

# Morning Meeting Brief

## Macro

### 원/달러 1,170 원대 진입, 환율로 드러나는 펀더멘털

- 가파르게 하락한 원/달러 환율, 3월 이후 6개월 만에 1,170원대 진입
- 원인은 1) 중국 경제 지표 개선 2) 원화의 위안화 Proxy 효과
- 당장 1,170원대 안착은 쉽지 않을 것, 코로나 재확산 여파 추가 프라이싱 필요

공동락, dongrak.kong@daishin.com

## 글로벌 ETF

### 화웨이 수출 제재, ETF에 영향은 제한적

- 8월 17일 미국 정부의 화웨이 제재로 9월 15일부터 화웨이는 주요 반도체 칩 구매 불가. 미국 반도체 기업의 화웨이향 매출 비중은 10%
- 반도체 ETF(SOXX, SMH)에 영향은 제한적. 1) 화웨이 매출 의존도 낮은 종목 구성, 2) 5G, IoT시장 성장으로 늘어나는 반도체 수요가 주요 원인
- 다만, 중국이 보복 성격 제재를 가할 경우 중국 매출 비중이 높은 반도체 기업 매출 악화 가능성

문남중, namjoong.moon@daishin.com

## 산업 및 종목 분석

### [3Q20 Preview] 파트론: 3분기, 성장 높다

- 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 14,500원으로 33% 상향
- 삼성전자의 2021년 스마트폰 판매량 증가(13.7% yoy), 프리미엄 스마트폰과 준프리미엄(갤럭시S 및 노트, 폴더블폰)의 카메라의 성능 확대의 반사이익 예상
- 신사업으로 센서 및 액세서리 매출도 전체 성장에 기여, 휴대폰 매출 비중 축소 노력은 긍정적으로 평가

박강호, kangho.park@daishin.com

### [3Q20 Preview] 서울반도체: 3분기도 좋다

- 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 22,000원 유지
- 베트남으로 이전한 생산라인의 가동률 확대로 수익성 개선에 기여. 조명시장의 가격하락을 둔화(시장 구조조정 효과), TV용 LED 매출 증가 지속에 기인
- 삼성전자, LG전자를 포함한 글로벌 TV 제조업체가 프리미엄 TV 영역에서 수익성 확보 차원으로 미니 / 마이크로 LED TV 출시가 예상. LED 칩 및 패키징 업체의 새로운 성장요인으로 판단

박강호, kangho.park@daishin.com

### [Issue Comment] 효성 : 캐피탈 매각은 변화의 시작

- 투자의견 매수, 목표주가 105,000원으로 16.7% 상향. 목표주가 상향은 상장 자회사의 주가 상승에 따른 NAV 증가 등을 반영
- 효성캐피탈의 매각은 공정거래법상 지주회사의 행위제한요건 충족을 위한 것으로 매각가격은 4,000억원 이상에서 결정될 것으로 전망
- 효성캐피탈 매각은 1)동사의 실적 부진에 따른 기말 배당에 대한 우려 불식, 2)다양한 신사업 추진을 위한 투자자원을 확보하였다는 점에서 긍정적. 효성캐피탈, HICO, 그리고 안양공장부지 일부 매각을 통해 확보 가능한 현금은 약 6천억원 내외 수준으로 전망

양지환, jihwan.yang@daishin.com

## 원/달러 1,170원대 진입, 환율로 드러나는 펀더멘털

가파르게 하락한 원/달러 환율, 3월 이후 6개월 만에 1,170원대 진입

- 원/달러 환율이 1,180원을 하향 돌파했다. 중국의 지표 개선에 따른 위안화 강세와 코로나 충격에도 상대적으로 한국 경제의 펀더멘털이 다른 국가들에 비해 양호하다는 인식이 강하게 반영됐다.
- 15일 서울 외환시장에서 원/달러 환율은 오전 중에 1,180원선에 대한 돌파를 시도한 끝에 오후에 1,170원대에 진입했다. 코로나 여파가 금융시장에 본격적으로 반영되기 직전인 3월 이후 6개월 만이다.

