

# Morning Meeting Brief

## Strategy

### 냉정함이 필요할 때

- 그동안 긍정적인 펀더멘털 변화를 억눌러왔던 미국 대선 불확실성이 안도/기대로 전환되며 외국인 자금이 대규모로 유입되었다고 판단
- 미국 선거 이슈는 주식시장에 선반영 되었다는 점과 심리적 변화에 따른 되돌림이 전개된 상황을 감안할 때 이제 냉정함이 필요할 시기
- 정치 불확실성 확대 가능성, 코로나19 장기화, 경기회복 속도 둔화는 단기 변동성 자극할 변수. KOSPI 2,400선 이상 추격매수 자제 필요

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

## Fixed Income

### RBA 가 제시한 통화정책 수단의 한계

- 코로나19로 감당 가능한 최대 수준 금리 인하한 주요 중앙은행들의 행보 이후 공급증은 과연 금리가 마이너스까지 갈 수 있는가
- 트럼프 대통령의 마이너스금리 주장에도 연준은 논의 확산 차단. 마이너스금리는 자금시장 형성 위축 부담으로 중앙은행이 꺼리는 옵션
- 최근 RBA 기준금리 인하와 함께 마이너스금리 가능성 낮다고 밝힘. 자본이득 관점에서 채권 투자 매력도 차츰 낮아지고 있다는 해석 가능

공동락. dongrak.kong@daishin.com

## Asset Allocation

### MBS 매입규모를 확대하고 있는 연준

- 미국 주택경기는 호조세(10월 NAHB 시장지수 85p)지속. 이는 모기지 금리 하락(프래디맥 30년 모기지 금리 2.78%)에 기인
- 미국 대선에서 공화당의 상원 확보로 국채 금리의 추가 상승이 제한된 점은 다행이나 트럼프의 불복으로 경기부양책 지연 가능성은 불안요인
- 모기지 금리는 국채금리의 움직임에 따라 방향성이 결정. 최근에는 두 지표가 엇갈림. 최근 국채금리가 상승하자 연준은 MBS 매입규모 확대

조승빈. seungbin.cho@daishin.com

## Commodity

### 미 대선 후 원자재 시장, 주사위는 던져졌다

- 바이든 대통령 당선이 원자재 시장에 미치는 영향력은 기존의 예상보다 제한적일 것으로 판단
- 바이든이 당선된다면 수혜가 될 것으로 예상했던 비철금속과 농산물의 가격 상승폭이 제한적일 것
- 국제유가의 하방압력이 높아질 것이라는 기존의 의견에는 변함이 없어

김소현 sohyun.kim@daishin.com

## Quant

### 환율과 실적에 대한 오해와 진실

- 올해 원/달러 환율 하락 가파르게 진행. 내년 KOSPI 실적 개선을 주도하는 수출주 실적에 미치는 부정적 영향에 대한 우려 제기
- 사실 환율 하락과 실적 부진은 큰 관련성 없음. 기업들도 환율변동에 대비해 환헤지를 함. 수출실적을 결정짓는 변수는 대외 경기
- 차라리 실적에 부정적일 수 있는 것은 단순 환율 하락이 아닌 '예상치 못했던' 급격한 환율 하락

김지윤. jiyun.kim@daishin.com

**매주 월요일 만나는 미국주식: 보라색 의회는 FAANG 과 헬스케어 기업에 좋다**

- 바이든 대통령+공화당 상원 조합으로 대규모 기업 증세 우려 완화
- FAANG) 조세 · 이민 · 무역 정책과 반독점 규제 측면에서 부담 경감
- 헬스케어) 오바마케어 부활 기대. 공격적인 증세와 약가 인하 정책은 제동

이영한, yeonghan.lee@daishin.com

**산업 및 종목 분석****[3Q20 Review] F&F: 긴 장마, 면세 매출 부진으로 아쉬운 실적 기록**

- 투자의견 BUY, 목표주가 110,000원으로 하향(-5%)
- 3분기 매출액과 영업이익은 각각 1,596억원(-26%, yoy), 126억원(-61%, yoy) 기록
- 중국내 총판 출점은 예정대로 빠르게 전개 중
- 4분기 국내 부문 실적 부진은 불가피하나 2021년부터는 국내 실적 보다 중국 현지 실적이 더 중요해질 것으로 보여 이에 맞춘 투자 전략 필요

유정현, junghyun.yu@daishin.com

**[3Q20 Review] 롯데쇼핑: 4분기 소비 회복, 주요 채널 실적도 회복**

- 투자의견 BUY, 목표주가 115,000원 유지
- 총매출액과 영업이익은 각각 5조 3,910억원(-7% yoy), 1,110억원(+27% yoy) 기록
- 3분기까지 전채널에서 코로나19의 부정적 영향이 불가피했으나 10월부터 주요 채널 및 자회사에서 팬데믹 상황에서 완벽히 회복되는 모습 보임
- 당장 구조적 경쟁 심화 국면에서 벗어나기는 쉽지 않아 보이지만 실적 회복에 따라 주가 상승 모멘텀은 충분히 확보한 상황이라는 판단. 4분기 소비 회복, 백화점 및 마트 채널의 실적 회복 등을 고려할 때 매수 관점 접근 유효

유정현, junghyun.yu@daishin.com

**[3Q20 Review] 롯데케미칼: 2021년 대반전을 기대**

- 투자의견 매수, 목표주가 350,000원 상향(기존 230,000원 대비 +52%)
- 3분기 영업이익은 전분기 대비 대폭 증가한 1,938억원을 기록하며 시장 기대치(1,246억원)와 당사 추정치(1,212억원)를 대폭 상회
- 2021년 글로벌 경기 회복에 따른 소비 개선과 부진했던 제품군의 시황 반등을 기대. 특히 의류 소비 회복에 따른 화섬 체인 시황 반전 가능성에 주목하는데 이는 아로마텍스 사업부의 실적 개선 요인으로 작용할 전망
- 화학 업종 Top-picks로 신규 편입하며, 4Q20~1Q21 적극적인 매수를 권고

한상원, sangwon.han@daishin.com

**[3Q20 Review] 금호석유: 또 다시 서프라이즈**

- 투자의견 매수, 목표주가 175,000원 상향(기존 140,000원 대비 +25%)
- 3분기 영업이익은 전분기 대비 78% 증가한 2,138억원을 기록하며 높아진 시장 기대치(1,676억원)를 대폭 상회하는 호실적을 기록
- 주력 사업부 전반적으로 예상보다 높은 수익성 시현 vs. 특히 페놀유도체 부문(OP +101% QoQ)의 이익이 대폭 증가했는데 6월 주요 제품의 Spot 가격 급등 영향이 후행적으로 실제 판가에 반영되었기 때문

한상원, sangwon.han@daishin.com

**[3Q20 Review] 휴켄스: 탄소배출권, 긍정과 부정 사이**

- 투자의견 매수, 목표주가 28,000원 유지
- 3분기 영업이익은 전분기 대비 3.6% 증가한 174억원을 기록하며 높아진 시장 기대치(155억원) 및 당사 추정치(164억원)를 상회
- 탄소배출권 판매가 없었음(전분기 50만톤 판매)에도 불구하고 이익이 전분기 대비 오히려 소폭 증가: TDI 시장 급반전에 따른 DNT 수익성 개선 덕분
- 4Q20 영업이익은 355억원(+104% QoQ)으로 전망: 1) DNT 수익성 20% 상회 추정, 2) 탄소배출권 100백만톤 판매 계획 등 덕분에 추가 증익 기대

한상원, sangwon.han@daishin.com

### [3Q20 Review] KT: 중요한 건 순이익이야

- 투자의견 매수, 목표주가 36,000원 유지
- 매출 6조원(-3% yoy, +2% qoq), OP 2,9천억원(-6% yoy, -15% qoq) 달성. 별도 OP 2,1천억원(+5% yoy, -18% qoq)
- 20년도 임금인상분 소급 적용과, 코로나 영향에 따른 금융과 부동산 자회사 실적 감소로 연결 OP는 시장 기대수준 소폭 하회했으나, 본업에서의 성장은 지속. 이번 실적에서 눈여겨볼 부분은 별도 당기순이익. 그동안 영업외비용에 대한 부담으로 영업이익 대비 당기순이익이 부진했으나, 20년부터 영업외비용 개선
- 무선 ARPU 1위, IPTV 1위, 초고속 1위, IDC 1위 등 강한 펀더멘털을 기반으로 한 주주친화 정책 대비 현주가는 PER 8배로 밸류에이션 매력이크다고 판단

