

Morning Meeting Brief

Macro

정책 당국이 생각하는 원/달러 환율의 적정 범위

- 원/달러 환율 하락과 크게 달라진 외환시장 여건. 정책 당국의 단기적 관점 적정 원/달러 환율 상단은 1,180원, 하단은 1,140원으로 추정
- 10월 금통위에서의 이주열 한은 총재 발언은 '달러 약세를 근간으로 원화는 위안화에 연동' 정도로 확인
- 반면 환율 추가 하락 우려도 존재. 김용범 기획재정부 차관 발언은 가파른 환율 하락에 대한 일종의 환율 구두 개입으로 판단

공동락. dongrak.kong@daishin.com

Strategy

카오스(Chaos). 혼돈의 시간

- KOSPI, 글로벌 증시 변동성 확대 주의할 필요. 코로나19 재확산, 헛터 게이트 등의 변수들로 글로벌 금융시장, 증시 안정성 악화될 가능성
- 미국 경기부양정책 합의 지연, 코로나19 재확산, 노딜 브렉시트 가능성 등의 불확실성으로 투자심리, 수급에 큰 노이즈 유입될 가능성 경계
- 외환시장 변동성 확대시 KOSPI 하방압력 확대 불가피. KOSPI 적정 밸류에이션은 2,150~2,210p로 추정. 적극적인 대응은 자제할 필요

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Asset Allocation

가치주 강세 전환 가능성 점검

- 올해 연초 이후 성장지수가 +15.8% 상승하는 동안 -2.4% 하락하면서 약세 흐름이 이어졌던 가치지수의 주가 움직임이 달라짐
- 2021년 가치지수 EPS는 성장지수대비 높은 성장을 예상. 단, 시장 주도 스타일이 전환(성장→가치)되려면 시장금리의 상승추세 이어져야
- 최근 중앙은행의 막강한 영향력으로 인한 기간 프리미엄과 실질금리의 하락은 성장주에 유리. 가치주 강세 국면은 성장주 비중확대 기회

조승빈. seungbin.cho@daishin.com

Commodity

중국이 이끌어가고 있는 원자재 시장

- 최근 원자재가격 상승은 1) 중국의 경기부양정책에 따른 수요 확대 기대감과 2) 위안화 강세를 꼽을 수 있음
- 중국의 산업금속 수입량 증가는 중국 인프라 및 부동산 투자가 증가하고 있음을 방증
- 이번주 발표될 중국 실물지표에서 중국 경기회복을 확인할 수 있다면 중국발 원자재 수요 회복 기대감은 지속될 수 있을 것으로 판단

김소현. sohyun.kim@daishin.com

Quant

다시 돌아온 배당의 계절

- 연말 배당시즌 앞두고 배당주 투자 매력 부각 가능. 안정적 순이익 성장 예상되는 KOSPI 고배당주 23선 제시
- 올해 배당주 약세는 경기민감 가치 성향이 강한 배당주의 실적 신뢰도 악화, 성장주에 유리한 환경 지속에 기인
- 배당주 투자 포인트 : 금리 대비 높은 배당 수익률, 경기 회복에 따른 실적 개선 기대, 증시 변동성 확대 국면 속 안정적 수익 확보 가능

김지윤. jiyun.kim@daishin.com

매주 월요일 만나는 미국주식: 아마존, 연말 쇼핑시즌 개막

- 블랙 프라이데이급 할인 행사 연장
- 코로나19로 연말 온라인 쇼핑 boost, 이커머스 업체에 대한 관심 이어질 전망
- 다만 반독점법 위반에 따른 규제 강화 요구는 지속

