

Morning Meeting Brief

글로벌 ETF

ETF로 바라본 시장 심리. Buffer ETF는 미국 증시 하락을 염두에 두고 있다

- 8월 첫째 주, S&P 500 하락 시 -10%(약 3,004.0p)까지 완충해주는 Buffer ETF FFEB가 자금유입 상위에 위치
- Buffer ETF로의 자금 유입은 다수의 시장참여자가 증시 하락을 염두에 두고 변동성 헷지를 시도하는 것으로 해석. 다만, -30%(약 2,336.4p)까지 완충해주는 DFEB에서는 자금이 유출된 것을 감안하면 하락폭은 10% 내외로 판단하는 투자자가 다수
- Buffer ETF는 증시 하락 완충뿐만 아니라 상승 시 양의 수익률도 제한적으로 가져갈 수 있어 상승에 대한 기대도 남아있는 상태로 판단
- 현 시점 S&P 500 변동성 헷지를 위해 사용할 수 있는 Buffer ETF는 FFEB(수익률 상단: +10.75, 완충범위: -10.00%), DFEB(수익률 상단: +7.5%, 완충범위: -5.0~-30.0%)

문남중. namjoong.moon@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Issue Comment] 게임, 던파 트레이일러: 던전앤파이터 모바일 프리뷰

- 넥슨의 신작, '던전앤파이터 모바일'이 퍼블리셔 텐센트를 통해 중국 현지 출시될 예정. 출시 일정은 기존 8/12에서 연기되었으나, 근시일 내 출시 가능할 것으로 전망
- 흥행 성공 시 일매출 최소 50억원 이상 전망. 사전 예약자 수 무려 6,000만명에 달하는 만큼 '던파 모바일'의 흥행 가능성은 높다고 판단
- 중국 관련 게임주 기대감 높아질 전망

이민아. mina.lee@daishin.com

[2Q20 Review] 한화솔루션 : 성장주로 재평가

- 투자이건 매수 유지, 목표주가 40,000원으로 29% 상향
- 태양광 사업부에 대한 Valuation 프리미엄 적용이 필요: 1) 주요국 친환경 정책에 따른 글로벌 수요 확대, 2) 다운스트림 확장을 통한 성장성 모색 등 때문
- 2Q20 영업이익 1,285억원(-23% QoQ)으로 컨센서스(1,012억원) 상회: 케미칼(OP 928억원, +45.9% QoQ vs. 당사 추정 642억원)과 태양광(OP 524억원, -49.9% QoQ vs. 당사 438억원) 사업부 모두 예상치를 상회

한상원. sangwon.har@daishin.com

[2Q20 Review] 한화에어로스페이스 : 방산 수출이 실적 견인

- 투자이건 매수(BUY) 유지, 목표주가 33,000원으로 상향(기존 30,000원, +10.0%)
- 매출액 1조 1,927억원(-14% yoy), 영업이익 702억원(-10% yoy). 컨센서스 대비 매출액 -11%, 영업이익 +42% 상회하는 서프라이즈
- 영업이익은 고마진 제품, 비용절감 등으로 54억원(-28% yoy)으로 선방
- GTF엔진 판매 감소에 따른 RSP비용 하락. 연간 약 200억 절감 전망. 군수엔진, 디펜스는 안정적, 항공엔진은 주춤, CCTV 외 민수는 성장

이동현. dongheon.lee@daishin.com

[2Q20 Review] CJ 제일제당: 양도 많고 질도 좋다

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 600,000원으로 상향 조정(+22%)
- 2Q20 연결 영업이익은 3,849억원(+120% yoy, +40% qoq)으로 컨센서스 영업이익 2,610억원을 상회
- 부문별로는 [국내 가공] HMR 매출액은 +20% yoy, HMR 외 매출액은 -2% yoy 기록하였으나 동일 기준 적용 시 +6% yoy 추정. [해외 가공] 슈완스 외 해외 법인 매출액은 +45% yoy, 슈완스 매출액은 +19% yoy으로 기대치 상회. 이에 가공식품 영업이익률은 +4%p yoy로 영업이익 +203% yoy 추정. [바이오] Feed&Care 영업이익은 643억원(+721억원 yoy), 바이오 영업이익은 1,109억원(+87% yoy)으로 기대치 상회
- 물류 부문 제외 하반기 매출액은 +7% yoy, 영업이익은 +34% yoy 추정. 상반기 매출액 성장률 +16% yoy, 영업이익 증가율 +110% yoy에는 못 미치는 수준이나 1) 상반기 대비 판촉비 증가, 2) 베트남 돈가 안정화, 3) 사료첨가제 경쟁 강도 상승 등을 보수적으로 반영

한유정. yujung.han@daishin.com

[2Q20 Review] 네오위즈: 매출 다변화에 따른 밸류에이션 리레이팅 전망

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 44,000원으로 48% 상향
- 국내외 매출 모두 견조한 성장. 하반기 다수 라인업 출시 대기
- 2분기 매출액 722억원(YoY 20%, QoQ 9%), 영업이익 178억원(YoY 94%, QoQ 31%) 기록. 매출액, 영업이익 컨센서스 크게 상회

이민아. mina.lee@daishin.com

[2Q20 Review] 컴투스: 신작 출시 지연, 단단한 실적이 뒷받침

- 투자의견 매수, 목표주가 160,000원 유지
- 2Q20 Reivew: 역대 최고 매출 달성. 서머너즈워 저력 확인
- 서머너즈워: 백년전쟁, 11월 글로벌 CBT 이후 21년 2월 출시 예정

이민아. mina.lee@daishin.com

[2Q20 Review] 한섬: 3분기부터 매출 성장, 영업이익 증가세 전환 예상

- 투자의견 BUY, 목표주가 42,000원 유지
- 2Q20 Review: 온라인 채널 성장으로 마진 방어
- 3분기 오프라인 매출 개선세 고무적, 온라인 고성장세도 지속