김희재. hoijae.kim@daishin.com

### [3Q20 Review] CJ 대한통운: 수익성 하락 우려 과도

- 투자의견 매수, 목표주가 210,000원 유지
- 3Q20 실적은 매출액 2조 7,745억원(+5.8% yoy), 영업이익 925억원(+4.3% yoy)으로 당사 및 시장 기대치를 소폭 하회
- 예상을 소폭 하회한 이유는 1)CL사업부에서 자향선 2척 매각(6월말)에 따른 매출 63억원, 영업이익 15억원 감소 2)택배부에서 추석 성수기 물량 증가에 따른 도급 및 간선비용 일시적 증가 등 때문
- 4Q20 택배부 물량증가 지속 및 수익성 회복과 글로벌부문의 정상화 진행(인도 및 UAE) 전망. Valuation 매력 감안 매수 기회라 판단

양지환. Jihwan.yang@daishin.com

### [3Q20 Review] Acushnet: Acushnet 3Q20 어닝 서프라이즈, 영업이익 \$8,520 만(+95% yoy) 기록

- Acushnet(GOLF US) 3Q20 잠정 실적 발표: 매출액 +17%, 영업이익 +95% 증가(yoy) 기록. 시장 컨센서스를 각각 18%, 101% 크게 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록
- 이는 2분기 락다운 조치에 따른 골프용품 pent-up 수요가 6월말 락다운 조치 해제 이후 한번에 폭발적으로 증가하였기 때문인 것으로 판단
- 4분기 다시 확산 추세를 보이는 covid19 영향으로 유럽 주요 국가에서 락다운 조치가 시행되고 있지만 4분기는 골프 비수기로 그 영향이 최소화할 것으로 보임
- 3분기 Acushnet의 영업이익이 \$8,520만, 즉 원화로 약 1,010억원을 기록함에 따라 힐라홀딩스의 3분기 영업이익은 시장 컨센서스 860억원을 크게 상회할 것으로 보임

유정현. junghyun.yu@daishin.com

### [Issue Comment] 포스코케미칼: 가속 성장을 위한 유상증자 결정

- 투자의견 매수, 목표주가 100,000원 유지
- 1조원 규모의 유상 증자 공시. 선제적 자금 조달로 중장기 성장세는 더욱 확대 전망
- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출: 유상증자에 따른 희석 효과가 발생하나 2023년 에너지소재 부문(양극재/음극재)의 실적 추정 변경과 2021F 순현금 구조 전환 등을 반영하여 목표주가는 유지

한상원. sangwon.han@daishin.com

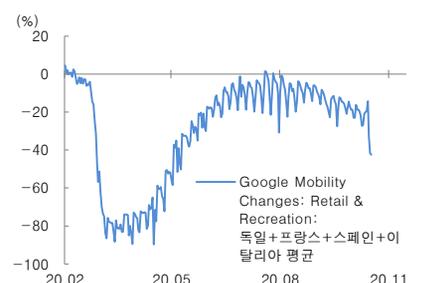
## 냉정함이 필요할 때

- 초미의 관심사였던 미국 대선 결과가 바이든 승리로 귀결되었다. 대부분 격전지에서 바이든이 역전에 성공하며 승리 선언을 했다. 트럼프의 대선 불복, 부정선거 주장, 투표 무효 소송 등이 판세를 뒤집기 어렵다는 시각이 우세하다.
- 아이러니하게도 이러한 대선 결과를 확인하기 전부터 채권, 주식, 금 등 대부분 금융자산이 동반 강세를 보였다. 대형 이벤트를 지났다든 안도에 블루웨이브 무산이 오히려 금융시장에는 호재로 인식되었기 때문이다. 심리적 부담이 컸던 정책(증세, IT기업 규제 강화 등)은 후퇴할 것이라는 안도와 함께 새로운 기대(바이든 정책)가 동시에 유입된 결과이다. KOSPI도 대형 기술주, 인터넷, 2차 전지, 신재생에너지, 제약/바이오 등의 주도로 2,400선을 회복했다.
- KOSPI가 단숨에 2,400선을 회복한 데에는 외국인과 기관의 대량 순매수 힘이 컸다. 외국인 주간 순매수 규모는 2015년 4월 이후 최대이다. 그동안 긍정적인 펀더멘탈 변화를 역눌러왔던 미국 대선 불확실성이 안도/기대로 전환되며 외국인 자금이 대규모로 유입되었다고 본다.
- 외국인과 기관 순매수는 반도체, 2차 전지, 인터넷, 제약/바이오 업종 등 수출/성장주에 집중되었다. 이들은 펀더멘탈(업황/실적) 모멘텀이 강했지만, 노이즈(이슈, 심리, 수급 등)에 역눌려 있었던 대표적인 업종이다. 인터넷, 2차 전지, 제약/바이오 업종의 경우 코로나19에도 불구하고 올해부터 2022년까지 매년 사상최대 이익을 경신 해나갈 전망이다. 구조적 성장이 예상된다. 반도체의 경우 차별적인 한국 경기모멘텀과 글로벌 경쟁력을 바탕으로 글로벌 경기/교역 회복의 수혜를 기대할 수 있다. 향후 KOSPI의 상승추세가 재개된다면 이들 업종이 주도주로서 시장을 이끌고 갈 가능성이 높다.
- 지난주 미국 대선과 의회 구도에 따라 글로벌 증시가 기민하게 반응한 만큼 미국 선거 이슈는 주식시장에 상당부분 선반영 되었다고 본다. 특히, 바이든/민주당의 증세, IT기업규제 강화가 일부 완화될 가능성은 높아졌지만, 안도감만으로 빅테크 기업들과 주식시장이 당장 전고점을 넘어 사상 최고치 행진을 이어가기는 어려워 보인다. 안도와 기대, 그리고 심리적 변화에 의한 되돌림이 상당부분 전개된 상황임을 감안할 때 지금부터는 냉정함이 필요하다.
- 특히, 최근 금융시장이 모든 이슈를 긍정적으로 해석한 만큼 추격매수는 부담스럽다. 1) 미국 정치적 불확실성 확대 가능성(트럼프 대선 불복, 집권 2기 구성 등), 2) 코로나19 팬데믹 장기화 및 폭증세 지속, 3) 이로 인한 봉쇄조치 강화와 4) 경기회복 속도 둔화에 대한 부담 등은 단기 변동성을 자극할 수 있는 변수들이다. 상승추세의 힘이 강해지고 있다는 방향성에 근거한 비중확대 전략은 유효하다. 다만, 단기적인 상승속도를 감안할 때 추격매수보다 조정시 분할매수가 유리하다. KOSPI 2,400선 이상에서 추격매수는 자제할 필요가 있다.

