

Morning Meeting Brief

Macro

유전유죄(油田有罪) 시즌 2

- 코로나19에 따른 주요국 2분기 GDP 성장을 최악 기록함에도 달러 약세 전환은 다른 시장에도 영향 미침
- 소위 '자원형' 이머징 국가들은 잠시간의 환율 하향 안정세 이후 다시 반등세 나타내며 불안한 금융여건 지속
- 글로벌 경제 정상화 이후에야 안정을 찾을 것으로 보이는 이들 국가의 익스포저에 대해 6개월 전후로 보수적 접근하라는 기존 권고 유지

공동락. dongrak.kong@daishin.com

Strategy

코로나 19 재확산의 나비효과

- 국내 코로나19 재확산발 펀더멘탈 불확실성 확대로 투자심리 위축, 외환시장 변동성 확대, 수급 불안 등이 KOSPI 변동성을 자극할 가능성
- 유럽도 코로나19 재확산 가시화되고 있어 일시적인 유로 약세/달러 강세압력과 원화 약세 압력 확대에 따른 국내 수급 변동성 경계
- 코로나19 재확산 추이와 이에 따른 외환/금융시장의 나비효과 경계해야 할 시점. KOSPI 2,400선 이상에서 단기적으로 보수적인 대응 권고

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Asset Allocation

금광으로 간 워렌 버핏

- 워렌 버핏의 버크셔 해서웨이는 글로벌 금광회사인 배릭 골드라는 기업을 포트폴리오에 새롭게 편입
- 금 가격 상승을 예상한다면, 금광주는 금보다 높은 수익률 기대 가능. 금광주 주가가 금 가격에 따라 금광주 실적이 크게 변동하기 때문
- 최근 들어 금 가격 변동성이 확대되고 있으나, 중장기적으로 금에 대한 관심 높이는 전략 필요

조승빈. seungbin.cho@daishin.com

Commodity

국제원유시장, 중동 지역 이슈에 눈을 돌릴 때

- 최근 유가가 박스권에 머무는 이유는 원유수요의 완만한 회복 예상되는 가운데 OPEC+의 감산량이 단계적으로 늘어날 것이기 때문
- OPEC+ 감산량 축소로 원유 공급 증가 부담 존재하며, 재정균형 유가에 미치지 못하는 유가로 OPEC+ 국가들의 재정부담도 높음
- 최근 중동 내 정세의 변화로 중동 지정학적 리스크 심화에 따른 유가 상승 리스크 존재

김소현. sohyun.kim@daishin.com

미국주식

매주 월요일 만나는 미국주식: TJX 컴퍼니즈, 온라인 판매 채널이 아쉽다

- 투자 의견 Buy 유지. V자 반등 기대는 낮출 필요
- FY2Q21 Review: 매장 폐쇄 영향으로 적자지속
- 온라인 매출 비중이 작아 하반기에도 실적 모멘텀은 약할 전망

이영한. yeonghan.lee@daishin.com

[Special Report] 우리가 아는 Tesla, 그게 전부일까?

- 중장기 전기차 시장은 여전히 폭발적으로 성장하며 그 중심에는 Tesla가 있음
- Tesla는 기존 완성차 대비 전자플랫폼, 통합 ECU, 전동화 성능 강화에서 강점이 있지만 안전 측면에서 리스크 존재
- 전기차 시장의 Next fast follower는 전기차 개발에 적극적이며 전용 전기차 플랫폼을 보유한 폭스바겐, 현대차그룹 전망

소재산업팀

[Initiation] 카카오게임즈: Phase 4, 퀀텀 성장을 위한 준비 완료 (상장 예정 기업)

- 투자의견 매수, 목표주가 33,000원으로 커버리지 개시
- PC/모바일 게임 사업 역량을 갖춘 국내 대표 게임사. 2013년부터 Phase1. 'for Kakao' 플랫폼 구축, Phase 2. PC게임 사업 강화, Phase 3. 모바일 게임 사업 강화의 단계를 거쳐옴
- 가디언테일즈 글로벌 흥행하고 있으며, 엘리온 연내 출시 후 흥행 기대. 이외에 다수의 신작 라인업 흥행으로 실적 큰 폭 개선 전망

이민아, mina.lee@daishin.com

[2Q20 Review] 에스티로더: 코로나가 싹고 간 자리

- 에스티로더의 2020년 4분기 매출액은 24.3억 달러(-32% yoy), EBIT은 -2.3억 달러(적자 전환 yoy), EPS는 -1.3달러(적자 전환 yoy)로 톰슨데이터 기준 컨센서스 매출액 24.4억 달러, EBIT -0.9억 달러, EPS -0.2달러를 하회
- 코로나 19의 영향으로 아시아태평양 외 지역의 실적이 크게 부진
- 1Q21 가이던스는 보수적이지만, 온라인 채널 비중 확대 흐름이 이어질 것으로 예상되며 높은 브랜드력을 중심으로 공격적 채널 전략을 구사하며 경쟁 우위 지속 전망

한유정, yujung.han@daishin.com

[NDR] SK: 반도체 소재, Bio 사업 순항

- 투자의견 매수, 목표주가 400,000원 유지. 2020년 2분기 실적 발표 후 3일간 NDR 진행
- 유가하락에 따른 에너지 계열(SKI, SKE&S) 실적 부진으로 2분기 실적 저조
- 3분기 SK이노베이션은 흑전, SKE&S는 SMP하락에 따른 영향 지속 예상

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[Issue Comment] 엔씨소프트: 3분기 기간 조정, 4분기 반등 전망

