

Morning Meeting Brief

산업 및 종목 분석

[3Q20 Review] 한화시스템 : 신사업에 실적까지

- 투자이건 매수(BUY) 유지, 목표주가 16,000원으로 상향
- 3Q20 실적은 매출액 3,796억원(-11% yoy), 영업이익 447억원(+68% yoy), 컨센서스 대비 매출액 -14% 하회, 영업이익 +79% 상회
- [방산] 영업이익 316억원(+145% yoy), opm 11.6%(+7.3%p yoy), 이익률 좋은 정비사업 증가, 조기 정산, 비용절감
[ICT] 영업이익 151억원(+10% yoy), opm 14.1%(+3.3%p yoy), 코로나19로 비용절감, 마진 좋은 프로젝트 반영
- 4Q20은 TICN 3차 양산 본격 반영으로 방산 실적 급증, 4Q20 매출액 6,439억원(+38% yoy) 영업이익 373억원(+55% yoy) 전망
- 페이저솔루션 연간 투자는 100억원 수준, 오버에어는 자본법 인식, 다양한 신사업과 실적개선의 조화

이동현, dongheon.lee@daishin.com

[3Q20 Review] SPC 삼립: 가평 그리고 프리미엄 베이커리

- 투자이건 매수 유지, 목표주가 90,000원으로 상향 조정(+13%), 목표주가 상향 조정은 이익 추정치 상향 조정에 기인
- 3Q20 SPC삼립의 연결 영업이익은 133억원(+471% yoy)으로 컨센서스 영업이익 101억원, 종전 대신증권 추정 영업이익 94억원을 상회
- 1) [Bakery] 매출액은 1,553억원(+10% yoy), 영업이익은 81억원(+26% yoy)으로 추정치를 큰 폭으로 상회, 2) [Food] 육가공 영업이익률 역시 +3%p yoy로 큰 폭으로 개선, 점포/휴게소의 영업적자를 역시 +1%p yoy 개선
- 호빵 등 전통 Bakery 제품 군의 이익 기여가 견조한 상황에서 온라인 채널 침투율 확장 및 냉동 Bakery, 식사대용 프리미엄 제품 출시 등을 통해 핵심 사업부인 Bakery 부문에서의 개선 기대

한유정, yujung.han@daishin.com

[3Q20 Review] 네오위즈: 모멘텀은 잠시 부재, 밸류에이션 매력도는 높음

- 투자이건 매수 유지, 목표주가 3만원으로 하향
- 3분기 매출액 746억원(YoY 23%, QoQ 3%), 영업이익 160억원(YoY 182%, QoQ -10%) 기록, 매출액 컨센서스 737억원, 영업이익 컨센서스 170억원 부합
- 해외 '디제이맥스 리스펙트 V'의 스팀 판매 증가, 일본 '로스타이크' 출시(9/23) 효과로 전분기대비 매출 증가, 국내는 웹보드 게임 규제 완화 효과 지속되며 전년동기대비 매출 대폭 상승, 다만 3분기는 웹보드 게임 비수기로 전분기와는 유사한 매출 유지
- 4분기 출시 '데스나이트 카우기(10/26, 글로벌)', 기타소녀(11/9, 글로벌) 등의 흥행 성과, 2021년 1월 출시 PC 액션 게임 '스컬', PC 온라인 버전의 '블레스 언리쉬드' 등의 신작 흥행 성과가 중요
- 현재 12MF PER 7.6배로 밸류에이션 merit 존재, 밸류에이션 매력도 높은 만큼 소폭의 모멘텀에도 주가 상승 가능성 높음

이민아, mina.lee@daishin.com

[3Q20 Review] CJ제일제당: 한번 쉬어가는 K-Food의 선두 주자

- 투자이건 매수 유지, 목표주가 550,000원 하향 조정(-8%), 목표주가 하향 조정은 슈완스컴퍼니의 Target Multiple 하향 조정에 기인
- 3Q20 CJ대한통운을 제외한 영업이익은 3,117억원으로 컨센서스 영업이익 2,938억원은 상회하였으나 종전 대신증권 추정 영업이익 3,414억원은 하회, 추정치 하회 원인은 식품 부문
- 식품 영업이익은 1,758억원(+34% yoy vs 추정치 +62% yoy) 기록하여 종전 추정치 하회, 바이오 영업이익은 1,359억원(+175% yoy vs 추정치 +159% yoy) 기록하여 추정치 부합
- 4Q20부터 슈완스컴퍼니의 영업망을 활용해 비비고 주요 제품들의 유통망 확장이 기대됨에 따라 향후 CJ제일제당의 주가 상승은 해외 식품 부문에서 주도할 것으로 예상, 중장기적인 해외 식품 시장에서의 점유율 확장에 주목할 필요가 있다고 판단

한유정, yujung.han@daishin.com

[3Q20 Review] 한화솔루션: 영업이익 1 조원 시대

- 투자의견 매수, 목표주가 65,000원 유지
- 태양광 부문이 원부자재 가격 상승으로 수익성이 악화되었으나 케미칼과 첨단소재가 예상보다 양호한 실적을 보이면서 전사 실적 개선을 견인
- 태양광 매출액은 출하량 증가와 제품 가격 상승 덕분에 전분기 대비 20% 증가. 코로나19에 따른 주거용 수요 부진에 유틸리티 판매를 전략적으로 확대
- 7월 이후 폴리실리콘 가격 급등에 따른 웨이퍼 가격의 동반 강세가 나타났으나 제품가에 전가되며 이로 인한 수익성 악화는 제한적 추정
- 그럼에도 이익이 감소(-32% QoQ)한 이유는 1) 글래스, EVA 등 부자재 가격이 이례적인 강세(글래스의 경우 중국 환경 감찰에 따른 가동 중단이 주원인으로 향후 점진적 완화 기대)를 보였기 때문. 2) 상대적으로 수익성이 낮은 유틸리티의 비중이 확대된 것도 수익성 악화 요인으로 작용
- 4Q20 영업이익 1,517억원(-35% QoQ) 전망: 정기보수 및 성과급 등으로 케미칼 사업 감익(-45% QoQ) 예상 vs. 태양광은 소폭 개선

