

Morning Meeting Brief

대체투자

에너지 산업의 세대 교체 (feat. 넥스트에라)

- 글로벌 석유기업 엑손모빌(XOM)이 미국 신재생에너지 대표 기업 넥스트에라(NEE)에 시가총액이 추월 당하며, 에너지 산업의 세대교체가 진행 중
- 미국 에너지 소비 시장에서는 2019년 석탄에너지가 재생에너지에 추월 당했고, 올해 상반기를 기점으로 유럽 에너지 발전 시장에서도 신재생에너지 발전이 40%를 차지하며, 화석 연료 비중 34%를 추월
- 2020년 상반기 신재생에너지에 대한 투자는 1,324억 달러로 2019년 상반기 1,258억 달러 대비 5% 증가. 해상풍력이 전년 대비 319% 증가한 350억 달러를 기록하며 성장을 견인. 육상풍력은 21% 감소한 375억 달러, 태양광은 12% 감소한 547억 달러
- 하반기 진행 중인 신재생에너지의 글로벌 M&A는 195건, 지분투자/사모펀드/벤처캐피탈 합산은 53건으로 코로나 19 장기화에도 양호

미래산업팀

해외주식

클라우드스트라이크, 제 2의 세일즈포스

- 최초의 클라우드 네이티브(SaaS) 엔드포인트 보안 기업
- 기업들의 클라우드 전환, 채택근무 확산으로 엔드포인트 보안 수요 증가. 특히 사이버보안 시장이 클라우드 중심으로 재편되며 동사 수혜
- 단기적으로 밸류에이션 부담은 높으나 향후 3년간 연평균 40%대 매출 성장이 예상되어 중장기적 접근법 유효

허지수, Jisu.heo@daishin.com

산업 및 종목 분석

[3Q20 Review] 아모레퍼시픽: 머지 않은 다이어트 성공

- 투자이견 매수 유지, 목표주가 240,000원으로 상향 조정(+20%)
- 3Q20 연결 영업이익은 560억원(-48% yoy, +59% qoq)으로 컨센서스 영업이익 433억원, 종전 대신증권 추정 영업이익 404억원 상회
- [한국] 면세 채널 성장률(-54% yoy)이 시장 성장률(-35% yoy)을 크게 하회하면서 화장품 매출액, 영업이익 각각 -32%, -66% yoy 기록
- [중국] 오프라인 매장 축소로 이니스프리 매출액(-28% yoy)이 크게 감소하였음에도 설화수(+25% yoy), 마몽드(+12% yoy)의 판매 호조로 중국 매출액은 -10%에 그친 것으로 파악되는 점, 중국 매출액에서 온라인 비중이 45%까지 확대된 것으로 추정되는 점은 긍정적
- 2021년 이니스프리 중국 매출 역성장 폭이 -7%로 크게 축소될 가능성이 높다고 판단되며, 럭셔리 브랜드의 판매호조로 2021년 중국 매출액 성장률이 +5%로 반등 가능할 전망. 이에 2021년 아시아 영업이익은 2020년 대비 900억원 이상 증가 될 것으로 기대
- 북미 사업의 이니스프리 직영몰로의 채널 전환 및 대형 매장 철수에 따른 20년 이후 이익기여와 하이난 면세 시장 성장에 따른 실적기여 기대

한유정, yujung.han@daishin.com

[3Q20 Review] OCI: 폴리실리콘 흑자 전환

- 투자이견 매수 유지, 목표주가 85,000원으로 24% 상향. 정상화된 현재의 폴리실리콘 가격 수준 하에서 충분히 이익 창출이 가능하다는 사실을 이번 실적을 통해 입증했기에 폴리실리콘의 사업 가치를 상향
- 3Q20 영업이익 181억원(흑전 QoQ)으로 시장 기대치 대폭 상회했으며, 8개 분기 만에 흑자 전환에 성공. 폴리실리콘이 포함된 베이직케미칼 부문의 이익 개선이 가장 긍정적인 요소: 1) 중국 경쟁사 생산 차질에 따른 가격 급등(평가 +30% vs. 시장 가격 +49%), 2) 말레이시아 정기보수 종료 및 공정 개선(판매량 +80%) 등 덕분
- 폴리실리콘의 구조적 흑자 전환을 확인한 점이 핵심: 1) 폴리실리콘 가격 정상화, 2) 말레이시아 원가 절감 등 덕분. 3) 반도체용 폴리실리콘 판매도 계획대로 증가 전망(SK실트론 공급 계약 체결, 2,755억원 규모)

한상원, sangwon.han@daishin.com

[3Q20 Review] S-Oil: 나아지고 있는 중

- 투자이건 매수(BUY), 목표주가 65,000원 유지
- 분기 영업이익은 전분기 대비 적자폭을 축소했으나 당사 추정치(753억원) 및 시장 기대치(1,106억원)에는 미치지 못하면서 3개 분기 연속 적자 시현
- 예상치와의 차이는 주로 화학 사업부(적전 QoQ)에서 기인. 예정된 정기보수 외에도 태풍에 따른 일시적 가동 차질이 발생했고, PX 및 벤젠의 수익성 악화가 예상보다 컸기 때문. 또한 재고 손익(주로 정유)의 증가 규모도 예상치를 하회
- 4Q20 영업이익은 604억원으로 흑자 전환 기대: 1) 일시 부진했던 화학 사업부가동 정상화에 따른 실적 개선이 예상되며, 2) 정유 사업도 경우 실질 이익의 개선을 기대(계절적 난방 수요 증가, 신형국 수요 개선 등) vs. 재고 손익은 감소, 3) 유희기유도 양호한 실적 지속 전망

