

# Morning Meeting Brief

## Strategy

### 미국 신용등급 전망 하향조정에 대한 판단

- 13년 10월 미국 신용등급 전망 하향조정 당시를 봤을때 이번 등급 전망 하향조정도 단기 투자심리 위축, 위험선호심리 후퇴에 그칠 전망
- S&P, 무디스의 등급 전망 하향조정 여부, 실제 강등 여부, 글로벌(특히 유럽) 신용등급 강등 러쉬 전개 여부를 주목해야 함
- 다만 글로벌 경제는 정상화되고 있고 불확실성 변수들이 회복세에 큰 영향을 미치지 못한다면 단기 변동성 확대는 비중확대 기회로 판단

이경민, kyoungmin.lee@daishin.com

## Fixed Income

### 다시 눈높이를 낮추는 금리

- 2분기 경제지표 발표되면서 경기 침체 불가피하다는 점 부각되어 시중금리 하락세와 채권 매수세 재등장
- 경기 위축이 기정사실화된 상황에서 유동성 확대의 효과가 채권시장에도 동시 영향 가능하다는 정도의 제안으로 금리 타겟 하향
- 단기적(1개월 전후) 관점에서 TB 10년 금리와 한국 국고 10년 금리 목표 0.50%, 1.20%로 제시, 비중 및 듀레이션 확대 역시 권고

공동락, dongrak.kong@daishin.com

## Asset Allocation

### 달러 약세에도 소외된 가치주

- 7월 달러 인덱스는 -4.2% 하락하며 월간 하락률로 2010년 9월 이후 가장 큰 폭의 하락 기록
- 달러 약세 전환시, 원자재 가격 강세, 신흥국의 선진국 대비 초과상승, 성장주의 가치주 대비 성과 개선이 기대됨
- 달러 약세와 원자재 가격 상승은 가치주에 긍정적 요인이나, 경제활동 정상화 및 실물 지표 개선 전까지는 성장주 쏠림 현상 지속 전망

조승빈, seungbin.cho@daishin.com

## Commodity

### 위험자산과 안전자산의 동행

- 최근 원자재 내 위험자산과 안전자산 모두 가격이 상승한 배경에는 유동성 공급과 달러 약세이 존재
- 향후 위험자산과 안전자산의 동행이 지속될 것으로 판단
- 자산배분 차원에서 금의 비중 확대를 권고

김소현, sohyun.kim@daishin.com

## Macro

### 미 경제: 분기로 2Q가 바닥, 그러나 최근 반등세 주춤

- 코로나 충격으로 역사적 수준으로 급락한 미국 2분기 GDP
- 분기별로는 2분기가 바닥, 하지만 최근 주간, 월간 지표는 반등 후 주춤
- 추가적인 달러 약세 예상, 다만 최근 가파른 하락으로 속도 조절 예상

공동락, dongrak.kong@daishin.com

매주 월요일 만나는 미국주식: 비자&스타벅스, 빠른 속도로 회복하는 중

- 비자(Visa, V)와 스타벅스(Starbucks, SBUX)에 대한 투자 의견을 매수(BUY)로 유지
- 소비 회복과 온라인 플랫폼 이용 증가로 코로나19 충격에서 빠르게 회복하는 모습
- 단기적으로 추가 회복 탄력이 크지 않을 것으로 예상되지만, 추가 상승 여력이 크다는 측면에서 긍정적으로 평가

이영한, yeonghan.lee@daishin.com

임대차3법이 이끄는 변화, 월세 중심 임대시장 초읽기

- 계약갱신청구권제, 전월세상한제, 전월세신고제 본 회의 통과후 바로 시행 전월세신고제는 내년 6월 시행 예정
- 소급입법 논란과 지자체의 조례 미비 등으로 시장 혼란이 발생하고 있으며, 단기적으로 전세공급량 감소, 장기적으로 전세가격 상승 및 월세 전환 가속화, 임대 관련 세수 증가 전망
- 월세중심의 임대시장은 하방경직성이 있고, 전세시장보다 가격안정이 될 것으로 생각 되나, 대출규제로 인하여 반전세와 같은 과도기적 변화 형태를 거칠 수 있음.

글로벌부동산팀

[Initiation] 에스제이그룹: 재확인된 브랜드 파워, 내년에는 해외로

- 투자 의견 '매수', 목표주가 23,000원 제시, 12MF EPS 1,920에 Target PER 12배 적용
- 2Q20 브랜드력 재확인, 면세점 없어도 보릿고개 아니다. 코로나19로 낮아졌던 사업 계획 대비 15% 이상 상회 가능
- Kangol인터내셔널JV 출범 -> Kangol 북미/중국 진출 본격화

한경래, kyungrae.han@daishin.com

[Issue Comment] Z Holdings: 견조한 이커머스 성장 확인

- FY1Q20(CY2Q20) Reivew: 이커머스 사업 성장 가속화로 컨센서스 상회
- 코로나19 영향으로 이커머스 사업 성장 가속화. 이는 간편결제 서비스 페이페이의 성장으로도 이어지고 있음
- 라인과의 경영 통합은 코로나19 영향으로 일부 국가에서 경쟁법 관련 승인 지연. 이에 경영 통합 완료 시기는 기존 목표였던 2020년 10월에서 지연 전망. NAVER가 보유하게 될 라인-아후 합작법인 지분가치도 지속적으로 상향될 전망

이민아, mina.lee@daishin.com

음식료업: [7월 주요 품목 수출 동향] K-Food 소비의 큰 손이 되어가는 미국

- [담배] 7월 수출 금액은 +63% yoy, -5% mom 기록
- [라면] 7월 수출 금액은 +54% yoy, +6% mom 기록
- [조제분유] 7월 수출 금액은 +16% yoy, +10% mom 기록

한유정, yujung.han@daishin.com

[반도체업 Monthly] 2020년 7월: 분기 협상에서 월 협상으로

- 2020년 7월 전월대비 서버 DRAM 가격 -6.4%, PC DRAM 가격 -5.4%, NAND MLC 64Gb 가격 -5.4% 하락
- 하락 요인은 1) DRAM 공급사가 상반기에 생산 믹스를 서버로 전환하며 3분기 부터 서버 DRAM 출하량이 증가했고, 2) 상반기 클라우드서비스 사업자와 PC OEM사는 코로나19에 따른 서플라이체인 리스크를 완화하고자 관련 부품 재고를 충분히 확보했고, 3) 엔터프라이즈 서버 고객사는 경기 둔화에 따라 비용을 축소하고자 서버 투자를 지연시키고 있기 때문
- 20년 7월 집적회로 반도체 잠정 수출 66.4억달러(+3.7% YoY, +15.6% QoQ, -1.3% MoM) 기록하며 양호
- DRAM 수출액 17.1억달러(+7% QoQ, -2% MoM) 기록하며 6개월만에 처음으로 전월대비 하락세 진입. 중량기준으로는 전분기대비 4% 증가했으나, 가격(Kg 기준)은 5% 하락했기 때문

이수빈, subin.lee@daishin.com

[2Q20 Review] LG 화학: EVB 흑자 국면 시작

- 투자이건 매수 유지, 목표주가 730,000원으로 20% 상향: 수익 추정 상향 및 2차전지 업종 Valuation 상승 등에 따른 전지 부분의 가치 상승(35조원→42조원)에 따른 결과
- 예상보다 빠르게 EVB 사업이 구조적 흑자 국면에 진입한 점이 핵심: 공격적 증설로 Top-line 고성장 + 수익성 추가 개선으로 이익 성장 가속화 전망
- 2Q20 영업이익 5,716억원(+177% QoQ)으로 시장 기대치 대폭 상회: 전지 사업부의 실적(영업이익 1,555억원)이 예상치(당사 추정 579억원)를 크게 상회한 점이 어닝 서프라이즈의 주원인으로 작용

한상원 sangwon.han@daishin.com

[2Q20 Review] 효성첨단소재: 해소될 단기 부진, 성큼 다가온 성장성

- 투자이건 매수 유지, 목표주가 160,000원으로 18.5% 상향
- 탄소섬유(수소차 저장탱크)와 아라미드(5G 광케이블)의 높은 수요 성장성을 감안하면 높은 Valuation 적용이 합리적
- 2분기 영업이익은 -428억원으로 적자 전환하며 시장 기대치(109억원) 및 당사 추정치(22억원)를 대폭 하회하는 어닝 쇼크를 기록
- 증설(2천톤→4천톤) 이후 판매량을 늘려가고 있는 탄소섬유의 경우 4분기에는 원가 구조 개선과 함께 흑자 국면 진입을 기대

한상원 sangwon.han@daishin.com

[2Q20 Review] 아모레퍼시픽: 낮아진 눈높이에는 부합한 2분기

- 투자이건 매수 유지, 목표주가 200,000원으로 하향 조정(-9%)
- 2Q20 연결 영업이익은 352억원(-60% yoy, -42% qoq)으로 컨센서스 영업이익의 368억원, 종전 대신증권 추정 영업이익의 426억원 하회
- 지역별로는 [한국] 영업이익 -41% yoy, [중국] BEP 수준, [유럽, 북미] 유럽은 17억원 적자 폭 축소, 북미는 59억원 적자 폭 확대
- 중국 이니스프리 매장 폐점 가속화, 중국내 신규 점포 제한적 출점, 디지털 매출 비중 확대로 점진적 손익 개선이 기대되며, 해외 면세 비중 확대 전략으로 국내 면세 부진 상쇄 기대

한유정 yujung.han@daishin.com

[2Q20 Review] 삼성중공업: 지속되는 드릴십 총당금, 갈 길이 멀다

- 투자이건 시장수익률(Marketperform) 유지, 목표주가 5,200원으로 하향
- 2Q20 매출액 1조 6,915억원(-4% yoy), 영업이익 -7,077억원(-41%), 컨센서스 대비 매출액 -11%, 영업이익 적자확대(컨센 -1,094억원)
- 영업이익은 드릴십 총당금 4,540억원, 이외 비용증가분 1,580억원 반영. 일회성 제외 시 약 -1천억원의 적자
- 주요 LNG 프로젝트를 비롯해 신규주주 증가에 대한 기대가 있지만 드릴십 문제로 실적 정상화까지는 상당한 시간이 걸릴 것으로 판단

이동현 dongheon.lee@daishin.com

[2Q20 Review] 엠씨넥스: 카메라 시장 변화의 수혜

- 2020년 2분기 영업이익(9.9억원 -96.8% yoy / -95% qoq)은 종전 추정치 및 컨센서스 하회. 매출은 2,454억원(-34.1% yoy / -33.5% qoq) 시현
- 투자포인트는 2020년 3분기 매출은 3,410억원으로 38.9% 증가(qoq), 영업이익은 181억원(1,731% qoq) 추정. 2분기 저점으로 3분기 정상화로 전환. 카메라모듈의 공급(Q)과 가격(P)이 동시에 증가 예상. 2021년 매출은 최고치를 예상
- 삼성전자 보급형 스마트폰용 카메라모듈(후면)의 주력 공급업체인 엠씨넥스는 2020년 3분기 삼성전자의 스마트폰 전략 변화로 반사이익을 기대

박강호 kangho.park@daishin.com

[2Q20 Review] Alphabet: 광고 점진적 회복, 클라우드의 빠른 성장

- 2분기 매출액 38.3bn 달러(YoY -2%), 영업이익 6.4bn 달러(YoY -30%). 컨센서스는 매출액 30.5bn 달러, 영업이익 5.9bn 달러로 매출액, 영업이익 모두 컨센서스 상회
- 광고, 불확실성은 남아있지만, 점진적으로 회복되는 모습. 클라우드는 빠른 성장세
- 전반적인 인력 채용 속도는 감속 중이나 하반기는 계절적으로 신규 인력 증가 시즌. 기술 인프라 인력 우선적 채용. 마케팅비는 예년과 같이 하반기에 집중될 예정

