

Morning Meeting Brief

Macro

'마이너스의 손'은 없다

- 코로나19 여파로 제로 수준의 기준금리 시행하면서 통화정책 여력 우려 커짐. 이에 비전통적 통화정책 수단에 대한 활발한 논의
- 마이너스 금리정책의 경우 당장 연준이 실시할 가능성은 매우 제한적이라는 견해. 수익률곡선 통제 역시 시행 가능성은 낮다고 판단
- 비전통적 통화정책에 대한 제한적 논의와 통화정책 모멘텀 약화로 중장기적(6개월 전후) 시각에서 채권에 대한 보수적인 시각 유지

공동락, dongrak.kong@daishin.com

대체투자

대체투자계의 인컴형 자산 'BDC'

- 금융위가 올해 하반기 비상장 벤처기업에 투자하는 기업성장투자기구(BDC) 도입을 추진하면서 거래소를 통한 비상장기업 투자의 길 열려
- BDC의 운용전략은 스타트업이나 턴어라운드 가능성이 높은 기업을 발굴해 자금을 지원하고, 배당, 이자 등의 수익을 투자자에게 배당으로 제공하는 형태로 투자자에게 또 하나의 인컴형 자산으로 기능
- 미국 BDC 수익의 대부분이 9~11%대의 대출 이자로 이루어지는 반면 국내의 중소기업 대출금리는 상대적으로 낮기 때문에 지분투자, 인수합병, 기업공개를 통한 수익 실현 필요

미래산업팀

산업 및 종목 분석

[2Q20 Preview] 컴투스: 다시 한번 걸어보는 기대

- 투자이건 매수로 상향, 목표주가 16만원으로 상향
- 2분기 서머너즈위 6주년 기념 업데이트 성공적, 영업이익 컨센서스 상회 전망
- 서머너즈위: 백년전쟁, 3분기 글로벌 CBT 후 4분기 출시 예정

이민아, mina.lee@daishin.com

[2Q20 Preview] 리노공업: 따라올 테면 따라와바

- 투자이건 매수 유지, 목표주가 15만원으로 20% 상향
- 20년 2분기 매출 546억원(+5% QoQ), 영업이익 217억원(+9% QoQ) 전망
- 4G AP대비 5G AP의 소켓당 핀수는 40% 증가, PC용 프로세서는 5G AP대비 추가 50% 증가 전망. IC소켓의 출하량(Q)과 평균판매가격(ASP) 고성장 예상

이수빈, subin.lee@daishin.com

[Issue Comment] 증권업: 지금 증권주를 사야하나?

- 유동성의 힘으로 증권사 실적 호조, 그러나 거래대금만으로 매수하기엔 한계가 있음. 증권주를 사되 좀더 중기적이고 확실한 논리가 필요
- 해외주식의 성장에 주목, 2020년 6월까지의 외화주식결제금액은 560억달러(매수+매도 합산)로 지난해 연간 결제금액인 410억달러를 이미 반기만에 돌파. 물론 코로나 영향도 간과할 순 없지만, 해외주식의 성장은 어차피 흐름
- 중기적 관점에서 미래에셋대우가 가장 유망. 브로커리지수수료수익에서 해외주식이 차지하는 비중이 30%로 가장 높으며, 미래에셋대우의 해외주식 예약자산은 1분기 8.3조원을 기록, 2분기에는 10조원을 상회할 전망

박혜진, hyejin.park@daishin.com

[Issue Comment] KT&G 증권선물위원회 조사감리결과 확정

- 증권선물위원회, KT&G 분식회계 고의성 없다 최종 결론
- 고의 분식 결론 시 거래 정지 등의 중징계가 예상되어 연중 불안감이 크게 증폭되어왔던 바 있음. 최종 확정으로 관련 불확실성 해소
- 주가도, 실적도 저점 통과 예상

