

# Morning Meeting Brief

## Macro

### 글로벌 교역 여건 변화가 원화에 미치는 영향

- 9월 중순 이후 100원 가량 하락한 원/달러 환율. 아시아 경상수지 흑자국들의 뚜렷한 통화 강세는 교역 여건 변화의 영향
- 팬데믹에 따른 글로벌 경제 성장 둔화에 비해 상대적으로 교역 둔화 정도가 크지 않다는 점과 서비스업 부진이 더 큰 점에 주목할 필요
- 상대적으로 덜 둔화된 교역과 서비스업 비중이 낮은 한국과 중국 등의 통화 강세. 현재 원화 강세는 상당 기간에 걸쳐 지속될 수 있음

공동락. dongrak.kong@daishin.com

## Strategy

### 과유불급(過猶不及)

- 단기적으로 과도한 낙관론에 대한 경계수위 높여야 할 시점. KOSPI는 낙관 편향심리로 상승세 지속, 긍정적 기대, 호재는 상당부분 선반영
- 증시 밸류에이션 부담은 가중되는 상황. 펀더멘털 레벨업 가시화, 기대할만한 강한 모멘텀 유입 없이 추가 상승여력은 제한적일 전망
- 4분기 실적 불안, 국내 코로나19 3차 확산은 투자 심리 위축 변수, 기술적 지표들의 고점이 낮아지는 것은 시장 상승 에너지 소진 시사

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

## Asset Allocation

### 전고점 수준으로 높아진 중국의 신용증가 속도

- 코로나19 이후 중국은 신용 공급이 크게 늘어나면서 빠르게 경기 회복. 중국의 Credit Impulse는 2020년 3월 이후 가파르게 상승
- 중국의 신용증가 속도는 둔화될 가능성이 높으나, 늘어난 신용의 파급효과가 시간을 두고 이어질 것이며, 경기회복 흐름 이어질 전망
- 단기적으로는 위험자산에 대한 과도한 낙관론을 경계할 필요, 중장기적으로는 경기회복과 함께 위험자산의 강세가 지속될 것 예상

조승빈. seungbin.cho@daishin.com

## Commodity

### 국제유가 상승 배팅에 가려진 것들

- 백신 승인이 가속화됨에 따라 국제유가 상승 속도가 빨라져
- 백신 승인으로 원유수요 회복에 대한 기대감이 높아졌지만 현재 투자심리와 원유 수급 펀더멘털과의 괴리가 존재
- 단기적으로 백신 개발 소식으로 유가의 변동성은 높아질 수 있겠지만 장기적으로 국제유가는 완만하게 상승할 것으로 예상

김소현 sohyun.kim@daishin.com

## Quant

### 올해 연말 배당시즌에는 삼성전자 특별 배당 여부가 중요

- 올해 KOSPI200 연말 배당은 현재 컨센서스 기준 전년대비 18.1% 증가한 20.8조원 예상. 삼성전자 특별 배당 시행 시 더 큰 폭 증가 가능
- 12월에는 금융투자의 배당 차익거래 활발. 삼성전자 특별 배당 가능성은 현물 수급에 우호적인 환경을 조성하는 요인
- 코로나19로 인한 상반기 실적 부진은 중간 배당 감소로 이어짐. 고배당주 중에서도 안정적인 순이익 성장 기대되는 기업에 주목할 필요

김지윤. jiyun.kim@daishin.com

매주 월요일 만나는 미국주식: 디어 앤 컴퍼니, 식량위기 우려에 농기계 수요 증가

- 디어 앤 컴퍼니, 첨단 농업기술을 선도하는 글로벌 농기계 1위 업체
- 농기계 수요 증가 요인: 1) 곡물가격 상승 2) 경기회복 3) 성능 고도화
- 디어 앤 컴퍼니, FY2021 실적 개선 기대

이영한, yeonghan.lee@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Issue Comment] 조선업: 수주 회복기 진입

- 조선 3사의 목표주가를 상향. 한국조선해양 150,000원(기존 133,000원, +12.8%), 대우조선해양 35,000원(30,500원, +14.8%), 현대미포조선 66,000원(60,000원, +10.0%). Top-Pick, 한국조선해양. 차선호주, 현대미포조선
- 2020년 조선 4사 상선 신규수주는 현재까지 151억불로 목표치 267억불 대비 56% 달성. 10/30 이후로만 조선 4사 54억불 수주. 연말까지 185억불 내외, 목표 대비 70% 달성 전망
- 10월말부터 코로나19 백신에 따른 경제 재개 기대, 유가는 WTI 46불로 최근 3개월 +25% 상승, 환율은 1,090원으로 최근 3개월 -8.0% 하락으로 최적의 발주 타이밍 형성. 2021년은 이연물량, 교체수요, 경제재개에 따른 발주 증가, 환경규제로 한국 점유율 증가 전망