유정현. junghyun.yu@daishin.com

[2Q20 Review] F&F: 중국 현지 영업 본격 kick off

- 투자의견 BUY, 목표주가 116,000원 유지
- 2Q20 Review: 면세점 매출 부진으로 영업이익 감소
- 중국내 총판 출점, 3분기 하이난 면세점 출점 등 본격 현지 영업 기대

유정현. junghyun.yu@daishin.com

[2Q20 Review] 이노션: 브랜드 런칭은 계속된다

- 투자의견 매수, 목표주가 74,000원 유지
- 2Q20 Review: 하반기는 미주 중심으로 실적 개선 전망. GP 1,3천억원(+4% yoy, -10% qoq), OP 160억원(-45% yoy, -42% qoq)
- 브랜드 런칭은 계속된다. 하반기 제네시스 독립 브랜드 마케팅, 현대차 아이오닉 마케팅, 기아차 C변경 등의 마케팅 강화 계획

김희재. hoijae.kim@daishin.com

[2Q20 Review] 비온드미트: 2Q 아쉬운 일회성, 하반기 흑전 기대

- 2분기 매출액 1,1억달러(+68.5% YoY, +16.8% QoQ), 영업이익 -817만달러(적전 YoY, 적전 QoQ) 기록
- 2분기 코로나19로 인한 비용 부담 (리퍼키징비용 590만달러, 기부금 160만달러) 심화되며 수익성 둔화
- 하반기 흑전, 2020년 연간 컨센서스 영업이익 836만달러 기대
- 하반기 중국 수출 확대 기대. 글로벌 대체육 소비(50억달러 규모)의 25%가 중국 수요인 만큼 향후 해외 진출에 따른 성장 여력 높음
- 코로나19 반사 수혜, 육류 시장 침투 가속화 전망

한경래. kyungrae.han@daishin.com

글로벌 ETF

문남중 namjoong.moon@daishin.com
조재운 jaeun.jo@daishin.com

ETF로 바라본 시장 심리 Buffer ETF는 미국 증시 하락을 염두에 두고 있다

미국 경제 회복 속도 둔화 우려, 증시 밸류에이션 상승으로 Buffer ETF에 자금 유입

- 미국 코로나19 일일 확진자수는 여전히 5만명 수준이며 미중 갈등은 심화되고 있다. 7월들어 경제 회복속도 둔화조짐이 나타나는 가운데 주가는 상승을 지속하며 밸류에이션 우려를 자아내고 있다. 이를 반영하는 듯 지난 주 ETF 펀드플로우 상위 종목으로 Buffer ETF인 FT Cboe Vest U.S. Equity Buffer ETF - February(티커: FFEB, 이하)가 차지했다. Buffer ETF는 수익률 상단을 제한하는 대신 음의 수익률 일정부분을 완충(Buffer)해준다. 따라서 Buffer ETF로 자금유입은 시장의 하락을 염두에 둔 시장참여자들이 많아진 것으로 해석할 수 있다.

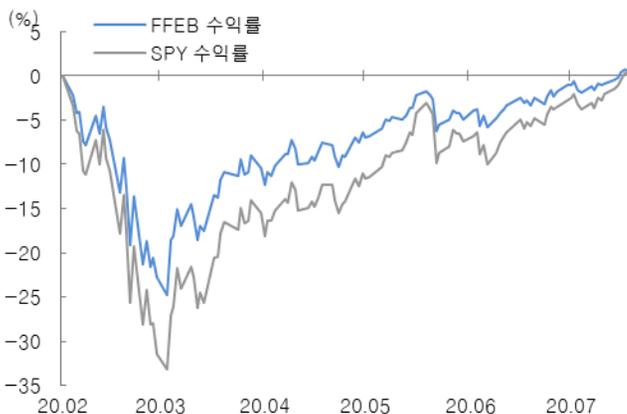
FFEB, DFEB 상품 구조 고려 시 투자자들은 -10% 내외 하락을 전망

- FFEB는 올해 2월 24일 설정된 ETF로 S&P 500을 추종하는 SPDR S&P 500 ETF Trust(SPY)를 기초자산으로한다. 2월 21일 종가(333.48)기준 향후 1년 동안 보유 시 수익률 상단을 +10.75%로 제한하고, 완충 범위를 -10.00%까지 제공한다. 이를 S&P500 지수로 환산하면 보수, 기타 비용으로 근소한 차이가 있겠지만 S&P 500의 범위는 3,004.0~3,696.6p가 된다.
- 따라서 지난 주 FFEB로의 자금 유입은 S&P 500 하락을 염두에 둔 시장참여자가 많아졌으며 이들은 하락 폭을 10% 내외로 생각하고 있음을 알 수 있다. 동일한 만기를 가졌지만 수익률 상단 7.5%, 완충범위 -5.00%~-30.0%를 제공하는 FT Cboe Vest U.S. Equity Deep Buffer ETF - February(티커: DFEB)에서는 자금이 유출됐기 때문에 10% 이상 하락을 예상하는 시장참여자는 많지 않다는 것 또한 알 수 있다.

현 시점 S&P 500 변동성 헷지에 활용할 수 있는 ETF는 FFEB(-10%), DFEB(-30%)

- Buffer ETF의 완충효과를 온전히 누리기 위해서는 만기까지 ETF를 보유하고 있어야 하지만 기초자산 가격 하락시 ETF 가격 하락폭이 작은 점을 이용하여 완충효과를 일부 누릴 수도 있다. 주의해야 할 점은 기초자산 가격의 상승 시에도 상승폭이 기초자산 대비 낮다는 점이다.
- 향후 S&P 500 지수의 변동성이 우려된다면 상기 언급한 FFEB, DFEB를 활용해 헷지할 수 있다. FFEB와 DFEB는 현재 기초자산 가격과 기준가격이 비슷해 효율이 높다. 두 ETF는 모두 SPY를 기초자산으로 한다. 차이점은 DFEB의 완충범위가 더 큰 대신 수익률 상단이 낮으며 처음 -5.0%까지는 완충이 안된다는 점이다.