- 투자의견 및 목표주가 110만원 유지
- 3분기 기간 조정 후 반등 전망. 리니지2M 매출은 3분기에도 하향 안정화 예상되나 4분기 1주년 기념 업데이트 후 매출 반등 전망
- 첫 공성전 업데이트의 효과 약세로 구글 플레이 매출 순위 3위. 단, 8월, 9월, 4분기에 차례로 있을 3단계의 공성전은 대규모의 본격적인 업데이트 수준으로 일매출 반등 전망. 2분기 일매출 22억, 3분기 18억원, 4분기 22억원 전망
- 블레이드&소울2 사전예약 개시. 리니지2M 대만 출시 일정 공개 시 주가 모멘텀 살아날 수 있다는 판단

이민아, mina.lee@daishin.com

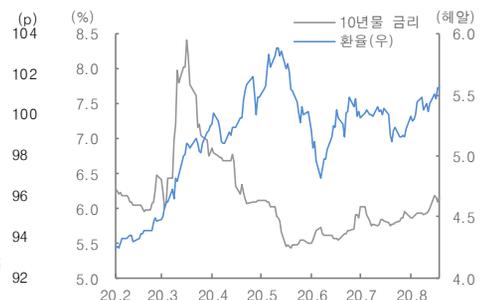
유전유죄(油田有罪) 시즌2

- 코로나19 충격 이후 글로벌 주요국들의 2분기 GDP 성장률은 예상대로 최악이었다. 하지만 국가별 펀더멘털의 상대적인 동향과 추이에 민감한 외환시장에서는 GDP 발표 이후 증전과는 다른 환율 움직임이 나타났다.
- 표면적으로 미국의 2분기 GDP 성장률은 다른 선진국들과 비교할 때 그리 나쁘지 않았을 뿐만 아니라 항상 성장률을 논할 때 비교 대상으로 거론되는 독일보다도 마이너스 폭 자체가 덜했다. 그러나 앞선 분기보다 양국 간의 성장률 격차는 축소됐으며, 추후 전망에 대한 컨센서스를 기준으로 할 때 4분기 경에는 독일의 성장률이 미국을 상회할 것으로 보인다.
- 이처럼 외환시장에서 형성된 달러 약세 환경은 다른 시장에도 영향을 미치고 있다. 한국의 경우 원/달러 환율이 1,180원대 초반까지 빠졌고, 그 여파로 외국인들의 매수세가 채권에 이어 주식에도 확대됐다. 3월 중순 코로나 충격이 극심했던 상황과는 사뭇 다른 움직임인 셈이다.
- 반면 소위 '자원형' 이머징 국가들의 상황은 그리 녹록하지 않다. 코로나 쇼크 이후 잠시 하향 안정세를 기록했던 환율이 하반기 들어 다시 반등하기 시작했다. 정치적인 불안이 부각된 터키의 리라 환율이 사상 최고치를 경신 중인 것을 비롯해 브라질 헤알, 러시아 루블, 남아프리카공화국 랜드 환율이 일제히 상승하고 있다.
- 당시는 4/23일자로 발간된 '유전유죄(油田有罪)' 에서 코로나19 충격에 따른 유가 등 원자재 가격 하락으로 원자재를 생산, 수출하는 국가들이 통화 가치가 큰 폭으로 하락했을 뿐만 아니라 금융시장 역시 불안한 동향을 보이고 있다고 진단했다. 또 이들 국가에 대한 익스포저에 대해 보수적인 접근을 권고했는데, 4개월이 경과한 이후에도 상황은 크게 달라지지 않았다.
- 소위 '자원형' 이머징 국가들에서 이처럼 부진한 환율 및 불안한 금융여건이 지속되는 이유는 코로나19로 인한 재정부담 확대와 채무를 감당하지 쉽지 않을 것이라는 우려 때문이다. 그 결과 외환시장에서는 환율이 상승하고, 다시 달러를 비롯한 외화로 표시된 부채의 지불 능력에 대한 의심이 커지는 악순환이 반복되고 있다.
- 아울러 환율 상승은 인플레이션 우려를 야기하며 시중금리 역시 통화당국이 완화적 정책을 통해 의도했던 만큼 낮아지지 않았을 뿐만 아니라 오히려 상승했다. 결국 이들 국가는 코로나 충격이 완화되고 글로벌 경제가 정상적인 재개가 이뤄진 후에야 제대로 안정을 찾을 것이다.
- 당시는 단기적으로 자원형 이머징 국가들의 취약점이 해결될 여지는 크지 않다는 판단이며, 당분간(6개월 전후) 이들 국가에 대한 익스포저에 대해 보수적으로 접근하라는 기존 권고를 그대로 유지한다.

