

Morning Meeting Brief

Strategy

가치주 Vs. 성장주, 선택의 시간

- 코로나19 백신/치료제가 상용화 되더라도 코로나19 이전보다 언택트 산업 성장 속도는 빨라질 전망. 성장주의 구조적 성장은 지속될 것
- 주목할 것은 펀더멘탈. 2020년, 2021년 영업이익, 순이익 실적 기여도, 이익전망 추이 바탕으로 여전히 성장주 우위로 판단
- 가격 조정 통해 밸류에이션 부담 상당부분 덜어냈고 성장주, 수출주 강세 지지하는 펀더멘탈 개선세 지속되고 있어 이들 관심을 높여갈 필요

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

Strategy

삼성전자 최고치 경신의 시사점

- 삼성전자 최고치 경신이라는 사실만으로 막연한 기대 자제할 필요. 결국 주가의 행배를 결정 지었던 것은 실적
- 삼성전자 실적은 2022년까지 꾸준한 레벨업이 예상된다. 실적 방향성과 모멘텀은 삼성전자의 사상최고치 행진이 가능해 보이는 것으로 판단
- 사상최고치 경신은 삼성전자, KOSPI 중장기 상승추세 예고 시그널. 다만 추가 이익 레벨업까지 단기 매물소화 과정 전개될 가능성 높음

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

Fixed Income

짧은 기간에 금리가 급등했을 때 발생하는 변화

- 코로나19 백신 개발 뉴스에 글로벌 금융시장 변동성 확대. 미국 TB 10년물 금리 1% 근접하며 금리 동향 예의주시 필요
- 이번 금리 반등은 여전히 자생적 경기 회복 우려에도 백신의 경제 정상화에 대한 초보적인 기대를 반영한 것이라 해석하는 것이 적절
- 중장기적 시각에서 금리 상승 전망 유지. 단기적으로 현 금리는 다소 과도한 상승. 1개월 전후 관점 TB 10년 금리 타겟 0.80%로 제시

공동락. dongrak.kong@daishin.com

Asset Allocation

중국 채권으로 몰리는 투자자금과 한국 주식시장

- 최근 달러인덱스가 박스권을 형성하고 있지만, 중장기적으로 달러 약세 예상. 글로벌 제조업 생산 회복, 글로벌 교역 개선세 때문
- 한편 중국 위안화 강세 흐름 지속중. 중국 채권에 대한 외국인 투자 규모 확대도 관심있게 지켜봐야할 변수
- 중국 채권에 대한 투자 매력도 상승과 함께 나타나고 있는 위안화 강세는 한국 주식시장에도 긍정적

조승빈. seungbin.cho@daishin.com

Commodity

코로나 백신 소식으로 엇갈린 금과 유가의 방향

- 향후 코로나19 관련 소식으로 원자재 시장의 변동성이 이어갈 수 있겠으나 단기간 내 원자재의 수급 펀더멘탈이 변하지는 않을 것으로 판단
- 국제유가는 코로나19가 완전히 종식되기 전까지는 하방 리스크에 대해 염두해 두어야
- 금 가격의 경우에는 실질금리 하락과 달러 약세로 상승 전환할 가능성이 높다고 판단

김소현 sohyun.kim@daishin.com

3Q20 실적시즌 리뷰: 소재, 금융의 돋보이는 호실적

- KOSPI 3Q20 실적시즌, 컨센서스를 상회하는 기대 이상의 호실적
- 기대 이상의 3Q20 실적은 4Q20, 2021년 실적 전망치 상향조정으로 연결
- 글로벌 제조업 생산 확대, 교역 회복으로 당분간 실적 전망 상향조정 지속 가능성 높음

김지윤, Jiyun.kim@daishin.com

미국주식**매주 월요일 만나는 미국주식: 넥스트에라 에너지, 녹색바람 타고 순항**

- 신재생 에너지 산업에 대한 재정지원과 세제혜택 확대 기대
- 투자포인트: 1) 전세계 최대 신재생에너지 전력 생산 능력 보유 2) 신재생에너지 수주 확대 지속 3) 풍력과 태양광 발전비용 감소

이영한, yeonghan.lee@daishin.com

산업 및 종목 분석**화학업: 도대체 수요는?**

- 화학 시장 판단 및 전망의 핵심은 공급 여건의 변화. 단순히 수요와 공급 규모의 비교를 통한 공급과잉 판단이 아닌 상대적 증가 규모에 대한 비교가 필요
- 공급이 충분한 제품도 과잉 규모가 축소된다면 상황이 개선될 수 있기 때문
- 2020년 화학 상황이 좋았다는 의미는 공급 대비 수요가 견조했다는 뜻으로 1) 코로나19에 따른 수혜 제품의 등장과 2) 국제 유가 수준 하락에 따른 NCC 경쟁력 개선, 3) 하반기 미국발 공급 차질(허리케인)의 발생 등을 그 이유로 판단
- 2020년 화학 시장의 키워드는 단순한 상황 호조가 아닌 제품별 극단적인 차별화
- 글로벌 경기는 올해 코로나19 확산에 따른 기저효과에 따라 반등이 예상되며, 회복에 대한 기대감도 점차 확대되고 있는 추세
- Top-picks: LG화학, 한화솔루션, 롯데케미칼, 효성티앤씨

한상원, sangwon.han@daishin.com

[3Q20 Review] 힐라홀딩스: 글로벌 시장에서 회복되는 브랜드 가치

- 투자의견 BUY, 목표주가 57,000원으로 상향(+19%)
- 3분기 총매출액과 영업이익은 각각 9,174억원(+6%, yoy), 1,556억원(+25%, yoy) 기록
- 3분기 미국 법인 매출액과 영업이익은 각각 yoy 9%, 13% 감소(USD 기준). 지난 해 3분기 미국 법인의 고성장세와 코로나19 영향에도 불구하고 온라인 매출액이 크게 증가하고 미국 유통업체들의 re-stocking 수요가 회복되면서 예상보다 양호한 실적 기록
- 주요 글로벌 운동화 브랜드 기업들의 재고가 2분기 대비 빠르게 줄고 있어 당장 시장에 대한 우려보다 2021년 향후 본격적인 경기 회복과 동사의 실적 개선에 대한 가능성을 고려한 투자 전략 필요

유정현 junghyun.yu@daishin.com

[3Q20 Review] 화승엔터프라이즈: 2021년 다시 크게 도약

- 투자의견 BUY, 목표주가 20,000원 유지
- 3분기 매출액과 영업이익은 각각 2,283억원(yoy -24%), 90억원(yoy -64%)을 기록
- 지난해 4분기 영업 상황이 매우 양호했던 점을 고려하면 이번 4분기 영업이익은 감소가 불가피하지만 2021년 정상화 과정에서 동사의 MS가 더 늘어나는 등 수혜가 큰 상황임을 염두한 투자전략 필요

유정현 junghyun.yu@daishin.com

[3Q20 Review] 한화: 계열사 실적 호조로 예상을 상회

- 투자의견 매수, 목표주가 40,000원 유지
- 3Q20 연결기준 매출액 11조 6,724억원(-10.1% yoy), 영업이익 6,362억원(+64.1% yoy)으로 당사 및 시장 기대치를 큰 폭으로 상회
- 연결실적 개선의 이유는 1)한화솔루션, 한화에어로스페이스 등 비금융 계열사들이 3분기 깜짝 실적 시현, 2)한화생명 또한 주식시장 호황에 따른 변액보증준비금 환입 영향으로 전분기에 이어 실적 서프라이즈 기록했기 때문
- 별도사업부문도 제조부문(특히 방산 및 화학부문)의 이익률 개선과 무역부문의 영업이익의 흑자전환으로 양호한 실적 시현함
- 2020년 주당배당금은 전년과 유사한 수준으로 추정함

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[3Q20 Review] HMM: 계열사 실적 호조로 예상을 상회

- 투자이건 매출, 목표주가 17,000원 유지
- 2020년 3분기 영업이익은 2,771억원으로 당사 추정치를 약 880억원 하회
- 실적에 예상을 하회한 이유는 1)HMM의 3분기 컨테이너운임이 \$1,242/TEU로 당사 추정치인 \$1,334/TEU보다 \$92/TEU 낮았으며, 2)벌크부문의 영업이익이 21억원으로 추정치(241억원)를 하회
- 컨테이너평균운임이 추정치 대비 낮은 이유는 3분기 SCFI의 상승은 미주항로 운임 상승이 주도하였는데, HMM은 미주 항로의 경우 SC(Service Contract)하주 비중이 높아 Spot 운임 상승을 따라가지 못했기 때문임
- 4분기 유럽 및 지중해 항로의 Spot 운임 급등으로 HMM의 운임도 빠르게 상승할 것으로 기대되고, 2021년 SC하주와의 운임협상에서 Spot Rate상승을 상당부분 반영할 것으로 예상됨에 따라 2021년 실적 크게 개선 전망

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[3Q20 Review] NHN: 페이코 지표 개선, 신작 흥행 확인 필요

- 투자이건 매출, 목표주가 10만원 유지
- 3분기 매출액 4,194억원(YoY 19%, QoQ 4%), 영업이익 274억원(YoY 25%, QoQ 4%)으로 컨센서스 부합
- 게임 매출 1,004억원(YoY 2%, QoQ -5%) 기록. 비수기 영향으로 웹보드 게임 매출은 QoQ 감소. 기존 퍼즐 게임 매출은 자연감소 지속. 페이코 거래대금은 1.8조원 추정. YoY 20% 증가한 수준이나, QoQ 3% 증가에 그친 것으로 파악. MAU는 400만에 머물러 있음
- 양호한 실적과 밸류에이션에도 불구하고 주가는 지속적으로 하락. 특별한 추가 모멘텀이 없기 때문. 모바일 게임 신작 흥행, 페이코 지표 개선, 페이코 추가 투자 유치 등 추가 모멘텀 필요

이민아, mina.lee@daishin.com

[3Q20 Review] 미래에셋생명: 역시 변액보험은 미래

- 투자이건 매출, 목표주가 5,500원 유지
- 3Q20 별도기준 순이익 312억원(QoQ -22.8%, YoY +22.2%)기록. 순이익은 우리의 추정 349억원과 컨센서스 361억원을 각각 -10.7%, -13.7% 하회. 비차익과 이차익은 여전히 견조하였으나 손해율이 상승하며 사차익이 예상보다 감소
- 지수상승과 거래대금 호조로 동사의 강점인 변액보험 신계약 매출이 급증. 연말에도 동사는 변액보증준비금 적립에 대한 부담이 거의 없어 2020년 순이익은 우리의 추정 1,100억원을 상회할 가능성이 큼. 생명보험사 중 유일하게 3년 연속 이익이 증가하는 회사

박혜진, hyejin.park@daishin.com

[3Q20 Review] 한화생명: 신계약 가치 수익성 크게 개선

- 투자이건 시장수익률, 목표주가 2,000원 유지
- 3Q20 별도기준 순이익 655억원(QoQ -48.8%, YoY +7.4%)기록. 순이익은 우리의 추정 600억원을 9.1% 상회하고 컨센서스 740억원을 11.5% 하회. 손해율이 70%대를 유지하면서 사차익이 여전히 견조하였고, 비차익 역시 3분기 연속 700억원대를 유지
- 신계약가치 수익성이 크게 개선됨. 보장성보험 내 기타보장 상품의 비중이 확대됨에 따라 보장성보험의 신계약가치 수익성은 당 분기 75.3%까지 상승한 것은 고무적

박혜진, hyejin.park@daishin.com

[3Q20 Review] DB손해보험: 2019년 연간이익 상회

- 투자이건 매출, 목표주가 65,000원 유지
- 3Q20 별도기준 순이익 926억원(QoQ-56.3%, YoY -24.4%)기록. 순이익은 우리의 추정 1,180억원과 컨센서스 1,097억원을 각각 -21.5%, -15.6% 하회. 상반기까지 순이익이 3,500억원으로 지난해 연간이익 3,729억원에 육박하였기 때문에, 예고하였던 각종 매각이익이 전무했던 데 기인
- 자동차보험 손해율은 여전히 2019년 대비 지속적으로 개선되고 있음. 위험손해율이 COVID-19영향 소멸로 원래 수준으로 상승하고 있는 점이 아쉬움

박혜진, hyejin.park@daishin.com

[3Q20 Review] 현대해상: 늘어나는 이익만큼이나 배당에 대한 기대도 점증

- 투자이건 매출, 목표주가 32,000원 유지
- 3Q20 별도기준 순이익 1,310억원(QoQ +39.2%, YoY +81.1%)기록. 순이익은 우리의 추정 1,240억원에 거의 부합하고 컨센서스 1,639억원을 -20.1% 하회
- 3분기까지의 순이익은 3,147억원으로 이미 지난해 연간 이익 2,504억원 보다 25.6%나 증가한 상황. 높아지는 이익레벨만큼 배당에 대한 기대도 점증. 우리는 동사의 2020년 DPS 1,200원 예상

박혜진, hyejin.park@daishin.com

[3Q20 Review] 하이트진로: 이 시국 사상 최대 매출 기록

- 투자이건 매출, 목표주가 60,000원 유지
- 3Q20 연결 영업이익은 644억원(+31% yoy)으로 컨센서스 영업이익 578억원은 상회, 종전 대신증권 추정 영업이익 628억원에는 부합
- 8월 말~9월 초 사회적거리두기 격상으로 유흥용 시장 비중은 맥주, 소주 각각 -4%p, -3%p yoy로 추정. 그럼에도 하이트진로의 맥주, 소주 시장점유율은 각각 +5%p yoy 확대되며 사상 최대 매출액을 기록
- 제품별로는 테라, 필라이트 판매량이 각각 +74%, +13% yoy를 증가하며 맥주 매출액 성장(+15% yoy)을, 진로 판매량이 +124% yoy를 증가하며 소주 매출액 성장(+21% yoy)을 주도한 것으로 추정
- 불안정한 시장 환경에도 핵심 상권에서의 견조한 흐름은 지속되고 있는 것으로 파악되며 2021년에도 시장점유율 확대는 지속될 것으로 기대

한유정. yujung.han@daishin.com

[3Q20 Review] 삼양식품: 종합 식품 기업으로 변신

- 투자이건 매출, 목표주가 160,000원 유지
- 3Q20 삼양식품의 연결 영업이익은 234억원(+11% yoy)으로 컨센서스 영업이익 254억원, 종전 대신증권 추정 영업이익 252억원을 하회
- 1) [내수] 3분기 한국 라면시장 +4% yoy 추정, 삼양식품 내수 라면 매출액 +3% yoy로 점유율 소폭하락 추정. 이에 내수 라면 매출액은 564억원(+3% yoy)기록. 조미소재·소스 매출액은 라인업 확장으로 판매량이 크게 증가하여 109억원(+114% yoy)을 기록
- 2) [수출] 상반기 재고 이연으로 중국 수출이 전년 동기 대비 19% 증가하며 다소 주춤하였음에도 미주 수출이 159% 증가하고, 네덜란드, 독일 등의 주요 유럽 국가로의 수출이 43% 증가하며 라면 수출 매출액은 968억원(+42% yoy)을 기록
- 매출액은 종전 추정치에 부합하였으나 영업이익이 하회한 원인은 환율. 환영향 제거 시 내수, 수출 수익성은 전년 수준으로 유지된 것으로 추정
- 내수 라면 영업이익 비중은 13%에 불과할 정도로 수출 라면과 조미소재·소스 부문에서의 이익 기여 확대 추세 지속. 향후 해외 라면 시장에서의 추가 성장 및 '불닭' 브랜드를 활용한 포트폴리오 확장 잠재력 대비 현저한 저평가 상태