이동현, dongheon.lee@daishin.com

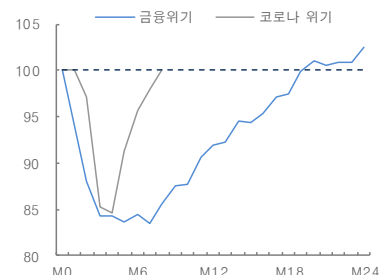
## 글로벌 교역 여건 변화가 원화에 미치는 영향

- 최근 수개월간 금융시장에서 매크로 변수들 가운데 가장 주목을 받았던 것은 원/달러 환율을 비롯한 아시아 통화들이었다. 원/달러 환율의 경우 9월 중순까지도 1,180원을 일종의 저항선으로 인식하며 제한적인 움직임에 그쳤으나, 이후 불과 3개월도 경과하지 않아 100원 가량 하락했다. 또 주저하다시피 원화 강세는 중국 위안화와 동반해서 이뤄졌다.
- 우리는 이처럼 원화, 위안화 등 소위 아시아 경성수지 흑자국들의 통화가 최근 더 뚜렷하게 강세를 나타내는 근간에는 코로나19 이후 글로벌 교역 여건의 변화가 상당한 영향을 미쳤다는 판단이다. 아울러 이 같은 교역 여건 변화를 반영하여 이들의 강세가 적어도 내년 상반기까지는 기초적으로 이어질 수 있다는 견해를 제시한다.
- 필자가 교역 여건이 코로나19에 의해 큰 변화를 겪었다고 평가하는 내용은 다른 아닌 팬데믹으로 글로벌 경제 성장과 교역이 동시에 둔화됐지만, 상대적으로 교역의 둔화 정도가 크지 않다는 것이다. 여기서 언급되는 상대적 비교의 대상은 금융위기 국면으로 바로 2009년이다. 현재 IMF 등의 추정 및 전망치를 기준으로 볼 때 올해 세계 경제의 성장률은 2009년과 비교할 때 매우 부진한 반면에 교역의 감소 정도는 유사하다.
- 즉 교역량이 줄어든 수준은 비슷한데 성장률이 더욱 큰 폭으로 둔화됐으니, 성장률의 둔화에 비해 교역이 감소하는 정도가 덜하다는 의미다. 이를 용어로 정리한다면 교역의 (성장률에 대한) 탄성(탄력도)가 금융위기 당시에 비해 덜하다 정도가 되겠다. 실제 글로벌 상품 교역은 팬데믹 초기에 금융위기 수준으로 위축됐으나 이후에 빠르게 반등했다.
- 이번 코로나19에 따른 경제 충격이 서비스업에 직격탄을 날렸다는 점도 주목할 대목이다. 최근 파월 연준 의장은 미국 경제에서 상품 소비는 코로나 이전과 유사한 수준으로 회복됐으나, 서비스업은 크게 부진할 뿐만 아니라 재확산 우려로 더 악화될 가능성을 염려했다. 더구나 서비스업은 직접적으로 상품을 생산하는 제조업에 비해 글로벌 교역과의 상관 관계 자체가 제한적이다.
- 이를 종합할 때 '금융위기와 비교할 때 성장이 둔화되는 정도에 비해 상대적으로 덜 둔화된 교역에서' 그리고 '상품을 생산하는데 경제 구조가 더욱 특화된 반면 서비스업 비중은 다른 선진국에 비해 낮음' 한국, 중국 등이 다른 국가들에 비해 탁월한 경제적 성과를 보인 결과가 외환시장에서도 고스란히 반영되고 있다는 추론이 가능할 것이다.
- 또한 중국 당국의 위안화 국제화 추진에 따른 통화 강세 용인, 원화의 위안화에 대한 Proxy로서의 역할 등과 같은 요인들을 감안할 때 현재의 원화 강세는 상당 기간에 걸쳐 지속될 수 있으며, 당시는 그 시한을 1차적으로 내년 상반기까지로 제시한다.

