대신증권 Daishin Securities

2020년 7월 13일 월요일

Morning Meeting Brief

Strategy

기대를 선반영한 결과는?

- 2분기 KOSPI 영업이익 전망은 6.7% 상향조정, 연간 영업이익 전망도 하향조정세 멈춰 실적 불확실성이 진정국면으로 진입한 것으로 판단
- 현재 주가 수준은 단기적으로 기대감을 반영한 상황임에 따라 추가 상승여력은 제한적이고 차익실현 심리는 커질 수 있는 가능성 존재
- 단기적으로 실적/정책 기대가 선반영되었다는 점을 주목하며 투자심리/수급변화에 따른 단기 변동성 확대에 대해 경계심리 높여야할 시점

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Fixed Income

다시 연결고리를 찾는 금리와 부동산

- 금리와 부동산 간 연계에 주목한다는 취지의 부총리 발언으로 부동산 등 자산시장 동향에 대한 통화당국의 견해 표명 주목될 전망
- 자산시장 역시 통화정책의 목표 대상 중 하나라는 점에서 향후 기조에 대한 통화당국 표현 수위에 따라 의외의 금리 변동성 확대도 가능
- 다시 부동산과 연결고리를 찾는 금리 언급은 당사의 채권에 대한 보수적 접근 권고를 더욱 강화한다고 평가

공동락. dongrak.kong@daishin.com

Asset Allocation

요지부동 국채금리

- 나스닥 지수의 최고치 행진이 이어지고 있지만 미 국채 10년물 금리는 여전히 낮은 수준을 유지. 이는 연준의 적극적 통화완화 정책 때문
- 금리 상승을 자극할 수 있는 변수들 상승세: 1)손익분기인플레이션률 낙폭의 70% 만회, 2)원자재 가격 회복중, 3)미 경제지표 예상치 상회
- 글로벌 경기가 회복될수록 원자재 가격은 상승하고 물가 상승 기대감은 높아질 것. 실질금리가 하락할 때 주목해야 할 자산은 금

조승빈. seungbin.cho@daishin.com

Commodity

금, 원자재 시장의 Shining Star

- 금 가격은 2018년 8월 이후 상승세. 불확실성 확대로 중앙은행들은 금을 매입했고, 연준의 통화정책 전환은 안전자산 수요를 높임
- 저금리 기조가 지속되는 한 금 가격 상승세 지속 예상. 코로나19 불확실성 잔존, 위험자산 가격 상승으로 위험헤지수단으로 금 선호 현상
- 금융위기 이후 금 가격 상승세를 고려하면 연내 온스당 1,900달러 터치 전망. 한편 하반기 경기회복 시 은, 팔라듐 투자도 좋은 대안 상품

김소현. sohyun.kim@daishin.com

글로벌 전략

[20.7 월 시크릿 마켓 네비게이터] 거북이처럼 느리게

- 미국 정책 모드 소강상태 진입에 따른 증시 속도 조절 국면 진입. 토끼가 되기보다는 거북이가 되어 증시라는 경주에 참여해야 하는 시기
- 견고한 펀더멘탈이 상승 모멘텀으로 작용하지 않더라도 증시 하방 경직성을 높일 전망. 증시 흐름 답답할 수 있겠지만 Equity 선호 유지
- 만약 증시에 변동성이 찾아온다면, 미국 증시와 미국 언택트 기업/ETF를 담는 기회로 삼는 전략 유효

문남중. namjoong.moon@daishin.com

미국주식

매주 월요일 만나는 미국주식: 2/4 분기 실적시즌의 관전 포인트는 실적 회복 속도

- 2/4분기 실적에 대한 눈높이는 크게 낮출 필요
- 대부분 업종은 이익이 감소할 전망. 특히 에너지(원유), 경기소비재(자동차, 의류, 레저), 산업재(항공), 금융(은행) 업종의 실적 부진 예상
- 헬스케어 서비스(의료보험사), IT 소프트웨어, 반도체 업종을 중심으로 대응

이영한. yeonghan.lee@daishin.com

산업 및 종목 분석

[2Q20 Preview] 유통/의류업: 해외 소비의 국내 이전

- **2Q20 Overview:** 해외 소비의 국내 이전으로 국내 백화점 및 가전 유통업체 매출은 빠르게 개선
- **면세점:** 코로나19의 장기화로 국제적인 교류 급감은 면세산업에 치명적
- **마트:** 이른 바, 언택트 수요 증가로 마트 온라인몰 수요도 꾸준히 증가. 그러나 오프라인 채널의 부진으로 긍정적인 부분 희석
- **편의점:** 정상적인 등교가 불가능함에 따라 학교, 학원 주변 점포 부진. 그러나 양호한 출점, 효율적인 비용 집행 등으로 무난한 손익 달성 전망
- **브랜드:** 국내 의류 브랜드 매출 양호한 회복세, 그러나 중국 소비와 관련된 브랜드 매출은 면세점 매출이 급감하면서 부진 지속
- **제조:** 글로벌 고객사들의 극심한 실적 부진으로 3분기까지 동반 실적 악화 전망

유정현. junghyun.yu@daishin.com

[2Q20 Preview] 음식료: 터널을 지나고 눈부신 바깥 세상, 화장품: 코로나 19 가 촉발할 시장 판도 변화에 촉각을

- 대신증권 음식료 커버리지 15개사 중 2020년 2분기 컨센서스 영업이익을 하회할 것으로 예상되는 기업은 2개에 불과. 화장품 커버리지 4개사 역시 낮아진 컨센서스에 대체로 부합할 전망
- 음식료 업종에 대한 비중확대 의견 유지. 최선호주 CJ제일제당, 삼양식품, 차선호주 대상, 풀무원, 하이트진로 유지
- 화장품 업종에 대한 중립 의견 유지. 최선호주 코스맥스, 차선호주 LG생활건강 유지
- 목표주가 변동: CJ제일제당(45만원→49만원), 하이트진로(5만원→6만원), 농심(41만원→50만원)

