

Morning Meeting Brief

Commodity

[농산물 Initiation] 식량이 무기다

- 코로나19 이후 글로벌 식량안보 부각으로 곡물시장의 중요성이 커지기 시작
- 단기간 내 식량위기의 발생 가능성은 낮을 것으로 예상. 대규모의 신규 수요 유입 가능성이 낮고, 곡물 재고율이 역사적으로 높기 때문
- 하지만 2021년 곡물 가격 상승세는 이어질 것으로 전망. 농산물 내 대두와 옥수수 선호
- 1) 라니냐 확대에 따른 공급 차질 우려, 2) 중국의 곡물 수요 확대, 3) 투기적 자금 유입 증대와 4) 달러 약세는 곡물 가격 상승 요인
- 농산물 투자 방법을 제시. CORN, SOYB, MOO 투자 유망

김소현. sohyun.kim@daishin.com

조재운. jaeun.jo@daishin.com

글로벌 전략

매주 금요일 만나는 [다음주 전략]: 트럼프 불복 시, 증시 불안정 불가피

- 제 46대 미국 대통령, 바이든 당선 확실시. 향후 관심사는 트럼프 불복 소송에 따른 전개상황에 이목이 집중
- 점점 혼탁해지는 대선 상황 감안시 대통령 확정은 빠르면 선거일(11.3)이후 9일, 늦어지면 2000년 제 43대 대선처럼 35일 전후 시간 소요
- 제 43대 대선에서 선거 후 대통령 선출 확정까지 35일간 S&P500과 나스닥지수는 각각 -4.2%, -14.2% 하락. 과거 사례 감안시 제 46대 대통령 선출 확정시까지 증시의 변동성 확대는 불가피할 전망 [S&P500 주간 밴드: 3,150~3,500]

문남중. namjoong.moon@daishin.com

산업 및 종목 분석

[3Q20 Review] 카카오: 분명하고 구체적인 이익 성장 시그널

- 투자이건 매수, 목표주가 50만원으로 상향: 1) 픽코마 가치 8조원으로 상향, 2) 모빌리티 가치 3조원으로 상향, 3) 유상증자 반영해 बैं크 가치 6.1조원으로 산출
- 3분기 매출액 1.1조원(YoY 41%, QoQ 16%), 영업이익 1,202억원(YoY 104%, QoQ 23%)으로 컨센서스 상회. 비용 증가를 모두 상쇄하는 탑라인 성장이 고무적이었던 실적. 전 사업부 기대치 이상임에도 아직도 이익률 10.9%에 불과
- 1) 톡보드 광고 매출 비수기에도 전분기대비 성장. 연말 일매출 10억원 달성 가능할 것으로 전망. 2) 모빌리티 매출 전년대비 대폭 증가로 2020년 흑전 확실하고, 2021년부터는 모빌리티에서만 연간 1천억원 이상 이익 달성 가능할 것으로 판단. 3) 페이, 분기 기준 BEP 달성 전망. 2021년부터 이익 기여 본격화 전망. 4) 픽코마, 3분기 9월 기준 글로벌 만화/웹툰 앱 매출 1위 기록했으며 넷플릭스, 아이치이보다도 높은 매출 순위 기록
- 네이버와 카카오는 올해 연택트 관련주로 부각되며 동반 상승했으며 최근 조정세. 밸류에이션 높다는 이유로 주가 방향성이 바뀌지는 않겠지만 지금부터는 양호한 실적 뒷받침되는 회사로 선별적 투자 전략 필요. 네이버는 당분간 비용 증가. 카카오는 이익 성장 지속 전망

이민아. mina.lee@daishin.com

[3Q20 Review] KT&G: 호실적의 서막

- 투자이건 매수 유지, 목표주가 120,000원으로 상향 조정(+9%). 전자담배 수출 실적 반영으로 21년 이익 추정치 5% 상향
- 3Q20 KT&G 연결 영업이익은 4,346억원(+14% yoy)으로 종전 대신증권 추정 영업이익 3,965억원, 컨센서스 영업이익 4,003억원을 상회
- 1) [별도_내수 담배] 저자극 신제품 판매 호조로 KT&G의 일반담배 시장점유율이 64.9%(+0.9%p yoy)에 달하며 내수 담배 매출액은 5,294억원(+3% yoy)을 기록한 점, 내수 판매 호조로 매출총이익률 하락이 제한적이었던 점, 2) [한국인삼공사] 면세, 수출 공백 지속에도 명절 연휴 특수로 선방하여 기대치를 크게 상회한 점은 긍정적이나, 3) [별도_수출 담배] 전년 기저효과로 1,405억원(+56% yoy) 을 기록하였으나 3Q17 1,860억원 대비 24% 낮은 수준으로 여전히 회복 중이라는 점, 4) [그외 연결 법인] 인도네시아 현지 법인의 상반기에 이은 부진이 이어진 영향으로 한국인삼공사를 제외한 연결 법인의 합산 영업이익은 -4억원에 불과한 점은 아쉬움
- 4분기 내수일반담배와 한국인삼공사 약세가 우려되나 전자담배 수출 실적 우상향, 21년 진출 국가 추가 확대에 따른 기여도 확대 예상

한유정, yujung.han@daishin.com

[3Q20 Review] 대한항공: 화물이 아끈 흑자 기조

- 투자이건 매수, 목표주가 28,000원 유지
- 대한항공의 2020년 3분기 실적은 별도기준 매출액 1조 5,508억원(-52.8% yoy), 영업이익 76억원(-93.6% yoy)으로 당사 추정치 상회, 시장기대치는 하회한 것으로 판단
- 코로나19로 인한 여객부문의 부진에도 불구하고, 화물수송증가 및 비용절감 노력으로 2분기에 이어서 3분기에도 별도기준 영업흑자 기조 유지
- 당사 예상보다 화물부문의 Yield는 낮았으나, 수송량이 크게 늘어나면서 추정치를 상회하는 실적 기록함

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[3Q20 Review] 원익IPS: 업사이드 충분

- 투자이건 매수, 목표주가 46,000원 유지
- 2분기 매출 4,350억원(+43% QoQ), 영업이익 1,183억원(+131% QoQ) 당사 추정치 및 컨센서스 상회
- 반도체 사업부문 1,591억원 기록하며 전분기대비 40% 하락, 하반기에는 주요 반도체 고객사의 신규투자는 미미하기에 4분기 911억원 예상
- 디스플레이 사업부문 2,760억원 기록하며 당사 추정치 큰 폭으로 상회, 4분기 디스플레이 매출 800억원 전망
- 영업이익률은 27% 기록, 2018년 고객사의 대규모 투자 이후 처음으로 20% 중반 이상 달성, 3분기는 매출 증가에 따른 영업 레버리지 효과와 제품 믹스 개선에 기인, 4분기는 매출 1,711억원으로 전분기대비 61% 하락, 영업적자 166억원 발생 예상
- 고객사의 NAND 및 파운드리 신규투자 21년 1.3조원, 영업이익 2천억원 전망, 세메스 LCD 사업부 인수의 실적기여도는 변수로 남아있으나, 12개월 Forward EPS 기준 현 밸류에이션 9.2배, BPS 기준 2.2배로 Peer 대비 매력도 부각