원인은 1) 중국 경제 지표 개선 2) 원화의 위안화 Proxy 효과

- 우리는 이번 원화 가치의 상승이 최근 외환시장에서의 달러 약세와 이후 되돌림 과정에서 나타났다는 점에 주목한다.
- 글로벌 외환시장에서 달러는 보통 미국과 유럽 간의 경제 격차로 방향이 결정된다. 실제 하반기에 빠르게 진행된 달러 약세는 유로존의 대표 국가인 독일이 미국보다 성장률 차원에서 더 우월할 수 있다는 기대를 반영했다. 이후 3월 고점보다 10% 하락한 달러는 단기 급락 인식과 유럽 측의 경계 등으로 하락을 멈췄다(3월 달러인덱스 고점 103pt → 현 92pt 전후 등락).
- 하지만 이번 원화 가치 상승은 앞서 언급한 글로벌 외환시장 동향과 달리 중국이나 한국의 양호한 펀더멘털을 강하게 반영했다. 직접적인 트리거는 중국 지표의 개선이다. 이날 발표된 8월 중국 소매판매는 전년대비로 코로나 이후 처음 플러스를 기록했고, 산업생산 역시 YTD를 기준으로 지난해보다 증가했다. 현재 중국의 올해 GDP 성장률 전망은 주요 국가들 중에 거의 유일하게 플러스가 예상되는데, 이번 지표로 기대가 보다 구체화됐다.
- 한국의 경우 중국처럼 지표 발표는 없었지만 선진국들 가운데 상대적으로 가장 우수한 펀더멘털 여건에 대한 기대가 중국 발(發) 변수와 중첩되면서 빠른 환율 하락으로 나타났다. 또 국제금융시장에서 원화가 이른바 위안화의 Proxy로 인식된다는 점도 동시에 반영됐다고 평가한다.

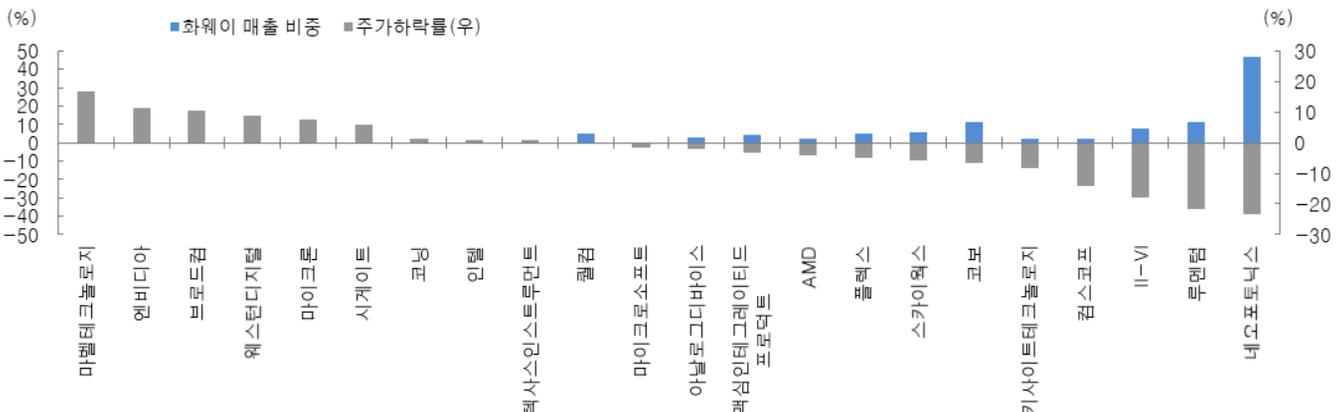
당장 1,170원대 안착은 쉽지 않을 것, 코로나 재확산 여파 추가 프라이싱 필요

- 다만 우리는 9월 FOMC와 같은 대형 통화정책 이벤트가 대기하고 있다는 점에서 원/달러 환율이 곧바로 1,170원대로 진입하고 안착하기보다는 새로운 박스권의 하단 탐색의 가능성이 크다는 견해다.
- 특히 한국의 경우 코로나19 재확산의 여파가 본격적으로 경제 지표에 반영되지 않은 만큼 펀더멘털에 대한 환율의 프라이싱 과정이 추가로 더 필요하다는 판단이다.

