

# Morning Meeting Brief

## 글로벌 ETF

### 자율주행, 자동차 산업이 가야 할 길

- IT 기술과 자동차 산업이 융합해 만들어진 자율주행산업은 교통혼잡 감소, 오염배출량 감소, 생산성 증대 등 다양한 효과와 사업영역을 파생시킬 것으로 기대되며 가파르게 성장
- 자율주행산업은 1) 자동차제조업체, 2) 기술제공업체, 3) 서비스제공업체로 구성되며 기업 간 협력과 인수 합병 활동이 활발히 진행
- 자율주행 ETF: DRV-알고리즘으로 선별된 자율주행, 전기차 기업에 고르게 투자, IDRV-자율주행과 전기차 산업을 효과적으로 추종

문남중. namjoong.moon@daishin.com

## 산업 및 종목 분석

### [해외주식] 룰루레몬(Lululemon): 건강에 대한 관심과 함께 성장하는 프리미엄 브랜드

- 투자 의견 매수(Buy), 목표주가 372.7달러 제시
- 룰루레몬은 프리미엄 애슬레저 브랜드 기업. 동사 제품의 가격대는 타 브랜드 대비 20~40% 고가에서 형성되어 있음에도 불구하고 애슬레저 시장에서 선두적 위치를 점하고 있음
- 투자포인트: 1) 동사 매출액의 82%는 북미지역에서 발생. 향후 출점은 미국뿐 아니라 아시아지역을 중심으로 진행할 계획. 지난 해 점포 성장률은 11.6%로 아직 출점이 시작 단계인 아시아지역의 출점 본격화로 점포수는 두 자릿수 성장률을 이어갈 수 있을 것으로 전망 2) 올해 기준점 매출액은 코로나19 특수로 20% 이상 높은 성장률을 기록할 것으로 전망. 코로나19 이후에도 애슬레저 인구 증가와 제품 포트폴리오 개선으로 고성장세 지속될 것으로 예상
- 동사의 valuation은 P/E 50~70배에서 형성. 영업이익률이 2017년 17%에서 2019년 22%까지 상승하며 수익성이 계속 향상되고 있어 당분간 동사의 valuation 프리미엄은 지속될 수 있을 것으로 전망

유정현. junghyun.yu@daishin.com

### [해외주식] 아메리프라이즈파이낸셜(Ameriprise Financial): 금융회사 ROE가 30%

- 투자 의견 매수(Buy), 목표주가 176.8달러 제시
- 아메리프라이즈파이낸셜은 미국의 대표적 금융컨설팅사로 자산관리(AWM), 자산운용(Asset Management), 연금(Annuity), 보험(Protection) 사업 영위
- 투자포인트: 1) 수수료는 높고 자본은 필요없는 자산관리 비즈니스 특징 상 동사 ROE는 30%를 상회 2) 주주가치 제고에 적극적인 회사로 최근 9년 동안 현금배당과 자사주매입을 합친 총 배당성향이 100%를 상회 3) 자산관리 회사임에도 생보사 Valuation으로 거래되어 저평가 매력 높음
- 동사 Valuation은 자산관리 회사임에도 불구하고 생보사 수준의 멀티플로 거래 중. 자산관리 부문의 비중이 지속적으로 상승하고 최근 신사업에 진출하는 점 등을 감안하면 현재 Valuation은 저평가 되었다는 판단

박혜진. hyejin.park@daishin.com

### [해외주식] 오스테드: 바람이 불어오는 곳 어디든

- 투자이건 종립(Hold), 목표주가 866.5크로네 제시
- 덴마크 국영 에너지 기업. 글로벌 해상풍력 디벨로퍼로 글로벌 해상풍력 MS 1위(M/S 25%)
- 투자 포인트: 1) 글로벌 해상풍력은 성장 초입 단계, 2) 글로벌 해상풍력 디벨로퍼 1위 업체. 가운데 오스테드의 확보 가능 발전량은 약 10GW. 글로벌 내 30% 비중으로 유럽과 더불어 미국, 아시아 풍력 투자 확대에 따른 최대 수혜 가능한 업체
- 2020F 매출액 623.7억크로네(-11.4% YoY), EBITDA 175.8억크로네(-7.6% YoY) 전망
- 12MF EV/EBITDA 기준 18배 수준. 글로벌 Peer 14배 대비 높은 수준이나, 아시아/북미 해상풍력 발전 초입 구간, 유럽 해상풍력 투자 업사이클로 진입하는 만큼 중장기 기업가치 우상향 전망

한경래, kyungrae.han@daishin.com

### [해외주식] 필립모리스: 슬기로운 흡연의 선봉장

- 투자이건 매수(Buy), 목표주가 88.8달러 제시
- 필립모리스는 2008년 알트리아 그룹으로부터 분사되어 미국 외 지역에서 담배 사업 영위.
- 투자 포인트: 1) 무연 담배 지역 확장 및 제품 포트폴리오 다양화에 따른 무연담배 시장 성장 가속화 기대 2) FDA로부터 위험저감 담배제품 허가를 받아 아이코스의 미국 시장 침투확대 가속화 전망
- 아이코스의 글로벌 확장에 오랜 시간이 소요되었으나 사업성이 높은 대부분의 국가에 출시 완료되었으며, 이익 회수 구간 진입. 이에 따라 필립모리스의 영업이익률은 따라 2019년을 저점으로 2024년 45.8%까지 상승 전망
- KT&G와의 파트너십 계약으로 보다 다양한 선택권을 흡연자들에게 제공해줌으로써 시장 확대 주도 기대. 또한 무연담배 플랫폼 확장 및 미국에서의 아이코스 시리즈 추가 시판 허가 등의 장기 성장성 확보가 향후 필립모리스의 벨류에이션 상승 견인 전망

한유정, yujung.han@daishin.com

### [3Q20 Preview] 소재산업재 : 동트는 새벽

- 코로나19 영향 지속으로 전반적인 시장 기대치 하회 전망
- 업종 선호도는 자동차 > 화학 > 육운 > 기계 = 해운 > 정유 = 조선 항공 순
- 산업별 탐픽 : CJ대한통운, 현대글로벌비스, 한국조선해양, 두산밥캣, LG화학, 한화솔루션, SK인노베이션

대신증권 리서치센터

### [3Q20 Preview] 현대글로벌비스 : 2009~2010년의 데자뷰

- 투자이건 매수, 목표주가 180,000원으로 33.3% 상향
- 목표주가 상향은 1)2020년 3분기 실적이 당사의 직전 추정치를 상회할 것으로 전망됨에 따라 2020년~2021년 실적 추정치 상향, 2)2020~2021년 사업환경이 2008년 금융위기 이후 판매량이 급격히 회복되던 2010년과 유사한 상황 연출될 것으로 전망함에 따라 Target PER Multiple 2010년의 하단인 11배 수준으로 변경 적용

양지환, jihwan.yang@daishin.com

### [3Q20 Preview] CJ 대한통운 : 광폭 성장 이어가는 택배

- 투자이건 매수, 목표주가 210,000원 유지
- CJ대한통운의 2020년 3분기 실적은 시장 기대치를 소폭 상회할 것으로 전망함
- 2020년 상반기 +29.0%(yoy)증가하였던 CJ대한통운의 택배처리량은 2020년 3분기 약 +26.5%(yoy)늘어날 것으로 추정됨

양지환, jihwan.yang@daishin.com

### [3Q20 Preview] 한진 : 앞으로가 기대된다

- 투자이건 매수, 목표주가 58,000원 유지
- 한진의 2020년 3분기 실적은 당사 및 시장 기대치에 부합할 것으로 전망
- 코로나19로 인한 집콕, 집밥 등 언택트 소비 증가로 동사의 가장 큰 고객사인 쿠팡과 농협의 택배 물량 급증으로 택배사업부문 호실적 시현 전망

양지환, jihwan.yang@daishin.com

---

**[3Q20 Preview] 대한항공 : 화물운임 일시적 조정국면**

---

- 투자의견 매수, 목표주가는 28,000원 유지
- 2020년 3분기 실적은 당사의 직전 추정치 및 시장의 기대치를 하회 전망
- 예상보다 부진할 것으로 보는 이유는 1)국제유가 상승에 따른 연료유류비 증가, 2)3분기 화물운임 조정, 3)코로나19 재확산에 따른 여객 수요 회복 지연 때문임

양지환, jihwan.yang@daishin.com

---

**[3Q20 Preview] 제주항공 : 정부의 추가 지원 필요**

---

- 투자의견 시장수익률, 목표주가 15,000원 유지
- 코로나19로 인한 항공업황의 침체는 모두가 주지하고 있는 상황
- 2020년 3분기 추정 영업손실(연결)은 약 726억원으로 시장 기대치 수준 예상
- 시장의 관심은 분기 실적보다는 코로나19로 인한 향후 항공산업의 구조조정과 각 항공사들의 현금흐름 및 재무 리스크에 있다고 판단함

양지환, jihwan.yang@daishin.com

---

**[3Q20 Preview] 진에어 : 재무상황 가장 안정적인 LCC**

---

- 투자의견 시장수익률, 목표주가 9,000원 유지
- 진에어의 2020년 3분기 영업손실은 약 432억원으로 시장 기대치 충족 전망
- 2분기말 현금성 자산 1,290억원, 유상증자 대금 납입 완료시 1,500억원 추가 확보할 예정으로 합계액은 약 2,340억원
- 향후 1년간 EBITDA, 이자비용 및 차입금 감안해도 400~500억원의 자금이 여유로운 상황으로 LCCs중 가장 안정적인 재무구조 보유하고 있다는 판단

양지환, jihwan.yang@daishin.com

---

**[3Q20 Preview] 팬오션 : 소외된 우량주**

---

- 투자의견 매수, 목표주가 5,500원 유지
- 팬오션의 2020년 3분기 실적은 시장 기대치를 충족시킬 것으로 전망함
- 2020년 3분기 평균 BDI는 9월 28일까지 1,516pt를 기록하여 전년동기대비 514.1pt(-25.3% yoy) 낮지만, 2분기 평균인 783pt대비로는 +93.5% 상승함
- 2020년 6월부터 급격히 반등하던 BDI는 계절적 비수기 진입 및 단기 급등에 따른 피로감으로 조정국면에 진입하였으나, 7월 중순~9월 말 1,200~1,700pt에서 비교적 안정적인 상황이 유지되고 있음

양지환, jihwan.yang@daishin.com

---

**[3Q20 Preview] 대한해운 : LNG Carrier 로 변신 중**

---

- 투자의견 매수, 목표주가 25,000원 유지
- 대한해운의 2020년 3분기 실적은 당사의 직전 추정치 및 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 예상
- 직전 추정 대비 실적이 감소할 것으로 추정된 이유는 2020년 3분기 인도 예정이었던 81,200DWT의 건화물선 2척 중 1척은 9월 25일 인도되었으나, 다른 한 척은 조선소의 사정에 따른 인도 연기되었기 때문

양지환, jihwan.yang@daishin.com

---

**[3Q20 Preview] 한국항공우주 : 코로나 19, 기체부품 감소**

---

- 투자의견 시장수익률(Marketperform), 목표주가 24,500원으로 하회(기준 28,000원, -12.5%)
- 3Q 실적은 매출액 6,483억원(+14% yoy) 영업이익 198억원(-58% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 +2% 상회, 영업이익 -31% 하회
- KF-X 1,600억원, KUH 2,900억원 등은 정상 인식, 완제기 수출은 공백, 2Q에 이어 기체부품은 1,453억원(-47% yoy)으로 저조

이동현, dongheon.lee@daishin.com

---

**[3Q20 Preview] 두산인프라코어 : 중국 호조와 엔진 부진, 매각 이슈는 기반영**

- 투자이견 시장수익률(Marketperform) 하향, 목표주가 9,000원으로 상향(기존 8,000원, +12.5%)
- 밥캣 제외 실적은 매출액 7,518억원(+0% yoy) 영업이익 262억원(-40% yoy), 컨센서스 대비 매출액 -9%, 영업이익 -25%로 쇼크
- [헤비] 중국 호조로 전년대비 매출액 +7%, 영업이익 +8% 예상 / [엔진] 코로나19 영향으로 외부판매 감소, 밥캣 엔진 물량은 2Q 대비 증가

이동현. dongheon.lee@daishin.com

**[3Q20 Preview] 한국조선해양 : 매출 감소와 환율 하락, 아직 남은 수주 모멘텀**

- 투자이견 매수(BUY) 유지, 목표주가 105,000원 하향(기존 133,000원, -21.0%)
- 3Q 매출액 3조 5,718억원(-2% yoy) 영업이익 178억원(-41% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 -8%, 영업이익 -70% 하회
- 휴가철과 코로나19 영향이 일부 반영된 것으로 추정. 철강가 하락은 상반기 반영되어 중립적, 환율 전분기 대비 3% 하락

이동현. dongheon.lee@daishin.com

**[3Q20 Preview] 현대건설기계 : 중국 호조, 신흥국 정체, 상대적 밸류에이션 매력**

- 투자이견 매수(BUY) 유지, 목표주가 31,500원으로 상향(기존 27,500원, +14.5%)
- 3Q 실적은 매출액 6,012억원(-6% yoy) 영업이익 259억원(-31% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 +1%, 영업이익 -12%로 기대치 하회
- 중국시장은 호조, 동사의 7, 8월 중국 판매량은 1,011대(+58% yoy)로 급증. 신흥국은 코로나19에 따른 더딘 회복세

이동현. dongheon.lee@daishin.com

**[3Q20 Preview] LS ELECTRIC : 쉬어가는 3분기, 그린뉴딜로 직간접 수혜**

- 투자이견 매수(BUY) 유지, 목표주가를 67,000원으로 상향(기존 62,000원, +8.1%)
- 3Q 실적은 매출액 5,216억원(-5% yoy) 영업이익 272억원(-48% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 -5%, 영업이익 -26% 하회하는 쇼크
- 코로나19 영향, 수주 공백기로 일시적 매출 감소 및 고정비 부담. 4Q 실적은 영업이익 494억원(+14% yoy)으로 회복세 기대

이동현. dongheon.lee@daishin.com

**[3Q20 Preview] 현대일렉트릭 : 성장기조 지속, 내년은 더 좋을 것**

- 투자이견 매수(BUY) 유지, 목표주가 20,000원으로 상향(기존 16,000원, +25%)
- 3Q20 실적은 매출액 4,224억원(+9% yoy) 영업이익 126억원(흑전 yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 부합, 영업이익 +3% 수준
- 코로나19 영향에도 성장기조를 유지. 한전 및 해외 매출 증가. 영업이익은 구조조정 마무리, 저가 물량 소진으로 매출 대비 견조

이동현. dongheon.lee@daishin.com

**[3Q20 Preview] S-Oil : 예상보다 더딘 정유 업황 회복**

- 투자이견 매수(BUY) 유지, 목표주가 65,000원 하향
- 3분기 영업이익은 753억원으로 전분기 대비 흑자 전환에는 성공하겠으나 시장 기대치(2,189억원)에는 미치지 못할 전망
- 3Q20 한국 정유사들의 복합 정제마진은 배럴당 1.9달러로 전분기(1.7달러) 대비로는 소폭 개선되었으나 여전히 BEP를 하회하는 부진한 수준 지속: 3분기에는 휘발유 마진의 개선(+1.8달러)이 나타났으나 신흥국 수요 부진에 경우 마진이 악화(-1.6달러)
- 중동산 원유 도입 비중이 높기 때문에 국내 정유사 중 사우디 OSP 변동에 실적이 가장 민감. OSP는 7~9월 급반전(+) 이후 10월 재차 Discount(-) 구간에 진입. 이는 코로나19 확산 이후 글로벌 석유 수요 회복이 사우디의 예상보다 더디다는 의미

한상원 sangwon.han@daishin.com

**[3Q20 Preview] 금호석유 : 최대 실적 또 경신**

- 투자이견 매수(BUY) 유지, 목표주가를 140,000원으로 8% 상향
- 3분기 영업이익은 전분기 대비 49.2% 증가한 1,792억원을 기록하며 시장 기대치(1,584억원)를 상회할 전망: 주력 사업부 모두 이익 개선이 예상되나 전반적으로는 합성고무와 합성수지가 실적을 견인
- 합성고무 부문의 영업이익은 780억원(+62% QoQ)으로 2011년 차화정 시기 이후분기 최고 실적을 재차 경신할 전망
- 코로나19에 따른 수요(위생용 장갑) 호조에 NB-Latex의 최대 가동이 이어지고 있으며, 수급 타이트에 따른 가격 상승으로 수익성도 추가 상승 추정

한상원 sangwon.han@daishin.com

### [3Q20 Preview] 대한유화 : 작기에 가능한 투자 포인트

- 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 205,000원으로 상향
- 3분기 영업이익은 592억원(-18.3% QoQ)으로 시장 기대치(571억원) 부합 전망 : 일회성 요인 제외한 실질 영업이익은 개선 코로나19 영향에도 성장기조를 유지. 한전 및 해외 매출 증가. 영업이익은 구조조정 마무리, 저가 물량 소진으로 매출 대비 견조
- 2Q20에는 1Q20에 유가 급락으로 반영했던 약 3백억원의 재고 평가 손실이 환입되면서 일회성 이익이 발생 vs. 3Q20에는 일회성 이익 소멸로 전분기 대비 감익 전망

한상원 sangwon.han@daishin.com

### [3Q20 Preview] 롯데정밀화학 : 단기 실적 부진보다 성장 가능성에 주목

- 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 60,000원으로 13% 상향
- 3분기 영업이익은 전분기 대비 16.9% 감소한 282억원을 기록하며 시장 기대치(345억원)를 하회할 전망: 부문별로는 셀룰로스 증익 vs. 염소 감익 vs. 암모니아 보합
- 염소 계열 감익의 주원인은 ECH의 수익성이 예상보다 더욱 악화되면서 적자 규모가전분기 대비 확대되었기 때문(3Q20 스프레드 799달러/톤, -99달러/톤 QoQ)

한상원 sangwon.han@daishin.com

### [3Q20 Preview] 휴켄스 : 예상보다 빠른 반전

- 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 28,000원으로 상향
- 3분기 영업이익은 전분기 대비 3.1% 감소한 164억원을 기록하며 기존 당사 추정치(138억원) 및 시장 기대치(145억원)를 상회할 전망
- 3분기에는 탄소배출권 판매가 이뤄지지 않기 때문에 전분기 대비 감익을 예상했으나 8월부터 예상치 못한 TDI 급등이 나타나면서 우려 대비 견조한 실적을 기록할 전망

한상원 sangwon.han@daishin.com

### [3Q20 Preview] 효성첨단소재 : 개선되는 본업과 다가오는 탄섬 흑자

- 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 185,000원으로 15.6% 상향
- 3분기 영업이익은 123억원을 기록하며 전분기 대비 흑자 전환하겠으나 시장 기대치(141억원)는 약 13% 하회할 전망
- 주요 사업부인 타이어보강재(T/C)의 흑자 전환이 실적 개선의 주원인
- 전분기에는 코로나19에 따른 완성차/타이어 업체들의 가동 중단으로 전체 Capa의 70%를 차지하는 핵심 생산 거점인 베트남 공장의 가동률이 크게 하락

한상원 sangwon.han@daishin.com

### [3Q20 Preview] 삼성중공업 : 빅배스 후 회복세, 아직 남은 수주 희망

- 투자의견 시장수익률(Marketperform), 목표주가 5,200원 유지
- 3Q 매출액 1조 9,892억원(+1% yoy) 영업이익 -156억원(적축 yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액은 +5%, 영업이익은 적자축소 예상
- 2Q BP Argos 프로젝트 매출감소분 2,300억원은 하반기 환입. 3Q 드릴십 평가손실은 없는 것으로 추정

이동현 dongheon.lee@daishin.com

### [3Q20 Preview] 대우조선해양 : 외형감소 대비 선방, 업황은 LNG 선으로 방어

- 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 30,500원 유지
- 3Q 매출액 1조 7,924억원(-8% yoy) 영업이익 359억원(흑전 yoy, -51% qoq) 전망. 컨센서스 대비 매출액 -2%, 영업이익 -28% 하회
- 내실 위주의 경영으로 올해까지 매출 감소 구간 지속. 드릴십 상각은 3분기 없을 것으로 추정. 선수금 비중이 높아 상대적 리스크 낮음

이동현 dongheon.lee@daishin.com

### [3Q20 Preview] 현대미포조선 : 외형 감소 부담, PC 선 수요는 여전

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 40,000원 유지
- 3Q 매출액 6,044억원(-17% yoy) 영업이익 89억원(-62% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 -13%, 영업이익 -45% 하회
- 2021년 상반기까지는 외형 감소, 이후 회복 예상. 고정비 부담에도 흑자기조 유지, 환율 하락으로 이익감소

이동현 dongheon.lee@daishin.com

**[3Q20 Preview] 한화에어로스페이스 : 코로나19 피해 최소화**

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 33,000원 유지
- 실적은 매출액 1조 4,120억원(+7% yoy) 영업이익 635억원(+11% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 +7%, 영업이익 +2% 수준
- [항공엔진] 항공산업 침체로 연간 20~30% 매출감소. 반면 RSP 비용 감소로 이익은 상쇄 / [디펜스] 수출은 여전히 견조
- [테크윈], [파워시스템] 코로나19 영향 반영 / [정밀기계] 중국시장 회복으로 호조

이동현. dongheon.lee@daishin.com

**[3Q20 Preview] LIG넥스원 : 아쉬운 환율, 그래도 매력적인 방산주**

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 40,000원 유지
- 3Q 실적은 매출액 3,925억원(+5% yoy) 영업이익 112억원(-24% yoy) 전망 / 컨센서스 대비로는 매출액 -3%, 영업이익 -44% 하회
- 2Q말 수주잔고 6조원(+14% yoy)으로 매출액은 무난한 증가. 이익에서 환율 민감도가 크며 3Q 기말 환율은 1,169원(-3% qoq)으로 하락

이동현. dongheon.lee@daishin.com

**[3Q20 Preview] 한화시스템 : 투자에 따른 실적 정체, 성장 모멘텀 부각**

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 13,500원 유지
- 3Q 실적은 매출액 4,395억원(+3% yoy) 영업이익 227억원(-14% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 부합, 영업이익 -9% 하회
- [방산] IFF 성능개량, 425 위성사업 등 주요 사업 반영. 코로나19 영향 미미 / [ICT] 2Q 반영된 태양광 솔루션 매출액 종료

이동현. dongheon.lee@daishin.com

**[3Q20 Preview] 두산밥캣 : 미주시장 회복, 미국 인프라 수혜주**

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 34,000원 유지
- 3Q 매출액 1조 779억원(+11% qoq), 영업이익 976억원(+51% qoq), 영업이익률 9.1%(+2.4% qoq) 전망. 컨센서스 대비 상회 추정
- 미주시장이 매출비중의 74% 수준. 주택시장 회복과 GME 신규제품 호조. 환율하락(3분기 평균 원달러 1,187원, -2.9% qoq)은 아쉬운 부분

이동현. dongheon.lee@daishin.com

**[3Q20 Preview] 효성중공업 : 턴어라운드 지속, 본게임은 내년**

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 80,000원 유지
- 3Q 실적은 매출액 7,245억원(-6.0% yoy) 영업이익 335억원(+64% yoy) 전망. 컨센서스 대비로는 매출액 -7%, 영업이익 -11% 하회
- [중공업] 코로나19 영향 여전, 계절적 비수기, 구조조정 효과 반영 / [건설] 수주공백 시기, 계절적 비수기 영향, 예상 영업이익률은 6.0%

이동현. dongheon.lee@daishin.com

**[3Q20 Preview] 현대로템 : 철도 턴어라운드 지속, 잔고가 주는 편안함**

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 20,000원 유지
- 3Q20 실적은 매출액 6,499억원(+2% yoy) 영업이익 201억원(흑전 yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액은 -1%, 영업이익 -7%로 소폭 하회
- [철도] 저가수주 잔량 감소, 구조조정 완료로 고정비 부담 감소 / [방산] K2전차 변속기 문제 해결로 납품 정상화. 일회성 감소
- [플랜트] 수주 잔고 감소로 적자 지속되나 저가수주 물량 감소

