

# Morning Meeting Brief

## Strategy

### 공매도 금지 연장 / 재개의 명과 암

- 공매도 금지 연장/재개는 펀더멘털, 수급 환경에 큰 변화를 야기할 가능성이 낮아 KOSPI 추세에 영향을 주지 않을 것으로 전망
- 다만 증시 과열부담 가중된 가운데 공매도 재개시 수급불안 우려에 투자심리 위축, 차익매출 출회, KOSPI 변동성 확대 가능성 존재
- 한편 이러한 흐름은 장기화되지 않을 것이며 오히려 공매도라는 헤지수단을 바탕으로 외국인 현물 투자자들 순매수 유입 기대할 수 있음

이경민, kyoungmin.lee@daishin.com

## Fixed Income

### 빼고 싶은 마이너스 금리

- 최근 금리 하락은 추가 통화정책 카드에 대한 시장의 기대를 반영, 비전통적 수단 중에서도 마이너스 금리정책에 대한 논의
- 미국 연준은 마이너스 금리정책 거부 의사 피력, 이미 실시 중인 유로존, 일본도 마이너스 금리의 실효성에 대한 의구심 나타냄
- 중장기적 시각의 위험자산 비중 확대 제안은 마이너스 금리와 같은 추가 정책 기대는 과도하며 당장 실현 가능성 낮다는 판단에 기인

공동락, dongrak.kong@daishin.com

## Asset Allocation

### 기대감 밑에 잠재된 불안 요인

- 7월 ISM 제조업 지수와 서비스업 지수는 모두 예상치를 상회, 두 지수 모두 신규주문이 경제활동 정상화에 따라 빠른 회복세 보인 영향
- 반면, ISM 지수내 세부항목중 고용지수는 상대적으로 부진, 경기 회복에 대한 기대감과 달리 미국의 고용환경 개선은 상대적으로 더딤
- 외환시장 변동성지수(CVIX)는 7월 저점 이후 상승세로 전환, 달러 대비 리라화는 역대 최고치 기록하는 등, 외환시장 불확실성 높아짐

조승빈, seungbin.cho@daishin.com

## Commodity

### 에너지 섹터의 가격 상승, 수요 회복을 의미할까?

- 천연가스 가격이 상승한 이유는 허리케인 Isaias 이후 무더위에 따른 냉방 수요 증가 기대감, 미국의 액화천연가스 수출량 증가와 미국 셰일가스 감소 때문
- 국제원유의 경우 미국 원유재고 감소와 레바논 폭발에 따른 중동 지정학적 리스크 우려가 가격 상승 요인으로 작용
- 최근 천연가스와 원유의 가격 회복을 코로나19 이후 에너지 부문의 구조적인 수요 회복으로 보기에는 아직 이르다고 판단

김소현, sohyun.kim@daishin.com

## Macro

### 예상치 웃돈 미국 고용, 그러나 이제는 속도가 문제

- 미국 7월 실업률과 비농업부문 일자리 모두 예상보다 개선
- 고용이 개선되고 있다는 것을 재확인, 그러나 이제부터는 속도가 문제
- 과거 위기 국면들과 유사한 타입, 반등 후 정체 국면에 대한 우려 부각될 것

공동락, dongrak.kong@daishin.com

매주 월요일 만나는 미국주식: 마이크로소프트, 틱톡 인수는 좋은 기회

- 마이크로소프트, 중국 동영상 공유 앱 틱톡(TikTok) 인수 추진 중
- 틱톡 인수는 B2C(서치엔진, 링크드인, 게임) 사업부문의 영향력 확대에 좋은 기회
- 다만 투자비용 이상의 가치를 창출하기 위해서는 미국뿐만 아니라 중국 외 국가에서의 서비스 운영권을 확보해야 할 필요

이영한, yeonghan.lee@daishin.com

산업 및 종목 분석

[대신증권 박강호] 휴대폰 산업: 삼성전자, 투트랙 전략으로 점유율 확대 및 수익성 추구

- 삼성전자는 갤럭시 언팩 2020 행사(8월 5일)에서 2020년 하반기 프리미엄 스마트폰인 갤럭시노트20, 갤럭시Z 폴드2(폴더블폰)을 공개. 코로나19 이후 프리미엄 스마트폰 시장에서 주도권 유지, 차세대 스마트폰(폴더블폰) 시장의 선점을 목표
- 삼성전자는 2020년 3분기 글로벌 시장점유율 확대 전략 추진, 중국 스마트폰 업체가 글로벌에서 판매 확대 어려움이 존재한 가운데 갤럭시A 시리즈 중심으로 점유율 확대에 주력, 3분기 스마트폰 판매량은 36.6%(qoq) 증가 예상
- 삼성전자향 휴대폰 부품업체의 2020년 3분기 실적(매출 43.3%, 영업이익 38.5%)은 전분기대비 큰 폭으로 개선, 2021년은 2020년대비 증가 추정. 삼성전자의 스마트폰 판매량 증가 및 갤럭시노트20 출시로 가동률 증가, 믹스효과(ASP 상승) 반영에 기인
- 최선호주 : 삼성전기, 와이슬, 자화전자

박강호, kangho.park@daishin.com

[Industry In-depth] 증권업: Valuation 상승의 조건

- COVID-19이전 수준까지 회복한 증권주, 추가상승에 대한 고민 필요
- 사상최대 유동성에 의한 거래대금 증가로 증권사 실적 호조, 그러나 풍부한 유동성이 꼭 주식시장에 머물란 보장은 없음, 따라서 거래대금으로만 증권주를 매수하는 것은 한계, 중기적으로 확실한 논리 필요
- 국내 증권사들은 agency에서 trader로 변화하려는 노력 중, 그러나 트레이딩 비즈니스의 전제조건은 자본
- 증권주 Valuation 상승의 조건: 1) 내수 선점 2) 글로벌화. 성장성을 확보했거나, 내수를 선점한 증권사 Valuation은 할증의 논리를 확보, 그러나 한국은 미국처럼 내수시장이 크지 않기 때문에 내수를 선점한 플레이어가 해외에서도 두각을 나타냄, 따라서 성장성이 주된 논점이 될 수 밖에 없음
- 국내 증권 비즈니스에서 앞으로 가장 큰 성장성을 확보할 첫 번째 분야는 IMA 사업, 두 번째 분야는 해외주식, 관련하여 국내 증권사 중에서는 미래에셋대우가 가장 유망

박혜진, hyejin.park@daishin.com

[2Q20 Review] SKC : 본업의 개선은 플러스 알파

- 투자이건 매수 유지, 목표주가 105,000원으로 34% 상향
- 기존 사업(실적 추정 상향)과 Mobility소재(Valuation 상승) 모두 기존 대비 사업 가치(EV)가 상승한 점을 반영하여 목표주기도 상향 조정
- 2Q20 영업이익 499억원(+65% QoQ)으로 컨센서스(470억원) 소폭 상회
- 당사 추정치와 비교 시 Mobility소재(동박)는 부합했고, 화학/Industry소재 등 기존 사업부는 예상보다 양호한 실적을 기록: 코로나19에 따른 매출액 감소에도 스프레드 개선 및 제품 Mix 개선으로 수익성이 오히려 개선되었기 때문

한상원, sangwon.han@daishin.com

[2Q20 Review] 금호석유 : NCC 에 대한 확실한 대안

- 투자이건 매수 유지, 목표주가 125,000원으로 32% 상향
- 전반적인 화학 시황 부진에도 불구하고 연이은 호실적(NB-Latex, 아세톤 중심의 코로나19 수혜)을 기록하고 있는 점에 주목
- 2Q20 영업이익은 전분기 대비 9.8% 감소한 1,201억원을 기록하며 최근 높아진 시장 기대치(1,090억원)를 상회하는 호실적을 달성
- 합성고무(범용 고무 판매량 감소), 합성수지(판가 하락), 에너지(정기보수)가 코로나19에 따른 부정적 영향 등으로 전분기 대비 이익이 감소했으나 예견되었던 사실

한상원, sangwon.han@daishin.com

[2Q20 Review] 롯데케미칼 : 아쉬웠던 NCC와 ECC 모두의 부진

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 230,000원으로 8% 하향
- 2020년 실적 추정치를 대폭 하향(EPS -35%)했으나 2021년 추정치는 소폭 상향(+7.5%)했기에 목표주가는 소폭만 하향 조정
- 2Q20 영업이익 329억원(흑전 QoQ)으로 컨센서스(694억원) 하회
- LG화학, 대한유화 등 국내 NCC 업체들이 2Q20 양호한 화학 사업의 실적을 발표한 점을 감안하면 다소 아쉬웠던 2분기 실적

한상원. sangwon.han@daishin.com

[2Q20 Review] CJ 대한통운: 택배 날다

- 투자의견 매수, 목표주가 210,000원 유지
- 2020년 2분기 실적은 연결기준 매출액 2조 6,500억원(+4.5% yoy), 영업이익 839억원(+16.9% yoy)으로 당사 추정치에 부합
- 2020년 2분기 택배 처리량은 +31.8%(yoy)로 당사 추정을 크게 상회

양지환. jihwan.yang@daishin.com

[2Q20 Review] KT: 무선, 미디어, IDC, 배당

- 투자의견 매수(Buy), 목표주가 36,000원 유지
- 2Q 매출 5.9조원(-4% yoy), OP 3,4천억원(+19% yoy). 3년 만에 턴어라운드 성공. 별도 OP는 1Q20에 턴어라운드
- 코로나 영향으로 자회사 실적 기여가 감소했음에도 불구하고 달성한 턴어라운드. 본사의 유무선 실적 개선을 의미

김희재. hoijae.kim@daishin.com

[2Q20 Review] LGU+: 거침없이 질주하는 실적

- 투자의견 매수(Buy), 목표주가 16,000원 유지
- 2Q 매출 3.3조원(+4% yoy), OP 2,4천억원(+61% yoy). 역대 최고 실적 달성. 유무선 고른 성장과 기업사업 수요 증가
- 기존에 사용 중인 화웨이 장비의 철거 가능성은 거의 없지만, 추가 도입 가능 여부는 지속적으로 주가에 불확실성으로 작용할 것

김희재. hoijae.kim@daishin.com

[2Q20 Review] 제이콘텐트리: 부부의 세계는 화끈해

- 투자의견 매수(Buy), 목표주가 50,000원 유지
- 2Q 매출 763억원(-42% yoy), OP -142억원(적전 yoy). 방송의 고성장 확인. 극장도 저점 확인
- 방송 OP 91억원(+783% yoy). 역대 최고 실적. OPM 역시 16.4%로 역대 최고, <이태원 클라쓰>, <부부의 세계> 흥행 영향
- 극장 OP -223억원(적전 yoy). 부진한 실적은 여기까지만. 개봉작 등장하면서 8월 관객수는 19년의 88%까지 회복

김희재. hoijae.kim@daishin.com

[2Q20 Review] CGV: 이제 부진에서 구하소서

- 투자의견 매수(Buy), 목표주가 29,000원 유지
- 2Q 매출 416억원(-91% yoy), OP -1.3천억원(적전 yoy). 코로나로 극장 관객수 88% 감소에 따른 부진한 실적
- 개봉작 등장하면서 8월 관객수는 19년의 88%까지 회복. 중국, 베트남, 터키 극장 재개관. 하반기 실적 개선될 것
- 2,2천억원 유상증자 성공. 리스부채 제외시 부채비율 227%로 개선 전망. 터키 TRS는 전액 평가손실반영. 상환 연장 가능성 높음

김희재. hoijae.kim@daishin.com

[2Q20 Review] LGHV: 아직 시너지가 아쉽다

- 투자의견 시장수익률(Marketperform), 목표주가 5,900원 유지
- 2Q 매출 2,7천억원(-5% yoy), OP 95억원(-1% yoy)
- 전반적으로 가입자와 ARPU 모두 감소 추세. 2분기 기준 최저 실적 달성

김희재. hoijae.kim@daishin.com

## [2Q20 Review] 오리온: 대세의 하반기 숨 고르기

- 투자이견 매수, 목표주가 150,000원 유지
- 2Q20 연결 영업이익은 862억원(+71% yoy, -11% qoq)으로 컨센서스 영업이익의 810억원 상회, 종전 대신증권 추정 영업이익 910억원 하회
- 평균 수준 이상의 높은 수익성을 유지 중에 있었던 한국 제외 대부분의 국가에서 큰 폭의 이익 개선, 수익성 개선은 판매량 증가에 따른 레버리지 효과, 영업인력 효율화가 주요
- 상반기 대비 하반기 성장률은 둔화될 전망이나 한국에서의 점유율 확대, 중국에서의 점유율 회복 및 베트남, 러시아에서의 제품 라인업 확장, 연말 인도 법인 생산 라인 가동 등으로 장기 성장 추세에는 흔들림이 없을 것으로 기대