달러 인덱스와 유로/달러 환율



브라질 환율과 국제 금리 변화



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

코로나19 재확산의 나비효과

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

- 2,400선을 넘나들던 KOSPI가 단숨에 2,300선대장 중 저점 (2,270.85P)로 내려앉았다. 1) 국내 코로나19 확진자수 급증세에 2) 7월 FOMC 의사록 공개 이후 경제전망/통화정책 실망감 유입, 3) 이로 인한 채권금리와 달러 반등세가 조정의 원인으로 지목된다. 이 중 국내 코로나19 재확산 영향력이 컸다고 본다. 지난주 KOSPI 수익률은 -4.27%로 글로벌 주요국 중 가장 큰 폭의 약세를 기록했다(S&P500 +0.72%, 선진국 증시 +0.33%, 이머징 아시아 +0.28%).
- 코로나19 재확산은 한국 경기회복 속도를 더디게 할 것이다. 그렇다고 한국의 경기회복세가 꺾일 가능성은 낮다. 글로벌 경제활동 재개 이후 글로벌 경기 및 교역이 회복세를 보이고 있고, 한국도 사회적 거리두기가 강화될 수 있어도 경제활동이 멈추지 않을 것이기 때문이다. 이와 함께 2차 재난지원금과 4차 추경을 논의하는 등 국내 재정정책 강화가 가시화되고 있다는 점도 국내 경기의 하방경직성을 낮춰줄 전망이다.
- 다만, 단기 과열/밸류에이션 부담이 기중된 상황에서 코로나19 재확산발 펀더멘털 불확실성 확대 ⇒ 투자심리 위축 & 외환시장 변동성 확대 ⇒ 수급 불안 등이 KOSPI 변동성을 자극할 수 있음은 경계한다. KOSPI가 2,450선에서 2,300선대로 낮아졌지만, 코로나19 재확산이 진정되기 전까지는 추가 하락압력이 커질 수 밖에 없다. 현재 12개월 선행 ROE 7.23%를 반영한 적정 PBR은 0.9배로 KOSPI 2,170선이다. 현재 단기 조정국면의 절반을 지나고 있다.
- 8월 23일 국내 코로나19 신규 확진자수는 397명으로 3월초 이후 처음 3일 연속 300명을 넘어서었다. 그 중심에 서울과 경기도가 자리하고 있다. 국내 인구(5,178만명)의 44%(서울 971만명, 경기도 1,335만명) 이상 밀집된 지역이자, 산업/경제 중심지에서 코로나19 급증세가 진행 중이다. 하반기 경기 및 실적 불안으로 인한 원화 약세압력 확대(원/달러 환율 반등)가 불가피할 전망이다. 8월 27일 금동위에서 한국은행의 GDP 성장률 하향조정 폭에 따른 금등락이 예상된다. 이는 외국인 차익실현 심리 강화로 이어져 KOSPI 변동성을 증폭시킬 수 있다.
- 당분간 달러화 반등 가능성이 높다는 점도 원화 약세를 자극할 변화이다. 유럽도 코로나19 재확산이 가시화되고 있다. 일시적인 유로 약세/달러 강세압력 확대를 경계한다. 여기에 8월 27일 ~ 28일(현지시간) 잭슨홀 미팅에서 파월 연준의장의 발언에 따라 달러 반등탄력이 강해질 가능성도 배제할 수 없다. 이번 미팅의 주제는 '향후 10년간 통화정책의 방향' 이다.
- 필자는 KOSPI 2,400선 이상에서는 단기적으로 보수적/방어적인 대응전략을 권고한 바 있다. 중장기 전략측면에서 여전히 조정시 매수 전략이 유효하지만, 매수시점은 늦추고 매수 가격대는 여유있게 가져갈 필요가 있다. 아직은 코로나19 재확산 추이, 이로 인한 외환시장과 금융시장의 나비효과를 경계해야 할 시점이다. 확인하고 대응해도 늦지 않다는 판단이다.

서울과 경기도의 코로나19 확진자 급증



달러 반등, 원화 약세압력 확대 불가피



자료: 질병관리본부, CEIC, 대신증권 Research Center

자료: 대신증권 Research Center

금광으로 간 워렌 버핏

- 워렌 버핏의 버크셔 해서웨이가 미국 증권거래위원회에 제출한 2020년 2/4분기 결산자료에 따르면 버크셔 해서웨이는 글로벌 금광회사인 배릭 골드라는 기업을 포트폴리오에 새롭게 편입(약 2,092만주, 8월 21일 종가 기준 가치는 6억 1,313만 달러)한 것으로 나타났다. 과거 금과 관련한 투자에 부정적인 입장을 밝혔던 워렌 버핏이 금 관련주에 투자를 했다는 소식은 투자자들의 이목을 집중시켰고, 관련 뉴스가 나온 17일에 배릭 골드의 주가는 11.6% 상승했다. 미국에 상장된 배릭 골드의 티커가 'GOLD' 라는 점도 투자자들의 눈길을 끈 이유중 하나였다.
- 금 가격이 상승할 것으로 예상한다면 금광주는 금 보다 높은 수익률을 기대해 볼 수 있는 투자상품이다. 금 가격의 상승 추세가 이어지면서 1,000달러를 돌파했던 2001년 ~ 2008년 3월 14일 까지 금은 268.4% 상승했고, 대표 금광주 지수인 NYSE Arca Gold Miners 지수는 650.3% 상승해 금 보다 훨씬 높은 수익률을 기록했다. 반대로 금 가격이 하락할 경우에는 금광주가 상대적으로 더 크게 하락한다는 점은 염두에 두어야 한다. 금 가격이 -36.7% 하락했던 2013년 ~ 2015년에 NYSE Arca Gold Miners 지수는 -70.4%의 하락률을 기록했다.
- 금광주 주가가 금 가격의 변화에 민감한 이유는 금 가격에 따라 금광주의 실적에 큰 폭으로 변동하기 때문이다. NYSE Arca Gold Miners 지수의 주당순이익은 2018년에 -48.2% 감소했지만 금 가격이 상승세로 돌아선 2019년에는 순이익증가율이 95.3%를 기록했고, 올해도 전년 대비 135.7% 늘어날 것으로 예상(블룸버그 컨센서스 기준)되고 있다. 기저효과로 2019년 EPS가 전년 대비 259.2% 성장했던 배릭 골드는 올해도 EPS가 293.1% 증가할 것으로 예상되어 금광주의 실적 개선을 주도할 것으로 기대되고 있다. 코로나19로 인해 기업실적 부진에 대한 우려가 확대된 상황에서 금 가격의 상승으로 실적 성장 가시성이 높아진 금광주에 워렌 버핏의 관심이 높아진 것으로 판단한다.
- 7월 중순 이후 가파른 상승세를 기록하면서 2,000달러 시대를 열었던 금 가격의 변동성이 최근 들어 확대되고 있다. 금 관련 ETF의 옵션에 내재된 금 가격 변동성을 나타내는 CBOE 금 ETF VIX 지수는 7월말에 6월 고점을 돌파한 이후 아직까지 안정을 찾지 못하고 있다. 하락세가 이어지던 실질금리(물가연동채권 금리)가 최근 들어 등락을 거듭하고 있는 것도 금 가격의 변동성을 높이는 요인이다. 금 가격은 실질금리의 하락국면에서 상승세를 나타낸다. 예상치를 상회한 물가지표와 국제발행 물량 증가로 국제금리가 장기물 중심으로 상승세를 나타내면서 실질금리가 반등하는 모습이 나타났지만, 연준의 완화적인 통화정책을 고려하면 실질금리의 상승은 제한될 가능성이 높다. 중장기적으로 금에 대한 관심을 높이는 전략이 필요하다고 판단한다.