Buffer ETF, 만기까지 보유하지 않아도 완충효과 발생



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

S&P 500으로 환산한 FFEB, DFEB 완충 범위



주: S&P500은 2월 21일 SPY가격, S&P 500 값을 기준으로 계산
자료: Refinitiv, First Trust, 대신증권 Research Center

게임

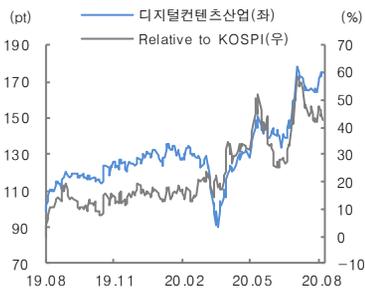
이민아
mina.lee@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.4	23.4	31.0	62.6
상대수익률	-8.7	0.6	20.9	32.0



Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
Nexon(3659.JP)	NR	-
웹젠	NR	-
네오위즈	Buy	27,000원
컴투스	Buy	160,000원

던파 트레이일러: 던전애파이터 모바일 프리뷰

던전애파이터 모바일, 지연되었으나 근시일 내 중국 출시 예정

- 넥슨의 신작 '던전애파이터 모바일(이하 던파 모바일)' 이 퍼블리셔 텐센트를 통해 중국 현지 출시될 예정. 출시 일정은 기존 8월 12일에서 연기되었으나, 근시일 내 출시 가능할 것으로 전망
- '던파 모바일' 의 사전 예약자 수는 현재까지 누적 6,000만명 수준으로 중국 역대 최고 수준의 사전 예약 모집
- 2Q20 기준 넥슨 매출의 30%는 중국에서 발생하고 있으며(2019년 기준으로는 45%), 중국 매출의 대부분은 '던전애파이터' PC 게임이 차지하고 있음
- 2Q20 기준 중국 매출은 192억엔(2,151억원), 2019년 기준 중국 매출은 1,122억엔(1.26조원) 기록. 연간 1조원이 넘는 매출이 '던전애파이터' PC를 통해 발생하고 있는 만큼 모바일 버전 출시에 대한 기대감이 점차 높아지고 있음

흥행 성공 시 일매출 최소 50억원 이상 전망

- 사전 예약자 수가 무려 6,000만명에 달하는 만큼 '던파 모바일' 의 흥행 가능성은 높다는 판단
- 현재 중국 iOS 1, 2위 게임은 텐센트의 AOS 게임 '왕자영요(王者荣耀)' 와 배틀로얄 FPS '화평정영(和平精英)'. 개별 게임의 매출을 정확히 추산하기는 어려우나, 1~2위 게임의 매출은 최소 50억원 이상에 달할 것으로 추정됨
- 이는 1) '왕자영요' 는 19년 2월 월매출 71억 위안(약 1.2조원, 일매출 약 430억원)을 달성한 경험이 있고 2) '화평정영' 은 출시 3일 만에 매출 1억 위안(약 172억원, 일매출 약 57억원)을 기록한 점을 참조하여 추정
- '던파 모바일' 의 매출은 초반 강세, 이후 하향 안정화 추세를 그리겠지만 평균적으로 약 50억원의 일매출이 발생한다고 가정 시 연간으로는 1.8조원의 매출 달성이 가능
- '던전애파이터' PC 게임이 지난 12년간 연평균 1조원 내외의 매출을 기록했던 것을 고려하면 상대적으로 유저 체류시간과 ARPU가 높은 '던파 모바일' 은 그 이상의 매출을 충분히 달성할 수 있다고 판단
- 엔씨소프트의 '리니지M' 매출이 '리니지' PC 게임 대비 약 3배 이상(2018년 기준)을 달성한 것도 동일한 논리를 뒷받침
- 넥슨의 2019년 매출액은 2,485억엔(2.8조원), 2020~2021년 매출액 컨센서스는 각각 2,892억엔(3.2조원), 3,211억엔(3.6조원) 수준. 컨센서스 상회 가능성 높다고 판단

중국 관련 게임주 기대감 높아질 전망

- '던파 모바일' 흥행 시 일본에 상장된 넥슨 주가는 물론이거니와 중국 현지에 게임 출시를 앞두고 있는 게임주들의 기대감 높아질 것
- 웹젠의 '뮤' IP를 활용한 모바일 MMORPG '전민기적2' 가 12월 10일 출시될 전망. 전작인 '전민기적' 의 흥행 성과를 고려하면 '전민기적2' 의 흥행 가능성도 높다고 판단되며, 출시 전 기대감이 주가에 선반영될 전망
- 네오위즈 역시 자사 '블레스' IP를 활용한 게임 '여신공복' 이 10월경(미정) 중국 시장 출시를 앞두고 있음. 주목 필요
- 나아가 전반적으로 게임 업체들에 대한 기대감도 높아질 수 있음. 하반기 '서머너즈워: 백년전쟁' 출시를 앞두고 있는 컴투스, 여전히 밸류에이션 부담 없어 출시 전 트레이딩으로 접근할 수 있다고 판단

한화솔루션 (009830)

한상원

sanwon.han@daishin.com
투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

40,000

상한

현재주가

32,050

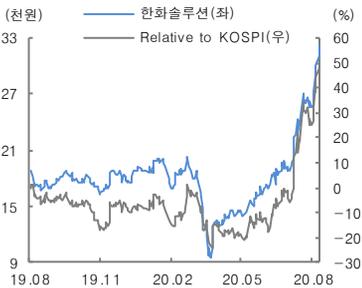
(20.08.11)

화학업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2418.67
시가총액	5,124십억원
시가총액비중	0.38%
지분급(보통주)	807십억원
52주 최고/최저	32,050원 / 9,410원
120일 평균거래대금	486억원
외국인지분율	19.82%
주요주주	한화 외 4 인 37.42% 국민연금공단 11.87%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	41.8	114.4	70.9	86.3
상대수익률	26.1	71.5	57.1	49.3