인터넷, 2차 전지, 반도체에 외국인/기관 순매수 집중



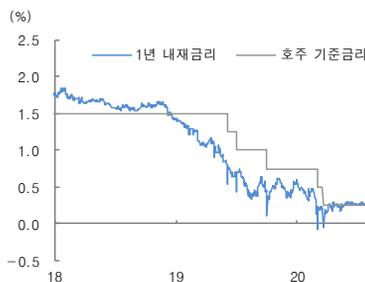
코로나19 확산세 지속, 경제활동 둔화 뚜렷



## RBA가 제시한 통화정책 수단의 한계

- 코로나19 이후 주요 중앙은행들이 취한 조치들 가운데 가장 첫번째는 본인들이 감당할 수 있는 최대로 금리를 내리는 것이었다. 물론 국가별로 감당할 수 있는 금리 수준은 달랐지만, 일단 금리를 내릴 만큼 내린 이후 공급증은 과연 금리가 마이너스까지 갈 수 있느냐였다.
- 중앙은행에게는 매우 난처한 이 같은 공급증에 불을 지핀 인물이 있다. 다음 아인 트럼프 미국 대통령이다. 지난 5월 트럼프 대통령은 매우 공개적으로 마이너스금리에 대한 본인의 생각을 피력했고, 유럽 국가들이 누리고 있는 마이너스금리와 같은 선물을 자신들도 받아야 한다고 주장했다(이후 연방금리선물은 한때 마이너스금리를 프라이싱하기도 했음).
- 그러나 이후 연준(Fed)은 자신들이 보유한 정책 옵션들 가운데 마이너스금리는 그리 우선 순위에 있지 않다는 것을 우회적으로 밝혔다. 또 그 후속 조치로 평균물가목표제(AT) 도입을 전격적으로 발표함으로써 마이너스금리에 대한 논의가 더 확산되는 것을 차단했다.
- 우리는 마이너스금리정책(NIRP)이 Fed를 비롯한 중앙은행들의 입장에서 가장 꺼리는 정책 옵션이란 견해를 여러 차례 밝혔다. 마이너스금리의 경우 가격이 아니라 돈을 보유하는데 따른 일종의 패널티 성격이 더 크다는 이유 때문이었다. 아울러 일본, 유로존처럼 마이너스금리 정책을 이미 실시하고 있는 통화당국들이 이번 코로나 사태 이후 기존 정책을 더 강화하지 않은 정황만 보더라도 그 효과에 대한 의구심이 크다는 견해를 밝힌 바 있다.
- 이처럼 논란이 상당한 마이너스금리에 대해 얼마 전 금리를 인하한 호주중앙은행(RBA)이 견해를 밝혔다. 지난 3일 호주는 기준금리를 0.25%에서 0.10%로 인하하고, 양적완화 프로그램도 발표했다. 하지만 이후 공개된 의사록에서 마이너스금리를 통한 이득이 적고 추후에도 마이너스금리가 나올 가능성은 매우 낮다고 공개적으로 밝혔다. 이에 앞서 로우 총재는 마이너스금리를 Fed와 같은 다른 주요 중앙은행들이 도입할 경우에만 따르겠다고 했다.
- 통화당국이 마이너스금리 도입을 꺼리는 이유들은 여러 가지가 있었으나 필자가 가장 크게 염려하는 사안은 마이너스금리로 오히려 유동성이 줄어드는 경우다. 금리 인하를 통한 유동성이 늘어나는 것이 아니라 거래 유인이 사라짐에 따라 자금시장의 형성 자체가 위축되는 것이다. RBA의 언급은 아마도 이 같은 부작용에 대한 부담이 작용했을 것이다. 다만 로우 총재의 언급처럼 다른 국가들이 해당 조치를 실시할 경우란 외환시장 경로를 통한 효과나 실효성 정도는 고려할 만하다는 의미로 해석할 수 있다.
- 시장금리 변화의 유인들 가운데 기준금리의 변경은 가장 강력하고 영향력이 큰 재료다. 이미 낮아질 만큼 낮아진 기준금리에서 마이너스금리에 대한 한계까지 분명해진다면 자본이득의 관점에서 채권 투자 매력은 차츰 낮아지고 있다고 해석하는 것이 타당하다고 하겠다.

호주 기준금리와 1년 내재금리: 한때 (-) 반영      호주 기준금리와 주요 국채 금리



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## MBS 매입규모를 확대하고 있는 연준

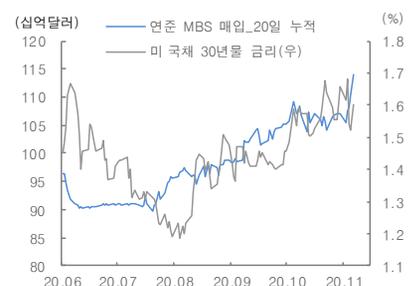
- 코로나19 확산 이후 우려와 달리 가파르게 회복했던 미국 주택경기(는 여전히 호조세를 이어가고 있다. 미국의 주택경기를 보여주는 미국 주택건설협회(NAHB) 시장지수는 지난 10월 85p로 역대 최고 수준을 기록했다. 미국 주택가격의 상승 속도도 빨라지는 모습이다. S&P 코어로직 케 이스-실러 20대 도시 주택가격지수의 전년동월대비 상승률은 지난 8월 +5.2%를 기록해 2개월 연속 전월대비 개선되었다. 주택경기 호조는 소비심리에 긍정적인 요인이다.
- 미국 주택경기가 빠르게 개선될 수 있었던 가장 중요한 변수는 모기지 금리의 하락이었다. 프래 디맥 30년 만기 모기지 금리는 현재 2.78%로 역대 최저 수준으로 낮아졌다. 미시간대학교에서 발표하는 주택구입여력지수는 금리조건에 민감하게 움직이는데, 모기지 금리의 하락이 소비자들의 주택구입여력을 높여주면서 주택경기 개선을 뒷받침하고 있다. 모기지 금리가 하락하면 소비 자들의 이자부담이 낮아지고, 같은 이자비용으로 더 많은 금액의 대출이 가능하다는 점에서 소비 확대로 이어질 수 있다. 작년말 1,300p까지 하락했던 모기지 채용자 지수는 현재 4,000p 수준 으로 상승했다. 낮은 모기지 금리의 수혜를 받기 위해 모기지 대출을 재설정하는 수요가 크게 늘어난 것을 확인할 수 있다.
- 모기지 금리의 하락과 함께 주택경기가 상승했기 때문에 모기지 금리의 변동여부는 향후 주택경 기 흐름에 있어 중요한 변수다. 모기지 금리는 국제금리의 움직임에 따라 방향성이 결정됐는데 최근에는 두 지표가 엇갈리는 모습이 나타나고 있다. 미 국제 30년물 금리는 7월말 저점 이후 33bp 상승했지만 30년 만기 모기지 금리는 같은 기간 21bp 하락했다. 미국 대선을 앞두고 민 주당의 대통령 당선 및 상원과 하원 다수당 확보 가능성이 높아지면서 상승하던 국제금리가 공 화당의 상원 다수당 확보 가능성 확대로 추가 상승이 제한된 점은 모기지 금리의 안정 측면에서 다행스러운 일이다.
- 하지만 트럼프 대통령의 대선 불복 가능성으로 추가 경기부양책이 지연될 가능성이 높아진 점은 불안요인이다. 미국 모기지은행협회에 따르면 지난 2/4분기 모기지 대출에 대한 연체율은 8.2% 로 급등했다. 생애 최초 주택구입자와 소수민족 및 저소득자들이 주로 이용하는 연방주택청 (FHA) 보장 모기지 연체율은 15%에 육박하고 있다. 지난 3월에 최대 12개월까지 모기지 납부 를 유예할 수 있는 정책이 시행되면서 내년 2월까지의 모기지 채권의 디폴트 비율이 높아질 가 능성은 낮지만 주택경기 개선에 가려진 취약한 모습을 확인할 수 있다.
- 최근 국제금리가 상승하자 연준은 MBS(모기지담보증권)의 매입규모를 확대하고 있다. 모기지 금 리 상승으로 인한 부정적인 영향을 사전에 제어하기 위함이라고 판단한다. 모기지 금리의 안정과 추가 경기부양책 시행이 중요해진 시점이다.