한유정. yujung.han@daishin.com

[3Q20 Review] 롯데푸드: 좋아지는 중입니다

- 투자이건 시장수익률, 목표주가 370,000원 유지
- 3Q20 연결 영업이익은 209억원(-1% yoy, +49% qoq)으로 컨센서스 영업이익 179억원, 종전 대신증권 추정 영업이익 158억원을 상회
- 유지식품 영업이익 85억원(-32% yoy), 빙과 영업이익은 94억원(-20% yoy), 육가공 영업이익은 29억원(흑전 yoy) 기록
- 국내 유일 식물성 식품 생산·판매를 확대 중에 있으며, 2021년 4월 완공되는 김천 공장에서의 간편식 자체 생산 확대를 통한 원가율 개선, 베트남 분유 수출 확대 등을 통해 저점 통과 예상

한유정. yujung.han@daishin.com

[3Q20 Review] 코스맥스: 잠깐 지나가는 이슬비

- 투자이건 매출, 목표주가 140,000원 유지
- 3Q20 연결 영업이익은 139억원(+34% yoy)으로 컨센서스 영업이익 185억원, 종전 대신증권 추정 영업이익 196억원을 크게 하회
- 국내 손소독제 매출액의 급감과 중국 주요 고객사 매출 인식 변경, 제품 믹스 변동 그리고 코로나19 영향에 따른 인도네시아/태국 신규 고객사의 주문 지연, 손소독제 수출 제재등의 원인으로 실적 부진
- 상해는 온라인 고객사 주문량 증가로 온라인 고객사 비중이 40% 중반까지 확대되며 동일 인식 기준 매출액은 1,006억원(+21% yoy)으로 크게 증가되었으며 전년 대비 영업이익은 3배 이상 증가된 것으로 추정됨. 또한 국내 손소독제 매출 급감에도 별도 영업이익률은 +1.6%p yoy를 기록하며 생산 설비 효율화를 통한 생산성 향상 시현
- 3분기 실적 부진은 아쉽지만 별도 법인의 생산성 향상, 중국 화장품 시장 고성장 수혜, 현금 흐름 개선 등의 투자포인트는 변함없다고 판단

한유정. yujung.han@daishin.com

[3Q20 Review] 원익QnC: 21년, 이익률 개선을 보자

- 투자이건 매출 유지, 목표주가 20,000원 유지
- 3분기 영업이익 151억원(+1% QoQ, +140% YoY) 기록, 컨센서스 영업이익 155억원에 부합
- 별도 기준 퀵츠 사업부문의 경우 고객사의 증설 효과는 2분기에 이미 반영. 3분기에는 장비사향 출하량과 반도체 고객사향으로 직접 납품하는 물량 모두 소폭 하락. 자회사 모멘티브 영업적자는 약 40% 축소, 20년 연간 영업적자 160억, 21년 BEP 달성 가능할 전망
- 4분기 매출은 1,332억원(+1% QoQ), 영업이익은 126억원(-17% QoQ) 예상. 일반적으로 1) 연말에는 고객사가 재고를 축적하지 않고, 2) 4분기 고객사의 증설은 거의 없으며, 3) 일회성 비용이 연말에 발생할 것으로 예상되기 때문
- 21년 매출은 5965억원(+12% YoY), 영업이익 748억원(+49% YoY)를 전망. 주요 고객사의 신규 투자로 모멘티브를 제외한 퀵츠 사업부의 매출은 20% 성장, 영업이익률도 20년 수준 유지 전망. 또한 모멘티브의 적자폭 감소와 세정 사업부문에서 신규 아이템 출하에 따른 실적 개선 기대

이수빈. subin.lee@daishin.com

[Issue Comment] 이엘텍 : 턴어라운드 의미

- 3Q20 영업이익 90억원 기록, 5개 분기 만에 흑자 턴어라운드
- 전자담배 수출 이후 첫 매출 발생, 7월에서 8월 중순까지 낮은 생산 수율에도 높은 제품 마진을 달성
- 전자담배 시장 성장 초입 구간, 4분기 일본 수출 시작
- 2021년 영업이익 400억원(+6,905%) 전망

한경래, kyungrae.han@daishin.com

[3Q20 Review] 텐센트: 대외적 우려를 실적으로 해소

- 매출액 1,254억 위안(YoY 29%), 영업이익 440억 위안(YoY 70%), EPS 4.059위안 기록, 컨센서스는 매출액 1,238억 위안, 영업이익 331억 위안, EPS 3.235 위안으로 매출액, 영업이익, EPS 모두 컨센서스 상회
- 1) VAS: 매출 698억 위안(YoY 38%) 기록, 온라인 게임 매출, 소셜 네트워크 매출, HUYA의 라이브 스트리밍 서비스, 비디오/음악 구독 서비스 등의 디지털 콘텐츠 서비스 매출 모두 견조, 2) 온라인 광고: 매출 214억원(YoY 16%), 알고리즘 광고 구매 솔루션의 적용 범위 확대 영향, 3) 핀테크&비즈니스: 매출 333억 위안(YoY 25%) 기록, 커머스 페이/WM 사업 견조한 매출 성장. 다만, 클라우드 및 비즈니스 서비스는 코로나 영향으로 일부 B2B 계약과 프로젝트 개발에 지연 발생으로 성장 둔화
- 핀테크는 타 금융사와 파트너십 강화로 원원 효과 창출할 것, 3분기 클라우드 사업의 더딘 매출 성장은 일시적인 계약의 지연 요인이 있었던 것으로 회사는 4분기 해소될 것으로 전망
- 게임, 단파 모바일 등 탄탄한 파이프라인 점차 출시 예정

이민아, mina.lee@daishin.com

[Issue Comment] 조선업 : 컨테이너선 발주 시작, 작지만 큰 변화

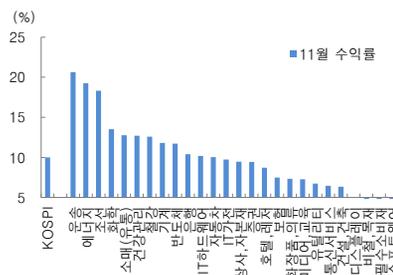
- 11/13 대우조선해양은 컨테이너선 6척 수주를 공시, 총 계약금액은 6.49억불, 7,226억원, 척당 1,204억원, 적용 환율은 1,112.4원, 척당 108.3백만불, 외신에 따르면 15,000TEU, 선주는 조디악(Zodiac)으로 추정, 이중 연료나 스크러버를 달지 않은 전통(Conventional) 방식의 선박
- 컨테이너 운임지수 SCFI 지표는 1,857pt(+11.6% wow)로 2009년 10월 집계 이후 최고치를 매주 경신 중
- 올해 국내 조선 3사는 컨테이너선 수주가 없었음, 최근 컨테이너선 운임 급증으로 조선사별 수주 협의는 급증, 2021년 컨테이너선 발주가 몰리면 선가 상승, 2025년 IMO 추가 환경규제 대응으로 중국 대비 경쟁 우위에 설 수 있을 것

이동현, dongheon.lee@daishin.com

가치주 Vs. 성장주 선택의 시간

- KOSPI는 11월에만 10% 상승(11월 13일 증가 기준)했다. 그 중심에는 가치주가 자리한다. 운송업종이 20.6% 급등세를 보인데 이어 에너지, 조선, 화학, 소매(유통), 철강, 기계, 은행 등이 KOSPI를 Outperform하며 지수 레벨업을 주도했다. 가치주 전성시대 진입, 가치주로의 주도권 전환 등의 기대가 커지고 있다.
- 필자는 2021년 가치주의 정상화를 예상한다. 그렇다고 성장주는 부진한 가운데 가치주만으로 KOSPI 상승을 이끌어가기에는 무리가 있다고 본다. 단순히 생각해보자. 치료제/백신이 개발되고 상용화되면 언택트/성장주의 구조적 성장은 끝나고, 모든 경제활동은 정상화될까?
- 언택트 문화는 코로나19로 인해 발생한 것이 아니다. 언택트 문화는 구조적 성장을 이어가는 가운데 코로나19를 계기로 성장과 확산 속도가 빨라진 것이다. 여기서 중요한 것은 확산이다. 일부 세대, 소득층에 국한되었던 문화가 모든 계층으로 퍼진 상황이다. 치료제/백신이 상용화 되더라도 코로나19 이전보다 언택트 산업의 성장 속도는 빨라질 전망이다.
- 이와 함께 치료제 개발이 모든 것의 정상화를 의미하지 않는다. 치료제/백신의 효능이 좋고, 예상보다 빨리 출시된다면 전세계 사회/문화/생활의 정상화에 속도가 더해질 것이다. 그렇다고 당장 변화가 가시화되기는 어렵다. 코로나19 백신/치료제 상용화까지 시간이 필요하고, 상용화 이후 전세계가 효능을 보기까지는 더 많은 시간일 걸릴 것이다. 막연한 기대보다 2021년까지는 코로나19를 상수로 놓고 주식시장을 바라봐야 한다.
- 단기적으로 투자심리, 기대감의 변화가 성장주와 가치주 간의 엇갈림으로 이어졌다. 성장주는 당초 컸던 기대가 다소 약화되면서 단기 되돌림 과정을 겪었고, 가치주는 낮아진 기대가 회복되고 정상화되며 주가가 강하게 반응한 것이다.
- 성장주와 가치주에 대한 기대심리가 변하며 단기 주가 급변을 야기했다면 이제 주목할 것은 펀더멘털이다. 2020년, 2021년 영업이익, 순이익 실적 기여도와 이익전망 추이를 보면 여전히 성장주 우위로 판단한다. 가치주 전반의 실적 및 주가 정상화, 그 중에서도 자동차, 에너지 업종의 턴어라운드 기대할 수 있다. 하지만, 금융, 필수소비재, 호텔/레저, 조선, 철강 등이 KOSPI를 장악하고 주도적으로 상승을 이끌어갈 것이라는 기대는 너무 앞서간 것으로 본다.
- 최근 이슈, 이벤트에 의한 기대가 가치주를 끌어올렸다면 펀더멘털은 성장주, 수출주 강세를 지지하고 있다. 단기간에 크게 엇갈린 가치주와 성장주 간의 주가 흐름은 시장 변화의 시작이라 보기 힘든 이유이다. 가치주의 강세가 좀 더 이어질 수 있겠지만, 추격매수는 자제할 필요가 있다. 이보다 성장주, 수출주에 관심을 높여갈 필요가 있다. 가격 조정을 통해 밸류에이션 부담을 상당부분 덜어냈고, 펀더멘털 개선세는 지속되고 더 강해지고 있기 때문이다.

11월에는 가치주, 시클리컬의 강세 뚜렷



가치주로의 전환보다 성장주 강세국면에서 되돌림 국면으로 판단



자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

삼성전자 최고가 경신의 시사점

- 삼성전자 주가가 역사적 최고가를 경신했다. 삼성전자는 13일 3.61% 상승하며 6만 3,200원으로 장을 마쳤다. 지난 1월 20일 장중 사상 최고가(6만2800원)를 기록한지 약 10개월 만이다. 삼성전자는 반도체 업황 턴어라운드 & 회복, 삼성그룹 배당 확대 정책 기대, 신흥국으로의 자금 이동에 따른 외국인 대량매수 수혜 등 다양한 호재가 부각되고 있다. 이에 근거해 삼성전자 7만원, KOSPI 박스권 돌파 등 투자자들의 기대가 커지고 있다.
- 2000년 이후 삼성전자는 우상향 추세를 그려왔다. 아홉번의 역사적 고점 돌파과정에서 다섯 번의 고점 시그널, 또는 단기 추가 상승 이후 정점통과가 있었다. 2009년에는 장기 박스권을 형성했고, 사상최고치 경신 이후 상승추세를 이어가거나 더 강한 상승추세를 기록 한 적은 세 번 뿐이다. 삼성전자의 최고치 경신이라는 사실만으로 막연한 기대는 지체할 필요가 있다.
- 역사적 최고가 경신 이후 삼성전자 주가의 행배를 결정 지었던 것은 바로 실적이다. 사상 최고가 경신이 고점/정점통과 시그널이었던 2002년, 2005년, 2008년, 2010년, 2020년(1월)에는 삼성전자 이익이 정점을 통과했거나 정체국면으로 진입하는 시점이었다. 삼성전자는 강세를 보였지만, KOSPI는 박스권 등락을 이어갔던 2011년에는 삼성전자 이익레벨업에도 불구하고 KOSPI 이익은 정체국면으로 들어갔다.
- 반면, 삼성전자가 상승추세를 이어가고, 상승추세를 강화했던 2003년, 2011년, 2016년에는 다음 해, 그 다음해까지 이익성장이 뚜렷했다. 사상 최고가 경신 이후 고점까지 74%의 수익률을 기록했던 2016년 8월 이후 삼성전자는 2017년 역사적 최대 이익 경신과 함께 전년대비 83%의 이익 성장을 기록했다. 현재 삼성전자 실적은 2022년까지 꾸준한 레벨업이 예상된다. 실적 방향성과 모멘텀은 삼성전자의 사상최고치 행진이 가능해 보인다. KOSPI도 2022년까지 이익성장, 사상최대 이익 경신이 예상된다. 삼성전자 중심의 KOSPI 추세적 상승이 예상된다.
- 다만, 현재 이익 컨센서스가 2017년, 2018년 수준에 못 미친다. 과거 세 번의 경우는 당해년도는 아니더라도 다음해 사상최대 이익을 경신하며 최고치 행진을 지지했다. 삼성전자가 당장 추세적인 상승을 이어가기는 쉽지 않다. 이익 레벨에 대한 기대가 더 높아질 필요가 있다. 한편, 사상최고치 경신에 따른 매물소화 과정도 감안해야 한다. 2003년, 2011년, 2016년 세 번 모두 사상 최고치 경신 이후 20여일 동안 5 ~ 10%대 단기 조정국면을 거쳤다. 과거 삼성전자가 중장기 상승추세를 형성하는데 있어 단기 진통과정은 불가피했다.
- 이번 삼성전자의 사상최고치 경신은 향후 삼성전자와 KOSPI의 중장기 상승추세를 예고하는 시그널로, 비중확대 의견을 유지한다. 다만, 서두를 필요는 없다. 향후 삼성전자 이익의 추가적인 레벨업, 기대감을 높여가기까지 단기 매물소화 과정이 전개될 가능성이 높다.