이민아 mina.lee@daishin.com

[2Q20 Review] 호텔신라: 예상보다 길어지는 팬데믹 상황

---

- 투자의견 BUY 유지, 목표주가 90,000원 유지
- 2Q20 Review: 인천공항 임차료 감면 불구 적자 지속
- 4기 공항 사업자 선정 전까지 임차료는 품목별 요율 방식

유정현. junghyun.yu@daishin.com

---

[2Q20 Review] 효성화학: 어닝은 쇼크지만 2021년 PER은 3배

---

- 투자의견 매수, 목표주가 155,000원 유지
- 2Q20 실적 부진했으나 하반기 회복 가능 판단 vs. 베트남 신규 공장 가동으로 2021~22년 이익 대폭 증가 기대 → PER 2~3배로 하락
- 2Q20 영업이익 36억원(-71% QoQ)으로 컨센서스(288억원) 하회
- 부문별로는 PP/DH, TPA 적자 vs. 폴리케톤, NF3 보합 vs. 일반/TAC 필름 개선 등으로 PP/DH의 적자(-53억원 vs. 당사 추정 145억원)가 부진의 주원인

한상원. sangwon.han@daishin.com

---

[2Q20 Review] 효성티앤씨: 지금의 부진보다 반전 가능성을 보자

---

- 투자의견 매수, 목표주가 180,000원 유지
- 2Q20 어닝 쇼크에도 불구하고 목표주가를 유지하는 이유는 실적이 코로나19에 따른 단기 수요 위축이기 때문: 2021년 이익 추정치 대폭 하향(OP -43%)하나 2021년 실적 변경은 제한적(-2%)
- 2Q20 영업이익 -82억원(적전 QoQ)으로 시장 기대치(717억원) 하회
- 주력인 섬유 사업부가 코로나19에 따른 수요 악화에 적자를 시현했기 때문

한상원. sangwon.han@daishin.com

---

[2Q20 Review] 현대미포조선: 녹록지 않은 현실, 그래도 기회는 남아 있다

---

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 40,000원 유지
- 2Q20 매출액 7,242억원(-12% yoy), 영업이익 122억원(-61% yoy), 컨센서스 대비 매출액 -5%, 영업이익 -54% 하락한 어닝 쇼크
- 매출액은 건조물량 감소, 환율 하락의 영향(-112억원)으로 역성장. 영업이익은 고정비 부담, 신규수주 공사손실충당금 설정 등으로 하락
- 지금은 생존 경쟁의 보릿고개이며 동사는 극단적 상황에서도 흑자기조 유지. 수주 절벽기 이후 승자 독식 프리미엄의 선반영으로 주가 하락은 제한적일 것

이동현. dongheon.lee@daishin.com

---

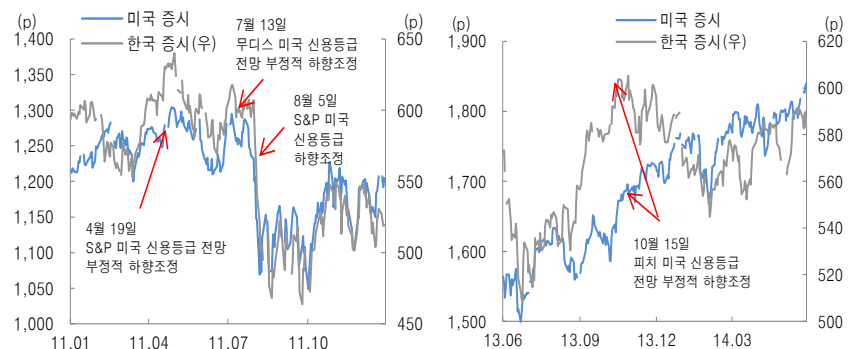
## 미국 신용등급 전망 하향조정에 대한 판단

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

- 신용평가사 피치(Fitch)가 31일(현지시간) 미국의 국가신용등급 전망을 기존의 '안정적'에서 '부정적으로 하향 조정했다. 피치는 미국의 신용등급을 'AAA'로 계속 유지하면서도 "이미 진행 중인 공공 재정 악화와 신뢰할 만한 재정 강화 계획의 부재"를 고려해 결정했다고 밝혔다. 다만 다른 선진국들에 비해서는 미국의 경기 수축이 덜 심각할 것이라고 전망했다.
- 또한, 11월 대선을 앞두고 미국 정치의 분열이 심화될 경우 경제 회복의 리스크가 될 수 있다고 지적했다. 피치는 "정치적 양극화가 제도를 약화하고 초당적 협력의 범위를 좁게 만들어 구조적 이슈는 물론 장기적인 재정 과제에 대한 대응을 방해할 수도 있다"고 염려했던 것이다.
- 미국의 국가신용등급 전망 하향 조정은 미국을 비롯한 글로벌 금융시장의 단기 변동성을 자극할 가능성이 높다. 2011년 4월 S&P의 미국 신용등급 전망 하향조정, 8월 미국 신용등급 강등 이후 글로벌 금융시장이 겪었던 충격에 대한 트라우마가 투자자들의 불안심리를 자극할 수 있기 때문이다. 미국보다 며칠 전에 신용등급 전망이 하향조정된 일본(27일)은 엔화 약세(0.7%), 증시 하락(4.18%)을 겪고 있다.
- 신용등급 이슈가 수면 위로 부상함에 따라 글로벌 금융시장의 단기 변동성 확대를 경계하고, 향후 신용등급 이슈에 주목해야한다. 그러나 이를 확대해석하기는 이르다. 실제로 2013년 10월 15일 피치가 미국 신용등급 전망을 하향조정했을 당시 글로벌 금융시장은 단기 변동성 확대 양상을 보였지만, 이내 기존 상승추세를 이어간 바 있다. 신용등급 전망 이슈만이 글로벌 금융시장에 미치는 영향력은 단기 투자심리 위축, 위험선호심리 후퇴 정도에 그칠 전망이다.
- 2011년 8월 글로벌 금융시장이 충격을 받았을 당시를 되돌아 보면 다음과 같은 변수들에 관심을 가져야 할 것이다. 1) 피치에 이어 S&P와 무디스의 미국 신용등급 전망 하향조정 여부 2) 이후 실제 신용등급 강등이 단행되는지 여부를 주목한다. 3) 이와 함께 글로벌(특히 유럽) 신용등급 강등 러시가 전개되는지가 중요하다. 이 경우 달러 강세 압력 확대로 인한 글로벌 금융시장 불확실성, 변동성 증폭 가능성이 불가피하기 때문이다. 사실 2011년 하반기 글로벌 금융시장의 변동성 폭증의 근본적인 원인은 유럽에 있다. 그리스 디폴트, 유럽 주요국들의 재정위기와 신용등급 강등 이슈가 달러 급등으로 이어졌다.
- 2011년 9월 이후 주요국들의 경기부양, 금융안정 대책이 구체화되고, 경기회복세가 가시화되면서 글로벌 금융시장이 안정을 되찾고, 상승반전을 모색해 나갔다. 현재는 코로나19 이후 강력한 통화/금융/재정정책과 경제활동 재개에 근거해 글로벌 경제는 정상화되고 있다. 경기회복 방향성에 문제만 없고, 불확실성 변수들이 경기회복세에 큰 영향을 미치지 못한다면 단기 변동성 확대는 비중확대 기회이다.

2011년 8월 신용등급 강등 이후 달러 급등, 증시 급락

2013년 10월 신용등급 전망 하향조정 영향은 제한적



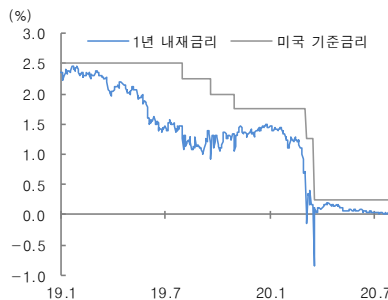
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

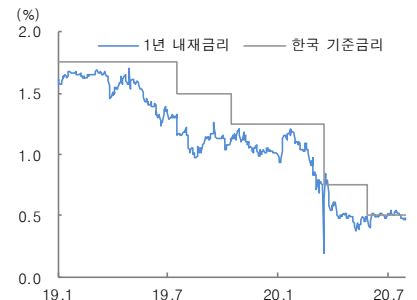
## 다시 눈높이를 낮추는 금리

- 기준금리 변화와 같은 막강한 모멘텀이 부재한 가운데 7월 중순까지 채권시장은 뚜렷한 쟁점 자체가 형성되지 못했다. 재정 확대를 위해 늘어난 국채 발행 물량은 부담으로 인식된 반면 그렇다고 통화당국이 완화적인 행보에서 벗어나 금리가 급등할 경우 채권시장을 외면하지도 않을 것이라는 기대가 서로 중첩되며 제한적인 박스권 등락을 거듭하는 정도였다.
- 하지만 2분기 경제 지표들이 발표되면서 시중금리의 하락세가 느리지만 다시 나타나기 시작했다. 이미 수차례에 걸친 강력한 부양책을 동원했지만 한국이든 미국이든 경기 침체가 불가피하다는 것이 확인된 만큼 적어도 당장에 금리가 더 가파르게 상승할 이유가 없다는 공감대가 채권 매수세를 불렀다.
- 앞서 우리는 통화정책 이벤트에 대한 모멘텀이 부재한 만큼 국채에 대해서는 중립적인 듀레이션이나 포지션을 권고한 반면 상대적으로 캐리 매력이 높은 크레딧 채권에 대한 관심을 늘릴 필요가 있다는 의견을 밝힌 바 있다. 그러나 최근 지표 부진 등으로 국채 금리가 추가로 더 하락할 여지가 발생했다는 점에서 금리의 하단 타겟을 낮추고자 한다. 이에 1개월 전후의 관점에서 TB 10년 금리와 한국 국고 10년 금리의 목표를 각각 0.50%, 1.20%로 제시한다.
- 우리는 최근 채권시장에서 나타난 금리 하락(채권 강세)을 타겟 금리의 큰 폭 하향과 같은 강력한 랠리에 대한 기대와는 명확하게 구분하고자 한다. 즉 코로나19에 따른 경기 침체에 대한 우려를 반영하여 위험자산보다는 안전자산이 더욱 매력적인 만큼 채권에 대한 보유 비중을 크게 늘려야 한다는 것과 같은 전략이 아니라, 경기 위축은 이미 기정사실화된 상황에서 유동성 확대 효과가 채권시장에도 동시에 영향을 미칠 수 있다는 정도의 제한이라고 하겠다.
- 실제 최근 한국 뿐만 아니라 글로벌 금융시장에서는 채권과 주식이 동반해서 강세를 나타내는 현상이 빈번하게 발생하고 있다. 위험과 안전을 놓고 치열한 공방전을 벌이던 양상과는 사뭇 다른 움직임이며, 동시에 원자재시장에서는 금값도 동반 상승 중이다. 지난 3월 중순 가격으로 표시되는 모든 지표들이 일제히 부진하며 극단적인 현금 선호가 발생했던 국면과는 완전히 달라진 상황인 셈이다.
- 중장기적인(3~6개월 이상) 시각에서 당사는 위험자산에 대한 비중 확대를 꾸준히 제안하고 있으며, 현 시점에서도 해당 견해에는 변함이 없다. 채권시장 내에서 국채보다는 위험자산의 성격이 큰 크레딧 채권에 대한 비중 확대를 권고하는 것도 동일한 맥락이다. 다만 단기적(1개월 전후) 관점에서 금리 우호적인 경기 여건과 유동성 효과로 인해 기존의 금리 타겟을 하향하는 한편 비중 및 듀레이션 확대 역시 권고한다.