한상원. sangwon.han@daishin.com

[3Q20 Review] CJ CGV: 힘든 상황에도 희망은 있다

- 투자의견 매수, 목표주가 29,000원 유지
- 매출 1.6천억원(-69% yoy, +273% qoq), OP -968억원(적전 yoy, 적지 qoq)
- 3Q 영업적자 지속. 다만 국내의 6~7월 개봉작 등장 시점의 관객수는 19년의 70%까지 회복하면서 적자폭 축소, 해외 또한 중국의 영업재개로 적자폭 축소. 9~10월 BO는 19년의 76% 수준까지 개선. 비용 측면에서 인원 감축, 무인시스템 도입 등의 노력으로 관객수만 어느 정도 회복되면, 이익 레버리지 발생 전망
- 4Q에는 티켓 가격 인상 효과 전망. 18.4월에 이어서 ATP 약 1천원 상승 효과 기대
- 한국은 개봉작 꾸준히 등장. 할리우드 주요작은 1Q21로 개봉 연기했지만, 투자비 회수 및 차기작 제작 일정 감안 시 추가 개봉연기는 쉽지 않을 것. 따라서 1Q21 이후 관객 수 정상화 및 그 이상의 실적 개선 전망

김희재. hoijae.kim@daishin.com

[3Q20 Review] 덕산네오룩스: 깔끔한 실적

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 46,000원 유지
- 3Q20 매출 406억원(+44% Y/Y, +44% Q/Q) 영업이익 111억원(+103% Y/Y, 44% Q/Q) 기록하며 당사 추정치 및 컨센서스 상회
- 매출비중 1위 고객사향 3분기 매출 전년동기대비 30% 상승. 2분기 아이폰12의 출시 지연으로 전년동기대비 5% 하락했으나, 3분기 갤럭시노트20, 갤럭시폴드2, 아이폰12 출시로 회복. 반면, 2분기 실적 증가를 견인한 매출비중 2위 고객사향 3분기 매출 전분기대비 35% 하락
- 4분기 매출 397억원(+43% Y/Y, -2% Q/Q), 영업이익 117억원(+27% Y/Y, +5% Q/Q) 전망. 4분기는 연말 효과로 하이엔드 OLED 소재 매출은 전분기대비 하락 예상하나, 중화권 스마트폰 세트사의 부품 재고 확보 수요로 상쇄 예상
- 21년, 신설 공장에서 생산 시작하며 외형 성장 기대. 20년 매출 1,404억원(+43% Y/Y), 영업이익 374억원(+80% Y/Y) 전망. 21년 매출 1,854억원(+32% Y/Y), 영업이익 552억원(+45% Y/Y) 예상

이수빈. subin.lee@daishin.com

[3Q20 Review] LG: 자본법 이익 급증

- 투자의견 매수, 목표주가 110,000원 유지
- 2020년 3분기 LG의 실적은 매출액 1조 9,561억원(+16.8% yoy), 영업이익 7,671억원(+113.5% yoy)으로 당사 및 시장의 컨센서스를 크게 상회
- 실적 개선의 가장 큰 이유는 LG전자, LG화학, 그리고 LG생활건강 등 계열사들의 3분기 실적호조에 따른 자본법 이익 급증 때문
- 2020년 3분기 자본법이익은 6,157억원으로 전년동기대비 70.9%(3,885억원) 증가함

양지환. jihwan.yang@daishin.com

[Issue Comment] GS 리테일, 홈쇼핑 흡수합병으로 옴니채널 강화

- GS리테일, GS홈쇼핑 흡수합병 발표
- 합병의 목적은 디지털 쇼핑의 진화, 소비형태 변화 등 급변하는 경영환경 속에서 오프라인 플랫폼을 보유한 GS리테일과 디지털 판매 채널을 확보하고 있는 GS홈쇼핑과의 합병을 통해, 양사의 보유 역량을 통합함으로써 시너지를 창출 및 기업가치 및 주주가치 제고
- 회사는 양사가 보유한 고객과 채널의 통합 및 활용에서 합병 시너지 창출 기대
- 합병 후에도 배당성향40% 유지, 실제 양사간 합병 시너지 창출은 지켜볼 필요

유정현. junghyun.yu@daishin.com

한화시스템
(272210)

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

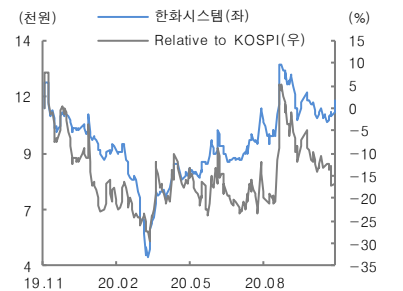
투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 16,000
상한

현재주가 11,500
(20.11.10) 기업업종

KOSPI	2,452.83
시가총액	1,268십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	551십억원
52주 최고/최저	12,950원 / 4,730원
120일 평균거래대금	144억원
외국인거래율	1.81%
주요주주	한화에어로스페이스 외 7 인 62.44% 헬리오스에스앤씨 유한회사 7.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.0	3.1	36.6	0.0
상대수익률	-2.5	0.3	8.3	0.0



