대신증권 Daishin Securities

2020년 7월 30일 목요일

Morning Meeting Brief

Issue Comment

"경제 회복 확신할 때까지 낮은 금리 유지"

- 미 연준, 7월 FOMC에서 현 제로금리 유지
- 향후 경제 여건은 코로나에 달려, 경제 회복될 때까지 지금과 같은 저금리
- 완화적 통화정책의 파급 단계나 경로에 주목, 국채보다 크레딧 채권

공동락. dongrak.kong@daishin.com

대체투자

증시가 하락할 경우에 "대안투자"

- 세계 증시가 가파른 회복세를 보이고 있지만 코로나19 확진자수 증가와 주식시장 고밸류에이션 이슈로 섣부른 글로벌 경제 낙관은 경계
- 코로나19 1차 확산 시기인 3월 저점을 기준으로 YTD Return을 살펴보면 달러, 미 국채, 금 상승
- 회복 과정에서 귀금속을 제외하고 아웃퍼폼한 분야는 태양광을 중심으로 바이오 연료, 수력, 태양열, 풍력 등이 포함된 신재생에너지

미래산업팀

산업 및 종목 분석

[반도체업] Aspeed 미팅노트 : 20년 하반기 하향 조정 중

- ASPEED Technology(5274.TWO)는 글로벌 서버용 BMC (Baseboard Management Controller) 반도체를 설계하는 팹리스 기업으로 글로벌 시장 점유율 65% 보유
- BMC 반도체란 시스템에 오류가 발생하는 상황을 제어하고 서버 유지비용을 절감하는데 사용. 이를 테면, 서버의 온도, 디스플레이/키보드/마우스 등 다양한 종류의 하드웨어를 모니터링해서 안정적으로 서버가 작동할 수 있도록 도와주는 역할
- 2019년 BMC 출하량은 약 8.6~8.7백만개, 2020년은 10.5~11.0백만개(+35% YoY) 공급 예상. 전체 시장은 2019년 12~12.5백만개이며 2020년에는 전년대비 약 5~6% 성장을 전망함

이수빈. subin.lee@daishin.com

[2Q20 Review] 롯데정밀화학: 해소되고 있는 저평가

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 53,000원으로 10% 상향: 대체육 시장 성장에 따른 애니애디(첨가제) 기대감으로 주가 상승(1M +27%). 아직 실적 기여 미미한 수준이나 중장기 성장 동력으로 주목할 필요
- 2분기 영업이익은 전분기 대비 33.5% 감소한 339억원으로 시장 기대치(354) 및 당사 추정치(343억원)에 부합하는 실적을 기록
- 3Q20 영업이익 315억원(-7.2% QoQ) 전망: 셀룰로스 계열 개선(산업용 판매 회복) vs. 염소 계열 악화(ECH 스프레드, 가성소다 가격 하락)

한상원. sangwon.han@daishin.com

[2Q20 Review] OCI: 하반기 흑자가 분명한 이유

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 68,500원으로 46% 상향
- 폴리실리콘 사업 가치 5천억원 상향: 1) 가격 급반등(저점 대비 +52%)하며 실적 정상화 가속화, 2) 반도체용(EG) 매출 본격화 임박
- 2Q20 영업이익 -443억원(적지 QoQ)으로 컨센서스(-306억원) 하회
- 전분기 대규모 일회성 비용(군산 가동 중단 관련 785억원) 소멸 감안하면 실질적인 감익: 태양광 수요 위축(코로나19)으로 폴리실리콘 가격 약세 및 말레이시아 정기보수 등으로 판매량 감소(-64% QoQ) 등 때문

한상원. sangwon.han@daishin.com

[2Q20 Review] 현대일렉트릭 : 업황 대비 최상의 실적, 이어지는 턴어라운드

- 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 13,000원으로 상향(기존 11,000원, +18.1%)
- 2Q20 매출액 5,355억원(+32% yoy), 영업이익 183억원(흑전 yoy). 컨센서스 대비 매출액 +28%, 영업이익 +245% 상회하는 어닝 서프라이즈. 코로나19 영향에도 저가수주 경쟁의 완화, 내부 원가절감 노력 반영
- 영업이익. 구조조정 마무리, 저가 수주 물량 소진, 믹스 개선, 해외법인 호조

이동헌. dongheon.lee@daishin.com

[2Q20 Preview] 코리아써키트 : 레벨 업(Level UP) : 이익 + 밸류에이션

- 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 20,000원 상향
- 영업이익(연결)은 2020년 2분기 80억원(416% yoy), 3분기 120억원(110% yoy)으로 추정. 연간 383억원으로 2019년(139억원)대비 137% 증가 추정. 전체 매출은 2020년 6,256억원(15.1%), 2021년 7,131억원(14%)으로 코로나19 요인을 감안하면 경쟁사대비 높은 성장세를 전망
- 삼성전자내 프리미엄 스마트폰향 주기판의 최대 공급업체로의 프리미엄 부여 가능. 주가의 단기 상승은 부담되나 추가 여력은 상존 판단

박강호. kangho.park.lee@daishin.com

[2Q20 Review] 서울반도체 : 깜짝 실적, 마이크로 LED 주목

- 투자의견 '매수(BUY)' 유지, 목표주가 22,000원 상향(22%)
- 연결, 2020년 2분기 영업이익 137억원(107% yoy / 129% qoq)은 종전 추정치(77억원) 및 컨센서스(82억원)를 큰 폭으로 상회. 매출은 2,681억원(-5.4% yoy / 10.2% qoq) 시현
- 투자포인트는 2020년 하반기, 글로벌적으로 마이크로 LED TV가 출시 예상, 서울반도체는 마이크로 LED 매출 반영 및 2021년 새로운 성장(전체 외형) 기회로 판단. 3분기 영업이익은 194억원(61% yoy) 추정, 성수기 진입 및 LED 가격 하락 둔화로 수익성은 정상화, 호조 전망. 2020년, 2021년 주당순이익(EPS)을 종전대비 각각 4.2%, 7.7%씩 상향

박강호. kangho.park.lee@daishin.com

[2Q20 Review] 현대건설기계 : 중국 호조로 서프라이즈, 바닥은 통과

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 27,500원 유지
- 2Q20 매출액 6,684억원(-20% yoy), 영업이익 420억원(-16% yoy). 컨센서스 대비 매출액 +2%, 영업이익 +124% 상회하는 어닝 서프라이즈. 환효과 71억원, 중국법인과 고마진 제품 판매 증가로 영업이익 선방
- [중국] 하반기도 견조. 연간시장 25만대로 25% 성장. 소형장비 판촉 확대 / [인도] 락다운 이후 공장 재개. 4분기 이후 완만한 시장 회복 기대 / [신흥시장] 2분기 후반으로 갈수록 수요 회복, 6월 전년비 80%까지 회복
- 신흥국 포지션이 큰 동사의 특성상 중국 외 신흥국의 경제회복 속도가 중요