이수빈, subin.lee@daishin.com

[3Q20 Review] 현대백화점: 소비도 개선, 2021년 대형 점포 출점 이벤트도 대기

- 투자이건 BUY, 목표주가 90,000원 유지
- 총매출액과 영업이익은 각각 1조 8,024억원(+16%, yoy), 447억원(-27%, yoy)을 기록
- [백화점] 기존점 성장률은 약 -3% 수준에 그치면서 부진했으나 6월말 개점한 대전 프리미엄 아울렛 영향으로 백화점 총매출액은 +16% 성장
- [면세점] 면세점 총매출액은 158% 대폭 증가, 영업이익은 전년동기대비 53억원 개선

유정현, junghyun.yu@daishin.com

[NDR] 효성중공업 : 좋아질 실적, 펼쳐질 신사업

- 11/4~5 3Q20 실적발표 NDR 진행
- 주요 질문은 3Q20 실적 리뷰, 사업부별 영업상황, 실적 턴어라운드 시점, 신사업 진행상황, 재무구조 추이, 코로나19 영향, 그린뉴딜 효과
- [중공업] 한전 발주 회복, ESS는 아직 부진하나 해외 프로젝트 수주, 수소충전소 수주 증가, 데이터센터 JV 설립, 해외 수주 지역 다변화 [건설] 3Q20 일시적 매출 공백, 4Q20부터 회복, 영업이익률도 바닥
- 전일 미 대선에서 바이든 당선 가능성이 높아지며 주가는 8% 상승

이동현, dongheon.lee@daishin.com

[3Q20 Review] SK 텔레콤: 본업 회복, 자회사는 활활

- 투자이건 매수, 목표주가 35만원 유지
- 매출 4.7조원(+3.7 yoy, +2.8% qoq), OP 3.6천억원(+19.7% yoy, +0.6% qoq)로 당사 추정에 부합. 2Q20 턴어라운드 후 이익 개선 확대. 별도 OP 2.6천억원(+4% yoy). 3년 만에 턴어라운드 성공
- 무선 ARPU 30.1천원(-2.3% yoy, -0.4% qoq). IoT 회선 증가 및 로밍 매출 감소로 전년 동기대비 하락했지만, 5G 가입자 비율은 한셋 대비 18% 수준까지 확대되면서 서비스 매출은 지속적으로 상승 중
- 미디어, 커머스, 보안, 원스토어 등 자회사 호실적 기록 및 성장세 지속

김희재, hoijae.kim@daishin.com

[3Q20 Review] LG 유플러스: 꾸준히 개선되는 실적

- 투자이건 매수, 목표주가 16천원 유지
- 매출 3.3조원(+6% yoy, +2% qoq), OP 2.5천억원(+61% yoy, +5% qoq). PG사업부 매각에 따른 중단사업손익 2.3천억원 발생. 호실적 배경은 5G 가입자 증가와 기업 인프라 매출 성장 및 비용 절감에 기인
- 1) 무선 ARPU 30.7천원(-2% yoy, +1% qoq). 전년 동기대 로밍매출 감소 및 IoT 회선 증가 영향으로 감소했지만, 5G 비중 증가하면서 전분기 대비 상승. 2) IPTV. 가입자 성장 및 고가치가가입자 비중 증가로 ARPU 상승. 3) 초고속 인터넷. 기가 인터넷 가입자 비중 증가하면서 ARPU 상승. 4) B2B. 언택트 환경에 따른 클라우드 수요 도입에 순조롭게 대응 중
- 이익 개선에 따른 배당 상승 전망. 20E DPS 450원

김희재, hoijae.kim@daishin.com

[3Q20 Review] 스튜디오 드래곤: 놀라움엔 끝이 없다

- 투자이건 매수, 목표주가 115,000원 유지
- 매출 1.1천억원(-19% yoy, -34% qoq), OP 160억원(+47% yoy, -5% qoq)
- 중국 OTT에 구작 2편 판매한 성과가 이익으로 바로 반영되어 호실적 달성. 회사 설립 후 처음으로 중국향 매출 발생. 구작 판매이긴 하나 기대감은 커진 상황. 21년 상반기에는 중국 OTT향 오리지널 콘텐츠 공급도 추진 중
- 드래곤의 성장 포인트는 제작 편수 증가, 판매 단가 상승, 신규 시장 개척: 1) 제작 편수 연간 3~4편 정도 증가. 2) 판매 단가는 드래곤 작품의 인기와 비례하여 상승 3) 신규 시장은 넷플릭스 이외 디즈니+, HBO Max 등 글로벌 타 OTT로의 공급도 충분히 가능. 미국 OTT는 중국에 진출하지 않기 때문에, 중국 판매는 그대로 이익으로 반영

김희재, hoijae.kim@daishin.com

[농산물 Initiation]

식량이 무기다

김소현 sohyun.kim@daishin.com
조재운 jaeun.jo@daishin.com

[글로벌 식량안보 부각으로 곡물시장의 중요성이 커지기 시작]

- 코로나19로 식량안보에 대한 중요성이 높아졌다. 코로나 패닉에 따른 사재기 급증, 농산물의 공급차질과 정부의 시장 개입 확대가 식량안보 우려를 높였기 때문이다.
- 단기간 내 식량위기의 발생 가능성은 낮을 것으로 예상된다. 대규모의 신규수요 등장 가능성이 낮기 때문이다. 2007년과 같이 인구 및 신흥국 소득증가에 따른 수요 증가, 바이오연료 생산 확대 등 농산물 시장의 구조적 변화를 기대하기 힘들다. 또한 현재 전세계 곡물 재고율이 역사적으로 높은 수준이기 때문에 생산차질 시 대처 능력이 높다고 판단한다.
- 하지만 농산물 시장에 대한 관심은 지속될 필요가 있다. 2014년 이후 하락세를 이어오던 농산물 가격은 곡물을 필두로 상승 전환했기 때문이다. 식량안보 증대로 중국 등 주요 곡물 수입국들의 재고비축이 지속되고 있는 가운데 미국의 대선 결과에 따라 향후 농산물 시장이 재편성될 가능성이 높다.

[2021년 곡물시장 투자전략: 우호적인 농산물 투자환경, 대두와 옥수수 선호]

- 2021년 곡물 가격 상승세는 이어질 것으로 전망한다. 라니냐 확대에 따른 공급 차질 우려와 중국의 곡물 수요 확대는 곡물의 가격 상승 요인으로 작용할 가능성이 높다. 또한, 농산물로의 투기적 자금 유입 증대와 달러 약세는 곡물 가격 상승폭을 확대시킬 것이다.
- 곡물 시장 내에서는 대두와 옥수수 투자가 유망할 것으로 보인다. 대두와 옥수수 수확량은 라니냐 장기화 시 감소할 가능성이 존재한다. 또한, 중국의 돼지고기 시장 회복에 따른 사료용 수요 증대와 수입의존도 축소를 위한 재고 비축 증대 기대감이 유입될 가능성이 높다고 판단한다.
- 2021년 연간 가격 평균치를 옥수수 부셸당 385센트(8.5% yoy), 대두 부셸당 975센트(6.0% yoy), 소맥 부셸당 530센트(-2.8% yoy), 쌀 백킬로당 12.5달러(-8.8% yoy)로 제시한다.

