

Morning Meeting Brief

Macro

코로나 19 이후에도 인플레이 기대는 높지 않다

- 코로나19에 따라 각국의 기준금리 인하와 양적완화 이어짐. 한국은행도 5월 금통위에서 사상 최저 금리 0.50% 도달
- 완화적 통화정책에 따른 유동성은 인플레이션 우려로 이어짐. 미국의 기대 인플레이션 지표는 반등하였으나 상승세는 일시적일 전망
- 적극적 정책 당국들의 완화적 행보에도 적어도 현재까지는 코로나 이후 가파른 물가상승 우려는 크지 않을 것

공동rak. dongrak.kong@daishin.com

Strategy

흔들릴 수는 있어도 부러지지는 않을 것

- 홍콩 보안법 이슈가 증시시장에 단기 차익실현 심리를 자극할 수 있으나 글로벌 증시 상승추세를 훼손할 가능성은 낮다고 판단
- 글로벌 금융시장/증시 추세를 결정 지을 변수는 코로나19의 항배, 경제활동 정상화 여부와 이에 따른 글로벌 펀더멘털 방향성/모멘텀
- 일시적 변동성 확대는 매크로/펀더멘털 장세로 전환되는데 있어 마지막 진통 과정일 가능성 높으며 이는 위험자산 비중확대 기회로 판단

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Asset Allocation

고배당주에 관심을 가져야 할 때

- 대규모로 풀린 유동성과 낮은 금리 부담은 위험자산 선호심리를 높이며, 배당형 상품에 대한 투자자들의 관심을 높여줄 것으로 예상
- KOSPI 12개월 선행 배당수익률과 3년 만기 국고채 금리간의 차가 확대될 때 고배당지수는 KOSPI 대비 강세를 나타냈음
- 높아진 가격 매력도, 시장금리 대비 매력적인 배당 수익률로 인해 배당주에 대한 투자자들의 관심은 다시 높아질 수 있다고 판단

조승빈. seungbin.cho@daishin.com

Commodity

국제유가 상승이 아직 불안한 이유

- 국제유가는 저점을 통과한 것으로 판단
- 그러나 향후 유가의 급격한 상승 가능성은 낮음. OPEC, EIA는 모두 원유수요 전년비 8~9% 감소 전망
- 1) 미국 원유수요 회복 속도가 더디고, 2)미국 원유재고도 재차 증가세, 3)OPEC+발 공급 불확실성 존재

김소현. sohyun.kim@daishin.com

인터넷: 인터넷 대장주, 고점에 대한 고민과 결론

- 최근 주가 가파르게 상승했지만, 아직 상승 여력은 남아있음
- NAVER와 카카오의 2017년: 주가는 벨류에이션이 아니라 실적으로 꺾였다
- 카카오 목표주가 33만원, NAVER 목표주가 28만원으로 상향

이민아, mina.lee@daishin.com

전기전자(휴대폰): 6월 투자 초점은 회복(가동률, 실적) 방향성

- 2020년 3분기 스마트폰 등 IT 완제품 생산은 정상화로 진입. 2020년 6월 전기전자(휴대폰, 전자부품) 업종의 최선호주로 삼성전기, LG이노텍을 유지
- 코로나 19 영향이 지속되고 있으나 IT 부품업체의 생산 가동률은 2020년 5월을 저점으로 상향될 것으로 예상
- 코로나 19 이슈로 발생한 글로벌 공급망 문제는 2020년 2분기에 정상화된 것으로 판단. 3분기 IT 완제품(스마트폰, TV 등) 수요는 코로나 19 이전으로 회복을 예상

박강호, kangho.park@daishin.com

NAVER: 멤버십과 통장이 불러올 선순환 효과

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 280,000원으로 상향
- 네이버 멤버십과 통장, 주요 서비스간 시너지 효과 창출 전망
- 라인-아후 합작법인 지분가치도 상향될 전망

이민아, mina.lee@daishin.com

카카오: 영업이익률, 이제 10%에 불과

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 330,000원으로 상향
- 톡비즈, 아직 성장 여력 충분
- 카카오페이, 21년부터 본격적으로 이익 기여 예상

이민아, mina.lee@daishin.com

KT: 50% 성장이 가능해?

- 투자의견 매수(Buy), 목표주가 36천원 유지. 중기 배당정책 및 경영목표 제시
- 향후 3년간 별도기준 조정 당기순이익의 50% 배당. 당사 추정 DPS 20E 1.1천원, 21E 1.2천원, 22E 1.4천원. LTE 부진 이후 정상화 됨에 따라 03년부터 10년간 지속해온 배당성장 50% 정책으로의 복귀. 배당에 대한 안정성 및 신뢰성 제공
- 향후 3년간 영업이익 35%, EPS 50% 성장. KT의 체질 변화 및 무선 ARPU의 성과와 5G 경쟁력 감안시 충분히 달성 가능한 목표

김희재, hoijae.kim@daishin.com

[Issue Comment] 대한항공: 코로나가 계속되면 화물공급부족 이어진다

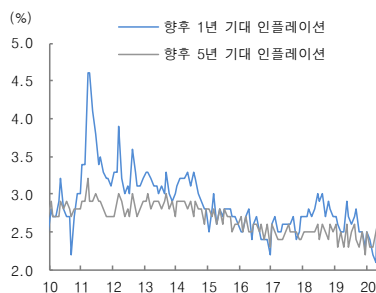
- 투자의견 매수, 목표주가 28,000원 유지
- 대한항공 2018년 화물 수송량 전세계에서 Top 6
- 코로나19로 인한 국제선 여객기 운항중단 화물사업부문 수익성 개선에 크게 기여

