

Morning Meeting Brief

Strategy

불확실성과 변동성의 Peak Out

- 미국 대선 그리고 유럽 주요국들의 경제봉쇄 강화조치로 11월 둘째주까지 시장 변동성을 증폭시킬 소음이 최고조에 달할 가능성
- 소음을 넘어서는 시기가 가까워지고 있음. 경기부양책은 결국 시행될 것. 유럽 봉쇄조치는 3~4월과 같은 금융시장 충격은 제한적일 전망
- 단기적으로 대외 불확실성을 인한 추가 변동성 확대, 가격 조정 가능성 염두에 둘 필요. KOSPI 2,200선 이하에서 비중확대 관점 대응 필요

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

Fixed Income

당분간 금리는 수급으로 통한다

- 미국채 금리가 코로나19 재확산, 대통령 선거 불확실성 등과 같은 전통적 채권 강세 요인에도 불구하고 상승
- 평소와 사뭇 다른 최근 채권시장 동향은 불확실성 압도하는 강력한 재료, 국채 발행 물량 부담이 상당 기간 핵심 변수로 작용함을 의미
- 대통령 선거 불확실성보다도 국채 물량, 수급 이슈가 관건. 이는 기대 인플레이션 지표의 홍보 국면 진입 사실로도 확인 가능

공동락. dongrak.kong@daishin.com

Asset Allocation

글로벌 주식시장의 변동성 확대와 단기자금시장

- 미국 대선을 앞두고 글로벌 금융시장 변동성 확대. VIX지수(38.02) 6월 고점 수준, 블룸버그 금융상황지수도 하락해 6월 저점 수준
- 유럽의 경우 금융상황지수 낙폭이 미국보다 두드러짐. 미국 하이일드 회사채 스프레드 등 일부 위험관련 지표도 상승
- 정치불확실성 및 코로나 재확산으로 인한 주식시장 변동성 확대가 단기자금시장 경색으로 이어지지 않는다면, 주식시장 조정은 단기에 그칠 것

조승빈. seungbin.cho@daishin.com

Commodity

다시 떨어지기 시작한 국제유가

- 국제유가 하락 배경으로는 코로나19 재확산에 따른 유럽의 이동제한 조치 강화, 리비아의 원유생산 재개와 미국의 원유재고 증가
- 코로나19의 지역별 감염 확산세 차별화 및 경기회복 속도 차이로 원유 수출국들 간의 상황도 상이
- 다가오는 미국의 대선 결과도 주요 원유 가격결정 요인 중 하나

김소현 sohyun.kim@daishin.com

Quant

3Q20 실적시즌 어닝 서프라이즈가 기대되는 기업

- 한국 수출 회복 기대를 반영하며 실적 전망치 호전 흐름 지속
- 3/4분기 실적시즌 순조롭게 진행 중. KOSPI 매출액, 영업이익, 순이익 각각 컨센서스 1.5%, 10.4%, 5.2% 상회하는 수준 기록 중
- 실적시즌 어닝 서프라이즈 기업은 실적 발표일 (+) 수익률 기록할 가능성 높음. 어닝 서프라이즈가 기대되는 기업 21개 관심종목으로 제시

김지윤. jiyun.kim@daishin.com

매주 월요일 만나는 미국주식: 비자, 예상보다 괜찮은 실적

- FY4Q20 Review: 결제 지표 개선으로 시장 기대치 상회
- 국내 결제시장은 V자형 회복, 해외 결제시장은 L자형 둔화
- 보수적인 FY21 상반기 가이드스 제시

이영한, yeonghan.lee@daishin.com

산업 및 종목 분석

반도체업 Monthly: 2020년 10월: 모바일 MCP 수출 강세, SSD 약세

- 20년 10월 서버/PC DRAM 계약가격 전월대비 8~9% 하락
- 서버 고객사의 재고수준은 8월 고점 이후 하락하고 있으나, 정상 수준인 4~5주를 상회하고 있어 분기 가격 협상은 순조롭지 못했음. 11월과 12월 추가적으로 하락한 가격에서 협상될 것으로 예상
- 화웨이를 제외한 중화권 업체들의 모바일 DRAM 주문은 재개되는 중. 고객사의 시장점유율 확대 경쟁으로 모바일 DRAM 수급상황은 타이트해지고 있어 4분기 모바일 DRAM 가격은 0~5% 하락 예상
- PC DRAM 가격은 3분기까지 지속된 노트북 출하량의 급증으로 수요 견조했으나, 4분기에는 전분기비 소폭 하락 예상
- 10월 잠정수출액: 모바일 MCP 강세, SSD 부진 지속. 20년 10월 집적회로 반도체 잠정 수출액은 전월대비 5% 하락한 74.6억달러 기록. 메모리 반도체 수출은 전월대비 7.3% 하락한 46.1억달러 기록
- 1Q21까지 DRAM 가격 하락 후, 2분기 반등 예상. 4분기 Blended ASP -10%, 서버 DRAM -15%, PC -10%, 모바일 -5% QoQ 전망

이수빈, subin.lee@daishin.com

[Initiation] HMM: RETURN of The Queen !

- 투자이견 매수, 목표주가 13,000원으로 커버리지 개시
- 산업은행과 한국해양진흥공사가 보유하고 있는 신종자본증권의 적정 행사비율은 25%(지분율 17.3%→46.1%로 증가) 미만으로 추정
- 전환권 25% 행사와 2021년 추정실적을 감안한 당사의 목표주가 PER 8.4x, PBR 1.97x 수준으로 주가 상승여력 충분
- 2020년 영업이익은 8,424억원, 2021년 영업이익은 1조 1,510억원(+36.6% yoy)으로 추정
- 2020년 컨테이너 연합 턴어라운드, 적어도 2021년까지 호황 전망. 컨테이너선 시황은 1)공급축소(계선증가), 2)물동량 증가로 3분기부터 빠른 속도로 턴어라운드 시작
- 2021년 컨테이너 수급 Balance는 3%수준의 공급부족으로 운임강세 전망

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[3Q20 Review] 효성티앤씨: 스판덱스 또 호황?

- 투자이견 매수 유지, 목표주가 220,000원으로 22% 상향
- 3분기 영업이익은 662억원을 기록하며 전분기 대비 흑자 전환에 성공. 시장 기대치(456억원)를 약 45% 상회하는 호실적
- 스판덱스의 영업이익은 701억원, 영업이익률은 16.6%를 기록. 이는 전사 영업이익이 9백억원을 상회했던 2019년 2~4분기의 수준(평균 17.3%)과 유사
- 전사 영업이익은 아직 당시 규모에 미치지 못하지만 스판덱스 자체는 이미 코로나19의 악영향에서 벗어나 수익성을 회복했다는 의미

한상원, sangwon.han@daishin.com

[3Q20 Review] 현대중공업지주: 조선, 정유 부진 지속

- 투자이견 매수, 목표주가 280,000원으로 15.1% 하향
- 2020년 3분기 실적은 연결기준 매출액 4.58조원, 영업이익 1,011억원으로 당사 및 시장 기대 당사 및 시장 기대치를 크게 하회
- 실적의 기대치 하회 이유는 1)정유시황의 회복이 예상보다 더디게 진행됨에 따라 오일뱅크의 실적이 당사 기대치를 하회, 2)한국조선해양의 연결 순이익이 적자를 기록함에 따른 지분법 손실 반영 때문임

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[3Q20 Review] 한국조선해양: 아쉬운 수주 공백

- 투자이건 매수(BUY) 유지, 목표주가 90,000원으로 하향(기존 105,000원, -14.3%)
- 3Q20 실적은 매출액 3조 4,598억원(-5% yoy), 영업이익 407억원(+1% yoy), 컨센서스 대비 매출액 -10%, 영업이익 -27% 수준
- 환율하락 상황에서도 7분기 연속 흑자를 기록하며 잔고의 실적 신뢰도는 높지만 수주잔고 감소구간에서 실적이 추가 모멘텀은 아님
- 동사는 현상황을 반영해 연간 수주 목표를 하향. 현대중공업은 연간 116억불에서 73억불로 -37%, 조선부문은 72억불에서 45억불로 -37.4% 조정. 카타르, 모잠비크, 미안마 쉘, VLCC, 대형 컨선 등 계약 논의는 여전히 진행 중이나 코로나 재확산으로 가시성은 하락

이동현. dongheon.lee@daishin.com

[3Q20 Review] 현대미포조선: 이익률 증가, 문제는 수주

- 투자이건 매수(BUY) 유지, 목표주가 32,500원으로 하향(기존 40,000원, -18.7%)
- 3Q20 실적은 매출액 6,318억원(-13% yoy), 영업이익 288억원(+21% yoy), 컨센서스 대비 매출액 -10%, 영업이익 +87% 차이
- 매출액은 조업일수 감소, 환율하락으로 감소, 영업이익은 매출 감소에도 강재가 하락, 원가 개선 및 절감 노력 반영
- 9월말 매출 기준 수주잔량은 27.9억불, 15~16개월 매출 잔고 보유. 대형 3사보다 수주 달성률은 높으나 절대 수주금액은 여전히 부족. MR탱커 시황악화, 줄어든 잔고 감안 시 공격적인 수주를 할 수 밖에 없는 상황

이동현. dongheon.lee@daishin.com

[3Q20 Review] 효성중공업: 돈을 벌기 시작하는 중공업 부문

- 투자이건 매수(BUY) 유지, 목표주가 74,000원으로 하향(기존 80,000원, -7.5%)
- 3Q20 실적은 매출액 6,606억원(-14% yoy), 영업이익 215억원(+5% yoy), 컨센서스 대비 매출액 -8%, 영업이익 -35% 하회
- [중공업] 전년대비 매출액 +20% yoy, 영업이익 흑전 yoy, opm 2.8% / [건설] 매출액 -38% yoy, 영업이익 -67% yoy, opm 3.8%
- 건설부문은 대형현장 준공 및 신규프로젝트 착공 지연 영향. 4분기부터는 다시 개선

이동현. dongheon.lee@daishin.com

[3Q20 Review] 종근당바이오: 피할 수 없는 업황

- 투자이건 시장수익률(Marketperform) 하향, 목표주가 41,000원 유지
- 3Q20 영업이익 18억원(-60% YoY, -54% QoQ) 기록
- 글로벌 코로나19 확산으로 유럽 주요 고객사들의 재고 조정에 따른 원료의약품 수출 부진 불가피
- 2021년 건기식 매출 확대, 원료의약품 회복 기대

한경래. kyungrae.han@daishin.com

[3Q20 Review] SK 이노베이션: 배터리 신규 공장 예상보다 빠르게 안정화

- 투자이건 매수, 목표주가 200,000원 유지
- 3분기 영업이익은 -290억원으로 코로나19의 확산 이후 3개 분기 연속 적자가 지속되며 시장 기대치(856억원)를 하회
- 전분기 대비 이익 개선(OP +4.1천억원 QoQ)은 정유 부문(+4.7천억원 QoQ) 덕분이나 대부분 재고 관련 손익의 개선(+4.8천억원 QoQ)에서 기인
- 정제마진의 부진이 이어지고 있어 재고 효과를 제외한 실질 이익의 경우 전분기와 유사한 2.5천억원 내외의 적자가 지속되고 있다는 의미
- 화학 사업의 경우도 주력 제품인 PX, 벤젠 등의 수익성 악화로 적자 전환

한상원. sangwon.han@daishin.com

[3Q20 Review] 효성첨단소재: 탄소섬유 흑자 전환

- 투자이건 매수, 목표주가 185,000원 유지
- 3분기 영업이익은 전분기 대비 흑자 전환한 119억원을 기록하며 시장 기대치(132억원) 및 당사 추정치(123억원)에 부합
- 타이어보강재(T/C)의 이익이 30억원을 기록하며 흑자 전환에는 성공했으나 예상치(당사 추정 132억원)를 하회
- 코로나19 이후 타이어 수요는 회복세를 보이고 있으나 1) 중국 경쟁사가 증설을 앞두고 가격 경쟁을 심화함에 따른 판가 하락, 2) 장기 재고 처분 과정에서 총당금 60억원 반영 등 때문
- 4분기에는 일회성 요인 소멸 등 감안하면 영업이익률이 3%까지 회복함에 따라 이익 규모도 100억원을 상회 가능할 전망
- 탄소섬유도 처음으로 흑자를 기록한 점은 긍정적. 연초 증설(연산 2천톤→4천톤) 이후 3분기 들어 유의미한 판매량 증가가 나타난 덕분

