

# Morning Meeting Brief

## Strategy

### 소로스 관점에서 본 주식시장, 그리고 달러

- 글로벌 금융시장은 펀더멘털에 대한 눈높이 조정과 단기 과열/밸류에이션 부담을 해소하는 과정 전개될 전망
- 특히 ECB통화정책회의 계기로 유로 약세 제동, 달러 강세압력 예상. 원/달러 환율 반등, 외국인 매도 압력으로 인한 변동성 염두에 둘 필요
- 단기 과열/밸류에이션 부담, 부담스러운 주가는 가격 조정 이후 완화될 것. 중장기 상승모멘텀은 유효. 변동성 확대는 비중확대 기회

이경민, kyoungmin.lee@daishin.com

## Fixed Income

### 평균물가목표제(AIT) 도입에 대한 연준의 선택

- 연준의 AIT 도입은 '포워드 가이드' 강화의 개념. 당장 기존 정책 행보에 특별한 변화를 주지 않을 가능성이 큼
- AIT 선언 직후 장기금리 가파른 상승과 수익률곡선 스티프닝은 연준이 인플레이션을 용인한다는 듯한 인상을 남긴 데 따른 반응
- 연준의 시장금리 장악력은 일괄적이고 강력한 힘은 아님이 변동성으로 재확인. 금리 움직임과 환율 여건 변화 또한 예의주시 필요한 변수

공동락, dongrak.kong@daishin.com

## Asset Allocation

### 과도한 낙관론이 불러온 변동성

- 9/3 나스닥 지수 5% 가까이 하락. 다소 과도했던 낙관론이 주식시장에 부정적인 영향 미친 것으로 판단
- 최근 VIX는 주가지수와 함께 움직임. 과거 VIX와 S&P500의 상관관계가 높아지면 주식시장 조정 받은 경우 많았음
- 여타 주요 자산의 변동성지수도 높아져 가격 조정 가능성 시사. 다만 긍정적 변수들이 아직 유효하므로 주가 조정은 비중확대 기회

조승빈, seungbin.cho@daishin.com

## Commodity

### 농산물, 기상 악화로 나홀로 상승

- 9월 첫째 주간 원자재 지수(S&P GSCI)는 전주대비 -3.6% 하락. 원자재시장 내 농산물 섹터 만이 플러스 수익률을 기록
- 가격 상승한 이유는 1) 하반기 엘니뇨 발생 가능성 상승, 2) 중국의 농산물 수요 증가
- 다만 미국 대선전까지 중국의 무역협상 의지가 변할 수 있기 때문에 농산물 가격의 상승은 제한될 가능성이 높다고 판단

김소현, sohyun.kim@daishin.com

## Quant

### 단기 변동성 확대에 대비하고 있는 외국인

- KOSPI 외국인 순급 8월 이후 매도 우위 상태 지속. 지난주 31일 외국인 KOSPI 1.6조 순매도는 MSCI 지수 정기 리밸런싱 영향
- 최근 외국인 매매 패턴은 시장 변동성 확대에 대비하는 모습. 연초 이후 KOSPI 대비 상대수익률이 부진한 가치주를 차별적 순매수 중
- 코로나19 이후 실적 개선 주도 중인 성장주 강세 국면은 유효. 다만 순환매 차원의 가치주 상승 가능

김지윤, jiyun.kim@daishin.com

## 미 고용, 개선되고 있으나 확연한 정체 국면 돌입

- 미국 고용은 7월, 8월 거치며 앞선 기간에 비해 회복 속도/강도 확연하게 둔화되는 양상
- 코로나19로 줄어든 일자리 숫자에 절반에 못 미치는 신규고용 등 개선 속도 둔화는 향후 고용 개선 정체될 가능성 커지고 있음을 시사
- 고용 중심으로 개선세 둔화 또는 정체 국면으로 진입함에 따라 향후 금융시장에 크게 영향을 미칠 재료로서의 역할 약화될 전망

공동락. dongrak.kong@daishin.com

## 미국주식

### 매주 월요일 만나는 미국주식: 비자, 추가 부양책 합의가 필요한 시기

- 투자이견 Buy 유지. 단기 주가 상승 여력은 제한적
- 미국 내 결제금액이 전년 수준을 회복한 점은 긍정적이나, 7월 이후 개선 속도 정체
- 코로나19 영향에도 영업현금흐름 안정. 주가 수준과 배당 증액은 매력적

이영한. yeonghan.lee@daishin.com

## 산업 및 종목 분석

### 의류/신발 OEM: 길게 보면 한국이 이기는 게임(2)

- 대만 의류 OEM, Makalot 8월 매출 성장률 +38% 기록(yoy). Eclat의 경우 아직 8월 실적 발표 전이지만 7월 수주가 yoy +17% 증가했으며 양사의 최근 매출 동향을 통해 의류 OEM 산업의 빠른 회복세 확인
- 2019년 미중 무역 분쟁으로 미국시장에서 중국산 의류 및 신발 제품의 MS가 크게 하락
- 의류 OEM 업황 기대감으로 대만 의류 OEM 기업들의 주가는 이미 연초 가격 수준을 넘어섰으며 2021년 예상 P/E도 20배 이상으로 상승. 국내외 OEM 기업들의 주가 동조화 현상을 고려하면 글로벌 peer의 양호한 주가 흐름은 국내 기업들의 주가에 긍정적
- **영원무역(111770, BUY, TP 42,000원 유지)**: 3분기 수주 양호, 자회사 Scott의 실적 호전. 2021년 P/E 7배에 불과한 저평가 상태
- **한세실업(105630, BUY 유지, TP 20,000원으로 +25% 상향)**: 2021년 실적 상향 조정에 따라 목표주가 상향. 업황의 turn around 국면에서 가장 실적 개선폭이 크다는 장점

유정현. junghyun.yu@daishin.com

### [Issue Comment] 신한지주: 시기와 금액은 애매, 분기배당 의지는 환영

- 투자이견 매수(BUY), 목표주가 43,000원으로 15.7% 하향. 목표주가 하향은 유상증자에 따른 BPS 희석에 기인
- 지난 4월 1.15조원의 글로벌 PEF인 어피니티와 베어링 대상 제3차배정 유상증자 발표. 신주발행주식수는 3,913만주로 전체 유통주식수의 8.2%에 해당
- 신주 발행가액은 29,600원으로 기준주가 30,174원에 2%의 할인율 적용. 납입일은 9월 28일이며 신주 상장예정일은 10월 20일
- 금번 유상증자로 동사의 EPS와 BPS는 각각 -7.6%, -5.4%하락하며 ROE는 -17bp하락. 2020년말 기준 보통주자본비율은 11.54%에서 11.97%로 43bp상승 예상
- 딜 자체는 나쁘지 않으며, 연말 일시배당의 문제점을 분기배당 가능성으로 보여준 점은 긍정적. 그러나 유상증자 금액이 최근 2년간 분기이익을 소폭 상회하는 수준임에도 BPS, EPS 하락 효과가 크며 사측이 유상증자를 결정할 정도로 COVID-19 영향을 걱정하고 있다는 점은 투자자들의 우려를 증폭시키는 요인

박혜진. hyejin.park@daishin.com

### [Issue Comment] 두산: 구조조정 거의 끝났다

- 투자이견 시장수익률, 목표주가 45,000원 유지
- (주)두산 두산솔루스와 모트롤BG 매각을 통해 약 6,900억원 확보
- 두산중공업의 재무 리스크 상당부분 해소될 것으로 기대