## 화웨이 수출 제재, ETF에 영향은 제한적

- 8월 17일 미국 상무부(DOC)와 산업안보국(BIS)이 화웨이 무역 제재와 관련해 최종 법안을 내놓았다. 화웨이와 그 자회사에 미국 기술과 장비를 이용한 반도체 칩을 판매할 경우 미국 정부의 허가를 받아야 한다는 것이 주요 골자로 화웨이는 그 동안 규제를 우회하여 구매하던 주요 반도체 칩을 9월 15일부터 구입하지 못하게 되었다.
- 화웨이는 미국 반도체 기업의 큰 고객 중 하나로 이번 제재는 미국 반도체 기업의 수익성에 영향을 미칠 것이나 반도체 ETF 영향은 제한적일 전망이다. 미국 반도체 기업의 화웨이 매출 비중은 10% 수준이며 일부 기업에 매출이 치중돼 있다. 2019년 미국 반도체기업의 화웨이 매출은 190억달러로 전체 매출 1,928억달러의 10% 수준이다. 2018년 기준 미국 반도체 기업 중 화웨이 매출 비중 상위 기업으로 네오포토닉스(비중:47.0%, 티커: NPTN, 이하), 루멘텀(11.0%, LITE), 코보(11.0%, QRVO), II-VI(8.0%, IVI), 스카이웍스(6.0%, SWKS), 브로드컴(6.0%, AVGO) 등이 있다.
- 8월 17일 최종법안 발표 이후 매출비중 상위기업인 네오포토닉스(하락률: -23.6%, 이하), 루멘텀(-21.5%), 코보(-6.7%), II-VI(-17.8%), 스카이웍스(-5.7%) 주가는 하락했다. 반면 미국 상장 반도체 ETF 중 AUM 상위 종목인 iShares PHLX Semiconductor ETF(티커: SOXX, 이하)와 VanEck Vectors Semiconductor ETF(SMH)는 하락폭이 각각 -0.9%, -0.5%에 그쳤다. SOXX와 SMH는 시가총액 비중으로 종목을 구성하고 있으며 화웨이 매출 비중이 높은 기업의 종목 비중이 낮다. 두 ETF 모두 코보(QRVO)를 제외하면 화웨이 매출 비중이 10%를 넘는 기업이 없다.
- 5G, IoT시장과 함께 성장을 지속할 반도체 산업의 성장성도 화웨이 규제 충격을 완화시키고 있다. 대표적인 예로 SMH 내 비중이 14.5%로 가장 높은 TSMC는 미국의 규제로 화웨이와 거래를 중단하기 전 화웨이 매출 비중이 16%가 넘었다. 거래 중단 이후 매출 감소를 전망했지만 지속 성장하는 반도체 수요 덕분에 공백을 메꾸며 주가는 지속 상승했다.
- 다만, 향후 중국이 미국 기업에 보복 성격의 제재를 가한다면 퀄컴(QCOM)과 같이 중국향 매출 비중이 높은 기업의 매출이 악화될 가능성이 있다. SOXX, SMH는 퀄컴 비중이 각각 9.7%, 5.7%로 높은 편으로 ETF 반도체에 투자하고 있다면 중국 당국의 보복 성격 규제를 유심히 지켜볼 필요가 있다.

화웨이 매출비중 상위 기업 및 제재 발표 이후 주가 변동률



주: 화웨이 매출비중은 2018년 기준, 주가 변동률은 20.08.14~20.09.14 기준  
자료: Huawei, Refinitiv, 대신증권 Research Center

# 파트론 (091700)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**14,500**

상향

현재주가

(20.09.15)

**11,250**

가전 및 전자부품업종

## 3분기, 성장 높다

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 14,500원 상향

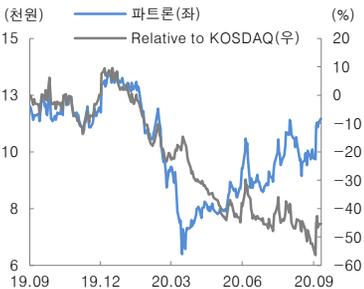
- 2020년 3분기 영업이익(연결)은 218억원(흑자전환 qoq/-46.4% yoy)으로 종전 추정치(149억원) 상회, 매출은 3,536억원(59% qoq/4.7% yoy) 예상
- 삼성전자, 3분기 스마트폰 판매량 증가(49.1% qoq)로 카메라모듈 매출은 75.1% 증가(qoq) 추정. 미국과 중국의 무역 분쟁(화웨이 제재)로 보급형 영역에서 삼성전자의 반사이익을 예상. 갤럭시A시리즈 판매량 호조로 파트론 매출도 동반하여 높은 성장 전망
- 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 14,500원(2021년 주당순이익에 목표 P/E 14.3배 적용)으로 상향. 2020년 주당순이익은 종전대비 상향(33% / 2021년 2.3%)에 기인. 삼성전자의 2021년 스마트폰 판매량 증가(13.7% yoy), 프리미엄 스마트폰과 준프리미엄(갤럭시S 및 노트, 폴더블폰)의 카메라의 성능 확대의 반사이익 예상. 투자포인트는

2021년 영업이익은 72%(yoy) 증가 예상

- 1) 2021년 매출(연결 1조 3,349억원과 영업이익(808억원)은 각각 18.5%(yoy), 72.4% (yoy) 씩 증가 전망
- 2) 삼성전자향 준프리미엄(갤럭시A시리즈)을 주력으로 생산담당, 2021년 갤럭시A시리즈의 메인 카메라의 화소 상향 예상, 삼성전자의 스마트폰 판매량 증가분을 감안하면 수량(Q), 가격(P)이 동시에 상승하여 수익성 개선이 높을 전망
- 3) 신사업으로 센서 및 액세서리 매출도 전체 성장에 기여, 휴대폰 매출 비중 축소 노력은 긍정적으로 평가