한상원. sangwon.han@daishin.com

[3Q20 Review] 효성화학: 길어지는 도움닫기

- 투자이건 매수, 목표주가 155,000원 유지
- 3Q20 영업이익 249억원(+596% QoQ)으로 시장 기대치(302억원) 하회. 베트남 법인(PP 설비 선가동)이 PP/프로필렌 스프레드 하락으로 수익성이 악화되었고, 재고에 대한 손실 처리(약 30억원)도 발생했기 때문
- 베트남 대규모 증설을 통한 실적 성장 가능성을 감안하면 현재 주가 수준은 현저한 저평가 국면. 온기 반영되는 2022년 기준 PER이 2배에 불과하기 때문. 다만 신규 설비(PDH)의 본격적인 가동 예상 시점 연기됨에 따라 본격적인 주가 상승 시점도 예상보다 지연 예상

한상원, sangwon.han@daishin.com

[3Q20 Review] 삼성중공업: 수주 기다림으로 귀결

- 투자이건 시장수익률(Marketperform), 목표주가 5,200원 유지
- 3Q20 실적은 매출액 1조 6,769억원(-14% yoy), 영업이익 -134억원(적축), 컨센서스 대비 매출액 -11%, 영업이익 적자축소
- 매출액은 BP 프로젝트, LNG선 작업의 매출 지연 영향. 영업이익은 해양 체인지오더 380억원, 후판가 인하 650억원, 임금협상 타결 일시금 -270억원 등 일회성 요인 반영
- PDC 드릴십 소송 승소, 일부 드릴십 매각 진행 중. 그러나 열악한 시추시장 상황 상 환입과 드릴십 잔고의 전체 매각은 미지수

이동현, dongheon.lee@daishin.com

[3Q20 Review] LG 전자: 4 분기도 좋다

- 투자이건 '매수(BUY)' 및 목표주가 115,000원 유지
- 2020년 3분기(연결) 영업이익 9,590억원(22.7% yoy / 93.6% qoq), 매출 16.92조원(7.8 yoy / 31.8% qoq), 당기순이익은 6,492억원(87.7% yoy / 889% qoq) 시현
- 3분기 수익성 호조는 1) 코로나19 영향에도 불구하고 TV 판매량 증가(75.7% qoq)가 높았으며, 프리미엄 가전(식기세척기, 냉장고, 건조기 등) 판매량 증가로 TV(HE), 가전(H&A) 영업이익률은 각각 8.9%, 10.9%씩 기록
- 2020년 4분기 영업이익 6,155억원(-35.8% qoq / 505% yoy)으로 추정. 계절적인 비수기로 가전과 TV 부문에서 마케팅 비용 증가, 믹스효과 약화로 전분기대비 감소하나 전년대비 영업이익 증가는 긍정적으로 평가. VS 부문의 턴어라운드 지속 예상

박강호, kangho.park@daishin.com

[3Q20 Review] 호텔신라: 그래도 회복 시동 걸렸다

- 투자이건 BUY 유지, 목표주가 90,000원 유지
- 3분기 매출액과 영업이익은 각각 8,795억원(-40%, yoy), -198억원(적전, yoy) 기록
- [TR] 서울 시내면세점의 매출은 회복 추세(yoy -23%)를 보였으나 제주 면세점 운영 중단 영향과 공항 면세점 매출 급감(yoy -77%) 영향으로 전체 매출액은 42% 감소하며 TR 부문 영업적자 지속
- 길어지는 팬데믹 상황에서 면세업 시계는 아직 불투명하지만 시내점은 가파른 회복세를 보이고 있고 인천공항점도 한시적이거나 부담이 매우 크게 감소. 2021년 팬데믹 상황 진정이 이어질 경우 주가가 빠르게 회복할 수 있는 가능성을 열어둘 필요 있음

유정현, junghyun.yu@daishin.com

[3Q20 Review] Alphabet: 코로나 이후, 정상수준 회복세

- 3Q20 매출 46.17bn 달러(YoY 14%), 영업이익 11.21bn 달러(YoY 24%), EPS 16.4달러 기록. 컨센서스는 매출액 35.4bn 달러, 영업이익 8.4bn 달러, EPS 13.7달러로 매출액, 영업이익, EPS 모두 컨센서스 상회
- 광고, 코로나 영향이 컸던 상반기와 달리 디지털 전환 환경에 맞춰 검색과 유튜브 광고주, 브랜드 광고주 모두 집행 증가. 클라우드 매출 또한 전년대비 45% 증가하는 호실적 기록. GCP 매출 성장이 견인. 광고 이외에 유튜브 매출과 구글 플레이 매출 또한 구독자 수 증가와 액티브 구매자 증가로 호실적 기록
- 4분기는 인력채용과 마케팅비 집행은 전년대비 소폭 감소 전망. 2020년 Capex 또한 전년대비 소폭 감소 전망

이민아, mina.lee@daishin.com

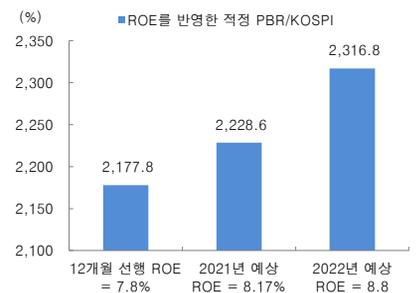
불확실성과 변동성의 Peak Out

- 글로벌 금융시장의 변동성이 커졌다. 코로나19 2차 팬데믹 공포가 현실화되고, 미국 대선이 가까워지며 결과에 대한 불확실성 확대가 가장 큰 원인이다. 경제지표, 기업이익 서프라이즈도 시장 분위기를 둘러놓지 못했다. 오히려 기대했던 변수가 현실화되면서 차익실현의 트리거가 되고 있다. 추세적인 변화를 주도할 펀더멘털 변화(신호, Signal)는 긍정적이라도 소음(Noise)이 증폭되는 구간에서는 투자심리, 수급이 크게 흔들리고 있기 때문이다.
- 11월 첫째주 ~ 둘째주 중 시장 변동성을 증폭시킬 소음(Noise)이 최고조에 달할 수 있다. 코로나19가 쉽게 진정되지 않는 가운데 유럽 주요국들의 경제봉쇄 강화조치는 경기불확실성을 자극할 것이고, 미국 대선이 11월 3일 예정되어 있기 때문이다. 미국 대선은 결과와 상관없이 단기 불확실성을 자극할 가능성이 높다. 추가 경기부양정책 기대가 일정부분 산반영되었고, 트럼프라는 인물이 대선의 중심에 있다는 점에서 대선 불복과 같은 경험치 이상의 불확실성 확대 가능성을 배제할 수 없다.
*미국 대선과 전후 투자전략에 대해 자세한 내용은 10월 23일자 「미국 대선 누가 이기든 통하는 전략」 참조
- 소음(Noise)은 영원하지 않다. 소음(Noise)이 커진다는 것은 오히려 정점에 가까워지고 있음을 의미한다. 아직은 압도적으로 큰 소음에 묻혀있지만, 강해지고 있는 신호(Signal)의 영향력이 소음(Noise)을 넘어서는 시기 또한 가까워지고 있다. 11월 초중순 변동성 증폭 국면은 비중확대 기회로 판단한다.
- 트럼프, 바이든 모두 대규모 추가 경기부양정책을 예고했다. 경기부양정책의 유무, 시행/소멸이 아닌 규모와 시간의 문제이다. 결국 경기부양정책은 시행될 것이고, 앞으로도 정책의 힘은 강해질 것이다. 한편, 코로나19로 인한 유럽의 봉쇄강화는 단기 경기회복 속도에 부정적 영향을 준다. 그렇다고 3 ~ 4월과 같은 경기 및 금융시장 충격은 제한적일 전망이다. 금융시장의 학습효과와 함께 이미 사상 유례없는 통화/금융/재정정책이 유입된 상황이고, 추가적인 정책대응이 예고되고 있다. 무방비 상태였던 3 ~ 4월의 경제 섯다운 당시와는 다르다.
- 지난 주말 KOSPI는 직전 저점으로 중요 지지선으로 여겨졌던 2,270선을 하회했다. 단기적으로는 대외 불확실성으로 인한 추가 변동성 확대, 가격 조정 가능성을 염두에 두어야 한다. 반면, 코로나19 팬데믹이 심해지면서 다시 한국이 주목받고 있다. 한국은 코로나19 재확산을 빠르게 진압했고, 경기충격을 최소화했다. 차별적인 경쟁력을 바탕으로 반도체, 자동차 수출이 호조를 보이고 있다. 연이은 실적 서프라이즈로 이익전망 상향조정도 뚜렷하다. 12개월 산행 ROE를 감안한 적정 PBR 수준은 KOSPI 2,170선이다. 동 지수대는 적정 밸류에이션 수준으로 KOSPI 2,200선 이하에서는 비중확대 관점에서 대응이 필요하다. 추가적인 조정은 불가피하지만, 긴 호흡에서 또한 번 기회의 영역으로 진입하고 있다.

유럽, 미국 코로나19 재확산세 뚜렷



적정 KOSPI 수준은 2,170선



자료: WHO, CEIC, 대신증권 Research Center

자료: Enguide, 대신증권 Research Center

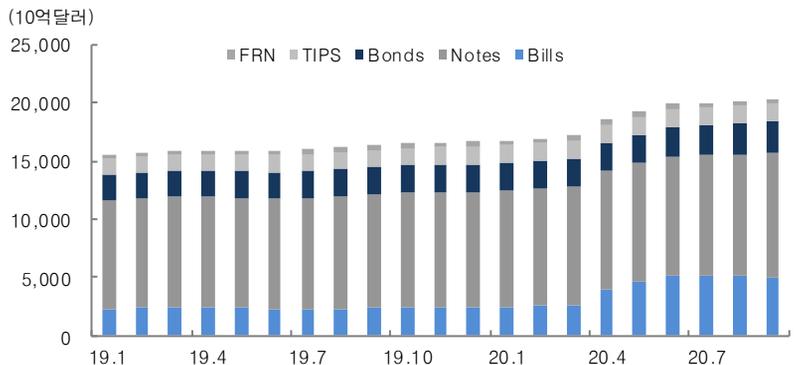
Fixed Income

공동락 dongrak.kong@daishin.com

당분간 금리는 수급으로 통한다

- 미국 국채 금리가 코로나19 재확산, 대통령 선거 불확실성 등과 같은 전통적인 채권 강세 요인에도 불구하고 상승했다. 벤치마크인 TB 10년 금리는 꾸준히 저점을 높이며 0.9%에 근접했고, 수익률곡선은 스티프닝을 보이고 있다. 주식시장이 해당 이슈들에 의해 하락한데 따른 반사익도 좀처럼 형성되지 않고 있다.
- 불확실성은 금융시장 참가자들에게는 항상 피하고 싶은 이슈이나 채권시장의 경우 증시 하락과 결부될 경우 호재로 인식된다. 10월 초 트럼프 대통령의 코로나19 확진 뉴스에 금리가 하락한 것이나, 대통령 선거 결과를 놓고 교통정리가 이뤄지지 않았던 2000년 연말부터 2001년 초반까지의 국채 랠리가 대표적 사례다. 그러나 최근 금융시장에서는 증시 하락에 채권까지도 동시에 약세를 나타내고 있다.
- 결국 평소와는 사뭇 다른 채권시장의 최근 동향은 금리 하락 재료로 인식됐던 불확실성을 압도하는 보다 강력한 재료가 존재하고 있다고 풀이하는 것이 타당하다. 물론 그 재료는 주자하다시피 국채 발행 물량에 대한 부담으로, 단순히 현 시점에 국한되지 않고 상당한 기간에 걸쳐 채권시장의 핵심 변수로 자리할 것이라는 판단이다.
- 실제 현재 대통령 선거를 앞두고 공화당과 민주당이 첨예하게 대립 중인 경기 부양책에 대한 논란은 부양책 유무에 대한 논란이 아니라, 어느 정도 규모로 부양책을 실시할 것이냐에 대한 이른바 '사이즈 문제'다. 또한 그 사이즈 자체가 충분히 다른 변수들을 압도할 만큼 강력해서 채권시장은 두 정당의 합계투기보다 가져에 있는 물량 이슈를 더욱 예의주시하고 있다.
- 우리는 최근 발간된 '미국 대선과 금융시장 전망' 자료를 통해 채권의 경우 다른 금융시장에 비해 대선 결과에 따른 반응이나 민감도가 크지 않을 것이란 견해를 밝힌 바 있다. 코로나19 이후 미국 경제 전체를 관통하는 거시 경제 정책의 핵심은 확장적인 재정정책과 완화된 통화정책인 만큼 이들을 넘어설 만한 이슈나 쟁점을 채권시장에서는 좀처럼 찾기 힘들다는 의미다.
- 국채 물량 즉, 수급 변수가 채권시장의 핵심 이슈로 상당한 기간에 걸쳐 자리할 것이란 평가는 최근 기대 인플레이션 지표가 황보 국면에 진입했다는 사실로도 뚜렷하게 확인된다. 채권시장에서 물가에 대한 기대를 프라이싱하는 지표인 Break Even Inflation은 하반기 이후 빠르게 상승했으나 9월 중순을 기점으로 상승 탄력이 둔화됐고, 10월에는 큰 변화를 나타내지 않고 있다. 서베이로 집계되는 기대 인플레이션 지표 역시 상승세가 둔화되고 있다. 국제 유가가 다시금 하락세로 진입한 만큼 기대 인플레이션이 시장금리 동향에 미치는 영향력은 더욱 더 약화될 여지가 크다.