성장주로 재평가

투자의견 매수 유지, 목표주가 40,000원으로 29% 상향

- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출 vs. 2021F PER 13.1배, PBR 1.0배에 해당
- 목표주가 상향은 케미칼(수익 추정 변경)과 태양광(Peer Group Valuation 상승) 사업부의 가치가 각각 6천억원씩 상향 조정된 결과
- 태양광 사업부에 대한 Valuation 프리미엄 적용이 필요: 1) 주요국 친환경 정책에 따른 글로벌 수요 확대, 2) 다운스트림 확장을 통한 성장성 모색 등 때문
- 태양광 수요 확대 과정에서 성장성이 부각되며, 태양광 업체들의 Valuation 동반 상승과 함께 주가 상승이 나타날 가능성 높다고 판단
- 특히 한화솔루션의 경우 다운스트림 확장 과정에서 나타나는 사업 구조의 전환 (제조업; 셀/모듈 생산→서비스업; VPP 플랫폼)과 그린수소 사업 진출 등을 감안하면 향후 高Valuation의 적용이 필요해 주가의 추가적인 업사이드도 충분

2Q20 영업이익 1,285억원(-23% QoQ)으로 컨센서스(1,012억원) 상회

- 2분기 영업이익은 전분기 대비 23.1% 감소한 1,285억원을 기록하며 시장 기대치(1,012억원) 및 당사 추정치(1,030억원)를 상회
- 케미칼(OP 928억원, +45.9% QoQ vs. 당사 추정 642억원)과 태양광(OP 524억원, -49.9% QoQ vs. 당사 438억원) 사업부 모두 예상치를 상회
- 케미칼 부문 호실적은 이미 실적을 발표한 국내 석유화학 업체들의 2Q20 실적과 유사: 유가 하락에 따른 저가 원료 투입, 긍정적인 Lagging 효과 등 덕분
- 태양광 부문도 코로나19에 따른 시황 부진(P/Q 동반 감소)으로 전분기 대비 이익 감소는 불가피했으나 우려보다는 견조한 실적을 유지
- 한편 순이익(1,481억원)은 시장 기대치(504억원)를 대폭 상회했는데, 지분법 자회사 한화종합화학의 니콜라 지분 가치 평가 이익(970억원) 반영 때문

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20				3Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,374	2,248	2,003	1,956	-17.6	-13.0	2,056	2,231	-8.6	14.1
영업이익	98	159	103	128	31.7	-19.2	101	168	10.2	30.7
순이익	25	65	18	148	484.0	128.7	50	114	0.7	-22.9

자료: 한화솔루션, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	9,046	9,503	8,995	10,546	10,766
영업이익	354	378	624	778	803
세전순이익	288	-217	448	645	687
총당기순이익	160	-249	361	493	524
지배지분순이익	187	-238	360	487	519
EPS	1,139	-1,469	2,249	3,054	3,254
PER	17.7	NA	14.2	10.5	9.8
BPS	36,954	35,130	37,045	39,920	42,935
PBR	0.5	0.5	0.9	0.8	0.7
ROE	3.1	-4.0	6.2	7.9	7.8

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

한화에어로 스페이스 (012450)

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

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

33,000

상향

현재주가

27,400

(20.08.11)

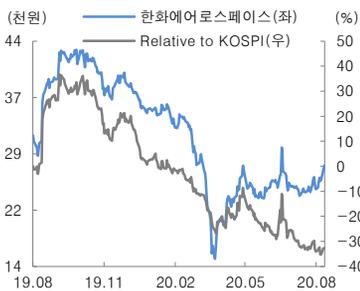
기계약종

4차 산업혁명/안전등급

■ Neutral Green

KOSPI	2418.67
시가총액	1,387십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	261십억원
52주 최고/최저	42,850원 / 15,000원
120일 평균거래대금	193억원
외국인지분율	15.90%
주요주주	한화 외 3 인 33.98% 국민연금공단 12.94%

주기 수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.1	12.1	-18.7	-9.9
상대수익률	4.1	-10.3	-25.3	-27.8



방산 수출이 실적 견인

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 33,000원으로 상향

- 목표주가를 33,000원으로 상향(기존 30,000원, +10.0%)
- 목표주가는 2021E 추정 EPS 2,237원에 타깃 PER 15배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 방산/항공기 업체 6사의 평균 PER

2Q20 Review 방산 수출이 실적 견인

- 실적은 매출액 1조 1,927억원(-14% yoy), 영업이익 702억원(-10% yoy)
- 컨센서스 대비 매출액 -11%, 영업이익 +42% 상회하는 서프라이즈
- 매출액은 코로나19 영향. 항공엔진 LTA, 시스템 CCTV, 정밀기계 수요 감소
- [디펜스] 수출 1,659억원(+38% yoy) 증가하며 영업이익 529억원(+14% yoy)
- [항공엔진] 엔진부품 수요 감소로 LTA 매출이 560억원(-53% yoy)
- 영업이익은 고마진 제품, 비용절감 등으로 54억원(-28% yoy)으로 선방

PBR 0.5배에 불과, 안정성과 성장성 견비

- [항공엔진] 매출 감소는 2분기가 바닥. 연간 전년비 20~30% 수준 감소
- GTF엔진 판매 감소에 따른 RSP비용 하락. 연간 약 200억 절감 전망
- [디펜스] 3분기도 수출 견조. 코로나19에 따른 출장비 등의 비용 감소
- [파워시스템] 상반기 1,500억원 수주. 프로젝트 이연으로 3분기도 호실적 기대
- 군수엔진, 디펜스는 안정적, 항공엔진은 주춤, CCTV 외 민수는 성장 가능
- 호주 레드백(5조원), 비호복합 등 수출 모멘텀. PBR 0.5배에 불과

