대신증권 Daishin Securities

2020년 6월 5일 금요일

Morning Meeting Brief

산업 및 종목 분석

[2Q20 Preview] 정유업: 정상화의 첫 걸음

- 국제 유가 속도 조절 예상 vs. 정제마진 반등 기대
- 2Q20 중간 점검: 정유 2사 합산 영업이익 -1,517억원 전망
- 하반기 실적 정상화를 겨냥한 정유업 관심 필요. SK이노베이션 상대 선호

한상원. sangwon.han@daishin.com

[2Q20 Preview] 두산밥캣 : 2Q20 예견된 쇼크, 코로나 19 다음을 보자

- 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 33,000원으로 상향(기존 30,000원, +10.0%)
- 2Q20 연결 실적은 매출액 7,922억원(-33.5% yoy) 영업이익 461억원(-70.6% yoy) 영업이익률 5.8%(-7.4%p yoy) 전망. 추정치는 컨센서스 매출액 9,147억원을 -13.4%, 컨센서스 영업이익 566억원을 -18.6% 하회하는 쇼크
- 최종 소비처 수요는 10~20% 감소한 것으로 보이나 통상 4개월 정도의 딜러 재고가 작년 말부터 증가한 후 유동성 확보 차원에서 딜러들의 재고확보(Restocking) 수요가 감소하며 충격을 확대
- 유동성 공급을 통한 미국 주택시장의 견조한 회복세를 예상. 미국도 중국과 같은 대규모 인프라 투자 정책을 추진할 것으로 보이며 코로나19 이후 이연 수요와 딜러들의 재고확충 수요가 급증할 것으로 전망

이동헌. dongheon.lee@daishin.com

[Initiation] 와이솔: 제 2 성장을 준비 완료,5G 시대에 보유할 주식

- 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 18,000원 신규 제시, 커버리지 개시
- 2020년 2분기 저점으로 코로나 19 영향에서 벗어나 2020년 3분기 정상화 진입 전망
- 2020년 하반기 삼성전자와 중국 스마트폰 업체는 5G 폰으로 신모델을 출시하여 와이솔의 SAW Filter 및 필터모듈 매출은 증가 추정
- SAW Filter 단품 매출에서 PAM을 포함한 필터 모듈 매출 비중 확대로 외형대비 수익성 호조가 2021년 본격화 전망

박강호. kangho.park@daishin.com

정유업

정상화의 첫 걸음

한상원
sangwon.han@daishin.com

투자의견

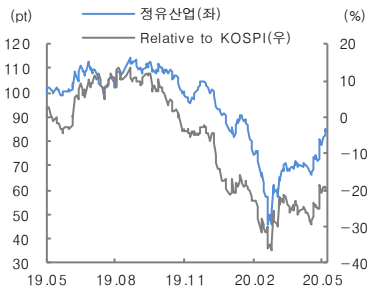
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
SK이노베이션	Buy	160,000원
S-Oil	Buy	90,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.3	10.6	-13.2	-17.2
상대수익률	6.9	5.9	-16.5	-20.4



국제 유가 속도 조절 예상 vs. 정제마진 반등 기대

- 국제 유가 예상보다 빠른 회복 시현: 코로나19로 인한 4~5월 최악의 수요 충격(-2.5천만b/d 내외)을 고려하면 단순히 산유국들의 감산(-1.3천만b/d 내외) 효과만으로 보기에는 무리. 향후 수요 개선에 대한 기대가 선제적으로 반영된 결과로 판단
- 실제 수요 측면에서는 아직 유의미한 반등이 나타나지 못하고 있어 정제마진의 부진은 지속 중. 코로나19의 글로벌 확산이 3월부터 시작됐기 때문에 2분기 평균 정제마진도 전분기 대비 하락(2Q20 배럴당 1.7달러 vs. 1Q20 4.8달러)
- 향후 수요는 6~7월 회복 국면을 거쳐 8월 이후 정상화 전망. 낮아진 설비 가동률의 회복과 높아진 제품 재고의 소진 기간을 거치며 점진적인 정제마진 상승을 기대. 제품별로는 휘발유→경유→등유→항공유 순의 반등을 예상(Lockdown 조치 완화, 경제활동 재개, 항공 수요 점차 개선 등)
- 이를 감안한 2020년 연간 수요 감소는 전년 대비 -8백만b/d 규모로 추산, 2021년에는 기저효과 덕분에 +2.5백만b/d의 수요 증가 예상 vs. 반면 2020~21년 정제설비 순증가 규모 +0.8백만b/d 수준에 불과하기 때문에 하반기부터는 수요 회복과 함께 수급 개선 국면에 진입할 전망

