년 상반기부터 조선업황 회복이 예상됨에 따라, 업종 전반의 2015년 예상 P/B 평균을 적용한 당사의 목표 P/B 0.9배는 충분히 보수적이라는 판단임

국내 조선업종 12M forward P/B 밴드 챠트



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

국내 조선업체 밸류에이션

기업		삼성중공업	대우조선해양	현대중공업	현대미포조선
Code		010140 KS	042660 KS	009540 KS	010620 KS
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가 (원)		**29,000**	**23,300**	**118,000**	**102,000**
현재주가 (원)		25,050	22,100	123,000	84,300
괴리율 (%)		15.8	5.4	(4.1)	21.0
매출액 (십억원)	FY13	14,659	14,632	54,188	3,985
	FY14E	13,833	16,576	53,420	4,010
	FY15E	14,258	15,481	57,218	4,568
영업이익 (십억원)	FY13	914	395	802	(275)
	FY14E	293	438	(3,376)	(1,010)
	FY15E	715	568	456	60
순이익 (십억원)	FY13	632	244	133	(268)
	FY14E	238	212	(2,490)	(725)
	FY15E	569	462	409	81
영업이익률 (%)	FY13	6.2	2.7	1.5	(6.9)
	FY14E	2.1	2.6	(6.3)	(25.2)
	FY15E	5.0	3.7	0.8	1.3
순이익률 (%)	FY13	4.3	1.7	0.2	(6.7)
	FY14E	1.7	1.3	(4.7)	(18.1)
	FY15E	4.0	3.0	0.7	1.8
EPS (원)	FY13	2,738	1,403	1,691	(11,889)
	FY14E	1,031	1,218	(31,597)	(40,579)
	FY15E	2,465	2,658	5,190	2,813
EPS 성장률 (%)	FY14E	(62.4)	(13.2)	n/a	n/a
	FY15E	139.1	118.2	n/a	n/a
P/E (x)	FY13	13.9	25.0	152.0	n/a
	FY14E	24.3	18.1	n/a	n/a
	FY15E	10.2	8.3	23.7	30.0
P/B (x)	FY13	1.5	1.4	1.2	1.2
	FY14E	1.0	0.9	0.6	0.8
	FY15E	0.9	0.8	0.6	0.8
EV/EBITDA (x)	FY13	8.2	15.6	16.5	n/a
	FY14E	11.2	12.7	n/a	n/a
	FY15E	4.0	8.8	14.4	15.7
ROE (%)	FY13	11.3	5.8	0.8	(7.8)
	FY14E	4.0	4.9	(15.3)	(31.7)
	FY15E	9.0	10.0	2.7	5.3

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터
주: 2014년 11월18일 종가 기준

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

국내 피팅 및 엔진 업체 밸류에이션

기업		성광벤드	태광	두산엔진
Code		014620 KS	023160 KS	082740 KS
투자의견		BUY	BUY	BUY
목표주가 (원)		**22,000**	**18,500**	**8,100**
현재주가 (원)		15,450	13,550	6,600
괴리율 (%)		42.4	36.5	22.7
매출액 (십억원)	FY13	404	311	744
	FY14E	305	271	873
	FY15E	350	320	919
영업이익 (십억원)	FY13	90	35	1
	FY14E	65	25	(44)
	FY15E	79	37	(5)
순이익 (십억원)	FY13	69	29	(5)
	FY14E	48	18	(36)
	FY15E	60	28	7
영업이익률 (%)	FY13	22.4	11.2	0.1
	FY14E	21.4	9.2	(5.0)
	FY15E	22.6	11.7	(0.5)
순이익률 (%)	FY13	17.0	9.2	(0.7)
	FY14E	15.8	6.7	(4.1)
	FY15E	17.0	8.9	0.7
EPS (원)	FY13	2,386	1,175	(76)
	FY14E	1,679	753	(518)
	FY15E	2,074	1,167	95
EPS 성장률 (%)	FY14E	(29.6)	(35.9)	n/a
	FY15E	23.6	54.9	n/a
P/E (x)	FY13	11.2	18.8	n/a
	FY14E	9.2	18.0	n/a
	FY15E	7.4	11.6	69.3
P/B (x)	FY13	1.8	1.3	0.8
	FY14E	0.9	0.8	0.6
	FY15E	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	FY13	8.1	12.4	27.1
	FY14E	5.1	8.3	n/a
	FY15E	3.9	6.0	25.5
ROE (%)	FY13	16.9	7.1	(0.7)
	FY14E	10.5	4.3	(4.7)
	FY15E	11.7	6.3	0.9

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터
주: 2014년 11월18일 종가 기준

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

2015 outlook: A year of recovery

- 주요 조선사의 2014년 전체 신규수주금액은 전년비 23% 하락한 328억달러로 예상되며 이는 상당부분 유가 하락에 따른 해양설비 수주시장 둔화에 기인한 것으로 보임. 국제유가(브렌트유 기준)는 2015년에도 올해와 같은 100달러/배럴 내외 수준을 유지할 것으로 보이나, 국내 주요 조선사의 2015년 해양설비 수주는 부유식 액화천연가스설비(FLNG) 수주 등에 힘입어 전년 동기대비 43% 증가한 177억달러로 회복 예상.
- 클락슨 신조선가는 최근 1개월 동안 138-140 포인트로 약세 시현 중. 이는 벌크선 가격 하락에 기인한 것으로 보이나, 국내 조선사의 경우 벌크선 비중이 높지 않음. 한편, 대형 컨테이너선과 LNG선 가격은 안정적인 수준을 유지하고 있음. 클락슨 신조선가는 올 4분기에도 약세를 이어갈 것으로 보이지만, 2015년 상반기부터는 컨테이너선과 LNG선의 신규수주 회복에 힘입어 점진적 회복세를 나타낼 것으로 예상.
- 조선사 및 피팅/엔진업체는 올해 4분기에도 부진한 실적을 이어가다 2015년 하반기부터 조선가 상승(조선사) 및 신규수주 회복(피팅업체)에 힘입어 실적 회복세를 보일 것으로 전망.

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

조선업 시황 전망

	글로벌 수주비중 (%)	FY10	FY11	FY12	FY13E	FY14E	FY15E
해양생산설비/해양시추 및 LNG선							
해양생산설비/구조물	30	부진	부진	매우 견조	매우 견조	부진	안정
해양시추설비		부진	매우 견조	견조	견조	부진	안정
LNG선	5	매우 부진	매우 견조	매우 견조	매우 견조	견조	견조
상선							
컨테이너선	17	부진	매우 견조	부진	안정	안정	견조
탱커	20	견조	매우 부진	매우 부진	안정	안정	안정
벌크선	26	견조	매우 부진	매우 부진	부진	안정	안정

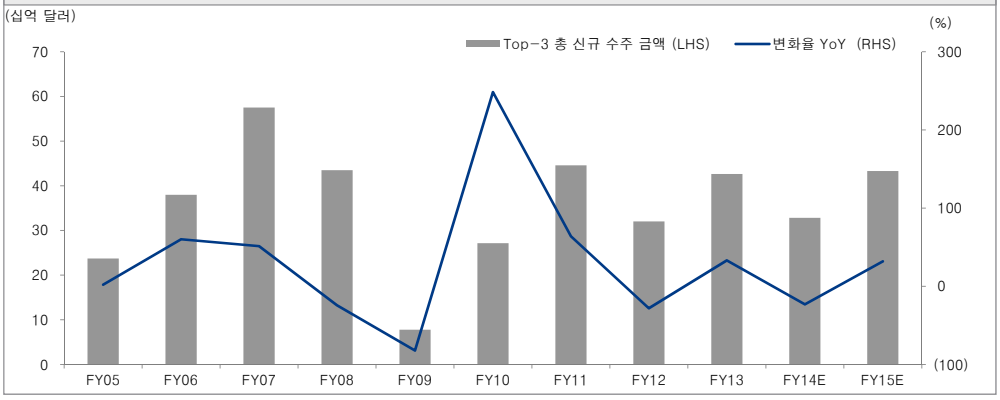
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

2015년 신규 수주 모멘텀 개선 예상

- 주요 조선사의 2014년 전체 신규수주금액은 전년비 23% 하락한 328억달러로 예상되며 이는 상당부분 유가 하락에 따른 해양설비 수주시장 둔화에 기인한 것으로 판단. 주요 조선사의 상선 수주액은 205억달러(+18% YoY)로 견조세를 이어갈 것으로 예상되나 해양설비 수주액은 123억달러로 전년비 51% 하락할 전망.
- 상선 수주시장은 특히 대형 컨테이너선 신규수주시장의 양호한 수요/공급 역학관계를 바탕으로 2015년에도 안정세를 유지할 전망. 국내 주요 조선사는 대형 컨테이너선 시장에서 독점적 지위를 누려왔음. 이를 감안할 때, 주요 조선사의 2015년 전체 신규수주금액은 433억달러(+32% YoY)로 회복될 것으로 예상.

Top-3 한국 조선사의 총 신규 수주액 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

주요 조선사 연간 신규 수주 동향

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
신규 수주 (백만달러)						
I. 총 조선관련 수주						
삼성중공업	9,700	14,900	9,607	13,100	8,110	12,022
대우조선해양	10,330	14,280	14,210	13,517	10,987	13,765
현대중공업	7,130	15,385	8,215	16,015	13,721	17,507
현대미포조선	3,029	2,011	3,206	5,941	2,520	4,335
II. 해양 설비 관련 수주						
삼성중공업	3,800	8,940	8,407	9,100	5,005	6,757
대우조선해양	5,090	6,290	10,470	9,737	2,142	5,355
현대중공업	3,069	4,480	2,072	6,503	5,202	5,567
현대미포조선	0	0	0	0	0	0
III.일반 상선 수주						
삼성중공업	5,900	5,960	1,200	4,000	3,105	5,265
대우조선해양	5,240	7,990	3,740	3,780	8,845	8,410
현대중공업	4,061	10,905	6,143	9,512	8,519	11,940
현대미포조선	3,029	2,011	3,206	5,941	2,520	4,335

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

주요 조선사 연간 신규 수주 동향

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
전년동기대비 (%, YoY)						
I. 총 조선관련 수주						
삼성중공업		53.6	(35.5)	36.4	(38.1)	48.2
대우조선해양		38.2	(0.5)	(4.9)	(18.7)	25.3
현대중공업		115.8	(46.6)	94.9	(14.3)	27.6
현대미포조선		(33.6)	59.4	85.3	(57.6)	72.0
II. 해양 설비 관련 수주						
삼성중공업		135.3	(6.0)	8.2	(45.0)	35.0
대우조선해양		23.6	66.5	(7.0)	(78.0)	150.0
현대중공업		46.0	(53.8)	213.9	(20.0)	7.0
현대미포조선						
III. 일반 상선 수주						
삼성중공업		1.0	(79.9)	233.3	(22.4)	69.6
대우조선해양		52.5	(53.2)	1.1	134.0	(4.9)
현대중공업		168.5	(43.7)	54.8	(10.4)	40.2
현대미포조선		(33.6)	59.4	85.3	(57.6)	72.0
신규 수주 구성비 (%)						
해양 설비 관련 수주						
삼성중공업	39.2	60.0	87.5	69.5	61.7	56.2
대우조선해양	49.3	44.0	73.7	72.0	19.5	38.9
현대중공업	43.0	29.1	25.2	40.6	37.9	31.8
현대미포조선						
일반 상선 수주						
삼성중공업	60.8	40.0	12.5	30.5	38.3	43.8
대우조선해양	50.7	56.0	26.3	28.0	80.5	61.2
현대중공업	57.0	70.9	74.8	59.4	62.1	68.2
현대미포조선	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

2015년 FLNG 시장의 성장

- FLNG는 해상에서 LNG를 생산, 액화, 저장 및 하역할 수 있는 해양설비를 말함. FLNG는 해상에서 모든 프로세스가 완료되기 때문에, 해저 파이프나 천연가스 압축 · 이동설비, LNG 플랜트 등을 설치할 필요가 없음. 따라서 FLNG는 기존 LNG 생산 시설보다 건설 비용이 낮음. 또한, FLNG는 육상 플랜트를 설치하지 않아도 되기 때문에 보다 친환경적.
- 현재 삼성중공업이 로열더치셸(Royal Dutch Shell)로부터 수주한 FLNG 1기와 대우조선해양이 페트로나스(Petronas)에서 수주한 FLNG 1기가 건조 중에 있으며, 2016~2017년에 완공될 예정.
- 기존 LNG 생산설비 대비 저렴한 비용 및 뛰어난 친환경성으로 인해 주요 석유 가스회사들이 FLNG 개발을 고려하고 있음. FLNG 프로젝트에 대한 최종투자결정이 2015년에 대거 확정될 것으로 예상.

발주가능 FLNG 프로젝트 리스트

프로젝트	발주자	지역	발주 예상 시점	금액 (십억 달러)
Port Lavaca	Excelerate	USA	2015	1.0
Abadi FLNG	Shell/Inpex	Indonesia	2015	1.5
Leviathan	Noble	Israel	2015	2.5
Mozambique	Eni	Mozambique	2015	2.0
Tamar	Isramco/Hoegh LNG	Israel	2015	2.0
Scarborough	ExxonMobil	Australia	2015	4.0
Browse Oil Platform	Woodside/Shell	Australia	2015 or afterward	2.5
Cash Maple	Noble, Delek, isramco	Australia	2015 or afterward	3.0
Caldita-Barosssa	ConocoPhilips-Origin	Australia	2015 or afterward	2.5
Poseidon	ConocoPhilips-Origin	Australia	2015 or afterward	3.9
Australia Pacific LNG	ConocoPhilips-Origin	Australia	2015 or afterward	3.0
총계				**26.9**

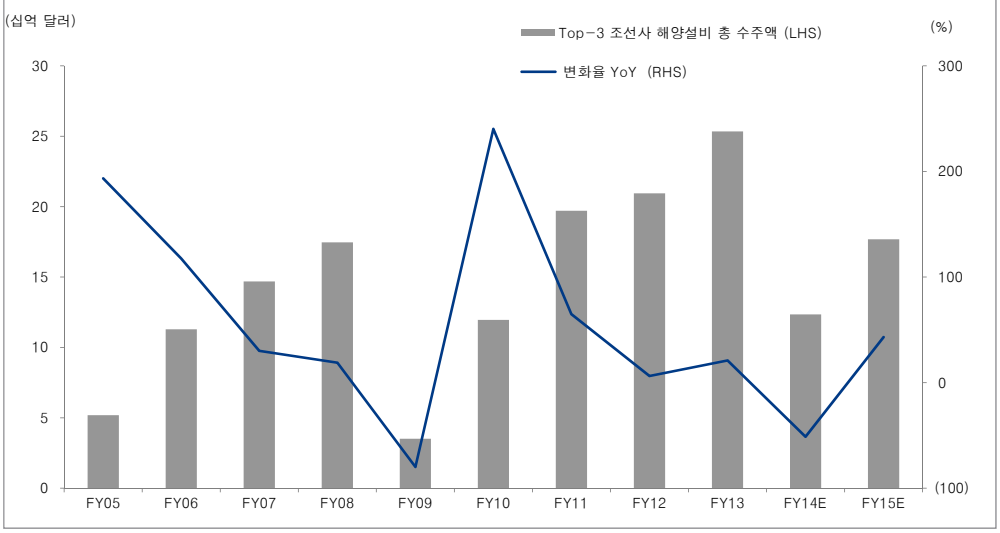
자료: 각 사

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

2015년 FLNG 시장의 성장

- FLNG 시장 성장에 따라 국내 조선사의 지속적인 수혜가 기대됨. FLNG의 설계나 건조상의 복잡성으로 인해 국내 조선사는 FLNG 건설 시장에서 독보적인 위치를 차지하고 있으며, 이러한 경향은 향후 수년간 지속될 것으로 예측.

Top-3 한국 조선사의 해양설비 신규 수주액 추이



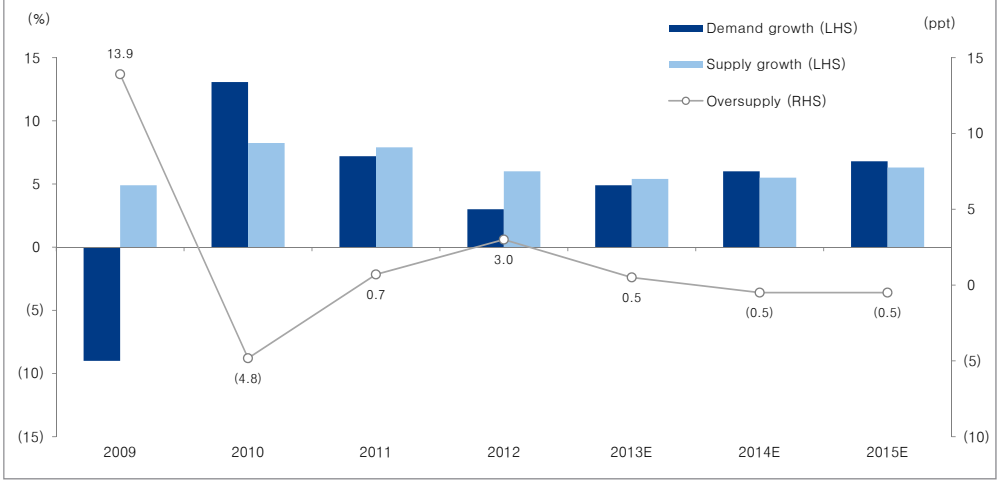
자료: 각 사,미래에셋증권 리서치센터센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

2015년 컨테이너선 시장 강세 예상

- 컨테이너선은 컨테이너를 운반하는 전용 화물선임. 북미-유럽 및 아시아-북미 항로 물동량(전체 물동량의 25%)의 지속적인 개선에 힘입어 글로벌 컨테이너 물동량은 2014년 전년대비 5.8%, 2015년 전년대비 6.4% 증가할 것으로 예상됨.
- 전년대비 컨테이너선 공급량 성장률은 2014년 5.5%를 기록할 것으로 예상되며, 클락슨 신규 컨테이너선 인도 일정을 고려해볼 때 2015년에는 6.3%로 소폭 상승할 것으로 보임. 2015년 글로벌 선박 공급은 수요를 하회할 것으로 예상됨.