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20		2Q20			3Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,399	1,027	1,386	1,193	-14.7	16.1	1,342	1,370	4.4	14.9
영업이익	79	3	53	70	-10.9	2,077.1	49	66	16.4	-5.4
순이익	58	-13	21	37	-36.4	흑전	26	30	-60.5	-17.8

자료: 한화에어로스페이스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	4,453	5,264	5,296	5,637	5,943
영업이익	53	165	199	260	314
세전순이익	53	156	153	193	235
총당기순이익	49	162	109	144	175
지배지분순이익	32	132	82	113	141
EPS	619	2,555	1,619	2,237	2,779
PER	52.5	13.7	16.9	12.3	9.9
BPS	45,337	48,042	50,450	52,921	55,725
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
ROE	1.4	5.4	3.3	4.3	5.1

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

CJ제일제당

(097950)

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

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

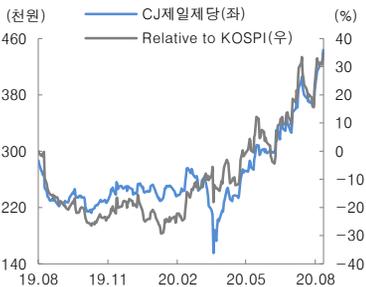
6개월 목표주가 **600,000**
상향

현재주가 **443,500**
(20.08.11)
음식료업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2418.67
시가총액	6,922십억원
시가총액비중	0.51%
자본금(보통주)	75십억원
52주 최고/최저	443,500원 / 155,000원
120일 평균거래대금	259억원
외국인지분율	21.80%
주요주주	CJ 외 8 인 45.51% 국민연금공단 13.15%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.7	62.2	73.9	78.8
상대수익률	1.1	29.8	59.9	43.3



양도 많고 질도 좋다

투자 의견 매수 유지, 목표주가 600,000원으로 상향 조정(+22%)

- Peer group의 주가 상승에 따른 Target Multiple 상향 조정과 이익 추정치 상향 조정에 기인하여 목표주가 상향 조정. 음식료 업종 최선호주 관점 유지

기대치를 상회한 2분기

- 2020년 2분기 CJ제일제당의 연결 기준 매출액은 5조 9,209억원(+7% yoy, +2% qoq), 영업이익은 3,849억원(+120% yoy, +40% qoq)으로 컨센서스 영업이익 2,610억원을 상회. CJ대한통운을 제외한 영업이익 역시 3,016억원으로 컨센서스 영업이익 1,771억원, 종전 대신증권 추정 영업이익 1,816억원을 상회. 1) **[국내 가공]** HMR 매출액은 +20% yoy, 일본 수출 매출액이 해외 매출액으로 인식된 영향으로 HMR 외 매출액은 -2% yoy를 기록하였으나 동일 기준 적용 시 +6% yoy로 추정. 2) **[해외 가공]** 슈완스 외 해외 법인 매출액은 +45% yoy, 슈완스 매출액은 +19% yoy으로 기대치를 상회. 이에 **가공식품 영업이익률은 +4%p yoy로 큰 폭의 수익성 개선세를 시현하며 영업이익은 +203% yoy에 달한 것으로 추정.** 3) **[바이오]** 베트남 고돈가 시황 유지, 국내 돈육 소비 증가 영향으로 Feed&Care 영업이익은 643억원(+721억원 yoy)를 기록하여 기대치를 상회하였고, 고수익 제품 비중 확대 효과로 바이오 영업이익은 1,109억원(+87% yoy)으로 기대치를 큰 폭으로 상회하였음

모든 우려를 감안해도 전 사업부의 질적 성장 지속 기대

- 물류 부문 제외 하반기 매출액은 +7% yoy, 영업이익은 +34% yoy 추정. 상반기 매출액 성장률 +16% yoy, 영업이익 증가율 +110% yoy에는 못 미치는 수준이나 1) 상반기 대비 판촉비 증가, 2) 베트남 돈가 안정화, 3) 사료첨가제 경쟁 강도 상승 등을 보수적으로 반영한 수치

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20				3Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	5,515	5,831	5,881	5,921	7.4	1.5	5,939	6,197	5.8	4.7
영업이익	175	276	253	385	119.5	39.5	261	350	28.4	-9.0
순이익	16	444	51	111	587.7	-74.9	82	77	3,882.3	-31.2

자료: CJ제일제당, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	18,670	22,352	24,305	25,870	27,552
영업이익	833	897	1,312	1,312	1,447
세전순이익	1,294	339	1,284	659	950
총당기순이익	925	191	918	471	679
지배지분순이익	875	153	688	353	509
EPS	60,155	10,059	46,459	23,665	34,280
PER	5.5	25.1	9.5	18.7	12.9
BPS	296,063	297,949	336,109	353,801	380,547
PBR	1.1	0.8	1.3	1.3	1.2
ROE	21.5	3.2	13.2	6.2	8.5

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

네오위즈 (095660)

이민아

min.a.lee@daishin.com
투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

44,000

현재주가

(20.08.11)

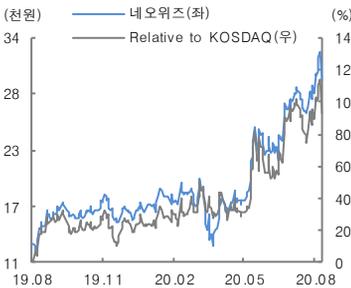
↑
29,750

다지털컨텐츠업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	860.23
시가총액	652십억원
시가총액비중	0.25%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	32,550원 / 12,650원
120일 평균거래대금	148억원
외국인지분율	22.06%
주요주주	나성균 외 15 인 37.63%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.7	54.1	62.6	105.2
상대수익률	-6.9	22.8	29.0	40.7



매출 다변화에 따른 밸류에이션 리레이팅 전망

투자 의견 매수 유지, 목표주가 44,000원으로 48% 상향

- 목표주가 44,000원은 12MF 순이익에 Target PER 13.2배 적용하여 산출. Target PER은 점차 다각화 되는 매출원과 파이프라인을 반영하여 기존 12배에서 10% 상향