한유정. yujung.han@daishin.com

[2Q20 Preveiw] 엔씨소프트: PER 20 배를 벗어날 때

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 120만원으로 20% 상향
- 일시적 아이템 프로모션 축소로 2Q20 리니지2M 일매출 28억원 전망
- 3분기 실적 반등, 하반기 리니지2M 해외 출시로 모멘텀 지속될 것

이민아. mina.lee@daishin.com

[2Q20 Preview] 펄어비스: 이브 에코스의 흥행 성과가 가장 중요

- 투자의견 시장수익률, 목표주가 21만원 유지
- 신작 흥행 부진 및 검은사막 모바일 매출 하락 반영해 20년 영업이익 추정치 기존 대비 19% 하향하나, 글로벌 게임 업체들의 밸류에이션 상승세 반영하여 12MF Target PER 상향
- 모바일 MMO 이브 에코스 글로벌 버전이 7월 최종 CBT 후 8/13 출시 예정으로 이브 에코스의 흥행 성과가 하반기 주가 향방 결정할 것

이민아. mina.lee@daishin.com

Strategy

이경민, kyoungmin.lee@daishin.com

기대를 선반영한 결과는?

- 삼성전자와 LG전자가 2/4분기 실적시즌을 서프라이즈로 시작했다. 한샘과 테크윙도 예상치를 상회하는 실적을 공개했다. 그 결과 2분기 KOSPI 영업이익 전망은 6.7% 상향조정되었고, 연간 영업이익 전망도 하향조정세가 멈췄다. 실적 서프라이즈를 기록한 반도체의 힘이 컸다(2분기 영업이익 20.1%, 연간 영업이익 1.48% 상향조정). 반도체와 KOSPI 실적 불확실성이 제어되는 것은 물론, 밸류에이션 부담이 완화될 수 있는 발판이 마련되었다. 실적 전망 상향조정 사이클 진입 여부는 좀 더 확인이 필요하지만, 진정국면으로 진입했다고 본다.

- 실적 서프라이즈 이후 단기 주가 흐름은 엇갈렸다. 실적 기대를 선반영한 삼성전자는 하락반전했고, LG전자도 등락을 거듭한 끝에 보합권에서 한 주를 마쳤다. 반면, 실적기대가 제한적이었던 한샘은 19.6% 급등세를 기록했다. 향후 실적에 대한 긍정적인 전망이 유입되었음에도 불구하고 단기 주가는 실적 기대를 선반영했는지 여부에 따라 향배가 엇갈린 것이다.

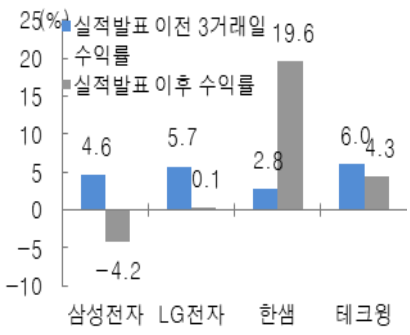
- 이는 6월 FOMC회의 이후 증시 반응과 비슷하다. 금융시장, 또는 주가 방향성에는 긍정적인 내용과 결과였다고 볼 수 있다. 그러나 단기적으로는 뉴스/이벤트 소멸과 함께 기대(주가/금융시장)와 현실(펀더멘털) 간의 괴리를 인지한 것이다. 향후 실적 결과에 대한 주가 반응도 부정적일 가능성이 높아 보인다. 실적 서프라이즈는 단기 차익실현의 빌미가, 실적 쇼크는 주가 급락의 이유가 될 수 있다. 즉, 현재 주가 수준은 단기적으로 기대감을 충분히 반영한 상황임에 따라 추가 상승여력은 제한적이고, 차익실현 심리는 커질 수 있다는 의미이다.

- 이번주(13일 예정) 한국형 뉴딜정책의 종합계획이 발표될 예정이다. 한국 경제와 산업/증시에 중요한 성장동력이 될 가능성이 높다고 생각한다. 다만, 지난주 일정이 공개된 이후 정책 기대감이 주가에 상당부분 선반영되었다. 주간 수익률 기준 소프트웨어, 2차전지, 태양광 관련주가 급등세를 기록했다. 단기 서프라이즈 효과, 상승동력은 약화되었다고 판단한다.

- 한편, 이번주 예정된 EU 정상회담에서 7,500억유로 규모의 펜데믹 구제 패키지를 두고 국가간 이견 때문에 승인이 또 다시 미뤄질 경우 달러 강세 압력이 커질 수 있다. 그동안 유럽의 정책 기대감으로 유로화는 강세를 보여왔다. 정책 기대가 실망감으로 바뀐다면 일시적인 유로 강세/달러 약세 구도가 약해질 수 있다.

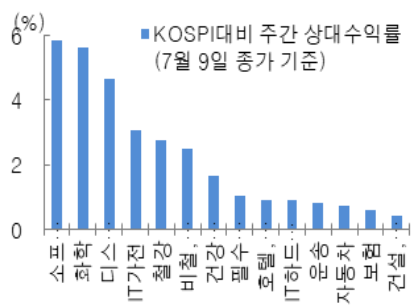
- 기업실적 서프라이즈, 장기 정책/계획 등은 KOSPI 상승추세에 긍정적인 변화이자, 중요한 상승동력이 될 전망이다. 다만, 단기적으로 실적/정책 기대가 선반영되었다는 점을 간과해서는 안된다. 특히, 코로나19 확산이 지속되는 가운데 외환시장 변동성이 확대될 경우 외국인 차익매물 압력이 강해질 수 있다. 중기 추세는 견고해지고 있지만, 투자심리/수급변화에 따른 단기 변동성 확대에 대한 경계심리는 더 높여야할 시점이다.