이영한, yeonghan.lee@daishin.com

산업 및 종목 분석

[3QFY20 Review] TSMC: 이제는 컴퓨팅에 기대

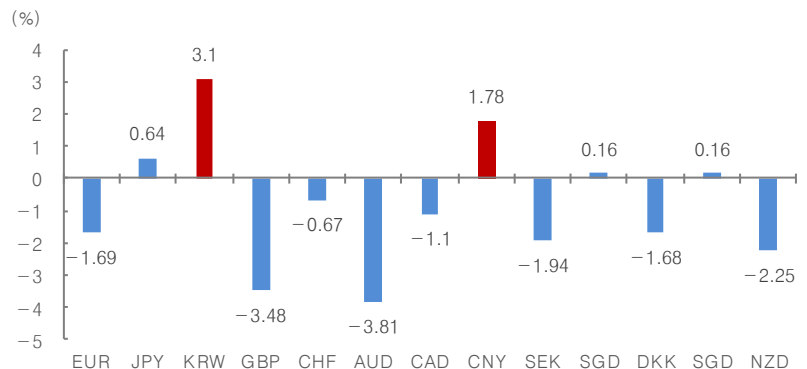
- 3Q20 매출 NT\$356십억(15% Q/Q, +22% Y/Y), GPM 53.4%, 영업이익 NT\$150십억(+14% Q/Q) 기록, 컨센서스 상회
- 4Q20 가이드는 대만달러기준 매출 +1.2% Q/Q, 미국달러기준 +3.4% Q/Q. GPM 52.5% OPM 41.5% 컨센서스 부합. 4분기는 스마트폰과 자동차 플랫폼은 전분기대비 성장, 가전 및 HPC는 하락 예상. 추가로 5나노 초기가동비용으로 GPM 소폭 하락 전망
- 실적 컨퍼런스콜의 주요 내용: 1) 팹리스 고객사의 재고 수준의 증가, 2) 향후 HPC 성장률이 전사 성장률을 상회할 전망, 3) 20년 설비투자금액 170억달러로 유지, 4) 5나노 매출비중 8%, 21년 20%로 확대, 5) 5나노/3나노 고객사 수요 강함, 6) 고급패키징(3D Fabric) 매출 성장률이 전사 성장률 상회 예상
- 7나노 이하공정에서의 파운드리 공급사는 TSMC와 삼성전자가 유일. 선단공정의 파운드리시장 확대 속 공급 증가는 제한적으로 계속해서 긍정적 시각 유지

이수빈, subin.lee@daishin.com

정책 당국이 생각하는 원/달러 환율의 적정 범위

- 원/달러 환율이 하락하면서 외환시장의 여건 역시 크게 달라졌다. 상반기 코로나19 충격으로 안전자산, 안전통화에 집중됐던 상황과는 180도 달라진 글로벌 환경에, 최근에는 가파른 원화 강세까지 더해졌기 때문이다.
- 이에 대해 주요 정책 당국자들이 일제히 환율에 대한 언급을 내렸고, 필자는 이러한 언급들을 토대로 이른바 정책 당국이 구상하는 원/달러 환율의 적정 범위에 대해 추정했다. 그 결과 정책 당국이 단기적(3개월 전후) 관점에서 적절한 수준이라고 평가하는 원/달러 환율 상단은 1,180원, 하단은 1,140원 부근으로 추정된다.
- 10월 금통위에서 이주열 한국은행 총재는 코로나 충격에 따른 경기 위축에 대응하는 것이 현재 통화당국의 가장 큰 현안이란 것을 재확인했다. 동시에 환율 진단도 내렸는데, 이총재는 “7월 이후 달러 급락과 위안화 절상 가운데 원/달러는 완만하게 하락했고, 9월 중순 이후 원화 강세가 빨라진 것은 코로나 진정으로 그간의 디커플링이 해소되는 과정”이라고 밝혔다.
- 해당 발언을 종합하면 현재 당국의 환율 인식은 ‘달러 약세를 근간으로 원화는 위안화에 연동’ 정도로 확인된다. 또한 이총재가 언급한 ‘7월’은 이미 필자도 수차례 강조한 내용으로 코로나 충격으로 금융시장이 큰 동요를 보인 후 안정을 찾기 시작했던 시기를 의미한다. 따라서 ‘7월 이후 달러 급락’은 앞선 시기들과 상이한 환율 동향(달러 약세)의 시사할 가능성이 높다.
- 위안화 절상을 함께 언급한 것은 원화가 위안화에 연동하는 상황일, ‘디커플링 해소’는 원화가 위안화에 가치가 연동하는 정도를 각각 시사한다. 이를 원/달러 환율에 적용한다면 “원화는 (달러 약세에 따른) 강세 속에 이른바 (위안화와) 디커플링 구간으로 인식됐던 1,180원에서 크게 저향을 받았지만, 코로나 진정으로 위안화 동향을 빠르게 따라잡고 있다” 정도로 풀이할 수 있다. 아울러 이는 지금까지의 환율 하락이 내재적 요인들과의 큰 괴리 없이 충분히 정상적으로 움직이고 있다는 당국의 인식 수위를 동시에 내포한다.
- 반면 환율이 추가로 더 하락하는 상황을 우려하는 목소리도 나왔다. 금통위와 같은 날인 14일 김용범 기획재정부 차관은 “국내 외환시장의 변동성이 커졌다”며 “위안화 강세의 영향이 큰 것으로 보이지만 원화 강세가 상대적으로 빠르게 진행되는 모습”이란 견해를 밝혔다. 최근 환율 하락이 가파른 것이 아니냐는 일종의 환율 구두개입인 셈이다.
- 정책 당국의 개입은 내용 만큼이나 시기가 중요하다. 보통 개입은 “환율은 경제 펀더멘털을 제대로 반영해야 한다”는 내용을 골자로 하는데, 그만큼 발언이 나온다는 것은 환율이 용인되는 적정 수준에서 이탈했을 가능성이 높다. 당시 해당 발언이 나왔던 시기에 원/달러 환율은 1,150원을 빠르게 하향 돌파한 이후 1,140원대 초반까지 하락했었다.