금 가격에 대한 베타가 높은 금광주 지수



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

7월 들어 높아진 금 가격 변동성



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

국제원유시장, 중동 지역에 눈을 돌릴 때

김소현 sohyun.kim@daishin.com

- 국제유가는 배럴당 42.34달러로 7월말 이후 40달러대를 유지하고 있다(8월 21일 기준). 국제유가가 박스권에 머물고 있는 이유는 원유수요가 완만하게 회복될 것으로 예상되는 가운데 OPEC+의 감산량이 단계적으로 늘어날 것이기 때문이다.
- 원유수요는 아직까지 진정되고 있지 않은 코로나19로 회복 속도가 더디다. 글로벌 원유수요가 2019년 수준으로 회복하는 것은 빨라도 내년 말에야 가능하며, 원유수요 감소폭은 예상보다 더 클 것으로 예상된다. 세계에너지기구인 IEA, IEA와 OPEC은 8월 에너지전망보고서에서 2020년 원유수요가 2019년에 비해 각각 일일 810만배럴, 810만배럴, 910만배럴 감소할 것으로 전망한다. IEA와 OPEC은 전월에 비해 2020년 원유수요전망치를 각각 14만배럴, 10만배럴 하향조정했다.
- OPEC+의 고민은 클 수밖에 없다. OPEC+는 8월부터 감산량이 기존 일일 970만배럴에서 770만배럴로 줄어든다. 사우디는 8월에 늘어나는 원유생산량의 대부분을 자국 내에서 소비할 것이라고 밝혔지만 원유공급 증가에 대한 부담은 존재한다. 또한 재정균형 유가에 미치지 못하는 유가로 OPEC+ 국가들의 재정부담도 높은 상황이다. RBC Capital에 따르면, 사우디와 러시아의 재정균형 유가는 각각 94달러, 65달러이다. 그 결과, 사우디는 OPEC+ 국가들이 감산이행을 100% 준수하도록 압력을 가하고 있다. 8월 OPEC+ 장관급 모니터링 회의에서 7월 OPEC+의 감산이행률이 97%라고 밝혔지만, 4~7월동안 감산이행을 하지 않은 국가들이 9월까지 추가감산을 통해 감산량을 보완해야 한다고 강조하고 있다. 이라크는 8~9월에 감산목표량 외에 추가적으로 40만배럴을 감산할 것으로 약속한 상황이며, 나이지리아는 유종 중 Agbami가 원유가 아닌 컨덴세이트로 분류되도록 로비 중이다.
- 최근 중동 내 정세의 변화로 중동 지정학적 리스크 심화에 따른 유가 상승 리스크가 존재한다. UAE와 이스라엘은 미국 트럼프 대통령의 중재로 평화협정을 체결했다. 이스라엘과 UAE는 향후 투자, 관광, 직항 노선, 보안, 통신 등에 관한 양자협정 외에도 대사과 대사관 교환을 할 것을 밝혔다. 이번 협정은 이스라엘을 국가로 인정하는 것을 부인해 왔던 중동 국가들의 입장이 변화했음을 의미한다. UAE는 대표 수니파 왕정국가 중 하나로 향후 이스라엘과 사우디 아라비아와의 관계 정상화도 기대되고 있다. 반면, 이스라엘과 UAE 등 수니파 국가들의 공통점은 이란과의 관계가 적대적이라는 것이다. 이스라엘과 수니파 사우디와 UAE 등의 관계가 강화된다면 이란을 포함한 시아파 국가들은 이를 견제할 가능성이 높아질 수 있다. 한편, 미국 트럼프 대통령은 이란에 대한 경제적 제재 외에도 중동 정세를 이용해 이란을 압박할 수 있을 것으로 보인다.

이스라엘과 UAE의 평화협정, 이란과의 갈등 심화로 이어질 수 있어



자료: 연합뉴스, 대신증권 Research Center

TJX 컴퍼니즈, 온라인 판매 채널이 아쉽다

투자의견 Buy 유지. V자 반등 기대는 낮출 필요

- TJX 컴퍼니즈(TJX Companies, TJX)에 대한 투자의견을 Buy로 유지하지만, 3/4분기 기대수익률의 높이를 낮출 필요가 있다. 기대수익률을 낮춰야 하는 이유는 온라인 매출 비중이 낮아 이익이 정상화되기까지 시간이 필요하다고 판단되기 때문이다. 하반기 영업 환경은 상반기 대비 개선될 것으로 예상되나, 코로나19의 장기화로 인해 회복 속도가 예상보다 더딜 전망이다.

