

Morning Meeting Brief

Asset Allocation

[Wealth Management Check] 자산배분: 기다렸던 제조업 생산과 글로벌 교역의 개선

- 글로벌 주식시장의 상승세는 글로벌 유동성, 경기 회복 기대감, 그리고 중앙은행과 정부의 대규모 정책에 대한 믿음에서 비롯됨
- 글로벌 통화공급 지수는 2년만에 두자릿수로 높아지며 상승 지속. 제조업 PMI는 2개월 연속 반등했으며, 고용관련 심리지표도 개선
- 경제지표의 추가 개선 가능성이 남아있다는 점에서 주식에 대한 비중확대 전략을 유지.

조승빈, seungbin.cho@daishin.com

Fixed Income

[Wealth Management Check] 채권: 안정적인 국채 동향은 크레딧물 매수 기회

- 코로나19 직후 채권시장은 각종 정책들의 1차적 수혜 대상. 이에 따른 국채 금리 하향으로 현재 국채시장은 뚜렷한 모멘텀 없는 박스권
- 국채 중심 시장금리 안정은 크레딧 채권으로의 우호적 영향으로 확대. 다만 크레딧물 안정은 일정한 시간과 당국의 정책 의지 동반 필요
- 미국과 한국에서의 크레딧물 안정을 위한 표면적 준비가 마무리된만큼 국채 금리 안정 전제 시 크레딧 채권의 투자 매력도가 높다는 판단

공동락, dongrak.kong@daishin.com

Strategy

[Wealth Management Check] 국내주식: 상승추세에서 주도주 교체는 없다

- 7월 경기민감주/가치주 강세는 상대적 가격메리트, 정책, 업황 개선 기대 유입으로 성장주와 이격조정, 순환매 차원의 기술적 반등으로 판단
- 상승추세에서 단기 기간/가격조정국면에서 강세 보이는 업종/종목을 주도주로 볼 수 없음
- 성장주는 여전히 글로벌 증시의 주도주. 국내의 경우 인터넷, 2차 전지, 반도체 제약/바이오 업종 비중확대 전략 유지

이경민, kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

[Wealth Management Check] 글로벌 전략: 경제 정상화 속도에 연동될 미국증시

- 8월부터 본격적인 여름 휴가철에 돌입하는 미국의 휴가문화를 고려시, 코로나19 확산 속도가 가속화될 가능성 높음
- 미국 드라이빙 시즌이 9월 첫째주 노동절까지 이어진다는 점에서 3/4분기 경제지표는 코로나19 영향하에서 2/4분기보다 개선속도가 늦춰질 가능성
- 그동안 경기회복 기대를 바탕으로 증시 상승 모멘텀이 되었던 경제지표 역할이 8월 한달간은 증시 하락 압력을 높이는 역할로 바뀔 전망
- 8월 증시 하락시 3/4분기 코로나19의 부정적 영향을 선반영할 가능성이 커, 저점 확인시 미국증시에 대해 적극적으로 비중확대 필요

문남중, namjoong.moon@daishin.com

Commodity

[Wealth Management Check] 원자재: 귀금속의 고공행진

- 최근 은과 팔라듐 가격 상승은 제조업 경기 회복 기대감과 코로나19 확산에 따른 공급차질 우려 때문
- 저성장 저금리 기조가 지속되는 한 금의 추가 상승 가능성이 높다고 판단
- 하반기 경기회복을 감안할 때 금 외에도 은과 팔라듐 투자도 여전히 유망

김소현, sohyun.kim@daishin.com

[Wealth Management Check] 부동산: 아직은 안정적인 글로벌 오피스 부동산 임대 시장

- 글로벌 주요 도시 5월 오피스 부동산 임대 시장 실적, 임대료는 여전히 상승, 공실률은 보험 혹은 소폭 상승 기록, 부정적인 실적 기록한 시장의 경우도 공급단의 영향인 것으로 파악되어, 수요 단의 이슈인 코로나19 영향 아직 가시화 되지 않은 것으로 확인
- 2020년 2분기 아시아태평양 투자 시장 규모 16,273백만 기록하여 -60%(YoY)감소, 특히 홍콩 투자시장의 경우 홍콩 보안법 이슈가 더해져 거래규모는 전년 동기 대비 -91% 감소, 참여화되는 미중갈등으로 홍콩에 대한 투자에는 주의가 필요한 시점으로 판단

글로벌부동산팀

REITs

[Wealth Management Check] 리츠: 회복의 욕망 가리기와 지속되는 Corona Exposure

- 미국 리츠, 리테일 및 호텔 섹터 제외하고 회복하는 데이터센터&인프라 섹터, IT인프라 투자는 지속될 것으로 기대, 비중확대 의견 유지
- 주거, 오피스, 헬스케어, 산업(물류) 섹터 중립 의견 유지, 목재 섹터 중립 의견 추가
- 호텔과 리테일 섹터 비중축소 의견 유지, 모기지 섹터 비중축소 의견 추가

글로벌부동산팀

미국주식

매주 월요일 만나는 미국주식: 테슬라, Party never ends

- 테슬라, 4개 분기 연속 흑자 달성에 성공, S&P500 지수 편입 조건 충족
- 2020년 연간 판매 목표(50만대)를 유지하고 생산 확대 계획(중국 모델3 생산라인 증설, 미국 두 번째 기가팩토리 추가 설립 등)을 공개
- S&P500 지수 편입과 배터리 데이(9/22일)를 앞두고 상승 모멘텀을 이어갈 전망

이영한, yeonghan.lee@daishin.com

산업 및 종목 분석

[2Q20 Review] 두산밥캣: 제품 다변화로 서프라이즈, 하반기 개선 기대

- 투자이건 매수(BUY) 유지, 목표주가 34,000원으로 상향(기존 33,000원, +3.0%)
- 2Q20 실적은 매출액 9,638억원(-19.1% yoy), 영업이익 643억원(-59.1% yoy), 낮아진 컨센서스 대비 매출액 +14.1%, 영업이익 +44.8%로 서프라이즈, 기존 제품은 정체를 보였으나 신규제품 라인업이 선전
- 하반기 딜러 재고확충 기대, 2분기 후반으로 갈수록 수요 회복, 주택경기 회복으로 하반기 개선 기대

이동현, dongheon.lee@daishin.com

[2Q20 Review] 두산인프라코어: 경쟁심화로 아쉬운 중국, 중국 복구수요 증가 예상

- 투자이건 매수(BUY), 목표주가 8,000원 유지
- 2Q20 실적은 매출액 1조 97백억원(-10.2% yoy), 영업이익 15백억원(-48.1% yoy), 컨센서스 대비 매출액 +5.6%, 영업이익 +4.6%로 선방, 중국시장 호조로 매출이 늘었으나 소형 판매 증가와 경쟁심화로 이익 감소
- 하반기 중국시장 경쟁 완화, 중국 홍수에 대한 복구수요 증가를 예상, 신형시장과 선진시장도 하반기 개선 기대

이동현, dongheon.lee@daishin.com

[2Q20 Review] 현대로템: 정상화만 되도 서프라이즈, 이제는 성장이다

- 투자이건 매수(BUY), 목표주가 20,000원 유지
- 2Q20 실적은 매출액 6,566억원(+3.9% yoy), 영업이익 256억원(흑전 yoy), 컨센서스 대비 매출액 -1.0%, 영업이익 +194.3%로 어닝 서프라이즈, 부문별 전년비 매출액은 철도 +6%, 방산 +21%, 플랜트 +4%, 기타 -72%
- 증가한 수주잔고의 매출인식 시작, 올해와 내년 매출액 +6%, +7% 성장, 저가수주 물량 해소, 구조조정 완료로 고정비 부담 감소

이동현, dongheon.lee@daishin.com

[2Q20 Review] 신한지주: 양호한 실적, 그러나 분쟁상품 우려가 해소되어야

- 투자 의견 매수(BUY), 목표주가 51,000원 유지
- 상반기 기준금리 인하에도 은행 기준 NIM이 -1bp 하락에 그침. 순이자이익은 전 분기 대비 증가
- 2Q20 지배주주 순이익 8,731억원(QoQ -6.4%, YoY -12.3%) 기록. 추정치와 컨센서스를 각각 7.6%, 5.5% 상회하는 양호한 실적
- 코로나19 관련 총당금 1,847억원 및 라임, 헤리티지 등 분쟁 상품에 대한 비용 2,016억원 등 총 3,863억원의 일회성 비용 반영
- 일회성 비용에도 불구하고 1) NIM 축소 방어, 2) 자회사 증권 및 카드의 수수료 수익 증가와 유가증권 평가이익 증가에 따른 비이자이익 개선에 양호한 실적 달성
- 코로나 19 관련 총당금으로 손실흡수 Buffer를 확보한 것은 긍정적이나 라임, 헤리티지 등 분쟁상품 관련 리스크가 현재로서는 더 큰 부담

박혜진. hyejin.park@daishin.com

[2Q20 Review] NH투자증권: 증권사 호실적의 신호탄

- 투자 의견 매수(BUY), 목표주가 13,000원 유지
- 거래대금 호조와 상품운용손실이 회복되며 어닝서프라이즈 시현. 강점인 IB도 대면영업이 쉽지 않은 환경이나 여전히 견조한 수준을 유지
- 3분기에도 실적은 양호할 전망. 다만 옵티머스 펀드 관련 배상금액이 관건이 될 것
- 2Q20 지배주주 순이익 2,295억원(QoQ +613%, YoY +113.8%) 기록. 당사 추정치와 컨센서스를 각각 78.5%, 43.8% 상회하는 어닝 서프라이즈
- 호실적은 1) 브로커리지 수수료 수익 증가, 2) 상품운용손익 회복에 기인. 동사 IB관련 수익은 1,096억원으로 전 분기와 유사한 수준 유지

박혜진. hyejin.park@daishin.com

[2Q20 Review] AT&T: 히어로의 양대 산맥 DC

- 2Q20 Review: 코로나 영향 있었으나 시장 기대치에 부합한 실적
- 2Q20 매출 41bn USD(-9% yoy, -4% qoq), 영업이익 3.5bn USD(-53% yoy, -53% qoq). 컨센서스는 매출 40.9bn USD, 영업이익 8.9bn USD로 매출은 부합했으나 영업이익은 컨센서스 대비 하회. 단, Vrio 영업권 손상 제외 시, 영업이익 8.97bn USD로 컨센서스 부합
- 사업 부문별 실적은 Communications 매출 33.6bn USD(-5% yoy, -2% qoq). WarnerMedia 매출 6.8bn USD(-23% yoy, 13% qoq). Latin America 매출 1.2bn USD(-30% yoy, -23 qoq). 이 중 WarnerMedia OPM은 28%로 동사 전체 매출이 9%인 것을 감안하면 Cash Cow 역할 할 수 있다고 판단
- 비용 감축, 사업 운영 효율화 등의 전략으로 코로나 대응

