

Hanwha Morning Brief

Daily I 리서치센터

2014. 10. 15

국내외경제

Issue focus [김유미/안영진]

유로존 경기, 재침체 가능성은 낮다

채권분석

Issue focus [공동락]

10월 금통위: 1%대 기준금리의 가능성을 타진하다

기업분석

대한약품(Not Rated) [정홍식]

성장흐름이 좋다!

Issue focus

Economist 김유미 helloym@hanwha.com | R.A 안영진 ayj8340@hanwha.com

유로존 경기, 재침체 가능성은 낮다

최근 유로존 경기가 다시 침체에 빠질 수 있다는 우려가 커지고 있습니다. 경제 지표가 부진하고 통화정책의 효과가 제한적인 상황에서 주요 연구기관의 성장률 하향 조정이 뒤따르면서 불안감이 커진 것으로 보입니다. 당분간 지표 둔화가 이어질 수 있는 만큼 이러한 흐름은 단기에 해소되기는 어려워 보입니다. 하지만 유로존 경기가 다시 위축될 가능성 역시 낮다고 봅니다. 그렇게 보는 이유는 첫째 ECB의 추가 부양 가능성이 남아있고, 둘째 유로화 약세를 통해 저성장과 디플레이션 우려를 완화할 수 있으며 셋째, 유로존이 구조개혁과 함께 독일을 중심으로 정부지출도 늘릴 여지가 있기 때문입니다. 따라서 올해 동안에는 유로존 경기에 대해서는 보수적이겠지만 내년 초를 지나면서 조금씩 개선될 가능성이 있는 만큼 중기적인 시각은 긍정적으로 접근해 볼 만합니다.

유로존 경기, 지표 부진으로 재침체 우려 점증

최근 유로존 경기의 재침체 가능성이 다시 제기되고 있다. 국제통화기금(IMF)이 10월 수정 전망에서 유로존 경제성장률을 올해와 내년 모두 하향 조정하고 주요 경제 지표들이 전반적으로 부진하게 나오면서 경기에 대한 부정적 시각이 강화되고 있다.

또한 유로존 경기에 대한 불안한 시각은 유럽 금융시장에서의 자금 유출로 이어지고 있다. EPFR에 따르면 2014년 초에 강하게 유럽 주식시장으로 유입되던 자금이 하반기 들어 계속해서 유출되고 있기 때문이다.

그렇다면 유로존 경기가 다시 침체에 빠질 가능성이 있을까? 당사는 올해 유로존의 경기가 좋지 않겠지만 재침체로 이어질 가능성은 낮다고 보고 있다. 그리고 내년 1/4분기를 지나면서 다시 경기가 조금씩 회복될 것으로 보고 있다. 따라서 단기로는 보수적이나 중기적으로는 조금씩 긍정적으로 접근해 볼 만하다는 입장이다.

유로존에 대한 경기 침체 우려가 제기되고 있는 배경

우선 최근 유로존 경기에 대해 재침체 우려가 제기되고 있는 배경에 대해 살펴볼 필요가 있다. 크게 경제 지표의 부진과 유럽중앙은행(ECB)의 제한적인 통화정책 영향에서 그 원인을 찾을 수 있다.

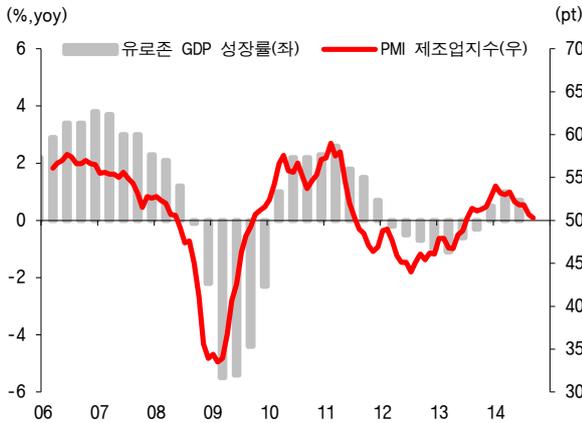
먼저 경제지표를 보면 실물과 체감경기, 물가가 전반적으로 모두 하락하고 있다. 유로존 역내의 수요 감소와 더불어 러시아 관련 지정학적 리스크 등이 부정적인 영향을 미치고 있는 것으로 보인다.

유로존의 제조업 체감경기를 보면 PMI지수가 9월 50.3을 기록하며 지난 4월을 고점으로 5개월 연속 내려왔다. 특히 유로존 경제에서 비중이 가장 큰 독일의 체감경기 하락은 좀 더 빠르다. 그 중 IFO 기업환경지수의 경우 계속해서 하락해 기준선(100)에 근접한 상황이다.

실물 경기 역시 부진하다. 2/4분기 유로존의 경제성장률은 전분기 대비 정체되고 독일은 -0.2%로 전환되었다. 특히 유로존과 독일의 8월 산업생산과 수출 증가율이 둔화되거나 마이너스를 기록하고 있어 3/4분기 경제성장률도 부진할 가능성이 높다.

이와 함께 소비자물가 상승률은 전년동기비 0.3%까지 내려왔다. 문제는 저물가가 지속되면서 인플레이션 기대 심리를 다시 위축시키는 악순환이 나타나고 있다는 점이다. 이는 디플레이션에 대한 우려를 자극하고 있는데 유럽중앙은행에서 발표하는 기대인플레이션 서베이 조사를 보면 계속해서 수치가 하향 조정되고 있다.

[그림1] 유로존 체감경기 하락과 함께 성장 모멘텀 둔화



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

이외에 유로존의 경기 침체 우려를 재부각시킨 요인 중 하나는 유럽중앙은행의 통화정책 효과가 기대에 미치지 못한다는 점에 있다. 이는 정책효과에 대한 실효성과 의 구심으로 나타나 경기에 대한 우려로 연결되고 있다.

지표로 볼 경우 유로존 가계와 기업 대출 증가율은 유럽중앙은행의 다양한 정책에도 불구하고 여전히 부진하다. 또한 9월에 실시한 타겟 장기대출프로그램(TLTRO)의 입찰이 862억 유로로 시장 예상치(1,000-2,000억 유로)를 밑돌았다.

여기에 10월 ECB 통화정책회의에서 자산유동화증권(ABS)과 커버드본드 매입과 관련한 구체적인 규모가 제시되지 않아 정책의 추진력과 관련해 실망감을 안겨줬다. 즉, ECB의 민간 신용을 통한 유동성 공급으로 경기를 부양시킬 수 있을지에 대한 의구심이 더욱 커졌다고 봐야 한다.

하지만 유로존 경기가 다시 침체에 빠질 가능성이 낮을 것으로 보는 이유

하지만 유로존 경기가 재침체에 빠질 가능성은 낮다고 본다. 그렇게 보는 이유는 첫째 ECB의 추가 부양 가능성이 남아있고, 둘째 이를 통한 유로화 약세가 저성장과 디플레이션을 완화해줄 수 있으며 셋째 유로존 국가의 구조개혁과 함께 재정 지출 확대가 독일을 중심으로 나타날 여지가 있기 때문이다.

우선 유럽중앙은행의 추가 부양 가능성이 열려있다. 민간신용 창출을 위한 다양한 정책이 제시되고 있고, 전면적인 양적완화도 시행될 가능성이 높다. 특히 지난 6월

ECB통화정책 회의를 기점으로 부양 정책에 보다 적극적으로 나서고 있다는 점에 주목해야 한다.