주가는 실적 기대 선반영 이후 하락반전



자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

정책기대 선반영(인터넷, 2차전지, 태양광 등)



자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

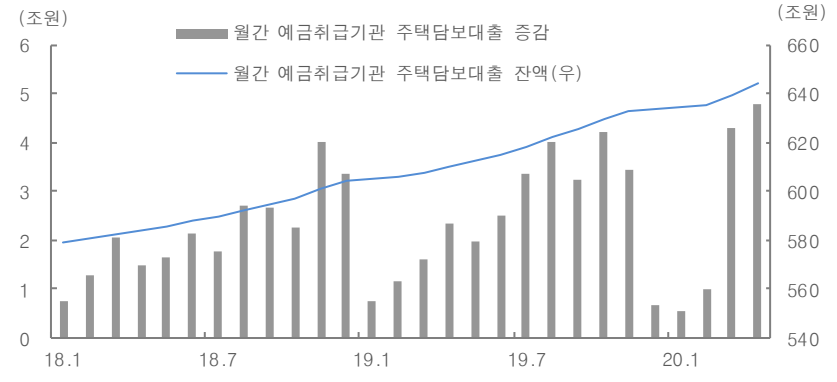
Fixed Income

공동락 dongrak.kong@daishin.com

다시 연결고리를 찾는 금리와 부동산

- 금리와 부동산 간의 연계에 주목한다는 취지의 부총리 발언으로 인해 7월 금통위를 앞두고 실물경제 여건만큼이나 부동산 등 자산시장 동향에 대한 통화당국의 견해 표명에 이목이 집중될 것으로 보인다.
- 당장 기준금리는 현 수준인 0.50%에서 동결될 가능성이 높지만 향후 기조에 대한 통화당국의 표현 수위에 따라 의외의 금리 변동성 확대도 나타날 수 있다는 견해다.
- 지난 10일 홍남기 경제부총리는 "아마 (기준)금리는 부동산시장과 연계해서 생각할 수도 있다"고 진단했다. 금리 담당자는 아니나 저금리를 재검토할 시점이 아니냐는 기자의 질문에 이와 같이 답변한 것으로 알려졌다.
- 당사는 과거 금융안정이라는 경로를 통해 기준금리와 부동산시장이 연계됐던 상황들이 적잖게 있었다는 점, 자산시장 역시 통화정책의 목표 대상 가운데 하나로 평가를 받고 있는 점 등을 감안할 때 홍부총리의 이번 발언은 자극히 원론적인 수준으로 간주될 수도 있겠으나 추후 통화당국의 행보에 직간접적인 영향을 미칠 수 있다는 판단이다.
- 코로나19 이후 거의 단일한 방향으로 통화정책 행보에 대한 기대가 '완화' 혹은 '완화 기조의 유지' 쪽으로 쏠려있는 상황에서 부동산 문제와 연계된 금리정책에 대한 언급 그 자체 만으로도 주목을 받을 수 있다. 특히나 현재 정부가 아파트 등 주택과 관련해서도 향후 매우 타이트한 행보를 예고하고 있다는 점에서 금리 정책과의 연계 가능성도 배제하기 어렵다.
- 실제 최근 공개된 5월 금통위 의사록에 따르면 위원들은 당시 기준금리를 사상 최저치인 0.50%로 인하하면서도 금융안정에 위협을 줄 수 있다는 시각을 적잖게 드러냈다. 당장 경기를 부양해야 할 필요성이 큰 만큼 금리는 내리지만 이에 따른 부작용으로 일컬어지는 과도한 유동성이나 부채 문제를 우려했을 뿐만 아니라 주택시장으로의 자금 쏠림에 대해 직접적으로 지적하는 의견들도 있었다.
- 통화당국은 그간 금리의 실효하한을 명분으로 추가적인 기준금리 인하가 쉽지 않다는 견해를 꾸준히 밝혀왔다. 자본유출에 대한 우려를 근거로 한국의 기준금리가 적어도 기축통화국인 미국보다는 높아야 하는 것이 아니냐는 진단이었다.
- 이에 당사는 올해 기준금리가 연말까지 현 수준에서 그대로 동결될 것으로 전망했고, 전략적인 관점에서 채권시장 내에서 가장 강력한 시중금리 하락 재료인 추가 금리 인하를 기대하기 힘든 만큼 채권투자 매력이 감소했다는 견해를 밝혔다. 이번처럼 다시 부동산과 연결고리를 찾는 금리 언급은 당사의 채권에 대한 보수적인 접근 권고를 더욱 강화한다고 평가한다.

한국 월간 예금취급기관 주택담보대출 잔액과 증감



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

Asset Allocation

조승빈, seungbin.cho@daishin.com

요지부동 국채금리

- 나스닥 지수의 최고치 행진이 이어지고 있지만 미 국채 10년물 금리는 여전히 낮은 수준을 유지하고 있다. 지난 9일 미 국채 10년물 금리는 0.596%로 두 달여만에 0.6%선을 하회했고, 지난 3월 저점이었던 0.541%와는 0.05%p 차이밖에 나지않는 상황이다.

- 좀처럼 올라오지 못하는 국채금리와 달리 금리 상승을 자극할 수 있는 변수들은 상승세를 나타내고 있다. 인플레이션에 대한 투자자들의 기대치를 가늠해볼 수 있는 손익분기 인플레이션률(Break-Even Inflation rate)은 3월 저점 이후 1.05%p 상승했다. 코로나19 이전에 기록했던 1.6%대와 비교하면 낙폭의 70% 이상을 만회한 것이다.