이동헌. dongheon.lee@daishin.com

[2Q20 Review] 현대로템 : 나도 수소주, 턴어라운드에 이은 성장 모멘텀

- 7/28 애널리스트 대상으로 2Q20 실적발표 관련 컨퍼런스 콜을 진행. 실적은 7/27 보고서 참고
- 그룹사 내 플랜트사업을 하는 유일한 계열사. 현대차는 수소 모빌리티 아젠다를 제시하고 있으며 동사도 한 축을 담당.
- 현재 리포머사업과 충전소사업, 디스펜서 등의 사업을 진행 및 계획. 의왕연구소 부지에 리포머공장 구축. 향후 현대차와 협업해 수소시스템을 적용한 수소 트램(Tram) 양산
- 수소사업 상반기 123억원 수주, 연간 400억원 수주 목표. 2025년까지 누계 4천억원 매출 목표

이동헌. dongheon.lee@daishin.com

[2Q20 Review] SK 이노베이션: 본격적인 Re-rating 임박

- 투자의견 매수, 목표주가 170,000원 유지
- 본업(정유)의 시황은 연말까지 석유 수요 회복과 함께 정상화를 기대
- 2Q20 영업이익 -4,397억원(적지 QoQ)으로 컨센서스(-3,386억원) 하회
- 정유(+1.2조원), 화학(+1.6천억원) 등 기존 사업부 실적 대폭 개선

한상원. sangwon.han@daishin.com

[Issue Comment] 한미 미사일 지침 개정관련 Comment : 고체연료 사용으로 우주사업 확대

- 7/28 우주발사체에 대한 고체연료 사용 제한 완화되는 2020년 개정 미사일 지침 채택
- 정부에서는 이번 지침 개정을 통해 1) 군 정보, 감시정찰 발전 계기, 2) 민간기업 우주사업 확대, 3) 한미동맹 업그레이드 기대
- 위성사업을 보유한 주요 방산업체 및 위성관련 업체들의 중장기적 수혜 예상

이동헌. dongheon.lee@daishin.com

대체투자

미래산업팀

증시가 하락할 경우에 "대안투자"

- 글로벌 경제 낙관론이 확산되면서 세계 증시가 가파른 회복세를 보이고 있다. 미국을 비롯한 주요 국가들의 주가지수는 코로나19 이전 수준까지 회복하는 모습이다.

- 경제활동 정상화에 따른 경기 회복에 대한 기대감도 글로벌 증시에 대한 낙관론을 지지하고 있다. 글로벌 제조업 PMI 지수는 4월 39.6p에서 5월 42.4p, 6월 47.8p로 2개월 연속 상승, 글로벌 실업률도 다소 낮아지면서 경제활동 정상화 기대를 높였다.

- 하지만 전 세계적으로 코로나19 확진자 수가 늘어나고 있으며 글로벌 신규 확진자 수는 매일 약 25만 명씩 증가하고 있다. 기업들의 실적 개선도 긍정적이지 않다.

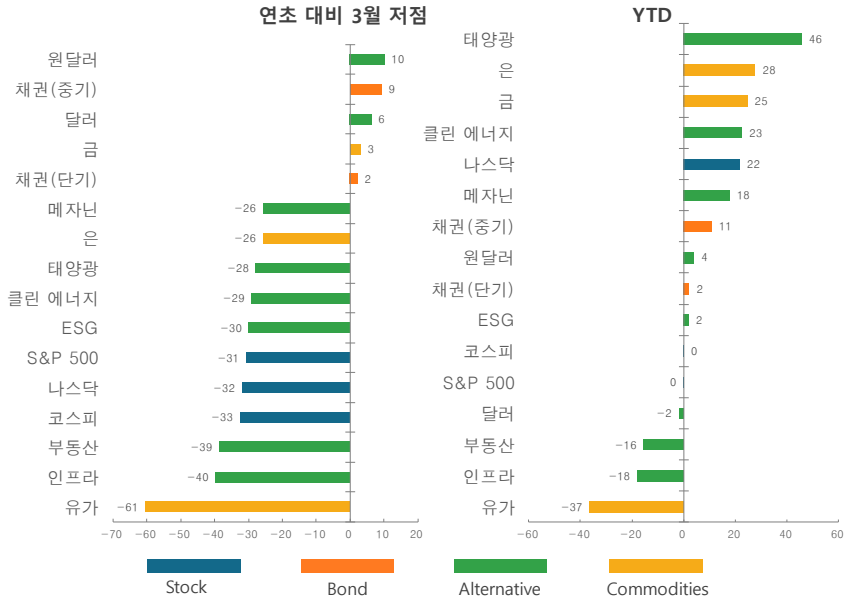
- 미국의 대선도 증시의 불확실성을 증가시키는 요소로 작용할 수 있다. 미국 민주당 대선 후보인 바이든이 당선될 경우, 현재 증시 상승을 주도하고 있는 미국 빅테크 기업에 대한 세율 인상과 규제 리스크가 주가 하락의 트리거로 작용할 수 있다.

- 이번 코로나19 사태로 인한 금융시장 붕괴를 경험하면서 위험에 대비하는 전략에 관심이 모아지고 있다. 우선, 코로나19 1차 확산 시기인 3월 저점을 기준으로 이전과 이후 YTD Return을 살펴보면 3월 저점까지 달러, 미 국채, 금이 상승했다.

- 시장 붕괴 이후 회복 과정에서 가장 빛을 본 투자자산은 대체자산에 속하는 신재생에너지다. 귀금속을 제외하면 태양광을 중심으로 바이오 연료, 수력, 태양열, 풍력 등의 산업이 포함된 신재생에너지가 금번 회복기 동안 아웃퍼폼 했다.

- 대안투자의 기회로 삼을 수 있는 상품은 1분기 시장 붕괴 과정에서 빛을 발했던 중기 채권(IShares 7-10 Year Treasury Bond ETF, IEF), 단기 채권(IShares 1-3 Year Treasury Bond ETF, SHY), 태양광(Invesco Solar ETF, TAN), 클린에너지(Invesco WilderHill Clean Energy ETF, PBW)가 있다.