김희재. hoijae.kim@daishin.com

[2Q20 Review] S-Oil: 방향성에 베팅

- 투자 의견 매수, 목표주가 90,000원 유지
- 코로나19로 인한 대규모 적자 이후 실적 회복의 방향성은 분명. 연말까지 수요 회복에 따른 정유 업황 정상화와 함께 이익 개선을 기대
- 2Q20 영업이익 -1,643억원(적자 QoQ)으로 컨센서스(-1,144억원) 하회
- 영업이익 추정치의 범위가 +1,062억원~-4,131억원이었던 점을 감안하면 2분기 실적은 예상치에 부합하는 수준

한상원. sangwon.han@daishin.com

[2Q20 Review] 현대글로비스: 방향은 위쪽, 속도는 느림

- 투자 의견 매수, 목표주가 135,000원 유지
- 2Q20 실적은 연결기준 매출액 3조 2,698억원(-27.3% yoy), 영업이익 1,306억원(-35.4% yoy)으로 당사 및 시장 컨센서스 부합
- 코로나19로 국내외 완성차 공장 가동 중단 및 생산·판매 부진 영향으로 실적 및 주가 회복 속도는 예상보다 더디지만, 방향은 위쪽
- 실적 방향성과 낮은 밸류에이션 감안시 3분기 중 비중확대 추천

양지환. jihwan.yang@daishin.com

[2QFY20 Review] 텍사스 인스트루먼트: 상회하는 실적은 감사하나 신중해질 필요

- 매출액 32억달러(-3% Q/Q, -12% Y/Y) 매출총이익률 64.3%, EPS \$1.48 기록하며 컨센서스와 가이드언스를 큰 폭으로 상회
- 자동차 반도체 사업부문 매출이 전분기 대비 40% 하락한 것을 제외하면, 전사 매출은 8% 성장했음. 1) 산업용 반도체 부문에서 고객사의 재고 축적 수요가 발생한 것으로 파악되며, 2) 재택근무 수요에 따른 태블릿, PC, 서버용 반도체 수요가 견조했기 때문
- 동사의 고객사는 10만여개로 경기와 실적이 민감하게 연동되어 있음. 그러나, 동사와 채널사의 합산 재고는 하락하지 않았고, 일부 고객사로부터 재고 축적 수요가 발생했음을 감안하면, 실질적으로 자동차 사업부문을 제외하고는 실적에 미친 코로나19 영향은 제한적임

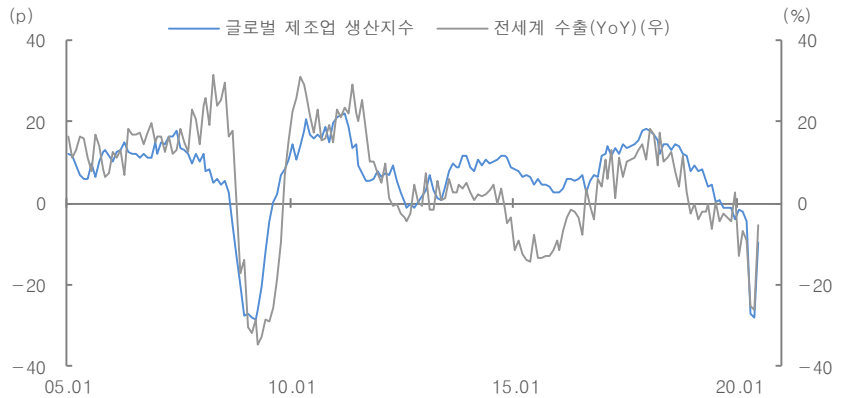
이수빈. subin.lee@daishin.com

- 2분기 매출 197억달러 (-1% q/q, +20% y/y), GPM 60%, EPS \$0.17 기록. 컨센서스 소폭 상회. 10나노 5G 통신장비향 Intel atom SoC칩 출하량 증가로 양호한 실적 기록
- 실적보다도 이슈가 되었던 것은 7나노 제품 출시를 6개월 연기했다는 점. 7나노 공정 수율 확보가 약 12개월 지연되고 있기 때문. 제품 리더십을 유지하기위해 처음으로 파운드리 위탁 생산 가능성을 언급
- 7나노 지연이 동사의 21년 실적에 미치는 영향은 제한적이나, IDM사로서의 경쟁력을 잃었다고 판단. AMD는 21년 5나노, 23년 3나노 도입 예정

기다렸던 제조업 생산과 글로벌 교역의 개선

- 현재 글로벌 주식시장의 상승세를 끌고가는 힘은 풍부한 글로벌 유동성, 경제활동 정상화에 따른 경기 회복에 대한 기대감, 그리고 중앙은행과 정부의 대규모 정책에 대한 믿음 등에서 나오고 있다. 전세계 유동성 공급 현황을 가늠해볼 수 있는 글로벌 통화공급 지수(블룸버그가 주요국 M2를 합산해 만든 지표)의 상승 흐름은 꺾이지 않고 있다. 최근 미 연준의 자산매입 속도가 둔화되고 있지만 미국 M2의 전년동월대비 증가율은 24.3%를 기록할 정도로 통화량은 빠르게 늘어나고 있다. 미국 뿐만 아니라 중국 M2의 전년동월대비 증가율은 6월에 12.9%를 기록했고, 유로존은 9.4%로 개선되면서 글로벌 통화공급지수 증가율은 2년만에 두자릿수로 높아졌다.
- 경제활동 정상화와 함께 나타나고 있는 경제지표의 개선은 경기 회복에 대한 투자자들의 기대감을 높이는 요인이다. 4월에 39.6p로 하락했던 글로벌 제조업 PMI는 2개월 연속 반등하면서 47.8p로 상승했다. 글로벌 실업률 급등이 완화된 가운데 고용관련 심리지표가 개선되는 모습이 나타나고 있다는 점도 긍정적이다. 미국 NFB 소기업 낙관지수 내 채용계획지수는 2개월 연속 반등하면서 2019년 9월 수준을 회복했다. NFB 채용계획 지수는 판매예측 지수와 함께 반등했다. 향후 영업환경에 대한 우려 완화가 고용 회복으로 연결되고 있다고 판단한다. NFB 채용계획 지수는 미국 신규 구인 데이터를 선형해서 움직인다. 지난 5월 미국 신규 구인 데이터는 54만명으로 예상치 45만명을 상회했고, 4개월만에 전월대비 증가하면서 고용환경의 개선 가능성을 보여줬다.
- 5월까지 악화되던 글로벌 제조업 생산지수도 반등했다. 아직은 지난 3월 수준에 미치지 못하고 있지만 경제활동 정상화 시작과 함께 지표 개선이 나타나고 있다는 점은 긍정적이다. 제조업 생산 확대는 글로벌 교역 개선 가능성을 높이는 요인이다. 전세계 수출 증가율(YoY)은 지난 5월에 -26%를 기록할 정도로 크게 악화되었지만, 중국의 6월 수출증가율이 전년동월대비 증가로 전환되었고, 한국도 수출 감소폭이 축소되면서 글로벌 교역 개선에 대한 기대감을 높여주고 있다. 글로벌 교역의 개선은 달러 약세로 연결된다는 점에서 투자자들의 위험자산 선호심리도 지속될 가능성이 높다고 판단한다.
- 전세계적으로 풍부한 유동성이 유지되는 가운데 정부와 중앙은행의 대규모 정책에 대한 기대감도 유효하다. 그리고 경제정상화와 함께 경제지표가 개선되기 시작했다. 경제지표 개선은 기업실적 회복으로 이어져 주식시장의 밸류에이션 부담을 완화시켜줄 수 있다. 경제지표의 추가 개선 가능성이 남아있다는 점에서 주식에 대한 비중확대 전략을 유지한다. 글로벌 제조업 생산지수와 글로벌 교역의 개선이 중요한 변수가 될 것으로 판단한다.

제조업 생산과 전세계 수출 증가율 반등

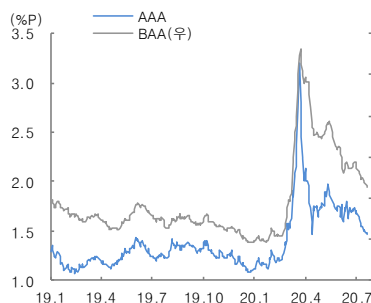


자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

안정적인 국채 동향은 크레딧물 매수 기회

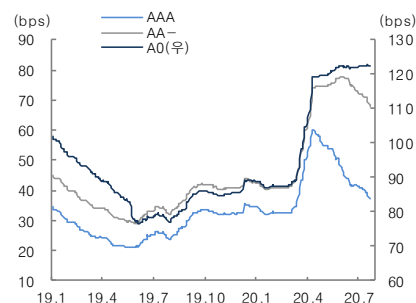
- 코로나19 사태 직후 채권시장은 사실상 통화정책을 비롯한 각종 정책들의 1차적인 수혜 대상이었다. 금리가 안정되지 않으면 어떤 정책들이라도 무용지물(無用之物)이 될 수 밖에 없다는 불안감이 당장 금리부터 안정시켜야 한다는 조치들로 이어졌다.
- 이처럼 공격적으로 이뤄진 정책적인 조치들은 곧바로 국채 금리의 하향을 불렀고, 그로부터 수개월이 경과한 지금 국채시장은 뚜렷한 모멘텀이 없는 박스권에 진입했다. 간혹 물량 부담에 대한 우려로 금리가 상승했지만 그 폭은 제한적인 수준에 그치고 있다.
- 국채를 중심으로 한 시장금리 안정은 이제 크레딧 채권으로 우호적인 영향이 확대될 전망이다. 사실 크레딧을 안정시키기 위한 조치들은 코로나 사태 직후에도 분명히 있었다. 하지만 크레딧 채권이 안정을 찾기 위해서는 일정한 시간과 당국의 지속적인 정책 의지가 동반되어야 했다. 그간 국채에 비해 크레딧 채권이 확연하게 안정을 찾지 못한 것도 이와 같은 맥락이라고 하겠다.
- 실제 미국의 경우 6월 말에야 프라이머리마켓신용기구(PMCCF)가 출범되면서 본격적인 크레딧 시장의 안정을 위한 제도적인 장치가 마무리됐다. 앞서 3월말 국채 및 MBS 무제한 매입과 함께 회사채 시장에 유동성을 공급하기 위한 조치가 동시에 발표된 것을 감안할 때 크레딧을 위한 일련의 조치(SMCCF에 의한 회사채 매입, 상장 회사채 ETF 매입 프로그램 등)들이 완성되기까지는 3개월 가량의 물리적인 시차가 소요됐다.
- 한국의 경우도 지난 7월 17일에야 자신용 회사채 매입을 위한 기업유동성지원기구(SPV)에 대한 대출이 한국은행 금통위를 통해서 공식적으로 의결됐다. 국채 단순매입처럼 신속한 대응이 쉽지 않은 크레딧 시장 특유의 법적, 제도적 요인들이 크레딧 채권의 빠른 안정에 일종의 장애물이 된 것이다.
- 우리는 크레딧 채권이 본격적인 안정을 위한 표면적인 준비를 이제서야 마무리한 만큼 추후 채권시장 내에서 소위 안전자산 영역인 국채에 비해 상대적으로 투자 매력이크다는 입장이다. 동시에 전략적으로는 크레딧 채권에 대한 매수 및 비중 확대를, 적극적인 채권 운용자의 경우 크레딧 스프레드의 축소를 기대한 포지션 구축도 유효한 전략적인 대응 방안이라는 견해다.
- 다만 크레딧 채권에 대한 매수나 포지션 확대가 전략적으로 효과를 거두기 위해서는 국채 금리의 안정이 전제될 필요가 있다. 이에 대해 우리는 여전히 낮은 물가 상승 압력과 부진한 경기 여건 등을 감안할 때 해당 전제가 상당한 기간에 걸쳐 유지될 수 있다는 판단이다.