미국 기준금리와 1년 내재금리



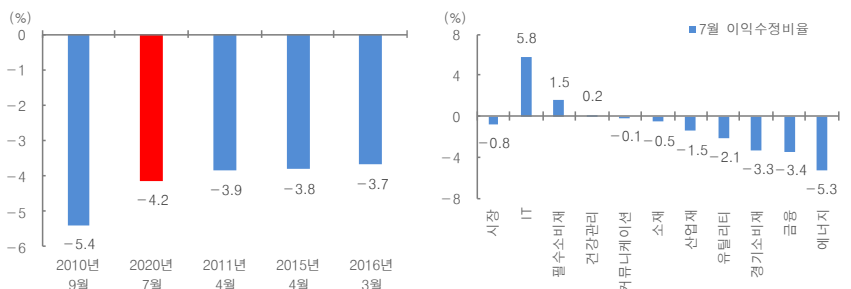
한국 기준금리와 1년 내재금리



## 달러 약세에도 소외된 가치주

- 지난 7월 달러 인덱스는 -4.2% 하락했다. 월간 하락률로는 2010년 9월에 기록한 -5.4% 이후 가장 큰 폭으로 하락한 것이다. 달러가 약세로 전환될 경우 기대할 수 있는 글로벌 금융시장의 흐름은 원자재 가격의 강세, 신흥국 주식시장의 선진국 주식시장 대비 초과 상승, 그리고 성장주 대비 가치주의 성과 개선 등이다.
- 원자재 가격의 상승세는 이어지고 있다. 7월 산업용 금속 지수는 6.9%, 금은 10.9% 상승하면서 5% 상승에 머문 전세계 주가지수보다 높은 상승률을 기록했다. 코로나19 이후 전세계적으로 공급된 풍부한 유동성과 코로나19로 인한 생산 차질 이슈가 겹치면서 반등하기 시작한 산업용 금속 지수는 최근 달러 약세와 경제활동 정상화에 대한 기대감이 상승세를 뒷받침하고 있다. 금 또한 달러 약세 뿐만 아니라 중앙은행의 적극적인 통화완화 정책에 따른 실질금리 하락의 반사이익이 이어지면서 가파른 상승세를 기록했다.
- 7월 신흥국 주가지수는 9.1% 상승하면서 선진국 주가지수 대비 4.3%p 높은 수익률을 기록했다. 달러 약세 전환시 나타날 수 있는 신흥국 통화 강세 기대감과 위험자산 선호심리 강화, 그리고 원자재 가격 상승은 글로벌 경기에 민감한 신흥국 증시에 긍정적인 영향을 줄 가능성이 높다. 지난 5월말 신흥국 주가지수의 12개월 선행 PERI 선진국 주가지수 대비 64.1% 수준으로 낮아지면서 2008년 글로벌 금융위기 이후 최저 수준을 기록했던 것도 신흥국 증시의 투자매력도를 높여준 요인중 하나라고 판단한다.
- 반면, 달러가 약세를 나타내는 상황에서도 성장주의 강세는 지속되고 있다. 지난 7월 전세계 성장주 지수는 7.4% 상승했고, 전세계 가치주 지수는 2.8% 상승에 머물렀다. 성장주의 강세 흐름은 선진국 주식시장 뿐만 아니라 신흥국 주식시장에서도 동일하게 나타나고 있다. 가치주에는 에너지, 소재, 산업재, 금융, 유틸리티 등 경기에 민감한 섹터의 비중이 상대적으로 높다. 가치 성향의 섹터들은 글로벌 경기와 원자재 가격의 움직임에 영향을 많이 받는다는 점에서 달러 약세와 원자재 가격의 상승은 가치주에 긍정적인 요인이 될 수 있다.
- 신흥국 주가지수의 섹터별 12개월 선행 이익수정비율을 살펴보면 IT, 필수소비재, 건강관리, 커뮤니케이션 등 성장주 비중이 높은 섹터의 이익수정비율이 상대적으로 높게 나타나고 있는 것을 확인할 수 있다. 원자재 가격 상승이 이어지고 있고, 최근에는 글로벌 경제활동 정상화가 진행되고 있지만 가치성향을 나타내는 섹터들의 실적 전망에는 아직 불확실성이 남아있는 상황이다. 경제활동 정상화가 지속되고, 실물지표의 본격적인 개선이 나타나기 전까지는 글로벌 유동성의 성장주로의 쏠림현상은 이어질 가능성이 높다고 판단한다.

2010년 이후 달러인덱스 월간 하락률 상위 가치성향 섹터 실적 불확실성 존재



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

자료: Thomson Reuters, 대신증권 Research Center

## 위험자산과 안전자산의 동행

- 7월말 CRB 원자재지수는 143.7로 월초대비 3.3% 상승했다. 안전자산으로 분류될 수 있는 금과 은, 위험자산으로 분류될 수 있는 비철금속과 원유가 원자재지수 상승을 이끌었다. 금과 은 가격은 각각 온스당 1,976달러, 24.4달러로 월초대비 11.36%, 35.4% 상승했다. 반면 LME 비철금속지수와 국제유가는 각각 6.7%, 1.1% 올랐다(7월 31일 가격 기준).
- 최근 원자재 내 위험자산과 안전자산 모두 가격이 상승한 배경에는 유동성 공급과 달러 약세가 있다. 코로나19 이후 중앙은행들은 기준금리 인하와 직접적인 유동성 공급을 했으며, 전세계 국가들은 재정지출을 늘려나가고 있다. 7월 FOMC에서 연준은 9월말 종료 예정이었던 긴급 대출 기구의 운영을 연말까지, 달러 스왑과 레포거래기구 운영을 내년 3월말까지로 연장했다. 또한, 미국 의회는 추가 경기부양정책 승인을 앞두고 있어 유동성 추가 공급에 대한 기대가 높아지고 있다. 유동성 공급 외에도 유럽과 중국과 달리 주춤하고 있는 미국 경기 회복 속도는 달러화 약세 요인으로 작용했다(달러인덱스는 7월초대비 -4.0% 하락). 미국 2/4분기 실질 GDP 성장률은 -32.9%(전기대비 연율화)로 지표 집계 이후 가장 큰 하락세를 기록했다.
- 향후 위험자산과 안전자산의 동행이 지속될 것으로 판단한다. 달러 약세 입력이 강화될 가능성이 높으며, 원자재 수요 비중이 큰 중국의 수요 회복 기대감 유입이 이어질 수 있기 때문이다. 통상적으로 달러 약세는 원자재 수입국 자국통화 표시 원자재 가격 하락으로 이어져 수요증가 효과가 있다. 반면, 미국과 다르게 중국 경제지표의 호조는 지속되고 있다. 중국 7월 제조업 PMI는 51.1로 3월 이후 최고치를 기록했다.
- 다만, 위험자산 내 원유의 경우에는 코로나19 불확실성으로 수요 회복 속도가 예상보다 느리며, 8월부터 OPEC+감산 규모가 줄어드는 등 유가하방 리스크가 여전히 높은 상황이다. 7월 24일 기준 미국 전략비축유를 제외한 원유재고는 전주대비 -1,061만배럴 줄어들었지만 기술린 재고는 전주대비 65만배럴 늘어났다. 미국은 코로나 19 재확산으로 드라이빙 시즌의 원유수요증가 효과가 덜 나타나고 있다고 해석할 수 있다.
- 자산배분 차원에서 금의 비중 확대를 권고한다. 코로나19 불확실성이 여전히 존재하는 가운데 원자재 가격 상승은 인플레이션 헤지 수요 유입을 증대시킬 것이기 때문이다. 1971년 미국 닉슨 대통령이 달러와 금의 연결고리를 끊은(달러와 금의 태환금지) 이후 금 가격 상승기의(1차 상승기(76.8~80.1): 3년 5개월간 720% 상승, 2차 상승기(01.4~08.3, 08.11~11.9): 7년간 292%, 약 2년 10개월간 167% 상승)의 공통점은 달러 약세와 인플레이션에 대한 우려가 높아졌다는 것이다. 현재의 매크로 환경과 과거 금 가격 상승 시기의 수익률과 기간을 고려했을 때 금의 추가 상승 가능성은 여전히 높다고 판단한다.

### 달러약세 압력 강화는 원자재 가격 상승 요인으로 작용할 것



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center



## 미 경제: 분기로 2Q가 바닥, 그러나 최근 반등세 주춤

### 코로나 충격으로 역사적 수준으로 급락한 미국 2분기 GDP

- 코로나19 여파로 미국의 2분기 GDP 성장률이 역사적 수준으로 급락하며 오히려 경기 바닥에 대한 기대를 높이고 있으나, 최근 집계되는 주간, 월간 지표들은 다소 주춤해진 모습이다.
- 31일(현지시간) 미국 상무부 경제통계국이 발표한 6월 개인소비지출(PCE)은 전월대비 5.2% 늘었다. 지난 5월에 플러스를 기록하며, 8.3%로 반등한 이후 1개월 만에 증가율이 둔화됐다.
- 이보다 하루 앞서 발표된 미국의 2분기 GDP 성장률은 -32.9%(전기대비 연율화)로 지표 집계 이후 가장 큰 하락세를 기록했다. 2분기 GDP 성장률은 전년동기비로는 -9.5%를, 명목치 기준으로는 -9.0%였다.

### 분기별로는 2분기가 바닥, 하지만 최근 주간, 월간 지표는 반등 후 주춤

- 우리는 코로나19의 여파로 미국의 경제 지표들이 일제히 사상 최저치를 기록함에 따라 딱히 해당 지표들에 대한 선별적인 진단이나 분석에 큰 의미를 두지 않으려고 한다. 다만 소비, 투자 등의 세부 지표들이 GDP와 같은 경제 전체를 포괄하는 지표보다 낙폭 자체가 더 크다는 점에서 민간의 부진을 정부가 보완하고 있다는 정도로 지표 해석을 마무리하려고 한다.
- 반면 세부 시계열에 따른 진단이 좀 더 중요해졌다. 분기별로 2분기가 최악으로 확인되고 있으나 월간 지표들은 고용, 소비 등을 중심으로 5월에 나타났던 반등 흐름이 주춤해졌다. 먼저 고용에서 주간신규실업수당 신청건수가 최근 2주째 증가했고, 계속해서 실업수당을 수령하는 숫자도 다시 늘었다. GDP 발표 직후 보완 지표의 성격을 지닌 개인소비지출은 5월에 비해 6월에는 증가세가 둔화됐다.
- 당시는 미국의 경제 지표가 분기 단위로 2분기를 바닥으로 3분기부터는 반등할 것이란 기존 견해를 유지한다. 하지만 월간 등 보다 세분화된 시계열로는 5월 반등 이후 주춤해진 국면으로 진입했다고 평가한다.

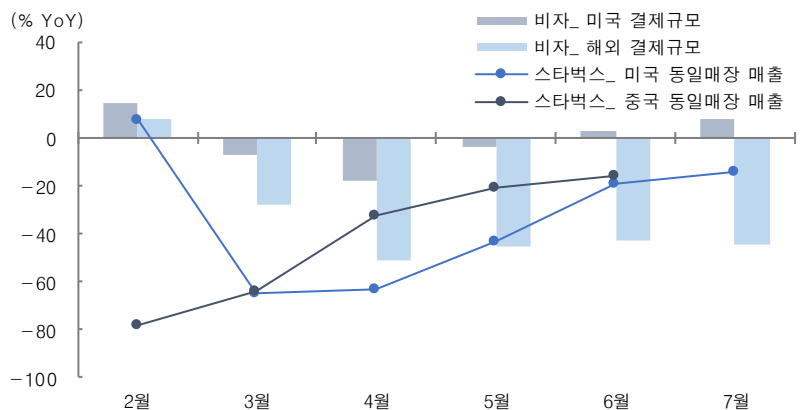
### 추가적인 달러 약세 예상, 다만 최근 가파른 하락으로 속도 조절 예상

- 금융시장의 관점에서 미국 실물 경제 지표의 부진은 달러 약세로 이어지고 있다. 코로나 충격이 극심했던 당시 강력한 안전 선호를 반영했던 달러 강세에 대한 되돌림인 동시에 현재 국가별 경제 여건의 상대적인 격차를 반영한 결과로 보인다.
- 추가적인 달러 약세를 예상한다. 다만 단기적으로 달러의 낙폭이 가팔랐고, 미국 이외 국가들의 펀더멘털 여건 역시 불확실한 만큼 그 속도는 제한될 전망이다. 1개월 전후 관점에서 원/달러 환율의 1,180원 하향 돌파 시도는 이어질 수 있겠으나, 당장 그 이하 환율로 안착에 대해서는 회의적이다.

