지금이 낫다

이베스트 리서치센터

vol. 2 2020. 12. 1

이베스트의 선택

Part I 매크로의 선택

Part II 퀀트의 선택

Part III 섹터의 선택

eBEST

이 베스트투자증권

이베스트투자증권 리서치본부입니다.
House monthly 및 Top picks 를 소개합니다.
Top down(매크로)와 Bottom up(퀀트와 섹터)를 통해 단기 시장 View 와 최우선 추천기업을 선정하는 자료입니다. 운용과 영업에 많은 도움이 되었으면 합니다.

자료는 크게 3 가지 Part 로 구성했습니다.

[Part I. 매크로의 선택]

미국 경기회복의 마지막 퍼즐 소비 정상화 미국 연말 소비시즌, 온라인 중심의 블랙프라이데이 소비는 양호할 것으로 판단합니다. 연말까지 봤을 때 유효한 수준의 상승은 아닐 것입니다. 아직까지는 실업수당과 사회보장 지원, 코로나로 인한 저축 확대 등이 소비 증가에 기여하고 있습니다. 정책이 변화하는 2021 년에는 되려 체크해야 할 요소들이 많아질 것입니다. 코로나 이후 가야 할 길은 많이 남아 있습니다.

(아직) 코로나 투자환경의 연장 11 월 연이은 코로나 백신 임상 결과는 드디어 마스크 없는 세상에 대한 기대를 갖게 하였습니다. 주식시장은 환호했고, 업종별 수익률도 일명 백신트레이드로 보답했습니다. 터널 끝이 보인다는 희망은 있지만, 여전히 터널 안이라는 현실이 12 월이 될 듯 합니다. 다소 시장 색깔이 팬데믹 이후 추동력(정책기대)이 더 이어지는 구간이지 않을까 합니다. 단적으로 에너지>소프트웨어에서 소프트웨어>에너지로 전환을 예상합니다.

[Part II. 퀀트의 선택]

Alpha 전략: (K 자형 회복) 백신 개발 낭보에도 불구하고, 경기 정상화 진입까지는 시간이 걸릴 것입니다. 이러한 상황에서도 글로벌 부동산 지표 개선이 빠르게 진행되고 있는 점이 특징적입니다. 이번 위기는 소득 구간별로 충격이 달랐었는데, 회복 속도 역시 다를 것입니다. 이 상황 속에서, 수혜를 입을 수 있는 산업과 기업을 골라내는 전략이 필요합니다.

Beta 전략: (전후좌우 잘 살필 때) 11 월 KOSPI 는 스타일 팩터 상으로는 혼조세(차별화)가 나타났습니다. 당사 팩터 유니버스 7 개 유형 중 (+) 성과를 기록한 것은 Risk(베타 등) 유형이 유일했습니다. 이러한 흐름은 12 월에도 이어질 전망으로 특정 팩터의 강세를 예측하기 보다는 종합적인 접근이 필요합니다. 11 월 긍정적인 백신 임상 데이터에도 불구하고, 밸류는 성과 폭이 크게 낮아졌고, COVID 19 상황 속에서도 견조한 이익을 기록했던 Momentum 및 Growth 는 여전히 높은 밸류와 주가가 부담스럽기 때문입니다.

[Part III. 섹터의 선택]

코드	종목명	목표주가	Analyst	추천 사유
010780	아이에스동서	60,000	김세련	펀더멘탈과 모멘텀 모두 겸비
011170	롯데케미칼	370,000	이안나	이제부터 시작이다
074600	원익QnC	N/R	최영산	2021년 체질이 다른 성장
084850	아이티엠반도체	73,000	이왕진	결국 웃을 순간은 온다.
352820	빅히트	250,000	안진아	의심의 여지가 없다
005610	SPC삼립	N/R	심지현	성수기 + 기저 + 밸류에이션 매력 + 빈집
086450	동국제약	38,000	정홍식	매년 성장하는 기업
119860	다나와	40,000	정홍식	고성장 & 저평가 기업

감사합니다.

기업 Pool

코드	종목	시가총액 (십억)	현재주가 (11/27)	1개월 수익률(%)	목표주가 (컨센서스)	체크 포인트			
						섹터	전략 Q&A	퀀트: 알파	퀀트: 베타
A005930	삼성전자	407,139.2	68,200	14.0	78,883		V	V	
A051910	LG 화학	57,179.8	810,000	28.2	938,667		V		V
A207940	삼성바이오로직스	52,865.8	799,000	25.8	949,333		V		
A068270	셀트리온	45,089.3	334,000	39.7	369,538				V
A000270	기아차	23,794.8	58,700	11.0	69,053				V
A036570	엔씨소프트	18,046.2	822,000	5.1	1,071,600		V		
A066570	LG 전자	14,368.3	87,800	-1.8	113,905			V	
A003550	LG	12,976.3	75,200	6.4	117,143				V
A011170	롯데케미칼	9,837.1	287,000	24.2	330,826	V			V
A009830	한화솔루션	7,889.3	49,350	11.8	62,111				V
A352820	빅히트	6,341.0	178,000	9.5	246,000	V			
A032640	LG 유플러스	5,304.8	12,150	5.7	18,028				V
A035250	강원랜드	4,963.4	23,200	2.9	28,333			V	
A004020	현대제철	4,417.1	33,100	10.9	37,917				V
A011780	금호석유	4,356.9	143,000	6.3	178,563				V
A006280	녹십자	4,177.9	357,500	39.6	399,167				V
A000720	현대건설	3,908.6	35,100	14.3	44,643				V
A006360	GS 건설	2,635.2	32,900	17.5	37,975				V
A007070	GS 리테일	2,591.1	33,650	-1.9	48,294				V
A081660	휠라홀딩스	2,554.6	42,050	7.5	58,111				V
A009240	한샘	2,282.8	97,000	-2.3	135,933			V	
A000880	한화	1,975.2	26,350	3.5	36,000				V
A078340	컴투스	1,713.8	133,200	19.7	160,238				V
A017800	현대엘리베이	1,638.7	40,150	5.7	49,750				V
A035900	JYP Ent.	1,395.1	39,300	22.0	45,909				V
A010780	아이에스동서	1,363.9	44,150	13.5	55,400	V			V
A030190	NICE 평가정보	1,357.0	22,350	13.7	25,500				V
A084850	아이티엠반도체	1,217.7	52,700	11.9	76,500	V			
A086450	동국제약	1,151.5	25,900	7.7	38,000	V			
A114090	GKL	946.4	15,300	23.9	17,250			V	
A005610	SPC 삼립	636.0	73,700	6.7	84,800	V			
A074600	원익 QnC	490.3	18,650	29.1	22,483	V			
A119860	다나와	379.8	29,050	-2.5	41,000	V			

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트의 선택 | 리서치센터

지금이 낫다

Contents

Part I	매크로의 선택	5
Part II	퀀트의 선택	30
Part III	섹터의 선택	42
	아이에스동서 (010780)	43
	롯데케미칼 (011700)	46
	원익 QnC (074600)	50
	아이티엠반도체 (084850)	53
	빅히트 (352820)	56
	SPC 삼립 (005930)	58
	동국제약 (086450)	61
	다나와 (119860)	66

Part I

매크로의 선택

미국 경기회복의 마지막 퍼즐 소비 정상화

미국 연말 소비시즌 기대감이 높아지고 있습니다. 온라인 중심의 블랙프라이데이 소비는 양호할 것으로 판단하고 있지만, 연말까지 봤을 때 유효한 수준의 상승은 아닐 것입니다. 미국은 소비가 GDP대비 83%를 차지하는 국가답게 경제가 정상화되려면 소비 정상화가 필수적이라는 판단입니다. 아직까지는 실업수당과 사회보장 지원, 코로나로 인한 저축 확대 등이 소비 증가에 기여하고 있습니다. 하지만 정책이 변화하는 2021년에는 체크해야 할 요소들이 많아질 것으로 판단하고 있습니다. 코로나 이후 가야 할 길은 많이 남아 있습니다.

(아직) 코로나 투자환경의 연장

11월 연이은 코로나 백신 임상 결과는 드디어 마스크 없는 세상에 대한 기대를 갖게 하였습니다. 주식시장은 환호했고, 업종별 수익률도 일명 백신트레이드(리플레이션 트레이드)로 보답했습니다. 터널 끝이 보인다는 희망은 있지만, 여전히 터널 안이라는 현실이 12월이 될 듯 합니다. 그렇다고 시장이 수익의 기회를 박탈한다는 것은 아닙니다. 다소 시장 색깔이 팬데믹 이후 추동력(정책기대)이 더 이어지는 구간이지 않을까 합니다. 단적으로 에너지>소프트웨어에서 소프트웨어>에너지로 전환을 예상합니다.

미국 연말 소비 기대감과 이후의 가능성

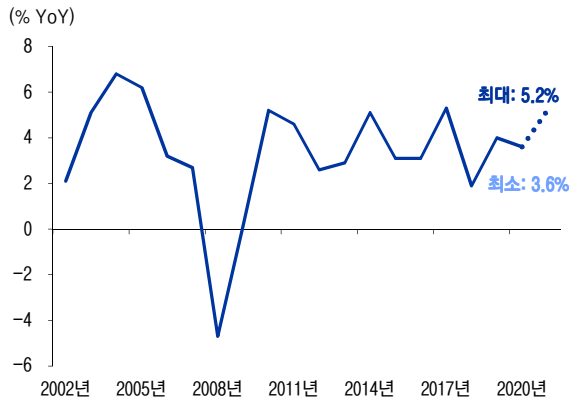
다시 돌아온 연말 소비시즌

코로나 사태가 해결된 것은 아니지만 미국 연말시즌에 돌입하면서 소비에 대한 기대감이 높아지고 있다. 전미소매협회는 2020년 블랙 프라이데이 매출이 2019년 대비 3.6%~5.2% 증가할 것으로 전망하고 있다. 수치대로 상승한다면 2020년 소매판매도 상승추세를 이어가게 된다.

무조건 기대하기는 어려운 상황

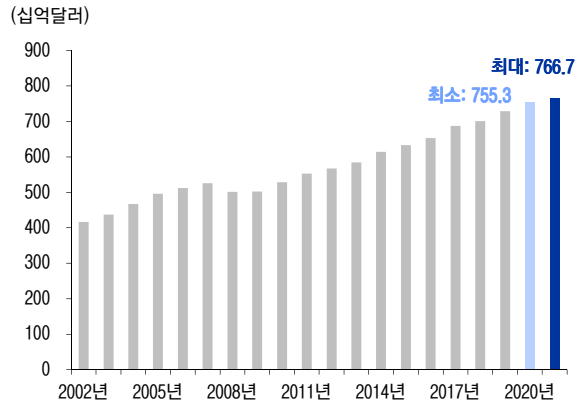
모두가 인지하고 있듯이 코로나에도 불구하고 연말소비 혹은 경기소비재 소비는 온라인을 통해서 확대되고 있다. 하지만 연말 소비가 극적으로 회복될 지 여부는 고민이 필요한 문제이다. 미국 연말 소비 시기에 대해서도 59%에 달하는 사람들이 추수감사절 이전으로 답하고 있어 12월 소비는 오히려 감소할 가능성을 배제할 수 없다.

그림1 미국 블랙프라이데이 소비 전망



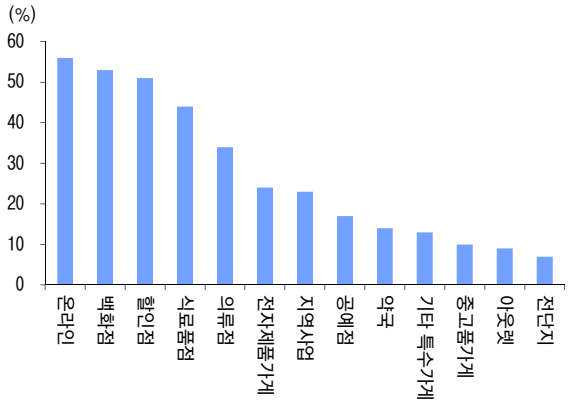
자료: NRF, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 미국 블랙프라이데이 소비 전망



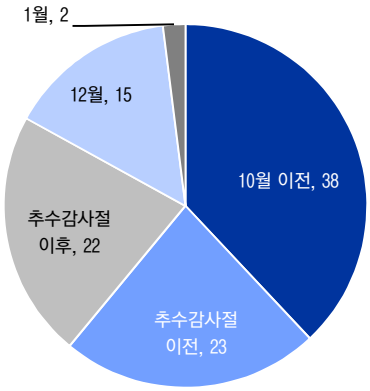
자료: NRF, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 미국 휴가시즌 소비 설문조사 - 소비수단



자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 미국 연말 소비 시기 조사



자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

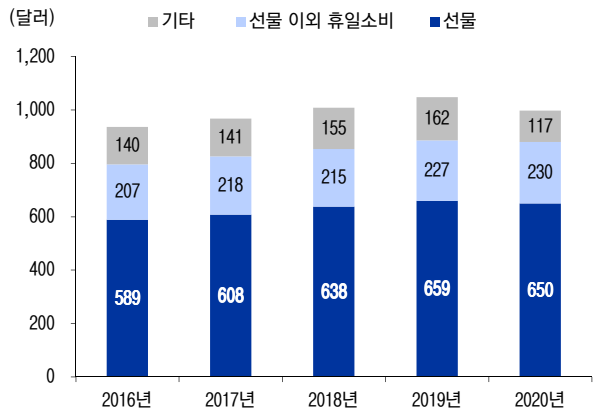
소비심리 개선과 산업지표 개선 확인 필요

블랙프라이데이, 특히 온라인과 관련된 사이버먼데이 소비는 확대될 가능성이 높다. 하지만 추수감사절 이전 소비가 이뤄진다면 이후의 소비에 기대를 크게 가지기 어렵다. 실제로 미국 휴일 관련 소비 설문에서는 2020년의 소비가 2019년 대비 감소할 것으로 나타나고 있다. 여전히 서비스 관련 소비가 나타나기는 어려운 상황이고, 내구재소비의 증가는 휴일과 큰 연관성이 없다는 점도 부정적 요인이다.

심리가 앞선 산업과 실물이 앞선 소비

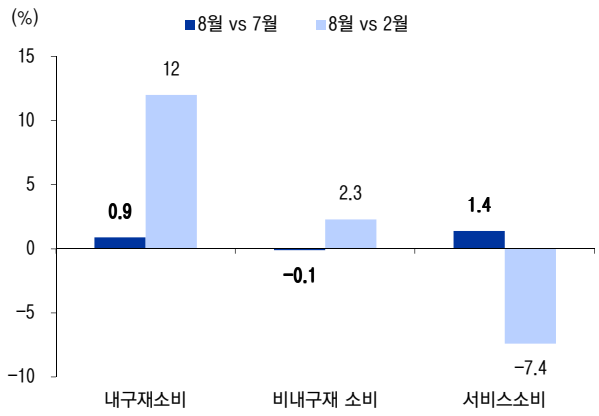
코로나 이후 흥미로운 변화는 산업과 관련된 심리는 급등한 반면, 실제 산업생산은 심리를 따라가지 못하고 있다는 점이다. 반대로 소매판매는 코로나 이전 수준으로 올라왔지만 심리는 여전히 바닥에서 머물고 있다. 일반적으로 소비는 기업이익의 증가와 고용증가 및 임금상승에 반응한다. 아직 산업지표가 개선되지 못하고 있다는 점이 소비자심리에 부정적으로 작용하고 있지만 정부 지원이 소비를 일부 끌어올렸다는 판단이다.

그림5 미국 휴일 소비 설문



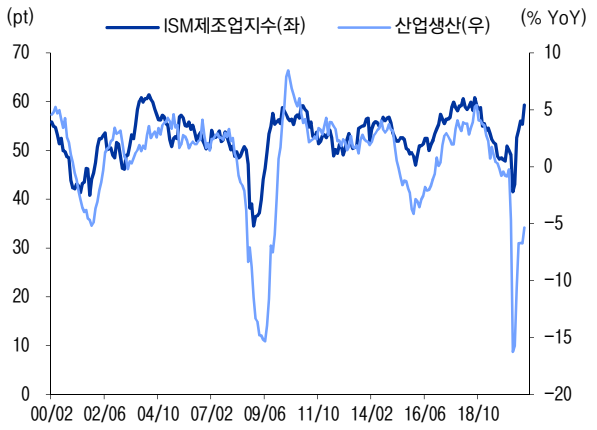
자료: NRF, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 미국 코로나 이전 이후 소비 증가율 변화



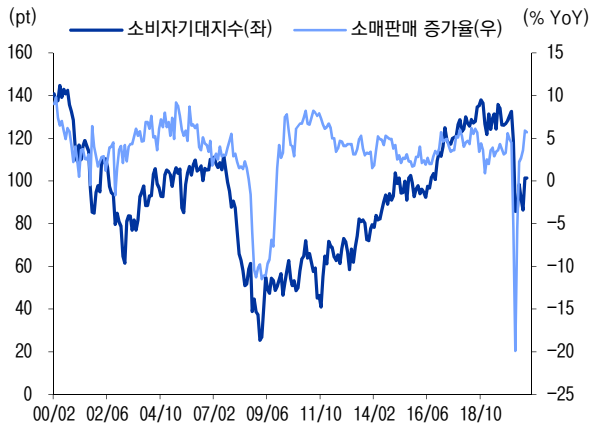
자료: NRF, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 미국 ISM 제조업지수와 산업생산 증가율



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 미국 소비자기대지수와 소매판매 증가율



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

미국 자산 증가는 소비에 긍정적

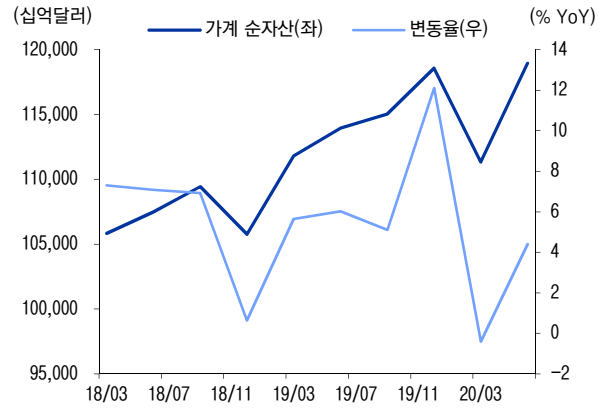
정부지원 이외에 미국 소비에 긍정적 영향을 미친 것은 자산의 지속적인 증가에 있다. 가계의 순자산은 일반적으로 주택과 금융자산으로 볼 수 있는데 2020년 1분기 코로나로 인해 급격히 하락하는 모습을 보인 이후에는 전 고점 수준을 넘어서 상승해 있다. 부의 효과가 어느 정도 수준까지 작용할지는 계산하기 어렵지만 소비에 긍정적인 영향을 미치고 있다는 사실은 분명하다.

가처분 소득 증가와 소비지출 감소

순자산 증가 이외에 소비에 가장 근본적인 부분은 가처분 소득의 증가이다. 물론 가처분 소득의 범위에 배당과 이자 등 금융소득이 포함되고, 정부의 실업급여 등 보조금 항목도 합산된다.

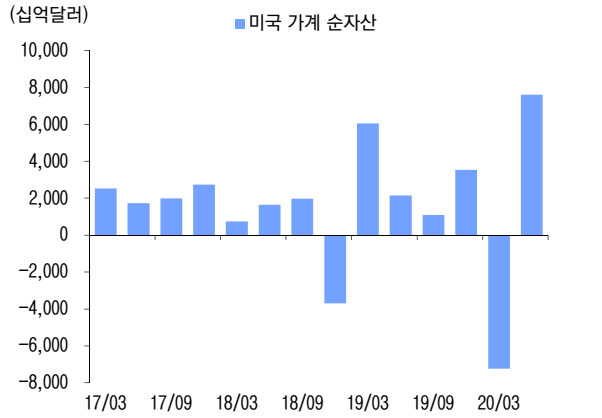
미국 가처분 소득은 2020년 3월 이후 오히려 급격히 증가하는 흐름을 보이고 있다. 이는 소비지출의 급격한 감소와 동일한 선상에서 판단할 수 있다. 들어온 소득 대비 오프라인 소비가 급감하면서 소비에 사용할 수 있는 자금 여유분이 비축된 것이다.

그림9 미국 가계 순자산과 변동율



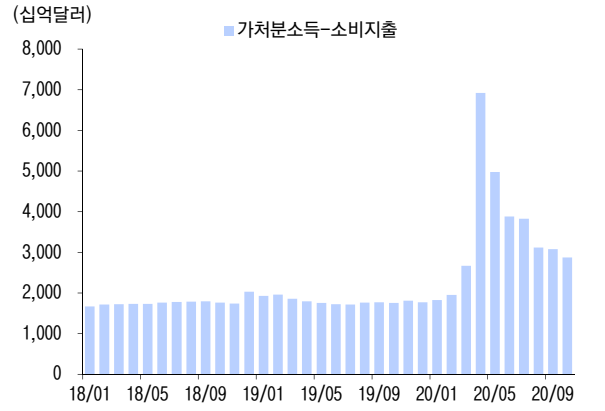
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 미국 가계 순자산 변동



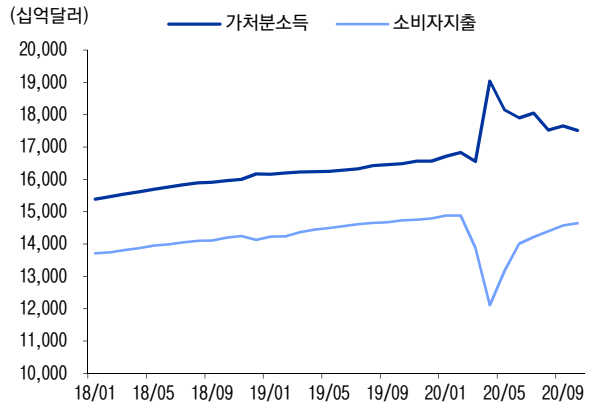
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 미국 가처분소득과 소비지출 차이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 미국 가처분소득과 소비지출



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

주택가격 상승세 지속

주가 상승 이외에도 주택가격 상승은 미국 경기회복 기대감에 큰 영향을 미쳤다. 소비 측면에서는 앞서 언급했듯이 부의 효과로 작용했고, 경제 전반에서는 모기지 붕괴 등의 우려를 빠르게 떨쳐내는데 긍정적으로 작용했다.

자산가격 상승은 긍정적, 비용 상승은 우려요인

물론 주택가격이 지속적으로 상승하면 긍정적이다. 미국의 근원 PCE는 아직 낮은 수준이고, 연준의 AIT기준으로 판단하면 이러한 변화는 더욱 길게 이어질 것이다. 즉 연준의 기준금리 인상은 아직 먼 이야기이고, 모기지 금리의 낮은 수준은 지속될 것이다. 모기지 금리 하락이 이자비용 측면에서 도움이 되는 것은 맞다. 하지만 장기 시계열 상 모기지 금리와 기존주택매매는 역의 상관관계보다는 정의 관계에 가깝다. 주택매매의 선행성 때문으로 판단하고 있는데, 적정수준 이상에서는 주택거래의 하락이 먼저 발생하고 이미 낮아진 현 수준의 금리로는 대응이 어려울 수 있다는 점은 부정적이다. 더욱이 주택 매매의 증가에도 불과하고 주택 보유율은 감소하고, 임대가격은 상승하고 있다. 자산 상위계층의 재산이 증가하는 반면, 임대 비용은 상승했음은 불안요인이다.

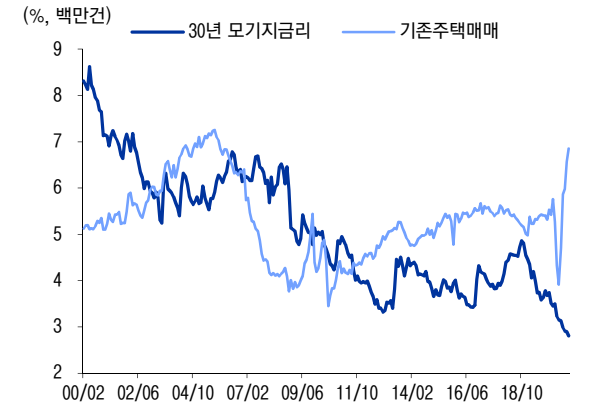
그림13 미국 근원 PCE 와 AIT

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 미국 기존주택매매와 케이스쉴러 주택가격지수

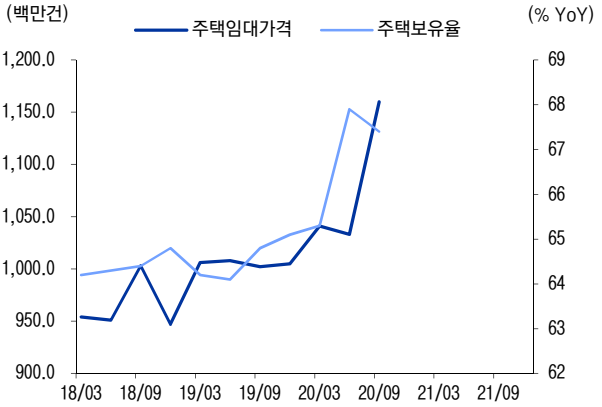
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 미국 모기지금리와 기존주택매매



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 미국 주택임대가격과 주택보유율



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

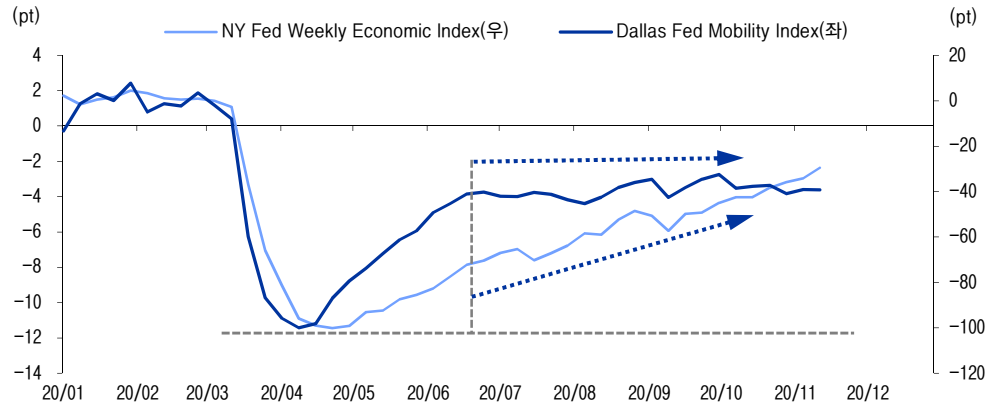
좋아지고 있지만, 회복되지는 않은

코로나가 급증하던 2020년 3월과 비교하면 분명히 상황은 좋아지고 있다. 하지만 그것이 코로나에서부터의 완전한 회복을 의미하지는 않는다. 아직 코로나로 인한 문제들은 남아있으며 이후의 후유증도 만만하지는 않을 것으로 판단하고 있다.