양지환. jihwan.yang@daishin.com

- 9/4 기관투자자 대상으로 회사의 현황 및 전망에 대한 컨퍼런스 콜을 진행
- 3Q20 실적은 증가 추세, 환율 하락 중이나 환영향은 2분기보다 적을 것
- 국방중기계획(2021~25년) 10대 신규사업에 대부분 참여, 중장기 성장 지속. 해외사업은 2015년 상장 시점보다 안정성 증가, 장기 매출비중 30% 목표, 웨어러블로봇 등 다양한 신사업 전개 및 민수와 방산 사이 확장성 보유

이동현. dongheon.lee@daishin.com

---

[Issue Comment] 두산중공업 : 유상증자, 두산퓨얼셀 지분 취득 공시 발표

---

- 공시 1) 1.3조원 유상증자, 주주배정 후 실권주 일반공모, 신주배정기준일 10/15, 청약일 12/3
- 공시 2) 두산퓨얼셀 지분 17.77% 취득, 오너 일가 지분의 수증이며 고통 분담을 위한 사재출연 성격
- 공시 3) 두산인프라코어 지분 매각설에 대한 해명 공시로 검토하고 있으나 구체적으로 확정된 사항이 없음을 명시
- 두산중공업의 별도 차입금은 5조원 수준, 1.3조원의 증자와 두산퓨얼셀 지분가치 5,773억원이 자본으로 반영, 향후 두산인프라코어 매각 시 약 1조원 정도의 자본 증가가 예상되며 완료 시 3조원 자구안 완성, 속도나 방법 면에서 두산중공업을 위한 최상의 시나리오라 판단

이동현. dongheon.lee@daishin.com

---

## 소로스 관점에서 본 주식시장, 그리고 달러

- 연일 사상 최고치 행진을 이어가던 미국 증시 상승에 제동이 걸렸다. 애플, 아마존, 페이스북, 테슬라 등 주요 기술주들의 폭락이 중심에 자리한다. 필자는 미국, 글로벌 증시 분위기를 급반전을 단기 급등, 과도한 상승으로 인한 반작용으로 본다. 그 동안 글로벌 증시는 과열/밸류에이션 부담에도 불구하고 상승세를 이어왔다. 이를 \*소로스의 재귀성 이론, 자기강화 현상으로 해석한 바 있다. 자기강화 현상은 과열/침체를 야기하지만, 영원하지 않다. 어떤 트리거로 인해 자기강화 현상의 고리는 약화되고, 끊어진다. 이후 금융시장의 방향성은 변한다.  
\* 자세한 내용은 8월 14일자 '목표치(2,480p)에 근접한 KOSPI, 단기 대응전략 점검' 참조
- 자기강화 현상을 훼손한 트리거로 경제지표 부진을 들 수 있다. 미국 증시의 사상최고치 행진 속에 미국 경제지표 결과는 예상보다 부진했다. 경제지표 서프라이즈 인덱스는 250%대에서 190%대로 낮아졌다. 누적된 경제지표 부진에 8월 미국 ISM 비제조업 지수가 트리거 역할을 했다. 8월 PMI는 56.9로 전월(58.1)보다 부진했고, 컨센서스(57)도 하회했다. 경제지표 부진은 인지했지만, 예상을 하회했다는 점이 그 동안 자기강화 현상을 깨뜨렸다고 본다. 이후 불안심리와 차익매물 간의 악순환 고리가 형성되며 고밸류 주기의 폭락으로 이어졌다.
- 당분간 글로벌 금융시장은 중장기 상승추세 속에 교동정리가 필요하다. 자기강화 현상이 깨지며 기대와 현실 간의 괴리를 인식하기 시작했다. 글로벌 금융시장은 펀더멘털에 대한 눈높이 조정과 함께 단기 과열 밸류에이션 부담을 상당부분 덜어내는 과정이 전개될 전망이다. 8월과는 정반대의 자기강화 현상이 글로벌 금융시장의 변동성을 자극할 수 있다.
- 이번주에는 외환시장 흐름에 주목한다. ECB 통화정책 회의를 계기로 외환시장의 변동성 확대가 예상된다. 유럽은 코로나19 재확산에 시달리고 있다. 따라서 ECB는 1) 경기 하방리스크를 경계하고, 2) 완화적인 통화정책 스탠스를 강조할 가능성이 높다. 3) 수출 경쟁력을 약화시키는 유로 강세도 부담스럽다. 유로 약세에 제동이 걸리면 달러 강세압력이 높아질 것이다. 글로벌 금융시장 변동성을 자극하는 또 다른 트리거가 될 수 있다. KOSPI도 달러 반등 - 원/달러 환율 반등(원화 약세) - 외국인 매도 압력 확대에 의한 변동성 확대 가능성을 염두에 둘 필요가 있다. 글로벌 증시대비 상대적으로 선방할 수 있지만, 안심하기는 이르다.
- 여기서 글로벌 금융시장 변동성 확대 변수가 펀더멘털이 아니라는 점에 주목해야 한다. 경제지표 눈높이 조정이 필요한 것이지, 경기회복세, 모멘텀이 꺾이거나 소멸하는 것이 아니다. 유동성/정책 모멘텀과 펀더멘털 동력은 유효하다. 단기 과열/밸류에이션 부담, 펀더멘털 대비 부담스러운 주가 수준은 가격 조정 이후 완화/해소될 것이다. 향후 글로벌 금융시장은 견고한 중장기 상승 모멘텀을 반영해 나갈 전망이다. 변동성 확대는 비중확대 기회이다.  
\* 자세한 내용은 9월 2일자 '다시 찾아온 급행열차 탑승 기회' 참조

펀더멘털 기대와 현실 간 괴리를 축소 국면

유로 약세 = 달러 강세 (상관관계 -0.98)



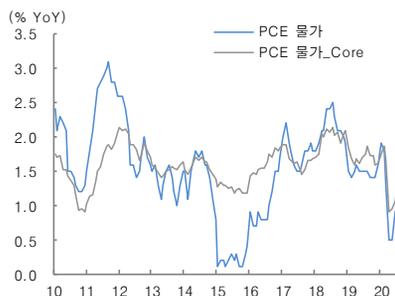
자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