글로벌 교역 탄성치 변동

|             | 2009  | 2020 <sup>1)</sup> |
|-------------|-------|--------------------|
| 세계경제 성장률(A) | -0.1  | -4.4               |
| 세계교역 신장률(B) | -10.4 | -10.4              |
| 교역 탄성치(B/A) | 104.0 | 2.4                |

위기 이후 국면별 글로벌 교역 비교



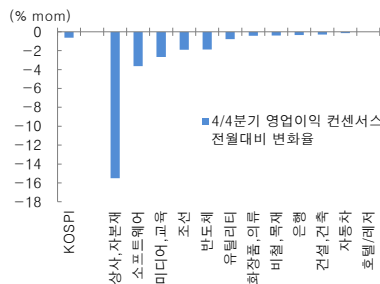
자료: IMF, 한은 재인용,  
대신증권 Research Center( '20년 10월 전망 기준)

자료: CPB, 대신증권 Research Center  
주: 금융위기 2008년 10월,  
코로나 위기 2020년 1월을 기준으로 설정

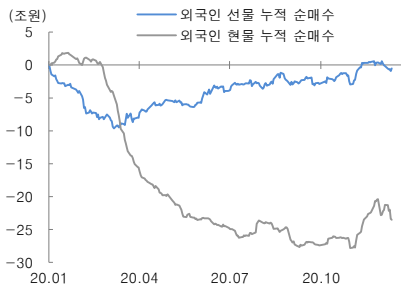
## 과유불급(過猶不及)

- 11월초 바이든 당선, 코로나19 백신발 호재 이후 KOSPI는 글로벌 증시대비 상대적 강세와 함께 연일 사상최고치 행진을 이어가고 있다. 1) 예상 외의 글로벌 제조업 경기호황이 2) 제조업 국가들의 수출 호조로 이어지고 있기 때문이다. 3) 코로나19 팬데믹 국면에서 차별적인 경기 안정성/모멘텀을 보인 중국, 한국 펀더멘털 매력에 더욱 부각되고, 4) 이는 달러 약세 환경과 맞물려 위안화, 원화의 동반 강세, 5) 글로벌 유동성의 대규모 유입으로 이어졌다.
- 11월 이후 전개된 매크로 환경과 이로 인한 금융시장의 반응, 글로벌 유동성의 이동은 2021년에도 지속될 전망이다. 미국을 중심으로 글로벌 수요회복과 재고축적(Restocking)이 동시에 유입될 가능성을 높게 본다. 필자가 2021년 KOSPI를 낙관하고, 3,000시대 진입을 기대하는 이유이다. \* 자세한 내용은 11월 30일자, “2021년 전망 투자전략 : KOSPI, Be Ambitious!” 참조
- 다만, 단기적으로는 과도한 낙관론에 대한 경계수위를 높여야 할 시점이다. 중장기 상승추세는 유효하지만, KOSPI가 단기 오버슈팅 구간에 진입했다는 판단이다. 1) 낙관 편향심리로 인한 상승세가 지속되었다. 글로벌 금융시장은 모든 이슈를 경기회복, 경기부양 강화로 해석 중이다. 긍정적인 기대와 호재는 상당부분 증시에 선반영 되었다고 본다. 2) 상반된 기대가 글로벌 증시에 반복적으로 유입되면서 펀더멘털과의 괴리가 확대되었다. 이로 인해 글로벌 증시의 밸류에이션 부담은 가중되고 있다. KOSPI도 12개월 Fwd PER은 13배, 확정실적 기준 PBR은 1.1배 넘어섰다. 실제 펀더멘털 레벨업이 가시화되거나 레벨업을 기대할만한 강한 이슈/모멘텀이 유입되지 않는 한 추가 상승여력은 제한적일 전망이다.
- 3) 4/4분기 실적 불안이 커지고 있다. 한 달 동안 KOSPI 2020년 4/4분기 영업이익 전망은 0.6% 하향조정 되었다. 코로나19 피해주는 물론, 반도체, 자동차의 4/4분기 영업이익 컨센서스도 각각 전월대비 1.9%, 0.1% 하향조정 되었다. 예상치 못한, 그리고 너무나도 빠른 원화 강세 속도에 대한 부담 때문이다. 연말, 연초 단기 실적불안이 KOSPI 발목을 잡을 수 있다.
- 4) 국내 코로나19 3차 확산이 진행 중이다. 사회적 거리두기 조치가 3단계로 상향조정될 가능성도 배제할 수 없다. 한국 내수 부진은 투자심리 위축, 원화 강세속도 제어 변수가 될 수 있다.
- 5) 최근 KOSPI 지수의 상승에도 불구하고 ADR, MACD OSC등 기술적 지표들은 고점이 낮아지고 있다. 지수 상승과정에서 오히려 시장 에너지가 소진되고 있음을 시사한다.
- 금융환경과 대조적으로 글로벌 코로나19 2차, 3차 팬데믹이 진행 중이다. 주요국 경제 활동은 11월 이후 둔화되었다. 미국의 재정 부양정책 통과 여부와 12월 FOMC회의(15일 ~ 16일) 결과가 중요한데, 높아진 시장의 기대를 충족해 줄 수 있을지 여부가 관건이다. JP모건 보고서로 인해 투자자들은 주가와 펀더멘털 괴리를 인지하기 시작했다. 외국인 투자자들은 KOSPI 시장에서 2주 연속 순매도 중이다. 긴장의 끈을 놓쳐서는 안된다..