[농산물 투자 방법: CORN, SOYB, MOO 투자 유망]

- 농산물은 현물 거래와 취급이 까다로워 농업에 투자 수단이 상대적으로 제한되어 있다. 하지만 농업 관련 기업과 ETP를 활용하면 국내에서도 비교적 손쉽게 접근이 가능하다.
- 농업 관련 기업에 투자하게 되면 농지, 종자, 비료, 농기계, 가공, 유통 등 각각의 요소에 대응하는 기업에 투자함으로써 농산물 가격 상승에 따른 주가 상승을 향유할 수 있다. 코르테바(종자, 작물보호), 디어(농기계), 모자이크(비료), ADM(가공, 유통), 글래스톤랜드(농지)를 통해 각 요소에 투자하는 방법을 소개한다.
- 농산물 선물에 직접 투자하거나 다양한 농산물에 대한 노출이 필요하다면 농산물 ETP를 활용할 수 있다. 농산물 관련 ETP는 농산물 선물에 직접 투자하는 상품과 농업 관련 기업으로 구성된 상품이 있다. 관련 상품으로는 DBA, RJA, CORN, SOYB, MOO가 있다.

곡물가격 전망표

구분	2020				2021				2018	2019	2020	2021
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
옥수수	375	323	340	390	375	385	390	400	368	383	355	385
소맥	550	518	528	570	550	510	535	530	495	494	545	530
대두	892	851	932	1,000	950	900	1,000	1,050	932	890	920	975
쌀	13.4	16.0	12.7	12.5	12.0	12.3	12.5	12.7	11.5	11.3	13.7	12.5

자료: 대신증권 Research Center

주1: 옥수수, 소맥과 대두는 ¢/bsh 기준, 주2: 쌀은 \$/cwt 기준, 주3: 실적치 음영표시, 주4: 전망치 및 실적치는 각 기간 평균가격

글로벌 전략

문남중 namjoong.moon@daishin.com

트럼프 불복 시, 증시 불안정 불가피

- 제 46대 미국 대통령으로 바이든 당선이 확실시 되고 있다. 현 선거인단수 기준 바이든 264명, 트럼프 214명 확보로 바이든 후보가 매직넘버(270명)에 근접했다. 선거인단수 20명을 가진 펜실베이니아 개표 결과 여부와 상관없이 네바다 6명을 확보하면 백악관 주인이 되는 것이다.
- 향후 관심사는 트럼프 불복 소송에 따른 전개상황에 이목이 집중될 수 밖에 없다. 이미 트럼프는 4일 위스콘신, 미시간, 펜실베이니아 개표 중단과 재검표 요구 소송을 주대법원에 제출했다. 점점 혼탁해지는 미국 대선 상황을 놓고 보면 대통령 공식 확정까지 시간이 소요될 수 밖에 없다. 노스캐롤라이나의 우편투표 접수가 11.12일까지라는 점은 빠르면 선거(11.3일)이후 9일 늦어지면 2000년 제 43대 대선 사태처럼 35일 전후 시간이 걸리며 대통령 확정이 이뤄질 것으로 판단한다.
- 트럼프의 불복 소송 제기는 스스로 발등을 찍는 자충수다. 미국 연방우체국은 경합주 내 민주당 거점지역의 우편투표 용지를 선거관리당국에 보내지 않고 있다. 대선전부터 트럼프가 본인에게 유리한 방향으로 유도한 선거 개입 정황으로까지 연결될 수 있는 상황이다. 워싱턴 DC 연방지방법원이 조속히 투표용지가 화수될 수 있도록 명령했음에도 불구하고, 연방우체국이 묵살했다는 점은 향후 트럼프 진영을 뒤흔들 노관으로 떠오를 가능성이 크다.
- 트럼프 불복 선언이 현실화되고 있는 만큼, 2000년 제 43대 대선에서 선거 후 대통령 선출 확정까지 35일간 걸렸던 사태가 재연될 가능성이 크다. 35일 간 S&P500과 나스닥지수는 각각 -4.2%, -14.2% 하락해, 이러한 과거 사례 감안시 제 46대 대통령 선출 확정시까지 증시의 변동성 확대는 불가피하다

체크 포인트

- **[점점 혼탁해지는 미국 대선]** 바이든 후보, 경합주에서의 초반 열세를 뒤로 하고 뒷심을 발휘해 선거인단수 264명 확보(vs. 트럼프 214명, 11.4일 기준). 펜실베이니아에서 승기를 잡지 못하더라도 네바다 선거인단수 6명 확보시 매직넘버 달성으로 제 46대 대통령 당선
- 선거 후반으로 갈수록 우편투표 개표가 바이든에게 유리하게 작용하고 있으며 트럼프가 우편투표를 사기투표라는 명목으로 불복 소송을 이어가고 있는 만큼 2000년 제 43대 대선 사태(부정선거 의혹)가 재연될 가능성이 커짐. 사태가 조속히 해결되지 못할 경우 1) 11.12.14 선거인단 투표 불가, 2) 트럼프 임기인 21.1.19까지 차기 대통령 미결정시, 하원장장이 대통령직 대행 등의 상황까지 갈 가능성도 상존

Key Indicator & Event(11.9~11.13)

경제지표&이벤트명	해당 국가	일정	전월치	예상치	방향성	내용 및 시사점
미국 대선, 우편투표 접수 마감일	미국	11. 6/10/12일	-	-	-	트럼프 불복이 현실화되면서, 현재 개표가 끝나지 않은 주에 대한 관심 높아질 전망. 우편투표 접수 마감은 일부 주마다 차이. 펜실베이니아 6일, 네바다 10일, 노스캐롤라이나 12일
트럼프 대통령, 주법원 소송 제기 영향	미국	주중	-	-	-	트럼프 진영, 위스콘신주, 미시간주, 펜실베이니아주 개표중단과 재검표 요구 소송 진행. 대선 개표가 종료되기전 소송카드를 꺼내들면서 과거 2000년 제 43대 대선처럼 연방대법원 결정까지 갈 가능성 증가

기준일: 20. 11. 5

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

카카오
(035720)

분명하고 구체적인 이익 성장 시그널

목표주가 50만원으로 상향, 업종 Top-pick 의견 유지

- 기존 밸류에이션과 달라진 점은 다음과 같음. 1) 폭발적인 거래대금 성장을 고려하여 **픽코마** 가치 8조원으로 상향. 2) 본격적인 수익화가 진행되고 있는 **모빌리티** 가치 3조원으로 상향. 3) 유상증자 반영해 **뱅크** 가치 6.1조원으로 산출
- 목표주가를 50만원으로 상향하며, 인터넷 업종 Top-pick으로 추천. 비용 증가를 모두 상쇄하는 탑라인 성장이 고무적이었던 실적. 2021년에도 이러한 추세는 이어질 것으로 예상. 가파른 실적 성장이 주가를 강하게 견인할 전망