9월 이후 주요 통화별 달러 대비 가치 변화



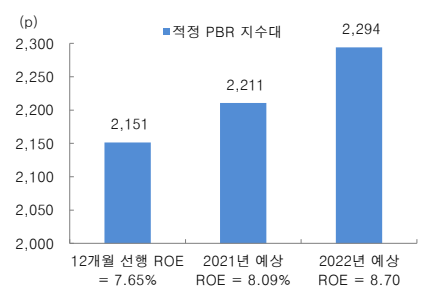
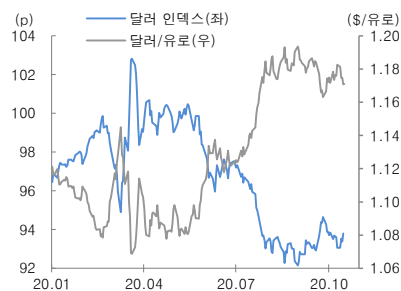
자료: 연합인포맥스, 대신증권 Research Center

카오스(Chaos). 혼돈의 시간

- 카오스(Chaos)는 사전적 의미로 천지창조 이전의 혼란스러움 또는 무질서, 대혼란 등의 뜻이다. 최근 글로벌 금융시장, 증시는 방향성 없이 불안한 등락을 이어가고 있다. IMF가 글로벌 GDP 성장률을 상향조정하고, 주요 기업들의 실적 서프라이즈가 이어졌지만, 주가는 하락했다. 기대했던 이슈가 기정사실화 되면서 기대와 현실, 펀더멘털과 주가 간의 괴리를 확인하는 계기가 되었다. IMF 통화자본시장 국장은 금융시장과 실물경제 괴리가 지속됨에 따라 경제회복이 늦어지면 주가 조정이나 변동성이 주기적으로 커질 수 있다고 지적했다.
- 당분간 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시의 변동성 확대에 주의가 필요하다. 위험자산, 주식시장 상승을 지지했던 기대변수들이 현실화 되거나 약화되는 가운데 코로나19 재확산 이슈가 경기회복 속도에 대한 불안감을 자극할 가능성이 높다. 미국 대선도 3차 TV토론(22일)을 앞두고 헛터 게이트가 수면 위로 부상할 조짐이다. 트럼프의 반격이 시작된다면 글로벌 금융시장, 증시의 안정성은 크게 약화될 것이다.
- 일단, 미국 경기부양정책의 의회 통과가 어려워지고 있다. 지난주 트럼프가 제시한 1조 8,000억달러(2,000억달러 증액) 경기부양정책은 민주당이 거부했다. 공화당은 내부적으로 3,000 ~ 5,000억달러 상당의 소규모 경기부양정책을 마련 하자는 의견이 제시되고 있다. 트럼프 행정부, 민주당, 공화당 모두 각기 다른 의견을 제시하며 합의가 쉽지 않은 상황이다. 그 동안 증시 상승을 지지하고, 안정성을 높여왔던 정책 기대가 약해지고 있다.
- 여기에 유럽발 불확실성이 가세하고 있다. 유럽 코로나19 일일 신규 확진자수는 15일 13만명을 넘어섰다. 그동안 상대적으로 안정적이었던 독일과 이탈리아 코로나19 신규 확진자수도 3월 최고치를 넘어섰다. 이미 부진한 흐름을 보이기 시작한 유럽 경기에 부담이 커지고 있다. 프랑스, 스페인, 영국 등 주요국은 비상사태를 재선포하고, 도시, 지역별 봉쇄조치를 강화하고 있다. 브렉시트 이슈도 수면 위로 부상했다. 영국과 EU간 무역협정을 포함한 미래관계 협상 데드라인은 지났다(15일). 협상은 이어가겠지만, 노딜 브렉시트 가능성이 높아지고 있다.
- 일련의 불확실성 변수들이 글로벌 증시의 상승추세를 훼손하지 않을 것이다. 그러나 투자심리, 수급에 예상보다 큰 노이즈가 유입될 가능성은 경계해야 한다. 특히, 미국과 유럽발 외환시장 변동성 확대시 KOSPI 하방압력 확대는 불가피하다. 원/달러 환율의 추가적인 하락도, 기술적 반등도 증시에 부담이기 때문이다. 1) 경기회복 속도에 대한 논란이 커지는 상황에서 원화 강세 속도가 빠르게 전개될 경우 환율 효과 약화에 대한 불안심리가 크게 유입될 수 밖에 없다. 2) 원/달러 환율이 반등할 경우 외국인 수급불안이 가중될 것이다. KOSPI의 적정 밸류에이션 수준은 2,150~2,210p로 추정한다. 아직은 적극적인 대응을 자제할 필요가 있다.