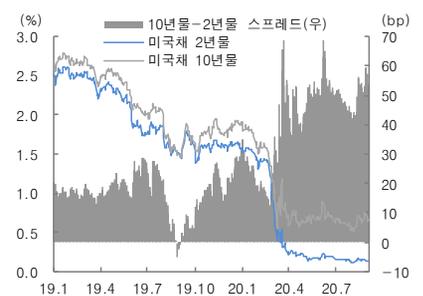
## 평균물가목표제(AIT) 도입에 대한 연준의 심법

- 평균물가목표제(AIT) 도입 선언 이후 채권시장 참가자들의 분주한 심법이 시작됐다. 그 심법에는 당연히 연준(Fed)이 과연 어떤 의도를 가지고 AIT를 현 시점에서 발표했는지 혹은 AIT의 궁극적 목표는 무엇인지에 대한 다양한 시나리오를 역시 동시에 포함했을 것이다.
- AIT 도입은 연준이 코로나19 이후 전통적 통화정책 수단을 소진하고 나서 내놓은 비전통적 수단의 분류 기준들 가운데 이른바 '포워드 가이드런스' 강화에 해당한다. 즉 AIT 도입이 직접적인 수단을 언급한 것이 아니라 추후에 진행될 정책 행보에 대한 사전 전체(물가가 상당기간 2%를 하회한 이후 상승하면 이에 당장 대응하지 않겠다)의 제시이기 때문이다.
- 기준금리와 같은 전통적 통화정책이 소진됨에 따라 글로벌 중앙은행들은 본인들이 향후에 어떤 정책 수단을 사용할 수 있는지 그리고 이를 금융시장에 어떻게 알려 정책 옵션이 완전히 사라지지 않았다고 알릴 수 있을 지에 대해 고심하고 있다. 이는 역설적으로 그만큼 시장이나 경제 주체들에게 강력하게 영향을 미칠 수단 자체가 많지 않다는 의미인데, 정책 당국의 덕목 상 자신들이 보유하고 있는 대응책이 없다고 밝히기란 결코 쉬운 일이 아니다.
- 이번 AIT는 당장 기존 정책 행보에 특별한 변화를 주지 않을 가능성이 크며, 이미 대칭적(symmetric)이란 표현을 통해 일종의 밑그림을 앞서서 제시했다는 점에서 시장에 미칠 혼란도 크지 않다. 반면 AIT 선언 이후 트럼프 대통령이 한때 강력하게 주장했던 마이너스 금리정책(MIRP)이나 수익률곡선통제(YCC) 등에 대한 주장은 한동안 잠잠해질 것이다.
- 문제는 오히려 채권시장에 해당 정책의 메시지가 어떻게 전달되느냐에 달렸다. 앞서 AIT 선언 직후 장기금리의 가파른 상승과 수익률곡선 스티프닝은 자칫 인플레이션에 대한 자경단(vigilance)임을 자부해 온 채권시장에 연준이 디플레이션을 경계한다는 메시지 이상으로 인플레이션을 용인한다는 듯한 인상을 남긴 데 따른 반응이다.
- 연준의 기준금리 결정은 항상 장기와 단기금리 간의 분주한 계산을 동반한다. 당장 경기를 부양하기 위해 금리를 인하하는 것이 단기채권에는 우호적이나, 이를 통해 추후 물가가 상승한다면 장기채권은 전혀 다른 동향을 나타내는 것이 채권시장의 통화정책 프라이싱이다.
- 이에 연준 역시 AIT 도입으로 당장 장기금리가 크게 상승하지는 않을 것이며, 물가 역시 당분간 크게 우려할 시안은 아니라는 정도의 계산은 벌써 마쳤을 것이다. 그러나 연준의 시장금리에 대한 장악력은 장기영역까지 일괄적으로 작동하는 강력한 힘이 아니라는 것이 이번 금리 변동성 분출을 통해 다시 확인됐다. 또한 미국 금리의 움직임에 따라 발생할 수 있는 환율 여건의 변화 역시 상당히 예의주시가 필요한 변수다.

미국 월간 PCE 물가 상승률 추이



미국 TB 2년, 10년 금리와 스프레드



자료: 미국 상무부, 대신증권 Research Center

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

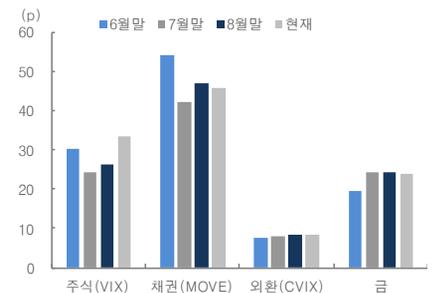
## 과도한 낙관론이 불러온 변동성

- 거침없는 상승세를 이어가던 나스닥지수가 9월 3일에 5% 가까이 하락했다. 12,000p 돌파라는 이정표를 달성하자마자 나온 나스닥지수의 급락은 투자자들을 당황하게 만들었다. 미국 주식시장이 조정을 받기 전의 주변 상황을 살펴보면 다소 과도했던 낙관론이 주식시장에 부정적인 영향을 미친 것으로 판단한다.
- 최근 미국 주식시장의 상승과정에서 특이했던 점은 S&P500 지수의 변동성을 의미하는 VIX가 주가지수와 함께 상승했다는 것이다. 대체로 주식시장이 상승하면 변동성 지수는 하락하고 안정되는 모습이 나타난다. 일반적인 패턴과 달랐던 VIX 움직임의 원인은 옵션시장에서 찾아볼 수 있다. 최근 미국 옵션시장의 거래대금이 빠르게 늘어났다. 특히, 콜옵션의 거래대금이 가파르게 증가했는데, 주가 상승이 이어지면서 옵션을 통해 더 높은 수익을 얻고자 하는 투자자들이 크게 늘어났기 때문이라 판단한다.
- 옵션을 사려는 투자자가 많아지면 옵션의 프리미엄(가격)도 올라갈 가능성이 높아진다. 옵션의 가격은 기초자산가격, 잔존만기, 변동성 등에 의해 달라진다. 옵션 프리미엄이 상승하면 옵션 가격을 통해 추정하는 기초자산의 내재 변동성이 높아질 수 있고, VIX 상승에도 영향을 미치게 된다. 콜옵션 거래대금 대비 풋옵션 거래대금의 비율로 시장의 과열 정도를 체크하는 풋-콜 비율이 0.4를 기록하며 과거 저점 수준까지 하락했다는 점은 투자자들 사이에 낙관론이 팽배해져 있다는 것을 보여준다. 과거 VIX와 S&P500이 같은 방향으로 움직이면서 두 지수의 상관관계가 높아지면 주식시장이 조정을 받는 경우가 많았는데, 주식시장의 과도한 쓸림현상이 풀릴 경우 주가지수의 조정으로 연결될 수 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다.
- 주가지수의 가파른 상승과 달리 경제지표와 기업실적 등 펀더멘탈 지표의 개선속도는 상대적으로 느린 모습이다. 코로나19 이후 상승세를 이어가던 미국 경제지표 서프라이즈 인덱스는 7월 이후 하락세로 전환됐다. 우려보다 양호했던 경제지표와 주식시장의 강세로 시장의 기대치는 높아졌지만 최근 발표되는 경제지표는 기대에 미치지 못하고 있다. 펀더멘탈 지표의 개선속도 둔화는 밸류에이션 부담이 높아진 주식시장에 부정적인 요인이다.
- 최근 주식시장 뿐만 아니라 채권, 외환, 금 등 주요 자산의 변동성지수도 6월말 또는 7월말 대비 높아진 것을 확인할 수 있다. 자산 가격의 변동성 확대는 리스크 프리미엄을 높이고, 투자심리를 위축시켜 투자자산의 가격 조정으로 연결될 수 있는 요인이다. 주식시장에 대한 투자자들의 낙관론으로 쓸림현상이 나타나면서 글로벌 금융시장의 변동성이 확대된 만큼 주요 자산들의 변동성이 안정되는 모습을 확인할 필요가 있다. 반면, 정부와 중앙은행의 정책 기대감, 풍부한 유동성, 경제지표 회복 등 주식시장에 긍정적인 변수는 아직 유효하다. 주가 조정은 비중확대의 기회로 활용해야 한다고 판단한다.