전 사업부 기대치 이상. 아직도 영업이익률 10.9%에 불과

- 3분기 매출액 1.1조원(YoY 41%, QoQ 16%), 영업이익 1,202억원(YoY 104%, QoQ 23%)으로 컨센서스 상회. 영업이익률 10.9% 기록
- 톡비즈** 매출 2,844억원(YoY 75%, QoQ 14%) 기록. 비수기에도 불구하고 톡보드 광고 매출 성장 지속. 3분기 일평균 매출 7.6억원(2분기 5.5억원) 추정. 선물하기, 톡스토어 등 커머스 거래대금 성장도 견조
- 톡보드 광고**는 페이지, 삽입 등으로 지면 확대 중. 광고 효율 향상을 통한 단가 인상, 추가적인 지면 확대로 매출 성장 이어질 것으로 전망
- 모빌리티** 매출 703억원(YoY 212%, QoQ 29%) 추정. T 블루 택시 대수는 1.3만 대까지 증가(4월 5,200대). 코로나 영향 벗어나며 대리운전 수요도 회복세
- 페이** 매출 760억원(YoY 105%, QoQ 8%) 추정. 결제 및 금융 서비스 거래대금 점차 증가 중. 분기 BEP 목표 달성. 2021년부터는 이익 기여 본격화 전망
- 픽코마** 거래대금은 1,300억원(2분기 873억원)까지 증가. 9월 기준 글로벌 만화/웹툰 앱 매출 1위 기록. 이는 넷플릭스와 아이치이(iQIYI)조차 넘어서는 수준
- 2021년부터는 본업 성장과 함께 자회사 이익 기여 본격화되며 실적 개선세 지속될 것으로 전망. 보다 구체적 설명은 본문 내용 참조

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	잠정치	3Q20			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	783	953	1,073	1,100	40.5	15.5	1,026	1,209	42.6	9.8
영업이익	59	98	118	120	103.3	22.9	115	142	78.9	18.6
순이익	56	109	114	130	134.0	19.7	100	168	흑전	28.5

자료: 카카오, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

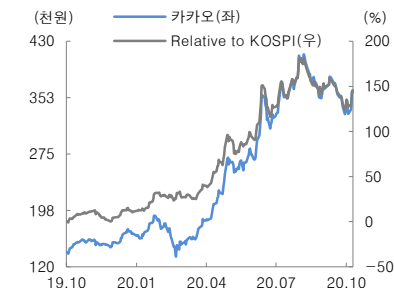
(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,417	3,070	4,130	5,338	6,095
영업이익	73	207	448	762	942
세전순이익	131	-234	712	1,017	1,223
총당기순이익	16	-347	520	762	917
지배지분순이익	48	-298	501	734	883
EPS	613	-3,551	5,812	8,509	10,237
PER	168.0	NA	62.5	42.7	35.5
BPS	65,765	57,488	61,597	69,876	79,827
PBR	1.6	2.7	5.9	5.2	4.5
ROE	1.0	-6.0	9.9	12.9	13.7

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

KOSPI	2413.79
시가총액	32,034십억원
시가총액비중	201%
자본금(보통주)	43십억원
52주 최고/최저	412,000원 / 134,000원
120일 평균거래대금	3,683억원
외국인지분율	31.80%
주요주주	김범수 외 30 인 25.57% 국민연금공단 8.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.0	-2.0	94.6	144.4
상대수익률	-4.3	-6.2	52.8	117.0



KT&G
(033780)

한유정
yujung.han@daishin.com

노희재
heejae.rh@daishin.com

투자 의견

BUY
매수, 유지

6개월 목표주가
120,000
상하

현재주가
(20.11.05)
84,000
음식료업종

호실적의 서막

투자 의견 매수 유지, 목표주가 120,000원으로 상향 조정(+9%)

- 한국인삼공사, 인도네시아 이익 추정치를 하향 조정 하였으나 전자담배 수출 실적 반영으로 2021년 이익 추정치를 5% 상향 조정하여 목표주가 상향 조정
- 4분기 내수 일반담배와 한국인삼공사의 약세가 우려되나 전자담배 수출 실적의 우상향이 기대되며 2021년 진출 국가 추가 확대에 따른 기여도 확대 예상

기대치를 상회한 3분기

- 2020년 3분기 KT&G의 연결 매출액은 1조 4,634억원(+11% yoy, +11% qoq), 영업이익은 4,346억원(+14% yoy, +10% qoq)으로 종전 대신증권 추정 영업이익 3,965억원, 컨센서스 영업이익 4,003억원을 상회
- 1) **[별도 내수 담배]** 코로나19로 해외 여행이 제한된 영향, 추석 연휴 시점 차이로 10월 물량이 9월 선반영된 영향, 액상형 전자담배 규제 강화로 수요가 지연된 영향으로 3분기 일반담배 총 시장수요는 184억 개비(+7% yoy), 저자극 신제품 판매 호조로 KT&G의 일반담배 시장점유율이 64.9%(+0.9%p yoy)에 달하며 내수 담배 매출액은 5,294억원(+3% yoy)을 기록한 점, 내수 판매 호조로 면세 채널 판매 감소로 인한 매출총이익률 하락이 제한적이었던 점이 긍정적이었음. 2) **[한국인삼공사]** 면세, 수출 공백 지속에도 명절 연휴 특수로 매출액은 4,224억원(-1% yoy), 영업이익은 814억원(+2% yoy)으로 선방하여 기대치를 크게 상회하였음. 다만 3) **[별도 수출 담배]** 미국 수출 실적을 제외한 별도 일반 담배 수출의 경우 전년 기저효과로 1,405억원(+56% yoy) 을 기록하였으나 3Q17 1,860억원 대비 24% 낮은 수준으로 여전히 회복 중이라는 점, 4) **[그외 연결 법인]** 인도네시아 현지 세금 인상 분이 가격으로 온전히 전가되지 못하며 상반기에 이은 부진이 이어진 영향으로 한국인삼공사를 제외한 연결 법인의 합산 영업이익은 -4억원에 불과한 점은 아쉬움

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,322	1,319	1,422	1,463	10.7	11.0	1,413	1,347	12.4	-8.0
영업이익	382	395	397	435	13.6	10.1	400	281	11.4	-35.4
순이익	321	293	294	278	-13.3	-5.1	296	239	99.4	-14.1

자료: KT&G, FnGuide, 대신증권 Research Center

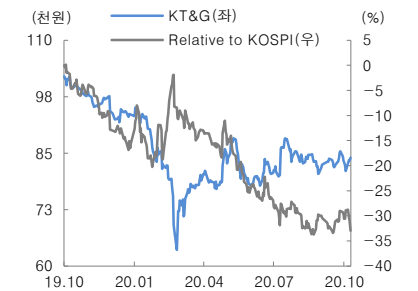
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	4,472	4,963	5,307	5,660	5,913
영업이익	1,255	1,382	1,425	1,537	1,610
세전순이익	1,319	1,463	1,557	1,651	1,731
총당기순이익	899	1,039	1,106	1,172	1,224
자배지분순이익	902	1,036	1,103	1,170	1,222
EPS	7,141	8,188	8,892	9,427	9,846
PER	14.2	11.5	9.4	8.9	8.5
BPS	58,847	63,008	67,028	71,429	76,207
PBR	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1
ROE	11.4	12.4	12.4	12.3	12.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: KT&G, 대신증권 Research Center