Before Corona(BC) & After Corona(AC) YTD



주: 원달러, 달러, S&P500, 나스닥, 코스피는 지수, 금,은 유가는 선물 지수로 구성
채권(중기)는 iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF(IEF), 채권(단기)는 iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF(SHY),
메자닌은 iShares Convertible Bond ETF(ICVT), 태양광은 Invesco Solar ETF(TAN), 클린 에너지는 iShares Global Clean Energy ETF (ICLN), ESG는 iShares ESG USA ETF(ESGU), 부동산은 Vanguard Real Estate Index Fund ETF(VNQ), 인프라는 iShares Glpobal Infrastructure ETF(IGF)로 구성
자료:Refinitiv, 대신증권 Research Center

Issue Comment

공동락 dongrak.kong@daishin.com

"경제 회복 확신할 때까지 낮은 금리 유지"

미 연준, 7월 FOMC에서 현 제로금리 유지

- 미국 연준(Fed)이 기준금리를 동결하고 현재와 같은 저금리가 상당 기간에 걸쳐 지속될 것임을 재확인했다. 코로나19 여파로 경기 침체가 가시화 됨에 따라 당분간 완화적 통화정책 기조가 불가피한 상황을 반영했다.
- 미 연준은 28~29일(현지시각) 양일간 열린 공개시장위원회(FOMC)에서 현행 0.00~0.25%인 기준금리를 그대로 유지한다고 발표했다.

향후 경제 여건은 코로나에 달려, 경제 회복될 때까지 지금과 같은 저금리

- 우리는 이번 FOMC는 금리 결정과 관련해서는 특별한 쟁점이 없었던 정책 이벤트였다고 평가한다. 대신 향후 얼마나 지금과 같은 저금리가 유지될 수 있을 지에 대한 언급, 무제한 국채 매입으로 대표되는 비전통적 통화정책 수단들 가운데 별도의 추가 조치에 대한 시사 여부가 더 큰 관심사였다.
- 이에 연준은 시장이 예상한 바와 같이 현 제로금리가 경제 활동이 정상화되기 전까지 꾸준히 유지될 것이라고 밝혔다. 지난 6월 회의에서 점도표를 통해 모든 위원들이 내년까지 기준금리 변경이 없을 것이라고 시사한 것과 같은 맥락이다.
- 실제 Fed는 성명서에서 "향후 경제 경로가 전적으로 코로나에 달렸다(The path of the economy will depend significantly on the course of the virus)"며 "위원회는 경제가 최근 이벤트를 극복하고 완전고용과 물가안정 목표를 달성하는 궤도에 진입했다고 확신할 때까지 현 금리를 유지할 것으로 기대한다(The Committee expects to maintain this target range until it is confident that the economy has weathered recent events and is on track to achieve its maximum employment and price stability goals)"고 밝혔다.
- 현재와 같은 낮은 금리가 지속될 것이라고 밝힌 데 반해 연준은 마이너스 금리나 수익률곡선통제(YCC)과 같은 다른 타입의 비전통적 통화정책 수단들에 대해서는 별도로 입장을 밝히지 않았다. 해당 조치들의 실효성 논란이 크다는 것을 의식한 대목으로 풀이된다.

완화적 통화정책의 파급 단계나 경로에 주목, 국채보다 크레딧 채권

- 우리는 지금처럼 경제 전반의 불확실성이 높은 상황에서 통화당국의 대응 역시 저금리 유지, 지속적인 완화적인 기조 시사 등에 주력할 수 밖에 없다는 것이 이번 FOMC를 통해 다시 확인됐다고 평가한다.
- 전략적으로는 완화적 통화정책에 따른 파급 효과가 확산되는 경로나 단계에 주목할 것을 권고한다. 채권시장 관점에서는 이미 기준금리 인하의 효과가 충분히 반영된 국채보다는 최근에서야 법적, 제도적 장치들이 마련된 크레딧 채권에 대한 관심 확대를 꾸준히 제안한다.

반도체업

이수빈

subin.lee@daishin.com

투자의견

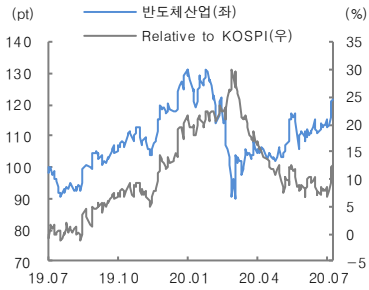
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
삼성전자	BUY	68,000원
SK하이닉스	BUY	115,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.5	14.8	-2.7	24.6
상대수익률	2.2	-1.2	-6.0	11.7



Aspeed 미팅 노트: 20년 하반기 하향 조정 중

글로벌 서버 BMC 반도체 1위 기업으로 매출 90% 이상이 서버향

- ASPEED Technology(5274.TWO)는 글로벌 서버용 BMC (Baseboard Management Controller) 반도체를 설계하는 팹리스 기업으로 글로벌 시장 점유율 65% 보유. 전체 매출의 90% 이상이 서버용 BMC로부터 발생하기 때문에, 글로벌 서버 수요 흐름을 이해하기에 좋음
- BMC 반도체란 시스템에 오류가 발생하는 상황을 제어하고 서버 유지비용을 절감하는데 사용. 이를 테면, 서버의 온도, 디스플레이/키보드/마우스 등 다양한 종류의 하드웨어를 모니터링해서 안정적으로 서버가 작동할 수 있도록 도와주는 역할임
- 엔터프라이즈 서버(HP, Hitachi 등) 고객사가 매출의 약 30% 차지, 클라우드 사업자(페이스북, 아마존, 마이크로소프트)와 대만 White Box ODM(Quanta, Inventec)이 약 70% 차지
- 경쟁사는 Nuvoton(Dell의 독점 공급사), HP(인하우스), 구글(일부 아웃소싱, 일부 인하우스), 화웨이(하이실리콘 인하우스). 동사는 2016년 5월 유일한 경쟁사인 브로드컴의 BMC 사업부 Emulex Pilot을 인수한 이후, 인하우스/독점 물량을 제외하면 실질적인 경쟁사는 없는 상황임
- 동사의 현 주력 제품은 AST2500(6세대)로 현재 주력제품으로 인텔의 Purley(17년 출시) 플랫폼 지원하며 40나노 기반임. 차세대 제품인 AST2600(7세대)는 2021년 양산물량 공급 예정임. 인텔의 Eagle Stream(21년 출시예정) 플랫폼을 지원하며 28나노 기반임
- 20년 상반기 대부분의 고객사가 인텔 Eagle Stream에 AST2600 사용하기로 결정. AST2600으로 신규고객사와 협의 중이나 아직 확정 전임. BMC 칩 가격은 약 $9.5~10 수준. Emulex 인수 후에는 가격 경쟁이 거의 없기 때문에 안정적으로 유지되며, CPU 플랫폼에 변화가 생기면 신제품 효과로 ASP 상승 가능