한상원. sangwon.han@daishin.com

[3Q20 Review] LG 이노텍: 4분기 및 21년 최대 실적

- 투자이건 '매수(BUY)' 및 목표주가 200,000원 유지
- 2020년 3분기 영업이익(연결) 894억원(-52.1% yoy / 108.2% qoq)으로 종전 추정치(980억원), 컨센서스(949억원)에 소폭 하회. 매출 2,23조원(-8.8% yoy / 44.8% qoq), 당기순이익은 269억원(-78.5% yoy / 254.5% qoq) 시현. 전년동기대비 영업이익 규모는 감소하였으나 4분기로 매출이 아월 최대 실적을 예상
- 2020년 4분기 매출(3.51조원)과 영업이익(3,445억원)은 분기 최고 예상. 광학솔루션 매출은 2.76조원(85.5% qoq / 22.6% yoy) 추정. 전략고객사의 2020년 스마트폰 출사가 지연. ToF 카메라의 추가 공급 등 스마트폰 대당 카메라모듈 매출이 증가에 기인

박강호. kangho.park@daishin.com

[3Q20 Review] NH 투자증권: 또 다시 사상최대 이익

- 투자이건 매수(BUY), 목표주가 13,000원 유지
- 3Q20 지배주주 순이익 2,397조원(QoQ +4.5%, YoY +198%) 기록. 3분기 순이익은 우리의 추정 1,459억원을 64.3% 상회하고 컨센서스 1,699억원을 41.1% 상회하는 어닝서프라이즈 기록. 어닝서프라이즈는 지난 2분기에 이어 연속. 실적호조는 브로커리지, 상품판매, IB, 이자이익 등 전 부문에 걸쳐 고르게 견인
- 우려에도 IB수익은 역대 최고치를 기록하였으며 코로나 장기화에 따른 대면영업이 2020년 보다는 활성화 될 것으로 예상되어 관련 수익은 견조하게 유지될 전망. 전 부문에서 고르게 실적 개선되며 우려를 불식시킨 분기. 2020년 연간 이익 30% 이상 증가 전망

박혜진. hyejin.park@daishin.com

[3Q20 Review] SK 머티리얼즈: 사상 최대 매출 달성

- 투자이건 매수, 목표주가 300,000원으로 유지
- 3분기 매출 2,467억원(+8.5% Q/Q), 영업이익 625억원(+10.5% Q/Q) 기록하며 당사 추정치 및 컨센서스 부합
- 특수가스 부문 출하량 약 10% 증가한 것으로 추정. 4분기에도 특수가스 부문 출하량은 양호할 것으로 예상
- 식각가스 부문, 3분기에 물량 증가로 고정부 부담이 감소하며 영업이익률이 전분기대비 큰 폭으로 개선. 특히, 21년에는 주요 고객사의 3D NAND 캐파 증설에 따른 큰 폭의 성장 기대
- 산업가스는 SK하이닉스의 M16랩으로 공급 시작되며 매출액 전분기대비 12% 성장. 4분기 성장률은 더욱 가팔라질 것으로 예상
- 20년 매출 9,507억원(+23% Y/Y), 영업이익 2,364억원(+10% Y/Y), 21년 매출 1조 1,378억원(+20% Y/Y), 영업이익 3,000억원(+27% Y/Y) 전망

이수빈. subin.lee@daishin.com

[3Q20 Review] 캐터필러 : 아직은 코로나 영향권, 올해보다 내년

- 3Q20 실적은 매출액 98,8억불(-22.6% yoy) 영업이익 9,9억불(-51.2% yoy) 영업이익률 10.0%(-5.8%p yoy)를 기록. 톰슨리터 컨센서스 매출액 98.0억불과 컨센서스 영업이익 9.9억불에 부합
- 매출액은 전 사업부문이 전년동기 대비 감소. 코로나 영향을 받았던 전분기와 비교하면 비슷한 수준. 영업이익은 전분기 대비 +25.6% 개선(OPM +2.2% qoq). 전체적으로 비용관리, 매출구성, 공장효율화 등이 미진 개선에 기여
- 달러 재고는 4분기에도 7억불이 추가 감소되며 연간 달러 재고감축 규모는 약 25억불이 될 전망. 연내 회복은 어려운 대신 내년부터 소진된 재고를 다시 쌓으려는 달러 재고축적(Restocking) 수요가 늘어날 수 있으며, 동사 매출 역시 시장 수요 회복과 근접하게 될 것
- 코로나 영향은 정점을 통과하고 있으며 미 대선결과와 무관하게 대규모 인프라 투자 집행 당위성은 충분한 상황. 투자관점에서는 올해보다 내년 상황을 감안해야 할 때

이동현. dongheon.lee@daishin.com

[Issue Comment] 서울반도체: LED 시장 변화의 최대 수혜

- LG이노텍, 전일(10/28) LED 사업을 영업정지한다고 공시. LED 사업 중단은 2021년 서울반도체에 반사이익(매출과 영업이익 증가)으로 판단
- LG이노텍이 2020년 4분기 LED 사업을 최종적으로 중단하면서 2021년 LG전자와 LG디스플레이의 디스플레이(TV, 모니터, 태블릿 등)향 LED 공급을 서울반도체가 주력으로 담당할 전망
- LG이노텍의 LED 매출은 2019년 3,267억원 기록, 2020년 1,092억원 추정

박강호, kangho.park@daishin.com

에너지 산업의 세대교체 (feat. 넥스트에라)

신재생에너지 기업의 추월

- 석유와 가스시장이 소비 감소와 공급 과잉으로 하락했고, 장기적으로 수요 회복도 불확실한 상황이지만, 신재생에너지는 성장 산업으로 주목 받으며 가장 뜨거운 한해를 보내고 있음
- 신재생에너지를 중심으로 변화하는 에너지 시장의 흐름이 금융시장에서도 나타나며, 10월 둘째 주를 기점으로 글로벌 빅오일(Big Oil)의 대명사인 엑손모빌의 시가총액이 신재생에너지 대표 기업인 넥스트에라에 추월