삼성전자, 단기 매물소화 이후 추세 강화



KOSPI 도 단기 등락과정 불가피



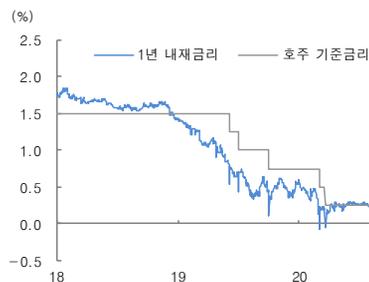
자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

짧은 기간에 금리가 급등했을 때 발생하는 변화

- 코로나19 백신 개발 뉴스로 글로벌 금융시장의 변동성이 커졌다. 안전자산인 채권과 위험자산인 주식시장 간의 행보가 엇갈렸고, 채권시장의 대표 벤치마크인 TB 10년 금리는 하반기 들어 가장 높은 수준까지 오르며 1%에 근접했다.
- 주식시장 내에서도 백신 개발 소식에 따른 모한 기류 변화가 감지됐다. 그간 증시의 랠리를 주도했던 성장주, 기술주들은 부진을 보인 반면 상대적으로 소외됐던 가치주들이 크게 상승했다. 원자재시장에서도 특이 동향은 이어졌는데, 달러 강세에도 유가는 반등했다.
- 우리는 코로나19 백신 개발 뉴스를 기점으로 금융시장의 성격이나 자산 선호의 변화 가능성이 제기되면 될수록 금리 동향을 더욱 예의주시해야 한다는 입장이다. 코로나19 위기의 극복 과정에서 출발점이 바로 시중금리의 하락과 안정이었기 때문이다. 따라서 금리가 적정 레인지를 벗어나 새로운 임계 영역을 테스트하는 과정에서 발생하는 금융시장의 변화가 얼마나 질서정연한지를 확인하는 것도 해당 시장 뿐만 아니라 역(逆)으로 금리를 전망하는 과정에서 충분한 단서가 될 수 있다는 견해다.
- 현재 미국 경제는 추가 경기 부양책이 여전히 절실한 상황이다. 고용을 비롯한 경제 지표가 바닥은 확인했으나 지속적인 회복을 시사하기에는 미흡한 점이 상당할 뿐만 아니라 물가 역시 유의미하게 상승 경로에 진입했다고 보기 어렵다. 또한 대선을 앞두고 진행됐던 치열한 대립이 부양책 실시 여부가 아닌 규모를 얼마나 정할 지에 대한 논쟁인 만큼 당장 자생적인 회복에 대한 우려는 여전히 있다고 보는 것이 타당하다. 이를 종합할 때 이번 금리 반등을 코로나19 백신 개발로 경제가 정상화될 수 있다는 초보적인 기대 정도를 반영한 것이라고 해석하는 것이 적절해 보인다.
- 경제의 자생적 회복에 대한 의심은 증시 동향을 통해서도 확인된다. 앞서 언급한 것처럼 미국 증시에서 이번 백신 개발 소식에 대한 반응은 섹터별 손바뀜의 형태로 나타났다. 특히 상대적으로 금리에 민감한 반응을 보이는 것으로 알려진 기술주의 조정이 나타났다. 이번 금리 급등에 대해 증시가 상당한 부담을 지고 있다는 추론이 가능하다.
- 당사는 중장기적 시각에서 시중금리가 차츰 상승할 것이라 전망을 유지한다. 급증하는 재정확대 부담이 국제 물량으로 이어지고, 통화정책은 그 부담을 제한하는 정도에 그치고 있기 때문이다. 하지만 금리 상승에서 나타나는 다른 금융시장들의 질서정연하지 않은 동향은 새롭게 높아진 금리 수준에 대한 피로감이나 불편함을 시사한다. 현 금리 수준은 단기적으로(1개월 전후) 다소 과도한 상승이며, 추가 상승보다는 하향 안정화 시도를 예상한다. 1개월 전후 관점에서 TB 10년 금리 타겟을 0.80%로 제시한다.

미국 TB 10년 금리와 MOVE



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

MOVE와 VIX : 채권공포 상승 후 주식도 상승

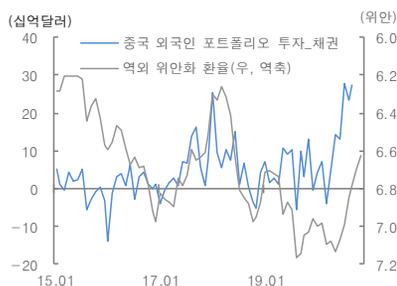


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 채권으로 몰리는 투자자금과 한국 주식시장

- 지난 8월말까지 가파르게 하락했던 달러 인덱스가 92p ~ 94p의 박스권을 형성하고 있다. 달러 약세 흐름이 주춤한 이유는 급격하게 늘어났던 유로화 선물에 대한 비상업적 순매수 포지션이 8월말 이후 줄어들고 있기 때문이다. 8월말 유로화 선물에 대한 비상업적 순매수 포지션은 역대 최고 수준을 기록할 정도로 단기 과열국면에 들어섰던데다, 유로존 종합 PMI가 8월 이후 미국 대비 약세로 돌아서면서 유로화는 약세로 전환됐다. 지난 7월 54.97까지 상승했던 유로존 종합 PMI는 10월에 50p까지 하락했지만, 미국 종합 PMI는 7월 50.3에서 10월 56.3으로 상승세를 이어가고 있다.
- 단기적으로는 달러 인덱스가 박스권을 형성하고 있지만 중장기적으로 달러는 약세를 나타낼 것으로 예상된다. 글로벌 제조업 생산이 회복되는 가운데 글로벌 교역도 개선세를 이어가고 있기 때문이다. 과거 달러 인덱스는 글로벌 교역이 개선될 때 약세를 나타냈다. 글로벌 교역이 활발해진다는 것은 그만큼 전세계적으로 달러가 잘 유통되고 있다는 것을 의미한다. 수출을 통해 달러를 벌어들이게 되면 이는 자국통화 강세 및 달러 약세 요인으로 작용할 가능성도 높아진다. 또한 글로벌 교역 개선으로 경기 회복에 대한 기대감이 높아지면 위험자산에 대한 선호심리가 강해질 수 있다는 점도 달러 약세 요인이다.
- 8월말 이후 달러 약세 흐름은 다소 진정되고 있지만 중국과 한국의 통화 강세 흐름은 지속되고 있다. 두 국가는 코로나19의 확산을 잘 통제하면서 상대적으로 양호한 경제 환경을 유지했고, 글로벌 제조업 경기 회복과 글로벌 교역 개선의 수혜도 기대되고 있다.
- 최근 중국 위안화 강세 흐름과 함께 관심있게 지켜봐야 할 변수는 중국 채권에 대한 외국인 투자 규모 확대다. 중국 채권에 대한 외국인 포트폴리오 투자는 지난 3월 40억 달러 순유출을 기록한 이후 투자규모가 빠르게 늘어나면서 지난 7월과 9월에는 280억달러에 육박하는 최대 수준의 순유입을 기록중이다. 중국 채권으로 해외 투자자금이 대규모로 유입되면서 위안화 환율도 강세로 전환됐다.
- 중국은 주요국과 비교할 때 상대적으로 양호한 경기 흐름을 나타내고 있는데다 현재 10년물 국채 금리는 3.28%로 미국 국채 10년물 금리 0.87% 대비 격차가 상당히 벌어져 있다. 전세계적인 저금리 환경에서 투자매력도가 높은 상품으로 부각되는 이유다. 지난 9월 중국 국채가 세계국채지수(WGBI)에 편입이 결정된 것 또한 투자자들의 기대감을 높이는 요인이다.
- 중국 채권에 대한 투자매력도 상승과 함께 나타나고 있는 위안화 강세는 한국 주식시장에도 긍정적이다. 원/달러 환율은 위안화와 유사하게 움직인다. KOSPI의 2021년 예상 이익증가율이 주요국 증시 대비 상대적으로 높은 상황에서 원화강세 기대감까지 가세해 외국인 투자자의 한국 주식시장에 대한 순매수 움직임은 당분간 지속될 가능성이 높다고 판단한다.

중국 채권에 대한 외국인 투자 확대



중국 국채금리 투자매력도 높아



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

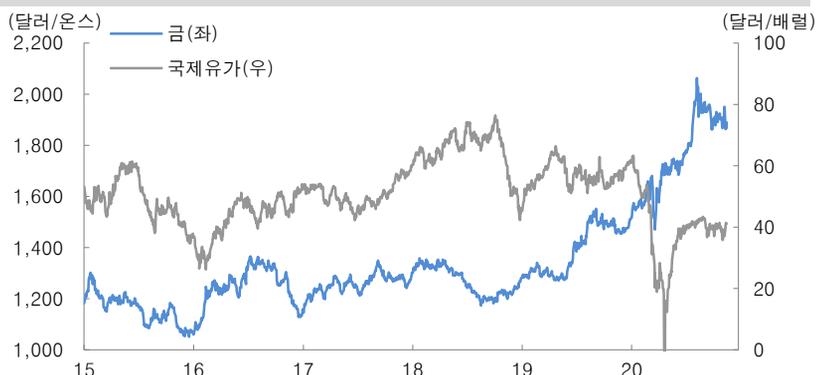
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

코로나 백신 소식으로 엇갈린 금과 유가의 방향

김소현 sohyun.kim@daishin.com

- 코로나19 백신 개발 소식으로 원자재 시장의 변동성이 확대되었다. CRB 원자재지수는 151.86으로 전주대비 2.8% 상승했다. 원자재 내 위험자산 상승/안전자산 하락이 두드러졌다. 국제유가는 배럴당 41.12달러로 전주대비 10.72% 상승했고(11월 12일 기준), 금 가격은 온스당 1,889달러로 전주대비 -3.19% 하락했다(11월 13일 기준).
- 향후 코로나19 관련 소식으로 원자재 시장의 변동성이 이어갈 수 있을 것이다. 하지만 코로나19 백신 소식으로 단기간 내 원자재의 수급 펀더멘털이 변하지는 않을 것이다. 백신의 상용화까지는 시간이 다소 소요될 것으로 보이기 때문에 단기간 내 코로나19 이전 수준의 생활 정상화를 기대하기 힘들 것이다.
- 중장기적으로 원자재 시장의 투자 환경은 우호적이나 국제유가는 코로나19가 완전히 종식되기 전까지는 하방 리스크에 대해 염두해 두어야 한다. 반면, 금 가격의 경우에는 실질금리 하락과 달러 약세로 상승 전환할 가능성이 높다고 판단한다.
- 이번주 발표된 EIA, OPEC, IEA의 11월 에너지전망 보고서에서도 코로나19 장기화에 따른 원유 수요 회복 속도 지연에 대한 우려를 엿볼 수 있었다. EIA는 2021년 원유수요 전망치를 전월대비 -29만b/d 하향조정했으며, 2020년 4/4분기 미국 기술린 수요도 -25만b/d 하향조정했다. OPEC은 2020년 4/4분기와 2021년 원유수요 전망치를 전월에 비해 각각 -119만b/d, -58만b/d 하향조정했다. 가장 마지막에 발표된 IEA의 보고서에서도 코로나19 백신 소식으로 원유수요가 회복되지 못할 것이라고 밝혔다. IEA는 2020년 4/4분기와 2021년 1/4분기 원유수요 전망치를 각각 -120만b/d, -70만b/d 하향조정했다.
- OPEC은 12월 정례회의에서 감산목표량 이행 시기를 연장할 가능성이 높아 보인다. 기존의 계획대로라면 OPEC+는 2021년 1월부터 원유감산량이 기존 770만b/d에서 550만b/d로 줄어든다. 하지만 최근에 리비아가 원유생산을 재개하고 있으며, 미국의 원유생산량도 회복되고 있어 유가 하방리스크가 높다. 리비아 관계자에 따르면 리비아 원유생산량은 9월 9만b/d에서 최근 114.5만b/d까지 늘어났다. 반면, 미국의 원유생산량은 11월 6일 기준 1,050만b/d로 2주 연속 정체되었지만 미국 베이커휴즈 시추 리그수가 9월 11일 주간 이후 증가하고 있다는 점은 원유생산 활동이 재개되고 있다고 해석할 수 있다.
- 또한, 다음 미국 대통령으로 당선된 바이든은 이란과 베네수엘라 등의 완화된 중동정책을 통해 중동발 원유공급을 늘릴 가능성이 높다. 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.

코로나19 백신 개발 소식 이후 금과 유가의 방향성이 달라져

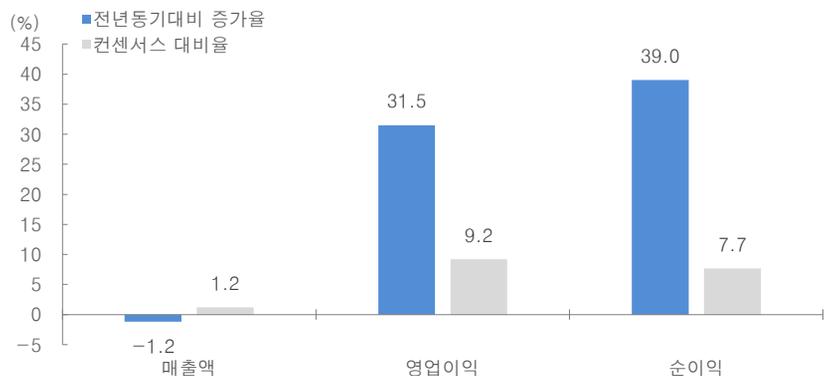


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

3Q20 실적시즌 리뷰 : 소재, 금융의 돋보이는 호실적

- KOSPI 3Q20 실적시즌이 거의 마무리됐다. 이번 실적시즌은 기대 이상의 호실적을 기록 중이다. 매출액, 영업이익, 순이익 각각 컨센서스를 +1.2%, +9.2%, +7.7% 상회하고 있다(컨센서스 제공 증권사 2개 이상인 기업 합산 기준. 매출액, 영업이익은 금융기업 제외).
- KOSPI 3Q20 영업이익은 전년동기대비 +31.5%로 2년 만에 증가로 전환됐다. 글로벌 제조업 경기 및 교역 환경 개선에 따른 한국 수출 회복이 실적 개선 요인으로 작용했다. 업종별로는 코로나 19의 직접적인 영향을 받은 호텔레저, 미디어(극장), 에너지 등 일부 업종을 제외하고 대부분 업종 실적이 전년대비 증가했다.
- 컨센서스 대비해서도 미디어, 에너지, 자동차(현대차 리콜 비용) 등을 제외한 대다수 업종이 컨센서스를 상회했다. 특히 철강, 비철, 화학, 기계, 자본재, 조선 디스플레이, 증권은 컨센서스를 20% 이상 상회했다. 경기에 민감한 이들 업종의 호실적은 글로벌 경기회복 기대감을 확대시키는 요인이다.
- 기대 이상의 3Q20 실적은 KOSPI 4Q20 및 2021년 영업이익 컨센서스 상향조정으로 연결되고 있다. 최근 1개월간 KOSPI 4Q20 영업이익 컨센서스는 1.3% 상승했다. 2021년 영업이익 컨센서스도 1.7% 상향조정됐다. 2021년 영업이익이 전월대비 5% 이상 상향된 업종은 화학, 비철, 철강, 자동차, 디스플레이, H/W, 가전, 건강관리이다. 반면, 그동안 실적 컨센서스 상향조정을 주도했던 반도체, 인터넷의 실적 전망치는 소폭 하향조정으로 전환됐다.
- 일회성 비용으로 해마다 기대치를 하회하는 4/4분기 실적을 고려해도, 내년 상반기까지 높은 이익 성장률이 기대되고 있다. 현재 컨센서스 기준으로 KOSPI 분기별 영업이익 증가율은 4Q20 +58.8%, 1Q21 +63.5%, 2Q21 +42.0%로 두 자리수 대 성장률을 기록할 것으로 예상되고 있다. 글로벌 제조업 생산 확대와 교역 회복으로 당분간 기업실적 전망 상향조정이 이어질 가능성도 높다고 판단한다.
- 한편 최근 소재, 금융 업종의 호실적에 따른 가치주 강세와 인터넷 기업 실적 하향조정에 따른 성장주 약세 흐름도 주목할 필요가 있다. 최근 가치주의 실적 개선과 더불어 나타나고 있는 시장금리, 특히 실질금리의 상승은 가치주 강세를 뒷받침하는 요인이다. 또한 고배당 성향이 강한 가치주에 연말 배당을 노리는 자금 유입이 기대된다는 점도 당분간 가치주 우위 국면을 지지할 것으로 예상된다.