미국 주택경기 가파르게 개선



자료: NAHB, 컨퍼런스보드, Bloomberg, 대신증권 Research Center

미 연준 MBS 매입 규모 확대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# 미 대선 후 원자재 시장, 주 사위는 던져졌다

김소현 sohyun.kim@daishin.com

- 11월 6일 주간 CRB 원자재지수는 전주대비 2.1% 상승했다. 귀금속, 산업금속, 에너지, 농산물 섹터 순으로 주간 수익률이 높았다. 팔리듐, 은, 백금과 금 가격은 각각 전주대비 12.6%, 8.3%, 5.7%, 3.9% 상승하며, 원자재 내 높은 수익률을 기록했다. 반면, LME 비철금속지수는 3,128포인트로 전주대비 3.0% 상승했으며, 국제유가는 배럴당 37.14달러로 전주대비 3.8% 상승했다.
- 대부분 원자재 상품들의 가격 상승 배경으로는 미국 대선 결과 발표에 따른 불확실성 해소와 미 달러화 약세를 꼽을 수 있다. 트럼프 대통령은 아직까지 대선 결과에 불복하고 있지만 대부분 격전지에서 바이든이 승리해 대선 결과가 바뀌기는 힘들 것이라는 의견이 우세하다. 반면, 11월 6일 기준 달러인덱스는 92.23으로 전주대비 -1.92% 하락했다.
- 바이든 대통령 당선이 원자재 시장에 미치는 영향력은 기존의 예상보다 제한적일 것으로 판단한다. 민주당의 상원 탈환이 무산되면서 바이든 대통령 당선인의 공약이 완전히 실행되기 어려운 환경이기 때문이다. 바이든의 2조달러 규모의 신재생에너지 인프라 투자 계획 진행과 바이오 연료 관련 정책 수정이 예상보다 어려워 보인다.
- 따라서, 바이든이 당선된다면, 수혜가 될 것으로 예상했던 비철금속과 농산물의 가격 상승폭이 제한적일 것으로 보인다. 신재생에너지 시장의 성장성은 유효하다. 하지만 기존의 계획했던 대규모의 신재생에너지 인프라 투자 승인이 지연된다면 비철금속의 신규수요 확대 기대감이 감소할 것이다. 또한, 바이오연료 정책의 변화가 없다면, 옥수수과 대두의 바이오연료용 수요 증대는 제한될 수 밖에 없다.
- 하지만 국제유가의 하방압력이 높아질 것이라는 기존의 의견에는 변함이 없다. 바이든은 이란과 베네수엘라 등의 원화된 중동정책을 통해 중동발 원유공급을 늘릴 가능성이 높기 때문이다. 의회의 동의 없이 바이든은 트럼프 대통령이 탈퇴한 이란의 핵협정을 다시 가입할 수 있다. 제재 완화로 이란과 베네수엘라의 원유생산이 재개된다면 단기적으로 원유공급량이 120만b/d 이상 늘어날 수 있을 것으로 보인다. 반면, 바이든의 공약 실행속도 지연으로 신재생에너지로의 수요 대체가 지연된다면 원유수요 회복 속도는 상대적으로 빨라질 수는 있을 것이다.
- 원자재시장으로의 금융자금 추이도 현재 미국 대선 결과를 반영한 것으로 보인다. 11월 3일 기준 WTI 투기적자금 순매수 포지션은 44.2만계약으로 2주 연속 감소했는데, 이는 3월초 이후 최저치이다. 비철금속 부문의 투기적 자금 순매수포지션도 줄어들고 있다. 구리 투자기관 및 신용기관 순매수포지션은 2주 연속으로 마이너스를 기록했다.

## 향후 중동발 공급 증대로 국제유가 하방압력이 높아질 것이라는 기존의 뷰 유지



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 환율과 실적에 대한 오해와 진실

- 지난 한 주간 KOSPI 4Q20 영업이익 컨센서스는 전주대비 0.3% 상승했다(11월 5일, 최근 3개월 컨센서스 기준). 수출경기 개선에 따른 국내경기 호전 기대감이 커지고 있는 가운데, 실적 전망치 상향조정이 6주 연속 계속되고 있다. 내년 KOSPI 실적 개선을 이끌 것으로 예상되는 업종 역시 반도체, 자동차, 에너지, 화학 등 경기민감 수출주이다.
- 한편 최근 원/달러 환율 하락(원화 강세)이 가파르게 진행되고 있다. 올해 5월부터 원/달러 환율 하락세가 시작된 이후 지난 6일에는 연내 최저 수준인 1,120원까지 하락했다. 이에 원화 강세 흐름이 내년 KOSPI 실적 개선을 주도하는 수출주 실적에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 우려가 제기되고 있다. 하지만 사실 환율 하락과 실적 부진은 큰 관련성이 없다.
- 원/달러 환율 하락이 수출주 실적에 부정적인 영향을 미치는 경로는 크게 두 가지다. 첫 번째로 환율이 하락하면 수출품의 국제시장가격이 상승하기 때문에 가격 경쟁력이 하락한다. 두 번째는 노동력 및 원자료를 국내에서 조달하고 국외로 수출하는 기업들은 이익 마진이 축소된다. 이들 요인들이 기업실적에 미치는 영향력은 실적의 방향성을 결정할 만큼 크지 않다.
- 우선 첫 번째의 경우 글로벌 경기가 양호하여 한국 제품에 대한 수요가 증가하는 상황이라면 환율 하락으로 단가가 조금 상승했다고 할 제품을 안 사지는 않는다. 반대의 경우도 마찬가지다. 환율 상승으로 단가가 조금 하락했다고 안 살 제품까지 대량으로 구매하진 않는다. 결국 수출실적을 결정짓는 중요한 변수는 글로벌 경기 상황이지 환율 변동이 아니다.
- 두 번째는 기업들도 환율 변동으로 인한 손실, 외화 자산·부채의 가치 변동 등을 방지하기 위해 환헤지를 한다. 물론 환헤지 비중을 100%로 가져가진 않기 때문에 이에 따른 환차익, 환차손이 발생하긴 하지만, 환율 변동의 영향을 고스란히 받는 것이 아니다.
- 실제로 원/달러 환율과 KOSPI 분기 순이익의 전년동기대비 증가율 흐름을 비교해보면 오히려 환율이 하락했을 때 순이익 증가율이 개선되는 모습이다. 그리고 과거 원화 강세를 기록했던 분기의 평균 수익률 상위 업종들을 살펴봐도 경기민감 수출 업종들이 포진해있다.
- 이는 환율이 그 나라 경제의 펀더멘털을 반영하는 지표이기 때문이다. 물론 환율과 펀더멘털 요인들 모두 상호적으로 영향을 주고 받는 변수이지만 그 힘의 역할 방향은 펀더멘털에서 환율이지 환율에서 펀더멘털이 아니다. 환율이 펀더멘털을 결정짓는 요인이 아닌 것이다.
- 차라리 단순히 '환율이 하락한 경우' 보다는 '시장 예상대비 환율이 급격하게 하락한 경우' 실적에 부정적 영향을 미칠 가능성이 높다. 분기 평균 원/달러 환율이 분기초 시장의 예상치를 하회한 경우에 KOSPI 분기 순이익이 전년대비 감소하거나 컨센서스를 -10% 이상 하회할 확률은 44.4%(27개 분기 중 12개 분기)로 단순히 환율이 하락한 경우보다 높았다.

단기 원화강세, 실적은 오히려 동조화



자료: Fnguide, 대신증권 Research Center



# F&F (007700)

유정현

이나연

lunghyun.wu@daishin.com  
투자의견

naveon.lee@daishin.com

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**110,000**

하향

현재주가

**90,300**

(20.11.06)

삼유약복업종

## 긴 장마, 면세 매출 부진으로 아쉬운 실적 기록

투자의견 BUY, 목표주가 110,000원으로 하향(-5%)

- 투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 실적 하향에 따라 110,000원(2021년 P/E 17배)으로 5% 하향

3Q20 Review: 긴 장마, 면세점 매출 부진으로 손익 큰 폭 감소

- 3분기 매출액과 영업이익은 각각 1,596억원(-26%, yoy), 126억원(-61%, yoy) 기록 [디스커버리] 7-8월 상반월까지 상황이 좋았으나 8월 긴 장마와 중순 이후 불거진 코로나19 확진자수 급증 추세 등으로 매출 부진 [MLB] 코로나19 영향으로 면세 채널이 정상 운영되지 못한다 지난해 3분기 동채널 매출 성장률이 150%였던 상황인 만큼 기저 부담이 크게 작용하였음. 비면세채널도 상대적으로 부진했는데 이는 관광 상권 주변 점포 매출 감소와 긴장마 영향 때문 [MLB 키즈/수출] 학생들 개학 연기(MLB 키즈)와 홍콩, 마카오 매출 부진(MLB 수출)으로 전년동기대비 약 50% 매출 감소, 매출 감소로 영업이익은 역레버리지 효과 발생하며 전년동기대비 61% 감소

중국내 총판 출점은 예정대로 빠르게 전개 중

- 10월 기준 동사의 중국 현지 총판 대리점은 약 28개 수준, 연말까지 50개 점포 출점은 예정대로 진행될 것으로 보임. 계획대로라면 내년에 200개 점포가 더 추가되므로 출점이 진행될수록 중국 현지 영업 안착 기대감이 주가에 빠르게 반영될 것으로 예상. 4분기 국내 부문 실적 부진은 불가피하나 2021년부터는 국내 실적 보다 중국 현지 실적이 더 중요해질 것으로 보여 이에 맞춘 투자 전략 필요