## 비자&스타벅스, 빠른 속도로 회복하는 중

- 비자(Visa, V)와 스타벅스(Starbucks, SBUX)에 대한 투자 의견을 매수(BUY)로 유지한다. 코로나 19에 따른 소비 둔화와 매장 폐쇄 영향으로 2/4분기 영업이익은 감소(비자 -23% YoY, 스타벅스 -32% YoY)했지만 예상보다 빠른 회복을 보이고 있다. 하반기에는 점진적인 실적 회복을 예상하며 현재 주가 수준도 매력적으로 판단한다.
- 비자와 스타벅스의 2/4분기 실적은 소비 회복 영향에 컨센서스를 상회했다. 비자의 경우, 미국 내 결제금액과 결제건수가 전년 수준을 회복하고 있다(결제금액 증가율, YoY: 4월 -20% → 7월 +10% / 결제건수 증가율, YoY: 4월 -24% → 7월 0%). 코로나19로 여행 관련 소비와 국제 결제건수는 여전히 전년 절반 수준에 머물러 있지만, 미국 내수 소비는 회복 사이클에 진입한 것으로 판단된다. 스타벅스도 미국과 중국 매장을 중심으로 하반기 실적 회복 기대가 높아지고 있다. 월별 동일매장 매출 성장률(YoY)은 미국의 경우 4월 -63% → 5월 -43% → 6월 -19%로 반등하고 있고, 중국도 4월 -32% → 5월 -21% → 6월 -16%를 기록하는 등 개선세가 뚜렷하다. 매장은 보건 수칙에 따라 운영되고 있으며 전세계 직영점의 97%가 영업을 재개한 상황이다(미국 직영점의 운영 비율은 4월 초 44% → 6월 말 96%, 중국은 99% 기록).
- 온라인 플랫폼 기반의 소비 확대는 두드러졌다. 비자는 미국에서 올해 상반기 동안 비접촉식 결제 기능을 탑재한 카드를 8천만 장 발급했으며 여행을 제외한 미국 내 온라인 거래는 코로나19 확산 이전보다 두 배 증가한 것으로 나타났다. 스타벅스는 모바일 주문 비중이 전체 주문의 20%를 넘어서었다. 또한 중국 내 시장점유율 확대 전략으로 5월부터 중국 최대 메신저 서비스 위챗(WeChat)을 통한 선주문 결제, 배달, 선물 가능 서비스를 제공하고 있다.
- 비자와 스타벅스는 단기적으로 주가 회복 탄력이 크지 않을 것으로 예상되지만, 추가 상승 여력이 크다는 측면에서 긍정적으로 평가한다. 2/4분기 비자의 결제금액은 -10% YoY(국제 결제금액 -37% YoY), 스타벅스의 동일매장 매출은 -40% YoY를 기록하는 등 부진한 실적이 이어지고 있다. 또한 코로나19 재확산 리스크를 반영하여 비자는 연간 실적 가이드언스를 제공하지 않았고 스타벅스는 4/4분기와 연간 동일매장 매출 성장률 가이드언스를 -12% ~ -17% YoY로 제시했다. 단기간에 실적이 코로나19 이전 수준으로 회귀하기 어려운 환경이나, 이들의 영향력과 회복 속도를 고려하면 향후 가격 매력이 부각될 여지는 있다.

비자와 스타벅스, 코로나19 여파로 영업 적자는 이어졌지만 회복 속도는 빨라



자료: 비자, 스타벅스, 대신증권 Research Center

## 임대3법이 이끄는 변화 월세 중심 임대시장 초읽기

### [임대차 3법 도입 배경]

-임대차 3법은 전월세 신고제, 전월세 상한제, 계약갱신청구권제 3개의 법안으로 이중 계약갱신청구권과 전월세 상한제의 경우 현 정부의 국정과제 46번 '서민이 안심하고 사는 주거환경 조성'에 포함

### [임대차 3법 주요 내용]

- 계약갱신청구권제 : 주택 임대 계약에 있어 1회 2년의 계약갱신청구권을 임차인에게 부여하며, 목시적 갱신은 계약갱신청구권을 행사하지 않은 것으로 간주. 임차인의 경우 계약갱신청구권 행사 후에도 언제든지 계약해지를 통보할 수 있으며, 통지일로부터 3개월이 지나면 효력이 발생 단 임대인 당사자 및 직계 존비속 실거주를 이유로는 연장 거부 가능.

-전월세상한제 : 계약갱신 시 임대료의 상한이 5%로 제한 되어 있어 임대료 급등 방지하고자 하는 목적이며, 지자체가 5% 안에서 상한을 정할 수 있어 지역별로 5%이하가 상한으로 설정 될 수 있음.

-전월세신고제: 임대차 계약 후 30일 이내에 임대차 계약 내용을 신고 해야하는 의무를 임대인에게 부여하며, (이번 달 4일 본회의 통과 예정으로 시행 시기는 내년 6월 예정)

### [예상 효과 및 향후 영향]

- 시행 후 소급입법 논란과 지자체의 조례 미비 등으로 시장 혼란이 발생하고 있으며, 임대인과 임차인의 갈등은 증가할 것 단기적으로 임대계약갱신으로 전세 공급량이 감소하고, 중기적인 영향으로는 1) 전세가격 상승과 2)월세 전환 가속화 3)임대차 계약 투명화로 인한 임대 관련 세수 증가

- 장기적으로 월세 중심 임대시장이 형성 되면, 임대시장의 임대료 안정화를 기대할 수 있으며, 갭투자 불가 등으로 매매시장 가격의 변동성도 낮아 질 것으로 기대. 월세 중심의 주택 임대 시장은 임대료의 하방경직성이 높으며, 매매 가격에 미치는 영향이 전세보다 낮음.

-전세 제도와 전세가율을 매개로 임대-매매시장이 연결되는 한국의 주택 임대/매매 시장은 다른 국가들에 비해 복잡한 양상을 보임. 일례로 전세가율이 상승하면, 매매가와 전세가의 차이 소위 갭(gap)이 줄어들어 순 투자수요가 증가하고, 이러한 순 투자수요는 다시 임대공급량을 늘려 전세가를 하락시키는 영향을 줌. 이 과정에서 투자수요가 증가하면서 전세가격은 하락하는 반면 매매가격이 증가하는 현상이 나타남

-단기적으로 운영 수익과 자산가격이 반대방향으로 움직이는 현상이 나타나는 우리나라의 주택시장의 복잡성은 주택 정책을 시행하는데 있어 큰 장애가 되어 왔음. 전세 제도는 저렴한 가격에 높은 질의 주거환경을 누릴 수 있는 혜택을 임대인에게 제공하는 동시에 전세가격의 등락으로 주거 안정에 부정적인 영향을 끼쳐왔음. 따라서, 월세중심으로 주택임대시장이 변화하는 경우 임차인의 실질거주비용의 증가가 예상되나, 장기적으로 장 안정화 효과는 있을 것으로 보임

-단, 현재의 대출규제 하에서는 임대인은 대출이 어려운 반면, 임차인은 전세 대출을 통하여 저리로 자금을 조달할 수 있음. 이러한 임대인-임차인 간의 차별적인 대출규제와 현재의 전세가율 등을 고려할 때 월세로의 전환은 반전세와 같은 과도기적 변화 형태를 거칠 수 있음

# 에스제이그룹 (306040)

한경래  
kyungraeh@daishin.com

이새롬  
saeromlee@daishin.com

투자의견 **BUY**  
신규

6개월 목표주가 **23,000**

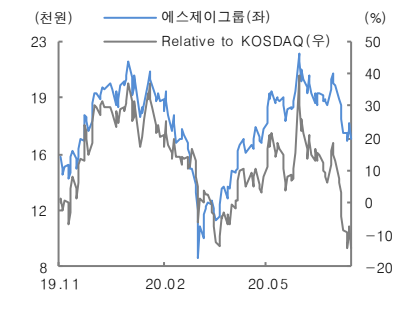
현재주가 **16,650**  
(20.07.31)

스몰캡업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	815.3
시가총액	164십억원
시가총액변동	0.06%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	22,208원 / 8,930원
120일 평균거래대금	36억원
외국인지분율	2.97%
주요주주	이주영 외 9 인 51.79%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.3	5.9	-12.2	0.0
상대수익률	-23.3	-16.2	-30.8	0.0



## 재확인된 브랜드 파워, 내년에는 해외로

투자의견 ‘매수’, 목표주가 23,000원 제시

- 12MF EPS 1,920에 Target PER 12배 적용. 18년말~19년 상반기 F&F 중국 온라인(티몰, JD.com) 진출 시기(13~15배) 및 힐라홀딩스의 미국법인 외형, 수익성 성장 구간(18~22배) 평균치 20% 할인
- 투자포인트
  - 1) 역성장 중인 경기 소비재 대비 내수만으로도 성장 가능한 업체
  - 2) 캥글키즈 출점 확대에 따른 전사 외형 및 이익 기여 확대 본격화
  - 3) 2021년 북미/중국 등 글로벌 수출 모멘텀 보류

2Q20 브랜드력 재확인, 면세점 없어도 보릿고개 아니다

- 면세 매출 공백에도 헬렌카민스키, 캥글키즈가 실적 회복 견인
- 2분기 매출액 294억원(+17.9% QoQ, +3.5% YoY), 영업이익 62억원(+80.0% QoQ, +19.4% YoY), 연결 OPM 21.1%으로 YoY +2.8%p 개선
- 캥글키즈 2H19 흑자전환 성공, 1H20 신규 출점(+7개) 및 기존점 성장률(+35% YoY)에 힘입어 2분기 영업레버리지 효과 본격화
- 헬렌카민스키 2분기 매출액 전년 동기 대비 11.3% 성장한 111억원 기록. 면세점 재고의 채널 변경 판매, 명품 모자 카테고리 내 독보적인 브랜드력 및 이연 수요로 면세점 매출 공백 상쇄
- 2020년 예상 매출액 1,171억원(+6.9% YoY), 영업이익 207억원(+26.3% YoY). 코로나19로 낮아졌던 사업 계획 대비 15% 이상 상회 가능

캥글인터내셔널JV 출범 → 캥글 북미/중국 진출 본격화

- 2020년말 캥글 브랜드IP 모회사(영국 IBML)와 수출법인 JV 설립 예정. 국내 라이선스 기반 업체 중 브랜드IP 업체와 JV체결은 이례적인 성과
- 현재 분기당 수출액 약 2억원 수준. 향후 60개 국가로 해외 진출 가능한 만큼 탐라인 상단은 열려있다고 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	69	109	117	131	150
영업이익	8	16	21	23	27
세전순이익	5	16	22	24	28
총당기순이익	4	13	18	20	23
지배지분순이익	4	13	18	20	23
EPS	595	1,783	1,806	1,997	2,326
PER	-	11.3	9.2	8.3	7.2
BPS	1,674	9,369	9,041	10,858	12,984
PBR	-	2.1	1.8	1.5	1.3
ROE	42.8	33.0	22.5	20.1	19.5