2Q20 중간 점검: 정유 2사 합산 영업이익 -1,517억원 전망

- 현시점에서 예상되는 2분기 정유 2사의 합산 영업이익은 -1,517억원(적지 QoQ): 전분기(-2.8조원) 대비 적자를 대폭 축소하며 시장 기대치(-4,185억원) 상회 전망
- 복합 정제마진(Spot 기준)은 전분기 대비 3.1달러/배럴 하락한 1.7달러/배럴을 기록하며 BEP 수준(4~5달러/배럴)을 여전히 하회 중: 4~5월 실질 마진도 적자 지속 추정 vs. 다만 6~7월에는 정제마진 반등과는 무관하게 실질 마진의 흑자 전환을 기대. OSP 대폭 인하의 긍정적 효과가 유의미하게 반영되기 시작하기 때문
- 국제 유가 상승에 따른 부정적 Lagging 효과의 소멸과 재고 관련 손익의 개선도 전분기 대비 실적 개선 요인으로 작용할 전망
- 비정유(화학/윤활유) 부문 실적은 차별화: SK이노베이션 개선, S-Oil 감익 예상. 이는 전분기 재고 평가 손실 반영 유무에 따른 기저효과 및 정기보수의 차이
- 참고로 OSP 인하의 경우 급격한 수요 훼손에 따른 판매처 확보를 위한 사우디의 전략적 선택이었음을 감안하면 향후 수요 회복에 따른 원유 수급 개선 국면에서 OSP는 상승 예상 vs. 다만 수요 개선 시 정제마진의 상승이 수반되기 때문에 하반기 정유사들의 실적 정상화 흐름은 지속될 전망

하반기 실적 정상화를 겨냥한 정유업 관심 필요. SK이노베이션 상대 선호

- 하반기 정상화를 겨냥한 정유업에 대한 관심이 필요한 시점. 순수 정유사에 해당하는 S-Oil의 주가가 업황 회복에 더 민감하게 반응할 전망 vs. 다만 상대적 Valuation의 저평가라는 측면에서 SK이노베이션을 선호
- SK이노베이션의 S-Oil 대비 시가총액 1.4배에 불과 vs. CDU 기준 생산능력 차이 1.7배. 전기차 관련 사업에 대한 불확실성이 오히려 Valuation Discount 요인으로 작용하고 있기 때문으로 판단. ITC 소송 최종 판결(10월)을 이전에 원만한 해결이 이뤄질 경우 전기차 관련 사업(배터리/분리막)의 가치가 주가에 반영될 전망

두산밥캣 (241560)

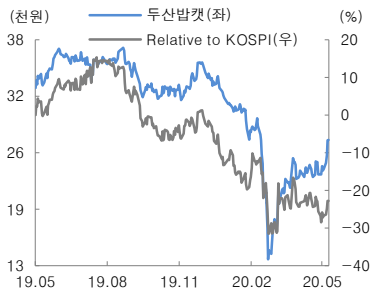
이동헌 dongheon.lee@daishin.com
이태환 taehwan.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	33,000 상향
현재주가 (20.06.04)	26,900
	기계업종

4차 산업혁명/안전등급	Neutral Green

KOSPI	2,151.18
시가총액	2,697십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	50십억원
52주 최고/최저	37,100원 / 13,700원
120일 평균거래대금	109억원
외국인지분율	23.59%
주요주주	두산인프라코어 외 2 인 51.06% 국민연금공단 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.0	-5.9	-16.3	-18.9
상대수익률	4.0	-10.0	-19.5	-22.0



