

Morning Meeting Brief

글로벌 ETF

매주 수요일 만나는 글로벌 ETF: 디펜딩 챔피언, 친환경 ETF

- 작년에 이어 미국 상장 ETF 중 가장 높은 수익률을 기록한 친환경 ETF. 친환경 산업은 전환 준비를 마치고 본격적인 전환을 시작
- 전환 필요성이 크고 연구 및 상용화가 많이 이루어진 태양광, 풍력, 전기차 등 분야가 우선적 수혜를 받을 전망
- 친환경 ETF: QCLN, 재생에너지, 전기차, 대체전력 등 다양한 친환경 기업 45개로 구성
태양광 ETF: TAN. 태양광 패널 제조, 설비제조, 설치 업체 25개로 구성. 태양광 발전과 관련된 비즈니스를 주 사업으로 하는 기업에 높은 비중을 부여

문남중 namjoong.moon@daishin.com/ 조재운 jaeun.jo@daishin.com

산업 및 종목 분석

[2021 연간전망] 유통/의류: 소비 회복과 맞닿아 있는 기업들

- 유통: 2021년에도 해외 소비가 불가능한 상황에서 내수 소비는 증가할 수 밖에 없는 상황. 2021년은 구매단가 상승뿐만 아니라 GDP 회복으로 구매건수도 동반 개선될 수 있을 것으로 전망
- 의류: 글로벌 소비 회복으로 소매 기업들의 re-stocking 수요 지속될 것으로 예상. 국내 의류 제조사들의 4분기 미국 소비 시즌 앞둔 출하 증가와 2021년 경기 회복에 따른 재고 감소가 주주 증가로 이어질 전망
- Tok Picks: 현대백화점(069960), 힐라홀딩스(081660)

유정현 junghyun.yu@daishin.com

[2021 연간전망] 금융: 반값, 반등

- [은행] 순이자이익 증가, 대손비용 감소로 21년 은행의 연간이익은 전년 대비 1.4% 증가 전망
- [증권] 브로커리지 수익은 감소, 그러나 상품운용(트레이딩)이익의 정상화 기대. 커버리지 5사 21년 순이익 전년 대비 +9.1% 증가 전망
- [손해보험] 실손보험료가 25% 이상 인상 가능하다면 주가상승 기대 가능. 경상적 투자영업이익을 기대한다면 2021년 순이익은 증익 가능. 커버리지 3사 21년 순이익 +14% 증가 전망
- [생명보험] 운용자산 증가에 따른 투자이익 증가로 순이익 증가 가능 전망. 커버리지 3사 21년 순이익 +5.4% 증가 전망
- Top Picks: 하나금융지주(086790), KB금융(105560), 미래에셋대우(006800)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

[2021 연간전망] 음식료/화장품: 별들 날 오는 소비재

- 음식료: 1) 코로나19 장기화로 식에 대한 중요성 확대. 전체 지출 내 식품 비중이 확대되며 수요자 위주의 시장에서 공급자 위주의 시장으로 재편 기대. 2) 대두, 옥수수 등의 재고율 하락으로 주요 곡물 가격 상승 추세. 이에 따른 가공식품 가격 인상 가능성. 3) 엄격해지는 부당 지원 금지에 따른 음식료 업계의 건전한 체력 향상 기대
- 음식료 비중 확대 유지, 탐픽 오리온, 풀무원 제시
- 화장품: 2020년 광군제 화장품 브랜드 TOP10를 Review해보면 중국 브랜드의 부진, 한국과 글로벌 브랜드의 약진 확인. 중국 면세 시장 고성장으로 중국 내 럭셔리 소비 비중은 더욱 빠른 속도로 확대될 것으로 예상됨
- 화장품 비중 확대 유지, 탐픽 LG생활건강 제시

한유정 yujung.han@daishin.com

[2021 연간전망] 스몰캡 : 다시 오는 매수 시기

- 건기식 : 2020년 코로나19 반사수혜로 인한 높은 기저에도 2021년 성장 지속 전망
- 5G: 2025년 글로벌 5G 비중 20%, 선제적 인프라 투자는 필수
- 중소형 소비자주 : 21년 재개될 성장세, 밸류에이션 매력, 백신 상용화 기대감
- Top Picks: [건기식] 뉴트리(270870), 노바렉스(194700),
- : [5G] 서진시스템(178320), 오이솔루션(138080),
- : [중소형 소비자주] 더네이처홀딩스(298540), 덴티움(145720), 에스제이그룹(306040)

한경래, kyungrae.han@daishin.com

의류업: 글로벌 소비 회복과 맞닿아 있는 한국 의류/신발 기업들

- 팬데믹 상황에서 경쟁력이 더 강해지는 한국 OEM 기업들. 이는 1) 지난 해 미·중간 무역분쟁으로 글로벌 의류와 신발 OEM 산업에서 중국산 제품의 점유율이 크게 하락하는 와중에 코로나19로 중국산 제품의 경쟁력이 한차례 더 약해지고 있고, 2) 코로나19 충격으로 OEM 산업은 영세 사업자들의 구조조정 효과가 나타나고 있기 때문
- 중국: 2021년 중국 경기 부양으로 이번 코로나19 영향으로 인해 일시적으로 위축됐던 국내 화장품 수출과 중국 현지에서 브랜드 사업을 운영하는 국내 기업들에게는 기회 요인이 더 많이 생길 것으로 예상
- 미국: 2021년에 힐라홀딩스의 기업가치가 회복될 가능성이 높다고 판단. 이는 1) 2021년 미국 소비 회복으로 2019년 4분기부터 크게 부진했던 동사의 실적 개선 가능성이 높고, 2) 2021년 상반기 아쿠시넷의 실적 개선 가능성이 높고, 3) 증익 구간에서 동사의 P/E가 10배 미만으로 valuation 매력이 크게 부각될 수 있기 때문
- Top pick으로 힐라홀딩스, 화승엔터프라이즈 제시

유정현, junghyun.yu@daishin.com

[반도체업 Monthly] 2020년 11월: 21년 1분기 가격 하락폭 상향조정

- 20년 11월 서버 DRAM 가격 전월대비 2% 하락, PC DRAM 가격 유지
- 11월 잠정수출액: 모바일 MCP, 중국 모바일 세트사 수요 지속
- 21년 1분기 DRAM 가격 하락폭 상향 조정, 2분기 가격 반등 유지
- 20Q4 Blended ASP -10%, 서버 DRAM -15%, PC -9%, 모바일 -4% QoQ 전망. 21Q1 Blended ASP -3%, 서버 DRAM -4%, PC -3%, 모바일 flat QoQ 전망
- 당사는 1분기 직전 추정치 Blended ASP -10%에서 -4%로 상향 조정하며 DRAM 가격 하락폭은 축소될 전망. DRAM 빛 공급량이 예상보다 낮고, 모바일 구매량은 1분기까지 지속되고 서버 DRAM 가격 상승이 빨라질 가능성이 증가하고 있기 때문

이수빈, subin.lee@daishin.com

[Research Collaboration] 신재생 에너지 : 글로벌 대세, 그러나 아직 초입일 뿐

- [풍력] 해상 풍력, 필연적인 글로벌 투자 가속화
- 전세계의 탄소제로 달성을 위한 신재생 에너지로의 전환 흐름에 맞춰 풍력 산업의 중장기 투자 Upcycle 이어질 전망
- 글로벌 풍력 시장은 해상 풍력 중심으로 고성장 예상. 아시아 해상 풍력 시장 성장과 함께 발전 단가 하락으로 원가 절감 니즈가 커짐
- 가격 경쟁력이 높은 아시아 업체로의 발주가 늘어날 수 있음. 아시아 부품 업체 M/S 확대는 국내 주요 부품 업체들의 수혜로 이어질 것.
- Top Picks: 삼강엠앤티(100090), 씨에스베어링(297090), 씨에스원드(112610) 제시
- [태양광] 성장주로 진화 중
- 친환경 정책 강화에 따른 글로벌 태양광 수요 성장세 확대 예상
- 2021년 수요는 코로나19 기저효과 및 주요국 성장 덕분에 149GW(+24% YoY)를 기록할 전망 vs. 성장성 전망은 기존 10% 내외에서 20% 이상으로 구조적인 성장세 확장도 기대 가능(공격적인 정책 목표가 현실화될 경우 연간 수요는 250GW 내외)
- [수소] 성장 가능성이 무궁무진한 수소경제
- 수소경제가 부상하게 된 3가지 배경: 1) 기후변화로 인한 환경규제 2) 재생에너지 발전증가 3) 국내 신성장 동력 강화
- 향후에도 수소경제가 지속적으로 발전되기 위한 조건: 1) 세부 수소 생산 계획 2) 수전해 기술 발전 3) 자립형 산업 생태계 조성
- Top Picks: 두산퓨얼셀(336260), 효성중공업(298040), 두산중공업(034020)

한경래, kyungrae.han@daishin.com, 한상원 sangwon.han@daishin.com, 이동현 dongheon.lee@daishin.com

[Research Collaboration] 씨에스윈드 : 준비된 회사에 최고의 기회

- 투자이건 매수, 목표주가 160,000원 커버리지 개시
- 2021년 예상 EPS 5,056원에 Target PER 31배 적용
- 글로벌 해상 풍력 20년 35GW → 30년 230GW 이상 전망
- 상위 터빈 업체들 고객사 보유. 해상 풍력 타워 성공적인 납품 레퍼런스 확보. 풍력 타워 시장 1위 점유율 강화될 가능성 높음
- 3,500억원 유상증자 통한 미국 현지 시장 진출 준비

한경래. kyungrae.han@daishin.com

[Research Collaboration] 씨에스베어링 : 고성능하는 시장, 개별 스토리까지

- 투자이건 매수, 목표주가 44,000원 커버리지 개시
- 2022년 예상 EPS 1,582원에 Target PER 28배 적용
- 베트남 법인 신규 가동, 이익률 개선 기대
- 고객사 내 점유율 상승, 신규 고객사 확대. GE 내에서의 점유율 상승, 신규 고객사 확대에 따른 회사 경쟁력 강화로 확실한 성장 스토리

한경래. kyungrae.han@daishin.com

[Research Collaboration] 삼강엠앤티 : 폭발적인 아시아 투자, 명확한 방향성

- 투자이건 매수, 목표주가 26,000원 커버리지 개시
- 목표주가 26,000원 커버리지 개시. 목표주가는 2021년 예상 EPS 877원에 Target PER 30배 적용
- 대만 해상 풍력 2025년까지 5.7GW → 2035년 15.7GW, 매년 1GW 수준 신규 투자 필요
- 성공적인 납품 레퍼런스 → 2035년까지 매년 1,500~2,000억원 이상 신규 수주 확보 기대
- 아시아 시장 성장 초입 → 중장기 폭발적 수주 확대 가능