한유정. yujung.han@daishin.com

[2QFY20 Review] ASML: 잠시 주춤, 매수 기회

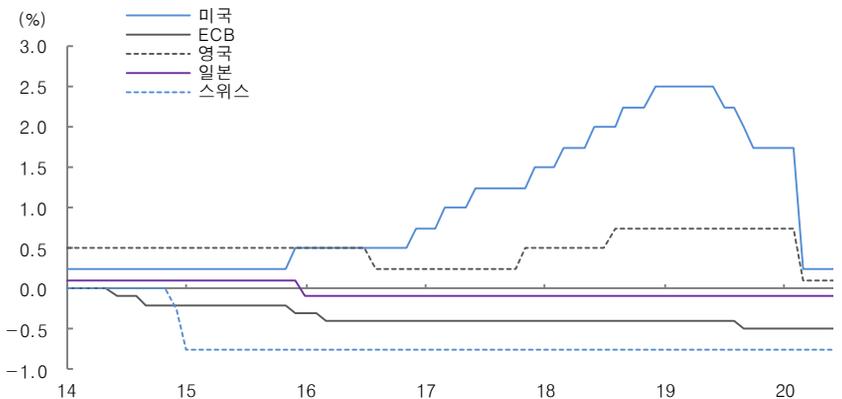
- 2분기 매출 33.3억유로(+36% q/q, +30% y/y), GPM 48.2%, 영업이익 905백만유로(+112% q/q, +83% y/y) 기록. 분기 초 코로나19로 2대 EUV 장비 공장 승인(FAT) 지연되며 컨센서스 하회
- 2분기 EUV 장비 선적 9대, 매출인식은 5대(2Q선적)+2대(1Q 선적) 총 7대
- 2분기 수주 금액은 11억유로로 1분기 32억, 19년 4분기 24억유로 대비 하락. 수주잔고는 95억유로로 54대의 EUV 장비 포함(21년 28대 매출인식 예정)
- 20년 EUV 장비 출하량 35대로 유지. 그 중 80~90%가 로직항임. 본격적인 디램항 EUV 출하량 증가는 21년 기대. 21년 EUV 출하량 45~50대 전망치 유지

이수빈. subin.lee@daishin.com

‘마이너스의 손’은 없다

- 코로나19 이후 중앙은행들은 기준금리 인하, 직접적인 유동성 공급 등을 통해 금융시장의 안정을 꾀했다. 하지만 이미 상당수 국가들이 기준금리를 역사적인 저점까지 낮췄을 뿐만 아니라 더 이상 내리기 어려운 제로에 근접하는 수준까지 인하함에 따라 통화정책 여력 부재에 대한 우려 역시 커지고 있다.
- 이에 마이너스 금리정책(NIRP), 수익률곡선 통제(YCC) 등의 비전통적 통화정책 수단들에 대한 논의가 활발하게 이뤄지고 있으며, 실제 상당수 중앙은행들이 해당 시안들에 대한 연구에 착수했다는 정황들이 드러나고 있다.
- 그러나 우리는 현재 논의가 진행 중인 이들 비전통적인 통화정책 수단들 가운데 마이너스 금리 정책의 경우 당장 연준(Fed)이 실시할 가능성은 매우 제한적이라는 견해다. 또한 이미 마이너스 금리정책을 채택하고 있는 일본이나 유로존 역시 마이너스인 금리를 추가로 더 낮추는 등의 해당 정책을 더욱 강화하는 행보를 나타낼 가능성은 크지 않다는 입장이다.
- 수익률곡선 통제 역시 연준이 단시일 내에 시행할 가능성은 낮다. 다만 정책 옵션으로 유지하는 가운데 시행이 이뤄지더라도 일본처럼 장기금리까지 통제하는 방식보다는 호주 스타일의 단기금리 통제에 국한될 것으로 예상된다. 만일 단기금리 통제에 국한된 수익률곡선 통제를 시행할 경우 포워드 가이드스 강화와 정책 효과가 중첩될 여지가 큰 만큼 금리에 미치는 영향은 크지 않을 것이다.
- 당사는 기준금리 인하와 같은 통화정책 모멘텀의 약화로 중장기적(6개월 전후) 시점에서 채권에 대한 투자매력이 크게 약화됐다는 판단이다. 또한 최근 NIRP, YCC 등과 같은 비전통적인 통화정책 수단에 대한 논의 역시 제한적인 범주에서 국한될 뿐만 아니라 실제 효과에 대한 의구심 역시 큰 만큼 채권 투자에 대한 보수적인 시기를 그대로 유지한다.