이동현. dongheon.lee@daishin.com

**[3Q20 Preview] 현대엘리베이 : 무난한 실적 예상, 노후 승강기 교체 증가**

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 47,500원 유지
- 3Q 실적은 매출액 4,540억원(-4% yoy) 영업이익 396억원(+21% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 +2%, 영업이익 -2% 수준
- [부문별] 3분기 전년비 내수 매출액은 제품판매 -5% 감소, 유지보수 +7% 성장 전망. 판매는 코로나19 영향, 신규 물량 감소 구간 지속

이동현. dongheon.lee@daishin.com

**[3Q20 Preview] SK이노베이션 : 지금 잃는 것보다 앞으로 얻을 것이 더 크다**

- 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 200,000원 유지
- 분기 영업이익은 727억원으로 전분기 대비 흑자 전환하겠으나 시장 기대치(1,295억원)에는 미치지 못할 전망
- 코로나19 확산 이후 정유 업황 부진은 지속 중. 3분기에도 정제마진은 BEP를 하회하는 부진한 흐름이 지속되고 있는 상황: 휘발유 마진 개선되었으나 신항구 수요 부진 영향에 경유 마진이 악화

한상원 sangwon.han@daishin.com

### [3Q20 Preview] LG 화학 : 당장 에너지솔루션을 살 수 있는 유일한 방법

- 투자이건 매수(BUY) 유지, 목표주가 980,000원으로 상향
- 3분기 영업이익은 전분기 대비 41.3% 증가한 7,645억원을 기록하며 높아진 시장 기대치(7,041억원)를 약 9% 상회할 전망
- 실적 개선의 핵심은 석유화학 사업부(OP +41% QoQ): 유가 상승에 따른 원료 가격 강세에도 NCC/PO 부문의 수익성이 견조하게 유지되고 있고, ABS/PVC 등 주력 제품도 양호한 수요 여건이 이어지며 수익성이 개선되었기 때문
- 전지 사업부의 경우 전분기 대비 매출액 29% 증가 전망: 중국 테슬라 Model3 및 가전 수요 호조에 따른 소형 전지와 전기차 수요 고성장 등에 따른 EVB의 동반 성장을 기대 vs. 전분기 실적 호조에 따른 기저효과로 ESS 매출액은 감소 전망

한상원 sangwon.han@daishin.com

### [3Q20 Preview] 롯데케미칼 : 3분기 실적은 대폭 개선

- 투자이건 매수(BUY) 유지, 목표주가 230,000원 유지
- 3분기 영업이익은 전분기 대비 268.1% 증가한 1,212억원을 기록하며 시장 기대치(1,246억원)에 부합할 전망
- 올레핀(OP +864% QoQ)은 전분기 대산 공장 가동 중단에 따른 기회 손실 외 추가로반영된 원료 구매 계약 보상 등 3백억원의 일회성 비용 소멸로 이익 증가 예상 vs. 약 8백억원에 이르는 가동 중단에 따른 기회손실은 지속
- 첨단소재(OP +245% QoQ)의 경우 코로나19에 따른 전분기 일시적 부진(판매량 감소)에서 회복되며 이익 정상화를 기대. ABS의 경우 3분기 시장 초강세 시현

한상원 sangwon.han@daishin.com

### [3Q20 Preview] 한화솔루션 : 니콜라도 막지 못할 태양광 대장주

- 투자이건 매수(BUY) 유지, 목표주가 65,000원으로 유지
- 3분기 영업이익은 전분기 대비 47.5% 증가한 1,895억원을 기록하며 시장 기대치(1,842억원)에 부합할 전망 2021년 상반기까지는 외형 감소, 이후 회복 예상. 고정비 부담에도 흑자기조 유지. 환율 하락으로 이익감소
- 케미칼 부문 이익 대폭 증가(OP +31% QoQ) 예상: LDPE, PVC 등 주력 제품의 양호한 상황이 이어지고 있기 때문에 유휴/화성 모두 전분기 대비 증익을 기록할 전망
- 태양광 사업부도 소폭의 증익(OP +16% QoQ) 전망: 코로나19 이후 수요 위축 국면에서 완만한 회복세를 보이며 생산량/판매량의 동반 회복을 기대

한상원 sangwon.han@daishin.com

### [3Q20 Preview] OCI : 가격을 따라 실적도 정상화

- 투자이건 매수(BUY) 유지, 목표주가 68,500원 유지
- 3분기 영업이익은 85억원으로 8개 분기 만에 흑자 전환에 성공하며 시장 기대치(7억원)를 상회할 전망 vs. 폴리실리콘이 포함된 베이직케미칼의 경우 영업이익 44억원을 기록하며 9개 분기 만에 흑자 전환 예상
- 폴리실리콘의 경우 3분기에도 여전히 소폭의 적자를 기록한 것으로 추정: 1) 7월 폴리실리콘 가격 급등이 시작됐으나 실제 판가에는 후행적으로 반영되며, 2) 말레이시아 공장의 경우 2~3분기에 걸쳐 정기보수가 있었으며, 3) 한국(군산) 공장은 기존 재고의 소진 및 EG급 소량 생산 과정에서 적자가 발생하고 있기 때문

한상원 sangwon.han@daishin.com

### [3Q20 Preview] SKC : 동박 해외 증설 임박

- 투자이건 매수(BUY), 목표주가 118,000원 유지
- 3분기 영업이익은 전분기 대비 19.3% 증가한 629억원을 기록하며 시장 기대치(629억원)에 부합할 전망
- 동박 부문(SK넥실리스) 매출액은 전분기 대비 29% 증가 전망. 4공장 가동 효과가 본격적으로 반영되기 시작하며 판매량 증가 예상 vs. 영업이익은 162억원(+23% QoQ)으로 전망. 구리 가격 상승(+23% QoQ)의 판가 전가 시차 존재로 일시적인 수익성 악화 추정되나 이는 궁극적으로 판가 전가를 통한 수익성 회복이 가능한 이슈

한상원 sangwon.han@daishin.com

[3Q20 Preview] 효성티앤씨 : 스판덱스 시황 회복 시작

---

- 투자이견 매수(BUY), 목표주가 180,000원 유지
- 3분기 영업이익은 전분기 대비 흑자 전환한 489억원을 기록하며 시장 기대치(399억원)를 상회할 전망
- 섬유 사업부의 이익이 419억원(+30% QoQ)을 기록하며 개선될 전망. 주력 제품인 스판덱스의 이익이 전분기 대비 162%나 증가하며 전사 이익 개선 견인 예상
- 화섬 체인의 시황은 수요 위축 영향에 여전히 부진한 모습: PX, PTA, MEG 등 주요 제품 스프레드가 동반 악화되었으며 스판덱스 스프레드도 보험세에 그침

한상원 sangwon.han@daishin.com

---

[3Q20 Preview] 효성화학 : 지금부터 매수 구간

---

- 투자이견 매수(BUY), 목표주가 155,000원 유지
- 3분기 영업이익은 전분기 대비 707% 증가한 288억원을 기록하며 시장 기대치(307억원)에 부합할 전망
- 주력인 PP/DH의 영업이익이 191억원을 기록하며 전분기 대비 흑자 전환할 전망: 한국 공장은 Lagging 스프레드가 상승(+111달러/톤)했고 전분기 반영됐던 일회성 비용(약 40억원)도 소멸되며 대폭 증익(OP +149%) 예상 vs. 베트남의 경우 매출액은 증가(+57%)하겠으나 원재료(프로필렌) 조달 차질이 지속되고 있어 적자 지속 전망

한상원 sangwon.han@daishin.com

---

# 글로벌 ETF

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

## 자율주행, 자동차 산업이 가야할 길

미래 이동수단의 핵심기술로 자리잡으며 성장하는 자율주행 기술

- 자율주행자동차는 운전자의 조작없이 자동차 스스로 운행이 가능한 자동차를 의미한다. IT 기술의 발전이 자동차와 결합하며 나타난 자율주행산업은 교통혼잡 감소, 오염배출량 감소, 생산성 증대, 여가시간 증대 등에 기여할 것으로 기대되고 있다. 또한 반도체, 소프트웨어와 같은 기술부분부터 차내 콘텐츠, 광고와 같은 서비스 산업까지 새로운 사업영역을 파생시키는 효과가 있다. 그 결과 사업영역을 불문하고 다양한 기업이 자율주행관련 프로그램에 공동참여하거나 기술 제휴, 인수 합병 등을 진행하며 자율주행자동차 시장은 성장하고 있다.

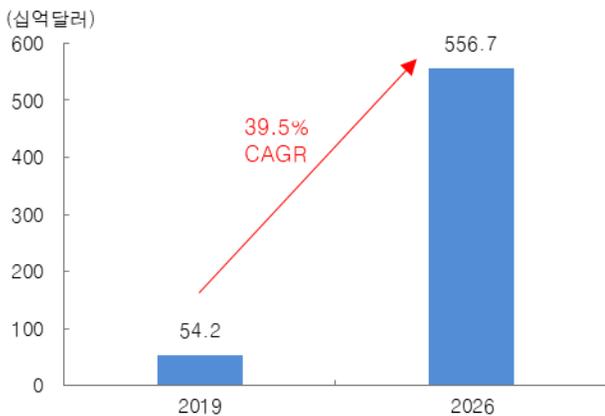
자율주행 산업은 산업 생태계 내에서 활발하게 협력, 인수 합병 활동을 진행

- 자율주행 산업 생태계는 1) 자동차제조업체, 2) 기술제공업체, 3) 서비스제공업체로 구성된다. 우선 자동차제조업체는 제너럴모터스, 포드 등 기존 자동차 생산업체와 함께 테슬라, 니오 등 전기차 제조업체까지 포함된다. 특히 테슬라는 현재까지 가장 많이 판매된 자율주행 기능을 보유하고 있으며 독자적으로 자율주행 자동차를 생산하는 기업으로 클라우드를 기반해 수집한 빅데이터를 활용하며 자체적으로 기술제공까지 하고 있다.

자율주행 산업에 투자하기 적합한 ETF: DRIV, IDRV

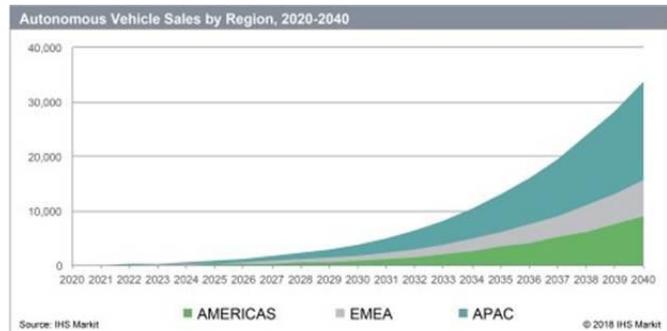
- DRIV는 알고리즘을 사용하여 전기차 관련 기업 15개, 전기차 부품 기업 30개, 자율주행 관련 기업 30개를 선별한다. 기업 비중은 시가총액 비중을 따르지만 개별기업 비중은 3%가 넘지않게 하고 있어 상대적으로 기업 간 비중이 분산돼 있다. 따라서 자율주행과 전기차 산업 내 선별된 기업에 고른 비중으로 투자하기에 적합하다.
- IDRV와 DRIV는 비중 상위 10개 종목 중 6개가 같을 정도로 종목 구성이 비슷하지만 IDRV는 구성 종목 수가 103개로 많고 개별 종목이 시가총액 비중을 상대적으로 충실히 따라 상위 10개 종목이 전체 비중의 43.2%를 차지하고 있다. 따라서 IDRV는 자율주행과 전기차 산업을 효과적으로 추종하기 위한 수단으로 적합하다.

자율주행 시장 규모 전망



자료: AMR, 대신증권 Research Center

자율주행 차량 판매 대수 전망



자료: IHS, 대신증권 Research Center

# 소재·산업재

양지환 jhwan.yang@dashin.com  
 이동현 dongheon.lee@dashin.com  
 한상원 sangwon.han@dashin.com

## 동트는 새벽

### 코로나19 영향 지속으로 전반적인 시장 기대치 하회 전망

- 소재·산업재 섹터의 2020년 3분기 실적은 전체적으로 코로나 영향이 지속되며 컨센서스를 하회할 전망. 육운, 화학, 자동차는 개선세가 지속, 정유, 기계는 느린 회복, 조선, 항공은 부진 예상

### 업종 선호도는 자동차 > 화학 > 육운 > 기계 = 해운 > 정유 = 조선 > 항공 순

- **육운:** 육운업체들의 실적이 시장 기대치를 상회할 것으로 예상. 4분기에도 실적 개선 국면 지속 전망. 건화물 해운 시장 계절적 성수기 진입으로 안정적인 상황 이어질 것. 항공사는 FSC와 LCC의 차별적 흐름 전개 국면. LCC는 업황보다는 각 사별 현금흐름 및 재무 안정성에 방점
- **조선:** 환율 하락으로 실적 부담 가중, 드릴십 수주잔고 상각은 다음 분기로, 코로나19와 유가 회복이 지연되며 전반적인 발주환경은 여전히 안 좋음. 모잠비크, 러시아 등 일부 대형 LNG선 프로젝트 수주 기대. 컨테이너 시장 개선으로 발주 예상되나 내년 전망 보릿고개 지속
- **기계:** 코로나19 회복 지연과 높아진 눈높이 대비 전반적인 실적은 하회. 방산주는 정상납품되거나 기체부품 영향, 건설장비주는 중국 호조와 인프라코어 매각 기대, 미국 주택시장 호조 반영. 전력기계는 그린뉴딜 관련 기대감 반영. 운송기계는 대북 이슈 부재로 지지부진
- **정유:** 1분기 대규모 적자(코로나19에 따른 수요 충격) 이후 실적은 매분기 개선세를 보이고는 있으나 예상보다 더딘 수요 개선 탓에 핵심 지표인 정제마진은 여전히 BEP를 하회하는 부진한 흐름이 지속. 향후 업황의 유의미한 반등을 위해서는 석유 수요의 회복이 필수적
- **화학:** 코로나19 확산에 따른 수요 우려에도 스프레드는 개선 수혜 제품군의 수요 확대와 유가 하락에 따른 수익성 개선 덕분. 특히 3Q20에는 미국발 가동 차질로 스프레드 추가 상승 vs. 다만 제품별 시장 흐름은 다소 차별화 양상(합성수지 견조 vs. 합성고무 약보합 vs. 화섬 약세)
- **자동차:** 코로나19 영향이 점진적으로 회복되고 있으나, 글로벌 자동차 OEM별로 회복세는 차이가 있음. 전기차는 코로나19 영향과 무관하게 유럽, 중국, 북미에서 폭발적 상승세 지속. 신차 효과에 따른 성장성과 전기차로의 전환 속도에 기반한 기업별 차별적 접근이 필요할 전망

### 산업별 탐픽으로 CJ대한통운(육운) 외 6종목 제시

- **CJ대한통운(육운):** 언택트(Untact) 소비 및 비대면 트렌드 확산 → 모바일 및 온라인 구매증가로 택배 처리량 급증. 고정비를 크게 상회하는 물동량 증가로 영업레버리지 효과 발생
- **현대글로벌서비스(육운):** 고객사의 신차에 대한 국내 소비자들의 반응 긍정적으로 내수 판매 증가. 해외공장들의 가동률 상승으로 CKD부문 및 기타 해외물류사업부문의 실적 개선세 본격화 예상
- **한국조선해양(조선):** 3분기 실적은 환율하락 영향으로 컨센서스 하회 전망. 수주잔고에 역마진 해양플랜트가 없으며 재무구조도 안정적. 글로벌 경쟁 상황은 동일하며 중장기 관점의 접근 유효
- **두산밥캣(기계):** 3분기 실적은 미주시장 회복으로 컨센서스 소폭 상회 전망. 미국 주택시장 호조와 대선 이후 인프라 투자 증가 기대. 올해 배당 600~1,200원 예상. 비교업체 대비 저평가
- **LG화학(화학/2차전지):** 고객사/소재사 협업, 신기술/신소재 적용 등을 통한 글로벌 EVB 시장 내 과점적 지위를 유지할 전망. 2Q20부터 EVB 사업 구조적 흑자 국면 진입. 매수 대응 전략 유효
- **한화솔루션(화학/태양광):** 글로벌 Top-tier의 태양광 셀/모듈 업체로 ASP가 높은 미국 시장에서 모두 1위 차지. 유럽을 필두로 주요국에서의 친환경 정책이 강화되며 태양광의 구조적 수요 성장
- **SK이노베이션(정유/2차전지):** 가장 공격적인 증설 계획을 보유한 EVB 업체로 ITC 소송 관련 불확실성 해소, 자회사(SKIET; 분리막) 상장 등이 Valuation 재평가 요인으로 작용할 것

# 룰루레몬 (Lululemon)

유정현  
이나연  
투자의견  
(투슨로이터 평균)  
목표주가(\$)  
(투슨로이터 평균)  
현재주가(\$)  
(20.09.22)  
BUY  
\*(2.1)  
372.7  
313.6  
의류 업체



기업명 Lululemon  
한글명 룰루레몬  
홈페이지 <https://lululemon.com>  
결산월 1월  
거래소 국가 US  
상장 거래소 NASDAQ  
시가총액(십억달러) 40.9  
시가총액(조원) 47.6  
발행주식수(백만주) 124  
52주 최고가/최저가 399.9/128.84  
주요주주 Fidelity Management 14.91%  
Vanguard Group 8.57%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.0	4.1	82.0	60.7
상대수익률	-12.6	-1.8	33.8	49.8



## 건강에 대한 관심과 함께 성장하는 프리미엄 브랜드

### [기업 개요]

룰루레몬은 프리미엄 애슬레저 브랜드 기업으로 요가복 업계의 샤넬이라 불릴 만큼 동사 제품의 가격대는 타 브랜드 대비 20~40% 고가에서 형성돼 있음. 동사는 브랜드 인지도 향상을 위해 요가와 명상 등 다양한 웰니스 커뮤니티 프로그램을 제공하고, 커뮤니티를 체험한 고객들이 자연스럽게 브랜드를 소비하는 방식의 마케팅 채택. 동사의 요가복은 정통 스포츠 브랜드 대비 비싼 가격에 형성되어 있음에도 불구하고 애슬레저 시장에서 선두적 위치를 점하고 있음

### [투자포인트]

- ① 동사 매출액의 82%는 북미지역에서 발생. 향후 출점은 미국뿐 아니라 아시아 지역을 중심으로 진행할 계획. 지난 해 점포 성장률은 11.6%로 아직 출점이 시작 단계인 아시아지역의 출점 본격화로 점포수는 두 자릿수 성장률을 이룰 수 있을 것으로 전망
- ② 동사의 2018년과 2019년 기존점 매출 성장률은 각각 +18%, +17% 기록. 올해는 코로나19 특수로 기존점 매출액은 20% 이상 높은 성장률을 기록할 것으로 전망. 코로나19 이후에도 애슬레저 인구 증가와 제품 포트폴리오 개선으로 고성장세 지속될 것으로 예상

### [실적 및 Valuation]

동사가 앞서 언급한대로 요가복 부문에서 나이키, 아디다스 보다 더 강력한 브랜드 파워를 보유한 기업임은 잘 알려진 사실. 동사는 매년 두 자릿수의 높은 매출 성장에 최근 2년간 매출 성장률은 20%를 상회. 이러한 고성장에 힘입어 동사의 valuation은 P/E 50~70배에서 형성. 출점 등 시장 확장을 위한 투자 부담에도 불구하고 영업이익률이 2017년 17%에서 2019년 22%까지 상승하며 수익성이 계속 향상되고 있어 당분간 동사의 valuation 프리미엄은 지속될 수 있을 것으로 전망

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

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: USDmm, USD, %)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	2,649	3,288	3,979	4,139	5,242
영업이익	456	706	889	753	1,160
당기순이익	352	515	646	547	836
EPS	2.6	3.8	4.9	4.2	6.4
PER	30.5	38.0	48.6	70.6	48.5
BPS	12.7	11.9	15.7	18.5	21.0
PBR	6.7	13.2	16.0	17.3	15.2
ROE	23.8	33.9	38.0	25.8	32.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출. 추정치는 투슨로이터 컨센서스 기준  
자료: 투슨로이터, 대신증권 Research Center

# 아메리프라이즈 파이낸셜 [Ameriprise Financial]

박혜진 [hyejin.park@daishin.com](mailto:hyejin.park@daishin.com)

투자 의견 **BUY**  
(블룸버그 평균)

목표주가(\$)  
(블룸버그 평균) **176.8**

현재주가(\$)  
(20.09.22) **148.7**

금융업종



기업명	Ameriprise Financial
한글명	아메리프라이즈 파이낸셜
홈페이지	<a href="https://ameriprise.com">https://ameriprise.com</a>
결산일	12월
거래소 국가	US
상장 거래소	NYSE
시가총액(십억달러)	17.9
시가총액(조원)	21.0
발행주식수(백만주)	119.9
52주 최고가/최저가	180.9 / 80.0
주요주주	Vanguard Group 13.1% Blackrock 7.5%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.8	0.3	65.5	2.0
상대수익률	-1.4	-6.1	21.7	-8.8



## 금융회사 ROE가 30%

### [기업 개요]

아메리프라이즈파이낸셜은 미국의 대표적 금융컨설팅사로 크게 4개 분야의 사업을 영위 중이며, 자산관리(AWM), 자산운용(Asset Management), 연금(Annuity), 보험(Protection)으로 나뉘어 1894년 설립되었으며, 1984년 미국 신용카드 업체 아메리칸 익스프레스에 인수, 2005년 분사하여 뉴욕증권거래소 상장

동사의 핵심 비즈니스인 미국 자산관리 산업은 지속적으로 성장하고 있으며, 자본을 크게 필요로 하지 않음. 보험 및 연금 산업은 성장성이 높지는 않지만 계속보험료 유입 효과로 일정한 현금흐름이 강점

### [투자포인트] 높은 ROE와 주주환원율이 매력적

- ① 수수료는 높고 자본은 필요 없는 자산관리 비즈니스, 동사의 자산관리 사업부는 업계 평균 대비 높은 성장률을 기록, 성장성을 키우기 위해 고액자산가(HNW)에 집중. 또한, 자산관리 비즈니스 특징 상 높은 자본이 필요 없어 동사의 ROE는 30%를 상회
- ② 100% 이상의 주주환원율. 동사는 주주가치 제고에 적극적인 회사로 최근 9년 동안 현금배당과 자사주매입을 합친 총 배당성향이 100% 상회. 대규모 자사주매입으로 동사의 총 자본은 해마다 감소하며 ROE 상승으로 이어짐
- ③ 자산관리 회사임에도 생명보험사 밸류에이션으로 거래되어 저평가 매력 높음. 최근 3년 평균 자산관리산업의 PER은 14배인데 동사의 PER은 생명보험산업 평균인 9.5배보다 낮은 8.9배에 불과. 30%를 상회하는 ROE, 꾸준히 성장할 자산관리산업, 신사업 진출 등에도 불구하고 PER 8.9x는 저평가된 수준

### [실적 및 Valuation] 생보사 수준의 Valuation은 저평가

COVID-19 영향으로 동사의 2분기 순영업수익은 1분기 대비 -9.6% 감소, 다만 1분기 20년 예상 순영업손실(NOL)에 대한 세금환급 일회성요인으로 2020년 순이익 33% 증가 전망

동사의 Valuation은 자산관리 회사임에도 불구하고 생명보험사 수준의 멀티플로 거래 중, 자산관리부문의 매출비중이 지속적으로 상승하고 있고, 최근 신사업에 진출하는 점 등을 감안하면 현재 Valuation은 저평가 되었다는 판단

\* 투자 의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별코(1- Strong Buy, 2- Buy, 3- Hold, 4- Sell, 5- Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자 의견