KOSPI 3Q20 실적시즌 결과



자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

주: 컨센서스 제공 증권사 2개 이상 기업 합산 기준

넥스트에라 에너지, 녹색바람 타고 순항

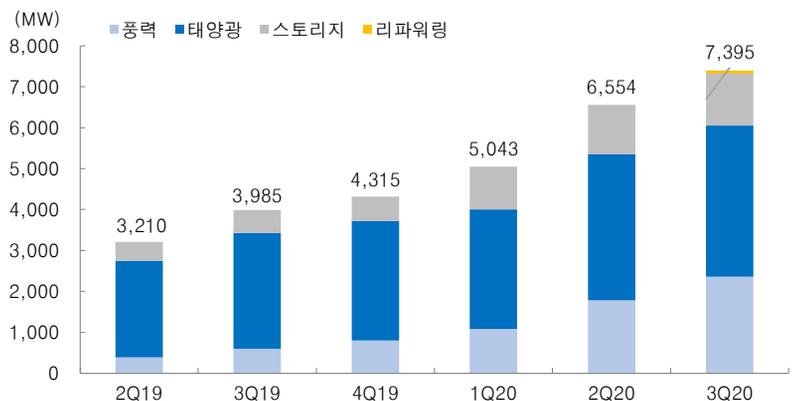
신재생 에너지 산업에 대한 재정지원과 세제혜택 확대 기대

- 넥스트에라 에너지(NextEra Energy, NEE)는 바이든 정부의 친환경 정책 수혜가 기대되는 기업이다. 바이든 정부는 그린 뉴딜 정책(향후 4년간 2조 달러 규모의 신재생에너지 인프라 투자, 친환경 분야 일자리 확대, 2035년까지 전력 부문의 탄소 배출 제로 달성 등)을 우선 국정과제 중 하나로 채택하고 있다.
- 풍력과 태양광 발전에 대한 세제혜택이 연장될 가능성도 커졌다. 지난 7월 민주당이 제시한 1.5조 달러 규모의 인프라 법안에는 1) 풍력 발전 생산세액공제(PTC): 2021년까지 단계적 폐지(기준) → 2025년까지 60%로 연장(변경), 2) 태양광 발전 투자세액공제(ITC): 2022년까지 10%로 단계적 축소(기준) → 2025년까지 건설비용의 30%를 제공(변경), 3) 에너지저장 기술 투자에 한 공제 신설과 관련된 내용이 포함되어 있다.

넥스트에라 에너지 투자포인트: 전세계 최대 신재생에너지 전력 생산 능력 보유

- NEE는 전세계 최대 신재생에너지 전력 생산능력을 갖춘 NEER(NextEra Energy Resources)와 플로리다 최대 전력 발전 사업자 FPL(Florida Power&Lighting)을 자회사로 두고 있다. NEE는 연간 총 55GW의 전력을 생산하고 있으며 그중 24GW(풍력 67%, 태양광 14%)가 NEER로부터 생산되고 있다. FPL도 태양광 발전량 비중을 2019년 2%에서 2029년까지 16%로 늘리고 2030년까지 3,000만 개의 태양광 패널을 설치한다는 계획이다.
- 3/4분기에는 2,200MW(풍력 580MW, 태양광 911MW, 배터리 스토리지 594MW, 리파워링 86MW)의 수주를 추가해 신재생에너지 수주잔고가 15GW까지 증가했다. 2021년~2022년 동안 최대 10,550MW의 수주가 예상되며 이 중 70% 계약을 체결한 상황이다. ESS 분야에 대한 투자도 크게 증가할 전망이다. 2021년 ESS 분야에 총 10억 달러를 투자할 계획이며 2024년까지 캘리포니아주 ESS 배터리 보급량이 2,700MW까지 확대될 것으로 기대된다.
- 풍력과 태양광의 발전비용 감소는 신재생에너지로의 전환을 가속화할 전망이다. NEE가 추정한 에너지별 2023/24년 예상 균등화발전원가(LCOE, MW당)는 석탄 35~50달러, 천연가스 30~40달러, 태양광 30~40달러, 풍력 20~30달러다. 향후 풍력과 태양광 발전단가는 ESS 비용까지 포함하더라도 화석 연료와 원자력 발전보다 저렴해질 것으로 예상된다.

NEER, 2021~2022년 신재생 에너지 수주 계약 체결 현황



자료: 넥스트에라 에너지, 대신증권 Research Center

화학업

한상원
sangwon.han@daishin.com

투자이견

Overweight

비중확대, 유지

도대체 수요는?

수급으로 판단하는 화학 시장

- 화학 시장 판단 및 전망의 핵심은 수급 여건의 변화. 단순히 수요와 공급 규모의 비교를 통한 공급과잉 판단이 아닌 상대적 증가 규모에 대한 비교가 필요
- 공급이 충분한 제품도 과잉 규모가 축소된다면 상황이 개선될 수 있기 때문
- 2020년 화학 시장이 좋았다는 의미는 공급 대비 수요가 견조했다는 뜻으로 1) 코로나19에 따른 수혜 제품의 등장과 2) 국제 유가 수준 하락에 따른 NCC 경쟁력 개선, 3) 하반기 미국발 공급 차질(허리케인)의 발생 등을 그 이유로 판단

2020년 화학 시장의 키워드는 극단적인 차별화 현상

- 2020년 화학 시장의 키워드는 단순한 시장 호조가 아닌 제품별 극단적인 차별화
- 합성수지에서도 ABS가 가진 수요 호조 덕에 시장이 견조했으며, 마스크용 수요 창출된 PP도 시장 양호, LDPE도 상대적으로 증설 제한적인 가운데 포장재 수요 증가
- 반면 고무와 화섬 체인(PX, PTA, MEG)의 경우 코로나19에 따른 급격한 수요 충격 경험: 고무의 경우 제품(SBR, BR)보다는 원료(BD)가 충격을 모두 흡수하며 부진한 시장을 보였으며, 화섬 체인은 중국발 증설 영향까지 겹치면서 전반적 부진

2021년에도 차별화 지속, 다만 화학 시장은 초강세 국면 진입 기대

- 글로벌 경기는 올해 코로나19 확산에 따른 기저효과에 따라 반등이 예상되며, 회복에 대한 기대감도 점차 확대되고 있는 추세
- 글로벌 경기 회복을 따라 부진했던 제품군의 수요도 개선을 기대 vs. 다만 코로나19가 단기간 내 안정화되기 어려운 점을 감안하면 기존 수혜 제품군의 양호한 수요 여건도 지속될 전망 → 2020년과 달리 전체적인 수요가 모두 좋을 수 있다는 의미
- 특히 지역별로 경제 회복의 속도 차이가 발생할 수 있는데, 현재는 중국이 가장 먼저 코로나19 영향에서 벗어나는 모습을 보이고 있으며 최근 코로나19가 재차 확산세를 보이고 있는 미국/유럽 등은 아직 불확실성이 존재
- 중국이 최대 화학 제품 수요국인 사실을 감안하면 중국의 경기 회복은 화학 업종 수요에 긍정적으로 작용할 전망. 특히 단순히 경기 부양책의 효과가 아닌 경제의 회복 과정에서 나타나는 자발적인 소비 패턴 변화라는 사실에 주목할 필요
- 2021~22년 에틸렌 기준 글로벌 신증설 규모는 연평균 1천만톤/년 수준으로 공급 부담은 여전한 상황. 다만 추가적 악화보다는 지연/취소 가능성 높다고 판단

화학 업종 내 저평가된 종목(소외주)에 대한 관심 필요

- Top-picks: LG화학, 한화솔루션, 롯데케미칼, 효성티앤씨
- 성장 업종(2차전지, 신재생/태양광)에 대한 긍정적인 시각을 유지하기에 LG화학, 한화솔루션에 대한 Top-picks 의견을 지속 제시 vs. 다만 유화주 내 저평가된 소외주에도 관심이 필요한 시점으로 판단
- 특히 화섬 체인 시장 반등에 따른 수혜가 기대되는 롯데케미칼, 효성티앤씨에 대한 적극적인 매수 대응을 권고

Top-picks

종목명	투자이견	목표주가
LG화학	Buy	980,000원
한화솔루션	Buy	65,000원
롯데케미칼	Buy	350,000원
효성티앤씨	Buy	220,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.1	2.2	98.1	100.0
상대수익률	-0.8	-0.6	54.2	70.9



힐라홀딩스 (081660)

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

투자 의견 **BUY**
매수, 유지
6개월 목표주가 **57,000**
현재주가 **44,400**
(20.11.13)
섬유·복합재

글로벌 시장에서 회복되는 브랜드 가치

투자의견 BUY, 목표주가 57,000원으로 상향(+19%)

- 투자의견 BUY 유지하며, 목표주가를 57,000원(2021년 예상 P/E 기준 12배)으로 19% 상향. 유럽 일부 국가와 미국 등지의 코로나19 확진자수 급증에 따른 락다운 조치로 소비가 다시 위축될 것이라는 우려가 존재하지만, 3분기 주요 글로벌 스포츠 브랜드사들의 실적에서도 알 수 있듯이 운동화 소비 자체는 매우 견고. 이들 주요 글로벌 운동화 브랜드 기업들의 재고가 2분기 대비 빠르게 줄고 있어 당장 시장에 대한 우려보다 2021년 향후 본격적인 경기 회복과 동사의 실적 개선에 대한 가능성을 고려한 투자 전략 필요

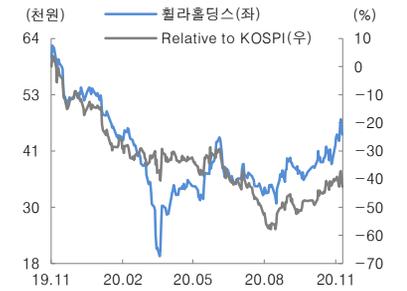
3Q20 Preview: 국내는 부진했지만 글로벌 시장에서 빠른 회복세

- 3분기 총매출액과 영업이익은 각각 9,174억원(+6%, yoy), 1,556억원(+25%, yoy) 기록 [국내/중국] 순수 국내 매출액 21% 감소, 8월 유례없는 긴장마와 면세점 매출 감소(국내 매출액 대비 약 10%), 그리고 지난해 고성장에 따른 기저 영향 등으로 매출 감소. 중국 수수료는 27% 증가(USD 기준)하며 예상보다 매우 양호한 성장세 기록 [미국/로열티] 3분기 미국 법인 매출액과 영업이익은 각각 yoy 9%, 13% 감소(USD 기준). 지난 해 3분기 미국 법인의 고성장과 코로나19 영향에도 불구하고 온라인 매출액이 크게 증가하고 미국 유통업체들의 re-stocking 수요가 회복되면서 예상보다 양호한 실적 기록. 로열티는 24% 감소했으나 당사 예상치(-35%) 대비 비교적 양호한 실적 기록 [Acushnet] 3분기 매출액과 영업이익은 각각 yoy 17%, 95% 급증하며 어닝 서프라이즈 기록 (자세한 내용은 11월 9일자 Acushnet holdings 리포트 참고)

(단위: 십억원 %)

KOSPI	2493.87
시가총액	2,697십억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	61십억원
52주 최고/최저	59,800원 / 19,500원
120일 평균거래대금	186억원
외국인지분율	45.06%
주요주주	피에몬테 외 2인 21.64% 국민연금공단 11.27%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.3	31.8	39.8	-24.9
상대수익률	4.4	28.8	8.8	-36.1



구분	3Q19	2Q20	3Q20			4Q20				
			직전동기	집중치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	867	625	798	917	5.8	46.8	811	786	-0.5	-14.4
영업이익	125	50	78	156	24.6	209.4	96	83	-2.1	-46.5
순이익	81	40	49	60	-26.0	49.3	52	63	33.0	6.0

영업실적 및 주요 투자지표					
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,955	3,450	3,118	3,427	3,605
영업이익	357	471	356	467	495
세전순이익	337	471	350	453	491
총당기순이익	210	338	231	340	368
자비자분순이익	144	267	196	289	313
EPS	2,349	4,365	3,212	4,726	5,121
PER	22.8	12.1	13.8	9.4	8.7
BPS	16,226	20,448	23,446	27,959	32,867
PBR	3.3	2.6	1.9	1.6	1.4
ROE	16.0	23.8	14.6	18.4	16.8

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

화승엔터 (241590)

유정현
jung.hyun.yu@dashin.com

이나연
nayeonlee@dashin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **20,000**
유지

현재주가 **13,600**
(20.11.13)

삼유약복업종

2021년 다시 크게 도약

투자의견 BUY, 목표주가 20,000원 유지

- 투자의견 BUY, 목표주가 20,000원(2021년 예상 P/E 15배) 유지. 4분기 공장 가동율은 95%에서 유지되며 3분기 대비 업황 개선 뚜렷. 지난해 4분기 영업 상황이 매우 양호했던 점을 고려하면 이번 4분기 영업이익은 감소가 불가피하지만 2021년 정상화 과정에서 동사의 MS가 더 늘어나는 등 수혜가 큰 상황임을 염두한 투자전략 필요

3Q20 Review: 우려했던 것보다 괜찮은 실적

- 3분기 매출액과 영업이익은 각각 2,283억원(yoy -24%), 90억원(yoy -64%)을 기록. 7-8월까지의 고객사의 선적 지연 요청으로 공장가동율이 80%를 하회하였으나 9월부터 고객사의 2021년 신제품 출시에 맞춘 고단가 제품 생산이 본격적으로 진행되면서 가동율이 95%까지 회복. 3분기 제품 단가는 yoy +5% 이상 상승하였으나 전체 출하 컬러가 yoy 30% 가량 감소한 것이 매출 감소의 주요인