주요국 기준금리 추이: 이미 사상 최저치 혹은 마이너스



자료: 각국 중앙은행, 대신증권 Research Center

대체투자계의 인컴형 자산 'BDC'

- 금융위원회가 올해 하반기 비상장 벤처기업에 투자하는 기업성장투자기구(Business Development Company, BDC) 도입을 추진하면서 거래소를 통해 비상장기업에 투자할 수 있는 길이 열리고 있다.
- 미국에서는 1980년에 도입해 2008년 금융위기 이후 은행들이 중소기업에 대한 대출을 제한하면서 이들에게 자금을 대출해주는 BDC가 급성장했고 우버, 에어비앤비, 페이스북 등이 BDC를 통해 글로벌 기업으로 성장하면서 국내에서도 투자자들의 관심이 증폭되고 있다.
- BDC의 운용전략은 스타트업이나 턴어라운드 가능성이 높은 기업을 발굴해 자금을 지원하고, 배당, 이자 등의 수익을 투자자들에게 배당으로 제공하는 형태로 수익의 90% 이상을 투자자에게 분배하여 미국에서는 높은 배당수익률로 주목을 받아 왔다.
- 이처럼 BDC는 비상장 기업의 자금 공급이라는 순기능과 함께 투자자들에게는 비상장 혁신기업에 대한 투자 기회 및 높은 배당수익률을 제공하고, 대체투자로 수익 모델을 다변화 하려는 투자자라면 또 하나의 인컴(Income)형 자산으로 BDC를 고려할 만하다.
- 미국의 경우 BDC는 폐쇄형 펀드로서 사모증권에 투자할 수 있는 공모형 투자기구의 성격을 갖기 때문에 거래소 상장이 원칙이고 한 투자 대상에 총 자산의 5% 이상 투자하지 못하기 때문에 최소 20개 이상의 포트폴리오 기업에 분산 투자해야 한다.
- 미국에 상장되어 있는 BDC는 대부분 수익의 80% 이상이 대출로 이루어지는데, 미국의 중소기업 항 대출금리가 9~11%로 형성되는 점을 고려하면 국내에서는 상대적으로 낮은 중소기업 대출금리로 인해 대출 수익만으로는 높은 배당수익률 형성이 어렵다. 따라서 국내에서는 자본투자, M&A, 기업공개(PO)를 통해 BDC의 가장 큰 특징인 높은 배당수익률을 정당화 할 수 있을 것이다.

시가총액 Top15 BDC

티커	이름	시가총액 (M\$)	6M 평균거래량	P/NAV	Premium / Discount (%)	부채비율 (%)	2019년 배당률(%)	5년 평균 배당률 (%)	YTD수익률 (%)	배당주기
ARCC	ARES CAPITAL CORP	5,942	3,837,835	0.9	-10.0	51.8	8.8	9.4	-24.6	Q
ORCC	OWL ROCK CAPITAL CORP	4,717	1,135,143	0.9	-12.4	38.6	NA(신규상장)	NA(신규상장)	-30.3	Q
MAIN	MAIN STREET CAPITAL CORP	1,922	733,584	1.4	41.2	43.8	5.8	6.1	-31.3	M
PSEC	PROSPECT CAPITAL CORP	1,780	3,183,962	0.6	-40.5	41.9	10.8	11.9	-25.2	M
FSK	FS KKR CAPITAL CORP	1,703	982,742	0.6	-44.0	44.4	12.3	10.1	-43.9	Q
GBDC	GOLUB CAPITAL BDC INC	1,534	1,045,248	0.9	-21.6	54.3	7.1	7.1	-36.5	Q
HTGC	HERCULES CAPITAL INC	1,129	1,214,943	1.0	2.3	52.8	9.9	9.8	-26.8	Q
TSLX	SIXTH STREET SPECIALTY LENDI	1,070	535,914	1.0	1.7	47.1	8.0	8.4	-23.1	Q
NMFC	NEW MOUNTAIN FINANCE CORP	868	1,065,380	0.8	-19.7	63.9	9.9	9.7	-34.8	Q
SLRC	SOLAR CAPITAL LTD	669	252,354	0.8	-19.2	28.3	8.0	8.0	-23.2	Q
GSBD	GOLDMAN SACHS BDC INC	614	297,115	1.0	2.3	59.2	9.0	8.3	-28.6	Q
OCSL	OAKTREE SPECIALTY LENDING CO	606	964,660	0.8	-18.2	46.5	7.1	10.1	-21.2	Q
AINV	APOLLO INVESTMENT CORP	600	874,143	0.5	-41.4	62.7	11.0	11.3	-47.3	Q
BCSF	BAIN CAPITAL SPECIALTY FINAN	531	358,382	0.6	-40.2	63.5	9.1	9.1	-47.0	Q
TPCC	BLACKROCK TCP CAPITAL CORP	528	509,765	0.8	-24.2	58.5	10.1	9.4	-34.9	Q

주: 2020.07.13 종가 기준

주: 순자산가치는 2020.03.31 기준.