한경래. kyungrae.han@daishin.com

[Research Collaboration] 두산퓨얼셀 : 가장 앞서가는 수소산업의 첨병

- 투자이건 매수, 목표주가 62,000원 커버리지 개시
- 목표주가는 2022년 매출액 1조원에 PSR 4.0배 적용. PSR은 글로벌 비교업체인 블루에너지와 린데의 2022년 컨센서스 평균치
- LNG나 수소로 발전하는 연료전지 모델을 440KW로 표준화. 병렬식 연결로 원전이나 석탄발전 대비 확장 용이
- 수소산업은 그레이수소와 그린수소의 과도기에 있으나 동사는 이미 모든 모델의 발전용 연료전지를 사업화. 가장 앞서가는 수소산업 첨병

이동현. dongheon.lee@daishin.com

[Research Collaboration] 효성중공업 : 신사업은 화수분, 기존사업은 안정화

- 투자이건 매수, 목표주가 74,000원 유지
- [수소충전소] 현재 25% 내외의 국내 점유율. 수소충전소 정부정책은 2022년 310개소, 2040년 1,200개소로 늘어나며 충전소 대형화 추세로 개소당 투자비 역시 20억원 중반에서 30억원 초중반으로 상향 가능. 연간 25기 내외 수주로 700~800억원 매출액 전망
- [수소] 수소 밸류체인에서 글로벌 1위업체 독일 린데와 JV 설립. 효성화학이 투자하는 1.3만톤 액화수소플랜트에서 발생하는 부생수소로 유통부터 충전소 운영까지 일관하는 사업체계 구축 계획
- 기존 사업은 안정화. 2021년은 기저효과로 이익 급증. 구조조정 완료 및 수주 증가 추세

이동현. dongheon.lee@daishin.com

[Research Collaboration] 두산중공업 : 돌고 돌아 결국은 신재생 대장주

- 투자이건 N/R, 목표주가 N/R
- 국내외 에너지원 전환 기조로 원전 및 석탄화력발전소 수주 및 매출 급감. 2020년 상반기 3조원 자구안 수립 후 이행 기조와 에너지 전환 정책 발표에 따른 동사 수혜 기대 등 반영. 구사업에서 신사업으로의 사업 전환기 충격을 최소화하는 것이 중요
- [가스터빈] 1조원 이상 투자로 국산화. 2030년까지 18GW의 복합 발전소 건설 예정 / [풍력] 8MW 터빈 개발 중. 국내 유일의 해상풍력 실적 보유 / [수소] 두산퓨얼셀 자회사로 보유. 수소액화플랜트 건설 계약 / [소형원전] 안정성 높은 미국 뉴스케일 모델에 기자재 공급

이동현. dongheon.lee@daishin.com

[Research Collaboration] 한화솔루션 : 성장에 대한 의구심은 결국 확신으로 변한다

- 투자이건 매수, 목표주가 65,000원 유지
- 3분기 태양광 사업 영업이익률 4.0%(−3.1%p QoQ)으로 부진
- 중국 주요 글래스 업체들이 예정대로 증설을 진행하면서 부자재 가격의 안정화와 함께 수익성 회복이 가능할 전망
- 단결정(Mono) 제품의 비중은 2020년 말 95%까지 추가적으로 확대될 것으로 예상되며, 효율이 기존 대비 20% 이상 개선된 양면형 모듈(Bi-facial)의 향후 비중 확대도 기대 요인

한상원. sangwon.han@daishin.com

[Research Collaboration] OCI : 정상화의 서막

- 투자이건 매수, 목표주가 85,000원 유지
- 3분기 영업이익은 181억원(흑전 QoQ)으로 시장 기대치(101억원)를 대폭 상회하는 호실적을 달성
- 폴리실리콘 사업이 포함된 베이직케미칼의 이익이 가장 크게 증가하면서 한국 공장 가동 중단 이후 첫 유의미한 실적을 확인
- 시장의 예상보다 양호했던 수익성 및 실적은 결국 말레이시아 공장의 원가가 시장의 우려보다는 충분히 양호하다는 의미

한상원. sangwon.han@daishin.com

[Issue Comment] 대한항공: 냉정과 열정 사이

- 투자이건 시장수익률 유지, 목표주가 23,000원 유지
- 전일(12월1일) 법원은 KCGI가 제기한 신주발행금지 가처분 소송을 기각
- 법원의 KCGI의 소송 기각으로 대한항공의 아시아나항공 인수는 속도감 있게 진행될 것으로 예상
- 항공산업구조조정과 통합 항공사 출범에 따른 프리미엄 부여 등 투자심리에 긍정적으로 작용할 것으로 보이나, 대규모 신주 발행에 따른 권리락, 희석효과, 그리고 오버행 등을 감안해야 함
- 코로나 백신 개발은 임박했으나, 여객수요의 정상화까지는 오랜 시일이 소요될 가능성이 높아 펀더멘털과 주가와의 괴리는 높다고 판단함

양지환. jihwan.yang@daishin.com

[Issue Comment] KT: 따끈한 배당이 생각날 때

- 투자이건 매수, 목표주가 36,000원 유지
- KT의 별도 기준 3Q20 누적 순이익은 6,5천억원(+29% yoy)으로 19년 순이익 4,3천억원을 이미 상회. 당사 추정 20E 별도 순이익은 7,2천억원(+67% yoy)
- 별도 기준 당기순이익에 주목하는 이유는, 20~22년 배당 정책이 일회성 요인을 제외한 당기순이익의 50%를 배당으로 지급하되 최소 19년 DPS인 1,1천원 유지 정책 때문. 20E DPS는 1,2천원, 수익률 5%. KT는 03~12년 동안 배당성향 50% 이상 또는 최소 DPS 2천원 정책 시행. 배당성향 50% 정책만 유지해도 24E DPS는 1,9천원, 수익률 8%
- 영업외비용 개선을 통해 영업이익 대비 당기순이익 개선 확대. 기본적으로 영업이익 역시 개선 중. 개선되는 펀더멘털 대비 주가는 역사적 저점. 20E PER은 8.8배로 역사적 저점. 전일 증가 기준 배당수익률은 5%로 배당수익률은 역대 최고 수준

김희재. hoijae.kim@daishin.com

글로벌 ETF

문남중 namjoong.moon@daishin.com
조재운 jaeun.jo@daishin.com

디펜딩 챔피언, 친환경 ETF

작년에 이어 미국 상장 ETF 중 가장 높은 수익률을 기록한 친환경 ETF

- 올해 미국 ETF 시장에서 가장 높은 수익률을 기록한 테마는 친환경이다. 그 중에서도 상승폭이 가장 컸던 ETF는 태양광 ETF인 Invesco Solar ETF(티커: TAN, 이하)로 174.6% 상승하며 2019년(66.0%)에 이어 2년 연속 수익률 1위를 차지했다. 두번째로 높은 수익률을 기록한 ETF 역시 친환경으로 First Trust NASDAQ Clean Edge Green Energy Index Fund (QCLN)이다. QCLN은 친환경 산업 전반에 투자하는 ETF다.

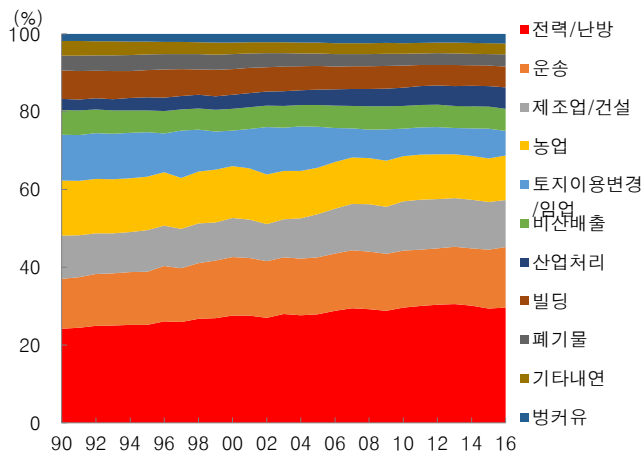
친환경 산업, 전환 준비를 마치고 본격적인 전환을 시작

- ETF 시장에서 친환경 섹터가 두각을 드러낸 건 2019년부터다. 2000년대 들어 환경문제가 인류의 과제로 대두된 이후 국가 중심으로 육성하던 친환경 산업이 최근 들어 본격 전환의 시기를 맞이했기 때문이다. 특히 2021년은 친환경 정책을 주요 공약으로 내세운 바이든이 대통령으로 당선되며 미국의 친환경 전환 리더로서 부상이 기대되고 있는 해다. 미국 외에도 유럽에서는 유러피언 그린딜을 발표하는 등 2021년에는 본격 친환경 전환이 시작될 것임을 알리고 있다.
- 친환경 산업 내 가장 큰 관심을 받는 산업은 기후변화와 관련된 산업일 것이다. 기후변화는 특정 지역에 국한된 문제만이 아니라 해수면상승, 이상기후, 생물멸종 등 전 지구적 문제를 일으키고 있기 때문이다. 기후변화의 주범은 화석연료 사용에 따른 온실가스가 주범으로 온실가스 배출량을 줄이기 위해 파리기후협약, 도쿄의정서 등 국제적 노력부터 내연차량 판매 금지, 태양광 발전 보조금 지원 등 다양한 노력이 지속되고 있다.