2021년 큰 폭의 실적 개선 예상

- 올해 개최 예정이었던 2020년 도쿄 하계 올림픽과 유로2020 등 큰 스포츠 이벤트들이 코로나19로 인해 내년으로 연기됨에 따라 오히려 내년 스포츠업계는 이와 관련한 수혜를 입을 것으로 예상. 3분기 주요 스포츠 브랜드사들의 실적에서도 알 수 있듯이 팬데믹 상황에서도 스포츠 용품의 수요는 매우 견조. 4분기 유럽 등 일부 지역에서 다시 락다운이 시행되고 있지만 스포츠 브랜드업계와 제조업계의 실적 회복은 이어질 것으로 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20		3Q20		4Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	301	306	232	228	-24.1	-25.4	217	350	-6.3	53.3
영업이익	25	12	6	9	-64.1	-23.0	7	24	-28.7	168.2
순이익	18	19	6	4	-76.3	-77.7	4	27	9.2	549.9

영업실적 및 주요 투자지표

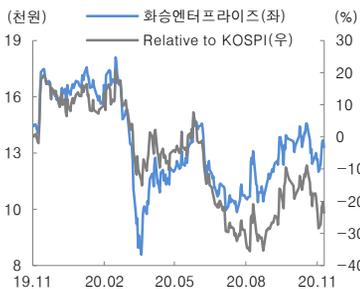
(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	879	1,202	1,169	1,439	1,829
영업이익	40	85	63	109	141
세전순이익	23	78	59	107	148
총당기순이익	17	65	44	83	116
지배지분순이익	17	62	44	82	114
EPS	284	1,031	734	1,361	1,891
PER	37.5	16.4	18.5	10.0	7.2
BPS	4,621	5,759	6,443	7,759	9,605
PBR	2.3	2.9	2.1	1.8	1.4
ROE	6.4	19.9	12.0	19.2	21.8

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

KOSPI	2493.87
시가총액	823십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	18,150원 / 8,150원
120일 평균거래대금	50억원
외국인지분율	4.11%
주요주주	화승인더스트리 외 5 인 72.02% 국민연금공단 10.70%

주가지수변동률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.2	6.7	8.4	-9.9
상대수익률	-10.5	4.3	-15.7	-23.3



한화 (000880)

양지환 이자수
jhwan.yang@daishin.com jane.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 40,000
유지

현재주가 26,650
(20.11.13) **지주업종**

계열사 실적 호조로 예상을 상회

투자의견 매수, 목표주가 40,000원 유지

- 2020년 3분기 (주)한화의 실적은 당사 및 시장 기대치를 큰 폭으로 상회
- 연결실적 개선의 이유는 1)한화솔루션, 한화에어로스페이스 등 비금융 계열사들이 3분기 깜짝 실적 시현, 2)한화생명 또한 주식시장 호황에 따른 변액보증준비금 환입 영향으로 전분기에 이어 실적 서프라이즈 기록했기 때문
- 별도사업부문도 제조부문(특히 방산 및 화약부문)의 이익률 개선과 무역부문의 영업이익 흑자전환으로 양호한 실적 시현함
- 한화건설은 1)해외플랜트사업장 준공에 따른 매출감소, 2)코로나19 확산에 따라 이라크사업장의 공사중단 영향으로 매출 감소(-7.6% yoy). 해외공장 매출 감소에도 국내사업장의 견조한 실적을 시현함
- 2020년 주당배당금은 전년과 유사한 수준으로 추정함

2020년 3분기 실적 예상을 크게 상회하는 깜짝 실적 시현

- 한화의 2020년 3분기 실적은 연결기준 매출액 11조 6,724억원(-10.1% yoy), 영업이익 6,362억원(+64.1% yoy), 지배순이익 1,631억원(+48.6% yoy)을 시현함
- 별도실적은 매출액 9,465억원(-10.4% yoy), 영업이익 712억원(+82.1% yoy)으로 큰 폭의 개선세를 나타냄. 이는 2019년 사고에 따른 기저효과 때문
- 별도 부문별 실적은 [제조] 매출액 5,751억원(+5.2% yoy), 영업이익 632억원(+149.6% yoy), [무역] 매출액 3,714억원(-27.1% yoy), 영업이익 80억원(-41.9% yoy)을 기록함
- 비상장 계열사인 한화건설의 실적은 매출액 7,990억원(-7.6% yoy), 영업이익 435억원(-8.6% yoy)을 기록. 3분기 이라크사업장 매출액은 790억원

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20			4Q20				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	12,978	11,004	13,659	11,672	-10.1	6.1	12,912	15,442	21.3	32.3
영업이익	388	501	451	636	64.1	26.9	416	367	219.4	-42.3
순이익	110	117	78	163	48.6	39.9	112	97	흑전	-40.4

자료: 한화, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

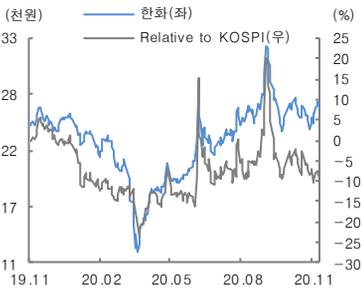
(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	48,740	50,412	52,581	54,775	56,857
영업이익	1,806	1,126	1,801	1,812	2,026
세전순이익	1,300	253	1,573	1,549	1,817
총당기순이익	799	231	1,023	1,007	1,181
지배지분순이익	468	90	511	503	590
EPS	4,784	919	5,222	5,142	6,030
PER	6.6	27.2	5.1	5.2	4.4
BPS	42,747	45,198	50,880	55,753	61,256
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
ROE	10.7	2.1	10.9	9.6	10.3

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

KOSPI	2493.87
시가총액	2,327십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	375십억원
52주 최고/최저	32,200원 / 12,050원
120일 평균거래대금	219억원
외국인지분율	19.09%
주요주주	김승연 외 11 인 38.11% 국민연금공단 8.28%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.7	3.1	39.2	6.0
상대수익률	-4.4	0.8	8.3	-9.8



HMM (011200)

양지환
jhwan.yang@daiashin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **17,000**

현재주가 **14,400**

(20.11.13)

운송업종

워밍업 끝. 찌은 이제부터

투자 의견 매수, 목표주가 17,000원 유지

- 2020년 3분기 영업이익은 2,771억원으로 당사 추정치를 약 880억원 하회
- 실적이 예상을 하회한 이유는 1)HMM의 3분기 컨테이너운임이 \$1,242/TEU로 당사 추정치인 \$1,334/TEU보다 \$92/TEU 낮았으며, 2)벌크부문의 영업이익이 21억원으로 추정치(241억원)를 하회
- 컨테이너평균운임이 추정치 대비 낮은 이유는 3분기 SCFI의 상승은 미주항로 운임 상승이 주도하였는데, HMM은 미주 항로의 경우 SC(Service Contract)하 주 비중이 높아 Spot 운임 상승을 따라가지 못했기 때문임
- 4분기 유럽 및 지중해 항로의 Spot 운임 급등으로 HMM의 운임도 빠르게 상승할 것으로 기대되고, 2021년 SC하주와의 운임협상에서 Spot Rate상승을 상당 부분 반영할 것으로 예상됨에 따라 2021년 실적 크게 개선 전망
- 3분기 실적이 기대치를 하회한 데 따른 주가 조정시 적극적인 대응 바람직

2020년 3분기 실적 당사 추정치를 크게 하회

- HMM의 2020년 3분기 실적은 매출액 1조 7,185억원(+18.7% yoy), 영업이익 2,771억원(흑전 yoy), 지배주주순이익 246억원(흑전 yoy)을 기록함
- 당기순이익은 파생상품거래손실 1,153억원 인식으로 부진. 이는 190회차 사모 전환사채의 만기가 1년미만으로 도래함에 따라 전환가액과 주가와의 차이를 파생상품손실로 반영했기 때문. 현금거래를 수반하지 않는 장부상의 손실이며, 상환 혹은 전환시 환입되는 금액으로 2021년 전액 환입 예상
- 사업부문별로 [컨테이너] 매출액 1조 5,408억원, 영업이익 2,739억원, [벌크] 매출액 1,329억원, 영업이익 29억원을 기록함
- 3분기 컨테이너 수송량은 1,044천TEU(-2.5% yoy), L/F 75.2%(+3.5%p yoy)

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2020	3Q20				4Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,448	1,375	1,694	1,718	18.7	25.0	1,799	1,812	34.0	5.5
영업이익	-47	139	365	277	흑전	99.7	358	407	흑전	47.0
순이익	-124	28	277	25	흑전	-12.6	261	66	흑전	167.8

자료: HMM, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

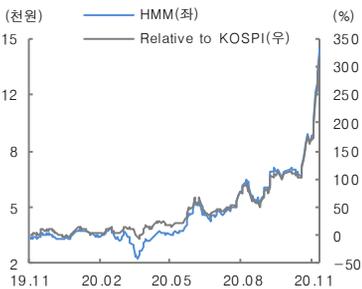
(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,222	5,513	6,219	7,209	7,753
영업이익	-559	-300	821	1,435	1,418
세전순이익	-779	-587	56	1,447	1,048
총당기순이익	-791	-590	53	1,445	1,044
지배지분순이익	-791	-590	53	1,445	1,044
EPS	-2,521	-1,860	164	4,421	3,195
PER	NA	NA	87.9	3.3	4.5
BPS	3,311	3,434	3,623	7,947	11,084
PBR	1.1	1.0	4.0	1.8	1.3
ROE	-81.8	-55.5	4.7	76.7	33.6

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

KOSPI	2493.87
시가총액	4,705십억원
시가총액비중	0.30%
자본금(보통주)	1,634십억원
52주 최고/최저	14,400원 / 2,190원
120일 평균거래대금	477억원
외국인지분율	6.55%
주요주주	한국산업은행 외 1인 16.88% 신용보증기금 7.51%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	96.2	116.5	291.3	324.2
상대수익률	89.0	111.6	204.5	261.0



NHN (181710)

페이코 지표 개선, 신작 흥행 확인 필요

투자의견 매수, 목표주가 10만원 유지

- SoTP 방식으로 산출한 목표주가 10만원 유지. 1) 게임: 12MF Target PER 6.2 배 적용하여 6,044억원으로 산출. Target PER은 컴투스, 네오위즈, 더블유게임즈의 21년 PER 평균 20% 할인하여 적용. 2) 페이코: 투자 유치 시점 적정가치 1.2조원, 지분율 68% 적용. 3) 투자자산 가치는 장부가에서 일괄 10% 할인하여 5,229억원으로 산출

무난한 실적, 부족한 모멘텀

- 3분기 매출액 4,194억원(YoY 19%, QoQ 4%), 영업이익 274억원(YoY 25%, QoQ 4%)으로 컨센서스 부합
- 게임 매출 1,004억원(YoY 2%, QoQ -5%) 기록. 비수기 영향으로 웹보드 게임 매출은 전분기대비 소폭 감소. 디즈니 츠무츠무, 요괴워치 등 기존 게임 매출은 자연감소 지속
- 페이코 거래대금은 1.8조원 추정. 전년동기대비로는 20% 증가한 수준이나, 전분기대비로는 3% 증가에 그친 것으로 파악. MAU는 400만에 머물러 있음
- 이외 자회사 부문별 매출은 결제&광고 YoY 38%, 커머스 YoY 42%, 기술 YoY 23% 등으로 양호
- 양호한 실적과 밸류에이션에도 불구하고 주가는 지속적으로 하락. 특별한 주가 모멘텀이 없기 때문
- 모바일 게임 신작 흥행, 페이코 지표 개선, 페이코 추가 투자 유치 등 주가 모멘텀 필요. 향후 아이돌마스터 IP 게임을 포함한 모바일 게임 신작 5종 출시 예정. 페이코는 쿠폰, 오더, 배달 사업 등 연계 서비스 수익화 전략 확인 필요

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20		3Q20			4Q20		
			직전추정	실적치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	352	405	412	419	19.2	3.5	412	444	10.9	5.8
영업이익	22	26	26	27	24.5	3.6	26	30	73.5	10.6
순이익	26	21	17	21	-18.5	2.9	18	14	흑전	-32.7

자료: NHN, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

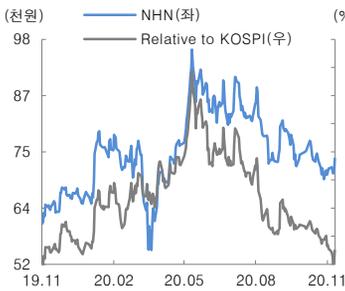
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,265	1,489	1,663	1,872	2,123
영업이익	69	87	112	147	174
세전순이익	154	66	138	180	207
총당기순이익	105	23	97	135	155
자비자분순이익	89	11	78	108	124
EPS	4,567	567	3,975	5,524	6,341
PER	12.5	117.7	18.5	13.3	11.6
BPS	80,873	81,428	85,390	90,902	97,229
PBR	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8
ROE	5.8	0.7	4.8	6.3	6.7

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

이민아 이지은
 mina.lee@daishin.com ieeun.lee@daishin.com
 투자의견 **BUY**
매수, 유지
 6개월 목표주가 **100,000**
유지
 현재주가 **73,600**
 (20.11.13) 디지털콘텐츠업종

KOSPI	2493.87
시가총액	1,440십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	10십억원
52주 최고/최저	95,900원 / 54,900원
120일 평균거래대금	106억원
외국인지분율	11.10%
주요주주	이준호 외 18 인 47.66% 국민연금공단 9.21%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.4	-6.1	-20.3	15.4
상대수익률	-7.9	-8.2	-38.0	-1.8



미래에셋생명

(085620)

박혜진

hvein.park@daishin.com
투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

5,500

유지

현재주가

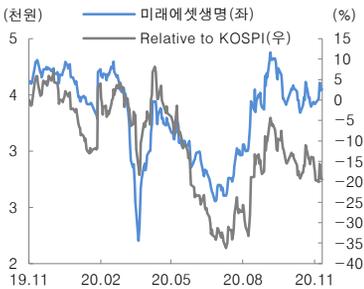
(20.11.13)

3,995

보험업종

KOSPI	2,493.87
시가총액	707십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	885십억원
52주 최고/최저	4,435원 / 2,175원
120일 평균거래대금	8억원
외국인지분율	5.57%
주요주주	미래에셋대우 외 23 인 46.21%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.4	12.9	15.3	-7.4
상대수익률	-0.4	10.3	-10.3	-21.2



역시 변액보험은 미래

투자의견 매수(BUY), 목표주가 5,500원 유지

- 지수상승과 거래대금 호조로 동사의 강점인 변액보험 신계약 매출이 급증. 은행의 사모펀드 상품 판매가 거의 전무하여 이 수요가 방카슈랑스로 유입됨에 따라 변액보험 매출은 당분간 양호하게 유지될 가능성이 큼. 당 분기 손해를 상승에 따른 사차익 감소는 아쉬웠으나 비차익과 이차익은 여전히 견조하게 유지됨
- 연말에도 동사는 변액보증준비금 적립에 대한 부담이 거의 없어 2020년 순이익은 우리의 추정 1,100억원을 상회할 가능성이 큼. 생명보험사 중 유일하게 3년 연속 이익이 증가하는 회사