양지환, jihwan.yang@daishin.com

코로나19 이후에도 인플레 기대는 높지 않다

- 코로나19로 인해 정책 당국들이 내놓은 가장 분명하고 신속한 조치는 바로 돈을 푸는 것이었다. 기준금리를 내리고 비전통적인 통화정책 수단이라는 양적완화(QE)까지 진행하며 위기 극복에 나섰다. 주저하다시피 한국은행 역시 5월 금통위에서 기준금리를 0.50%로 0.25%p 인하하며, 불과 2개월 만에 사상 최저치 금리를 경신했다. 완화적인 통화정책 행보가 진행됨에 따라 염려되는 부분들도 있다. 그 중에서도 가장 큰 우려는 바로 유레가 없는 규모와 속도로 돈을 풀면 결국 그 많은 유동성이 인플레이션을 야기할 수 있다는 것이다.
- 최근 집계된 미국의 기대 인플레이션 지표는 이 같은 두려움이 실제로 경제 주체들에게 영향을 미치고 있는 것을 나타냈다. 그간 꾸준히 하락을 이어갔던 미시간대학 기대 인플레이션 지표의 향후 1년 기대 인플레이션이 급등했고, 장기적인 물가 기대를 반영하는 향후 5년 기대 인플레이션도 하락을 멈추고 반등했다. 아울러 채권시장에서 물가를 프라이싱하는 BEI 지표들 역시 하락세를 멈추고 상승중이다.
- 하지만 우리는 이처럼 미국의 기대 인플레이션 지표가 반등하는 상황이 일시적일 뿐만 아니라 코로나19 사태가 종료되고 경제가 정상화될 경우에 추가로 상승할 가능성은 크지 않다는 견해다. 즉 지금의 기대 인플레이션과 관련한 지표 동향은 코로나에 따른 특수 상황을 반영하고 있다는 의미다.
- 최근 미국 기대 인플레이션 상승의 가장 큰 원인으로 추정되는 것은 임금과 배송이다. 코로나 여파로 미국 고용은 급격한 위축을 보이는데 반해 시간당 임금상승률은 큰 폭으로 상승했고, ISM 지수의 세부 항목인 공급자배송지수는 전체 지수의 하락에도 크게 올랐다. 코로나19로 정상적인 경제 활동이 이뤄지지 않는 가운데 경제 활동을 영위하기 위해 필요한 제반 비용에 대한 부담이 증가하고 있음을 시사한다.
- 이에 반해 한국의 5월 기대 인플레이션은 1.6%로 하락하며 사상 최저치로 떨어졌다. 더구나 이번에 함께 발표된 소비자심리지수(CSI)가 반등했음에도 기대 인플레이션 지표는 다시 하락한 것이다.
- 전면적으로 경제 활동 자체가 중단됐던 미국, 유럽 등에 비해 상대적으로 충격이 덜했던 한국의 동향은 코로나19 이후 경제가 정상 상태로 복귀할 경우 물가에 대한 기대가 어느 방향으로 형성되는지를 가늠할 수 있는 일종의 선행성 지표로 평가할 수 있다.
- 적극적인 정책 당국들의 완화적인 행보에도 불구하고 적어도 현재까지는 코로나 이후 물가의 가파른 상승에 대한 우려는 크지 않을 것이라 전망한다.

미국 월간 기대 인플레이션



자료: 미시간대학, 대신증권 Research Center

한국 월간 기대 인플레이션

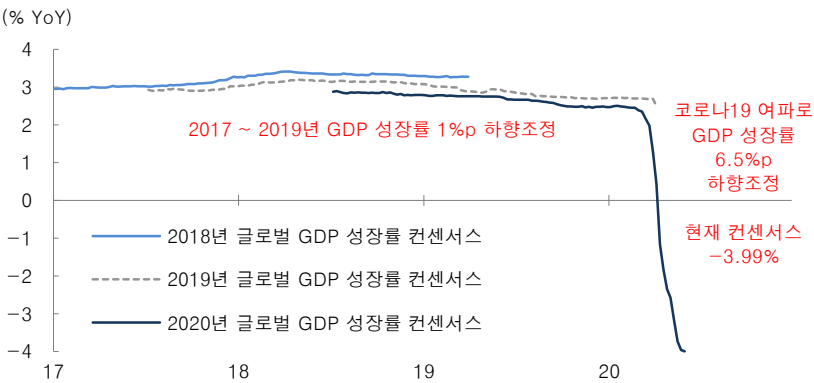


자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

흔들릴 수는 있어도 부러지지는 않을 것

- 중국은 전국인민대표대회(전인대)에서 홍콩보안법을 압도적인 찬성으로 통과시켰다. 결의된 법안은 향후 2개월 내 전인대 상무위원회 최종 입법 절차를 거쳐 효력이 확정될 예정이다.
- 미국은 중국이 홍콩 국가보안법을 의결할 경우 강력한 제재를 가할 것임을 예고한 바 있다. EU도 홍콩 국가보안법 의결에 반대 의사를 표명, 미국 제재에 동참할 수 있다고 언급하고 있다. 홍콩 국가보안법이 미중은 물론, EU/중국 갈등으로 확산될 가능성 높은 상황이다.
- 홍콩 보안법을 계기로 미국은 대중국 제재 압박 강도를 높여갈 것이다. 글로벌 증시는 3월 저점 이후 지속된 상승으로 인한 과열/밸류에이션 부담을 해소하는 국면으로 진입할 전망이다. 홍콩발 금융시장 리스크가 유입될 수 있기 때문이다. 글로벌 금융허브인 홍콩이 흔들리게 되면 글로벌 금융시장에 부정적인 영향을 줄 수 밖에 없다. 불확실성 변수가 가시화되고, 부정적인 시나리오가 현실화될 확률이 높아지는 것만으로도 글로벌 투자심리 위축은 불가피하다. 최근까지 급등세를 보여온 글로벌 증시 시장에 단기 차익 실현 심리를 자극할 전망이다.
- 홍콩 보안법 이슈가 글로벌 증시의 상승추세를 훼손할 가능성은 낮다고 본다. 미중 갈등이 고조되고 충돌이 있을 수 있지만, 미국, 중국 모두 정치/경제/사회적 부담이 큰 상황이기 때문이다. 특히, 11월 대선을 앞둔 트럼프 입장에서 미중 갈등 고조, 대중국 압박으로 인한 경제적인 부작용을 최소화해야 한다. 관세전쟁에서 한 발 물러선 것도 같은 이유에서라고 본다.
- 현재 글로벌 금융시장/증시의 추세를 결정 지을 변수는 코로나19 이슈, 이로 인한 글로벌 펀더멘털 방향성/모멘텀이다. 즉, 미중 갈등에 대한 우려, 실제 제재와 압박으로 인한 불확실성은 단기 변동성, 급등락을 야기할 만한 변수이지 글로벌 경제의 흐름/방향성과 금융시장의 추세에 미치는 영향력은 제한적인 것으로 판단한다.
- 미중 무역분쟁이 그동안 글로벌 경제/교역에 미친 부정적 영향보다 코로나19의 영향력, 파급력이 압도적인 상황이다. 미중 무역분쟁이 격화되었던 2017년 ~ 18년 글로벌 GDP 성장률 전망은 1%p 하향조정 되었다. 반면, 코로나19로 인한 글로벌 GDP 성장률 전망의 하향조정 폭은 3.99%p에 달한다. 향후 코로나19 진정, 경제활동 정상화 여부, 이후 글로벌 경기 회복 강도와 속도에 글로벌 금융시장은 민감하게 반응할 것이다. 하반기 경기모멘텀 회복/강화라는 그림이 가시화되면 시장은 2차 상승추세를 전개해 나갈 전망이다.
- 글로벌 증시도 미중 갈등 고조에 대한 우려로 단기 등락을 보일 수 있겠지만, 궁극적으로 코로나19의 행배, 경기흐름을 따라갈 전망이다. 단기 등락, 일시적인 변동성 확대는 유동성 장세에서 매크로/펀더멘털 장세로 전환되는데 있어 마지막 진통 과정일 가능성이 높다. 미중 갈등 고조로 인한 변동성 확대는 글로벌 위험자산 비중확대의 기회로 판단한다.