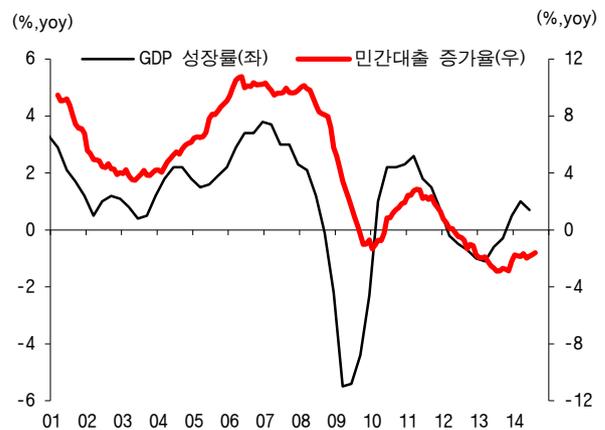
그 동안 시행됐던 부양정책들은 실질적으로 ECB의 자산을 확대시키며 시중의 유동성을 늘리지 못했다. 장기대출프로그램(LTRO)는 자국의 국채 매입에 이용되면서 민간 신용 창출로 연결되지 못했고 이 역시도 조기상환되고 있다. 또한 유동성 공급 조치와 불태화 조치가 병행되면서 실질적으로 유동성이 늘어나지 않았다.

하지만 지난 6월 ECB 통화정책 회의 이후 정책이 이전보다 현실화되고 있다. 타겟 즉 가계와 기업 대출에 한정하는 대출프로그램을 내놓았고, 불태화 조치를 폐지하면서 시중의 유동성을 늘리는 정책으로 선회했다. 이 밖에도 ABS와 커버드 본드 매입을 발표하며 민간 신용을 확대시키려는 의지를 보여주고 있다.

물론 지난 10월 ECB 통화정책회의에서 ABS와 커버드 본드의 규모가 구체화되지 않았고 TLTRO 입찰 역시 기대에 미치지 못한 것은 아쉬운 부분이다. 하지만 이 역시 10월 말 정도 예정된 ECB의 스트레스 테스트와 자산실사 결과를 앞둔 부담이 반영된 결과로 보여진다. 그렇다고 보면 이후에 이어지는 12월 2차 4년물 대출프로그램에는 은행들로부터 더 많은 수요가 몰릴 여지가 있다.

또한 ECB의 대규모 자산 매입에 대한 기대는 지속될 것으로 예상된다. 다양한 유동성 공급 정책에도 불구하고 유로존의 소비자물가 상승률은 전년동기비 0.3%로 ECB의 물가안정 목표치(2%)를 크게 하회한다. 저물가로 인한 기대심리 위축이라는 악순환의 고리를 차단하기 위해서는 보다 적극적인 정책 대응이 필요하다.

[그림2] 유로존 민간신용 창출을 위한 ECB의 정책 구체화 필요



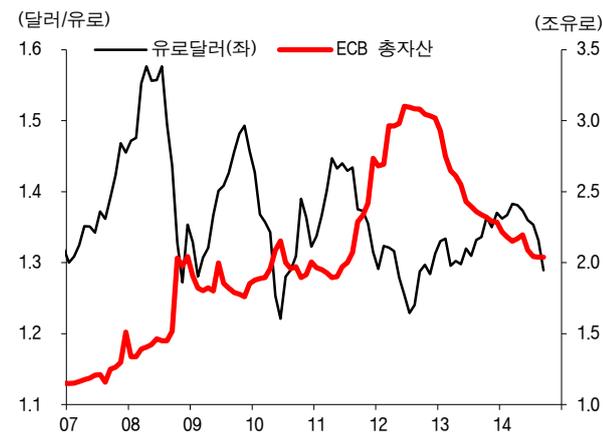
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

은행을 통한 민간신용은 미국의 사례에서 볼 수 있듯이 공급 측면에서 대출태도가 완화되는 것도 필요하나 수요 역시 받쳐줘야 한다. 이에 민간 신용이 늘어나기까지는 시간이 필요하며 개선 속도도 느리다. 따라서 이러한 과정에 대한 시간을 벌어주기 위해서는 좀 더 공격적인 유동성 공급 정책이 나와줘야 한다.

그런 측면에서 보면 ECB 역시 전면적인 양적완화를 내놓을 가능성이 높다. 미국의 3차 양적완화가 실효성에 대한 논란이 많았음에도 불구하고 결론적으로는 미국 경제 회복에 있어 중요한 기반이 되었다는 점을 생각해 보면 유로존 역시 그 경로를 뒤따라 갈 가능성이 높다.

따라서 내년 초 정도에는 유럽중앙은행의 대규모 양적완화가 시행될 것으로 예상하며 이를 통해 ECB의 자산 역시 늘어날 것이다. 그리고 이런 ECB의 대차대조표 확대는 유로화의 추가 약세를 이끌 것으로 본다.

[그림3] ECB의 대규모 양적완화 가능성, 유로화 추가 약세 유도



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

둘째, 유로화 약세를 통해 유로존의 저성장과 디플레이션 가능성을 낮추는 동시에 ECB에 시간을 벌어줄 수 있다. 즉, 유로화 약세를 통한 수출 개선 기대와 인플레이션 자극이라는 두 가지 경로이다.

2008년 글로벌 금융위기 이후 유로존 경기 반등에 있어 주된 역할을 했던 것은 수출이었고 이를 통해 역내 경상수지가 개선되는 효과도 거두었다. 실제로 IMF의 자료에 따르면, 2008년에서 2012년 동안 유로존 국가별로 수출 증가 요인을 분해한 결과 유로 역외 수요의 개선과 유로화 약세가 주된 요인이었다.

하지만 2012년 말 이후 유로화는 경기 회복 기대를 받

영해 달러 대비 강세를 보였고, 이 과정 속에서 수출 가격 경쟁력이 약화되며 역외 수출을 중심으로 둔화되었다. 유로존의 경기 회복의 기저에 수출과 그를 통한 생산활동 재개가 있었다고 보면 유로화 약세를 통한 수출 경기의 부양 필요하다.

이에 앞서 언급했듯이 유로화 약세가 ECB의 정책에 의해 지속될 것이고, 미국을 중심으로 역외 수요가 내년에 개선될 것으로 본다면 유로존 경기 역시 수출을 중심으로 다시 반등할 수 있다.

[그림4] 유로화 강세 이후 둔화되는 역외 수출 흐름

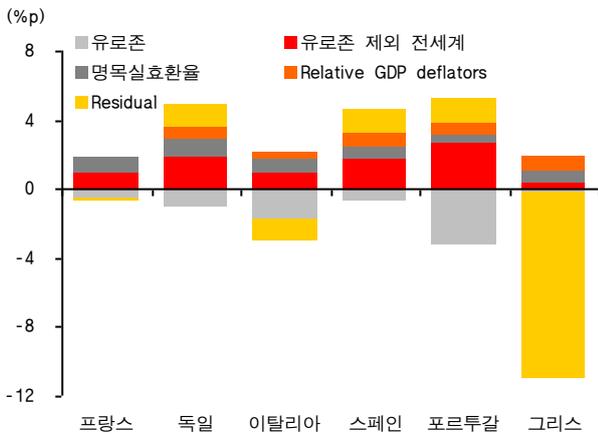


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

특히 스페인이나 이탈리아와 같은 남유럽 국가들의 경우 단위노동비용의 하락에 따른 실질실효환율 절하가 수출 가격 경쟁력 개선으로 나타나 수출업자들의 마진(단위노동비용 대비 수출 가격)이 증가할 수 있다. 이는 제조업 관련 기업들의 수익성을 제고할 수 있으며 교역 부문의 매력도를 증가시켜 수출 관련 생산의 증가를 유도할 수 있다.

또한 유로화 약세는 디플레이션에 대한 경계감을 완화시켜줄 수 있다. 유로존의 실업률이 높고 고용 여건이 좋지 않은 만큼 임금을 통한 비용이나 수요측 인플레이션을 자극할 가능성은 낮다. 하지만 수입물가의 상승과 함께 유로화 약세는 기대인플레이션을 자극하는 수단으로 이용될 수 있다.

[그림5] 수출에 대한 항목별 누적 기여도(2008:4Q~2012:4Q): 유로존 수출 개선에 있어 중요했던 역외수요와 환율



자료: IMF

셋째, 유로존의 구조개혁이 계속해서 요구되겠지만 이와 더불어 독일을 중심으로 재정지출의 확대 가능성도 점증할 것으로 예상된다.

구조개혁이 지속될 것으로 보는 이유는 스페인의 사례가 명분을 제공해주고 있기 때문이다. 지난 2/4분기 유로존의 경제성장률 결과를 보면 전반적으로 둔화된 반면 스페인은 플러스 성장으로 전환됐다.