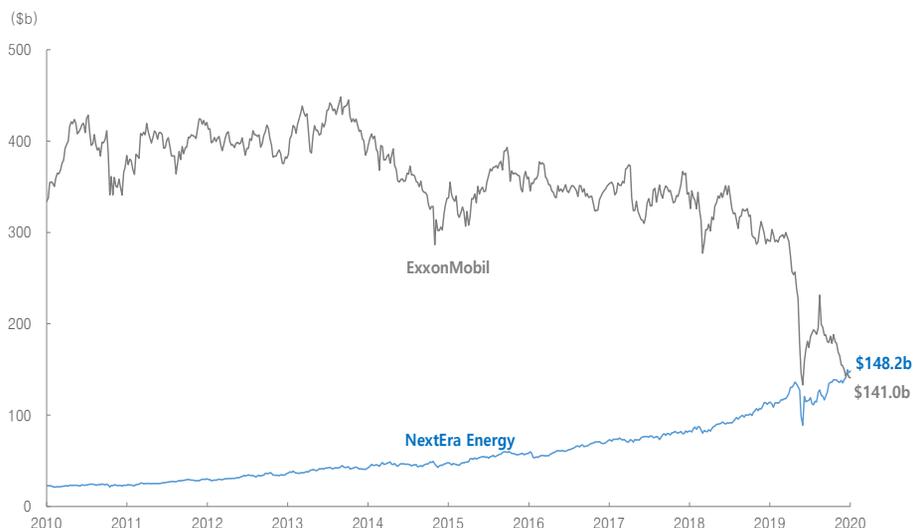
에너지 소비, 발전 시장에서의 약진

- 2019년 미국 에너지 소비에서 석탄이 재생에너지에 추월 당하면서 130여 년 만에 1위 자리를 내 줌
- 2020년 상반기 유럽 에너지 발전 시장에서 신재생에너지 발전 비중이 40%를 차지하며, 34%로 감소한 화석 연료를 추월
- 신재생에너지 내에서는 풍력과 태양광 비중이 21%를 차지, 지난 10년 간 3.5배 증가한 수치

신재생에너지 투자 상반기 5% 증가, 하반기 태양광, 해상 풍력 중심으로 진행 중

- 2020년 상반기 1,324억 달러로 전년 동기 1,258억 달러 대비 5% 증가
- 해상 풍력이 319% 증가한 350억 달러로 성장을 견인, 육상 풍력은 21% 감소한 375억 달러, 태양광은 12% 감소한 547억 달러
- 하반기 진행 중인 투자에서 M&A는 195건(전년 동기 188건), 지분투자/사모펀드/벤처캐피탈 합산은 53건(전년 동기 64건) 으로 코로나 19 장기화에도 불구하고 양호
- 10억 달러 이상의 빅 딜은 주거용 태양광 분산 발전 시스템, 해상 풍력에서 발생

엑손모빌(XOM) 시가총액을 추월한 넥스트에라(NEE)



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

클라우드스트라이크, 제 2의 세일즈포스

최초의 클라우드 네이티브(SaaS) 엔드포인트 보안 기업

- CrowdStrike는 엔드포인트 보안(EDR) 혁신을 선도하는 기업. 경량형 에이전트 하나로 다양한 보안 기능을 추가할 수 있으며 AI/머신러닝을 이용한 차세대 안티바이러스(NGAV) 기술로 non-malware, 알려지지 않은 위협을 탐지하는 데 강점
- 기업들의 클라우드 전환은 CrowdStrike의 성장 동력. 최근 사이버보안 시장은 클라우드가 레거시 장비를 대체하면서 빠르게 성장하고 있으며, 클라우드 비중이 아직 10%에 불과해 클라우드 업체 성장 여력 높다고 판단
- 지난해 McAfee, Symantec 등 레거시 엔드포인트 보안 기업들은 낮은 한지릿수대 성장에 그친 반면 CrowdStrike는 98%의 높은 성장률을 기록. 레거시 업체들도 뒤따라 클라우드 제품을 내놓고 있으나 성능, 확장성 측면에서 클라우드 네이티브인 동사 제품이 우수
- 전체 엔드포인트 시장에서 CrowdStrike 점유율은 3%에 불과하나, 클라우드 보안 솔루션 분야에서는 독보적 1인자. 가트너는 엔드포인트 보안 플랫폼 시장내 동사를 글로벌 1위로 선정. 현재 포춘 100 중 49개, 글로벌 초대형 은행 20개 중 11개가 동사 솔루션을 구축

제 2의 세일즈포스 가능성

- 세일즈포스가 최초의 클라우드 CRM 서비스로 혁신을 일으켰듯, CrowdStrike는 최초의 클라우드 엔드포인트 보안(EDR) 솔루션으로 혁신을 선도. 특히 업계 최초로 보안 앱스토어와 개발 플랫폼(PaaS)를 출시해 외부 네트워크 효과를 끌어들이고 있다는 점에서 세일즈포스와 유사한 성장 전략
- 지스케일러, 넷스코프 등 11개의 클라우드 보안 업체들과 파트너십을 맺어 다양한 보안 애플리케이션을 마켓플레이스에서 판매하고 있으며, 고객들은 API로 기능을 통합해 각자 비즈니스에 맞는 보안 앱을 구축 가능

CrowdStrike, 보안 업계의 세일즈포스. 클라우드 네이티브 솔루션으로 차별화



자료: CrowdStrike, 대신증권 Research Center

아모레퍼시픽 (090430)

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

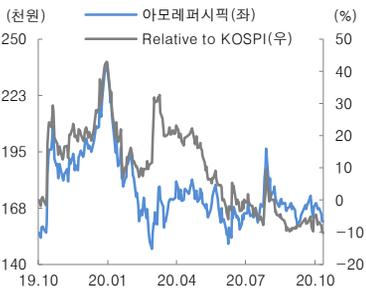
투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **240,000** 상향
현재주가 **161,000**
(20.10.28) 화장품업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2345.26
시가총액	9,971십억원
시가총액비중	0.73%
자본금(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	236,500원 / 147,500원
120일 평균거래대금	536억원
외국인지분율	29.87%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 5인 49.29% 국민연금공단 6.51%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.3	-1.2	-8.5	3.5
상대수익률	-1.9	-4.9	-24.6	-7.6