환율 변동성 확대는 투자심리, 수급불안 자극

적정 KOSPI 수준은 2,150 ~ 2,210p



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

가치주 강세 전환 가능성 점검

- KOSPI 상승세가 다소 주춤해진 이후 그동안 부진했던 가치주가 강세를 나타내고 있다. FnGuide에서 제공하는 WMI500Large 기준 스타일 지수를 살펴보면 8월말 대비 가치지수는 +6.5% 상승한 반면, 성장지수는 -2.4% 하락했다. 올해 연초 이후 성장지수가 +15.8% 상승하는 동안 -2.4% 하락하면서 약세 흐름이 이어졌던 가치지수의 주가 움직임이 달라지기 시작한 것이다.
- 가치지수와 성장지수의 주가 성과 차이는 실적 개선의 상대 속도에 따라 결정되는 모습이 나타났다. 최근 가치지수의 강세 전환 배경에도 가치주 실적 회복에 대한 기대감이 자리잡고 있다. 코로나19에 따른 글로벌 경기 둔화에 대한 우려는 경기에 민감한 가치주 실적에 부정적인 영향을 주었다. 코로나19가 전세기로 확산되는 과정에서 성장지수 대비 상대적으로 빠르게 하향조정된 가치지수의 12개월 선행 EPS는 5월 들어 회복세를 나타내고 있다. 현재 컨센서스 기준으로 올해와 내년 EPS증가율을 비교해보면 2020년에는 가치지수의 EPS증가율이 성장지수 대비 낮을 것으로 예상되고 있지만, 2021년 가치지수의 EPS는 올해대비 +40.9% 개선되면서 성장지수 대비 높은 EPS성장률이 예상되고 있다.
- 원자재 가격의 상승세가 이어졌다는 점도 가치지수에는 긍정적인 요인이었다. 가치성향이 높은 섹터로 에너지와 소재 섹터를 들 수 있는데 두 섹터는 원자재 가격의 움직임에 따라 실적 전망치가 민감하게 반응한다. 경기침체를 막기 위한 각국 정부와 중앙은행의 대규모 정책으로 풍부해진 유동성 환경과 경제활동 정상화 이후 회복세를 나타내고 있는 글로벌 제조업 경기는 원자재 가격의 상승을 뒷받침하고 있다. 장기간 부진했던 주가성으로 성장지수 대비 높아진 가격매력도와 가치주 실적 개선에 대한 기대감은 가치지수의 강세 전환 가능성을 높이는 요인이다.
- 하지만 시장을 주도하는 스타일이 성장에서 가치로 전환되기 위해서는 시장금리의 상승추세가 이어져야 한다고 판단한다. 낮은 금리는 대표적인 가치주인 금융주 실적에 부정적으로 작용하고 있다. 또한 풍부한 유동성과 저금리로 인한 리스크 프리미엄의 하락은 성장주의 높은 밸류에이션을 정당화하고, 성장주의 투자매력도를 유지시켜주는 요인이다.
- 현재 미 국채 10년물 금리에 반영된 장기채에 대한 기간 프리미엄과 물가를 반영한 실질금리는 모두 (-)영역에 위치해 있다. 국채금리가 기간과 물가를 전혀 보상해주지 못하는 수준으로 낮아진 것은 중앙은행의 적극적인 통화완화 정책 때문이다. 각국 중앙은행은 경기 회복이 본격화되기 전까지 금리를 낮은 수준으로 유지할 가능성이 높다. 중앙은행의 막강한 영향력으로 인한 기간 프리미엄과 실질금리의 하락은 성장주에 유리한 투자환경이다. 최근 나타나고 있는 가치주 강세 국면을 성장주 비중확대 기회로 활용해야 한다고 판단한다.