국내외 매출 모두 견조한 성장. 하반기 다수 라인업 출시 대기

- 2분기 매출액 722억원(YoY 20%, QoQ 9%), 영업이익 178억원(YoY 94%, QoQ 31%) 기록. 매출액 컨센서스 678억원, 영업이익 컨센서스 135억원 크게 상회
- 웹보드 게임 매출 완화 효과 확인(QoQ +10%). 뿐만 아니라 지난 4월 인수한 퀘스트게임즈의 방치형 RPG '드루와 던전' 매출이 국내외 약 30억원 반영되며 실적 성장 견인
- 하반기 다수의 신작 출시되며 매출원 다양화 전망. 1) 퀘스트게임즈의 '드루와 던전'은 최근 일본 시장 출시 완료. 2) PC MMORPG '로스트아크', 빠르면 3분기, 늦어도 10월 일본 출시 계획. 국내에서도 소기의 흥행 성과를 달성한 게임인 만큼 일본 시장 흥행 성과도 기대. 3) FPS 게임 'AVA', 7월 중순 대만 시장 재런칭. 재런칭 후 매출 증가 효과 발생하고 있는 것으로 추정
- 이외 실적 추정에 반영하지 않은 '여신포퓰(블레스 IP 활용, 룽투게임즈 중국 출시)', 출시 일정 확정 시 로열티 수익으로 추정치 반영 가능. 중국 출시 후에는 한국 출시도 계획되어 있음(룽투코리아 퍼블리싱)
- 웹보드 게임은 3분기 비수기, 4분기와 1분기 성수기로 연말까지 규제 완화 효과 이어질 것으로 전망
- 하반기로 갈수록 매출 다변화 되며 실적 개선과 함께 밸류에이션 리레이팅 나타날 전망. 전일 주가 조정의 특별한 이유는 없음. 적극적 매수 전략 추천

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20				3Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	60	66	68	72	20.4	9.0	68	77	26.4	6.4
영업이익	9	14	13	18	93.4	31.0	14	20	248.9	10.7
순이익	12	13	13	16	31.0	26.7	12	17	695.3	4.6

자료: 네오위즈, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	215	254	301	376	409
영업이익	23	33	70	103	105
세전순이익	37	28	73	104	108
총당기순이익	34	25	64	91	94
자비지분순이익	32	25	63	91	93
EPS	1,462	1,129	2,891	4,133	4,266
PER	8.4	15.0	10.3	7.2	7.0
BPS	13,619	14,861	17,847	22,059	26,391
PBR	0.9	1.1	1.7	1.3	1.1
ROE	11.4	7.9	17.7	20.7	17.6

한섬 (020000)

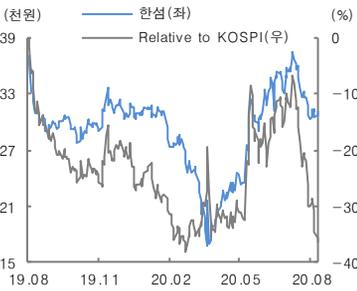
유정현 이나연
jungghyun.yu@daishin.com nayeon.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지
6개월 목표주가 **42,000**
유지
현재주가 **31,100**
(20.08.11)
섬유·복합종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2418.67
시가총액	766십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	37,500원 / 16,750원
120일 평균거래대금	39억원
외국인지분율	27.82%
주요주주	현대홈쇼핑 34.64% 국민연금공단 12.50%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.0	12.7	9.1	0.6
상대수익률	-24.5	-9.8	0.3	-19.4



3분기부터 매출 성장, 영업이익 증가세 전환 예상

투자의견 BUY, 목표주가 42,000원 유지

- 투자의견 BUY와 목표주가 42,000원(12MF P/E 12배) 유지. 주가는 양호한 실적에도 불구하고 최근 시장 흐름에서 소외되며 저평가 상태인 상황. 그러나 코로나19 사태로 감소세를 보였던 영업이익이 3분기부터 (+) 증가세로 전환될 것으로 전망되어 주가는 점진적 상승 흐름이 예상됨. 화장품 사업에 대한 구체적인 로드맵은 아직 공개되지 않았는데 이 부분이 구체화하는 시기에 주가는 좀 더 탄력적인 회복이 가능할 것으로 판단

2Q20 Review: 온라인 채널 성장으로 마진 방어

- 2분기 매출액과 영업이익은 각각 2,766억원(-3%, yoy), 141억원(-6%, yoy)으로 전망. 5월부터 소비심리 개선과 사회적 거리두기 완화로 백화점 매출이 회복되면서 동사의 오프라인 매출액 감소폭은 한 자릿수 역성장 수준으로 전분기 -20% 대비 개선. 온라인 채널은 1분기 성장률 약 50% 보다 더 높은 70% 성장. 영업이익은 오프라인 매출 감소에도 불구하고 고마진 온라인 매출의 높은 성장률에 힘입어 영업이익률 지지가 가능했던 것으로 추정. 손익 방어에 성공하며 예상대로 5%대의 양호한 마진 기록

3분기 오프라인 매출 개선세 고무적, 온라인 고성장세도 지속

- 보복 소비 열풍에도 불구하고, 여성복 시장은 여전히 매출이 부진한 상황. 그러나 동사의 오프라인 매출 성장률은 3분기 들어 시장 상황보다 양호한 것으로 파악. 현 추세대로라면 3분기 오프라인 매출액의 (+) 성장이 가능할 것으로 전망. 한편 온라인의 경우 상반기와 마찬가지로 높은 성장세가 유지되고 있는 것으로 파악됨. 지난해 온라인 채널의 영업이익 기여도는 약 50%였는데 올해 온라인 영업이익 기여도는 77%까지 상승할 전망

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20				3Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	284	271	272	277	-2.5	1.9	274	283	1.4	2.4
영업이익	15	29	14	14	-5.5	-51.7	15	26	6.6	84.2
순이익	11	22	13	13	10.1	-41.7	13	21	0.6	68.1