구인과 이동제한은 서서히 회복 중

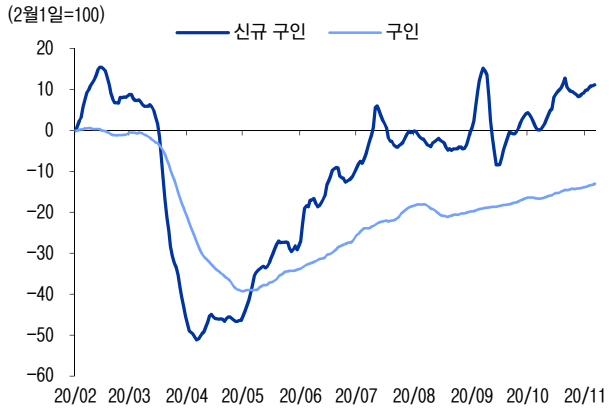
2020년 4월을 기준으로 뉴욕 연준의 주간 경제지표와 달라스 연준의 이동성 지수는 상승추세를 보이고 있다. 이미 연간전망에서 언급했듯이 WEI는 미국 경제성장률을 꽤 높은 수준으로 예측하고 있어 상승추세는 긍정적이다. 다만 이동성 지수와 WEI의 경로가 상이한 흐름을 보여주고 있다는 점은 고민이 필요하다. 이동성 지수는 코로나 초기 전미 폐쇄와 같은 상황에서 이동이 조금씩 가능해 지면서 상승 후 횡보 추세를 보이고 있다. 경기는 산업지표의 개선을 반영하면서 지속적으로 상승추세를 이어오고 있다. 미국의 경기는 회복되고 있지만 소비는 서비스업을 중심으로 회복이 지연되고 있다. 인터넷을 기준으로 한 구인도 신규구인은 이전 수치를 회복하고 있다. 아직 유로존과 미국 모두 소비로 연결될 수 있는 저축이 남아있어 추가적 소비 여력은 긍정적이다.

그림17 미국 이동성 지수와 주간 경제성장률



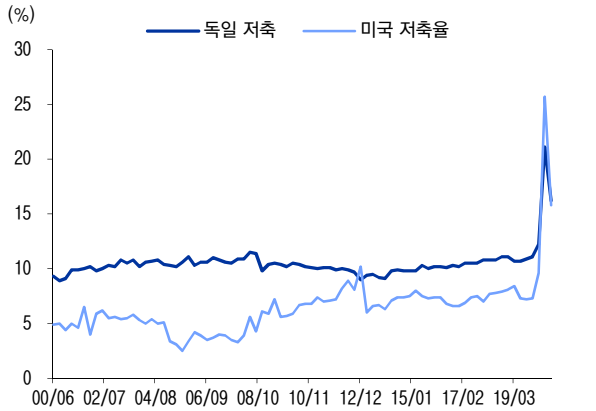
자료: Fred, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 미국 신규구인자수 변화



자료: Fred, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 미국과 독일 저축율 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

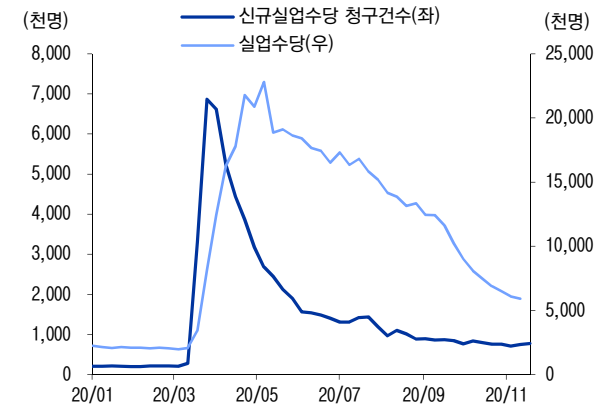
미국 고용시장 회복 중?

신규실업수당 청구건수가 다시 상승하는 모습을 보이면서 고용개선에 대한 의구심이 높아지고 있다. 경기의 회복에 맞춰 고용추세가 개선되기는 하겠지만 가장 최근의 위기인 글로벌 금융위기와 비교해 회복의 속도는 느릴 수 있다.

영구 실업자 증가는 고용회복 둔화 요인

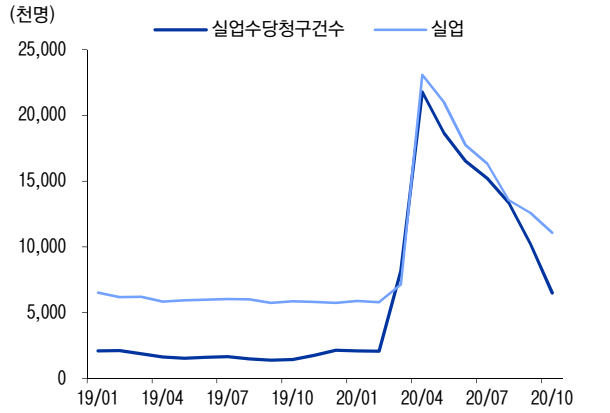
신규실업수당 청구건수가 높아지고 있다고 해도 여전히 실업수당 수급자수가 감소하고 있다는 점은 경기의 방향성이 회복이라는 것을 의미한다. 다만 짚고 넘어갈 부분은 최근 조금 나아지기는 했지만 실업수당 수급자가 실업자보다 많은 기형적 현상이 발생했다는 부분이다. 이는 긴급조치에 따른 실업수당 지급에 따라서 발생한 차이인데, 미국 긴급조치들이 풀리는 2021년에는 실업자 숫자의 갑작스러운 증가가 가능하다. 여기에 아직까지 영구실업자가 증가한다는 부분도 우려요인이다. 코로나는 단기적으로 경기폐쇄를 가져와 임시직 정리해고 급등을 가져왔고, 이러한 현상이 빠르게 감소하면서 실업자도 감소하는 흐름을 보였다. 하지만 영구적 일자리 상실이 급등하고 있어 새로운 일자리 창출 이전까지 실업률 감소 추세가 느려질 가능성이 높다.

그림20 미국 신규실업수당청구건수와 실업수당 수급자



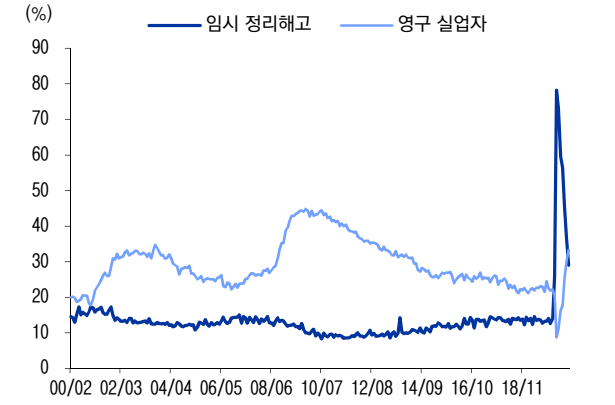
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 미국 실업수당 수급자와 실업자 추이



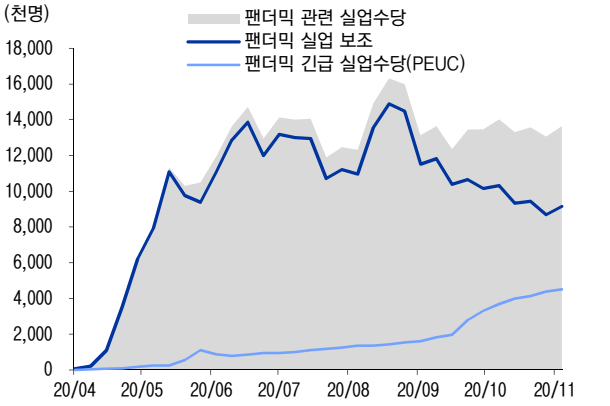
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 미국 임시 정리해고와 영구실업자 비중



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 미국 팬더믹 관련 수당 추이



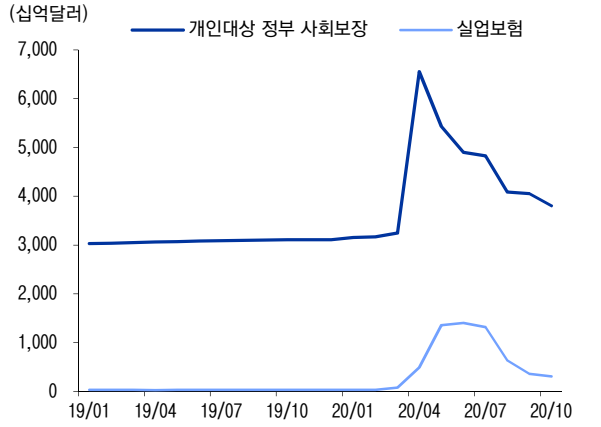
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

평균 임금 격차 발생의 의미

시간당 평균임금과 주당 평균임금의 격차가 확대되고 있다. 이전의 추세로 본다면 일반적으로 시간당 임금이 높은 것이 정상이지만 이번에는 반대로 주당 임금 상승이 더 가파르게 나타나고 있다.

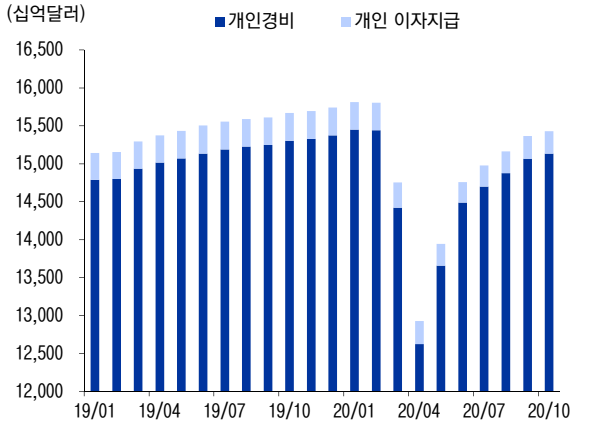
일반적으로 주당 임금은 두 가지 요소로 나누어진다. 진짜로 주급으로 생활하는 임시직 노동자와 연봉을 기준으로 주급을 받는 고급인력이다. 현 시점에서 임시직 근로자가 감소하고, 고급 인력은 남아있어 평균 임금이 상승 흐름을 보이는 것으로 판단하고 있다. 이는 평균임금의 단점으로 이전부터 지속적으로 논의되어 오던 문제이다. 다만 코로나를 통해서 임금 소득 측면에서도 양극화 현상이 뚜렷하게 발생하는 모습을 보여주고 있다는 점에서 주의할 필요가 있다. 하위 소득 계층을 중심으로 가장 우려하는 것은 단기적으로 미국의 팬더믹 관련 실업수당이 감소하고 있다는 점이다. 개인을 대상으로 한 사회보장이나 실업보험이 지속적으로 하락하는 반면 이자비용과 개인 경비는 2020년 4월을 바닥으로 빠르게 상승하고 있다. 지원은 감소하고 비용은 증가한다면 소비 여력은 점차 작아질 수 밖에 없다.

그림24 미국 개인대상 정부 사회보장 금액



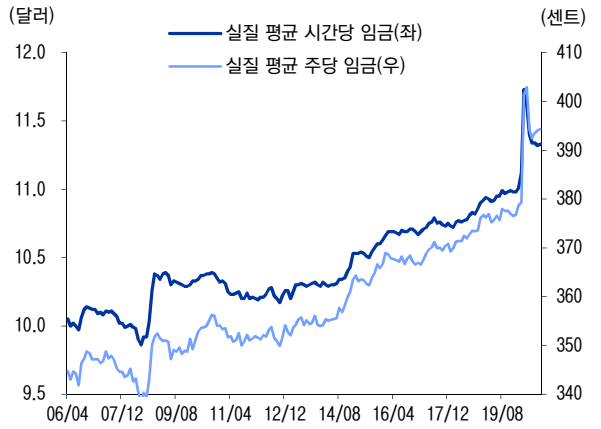
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 미국 개인경비 및 이자비용



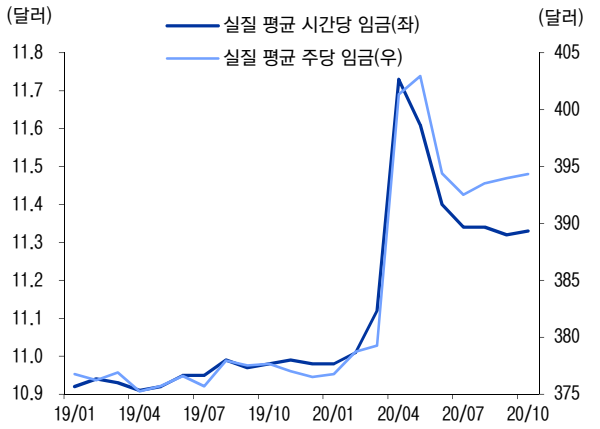
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 미국 평균 임금 추이 - 장기



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 미국 평균 임금 추이 - 단기



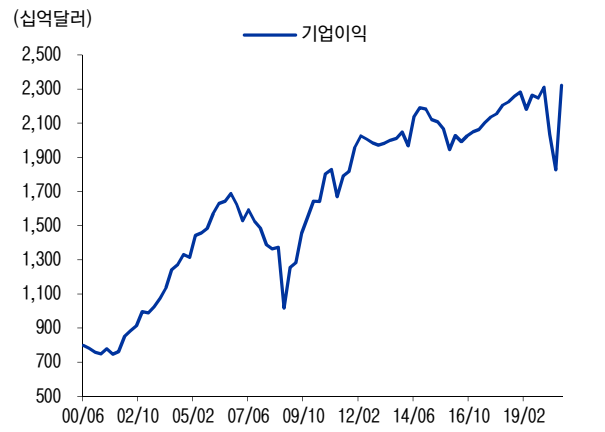
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

분명히 회복되고 있다. 하지만 기업과 자산가 중심

미국 경제의 회복세를 부인할 생각은 없다. 분명히 긍정적인 변화를 보이고 있으며 백신 투약 이후 시간이 흐르면 경기는 코로나 이전 수준으로 회복할 것으로 판단한다. 하지만 미국의 경기회복이 현재는 한 쪽으로 쏠려있다는 점도 분명하다.

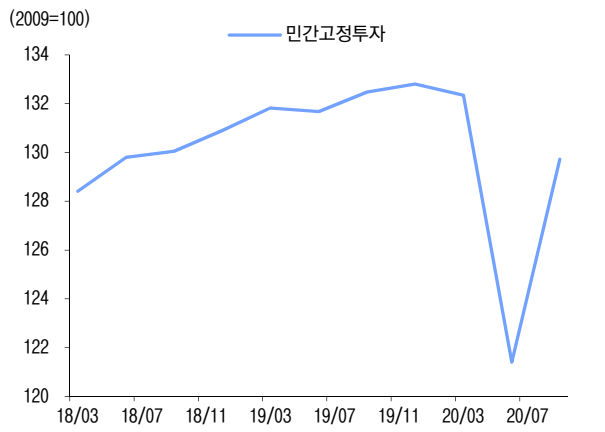
미국 GDI의 중요한 요소 중 하나인 3분기 기업이익이 2019년 말 이익을 상회했다. 물론 언택트 기업의 급성장이 큰 몫을 차지했겠지만 전체적으로 기업이익이 회복된다는 것은 분명하다. 민간 고정투자도 예상보다는 꾸준히 회복세를 보이고 있어 긍정적이다. 다만 미국 GDP대비 소비비중은 83%를 상회하는 수준으로 평균적인 소비자의 소비 확대가 경제성장에 매우 중요한 요소로 작용한다. 고용회복세, 지원감소, 자산가격 조정 가능성을 고려한다면 1분기 이후 소비 증가세가 기대에 미치지 못할 가능성이 높아 보인다. 당분간 낮은 금리로 모기지대출 이자의 압박이 크지는 않겠지만 이번 코로나 위기가 부채의 조정 없이 지나갔다는 점에서 시스템의 정비 보다는 버블의 이연이라는 느낌이 강한 것도 고려할 필요가 있다. 분명히 회복되고 있는 것은 사실이지만, 쏠림과 자산 급등의 해소, 전반적 고용시장 회복에는 여전히 시간이 걸릴 것이라는 판단이다.

그림28 미국 세후 기업이익 추이



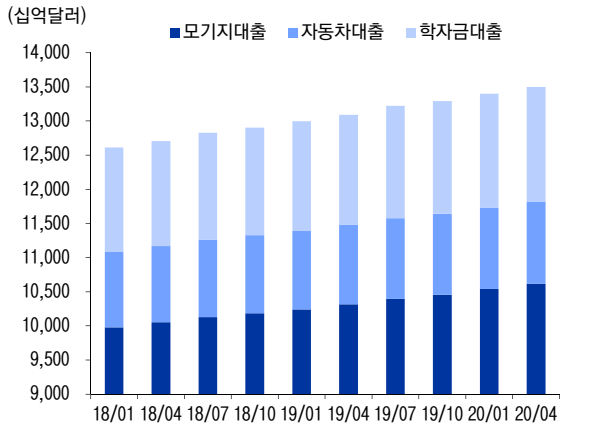
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 미국 민간 고정투자 추이



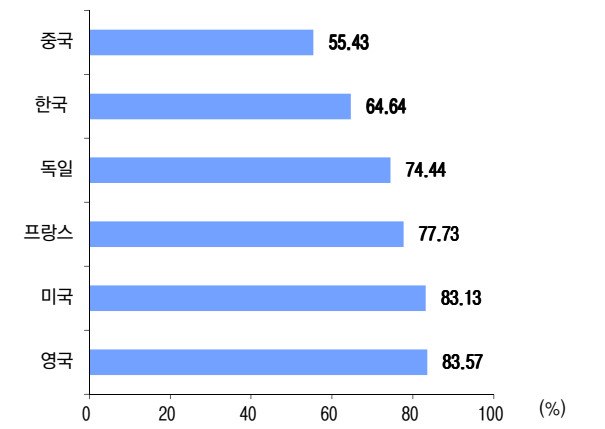
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 미국 가계부채 항목별 금액



자료: Fred, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 GDP 대비 민간 소비 비중



자료: Fred, 이베스트투자증권 리서치센터

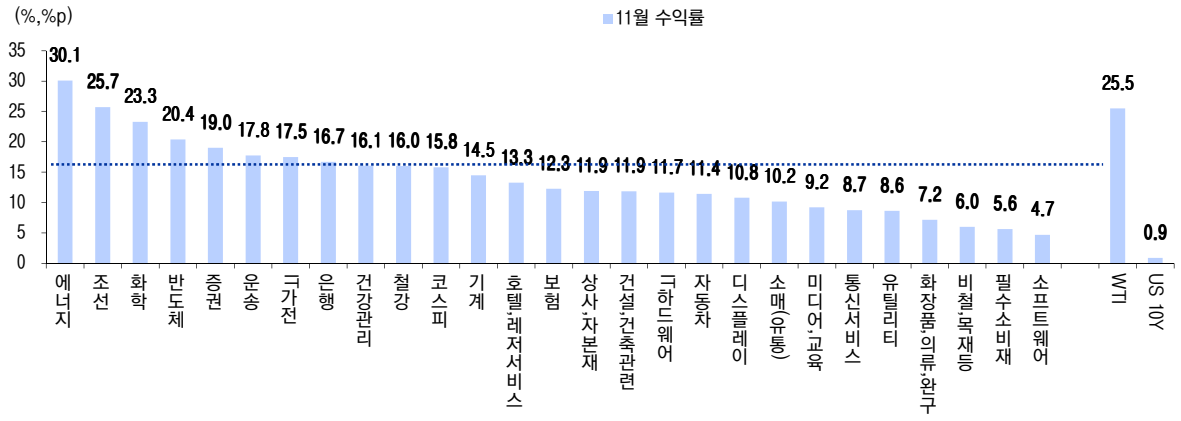
(아직) 코로나 투자환경의 연장

에너지 Vs. 소프트웨어

11월은 '백신 트레이드(feat. 리플레이션 트레이드)'가 지배하였다.

11월 9일 화이자를 시작으로 매주 월요일 마다 쏟아지는 코로나 백신 임상결과는 코로나의 긴 터널을 드디어 벗어날 수 있다는 기대감으로 작용했다. 에너지, 조선, 화학 등 시크리컬 주도의 장세가 진행되다 보니 상대적으로 소프트웨어, 필수소비재 등 팬데믹 이후 주도 섹터는 시장수익률에 크게 미치지 못했다.

그림32 국내업종별 수익률(10.31~11.26)

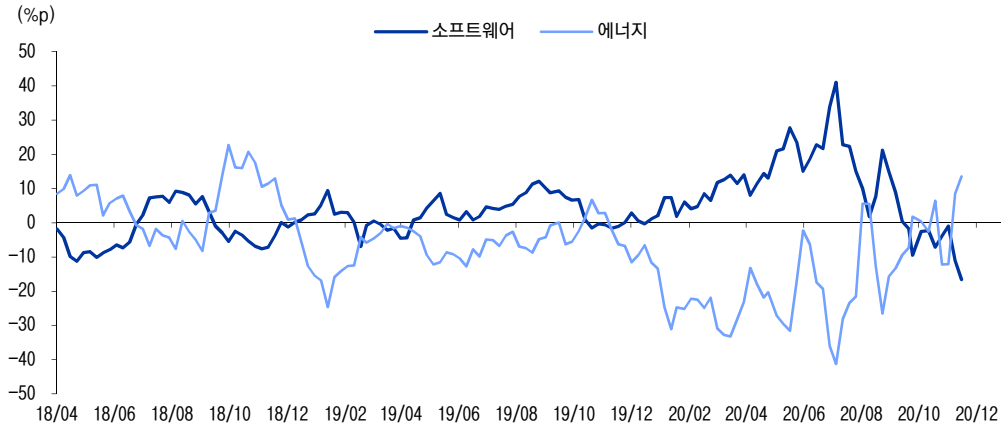


자료: Quantwise, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

KOSPI 대비 업종별 수익률의 차트를 보면 에너지와 소프트웨어는 명확하게 반대방향으로 움직인다. 특히, 팬데믹 이후 격차는 크게 벌어지는 현상이 발생하고 있다. 12월 연말 단기적인 측면에서 업종접근의 노림수를 찾는다면 에너지와 소프트웨어를 가르는 Key factor에 대한 논의에서 시작할 수 있다.

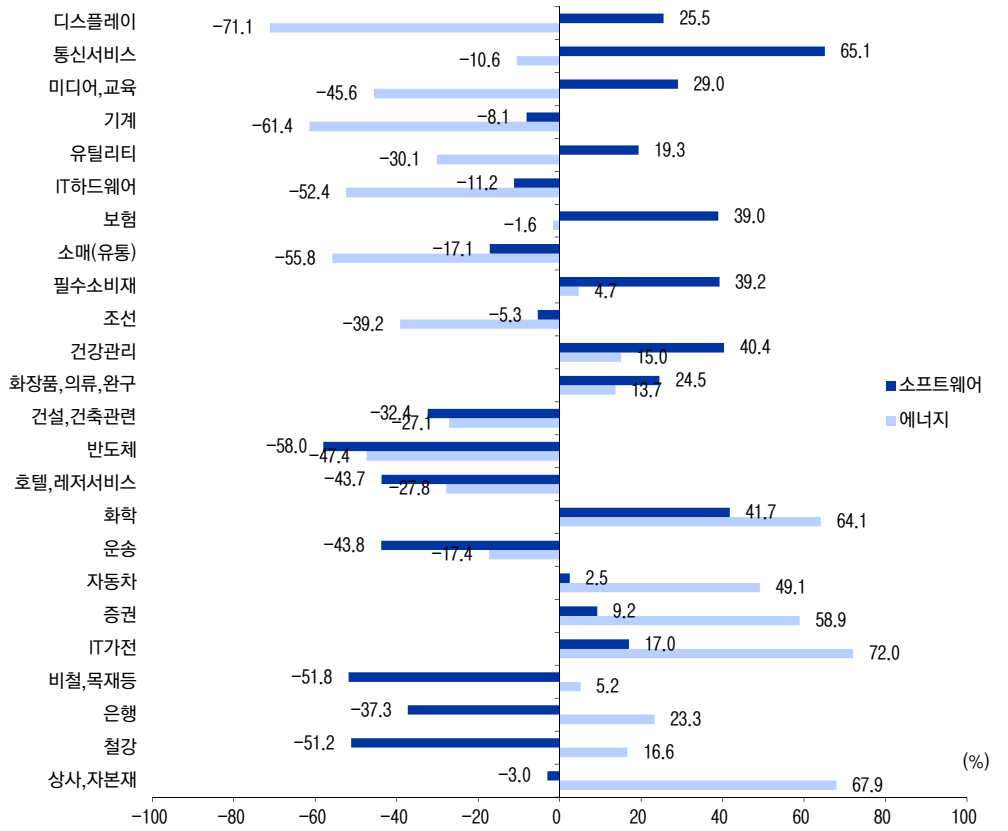
2020년 에너지와 소프트웨어의 수익률의 주요 변곡점이 되었던 8월 이후 업종별 수익률 상관계수를 보자. 에너지와 소프트웨어와 함께 움직이는 업종별 모양새가 확실히 상반 되어 있다. 만약 에너지가 Winner로서 더 유지된다고 볼 경우 수익률 상관계수가 높았던 상사, 자본재, 철강, 은행 업종에서 기회가 생길 것이다. 반대로 부진했던 소프트웨어의 반격이 시작된다면 필수소비재, 통신, 미디어, 유틸리티에서 우리는 기회를 찾아야 한다.