한유정, yujung.han@daishin.com

## [4QFY20 Review] Western Digital: 9 월분기 가이던스 부진

- 6월분기 매출액 42.9억달러(+3% Q/Q, +18% Y/Y), 매출총이익률 28.9%, EPS \$1.23 기록하며 컨센서스와 가이던스 부합
- NAND ASP +1%, B/G +8% (삼성전자 -2%/+6%, SK하이닉스 +5%/+8%)로 경쟁사대비 B/G 상회, ASP 하회
- 9월분기 매출 가이던스로 전분기대비 11% 하락한 38억달러 제시하며 컨센서스를 큰 폭으로 하회, 매출총이익률도 26%로 전분기대비 3%p 하락
- 9월분기 부진은 NAND 가격 하락과 클라우드 고객사의 재고소진, 엔터프라이즈 고객사의 투자지연 때문, 동사의 모바일향 매출 비중은 낮으나, 스마트폰 부진이 컴퓨팅 산업 및 공급량에 영향을 미치며 간접적으로 피해를 입는 중

이수빈, subin.lee@daishin.com

## [4QFY20 Review] Lam Research: 중국 반도체 투자 증가로 하반기 가이던스 상향

- 6월분기 매출액 27.9억달러(+12% Q/Q, +18% Y/Y) 매출총이익률 46.1%, EPS \$4.78 기록하며 컨센서스와 가이던스 상회
- 3분기 가이던스 매출 31.0억달러, EPS \$5.15 제시하며 컨센서스 큰 폭 상회, 메모리 전공정 설비투자가 지연되고 있는데도 불구하고 가이던스를 상향조정했다는 점은 서프라이즈
- 중국 반도체 장비 투자금액 가이던스를 19년 60억달러에서 지난 1월 80~90억달러로 상향, 이번 실적발표에서 100억달러로 한 번 더 상향 조정

이수빈, subin.lee@daishin.com

## [2QFY20 Review] AMD: 하반기 모든 사업부문에서 좋다

- 6월분기 매출액 19.3억달러(+8% Q/Q, +26% Y/Y) 매출총이익률 44%, EPS \$0.18 기록하며 컨센서스 부합
- 3분기 가이던스 매출 25.5억달러(+32% Q/Q, +42% Y/Y)로 컨센서스 상회, 연간 가이던스 상향 조정, 모든 산업 및 제품 부문에서 하반기에 대한 긍정적인 가이던스 제시
- PC CPU 부문의 경우 노트북 CPU 출하량은 하반기에도 견조할 전망, 데스크탑 CPU 실적은 2분기에는 감소했으나, 하이엔드 제품 믹스 증가로 ASP는 개선
- 서버 CPU 하반기에도 상반기대비 출하량 증가 전망, 클라우드사의 재고소진 우려에도 불구하고, 동사의 시장점유율 확대되며 견조한 실적 지속될 전망, 엔터프라이즈 고객사향으로도 OEM사와 협력 지속하여 동사 제품 채택률 증가
- 데이터센터향 GPU 매출은 아직 미미하나 21년 확대 기대, 3분기부터는 PS5, Xbox 시리즈 X 게임콘솔 출시를 위한 GPU 매출 발생 예상

이수빈, subin.lee@daishin.com

## [2Q20 Review] NHN: 완만한 주가 상승 전망

- 투자이견 매수, 목표주가 10만원 유지
- 컨센서스 소폭 하회했지만 무난했던 실적, 매출액 4,051억원(YoY 11%, QoQ 3%), 영업이익 265억원(YoY 4%, QoQ -7%), 영업이익 컨센서스 294억원 소폭 하회
- 웹보드 게임 규제 완화 효과 확인, 코로나 영향이 컸던 커머스, 콘텐츠 부문 매출은 소폭이나마 회복세, 하반기로 갈수록 코로나 영향권에서 점차 벗어날 것으로 전망 및 신규 게임 출시로 인한 모바일 게임 매출 증가 또한 기대

이민아, mina.lee@daishin.com

## 공매도 금지 연장/재개의 명과 암

이경민, kyoungmin.lee@daishin.com

- 공매도 한시금지 시행(9월 15일)이 한달 앞으로 다가왔다. 13일 '공매도의 시장영향 및 바람직한 규제방향' 토론회를 앞두고 공매도 금지 연장/재개 여부와 이로 인한 시장 영향력에 대한 갑론을박이 치열하게 전개 중이다. 정부는 공매도를 다시 허용 할지에 대해 아직 어떠한 결론도 내지 않았다는 입장이다.
- 필자는 공매도 금지 연장/재개 여부가 단기 등락 변수는 될 수 있어도 KOSPI 추세에 영향을 주지 않을 것으로 전망한다. 공매도는 다양한 매매 수단 중 하나의 수단이다. 주식투자의 수많은 도구 중 하나라는 것이다. 공매도 금지 연장/재개가 펀더멘탈에 영향을 주거나 수급환경/패턴에 큰 변화를 야기할 가능성은 낮다.
- 실제로 과거 공매도 거래를 재개한 이후 KOSPI는 단기 조정(1개월 전후) 이후 상승추세를 이어갔다. 2009년 5월 29일 공매도 재개 이후 KOSPI는 6월 한 달 동안 고점대비 -3% 수준에서 기간조정을 거친 이후 상승추세를 재개했다. 2011년 11월 9일 공매도 재개 이후 KOSPI는 1,770 ~ 1,920p(고점대비 7.8% 가격조정) 등락 이후 상승추세를 재개했다. 코로나19 사태에서 공매도를 금지했던 나리들도 공매도 재개 이후 상승추세를 이어가고 있다.
- 물론, 공매도를 재개할 경우 국내 증시의 단기 변동성 확대는 불가피하다. 8월 7일 KOSPI는 2,350선을 넘어서며 1년 11개월만에 최고치를 경신했다. 공매도 금지 시행(3월 16일, 종가 1,714.86) 이후 KOSPI 수익률은 37.13%에 달한다. 공매도를 금지 할만한 상황이 아닌 것은 물론, 오히려 증시 과열부담 가중이 된 상황이다. 따라서 공매도 재개는 단기적으로 수급불안을 우려하는 투자심리 위축, 이로 인한 차익매물 출회, KOSPI 변동성 확대로 이어질 수 있다.
- 그러나 이러한 불안한 흐름은 오래가지 않을 것이다. 시차는 존재하지만, 외국인 현물 투자자들의 순매수 유입을 기대할 수 있기 때문이다. 외국인 투자자 입장에서 공매도라는 헤지수단을 바탕으로 현물 시장에서 순매수에 적극성을 보일 수 있다. 과거 2009년 5월, 2011년 11월 당시에도 외국인 순매수는 시차를 두고 강하게 유입되었던 바가 있다. 이번에도 한국보다 먼저 공매도를 재개한 대만(6월 19일)의 경우 6월초부터 한국증시와는 차별적으로 외국인 대량 순매수가 유입되었던 바 있다.
- 한편, 공매도 금지를 연장하게 되면 단기적으로 투자심리 안정, 국내 수급 유입에 힘입어 추가 상승세는 이어갈 수 있을 것이다. 그러나 외국인 투자자 입장에서 헤지수단과 롱숏/헤지펀드 전략의 부재로 한국 증시에 대한 접근을 꺼릴 수 있다. 게다가 글로벌 벤처마지 지수 선정 기준 중 운용체제의 효율성(시장 규제, 거래, 대주 등) 부분에 부정적인 영향을 줄 수 있다. 공매도 금지가 길게 보면 득보다 실이 클 가능성도 있다는 점을 고민해 볼 필요가 있다.

### 공매도 금지 해제 직후 한달 간 가격/기간 조정국면. 이후에는 상승추세를 이어감

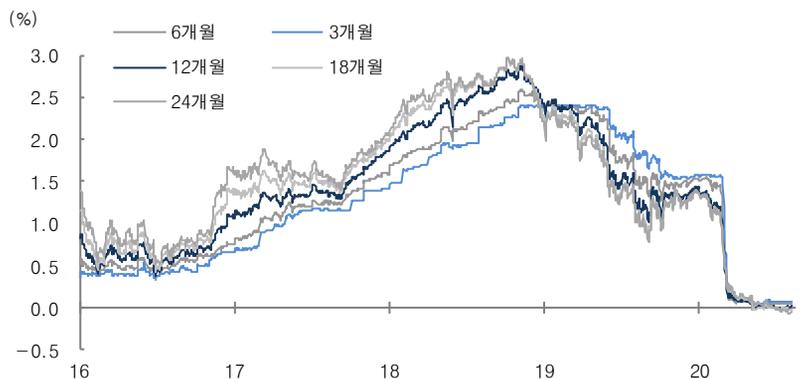


자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

## 빼고 싶은 마이너스 금리

- 코로나19 충격에 중국을 제외한 상당수 국가들의 2Q GDP가 부진을 나타낸 가운데 그간 제한적 범위에서 등락을 보였던 시중금리가 한단계 더 낮아졌다. 물론 그 폭은 크지 않지만 사실상 통화 정책 차원에서 채권 강제 모멘텀의 소진 재정 확대에 따른 수급 부담 등을 감안할 때 최근 금리 하락은 시장의 미묘한 기대 및 반응 변화로 풀이할 수 있다.
- 최근 금리 하락에는 여러 원인들이 있었지만 필자는 추가 통화정책 카드에 대한 기대가 조금씩 반영되고 있다고 평가한다. 상당수 국가들이 기준금리를 제로 혹은 이에 근접한 수준까지 낮추면서 소멸됐다고 봤던 통화정책 모멘텀 기대가 조금씩 되살아나고 있는 것이다. 통화당국이 보유하고 있는 정책 수단이란 관점에서 전통적인 정책 수단인 기준금리를 더 이상 낮출 수 없는 상황이라면 남은 카드는 당연히 비전통적 수단일 것이다. 물론 비전통적 수단들 중에는 이미 보편화된 정책 수단으로 인식되는 양적완화(QE) 외에도 마이너스 금리정책, 수익률곡선통제(YCC) 등이 대안들로 여겨지고 있다.
- 우리는 이 중에서도 시장과 중앙은행의 선호 간의 대비가 가장 극명한 마이너스 금리정책을 언급하고자 한다. 최근 기준금리를 기존 0.1%로 유지한 영란은행(BOE)은 올해 GDP 성장을 전망을 선진국들 중에서 가장 최악인 -9.5%로 제시했다. 하지만 현재 마이너스 금리를 정책 수단으로 활용할 의사가 없다는 것을 분명하게 밝혔다. BOE의 마이너스 금리정책에 대한 부정적인 입장은 미국 연준(Fed)의 견해와도 맥을 같이 한다. 파월 연준 의장의 경우 코로나 이후 경제가 정상적인 회복 경로에 진입했다고 확신이 들때까지 완화적 기조를 이어갈 것이란 입장을 밝히면서도, 트럼프 대통령까지도 강하게 주장해 온 마이너스 금리정책에 대해 거부 의사를 피력하고 있다.
- 이미 마이너스 금리정책을 실시 중인 유로존, 일본의 경우도 상황은 유사하다. 코로나19 여파로 글로벌 중앙은행들이 공격적으로 대응 조치들을 쏟아내던 국면에서도 이들은 마이너스 금리를 추가로 더 낮추지 않았다. 당사는 이 정황 자체에 해당 정책의 실효성에 대한 의구심이 강하게 반영됐다고 풀이한다. 중앙은행들의 추가 선택지들 가운데 마이너스 금리가 하나의 카드일 수는 있지만 원만하면 마이너스 금리 정책은 사용하고 싶지 않다는 의미일 것이다.
- 최근 우리는 추가적인 통화정책 카드에 대한 기대, 유동성 확대에 따른 안전 VS. 위험자산의 동반 강세 등을 고려해 단기적인(1개월 전후) 시각에서 시중금리의 타겟을 하향했다. 하지만 중장기적(3~6개월 이상) 시각에서는 위험자산에 대한 비중 확대를 꾸준히 제안하고 있는데, 그만큼 마이너스 금리와 같은 추가적인 정책 카드에 대한 기대는 과도할 뿐만 아니라 당장 실현 가능성 역시 높지 않다는 판단에 따른 것이다.