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

## 견조한 이커머스 성장 확인

이민아 mina.lee@daishin.com

2020. 08. 03

### FY1Q20 Review: 이커머스 사업 성장 가속화로 컨센서스 상회

- FY1Q20 매출액 2,740억엔(YoY 15%), 영업이익 506억엔(YoY 40%) 기록. 매출액 컨센서스 2,644억엔, 영업이익 컨센서스 396억엔 상회
- 코로나19 영향으로 이커머스 사업 성장 가속화. 거래액(디지털 콘텐츠 제외)은 6,536억엔(YoY 37%) 기록. 야후재팬 쇼핑과 페이페이몰의 신규 구매자 수 YoY 54%, 신규 스토어 수 YoY 37% 증가
- 이커머스 부문의 견조한 성장은 간편결제 서비스 페이페이의 성장으로도 이어지고 있음. 페이페이 가맹점 수는 231만개(YoY 2.9배), 가입자 수는 3,004만명(YoY 3.5배) 기록
- 페이페이 수익화 점차 진행 중. 5월에는 개인 대출 서비스를 선보였으며 연내 투자, 보험, 기업 대출 등으로 비즈니스 확장 계획
- 금융 사업인 Z Financial은 '페이페이' 이름으로 리브랜딩. 2020년 가을부터 페이페이 카드(기존 야후재팬카드),뱅크(기존 재팬네트뱅크),증권(기존 One Tap BUY),보험(기존 야후재팬보험),투자신탁(기존 Yjam) 등으로 브랜드를 개편하고 계열사간 협업을 통해 다양한 금융 상품 제공 계획
- 광고 매출은 791억엔(YoY 1.2%) 기록. 코로나19 영향으로 검색 광고 매출은 YoY 12% 감소, 반면 프로그램머틱 디스플레이 광고 매출은 쇼핑 광고 호조로 YoY 22% 증가
- 라인과의 경영 통합은 코로나19 영향으로 일부 국가에서 경쟁법 관련 승인 지연. 이에 경영 통합 완료 시기는 기존 목표였던 2020년 10월에서 지연 전망. 수정된 일정 근시일 내 공개 계획
- 견조한 이커머스 성장이 실적 호조 요인. 코로나19 영향으로 일본 이커머스 시장 성장도 가속화 되고 있으며 회사의 이커머스 경쟁력 강화 전략도 순항 중인 것으로 판단
- 이커머스 경쟁력 강화는 장기적으로 페이페이와 라인페이의 경쟁력 향상으로도 이어질 전망. 통합 법인 설립 시기는 지연됐으나, 설립 이후 시너지 발생은 의심할 여지 없음
- Z Holdings 주가 상승세 지속될 것. 장기적으로 NAVER가 보유하게 될 라인-야후 합작법인 지분가치도 지속적으로 상향될 전망

# 음식료업

한유정 yujunghan@daishin.com      노희재 heejae.roh@daishin.com

투자의견

## Overweight

비중확대, 유지

### [7월 주요 품목 수출 동향]

## K-Food 소비의 큰 손이 되어가는 미국

#### [담배] 7월 수출 금액은 +63% yoy, -5% mom 기록

- 지난 2019년 7월 아랍에미리트연합향 수출 차질로 월 수출 금액이 7백만원에 불과하였으나, 2020년 3월 이후 월 300~400억원 꾸준한 수출 추세 기록 중. 이번 2020년 7월 역시 아랍에미리트연합향 수출 금액은 448억원(+640,233% yoy, +6% mom)으로 수출 비중 43% 차지
- 수출 비중 25%로 아랍에미리트연합 다음으로 높은 비중을 차지하는 미국향 수출 역시 반덤핑 조사 착수로 불확실성이 대두되는 듯 하였으나 연중 꾸준한 수출 추세 지속 중. 7월 미국향 수출금액 역시 256억원(+161% yoy, +54% mom)으로 전년비, 전월비 크게 개선

#### [라면] 7월 수출 금액은 +54% yoy, +6% mom 기록

- 7월 중국향 수출 금액은 147억원(+35% yoy, -14% mom)기록. 지난 6월 상반기 중국의 최대 소비 촉진 행사인 '618' 이벤트 영향에 의한 계절적 영향으로 5, 6월 대비 7월 수출 금액은 감소하였으나, 전년 동기 대비로는 여전히 높은 두자리 성장세를 시현하며 동월 기준 사상 최대 수출 금액 추세 지속 중
- 7월 미국향 라면 수출 금액은 118억원(+113% yoy, +10% mom)기록하며 중국(22%) 다음으로 높은 비중(18%)을 차지하며 중국과의 간격 축소 중

#### [조제분유] 7월 수출 금액은 +16% yoy, +10% mom 기록

- 지난 4월 이후 3개월만에 전년비 수출 금액 성장 전환
- 국가별 수출 동향은 중국향 수출 금액은 74억원(+9% yoy, +15% mom), 베트남향 수출 금액은 18억원(+80% yoy, +95% mom)기록. 캄보디아, 파키스탄, 몽골향 수출은 미미하지만 각각 4억원, 3억원, 9백만원으로 3개 국가 합산 수출 비중은 7%로 기여 중

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	7,177	7,851	8,468	8,895	9,466
영업이익	1,399	1,539	1,646	1,688	1,771
세전순이익	1,485	1,644	1,797	1,832	1,924
총당기순이익	1,018	1,170	1,291	1,314	1,376
자배분순이익	1,021	1,167	1,288	1,311	1,372
EPS	7,313	8,342	9,204	9,372	9,810
PER	15.6	12.9	10.9	10.7	10.2
BPS	67,560	71,979	76,696	81,559	86,549
PBR	1.6	1.4	1.2	1.1	1.1
ROE	10.0	11.1	11.5	11.0	10.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
 자료: 삼양식품, 농심, KT&G 합산, 대신증권 Research Center

# 반도체업

이수빈

subin.lee@daishin.com  
투자의견

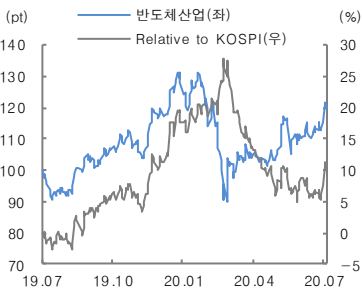
## Overweight

비중확대, 유지

### Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
삼성전자	BUY	75,000원
SK하이닉스	BUY	115,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.6	12.9	0.3	24.2
상대수익률	0.9	-2.2	-5.5	11.8



## 2020년 7월: 분기 협상에서 월 협상으로

20년 7월 서버 및 PC DRAM 계약가격은 전월 대비 -6.4%, -5.4% 하락

- 2020년 7월 전월대비 서버 DRAM 가격 -6.4%, PC DRAM 가격 -5.4%, NAND MLC 64Gb 가격 -5.4% 하락
- 3분기 시작 월인 7월 서버와 PC DRAM 가격은 예상대로 한 자리수 중반 하락
- 하락 요인은 1) DRAM 공급사가 상반기에 생산 믹스를 서버로 전환하며 3분기부터 서버 DRAM 출하량이 증가했고, 2) 상반기 클라우드서비스 사업자와 PC OEM사는 코로나19에 따른 서플라이체인 리스크를 완화하고자 관련 부품 재고를 충분히 확보했고, 3) 엔터프라이즈 서버 고객사는 경기 둔화에 따라 비용을 축소하고자 서버 투자를 지연시키고 있기 때문
- 클라우드 서비스 사업자의 재고는 높은 수준인 것으로 파악되기에 추가 구매 보다는 재고를 소진할 것으로 예상. 엔터프라이즈 서버 출하량 또한 3분기에는 급감할 것으로 예상
- 문제는, 분기 계약이 월 계약으로 전환되고 있다는 점. 3분기 계약에 대해서 일부 북미 엔터프라이즈 OEM 사와의 거래만 완료된 상황으로, 대부분의 클라우드 사업자와 서버 OEM사와의 거래는 지연 중임. DRAM 공급사는 분기가격을 락인(lock-in)하려고 하나 8월과 9월에도 추가 하락은 불가피할 전망이다
- 서버 DRAM DDR4 32GB 2666Mbps \$134.00(-6.4% MoM, -6.4% QoQ), 64GB \$274.00(-6.2% MoM, -6.2% QoQ)
- PC DRAM DDR4 8Gb 1Gx8 2400Mbps \$3.130(-5.4% MoM, -4.9% QoQ)
- 2D NAND MLC 32Gb \$2.62(-5.4% MoM, -5.4% QoQ), 64Gb \$3.05(-5.9% MoM, -5.9% QoQ), 128Gb \$4.39(-6.2% MoM, -6.2% QoQ) 기록

### 7월 잠정수출액: 둔화가 보인다

- 20년 7월 잠정회로 반도체 잠정 수출 66.4억달러(+3.7% YoY, +15.6% QoQ, -1.3% MoM) 기록하며 양호
- DRAM 수출액 17.1억달러(+7% QoQ, -2% MoM) 기록하며 6개월만에 처음으로 전월 대비 하락세 진입. 중량기준으로는 전분기대비 4% 증가했으나, 가격(Kg 기준)은 5% 하락했기 때문
- SSD 수출액은 83.5억달러로 전분기대비 1.4% 증가, 전년동기비 125% 증가. 20년 전년동기대비 증가율이 월평균 230% 였다는 점을 감안하면 증가세가 현저히 둔화되었음. PC와 서버 고객사로부터 구매량이 상반기대비 약세를 보일 것으로 판단
- 중화권 모바일용인 MCP 수출액은 15.7억달러(+9% QoQ, -17% MoM) 기록. 스마트폰 부품 회복으로 보기에는 다소 무리가 있다는 판단

### 3분기 메모리 가격은 추가 하락 예상

- 삼성전자와 SK하이닉스는 3분기 DRAM 출하량 전망으로 전분기와 동일 수준을 가이던스로 제시. 당사 예상치보다 공격적으로 판단함. 계획물량을 달성하기 위해서는 추가 하락은 불가피할 것으로 예상함
- 당사는 3분기 Blended DRAM ASP를 -7% QoQ로 하향 조정. 서버 DRAM 가격 -10% QoQ, PC DRAM -8% QoQ, 모바일 DRAM -5% QoQ 전망

# LG 화학 (051910)

한상원

sangwon.han@daiashin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**730,000**

상향

현재주가

**568,000**

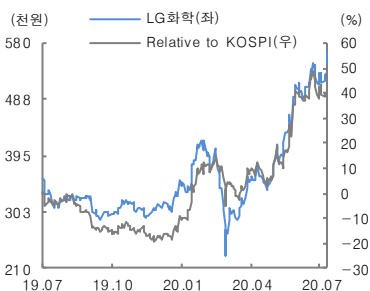
(20.07.31)

화학업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2249,37
시가총액	40,096십억원
시가총액비중	2.93%
자본금(보통주)	353십억원
52주 최고/최저	568,000원 / 230,000원
120일 평균거래대금	2,337억원
외국인지분율	37.05%
주요주주	LG 외 3 인 33.37% 국민연금공단 11.06%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.8	50.9	68.3	68.3
상대수익률	8.5	30.6	58.5	51.5



## EVB 흑자 국면 시작

투자의견 매수 유지, 목표주가 730,000원으로 20% 상향

- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출 vs. 12MF PBR 기준 3.0배에 해당
- 목표주가 상향은 수익 추정 상향 및 2차전지 업종 Valuation 상승 등에 따른 전지 부문의 가치 상승(35조원→42조원)에 따른 결과
- 예상보다 빠르게 EVB 사업이 구조적 흑자 국면에 진입한 점이 핵심: 공격적 증설로 Top-line 고성장 + 수익성 추가 개선으로 이익 성장 가속화 전망
- 중국 CATL 대비 Valuation 할인 받고 있으나 중국 외 시장의 확대, 다양한 고객사 보유 등을 감안하면 점차 프리미엄 국면에 진입할 가능성 높다고 판단. 동일한 Valuation만 적용하더라도 적정주가는 90만원 수준