컨테이너선 수요-공급 예측



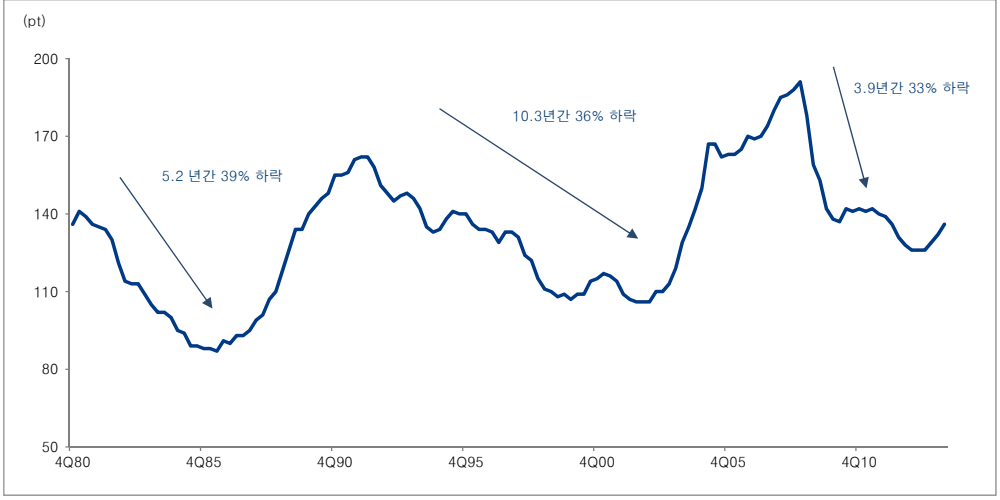
자료: Clarkson, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

2015년 상반기 상선 신조선가 상승 재개 전망

- 클락슨 신조선가는 최근 1개월 동안 138-140 포인트로 약세 시현 중임. 이는 벌크선 가격 하락에 기인한 것으로 판단되나, 국내 조선사의 경우 벌크선 비중이 높지 않음. 한편, 대형 컨테이너선과 LNG선 가격은 안정적인 수준을 유지하고 있음.
- 클락슨 신조선가는 올 4분기에도 약세를 이어갈 것으로 보이지만, 2015년 상반기부터는 컨테이너선과 LNG선의 신규수주 회복에 힘입어 점진적인 회복세를 나타낼 것으로 예상.

역사적 신조선가 하락기

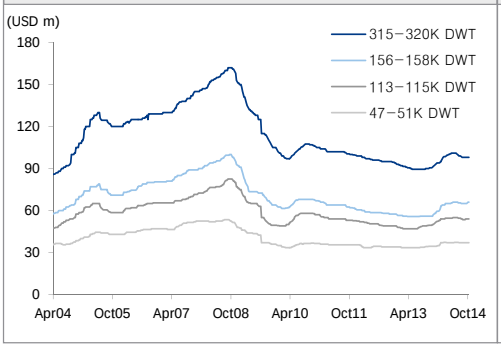


자료: Clarkson, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

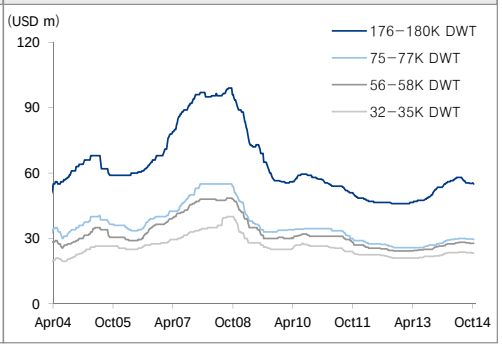
신조선가 가격 추이

탱커 신조선 가격 추이 (주간)



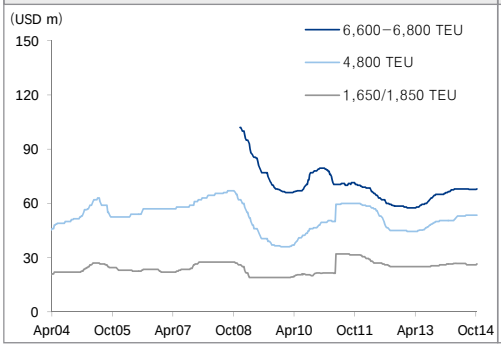
자료: Clarkson, 미래에셋증권 리서치센터

벌크선 신조선 가격 추이 (주간)



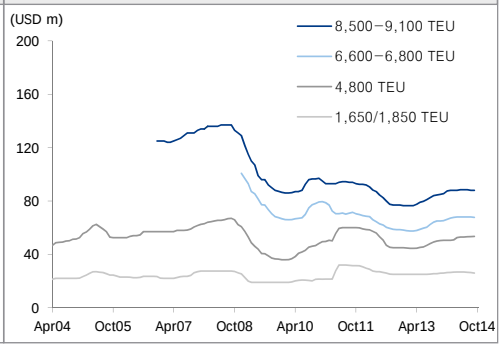
자료: Clarkson, 미래에셋증권 리서치센터

컨테이너선 신조선 가격 추이 (주간)



자료: Clarkson, , 미래에셋증권 리서치센터

컨테이너선 신조선 가격 추이 (월간)



자료: Clarkson, , 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

주간별 신조선가 동향

(USD m)	Bulk Carrier				Gas		Containerships			Weekly Clarkson Index
	Capesize 176-180K DWT	Panamax 75-77K DWT	Handymax 56-58K DWT	Handysize 32-35K DWT	LPGC 78-84K CBM	LNGC 147K m3	1,650/1,850 TEU	4,800 TEU	6,600-6,800 TEU	
2014-07-04	57.0	30.0	28.3	23.8	79.8	186.0	26.5	53.5	68.0	140
2014-07-11	56.5	30.0	28.3	23.8	79.8	186.0	26.0	53.5	68.0	140
2014-07-18	56.5	30.0	28.3	23.8	79.8	186.0	26.0	53.5	68.0	140
2014-07-25	56.0	30.0	28.3	23.8	79.8	186.0	26.0	53.5	68.0	139
2014-08-01	55.5	29.8	28.0	23.5	79.8	186.0	26.0	53.5	67.8	139
2014-08-08	55.5	29.8	28.0	23.5	79.5	186.0	26.0	53.5	67.8	139
2014-08-15	55.5	29.8	28.0	23.5	79.5	186.0	26.0	53.5	67.8	139
2014-08-22	55.5	29.8	28.0	23.5	79.5	186.0	26.0	53.5	67.8	139
2014-08-29	55.5	29.8	28.0	23.5	79.0	186.0	26.0	53.5	67.8	138
2014-09-05	55.3	29.8	27.8	23.5	79.0	186.0	26.0	53.5	67.8	139
2014-09-12	55.3	29.8	27.8	23.5	79.0	186.0	26.0	53.5	67.8	139
2014-09-19	55.3	29.8	27.8	23.5	79.0	186.0	26.0	53.5	67.8	139
2014-09-26	55.3	29.8	27.8	23.3	79.0	186.0	26.0	53.5	67.8	139
2014-10-03	55.5	29.8	27.8	23.3	79.0	186.0	26.0	53.5	67.8	140
2014-10-10	55.0	29.5	27.8	23.3	79.0	186.0	26.5	53.5	68.0	138
2014-10-17	55.0	29.5	27.8	23.3	79.0	186.0	26.5	53.5	68.0	138
2014-10-24	55.0	29.5	27.8	23.3	79.0	186.0	26.5	53.5	68.0	138
2014-10-31	54.5	29.5	27.8	23.3	79.0	186.0	26.5	53.5	68.0	138
2014-11-07	54.3	29.5	27.5	23.0	79.0	186.0	26.5	53.5	68.0	138
2014-11-14	54.0	29.3	27.3	23.0	79.0	186.0	26.5	53.5	68.0	139

자료: Clarkson, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

월간 신조선가격 추이

(USD m)	Bulk carrier				Gas		Containerships				Monthly Clarkson Index
	Capesize 176-180K DWT	Panamax 75-77K DWT	Handymax 56-58K DWT	Handysize 32-35K DWT	LPGC 78-84K CBM	LNGC 147K m3	1,650/1,850 TEU	4,800 TEU	6,600-6,800 TEU	8,500-9,100 TEU	
2012-01	48.1	28.6	26.5	22.5	72.0	186.0	29.6	58.6	68.6	92.0	137
2012-02	47.4	27.9	25.9	22.5	71.8	186.0	28.9	58.4	68.3	90.5	137
2012-03	47.0	27.5	25.5	22.5	71.5	186.0	27.5	57.3	66.0	88.3	136
2012-04	46.6	27.5	25.5	22.5	71.5	186.0	27.0	56.0	64.5	87.0	134
2012-05	46.5	27.5	25.5	22.5	71.5	186.0	27.0	53.3	62.9	84.5	133
2012-06	46.5	27.4	25.4	22.4	71.5	186.0	26.5	50.8	62.0	82.5	131
2012-07	46.5	27.3	25.3	22.1	70.9	185.0	26.0	46.8	60.3	80.0	129
2012-08	46.5	26.8	24.9	21.7	70.5	185.0	25.2	45.3	59.5	77.5	128
2012-09	46.2	26.4	24.5	21.3	70.5	185.0	25.0	45.0	58.8	77.0	128
2012-10	46.0	25.8	24.3	21.0	70.5	185.0	25.0	45.0	58.5	77.0	127
2012-11	46.0	25.8	24.3	21.0	70.2	185.0	25.0	45.0	58.5	77.0	126
2012-12	46.0	25.8	24.3	21.0	70.0	185.0	25.0	45.0	58.2	76.5	126
2013-01	46.0	25.8	24.3	21.0	70.0	185.0	25.0	44.8	57.8	76.5	126
2013-02	46.0	25.8	24.3	21.0	70.0	185.0	25.0	44.5	57.5	76.5	126
2013-03	46.4	25.8	24.3	21.0	70.0	185.0	25.0	44.5	57.5	76.5	126
2013-04	46.9	25.8	24.4	21.0	70.0	185.0	25.0	44.6	57.9	77.5	126
2013-05	47.3	25.8	24.6	21.1	70.0	185.0	25.0	45.2	58.8	79.0	126
2013-06	47.5	25.8	24.8	21.3	70.0	185.0	25.0	45.6	59.6	79.8	127
2013-07	47.7	26.1	24.9	21.6	70.7	185.0	25.0	46.8	60.4	81.0	128
2013-08	48.6	26.7	25.0	21.8	71.0	185.0	25.2	48.1	62.4	82.5	129
2013-09	49.7	27.0	25.0	21.8	71.3	185.0	25.5	49.3	64.1	84.0	130
2013-10	51.8	27.0	25.7	21.9	71.5	185.0	25.5	50.0	65.0	84.5	131
2013-11	53.2	27.4	26.3	22.0	72.0	185.0	25.9	50.4	65.0	85.0	132
2013-12	53.5	27.8	26.5	22.3	73.8	185.0	26.0	50.5	65.3	85.5	133
2014-01	54.8	28.6	26.8	23.0	75.3	185.0	26.4	50.5	66.2	87.5	135
2014-02	55.9	29.2	27.5	23.4	76.6	185.0	26.5	50.5	67.1	88.0	136
2014-03	56.4	29.4	27.5	23.5	77.4	185.0	26.7	50.9	67.8	88.0	137
2014-04	57.0	29.6	27.6	23.5	78.8	185.6	26.8	52.6	68.0	88.0	138
2014-05	57.9	29.8	28.1	23.6	79.8	186.0	26.8	53.0	68.0	88.5	140
2014-06	57.9	30.0	28.3	23.8	80.0	186.0	26.8	53.0	68.0	88.5	140
2014-07	57.4	30.0	28.3	23.8	79.9	186.0	26.6	53.2	68.0	88.5	139
2014-08	57.1	30.0	28.3	23.8	79.9	186.0	26.4	53.3	68.0	88.0	138
2014-09	55.3	29.8	27.8	23.4	79.0	186.0	26.0	53.5	67.8	88.0	138
2014-10	55.0	29.6	27.8	23.3	79.0	186.0	26.4	53.5	68.0	88.5	139

자료: Clarkson, 미래에셋증권 리서치센터

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

[카지노/여행산업]

확실한 2015년

정유 · 화학 · 카지노

권영배

3774-6012 yb.kwon@miraeasset.com

커버리지 LG화학, SK이노베이션, 롯데케미칼, S-Oil, GS 한화케미칼, 금호석유, 휴켐스, 강원랜드, GKL 파라다이스

조선 · 기계 · 여행산업

정우창

3774-6753 wcchung@miraeasset.com

커버리지 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양 현대미포조선, 두산엔진, 성광벤드, 태광 하나투어, 모두투어, 코웨이

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Executive summary

카지노 : 성장성을 확인할 2015년

- 중국인 일반 관광객 중심으로 Mass 고객 비중 상승 전망, 강원랜드 중국인 방문 늘어날 것
- 자본효율성을 높일 수 있는 신규 투자 프로젝트 구체화 될 것 (강원랜드, GKL)
- 외국인 VIP 드랍액 성장률 둔화될 전망

여행서비스업: 2015년 시장 회복 본격화

- 2014년 억눌려 있던 해외여행 수요 회복 및 긍정적인 매크로 환경 (엔화 약세) 등에 힘입어 2014년 4분기, 2015년 견조한 실적 회복이 예상됨
- 성장 잠재력이 큰 아웃바운드 여행산업의 대형화 움직임에 따른 국내 대표 여행사들의 지속적인 수혜를 예상함
- 국내 대표 아웃바운드 여행사인 하나투어, 모두투어에 대한 매수 투자의견 유지

Top picks

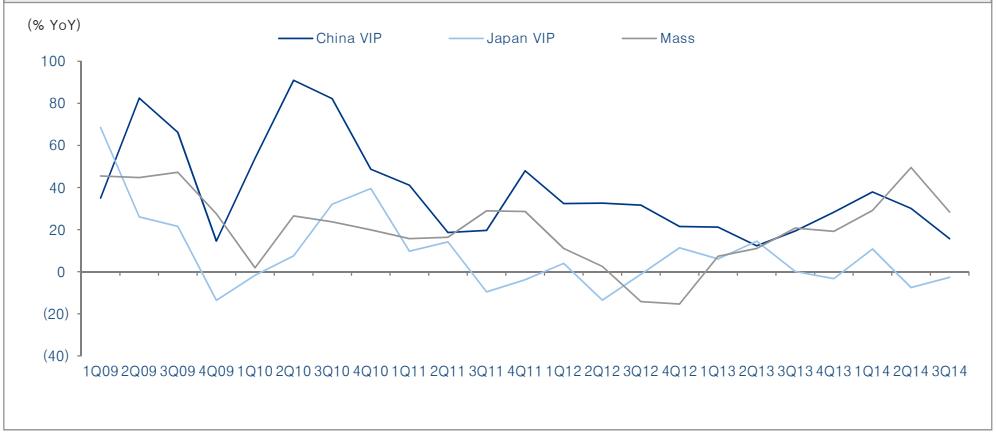
- 강원랜드 (035250 KS / BUY / TP 42,000원): 본격적인 이익화 시기
- 모두투어 (080160 KS / BUY / TP 29,000원): 4분기 회복 순항 중

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

외국인 전용 카지노 - VIP 성장률 둔화

- 중국인 VIP 드랍액 성장률 둔화될 전망: 중국의 부패척결 및 유동성 감소의 영향
- 엔화 약세로 인해 일본인 VIP 드랍액 감소 지속
- VIP 드랍액 성장률 하락은 외국인 전용 카지노의 밸류에이션 프리미엄 감소 요인

Drop growth breakdown



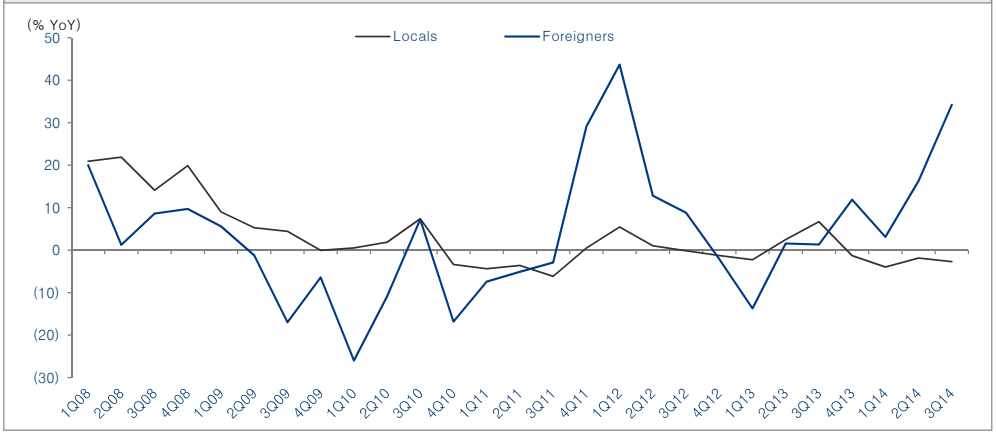
자료: 파라다이스, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

유커의 선택 - GKL, 강원랜드

- 중국인 일반 관광객 입국수 높은 성장세 유지할 전망 (4~50% YoY 이상)
- 이는 베이징올림픽 이후 중국인의 구조적인 해외 여행 수요 증가로 인함
- 일반 고객(Mass) 비중이 높은 GKL에 유리
- 한편 강원랜드도 중국인 방문객 수가 빠르게 증가

Number of visitors, % YoY



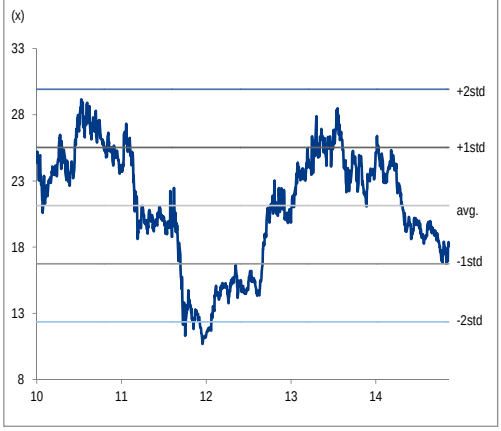
자료: 강원랜드, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

여행서비스업-Valuation

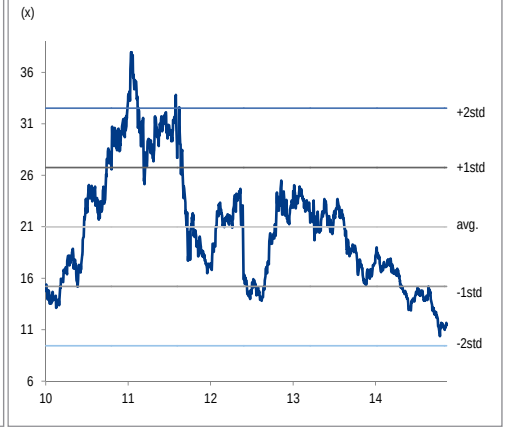
- 아웃바운드 여행시장 회복이 본격화되었다고 판단됨에 따라, 하나투어와 모두투어에 대한 매수 의견을 유지함.
- 하나투어와 모두투어는 현재 2015년 PER 기준으로 각각 과거 5년 평균 수준과 과거 평균 밸류에이션 대비 -2σ 수준에 각각 거래되고 있음. 1) 올해 상반기 억눌려 있던 해외 여행 수요가 4분기부터 회복할 것으로 예상되고, 2) 규모의 경제 효과에 따라 대표 여행사들이 시장 점유율을 확대하고 있는 등의 긍정적인 요소들이 현재 밸류에이션 수준에 아직 반영되지 못했다는 판단임.