코로나19의 글로벌 펀더멘털 영향력/파급력, 미중 무역분쟁을 압도
향후 글로벌 금융시장의 추세 결정 변수: 코로나19의 진정, 경제활동 재개 여부



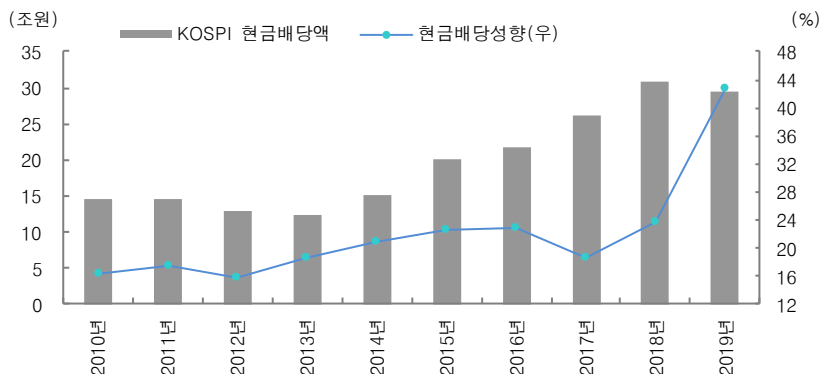
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

고배당주에 관심을 가져야 할 때

조승빈 seungbin.cho@daishin.com

- 지난 28일 한국은행 금융통화위원회는 기준금리를 0.5%로 0.25%p 인하했다. 29일 현재 은행연합회에 공시된 은행들의 예금상품 금리를 살펴보면 52개 상품의 12개월 기준 예금금리는 평균 1.01%였고, 1%가 되지 않는 상품은 25개였다. 한국은행의 기준금리 인하로 예금상품의 금리 수준은 지금보다 더 낮아질 것으로 예상된다.
- 한국은행이 경기 위축 우려에 대해 적극적으로 대응하겠다는 의사를 밝혔다는 점에서 시장금리는 당분간 낮은 수준을 유지할 가능성이 높다고 판단한다. 3년 만기 국고채 금리는 하락세가 이어지면서 0.8% 수준으로 낮아졌다. 대규모로 풀린 유동성과 낮아진 금리 부담은 위험자산에 대한 선호심리를 높이고 있다. 또한 1%도 되지 않는 예금금리는 배당형 상품에 대한 투자자들의 관심을 높여줄 것으로 예상된다.
- 과거 고배당지수의 주가 성과는 KOSPI 배당수익률과 시장금리의 차이에 따라 좌우됐다. KOSPI 12개월 선행 배당수익률과 3년 만기 국고채 금리간의 차가 확대될 때 고배당지수는 KOSPI 대비 강세를 나타냈다. 배당수익률과 국고채 금리 간의 차가 확대된다는 것은 그만큼 배당투자의 매력도가 높아짐을 의미한다. 대체로 국채 금리가 하락할 때는 경기 둔화에 대한 우려가 높아지는 시기이고, 주가지수도 하락하는 경우가 많았다. 주식시장이 악세로 돌아서면 배당이라는 안전판을 확보하고 있는 배당주가 상대적으로 강세를 나타낼 가능성이 높아진다.
- 현재 고배당지수의 KOSPI대비 상대지수는 2012년 저점 수준을 하회하고 있다. 가격 측면에서 고배당주의 투자매력도가 높아진 모습이다. 올해 들어 고배당지수가 KOSPI 대비 약세를 나타낸 이유는 2019년 기업실적 부진으로 배당에 대한 우려가 높아졌기 때문이라 판단한다. KOSPI 2019년 순이익은 전년대비 47.4% 감소했다. 2019년 4/4분기 순이익이 컨센서스를 83%나 하회하는 부진한 실적을 기록했기 때문이다. 하지만 2019년 KOSPI 현금배당 총액은 우려와 달리 2.9% 감소에 머물렀다. KOSPI의 2018년 배당성향이 23.7%로 낮은 수준이었고, 잉여현금흐름도 33조원 수준을 기록하면서 배당을 유지할 수 있는 여력도 남아있었기 때문이다. 올해 KOSPI 순이익은 27.5% 성장이 예상되고 있다. 코로나19로 기업실적 하향조정이 지속되고 있지만 기저효과로 순이익이 전년대비 감소할 가능성은 높지 않다고 판단한다.
- KOSPI가 저점을 기록했던 3월 19일 이후 KOSPI는 39.2% 반등했고, 같은 기간 고배당지수는 40.9% 상승했다. 코로나19 이후 수혜가 예상되는 성장주 중심으로 KOSPI가 반등에 성공했지만 배당주의 성과도 양호한 모습이다. 높아진 가격 매력도, 시장금리 대비 매력적인 배당수익률로 인해 배당주에 대한 투자자들의 관심은 다시 높아질 수 있다고 판단한다.