이처럼 성장이 차별화된 것은 구제금융에 따른 강제적인 개혁, 기업부문의 활발한 원가 절감 노력과 구조 조정 등의 결과이다. 그리고 이러한 부분이 해외 자본의 스페인 제조업 투자로 이어졌다.

이러한 사례는 구조개혁의 필요성이 독일을 중심으로 계속해서 제기될 수 있음을 시사한다. 현재 독일은 유로존 국가에게 노동시장 개혁을 요구하는 상황이다. 그리고 최근 프랑스가 노동시장의 고용 유연화 등을 추진하려는 움직임이 나타나고 있다. 이는 노동시장의 개혁과 함께 재정지출을 유도하고자 하는 의도로 보여진다.

이에 맞추어 최근 독일이 정부지출에 대해 긍정적인 시각을 조금씩 내비치고 있다. 지난 9일 독일 메르켈 총리는 베를린에서 열린 기자회견을 통해 독일 경제 전망이 다소 악화되고 있음을 인정하는 동시에 투자 확대를 촉진시킬 수 있는 방안에 대해 검토하고 있다고 언급했다. 즉, 정부 지출을 확대해 경기를 부양하는 쪽으로 정책을 선회할 가능성을 처음으로 시사한 것이다.

사실 독일 입장에서는 수출 수요의 안정성 측면에서 역

내국의 성장을 부양할 필요가 있다. 독일의 수출을 역내와 역외로 나눠서 보면 역내 비중이 50%를 넘어 여전히 중요한 수요처가 되고 있다.

특히 독일의 주요 수출국을 보면 상위 3개국인 프랑스와 네덜란드, 영국으로 역내 수출에 있어 이들 수입수요의 역할이 중요하다. 이에 이들 지역의 경기 침체는 독일의 수출에도 부정적인 만큼 경기 부양으로의 정책도 고려할 필요가 있다.

올해는 유로존 경기에 대해 보수적, 하지만 점차 개선될 여지가 있는 만큼 내년 초 이후에는 긍정적으로 접근해볼 만함

이처럼 전반적으로 유로존 경기가 재침체에 빠질 가능성이 낮고 바닥을 다진 이후 점차적으로 반등할 것으로 예상된다면 지나치게 부정적으로 접근할 필요는 없다. 오히려 올해를 지나면서 내년 초 이후에는 지표들이 조금씩 개선될 여지가 있는 만큼 긍정적인 시각이 다시 제기될 가능성이 높다.

ECB의 추가 부양 기대감과 시행을 통해 유로화 약세는 좀 더 진행될 수 있다. 그리고 유로화 약세를 통해 디플레이션과 저성장에 대한 우려가 다소 완화될 것으로 기대한다.

그리고 이러한 환경은 유럽중앙은행으로 하여금 유동성 정책이 민간신용 창출로 연결되기 위한 시간을 벌어줄 것으로 예상된다. 특히 ECB의 대차대조표 확대를 통해 시중에 늘어나는 유동성은 금융시장에 있어 연준의 긴축에 대한 완충 역할을 해줄 것으로 보인다.

Compliance Notice

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 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

Issue focus

Fixed Income Analyst **공동락** kdrball@hanwha.com

10월 금통위: 1%대 기준금리의 가능성을 타진하다

10월 금통위에서 기준금리가 2.00%로 25bp 인하됐습니다. 그러나 이미 추가 인하가 가능하다는 쪽으로 컨센서스가 이동한 만큼 채권시장의 관심은 1%대 기준금리의 실현 여부에 맞춰진 것이 사실입니다. 이에 통화 당국은 과거와 같은 적극적인 부정을 하지 않았고 경기 인식의 변화, 물가 전망치의 하향 조정 등을 통해 기준금리 인하가 현 시점에서 마무리되지 않았다는 여운을 남겼습니다. 이에 따라 내년도 1분기에 기준금리가 사상 최저치를 경신하는 수준까지 인하될 수 있다는 기존 견해를 그대로 유지하고자 합니다.

10월 금통위, 기준금리 2.00%로 25bp 인하

10월 한국은행 금융통화위원회가 기준금리를 종전의 2.25%에서 기존 사상 최저치와 동일한 2.00%로 25bp 인하했다. 기준금리 결정과 관련해 채권시장의 논란이 치열한 가운데 이뤄진 인하로 경기, 물가 등 거시 여건이 당초 예상했던 경로로 원활하게 진행되지 않고 있다는 통화 당국 차원이 인식이 반영된 조치로 풀이된다.

적어도 시장 참가자의 과반수 정도가 인하를 미리 예상했던 만큼 이번 조치가 시중금리에 직접 영향을 줄 개연성은 크지 않다. 그러나 역사적인 저점인 2.00%로 기준금리를 내리고도 여전히 마지막 인하라는 인식을 심어주지 못한 당국의 행보를 감안하면 채권시장은 조만간 추가 랠리를 재개할 개연성이 크다는 판단이다.

추가 인하 여전히 '가능하다' 1) 경기 판단 2) 물가

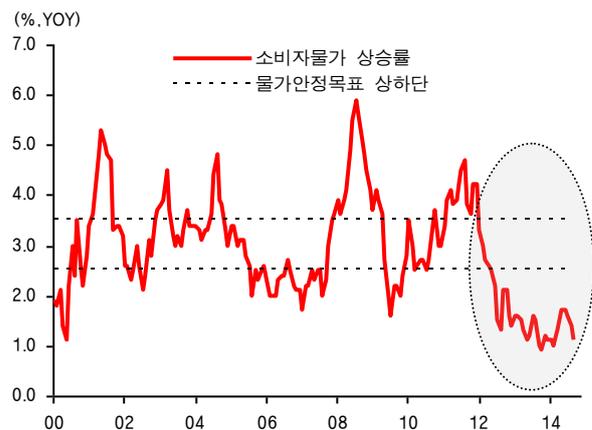
우리는 이번 금통위를 통해 기준금리가 2.00%로 인하된 것에 그치지 않고 추가로 기준금리 인하가 가능하다는 기존 견해를 그대로 유지하고자 한다. 즉 8월과 10월에 이뤄진 기준금리 인하에도 불구하고 1%대로 기준금리가 인하될 여지가 크다는 견해인데, 이에 대한 논거는 다음과 같다(내년 1분기 말 기준금리 1.75% 예상).

첫째, 통화 당국 스스로가 경기에 대한 인식이 달라졌다는 사실을 공식적으로 인정했다는 점이다. 통상적으로 GDP 성장률에 대한 전망은 크고 작은 수정을 거치면서 진행되기 마련이다. 한국은행의 전망 역시 이와 별반 다

르지 않은데 이번에 주목할 사안은 이주열 총재가 직접 경기 판단을 제대로 하지 못했다고 인정했다는 것이다.

기자회견 질의 응답 과정에서 나온 발언이긴 하나 기준에 통화 당국이 평가했던 경기가 완만하나마 회복되고 있다는 톤과 비교할 때 적잖은 변화가 아닐 수 없다. 더구나 통화정책방향 문구에서 마이너스 GDP 갭의 해소가 종전보다 늦어질 수 있다고 밝힌 점은 이와 동일한 맥락에 있다고 평가할 수 있다.

[그림1] 월간 소비자물가상승률: 29개월째 하단 하회



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

둘째, 물가상승률에 대한 전망치를 대거 하향 조정했다는 점이다. 한국은행은 올해 물가상승률에 대한 전망치를 종전 1.9%에서 1.4%로, 내년은 2.7%에서 2.4%로 크게

낮았다. 이미 올해도 낮아진 물가의 기저에서 내년에도 현행 중기물가운용목표의 하단에도 못 미치는 물가상승률을 전망한 것이다.

우리는 물가의 경우 최근 당국의 인식 변화를 가장 극적으로 드러내는 사안이며 과거 물가를 언급하는 것이 통화 긴축 또는 금리 인하를 거부하는 메시지로 인식했다면 최근에는 오히려 완화적 행보를 시사하는 쪽으로 바뀌고 있다는 입장을 밝혀 온 바 있다. 따라서 이번 물가 전망에 대한 하향 수정은 통화 당국의 완화적 행보에 대한 명분을 제공하는 역할을 할 수 있다는 견해다.