KOSPI	2413.79
시가총액	11,533십억원
시가총액비중	0.72%
자본금(보통주)	955십억원
52주 최고/최저	100,500원 / 63,600원
120일 평균거래대금	346억원
외국인지분율	41.49%
주요주주	국민연금공단 12.44% First Eagle Investment Management, LLC 7.12%
주가수익률(%)	1M 3M 6M 12M
절대수익률	1.2 4.9 7.0 -16.4
상대수익률	-1.1 0.4 -16.0 -25.8



대한항공
(003490)

양자환
j.hwan.yang@daishin.com

이자수
jane.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

28,000

유지

현재주가
(20.11.05)

20,500

운송업종

화물이 이끈 흑자 기조

투자 의견 매수, 목표주가 28,000원 유지

- 대한항공의 2020년 3분기 실적은 별도기준 당사 추정치 상회. 시장기대치는 하회한 것으로 판단
- 코로나19로 인한 여객부문의 부진에도 불구하고, 화물수송증가 및 비용절감 노력으로 2분기에 이어서 3분기에도 별도기준 영업흑자 기조 유지
- 당사 예상보다 화물부문의 Yield는 낮았으나, 수송량이 크게 늘어나면서 추정치를 상회하는 실적 기록함
- 영업외부문에서 외환관련손익 1,342억원 반영에도, LA호텔관련 손상차손 약 3천억원 인식으로 당기순손실은 적자를 시현
- 4분기에는 화물성수기 도래와 컨테이너 공급부족 및 운임상승에 따른 반사이익으로 별도기준 1,790억원의 영업흑자 달성할 것으로 추정
- 코로나19 백신 생산에 따른 수송이 시작될 경우 항공화물부문의 실적 개선 폭은 예상보다 크게 진행될 전망(Backhaul노선의 L/F 및 Yield 상승 예상)

2020년 3분기 실적 영업이익 기준 당사 추정치를 약 130억원 상회

- 대한항공의 2020년 3분기 실적은 별도기준 매출액 1조 5,508억원(-52.8% yoy), 영업이익 76억원(-93.6% yoy), 당기순손실 3,859억원(적자확대, yoy)
- 사업부문별로 [여객] 매출액 2,729억원(-87% yoy), 공급 6,015백만km(-77.0% yoy), 수송 1,921백만km(-91.2% yoy), L/F 31.9%(-51.1%p yoy), [화물] 매출액 1조 163억원(+59% yoy), 공급 2,692백만Km(+3.6% yoy), 수송 2,216백만Km(+20.1% yoy), L/F 82.3%(+11.3%p yoy)를 시현함
- 3분기 화물 Yield는 458.6원/km(+32.2% yoy)로 추정. 2분기의 587.1원/km대 비로는 하락하였으나, 4분기에는 503.4원/km(+59.4% yoy)로 상승 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20					4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,283	1,691	1,678	1,551	-52.8	-8.3	N/A	1,749	-42.5	12.8
영업이익	118	148	-5	8	-93.6	-94.9	N/A	179	50.3	2,255.3
순이익	-212	162		-386	적지	적전	N/A			

주: 별도기준으로 순이익 추정치 및 컨센서스 부재 자료: 대한항공, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

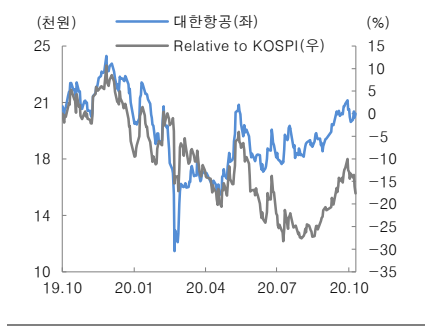
(단위: 십억원 원, %)

	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	39.2	NA	27.7
BPS	26,247	22,936	31,976	23,357	24,098
PBR	1.1	1.0	0.6	0.9	0.9
ROE	-5.1	-22.1	2.0	-7.8	3.1

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

KOSPI	2413.79
시가총액	3,597십억원
시가총액비중	0.23%
자본금(보통주)	1,346십억원
52주 최고/최저	24,335원 / 11,373원
120일 평균거래대금	379억원
외국인지분율	12.58%
주요주주	한진칼 외 18 인 31.14% 국민연금공단 8.11%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.2	18.8	28.3	-6.6
상대수익률	3.8	13.8	0.8	-17.1



원익 IPS
(240810)

이수빈
subin.lee@daishin.com

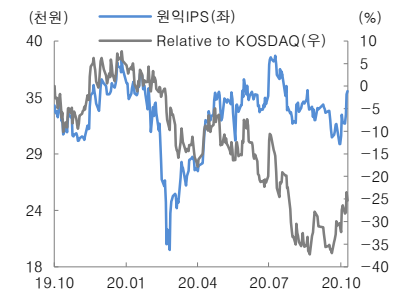
투자의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 46,000
유지

현재주가 35,100
(20.11.05)
반도체업종

KOSDAQ	844.8
시가총액	1,723십억원
시가총액비중	0.54%
자본금(보통주)	25십억원
52주 최고/최저	38,550원 / 19,650원
120일 평균거래대금	176억원
외국인지분율	26.79%
주요주주	원익홀딩스 외 4 인 33.06% 삼성전자 외 1 인 7.54%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.8	-8.9	24.9	5.9
상대수익률	5.5	-8.7	-5.1	-15.8



업사이드 충분

투자의견 매수, 목표주가 46,000원 유지

– 목표주가 46,000원은 12개월 Forward BPS에 2.8배 적용

3분기 영업 레버리지 효과로 영업이익률 27% 달성, 업사이드 충분

- 2분기 매출 4,350억원(+43% QoQ), 영업이익 1,183억원(+131% QoQ) 당사 추정치 및 컨센서스 상회
- 반도체 사업부문 1,591억원 기록하며 전분기대비 40% 하락. 2분기부터 시작한 시안 3D NAND 및 평택 DRAM 생산라인 증설이 3분기까지 반영. 하반기에는 주요 반도체 고객사의 신규투자는 미미하기에 4분기 911억원 예상
- 디스플레이 사업부문 2,760억원 기록하며 당사 추정치 큰 폭으로 상회. 중국 OLED 패널 증설이 코로나19로 인해 하반기로 지연되며 3분기에 대부분 반영. 4분기 디스플레이 매출 800억원 전망
- 영업이익률은 27% 기록. 2018년 고객사의 대규모 투자 이후 처음으로 20% 중반 이상 달성. 3분기는 매출 증가에 따른 영업 레버리지 효과와 제품 믹스 개선에 기인
- 4분기는 매출 1,711억원으로 전분기대비 61% 하락, 영업적자 166억원 발생 예상함. 당사가 4분기에 반영한 디스플레이 실적이 3분기에 선 반영되었고, 인력 충원에 따른 고정비 부담이 연초대비 증가했기 때문

21년 NAND와 파운드리 설비투자 확대

- 고객사의 NAND 및 파운드리 신규투자 21년 1.3조원, 영업이익 2천억원 전망. 세메스 LCD 사업부 인수의 실적기여도는 변수로 남아있으나, 12개월 Forward EPS 기준 현 밸류에이션 9.2배, BPS 기준 2.2배로 Peer 대비 매력도 부각