자료: Stock Market MBA, 대신증권 Research Center

컴투스 (078340)

이민아

min.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 상향

6개월 목표주가

160,000

상향

현재주가

(20.07.15)

124,300

디지털콘텐츠업종

다시 한번 걸어보는 기대

투자 의견 매수(BUY)로 상향, 목표주가 16만원으로 상향

- 글로벌 peer valuation 상승 고려해 12MF Target PER 15배 적용
- Target PER 15배는 경호온라인, 믹시의 12MF PER 평균
- 서머너즈워 매출 여전히 견조한 가운데 하반기 신작 출시 예정

2분기 서머너즈워 6주년 기념 업데이트 성공적

- 성공적인 6주년 기념 업데이트로 서머너즈워 매출 역대 최고치 달성 전망
- 6주년 기념 업데이트로 마케팅비 144억원(YoY -12%, QoQ 75%)으로 증가
- 임금 인상분 소급 적용으로 인건비 184억원(YoY 9%, QoQ 12%) 기록 전망
- 2분기 매출액 1,370억원(YoY 10%, QoQ 39%), 영업이익 391억원(YoY 21%, QoQ 65%) 예상. 영업이익 컨센서스 364억원 상회 전망
- 기대치를 상회하는 실적은 견조한 서머너즈워 매출에 기인

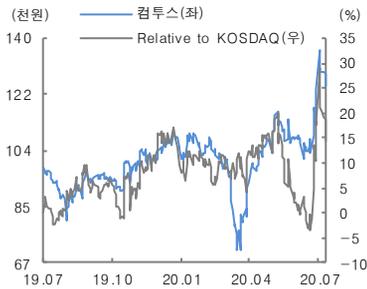
서머너즈워: 백년전쟁, 3분기 글로벌 CBT 후 4분기 출시 예정

- 서머너즈워 IP를 활용한 첫 신작, 연내 출시 계획
- 백년전쟁은 RTS 장르로 전략성이 강한 서머너즈워 게임성 계승 전망
- 일매출 3억원, 4분기 중순 출시 가정하여 추정치에 반영
- 모바일 MMORPG 서머너즈워: 크로니클은 7월 사내 FGT 계획. 2021년 2분기 출시 전망

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	781.29
시가총액	1,599십억원
시가총액비중	0.62%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	136,000원 / 71,100원
120일 평균거래대금	83억원
외국인지분율	34.90%
주요주주	게임빌 외 4 인 29.45%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	23.1	26.4	16.4	29.2
상대수익률	9.2	-1.2	1.2	11.6



(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20(F)				3Q20			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	124	98	122	137	10.3	39.4	134	126	8.1	-8.4
영업이익	32	24	32	39	21.1	65.4	36	31	-1.6	-21.2
순이익	39	26	26	31	-19.4	22.1	36	26	-19.9	-16.1

자료: 컴투스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	482	469	502	706	837
영업이익	147	126	129	204	259
세전순이익	171	148	172	239	294
총당기순이익	130	110	129	182	223
지배지분순이익	130	110	129	182	223
EPS	10,075	8,521	10,027	14,140	17,369
PER	12.8	12.6	12.4	8.8	7.2
BPS	65,600	72,855	81,547	94,175	109,888
PBR	2.0	1.5	1.5	1.3	1.1
ROE	16.2	12.3	13.0	16.1	17.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 컴투스, 대신증권 Research Center

리노공업 (058470)

이수빈 subin.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지

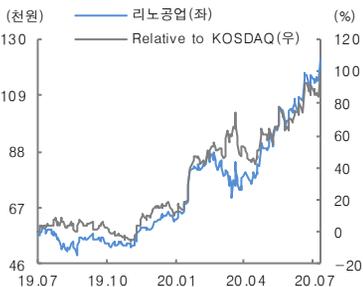
목표주가 150,000
상향

현재주가 122,100
(20.07.15)