머지 않은 다이어트 성공

투자 의견 매수 유지, 목표주가 240,000원으로 상향 조정(+20%)

- 2021년 이익 추정치를 7% 상향 조정하였으며, Peer group의 Valuation 상승을 반영해 목표주가 상향 조정

기대치를 상회한 3분기

- 아모레퍼시픽의 2020년 3분기 연결 매출액은 1조 886억원(-22% yoy, +3% qoq), 영업이익은 560억원(-48% yoy, +59% qoq)으로 컨센서스 영업이익 433억원, 증권 대신증권 추정 영업이익 404억원 상회
- 지역별로는 1) **[한국]** 디지털 채널 매출 성장(+43% yoy 추정, 이하 생략)에도 면세 채널 성장률(-54%)이 시장 성장률(-35%)을 크게 하회하면서 럭셔리 브랜드 매출액 비중은 49%까지 축소되었고 이에 화장품 매출액, 영업이익이 각각 -32%, -66% yoy를 기록하며 역대 최저 영업이익률을 기록한 점은 아쉬움. 하지만 2) **[중국]** 오프라인 매장 축소(-77개 yoy, -47개 qoq)로 이니스프리 매출액(-28% yoy 추정, 이하 생략)이 크게 감소하였음에도 설화수(+25%), 마몽드(+12%)의 판매 호조로 중국 매출액은 -10%에 그친 것으로 파악되는 점 그리고 중국 매출액에서 온라인 비중이 45%까지 확대된 것으로 추정되는 점은 긍정적임. 또한 3) **[유럽, 북미]** 채널별로는 온라인 채널 중심, 브랜드별로는 라네즈 중심으로 판매 호조 보인 영향으로 유럽, 북미 매출액은 각각 -15%, -16% yoy에 그치며 상반기 대비 하락 폭이 크게 축소되며 유럽은 흑자전환에 성공하고, 북미 영업이익은 +177% yoy 증가된 점 역시 긍정적임. 국내외 저수익 점포 폐점에 따른 일회성 비용 약 300억원 반영으로 지배순이익은 96억원(-91% yoy) 기록

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20					4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,402	1,056	1,132	1,089	-22.4	3.1	1,142	1,147	-14.0	5.4
영업이익	108	35	40	56	-47.9	58.9	43	64	40.0	14.7
순이익	104	11	39	10	-90.8	-12.8	30	29	흑전	203.0

자료: 아모레퍼시픽, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,278	5,580	4,422	4,913	5,367
영업이익	482	428	216	407	499
세전순이익	453	371	164	411	510
총당기순이익	335	224	122	305	378
지배지분순이익	332	239	121	303	376
EPS	5,472	3,938	1,911	5,052	6,307
PER	38.3	50.8	84.2	31.9	25.5
BPS	64,072	65,050	65,959	69,363	73,744
PBR	3.3	3.1	2.4	2.3	2.2
ROE	7.7	5.4	2.7	6.5	7.6

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

OCI
(010060)

한상원

sanwon.han@daishin.com
투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

85,000

상향

현재주가

(20.10.28)

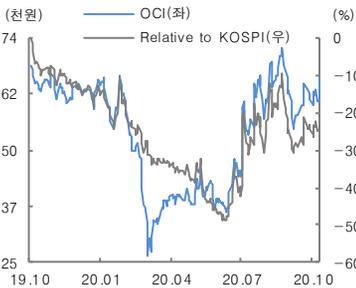
65,300

화학업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2345.26
시가총액	1,557십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	127십억원
52주 최고/최저	71,800원 / 26,600원
120일 평균거래대금	352억원
외국인지분율	17.20%
주요주주	이희영 외 32 인 22.27% 국민연금공단 9.96%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.6	23.4	66.2	0.9
상대수익률	12.7	18.8	37.0	-9.9



폴리실리콘 흑자 전환!

투자의견 매수 유지, 목표주가 85,000원으로 24% 상향

- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출 vs. 12MF 기준 목표 PBR 0.8배에 해당
- 2021년 폴리실리콘 가격 전망치 상향(8.5→9.7달러/kg)에 따른 실적 추정 변경(2021F EPS +52%)을 반영하여 목표주가를 기존 대비 24% 상향 조정
- 정상화된 현재의 폴리실리콘 가격 수준 하에서 충분히 이익 창출이 가능하다는 사실을 이번 실적을 통해 입증했기에 폴리실리콘의 사업 가치를 상향
- 한국에서의 폴리실리콘 사업 중단 이후 상각이 종료된 설비가 남아있어 향후 예상보다 가파른 수요 증가에 대응한 증설 결정에도 부담 크지 않은 상황

3Q20 영업이익 181억원(흑전 QoQ)으로 시장 기대치 대폭 상회

- 3분기 영업이익은 181억원을 기록하며 8개 분기 만에 흑자 전환에 성공
- 당사 추정치(85억원) 및 컨센서스(101억원)를 대폭 상회하는 양호한 실적 기록
- 폴리실리콘이 포함된 베이직케미칼 부분의 이익 개선이 가장 긍정적인 요소
 - : 1) 중국 경쟁사 생산 차질에 따른 가격 급등(판가 +30% vs. 시장 가격 +49%), 2) 말레이시아 정기보수 종료 및 공정 개선(판매량 +80%) 등 덕분
- 베이직케미칼의 합산 영업이익이 220억원 수준인 점을 감안하면 폴리실리콘 사업(한국+말레이시아)만 고려해도 이미 3분기 흑자 전환 추정
- 폴리실리콘의 구조적 흑자 전환을 확인한 점이 핵심: 1) 폴리실리콘 가격 정상화, 2) 말레이시아 원가 절감 등 덕분. 3) 반도체용 폴리실리콘 판매도 계획대로 증가 전망(SK실트론 공급 계약 체결, 2,755억원 규모)
- 4Q20 영업이익 335억원(+86% QoQ)으로 추가 증익 기대: 최근 폴리실리콘 가격이 하향 안정세를 보이고 있으나 단기에 급등한 시장 가격의 후행적인 판가 반영으로 4분기에 추가적인 실적 개선이 가능할 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20					4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	671	402	527	468	-30.2	16.5	511	508	-20.5	8.4
영업이익	-56	-44	8	18	흑전	흑전	10	34	흑전	85.5
순이익	-65	-37	-1	7	흑전	흑전	5	10	흑전	45.2