실질금리와 기간프리미엄의 하락은 가치지수에 부정적

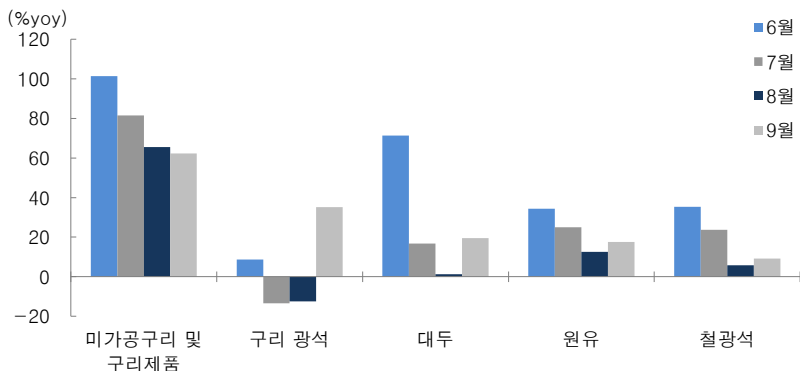


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국이 이끌어가고 있는 원자재 시장

- 10월 이후 원자재시장 수익률은 CRB지수와 S&P GSCI지수 기준으로 각각 3.7%, 4.6%를 기록했다. 원자재 내에서는 비철금속의 가격 상승률이 가장 컸고, 농산물과 에너지 순으로 원자재지수 상승을 이끌었다. 반면, 귀금속의 경우 월초대비 소폭 하락했다.
- 원자재가격 상승 요인으로 중국의 경기부양정책에 따른 수요 확대 기대감과 위안화 강세를 들 수 있다. 중국은 전년대에서 GDP 대비 재정적자 목표를 2.8%에서 3.6%으로 올렸으며, 국유기업 중심의 인프라와 부동산 투자로 경기 회복이 지속되고 있다. 최근 발표된 중국 9월 수출입 지표도 중국 내수가 회복되고 있음을 시사한다. 중국 9월 수출은 전년대기대비 9.9% 증가해 컨센서스를 부합했으며, 수입의 경우에는 전년대기대비 13.2% 증가해 컨센서스와 이전치를 넘어섰다.
- 실제로 중국의 원자재 수입량도 증가하고 있다. 중국 9월 미가공구리 및 구리제품과 구리 광석 수입량은 각각 전년대기대비 62%, 35% 증가했다. 또한, 철광석 수입량도 전년대기대비 9% 증가했다. 중국의 산업금속 수입량 증가는 중국 인프라 및 부동산 투자가 증가하고 있음을 방증한다. 중국 정책당국은 토지 개혁 및 전통적 인프라 투자 외에도 신형 인프라(5G 통신망, 전기차 충전시설, 산업인터넷망, 광역 철도망 등) 투자를 통해 경제 성장을 견인할 계획이다. 신형 인프라의 경우에는 철강 보다 비철금속 수요 증가를 기대할 수 있을 것이다.
- 중국 9월 원유 수입량은 전년대기대비 18% 증가해 5개월 연속으로 상승세를 이어나가고 있다. 병목현상 해소와 원유 저장시설 수용량 확대로 중국 원유수입이 증가할 것으로 보인다. 또한, 중국 대두 수입량은 전년대기대비 19% 증가했다. 중국 사육 돼지 수가 증가함에 따라 사료에 필요한 옥수수 및 대두 수입량도 증가할 가능성이 높다.
- 하지만 중국 원자재 수출량은 여전히 회복하지 못하고 있다. 중국 9월 철강제품과 비가공 알루미늄 및 알루미늄제품 수출량은 전년대기대비 각각 -28%, -2% 감소했다. 또한, 중국 정제유 수출량도 전년대기대비 -30% 감소했다. 중국을 제외한 국가에서의 코로나19 재확산으로 경기회복 및 재정정책 투입 속도 지연 가능성이 존재하기는 하지만 중국 9월 제조업 PMI 내에서 신규수출 주문 부문이 50.8로 2018년 5월 이후 최대치를 기록했다라는 점은 중국 원자재 수출 증가 기대감을 높일 수 있다.
- 이번주 19일 발표될 중국 실물지표(중국 3/4분기 GDP, 9월 광공업생산/소매판매/고정자산투자/부동산투자)에서 중국 경기회복이 지속되고 있음을 확인할 수 있다면 중국발 원자재 수요 회복 기대감은 지속될 수 있을 것으로 판단한다.