4/4분기 실적 전망 하향조정



KOSPI 시장에서 외국인 현선물 매도 전환



자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

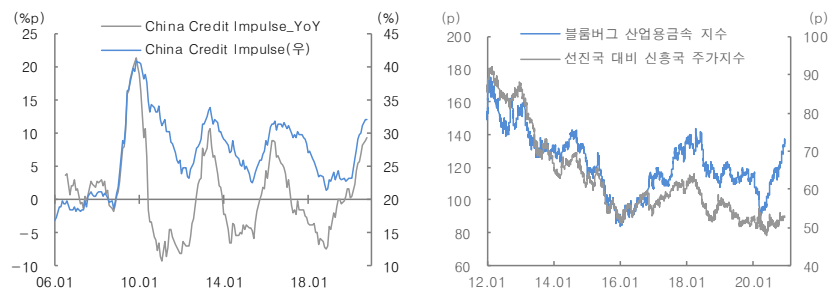
자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

## 전고점 수준으로 높아진 중국의 신용증가 속도

- 코로나19 이후 전세계적으로 풀린 대규모 유동성으로 위험자산의 가격은 예상보다 강하게 반등할 수 있었다. 중국도 대출과 국채발행 등 신용 공급이 크게 늘어나면서 경기가 빠르게 회복됐다. 중국의 명목 GDP 대비 신용 증감을 나타내는 Credit Impulse는 2020년 3월 이후 가파르게 상승했고, 지난 10월에는 32.0%를 기록했다. 2008년 글로벌 금융위기 당시에는 중국의 Credit Impulse가 40%를 돌파하기도 했지만, 그 이후에는 현재 수준인 30% 초반에서 고점이 형성됐다. 글로벌 경기가 회복세를 나타내고 있고, 그 가운데 중국은 상대적으로 경기 회복속도가 빠르다는 점에서 중국의 신용증가 속도는 둔화될 가능성이 높다고 판단한다.
- 중국의 신용증가 속도가 둔화되더라도 글로벌 경기의 회복 흐름은 이어질 것으로 예상된다. 큰 폭으로 늘어난 신용이 경제에 미치는 파급효과가 시간을 두고 이어질 가능성이 높기 때문이다. 중국 경기에 민감한 산업용 금속 가격을 살펴보면, 중국의 Credit Impulse가 고점을 형성한 이후에도 1년 이상 상승세가 이어졌던 것을 확인할 수 있다. 최근 산업용 금속 가격의 상승세가 이어지면서 경기에 민감한 소재 섹터와 신흥국 증시가 강세를 나타내고 있다. 신흥국 주가의 상대적 강세는 한국 주식시장에도 긍정적인 요인이라 판단한다.
- 원자재 가격의 상승은 글로벌 경기 회복에 대한 기대감을 높여주지만, 물가 상승을 자극할 수 있는 변수이기도 하다. 국제금리에서 물가연동채권 금리를 차감해 채권시장에서 반영되고 있는 기대 인플레이션 수준을 가늠해보는 손익분기 인플레이션률(Break-Even Inflation rate, BEI)은 2020년 1월 고점을 넘어 2019년 4월 수준에 근접하고 있다. 최근 실질금리가 다시 하락하면서 국제금리는 BEI 대비 상대적으로 느리게 올라가고 있지만 원자재 가격의 상승이 국제금리에 영향을 미치고 있는 것은 분명해 보인다.
- 국제금리의 상승은 중장기적으로 투자자들에게는 부담요인이다. 코로나19 이후 금리가 낮은 수준을 유지하는 동안 주식, 부동산, 회사채 등 투자자산의 가격 상승세가 이어졌기 때문이다. 또한 바이트 정부가 계획하고 있는 대규모 재정정책을 고려하면 국제금리의 추가 상승 가능성도 높다. 시간이 지날수록 투자자들은 국제금리를 낮은 수준으로 유지하기 위한 연준의 대책에 대해 관심이 높아질 것으로 예상된다.
- 단기적으로는 위험자산에 대한 과도한 낙관론을 경계할 필요가 있다. 지난 7일 미국 주식시장의 콜 옵션 거래대금 대비 풋 옵션 거래대금(풋/콜 비율, 5일 누적 기준)은 0.37로 올해 최저치를 기록했다. 9월 이후 풋/콜 비율이 0.4 수준으로 낮아졌을 때 미국 주식시장이 조정을 받았다는 점에서 단기 조정 가능성을 염두에 두어야 한다. 다만, 중장기적으로는 글로벌 경기 회복과 함께 위험자산의 강세가 지속될 것으로 예상하기 때문에 단기 주가 조정은 주식에 대한 비중확대 기회로 활용해야 한다고 판단한다.