단기적으로 조정, 이후 1분기까지 랠리 예상

지금까지 우리는 사상 최저치로 기준금리가 인하됐음에도 불구하고 1) 통화 당국의 경기 인식에 대한 변화, 2) 큰 폭으로 하향 조정된 물가에 대한 전망치 등을 핵심 근거들로 들어 기준금리가 추가로 인하될 수 있다는 견해를 밝혔다.

그렇다면 추가 기준금리 인하가 가능한 시기는 언제일까? 주지하다시피 우리는 8월과 10월에 기준금리가 인하된 이후 연내는 추가적인 금리 인하가 쉽지 않을 것이며 내년 1분기 정도에 기준금리 인하가 재개될 수 있다는 견해를 밝힌 바 있는데, 이번 금통위를 통해서도 기존 전망을 그대로 유지하고자 한다.

미국 연준의 테이퍼링 종료를 앞두고 글로벌 금융시장의 불확실성 요인이 환율 경로 등을 통해 국내 금융시장에나 경제에 적잖은 영향을 미칠 개연성이 크다는 점에서 정책 당국 스스로가 가격 변수의 추가 조정으로 교란을 확대할 필요는 없다는 것이 내년 기준금리 인하를 예상하는 논거였다.

그러나 이번 금통위를 통해 통화 당국이 10월 인하 이후 추가로 금리가 인하될 수 있는지 여부에 대한 채권시장의 의문에 명확한 입장 표명을 내놓지 않았다는 점, 금리 인하에 따른 부작용을 특별히 더 언급하지 않았다는 점 등을 감안하면 추가 인하 기대가 당초 예상했던 시기보다 빠르게 형성될 확률이 높아졌다는 입장이다.

당사는 단기적(2-3주)으로 시중금리는 새로운 기준금리인 2.00%를 놓고 장기금리가 적절한 스프레드를 프라이싱하는 과정을 진행할 것이라는 입장이다. 동시에 현 금리 수준에서 추가로 금리가 하락하기보다는 상승할 확률이 더 크다는 견해다. 하지만 금리의 상승 압력이 상

대적으로 더욱 크게 부각되더라도 그 폭은 기준금리 대비 국고 3년 금리 스프레드가 35bp 전후인 수준에서 그칠 전망이다(중전 예상치 40bp에서 하향).

단기적인 조정이나 적정 스프레드 탐색 시기를 거친 이후 시중금리가 다시 하락세로 전환될 경우 우리는 상대적으로 절대금리 메리트가 높은 장기물에 대한 매력이 더욱 부각될 수 있다는 입장이다. 3개월 전후 시각에서 국고 3년물과 10년물의 타겟 금리를 각각 2.05%, 2.60%로 제시한다.

Compliance Notice

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 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

Company Visit Note

한화리서치센터 | 2014.10.15

대한약품(023910) / Not Rated – 성장흐름이 좋다!

Analyst 정홍식 hongsik@hanwha.com

대한약품은 수액을 전문적으로 판매하는 제약사로서 국내 수액제 시장의 성장과 동행하여 매년 매출액과 영업이익이 상승하고 있습니다. 수액제는 포도당, 식염수 등에서부터 영양수액까지 그 종류가 다양하고 주로 종합병원 입원시에 많이 사용되는 제품군입니다. 동사의 가장 큰 장점은 고령화사회가 진행됨에 따라 수액제에 대한 수요가 자연적으로 증가하고 있고 이에 대한 수혜를 누리고 있다는 것입니다. 향후에도 수액제 시장의 성장과 동행하여 동사의 실적은 점진적으로 개선될 것으로 기대됩니다.

성장성: 2005년 이후 CAGR 12.7% 성장

동사의 성장성을 살펴보면, 매출액이 2005년 이후 CAGR 12.7%(2005년 379억원 → 2014년 1,112억원 전망) 상승하였고, 동기간 영업이익도 매년 상승(2005년 4억원 → 2014년 136억원 전망, 최근 3년 CAGR 28.6%)하며 안정적인 성장성이 유지되고 있다. [그림 2, 표 1 참고]

특히, 동사의 제품군인 수액제(비중 81%)와 앰플제(비중 15%)가 모두 안정적으로 상승하고 있다는 점이 높이 평가되고, 매출 상승률이 8.2% ~ 21.9% 범위 내에서 유지되고 있기 때문에 향후에도 이러한 성장이 지속될 가능성이 높다. [그림 1, 표 1 참고]

수액제 시장 확대 이유: 고령화 인구 증가

동사의 성장성이 유지되는 이유는 수액제와 앰플제의 제품 특성상 병원의 입원일수가 많아질수록 수요가 증가하는 경향이 있는데, 국내 병원들의 총 입원일수가 추세적으로 증가(2008년 1.25억일 → 2013년 1.83억일, CAGR 8.0%)하고 있기 때문이다. [그림 3 참고]

국내 병원들의 총 입원일수가 증가하는 이유는 65세 이상 고령인구가 많아지고 있고(2008년 460만명 → 2013년 574만명, CAGR 4.5%), 전체 입원일수 내에 노인 비중이 2008년 38.0%에서 2013년 44.0%까지 확대되고 있기 때문이다. 즉, 고령화 추세에 기인하여 동사의 수액제 판매가 확대되고 있다. [그림 4 ~ 5 참고]

영업이익률 상승: 비용구조의 개선

동사의 영업이익률은 2005년 1.2%를 기록한 이후 매년 상승하고 있으며, 비용구조의 특성상 향후에도 이 같은 흐름이 유지될 전망이다. 최근 3년간 영업이익률 추이는 2011년 8.5% → 2012년 10.8% → 2013년 11.8% → 2014년 12.8% 전망으로 개선되고 있다. [그림 6 참고]

동사의 영업이익률이 이같이 상승하는 이유는 비용구조가 개선되고 있기 때문이다. 매출액은 추세적으로 증가하고 있는데, 변동비적 성격을 가지고 있는 원재료의 비중은 전체 비용의 50% 수준이고, 나머지는 외형 확대만큼 비용이 증가하고 있지 않기 때문이다. [그림 7 참고]

안정성: 기초 수액제의 과점 시장

국내 기초 수액제 시장은 대한약품, JW중외제약, CJ헬스케어 이렇게 3사가 시장을 과점하고 있다. 향후 고령화 추세에 따른 수액제 시장이 안정적으로 확대될 것으로 기대되는 바, 동사는 이에 대한 수혜를 충분히 받을 수 있을 것으로 보인다.

Valuation 메리트: 역사적 저평가

안정적인 성장에도 불구하고 12MF P/E 10.6배(2013년 ~ 2016년 EPS growth CAGR 14.0% 전망) 수준이다. 이는 동사의 과거 7년 평균 P/E 14.6배 대비 현저히 저평가를 보이고 있는 것이다.

1. Stock Data

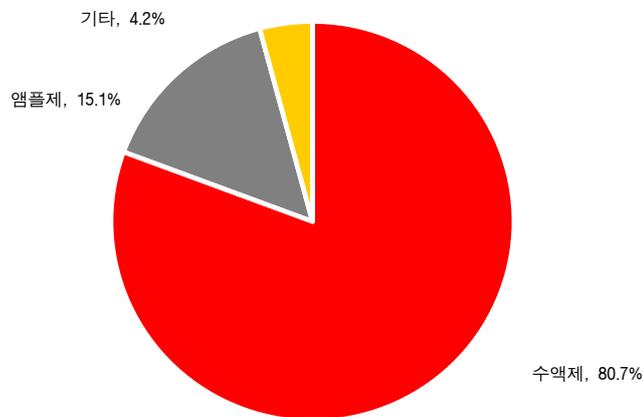
투자의견	Not Rated	90일 일평균거래대금	5.9억원
목표주가	N/A	외국인 지분율	3.5%
현재가	18,650원	1Y 외국인 지분율 변화	-0.3%
KOSDAQ	544.05pt	BPS(14.12E)	10,847원
시가총액	1,119억원	1M 수익률	17.0%
발행주식수	6,000천주	3M 수익률	3.1%
52주 최고가 / 최저가	22,350 / 16,100원	6M 수익률	-1.2%

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 기업개요

대한약품은 병원과 의원에서 사용되는 수액제 및 앰플제를 주로 생산하고 있는 기업이다. 수액제와 앰플제는 기초의약품의 성격을 가지고 있어 단기적인 이슈나 상황에 따라 실적의 변동성이 높지 않고, 고령화 사회가 진행될수록 추세적으로 외형이 확대되고 있는 경향이 있다. 국내에서 기초 수액제를 생산하고 있는 기업은 JW중외제약(상장)과 CJ헬스케어(비상장)가 있으며, 영양 수액제를 생산하고 있는 기업은 카비(외국계), JW중외제약, 비브라운(외국계), 엠지(외국계, 유한양행 지분투자) 등이 있다.