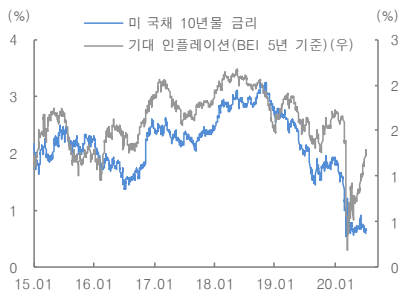
- 기대 인플레이션은 원자재 가격의 움직임에 영향을 받는다. 코로나19로 급락했던 CRB 원자재 가격지수는 저점 대비 32.1% 반등했다. 전년동기와 비교하면 20% 이상 낮은 수준이긴 하지만, 원자재 가격의 회복은 물가 상승에 대한 기대감을 높일 수 있는 요인이다. 특히, 최근에는 구리가격의 상승세가 두드러지는 모습인데, 과거 금 가격 대비 구리 가격의 상대지수가 상승세를 나타낼 때 기대 인플레이션도 상승하는 모습이 나타났다. 경제활동 정상화가 이어지고, 글로벌 제조업 생산이 본격적으로 늘어날 경우 원자재 가격의 추가 상승도 가능할 것으로 판단한다.

- 최근 미국의 경제지표가 예상치를 상회하고 있는 것도 기대 인플레이션을 자극하는 변수다. 4월 한때 -144.6p를 기록했던 미국 경제지표 서프라이즈 인덱스는 최근 224p로 3월 고점을 돌파했다. 경제지표에 대한 기대치가 크게 낮아져 있었다는 점을 고려하더라도 예상보다 양호한 경제지표는 경기회복에 대한 기대감을 높이는 요인이다.

- 기대 인플레이션 상승에 영향을 줄 수 있는 변수들이 높아지고 있음에도 불구하고 국채금리가 좀처럼 상승세를 나타내지 못하는 이유는 연준의 적극적인 통화완화 정책 때문이다. 연준은 경기회복이 본격화되기 전까지 낮은 금리 수준을 유지할 가능성이 높다. 지금까지는 경기침체를 막기 위해 자산을 매입했지만 향후에는 명목금리의 상승을 억제하기 위한 자산매입도 가능할 것으로 예상한다.

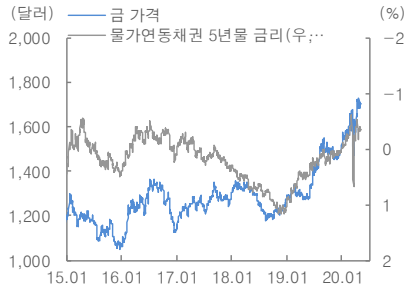
- 코로나19 이전 수준으로의 회복이 쉽진 않겠지만 글로벌 경기가 회복될수록 원자재 가격은 상승하고 물가 상승 기대감은 높아질 것으로 예상한다. 기대 인플레이션은 높아지는 가운데 명목금리 상승이 제한된다면 실질금리는 하락하게 된다. 실질금리가 하락할 때 주목해야 할 자산은 금이다. 금 가격은 실질금리와 반대로 움직였기 때문이다. 금은 밸류에이션 부담으로 인한 글로벌 주식시장의 변동성 확대 국면에도 대비할 수 있는 자산이라는 점에서 금에 대한 관심은 지속될 가능성이 높다고 판단한다.

기대 인플레이션과 달리 국채금리는 낮아



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

실질금리 하락국면에서 주목해야 할 자산은 금



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Commodity

금,
원자재시장의 Shining Star

김소현 sohyun.kim@daishin.com

- 금 가격은 온스당 1,803.55달러로 2011년 9월 이후 처음으로 1,800달러대를 돌파했다(7월 9일 기준). 금 가격은 연초대비 18.87% 상승했으며, 자산시장 내 수익률도 상위권이다. 금 외에도 귀금속 섹터 내 은과 팔라듐 가격도 상승하고 있다.

- 금 가격은 2018년 8월 이후 상승세를 이어나가고 있다. 미중 무역분쟁 등 정치 불확실성으로 투자자들과 세계 중앙은행들은 금 매입을 하기 시작했고, 연준의 통화정책 전환은 미국 경제에 대한 불확실성으로 해석되어 안전자산 수요가 늘어났다. 또한, 안전자산으로 분류될 수 있는 미국채의 금리 하락도 상대적으로 금의 매력을 높였다. 여기에 코로나19에 따른 경기쇼크는 안전자산으로서의 금 지위를 굳혀줬다.

- 현재의 금 가격 상승세가 지속될 수 있을까? 저금리 기조가 지속되는 한 가능성이 높다고 판단한다. 코로나19 재확산에 대한 불확실성이 여전히 존재하며, 중앙은행들의 유동성 공급으로 위험자산 가격 상승이 이어지는 가운데 위험 헤지 수단으로 금이 선호되고 있기 때문이다. 또한, 향후 경기 회복을 위해 전세계 국가들은 재정지출을 더욱 늘려나갈 텐데 정부의 부채부담 완화를 위해서 금리 상승은 억제될 가능성이 높다. 연말로 갈수록 높아질 달러화 약세 압력도 금 가격 상승을 지지할 것으로 예상한다.

- 금 가격은 연내에 역사상 최고치인 온스당 1,900달러를 터치할 수 있을 것으로 전망한다. 우호적인 금 가격 상승 배경 외에도 과거 금 가격 상승 기간*과 수익률을 고려했을 때 추가 상승 여력이 높다. 현재의 금 가격 상승은 금융위기 이후의 상황과 유사하다. 금융위기 이후 금 가격은 약 2년 10개월간 167% 상승했다. 유럽 재정위기 심화, 미국 더블딥 우려 등으로 안전자산 선호로 개인과 중앙은행의 금 수요가 증가했으며, 미국 중심의 양적완화로 유동성이 대규모로 공급되었다.

- 하반기 경기회복을 감안할 때 금 외에도 은과 팔라듐 투자도 고려해 볼 만하다. 안전자산 수요 유입 시 귀금속 가격은 동반 상승하는 경우가 많은데, 은은 금 가격 상승에 부담을 느끼는 투자자들에게 좋은 대안 상품이다. 반면, 팔라듐의 경우 자동차 제조업 회복 및 자동차 배출 규제 강화의 수혜를 받을 것으로 예상한다.