KOSDAQ	899.46
시가총액	636십억원
시가총액비중	0.25%
지분급(보통주)	27십억원
52주 최고/최저	13,750원 / 6,250원
120일 평균거래대금	171억원
외국인지분율	18.14%
주요주주	김중구 외 10 인 26.45%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.2	15.8	46.9	-0.8
상대수익률	0.6	-3.4	-13.9	-30.1



(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)			4Q20				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	338	222	315	354	4.7	59.0	318	284	33.5	-19.6
영업이익	31	-2	15	22	-29.2	흑전	20	15	95.9	-32.6
순이익	27	-8	11	14	-48.1	흑전	15	9	흑전	-35.2

자료: 파트론, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	796	1,255	1,127	1,335	1,382
영업이익	30	105	47	81	84
세전순이익	25	101	42	81	83
총당기순이익	11	64	25	56	58
지배지분순이익	9	61	25	55	57
EPS	172	1,126	455	1,011	1,044
PER	47.7	11.7	24.7	11.1	10.8
BPS	5,505	6,531	6,654	7,334	8,048
PBR	1.5	2.0	1.8	1.6	1.5
ROE	3.1	18.7	6.9	14.4	13.6

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

# 서울반도체 (046890)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**22,000**

유지

현재주가

(20.09.15)

**18,900**

가전 및 전자부품업종

## 3분기도 좋다

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 22,000원 유지

- 2020년 3분기 영업이익(연결)은 207억원(72% qoq/51% yoy)으로 종전 추정치(194억원), 컨센서스(196억원) 상회, 매출은 3,085억원(8.9% qoq/15.1% yoy) 예상
- 2분기 연속, 매출 추정의 상황은 긍정적으로 평가. LED 칩 및 패키징 가격 하락 둔화, TV 판매 증가로 TV용 LED 매출 확대로 고정비 절감 효과 증가. 영업이익률 개선 판단
- TV용 LED 분야는 국내 LCD TV 제조업체의 사업 중단 및 생산 라인 축소에 부담은 존재하나 경쟁 LED 업체의 사업 위축, 고화질 및 대형 LCD TV 비중 확대는 긍정적인 환경으로 해석
- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 22,000원 유지. 2021년 마이크로 및 미니 LED 수요 발생을 감안하면 매출 상황 추세가 추가적으로 진행 전망

2021년 영업이익은 24.3%(yoy) 증가 추정 : 와이캡 적용 확대, 디스플레이항 호조

- 2021년 영업이익은 739억원으로 24.3%(yoy) 증가 추정
- 1) 베트남으로 이전한 생산라인의 가동률 확대로 수익성 개선에 기여. 조명시장의 가격하락을 둔화(시장 구조조정 효과), TV용 LED 매출 증가 지속에 기인
- 2) 자동차용 LED는 전가자동차 시장 및 LED 채택 환경의 확대로 매출 증가세가 높을 전망. 내연기관 시장의 회복도 긍정적으로 기여
- 3) 삼성전자, LG전자를 포함한 글로벌 TV 제조업체가 프리미엄 TV 영역에서 수익성 확보 차원으로 미니 / 마이크로 LED TV 출사가 예상. LED 칩 및 패키징 업체의 새로운 성장요인으로 판단

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)		3Q20(F)			4Q20		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	283	268	301	309	8.9	15.1	303	306	8.7	-0.9
영업이익	12	14	19	21	72.1	50.8	20	19	37.8	-7.6
순이익	14	5	14	14	2.7	182.5	12	12	1,606.1	-12.8

자료: 서울반도체, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

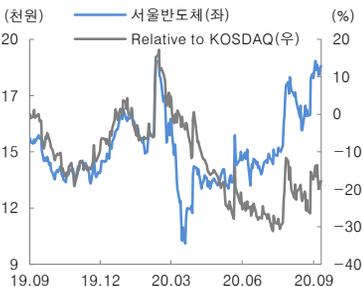
(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,194	1,130	1,126	1,207	1,256
영업이익	95	50	59	74	78
세전순이익	78	48	60	73	79
총당기순이익	63	36	43	56	60
자비자분순이익	63	34	38	53	57
EPS	1,077	592	649	910	981
PER	18.0	27.5	29.1	20.8	19.3
BPS	11,122	11,339	11,834	12,591	13,419
PBR	1.7	1.4	1.6	1.5	1.4
ROE	10.1	5.3	5.6	7.5	7.5