미국 크레딧 스프레드 추이



자료: 무디스, 대신증권 Research Center

한국 크레딧 스프레드 추이



자료: 민평3사, 대신증권 Research Center

상승추세에서 주도주 교체는 없다

- 7월 경기민감주, 가치주 강세가 뚜렷하다. 7월 업종별 수익률을 보면 철강, 기계, 디스플레이, 증권, 자동차, 비철, 목재 등 경기에 민감하고 밸류에이션 매력이 높은 업종들이 KOSPI를 크게 Outperform했다. 반면, 성장주는 부진했다. 한국판 뉴딜정책 기대가 유입된 2차 전지 관련 업종(화학과 코로나19 백신/치료제 개발 기대에 건강관리(제약/바이오) 업종이 강세를 보였지만, 소프트웨어 업종은 KOSPI대비 1%p 부진했다.
- 이처럼 경기민감주, 가치주 강세는 미국/유럽 등에서 치료제/백신 개발에 대한 희망적인 뉴스들이 7월 KOSPI 상승동력 중 하나였기 때문이다. 치료제/백신 개발시 글로벌 경기회복이 뚜렷해지고, 이에 근거해 경기민감주가 추세적인 상승을 할 것이라는 기대가 유입되었다.
- 치료제/백신 상용화에 한걸음, 한걸음 다가가고 있고, 예상보다 빠른 시점에 개발 될 수 있다는 점은 사실이다. 다만, 치료제/백신의 효능을 정확하게 평가하려면 3상 임상 결과를 지켜봐야 한다. 전 세계적으로 상용화되는 데 까지도 상당한 시간이 필요하다. 치료제/백신 상용화 이후 경제 활동이 코로나19 이전 수준으로 회복될 지 여부도 아직 불투명하다. 치료제/백신 개발 기대를 경기민감주/가치주의 추세적 상승으로 연결짓기에는 상당한 시간이 필요하다.
- 7월 경기민감주, 가치주 강세는 성장주와의 이격조정, 순환매 차원에서 기술적 반등이라고 판단한다. 상대적 가격메리트에 정책과 업황 개선 기대가 유입된 결과로 본다. 6월 이후 KOSPI 추가 상승폭과 탄력은 제한적이었다. 이로 인해 가격/밸류에이션 매력이 높은 업종/종목이 주목받는 한편, 금리의 하향안정세 속에 한국판 뉴딜정책, 백신개발 등 정책 기대와 코로나19 이슈가 지속된 영향이 업종별 수익률에 영향을 미쳤다고 본다.
- 7월 중순 이후 경기민감주/가치주 내에서도 업종별 차별화는 경기민감주/가치주가 주도주로 자리하고 있다는 근거를 약하게 만든다. 특히, 자동차 업종 강세는 한국판 뉴딜정책 공개 이후 전기차/수소차 기대감의 영향이 크다. 반면, 상사, 조선 업종은 7월 수익률 최하위를 기록했고, 에너지 업종도 KOSPI를 Underperform하고 있다.
- 글로벌 증시의 주도주는 여전히 성장주라고 본다. 한국 증시의 경우 인터넷, 2차 전지, 반도체, 제약/바이오 업종에 대한 비중확대 전략 유지한다. 주도주는 상승추세에서 상승시 시장을 이끌고, 단기 조정시 상대적으로 낙폭이 큰 경향이 뚜렷하다. 상승추세에서 단기 기간/가격조정국면에서 강세를 보이는 업종/종목이 주도주로 볼 수 없다. 이는 소외주의 반등, 순환매 차원에서 가격갭 축소로 보는 것이 타당하다. 2004년 ~ 2007년(중국 관련주), 2011년(차화정), 2017년(IT) 상승추세 당시 주도주가 교체된 적은 없었다는 점을 기억할 때이다.

경제 정상화 속도에 연동될 미국증시

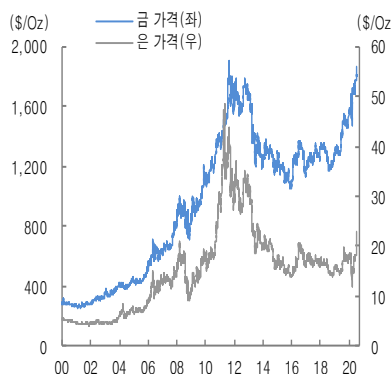
- 미국증시가 코로나19 충격에서 벗어나는 회복 패턴을 크게 2단계로 구분할 수 있다. 1단계가 3월 저점 형성 이후 4월까지 전개된 낙폭과대에 따른 반발 매수세가 견인하는 반등 구간이었다면, 2단계는 5월부터 현재까지 경제 정상화 재개를 통해 경제 회복 기대가 이끄는 상승 구간이었다. 실제로 경제 정상화 재개가 심리지표에 먼저 영향을 미치며, 6월 ISM 제조업PMI(52.6)는 경기 확장 영역에 첫 진입했다. 동 지표가 향후 미국 제조업 경기 회복에 대한 기대를 키웠던 만큼 7월 전까지 방향성이 모호했던 미국증시의 완만한 상승 트리거가 됐다.
- 5월 경제 정상화 재개 이후, 초창기 사회적 거리두기에 대한 공감대에 유지되며 사람들 접촉범위가 급속히 커지진 않았지만, 집에만 머무기에는 한계에 도달한 외부와의 단절 그리고 외부활동을 늘릴 수 밖에 없는 여름이라는 계절성을 바탕으로 사람들 물리적 접촉 확대가 늘기 시작했다. 7월 23일 기준(WHO), 미국 코로나19 확진자수는 395만명으로 브라질(222만명), 인도(119만명)보다 앞서는 세계 1위이며, 일 확진자수는 6.8만명대로 7월 중순 이후 다시 늘어나고 있다.
- 미국 드라이빙 시즌이 시작된 5월 말 이후 7월 현재까지 늘어나는 코로나19 확진자수가 미국증시에 미치는 영향은 제한적이었다. 하지만 8월부터 본격적으로 여름 휴가철에 돌입하는 미국의 휴가문화를 고려하면 향후 일 확진자수 증가 속도가 빨라질 가능성이 크다. 미국 직장인들의 평균 휴가 일수는 14일로 주말까지 포함할 경우 최대 3주간 휴가라는 점에서 코로나19 확산 속도만큼이나 주별 경제 정상화 중단 또는 봉쇄 조치도 이어질 가능성이 커진다.
- 7월 이전까지 미국내 코로나19 확산세는 1) 경제 정상화를 통한 향후 경기 회복 기대와 2) 코로나19 백신 개발 소식에 묻혀, 증시 흐름에 별다른 영향을 주지 않았다. 8월부터는 본격적인 여름 휴가철 돌입을 기점으로 코로나19 확산 속도가 이전보다 가팔라질 가능성이 커지며 미국 경제 정상화 속도가 늦춰질 가능성이 높다. 이미 7월 주간 고용상황은 감소하기 시작했고 미시간 소비자 신뢰지수 역시 향후 소비심리 위축을 암시하며 둔화하기 시작했다.
- 미국 드라이빙 시즌이 9월 첫째주 노동절까지 이어진다는 점에서 3/4분기 경제지표는 코로나19 영향하에서 2/4분기보다 개선속도가 늦춰질 가능성이 커, 그동안 경기회복 기대를 바탕으로 증시 상승 모멘텀이 되었던 경제지표 역할이 8월 한달간은 증시 하락 압력을 높이는 역할로 바뀔 것으로 판단한다. 8월 증시 하락시 3/4분기 코로나19의 부정적 영향을 선반영할 가능성이 커, 저점 확인시 길게는 4/4분기 미국 대선을 통한 차기 행정부 정책 기대감, 짧게는 9월부터 전월 대비 코로나19 확산 강도 약화, 경제지표 개선이 증시 모멘텀으로 작용할 수 있어 미국증시에 대해 언택트 대표 기술주 중심으로 적극적으로 비중확대를 할 필요가 있다.

귀금속의 고공행진

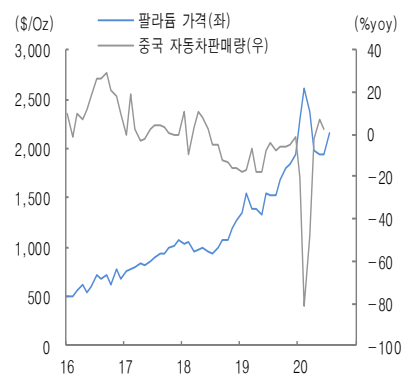
김소현 sohyun.kim@daishin.com

- 7월 원자재지수는 7월초에 비해 3.0% 상승했다. 원자재 시장 내에서 귀금속 섹터의 가격 상승이 뚜렷했다. 은과 팔라듐 가격은 월초대비 각각 27.7%, 12.1% 상승해 원자재 개별 상품 내 수익률이 최상위권을 기록했다. 그 외에도 금과 백금 가격도 각각 5.7%, 4.3% 올랐다.
- 원자재 내에서 귀금속 섹터의 가격 상승이 두드러지는 이유는 코로나19 확산 및 미중 간의 갈등 심화에 따른 안전자산 수요 유입이 지속되고 있기 때문이다. 안전자산으로 분류될 수 있는 미국 채의 금리 하락도 상대적으로 귀금속의 매력을 높였다. 귀금속 섹터에 속하는 은과 팔라듐은 보통 안전자산 자금이 금과 함께 유입된다. ETF의 금과 은 보유량은 역사상 최고치를 기록 중이다.
- 특히, 최근 은과 팔라듐 가격 상승은 제조업 경기 회복 기대감과 코로나19 확산에 따른 공급차질 우려 때문이다. 6월 중국 실물자료 결과가 긍정적이었는데, 그 중 자동차시장 개선을 눈여겨 볼 만하다. 중국의 올해 2/4분기 자동차 판매대수는 656만대로 전년동기대비 증가한 것으로 나타났다. 또한, 최근 EU 경제회복기금 도입으로 유럽 자동차 판매 증가 기대감도 유입되었다. 반면, 은의 전세계 광산생산중 40%를 차지하는 멕시코와 페루, 팔라듐의 전세계 광산생산중 40%를 차지하는 남아공이 코로나 확산에 따른 섀다운으로 공급차질을 빚고 있다.
- 저장장 저금리 기조가 지속되는 한 금의 추가 상승 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 전 세계 국가들은 재정지출을 더욱 늘려나갈 수 밖에 없는데 정부의 부채부담 완화를 위해서 금리 상승은 억제될 가능성이 높다. 연말로 갈수록 높아질 달러화 약세 압력도 금 가격 상승을 지지할 것으로 예상된다.
- 하반기 경기회복을 감안할 때 금 외에도 은과 팔라듐 투자도 여전히 유망하다. 특히, 금과 함께 안전자산 투자자금이 유입되는 은은 그동안 금에 비해 상대적으로 덜 올랐기 때문에 추가 상승 여력이 높다고 판단한다. 반면, 팔라듐의 경우 자동차 제조업 회복 및 자동차 배출 규제 강화의 수혜를 받을 것으로 예상된다.
- 기타 경기민감 원자재 투자에 대해서는 여전히 보수적으로 접근해야 한다고 판단한다. 원유의 경우 원유수요가 코로나19 이전 수준으로 회복되기까지 시간이 필요한 상황이며, OPEC+의 감산 규모 축소와 미국 셰일생산 재개는 유가 하방 리스크 요인이다. 반면, 비철금속 가격의 경우 중국 인프라투자 기대감과 공급차질로 이미 코로나 이전 수준으로까지 회복한 상황이다. 경기회복을 위한 대규모 재정확대 정책들은 비철금속 수요에 긍정적인 요인이거나 최근의 가격상승이 부담 요인이다.