신사업에 실적까지

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 16,000원으로 상향

- 목표주가를 16,000원으로 상향(기존 13,500원, +18.5%)
- 목표주가는 2021E EPS 924원에 타깃 PER 17.3배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 방산업체 3사와 국내 SI업체 4사의 평균 PER을 30% 할증

3Q20 Review 일회성 없이 이익 급증

- 3Q20 실적은 매출액 3,796억원(-11% yoy), 영업이익 447억원(+68% yoy)
- 컨센서스 대비 매출액 -14% 하회, 영업이익 +79% 상회하는 어닝 서프라이즈
- [방산] 매출액 2,724억원(-9% yoy), 영업이익 316억원(+145% yoy)
- opm 11.6%(+7.3%p yoy), 이익률 좋은 정비사업 증가, 조기 정산, 비용절감
- [ICT] 매출액 1,072억원(-15% yoy), 영업이익 151억원(+10% yoy)
- opm 14.1%(+3.3%p yoy), 코로나19로 비용절감, 마진 좋은 프로젝트 반영
- TICN 기저효과로 매출은 감소, 비용절감 및 믹스개선으로 이익은 급증
- 자회사 투자손실 -26억원 반영(한화페이저 영업이익 -20억원, 이외 오버에어)

신사업에 실적까지

- 4Q20은 TICN 3차 양산 본격 반영으로 방산 실적 급증. 공정위 법무이슈 해소
- 4Q20 매출액 6,439억원(+38% yoy) 영업이익 373억원(+55% yoy) 전망
- KDDX 수주 연말 반영. 차세대 우주개발 감시추적사업, 국방 AI 등 수주 기대
- 내년에도 매출액은 전년비 방산 +18%, ICT +9% 성장
- 페이지솔루션 연간 투자는 100억원 수준, 오버에어는 지분법 인식
- 작년 수준 배당(DPS 310원) 기대. 다양한 신사업과 실적개선의 조화

(단위: 십억원, %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20			4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정
매출액	NA	323	439	380	NA	17.5	440	644
영업이익	NA	18	23	45	NA	145.1	25	37
순이익	NA	13	18	31	NA	141.5	15	34

자료: 한화시스템, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,129	1,546	1,629	1,874	2,075
영업이익	45	86	111	132	147
세전순이익	42	82	109	128	140
총당기순이익	41	73	88	102	110
자배분순이익	41	73	88	102	110
EPS	556	706	797	924	996
PER	0.0	14.7	13.7	11.8	11.0
BPS	11,072	9,375	9,272	9,885	10,571
PBR	0.0	1.1	1.2	1.1	1.0
ROE	7.2	8.1	8.8	9.6	9.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출
자료: 한화시스템, 대신증권 Research Center

SPC 삼립
(005610)

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

투자 의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 90,000
현재주가 68,500
(20.11.10) 상하
음식료업종

가평 그리고
프리미엄 베이커리

투자의견 매수 유지, 목표주가 90,000원으로 상향 조정(+13%)

– 목표주가 상향 조정은 이익 추정치 상향 조정에 기인. 향후 핵심 사업부인 Bakery 부문의 손익 개선 및 Brand/휴게소의 정상화에 따른 증익 기대

기대치를 상회한 3분기

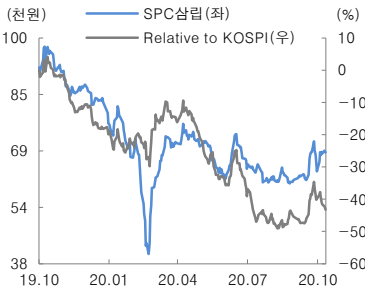
– 2020년 3분기 SPC삼립의 연결 기준 매출액은 6,578억원(+7% yoy, +6% qoq), 영업이익은 133억원(+471% yoy, +43% qoq)으로 컨센서스 영업이익 101억원, 종전 대신증권 추정 영업이익 94억원을 상회
– 부문별 실적은 1) [Bakery] 코로나19로 인한 B2B(학교, 급식, 매점 등)채널 공급 차질 및 편의점 주력 제품들의 판매 부진에도 케이크, 식빵, 생지류 매출액이 각각 +10%, +16%, +47% yoy 성장하며 Bakery 매출액은 1,553억원(+10% yoy), 영업이익은 81억원(+26% yoy)으로 추정치를 큰 폭으로 상회하였음. 또한 2) [Food] 원재 가격 상승에 따른 맥분 수익성 하락에도 육가공의 B2C, B2B 매출액 성장률이 +63%, +18% yoy에 달하며 판매량 증가에 따른 고정비 부담 완화로 육가공 영업이익률 역시 +3%p yoy로 큰 폭으로 개선되었으며 9월 사회적 거리두기 2.5단계 격상에도 7~8월 가평휴게소 영업 호조로 점포/휴게소의 영업적자율 역시 +1%p yoy 개선되었음. 특히 가평휴게소의 경우 3분기 리스 회계 비용 반영을 제거한 순수 영업이익 기준으로 흑자를 기록한 것으로 파악됨

밥보다 빵

– 호빵 등 전통 Bakery 제품 군의 이익 기여가 견조한 상황에서 온라인 채널 침투율 확장 및 냉동 Bakery, 식사대용 프리미엄 제품 출시 등을 통해 핵심 사업부인 Bakery 부문에서의 개선 기대

KOSPI	2452.83
시가총액	591십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	43십억원
52주 최고/최저	97,500원 / 40,650원
120일 평균거래대금	10억원
외국인지분율	3.02%
주요주주	파리크라상 외 6 인 73.58%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.5	8.7	-7.4	-27.1
상대수익률	7.7	5.8	-26.6	-36.4



(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20			4Q20				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	616	619	621	658	6.8	6.3	629	678	-3.4	3.0
영업이익	2	9	9	13	470.6	42.9	10	22	19.3	65.9
순이익	-1	-19	6	1	흑전	흑전	6	21	473.4	1,981.2