전고점수준에 도달한 중국 Credit Impulse

산업용금속 지수 상승과 신흥국 강세



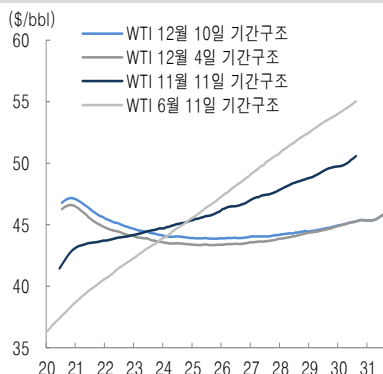
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# 국제유가 상승 배팅에 가려진 것들

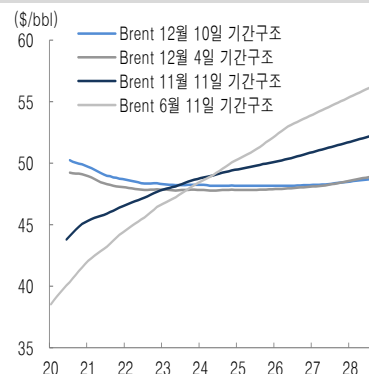
- 백신 승인이 가속화됨에 따라 국제유가 상승 속도가 빨라졌다. Brent유는 배럴당 50.25달러로 올해 3월 이후 처음으로 50달러를 넘어섰으며, WTI유는 배럴당 46.78달러로 3월초 이후 최고치를 기록했다(12월 10일 기준). 투기적 자금 유입도 이어지고 있다. 12월 8일 주간 기준 Brent 유 투기적 자금 순매수표지선은 27.5만계약으로 올해 2월 이후 최고치를 기록했다. 원유 선물시장도 단기 국제유가의 상승에 무게를 두고 있다. WTI 12월물과 1월물의 가격차이는 한 달 전에 +2.07달러였으나 최근에 -0.55달러로 마이너스 전환했다. Brent유 선물시장도 원유물 가격이 근월물을 하회하는 백워데이션이 나타나고 있다.
- 백신 승인으로 원유수요 회복에 대한 기대감이 높아졌지만 현재 투자심리와 원유 수급 편면탈과의 괴리가 존재한다. 12월 4일 기준 미국 원유 수요량은 일일 1,540.9만배럴로 올해 10월 수준 이후 최저치를 기록했다. 가솔린 수요량은 850.5만배럴로 전주대비 감소했다. 최근 가솔린 수요는 미국 추수감사절 시즌에 따른 여행 증가로 회복했지만 과거 20년동안의 추수감사절 시즌 내 최저 수준을 기록했다. 미국 원유 및 가솔린 재고도 전주대비 증가했다. 미국 전체 원유재고(전략비축유 제외)와 가솔린 재고는 각각 5.03억배럴, 2.38억배럴로 8월 이후 최고치를 기록했다.
- 백신 개발로 원유수요 회복 속도가 예상보다 빨라질 수 있겠지만 여전히 원유수요 불확실성이 존재한다. 백신이 대량 공급하기까지 소요되는 시간이 다소 길릴 것으로 예상되며, 백신이 보급된다고 하더라도 코로나19 이전 수준의 생활을 영위할 수 있는 지 여부도 불확실하기 때문이다. 국제공향협회에 따르면 국내 여객 운항은 2023년에서야 코로나19 이전 수준으로 회복할 수 있으며, 국제 여객 운항은 2024년에서야 정상화될 것으로 전망했다.
- OPEC+의 원유공급 확대 리스크도 존재한다. 2021년 1월부터 OPEC+의 원유공급량은 일일 50만배럴 늘어날 계획이다. 또한 이번 12월 OPEC+ 정례회의 때 반발을 한 UAE의 경우 원유 생산 가능규모를 늘리기 위해 향후 5년동안 1,220억달러를 투자할 계획이다. 이미 UAE는 Occidental Petroleum에게 석유탐사권을 제공했다. 이란의 원유생산량도 증대될 가능성이 높다. 이란 정부는 바이든 미국 대통령 당선인이 취임한 이후 10년간 원유 수출 제재 완화 가능성에 무게를 두어 원유 생산량이 단기간 내에 최대치로 재개하기 위해 투자를 확대하고 있다.
- 단기적으로 백신 개발 소식으로 유가의 변동성은 높아질 수 있겠지만 장기적으로 국제유가는 완만하게 상승할 것으로 예상한다. 코로나19 백신 개발에도 불구하고 원유 수급이 개선되기까지 시간이 걸릴 것이며, 신재생 에너지로의 산업 구조 변화로 원유수요 개선은 제한될 가능성이 높기 때문이다. 현재의 원유 선물시장의 구조도 이를 방증한다. WTI유 원유물 가격은 배럴당 46달러를 하회하고 있으며, 기간구조의 기울기가 완만하다.