은은 금 가격에 비해 상대적으로 덜 올라



자동차 시장 회복 기대감은 팔라듐에 긍정적



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

자료: China Auto Net, Bloomberg, 대신증권 Research Center

아직은 안정적인 글로벌 오피스 부동산 임대 시장

후행성이 강한 상업용 부동산 시장, 코로나19 여파는 아직 가시화 되지 않아

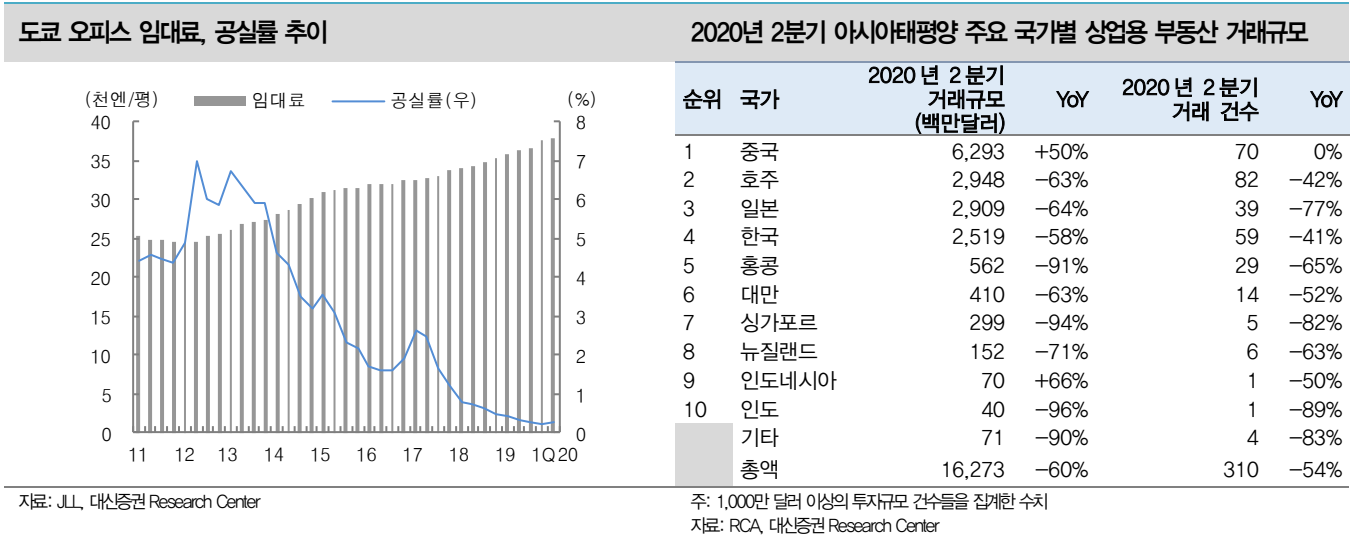
- 코로나19와 같이 경기 침체 혹은 경제 충격을 줄 수 있는 환경의 변화에 대하여 상업용 부동산 시장은 반응이 최소 2분기 이상 후행하는 특성을 보유하고 있다.
- 지난 2008년 글로벌 금융위기 시에도 그 충격이 대부분의 경제 지표에 반영이 되고 주택시장의 지표들에 대해 부정적인 실적이 가시화된 후, 2분기 정도를 지나 상업용 부동산 시장이 반응하는 패턴을 보였다.
- 따라서 코로나19가 상업용 부동산 시장에 어떠한 영향을 미쳤는가에 대한 실질적인 파악은 이번 하반기부터 가능할 것으로 판단한다.

글로벌 오피스 부동산 5월 임대 시장, 긍정적인 실적 기록

- 대부분의 시장에서 임대료와 공실률은 전월 혹은 전분기 혹은 전년 동기 대비 긍정적인 실적을 기록하여 코로나19 영향은 시장에 반영되지 않은 것으로 확인된다.
- 부정적인 실적을 기록한 일부 도시는 코로나19라는 수요 단에서의 영향보다는 공급 단에서의 영향이 반영된 것으로 파악된다.
- [주요 도시 임대료 실적] 도쿄 오피스의 임대료는 전년 동기 대비 7.2% 상승 37,795천엔을 기록했다. 미국 전체 평균 임대료는 \$111/평/월 수준으로 지역별로는 맨하탄(\$259/평/월 +15.5%), 샌프란시스코(\$212/평/월 +9.9%)가 가장 큰 폭의 임대료 상승을 기록했다. 서울 임대료는 전년 동기 대비 2.4% 상승한 76,324원/평/월을 기록했다.
- [주요 도시 공실률 실적] 도쿄는 0.28%, 미국 전체 평균은 13.2%, 서울은 6.7%로, 대부분 전 분기 대비 보합 혹은 소폭 상승을 기록하였다.

아시아태평양 투자시장, 홍콩 투자 규모 큰 폭으로 감소 중

- 2020년 2분기 아시아태평양 전체 거래규모는 16,273백만 달러 수준으로 -60% 가량 감소했다. 특히 홍콩 투자시장의 경우 홍콩 보안법 이슈가 더해져 거래규모는 전년 동기 대비 -91% 감소한 562백만 달러를 기록했다. 첨예화되는 미중갈등으로 홍콩에 대한 투자에는 주의가 필요한 시점으로 판단한다.



회복의 옥석 가리기와 지속되는 Corona Exposure

목재 섹터 중립 의견, 목재 가격 상승은 목재 공급확대 이후 다시 살펴야

- 하반기 미국 리츠는 리테일 및 호텔 섹터를 제외하고는 회복하는 모습이다. 눈에 띄는 성과를 보인 섹터는 Timber(목재) 섹터다. 주택 건설량 및 신규 주택 판매량의 V자형에 가까운 회복과 DIY 및 인테리어 증가로 목재 수요가 증가했고, 목재 선물도 저점 대비 100% 가까운 상승을 보였다. 반면, 실업률이 여전히 높고, 주택 외의 수요는 일시적일 수 있어, 중립의견을 제시한다.

모기지 섹터 비중축소 의견, 정부지원이 끝나고 나서도 Monthly Payment가 유지 될 지

- 모기지 섹터의 경우 금리하락으로 인한 채권 평가액 상승이라는 호재가 있으나, 미진콜로 보유 모기지를 매도했거나, 50% 이상 배당 삭감을 한 리츠들이 많아 비중축소 의견을 제시한다. 배당 삭감의 수준이 20% 미만인 종목들 위주로 보수적인 접근을 추천한다.

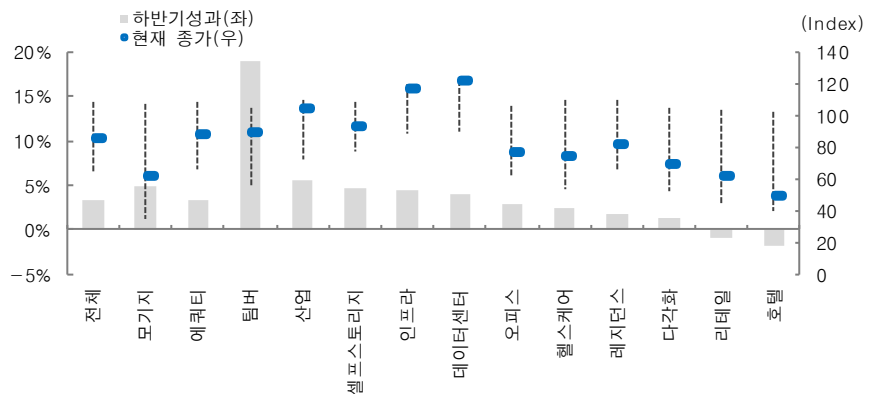
데이터 센터 & 인프라 섹터 비중확대 유지, 주거,오피스,헬스케어, 산업, 셀프스토리지 중립의견 유지, 미국 내 지속 되는 지역별 코로나19 확진자 증가

- 데이터 센터와 인프라 섹터의 경우 비중확대를 유지한다. 최근 금리하락으로 낮은 금리의 채권을 신규 발행하면서 이자비용 감소가 기대되고, 인프라 투자는 지속될 것으로 예상된다.
- 중립의견을 제시한 주거, 오피스, 헬스케어, 산업(물류), 셀프스토리지에 대해서도 투자의견을 유지한다. 특히 오피스 섹터의 경우 코로나 확진 추이가 안정된 뉴욕을 비롯한 동부지역 중심으로 관심을 갖는 것이 좋다.