전환 필요성이 크고 연구 및 상용화가 많이 이루어진 태양광, 풍력, 전기자동차가 우선적 수혜

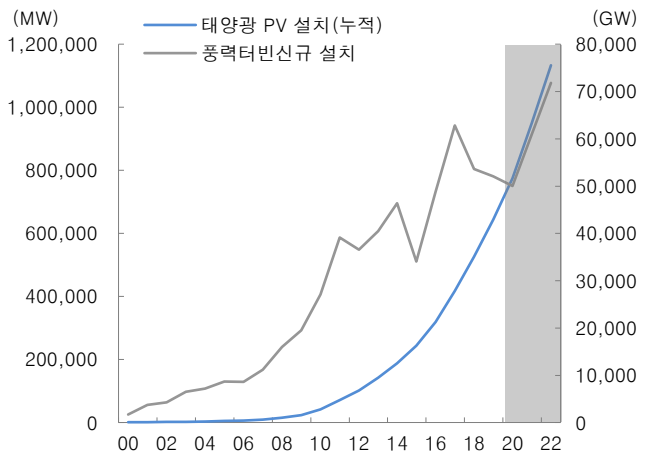
- 현재 온실가스를 가장 많이 배출하는 섹터는 전력생산과 운송 분야로 친환경 전환 필요성이 가장 크다. 두 섹터는 친환경 산업 내에서도 연구와 상용화가 가장 많이 된 섹터로 향후 친환경 전환에 있어 전력생산은 태양광, 풍력 운송에서는 전기자동차 섹터가 우선적으로 수혜를 받을 것이다.
- 친환경 ETF인 TAN과 QCLN은 2년 연속 큰폭 상승하면서 밸류에이션 수준이 높아졌지만 친환경 산업 성장성과 태양광, 풍력 설비 전망, 전기자동차 판매 전망을 고려하면 우려할 수준은 아닌 것으로 판단한다.

섹터별 온실가스 배출 비중



자료: Climate Watch, 대신증권 Research Center

태양광, 풍력 발전설비 설치 추이



주: 음영부분은 전환처
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유통/의류

유정현 junghyun.yu@dashin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

소비 회복과 맞닿아 있는 기업들

유통 : 소비심리 개선 여부는 수출 회복에 좌우

- 2020년 1월 우리나라 수출은 yoy 3.5%로 (+) 증가하며 소비자 심리지수도 104.2까지 크게 개선되었으나 코로나19 충격으로 수출이 3월에 -25.5% 감소하며 소비심리도 크게 악화
- 그러나 3분기부터 수출이 빠르게 회복, 11월부터 수출이 (+) 전환되며 2021년 수출은 올해 부진을 바탕으로 크게 회복될 것으로 보임. 이에 따라 소비 심리도 동반 개선될 것으로 전망

오프라인 유통 채널의 코로나19 충격에서 회복

- 2021년에도 해외 소비가 불가능한 상황에서 내수 소비는 증가할 수 밖에 없는 상황. 2021년은 구매단이 상승뿐만 아니라 GDP 회복으로 구매간수도 동반 개선될 수 있을 것으로 전망

코로나19 이후에도 언택트 소비는 일상화

- 2020년 코로나19 영향으로 언택트 쇼핑 증가. 온라인 유통 플랫폼의 거래액은 yoy 40~50% 증가세를 기록. 온라인 플랫폼 사업자들의 성장 뿐만 아니라 오프라인 유통사들의 온라인 트래픽도 동반 급증하며 온라인 쇼핑 생태계가 확대되는데 가성 오프라인 유통사들도 일부 수혜
- 코로나19를 계기로 언택트 소비가 일상으로 자리 잡으며 코로나19 이후에도 가성 유통사와 신규 플랫폼 사업자들의 동반 성장은 지속될 수 있을 것으로 봄. 다만 코로나19 이후 다시 경쟁 심화 현상도 불가피할 것으로 예상

의류 : Post-corona 시대의 의류/신발 제조 Value Chain의 변화

- 2019년 미중 무역분쟁을 겪으면서 제조사들의 2020년 탈중국 러쉬 시작
- 미국의 중국산 의류 수입 감소는 여러 해 전부터 나타난 현상이었으나 미중 무역분쟁 이후 이러한 현상 심화. 2020년 3분기말 누적 기준 미국의 중국산 수입의류 비중은 27%까지 하락(신발의 경우 중국산 비중이 2019년 50%에서 3분기 누적 기준 43%까지 하락)
- 반면 기타 동남아 국가들의 점유율은 크게 상승(의류는 베트남산이 전년 대비 +3%p 상승한 20% 기록, 신발도 베트남산이 +6%p 상승한 32% 차지)
- 2020년 2~3분기 우리나라 의류 제조 벤더사들의 주요 소비 시장인 미국에서 코로나19로 의류 소비 급감. 그러나 8~9월 들어 소비가 회복되면서 소매 의류 판매 회복, 재고를 하락 나타남
- 글로벌 소비 회복으로 소매 기업들의 re-stocking 수요 지속될 것으로 예상. 국내 의류 제조사들의 4분기 미국 소비 시즌 앞둔 출하 증가와 2021년 경기 회복에 따른 재고 감소가 수주 증가로 이어질 전망

Tok Pick :

- 현대백화점(069960): 면세점 매출 비중에서 인천공항 면세 비중이 크지 않고 코엑스점과 동대문점 매출이 회복되고 있는 상황에서 valuation 매력이 매우 큼. 2021년 소비 회복과 면세점 수익 개선 등 모멘텀 등 고려할때 적극적인 투자 관점에서 접근하는 것이 바람직
- 힐라홀딩스(081660): 글로벌 브랜드로서 지난 1년간 가치가 많이 훼손됐지만 이번 4분기부터 브랜드 가치는 다시 회복되고 있다고 판단. 글로벌 브랜드 사업자로서 2021년 기준 P/E는 10배 미만으로 valuation 상대 매력 매우 큼

금융

반갑다, 반등

박혜진 hyejin.park@dashin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

2021년 은행/증권/보험 전망

은행: 오랜만이다, 은행주 반등

- 가이던스 이상 자산 성장으로 순이자이익 전년 대비 증익. 비이자이익은 브로커리지 수익 급증효과 소멸로 감익. 판관비는 20년 대비 물가상승률정도의 증가 예상. 대손비용은 코로나 관련 여신지원에도 감소 예상
- 순이자이익 증가, 대손비용 감소로 21년 은행의 연간이익은 전년 대비 1.4% 증가 전망

증권: 브로커리지 없어도 꼬떡없지

- 브로커리지 수익은 감소, 그러나 상품운용(트레이딩)손익의 정상화 기대
- 우리는 2021년 커버리지 5사의 트레이딩손익 +113.5% 증가 전망. 이를 반영한 커버리지 5사 21년 순이익 전년 대비 +9.1% 증가 전망

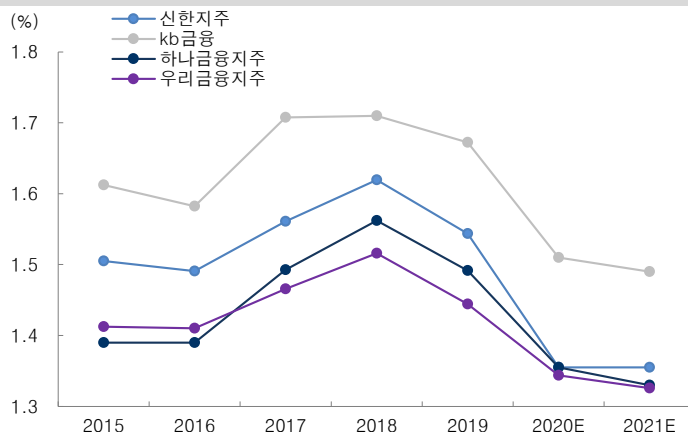
보험: 갈수록 약해지는 어닝파워, 금리 반등했지만 글썄..

- [손해보험] 실손보험료가 25% 이상 인상 가능하다면 추가상승 기대 가능. 경상적 투자영업이익을 기대한다면 2021년 순이익은 증익 가능. 커버리지 3사 21년 순이익 +14% 증가 전망
- [생명보험] 기준금리 3% 이상 인상되지 않는다면 이원차 스프레드 확대는 지속. 운용자산 증가에 따른 투자이익 증가로 순이익 증가 가능 전망. 커버리지 3사 21년 순이익 +5.4% 증가 전망

Top-Picks: 하나금융지주(086790), KB금융(105560), 미래에셋대우(006800)

- 하나금융지주: 투자의견 매수, 목표주가 42,000원. 경상적 분기이익으로 21년 증익 전망
- KB금융: 투자의견 매수, 목표주가 56,000원. 푸르덴셜생명 이익 반영으로 21년 증익 가능
- 미래에셋대우: 투자의견 매수, 목표주가 13,000원. 국내 증권사 중 성장성, 확장성 측면에서 여전히 1등

커버리지 4사 은행기준 NIM 전망



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

음식료/
화장품

한유정 yujung.han@dashin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

별들 날 오는 소비자

음식료 업종 비중확대(Overweight) 유지. Top picks는 오리온, 풀무원으로 제시

- 주요국의 인당 GDP 상승으로 소비 지출 내 식품 비중은 하락하였으나, 코로나19 영향으로 식품 지출 비중 확대 추세. 코로나19 사태가 장기화되며 식품 산업의 변곡점으로 작용될 가능성. 수요자 위주의 시장에서 공급자 위주의 시장으로 재편 기대
- 음식료 업종의 기초 자산인 국제 곡물의 가격 상승이 생산자 물가지수 상승을 촉발하고 결국 가공식품 가격 인상으로 이어질 가능성이 높다고 판단
- 공정위 자산 규모 5조 미만의 중견 그룹에 대한 감사를 더욱 엄격히 할 것임을 공표. 충수 일가 사익 편취, 부당 내부 지원 등이 개선되며 한국 음식료 업계의 건전한 체력 향상 기대
- 2020년 상반기 주가 상승이 두드러졌으나, 2021년 1분기 부담 및 차익 실현 매물 출회가 이어지며 7월 이후 급격한 주가 조정으로 연초 이후의 상승분 반납. 2021년에도 이어지는 실적 호조로 주가는 점진적으로 반등할 것으로 예상

화장품 업종 비중확대(Overweight) 유지. Top picks는 LG생활건강으로 제시

- 중국은 내수 소비 진작을 위해 하이난 면세 규제 정책 완화를 시작으로 내륙 면세점 육성까지 확장될 것으로 예상됨. 중국 면세 시장 성장은 럭셔리 브랜드들의 주요 유통 경로 추가 확장으로 이어져 중국 럭셔리 시장의 폭발적 성장 기대
- 중국 최대 온라인 쇼핑몰 티몰(Tmall) 광군제 화장품 카테고리 Top 10 순위 변동을 보면 1) 2019년에는 자연당, 바이체링, 퍼펙트다이어리, 위노나 등 총 4개 중국 브랜드가 Top10에 등극하였으나, 2020년에는 위노나만이 Top10 브랜드에 속하며 C-Beauty가 부진했고, 2) 2016~2019년 Top10에 이름을 올리지 못했던 아모레퍼시픽의 설화수는 2020년 7위에 이름을 올렸고 LG생활건강의 후는 2019년 8위에서 2020년 4위로 4계단 상승하였고, 3) 에스티로더의 대표 럭셔리 브랜드인 에스티로더와 라메르가 동반 Top10에 진입
- 코로나19 직격탄으로 2020년 이후 이익 전망 큰 폭의 하향 조정. 절대 Valuation Level이 부담 없는 수준은 아니나 회복에 대한 기대감 그리고 중국 럭셔리 시장 성장에 대한 기대감 유효