[그림1] 대한약품 매출 비중: 수액제가 매출의 대부분을 차지



자료: 대한약품, 한화투자증권 리서치센터

3. 용어해설

용어	정의
수액제	포도당, 식염수와 같이 병원에서 입원 시에 필요한 수액
기초수액제	기초적인 수액제로 약품을 희석시키는 역할을 하는 식염수나 당분을 공급하는 포도당 같은 것이 있음
영양수액제	기초수액제 외에 몸에 영양을 주기 위한 수액제로 비타민 등을 공급하는 수액제
앰플제	주사액이나 내복용 물약, 음료 등에 쓰이는 유리제

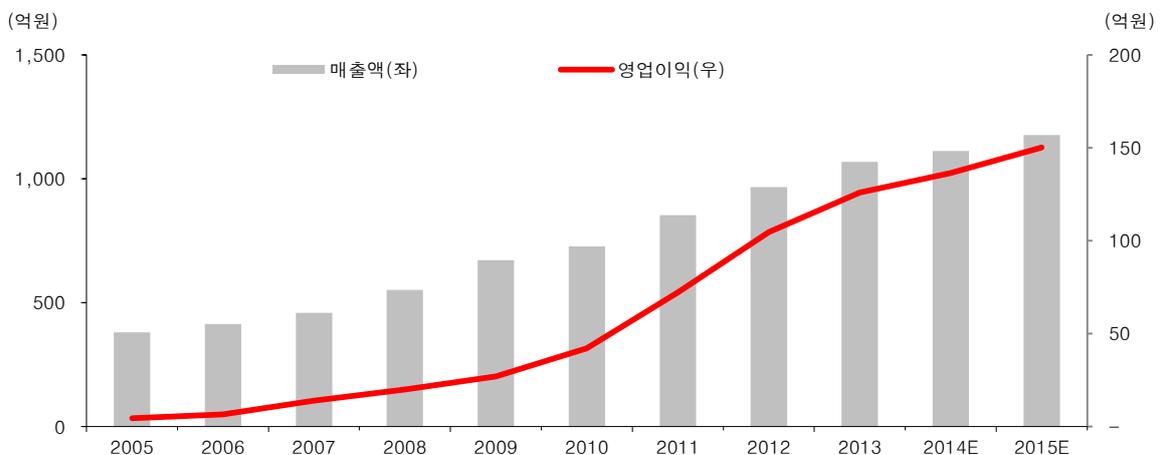
자료: 한화투자증권 리서치센터

4. 투자포인트

1) 성장성: 2005년 이후 안정적인 매출 성장 유지

동사는 2005년 이후 매출액과 영업이익의 역성장 없었다. 매출액은 2005년 379억원을 기록한 이후 매년 상승하여 2013년에는 1,068억원을 기록하였고, 2014년에도 1,112억원 수준으로 성장성(CAGR 12.7%)이 유지될 전망이다. 동기간 영업이익도 매출액과 함께 매년 상승(2005년 4억원 → 2014년 136억원 전망, 최근 3년 CAGR 28.6%)하고 있다. 특히, 동사의 제품군인 수액제(비중 81%)와 앰플제(비중 15%)가 모두 매년 상승하고 있다는 점이 높이 평가 된다. [그림 2 참고]

[그림2] 대한약품 실적 추이: 매출액 역성장 없이 매년 실적 개선



자료: 대한약품, 한화투자증권 리서치센터

위의 [그림 2]와 같이 실적이 추세적으로 상승하는 이유는 동사의 제품군인 수액제와 앰플제의 특성상 입원일수가 많을수록 수요가 증가하는 제품들이기 때문이다. 국내 병원들의 총 입원일수 추이를 살펴보면, [그림 3]과 같이 2008년 1.25억일에서 2013년 1.83억일로 연평균 8.0% 증가하고 있으며, 올해에도 그 증가세가 지속되고 있다. 약 5천만명의 인구를 고려했을 때 일반적으로 연간 3~4일 정도 입원한다고 볼 수 있다.

[그림3] 국내 병원 총 입원일수 추이: 2008년 이후 CAGR 8.0% 증가



자료: 건강보험심사평가원(진료비통계지표), 한화투자증권 리서치센터

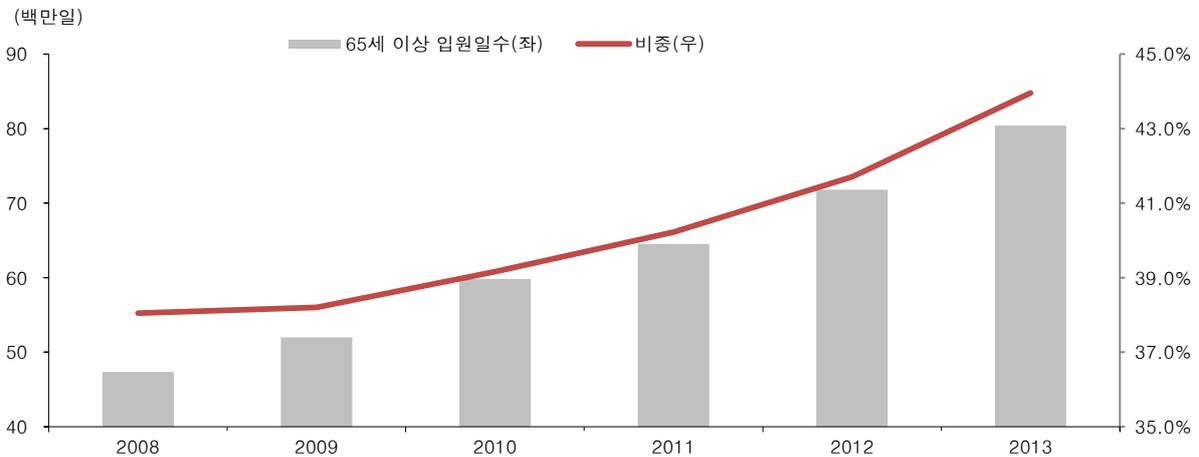
위의 [그림 3]과 같이 국내 병원에서 총 입원일수가 매년 증가하는 가장 중요한 이유는 노인인구가 증가하고 있기 때문이다. 65세 이상의 고령인구는 2008년 460만명에서 2013년 574만명으로 연평균 4.5% 증가[그림 4 참고]하고 있다. 그리고 이들 고령인구의 총 입원일수는 2008년 4,737만일에서 2013년 8,041만일로 연평균 11.2% 증가하고 있다. 즉, 총 병원 입원일수 증가율(8.0%) 보다 노인인구 입원일수 증가율이 빠른 속도로 상승하고 있어 전체 입원일수 내에 노인 비중이 2008년 38.0%에서 2013년 44.0%까지 확대되고 있는 추세다. [그림 5 참고]