### 미국 주요 월물별 연방기금금리선물 추이

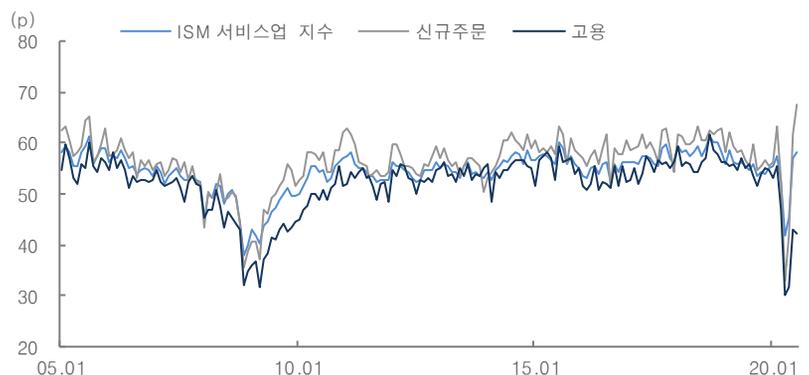


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 기대감 밑에 잠재된 불안 요인

- 지난주에 발표된 7월 ISM 제조업 지수와 서비스업 지수는 모두 예상치를 상회하면서 경기 회복에 대한 기대감을 한층 높여주었다. 3일에 발표됐던 7월 ISM 제조업 지수는 54.2를 기록해 컨센서스 53.6을 상회했고, 2019년 4월 수준까지 회복했다. 컨센서스 기준으로는 전월대비 둔화될 것으로 예상됐던 7월 ISM 서비스업 지수는 58.1로 예상치(55)를 상회하면서 3개월 연속 개선되었고, 2019년 2월 이후 최고치를 기록했다.
- ISM 지수를 구성하는 세부항목을 살펴보면 두 지수 모두 신규주문이 전월대비 개선되면서 지수 상승을 주도한 것으로 나타났다. 코로나19로 2008년 글로벌 금융위기 수준까지 하락했던 신규주문 지수가 경제활동 정상화에 따라 빠른 회복세를 나타낸 것이다.
- 반면, ISM 지수내 세부항목중 고용지수는 상대적으로 부진한 흐름이 이어지고 있다. ISM 제조업 지수내 고용지수는 전월대비 2.2p 개선된 44.3을 기록했다. 고용지수도 3개월 연속 개선됐지만 여전히 경기판단 기준선인 50을 하회하고 있고, 제조업 지수와의 격차는 9.9p로 여전히 큰 폭으로 벌어져 있다. ISM 서비스업 지수내 고용지수는 전월대비 1p 하락한 42.1을 기록했다. 3개월 연속 개선되면서 60선에 근접하고 있는 서비스업 지수와 비교하면 두 지수간의 격차는 16p로 갈수록 벌어지고 있다.
- 경기 회복에 대한 기대감이 높아지고 있는 것과 달리 미국의 고용환경 개선은 상대적으로 더디게 나타날 수 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다. 미국은 서비스업의 비중이 상대적으로 높다는 점, 그리고 소비심리 회복에 있어 고용환경의 개선이 무엇보다 중요하다는 점에서 고용시장 관련 지표의 개선 여부를 지켜볼 필요가 있다고 판단한다.
- 한편, 안정적인 모습을 보여주고 있는 주식시장과 달리 외환시장의 불확실성이 다시 높아지고 있다. 옵션시장에서 반영하고 있는 외환시장의 내재 변동성을 나타내는 도이체방크 외환시장 변동성지수(CVX)는 7월 27일 저점 이후 상승세로 전환됐고, 6월 고점 수준을 넘어섰다. 외환시장의 변동성 확대는 글로벌 투자자금의 리스크 프리미엄을 높여 위험자산에 대한 선호심리를 낮추는 요인이 될 수 있다.
- 최근 달러 대비 터키 리라화 환율이 역대 최고치로 높아졌다. 2018년 대비 관계 악화로 급등했던 리라화는 아직까지 안정을 찾지 못하고 상승 추세가 이어지고 있다. 터키 당국이 통화 가치 하락을 적절하게 통제하지 못하고 있는데다 코로나19로 인한 관광산업 타격까지 겹치면서 터키의 CDS 프리미엄은 다시 전고점 수준까지 급등했다. 터키의 불안이 새로운 이슈는 아니지만 외환시장의 변동성 확대 국면과 맞물리면서 단기적으로 글로벌 금융시장의 불확실성을 높이는 변수가 될 수 있다고 판단한다.

### ISM 서비스업 지수 및 세부항목 추이



자료: 미국 공급관리자협회, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 에너지 섹터의 가격 상승, 수요 회복을 의미할까?

김소현 sohyun.kim@daishin.com

- 원자재 시장 내 금과 은을 포함한 귀금속 섹터 가격의 상승세가 지속되었다. 귀금속 섹터를 제외하고 가격 상승이 두드러진 원자재 섹터는 에너지 부문이다. 천연가스와 국제유가는 각각 2,24달러/MMBtu, 41,22달러/bbl로 전주대비 24.4%, 2.4% 상승했다(8월 7일 가격 기준).
- 천연가스 가격은 올해 5월 수준까지 회복했다. 천연가스 가격이 상승한 이유는 허리케인 Isaias 이후 무더위에 따른 냉방 수요 증가 기대감, 미국의 액화천연가스 수출량 증가와 미국 셰일가스 감소 등이 있다. EIA에 따르면 미국 남부 지역을 제외한 대부분의 지역에서 평년 이상의 기온을 보일 것으로 발표했다. 또한, Refinitiv에 따르면 미국 8월 액화천연가스(LNG) 수출량은 40억큐빅 피트/일로 6개월 내 처음으로 증가한 것으로 밝혔다. 반면, 미국의 천연가스 생산량은 웨스트 버지니아에 위치해 있는 Mountain Xpress 파이프라인 가동 차질로 2018년 9월 이후 최저치를 기록할 것으로 예상되고 있다.
- 국제원유의 경우 미국 원유재고 감소와 레바논 폭발에 따른 중동 지정학적 리스크 우려가 가격 상승 요인으로 작용했다. 7월 31일 기준 미국 전략 비축유를 제외한 원유재고는 5.19억배럴로 국제유가가 마이너스를 기록한 이후 최저치를 기록했다. 반면, 레바논 베이루트 항구의 폭발은 대규모 질산암모늄 방치에 따른 사고로 밝혀졌다. 하지만 레바논 폭발에 이슬람 시아파 무장단체인 헤즈볼라와의 연관성이 언급되어 향후 중동 지정학적 긴장감을 높일 가능성을 배제할 수 없는 상황이다. 레바논은 원유생산국과 주요 원유수송 요충지가 아니기 때문에 반정부 시위가 기타 중동지역으로 확산되지 않는 한 유가에 미치는 영향력은 제한될 것이다.
- 최근 천연가스와 원유의 가격 회복을 코로나19 이후 에너지 부문의 구조적인 수요 회복으로 보기에는 아직 이르다고 판단한다. 미국 원유재고와 다르게 미국 가솔린과 천연가스의 재고는 아직 증가하고 있기 때문이다. 7월 31일 기준 미국 가솔린 재고는 2.48억배럴로 2주 연속 증가했으며, 천연가스 재고는 3.27조큐빅피트로 증가세가 지속되고 있다. 또한, 미국 원유정유시설 가동률은 79.6%로 코로나19 이전과 전년수준에 비해 여전히 낮다는 점을 고려했을 때 가솔린 수요의 회복이 더디다는 것을 유추할 수 있다.
- 최근 사우디 아람코의 공식판매가격(OSP) 인하도 원유수요 회복 부진으로 해석할 수 있다. 사우디 아람코는 국제유가가 마이너스를 기록 한 이후 4개월만에 처음으로 아시아형 공식판매가격을 낮췄다. 또한, 최대 에너지 수입국가인 중국 7월 원유 및 천연가스 수입량은 전월대비 각각 -3.6%, -11.8% 감소했다. 에너지 부문의 수요가 코로나19 이전 수준으로 회복하기 위해서는 시간이 더 필요할 것으로 판단한다. 코로나19로 에너지 소비 행태가 변화된 가운데 경제활동 재개 속도가 지연되고 있으며, 재고 수준도 여전히 부담 요인이다.

### 미국 원유재고는 감소한 반면 가솔린 재고는 증가



자료: EIA, 대신증권 Research Center

## 예상치 웃돈 미국 고용, 그러나 이제는 속도가 문제

### 미국 7월 실업률과 비농업부문 일자리 모두 예상보다 개선

- 미국의 7월 고용이 예상치를 상회하며 지난 5월부터 나타난 개선세를 재확인했다. 그러나 반등 후 회복 속도를 둘러싼 논란은 향후 상당할 전망이다.
- 7일(현지시간) 미국 노동부가 집계, 발표한 7월 실업률은 10.2%로 월가의 예상치인 10.6%보다 낮았고, 6월 11.1%에 비해 0.9%p 하락했다. 또한 비농업부문 일자리는 176.3만건 증가해 시장의 예상치인 148만건을 웃돌았다.
- 업종별로는 서비스업 일자리가 172.4만건 증가했고, 전월 200만건 가까이 일자리가 증가했던 레저, 접객 부문은 7월에도 59.2만건 증가했다. 반면 제조업 일자리는 3.9만건 증가에 그쳤다. 민간부문의 전체 고용은 146.2만건 늘었고, 공공부문은 30.1만건 증가해 전체 고용 개선에 미친 영향이 컸다.
- 시간당 임금은 4.8% 증가하며 3개월 연속 상승세가 둔화됐다. 노동시장 참가율은 61.4%로 전월보다 하락했고, 고용률은 55.5%로 전월보다 상승했다.

### 고용이 개선되고 있다는 것을 재확인, 그러나 이제부터는 속도가 문제

- 미국의 고용은 코로나 충격으로 큰 폭의 부진을 보인 이후 지난 5월부터 반등하고 있다. 실업률과 신규고용이 나란히 개선됐고, 시간당임금은 고용 및 생산 현장에서 극심한 혼란에서 벗어나 차츰 안정을 찾고 있다. 헤드라인 지표만을 놓고 볼 때 미국의 고용이 개선되고 있다는 사실 자체는 확고해 보인다.
- 하지만 추후에 전개될 반등 후 회복 속도에 대한 논란과 이에 따른 우려가 불가질 가능성 역시 상당해 보인다. 즉 소위 V자형 회복이 이뤄지기 위해서는 반등 후 회복 속도 역시 빠르게 나타날 필요가 있는데, 현재 미국 고용은 과거 여타 위기 국면에서 나타났던 것과 유사한 '반등 후 정체' 조짐을 보이고 있기 때문이다.
- 이번 고용 개선에는 정부부문 기여도가 상당했고, 상대적으로 저임금 업종인 레저, 접객 부문의 비중이 컸다. 또한 트럼프 대통령의 행정명령으로 실업보험지원이 연장됐으나 규모가 기존 주당 600달러에서 400달러로 줄어든 점, 가계소득의 Proxy 지표로 불리는 총임금지수지수가 여전히 전년 대비로 마이너스를 머물러 있다는 점 등은 고용을 통한 소비 회복을 제약하는 요인으로 작용할 것이다.

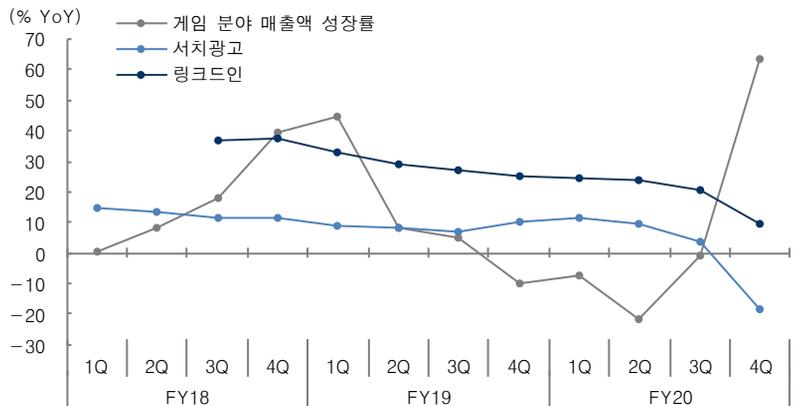
### 과거 위기 국면들과 유사한 타입, 반등 후 정체 국면에 대한 우려 부각될 것

- 우리는 미국 경제가 고용 등을 통해 하반기부터 반등할 수 있다는 견해는 확고하다. 하지만 코로나19 충격에서 과거의 여타 위기 국면들과 달리 빠른 정상화를 보이려면 속도감 있는 회복이 절실한데, 최근 지표 동향은 다소 미흡해 보인다.
- 단기적으로 7월 고용은 최근 사상 최저 수준까지 하락했던 미국 국채 금리, 금락 조짐을 보이던 달러화 가치 등에 영향을 줄 것이다. 하지만 단기적인 변동성 확대에 따른 되돌림 이상의 중장기 추세적인 변화를 이끌 정도의 영향력은 제한적이라고 평가한다.