Top-Picks: 오리온(271560), 풀무원(017810), LG생활건강 (051900)

- 오리온 (271560): 투자의견 매수, 목표주가 160,000원 유지. 주요 국가의 기존 카테고리들의 안정적 현금 흐름을 바탕으로 신규 국가 확장 및 카테고리 확장을 통한 지속 가능한 성장 기대
- 풀무원(017810): 투자의견 매수, 목표주가 28,000원 유지. 미국 식물성 식품 시장 성장에 따른 두부 시장 성장 기대. 푸드서비스/외식 부문은 고정비 부담이 높은 사업장을 점차 축소해가며 1H21부터 손익이 개선될 수 있을 것으로 예상
- LG생활건강(051900): 투자의견 매수, 목표주가 1,930,000원 유지. 중국 럭셔리 시장 고성장에 따른 주요 브랜드 기여도 확대 기대

스몰캡

한경래 Kyungrae.han@dashin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

다가오는 매수 시기

건기식 : 2020년 코로나19 반사수혜로 인한 높은 기저에도 2021년 성장 지속 전망

- 2020년 코로나19로 인한 반사 수혜로 2021년 성장 둔화 우려 존재
- 2021년 건기식 업종(주요 8개 업체 합산) 매출액, 영업이익 전년 동기 대비 각각 18.5%, 36.9% 성장 전망
- 1) 가파른 고령화율, 1인가구 증가 등 사회구조적 변화, 2) 코로나19로 촉발된 건강에 대한 인식 고조, 3) 신규 건기식 제품 개발(이너뷰티, 수면의 질 개선 등)에 따른 시장 확대, 4) 정부의 건기식 산업 규제 완화 및 시장 활성화 추진 등이 성장 요인
- 다시 높아진 밸류에이션 매력, 2021년 해외 진출 정상화 시 레이팅 가능
- 건기식 업종 2021년 예상 PER 9배 수준까지 하락, 2021년 주요 업체들의 해외 진출 가속화 및 분기별 YoY 실적 성장 지속 가능한 만큼 조정 시 매수 기회로 판단
- ToP Pick : 뉴트리, 노바렉스

5G: 2025년 글로벌 5G 비중 20%, 선제적 인프라는 투자는 필수

- 현재 글로벌 24개 시장에서 모바일 5G 서비스 개시. 애플 아이폰12 출시로 첫 5G폰 출시. 5G용 디바이스 본격적인 상용화를 위한 인프라 투자 가속화 필수
- 2025년 주요 지역 5G 채택률: 주요 아시아 지역 50%, 북미 48%, 유럽 34% 등 가파른 비중 확대 전망
- 미국 12월 3.7~4.2GHz 주파수 경매 예정. 미국에서도 28GHz 고주파 대역 대신 중저대역으로 5G 전국망 투자 추진. 국내의 경우 중대역 주파수 경매 2018년 12월 진행 이후 2019년 본격적인 투자 Cycle 들어갔음. 미국 12월 주파수 경매 이후 투자 확대 가능성 높음
- 삼성의 글로벌 시장 약진 → 국내 업체들의 수혜로 이어짐. 삼성전자의 글로벌 네트워크 장비 시장 확대에 따른 주요 공급 업체인 오이솔루션, 서진시스템, 에이스테크 등 수혜 예상
- ToP Pick : 서진시스템, 오이솔루션

중소형 소비주 : 21년 재개될 성장세, 밸류에이션 매력, 백신 상용화 기대감

- 하반기 소매 판매 회복 가속화로 2020년 10월 소비자충전지수(CSI)는 2020년 3월 이후 최대치 전망. 10월 소비심리지수는 91.6으로 전월 대비 대폭 상승
- 백신 상용화 2021년 연말 이후 가능한 점 감안, 2021년 재개될 성장세와 밸류에이션 매력 보유한 중소형 개별 소비주 추천
- 해당 섹터センチメント 둔화와 함께 저평가되었으나 1) 코로나19 타격 이후 회복세가 이미 진행 중이며, 2) 2021년 경기 정상화로 재개될 개별 모멘텀 보유한 종목 제시
- ToP Pick : 더네이처홀딩스, 덴티움, 에스제이그룹

섬유의복업

글로벌 소비 회복과 맞닿아 있는 한국 의류/신발 기업들

팬데믹 상황에서 경쟁력이 더 강해지는 한국 OEM 기업들

- 팬데믹 상황에서 제조업이 직면한 가장 중요한 문제는 당장의 매출 감소 보다 value chain의 붕괴, 그리고 그 과정에서 기업들의 경쟁력이 크게 추락하는 것. 그러나 코로나 19과 같은 큰 외부충격으로 supply chain이 붕괴되는 상황에서도 한국 기업들의 점유율은 오히려 확대되고 있음. 이는 1) 지난 해 미·중간 무역분쟁으로 글로벌 의류와 신발 OEM 산업에서 중국산 제품의 점유율이 크게 하락하는 와중에 코로나19로 중국산 제품의 경쟁력이 한차례 더 약해지고 있고, 2) 코로나19 충격으로 OEM 산업은 영세 사업자들의 구조조정 효과가 나타나고 있기 때문

한국 브랜드 기업은 중국과 미국에서 회복 중인가

- 전세계에서 가장 빠르게 내수 소비가 회복되고 있는 나라는 단연 중국. 소비 대국으로 중국의 소비 심리 개선은 우리 기업들의 실적에 긍정적으로 영향을 미칠 수 밖에 없음. 2021년 중국 경기 부양으로 이번 코로나19 영향으로 인해 일시적으로 위축됐던 국내 화장품 수출과 중국 현지에서 브랜드 사업을 운영하는 국내 기업들에게는 기회 요인이 더 많이 생길 것으로 예상
- 2019년 하반기부터 “FILA”는 미국과 유럽 등 세계 시장에서 브랜드 가치 회복 논란에 휩싸이며 실적이 크게 악화, 기업가치도 급감. 그러나 실적 하향 조정이 마무리 되는 시점부터는 기업가치의 상승 가능성을 염두 할 필요가 있음. 당사는 2021년에 동사의 기업가치가 회복될 가능성이 높다고 판단하는데, 이는 1) 2021년 미국 소비 회복으로 2019년 4분기부터 크게 부진했던 동사의 실적 개선 가능성이 높고(기저 효과), 2) 매 홀수년은 아쿠아넷의 주요 제품들의 라인업이 대대적으로 교체되는 신제품 교체 시기로 2021년 상반기 아쿠아넷의 실적 개선 가능성이 높기 때문이며, 3) 증익 구간에서 동사의 P/E가 10배 미만으로 valuation 매력력이 크게 부각될 수 있기 때문

Top pick으로 휠라홀딩스, 화승엔터프라이즈 제시

- 휠라홀딩스(081660, TP 57,000원) : 글로벌 브랜드, 증익 구간, valuation 매력
- 화승엔터프라이즈(241590, TP 20,000원) : 탈중국 시기, 글로벌 벤더 통폐합 수혜

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

투자 의견

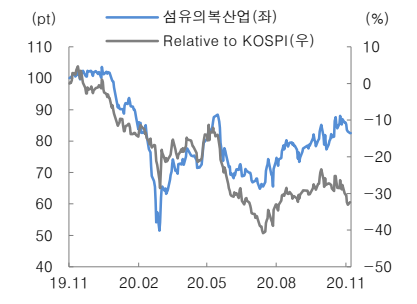
Overweight

비중 확대, 유지

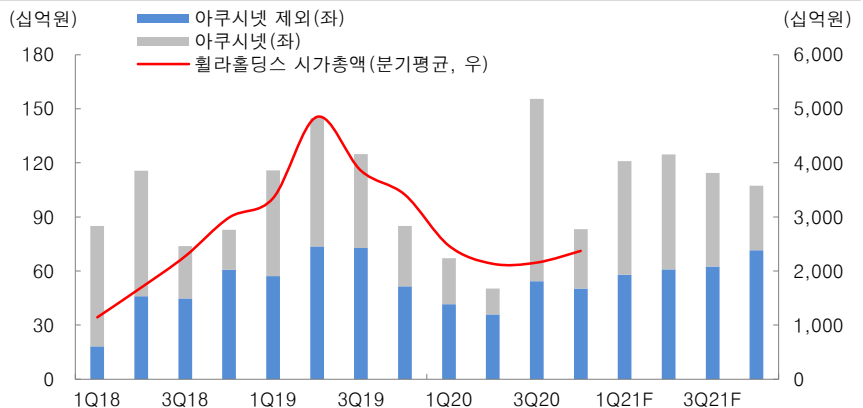
Rating & Target

종목명	투자 의견	목표주가
휠라홀딩스	Buy(유지)	57,000 원(유지)
화승엔터프라이즈	Buy(유지)	20,000 원(유지)
영원무역	Buy(유지)	48,000 원(유지)
한세실업	Buy(유지)	25,000 원(유지)
신세계인터내셔널	Buy(유지)	180,000원(유지)

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.7	11.2	-0.5	-18.4
상대수익률	-6.7	1.0	-22.1	-34.3



휠라홀딩스 분기 영업이익 & 평균 시가총액



자료: 휠라홀딩스, 대신증권 Research Center

반도체업

이수빈
subin.lee@daisin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

2020년 11월:
21년 1분기 가격 하락폭 상향조정

20년 11월 서버 DRAM 가격 전월대비 2% 하락, PC DRAM 가격 유지

- PC DRAM 가격은 전월 수준 유지, 서버 DRAM 가격은 전월대비 2% 하락
- 북미 서버 고객사는 재고 소진 중, 중화권 서버 고객사의 수요는 약하기 때문에 서버 구매 모멘텀은 낮음
- 서버 DRAM 고객사의 재고는 4~5주로 하락. 4분기 특정 고객사로부터 수요 발생하나 산업 전반적인 수요가 증가했다고 보기 어려움. 미국 규제에 의한 화웨이 재고 수요는 완료
- 21년 1분기 서버 DRAM 가격은 0~5% QoQ 하락 예상. 1분기는 전통적 비수기이며 공급 초과 상황 유지되는 중. 서버 DRAM 공급 초과율은 20년 4분기 6.1%에서 21년 1분기 5.2%로 개선
- 서버 DRAM 가격이 2분기가 아닌 1분기에 상승할 수 있는 모멘텀으로는, 1) 중국준절 전 재고 확보 수요 급증, 2) 인텔 Ice Lake와 AMD의 Milan 플랫폼 램프업이 수요 촉진, 3) 공급사의 16Gb 모노다이 전환으로 공급 최적화. 이 세가지 모멘텀이 발생할 경우 예상보다 빠른 가격 상승 기대 가능
- PC DRAM의 경우 노트북용 PC DRAM 수요 4분기에도 견조해서 11월 가격 전월대비 유지