2Q20 영업이익 5,716억원(+177% QoQ)으로 시장 기대치 대폭 상회

- 2분기 영업이익은 전분기 대비 177% 증가한 5,716억원으로 컨센서스(4,103억원) 및 당사 추정치(4,440억원)를 대폭 상회하는 호실적을 기록
- 전지 사업부의 실적(영업이익 1,555억원)이 예상치(당사 추정 579억원)를 크게 상회한 점이 어닝 서프라이즈의 주원인으로 작용
- 소형 전지의 경우 예상치에 부합(OPM High-Single): 중국 테슬라 모델3 납품에 따른 판매 증가로 원통형 전지 중심의 매출 성장 시현
- 중대형 전지(EVB/ESS) 예상치 대폭 상회: 1) 폴란드 수율 향상에 따른 생산성/원가 구조 개선으로 흑자 달성(OPM Low-Single vs. 당사 추정 BEP), 2) ESS도 북미향 판매 증가로 매출액 대폭 증가(+30% 이상@OPM Low-teen)
- 3Q20 영업이익은 5,608억원(-2% QoQ) 전망: 핵심 사업부인 석유화학과 전지의 견조한 실적은 지속되겠지만 바이오 계절적 감익 예상 vs. EVB는 매출 확대(VW ID.3 출시 등) 및 추가적인 수익성 개선을 기대

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20				3Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	7,177	7,116	7,402	6,935	-3.4	-2.5	7,405	8,159	11.0	17.6
영업이익	268	236	444	572	113.7	141.8	410	561	47.5	-1.9
순이익	68	21	340	382	461.4	1,713.8	258	309	140.4	-19.1

자료: LG화학, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	28,183	28,625	30,693	37,880	42,511
영업이익	2,246	896	1,842	2,729	3,382
세전순이익	1,940	561	1,410	2,334	2,943
총당기순이익	1,519	376	1,033	1,759	2,217
자배지분순이익	1,473	313	963	1,673	2,088
EPS	20,687	4,317	13,522	23,817	29,555
PER	16.8	73.5	42.0	23.8	19.2
BPS	218,227	217,230	227,533	244,853	267,449
PBR	1.6	1.5	2.5	2.3	2.1
ROE	8.9	1.8	5.5	9.0	10.4

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



# 효성첨단소재 (298050)

한상원

sangwon.han@daiashin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**160,000**

상황

현재주가

**132,000**

(20.07.31)

화학업종

# 해소될 단기 부진, 성큼 다가온 성장성

투자의견 매수 유지, 목표주가 160,000원으로 18.5% 상향

- 목표주가는 2021F BPS에 목표 PBR 1.9배(vs. 기존 1.4배)를 적용하여 산출
- PER 기준으로는 10배에 해당: 타이어보강재 등 기존 사업부에 7배(석유화학 평균), 탄소섬유/아라미드에 25배(2차전지 평균)를 적용한 경우와 동일
- 탄소섬유(수소차 저장탱크)와 아라미드(5G 광케이블)의 높은 수요 성장성을 감안하면 높은 Valuation 적용이 합리적
- 탄소섬유 매출 비중은 고압용기 45%, 전선심재 35%, 기타 20% 등으로 고압용기가 수소차 저장탱크 등의 수요처, 현대차와의 인증이 마무리 단계에 접어들며 이르면 내년 납품을 기대(vs. 현재는 1위 업체인 Toray(일본)가 전량 납품)
- 장기 목표 시가총액은 1.5조원으로 제시: 탄소섬유 증설이 완료(2.4만톤 vs. 현재 4천톤)되는 2030년을 전후로 순이익은 1.5천억원 내외까지 확대

2Q20 영업이익 -428억원(적전 QoQ)으로 컨센서스(109억원) 하회

- 2분기 영업이익은 -428억원으로 적자 전환하며 시장 기대치(109억원) 및 당사 추정치(22억원)를 대폭 하회하는 어닝 쇼크를 기록
- 타이어보강재 영업이익 -270억원(vs. 당사 추정 100억원)으로 적자 전환: 코로나19에 따른 선진국(미국/유럽) 타이어 수요 부진으로 Capa의 약 70%를 차지하는 베트남 공장의 판매량이 대폭 감소(-65% 이상)했기 때문
- 탄소섬유/아라미드의 합산 실적은 매출액 261억원(+22.5% QoQ), 영업이익 -2억원(+13억원 QoQ)으로 적자 규모를 줄이며 호조세를 지속
- 증설(2천톤→4천톤) 이후 판매량을 늘려가고 있는 탄소섬유의 경우 4분기에는 원가 구조 개선과 함께 흑자 국면 진입을 기대

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20		3Q20					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	792	688	577	377	-52.4	-45.2	628	568	-25.7	50.6
영업이익	47	28	2	-43	적전	적전	11	9	-76.3	흑전
순이익	9	6	-2	-35	적전	적전	-3	2	흑전	흑전

자료: 효성첨단소재, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

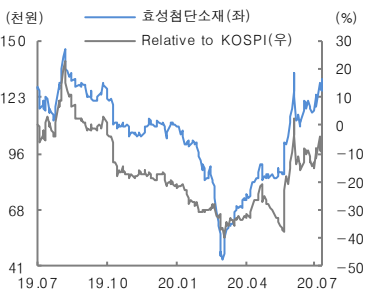
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,767	3,054	2,285	3,059	3,234
영업이익	64	158	19	152	171
세전순이익	-5	52	-34	103	124
총당기순이익	-24	-53	-23	79	96
지배지분순이익	-26	-70	-21	71	86
EPS	-10,265	-15,664	-4,706	15,881	19,259
PER	NA	NA	NA	8.3	6.9
BPS	148,973	72,195	66,401	83,347	99,814
PBR	0.7	1.5	2.0	1.6	1.3
ROE	-13.7	-19.7	-6.8	21.2	21.0

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

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2249.37
시가총액	591십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	146,000원 / 44,100원
120일 평균거래대금	83억원
외국인지분율	6.62%
주요주주	효성 외 5 인 44.39% 국민연금공단 9.90%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.8	62.0	32.5	12.8
상대수익률	8.5	40.2	24.8	1.5



# 아모레퍼시픽 (090430)

한유정 yujung.han@daishin.com    노희재 heejae.rh@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지  
6개월 목표주가 **200,000**  
현재주가 **166,000**  
(20.07.31)    화장품업종

## 낮아진 눈높이에는 부합한 2분기

투자이견 매수 유지, 목표주가 200,000원으로 하향 조정(-9%)

- 목표주가 하향 조정은 2020~2021년 이익 추정치 하향 조정에 기인

### 기대치를 하회한 2분기

- 아모레퍼시픽의 2020년 2분기 연결 매출액은 1조 557억원(-24% yoy, -7% qoq), 영업이익은 352억원(-60% yoy, -42% qoq)으로 컨센서스 영업이익 368억원, 증권 대신증권 추정 영업이익 426억원은 하회  
- 지역별로는 1) [한국] 디지털 채널 매출 성장(+62% yoy 추정)에도 방판(-32%), 백화점(-20%), 면세(-45%)채널의 부진이 심화되며 화장품 매출액은 -31% yoy로 부진. 다만 이익 기여가 높았던 면세 공백 타격에도 마케팅 비용 절감 및 임금 협상 소급분 미반영으로 영업이익은 -41% yoy에 그쳤음. 2) [중국] 설화수, 마몽드의 선전에도 이니스프리의 역성장 지속으로 매출액(-12% yoy 추정)은 감소하였으나 디지털 채널 매출액이 크게 증가(+31%)되며 오프라인 채널의 고정비 부담을 상쇄해 BEP에 그침. 3) [유럽, 북미] 디지털 채널의 매출 성장에도 오프라인 매장 휴점 영향으로 유럽, 북미 매출액은 각각 -38%, -36% yoy, 유럽은 17억원 적자 폭 축소, 북미는 59억원 적자 폭 확대

### 가시적인 성과를 기다리며

- 1) 중국 이니스프리 매장 폐점 가속화(1H 45개, 2H 45~55개 예상), 2) 중국내 신규 점포 제한적 출점, 3) 디지털 매출 비중 확대 등으로 점진적 손익 개선이 기대되며, 해외 면세 비중 확대 전략으로 국내 면세 부진 상쇄 기대

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20		2Q20			3Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,393	1,131	1,165	1,056	-24.2	-6.6	1,117	1,132	-19.2	7.3
영업이익	88	61	43	35	-59.9	-42.2	37	56	-48.1	58.4
순이익	61	72	35	11	-81.9	-84.7	23	56	-46.0	411.3

자료: 아모레퍼시픽, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,278	5,580	4,484	4,909	5,345
영업이익	482	428	206	456	518
세전순이익	453	371	195	461	530
총당기순이익	335	224	144	342	393
자비지분순이익	332	239	144	340	391
EPS	5,472	3,938	2,296	5,682	6,557
PER	38.3	50.8	72.3	29.2	25.3
BPS	64,072	65,050	66,282	70,215	74,807
PBR	3.3	3.1	2.5	2.4	2.2
ROE	7.7	5.4	3.2	7.2	7.8

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

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2249.37
시가총액	10,353십억원
시가총액비중	0.76%
자본금(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	236,500원 / 120,500원
120일 평균거래대금	619억원
외국인지분율	30.54%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 5인 49.29% 국민연금공단 6.51%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.9	-6.2	-11.7	18.6
상대수익률	-7.1	-18.8	-16.8	6.7



# 삼성중공업 (010140)

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

투자 의견 **Marketperform**  
시장수익률, 유지

6개월 목표주가 **5,200**  
현재주가 **5,720**  
(20.07.31) 하향  
조선업종

## 지속되는 드릴십 총당금, 갈 길이 멀다

투자 의견 시장수익률(Marketperform) 유지, 목표주가 5,200원으로 하향

- 목표주가는 2020E, 2021E 평균 BPS 6,565원에 타깃 PBR 0.8배를 적용
- 타깃 PBR은 조선 4사의 2011~2019년 평균 PBR 0.89배를 10% 할인 적용

### 2Q20 Review 지속되는 드릴십 총당금

- 2Q20 실적은 매출액 1조 6,915억원(-4% yoy), 영업이익 -7,077억원(-41%)
- 컨센서스 대비 매출액 -11%, 영업이익 적자확대(컨센 -1,094억원)
- 매출액은 코로나19에 따른 일부 조업 중단으로 2,300억원 가량의 차질 발생
- 영업이익은 드릴십 총당금 4,540억원, 이외 비용증가분 1,580억원 반영
- 일회성 제외 시 약 -1천억원의 적자, 매출 감소에 따른 고정비 부담 영향

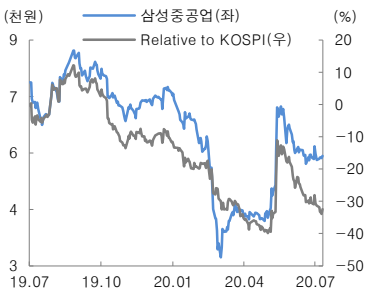
### 갈 길이 멀다

- 상반기 신규수주는 5억불(-84% yoy), 수주잔고는 199억불(-3% yoy)로 감소
- 드릴십 잔고 5척, 15.9억불에 대해 20%를 상각
- PDC 드릴십 소송 승소, 추후 소송들도 유리한 입장 기대
- 그러나 시추사들의 열악한 상황과 드릴십 잔고의 낮은 재매각 가능성이 문제
- 일회성을 제외하면 건조손익은 BEP 수준이며 하반기부터 흑자전환 기대
- 추가 총당금 일부 가정으로 내년까지도 영업적자 예상
- 주요 LNG 프로젝트를 비롯해 신규수주 증가에 대한 기대가 있지만
- 드릴십 문제로 실적 정상화까지는 상당한 시간이 걸릴 것으로 판단

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2249.37
시가총액	3,661십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	3,150십억원
52주 최고/최저	8,430원 / 3,115원
120일 평균거래대금	591억원
외국인지분율	15.37%
주요주주	삼성전자 외 9인 21.88% 국민연금공단 7.07%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.9	33.5	-14.0	-19.1
상대수익률	-9.9	15.6	-19.0	-27.2



구분	2Q19	1Q20	2Q20					3Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,770	1,827	1,988	1,692	-4.5	-7.4	1,906	1,989	1.3	17.6
영업이익	-56	-48	-166	-708	적지	적지	-109	4	흑전	흑전
순이익	-314	-225	-181	-701	적지	적지	-94	-54	적지	적지