그림33 KOSPI 대비 상대수익률: 소프트웨어와 에너지 이질감



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 에너지와 소프트웨어와 각업종 수익률 상관계수



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

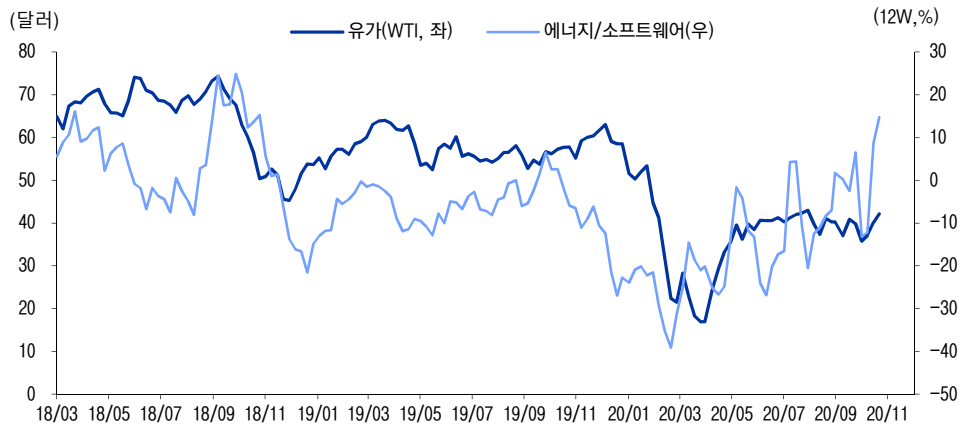
Key는 결국 유가와 국채수익률

매크로 관점에서 보면 에너지와 소프트웨어의 엇갈림은 명확하게 유가와 미 국채 10Y의 수익률의 움직임에서 비롯되었다. 11월 한 달간 유가는 26%의 상승을, 미 국채 10Y는 11월 한때 1%가까이 상승하다 0.89% 수준에서 거래되고 있다.

국내 주요 에너지 기업의 비즈니스 모델이 신성장 업종의 모멘텀이 부가되었다고는 하나, 유가의 상승은 여전히 에너지 업종의 주요모멘텀으로 작동한다. 소프트웨어 대비 에너지 업종의 상대수익률에서도 그 모습을 엿볼 수 있다.

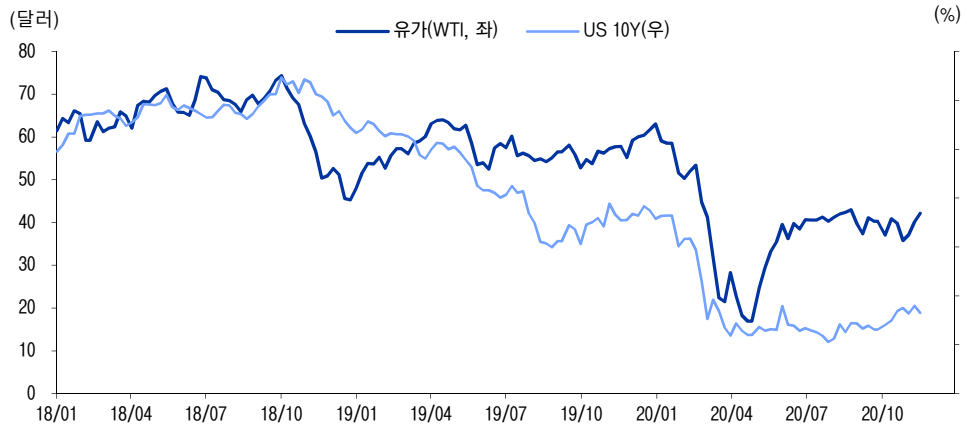
현 시점에서 유가와 미국채 수익률의 단기방향성이 국내 업종간 수익률 격차의 주요 원인으로 작동할 것이다. 당사 채권담당 애널리스트와 원자재 담당 애널리스트의 View를 공유하여 시장을 바라본다면, 코로나 19재확산이라는 현실과 백신이라는 기대 속에서 12월은 코로나 투자환경(연준 기대감과 낮은 유가)의 재연장에 주목해야 한다.

그림35 유가상승 → 에너지 상승모멘텀



자료: Quantwise, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 유가와 국채수익률의 단기 View : 아직 위로 치고 나갈 자리는 아니다



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

어떻게든 연준의 Next Step 기대하는 시장

12월 FOMC에서 주목할 만한 내용은?

12월 시장에서 주목하는 것은 당연 FOMC일 수 밖에 없다. 당장 바이든 행정부가 출범한 것도 아니고, 트럼프 행정부가 재정지출에 적극적으로 나서지도 않을 것이기 때문이다. 이러다 보니 15일 ~ 16일에 개최되는 12월 FOMC에서 연준이 과연 자산 매입 프로그램 조정에 나설 것인지 관심이 집중되고 있다.

연준의 Next Step은 자산 매입 프로그램에 변화일 것이라는 기대감이 높아지고 있다. 11월 제롬 파웰 연준의장이 '자산 매입 프로그램에 대해 논의를 진행했다'고 언급한 점과 최근 다수의 연준 위원들이 '필요한 경우 자산 매입 프로그램 조정에 나서겠다'고 발언한 점 때문이다. 다만 11월 FOMC 의사록에서는 빠른 시일 내에 자산매입 조정을 언급하지는 않았다. 그러나 금융시장 안정과 경제 회복을 위한 연준의 조치가 확실히 남아있다는 점 그 자체는 긍정적으로 봐야 한다.

지난 11월 20일, 미국 재무부의 스티븐 므누신 재무장관은 올해 12월 31일까지 활용할 수 있는 연준의 긴급 대출 기구 가운데 회사채 · 지방채 · 중소기업 대출 · ABS 관련 기구(PMCCF, SMCCF, MLF, MSLP, TALF)의 연장을 거부했다. 물론 재닛 옐런 전 연준 의장이 조 바이든 정부의 재무장관으로 내정되면서 내년에도 긴급 대출 기구 설치가 가능할 것으로 기대되고 있지만 승인 절차가 있어 정책 공백 기간이 발생할 수 있다. 여전히 코로나19 관련 불확실성이 높은 상황에서 시장은 연준이 행동에 나서 주기를 바라고 있고, 연준 역시 금융시장 불안을 야기하지 않도록 정책 운용할 필요가 있다.

어떤 형식이든 연준이 개입해 줄 것으로 기대

현재 코로나19 백신 보급과 경기 회복 기대감이 매우 높은 상황이다. 더욱이 재무부가 단기 재정증권보다 중장기물 국채 발행 비중을 높여나갈 것으로 예상되고 있다. 때문에 상대적으로 장기물 금리는 상방 압력을 강하게 받을 수 있다. 이런 상황에서 확실한 실물경제 회복을 근간으로 한 장기물 상승이 아닌 기대감을 지나치게 반영한 금리의 상승이 나온다면 연준은 장기물 금리 상승 속도를 제한하는 조치에 나설 것이다.

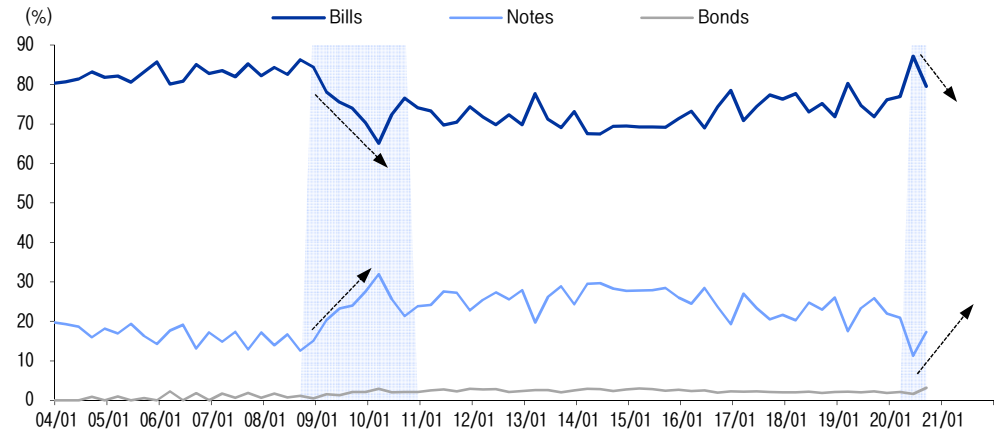
실제로 최근 연준 위원들의 발언에 따르면 필요한 경우 자산 매입 프로그램 조정에 나설 예정이며 듀레이션 · 규모 · 구성 등이 조정될 수 있다고 언급되고 있다.

따라서 연준이 장기물 금리 상승을 제한하기 위한 조치에 나선다면 ①오퍼레이션 트위스트, ②자산매입 규모 확대, ③YCT(Yield Caps and Targets) 도입 등이 될 것으로 전망한다.

오퍼레이션 트위스트는 단기물 국채를 매각하고 장기물 국채를 매입하는 조치다. 기존 자산매입 규모 변화 없이 연준이 보유하고 있는 국채 만기가 길어지는, 즉 듀레이션이 확대된다. 매입 프로그램 규모 확대는 '現 월간 1,200억 달러 규모의 자산 매입'에서 가령 1,500억 달러 매입으로 매입 규모 자체를 확대하는 것이다.

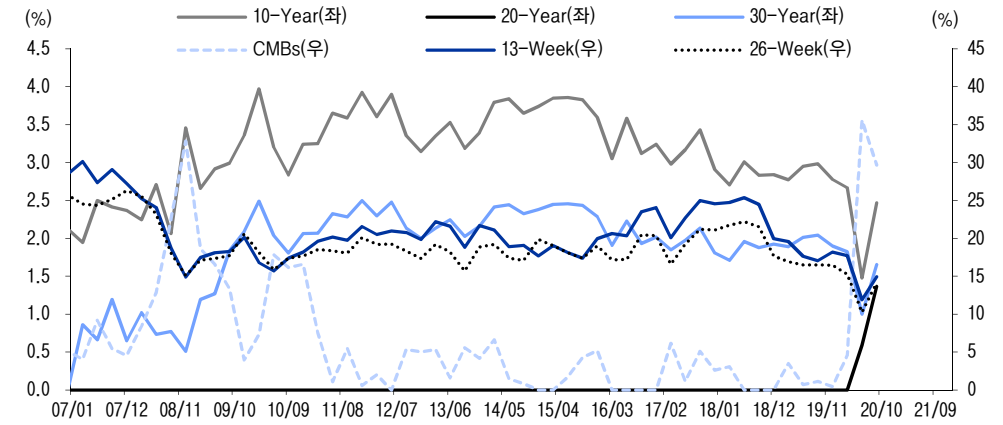
YCT는 장단기물 금리를 일정 수준으로 유지하기 위해 적극적으로 매매에 나서는 조치이다. 만약 연준이 YCT를 선택한다면 아마도 장기물 금리에 Cap을 씌우는 방향이 될 가능성이 높다. 또한 규모를 확대하지 않은 상태에서 도입된다면 단기물보다 장기물 비중을 더 높게 가져가는 방식으로 진행될 것이다.

그림37 미국 재무부 증권 발행 비중: 중장기물 비중 높아질 것



주: 첫 번째 음영은 글로벌 금융위기, 두 번째 음영은 코로나19
자료: SIFMA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 초단기물 발행보다 중장기물 발행 비중 상승 구간



자료: SIFMA, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 최근 연준 위원들의 주요 코멘트(1)

위원	코멘트 내용
제롬 파월 연준 의장	**(경기 평가와 전망)** 코로나19 백신의 임상시험 결과가 양호하게 나온 내용은 긍정적이나 향후 경기 방향은 불투명. 백신의 생산과 보급에 불확실성이 존재하며 코로나19 감염 확산으로 경기가 둔화될 우려. 향후 몇 개월은 매우 어려울 수 있을 것 **(재정정책)** 경기부양을 위해 재정과 통화정책의 양 축이 필요. 실업자·주정부 및 도시·중소기업 지원과 경제 회복을 위해 의회와 정부의 부양책이 더욱 필요 **(통화정책)** 연준은 고용이 완전히 회복될 때까지 모든 수단 활용해 지원 **(긴급대출프로그램)** 긴급대출프로그램을 중단할 때가 되지 않음. 2020년 12월 31일 이후에도 필요할 것
리처드 클라리드 연준 부의장	**(경기 평가와 전망)** 고용회복 판단 시 경제활동참가율 등을 참조할 것이며 실업률이 낮은 이유만으로 경제가 완전고용상태라고 간주하지 않을 것. 4분기에 경제가 매우 견고한 모멘텀으로 들어섬. 여행·엔터테인먼트 및 레스토랑에 대한 지출이 줄어들었지만 때 엄청난 양의 저축 쌓였으므로 백신 배포 후 내년에 현금이 풀릴 것 **(재정정책)** 가계와 기업이 새로운 안전망을 갖도록 보장하는 추가 정부 지원책이 나오지 않음. 향후 몇 주는 어려울 수 있을 것. **(통화정책)** 연준의 정책 수단이 충분히 갖춰져 있음. 향후 몇 달 간 경제가 둔화되어도 경제를 지원하기 위한 탄약이 떨어지지 않았음. **(자산매입)** 팬데믹 이후 급증한 연준의 채권 매입은 회복에 실질적으로 도움이 됐고 지난 11월 FOMC에서 채권 매입의 역할이 중요함을 논의한 바 있음. 現 매입 방식이 마음에 드나 지속적으로 상황을 모니터링하고 전망하면서 필요한 경우 자산 매입 프로그램의 구성·듀레이션·규모 조정 가능. 조정에 나설 것
존 윌리엄스 뉴욕 연은 총재	**(경기 평가와 전망)** 3월·4월에 경제 봉쇄조치가 취해진 후 경제 반등이 예상보다 강했다는 점은 긍정적. 코로나19 확산은 경기 회복에 부정적이며 최근 코로나19 급증세 영향을 경제가 이겨낼 수 있을 지 의문. 아직 미국 경제는 침체에서 벗어나지 못했고 가계·중소기업 지원책 소멸 시 성장 둔화될 것. 내년에도 경제가 지속적으로 성장할 것으로 예상하나 코로나19에 대해 여전히 우려가 많은 상황. 내년 초 성장세 둔화 예상 **(재정정책)** 현시점에서 재정정책은 가장 강력한 도구 **(통화정책)** 의회에서 추가 부양책을 내지 않는다면 연준은 경제를 지원하기 위해 모든 도구 활용할 것. 연준은 2023년까지 제로금리 동결 **(긴급대출프로그램)** 해당 프로그램이 안전망으로서 중요한 역할을 해왔고 최근 금융시장은 매우 양호. 시장 변동성이 커지거나 우려되는 상황이 발생할 경우 적절한 수단을 강구할 수 있으며 필요 시 재개 가능. **(자산매입)** 자산매입 프로그램은 목적을 잘 수행 함. 원활한 시장 환경을 지원해주고 있고 장기물 금리 유지에 일조. 자산매입 프로그램은 언제든 조정될 수 있지만 現 매입 방식에 만족
제임스 불라드 세인트루인스 연은 총재	**(경기 평가와 전망)** 코로나19 재확산은 경제전망 하방 리스크. 백신 개발과 보급이 시급. 코로나19 확진자의 기록적인 증가에도 경제 회복세는 진전될 것. 경제지표 둔화를 걱정하지 않음. 지난 가을에 나타난 탄탄한 회복세는 아니지만 아직까지 그 흐름 유지. 기업들이 코로나19에 대처하는 방법 습득. 내년 백신 양산 기대감을 바탕으로 고용·생산·투자 이어갈 것. 경제가 올해 남은 기간과 내년 초 꾸준한 속도로 확장될 것 **(재정정책)** 재정정책이 조속히 집행될 필요 **(통화정책)** 연준의 행보에 변화가 없을 것. 경제지원 위해 추가 조치 용의 있으나 이미 훌륭한 정책 보유 **(긴급대출프로그램)** 연준의 긴급프로그램은 상시 가동 가능
라파엘 보스틱 애틀란타 연은 총재	**(경기 평가와 전망)** 10월 소매매출 증가세가 저하되어 경제 성장세가 취약한 상태로 진입했는지 확인할 필요. 코로나19 재확산은 소비 위축 및 신규 사업 폐쇄를 주도. 일부 가계에서는 광범위한 정리해고 이후 현금이 부족한 상황. 경기가 괜찮다고 생각하나 現 경기 회복세가 앞으로 더욱 강해질 수 있다고 기대 **(통화정책)** 만약 기업과 국민들이 향후 몇 달 동안 힘든 상황을 헤쳐나가기 위해 도움이 필요하다면 더 많은 정책을 통해 지원할 준비 되어 있으며 연준은 모든 정책 수단을 활용하는 데 전념 **(긴급대출프로그램)** 위기 기간을 훨씬 넘어서는 기간까지 연준의 긴급 대출 프로그램이 지속될 필요. 여전히 불확실성이 높기 때문에 활용할 수 있도록 남겨두는 것이 현명

자료: 언론보도종합, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 최근 연준 위원들의 주요 코멘트(2)

위원	코멘트 내용
크리스 에반스 시카고 연은 총재	**(경기 평가와 전망)** 코로나19 위기로부터 경제가 회복하기까지 꽤 멀리 남음. 내년에 경제 회복, 바이러스 관리가 가능해지고 백신이 매우 효과적이고 빠르게 양산이 된다면 훨씬 더 나은 상황일 것. 인플레이션이 2022년말 또는 2023년에도 목표치인 2%에 도달하기 힘들 것 **(재정정책)** 연방정부 지원은 회복 속도를 높이데 기여. 특히 실업자나 코로나19로 인해 타격을 입은 산업에서 새로운 일자리를 얻지 못한 사람들, 세수가 줄어든 주정부와 지방 정부에게 도움. 불확실성이 높은 상황에서 추가 재정 지원책 필요 **(통화정책)** 신속한 코로나19 백신 유통으로 경제가 빠른 회복세에 들어서더라도 적어도 2023년에도 금리 인상에 나서지 않을 것. 2023년 후반쯤이나 아마 2024년 들어서도 제로금리 유지할 가능성
로버트 카플란 댈러스 연은 총재	**(경기 평가와 전망)** 코로나19 재확산으로 다수의 주·도시에서 소비심리가 악화될 수 있어 성장세 위축 우려. 지금까지 미국 경제가 연율 4~5% 베이스로 성장할 것이라고 전망되고 있으나 코로나19 재확산으로 리크스는 모두 하향추세 코로나19 확산 등에 소비활동이 위축될 경우 마이너스 성장 가능성. 엘파소, 시카고, 유타, 위스콘신, 콜로라도 등에서는 이미 경제활동 저하. 향후 몇 분기는 매우 어려워질 것. 원유감산 조치에 따른 천연가스 가격 상승으로 인해 일부 수출제품 가격 경쟁력 훼손 시 경기 전반에 추가 역풍 발생 가능 **(재정정책)** 지방정부와 실업자 중심의 재정정책 필요 **(자산매입)** 現 속도로 채권 매입을 지속할 것. 필요한 경우 만기는 늘릴 수 있지만 규모를 확대하지는 않을 것 **(긴급대출프로그램)** 크레딧·지방채 시장의 백스탑 역할과 중소기업 대출을 제공한 연준의 긴급대출프로그램이 2021년까지 계속될 수 있도록 허용해야 함
패트릭 하커 필라델피아 연은 총재	**(경기 평가와 전망)** 미국 경제가 코로나19 이전 수준으로 회귀될 때까지 시간 소요. 일부 저소득층은 수입이 높은 업종에 취업하기 위해 훈련을 받아야 하며 소매업 등이 이전 고용 수준으로 늘기 어려울 것. 코로나19로 소득 불균형과 자동화 추세 가속
로레타 메스터 클리블랜드 연은 총재	**(재정정책)** 코로나19가 확산세가 지속되는 점이 우려스러운데 추가 재정 부양책이 없는 점이 매우 우려스러움. 추가 통화정책 조치가 아닌 재정정책을 통한 경기 지원이 코로나19 감염확산으로 부진한 경제활동에 필요. 여러 부문 간 불균형이 있다면 이러한 문제를 해결하는 데 재정정책이 보다 적합한 도구 **(통화정책)** 연준은 이미 완화적이며 現 통화정책은 좋은 위치에 있음. 통화정책이 경기부양에 적절한 수단인지 명확하지 않음
에스더 조지 캔자스시티 연은 총재	**(경기 평가와 전망)** 단기 경제 리스크에 유의할 필요. 단기적으로는 코로나19 유행과 재정지원 부족이 위험 요소. 코로나19 확산세 지속은 성장 둔화와 경제활동의 심각한 침체 초래 가능. 향후 수년간 경기확장세가 지속되고 실업률 개선과 물가 안정이 이어질 것 **(재정정책)** 추가 재정부양책이 부재하다면 경제의 일부가 회복하는데 어려움을 겪을 것

자료: 언론보도종합, 이베스트투자증권 리서치센터

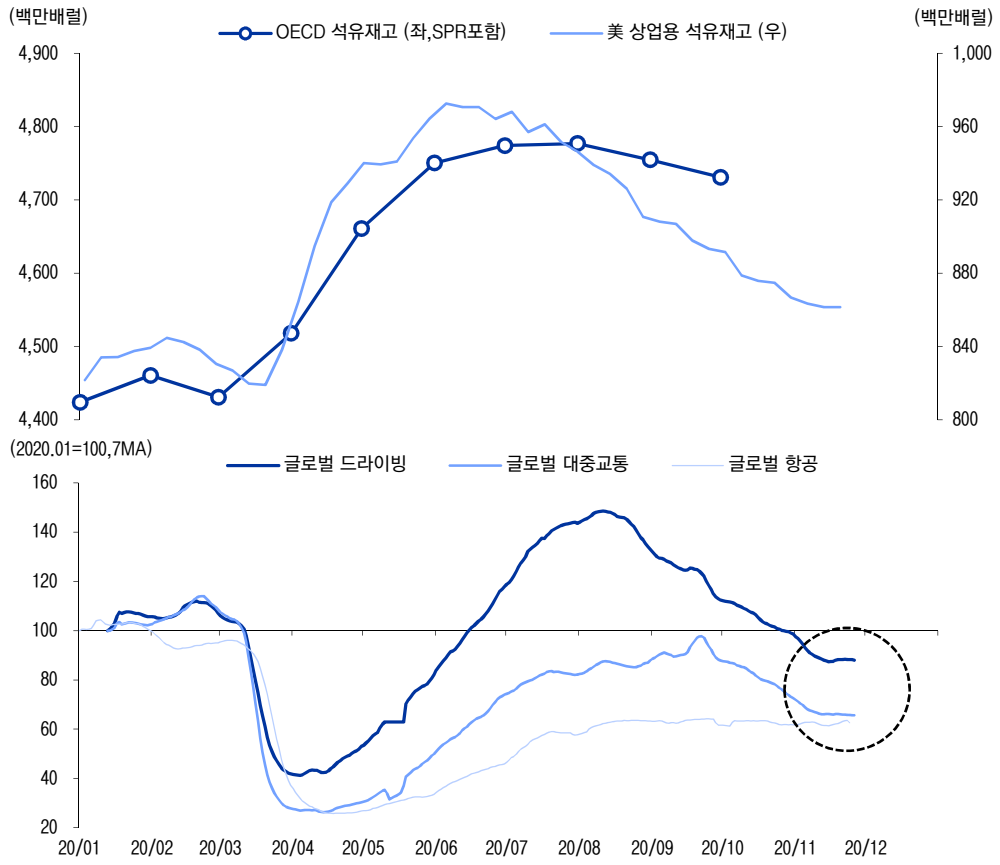
OPEC+ 회의를 선반영한 유가

美 대선 전 배럴당 35달러를 하회했던 유가(WTI 기준)가 11월에는 45달러까지 치솟았다. 바이든 당선으로 재정지출 기대감이 유입되고 백신 임상결과가 연이어 터지면서 경기회복 기대감이 급하게 반영된 결과이다. 그러나 수급 상황이 유가의 방향성을 결정지을 만한 시기는 아직 아니다.

수요 회복속도는 유럽의 락다운 재개 + 미국 내 코로나19 3차 확산으로 당초 예상보다 더딘 상태이다(OPEC과 EIA, 2021년 수요 증가분 전망치 소폭 하향). 공급 측면에서도 물량확대의 리스크가 제한되는 정도이다. 리비아의 귀환이 가장 큰 리스크일 수 있지만, OPEC+의 증산계획(200만bpd)이 연기될 가능성으로 재고 감소세를 지속시키는 정도이다. 오히려 증산계획 연기 시 당분간 OSP 인하 폭은 예상보다 크지 않을 수 있어 국내정유사에는 그리 좋지 않을 뉴스이다.

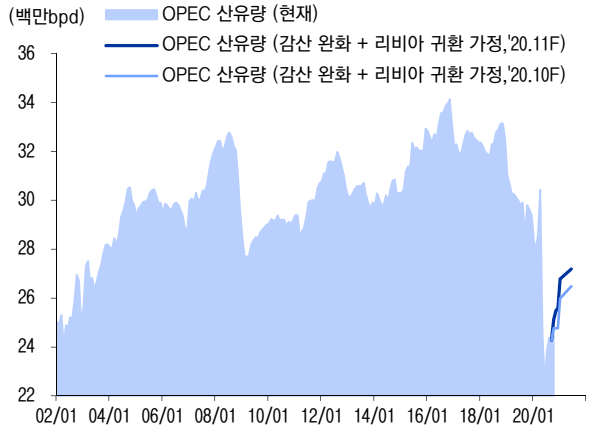
위 수급 상황과 앞으로의 방향성을 고려하면 2021년 유가는 연평균 47달러(레인지: 35~55달러)로 상향될 수 있다. 다만, 중장기 방향성과 달리, 위 이슈들은 이미 가격에 선반영 되어있다. OPEC+ 회의(12/1)에서 특별한 이슈가 없는 한, 단기적으로 가격의 상승속도는 둔화될 것으로 예상한다.