S&P500과 VIX 상관관계 높아지면 위험



주요 자산 변동성 지수 상승



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

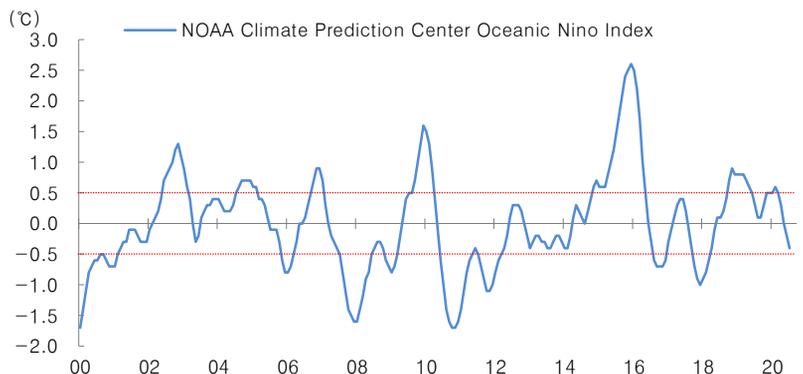
## 농산물, 기상 악화로 나홀로 상승

김소현 sohyun.kim@daishin.com

- 9월 첫째 주간 원자재 지수(S&P GSCI)는 전주대비 -3.6% 하락했다(9월 4일 기준). 원자재시장 내 에너지, 귀금속, 산업금속 순으로 마이너스 폭이 컸으며 농산물 섹터 만이 플러스 수익률을 기록했다. S&P GSCI 농산물 지수는 321.8로 전주대비 0.1% 상승했다. 농산물 섹터 내에서는 코코아, 커피, 대두 순으로 원자재 내 수익률 상위권을 기록했다.
- 최근에서야 원자재 내 농산물 섹터 가격이 상승한 이유는 1) 하반기 엘니뇨 발생 가능성 상승, 2) 중국의 농산물 수요 증가 때문이다.
- 미국 콘벨트(인디애나, 일리노이, 아이오와, 미주리, 네브라스카, 캔사스 등 미국 중서부에 위치) 지역의 고온건조한 날씨로 작황 차질에 대한 우려가 높아지고 있다. 미국 옥수수과 대두의 품질 등급도 악화되었다. 8월 30일 기준 미국 옥수수와 대두의 양호 및 우수등급 비율은 각각 62%, 66%로 4주, 3주 연속으로 하락했다.
- 또한, 하반기 라니냐\* 발생 가능성 상승은 주요 곡물 수출국인 미국, 브라질, 아르헨티나 등에서의 가뭄 피해 우려를 높이고 있다. 최근 미국과 호주 기후연구소들은 2020년 라니냐 발생 가능성을 상향 조정했다. 미국 기상청인 NOAA(National Oceanic and Atmospheric Administration) 과 호주 기후청에 따르면 올해 연말 라니냐가 발생할 확률이 각각 60%, 70%로 전망했다. 실제로 7월 NOAA Climate Prediction Center Oceanic Nino Index도 -0.4°C로 라니냐 기준선인 -0.5°C와 근접하다. 통상적으로 라니냐가 발생한다면 미국, 브라질, 아르헨티나 등에서의 가뭄이 나타나며, 겨울에는 평년 대비 추운 날씨가 이어질 가능성이 높다. 과거 2012년에 발생한 라니냐로 곡물가격이 상승한 바가 있으나, 2017년에는 라니냐의 강도가 약해 농산물 시장에 미친 영향력은 제한적이었다. 하지만 현재 브라질과 아르헨티나 지역에서의 기상악화로 곡물 작황 우려가 높아지고 있는 상황이다.
- 최근 중국의 곡물수입량 증가도 농산물 가격 상승 요인으로 작용했다. 중국 관세청에 따르면 중국 7월 곡물 수입량은 전년동월대비 62% 증가했으며, 20년 5월 이후 상승폭이 증가했다. 또한, 최근 중국 수입업체들이 미국산 옥수수 및 대두를 최대 규모로 구입했다는 소식이 알려지면서 중국의 농산물 수요 확대 기대감을 높였다. 하지만 미국 대선전까지 미중 간의 갈등 심화 여부에 따라 중국의 무역협상 의지가 변할 수 있기 때문에 농산물 가격의 상승은 제한될 가능성이 높다고 판단한다.

\*라니냐(La Nina)는 페루와 칠레 연안에서 일어나는 해수 저수 현상으로, 적도 태평양 해수면 온도가 평균대비 섭씨 -0.5°C 이하일때를 일컫음

### 미국과 호주 기후연구소들은 연말에 라니냐 발생 확률을 높여



자료: NATIONAL OCEANIC AND ATMOSPHERIC ADMINISTRATION (NOAA), 대신증권 Research Center

## 단기 변동성 확대에 대비하고 있는 외국인

- 지난 한 주간 KOSPI 3Q20 영업이익 컨센서스는 전주와 동일한 수준을 유지했다(9월 3일, 최근 3개월 컨센서스 기준). 3Q20 실적 전망치가 가장 큰 폭으로 상향된 업종은 디스플레이였다. LG 디스플레이는 3/4분기에도 영업적자를 이어갈 것으로 예상되고 있으나, 적자 폭은 축소될 것으로 기대되고 있다. 코로나19로 IT패널 수요가 급증했고, 최근 TV패널 가격 상승 흐름이 지속되고 있기 때문이다.
- 한편 7월 잠시 매수 우위로 돌아섰던 KOSPI 외국인 수급이 8월 이후 매도 우위 상태가 계속되고 있다. 8월 31일에는 외국인이 KOSPI를 약 1.6조원 순매도하며 2000년 이후 역대 최대 규모의 일일 순매도를 기록했다. 하지만 이는 MSCI 지수 리밸런싱의 영향이 컸다는 판단이다. 해당 이벤트 관련한 종목들이 모두 이날 외국인의 순매도 혹은 순매수 금액 상위권에 자리하고 있다.
- 최근 외국인의 매매 패턴을 살펴보면 외국인은 시장의 단기 변동성 확대에 대비하고 있는 모습이다. 8월 이후 외국인의 매도세는 반도체, 자동차, S/W, 화학 등에 집중되고 있다. 반면 외국인의 차별적인 순매수가 유입되고 있는 업종은 화장품, 통신, 비철, 증권, 필수소비재, 은행 등이다. 건강관리는 업종 전체로는 순매수 중이나, MSCI 지수 편입 종목인 신봉제약에 대한 순매수 금액을 제외하면 외국인은 건강관리를 순매도하고 있다.
- 외국인이 순매수 중인 업종들은 공통적으로 1) 연초 이후 KOSPI 대비 상대수익률이 (-)를 기록 중이거나 2) PBR 1배 미만의 가치주 성향이 강한 섹터이다. 그리고 해당 업종 내에서도 올해 하반기 이후 실적 개선 흐름을 보일 것으로 기대되는 종목들 중심으로 매수하는 모습이다. 주식시장의 밸류에이션 부담이 높아진 상황에서 시장의 변동성이 확대될 가능성이 높아진 만큼, 상대적으로 하방 경직성이 강할 것으로 예상되는 가치주들을 매수하고 있다는 판단이다.
- 실적 개선을 주도하고 있는 성장주의 강세가 중장기적으로 계속될 것이라는 전망은 유효하다. 다만 성장주 대비 가치주의 약세가 장기간 지속되어 왔고 이로 인해 가치주의 가격 매력력이 높아졌다는 점에서 순환매 차원의 가치주 상승이 나타날 수 있다. 따라서 8월 이후 외국인의 차별적인 매수세가 유입되고 있는 가치주 기업에 관심을 가질 필요가 있다고 판단한다. 1) KOSPI 지수 내 시가총액 비중 대비 외국인의 KOSPI 전체 순매수 금액에서 차지하는 비중이 높으면서 2) 확정 실적 기준 P/B가 1배 미만인 가치주 20개 기업을 관심 종목으로 제시하는 바이다.