자료: 삼성중공업, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,265	7,350	7,648	7,899	8,373
영업이익	-409	-617	-749	-51	83
세전순이익	-498	-1,139	-1,072	-129	37
총당기순이익	-388	-1,315	-1,049	-100	29
자배지분순이익	-388	-1,311	-1,043	-95	34
EPS	-693	-2,080	-1,655	-151	54
PER	NA	NA	NA	NA	105.2
BPS	12,046	8,324	6,651	6,480	6,514
PBR	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9
ROE	-6.2	-21.9	-22.1	-2.3	0.8

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

# 엠씨넥스 (097520)

박강호  
kangho.park@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **45,000**

현재주가 **38,650**  
(20.07.31)

가전 및 전자부품업종

## 카메라 시장 변화의 수혜

### 투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 45,000원 유지

- 연결 2020년 2분기 영업이익(9,9억원 -96.8% yoy / -95% qoq)은 증전 추정치 및 컨센서스 하회 매출은 2,454억원(-34.1% yoy / -33.5% qoq) 시현
- 코로나 19 영향으로 삼성전자의 스마트폰 판매량 약화로 카메라모듈 등 매출 감소에 기인
- 투자포인트는 2020년 3분기 매출은 3,410억원으로 38.9% 증가(qoq), 영업이익은 181억원(1,731% qoq) 추정 2분기 저점으로 3분기 정상화로 전환 카메라모듈의 공급(Q)과 가격(P)이 동시에 증가 예상. 2021년 매출은 최고치를 예상
- 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 45,500원 유지 삼성전자의 2020년 3분기 스마트폰 판매량 확대(36.6% qoq / 2021년 12% yoy), 엠씨넥스는 프리미엄 스마트폰내 점유율 증가(믹스 효과 기대) 예상. 2021년 주당순이익(EPS)에 목표 P/E 13.2배 적용

### 3분기 영업이익은 181억원 1731%(qoq) / 매출은 39%(qoq) 증가 추정

- 연간 영업이익은 2020년 532억원(추정)에서 2021년 797억원(50% yoy) 증가. 매출은 1조 4,7685억원(16.3% yoy) 증가하여 최고치를 예상
- 삼성전자 보급형 스마트폰용 카메라모듈(후면)의 주력 공급업체인 엠씨넥스는 2020년 3분기 삼성전자의 스마트폰 전략 변화로 반사이익을 기대 삼성전자는 코로나19 이후, 글로벌 시장에서 점유율 확대 전략으로 전환, 미국과 중국, 인도와 중국의 분쟁 이후 중국업체의 판매 위축에서 보급형 중심으로 판매량 목표를 높일 것으로 판단
- 삼성전자의 2020년 3분기 판매량은 7,789만대로 전분기대비 37(qoq) 증가 추정(2021년 3억대 12% 증가(yoy) 추정, 코로나 19 이전 수준으로 회복, 중견 카메라모듈 업체의 매출 확대로 연결
- 엠씨넥스는 갤럭시S20 시작으로 갤럭시노트 등 프리미엄 스마트폰의 카메라를 일부 공급하여 평균공급단가 상승, 물량 증가로 경쟁사대비 높은 성장세를 시현, 차별화 요인으로 판단

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20			3Q20				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	372	369	244	245	-34.1	-33.5	254	341	-2.4	38.9
영업이익	31	20	6	1	-96.8	-95.0	9	18	-47.5	1,731.1
순이익	21	20	6	1	-95.3	-95.0	7	14	-62.0	1,282.4

자료: 엠씨넥스, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	697	1,268	1,263	1,469	1,507
영업이익	41	113	53	80	85
세전순이익	43	121	69	88	88
총당기순이익	30	85	46	61	61
지배지분순이익	30	85	46	61	61
EPS	1,767	4,787	2,600	3,411	3,391
PER	7.3	7.9	14.9	11.3	11.4
BPS	7,687	12,722	14,678	17,596	20,493
PBR	1.7	3.0	2.6	2.2	1.9
ROE	26.2	47.7	19.1	21.1	17.8

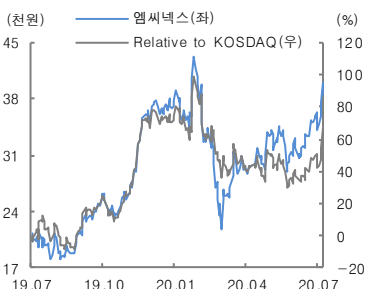
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 엠씨넥스, 대신증권 Research Center

#### 4차 산업혁명/안전등급

■ Sky Blue

KOSDAQ	815.3
시가총액	690십억원
시가총액비중	0.27%
지분금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	43,350원 / 17,950원
120일 평균거래대금	300억원
외국인지분율	14.49%
주요주주	민동욱 외 3 인 27.77%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	24.5	29.9	9.3	84.5
상대수익률	12.7	2.8	-13.8	42.6



# 알파벳 (GOOGL)

이민아

mih.lee@dashin.com

투자의견  
(톱스코어터 평균)

**BUY**  
\*(1.8)

목표주가(\$)  
(톱스코어터 평균)

**1626.4**

현재주가(\$)  
(20.07.31)

**1487.9**

IT 소프트웨어 업체

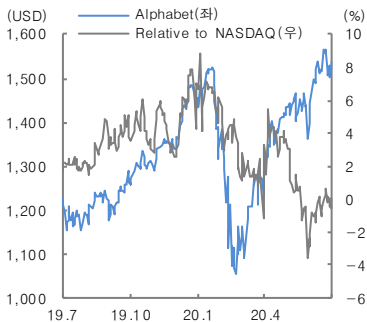
4차 산업혁명/안전등급

■ Sky Blue

## Alphabet

기업명	Alphabet
한글명	알파벳
홈페이지	abc.xyz
결산월	12월
거래소 국가	US
상장 거래소	NASDAQ
시가총액(십억달러)	1,090.8
시가총액(조원)	130.8
발행주식수(백만주)	687.3
52주 최고가/최저가	1587.05/1008.87
주요주주	Vanguard Group 7% Blackrock Inc 6%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.26	19.1	13.86	27.97
상대수익률	8.48	14.23	5.78	25.27



# 광고 점진적 회복, 클라우드의 빠른 성장

## 2Q20 Review: 광고 점진적 회복세, 클라우드 성장은 긍정

- 매출액 38.3bn 달러(YoY -2%), 영업이익 6.4bn 달러(YoY -30%), EPS 10.1달러 기록. 컨센서스는 매출액 30.5bn 달러, 영업이익 5.9bn 달러, EPS 8.3달러로 매출액, 영업이익, EPS 모두 컨센서스 대비 상회
- **광고**: 구글 검색 광고 매출 21.3bn 달러(YoY -10%), 유튜브 광고 3.8bn 달러(YoY 2%), 구글 네트워크 광고 4.7bn 달러(YoY -10%) 기록. 전분기에 비해 어느 정도 개선, 특히 분기 말 광고주 투자 증가세로 전환. 불확실성은 남아있지만, 점진적인 회복되는 모습
- **클라우드**: 구글 클라우드 매출 3bn 달러(YoY 43%) 기록. GCP 매출 성장이 견인. 다만, 1분기에 비해 낮은 성장세를 보인 것은 작년 4월 있었던 G Suite의 가격 인상 효과가 완화된 영향
- 광고 이외의 유튜브 매출을 포함하는 **기타** 매출은 5.1bn 달러(YoY 26%) 기록. 재택 활동 증가로 엔터테인먼트 위주의 플레이 앱 구매 증가. **Other bets** 매출 148mn 달러(YoY -9%) 기록
- Capex는 데이터 센터, 오피스 설비 등에 5.4bn 달러 집행

## 앞으로의 투자는 선택과 집중

- 2020년 전반적인 인력 채용 속도는 감소 중이나 클라우드와 같은 기술 인력 채용은 공격적으로 진행 할 것. 3분기는 채용 시즌으로 계절적으로 신규 인력 증가 시즌
- 마케팅 비는 예년과 같이 하반기에 집중될 예정. 특히 상품 출시나 휴가 시즌에 맞춰 집행할 계획
- 2020년 Capex는 작년보다 약간 감축 계획. 오피스 설비 인수 및 증설, 데이터 센터 증설 속도 조정에 기인. 기술 인프라 투자는 전년과 비슷한 수준 유지. 데이터센터보다는 서버 구축에 투자하여 서버 효율화에 집중
- 자사주 매입 28bn 달러 결정
- 점진적인 광고 매출 회복에 힘입어 주가 역시 상승 이어질 가능성 높음

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	136,819	161,857	169,596	205,062	238,423
영업이익	27,524	34,231	89,863	109,786	126,130
당기순이익	30,736	34,343	57,807	77,844	92,952
EPS	43.7	49.2	41.6	54.9	65.7
PER	35.2	31.3	37.0	28.0	23.4
BPS	255.4	289.6	293.5	339.8	397.0
PBR	6.0	5.3	5.2	4.5	3.9
ROE	18.6	18.1	13.9	16.1	18.7

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

# 호텔신라 (008770)

**유정현**  
junghyun.yu@dashin.com

**이나연**  
nayeon.lee@dashin.com

**투자 의견** **BUY**  
매수, 유지

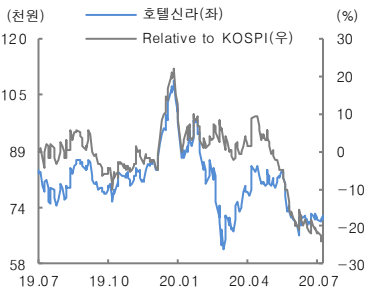
**6개월 목표주가** **90,000**  
유지

**현재주가** **70,300**  
(20.07.31) **유동업종**

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2249.37
시가총액	2,807십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	196십억원
52주 최고/최저	108,500원 / 61,800원
120일 평균거래대금	546억원
외국인지분율	21.30%
주요주주	삼성생명보험 외 5인 17.34% 국민연금공단 9.95%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.0	-17.5	-19.6	-10.7
상대수익률	-7.2	-28.6	-24.2	-19.6



## 예상보다 길어지는 팬데믹 상황

투자의견 BUY 유지, 목표주가 90,000원 유지

- 투자의견 BUY와 목표주가 90,000원(2022년 예상 P/E 24배 기준) 유지. 길어지는 팬데믹 상황에서 당분간 면세업 시계는 불투명. 주가도 이에 따라 KOSPI 대비 크게 언더퍼폼. 당장의 주가 전망은 보수적이나, 4분기 공항 임차료 경감 효과를 계기로 2021년 팬데믹 상황 진정이 이어질 경우 주가의 빠른 회복 가능성 열어둘 필요 있음

2Q20 Review: 인천공항 임차료 감면 불구 적자 지속

- 2분기 매출액과 영업이익은 각각 5,230억원(-61%, yoy), -634억원(적전, yoy) 기록 [TR] 서울 시내면세점의 매출은 우려보다 양호(yoy -20%)하였으나 제주 면세점과 공항 면세점 매출 급감으로 전체 매출액은 크게 부진. 이에 따라 공항 면세점 임차료 감면(560억원 환입) 불구 TR 부문의 영업손익은 적자 지속. 시내점 알선 수수료율은 1분기 4.3%에서 2분기에 8.0%로 상승했는데 방문 re-seller들이 줄면서 수수료 경쟁이 일부 있었기 때문 [호텔&레저] 6월로 갈수록 투숙률은 개선되면서 호텔사업부는 흑자, 그러나 레저 사업부의 손익 부진으로 적자전환

4기 공항 사업자 선정 전까지 임차료는 품목별 효율 방식

- 한편 인천공항 면세점 제 4기 운영을 위한 입찰이 계속 유찰되면서 사업자가 확정되기까지 당분간 품목별 효율을 적용하는 방식으로 운영될 계획. 이로써 4분기 동사의 손익 부담은 다소 경감될 것으로 보임. 면세품 3자 반송 매출은 규모가 크지 않아 손익 개선에 기여하지 못하는 상황