하나투어 12M forward P/E band



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

모두투어 12M forward P/E band



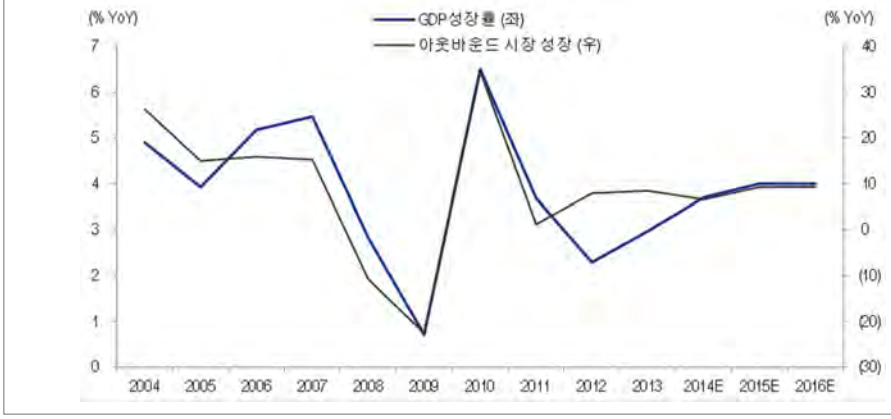
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

아웃바운드 여행 시장 전망: 여전히 풍부한 성장 잠재력

- 국내 아웃바운드 여행시장 (아웃바운드 여행객 수 기준)은 향후 3년 간 (2014-2016년) 연평균 8.4%씩 성장할 것으로 추정되는데, 이는 당사의 동기간 국내 GDP증가율 전망인 연평균 3.9%를 능가.
- 당사는 과거 아웃바운드 여행객 수가 GDP증가율과 높은 상관관계를 보였음에 근거하여, 2014-2016년 아웃바운드 여행 시장 전망 시 동기간 GDP 성장률을 독립변수로 한 단순선형분석 (simple linear analysis) 을 적용했음.

GDP성장률과 해외 아웃바운드 여행 시장 성장률 추이



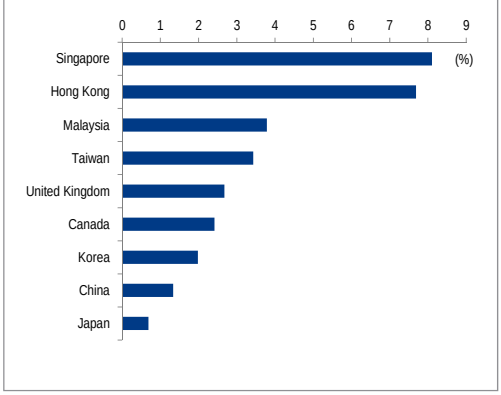
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

아웃바운드 여행 시장 전망: 여전히 풍부한 성장 잠재력

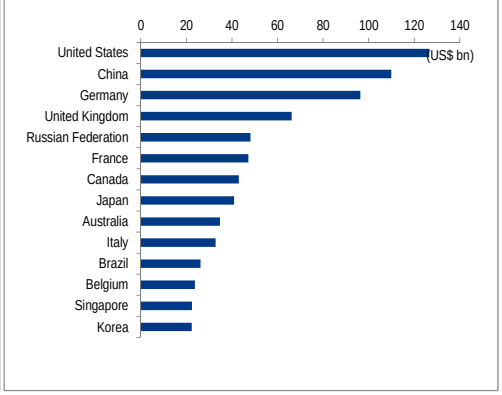
- 세계은행 보고서에 따르면, 한국인들의 2012년 해외 여행 지출은 22억달러로 GDP의 약 2%를 차지하는 것으로 나타남. 대만과 싱가포르의 해외 여행 지출이 GDP 대비 3.4%, 8.1%를 차지하는 것에 비해 낮은 수준임.
- 당사는 대만이 한국의 아웃바운드 여행시장 성장을 가늠하기 위한 적절한 모델이라고 판단. 양 국 모두 가처분 소득 증가와 삶의 질 향상을 위한 여가시간 활용에 대해 관심이 높아지고 있음에도 국내 관광지가 제한적이라는 공통 분모가 있기 때문임.
- 일본의 경우 해외 여행 지출의 GDP 내 비중은 1% 미만으로 기타 국가 대비 비중이 작은 편이나, 이는 국내 관광명소가 상대적으로 많기 때문으로 보임.

주요국 GDP 대비 여행 지출액 비중 (2012)



자료: The World Bank, Taiwan Tourism Bureau,
미래에셋증권 리서치센터

주요국 GDP 대비 해외여행 지출액 (2012)



자료: The World Bank, Taiwan Tourism Bureau,
미래에셋증권 리서치센터

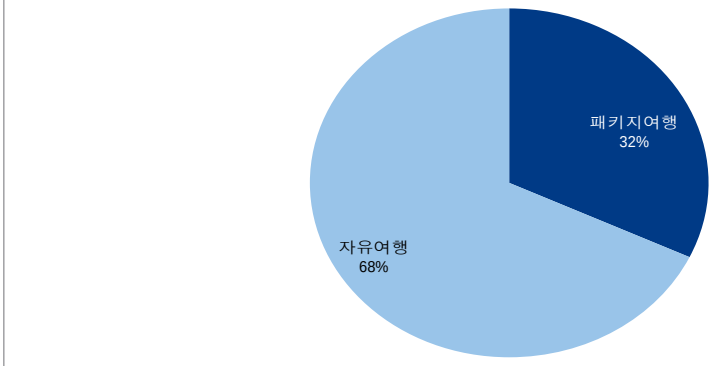
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

아웃바운드 여행 시장 전망: 여전히 풍부한 성장 잠재력

패키지 여행 시장 성장 잠재력은 여전히 풍부

- 국내 아웃바운드 여행 시장은 크게 패키지 시장과 자유여행 (FIT) 시장으로 크게 구분.
- 한국관광공사의 조사에 따르면 2010년 국내 해외여행객들의 약 32%가 여행사가 제공하는 해외여행 패키지 상품을 이용한 반면, 나머지 68%가 여행 관련 항공편 및 숙박을 스스로 예약 및 구매한 것으로 나타남.

해외여행 유형별 구성비



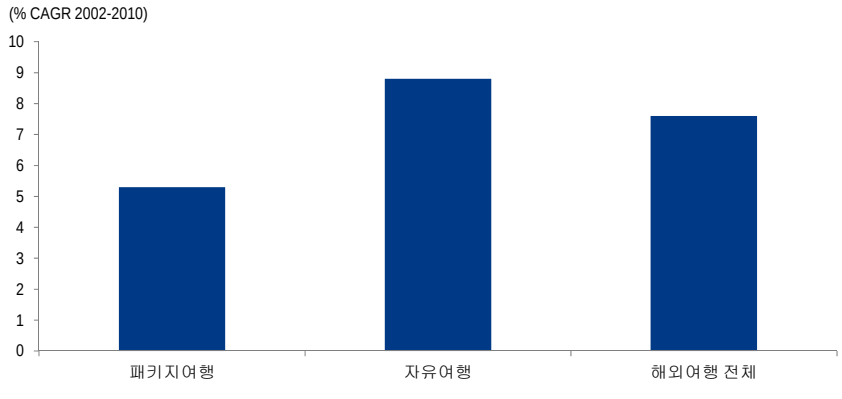
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

아웃바운드 여행 시장 전망: 여전히 풍부한 성장 잠재력

- 2002년부터 2010년까지 패키지 여행 시장 (아웃바운드 여행객 수 기준)은 연평균 5.3%씩 성장했고 FIT 시장은 동 기간 8.8%씩 성장.
- FIT 시장의 상대적인 고성장은 인터넷 보급 확산과 젊은 고객층의 단체여행 기피 성향 및 외국어 능력 향상 등에 기인하는 것으로 보임.
- FIT 시장의 상대적인 고성장은 향후에도 지속될 것으로 기대.

패키지여행, 자유여행 시장 성장률 비교



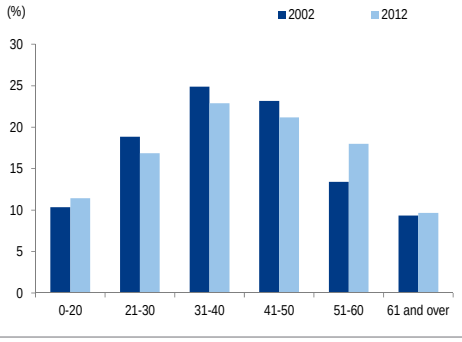
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

아웃바운드 여행 시장 전망: 여전히 풍부한 성장 잠재력

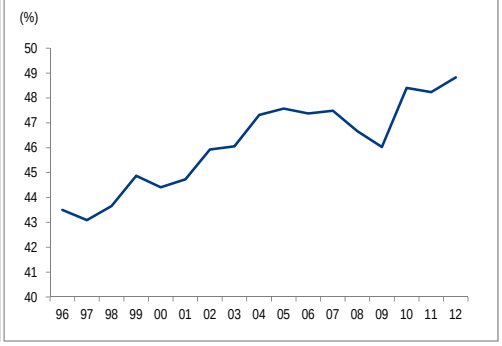
- FIT 시장 확대가 패키지여행 시장 축소로 이어질 가능성에 대한 우려가 점증하고 있으나, 동 우려는 지나치다는 판단.
- 향후 3년 (2014-2016년) 간 FIT시장 성장 속도에는 미치지 못하겠지만 패키지여행 시장 역시 가격 경쟁력과 편리성, 패키지여행을 선호하는 40대 이상 해외여행객의 급증에 따라 향후 꾸준한 성장을 보일 것으로 예상되기 때문. 국내 관광객들 중 40대 이상은 언어 장벽 및 현지 정보 부족 등의 이유로 FIT 보다 패키지여행을 선호하는 편임.
- 한국관광공사에 따르면, 2002년부터 2012년까지 40대 이상의 아웃바운드 여행객 수는 연평균 7.9%씩 증가했으며 (동 기간 젊은 층 여행객들의 연평균 증가율은 6.4%), 2012년에는40대 이상이 국내 총 아웃바운드 여행객의 49%를 차지했음. 향후에도 국내 인구 고령화에 따라 국내 패키지 시장 성장이 지속될 것으로 판단.

해외여행객 연령별 비중 (2002년, 2012년)



자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

연령 40대 이상 해외여행객의 전체 대비 비중 추이



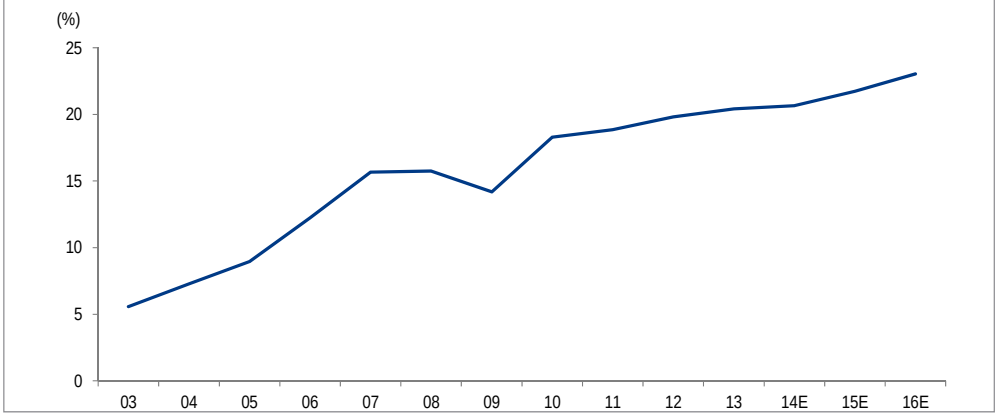
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

패키지 관광 시장의 경쟁구도

- 하나투어와 모두투어는 국내 최대 여행사로, 양 사의 패키지 상품을 구매한 출국자가 전체 출국자에 차지하는 비중은 2013년 20.4%에 달함. 양 사의 시장 지배력은 규모의 경제에 힘입어 지난 10년간 지속적으로 상승.
- 당사는 상위 여행사 (하나투어, 모두투어)의 패키지 관광 시장점유율 상승이 2014~2015년에도 지속될 것으로 전망. 당사는 하나투어와 모두투어의 패키지 상품을 이용해 출국하는 여행자가 전체 출국자에서 차지하는 비중이 2013년 각 13.4%, 7%에서 2016년 각 14.9%와 8.2%로 증가할 것으로 예상.

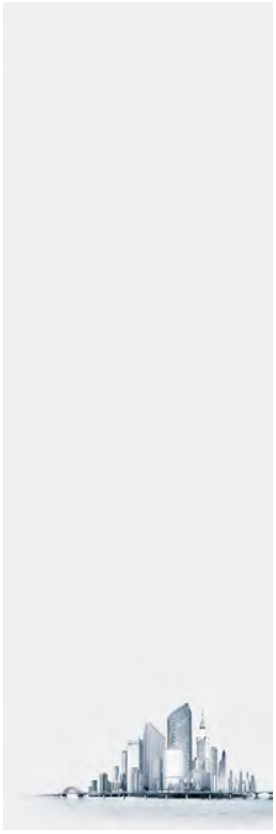
패키지 여행시장의 하나투어, 모두투어 합산 시장점유율



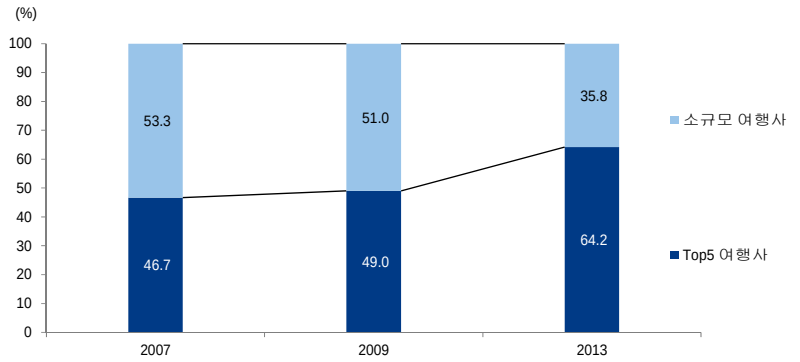
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

패키지 관광 시장의 경쟁구도



여행사 시장점유율 추이 - Top5 vs. 소규모 여행사



자료: 한국여행업협회, 미래에셋증권 리서치센터
주: Top5 여행사는 하나투어, 모두투어, 인터파크INT, 온라인투어, 노랑풍선

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

[철강/금속]

진검승부의 시대

철강
이재광
3774-6022 jkrhee@miraeasset.com
커버리지 포스코, 현대제철, 현대하이스코
풍산, 세아베스틸, 고려아연

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Executive summary

단기간 내 철강가격 상승은 어려울 것

- 중국의 철강수요 부진은 철강수출 증가로 이어져 역내 철강가격 상승 어렵게 함
- 주요 원재료(철광석 및 원료탄)의 공급과잉에 따른 가격약세 역시 철강가격 상승 어렵게 함
- 비철금속 중 수급이 타이트한 아연, 연은 가격 견조할 전망이나, 공급 증가하는 구리는 약세, 미국의 양적완화 종료에 따른 달러강세로 귀금속 가격은 보합세 전망됨

고부가가치 제품 비중 확대로 롤마진 방어가 관건

- 가격 이외의 차별화가 어려운 범용강 대비 고부가강의 수익성은 견조할 전망
- 현재 한국 철강사 중 고부가강 비중이 높은 POSCO, 현대제철, 세아베스틸의 수익성 상대적으로 높은 수준 유지하고 있으며 향후에도 수익성 양극화는 지속될 전망