### 외국인의 차별적인 매수세가 유입 중인 가치주

종목명	외국인 누적 순매수 비중 (A)	지수 내 시총 비중(B)	차이 (A-B)	확정실적 기준 PBR	전년대비 예상 실적 증가율(% YoY)					
					2020	2021	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
SK 텔레콤	6.1	1.2	4.8	0.75	14.2	10.6	-6.4	11.4	14.1	64.2
KB 금융	4.9	1.0	3.9	0.37	-6.4	4.3	-10.4	-0.9	-2.6	-1.1
롯데케미칼	1.9	0.4	1.5	0.48	-77.4	276.7	적전	-90.5	-59.3	-0.2
금호석유	1.6	0.2	1.4	0.99	40.4	4.9	-7.7	-13.5	109.9	635.4
이마트	1.1	0.2	0.9	0.38	16.2	69.6	-34.8	적지	6.4	흑전
한국타이어엔테크놀로지	1.0	0.2	0.8	0.51	-15.8	22.7	-24.6	-33.7	-23.6	24.0
KT	0.9	0.4	0.5	0.42	8.9	8.7	-4.7	18.6	6.7	35.8
풍산	0.5	0.0	0.5	0.47	138.4	27.1	적전	148.1	19,010.0	141.7
대한유화	0.5	0.0	0.4	0.41	10.8	59.8	적전	흑전	-8.6	307.3
DGB 금융지주	0.5	0.1	0.4	0.19	-8.8	2.9	0.6	-0.9	10.0	-45.8
롯데하이마트	0.5	0.0	0.4	0.37	30.3	9.5	-19.6	51.1	22.4	173.8
SK 가스	0.5	0.1	0.4	0.47	9.3	-26.0	376.2	-1.1	-50.1	-34.0
현대미포조선	0.4	0.1	0.3	0.52	0.6	8.9	28.5	-62.0	-18.4	120.5
NH 투자증권	0.5	0.2	0.3	0.51	-8.2	8.0	-77.3	113.8	49.2	-26.7
현대제철	0.5	0.2	0.3	0.20	-63.5	319.1	적전	-94.0	-0.2	흑전
한화에어로스페이스	0.4	0.1	0.3	0.59	23.0	19.4	흑전	-11.0	15.7	108.3
대림산업	0.5	0.2	0.3	0.57	6.4	-8.7	20.5	2.9	14.1	-0.9
유니드	0.3	0.0	0.3	0.56	3.7	0.5	-8.5	4.9	7.2	15.9
한화	0.4	0.1	0.3	0.57	292.5	19.3	14.2	146.2	2.2	흑전
에스엘	0.3	0.0	0.3	0.44	55.2	76.1	흑전	적전	3,788.2	175.7

자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

주: 8월 이후 현재까지 외국인 누적 순매수 금액, 평균 시가총액 기준

## 미 고용, 개선되고 있으나 확연한 정체 국면 돌입

### 미국 8월 실업률은 한 자릿수대 하락, 비농업부문 일자리는 예상 수준 부합

- 미국 고용지표가 반등 이후 정체 국면에 돌입했다. 실업률이 예상보다 빠르게 한자릿수대에 진입했으나, 전체적인 고용 증가의 속도가 확연히 둔화되는 양상이다. 4일(현지시간) 미국 노동부가 집계 발표한 8월 실업률은 8.4%로 월가의 예상치인 9.8%보다 낮았다. 반면 비농업부문 일자리는 137.1만건 증가해 예상치 132.1만건을 상회했으나, 7월 수치 하향 조정으로 예상에 부합하는 수준을 기록했다.
- 업종별로는 서비스업 일자리가 132.8만건 증가한 반면 제조업 일자리는 4.3만건 증가에 그쳤다. 민간부문의 전체 고용은 102.7만건 늘었고, 공공부문은 인구조사 센서스 인력 채용의 영향으로 34.4만건 증가해 전체 지표 개선에 기여했다.
- 시간당 임금은 4.65% 증가하며 4개월 연속 상승세가 둔화됐다. 노동시장 참가율은 61.7%로 전월보다 높았고, 고용률도 56.5%로 전월보다 상승했다.

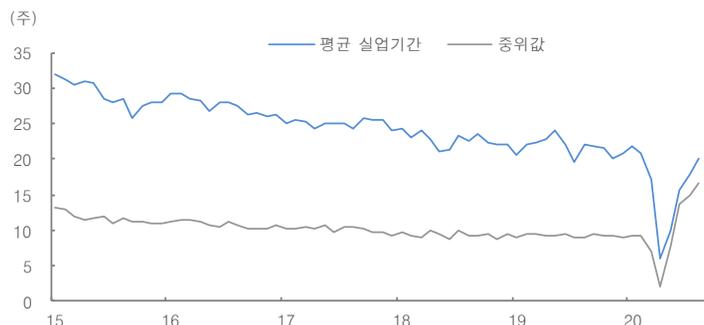
### 고용은 꾸준히 개선, 그러나 코로나19로 훼손된 고용의 아직 절반도 복구 안됐다

- 미국의 고용은 코로나19 충격으로 큰 폭의 부진을 보인 이후 지난 5월부터 개선 흐름을 이어가고 있다. 하지만 7월과 8월을 거치면서 앞선 기간에 비해 회복 속도나 강도가 확연하게 둔화되는 양상이다.
- 여전히 코로나19로 줄어든 일자리 숫자에 아직 절반에도 못 미치는 수준의 신규고용이 이뤄졌다는 점을 감안할 때 이 같은 개선 속도의 둔화는 향후 고용 개선이 정체될 가능성이 커지고 있음을 시사한다. 통상적으로 위기 이후 경제 지표들은 저점 및 바닥 확인 국면에는 빠르게 반등하나 일정 시간이 소요된 이후에는 그 강도가 위축되는데, 미국의 고용 역시 유사한 패턴을 보이고 있다.
- 또한 실직 기간이 평균적으로 길어지고 있으며, 임시 실업은 감소하는데 반해 지속적 실업으로 증가하고 있다는 것은 고용의 질적 측면에 대한 우려를 야기할 수 있다. 아울러 가계소득의 Proxy로 불리는 총임금지수지수는 낙폭을 줄이긴 했으나 여전히 지난해 같은 기간에 비해 마이너스 영역에 머물러 있다.

### 정체 국면에 진입한 고용 개선, 일시적 실업에서 지속적 실업으로의 전환 우려

- 우리는 미국 경제가 고용 등을 통해 연말까지 지속적으로 개선될 수 있다는 견해는 여전히 확고하다. 하지만 고용을 중심으로 개선세의 둔화 또는 정체 국면으로 진입함에 따라 향후 금융시장에 크게 영향을 미칠 재료로서의 역할 역시도 약화될 것으로 전망한다.
- 한편 주말 미국 국채 금리의 상승은 고용보다는 입찰을 앞둔 수급에 대한 우려가 강하게 반영했다는 시각이며, 입찰 이후 경제 펀더멘털에 대한 반영이 본격적으로 이뤄질 경우 추가적인 금등은 제한될 것으로 예상된다.