*금 가격은 1971년 미국 닉슨대통령이 달러와 금의 연결고리를 끊은(달러와 금의 태환금지) 이후 크게 2번의 상승과 하락 구간이 존재. 1차 상승기(76.8~80.1)에 금 가격은 3년 5개월간 720% 상승. 달러 약세, 지정학적 리스크(러시아의 아프가니스탄 침공 및 이란의 미국 인질 사태)와 오일쇼크 등에 따른 인플레이션 우려가 금 가격 상승을 이끎. 2차 상승기는 금융위기를 기점으로 2구간으로 1구간(01.4~08.3)에서 7년간 292%, 2구간(08.11~11.9)에서 약 2년 10개월간 167% 상승. 중국, 인도 등 이머징 국가들 수요 증가, 금융규제 완화로 금 ETF 상품의 최초 상장, 투기적 자금 유입 본격화, 달러 약세가 금 상승 배경임

과거 금 가격 상승 구간을 고려 시 금은 역사상 최고치를 재경신할 수 있을 전망

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 전략

문남중 namjoong.moon@daishin.com

거북이처럼 느리게

정책에서 펀더멘탈로 게임의 법칙이 바뀌는 시점

- 하반기 시작인 7월 들어 증시 속 게임의 법칙이 바뀌고 있다. 그동안 실물경기 회복 속도보다 가팔랐던 증시 상승 속도의 배경이 '정책' 이었다면, 현 증시는 정책보다는 정책의 결과물인 '펀더멘탈' 에 주목하며 증시의 방향성이 결정되고 있다.
- 증시의 가늠자라고 할 수 있는 미국 행정부와 연준의 정책 카드는 7월 소강상태에 진입했다. 다섯번째 경기 부양책은 현재 논의 중이며 빠르면 7월 말 상원 통과가 예정된 점, 연준은 과거 전례없는 정책카드를 상반기 소진하면서 향후 경기 우려가 커질 경우 정책 대응에 임하겠다는 관조적 태도를 유지할 가능성이 크다.
- 미국과 중국의 6월 제조업PMI가 각각 처음, 4개월 연속으로 경기 확장 국면에 위치하면서, 향후 경기 회복에 대한 기대감을 높이기 시작했다. (미국/중국 6월 제조업 PMI 52.6%/50.9%).
- 경제지표에 대한 시장의 기대치와 실제치간의 괴리를 통해, 향후 경제 전망을 살펴볼 수 있는 시티 매크로 서프라이즈 인덱스의 경우 0을 상회하며 향후 경기회복에 대한 기대치를 높이고 있다.
- 기대가 낮아진 정책보다는 회복을 통한 기대를 높일 수 있는 경제지표가 시장 관심의 중심에 서며, 7월 증시의 방향성은 경제지표 결과에 일희일비하는 장세로 연출될 수 밖에 없다.

투자전략: 증시 흐름 답답할 수 있겠지만, Equity 선호 유지. 만약 증시 출렁일 경우, 미국 증시와 미국 언택트 기업을 담는 기회로 삼는 전략 유효

- 7월 발표되는 6월 경제지표는 5월 경제 정상화 재개 이후, 각 경제주체의 활동범위를 넓히며 소비지출과 공급망 일부 재개를 통해 코로나19의 직접적 영향권에 노출된 4~5월 시기보다는 개선될 여지가 높다.
- 올해 연간으로 -8.0%(YoY, 이하) 성장이 예상되는 미국 경제성장률도 2Q를 저점으로 3Q -10.4%, 4Q -6.5% 하반기 회복 속도를 높일 것으로 보여, 미국의 펀더멘탈 회복은 글로벌 증시의 하방 경직성을 높여줄 것이다.
- 상반기 증시의 특징이 코로나19 위기 대응을 위한 각국의 정책대응을 바탕으로 상승강도가 강했지만, 7월 한달간 증시는 정책 모멘텀 부재를 견고한 펀더멘탈이 가져온 향후 경기 회복 기대가 완충하며 증시는 속도 조절 국면에 진입할 가능성이 크다고 판단한다.
- 호재와 악재 어느 한 축에 무게감이 더해지기 어려운 상황에서, 만약 코로나19 재확산 우려가 상반기 고공행진을 해온 증시의 밸류에이션 논란을 부추기며 변동성을 키울 수 있다. 만약 변동성이 찾아온다면 미국 증시와 미국 언텍트 기업/ETF를 담는 기회로 삼는 전략이 유효하다(참조 P15). 다가오는 20.4Q 코로나19에서 벗어나는 경제, 미국 대선을 통해 차기 행정부의 정책 기대감이 Equity 선호를 높일 것이다.

미국주식

2/4분기 실적시즌의 관전 포인트는 실적 회복 속도

이영한, yeonghan.lee@daishin.com

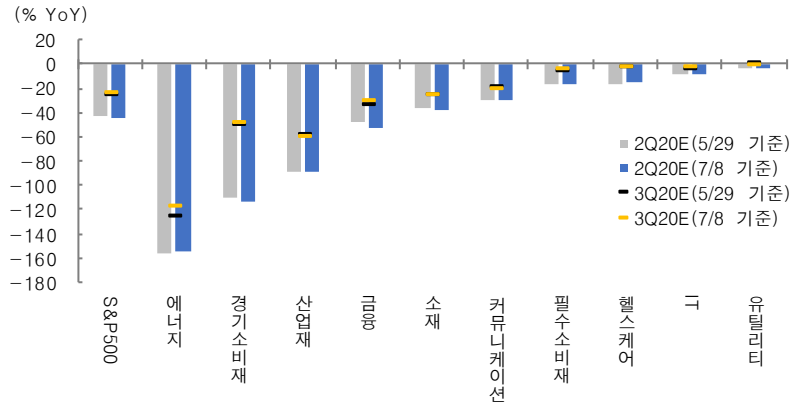
- 미국 기업이 은행주를 시작으로 2/4분기 실적시즌에 돌입한다. 이번 실적시즌에서는 실적 충격의 회복력을 확인하는 과정이 진행될 것이다. 코로나19 여파로 이익 전망에 대한 기대감이 낮아진 만큼 이익 개선 기대가 높은 업종 또는 실적 추정치 상향조정 종목으로 쏠림 현상이 뚜렷해질 전망이다.