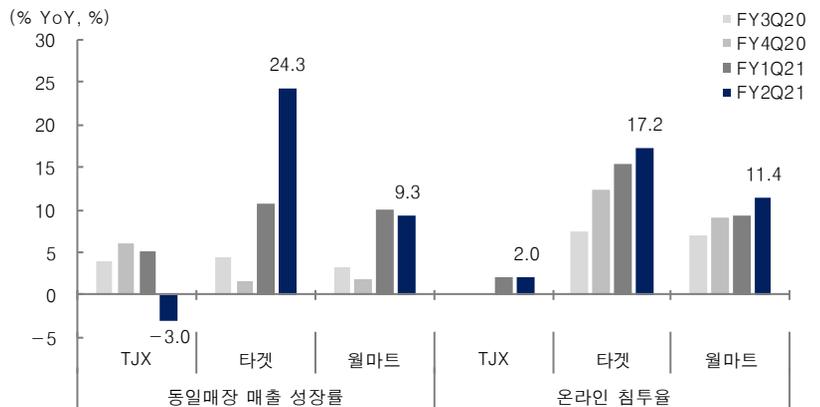
FY2Q21 Review: 매장 폐쇄 영향으로 적자지속

- FY2Q21(5~7월) 매출액과 순이익은 각각 66.7억 달러(-31.8% YoY, +51.2% QoQ), -2.1억 달러(적자전환 YoY, 적자지속 QoQ)로 2개 분기 연속 적자를 기록했다. 코로나19 여파로 전세계 매장의 1/3이 폐쇄된 영향에 매장 방문객 수와 매출 감소가 불가피했다.
- 감염에 대한 우려가 지속되면서 매장 방문을 통한 의류 구매 수요도 여전히 위축된 것으로 파악된다. 5~7월간 영업을 재개한 매장의 매출 성장률은 전년동기대비 3% 감소했으며 사업부문별로는 [Mammaxx, 미국] -6% YoY, [HomeGoods, 미국] +20% YoY, [TJX 캐나다] -18% YoY, [TJX 유럽&호주] -1% YoY를 기록했다.
- 동사는 2/4분기 부진한 실적과 불확실한 영업 환경을 반영하여 한시적으로 배당금 지급과 자사주 매입을 중단했다.

온라인 매출 비중이 작아 하반기에도 실적 모멘텀은 약할 전망

- TJX 컴퍼니즈는 코로나19 관련 불확실성을 이유로 3/4분기 영업을 재개한 매장의 매출 성장 가이던스를 -20 ~ -10% YoY로 제시했다. 톰슨데이터 기준 매출액 컨센서스는 3/4분기 95.5억 달러(-8.6% YoY), 4/4분기 119.9억 달러(-1.7% YoY)로 하반기에도 감익이 이어질 것으로 추정된다. 하반기 부진한 실적 모멘텀이 예상되는 주요 요인은 온라인 매출 비중이 작기 때문이다(전체 매출의 약 2%). 코로나19 확산세가 지속되는 상황에서 온라인 판매 채널을 강화한 타겟과 월마트 대비 TJX 컴퍼니즈의 실적 모멘텀 기대를 낮출 수밖에 없다.

TJX 컴퍼니즈, 온라인 채널 경쟁력 약화가 실적 부진의 근본적 원인



자료: TJX 컴퍼니즈, 타겟, 월마트, 대신증권 Research Center

자동차

소재산업팀

우리가 아는 Tesla, 그게 전부일까?

코로나19 이후 단기적으로 자동차 산업수요 감소하지만 중장기적으로 기존 대비 증가

- 자동차 산업수요는 코로나19 위기로 2020년 7,070만대로 급감하나 2023년 9,256만대로 이전 수
요를 회복하며 지속 상승 전망

중장기 전기차 시장은 여전히 폭발적으로 성장하며 그 중심에는 Tesla가 있음

- 2025년 글로벌 친환경차(BEV+PHEV+HEV) 산업 수요는 2,641만대로 전망. 전기차 시장 확대의
트리거는 정부의 규제도 있지만 Tesla가 시장을 개척했다고 판단

Tesla는 1) 전자 플랫폼 2) 통합 ECU 3) 전동화 성능 강화 기술에서 기존 완성차 대비 차
별화된 비즈니스 전략을 구사하고 있지만 안전 측면에서 리스크도 다소 존재함

- 1) 중앙 집중형 전자 플랫폼 HW 3.0 자체 개발로 기술력 및 가격 경쟁력 확보
- 2) 통합 ECU로 자율주행 및 OTA 제어 실현하여 효율성 극대화
- 3) 전동화 성능 강화 기술 (열관리 시스템 경량화, 전동 파워트레인)

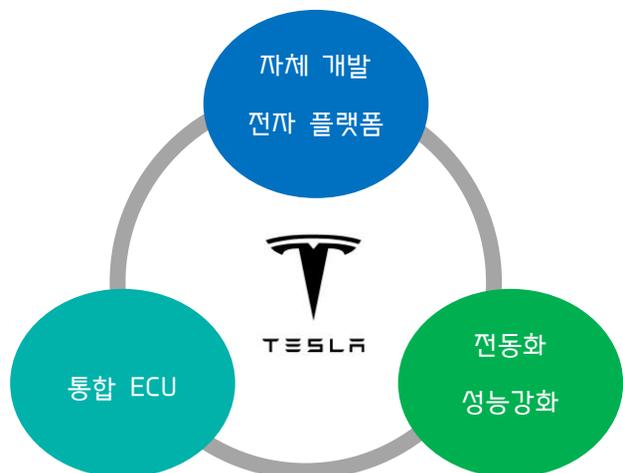
Tesla의 구조적 한계로 전기차 산업 수요를 충족시키기에는 역부족

- 2025년 전기차 산업수요는 992.5만대로 Tesla의 중장기 Capa 반영시 733.5만대 과부족
→ 과부족분의 물량을 차지할 Next fast follower 완성차 기업 모색 필요

전기차 시장의 Next fast follower는 전기차 개발에 적극적이며 전용 전기차 플랫폼을 보유
한 폭스바겐, 현대차그룹으로 전망

- 향후 전기를 제조하는 완성차 기업의 핵심 경쟁력은 1) 전기차 개발의 적극성 2) 전기차 수익성을
판가름할 전용 전기차 플랫폼 전략 3) 디자인 및 실내공간 확보 능력 으로 전망