그림39 드라이빙지수, 주요국들의 제한적인 락다운으로 상반기와 같은 쇼크는 발생하지 않았다



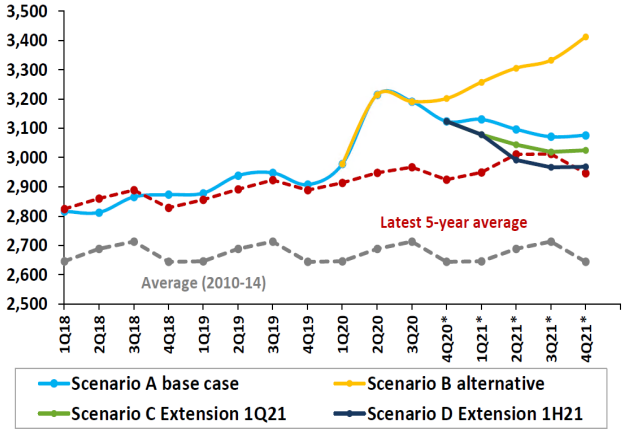
자료: Flightradar24, Apple, EIA, OPEC, OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 OPEC+의 골치덩어리, 리비아의 귀환



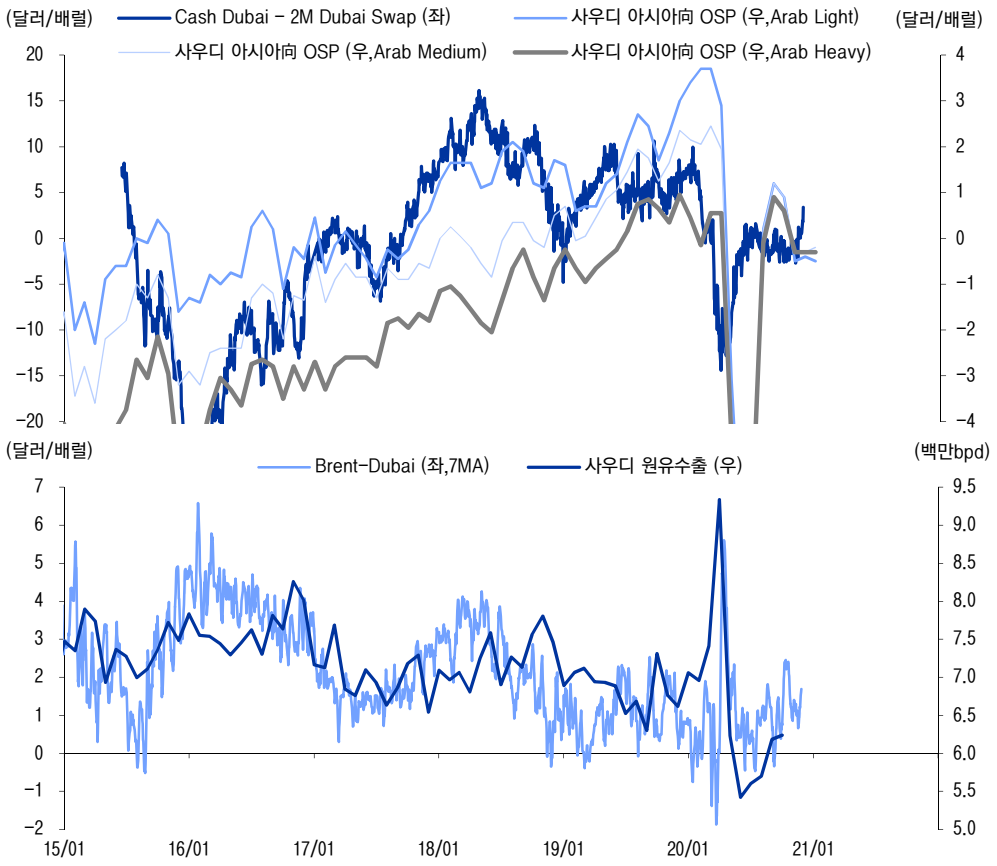
자료: NOC, OPEC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 OPEC+, 증산계획 연기 시 재고 감소세 유지 가능



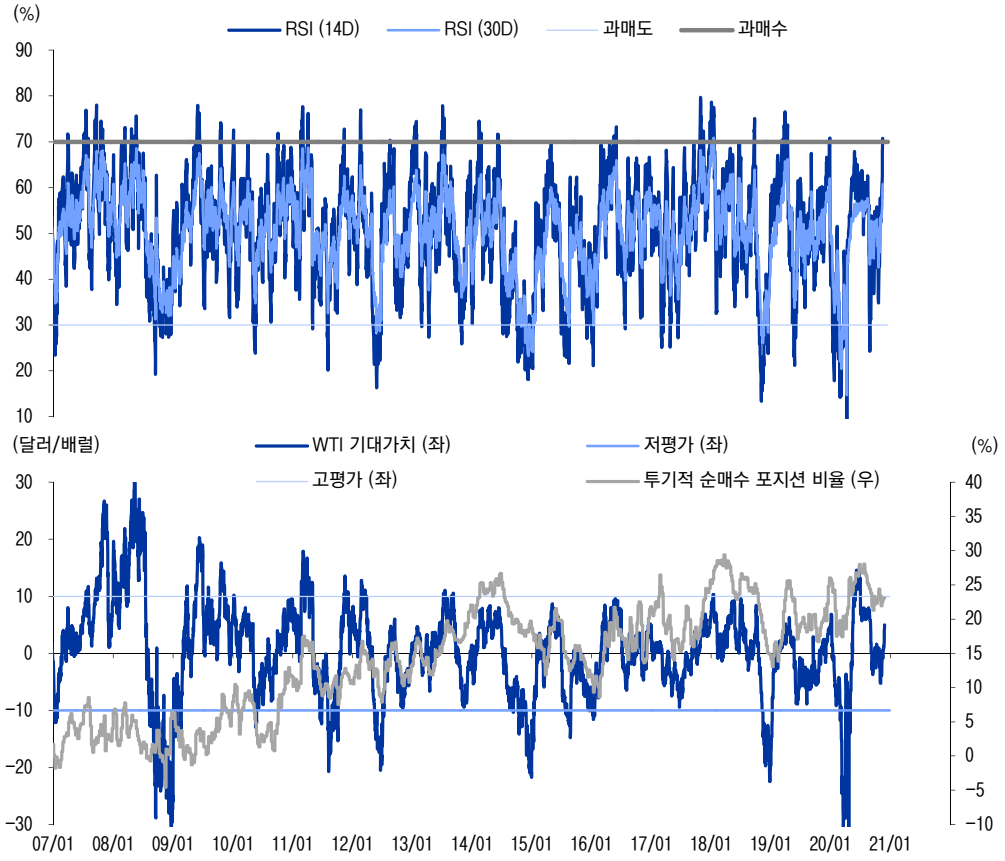
주: OECD 석유재고
자료: OPEC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 당분간 OSP 인하 폭은 예상보다 크지 않을 수 있다



자료: OPEC, JODI, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 다만, 유가 상승속도는 선반영된 수급 이슈를 감안하면 단기적으로 둔화될 수 있다



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

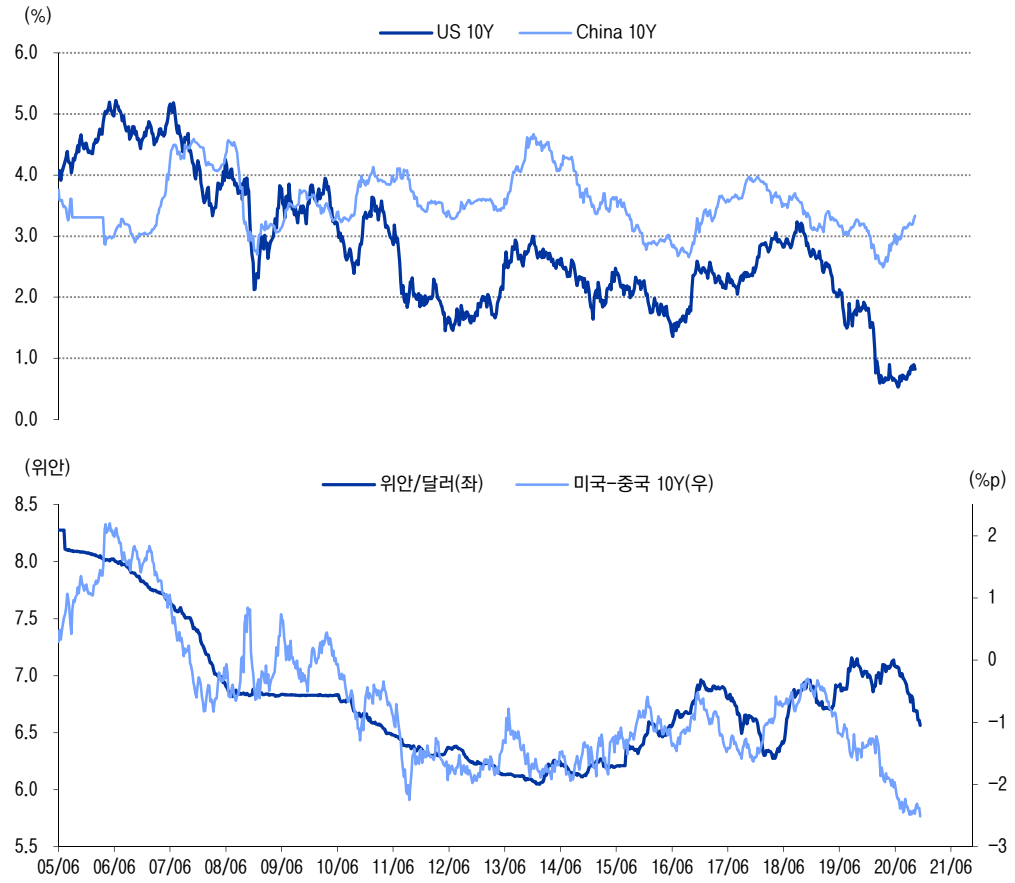
미국이 깨어나기 전에 기회가 있다

최근 한국 시장의 주요 수급주체가 되고 있는 외국인은 왜 유입되고 있을까? 위안화를 비롯 한국의 원화가 달러대비 강할 것으로 기대하기 때문이다. 그 이유 중 하나가 바로 미국과 중국의 금리차가 굉장히 낮기 때문이다. 현재 20년래 가장 낮은 수준까지 내려와 있다.

앞서 당사 채권 담당과 원자재 담당 View를 인용하면 미국과 중국의 금리차는 연말~연초가 가장 확대된 상태(투자기회)일 것이다. 시간이 지날수록 둘 간의 격차는 줄어들 가능성이 높다. 내년 미국 국채수익률이 위로 방향을 잡으면, 아무래도 위안화나 원화가 달러화 대비 강세를 보일 가능성이 지금보다 낮아지게 된다.

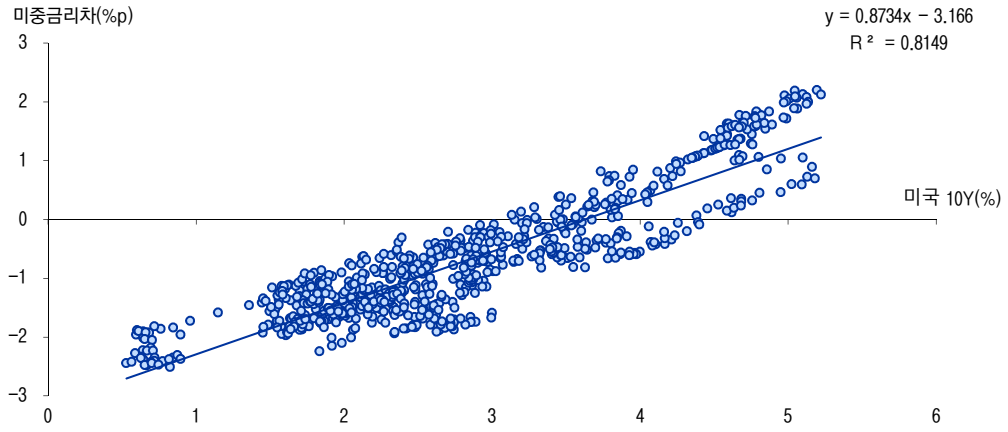
-2.5%pt까지 벌어졌던 미중 금리차는 중국 장기물에 의하기 보다 미국 장기물의 변화에서 좁혀질 가능성이 높다. 실제 미중 금리차(10Y)와 미국, 중국 10Y의 상관도를 보면 절대적으로 미국 수익률 변화에 연동되고 있다. 기본적으로 중국 보다 미국성장(금리)에 대한 달러화 포지션의 변화가 이런 현상을 보인 것으로 판단되지만, 어쨌든 현 시점에서 12월 또는 그 이후 단기적으로 연준에 기대가 살아있을 때, 위안화 강세(더하여 원화 강세)를 기대할 수 있다.

그림44 미중금리차, 2000년 이후 최바닥. 위안화 강세배경 중 하나



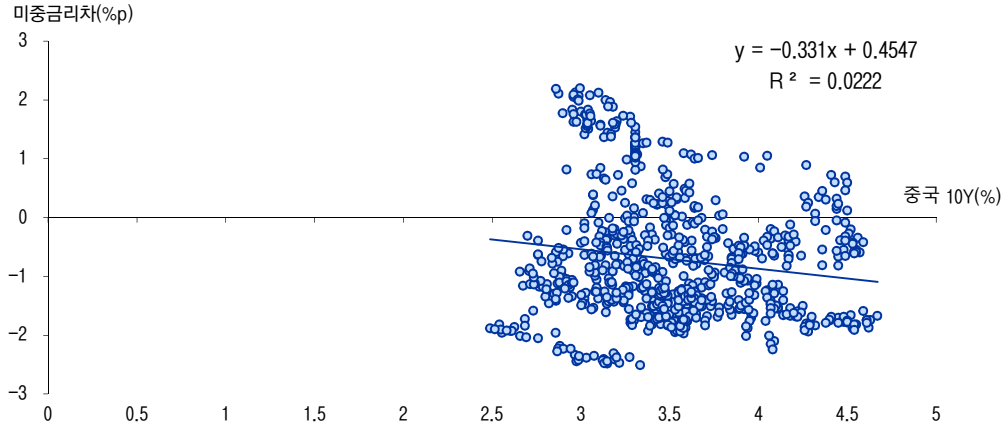
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 미국 10Y와 미중금리차(10Y) 산점도: 미국금리가 미중금리차 설명력 높다



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 중국 10Y와 미중금리차(10Y) 산점도



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

BBIG, 그 중에서도 소프트웨어 섹터에게 묻다

KOSPI Top 10에만 집중해도 괜찮다

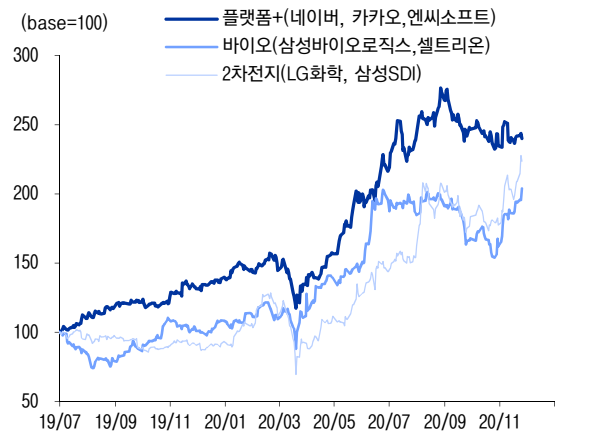
아직 낮은 금리가 상승을 담보해줄 때, 미국이 소위 깨어나기 전(미국채 수익률 상승)이 변동성은 오히려 더 작을 것이다. 정작 내년에 가서 재정지출의 합의와 백신 보급이 확산되었을 때 높아지는 수익률을 자산시장이 얼마나 버텨줄지는 불확실하다.

지금이 낫다. 다만, 투자 Key factor로 설정했던 유가와 국채수익률에 집중하면 11월 강하게 치고 나갔던 '리플레이션 트레이드'의 역방향에 대한 고민은 필요하다. 당장 국채수익률이 1%이상 치고 가기에는 4분기 경기상황이 나아진 것은 아니다. 더불어 내년 초까지 정책합의가 난항을 겪을 가능성이 높고, 무엇보다 연준의 정책기대가 여전히 크다는 점, 유가상승 압박이 전월대비 낮아질 수 있다는 점을 감안해야 한다.

그런 의미에서 팬데믹 직후 주도섹터로 부상한 소위 BBIG(플랫폼+, 바이오, 2차전지)에 주목해보자. 현재 이들 섹터의 시총 Top 2는 KOSPI 시총 Top 10 안에 들어와 있다. 그만큼 메가캡이 되어 있고, 상방향 움직임이 가속화된다면 인덱스의 높이를 조금 더 올려놓을 만한 기업들이다. 시총 Top 2 기업들의 시총(KOSPI대비)은 17%(11월 26일 기준)에 육박하고 있다. 연초 9.4%에서 연중고점 17.7%까지 상승하였지만, 리플레이션 트레이드 기대가 올라서기 시작하면서 비중이 낮아졌다.

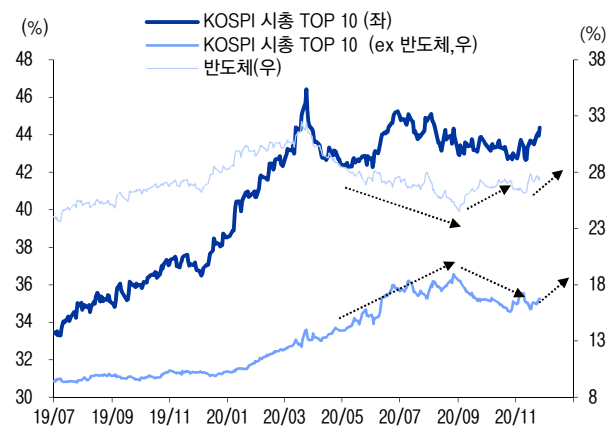
특히, 팬데믹 직후 부진했던 반도체가 하반기 시총 비중을 높여가면서 BBIG+반도체(KOSPI 시총 Top 10)는 44.4%(11월말기준)까지 올라서고 있다. 엇갈리던 상대수익률이 최근에는 동일 방향으로 수렴하고 있기도 하다. 반도체는 위안화 강세의 절대적인 수혜이며, BBIG 기업들은 아직 코로나 투자환경의 연장 가능성에 움직이고 있다. 이들 기업에 집중하자는 것이 이베스트 하우스의 연말 전략이다.

그림47 BBIG 의 탄력 재강화



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 시총 Top 10 만으로도 이미 Market



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

인터넷/게임

Analyst **성종화**
02 3779 8807
jhsung@ebestsec.co.kr

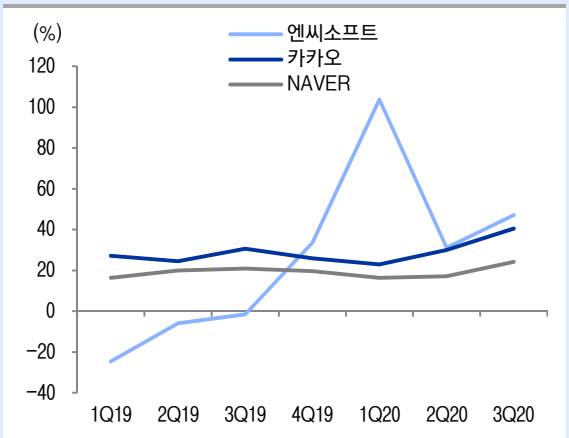
지난 9월 이후, 특히 최근 1개월간 SW 업종 수익률이 최하위. 매크로 측면에서는 백신 기대감 등에 의한 리플레이션 트레이딩(은행, 시크리컬 Call) 측면이 있지만, 업종 자체 부진원인이 있었나?

업종 자체 부진원인은 전혀 없었다. 인터넷/게임 Top 3인 NAVER, 카카오, 엔씨소프트 3Q20 실적을 돌이켜보자면 NAVER, 카카오는 핵심인 매출의 경우 대부분의 사업요소가 다 호조세를 보이며 QoQ, YoY 모두 성장성이 양호했고, NAVER는 기대치에 부합했으며 카카오는 시장 기대치도 다소 초과했다. 공격적 마케팅 집행 등에 따른 영업비용의 증가로 영업이익의 경우 시장 기대치 대비 NAVER는 소폭 미달, 카카오는 소폭 초과 정도에 그쳤으나 이는 신사업 중심의 투자의 일환에 따른 것으로서 오히려 긍정적 평가가 가능하다. 엔씨소프트는 3Q20 실적은 시기적으로 숨을 고르는 시기일 것으로 예측이 되고 있었던 부분이었으며 결과치는 시장 기대치는 소폭 초과했다.

NAVER, 카카오, 엔씨소프트 모두 2Q20 실적발표 이후 3개월여 동안 주가가 숨을 고르는 모습이었는데 이는 3Q20 실적에 대한 우려보다는 그 이전의 언택트 플랫폼 수혜주로서의 가파른 상승에 대한 건전한 숨고르기형 기간 조정의 성격이 짙었다. (엔씨소프트는 신작 론칭일정 지연 우려 작용)

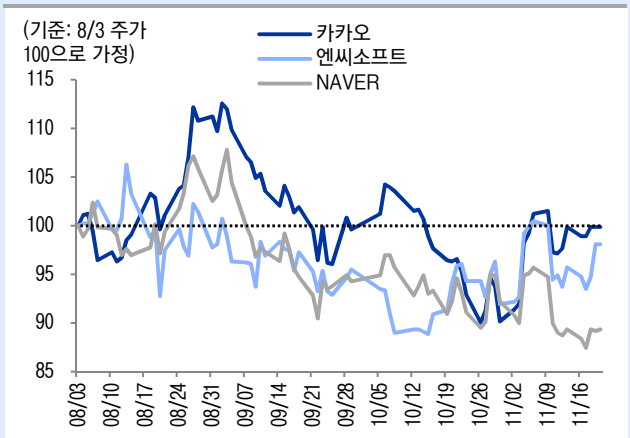
➔ **(전략)** 최근 코로나 19 백신 관련 뉴스에 따라 언택트주와 컨택트주간의 주가 희비가 엇갈리기도 했으나 중장기적으로 언택트 플랫폼주에 대한 긍정적 시각은 유효. 다만, NAVER, 카카오 등 언택트 플랫폼 대장주의 경우 올해 기대감 선반영에 따른 주가 급등이 워낙 커 단기적으로는 최근 3개월여간의 조정으로 단기 조정국면 마무리되었다고 예단하기는 부담. 그러나, 엔씨소프트는 블소2 한국, 리니지2 M 대만 등 주요 신작 론칭일정의 연기가 최근 숨고르기의 원인이었다는 점 감안 시 앞으로 시간이 갈수록 이들 기대신작 일정(1Q21)이 가까워지며 신작모멘텀 구간으로 진입할 것으로 예상하는 바, 현시점 기준 단기 투자타이밍 측면에선 엔씨소프트가 유리한 포인트가 있다고 판단

그림49 인터넷/게임 Top 3, 분기별 매출 YoY 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 인터넷/게임 Top 3, 8 월 이후 주가 변화



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

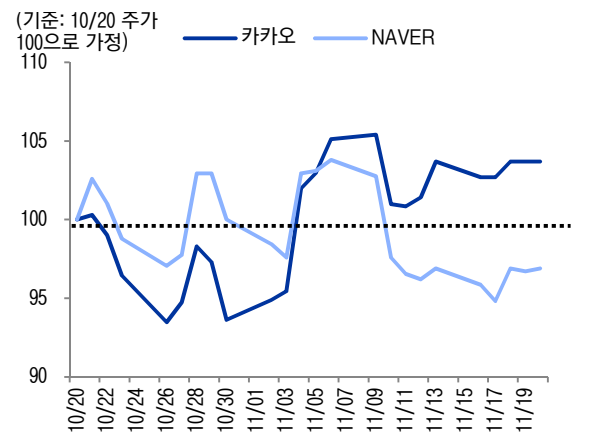
올해 대표적인 언택트 기업인 카카오와 네이버가 지난 한 달간 방향이 달랐다. (카카오는 10%, 네이버는 -3%). 특별한 이유라도?

NAVER, 카카오 주가는 작년까지 5-6년간 지루한 장기 횡보형 조정 구간이었다. 카카오는 작년 4월 카카오톡 새 광고상품 톡비즈보드(현재는 카카오비즈보드) 공개 이후 주가가 가파르게 상승했고, NAVER는 작년 7월 2Q19 실적 컨콜에서 네이버페이 분사 발표 이후 주가가 가파르게 상승했다. 그 이후 올해 들어 코로나 19가 발발하면서 대표적인 언택트 플랫폼 수혜주로 부각되며 상반기 내내 가파른 주가 상승을 시현했다. 양사 주가 상승은 그 패턴과 폭, 이유까지 거의 유사했다.

최근 한 달간 양사의 주가 방향성의 차이에 특별한 이유가 있지는 않다. 다만, 이유를 찾자면 3Q20 실적의 색깔이 카카오가 좀 더 우수했다는 점을 꼽을 수는 있다. NAVER는 매출 성장성은 우수했지만 투자의 일환에 따른 공격적 마케팅비로 영업이익은 시장 기대치에 다소 미달한 반면, 카카오는 매출 성장성도 NAVER보다 좀 더 우수함과 동시에 영업이익은 NAVER와 마찬가지로 공격적 마케팅을 집행했음에도 시장 기대치를 다소 초과하는 등 NAVER보다 우수했다. 그러나, 중장기 사업 방향성과 잠재력 측면에서는 양사가 서로 매우 유사하다. 양사 주가 방향성에 차이를 초래할 만한 근본적인 사업 방향성이나 잠재력에 대한 차이가 발생한 것은 아니다.