2019년 KOSPI 순이익 47.4% 감소했지만 현금배당총액은 2.9% 감소



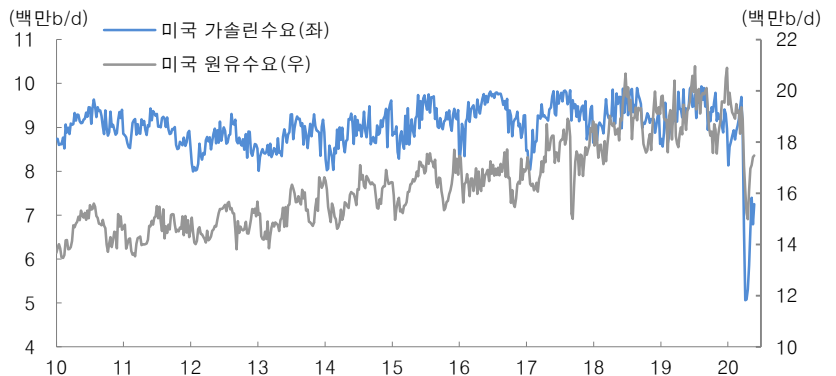
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

국제유가 상승이 아직 불안한 이유

김소현 sohyun.kim@daishin.com

- 국제유가는 배럴당 33.71달러로 2주 이상 30달러 수준으로 회복했다(5월 28일 기준). 마이너스 유가를 기록했던 당시(4월 20일) 슈퍼 콘탱고를 기록했던 원유선물시장도 안정되었다. WTI 12개월물과 근월물의 가격 차이는 71.98달러에서 3.53달러로 축소되었다.
- 국제유가는 저점을 통과한 것으로 판단한다. 주요국 봉쇄 완화로 원유수요 회복에 대한 기대감이 유입되고 있으며, OPEC+의 감산으로 원유시장 환경이 개선되고 있기 때문이다. 또한 원유선물 기간구조도 유가 저점 통과 가능성을 높여주고 있다. 2008-09년 금융위기와 2014-16년 유가 급락 당시 콘탱고가 정점에 도달한 이후 유가가 진정되었다.
- 하지만 향후 유가의 급격한 상승 가능성은 낮다고 판단한다. 아직 원유수요 회복에 대한 불확실성이 남아있기 때문이다. 주요국의 봉쇄 완화에도 코로나19의 재확산 가능성이 존재하며, 실물 경제가 빠르게 회복되더라도 원유수요 증가로 가시화되기까지는 시간이 다소 소요될 것으로 보인다. IEA가 5월 에너지전망 보고서에서 2020년 원유수요 전망치를 소폭 상향조정했지만 IEA 및 OPEC, EIA는 모두 2020년 원유수요가 2019년에 비해 8~9% 정도 줄어든 것으로 전망하고 있다.
- 미국의 원유수요 회복 속도가 아직 더디다. 미국의 드라이빙 시즌 시작에도 미국 가솔린(휘발유) 증가는 두드러지지 않았다. 5월 22일 기준 가솔린 수요는 725.3만b/d로 전주대비 6.8% 증가했지만 전년동기대비로는 -22.8% 감소했다. 코로나19에 대한 우려로 여행을 멀리 가는 미국인 비중이 줄어든 것으로 해석된다. 미국의 드라이빙 시즌은 여름 휴가철인 5월말부터 9월 첫째주까지(Memorial Day~Labor Day)이다. 미국인들은 휴가철에 보통 승용차를 통한 여행을 많이 하기 때문에 드라이빙 시즌에 통상적으로 가솔린 수요가 증가한다.
- 또한 2주 연속으로 감소했던 미국 원유재고도 증가했다. 5월 22일 기준 미국 전략비축유 제외 원유재고는 5.34억배럴로 전주대비 7932.8만배럴 증가했다. 사우디 증원수입 증가의 영향이 큰 것으로 보이거나 아직까지 미국 원유수요가 회복되고 있다고 확인하기 어려운 상황이다.
- OPEC+발 공급 불확실성도 존재한다. OPEC+의 4월 12일 긴급회의에서의 합의대로라면 7월부터 OPEC+ 감산량은 970만b/d에서 770만b/d로 줄어든다. 러시아는 원유초과공급 국면이 6~7월에는 해소될 것으로 평가하고 있어 6월 정례회의에서의(현지시간 기준 6월 9~10일 예정) 추가 감산 결정에 대한 가능성은 희박하다고 판단한다. 또한 재정난이 심각한 OPEC 국가들의 경우에도 감산 합의를 불이행하는 경우가 발생할 수 있을 것으로 보인다.

미국의 드라이빙 시즌 시작에도 가솔린 수요는 소폭 증가



자료: EIA, 대신증권 Research Center

인터넷

이민아

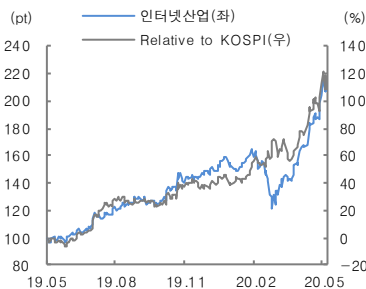
mina.lee@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	24.0	37.9	44.0	113.2
상대수익률	19.0	35.0	48.1	112.6



Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
NAVER	Buy	280,000원
카카오	Buy	330,000원

인터넷 대장주,
고점에 대한 고민과 결론

최근 주가 가파르게 상승했지만, 아직 상승 여력은 남아있음

- 코로나 사태로 NAVER와 카카오 주가는 일시적 부진을 겪었지만, 최근 신고가를 연 일 돌파하며 상승 행진 중. 코로나 발생 이후 저점 대비 각각 67%, 107% 상승
- 두 회사의 주가 상승을 '언택트 수혜'로 보는 시각이 팽배하지만, 코로나로 인한 직접적인 수혜보다는 쇼핑과 페이, 신규 광고 상품(특보드), 웹툰, 일본 사업(라인과 야후 합작법인) 등 부문별 가치 상승이 주가를 견인하고 있다는 판단. 코로나 발생이 없었더라도 도달했어야 할 주가 레벨
- 최근의 주가 상승을 이해하기 위해서는 보다 장기적인 관점에서 각 사업의 성장 가능성 진단 필요. 네이버파이낸셜과 카카오페이는 장기적으로 신용카드업과 금융 회사의 판매 채널을 대체하는 플랫폼으로 성장 전망. 금융 회사들의 수익을 가져올 수 있다는 뜻. 국내 핀테크 사업자들의 선제적 시도가 성공한다면, 라인-야후 합작법인 역시 동일한 비즈니스 모델로 성공할 수 있다는 기대감 높아질 것. 네이버는 통장(CMA)과 멤버십 서비스를 통해 유저 락인(lock-in) 효과를 높이고 쇼핑-페이-파이낸셜로 이어지는 선순환 구조 구축 전망. 카카오는 이미 카카오톡 내 주요 서비스간 시너지 효과 발생 중. 모빌리티, 영상 콘텐츠 제작 사업, B2B 서비스 등은 두 회사의 장기적인 성장 동력으로 주목할 필요