반도체업종

KOSDAQ	781.29
시가총액	1,861십억원
시가총액비중	0.73%
자본금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	122,800원 / 48,850원
120일 평균거래대금	75억원
외국인지분율	42.35%
주요주주	이체운 34.66% 베어링자산운용 외 3인 7.95%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.6	60.2	87.0	107.7
상대수익률	6.1	25.2	62.5	79.3



따라올 테면 따라와봐

투자 의견 매수, 목표주가 150,000원으로 20% 상향

- 20년 EPS 4,765원, 21년 5,360원으로 직전 추정치대비 각각 18%, 30% 상향. 12개월 Fwd. EPS에 Target P/E 30배 적용

따라올 테면 따라와봐, P/E Multiple 30.0배에 대한 근거

- 반도체 산업의 구조적인 변화가 동사에게 유리하게 작용할 전망. IT기기 완제품사와 인터넷 사업자들이 직접 프로세서 반도체를 설계하며 연구개발용 반도체 테스트 부품 시장 확대. 신규 반도체 연구개발은 동사 실적 개선에 유리
- 4G AP대비 5G AP의 소켓당 핀수는 40% 증가, PC용 프로세서는 5G AP대비 추가 50% 증가 전망. IC소켓의 출하량(Q)과 평균판매가격(ASP) 고성장 예상
- 동사 IC소켓 주력 어플리케이션은 AP/모뎀칩. 하반기부터는 PC용 CPU와 자율주행 프로세서까지 여러 산업군으로 침투 가능한 환경 조성
- 유일한 하이엔드 IC소켓/테스트핀 Pure Player임. 경쟁사(아마이치전자, 요코오) 대비 동사는 1) 고부가가치 제품 비중이 높고(비메모리 95%, 연구개발용 반도체 60%), 2) 제품 기술력과 원가경쟁력으로 이익률 격차 확대, 3) 코로나19로부터 안전한 생산시설 보유 (경쟁사 필리핀/말레이시아 생산 차질), 4) 시장 지배력이 높아지고 있는 주요 팹리스 고객사와 장기적 거래관계 보유

20년 2분기 매출 546억원(+5% QoQ), 영업이익 217억원(+9% QoQ) 전망

- 2분기 부산시 관세청에 따르면 IC소켓/핀 수출금액은 35.6천불 전분기대비 29% 성장. 관세청 데이터와 리노핀/IC소켓 수출 매출은 동행(그림.1 참조)
- 그러나, 코로나19로 내수향 리노핀/IC소켓과 의료기기 사업부문은 부진 예상
- 2020년 매출 2,128억원(+25% YoY) 영업이익 819억원(+28%)으로 상향

(단위: 억원 %)

구분	2Q19	1Q20	직전추정		2Q20(F)			3Q20(F)		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,150	52	52	55	24.2	5.3	50	55	29.6	0.4
영업이익	17	20	19	22	30.3	8.9	19	22	38.4	0.8
순이익	15	18	16	19	29.7	7.7	16	19	34.4	0.7

자료: 리노공업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	150	170	213	241	265
영업이익	58	64	82	93	100
세전순이익	63	71	92	103	110
총당기순이익	49	53	73	82	87
자배지분순이익	49	53	73	82	87
EPS	3,191	3,463	4,765	5,360	5,693
PER	14.7	18.6	25.8	22.9	21.6
BPS	17,244	19,694	23,263	27,428	31,926
PBR	2.7	3.3	5.3	4.5	3.8
ROE	19.8	18.8	22.2	21.1	19.2

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

증권업

박혜진
hyejin.park@daishin.com

투자 의견

Overweight

비중 확대, 유지

지금 증권주를 사야하나?

유동성의 힘으로 증권사 실적 호조, 그러나 거래대금만으로 매수하기엔 한계

- 유동성의 힘에 연일 거래대금이 폭증, 실질유동성인 나는 어제 4,200조원을 상회, 일간 거래대금은 지난 6월 15일 30.5조원을 기록
- 천수답에 물이 고이고 있기 때문에 증권사들의 2분기 실적은 상당히 좋을 수 밖에 없음. 뿐만 아니라 주식시장으로 유입된 유동성이, 부동산으로의 퇴로도 막혀있는 상황이기엔 파타는 당분간 계속될 것
- 2, 3분기 실적이 연중 가장 높을 것으로 예상. 3분기에도 실적이 양호할 것으로 예상되는 이유는 거래대금. 그 외 트레이딩이나 IB가 부각될 자는 아직 미지수. 결국 증권주를 살지 말지 고민하는 가장 큰 부분은 결국 브로커리지, 즉 거래대금
- 아무리 유동성이 풍부하다고 설파하지만 유동성이 꼭 주식시장에 머무란 법은 없음. 단순히 거래대금만으로 증권주를 매수하는 것은 한계가 존재. 증권주를 사되 좀더 중기적이고 확실한 논리가 필요