3Q20 별도기준 순이익 312억원(QoQ -22.8%, YoY +22.2%)기록

- 3분기 순이익은 우리의 추정 349억원과 컨센서스 361억원을 각각 -10.7%, -13.7% 하회. 비차익과 이차익은 여전히 견조하였으나 손해율이 상승하며 사차익이 예상보다 감소. 당 분기 손해율은 89.1%로 전 분기 대비 +11.8%p 상승하였으며 전년 동기 비로로는 -1.0%p 하락. COVID-19로 인해 의료기관 수요가 감소함에 따라 대형사들의 손해율은 70%대로 상당히 양호한 것과는 다른 모습
- 동사의 강점은 원래 특별계정 변액보험으로 위험보험료 모수 자체가 적어 고액보상건이 발생하면 손해율이 크게 상승할 수 밖에 없음. 따라서 당 분기 사차익은 107억원으로 2분기 대비 -51.7%, 지난해 대비로는 -7.5% 감소. 비차익과 이차익은 각각 220억원(QoQ -2.8%, YoY -15.7%), 138억원(QoQ -0.3%, YoY +620%) 기록. 동사는 우리의 생명보험사 커버리지 중 이차익이 (+)인 유일한 회사
- 손해율과는 달리 장기보장성 APE는 979억원으로 일반종신보험 매출이 증가함에 따라 크게 증가하였으며, 당 분기는 특히 변액 APE가 급증. 변액보험 APE는 1,459억원으로 전 분기비 130%, 전년 동기 비 90% 이상 증가하며 변액보험에서 강점이 다시 한번 부각. 변액보험 및 퇴직연금 적립금은 총 16.7조원, 수수료수입은 407억원으로 안정적 수준 유지. 당 분기 보증준비금 환입액은 130억원

(단위: 십억원, %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	집행치	3Q20			4Q20F		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
보험손익	-154	-140	-136	-192	적지	적지	-148	-177	적지	적지
투자손익	165	149	178	160	-2.9%	7.4%	158	197	19.4%	22.9%
순이익	25.5	40.4	34.9	31.2	22.2%	-22.8%	36.1	14.2	-44.4%	-54.5%

주: IFRS 별도 기준 / 자료: 미래에셋생명, FrGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수입보험료	4,078	4,003	4,149	4,181	4,331
영업이익	-239.3	-201.6	-202.6	-206.1	-201.4
순이익	75	100	110	119	129
YoY(%)	-5.3	33.5	10.3	8.0	8.3
BPS(원)	14,820	15,668	16,771	17,301	17,776
PBR(배)	0.31	0.26	0.24	0.23	0.22
ROE(%)	3.8	4.6	4.6	5.2	5.4
EPS(원)	541	722	827	893	967
PER(배)	8.5	5.7	4.8	4.5	4.1

주: IFRS 별도 기준 / 자료: 미래에셋생명, 대신증권 Research Center

한화생명 (088350)

박혜진

hvein.park@dshin.com

투자 의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

2,000

유지

현재주가

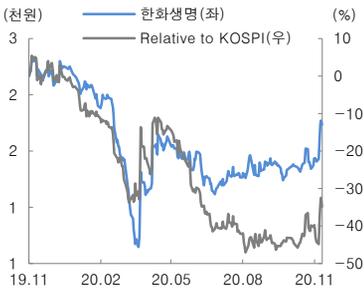
1,895

(20.11.13)

보험업종

KOSPI	2,493.87
시가총액	1,646십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	4,343십억원
52주 최고/최저	2,415원 / 895원
120일 평균거래대금	105억원
외국인지분율	7.60%
주요주주	한화건설 외 6 인 45.05% 예금보험공사 10.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.7	15.2	17.0	-21.2
상대수익률	18.2	12.6	-9.0	-32.9



신계약 가치 수익성 크게 개선

투자 의견 Marketperform, 목표주가 2,000원 유지

- 신계약가치 수익성이 크게 개선됨. 보장성보험 내 기타보장 상품의 비중이 확대됨에 따라 보장성보험의 신계약가치 수익성은 당 분기 75.3%까지 상승한 것은 고무적. 과거 고금리 고정금리 비중이 25%까지 축소되었고 변동금리 비중이 52%까지 상승함에 따라 부채구조도 지속적으로 개선되고 있음. 당 분기 평균부담금리는 4.44%로 전년 동기 비 -10bp 하락함. 체질개선이 수익성 개선으로 이어지길 기대

3Q20 별도기준 순이익 655억원(QoQ -48.8%, YoY +7.4%) 기록

- 3분기 순이익은 우리의 추정 600억원을 9.1% 상회하고 컨센서스 740억원을 11.5% 하회. 손해율이 70%대를 유지하면서 사차익이 여전히 견조하였고, 비차익 역시 3분기 연속 700억원대를 유지. 당 분기 손해율은 78.9%(QoQ +5.4%p, YoY +2.5%p), 사차익 1,240억원, 비차익은 730억원(QoQ -6.4%) 기록
- 보장성APE는 2,704억원으로 전 분기 대비 소폭 감소하였는데, 저축성 상품 판매축소에 기인. 따라서 당 분기 보장성 보험의 비중은 65%까지 확대되었으며 전체 신계약가치 수익성은 보장성보험 비중 상승에 따라 전 분기 40.3%에서 47.8%로 +7.5%p나 상승
- 2020년 예정이율을 4월, 7월 2차례 인하하였으며 수익성 높은 기타보장 상품 비중이 상승하여 신계약가치 수익성이 개선됨. 따라서 전체적인 수입보험료 자체는 퇴직연금 물량이 증가하며 전년 동기대비 +12.8%증가한 3,44조원 기록
- 당 분기 일회성요인은 우리금융지주 주식 손상차손 -1,020억원, 변액보증준비금 환익 920억원 반영. 우리금융지주 주식 손상차손 반영으로 당 분기 자산운용이익률은 2.99% 기록

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20F			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
보험손익	-154	-5	-256	2	흑전	흑전	-131	-258	적지	적지
투자손익	764	688	771	742	-2.9%	8.0%	742	932	2.2%	25.5%
순이익	60.9	128.0	60	65.5	7.4%	-48.8%	74	1.1	흑전	-98.3%

주: IFRS 별도 기준 / 자료: 한화생명, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수입보험료	14,240	14,014	15,141	15,433	15,787
YoY	-3%	-2%	8%	2%	2%
순이익	359	115	237	228	232
YoY	-32%	-68%	107%	-4%	2%
BFS	13,126	16,048	14,981	15,432	13,931
PBR	0.32	0.14	0.13	0.13	0.14
ROE	3.8	1.0	2.0	2.0	2.0
EPS	478	153	315	303	267
PER	8.8	15.1	6.1	6.4	7.2

주: IFRS 별도 기준 / 자료: 한화생명, 대신증권 Research Center

DB 손해 보험 (005830)

박혜진

hyejin.park@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

65,000

유지

현재주가

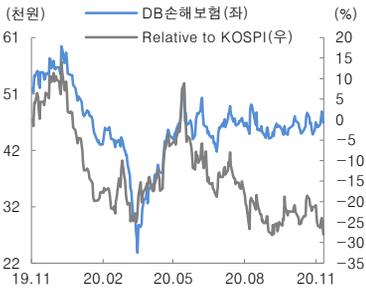
(20.11.13)

46,300

보험업종

KOSPI	2,493.87
시가총액	3,278십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	35십억원
52주 최고/최저	59,500원 / 23,800원
120일 평균거래대금	89억원
외국인지분율	40.62%
주요주주	김남호 외 10 인 23.21% 국민연금공단 11.65%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.0	-6.1	-1.9	-12.6
상대수익률	-1.7	-8.2	-23.7	-25.7



2019년 연간이익 상회

투자의견 Buy, 목표주가 65,000원 유지

- 3분기까지의 순이익은 4,420억원으로 이미 지난해 연간 이익 대비 18.5%나 증가. 올해 상반기까지 이미 지난해 연간 이익에 준하는 실적을 시현하였기 때문에 하반기 높은 수준의 이익을 낼 유인이 크게 없는 상황. 따라서 이익 레벨보다는 지표개선에 주목할 필요가 있는데, 자동차보험 손해율은 여전히 2019년 대비 지속적으로 개선되고 있음. 위험손해율이 COVID-19영향 소멸로 원래 수준으로 상승하고 있는 점이 아쉬움. 보험청구간소화 등 제도적인 뒷받침이 이뤄질 것으로 예상되나 관건은 실손보험료를 정상적으로 인상할 수 있을지 여부

3Q20 별도기준 순이익 926억원(QoQ-56.3%, YoY -24.4%)기록

- 3분기 순이익은 우리의 추정 1,180억원과 컨센서스 1,097억원을 각각 -21.5%, -15.6% 하회. 상반기까지 순이익이 3,500억원으로 지난해 연간이익 3,729억원에 육박하였기 때문에, 예고하였던 각종 매각이익이 전무했던 데 기인. 당 분기 투자영업이익은 2,938억원으로 전 분기 대비 -21.4%, 전년 동기비로도 -23.3% 감소하였으며, 따라서 자산운용이익률은 3.1% 기록
- 자동차보험 손해율은 지난해 대비로는 지속적으로 개선세. 당 분기 손해율은 85.2%(QoQ +3.3%, YoY -7.2%) 기록. 일반보험의 사고발생액에 평분기 수준보다 높아 손해율이 77.1%로 상승하였음. 위험손해율은 93.7% 기록. 전 분기, 전년 동기 비 모두 상승. 2분기 COVID-19영향을 가장 크게 받았기 때문에 의료기관 방문이 점진적으로 회복하는 추세
- 신계약매출은 여전히 높은 수준이 유지되고 있음. 보장성보험 신계약이 322억원(QoQ +0.9%, YoY +0.6%)으로 2분기 대비로도 소폭 증가. 매출 호조에 따라 사업비도 증가하는 모습. 당 분기 6,668억원(QoQ +4.6%, YoY +7.8%) 기록

구분	3Q19	2Q20	직전추정	잠정치	3Q20			4Q20F		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
보험료수익	3,261	3,537	3,403	3,531	8.3%	-0.2%	3,490	3,509	3.9%	-0.6%
영업이익	181	290	161	125	-31.1%	-57.0%	147	140	109.7%	12.2%
순이익	122.5	211.9	118.0	92.6	-24.4%	-56.3%	109.7	94.1	113.3%	1.7%

자료: DB손해보험 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
경과보험료	11,592	11,879	12,041	12,084	12,145
총영업이익	746	521	757	801	950
순이익	515	373	548	559	667
손해율	83.4	86.2	84.7	84.7	84.5
ROE(%)	11.0	7.0	9.4	9.3	10.7
EPS(원)	8,132	5,891	9,166	9,360	11,165
BPS(원)	77,587	90,379	99,281	103,033	106,201
PER(x)	8.7	8.9	5.2	4.9	4.1
PBR(x)	0.91	0.58	0.47	0.45	0.44

주: IFRS 별도 기준

자료: DB손해보험, 대신증권 Research Center

현대해상

(001450)

박혜진
hyejin.park@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **32,000**
유지

현재주가 (20.11.13) **24,400**
보험업종

늘어나는 이익만큼이나 배당에 대한 기대도 점증

투자이견 Buy, 목표주가 32,000원 유지

- 3분기까지의 순이익은 3,147억원으로 이미 지난해 연간 이익 2,504억원 보다 25.6%나 증가한 상황. 높아지는 이익레벨만큼 배당에 대한 기대도 점증. 우리는 동사의 2020년 DPS 1,200원 예상함. 13일 종가기준 배당수익률 4.9%에 해당
- 자동차보험 손해율은 여전히 2019년 대비 지속적으로 개선되고 있으나 위험손해율이 COVID-19 영향 소멸로 원래 수준으로 상승하고 있는 점이 아쉬움. 보험청구간소화 등 제도적인 뒷받침이 이뤄질 것으로 예상되나 관건은 실손보험 손해율을 정상적으로 인상할 수 있을지 여부

3Q20 별도기준 순이익 1,310억원(QoQ +39.2%, YoY +81.1%)기록

- 3분기 순이익은 우리의 추정 1,240억원에 거의 부합하고 컨센서스 1,639억원을 -20.1% 하회. 자동차보험 손해율은 지난해 대비로는 지속적으로 개선세. 당분기 손해율은 85.9%(QoQ +3.1%, YoY -8.1%) 기록. 일반보험의 사고발생액에 평분기 수준보다 높아 손해율이 73.3%로 상승하였음. 위험손해율은 96.2% 기록. 전 분기, 전년 동기 비 모두 상승. 2분기 COVID-19영향을 가장 크게 받았기 때문에 의뢰기관 방문이 점진적으로 회복하는 추세
- 신계약매출은 올해 들어 가장 높은 수준을 기록. 보장성 인보험 매출이 322억원으로 전 분기 대비 +10.1%, 전년 동기 대비로는 무려 20.3%나 증가. 사측은 MS를 의도적으로 확장하는 것은 아니며, 회사 본연의 매출 체력을 회복하고 있다고 설명. 매출 호조에 따라 사업비도 증가할 수 밖에 없음. 당 분기 7,010억원(QoQ +5.3%, YoY +7.4%)반영되었으며 사업비율은 21.6%(QoQ +0.6%p, YoY +0.2%p) 기록
- 당 분기 사육매각익 1,500억원(세전)이 반영됨에 따라 투자이익은 4,480억원(QoQ +51.6%, YoY +15.0%)으로 크게 증가. 투자자산이익률은 4.5% 기록

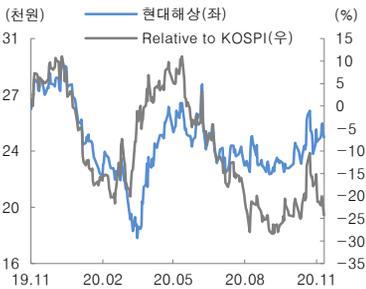
(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20F			
			직전추정	집형치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
보험료수익	3,347	3,644	3,384	3,593	7.4%	-1.4%	3,556	3,647	4.8%	1.5%
영업이익	115	140	177	200	74.3%	42.8%	220	60	260.5%	-69.9%
순이익	72.3	94.1	124.0	131.0	81.1%	39.2%	163.9	40.4	183.4%	-69.2%

주: 별도 기준 / 자료: 현대해상, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI	2,493.87
시가총액	2,181십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	45십억원
52주 최고/최저	29,700원 / 17,700원
120일 평균거래대금	69억원
외국인투자율	40.60%
주요주주	정몽준 외 3 인 22.53% 국민연금공단 9.99%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.4	-0.4	-8.6	-11.4
상대수익률	1.6	-2.7	-28.9	-24.6



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, 배, %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
경과보험료	11,766	12,061	12,294	12,133	12,352
총영업이익	514	383	459	440	549
순이익	359	250	323	312	391
ROE(%)	8.7	5.6	6.8	6.3	7.4
EPS(원)	4,502	3,141	4,046	3,917	4,902
BPS(원)	51,590	56,155	59,382	62,383	66,170
PBR(x)	0.80	0.48	0.41	0.39	0.37
PER(x)	9.1	8.6	5.6	6.2	5.0

주: IFRS 별도 기준

자료: 현대해상, 대신증권 Research Center

하이트진로 (000080)