- 2/4분기 실적에 대한 눈높이는 크게 낮출 필요가 있다. I/B/E/S 실적 추정에 따르면 S&P500 기업의 2/4분기 순이익은 전년동기 대비 43.9% 급감할 것으로 전망된다. 코로나19 충격이 실적 추정에 반영된 5월 말과 비교해도 2/4분기 S&P500 기업의 순이익은 당초 예상보다 소폭 하향 조정됐다. 하반기에는 실적 회복이 기대된다. 다만 실적 회복 속도는 경제 정상화 속도에 좌우될 가능성이 높다. 현재 분기별 순이익 증가율(yoy) 경로는 2Q20E: -43.9%, 3Q20E: -24.7%, 4Q20E: -13.2%, 1Q21E: +12.2%로 추정되고 있지만, 코로나19 재확산으로 실물•심리 경제지표가 다시 꺾인다면 실적 불확실성에 대한 민감도가 높아질 수밖에 없다.

- 대부분 업종은 이익이 감소할 전망이다. 특히 에너지(원유), 경기소비재(자동차, 의류, 레저), 산업재(항공), 금융(은행) 업종의 실적이 부진할 것으로 예상되며 산업재와 커뮤니케이션 서비스 업종은 3/4분기까지 이익 하향조정이 진행되고 있다. 시클리컬 업종은 5월 들어 경제지표가 반등하면서 투자심리가 개선되고 있지만, 코로나19 충격이 컸던 만큼 유의미한 실적 회복이 나타나기까지 시간이 필요하다고 판단한다.

- 헬스케어 서비스(의료보험사), IT 소프트웨어, 반도체 업종을 중심으로 대응이 필요하다. 이들은 업종 내 주요 종목들이 실적 성장세를 이어갈 것으로 예상되고 이익 상향 조정 기업 수가 상대적으로 많기 때문이다. 반도체 업종은 2/4분기 어닝 서프라이즈 가능성은 크지 않지만 3/4분기에 이익 모멘텀이 강해질 전망이다. 유나이티드헬스 그룹(Unitedhealth Group, UNH), 휴마나(Humana, HUM), 어도비(Adobe, ADBE), 엔비디아(Nvidia, NVDA), AMD(Advanced Micro Devices, AMD) 등 기업에 주목해야 한다.

S&P500, 업종별 EPS 증가율; 2/4분기 실적 눈높이는 낮추고 실적 회복 속도에 주목



자료: I/B/E/S, Refinitiv, 대신증권 Research Center

유통/의류

해외 소비의 국내 이전

유정현 junghyun.yu@daishin.com

투자의견

Overweight

유통업: 비중확대, 유지
의류업: 비중확대, 유지

종목명	투자의견	목표주가
호텔신라	BUY	90,000원
신세계	BUY	320,000원
이마트	BUY	140,000원
롯데하이마트	BUY	44,000원
GS리테일	BUY	50,000원
한섬	BUY	42,000원
휠라홀딩스	BUY	48,000원
F&F	BUY	116,000원
화승엔터프라이즈	BUY	20,000원
한세실업	BUY	16,000원
영원무역	BUY	40,000원

길어지는 Pandemic 상황, 해외 소비의 국내 이전 효과를 키운다

- 2분기 전세계 코로나19가 본격적으로 확산되면서 수출 등 교역이 크게 감소하고 우리 일상에 미치는 영향이 커지기 시작했다. 이 때문에 4월 수출액은 yoy -25.5%까지 역성장했고 소비심리도 70.8으로 2008년 금융 위기 이후 최저치를 기록했다. 그러나 5월 들어 사회적 거리두기 완화 및 정부의 재난지원금 교부 효과로 소비심리가 개선되는 모습을 보였고, 수출도 전월 대비 소폭 개선되었으며 6월은 이러한 추세가 더 뚜렷해졌다.

- 국내 소비는 소비심리 개선과 사회적 거리두기 완화 영향 뿐만 아니라 해외 소비의 내수 이전 소비 효과로 빠르게 개선되고 있다. 5월 백화점 품목 중 가전과 가구 등이 포함된 생활용품 매출이 18% 증가했고 명품이 19% 증가한 것으로 집계됐다. 6월의 경우 생활용품과 명품 판매 증가율이 5월 보다 더 높은 +30% 수준에 이르는 것으로 전해지고 있는데 이는 코로나19로 집에 있는 시간이 길어지면서 가구와 가전의 교체 및 신규 수요가 늘고, 해외 여행이 불가능해지면서 소비자들의 명품 등 고가 소비재 구매 니즈가 더욱 증가하였기 때문이다.