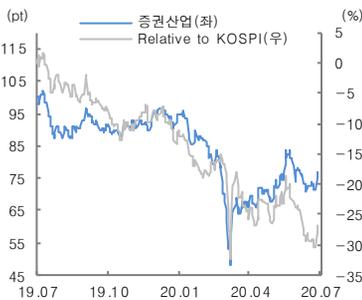
해외주식 성장에 주목할 필요, 미래에셋대우가 가장 유망

- 우리가 강조할 부분은 해외주식, 국내주식의 브로커리지 마진은 이제 5bp도 채 되지 않음. 같은 중개라면 해외주식의 마진은 20bp 이상으로 국내주식보다 아직 4배나 높음
- 뿐만 아니라 지난 6월 정부가 발표한 '금융세계선진화 방안' 은 국내주식에도 양도세를 부과해 안그래도 성장할 해외주식거래에 가속도를 붙인 셈. 2020년 6월까지의 외화주식결제금액은 560억달러(매수+매도 합산)로 지난해 연간 결제금액인 410억달러를 이미 반기만에 돌파. 물론 코로나 영향도 간과할 순 없지만, 해외주식의 성장은 여차피 흐름
- 증권사들의 브로커리지수수료수익에서 해외주식이 차지하는 비중은 매년 증가. 그 중 비중이 가장 높은 회사가 미래에셋대우로 30%에 육박하고 뒤이어 삼성증권. 미래에셋대우의 해외주식 예약자산은 1분기 8.3조원을 기록하였는데, 2분기 10조원을 상회할 것 뿐만 아니라 IMA사업 진출, 자사주 매입 등 긍정적인 이슈가 있긴 하지만 우리가 전술한 컨셉에 가장 부합되는 회사. 따라서 중기적관점에서 미래에셋대우가 가장 유망

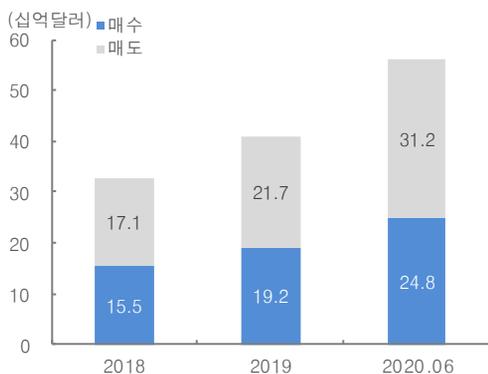
Rating & Target

종목명	투자 의견	목표주가
★ 미래에셋대우	Buy	8,300원
한국금융지주	Buy	70,000원
NH투자증권	Buy	13,000원
★ 키움증권	Buy	100,000원
삼성증권	Marketperform	34,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.9	14.1	-18.9	-23.1
상대수익률	-4.2	-3.8	-17.5	-26.9

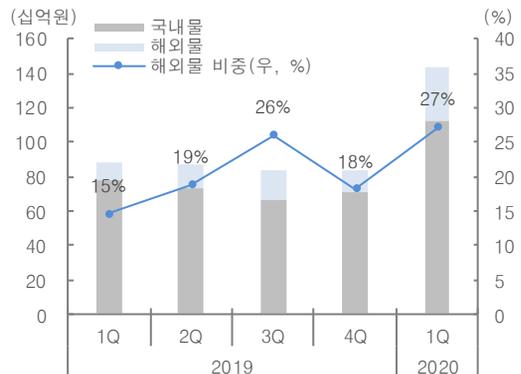


외화 주식결제금액 추이



자료: 여탁결제원, 대신증권 Research Center

미래에셋대우 해외주식 수수료 비중 추이



자료: 미래에셋대우, 대신증권 Research Center

KT&G 증권선물위원회 조사감리결과 확정

한유정 yujung.han@daishin.com

노희재 heejae.roh@daishin.com

2020.07.16

투자의견

BUY 목표주가

110,000 현재주가(7/15)