## 마이크로소프트, 틱톡 인수는 좋은 기회

- 마이크로소프트(Microsoft, MSFT)가 중국 동영상 공유 앱 틱톡(TikTok) 인수를 추진 중이다. 미국을 비롯한 캐나다, 뉴질랜드, 호주, 인도, 영국에서의 틱톡 운영권을 인수하기 위한 협상이 진행되고 있으며 9월 15일까지 인수협상을 마무리할 계획이다.
- 인수 협상의 주도권은 마이크로소프트가 쥐고 있다. 인도와 미국 정부가 틱톡 사용을 금지한 데 이어 호주, EU, 일본도 미국의 중국 기업에 대한 국가안보 및 기술패권 압박에 동참하면서 틱톡은 중국 외 사업권을 분리하거나 전량 매각하는 방안 외엔 선택지가 없는 상황이다. 틱톡의 모회사 바이트댄스가 추정한 틱톡의 기업 가치가 약 500억 달러에 달한다는 점을 고려하면 틱톡의 유력한 인수 후보자는 충분한 현금을 보유한 마이크로소프트, 알파벳, 아마존이다(애플은 미참여 의사 표명). 인수 경쟁 후보 가운데 마이크로소프트는 온라인 광고 시장 내 독점 논란을 피하기 쉬워 틱톡 인수에 유리한 위치에 있다고 볼 수 있다.
- 마이크로소프트 입장에서도 틱톡 인수는 B2C 사업부문의 영향력 확대에 좋은 기회가 될 것이다. 동사는 기업용 소프트웨어와 클라우드 분야에서 견고한 입지를 유지하고 있지만, B2C 분야에서 큰 활약을 보여주지 못하고 있다. 구인·구직 플랫폼 링크드인의 매출 성장률(YoY)은 2년 전 +37%에서 +10%까지 둔화되었고 B2C 사업부문 내 서치엔진을 통한 온라인 광고와 게임 사업의 FY20 매출 성장률(YoY)은 +2%에 그치고 있다. 마이크로소프트가 틱톡을 인수할 경우 유튜브, 인스타그램과 견줄만한 경쟁력을 단숨에 확보해 SNS 시장의 주요 기업으로 올라설 가능성이 크며 틱톡의 젊은 유저를 서치엔진(Bing), 링크드인, 게임 스트리밍 서비스로 유인할 수 있을 것으로 기대한다(틱톡의 사용자 연령대 비중, 18~24세: 35%, 25~34세: 27%).
- 다만 투자비용 이상의 가치를 창출하기 위해서는 미국뿐만 아니라 중국 외 국가에서의 서비스 운영권을 확보해야 한다. 최상의 시나리오는 틱톡의 지분 전부를 인수하는 것이다. 전세계 SNS와 게임 시장은 아시아 지역을 중심으로 성장하고 있어 아시아 지역의 서비스 운영권 없이는 시너지 효과가 미미할 수밖에 없다. 만약 인수 금액이 과도하게 높거나 미국 내 서비스 운영권만 인수할 경우 오히려 주력 사업인 클라우드 컴퓨팅 부문에서의 경쟁력이 위축될 리스크가 있다.

마이크로소프트의 B2C(게임, 서치광고, 링크드인) 사업부문 부진 지속



자료: 마이크로소프트, 대신증권 Research Center

# 전기전자 (휴대폰)

# 삼성전자, 투트랙 전략으로 점유율 확대 및 수익성 추구

## 2020년 3분기 삼성전자 스마트폰 판매량 36.6%(qoq) 증가 추정

- 삼성전자는 갤럭시 언팩 2020 행사(8월 5일)에서 2020년 하반기 프리미엄 스마트폰인 갤럭시 노트20, 갤럭시Z 폴드2(폴더블폰)을 공개. 코로나19 이후 프리미엄 스마트폰 시장에서 주도권 유지, 차세대 스마트폰(폴더블폰) 시장의 선점을 목표, 또한 글로벌 점유율 확대를 위한 스마트폰 판매 증가에 초점을 두고 있다고 판단
- 삼성전자는 투트랙 전략으로 2020년 하반기 IM 부문의 수익성 개선 글로벌 점유율 확대를 예상, 삼성전자향 휴대폰 부품업체의 제품 믹스, 가동률 증가로 수익성(하반기)은 2020년 상반기대비 호전, 삼성전자의 전략변화로 반사이익을 예상
- 삼성전자는 갤럭시노트20 출시로 2020년 하반기 프리미엄 스마트폰 시장에서 주도권을 유지 전망. 애플이 모델 수 확대 및 5G 지원으로 이슈를 선점하였으나 출시 지연을 감안하면 갤럭시노트20의 선전을 예상. 또한 갤럭시Z 폴드2 공개, 9월 출시(추정)를 감안하면 초프리미엄 스마트폰 시장에서 브랜드 선점, 폴더블폰으로 교체(이슈)를 유발할 것으로 판단. 갤럭시Z 폴드2에 긍정적인 평가가 나오면 2021년 매스(판매확대) 전략으로 전환, 갤럭시노트를 대체 하여 2021년 하반기 주력 모델로 대체될 가능성이 높음
- 삼성전자는 2020년 3분기 글로벌 시장점유율 확대 전략 추진. 중국 스마트폰 업체가 글로벌에서 판매 확대 어려움이 존재한 가운데 갤럭시A 시리즈 중심으로 점유율 확대에 주력. 3분기 스마트폰 판매량은 36.6%(qoq) 증가 예상. 2021년 삼성전자 스마트폰은 3억대로 2020년 대비 12% 증가 추정. 3분기 IM 부문은 갤럭시노트20, 갤럭시폴드2로 믹스 개선(ASP 상승), 갤럭시A시리즈 판매 증가가 가시화되면서 매출 증가를 통한 고정비 부담도 감소 전망
- 삼성전자향 휴대폰 부품업체의 2020년 3분기 실적(매출 43.3%, 영업이익 38.5%)은 전분기 대비 큰 폭으로 개선. 2021년은 2020년대비 증가 추정. 삼성전자의 스마트폰 판매량 증가 및 갤럭시노트20 출시로 가동률 증가, 믹스효과(ASP 상승) 반영에 기인. 4분기 재고조정이 예상되나 규모는 제한적으로 판단(코로나19로 보수적 수요를 가정). 2021년 1분기 갤럭시S21 및 높아진 점유율 바탕으로 갤럭시A시리즈의 하드웨어 상향, 판매 증가로 실적 개선 추세가 유지

## 최선호주 : 삼성전기, 와이슬, 자화전자

- 2020년 3분기 최선호주로 삼성전기, 와이슬, 자화전자 제시
- 1) 삼성전기 : 2020년 3분기 영업이익(2,280억원)은 컨센서스(2,162억원) 상회 추정. MLCC 가동률 확대로 수익성 개선 높음. 반도체 기반의 고수익성 유지 속에 카메라모듈, R/F 기반의 회복 전망
- 2) 와이슬 : 삼성전자의 스마트폰 점유율 확대 전략으로 와이슬의 R/F 부품의 매출 증가 등 반사이익 예상. 또한 단품보다 모듈 비중 확대, 프리미엄내의 점유율 증가가 2021년 수익성 개선에 기여
- 3) 자화전자 : 갤럭시노트20에 손떨림보정부품(OIS) 공급 확대 및 전자기동차용 부품인 PTC 수주 증가로 2021년 매출과 이익 증가 전망

박강호  
John.park@daishin.com

투자의견

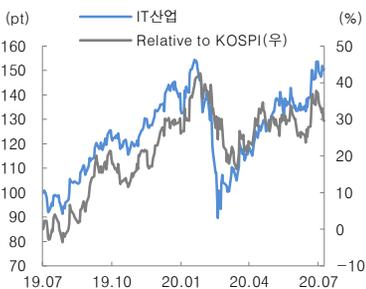
## Overweight

비중확대, 유지

### Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
삼성전기	Buy	185,000
자화전자	Buy	11,000
와이슬	Buy	18,000

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.6	23.9	6.2	63.6
상대수익률	3.7	1.6	-0.1	32.9



# 증권업

박혜진  
hyejin.park@daiishn.com

투자 의견

## Overweight

비중 확대, 유지

# Valuation 상승의 조건

### COVID-19 이전 수준까지 회복한 증권주, 추가 상승에 대한 고민 필요

- 유동성의 힘에 연일 거래대금 폭증. 실질유동성인 M는 이제 4,200조원을 넘어섰으며, 일간 거래대금은 지난 8월 5일 30.6조원을 기록. 사상 최대 유동성에 의한 거래대금 증가로 증권사 실적 호조
- 증권사 실적은 5년째 상고하자 패턴. 그러나 올해는 COVID-19 영향으로 2,3 분기에 가장 높을 전망. 높은 거래대금으로 3분기 실적도 양호할 전망
- 그러나 풍부한 유동성이 꼭 주식시장에 머물란 보장은 없음. 따라서 거래대금으로만 증권주를 매수하는 것은 한계, 중기적으로 확실한 논리 필요

### 현재 한국 증권산업은 2000년대 초반 미국의 대형투자은행과 유사

- 1999년부터 2014년까지 15년은 대형투자은행이 자기자본을 활용한 Risk taking이 활발한 시기
- 2008년 금융위기를 초래하기 전까지 자기자본 트레이딩은 미국 투자은행의 성장을 주도한 사업. 한국은 그 시작 언저리쯤 위치
- 그 시기 미국 증권산업은 대형투자은행과 중소형 특화증권사(부티크 IB)로 이원화
- 내수가 크지 않기 때문에 한국은 미국처럼 증권사의 특질이 이원화되기 쉽지 않음. 그 보다 대부분의 증권사들이 agency에서 trader로 변화하려는 노력. 그러나 트레이딩 비즈니스의 전제조건은 자본

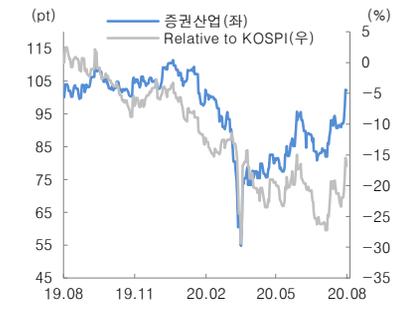
### 증권주 Valuation 상승의 조건: 1) 내수 선점 2) 글로벌화

- 거래대금 증가로 COVID-19 이전 수준까지 회복한 국내 증권주의 추가 상승 여력에 대해 고민할 시점
- 거래대금은 외생변수. 증권사가 통제할 수 있는 영역이 아니기 때문에 실적의  $+a$  정도로 봐야함
- 따라서 성장성을 확보했거나, 내수를 선점한 증권사 Valuation은 할증의 논리를 확보. 그러나 한국은 미국처럼 내수시장이 크지 않기 때문에 공교롭게도 내수를 선점한 플레이어가 해외에서도 두각을 나타낸다는 것. 따라서 성장성이 주된 논점이 될 수 밖에 없음
- 국내 증권 비즈니스에서 앞으로 가장 큰 성장성을 확보할 분야는 IMA 사업. 과거 랩어카운트 수수료 100bp를 운용보수로 대입하고 미래에셋대우의 자기자본인 9조원만큼 수탁금이 모집 되었을 때 회사에 연간 900억원의 수익 기여 가능(단순 운용보수만 반영했을 시)
- 두 번째는 해외주식. 해외주식은 국내주식과는 달리 현시증권사를 통하기 때문에 상대적으로 고비용구조. 국내 증권사 현지법인이 이 역할을 대신할 수 있기 때문에 국내처럼 레드오션화 되기 쉽지 않음. 국내 증권사 중에서는 미래에셋대우가 가장 유망

### Rating & Target

종목명	투자 의견	목표주가
★미래에셋대우	Buy	13,000원
한국금융지주	Buy	70,000원
NH투자증권	Buy	13,000원
★키움증권	Buy	130,000원
삼성증권	Marketperform	34,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.7%	25.4%	3.8%	2.1%
상대수익률	12.5%	3.3%	-4.0%	-16.8%



SKC  
(011790)

한상원

sangwon.han@dai shin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**105,000**

상향

현재주가

(20.08.07)

**86,800**

화학업종

# 본업의 개선은 플러스 알파

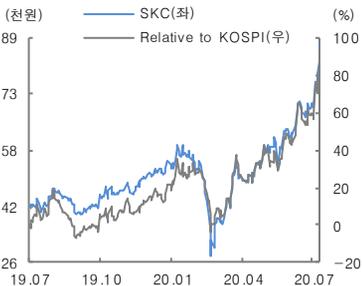
투자 의견 매수 유지, 목표주가 105,000원으로 34% 상향

- 목표주가는 SOTPs(사업부별 가치 합산) 방식으로 산출 vs. PER 29배에 해당
- 기존 사업(실적 추정 상향)과 Mobility소재(Valuation 상승) 모두 기존 대비 사업 가치(EV)가 상승한 점을 반영하여 목표주가가도 상향 조정
- 2차전지 소재 업체 高Valuation의 본질은 성장성으로 배터리 업체들(고객사)의 증설 계획을 따르는 외형 확장 국면과 제품 경쟁력이 가장 중요한 요소
- 국내 6공장까지 투자 계획은 이미 발표(2022년 Capa 5만톤 vs. 2020년 3만톤). 향후 해외 거점 진출을 통한 증설 계획이 발표될 가능성이 높다고 판단
- 특히 SK넥실리스(동박 사업 자회사)는 2022년을 전후로 EBITDA가 CAPEX를 상회하는 국면에 진입하며 투자에 대한 부담도 완화될 전망
- 기존 사업부의 실적 개선과 반도체 소재 사업의 성장성(매출액 1조원 목표 재확인)도 향후 주목할 포인트