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	118	303	391	435	268.4	43.4	350	171	-22.2	-60.7
영업이익	-9	51	100	118	흑전	130.9	70	-17	적전	적전
순이익	2	35	81	87	5,694.0	145.5	53	-19	적전	적전

자료: 원익IPS, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	649	669	1,091	1,290	1,354
영업이익	106	41	167	209	216
세전순이익	110	43	173	219	224
총당기순이익	87	43	118	175	179
지배지분순이익	87	43	118	175	179
EPS	2,105	885	2,396	3,572	3,646
PER	9.6	40.5	14.6	9.8	9.6
BPS	8,946	11,701	13,939	17,290	20,714
PBR	2.2	3.1	2.5	2.0	1.7
ROE	25.4	9.2	18.8	22.9	19.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 원익IPS, 대신증권 Research Center

현대백화점
(069960)

유정현
jungghyun.yu@daishin.com

아나연
nayeon.lee@daishin.com

투자 의견

BUY
매수, 유지

6개월 목표주가
90,000
유지

현재주가
(20.11.05)
61,600

유통업증

소비도 개선, 2021년 대형 점포
출점 이벤트도 대기

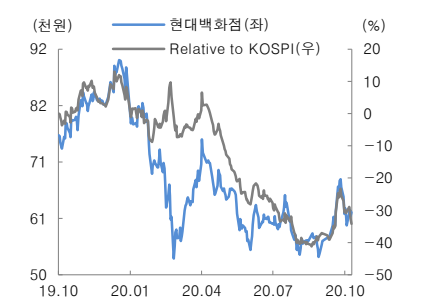
투자의견 BUY, 목표주가 90,000원 유지
- 투자의견 BUY와 목표주가 90,000원(2021년 예상 P/E 12배) 유지

3Q20 Review: 백화점 부진, 면세점은 개선

- 총매출액과 영업이익은 각각 1조 8,024억원(+16%, yoy), 447억원(-27%, yoy)을 기록 [백화점] 8월 코로나19 확진자수 급증과 유례 없는 긴 장마로 기존점 성장률은 약 -3% 수준에 그치면서 부진. 그러나 6월말 개점한 대전 프리미엄 아울렛 영향으로 백화점 총매출액은 +16% 성장. 기존 점포의 매출 부진과 상대적으로 마진이 낮은 명품 매출 비중이 상승하면서 GPM 은 3%p 하락하였고 이에 따라 영업이익도 27% 감소 [면세점] 2월 동대문점 오픈, 그리고 9월 인천공항점 오픈 영향으로 면세점 총매출액은 158% 대폭 증가. 영업효율이 낮은 코엑스점의 매출 성장, 프로모션 감소 효과 등이 더해지면서 면세점 영업이익은 전년동기대비 53억원 개선

KOSPI	2413.79
시가총액	1,442십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	117십억원
52주 최고/최저	90,000원 / 53,000원
120일 평균거래대금	114억원
외국인지분율	15.24%
주요주주	정자선 외 3 인 36.08% 국민연금공단 13.50%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.3	4.6	-13.1	-18.3
상대수익률	5.8	0.2	-31.8	-27.5



면세점 뿐만 아니라 이제는 백화점도 실적 개선 기미

- 10월 들어 사회적 거리두기가 완화되면서 백화점 소비는 살아나고 있는 분위기. 10월 갑자기 추워진 날씨로 추동복 매출이 회복되는 양상이 실적 개선의 바로미터 역할. 지난 6월 대전 프리미엄 아울렛을 시작으로 11월 6일 남양주 (프리미엄 아울렛), 그리고 내년 2월 여의도 파크원 백화점까지 이어지는 출점 모멘텀과 본업의 회복 추세를 고려하면 실적 개선 가시성 높다고 판단. 또한 3분기 실적에서도 나타났듯이, 면세점 사업장 추가로 오히려 적자가 개선되었다는 점에서 기존 면세점 3강 기업보다 영업 상황이 더 크게 나쁜 것은 아니라는 판단. 면세산업이 정상화되면 프로모션이 다시 강화될 가능성이 크지만 경쟁력이 확대되었기 때문에 면세점 손익 개선 추세는 지속될 것으로 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20			4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정
순매출액	532	517	646	662	24.5	28.2	622	858
영업이익	61	8	44	45	-26.6	449.8	36	105
순이익	41	8	33	28	-30.2	234.9	27	61

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
순매출액	1,862	2,199	2,487	3,033	3,126
영업이익	357	292	172	280	307
세전순이익	398	339	208	320	355
총당기순이익	287	243	152	234	259
지배지분순이익	239	194	114	175	194
EPS	10,211	8,296	4,870	7,496	8,297
PER	8.9	10.0	12.6	8.2	7.4
BPS	176,584	181,263	184,917	191,392	198,723
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE	5.9	4.6	2.7	4.0	4.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 현대백화점, 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 **61,500**
(20.11.05)
기계업종

좋아질 실적, 펼쳐질 신사업

3Q20 실적 요약

- 3Q20 실적 Review 참고(11/02, 돈을 벌기 시작하는 중공업 부문)
- 실적은 컨센서스 대비 매출액 -8%, 영업이익 -35% 하회
- [중공업] 매출액 +20% yoy, 영업이익 흑전 yoy, opm 2.8%
- [건설] 매출액 -38% yoy, 영업이익 -67% yoy, opm 3.8%

NDR 후기 및 사업 현황; 좋아질 실적과 개선되는 재무구조

- 11/4~5 3Q20 실적발표 NDR 진행
- 주요 질문은 3Q20 실적 리뷰, 사업부별 영업상황, 실적 턴어라운드 시점, 신사업 진행상황, 재무구조 추이, 코로나19 영향, 그린뉴딜 효과 등
- [중공업] 한전 발주 회복, ESS는 아직 부진하나 해외 프로젝트 수주, 수소충전소 수주 증가, 데이터센터 JV 설립, 해외 수주 지역 다변화
- [건설] 3Q20 일시적 매출 공백, 4Q20부터 회복, 영업이익률도 바닥
- 반덤핑 관세는 마무리 단계, 연말 판결을 지켜봐야 함. 미국공장 가동으로 헛지
- 실적은 3Q20이 바닥, 4Q20은 계절적 성수기, 내년은 총당금 기저효과, 사업 개선
- 재무구조 개선 중. 건설 자금 회수 후 차입금 상환, 연말 추가 진행
- 전일 미 대선에서 바이든 당선 가능성이 높아지며 주가는 8% 상승