11월 잠정수출액: 모바일 MCP, 중국 모바일 세트사 수요 지속

- 이번 수출액 데이터에서의 포인트는 모바일 MCP 수출액 증가율 확대. 모바일 MCP 수출액은 19.2억달러로 전월대비 2% 하락했으나 전년동기비 28% 상승하며 YoY 증가율 확대(9월 15% → 10월 22% → 11월 28%)
- 모바일 DRAM 가격 4분기 한자리수 초중반 하락할 것으로 전망되는 가운데, 수출액은 전분기대비 8% 상승했다는 것은 그만큼 출하량이 강하다는 것을 의미
- 중화권 세트사로부터 부품 구매 확보 수요가 강한 것으로 파악됨
- 반면 PC와 서버 비중이 높은 DRAM 반도체 수출액은 전분기대비 7% 하락. DRAM 가격 하락을 고려하면 예상 수준
- SSD 수출액은 전년동기대비 8% 증가, 전분기대비 33% 하락하며 둔화. YoY 증가율은 8월 168% → 9월 99% → 10월 12% → 11월 8%로 낮아지는 중. 서버 고객사의 재고 소진이 지속되고 있음을 의미

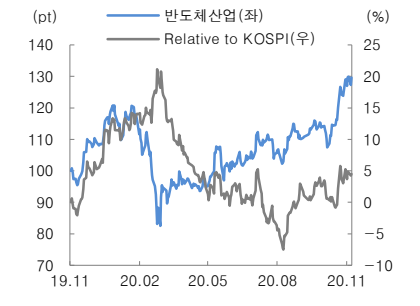
21년 1분기 DRAM 가격 하락폭 상향 조정, 2분기 가격 반등 유지

- 20Q4 Blended ASP -10%, 서버 DRAM -15%, PC -9%, 모바일 -4% QoQ 전망
- 21Q1 Blended ASP -3%, 서버 DRAM -4%, PC -3%, 모바일 flat QoQ 전망
- 당사는 1분기 직전 추정치 Blended ASP -10%에서 -4%로 상향 조정하며 DRAM 가격 하락폭은 축소될 전망
- DRAM 및 공급량이 예상보다 낮고, 모바일 구매량은 1분기까지 지속되고 서버 DRAM 가격 상승이 빨라질 가능성이 증가하고 있기 때문

Rating & Target

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

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.7	26.3	30.4	33.1
상대수익률	3.9	12.7	2.2	5.5



신재생

한경래 kyungrae.han@daishin.com

한상원 sangwon.han@daishin.com

이동헌 dongheon.lee@daishin.com

투자 의견

Overweight

비중 확대, 유지

글로벌 대세,
그러나 아직 초입일 뿐**풍력:** 해상 풍력, 필연적인 글로벌 투자 가속화

- 전세계의 탄소제로 달성을 위한 신재생 에너지로의 전환 흐름에 맞춰 풍력 산업의 중장기 투자 Upcycle이 이어질 전망. 1) 탄소제로 사회를 위한 산저적 인프라 구축, 2) 풍력의 발전 비용 하락으로 가격 경쟁력 증가, 3) 투자에 따른 많은 일자리 창출 가능한 산업 구조로 투자 가속화 기대. 바이든 행정부의 5년간 6만개 풍력 터빈 설치 계획, 유럽의 2030년까지 60GW, 2050년까지 300GW 해상풍력 발전 설비 계획. 대만, 한국, 일본 등 아시아의 공격적인 투자 확대 기대
- 글로벌 풍력 시장은 해상 풍력 중심으로 고성장이 예상. 해상 풍력은 육상 풍력에 비해 대용량화, 입지의 자유로움, 그린수소를 위한 수전해설비 설치에 용이함. 특히 아시아 지역의 해상 풍력 고 성장에 주목. 중국과 더불어 대만, 한국, 베트남, 일본 등의 투자가 더해지며 2020년~2030년까지 약 100GW의 압도적인 규모가 투자되어 글로벌 시장 점유율이 55%로 지역별 점유율 중 선두가 될 전망
- 아시아 해상 풍력 시장 성장과 함께 발전 단가 하락으로 생산 원가 절감 니즈가 커짐. 유럽에 비해 상대적으로 가격 경쟁력이 높은 아시아 업체로의 발주가 늘어날 수 있음. 아시아 부품 업체 M/S 확대는 국내 주요 부품 업체들의 수혜로 이어질 것
- Top Picks: 삼강엠앤티(100090), 씨에스베어링(297090), 씨에스원드(112610) 제시

태양광: 성장주로 진화 중

- 친환경 정책 강화에 따른 글로벌 태양광 수요 성장세 확대 예상: 2021년 수요는 코로나19 기저 효과 및 주요국 성장 덕분에 149GW(+24% YoY)를 기록할 전망 vs. 성장성 전망은 기존 10% 내외에서 20% 이상으로 구조적인 성장세 확장도 기대 가능(공격적인 정책 목표가 현실화될 경우 연간 수요는 250GW 내외)
- 수요 성장 속에서 단결정(Mono), PERC, Bi-facial 등 효율이 높은 제품들의 비중이 확대되고 있으며 셀/모듈 외에서도 웨이퍼 사이즈 확대, 인버터의 변화(마이크로/옵티마이저) 등을 통한 효율 개선 노력 지속 vs. 공급 부족으로 가격이 단기에 급등한 클래스의 경우 주요 업체들의 증설과 함께 하향 안정화 예상
- Top Picks: 한화솔루션(009830) 제시

수소: 성장 가능성이 무궁무진한 수소경제

- 수소경제가 부상하게 된 3가지 배경: 1) 기후변화로 인한 환경규제, 2) 재생에너지 발전증가, 3) 국내 신성장 동력 강화. 대표적인 환경규제는 2021년부터 발효되는 파리기후협정으로 21세기가 끝날 무렵에는 온실가스의 순 배출량을 0(제로)로 줄여야 함
- 에너지 고갈에 대한 염려가 없는 재생에너지 자원을 이용하여 청정에너지를 풍부하게 생산하여 저렴하게 공급할 수 있는 획기적인 기술방안 개발. 수소차나 연료전지 등 경쟁력 있는 미래 유망 품목을 육성하고 관련 산업과 일자리를 창출해 우리 경제의 신성장 동력 변화
- 향후에도 수소경제가 지속적으로 발전되기 위한 조건: 1) 세부 수소 생산 계획, 2) 수전해 기술 발전, 3) 자립형 산업 생태계 조성. 그린 수소생산이 가능한 시점까지 수소생산 방식과 해외 수소 수입 등을 고려한 기술 마일스톤 마련 필요
- 완전한 친환경성은 수소경제의 근원이자 결승선으로서, 수소산업 친환경성 확보를 위해서 수전해 기술 개발을 통한 그린수소 확보가 궁극적으로 중요. 그린 뉴딜을 통해 확대될 정책적 수요는 자립형 생태계 전환의 계기로 수소경제가 차세대 성장동력원 위해서는 결국 자립형 산업생태계 형성 필요
- Top Picks: 두산퓨얼셀(336260), 효성중공업(298040), 두산중공업(034020)

씨에스원드

(112610)

한경채

kyungrae.han@daishin.com

이새롬

saerom.lee@daishin.co

투자 의견

BUY

매수 신규

6개월

160,000

목표주가

신규

현재주가

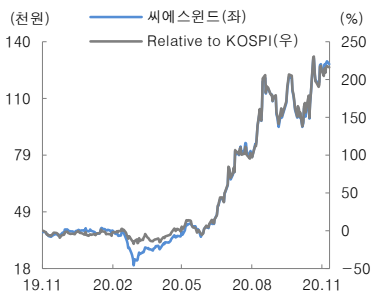
128,000

(20.11.30)

스몰캡

KOSPI	2,591.34
시가총액	2,213십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	131,000원 / 19,700원
120일 평균거래대금	424억원
외국인지분율	8.67%
주요주주	김성권 외 21 인 52.38%

주가수익률(%)	1W	2W	3W	4W
절대수익률	28.4	35.3	206.2	262.1
상대수익률	12.3	22.9	139.8	191.8



준비된 회사에 최고의 기회

투자의견 매수, 목표주가 160,000원 커버리지 개시

- 투자의견 매수, 목표주가 160,000원 커버리지 개시. 목표주가는 2021년 예상 EPS 5,056원에 Target PER 31배 적용
- 1) 글로벌 신재생 투자 Cycle 진입으로 풍력 시장 고성장, 2) 글로벌 1위 풍력 타워 생산 업체로서 직접적 수혜 가능, 3) 3,500억원 유상증자를 통한 미국 해상 풍력 시장 위한 선제적 준비

글로벌 해상 풍력 20년 35GW → 30년 230GW 이상 전망

- 해상 풍력 육상 풍력에 비해 대용량화, 입지의 자유로움, 그린수소를 위한 수전해설비 설치 용이. 탄소제로 달성을 위해 해상 풍력 투자는 필수적
- 해상 풍력 시장 과점적 구조 → 상대적 수혜 가능
- 상위 터빈 업체들 고객사 보유, 해상 풍력 타워 성공적인 납품 레퍼런스 확보. 풍력 타워 시장 1위 점유율 강화될 가능성 높음

3,500억원 유상증자 통한 미국 현지 시장 진출 준비

- 미국 바이든 행정부 미국산 부품에 상대적인 혜택 주려는 정책 계획, 가파른 성장 예상되는 해상 풍력 시장 선제적 대응 위한 선택
- 미국 해상 풍력 25년 6.6GW → 30년 21.9GW
- 미국 북동부 연안의 Vineyard Wind project 시작으로 동부, 서부 연안의 해상 풍력 프로젝트 대기

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	502	799	978	1,176	1,398
영업이익	33	60	99	122	149
세전순이익	7	40	89	119	138
총당순이익	7	35	68	94	109
지배지분순이익	6	32	65	87	101
EPS	343	1,846	3,763	5,056	5,834
PER	72.1	18.4	34.0	25.3	21.9
BPS	17,476	19,726	23,137	27,764	33,163
PBR	1.6	1.9	5.5	4.6	3.9
ROE	2.0	9.9	17.6	19.9	19.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 씨에스원드, 대신증권 Research Center