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20					3Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	216	167	171	160	-26.3	-4.3	184	309	-6.1	93.8
영업이익	33	20	19	13	-61.2	-38.4	23	46	-34.5	265.3
순이익	24	14	14	9	-64.8	-40.0	16	34	-32.2	302.1

자료: F&F, FrnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

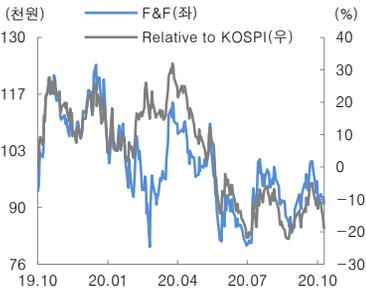
(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	668	910	802	909	1,010
영업이익	91	151	97	133	158
세전순이익	141	151	96	133	157
총당기순이익	109	110	71	98	116
자비자분순이익	109	110	71	98	116
EPS	7,089	7,156	4,602	6,371	7,537
PER	5.6	15.7	19.6	14.2	12.0
BPS	25,593	31,366	34,974	40,351	46,894
PBR	1.6	3.6	2.6	2.2	1.9
ROE	31.6	25.1	13.9	16.9	17.3

주: EPS와 BPS, ROE는 자비자분 기준으로 산출, 자료: F&F, 대신증권 Research Center

KOSPI	2416.5
시가총액	1,391십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	123,500원 / 80,100원
120일 평균거래대금	86억원
외국인지분율	11.21%
주요주주	김창수 외 8 인 58.82% 국민연금공단 10.01%

주요수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.2	-4.0	-16.0	-18.3
상대수익률	-1.9	-7.0	-33.0	-27.5



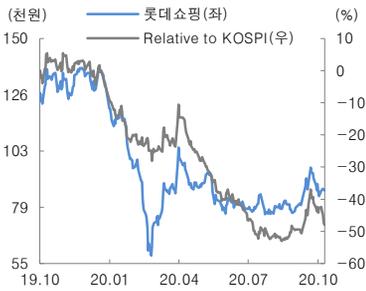
# 롯데쇼핑 (023530)

유정현 이나연  
jung Hyun.yu@daishin.com nayeon.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지  
6개월 목표주가 **115,000**  
유지  
현재주가 **85,800**  
(20.11.06)  
유통업종

KOSPI	2416.5
시가총액	2,427십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	141십억원
52주 최고/최저	137,500원 / 58,300원
120일 평균거래대금	106억원
외국인지분율	11.32%
주요주주	롯데지주 외 39 인 61.89% 국민연금공단 5.09%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.7	8.7	-12.0	-37.1
상대수익률	5.4	5.4	-29.8	-44.2



## 4분기 소비 회복, 주요 채널 실적도 회복

투자 의견 BUY, 목표주가 115,000원 유지

- 투자 의견 BUY와 목표주가 115,000원(2021년 P/B 0.3배) 유지. 3분기까지 전 채널에서 코로나19의 부정적 영향이 불가피했으나 10월부터 주요 채널 및 자회사에서 팬데믹 상황에서 완벽히 회복되는 모습 보임. 당장 구조적 경쟁 심화 국면에서 벗어나기는 쉽지 않아 보이지만 실적 회복에 따라 주가 상승 모멘텀은 충분히 확보한 상황이라는 판단. 4분기 소비 회복, 백화점 및 마트 채널의 실적 회복 등을 고려할 때 매수 관점 접근 유효

3Q20 실적 Review: 일부 채널에서 실적 회복 추세 확인

- 총매출액과 영업이익은 각각 5조 3,910억원(-7% yoy), 1,110억원(+27% yoy) 기록 [백화점] 매출액은 16% 감소했으며 영업이익은 25% 감소. 국내 매출액은 기존점이 -10%로 3분기 중 사회적 거리두기 강화 영향으로 8월 중순 이후 매출 회복세 다시 부진 [대형마트] 매출액은 4% 감소했지만 판관비 감소로 영업이익은 오히려 160% 증가. 국내 기존점 성장률은 명절 선물세트 판매 호조로 yoy +2%를 기록하며 회복 [전자제품전문점] 코로나19에 따른 해외 소비 대체 효과와 인도어 소비 증가로 가전 매출 양호. 매출액과 영업이익은 각각 yoy +7%, +67% 증가하며 실적 호전 [슈퍼/홈쇼핑/컬처웍스] 슈퍼 사업부는 4% 감소, 그러나 판관비 절감 및 부진점 폐점으로 영업이익 흑자전환(yoy +267억원). 홈쇼핑은 e커머스 등의 고성장으로 취급고가 +10% 증가했으며 영업이익도 +19% 증가하는 등 무난한 실적 기록. 컬처웍스의 경우 영화관 관객 급감 영향으로 매출액 성장률 -67%, 영업적자 -440억원으로 집계되며 부진한 실적 기록

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	집중치	3Q20			3Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
순매출액	4,405	4,046	4,056	4,106	-6.8	1.5	4,186	4,353	0.9	6.0
영업이익	88	1	85	111	26.8	7,884.1	82	150	243.5	34.8
순이익	-41	-243	185	3	흑전	흑전	-15	176	흑전	4,793.0

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
순매출액	17,821	17,622	16,582	16,493	16,943
영업이익	597	428	314	431	542
세전순이익	-94	-1,157	-185	66	163
총당기순이익	-465	-840	-139	49	122
자배분순이익	-545	-910	-131	47	115
EPS	-19,327	-32,153	-4,644	1,652	4,074
PER	NA	NA	NA	51.9	21.1
BPS	415,204	376,333	367,875	365,730	366,006
PBR	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
ROE	-4.5	-8.1	-1.2	0.5	1.1

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

# 롯데케미칼 (011170)

한상원

sangwon.han@daiashin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**350,000**

상향

현재주가

**250,000**

(20.11.06)

화학업종

## 2021년 대반전을 기대

### 투자자의견 매수 유지, 목표주가 350,000원으로 상향

- 목표주가는 12MF BPS에 목표 PBR 0.8배를 적용하여 산출
- 목표 PBR을 상향 조정(0.6배→0.8배)하면서 목표주가도 52% 상향 제시
- 목표 PBR 상향은 예상보다 견조한 수익성, 2021년 화학 시장 반전 기대, 대산 공장 재가동 등을 고려하여 2021년 이익 추정치를 상향했기 때문(EPS +55%)
- 2021년 글로벌 경기 회복에 따른 소비 개선과 부진했던 제품군의 시장 반등을 기대. 특히 의류 소비 회복에 따른 화섬 체인 시장 반전 가능성에 주목하는데 이는 아로마틱스 사업부의 실적 개선 요인으로 작용할 전망
- 고성장/고수익성의 분리막용 HDPE 판매 확대에 대한 계획(2025년 10만톤 vs. 현재 4천톤)을 발표한 점도 긍정적으로 평가
- 화학 업종 Top-picks로 신규 편입하며, 4Q20~1Q21 적극적인 매수를 권고

### 3Q20 영업이익 1,938억원(+489% QoQ)으로 시장 기대치 대폭 상회

- 3분기 영업이익은 전분기 대비 대폭 증가한 1,938억원을 기록하며 시장 기대치(1,246억원)와 당사 추정치(1,212억원)를 대폭 상회
- NCC(올레핀, 타이탄)의 수익성이 시장의 우려보다 견조한 상황임을 확인
- 올레핀의 경우 대산공장 가동 중단에 따른 기회손실(3분기 약 1.2천억원)이 지속됐음에도 실질 영업이익률 16%를 기록하며 수익성 크게 향상
- 예상과 달리 아로마틱스(OP +96% QoQ)의 흑자 기초가 지속된 점도 긍정적
- 첨단소재의 이익도 310%나 급증했는데 전분기 코로나19로 감소했던 미국, 유럽 등 선진국에서의 판매가 증가했기 때문
- 다만 LC USA(미국 ECC)의 경우 적자가 지속됐는데, 허리케인으로 인한 가동 중단으로 약 2.6백억원의 기회손실이 발생했기 때문