테슬라의 3가지 혁신적 장점



자료: 대신증권 Research Center

카카오게임즈 (293490)

이민아
mina.lee@daishin.com

투자의견 **BUY**
매수, 신규

목표주가 **33,000**
상무

공모희망가 **20,000~24,000**

디지털콘텐츠 업종

Phase 4, 퀀텀 성장을 위한 준비 완료

투자의견 매수, 목표주가 33,000원으로 커버리지 개시

- 게임 매출 다변화, 탄탄한 신작 라인업 고려해 Target PER 20배 적용
- Target PER은 엔씨소프트 대비로는 낮고 펠어비스 대비로는 높은 수준
- 공모희망가액 20,000~24,000원, 상장 후 예정시가총액 1.46~1.76조원
- 추정치 기준 PER은 2020년 기준 17.9~21.6배, 12MF 기준 12.7~15.3배, 2021년 기준 12.2~14.7배
- 신작 흥행 성과가 추정치를 넘어선다면 밸류에이션 매력도 더욱 증가

PC/모바일 게임 사업 역량을 갖춘 국내 대표 게임사

- 2013~2015년 'for Kakao' 플랫폼 구축(Phase 1), 2015~2017년 PC 게임 사업 강화(Phase 2), 2017~2019년 모바일 게임 사업 강화(Phase 3)
- 2017년 '검은사막' 과 '배틀그라운드' 서비스 개시, 2017년 '음양사' , 2019년 '달빛조각사' 등 서비스 개시로 실적 본격적으로 성장
- 최근에는 엑스엘게임즈, 라이온하트스튜디오, 세컨드다이버, 오션드라이브 등 주요 게임 회사 투자에 적극적

가디언테일즈 글로벌 흥행, 엘리온 연내 출시 후 흥행 기대

- '가디언테일즈' , 국내 구글플레이 게임 매출 5~10위. 글로벌 34개국에서 게임 매출 순위 100위권 내 진입
- 11월 출시되는 '엘리온' , 사전체험 이벤트 반응 긍정적. 흥행 가능성 높음
- 이외에도 10개 이상 신작 라인업 확보. 2021년 2분기 '오딘' 출시, 2022년 '엘리온' 해외 출시와 엑스엘게임즈의 PC/모바일 MMORPG 신작 기대
- 해외 매출 증가, 대형 기대작 출시, 2021년 이후 자회사를 통한 자체 개발 게임 매출 증가가 기대되는 현재는 회사의 Phase 4 성장 단계

신작 흥행으로 실적 큰 폭 개선 전망

- '가디언테일즈' 일매출 10억원 가정. 이후 자연감소 추정. '엘리온' 11~12월 일매출 5억원, 2021년 일매출 3억원 가정. '로스트아크' 대비 출시 초반 매출 추정치는 보수적, 2021년 매출 추정치는 소폭 높은 수준
- 인건비는 점진적 증가, 마케팅비는 2020년은 전년대 유사한 수준, 2021년은 증가 가정. '가디언테일즈' , '엘리온' 등 퍼블리싱 게임 매출 비중 증가로 매출 대비 매출연동비 비중 증가 전망
- 종합하면 2020년 매출액 5,768억원(YoY 35%), 영업이익 946억원(YoY 170%), 2021년 매출액 9,129억원(YoY 45%), 영업이익 1,466억원(YoY 47%)으로 전망 됨
- 공모가 밴드의 2021년 기준 PER은 12.2~14.7배로 공모 후 주가 상승 여력 충분

공모 희망가액	20,000~24,000원
예정 시가총액	1.46~1.76조원
주식수(상장후)	7,320만주
자본금/액면가	57억원/100원
공모주식수	1,600만주
공모비율	19.8%
공모예정금액	3,200~3,840억원
주요주주 및 지분율	
	(주)카카오 등 최대주주 53.6%
	넷마블(주) 4.4%

공모일정관련

신규상장시장	KOSDAQ
수요예측일	2020.8.26~8.27
공모주청약예정일	2020.9.1~9.2
상장예정일	2020.9
상장주관사	한국투자증권 삼성증권

에스티로더 (EL)

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

투자의견 BUY
(토스로이더 평균) *(2,3)

목표주가(\$)
(토스로이더 평균) 207.8

현재주가(\$)
(20.08.20) 198.3

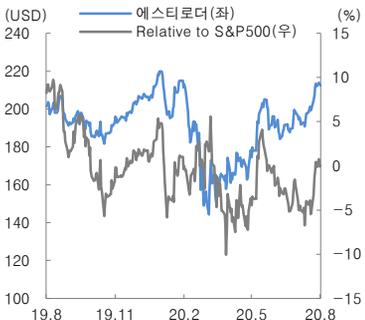
회장품업

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green



영문명	Estee lauder
한글명	에스티로더
홈페이지	https://www.elcompanies.com
결산월	6월
거래소 국가	US
상장 거래소	NYSE
시가총액(십억달러)	76.78
시가총액(조원)	90.78
발행주식수(백만주)	359
52주 최고가/최저가	219.88/144.88
주요주주	Vanguard Group 8.3% Fidelity M&R 6.7%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.3	21.7	-0.3	5.4
상대수익률	2.5	5.4	0.0	-8.7



코로나가 쓸고 간 자리

낮아진 기대치를 하회한 4분기

- 에스티로더의 2020년 4분기 매출액은 24.3억 달러(-32% yoy), EBIT은 -2.3억 달러(적자 전환 yoy), EPS는 -1.3달러(적자 전환 yoy)로 토스로이더 기준 컨센서스 매출액 24.4억 달러, EBIT -0.9억 달러, EPS -0.2달러를 하회하였음