구조조정을 통한 수익성 개선 및 경쟁력 강화 필요

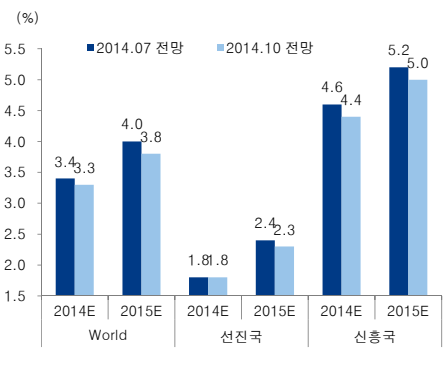
- 업황 부진 장기화 및 현대제철 증설로 한국 철강산업 구조조정 본격화
- POSCO의 자회사 구조조정은 수익성 낮고 부채비율 높은 자회사 구조조정으로 본사의 가치를 되찾아 줄 것으로 기대됨
- 세아베스틸의 포스코특수강 인수는 글로벌 특수강 전문 철강사로 경쟁력 강화 기대됨

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

철강수요 저성장국면 진입

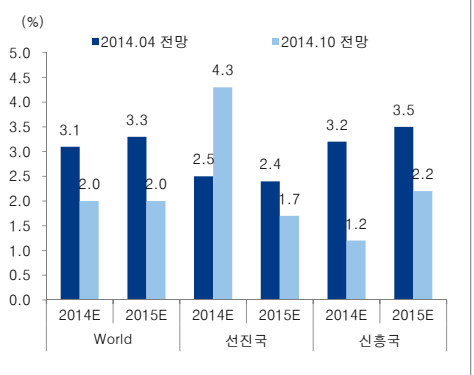
- 철강산업은 전 산업에 사용되는 기초소재를 공급하기 때문에 전반적인 경제성장과 밀접한 관련가짐
- IMF 15년 경제성장률 4.0%에서 3.8%로 하향 조정: 세계 경제가 완만한 회복세를 보이고 있으나, 예상보다 회복강도가 약하고 하방리스크가 여전하기 때문
- WSA 15년 철강수요 증가율 3.3%에서 2.0%로 하향 조정: 중국의 경제성장 모델의 구조적인 변화를 반영하여 하향 조정함

GDP 성장률 전망치 하향 조정



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

철강수요 증가률 전망치 하향 조정



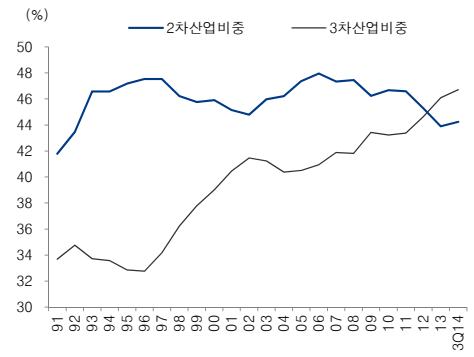
자료: WSA, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

철강수요 저성장은 중국의 성장모델 변화가 주원인

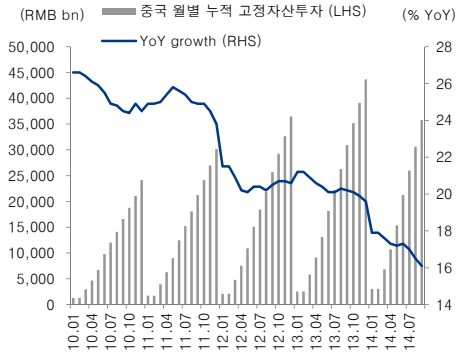
- 향후 글로벌 철강 수요는 연 2~3% 수준의 저성장기 진입함.
- 이는 글로벌 철강 수요의 48%를 차지하는 중국의 경제성장 모델의 변화(투자->소비)에 따른 구조적 저성장으로 이를 상쇄해 줄 만큼의 수요 증가를 타 지역에서 기대하기 어렵기 때문임.
- 중국의 3차산업의 GDP 비중은 13년 2차산업을 추월하였고, 철강수요에 직결되는 고정자산투자액 증가율은 10년 이후 지속적으로 감소중임.

중국 산업별 GDP 비중



자료: NBSC, 미래에셋증권 리서치센터

중국 FAI 추이



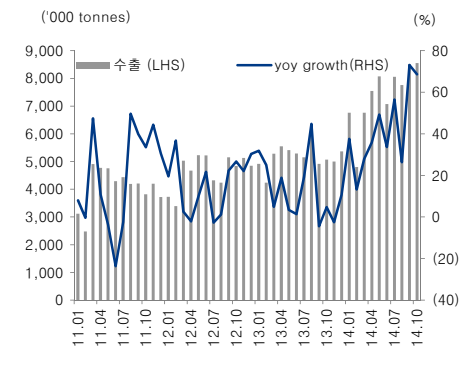
자료: NBSC, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

중국 철강 수요부진은 철강 수출증가로 이어짐

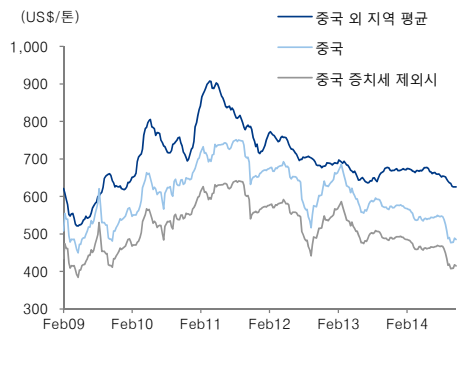
- 중국 철강 수요부진은 철강 수출증가로 이어져 역내 철강가격 상승을 어렵게 함.
- 14년 10월까지 중국의 철강수출은 7,390만톤으로 전년동기대비 42.2% 증가함. 14년 수출량은 8,700만톤 수준으로 사상최대치 예상되는데 이는 한국의 연간 철강 수요의 1.5배에 해당함.
- 중국의 철강가격은 타 지역대비 평균 23%정도 저렴하기 때문에 중국의 철강 수출증가는 역내 철강가격 하락 요인임.
- 특히 한국은 중국의 최대수출지역(한국향 수출비중 15%)이자 한국의 주요 수출지역인 동남아시아 지역에서 경쟁관계에 있음.

중국의 철강 수출



자료: NBSC, 미래에셋증권 리서치센터

철강 가격(열연)



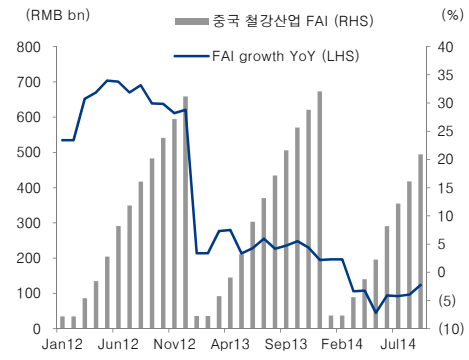
자료: Platts, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

과잉설비는 여전, 철강사에 유리한 수급회복은 요원

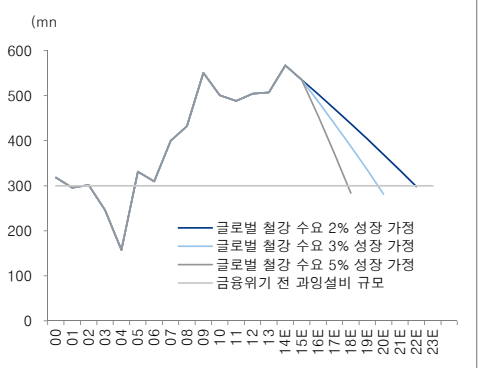
- 글로벌 철강생산능력 증가는 둔화될 것으로 전망됨. 이유는 글로벌 철강 생산능력의 50%를 차지하는 중국의 생산능력 증가가 둔화될 것으로 전망되기 때문임.
- 중국의 철강산업에 대한 FAI는 14년 3월부터 감소세로 전환되었음.
- 하지만 생산능력 증가 둔화를 감안해도 단기간에 철강사에 유리한 철강 수급회복은 요원해보임.
- 철강수요 2% 성장 시 8년. 3% 성장시 6년, 6% 성장시 4년이 걸리는 것으로 추정됨.

중국 철강산업 FAI



자료: NBSC, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 철강 수급 시뮬레이션



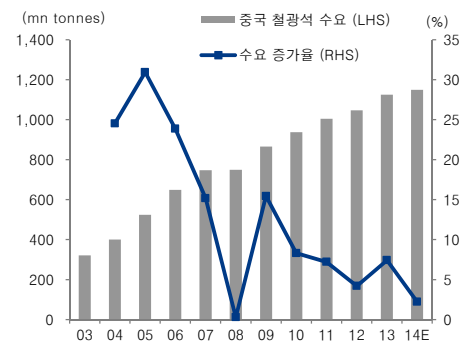
자료: WSA, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

철광석 가격은 구조적인 약세 국면

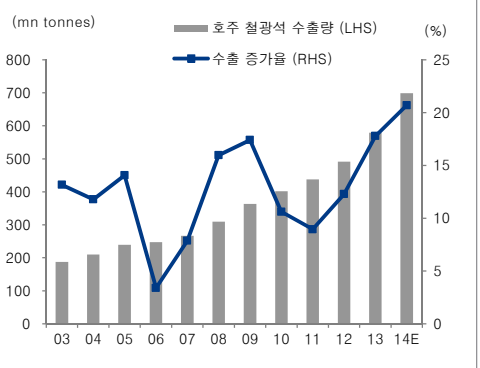
- 주요 원재료인 철광석 가격 하락은 중국의 철광석 수요가 둔화되는 가운데, 주요 생산국인 호주, 브라질의 생산이 증가하면서 발생하는 구조적인 문제로 단기간에 해결되기 어려움.
- 글로벌 철광석 해상물동량의 56%를 차지하는 Big 3 광산업체(Vale. Rio Tinto, BHPB)의 철광석 생산량은 14년 3분기에도 전년비 9.6% 증가하며 높은 증가율 지속 중

중국 철광석 수요



자료: NBSC, 미래에셋증권 리서치센터

호주 철광석 수출량



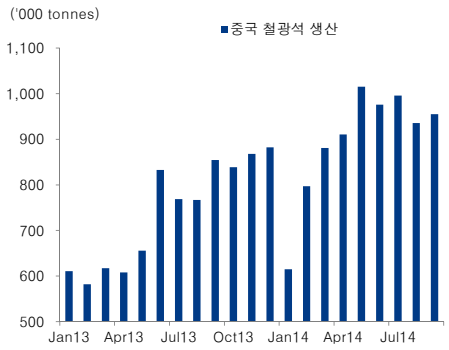
자료: ABS, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

중국 광산업체 철광석 가격 하락에도 이익률 견조

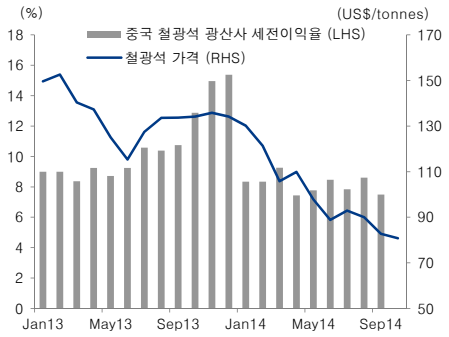
- 당초 철광석가격 톤당 100달러 이하로 하락하면 고비용의 중국 광산업체의 철광석 생산량이 감소할 것으로 전망되었으나, 실제로 톤당 100달러 이하로 가격 하락했음에도 불구하고 중국의 철광석 생산량은 오히려 증가하였음.
- 중국 철광석 광산업체들의 세전이익률이 평균 7.5%인 점을 감안하면, 향후 철광석 가격 약세에도 중국의 철광석 생산량은 더 증가할 수 있으며, 이는 철광석 가격 약세를 지지할 전망

중국 철광석 생산량



자료: NBSC, 미래에셋증권 리서치센터

중국 광산업체 세전이익률



자료: NBSC, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

추세적인 롤마진 상승은 철강수요 증가가 이끔

- 철광석 가격 하락은 철강 제조원가를 줄이는 단기적인 효과 기대할 수 있으나, 과거 롤마진 추이를 감안하면, 추세적인 롤마진 상승은 철강 수요 증가가 이끌었음을 알 수 있음.
- 금융위기 이후 철강수요 부진한 국면으로 바뀐 후부터 철강 롤마진은 톤당 200~300달러의 박스권에서 움직인 반면, 철광석가격은 톤당 180달러에서 지속적으로 하락하였음.
- 즉, 원재료 가격은 지속적으로 하락하고 있지만, 철강 수요 부진으로 제품가격 역시 하락하여 롤마진은 크게 변화하지 않았다는 것임.

철강 롤마진 및 철광석 가격

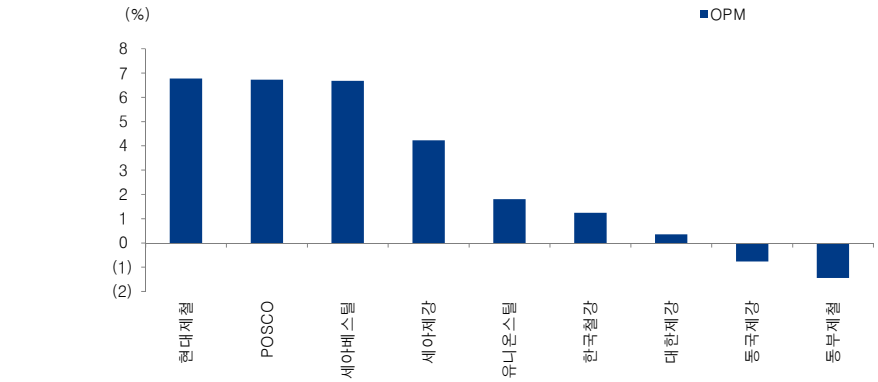
자료: Platts, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

고부가강 판매비중 확대 통한 롤마진 방어가 관건

- 향후 철강산업에서 가격 이외의 차별화가 어려운 범용강의 판매비중이 높은 철강사의 수익성은 과거와 같은 급격한 수요 개선 혹은 구조조정에 의한 과잉설비 해소 없이는 개선되기 어려울 것
- 반면 기술력이나 마케팅 등을 통한 차별화가 가능한 고부가강의 판매비중이 높은 철강사는 업황 부진의 시기에도 수익성 방어 혹은 개선을 기대할 수 있음
- 현재 한국 철강사 중 현대제철, POSCO, 세아베스틸 등 3사의 수익성이 6.7% 수준으로 타 철강사 대비 높은 수준 유지 중

주요 철강사 영업이익률(2Q14 12개월 누적 기준)



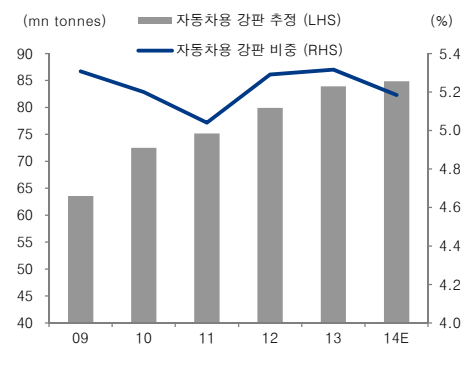
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

자동차용 강판: 현재 기여도 높은 고부가강

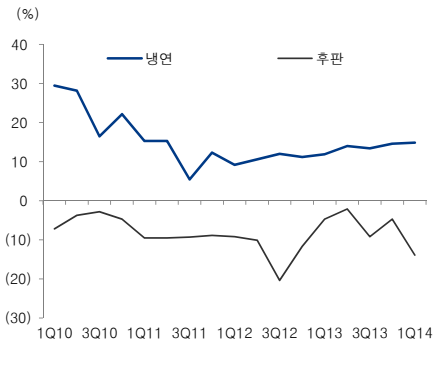
- 현재 이익 비중도 높고 수익성도 높은 대표적인 고부가강은 자동차용 강판임.
- 글로벌 자동차용 강판 시장규모는 약 8,500만톤으로 추산되는데, 전체 철강 생산량의 약 5.2%로 비중은 크지 않지만 고 수익성으로 철강사들의 주요 수익원이 되고 있음.
- 자동차용 강판의 수익성은 중국 보산강철의 냉연 GPM을 감안하면 약 18~19%의 높은 수준으로 추정됨
- POSCO의 경우 전체 매출총이익의 약 36%, 현대제철은 43%가 자동차용 강판에서 창출되는 것으로 추정됨

자동차용 강판 수요 및 수요 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

보산강철의 품목별 매출총이익률



자료: 보산강철, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

에너지용 강재: 제2의 자동차용 강판으로 기대

- 에너지용 강재는 제2의 자동차용 강판이 될 것으로 기대됨.
- 에너지용 강재는 석유,가스 등의 개발, 생산, 수송, 저장 시설에 사용되는 강재로 비전통 에너지원 개발 증가하면서 관련 소재의 수요도 증가할 전망
- 철강수요의 저성장기에도 연평균 6% 성장하면서 2020년 5,100만톤의 시장을 형성할 것으로 전망됨
- 비전통 에너지원 개발에는 고품질의 철강재가 요구되어 기술진입장벽이 높아 공급과잉 우려도 낮음
- 현재 POSCO는 글로벌 에너지용 강재 시장의 약 8% 점유하고 있는 것으로 파악

에너지용 강재 시장 전망

(천톤)	2011	2015E	2020E
해양플랜트	2,400	5,300	8,100
파이프	29,800	34,900	46,400
오일샌드	400	600	900
저장시설	2,500	3,200	4,200
합계	**35,100**	**44,000**	**59,600**
후판	18,000	23,500	32,800
열연	16,700	19,800	25,700
선재	200	400	700
STS	200	300	400

자료: Infield, Simdex, Kiet, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

업황부진기에 구조조정의 역할 중요해질 것

- 글로벌 경제 상황에 의해 좌우되는 철강 업황은 철강사가 통제 불가능한 외부 요인이지만, 구조조정을 통한 수익성 확대 혹은 경쟁력 강화는 철강사가 통제 가능한 내부 요인이기 때문에 업황 부진의 시기에 그 중요성이 커질 것으로 전망함.
- 업황 부진 및 강력한 계열사 내부 시장을 가진 현대제철의 시장 진입으로 한국의 철강산업은 구조조정기에 접어들었음.