자료: SPC삼립, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,220	2,499	2,545	2,726	2,913
영업이익	60	47	51	76	88
세전순이익	53	22	5	62	73
총당기순이익	42	20	4	47	56
지배지분순이익	42	20	4	47	56
EPS	5,199	2,492	481	5,828	6,874
PER	24.5	35.0	142.3	11.8	10.0
BPS	36,397	37,411	40,944	45,386	50,806
PBR	3.5	2.3	1.7	1.5	1.3
ROE	14.2	6.3	1.2	12.7	13.4

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

네오위즈
(095660)

이민아
mina.lee@daishin.com
투자의견

이지은
ieeun.lee@daishin.com
BUY
매수, 유지

6개월 목표주가
30,000
하향

현재주가
22,250
(20.11.10)
디지털콘텐츠업종

모멘텀은 잠시 부재,
밸류에이션 매력도는 높음

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 3만원으로 하향

- Target PER을 기존 12배에서 10배로 하향, 목표주가를 3만원으로 하향하나 매수 투자의견 유지
- 현재 12MF PER 7.6배로 밸류에이션 merit 존재. 밸류에이션 매력도 높은 만큼 소폭의 모멘텀에도 주가 상승 가능성 높음

3분기 실적 대체로 컨센서스에 부합

- 3분기 매출액 746억원(YoY 23%, QoQ 3%), 영업이익 160억원(YoY 182%, QoQ -10%) 기록. 매출액 컨센서스 737억원, 영업이익 컨센서스 170억원에 대체로 부합
- 해외 매출 253억원(YoY -9%, QoQ 6%) 기록. '디제이맥스 리스펙트 V'의 스팀 판매 증가, 일본 '로스트아크' 출시(9/23) 효과로 전분기대비 매출 증가
- 4분기에는 일본 '로스트아크' 매출이 온기 반영되며 해외 매출 성장세 이어질 전망
- 국내 매출 492억원(YoY 49%, QoQ 2%) 기록. 웹보드 게임 규제 완화 효과 지속되며 전년동기대비 매출 대폭 상승. 다만 3분기는 웹보드 게임 비수기로 전 분기와는 유사한 매출 유지
- 영업비용은 229억원(YoY 6%, QoQ 1%)으로 안정적 수준 지속. 4분기에는 전 사 인센티브 반영으로 인건비 증가 예상
- 4분기 출시한 '데스나이트 키우기(10/26, 글로벌)', '기타소녀(11/9, 글로벌)' 등의 흥행 성과와 2021년 1월 출시될 PC 액션 게임 '스컬', PC 온라인 버전의 '블레스 언리쉬드' 등의 신작 흥행 성과가 중요

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	61	72	73	75	22.7	3.3	74	83	15.3	11.8
영업이익	6	18	16	16	182.8	-10.3	17	15	48.2	-6.3
순이익	2	16	14	14	568.9	-12.0	14	13	345.0	-11.9

자료: 네오위즈, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

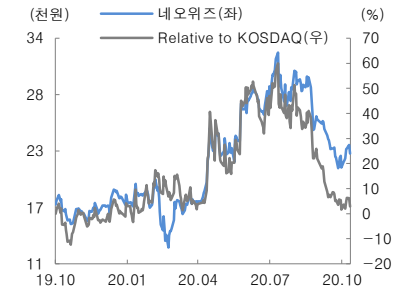
(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	215	254	296	355	389
영업이익	23	33	62	87	105
세전순이익	37	28	64	85	103
총당순이익	34	25	56	74	90
자배자분순이익	32	25	56	74	89
EPS	1,462	1,129	2,555	3,356	4,077
PER	8.4	15.0	8.7	6.6	5.5
BPS	13,619	14,861	17,511	20,946	25,088
PBR	0.9	1.1	1.3	1.1	0.9
ROE	11.4	7.9	15.8	17.5	17.7

주: EPS와 BPS, ROE는 자배자분 기준으로 산출
자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

KOSDAQ	840.79
시가총액	488십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	32,550원 / 12,650원
120일 평균거래대금	141억원
외국인지분율	20.94%
주요주주	나성균 외 15 인 37.63%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.1	-31.6	20.9	35.3
상대수익률	-6.8	-29.9	-1.9	6.9



CJ 제일제당 (097950)

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

투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 550,000

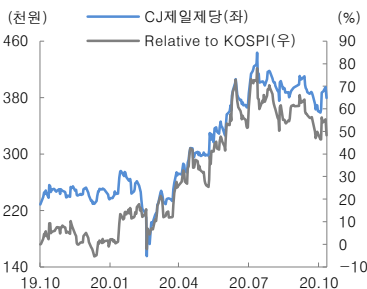
현재주가 379,500
(20.11.10)

음식료업종

ESG평가 등급 S A+ A B+ B C D

KOSPI	2452.83
시가총액	5,928십억원
시가총액비중	0.37%
자본금(보통주)	75십억원
52주 최고/최저	443,500원 / 155,000원
120일 평균거래대금	294억원
외국인소유율	23.71%
주요주주	CJ 외 8 인 45.51% 국민연금공단 11.71%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.4	-11.1	37.0	55.2
상대수익률	-8.7	-13.5	8.7	35.2



한번 쉬어가는 K-Food의 선두 주자

투자 의견 매수 유지, 목표주가 550,000원 하향 조정(-8%)

– 목표주가 하향 조정은 슈완스컴퍼니의 Target Multiple 하향 조정에 기인. 2020년 4분기부터 슈완스컴퍼니의 영업망을 활용해 비비고 주요 제품들의 유통망 확장이 기대됨에 따라 향후 CJ제일제당의 주가 상승은 해외 식품 부문에서 주도할 것으로 예상됨. 단기 성과에 대한 판단보다는 중장기적인 해외 식품 시장에서의 점유율 확장에 주목할 필요가 있다고 판단됨