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2351.67
시가총액	3,258십억원
시가총액비중	0.24%
지분권(보통주)	188십억원
52주 최고/최저	86,800원 / 28,050원
120일 평균거래대금	255억원
외국인지분율	8.09%
주요주주	SK 외 6 인 41.57% 국민연금공단 11.87%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	33.7	73.3	53.9	104.2
상대수익률	23.1	42.1	44.8	65.9



2Q20 영업이익 499억원(+65% QoQ)으로 컨센서스(470억원) 소폭 상회

- 당사 추정치와 비교 시 Mobility소재(동박)는 부합했고, 화학/Industry소재 등 기존 사업부는 예상보다 양호한 실적을 기록: 코로나19에 따른 매출액 감소에도 스프레드 개선 및 제품 Mix 개선으로 수익성이 오히려 개선되었기 때문
- Mobility소재(동박)는 파업 종료에 따른 가동률 상승(=판매량 증가), 비용 구조 정상화 등으로 이익이 대폭 증가(+95.5% QoQ): 영업이익률 17%(+8%p QoQ)로 크게 개선된 점이 고무적(vs. 국내 동종사 2Q20 예상치 10% 내외)
- 하반기 추가적인 실적 성장을 기대: 1) 유럽 중심의 전기차 시장 성장세, 2) 신규 공장(4공장, +1만톤/년) 가동에 따른 판매량 확대 등 덕분

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20					3Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	639	661	670	656	2.7	-0.7	686	733	15.1	11.7
영업이익	48	27	46	50	3.4	81.8	47	58	43.1	16.3
순이익	13	79	32	-3	작전	작전	17	21	-4.2	흑전

자료: SKC, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,768	2,540	2,765	3,111	3,494
영업이익	201	155	195	277	344
세전순이익	182	73	234	208	271
총당기순이익	141	67	89	156	211
지배지분순이익	121	60	72	135	188
EPS	3,404	1,686	2,027	3,812	5,318
PER	10.5	30.3	42.8	22.8	16.3
BPS	40,835	41,542	52,158	54,793	58,848
PBR	0.9	1.2	1.7	1.6	1.5
ROE	8.1	3.9	4.1	6.7	8.8

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

# 금호석유 (011780)

한상원

sangwon.han@daiashin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**125,000**

상향

현재주가

**94,200**

(20.08.07)

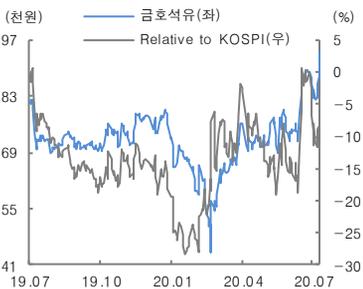
화학업종

4차 산업혁명/안전등급

■ Neutral Green

KOSPI	2351.67
시가총액	2,975십억원
시가총액비중	0.22%
자본금(보통주)	152십억원
52주 최고/최저	94,200원 / 43,950원
120일 평균거래대금	158억원
외국인지분율	32.68%
주요주주	박철완 외 9 인 24.87% 국민연금공단 10.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	23.9	29.2	34.0	34.6
상대수익률	14.1	6.0	26.0	9.3



## NCC에 대한 확실한 대안

투자의견 매수 유지, 목표주가 125,000원으로 32% 상향

- 목표주가는 12MF BPS에 목표 PBR 1.3배(vs. 기존 1.0배)를 적용하여 산출
- 전반적인 화학 시장 부진에도 불구하고 연이은 호실적(NB-Latex, 아세톤 중심의 코로나19 수혜)을 기록하고 있는 점에 주목: 코로나19 이후에도 마스크, 세정제 등 생활 위생품 관련 수요는 당분간 높은 수준에서 유지될 전망. 범용 고무(타이어 원료)의 시장 회복과 함께 이익 증가세 이어질 가능성 높다고 판단
- 2021년 예상 영업이익은 5,690억원으로 직전 호황기(2018년 5,546억원)를 상회할 전망. 당시 대비 낮아진 화학 업종의 Valuation을 감안해도 저평가 상태
- 실적 호조와 함께 재무구조도 개선(순차입금 감소, 부채비율 하락)되는 구조로 2018년의 주가 고점(12.05만원)을 상향 돌파 기대
- 참고로 2018년과 동일한 Valuation(평균 PBR 1.4배) 적용 시 적정주가는 14.0만원, ROE/COE를 통해 도출되는 적정 Valuation 기준으로는 19.5만원 수준

2Q20 영업이익 1,201억원(-10% QoQ)으로 컨센서스(1,090억원) 상회

- 2분기 영업이익은 전분기 대비 9.8% 감소한 1,201억원을 기록하며 최근 높아진 시장 기대치(1,090억원)를 상회하는 호실적을 달성
- 합성고무(범용 고무 판매량 감소), 합성수지(판가 하락), 에너지(정기보수)가 코로나19에 따른 부정적 영향 등으로 전분기 대비 감익했으나 예견되었던 사실
- 페놀유도체 이익은 대폭 증가(OP +148% QoQ): 주력 제품 모두 수익성이 개선되었으며, 특히 아세톤(손 세정제 원료)의 경우 가격이 급등(+31% QoQ)
- 3Q20 영업이익 1,417억원(+18.0% QoQ)으로 추가 증익 전망: 저가 원료(BD) 투입, 긍정적 Lagging 효과, 범용 고무 판매량 회복, 정기보수 종료 등 덕분

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20			3Q20				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,297	1,225	1,022	1,026	-20.9	-16.3	1,052	1,092	-10.5	6.4
영업이익	139	133	114	120	-13.5	-9.8	109	142	106.4	18.0
순이익	115	128	99	100	-13.4	-21.8	85	109	129.9	9.6

자료: 금호석유, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,585	4,978	4,339	4,499	5,128
영업이익	555	368	515	569	596
세전순이익	617	379	531	597	639
총당기순이익	503	295	430	457	489
지배지분순이익	491	295	428	456	487
EPS	19,577	11,655	16,888	18,004	19,196
PER	4.5	6.6	5.6	5.2	4.9
BPS	70,088	78,488	91,662	102,843	115,354
PBR	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
ROE	23.4	11.8	15.0	14.0	13.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 금호석유, 대신증권 Research Center

# 롯데케미칼 (011170)

한상원

sanwon.han@daishin.com  
투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**230,000**

하향

현재주가

**175,500**

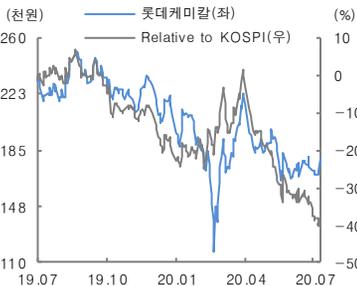
(20.08.07)

화학업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2351.67
시가총액	6,015십억원
시가총액비중	0.44%
자본금(보통주)	171십억원
52주 최고/최저	252,500원 / 117,000원
120일 평균거래대금	380억원
외국인지분율	28.93%
주요주주	롯데지주 외 14 인 54.34% 국민연금공단 8.73%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.3	-10.2	-16.0	-20.6
상대수익률	-7.7	-26.4	-21.0	-35.5



# 아쉬웠던 NCC와 ECC 모두의 부진

투자의견 매수 유지, 목표주가 230,000원으로 8% 하향

- 목표주가는 12MF BPS에 목표 PBR 0.6배를 적용하여 산출
- 2020년 실적 추정치를 대폭 하향(EPS -35%)했으나 2021년 추정치는 소폭 상향(+7.5%)했기에 목표주가는 소폭만 하향 조정
- 신증설에 따른 공급 부담이 지속되고 있어 상황은 보수적으로 판단하나 실적은 연내 대신 공장이 재가동되면서 정상화가 가능할 전망
- 중장기 성장성 모색을 위한 적극적인 M&A가 향후 관전 포인트

2Q20 영업이익 329억원(흑전 QoQ)으로 컨센서스(694억원) 하회

- LG화학, 대한유화 등 국내 NCC 업체들이 2Q20 양호한 화학 사업의 실적을 발표한 점을 감안하면 다소 아쉬웠던 2분기 실적
- 대신 공장 가동 중단에 따른 기회손실(약 8백억원)은 이미 시장 기대치에 반영되었으나 추가적인 일회성 비용(납사 구매 계약 보상 등) 256억원은 미반영
- 대신 공장 가동 중단으로 올레핀 실적은 BEP 수준에 불과(OPM 0.4%) vs. 아로마틱스는 포장재 등의 견조한 수요 덕분에 실적 개선
- 주력 제품인 ABS의 스프레드 개선에도 첨단소재의 이익이 감소(-41% QoQ)한 점도 아쉬움: 스프레드는 양호했으나 미주/유럽 등이 주요 시장으로 코로나 19에 따른 Lockdown 조치에 판매량이 감소했기 때문
- LC Titan의 경우 유가 하락에 따른 저가 원료 투입, 정기보수 이후 물량 회복 등 덕분에 2개 분기 적자 기록 이후 흑자 전환에 성공
- 반면 LC USA(ECC)는 원료인 에탄 가격은 상승(+37% QoQ)한 반면 주요 제품인 MEG의 가격은 약세(-14% QoQ)를 보이면서 수익성 악화되며 적자 전환

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20		3Q20					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,035	3,276	2,672	2,682	-33.5	-18.1	2,756	3,270	-17.0	21.9
영업이익	346	-86	69	33	-90.5	흑전	99	87	-72.3	164.4
순이익	260	-78	64	20	-92.3	흑전	79	98	-52.1	391.3

자료: 롯데케미칼, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	16,073	15,123	11,981	14,755	15,819
영업이익	1,946	1,107	91	918	966
세전순이익	2,209	1,249	187	1,098	1,173
총당기순이익	1,642	757	154	833	889
자비지분순이익	1,579	715	137	787	836
EPS	46,074	20,860	3,983	22,970	24,383
PER	6.0	10.7	44.1	7.6	7.2
BPS	371,541	385,244	382,696	403,677	421,560
PBR	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
ROE	13.0	5.5	1.0	5.8	5.9

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

# CJ 대한통운 (000120)

**양자환**  
jhwang.yang@daishin.com

**이자수**  
jane.lee@daishin.com

**투자 의견**  
**BUY**  
매수, 유지

**6개월 목표주가**  
**210,000**  
유지

**현재주가**  
**150,500**  
(20.08.07)

운송업종

## 택배 날다

### 투자 의견 매수, 목표주가 210,000원 유지

- CJ대한통운의 2020년 2분기 실적은 당사 추정치에 부합
- 하지만, 1)종부세 및 재산세 159억원, 2)클레임 비용 34억원, 3)인건비 증가 및 방역물자비용 등 요인 감안할 경우 사실상 서프라이즈 수준이라 판단
- 2020년 2분기 택배 처리량은 +31.8%(yoy)로 당사 추정을 크게 상회
- 택배사업부문은 처리량 증가에 따른 레버리지 효과로 영업이익률이 6.1%를 기록하며 수익성이 크게 개선
- CL사업부문은 코로나19 영향에 따른 완성차 및 철강 관련 매출 감소로 수익성 다소 하락하였으며, 1분기 부진했던 글로벌부문은 흑자로 전환
- 2020년 하반기 1)택배물동량 20% 이상 증가, 2)CL사업부문 수익성 개선, 3)인도 및 중동 등 글로벌부문의 정상화 등으로 실적 개선 흐름 지속될 전망

### 2020년 2분기 실적은 사실상의 서프라이즈 수준

- CJ대한통운의 2020년 2분기 실적은 연결기준 매출액 2조 6,500억원(+4.5% yoy), 영업이익 839억원(+16.9% yoy)으로 당사 추정치에 부합
- 부문별 실적은 [CL] 매출액 6,162억원(-9.6% yoy), 영업이익 254억원(-14.5% yoy), 영업이익률 4.1%(-0.3%p yoy), [택배] 매출액 7,798억원(+28.1% yoy), 영업이익 476억원(+102.6% yoy), 영업이익률 6.1%(+2.2%p yoy), [글로벌] 매출액 1조 620억원(-1.7% yoy), 영업이익 87억원(-39.2% yoy), 영업이익률 0.8%(-0.5%p yoy)
- 2분기 택배처리량은 423.3백만Box(+31.8% yoy), 평균단가는 1,842원/Box
- 2020년 3분기 실적은 매출액 2,63조원, 영업이익 976억원 전망

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20		3Q20					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,535	2,515	2,690	2,650	4.5	5.4	2,632	2,879	9.8	8.6
영업이익	72	58	83	84	16.9	44.2	78	98	10.0	16.3
순이익	14	16	15	25	86.6	60.7	18	22	266.3	-12.6