NAVER와 카카오의 2017년: 주가는 밸류에이션이 아니라 실적으로 꺾였다

- 두 회사 주가가 가파르게 상승하면서, 고점에 대한 논의 활발. 그러나 두 회사의 주요 사업이 어디까지 성장할 수 있을지 명확히 판단하기 어려운 상황에서 밸류에이션 부담을 미리 가질 필요는 없다는 판단
- 과거 NAVER와 카카오의 주가 상승기를 돌아보면, 주가는 특정 수준의 밸류에이션에 도달했을 때가 아니라 실적으로 움직인 경향. 이 때 실적은 절대적인 매출이나 이익 규모가 아니라 컨센서스, 즉 시장 눈높이 대비 실제 성과를 의미. 실적이 양호할 때는 밸류에이션 부담이 크지 않다가, 부진했을 때 밸류에이션 부담이 갑자기 크게 증가했던 것으로도 해석 가능
- 1) **NAVER의 주가 상승기**(그림1의 ①, NHN이 NAVER와 NHNE로 분할된 이후 주가 상승 구간)에는 라인 가입자 수 성장이 이어지던 시기였음. 라인의 실적 기여가 거의 없었던 시기임에도 불구하고 가입자당 가치로 라인 기업가치를 높게 평가하며 주가 상승. 상승세를 이어오던 주가는 14년 4분기 영업이익이 시장 컨센서스를 10% 이상 하회하면서 하락세로 반전
- 2) **카카오의 주가 상승기**(그림3의 ②, 카카오톡 영업 개시로 기대감이 주가에 강하게 반영되던 구간)에는 컨센서스 기준 PER이 70배 이상, 실제 실적 기준 PER은 85배에 달했음에도 주가는 124% 상승. 밸류에이션 부담에도 상승세를 이어오던 주가는 18년 초에 하락세로 반전됐는데, 17년 1~3분기 영업이익은 컨센서스를 상회하며 양호했던 반면 4분기 영업이익은 컨센서스를 32% 하회하며 크게 부진했기 때문
- 이로 미루어 보면 향후에도 컨센서스에 부합하거나 상회하는 양호한 실적이 지속될 경우 NAVER와 카카오의 주가 상승세는 이어질 수 있다는 판단. 주가의 고점은 실적이 예상대비 부진했을 때 만들어질 가능성이 높음

(뒷 장에 계속)

전기전자 (휴대폰)



박강호 kangho.park@daishin.com
양원철 woncholyang@daishin.com

투자의견

Overweight

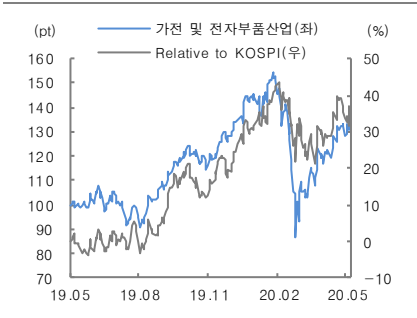
비중확대, 유지

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
삼성전기	Buy	155,000원
LG이노텍	Buy	190,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.6	2.7	14.8	34.6
상대수익률	6.1	0.6	18.1	34.2



6월 투자 초점은 회복(가동률, 실적) 방향성

2020년 3분기 스마트폰 등 IT 완제품 생산은 정상화로 진입

– 2020년 6월 전기전자(휴대폰, 전자부품) 업종의 최선호주로 삼성전기, LG이노텍을 유지
가동률 및 실적 개선 방향성에 초점을 맞춘 투자전략 제시

– 코로나 19 영향이 지속되고 있으나 IT 부품업체의 생산 가동률은 2020년 5월을 저점으로
상향될 것으로 예상. 2020년 3분기 매출과 영업이익은 증가(qoq), 코로나 19 이슈 이전의 회
복 수준에 근접할 것으로 예상. 추정 배경으로

– 1) 글로벌적으로 사회적 거리두기 정책이 이전대비 완화로 전환 추진 IT 기업의 유통점의 영
업 정상화가 진행, 경기부양 정책 효과로 소비 여력이 높아지면서 IT 완제품 판매가 증가
(qoq) 예상 2) 삼성전자와 애플, 중국 등 스마트폰 업체의 하반기 주력 모델 출시 일정을 감
안하면 부품품업체의 생산은 6월 기점으로 시작, 가동률 증가로 수익 개선 전망 3) 성수기 대
비와 상반기 축소된 마케팅을 고려하면 하반기에 매출 정상화에 집중하여 생산 규모는 추정
대비 높아질 가능성이 상존. 글로벌 스마트폰 시장은 LTE(4G)에서 5G으로 전환되는 시점으
로 교체 수요는 높을 전망 4) 미중 무역 분쟁으로 화웨이의 해외 판매 위축이 예상, 삼성전자
와 애플에게 반사이익으로 관련 휴대용 부품업체의 매출 증가로 반영 예상

– 코로나 19 이슈로 발생한 글로벌 공급망 문제는 2020년 2분기에 정상화된 것으로 판단. 3
분기 IT 완제품(스마트폰, TV 등) 수요는 코로나 19 이전으로 회복을 예상. 2분기에 비대면
확대 및 재택 근무, 온라인 수업 진행으로 글로벌 PC, TV 판매가 종전 예상치를 상회한 것으
로 추정. TV는 LCD 패널 가격 하락과 기존 모델 중심으로 판매에 집중하여 소비자는 가격
부담 없이 온라인 판매 중심으로 구매가 증가한 것으로 분석. 2020년 6월은 2분기대비 가동
률 개선과 실적 회복의 방향성에 초점 필요. 비중확대 유지

최선호주 : 삼성전기, LG이노텍 유지

– 6월 최선호주로 삼성전기와 LG이노텍을 유지. 중소형주보다 대형 IT 기업에 초점

– 삼성전기(매수, TP 155,000원)의 투자포인트는

– 1) 적층세라믹콘덴서(MLCC)의 가동률 상승, 믹스효과(고용량 비중 확대)로 ASP 상승, 2020
년 하반기 전체 영업이익 개선이 높을 것으로 예상. 코로나 19 영향으로 2분기 MLCC 가동
률은 하락하나 재고 소진으로 매출 둔화는 제한적으로 판단. 3분기 스마트폰과 TV, PC 등 IT
완제품의 생산 정상화로 고용량 MLCC 수요 강세로 일부 영역에서 가격 상승으로 연결될 가
능성을 기대. 또한 R/F PCB는 전략고객사향 공급 물량 증가로 흑자전환(qoq), 카메라모듈은
1억화소급 카메라 매출 확대로 영업이익률 개선이 예상