2019년 이후 미국 월간 국채 발행 잔액 추이



자료: SFMA, 대신증권 Research Center

글로벌 주식시장의 변동성 확대와 단기자금시장

- 미국 대통령 선거를 앞두고 글로벌 금융시장의 변동성이 확대되고 있다. S&P500 지수 옵션의 내재변동성을 의미하는 VIX지수는 38.02를 기록하면서 6월 고점 수준까지 높아졌다. 주요 금리 스프레드와 주식시장의 변동성 지표 등을 이용해 금융시장을 점검하는 블룸버그 금융상황지수도 하락세를 나타내면서 6월 저점 수준으로 낮아졌다.
- 유럽의 금융상황지수는 미국보다 하락세가 두드러지는 모습이다. 미국과 유럽 금융상황지수의 10월 고점과 저점 간의 차이를 비교해보면 미국은 -0.7p 하락한 반면, 유럽은 -0.9p 하락해 유럽 금융상황지수의 낙폭이 상대적으로 컸다. 지난 10월 FTSE 유럽 주가지수가 -5.8% 하락하는 등 유럽 주식시장의 상대적 부진이 금융상황지수의 악화로 연결되고 있다. 최근 글로벌 제조업 경기 회복과 함께 전세계 주가지수의 실적 전망치가 상향조정으로 전환되고 있지만 FTSE 유럽 주가지수의 2020년 EPS는 올해 저점대비 2.4% 상승에 머무르고 있다. 펀더멘탈이 상대적으로 약한 유럽이 코로나19의 재확산으로 봉쇄조치를 재개하고 있다는 점도 글로벌 금융시장에는 불확실성 요인이 되고 있다.
- 금융상황지수가 하락했지만 하락 원인이 아직은 주식시장의 변동성 확대 정도로 제한되고 있다는 점은 다행스러운 일이다. Libor-OIS 스프레드 등 단기자금시장의 경색 정도를 나타내는 지표들은 현재 안정적인 수준을 유지하고 있다. 지난 3월 코로나19로 인한 불확실성 확대와 단기자금시장의 경색이 겹치면서 금융시장의 충격이 더욱 가중되는 모습이 나타났다. 당시에는 주식시장의 변동성이 먼저 상승한 이후 단기자금 시장의 경색이 이어졌던 만큼 금융시장의 불확실성이 완화될 때까지는 주의가 필요하다고 판단한다.
- 한편, 다시 상승세를 나타내고 있는 미국 하이일드 회사채 스프레드도 주목해야 한다. 지난 9월 미국 주가지수 하락과 함께 상승세를 나타냈던 하이일드 회사채 스프레드는 10월 20일 저점 이후 0.5%p 높아졌다. 하지만 경제지표의 회복으로 기업실적 전망치가 상향조정되고 있고, 현재 진행중인 3/4분기 실적시즌도 양호한 모습이기 때문에 회사채 스프레드가 빠르게 악화될 가능성은 낮다고 판단한다.
- 미국 대선을 앞두고 높아진 정치 불확실성과 코로나19의 재확산 우려가 겹치면서 주식시장의 변동성이 확대되고 있다. 미국 하이일드 회사채 스프레드 등 일부 위험관련 지표도 상승하고 있지만 금융시장 전반으로 우려가 확산되지는 않았다고 판단한다. 주식시장의 변동성 확대가 단기자금시장의 경색으로 이어지지 않는다면 주식시장의 조정은 단기에 그칠 것으로 예상된다.

VIX 상승과 미국 금융상황지수 하락



Libor-OIS 스프레드 안정적인 흐름 유지



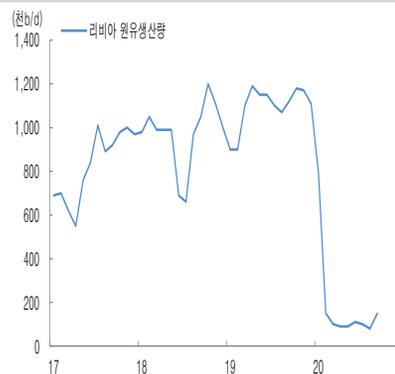
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

다시 떨어지기 시작한 국제유가

- 국제유가는 배럴당 35.79달러로 전주대비 -9.78% 하락했다(10월 30일, WTI 기준). 이는 6월초 이후 최저치이다. 국제유가 하락 배경으로는 코로나19 재확산에 따른 유럽의 이동제한 조치 강화, 리비아의 원유생산 재개와 미국의 원유재고 증가를 꼽을 수 있다.
- 유럽 지역의 코로나19 신규 확진자수는 25.9만명으로(10월 30일 기준) 10월초 대비 235% 증가했다. 프랑스와 독일은 1개월 봉쇄령을 실시하기로 했으며, 벨기에와 그리스도 각각 요식, 숙박업과 여가시설 등 영업장 폐쇄와 도시간 이동 제한을 시행하기로 결정했다. 그 결과, 유럽 지역의 도로교통량도 감소했다. 블룸버그에 따르면, 10월 25일 주간 프랑스, 스페인, 이탈리아의 고속도로 이용량과 영국의 도로교통량은 2주 동안 감소했다. 영국 정부에 따르면 영국의 10월 25일 주간 주유량은 주유소당 15,151리터로 7월 30일 이후 최저치를 기록했다.
- 코로나19의 지역별 감염 확산세 차별화 및 경기회복 속도 차이로 원유 수출국들 간의 상황도 상이하다. 아프리카 지역 최대 원유생산국가인 나이지리아는 공식판매가격 인하에도 수요자를 찾는 데 어려움을 겪고 있는 반면 앙골라의 경우 원유판매량이 오히려 늘어났다. 나이지리아의 원유는 주로 경질유(Light sweet)로 유럽에 주로 수출을 하는 반면 앙골라는 중질유를 중국에 수출하기 때문이다.
- 리비아의 원유생산도 재개되었다. 9월 리비아 원유생산량은 15만b/d로 전월대비 88% 증가했다. 리비아통합정부(터키가 지지)와 리비아국민군(러시아가 지지)의 휴전 협상 결렬로 원유수출량 및 유전 폐쇄로 리비아 원유생산량은 2019말 111만b/d에서 8만b/d까지 감소했다. 리비아의 원유생산량은 11월말에 100만b/d까지 증가할수 있을 것으로 예상된다.
- 코로나19 재확산과 리비아의 원유생산 재개는 OPEC+에게는 부담이 될 것으로 판단한다. OPEC+는 2021년 1월부터 원유간신탕이 기준 770만b/d에서 550만b/d로 줄어들 계획이다. 국제유가 하방을 지지하기 위해서는 12월 OPEC+ 정례회의에서 OPEC+이 감산목표량을 연장해야 할 것으로 판단한다.
- 다가오는 미국의 대선 결과도 주요 원유 가격결정 요인 중 하나일 것이다. 트럼프 대통령이 재당선된다면 유가는 완만히 상승할 것으로 전망하는 반면 바이든 당선 시 유가 하방압력이 높아질 것이다. 트럼프 대통령은 미국 내수소비를 진작시키면서, 미국 에너지기업들도 회복할 수 있는 적정 수준의 유가를 유지하도록 노력할 가능성이 높다고 판단한다. 반면 바이든은 기존 화석연료의 수요를 신재생에너지로 대체하려고 할 것이기 때문에 코로나19 이후 경기가 회복된다고 하더라도 원유수요 회복 속도는 상대적으로 느릴 것으로 판단한다. 또한, 베네수엘라 등의 완화된 중동정책을 통해 중동발 원유공급이 늘어날 가능성이 높다.

리비아 원유생산 재개 가속화



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

바이든 당선 시, 이란의 원유공급 증대 가능성 높아



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

3Q20 실적시즌 어닝 서프라이즈가 기대되는 기업

- 지난 한 주간 KOSPI 4Q20 영업이익 컨센서스는 전주대비 1.7% 상승했다(10월 29일, 최근 3개월 컨센서스 기준). 지난 8월부터 본격적으로 시작된 실적 전망치 상향조정세가 계속되고 있다. 4/4분기뿐만 아니라 2020년, 2021년 KOSPI 영업이익 컨센서스도 각각 전주대비 0.2%, 1.1% 상승했다. 최근 나타나고 있는 실적 전망 호전은 한국의 수출 개선 기대를 반영하고 있다는 판단이다. 수출 회복은 3/4분기 한국 경제 성장을 반등을 견인했으며 4/4분기에도 이러한 기조가 이어질 것으로 전망되고 있다. 이는 양호한 기업실적 흐름이 지속될 가능성을 높이는 요인이다.
- 3/4분기 실적시즌은 기대했던 바와 같이 순조롭게 진행 중이다. 현재까지 실적을 발표한 기업들 합산 기준으로 KOSPI 3/4분기 매출액, 영업이익, 순이익은 각각 컨센서스를 1.5%, 10.4%, 5.2% 상회하는 수준을 기록하고 있다. 전년동기 대비로는 매출액이 -0.9% 감소한 반면 영업이익, 순이익은 각각 28.1%, 23.5% 증가했다(매출액, 영업이익은 금융주 제외, 컨센서스 데이터 제공 증권사 2개 이상인 기업들 대상). 현재 컨센서스 기준으로 3/4분기 KOSPI 매출액은 전년동기 대비 -4.8% 감소할 것으로 예상되고 있지만 2/4분기 -12.5%에 비하면 감소폭이 크게 축소된 수준이다. 양호한 실적시즌 결과를 감안하면 현재 컨센서스보다 감소폭이 축소될 가능성도 높다고 판단한다.
- 현재까지 영업이익 기준으로 컨센서스를 10% 이상 상회하며 어닝 서프라이즈를 기록한 기업의 비율은 48.9%이다. 반면 컨센서스를 10% 이상 하회한 어닝 쇼크 기업의 비율은 14.4%로 상대적으로 낮다. 이 또한 이번 실적시즌이 양호하게 전개되고 있음을 시사한다. 어닝 서프라이즈 기업들은 실적 발표 당일 (+) 주가 수익률을 기록할 가능성이 높다는 점에서 주목할 필요가 있다.
- 실적 발표일 직전 한 달 동안 컨센서스가 상향된 종목은 어닝 서프라이즈를 기록할 확률이 높다. 이번 실적시즌에도 어닝 서프라이즈를 기록한 기업의 66.7%가 실적 발표일 직전 한 달 동안 컨센서스가 상향된 것으로 나타났다. 어닝 서프라이즈 기업들의 실적 발표 당일 평균 주가 수익률은 0.2%를 기록 중이다. 한달 간 컨센서스가 10% 이상 높아졌던 기업들로 한정할 경우 수익률은 1.3%로 개선됐다. 따라서 아직 3/4분기 실적을 발표하지 않은 기업 중 최근 한 달간 실적 컨센서스가 10% 이상 상승하면서 어닝 서프라이즈를 기록할 가능성이 높은 기업 21개를 관심 종목으로 제시해두었다.