2020년 하반기 서버 기대감은 낮춰야, 시선은 2021년으로

- 2019년 BMC 출하량은 약 8.6~8.7백만개, 2020년은 10.5~11.0백만개(+35% YoY) 공급 예상. 전체 시장은 2019년 12~12.5백만개이며 2020년에는 전년대비 약 5~6% 성장을 전망함
- 2020년 상반기 클라우드사의 수요 급증으로 출하량은 전반기대비 큰 폭으로 상승. 그러나, 6월부터 3분기에 예정되었던 물량이 4분기로 지연되며 기존 예상치 대비 3분기는 출하량 하향, 4분기는 상향 예상
- 재고를 확보한 클라우드사는 코로나19에 따른 데이터트래픽 급증 이후, 경제활동 재개에 따른 감소에 대비하여 공격적인 투자보다는 재고를 소진할 것으로 전망
- 엔터프라이즈 고객사의 경우, 코로나19로 인해 2월 이후 주문량을 취소함. 엔터프라이즈향 서버 출하량은 전년대비 소폭 하락 예상. 계절적으로 3~4분기가 성수기임에도 불구하고 2020년 하반기는 부진이 지속될 것으로 예상
- 중국 클라우드/인터넷(알리바바, Bytedance, 텐센트, Meituan)기업향으로는 중국 서버 ODM사 Inspur에게 공급. 연초에는 2020년에 대한 전망이 매우 공격적이었으나, 하반기 일부 고객사의 주문이 취소되며 하향 조정
- CPU 플랫폼 전환이 예정되어 있으면 서버 수요 공백이 발생하는 것이 일반적. 그러나, Ice Lake(Whitley 플랫폼) 서버 제품 보다도 Sapphire Rapids(Eagle Stream 플랫폼)에 대한 반응이 긍정적인 것으로 파악됨
- 수주 이후 제품 선적까지 소요 시간이 3개월 미만이기 때문에 중장기 수요에 대한 가시성은 제한적. 그러나, 2021년 상반기 수요는 전년동기대비 하락하나 전반기대비 개선 예상. 2021년 하반기 본격적인 회복을 전망함

롯데정밀화학 (004000)

해소되고 있는 저평가

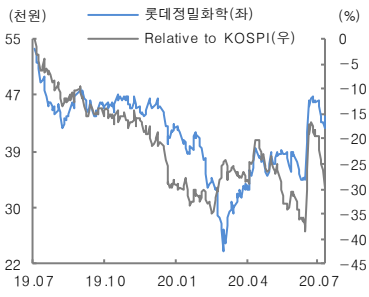
한상원
sangwon.han@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	53,000 상향
현재주가 (20.07.29)	43,650 화학업종

4차 산업혁명/안전등급	Neutral Green

KOSPI	2263.16
시가총액	1,126십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	129십억원
52주 최고/최저	49,400원 / 23,900원
120일 평균거래대금	49억원
외국인지분율	24.48%
주요주주	롯데케미칼 외 2 인 31.13% 국민연금공단 12.09%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	26.7	11.9	8.7	-10.0
상대수익률	17.2	-3.7	5.0	-19.3



투자의견 매수 유지, 목표주가 53,000원으로 10% 상향

- 목표주가는 12MF BPS에 목표 PBR 0.8배(vs. 기존 0.7배)를 적용하여 산출
- 대체육 시장 성장에 따른 애니애디(첨가제) 기대감으로 주가 상승(1M +27%). 아직 실적 기여 미미한 수준이나 중장기 성장 동력으로 주목할 필요
- 12MF PER 6배, PBR 0.6배에 불과해 저평가 관점의 매수 의견을 유지

2Q20 영업이익 339억원(-34% QoQ)으로 컨센서스(354억원) 부합

- 2분기 영업이익은 전분기 대비 33.5% 감소한 339억원으로 시장 기대치(354) 및 당사 추정치(343억원)에 부합하는 실적을 기록
- 염소 계열(1) ECH: 코로나19에 따른 수요(에폭시) 부진 속 가동 차질 발생했던 중국 경쟁사(Haili)의 설비 재가동으로 수급 여건 악화되며 스프레드 하락(-282달러/톤 QoQ) → 적자 전환 추정
- 염소 계열(2) 가성소다: 역내 시장 가격 대비 높은 판가의 하락 지속
- 암모니아: 전분기 일시적 판매 증대에 따른 기저효과 및 주요 고객사 정기보수로 판매량 감소(정액법 구조로 판매량이 중요)
- 셀룰로스 계열(1) 산업용(메셀로스/헤셀로스): 주요 수출국인 유럽, 남미 등에서의 코로나19 확산에 따른 수요 위축으로 판매량 감소
- 셀룰로스 계열(2) 식의약용(애니코트/애니애디): 가장 수익성 높은 제품군으로 견조한 수요 성장세 지속되며 매출액 증가(+13.5% QoQ)
- 세전이익은 864억원(+33.7% QoQ)으로 컨센서스(692억원) 상회: 자회사 한덕화학 매각에 따른 차익 439억원 반영
- 3Q20 영업이익 315억원(-7.2% QoQ) 전망: 셀룰로스 계열 개선(산업용 판매 회복) vs. 염소 계열 악화(ECH 스프레드, 가성소다 가격 하락)

(단위: 십억원, %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20					3Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	330	350	277	293	-11.2	-16.2	296	305	-6.0	4.1
영업이익	52	51	34	34	-35.0	-33.5	35	31	-38.8	-7.2
순이익	40	43	71	65	62.7	50.9	52	33	-32.1	-49.2

자료: 롯데정밀화학, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,372	1,311	1,263	1,352	1,454
영업이익	211	190	152	167	191
세전순이익	275	225	239	216	239
총당기순이익	215	168	177	169	188
지배지분순이익	215	168	177	169	188
EPS	8,438	6,611	6,935	6,629	7,381
PER	4.9	6.8	6.3	6.6	5.9
BPS	53,407	57,873	63,070	67,881	73,328
PBR	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
ROE	16.7	11.7	11.3	10.0	10.3

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

OCI (010060)

하반기 흑자가 분명한 이유

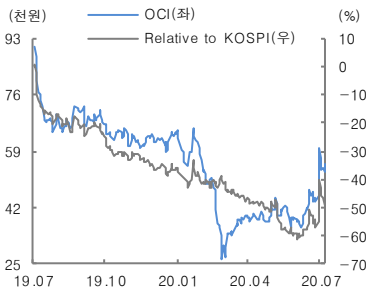
한상원
sangwon.han@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	68,500 상향
현재주가 (20.07.29)	55,200 화학업종

4차 산업혁명/안전등급	Neutral Green

KOSPI	2263.16
시가총액	1,316십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	127십억원
52주 최고/최저	76,700원 / 26,600원
120일 평균거래대금	225억원
외국인지분율	17.73%
주요주주	이화영 외 33 인 22.33% 국민연금공단 8.24%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	53.5	38.2	-6.4	-28.0
상대수익률	42.0	18.9	-9.7	-35.5