### 미국 월간 실업기간: 실업기간 증가세



자료: 미국 노동부, 대신증권 Research Center

## 비자, 추가 부양책 합의가 필요한 시기

투자의견 Buy 유지. 단기 주가 상승 여력은 제한적

- 비자(Visa, V)에 대한 대한 투자의견을 Buy로 유지하지만, 단기 주가 상승 여력은 제한적일 것으로 예상. 비자의 주가는 코로나19 이전 수준을 회복. 이는 금융시장 전반의 낙관적인 투자심리 확산과 경기회복에 대한 기대를 반영한 결과로 해석. 단기적으로 주가 업사이드가 크지 않을 것으로 예상하는 이유는 미국 소비시장이 재차 위축될 우려가 커지고 있기 때문. 미국 소비 시장은 개선세를 보이고 있지만, 정부의 추가 경기부양책 합의가 지연될수록 소비심리가 악화될 가능성이 크다고 판단

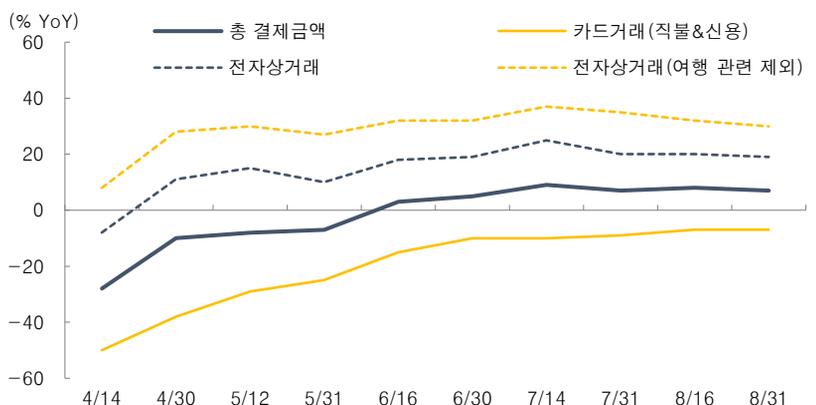
미국 내 결제금액이 전년 수준을 회복한 점은 긍정적이나, 7월 이후 개선 속도 정체

- 비자의 미국 내 결제금액 증가율(% YoY): 6월 +5% → 7월 +8% → 8월 +7%
- 카드거래(직불과 신용카드 포함)를 통한 결제금액 증가율(% YoY)은 4월 -50%에서 8월 -7%까지 회복(직불카드: 7월 +26% → 8월 +24% vs. 신용카드: 7월 -8% → 8월 -8%). 카드거래를 통한 결제금액 증가율이 플러스 전환해야 소비 시장에 유의미한 신호로 해석
- 해외여행 관련 소비는 여전히 부진한 상황. 8월 비자의 미국 내 여행 관련 결제금액과 전세계 항공 노선 운항 편수 증가율은 각각 -70% YoY, -47% YoY 기록. 여행 관련 결제를 제외한 비자의 전자상거래는 8월(+15% YoY)에도 증가세를 이어가며 실적 하방을 지지
- 다만 7월 말부로 정부의 실업지원금 지급이 만료되면서 비자의 결제금액 개선 속도가 정체된 모습. 미국 소비 모멘텀이 유지되기 위해선 추가 보조금/실업급여 지급이 필요한 시기

코로나19 영향에도 영업현금흐름 안정. 주가 수준과 배당 증액은 여전히 매력적

- 비자는 코로나19에 따른 매출 둔화(-16.3% QoQ)에도 안정적인 영업현금흐름을 창출(30억 달러 순증)하고 있으며 상대적으로 낮은 주가 수준과 배당 증액으로 여전히 매력적인 투자처

비자의 미국 내 결제금액 증가율; 개선세 유지되고 있지만, 7월 들어 속도는 저하



자료: 비자, 대신증권 Research Center

# 섬유의복업

유정현 junghyun.yu@daishin.com  
 아나연 nayeon.lee@daishin.com

투자의견

## Overweight

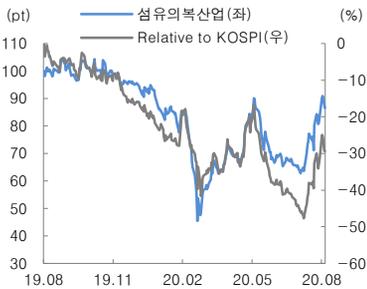
비중확대, 유지

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

### Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
영원무역	Buy	42,000원(유지)
한세실업	Buy	20,000원(상향)

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	35.3	0.4	2.7	-14.0
상대수익률	30.3	-8.8	-10.7	-27.8



# 의류/신발 OEM : 길게 보면 한국이 이기는 게임(2)

대만 의류 OEM, Makalot 8월 매출 성장률 +38% 기록(yoy)

- 지난 금요일 대만 의류 OEM사인 Makalot의 8월 매출액이 yoy +38%(USD 기준)나 급증한 것으로 발표됨. 이는 지난 8월 초 발표된 7월 매출액 성장률 +10%에 비해 더 큰 폭으로 개선된 수치임. Eclat의 경우 아직 8월 실적 발표 전이지만 7월 수주가 yoy +17% 증가했으며 양사의 최근 매출 동향을 통해 의류 OEM 산업의 빠른 회복세 확인

중국을 떠나는 의류/신발 제조설비

- 2019년 미중 무역 분쟁으로 미국시장에서 중국산 의류 및 신발 제품의 MS가 크게 하락. 올해 들어 코로나19 영향으로 상기 추세는 더 심해짐. 지난 해 미국의 중국산 의류 제품 MS는 30%였으나 올해 상반기 25%까지 급감. 신발의 경우도 2019년 미국내 중국산 제품의 MS는 50%였으나 올해 현재 41%로 하락

국내 의류 OEM사 투자전략: 무얼 담아도 좋아

- 의류 OEM 업황 기대감으로 대만 의류 OEM 기업들의 주가는 이미 연초 가격 수준을 넘어섰으며 2021년 예상 P/E도 20배 이상으로 상승. 그에 비해 국내 기업들의 2021년 예상 P/E는 최근 주가 상승에도 불구하고 영원무역 7배, 한세실업 11배 수준에 그침. 국내외 OEM 기업들의 주가 동조화 현상을 고려하면 글로벌 peer의 양호한 주가 흐름은 국내 기업들의 주가에 긍정적

- **영원무역(111770, BUY, TP 42,000원 유지)**: 3분기 수주 양호, 자회사 Scott의 실적 호전. 2021년 P/E 7배에 불과한 저평가 상태. **한세실업(105630, BUY 유지, TP 20,000원으로 +25% 상향)**: 2021년 실적 상향 조정에 따라 목표주가 상향. 업황의 turn around 국면에서 가장 실적 개선폭이 크다는 장점

### 글로벌 의류OEM 기업 주가 추이



자료: Bloomberg, 대시증권 Research Center

# 신한지주 (055550)

박혜진

hyejin.park@dashin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**43,000**

하향

현재주가

**29,650**

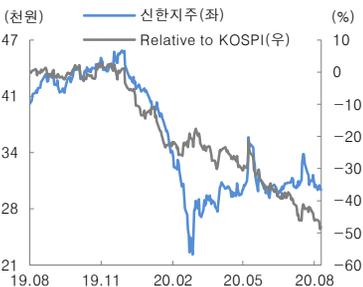
(20.09.06)