3Q20 실적시즌 어닝 서프라이즈 가능성 높은 기업 21선

기업명	3Q20 예상 실적		1M 컨센서스 변화율(%)	기업명	3Q20 예상 실적		1M 컨센서스 변화율(%)
	금액 (십억원)	전년대비 증가율(%YoY)			금액 (십억원)	전년대비 증가율(%YoY)	
엑시콘	3.4	흑전	22.5	한화솔루션	172.9	27.6	10.2
와이지엔터테인먼트	7.3	흑전	11.6	메리츠화재	34.0	7.1	18.1
코스메카코리아	2.7	6,333.3	46.0	한세실업	10.7	-7.5	23.2
키움증권	109.9	168.5	25.4	롯데푸드	0.6	-15.3	530.0
LG 헬로비전	9.7	148.9	13.1	LIG 넥스원	8.0	-30.2	657.5
한국전력	526.0	103.3	13.1	휴켄스	38.1	-57.0	17.8
삼성증권	132.0	101.2	33.2	롯데케미칼	168.3	-60.6	12.2
증근당	26.5	65.9	11.1	동양생명	6.0	-93.4	795.5
녹십자	7.0	45.6	30.7	삼성중공업	-29.8	적지	적축
롯데하이마트	19.0	40.9	11.7	호텔신라	-0.6	적전	적축
SK 케미칼	34.3	38.9	25.1				

자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

주: 컨센서스 제공 증권사가 3개 이상 존재하는 기업들 대상. 금융업종(은행증권보험)은 순이익 기준

비자, 예상보다 관찬은 실적

FY4Q20 Review: 결제 지표 개선으로 시장 기대치 상회

- 비자(Visa, V)에 대해 투자의견을 Buy로 유지한다. 코로나19에 따른 해외거래 위축세가 이어지고 있지만 국내 결제 지표의 뚜렷한 개선세가 확인되고 있으며 디지털 결제 시장 확대에 외형성장이 기대된다.
- FY4Q20(7~9월) 실적은 매출액 51.1억 달러(-16.9% yoy), 순이익 21.4억 달러(-29.4% yoy)를 기록하며 컨센서스를 각각 +2.0%, +3.2% 상회했다. 코로나19 여파에서 벗어나지 못하며 2분기 연속 역성장을 기록했지만, 결제금액과 결제건수 증가율(yoy)이 전분기 마이너스 성장에서 플러스 성장으로 전환하며 회복세를 보이고 있다. 결제금액 증가율은 전분기 -10%에서 +4%로 결제건수 증가율은 전분기 -13%에서 +3%로 반등했다. 국내 소비시장 회복과 디지털 결제 증가 해외거래 부문의 실적 부진을 상쇄한 결과다.

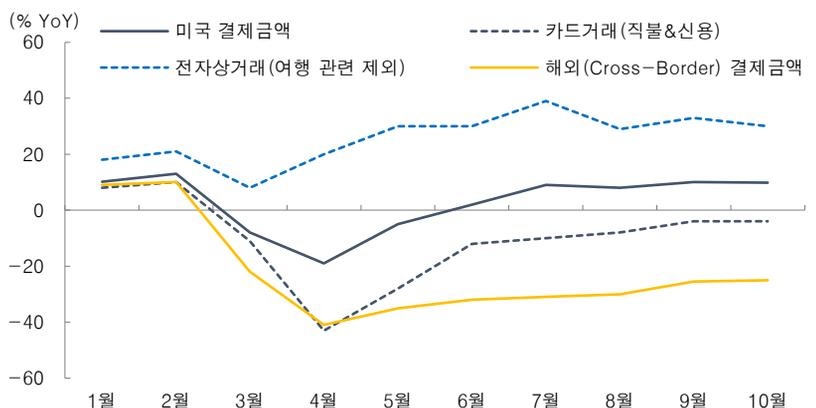
국내 결제시장은 V자형 회복, 해외 결제시장은 L자형 둔화

- 미국 결제시장은 결제 봉쇄 조치 완화 및 디지털 결제 증가로 V자형 회복을 보이고 있다. 환율 변동 영향을 제외한 7~9월 미국 결제규모 증가율(yoy)은 +7.5%를 기록했다. 이는 4~6월 -6.9% 대비 큰 폭으로 반등했을 뿐만 아니라 1~3월 +5.8%를 상회하는 수치다. 여행과 레저를 제외한 결제시장은 코로나19 확산 이전 수준까지 회복한 것으로 나타났다. 여행 부문을 제외한 디지털 결제금액 증가율은 +30~40%대의 견조한 성장세를 유지하고 있으며 카드거래를 통한 결제금액 증가율도 4월 -50%에서 7월 -10%, 10월 -5%대로 회복했다.
- 반면 해외 결제시장은 국경 봉쇄와 여행객 감소로 L자형에 가까운 형태로 전개될 전망이다. 7~9월 해외거래(Cross-Border) 금액 증가율(yoy)은 -29%(유럽 내 거래 제외 시 -41%)로 4~6월 -37%(유럽 내 거래 제외 시 -47%) 대비 다소 개선되기는 했지만, 유의미한 회복으로 보기 어려우며 미국과 유럽을 중심으로 코로나19 확진자가 빠르게 재확산하고 있어 해외거래가 재차 위축될 가능성이 높다.

보수적인 FY21 상반기 가이드언스 제시

- 비자는 FY21년 가이드언스를 제시하지 않았으나, 상반기에 매출이 감소한 후 하반기 들어 반등할 것으로 전망했다. 한편 주당 배당금은 기존 0.30달러에서 0.32달러로 증액했다.

비자 월별 영업실적; 국내 결제시장은 V자형 회복, 해외 결제시장은 L자형 둔화



자료: 비자, 대신증권 Research Center

반도체업

이수빈
subin.lee@dshin.com

투자이견

Overweight

비중확대, 유지

2020년 10월: 모바일 MCP 수출 강세, SSD 약세

20년 10월 서버/PC DRAM 계약가격 전월대비 8~9% 하락

- 가장 많은 거래가 발생하는 분기 첫 월인 10월 PC와 서버 DRAM 가격은 전월대비 8~9% 하락
- 서버 고객사의 재고수준은 8월 고점 이후 하락하고 있으나, 정상 수준인 4~5주를 상회하고 있어 분기 가격 협상은 순조롭지 못했음. 11월과 12월 추가적으로 하락한 가격에서 협상될 것으로 예상함
- DDR4 32GB 서버 DRAM 가격은 9월 \$118~125 → 10월 \$108~118. 4분기 평균 \$106~115까지 하락할 것으로 예상. 이는 전분기대비 13~18% 하락한 수준
- AWS 등 일부 고객사로부터 급진적인 주문이 발생하고 있으나, 전반적인 데이터센터와 서버 수요가 정체되어 있어 1분기 서버 DRAM의 추가 가격 하락도 불가피한 상황임
- 그러나, 화웨이를 제외한 중화권 업체들의 모바일 DRAM 주문은 재개되는 중임. 고객사의 시장점유율 확대 경쟁으로 모바일 DRAM 수급상황은 타이트해지고 있어 4분기 모바일 DRAM 가격은 0~5% 하락
- 수요 변화에 따라 공급사는 서버 DRAM 캐파를 모바일 DRAM 캐파로 전환 중. 서버 DRAM 비트 공급량(Bit Supply)은 21년 1분기, 전분기대비 하락할 것으로 예상. 21년 상반기에는 서버 DRAM 가격 사이클 저점을 형성할 것으로 예상함
- PC DRAM 가격 또한 3분기까지 지속된 노트북 출하량의 급증으로 수요 견조했으나, 4분기에는 전분기비 소폭 하락 예상. 11월과 12월 PC DRAM 가격도 추가적으로 하락 전망

10월 잠정수출액: 모바일 MCP 강세, SSD 부진 지속

- 20년 10월 집적회로 반도체 잠정 수출액은 전월대비 5% 하락한 74.6억달러 기록. 메모리 반도체 수출은 전월대비 7.3% 하락한 46.1억달러 기록
- 9월초에는 미중 제재에 대비한 화웨이의 요청 주문으로 반도체 수출액이 급증한 반면, 10월초는 추석 및 중국 중추절 연휴로 수출이 지연되며 전월대비 부진
- DRAM 반도체 수출액은 가격 하락에도 불구하고 전월과 유사 수준 유지
- 모바일 MCP 수출액은 전월대비 -13% 기록하며 부진했으나, 전분기대비 +25% 증가하며 중국 스마트폰 공급사의 내수시장 점유율 확대 경쟁에 따른 수요 지속
- SSD 수출액은 전월대비 -28%, 전분기대비 -19% 하락한 6.8억달러 기록. 8월 최고점 도달 이후 증가율 둔화. 하반기에 시작된 서버 고객사의 재고 소진 때문

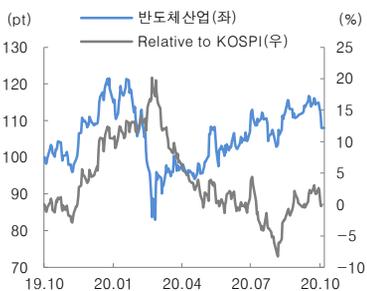
21년 1분기까지 DRAM 가격 하락 후, 2분기 반등 예상

- 4분기 Blended ASP -10%, 서버 DRAM -15%, PC -10%, 모바일 -5% QoQ 전망
- 1분기 Blended ASP -5%, 서버 DRAM -10%, PC -8%, 모바일 -4% QoQ 전망
- 코로나19로 인해 서버 DRAM과 모바일 DRAM 수요가 증가하는 시점이 반대로 움직이며 전체 DRAM 사이클의 변동폭을 축소시키는 중
- 20년 상반기는 서버 DRAM 수요 강세, 모바일 DRAM 수요 약세, 하반기는 서버 DRAM 수요 약세, 모바일 DRAM 수요 강세
- DRAM 공급사는 증가하는 수요 대응처로 생산 캐파를 후행적으로 전환하며 대응 중. 21년 상반기, 서버 DRAM 수급상황은 타이트해지는 반면, 모바일 DRAM 수급상황은 느슨해질 것으로 예상
- 서버 DRAM 수요 예측이 다른 대응처대비 어렵기 때문에 전체 DRAM 수급 상황과 가격 변동을 주도함. 따라서, DRAM 가격 반등 시점은 서버 수급이 타이트해지는 21년 2분기로 예상

Rating & Target

종목명	투자이견	목표주가
삼성전자	BUY	80,000원
SK하이닉스	BUY	115,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.1	-4.4	10.2	10.0
상대수익률	-0.5	-4.4	-5.3	0.9



HMM
(011200)

RETURN of The Queen !