투자의견 매수 유지, 목표주가 68,500원으로 46% 상향

- 목표주가는 12MF BPS에 목표 PBR 0.6배(vs. 기존 0.4배)를 적용하여 산출
- 폴리실리콘 사업 가치 5천억원 상향: 1) 가격 급반등(저점 대비 +52%)하며 실적 정상화 가속화, 2) 반도체용(EG) 매출 본격화 임박
- 최근의 폴리실리콘 가격 반등 감안해도 군산 공장 중단은 적절한 선택으로 판단. 높은 원가를 감안하면 적자 구조가 지속되는 구조이기 때문
- 연말까지 태양광 수요 증가 및 공급 차질에 따른 폴리실리콘 수급 개선과 가격 상승 흐름은 지속될 전망 → Trading 관점에서의 매수 접근 유효

2Q20 영업이익 -443억원(적지 QoQ)으로 컨센서스(-306억원) 하회

- 전분기 대규모 일회성 비용(군산 가동 중단 관련 785억원) 소멸 감안하면 실질적인 감익: 태양광 수요 위축(코로나19)으로 폴리실리콘 가격 약세 및 말레이시아 정기보수 등으로 판매량 감소(-64% QoQ) 등 때문
- 2분기 추가로 발생한 일회성 비용은 1) 재고 평가 손실 -87억원, 2) 원료 구매 계약 해지 대금 -145억원(영업외)으로 향후 추가 비용 발생 가능성은 제한적
- 3분기 영업이익 69억원으로 흑자 전환 기대: 7/29 기준 폴리실리콘 가격 9.4달러/kg(vs. 6월 평균 6.2달러/kg)까지 반등, 정기보수 종료 이후 판매량 및 원가 구조 정상화 vs. 원가는 하락(말레이시아 2020F 연간 -12% 절감 목표)
- 하반기 실적 추정치에 반영된 폴리실리콘 판가 가정은 10.2달러/kg(vs. 상반기 7.8달러/kg)으로 말레이시아 공장의 Capa(2.7만톤/년)를 감안하면 가격 1달러/kg 상승 시 이익 개선 효과는 연간 기준 약 3백억원

(단위: 십억원, %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20					3Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	654	569	481	402	-38.6	-29.4	502	495	-26.2	23.2
영업이익	-20	-93	-19	-44	적지	적지	-31	7	흑전	흑전
순이익	-38	-56	-30	-37	적지	적지	-34	1	흑전	흑전

자료: OCI, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	3,112	2,605	1,964	2,124	2,357
영업이익	159	-181	-110	91	165
세전순이익	130	-1,012	-117	60	141
총당기순이익	104	-807	-83	46	109
지배지분순이익	104	-794	-79	45	106
EPS	4,352	-33,308	-3,354	1,909	4,468
PER	24.6	NA	NA	28.9	12.4
BPS	143,796	110,515	105,154	110,226	109,394
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	3.1	-26.2	-3.1	1.8	4.0

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

현대일렉트릭 (267260)

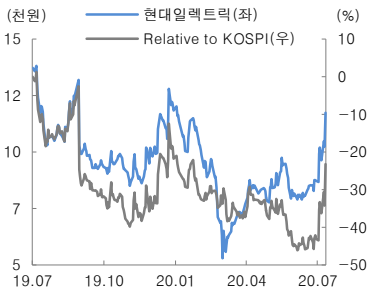
이동헌 dongheon.lee@daishin.com
이태환 taehwan.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	13,000 신규
현재주가 (20.07.29)	11,600 기계업종

4차 산업혁명/안전등급	Neutral Green

KOSPI	2263.16
시가총액	418십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	180십억원
52주 최고/최저	13,118원 / 4,900원
120일 평균거래대금	30억원
외국인지분율	5.58%
주요주주	현대중공업지주 외 7 인 40.09%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	52.6	40.6	10.0	-0.1
상대수익률	41.2	21.0	6.2	-10.4



업황 대비 최상의 실적, 이어지는 턴어라운드

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 13,000원으로 상향

- 목표주가를 13,000원으로 상향(기존 11,000원, +18.1%)
- 목표주가는 2020E, 2021E 평균 EPS 1,124원에 타깃 PER 11.3배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 전력기계 3사의 평균 PER을 30% 할인 적용

2Q20 Review 업황 대비 최상의 실적

- 2Q20 실적은 매출액 5,355억원(+32% yoy), 영업이익 183억원(흑전 yoy)
- 컨센서스 대비 매출액 +28%, 영업이익 +245% 상회하는 어닝 서프라이즈
- 매출액: 한전 계열, 북미, 유럽향, 우량고객 배전반, ESS 매출 증가
- 영업이익: 구조조정 마무리, 저가 수주 물량 소진, 믹스 개선, 해외법인 호조
- 외환손익 -69억원, 이자손익 -61억원으로 당기순이익은 48억원 기록
- 코로나19 영향에도 저가수주 경쟁의 완화, 내부 원가절감 노력 반영

이어지는 턴어라운드

- [미주] 알라바마, 2분기 매출 696억원(1분기 337억원), 영업이익 11억원(8억원)
- 반덤핑 관세 이슈가 일부 남아 있으나 현재 매출은 높아진 관세를 적용 중
- [중국] 2분기 매출액 325억원(1분기 79억원), 영업이익 14억원(-1억원)
- 18년 저가수주 물량들은 대부분 소진, 하반기 일부 반영되나 개선기조 지속
- 한전, 분산형 전원 정책으로 소형변전소 증설 계획 반영될 것
- 구조조정으로 연간 BEP 매출액이 1.4조원까지 하락
- 코로나19 상황에서도 이어지는 턴어라운드, 하반기도 호조 지속

(단위: 십억원, %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20					3Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	405	386	426	536	32.2	38.6	418	422	9.5	-21.1
영업이익	-81	4	7	18	흑전	330.2	5	10	흑전	-42.8
순이익	-85	11	2	5	흑전	-54.3	1	2	63.3	-60.8

자료: 현대일렉트릭, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,940	1,771	1,930	2,049	2,256
영업이익	-101	-157	54	79	115
세전순이익	-216	-334	38	66	98
총당기순이익	-179	-264	30	52	77
지배지분순이익	-179	-264	30	52	77
EPS	-7,353	-10,684	818	1,429	2,128
PER	NA	NA	14.2	8.1	5.5
BPS	34,974	28,298	20,171	21,536	23,603
PBR	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5
ROE	-18.9	-34.1	4.1	6.9	9.4

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

코리아써키트 (007810)

박강호
kangho.park@daishin.com

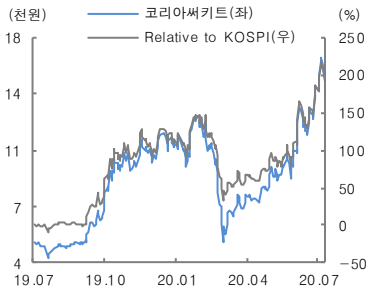
투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	20,000 신규
현재주가 (20.07.29)	15,200