호텔과 리테일 섹터 비중축소 유지

- 호텔과 리테일에 대한 비중축소 의견도 유지한다. 리테일 섹터는 섣달의 해제 이후 수급을 개선이 나타났지만, 여전히 다른 섹터 대비 낮은 수준이기 때문에 개선 추이를 확인하고 접근하는 것이 좋다. 호텔의 경우 회복까지 장기간 시간이 소요될 것으로 예상되기 때문에 저평가 구간이지만 투자하기에는 위험이 크다.
- 다만, 리테일의 경우 코로나19가 진정된 지역 포트폴리오가 높은 종목 위주로 회복 될 것으로 기대

하반기 섹터별 성과와 2020년 섹터별 저점과 고점 현재가격

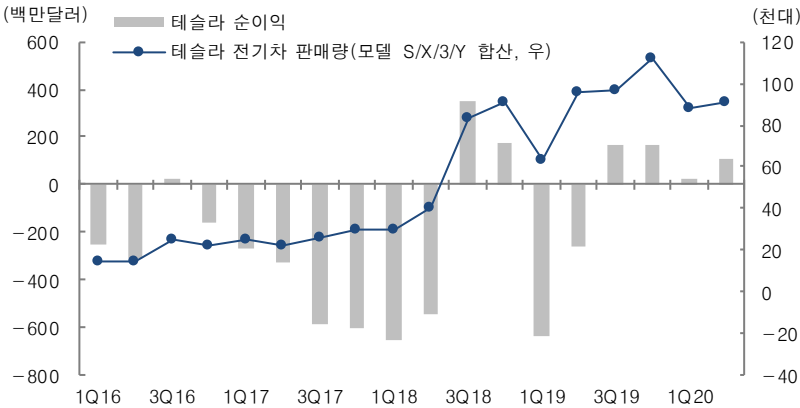


주: 증가는 7/17 기준
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

테슬라, Party never ends

- 테슬라(Tesla, TSLA)는 4개 분기 연속 흑자 달성에 성공하며 S&P500 지수 편입 조건을 충족시켰다. 전세계 자동차 1위 자리에 올라선 테슬라가 고평가 우려 속에서 2/4분기 깜짝 실적 발표와 함께 수익성 논란을 잠재웠다는 점에서 이번 실적의 의미가 크다.
- 미국 내 유일한 생산 시설인 프리몬트 공장이 약 6주간 폐쇄되었던 상황에서도 테슬라의 2/4분기 매출, 순이익, 판매량은 모두 기대 이상의 실적을 기록했다. 매출액과 순이익(GAAP)은 각각 60.4억 달러(+1% QoQ, -5% YoY vs. 예상치: 53.7억 달러), 1.0억 달러(+550% QoQ, 흑자 전환 YoY vs. 예상치: -2.5억 달러)를 기록했으며 판매량은 9.1만대(+3% QoQ, -5% YoY vs. 예상치: 7.5만대)를 달성했다. 탄소배출권과 자율주행칩 소프트웨어를 통한 마진 개선은 고무적이었다(매출총이익률: 21.0%, +6.5%p YoY). 올해 테슬라의 탄소배출권 매출은 전년대비 두 배 증가할 것으로 예상된다. 연내 완전자율주행 지원을 목표로 하는 자율주행칩 소프트웨어는 향후 테슬라의 수익성 개선을 견인할 전망이다.
- 2020년 연간 판매 목표는 50만대를 유지하고 생산 확대 계획을 밝혔다. 중국 상하이 공장의 모델3 생산라인 증설, 연내 미국 프리몬트 공장의 모델3/Y 생산능력 확대(40만대→50만대), 텍사스주 오스틴에 미국 두 번째 기가팩토리 추가 설립(북미 동부지역 내 세미트럭, 픽업트럭, 모델Y 판매 목적)한다는 계획이다. 2021년부터는 중국 상하이와 독일 베를린 기가팩토리를 통해 모델Y 생산라인이 가동될 것이다. 생산라인이 확대되는 만큼 배터리 셀 수급 안정을 위해 파나소닉, CATL, LG화학과의 협력을 늘리고 비용절감 차원에서 CATL과 신형 배터리 개발에 주력할 전망이다. CATL은 올해 하반기부터 일부 중국 모델3에 탑재되는 배터리를 공급하기 시작한 가운데 올해 말 또는 내년 초 신형 배터리 장착이 가능할 것으로 예상된다.
- 테슬라는 S&P500 지수 편입과 배터리 데이(Battery Day)를 앞두고 상승 모멘텀을 이어갈 전망이다. 테슬라의 S&P500 지수 편입 여부는 아직 결정된 바 없지만 가능성이 커진 상황이다. 편입 시점은 8월 중순이나 말로 예측되며 편입될 경우 S&P500 지수 내 비중은 1.0%(시가총액 기준으로 단순 계산)로 예상된다. 배터리 데이(9/22일)에서는 테슬라가 자체 개발한 배터리와 100만 마일 배터리가 공개될 것으로 추측된다.

테슬라, 코로나19 악재 속 양호한 판매량과 4개 분기 연속 흑자 달성 성공



자료: 테슬라, 대신증권 Research Center

두산밥캣
(241560)

제품 다변화로 서프라이즈,
하반기 개선 기대

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 34,000원으로 상향

- 목표주가를 34,000원으로 상향(기존 33,000원, +3.0%)
- 목표주가는 2021E EPS 2,699원에 타깃 PER 12.6배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 소형장비/농기계 업체 4사의 평균 PER을 10% 할인 적용

2Q20 Review 제품 라인업 다변화로 선방

- 2Q20 실적은 매출액 9,638억원(-19.1% yoy), 영업이익 643억원(-59.1% yoy)
- 낮아진 컨센서스 대비 매출액 +14.1%, 영업이익 +44.8%로 서프라이즈
- 코로나19 영향으로 전년비 매출액이 지역별로 -20.5% ~ -31.3% 감소
- 고정비 부담과 공장 섯다운 영향으로 이익 급감
- 기존 제품은 정체를 보였으나 신규제품 라인업이 선전
- 신규제품은 콤팩트랙터, 소형트랙로더 등이며 상반기 65백만불 추가 매출
- PP(발전기) 사업부는 유가하락 영향으로 적자
- 매출 감소에 따른 수금과 외상매입금 시차로 차입금 증가, 3분기 정상화
- 유럽법인에서 세금 600만불 환입

하반기 개선 기대

- 딜러재고는 연초 6개월에서 현재 4개월 전후로 줄어듦. 하반기 재고확충 기대
- 2분기 후반으로 갈수록 수요 회복, 주택경기 회복으로 하반기 개선 기대
- 연간 900 ~ 1,200원 배당 가능성. 현재가 대비 4% 전후의 배당수익률

이동현
이태환

dongheon.lee@daishin.com
taehwan.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

34,000

상향

현재주가

27,500

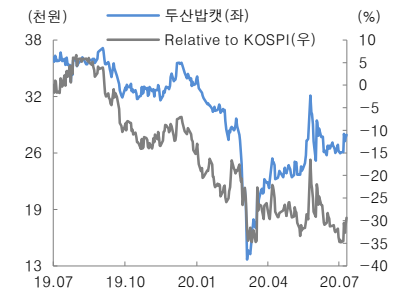
(20.07.24)

가업업종

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSPI	2200.44
시가총액	2,757십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	50십억원
52주 최고/최저	37,100원 / 13,700원
120일 평균거래대금	188억원
외국인지분율	22.90%
주요주주	두산인프라코어 외 2 인 51.06% 국민연금공단 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.7	21.7	-12.8	-24.9
상대수익률	-1.0	4.5	-11.0	-28.9



(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20					3Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,191	1,064	792	964	-19.1	-9.4	845	1,099	-2.6	14.0
영업이익	157	87	46	64	-59.1	-25.9	44	99	-10.3	54.0
순이익	95	34	17	41	-56.7	22.9	27	55	-17.2	34.2

자료: 두산밥캣, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표					
(단위: 십억원, 원, %)					
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	3,971	4,510	4,372	4,871	5,075
영업이익	459	477	352	460	488
세전순이익	404	405	282	411	443
총당기순이익	264	272	181	271	291
지배지분순이익	264	272	181	271	291
EPS	2,638	2,714	1,809	2,699	2,908
PER	11.9	12.7	15.2	10.2	9.5
BPS	37,303	39,692	39,836	40,787	41,850
PBR	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7
ROE	7.4	7.1	4.5	6.7	7.0

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

두산
인프라코어
(042670)

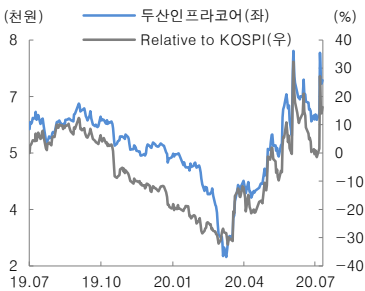
이동현
이태환
dongheon.lee@daishin.com
taehwan.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 8,000
유지
현재주가 7,230
(20.07.24)
가업업종

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSPI	2200.44
시가총액	1,514십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	1,041십억원
52주 최고/최저	8,010원 / 2,535원
120일 평균거래대금	547억원
외국인지분율	4.78%
주요주주	두산중공업 외 8 인 36.10% 국민연금공단 6.11%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.6	75.9	38.2	17.0
상대수익률	4.8	51.0	41.1	10.7



경쟁심화로 아쉬운 중국,
중국 복구수요 증가 예상

투자의견 매수(BUY), 목표주가 8,000원 유지

- 목표주가는 2021E EPS 590원(BW 5천억 포함)에 타깃 PER 13.5배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 건설장비 6사의 평균 PER을 10% 할인 적용

2Q20 Review 경쟁심화로 아쉬운 중국

- 2Q20 실적은 매출액 1조 97백억원(-10.2% yoy), 영업이익 15백억원(-48.1% yoy)
- 컨센서스 대비 매출액 +5.6%, 영업이익 +4.6%로 선방
- 밥캣 제외 시 컨센서스 대비 매출액 -1.3%, 영업이익 -12.7% 하회
- Heavy(건설장비)는 전년대비 매출액 +7.5% 증가, 영업이익 -15.1% 감소
- 중국시장 호조로 매출이 늘었으나 소형 판매 증가와 경쟁심화로 이익 감소
- 건설장비는 지역별 전년대비 매출액이 중국 +57% 상승, 이외 지역 -24% 하락
- 엔진사업부는 유가하락 영향으로 전년대비 매출액 -39.7%, 영업적자 -61억원

중국 홍수에 대한 복구수요 증가 예상

- 하반기 중국시장 경쟁 완화, 중국 홍수에 대한 복구수요 증가를 예상
- 중국시장은 연초 연간 17만대 예상했으나 현재 24만대 전망
- 중국 외자 업체 내 점유율 매년 성장. 19년 20.4%에서 상반기 23.0%로 증가
- 신흥시장과 선진시장도 하반기 개선 기대
- 중국자회사 소송은 올해 완료 예상. 추후 상장을 통한 대응
- 전환사채 풋옵션은 1천억원을 뺀 39백억원 신청. 회사채 신속인수제로 대응
- 올해 배당 가능성 있음

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20			3Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정
매출액	2,200	2,009	1,831	1,976	-10.2	-1.7	1,870	1,851
영업이익	297	181	171	154	-48.1	-14.8	147	125
순이익	117	53	47	50	-57.3	-6.2	54	14

자료: 두산인프라코어, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	7,730	8,186	7,982	8,617	8,911
영업이익	848	840	607	716	751
세전순이익	616	603	370	465	496
총당기순이익	394	396	243	305	325
지배지분순이익	246	240	137	168	178
EPS	1,184	1,153	659	809	854
PER	6.4	4.8	11.0	8.9	8.5
BPS	9,210	10,677	11,298	12,066	12,877
PBR	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6
ROE	14.0	11.6	6.0	6.9	6.8

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

현대로템
(064350)

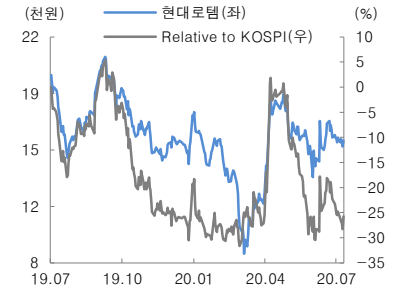
이동현
이태환
dongheon.lee@daishin.com
taehwan.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 20,000
유지
현재주가 15,700
(20.07.24)
가업매수