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,299	1,260	1,219	1,301	1,352
영업이익	91	107	105	119	134
세전순이익	95	114	112	126	142
총당기순이익	72	85	84	95	107
지배지분순이익	72	85	84	95	107
EPS	2,940	3,462	3,410	3,853	4,330
PER	12.3	9.1	9.1	8.1	7.2
BPS	40,224	42,450	45,460	48,911	52,840
PBR	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE	7.6	8.4	7.8	8.2	8.5

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

F&F (007700)

유정현 이나연
jungghyun.yu@daishin.com nayeon.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **116,000**

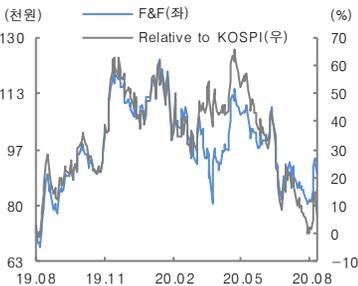
현재주가 **89,200**
(20.08.10)

섬유·복합종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2386.38
시가총액	1,374십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	123,500원 / 74,300원
120일 평균거래대금	101억원
외국인지분율	10.33%
주요주주	김창수 외 8 인 58.82% 국민연금공단 7.13%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.8	-18.9	-13.4	20.1
상대수익률	-9.2	-33.9	-20.1	-2.5



중국 현지 영업 본격 kick off

투자 의견 BUY, 목표주가 116,000원 유지

- 투자 의견 BUY와 목표주가 116,000원(12개월 Forward P/E 15배) 유지. 국내 면세 판로가 막힌 부분을 현지 영업을 통해 만회하려는 동사 전략의 성공 가능성 높다고 판단. 주가는 3분기를 저점으로 회복할 것으로 예상

2Q20 Review: 면세점 매출 부진으로 영업이익 감소

- 2분기 매출액과 영업이익은 각각 1,668억원(-17%, yoy), 205억원(-29%, yoy) 기록 [디스커버리] 매출액이 +28% 대폭 성장했는데 이는 슈즈, 가방 등 라인 확장에 기인한 것 [MLB] 2분기 매출액은 27% 감소. 면세점은 약 40% 감소했으며 비면세채널은 전년동기대비 +1% 성장 기록. 비면세채널이 예상보다 부진했던 이유는 관광 상권 주변 점포 매출이 감소했기 때문 [MLB 키즈] 학생들 개학 연기로 전년동기대비 매출액 35% 감소 [MLB 수출] 홍콩, 마카오 매출 부진으로 전년동기대비 약 50% 매출 감소

중국내 총판 출점, 3분기 하이난 면세점 출점 등 본격 현지 영업 기대

- 국내 면세 채널 판로를 중국 현지 점포 출점으로 상쇄하는 중. 동사는 올해 기존의 직영점 출점 목표치를 10개에서 5개로 축소하는 대신, 총판 영업을 통해 현지 진출에 리스크를 줄이는 방향으로 선회. 7월까지 직영점 3개, 총판 대리점 4개를 운영 중이며 8월 중 대리점 6개가 추가될 예정. 총판 대리점은 연말까지 50개 출점을 목표. 또한 3분기 중 하이난 면세점에 2개 매장 출점도 예정되어 있어 국내 면세 판로가 막힌 대신 현지 진출에 대한 본격적인 모멘텀 기대 대해 볼 수 있을 것으로 전망

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20			3Q20				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	202	166	165	167	-17.2	0.5	178	184	-15.0	10.3
영업이익	29	17	19	20	-29.2	18.3	21	20	-38.4	-2.2
순이익	21	14	16	14	-33.1	2.1	16	15	-37.8	6.0

자료: F&F, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	668	910	846	971	1,111
영업이익	91	151	110	152	173
세전순이익	141	151	109	151	172
총당기순이익	109	110	81	112	127
지배지분순이익	109	110	81	112	127
EPS	7,089	7,156	5,258	7,258	8,269
PER	5.6	15.7	17.0	12.3	10.8
BPS	25,593	31,366	35,630	41,894	49,168
PBR	1.6	3.6	2.5	2.1	1.8
ROE	31.6	25.1	15.7	18.7	18.2

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

이노션 (214320)

김희재

hojae.kim@dashin.com
투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

74,000

유지

현재주가

51,800

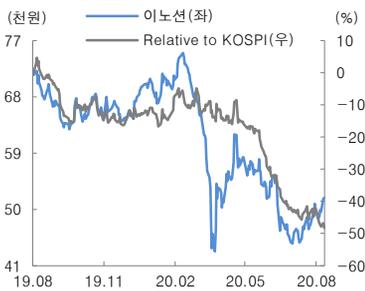
(20.08.11)

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSPI	2418.67
시가총액	1,036십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	10십억원
52주 최고/최저	75,000원 / 43,250원
120일 평균거래대금	35억원
외국인지분율	28.96%
주요주주	정성이 외 2 인 28.70% NHPEA IV Highlight Holdings AB 18.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.9	-9.4	-30.9	-26.3
상대수익률	3.0	-27.5	-36.5	-41.0



브랜드 런칭은 계속된다

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 74,000원 유지

- 12M FWD EPS 3,756원에 PER 20배 적용(최근 5년 평균)

2Q20 Review: 하반기는 미주 중심으로 실적 개선 전망

- GP 1,3천억원(+4% yoy, -10% qoq), OP 160억원(-45% yoy, -42% qoq)
- 본사 GP 248억원(-14% yoy), 해외 GP 1천억원(+9% yoy)
- 본사는 코로나 영향으로 프로모션 등 대면 마케팅 위축되면서 GP 감소
- 해외는 코로나 영향에도 불구하고 웰컴 인수에 따른 광고주 유입으로, 미주 +3% yoy, 유럽 20% yoy, 신형시장 +54% yoy의 성과 달성
- GP는 성장했지만, 고정비 성격의 인건비 부담으로 OP는 감소