한유정 yujung.han@daishin.com 노희재 heejae.roh@daishin.com
 투자의견 **BUY**
 매수, 유지
 6개월 목표주가 **60,000**
 유지
 현재주가 **33,500**
 (20.11.13)
 음식료업종

이 시국 사상 최대 매출 기록

투자 의견 매수, 목표주가 60,000원 유지

- 2021년, 2022년 영업이익은 각각 2,250억원(+8% yoy), 2,493억원(+11% yoy)으로 추정하는데 마케팅 비용은 각각 2,277억원, 2,381억원으로 가정하였음. 보수적인 가정에도 2018년 영업이익 대비 각각 231%, 256% 증가된 수준
- 단기 실적보다는 중장기 시장 판도 변화에 주목할 필요가 있다는 판단

기대치를 상회한 3분기

- 2020년 3분기 하이트진로의 연결 매출액은 6,243억원(+18% yoy, +7% qoq), 영업이익은 644억원(+31% yoy, +19% qoq)으로 컨센서스 영업이익 578억원은 상회했고, 종전 대신증권 추정 영업이익 628억원에는 부합하였음
- 8월 말~9월 초 사회적거리두기 격상으로 2020년 상반기보다도 유흥용 주류 시장은 더욱 위축된 것으로 파악됨. 유흥용 시장 비중은 맥주, 소주 각각 -4%p, -3%p yoy로 추정. 그럼에도 하이트진로의 맥주, 소주 시장점유율은 각각 +5%p yoy 확대되며 사상 최대 매출액을 기록하였음
- 제품별로는 테라, 필라이트 판매량이 각각 +74%, +13% yoy를 증가하며 맥주 매출액 성장(+15% yoy)을, 진로 판매량이 +124% yoy를 증가하며 소주 매출액 성장(+21% yoy)을 주도한 것으로 추정됨

우려만 반영된 주가

- 불안정한 시장 환경에도 핵심 상권에서의 견조한 흐름은 지속되고 있는 것으로 파악되며 2021년에도 시장점유율 확대는 지속될 것으로 기대됨

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20		3Q20			4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	529	582	606	624	18.0	7.3	593	588	5.3	-5.8
영업이익	49	54	63	64	30.9	19.0	58	33	1.0	-48.7
순이익	26	35	35	32	24.8	-7.5	33	-7	적지	적전

자료: 하이트진로, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

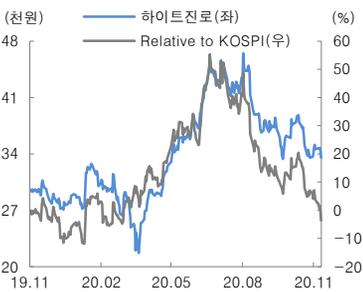
(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,886	2,035	2,328	2,456	2,554
영업이익	90	88	208	225	249
세전순이익	42	0	141	177	203
총당기순이익	22	-42	95	118	136
자배지분순이익	22	-42	94	118	135
EPS	310	-629	1,357	1,700	1,954
PER	53.5	NA	24.7	19.7	17.1
BPS	16,301	14,488	15,114	16,070	17,224
PBR	1.0	2.0	2.2	2.1	1.9
ROE	1.9	-3.9	8.9	10.6	11.4

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

KOSPI	2493.87
시가총액	2,373십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	363십억원
52주 최고/최저	46,500원 / 21,700원
120일 평균거래대금	224억원
외국인거래율	10.50%
주요주주	하이트진로홀딩스 외 9 인 53.81% 국민연금공단 8.64%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.4	-24.0	-2.9	14.5
상대수익률	-16.6	-25.8	-24.4	-2.5



삼양식품 (003230)

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

투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 160,000
유지

현재주가 100,500
(20.11.13)

음식료업종

종합 식품 기업으로 변신

투자 의견 매수, 목표주가 160,000원 유지

- 내수 라면 영업이익 비중은 13%에 불과할 정도로 수출 라면과 조미소재·소스 부문에서의 이익 기여 확대 추세 지속
- 향후 해외 라면 시장에서의 추가 성장 및 '불닭' 브랜드를 활용한 포트폴리오 확장 잠재력 대비 현저한 저평가 상태

기대치를 하회한 3분기

- 2020년 3분기 삼양식품의 연결 매출액은 1,671억원(+21% yoy, -4% qoq), 영업이익은 234억원(+11% yoy, -21% qoq)으로 컨센서스 영업이익 254억원, 증권대신증권 추정 영업이익 252억원을 하회
- 1) [내수] 3분기 한국 라면 시장은 전년 동기 대비 4% 성장한 것으로 추정되는데 삼양식품 내수 라면 매출액은 전년 동기 대비 3% 성장하며 점유율이 소폭 하락한 것으로 추정됨. 이에 내수 라면 매출액은 564억원(+3% yoy) 기록. 점유율 하락의 원인은 코로나19로 내식 수요 증가하며 봉지면 수요가 증가하고 용기면 수요가 감소한 영향이 삼양식품에 부정적으로 작용했던 것으로 판단됨. '불닭' 브랜드를 활용한 '불닭소스오리지널', '핵불닭소스', '까르보 불닭소스' 등의 라인업 확장으로 판매량이 크게 증가되며 조미소재·소스 매출액은 109억원(+114% yoy)을 기록하였음. 2) [수출] 상반기 재고 이연으로 중국 수출이 전년 동기 대비 19% 증가하며 다소 추후하였음에도 미주 수출이 159% 증가하고, 네덜란드, 독일 등의 주요 유럽 국가로의 수출이 43% 증가하며 라면 수출 매출액은 968억원(+42% yoy)을 기록하였음
- 매출액은 증권 추정치에 부합하였으나 영업이익이 하회한 원인은 환율. 3~6개월 시차를 두고 반영되는 원액 수입 환율이 이번 3분기 전년 동기 대비 5% 상승된 수준으로 반영되며 원가 부담이 불가피하였음. 환영향 제거 시 내수, 수출 수익성은 전년 수준으로 유지된 것으로 추정

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20			4Q20				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	138	174	171	167	21.4	-4.0	163	178	16.9	6.3
영업이익	21	29	25	23	11.4	-20.8	25	25	17.9	6.8
순이익	16	23	21	17	6.2	-24.8	20	20	40.6	13.9

자료: 삼양식품, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

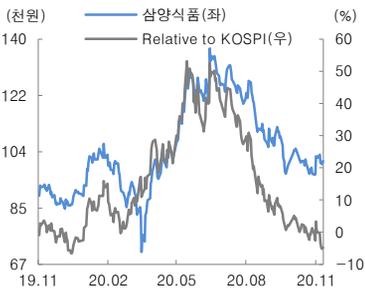
(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	469	544	675	709	774
영업이익	55	78	104	105	115
세전순이익	54	78	107	107	117
총당기순이익	35	60	83	82	89
자배분순이익	35	60	82	81	89
EPS	4,623	7,906	10,869	10,809	11,757
PER	11.2	11.4	9.2	9.3	8.5
BPS	30,652	37,661	47,666	57,622	68,535
PBR	1.7	2.4	2.1	1.7	1.5
ROE	16.2	23.1	25.5	20.5	18.6

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

KOSPI	2493.87
시가총액	757십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	38십억원
52주 최고/최저	137,000원 / 71,000원
120일 평균거래대금	84억원
외국인지분율	7.23%
주요주주	삼양내츄럴스 외 11 인 46.11% 앤디유니콘제일차 8.76%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.5	-16.3	-14.5	9.8
상대수익률	-4.1	-18.1	-33.4	-6.5



롯데푸드 (002270)

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

투자 의견 **Marketperform**
시장수익률 유지

6개월 목표주가 **370,000**
유지

현재주가 **313,000**
(20.11.13)

음식료업종

좋아지는 중입니다

투자의견 시장수익률, 목표주가 370,000원 유지

- 이익 추정치를 상향 조정 하였으나 Target Multiple을 기존 음식료 업종 평균 20% 할인에서 30% 할인으로 할인 폭을 확대하여 목표주가 변동 없음

기대치를 상회한 3분기

- 2020년 3분기 롯데푸드의 연결 기준 매출액은 4,728억원(-1% yoy, +7% qoq), 영업이익은 209억원(-1% yoy, +49% qoq)으로 컨센서스 영업이익 179억원, 종전 대신증권 추정 영업이익 158억원을 큰 폭으로 상회하였음

- 코로나19 영향으로 프랜차이즈향 유제품 판매와 학교 급식·카페 등으로의 유제품 판매 물량이 전년 동기 대비 큰 폭으로 감소하였으며, 중국의 온라인 트래픽 증가·오프라인 트래픽 감소 추세가 롯데푸드의 분유 판매에는 부정적으로 작용하여 중국향 분유 수출 금액이 크게 감소하였음. 이에 유지식품 매출액은 1,675억원(-5% yoy), 영업이익 85억원(-32% yoy), 빙과 매출액은 1,223억원(-2% yoy), 영업이익은 94억원(-20% yoy) 기록

그럼에도 간편식(도시락, 김밥, 샌드위치 등), 냉동식품 판매 호조와 판촉비 축소로 육가공 매출액은 1,830억원(+4% yoy), 영업이익은 29억원(흑전 yoy)을 기록하며 실적 서프라이즈를 주도하였음

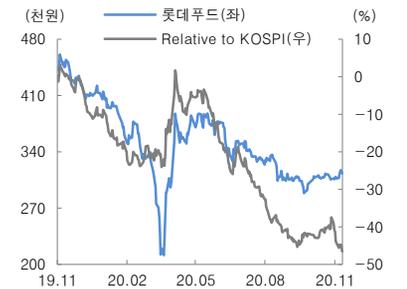
단기 모멘텀은 부재하나 좋아지는 중입니다

- 국내 유일 식물성 식품 생산·판매를 확대 중에 있으며, 2021년 4월 완공되는 김천 공장에서의 간편식 자체 생산 확대를 통한 원가율 개선, 베트남 분유 수출 확대 등을 통해 저점 통과 예상

(단위: 십억원 %)

KOSPI	2493.87
시가총액	354십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	454,000원 / 211,500원
120일 평균거래대금	13억원
외국인지분율	11.51%
주요주주	롯데지주 외 9인 48.23% 국민연금공단 6.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.8	-7.0	-16.1	-29.7
상대수익률	-2.9	-9.1	-34.7	-40.1



구분	3Q19	2Q20	직전추정	잠정치	3Q20			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	478	441	462	473	-1.0	7.3	462	409	-2.4	-13.6
영업이익	21	14	16	21	-1.2	49.4	18	1	-8.0	-94.9
순이익	15	56	11	11	-30.8	-81.3	12	-2	적전	적전

자료: 롯데푸드, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,811	1,788	1,731	1,808	1,872
영업이익	68	49	46	50	61
세전순이익	56	50	102	48	59
총당기순이익	43	38	72	36	44
지배지분순이익	43	38	72	36	44
EPS	46,757	41,242	78,662	39,772	48,813
PER	15.2	10.0	4.0	7.9	6.4
BPS	602,962	625,100	678,807	693,222	723,351
PBR	1.2	0.7	0.5	0.5	0.4
ROE	6.3	5.4	9.7	4.7	5.5

주1: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

주2: 푸드워드 연결 대상 법인 편입으로 2020년부터 연결 기준 자료: 롯데푸드, 대신증권 Research Center

코스맥스 (192820)

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

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **140,000**
유지

현재주가 **111,000**
(20.11.13) 화장품업종

잠깐 지나가는 이슬비

투자 의견 매수, 목표주가 140,000원 유지

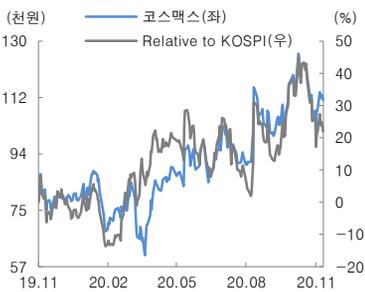
- 2020년 이익 추정치를 하향 조정 하였으나 2021년 추정의 조정 폭은 미미해 목표주가 변동 없음
- 3분기 실적 부진은 아쉽지만 별도 법인의 생산성 향상, 중국 화장품 시장 고성장 수혜, 현금 흐름 개선 등의 투자포인트는 변함없다고 판단됨

기대치를 하회한 3분기

- 2020년 3분기 코스맥스의 연결 기준 매출액은 3,207억원(+1% yoy, -15% qoq), 영업이익은 139억원(+34% yoy, -47% qoq)으로 컨센서스 영업이익 185억원, 증권 대신증권 추정 영업이익 196억원을 크게 하회
- 지역별로 1) **[국내]** 손소독제 매출액이 1Q 140억원→3Q 25억원(추정치)으로 급감하며 기존 추정치를 크게 하회한 점, 2) **[중국]** 주요 고객사의 매출 인식 기준 변경으로 상해 법인 매출액은 806억원(-3% yoy), 코로나 여파로 제품 믹스가 변동되며 광저우 법인 매출액은 278억원(+9% yoy)에 불과한 점, 3) **[인도네시아/태국]** 코로나19 영향으로 도시 봉쇄, 신규 고객사의 주문 지연, 손소독제 수출 제재 등의 원인으로 인도네시아 매출액은 56억원(-52% yoy), 태국 매출액은 42억원(-9% yoy)에 불과한 점은 아쉬움
- 상해는 온라인 고객사 주문량 증가로 온라인 고객사 비중이 40% 중반까지 확대되며 동일 인식 기준 매출액은 1,006억원(+21% yoy)으로 크게 증가되었으며 전년 대비 영업이익은 3배 이상 증가된 것으로 추정됨. 매출 인식 기준 변경 영향은 2021년 1분기까지 미칠 것으로 예상되나 중장기 현금흐름 측면에서는 긍정적 변화로 판단됨. 또한 국내 손소독제 매출 급감에도 별도 영업이익률은 +1.6%p yoy를 기록하며 생산 설비 효율화를 통한 생산성 향상 시현

KOSPI	2493.87
시가총액	1,115십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	126,000원 / 60,700원
120일 평균거래대금	143억원
외국인투자분율	27.43%
주요주주	코스맥스벤처아이 외 11 인 26.57% 국민연금공단 13.49%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.0	9.9	33.6	38.9
상대수익률	-12.3	7.4	3.9	18.2



구분	3Q19	2Q20	3Q20			4Q20				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	317	379	351	321	1.0	-15.4	359	376	6.4	17.1
영업이익	10	26	20	14	33.7	-47.0	18	21	26.6	53.9
순이익	4	20	16	6	53.9	-71.2	13	8	-16.6	38.6

자료: 코스맥스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,260	1,331	1,404	1,543	1,647
영업이익	52	54	78	94	102
세전순이익	36	36	52	70	78
총당기순이익	21	18	32	45	51
지배지분순이익	33	32	39	55	61
EPS	3,247	3,168	3,881	5,430	6,039
PER	40.0	25.2	28.6	20.4	18.4
BPS	26,411	34,178	36,873	40,950	45,270
PBR	4.9	2.3	3.0	2.7	2.5
ROE	13.5	10.5	10.9	13.9	14.0

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

원익 QnC (074600)

이수빈
subin.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **20,000**
유지

현재주가 **15,250**
(20.11.13)