주요 철강사 구조조정 현황

회사	구조조정 진행상황
POSCO	백화점 및 쇼핑몰, SK텔레콤 지분, 포스화인 매각
	포스코특수강, 포스코 광양 LNG 터미널, 포스코 우루과이, 뉴알텍 매각 진행 중
	포스코엠텍 도시광산 사업 매각 진행 중, 포스코플랜텍 조선해양사업부 축소
현대제철	현대하이스코 냉연사업부, 동부특수강 인수
세아베스틸	포스코특수강 인수 추진 중
동국제강	유니온스틸 합병
동부제철	동부인천스틸 매각 진행 중, 채권단 중심 관리체제 전환
세아특수강	동부특수강 인수 실패

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

수익성 제고를 위한 POSCO의 구조조정

- POSCO의 자회사 구조조정 효과:

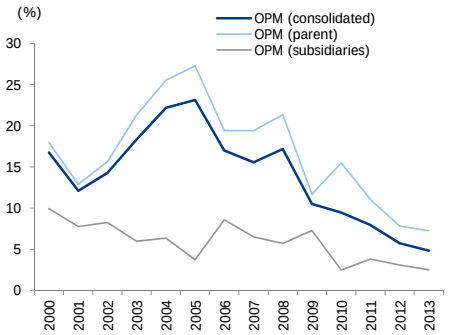
1)계열사 매각 혹은 IPO를 통해 유입된 현금으로 부채를 갚아 이자비용을 줄여 주주이익 증가 효과

2)부채비율이 높거나 수익성이 낮은 계열사 매각으로 연결기준 재무구조 및 수익성 개선 효과

3)전략적 지분 매각을 통해 계열사의 수익성을 상승시켜 POSCO의 연결기준 수익성을 높이는 효과

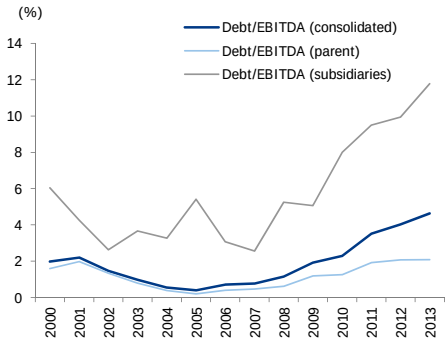
- 연결기준 재무구조 개선 및 수익성 향상 측면에서 대우인터의 매각 효과가 가장 클 것으로 판단함. 이유는 상사업 특성상 부채비율이 높고(270%), 수익성은 낮은(OPM 0.9%) 특성 때문임.

POSCO 영업이익률



자료: POSCO, 미래에셋증권 리서치센터

POSCO Debt/EBITDA



자료: POSCO, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

경쟁력 강화가 기대되는 세아베스틸의 구조조정

- 세아베스틸의 포스코특수강을 인수 효과:

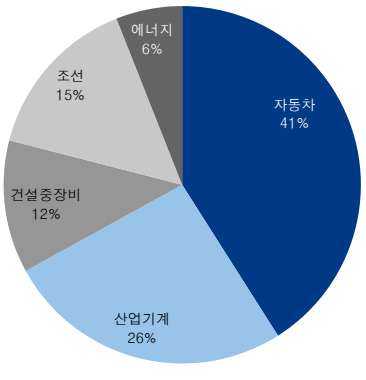
1)기존 주력사업(특수강봉강) 시장점유율 강화(MS 60%->70%)

2)제품 포트폴리오 및 수요산업 다양화(특수강선재, 특수강 무계목강관 등으로 확대)

3)생산능력 확대로 글로벌 특수강 전문 철강사로 도약 가능(생산능력 280만톤->400만톤)

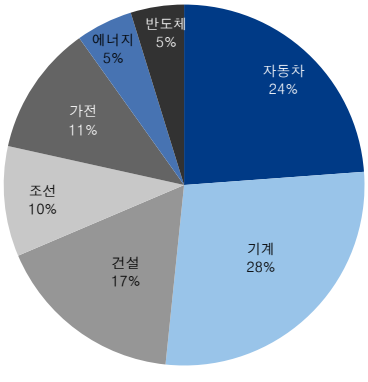
- 한국 특수강시장은 과거 90년대 부실기업 정리하는 과정에서 강종전문화를 통해 경쟁을 완화하려는 산업합리화 정책으로 세아베스틸과 포스코특수강이 서로의 영역을 침범하지 않고 양분하고 있었음.
- 세아베스틸이 포스코특수강을 합병한다면 그동안 하고 싶어도 할 수 없었던 특수강품목을 생산할 수 있게 되어 특수강 전문 철강사로서 경쟁력 강화될 수 있다고 판단함.

세아베스틸 수요산업



자료: 세아베스틸, 미래에셋증권 리서치센터

포스코특수강 수요산업



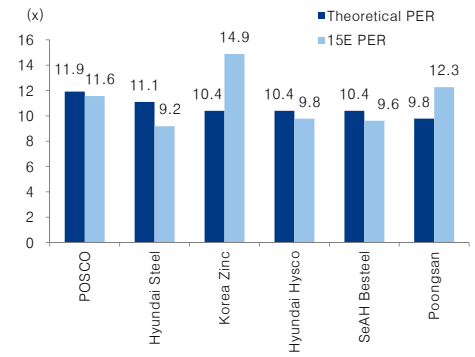
자료: 포스코특수강, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Valuation

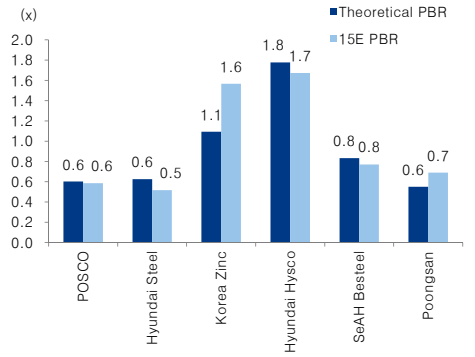
- 전체적으로 철강사 valuation은 장기적인 수익 예상을 바탕으로 한 내재가치와 비교해보면 저평가되어있으나, 단기적인 수익 예상 및 상대적 관점 그리고 역사적 관점에서는 저평가라고 말하기는 어려운 수준이기 때문에 장기적 관점에서 매수를 권고함.
- POSCO(BUY, TP 370,000원):15년 예상 실적 기준으로 현 주가는 적정 수준으로 판단되나, 향후 발생할 자회사 구조조정 및 장기적인 수익가치 등을 감안하면 저평가로 판단됨.
- 현대제철(BUY, TP 83,000원): 15년 예상 실적 기준으로 현 주가는 저평가 된 것으로 판단됨. 이는 주요 고객인 현대차 및 기아차의 업황 우려 때문으로 판단됨.
(이익의 약 45% 차지하는 것으로 추정됨)

PER



자료: 미래에셋증권 리서치센터

PBR



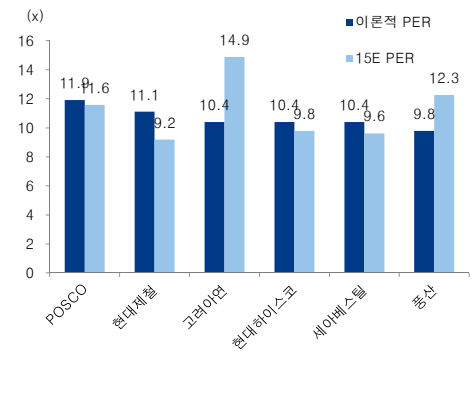
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Valuation

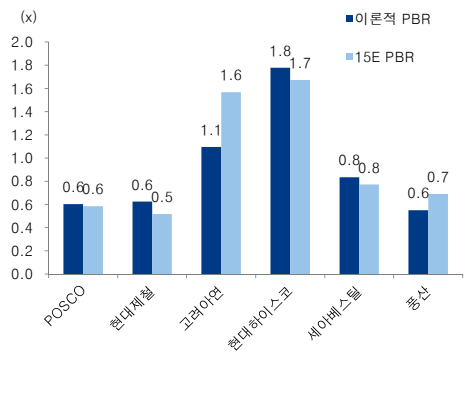
- 현대하이스코(BUY, TP 93,000원):15년 예상 실적 기준으로 현 주가는 저평가 된 것으로 판단됨. 이는 주요 고객인 현대차 및 기아차의 업황 우려 때문으로 판단됨.
- 세아베스틸(BUY, TP 48,000원):15년 예상 실적 기준으로 현 주가는 저평가 된 것으로 판단됨. 이는 16년 가동이 예정된 현대제철의 60만톤 규모의 특수강봉강 공장에 대한 우려 때문으로 판단됨.
- 고려아연(HOLD. TP 410,000원):15년 예상 실적 기준으로 현 주가는 고평가 된 것으로 판단됨. 이는 16년부터 가동되는 제2비철단지에 대한 기대감 때문으로 판단됨.
- 풍산(HOLD. TP 28,000원):15년 예상 실적 기준으로 현 주가는 고평가 된 것으로 판단됨. 구리가격 약세 전망되기 때문에 주가 상승여력 제한적일 것으로 전망됨.

PER



자료: 미래에셋증권 리서치센터

PBR



자료: 미래에셋증권 리서치센터

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

[해운]

최악의 상황을 지나 이익 개선 국면으로 진입

해운 · 미드/스몰캡

김태성

3774-3911 ted.kim@miraeasset.com

커버리지 휠라코리아, 세방전지, 한글과컴퓨터
삼천리자전거, 삼광글라스, 한진해운
대한해운, 현대상선

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Executive summary

최악의 상황을 지나 이익 개선 국면으로 진입

- 국내 해운사 가운데 벌크 선사들은 그 동안의 손실에서 벗어나 순이익을 기록하면서 수익 개선을 시현하고 있음
- 컨테이너 선사들은 적극적인 자산매각을 통한 채무 상환으로 최악의 재무 위기는 넘긴 상태임
- 해운사들은 운임인상 보다는 비용절감에서 돌파구를 찾을 것임
  - 컨테이너 선사의 경우 높은 수준의 이자비용으로 인해 순손실을 기록할 가능성이 높지만, 유가 하락으로 인한 연료비 감소 등으로 내년도 영업이익은 개선될 가능성이 높음
  - 벌크 선사들은 법정관리를 통해 손익분기점을 상당히 낮추었기 때문에 컨테이너선사 보다는 벌크 선사가 순이익을 기록할 가능성이 높을 것임.
- 장기운송계약은 유동성 측면에서 상당히 긍정적
  - 해운사에 있어서 장기 운송계약은 실적 가시성 개선과 안정적인 현금흐름을 창출한다는 측면에서 해운사에 상당히 긍정적임
  - 국내 해운사 가운데, 장기 운송계약의 매출 비중이 가장 큰 선사는 대한해운으로 2014년 상반기 기준 장기 운송계약은 대한해운 매출액의 90%에 달했음
- 국내 해운사 재무적 리스크 감소
  - 대한해운과 팬오션은 출자전환을 통해 부채를 큰 폭으로 줄이면서 재무적 리스크가 크게 감소함
  - 컨테이너선사들은 자구책을 중심으로 하는 자산 매각을 통해 부채를 상환하였음

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

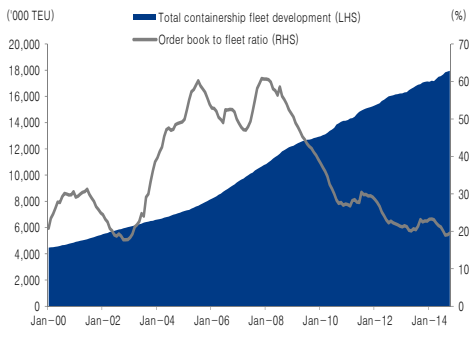
컨테이너 및 벌크 운임 인상 가능성 제한적

컨테이너 물동량 증가에도 선박 초과공급으로 인해 운임 회복이 쉽지 않았으며 이 과정에서 한진해운과 현대상선 같은 컨테이너 선사의 수익성은 급격히 악화

투자목적의 선박 발주 가능성은 제한적이지만, 머스크와의 선대 차이를 줄이기 위한 글로벌 해운사의 선박발주는 증가할 가능성이 높음. 이에 따라 선박 초과공급이 지속되면서 운임 인상 가능성은 제한적

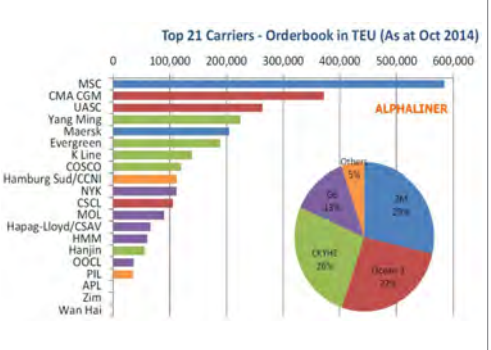
- 컨테이너 물동량은 전반적으로 꾸준한 성장세를 이어 왔음에도 불구하고, 컨테이너선사들은 선박 초과 공급으로 운임 회복이 쉽지 않은 상황에서 수익성이 급격히 악화되어 왔음.
- 선박 운영비의 압박과 전세계적으로 디플레이션 압력이 높아지면서 선박 투자를 통해 차익을 실현할 가능성이 감소하는 상황에서 선박 투자를 전문으로 하는 선주들의 선박 발주는 감소할 가능성이 높음.
- 하지만, 세계최대 선사인 Maersk사와의 선대 규모 차이를 좁히기 위해 글로벌 해운사들은 선박 발주를 늘릴 가능성이 높다고 판단됨.
- 결국, 물동량 증가 예상에도 불구하고 선박 초과공급의 영향이 지속되면서 운임인상 가능성은 제한적

Order book to fleet ratio



자료: Clarkson, 미래에셋증권 리서치센터

Order book of top 21 carriers



자료: Alphaliner, 미래에셋증권 리서치센터

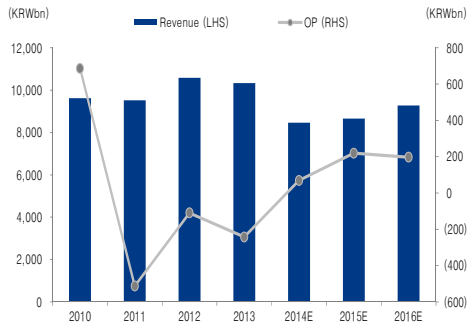
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

운임약세에도 컨테이너 선사 영업이익 개선 전망

적극적 채무상환으로 인한 이자비용 감소와 유가하락에 기인한 연료비 절감을 통해 한진해운과 현대상선의 수익성은 크게 개선될 것임

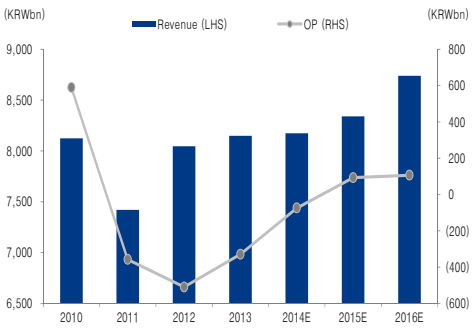
- 컨테이너선 시장 운임 전망을 고려해볼 때, 한진해운과 현대상선의 매출이 큰 폭으로 성장하기는 어려움.
- 그러나 적극적인 채무상환으로 인한 이자비용 감소와 함께 감속운항과 유가하락에 기인한 연료비 절감으로 인해, 한진해운과 현대상선의 수익성은 크게 개선될 것으로 전망.
- 양사의 영업이익은 내년부터 개선될 가능성이 높을 것으로 예상됨. 단, 이자비용은 여전히 다소 높은 수준을 유지하고 있기 때문에 순이익을 기록하는 것은 시일이 걸릴 것임.
- 한진해운은 현대상선보다 양호한 수익 시현이 예상됨. 이는 한진해운의 벌크 관련 매출이 현대상선보다 낮기 때문임

한진해운 수익추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

현대상선 수익추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

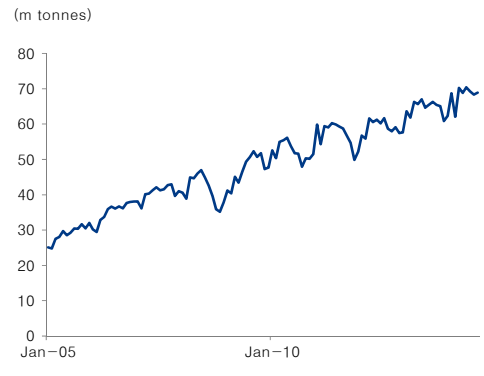
중국 석탄 수입관세로 벌크 운임 약세 예상

향후 벌크 운임은 약세를 보일 것으로 전망됨

이는 중국의 석탄 수입에 대한 관세 부과 때문에 톤-마일이 감소할 것으로 예상되기 때문임

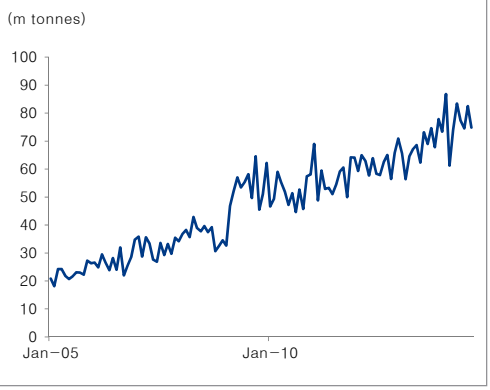
- 중국의 철광석 수요증가로 인한 최근 반등 및 철광석 수입의 지속적인 증가 추이에도 불구하고, 발틱운임지수(Baltic Dry Index, BDI)는 당분간 약세를 보일 것으로 전망.
- 운임 약세는 중국의 석탄 수입에 대한 관세 부과로 인해 톤마일(ton-mile)이 감소할 것으로 예상되기 때문임. 중국은 올 10월 중순부터 무연탄과 점결탄에는 3%, 비점결탄에는 6%의 수입관세를 부과하기 시작하였음.
- 주요 석탄 수출국 가운데 인도네시아는 중국과 FTA를 체결하였기 때문에, 수입관세 부과에 따른 영향은 매우 제한적일 것으로 판단됨. 하지만, FTA를 체결하지 않은 호주(세계 최대 석탄 수출국)와 같은 국가들은 석탄 수출에 부정적인 영향을 받을 것으로 예상됨.