2Q20 예견된 쇼크, 코로나19 다음을 보자

2Q20 Preview 코로나19로 인한 예견된 쇼크

- 2Q20 연결 실적은 매출액 7,922억원(-33.5% yoy) 영업이익 461억원(-70.6% yoy) 영업이익률 5.8%(-7.4%p yoy) 전망. 추정치는 컨센서스 매출액 9,147억원을 -13.4%, 컨센서스 영업이익 566억원을 -18.6% 하회하는 쇼크. 달러 기준 실적은 매출액 656백만불(-35.8% yoy) 영업이익 38백만불(-71.6% yoy), 평균환율 1,207원(+3.6% yoy)
- 매출액은 [지역별] 달러 기준으로 미주(NA, 매출비중 73.3%)가 전년비 -35.4%, EMEA(19.8%)가 -40.0%, ALAO(6.9%)가 -24.4% 감소한 것으로 추정. [제품별] 컴팩트(매출비중 92.2%)가 -33.3%, 포터블파워(7%)가 -35.4% 감소. 글로벌 전 지역에서 코로나19 영향이 광범위하게 반영. 최종 소비처 수요는 10~20% 감소한 것으로 보이나 통상 4개월 정도의 딜러 재고가 작년 말부터 증가한 후 유동성 확보 차원에서 딜러들의 재고확보(Restocking) 수요가 감소하며 충격을 확대
- 영업이익은 매출 감소에 따른 고정비 부담 확대, 신모델(CT, SAL, G6 등) 관련 비용 일부 증가. 통합전력본부(GCC)를 통한 비용절감은 일부 반영

최악을 지나가고 있는 상황, 코로나19 다음을 보자

- 동사의 연초 이후 주가 수익률은 -21.7%로 기계주 커버리지 평균인 -13.2%를 하회. 상대적 약세의 이유는 1) 미국과 유럽이 매출비중의 90% 이상으로 코로나19 영향이 크다는 점, 2) 배당주로 분류되어 왔으나 올해 배당 감소 우려, 3) 그룹사 재무리스크와 더불어 구조상 매각 가능성이 낮을 것이라는 판단 때문
- 5월 미국 NAHB 주택시장 지수는 37pt(4월 30pt)로 증가, 30년 모기지 금리는 3.15%(4월 3.5%)로 하락. 유동성 공급을 통한 주택시장의 견조한 회복세를 예상
- 컴팩트트랙터(CT), 제로턴모어, G6 신모델 등 제품 라인업 확장 전략은 지속
- 미국도 중국과 같은 대규모 인프라 투자 정책을 추진할 것으로 보이며 코로나19 이후 이연 수요와 딜러들의 재고확충 수요가 급증할 것으로 전망

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 33,000원으로 상향

- 목표주가를 33,000원으로 상향(기존 30,000원, +10.0%)
- 목표주가 33,000원은 2021E EPS 2,977원에 타깃 PER 11.2배를 적용 (기존 2020E EPS 2,809원에 타깃 PER 10.9배를 적용)
- 타깃 PER은 글로벌 소형장비/농기계 업체 4사(디어, CNHI, AGCO, 구보다)의 2021E 평균 PER을 20% 할인 적용
- 미주와 유럽의 코로나19 수요 충격, 그룹사 재무리스크 등은 주가에 기반영. 내년 이연 수요, 미국의 인프라 투자 기대감 등이 반영될 시점

(단위: 십억원, %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20(F)					3Q20		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,191	1,064	1,050	792	-33.5	-25.6	915	1,099	-2.6	38.7
영업이익	157	87	98	46	-70.6	-46.8	57	99	-10.3	114.5
순이익	95	34	50	17	-81.8	-48.2	37	55	-17.1	218.6

구분	2018	2019	2020(F)				Growth	
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2019	2020(F)
매출액	3,971	4,510	4,561	4,201	-7.9	4,298	13.6	-6.8
영업이익	459	477	425	353	-16.9	372	3.9	-26.0
순이익	264	272	222	173	-21.9	203	2.9	-36.4

자료: 두산밥캣, FnGuide, 대신증권 Research Center

와이솔 (122990)