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: USDm, USD, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
순영업수익	12.8	13.0	11.7	12.4	13.1
세전이익	2.5	2.2	2.5	2.6	2.7
당기순이익	2.1	1.9	2.5	2.1	2.2
EPS	14.4	14.1	16.4	18.0	20.2
PER	7.2	10.2	9.1	8.3	7.4
BPS	40.0	45.0	52.2	57.1	64.5
PBR	2.5	3.6	2.9	2.6	2.3
ROE	36.0	33.1	32.2	32.3	31.3
DPS	3.6	3.9	4.1	4.4	4.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, ROE 제외 추정치는 블룸버그 컨센서스 기준  
자료: Bloomberg, 톡스데이터, 대신증권 Research Center

# 오스테드 (Ørsted)

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

투자 의견  
(토스론이터 평균) **HOLD**  
\*(2.7)

목표주가(DKK) **866.5**  
(토스론이터 평균)

현재주가(DKK) **860.0**  
(20.09.22)

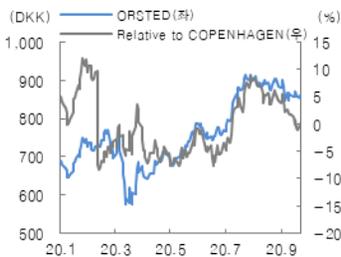
신재생에너지 유틸리티



기업명 ORSTED  
한글명 오스테드  
홈페이지 www.ørsted.co.uk  
결산월 12월

거래소 국가 덴마크  
상장 거래소 Nordic Copenhagen  
시가총액(십억크로네) 361.5  
시가총액(조원) 66.2  
발행주식수(백만주) 420.4  
52주 최고가/최저가 915.6/568.4  
주요주주 Kingdom of Denmark 50.1%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.2	10.6	41.8	38.2
상대수익률	-4.5	4.6	4.5	14.3



## 바람이 불어오는 곳 어디든

### [기업 개요]

덴마크 국영 에너지 기업. 1972년 설립된 글로벌 해상풍력 디벨로퍼 1위 업체이자 시가총액 기준 덴마크 2위 상장사. 덴마크 정부 지분을 50.1% 보유. 사업 영역은 풍력(육상 및 해상) 발전단지 운영, 바이오 에너지 개발 및 운영, 재생 에너지 솔루션 개발 및 유통 등. 글로벌 해상풍력 디벨로퍼로 글로벌 해상풍력 MS 1위(M/S 25%)

### [투자포인트]

- 글로벌 해상풍력은 성장 초입 단계  
**[유럽]** 2019년 11월 EU는 2050년 탄소배출 제로 목표, 유럽연합집행위원회(European Commission, EC)는 2050년까지 450GW 해상풍력 달성 계획 발표  
**[미국]** 해상풍력 2020년 0.1GW에서 2024년부터 매년 2.5~4.1GW의 해상풍력단지 동부해안 중심으로 설치 계획. 2025년 6.6GW → 2030년 21.9GW → 2050년 86GW의 해상풍력 발전량 확보 목표로, 2030년까지 약 500억달러(600조원) 규모 해상풍력 관련 시장 형성될 전망  
**[대만]** 2025년까지 신재생에너지(풍력, 태양광) 비중을 20%로 확대, 2025년까지 5.5GW의 해상풍력단지 조성 목표
- 글로벌 해상풍력 디벨로퍼 1위 업체: 유럽에 총 25개소 해상풍력단지 구축. 전 세계 해상풍력 설비용량 33GW(완공 예정 포함) 규모인 가운데 오스테드의 확보 가능 발전량은 약 10GW. 글로벌 내 30% 비중으로 유럽과 더불어 미국, 아시아 풍력 투자 확대에 따른 최대 수혜 가능한 업체

### [실적 및 Valuation]

2020F 매출액 623.7억크로네(-11.4% YoY), EBITDA 175.8억크로네(-7.6% YoY) 전망. 12MF EV/EBITDA 기준 18배 수준. 글로벌 Peer 14배 대비 높은 수준이나, 아시아/북미 해상풍력 발전 초입 구간, 유럽 해상풍력 투자 업사이클로 진입하는 만큼 글로벌 1위 해상풍력 디벨로퍼로서 프리미엄은 타당하다고 판단

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

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: DKKmn, USD, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	75,520	70,398	62,368	64,393	68,298
영업이익	23,243	11,525	10,386	13,964	13,499
당기순이익	17,826	6,506	5,460	9,173	8,799
EPS	42.4	15.5	13.7	21.4	21.1
PER	20.2	55.1	62.8	40.2	40.8
BPS	163.0	173.8	205.7	216.6	226.2
PBR	5.2	4.9	4.2	3.9	3.8
ROE	2.2	9.2	11.2	11.2	9.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 추정치는 토스론이터 컨센서스 기준 자료: 토스론이터, 대신증권 Research Center

# 필립모리스 (Philip Morris International)

한유정 노희재	yujung.han@daishin.com heejae.roh@daishin.com
투자 의견 (토스로이터 평균)	BUY *(2.0)
목표주가(\$) (토스로이터 평균)	88.8
현재주가(\$) (20.09.22)	77.0
음식료업	



PHILIP MORRIS  
INTERNATIONAL

영문명	Philip Morris International
한글명	필립모리스
홈페이지	https://www.pmi.com/
결산월	12월
거래소 국가	US
상장 거래소	NYSE
시가총액(십억달러)	119.9
시가총액(조원)	139.6
발행주식수(백만주)	1557
52주 최고가/최저가	90.17/56.01
주요주주	The Vanguard Group, 8.1%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.4	6.9	26.1	8.2
상대수익률	1.1	0.6	-17.8	-2.7



## 슬기로운 흡연의 선봉장

### [기업 개요]

2008년 알트리아 그룹으로부터 분사되어 미국 외 지역에서 담배 사업 영위. 대표 브랜드는 말보로, 필리아멘트, 아이코스 등이 있음

### [투자포인트] 덜 유해한 담배의 탄생 그리고 시대의 전환

- 아이코스의 사용자 기준 글로벌 시장 점유율은 1.4%로 추정. 현재 아이코스는 57개 국가에서 판매되고 있으나, 진출한지 5년 이상 된 국가는 7개, 3년 이상 된 국가는 18개에 불과해 지역 확장은 현재 진행형. 또한 필립모리스는 아이코스 업그레이드 버전의 제품 출시, KT&G와 협력 등을 통해 제품 포트폴리오를 다양화하며 시장 성장을 가속화할 것으로 기대
- FDA는 2019년 4월에는 아이코스 판매 인가를, 2020년 7월에는 아이코스 위험저감 담배 제품을 허가. 미국 담배 시장 내 이례적인 행보로 아이코스의 미국 시장 침투 확대 가속화 전망
- 독자적인 무연담배 플랫폼 개발을 통해 담배 시장의 패러다임 변화에 적극 대응 중. 새로운 플랫폼 확장을 통한 무연담배로의 전환을 우상향 기대

### [실적 및 Valuation] 투자의견 매수, 목표주가 88.8달러 제시

- 토스로이터 평균 투자의견은 BUY, 목표주가는 88.8달러. 2020~2024년 5년간 매출액, 영업이익, 순이익 CAGR은 각각 +5%, +9%, +10%로 전망
- 아이코스의 글로벌 확장에 오랜 시간이 소요되었으나 사업성이 높은 대부분의 국가에 출시 완료되었으며, 이익 화수 구간 진입을 앞두고 있는 점이 고무적. 이에 따라 필립모리스의 영업이익률은 따라 2019년을 저점으로 2024년 45.8%까지 상승할 것으로 추정됨
- KT&G와의 파트너십 계약으로 보다 다양한 선택권을 흡연자들에게 제공해줌으로써 시장 확대 주도 기대. 또한 무연담배 플랫폼 확장 및 미국에서의 아이코스 시리즈 추가 시판 허가 등의 장기 성장성 확보가 향후 필립모리스의 밸류에이션 상승 견인 전망

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

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: USD mn, USD, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	29,625	29,805	28,620	30,717	31,988
영업이익	11,377	10,531	11,437	12,646	13,605
당기순이익	7,926	8,070	7,913	8,766	9,489
EPS	5.1	5.2	5.1	5.6	6.1
PER	15.1	14.8	15.2	13.7	12.6
BPS	-8.0	-7.4	-7.1	-6.9	-6.4
PBR	-	-	-	-	-
ROE	-64.6	-72.3	-68.3	-78.5	-101.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출. 추정치는 토스로이터 컨센서스 기준 자료: 토스로이터, 대신증권 Research Center

# 현대글로벌비스 (086280)

양지환 jinwan.yang@daishin.com  
이지수 jane.lee@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**180,000**

상향

현재주가

(20.10.05)

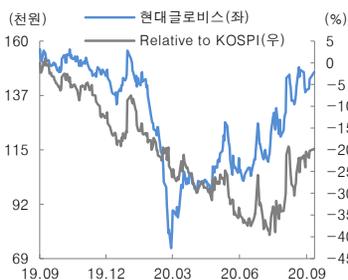
**147,000**

운송업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	5,513십억원
시가총액비중	0.40%
지분금(보통주)	19십억원
52주 최고/최저	156,500 원 / 73,300 원
120일 평균거래대금	195억원
외국인지분율	35.31%
주요주주	정의선 외 4인 39.35% Den Norske Amerikaline AS 12.04%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.9	40.0	64.2	-3.0
상대수익률	9.4	27.8	20.2	-16.9



## 2009~2010년의 데자뷰

투자 의견 매수, 목표주가 180,000원으로 33.3% 상향

- 목표주가 상향은 1)2020년 3분기 실적이 당사의 직전 추정치를 상회할 것으로 전망됨에 따라 2020년~2021년 실적 추정치 상향 2)2020~2021년 사업환경이 2008년 금융위기 이후 판매량이 급격히 회복되던 2010년과 유사한 상황 연출될 것으로 전망함에 따라 Target PER Multiple 2010년의 하단인 11배 수준으로 변경 적용
- 현대글로벌비스의 2020년 3분기 실적은 당사의 직전 추정치 및 시장 기대치를 상회할 것으로 전망
- 실적이 기대치를 상회할 것으로 전망하는 이유는 1)현대·기아차가 2020년 출시한 신차에 대한 국내 소비자들의 반응이 좋아, 내수판매량 호조세 2)코로나19로 생산 및 판매량 차질이 나타났던 해외공장들의 가동률 회복속도가 예상보다 빠르게 진행되고 있기 때문임

2020년 3분기 실적은 당사 직전 추정치 및 시장 기대치 상회 전망

- 현대글로벌비스의 2020년 3분기 실적은 매출액 4조 1,303억원(-13.1% yoy), 영업이익 1,745억원(-33% yoy), 지배주주순이익 1,657억원(+265% yoy) 전망
- 주요 사업부문별 추정 실적은 [국내물류] 매출액 3,587억원(+2.0% yoy), [해외물류] 매출액 1조 6,932억원(-14.2% yoy), [CKD] 매출액 1조 5,713억원(-12.0% yoy), [중고차 및 기타유통] 매출액 5,070억원(-20.7% yoy)로 추정
- 해외물류 중 완성차 해상운송부문은 4,931억원(-11.0% yoy), 건화물부문 1,978억원(-28.0% yoy), 기타해외물류 1조 24억원(-12.5% yoy)로 추정함
- 2020년 3분기 1)완성차 수출금액은 -5.3%(yoy). 2)현대차 해외공장 판매량 -13.6%(yoy), 기아차 해외공장판매량 +4.7%(yoy, 인도공장 가동효과) 예상

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	당사추정	3Q20(F)			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,751	3,270	3,918	4,130	-13.1	26.3	3,938	4,704	-2.1	13.9
영업이익	261	131	151	175	-33.0	33.6	161	228	-0.2	30.6
순이익	45	115	105	166	265.0	43.9	117	88	-61.7	-47.0

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	16,866	18,270	16,807	18,645	19,205
영업이익	710	877	728	950	951
세전순이익	626	727	761	932	934
총당기순이익	437	502	529	648	649
지배주주순이익	437	502	529	648	649
EPS	11,663	13,395	14,109	17,268	17,301
PER	11.1	10.7	9.9	8.1	8.1
BPS	113,605	124,541	135,150	148,918	162,569
PBR	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
ROE	10.6	11.2	10.9	12.2	11.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배주주 기준으로 산출  
자료: 현대글로벌비스, 대신증권 Research Center

# CJ대한통운 (000120)

양지환 jhwan.yang@daishin.com  
이지수 jane.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

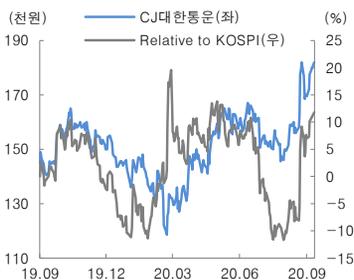
6개월 목표주가 **210,000**  
유지

현재주가 **182,000**  
(20.10.05)  
운송업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	4,152십억원
시가총액비중	0.30%
자본금(보통주)	114십억원
52주 최고/최저	182,000원 / 118,500원
120일 평균거래대금	124억원
외국인지분율	21.40%
주요주주	CJ제일제당 외 2인 40.17% 국민연금공단 8.18%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.8	12.7	43.3	29.5
상대수익률	15.3	2.9	4.9	11.0



## 광폭 성장 이어가는 택배

### 투자의견 매수, 목표주가 210,000원 유지

- CJ대한통운의 2020년 3분기 실적은 시장 기대치를 소폭 상회할 것으로 전망함
- 2020년 상반기 +29.0%(yoy) 증가하였던 CJ대한통운의 택배처리량은 2020년 3분기 약 +26.5%(yoy) 늘어날 것으로 추정됨
- 8월 14일 '택배없는 날' 시행 및 전통적인 휴가시즌에도 불구하고 코로나19 재확산에 따른 사회적 거리두기 2.5단계 시행으로 택배 물량 증가세 지속
- 소형택배화물의 증가에 따라 평균단가 하락세는 지속되었을 것으로 추정되나, 물량증가에 따른 레버리지효과와 Multi Point 투자확대에 따른 소형 택배 처리 효율성 증가로 수익성 개선 예상
- 상반기 부진했던 글로벌부문도 해외법인들의 정상기동으로 수익성 정상화 기대
- 풀필먼트 사업과 관련한 NAVER와의 추가적인 협력도 기대되는 상황

### 2020년 3분기 실적 영업이익 993억원으로 시장 기대치 상회 전망

- CJ대한통운의 2020년 3분기 실적은 매출액 2조 8,112억원(+7.2% yoy), 영업이익 993억원(+11.9% yoy)을 기록할 것으로 전망함
- 사업부문별로 [CL] 매출액 6,499억원(+1.5% yoy), [택배] 매출액 7,782억원(+17.1% yoy), [글로벌] 1조 2,094억원(+5.3% yoy)로 추정
- 2020년 3분기 택배 처리량은 418.9백만box(+26.5% yoy), 택배 평균단가는 1,857원/box(-7.4% yoy)로 예상함
- 풀필먼트 사업 확장을 위한 창고 임대 및 MP 투자확대는 2위 사업주들과의 차별적인 성장 및 수익성을 확인시켜줄 요인으로 작용할 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)		3Q20(F)			4Q20		
			작전추정	사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,622	2,650	2,879	2,811	7.2	6.1	2,778	3,038	7.5	8.1
영업이익	89	84	98	99	11.9	18.4	96	111	9.1	11.4
순이익	6	33	22	15	141.7	-56.3	29	33	-5.7	126.7

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	9,220	10,415	11,014	12,060	13,332
영업이익	243	307	352	464	663
세전순이익	100	94	204	280	481
총당기순이익	67	51	124	171	293
자배지분순이익	53	40	97	133	229
EPS	2,309	1,741	4,249	5,833	10,025
PER	72.3	89.0	40.0	29.1	17.0
BPS	116,344	131,146	135,478	141,390	151,491
PBR	1.4	1.2	1.3	1.2	1.1
ROE	2.1	1.4	3.2	4.2	6.8

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

# 한진 (002320)

양지환 jihwan.yang@daishin.com  
이재수 jane.lee@daishin.com

투자의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **58,000**  
유지

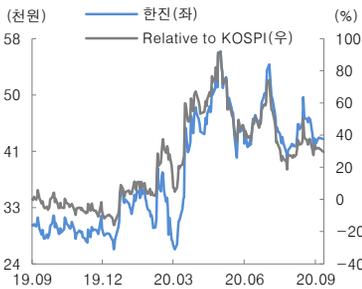
현재주가 **42,800**  
(20.10.05)

우승업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	513십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	90십억원
52주 최고/최저	56,089원 / 26,188원
120일 평균거래대금	130억원
외국인지분율	12.97%
주요주주	한진칼 외 4 인 26.59% 경방 외 5 인 7.48%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-33	1.9	37.9	45.9
상대수익률	-2.9	-7.0	0.9	25.0



## 앞으로가 기대된다

투자의견 매수, 목표주가 58,000원 유지

- 목표주가 58,000원은 범일동 부지 매각 대금 유입 및 유상신주 발행을 반영한 2021년 추정 BPS에 Target PBR 0.83배(최근 5년간 High 평균) 적음
- 한진의 2020년 3분기 실적은 당사 및 시장 기대치에 부합할 것으로 전망
- 코로나19로 인한 집콕, 집밥 등 언택트 소비 증가로 동사의 가장 큰 고객사인 쿠팡과 농협이 택배 물량 급증으로 택배사업부문 호실적 시현 전망
- 2020년 6월 범일동 부지 매각(3,067억원), 7월 200억원 규모(389,863주)의 전환사채 발행, 2020년 8월 1,084억원 규모(2,972,972주)의 유상증자로 약 4,350억원의 유동성 확보 예정
- 확보된 자금은 대전 물류센터 내 메가허브물류센터 건립 및 시설투자자금으로 사용될 전망이다. 자동화설비 및 시스템 구축으로 CJ대한통운에 이어 택배부문의 2<sup>nd</sup> 사업자의 위치 공고해 질 전망

2020년 3분기 실적 당사 직전 추정치 및 시장 기대치 부합 전망

- 한진의 2020년 3분기 실적은 매출액 5,880억원(+8.4% yoy), 영업이익 291억원(+12.9% yoy)으로 예상함
- 3분기 택배처리량은 114.5백만박스(+21.0% yoy)로 추정하며, 평균 택배단가는 2,177원/Box(-4.5% yoy)로 추정

주요 사업 부문별 실적은

[육운] 매출액 801억원(-5.0% yoy), 영업이익 1억원(OPM 0.1%)

[택배] 매출액 2,493억원(+17.1% yoy), 영업이익 110억원(OPM 4.4%),

[하역] 매출액 888억원(+3.5% yoy), 영업이익 175억원(OPM 19.7%) 예상

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	3Q20(F)			4Q20			
				당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	543	532	580	588	8.4	10.5	534	591	9.8	0.5
영업이익	26	29	28	29	12.9	0.7	29	30	23.5	4.7
순이익	-5	4	4	6	흑전	26.5	4	6	-44.7	8.5

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,951	2,062	2,248	2,453	2,612
영업이익	42	91	114	136	154
세전순이익	67	-6	36	326	110
총당기순이익	46	-3	18	221	75
지배지분순이익	46	-3	18	221	75
EPS	3,632	-248	1,380	12,358	4,176
PER	14.1	NA	31.0	3.5	10.2
BPS	72,825	72,285	78,393	69,994	73,694
PBR	0.7	0.4	0.5	0.6	0.6
ROE	5.6	-0.3	1.9	19.3	5.8

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

# 대한항공 (003490)

양지환 jihwan.yang@daishin.com  
이지수 jane.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

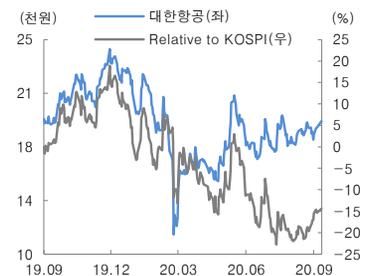
6개월 목표주가 **28,000**  
유지

현재주가 **19,300**  
(20.10.05) 운송업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	3,390십억원
시가총액비중	0.25%
자본금(보통주)	1,346십억원
52주 최고/최저	24,335원 / 11,373원
120일 평균거래대금	399억원
외국인지분율	11.40%
주요주주	한진칼 외 18 인 31.14% 국민연금공단 7.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.8	8.4	23.7	1.2
상대수익률	4.2	-1.0	-9.4	-13.3



## 화물운임 일시적 조정국면

투자 의견 매수, 목표 주가는 28,000원 유지

- 2020년 3분기 실적은 당사의 직전 추정치 및 시장의 기대치를 하회 전망
- 예상보다 부진할 것으로 보는 이유는 1)국제유가 상승에 따른 연료유류비 증가, 2)3분기 화물운임 조정, 3)코로나19 재확산에 따른 여객 수요 회복 지연 때문임
- 대한항공의 2020년 3분기 평균 화물 Yield는 501.4원/kg(+44.5% yoy, -14.6% qoq)로 추정
- 3분기 화물운임의 조정은 의약품, 방역물자, 진단키트 등의 급행물자가 일반 화물로 대체되면서 나타난 현상이며, 화물기 공급증가 등에 따른 운임 하락은 아닌 것으로 판단
- 7~8월 조정세를 보이던 화물운임은 9월 들어 회복세 진입, 4분기 화물 성수기 진입에 따른 공급부족현상으로 4분기에는 화물운임 재차 상승 예상

2분기 깜짝 실적으로 3분기에 대한 시장의 기대치가 너무 높았던 것으로 판단

- 대한항공의 2020년 3분기 실적은 연결기준 매출액 1조 7,199억원(-49.2% yoy), 영업손실 380억원(적자전환 yoy), 지배주주순이익 1,957억원(흑자전환 yoy)을 기록 전망함
- 별도기준으로는 매출액 1조 6,779억원, 영업손실 47억원으로 추정
- [항공화물] 매출액 1조 684억원(+66.9% yoy), AFTK 2,627백만km(+2.0% yoy), RFTK 2,131백만km(+15.5% yoy), L/F 81.1%(+9.5%p yoy), Yield 42.1 센트/km(+45% yoy), 501.4원/kg(+44.5% yoy)로 예상
- [여객(국내+국제)] 매출액 3,032억원(-85.7% yoy), [항공우주] 매출액 1,795억원(-15.0% yoy), [기내 및 기판] 매출액 1,268억원(-60.0% yoy) 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)			4Q20				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,383	1,728	1,795	1,720	-49.2	-0.5	1,897	2,036	-33.0	18.4
영업이익	96	110	-35	-38	적전	적전	38	151	26.4	흑전
순이익	-254	123	6	196	흑전	59.2	-118	486	468.1	148.2

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	13,012	12,683	7,912	9,017	10,144
영업이익	671	257	140	219	730
세전순이익	-178	-734	87	-398	156
총당기순이익	-161	-623	74	-337	133
지배지분순이익	-168	-629	72	-330	130
EPS	-1,455	-5,432	523	-1,884	741
PER	NA	NA	35.1	NA	24.8
BPS	26,247	22,936	31,976	23,357	24,098
PBR	1.1	1.0	0.6	0.8	0.8
ROE	-5.1	-22.1	2.0	-7.8	3.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

# 제주항공 (089590)

양지환 jihwan.yang@daishin.com  
이재수 jane.lee@daishin.com

투자 의견 **Marketperform**  
시장수익률, 유지

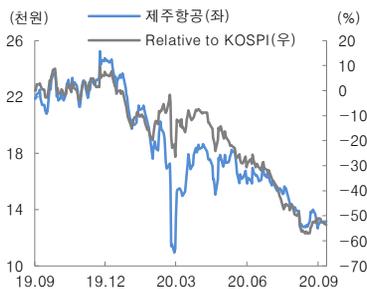
6개월 목표주가 **15,000**  
유지

현재주가 **13,150**  
(20.10.05)  
우승업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	506십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	255십억원
52주 최고/최저	25,258원 / 10,942원
120일 평균거래대금	44억원
외국인자본율	2.32%
주요주주	AK홀딩스 외 3 인 55.18% 제주특별자치도 5.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.7	-21.0	-12.3	-38.6
상대수익률	3.2	-27.9	-35.9	-47.4