– LG이노텍(매수, TP 190,000원)의 투자포인트는

– 1) 2020년 하반기 최고 실적을 예상. 전략고객사향 스마트폰에 ToF 카메라를 추가로 공급,
트리플(3개) 카메라의 높은 점유율을 감안하며 추가적인 이익 상향도 가능 2) 저수익 사업의
중단(HD)과 경영효율화 진행(LED, 전장부품)으로 적자사업은 마진을 개선 중 3) 2020년 2분
기 영업이익은 전략고객사향 카메라모듈 공급 증가, 반도체 기판의 마진을 개선으로 컨센서
스(160억원)를 상회, 우리의 추정치(320억원)에 부합할 것으로 전망

NAVER
(035420)

이민아
mina.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 280,000
상향

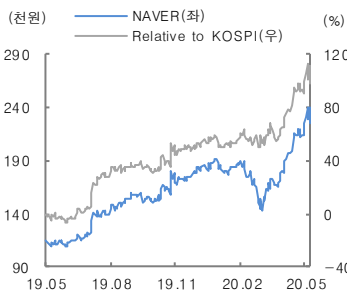
현재주가 226,000
(20.05.29)

인터넷업종

4차 산업혁명/안전등급 Sky Blue

KOSPI	2,029.60
시가총액	37,124십억원
시가총액비중	2.92%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	241,000원 / 109,000원
120일 평균거래대금	1,249억원
외국인지분율	56.87%
주요주주	국민연금공단 12.54% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.04%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.4	29.9	31.4	106.4
상대수익률	9.8	27.2	35.2	105.8



멤버십과 통장이 불러올 선순환 효과

투자이건 매수 유지, 목표주가 280,000원으로 상향

- 목표주가 상향은 peer valuation 상승에 따른 포털 부문 Target PER 변경(기존 18.5배, 현재 21.8배)과 라인 망가 현물출자로 인한 네이버 웹툰 가치 상향에 기인
- 쇼핑 3.2조원, 파이낸셜 2.6조원(적정가치 3.2조원, 지분율 70%), 웹툰은 라인 망가를 포함하여 4.6조원(기존 3조원)으로 추정. 세 부문은 매분기 실적 발표 때마다 거래대금 성장 확인하며 점차 가치를 높여줄 수 있을 전망
- 라인-야후 합작법인 지분가치 9.6조원은 현재가 기준 합산 시가총액에 지분율과 할인을 곱하여 산출. 합작법인 설립에 대한 일본 정부의 승인 후 보다 구체적인 밸류에이션을 통해 지분가치 상향 가능할 전망

네이버 멤버십과 통장, 주요 서비스간 시너지 효과 창출 전망

- 6월 1일부터 유료 회원제 서비스인 '네이버 플러스 멤버십' 시작. 가격은 월 4,900원 수준. 멤버십 회원은 쇼핑, 예약 등 네이버 서비스에서 네이버페이로 결제 시 월 구매 금액에 따라 최대 5% 포인트 적립(기본 1% 포함)
- 6월 중에는 네이버 통장 서비스도 출시할 계획. 네이버 통장은 미래에셋대우와 함께 서비스 하는 CMA 통장으로 8월 31일까지는 100만원 한도로 연 3%의 수익 제공. 9월 1일부터는 전월 네이버페이 구매 실적에 따라 100만원 한도 내 연 1~3% 수익 제공. 100만원 한도 초과 금액에 대해서는 금액별 금리를 차등하여 수익 제공할 전망
- 멤버십과 통장은 네이버 쇼핑, 페이와 시너지 효과 창출 전망. 포인트 적립 확대에 따라 마케팅비 부담은 소폭 증가할 수 있음. 그러나 멤버십의 경우 월 10만원 이상의 결제 유저에 대해서만 포인트 지급 부담이 증가(10만원 미만일 경우 유료 멤버십 이익 발생). 또한 포인트가 쇼핑에서 재사용될 경우 거래대금의 2%에 해당하는 매출 연동 수수료를 다시 수취할 수 있어 포인트 지급분의 일부를 회수할 수 있음. 통장 연결 결제는 신용카드사에 지급하는 수수료도 절감할 수 있고, 장기적으로는 통장 예치금이 금융 상품 판매의 기반이 될 수 있어 결국은 긍정적 효과
- 유저 락인 효과를 높인 뒤에는 포인트 지급 등을 축소하여 이익 창출 가능. 장기적으로 네이버 통장이 유저들의 주 거래 계좌로 이용된다면 서비스간 시너지 효과 극대화 전망

라인-야후 합작법인 지분가치도 상향될 전망

- 라인-야후 합작법인은 여전히 정부 승인 대기 중. 정부 승인 후 보다 구체적인 밸류에이션이 가능해지면 지분가치 상향될 가능성이 높음. ZHD 주가 역시 최근 상승세를 이어가고 있음
- ZHD의 이커머스 경쟁력 강화 행보 지속. 이커머스 투자 확대와 M&A 효과로 1분기 야후 쇼핑의 거래대금은 경쟁사 라쿠텐 거래대금의 77%까지 증가. 코로나 영향으로 일본 이커머스 시장도 과거 대비 성장 가속화. 합작법인 주가도 상승 가능성 높다고 판단

카카오 (035720)

이민아
mina.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **330,000**
상향

현재주가 **263,500**
(20.05.29)

인터넷업종

영업이익률, 이제 10%에 불과

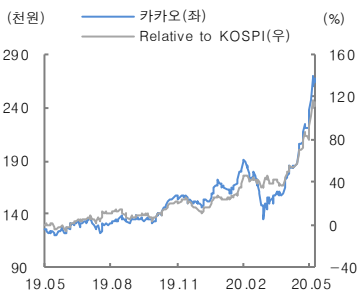
투자 의견 매수 유지, 목표주가 33만원으로 상향

- 카카오 밸류에이션의 핵심은 톡비즈와 카카오페이. 지난 1분기 77% 성장한 톡비즈의 경우 경쟁사 대비 높은 성장성 고려하여 Target PER을 기존 31.9배에서 39.5배로 상향. 카카오페이 적정가치 기존 4.5조원에서 7.5조원으로 상향. MAU 2,500만명(연말 기준)과 MAU당 가치 30만원(토스 대비 10% 할증) 적용. 송금 서비스 제공으로 이미 많은 계좌 수를 확보하고 있어 네이버페이 대비 금융 상품 판매에 용이한 구조. 토스와 달리 결제 거래대금 가파르게 증가 중. 경쟁사 대비 프리미엄이 합당하다고 판단
- 이외 뱅크 가치는 5천억원의 추가 유증을 가정하여 4.4조원으로 상향. 페이지, 모바일리티 등의 가치도 추가 상향 여력 존재
- 톡보드 매출 성장과 페이 적자 축소로 실적 개선세 이어질 전망. 양호한 실적 성장에 따라 주가 상승세도 지속될 가능성이 높음