가전 및 전자부품업종

4차 산업혁명/안전등급	Sky Blue

KOSPI	2263.16
시가총액	381십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	16,700원 / 4,205원
120일 평균거래대금	73억원
외국인지분율	4.46%
주요주주	영풍 외 8 인 58.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.4	92.4	38.2	209.3
상대수익률	4.9	65.6	33.4	177.3



레벨 업(Level Up) : 이익 + 밸류에이션

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 20,000원 상향

- 반도체 PCB(패키징)의 고부가화로 수익성 호조, 주기판(HDI)의 매출 확대 속에 해외 거래선향 신규 수주(공시기준 연간 720억원 추정 X 6년 = 4,320억원)로 본격적인 성장 구간에 진입 전망. 고부가 포트폴리오 확보로 주가의 레벨업 가능 판단
- 영업이익(연결)은 2020년 2분기 80억원(416% yoy), 3분기 120억원(110% yoy)으로 추정. 연간 383억원으로 2019년(139억원)대비 137% 증가 추정. 전체 매출은 2020년 6,256억원(15.1%), 2021년 7,131억원(14%)으로 코로나19 요인을 감안하면 경쟁사대비 높은 성장세를 전망
- 투자의견은 매수(BUY) 유지, 목표주가 20,000원 상향. 해외거래선향 매출 반영을 감안한 (2021년~2022년 평균 EPS) 목표 P/E 14.5배 적용. 반도체 PCB 사업이 고부가 중심으로 이동, 삼성전자내 프리미엄 스마트폰향 주기판의 최대 공급업체로의 프리미엄 부여 가능. 주가의 단기 상승은 부담되나 추가 여력은 상존 판단

2020년 영업이익(383억원)은 177% 증가(yoy) : 반도체 PCB 매출 증가

- 1) 2019년 하반기, 반도체 PCB는 턴어라운드(영업이익 흑자전환) 이후에 FC CSP, FC BOC 등 고부가 비중 및 생산능력 증가로 영업이익은 확대 과정으로 판단. 2020년 반도체 PCB(패키징) 매출은 1,935억원으로 55%(yoy), 2021년 해외거래선 수주를 반영한 매출은 2,672억원(38% yoy)으로 추정
- 2) 주기판(HDI)도 삼성전기의 사업 중단으로 주력 공급업체 담당. 프리미엄 스마트폰내 높은 점유율, 반도체 PCB와 생산과정을 일부 공동으로 사용, 가동률 측면에서 추가적인 개선 예상
- 3) 해외거래선과 신규 수주는 기존 반도체PCB대비 높은 기술력을 요구, 초기에 수율 확보에 불확실성은 존재하나 전방산업(서버 및 전기자동차(자율주행))에 적극적 대응으로 판단. 2022년 기점으로 본격적인 매출, 이익에 기여할 전망

(단위: 십억원, %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20(F)					3Q20		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	129	162	143	143	10.8	-11.5	143	164	21.2	14.5
영업이익	2	9	9	8	416.0	-10.4	9	12	110.0	50.4
순이익	1	8	6	5	615.4	-37.1	0	10	12.3	91.6

자료: 코리아써키트, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	536	543	626	713	783
영업이익	-18	14	38	44	51
세전순이익	-28	8	45	51	59
총당기순이익	-28	2	34	39	46
지배지분순이익	-36	1	30	33	39
EPS	-1,306	25	1,090	1,212	1,422
PER	NA	475.2	14.0	12.5	10.7
BPS	12,117	12,169	13,262	14,474	15,896
PBR	0.4	1.0	1.1	1.1	1.0
ROE	-10.2	0.2	8.6	8.7	9.4

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

서울반도체 (046890)

깜짝 실적, 마이크로 LED 주목

박강호
kangho.park@daishin.com

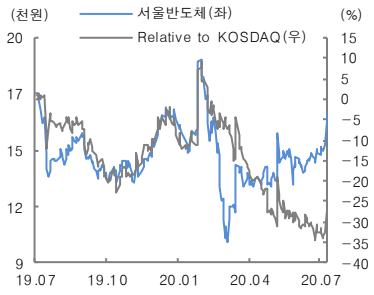
투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	22,000 상향
현재주가 (20.07.29)	16,250

가전 및 전자부품업종

4차 산업혁명/안전등급	Sky Blue

KOSDAQ	808.59
시가총액	947십억원
시가총액비중	0.37%
자본금(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	18,950원 / 10,000원
120일 평균거래대금	220억원
외국인지분율	11.89%
주요주주	이정훈 외 2 인 31.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.3	23.1	8.3	2.8
상대수익률	10.2	-1.8	-10.2	-21.3



투자의견 '매수(BUY)' 유지, 목표주가 22,000원 상향(22%)

- 연결, 2020년 2분기 영업이익 137억원(107% yoy / 129% qoq)은 종전 추정치(77억원) 및 컨센서스(82억원)를 큰 폭으로 상회. 매출은 2,681억원(-5.4% yoy / 10.2% qoq) 시현
- 2분기 조명용 LED 가격하락 둔화, TV향 와이캅 공급 확대 등 매출 증가(14% qoq)는 코로나19 영향을 감안하면 긍정적 평가. 가동률 확대(베트남 생산법인 이전 효과), 믹스 효과 및 비용 절감으로 영업이익은 추정치대비 깜짝실적 기록
- 투자포인트는 2020년 하반기, 글로벌적으로 마이크로 LED TV가 출시 예상, 서울반도체는 마이크로 LED 매출 반영 및 2021년 새로운 성장(전체 외형) 기회로 판단. 3분기 영업이익은 194억원(61% yoy) 추정, 성수기 진입 및 LED 가격 하락 둔화로 수익성은 정상화, 호조 전망. 2020년, 2021년 주당순이익(EPS)을 종전대비 각각 4.2%, 7.7%씩 상향
- 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 22,000원 상향(22%). 2021년 주당순이익에 목표 P/E 24.3배 적용

3분기 영업이익은 194억원 61% 증가(qoq) 추정

- 전체 영업이익은 2020년 577억원(추정)에서 2021년 737억원(27.8% yoy) 증가 추정
- 2020년 하반기, 글로벌 LED 시장에서 가격 하락 둔화로 판단, 조명 및 자동차, TV 분야에서 매출 증가를 예상. 전체 매출이 전분기대비 증가 국면이 지속. 고정비 부담 완화 및 믹스 효과로 영업이익도 2020년 1분기 저점으로 회복 전망
- 국내 경쟁업체의 LED 사업 축소로 반사이익을 예상. 한국 LCD 패널 업체의 생산라인 축소는 부정적이나 LED 경쟁업체의 감소, 대형 TV 비중 확대, 중국 거래선내 점유율 증가(와이캅으로 원가경쟁력 확보)로 만회, 성장 가능
- 삼성전자 및 글로벌 TV 업체의 프리미엄 TV 전략에서 마이크로 LED TV의 비중 확대. LED 업체는 신규 투자로 새로운 성장 요인으로 평가