씨에스베어링 (297090)

한경애
이세롬
kyungrae.han@daishin.com
saerom.lee@daishin.co

투자의견

BUY

매수 신규

6개월

목표주가

44,000

신규

현재주가

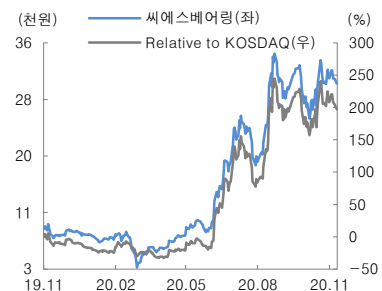
(20.11.30)

30,100

스몰캡

KOSDAQ	886.11
시가총액	288십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	34,400원 / 3,345원
120일 평균거래대금	224억원
외국인지분율	8.45%
주요주주	씨에스원드 외 1 인 49.56%

주가수익률(%)	1W	2W	3W	4W
절대수익률	14.4	39.7	229.7	266.6
상대수익률	2.4	32.6	165.5	161.9



고성장하는 시장, 개별 스토리까지

투자의견 매수, 목표주가 44,000원 커버리지 개시

- 투자의견 매수, 목표주가 44,000원 커버리지 개시. 목표주가는 2022년 예상 EPS 1,582원에 Target PER 28배 적용
- 1) 베트남 생산 법인 가동 시작, 2) 2021년 하반기 이후 해상 풍력 신규 매출 발생, 3) 글로벌 주요 터빈 업체인 지멘스 가메사, 베스타스 고객사 확대 등 기대

베트남 법인 신규 가동, 이익률 개선 기대

- 베트남 생산 법인 2020년 하반기 가동 시작
- 21년 4,000대에서 22년 6,000대, 23년 8,000대 이상 증설 목표(vs. 국내 7,500대 CAPA)
- 베트남 낮은 인건비로 레버리지 효과 가능.
OPM 20년 9.9% → 21년 11.7% → 22년 12.8% 개선 기대

고객사 내 점유율 상승, 신규 고객사 확대

- 풍력 시장이 확대됨에 따라 풍력발전단가 하락 요구 지속
제조 원가 저렴한 아시아 국가로 부품 시장 이동
- GE 내 점유율 추이도 지속 상승세.
2019년 37%, 2020년 40%, 2021년 45%까지 증가 전망
- 2021년 지멘스 가메사, 2022년 베스타스향 매출 확대 기대
- 3사 풍력 터빈 시장 내 점유율 육상 46%, 해상 60% 과점.
GE 내에서의 점유율 상승, 신규 고객사 확대에 따른 회사 경쟁력 강화로 확실한 성장 스토리

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	65	103	103	141	178
영업이익	3	10	10	17	23
세전순이익	3	8	8	15	20
총당기순이익	2	6	6	12	16
자배분순이익	2	6	6	12	16
EPS	300	747	643	1,211	1,582
PER	0.0	11.4	46.8	24.8	19.0
BPS	3,554	5,545	5,134	7,397	5,939
PBR	0.0	1.5	5.9	4.1	5.1
ROE	16.9	16.7	13.0	19.5	24.3

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

삼강엠앤티
(100090)

한경애 kyungrae.han@daishin.com
이세롬 saerom.lee@daishin.co

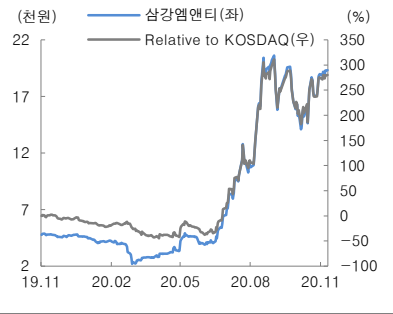
투자이견 BUY
매수 신규

6개월 목표주가 26,000
신규

현재주가 19,300
(20.11.30) 스몰캡

KOSDAQ	886.11
시가총액	677십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	18십억원
52주 최고/최저	20,600원 / 1,995원
120일 평균거래대금	277억원
외국인지분율	2.25%
주요주주	송무석 외 4 인 37.43%

주가수익률(%)	1W	2W	3W	4W
절대수익률	27.4	41.9	323.7	317.7
상대수익률	14.0	34.7	241.3	198.4



폭발적인 아시아 투자,
명확한 방향성

투자이견 매수, 목표주가 26,000원 커버리지 개시

- 투자이견 매수, 목표주가 26,000원 커버리지 개시. 목표주가는 2021년 예상 EPS 877원에 Target PER 30배 적용
- 1) 아시아 해상 풍력 시장 성장 초입, 2) 글로벌 1위 디벨로퍼 오스테드 등과 대만 해상 풍력 단지 하부구조물 공급 계약 체결, 3) 아시아 국가들 해상 풍력 투자 시작 시 중장기 성장 가능

대만 해상 풍력: 2025년까지 5.7GW → 2035년 15.7GW

- 대만 2020년~25년 5.5GW 해상 풍력 투자 프로젝트 돌입. 오스테드 1.82GW의 가장 큰 해상 풍력 발전 분배 용량 확보. CIP(덴마크국민연금펀드)도 600MW 용량 확보, 삼강엠앤티와 하부구조물 계약 체결
- 대만의 2035년까지 15.7GW 확대 계획 고려하면 매년 1GW 수준 신규 투자 필요
- 성공적인 납품 레퍼런스 → 2035년까지 매년 1,500~2,000억원 이상 신규 수주 확보 기대

아시아 시장 성장 초입 → 중장기 폭발적 수주 확대 가능

- 아시아 해상 풍력 시장 2020년~2030년까지 약 100GW 압도적인 규모, 글로벌 55% 비중 전망
- 한국, 일본 시장에서 높은 지리적 접근성, 시장 내 공급 가능한 업체가 거의 전무한 만큼 높은 점유율 기대
- 2025년 중국 제외한 아시아 신규 투자 규모 약 4.4GW, 이중 삼강엠앤티가 확보 가능한 수주 규모 5,000억원 이상

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	144	385	459	525	592
영업이익	-35	-21	41	48	58
세전순이익	-61	-37	27	31	45
총당기순이익	-60	-37	26	31	42
자배지분순이익	-45	-22	22	31	42
EPS	-2,012	-796	721	877	1,206
PER	NA	NA	26.8	22.0	16.0
BPS	6,621	4,902	5,153	5,454	6,660
PBR	0.7	0.9	3.7	3.5	2.9
ROE	-29.2	-15.4	15.2	17.5	19.9

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

두산퓨얼셀 (336260)

이동현 dongheon.lee@daishin.com

이태환 tashwan.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월

62,000

목표주가

신규

현재주가

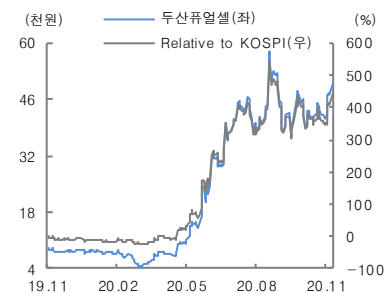
49,900

(20.11.30)

가계업종

KOSPI	2591.34
시가총액	3,023조원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	7조원
52주 최고/최저	58,185원 / 4,101원
120일 평균거래대금	1,000억원
외국인지분율	13.93%
주요주주	두산중공업 외 27 인 48.16%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.2	24.2	240.2	546.2
상대수익률	5.2	12.8	166.4	420.7



가장 앞서가는 수소산업의 침범

투자의견 매수(BUY), 목표주가 62,000원으로 커버리지 시작

- 목표주가는 2022년 매출액 1조원에 PSR 4.0배를 적용(유상증자와 우선주 포함). PSR은 글로벌 비교업체인 블룸에너지와 린데의 2022년 컨센서스 평균치 적용
- 당사는 글로벌 발전용 연료전지 시장에서 블룸에너지와 함께 양대 축, 실적은 이미 흑자기조를 실현, 다양한 성장 모멘텀이 지속될 전망

눈덩이처럼 커지는 발전용 연료전지

- LNG나 수소로 발전하는 연료전지 모델을 440KW로 표준화. 병렬식 연결로 원전이나 석탄발전 대비 확장이 용이. 현재 부생수소를 이용한 50MW급 대산 수소연료전지발전소가 최대 레퍼런스
- 1MW당 100억원 정도를 수주. 수주의 40%는 12개월 내외로 기자재 매출인식. 나머지 60%는 20년 동안 유지보수(LTSA) 매출로 분할인식
- 연간 CAPA는 국내공장 63MW(최대 90MW), 미국공장 63MW(주)두산 보유로 상품매출 인식. 연말 3,360억원의 증자대금으로 2021년말까지 국내 CAPA를 260MW로 확장. 2022년부터 실적 대폭 증가
- 마진이 좋은 LTSA 매출액이 계속 쌓여가는 구조

가장 앞서가는 수소산업 침범

- 국내공장 부품 국산화율은 98% 내외. 높은 진입장벽. 생산량 증가로 고정비 부담 감소. 신모델 출시에 따른 단가 상승 기대. 선주사와 선박용 연료전지 MOU, 다양한 매출처 및 지역 다변화의 시작점
- 수소산업은 그레이수소와 그린수소의 과도기에 있으나 당사는 이미 모든 모델의 발전용 연료전지를 사업화. 가장 앞서가는 수소산업 침범

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	0	221	459	526	1,016
영업이익	0	19	29	34	82
세전순이익	0	16	25	31	82
총당기순이익	0	12	18	23	61
지배지분순이익	0	12	18	23	61
EPS	0	644	248	279	745
PER	#DIV/0!	13.3	201.4	178.7	67.0
BPS	0	9,049	2,527	2,552	3,296
PBR	0.0	0.9	19.7	19.6	15.1
ROE	0.0	14.2	10.3	11.6	25.5

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

효성중공업 (298040)

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

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

74,000

목표주가

유지

현재주가

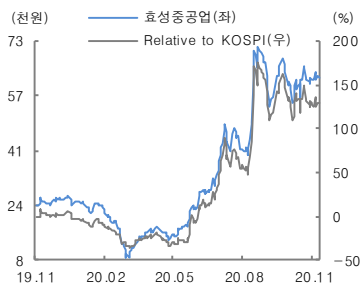
62,000

(20.11.30)