[그림4] 국내 65세 이상 노인인구 추이



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 65세 이상 노인인구 입원일수 추이



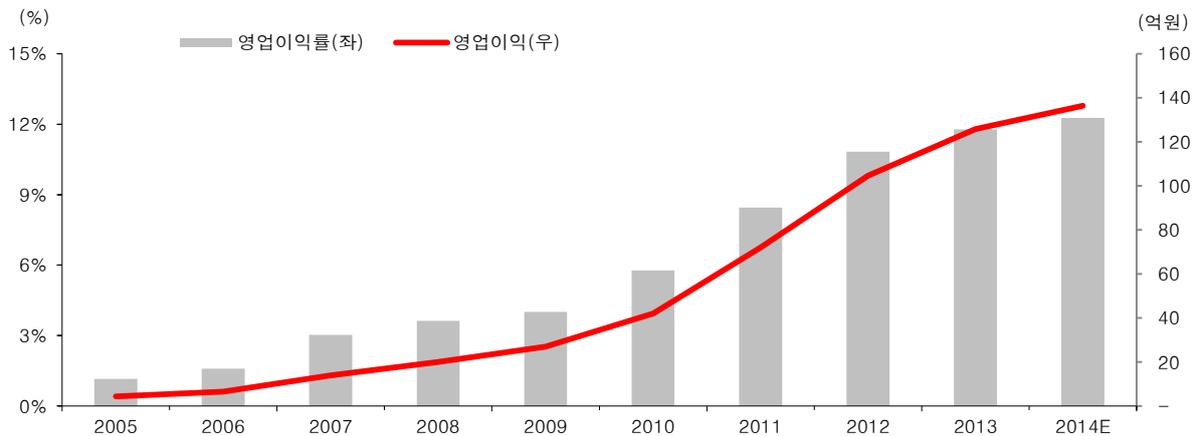
자료: 건강보험심사평가원(진료비통계지표), 한화투자증권 리서치센터
 주: 비중: 65세 이상 입원일수 / 국내 총 입원일수

요약하면, 동사는 수액제 생산 전문기업이기 때문에 수액제 시장성장에 영향을 받는다. 과거 동사가 추세적인 실적개선이 가능했던 이유는 국내 수액제 시장이 점진적으로 확대되고 있기 때문이다. 이는 수액제의 전방시장인 병원에서 입원일수가 지속적으로 증가하고 있기 때문이고, 이러한 병원일수 증가는 65세 이상 인구의 증가와 함께 그들의 입원일수가 빠르게 증가 한데 기인한 것이다. 고령화 비중 증가는 향후에도 지속될 수 밖에 없기 때문에 과거의 동사의 성장을 이끌었던 요인이 향후에도 유지될 것으로 보여 중장기적인 관점에서 외형확대가 진행될 것으로 전망한다.

2) 수익성: 매년 영업이익률이 상승하고 있다!

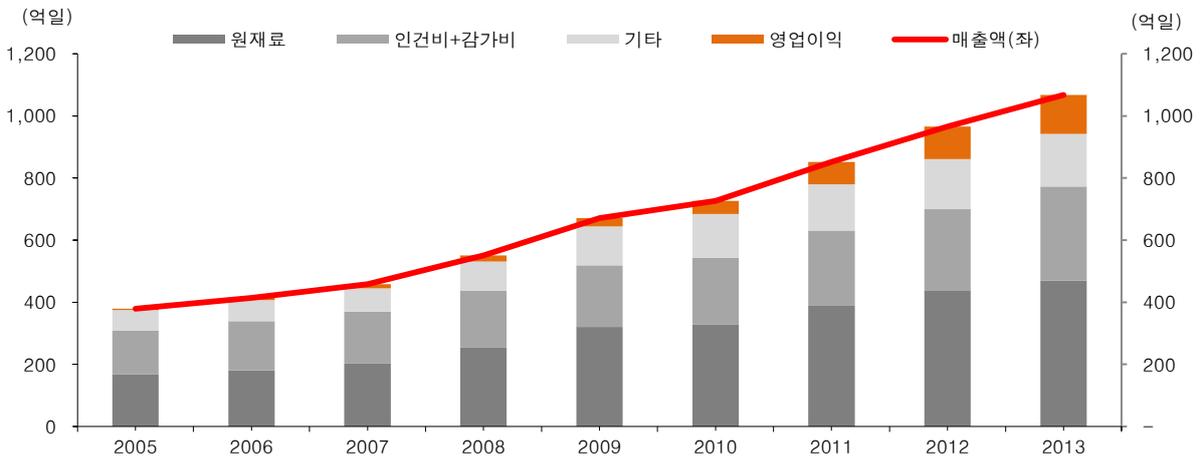
동사의 영업이익률은 2005년 1.2% 이후 [그림 6]과 같이 매년 상승하여 2011년 8.5% → 2012년 10.8% → 2013년 11.8% → 2014년 12.8% 전망으로 개선되고 있다. 이는 매출액이 증가함에 따라 고정비성 비용 비중이 감소하여 마진율이 개선되고 있기 때문이다. 동사의 비용구조를 살펴보면, 변동비적 성격을 가지고 있는 원재료의 비중은 전체 비용의 50% 수준이고, 운반비와 지급수수료 등은 약 6.4% 수준으로 낮은 편이다. 그리고 고정비적 성격을 가지고 있는 인건비와 감가상각비의 비중은 각각 28.6%, 3.6% 수준이다. [그림 7 참고]

[그림6] 대한약품 영업이익률 추이: 매년 마진율이 개선되고 있음



자료: 대한약품, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 대한약품 비용 구조: 원료비 50%, 인건비 29%, 감가상각비 4%, 운반비 4%, 지급수수료 2%, 기타 11%



자료: 대한약품, 한화투자증권 리서치센터

5. 실적 추이 및 전망

동사의 매출액과 영업이익은 매년 상승하고 있다. 이는 고령화 추세에 기인하여 수액제와 앰플제 시장이 확대되고 있기 때문이다. 2005년 이후 동사의 매출액은 CAGR 12.7% 증가하고 있으며, 향후에도 상승흐름은 지속될 것으로 전망한다. 그리고 과거 실적흐름에서 보여줬듯이 고정비성 비용 비중 감소효과로 매출액 증가율보다 영업이익 증가율이 높을 것으로 기대되기 때문에 중장기적인 관점에서 실적 전망이 긍정적이다. 다만, 영양수액제를 생산하는 기업들이 시장확대에 대응하여 Capa를 증설하고 있다는 점을 고려했을 때, 향후 실적개선 속도는 과거 대비 조금 낮아질 가능성이 있어 보수적으로 미래 실적을 추정하였다. [표 1 참고]

[표1] 대한약품 연간 실적 추이

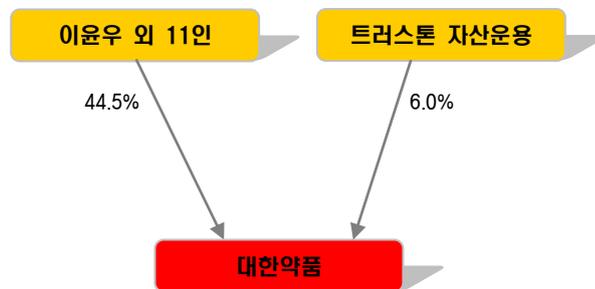
(단위: 억원)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	379	414	458	551	671	727	852	966	1,068	1,112	1,176
YoY		9.1%	10.7%	20.2%	21.9%	8.2%	17.3%	13.3%	10.6%	4.1%	5.8%
수액제	315	343	381	441	540	567	678	784	861	891	942
앰플제	49	56	61	85	106	121	124	136	161	177	189
기타	15	15	16	24	25	38	50	46	45	44	44
% YoY											
수액제		9.0%	11.1%	15.6%	22.5%	5.0%	19.6%	15.6%	9.8%	3.5%	5.7%
앰플제		12.7%	9.8%	39.8%	23.9%	14.5%	2.2%	9.7%	18.8%	9.5%	7.0%
기타		0.0%	6.1%	53.7%	4.2%	50.2%	31.3%	-9.2%	-0.8%	-2.9%	1.2%
매출비중(%)											
수액제	83.1%	82.9%	83.2%	80.1%	80.5%	78.1%	79.6%	81.2%	80.7%	80.2%	80.1%
앰플제	13.0%	13.4%	13.3%	15.5%	15.8%	16.7%	14.5%	14.1%	15.1%	15.9%	16.1%
기타	3.9%	3.6%	3.5%	4.4%	3.8%	5.3%	5.9%	4.7%	4.2%	3.9%	3.8%
영업이익	4	7	14	20	27	42	72	105	126	136	150
% of sales	1.2%	1.6%	3.0%	3.6%	4.0%	5.8%	8.5%	10.8%	11.8%	12.3%	12.8%
% YoY	0.0%	50.8%	110.5%	44.0%	34.8%	55.9%	71.6%	45.1%	20.3%	8.4%	10.1%