반도체업종

21년, 이익률 개선을 보자

투자의견 매수 유지, 목표주가 20,000원 유지

- 목표주가는 12개월 Forward EPS에 목표 P/E 11.0배 적용하여 산출

20년 3분기: 컨센서스 부합하며 양호한 실적 기록

- 3분기 매출 1,314억원(-6% QoQ, +109% YoY), 영업이익 151억원(+1% QoQ, +140% YoY) 기록, 컨센서스 매출 1,392억원, 영업이익 155억원에 부합
- 별도 기준 쿼츠 사업부문의 경우 고객사의 증설 효과는 2분기에 이미 반영되었음. 3분기에는 장비사향 출하량과 반도체 고객사향으로 직접 납품하는 물량 모두 소폭 하락. 한편, 전사 매출비중의 9%를 차지하는 대만법인은 풀 가동 중으로 이익률도 큰 폭으로 개선
- 자회사 모멘티브 매출은 전분기대비 9% 하락하며 914억원을 기록했으나, 영업적자는 약 40% 축소되었음. 20년 연간 영업적자 160억, 21년에는 BEP 달성 가능할 전망. 비용 절감 활동 본격 진행되며 실적 개선 기대
- 4분기 매출은 1,332억원(+1% QoQ), 영업이익은 126억원(-17% QoQ) 예상. 일반적으로 1) 연말에는 고객사가 재고를 축적하지 않고, 2) 4분기 고객사의 증설은 거의 없으며, 3) 일회성 비용이 연말에 발생할 것으로 예상되기 때문

21년, 본업은 좋고 모멘티브의 적자 폭 축소

- 21년 매출은 5965억원(+12% YoY), 영업이익 748억원(+49% YoY)를 전망
- 주요 고객사의 신규 투자로 모멘티브를 제외한 쿼츠 사업부의 매출은 20% 성장, 영업이익률도 20년 수준을 유지할 것으로 예상함
- 모멘티브의 적자폭 감소와 더불어 세정 사업부에서 신규 아이템 출하에 따른 실적 개선 기대

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	63	139	142	131	108.6	-5.6	139	133	92.6	1.3
영업이익	6	15	16	15	139.7	0.5	15	13	30.5	-16.6
순이익	2	18	5	6	180.2	-63.9	10	12	-6.7	91.8

자료: 원익QnC, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

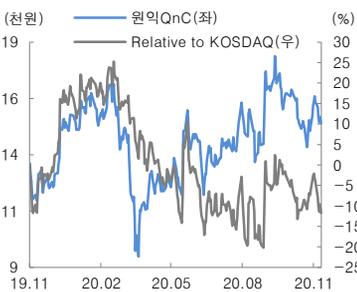
(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	266	263	530	596	674
영업이익	41	27	50	75	81
세전순이익	48	0	32	59	65
총당기순이익	41	4	26	48	53
지배지분순이익	41	3	32	42	47
EPS	1,541	99	1,205	1,613	1,780
PER	6.5	157.4	12.7	9.5	8.6
BPS	8,003	8,103	9,309	10,921	12,701
PBR	1.2	1.9	1.6	1.4	1.2
ROE	21.2	1.2	13.8	15.9	15.1

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

KOSDAQ	839.14
시가총액	401십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	13십억원
52주 최고/최저	18,350원 / 9,100원
120일 평균거래대금	108억원
외국인거래율	2.07%
주요주주	원익홀딩스 외 2 인 40.54% 국민연금공단 7.34%

주가지수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.0	-4.1	19.6	30.3
상대수익률	-3.4	-2.3	-1.4	2.8

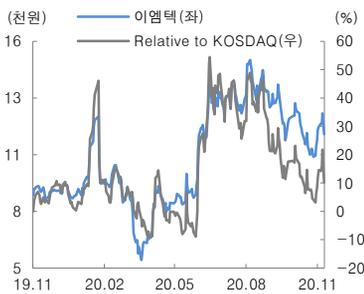


이엠텍 (091120)

한경래 이사
 kvungrae.han@daishin.com saerom.lee@daishin.com
 투자이견 **N/R** 유지
 6개월 목표주가 **N/R** 유지
 현재주가 **11,500**
 (20.11.13) **스몰캡업종**

KOSDAQ	839.14
시가총액	185십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	15,100원 / 5,380원
120일 평균거래대금	43억원
외국인지분율	2.94%
주요주주	정승규 외 3 인 14.97% 안트로젠 9.37%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.3	-18.1	36.4	29.5
상대수익률	-1.7	-16.6	12.4	2.1



턴어라운드 의미

3Q20 영업이익 90억원 기록, 5개 분기 만에 흑자 턴어라운드

- 3Q20 연결 매출액 1,084억원(+63.7% YoY, +162.8% QoQ), 영업이익 90억원(흑전) 기록
- 전자담배 수출 이후 첫 매출 발생. 7월에서 8월 중순까지 낮은 생산 수율에도 높은 제품 마진을 달성
- 부품 매출액 565억원(+35.2% YoY, +174.4% QoQ), 제품 매출액 519억원(+112.3% YoY, +151.2% QoQ) 기록. OPM 부품 7.2%, 제품 9.6%

전자담배 시장 성장 초입 구간, 4분기 일본 수출 시작

- 10월부터 일본 수출 시작. 미야기현, 후쿠오카현 2개 지역 먼저 출시. 2021년 대도시 등 일본 전역으로 확대될 예정
- 일본 전자담배 시장은 국내 대비 약 5배 이상 규모
- KT&G의 국내 릴 제품 출시 후 2018년 국내 전자담배 시장 점유율 16% 기록. 당시 이엠텍 전자담배 매출액은 1,000억원 상회
- 보수적으로 일본 시장 내 KT&G 점유율 3% 가정 시 국내 수준 매출 가능. M/S 별 일본 매출액은 5%: 국내 대비 1.7배 → 10%: 3.4배 규모 예상
- 전세계 아이코스 진출한 61개 국가는 릴의 잠재적인 시장
- 일본 제외 수출액 보수적으로 분기별 300억원 수준 가정, 일본 시장 M/S 2% 가정 시 2021년 제품 매출액 2,450억원(+69%) 가능

2021년 영업이익 400억원(+6,905%) 전망

- 2021년 매출액 4,186억원(+38.4%), 영업이익 400억원(+6,905%) 전망
- 2H20 부품 사업 고객사 플래그십 내 벤더 지위 강화. 2021년 플래그십 모델 에도 공급 확대 예상. 10월부터 부품 Capa 20% 증설 후 가동 중. 2021년 부품 매출액 1,736억원(+10.2% YoY) 예상
- 3분기 제품 사업부는 낮은 생산 수율에도 9.6% 이익률 기록. 외형 확대 및 수율 개선 시 10% 이상 이익률 확보 가능

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	194	286	268	302	419
영업이익	14	21	-6	1	40
세전순이익	5	24	-3	-2	38
총당기순이익	6	24	0	2	35
지배지분순이익	5	24	0	2	35
EPS	372	1,564	24	117	2,154
PER	47.4	10.9	348.3	98.3	5.3
BPS	9,871	12,427	11,354	11,134	13,255
PBR	1.8	1.4	0.8	1.0	0.9
ROE	40	14.3	0.2	1.1	17.7

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

텐센트 (Tencent)

이민아
이재은

mina.lee@dashin.com
jeeun.lee@dashin.com

투자이견
(톱스로이터 평균)

BUY
*(1.67)

목표주가(HKD)
(톱스로이터 평균)

660.62

현재주가(HKD)
(20.11.13)

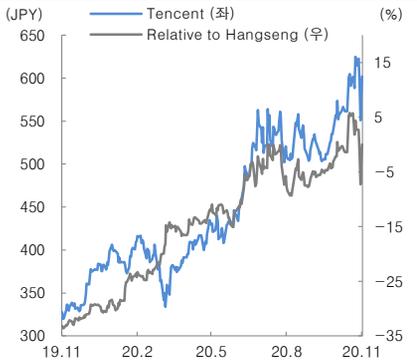
602.00

IT 소프트웨어 업체

Tencent 腾讯

기업명	Tencent
한글명	텐센트
홈페이지	Tencent.com
결산월	12월
거래소 국가	중국
상장 거래소	HKSE
시가총액(조홍콩달러)	5,77T
시가총액(조원)	745.6
발행주식수(백만주)	9,258.7
52주 최고/최저가	318.0/633.0
주요주주	Naspers Ltd 30.9% Huaileng Pony Ma 7.6%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.08	18.04	40.13	83.87
상대수익률	2.4	9.8	20.3	69.7



대외적 우려를 실적으로 해소

3Q20 Review: 전 사업부 성장 견조

- 매출액 1,254억 위안(YoY 29%), 영업이익 440억 위안(YoY 70%), EPS 4.059위안 기록. 컨센서스는 매출액 1,238억 위안, 영업이익 331억 위안, EPS 3,235 위안으로 매출액, 영업이익, EPS 모두 컨센서스 상회
- **VAS**: 매출 698억 위안(YoY 38%) 기록. 1) 온라인 게임 매출 414억 위안(YoY 45%) 기록. 화평정영, 왕자영요 등의 스마트폰 게임 매출 증가가 실적 견인 2) 소셜 네트워크 매출 284억 위안(YoY 29%) 기록. HUYA의 라이브 스트리밍 서비스, 비디오/음악 구독 서비스 등의 디지털 콘텐츠 서비스 증가
- **온라인 광고**: 매출 214억원(YoY 16%). 알고리즘 광고 구매 솔루션의 적용 범위 확대. 교육, 인터넷, 이커머스 등의 수요 증가와 부동산, 자동차 등의 수요 회복. 워킹 광고 성장에도 불구하고, 텐센트 비디오 광고 전분기 대비 소폭 하락
- **핀테크&비즈니스**: 매출 333억 위안(YoY 25%) 기록. 1) 커머스 페이/WM 사업 견조한 매출 성장. 오프라인 거래 및 미니 거래 확대로 TPV YoY 30% 증가. 커머스 페이 DAU 역시 가파르게 성장. WM 고객수는 YoY 50% 증가. 2) 클라우드 및 비즈니스 서비스는 코로나 영향으로 일부 B2B 계약과 프로젝트 개발에 지연 발생으로 성장 둔화
- 워킹 MAU 12억(YoY 5.4%), QQ 스마트 디바이스 MAU 6억(YoY -5.5%), VAS 유료 구독 수 2억(YoY 25.1%) 기록
- 마케팅비 89억 위안(YoY 56%) 기록. 온라인 게임, 워킹, 비즈니스 서비스 마케팅 비용 모두 증가. 일반관리비 172억 위안(YoY 27%) 기록. R&D 관련 비용 증가에 기인

파트너십 강화로 win-win 효과 창출할 것

- 핀테크, 타 금융사와 파트너십 강화로 윈윈 효과 창출
- 3분기 클라우드 사업의 더딘 매출 성장은 일시적인 계약의 지연 요인이 있었던 것으로 회사는 4분기 해소될 것으로 전망
- 게임, 단파 모바일 등 탄탄한 파이프라인 점차 출시 예정

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: CNY mn, HKD, %)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	312,694	377,289	479,330	590,587	706,593
영업이익	78,800	95,722	149,630	178,314	207,008
당기순이익	79,984	95,888	120,380	144,531	183,392
EPS	8.0	9.9	12.7	15.8	18.8
PER	33.1	34.1	35.0	28.2	23.7
BPS	35.5	44.3	58.3	73.5	91.7
PBR	12.5	10.0	7.6	6.1	4.9
ROE	17.8	16.4	23.2	22.8	22.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 추정치는 톱스로이터 컨센서스 기준
자료: 톱스로이터, 대신증권 Research Center

조선업 Comment

– 컨테이너선 발주 시작, 작지만 큰 변화

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

2020.11.16

대우조선해양, 대형 컨테이너선 6척 수주

- 11/13 대우조선해양은 컨테이너선 6척 수주를 공시
- 총 계약금액은 6.49억불, 7,226억원, 척당 1,204억원, 적용 환율은 1,112.4원, 척당 108,3백만불
- 2023년 1월 31 인도이며 3개월 내 2척의 계약을 취소할 수 있는 조건. 지난 10월 LNG선 수주 환율 1,162.5원 대비 달러당 50원 하락. 선가는 무난한 수준
- 외신에 따르면 15,000TEU, 선주는 조디악(Zodiac)으로 추정. 이중 연료나 스크러버를 달지 않은 전통(Conventional) 방식의 선박. 유가 하락 안정화와 미 대선에서 신재생에너지 확대를 주장하는 바이든 당선의 영향
- 대우조선해양은 올해 컨테이너선 첫 수주. 이번 수주까지 총 39.24억불을 수주. 연간 목표 72.1억불 대비 55.2%

급증하는 컨테이너 운임

- 컨테이너 운임지수 SCFI 지표는 1,857pt(+11.6% wow)로 2009년 10월 집계 이후 최고치를 매주 경신 중
- 당사 해운 애널리스트에 따르면 컨테이너 운임 상승은 공급축소(계선증가), 물동량 증가 영향. 2021년도 컨테이너 수급은 3% 공급부족으로 운임강세 지속 전망. 2010년과 달라진 점은 1)Top3 Carrier의 Alliance 가입, 2)2010년 치킨게임 주도하던 Top-Tier들의 Orderbook 부재, 3)수주잔고는 2010년의 51.2%에 불과, 4)Player 감소
- 1)아직 컨테이너선 발주는 제한적이라 선가는 13,000TEU YTD가 -8.3%로 지지부진 2)탱커선, 벌크선 등 선종 전반의 발주 감소 상황, 3)컨테이너선은 국내 조선소가 독점하는 LNG선과 달리 중국과 경쟁해야 하는 선종이라는 점에서 조선주 입장에서는 컨테이너 운임상승을 조선주 모멘텀으로 인식하지 않던 상황

컨테이너선 발주 시작, 작지만 큰 변화

- 올해 국내 조선 3사는 컨테이너선 수주가 없었음. 최근 컨테이너선 운임 급증으로 조선사별 수주 협의는 급증
- 알파라이너에 따르면 미운행 컨테이너 선박(Inactive Fleet)은 1.6%에 불과
- 2021년 인도될 15,000TEU 이상 컨테이너선은 50척, 2022년은 14척, 2023년은 11척. 부족한 2022년 이후 인도 물량에 대한 발주가 내년부터 지속될 것으로 전망
- 12,000TEU 이상의 선복량(Fleet)은 433대이며 2010년 이전 발주된 선박은 10% 수준. 수주잔고는 68척, 2021년 컨테이너선 발주가 몰리면 선가 상승, 2025년 IMO 추가 환경규제 대응으로 중국 대비 경쟁 우위에 설 수 있을 것
- 컨테이너선 발주가 늘어나도 탱커선 시황은 여전히 좋지 않아 선가 개선폭은 크지 않을 것. 다만 2021년은 카타르 LNG선 계약, 2020년에서 밀린 발주들의 계약 등으로 2020년 낮은 기저 대비 큰 폭의 수주 개선 가능할 것. 컨테이너선 발주 증가는 내년 시황 개선에 힘을 보태는 작지만 큰 변화

▶ 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.