기대치를 상회한 3분기

- 2020년 3분기 CJ제일제당의 연결 기준 매출액은 6조 3,426억원(+8% yoy, +7% qoq), 영업이익은 4,021억원(+48% yoy, +5% qoq)으로 컨센서스 영업이익 3,863억원을 상회. CJ대한통운을 제외한 영업이익 역시 3,117억원으로 컨센서스 영업이익 2,938억원은 상회하였으나 종전 대신증권 추정 영업이익 3,414억원은 하회. 추정치 하회 원인은 식품 부문
- 1) **[국내 가공]** 건조한 내식 수요 영향과 명절 성수기 영향으로 HMR, HMR 외 매출액 성장률이 각각 +28%, +3% yoy를 기록하며 추정치에 부합하였으나 2) **[해외 가공]** 슈완스 외 미국 법인, 슈완스 매출액 성장률이 각각 +10%, +1% yoy에 불과해 식품 매출액은 2조 3,891억원(+7% yoy vs 추정치 +11% yoy)을 기록, 일시적인 요인 및 전년 기저 부담으로 매출액 대비 인건비율이 +2%p yoy 상승하여 식품 영업이익은 1,758억원(+34% yoy vs 추정치 +62% yoy) 기록하여 종전 추정치를 하회하였음. 3) **[바이오]** 베트남에서의 B2C 밸류체인 강화를 위한 초기 비용 증가에도 고돈가 시황이 유지되며 Feed&Care 영업이익은 567억원(+597억원 yoy, -76억원 qoq)을 기록하였고, 트립토판, 발린, 라이신 등의 주요 제품 판가 상승으로 사료첨가제의 영업이익률이 +3%p yoy 이상 개선되며 바이오 영업이익은 1,359억원(+175% yoy vs 추정치 +159% yoy) 기록하여 추정치에 부합하였음

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	5,858	5,921	6,291	6,343	8.3	7.1	6,333	6,320	6.0	-0.4
영업이익	273	385	434	402	47.5	4.5	386	314	16.3	-22.0
순이익	2	111	109	140	7,182.0	25.8	142	30	-67.9	-78.6

자료: CJ제일제당, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	18,670	22,352	24,414	25,591	27,161
영업이익	833	897	1,377	1,422	1,567
세전순이익	1,294	339	1,384	824	1,001
총당순이익	925	191	969	577	700
지배지분순이익	875	153	725	432	524
EPS	60,155	10,059	49,037	29,075	35,350
PER	5.5	25.1	7.7	13.1	10.7
BPS	296,063	297,949	338,422	360,967	388,673
PBR	1.1	0.8	1.1	1.1	1.0
ROE	21.5	3.2	13.9	7.5	8.5

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

한화솔루션
(009830)

한상원

sangwon.han@daishin.com
투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

65,000

유지

현재주가

51,800

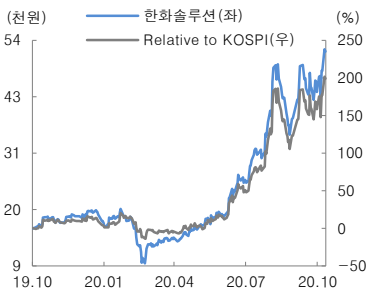
(20.11.10)

화학업종

ESG평가 등급 S A+ A B+ B C D

KOSPI	2452.83
시가총액	8,374십억원
시가총액비중	0.53%
지분금(보통주)	807십억원
52주 최고/최저	52,200원 / 9,410원
120일 평균거래대금	1,958억원
외국인지분율	19.43%
주요주주	한화 외 5 인 37.42% 국민연금공단 11.16%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.0	66.6	262.2	200.3
상대수익률	3.4	62.0	187.4	161.7



영업이익 1조원 시대

투자의견 매수, 목표주가 65,000원 유지

- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출 vs. 2021F PER 13.7배에 해당
- 2021년 예상 영업이익은 9,382억원(+38% YoY, 케미칼 +29% vs. 태양광 +43%)으로 2025년 영업이익 목표 1.6조원 달성 점차 가시화
- 태양광의 경우 올해 지연(예상 매출액 6천억원)됐던 다운스트림 실적 인식도 내년부터는 점차 본격화될 것으로 기대
- 케미칼도 고부가 신제품을 연이어 출시하며 제품 포트폴리오 변화 노력. 고순도 크레졸(헬스케어/정밀화학 소재) 신규 투자 발표(Capa 3만톤/년, 투자비 1.2천억원, 2023년 상업화 예정, 기대 매출액 1천억원)

3Q20 영업이익 2,332억원(+82% QoQ)으로 컨센서스(1,946억원) 상회

- 태양광 부문이 원부자재 가격 상승으로 수익성이 악화되었으나 케미칼과 첨단소재가 예상보다 양호한 실적을 보이면서 전사 실적 개선을 견인
- 태양광 매출액은 출하량 증가와 제품 가격 상승 덕분에 전분기 대비 20% 증가. 코로나19에 따른 주거용 수요 부진에 유틸리티 판매를 전략적으로 확대
- 7월 이후 폴리실리콘 가격 급등에 따른 웨이퍼 가격의 동반 강세가 나타났으나 제품가에 전가되며 이로 인한 수익성 악화는 제한적 추정
- 그럼에도 이익이 감소(-32% QoQ)한 이유는 1) 글래스, EVA 등 부자재 가격이 이례적인 강세(글래스의 경우 중국 환경 감찰에 따른 가동 중단이 주원인으로 향후 점진적 완화 기대)를 보였기 때문. 2) 상대적으로 수익성이 낮은 유틸리티의 비중이 확대된 것도 수익성 악화 요인으로 작용
- 4Q20 영업이익 1,517억원(-35% QoQ) 전망: 정기보수 및 성과급 등으로 케미칼 사업 감익(-45% QoQ) 예상 vs. 태양광은 소폭 개선