중국 철강 생산량



자료: Clarkson, 미래에셋증권 리서치센터

중국 철광석 생산량



자료: Clarkson, 미래에셋증권 리서치센터

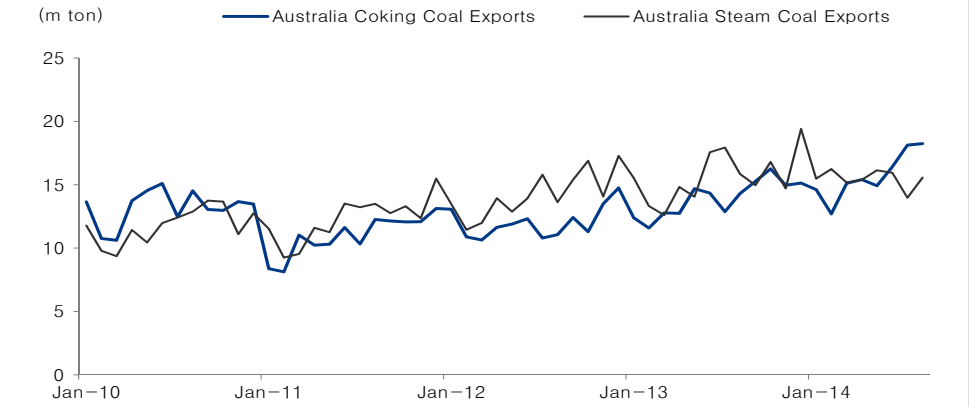
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

중국 석탄 수입관세로 벌크 운임 약세 예상

중국 정부의 수입관세 부과와 더불어 최근 인도네시아 정부의 석탄 수출 규제 역시 물동량 전망에 부정적인 영향을 미칠 것임

- 겨울철 석탄의 계절적 수요 증가에도 불구하고 중국정부의 수입관세 부과는 중국의 해상수송을 통한 석탄수입에 부정적인 영향을 미치며 드라이벌크 선사의 톤마일 축소로 이어질 것으로 보임.
- 장기적으로도 중국 정부가 대기오염을 방지하기 위해 석탄의 사용을 제한하고 있는데다 이미 상당한 규모로 성장한 자국 석탄산업을 보호해야 하기 때문에 석탄 수입은 제한적일 것으로 예상. 이는 전반적인 석탄 운송량 감소로 이어질 가능성이 높음.
- 중국정부의 석탄 수입에 대한 관세 부가와 더불어 최근 인도네시아 정부의 석탄수출 규제 역시 물동량 전망에 부정적임. 인도네시아 정부는 화력발전소에 사용되는 석탄 재고를 확보하기 위해 석탄 수출에 대한 규제를 강화하고 있음.

호주 석탄 수출량



자료: Clarkson, 미래에셋증권 리서치센터

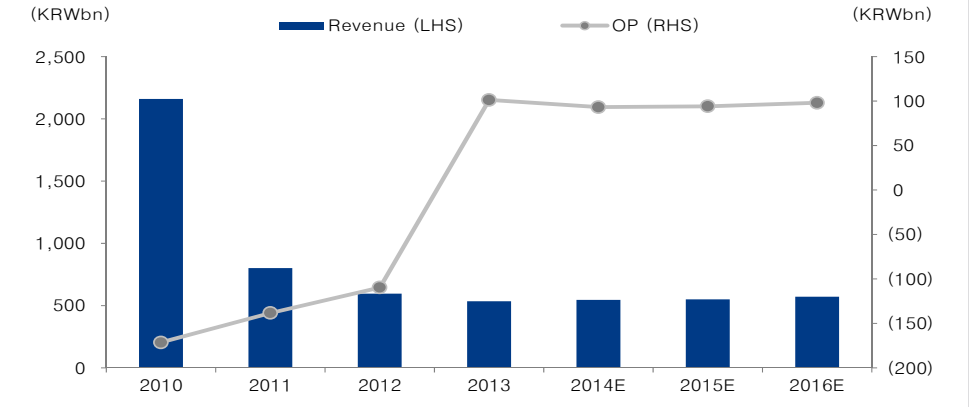
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

국내 벌크선사에 대한 영향은 제한적

당사는 BDI가 약세를 보일 가능성이 높다고 판단하고 있지만, 국내 드라이벌크 선사들은 이미 효율적인 비용구조를 유지하고 있어 수익 전망은 긍정적임

- 당사는 BDI가 약세를 보일 가능성이 높다고 판단하고 있지만, 국내 드라이벌크 선사들은 이미 효율적인 비용구조를 유지하고 있어 수익 전망은 긍정적임.
- 대표적인 드라이벌크 선사인 팬오션과 대한통운은 법정관리 이후 고비용 구조의 주범이던 장기용선 선박을 반환하면서, 손익분기점 비용을 효과적으로 감소시켰음.
- 팬오션은 아직까지 법정관리를 받고 있기는 하지만, 올 1분기부터 실적 턴어라운드를 기록하였음. 팬오션은 용선계약을 1년 미만의 단기로 체결하면서, 시장의 변화에 좀더 유연하게 대응하고 있음.
- 대한해운은 2013년 11월 법정관리를 졸업하였으며, 향후 안정적인 실적 개선세를 보일 것으로 예상됨.

대한해운 수익추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

장기운송계약은 유동성 측면에서 상당히 긍정적

장기운송계약은 실적 가시성 및 안정적인 현금흐름 측면에서 긍정적

국내 해운사 가운데 장기운송계약 실적기여도 가장 큰 선사는 대한해운

- 해운사에 있어서 장기 운송계약은 실적 가시성이 높아지고 안정적인 현금흐름이 창출된다는 측면에서 긍정적.
- 국내 해운사 가운데, 장기 운송계약의 실적기여도가 가장 큰 선사는 대한해운임.
- 2014년 상반기에는 장기 운송계약이 대한해운 매출액의 90%를 차지하였음.
  (팬오션 30%, 현대상선 드라이벌크 부문 36%)
- 2014년 전반기 기준, 대한해운의 고객사별 매출 비중은 포스코 41%, 한국가스공사 31%, 한국전력공사 12%임.

대한해운 장기운송계약

고객사	선박편수	계약규모	계약기간	연간 매출
포스코	2	3,000억원	20년 (2016년 하반기부터)	150억원
한국가스공사	2	N/A	20년 (2017년부터)	800-1,000억원
한국전력	1	1,640억원	2017년 2분기부터	160억원
한국전력	1	1,560억원	10년 (2016년부터)	160억원

자료: 미래에셋증권 리서치센터

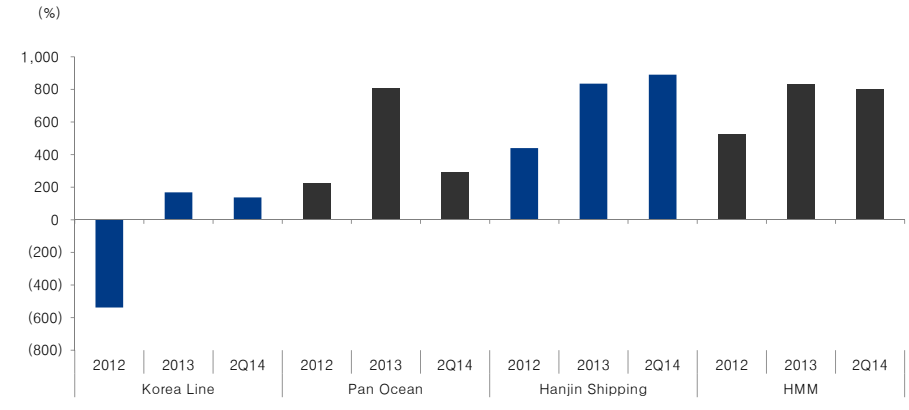
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

국내 해운사 재무적 리스크 감소

드라이벌크 선사인 대한해운과 팬오션은 법정관리를 통해 부채와 손익분기비용을 매우 효율적으로 감소시켰음

- 드라이벌크 선사인 대한해운과 팬오션은 법정관리를 통해 부채와 손익분기비용을 매우 효율적으로 감소시킬 수 있었음.
- 대한해운은 법정관리를 통해 대부분의 용선계약을 해지하면서 손익분기점을 크게 낮출 수 있었고 2013년 11월 티케이케미칼이 대한해운 지분 51.5%를 1,650억원에 인수하면서 법정관리를 졸업.
- 팬오션은 법정관리를 통해 출자전환과 장기 용선계약 해지로 손익분기점 비용이 감소한 상황임.
  팬오션의 매각 입찰이 아직 마무리 되지 않아, 팬오션은 아직 법정관리 중에 있으며 12월 중순에 팬오션에 대한 본입찰이 진행될 예정.

한국 해운사들의 순부채 비율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

국내 해운사 재무적 리스크 감소

드라이벌크 선사와 달리 컨테이너 선사인 한진해운과 현대상선은 자산매각, 증자와 같은 자구 노력으로 채무를 상환하였음

- 드라이벌크 선사와 달리, 국내 컨테이너선사인 한진해운과 현대상선은 자산매각과 증자와 같은 자구노력으로 채무를 상환하였음.
- 2013년 12월, 한진해운은 2조원 채무상환 계획을 발표하였음. 증자와 자산매각을 통해, 한진해운은 지금까지 약 1.6조원의 채무를 상환했으며, 이는 목표 상환액의 82%에 달하는 금액임.
- 현대상선은 작년 말 2조원의 채무상환 계획을 발표하였음. 현대상선은 올 초부터 항만 터미널, 투자지분, 선박, 부동산 등의 자산매각을 통해 현금을 확보해왔으며 확보된 현금은 상환 목표액의 80%에 달함.

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

대한해운(005880) / BUY / TP 36,000원

대한해운은 법정관리를 통해 비용구조를 효과적으로 개선하는데 성공하였음

장기운송계약 위주의 선대 운용으로 수익 가시성이 경쟁사 대비 뛰어나며 순부채 비율도 가장 낮아 재무적 리스크 측면에서도 경쟁사 대비 뛰어남

시황에 흔들리지 않는 사업구조

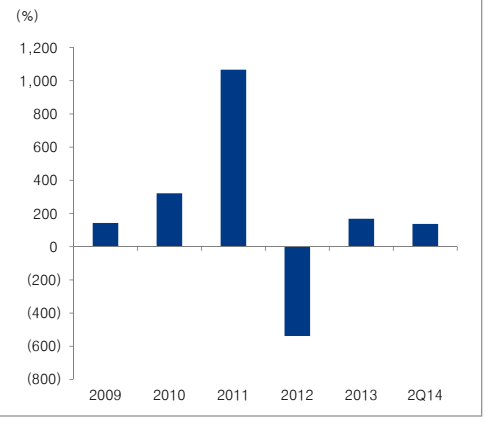
- 대한해운은 법정관리를 통해 과거 벌크 시장 호황기에 계약을 맺었던 고비용 장기 용선 선박을 반선하면서 비용을 효과적으로 낮추게 되었음.
- 동사는 장기운송계약 위주로 선대를 운용하기 때문에 벌크시장의 시황의 영향을 거의 받고 용선 반선을 통해 손익 분기점이 낮아졌기 때문에 경쟁사 대비 뛰어난 실적 가시성과 안정적인 현금흐름 보유하고 있음.
- 순부채비율이 한국 해운사 가운데 가장 낮아 재무적 리스크 측면에서도 경쟁사 대비 뛰어남

대한해운 장기 운송계약

Clients	No. of vessels	Contract amount	Service period	Annual revenue
POSCO	2	KRW300bn	20 years (Starting from 2H16)	KRW15bn
KOGAS	2	KRW80bn-100bn	20 years (Starting from 2017)	KRW4bn-5bn
KEPCO	1	KRW164bn	10 years (Starting from 2Q17)	KRW16bn
KEPCO	1	KRW156bn	10 years (Starting from 2016)	KRW16bn

자료: 대한해운, 미래에셋증권 리서치센터

대한해운 순부채 비율 추이



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

한진해운(117930) / HOLD / TP 6,000원

동사는 3분기 순이익을 시현하였으나 4분기에는 운임 하락이 예상되며 동사 실적은 3분기 대비 감소할 것으로 예상

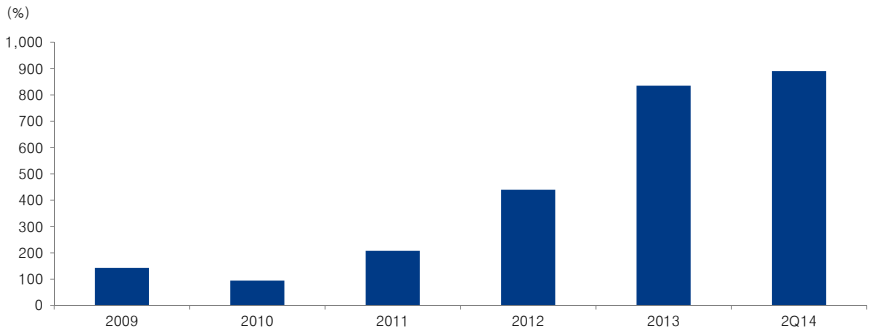
내년도 이익 전망은 긍정적이며 이는 물동량증가, 유가하락, 달러강세 등의 수혜가 예상되기 때문임

하지만, 여전히 순손실 기록 가능성은 높음

실적개선을 위해 노력 중

- 동사는 외화 환산이익 및 유가 절감 노력 및 유가 하락으로 인한 비용절감을 통해 3분기 순이익 400억원을 기록하였음.
- 하지만, 계절적으로 비수기에 들어서기 때문에 4분기 운임은 하락할 것으로 예상되며 이에 따라 동사의 실적은 3분기 대비 감소할 가능성이 높음.
- 내년도 영업이익 전망은 긍정적임. 당사는 한진해운은 내년도 영업이익 2,100억원을 달성할 것으로 예상하고 있음. 이는 1)내년도 컨테이너 물동량은 전년대비 6%가량 증가할 가능성이 높고, 2)유가하락 및 감속운항의 영향으로 연료비 절감 효과가 있으며, 3)달러 강세의 수혜가 예상되기 때문임.
- 다만, 재무적인 자구책을 중심으로 한 적극적인 부채상환 노력에도 여전히 높은 이자비용으로 인해 동사는 여전히 순손실을 기록할 것으로 예상됨

한진해운 순부채 비율



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

현대상선(011200) / HOLD / TP 10,000원

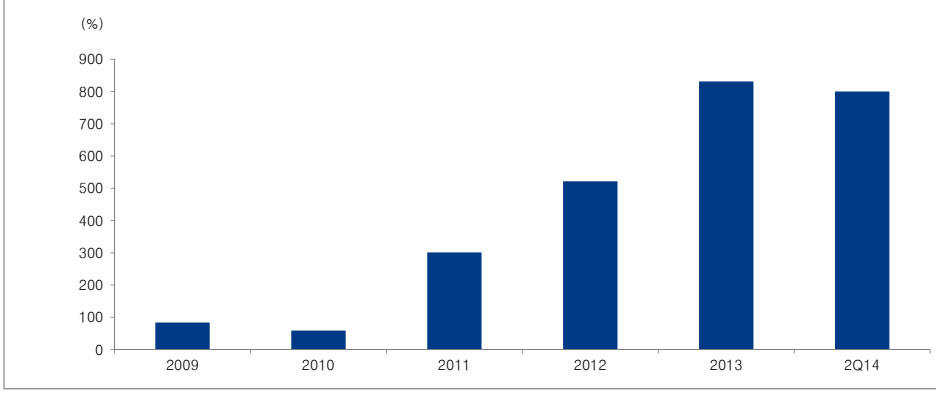
컨테이너 사업부문의 이익개선에도 불구하고 벌크선 사업의 적자 지속으로 수익 개선은 한진해운 보다 더딜 것으로 예상됨

한진해운과 마찬가지로 여전히 이자비용 부담이 존재해 순이익 시현 가능성은 제한적임

아쉬움을 더하는 벌크사업의 약세

- 유가 하락과 감속운항에 기인한 연료비 절감을 통해 컨테이너선 사업은 내년부터 이익을 창출할 것으로 예상됨.
- 하지만, 매출의 26% 가량을 차지하는 벌크선 사업은 지속적으로 영업손실을 기록할 가능성이 높다고 판단됨.
- 동사의 벌크 사업 부문은 과거 벌크 호황기에 고가로 계약을 체결한 장기용선계약의 부정적인 영향이 지속되며 영업 손실을 기록하면서 실적회복을 제한할 것임.
- 한진해운 대비 벌크서 사업의 비중이 높기 때문에 이익 시현 가능성은 더욱 제한적이며 한진해운과 마찬가지로 여전히 높은 이자비용으로 인해 순이익 시현 가능성은 제한적임