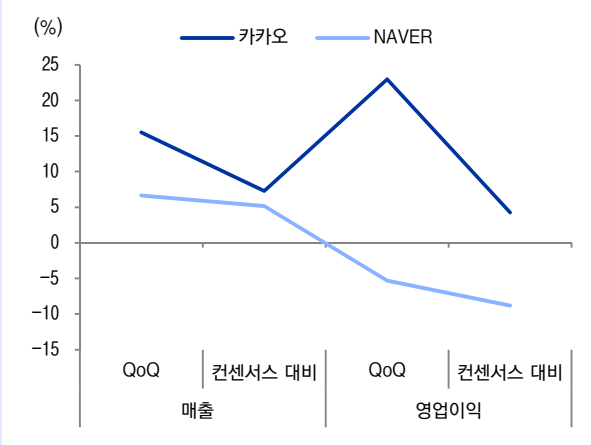
➔ **(전략)** NAVER, 카카오 양사간 투자전략은 현시점에선 기본적으로는 롱숏 컨셉은 아님. 양사는 기존 사업은 물론 신사업까지 서로 비슷하며 실적 방향성, 신사업 잠재력 등을 포함한 투자모멘텀까지 비슷. 다만, 마케팅비, 인건비 등 정책성 투자비용 집행규모 차이에 따른 영업이익 측면의 실적희비가 엇갈리는 분기에는 단기 롱숏 전략을 구사할 수는 있음. 양사 모두 올해 언택트 플랫폼 수혜주로 부각되며 펀드멘털 개선속도에 비해 워낙 가파른 상승을 시현하여 단기적으로는 좀 더 숨을 고를지, 재차 상승가도를 달릴지 예단하기 어려우나 중장기적으로는 올해 주가 급등마저 긴 대세상승의 초입이라 판단하고 있음

그림51 최근 한 달간 NAVER, 카카오 주가 변화



자료: 이베스트투자증권 리서치센터 리서치센터

그림52 NAVER, 카카오 3Q20 실적 성과 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현재 담당업종 내에서 Top pick을 꼽자면?

중장기 Top Picks는 NAVER, 카카오, 엔씨소프트를, 단기 Top Pick은 엔씨소프트를 꼽고 있음

➔ **(전략)** NAVER, 카카오는 언택트 디지털 플랫폼 신사업 중심의 성장잠재력 충분. 즉, 중장기적으로는 신사업 중심 실적 방향성도, 주가 방향성도 이제 막 긴 대세상승의 초입을 가파르게 통과한 시점이라 판단함. 다만, 올해 들어 코로나 19에 따른 언택트 플랫폼 수혜주로 부각되며 주요 신사업의 사업지표 개선속도를 훨씬 능가하는 가파른 주가상승을 시현한 직후라 최근의 기간조정으로 숨고르기형 기간조정이 1차 일단락되었을지 좀 더 숨을 고를 것인지 예단하기는 어려움

이에 비해 엔씨소프트는 올해 주가상승도 NAVER, 카카오에 비해 덜했을 뿐만 아니라 3Q20 실적 숨고르기 및 4Q20 론칭 예정이었던 블소2 한국, 리니지2 M 대만 등 기대신작 론칭일정의 연기에 대한 우려로 2Q20 실적발표 이후 3개월여 동안 기간조정 및 10% 이상의 가격조정까지 거친 상황. 현시점은 1Q21 론칭 예정인 블소2 한국, 리니지2 M 대만에 대한 신작모멘텀 구간으로 진입하기 직전의 길목에 있다는 점을 감안하면 인터넷/게임 3 Top Picks 중 단기적으로는 엔씨소프트가 투자모멘텀 측면에서 좀 더 유리한 포인트가 있다고 판단

표3 엔씨소프트 신작 론칭일정

구분	신작	지역	론칭일정
모바일	트릭스터 M	한국	4Q20 론칭 예정 (사전예약 9일만에 200만) (복고풍. 미드코어 유저 흡수 기대)
	블레이드앤소울2	한국	1Q21 론칭 예정
	리니지2 M	대만	1Q21 론칭 예정
	아이온2	한국	2H21 론칭 예정 (당사에선 4Q21 론칭 가정)
	엔트리브소프트 개발 3종 신작 (트릭스터 M: 캐주얼 MMO) (H3: 스포츠_야구) (팡야 M: 스포츠_골프)	한국	트릭스터 M 외 나머지 2개는 미정이나 2021년내 순차 론칭 예상 (H3는 야구시즌에 2021년 맞춰 론칭 가능성) (팡야 M은 미정이나 2021년내 론칭 가능성)
PC / 콘솔	Fuser (음악게임: 게이머가 음악 제작, 편집, 공유) (개발사: 하모닉스_미국) (퍼블리셔: NC Interactive)	북미/유럽	4Q20(11/10) 론칭 (PC + 콘솔 3개 플랫폼_PS4, X-Box, 닌텐도 스위치)
	Project TL	한국, 일본, 대만, 북미/유럽 등 (한국시장 먼저 론칭 후 나머지 지역 순차 론칭)	PC 플랫폼 한국시장 2021년 론칭 목표 (3Q20_8-9월 사내 FGT) (PC, 2021년 한국시장 론칭 목표) / 당사에선 1Q22 론칭 가정) (콘솔, PC 론칭 후 일정기간 뒤)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

퀀트의 선택

Alpha 전략: K자형 회복과 기회

백신 개발 낭보에도 불구하고, 경기 정상화 진입까지는 시간이 걸릴 것입니다. 이러한 상황에서도 글로벌 부동산 지표 개선이 빠르게 진행되고 있는 점은 특징적입니다. 이번 위기는 소득 구간별로 충격이 달랐었는데, 회복의 속도 역시 다를 것으로 판단합니다. 이 상황 속에서, 수혜를 입을 수 있는 산업과 기업을 골라내는 전략이 필요합니다.

Beta 전략: 전후좌우 잘 살필 때

11월 KOSPI는 16.2% 상승(11/27 종가)했습니다. 외국인 순매수 유입이 이를 주도했습니다. 다만 스타일 팩터 상으로는 혼조세(차별화)가 나타났습니다.
이러한 흐름은 12월에도 이어질 것으로 예상됨에 따라 특정 팩터의 강세를 예측하기 보다는 종합적인 접근이 유효해 보입니다. 11월 긍정적인 백신 임상 데이터에도 불구하고, 밸류는 성과 폭이 크게 낮아졌고,
COVID 19 상황 속에서도 견조한 이익을 기록했던 High Momentum 및 High Growth는 여전히 높은 밸류와 주가가 부담스럽기 때문입니다.

Alpha 전략: K자형 회복과 기회

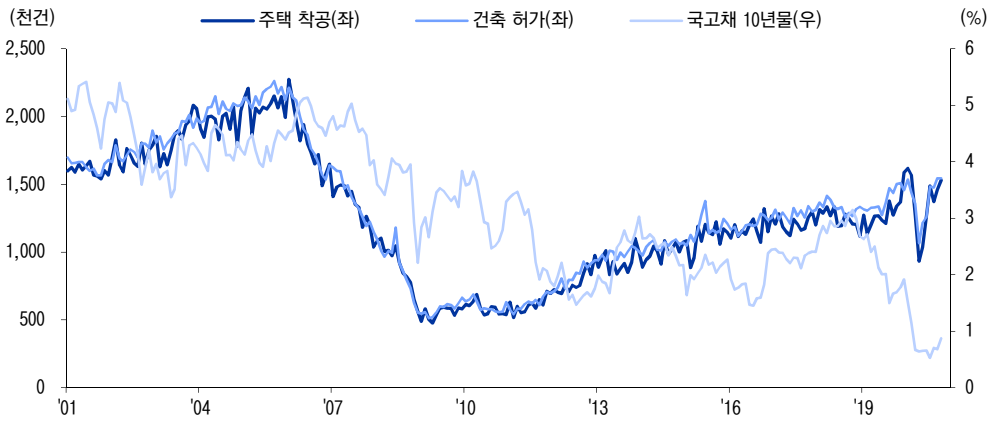
Nesting Instinct

미국 가정용 내구소비재 유통업체 '홈디포'는 11월 17일에 예상치를 상회하는 실적을 발표했다. 코로나19의 확산으로 유통업체의 주가가 전반적으로 부진한 상황이었음에도 긍정적인 실적을 발표할 수 있었던 배경에 대하여, CEO는 "Nesting Instinct"라고 설명했다.

Nesting Instinct는 직역하면 '둥지에 대한 본능' 정도가 될 것이다. 위기 상황이 되면, 사람들은 본능적으로 자신의 거주지에 대한 집착이 늘어난다는 의미이다. 9.11테러 이후와 금융위기 직후, 모두 공통적으로 가정용 내구소비재에 대한 소비가 늘어난 현상을 함께 설명했다.

인간의 본능을 언급하지 않더라도, 외출을 자제할 수 밖에 없는 환경에서 집 환경을 개선하려는 수요가 증가하고 저금리로 주택시장이 호조를 보인 점이 영향을 미쳤다. 경기 부진에도 불구하고, 유례없는 저금리는 미국 주택 시장을 호황으로 이끌었다. 주택 시장 호황은 신규 주택 착공이나 건축 허가가 증가했다는 의미인데, 새로운 집으로의 이사는 필연적으로 가구나 가전제품 같은 내구소비재 수요로 이어진다.

그림53 미국 국고채 금리와 주택 지표



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

현재 케이스 쉴러의 20개 대도시 주택가격지수 증가율은 이미 코로나19 유행 이전 수준을 회복한 상황이다. 주택건설업자들의 설문조사를 통해 작성되는 NAHB 주택시장지수는 11월에 90까지 상승했는데, 이는 1985년 통계 작성 이후 가장 높은 수준이다. 실질적인 경제 상황이나 체감과 별개로, 주택 건설업자들이 느끼는 시장은 유례없는 호황 상태이다.

그림54 케이스 쉴러 주택 가격지수

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

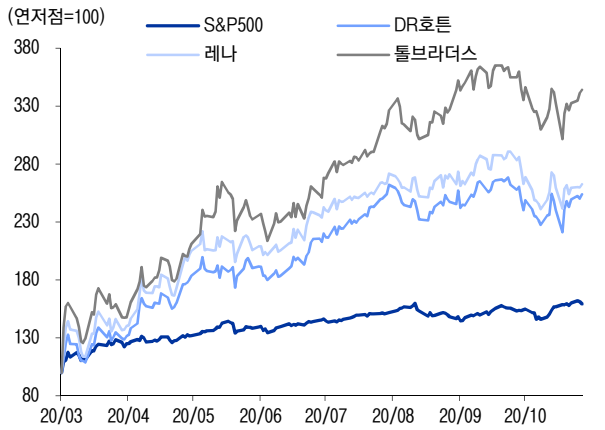
그림55 NAHB 주택시장지수

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

K자형 회복과 소비

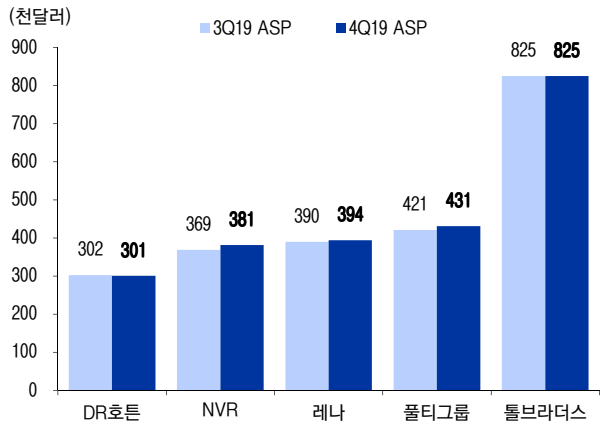
주택 건설업자들이 체감하는 것과 유사하게, 미국 주택 건설업체 주가 역시 긍정적인 흐름을 기록 중이다. 상장 주택건설 업체 중 시가총액 상위 5개 업체는 DR호튼, 레나, NVR, 풀티그룹, 톨브라더스 5개 업체인데, 이 중 가장 성과가 좋았던 업체는 톨 브라더스이다. 톨 브라더스와 다른 주택건설 업체의 가장 큰 차이는, 톨 브라더스의 경우 고급 주택을 중심으로 공급한다는 점이다. 톨브라더스의 ASP(Average Sales Price)는 다른 업체들의 두 배에 달하는 수준이다.

그림56 미국 주요 주택 건설업체 주가



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 미국 주요 주택 건설업체의 ASP

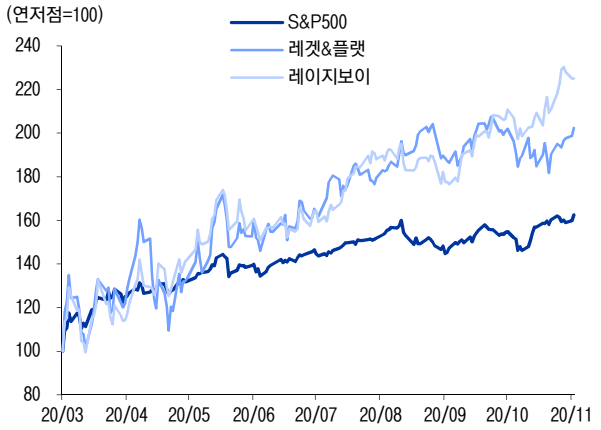


자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

이러한 현상은 미국 가구 시장에서도 확인할 수 있다. 상대적으로 중저가의 가구를 판매하는 레겟&플랫과, 좀 더 고급 가급 제품을 판매하는 레이지보이의 주가 차이에서도 확인할 수 있다. 미국 주택 시장이 활황을 보이며 두 업체의 주가는 모두 강세를 보였지만, 10월말 이후 두 기업의 주가는 차이를 보이기 시작했다.

온라인으로 저가 가구를 판매하는 웨이페어 역시 올해 10배 이상 상승했지만, 8월 이후의 주가는 둔화되고 있다. 저가 제품과 저가 제품에 대한 수요와 평가가 엇갈리는 현상과 연결지어 볼 수 있는 내용이다.

그림58 미국 가구 제조업체 주가



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

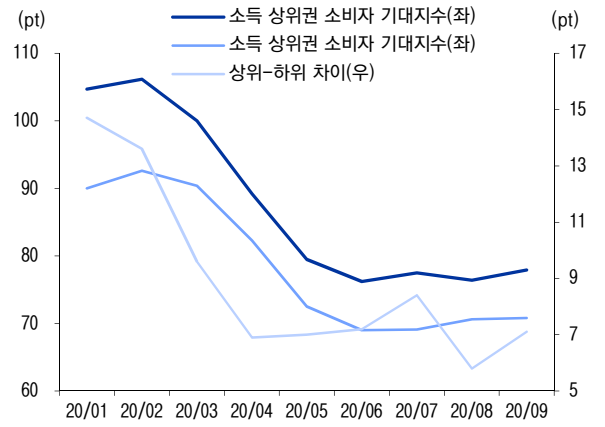
그림59 저가형 가구 유통업체 웨이페어의 주가

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

제롬 파월 FRB 의장은 코로나19는 저소득층과 고소득층에 주는 충격이 달랐다는 점에서 매우 잔인했다고 평가했다. 최근에는 팬데믹 이후의 경제가 K자형 회복을 보일 것이라는 표현이 사용되고 있다. 팬데믹에 따른 충격이 소득 수준에 따라 차이가 났던 것처럼, 회복 속도 역시 소득 수준에 따라 달라질 수 있다는 의미이다.

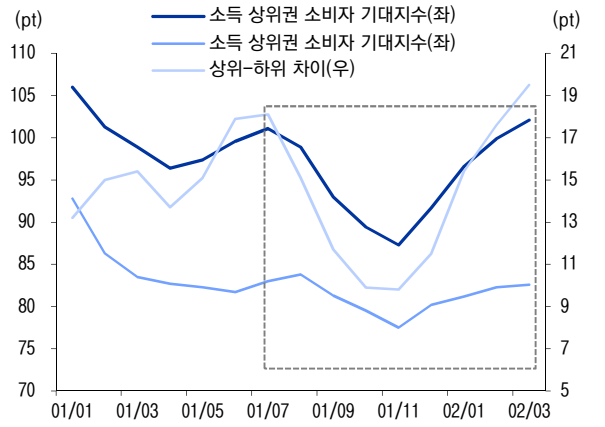
2001년 9/11 사태 이후의 상태 역시 유사하다. 소비자 기대지수는 소득 상위권과 하위권 모두 충격을 받았지만, 회복은 소득 상위권이 더욱 빠르게 회복한 것이다. 올해 9월까지의 발표된 소비자 기대지수는 현재 상위권과 하위권 모두 충격을 받은 상태이다. 하지만 회복은 소득 상위권이 빠를 가능성이 크며, 주택 시장에서는 이러한 가능성을 반영한 주가 흐름이 나타나고 있다.

그림60 미국 소득별 소비자 기대지수 흐름(2020 년)



자료: 미시건대 소비자 설문, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 미국 소득별 소비자 기대지수 흐름(2001 년)



자료: 미시건대 소비자 설문, 이베스트투자증권 리서치센터

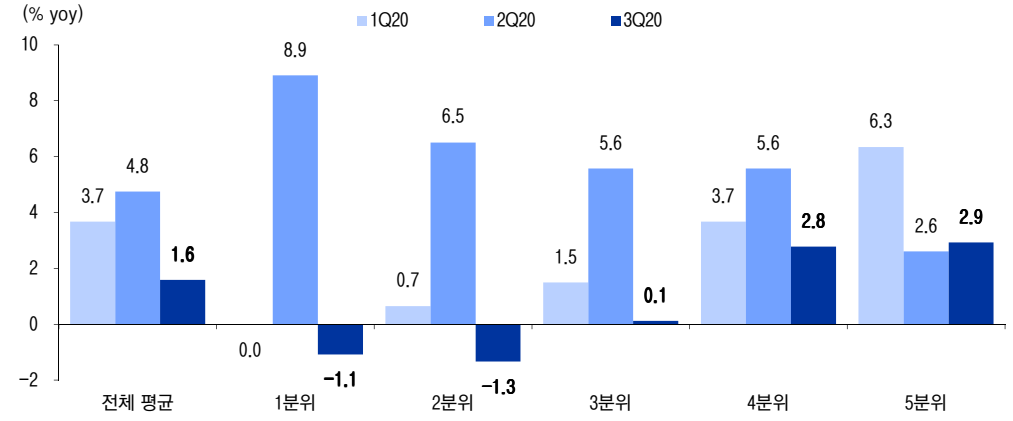
한국 상황과 투자 아이디어

한국에서도 K자형 회복이 나타날 가능성이 높다. 미국에서 고소득층과 저소득층간의 충격이 달랐던 것처럼, 한국 역시 유사한 현상이 나타났다.

올해 3/4분기까지의 소득 증가율을 살펴보면 두 가지 특징을 살펴볼 수 있다. ① 2/4분기는 모든 가계의 소득이 증가한 것을 알 수 있는데, 이는 재난지원금의 영향이다. 특히 소득 증가율은 저소득자에게서 더욱 높았던 것을 확인할 수 있다. ② 재난지원금이 없었던 3/4분기의 경우, 고소득과 저소득의 차이가 확연하게 나타난다. 3~5분위 소득의 경우 증가했지만, 1, 2분위 소득은 감소한 것이다.

결국, 소득 1, 2분위 가계의 경우 2/4분기의 상대적으로 높았던 소득과 3/4분기의 소득 감소를 모두 겪어야 했다는 의미이다.

그림62 한국 가계의 소득 분위별 2020 년 소득 증가율

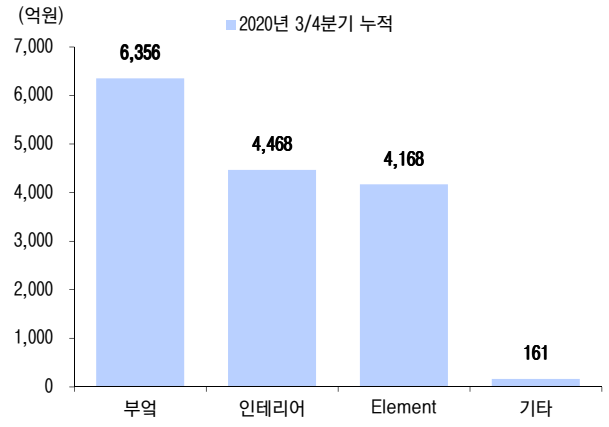


주: 5분위는 상위, 1분위는 하위를 의미하며, 2인 이상 가구로 근로자 가구와 근로자 이외 가구를 모두 포함
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

이러한 상황에서의 투자 아이디어는 세 가지인데, 첫 번째는 인테리어 제품의 매출 비중이 높은 한샘이다. 한샘의 매출액은 ①부엌가구(설치, 판매 등), ② 인테리어 가구(거실용, 침실용), ③ Element(건설회사 납품 등), ④ 기타(가구시공, 도급인력 파견, 부동산 컨설팅)으로 구성된다.

미국과 유사하게 저금리로 인한 부동산 시장 강세가 진행 중이고, 인테리어 수요 증가와 상대적으로 하이엔드 제품에 포함되는 주방용 가구 사업부를 긍정적으로 평가할 수 있기 때문이다. 다만 하이엔드 제품이라는 인식의 부엌가구와 달리, 거실, 침실용 가구의 경우는 상대적으로 하이엔드 제품이라고 말하기 어렵다. 이는 소득 분위별 소득 수준 회복에 시차가 존재할 것이라는 점에서 주의가 필요하다.

그림63 한샘의 사업부문별 2020 년 매출액



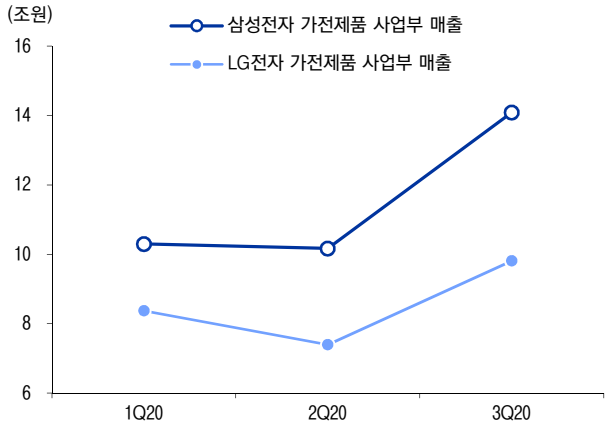
자료: 전자공시시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 한샘과 KOSPI 의 2020 년 주가

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

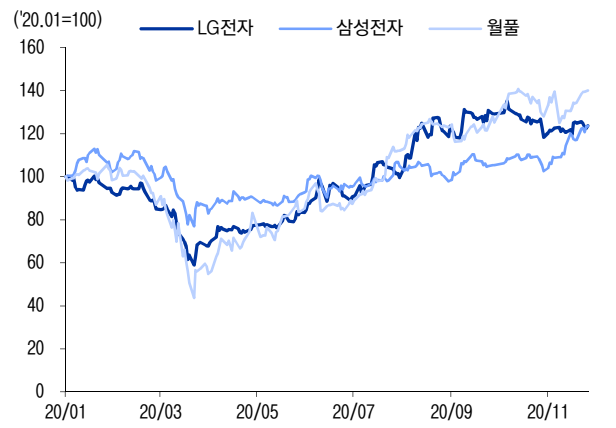
두 번째 아이디어는 LG전자와 삼성전자이다. 두 기업 모두 주택 시장 호조와 가전제품 수요 증가 영향을 받을 것으로 판단하기 때문이며, 이는 미국의 가전제품 제조업체 월풀의 강세와 연결지어 생각할 수 있다. 다만 삼성전자의 경우 LG전자에 비해 가전제품 비중이 낮다는 점에서, 해당 아이디어에 대한 노출도는 LG전자가 더 높다고 평가한다.

그림65 삼성전자와 LG 전자의 가전제품 사업부 매출



자료: 전자공시시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 삼성전자, LG 전자, 월풀의 2020 년 주가



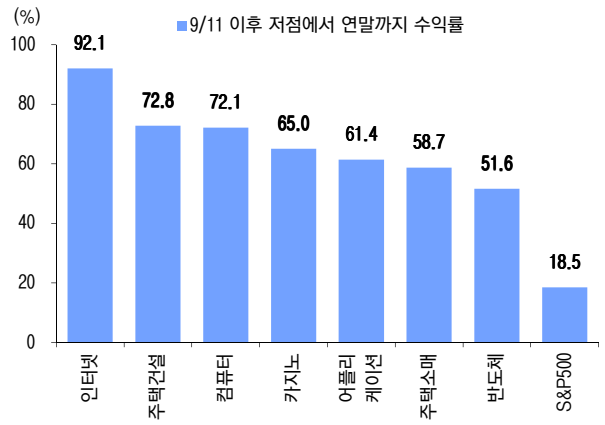
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

마지막 아이디어는 카지노 관련 기업이다. 코로나19의 확산은 예상하지 못한 충격을 주었다는 점과 주식시장의 급락과 반등이 이어졌다는 점에서 유사성을 보인다. 2001년 9/11 테러 이후 연말까지의 업종별 수익률을 살펴보면, 당시 강세를 보인 업종은 2020년에 강세를 보인 업종과 유사한 모습을 보였다.

다만 성과가 달랐던 업종은 카지노 업종인데, 2020년의 경우 영업이 허용되지 않으면서 실적 개선이 늦어졌기 때문이다. 2001년 이외에 유사한 사례를 찾기는 한계가 있지만, 소득 계층별로 받았던 충격과 회복 속도 차이는 분명히 영향을 미쳤다고 판단한다. 올해 카지노 업체 주가는 좋지 못했지만, 미국의 온라인 스포츠 도박 업체 드래프트 킹즈가 올해 강세를 보인 점은 주목할 만하다.

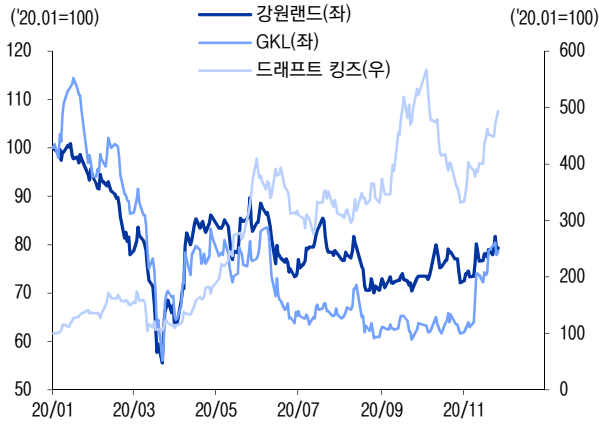
한국의 카지노 업종의 경우 제한적인 영업환경과 여행 수요 하락 등으로 상대적으로 관심을 받지 못했으나, 균등하지 못한 소비자 심리의 회복과 백신 개발로 인한 환경 등으로 투자심리가 개선될 것으로 판단한다. 특히 내국인 비중이 높은 강원랜드가 GKL에 비해 긍정적일 것으로 판단한다. 백신 개발에도 해외 여행이 다시 활성화될 때까지 시차가 있을 것이며, 견조한 국내 여행 수요는 강원랜드에 우호적인 환경이 될 것으로 판단하기 때문이다.