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20		3Q20					
			직전추정	집중치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,355	944	888	523	-61.4	-44.6	657	986	-33.2	88.4
영업이익	79	-67	-62	-63	적전	적지	-53	-62	적전	적지
순이익	52	-74	-60	-68	적전	적지	-55	-60	적전	적지

자료: 호텔신라, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	4,714	5,717	3,675	4,850	5,656
영업이익	209	296	-174	2	259
세전순이익	147	226	-255	-59	199
총당기순이익	110	169	-192	-44	150
자배분순이익	110	170	-192	-44	150
EPS	2,758	4,243	-4,790	-1,109	3,744
PER	27.7	21.4	NA	NA	18.8
BPS	19,110	22,979	17,854	16,413	19,825
PBR	4.0	4.0	3.9	4.3	3.5
ROE	15.4	20.2	-23.5	-6.5	20.7

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

# 효성화학 (298000)

한상원

sangwon.han@daijin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**155,000**

유지

현재주가

**107,000**

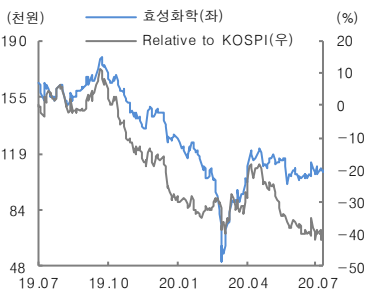
(20.07.31)

화학업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2249.37
시가총액	341십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	179,500원 / 51,000원
120일 평균거래대금	27억원
외국인지분율	9.25%
주요주주	효성 외 6 인 43.76% 국민연금공단 13.46%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.9	-7.0	-9.3	-34.6
상대수익률	-4.5	-19.4	-14.6	-41.1



# 어닝은 쇼크지만 2021년 PER은 3배

투자의견 매수, 목표주가 155,000원 유지

- 목표주가는 2021F BPS에 목표 PBR 0.9배를 적용하여 산출
- 2Q20 실적 부진했으나 하반기 회복 가능 판단 vs. 베트남 신규 공장 가동으로 2021~22년 이익 대폭 증가 기대 → PER 2~3배로 하락
- 단기 실적 부진에 따른 주가 조정 국면을 매수 기회로 활용 권고

2Q20 영업이익 36억원(-71% QoQ)으로 컨센서스(288억원) 하회

- 2분기 영업이익은 전분기 대비 71.2% 감소한 36억원을 기록하며 시장 기대치(288억원) 및 당사 추정치(234억원)를 대폭 하회
- 부문별로는 PP/DH, TPA 적자 vs. 폴리케톤, NF3 포함 vs. 일반/TAC 필름 개선 등으로 PP/DH의 적자(-53억원 vs. 당사 추정 145억원)가 부진의 주원인
- 한국 PP/DH의 경우 전분기 대비 52억원 증익 기록 vs. 다만 일회성 비용의 축소(2분기 41억원 vs. 1분기 125억원)를 감안하면 실질적인 감익
- 1) 유가 하락에 따른 제품가 약세, 2) 제품 Mix 악화(코로나19로 고부가 Pipe Grade 수요 위축)에 따른 ASP 하락, 3) 사우디 프로판 CP 상승 및 부정적 Lagging 효과 확대(2개월 후행) 등 때문
- 베트남 PP도 마스크용 PP 생산 과정에서 차질을 겪으며 예상보다 큰 폭의 적자를 기록(영업이익 -164억원 vs. 당사 추정 -62억원)
- 3Q20 영업이익 248억원(+594% QoQ) 전망: 한국 PP/DH의 경우 고부가 제품의 프리미엄 자체가 낮아진 것은 아니기 때문에 판매량 회복과 함께 ASP 상승 기대 vs. 베트남 PP도 가동 차질의 부정적 효과 소멸 및 가동률 추가 상향에 따른 수익성 개선 기대

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20			3Q20				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	488	425	458	429	-12.0	1.1	455	495	8.6	15.3
영업이익	50	12	23	4	-92.8	-71.2	29	25	-55.0	594.4
순이익	29	1	14	-13	작전	작전	16	7	-79.9	흑전

자료: 효성화학, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,117	1,812	1,822	2,371	2,625
영업이익	65	154	59	192	256
세전순이익	27	110	4	140	210
총당기순이익	20	88	-3	109	164
지배지분순이익	20	88	-3	109	164
EPS	11,134	27,637	-789	34,221	51,524
PER	12.8	5.2	NA	3.1	2.1
BPS	199,142	142,536	136,775	169,126	215,949
PBR	0.7	1.0	0.8	0.6	0.5
ROE	11.1	21.4	-0.6	22.3	26.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 효성화학, 대신증권 Research Center

# 효성티앤씨 (298020)

한상원

sangwon.han@dai shin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**180,000**

유지

현재주가

**113,500**

(20.07.31)

화학업종

# 지금의 부진보다 반전 가능성을 보자

투자 의견 매수, 목표주가 180,000원 유지

- 목표주가는 12MF BPS에 목표 PBR 1.3배를 적용하여 산출
- 2Q20 어닝 쇼크에도 불구하고 목표주가를 유지하는 이유는 실적이 코로나19에 따른 단기 수요 위축이기 때문: 2021년 이익 추정치 대폭 하향(OP -43%) 하나 2021년 실적 변경은 제한적(-2%)
- 스판덱스 시장 부진으로 신규 투자가 더욱 위축되면서 현재 증설 계획은 전무한 상황 vs. 수요는 경기 회복과 함께 반등을 기대(2021~22년 신증설 +2~3만톤 vs. 자연 수요 증가 7만톤 내외) → 글로벌 1위 사업자로 최대 수혜주
- 향후 수요 회복 국면에서 스판덱스 수급 개선과 시장 반등을 기대. 현재는 저가 매수 가능한 구간(2021F PER 4배에 불과)

2Q20 영업이익 -82억원(적전 QoQ)으로 시장 기대치(717억원) 하회

- 2분기 영업이익은 -82억원으로 적자 전환하며 컨센서스(717억원) 및 당사 추정치(509억원)를 크게 하회하는 어닝 쇼크를 기록
- 주력인 섬유 사업부가 코로나19에 따른 수요 악화에 적자를 시현했기 때문
- 스판덱스의 이익이 전분기 대비 88%나 감소(vs. 당사 추정 -19%)했고, 범용 제품군에 해당하는 나일론/폴리에스터도 적자(-150억원)를 기록
- 스판덱스의 경우 수요 부진에도 유가 하락에 따른 원료 가격의 약세로 스프레드 하락은 크지 않았기에 제한적인 수준의 감익을 전망
- 실제로는 높아진 재고 수준에 대응하여 재고 조정 차원의 가동을 하향(2Q20 평균 75% 내외 vs. 1Q20 90% 이상)이 나타나면서 원가 구조가 크게 악화
- 특히 수익성 높은 브라질/터키 공장을 중심으로 가동을 조정되며 마진 급락

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20			3Q20				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,531	1,388	1,086	1,006	-34.3	-27.5	1,347	1,290	-17.9	28.3
영업이익	92	78	51	-8	적전	적전	72	37	-59.9	흑전
순이익	39	21	32	-14	적전	적전	29	13	흑전	흑전

자료: 효성티앤씨 FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	3,359	5,983	5,004	5,628	5,539
영업이익	125	323	151	316	355
세전순이익	48	230	55	251	299
총당기순이익	31	122	35	188	225
지배지분순이익	21	93	28	147	178
EPS	8,533	21,569	6,461	34,107	41,358
PER	21.7	7.2	17.6	3.3	2.7
BPS	161,354	112,984	118,891	148,982	183,378
PBR	1.1	1.4	1.0	0.8	0.6
ROE	10.5	20.9	5.6	25.4	24.8

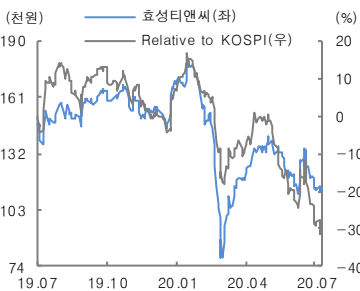
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 효성티앤씨, 대신증권 Research Center

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2249.37
시가총액	491십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	178,000원 / 78,200원
120일 평균거래대금	18억원
외국인지분율	12.11%
주요주주	효성 외 5 인 43.90% KB자산운용 16.72%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.3	-13.0	-31.6	-21.2
상대수익률	-5.0	-24.7	-35.6	-29.1





# 현대미포조선 (010620)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

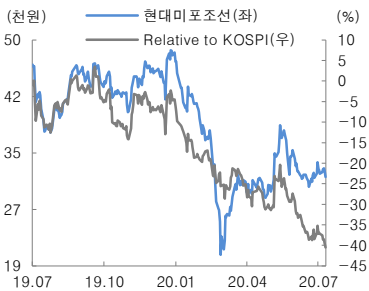
6개월 목표주가 **40,000**  
유지

현재주가 **31,200**  
(20.07.31)  
조선업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2249.37
시가총액	1,246십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	200십억원
52주 최고/최저	48,600원 / 20,500원
120일 평균거래대금	95억원
외국인지분율	12.17%
주요주주	한국조선해양 외 5 인 42.86% 국민연금공단 12.21%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.3	1.5	-24.7	-27.2
상대수익률	-6.6	-12.2	-29.1	-34.5



# 녹록지 않은 현실, 그래도 기회는 남아 있다

투자의견 매수(BUY), 목표주가 40,000원 유지

- 목표주가는 2020E, 2021E 평균 BPS 59,456원에 타깃 PBR 0.7배를 적용
- 타깃 PBR은 조선 4사의 2011~2019년 평균 PBR 0.89배를 20% 할인 적용

## 2Q20 Review 녹록지 않은 현실

- 2Q20 실적은 매출액 7,242억원(-12% yoy), 영업이익 122억원(-61% yoy)
- 컨선서스 대비 매출액 -5%, 영업이익 -54% 하락한 어닝 쇼크
- 매출액은 건조물량 감소, 환율 하락의 영향(-112억원)으로 역성장
- 6월말 수주잔량은 43.1억불(-3.6% yoy)로 감소, 매출기준 1.2년치 물량
- 영업이익은 고정비 부담, 신규수주 공사손실충당금 설정 등으로 하락
- [베트남] 매출액 1,347억원(+1.5% yoy), 영업이익 29억원(-43.1% yoy)
- 제품 믹스 영향으로 이익이 감소

## 그래도 기회가 남아 있다

- MR탱커 시황악화, 줄어든 잔고 감안 시 공격적인 수주를 할 수 밖에 없는 상황
- 타선종의 적극적인 수주 시 이익 회복 시점의 지연 가능성
- 올해와 내년 영업이익 추정을 30% 조정
- 그래도 동사는 전세계에서 가장 경쟁력 있는 중소형선박 조선사
- LPG선, LNG 벙커링선, RORO선 등 선종 다변화 확대
- 지금은 생존 경쟁의 보릿고개이며 동사는 극단적 상황에서도 흑자기조 유지
- 수주 절벽기 이후 승자 독식 프리미엄의 선반영으로 주가 하락은 제한적일 것

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20			3Q20				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	832	777	758	724	-12.9	-6.8	768	674	-7.8	-6.9
영업이익	32	34	20	12	-61.8	-63.7	27	10	-58.3	-19.0
순이익	17	41	13	3	-85.5	-93.8	22	7	-72.3	157.8

자료: 현대미포조선, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,403	2,994	2,847	2,843	2,995
영업이익	71	93	68	66	114
세전순이익	118	86	74	57	105
총당기순이익	121	61	57	43	79
자배지분순이익	85	53	56	42	76
EPS	2,128	1,333	1,402	1,041	1,905
PER	28.2	34.5	22.3	30.0	16.4
BPS	57,322	58,022	59,098	59,814	61,394
PBR	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5
ROE	3.8	2.3	2.4	1.8	3.1

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