제 2 성장을 준비 완료, 5G 시대에 보유할 주식

박강호
kangho.park@daishin.com

양원철
wonchol.yang@daishin.com

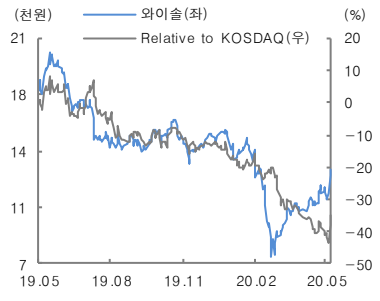
투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	18,000 신규
현재주가 (20.06.04)	12,500

가전 및 전자부품업종

4차 산업혁명/안전등급	Neutral Green

KOSDAQ	742.37
시가총액	352십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	20,100원 / 7,460원
120일 평균거래대금	38억원
외국인지분율	5.60%
주요주주	대덕 외 5 인 33.93%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.5	-3.5	-7.1	-34.6
상대수익률	6.0	-16.6	-21.7	-38.1



투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 18,000원 신규 제시, 커버리지 개시

- 목표주가는 3Q20~2Q21 Forward EPS(1,391원)에 목표 P/E 12.9배(5개년 상위 평균 X 10% 할증), P/B 1.4배(5개년 평균) 적용하여 산출. 주가 상승여력은 44%로 추정
- 2020년 2분기 저점으로 코로나 19 영향에서 벗어나 2020년 3분기 정상화 진입 전망
- 2020년 3분기 매출(893억원)과 영업이익(96억원)은 28.6%(qoq), 862%(qoq)씩 증가 추정
- 2021년 EPS(1,544원) 기준으로 현재 P/E 8.1배, P/B 0.9배

2020년 4분기 BAW 양산 시작으로 2021년 매출, 수익성 호조 전망

- 코로나19 영향에서 벗어나 2020년 3분기 매출과 수익성이 정상화 예상
- 2020년 하반기 삼성전자와 중국 스마트폰 업체는 5G 폰으로 신모델을 출시하여 와이솔의 SAW Filter 및 필터모듈 매출은 증가 추정
- SAW Filter 단품 매출에서 PAM을 포함한 필터 모듈 매출 비중 확대로 외형대비 수익성 호조가 2021년 본격화 전망. 특히 28GHz 5G폰에 채택되는 BAW Filter가 2020년 4분기 양산 시작, 2021년 매출 본격화 예상. BAW Filter 매출을 제외한 2021년 전체 매출은 19%(yoy)대비 영업이익은 99%(yoy) 증가 추정을 감안하면 추가적인 매출, 이익 증가도 가능
- 글로벌로 자율주행 적용과 전기자동차 생산 확대로 5G 관련한 통신모듈 수요가 증가하여 새로운 성장요인으로 판단
- ㈜대덕에 인수(2017년), 재무구조 개선(2019년 3자배정 유상증자) 이후에 대덕전자와 시너지 효과가 2020년 3분기에 예상. ㈜대덕은 PA(전력증폭기) 사업 검토 이후에 와이솔의 포트폴리오에 추가로 반영될 가능성 상존

2021년 영업이익은 99.3% 증가(yoy) 추정, 대덕그룹과 시너지 효과 예상

- 2020년 매출은 3,343억원(-9.7% yoy), 영업이익은 232억원(-41.8% yoy)으로 추정. 코로나19 영향으로 2020년 상반기에 삼성전자와 중국 스마트폰 업체의 판매량 감소에 기인
- 2020년 하반기 매출은 상반기대비 13.4% 증가, 영업이익은 299.1% 증가 추정. 2020년 2분기 저점으로 정상화 구간에 진입, 2021년 매출(3,987억원)과 영업이익(463억원)은 각각 19.2% (yoy), 99.3%(yoy)씩 증가 추정

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	366	370	334	399	416
영업이익	55	40	23	46	54
세전순이익	57	29	32	54	64
총당기순이익	45	30	24	43	51
지배지분순이익	45	31	24	43	51
EPS	1,878	1,202	841	1,544	1,804
PER	8.2	12.6	14.9	8.1	6.9
BPS	10,770	13,398	12,695	13,993	15,552
PBR	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
ROE	18.9	10.2	6.8	11.6	12.2

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

▶ 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.