WTI 유 선물시장, 단기 유가 상승에 무게



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Brent 유 선물시장, 백워데이션으로 전환

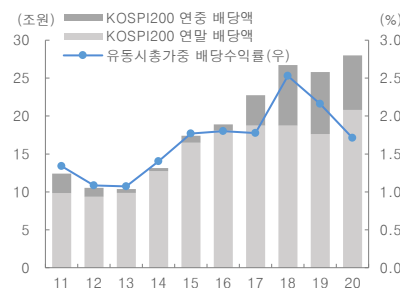


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

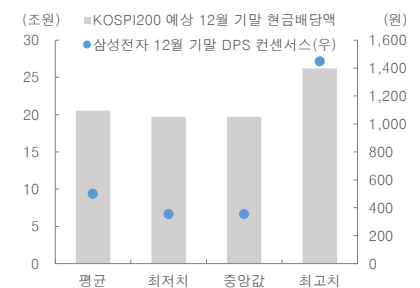
# 올해 연말 배당시즌에는 삼성전자 특별 배당 여부가 중요

- 현재 컨센서스 기준 2020년 KOSPI200 기업들의 연말 배당은 20.8조원으로 예상되고 있다. 이는 2019년 연말 배당액 17.6조원 대비 18.1% 증가한 수준이다. 연간 전체 기준으로는 전년대비 8.5% 증가한 28.0조원을 기록할 것으로 전망되고 있다. 올해 배당액의 큰 폭 증가가 기대됨에도 KOSPI200 배당 수익률은 지난 해보다 0.5%p 감소한 1.7% 수준으로 예상된다. 배당액보다 지수가 큰 폭으로 상승했기 때문이다. KOSPI200 유동시가총액은 2019년 808조원에서 2020년 1,033조원으로 27.9% 증가했다.
- 삼성전자가 특별배당을 시행할 경우에는 연말 배당이 더욱 큰 폭으로 증가할 수 있다. 삼성전자는 2018~2020년 주주환원정책에 따라 3년간 잉여현금흐름(FCF)의 최소 50%를 배당하겠다고 밝힌 바 있다. 또한 잔여재원 발생 시 추가 현금배당 혹은 자사주 매입·소각을 시행한다고 명시했다. 이에 근거했을 때 삼성전자는 올해 6.6조원의 추가 배당 여력을 가지고 있는 것으로 추정된다 (2018~2020년 추정 FCF 73.2조원 x 50% - 배당 및 자사주 매입액 29.7조원).
- 삼성전자의 지배구조상 자사주 매입보다는 특별배당을 시행할 가능성이 높다. 6.6조원을 DPS로 환산하면 1,352원으로 1,000원 내외의 특별배당이 가능한 수준이다. 현재 삼성전자 12월 기말 DPS 컨센서스 최고치인 1,448원이 특별배당 가능성을 반영한 금액이라 볼 수 있다. 이 경우 올해 KOSPI200 기업들의 연말 배당액은 전년대비 48.8% 증가한 26.2조원 기록할 것으로 기대된다.
- 12월에는 기관투자자들 중심으로 연말 배당향 주식 자금 유입이 많이 이루어진다. 특히 미니 선물 LP로서 증권거래세를 면제받을 수 있는 금융투자(증권)의 순매수가 두드러진다. 삼성전자의 특별 배당 가능성은 현재 시장 베이스에 반영되어 있는 예상 배당액보다 실제 배당액 규모가 클 가능성을 높인다. 이는 선물을 매도하고 현물 매수하는 차익거래를 촉진하는 요인으로 현물 수급에 우호적인 환경을 조성할 수 있다. 또한 과거 금융투자의 매수세는 12월내에서도 월초보다는 선물 만기일 이후부터 배당기준일 사이에 집중되는 것으로 나타났다. 따라서 지난 주 12월 만기일이 지난 이번 주부터 본격적으로 고배당주에 관심을 가져보면 좋을 것 같다는 판단이다.
- 고배당주 중에서도 올해 안정적인 순이익 성장으로 현재 예상배당이 지급될 가능성이 높은 기업에 집중할 필요가 있다. 코로나19로 인한 상반기 실적 부진이 중간배당 감소로 이어졌기 때문이다. KOSPI200 기업들의 중간배당 규모는 2019년 8.2조원에서 7.2조원으로 -12.1% 감소했다. 따라서 KOSPI200 기업 중 1) 예상 연말 배당 수익률이 3% 이상이면 2) 2020년과 4Q20 순이익이 모두 전년대비 증가할 것으로 기대되고 3) 최근 1개월 4Q20 순이익 컨센서스가 상향된 기업 11개를 관심 종목으로 선정했다.