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSPI	2200.44
시가총액	1,335십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	425십억원
52주 최고/최저	20,800원 / 8,850원
120일 평균거래대금	330억원
외국인지분율	4.19%
주요주주	현대자동차 외 1 인 43.36% 국민연금공단 5.11%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.1	-9.2	-2.5	-14.4
상대수익률	-8.7	-22.1	-0.5	-19.0



정상화만 되도 서프라이즈, 이제는 성장이다

투자의견 매수(BUY), 목표주가 20,000원 유지

- 목표주가는 2020E, 2021E 평균 BPS에 타깃 PBR 2.0배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 철도업체 3사의 평균 PBR을 20% 할증 적용

2Q20 Review 사업 정상화로 서프라이즈

- 2Q20 실적은 매출액 6,566억원(+3.9% yoy), 영업이익 256억원(흑전 yoy)
- 컨센서스 대비 매출액 -1.0%, 영업이익 +194.3%로 어닝 서프라이즈
- 부문별 전년비 매출액은 철도 +6%, 방산 +21%, 플랜트 +4%, 기타 -72%
- 철도 영업이익은 136억원(2Q19 -436억원), 저가수주 해소, 구조조정 완료
- 방산 영업이익은 121억원(2Q19 17억원), K-2전자 납품 정상화
- 플랜트 영업이익은 -9억원(1Q20 -40억원), 신규수주분 하반기부터 반영
- 사업부 및 계열사 매각으로 기타 매출 감소
- 영업외 매각 차익 300억원 인식되며 순이익 개선

이제는 성장이다

- 수주잔고 9조 26백억원(+13% yoy), 철도 수주잔고 7조 67백억원(+13% yoy)
- 증가한 수주잔고의 매출인식 시작. 올해와 내년 매출액 +6%, +7% 성장
- 하반기 코레일 448량 등 하반기 생산 착수로 매출 증가 기대
- 저가수주 물량 해소, 1분기까지 구조조정 완료로 고정비 부담 감소
- 방산도 수주잔고 1조 9백억원(+24% yoy), 매출증가 시기 도래
- 전환사채 2,400억원은 대부분 전환 예상. 자본 확충 및 부채비율 감소

(단위: 십억원, %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20			3Q20				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	632	670	684	657	3.9	-2.1	663	650	2.0	-1.0
영업이익	-38	12	12	26	흑전	119.3	9	20	흑전	-21.5
순이익	-57	-5	30	27	흑전	흑전	20	4	흑전	-86.6

자료: 현대로템 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,412	2,459	2,606	2,786	2,961
영업이익	-196	-280	72	97	129
세전순이익	-324	-349	27	48	95
총당기순이익	-308	-356	25	37	73
자배지분순이익	-301	-354	29	37	72
EPS	-3,539	-4,168	341	430	848
PER	NA	NA	46.1	36.5	18.5
BPS	12,282	9,695	10,033	10,461	11,307
PBR	2.3	1.6	1.6	1.5	1.4
ROE	-25.2	-37.9	3.5	4.2	7.8

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

신한지주 (055550)

박혜진

hyejin.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

51,000

유지

현재주가

30,500

(20.07.24)

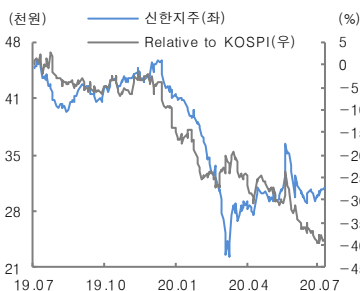
은행업종

4차 산업혁명/안전등급

Neutral Green

KOSPI	2,200.44
시가총액	14,561십억원
시가총액비중	1.07%
자본금(보통주)	2,371십억원
52주 최고/최저	45,850원 / 22,200원
120일 평균거래대금	698억원
외국인지분율	62.74%
주요주주	국민연금공단 9.86%
	BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.09%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.0	12.3	-26.0	-33.5
상대수익률	-0.8	-3.6	-24.4	-37.1



양호한 실적, 그러나 분쟁 상품 우려가 해소되어야

투자의견 매수(BUY), 목표주가 51,000원 유지

- 상반기 기준금리가 -75bp 인하되었음에도 은행 기준 NIM이 -1bp 하락에 그친 것이 고무적 따라서 순이자이익은 전 분기 대비 오히려 증가
- 코로나 19 관련 총당금으로 손실흡수 Buffer를 확보한 것은 긍정적이나 라임, 헤리티지, 젠투 등 분쟁상품 관련 리스크가 현재로써는 더 큰 부담
- 당 분기 관련 상품에 대해 2,000억원의 총당금 적립이 이루어졌으나 추가 적립에 대한 우려는 여전히 존재 동 이슈 불확실성이 해소되어야 주가는 반응할 것

2Q20 지배주주 순이익 8,731억원(QoQ -6.4%, YoY -12.3%) 기록

- 2분기 순이익은 추정치와 컨센서스를 각각 7.6%, 5.5% 상회하는 양호한 실적 기록
- 당 분기는 코로나19 관련 총당금 1,847억원 및 라임, 헤리티지 등 분쟁 상품에 대한 비용 2,016억원 등 총 3,863억원의 일회성 비용 반영
- 일회성 비용에도 불구하고 1) NIM 축소 방어, 2) 자회사 증권 및 카드의 수수료수의 증가와 유가증권 평가이익 증가에 따른 비이자이익 개선에 양호한 실적 달성
- 당 분기 은행기준 NIM은 원화대출성장미 보수적이지 않았음에도 불구하고 핵심예금 증가에 따른 조달금리 하락으로 전 분기 대비 -1bp 축소된 수준인 1.4% 기록. 그룹기준 NIM은 -2bp 축소에 그친 1.84% 기록
- 2분기 비이자이익은 수수료 및 유가증권 평가이익 증가에 따라 전 분기 대비 42.5% 증가한 1,053억원 기록. 그룹 GIB부문 영업이익은 상반기 누적 총 3,912억원 시현 당 분기 2,163억원을 기록하며 전 분기 대비 23.7% 증가
- 선제적 총당금 적립에 따라 당 분기 총 대손비용은 5,390억원으로 대손비용율은 전 분기 대비 30bp 증가한 0.65%를 기록. 신용리스크 증가에 대비하여 하반기 총당금 추가 적립이 있을 예정

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20				
			직전추정	집중치	YoY	QoQ	Consensus
순영업수익	3,168	3,186	3,183.9	3,210.1	1.3%	0.8%	3,833
영업이익	1,409	1,257	1,162.4	1,255.2	-10.9%	-0.2%	1,217
순이익	996	932	811.3	873.1	-12.3%	-6.4%	827.6

자료: 신한지주, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, 배, %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	9,980	11,134	10,629	11,112	11,535
영업이익	4,499	5,049	4,490	4,733	4,910
순이익	3,157	3,403	3,262	3,376	3,543
YoY(%)	8.2	7.8	-4.2	3.5	4.9
ROE(%)	8.8	8.7	7.4	7.3	7.1
EPS(원)	6,657	7,177	7,087	7,335	7,698
BPS(원)	75,354	82,623	95,703	101,164	108,829
PBR(배)	0.53	0.52	0.32	0.30	0.28
PER(배)	5.95	6.04	4.30	4.16	3.96

자료: 신한지주, 대신증권 Research Center

NH 투자증권 (005940)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **13,000**
오지

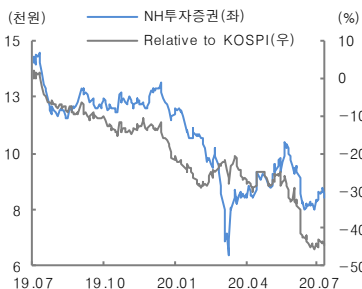
현재주가 **8,630**
(20.07.24)

증권업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,200.44
시가총액	2,569십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	1,431십억원
52주 최고/최저	14,350원 / 6,310원
120일 평균거래대금	153억원
외국인지분율	13.16%
주요주주	농협금융지주 외 1 인 49.11% 국민연금공단 9.2%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.2	-0.6	-27.8	-39.9
상대수익률	-3.9	-14.6	-26.3	-43.1



증권사 호실적의 신호탄

투자 의견 매수(BUY), 목표주가 13,000원 유지

- 거래대금 호조와 상품운용손실이 회복되며 당 분기 어닝서프라이즈 시험 강점인 IB도 대면영업이 쉽지 않은 환경이나 여전히 견조한 수준을 유지

- 3분기에도 실적은 양호할 전망. 다만 옵티머스 펀드 관련 배상금액이 관건이 될 것

2Q20 지배주주 순이익 2,295억원(QoQ +613%, YoY +113.8%) 기록

- 2분기 순이익은 당사 추정치와 컨센서스를 각각 78.5%, 43.8% 상회하는 어닝 서프라이즈. 호실적은 1) 브로커리지 수수료 수익 증가, 2) 상품운용손익 회복에 기인

- 분기 평균 일간 거래대금이 21.9조원(QoQ +44.1%)을 기록, 브로커리지 수수료수익이 1,679억원으로 전 분기 대비 36.4% 증가.

- 1분기 각종 평가손실로 적자였던 상품운용손익은 글로벌 지수 상승에 따른 ELS관련 손익 회복, 유가증권 평가손실 회복으로 당 분기 흑자로 전환되어 실적 개선 견인

- COVID-19로 인해 IB영업이 제대로 이루어 지고 있지 않았음에도 불구하고 SK바이오팜, 드림싸이아스 등 굵직한 Deal의 주관을 맡았을 뿐만 아니라 다수의 PF딜을 수행하며 채무보증수수료는 전 분기 대비 증가

- 동사 IB관련 수익은 1,096억원으로 전 분기와 유사한 수준을 유지. 향후에도 ECM부문의 빅히트엔터테인먼트, 대한항공 유상증자 및 DCM부문의 다수의 딜 대기 중

- 다만 DLS 발행 감소에 따라 펀드연계 매출이 감소하고 채권형 펀드 잔고가 축소되어 자산관리 수수료는 감소

- 옵티머스 펀드 관련 동사의 판매금액은 4,300억원으로 당 분기 일부 총당부채로 인식. 기타 영업비용으로 계상되었으며 300억원 내외일 것으로 추정. 관련하여 배상비율이 아직 결정된 것이 없어 금감원 검사 후 배상금 논의 예정

(단위: 십억원 %)

구분	2019	1Q20	직전추정	잠정치	2Q20		
					QoQ	YoY	Consensus
순영업수익	353	248	375.7	506.1	43.3%	103.8%	422
영업이익	153	54	177.3	296.3	94.2%	450.7%	224.6
순이익	107	32	128.6	229.5	113.8%	613.0%	159.6

자료: NH투자증권 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, 배 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
순영업수익	1,232	1,387	1,226	1,360	1,465
영업이익	540	575	465	596	639
순이익	361	485	330	432	463
EPS	1,285	1,727	1,177	1,539	1,650
BPS	17,945	18,661	19,395	20,427	22,081
PER	10.2	7.4	4.9	5.2	4.8
PBR	0.73	0.68	0.43	0.41	0.38
ROE	7.32	9.44	6.18	7.73	7.76