자료: 한화투자증권 추정치

6. 종속기업 및 지배구조

[그림8] 종속기업 및 지배구조



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

7. 과거 주가 변동에 대한 이슈

대한약품의 과거 주가는 안정적인 이익 성장에도 불구하고 시장에서 소외되며 2011년 상반기까지는 주가 변동성이 거의 없었다. 그러나 2011년 하반기 기초 수액제의 약가 인상(2011년 5% 포도당 기준 약 18.1% 인상)이 진행되며 영업이익 상승률이 급격히 개선되자, 주식 시장에서 부각을 받기 시작하였다. 그리고 2013년에 한차례 더 인상(5% 포도당 기준 7.3% 인상)된 이후 추가적인 수액제 가격 인상이 어려울 것이라는 전망하에 주가 상승세는 둔화되었다. 그 이후 외국의 영양 수액제 기업들을 중심으로 Capa 증설이 진행되며 수액제 시장의 경쟁이 격화될 것이라는 우려에 동사의 주가는 부진한 모습을 보이고 있다. [그림 9 참고]

[그림9] 대한약품 과거 주가 추이



자료: 대한약품, 한화투자증권 리서치센터

8. Valuation History

대한약품의 역사적 평균 PER은 6.3배 ~ 26.9배 밴드에서 움직이고 있으며, 2008년 이후부터는 제약주들의 시장환경과 수급에 영향을 받으면서 시장에서 평가되었다. 2007년 이후 동사의 P/E 평균은 14.6배이며, 현재 12MF P/E 10.6배 수준으로 과거 대비 Valuation 메리트가 높다. 특히 매출액과 영업이익이 지속적으로 증가하고 있음에도 불구하고 동사의 과거 평균이나 시장평균 대비 낮은 P/E를 받고 있다는 점에서 가격 메리트가 있다.

구분		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	평균
PER	최고	37.3	21.8	18.8	7.5	17.1	16.4	17.9	19.5
	평균	26.9	18.0	13.6	6.4	6.3	12.1	14.7	14.0
	최저	20.4	10.2	8.4	5.5	3.8	8.8	10.5	9.6
	기말	22.2	17.4	16.1	7.0	13.6	11.1	15.1	14.6
PBR	최고	1.0	0.6	0.9	0.5	1.8	2.5	2.5	1.4
	평균	0.8	0.5	0.7	0.4	0.7	1.8	2.1	1.0
	최저	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4	1.3	1.5	0.7
	기말	0.6	0.5	0.8	0.5	1.4	1.7	2.1	1.1
EV/EBITDA	최고	10.6	5.6	5.8	4.9	8.9	9.7	9.7	7.9
	평균	8.8	5.1	4.7	4.5	4.1	7.4	8.1	6.1
	최저	7.6	4.0	3.7	4.2	3.0	5.6	6.1	4.9
	기말	7.9	5.0	5.3	4.7	7.4	6.8	8.4	6.5

자료: 한화투자증권 리서치센터

9. 리스크요인 점검

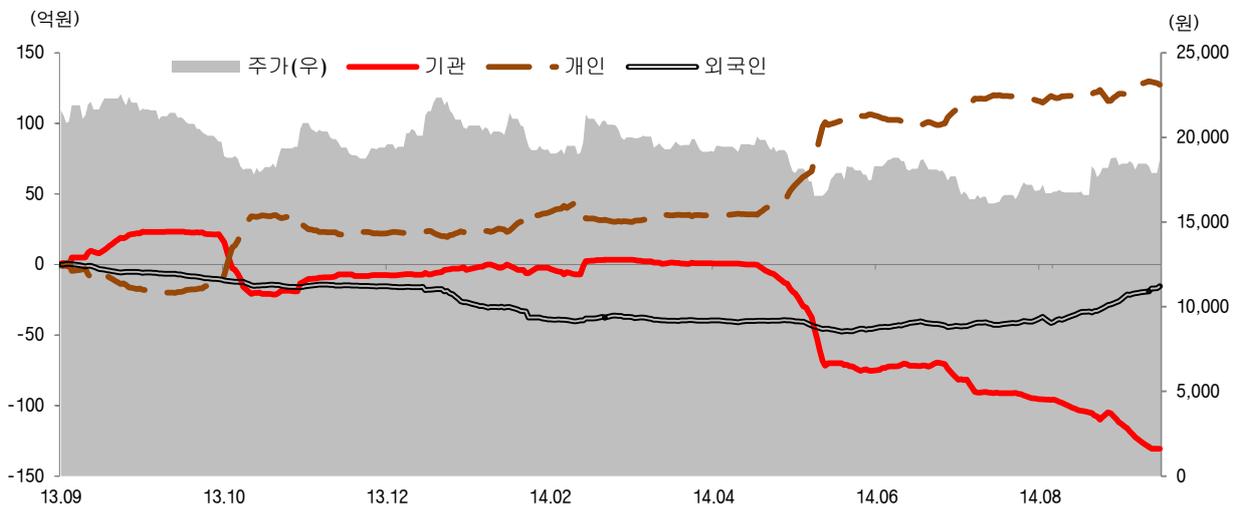
국내 영양 수액제를 생산하고 있는 기업들(카비, JW중외제약, 비브라운, 엠지, 상위 4개사 M/S 75% 점유)이 Capa를 증설하고 있다. 이는 고령화 사회 추세에 따라 수액제에 대한 수요가 증가하고 있기 때문이다. 동사도 2013년에 구공장(4,500평 규모)을 멸실하고 8,000평규모의 신 공장건물 재건축을 시작하여 2014년 6월에 자동화창고 및 공장건물을 완공하였다. 이같이 수액제 시장에서 공급증가가 진행되고 있기 때문에 향후 가격경쟁이 치열해 질 것이라는 우려가 있다.

현재 Capa가 진행되고 있는 것은 영양수액제 중심이고, 동사의 메인 사업은 기초 수액제이기 때문에 차이가 조금 있다. 동사도 영양수액제를 공급하고 있기는 하지만 그 비중이 높지 않기 때문에 상대적으로 영양수액제 시장 Capa 증설에 미치는 영향은 아주 높지 않을 것으로 보인다. 다만, 영양수액제의 마진율이 기초수액제보다 높기 때문에 시장에서 가격경쟁이 치열해 진다면 마진율 하락에 대한 리스크는 있을 것으로 보인다.