## 정부의 추가 지원 필요

투자 의견 시장수익률, 목표주가 15,000원 유지

- 코로나19로 인한 항공업황의 침체는 모두가 주지하고 있는 상황
- 2020년 3분기 추정 영업손실(연결)은 약 726억원으로 시장 기대치 수준 예상
- 시장의 관심은 분기 실적보다는 코로나19로 인한 향후 항공산업의 구조조정과 각 항공사들의 현금흐름 및 재무 리스크에 있다고 판단함
- 제주항공은 지난 8월 약 1,500억원의 유상증자 성공으로, 2분기말 보유 현금까지 감안할 경우 약 2,400~2,500억원의 현금 유동성 확보
- 동사의 향후 12M Forward(2020년 3분기~2021년 2분기) EBITDA는 약 -800~-900억원이며, 이자비용 약 600억원 수준으로 추정
- 따라서 향후 12M의 영업 및 금융비용 관련 필요 현금은 약 1,400~1,500억원
- 차입금에 대한 금융기관의 상환 연장이 이루어진다면, 향후 1년간 현금 유동성은 충분하나, 1년내 상환해야 할 차입금(단기차입금+유동성리스부채) 2,600억원 고려시 자금 상황은 넉넉치 않은 것으로 판단함

2020년 3분기 영업손실 726억원으로 시장 기대치 수준으로 예상

- 제주항공의 2020년 3분기 실적은 연결기준 매출액 546억원(-85.2% yoy), 영업손실 726억원(적지 yoy), 지배주주 당기순손실 291억원(적지, yoy) 전망
- 2020년 3분기 동사의 항공사업량은 **[국내선]** 매출액 429억원(-30.6% yoy), ASK 682백만Km(+4.0% yoy), RPK 620백만Km(+2.0% yoy), L/F 90.9%(-1.8pt yoy), Yield 69.1원/Km(-32.0% yoy) **[국제선]** 매출액 41억원(-98.5% yoy), ASK 62억Km(-99.0% yoy), RPK 26억Km(-99.5% yoy), L/F 42.5%(-42.5%pt yoy), Yield 157.4원/Km(+204.0% yoy)로 추정

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)			4Q20				
			작년추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	369	36	42	55	-85.2	51.4	78	54	-82.6	-1.1
영업이익	-17	-85	-84	-73	적지	적지	-72	-74	적지	적지
순이익	-30	-101	-36	-29	적지	적지	-48	-3	적지	적지

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,259	1,384	374	572	801
영업이익	101	-33	-297	-52	-6
세전순이익	93	-47	-336	-60	-26
총당기순이익	71	-33	-234	-42	-18
지배자분순이익	71	-33	-234	-42	-18
EPS	2,420	-1,131	-7,247	-1,087	-476
PER	12.6	NA	NA	NA	NA
BPS	13,059	11,103	9,671	7,026	6,549
PBR	2.3	2.2	1.3	1.8	2.0
ROE	19.9	-9.4	-73.4	-14.4	-7.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배자분 기준으로 산출

자료: 제주항공, 대신증권 Research Center

# 진에어 (272450)

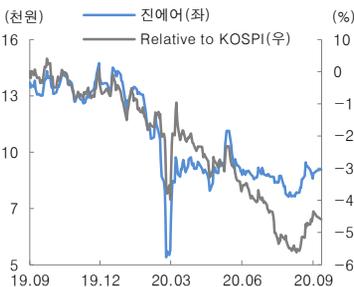
양지환 jhwan.yang@daishin.com  
이지수 jane.lee@daishin.com

투자이견	<b>Marketperform</b> 시장수익률 유지
6개월 목표주가	<b>9,000</b> 유지
현재주가 (20.10.05)	<b>9,360</b> 우상업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	281십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	60십억원
52주 최고/최저	14,797원 / 4,875원
120일 평균거래대금	27억원
외국인지분율	1.38%
주요주주	한진칼 외 2 인 56.39%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.7	0.5	2.5	-29.0
상대수익률	15.2	-8.2	-25.0	-39.1



## 재무상황 가장 안정적인 LCC

투자이견 시장수익률, 목표주가 9,000원 유지

- 진에어의 2020년 3분기 영업손실은 약 432억원으로 시장 기대치 충족 전망
- 2분기말 현금성 자산 1,290억원, 유상증자 대금 납입 완료시 1,500억원 추가 확보할 예정으로 합계액은 약 2,340억원
- 12M Forward EBITDA -350억원~-400억원(영업손실 1,560억원 감가상각비 약 1,200억원)이며, 연간 이자비용은 약 180억원으로 추정함
- 1년안에 만기도래하는 차입금은 약 1,320억원(단기차입금 400억원, 유동성리스부채 920억원)
- 향후 1년간 EBITDA, 이자비용 및 차입금 감한해도 400~500억원의 자금이 여유로운 상황으로 LCCs중 가장 안정적인 재무구조 보유하고 있다는 판단
- 상대적으로 여유로운 재무 상황을 기반으로 국내선 공급확대 및 국제선 5개 노선(중국 서안, 일본 동경, 오사카, 대만 타이베이, 방콕) 취항 재개

### 2020년 3분기 영업손실 423억원 전망

- 진에어의 2020년 3분기 실적은 매출액 535억원(-76.1% yoy), 영업손실 432억원(적지 yoy), 지배주주순손실 350억원(적지 yoy)로 시장 컨센서스 충족 예상
- 2020년 3분기 항공 사업량은 [국내선] 매출액 438억원(-2.0% yoy), ASK 716백만 Km(+80.0% yoy), RPK 497백만Km(+40.0%(yoy), L/F 69.4%(-19.8%p yoy), Yield 88.1원/Km(-30.0% yoy), [국제선] 매출액 68억원(-98.0% yoy), ASK 68백만Km(-98.0% yoy), RPK 55백만Km(-98.0% yoy), L/F 80.9%(0%p yoy), Yield 123.6원/Km(+110.3% yoy)로 추정

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)			4Q20				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	224	23	31	54	-76.1	130.3	48	58	-68.3	8.0
영업이익	-13	-60	-50	-43	적지	적지	-51	-36	적지	적지
순이익	-18	-59	-42	-35	적지	적지	-37	-17	적지	적지

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,011	910	278	495	793
영업이익	63	-49	-170	-27	78
세전순이익	62	-69	-191	-36	62
총당기순이익	44	-57	-157	-30	51
지배지분순이익	44	-57	-157	-30	51
EPS	1,332	-1,697	-4,254	-497	847
PER	13.0	NA	NA	NA	10.8
BPS	7,976	5,745	4,307	2,152	2,998
PBR	2.2	2.4	2.1	4.3	3.1
ROE	17.9	-24.7	-89.5	-20.7	32.9

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

# 팬오션 (028670)

양지환 jihwan.yang@daishin.com  
이지수 jane.lee@daishin.com

투자이견 **BUY**  
매수, 유지

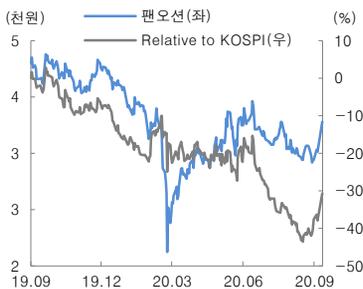
6개월 목표주가 **5,500**  
유지

현재주가 **3,820**  
운송업중

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	2,042십억원
시가총액비중	0.15%
지분금(보통주)	535십억원
52주 최고/최저	4,715원 / 2,085원
120일 평균거래대금	86억원
외국인지분율	11.43%
주요주주	하림지주 외 25 인 54.90% 국민연금공단 7.05%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.2	-1.0	29.1	-12.9
상대수익률	13.7	-9.7	-5.6	-25.3



## 소외된 우량주

### 투자이견 매수, 목표주가 5,500원 유지

- 팬오션의 2020년 3분기 실적은 시장 기대치를 충족시킬 것으로 전망함
- 2020년 3분기 평균 BDI는 9월 28일까지 1,516pt를 기록하여 전년동기대비 514.1pt(-25.3% yoy) 낮지만, 2분기 평균인 783pt대비로는 +93.5% 상승함
- 2020년 6월부터 급격히 반등하던 BDI는 계절적 바수기 진입 및 단기 급등에 따른 피로감으로 조정국면에 진입하였으나, 7월 중순~9월 말 1,200~1,700pt에서 비교적 안정적인 상황이 유지되고 있음
- 간헐물 시장에 직접적인 영향을 주는 중국의 조강생산량은 2020년 2월 154.7백만톤에서 2020년 8월 688.9백만톤까지 증가하였으며, 중국의 철광석 항만 재고량은 2020년 6월 12일 107.8백만톤에서 2020년 9월 25일 120.3백만톤까지 증가
- 시장 변동성의 완화와 안정적인 실적에도 불구하고 동사 주가는 12M Forward 기준으로 PER 8.0배, 2020년말 추정 BPS의 0.6배 수준으로 저평가된 상황임
- 임원진의 주식 매수와 주주가치제고 방안 고심 중으로 관심 가질 필요성 증대

### 2020년 3분기 영업이익 전년동기대비 매출액 +2.7%, 영업이익 +5.8% 예상

- 팬오션의 2020년 3분기 실적은 연결기준 매출액 7,009억원(+2.7% yoy), 영업이익 672억원(+5.8% yoy), 지배주주순이익 321억원(-41.4% yoy)로 전망함
- 부문별 실적은 [해운] 매출액 6,278억원(+6.2% yoy), 영업이익 671억원(+5.9% yoy) [곡물 및 기타] 731억원(-19.9% yoy), 영업이익 1억원(-30.4% yoy) 예상
- 해운 부문별 매출액은 1)벌크 5,192억원(+2.4% yoy), 2)컨테이너 671억원(+54.1% yoy), 3)탱커 370억원(+2.7% yoy)
- 동사의 2020년 2분기 운영선대는 220척/벌크 185척, 비벌크 35척으로 추정됨

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)				4Q20			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	682	683	703	701	2.7	2.6	717	743	20.1	6.0
영업이익	63	64	67	67	5.8	4.5	64	71	39.4	6.1
순이익	55	42	39	32	-41.4	-24.4	46	71	146.6	122.3

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,668	2,468	2,686	3,221	3,408
영업이익	204	210	241	298	318
세전순이익	149	148	165	250	279
총당기순이익	149	148	164	249	278
지배지분순이익	152	152	167	254	284
EPS	285	284	313	474	531
PER	15.6	16.0	10.6	7.0	6.2
BPS	4,946	5,400	5,713	6,187	6,718
PBR	0.9	0.8	0.6	0.5	0.5
ROE	6.1	5.5	5.6	8.0	8.2

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

# 대한해운 (005880)

양지환 jihwan.yang@dashin.com  
이재수 jane.lee@dashin.com

투자이견 **BUY**  
매수, 유지

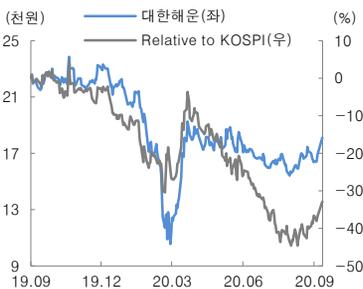
6개월 목표주가 **25,000**  
유지

현재주가 **18,100**  
(20.10.05)  
운송업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	442십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	122십억원
52주 최고/최저	23,850원 / 10,550원
120일 평균거래대금	21억원
외국인지분율	5.63%
주요주주	에스애헤이플러스 외 7 인 55.35% 국민연금공단 9.76%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.8	4.6	31.2	-16.4
상대수익률	14.3	-4.5	-4.0	-28.4



## LNG Carrier로 변신 중

### 투자이견 매수, 목표주가 25,000원 유지

- 대한해운의 2020년 3분기 실적은 당사의 직전 추정 및 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 예상
- 직전 추정 대비 실적이 감소할 것으로 추정된 이유는 2020년 3분기 인도 예정이었던 81,200DWT의 건화물선 2척 중 1척은 9월 25일 인도되었으나, 다른 한 척은 조선소의 사정에 따른 인도 연기되었기 때문
- 3분기 중 임시 주총을 통해 주식 액면 분할 및 신임 대표이사 선임 결의 분할 신주는 10월 12일 상장 예정으로 액면분할은 유통주식수 확대에 따른 거래 활성화를 유도하기 위한 것으로 판단함
- 안정적인 전용선대의 운용을 통해 창출된 현금을 기반으로 Wet-Bulk쪽으로 사업 영역을 확대중으로, 2019년에 이어 2020년 8월에도 174,000 CBM LNG 2척에 대한 장기 대선 계약(7년간 약 3,600억원 규모)을 체결함
- 4척의 신조 LNG선은 2022년 8월부터~2023년 10월까지 14개월 간 순차적으로 인도될 예정임 이들 선박의 평균 대선 수익은 \$60,000/day로 연 매출액으로 환산할 경우 \$87.6mn(원화로 약 1,016억원, 1,160원/달러 기준)으로 추정

### 2020년 3분기 실적은 당사의 직전 추정치 대비 소폭 하회할 것으로 예상

- 대한해운의 2020년 3분기 실적은 연결기준 매출액 2,475억원(-5.7% yoy), 영업이익 319억원(-20.1% yoy), 지배주주순이익 45억원(-87.6% yoy) 예상
- 사업 부문별 매출액은 [해운] 1,803억원(-15.5% yoy), [무역] 225억원(-5.3% yoy), [기타, 건설 및 광산 등] 447억원(+15.5% yoy)
- 해운부문의 경우 1)벌크 1,117억원(-15.5% yoy), 2)LNG 384억원(-35.2% yoy), 3)탱커(유조선) 245억원(+164.1% yoy) 등으로 추정

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	당사추정	3Q20(F)			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	262	211	255	247	-5.7	17.4	250	250	-0.1	0.9
영업이익	40	35	36	32	-20.1	-10.0	34	33	76.5	4.5
순이익	36	-38	8	4	-87.6	흑전	9	29	113.2	558.4

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,285	1,006	939	975	1,074
영업이익	135	129	134	135	144
세전순이익	75	89	40	30	57
총당기순이익	78	101	39	29	56
지배주주순이익	76	91	36	27	52
EPS	313	371	146	110	211
PER	69.5	62.1	111.7	149.0	77.4
BPS	3,069	3,394	3,541	3,651	3,862
PBR	7.1	6.8	4.6	4.5	4.2
ROE	10.9	11.5	4.2	3.1	5.6

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

# 한국항공우주 (047810)

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

투자의견 **Marketperform**  
시장수익률, 하향

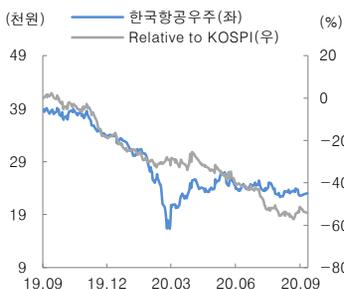
6개월 목표주가 **24,500**  
하향

현재주가 **23,050**  
(20.10.05)  
기계업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	2,247십억원
시가총액비중	0.16%
자본금(보통주)	487십억원
52주 최고/최저	39,100원 / 16,350원
120일 평균거래대금	178억원
외국인지분율	14.12%
주요주주	한국수출입은행 26.41% 국민연금공단 7.16%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	-4.4	13.5	-39.4
상대수익률	-1.1	-12.7	-16.9	-48.1



## 코로나19, 기체부품 감소

투자의견 시장수익률(Marketperform), 목표주가 24,500원으로 하향

- 투자의견을 시장수익률(Marketperform)으로 하향(기준 매수(BUY))
- 목표주가를 24,500원으로 하향(기준 28,000원 -12.5%)
- 목표주가는 2020E, 2021E 평균 EPS 1,277원에 타깃 PER 19.2배를 적용
- 타깃 PER은 동사의 실적 안정기인 2015~2016년 평균치를 30% 할인 적용

2Q20 Preview 코로나19로 기체부품 감소

- 3Q 실적은 매출액 6,483억원(+14% yoy) 영업이익 198억원(-58% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 +2% 상회, 영업이익 -31% 하회
- KF-X 1,600억원, KUH 2,900억원 등은 정상 인식, 완제기 수출은 공백
- 2Q에 이어 기체부품은 1,453억원(-47% yoy)으로 저조, 코로나19 영향
- 이라크 기체부품 매출 하락에 따른 이익 감소

신규수주는 기대, 추가적인 전략이 필요

- 올해 신규수주 목표는 4,2조원(국내 2.2조원, 수출 0.5조원, 기체부품 1.5조원)
- 국내 수주는 건조 T-50 전술입문기 6,883억원 확보, 수리온 4차 양산 예정
- 미국 RF-X 8대(3천억원 내외)는 조만간 결론, 오랜만의 완제기 수출로 기대
- 국내 유일의 완제기 제작업체이며 최악의 상황에서도 흑자기조는 유지
- 코로나19 상황에 따른 항공산업 위축, 완제기 수출 감소 지속
- 2Q말 1조원 가량의 현금을 보유 중이며 M&A 등 사업 확장을 위한 전략 필요

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	3Q20(F)			4Q20			
				당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	568	721	668	648	14.2	-10.1	633	829	-25.1	27.9
영업이익	48	61	37	20	-58.5	-67.6	29	36	-53.6	81.9
순이익	37	42	15	2	-95.3	-95.9	14	15	흑전	766.4

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,786	3,110	3,026	3,170	3,301
영업이익	146	276	183	203	240
세전순이익	80	129	171	138	171
총당기순이익	56	168	137	109	134
지배지분순이익	57	170	139	110	135
EPS	587	1,748	1,426	1,128	1,386
PER	54.4	19.5	15.8	20.0	16.3
BPS	10,356	11,714	12,742	13,472	14,460
PBR	3.1	2.9	1.8	1.7	1.6
ROE	5.3	15.8	11.7	8.6	9.9

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

# 두산 인프라코어 (042670)

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

투자이견 **Marketperform**  
시장수익률, 하향

6개월  
목표주가 **9,000**  
상향

현재주가  
(20.10.05) **8,890**

기기업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	1,871십억원
시가총액비중	0.14%
지분금(보통주)	1,052십억원
52주 최고/최저	9,490원 / 2,535원
120일 평균거래대금	1,062억원
외국인지분율	3.48%
주요주주	두산중공업 외 8 인 35.91% 국민연금공단 6.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.7	33.5	122.0	46.9
상대수익률	12.2	21.8	62.4	25.9



## 중국 호조와 엔진 부진, 매각 이슈는 기반영

투자이견 시장수익률(Marketperform) 하향, 목표주가 9,000원으로 상향

- 투자이견을 시장수익률(Marketperform)으로 하향(기준 매수(BUY))
- 목표주가를 9,000원으로 상향(기준 8,000원 +12.5%)
- 목표주가 9,000원은 2021E EPS 684원(BW 5천억 반영)에 타깃 PER 13.2배
- 타깃 PER은 글로벌 건설장비 6사 평균 PER을 10% 할인 적용

### 3Q20 Preview 중국 호조, 엔진 부진

- 실적은 매출액 1조 8,297억원(-1% yoy) 영업이익 1,237억원(-19% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 -2%, 영업이익 -2% 수준
- 밥캣 제외 실적은 매출액 7,518억원(+0% yoy) 영업이익 262억원(-40% yoy)
- 컨센서스 대비 매출액 -9%, 영업이익 -25%로 예상치 하회
- [Heavy(건설장비)] 중국 호조로 전년비 매출액 +7%, 영업이익 +8% 예상
- 동사 7, 8월 중국 판매량은 2,069대(+77% yoy)로 급증
- [엔진] 매출액 1,066억원(-8% yoy), 영업이익 38억원(-84% yoy)로 부진
- 코로나19 영향으로 외부판매 감소, 밥캣 엔진 물량은 2Q 대비 증가

### 매각 이슈는 기반영

- 두산그룹의 두산중공업 자구안 이행으로 동사의 매각이 진행 중
- 현재 시가총액은 2조원 내외로 매각에 대한 기대감이 반영
- 중국시장 호조 지속, 흥수에 따른 복구 수요도 증가
- 중국지회사 소송은 올해 완료 예정, 매각 시 두산그룹이 책임지는 것으로 언급
- 중국시장에서의 선전, 신형시장 회복 기대는 긍정적
- 매각 기대에 따른 단기 주가 급등으로 밸류에이션은 부담

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)			4Q20				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consens	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,128	964	1,099	1,078	-4.4	11.8	1,046	1,193	5.7	10.7
영업이익	110	64	99	98	-11.6	51.8	92	108	12.1	10.6
순이익	67	41	55	50	-24.7	22.2	53	51	22.5	1.5

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	3,971	4,510	4,299	4,915	5,187
영업이익	459	477	357	479	512
세전순이익	404	405	274	423	463
총당기순이익	264	272	176	278	305
지배지분순이익	264	272	176	278	305
EPS	2,638	2,714	1,755	2,777	3,040
PER	11.9	12.7	15.0	9.5	8.7
BPS	37,303	39,692	39,782	40,812	42,007
PBR	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
ROE	7.4	7.1	4.4	6.9	7.3

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

# 한국조선해양 (009540)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

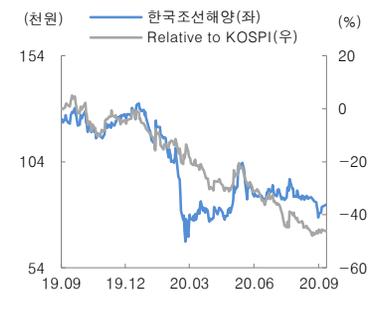
6개월 목표주가 **105,000**  
하향

현재주가 (20.10.05) **83,700**  
조선업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	5,924십억원
시가총액비중	0.43%
자본금(보통주)	354십억원
52주 최고/최저	131,500원 / 66,300원
120일 평균거래대금	322억원
외국인지분율	15.77%
주요주주	현대중공업지주 외 15 인 33.96% 국민연금공단 9.99%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.8	-5.4	9.3	-31.7
상대수익률	-2.4	-13.7	-20.0	-41.4



## 매출 감소와 환율 하락, 아직 남은 수주 모멘텀

투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 105,000원 하향

- 목표주가를 105,000원으로 하향(기존 133,000원 -21.0%)
- 2020E, 2021E 평균 BPS 166,349원에 타깃 PBR 0.6배를 적용
- 타깃 PBR은 조선 4사의 2011~2019년 평균 PBR 0.89배를 30% 할인 적용
- 신규수주 감소, 유가 하락 등의 영향을 반영

3Q20 Preview 매출 감소와 환율 하락

- 3Q 매출액 3조 5,718억원(-2% yoy) 영업이익 178억원(-41% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 -8%, 영업이익 -70% 하회
- 매출액, 삼호와 현종의 8월 매출은 전년비 각각 -14%, -12% 감소
- 휴가철과 코로나19 영향이 일부 반영된 것으로 추정
- 철강가 하락은 상반기 반영되어 중립적, 환율 전분기 대비 3% 하락
- 엔진부문은 DF엔진 비중 증가 지속 예상

아직 남은 수주 모멘텀

- 올해 수주목표 156억불(3사 상선부문) 중 상반기 13% 달성
- 연간 목표 달성은 사실상 어려울 것으로 판단
- 그러나 모잠비크 LNG선 9척 수주 기대, 상반기 6척 포함 연간 15척 내외
- 컨테이너선은 최근 시황 개선으로 문의 증가. 다만 본계약은 내년 전망
- 코로나19 상황은 정점을 지나고 있음
- 우량한 재무구조 감안시 여전히 조선주 최선호주