자료: NH투자증권 대신증권 Research Center

AT&T (T)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견
(토스로이터 평균)

Hold
*(2.7)

목표주가(\$)
(토스로이터 평균)

33.1

현재주가(\$)
(20.07.24)

29.9

통신서비스

4차 산업혁명/안전등급

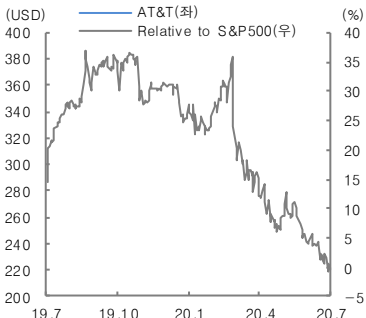


Neutral Green



기업명	AT&T
한글명	에이티엔티
홈페이지	about.att.com
결산월	12월
거래소 국가	US
상장 거래소	NYSE
시가총액(십억달러)	214.3
시가총액(조원)	263.8
발행주식수(백만주)	7,172.9
52주 최고가/최저가	39.7/26.1
주요주주	Vanguard Group 8.1% BlackRock 5.2%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.2	1.4	-22.6	-6.8
상대수익률	-4.5	-14.3	-19.9	-14.5



히어로의 양대 산맥 DC

2Q20 Review: 코로나 영향 있었으나 시장 기대치에 부합한 실적

- 2Q20 매출 41bn USD(-9% yoy, -4% qoq), 영업이익 3.5bn USD(-53% yoy, -53% qoq). 컨센서스는 매출 40.9bn USD, 영업이익 8.9bn USD로 매출은 부합했으나 영업이익은 컨센서스 대비 하회. 코로나 영향이 모든 사업 부문에 부정적 영향. 영업비용은 변동비가 감소하긴 하였으나, Vrio 영업권 손상 발생, 퇴직금, 코로나 관련 비용 등의 증가가 감소분 상쇄. Vrio 영업권 손상 제외 시, 영업이익 8.97bn USD로 컨센서스 부합
 - Communications 매출 33.6bn USD(-5% yoy, -2% qoq). 1) Mobility 매출 17.1bn USD(-1% yoy, -1% qoq). 국제 로밍 서비스 수익 일부 감소하긴 하였으나 전반적으로 견조한 매출 달성. 2) Ent. Group 매출 10.1bn USD(-11% yoy, -4% qoq). Premium TV/OTT 구독자 감소, 코로나로 인한 광고 위축. 3) Business Wireline 매출 6.4bn USD(-4% yoy, -1% qoq)
 - WarnerMedia 매출 6.8bn USD(-23% yoy, 13% qoq) 기록. 모든 서비스 부문에서 매출 감소. Turner 구독과 광고 매출 감소. 특히 NBA 시즌 연기가 광고 수익 감소에 크게 영향 미침. HBO 매출 또한 미국내 유선 구독자 감소와 콘텐츠 라이선스 수익 일부 감소 영향. Warner Bros는 영화 개봉 연기, 극장 폐쇄 등에 영향. 다만, 5월에 출범한 HBO Max의 TV 수익 증가가 일부 상쇄. 2분기 말 HBO MAX/HBO 미국 구독자는 3,630만 명 기록. 작년 말 기준 HBO 구독자는 3,460만 명. MAX 주간 평균 시청 시간은 HBO의 70% 이상. 2분기 WarnerMedia 전체 OPM 28%. 동사 전체 OPM이 9%인 것을 감안하면 미디어 사업부문의 매출 비중은 작지만 OPM은 높음. 동사의 Cash Cow 역할 할 수 있다고 판단
 - Latin America 매출 1.2bn USD(-30% yoy, -23 qoq) 기록. Mexico와 Vrio 사업 모두 대남미 환율 압박 및 코로나로 인한 상점 폐쇄 등의 경제적 영향 받음. 이외에 자회사 Xandr를 포함한 동사의 광고 매출은 1.2bn USD(-33.0% YoY) 기록
- 비용 감축, 사업 운영 효율화 등의 전략으로 코로나 대응**
- 인력 감축, 재배치 및 복리후생 개편 등으로 인력비 감소
 - 통신 사업부문에서 매장 폐쇄 단행 및 온라인 판매 강화. 또한 TV 설치 시, 고객 자가 설치, AS 서비스 간소화 등을 통해 현장 운영 비용 절감 계획
 - HBO MAX 가입자 확대 위해 콘텐츠 강화. 8월까지 21편의 새 오리지널 시리즈 확보 계획
 - 한편, 동사는 코로나 영향으로 제한적인 가이던스 제공. 다만, 기말 배당성향은 기존의 60% 유지. 2020년 Capex는 약 20bn USD 제시

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: USDmn, USD, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	170,756	181,265	170,429	173,060	172,090
영업이익	26,922	27,955	32,055	31,942	33,177
당기순이익	23,971	26,232	22,167	22,850	23,319
EPS	3.5	3.6	3.2	3.3	3.4
PER	8.5	8.4	9.4	9.2	8.8
BPS	25.3	25.4	25.8	26.3	27.0
PBR	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
ROE	14.75	14.24	14.05	14.67	16.04

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: AT&T, 토스로이터, 대신증권 Research Center

S-Oil
(010950)

방향성에 베팅

- 투자의견 매수, 목표주가 90,000원 유지
- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 1.7배를 적용하여 산출
 - 코로나19로 인한 대규모 적자 이후 실적 회복의 방향성은 분명
 - 연말까지 수요 회복에 따른 정유 업황 정상화와 함께 이익 개선을 기대
- 2Q20 영업이익 -1,643억원(적지 QoQ)으로 컨센서스(-1,144억원) 하회
- 영업이익 추정치의 범위가 +1,062억원~ -4,131억원이었던 점을 감안하면 2분기 실적은 예상치에 부합하는 수준
 - 정유 부문 영업이익 -3,587억원으로 전분기(-1.19조원) 대비 적자 규모 대폭 축소: 1) OSP 하락(+5.7달러/배럴), 2) 유가 상승(재고 손익 +5천억원) vs. 1) 정제마진 하락(-3.1달러/배럴), 2) 고가 원료 투입(전분기 재고 축적)
 - 유가 상승(기말 기준 Dubai +7달러/배럴)에도 정유 사업부의 재고 손실(-1.7천억원)이 발생한 이유는 OSP 급락에 따른 원가 하락이 반영되었기 때문
 - 석유화학(OP +37% QoQ): 재고 평가 이익(약 3.5백억원 추산) 제외 시 16% 감익. 다만 PX/납사 스프레드 하락(-43달러/톤)을 감안하면 우려보다 견조한 수준으로 ODC(올레핀)의 수익성이 개선되었기 때문
 - 윤활기유(OP -11% QoQ): 코로나19에 따른 수요 둔화로 고객사 주문이 감소하며 매출 감소(-38%) vs. 다만 원료가 하락에 따른 수익성 개선으로 영업이익률은 38%까지 상승
 - 3Q20 영업이익 2,294억원(+3.9천억원)으로 흑자 전환 예상, 정유 영업이익 +4.3천억원 QoQ 기대: 정제마진 개선 및 고가 원재료 투입 효과 소멸 전망, OSP 상승은 마진에 부정적이나 재고 관련 이익에는 긍정적(저가법 환입)

한상원

sangwon.han@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

90,000

유지

현재주가

(20.07.24)

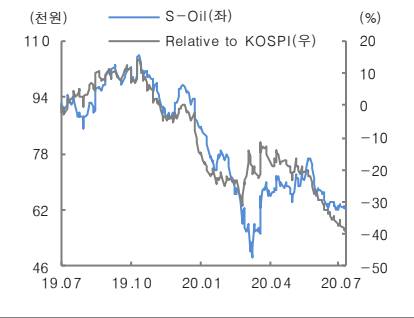
61,700

정유업중

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSPI	2200.44
시가총액	6,946십억원
시가총액비중	0.51%
자본금(보통주)	281십억원
52주 최고/최저	106,000원 / 48,500원
120일 평균거래대금	435억원
외국인지분율	74.69%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 11인 63.45% 국민연금공단 7.93%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.6	-12.2	-23.7	-34.7
상대수익률	-9.3	-24.7	-22.1	-38.2



(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20				3Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	6,257	5,198	3,266	3,452	-44.8	-33.6	3,329	4,386	-29.6	27.1
영업이익	-91	-1,007	-104	-164	적지	적지	-114	229	-0.6	흑전
순이익	-147	-881	-180	-67	적지	적지	-90	124	140.1	흑전

자료: S-Oil, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표						(단위: 십억원, 원, %)	
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F		
매출액	25,463	24,394	17,692	19,606	20,579		
영업이익	639	420	-681	1,208	1,026		
세전순이익	332	110	-1,016	986	755		
총당기순이익	258	65	-681	748	576		
지배지분순이익	258	65	-681	748	576		
EPS	2,266	573	-6,048	6,562	5,043		
PER	43.1	166.2	NA	9.4	12.2		
BPS	55,480	55,715	49,612	56,048	58,496		
PBR	1.8	1.7	1.2	1.1	1.1		
ROE	3.9	1.0	-11.1	12.1	8.6		

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

현대글로벌비스

(086280)

양자환

jhwang.yang@daishin.com

투자 의견

6개월 목표주가

현재주가

(20.07.24)

이자수

jane.lee@daishin.com

BUY

매수, 유지

135,000

유지

115,000

운송업종

방향은 위쪽, 속도는 느림

- 투자 의견 매수, 목표주가 135,000원 유지
- 현대글로벌비스의 2020년 2분기 실적은 당사 및 시장 컨센서스에 부합
 - 코로나19로 국내외 완성차 공장 가동중단 및 생산·판매 부진 영향
 - 3분기 국내 및 해외물류 사업부문은 완성차 생산 및 판매량 회복으로 2분기 대비 호전될 것으로 전망
 - 하지만 CKD사업부문은 1)슬로바키아 엔진공장 리모델링, 2)2분기 생산량 감소에 따른 재고 효과 등으로 실적 회복은 제한적일 것으로 예상
 - 실적 및 주가 회복 속도는 예상보다 더디지만, 방향은 위쪽이 확실
 - 실적 방향성과 낮은 밸류에이션 감안시 3분기 중 비중확대 추천

- 2020년 2분기 실적 당사 추정치에 부합. 3분기 실적 눈높이 낮춰야
- 2020년 2분기 실적은 연결기준 매출액 3조 2,698억원(-27.3% yoy), 영업이익 1,306억원(-35.4% yoy), 순이익 1,151억원(-5.3% yoy)을 시현
 - 부문별로 [물류] 매출액 1조 1,145억원(-25.5% yoy), 영업이익 517억원(-44.1% yoy), [해운] 매출액 5,270억원(-33.9% yoy), 영업이익 151억원(-15.2% yoy), [유통] 매출액 1조 6,283억원(-26.1% yoy), 영업이익 638억원(-30.6% yoy)을 기록
 - [국내물류] 매출액 3,603억원(-4.8% yoy). 신차 판매량 호조에도 완성차 수출 물량 감소와 철강 물동량 감소 영향 [해외물류] 매출액 7,542억원(-32.4% yoy). 완성차 해외공장 가동중단 영향 [PCC] 매출액 3,507억원(-30.7% yoy). 완성차 판매량 감소로 계열 및 비계열 물동량 감소 [CKD] 매출액 1조 1,888억원(-25.9% yoy). 해외공장 생산량 감소에 따른 부품 주문량 감소
 - 3분기 매출액 3.92조원(-17.5% yoy), 영업이익 1,512억원(-42.0% yoy) 전망