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,441	1,956	2,303	2,428	-0.5	24.1	2,234	2,433	-0.7	0.2
영업이익	152	137	211	233	52.9	70.7	195	152	405.9	-35.0
순이익	113	148	136	191	68.0	28.7	146	-1	적지	적전

자료: 한화솔루션, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	9,046	9,503	9,067	11,194	11,461
영업이익	354	378	680	938	1,022
세전순이익	288	-217	570	1,008	1,063
총당기순이익	160	-249	400	765	806
지배지분순이익	187	-238	402	758	801
EPS	1,139	-1,469	2,513	4,752	5,023
PER	17.7	NA	20.6	10.9	10.3
BPS	36,954	35,130	37,302	41,834	46,599
PBR	0.5	0.5	1.4	1.2	1.1
ROE	3.1	-4.0	6.8	11.9	11.3

CJ CGV

(079160)

김화재

이재은

hojae.kim@daishin.com

ieeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

29,000

유지

현재주가

21,950

(20.11.10)

미디어업종

힘든 상황에도 희망은 있다

투자의견 매수(Buy), 목표주가 29,000원 유지

- 본사, 터키, 동남아 SPC, 4DX의 21년 실적을 합산한 SOTP 방식 적용

3Q20 Review: 아쉬움이 남지만, 희망을 보여준 실적

- 매출 1,627억원(-69% yoy, +273% qoq), OP -968억원(적전 yoy, 적지 qoq)

- 본사, 매출 987억원(-65% yoy, +174% qoq), OP -433억원(적전 yoy, 적지 qoq). 개봉작 등장으로 본사 실적 개선. 3Q 국내 관객수는 1.7천만명으로 2Q의 640만명 대비 3배 수준. 2Q20 OP -701억원 대비 적자폭 크게 축소

- 중국, 매출 359억원(-61% yoy, +4,388% qoq), OP -191억원(적전 yoy, 적지 qoq). 7/20부터 영업재개. 9~10월 BO는 19년대비 76%수준까지 개선. 2Q20 OP -298억원 대비 적자폭 크게 축소

- 3Q에도 영업적자가 발생했지만, 6~7월 개봉작 등장하는 시점의 관객수는 19년의 70% 수준까지 회복되면서 적자폭 축소. 코로나 상황에도 불구하고, 볼거리만 있다면 극장을 찾는다는 것을 보여준 의미 있는 실적

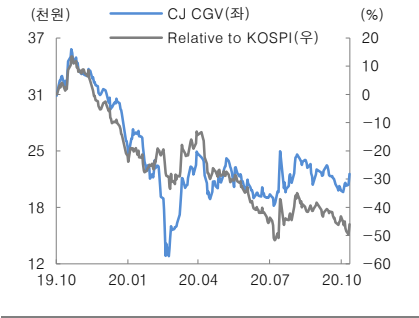
- 4Q에는 티켓가격 인상 효과도 나타날 것으로 전망. 좌석별 차등 요금제를 폐지하고 평균 약 1천원 정도 인상. 이전 티켓가격 인상은 18.4월

- 비용 측면에서는 인원 감축, 무인시스템 도입 등의 노력으로 직영 사이트당 판관비는 6억원 수준, 18년까지의 평균 대비 50% 수준

- 한국은 개봉작이 꾸준히 등장 중. 할리우드 주요 작품들은 1Q21로 개봉이 연기되었지만, 투자비 회수 및 차기작 제작 일정 감안시 추가 개봉연기는 쉽지 않을 것. 따라서, 1Q21 이후에는 관객수 정상화 및 그 이상의 실적 개선 전망

KOSPI	2452.83
시가총액	770십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	25십억원
52주 최고/최저	35,739원 / 12,835원
120일 평균거래대금	98억원
외국인지분율	5.46%
주요주주	CJ 외 1 인 38.41%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.6	9.8	0.8	-32.5
상대수익률	-4.0	6.8	-20.0	-41.2



구분	3Q19	2Q20	직전추정	잠정치	3Q20			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	497	42	176	155	-68.8	273.1	159	226	-54.6	45.7
영업이익	31	-131	-51	-97	적전	적지	-77	-31	적전	적지
순이익	2	-143	-47	-102	적전	적지	-81	-48	적지	적지

자료: CJ CGV, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표					
(단위: 십억원 원 %)					
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,769	1,942	666	1,388	1,465
영업이익	78	122	-330	88	118
세전순이익	-210	-229	-499	-16	23
총당기순이익	-189	-239	-486	-12	17
지배지분순이익	-141	-153	-388	-9	14
EPS	-5,858	-6,358	-13,759	-393	572
PER	NA	NA	NA	NA	38.4
BPS	10,815	11,261	4,884	5,343	5,915
PBR	3.4	2.8	4.5	4.1	3.7
ROE	-49.6	-57.6	-190.2	-7.1	10.2

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

덕산네오룩스
(213420)

아수빈
subin.lee@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 46,000
유지

현재주가 30,500
(20.11.10)