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20			4Q20				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,940	2,682	3,124	3,045	-22.7	13.5	3,163	2,842	-17.1	-6.7
영업이익	315	33	121	194	-38.4	488.7	125	193	27.8	-0.5
순이익	204	20	108	141	-31.1	606.1	91	203	519.8	44.4

자료: 롯데케미칼 FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

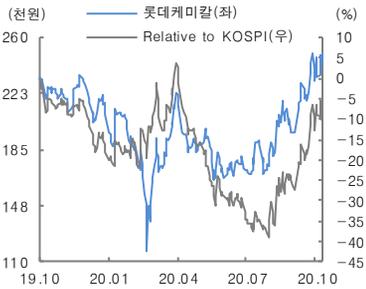
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	16,073	15,123	11,845	14,260	14,745
영업이익	1,946	1,107	333	1,540	1,551
세전순이익	2,209	1,249	384	1,781	1,799
총당기순이익	1,642	757	302	1,345	1,358
지배지분순이익	1,579	715	286	1,300	1,315
EPS	46,074	20,860	8,356	37,922	38,365
PER	6.0	10.7	29.9	6.6	6.5
BPS	371,541	385,244	387,069	423,001	454,866
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
ROE	13.0	5.5	2.2	9.4	8.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 롯데케미칼, 대신증권 Research Center

KOSPI	2416.5
시가총액	8,569십억원
시가총액비중	0.54%
자본금(보통주)	171십억원
52주 최고/최저	250,000원 / 117,000원
120일 평균거래대금	497억원
외국인지분율	27.46%
주요주주	롯데지주 외 14 인 54.92% 국민연금공단 8.73%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.7	39.7	27.9	13.9
상대수익률	13.3	35.4	2.1	1.1



# 금호석유 (011780)

한상원

sangwon.han@daiashin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**175,000**

상향

현재주가

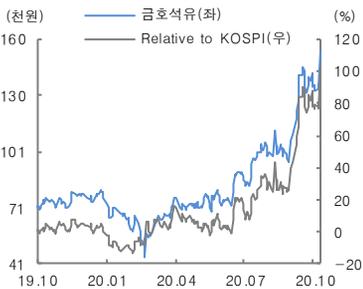
**153,500**

(20.11.06)

화학업종

KOSPI	2416.5
시가총액	4,861십억원
시가총액비중	0.30%
자본금(보통주)	152십억원
52주 최고/최저	154,000원 / 43,950원
120일 평균거래대금	236억원
외국인지분율	29.93%
주요주주	박철완 외 8 인 24.87% 국민연금공단 9.19%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.3	74.4	121.2	110.0
상대수익률	22.7	69.1	76.5	86.3



## 또 다시 서프라이즈

### 투자 의견 매수 유지, 목표주가 175,000원으로 상향

- 목표주가는 12MF BPS에 목표 PBR 1.6배(vs. 기존 1.4배)를 적용하여 산출
- 실적 추정 변경(2021F EPS +21%)을 반영하여 목표 PBR을 상향 조정함에 따라 목표주기도 기존(140,000원) 대비 25% 상향 제시
- 코로나19 수혜로 시황 강세가 이어지고 있는 NB-Latex(위생장갑 원료)의 증설을 지속하며 글로벌 1위의 지위(시장점유율 약 30%)를 유지할 전망: 1) 4Q20 +6만톤/년(기존 계획), 2) 4Q21 +7만톤/년(신규 발표)
- 다만 직전 호황기(2017~18)의 평균적인 Valuation(PBR 1.4배)까지 상승한 현재 주가 수준은 2020~21년의 호실적을 일정 부분 선반영했다고 판단

### 3Q20 영업이익 2,138억원(+78% QoQ)으로 시장 기대치 대폭 상회

- 3분기 영업이익은 전분기 대비 78% 증가한 2,138억원을 기록하며 높아진 시장 기대치(1,676억원)를 대폭 상회하는 호실적을 기록
- 주력 사업부 전반적으로 예상보다 높은 수익성 시현 vs. 특히 페놀유도체 부문(OP +101% QoQ)의 이익이 대폭 증가했는데 6월 주요 제품의 Spot 가격 급등 영향이 후행적으로 실제 판가에 반영되었기 때문
- 합성고무(OP +87% QoQ)의 영업이익률이 21%를 기록: 1) NB-Latex 시황 강세 지속(가격 +20% QoQ), 2) 타이어 수요 개선에 따른 범용 고무(SBR/BR)의 판매량 회복, 3) BD 상승으로 인한 긍정적 Lagging 효과 발생 등 덕분
- 합성수지(OP +65% QoQ)도 주력 제품인 ABS(가전/IT 소재)의 판매량 증가 및 수익성 개선 덕분에 양호한 실적 흐름을 지속

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20		3Q20			4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,220	1,026	1,188	1,188	-2.6	15.8	1,148	1,197	0.9	0.7
영업이익	69	120	214	214	211.3	77.9	168	169	958.3	-21.1
순이익	48	100	146	146	207.4	46.6	131	127	608.3	-13.3

자료: 금호석유, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,585	4,978	4,637	5,486	5,480
영업이익	555	368	636	792	744
세전순이익	617	379	656	817	792
총당기순이익	503	295	500	622	603
자배지분순이익	491	295	500	622	603
EPS	19,577	11,655	19,802	24,697	23,872
PER	4.5	6.6	7.8	6.2	6.4
BPS	70,088	78,488	93,826	109,979	125,963
PBR	1.2	1.0	1.6	1.4	1.2
ROE	23.4	11.8	17.3	18.2	15.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 금호석유, 대신증권 Research Center

# 휴켄스 (069260)

한상원

sangwon.han@daiashin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**28,000**

유지

현재주가

**23,900**

(20.11.06)

화학업종

# 탄소배출권, 공정과 부정 사이

## 투자 의견 매수, 목표주가 28,000원 유지

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 1.6배를 적용하여 산출
- 4월 톤당 42.5천원까지 상승했던 탄소배출권 가격(KAU 기준)은 코로나19 확산에 따른 제조업 가동률 하향 조정으로 8월 17.8천원까지 급락 vs. 이후 공장들의 가동 상황이 개선되면서 최근 반등세(10월 말 기준 24.1천원까지 회복)
- 2021년 탄소배출권 실적은 긍정/부정적 요인이 혼재하나 이익 증가 예상(+5% YoY): [긍정] 장기 공급 계약 종료에 따른 ASP 상승(Spot 가격에 연동) vs. [부정] 2020년 질산 공장 가동률 하향에 따른 2021년 판매량 감소(145만톤/년)
- 또한 질산 6공장(40만톤/년)의 완공 시점이 기존 2023년 4월에서 약 6개월 가량 지연된 점도 다소 아쉬운 사실

## 3Q20 영업이익 174억원(+3% QoQ)으로 시장 기대치 상회

- 3분기 영업이익은 전분기 대비 3.6% 증가한 174억원을 기록하며 높아진 시장 기대치(155억원) 및 당사 추정치(164억원)를 상회
- 탄소배출권 판매가 없었음(전분기 50만톤 판매)에도 불구하고 이익이 전분기 대비 오히려 소폭 증가: TDI 시장 급반전에 따른 DNT 수익성 개선 덕분
- TDI 가격은 7월부터 반등이 시작됐는데 BASF, Covestro 등 주요 TDI 생산 업체들의 가동 차질(글로벌 수요의 약 30% 규모)이 발생했기 때문
- 주요 제품인 DNT(TDI 원재료)의 수익성이 TDI/TOL 스프레드에 연동되는 구조이기 때문에 TDI 시장 개선 구간에서 동반 수혜가 가능(9월부터 흑자 추정)
- 4Q20 영업이익은 355억원(+104% QoQ)으로 전망: 1) DNT 수익성 20% 상회 추정, 2) 탄소배출권 100백만톤 판매 계획 등 덕분에 추가 증익 기대

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	178	125	148	132	-25.6	6.1	154	145	-11.1	9.5
영업이익	36	17	16	17	-51.7	2.6	15	35	149.5	104.3
순이익	27	10	11	13	-51.6	32.4	11	26	1,976.4	100.3