현대상선 순부채 비율



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

[미디어]

Turnaround

미디어
정윤미
3774-1915 yoonmi.jung@miraeasset.com
커버리지 CJ CGV

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Executive summary

[영화] 이머징마켓의 영화산업 성장 지속 전망

- 중국 : 2, 3선 도시 집중 진출 전략 유효
- 베트남 : 차세대 성장 주자

[영화] 여전히 괜찮은 국내 영화산업

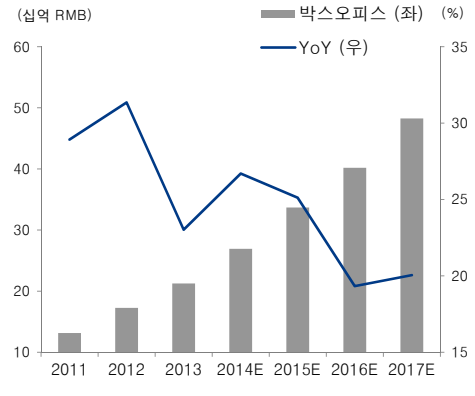
- 국내 영화 관람객 수 증가 지속 전망 : 어린이, 중장년 관람객 증가 전망
- 지방 중소도시에서의 관람객 수 증가

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

중국 영화산업 성장 지속 전망

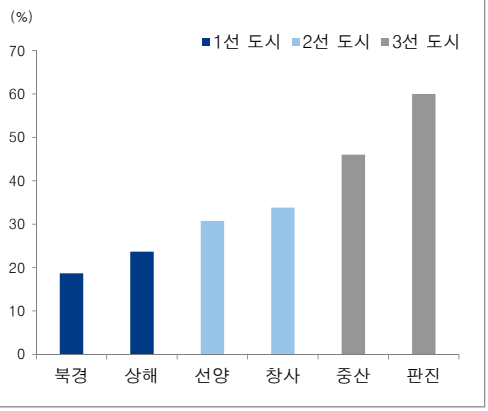
- **중국 : 2, 3선 도시 집중 진출 전략 유효**
- 중국은 멀티플렉스의 보급 확대와 2,3,4선 도시들의 급속한 성장을 통한 영화 관람객 수 증가 등을 통해 전 세계에서 가장 빠르게 성장하는 영화 시장
- 2013년에는 미국 및 캐나다 이외의 글로벌 박스오피스 기준 1위 시장으로 부상하였으며, 2, 3선 도시 중심의 박스오피스 성장이 지속될 것으로 전망

중국의 박스오피스 증가 추이



자료: Ent group, 미래에셋증권 리서치센터

주요 도시의 박스오피스 성장률 (2013년)



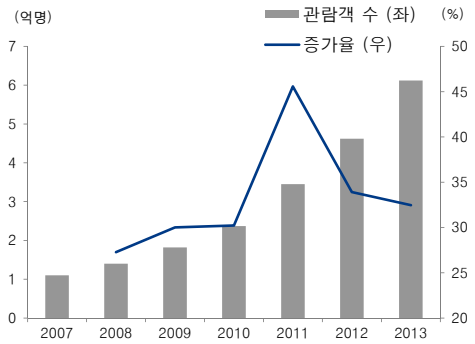
자료: Ent group, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

중국 영화산업 성장 지속 전망

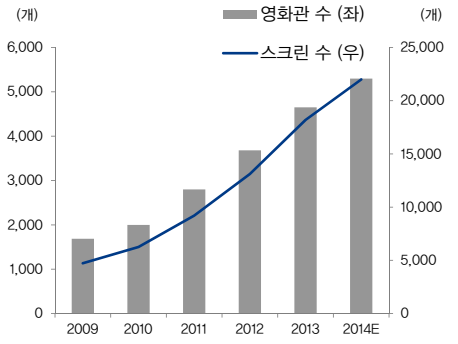
- **중국 : 2, 3선 도시 집중 진출 전략 유효**
- 2009년에 문화산업을 주요 산업으로 승격하면서 정책적으로 산업 육성을 지원하기 시작해 영화 산업으로 자금이 유입되고 설비의 최신화가 급속히 진행되면서 산업 규모 확대와 인프라 구축이 진행 중

중국의 박스오피스 증가 추이



자료: Ent group, 미래에셋증권 리서치센터

주요 도시의 박스오피스 성장률 (2013년)



자료: Ent group, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

베트남 영화산업 성장 지속 전망

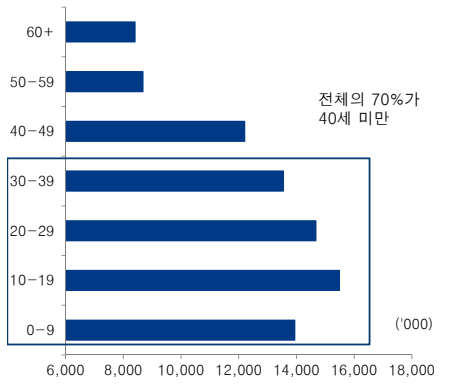
- **베트남 : 차세대 성장 주자**
- 베트남의 영화 시장 규모는 2009년 총 1,200만달러에서 5,950만달러로 4년간 약 5배가 증가하는 빠른 성장 시장이며, 인프라 투자가 선행되고 관람객이 늘어나는 초기 영화 성장 시장
- 베트남은 40세 미만 인구가 전체 70%에 달하고(한국 53%, 중국 55%) 2017년까지 연간 5% 이상의 GDP 성장이 예상
- 박스오피스의 급격한 성장과, 영화 관객의 70%가 15~24세인 점을 감안하면, 연 10% 이상의 꾸준한 매출 성장을 기대

베트남의 영화 시장

	2009	2010	2011	2012	2013
베트남 전체 시장 (US$m)	12	24	35	44.4	59.5
YoY (%)		100	46	27	34
베트남 CGV 매출 (US$m)	8.4	15	17.6	22.6	27.9
YoY (%)		79	17	28	23
ATP (US$)	3.3	3.9	3.9	4.2	4.7
YoY (%)		19	–	7	11

자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

베트남의 연령별 인구 구조



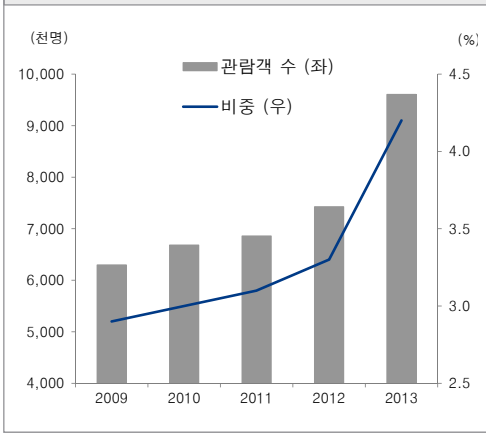
자료: OECD, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

여전히 괜찮은 국내 영화산업

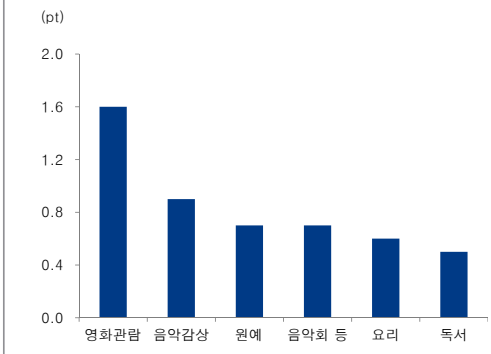
- **국내 영화 관람객 수 증가 지속 전망 : 어린이, 중장년 관람객 증가 전망**
- 은퇴 이후 시간적 금전적 여유가 있는 중장년층의 영화 관람의 증가는 멀티플렉스 보급 확대에 따른 접근의 용이성과 타 여가 활동 대비 금전적, 체력적 소모가 적은 것이 가장 주요한 요인
- 베이비부머(단카이세대 1947~49년생)의 은퇴가 완료된 일본의 65세 이상 장년층의 취미활동 중 비율 증가가 가장 큰 부문이 영화감상인 것에서도 확인 가능
- 우리나라에서도 영화 예매 관객 중 50대 이상 비율이 2003년 대비 2013년에 7.9배로 증가하며 연령대 중 가장 높은 성장세를 보이고 있으며, 미국의 경우도 50대의 영화 관람 비율이 2009년 이후 5년간 11% 상승

미국의 50대 영화 관람객 수 추이 및 비중



자료: 미국영화협회, 미래에셋증권 리서치센터

일본의 65세 이상 취미활동 참가율 증가 항목 (2006 vs. 2011)



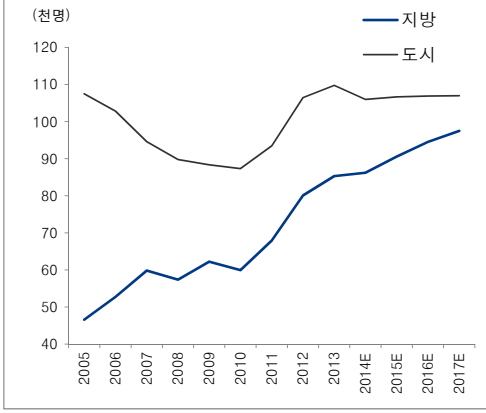
자료: 일본 생산성본부, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

여전히 괜찮은 국내 영화산업

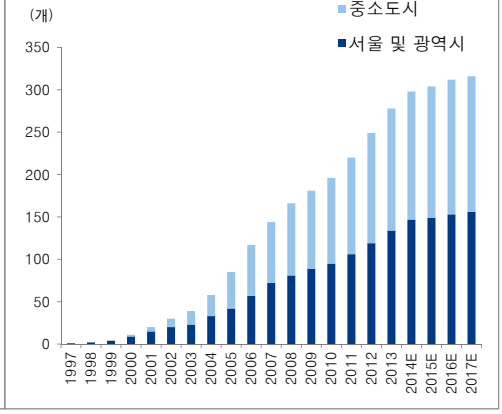
- **지방 중소도시에서의 관람객 수 증가**
- 2005년 이후 수도권 주요도시 및 지방의 중소도시에서의 활발한 멀티플렉스 건설로 영화 관람 인프라가 구축되면서 중소도시를 중심으로 영화 관람객 수가 증대
- 관람객 수 증가는 스크린당 관람객 수를 증가시켜 고정비용 비율을 감소시키며 수익성 개선 기대
- 2010년 이후부터는 지방권을 중심으로 연간 평균 13개의 사이트가 개설되면서 지방에서의 영화 관람객이 빠르게 증가
- 최근 3년간 관객수 성장률을 보면 서울과 부산이 각각 0%, 5%의 성장에 그쳤으나 충청남도 및 전라남도는 17%, 12%로 높은 성장률을 보이고 있음

스크린당 관객수 추이 및 전망



자료: 영화진흥위원회, 미래에셋증권 리서치센터

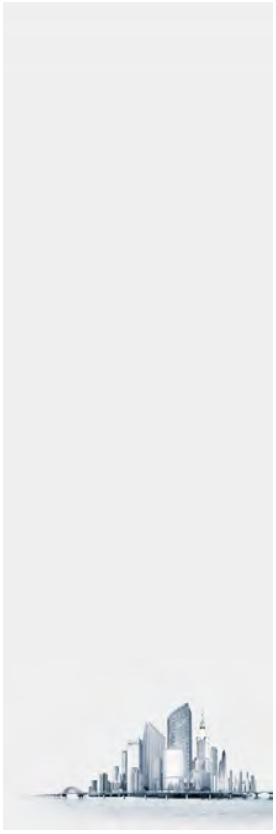
국내 멀티플렉스 개수 추이 및 전망



자료: 영화진흥위원회, 미래에셋증권 리서치센터

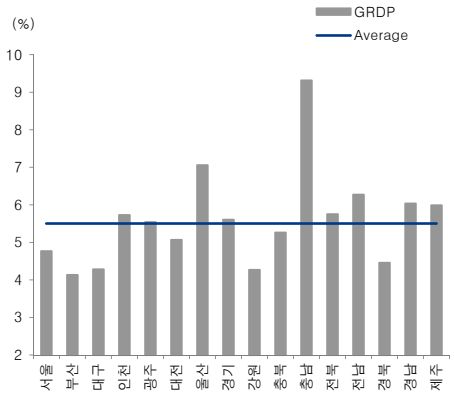
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

여전히 괜찮은 국내 영화산업



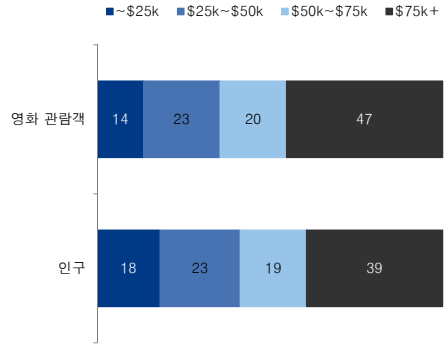
- **지방 중소도시에서의 관람객 수 증가**
- 평균을 웃도는 지방 중소도시의 GDP 성장률도 중소도시에서의 영화 관람객 수 증가로 이어져 멀티플렉스의 수익성 개선을 기대
- 소득 수준이 높을수록 영화관 방문 빈도가 높아지는데, 이는 미국의 소득별 영화 관객 비중 비교를 통해 확인 가능
- 한국의 2004년 이후 2012년까지 지역별 GDP 연평균 성장률을 비교해보면 9개 지방권 중 충남, 전북, 전남, 경남, 제주 등 6개 지역의 성장률이 평균을 상회
- 지방의 영화 관람객 수는 2017년까지 연평균 6%의 성장을 전망

지역별 GRDP 연평균 성장률 (2004-2012)



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

미국 연간 소득별 영화 관람객 비중 (%)



자료: 미국영화협회, 미래에셋증권 리서치센터

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

[스몰캡]

방위산업: 변동성 장세를 방어하라

모바일게임: 안정성과 성장성 겸비한 캐주얼게임 전문개발사 주목

미드/스몰캡

김태성

3774-3911 ted.kim@miraeasset.com

커버리지 휠라코리아, 세방전지, 한글과컴퓨터, 삼천리자전거 삼광글라스, 한진해운, 대한해운, 현대상선

임동근

3774-3987 duncanlim@miraeasset.com

커버리지 에스원, 골프존, 현대로템, 삼익악기, 한국항공우주 두산인프라코어

고훈

3774-3733 hoon.ko@miraeasset.com

커버리지 선데이토즈

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

Executive summary

1. 방위산업: 저성장과 변동성 장세의 대안

- 방위산업은 구조적 안정성을 바탕으로 저성장과 변동성 확대 국면의 최적의 투자처
- 내수 의존 모델에서 수출을 통한 신규 시장 진출로 추가 성장동력 확보, 방어와 성장을 동시에

2. 모바일게임시장: 안정성과 성장성 겸비한 캐주얼게임 전문개발사 주목

- 모바일게임 시장은 캐주얼게임 중심에서 코어게임 중심으로 전환
- 캐주얼게임 유저와 코어게임 유저는 다르기 때문에 코어게임 시장의 성장이 캐주얼게임 시장의 축소로 이어지지 않음. 오히려 대형 개발사들이 코어게임에 집중하면서 캐주얼게임 시장은 상대적으로 경쟁강도가 약화될 것임. 대규모 유저를 선점한 소수의 캐주얼게임 전문개발사들이 캐주얼게임 시장을 독점하는 구조가 될 것
- 국내에서는 안정적인 실적을 유지하면서 해외시장에서 성장할 가능성이 높은 선데이토즈, 데브시스터즈에 대한 지속적인 관심이 필요

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

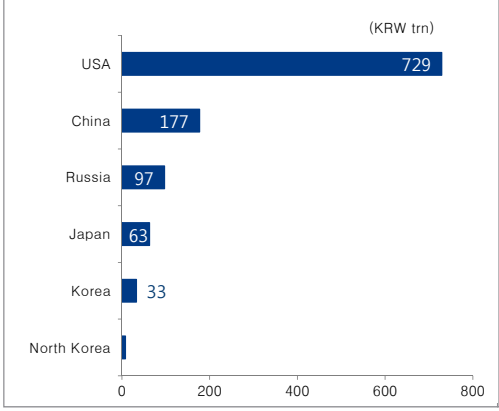
저성장과 변동성 확대는 방위산업으로 방어한다

방위산업은 상존하는 지정학적, 정치적 요인에 따른 지속적인 투자 기대 가능

방산은 창조경제의 주요 분야로 정부의 육성의지 높음

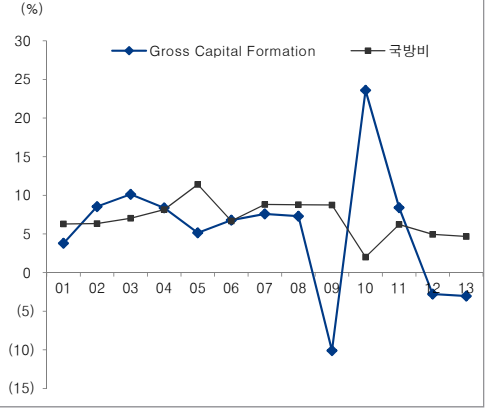
- 박근혜 정부는 방위산업을 창조경제의 핵심분야로 인식
- 방위산업은 경제적 논리보다는 정치, 지정학적 고유 리스크의 영향을 받음. 따라서 중국, 북한 등 잠재적 위험요인 상존하는 한국의 경우 방위산업은 지속적인 투자가 이루어질 것
- 주변국 대비 국방비 규모 현저히 낮은 수준으로, 전작권 반환 등의 이슈 감안시 국방비 감축은 난망
- 국방비 지출은 국내 총 자본 투자 대비 변동성이 낮고 꾸준한 성장세 시현중
- 국내 방위산업 기업들은 독과점적 지위와 높은 사업안정성을 바탕으로, 수출시장 확대에 따른 성장성을 기대할 수 있어 저성장 시대의 투자 대안으로 부상