디스플레이업종

깔끔한 실적

투자의견 매수 유지, 목표주가 46,000원 유지

- 목표주가는 12개월 Forward EPS에 27배 적용하여 산출

3분기 성수기 효과로 컨센서스 상회

- 20년 3분기 매출 406억원(+44% Y/Y, +44% Q/Q) 영업이익 111억원(+103% Y/Y, 44% Q/Q) 기록하며 당사 추정치 및 컨센서스 상회
- 매출비중 1위 고객사향 3분기 매출은 294억원으로 전년동기대비 30% 상승. 2분기 아이폰12의 출시 지연으로 전년동기대비 5% 하락했으나, 3분기 갤럭시노트20, 갤럭시폴드2, 아이폰12 출시로 회복
- 반면, 2분기 실적 증가를 견인한 매출비중 2위 고객사향 3분기 매출액은 77억원으로 전분기대비 35% 하락
- 4분기 매출 397억원(+43% Y/Y, -2% Q/Q), 영업이익 117억원(+27% Y/Y, +5% Q/Q) 전망. 4분기는 연말 효과로 하이엔드 OLED 소재 매출은 전분기대비 하락 예상하나, 중화권 스마트폰 세트사의 부품 재고 확보 수요로 상쇄 예상

21년, 신설 공장에서 생산 시작하며 외형 성장 기대

- 20년 매출 1,404억원(+43% Y/Y), 영업이익 374억원(+80% Y/Y) 전망. 21년 매출 1,854억원(+32% Y/Y), 영업이익 552억원(+45% Y/Y) 예상
- 21년 OLED 패널 출하량은 스마트폰 출하량의 기저 효과와 Flexible OLED 패널 탑재 증가가 견인할 것으로 전망함. 동사는 신규시설투자로 171.6억원 공시한바 있음. 투자 종료일은 20년 12월 21일으로 21년 장비 입고 후 본격적으로 생산 반영 예상
- 동사 매출총이익률은 매년 증가 중(18년 33%, 19년 34%, 20년 37%, 21년 38%). 매출 증가에 따른 규모의 경제 효과, 고객사의 OLED 패널 생산 수율 확보를 위한 샘플 테스트량 증가, 고객사 다변화 효과 덕분

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20					4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	28	28	35	41	44.2	43.8	36	40	43.0	-2.4
영업이익	5	8	10	11	102.7	43.6	10	12	27.0	4.7
순이익	7	7	11	10	43.1	35.8	10	11	62.9	9.2

자료: 덕산네오룩스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

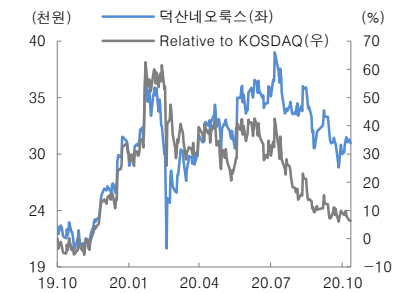
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	91	98	140	185	204
영업이익	20	21	37	55	56
세전순이익	21	21	39	56	57
총당기순이익	19	19	35	51	51
자배분순이익	19	19	35	51	51
EPS	784	798	1,452	2,108	2,140
PER	18.1	33.0	21.0	14.5	14.3
BPS	5,870	6,662	8,114	10,222	12,362
PBR	2.4	3.9	3.8	3.0	2.5
ROE	14.3	12.7	19.7	23.0	19.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출. 자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research Center

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	----	---	---	---

KOSDAQ	840.79
시가총액	732십억원
시가총액비중	0.23%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	38,950원 / 20,300원
120일 평균거래대금	77억원
외국인소유율	18.77%
주요주주	이준호 외 9인 57.11% 국민연금공단 6.09%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.4	-18.0	-6.2	39.9
상대수익률	-4.0	-15.9	-23.8	10.6



LG
(003550)

양자환
jhwang.yang@daishin.com

이자수
jane.lee@daishin.com

투자 의견

BUY
매수, 유지

6개월 목표주가

110,000
유지

현재주가
(20.11.10)

74,000
자주업종

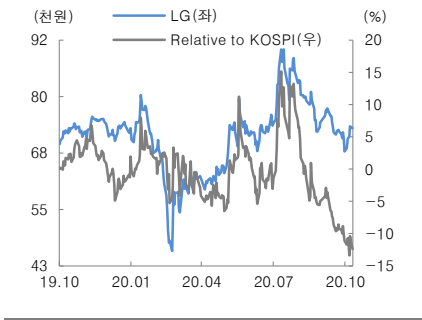
지분법 이익 급증

- 투자 의견 매수, 목표주가 110,000원 유지
- 2020년 3분기 LG의 실적은 당사 및 시장의 컨센서스를 크게 상회
 - 실적 개선의 가장 큰 이유는 LG전자, LG화학, 그리고 LG생활건강 등 계열사들의 3분기 실적호조에 따른 지분법 이익 급증 때문
 - 2020년 3분기 지분법이익은 6,157억원으로 전년동기대비 70.9%(3,885억원) 증가함
 - 연결자회사인 S&I Corp(구, 서브원)은 코로나19로 인한 건설 및 레저부문의 공사비 감소 영향으로 전년동기대비 매출액이 21.3% 감소
 - LG CNS의 매각될 성공으로 현재 약 1.8조원의 현금을 보유중으로 다양한 투자기회를 검토하고 있으나 구체적인 방향은 정해지지 않음
 - 배당정책과 관련하여는 별도 당기순이익의 50%이상의 배당성향을 유지할 전망이며, 계열사 실적 호전 등으로 주당 배당금은 최소 2,200원 이상 추정

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	----	---	---	---

KOSPI	2,452.83
시가총액	12,950십억원
시가총액비중	0.81%
자본금(보통주)	863십억원
52주 최고/최저	90,000원 / 46,250원
120일 평균거래대금	251억원
외국인소유율	34.61%
주요주주	구광모 외 30 인 46.07% 국민연금공단 7.64%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.1	-17.8	20.1	2.2
상대수익률	-6.5	-20.0	-4.7	-10.9