브랜드 런칭은 계속된다

- 코로나에도 불구하고 신차 출시는 온라인 공개 형태로 예정대로 진행 중
- 상반기 GV80, G80은 예정대로 출시했고, 3Q부터는 미주에서도 신차 마케팅 시작. 비중이 50%이므로, 하반기 OP는 594억원(-13% yoy)으로 개선 전망
- GV70, 21년 GV90 출시 후, 제네시스 독립 브랜드로서의 마케팅 강화 전망
- 최근 현대차는 전기차 브랜드 아이오닉(IONIQ) 런칭. 21년 준중형 아이오닉5, 22년 중형 아이오닉6, 24년 대형 아이오닉7 등 3종의 라인업 확정. 제네시스처럼 아이오닉도 라인업 완성시 독립 브랜드로서의 마케팅 강화 전망
- 기아차도 21년 전용 전기차 출시하면서 마케팅 강화 및 CI 변경 진행 예정

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20				3Q20			
			직전추정	집중치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출총이익	124	144	127	130	4.1	-10.4	128	126	0.6	-2.8
영업이익	29	27	17	16	-44.7	-41.5	16	22	-22.3	39.0
순이익	19	17	13	11	-40.2	-34.6	10	16	-10.2	42.4

자료: 이노션, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출총이익	472	516	542	618	668
영업이익	118	122	102	122	131
세전순이익	129	128	117	133	143
총당기순이익	92	95	85	97	105
자배분순이익	77	74	66	80	86
EPS	3,842	3,681	3,279	3,995	4,288
PER	16.5	19.3	15.8	13.0	12.1
BPS	36,374	38,184	39,963	42,658	45,346
PBR	1.7	1.9	1.3	1.2	1.1
ROE	11.0	9.9	8.4	9.7	9.7

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

비욘드 미트 (BYND)

한경래 kyungrae.han@daishin.com 이사름 saerom.lee@daishin.com

투자 의견 **HOLD**
(통스ROI터 평균) *(3.05)

목표주가(\$)
(통스ROI터 평균) **117.49**

현재주가(\$)
(20.08.10) **127.43**

식물성 고기 제조업체(식품)

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green



영문명	Beyond Meat
한글명	비욘드미트
홈페이지	www.beyondmeat.com
결산월	12월
거래소 국가	US
상장 거래소	NASDAQ
시가총액(십억달러)	7.9
시가총액(조원)	9.4
발행주식수(백만주)	61.5
52주 최고가/최저가	172.29/48.18
주요주주	OBVIOUS Ventures 7.3% DNS Capital 6.2%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.6%	-4.6%	6.4%	-22.5%
상대수익률	-8.6%	-20.6%	6.4%	-22.5%



2Q 아쉬운 일회성, 하반기 흑전 기대

2Q20 Review

- 매출액 1.1억달러(+68.5% YoY, +16.8% QoQ), 영업이익 -817만달러(적전 YoY, 적전 QoQ), 순이익 -1,021만달러(적지 YoY, 적전 QoQ) 기록
- 컨센서스 매출액 990만달러(+0.5% YoY, +0.0% QoQ) 상회하며 분기 사상 최대 매출 달성. 코로나19로 인한 비용 부담(리파키징비용 590만달러, 기부금 160만달러) 심화되며 수익성 둔화
- 일회성 비용에 해외 진출을 위한 인력 충원, B2C 확대를 위한 마케팅 비용 집행 증가로 총 판매관리비는 전년 대비 2배 이상 증가
- 유통 채널별 매출액은 [B2C] 9,960만달러(+191.9% YoY, +78.3% QoQ), [B2B] 1,373만달러(-58.6% YoY, -66.7% QoQ) 기록. 2분기 B2C 매출 비중 88%로 예년 수준인 50%에서 크게 상승

하반기 흑전, 2020년 연간 컨센서스 영업이익 836만달러 기대

- 2020년 연간 컨센서스 매출액 4.7억달러(+57.7% YoY), 영업이익 836만달러(흑전 YoY)
- 대형 리테일(Walmart, Wawa) 및 창고형 할인점에서 M/S 강화 지속으로 2020년 연말까지 지속될 B2B 채널 부진 상쇄할 전망
- 유럽, 아시아 진출 가속화 중, 하반기 중국 수출 확대 기대. 4월 중국 스타벅스 제휴에 이어 KFC, 타코벳 등 중국 대체육 시장 진출, 7월 상하이 위치 Freshippo(알리바바 운영 슈퍼마켓) 50개 점포에서 식물성 버거 파티 판매 시작
- 글로벌 대체육 소비(50억달러 규모)의 25%가 중국 수요인 만큼 향후 해외 진출에 따른 성장 여력 높음

코로나19 반사 수혜, 육류 시장 침투 가속화 전망

- 4월말 타이슨푸드 등 북미 육가공업체 가동 중단 및 반사수혜 기대감으로 주가는 46% 이상 상승
- 1) 성장하는 대체육 시장에서 견조한 브랜드 파워 기반, 2) 코로나19로 육가공 공장 폐쇄에 따른 반사수혜(4월 미국 식물성 고기 판매량 +200% YoY), 3) 3월 회원제 할인매장(Sam's Club, BJ's Wholesale) 진출에 따른 육류 시장 침투 가속화
- 3월부터 미국 코로나19 본격 확산으로 외식업체 수요 부진 불가피했던 만큼, B2C 채널 중심 외형 확대 긍정적

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: USDmn, USD, %)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	33	88	298	570	717
영업이익	-29	-28	0	8	43
당기순이익	-30	-30	-12	7.0	38.7
EPS	-5.6	-4.8	-0.3	0.1	0.6
PER	-	-	-	890.4	211.7
BPS	-17.5	6.2	6.7	6.5	7.3
PBR	-	-	-	19.6	17.3
ROE	-67.8	-36.1	-3.9	7.4	9.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 추정치는 통스ROI터 컨센서스 기준

▶ 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.