가계업종

KOSPI	2,591.34
시가총액	578십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	71,500원 / 8,750원
120일 평균거래대금	224억원
외국인지분율	5.76%
주요주주	효성 외 6 인 54.18%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.3	52.0	259.4	144.6
상대수익률	-7.9	38.0	181.5	97.1



신사업은 화수분, 기존사업은 안정화

투자의견 매수(BUY), 목표주가 74,000원 유지

- 목표주가는 2021E, 2022E 평균 EPS를 9,279원에 타깃 PER 8.0배 적용. 타깃 PER은 전력과 건설 비교업체 가중 평균치를 적용

신사업은 화수분

- [수소충전소] 3분기 누적 수주 146억원(5기), 연간 310억원 전망. 현재 25% 내외의 점유율. 수소충전소 정부 정책은 2022년 310개소, 2040년 1,200개소. 충전소 대형화 추세로 개소당 투자비는 20억원 중반에서 30억원 초중반으로 상향 가능. 동사 점유율 유지 시 연간 25기 내외 수주, 700~800억원 매출액 전망
- [수소] 수소 밸류체인에서 글로벌 1위업체 독일 린데(Linde)와 조인트 벤처 설립. 효성화학이 투자하는 1.3만톤 액화수소플랜트에서 나오는 수소로 유통부터 충전소 운영까지 일관하는 사업체계 구축 계획
- [데이터센터] STT사와 조인트벤처 설립. 1조원 내외의 대규모 투자 계획. 중공업 기자재 매출, 건설 경험 확보. 중장기 사업 확장
- [풍력] 풍력기자재 공장 설립 준비 중. 과거 풍력 터빈 제조 경험이 있으며 평창과 제주도에서 풍력발전 EPC 및 현재도 운영 중
- [전력기계] HVDC 기술 내재화, 대규모 신재생 사업 진행 시 HVDC 적용폭 확대. ESS는 영국에서 50MW급(203억원) 수주. 주요부품 PCS 직접생산으로 원가 및 기술 경쟁력 확보

기존사업은 안정화

- [중공업] 1Q20 미국 반덤핑 및 구조조정으로 -770억원 적자. 2021년은 기저효과로 이익 급증. 구조조정 완료, 수주 증가 추세
- [건설] 3Q20을 바닥으로 점진적 회복. 여전한 Cash Cow

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,180	3,781	3,021	3,322	3,545
영업이익	50	130	69	159	208
세전순이익	4	56	15	98	143
총당기순이익	2	16	5	74	108
지배지분순이익	2	13	6	70	103
EPS	352	1,409	597	7,525	11,032
PER	117.4	18.9	104.8	8.3	5.7
BPS	167,803	97,403	98,000	105,525	116,557
PBR	0.2	0.3	0.6	0.6	0.5
ROE	0.4	1.4	0.6	7.4	9.9

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

두산중공업

(034020)

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

투자 의견

N/R

6개월
목표주가

N/R

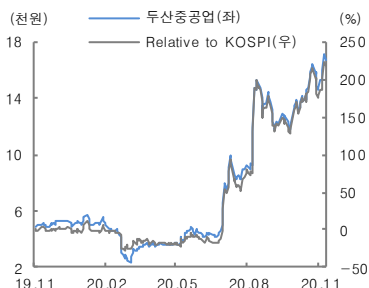
현재주가
(20.11.30)

16,750

가업비율

KOSPI	2,591.34
시가총액	4,240십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	1,873십억원
52주 최고/최저	17,100원 / 2,269원
120일 평균거래대금	1,128억원
외국인지분율	13.13%
주요주주	두산 외 29 인 42.53%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.8	40.3	326.0	234.0
상대수익률	6.6	27.4	233.7	169.1



돌고 돌아 결국은 신재생 대장주

자구안 순항으로 드라마틱한 2020년

- 국내외 에너지원 전환 기조로 원전 및 석탄화력발전소 수주와 매출이 줄어들어 타격을 입음. 별도기준 차입금 5조원 내외로 2018년과 2019년 각각 -7천억원, -5천억원의 지배순손실을 기록
- 2020년 상반기 국책은행의 자금지원 및 3조원의 자구안 수립
- 1)유상증자 1.17조원, 2)오니 보유 두산퓨얼셀 지분 23%를 동사에 수증, 6천억원 내외, 3)두산인프라코어의 매각이 진행 중, 8천억원 내외
- 이후 자구안 이행 기조와 정부의 에너지 전환정책 발표, 동사의 수혜 기대 등으로 주가는 연초대비 193% 상승

넘어야 할 산들

- 자구안에서는 마지막 퍼즐인 두산인프라코어의 매각 성사 여부와 가격에 주목. 중국법인 DICC 소송 결과와 우발채무 부담 여부도 중요
- 해외 수주잔고들의 진행상황, 추가 부실 가능성 등의 우려는 지속. 2020년 인도법인에서만 3천억원을 상각
- 구사업에서 신사업으로의 사업 전환기 충격을 최소화하는 것이 중요

돌고 돌아 결국은 신재생 대장주

- [가스터빈] 1조원 이상을 투자해 가스터빈 국산화, 국내는 2030년까지 18GW의 복합발전소 건설 예정. [풍력] 8MW 터빈 개발 중, 누적 340MW 계약 실적, 국내 유일의 해상풍력 실적 보유. [수소] 두산퓨얼셀 자회사로 보유, 수소액화플랜트 건설 계약, 제주 수소 생산 실증사업 참여. [소형원전] 안정성을 높인 미국 뉴스케일 모델에 기자재 공급
- 에너지 산업의 안보 정책과 파급력, 동사의 기술력 등을 감안 시 우려 국절은 있지만 결국은 국내 신재생에너지 산업의 대장주 역할이 적함

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
매출액	14,471	13,952	13,841	14,761	15,660
영업이익	-27	798	913	1,004	1,077
세전순이익	-1,613	-244	131	-103	95
총당기순이익	-1,751	-216	-110	-422	-104
지배지분순이익	-1,039	-171	-292	-524	-395
EPS	-7,054	-1,160	-1,982	-3,377	-1,985
PER	NA	NA	NA	NA	NA
BPS	24,319	23,606	22,990	18,086	12,863
PBR	0.7	0.9	0.7	0.9	1.3
ROE	-25.2	-4.8	-8.5	-16.9	-14.7

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

한화솔루션

(009830)

한상원
sang.won.han@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

65,000

유지

현재주가
(20.11.30)

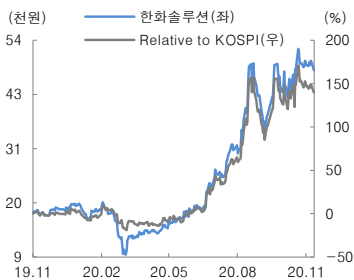
47,750

화학업종

ESG평가 등급 S A+ A B+ B C

KOSPI	2591.34
시가총액	7,714십억원
시가총액비중	0.48%
자본금(보통주)	807십억원
52주 최고/최저	52,200원 / 9,410원
120일 평균거래대금	2,145억원
외국인지분율	19.37%
주요주주	한화 외 5 인 37.42% 국민연금공단 11.16%

가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.3	26.8	195.7	172.1
상대수익률	-4.4	15.2	131.6	119.2



성장에 대한 의구심은 결국 확신으로 변한다

투자의견 매수, 목표주가 65,000원 유지

- 목표주가는 SOTPs로 산출: 태양광 7.8조원, 케미칼 4.0조원 등
- 주가는 기대감을 반영하여 이미 크게 상승했으나 성장에 대한 시장의 의구심이 여전한 점을 감안하면 추가 상승여력 높다고 판단
- 태양광 셀/모듈 증설이 없음에도 물량 확대 가능: 2020년 생산량 9GW 내외(vs. Capa 11.3GW)로 가동률이 80% 수준에 불과
- 또한 주요국에서의 친환경 정책 목표가 현실화되는 과정에서 예상보다 가파르게 태양광 수요가 증가하는 경우 현재의 계획과 달리 증설을 결정할 가능성도 존재(대략 6~12개월 소요)
- 지연됐던 다운스트림 매출 인식도 기대 요인(2021년 1조원 가정)
- 단기 태양광 사업 수익성 부진에 따른 주가의 기간 혹은 가격 조정 가능성은 존재하나 2차 주가 랠리를 앞두고 매수 대응이 필요

3Q20 실적에서 변화될 2가지

- 3분기 태양광 사업 영업이익률 4.0%(−3.1%p QoQ)으로 부진
- 중국 주요 글래스 업체들이 예정대로 증설을 진행하면서 부자재 가격의 안정화와 함께 수익성 회복이 가능할 전망
- 단결정(Mono) 제품의 비중은 2020년 말 95%까지 추가적으로 확대될 것으로 예상되며, 효율이 기존 대비 20% 이상 개선된 양면형 모듈(Bi-facial)의 향후 비중 확대도 기대 요인
- 4Q20 영업이익 1,481억원(−37% QoQ) 전망: 이익 감소는 정기보수, 성과급 등 연말 일회성 비용에 따른 영향으로 실질적 증익
- 2021년 영업이익은 9,418억원으로 전년 대비 39% 증가가 예상되는데 태양광 부문의 이익 47% 증가(vs. 매출액 +51%) 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	9,046	9,503	9,017	11,194	11,401
영업이익	354	378	677	942	1,021
세전순이익	288	-217	632	1,067	1,126
총당기준이익	160	-249	447	809	853
지배지분순이익	187	-238	449	802	848
EPS	1,139	-1,469	2,805	5,027	5,316
PER	17.7	NA	17.0	9.5	9.0
BPS	36,954	35,130	37,593	42,396	47,454
PBR	0.5	0.5	1.3	1.1	1.0
ROE	3.1	-4.0	7.6	12.4	11.7

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

OCI
(010060)

한상원
sangwon.han@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

85,000

유지

현재주가

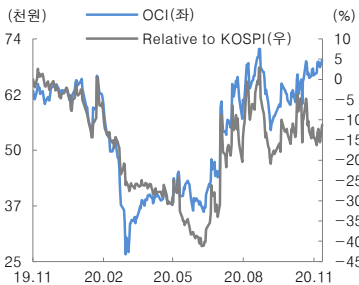
(20.11.30)

69,300

화학업종

KOSPI	2591.34
시가총액	1,653십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	127십억원
52주 최고/최저	71,800원 / 26,600원
120일 평균거래대금	377억원
외국인지분율	17.23%
주요주주	이화영 외 33 인 22.27% 국민연금공단 9.96%