그룹 투자의 중심으로 펼쳐질 신사업

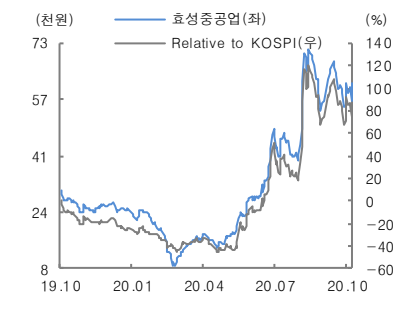
- 데이터센터: STT사와 JV 진행, 연말이면 사업 윤곽 구체화. JV를 통해 1조원의 대규모 투자. 중공업 기자재, 건설 경험 확보, 데이터센터 사업 확장
- 수소사업: 효성그룹-린데그룹 합작을 통한 액화수소 생산-운송-건설-운영의 일관체제 구축계획. 효성중공업이 JV의 주축 수소충전소, 수소 운송 등 담당
- 그린뉴딜: ESS 영국에서 50MW급(203억원) 첫 해외 정규수주 성공하며 해외시장 저변을 확대. 풍력시장 확대 시 HVDC, 고압 전력기기 증가 수혜
- Turn Around Vision 2024(TAV2024): 해외 생산기지를 활용하여 기존사업을 영위하며, 국내는 수소산업, 데이터센터, HVDC, ESS 등 신사업으로 성장

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
총당순이익	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	103.1	8.2	5.6
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 지배부분 기준으로 산출
자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

KOSPI	2,413.79
시가총액	573십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	71,500원 / 8,750원
120일 평균거래대금	215억원
외국인지분율	6.04%
주요주주	효성 외 6인 54.18%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.2	49.8	267.2	120.0
상대수익률	-4.5	43.5	188.3	95.3



SK 텔레콤
(017670)

본업 회복, 자회사는 훨훨

투자의견 매수(Buy), 목표주가 350,000원 유지

- '20E 별도 EBITDA 3.9조원에 EV/EBITDA 4.7배(LTE 도입 초기 3년 '12~14 평균) 적용 후 자회사 가치 합산한 SOTP 기준으로 목표주가 산정

3Q20 Review: 3년 만에 본업 이익 턴어라운드 달성

- 매출 4.7조원(+3.7 yoy, +2.8% qoq), OP 3.6천억원(+19.7% yoy, +0.6% qoq)로 당사 추정에 부합. 2Q20 턴어라운드 후 이익 개선 확대

- 별도 OP 2.6천억원(+4% yoy). 3년 만에 턴어라운드 성공

- 무선 ARPU 30.1천원(-2.3% yoy, -0.4% qoq). IoT 회선 증가 및 로밍 매출 감소로 전년 동기대비 하락했지만, 5G 가입자 비율은 한셋 대비 18% 수준까지 확대되면서 서비스 매출은 지속적으로 상승 중

- 20.9월 5G M/S 46.1%로 19.4월 35.1% 대비 크게 개선. 전체 M/S와 0.4%p 차이에 불과, 시장 안정화 요인. 3Q 마케팅비는 매출 대비 26%로 평균 수준

- 미디어. SKB 매출 9.7천억원(+20% yoy), OP 649억원(+79% yoy). 매분기 최고 매출과 이익 달성 중. IPTV 가입자 증가 및 티브로드 합병 효과 온전히 반영한 영향. 4년만에 가장 많은 12.9만 가입자 순증 달성. 웨이브는 오리지널 콘텐츠 강화 등의 효과로 유료 가입자 200만 돌파, 19년 말 대비 +30%

- 커머스. 매출 2.1천억원(+19% yoy), OP 61억원. 이익 개선 확대 지속. 특히 11번가는 OP 14억원으로 최초로 영업이익 흑자전환에 성공

- 보안. 매출 3.5천억원(+16% yoy)으로 분기 최대 달성. 신규사업 관련 비용 증가했지만, 이익은 꾸준히 400억원 수준 달성

- 원스토어. 9개 분기 연속 성장, 역대 최고 매출 달성(+9% yoy, +26% qoq). 19년에 5천억원 가치로 F 유치했으나, IPO 시점에는 훨씬 높은 가치 부여 전망

김화재
hojae.kim@daishin.com
투자의견

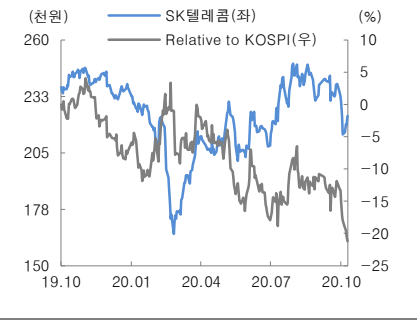
이지은
ieeun.lee@daishin.com
BUY
매수, 유지

6개월 목표주가
350,000
유지

현재주가
(20.11.05)
223,000
통신서비스업종

KOSPI	2413.79
시가총액	18,006십억원
시가총액비중	1.13%
자본금(보통주)	45십억원
52주 최고/최저	248,500원 / 165,500원
120일 평균거래대금	885억원
외국인지분율	34.21%
주요주주	SK 외 4 인 26.78% 국민연금공단 11.41%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.3	-1.8	7.0	-6.3
상대수익률	-9.4	-5.9	-16.0	-16.8



구분	3Q19	2Q20	3Q20							4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ		
매출액	4,561	4,603	4,896	4,731	3.7	2.8	4,693	4,942	12.1	4.5		
영업이익	302	359	364	362	19.7	0.6	362	272	67.3	-24.8		
순이익	274	427	378	387	41.0	-9.5	406	173	흑전	-55.2		

자료: SK텔레콤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표					
(단위: 십억원 원, %)					
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	16,874	17,744	18,726	20,437	21,143
영업이익	1,202	1,110	1,295	1,545	1,750
세전순이익	3,976	1,163	1,676	2,163	2,955
총당기순이익	3,132	862	1,309	1,666	2,276
지배지분순이익	3,128	890	1,297	1,666	2,276
EPS	38,738	11,021	16,061	20,629	28,183
PER	7.0	21.6	13.9	10.8	7.9
BPS	278,291	284,310	291,329	303,045	321,869
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
ROE	15.5	3.9	5.6	6.9	9.0

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

LG 유플러스

(032640)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

이지은

ieeun.lee@daishin.com

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

16,000

유지

현재주가

(20.11.05)

11,850

통신서비스업종

꾸준히 개선되는 실적

투자의견 매수(Buy), 목표주가 16,000원 유지

- 20E EPS 1,316원에 PER 13배 적용(통신 공통. LTE 도입 초기 ARPU 상승기인 '12~14 평균. LTE 도입 전 ARPU 하락기인 '04~11 10배 대비 30% 할증)

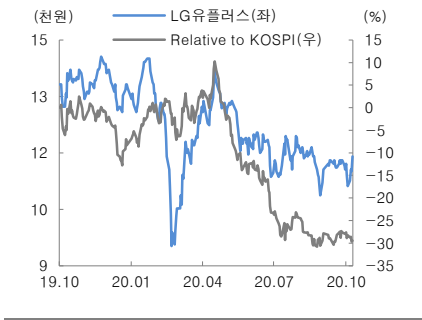
(주: EPS는 PG사업부 매각에 따른 중단사업손익 제외 기준)