중국 9월 원자재 수입량 증가 추세 이어나가고 있어



자료: 중국 관세청, 대신증권 Research Center

다시 돌아온 배당의 계절

- 지난 한 주간 KOSPI 3Q20 영업이익 컨센서스는 전주대비 0.8% 상승했다(10월 15일, 최근 3개월 컨센서스 기준). 현재까지 잠정실적을 발표한 8개 기업을 제외해도 전주대비 0.5% 상승했다. 자동차, 증권, 화학, 유통 등 경기민감 가치주 성향의 업종들 중심으로 실적 전망치 상향조정이 이어졌다. 8월 중 13.2배까지 상승했던 KOSPI 12개월 선행 P/E는 10월 현재 12.0배까지 하락했다. 최근 실적 전망치 상승이 계속되는 가운데 지수가 소폭 하락한 영향이다. 현재와 같은 실적 개선 흐름은 높은 밸류에이션 부담을 완화 시켜줄 수 있다.
- 한편 배당의 계절이 다시 돌아왔다. 올해 배당주는 KOSPI 대비 부진한 주가 흐름이 이어지고 있다. 연초 이후 KOSPI가 7.4% 상승한 반면, KOSPI200 고배당지수는 -10.0% 하락했다. 낮은 금리는 고배당주의 투자 매력을 높이는 요인이다. 하지만 고배당주의 비율이 높은 업종들(금융, 에너지, 소재, 유틸리티)은 대체로 경기민감 가치주 성향을 띠고 있다. 상반기 코로나19로 이들 업종에 대한 실적 신뢰도가 낮아진 것이 주가 약세 요인으로 작용했다. 또한 저금리 환경이 가치주 대비 성장주의 투자 매력을 부각시켜준 점도 주가 하락을 심화시켰다.
- 다만 경기 회복에 따른 실적 개선에 대한 기대와 함께 연말 배당시즌을 앞두고 배당주의 높은 배당 수익률이 부각될 수 있다. 1) 현재 KOSPI 12개월 선행 배당 수익률과 3년만기 국고채 금리 스프레드는 1.4%p로 2010년 이후 역대 최고치 수준이다. 2) 최근 가치주 중심으로 실적 전망치 상향조정이 이루어지면서 성장주와의 실적 격차가 축소되고 있는 점도 가치 성향이 강한 배당주에 긍정적이다. 3) 또한 미국/유럽 코로나19 재확산, 미국 경기 부양책 시행 지연 등으로 증시 변동성이 확대된 국면에서 배당주는 안전하게 수익을 확보할 수 있는 투자처가 될 수 있다.
- 따라서 연말 배당향 자금 유입을 기대할 수 있는 KOSPI 고배당주 23개를 관심 종목으로 제시해 놓았다. 상반기 배당주의 실적 악화가 배당 불확실성에 대한 우려를 자극했기 때문에, 올해 안정적인 순이익 성장이 예상되는 기업들에 집중할 필요가 있다는 판단이다. 1) 예상 배당 수익률이 3% 이상인면서 2) 2020년 전년대비 순이익 증가율이 10% 이상일 것으로 기대되는 종목을 관심 종목으로 선정했다. 특히 최근 1개월 순이익 컨센서스가 상승한 종목들은 실적시즌이 진행되는 과정에서 상대적으로 주목받을 수 있다는 점에서 눈여겨볼 필요가 있다.

KOSPI 고배당주 23선

기업명	배당 수익률(%)	2020년 예상 순이익 증가율 (%yoy)	1M 순이익 컨센서스 변화(%)	기업명	배당 수익률(%)	2020년 예상 순이익 증가율 (%yoy)	1M 순이익 컨센서스 변화(%)
쌍용양회	8.0	14.0	-0.9	삼성생명	4.4	11.5	1.8
금호산업	7.3	328.0	1.4	SK 텔레콤	4.3	63.8	-0.8
메리츠화재	7.2	17.8	1.6	스카이라이프	4.2	31.8	1.2
삼성증권	6.1	11.1	14.5	현대상사	4.2	110.9	14.1
삼성카드	5.7	11.6	1.4	한화생명	3.9	111.8	3.6
롯데푸드	5.4	98.2	2.9	롯데하이마트	3.8	흑전	9.2
삼성화재	5.1	23.3	-0.1	세아베스틸	3.7	71.7	-2.5
미래에셋생명	5.1	11.7	2.7	LG 유플러스	3.5	29.6	-0.9
포스코인터내셔널	5.0	23.4	-4.0	한국전력	3.4	흑전	0.0
현대해상	5.0	46.4	-0.3	LG	3.3	28.7	-6.1
KT	4.8	12.3	-3.6	미래에셋대우	3.2	16.3	8.4
DB 손해보험	4.4	38.6	0.4				