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20				3Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,496	4,703	3,315	3,270	-27.3	-30.5	3,480	3,918	-17.5	19.8
영업이익	202	195	131	131	-35.4	-33.0	128	151	-42.0	15.7
순이익	122	160	87	115	-5.3	-28.3	90	105	131.3	-8.8

자료: 현대글로벌비스, FnGuide, 대신증권 Research Center

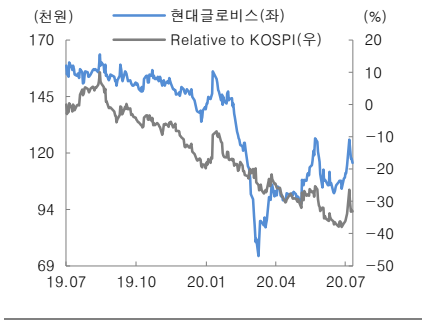
영업실적 및 주요 투자지표					
(단위: 십억원 원, %)					
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	16,866	18,270	16,489	18,304	18,853
영업이익	710	877	697	920	933
세전순이익	626	727	712	920	916
총당기순이익	437	502	495	639	637
지배지분순이익	437	502	495	639	637
EPS	11,663	13,395	13,197	17,042	16,978
PER	11.1	10.7	8.7	6.7	6.8
BPS	113,605	124,541	134,237	147,780	161,108
PBR	1.1	1.1	0.9	0.8	0.7
ROE	10.6	11.2	10.2	12.1	11.0

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

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2200.44
시가총액	4,313십억원
시가총액비중	0.32%
자본금(보통주)	19십억원
52주 최고/최저	163,500원 / 73,300원
120일 평균거래대금	146억원
외국인지분율	34.36%
주요주주	정의선 외 4 인 39.35% Den Norske Amerikaline AS 12.04%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.6	17.0	-26.3	-27.4
상대수익률	1.8	0.4	-24.8	-31.3



Texas Instruments (TXN)

이수빈 subin.lee@daishin.com

투자이견 N/R

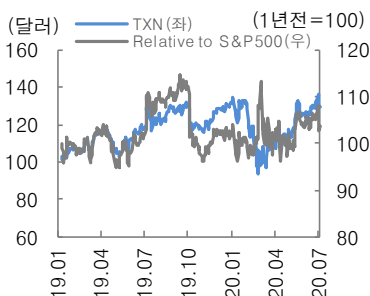
목표주가 N/R

현재주가 129.6
(20.07.26)

반도체업종

기업명	Texas Instruments
회계마감월	3월
거래소국가	US
거래시장	NASDAQ
시가총액(십억USD)	118.7
시가총액(조원)	142.7
발행주식수(백만주)	913.4
52주 최고가/최저가	137.7/93.1

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.9	1.9	16.8	-3.9
상대수익률	-1.4	-1.4	1.2	-1.2



상회하는 실적은 감사하나 신중해질 필요

2분기 실적 컨센서스 상회, 자동차 제외 시 코로나영향을 받지 않았다

- 매출액 32억달러(-3% Q/Q, -12% Y/Y) 매출총이익률 64.3%, EPS \$1.48 기록하며 컨센서스와 가이던스를 큰 폭으로 상회
- 매출 규모 하락에도 불구하고 12인치 제품 비중 증가, 공장 가동률 유지하며 매출총이익률은 전년동기비 유지
- 자동차 반도체 사업부문 매출이 전분기 대비 40% 하락한 것을 제외하면, 전자 매출은 8% 성장했음. 1) 산업용 반도체 부문에서 고객사의 재고 축적 수요가 발생한 것으로 파악되며, 2) 채택근무 수요에 따른 태블릿, PC, 서버용 반도체 수요가 견조했기 때문

3분기에는 자동차 반도체 반등을 기대

- 3분기 가이던스도 34억달러(+5% Q/Q), EPS \$1.24로 제시하며 컨센서스 31억 달러, EPS \$0.92를 상회
- 자동차 사업부문의 경우 미국과 유럽의 자동차 생산공장 5월부터 가동 재개하며 3분기 실적은 개선될 것으로 전망함
- 자동차 전용 반도체 기업 NXP 실적발표(7/28)에 주목

상회하는 실적은 감사하나 신중해질 필요

- 동사 재고일수는 166일로 증가(1분기 145일), 채널사 재고는 3주로 하락(1분기 4주)하며 합산 재고 수준은 유지
- 지속적으로 채널사와의 위탁계약을 통한 직접판매(Consignment program)를 확대하여 동사 재고는 증가, 채널사 재고는 하락하는 정책을 유지할 계획임. 향후 고객사 수요에 더욱 민첩하게 대응하기 위함
- 경쟁사와 달리 가동률 70~75% 수준으로 유지하며 급증하는 채택근무향 수요에 대응 가능 했음. 추가로 온라인플랫폼 Ti.com 활용을 통해 주문부터 선적까지의 리드타임을 4주로 축소, 경쟁사대비 운영효율성이 매우 높다고 판단
- 동사의 고객사는 10만여개로 경기와 실적이 민감하게 연동되어 있음. 그러나, 동사와 채널사의 합산 재고는 하락하지 않았고, 일부 고객사로부터 재고 축적 수요가 발생했음을 감안하면, 실질적으로 자동차 사업부문을 제외하고는 실적에 미친 코로나19 영향은 제한적임. 향후 고객사의 재고 소진이 발생 가능성이 존재하기 때문에 신중해질 필요 있음

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 백만달러, 원, %)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	14,961	15,784	14,383	13,336	14,491
영업이익	6,094	6,716	5,687	5,136	5,954
총당기순이익	5,535	5,017	4,830	5,042	0
EPS	4.4	5.6	5.2	5.2	5.5
PER	24.0	16.9	24.5	25.1	23.6
BPS	10.4	9.3	9.5	8.0	7.6
PBR	9.6	9.1	14.2	16.1	17.1
ROE	42.8	57.7	56.1	59.7	73.1

자료: Texas Instruments, Thomson Reuters, 대신증권 Research Center

Intel (INTC.O)

이수빈 subin.lee@daishin.com

투자이견 N/R

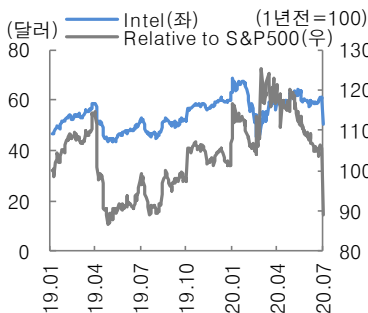
목표주가 N/R

현재주가 USD 50.6
(20.07.26)

반도체업종

기업명	Intel Corp
회계마감월	12월
거래소국가	US
거래시장	NASDAQ
시가총액(십억USD)	215.2
시가총액(조원)	258.5
발행주식수(백만주)	4,229.7
52주 최고가/최저가	69.3/43.6

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.8	2.3	-4.6	16.7
상대수익률	-2.5	-13.4	-1.9	9.1



파운드리 산업에게 기회

2분기 실적 컨센서스 소폭 상회, 하반기 부진 예상

- 2분기 매출 197억달러 (-1% q/q, +20% y/y), GPM 60%, EPS \$0.17 기록. 컨센서스 소폭 상회. 10나노 5G 통신장비향 Intel atom SoC칩 출하량 증가로 양호한 실적 기록
- 2분기 NAND 매출 16.6억달러(+76% y/y vs 삼성전자 5.7조원 + 43% y/y, SK하이닉스 2.1조원 + 65% y/y) 기록하며 흑자전환. 영업이익률 19% 달성
- 3분기 가이던스 매출 182억달러(-8% q/q) 컨센서스 상회, GPM 57%, EPS \$18.2 하회. 성수기임에도 불구하고 전분기대비 하락 예상
- 3분기 데이터부문 전년동기비 한자리수 중반 하락을 예상. 이는 데이터부문에서 전분기대비 10% 이상 하락을 의미. 엔터프라이즈/정부기관향 수요가 19년 4분기 정점 도달 후 하락했다면, 클라우드 사업자와 통신사업자의 수요는 20년 2분기가 정점으로 파악. 고객사들은 재고 소진 구간에 진입했다고 판단. 하반기에는 경쟁사의 신제품 출시에 따른 시장점유율 하락 예상
- 3분기 PC부문도 전년동기비 한자리수 중반 하락, 전분기대비 3% 하락을 예상. 동사는 캐파증설을 통해 PC 재고를 정상수준으로 회복했고 하반기에는 Entry CPU 공급량 확대하며 시장점유율 증가시킬 계획임. 그러나 PC 시장 수요는 매크로 환경, 윈도우10 전환 수요 정체로 둔화될 것으로 예상함
- 하반기 10나노 제품 램프업 확대로 마진 하락 예상. 연간 매출 가이던스 매출 750억달러, EPS \$4.85 제시하며 4분기 부진을 암시

7나노 제품 출시 6개월 연기, TSMC/삼성전자에게 기회

- 실적보다도 이슈가 되었던 것은 7나노 제품 출시를 6개월 연기했다는 점. 7나노 공정 수율 확보가 약 12개월 지연되고 있기 때문. 제품 리더십을 유지하기 위해 처음으로 파운드리 위탁 생산 가능성을 언급. TSMC와 삼성전자 파운드리 사업부에게는 신규 고객사를 확보할 수 있는 기회요인으로 작용할 전망이다
- 동사는 공정 노드에서의 지연을 설계 개선과 첨단패키징 도입으로 만회할 것으로 언급한만큼, 인하우스 패키징은 지속할 것으로 예상함
- 7나노 기반의 클라이언트 CPU는 22년말~23년 초 예정, 서버 CPU(Granite Rapids)는 23년 하반기 예정. 처음으로 EMIB 패키징을 적용하는 서버용 GPU인 Ponte Vecchio도 7나노 기반으로 21년 4분기 출시 예정임
- 따라서 7나노 지연이 동사의 21년 실적에 미치는 영향은 제한적이나, IDM사로서의 경쟁력을 잃었다고 판단. AMD는 21년 5나노, 23년 3나노 도입 예정

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 백만달러, 원, %)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	62,761	70,848	71,965	74,950	73,886
영업이익	19,577	24,549	23,752	24,175	22,954
총당기순이익	16,753	21,525	21,784	20,781	20,109
EPS	3.5	4.6	4.9	4.8	4.8
PER	13.3	10.2	12.3	10.4	10.6
BPS	14.9	16.3	17.6	20.5	21.8
PBR	3.1	2.9	3.5	2.5	2.3
ROE	24.8	30.0	28.7	24.9	22.5

자료: Intel Corp, 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.