자료: OCI, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	3,112	2,605	1,946	2,106	2,385
영업이익	159	-181	-86	161	236
세전순이익	130	-1,012	-112	130	216
총당기순이익	104	-807	-81	100	167
지배지분순이익	104	-794	-76	97	160
EPS	4,352	-33,308	-3,228	4,090	6,754
PER	24.6	NA	NA	16.0	9.7
BPS	143,796	110,515	105,279	112,513	113,751
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	3.1	-26.2	-3.0	3.7	5.9

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

S-Oil (010950)

한상원

sanwon.han@daishin.com
투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

65,000

유지

현재주가

56,900

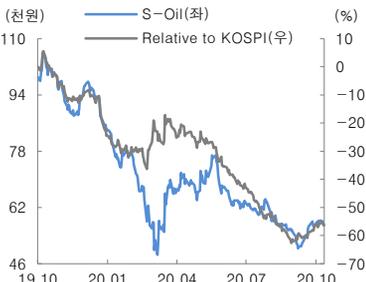
(20.10.28)

정유업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2345.26
시가총액	6,535십억원
시가총액비중	0.48%
자본금(보통주)	281십억원
52주 최고/최저	104,000원 / 48,500원
120일 평균거래대금	291억원
외국인지분율	73.69%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 10인 63.45% 국민연금공단 5.75%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.6	-7.6	-17.2	-45.3
상대수익률	9.8	-11.1	-31.7	-51.2



나아지고 있는 중

투자 의견 매수, 목표주가 65,000원 유지

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 1.3배를 적용하여 산출
- 코로나19 확산에 따른 수요 충격과 대규모 적자에서는 점진적으로 회복세를 보이고 있으나 코로나19 관련 불확실성도 아직 여전한 상황
- 수요 개선에 따른 업계 가동률 회복과 재고 소진 이후 정제마진의 유의미한 반등이 나타날 수 있는 시점은 2021년 2~3분기 전후로 전망

3Q20 영업이익 -93억원(적지 QoQ)으로 시장 기대치 하회

- 3분기 영업이익은 전분기 대비 적자폭을 축소했으나 당사 추정치(753억원) 및 시장 기대치(1,106억원)에는 미치지 못하면서 3개 분기 연속 적자 시현
- 예상치와의 차이는 주로 화학 사업부(적전 QoQ)에서 기인. 예정된 정기보수 외에도 태풍에 따른 일시적 가동 차질이 발생했고, PX 및 벤젠의 수익성 악화가 예상보다 컸기 때문. 또한 재고 손익(주로 정유)의 증가 규모도 예상치를 하회
- 정유(OP -576억원 기록) 사업의 경우 이익이 전분기 대비 3천억원 증가했으나 대부분 유가 및 OSP 상승에 따른 재고 손익 개선 영향
- 실질 이익의 적지는 지속된 셈인데 1) 휘발유 마진 개선이 경우 마진 악화로 상쇄되었고, 2) OSP 상승이 실질 손익에는 부정적으로 작용했으며, 3) 긍정적인 Lagging 효과도 축소되었기 때문
- 4Q20 영업이익은 604억원으로 흑자 전환 기대: 1) 일시 부진했던 화학 사업의 가동 정상화에 따른 실적 개선이 예상되며, 2) 정유 사업도 경우 실적 이익의 개선을 기대(계절적 난방 수요 증가, 신흥국 수요 개선 등) vs. 재고 손익은 감소, 3) 유탄기유도 양호한 실적 지속 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20			4Q20				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	6,234	3,452	4,463	3,899	-37.5	13.0	4,307	4,677	-27.8	20.0
영업이익	231	-164	75	-9	적전	적지	111	60	536.0	흑전
순이익	52	-67	39	30	-41.3	흑전	64	6	-88.3	-81.6

자료: S-Oil, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	25,463	24,394	17,227	20,697	21,295
영업이익	639	420	-1,120	935	1,149
세전순이익	332	110	-1,330	734	826
총당기순이익	258	65	-912	560	629
자배분순이익	258	65	-912	560	629
EPS	2,266	573	-8,099	4,918	5,514
PER	43.1	166.2	NA	11.6	10.3
BPS	55,480	55,715	47,627	52,458	56,356
PBR	1.8	1.7	1.2	1.1	1.0
ROE	3.9	1.0	-15.1	9.6	9.9

LG 이노텍 (011070)

박강호
kangho.park@daishin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **200,000**
유지

현재주가 **162,000**
(20.10.28)

가전 및 전자부품업종

4분기 및 21년 최대 실적

투자 의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 200,000원 유지

- 2020년 3분기 영업이익(연결) 894억원(-52.1% yoy / 108.2% qoq)으로 종전 추정치(980억원), 컨센서스(949억원)에 소폭 하회, 매출 2,230억원(-8.8% yoy / 44.8% qoq), 당기순이익은 269억원(-78.5% yoy / 254.5% qoq) 시현 전년동기대비 영업이익 규모는 감소하였으나 4분기로 매출이 이월, 최대 실적을 예상
- 광학솔루션의 매출은 59.8%(qoq) 증가하였으나 전년대비 11.7% 감소, 전략카래션의 스마트폰 신모델 출시가 약 2개월 정도 지연되면서 본격적인 매출은 4분기에 반영, 3분기 실적 중 반도체 PCB 매출 증가, 고수익성 유지가 차별화 요인으로 판단
- 투자 의견 매수(BUY) 및 목표주가 200,000원 유지 광학솔루션(카메라모듈) 매출의 일부가 4분기로 이월되면서 4분기 분기 실적은 최고를 예상, 2021년 영업이익 증가(12.5% yoy) 추정과 추가 투자(AIP : 안테나 인 패키징)를 감안하면 비중확대 유지