자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

주: 배당 수익률은 10월 15일 종가 기준. 최근 1개월 순이익 컨센서스가 상향된 종목에 음영처리

아마존, 연말 쇼핑시즌 개막

블랙 프라이데이급 할인 행사 연장

- [아마존 프라이데이] 인터넷 시장 조사 업체 eMarketer와 Digital Commerce 360에 따르면 10월 13일~14일 이틀간 진행된 2020년 아마존 프라이데이 매출은 전년대비 40% 이상 증가한 100억달러를 기록할 것으로 추정. 아마존은 2020년 아마존 프라이데이 행사 기간 외부판매자 (third-party sellers, 아마존 플랫폼에 입점한 중소기업) 매출이 지난해 프라이데이 매출 대비 60% 증가한 35억달러를 기록했다고 발표
- [홀리데이 대시] 아마존은 프라이데이 행사가 종료된 지 이틀 만에 홀리데이 대시(Holiday Dash) 할인 행사를 개최한다고 발표. 홀리데이 대시 할인 행사는 10월 16일부터 연말까지 진행되며 아마존 상품, 장난감/게임, 의류/패션, 가구/주방용품, 전자기기 등 다양한 품목을 20~40%대 저렴한 가격에 판매. 이번 홀리데이 대시에는 행사 동안 구입한 품목에 대해 2021년 1월 31일까지 환불이 가능

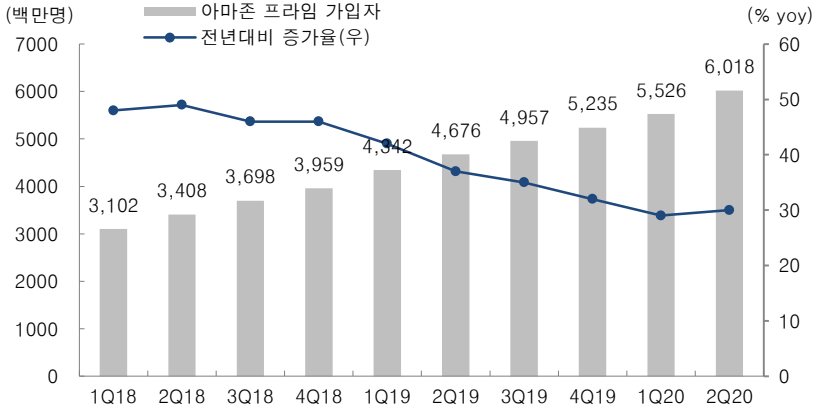
코로나19로 연말 온라인 쇼핑 boost, 이커머스 업체에 대한 관심 이어질 전망

- 블랙 프라이데이(11/27일)를 앞두고 미국 유통 업체들은 이용객 분산을 위해 행사 기간을 연장하거나 차별화된 영업 전략을 내세우고 있음
- [월마트] 세 차례 프로모션 진행 1) 11/4일(온라인) & 11/7일(오프라인), 2) 11/11일(온라인) & 11/14일(오프라인), 3) 11/25일(온라인) & 11/27일(오프라인)
- [타겟] 11월 내내 블랙프라이데이 가격으로 상품 판매, 11월~12월에 구입한 상품 가운데 타겟 매장이나 타겟닷컴에서 최저가 발견 시 차액 환불
- [홈디포] 11월~12월 내내 온라인&오프라인 매장 모두 블랙프라이데이 가격으로 상품 판매

다만 반독점법 위반에 따른 규제 강화 요구는 지속

- EU 규제당국은 아마존의 반독점법 위반 혐의를 신속하게 조사하기 위해 조사범위를 좁힐 가능성이 있다고 언급. 아마존은 2020년 프라이데이 총 매출을 공개하지 않은 채 중소기업의 실적이 포함된 외부판매자 매출 증가율이 아마존 상품 매출 증가율보다 컸다는 부분을 강조

연말 쇼핑 성수기로 아마존 프라임 가입자 증가세 유지될 전망



자료: 아마존, 대산증권 Research Center

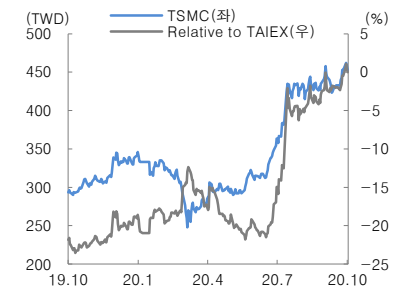
TSMC
(2330.TW)