투자이견 매수, 목표주가 13,000원으로 커버리지 개시

- 목표주가는 2021년 추정 BPS에 Target PBR 2.0x를 적용하여 산출
- 산업은행과 한국해양진흥공사가 보유하고 있는 신종자본증권의 적정 행사비용은 25%(지분율 17.3%→46.1%로 증가) 미만으로 추정
- 전환권 25% 행사와 2021년 추정실적을 감안한 당사의 목표주가는 PER 8.4x, PBR 1.97x 수준으로 주가 상승여력 충분
- 2020년 영업이익은 8,424억원, 2021년 영업이익은 1조 1,510억원(+36.6% yoy)으로 추정

2020년 하반기와 2021년 이익 체력 강화

- 2020년 2분기 24,000TEU 6척, 2020년 3분기 동일선형 6척 추가, 2021년 8척의 16,000TEU의 신조선 인도로 컨테이너 선복량 853천TEU로 증가
- 24,000TEU는 \$1.55억/척, 16,000TEU는 \$1.2억/척으로 선가 경쟁력 우수
- Global Top 10 컨테이너선사 중 Scrubber 장착 비율 80.3%로 No.1
- 용선료 높은 Dry-bulker 순차적 반선으로 Dry-bulk사업부문의 수익성 개선
- Tanker부문은 2020년 상반기 WS Peak시점에 사선 장기 대선계약체결로 안정적 수익 구조 확보, 2021년 Tanker시황은 유가와 함께 반등 예상

2020년 컨테이너 업황 턴어라운드, 적어도 2021년까지 호황 전망

- 2020년 컨테이너선 시황은 1)공급축소(계선증가), 2)물동량 증가로 3분기부터 빠른 속도로 턴어라운드 시작
- 코로나19로 서비스 지출이 감소, 재화에 대한 소비 증가로 미주항로 7월부터, 유럽항로 8월부터 전년 동월비 증가세 전환. 항공화물공급 부족도 영향을 줌
- 2021년 컨테이너 수급 Balance는 3%수준의 공급부족으로 운임강세 전망
- 2010년 시점과 달라진 점은 1)Top3 Carrier의 Alliance 가입, 2)2010년 치킨게임 주도하던 Top-Tier들의 Orderbook 부재, 3)수주 잔고 당시의 51.2%에 불과, 4)Market Player의 감소

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,222	5,513	5,977	6,616	7,067
영업이익	-559	-300	842	1,151	1,056
세전순이익	-779	-587	469	756	678
총당순이익	-791	-590	469	756	678
자배분순이익	-791	-590	469	756	678
EPS	-2,521	-1,860	1,453	2,313	2,075
PER	NA	NA	6.5	4.1	4.6
BPS	3,311	3,434	4,912	7,111	9,128
PBR	1.1	1.0	1.9	1.3	1.0
ROE	-81.8	-55.5	35.1	38.7	25.6

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

양지환
jhwang.yang@daishin.com

투자이견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

13,000

현재주가

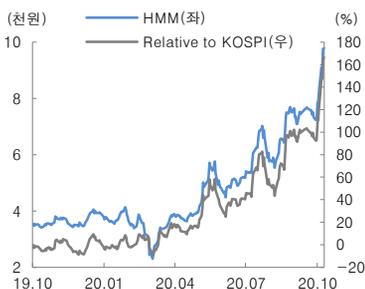
8,970

(20.10.30)

운송업종

KOSPI	2,267.15
시가총액	2,931십억원
시가총액비중	0.23%
자본금(보통주)	1,634십억원
52주 최고/최저	9,530원 / 2,120원
120일 평균거래대금	293억원
외국인지분율	7.82%
주요주주	한국산업은행 외 1인 16.88% 신용보증기금 7.51%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	31.6	72.9	162.9	183.3
상대수익률	31.7	68.1	120.0	154.8



효성티앤씨 (298020)

한상원

sanwon.han@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

220,000

현재주가

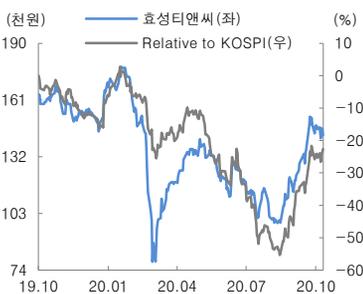
(20.10.30)

143,000

화학업종

KOSPI	2267.15
시가총액	619십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	178,000원 / 78,200원
120일 평균거래대금	40억원
외국인지분율	11.88%
주요주주	효성 외 5 인 43.90% 국민연금공단 13.50%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.3	25.4	9.6	-10.6
상대수익률	14.3	25.4	-5.9	-18.0



스판덱스 또 호황?

투자의견 매수 유지, 목표주가 220,000원으로 22% 상향

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 1.4배를 적용하여 산출 vs. 2021년 예상 실적 기준으로 목표 PER 6.0배에 해당
- 스판덱스 수급 여건이 개선되며 가격은 이미 반등을 시작. 코로나19에 따른 투자 위축으로 신증설이 없는 가운데 수요 반등이 나타나고 있기 때문
- 특히 중국의 소비 경기 개선 국면에서 수혜를 기대. 최대 시장인 중국의 의류 소비 성장(8월 소매판매+7% YoY)이 다시 시작되면서 스판덱스를 포함한 화학 체인 전반의 시황 개선이 기대되기 때문
- 2021년 PER이 4배에 불과하고, 글로벌 2위의 스판덱스 사업자인 Zhejiang Huafeng의 시가총액은 6조원을 상회하는 점을 감안하면 글로벌 1위의 스판덱스 업체임에도 불구하고 주가는 절대적 저평가 상태

3Q20 영업이익 662억원(흑전 QoQ)으로 시장 기대치 상회

- 3분기 영업이익은 662억원을 기록하며 전분기 대비 흑자 전환에 성공. 시장 기대치(456억원)를 약 45% 상회하는 호실적
- 스판덱스의 영업이익은 701억원, 영업이익률은 16.6%를 기록. 이는 전사 영업이익이 9백억원을 상회했던 2019년 2~4분기의 수준(평균 17.3%)과 유사
- 전사 영업이익은 아직 당시 규모에 미치지 못하지만 스판덱스 자체는 이미 코로나19의 악영향에서 벗어나 수익성을 회복했다는 의미
- 1) 섬유 내에서도 스판덱스 수요는 건조: 코로나19로 인한 마스크 수요 증가, 홈-트레이닝 확대에 따른 요가복, 운동복 수요 증가 등 때문
- 2) 전분기 코로나19에 따른 수요 감소에 대응하여 가동률을 하향(재고 소진)했으나 3분기에는 90% 이상의 가동률을 회복하며 비용 구조 정상화

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,571	1,006	1,167	1,302	-17.1	29.4	1,249	1,406	-4.4	8.0
영업이익	92	-8	49	66	-28.2	흑전	46	79	-5.8	19.1
순이익	-7	-14	27	42	흑전	흑전	19	25	-33.0	-40.5

자료: 효성티앤씨, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	3,359	5,983	5,101	5,893	5,885
영업이익	125	323	215	336	358
세전순이익	48	230	120	264	293
총당기순이익	31	122	87	198	221
지배지분순이익	21	93	73	159	182
EPS	8,533	21,569	16,934	36,839	42,279
PER	21.7	7.2	8.4	3.9	3.4
BPS	161,354	112,984	129,190	161,755	196,949
PBR	1.1	1.4	1.1	0.9	0.7
ROE	10.5	20.9	13.9	25.3	23.5

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

현대중공업지주 (267250)

양지환
jhw.yang@daishin.com

이재수
jane.lee@daishin.com

투자 의견

BUY
매수, 유지

6개월 목표주가
280,000
하향

현재주가
(20.10.30)
214,500
주업업중

조선, 정유 부진 지속

투자 의견 매수, 목표주가 280,000원으로 15.1% 하향

- 목표주가 하향은 1)현대오일뱅크의 실적부진 지속으로 오일뱅크의 가치를 기준 대비 약 20% 하향, 2)차회사 주가 변동에 따른 NAV 감소요인 반영 때문
- 현대중공업지주의 2020년 3분기 실적은 당사 및 시장 기대치를 하회
- 실적의 기대치 하회 이유는 1)정유시황의 회복이 예상보다 더디게 진행됨에 따라 오일뱅크의 실적이 당사 기대치를 하회, 2)한국조선해양의 연결 순이익이 적자를 기록함에 따른 지분법 손실 반영 때문임
- 정유시황의 회복이 더디게 진행됨에 따라 동사의 NAV 산출시 현대오일뱅크의 보유지분가치를 기준 6.08조원에서 4.86조원으로 하향함
- 두산인프라코어 인수와 관련해서는 DICC 소송과 관련한 문제로 아직 인수금액 및 인수조건 등에 대한 불확실성 존재
- 배당관련해서는 배당성향은 유지, 주당 배당금은 감소 가능성 높다는 판단임

2020년 3분기 실적은 당사 및 시장 기대치를 크게 하회

- 현대중공업지주의 2020년 3분기 실적은 연결기준 매출액 4,580억원, 영업이익 1,011억원, 지배 순이익 259억원으로 당사 및 시장 기대치 하회
- [현대오일뱅크] 매출액 3조 3,277억원(+30.4%), 영업이익 352억원(+166.7% qoq), 순이익 495억원(흑자전환 qoq). [현대글로벌서비스] 매출액 2,444억원(+30.3% yoy), 영업이익 484억원(+66.3% yoy), [현대로보틱스] 매출액 551억원(-19.5% yoy), 영업이익 22억원(-68.7% yoy) 시현함
- 현대글로벌서비스는 친환경 Retrofit 부문의 공장 안정화와 원가 절감효과로 이익률이 개선되었음. 반면, 현대로보틱스는 코로나19에 따른 경기침체와 경쟁심화로 매출 및 영업이익 감소

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	6,530	4,006	4,896	4,578	-29.9	14.3	4,979	5,184	-23.6	13.2
영업이익	220	104	185	101	-53.9	-3.1	214	178	77.1	76.2
순이익	38	-11	34	22	-43.5	흑전	48	-52	적지	적전

자료: 현대중공업지주, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	27,257	26,630	19,484	25,731	27,018
영업이익	861	667	-104	1,056	1,109
세전순이익	431	203	-504	684	770
총당기순이익	284	115	-287	389	438
지배지분순이익	269	173	-273	358	403
EPS	16,493	10,636	-17,071	22,666	25,486
PER	21.0	31.8	NA	9.5	8.4
BPS	474,469	490,707	466,262	477,222	486,046
PBR	0.7	0.7	0.5	0.4	0.4
ROE	3.5	2.2	-3.5	4.8	5.3

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

KOSPI	2267.15
시가총액	3,389십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	79십억원
52주 최고/최저	360,000원 / 160,500원
120일 평균거래대금	108억원
외국인지분율	17.61%
주요주주	정몽준 외 6 인 34.34% 국민연금공단 10.61%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.6	-9.1	-11.7	-37.7
상대수익률	1.0	-9.1	-24.2	-42.9



한국조선해양 (009540)

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

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

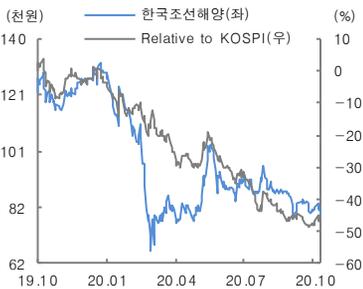
6개월 목표주가 **90,000**

현재주가 **78,400**
(20.10.30)

조선업종

KOSPI	2,267.15
시가총액	5,549십억원
시가총액비중	0.35%
자본금(보통주)	354십억원
52주 최고/최저	131,500원 / 66,300원
120일 평균거래대금	292억원
외국인지분율	15.43%
주요주주	현대중공업지주 외 15 인 33.96% 국민연금공단 9.99%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.2	-13.8	-5.2	-36.0
상대수익률	-2.7	-13.9	-18.6	-41.3



아쉬운 수주 공백

투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 90,000원으로 하향

- 목표주가를 90,000원으로 하향(기존 105,000원, -14.3%)
- 목표주가는 2021E BPS 165,975원에 타깃 PBR 0.5배를 적용
- 타깃 PBR은 조선 4사의 2011~2019년 평균 PBR 0.89배를 40% 할인 적용

3Q20 Review 조용한 실적

- 3Q20 실적은 매출액 3조 4,598억원(-5% yoy), 영업이익 407억원(+1% yoy)
- 컨센서스 대비 매출액 -10%, 영업이익 -27% 수준
- [조선] 매출액 -15% qoq, 영업이익 -26% qoq
- 환율하락 영향(257억원), 작업일수 감소, 특수선 지체상금 감소
- [해양] 매출액 +7.8% qoq, 영업이익 적자지속 -178억원(2Q20 -63억원)
- King's Quay FPU 매출 증대, 고정비 부담은 여전, 총당금 없음
- [엔진] 매출액 +36% qoq, 영업이익 -28% qoq, 물량 증가, 이익 정상화
- 환율하락 상황에서도 7분기 연속 흑자를 기록하며 잔고의 실적 신뢰를 높임

아쉬운 수주 공백

- 실적 신뢰도는 높지만 수주잔고 감소구간에서 실적이 주가 모멘텀은 아님
- 동사는 현상황을 반영해 연간 수주 목표를 하향. 현대중공업은 연간 116억불에서 73억불로 -37%, 조선부문을 72억불에서 45억불로 -37.4% 조정
- 카타르, 모잠비크, 미얀마 셰, VLCC, 대형 컨선 등 계약 논의는 여전히 진행 중
- 다만 코로나19 재확산 조짐으로 발주 가시성이 낮아짐
- 목표주가를 하향하며 수주 상황에 따른 트레이딩 대응 권고

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20		4Q20					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,643	3,926	3,572	3,460	-5.0	-11.9	3,849	4,295	-1.1	24.1
영업이익	30	93	18	41	34.5	-56.2	56	39	-76.7	-3.0
순이익	-2	-3	0	-85	적지	적지	32	8	흑전	흑전