가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.1	9.8	75.9	12.0
상대수익률	-1.9	-0.2	37.8	-9.8



정상화의 서막

투자의견 매수, 목표주가 85,000원 유지

- 목표주가는 SOTPs로 산출: 베이직케미칼 1.3조원, DCRE 0.9조원 등
- 중국 경쟁사들의 가동 차질을 계기로 폴리실리콘 가격이 정상화된 점을 감안하면 향후에도 폴리실리콘 사업의 흑자 기조 지속 전망
- 재차 가격 강세가 나타날 가능성도 존재: 1) 미국의 중국 신장 생산품 규제 현실화에 따른 수급 차질(Supply Chain 변화 과정에서 일시적으로 이슈 발생), 2) 주요국에서의 친환경 정책 목표가 현실화되는 과정에서 예상보다 가파르게 태양광 수요가 증가하는 경우(연간 수요 180GW 가정 시 현재 Cost-Curve에서 적정 가격은 13달러/kg)
- 자회사 DCRE(인천 용현/학익 부지 개발; 시티오씨엘)가 1Q21부터 분양을 시작하면서 자산가치의 상승이 나타날 수 있는 점도 긍정적

3Q20 실적에서 확인된 2가지

- 3분기 영업이익은 181억원(흑전 QoQ)으로 시장 기대치(101억원)를 대폭 상회하는 호실적을 달성
- 폴리실리콘 사업이 포함된 베이직케미칼의 이익이 가장 크게 증가하면서 한국 공장 가동 중단 이후 첫 유의미한 실적을 확인
- 시장의 예상보다 양호했던 수익성 및 실적은 결국 말레이시아 공장의 원가가 시장의 우려보다는 충분히 양호하다는 의미
- 특히 공급 우려로 폴리실리콘 가격이 급등하는 과정에서 주가도 동반 강세를 시현하면서 주가의 핵심 변수라는 사실을 재확인
- 4Q20 영업이익 303억원(+68% QoQ) 전망: 폴리실리콘 ASP 상승 및 말레이시아 정기보수 영향 소멸로 베이직케미칼 추가 증익 예상
- 2021년 영업이익은 1,652억원(흑전 YoY)으로 정상화되면서 2018년의 이익(1,587억원)을 소폭 상회할 것으로 예상되며, 2022년에도 추가 증익과 함께 2017년 이익 수준에 근접할 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	3,112	2,605	1,950	2,147	2,396
영업이익	159	-181	-89	165	238
세전순이익	130	-1,012	-99	137	219
총당기순이익	104	-807	-71	106	170
지배지분순이익	104	-794	-66	101	160
EPS	4,352	-33,308	-2,790	4,285	6,769
PER	24.6	NA	NA	16.2	10.2
BPS	143,796	110,515	105,714	113,141	114,393
PBR	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6
ROE	3.1	-26.2	-2.6	3.9	5.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: OCI, 대신증권 Research Center

대한항공 (003490)

양지환

jhwang.yang@daishin.com

이지수

jane.lee@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

23,000

유지

현재주가

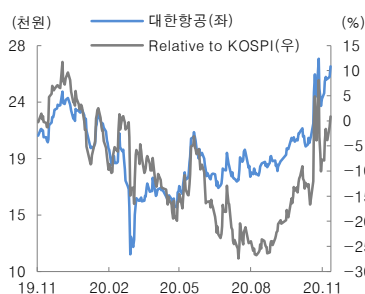
(20.12.01)

26,350

운송업종

KOSPI	2634.25
시가총액	4,645십억원
시가총액비중	0.29%
자본금(보통주)	1,346십억원
52주 최고/최저	26,950원 / 11,373원
120일 평균거래대금	778억원
외국인지분율	12.08%
주요주주	한진칼 외 18 인 31.14% 국민연금공단 8.11%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	32.1	46.8	51.1	27.3
상대수익률	13.7	30.9	18.5	0.9



냉정과 열정 사이

투자의견 시장수익률 유지, 목표주가 23,000원 유지

- 전일(12월1일) 법원은 KCGI가 제기한 신주발행금지 가처분 소송을 기각
- 판결 결정의 사유는 1)한진칼의 신주발행은 '사업상 중요한 자본채취'와 '긴급한 자본조달'의 필요성 존재, 2)다른 자금조달방안에 비해 현저히 부당하거나 불합리한 것으로 보이지 않음, 3)신주발행이 진행되더라도 한진칼의 지배권 구도에 변화가 생길 것으로 보이는 하, 신주발행이 한진칼의 지배권 구도를 결정적으로 바꾼다고 볼 수는 없음, 4)이번 신주발행은 상법과 한진칼의 정관에 따라 한진칼의 아시아나항공 인수 및 통합 항공사 경영이라는 목적을 달성하기 위해 필요한 범위에서 이루어진 것으로 보이며, 지배권 방어 목적 달성을 위해 발행한 것이라 보기 어렵다고 판단
- 법원의 KCGI의 소송 기각으로 대한항공의 아시아나항공 인수는 속도감 있게 진행될 것으로 예상
- 항공산업구조조정과 통합 항공사 출범에 따른 프리미엄 부여 등 투자심리에 긍정적으로 작용할 것으로 보이나, 대규모 신주 발행에 따른 권리락, 희석효과, 그리고 오버행 등을 감안해야 함
- 또한 코로나 백신 개발은 임박했으나, 여객수요의 정상화까지는 오랜 시일이 소요될 가능성이 높아 펀더멘털과 주가와의 괴리는 높다고 판단함

코로나 상황으로 노선 조정 및 시스템 통합 등 빠르게 진행 전망

- 코로나로 인해 개점휴업상태에 들어간 국제선 노선의 조정 및 시스템 통합을 위한 실사작업이 빠르게 진행될 것으로 예상
- 2021년 6월말 아시아나항공 지분인수가 마무리되면, 2년간에 양사의 통합 및 합병, 그리고 아시아나항공의 자회사와 한진칼의 계열사와의 통합 작업이 순차적으로 일어날 것으로 전망함
- 국내 항공산업의 경쟁력 제고와 아시아나항공 살리기를 위한 첫 단추는 끼워졌으나, 2021년 코로나 상황이 얼마나 빨리 진정 되느냐에 따라 과실의 크기는 달라질 것
- 백신 개발 소식과 아시아나항공 인수 소식으로 단기 급등한 주가에는 경계할 필요성 있다는 판단임. 이제는 흥분을 가라앉히고 차분히 지켜볼 시점

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	13,012	12,683	7,501	8,497	10,876
영업이익	671	257	153	514	783
세전순이익	-178	-734	452	74	209
총당기순이익	-161	-623	382	62	177
지배지분순이익	-168	-629	374	61	174
EPS	-1,455	-5,432	2,703	198	498
PER	NA	NA	9.7	133.2	52.9
BPS	26,247	22,936	34,156	23,552	21,385
PBR	1.1	1.0	0.8	1.1	1.2
ROE	-5.1	-22.1	10.1	1.0	2.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

KT
(030200)

김희재

이지은

hojae.kim@daishin.com
투자의견

ieeun.lee@daishin.com

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

36,000

유지

현재주가

(20.12.01)

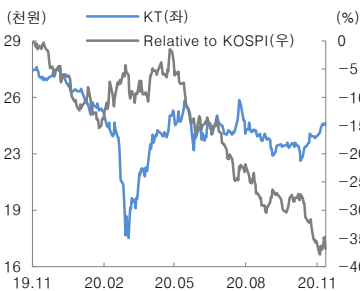
24,250

통신서비스업종

ESG평가 등급 S A+ A B+ B C D

KOSPI	2634.25
시가총액	6,332십억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	1,564십억원
52주 최고/최저	27,400원 / 17,650원
120일 평균거래대금	237억원
외국인지분율	43.92%
주요주주	국민연금공단 12.53%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.7	1.9	-2.4	-10.0
상대수익률	-5.6	-9.1	-23.5	-28.7



따끈한 배당이 생각날 때

투자의견 매수(Buy), 목표주가 36,000원 유지

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

강한 펀더멘털을 기반으로 당기순이익 증가 및 배당 확대

- KT의 별도 기준 3Q20 누적 순이익은 6.5천억원(+29% yoy)으로 19년 순이익 4.3천억원을 이미 상회. 많은 유무형자산 및 50여개 자회사들에 대한 손상 등을 반영하면서 영업외비용에 대한 부담으로 영업이익 대비 당기순이익이 부진했으나, 그 동안 큰 규모의 손상이 완료되어 20년부터 당기순이익 개선
- 영업이익 대비 당기순이익은 17년 49%, 18년 59%, 19년 58%였으나, 20E 80%로 회복 후, 21년 이후는 안정적으로 70%대 수준 유지 전망
- KT의 경우 별도 기준 당기순이익에 주목하는 이유는, 20~22년 배당 정책이 일회성 요인을 제외한 당기순이익의 50%를 배당으로 지급하되 최소 19년 DPS 인 1.1천원은 유지하는 정책이기 때문
- 당사 추정 20E 별도 순이익은 7.2천억원(+67% yoy). 20E DPS는 1.2천원, 수익률 5%. KT는 03~12년 동안 배당성향 50% 이상 또는 최소 DPS 2천원 정책 시행. 배당성향 50% 정책만 유지해도 24E DPS는 1.9천원, 수익률 8%
- 영업외비용 개선을 통해 영업이익 대비 당기순이익 개선이 크게 나타나고 있는데, 기본적으로 영업이익 역시 개선 중. KT는 무선 ARPU 1위, 초고속 인터넷 1위, IPTV 1위, IDC 1위, 배당수익률 1위 등 다양한 분야에서 강한 펀더멘털을 기반으로 실적 개선 중. 최근 KTH-KT엠하우스 합병 등 다양한 사업들 사이의 시너지 창출을 위한 리스트럭처링 진행도 긍정적
- 특히, 무선 ARPU는 1Q19에 3사 중 가장 먼저 qoq 턴어라운드 성공했고, 1Q20에는 역시 가장 먼저 yoy 턴어라운드에 성공. 멤버십 회계 처리 변경 전 기준으로는 4Q19에 턴어라운드 후 3Q20까지 턴어라운드 유지
- 개선되는 펀더멘털 대비 주가는 역사적 저점. 20E PER은 8.8배로 역사적 저점. 전일 증가 기준 배당수익률은 5%로 배당수익률은 역대 최고 수준

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
지배지분순이익	688	619	717	906	1,035
EPS	2,637	2,371	2,745	3,469	3,962
PER	11.3	11.4	8.8	7.0	6.1
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

▶ 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.