그림67 '01 년 9/11 테러 이후 연말까지의 수익률 상위 업종



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 한국/미국 카지노 관련업체



자료: Bloomberg, FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

결론적으로 12월에 백신이 FDA 승인을 얻고 경제는 정상화 과정을 시작하겠지만, 회복의 속도는 계층별로 다르게 나타날 가능성을 염두에 두어야 할 것이다. 소외되는 계층이 없도록 하거나 충격에서 회복되는 속도 차이를 축소시키기 위한 노력은 필요하겠지만, 이와 별개로 투자 기회가 발생할 수 있다는 점에 주목해야 한다.

Beta 전략: 전후좌우 잘 살필 때

시장은 강세, 스타일은 혼조

혼란스러운 시장

11월 KOSPI는 16.2% 상승(11/27 종가 기준)했다. 외국인이 강한 순매수하며 시장 상승세를 주도했는데, 스타일 상은 다소 혼란스러운 모습이다. 일반적으로 주가지수가 큰 폭으로 상승할 때, 밸류 팩터가 지수 상승을 주도하는 것과 다른 흐름이 나타났다. 뿐만 아니라, 당사 팩터 유니버스인 7가지 카테고리 중 이렇다 할 강세를 보인 유형은 Risk 유형이 유일했다. 이러한 부분들을 종합적으로 고려해 보면, 결론적으로 시장은, 강도 높은 외국인 순매수에 힘입어 상승세를 보였지만, 시장 참여자들은 뚜렷한 주도 스타일을 찾지 못했다고 해석할 수 있다. 이를 확장시켜보면, 시장의 방향성에 대해서도 뚜렷한 확신을 가지지 못하고 있다고도 볼 수 있다.

11월 팩터 성과 상의 특징은 크게 3가지로 요약할 수 있는데, ① High Beta 종목 강세, ② 11월에도 양호했던 Value의 성과, ③ 시장 강세에 따른 Quality의 약세이다.

표4 최근 12 개월 Style Factor 성과: 상위 20% 종목 Long / 하위 20% 종목 Short 수익률 기준

No.	2019년	2020년(11월은 25일 종가 기준)										
	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월
	KOSPI 월별 수익률(%)											
	5.3	-3.6	-6.2	-11.7	11.0	4.2	3.9	6.7	3.4	0.1	-2.6	14.7
1	Risk 5.0	Earnings Quality 4.9	Price Momentum 3.9	Price Momentum 10.4	Value 4.3	Risk 10.3	Price Momentum 10.2	Price Momentum 10.2	Price Momentum 10.0	Value 2.6	Value 2.8	Risk 2.6
2	Price Momentum 3.7	Price Momentum 4.4	Risk 1.7	Risk 7.0	Risk -1.8	Price Momentum 8.6	Earnings Momentum 8.0	Risk 9.1	Risk 6.7	Earnings Quality 0.9	Liquidity -0.2	Value -0.5
3	Liquidity 0.9	Earnings Growth 3.0	Earnings Growth 0.9	Earnings Growth 5.1	Earnings Momentum -1.9	Earnings Growth 3.3	Risk 4.8	Earnings Momentum 3.4	Earnings Momentum 3.8	Liquidity -0.5	Earnings Momentum -0.8	Liquidity -0.7
4	Earnings Quality 0.0	Earnings Momentum 1.6	Earnings Quality 0.3	Earnings Quality 5.1	Earnings Growth -2.8	Earnings Momentum 2.3	Earnings Growth 2.1	Earnings Quality 2.0	Liquidity 3.0	Earnings Growth -2.2	Risk -2.3	Earnings Growth -1.2
5	Earnings Growth -0.1	Liquidity 0.6	Liquidity 0.2	Earnings Momentum 4.6	Earnings Quality -3.6	Earnings Quality 1.0	Earnings Quality 1.4	Liquidity 1.5	Earnings Quality 0.3	Earnings Momentum -3.3	Earnings Growth -2.7	Earnings Momentum -3.3
6	Earnings Momentum -0.3	Risk 0.4	Earnings Momentum -2.1	Liquidity 0.9	Liquidity -4.2	Liquidity 0.1	Liquidity 0.9	Earnings Growth 1.3	Earnings Growth -0.1	Risk -5.9	Earnings Quality -3.2	Price Momentum -4.2
7	Value -1.4	Value -2.2	Value -2.9	Value -7.2	Price Momentum -10.2	Value -2.6	Value -2.9	Value -1.3	Value -1.8	Price Momentum -7.0	Price Momentum -4.1	Earnings Quality -5.0

참고: 매 월말 기준 시가총액 상위 200 종목을 대상으로, 해당 유형의 세부 팩터들의 성과를 단순 평균하여 표기
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 2020년 11월 성과 상위 및 하위 개별 팩터(최상위 20% Long / 최하위 20% Short 기준)

No	Factor	Long/ Short (%p)	초과수익률(%p) 최상위 (20%)	초과수익률(%p) 최하위 (20%)	IC(%) 순위 기준	No	Factor	Long/ Short (%p)	초과수익률(%p) 최상위 (20%)	초과수익률(%p) 최하위 (20%)	IC(%) 순위 기준
1	Beta_Weekly 2Yr	14.6	6.2	-8.3	42.4	1	순부채비율_FQ0	-11.4	-7.4	4.1	-35.0
2	Beta_Weekly 1Yr	12.9	6.6	-6.3	39.9	2	ROIC_12M Fwd	-10.2	-4.9	5.3	-22.7
3	OP_12M Fwd_Growth	8.8	6.3	-2.5	35.6	3	OP Margin_12M Fwd	-9.5	-3.8	5.7	-18.4
4	PBR_FQ0	8.4	3.8	-4.6	25.5	4	P/FCF_12M Fwd_Sector Relative	-9.4	-2.6	6.8	-17.5
5	PER_과거 4 분기_3Yr Relative	7.9	5.2	-2.6	19.6	5	부채비율_FQ0	-9.1	-4.8	4.3	-26.8
6	Capex/Depr_과거 4 분기	7.3	4.4	-2.9	23.1	6	ROE_12M Fwd	-8.7	-2.1	6.6	-21.0
7	Capex/Asset_과거 4 분기	6.1	2.4	-3.7	15.4	7	NP Margin_12M Fwd	-8.6	-2.6	6.0	-16.9
8	PSR_과거 4 분기	6.1	1.9	-4.2	23.6	8	ROIC_과거 4 분기	-8.3	-6.0	2.4	-21.8
9	2 주 기관 순매수/시가총액	5.2	3.0	-2.2	12.2	9	FCF_12M Fwd_Growth	-8.3	-4.2	4.1	-24.2
10	PSR_12M Fwd	4.8	1.2	-3.6	13.7	10	ROA_12M Fwd	-7.9	-3.9	4.0	-25.6
11	FCF_4Yr_Slope	4.7	2.7	-2.0	0.0	11	Price_12M_Slope	-7.7	-2.8	4.9	-24.9
12	수익률_1M	4.0	2.8	-1.2	15.7	12	OP_FY2_3M Chg	-7.5	-2.5	5.0	-14.0
13	Sales_FQ1_QoQ Growth	4.0	3.9	-0.1	20.5	13	OP Margin_과거 4 분기	-7.4	-5.4	2.0	-20.6
14	거래대금 증가_최근 5 일/20 일	3.8	1.3	-2.5	13.0	14	Quick Ratio_과거 4 분기	-7.4	-5.0	2.4	-25.4
15	Asset_4Q_Slope	3.6	1.9	-1.7	4.3	15	수익률_12M-1M	-7.4	-2.0	5.4	-22.3
16	OP_4Q_Slope	3.4	5.2	1.8	11.2	16	Sharpe Ratio_Weekly 6M	-7.3	-5.7	1.6	-10.6
17	Capex/Asset_12M Fwd	3.4	2.6	-0.8	12.0	17	20 일중 외국인 매수일	-7.1	-3.4	3.7	-21.8
18	ROE_12M Fwd_Growth	3.1	2.3	-0.8	16.0	18	ROA_과거 4 분기	-7.1	-5.3	1.8	-21.7
19	목표주가 상승여력	3.0	2.9	-0.1	5.0	19	수익률_12M	-7.1	-2.4	4.7	-20.2
20	EPS_12M Fwd_Growth	2.7	3.8	1.1	11.7	20	P/FCF_과거 4 분기	-7.1	-0.6	6.5	-9.8

참고: IC 값은 Information Coefficient로, 매 월말 기준 시가총액 상위 200종목의 해당 팩터 값의 순위와 종목 별 수익률의 순위 간의 상관관계로 계산
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

① High Beta 종목 강세

11월 스타일 팩터 상 특징 중 첫 번째는 Risk 유형의 팩터 성과가 가장 우수했다는 점이다. 그 중에서도 드물게 High Beta 종목의 성과가 가장 높았다. COVID19 백신에 대한 긍정적인 임상 데이터들이 공개되고, 12월부터 미국에서 백신 접종을 시작한다는 소식에 따라, 일상의 정상화 및 이를 기반으로 한 경제활동 정상화, 경제 성장률 및 기업 이익의 회복에 대한 기대가 높아졌기에 High Beta 종목의 강세가 나타난 것으로 해석할 수 있다.

② 11월에도 양호했던 Value 성과

9월부터 나타난 Value의 성과 강세가 11월까지 이어졌다. 물론 평균적인 Value의 성과는 (-)였지만, 전통적인 밸류에이션인 PER, PBR 등이 강세를 보였다. 반면 성장주가 강세를 보이던 시기에도 상대적으로 양호한 성과를 기록해온 현금흐름과 관련한 밸류 팩터는 부진한 성과를 보였다.

③ 시장 강세에 따른 Quality 약세

강력한 시장 상승 시 나타나는 특징은, 일반적으로 Value 강세 & Quality 약세이다. Value는 일반적인 패턴과는 다소 다른 모습을 보였지만, Quality는 전형적인 약세를 기록했다. 앞서 ① High Beta 종목 강세에서 언급한 바와 같이, 백신에 대한 기대감이 높아지며 COVID 19로 인해 큰 폭의 감익을 경험한 종목의 강세, 즉 백신 트레이드가 나타나면서 Quality의 약세가 나타났다. 재무적 건정성이 상대적으로 낮은 종목들의 강한 주가 반전이 이어진 것이다.

표6 Beta_Weekly_2Yr 상하위 종목: 10 월말 기준

Top	코드	종목	시총(십억)	수익률(%)	베타	Bottom	코드	종목	시총(십억)	수익률(%)	베타
1	A034020	두산중공업	5,151.3	12.0	1.90	1	A011000	진원생명과학	1,263.9	-11.2	0.06
2	A088350	한화생명	1,333.2	39.4	1.87	2	A004370	농심	1,751.8	0.2	0.14
3	A009830	한화솔루션	7,065.2	11.9	1.79	3	A003000	부광약품	1,510.7	4.1	0.17
4	A004020	현대제철	3,856.6	16.6	1.79	4	A012750	에스원	3,100.7	0.4	0.18
5	A336370	두산솔루스	1,129.3	39.8	1.78	5	A026960	동서	2,886.3	-0.3	0.33
6	A071050	한국금융지주	4,162.0	11.7	1.75	6	A271560	오리온	4,289.7	9.7	0.34
7	A020150	일진머티리얼즈	1,968.9	5.4	1.74	7	A145020	휴젤	2,660.7	-4.7	0.36
8	A010060	OCI	1,473.9	11.7	1.74	8	A007570	일양약품	1,394.2	-10.3	0.36
9	A042660	대우조선해양	2,288.8	27.6	1.71	9	A007310	오뚜기	1,953.5	4.1	0.37
10	A336260	두산퓨얼셀	2,909.0	14.5	1.69	10	A058470	리노공업	1,851.9	3.6	0.38

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 PBR_FQ0 상하위 종목: 10 월말 기준

Top	코드	종목	시총(십억)	수익률(%)	PBR(X)	Bottom	코드	종목	시총(십억)	수익률(%)	PBR(X)
1	A088350	한화생명	1,333.2	39.4	0.10	1	A268600	셀리버리	1,684.4	-6.0	77.02
2	A015760	한국전력	12,807.2	11.5	0.19	2	A196170	알테오젠	4,445.5	0.8	57.51
3	A138930	BNK 금융지주	1,795.9	8.7	0.21	3	A140410	메지온	1,538.3	0.7	46.07
4	A023530	롯데쇼핑	2,359.3	24.1	0.23	4	A019170	신풍제약	6,954.3	-5.2	32.68
5	A004020	현대제철	3,856.6	16.6	0.24	5	A011000	진원생명과학	1,263.9	-11.15	31.48
6	A024110	기업은행	6,034.9	18.5	0.25	6	A235980	메드팩토	2,159.6	-6.3	30.56
7	A316140	우리금융지주	6,421.0	14.2	0.29	7	A326030	SK 바이오팜	12,491.0	9.4	24.61
8	A002380	KCC	1,359.6	10.1	0.30	8	A352820	빅히트	4,806.2	22.5	24.23
9	A086790	하나금융지주	9,127.4	18.8	0.31	9	A096530	씨젠	6,886.4	-32.3	22.32
10	A036460	한국가스공사	2,515.5	9.9	0.33	10	A336260	두산퓨얼셀	2,909.0	14.5	14.97

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 순부채비율_FQ0 상하위 종목: 10 월말 기준

Top	코드	종목	시총 (십억)	수익률 (%)	순부채 비율(%)	Bottom	코드	종목	시총 (십억)	수익률 (%)	순부채 비율(%)
1	A298380	에이비엘바이오	1,151.5	1.6	-102.4	1	A003490	대한항공	3,500.9	27.8	718.4
2	A060250	NHN 한국사이버결제	1,543.7	-2.8	-101.8	2	A036460	한국가스공사	2,515.5	9.9	318.3
3	A268600	셀리버리	1,684.4	-6.0	-99.4	3	A011200	HMM	2,930.7	42.7	291.6
4	A326030	SK 바이오팜	12,491.0	9.4	-93.4	4	A008770	호텔신라	2,974.3	11.5	217.1
5	A282330	BGF 리테일	2,039.5	11.0	-89.6	5	A036490	SK 머티리얼즈	2,342.6	16.84	178.7
6	A140410	메지온	1,538.3	0.7	-88.3	6	A001740	SK 네트웍스	1,138.9	7.9	174.5
7	A235980	메드팩토	2,159.6	-6.3	-87.4	7	A066970	엘앤에프	1,098.5	14.8	174.1
8	A141080	레고켐바이오	1,252.9	0.0	-71.7	8	A034020	두산중공업	5,151.3	12.0	154.9
9	A078340	컴투스	1,435.9	11.8	-68.3	9	A336370	두산솔루스	1,129.3	39.8	121.4
10	A145020	휴젤	2,660.7	-4.7	-65.2	10	A018880	한온시스템	5,978.6	39.7	119.5

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 연도별 Style Factor 성과: 상위 20% 종목 Long / 하위 20% 종목 Short 수익률 기준

No.	연도(2020년은 11월 25일 종가 기준 YTD)														
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	KOSPI 연도별 수익률(%)														
	4.0	32.3	-40.7	49.7	21.9	-11.0	9.4	0.7	-4.8	2.4	3.3	21.8	-17.3	7.7	10.0
	KOSPI 영업이익 증가율(%)														
	-6.3	17.9	-5.3	2.1	24.4	-13.4	-4.2	-2.8	-5.5	14.8	15.5	30.6	1.2	-30.8	7.4
1	Value 13.8	Earnings Momentum 35.0	Value 14.9	Earnings Momentum 12.9	Earnings Momentum 17.5	Earnings Momentum 33.3	Value 9.7	Earnings Momentum 13.2	Earnings Momentum 26.5	Price Momentum 21.5	Value 16.2	Risk 3.8	Risk 9.7	Earnings Quality 5.1	Risk 36.2
2	Earnings Momentum 9.7	Risk 23.8	Earnings Quality 11.3	Value 5.4	Value 13.3	Price Momentum 32.3	Earnings Momentum 5.0	Earnings Quality 9.3	Price Momentum 24.3	Earnings Momentum 13.4	Earnings Momentum -6.1	Earnings Growth 3.7	Liquidity 1.4	Value 2.5	Price Momenutm 33.2
3	Earnings Quality 4.3	Price Momentum 18.1	Earnings Momentum 2.9	Earnings Quality 4.5	Risk 7.4	Earnings Quality 20.1	Liquidity 0.5	Liquidity 6.0	Earnings Quality 17.4	Earnings Growth 8.2	Earnings Growth -6.6	Price Momentum 3.3	Value -1.5	Earnings Growth 2.3	Earnings Momentum 12.4
4	Liquidity 2.2	Earnings Growth 10.2	Liquidity -4.3	Risk 3.2	Liquidity 7.0	Value 2.9	Earnings Quality -0.6	Price Momentum 5.5	Risk 4.5	Risk 7.5	Risk -8.3	Earnings Quality 2.3	Earnings Momentum -4.8	Risk -0.2	Earnings Growth 6.6
5	Earnings Growth -3.5	Value 5.9	Earnings Growth -7.3	Earnings Growth -1.0	Price Momentum 2.3	Earnings Growth 1.6	Earnings Growth -2.8	Value 2.9	Earnings Growth 4.2	Earnings Quality 6.8	Earnings Quality -11.6	Liquidity 2.1	Earnings Growth -8.3	Earnings Momentum -2.9	Earnings Quality 3.5
6	Risk -13.3	Liquidity 4.5	Price Momentum -14.3	Liquidity -4.0	Earnings Growth -5.1	Risk 0.9	Risk -12.3	Earnings Growth 2.6	Liquidity 2.0	Liquidity 1.9	Liquidity -11.9	Earnings Momentum -0.1	Price Momentum -11.1	Liquidity -4.1	Liquidity 1.4
7	Price Momentum -18.0	Earnings Quality 0.8	Risk -25.9	Price Momentum -21.0	Earnings Quality -5.1	Liquidity -4.1	Price Momentum -12.3	Risk -4.8	Value 0.8	Value -4.9	Price Momentum -17.2	Value -4.9	Earnings Quality -15.6	Price Momentum -10.8	Value -11.6

참고1: 매 월말 기준 시가총액 상위 200 종목을 대상으로, 해당 유형의 세부 팩터들의 성과를 단순 평균하여 표기
참고2: 2020년은 11월 25일 종가까지의 성과
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

12월: 뚜렷한 강세 팩터를 찾기보단 종합적으로 접근

11월과 마찬가지로 12월에도 11월과 같이 뚜렷한 강세 팩터를 찾기는 어려워 보인다. 긍정적인 백신 임상 결과가 발표되고, 백신 트레이딩이 화두가 됐음에도 불구하고, 밸류 유형의 팩터는 큰 강세를 보이지 못했다. 그럼에도 불구하고 Low Qaulity & Low Value 종목들은 이미 주가가 높아졌다. 반면 COVID 19에도 견조한 이익 성장을 보여왔던 High Momentum 및 High Growth 종목들은 여전히 높은 주가와 밸류에 대한 부담이 상존하고 있다. 또한, 미국은 백신 접종이 12월부터 시작될 예정이지만, 아직 일부에 국한되며, 이로 인한 일상의 정상화 및 경제활동 정상화에서 시작되는 경기 회복까지는 6개월 이상 남아있는 상황이다. 이로 인해 COVID 19 상황에서 견조한 이익 및 주가를 기록했던 종목이나, Post-COVID에서 회복될 종목들, 어느 하나 손쉬운 접근이 될 수 없는 상황이다. 따라서 종합적인 팩터 접근이 유효하다고 판단한다.

이에 따라 당사 멀티 팩터 스코어링 모델의 투자 매력도 상위 20개 종목(최상위 10%)을 아래와 같이 제시한다. 롯데케미칼, 휠라홀딩스, 현대건설, 기아차 등을 포함한 총 20개 종목을 제시한다.

표10 당사 멀티 팩터 스코어링 모델 투자 매력도 상위 20 개 종목

No	코드	종목	업종	시가총액 (십억)	주가 (원)	Earnings Momentum 영업이익 12MF 1M 변화율 (%)	Earnings Momentum EPS 12MF 1M 변화율 (%)	Quality 순익 마진 12MF (%)	Quality 총자산 회전율 (%)	Quality ROE 최근4분기 (%)	Value PBR_FQ0 3년Range내 현위치(%)	Value P/FCF_4Q 섹터대비 (%)	Value PER_4Q 3년Range내 현위치(%)
1	A011170	롯데케미칼	화학	9,837.1	287,000	37.1	41.3	6.8	0.7	1.4	8.5	5.7	71.6
2	A081660	휠라홀딩스	화장품,의류,완구	2,554.6	42,050	9.7	9.8	10.0	0.8	16.2	99.0	17.4	80.7
3	A000720	현대건설	건설,건축관련	3,908.6	35,100	2.2	1.6	3.4	0.9	5.1	61.3	24.2	100.0
4	A000270	기아차	자동차	23,794.8	58,700	6.7	6.6	4.6	1.0	3.7	50.7	-5.6	87.6
5	A030190	NICE평가정보	상사,자본재	1,357.0	22,350	-0.5	1.9	10.3	1.3	19.7	78.7	4.0	85.0
6	A006360	GS건설	건설,건축관련	2,635.2	32,900	1.9	2.3	5.1	0.7	9.8	54.0	14.7	8.3
7	A035900	JYP Ent.	미디어,교육	1,395.1	39,300	5.7	5.4	23.3	0.7	22.0	62.9	10.5	59.6
8	A017800	현대엘리베이터	기계	1,638.7	40,150	2.7	20.1	8.3	0.7	6.7	94.5	32.5	66.6
9	A003550	LG	상사,자본재	12,976.3	75,200	7.1	3.1	21.4	0.3	4.3	0.0	10.1	37.2
10	A051910	LG화학	화학	57,179.8	810,000	4.3	5.0	5.9	0.7	2.6	42.0	1.0	67.7
11	A004020	현대제철	철강	4,417.1	33,100	10.3	26.0	1.0	0.5	-1.6	0.3	6.1	100.0
12	A010780	아이에스동서	건설,건축관련	1,363.9	44,150	9.7	11.3	12.0	0.3	5.4	10.2	7.4	59.5
13	A007070	GS리테일	소매(유통)	2,591.1	33,650	0.2	1.6	2.3	1.2	7.7	17.5	6.9	100.0
14	A068270	셀트리온	건강관리	45,089.3	334,000	8.2	6.8	32.2	0.3	14.1	48.9	1.8	69.6
15	A000880	한화	보험	1,975.2	26,350	8.1	18.6	2.0	0.3	4.0	9.3	n/a	79.1
16	A006280	녹십자	건강관리	4,177.9	357,500	206.0	177.1	9.5	0.7	0.6	25.6	1.7	93.5
17	A078340	컴투스	소프트웨어	1,713.8	133,200	0.0	-2.4	22.7	0.5	11.4	22.0	7.2	58.1
18	A009830	한화솔루션	화학	7,889.3	49,350	5.7	10.3	6.6	0.6	-2.8	23.2	9.6	75.5
19	A032640	LG유플러스	통신서비스	5,304.8	12,150	2.7	5.0	4.9	0.7	7.1	0.4	18.1	48.5
20	A011780	금호석유	화학	4,356.9	143,000	22.0	21.3	11.1	1.0	11.0	10.9	2.1	0.0

참고: PBR_FQ0 3년 Range 내 현 위치, PER_4Q 3년 Range 내 현 위치는, 3년 동안의 밸류 멀티플 등락 범위 내에서 현재의 위치를 의미하며, 100%에 가까울수록 과거 등락 범위 내 상단에, 0%에 가까울수록 과거 등락 범위 내 하단에 위치해 있음을 의미

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

섹터의 선택

Top picks

코드	종목명	목표주가	Analyst	추천 사유
010780	아이에스동서	60,000	김세련	펀더멘탈과 모멘텀 모두 겸비
011170	롯데케미칼	370,000	이안나	이제부터 시작이다
074600	원익QnC	N/R	최영산	2021년 체질이 다른 성장
084850	아이티엠반도체	73,000	이왕진	결국 웃을 순간은 온다.
352820	빅히트	250,000	안진아	의심의 여지가 없다
005610	SPC삼립	N/R	심지현	성수기 + 기저 + 밸류에이션 매력 + 빈집
086450	동국제약	38,000	정홍식	매년 성장하는 기업
119860	다나와	40,000	정홍식	고성장 & 저평가 기업

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

아이에스동서 (010780)

펀더멘탈과 모멘텀 모두 겸비

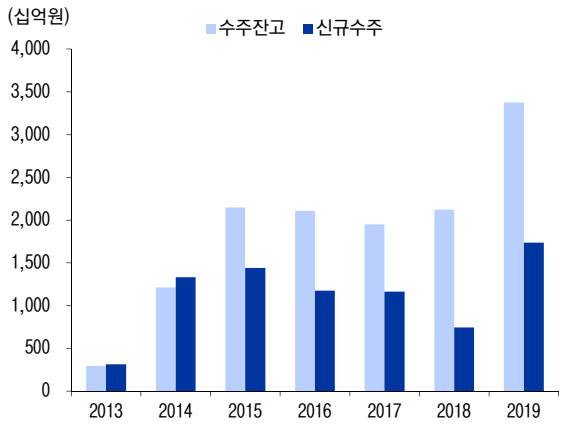
Analyst 김세련
02. 3779-8634
sally.kim@ebestsec.co.kr

실적 성장성, 대형 택지 개발 모멘텀

건설은 잔고로 말한다. 아이에스동서의 대형 현장인 용호동 W가 2018년 상반기 중 완공되면서, 신규수주 감소에 따른 실적 공백이 나타났다. 그러나 2019년 1.7조원의 신규수주를 다시금 기록하면서 수주 잔고는 3.37조원을 확보, 3개년도 먹거리를 채운 상황이다. 기 확보한 잔고가 매출화 되면서 2020년 매출 턴어라운드를 필두로 2022년까지 성장성은 지속될 전망이다. 2020년 예상 EPS는 4,479원으로 2015년 당시와 유사한 수준까지 회복할 전망이며, 이익에 가장 큰 비중을 차지하는 건설 부문 역시 규모의 경제 확대로 인한 영업이익률의 회복세가 나타날 것으로 기대된다.