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2020	직전추정	3Q20(F)			4Q20			
				당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,643	3,926	3,702	3,572	-1.9	-9.0	3,878	4,295	-1.1	20.2
영업이익	30	93	37	18	-41.1	-80.8	61	39	-76.7	121.7
순이익	-2	-3	18	0	착지	착지	35	8	흑전	흑전

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	13,161	15,183	15,737	15,550	16,463
영업이익	-481	290	272	279	347
세전순이익	-854	90	247	206	270
총당기순이익	-454	213	178	155	203
지배지분순이익	-489	164	140	112	151
EPS	-7,296	2,318	1,984	1,578	2,133
PER	NA	54.6	40.3	50.7	37.5
BPS	177,254	163,436	165,513	167,184	169,410
PBR	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5
ROE	-4.3	1.4	1.2	0.9	1.3

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

# 현대건설기계 (267270)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

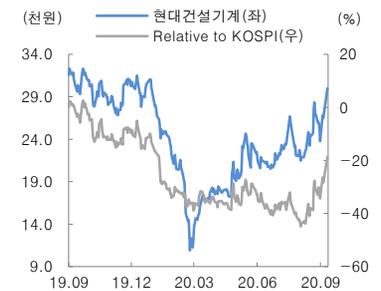
6개월 목표주가 **31,500**  
상향

현재주가 (20.10.05) **30,000**  
기계약중

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	591십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	32,300원 / 10,900원
120일 평균거래대금	68억원
외국인지분율	9.86%
주요주주	현대중공업지주 외 6 인 36.19% 국민연금공단 7.48%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	31.6	39.5	84.0	-1.0
상대수익률	32.2	27.4	34.7	-15.2



# 중국 호조, 신흥국 정체, 상대적 밸류에이션 매력

투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 31,500원으로 상향

- 목표주가를 31,500원으로 상향(기존 27,500원 +14.5%)
- 목표주가는 2021E EPS 2,377원에 타깃 PER 13.2배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 건설장비 6사의 평균 PER을 10% 할인 적용

3Q20 Preview 중국은 호조, 신흥국은 정체

- 3Q 실적은 매출액 6,012억원(-6% yoy) 영업이익 259억원(-31% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 +1%, 영업이익 -12%로 기대치 하회 예상
- 중국시장은 호조, 동사의 7, 8월 중국 판매량은 1,011대(+58% yoy)로 급증
- 그러나 중국시장 3Q는 계절적 비수기. 연간 매출비중 2Q 29%, 3Q 17%
- 신흥국은 코로나19에 따른 더딘 회복세
- 매출 감소에 따른 고정비 부담 지속

상대적 밸류에이션 매력

- 현대중공업그룹의 두산인프라코어 매각 예비입찰 진행 중
- 두산인프라코어 대비 매출액은 77.6% 수준이나 시총은 28%에 불과
- 가능성은 미지수이지만 현대중공업 그룹이 인프라코어 인수 시 수혜
- 공급망, 유통망, 기술 공유 등의 시너지 가능
- 현대모비스와 수소연료전지 지게차, 굴삭기 개발 중, 물류 연계 무인지게차 준비
- 글로벌 코로나19 충격은 점정을 통과 중
- PBR 0.4배에 불과하며 경쟁사 중 가장 싼 건설장비주

(단위: 십억원, %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)			4Q20				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	640	668	625	601	-6.0	-10.1	593	578	0.7	-3.8
영업이익	38	42	35	26	-31.4	-38.3	30	29	318.1	10.9
순이익	23	12	8	5	-77.0	-54.8	13	9	흑전	65.3

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	3,234	2,852	2,484	2,791	2,945
영업이익	209	158	107	160	178
세전순이익	176	70	62	112	134
총당기순이익	141	51	44	85	102
지배지분순이익	90	3	25	47	56
EPS	4,565	164	1,274	2,377	2,840
PER	9.4	182.5	19.3	10.3	8.6
BPS	62,737	61,453	63,224	66,164	69,644
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	7.5	0.3	2.0	3.7	4.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 현대건설기계, 대신증권 Research Center

# LS ELECTRIC (010120)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

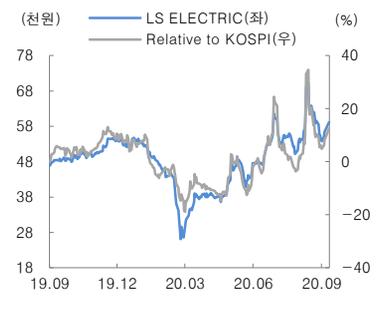
6개월 목표주가 **67,000**  
상향

현재주가 (20.10.05) **59,200**  
가계업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Blue Sky

KOSPI	2,358.00
시가총액	1,776십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	150십억원
52주 최고/최저	70,200원 / 26,100원
120일 평균거래대금	79억원
외국인지분율	14.51%
주요주주	LS 46.00% 국민연금공단 13.18%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.3	24.0	72.8	22.1
상대수익률	-14.0	13.2	26.5	4.6



## 쉬어가는 3분기, 그린뉴딜로 직간접 수혜

투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가를 67,000원으로 상향

- 목표주가를 67,000원으로 상향(기존 62,000원 +8.1%)
- 목표주가는 2021E EPS 4,423에 타깃 PER 15.1배를 적용
- 내년 실적 개선에 대한 기대로 추정 EPS 조정(기존 21E EPS 4,121원)
- 타깃 PER은 과거 4년 평균 PER 적용, 해외 비교업체와 비슷한 수준

### 3Q20 Preview 쉬어가는 3분기

- 3Q 실적은 매출액 5,216억원(-5% yoy) 영업이익 272억원(-48% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 -5%, 영업이익 -26% 하회하는 쇼크 예상
- 코로나19 영향, 수주 공백기로 일시적 매출 감소 및 고정비 부담
- 4Q 실적은 영업이익 494억원(+14% yoy)으로 회복세 기대

### 그린뉴딜로 직간접 수혜

- 그린뉴딜 관련 10대 대표 과제에 대부분 해당
- 두산퓨얼셀, 한화파워시스템과 연료전지 연계형 도시가스 감압발전 협업
- 일본에서 해상풍력 초고압송전(HVDC) 사업 진행 중
- 저압부품 관련 국내 과점적 지위, 전력과 자동차 분야에서 확고한 입지
- 자동차, 전력효율화, ESS, 전기차, HVDC 등 그린뉴딜의 직간접 수혜주

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)			4Q20				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consens	당사추정	YoY	QoQ
매출액	548	598	563	522	-4.9	-12.8	552	650	-7.0	24.6
영업이익	53	39	38	27	-48.8	-29.9	37	49	14.3	81.8
순이익	38	24	24	19	-50.3	-21.7	24	35	168.5	86.1

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,485	2,347	2,405	2,538	2,665
영업이익	205	169	156	183	196
세전순이익	178	147	137	177	193
총당기순이익	132	103	100	133	145
지배지분순이익	132	104	100	133	145
EPS	4,385	3,462	3,339	4,423	4,827
PER	11.2	15.8	16.9	12.8	11.7
BPS	43,150	45,353	47,599	50,912	54,615
PBR	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0
ROE	10.8	7.8	7.2	9.0	9.1

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

# 삼성중공업 (010140)

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

투자 의견 **Marketperform**  
시장수익률, 유지

6개월 목표주가 **5,200**  
유지

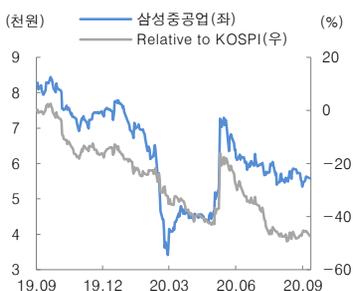
현재주가 **5,280**  
(20.10.05)

조선업중

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	3,367십억원
시가총액비중	0.25%
자본금(보통주)	3,150십억원
52주 최고/최저	8,140원 / 3,115원
120일 평균거래대금	578억원
외국인지분율	15.67%
주요주주	삼성전자 외 9 인 21.86% 국민연금공단 7.07%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.7	-10.2	30.4	-30.9
상대수익률	2.2	-18.0	-4.6	-40.8



## 빅배스 후 회복세, 아직 남은 수주 희망

투자 의견 시장수익률(Marketperform), 목표주가 5,200원 유지

- 목표주가는 2020E, 2021E 평균 BPS 6,575원에 타깃 PBR 0.8배를 적용
- 타깃 PBR은 조선 4사의 2011~2019년 평균 PBR 0.89배를 10% 할인 적용

### 3Q20 Preview 빅배스 후 회복세

- 3Q 매출액 1조 9,892억원(+1% yoy) 영업이익 -156억원(적축 yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액은 +5%, 영업이익은 적자축소(컨센 -622억원) 예상
- 매출액 2Q BP Argos 프로젝트 매출감소분 2,300억원은 하반기 환입
- 이외 코로나19 영향은 없었음. 3Q 드릴십 평가손실은 없는 것으로 추정
- 임금협상 동결에 따른 격려금 250~300억원 예상
- 인력 숙련도 증가로 실질 이익률은 점진적 회복

### 아직 남은 수주 희망

- 올해 수주목표는 84억불, 기수주 10억불, 러시아 LNG선 30억불 내외, 모잠비크 LNG선 8척 16억불, 나이지리아 봉가 해양 PJ 20억불, 이외 탱커 10억불 기대
- 인력의 숙련도 증가와 주력 선종의 반복건조를 통해 이익률 개선 기조
- 드릴십 수주잔고 5척의 남은 잔액은 13억불 내외
- 시추시들의 열악한 상황과 드릴십 잔고의 재매각 가능성이 문제
- 추가 총당금 일부 가정으로 내년까지도 영업적자 예상

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)			4Q20				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,965	1,692	1,989	1,989	1.3	17.6	1,897	2,141	-0.8	7.6
영업이익	-312	-708	4	-16	적지	적지	-62	3	흑전	흑전
순이익	-580	-701	-54	-64	적지	적지	-94	-57	적지	적지

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,265	7,350	7,648	7,899	8,373
영업이익	-409	-617	-769	-61	67
세전순이익	-498	-1,139	-1,077	-102	74
총당기순이익	-388	-1,315	-1,053	-79	58
자배지분순이익	-388	-1,311	-1,047	-74	63
EPS	-693	-2,080	-1,662	-118	100
PER	NA	NA	NA	NA	52.1
BPS	12,046	8,324	6,644	6,507	6,587
PBR	0.6	0.9	0.8	0.8	0.8
ROE	-6.2	-21.9	-22.2	-1.8	1.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 삼성중공업, 대신증권 Research Center

# 현대일렉트릭 (267260)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

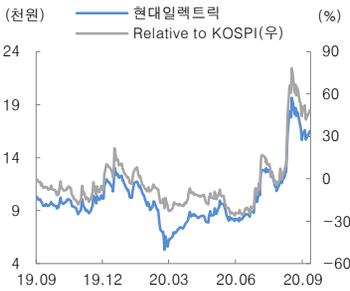
6개월  
목표주가 **20,000**  
상향

현재주가 **16,100**  
(20.10.05)  
기개업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Blue Sky

KOSPI	2,358.00
시가총액	580십억원
시가총액변동	0.04%
자본금(보통주)	180십억원
52주 최고/최저	19,250원 / 4,900원
120일 평균거래대금	97억원
외국인지분율	7.03%
주요주주	현대중공업자주 외 7 인 40.04%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.6	106.9	148.1	77.7
상대수익률	2.0	88.9	81.5	52.3



## 성장기조 지속, 내년은 더 좋을 것

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 20,000원으로 상향

- 목표주가를 20,000원으로 상향(기존 16,000원 +25%)
- 목표주가는 2021E EPS 1,428원에 타깃 PER 14.0배 적용
- 타깃 PER은 글로벌 전력기계 3사의 평균 PER을 10% 할인 적용
- 구조조정 완료 및 턴어라운드 구간 진입으로 목표 PER 상향(기존 11.3배)

3Q20 Preview 구조조정 완료로 성장기조 지속

- 2Q20 실적은 매출액 4,224억원(+9% yoy) 영업이익 126억원(흑전 yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 부합, 영업이익 +3% 수준
- 매출액은 코로나19 영향에도 성장기조를 유지. 한전 및 해외 매출 증가
- 영업이익은 구조조정 마무리, 저가 물량 소진으로 매출 대비 견조

내년은 더 좋을 것

- 중동에서 출혈경쟁이 완화. 사우디 물량은 회복세 지속
- 한전 물량 정부의 경기 부양책 기반으로 하반기 회복 기대
- AMS, EMS 솔루션 등 전력효율화 관련 비즈니스가 확대될 전망
- ESS는 저가 수주 지양
- 미국 반덤핑 관세는 2Q 정정공사를 통해 가반영
- 2018~2019년 약 750명의 인력을 조정하며 분기 50억원 고정비 부담 완화
- 내년은 영업이익 877억원(+55% yoy) 영업이익률 4.3%(+1.4%p yoy) 전망
- 정부의 그린뉴딜 투자 관련 직간접 수혜주

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)			4Q20				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	386	536	422	422	9.5	-21.1	423	586	4.1	38.6
영업이익	-4	18	10	13	흑전	-31.3	12	21	흑전	69.1
순이익	1	-30	2	-2	적전	적지	5	6	흑전	흑전

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,940	1,771	1,930	2,040	2,236
영업이익	-101	-157	56	88	116
세전순이익	-216	-334	-19	66	98
총당기순이익	-179	-264	-15	51	77
자배분순이익	-179	-264	-15	51	77
EPS	-7,353	-10,684	-420	1,428	2,130
PER	NA	NA	NA	10.7	7.2
BPS	34,974	28,298	18,933	20,297	22,366
PBR	0.5	0.4	0.8	0.8	0.7
ROE	-18.9	-34.1	-2.2	7.3	10.0

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

# S-Oil (010950)

한상원 sang.won.han@dshin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**65,000**

하향

현재주가

**54,100**

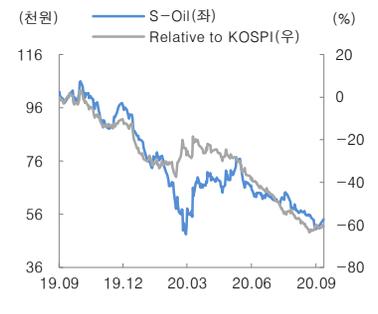
(20.10.05)

정유업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	6,220십억원
시가총액비중	0.46%
자본금(보통주)	281십억원
52주 최고/최저	106,000원 / 48,500원
120일 평균거래대금	354억원
외국인지분율	73.48%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 10 인 63.45% 국민연금공단 6.84%

주요수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.9	-15.5	-13.9	-45.1
상대수익률	-4.5	-22.8	-37.0	-52.9



## 예상보다 더딘 정유 업황 회복

투자의견 매수 유지, 목표주가 65,000원으로 하향

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 1.3배를 적용하여 산출
- 목표 PBR은 과거 5년 저점의 평균 수준으로 코로나19 확산 이후 지속되고 있는 정유 업황 부진을 반영하여 과거 저점의 평균적인 Valuation을 적용
- 목표 PBR 하향(기준 1.7배→신규 1.3배)으로 목표주기도 기준 대비 28% 하향 제시
- 참고로 2021년 예상 실적 기준 적정 PBR 1.6배로 주가 기준 85,000원에 해당. 향후 석유 수요 회복에 따른 업황 정상화 국면에서 주가 회복을 기대

3Q20 영업이익 753억원(흑전 QoQ)으로 시장 기대치 하회 전망

- 3분기 영업이익은 753억원으로 전분기 대비 흑자 전환에는 성공하겠으나 시장 기대치(2,189억원)에는 미치지 못할 전망
- 3Q20 한국 정유사들의 복합 정제마진은 배럴당 1.9달러로 전분기(1.7달러) 대비로는 소폭 개선되었으나 여전히 BEP를 하회하는 부진한 수준 지속. 3분기에는 휘발유 마진의 개선(+1.8달러)이 나타났으나 신항구 수요 부진에 경유 마진이 악화(-1.6달러)
- 중동산 원유 도입 비중이 높기 때문에 국내 정유사 중 사우디 OSP 변동에 실적이 가장 민감. OSP는 7~9월 급반전(+) 이후 10월 재차 Discount(-) 구간에 진입. 이는 코로나19 확산 이후 글로벌 석유 수요 회복이 사우디의 예상보다 더디다는 의미
- 7~9월 급상승한 OSP 덕분에 재고 관련 이익의 발생과 실적 개선이 가능하겠으나 재고 손익을 제외하면 정유 부문의 실질 영업이익은 적자가 지속
- 화학의 경우 소폭의 적자(OP -12억원을 예상. PX/납사 스프레드 하락(-74달러/톤 QoQ)으로 수익성이 대폭 악화되었기 때문 vs. ODC(PP/PO)의 수익성은 개선되었으나 PX와 벤젠의 부진을 만회하기에는 역부족
- 윤활유(OP -0.8% QoQ)의 경우 판매량 회복(vs. 판가는 유가에 후행적 하락)으로 매출액은 증가하겠으나 유가 상승에 따른 원가 부담과 스프레드 악화로 수익성이 하락하며 전분기와 유사한 수준의 이익을 기록할 전망
- 참고로 3분기에 진행된 정기보수는 #1 CDU, RUC/ODC, 윤활기유 등

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20(F)			3Q20				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	6,234	3,452	4,386	4,463	-28.4	29.3	4,345	4,586	-29.2	2.8
영업이익	231	-164	229	75	-67.4	흑전	200	76	695.6	0.3
순이익	52	-67	124	39	-23.9	흑전	125	-13	적전	적전

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	25,463	24,394	17,699	20,063	20,616
영업이익	639	420	-1,021	1,127	1,140
세전순이익	332	110	-1,336	921	810
총당기순이익	258	65	-921	700	617
자배분순이익	258	65	-921	700	617
EPS	2,266	573	-8,181	6,128	5,407
PER	43.1	166.2	NA	8.4	9.5
BPS	55,480	55,715	47,552	53,573	56,369
PBR	1.8	1.7	1.1	1.0	0.9
ROE	3.9	1.0	-15.3	11.9	9.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

# 금호석유 (011780)

한상원 sangwon.han@daiashin.com

투자의견 **BUY**  
매수, 유지

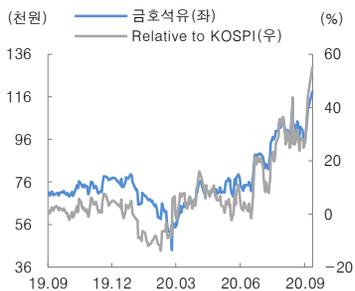
6개월 목표주가 **140,000**  
상향

현재주가 **118,500**  
(20.10.05)  
회합업중

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	3,751십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	152십억원
52주 최고/최저	118,500원 / 43,950원
120일 평균거래대금	191억원
외국인지분율	32.95%
주요주주	박철완 외 9 인 24.87% 국민연금공단 9.97%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.8	59.3	85.7	68.8
상대수익률	21.3	45.4	35.9	44.7



## 최대 실적 또 경신

### 투자 의견 매수 유지, 목표주가 140,000원으로 8% 상향

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 1.4배(vs. 기존 1.3배)를 적용하여 산출했으며, 목표 PBR 조정으로 목표주기도 기존 대비 상향
- 목표 PBR은 2017~18년(작전 호황기) 평균 수준으로 지속되고 있는 실적 호조세와 높아진 이익 수준을 고려하여 호황기의 평균을 적용
- 코로나19 국면에서 NB-Latex, ABS 등 주력 제품의 차별적인 시장 강세가 나타나고 있어 상대적으로 차별적인 실적 흐름도 지속
- 2020F 영업이익은 5,732억원으로 작전 호황기(2018년 5,546억원)를 상회할 전망  
→ 안정적인 실적 흐름과 높아진 이익 수준에 대한 주가 반영 필요 판단

### 3Q20 영업이익 1,792억원(+49% QoQ)으로 시장 기대치 상회 전망

- 3분기 영업이익은 전분기 대비 49.2% 증가한 1,792억원을 기록하며 시장 기대치(1,584억원)를 상회할 전망: 주력 사업부 모두 이익 개선이 예상되나 전반적으로는 합성고무와 합성수지가 실적을 견인
- 합성고무 부문의 영업이익은 780억원(+62% QoQ)으로 2011년 차화정 시기 이후 분기 최고 실적을 재차 경신할 전망
- 코로나19에 따른 수요(위생용 장갑) 호조에 NB-Latex의 최대 가동이 이어지고 있으며, 수급 타이트에 따른 가격 상승으로 수익성도 추가 상승 추정
- 범용 고무도 Spot 스프레드는 다소 약화되었으나 자동차/타이어 생산 회복에 따른 판매량 증가와 긍정적 Lagging 효과(BD 상승) 덕분에 이익 증가 예상
- 합성수지(OP +90%QoQ)의 경우 가전 수요 호조 덕분에 ABS, PS 등 주력 제품의 상황이 강세를 보이며 이익이 대폭 증가할 전망
- 페놀유도체(OP +20% QoQ)도 페놀 가격은 약세(-8%)를 보였으나 아세톤 가격이 상승(+4%)했고, BPA의 수익성도 개선(스프레드 +222달러/톤)되면서 증익 예상

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	당사추정	3Q20(F)			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,220	1,026	1,138	1,192	-2.3	16.2	1,131	1,094	-7.7	-8.2
영업이익	69	120	160	179	160.9	49.2	158	141	783.3	-21.5
순이익	48	100	123	138	189.3	38.0	122	104	481.1	-24.4

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,585	4,978	4,538	4,903	5,330
영업이익	555	368	573	649	643
세전순이익	617	379	586	673	690
총당기순이익	503	295	472	514	527
자배분순이익	491	295	469	512	525
EPS	19,577	11,655	18,541	20,290	20,719
PER	4.5	6.6	5.9	5.4	5.3
BPS	70,088	78,488	92,889	105,769	119,411
PBR	1.2	1.0	1.2	1.0	0.9
ROE	23.4	11.8	16.3	15.4	13.9

주: EPS와 BPS, ROE는 자배분 기준으로 산출  
자료: 금호석유, 대신증권 Research Center

# 대한유화 (006650)

한상원 sang.won.han@dashin.com

투자이견 **BUY**  
매수, 유지

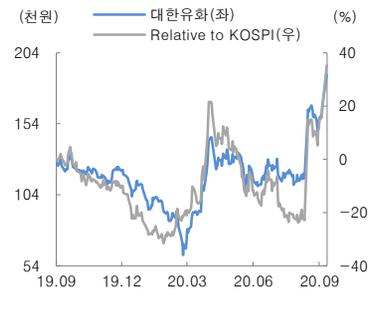
6개월 목표주가 **205,000**  
상향

현재주가 **188,500**  
(20.10.05)  
화학업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	1,225십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	41십억원
52주 최고/최저	188,500원 / 61,500원
120일 평균거래대금	123억원
외국인지분율	13.93%
주요주주	이순규 외 12 인 40.07% 국민연금공단 10.11%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	63.2	69.8	106.2	53.3
상대수익률	63.9	55.0	50.9	31.3



# 작기에 가능한 투자 포인트

## 투자의견 매수 유지, 목표주가 205,000원으로 상향

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 0.7배를 적용하여 산출
- 목표 PBR은 한국 석유화학 업체 평균 수준으로 기존 할인(20%)을 적용했으나 분리막용 PE의 성장성 부각을 감안하여 할인 제거 → 목표 PBR을 상향(기존 0.5배)함에 따라 목표주기도 기존 대비 36.7% 상향 조정
- 최근 부각되고 있는 분리막용 UWPE의 경우 글로벌 PE 시장 내에서 비중이 크지 않기 때문에 상대적으로 작은 업체에게 유리하며, 대한유화는 자체 개발한 기술을 보유
- 언론을 통해 밝힌 목표는 올해 약 5만톤의 판매를 통한 1천억원의 매출 달성: 이는 범용 HDPE 제품 대비 약 2배의 판가를 의미하며, 이를 기반으로 단순 계산한 영업이익률은 45~50% 수준 → EVB 시장의 고성장을 감안하여 매년 약 40%의 판매량 증가를 가정하면 2023년 영업이익은 1천억원에 이를 수 있다는 의미
- 향후 관전 포인트는 에틸렌 추가 증설(+10만톤/년, 투자비 1.6천억원, 4Q22 가동) 이후 잉여 에틸렌 활용을 위한 후속 다운스트림 투자의 방향성