주요국 국방비 지출 규모 (2012년 기준)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

국방비 증가율 vs 총자본형성 증가율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

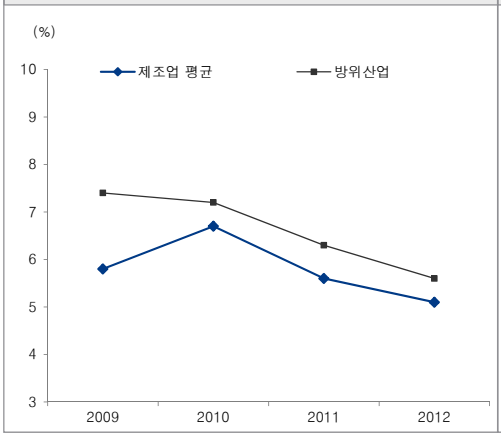
저성장과 변동성 확대는 방위산업으로 방어한다

방위산업은 구조적 안정성을 바탕으로 저성장과 변동성 확대 국면의 최적의 투자처

수익성 및 안정성 확보

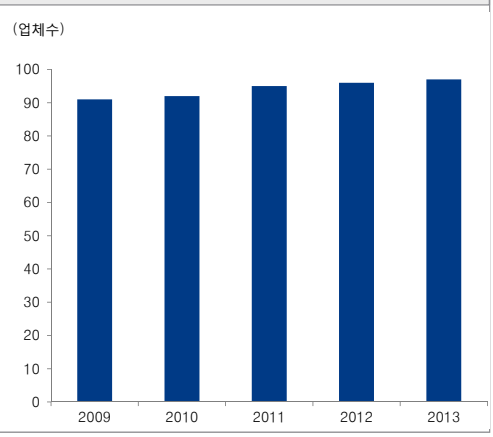
- Cost plus contract 방식의 원가보상형 계약 형태로 안정적인 마진 확보 가능. 방위산업은 방산물자 원가계산 규정을 적용받으며, 실 발생비가 보전되는 구조임.
- 방위산업의 수익성은 영업이익률 기준 평균(2009~2012년) 6.6% 수준으로 여타 제조업의 5.8% 대비 높은 편이며 원가 변동에 따른 위험이 제거되어 상대적으로 꾸준한 마진 시현이 가능
- 방위산업은 대규모 초기 자본 투자와 함께 고정비용 비중이 타 산업 대비 높아 신규 업체가 진입하기 힘든 구조. 방산업체 지정 후 지속적인 양산 독점권이 보장되어 독과점적 시장 구조 형성. 최근 일부 지정 자격 요건이 완화 불구 생산능력, 납품실적 등에 기반한 평가로 당분간 신규 업체 진입 제한적

제조업 대비 방산 영업이익률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

국내 방산업체수 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

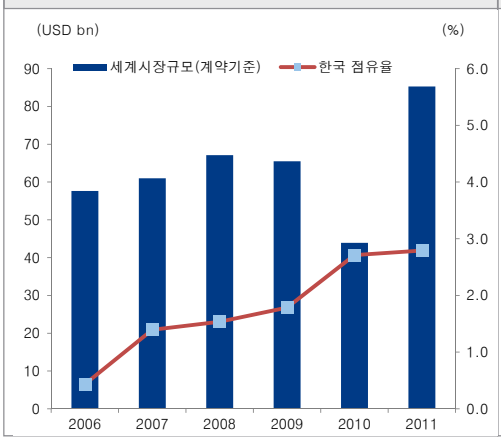
저성장과 변동성 확대는 방위산업으로 방어한다

내수 의존 모델에서 수출을 통한 신규 시장 진출을 통해 추가 성장동력 확보, 방어주에서 성장주로 변모중

성장성 탑재

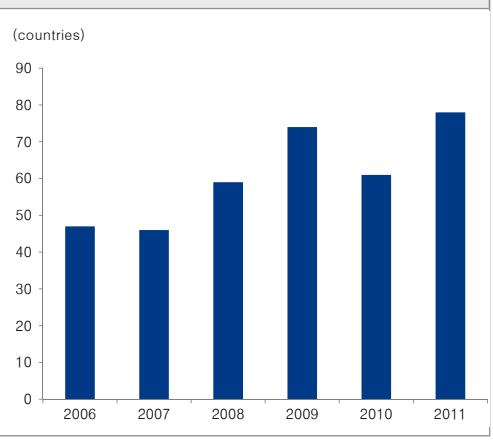
- 세계 방위산업 수출 시장 규모는 약 852억달러 규모(2011년 기준)로 5년간 연평균 8.1% 성장
- 그러나 국내 방위산업 수출 비중은 10% 수준으로 여타 산업 평균 53% 대비 매우 낮은 수준
- 우리나라는 전 세계 수출시장의 2.8% 수준을 점유하고 있으며 동기간 연평균 56.9%의 성장 시현
- 방산 수출의 산업파급효과는 타 산업대비 높아 국가적 차원에서 지원이 활발해 질 것으로 전망
  ※ 초음속 고등훈련기 1대 수출의 경제적 파급 효과는 중형자동차 1,000대 수출과 맞먹음
- 방위사업청의 방위산업육성기본계획에 따르면 향후 국가간 공동개발 및 절충교역 확대 지원, 연구개발 예산 지원, 기술료 감면 등 다방면의 지원이 이루어질 것으로 예상

세계 방산 수출시장과 한국 점유율 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

우리나라 방산 수출 대상국 수 증가 추세



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities 2015 Outlook

모바일게임: 캐주얼 중심에서 코어 중심으로 전환

- 카카오 게임플랫폼 도입 ~ 현재까지의 Google Play 매출순위 10위 내 게임들의 장르를 살펴보면, 2013년까지는 캐주얼 게임들이 매출순위 상위를 차지하다가, 2014년 초부터 RPG, Strategy 등 비캐주얼/코어 게임들의 매출순위 상위 점유율이 높아짐
- 이는 1) 스마트폰 성능 개선으로 온라인 수준의 코어게임 플레이가 가능해지고, 2) LTE망 보급률 증가에 따른 통신속도 개선 덕분인 것으로 판단됨. 또 캐주얼게임 대비 과금률(Paying ratio)와 ARPU(또는 ARPPU)가 높은 코어게임 개발이 늘어났기 때문이기도 함
- 현재 대규모 자본과 인력을 보유한 대형개발사들이 주로 코어게임 개발에 집중하고 있음. 이에 따라 모바일 코어게임 시장의 경쟁강도가 강해지고, 게임사들의 마케팅 비용이 급격하게 증가할 것으로 예상됨

Google Play 매출순위 추이: 캐주얼게임 위주에서 비캐주얼/코어게임 위주로 전환 (캐주얼 / 비캐주얼)

	Jul-12	Jul-12	Sep-12	Dec-12	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dec-13	Jan-14	Feb-14	Mar-14	Apr-14	May-14	Jun-14	Jul-14	Aug-14	Sep-14	Oct-14	Nov-14
1	룰더스카이	룰더스카이	애니팡	Dragon Flight	윈드러너	모두의마블	몬스터길들이기	몬스터길들이기	몬스터길들이기	애니팡2	애니팡2	Blade	Blade	Blade	Blade	몬스터길들이기	몬스터길들이기	CoC	CoC
2	타이니팜	타이니팜	아이러브커피	모두의게임 S2	다함께차차차	윈드러너	모두의마블	쿠키런	애니팡2	몬스터길들이기	몬스터길들이기	애니팡2	애니팡2	애니팡2	몬스터길들이기	애니팡2	CoC	세븐나이츠	세븐나이츠
3	피싱슈퍼스타	피싱슈퍼스타	룰더스카이	애니팡	피쉬프렌즈	애니팡	쿠키런	Candy Crush	쿠키런	다함께던전왕	세븐나이츠	몬스터길들이기	세븐나이츠	몬스터길들이기	CoC	모두의마블	세븐나이츠	모두의마블	모두의마블
4	프로야구 2013	프로야구 2013	바이킹아일랜드	홈런왕	헬로히어로	마구마구 2014	애니팡	모두의마블	Candy Crush	모두의마블	별이되어라!	세븐나이츠	몬스터길들이기	세븐나이츠	애니팡2	CoC	모두의마블	애니팡2	애니팡2
5	사무라이vs좀비	사무라이vs좀비	캔디팡	아이러브커피	애니팡	다함께퐁퐁퐁	윈드러너	포코팡	모두의마블	Candy Crush	다함께던전왕	별이되어라!	모두의마블	모두의마블	모두의마블	Blade	애니팡2	Blade	몬스터길들이기
6	템플런	템플런	이터니티워리어스2	피쉬아일랜드	에브리타운	쿠키런	우파루마운틴	애니팡	드래곤기사단	별이되어라!	모두의마블	모두의마블	별이되어라!	CoC	세븐나이츠	세븐나이츠	Blade	몬스터길들이기	Blade
7	코인도저	코인도저	타이니팜	밀리언아서	우파루마운틴	에브리타운	마구마구 2014	에브리타운	포코팡	영웅의군단	쿠키런	쿠키런	영웅의군단	FIFA온라인 3M	FIFA온라인 3M	별이되어라!	별이되어라!	쿠키런	별이되어라!
8	팔라독	다크나이트	피쉬아일랜드	타이니팜	다함께퐁퐁퐁	다함께삼국지	진격1942	애니팡사천성	애니팡사천성	쿠키런	Candy Crush	불멸의전사	쿠키런	별이되어라!	Summoners War	FIFA온라인 3M	쿠키런	Summoners War	FIFA온라인 3M
9	디펜더2	정통맞고 2012	피싱슈퍼스타	바이킹아일랜드	아이러브커피	헬로히어로	Candy Crush	수호지	애니팡	애니팡사천성	야크스피어	Candy Crush	원티드	우파루사가	드래곤가드	쿠키런	FIFA온라인 3M	Candy Crush	쿠키런
10	프런트라인 코만도	에어펭귄	Dragon Flight	말랑말랑목장	활	우파루마운틴	명량스포츠!	마구마구 2014	수호지	에브리타운	에브리타운	에브리타운	에브리타운	쿠키런	Kritika	Summoners War	Summoners War	FIFA온라인 3M	Golden Age

자료: App Annie, 미래에셋증권 리서치센터

Mirae Asset Securities 2015 Outlook

캐주얼게임 유저와 코어게임 유저는 다르다

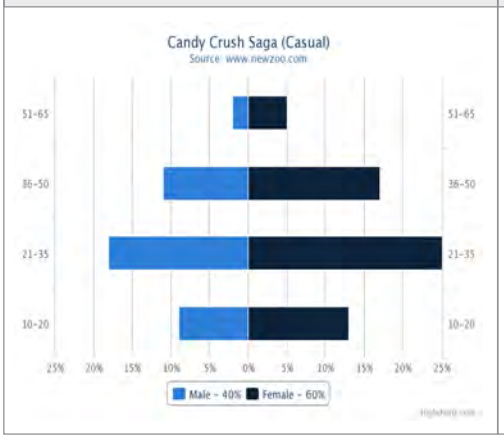
캐주얼게임과 코어게임은 유저들의 인구학적 구성이 다르기 때문에 서로의 시장을 잠식하지는 않을 것으로 판단

- 코어게임들이 매출 순위 상위를 차지하면서, 기존 캐주얼 게임사들의 성장에 대한 우려 존재
- 하지만 캐주얼게임 유저는 코어게임 유저와 인구학적 구성이 전혀 다름. 따라서 코어게임 시장이 커진다고 해서 캐주얼게임 시장이 크게 잠식되지는 않을 것

캐주얼	기준	미드코어
일반 대규모 유저	**타겟**	소수의 충성도 높은 게이머
중장년, 여성 중심	**주요유저**	20-30대 남성
퍼즐, 카드, 보드, 아케이드, 레이싱	**대표 장르***	RPG, 시뮬레이션 등
대체로 평이한 편	**난이도 / 몰입도**	중상
수 분내로 짧음	**플레이타임**	길고, 지속적인 플레이 요구됨
낮음	**과금액**	높음
1-4% 내외 소수유저만 과금	**구매비율**	대부분의 유저가 과금

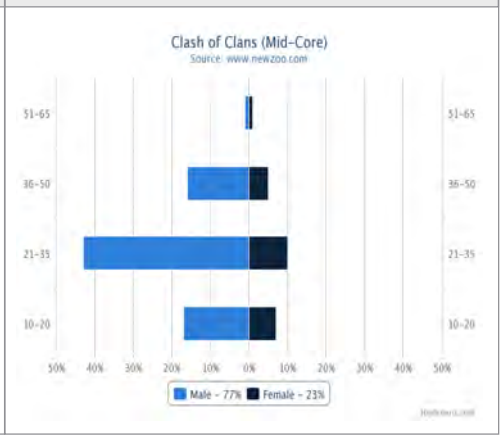
자료: 미래에셋증권 리서치센터

캐주얼게임 유저: 30대 이상 여성 비중 높음



자료: Newzoo, 미래에셋증권 리서치센터

코어게임 유저: 10-20대 남성 비중 높음



자료: Newzoo, 미래에셋증권 리서치센터

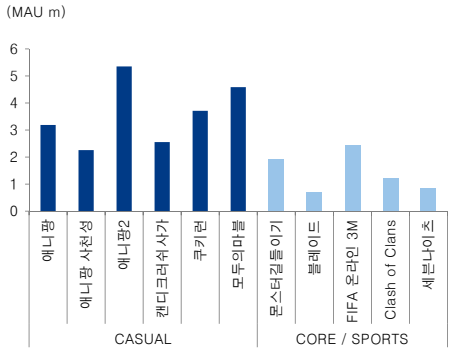
Mirae Asset Securities
2015 Outlook

캐주얼시장은 소수 전문개발사에 의한 독과점化

대규모 유저 보유한 선데이토즈, 데브시스터즈 등이 독과점화 진행 중인 캐주얼게임 시장의 승자가 될 것으로 전망

- 국내 스마트폰 모바일게임 시장 초기에 대규모 유저를 선점한 선데이토즈, 데브시스터즈 등 캐주얼게임 전문 개발사들은 향후에도 크로스 프로모션 등 저비용 마케팅을 통해 손쉽게 차기작을 흥행시킬 수 있음
- 기존에 캐주얼게임을 보유하고 있던 대형 게임사들이 코어게임에 집중하면서, 캐주얼게임 시장의 경쟁강도는 약화되고 있음. 매출순위 Top 10 내 캐주얼게임 수는 감소한 반면, Top 10 내 캐주얼게임을 보유한 캐주얼 전문개발사의 수도 감소하면서, "선점효과"에 따른 독과점화가 진행되고 있음

코어게임 대비 높은 캐주얼게임 유저지표



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Top10 내 캐주얼게임은 소수 개발사로 독과점화

자료: 미래에셋증권 리서치센터
주: 캐주얼게임 전문개발 3사: 선데이토즈, 데브시스터즈, 파티게임즈

Mirae Asset Securities
2015 Outlook

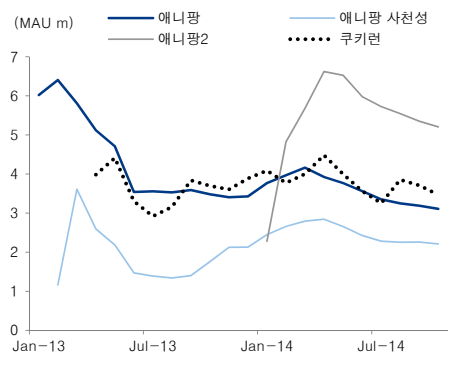
캐주얼 전문개발사: 안정성과 성장성 보유

대규모 유저를 이미 확보한 캐주얼게임들은 상대적으로 높은 유저지표와 긴 라이프사이클 유지 중

국내시장 성숙기 진입으로 향후 성장동력은 해외시장에서 찾아야 하며, 국내에서 성과를 거둔 개발사들이 해외에서도 성공 가능성 높다고 판단

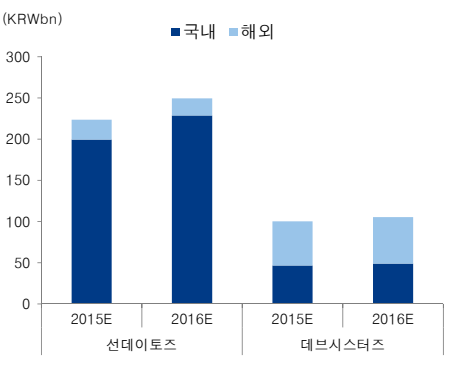
- 대부분의 모바일 게임들이 3개월 내외의 짧은 라이프사이클을 보이는 반면, 대규모 유저를 확보한 게임들은 유저지표가 Peak-out한 후에도 상당히 높은 수준을 유지하고 있음. 덕분에 캐주얼 게임의 낮은 과금률(Paying ratio)에도 불구하고 매출이 높은 수준으로 유지될 전망
- 국내 모바일게임 시장이 성숙기에 접어들면서 향후 실적 성장은 주로 해외시장에서 이뤄질 것이며, 국내 및 일부 해외시장에서 대중적인 인기를 얻고 국내 대규모 유저를 대상으로 운영 노하우를 축적한 캐주얼 전문개발사들이 해외시장에서도 성공할 가능성이 높다고 판단됨

길어진 캐주얼게임 라이프사이클



자료: 미래에셋증권 리서치센터

국내 캐주얼시장 독점 수혜 + 해외 진출 = 성장



자료: 미래에셋증권 리서치센터

미래에셋증권
2015 연간 전망

MIRAE ASSET 2015 KOREAN MARKET OUTLOOK

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 선데이토즈와 자사주신탁 계약을 체결하였으며, 계약기간은 2014년 9월 1일부터 2015년 3월 2일까지 입니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. 작성자 : 미래에셋증권 리서치센터