자료: CJ대한통운, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

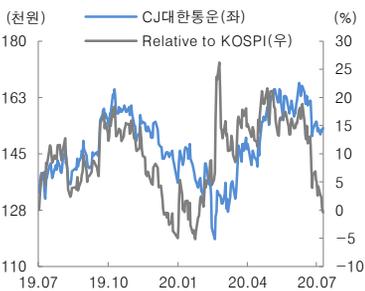
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	9,220	10,415	11,150	12,199	13,601
영업이익	243	307	352	468	754
세전순이익	100	94	204	284	572
총당기순이익	67	51	125	173	349
자배분순이익	53	40	97	135	272
EPS	2,309	1,741	4,258	5,929	11,931
PER	72.3	89.0	35.9	25.8	12.8
BPS	116,344	131,146	135,487	141,495	153,502
PBR	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0
ROE	2.1	1.4	3.2	4.3	8.1

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

### 4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSPI	2351.67
시가총액	3,433십억원
시가총액비중	0.25%
자본금(보통주)	114십억원
52주 최고/최저	167,000원 / 118,500원
120일 평균거래대금	105억원
외국인지분율	20.52%
주요주주	CJ제일제당 외 2 인 40.17% 국민연금공단 8.18%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.3	3.8	2.4	14.9
상대수익률	-16.6	-14.9	-3.7	-6.7



KT  
(030200)

김화재

hojae.kim@daishin.com  
투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

36,000

유지

현재주가

23,850

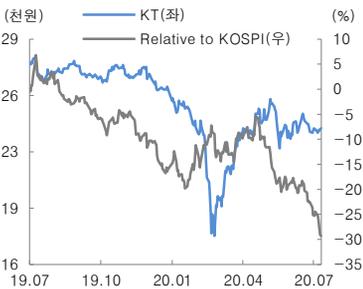
(20.08.07)

통신서비스업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2351.67
시가총액	6,228십억원
시가총액비중	0.46%
자본금(보통주)	1,564십억원
52주 최고/최저	27,750원 / 17,650원
120일 평균거래대금	245억원
외국인지분율	44.78%
주요주주	국민연금공단 13.49%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.4	1.5	-5.7	-12.5
상대수익률	-8.4	-16.8	-11.3	-28.9



# 무선, 미디어, IDC, 배당

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 36,000원 유지

- 20E EPS 2,663원에 PER 13배 적용(통신 공통, LTE 도입 초기 ARPU 상승기인 '12~14 평균, LTE 도입 전 ARPU 하락기인 '04~11 10배 대비 30% 할증)

2Q20 Review: 3년 만의 턴어라운드, 무선, 미디어, IDC, 배당 강점

- 매출 5.9조원(-4% yoy), OP 3.4천억원(+19% yoy). 턴어라운드 성공
- 별도 기준 OP 2.5천억원(+32% yoy). 별도 OP는 1Q20에 이미 턴어라운드
- 이번 연결 OP 턴어라운드는, 코로나 영향으로 자회사 OP 기여 감소(891억원, -8% yoy)에도 불구하고 달성한 것으로, 본사의 유무선 실적 개선을 의미
- 무선 ARPU 31.4천원(-1% yoy, -1% qoq). 코로나 영향으로 로밍매출 감소, 멤버십 포인트를 마케팅비용에서 매출 차감으로 변경, IoT 회선 증가 영향. Handset 기준 ARPU는 2% 수준 상승, IoT 포함 기준으로도 멤버십 회계 변경 전 기준으로는 0.1% 상승으로 추정. ARPU의 장기 상승사이클 진입
- ARPU는 LGU+ 대비 1.6천원, SKT 대비 1.9천원 높은 수준
- IPTV 4.1천억원(+0.5% yoy). 08년 사업 시작 후 단 한번의 역성장도 발생하지 않음. 홈쇼핑 수수료 협상 완료시 전년 대비 10%대 매출 성장 전망
- 넷플릭스와 유무선 제휴 시작. 망품질 유지 의무관련 법을 같이 준수하기로 협약했기 때문에, 넷플릭스로부터 N/W 사용대기도 받을 수 있을 것으로 전망
- 클라우드 수요 증가에 따라 IDC 사업 호조. IDC 포함된 AI/DX 매출 1.4천억원(+16% yoy). 전국에 13개 IDC 보유. 공공/금융 클라우드 시장 점유율 70%
- 20.5월 CEO 컨퍼런스 통해 22년까지 OP 35%, EPS 50% 상승 전략 제시. 배당성향도 일회성 제외 순이익의 50% 성향 제시. 당사 추정 DPS는 20E 최소 1.1천원(수익률 4.6%), 21E 1.2천원, 22E 1.4천원(수익률 5.9%)

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20			3Q20				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	6,099	5,832	5,963	5,877	-3.6	0.8	6,051	6,106	-1.7	3.9
영업이익	288	383	329	342	18.6	-10.8	337	326	4.3	-4.6
순이익	174	208	209	177	1.5	-15.3	204	210	10.7	19.0

자료: KT, FmGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	23,460	24,342	24,025	25,212	25,978
영업이익	1,262	1,151	1,239	1,432	1,608
세전순이익	1,091	980	1,112	1,294	1,489
총당기순이익	762	669	780	945	1,087
자배분순이익	688	619	695	850	979
EPS	2,637	2,371	2,663	3,257	3,748
PER	11.3	11.4	9.0	7.3	6.4
BPS	50,563	52,341	53,971	56,194	58,814
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	5.5	4.6	5.0	5.9	6.5

주: EPS와 BPS, ROE는 자배분 기준으로 산출

자료: KT, 대신증권 Research Center

# LG 유플러스 (032640)

김화재

hojae.kim@daishin.com  
투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**16,000**

유지

현재주가

**11,600**

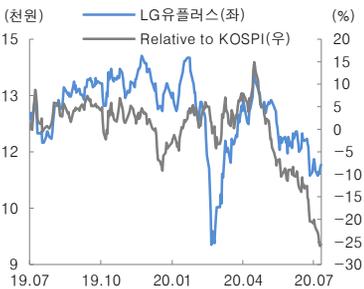
(20.08.07)

통신서비스업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2351.67
시가총액	5,065십억원
시가총액비중	0.37%
자본금(보통주)	2,574십억원
52주 최고/최저	14,550원 / 9,430원
120일 평균거래대금	279억원
외국인지분율	32.35%
주요주주	LG 외 1 인 37.66% 국민연금공단 12.20%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.2	-11.5	-15.6	-9.4
상대수익률	-14.6	-27.4	-20.6	-26.4



## 거침없이 질주하는 실적

투자의견 매수(Buy), 목표주가 16,000원 유지

- 20E EPS 1,270원에 PER 13배 적용(통신 공통, LTE 도입 초기 ARPU 상승기인 '12~14 평균, LTE 도입 전 ARPU 하락기인 '04~11 10배 대비 30% 할증)

2Q20 Review: 역대 최고 영업이익 달성

- 매출 3.3조원(+2% yoy, -0.4% qoq), OP 2.4천억원(+61% yoy, +9% qoq)
- LGHV 제외한 LGU+ 기준으로도 OP 2.3천억원으로 **역대 최고 실적 달성**
- 거침없이 질주하는 실적의 배경은, 유무선 고른 성장과 기업사업 수요 증가
- 무선, 비중 60%. 요금인하 영향 극복하고 1Q19 턴어라운드 후 상승폭 확대 중
- IPTV, 비중 12%. '10년부터 CAGR 32%로 초고속 성장 중
- 초고속 인터넷, 비중 9%. 연평균 2%씩 꾸준히 성장
- B2B, 비중 15%. IDC(+5% yoy, +22% qoq), 솔루션(-1% yoy, +13% qoq), 기업회선(+4% yoy, +5% qoq). 매출 3.5천억원(+3% yoy, +10% qoq) 달성
- 마케팅비용은 5G 도입 초기 시장 과열에 따라 3Q19 매출 대비 25.4%까지 상승했으나, 2Q20 23.4%로 안정화. 14년 단통법 이후 평균 수준
- 감가비는 지속적인 N/W 투자로 증가 중. 매출대비 비중은 2Q20 19.7%로, 4Q13 16.5%를 저점으로 상승 중
- 무선 ARPU는 30.5천원(-2% yoy, -1% qoq). IoT 회선 증가에 따른 영향임을 감안해도, 3Q15 이후 지속적인 하락은 우려사항
- LTE와 5G에서 사용 중인 화웨이 장비를 철거할 가능성은 거의 없지만, 추가 도입 가능 여부는 지속적으로 주가에 불확실성으로 작용할 것으로 전망

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20		2Q20			3Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,200	3,287	3,395	3,273	2.3	-0.4	3,369	3,396	4.7	3.8
영업이익	149	220	213	240	61.4	9.1	212	213	36.7	-11.1
순이익	99	145	137	152	54.7	5.1	139	134	28.2	-12.1

자료: LG유플러스, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	11,726	12,382	13,435	14,286	14,718
영업이익	741	686	881	1,062	1,128
세전순이익	658	574	754	943	1,010
총당기순이익	482	439	569	717	768
지배지분순이익	482	439	555	699	749
EPS	1,103	1,005	1,270	1,601	1,714
PER	16.0	14.1	9.1	7.2	6.8
BPS	15,696	16,218	17,088	18,289	19,503
PBR	1.1	0.9	0.7	0.6	0.6
ROE	8.0	6.3	7.6	9.1	9.1

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

# 제이콘텐트리 (036420)

김화재

hojae.kim@daishin.com  
투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**50,000**

유지

현재주가

**29,300**

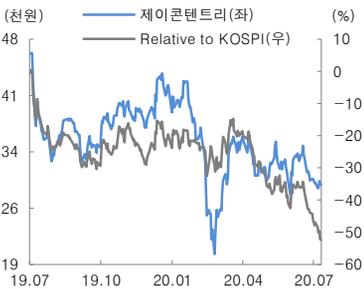
(20.08.07)

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2351.67
시가총액	480십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	82십억원
52주 최고/최저	43,550원 / 20,350원
120일 평균거래대금	55억원
외국인지분율	4.27%
주요주주	중앙홀딩스 외 2 인 41.37% 국민연금공단 11.86%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.8	-15.6	-25.4	-25.8
상대수익률	-17.9	-30.8	-29.8	-39.8



# 부부의 세계는 화끈해

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 50,000원 유지

- 21E EPS 1,881원에 PER 25배 적용(최근 5년 평균 대비 10% 할증 적용)

2Q20 Review: 방송의 고성장 확인. 극장도 저점 확인

- 매출 763억원(-42% yoy, -26% qoq), OP -142억원(적전 yoy, 적지 qoq)
- 순이익 -230억원. 메가박스 주식에 대한 파생상품평가손실 137억원 반영. 17년 외주 투자자 유치 당시의 가치와 코로나 영향을 반영한 2Q20 기준의 가치의 차이에 기인. 21년 실적 정상화되면서 평가손실 환입 전망
- 방송. 매출 552억원(+14% yoy, +7% qoq), OP 91억원(+783% yoy, 흑전 qoq). 방송 OP는 역대 최고, OPM 역시 16.4%로 역대 최고
- 희망찬 청춘들의 모습을 통해 코로나 우울증을 극복시켜준 <이태원 클라쓰>는 최고 시청률 16.5% 달성. 1Q에서 이연된 수익 포함 80억원의 이익 기여
- 28.4%로 비지상파 역대 최고 시청률을 기록한 <부부의 세계>는 25억원 기여. 기획/투자/제작/유통까지 드라마의 모든 밸류체인을 다루게 될 JCon의 스튜디오 자회사가 단독 제작. 메가 히트에 힘입어 BBC 원작임에도 불구하고 종영 직후 넷플릭스에 추가 유통된 이례적인 작품. 3Q에도 30억원 수준 기여 전망
- 극장. 매출 126억원(-85% yoy, -70% qoq), OP -223억원(적전 yoy, 적지 qoq). 코로나로 관객수 88% 감소에 따른 실적 부진. 부진한 실적은 여기까지만
- 6월부터 개봉작 등장하면서 극장 빠르게 회복 중. 8월 관객수는 19년의 88%

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20			3Q20				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	131	103	102	76	-41.8	-26.0	99	135	-5.6	77.1
영업이익	16	-16	-5	-14	적전	적지	-7	9	-40.4	흑전
순이익	7	-14	-6	-16	적전	적지	-5	4	-4.0	흑전

자료: 제이콘텐트리, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	511	554	438	578	635
영업이익	35	35	-8	58	69
세전순이익	34	21	-33	56	65
총당기순이익	26	11	-28	42	49
자배분순이익	18	1	-27	31	36
EPS	1,448	78	-1,656	1,881	2,195
PER	30.8	494.4	NA	15.6	13.3
BPS	26,448	22,129	18,866	20,323	21,727
PBR	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3
ROE	7.4	0.3	-8.5	9.7	10.4

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

CJ CGV  
(079160)

김화재

hojae.kim@daishin.com  
투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**29,000**