3Q20 Review: 매출 성장과 비용 절감의 적절한 밸런스

- 매출 3,3조원(+6% yoy, +2% qoq), OP 2,5천억원(+61% yoy, +5% qoq). PG 사업부 매각에 따른 중단사업손익 2,3천억원 발생
- 호실적 배경은 5G 가입자 증가와 기업 인프라 매출 성장 및 비용 절감에 기인
- 무선. 5G 누적 보급률은 핸드셋 가입자 대비 19%까지 증가하면서 무선 서비스 매출 전년 대비 5% 성장. 연초 제시했던 +5% yoy 달성 가능 전망
- 무선 ARPU 30.7천원(-2% yoy, +1% qoq). 전년 동기대비로는 로밍매출 감소 및 IoT 회선 증가 영향으로 감소했지만, 5G 비중 증가하면서 전분기 대비 상승
- IPTV. 가입자 성장 및 고가치가입자 비중 증가로 ARPU 상승. 141 요금제 비중은 46.7%(+2.5%p yoy). 분기 매출 3천억원, 연간 1.2조원 수준까지 성장
- 초고속 인터넷. 기가 인터넷 가입자 비중 62.5%(+8.4%p yoy) 증가하면서 ARPU 상승. 분기 매출 2천억원, 연간 8천억원 수준까지 성장
- B2B. 매출 3,3천억원(+3% yoy, -3% qoq) 달성. IDC(+19% yoy, -10% qoq), 솔루션(+1% yoy, -3% qoq), 기업회선(-1% yoy, -1% qoq). 언택트 환경에 따른 클라우드 수요 도입에 순조롭게 대응 중
- 마케팅비용은 5,8천억원으로 매출 대비 24% 집행. 5G의 초반 과열 경쟁에서 벗어남에 따라 안정적으로 매출 대비 24% 수준 유지 전망
- 이익 개선에 따른 배당 상승 전망. 20E DPS 450원

KOSPI	2413.79
시가총액	5,174십억원
시가총액비중	0.32%
자본금(보통주)	2,574십억원
52주 최고/최저	14,550원 / 9,430원
120일 평균거래대금	258억원
외국인지분율	31.36%
주요주주	LG 외 1 인 37.66% 국민연금공단 12.86%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.7	4.4	-7.1	-12.5
상대수익률	-0.6	0.0	-27.0	-22.4



구분	3Q19	2Q20	3Q20						4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus		당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,244	3,273	3,327	3,341	3.0	2.1	3,374		3,479	19.2	4.1
영업이익	156	240	221	251	61.1	4.8	229		222	18.7	-11.6
순이익	104	147	136	397	280.0	169.9	154		105	2.1	-73.4

자료: LG유플러스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표						(단위: 십억원 원 %)
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액	11,726	12,382	13,379	14,048	14,391	
영업이익	741	686	933	1,036	1,144	
세전순이익	658	574	776	904	1,013	
총당기순이익	482	439	815	687	770	
지배지분순이익	482	439	795	670	751	
EPS	1,103	1,005	1,820	1,534	1,719	
PER	16.0	14.1	6.5	7.7	6.9	
BPS	15,696	16,218	17,638	18,721	19,991	
PBR	1.1	0.9	0.7	0.6	0.6	
ROE	8.0	6.3	10.8	8.4	8.9	

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

스튜디오
드래곤
(253450)

놀라움엔 끝이 없다

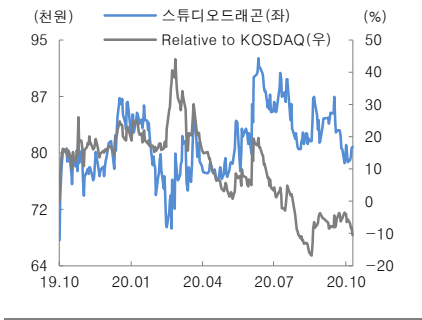
투자의견 매수(Buy), 목표주가 115,000원 유지
- 목표주가 115,000원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출

3Q20 Review: 기대 이상의 실적. 드디어 보여 준 중국 매출

- 매출 1.1천억원(-19% yoy, -34% qoq), OP 160억원(+47% yoy, -5% qoq)
- 중국 OTT에 구작 2편 판매한 성과가 이익으로 바로 반영되어 호실적 달성
- 드래곤이 19년부터 보여 준 모습은 연간 30편 정도의 드라마 제작시, 방영권 및 판권과 라이브러리(3Q20 기준 166편) 판매를 통해 분기 100억원 초반의 이익, 텐트폴이 편성되고 반응이 좋을 경우 100억원 중반 이상의 이익 달성
- 드래곤의 성장 포인트는 제작 편수 증가와 판매 단가 상승 및 신규 시장 개척
 - 1) 제작 편수 증가: 20E 30편, 연간 3~4편 정도 증가. tVN/OCN에 25편 정도 편성 중인데, 최대 편성 가능 작품은 40편 수준. 캡티브 편성 증가 여력 충분. 또한, 4Q20 방영 예정인 <스위트홈>과 같은 넷플릭스 오리지널 콘텐츠와 2Q20에 방영된 <한번 다녀왔습니다>와 같은 지상파향 작품도 꾸준히 증가
 - 2) 판매 단가 상승: 드래곤 작품의 인기와 비례하면서 단가도 상승
 - 3) 신규 시장 개척: 드래곤의 현재 인력 기준 제작 Capa.는 연간 50편 수준. 여전히 20편의 추가 제작 여력이 있고, 넷플릭스에는 연간 7편 정도만 동시방영 되기 때문에, 디즈니+, HBO Max 등 글로벌 타 OTT로의 공급도 충분히 가능. 미국 OTT는 중국에 진출하지 않기 때문에, 중국 판매는 그대로 이익으로 반영
 - 4) 중국 시장 개척: 회사 설립 후 처음으로 중국향 매출 발생. 구작 2편 판매를 통해 약 60억원 수준의 매출/이익 발생 추정. 과거 중국에 콘텐츠 판매시 동시방영 기준 작품당 최대 90억원 수준으로 판매. 구작 판매이기 때문에 아직 중국 시장이 본격적으로 열렸다고 보기는 이르지만, 그 어느 때보다 기대감은 커진 상황. 21년 상반기에는 중국 OTT향 오리지널 콘텐츠 공급도 추진 중

KOSDAQ	844.8
시가총액	2,259십억원
시가총액비중	0.71%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	92,500원 / 69,100원
120일 평균거래대금	238억원
외국인지분율	9.51%
주요주주	CJ ENM 외 5 인 61.32%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.7	-11.3	4.7	0.8
상대수익률	-3.2	-11.0	-20.5	-19.8



구분	3Q19	2Q20	3Q20					4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	131	161	119	106	-18.9	-34.2	121	131	34.5	23.3
영업이익	11	17	10	16	46.7	-5.1	11	18	흑전	11.3
순이익	12	13	8	11	-8.6	-21.2	9	14	흑전	33.3

자료: 스튜디오드래곤 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표					
(단위: 십억원 원 %)					
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	519	518	578
영업이익	40	29	62	77	107
세전순이익	46	33	63	82	112
총당기순이익	36	26	46	61	83
지배지분순이익	36	26	46	61	83
EPS	1,278	941	1,638	2,031	2,751
PER	72.3	85.9	49.0	39.5	29.2
BPS	14,312	15,258	16,768	17,885	20,636
PBR	6.5	5.3	4.8	4.5	3.9
ROE	9.3	6.4	10.3	12.0	14.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 스튜디오드래곤, 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.