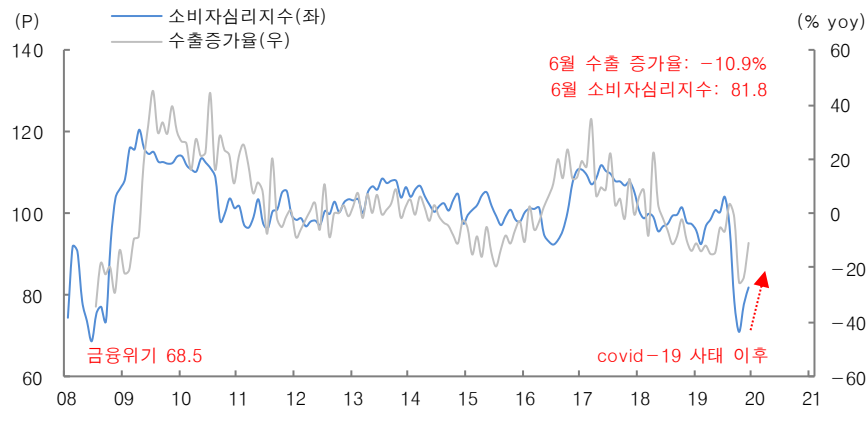
- 예상보다 강한 내수 소비 회복 흐름세로 가전 판매 채널의 수혜가 나타나기 시작했다. 고가 소비재를 주로 판매하는 백화점 매출액도 5월부터 빠르게 회복되고 있다. 비대면 소비, 이른 바 "언택트" 소비 확산으로 연초부터 급성장하던 온라인 쇼핑 시장의 양호한 성장 흐름도 지속 중이다. 그러나 국내 유통업체들 대다수의 경우 이렇듯 양호한 소비 흐름에도 불구하고 소비 회복 흐름의 수혜에서 한걸음 비켜나있다. 이는 해외 소비를 바탕으로 성장하던 면세업계가 여전히 힘든 상황인데다 고성장하는 온라인 쇼핑 시장의 성장분의 대부분을 기성 유통업체가 아닌, 인터넷 플랫폼 사업자들이 가져가고 있기 때문이다.

Top Picks: 롯데하이마트, 한섬

- 롯데하이마트: 집안에 거주하는 시간이 늘면서 TV 등 마진이 좋은 대형가전 매출 증가, 이른 더위로 에어컨 판매도 호조

- 한섬: 온라인 매출 급증하며 손익 개선, 화장품 사업 시작으로 valuation discount도 일부 해소

수출 증가율 & 소비심리 흐름



자료: 한국은행, 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

음식료/ 화장품

음식료: 터널을 지나고 눈부신 바깥 세상
화장품: 코로나19가 촉발할 시장 판도 변화에 촉각을

한유정 yujung.han@daishin.com

투자의견

[음식료] Overweight
[화장품] Neutral

음식료: 비중확대, 유지
화장품: 중립, 유지

종목명	투자의견	목표주가
KT&G	BUY	110,000원(–)
CJ제일제당	BUY	490,000원(▲)
하이트진로	BUY	60,000원(▲)
농심	BUY	500,000원(▲)
매일유업	BUY	100,000원(–)
LG생활건강	BUY	1,800,000원(–)
아모레퍼시픽	BUY	220,000원(–)

[음식료] 터널을 지나고 눈부신 바깥 세상

– 7월 9일 종가 기준 연초 이후 음식료 업종(담배 제외) 23% 주가 상승에도 12M Fwd PER은 코스피 대비 16% 할증에 불과하여 역사적 하단 수준에 위치해있다. 2014~2015년 곡물가 급락에 따른 원가율 개선, 1인 가구 확대에 따른 양적 · 질적 성장 기대, 중국 진출 본격화에 따른 해외 성장 기대 등으로 가파른 Re-rating이 이루어진 이후 곡물가 하향 안정화에 따른 가격 인상 모멘텀 약화, 가정간편식 경쟁 심화로 2016~2019년 길고 긴 De-rating의 구간을 지나왔다.

– 2019년 상반기 가공식품 업계 수익성 악화 심화로 이후 주요 기업들의 수익성 개선 기조가 이어졌다. 이에 2020년 초 코로나19 확산 및 장기화에 따른 내식 수요 증가가 더해져 수익성 개선세가 이어질 것으로 기대된다. 이에 대신증권 음식료 커버리지 15개사 중 2020년 2분기 컨센서스 영업이익을 하회할 것으로 예상되는 기업은 2개에 불과하다.

– 음식료 업종에 대한 비중확대 의견을 유지하며 최선호주 CJ제일제당, 삼양식품, 차선호주 대상, 풀무원, 하이트진로를 유지한다.

[화장품] 코로나19가 촉발할 시장 판도 변화에 촉각을

– 대신증권 화장품 커버리지 4개사 대부분 2분기 영업이익은 낮아진 시장 기대치에 부합할 전망이다. 하지만 2분기 실적 시즌 이후 하반기 반등을 기대하기 위해서는 해외 입국자 자가격리조치 해제 및 인바운드 회복 등의 선제조건이 필요하다.

– 중국의 소비심리와 소매유통 흐름이 2월 초를 저점으로 빠르게 회복되고 있는 반면 한국 화장품 브랜드들이 우위를 점했던 면세 채널의 공백이 장기화됨에 따라 한국 화장품의 점유율 하락이 우려된다. 해외 법인의 성장으로 면세 부진이 상쇄 가능할 것으로 기대되는 종목 위주로의 보수적 접근을 추천한다.

– 화장품 업종에 대한 중립 의견을 유지하며 최선호주 코스맥스, 차선호주 LG생활건강을 유지한다.

엔씨소프트 (036570)

PER 20배를 벗어날 때

이민아
mina.lee@daishin.com

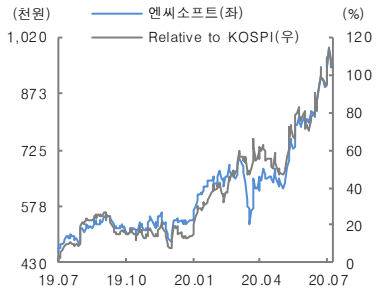
투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	1,200,000 상향
현재주가 (20.07.10)	944,000

디지털컨텐츠업종

4차 산업혁명/안전등급	Sky Blue

KOSPI	2150.25
시가총액	20,725십억원
시가총액비중	1.52%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	995,000원 / 481,500원
120일 평균거래대금	873억원
외국인지분율	51.29%
주요주주	김택진 외 9 인 12.00% 국민연금공단 11.22%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.8	45.2	55.3	94.0
상대수익률	17.3	25.7	59.3	85.8



투자의견 매수 유지, 목표주가 120만원으로 20% 상향

- 글로벌 게임 peer 주가와 밸류에이션 상승 추세. Peer valuation 상승을 반영해 12MF Target PER 기존 20.6배에서 25.3배로 상향