유지

현재주가

**18,800**

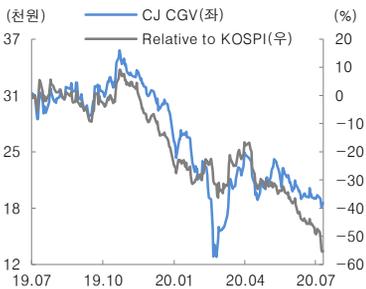
(20.08.07)

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2351.67
시가총액	660십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	18십억원
52주 최고/최저	35,739원 / 12,835원
120일 평균거래대금	72억원
외국인지분율	5.36%
주요주주	CJ 외 1 인 38.41%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.5	-19.4	-28.5	-37.0
상대수익률	-13.9	-33.9	-32.8	-48.8



# 이제 부진에서 구하소서

투자의견 매수(Buy), 목표주가 29,000원 유지

- 본사, 터키, 동남아 SPC, 4DX 합산한 SOTP 방식 적용

2Q20 Review: 바닥까지 확인한 실적. 이제는 가파르게 올라갈 일만

- 매출 416억원(-91% yoy, -83% qoq), OP -1.3천억원(적전 yoy, 적지 qoq)
- 코로나로 관객수 88% 감소에 따른 실적 부진. 부진한 실적은 여기까지만
- 한국. 6월부터 <#살아있다>, <반도>, <강철비2>, <다만 악에서 구하소서> 등 개봉작 등장하면서 관객수는 빠르게 반등 중. 8/5 <다만 악에서 구하소서> 개봉일 관객수는 45만명으로 19년 평일 평균의 87%, 19년 수요일 평균의 106% 달성
- 중국. 7/20부터 139개중 104개 영업 재개. 임차료 등 약 50% 감면 추진
- 베트남. 5/9부터 84개 중 70개 운영 중. 터키도 8/7부터 영업 재개
- 코로나 상황을 계기로 운영 효율화를 추진하며 고정비 약 30% 절감. 개봉작이 등장하면서 매출이 정상화되는 과정에서 이익은 더 크게 증가할 것으로 전망
- OP 19년 1.2천억원, 역대 최고 실적. 20E -1.3천억원, 21E 1천억원

2.2천억원 유상증자 후 재무구조 개선

- 구주주 청약 99.4%, 실권주에는 모집액 대비 1,500배인 1.8조원 매수 주문
- 유증 후 부채비율은 '19 653%에서 576%로, 리스부채 제외시는 227%로 개선
- 터키 TRS는 대부분 평가손실로 반영해서 추가로 손익에 영향 주지 않을 것. 21.4월 만기 예정이지만, roll over 추진 중이고 가능성 높음

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20			3Q20				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	482	243	135	42	-91.4	-82.9	150	333	-33.0	701.2
영업이익	23	-72	-74	-131	적전	적지	-82	27	-12.5	흑전
순이익	-9	-96	-76	-143	적지	적지	-103	0	-92.2	흑전

자료: CJ CGV, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,769	1,942	1,055	1,775	1,908
영업이익	78	122	-134	101	129
세전순이익	-210	-229	-283	3	38
총당기순이익	-189	-239	-282	3	29
자배분순이익	-141	-153	-230	2	23
EPS	-5,858	-6,358	-8,148	87	962
PER	NA	NA	NA	216.5	19.5
BPS	10,815	11,261	9,273	10,979	11,941
PBR	3.4	2.8	2.0	1.7	1.6
ROE	-49.6	-57.6	-86.4	0.8	8.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출  
자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

# LG 헬로비전 (037560)

김희재

hojae.kim@daishin.com  
투자의견

## Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

5,900

유지

현재주가

4,015

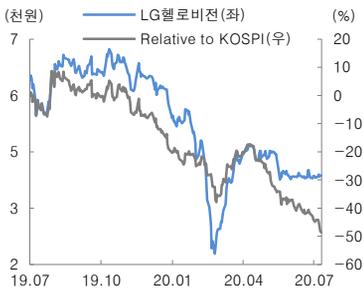
(20.08.07)

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2351.67
시가총액	311십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	194십억원
52주 최고/최저	6,600원 / 2,420원
120일 평균거래대금	10억원
외국인지분율	10.08%
주요주주	LG유플러스 50.00% SK텔레콤 8.61%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.8	-13.5	-22.0	-25.0
상대수익률	-7.3	-29.0	-26.7	-39.1



# 아직 시너지가 아쉽다

투자의견 시장수익률, 목표주가 5,900원 유지

- 12M FWD EPS 333원에 PER 18배(최근 5년 하단 평균) 적용

2Q20 Review: 아직 시너지가 나타나기에는 이른 시점

- 매출 2.7천억원(-5% yoy, +4% qoq), OP 95억원(-1% yoy, +27% qoq)
- 전반적으로 가입자와 ARPU 모두 감소 추세
- 방송. 가입자 415만명(-5만명 yoy, +12명 qoq). ARPU 7.2천원(-2% yoy, -3% qoq). 방송 중 아날로그 ARPU 2.5천원(-6% yoy, -3% qoq), 디지털 ARPU 9.4천원(-1% yoy, -3% qoq). 가입자, ARPU 모두 감소 추세
- MVNO. 가입자 63만명(-13만명 yoy, -3만명 qoq). LTE 비중은 75.8%로 꾸준히 증가. ARPU 21.8천원(-5% yoy, -1% qoq). 가입자, ARPU 모두 감소 추세
- 인터넷. 가입자 76만명(-1.7만명 yoy, +0.2만명 qoq). ARPU 11.4천원(+5% yoy, +2% qoq). 가입자는 감소 추세. ARPU는 반등
- 가입자와 ARPU 부진이 지속되면서 2Q 이익은 2분기 기준 최저 실적 달성

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20			3Q20				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	285	259	288	270	-5.4	4.3	274	286	4.4	5.7
영업이익	10	7	11	10	-1.4	27.3	10	9	130.9	-2.1
순이익	4	4	5	6	38.5	36.7	4	4	흑전	-31.0

자료: LG헬로비전, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,178	1,112	1,087	1,118	1,119
영업이익	67	29	44	62	71
세전순이익	51	-91	31	37	46
총당기순이익	39	-94	23	27	34
지배지분순이익	39	-94	23	27	34
EPS	505	-1,217	294	352	439
PER	18.1	NA	13.7	11.4	9.1
BPS	13,593	12,283	12,502	12,780	13,094
PBR	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE	3.8	-9.4	2.4	2.8	3.4

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

# 오리온 (271560)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **150,000**  
유지

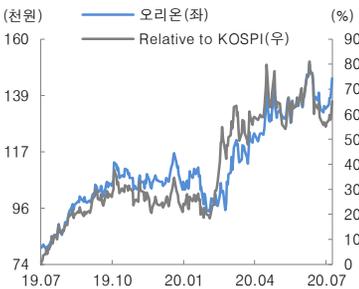
현재주가 **145,000**  
(20.08.07)

음식료업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2351.67
시가총액	5,733십억원
시가총액비중	0.42%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	150,500원 / 78,500원
120일 평균거래대금	162억원
외국인지분율	44.02%
주요주주	오리온홀딩스 외 6 인 43.80% 국민연금공단 7.05%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.3	16.9	33.6	84.7
상대수익률	-8.3	-4.1	25.7	50.0



## 대세의 하반기 숨 고르기

투자의견 매수, 목표주가 150,000원 유지

### 기대치에 부합한 2분기

- 2020년 2분기 오리온의 연결 기준 매출액은 5,151억원(+17% yoy, -5% qoq), 영업이익은 862억원(+71% yoy, -11% qoq)으로 컨센서스 영업이익 810억원은 상회하였으나, 종전 대신증권 추정 영업이익 910억원은 하회
- 현지 통화 기준 2분기 국가별 매출액 성장률은 한국/중국/베트남/러시아 +4% yoy/+28%/+15%/+29% 기록(원화 기준 성장률은 표1 참고), 카테고리별로는 스낵, 파이 부문의 강세가 두드러졌음
- 국가별 영업이익률은 16%(+1%p yoy)/17%(+8%p)/17%(+8%p)/20%(+8%p). 중국에서의 일회성 이익 40억원 감안 시 중국 영업이익률은 15%(+6%p). 이미 평균 수준 이상의 높은 수익성을 유지 중에 있었던 한국 제외 대부분의 국가에서 큰 폭의 이익 개선. 수익성 개선은 판매량 증가에 따른 레버리지 효과, 영업 인력 효율화가 주요했음

### 상반기보다 인상적일 수 없지만

- 2020년 하반기 연결 매출액은 1조 1,631억원(+7% yoy), 영업이익은 2,099억원(+5% yoy) 추정. 1) 3분기 기저 부담, 2) 원화 대비 루블 환율 평가 절하, 3) 4분기 캘린더 이슈로 전년비 춘절 영향 축소로 상반기 대비 하반기 성장률은 둔화될 전망이나
- 한국에서의 점유율 확대, 중국에서의 점유율 회복 및 베트남, 러시아에서의 제품 라인업 확장, 연말 인도 법인 생산 라인 가동 등으로 장기 성장 추세에는 흔들림이 없을 것으로 기대

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20		3Q20					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	439	540	517	515	17.3	-4.6	502	584	10.1	13.3
영업이익	50	97	91	86	71.0	-11.2	81	113	11.0	31.0
순이익	36	73	78	64	76.2	-12.6	57	70	2.8	9.0

자료: 오리온 FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,927	2,023	2,218	2,318	2,471
영업이익	282	328	393	400	433
세전순이익	275	308	403	395	431
총당기순이익	143	220	286	281	306
지배지분순이익	140	216	280	274	299
EPS	3,538	5,454	7,079	6,944	7,572
PER	33.9	19.3	20.5	20.9	19.1
BPS	35,553	41,042	43,895	50,187	57,058
PBR	3.4	2.6	3.3	2.9	2.5
ROE	10.3	14.2	16.7	14.8	14.1

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

# Western Digital (WDC)

이수빈 subin.lee@daishin.com

투자이견 **N/R**

목표주가 **N/R**

현재주가 (20.08.07) **37.0**

반도체업종

## 9월분기 가이던스 부진

### FY20Q4(6월분기) 실적 컨센서스 부합

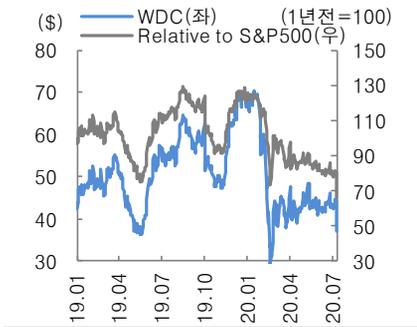
- 매출액 42.9억달러(+3% Q/Q, +18% Y/Y), 매출총이익률 28.9%, EPS \$1.23 기록하며 컨센서스와 가이던스 부합
- NAND ASP +1%, B/G +8% (삼성전자 -2%/+6%, SK하이닉스 +5%/+8%)로 경쟁사대비 B/G 상회, ASP 하회. ASP가 낮은 이유는 모바일 비중이 낮고, 리테일 비중이 20% 이상으로 크기 때문
- NAND 매출총이익률은 30.5%로 ASP 증가율이 제한적임에도 불구하고 전분기 대비 4%p 증가. 원가 절감에 기인. 3D NAND 96단(BiCs4) 비중은 60%, 6월분기 첫 출하 시작한 112단(BiCS5) 수율도 정상 수준 확보
- 엔터프라이즈 SSD 출하량 전분기대비 70% 증가, 매출 비중 10% 이상 차지
- HDD는 코로나19영향으로 가동률 하락/물류 비용 발생하며 전분기대비 매출 3% 하락, 매출총이익률 3%p 하락

### 하반기 NAND 공급량 증가하며 가격 한자리수 후반 하락 예상

- 9월분기 매출 가이던스로 전분기대비 11% 하락한 38억달러 제시하며 컨센서스를 큰 폭으로 하회. 매출총이익률도 26%로 전분기대비 3%p 하락
- 9월분기 부진은 NAND 가격 하락과 클라우드 고객사의 재고소진, 엔터프라이즈 고객사의 투자지연 때문. 동사의 모바일향 매출 비중은 낮으나, 스마트폰 부진이 컴퓨팅 산업 빛 공급량에 영향을 미치며 간접적으로 피해를 입는 중
- 추가로 Kioxia와 합작 설립한 K1 팹에서 현재 장비 설치 중이라고 언급. 이에 따라 9월분기 K1 팹 관련 비용은 8천만달러로 전분기대비 2천만달러 증가 예상. K1 생산라인의 디자인캐파는 약 80~100K/월로 파악됨. 3월분기부터 초기 가동 시작했으며 9월분기까지는 장비 셋업 중
- 삼성전자의 시안 2기 증설물량 램프업과 평택 1기의 128단 전환, SK하이닉스의 M15라인 128단 전환, 중국 YMTC의 설비투자 등을 고려하면 NAND 공급량은 하반기 증가하며 가격 하락을 견인할 전망
- HDD 부문 또한 코로나19 관련 생산/물류 비용은 6월분기에 이어 9월분기에도 발생할 것으로 예상. 다행히도 리테일 제품 수요는 락다운 영향이 완화되며 6월부터 회복되는 중
- 동사의 현 주가는 12개월 Fwd. EPS, BPS 대비 각각 9.5배, 1.2배로 적정수준