(단위: 십억원, %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20					3Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	283	243	260	268	-5.4	10.3	263	301	6.3	12.3
영업이익	7	6	8	14	107.3	129.6	8	19	61.2	41.1
순이익	4	6	6	5	30.2	-17.4	6	14	-0.7	164.4

자료: 서울반도체, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,194	1,130	1,122	1,221	1,270
영업이익	95	50	58	74	78
세전순이익	78	48	59	73	79
총당기순이익	63	36	42	56	60
지배지분순이익	63	34	37	53	57
EPS	1,077	592	636	907	982
PER	18.0	27.5	25.5	17.9	16.6
BPS	11,122	11,339	11,822	12,575	13,404
PBR	1.7	1.4	1.4	1.3	1.2
ROE	10.1	5.3	5.5	7.4	7.6

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

현대건설기계 (267270)

중국 호조로 서프라이즈, 바닥은 통과

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

투자의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 27,500
유지

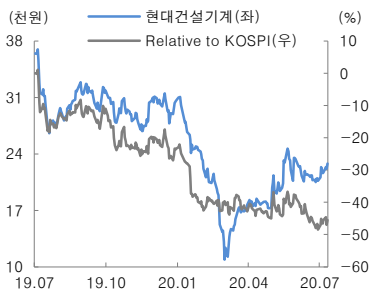
현재주가 (20.07.29) 22,800

기계업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2263.16
시가총액	449십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	32,900원 / 10,900원
120일 평균거래대금	51억원
외국인지분율	9.45%
주요주주	현대중공업지주 외 6 인 36.19% 국민연금공단 7.48%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.7	23.6	-18.6	-27.4
상대수익률	2.4	6.3	-21.4	-34.9



투자의견 매수(BUY), 목표주가 27,500원 유지

- 목표주가는 2021E EPS 2,377원에 타깃 PER 11.5배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 건설장비 6사의 평균 PER을 20% 할인

2Q20 Review 중국 호조로 서프라이즈

- 2Q20 실적은 매출액 6,684억원(-20% yoy), 영업이익 420억원(-16% yoy)
- 컨센서스 대비 매출액 +2%, 영업이익 +124% 상회하는 어닝 서프라이즈
- [지역별] yoy 중국 +45%, 인도 -72%, 북미 -46%, 유럽 -20%, 직수출 -47%
- 환효과 71억원, 중국법인과 고마진 제품 판매 증가로 영업이익 선방
- 외환손익 -50억원, 중국법인 지분율(25%) 등으로 지배순이익은 116억원
- 코로나19에 따른 선제적 자금조달로 현금 유동성 3배 확보, 1조원 수준

바닥은 통과

- [중국] 하반기도 견조. 연간시장 25만대로 25% 성장. 소형장비 판촉 확대
- [인도] 락다운 이후 공장 재개. 4분기 이후 완만한 시장 회복 기대
- [신흥시장] 2분기 후반으로 갈수록 수요 회복, 6월 전년비 80%까지 회복
- 계절적 차이는 있지만 전년비 감익폭은 2분기가 바닥
- 1분기까지 대손충당금이 지속되었으나 2분기 없었음. 내부 비용절감 노력 반영
- 신흥국 포지션이 큰 동사의 특성상 중국 외 신흥국의 경제회복 속도가 중요
- 내년 PER은 9.6배로 해외업체 평균 15.4배 대비 저평가. PBR 0.3배에 불과

(단위: 십억원, %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20					3Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	840	636	655	668	-20.5	5.0	658	601	-6.0	-10.1
영업이익	50	11	25	42	-16.7	293.7	20	26	-31.4	-38.3
순이익	-20	0	3	12	흑전	흑전	1	5	-77.0	-54.8

자료: 현대건설기계, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	3,234	2,852	2,484	2,791	2,945
영업이익	209	158	107	160	178
세전순이익	176	70	62	112	134
총당기순이익	141	51	44	85	102
지배지분순이익	90	3	25	47	56
EPS	4,565	164	1,274	2,377	2,840
PER	9.4	182.5	17.9	9.6	8.0
BPS	62,737	61,453	63,224	66,164	69,644
PBR	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3
ROE	7.5	0.3	2.0	3.7	4.2

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

현대로템
(064350)

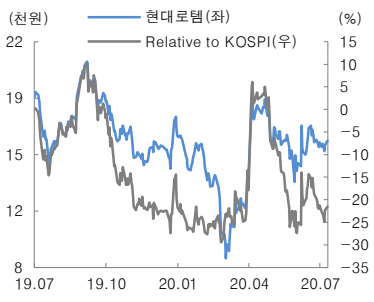
이동헌 dongheon.lee@daishin.com
이태환 taehwan.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	20,000 유지
현재주가 (20.07.27)	16,000
	기계업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2217.86
시가총액	1,360십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	425십억원
52주 최고/최저	20,800원 / 8,850원
120일 평균거래대금	331억원
외국인지분율	4.22%
주요주주	현대자동차 외 1 인 43.36% 국민연금공단 5.11%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.6	-10.9	-0.6	-8.0
상대수익률	0.7	-22.7	0.6	-14.3



나도 수소주, 턴어라운드에 이은 성장모멘텀

Conference Call 진행

- 7/28 애널리스트 대상으로 2Q20 실적발표 관련 컨퍼런스 콜을 진행
- 실적 일회성 요인, 사업 및 수주 전망, 그룹사 내 입지 등을 질문
- 실적은 7/27 보고서 참고(정상화만 되도 서프라이즈, 이제는 성장이다)

회사측 주요 발언

- 상반기 1.3조원 포함 연간 2.9조원 수주 전망
- [철도] 수주잔고 증가, 생산성 향상 및 원가절감으로 매출 증가, 영업이익 흑전
- [방산] K-2 전차 납품정상화로 실적 개선, 일회성 정산이익 환입
- [플랜트] 수소인프라 사업으로 리포머 설비 2대 수주

나도 수소주

- 그룹사 내 플랜트사업을 하는 유일한 계열사
- 현대차는 수소 모빌리티 아젠다를 제시하고 있으며 동사도 한 축을 담당할 것
- 현재 리포머사업과 충전소사업, 디스펜서 등의 사업을 진행 및 계획
- 의왕연구소 부지에 리포머공장 구축, 10월 가동. 연간 20대, 4,700톤 규모
- 향후 현대차와 협업해 수소시스템을 적용한 수소 트램(Tram) 양산
- 수소사업 상반기 123억원 수주, 연간 400억원 수주 목표
- 철도, 방산 부문의 턴어라운드, 플랜트는 수소로 성장모멘텀 확보
- 주요 Q&A 후면 참조