KOSPI200 연간 배당액, 배당 수익률 추이



삼성 DPS 컨센에 따른 KOSPI200 배당액



자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

# 디어 앤 컴퍼니, 식량위기 우려에 농기계 수요 증가

디어 앤 컴퍼니, 첨단 농업기술을 선도하는 글로벌 농기계 1위 업체

- 디어 앤 컴퍼니(Deere&Co, DE)는 농업 건설 임업 중장비 제조 업체다. 특히 트랙터, 콤바인, 이앙기 등 농기계 분야에서 전세계 시장을 주도하고 있다. 디어 앤 컴퍼니의 사업부문은 크게 농기계(매출 비중: 63%)와 건설/임업 장비(매출 비중 25%)로 구분되며 미국&캐나다 매출 비중이 전체의 57%를 차지한다.

농기계 수요 증가 요인: 1) 곡물가격 상승 2) 경기회복 3) 성능 고도화

- 곡물가격 상승, 경기회복, 노후장비 교체 등으로 농업 기계 수요는 증가할 것으로 예상된다. UN 식량농업기구(FAO)에 따르면 전세계 식량가격지수는 2015년 이후 최고치를 기록하고 있는 가운데 곡물이 유지료 다음으로 가격 상승세를 주도하고 있다. 미국, 유럽, 브라질 등에서의 가뭄 피해로 인한 수확 감소(생산량 감소), 낮은 재고 수준 중국의 미국산 농산물 수입확대 등이 곡물 가격 강세 원인으로 지목되고 있다. 내년에는 농산물 재고 축적 사이클과 경기회복 기대가 맞물리면서 농기계 수요가 증가할 것으로 예상된다.
- 농기계 노후화에 따른 현대화 수요도 지속적으로 늘어나고 있다. 디어 앤 컴퍼니의 FY2020 영업이익 증감에 대한 항목별 효과를 살펴보면 불륨 호조뿐 아니라 고가 장비 판매 영향이 실적 개선에 긍정적으로 작용한 것으로 분석된다. 디어 앤 컴퍼니는 2017년 빅데이터/인공지능 벤처 블루 리버 테크놀로지를 인수한 뒤 농업 생산성 향상을 위한 농업용 빅데이터 수집 정밀 농업 농장 관리를 위한 자동화 기술 등 지능형 농업기계 개발을 선도하고 있다.

디어 앤 컴퍼니, FY2021 실적 개선 기대

- 디어 앤 컴퍼니의 FY2021 가이드언스에 따르면 순이익은 36~40억 달러(+31~45% yoy), 영업이익률은 15.5~16.5%(FY2020 13.3%, FY2019 10.6%)가 예상된다. 사업 부문별로는 농기계와 건설/임업 장비의 매출액 증가율이 각각 +10~15%, +5~10%를 기록할 전망이다.

FAO 전세계 식량가격지수 추이



자료: FAO(국제연합 식량농업기구), 대신증권 Research Center

디어 앤 컴퍼니, FY2021 가이드언스

| 구분         |         | FY2021 가이드언스 | FY2020   |
|------------|---------|--------------|----------|
| 전체         | 순이익     | 36~40억 달러    | 27.5억 달러 |
|            | 매출액 증가율 | +10~15%      | -6%      |
|            | 영업이익률   | 15.5~16.5%   | 13.9%    |
| 건설/임업 사업부문 | 매출액 증가율 | +5~10%       | -20%     |
|            | 영업이익률   | 9~10%        | 8%       |

자료: 디어 앤 컴퍼니, 대신증권 Research Center

조선업

수주 회복기 진입

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

투자의견

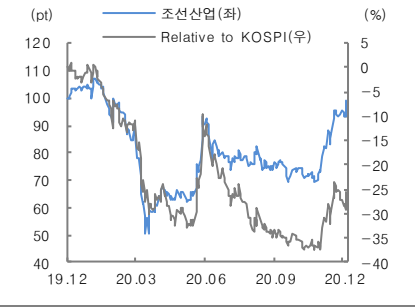
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

| 종목명     | 투자의견          | 목표주가        |
|---------|---------------|-------------|
| ★한국조선해양 | BUY           | 150,000원(↑) |
| 삼성중공업   | Marketperform | 6,500원(-)   |
| 대우조선해양  | BUY           | 35,000원(↑)  |
| 현대미포조선  | BUY           | 66,000원(↑)  |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률    | 20.2 | 28.8 | 10.6  | -3.3  |
| 상대수익률    | 7.9  | 11.5 | -13.1 | -26.5 |