은행업중

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,368.25
시가총액	14,155십억원
시가총액비중	1.04%
자본금(보통주)	2,371십억원
52주 최고/최저	45,800원 / 22,200원
120일 평균거래대금	683억원
외국인지분율	62.33%
주요주주	국민연금공단 9.86% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.09%

주기이익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대이익률	-1.8	-14.4	-10.6	-28.0
상대이익률	-5.5	-22.3	-22.2	-39.6



# 시기와 금액은 애매, 분기배당 의지는 환영

## 1.2조원에 육박하는 제 3차 배정 유상증자 결정

- 동사는 지난 4일 1.158조원의 제 3차 배정 유상증자를 발표, 신주발행주식수는 3,913만주로 전체 유통주식수의 8.2%에 해당
- 3차 배정 대상자는 글로벌 PEF인 어피니티와 베어링으로 2년간 매각제한되며 1년간 의무보호예수 포함. 또한 투자자가 주식을 처분하는 경우 동사가 우선매수권을 보유
- 신주 발행금액은 29,600원으로 기준주가 30,174원에 2%의 할인을 적용. 납입일은 9월 28일이며 신주 상장예정일은 10월 20일
- 금번 유상증자로 동사의 EPS와 BPS는 각각 -7.6%, -5.4%하락하며 ROE는 -17bp하락. 2020년말 기준 보통주자본비율은 11.54%에서 11.97%로 43bp상승 예상
- 유상증자의 목적으로 30%는 코로나 바이러스 확산에 따른 충격완화와 나머지 70%는 비유기적 M&A등 신성장 동력 확보. 사측은 국내외 비은행권 인수를 염두에 두고 있으며 특히 핀테크 등 디지털혁신에 방점을 두고 있다고 설명. 내부적인 목표로 두고 있는 보통주자본비율 12%가 안정적으로 유지될 경우 분기배당, 자사주 취득 및 소각 등 적극적 주주환원정책을 시행할 계획

## 금액과 시기가 애매모호, 그러나 분기배당에 대한 의지는 환영

- 유상증자의 방식이 제 3차배정이고, 할인이 2%에 불과하며 2년간 매각이 제한된다는 점에서 deal자체는 나쁘지 않았다고 판단. 또한 은행주 수급왜곡의 가장 큰 원인인 연말 일시배당의 문제점을 분기배당 가능성으로 보여준 의지는 환영할 만함. 그러나 유상증자 금액 1.15조원은 최근 2년간 동사의 분기이익을 소폭 상회하는 수준임에 비해 그 영향이 BPS와 EPS를 각각 -5.4%, -7.6%하락시킴
- 뿐만 아니라 코로나 바이러스 영향을 간과할 수 없지만, 사측이 유상증자를 결정할 정도로 우려하고 있다는 점은 투자자들로 하여금 우려를 더욱 증폭시키는 요인. 또한 보통주가 8.2%나 증가하기 때문에 DPS자체가 낮아지는 것도 불가피할 것으로 예상됨. 우리는 2020년 동사의 DPS를 1,850원에서 1,800원으로 하향하였음
- 코로나 영향 소상공인 지원, 뉴딜정책, 불완전판매에 대한 전액 배상 등 실물경기의 credit risk를 국내 은행에게 전가시키는 각종 정책들로 은행주는 약세를 면치 못하고 있는 상황에서 금번 유상증자로 동사의 주기하락은 불가피할 전망
- 우리는 BPS회색에 따라 동사의 목표주가를 51,000원에서 43,000원으로 15.7%하향함

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %, %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	9,980	11,134	11,133	11,251	11,737
영업이익	4,499	5,049	4,595	4,732	4,938
순이익	3,157	3,403	3,378	3,475	3,668
YoY(%)	8.2	7.8	-0.7	2.9	5.5
ROE(%)	8.8	8.7	7.3	7.1	7.0
EPS(원)	6,657	7,177	6,540	7,550	7,969
BPS(원)	75,354	82,623	89,606	106,371	114,514
PBR(배)	0.53	0.52	0.33	0.28	0.26
PER(배)	5.95	6.04	4.53	3.93	3.72

자료: 신한지주, 대신증권 Research Center

# 두산 (000150)

양자환 [jhwanyang@daishin.com](mailto:jhwanyang@daishin.com) 이자수 [jane.lee@daishin.com](mailto:jane.lee@daishin.com)

투자이견 **Marketperform**  
시장수익률, 유지

6개월 목표주가 **45,000**

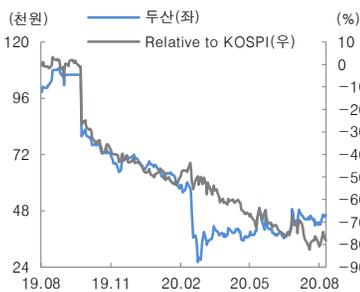
현재주가 **45,250**  
(20.09.04) 유지

지주업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2368.25
시가총액	971십억원
시가총액비중	0.07%
지분금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	109,000원 / 26,050원
120일 평균거래대금	75억원
외국인지분율	7.85%
주요주주	박정원 외 30 인 47.24%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.0	14.7	-23.9	-55.4
상대수익률	-4.7	4.2	-33.9	-62.6



## 구조조정 거의 끝났다

### 투자의견 시장수익률, 목표주가 45,000원 유지

- 두산에 대한 투자의견과 목표주가 유지하나, 긍정적 시각에서 바라볼 시점 도래했다고 판단
- 판단의 근거는 두산그룹이 진행하던 구조조정 작업이 마무리 단계에 진입하여, 두산중공업 및 그룹의 재무 리스크와 불확실성이 해소되고 있기 때문
- 9월 4일 두산그룹은 1)두산솔루스 지분 처분, 2)두산의 모트롤사업부문 매각, 3)오너의 두산퓨얼셀 지분 두산중공업으로의 무상증여, 4)두산중공업의 대규모 유상증자를 발표
- 발표된 것 이외에도 클럽모우CC 매각, 두산타워 매각이 마무리 단계에 있고, 연말까지 두산인프라코어 매각이 완료될 경우 두산그룹의 구조조정은 마무리 될 것으로 판단함

### (주)두산 두산솔루스와 모트롤BG 매각을 통해 약 6,900억원 확보

- 두산은 보유중이던 두산솔루스 지분 18.05%(약 5,521천주)를 스카이레이크에 퀘티파트너스(유)에 2,382억원에 처분하기로 함
- 지분 처분 후 두산의 두산솔루스 보유지분은 2.84%(약 1,124천주)로 감소
- 또한 두산은 모트롤BG를 물적분할을 통해 (주)모트롤을 설립하고,(주)모트롤의 지분 100%를 4,530억원에 처분하기로 결정함
- 두산은 두산솔루스와 (주)모트롤 지분처분을 통해 약 6,900억원을 확보할 예정이며, 두산타워의 매각이 완료될 경우 약 1.1조원 수준의 자금 확보 추정
- 확보한 자금은 두산중공업의 유상증자에 약 5,800억원(1.3조원\*44.9%) 참여 하고, 나머지 자금은 차입금 상황에 활용할 것으로 예상함
- 지분 매각, 유증참여, 그리고 차입금 상황이 마무리되면, 두산의 순차입금은 약 9,000억원 수준으로 감소할 것으로 추정