(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
지배지분순이익	-301	-354	29	37	72
EPS	-3,539	-4,168	341	430	848
PER	NA	NA	46.9	37.2	18.9
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

SK 이노베이션 (096770)

본격적인 Re-rating 임박

한상원
sangwon.han@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 175,000
유지

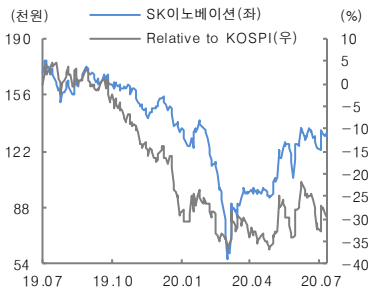
현재주가 131,000
(20.07.29)

정유업종

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSPI	2263.16
시가총액	12,225십억원
시가총액비중	0.89%
자본금(보통주)	462십억원
52주 최고/최저	173,000원 / 57,300원
120일 평균거래대금	996억원
외국인지분율	24.22%
주요주주	SK 외 1 인 33.41% 국민연금공단 11.37%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.8	33.3	4.8	-22.5
상대수익률	-6.8	14.7	1.2	-30.5



투자의견 매수, 목표주가 170,000원 유지

- 목표주가는 12MF BPS에 목표 PBR 1.1배를 적용하여 산출
  SOTPs 기준 정유 9.3조원, 화학/윤활유 5.1조원, 소재/배터리 9.7조원 등
- 본업(정유)의 시황은 연말까지 석유 수요 회복과 함께 정상화를 기대
- 자회사 SKIET(2차전지 분리막) 상장, 배터리 소송 합의 가능성 등 주가 재평가(Re-rating)를 유발할 다양한 이벤트 기대

2Q20 영업이익 -4,397억원(적지 QoQ)으로 컨센서스(-3,386억원) 하회

- 정유(+1.2조원), 화학(+1.6천억원) 등 기존 사업부 실적 대폭 개선
- 정유 부문 이익 대폭 개선: 1) OSP 하락(-5.7달러/배럴)에 대응한 중동산 원유 도입 확대, 2) 유가 상승에 따른 긍정적 Lagging 효과 및 재고 관련 이익 개선 등으로 정제마진 하락(-3.1달러/배럴 QoQ)을 만회
- 화학도 흑자 전환(QoQ) 달성: 1) 저가 원료 투입, 2) 긍정적 Lagging 효과, 3) 재고 관련 손익 개선 등 덕분
- 소재 사업의 경우 분리막 판매 증가로 매출 및 이익 동반 증가 vs. 배터리의 경우 매출 성장이 나타나고 있으나 분기 1천억원 내외의 영업적자 기조는 지속
- 3Q20 영업이익은 2,439억원을 기록하며 흑자 전환 기대
  정유 사업 영업이익 2,568억원(+6,897억원 QoQ) 전망: 정제마진 개선 및 재고 관련 손익 개선(OSP 상승은 마진에 부정적, 재고 손익에 긍정적)
  참고로 3분기 재고 관련 손익은 +3,839억원(+5,713억원 QoQ)으로 예상

(단위: 십억원, %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20					3Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	13,104	11,163	8,599	7,200	-45.1	-35.5	7,360	11,390	-7.9	58.2
영업이익	498	-1,775	-343	-440	적전	적지	-339	244	-26.1	흑전
순이익	147	-1,558	-388	-352	적전	적지	-223	62	-59.1	흑전

자료: SK이노베이션, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	54,217	49,877	41,833	51,308	55,451
영업이익	2,103	1,269	-1,843	1,187	1,207
세전순이익	2,387	376	-2,472	493	330
총당기순이익	1,699	66	-1,853	379	257
지배지분순이익	1,651	-36	-1,866	374	254
EPS	18,871	-455	-22,663	4,493	3,028
PER	9.5	NA	NA	29.2	43.3
BPS	193,382	186,398	158,186	162,606	162,827
PBR	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
ROE	9.1	-0.2	-11.6	2.5	1.7

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

한미 미사일 지침 개정관련 Comment

– 고체연료 사용으로 우주사업 확대

이동헌 dongheon.lee@daishin.com **이태환** taehwan.lee@daishin.com 2020.07.29

한미 미사일 지침 개정 발표, 청와대 정책 브리핑

- 7/28자로 우주발사체에 대한 고체연료 사용 제한이 완화되는 2020년 개정 미사일 지침을 채택
- 1979년 한미 미사일 지침을 채택한 이래 고체연료 사용이 제한을 받아왔음
- 한미 미사일 지침은 크게 세가지
- 1) 사거리와 탄두 중량; 2012년 개정되어 800km까지 확대, 2017년 탄두 중량은 무제한으로 확대
- 2) 군사용 순항 미사일; 2001년 사거리 300km 이하에 탄두중량 무제한 또는 탄두 500kg 미만에 사거리 무제한
- 3) 우주발사체; 2001년 이래 총 역적(로켓 엔진의 발사체 추력을 나타냄)이 필요량의 1/50~1/60 수준으로 제한
- 고체연료 사용제한은 군사적 목적의 사용 전용을 막기 위한 것으로 추정

우주사업 확대 기대

- **효과1)** 군 정보, 감시정찰 발전 계기. 고체연료 우주발사체를 활용한 저궤도 위성으로 한반도 상공을 24시간 감시
- 현재 운용되고 있는 군정찰위성은 없으며 한국항공우주와 한화에어로스페이스가 425사업을 수주해 사업 진행 중
- 425사업은 5대의 군정찰위성을 발사하는 사업. SAR위성 4기와 EO/IR위성 1기를 발사해 2시간 마다 북한을 정찰
- **효과2)** 민간기업의 우주사업 확대. 전세계 우주산업은 2018년 3,600억달러에서 2040년 1조달러로 성장 전망
- 고체연료 사용 제한의 제거로 정부와 민간이 자유롭게 발사체 개발이 가능. 발사체 관련비용이 획기적으로 줄어들 것
- **효과3)** 한미동맹의 업그레이드, 한미동맹의 협력 무대가 우주로 확대

주요 방산 업체 및 위성 관련 업체들의 중장기적 수혜

- 한화에어로스페이스, 한화시스템, 한국항공우주, LIG넥스원의 주요 방산업체들 모두 위성사업을 보유
- 한국항공우주가 2018년 425사업을 5,883억원 수주했으며 한화시스템이 관련해 2,800억원 부품 수주
- 한화시스템은 최근 영국의 인공위성 안테나 스타트업을 인수, 중장기 인공위성 관련 모빌리티 사업을 추진
- 중장기적으로 중장거리 유도무기, 위성탑재장비, 위성통신단말기 등의 수요도 증가
- 소형 위주였던 쎄트렉아이의 위성사업도 대형화 가능성

▶ 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.