2020년 3분기 실적 당사 및 시장 기대치 크게 상회

- LG의 2020년 3분기 실적은 매출액 1조 9,561억원(+16.8% yoy), 영업이익 7,671억원(+113.5% yoy), 지배순이익 7,424억원(+130.4% yoy) 시현
- 주요 연결 자회사 실적은 [LG CNS] 매출액 7,988억원(-6.3% yoy), 영업이익 571억원(-37.5%yoy), [S&I Corporation] 매출액 4,382억원(-21.3% yoy), 영업이익 395억원(-22.5% yoy)으로 전년동기대비 부진
- LG CNS와 S&I Corp.의 실적 부진은 코로나19의 영향 및 그룹사 물량 감소에 따른 영향 때문임
- S&I Corp.의 경우 맥쿼리쪽과 사업 확대를 위한 협력방안 논의 중

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,675	1,495	1,779	1,956	16.8	30.8	1,695	2,190	32.5	11.9
영업이익	355	359	441	767	115.9	113.5	452	550	흑전	-28.2
순이익	322	120	343	743	130.4	519.1	367	359	흑전	-51.6

자료: LG, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	7,743	6,575	7,226	7,253	7,471
영업이익	1,821	1,024	2,285	2,209	1,949
세전순이익	1,773	1,011	2,325	2,251	1,991
총당기순이익	1,883	1,107	1,856	1,797	1,589
지배지분순이익	1,864	1,080	1,811	1,754	1,551
EPS	10,598	6,141	10,298	9,972	8,818
PER	6.6	12.0	7.1	7.3	8.3
BPS	102,340	107,050	115,541	123,665	130,541
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
ROE	11.0	5.9	9.3	8.3	6.9

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

GS리테일, 홈쇼핑 흡수합병으로 옴니채널 강화

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

2020. 11. 11

GS리테일 투자 의견	BUY	목표주가	54,000	현재주가 (20.11.10)	34,150
GS홈쇼핑 투자 의견	BUY	목표주가	190,000	현재주가 (20.11.10)	143,200

GS리테일, GS홈쇼핑 흡수합병 발표

- 전일 GS리테일이 GS홈쇼핑을 흡수합병 한다고 공시. 합병의 목적은 디지털 쇼핑의 진화, 소비형태 변화 등 급변하는 경영환경 속에서 오프라인 플랫폼을 보유한 GS리테일과 디지털 판매 채널을 확보하고 있는 GS홈쇼핑과의 합병을 통해, 양사의 보유 역량을 통합함으로써 시너지를 창출하여 궁극적으로 기업가치 및 주주가치 제고함에 있다고 언급
- GS리테일과 GS홈쇼핑의 흡수합병으로 GS홈쇼핑 주주는 홈쇼핑 주식 1주당 리테일 주식 4.22주를 교부 받게 됨. 합병 비율 산정은 합병을 승인한 이사회 결의일 전일부터 과거 2개월, 1개월, 1주 종가를 가중 평균하여 산정한 것으로 합병 비율로 인한 양사 주주의 주식 가치 변화는 없음

회사는 양사가 보유한 고객과 채널의 통합 및 활용에서 합병 시너지 창출 기대

- 동사는 양사간 합병의 가장 큰 시너지로 고객과 채널의 통합 및 활용을 언급. 양사는 그룹 내 GS홈쇼핑의 유료회원 1,800만, GS리테일 유료회원 1,400만명을 확보하고 있으며 온라인(GS Shop)과 오프라인(편의점/슈퍼마켓) 채널, 즉 옴니채널을 이미 확보하고 있으나 기존의 별도 법인 구조로는 상법상의 규제에 의해 고객과 채널의 효율적인 통합, 활용이 어렵다고 판단하여 합병을 결정
- 올해 양사의 거래금액은 총 15.4조원으로 예상되는데, 회사측은 2025년에 거래금액 25조원까지 성장을 목표로 제시(CAGR 10%)(2p. 표 참고). 여기서 합병 시너지는 약 5조원 규모이며 이는 모바일 비즈니스 부문에서의 성장을 근거로 제시. 모바일 취급고 성장을 위해서 기존 오프라인 채널을 온라인 채널의 물류 창고로 활용할 필요가 있는데 오프라인 점포 면적의 한계가 존재하기 때문에 옴니채널 활용을 위한 새로운 시스템을 구축 중이며 합병 후 모바일 통합 플랫폼 출시 여부에 대해서는 기존에 양사가 갖고 있는 모바일 플랫폼을 당분간 활용할 계획이라고 밝힘

합병 후에도 배당성향 40% 유지, 실제 양사간 합병 시너지 창출은 지켜볼 필요...

- 동사는 합병 후 현재 GS홈쇼핑의 평균 배당성향 40% 그대로 유지할 계획임을 언급. 주주가치 제고 노력에 대한 의지 재확인
- 이번 합병 발표에서 급변하는 유통 생태계에 대응하고 적응하기 위한 고민의 흔적을 엿볼 수 있었음. 그룹이 확보한 온/오프라인 채널과 다양한 고객군을 적극적으로 활용하기 위해서는 별도 조직 보다 합병이 효율적이라는데 이견이 없어 보임. 다만 기존의 대형 오프라인 채널 중심의 유통사들도 동사와 마찬가지로 온라인 부문에 전력 투구하는 양상인데다 네이버, 카카오와 같은 온라인 플랫폼 사업자들의 쇼핑부문의 공격적인 사업 확장 등 시장 상황을 고려할 때 동사가 예상하는 합병 시너지 창출에는 시간이 필요할 것으로 예상됨. 결론적으로 중장기적 관점에서 양사의 합병은 긍정적으로 평가할 수 있으나 단기적으로 양사의 기업가치 변화에 영향을 줄만한 사안은 아닌 것으로 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.