4분기 영업이익(3,445억원)은 64.5% 증가(yoy) 추정

- 2020년 4분기 매출(3,512조원)과 영업이익(3,445억원)은 분기 최고 예상, 광학솔루션 매출은 2,760억원(85.5% qoq / 22.6% yoy) 추정, 전략고객사의 2020년 스마트폰 출시가 지연, ToF 카메라의 추가 공급 등 스마트폰 대량 카메라모듈 매출이 증가에 기인
- 2021년 영업이익은 6,915억원으로 증가(12.5% yoy) 예상, 28Ghz 영역의 5G 폰 시장 확대 로 AIP 매출이 증가 전망, 전략고객사 및 중국 스마트폰 업체의 수요 급증에 대응한 적극적인 투자 결정으로 판단
- 전장부품의 수익성 턴어라운드 기대감이 높아질 전망, 과거 수주한 저수익 제품의 비중 축소, 전자자동차향 비중확대 및 매출 본격화로 2021년 흑자전환 예상, LG그룹의 신규 성장 분야가 전장으로 판단
- LED 사업 영업 중단으로 2021년 핵심 사업 중심으로 재편 본격화, 수익성 개선에 기여

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20			4Q20F				
			직전추정	잡정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,446	1,540	1,970	2,230	-8.8	44.8	1,936	3,512	18.5	57.5
영업이익	187	43	98	89	-52.1	108.2	95	345	64.7	285.3
순이익	125	8	52	27	-78.5	254.5	54	210	1,258.9	681.8

자료: LG이노텍, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

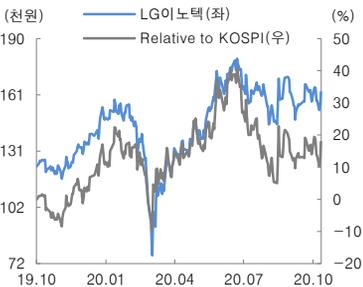
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	7,982	8,302	9,293	9,544	9,788
영업이익	264	403	615	692	698
세전순이익	184	158	439	541	561
총당기순이익	163	102	325	406	421
지배지분순이익	163	102	325	406	421
EPS	6,891	4,323	13,745	17,145	17,780
PER	12.5	32.4	11.8	9.4	9.1
BPS	89,501	93,151	106,595	123,440	140,920
PBR	1.0	1.5	1.5	1.3	1.1
ROE	8.0	4.7	13.8	14.9	13.5

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

4차 산업혁명/안전등급 Sky Blue

KOSPI	2345.26
시가총액	3,834십억원
시가총액비중	0.28%
자본금(보통주)	118십억원
52주 최고/최저	179,500원 / 76,300원
120일 평균거래대금	353억원
외국인지분율	35.63%
주요주주	LG전자 40.79% 국민연금공단 9.88%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.2	-0.6	18.7	28.6
상대수익률	2.5	-4.4	-2.1	14.8



NH 투자증권 (005940)

박해진 hyejin.park@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

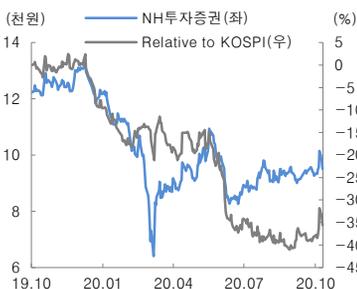
6개월 목표주가 **13,000**
현재주가 (20.10.27) **9,450**

증권업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,330.84
시가총액	2,659십억원
시가총액비중	0.19%
지분금(보통주)	1,431십억원
52주 최고/최저	13,300원 / 6,310원
120일 평균거래대금	151억원
외국인지분율	14.20%
주요주주	농협금융지주 외 4 인 49.12% 국민연금공단 9.92%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.2	6.8	5.1	-23.2
상대수익률	1.9	1.6	-13.3	-31.2



또 다시 사상 최대 이익

2분기에 이어 사상 최대 이익 경신

- 우려에도 IB수익은 역대 최고치를 기록하였으며 코로나 장기화에 따른 대면영업이 2020년 보다는 활성화 될 것으로 예상되어 관련 수익은 견조하게 유지될 전망
- 전 부문에서 고르게 실적 개선되며 우려를 불식시킨 분기. 2020년 연간 이익 30% 이상 증가 전망. 투자 의견 Buy, 목표주가 13,000원 유지

3Q20 지배주주 순이익 2,397조원(QoQ +4.5%, YoY +198%) 기록

- 3분기 순이익은 우리의 추정 1,459억원을 64.3% 상회하고 컨센서스 1,699억원을 41.1% 상회하는 어닝서프라이즈 기록. 어닝서프라이즈는 지난 2분기에 이어 연속
- 실적호조는 브로커리지, 상품판매, IB, 이자이익 등 전 부문에 걸쳐 고르게 견인하였음. 일평균 거래대금이 3분기 27.9조원으로 2분기 대비 28% 이상 증가함에 따라 브로커리지 수수료수익이 2,124억원(QoQ +26.5%)으로 크게 증가하였으며 해외주식매매 수수료수익 111억원(QoQ +33.2%), 해외주식 자산 2.5조원(QoQ 54.5%)로 해외주식 역시 2분기에 이어 큰 성장을 보임
- 2분기 저조했던 금융상품판매 수수료수익도 펀드 중심 자산이 증가하며 214억원으로 2분기 대비 14.4% 증가하였으며, ECM, DCM, IPO 등 전통적 IB 실적호조와 견조한 비전통적 IB수익 유지로 당 분기 IB수수료수익은 814억원으로 분기 최대 수익 달성 향후에도 빅히트엔터, 오상헬스케어, 에이플러스에셋 상장, 대한항공 유상증자 등 다수의 Deal이 대기하고 있어 IB수익은 견조하게 유지될 전망

- 글로벌 지수 상승으로 ELS조기상환이 정상화되고 있고, 주식 및 채권 운용수익 역시 양호한 수준을 유지함에 따라 상품운용수익은 전 분기 -3.2% 감소에 그친 1,052억원 기록. 신용융자를 비롯한 증권여신잔고는 증가하고 조달금리는 하락함에 따라 순이자이익 역시 2분기 대비 증가