## 3Q20 영업이익 592억원(-18% QoQ)으로 시장 기대치 부합 전망

- 3분기 영업이익은 592억원(-18.3% QoQ)으로 시장 기대치(571억원) 부합 전망  
: 일회성 요인 제외하면 실질 영업이익은 개선
- 2Q20에는 1Q20에 유가 급락으로 반영했던 약 3백억원의 재고 평가 손실이 환입되면서 일회성 이익이 발생 vs. 3Q20에는 일회성 이익 소멸로 전분기 대비 감익 전망
- HDPE(-11달러/톤), PP(-14달러/톤) 등 주력 제품의 납사 대비 스프레드는 전분기 대비 하락했으나 에틸렌을 외부 판매(연간 약 20만톤)하고 있어 에틸렌/납사 스프레드 상승(+77달러/톤)에 따른 수혜가 가능
- 또한 합성수지 부문의 경우 시장 가격 대비 프리미엄이 상승하고 있는 것으로 추정되는데, 이는 수익성 높은 고부가 제품군의 비중이 확대되었기 때문으로 판단(분리막용 PE/PP 제품군이 대표적인 사례)

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20(F)				3Q20			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	587	439	448	523	-10.9	19.0	487	472	-16.7	-9.8
영업이익	61	72	48	59	-2.7	-18.3	57	38	219.1	-36.2
순이익	49	54	40	48	-2.8	-11.4	47	40	270.0	-17.5

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,554	2,074	1,930	2,121	2,358
영업이익	319	114	124	194	199
세전순이익	336	128	141	210	219
총당기순이익	257	106	111	164	171
자비자분순이익	257	106	111	164	171
EPS	41.679	17.218	18.025	26.573	27.694
PER	3.7	6.8	9.2	6.3	6.0
BPS	261,707	273,632	288,386	311,257	334,717
PBR	0.6	0.4	0.6	0.5	0.5
ROE	16.2	6.1	6.1	8.4	8.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 대한유화, 대신증권 Research Center

# 롯데정밀화학 (004000)

한성원 sangwon.han@daishin.com

투자이견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**60,000**

상향

현재주가  
(20.10.05)

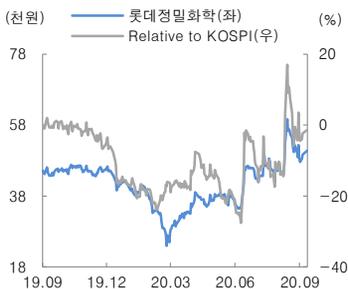
**50,700**

화학업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	1,308십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	129십억원
52주 최고/최저	59,600원 / 23,900원
120일 평균거래대금	77억원
외국인지분율	23.80%
주요주주	롯데케미칼 외 2 인 31.13% 국민연금공단 12.09%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.3	47.4	67.1	16.0
상대수익률	-3.9	34.5	22.2	-0.6



## 단기 실적 부진보다 성장 가능성에 주목

투자이견 매수 유지, 목표주가 60,000원으로 13% 상향

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 0.9배(과거 3년 평균)를 적용하여 산출
- 코로나19 이후 염소 계열을 중심으로 단기적인 실적 부진이 나타나고 있으나 ECH의 스프레드마저 과거 저점 수준에 근접했기 때문에 추가 악화 가능성은 제한적으로 판단 vs. 셀룰로스 계열의 경우 고마진 제품군에 해당하는 애니코트를 중심으로 증설이 진행됨에 따라 중장기 실적 개선 흐름을 기대
- 단기/중기적 관점에서 실적 저점은 확인했으며, 기존 셀룰로스 계열에 대한 투자 포인트 자체도 전혀 변함이 없다고 판단하기에 매수 의견을 유지
- 실적의 중심도 염소 계열에서 셀룰로스 계열로 이동하고 있기 때문에 성장성에 대한 Valuation 프리미엄이 필요하다고 판단하며 목표주가를 상향 제시(목표 PBR을 기존 0.8배에서 0.9배로 상향)

3Q20 영업이익 282억원(-17% QoQ)으로 시장 기대치 하회 전망

- 3분기 영업이익은 전분기 대비 16.9% 감소한 282억원을 기록하며 시장 기대치(345억원)를 하회할 전망: 부문별로는 셀룰로스 증익 vs. 염소 감익 vs. 암모니아 보합
- 염소 계열 감익의 주원인은 ECH의 수익성이 예상보다 더욱 악화되면서 적자 규모가 전분기 대비 확대되었기 때문(3Q20 스프레드 799달러/톤, -99달러/톤 QoQ)
- 원료 가격은 강세(프로필렌 +19% QoQ; 유가 상승)를 보였으나 수요 위축과 중국발 공급 증가 탓에 제품 가격은 약세(-2%)를 보이면서 스프레드가 악화
- 또한 지속되고 있는 가성소다 판가의 하향 조정과 하절기 유틸리티 비용(전력비) 상승으로 인한 계절적인 C/A 설비의 수익성 악화도 부정적 요인으로 작용
- 셀룰로스 계열의 경우 전분기 부진에서 회복 시현: 산업용(메셀로스/헤셀로스)과 식의 약용(애니코트/애니애디) 모두 판매량이 증가한 덕분에 매출 성장과 함께 수익성 개선에 따른 이익 증가 추정

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	당사추정	3Q20(F)			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	325	293	305	308	-5.2	5.0	312	312	-5.4	1.3
영업이익	51	34	31	28	-45.2	-16.9	35	31	-35.2	11.2
순이익	49	65	33	30	-38.5	-53.9	40	32	-17.4	7.3

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,372	1,311	1,263	1,329	1,439
영업이익	211	190	144	148	180
세전순이익	275	225	230	198	228
총당기순이익	215	168	170	154	179
지배지분순이익	215	168	170	154	179
EPS	8,438	6,611	6,678	6,052	7,034
PER	4.9	6.8	7.4	8.2	7.1
BPS	53,407	57,873	62,816	67,072	72,172
PBR	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
ROE	16.7	11.7	10.9	9.2	10.0

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

# 휴켄스 (069260)

한상원 sang.won.han@dashin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**28,000**

상향

현재주가

**22,550**

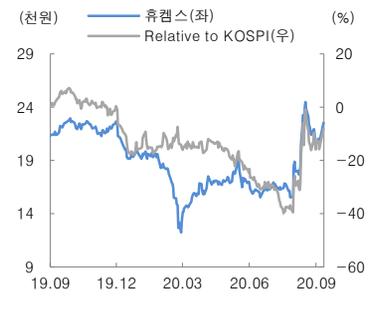
(20.10.05)

회차업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	922십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	41십억원
52주 최고/최저	24,500원 / 12,250원
120일 평균거래대금	58억원
외국인지분율	8.74%
주요주주	태광산업 외 5 인 43.51% 국민연금공단 11.19%

주요지표(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.0	38.3	52.4	5.1
상대수익률	10.5	26.3	11.5	-9.9



## 예상보다 빠른 반전

### 투자이건 매수 유지, 목표주가 28,000원으로 상향

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 1.6배(vs. 기존 1.2배)를 적용하여 산출
- 단기 실적 모멘텀 부재로 직전 호황기 저점의 평균 수준을 적용하였으나 TDI 시황 반등에 따른 실적 개선을 감안하여 과거 평균 수준으로 목표 PBR을 상향 조정
- 연말까지 Trading 접근 가능한 구간에 진입 판단: 1) TDI 시황 급반전 2) 탄소배출권 가격 반등, 3) 4분기 실적 견조(OP 453억원 vs. 컨센서스 323억원), 4) 배당수익률 최소 5% 기대 가능, 5) 탄소효율 그린뉴딜지수 편입 기대감 등 때문

### 3Q20 영업이익 164억원(-3% QoQ)으로 시장 기대치 상회 전망

- 3분기 영업이익은 전분기 대비 3.1% 감소한 164억원을 기록하며 기존 당사 추정치(138억원) 및 시장 기대치(145억원)를 상회할 전망
- 3분기에는 탄소배출권 판매가 이뤄지지 않기 때문에 전분기 대비 감익을 예상했으나 8월부터 예상치 못한 TDI 급등이 나타나면서 우려 대비 견조한 실적을 기록할 전망
- 주력 제품인 DNT(TDI의 원료)의 수익성이 고객사 생산 제품인 TDI의 스프레드에 연동되는 구조이기 때문에 TDI 시황 개선 시 최대 수혜가 가능
- TDI 시황 급반등은 BASF, Covestro 등 주요 업체들의 설비 트러블 및 정보보수 영향으로 글로벌 수요의 약 30%에 해당하는 규모의 공급 차질이 발생했기 때문
- 주요 고객사인 한화솔루션과 OCI는 TDI 시황이 회복됨에 대응하여 수혜를 상향 조정 → 휴켄스 입장에서 판매량 감소에 따른 적자(고정비 부담 증가) 국면에서 탈출을 의미
- 9월 말 기준으로 TDI/TOL 스프레드는 통당 2천달러를 상회하기 시작했으며, 이 경우 정상적인 DNT의 수익성은 15% 전후로 추산
- 탄소배출권의 경우 3분기에는 실적 기여가 없었으나 4분기에는 100만톤(장기 계약 50만톤 vs. Spot 50만톤)이 판매되며 실적 개선에 기여할 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)			4Q20				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	178	125	134	148	-16.8	18.7	155	215	31.7	45.0
영업이익	36	17	14	16	-54.5	-3.1	14	45	219.1	176.8
순이익	27	10	10	11	-60.1	9.2	11	34	2,533.1	207.8

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	763	660	667	700	667
영업이익	139	106	110	137	142
세전순이익	141	101	108	134	140
총당기순이익	105	70	78	95	100
자비분순이익	104	70	78	95	100
EPS	2,662	1,834	2,038	2,466	2,608
PER	9.1	11.5	10.1	8.4	7.9
BPS	15,836	15,970	16,943	18,317	19,829
PBR	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
ROE	17.0	10.8	11.6	13.1	12.8

주: EPS와 BPS, ROE는 자비분 기준으로 산출

자료: 휴켄스, 대신증권 Research Center

# 효성첨단소재 (298050)

한상원 sang.won.han@dashin.com

투자이견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **185,000**  
상향

현재주가 **143,000**  
(20.10.05) 호환업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	641십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	163,500원 / 44,100원
120일 평균거래대금	160억원
외국인지분율	6.89%
주요주주	효성 외 5 인 44.39% 국민연금공단 9.90%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.3	29.4	131.0	18.2
상대수익률	-7.9	18.1	69.0	1.3



## 개선되는 본업과 다가오는 탄섬 흑자

투자이견 매수 유지, 목표주가 185,000원으로 15.6% 상향

- 목표주가는 2021년 예상 BPS에 목표 PBR 2.4배를 적용하여 산출
- 목표 PBR은 2019~20년 고점의 평균 수준으로 수소 경제 확대에 따른 탄소섬유의 성장성을 반영하여 과거 고점의 평균을 적용
- PER 기준으로는 2021년 예상 실적 기준 11배에 해당: 기존 사업 7배, 탄소섬유/아라미드 25배를 적용한 결과와 동일
- 탄소섬유의 증설 계획(연산 기준 4톤→24천톤)을 감안하면 2030년을 전후로 순이익이 1.5천억원까지 확대되는 구조로 주가의 장기 상승여력 충분하다고 판단

3Q20 영업이익 123억원(흑전 QoQ)으로 시장 기대치 하회 전망

- 3분기 영업이익은 123억원을 기록하며 전분기 대비 흑자 전환하겠으나 시장 기대치(141억원)는 약 13% 하회할 전망
- 주요 사업부인 타이어보강재(T/C)의 흑자 전환이 실적 개선의 주원인
- 전분기에는 코로나19에 따른 완성차/타이어 업체들의 가동 중단으로 전체 Capa의 70%를 차지하는 핵심 생산 거점인 베트남 공장의 가동률이 크게 하락
- 전방산업의 가동 재개에 따라 타이어코드 판매량도 회복세를 보이며 이익 개선 예상 vs. 다만 2018~19년의 평균적인 수준(분기 263억원)에는 여전히 미치지 못할 전망
- 아라미드(OP +218% QoQ)의 경우 매출 성장(+25%)과 수익성 회복에 따른 이익 증가가 예상되며, 탄소섬유는 적자가 지속되었으나 4Q20~1Q21 BEP 달성 기대

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)				4Q20			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	764	377	568	628	-17.9	66.4	617	593	-14.8	-5.6
영업이익	38	-43	9	12	-67.5	흑전	14	15	-19.2	21.8
순이익	-57	-35	2	9	흑전	흑전	5	-5	적지	적전

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,767	3,054	2,286	2,616	2,734
영업이익	64	158	13	124	153
세전순이익	-5	52	-40	78	109
총당기순이익	-24	-53	-28	60	84
지배지분순이익	-26	-70	-25	54	76
EPS	-10,265	-15,664	-5,671	12,017	16,924
PER	NA	NA	NA	11.6	8.2
BPS	148,973	72,195	65,440	77,898	91,954
PBR	0.7	1.5	2.1	1.8	1.5
ROE	-13.7	-19.7	-8.2	16.7	19.9

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

# 대우조선해양 (042660)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월  
목표주가 **30,500**  
유지

현재주가  
(20.10.05) **24,250**

조선업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	2,600십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	542십억원
52주 최고/최저	30,550원 / 11,200원
120일 평균거래대금	139억원
외국인지분율	9.15%
주요주주	한국산업은행 외 3 인 56.15% 하나은행 8.41%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.0	-1.6	75.1	-17.4
상대수익률	8.5	-10.2	28.1	-29.2



## 외형감소 대비 선방, 업황은 LNG선으로 방어

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 30,500원 유지

- 목표주가는 2020E BPS 38,496원에 타깃 PBR 0.8배를 적용
- 타깃 PBR은 조선 4사의 2011~2019년 평균 PBR 0.89배를 10% 할인 적용

### 3Q20 Preview 외형감소 대비 선방

- 3Q 매출액 1조 7,924억원(-8% yoy) 영업이익 359억원(흑전 yoy, -51% qoq) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 -2%, 영업이익 -28% 하회
- 매출액, 내실 위주의 경영으로 올해까지 매출 감소 구간 지속
- 16~17년 합산 신규수주가 45억불에 그친 영향. 연간 비슷한 흐름 지속
- 영업이익, 서프라이즈 요인이었던 총당금 반영이 완료, 환율 하락 영향

### 업황은 LNG선으로 방어

- 러시아 이틱2 쇄빙 LNG선 6척 수주 기대
- 드릴십 상각은 3분기 없을 것으로 추정. 선수금 비중이 높아 상대적 리스크 낮음
- LNG선 건조 경험을 바탕으로 대형 프로젝트에서 우위를 보임
- 작년 산체적인 총당금 설정으로 매출 감소에도 여전히 이익 확보
- 연말 피인수 여부 결정, 수주와 매출의 시차 해소, 외형확대 등으로 중장기 개선

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)		4Q20					
			작년추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,948	1,966	1,822	1,792	-8.0	-8.8	1,839	2,127	-2.8	18.7
영업이익	-256	73	47	36	흑전	-51.1	50	37	-76.2	2.6
순이익	-296	51	34	23	흑전	-54.9	40	61	흑전	162.9

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	9,644	8,359	7,843	7,701	8,492
영업이익	1,025	293	425	163	267
세전순이익	368	-49	384	210	201
총당기순이익	320	-46	378	199	182
지배지분순이익	345	-46	378	199	182
EPS	3,219	-434	3,526	1,847	1,693
PER	10.6	NA	6.5	12.3	13.5
BPS	35,857	35,025	38,577	40,375	42,099
PBR	1.0	0.8	0.6	0.6	0.5
ROE	9.5	-1.2	9.6	4.7	4.1

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

# 현대미포조선 (010620)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **40,000**  
유지

현재주가 **29,900**  
(20.10.05)

조선업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	1,194십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	200십억원
52주 최고/최저	48,600원 / 20,500원
120일 평균거래대금	86억원
외국인지분율	13.09%
주요주주	한국조선해양 외 5 인 42.86% 국민연금공단 12.21%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.2	-5.1	4.9	-31.4
상대수익률	-0.7	-13.4	-23.2	-41.2



## 외형 감소 부담, PC선 수요는 여전

투자의견 매수(BUY), 목표주가 40,000원 유지

- 목표주가는 2020E, 2021E 평균 BPS 60,428원에 타깃 PBR 0.7배 적용
- 타깃 PBR은 조선 4사의 2011~2019년 평균 PBR 0.89배를 20% 할인

3Q20 Preview 외형 감소 부담

- 3Q 매출액 6,044억원(-17% yoy) 영업이익 89억원(-62% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 -13%, 영업이익 -45% 하회
- 매출액, 8월 매출은 전년비 -29% 감소, 조업일수 일시 감소
- 2021년 상반기까지는 외형 감소, 이후 회복 예상
- 영업이익 고정비 부담에도 흑자기조 유지, 환율 하락으로 이익감소

PC선 수요는 여전

- 8월 누계 신규수주는 16.7억불(+22% yoy)로 연간목표 36.5억불 중 46% 달성
- 조선사 중 가장 양호한 신규수주 달성률 기록
- 올해 신규수주 41척 중 PC선이 36척으로 향후 반복건조 효과 기대
- 일부 선가 양보에 대한 우려가 있지만 지금은 잔고 확보가 급선무
- 화학제품의 견조한 수요로 PC 수요는 여전

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)			4Q20				
			작년추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	731	724	674	604	-17.3	-16.5	701	671	-7.5	11.1
영업이익	24	12	10	9	-62.6	-26.9	16	12	10.1	34.9
순이익	24	3	7	5	-80.7	76.8	11	5	흑전	0.7

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,403	2,994	2,777	2,808	2,943
영업이익	71	93	67	71	116
세전순이익	118	86	69	70	113
총당기순이익	121	61	54	52	85
자비자분순이익	85	53	53	51	82
EPS	2,128	1,333	1,319	1,280	2,064
PER	28.2	34.5	22.0	22.7	14.1
BPS	57,322	58,022	59,015	59,970	61,709
PBR	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5
ROE	3.8	2.3	2.3	2.2	3.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 현대미포조선, 대신증권 Research Center

# 한화에어로 스페이스 (012450)

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

투자이견 **BUY**  
매수, 유지

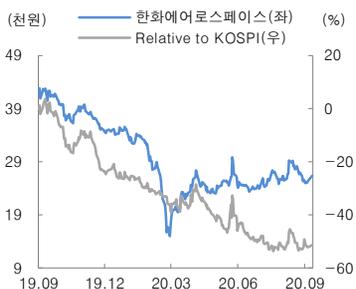
6개월 목표주가 **33,000**  
유지

현재주가 **26,400**  
(20.10.05)  
기계약종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	1,337십억원
시가총액비중	0.10%
지분금(보통주)	261십억원
52주 최고/최저	42,800원 / 15,000원
120일 평균거래대금	215억원
외국인지분율	15.88%
주요주주	한화 외 3 인 33.98% 국민연금공단 12.94%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.4	8.0	35.4	-38.3
상대수익률	-9.0	-1.4	-0.9	-47.1



## 코로나19 피해 최소화

투자이견 매수(BUY), 목표주가 33,000원 유지

- 목표주가는 2021E EPS 2,253원에 타깃 PER 15배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 방산/항공기 업체 6사의 평균치

### 3Q20 Preview 코로나19 피해 최소화

- 실적은 매출액 1조 4,120억원(+7% yoy) 영업이익 635억원(+11% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 +7%, 영업이익 +2% 수준
- [항공엔진] 2Q를 바닥으로 회복세. 전년비 매출액 2Q -17%, 3Q -1%
- 항공산업 침체로 연간 20~30% 매출감소, 반면 RSP 비용 감소로 이익은 상쇄
- [디펜스] 매출액 3,840억원(+13% yoy) 전망, 수출은 여전히 견조
- [테크윈][파워시스템] 코로나19 영향 반영. [정밀기계]는 중국시장 회복으로 호조
- 이익은 항공엔진, 정밀기계 회복, 디펜스 호조 지속으로 견조

### 안정성에 가려진 매력들

- 다양한 사업 보유로 포트폴리오 효과. 항공산업 침체를 이의 사업부가 만회
- [디펜스] 사우디 비호복합, 호주 K-9과 레드백, 인도 비호복합 등 수주 기대
- [정밀기계] 협동로봇사업부 (주)한화 이관으로 연간 비용 130억원 내외 절감
- [테크윈] 신제품 와이즈넷7 모델, 열화상카메라 출시, 코로나19 언택트 수혜
- [파워시스템] 유지보수 물량 증가, 국내외 수소사업도 기대
- 코로나19 상황에서도 올해와 내년 영업이익 예상치가 각각 +19%, +32% 성장

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	작년동경	당사추	3Q20(F)			4Q20		
					YoY	QoQ	Consens	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,313	1,193	1,370	1,412	7.6	18.4	1,311	1,729	8.2	22.4
영업이익	57	70	66	64	11.3	-9.5	62	61	73.7	-4.0
순이익	77	37	30	28	-63.4	-23.8	39	29	268.1	3.4

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	4,453	5,264	5,361	5,705	6,014
영업이익	53	165	198	262	316
세전순이익	53	156	151	194	236
총당기순이익	49	162	107	144	176
자비자분순이익	32	132	81	114	141
EPS	619	2,555	1,594	2,253	2,795
PER	52.5	13.7	15.7	11.1	9.0
BPS	45,337	48,042	50,425	52,913	55,732
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.4
ROE	1.4	5.4	3.2	4.4	5.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 한화에어로스페이스, 대신증권 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  
(20.10.05)

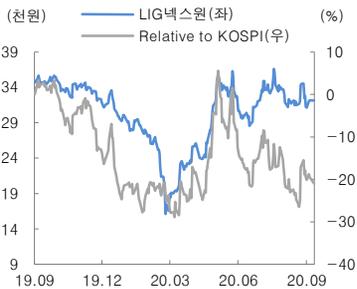
**32,150**

기계약종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	707십억원
시가총액비중	0.05%
지분금(보통주)	110십억원
52주 최고/최저	36,600원 / 16,100원
120일 평균거래대금	63억원
외국인지분율	5.53%
주요주주	엘이이지 외 13 인 47.05% 국민연금공단 11.04%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.4	7.2	66.6	-7.1
상대수익률	1.9	-2.2	21.9	-20.4



## 아쉬운 환율, 그래도 매력적인 방산주

투자 의견 매수(BUY), 목표주가 40,000원 유지

- 목표주가는 2020~22E 평균 EPS 2,803원에 타깃 PER 14.2배 적용
- 타깃 PER은 글로벌 방산/항공기 업체 4사의 평균 PER을 10% 할증 적용

3Q20 Preview 아쉬운 환율

- 3Q 실적은 매출액 3,925억원(+5% yoy) 영업이익 112억원(-24% yoy) 전망
- 컨센서스 대비로는 매출액 -3%, 영업이익 -44% 하회하는 쇼크
- 2Q말 수주잔고 6조원(+14% yoy)으로 매출액은 무난한 증가
- 이익에서 환율 민감도가 크며 3Q 기말 환율은 1,169원(-3% qoq)으로 하락
- 영업외로는 이노와이어리스 평가이익 반영

그래도 매력적인 방산주

- 신규수주는 상반기 5,845억원(+50% yoy), 연간 2조원 수주 기대
- 수주잔고 증가로 올해부터 중장기 매출 성장 지속
- 인도네시아 경찰 통신시스템 1,592억원 수주, 주요 수출국 추가 수주 기대
- 이노와이어리스는 11월 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
- 순수방산업체로 코로나19 영향이 적음