수주 회복기 진입, 이유 있는 주가 상승

- 2020년 조선 4사 상선 신규수주는 현재까지 151억불로 목표치 267억불 대비 56% 달성
- 10/30 이후로만 조선 4사 54억불 수주, 연말까지 185억불 내외 목표 대비 70% 달성 전망
- 연중 조선주는 6월 카타르 LNG선 100척 슬롯 예약 호재 이후 코로나19 재확산으로 수주와 주가 추춤, 3분기 한국조선해양은 연간 수주목표를 하행(상선 159억불 → 111억불, -30%)
- 10월말부터 코로나19 백신에 따른 경제 재개 기대, 유가는 WTI 46불로 최근 3개월 +25% 상승, 환율은 1,090원으로 최근 3개월 -8.0% 하락으로 최적의 발주 타이밍 형성
- 조선 4사의 주가는 최근 3개월 +30% 상승, 현대미포조선 +69% 상승, 한국조선해양 +26%, 삼성중공업 +29%, 대우조선해양 +17% 상승

2021년 신규수주는 2020년 대비 40%~80% 증가

- 연초 2020년 조선 4사의 연간 상선 신규수주 목표는 315억불, 2019년 4사의 신규수주는 257억불, 이연 물량 반영해 21년 신규수주를 2019년 수준만 가정해도 39% 신규수주 증가
- 최근 LO(건조의항사)가 체결되거나 언론에 보도된 수주만 대우조선 VLCC 10척, 대우조선 2.3만 TEU 컨테이너선 6척, 현대중공업 미얀마 쉘 해양플랜트 4.5억불 등으로 연말과 1Q21 수주밸리를 이어갈 것 2021년은 이연된 모잠비크 LNG선 17척, 카타르 LNG선 계약 대기
- 수주회복기에는 수주 증가가 주요 변수. 선가는 수주회복기 주요 변수가 아니며 수주 증가 시점에서 통상 3~6개월 후행, 21년 하반기부터 선가 회복 전망
- 2021년은 이연물량, 교체수요, 경제재개에 따른 발주 증가, 환경규제로 한국 점유율 증가
- 2020년 11월 누계 전세계 발주량은 1,447만CGT(1K+CGT 기준)으로 11월에만 292만CGT 가 발주, 연말까지 1,700만CGT 내외 예상, 2021년 발주량은 과거 평균치인 3,000만CGT로 202년 대비 +76% 증가 전망, 컨테이너선, LNG선, 탱커선 등 주요 선종 모두 호황 예상

조선업 비중확대(Overweight) 의견 유지, 3개사의 목표주가를 각각 상향

- 조선업 비중확대(Overweight), 커버리지 3사의 매수 투자의견을 유지
- 조선 3사의 목표주가를 상향, 한국조선해양 150,000원(기존 133,000원, +12.8%), 대우조선 해양 35,000원(30,500원, +14.8%), 현대미포조선 66,000원(60,000원, +10.0%)
- 목표주가는 각 사의 2021E BPS에 타깃 PBR 한국조선해양과 대우조선해양 0.9배, 현대미포 조선 1.1배를 적용, 삼성중공업은 1.0배를 유지, 타깃 PBR은 조선 4사의 2011~2019년 평균 PBR 0.9배를 적용 또는 10%, 20% 할증 적용
- Top-Pick, 한국조선해양, 차선호주, 현대미포조선

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

|         | 2018A  | 2019A  | 2020F  | 2021F  | 2022F  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 30,474 | 33,885 | 32,857 | 32,583 | 35,010 |
| 영업이익    | 205    | 59     | 22     | 423    | 757    |
| 세전순이익   | -866   | -1,013 | -384   | 365    | 638    |
| 총당기순이익  | -401   | -1,088 | -480   | 304    | 507    |
| 지배지분순이익 | -447   | -1,140 | -529   | 261    | 452    |
| EPS     | -578   | -1,344 | -623   | 308    | 533    |
| PER     | NA     | NA     | NA     | 63.7   | 36.8   |
| BPS     | 31,999 | 26,985 | 26,345 | 26,633 | 27,147 |
| PBR     | 0.8    | 0.8    | 0.7    | 0.7    | 0.7    |
| ROE     | -1.8   | -4.8   | -2.3   | 1.2    | 2.0    |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한국조선해양, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선 합산, 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.