자료: 한국조선해양 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	13,161	15,183	15,625	15,494	16,379
영업이익	-481	290	295	279	345
세전순이익	-854	90	178	205	268
총당기순이익	-454	213	101	154	202
자배지분순이익	-489	164	55	111	150
EPS	-7,296	2,318	779	1,574	2,124
PER	NA	54.6	102.5	50.7	37.6
BPS	177,254	163,436	164,308	165,975	168,192
PBR	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5
ROE	-4.3	1.4	0.5	1.0	1.3

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

현대미포조선 (010620)

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

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **32,500**

현재주가 **28,000**
(20.10.30)

조선업종

이익률 증가, 문제는 수주

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 32,500원으로 하향

- 목표주가를 32,500원으로 하향(기존 40,000원, -18.7%)
- 목표주가는 2021E 평균 BPS 60,696원에 타깃 PBR 0.5배를 적용
- 타깃 PBR은 조선 4사의 2011~2019년 평균 PBR 0.89배를 40% 할인 적용
- 수주 감소와 코로나19 재확산에 따른 우려를 반영

3Q20 Review 이익률 증가

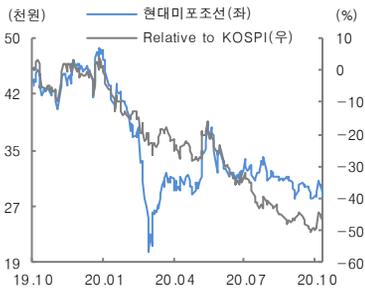
- 3Q20 실적은 매출액 6,318억원(-13% yoy), 영업이익 288억원(+21% yoy)
- 컨센서스 대비 매출액 -10%, 영업이익 +87% 차이
- 매출액은 조업일수 감소, 환율하락으로 감소
- 영업이익은 매출 감소에도 강재가 하락, 원가 개선 및 절감 노력 반영
- [베트남] 매출액 1,120억원(-22% yoy), 영업이익 113억원(+250% yoy)
- 베트남은 PC선 투입 비중 증가, 원가 절감 노력으로 이익 개선
- 차입금 비율은 11%, 부채비율 47%에 불과, 우량한 재무구조

문제는 수주

- 9월말 매출 기준 수주잔량은 27.9억불, 15~16개월 매출 잔고 보유
- 올해 신규수주는 15.8억불(-13% yoy)로 연간 목표 35.3억불 대비 44.7%
- 대형 3사보다 수주 달성률은 높으나 절대 수주금액은 여전히 부족
- 전세계에서 가장 경쟁력 있는 중소형 선박 조선사는 맞지만 시점의 문제
- MR탱커 시황악화, 줄어든 잔고 감안 시 공격적인 수주를 할 수 밖에 없는 상황

KOSPI	2267.15
시가총액	1,118십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	200십억원
52주 최고/최저	48,600원 / 20,500원
120일 평균거래대금	80억원
외국인지분율	12.21%
주요주주	한국조선해양 외 5 인 42.86% 국민연금공단 12.02%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.7	-12.8	-8.9	-35.1
상대수익률	-3.2	-12.8	-21.8	-40.5



구분	3Q19	2Q20	3Q20					4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	731	724	604	632	-13.6	-12.8	700	671	-7.5	6.3
영업이익	24	12	9	29	21.6	137.7	15	32	195.9	11.4
순이익	24	3	5	10	-56.2	300.4	9	16	흑전	54.8

자료: 현대미포조선, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,403	2,994	2,805	2,821	2,963
영업이익	71	93	107	93	150
세전순이익	118	86	101	91	147
총당기순이익	121	61	80	69	111
자배지분순이익	85	53	70	63	102
EPS	2,128	1,333	1,749	1,577	2,553
PER	28.2	34.5	16.0	17.8	11.0
BPS	57,322	58,022	59,445	60,696	62,924
PBR	1.0	0.8	0.5	0.5	0.4
ROE	3.8	2.3	3.0	2.6	4.1

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

효성중공업 (298040)

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

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **74,000**

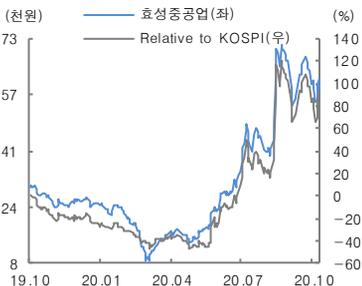
현재주가 **58,900**
(20.10.30)

가계업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2267.15
시가총액	549십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	71,500원 / 8,750원
120일 평균거래대금	212억원
외국인지분율	6.16%
주요주주	효성 외 6 인 54.18%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.2	38.3	227.2	101.4
상대수익률	7.0	38.3	181.1	84.8



돈을 벌기 시작하는 중공업 부문

투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 74,000원으로 하향

- 목표주가를 74,000원으로 하향(기존 80,000원, -7.5%)
- 목표주가는 2021E, 2022E 평균 EPS 9,279원에 타깃 PER 8.0배를 적용
- 타깃 PER은 전력과 건설 비교업체 평균치를 가중 적용
- 건설 부문의 실적 전망 하향에 따른 EPS 감소를 반영

3Q20 Review 건설 부문 실적 감소

- 3Q20 실적은 매출액 6,606억원(-14% yoy), 영업이익 215억원(+5% yoy)
- 컨센서스 대비 매출액 -8%, 영업이익 -35% 하회
- [중공업] 전년비 매출액 +20% yoy, 영업이익 흑전 yoy, opm 2.8%
- 수주잔고 증가에 따른 매출액 증가, 마진이 좋은 내수 물량 증가로 마진 개선
- 수소충전소 3분기 누적 수주 146억원(5기), 연간 310억원 전망
- 중공업 수주 3분기 1,631억원, 수주잔고 2조 1,809억원(-9% qoq)
- [건설] 매출액 -38% yoy, 영업이익 -67% yoy, -57% qoq, opm 3.8%
- 대형 현장 준공 및 신규 프로젝트 착공 지연 영향. 4분기부터는 다시 개선
- 건설 수주 3분기 1,038억원, 수주잔고 3조 1,714억원(-2% qoq)

돈을 벌기 시작하는 중공업 부문

- [중공업] 1Q20 구조조정, 미국 반덤핑으로 -766억원 적자 이후 고정비 부담 완화, 저가수주 해소, 내년 중공업 영업이익 685억원 전망(20E -97억원)
- [건설] 감소추세는 이어지겠지만 우량 사업장 보유로 3Q20 바닥으로 회복

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20		YoY	QoQ	Consensus	4Q20		
			직전추정	잠정치				당사추정	YoY	QoQ
매출액	771	851	724	661	-14.3	-22.4	724	871	-12.9	31.9
영업이익	20	57	33	22	5.7	-62.5	33	46	58.8	113.7
순이익	-52	27	11	17	흑전	-37.2	11	20	-27.9	14.7

자료: 효성중공업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,180	3,781	3,021	3,322	3,545
영업이익	50	130	69	159	208
세전순이익	4	56	15	98	143
총당기순이익	2	16	5	74	108
자배분순이익	2	13	6	70	103
EPS	352	1,409	597	7,525	11,032
PER	117.4	18.9	98.7	7.8	5.3
BPS	167,803	97,403	98,000	105,525	116,557
PBR	0.2	0.3	0.6	0.6	0.5
ROE	0.4	1.4	0.6	7.4	9.9

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

종근당바이오 (063160)

한경래
kyungra.han@daishin.com

이새롬
saerom.lee@daishin.com

투자 의견

Marketperform

시장수익률, 하향

6개월 목표주가

41,000

유지

현재주가

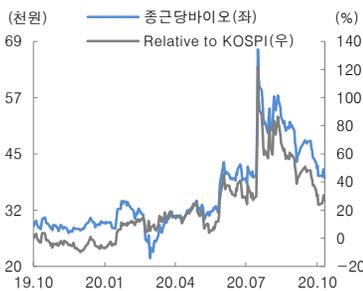
39,250

(20.10.30)

스톡옵션종

KOSPI	2267.15
시가총액	215십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	67,300원 / 21,800원
120일 평균거래대금	161억원
외국인지분율	4.38%
주요주주	종근당홀딩스 외 1 인 39.16%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.2	-0.4	30.0	39.8
상대수익률	-11.9	-0.4	11.6	28.3



피할 수 없는 업황

투자의견 시장수익률(Marketperform) 하향, 목표주가 41,000원 유지

- 투자의견 시장수익률(Marketperform)로 하향. 목표주가 41,000원 유지. 2021년 예상 EPS 2,921원에 Target PER 14배 적용
- 목표주가는 유지하나 주가 괴리율의 축소로 투자의견 하향. 유럽, 아시아 지역 코로나19 완화 시기가 업황 회복에 중요할 전망

3Q20 영업이익 18억원(-60% YoY, -54% QoQ) 기록

- 3Q20 매출액 325억원(-7% YoY, -6.4% QoQ), 영업이익 18억원(-60.1% YoY, -53.6% QoQ) 기록
- 글로벌 코로나19 확산으로 유럽 주요 고객사들의 재고 조정에 따른 원료의약품 수출 부진 불가피
- 3Q20 건기식 매출액 41억원으로 분기별 성장세. 건기식 원말, 완제 매출비중 비슷한 수준까지 올라온 것으로 파악 (1Q20 16억원, 2Q20 33억원)

2021년 건기식 매출 확대, 원료의약품 회복 기대

- 2021년 글로벌 코로나19 확산세 완화 시 원료의약품의 수출 확대 가능. 이연 매출 기대
- 종근당건강의 락토픽 여전한 성장세(매출액 2019년 2,014억원 → 2021년 2,801억원 전망). 향후 증분되는 생산 물량의 OEM, 원말 공급 확대 이어질 예정
- 자체 브랜드 유거스 출시. 2021년 코로나19 완화 시 싱가포르 등 아시아 중심 수출 본격화 예정
- 신사업인 특신 사업 유럽 기관의 A Type 균주 상용화 라이선스 도입 후 연구 개발 중. 중장기 성장 동력으로 향후 상용화 계획 구체화될 예정

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	125	137	133	174	202
영업이익	7	16	13	19	24
세전순이익	9	16	12	19	23
총당순이익	8	13	10	16	19
지배지분순이익	8	13	10	16	19
EPS	1,551	2,465	1,822	2,921	3,534
PER	12.8	12.0	21.5	13.4	11.1
BPS	26,916	28,954	30,706	33,436	36,780
PBR	0.7	1.0	1.3	1.2	1.1
ROE	5.5	8.3	6.1	9.1	10.1

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

SK 이노베이션 (096770)

한상원

sangwon.han@daiashin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

175,000

유지

현재주가

131,000

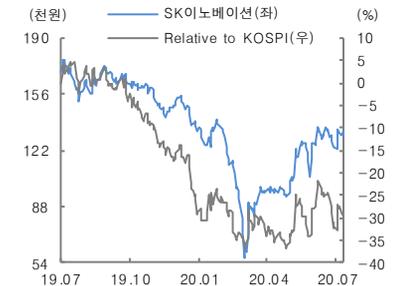
(20.07.29)

정유업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2263.16
시가총액	12,225십억원
시가총액비중	0.89%
자본금(보통주)	462십억원
52주 최고/최저	173,000원 / 57,300원
120일 평균거래대금	996억원
외국인지분율	24.22%
주요주주	SK 외 1 인 33.41% 국민연금공단 11.37%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.8	33.3	4.8	-22.5
상대수익률	-6.8	14.7	1.2	-30.5



배터리 신규 공장 예상보다 빠르게 안정화

투자의견 매수, 목표주가 200,000원 유지

- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출 vs. 12MF 목표 PBR 1.3배에 해당
- 사업부별 가치는 정유 8조원, 화학/윤활유 7조원, 소재/배터리 11조원 등
- EVB 중장기 사업 목표 재확인: 2023년 Capa 85GWh, 2022년 BEP 달성
- 국내외 고객사를 통한 수주잔고가 550GWh에 이르는 점을 감안하면 공격적인 증설 계획이 현실화될 가능성은 높다고 판단
- 목표주가 산출에 반영된 EVB의 사업 가치도 2025년 Capa 기준 5.5백억원 /GWh에 불과(vs. 동종사 2~3천억원/GWh, CATL 4천억원)
- 향후 소송 관련 불확실성 해소에 따른 배터리 및 소재 사업의 가치 재평가 시 큰 폭의 주가 상승을 기대(2천억원/GWh 가정 시 EVB 가치만 20조원 수준)