기업명	Western Digital Corp
회계마감월	6월
거래소국가	US
거래시장	NASDAQ
시가총액(십억USD)	11.1
시가총액(조원)	13.2
발행주식수(백만주)	298.2
52주 최고가/최저가	72.0/27.4

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.2	-8.2	-45.7	-30.4
상대수익률	-18.5	-25.8	-45.8	-46.6



### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 백만달러, 달러, %)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	19,093	20,647	16,569	16,736	15,697
영업이익	3,932	5,415	2,024	1,522	1,547
총당기순이익	4,523	1,429	914	982	0
EPS	9.2	14.7	4.8	3.0	3.4
PER	8.7	2.5	13.1	12.2	11.0
BPS	39.6	38.8	34.1	31.8	29.9
PBR	1.7	1.0	2.0	1.2	1.2
ROE	24.1	39.4	13.3	9.9	10.5

자료: Western Digital, Thomson Reuters, 대신증권 Research Center

# Lam Research (LRCX)

이수빈 subin.lee@daishin.com

투자이견 **N/R**

목표주가 **N/R**

현재주가 **372.4**  
(20.08.07)

반도체업종

## 중국 반도체 투자 증가로 하반기 가이던스 상향

### FY20Q4(6월분기) 실적 컨센서스 상회

- 매출액 27.9억달러(+12% Q/Q, +18% Y/Y) 매출총이익률 46.1%, EPS \$4.78 기록하며 컨센서스와 가이던스 상회
- 3분기 가이던스 매출 31.0억달러, EPS \$5.15 제시하며 컨센서스 큰 폭 상회. 메모리 전공정 설비투자가 지연되고 있는데도 불구하고 가이던스를 상향조정했다는 점은 서프라이즈
- 코로나19로 인해 발생한 서플라이 이슈는 상당부분 해결되어 분기 30억달러 이상 매출을 달성할 수 있는 여력 보유

### 20년 중국 반도체장비 투자금액을 100억달러로 직전 상향 조정

- 동사는 중국 반도체 장비 투자금액 가이던스를 19년 60억달러에서 지난 1월 80~90억달러로 상향 조정했음. 추가로 이번 실적발표에서 100억달러로 한 번 더 상향 조정
- 글로벌 전공정 장비 투자금액(WFE)도 500억달러 중후반으로 상향 조정. 확대 되는 시장에서 점유율 확대 전망
- 미중무역분쟁으로 중국의 반도체 내재화 의지는 더욱 강해지고 빨라지는 것으로 판단. 특히, 파운드리와 NAND에서 큰 폭으로 증가. 향후 미국 정부의 추가 제재를 대비하기 위한 풀인 수요는 아니라고 밝혔음
- 최근에 동사는 정부관계책임자(Head of government affairs)로 미 상무부 수출 담당 출신의 인사를 영입. 미중무역분쟁 대응능력을 강화했음

### NAND 투자 증가는 동사 실적에 긍정적

- 동사의 NAND 사업부문(NVME) 매출 비중은 직전 3년 평균 약 52%
- 중국에서 NAND 투자를 공격적으로 하고 있고, 한국 반도체사도 NAND 투자를 앞당기고 있다는 점을 감안하면 동사에게 유리한 상황
- 서비스/파츠 사업부문(CSBG) 비중 34% 기록. 전분기대비 8% 성장. 타사 대비 서비스 사업부문의 비중이 높다는 점도 긍정적
- 동사 현 주가는 12개월 Forward EPS, BPS 대비 각각 15.0배, 4.9배로 과거 평균 수준

### 영업실적 및 주요 투자지표

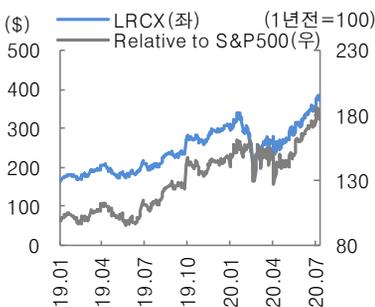
(단위: 백만달러, 달러, %)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	8,014	11,077	9,654	10,045	12,446
영업이익	2,084	3,374	2,603	2,722	3,646
총당기순이익	1,801	3,199	2,327	2,376	3,084
EPS	10.0	17.9	14.6	15.2	21.0
PER	18.4	7.6	20.1	24.6	17.7
BPS	42.0	40.2	30.7	33.5	46.1
PBR	3.6	3.4	7.4	11.1	8.1
ROE	28.3	48.0	41.6	48.3	49.5

자료: Lam Research Corp, Thomson Reuters, 대신증권 Research Center

기업명	Lam Research Corp
회계마감월	6월
거래소국가	US
거래시장	NASDAQ
시가총액(십억USD)	54.1
시가총액(조원)	64.3
발행주식수(백만주)	144.7
52주 최고가/최저가	387.7/181.4

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.6	50.4	18.1	89.6
상대수익률	7.0	34.1	17.4	73.4



# Advanced Micro Devices (AMD)

이슈빈 subin.lee@daishin.com

투자이견

N/R

목표주가

N/R

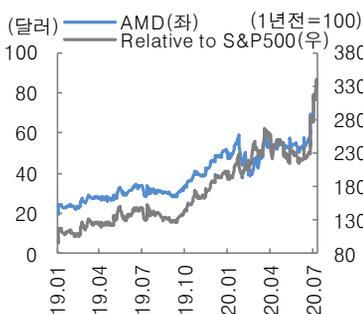
현재주가  
(20.08.07)

84.9

반도체업종

기업명	Advanced Micro Devices Inc
회계마감월	12월
거래소국가	US
거래시장	NASDAQ
시가총액(십억USD)	99.6
시가총액(조원)	118.4
발행주식수(백만주)	1,167.1
52주 최고가/최저가	87.7/27.3

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



## 하반기 모든 사업부문에서 좋다

### 2분기 실적 컨센서스 부합. 예상했던 결과

- 매출액 19.3억달러(+8% Q/Q, +26% Y/Y) 매출총이익률 44%, EPS \$0.18 기록하며 컨센서스 부합

### 하반기 전방 산업 부진과 상관없이 점유율 확대를 계속 좋다

- 3분기 가이던스 매출 25.5억달러(+32% Q/Q, +42% Y/Y)로 컨센서스 상회, 매출총이익률 44%로 컨센서스 소폭 하회. 게임컨솔 비중 증가로 매출 증가에도 불구하고 이익률은 유지. 연간 가이던스 상향 조정. 모든 산업 및 제품 부문에서 하반기에 대한 긍정적인 가이던스 제시
- PC CPU부문의 경우 노트북 CPU 출하량은 하반기에도 견조할 전망. 11개 분기 연속으로 시장점유율은 증가. 아직까지는 컨슈머 PC향 제품 비중이 높으나, 커머셜 PC향으로 침투율 증가 중. 데스크탑 CPU 실적은 2분기에는 감소했으나, 하이엔드 제품 믹스 증가로 ASP는 개선
- PC GPU도 데스크탑향은 부진한 반면, 노트북향은 견조한 실적 기록. 데스크탑 GPU 채널사의 셀아웃 판매량이 급증한만큼 하반기에 증가 기대. 신제품 RDNA2 4분기 출시 예정
- 서버 CPU도 하반기에도 상반기대비 출하량 증가 전망. 클라우드사의 재고소진 우려에도 불구하고, 동사의 시장점유율 확대되며 견조한 실적 지속될 전망. 엔터프라이즈 고객사향으로도 OEM사와 협력 지속하여 동사 제품 채택률 증가 중. 신제품 서버 CPU Zen3 밀란(Milan) 연말 선적 예정
- 아직까지 데이터센터향 GPU 매출은 미미하나 21년 확대 기대. 3분기부터는 PS5, Xbox 시리즈 X 게임컨솔 출시를 위한 GPU 매출 발생 예상
- 동사는 증가하는 수요에 대응하기 위해 연초대비 하반기 7나노 생산캐파(TSMC)를 확대. 파운드리사와의 협력을 계속해서 강화해나갈 계획이나 현재 7나노 파운드리 공급은 타이트(tight)하다고 언급
- 현 주가는 FY20년 EPS기준 77.5배, 21년 기준 51.7배. 동사의 시가총액은 인텔의 49% 수준으로 밸류에이션 부담 존재. 그럼에도 불구하고, 동사의 변함 없는 성장성을 제한하는 요인은 당분간 없다고 판단하며 긍정적인 시각 유지

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 백만달러, 달러, %)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	5,253	6,475	6,731	8,912	10,921
영업이익	301	633	840	1,438	2,197
총당기준이익	179	514	756	1,346	2,065
EPS	0.2	0.5	0.6	1.1	1.6
PER	60.5	40.1	71.7	77.5	51.7
BPS	0.6	1.3	2.6	3.3	4.8
PBR	19.9	17.5	21.9	25.9	17.5
ROE	34.9	54.8	36.9	32.6	37.0

자료: Advanced Micro Devices, Thomson Reuters, 대신증권 Research Center

# NHN (181710)

이민아

mina.lee@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**100,000**

유지

현재주가

**82,300**

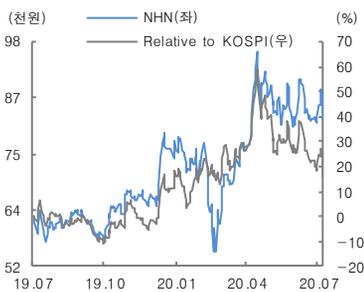
(20.08.07)

디지털컨텐츠업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2351.67
시가총액	1,610십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	10십억원
52주 최고/최저	95,900원 / 54,900원
120일 평균거래대금	119억원
외국인지분율	11.39%
주요주주	이준호 외 18 인 47.66% 국민연금공단 10.27%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.3	1.0	8.7	36.7
상대수익률	-12.8	-17.2	2.3	11.0



## 완만한 주가 상승 전망

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 10만원 유지

- 게임 부문 가치 8,717억원(Target PER 8.6배), 페이코 적정가치 7,350억원에 지분율 68%, 투자자산 가치 5,810억원(장부가 기준)을 합산하여 목표주가 산출
- 웹보드 게임 규제 완화 효과 확인. 코로나 영향이 컸던 커머스, 콘텐츠 부문 매출은 소폭이나마 회복세. 하반기로 갈수록 코로나 영향권에서 점차 벗어날 것으로 전망되고, 신규 게임 출시로 인한 모바일 게임 매출 증가도 기대됨
- 주가는 점진적인 실적 회복에 따른 완만한 우상향세 전망

### 컨센서스 소폭 하회했지만 무난했던 실적

- 2분기 매출액 4,051억원(YoY 11%, QoQ 3%), 영업이익 265억원(YoY 4%, QoQ -7%) 기록. 영업이익 컨센서스 294억원 소폭 하회
- 기대했던 대로 웹보드 게임 매출은 규제 완화 효과 발생. 반면 디즈니 츠무츠큐 등 기존 모바일 게임은 프로모션 취소 영향으로 매출 감소. 결과적으로 게임 매출은 전분기와 유사한 수준 기록
- 하반기에는 용비불패M, 크리티컬옵스, 디즈니 츠무츠큐 스타디움, 스포츠 승부 예상 게임 등 다수의 신작 출시 예정. 흥행 시 실적 개선 기대
- 성수기 진입으로 결제/광고 매출 YoY 19%, QoQ 4%, 기술 매출 YoY 32%, QoQ 8% 성장
- 코로나 영향이 컸던 커머스, 콘텐츠 부문은 각각 전분기대비 5%, 1% 성장하며 소폭이나마 회복. 하반기에는 코로나 영향 더욱 벗어나며 실적 회복 속도 높아질 것으로 전망
- 페이코 거래대금 1.7조원(YoY 26%) 기록. 오프라인 거래 비중은 12%로 증가. 점진적인 거래대금 증가와 함께 하반기 마이데이터 등 금융 서비스 확대 기대

(단위: 십억원 %)

구분	1Q19	4Q19	2Q20(F)					3Q20		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	366	395	413	405	10.6	2.7	403	413	17.4	1.9
영업이익	25	28	29	26	4.0	-6.6	29	27	21.1	0.8
순이익	10	18	18	17	76.8	-5.8	20	18	-32.5	0.7

자료: NHN, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,265	1,489	1,647	1,830	2,075
영업이익	69	87	115	123	146
세전순이익	154	66	129	130	154
총당기순이익	105	23	84	98	115
자배지분순이익	89	11	67	78	92
EPS	4,567	567	3,448	3,998	4,711
PER	12.5	117.7	23.9	20.6	17.5
BPS	80,873	81,428	84,863	88,848	93,546
PBR	0.7	0.8	1.0	0.9	0.9
ROE	5.8	0.7	4.1	4.6	5.2

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