코로나19 확산 시기 따라 엇갈린 분위기

- 1) [중국] 2월 중순 이후 6월 말까지 대부분의 오프라인 채널의 영업 재개가 이루어진 중국의 경우 온라인 채널의 매출액이 전년 대비 두자리 성장세를 시현하며 전체 중국 매출액 역시 전년 대비 두자리 성장세로 기대치에 부합. FY2020 기준 중국의 온라인 채널 매출액 비중은 40% 이상까지 확대. 2) [한국] 중국과 마찬가지로 한국 역시 전분기 대비 회복된 분위기로 전년 대비 한자리 중반 성장. 이에 아시아태평양 지역의 실적은 선전하였으나, 3) [미국] 북미의 경우 Makeup 카테고리의 경쟁 강도 심화가 이어진 영향, 남미의 경우 코로나19 영향으로 크게 부진하였고, 4) [유럽/중동/아프리카] 코로나19 영향에 따른 섣다운 및 현지 관광객 감소 영향으로 영국, 서유럽 국가들의 매출액이 크게 하락하였음. 이에 아시아태평양 외 지역의 실적이 크게 부진하였음

공격적인 채널 전략으로 중장기 성장 지속 기대

- 단기 불확실성 확대로 FY2021 가이드는 미제시. 1Q21 가이드는 매출액 성장률은 -12~13% yoy(환효과 등을 제외한 순 성장률은 -14~15% yoy), EPS는 0.77~0.83달러(환효과 등을 제외한 EPS 0.80~0.85달러)로 제시
- 2021년 1분기 가이드는 다소 보수적으로 제시되었으나 보유 브랜드의 높은 브랜드력을 기반으로 에스티로더의 평균 영업이익률을 상회하는 온라인 채널 비중이 4Q20 40%(FY2020 기준 22%)까지 확대되는 채널 변화가 가속화되는 흐름이 이어질 것으로 예상되고, 하이난 등 중국 면세 시장의 판도 변화가 기회 요인으로 작용될 것으로 기대됨

* 투자의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별로(1- Strong Buy, 2- Buy, 3- Hold, 4- Sell, 5- Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자의견

구분	4Q19	3Q20	4Q20			1Q21			
			Consensus	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	YoY	QoQ
매출액	3,591	3,345	2,445	2,430	-32.3	-27.4	3,459	-11.2	42.3
EBIT	321	478	-89.2	-228	적전	적전	579.87	-27.9	흑전
순이익	235	310	-82.4	-190	적전	적전	399.98	-35.1	흑전

영업실적 및 주요 투자지표

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	13,683	14,866	14,294	15,242	16,623
영업이익	2,052	2,313	606	2,655	3,041
당기순이익	1,695	1,977	696	1,912	2,226
EPS	4.5	5.3	4.5	5.3	6.2
PER	47.1	39.8	41.9	39.9	34.3
BPS	12.8	12.2	12.1	14.4	16.1
PBR	16.6	17.5	15.6	14.7	13.2
ROE	37.4	43.6	16.4	42.2	44.6

주1: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출. 주2: 에스티로더는 6월 결산. 예상치는 토스로이더 컨센서스 기준. 자료: 에스티로더, 토스로이더, 대신증권 Research Center

SK
(034730)

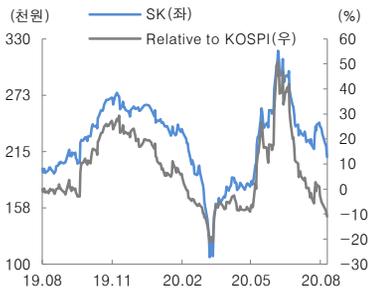
양지환 이자수
jhwang.yang@daishin.com jane.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 400,000
유지
현재주가 211,500
(20.08.21)
지주업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2304.59
시가총액	14,997십억원
시가총액비중	1.10%
자본금(보통주)	155십억원
52주 최고/최저	318,000원 / 107,000원
120일 평균거래대금	1,454억원
외국인투자분율	22.40%
주요주주	최태원 외 28 인 29.55% 국민연금공단 8.46%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.4	-8.0	-0.5	6.5
상대수익률	-12.4	-20.3	-6.6	-9.2



반도체 소재, Bio 사업 순항

투자이건 매수, 목표주가 400,000원 유지

- 2020년 2분기 실적 발표 후 3일간 NDR 진행
- 유가하락에 따른 에너지 계열(SKI, SKE&S) 실적 부진으로 2분기 실적 저조
- 3분기 SK이노베이션은 흑전, SKE&S는 SMP하락에 따른 영향 지속 예상
- SK팜테코와 SK실트론 실적은 회사측 예상보다 빠른 회복세 시현 중
- SK바이오팜 상장 차익과 CGH지분매각이익을 재원으로 한 특별 배당 검토
- 특별배당은 지금 규모와 일시 지급 혹은 몇 년간 분배할 지에 대해 고민 중
- SK바이오팜 상장 이후 지분가치 증가에도 주가 조정 지속으로 NAV대비 할인율 확대되어 투자 매력 증가하고 있지만, 상승반전을 위한 Catalyst 부족
- 하반기 주주가치 제고를 위한 방안 및 장기 비전에 대한 소통 강화 예상