3Q20 영업이익 -290억원(적지 QoQ)으로 시장 기대치 하회

- 3분기 영업이익은 -290억원으로 코로나19의 확산 이후 3개 분기 연속 적자가 지속되며 시장 기대치(856억원)를 하회
- 전분기 대비 이익 개선(OP +4.1천억원 QoQ)은 정유 부문(+4.7천억원 QoQ) 덕분이나 대부분 재고 관련 손익의 개선(+4.8천억원 QoQ)에서 기인
- 정제마진의 부진이 이어지고 있어 재고 효과를 제외한 실질 이익의 경우 전분기와 유사한 2.5천억원 내외의 적자가 지속되고 있다는 의미
- 화학 사업의 경우도 주력 제품인 PX, 벤젠 등의 수익성 악화로 적자 전환
- 기존 사업(정유/화학)의 부진에도 불구하고 EVB의 실적이 개선된 점은 긍정적
- 매출액은 예상대로 판매량 증가와 함께 높은 성장(+44% QoQ)을 기록 vs. 특히 수익성 개선(OPM +13%p QoQ)이 특징적인데 헝가리/중국 해외 신규 공장의 예상보다 빠른 초기 안정화 덕분(현재 모든 라인 안정적 가동 상태)

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20		3Q20					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	13,104	11,163	8,599	7,200	-45.1	-35.5	7,360	11,390	-7.9	58.2
영업이익	498	-1,775	-343	-440	적전	적지	-339	244	-26.1	흑전
순이익	147	-1,558	-388	-352	적전	적지	-223	62	-59.1	흑전

자료: SK이노베이션 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	54,217	49,877	41,833	51,308	55,451
영업이익	2,103	1,269	-1,843	1,187	1,207
세전순이익	2,387	376	-2,472	493	330
총당기순이익	1,699	66	-1,853	379	257
지배지분순이익	1,651	-36	-1,866	374	254
EPS	18,871	-455	-22,663	4,493	3,028
PER	9.5	NA	NA	29.2	43.3
BPS	193,382	186,398	158,186	162,606	162,827
PBR	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
ROE	9.1	-0.2	-11.6	2.5	1.7

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

효성첨단소재 (298050)

한상원

sanwonhan@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

185,000

현재주가

(20.10.30)

133,500

화학업종

탄소섬유 흑자 전환!

투자의견 매수, 목표주가 185,000원 유지

- 목표주가는 2021년 예상 BPS에 목표 PBR 2.3배를 적용하여 산출
- 전방산업 부진(코로나19 영향)에 따른 실적 약화에도 불구하고 주가는 상승
- 수소 경제의 확대에 따른 탄소섬유(수소탱크 핵심 소재)에 대한 기대감이 Valuation 상향으로 이어졌기 때문
- 2021년 예상 실적 기준 PER 12배로 화학 업종 내 높은 편에 해당하나 중장기 목표대로 2.4만톤/년의 탄소섬유 생산능력 확보 시 연간 7백억원 이상의 이익 창출(vs. 2021F 50억원 내외 추정)이 가능한 점을 감안하면 정당화 가능
- 다만 주가 변동성이 크기 때문에 단기 Trading 전략보다는 성장성에 기반한 중장기적 관점의 투자 접근을 권고

3Q20 영업이익 119억원(흑전 QoQ)으로 시장 기대치 부합

- 3분기 영업이익은 전분기 대비 흑자 전환한 119억원을 기록하며 시장 기대치(132억원) 및 당사 추정치(123억원)에 부합
- 타이어보강재(T/C)의 이익이 30억원을 기록하며 흑자 전환에는 성공했으나 예상치(당사 추정 132억원)를 하회
- 코로나19 이후 타이어 수요는 회복세를 보이고 있으나 1) 중국 경쟁사가 증설을 앞두고 가격 경쟁을 심화함에 따른 판가 하락, 2) 장기 재고 처분 과정에서 총당금 60억원 반영 등 때문
- 4분기에는 일회성 요인 소멸 등 감안하면 영업이익률이 3%까지 회복함에 따라 이익 규모도 100억원을 상회 가능할 전망
- 탄소섬유도 처음으로 흑자를 기록한 점은 긍정적. 연초 증설(연산 2천톤→4천톤) 이후 3분기 들어 유의미한 판매량 증가가 나타난 덕분

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20		3Q20			4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	764	377	628	637	-16.7	68.8	593	720	3.6	13.1
영업이익	38	-43	12	12	-68.6	흑전	13	21	16.2	81.0
순이익	-57	-35	9	7	흑전	흑전	9	3	흑전	-54.8

자료: 효성첨단소재, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

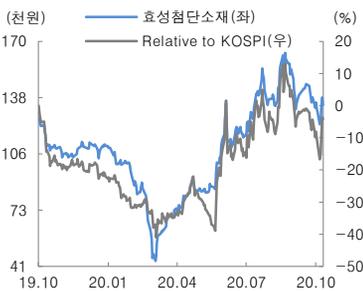
(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,767	3,054	2,423	3,054	3,241
영업이익	64	158	19	123	142
세전순이익	-5	52	-30	75	96
총당금순이익	-24	-53	-18	57	74
지배지분순이익	-26	-70	-18	52	67
EPS	-10,265	-15,664	-4,130	11,553	14,889
PER	NA	NA	NA	11.6	9.0
BPS	148,973	72,195	67,172	79,599	93,718
PBR	0.7	1.5	2.0	1.7	1.4
ROE	-13.7	-19.7	-5.9	15.7	17.1

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

KOSPI	2267.15
시가총액	598십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	163,500원 / 44,100원
120일 평균거래대금	165억원
외국인지분율	6.63%
주요주주	효성 외 5 인 44.39%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.3	6.4	63.8	16.1
상대수익률	-1.7	6.4	40.7	6.5



효성화학 (298000)

한상원

sangwon.han@dashin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

155,000

유지

현재주가

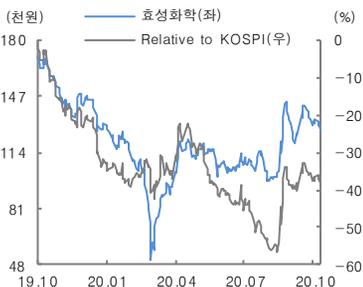
126,000

(20.10.30)

화학업종

KOSPI	2267.15
시가총액	402십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	169,000원 / 51,000원
120일 평균거래대금	37억원
외국인지분율	10.28%
주요주주	효성 외 6 인 43.76% 국민연금공단 12.66%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.6	15.6	9.6	-23.9
상대수익률	4.3	15.6	-5.9	-30.1



길어지는 도움달기

투자의견 매수, 목표주가 155,000원 유지

- 목표주가는 2021년 예상 BPS에 목표 PBR 0.9배를 적용하여 산출
- PER 기준으로 목표주가는 4.4배(vs. 현재 주가 3.6배)에 해당

3Q20 영업이익 249억원(+596% QoQ)으로 시장 기대치 하회

- 3분기 영업이익은 249억원(+596 %QoQ)을 기록하며 전분기 대비 대폭 개선되었으나 시장 기대치(302억원)를 하회
- PP/DH 영업이익 116억원(흑전 QoQ)으로 예상(당사 추정 191억원)보다 부진
- 베트남 법인(PP 설비 선거동)이 PP/프로필렌 스프레드 하락으로 수익성이 악화되었고, 재고에 대한 손실 처리(약 30억원)도 발생했기 때문
- 한국 PP/DH 공장의 경우 영업이익률 12.1%로 예상(13.1%)보다는 소폭 낮았으나 양호한 수준으로 평가 가능
- 그 외 사업의 경우 필름 실적 호조 지속과 TPA의 적자 축소가 특징적

실적 부진 아쉬우나 주가 상승은 시점의 문제

- 베트남 대규모 증설을 통한 실적 성장 가능성을 감안하면 현재 주가 수준은 현저한 저평가 국면. 온기 반영되는 2022년 기준 PER이 2배에 불과하기 때문
- 다만 신규 설비(PDH)의 본격적인 가동 예상 시점 연기(상반기→7월, 케이번 완공 지연 때문)됨에 따라 본격적인 주가 상승 시점도 예상보다 다소 지연 예상
- 그럼에도 긍정적인 시각과 투자의견 매수를 유지하는 이유는 1) 시점의 차이일 뿐 대규모 증설을 통한 성장의 방향성에는 변함이 없으며, 2) PDH 외 사업의 양호한 실적에 따라 2021년 이익 추정치는 오히려 상향했기 때문

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20		3Q20			4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	456	429	503	487	6.9	13.5	464	479	14.9	-1.6
영업이익	55	4	29	25	-54.8	596.3	30	22	-9.8	-11.9
순이익	37	-13	11	6	-82.7	흑전	15	7	-22.5	10.7

자료: 효성화학, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,117	1,812	1,821	2,350	2,537
영업이익	65	154	63	195	284
세전순이익	27	110	15	143	238
총당기순이익	20	88	1	111	186
지배지분순이익	20	88	1	111	186
EPS	11,134	27,637	461	34,987	58,388
PER	12.8	5.2	273.1	3.6	2.2
BPS	199,142	142,536	138,019	173,116	226,652
PBR	0.7	1.0	0.9	0.7	0.6
ROE	11.1	21.4	0.3	22.4	29.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 효성화학, 대신증권 Research Center

삼성중공업 (010140)

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

투자의견 Marketperform

시장수익률, 유지

6개월
목표주가 **5,200**
현재주가 **5,050**
(20,10,30)
유지
조선업중

수주 기다림으로 귀결

투자의견 시장수익률(Marketperform), 목표주가 5,200원 유지

- 목표주가는 2021E 평균 BPS 6,621원에 타깃 PBR 0.8배를 적용
- 타깃 PBR은 조선 4사의 2011~2019년 평균 PBR 0.89배를 10% 할인 적용

3Q20 Review 수주 감소로 매출 지연

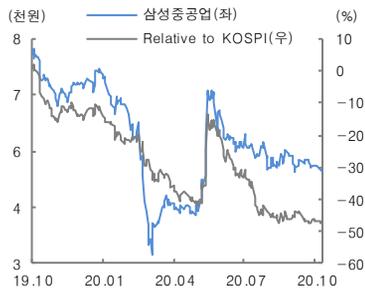
- 3Q20 실적은 매출액 1조 6,769억원(-14% yoy), 영업이익 -134억원(적축)
- 컨센서스 대비 매출액 -11%, 영업이익 적자축소(컨센 -641억원)
- 매출액은 BP 프로젝트, LNG선 작업의 매출 지연
- 영업이익은 해양 체인지오더 380억원, 후판가 인하 650억원, 임금협상 타결 일시금 -270억원, 일회성 요인 제외 시 순영업이익은 -514억원
- 영업외로는 기부금 -200억원, 해양 승소 판결 충당금 환입 470억원

수주 기다림으로 귀결

- 신규수주는 11억불(-79% yoy), 수주잔고는 199억불(-3% yoy)로 감소
- 드릴십 잔고 5척, 15.9억불에 대해 20%를 상각
- PDC 드릴십 소송 승소, 일부 드릴십 매각 진행 중
- 그러나 열악한 시추시장 상황 상 환입과 드릴십 잔고의 전체 매각은 미지수
- 수주 감소에 따른 공정 슬로우다운, 결국은 수주 기다림으로 귀결
- 모잠비크, 조베즈다 LNG선, 나이지리아 봉가 해양 프로젝트 대기 중
- 연내 일부 수주를 기대하지만 코로나19 재확산으로 확신을 할 수 없는 상황
- 실적 정상화까지는 상당한 시간이 걸릴 것으로 판단

KOSPI	2267.15
시가총액	3,218십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	3,150십억원
52주 최고/최저	7,490원 / 3,115원
120일 평균거래대금	552억원
외국인지분율	14.84%
주요주주	삼성전자 외 9 인 21.86% 국민연금공단 7.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.3	-10.9	17.9	-30.3
상대수익률	-2.7	-10.9	1.2	-36.1



(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20		4Q20					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,965	1,692	1,989	1,677	-14.6	-0.9	1,884	1,941	-10.0	15.7
영업이익	-312	-708	-16	-13	적지	적지	-64	-37	적지	적지
순이익	-580	-701	-64	-6	적지	적지	-97	-49	적지	적지