기 확보된 파이프 라인만 보더라도 2020년 건설부문 예상 매출액은 8천억원이 훌쩍 넘을 전망이다. 2021년의 경우 건설 매출만 1조원 이상을 기록할 것으로 예상한다. 대부분의 현장이 신규 주택 수요가 높은 대전, 부산, 대구광역시 위주로 편중되어 있거나, 분양 리스크가 거의없는 지식산업센터가 많기 때문에 시장 환경과 무관하게 안정적인 수익 창출이 가능할 전망이다. 대형 현장을 제외하고 보더라도 올해부터 다시금 강한 실적 턴어라운드가 나타나는 점은 상당히 고무적이다. 분기별 실적 추정은 해당 현장에서 발생할 연 매출을 단순 기간 값으로 나눴기 때문에 다소 변동성이 있을 수 있다

그림69 아이에스동서 주택 신규수주 및 수주잔고 추이



자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 아이에스동서 경산시 중산지구 개요

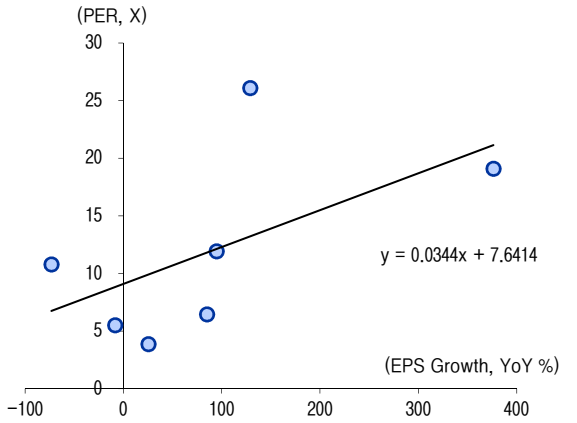
항목	비고
대지면적	32,000 평
토지현황	총 4 개 필지
유형	주상복합 외
토지투자비	4 천억원
예상매출액	2.5 조원 (최소)
예상순이익	5,000 억원
예상순이익률 (%)	20.0

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 아이에스동서 12M Forward PER 추이

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 아이에스동서 EPS Growth, PER Matrix



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 아이에스동서 건설 부문 실적 분기, 연간 추정 상세

(단위: 십억원)	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020E	2021E	2022E
분양매출															
대구 범어 에일린의 뜰	58	58	58	58	34	34									
가산동 IS BIZ타워					26	37									
한강미사 IS BIZ타워		37	111	37											
동대구 에일린의 뜰								225	97						
안양 IS BIZ타워	12	12	12	12	17	17	17	17	88	88	88	88			
대구 대구역 오페라W	24	24	24	24	38	38	38	38	55	55	55	55			
고양덕은 에일린의 뜰											141				
합계	94	131	205	131	116	127	56	281	240	143	284	143	560	579	810
공사매출															
부산 봉래1구역	34	34	34	39	24.1										
부산 광안 2구역	6	6	6	6	3										
대구 범어W 지주택	10	10	10	10	32	32	32	32	62	62	62	62			
대구 달서구 죽전3					20	20	20	20	27	27	27	27			
울산 중산매곡 재개발	15	15	15	15	16	16	16	16							
부산 동삼2구역				4	16	16	16	16	29	29	29	29			
의정부 금오1구역		1	1	1	9	9	9	9	14	14	14	14			
대전 용두동 2구역							0	0	11	11	11	11			
대전 홍도동 2구역									3	3	3	3			
창원 대원3구역					20	20	20	20	39	39	39	39			
울산 문수로				1.7	5	5	5	5	9	9	9	9			
야음1지구가로주택정비					3	3	3	3	7	7	7	7			
동서타운소규모재건축								1	6	6	6	6			
합계	66	66	66	78	147	121	121	122	206	206	206	206	277	511	825
건설 예상 매출	159	197	271	209	263	247	177	403	446	349	490	349	837	1,090	1,635

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 분기 매출의 경우 현장별 예상 매출을 단순 기간값으로 나눈 것 뿐이며, 실제 매출은 공사 진행에 따라 다소 헤비테일일 가능성이 있음

실적 추이 및 전망

아이에스동서의 환경부문인 인선이엔티는 최근 폐기물처리업체 2곳을 추가로 인수했다. 이에 따라 4분기 환경 부문에서 추가로 100억원 가량의 매출 증가가 기대되는 실정이며, 또한 4분기부터 코엔텍 지분 18% 가량이 지분법 이익으로 반영될 전망이다. 더불어 일반 건설사 자체 토지와 맞먹는 수준의 고마진 도급 현장들의 공사 진행에 따른 매출 반영을 감안하여, 내년 주택 마진 역시 기존 16%에서 21%로 상향 조정했다. 이익 추정치 상향에 따라 목표주가를 기존 54,000원에서 60,000원으로 상향 조정, 투자의견 Buy를 유지한다. 1) 강한 실적 성장성, 2) 폐기물 업체 인수에 따른 매출 변동성 완화, 3) 내년 경산시 중산지구 대형 현장 착공이라는 트리거 포인트를 감안, 주가 상승 모멘텀이 여전히 충분하다는 판단이다.

표12 아이에스동서 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019*	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
매출액	872.3	1,206.6	1,487.9	185.9	150.9	245.6	290.0	215.7	314.2	339.4	337.3
건설	473.5	828.6	1,094.1	148.8	94.2	89.2	141.3	121.4	220.5	259.6	227.1
콘크리트	180.9	147.2	143.3	30.5	50.1	53.9	46.4	39.5	38.8	26.7	42.2
해운	14.8	9.8	9.1	1.7	2.3	6.3	4.5	1.1	1.8	4.2	2.7
환경	95.4	208.8	229.2	0.0	0.0	46.3	49.1	51.5	50.0	45.0	62.3
Sales Growth (YoY %)	*-49.2*	*38.3*	*23.3*	*-28.1*	*-80.4*	*-3.2*	*-32.9*	*16.1*	*108.2*	*38.2*	*16.3*
건설	*-60.8*	*75.0*	*32.0*	*3.9*	*-85.5*	*-28.7*	*-51.3*	*-18.4*	*134.0*	*191.1*	*60.7*
콘크리트	*15.7*	*-18.6*	*-2.7*	*0.7*	*36.2*	*53.2*	*-14.2*	*29.6*	*-22.6*	*-50.4*	*-9.1*
해운	*14.7*	*-33.8*	*-7.1*	*-29.4*	*-20.7*	*41.8*	*42.7*	*-36.4*	*-20.7*	*-33.2*	*-40.1*
환경		*119.0*	*9.7*							*-2.8*	*27.1*
Sales Growth (QoQ %)				*-57.0*	*-18.8*	*62.7*	*18.1*	*-25.6*	*45.6*	*8.0*	*-0.6*
건설				*-48.7*	*-36.7*	*-5.3*	*58.4*	*-14.1*	*81.6*	*17.7*	*-12.5*
콘크리트				*-43.7*	*64.5*	*7.4*	*-13.8*	*-14.9*	*-1.8*	*-31.2*	*58.2*
해운				*-45.6*	*31.2*	*177.2*	*-27.8*	*-75.8*	*63.6*	*133.3*	*-35.2*
환경							*6.0*	*4.9*	*-2.9*	*-10.0*	*38.6*
영업이익	66.7	214.8	281.2	14.1	1.0	24.4	27.2	27.0	56.1	71.2	60.5
건설	48.2	183.7	229.4	17.3	1.4	11.1	18.4	19.5	51.3	65.3	47.6
콘크리트	-0.2	-6.1	0.9	-2.4	1.0	1.8	-0.6	0.4	-3.9	-2.3	-0.2
해운	5.0	-0.4	0.9	-0.7	-0.1	3.8	2.1	-1.4	-0.7	1.7	0.0
환경	20.3	48.3	53.1			9.4	10.8	12.3	13.1	9.8	13.1
영업이익률 (%)	*7.6*	*17.8*	*18.9*	*7.6*	*0.6*	*9.9*	*9.4*	*12.5*	*17.9*	*21.0*	*17.9*
건설	*10.2*	*22.2*	*21.0*	*11.6*	*1.5*	*12.5*	*13.0*	*16.1*	*23.3*	*25.2*	*21.0*
콘크리트	*-0.1*	*-4.1*	*0.6*	*-8.0*	*2.0*	*3.4*	*-1.3*	*1.0*	*-10.2*	*-8.6*	*-0.5*
해운	*33.7*	*-4.2*	*10.1*	*-41.6*	*-6.2*	*60.3*	*45.7*	*-127.3*	*-38.9*	*40.5*	*-0.5*
환경	*21.2*	*23.1*	*23.2*			*20.3*	*22.1*	*23.9*	*26.2*	*21.8*	*21.0*
순이익	74.3	162.8	186.9	18.7	17.7	19.8	18.0	13.3	23.9	87.3	38.3
순이익률 (%)	*8.5*	*13.5*	*12.6*	*10.1*	*11.7*	*8.1*	*6.2*	*6.2*	*7.6*	*25.7*	*11.3*

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터
주: *2019년 연간 실적의 경우, 1H19만 요업인 이누스가 제거된 실적으로 사업보고서상 연간 실적과 다소 차이가 있을 수 있음

롯데케미칼 (011170)

이제부터 시작이다

Analyst 이안나
02. 3779-8836
annalee@ebestsec.co.kr

2021년, 기저효과 가장 큰 기업

동사는 2020년, 대산공장 화재로 인한 셧다운 및 3분기 LC USA의 허리케인으로 인한 가동 중단까지 겹쳐 저조한 실적이 지속되었다. 2분기, $20~25/bbl 대의 저유가로 인하여 많은 Pure Chemical 기업들이 스프레드 확대로 인한 이익률 상승 효과를 누릴 때에도 동사는 실적 쇼크를 기록하였다. 이는 3분기에도 마찬가지였다. 실적 자체는 컨센 대비 상회하는 실적을 기록하였지만, 3분기 PE, PP, BD 등 대부분 소재들의 수요가 견조했던 것에 비해 공장 셧다운 등으로 그 수혜를 제대로 볼 수 없는 환경에 처해있었다. 동사는 대산공장 재가동 시점을 2020년 12월로 계획하고 있다. 또한 LC USA는 10월 중반부터 가동이 시작되었다. 여기에 견조한 제품 수요, 타이트한 공급으로 인하여 동사 보유 제품 스프레드 확대가 지속되고 있다. 이에 2021년에는 다른 Pure Chemical 기업 대비 기저효과가 가장 클 것이다.

표13 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	**3,722**	**4,035**	**3,940**	**3,427**	**3,276**	**2,682**	**3,046**	**2,957**	**15,123**	**11,960**	**13,300**
Olefin	1,791	2,020	1,923	1,740	1,604	1,100	1,219	1,240	7,474	5,163	6,500
Aromatics	718	730	668	498	438	350	376	380	2,614	1,544	1,950
LC Titan	592	603	623	556	423	443	544	540	2,374	1,950	2,000
롯데첨단소재	705	767	762	703	809	723	863	900	2,937	3,295	3,250
LC USA	-	42	141	127	109	100	64	97	310	370	400
영업이익	**296**	**346**	**315**	**151**	**-86**	**33**	**194**	**245**	**1,107**	**386**	**1,630**
Olefin	191	225	210	114	-12	4	79	93	740	164	975
Aromatics	58	50	5	-27	-41	3	6	4	87	-29	82
LC Titan	26	21	21	-3	-70	33	48	59	65	71	220
롯데첨단소재	31	59	55	36	41	24	100	100	181	265	325
LC USA	-	10	35	33	14	-13	-22	-11	77	-32	28
OPM	*7.9%*	*8.6%*	*8.0%*	*4.4%*	*-2.6%*	*1.2%*	*6.4%*	*8.3%*	*7.3%*	*3.2%*	*12.3%*
매출비중											
Olefin	*48.1%*	*50.1%*	*48.8%*	*50.8%*	*49.0%*	*41.0%*	*40.0%*	*41.9%*	*49.4%*	*43.4%*	*48.9%*
Aromatics	*19.3%*	*18.1%*	*17.0%*	*14.5%*	*13.4%*	*13.0%*	*12.3%*	*12.9%*	*17.3%*	*12.9%*	*14.7%*
LC Titan	*15.9%*	*14.9%*	*15.8%*	*16.2%*	*12.9%*	*16.5%*	*17.9%*	*18.3%*	*15.7%*	*16.3%*	*15.0%*
롯데첨단소재	*18.9%*	*19.0%*	*19.3%*	*20.5%*	*24.7%*	*26.9%*	*28.3%*	*30.4%*	*19.4%*	*27.5%*	*24.4%*
LC USA	-	*1.0%*	*3.6%*	*3.7%*	*3.3%*	*3.7%*	*2.1%*	*3.3%*	*2.0%*	*3.1%*	*3.0%*
순이익	**217**	**261**	**204**	**33**	**-78**	**20**	**61**	**143**	**715**	**146**	**1,050**
NPM	*5.8%*	*6.5%*	*5.2%*	*1.0%*	*-2.4%*	*0.7%*	*2.0%*	*4.8%*	*4.7%*	*1.2%*	*7.9%*

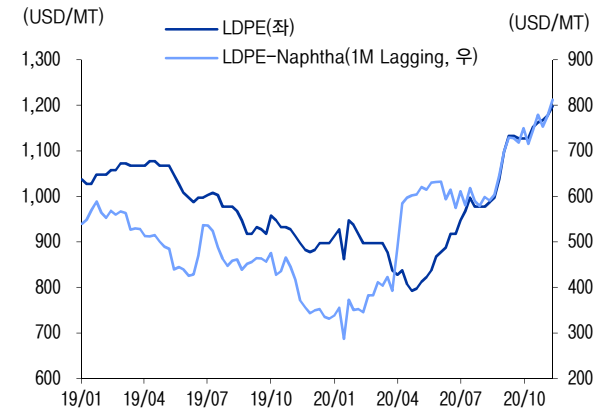
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

PE, PP 중 LDPE 중심, 첨단소재부문 ABS 스프레드 확대 기대

동사에 대한 투자포인트가 기저효과뿐이라면 투자 매력도는 떨어질 것이다. 그러나 동사가 보유하고 있는 제품들의 견조한 수요 및 타이트한 공급 지속으로 2021년 큰 폭의 이익률 상승이 기대된다.

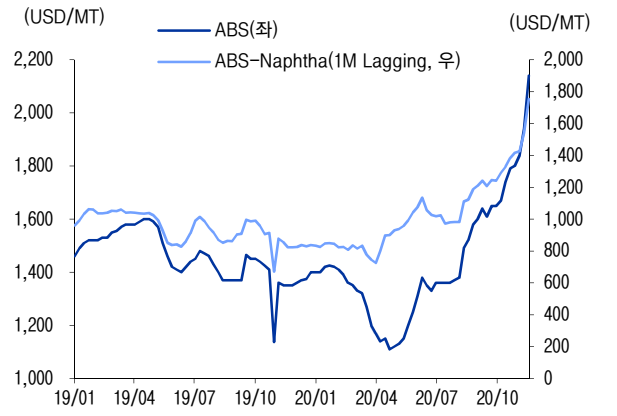
동사 제품 중 BD의 경우, 2021년 1분기까지는 스프레드 확대가 이어질 것으로 보인다. 이는 공급 제한 및 예정에 없던 가동 중단으로 인하여 타이트한 공급이 지속되는 가운데 전방 제품 수요가 빠르게 개선되었기 때문이다. 다만, 2021년 1분기 이후로는 셧다운 되었던 공장들의 재가동이 시작되면서 스프레드 확대 폭은 다소 제한적일 것으로 예상된다. 그러나 LDPE는 다르다. PE 소재 중 LDPE의 스프레드 확대가 지속될 것으로 보는 이유는 일회용 플라스틱에 가장 많이 사용되는 소재이기 때문이다. 코로나19가 지속되면서 일회용 플라스틱 수요가 급증하고 있으며 공급 측면에서도 추가 증설 스케줄이 없는 상황이기 때문에 이를 중심으로 한 스프레드 확대가 지속될 것으로 기대된다. HDPE와 PP 역시, 견조한 수요가 예상된다. 다만, PP의 경우, 4분기 신규 설비 가동 시작으로 2021년에는 LDPE 대비 스프레드 확대 폭은 다소 제한적일 것으로 보인다. HDPE 역시, 중국 공장 가동이 빠르게 증가하고 있는 추세이다. 다음으로 기대되는 제품은 ABS이다. ABS의 경우, PVC 대비 성형이 가능한 제품이기 때문에 건설, 자동차라는 몇가지 산업에 국한되어 있지 않다. 따라서 가전용 플라스틱부터 다양한 성형 플라스틱 수요 급증과 더불어 건설, 자동차 수요 개선까지 더해져 2021년에도 견조한 수요를 바탕으로 한 스프레드 확대가 기대된다. 특히, ABS의 경우, 중국 자급률이 높지 않아 공급과잉 우려가 적은 소재 중 하나이다.

그림73 LDPE 스프레드 추이



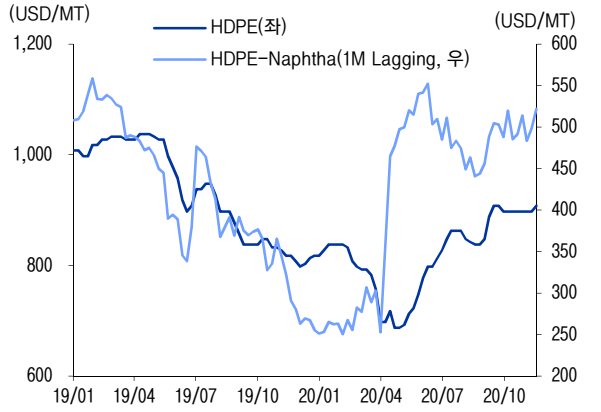
자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 ABS 스프레드 추이



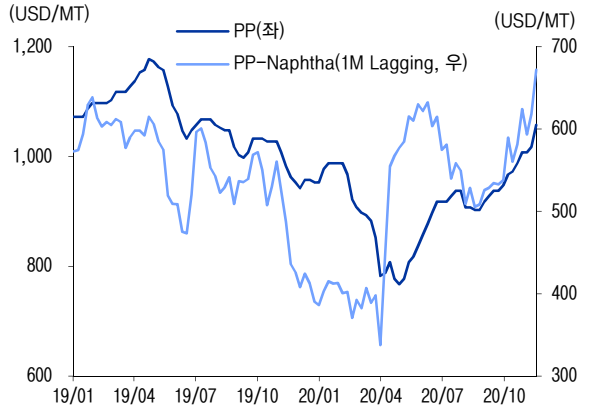
자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 HDPE 스프레드 추이



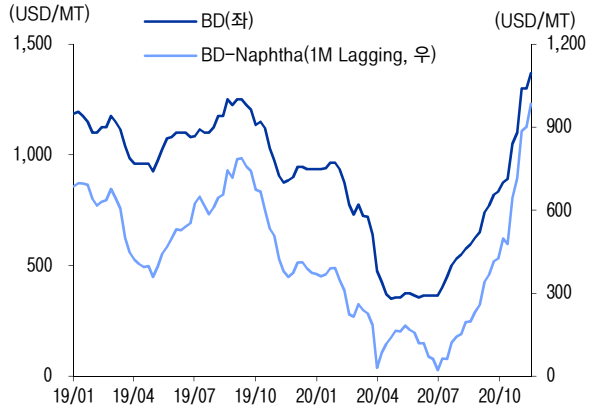
자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 PP 스프레드 추이



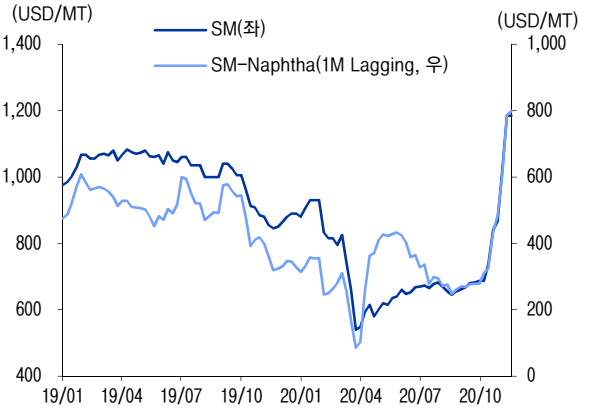
자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 BD 스프레드 추이



자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 SM 스프레드 추이



자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

동사에 대한 목표주가 370,000원으로 상향

동사에 대한 목표주가 370,000원으로 상향, 투자의견 BUY를 유지한다. 이는 2021년 실적 상향에 따른 BPS 조정에 따른 것이다. 동사는 2021년 기회손실비용 제거로 인한 기저효과 및 견조한 제품 수요로 인하여 타 Pure Chemical(성장동력 포함 기업 제외) 기업 대비 투자 매력도가 높을 것으로 판단된다. 특히, LDPE, ABS를 중심으로 한 수요 증가 및 공급 타이트로 인하여 스프레드 확대로 인한 이익률 상승이 기대된다. 다만, 성장동력 부재로 인한 매력도 제한으로 2021년 2분기까지 Trading Buy가 유효하다는 판단이다.

표14 목표주가 324,000 원 → 370,000 원 상향

P/B Valuation	단위	2021E	내용
BPS	원	412,323	
Target Mutiple-assumption	x	0.9	→ Middle -cycle 적용
BPS x Target Mutiple	원	371,091	
목표주가	**원**	**370,000**	
현재주가(11/26)	원	289,000	
Upside	%	28	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

원익QnC (074600)

2021년 체질이 다른 성장

Analyst 최영산
02. 3779-8425
danechoi@ebestsec.co.kr

핵심 포인트 요약

1) 올해 상반기 영업적자를 기록했던 모멘티브 자회사의 2021F 턴어라운드와 함께 쿼츠 원재료(연간 약 400억 비용) 내재화 추진(중장기 약 50%)
2) 삼성전자의 가파른 NAND 증설에 따른 식각 공정용 쿼츠 Ring 수요의 추세적인 증가와 LAM Research내 점유율 증가(기존 10% → 30%, 경쟁사 Tosoh의 점유율)
3) 2021년 삼성전자의 시안2 ph2 증설에 따른 세정 사업부 고성장 지속 및 CVD 코팅 신규 진입에 따른 고수익성 아이템 다변화 구조 예상
4) 2021년 컨센서스 매출액 약 5,930억원, 영업이익 770억원 수준으로, 2021F P/E 약 8x 수준. ① 적자 자회사 턴어라운드 및 원재료 내재화, ② 전방 투자 지속과 고객사내 점유율 상승에 따른 본업의 가파른 성장 지속, ③ 세정 및 코팅 신규 아이템의 신규 매출 발생으로 인해 21년 회사의 변화가 본격화되는 시기. 평균적인 소재/부품 업체들의 밸류에이션 수준은 약 10~12x 수준

기업소개

반도체 및 디스플레이 소모성 부품인 쿼츠 Boat 및 쿼츠 Ring을 주력으로 생산. 쿼츠 Ring의 경우 Before Market 형태로 TEL, LAM Research를 통해 글로벌 및 국내 반도체 고객사에게 공급. Diffusion용 제품은 After Market 형태. 또한 세정 및 코팅 사업부가 빠르게 성장 중. 올해 초 모멘티브(쿼츠 원재료 제조) 인수를 통해 쿼츠 원재료 내재화를 추구

표15 원익 QnC 연간 실적 추이(2020 년부터 모멘티브 자회사로 인식)

십억원	2015	2016	2017	2018	2019	2020F
매출액	**140.2**	**139.0**	**197.3**	**266.5**	**263.1**	**535.6**
매출원가	97.9	98.8	140.4	193.0	200.5	
매출원가율	*69.8%*	*71.1%*	*71.2%*	*72.4%*	*76.2%*	
매출총이익	42.3	40.2	56.9	73.5	62.5	
매출총이익률	*30.2%*	*28.9%*	*28.8%*	*27.6%*	*23.8%*	
영업이익	**20.3**	**18.0**	**29.6**	**41.2**	**27.4**	**53.4**
영업이익률	***14.4%***	***13.0%***	***15.0%***	***15.5%***	***10.4%***	***10.0%***
세전이익	20.8	63.6	36.9	47.7	0.1	38.70
세전이익률	*14.8%*	*45.8%*	*18.7%*	*17.9%*	*0.0%*	*7.2%*
당기순이익	15.9	44.2	29.4	41.2	3.6	29.84
순이익률	*11.3%*	*31.8%*	*14.9%*	*15.5%*	*1.4%*	*5.6%*

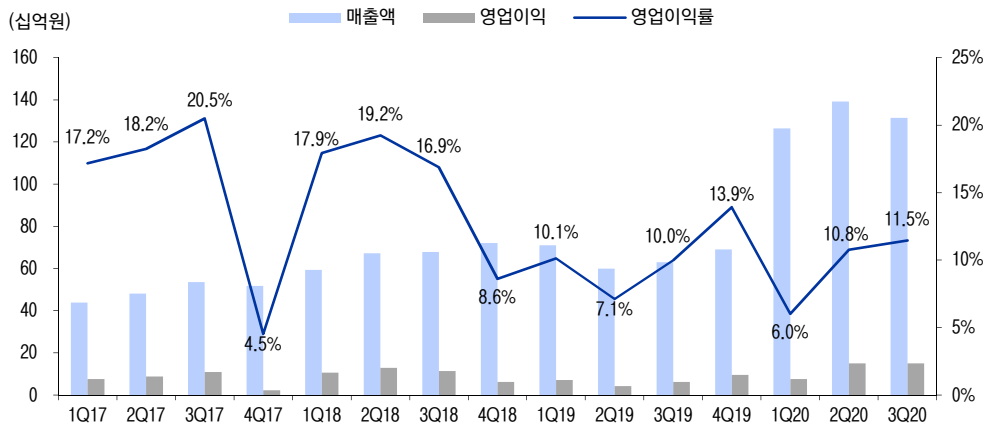
자료: Quantiwise(2020F 실적은 컨센서스 기준), 이베스트투자증권 리서치센터