자료: 휴켄스, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 영업실적 및 주요 투자지표

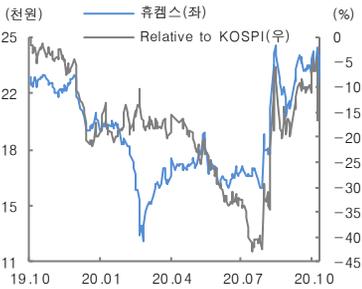
(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	763	660	581	695	659
영업이익	139	106	101	140	146
세전순이익	141	101	102	137	144
총당기순이익	105	70	74	97	103
자배지분순이익	104	70	73	97	103
EPS	2,662	1,834	1,913	2,529	2,678
PER	9.1	11.5	12.5	9.5	8.9
BPS	15,836	15,970	16,833	18,259	19,837
PBR	1.5	1.3	1.4	1.3	1.2
ROE	17.0	10.8	10.9	13.5	13.2

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

KOSPI	2416.5
시가총액	977십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	41십억원
52주 최고/최저	24,500원 / 12,250원
120일 평균거래대금	71억원
외국인지분율	8.98%
주요주주	태광산업 외 2 인 43.42% 국민연금공단 10.46%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.4	44.8	40.2	8.9
상대수익률	5.2	40.4	11.9	-3.4



KT  
(030200)

김화재 **이지은**  
hojae.kim@daishin.com ieeun.lee@daishin.com  
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지  
6개월 목표주가 **36,000**  
현재주가 **22,900**  
(20.11.06) 통신서비스업종

# 중요한 건 순이익이야

## 투자의견 매수(Buy), 목표주가 36,000원 유지

- 20E EPS 2,745원에 PER 13배 적용(통신 공통, LTE 도입 초기 ARPU 상승기인 '12~14 평균, LTE 도입 전 ARPU 하락기인 '04~11 10배 대비 30% 할증)

## 3Q20 Review: 실적도 좋고 주주환원도 좋고

- 매출 6조원(-3% yoy, +2% qoq), OP 2.9천억원(-6% yoy, -15% qoq) 달성
- 별도 OP 2.1천억원(+5% yoy, -18% qoq)
- 20년도 임금인상분 소급 적용과, 코로나 영향에 따른 금융과 부동산 자회사 실적 감소로 연결 OP는 시장 기대수준 소폭 하회했으나, 본업에서의 성장은 지속
- 이번 실적에서 눈여겨볼 부분은 별도 당기순이익
- 별도 3Q20 순이익 1,6천억원(+126% yoy, -2% qoq). 3Q20 누적 순이익은 6,5천억원(+29% yoy)으로 19년 순이익 4.3천억원을 이미 상회
- KT는 많은 유무형자산 손상 및 50여개 자회사들에 대한 투자 손상 등을 반영하면서 영업외비용에 대한 부담으로 영업이익 대비 당기순이익이 부진했고, 특히, 매년 4분기에 영업외비용이 크게 발생해왔으나, 20년부터 영업외비용 개선
- 당사 추정 20E 별도 순이익은 7.2천억원(+67% yoy). KT의 20~22년 배당 정책은 일회성 손익을 제외한 경장 순이익 기준 배당성향 50%를 적용하되, 최소 19년 DPS인 1.1천원은 유지. 당사 추정 20E DPS는 1.2천원, 수익률 5.2%
- 또한, 전일 자사주 3천억원 규모 취득 공시. 09년 이후 첫 자사주 취득이고, 시가총액의 6%에 해당하는 큰 규모, 취득한 자사주는 다양한 M&A의 재원으로 활용될 가능성이 높고, 상황에 따라서는 소각도 가능할 것으로 전망
- 무선 ARPU 1위, IPTV 1위, 초고속 1위, IDC 1위 등 강한 펀더멘털을 기반으로 한 주주친화 정책 대비 현주가는 PER 8배로 밸류에이션 매력이크고 판단

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20					4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	6,214	5,877	5,968	6,001	-3.4	2.1	6,082	6,183	-0.2	3.0
영업이익	312	342	322	292	-6.4	-14.5	307	228	53.8	-22.0
순이익	190	177	208	203	7.2	15.2	181	128	426.2	-36.8

자료: KT, FmGuide, 대신증권 Research Center

## 영업실적 및 주요 투자지표

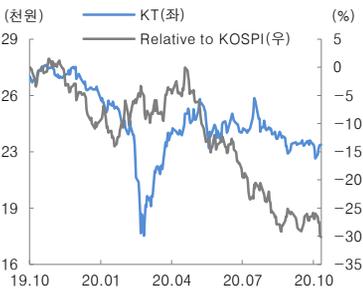
(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	23,460	24,342	23,892	24,797	25,385
영업이익	1,262	1,151	1,245	1,516	1,693
세전순이익	1,091	980	1,170	1,379	1,575
총당기순이익	762	669	807	1,007	1,150
자배지분순이익	688	619	717	906	1,035
EPS	2,637	2,371	2,745	3,469	3,962
PER	11.3	11.4	8.3	6.6	5.8
BPS	50,563	52,341	54,053	56,395	59,135
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	5.5	4.6	5.2	6.3	6.9

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

KOSPI	2416.5
시가총액	5,979십억원
시가총액비중	0.38%
자본금(보통주)	1,564십억원
52주 최고/최저	27,500원 / 17,650원
120일 평균거래대금	241억원
외국인지분율	43.50%
주요주주	국민연금공단 12.53%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.0	-3.8	-2.6	-14.4
상대수익률	-2.1	-6.7	-22.2	-24.0



# CJ 대한통운 (000120)

**양자환**  
j.hwan.yang@daishin.com

**이자수**  
jane.lee@daishin.com

**투자 의견**

**BUY**  
매수, 유지

**6개월 목표주가**  
**210,000**  
유지

**현재주가**  
**160,000**  
(20.11.06)

운송업종

## 수익성 하락 우려 과도

### 투자 의견 매수, 목표주가 210,000원 유지

- CJ대한통운의 2020년 3분기 실적은 당사 및 시장 기대치를 소폭 하회
- 3분기 영업이익은 925억원으로 당사 추정치를 약 68억원 하회
- 예상을 소폭 하회한 이유는 1)CL사업부문에서 자항선 2척 매각(6월말)에 따른 매출 63억원, 영업이익 15억원 감소 2)택배부문에서 추석 성수기 물량 증가에 따른 도급 및 간선비용 일시적 증가 등 때문
- 2020년부터 클레임관련 비용 영업비용으로 간주함에 따른 비용 약 37억원도 영향을 줌
- 2020년 4분기 택배부문 물량증가 지속 및 수익성 회복과 글로벌부문의 정상화 진행(인도 및 UAE) 전망
- 2021년 NAVER와 지분 스왑 이후 E-Fulfillment 사업확대, MP(Multi-point 투자 확대를 통한 택배사업부문의 효율성 강화로 이익 개선국면 이어질 것
- 택배 분류인력 추가로 인한 비용에 대한 우려로 주가 고점 대비 17.3% 하락
- 안정적인 실적 개선, 주가하락에 따른 Valuation 매력 감안 매수 기회라 판단

### 2020년 3분기 실적 예상을 소폭 하회했으나, 우려할 부분은 아님

- CJ대한통운의 2020년 3분기 실적은 매출액 2조 7,745억원(+5.8% yoy), 영업이익 925억원(+4.3% yoy), 순이익 475억원(+31.2% yoy)을 기록
- 사업부문별로 [CL] 매출액 6,610억원(+3.2% yoy), 영업이익 316억원(-12.7% yoy), [택배] 7,884억원(+18.7% yoy) 영업이익 300억원(-1.3% yoy), [글로벌] 매출액 1조 1,748억원(+2.3% yoy), 영업이익 218억원(+11.8% yoy)
- 3분기 택배처리량은 423백만Box(+27.7% yoy), 평균단가는 1,864원/Box
- 2020년 4분기 실적은 매출액 3조원, 영업이익 1,011억원 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20		3Q20			4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,622	2,650	2,811	2,775	5.8	4.7	2,796	3,008	6.5	8.4
영업이익	89	84	99	92	4.3	10.3	98	101	-0.3	9.3
순이익	6	33	15	44	625.6	31.1	30	4	-87.4	-89.9