자료: 삼성중공업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,265	7,350	7,136	7,043	7,689
영업이익	-409	-617	-805	-76	21
세전순이익	-498	-1,139	-994	-96	58
총당기순이익	-388	-1,315	-988	-74	45
자배지분순이익	-388	-1,311	-980	-69	51
EPS	-693	-2,080	-1,555	-109	81
PER	NA	NA	NA	NA	62.4
BPS	12,046	8,324	6,750	6,621	6,682
PBR	0.6	0.9	0.7	0.8	0.8
ROE	-6.2	-21.9	-20.6	-1.6	1.2

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

LG 전자 (066570)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

115,000

유지

현재주가

(20.10.30)

84,000

가전 및 전자부품업종

4분기도 좋다

투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 115,000원 유지

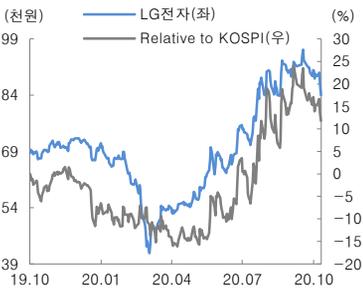
- 2020년 3분기(연결) 영업이익 9,590억원(22.7% yoy / 93.6% qoq), 매출 16.92조원(7.8 yoy / 31.8% qoq), 당기순이익은 6,492억원(87.7% yoy / 889% qoq) 실현
- 3분기 수익성 호조는 1) 코로나19 영향에도 불구하고 TV 판매량 증가(75.7% qoq)가 높았으며, 프리미엄 가전(식기세척기, 냉장고, 건조기 등) 판매량 증가로 TV(HE), 가전(H&A) 영업이익률은 각각 8.9%, 10.9%씩 기록 2) VS(전장)은 저수익 부품의 비중 감소 및 전체 매출 증가(81.5% qoq)로 영업적자(2Q 2,025억원 ▶ 662억원) 축소
- MC 부문의 영업적자(2Q 2,065억원 ▶ 1,484억원)도 축소, 미국 및 중남미 등 중저가 중심으로 스마트폰 판매량 증가(28.6% qoq)하여 고정비 절감. 베트남 생산 및 OEM 형태로 전환된 시점에서 매출 확대는 바로 수익성 개선으로 연결
- 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 115,000원 유지. 저평가 지속 및 프리미엄 제품(가전, TV) 중심으로 교체 수요 지속 전망

4분기 영업이익은 6,155억원 505% 증가(yoy) 추정, 가전(H&A)과 TV(HE) 호조

- 2020년 4분기 영업이익 6,155억원(-35.8% qoq / 505% yoy)으로 추정 계절적인 비수기로 가전과 TV 부문에서 마케팅 비용 증가, 믹스효과 악화로 전년 대비 감소하나 전년대비 영업이익 증가는 긍정적으로 평가. VS 부문의 턴어라운드 지속 예상
- 2021년 상반기에 경쟁심화 보다 제품 믹스 개선, 마케팅 비용 감소로 전년 동기 대비 영업이익 증가를 예상
- 2021년 VS(전장) 부문의 턴어라운드 예상. 저수익 제품의 중단, 비용 반영으로 2020년 영업적자(4,025억원)에서 2021년 3분기 기점으로 흑자 전환 추정
- 영업이익은 2020년(3.16조원), 2021년 3.24조원으로 각각 29.7%, 2.5% 증가 추정

KOSPI	2267.15
시가총액	14,299십억원
시가총액비중	0.90%
자본금(보통주)	818십억원
52주 최고/최저	96,100원 / 41,850원
120일 평균거래대금	887억원
외국인지분율	35.54%
주요주주	LG 외 1인 33.67% 국민연금공단 11.48%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.4	16.5	53.0	22.6
상대수익률	-5.9	16.5	31.4	12.5



구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20F			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	15,701	12,834	16,730	16,920	7.8	31.8	16,215	17,959	11.8	6.1
영업이익	781	495	952	959	22.7	93.6	850	615	504.6	-35.8
순이익	244	56	477	626	156.4	1,008.6	445	326	흑전	-48.0

자료: LG전자, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	61,342	62,306	62,441	67,835	69,716
영업이익	2,703	2,436	3,160	3,257	3,370
세전순이익	2,009	529	2,711	2,593	2,783
총당기순이익	1,473	180	2,139	1,867	2,004
자배분순이익	1,240	31	2,034	1,606	1,723
EPS	6,858	173	11,247	8,878	9,530
PER	9.1	416.8	7.5	9.5	8.8
BPS	78,820	79,245	89,813	97,795	106,427
PBR	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8
ROE	9.0	0.2	13.3	9.5	9.3

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

호텔신라 (008770)

유정현
junghyun.yu@dashin.com

이나연
nayeon.lee@dashin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **90,000**

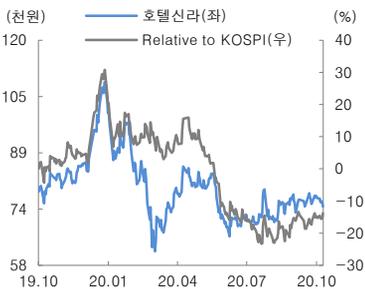
현재주가 **74,200**
(20.10.30)

유통업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2267.15
시가총액	2,974십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	196십억원
52주 최고/최저	108,500원 / 61,800원
120일 평균거래대금	451억원
외국인지분율	20.54%
주요주주	삼성생명보험 외 5 인 17.34% 국민연금공단 10.32%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.5	3.8	-12.9	-5.4
상대수익률	0.1	3.8	-25.2	-13.2



그래도 회복 시동 걸렸다

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 90,000원 유지

- 투자 의견 BUY와 목표주가 90,000원(2022년 예상 P/E 34배 기준) 유지
- 길어지는 팬데믹 상황에서 면세업 시계는 아직 불투명하지만 시내점은 가파른 회복세를 보이고 있고 인천공항점도 한시적이나마 부담이 매우 크게 감소. 2021년 팬데믹 상황 진정이 이어질 경우 주가가 빠르게 회복할 수 있는 가능성을 열어둘 필요 있음

3Q20 Review: 시내점과 공항 손익 개선으로 우려대비 양호

- 3분기 매출액과 영업이익은 각각 8,795억원(-40%, yoy), -198억원(적전, yoy) 기록
- **[TR]** 서울 시내면세점의 매출은 회복 추세(yoy -23%)를 보였으나 제주 면세점 운영 중단 영향과 공항 면세점 매출 급감(yoy -77%) 영향으로 전체 매출액은 42% 감소. 이에 따라 TR 부문 영업적자 지속. 시내점 알선 수수료율은 16%까지 상승(1분기 4.3%, 2분기 8.0%). 방문 re-seller들이 줄면서 일부 수수료 경쟁이 있었던 것으로 추정. 그러나 3분기 시내면세점 매출 회복과 인천공항 면세점 임차료 감면효과(7-8월 50% 감면, 9월부터는 판매액 대비 요율 방식 적용) 등의 영향으로 2분기 영업적자 474억원 대비 영업이익 큰 폭으로 개선
- **[호텔&레저]** 2분기 대비 투숙률 회복으로 전분기 대비 영업손익 +104억원 개선

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20		4Q20					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,475	523	883	880	-40.4	68.2	782	1,019	-34.0	15.9
영업이익	57	-63	-35	-87	적전	적지	-31	3	-96.2	흑전
순이익	28	-68	-40	-78	적전	적지	-34	-2	적전	적지

자료: 호텔신라, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	4,714	5,717	3,366	3,969	4,717
영업이익	209	296	-214	119	201
세전순이익	147	226	-295	58	141
총당기순이익	110	169	-222	44	106
지배지분순이익	110	170	-222	44	106
EPS	2,758	4,243	-5,539	1,092	2,644
PER	27.7	21.4	NA	68.0	28.1
BPS	19,110	22,979	17,106	17,866	20,177
PBR	4.0	4.0	4.3	4.2	3.7
ROE	15.4	20.2	-27.6	6.2	13.9

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

알파벳 (GOOGL)

이민아 mina.lee@dashin.com

투자의견 BUY
(토스로이더 평균) *(1.57)

목표주가(\$) 1730.83
(토스로이더 평균)

현재주가(\$) 1556.88
(20.10.29)

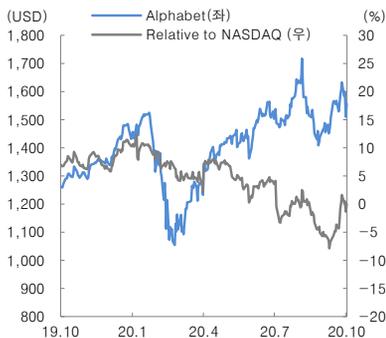
IT 소프트웨어 업체

4차 산업혁명/안전등급 Sky Blue

Alphabet

기업명	Alphabet
한글명	알파벳
홈페이지	abc.xyz
결산월	12월
거래소 국가	US
상장 거래소	NASDAQ
시가총액(십억달러)	1,090.8
시가총액(조원)	130.8
발행주식수(백만주)	687.3
52주 최고가/최저가	1726.10/1008.87
주요주주	Vanguard Group 7% Blackrock Inc 6%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.20	2.19	16.0	23.5
상대수익률	5.29	-3.91	-9.47	-11.64



코로나 이후, 정상수준 회복세

3Q20 Review: 광고, 클라우드, 구글 플레이 매출 모두 성장

- 매출액 46.17bn 달러(YoY 14%), 영업이익 11.21bn 달러(YoY 24%), EPS 16.4달러 기록. 컨센서스는 매출액 35.4bn 달러, 영업이익 8.4bn 달러, EPS 13.7달러로 매출액, 영업이익, EPS 모두 컨센서스 대비 큰 폭으로 상회
- **광고**: 구글 검색 광고 매출 26.3bn 달러(YoY 6%), 유튜브 광고 5.0bn 달러(YoY 32%), 구글 네트워크 광고 5.7bn 달러(YoY 9%). 코로나 영향이 컸던 상반기와 달리, 디지털 전환 환경에 맞춰 검색과 유튜브 광고주 모두 집행 증가
- **클라우드**: 구글 클라우드 매출 3.4bn 달러(YoY 45%) 기록. 2분기에 이어 GCP 매출 성장이 견인
- 광고 이외의 유튜브 매출, 구글 플레이 매출을 포함하는 **기타** 매출은 5.5bn 달러(YoY 35%) 기록. 유튜브 구독자 수 증가 지속, 구글플레이 앱 액티브 구매자 수 증가. **Other bets** 매출 178mn 달러(YoY 15%) 기록, 영업손실은 적자 지속
- 마케팅 비용은 광고와 프로모션을 일부 축소하며 4.2bn 달러(YoY -8%), Capex는 데이터 센터, 오피스 설비 투자 속도 감소로 5.4bn 달러 집행(YoY -20%). 신규 인력 채용 속도는 감소하고 있으나, 구글 클라우드의 기술, 판매 인력 채용 규모는 증가 중

앞으로의 투자는 선택과 집중

- 4분기 인력 채용은 웨어러블 업체 Fitbit 인수 영향을 제외하고는 증가 속도 감소할 계획
- 마케팅 비는 상품 출시나 휴가 시즌에 맞춰 집행할 계획. 3분기에 전년대비 감소한 것보다는 전년대비 완화된 감소를 전망
- 2020년 Capex는 기존 가이던스 유지. 전년대비 소폭 감소 전망
- 광고 매출 회복에 힘입어 주가 역시 상승세 이어질 가능성 높음

* 투자의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별(1- Strong Buy, 2- Buy, 3- Hold, 4- Sell, 5- Strong Sell) 수치화. 10에 근접할수록 긍정적인 투자의견

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	136,819	161,857	176,600	207,889	241,511
영업이익	27,524	34,231	36,236	43,241	52,184
당기순이익	30,736	34,343	34,415	38,738	46,181
EPS	43.7	49.2	44.5	56.6	68.0
PER	35.2	31.3	29.0	22.8	18.6
BPS	255.4	289.6	292.7	335.6	392.5
PBR	6.0	5.3	4.9	4.2	3.6
ROE	18.6	18.1	14.9	16.6	16.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배부분 기준으로 산출
자료: Alphabet, 토스로이더, 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.