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	3Q20(F)				4Q20		
				당사추	YoY	QoQ	Consens	당사추정	YoY	QoQ
매출액	373	349	393	393	5.1	12.5	404	485	12.0	23.6
영업이익	15	8	14	15	-1.2	87.9	21	9	흑전	-42.1
순이익	12	11	9	10	-14.6	-8.0	13	6	흑전	-37.7

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
총당기순이익	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	13.9	13.1	8.0
BPS	29,552	28,817	30,463	32,243	35,561
PBR	1.3	1.1	1.0	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

# 한화시스템 (272210)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월  
목표주가 **13,500**  
유지

현재주가 **11,800**  
(20.10.05)

기기업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	1,301십억원
시가총액비중	0.10%
지분금(보통주)	551십억원
52주 최고/최저	12,950원 / 4,730원
120일 평균거래대금	156억원
외국인 지분율	1.53%
주요주주	한화에어로스페이스 외 7 인 62.44% 헬리오스에스엔씨 유한회사 7.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.9	32.3	59.5	0.0
상대수익률	-8.5	20.8	16.7	0.0

## 투자에 따른 실적 정체, 성장 모멘텀 부각

투자 의견 매수(BUY), 목표주가 13,500원 유지

- 목표주가는 20201E, 2022E 평균 EPS 791원에 타깃 PER 17.3배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 방산업체 3사와 국내 SI업체 4사의 평균 PER을 30% 할증

3Q20 Preview 투자에 따른 실적 정체

- 3Q 실적은 매출액 4,395억원(+3% yoy) 영업이익 227억원(-14% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 부합, 영업이익 -9% 하회
- [방산] 매출액 3,103억원(+3% yoy), 영업이익 109억원(-15% yoy) 전망
- IFF 성능개량, 425 위성사업, TICN 등 주요 사업 반영. 코로나19 영향 미미
- [ICT] 매출액 1,292억원(+2% yoy) 영업이익 119억원(-13% yoy) 전망
- 2Q 반영된 태양광 솔루션 매출액 종료, 이익률 정상화 구간
- 오버에어(Overair), 페이저솔루션(Phasor Solutions) 등의 투자로 이익 정체

성장 모멘텀 부각

- KDDX 전투체계 및 다기능레이더 개발사업 우선협상대상자 선정(6,700억원)
- 오버에어 지분 30%(약 300억원) 확보, 에어택시 시장의 한 축을 담당
- 페이저솔루션 지분 100%(150억원 투자), 저궤도 인공위성 안테나 시장 진입
- 이외 SI, 블록체인, 데이터센터, 태양광 등의 투자로 그룹 내 ICT 성장산업 담당

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)			4Q20				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consens	당사추정	YoY	QoQ
매출액	NA	323	431	439	NA	36.0	439	578	0.0	31.5
영업이익	NA	18	24	23	NA	24.8	25	33	0.0	43.6
순이익	NA	13	19	18	NA	35.0	16	25	0.0	41.1

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,129	1,546	1,623	1,739	1,861
영업이익	45	86	85	107	121
세전순이익	42	82	81	103	117
총당기순이익	41	73	65	82	92
자배지분순이익	41	73	65	82	92
EPS	556	706	589	744	837
PER	0.0	14.7	18.9	15.0	13.3
BPS	11,072	9,375	9,063	9,497	10,024
PBR	0.0	1.1	1.2	1.2	1.1
ROE	7.2	8.1	6.6	8.0	8.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

# 두산밥캣 (241560)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

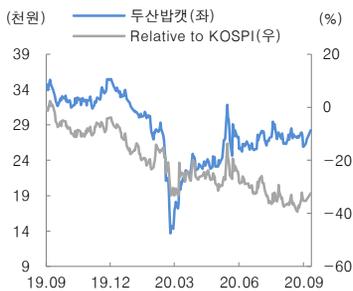
6개월 목표주가 **34,000**  
유지

현재주가 **28,250**  
(20.10.05)  
기계업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	2,832십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	50십억원
52주 최고/최저	35,500원 / 13,700원
120일 평균거래대금	212억원
외국인지분율	21.41%
주요주주	두산인프라코어 외 2 인 51.06% 국민연금공단 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.0	8.7	38.8	-17.0
상대수익률	5.5	-0.8	1.6	-28.9



## 미주시장 회복, 미국 인프라 수혜주

투자 의견 매수(BUY), 목표주가 34,000원 유지

- 목표주가는 2021E EPS 2,777원에 타깃 PER 12.2배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 소형장비/농기계 업체 4사의 평균 PER을 10% 할인 적용

3Q20 Preview 미주시장은 회복 중

- 3분기는 매출액 1조 779억원(-4% yoy, +11% qoq), 영업이익 976억원(-11% yoy, +51% qoq), 영업이익률 9.1%(-0.7% yoy, +2.4% qoq) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 +3%, 영업이익 +6% 상회하는 수준
- [부문별] 3분기 전년비 매출액 컴팩트 +5%, 포터블파워(PP) -30% 예상
- [미주] 전년비 매출액 1Q -8%, 2Q -22%, 3QE -2%, 4QE +5%로 개선세
- 미주시장이 매출비중의 74% 수준, 주택시장 회복과 GME 신규제품 호조
- 환율하락(3분기 평균 원달러 1,187원 예상, -2.9% qoq)은 아쉬운 부분

미국 건설/인프라 수혜주

- [미주] 달러에서 최종소비자로 가는 리테일시장은 이미 회복, 달러재고 감소
- 9월 NAHB 주택시장지수는 83pt(7월 78, 4월 30)로 역대 최대치
- 저금리와 코로나19로 인한 불안 심리, 재택증가로 도심 외곽 주택 수요 급증
- 대선 이후 결과와 상관없이 내년부터 인프라 투자 증가 및 수혜 기대
- 올해 중간배당을 못했으며 연말 배당은 600~1,200원 사이 전망
- 캐터필러, 디어 같은 비교업체들의 주가 급등 대비 소외 흐름
- PRS 계약은 만기 연장, 그룹의 두산인프라코어 매각 이슈와는 무관
- 실적 개선과 배당매력을 감안하면 저평가 구간이라 판단

(단위: 십억원, %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	당사추정	3Q20(F)			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,128	964	1,099	1,078	-4.4	11.8	1,046	1,193	5.7	10.7
영업이익	110	64	99	98	-	51.8	92	108	12.1	10.6
순이익	67	41	55	50	-	22.2	53	51	22.5	1.5

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	3,971	4,510	4,299	4,915	5,187
영업이익	459	477	357	479	512
세전순이익	404	405	274	423	463
총당기순이익	264	272	176	278	305
지배지분순이익	264	272	176	278	305
EPS	2,638	2,714	1,755	2,777	3,040
PER	11.9	12.7	14.8	9.3	8.5
BPS	37,303	39,692	39,782	40,812	42,007
PBR	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
ROE	7.4	7.1	4.4	6.9	7.3

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

# 효성중공업 (298040)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

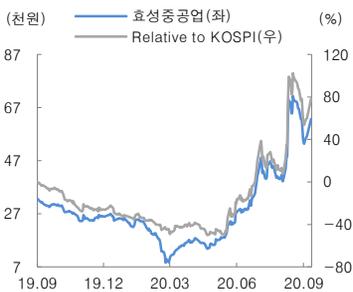
6개월 목표주가 **80,000**  
유지

현재주가 **62,900**  
(20.10.05)  
기계약종

4차 산업혁명/안전등급 ■ **Blue Sky**

KOSPI	2,358.00
시가총액	587십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	71,500원 / 8,750원
120일 평균거래대금	195억원
외국인지분율	6.91%
주요주주	효성 외 6 인 54.18%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.1	125.0	359.1	104.9
상대수익률	-9.8	105.4	236.0	75.6



# 턴어라운드 지속, 본게임은 내년

투자 의견 매수(BUY), 목표주가 80,000원 유지

- 목표주가는 2021E, 22E 평균 EPS 9,941원에 타깃 PER 8.0배를 적용
- 타깃 PER은 전력과 건설 비교업체 평균치를 가중 적용

## 3Q20 Preview 턴어라운드 지속

- 3Q 실적은 매출액 7,245억원(-6.0% yoy) 영업이익 335억원(+64% yoy) 전망
- 컨센서스 대비로는 매출액 -7%, 영업이익 -11% 하회
- [중공업] 매출액 +25% yoy, -20% qoq, 영업이익 흑전 yoy, opm 3.5% 전망
- 코로나19 영향 여전, 계절적 비수기, 구조조정 효과 반영, 전년대비 턴어라운드
- [건설] 매출액 -28% yoy, -6% qoq, 영업이익 -39% yoy, -22% qoq
- 수주공백 시기, 계절적 비수기 영향, 예상 영업이익률은 6.0%로 여전히 건조

## 본게임은 내년

- [중공업] 1Q20 영업적자 -766으로 구조조정과 미국 반덤핑 관세 마무리
- 2021E 중공업 부문 영업이익 691억원 기대
- [건설] 업황 침체로 올해가 바닥, 내년부터 점진적 개선
- 시공 위주의 안정성으로 건설 부문 6% 영업이익률 유지 가능
- 내년 영업이익 1,661억원(+91% yoy), 지배순이익 756억원 전망
- 내년 기준 기준 PER은 7배 수준에 불과
- 전력산업의 회복과 수소충전소, 데이터센터 사업 등의 모멘텀이 선순환

(단위: 십억원, %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)				4Q20			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	771	851	739	724	-6.1	-	724	923	-7.7	27.4
영업이익	20	57	41	33	64.6	-	33	52	79.8	55.4
순이익	-52	27	17	11	흑전	-	11	24	-11.9	116.0

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,180	3,781	3,137	3,446	3,679
영업이익	50	130	87	166	217
세전순이익	4	56	11	106	152
총당순이익	2	16	5	80	115
지배지분순이익	2	13	4	76	109
EPS	352	1,409	417	8,145	11,737
PER	117.4	18.9	128.5	6.6	4.6
BPS	167,803	97,403	97,820	105,965	117,702
PBR	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5
ROE	0.4	1.4	0.4	8.0	10.5

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

# 현대로템 (064350)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

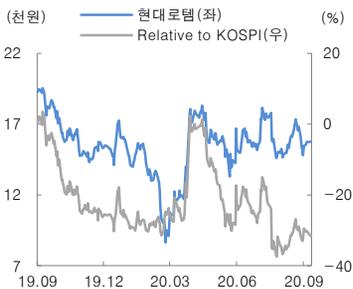
6개월 목표주가 **20,000**  
유지

현재주가 **15,950**  
(20.10.05)  
기개업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	1,741십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	425십억원
52주 최고/최저	19,400원 / 8,850원
120일 평균거래대금	485억원
외국인지분율	3.45%
주요주주	현대자동차 외 3 인 33.77%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.9	-4.8	35.2	-17.8
상대수익률	3.4	-13.1	-1.1	-29.5



# 철도 턴어라운드 지속, 잔고가 주는 편안함

투자의견 매수(BUY), 목표주가 20,000원 유지

- 목표주가는 2020E, 2021E 평균 BPS 10,058원에 타깃 PBR 1.8배를 적용
- 타깃 PBR은 글로벌 철도업체 3사의 평균 PBR을 20% 할증 적용

3Q20 Preview 철도 턴어라운드 지속

- 3Q20 실적은 매출액 6,499억원(+2% yoy) 영업이익 201억원(흑전 yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액은 -1%, 영업이익 -7%로 소폭 하회
- [철도] 매출액 3,851억원(+5% yoy) 영업이익 116억원(2Q19 -436억원) 전망
- 저가수주 진탕 감소, 구조조정 완료로 고정비 부담 감소
- [방산] K2전차 변속기 문제 해결로 납품 정상화, 일회성은 감소
- [플랜트] 수주 잔고 감소로 적자 지속되나 저가수주 물량 감소로 적자폭 축소

수주잔고가 주는 편안함

- 2Q20 수주잔고는 9조 2,699억원(+13% yoy)로 역대 최대치
- 철도 수주잔고만 7.6조원으로 작년 철도 매출 1.3조원 대비 6년치 물량 확보
- 방산도 1조원(+111% yoy)의 잔고를 보유. 올해 1조원 신규수주를 기대
- 저가수주 물량 소진, 구조조정으로 가벼워진 몸집
- 수소인프라 사업과 수소 트램(노면전차) 등의 신사업도 기대

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	당사추정	3Q20(F)			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	637	657	680	650	2.0	-1.0	659	629	4.9	-3.2
영업이익	-97	26	12	20	흑전	-	22	15	흑전	-25.3
순이익	-117	27	-3	4	흑전	-	9	4	흑전	9.3

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,412	2,459	2,606	2,786	2,961
영업이익	-196	-280	72	97	129
세전순이익	-324	-349	27	48	95
총당기순이익	-308	-356	25	37	73
지배지분순이익	-301	-354	29	37	72
EPS	-3,539	-4,168	341	430	848
PER	NA	NA	46.8	37.1	18.8
BPS	12,282	9,695	10,033	10,461	11,307
PBR	2.3	1.6	1.6	1.5	1.4
ROE	-25.2	-37.9	3.5	4.2	7.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

# 현대엘리베이 (017800)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

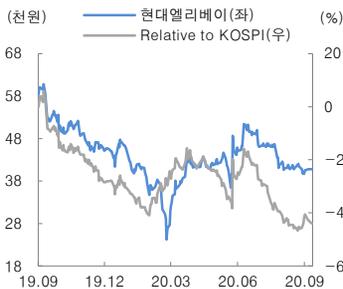
6개월 목표주가 **47,500**  
유지

현재주가 **40,750**  
(20.10.05) 거래업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	1,589십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	195십억원
52주 최고/최저	58,621원 / 24,242원
120일 평균거래대금	215억원
외국인지분율	24.20%
주요주주	한정은 외 16 인 24.68% Schindler Holding AG 16.22%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.1	-20.7	11.7	-30.5
상대수익률	0.3	-27.6	-18.3	-40.4



## 무난한 실적 예상, 노후 승강기 교체 증가

투자의견 매수(BUY), 목표주가 47,500원 유지

- 목표주가는 2021E, 2022E 평균 BPS 26,414원에 타깃 PBR 1.8배를 적용
- 타깃 PBR은 글로벌 엘리베이터 업체 3사의 평균 PBR을 30% 할인

### 3Q20 Preview 무난한 실적 예상

- 3Q 실적은 매출액 4,540억원(-4% yoy) 영업이익 396억원(+21% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 +2%, 영업이익 -2% 수준
- 판매는 코로나19 영향, 신규 물량 감소 구간 지속
- [부문별] 3분기 전년비 내수 매출액은 제품판매 -5%, 유지보수 +7% 성장 전망
- 2Q 실적 성장을 이끌었던 금융업 이익은 줄어들 것

### 노후 승강기 교체 증가

- 국내 15년 이상 노후 승강기는 24만대로 전체의 33.9% 수준
- 19년 3월 강화된 승강기 안전관리법 시행으로 노후 승강기 교체 수요 증가
- 2Q 동사 노후승강기 수주는 2,029억원(+60% yoy), 매출액 1,362억원(+60%)
- 1기 신도시부터 시작되는 노후승강기 규모는 지속 증가. 동사 M/S 50% 내외
- 분양시장 감소를 리모델링 시장이 메우고 내년부터 턴어라운드
- 본업 실적 감소와 대북 이슈 부재로 최근 주가는 조정
- 대북 상황은 기대가 없는 지금이 바닥
- 안정적인 유지보수와 리모델링 시장 성장을 감안하면 저평가 구간

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)			4Q20				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	475	453	432	454	-4.4	0.3	445	485	-6.0	6.9
영업이익	33	44	51	40	21.1	-10.8	41	38	-12.6	-4.3
순이익	18	20	18	18	-2.9	-11.3	21	9	-55.6	-47.1

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,877	1,873	1,801	1,988	2,096
영업이익	143	136	145	165	179
세전순이익	19	89	102	130	158
총당기순이익	1	44	69	93	112
자배지분순이익	8	49	47	68	85
EPS	199	1,190	1,174	1,746	2,169
PER	358.0	38.3	34.6	23.2	18.7
BPS	23,120	22,973	25,605	27,223	28,780
PBR	3.1	2.0	1.6	1.5	1.4
ROE	0.9	5.2	4.8	6.6	7.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출.

자료: 현대엘리베이, 대신증권 Research Center

# SK 이노베이션 (096770)

한상원 sangwon.han@daishin.com

투자이견 **BUY**  
매수, 유지

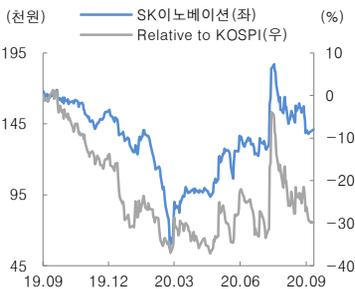
6개월 목표주가 **200,000**  
유지

현재주가 **141,000**  
(20.10.05)  
정유업중

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	13,187십억원
시가총액비중	0.97%
자본금(보통주)	462십억원
52주 최고/최저	187,000원 / 57,300원
120일 평균거래대금	1,432억원
외국인지분율	23.77%
주요주주	SK 외 1 인 33.41% 국민연금공단 11.34%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.4	6.8	57.2	-14.0
상대수익률	-8.0	-2.5	15.0	-26.3



## 지금 잃는 것보다 앞으로 얻을 것이 더 크다

### 투자이견 매수, 목표주가 200,000원 유지

- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출했으며 목표 PBR 1.3배 수준에 해당
- 사업 부문별로는 정유 9.1조원, 화학/윤활유 7.5조원, EVB 3.9조원, 소재(분리막) 5.9조원 순차입금 11조원 등: 기존 사업(정유/화학/윤활유)의 경우 S-Oil 대비 1.5배의 가치를 반영한 수준과 동일 vs. 2차전지 관련 사업 가치 9.9조원 반영
- 소송 등에 따른 불확실성 해소 시 EVB 관련 사업의 가치 재평가(Re-rating)를 기대 : 목표주가 산출에 반영된 EVB 가치 3.9조원은 2025년 기준 Capa 대비 4백억원/GWh(vs. LG화학 1.5천억원/GWh) 수준에 불과하기 때문에 추가적인 가치 재평가의 여력도 충분하다고 판단

### 3Q20 영업이익 727억원(흑전 QoQ)으로 시장 기대치 하회 전망

- 3분기 영업이익은 727억원으로 전분기 대비 흑자 전환하겠으나 시장 기대치(1,295억원)에는 미치지 못할 전망
- 정유 부문의 이익이 대폭 증가(+4.9천억원 QoQ)하겠으나 재고 이익의 반영되는 덕분(+4.1천억원 vs. 2020 재고 손실 -1.9천억원): 전분기 아일 및 당분기 반영분 모두 각각 2천억원 내외로 예상
- 코로나19 확산 이후 정유 업황 부진은 지속 중, 3분기에도 정체마진은 BEP를 하회하는 부진한 흐름이 지속되고 있는 상황: 휘발유 마진 개선되었으나 신동국 수요 부진 영향에 경유 마진이 악화
- 화학(OP -24% QoQ)의 경우 PX/납사 스프레드가 131달러/톤까지 하락하면서 아로마틱스의 적자 흐름 불가피 vs. 윤활유(OP +87% QoQ)는 전분기 재고 손실(4백억원) 소멸과 판매량 회복에 따른 실적 개선을 기대
- EVB의 경우 물량 확대에 따른 매출액 증가(+44% QoQ)는 예상되나 흑자 달성은 2022~23년에나 가능할 전망 vs. 다만 소재(분리막) 사업의 경우 호실적 지속
- E&P 사업의 경우 페루 광구 매각 승인이 지연되고 있어 연말까지 실적 반영 예상

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2020	직전추정	당사추정	3Q20(F)			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	12,373	7,200	9,826	9,703	-21.6	34.8	9,399	10,467	-9.4	7.9
영업이익	330	-440	94	73	-78.0	흑전	129	-107	적전	적전
순이익	152	-352	-81	-96	적전	적지	54	-231	적지	적지

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	54,217	49,877	38,533	46,821	50,207
영업이익	2,103	1,269	-2,249	928	1,262
세전순이익	2,387	376	-2,994	252	340
총량순이익	1,699	66	-2,234	198	264
지배지분순이익	1,651	-36	-2,237	195	260
EPS	18,871	-455	-27,172	2,324	3,107
PER	9.5	NA	NA	59.8	44.7
BPS	193,382	186,398	154,156	156,634	156,896
PBR	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
ROE	9.1	-0.2	-14.0	1.3	1.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: SK이노베이션, 대신증권 Research Center

# LG화학 (051910)

한상원 sangwon.han@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

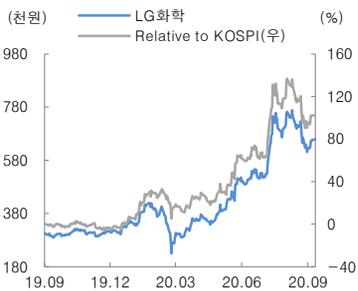
6개월 목표주가 **980,000**  
유지

현재주가 **659,000**  
(20.10.05)  
화학업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	48,988십억원
시가총액비중	3.59%
자본금(보통주)	353십억원
52주 최고/최저	768,000원 / 230,000원
120일 평균거래대금	3,741억원
외국인지분율	37.29%
주요주주	LG 외 3 인 33.37% 국민연금공단 10.91%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.3	300	126.9	122.6
상대수익률	-10.9	18.6	66.0	90.8



## 당장 에너지솔루션을 살 수 있는 유일한 방법

투자 의견 매수, 목표주가 980,000원 유지

- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출했으며, 2021년 기준 목표 PBR 3.8배에 해당 : 부문별로는 전지 56조원, 화학 18조원 vs. 순차입금 7조원 등
- 고객사/소재사와의 협업 및 신규 소재(NCMA 양극재, 실리콘 음극재 등) 적용을 통한 배터리 성능 개선으로 현재 계획하고 있는 공격적 증설의 현실화 가능성 높다고 판단
- 전지 사업 분사 발표 이후 주가는 조정 흐름을 보이고 있으나 최소한 구체적인 상장(PO) 계획의 발표 전까지 지분(100%) 가치에 대한 반영이 필요해 매수 대응 유효
- 최대 경쟁사인 중국 CATL 대비 Valuation Discount 요인도 해소 국면에 진입 판단

3Q20 영업이익 7,645억원(+41% QoQ)으로 시장 기대치 상회 전망

- 3분기 영업이익은 전분기 대비 41.3% 증가한 7,645억원을 기록하며 높아진 시장 기대치(7,041억원)를 약 9% 상회할 전망
- 실적 개선의 핵심은 석유화학 사업부(OP +41% QoQ): 유가 상승에 따른 원료 가격 강세에도 NCC/PO 부문의 수익성이 견조하게 유지되고 있고, ABS/PVC 등 주력 제품도 양호한 수요 여건이 이어지며 수익성이 개선되었기 때문
- 전지 사업부의 경우 전분기 대비 매출액 29% 증가 전망: 중국 테슬라 Model3 및 가전 수요 호조에 따른 소형 전지와 전기차 수요 고성장에도 EVB의 동반 성장을 기대 vs. 전분기 실적 호조에 따른 기저효과로 ESS 매출액은 감소 전망
- 전지 부문의 영업이익은 1,658억원으로 전분기 대비 소폭 증가(+6.6%) 예상. 매출액과 마찬가지로 소형 및 EVB의 이익은 증가하겠으나 ESS가 매출 감소에 따른 이익 둔화가 불가피하기 때문
- 특히 EVB의 경우 유럽(폴란드) 공장의 수율 개선과 함께 이미 전분기부터 구조적인 흑자 국면에 진입한 것으로 판단

(단위: 십억원, %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	당사추정	3Q20(F)			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	7,347	6,549	8,393	8,408	14.4	28.4	8,110	8,801	18.0	4.7
영업이익	380	541	666	764	101.0	41.3	704	647	흑전	-15.4
순이익	129	382	504	575	347.3	50.4	470	473	흑전	-17.7