자료: CJ대한통운, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

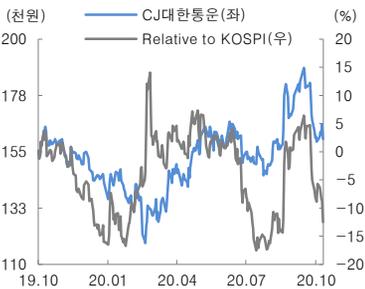
(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	9,220	10,415	10,948	11,923	13,009
영업이익	243	307	336	410	613
세전순이익	100	94	205	278	481
총당기순이익	67	51	125	170	293
지배지분순이익	53	40	97	133	229
EPS	2,309	1,741	4,273	5,809	10,029
PER	72.3	89.0	37.4	27.5	16.0
BPS	116,344	131,146	135,501	141,389	151,494
PBR	1.4	1.2	1.2	1.1	1.1
ROE	2.1	1.4	3.2	4.2	6.8

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

KOSPI	2416.5
시가총액	3,650십억원
시가총액비중	0.23%
자본금(보통주)	114십억원
52주 최고/최저	188,500원 / 118,500원
120일 평균거래대금	158억원
외국인지분율	22.05%
주요주주	CJ제일제당 외 2 인 40.17% 국민연금공단 9.19%

주가지수변동률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.6	4.6	9.6	-3.0
상대수익률	-12.5	1.4	-12.5	-14.0



# Acushnet 3Q20 어닝 서프라이즈, 영업이익 \$8,520만 (+95% yoy) 기록

유정현 junghyun.yu@daishin.com 이나연 nayeon.lee@daishin.com

2020. 11. 09

힐라홀딩스 투자이견

BUY

목표주가

48,000

현재주가(20.11.06)

44,350

## 힐라홀딩스의 자회사, Acushnet(GOLF US) 3Q20 잠정 실적 발표: 매출액 +17%, 영업이익 +95% 증가(yoy) 기록

- 지난 주 금요일 힐라홀딩스(081660, TP 48,000원)의 자회사인 Acushnet이 3Q20 잠정 실적을 발표하였음. 매출액은 yoy +16% 성장한 \$4.84억, 영업이익은 yoy +95% 급증한 \$8,520만을 기록. 매출액과 영업이익은 각각 시장 컨센서스를 18%, 101% 크게 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록. 이는 2분기 락다운 조치에 따른 골프용품 pent-up 수요가 6월말 락다운 조치 해제 이후 한번에 폭발적으로 증가하였기 때문인 것으로 판단
- [지역별 매출액] 미국 +26%, EMEA +17%, 한국 +10%, 기타지역 +22% 증가하는 등 대부분의 지역에서 매출이 크게 성장. 그러나 일본은 23% 감소하며 부진(yoy 기준)
- [품목별 매출액] Titleist 골프공 +41% 증가, Titleist 골프 클럽 -5% 역성장, Titleist 골프 장비 +28% 증가, Footjoy 매출액은 +13% 성장(yoy 기준)

## 3Q 부터 골프 라운딩 재개, 골프용품 수요 급증

- 코로나19 가 전세계적으로 확산되었던 1-2분기, 락다운 조치로 정상적인 판매 활동이 불가능하면서 동사의 실적도 타격이 매우 컸으나 6월말부터 영업이 정상적으로 재개되면서 6월 한달간 매출이 빠르게 회복. 3분기에 이러한 골프용품 수요 증가세가 더 크게 나타남.
- 회사측은 유럽 주요 국가에서 다시 락다운 조치가 내려짐에 따라 4분기 실적 불확실성은 아직 여전하다고 언급

## 3Q20 Acushnet 의 실적 서프라이즈로 힐라홀딩스 3Q 영업이익은 시장 추정치 860억원을 크게 상회할 것으로 전망

- 4분기 다시 확산 추세를 보이는 covid19 영향으로 유럽 주요 국가에서 락다운 조치가 시행되고 있지만 4분기는 골프 비수기로 그 영향이 최소화할 것으로 보임. 한편 3분기 Acushnet의 영업이익이 \$8,520만, 즉 원화로 약 1,010억원을 기록함에 따라 힐라홀딩스의 3분기 영업이익은 시장 컨센서스 860억원을 크게 상회할 것으로 보임
- 향후 힐라홀딩스의 주가 흐름은 본업의 회복 강도에 따라 결정될 것으로 보임. 비록 아직 전세계적으로 covid19 확산 추세가 심해지고 있으나, 지난해 4분기 미국법인 실적이 크게 부진했던 점을 고려하면 올해 4분기부터 글로벌 시장에서 FILA 브랜드의 실적이 turnaround 하는데 어렵지 않을 것으로 예상됨. 2021년에는 covid19으로 큰 타격을 입었던 올해보다 일정 부분 상황이 정상화하면서 실적 개선 흐름이 지속될 것으로 전망

# 포스코케미칼(003670)

## 가속 성장을 위한 유상증자 결정

한상원 sangwon.han@daishin.com

2020. 11. 09

투자 의견 BUY 목표주가 100,000 현재주가 (20.11.06) 83,900

### 1조원 규모의 유상 증자 공시

- 6일 장 마감 이후 공시를 통해 1조원 규모의 유상증자 계획을 발표(vs. 시가총액 5조원)
- 발행되는 신주는 16,475천주로 기존 발행주식(60,988천주)의 27%에 해당하는 규모
- 신주 발행가액은 60,700원으로 공시했으나 2021년 1월 8일 확정 예정 vs. 신주 상장은 2월 3일 예정
- 포스코 8,901천주(54.0%), 포항공대 134천주(0.8%) 등이 증자에 참여할 예정이며, 참고로 유상증자 이전 기존 대주주(포스코 외 4인)의 지분율은 64.7%
- 증자로 조달된 자금은 시설투자 6.8천억원, 운영자금 1.7천억원, 해외공장 1.4천억원 등에 사용 계획 vs. 시설투자의 경우 2차전지 양극재 5.5천억원, 내화물 0.5천억원, 기타 0.9천억원

### 선제적 자금 조달로 중장기 성장세는 더욱 확대 전망

- 이번 대규모 증자를 통해 확보된 자금의 약 70%(해외공장 포함)가 2차전지 소재 설비 투자에 사용될 계획으로 선제적인 자금 조달을 통해 향후 더욱 공격적인 증설을 진행하기 위한 준비 작업으로 판단
- 실제로 유상증자와 함께 양극재 추가 증설(광양 4단계) 계획을 공시: 생산능력 NCMA 2.9만톤/년, 투자비 2.8천억원, 2Q22 완공, 1Q23 상업 가동 개시 예상
- 이에 따라 2023년 양극재의 예상 매출액이 1.3조원으로 기존 추정치(9.4천억원) 대비 40% 증가했으며 순이익 추정치도 기존 대비 10% 상향 조정
- 참고로 NCMA 양극재는 기존 NCM 양극재에 알루미늄(도판트)를 추가한 형태로 하이-니켈에 따른 안정성 및 수명 저하 문제를 보완 가능 vs. 현재 LG화학이 해당 양극재가 적용된 배터리의 상용화를 준비하고 있으며, GM과의 합작사(JV)인 Ultium Cells를 통해 GM의 전기차에 탑재될 것으로 알려짐
- 공격적 증설을 통한 중장기 Capa 목표는 [양극재] 2020년 4만톤, 25년 21만톤, 30년 40만톤(2020~30년 CAGR +26%) vs. [음극재] 2020년 4.4만톤, 25년 17만톤, 30년 26만톤(2020~30년 CAGR +19%)

### 투자 의견 매수, 목표주가 100,000원 유지

- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출: 유상증자에 따른 희석 효과가 발생하나 2023년 에너지소재 부문(양극재/음극재)의 실적 추정 변경과 2021F 순현금 구조 전환 등을 반영하여 목표주가는 유지 vs. 참고로 목표주가는 RIM Valuation 기준 영구 성장률 11%(vs. 기존 9%)를 적용한 경우와 동일
- 투자 의견도 매수를 유지하는 이유는 2차전지 소재 산업의 성장성을 고려했기 때문. 다만 투자 수익률의 극대화를 위해서는 대규모 유상증자에 따른 주가 조정 국면 이후에 매수하는 전략을 권고하며, 2차전지 소재 업종 내에서 투자의 우선순위가 상대적으로 높지 않다고 판단

#### ▶ 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.