80,700

KT&G 분식회계 고의성 없다 최종 결론

- 2017년 11월 KT&G의 분식회계 의혹 제기 이후에 의해 금융감독원 감리 착수. 지적사항은 총 9가지
 1) 2011~2016년간 지배력 없는 인도네시아 관계기업이 연결대상 종속기업에 포함된 점, 2) 수출 제품 중 반점 발생 등의 제품 하자 보상 관련 충당부채가 2012~2013년간 미계상된 점, 3) 2015년 적자가 지속되던 종속기업 대어금에 대한 대손충당금이 미계상된 점, 4) 2016~2017년간 피투자기업의 에스스코 미수금이 과대 계상된 점, 5) 2012~2015년간 해외 종속기업의 보유 담배 매출채권 대손충당금이 미계상된 점, 6) 2013~2017년간 종속기업 투자주식의 손상차손이 과소 계상된 점, 7) 2011~2017년간 장기종업원급여부채가 미계상된 점, 8) 2011~2017년간 무형자산 손상차손 인식이 지연된 점, 9) 계정 분류 오류
- 2020년 5월 28일 금융위원회 산하 회계전문기구인 감리위원회가 위의 KT&G 회계처리 기준 위반 안건들에 대해 고의성이 없는 중과실이나 과실로 결론 내린 바 있음
- 2020년 7월 15일 증권선물위원회도 마찬가지로 고의성이 없는 중과실로 결정. 이에 1) 증권발행제한 2개월, 2) 감사인 지정 1년 등의 조치. 이는 별도의 금융위 의결이 필요 없는 결정으로 증권선물위원회 단계에서 제재 확정

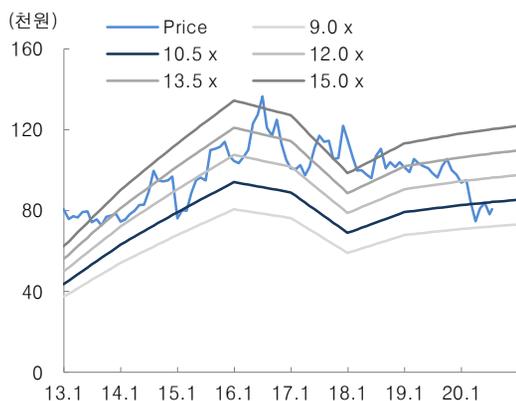
불확실성 해소

- 고의 분식 결론 시 거래 정지 등의 증징계가 예상되어 연중 불안감이 크게 증폭되어왔던 바 있음
- 최종 확정으로 관련 불확실성 해소

이제는 본업에 집중할 때

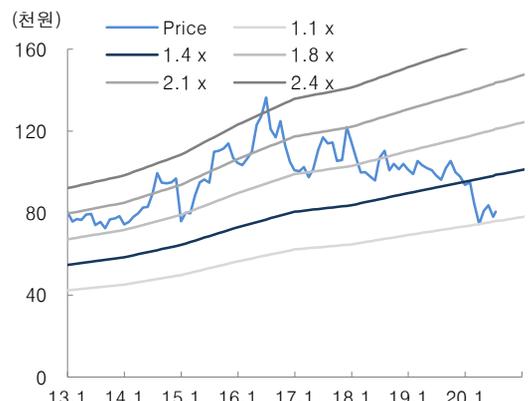
- 2분기 연결 영업이익은 낮아진 컨센서스(3,906억원)에 부합 혹은 소폭 하회할 것으로 예상되나 1분기에 이은 면세 채널 공백 및 수출 기저 부담으로 2분기 실적에 대한 기대치는 높지 않을 것으로 판단
- 1) 2020년 3월 이후 중동향 일반담배 수출이 회복세를 보이고 있는 점, 2) 2020년 2월 27일 알로코자이와의 7년 장기 계약 및 최소 물량 계약으로 월별 수출 금액의 변동성이 완화된 점, 3) Philip Morris가 2020년 4분기 중 KT&G의 무연담배를 해외 출시할 것으로 공표함에 따라 빠르면 3분기, 늦어도 4분기 중 해당 물량이 반영될 가능성이 높다는 점 등이 긍정적임
- 주가도, 실적도 저점 통과 예상. 매수 추천