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20F			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
순영업수익	474	588	474	588	91.1%	16.1%	454	423	51.0%	-28.1%
영업이익	219	354	219	354	201.3%	19.4%	238.1	183.8	168.6%	-48.0%
순이익	145.9	239.7	145.9	239.7	197.5%	4.5%	169.9	133.3	6.0%	-44.4%

자료: NH투자증권 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
순영업수익	1,232	1,387	1,765	1,616	1,781
영업이익	540	575	888	779	867
순이익	361	485	634	564	628
EPS	1,285	1,727	2,257	2,011	2,238
BPS	17,945	18,710	20,377	21,840	24,082
PER	10.2	7.4	4.2	4.7	4.2
PBR	0.73	0.68	0.46	0.43	0.39
ROE	7.32	9.42	11.55	9.53	9.75

자료: NH투자증권, 대신증권 Research Center

SK 머티리얼즈 (036490)

이수빈
subin.lee@daishin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지

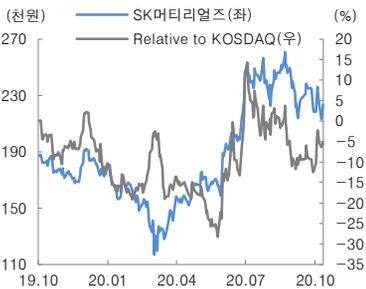
6개월 목표주가 **300,000**
유지

현재주가 **223,500**
(20.10.28) 반도체업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	806.2
시가총액	2,357십억원
시가총액비중	0.92%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	261,000원 / 116,900원
120일 평균거래대금	161억원
외국인지분율	14.98%
주요주주	SK 외 1 인 49.11% 국민연금공단 7.13%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.2	-5.0	40.9	22.4
상대수익률	2.4	-4.8	12.7	-0.9



사상 최대 매출 달성

투자의견 매수, 목표주가 300,000원으로 유지

- 목표주가는 12개월 Forward EPS에 Target P/E 18배 적용

3분기 부합, 양호한 실적 지속

- 3분기 매출 2,467억원(+8.5% Q/Q), 영업이익 625억원(+10.5% Q/Q) 기록하며 당사 추정치 및 컨센서스 부합
- 특수가스 부문 출하량 약 10% 증가한 것으로 추정. 전방산업 중에서도 OLED 및 LCD 패널 가동률이 증가하며 NF3와 모노실란 출하량이 견조했음. NAND 비중이 높은 WF6와 DCS도 3D NAND 단수 증가로 성장세 지속
- 4분기에도 특수가스 부문 출하량은 양호할 것으로 예상함. LCD 철수 시기 또한 지연되고 있어 반도체 및 OLED향 출하량 증가로 상쇄될 것으로 전망
- 식각가스 부문, 3분기에 물량 증가로 고정부 부담이 감소하며 영업이익률이 전 분기대비 큰 폭으로 개선. 특히, 21년에는 주요 고객사의 3D NAND 캐파 증설에 따른 큰 폭의 성장 기대. 동사는 3D NAND의 질화막을 식각하는 용도로 사용되는 가스인 CH-F 계열 공급 중
- 산업가스는 SK하이닉스의 M16팹으로 공급 시작되며 매출액 전분기대비 12% 성장. 4분기 성장률은 더욱 가팔라질 것으로 예상. 21년에는 M16 관련 산업가스 온기로 반영되며, SK에어가스가 전사 매출에서 차지하는 비중 22%로 확대될 것으로 예상함. SK에어가스의 영업이익률이 전사대비 높은 만큼 마진 개선 기대
- 20년 매출 9,507억원(+23% Y/Y), 영업이익 2,364억원(+10% Y/Y). 21년 매출 1조 1,378억원(+20% Y/Y), 영업이익 3,000억원(+27% Y/Y) 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20		3Q20			4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	202	227	244	247	22.2	8.5	240	264	30.2	7.1
영업이익	56	57	64	62	11.4	10.5	62	64	31.0	2.8
순이익	35	34	39	33	-6.2	-3.5	37	39	57.8	20.3

자료: SK머티리얼즈, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	687	772	951	1,138	1,274
영업이익	183	215	236	301	382
세전순이익	160	184	197	260	343
총당기순이익	123	143	153	203	267
지배지분순이익	113	128	138	182	240
EPS	10,682	12,150	13,071	17,290	22,800
PER	14.1	15.3	17.1	12.9	9.8
BPS	35,670	44,730	54,338	68,359	87,889
PBR	4.2	4.1	4.1	3.3	2.5
ROE	29.6	30.2	26.4	28.2	29.2

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

캐터필러 (CAT)

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

투자이견 BUY
(톱스로이더 평균) *(2.4)
목표주가(\$) 164.1
(톱스로이더 평균)
현재주가(\$) 157.9
(20.10.27) 건설장비

아직은 코로나 영향권, 올해보다 내년

3Q20 Review 아직 코로나 영향권

- 3Q20 실적은 매출액 98,8억불(-22.6% yoy) 영업이익 9,9억불(-51.2% yoy) 영업이익률 10.0%(-5.8%p yoy)를 기록. 톱스로이더 컨센서스 매출액 98,0억불과 컨센서스 영업이익 9,9억불에 부합
- 매출액은 부문별로 건설기계가 40,5억불(-23.1% yoy), 에너지/운송 41,6억불(-8.8% yoy), 자원 18,2억불(-16.7% yoy), 금융상품 7,2억불(-7.7% yoy). 전 사업부문이 전년동기 대비 감소. 코로나 영향을 받았던 전분기와 비교하면 비슷한 수준
- 엔드유저 수요 감소와 달러 재고조정이 이어지며 북미지역과 라틴아메리카가 큰 폭의 매출 감소. 반면 중국시장 수요 증가 효과로 아시아태평양은 -8%로 상대적 방어
- 영업이익은 전분기 대비 +25.6% 개선(OPM +2.2% qoq). 전체적으로 비용관리, 매출구성, 공장효율화 등이 마진 개선에 기여. 건설기계, 자원사업에서 이익개선이 나타난 반면, 에너지/운송은 석유/가스 판매 감소로 태양광 위주의 불리한 매출구성이 나타나며 이익률을 훼손