10. 수급분석

지난 2년간 동사의 수급을 살펴보면, 개인은 지속적으로 순매수하고 있고, 기관은 작년 5월 이후 매도세가 확대되고 있다. 외국인은 순매도를 보이다가 최근 순매수로 전환되었다. 과거 동사의 주가 움직임이 크지 않았다는 것을 고려하면 수급 분석상 어느 한 주체의 순매수가 주가를 설명해주고 있지 않다. 전자공시시스템에 따르면 올해 지분을 줄여왔던 대표적인 기관은 트러스톤자산운용과 한가람투자자문이 있다. [그림 10 참고]

[그림10] 투자주체별 순매수 추이: 외국인 투자자 지속적인 지분 확대



자료: Fnguide, 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

11. 경쟁기업 비교

[표2] 동종업종 비교 - 수액제 사업을 영위하고 있는 제약사 임의 비교

(단위: 억원, %, 배)

	대한약품	JW중외제약	유한양행	동종업체 평균
현재주가(원)	18,650	14,900	182,500	
시가총액(억원)	1,119	2,215	20,575	
주가수익률(%)				
1M	12.4	-8.9	1.4	1.6
3M	0.0	-3.6	3.4	-0.1
6M	-4.4	-17.2	0.0	-7.2
12M	-11.8	-2.6	-0.3	-4.9
P/E(x)				
2013	15.1	94.7	24.6	59.7
2014E	11.3		17.7	17.7
2015E	10.5		16.4	16.4
P/B(x)				
2013	2.1	1.1	1.6	1.6
2014E	1.7		1.5	1.6
2015E	1.5		1.4	1.5
EV/EBITDA(x)				
2013	8.4	13.0	22.4	14.6
2014E	6.7		19.3	13.0
2015E	5.7		17.8	11.8
매출액성장률(%)				
2013	10.6	-0.7	21.5	10.5
2014E	4.1		17.9	11.0
2015E	5.8		6.8	6.3
영업이익성장률(%)				
2013	20.3	173.0	78.7	90.7
2014E	8.4		39.8	24.1
2015E	10.1		8.2	9.2
순이익성장률(%)				
2013	6.8	-111.2	7.0	-32.4
2014E	25.9		34.9	30.4
2015E	8.3		7.3	7.8
영업이익률(%)				
2013	11.8	6.6	6.6	8.3
2014E	12.3		7.8	10.0
2015E	12.8		7.9	10.3
순이익률(%)				
2013	7.3	0.6	9.2	5.7
2014E	8.8		10.5	9.6
2015E	9.0		10.5	9.8
ROE(%)				
2013	15.0	1.2	7.2	7.8
2014E	15.0		8.8	11.9
2015E	14.1		8.7	11.4

자료: fnguide, 한화투자증권 리서치센터

주: 2014년 10월 14일 종가기준

Financial Sheets

손익계산서		(단위: 십억원)				
12월결산	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
매출액	96.6	106.8	111.2	117.6	125.2	
매출원가	68.5	76.3	78.0	81.9	87.2	
매출총이익	28.0	30.5	33.2	35.7	37.9	
판매비 및 관리비	17.6	17.9	19.6	20.7	21.8	
기타손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
영업이익	10.5	12.6	13.6	15.0	16.1	
EBITDA	13.3	16.1	18.0	19.9	21.1	
영업외 손익	-1.3	-3.0	-1.2	-1.4	-1.3	
이자수익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
이자비용	0.8	0.4	0.7	0.7	0.7	
외화관련손익	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
세전계속사업손익	9.2	9.6	12.4	13.6	14.8	
계속사업법인세비용	1.9	1.8	2.6	3.0	3.2	
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	7.3	7.8	9.8	10.6	11.5	
지배주주지분	7.3	7.8	9.8	10.6	11.5	
포괄손익	7.3	7.8	9.8	10.6	11.5	
매출총이익률(%)	29.0	28.6	29.9	30.4	30.3	
EBITDA마진율(%)	13.8	15.1	16.2	16.9	16.9	
영업이익률(%)	10.8	11.8	12.3	12.8	12.8	
당기순이익률(%)	7.5	7.3	8.8	9.0	9.2	
ROA(%)	7.6	7.1	7.9	7.9	7.9	
ROE(%)	16.1	15.0	16.2	15.1	14.3	
ROIC(%)	14.5	15.6	14.6	15.3	15.8	

주요지표		(단위: 십억원)				
12월결산	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
투자지표						
PER(배)	11.1	15.1	11.3	10.5	9.6	
PBR(배)	1.7	2.1	1.7	1.5	1.3	
PSR(배)	0.8	1.1	1.0	0.9	0.9	
배당수익률(%)	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6	
EV/EBITDA(배)	6.8	8.4	6.7	5.7	5.0	
성장성(% YOY)						
매출액	13.3	10.6	4.1	5.8	6.4	
영업이익	45.1	20.3	8.4	10.1	7.1	
세전계속사업손익	55.9	4.5	28.9	9.6	8.7	
지배주주지분 당기순이익	60.6	6.8	25.9	8.3	8.7	
포괄손익	60.6	6.8	25.9	8.3	8.7	
EPS	60.6	6.8	25.9	8.3	8.7	
안정성(%)						
유동비율	123.1	134.4	152.0	169.7	187.9	
부채비율	111.6	113.2	97.4	86.7	78.0	
이자보상배율	15.8	51.8	25.1	27.9	30.2	
순차입금/자기자본	21.8	30.6	15.5	4.0	-5.7	
주당지표(원)						
EPS	1,213	1,295	1,630	1,765	1,918	
BPS	7,960	9,277	10,847	12,492	14,290	
EBITDA/Share	2,224	2,685	2,994	3,314	3,522	
CFPS	2,146	2,650	2,348	2,563	2,740	
DPS	120	120	120	120	120	

주: FRS 연결 기준

대차대조표		(단위: 십억원)				
12월결산	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
유동자산						
현금 및 현금성자산	2.6	4.4	11.4	18.5	26.3	
단기금융상품	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	
매출채권	37.8	41.6	41.4	43.7	46.6	
재고자산	10.2	8.6	9.8	10.3	11.0	
비유동자산	48.1	61.8	63.7	65.2	66.5	
투자자산	3.0	3.2	3.4	3.5	3.8	
유형자산	45.0	58.1	59.8	60.9	61.9	
무형자산	0.2	0.4	0.6	0.7	0.8	
자산총계	101.1	118.7	128.5	140.0	152.6	
유동부채						
매입채무	24.1	25.5	25.8	27.3	29.1	
단기차입금	14.7	13.4	13.4	13.4	13.4	
비유동성부채	10.3	20.7	20.8	20.9	21.0	
장기금융부채	0.3	10.1	10.1	10.1	10.1	
부채총계	53.3	63.0	63.4	65.0	66.9	
자본금	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	
자본잉여금	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	
자본조정	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
이익잉여금	45.5	52.5	61.9	71.8	82.6	
지배회사지분	47.8	55.7	65.1	75.0	85.7	
소수주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	47.8	55.7	65.1	75.0	85.7	
순차입금	10.4	17.0	10.1	3.0	-4.9	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
12월결산	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
영업활동 현금						
당기순이익	7.3	7.8	9.8	10.6	11.5	
비현금수익비용가감	5.6	8.1	4.3	4.8	4.9	
유형자산감가상각비	2.8	3.4	4.1	4.6	4.8	
무형자산상각비	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	
기타현금수익비용	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	
영업활동 자산부채변동	0.6	-1.7	-0.6	-1.5	-1.7	
매출채권 감소(증가)	-3.4	-4.0	0.3	-2.4	-2.8	
재고자산 감소(증가)	-2.6	1.3	-1.2	-0.6	-0.7	
매입채무 증가(감소)	1.8	-0.3	0.3	1.5	1.8	
기타자산, 부채변동	4.9	1.3	0.0	0.0	0.0	
투자활동 현금	-8.2	-20.0	-6.1	-6.1	-6.1	
유형자산처분(취득)	-6.8	-18.8	-5.8	-5.8	-5.8	
무형자산 감소(증가)	0.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	
투자자산 감소(증가)	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타투자활동	-1.0	-0.7	0.0	0.0	0.0	
재무활동 현금	-2.0	9.1	-0.4	-0.7	-0.7	
차입금의 증가(감소)	-1.0	8.5	0.0	0.0	0.0	
자본의 증가(감소)	-0.2	0.6	-0.4	-0.7	-0.7	
배당금의 지급	0.2	0.4	0.4	0.7	0.7	
기타재무활동	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	
현금의 증가	1.5	1.8	7.0	7.1	7.9	
기초현금	1.2	2.6	4.4	11.4	18.5	
기말현금	2.6	4.4	11.4	18.5	26.3	

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정홍식)

상기종목에 대하여 2014년 10월 15일 기준 조사분석 담당자는 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없습니다.

당사는 본 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.

당사는 2014년 10월 15일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

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 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

투자 등급 예시 (6개월 기준)

기업

Buy	절대수익률 +15% 이상 기대
Hold	절대수익률 -15%~+15% 기대
Sell	절대수익률 -15% 미만
Not Rated	투자의견 없음

산업

Overweight	비중확대
Neutral	중립
Underweight	비중축소