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	28,183	28,625	30,873	39,110	44,231
영업이익	2,246	896	2,189	3,393	4,211
세전순이익	1,940	561	2,063	3,011	3,780
총당기순이익	1,519	376	1,536	2,267	2,844
지배지분순이익	1,473	313	1,452	2,170	2,705
EPS	20,687	4,317	20,607	31,030	38,509
PER	16.8	73.5	31.7	21.1	17.0
BPS	218,227	217,230	233,769	257,422	287,889
PBR	1.6	1.5	2.8	2.5	2.3
ROE	8.9	1.8	8.2	11.3	12.7

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

# 롯데케미칼 (011170)

한상원 sang.won.han@daijin.com

투자이견 BUY  
매수, 유지

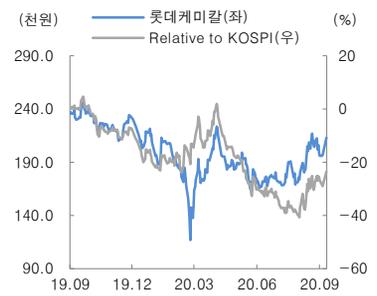
6개월 목표주가 230,000  
유지

현재주가 213,000  
(20.10.05)  
회복업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	7,301십억원
시가총액비중	0.53%
자본금(보통주)	171십억원
52주 최고/최저	246,500원 / 117,000원
120일 평균거래대금	435억원
외국인지분율	29.59%
주요주주	롯데지주 외 14 인 54.92% 국민연금공단 8.73%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.4	23.8	24.9	-7.4
상대수익률	16.9	13.0	-8.6	-20.6



## 3분기 실적은 대폭 개선

투자이견 매수, 목표주가 230,000원 유지

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 0.6배를 적용하여 산출
- 대산 공장이 재가동을 시작하면 실적은 추가적인 정상화의 모습을 보이겠지만 1) 연평균 +1천만톤에 이르는 대규모 증설은 여전한 부담 요인이며, 2) 미국 ECC의 수익성 회복 가능성도 아직은 불확실하다고 판단
- 시황의 구조적 반전 가능성이 제한적(2021F OP 9,438억원)이며, 4분기 시황 조정 등을 감안하면 Trading 관점에서의 대응 전략이 유효하다고 판단
- 다만 시황/실적과 무관히 M&A를 통한 사업 구조 변화의 추진은 긍정적 요인이며, 이를 통해 성공적으로 신사업에 진출하는 경우 주가 재평가(Re-rating)도 가능할 전망

3Q20 영업이익 1,212억원(+268% QoQ)으로 시장 기대치 부합 전망

- 3분기 영업이익은 전분기 대비 268.1% 증가한 1,212억원을 기록하며 시장 기대치(1,246억원)에 부합할 전망
- 올레핀(OP +864% QoQ)은 전분기 대산 공장 가동 중단에 따른 기회 손실 외 추가로반영된 원료 구매 계약 보상 등 3백억원의 일회성 비용 소멸로 이익 증가 예상 vs. 약 8백억원에 이르는 가동 중단에 따른 기회손실은 지속
- 첨단소재(OP +245% QoQ)의 경우 코로나19에 따른 전분기 일시적 부진(판매량 감소)에서 회복되며 이익 정상화를 기대. ABS의 경우 3분기 시황 초강세 시현
- LC USA는 전분기 대비 적자 확대 예상. ECC의 수익성 자체는 개선(BEP 근접)되었으나 허리케인 영향에 따른 9월 가동 중단으로 기회손실(약 2백억원)이 발생
- 아로마틱스(OP 적전 QoQ)의 경우 PX, PTA 등 주력 제품의 화석 체인 시황 부진으로 적자가 예상되며, 타이탄(OP +8% QoQ)은 전분기 수준의 이익을 유지할 전망

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	직전추정	당사추정	2Q20(F)			3Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,940	2,682	3,270	3,124	-20.7	16.5	3,127	2,883	-15.9	-7.7
영업이익	315	33	87	121	-61.5	268.1	125	84	-44.2	-30.5
순이익	204	20	98	108	-47.0	443.1	100	132	303.8	22.3

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	16,073	15,123	11,965	14,639	15,339
영업이익	1,946	1,107	152	944	959
세전순이익	2,209	1,249	253	1,167	1,180
총당기순이익	1,642	757	204	884	894
자배지분순이익	1,579	715	183	840	845
EPS	46,074	20,860	5,342	24,497	24,655
PER	6.0	10.7	36.8	8.0	8.0
BPS	371,541	385,244	384,055	406,562	424,718
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	13.0	5.5	1.4	6.2	5.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 롯데케미칼, 대신증권 Research Center

# 한화솔루션 (009830)

한상원 sang.won.han@dshin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**65,000**

유지

현재주가

**42,150**

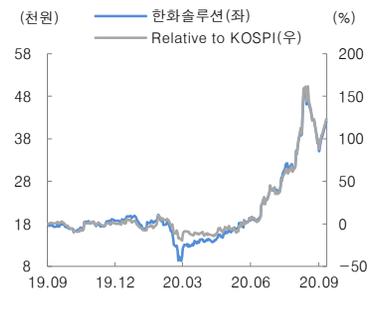
(20.10.05)

화학업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	6,823십억원
시가총액비중	0.50%
자본금(보통주)	807십억원
52주 최고/최저	49,250원 / 9,410원
120일 평균거래대금	1,290억원
외국인지분율	19.25%
주요주주	한화 외 4 인 37.42% 국민연금공단 11.98%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.1	123.6	229.3	142.2
상대수익률	-12.7	104.1	141.0	107.6



## 니콜라도 막지 못할 태양광 대장주

투자이건 매수, 목표주가 65,000원 유지

- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출 vs. 12MF PBR 1.6배에 해당 : 부문별로는 케미칼 3.2조원, 태양광 9.1조원 vs. 순차입금 5.2조원 등
- 힌데버그 리서치의 니콜라(NKLA US) 사기 의혹이 제기된 이후 주가는 약세를 시현(9월 고점 대비 시가총액 -1.2조원): 자회사 한화중합화학이 보유한 니콜라 지분 가치에 대한 훼손, 향후 니콜라와의 협업을 통한 수소 사업 진출 우려 등 때문
- 니콜라의 주가 하락(고점 대비 -70%)을 감안한 지분 가치 훼손이 2.8천억원에 불과한 점을 감안하면 니콜라 사기 의혹에 따른 우려는 이미 주가에 충분히 반영 판단
- 향후 주가에 핵심은 글로벌 친환경 정책 강화와 이에 따른 태양광의 구조적인 수요 성장성 확대로 글로벌 태양광 업체들의 Re-rating은 이미 진행 중

3Q20 영업이익 1,895억원(+48% QoQ)으로 시장 기대치 부합 전망

- 3분기 영업이익은 전분기 대비 47.5% 증가한 1,895억원을 기록하며 시장 기대치(1,842억원)에 부합할 전망
- 케미칼 부문 이익 대폭 증가(OP +31% QoQ) 예상: LDPE, PVC 등 주력 제품의 양호한 상황이 이어지고 있기 때문에 유화/화성 모두 전분기 대비 증익을 기록할 전망
- 태양광 사업부도 소폭의 증익(OP +16% QoQ) 전망: 코로나19 이후 수요 위축 국면에서 완만한 회복세를 보이며 생산량/판매량의 동반 회복을 기대
- 태양광 다운스트림 사업의 경우 기존 계획(연간 매출액 6천원) 대비 하향 조정이 불가피하고, 구체적 실적 인식 시점을 예상하기는 어려우나 수주 기반 사업임을 감안하면 이는 유무가 아닌 시점의 문제라고 판단
- 첨단소재의 경우 적자가 지속되었으나 전방산업(자동차) 생산 회복에 적자 규모 축소가 예상되며, 리테일의 경우 전분기 일회성 비용 소멸 등에 따른 이익 개선 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)				4Q20			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,441	1,966	2,219	2,244	-8.1	14.7	2,224	2,475	1.0	10.3
영업이익	152	137	193	190	24.3	38.7	184	191	538.6	1.0
순이익	113	148	116	120	6.0	-18.8	139	43	흑전	-64.3

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	9,046	9,503	8,924	10,608	10,708
영업이익	354	378	677	840	936
세전순이익	288	-217	543	894	969
총당기순이익	160	-249	377	680	736
자비지분순이익	187	-238	376	672	728
EPS	1,139	-1,469	2,348	4,210	4,566
PER	17.7	NA	16.4	9.1	8.4
BPS	36,954	35,130	37,146	41,160	45,480
PBR	0.5	0.5	1.0	0.9	0.8
ROE	3.1	-4.0	6.4	10.6	10.4

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

# OCI (010060)

한상원 sang.won.han@dshin.com

투자이견 BUY  
매수, 유지

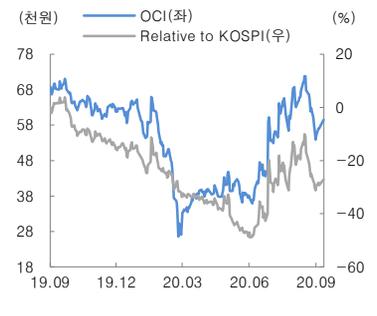
6개월 목표주가 68,500  
유지

현재주가 59,500  
(20.10.05)  
회차업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	1,419십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	127십억원
52주 최고/최저	71,800원 / 26,600원
120일 평균거래대금	329억원
외국인지분율	16.44%
주요주주	이화영 외 33 인 22.27% 국민연금공단 10.03%

주가지수(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.1	47.1	71.7	-12.6
상대수익률	-11.7	34.3	25.7	-25.1



## 가격을 따라 실적도 정상화

### 투자의견 매수, 목표주가 68,500원 유지

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 0.6배를 적용하여 산출
- SOTPs 방식 기준으로는 베이직케미칼(폴리실리콘 포함) 8.1천억원, 카본케미칼 3.8천억원, 에너지솔루션 3.1천억원, DCRE 8.6천억원 vs. 순차입금 8.0천억원 등
- 중국 경쟁사의 가동 차질로 7월 이후 폴리실리콘 가격 급등하며 주가 반등. 판가 1달러/kg 상승에 따른 말레이시아 공장의 연간 이익 개선 효과는 약 3백억원 전후 추산
- 다만 단순한 이익 개선보다는 적정 수준을 크게 하회했던 폴리실리콘 가격의 정상화라는 측면에서 더욱 의미 → 이익 창출이 가능한 구조로 전환되었기 때문
- 주가의 추가적인 Upside 가능성은 EG급 폴리실리콘의 유의미한 실적 기여, 인천 학익동 부지(DCRE)를 통한 현금 창출, 폴리실리콘의 구조적 수급 개선 등

### 3Q20 영업이익 85억원(흑전 QoQ)으로 시장 기대치 상회 전망

- 3분기 영업이익은 85억원으로 8개 분기 만에 흑자 전환에 성공하며 시장 기대치(7억원)를 상회할 전망 vs. 폴리실리콘이 포함된 베이직케미칼의 경우 영업이익 44억원을 기록하며 9개 분기 만에 흑자 전환 예상
- 폴리실리콘의 경우 3분기에도 여전히 소폭의 적자를 기록한 것으로 추정: 1) 7월 폴리실리콘 가격 급등이 시작됐으나 실제 판가에는 후행적으로 반영되며, 2) 말레이시아 공장의 경우 2~3분기에 걸쳐 정가보수가 있었으며, 3) 한국(군산) 공장은 기존 재고의 소진 및 EG급 소량 생산 과정에서 적자가 발생하고 있기 때문
- 다만 폴리실리콘이 현재의 가격 수준(10달러/kg 내외)을 유지한다면 4분기에는 충분히 흑자 달성이 가능한 상황으로 판단
- 카본케미칼의 경우 원만한 수요 회복과 함께 전분기 대비 흑자 전환이 예상되나, 에너지솔루션은 SMP 하락 등 영향으로 실적 부진이 이어질 전망

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20(F)				3Q20			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	671	402	495	527	-21.4	31.3	518	499	-21.8	-5.3
영업이익	-56	-44	7	8	흑전	흑전	1	28	흑전	232.0
순이익	-65	-37	1	-1	적지	적지	-2	21	흑전	흑전

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	3,112	2,605	1,997	2,134	2,396
영업이익	159	-181	-101	116	191
세전순이익	130	-1,012	-108	85	169
총당기순이익	104	-807	-76	65	131
자배분순이익	104	-794	-73	64	126
EPS	4,352	-33,308	-3,077	2,688	5,340
PER	24.6	NA	NA	21.2	10.7
BPS	143,796	110,515	105,429	111,272	111,306
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	3.1	-26.2	-2.8	2.5	4.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: OCI, 대신증권 Research Center

# SKC (011790)

한상원 sangwon.han@dashin.com

투자이견 **BUY**  
매수, 유지

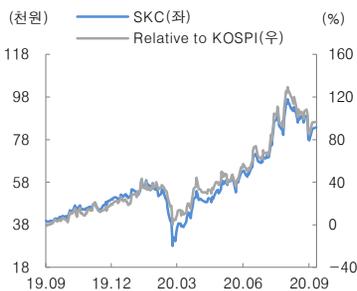
6개월 목표주가 **118,000**  
유지

현재주가 **83,800**  
(20.10.05)  
화학업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	3,145십억원
시가총액비중	0.23%
자본금(보통주)	188십억원
52주 최고/최저	97,000원 / 28,050원
120일 평균거래대금	350억원
외국인지분율	8.70%
주요주주	SK 외 6 인 41.54% 국민연금공단 11.87%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.2	35.8	127.1	112.7
상대수익률	-9.8	24.0	66.2	82.3



## 동박 해외 증설 임박

투자이견 매수, 목표주가 118,000원 유지

- 목표주가는 SOTPs(사업부별 가치 합산) 방식으로 산출  
: 기존 사업 2.5조원, 동박(Mobility 소재) 3.1조원 vs. 순차입금 1.8조원 등
- 상대적으로 높은 동박의 마진율은 제품 경쟁력에 대한 방증으로 판단하며, 향후 기존 및 신규 고객사에 대한 점유율 확대도 충분히 가능하다는 의미
- 2022년 국내(정읍)에서 6공장까지 증설이 완료되면 Capa는 연산 기준 5만톤까지 확대 vs. 향후 추가 증설은 국내보다는 미국/유럽/동남아 등 해외로 예상
- 또한 화학, Industry 소재 등 기존 사업부의 실적 개선이 나타나고 있는 점도 긍정적이며 반도체 소재의 성장성도 기대 요인으로 판단

3Q20 영업이익 629억원(+19% QoQ)으로 시장 기대치 부합 전망

- 3분기 영업이익은 전분기 대비 19.3% 증가한 629억원을 기록하며 시장 기대치(629억원)에 부합할 전망
- 동박 부문(SK넥실리스) 매출액은 전분기 대비 29% 증가 전망. 4공장 가동 효과 과가 본격적으로 반영되기 시작하며 판매량 증가 예상 vs. 영업이익은 162억원(+23% QoQ)으로 전망. 구리 가격 상승(+23% QoQ)의 평가 전가 시차 존재로 일시적인 수익성 악화 추정되나 이는 궁극적으로 평가 전가를 통한 수익성 회복이 가능한 이슈
- 화학(OP +25% QoQ)의 경우 PO(가격 +45%, 스프레드 +434달러/톤 QoQ)를 포함하여 주력 제품의 시황 개선에 따른 증익을 예상
- BHC(SK바이오펀드)의 경우 보유 지분 전량(28%)을 현대HCN에 매각(금액 1.2천억원, 10/16)을 결정 vs. 3분기 실적 추정치에 반영된 영업이익은 18억원으로 제외 시 전사 영업이익은 610억원(+22% QoQ)

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	3Q20(F)			4Q20			
				당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	637	652	773	745	17.0	14.2	743	736	11.5	-1.2
영업이익	41	53	67	63	55.1	19.3	63	67	121.2	5.8
순이익	22	-3	34	31	43.7	흑전	27	-34	적전	적전

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,768	2,540	2,794	3,255	3,635
영업이익	201	155	210	305	373
세전순이익	182	73	249	234	296
총당기순이익	141	67	95	176	231
지배지분순이익	121	60	73	144	197
EPS	3,404	1,686	2,069	4,076	5,556
PER	10.5	30.3	40.1	20.4	14.9
BPS	40,835	41,542	52,197	55,074	59,354
PBR	0.9	1.2	1.6	1.5	1.4
ROE	8.1	3.9	4.2	7.2	9.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: SKC, 대신증권 Research Center

# 효성티앤씨 (298020)

한상원 sang.won.han@dshin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**180,000**

유지

현재주가

(20.10.05)

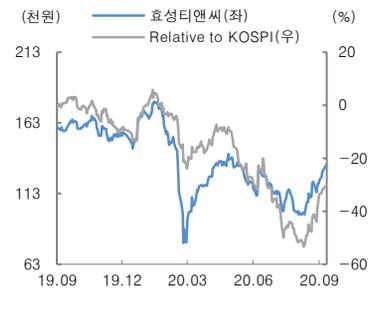
**133,500**

화학업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	578십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	178,000원 / 78,200원
120일 평균거래대금	29억원
외국인지분율	11.52%
주요주주	롯데케미칼 외 1 인 31.13% 국민연금공단 12.09%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	35.9	4.7	27.1	-15.0
상대수익률	36.5	-4.4	-7.0	-27.1



## 스판덱스 시황 회복 시작

투자 의견 매수, 목표주가 180,000원 유지

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 1.3배를 적용하여 산출
- 코로나19에 따른 시황 부진으로 스판덱스 신규 증설 투자는 더욱 위축되었으나 수요 위축이 기저효과로 작용하면서 수요는 대폭 개선이 가능할 전망 → 수급 여건 개선에 따른 시황 반등과 글로벌 1위 업체인 효성티앤씨의 수혜를 기대
- 혼용물 상승, 애슬레저 트렌드 확산 등에 따른 스판덱스의 구조적인 수요 성장세(연평균 +7% 내외)도 여전히 지속될 전망
- 8월 말 저점 대비 주가가 단기에 30%나 상승했음에도 2021년 예상 실적(정상화 가정) 기준 PER 4배에 불과하기 때문에 여전히 저가 매수가 충분히 가능한 구간
- 참고로 글로벌 2위 스판덱스 업체인 중국 Zhejiang Huafeng의 시가총액은 5조 7686천억원

3Q20 영업이익 489억원(흑전 QoQ)으로 시장 기대치 상회 전망

- 3분기 영업이익은 전분기 대비 흑자 전환한 489억원을 기록하며 시장 기대치(399억원)를 상회할 전망
- 섬유 사업부의 이익이 419억원(+30% QoQ)을 기록하며 개선될 전망. 주력 제품인 스판덱스의 이익이 전분기 대비 162%나 증가하며 전사 이익 개선 견인 예상
- 화섬 체인의 시황은 수요 위축 영향에 여전히 부진한 모습: PX, PTA, MEG 등 주요 제품 스프레드가 동반 악화되었으며 스판덱스 스프레드도 보험세에 그침
- 다만 전분기 높아진 재고에 대응하여 가동률을 하향 조정한 이후 가동률이 회복(3Q20 90% 추정)되는 과정에서 수익성이 정상화되며 이익 개선 가능할 전망
- 스판덱스 가격 자체도 8월 중하순(중국 기준)부터는 재고일수 하락과 함께 반등하는 모습을 보이고 있어 코로나19에 따른 부진에서 회복세 기대
- 무역/기타 부문도 타이어보강재(T/C)가 부진에서 회복되며 흑자 전환 예상

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	3Q20(F)			4Q20			
				당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,571	1,006	1,290	1,167	-25.7	16.0	1,286	1,233	-16.2	5.6
영업이익	92	-8	37	49	-46.9	흑전	40	54	-35.0	11.1
순이익	-7	-14	13	27	흑전	흑전	16	7	-80.0	-72.1

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	3,359	5,983	4,793	5,551	5,646
영업이익	125	323	174	314	355
세전순이익	48	230	78	250	299
총당기순이익	31	122	52	187	226
지배지분순이익	21	93	41	145	176
EPS	8,533	21,569	9,442	33,556	40,800
PER	21.7	7.2	13.6	3.8	3.1
BPS	161,354	112,984	122,177	151,520	185,086
PBR	1.1	1.4	1.1	0.8	0.7
ROE	10.5	20.9	8.0	24.5	24.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 효성티앤씨, 대신증권 Research Center

# 효성화학 (298000)

한상원 sang.won.han@dashin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**155,000**

유지

현재주가

(20.10.05)

**137,500**

화학업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,358.00
시가총액	439십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	179,500원 / 51,000원
120일 평균거래대금	38억원
외국인지분율	9.94%
주요주주	효성 외 6 인 43.76% 국민연금공단 13.46%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	33.5	32.9	56.1	-16.7
상대수익률	34.1	21.3	14.2	-28.6



## 지금부터 매수 구간

투자 의견 매수, 목표주가 155,000원 유지

- 목표주가는 2021년 예상 BPS에 목표 PBR 0.9배를 적용하여 산출
- 베트남 신규 PDH 설비는 1Q21 완공 이후 2~3분기 중 가동 본격화 예상. 신규 설비 가동이 가시화되기 전까지 주가는 순수 유회주와 동행하는 모습을 보이면서 PP(제품) 및 LPG(원료) 가격 변동에 민감하게 반응할 가능성은 존재하나 현재 화학 시황이 견조한 흐름을 보이고 있기 때문에 부정적 요소는 아니라고 판단
- 베트남 대규모 신규 설비 가동을 통한 2021~22년 매출과 이익의 동반 성장이 나타난다는 사실에는 변함이 없기 때문에 가동이 가시화되는 시점을 전후로 주가는 화학 업종 내 차별적인 상승이 나타날 전망
- 상반기 부진으로 PP/DH 사업의 2020년 예상 영업이익률이 3% 수준에 불과하나 베트남 PDH 가동 이후에는 과거의 10~15% 수준을 회복할 전망
- 2021~22년 PER은 3~4배 수준에 불과하기 때문에 매수 의견을 유지하며, 2021년 상반기를 경계하여 저점 매수에 나설 시점

3Q20 영업이익 288억원(+707% QoQ)으로 시장 기대치 부합 전망

- 3분기 영업이익은 전분기 대비 707% 증가한 288억원을 기록하며 시장 기대치(307억원)에 부합할 전망
- 주력인 PP/DH의 영업이익이 191억원을 기록하며 전분기 대비 흑자 전환할 전망: 한국 공정은 Lagging 스프레드가 상승(+111달러/톤)했고 전분기 반영됐던 일회성 비용(약 40억원)도 소멸되며 대폭 증익(OP +149%) 예상 vs. 베트남의 경우 매출액은 증가(+57%)하겠으나 원재료(프로필렌) 조달 차질이 지속되고 있어 적자 지속 전망
- TPA는 시황 부진이 이어지고 있으나 판매량 회복으로 적자 축소 기대 vs. NF3, 필름, 폴리케톤 등 제품들의 경우 합산 영업이익이 1백억원을 소폭 상회하며 전분기와 유사한 수준을 기록할 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)		4Q20					
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	456	429	495	503	10.4	17.2	461	474	13.7	-5.8
영업이익	55	4	25	29	-47.6	707.4	31	17	-29.6	-40.7
순이익	37	-13	7	11	-71.3	흑전	16	1	-84.0	-86.2

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,117	1,812	1,831	2,418	2,659
영업이익	65	154	62	183	230
세전순이익	27	110	7	131	184
총당기순이익	20	88	0	102	144
자비자분순이익	20	88	0	102	144
EPS	11,134	27,637	15	32,004	45,175
PER	12.8	5.2	8,073.7	3.9	2.7
BPS	199,142	142,536	137,580	167,739	208,208
PBR	0.7	1.0	0.9	0.7	0.6
ROE	11.1	21.4	0.0	20.9	23.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출

자료: 효성화학, 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.