분기 개선 이어지며 관심은 내년으로

- 회사 측은 4분기 실적 역시 전분기 대비 개선 흐름이 이어질 것으로 전망. 분기 실적 개선 전망은 매출 및 엔드유저 수요 개선 흐름과 통상 4분기 실적이 높은 전통적 계절성에 기인
- 달러 재고는 4분기에도 7억불이 추가 감소되며 연간 달러 재고감축 규모는 약 25억불이 될 전망. 연내 회복은 어려운 대신 내년부터 소진된 재고를 다시 쌓으려는 달러 재고축적(Restocking) 수요가 늘어날 수 있으며, 동사 매출 역시 시장 수요 회복과 근접하게 될 것

올해보다 내년을 보자

- 톱스로이더 평균 목표주가는 164.1달러로 상향(기준 146.9달러, +11.7%), 매수 의견 유지
- 올해 추정 실적 대비 현재 PER은 30.0배로 글로벌 Top-Tier 경쟁업체(코마츠, 디어) PER과 유사한 수준. 동사는 건설시장 수요 개선 시 가장 큰 수혜를 받을 수 있는 선두업체
- 2020년 연간 배당규모는 4.12불, 시가배당을 2.6% 수준
- 코로나 영향은 정점을 통과하고 있으며, 美 대선결과와 무관하게 대규모 인프라 투자 집행 당위성은 충분한 상황. 투자관점에서는 올해보다 내년 상황을 감안해야 할 때

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green



기업명	Caterpillar Inc.
한글명	캐터필러
홈페이지	https://www.cat.com
결산월	12월
거래소 국가	US
상장 거래소	NYSE
시가총액(십억달러)	83.3
시가총액(조원)	97.9
발행주식수(백만주)	541.5
52주 최고가/최저가	156.25/87.5
주요주주	Vanguard Group 8.67% State Street Global Advisors 8.15%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.2	12.9	37.1	13.0
상대수익률	5.4	8.2	19.3	0.8



구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	Consensus	YoY	QoQ
매출액	12,758	9,997	9,758	9,881	-22.6	-1.2	9,798	11,153	-15.1	12.9
영업이익	2,020	784	967	985	-51.2	25.6	994	1,180	-49.1	19.8
순이익	1,494	559	656	734	-50.9	31.3	671	793	-45.8	8.0

영업실적 및 주요 투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	54,722	54,088	41,669	45,062	48,991
영업이익	8,293	8,249	4,297	5,561	6,773
당기순이익	6,148	6,166	2,963	3,983	4,796
EPS	10.3	10.8	5.3	7.4	9.4
PER	12.4	14.6	30.0	21.2	16.8
BPS	24.4	25.9	25.8	24.5	36.2
PBR	5.2	6.1	6.1	6.5	4.4
ROE	44.2	44.0	20.0	30.2	34.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배기준 기준으로 산출 / 자료: 캐터필러, 톱스로이더, 대신증권 Research Center

서울반도체(046890) : LED 시장 변화의 최대 수혜

박강호 kangho.park@daishin.com

2020. 10. 29

투자의견 **BUY**

6개월
목표주가 **24,000원**

현재주가 (10.28) **18,350원**

- LG이노텍, 전일(10/28) LED 사업을 영업정지한다고 공시. LED 사업 중단은 2021년 서울반도체에 반사이익(매출과 영업이익 증가)으로 판단
- 코로나19 영향으로 2020년 언택트 환경이 확대되면서 2021년 3분기에 TV, 모니터, 태블릿 등 IT 기기 수요 증가가 높았음. 삼성전자, LG전자와 LG디스플레이의 관련 매출도 전분기대비 큰 폭으로 증가 추정
- 서울반도체의 2021년 3분기 매출이 3,312억원(23.5% qoq) 기록, 컨센서스(3,058억원)를 상회한 배경은 삼성전자, LG전자와 LG디스플레이의 매출 증가에 영향 받았다고 판단
- LG이노텍이 2020년 4분기 LED 사업을 최종적으로 중단하면서 2021년 LG전자와 LG디스플레이의 디스플레이(TV, 모니터, 태블릿 등) LED 공급을 서울반도체가 주력으로 담당할 전망. LG이노텍의 LED 매출은 2019년 3,267억원 기록, 2020년 1,092억원 추정
- 삼성전자도 LCD 패널사업을 중단하면서 자체적인 LED 부문의 생산도 점차 감소할 전망. 서울반도체가 삼성전자의 LED 주력 공급업체로 이동하고 있다고 판단
- 삼성전자는 2021년 프리미엄 TV 영역에서 미니 LED TV를 출시하여 본격적인 마케팅에 진행 예정. 서울반도체는 삼성전자내 일반 LED TV 분야에서 높은 점유율을 바탕으로 미니 LED 분야에 진출, 점차 매출 비중이 증가할 전망

표 1. LG 이노텍 LED 사업부문 영업정지 주요 내용 (2020.10.28 공시)

영업정지 분야	LED 사업
영업정지 금액	3,267억원
최근매출총액	8조 3,020억원
매출액 대비	3.9%
영업정지 내용	LED 사업 종료
영업정지 사유	LED 업황 경쟁심화 및 사업부진 지속으로 사업구조 개선과 내부자원 효율화를 통한 핵심사업 역량 집중
향후 대책	잔여 자산 처분 및 선택과 집중을 통한 사업 포트폴리오 개선
영업정지 일자	2020년 12월 31일

자료: 대신증권 Research Center

주: 영업정지 금액 및 최근매출총액은 2019년 연결재무제표 기준 금액임. 해주법인 생산종료 계획은 2020년 11월

▶ 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.