일시적 아이템 프로모션 축소로 2Q20 리니지2M 일매출 28억원 전망

- 2분기 매출액 6,338억원(YoY 54%, QoQ -13%), 영업이익 2,385억원(YoY 84%, QoQ -1%) 예상. 영업이익은 컨센서스 2,485억원 하회 전망
- 2분기 리니지2M 일매출 28억원(QoQ -26%) 예상. 6월 24일 시행된 '크로니클III' 업데이트를 앞두고 일시적으로 아이템 프로모션 축소한 것에 기인
- 리니지M 역시 2분기에는 대규모 업데이트가 없었음. 2분기 리니지M 한국 일매출 22억원(QoQ -5%) 예상
- 두 게임 모두 3분기에는 매출 반등 예상. 리니지2M은 '크로니클III' 업데이트 효과, 리니지M은 7월 8일 5번째 에피소드 '타이탄' 업데이트 진행 효과
- 1분기 지급된 대규모 인센티브 제거로 인건비는 1,551억원(YoY 23%, QoQ -27%)으로 안정화 전망

3분기 실적 반등, 하반기 리니지2M 해외 출시로 모멘텀 지속될 것

- 주요 게임 대규모 업데이트 효과로 3분기 영업이익 2,661억원(YoY 106%, QoQ 12%)으로 반등 예상
- 하반기 리니지2M 해외 출시 일정 구체화 전망. 국내 흥행 성과가 예상보다 좋았던 만큼 해외 출시를 앞두고 기대감 지속적으로 높아질 전망
- 신작 블레이드&소울2 출시 일정, 프로젝트TL의 CBT 일정 등도 주목 필요

(단위: 십억원, %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20(F)					3Q20		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	411	731	644	634	54.3	-13.3	639	684	71.9	7.9
영업이익	129	241	246	239	84.3	-1.2	249	266	106.4	11.5
순이익	116	195	199	193	65.8	-1.1	195	214	89.1	11.0

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,715	1,701	2,800	3,459	3,648
영업이익	615	479	1,044	1,464	1,537
세전순이익	637	496	1,089	1,505	1,578
총당기순이익	421	359	837	1,159	1,215
지배지분순이익	418	358	837	1,159	1,215
EPS	19,061	16,326	38,136	52,790	55,354
PER	24.5	33.1	24.8	17.9	17.1
BPS	107,923	113,027	144,252	187,603	232,284
PBR	4.3	4.8	6.5	5.0	4.1
ROE	16.4	14.8	29.6	31.8	26.4

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

펄어비스 (263750)

이브 에코스의 흥행 성과가 가장 중요

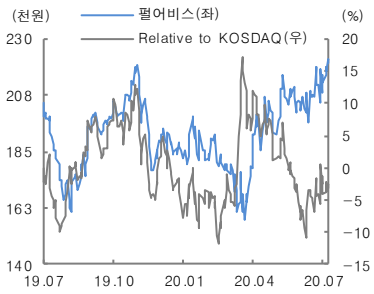
이민아
mina.lee@daishin.com

투자의견	Marketperform 시장수익률, 유지
6개월 목표주가	210,000 유지
현재주가 (20.07.10)	220,700 디지털컨텐츠업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	772.81
시가총액	2,887십억원
시가총액비중	1.13%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	222,000원 / 157,600원
120일 평균거래대금	128억원
외국인지분율	22.11%
주요주주	김대일 외 11 인 49.86% GIC Private Limited 6.06%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.0	12.6	15.2	10.9
상대수익률	7.9	-10.9	0.4	-4.3



투자의견 시장수익률(Marketperform)과 목표주가 21만원 유지

- 신작 흥행 부진과 검은사막 모바일 매출 하락을 반영해 20년 영업이익 추정치를 기존 대비 19% 하향
- 반면 글로벌 게임 업체들의 주가와 밸류에이션 상승을 고려하여 12MF Target PER은 기존 15배에서 19배로 상향. Target PER은 액티비전블리자드, EA 등 글로벌 게임 9개사의 12MF PER 평균 20% 할인
- 결론적으로 목표주가는 21만원으로 기존과 동일

검은사막 모바일 매출 감소세

- 2분기 매출액 1,281억원(YoY -16%, QoQ -4%), 영업이익 411억원(YoY -29%, QoQ -11%) 예상. 영업이익은 최근 낮아진 컨센서스 423억원에 부합 전망
- 신작 매출 기여가 제한적인 가운데 검은사막 모바일 매출 감소세. 2분기 모바일 게임 매출액 602억원(QoQ -16%) 예상
- 검은사막 PC는 일본 서비스 이관 효과로 회계상 매출은 전분기대비 증가. 그러나 지급수수료 역시 같이 증가하는 구조로 이익에 영향은 제한적
- 이브 차이나, 샤도우아레나 실적 기여 제한적
- 모바일 MMO 이브 에코스는 7월 최종 CBT 후 8/13 출시 예정. 붉은 사막, 도깨비, 플랜8 등 차기 기대작 출시가 21년 4분기 이후로 예정되어 있는 만큼 이브 에코스의 글로벌 흥행 성과가 하반기 주가 향방을 결정할 것

(단위: 십억원, %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20(F)					3Q20		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	152	133	142	128	-15.8	-3.8	132	127	-5.8	-1.2
영업이익	57	46	51	41	-27.9	-11.1	42	37	-6.1	-9.5
순이익	52	48	43	37	-28.4	-23.6	41	34	-23.1	-8.8

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	405	536	527	584	700
영업이익	168	151	167	158	190
세전순이익	175	162	190	172	204
총당기순이익	146	138	157	142	169
지배지분순이익	146	138	157	142	169
EPS	11,591	10,646	12,057	10,919	12,966
PER	17.9	17.4	18.3	20.2	17.0
BPS	32,295	42,015	54,019	64,936	77,900
PBR	6.4	4.4	4.1	3.4	2.8
ROE	42.9	29.0	25.1	18.4	18.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 펄어비스, 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.