KT&G PER Band Chart



자료: 대신증권 Research Center

KT&G PBR Band Chart



자료: 대신증권 Research Center

ASML (ASML.AS)

이수빈 subin.lee@daishin.com

투자이견 **N/R**

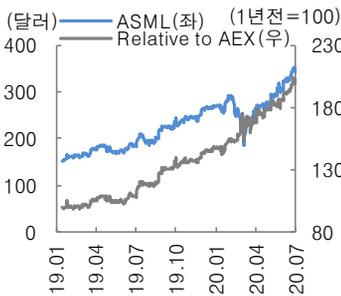
목표주가 **N/R**

현재주가 (20.07.15) **EUR 343.3**

반도체업종

기업명	ASML Holdings NV
회계마감월	12월
거래소국가	Europe
거래시장	EURONEXT-Amsterdam
시가총액(십억USD)	145.4
시가총액(조원)	199.7
발행주식수(백만주)	419.8
52주 최고/최저가	355.5/177.5

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.2	30.4	27.4	86.0
상대수익률	7.2	17.7	33.7	85.1



잠시 주춤, 매수기회

2Q 실적 하회, 3Q 가이드스 매출 상회/마진 하회, 연간 가이드스 유지

- 2분기 매출 33.3억유로(+36% q/q, +30% y/y), GPM 48.2%, 영업이익 905백만유로(+112% q/q, +83% y/y) 기록. 분기 초 코로나19로 2대 EUV 장비 공장 승인(FAT) 지연되며 컨센서스 하회
- 2분기 EUV 장비 선적 9대, 매출인식은 5대(2Q선적)+2대(1Q 선적) 총 7대
- 2분기 수주 금액은 11억유로로 1분기 32억, 19년 4분기 24억유로 대비 하락. 수주잔고는 95억유로로 54대의 EUV 장비 포함(21년 28대 매출인식 예정)
- 3분기 가이드스 매출 36~38억유로로 2분기에서 지연된 EUV장비 2대 매출 감안하면 부합. GPM 가이드스는 47~48%로 제품 믹스 변화로 하회
- 연간 매출 가이드스 유지. 로직 전년동일, 메모리 +30% y/y, 서비스 +20% y/y. 컨센서스 상향 조정 예상
- 신규 EUV장비 계약에 대해 선입금 요구 중임. 이에 따라 21년 운전자본 하락, FCF 개선 전망. 그러나 이전에 체결한 연장 계약이 일부 남아있어 20년 하반기 FCF 개선폭은 19년 대비 제한적
- 실적발표 이후 주가하락은 1) 2분기 실적 및 수주액 시장 기대치 하회, 2) 3분기 GPM 가이드스 하회, 3) 20년 잉여현금흐름은 전년대비 하락 때문

불가피하게 성장이 지연됐으나, 현 시점에서 주가 하락은 매수 기회

- 4분기 GPM 가이드스로 50% 제시하며 상회. 1) 수익성이 높은 DUV이머전 장비 메모리향으로 출하 증가, 2) EUV 서비스 매출 본격적으로 발생하며 4분기 EUV 서비스 부문 GPM BEP 달성, 3) EUV 대량생산 도입, 생산 리드타임 20주까지 축소하며 원가 절감 기대
- 4분기 NXE:3400D 출하로 EUV 판매단가 15% 증가 예상. 현재 EUV 장비 GPM은 40%이나, 21년 전사 GPM 수준인 약 48%까지 확대, 22~23년에는 DUV-이 마진을 넘어설 전망
- 20년 EUV 장비 출하량 35대로 유지. 그 중 80~90%가 로직향임. 본격적인 디램향 EUV 출하량 증가는 21년 기대. 21년 디램 EUV 적용 레이어 수는 1장, 22~23년 5장으로 확대 예상
- 21년 EUV 출하량 45~50대 전망치 유지

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	8,963	10,944	11,820	12,792	15,245
영업이익	2,496	2,965	2,791	3,457	4,857
총당기순이익	2,119	2,592	2,592	3,013	4,208
EPS	4.9	6.1	6.2	7.1	10.2
PER	29.6	22.6	42.9	48.3	33.5
BPS	28.1	30.5	33.0	32.5	36.1
PBR	5.8	5.0	8.9	10.6	9.5
ROE	20.7	23.2	21.0	22.2	30.0

자료: ASML, Thomson Reuters, 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.