SK팜테코와 SK실트론을 중심으로 실적 개선 진행 중

- SK팜테코 2분기 매출 1,870억원, EBITDA Margin 22.1%로 큰 폭 개선
- 2019년 매출액 5,200억원이었는데, 2020년 외형 15~20% 성장, EBITDA Margin 20% 이상 기대됨
- AMPAC 미 PHLOW 컨소시엄에 참여, 의약품 확보사업 핵심 공급처 부상
- 향후 M&A를 통해 Global Top-tier로 도약한 이후 미국에 직 상장 고려
- SK실트론은 2020년 2분기 매출액 4,260억원(+36% yoy), 영업이익 870억으로 영업이익률 20.4%로 외형 성장 및 수익성 개선 진행
- SK실트론 300mm Wafer시장에서 M/S 계속 확대. 메모리 반도체 업황 예상보다 저조하지만, 4분기부터는 개선 기대되고 비메모리 시장 수요 견조
- SK실트론은 CAPEX 집행 일단락으로 감가상각비 부담 경감으로 OPM 개선
- 비상장 계열사 상장은 SK실트론 이후 SK바이오팜 순이며, SK건설의 경우 상장보다는 비즈니스 모델 개선 후 IPO할 계획임

SKE&S는 3분기 이후 실적 개선 기대

- 2020년 2분기 실적은 1)발전소 정기정비로 인한 발전량 감소(-28% yoy, 정기보수로 인한 물량 감소 효과는 -20%), 2)유가하락에 따른 SMP 하락(14원/kWh -16.2% yoy)으로 부진
- SMP는 통상적으로 유가에 4~6개월 후행하기 때문에 3분기에도 반등은 쉽지 않을 것으로 예상. 다만, 발전량은 2분기대비 회복될 것으로 기대
- 2021년 영업이익은 3,000~3,500억원 정도 예상
- SKE&S는 기존사업 비중 줄이고 LNG유통(중국과 동남아) 등 신규 사업 비중을 늘리는 방향으로 고려중임. 도시가스사업부문 매각도 옵션 중 하나임
- 중국에서 LNG유통사업은 7월부터 진행, 연간으로 약 50만톤 규모 추정
- Freeport LNG 도입으로 인한 발전용 LNG투입단가 상승으로 IPP 중 경쟁력 상실 우려는 사실과 다름. 여전히 Top 5 IPP가 SKE&S의 발전소임
- 유가하락으로 Asia LNG Spot가격과 Henry hub가격의 스프레드가 축소되면서 가격 경쟁력이 예전보다 떨어졌으나, 유가 상승시 경쟁력 재확보 가능

엔씨소프트 (036570)

이민아

mina.lee@dashin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

1,100,000

유지

현재주가

783,000

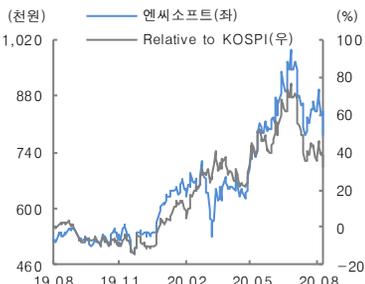
(20.08.20)

디지털콘텐츠업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2274.22
시가총액	17,190십억원
시가총액비중	1.26%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	995,000원 / 485,000원
120일 평균거래대금	1,037억원
외국인지분율	49.68%
주요주주	김택진 외 9 인 12.00% 국민연금공단 10.74%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.8	4.4	15.8	45.3
상대수익률	-11.9	-8.7	11.8	25.2



3분기 기간 조정, 4분기 반등 전망

투자의견 및 목표주가 유지. 3분기 기간 조정 후 반등 전망

- 12MF Target PER 25배를 적용한 목표주가 110만원 유지. Target PER은 글로벌 Top 게임사 액티비전블리자드, EA, 닌텐도의 2020년 PER 평균을 10% 할인한 수준
- 리니지2M 매출은 3분기에도 하향 안정화 예상되나 4분기 1주년 기념 업데이트 후 매출 반등 전망
- 반면 리니지2M 해외 출시와 신작 블레이드&소울2 출시 일정 변동 없음. 3분기 기간 조정 후 주가 반등 예상

4분기 리니지2M 매출 반등, 신작 공개 행사 개최 기대

- 공성전 업데이트가 진행되었음에도 리니지2M 구글플레이 매출 순위가 리니지 M, 바람의 나라에 이어 3위에 머무르면서 우려 확대
- 첫 공성전 업데이트는 다소 밋밋했던 것이 사실. 그러나 첫 공성전은 NPC가 차지하고 있던 성을 차지하는 방식으로 치뤄져 본격적인 공성전이라고 보기는 어려웠음
- 8월 23일 이후 혈맹간 전투 방식으로 본격적인 공성전 시작 전망. 9월에는 보다 대규모 콘텐츠인 '월드 공성전' 업데이트 예정. 4분기는 리니지2M 출시 1주년 기념 업데이트와 이벤트 계획. 2분기 대비 3분기 리니지2M 매출은 소폭 하락 전망되나 4분기에는 반등 가능할 것으로 기대
- 리니지2M 일매출은 2분기 22억원, 3분기 18억원, 4분기 22억원 전망
- 반면 리니지M 매출은 견조. 7월 8일 대규모 업데이트로 3분기 일매출 24억원 (2분기 18억원)으로 반등 전망
- 4분기 초 신작 공개 행사 개최 기대. 블레이드&소울2 사전예약 개시, 리니지2M 대만 출시 일정 공개 시 주가 모멘텀 살아날 수 있다는 판단
- 최근 주가 조정을 매수 기회로 활용할 것을 권고

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,715	1,701	2,538	3,145	3,350
영업이익	615	479	931	1,323	1,409
세전순이익	637	496	982	1,381	1,468
총당순이익	421	359	746	1,064	1,130
자배분순이익	418	358	746	1,062	1,129
EPS	19,061	16,326	33,964	48,377	51,411
PER	24.5	33.1	23.1	16.2	15.2
BPS	107,923	113,027	140,080	179,019	219,756
PBR	4.3	4.8	5.6	4.4	3.6
ROE	16.4	14.8	26.8	30.3	25.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출
자료: 엔씨소프트, 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.