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSPI	2,029.60
시가총액	22,966십억원
시가총액비중	1.81%
자본금(보통주)	43십억원
52주 최고/최저	270,000원 / 119,500원
120일 평균거래대금	1,602억원
외국인지분율	31.45%
주요주주	김범수 외 25 인 25.97% 국민연금공단 9.98%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	43.2	53.2	69.5	116.9
상대수익률	37.4	50.0	74.3	116.2



톡비즈, 아직 성장 여력 충분

- 20년 톡비즈 매출 1.1조원(YoY 65%) 달성 전망. 이 중 절반은 채널, 톡보드 등 광고, 나머지 절반은 선물하기 매출로 구성. 약 5천억원의 광고 매출은 20년 국내 모바일 광고 시장의 10% 수준으로, 모바일 서비스 중 카카오톡 사용 시간이 압도적으로 많고 톡보드 광고가 서비스 초기 국면이라는 점을 고려하면 추가 성장 가능성 높다고 판단. 특히 톡보드 광고는 아직 인벤토리 사용률이 20~30%(추정)에 불과해 향후 매출 증가 가능성 높음. 톡보드 일매출은 20년 1분기 4.3억원에서 4분기 8.6억원으로 증가 전망. 높아진 베이스를 기반으로 21년 매출 성장도 이어질 전망
- 선물하기는 거래대금의 10%를 수수료로 수취하는 비즈니스 모델. 20년 5천억원의 매출은 5조원의 거래대금을 가정한 결과. 선물하기는 카카오페이로만 결제되므로, 카카오페이 MAU 2,200만명이 이를 이용한다고 가정했을 경우 연간 인당 결제액은 23만원 수준. 월 결제액은 19,000원에 불과. 최근 선물하기 내 고가 제품 비중 높아지고 있어 인당 월 결제액 또한 점차 증가할 수 있다고 판단

카카오페이, 21년부터 본격적으로 이익 기여 예상

- 카카오페이의 빠른 이익 개선에 주목할 필요. 카카오페이 거래대금은 18년 20조, 19년 50조로 송금 수수료 부담이 크게 증가했음에도 불구하고 18년 대비 19년 적자 축소. 결제 거래대금 증가로 수수료 수익이 증가하고 있는 것으로 추정되며 친구 송금, 충전금 결제 등도 비용 감소에 기여했을 것
- 토스의 적자 축소도 고무적. 토스의 영업적자는 19년 1,154억원에 달했는데, 20년 4월 월간 흑자 달성. 오픈뱅킹 시행 효과가 본격적으로 나타나고 있는 것으로 추정되며, 금융 상품 판매 매출도 크게 증가했을 것으로 예상
- 카카오페이는 결제와 금융 상품 판매 모두 비즈니스 모델로 보유. 빠른 적자 축소 속도를 고려하면 하반기 BEP를 넘어 21년부터는 본격적으로 이익 기여 가능할 것으로 전망. 경쟁사 대비 프리미엄이 합당

KT
(030200)

50% 성장이 가능해?



김희재

이가연

hojae.kim@daishin.com

gayeon.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

36,000

유지

현재주가

(20.05.29)

24,350

통신서비스업종

투자의견 매수(Buy), 목표주가 36,000원 유지

- 2020E EPS 2,758원에 PER 13배 적용(통신업종 공통. LTE 도입 전 ARPU 하락기인 '04~' 11 10배 대비 30% 할증 수준, LTE 도입 초기 ARPU 상승기인 '12~' 14 평균 수준)
- 3년간 EPS 50% 성장 목표 제시. 성과 이행을 확인해가면서 밸류에이션 프리미엄 적용 가능

20.5.29 KT CEO 주관 기업설명회, 중기 배당정책 및 경영목표 제시

- 1) '20~22년 배당정책: 별도기준 조정 당기순이익의 50% 배당. 최소 '19년 배당 수준 유지(DPS 1.1천원, 배당성향 49%)
 - 2) '22년 목표(별도기준): 매출 19조원 이상, 영업이익 1조원 EPS 50% 성장, ROE 5% 이상
- 영업이익 '19년 0.74조원 대비 '22년 1조원 달성, 35% 성장
 - EPS: '19년 대비 50% 성장, ROE: '19년 3.4% 대비 '22년 5% 이상

3년간 EPS 50% 성장을 제시할 수 있는 기업이 얼마나 있을까?

- 영업이익 성장률 35%보다 높은 EPS 50% 성장은 차입금 감소, 자회사 관련 손실 감소, 유무형 자산 손상 감소 등 영업외에서의 부담이 더 크게 줄어드는 영향. 배당 신뢰도 향상
- 배당성향 50%는 KT가 민영화된 후 '03년부터 10년간 지속해온 배당성향 50% 이상 또는 DPS 최소 2천원이라는 정책으로의 복귀. LTE의 부진 이후 정상화 되었다는 것을 의미
- 당사 추정 DPS는 '20년 1.1천원 '21년 1.2천원 '22년 1.4천원 '20년은 5G 투자로 '19년 대비 배당 증가가 쉽지 않겠지만, 현주가 기준 수익률은 4.5%로 제로금리 시대에 매우 매력적인 수준. '22년 DPS 1.4천원 기준으로는 수익률 5.8%

당사에서 검증한 근거 있는 자신감

- 이번 리포트는 KT가 제시한 배당정책 및 경영목표가 충분히 달성 가능한 수준이라는 것을 다양한 관점을 통해 검증

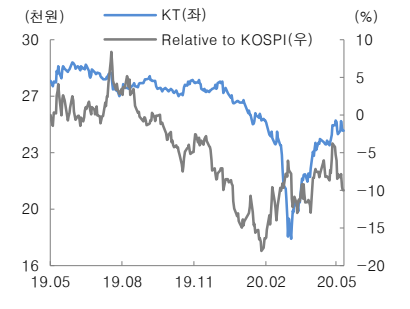
- 1) KT는 더 이상 공기기업이 아니다. 디스카운트 해소 요인 CEO 선임과정의 투명성과 내부 출신 CEO 선임 및 복수 사장제 도입 등으로 경영의 연속성이 유지될 수 있는 체계 정립
- 2) KT의 ARPU는 의외로 견조하다. 하락기에 가장 적게 하락하고, 상승기에 가장 먼저 상승하여 현재 3사 중 가장 높은 ARPU 달성 중. ARPU 상승은 주가 상승으로 이어질 것
- 3) KT의 5G 경쟁력, 8년의 준비, 두 번의 실수는 없다. LTE에서는 2G 주파수의 재활용이라는 좋은 전략이 정부의 승인 지연으로 상용화가 늦어지면서 부진했지만, 5G에서는 무선 점유율 이상의 점유율을 보이면서 시장 선도 중. 다양한 인프라로 5G에서의 투자 부담도 감소
- 4) 실적 개선과 안정적인 배당은 결국 저평가된 주가의 정상화로 이어질 것