이수빈 subin.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
(토스로이더 평균) *(1.9)
목표주가(TWD) 488.0
(토스로이더 평균)
현재주가(TWD) 449.0
(20.10.16)
반도체업종

기업명	Taiwan Semiconductor Manufacturing Company
회계마감월	12월
거래소국가	Taiwan
거래시장	Taiwan Stock Exchange
시가총액(조대만달러)	314.3
시가총액(조원)	463.5
발행주식수(백만주)	24,767.7
52주 최고가/최저가	466.5/235.5
주요주주	National Development Fund, Executive Yuan 6.38%, Capital Research Global Investors 3.15%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.8	24.8	57.6	54.3
상대수익률	1.9	19.7	34.8	38.9



이제는 컴퓨팅에 기대

3분기 실적 컨센서스 상회

- 3분기 매출 NT\$356십억(15% Q/Q, +22% Y/Y), GPM 53.4%, 영업이익 NT\$150십억(+14% Q/Q) 기록, 컨센서스 상회. 전분기대비 매출총이익률 개선은 가동률 증가 덕분. 5나노 초기가동비용과 비우호적인 환율 흐름을 상쇄
- 4분기 가이던스는 대만달러기준 매출 +1.2% Q/Q, 미국달러기준 +3.4% Q/Q. GPM 52.5% OPM 41.5% 컨센서스 부합. 4분기는 스마트폰과 자동차 플랫폼은 전분기대비 성장, 가전 및 HPC는 하락 예상. 추가로 5나노 초기가동비용으로 GPM 소폭 하락 전망

20년 매출 성장률 +25% Y/Y, 21년은 +10%로 둔화 예상

- 전년대비 매출 성장률 컨센서스는 각각 20년 +24.6%, 21년 +10.3%
- 실적 컨퍼런스콜의 주요 내용: 1) 팹리스 고객사의 재고 수준의 증가, 2) 향후 HPC 성장률이 전사 성장률을 상회할 전망, 3) 20년 설비투자금액 170억달러로 유지, 4) 5나노 매출비중 8%, 21년 20%로 확대, 5) 5나노/3나노 고객사 수요 강함, 6) 고급패키징(3D Fabric) 매출 성장률이 전사 성장률 상회 예상
- 팹리스 고객사의 재고는 과거 계절적 평균 재고 수준을 상회한다고 발표함. 지난 7월, 2분기 실적발표에서는 재고 조정 가능성에 대해 지속적인 모니터링이 필요하다고 얘기한 반면, 이번 실적발표에서는 팹리스 고객사들은 미중무역분쟁, 코로나19 등 불확실성이 높아지는 상황에서 재고를 평균 수준 이상으로 보유하는 정책을 오랜 기간 유지할 것으로 예상함
- 20년 스마트폰 출하량은 10% 이상 하락할 것으로 예상. 그러나 동사 스마트폰 향 매출은 3분기 누적으로 전년대비 30% 성장. 5G 스마트폰의 반도체 탑재량이 30~40% 증가했고, 화웨이를 포함한 고객사들의 재고 확보 수요가 발생했기 때문. 이에 따라, 21년 고객사 재고 조정에 대한 투자자의 우려 존재
- 21년 HPC(High Performance Computing) 플랫폼 성장으로 스마트폰 성장 둔화를 상쇄시킬 전망. 애플의 맥북 프로세서 생산, AMD의 시장점유율 확대, 인텔의 외주 생산 덕분. 당사 추정치에 따르면 21년 애플 맥북 프로세서 반도체로부터 약 17억 달러(NT\$49B)의 매출이 발생할 것으로 예상함
- 7나노 이하공정에서의 파운드리 공급사는 TSMC와 삼성전자가 유일. 선단공정의 파운드리시장 확대 속 공급 증가는 제한적으로 계속해서 긍정적 시각 유지

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억만달러, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1031	1070	1334	1471	1650
영업이익	384	373	551	587	661
총당기순이익	351	345	504	542	618
EPS	13.5	13.3	19.4	21.0	23.9
PER	33.2	33.7	23.1	21.4	18.8
BPS	64.7	62.5	72.9	82.7	93.3
PBR	6.9	7.2	6.2	5.4	4.8
ROE	22.0	20.9	28.5	26.8	27.0

자료: TSMC, Thomson Reuters, 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.