### 두산중공업의 재무 리스크 상당부분 해소될 것으로 기대

- 두산중공업은 유상증자 및 두산퓨얼셀 지분 수증, 그리고 클럽모우 CC매각을 통해 현금 약 1.4~1.5조원과 퓨얼셀 지분 17.77%(5,744억원) 확보
- 두산인프라코어의 지분매각이 성공리에 마무리 될 경우 총 3조원 이상의 자본 확충 효과 기대

#### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	17,449	18,536	16,972	18,218	19,093
영업이익	1,176	1,262	450	1,068	1,371
세전순이익	-8	173	-852	-129	241
총당기순이익	-341	433	-511	-77	144
지배지분순이익	-117	420	-496	-75	140
EPS	-4,779	18,218	-23,177	-3,497	6,543
PER	NA	3.9	NA	NA	7.1
BPS	82,262	67,715	50,467	48,922	58,525
PBR	1.4	1.0	0.9	0.9	0.8
ROE	-5.2	23.5	-37.6	-7.0	12.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 두산, 대산증권 Research Center

# LIG 넥스원 (079550)

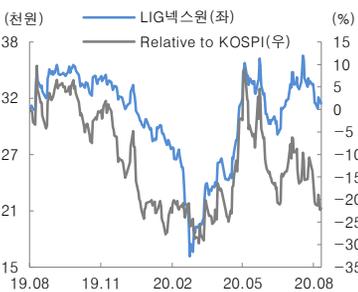
이동현 dongheon.lee@daishin.com  
이태환 taehwan.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지  
6개월 목표주가 **40,000**  
유지  
현재주가 **31,700**  
(20.09.04)  
기업업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,368.25
시가총액	697십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	110십억원
52주 최고/최저	36,600원 / 16,100원
120일 평균거래대금	61억원
외국인지분율	5.69%
주요주주	엘이이지외 13인 47.04% 국민연금공단 11.04%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.8	-6.6	18.7	-10.5
상대수익률	-11.3	-15.2	3.2	-24.8



## My Way

### 컨퍼런스 콜 진행

- 9/4 기관투자자 대상으로 회사의 현황 및 전망에 대한 컨퍼런스 콜을 진행
- 방산업의 현황과 전망, 코로나19 영향, 민수부문 전략 등을 질문
- 목표주가는 2020~22E 평균 EPS 2,837원에 타깃 PER 14.2배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 방산/항공기 업체 4사의 평균 PER을 10% 할증 적용

### 2Q20 Review 환영향으로 기대치 하회

- 2Q20 실적은 매출액 3,489억원(-2% yoy), 영업이익 78억원(+2% yoy)
- 컨센서스 대비로는 매출액 -8%, 영업이익 -38% 하회
- 환영향이 영업이익에 75억원 정도 반영. 제외 시 컨센서스 +19% 상회
- 영업외로는 이노와이어리스 평가이익 90억원 반영되며 순이익 107억원 기록
- 리뷰 보고서 참고(8/17 환영향으로 기대치 하회, 그러나 성장흐름 지속)

### My Way

- 3Q20 실적은 증가 추세, 환율 하락 중이나 환영향은 2분기보다 적을 것
- 신규수주는 상반기 5,845억원(+50% yoy), 연간 2조원 수주 기대
- 최근 수주잔고 6조원(+14 yoy)으로 올해부터 중장기 매출 성장
- KDDX 사업 결과는 아직 미정, 제외 하더라도 연간 수주 목표 달성 가능
- 국방중기계획(2021~25년) 10대 신규사업에 대부분 참여, 중장기 성장 지속
- 해외사업은 2015년 상장 시점보다 안정성 증가, 장기 매출비중 30% 목표
- 상반기 인도네시아 경찰 통신시스템 1,592억원 수주, 국산 무기 선호 지속
- 이노와이어리스는 11월 지분 콜옵션 매수(300억원 소요)로 최대주주 지위 획득
- 이노와이어리스(5G 포함 통신장비), 코드42(자율주행), LG전자와 드론 협력,
- 웨어러블로봇 등 다양한 신사업 전개 및 민수와 방산 사이 확장성 보유
- 순수방산업체, 코로나19 없으며 중장기 성장성 대비 저평가 국면이라 판단
- 주요 Q&A(계속)

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,477	1,452	1,578	1,745	1,974
영업이익	24	18	58	72	114
세전순이익	11	14	60	66	109
총당순이익	4	3	49	52	86
지배지분순이익	4	3	49	52	86
EPS	203	145	2,241	2,366	3,904
PER	182.3	218.3	14.3	13.5	8.2
BPS	29,552	28,817	30,463	32,243	35,561
PBR	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9
ROE	0.7	0.5	7.6	7.5	11.5

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

# 두산중공업 Comment

## - 유상증자, 두산퓨얼셀 지분 취득 공시 발표

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

2020.09.07

투자 의견

Not Rated

현재주가(20.09.04)

16,300원

시가총액

4조 1,262억원

### 9/4 유상증자, 두산퓨얼셀 지분 취득 공시 발표

- 공시 1) 1.3조원 유상증자. 주주배정 후 실권주 일반공모. 신주배정기준일 10/15, 청약일 12/3
- (주)두산은 동사 지분 44.86%를 보유 중이며 두산솔루션, 클럽모우, 모트롤BG 등의 매각 대금으로 증자 참여
- 공시 2) 두산퓨얼셀 지분 17.77% 취득. 오너 일가 지분의 수중이며 고통 분담을 위한 사재출연 성격
- 두산퓨얼셀도 3,420억원의 유상증자 공시 발표
- 증여 후 두산퓨얼셀은 (주)두산이 기존대로 18.05%, 두산중공업이 17.77%를 보유하게 되는 구조
- 공시 3) 두산인프라코어 지분 매각설에 대한 해명 공시로 검토하고 있으나 구체적으로 확정된 사항이 없음을 명시

### 두산중공업으로서는 구사일생, 최상의 지원

- 두산중공업의 별도 차입금은 5조원 수준, 1.3조원의 증자와 두산퓨얼셀 지분가치 5,773억원이 자본으로 반영
- 향후 두산인프라코어 매각 시 약 1조원 정도의 자본 증가가 예상되며 완료 시 3조원 자구안 완성
- 완료 시 별도기준 부채비율은 293%에서 144%까지 감소
- 속도나 방법 면에서 두산중공업을 위한 최상의 시나리오라 판단

### 사업가치는 미지수지만 국내 에너지 포트폴리오에서 확고한 중심 축은 분명

- 원전, 석탄화력에서 신재생으로 글로벌 에너지산업 트렌드가 바뀌며 위기를 맞음. 그러나
- 동사는 원전(주기기), 석탄화력(보일러), 가스복합화력(가스터빈), 신재생(풍력)의 모든 에너지 설비 라인업을 보유
- 가스터빈은 5년 동안 1조원 이상을 투입하며 독자개발 완료, 실증테스트가 진행 중이며 국내 교체물량부터 시작
- 풍력은 3MW와 5.5MW(과거 현대중공업에서 인수)를 보유, 8MW 개발 중. 이미 서남해 실증단지 구축 경험
- 원전은 미국 뉴스케일과 소형 원전 사업 진행 중. 안정성이 높으며 사업 확장 기대
- 두산퓨얼셀 지분 확보로 연료전지와 연계된 다양한 신재생 사업 추진 가능
- 향후 주요사업들의 가치는 아직 미지수이지만 국내시장 에너지 포트폴리오에서 확고한 중심 축은 분명

#### ▶ 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.