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

KOSDAQ	899.46
시가총액	1,102십억원
시가총액비중	0.43%
지분급(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	18,950원 / 10,000원
120일 평균거래대금	229억원
외국인지분율	12.21%
주요주주	이정훈 외 2 인 31.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.0	33.1	47.2	25.1
상대수익률	3.6	11.1	-13.7	-11.8



# 효성 (004800)

양지환 **이**자수  
jhwang.yang@daishin.com jane.lee@daishin.com

투자이건 **BUY**  
매수, 유지  
6개월 목표주가 **105,000**  
현재주가 **78,900**  
(20.09.15) **자**주업종

## 캐피탈 매각은 변화의 시작

### 투자의견 매수, 목표주가 105,000원으로 16.7% 상향

- 목표주가 상향은 상장 자회사의 주가 상승에 따른 NAV 증가 등을 반영
- 효성은 전일(9/15) 지분 97%를 보유하고 있는 효성캐피탈 매각을 위한 우선협상대상자를 선정하였다고 공시
- 효성캐피탈의 매각은 공정거래법상 지주회사의 행위제한요건 충족을 위한 것
- 효성캐피탈 취득금액은 3,220억원이며, 2020년 상반기말 장부가액은 4,673억원으로 매각가격은 4,000억원 이상에서 결정될 것으로 전망함
- 효성캐피탈 매각은 1)동사의 실적 부진에 따른 기말 배당에 대한 우려 불식, 2) 다양한 신사업 추진을 위한 투자재원을 확보하였다는 점에서 긍정적임
- 효성그룹은 1)글로벌 업체와 Data Center사업, 2)독일 린데그룹과 JV 설립을 통한 액화수소공장 건설, 3)수소충전소 사업 등에 진출할 예정임

### 효성캐피탈 매각 이외에도 추가적인 자산 매각으로 유동성 확보 전망

- 효성캐피탈 매각은 지주사 전환 이후 2년안(2020년12월)안에 금융계열사 지분을 매각해야 하기 때문에 이미 시장에서 예견해왔던 사항
- 동사는 이외에도 HICO(미국 판매법인) 매각과 안양공장부지 일부 매각을 통해 추가적인 유동성을 확보할 전망이다
- HICO는 효성중공업에, 안양공장부지 총 7만5천평중 약 10,000평은 (주)에브리쇼(효성중공업이 지분 40% 보유, 데이터센터사업 진출 예정)에 매각 예상
- 안양공장부지의 장부가액은 약 4,780억원으로 매각 예정부지 면적(전체의 약 13.3%)을 금액으로 환산할 경우 약 640억원 수준이나, 실제 매각가격은 이를 크게 상회할 것으로 추정
- 효성캐피탈, HICO, 그리고 안양공장부지 일부 매각을 통해 확보 가능한 현금은 약 6천억원 내외 수준으로 전망함

### 신사업 추진과정에서 대규모 현금을 확보한 (주)효성의 역할 부각 전망

- 지분 및 자산매각 등으로 현금을 충분히 확보한 (주)효성의 신사업 참여 가능성 높아, 투자자들의 관심 높아질 것으로 예상
- 액화수소공장 건설 및 충전소 사업에 직·간접적으로 참여할 가능성 높음

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

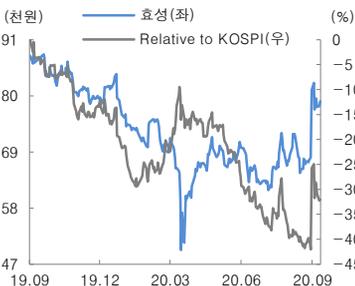
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	3,002	3,373	2,910	3,156	3,408
영업이익	155	237	123	301	303
세전순이익	567	201	115	273	277
충당기순이익	3,426	150	86	204	207
지배지분순이익	3,358	104	59	141	143
EPS	145,796	4,921	2,817	6,700	6,788
PER	0.3	16.1	27.7	11.6	11.5
BPS	106,061	115,817	114,425	116,949	119,502
PBR	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	110.2	4.2	2.4	5.8	5.7

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

### 4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2443.58
시가총액	1,663십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	105십억원
52주 최고/최저	88,100원 / 49,750원
120일 평균거래대금	69억원
외국인지분율	5.85%
주요주주	조현준 외 13 인 55.11% 국민연금공단 10.78%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.2	25.0	19.7	-8.8
상대수익률	8.6	3.9	-13.2	-23.5



#### ▶ 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.