4차 산업혁명/안전등급

Neutral Green

KOSPI	2029.6
시가총액	6,358십억원
시가총액비중	0.50%
자본금(보통주)	1,564십억원
52주 최고/최저	28,600원 / 17,650원
120일 평균거래대금	224억원
외국인지분율	45.69%
주요주주	국민연금공단 13.87%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.1	1.9	-9.6	-12.7
상대수익률	-2.0	-0.3	-7.0	-13.0



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	23,460	24,342	24,124	25,217	25,976
영업이익	1,262	1,151	1,221	1,418	1,588
세전순이익	1,091	980	1,097	1,281	1,470
총당기순이익	762	669	796	935	1,073
지배지분순이익	688	619	720	842	966
EPS	2,637	2,371	2,758	3,223	3,698
PER	11.3	11.4	8.8	7.6	6.6
BPS	50,563	52,341	54,065	56,255	58,827
PBR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE	5.5	4.6	5.2	5.8	6.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: KT, 대신증권 Research Center

대한항공 (003490)

양자환 이자수
jhwanyang@daishin.com jane.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 28,000
유지

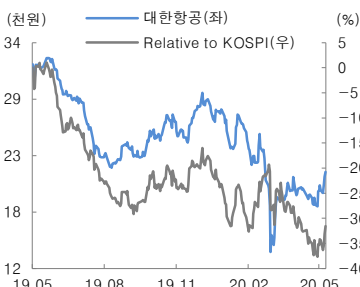
현재주가 20,700
(20.05.29)

운송업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2029.60
시가총액	1,983십억원
시가총액비중	0.16%
자본금(보통주)	950십억원
52주 최고/최저	32,500원 / 13,600원
120일 평균거래대금	318억원
외국인지분율	14.04%
주요주주	한진칼 외 18 인 33.36% 국민연금공단 8.94%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.5	-7.2	-16.4	-34.7
상대수익률	0.3	-9.1	-14.0	-34.9



코로나가 계속되면 화물공급부족 이어진다

투자의견 매수, 목표주가 28,000원 유지

- 코로나19로 전세계 국제선 여객기의 운항은 4월부터 90% 이상 가동이 중단된 상황
- 아이러니하게도 여객기 운항의 중단은 항공화물사업부문을 보유하고 있는 항공사들에게는 기회로 작용하고 있음
- 전세계적으로 항공으로 수송되는 화물의 가치는 연간 약 6조달러로 글로벌 교역금액의 약 35%를 차지하고 있으며, 교역량의 약 1%인 52백만톤 정도 수준임
- 항공화물은 Fedex, UPS와 같은 화물전용기를 운영하는 기업들과 대한항공, Cathay pacific 등의 여객과 화물을 동시에 수송하는 항공사들이 수송하고 있음
- 여객과 화물을 동시에 취급하는 FSC(Full Service Carrier)들은 화물전용기를 운항하면서, 여객기의 Main Deck 아래쪽의 벨리공간에 수화물을 싣고 남는 공간을 활용하여 화물을 수송
- 코로나19로 대부분의 국제선 여객기의 운항이 중단되면서, 벨리공간을 활용하던 화물공급이 크게 감소함
- 대한항공 기준으로 여객기 벨리공간의 화물 Capacity는 1,888톤으로 추정되며, 이중 화물수송을 위해 활용되던 공간이 약 55%~65%인 점을 감안할 때 1,000~1,200톤의 공급력이 감소한 것으로 추정함
- 이는 대한항공의 화물전용기의 공급 Capacity인 2,590톤의 40~48%에 달하는 수치임

대한항공 2018년 화물 수송량 전세계에서 Top 6

- IATA의 자료에 따르면, 대한항공은 전세계 항공사 중 FTK기준 화물수송실적 6위 항공사로 (2018), 1~5위는 Fedex, Emirates, Qatar, UPS, 그리고 Cathaypacific 순임
- 대한항공과 Cathaypacific가 화물수송 상위에 있을 수 있는 이유는 전세계 항공화물의 45% 이상을 아시아-미주(23.6%), 아시아-유럽(21.4%) 노선이 차지하고 있기 때문
- 대한항공은 현재 화물기 23대(B737-300F 1대, B747-400F 4대, B747-8i 7대, B777F 12대)를 운영하고 있으며, 화물기의 공급Capacity는 2,590톤임
- 화물 전용기를 제외한 여객기의 화물 공급Capacity는 1,888톤. 이 중 탑승률 85%를 가정한 수화물 탑재공간을 제외하고 남는 공급Capacity는 기종별로 차이가 있지만 대략 55%~65% 수준으로 총 1,000~1,200톤으로 추정함
- 따라서 대한항공의 항공화물 공급 Capacity는 3,590톤~3,790톤으로 추정

코로나19로 인한 국제선 여객기 운항중단 화물사업부문 수익성 개선에 크게 기여

- 대한항공을 비롯한 항공사들이 일부 국제선 노선의 운항을 재개하겠지만, 전면적 확대까지는 시일이 오래 소요될 것으로 전망
- 여객기의 운항중단은 화물공급부족과 함께 항공유 수요급감에 따른 항공유가격 하락으로 화물사업부의 수익성이 크게 개선되는데 기여
- 2010년과 2016~2017년 대한항공의 영업이익이 1조원 이상을 기록한 연도는 모두 화물사업부문의 기여도가 컸던 시기임
- 당시의 대한항공의 화물 Yield는 2010년 평균 391원, 2016년 284원, 2017년 326원 이었으며, 2020년 2분기 항공화물 Yield는 715원으로 추정됨
- 또한 당시와 항공유가를 비교해보면, 2010년 \$99.0/bbl, 2016년 \$53.6/bbl, 2017년 \$65.5/bbl로, 2020년 2분기(4월~5월 28일까지 평균) 항공유 가격 \$27.1/bbl보다 높음
- 화물사업부문의 경우, 대부분의 비용이 유류비가 차지하는 것을 감안할 때 화물부문 수익성이 대폭 개선되었을 것으로 추정

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.