표16 원익 QnC 분기별 실적 추이 (1Q17~3Q20)

십억원	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
매출액	**43.9**	**48.1**	**53.5**	**51.8**	**59.3**	**67.2**	**67.8**	**72.1**	**71.0**	**59.9**	**63.0**	**69.1**	**126.5**	**139.2**	**131.4**
매출원가	30.7	33.7	36.8	39.2	41.8	46.8	48.3	56.2	55.3	46.0	48.4	50.7	99.5	104.1	97.6
매출원가율	*69.9%*	*70.0%*	*68.8%*	*75.7%*	*70.4%*	*69.6%*	*71.2%*	*77.9%*	*77.9%*	*76.9%*	*76.8%*	*73.4%*	*78.7%*	*74.7%*	*74.3%*
매출총이익	13.2	14.4	16.7	12.6	17.6	20.5	19.5	15.9	15.7	13.9	14.6	18.4	27.0	35.2	33.8
매출총이익률	*30.1%*	*30.0%*	*31.2%*	*24.3%*	*29.6%*	*30.4%*	*28.8%*	*22.1%*	*22.1%*	*23.1%*	*23.2%*	*26.6%*	*21.3%*	*25.3%*	*25.7%*
영업이익	**7.5**	**8.8**	**11.0**	**2.3**	**10.6**	**12.9**	**11.4**	**6.2**	**7.2**	**4.3**	**6.3**	**9.6**	**7.6**	**15.0**	**15.1**
영업이익률	***17.2%***	***18.2%***	***20.5%***	***4.5%***	***17.9%***	***19.2%***	***16.9%***	***8.6%***	***10.1%***	***7.1%***	***10.0%***	***13.9%***	***6.0%***	***10.8%***	***11.5%***
세전이익	9.6	10.2	12.8	4.3	12.4	16.6	9.4	9.2	6.7	-25.3	2.4	16.3	-10.0	19.4	7.9
세전이익률	*22.0%*	*21.2%*	*23.9%*	*8.2%*	*21.0%*	*24.6%*	*13.9%*	*12.8%*	*9.4%*	*-42.2%*	*3.8%*	*23.6%*	*-7.9%*	*14.0%*	*6.0%*
당기순이익	7.9	6.8	10.8	3.9	9.9	12.9	8.1	10.3	5.7	-20.8	0.9	17.9	-9.2	15.2	4.0
순이익률	*18.0%*	*14.2%*	*20.1%*	*7.5%*	*16.7%*	*19.2%*	*12.0%*	*14.2%*	*8.0%*	*-34.7%*	*1.4%*	*25.8%*	*-7.2%*	*10.9%*	*3.1%*

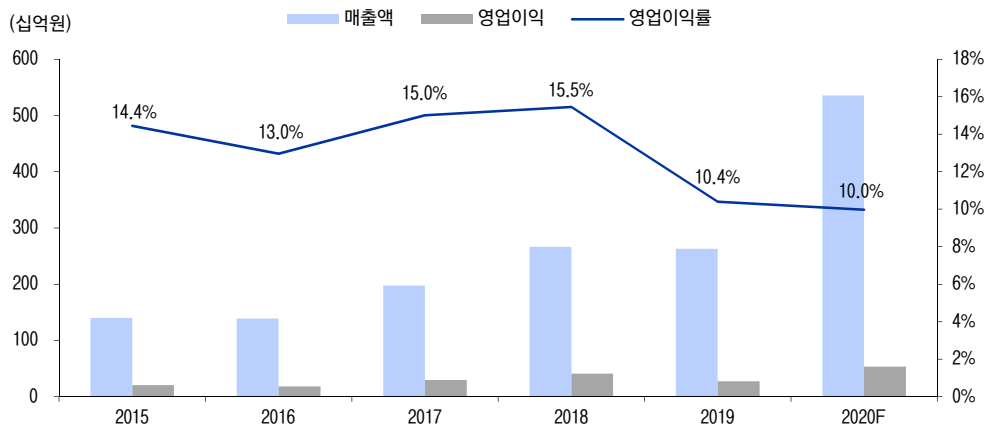
자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 원익 QnC 분기별 실적 추이



자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 원익 QnC 연간 실적 추이



자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

표17 원익 QnC Historical Valuation Table

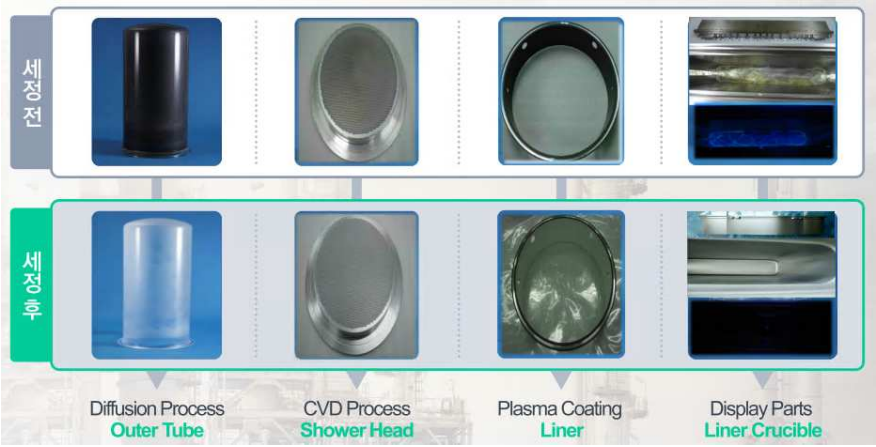
		2015	2016	2017	2018	2019	2020F
PER	고점	18.4	5.9	16.2	11.7	161.4	27.2
	평균	13.5	5.0	10.3	9.5	125.1	13.2
PBR	고점	2.7	1.7	2.7	2.3	2.0	1.8
	평균	2.0	1.5	1.7	1.8	1.5	1.8
ROE(%)		16.0	34.6	18.1	21.3	1.2	14.4

자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 원익 QnC 주력 아이템 소개(Etching Ring에 주력)

자료: 원익QnC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 원익 QnC 세정 및 코팅 영역



자료: 원익QnC, 이베스트투자증권 리서치센터

아이티엠반도체 (084850)

결국 웃을 순간은 온다.

Analyst 이왕진
02. 3779-8832
Wangjin4268@ebestsec.co.kr

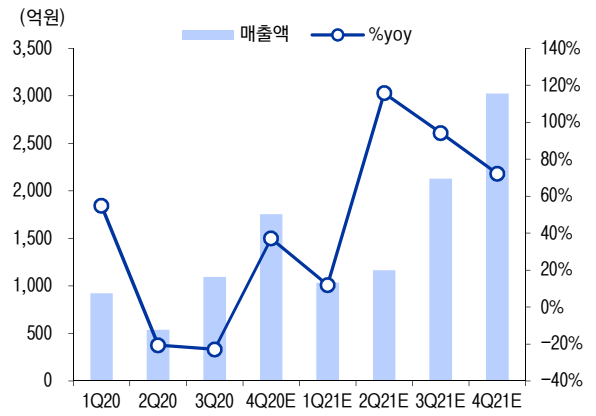
단기적으로 아쉬운 그림이지만 중장기 모멘텀은 확실하다

아이티엠반도체의 3Q20 실적은 매출액 1,095억원(yoy -22.9%, qoq +102.9%), 영업이익 73억원(yoy -69.6%, qoq -349.5%)로 당사 추정치 및 시장 기대치를 크게 하회하였다 환효과, 감가증가효과 등 다양한 이유가 실적 부진의 이유로 있지만 가장 메인이 되는 이유는 중형용 R&D비용 증가로 판관비가 약 30억가량 당사 추정치를 상회한 것이 주요 이유이다.

해당 비용은 북미고객사의 노트북, 태블릿용 진입을 위한 파일럿 라인 구축이다. 동사는 기존 북미고객사의 노트북, 태블릿의 진입이 단기간에 이뤄지지 않을 것으로 예상했기 때문에 이러한 투자에 대해 보수적인 스탠스를 이어왔지만 최근 이에 대해 북미고객사로부터 긍정적인 피드백을 받으며 서둘러 투자에 나선 것으로 파악된다. 문제는 이번 라인이 파일럿 라인인 만큼 이번 한번에 끝날 이슈가 아닌 4Q20, 1Q21 이어지며 내년 상반기 길면 내년 하반기까지 이러한 투자가 지속적으로 이루어 질 것으로 보여진다.

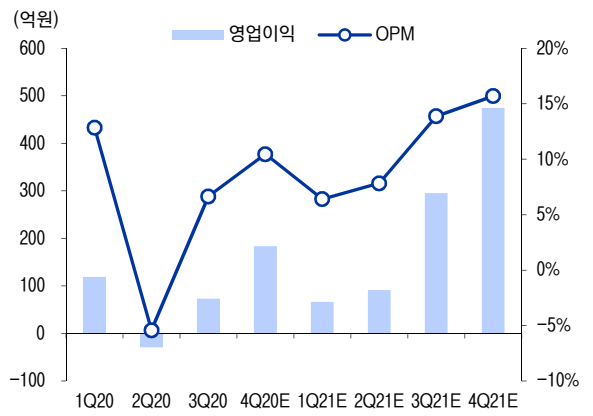
하지만 당사는 실적 하향 전부터 사실상 내년 동사의 멀티플이 상대적으로 매력적이지 않다 언급하였으며, 2022년 구조적으로 성장할 수 밖에 없는 기반이 상당히 가시적이기 때문에 2022년으로 넘어갈 경우 안정적 외형성장으로 인한 규모의 경제로 인해 결국 고PER→저PER 구간의 진입이 기대된다 제시하였다. 즉 동사의 이러한 비용의 증가가 단기적으로 부담스러울 수 있으나 동사의 방향성이 크게 달라지지 않았다 판단한다.

그림83 매출액 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 영업이익 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

투자포인트 세가지

당사가 제시한 투자포인트는 크게 세가지로 1) Legacy 물량 누적 효과, 2) 북미고객사 PMP 채용 application 확대, 3) 무선이어폰 등이다.

Legacy 물량 누적효과란 애플의 제품 판매 성향 상 Legacy(과거모델)의 판매량이 약 3년 연속 지속되며 해가 거듭될수록 납품 벤더의 매출액이 증대되는 효과를 뜻한다. 예를 들어 애플의 연간 판매량은 SE효과를 제하더라고 약 1.9억대, 올해의 경우 코로나 영향으로 인해 SE효과를 포함하여도 약 1.9억대 수준이다. 이 중 당해년도 출시된 신모델의 그 해(9~12월) 판매량은 4~6천만대 수준으로 약 1.3억대에서 1.5억대 물량은 전년도 모델, 전전년도 모델의 판매량이 차지하게 된다.

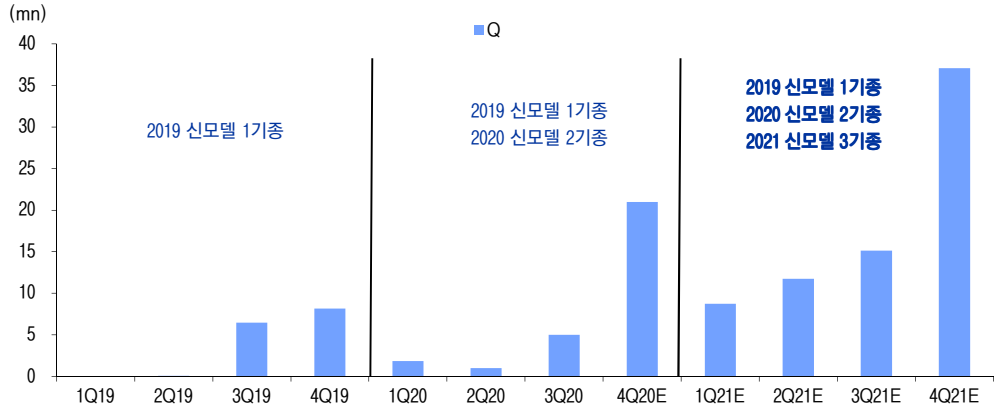
두 번째는 PMP 채용 application 확대이다. **동사의 경우 작년 북미고객사 플래그십 모델의 최 상위 1모델에 진입하였으며, 올해 2개 모델, 내년에는 최소 3개 모델에 대한 수주가 확보된 상황**이다. 앞선 legacy 누적 효과와 겹쳐 2020~2022년 성장이 상당히 가시적일 것으로 전망된다.

세 번째 무선이어폰의 경우 작년까지만 하여도 상당히 시장에 각광받았으나, 올해 코로나로 인해 시장의 관심이 멀어진 상황이다. 하지만 작년의 경우 yoy +50%에 달하던 시장 성장은 올해 상반기까지 +113%로 성장 기울기가 더욱 가팔라 졌으며, 아직까지 동사의 북미고객사가 M/S 1위를 굳건하게 지키고 있는 상황이다. **최신 기종에 노출도가 없었던 동사의 경우 내년 다시 북미고객사 신기종에 진입할 것으로 전망되어 이러한 시장성장에 직접적 수혜가 기대되는 상황**이다.

더하여 이러한 가시적인 포인트 외에도 기대할만한 모멘텀 역시 상존한다. 삼성전자의 PMP 채용 확대의 경우 **당사의 시나리오 상으로 전혀 채용하지 않는다 가정**하였지만, 실제로 삼성전자는 **2013년부터 PMP 채용을 불규칙적으로 해왔기 때문에 내년 채용할 수도 있는 상황**이다. 더하여 현재 북미고객사의 신모델 판매량이 매우 호조를 보이는 가운데 마땅히 **주가 측면에서 매력적인 벤더가 없다.** 대부분 벤더의 모멘텀이 특정 이슈들로 인해 훼손되었기 때문이다. 동사 역시 금번 마진율 이슈로 타격은 있지만 모멘텀 자체는 견고하기 때문에 **북미고객사 판매 호조에 따른 수급적 이동도 기대**할 만한 상황이다.

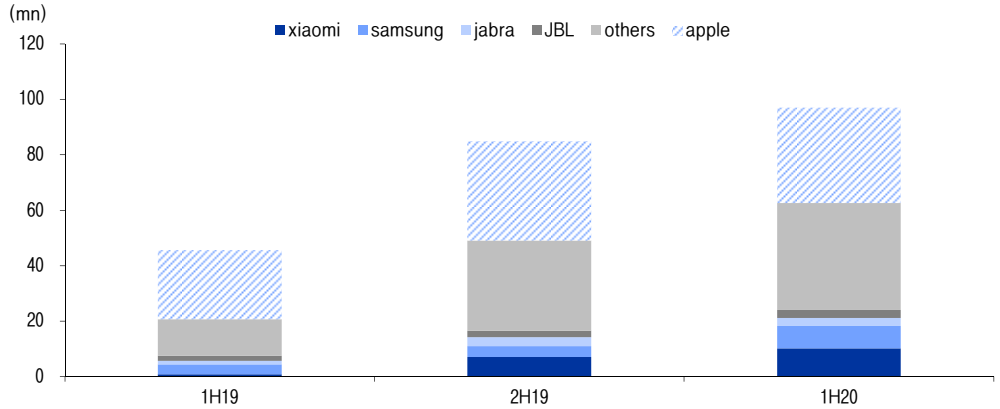
결론적으로 동사의 **단기적 불확실성은 분명 인정해야 할 부문**이다. 동사가 과거제시한 마진율은 현재로썬 꿈에 가까우며, 중국 모멘텀, 전자 PMP 확대 시나리오, 중대형 EV향 PMP 확대 등 **IPO 당시 대비 많은 모멘텀이 훼손된 것은 사실**이다. 하지만 **북미고객사의 벤더 피어 중 동사의 매력도가 가장 높은 것 또한 사실**이며, **견고한 성장궤도를 보여줄 것으로 기대되는 점 또한 꽤나 가시적이라 판단**한다.

그림85 Legacy 물량 누적 효과(PMP 물량)



자료: 아이티엠반도체, 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 무선이어폰 판매량 추이



자료: 카운터포인트, 이베스트투자증권 리서치센터

빅히트 (352820)

의심의 여지가 없다

Analyst 안진아
02. 3779-8887
aja1215@ebestsec.co.kr

이익 레벨 점프업 - 전 사업부문 성장 예상

동사는 오프라인 콘서트 부재 불구 3분기 어닝 서프라이즈를 시현하였다. 부문별로 앨범, MD/라이선싱, 콘텐츠, 공연 등 전반에 걸친 성장이 매출 및 이익 증가를 견인할 것으로 예상한다. 1)빅히트 레이블 오프라인 공연 개최(12월)로 인한 공연 매출 (550억원), 2)BTS 4분기 컴백 예정에 따른 음반 판매(+992.4% YoY) 증가와 3)이에 따른 MD/라이선싱 부문 성장이 기대되는 시점이다.

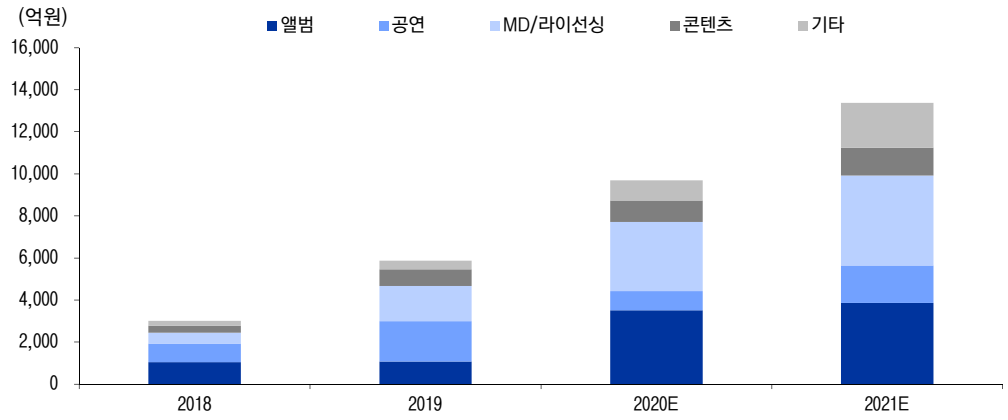
온라인/디지털 콘텐츠 중심 성장 지속 가운데, 앨범 및 공연 등 직접 매출 증가와 이와 연계된 스트리밍, MD상품 판매 등 간접 매출이 동반 성장하며 본격적인 이익 레벨 점프업이 가능하다는 판단이다.

4분기 아티스트별 합산 음반 판매량은 1,036만장(+992.4% YoY)으로 2020년 음반 판매 예상치 1,967만장(+149.4% YoY)가운데 4분기에 최대치를 기록할 것으로 추정한다.

10월 BTS 복각 앨범(2014년, Skool Luv Affair) 재발매(프리오더 60만장 이상), 11월 BTS 글로벌 컴백 정규 앨범 'BE' 프리오더 260만장 이상으로 BTS 관련 앨범 판매량만 최소 320만장 이상이다. BTS 신규 앨범만 600만장 이상 판매될 것으로 예상되는 가운데, 앨범 소비자가격은 2월에 출시된 앨범의 두 배 이상인 3~4만원대로 형성, 4분기 앨범판매량(Q)과 단가(P)가 동반 상승하며 전사 실적을 견인할 것으로 예상한다.

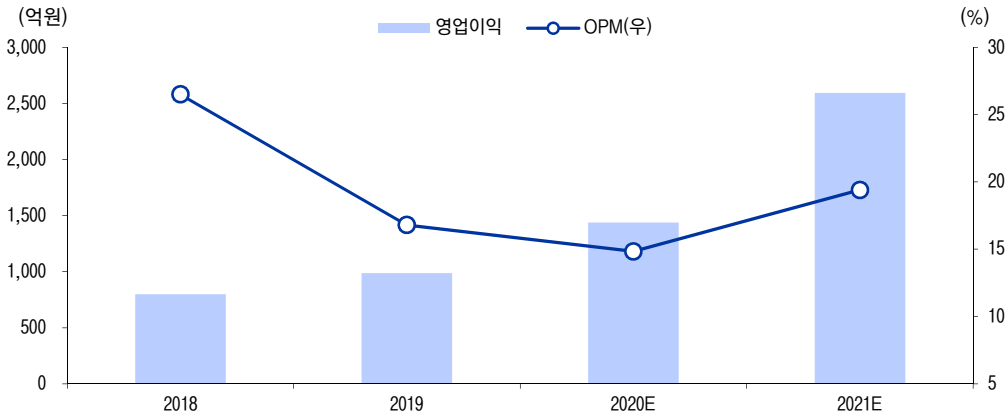
BTS 이외 10월 세븐틴 세미콜론 110만장, TXT 초동 40만장, 11/30일 데뷔 예정인 엔하이픈 역시 글로벌 팬덤 확보로 30만장 수준의 초동 물량을 기록할 것으로 예상한다. 엔하이픈의 현재 위버스 팬은 340만명으로 동남아, 미국, 일본, 유럽 등 중심으로 글로벌 팬덤이 형성되어 있으며, 국내 비중은 5% 미만이다.

그림87 빅히트 엔터테인먼트 사업부문별 매출액 추이



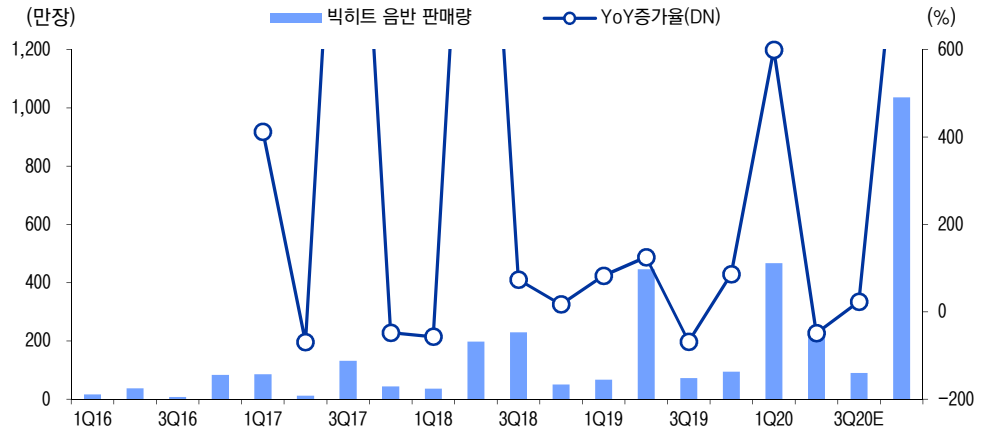
자료: 빅히트엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림88 빅히트 엔터테인먼트 영업이익



자료: 빅히트엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림89 빅히트 음반 판매량 4분기 최대치 기록 예상



자료: 빅히트엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

SPC삼립 (005610)

성수기 + 기저 + 밸류에이션 매력 + 빈집

Analyst 심지현
02. 3779. 8640
simjin@ebestsec.co.kr

내년 음식료, 선별적 종목만 통할 것

음식료 업종은 올 상반기동안 빠른 주가상승 모멘텀을 시현하다가 내년 상반기 기고에 대한 우려와 판매량 확대 모멘텀 둔화로 3분기부터 부진한 모습을 보였다. 사실 주가 외에 실적만 놓고 본다면 여전히 음식료 내에서 모멘텀은 남아있는 상황이다. 국내외에서 여전히 식품 수요우위 상황이 지속되고 있으며 19년 이전까지 이어진 구조적 변혁 노력이 코로나19라는 예상치 못한 이벤트를 만나 예전으로 모두는 돌아가지 않을 영구한 소비 변화를 만들어냈기 때문이다. 이러한 업종 상승의 주요 논리는 현재 크게 두 가지 방향으로 나뉜다. 1)내년 상반기에 업종 전체로는 일부 역성장이 있을 수도 있지만, 올해 성장하고 이익 체력을 확보해 내년에 한번 더 증익이 가능한 가공식품 업체 혹은 수출 비중이 높은 업체들, 2)그리고 올해 이익 손상이 컸던 외식/급식 관련 업체 중 바닥에서 턴어라운드가 가능한 종목이 그것이다.

다만 음식료 업종 전체에 대한 내년 의견은 중립으로 전망한다. 이 두 가지 주요 상승 논리의 강도가 아직 충분치 않다는 판단 때문이다. 먼저 내년에 한번 더 증익이 가능한 기업이라는 컨셉은 사실 다른 업종에 더 많다. 음식료 수요가 폭증하던 1H20에 반대로 부진한 업종에서 회복이 기대되기 때문이다. 심지어 내년에 코스피의 영업이익조차 시장 컨센서스 기준으로 30% 이상 성장이 기대되기 때문에 이를 하회하는 성장률을 가진 기업의 매력도가 비교적 약하다. 두 번째로 올해 이익 손상이 컸던 종목에서 턴어라운드 종목을 찾자는 논리다. 이 경우 시장 평균보다 극적인 이익 성장이 가능한 종목을 발굴할 수 있겠으나, 코로나19 사태가 장기화되는 분위기가 조성되며 외식/급식 사업에 익스포저를 가진 기업이 언제 본격적으로 정상 영업 재개가 가능할지 불확실성이 짙은 상황이다. 해당 기업군은 올해 대대적 체질개선 및 구조조정에 비용을 지출했는데 이 비용 추이가 내년 언제쯤 마무리될지도 현재로써는 불명확하기 때문이다. 또한 코로나19가 없던 시절에도 외식산업 전체 규모는 축소되던 추이라는 것을 잊지 말아야 한다.

따라서 내년은 업종 전체는 중립이되 이익 성장 혹은 턴어라운드 외의 명확한 투자포인트가 더 존재하는 개별 기업을 선호한다. 그 중 삼립SPC는 내년 상반기까지 지속될 기저 효과 구간, 성수기 도래, 턴어라운드 기대감, 저렴해진 밸류에이션 매력 등이 주효할 것으로 판단한다.

표18 SPC삼립 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출	**583.2**	**618.7**	**625.2**	**672.2**	**590.8**	**619.0**	**657.8**	**739.7**	**666.2**	**706.2**	**738.4**	**779.9**	**2,499**	**2,607**	**2,891**
Bakery	135.9	144.1	140.9	183.2	147.3	150.2	155.3	204.7	160.3	156.9	172.0	229.9	609	657	719
Food	133.6	140.1	151.3	157.6	153.0	153.4	161.9	156.8	160.4	164.8	170.7	160.9	534	625	657
맥분	29.6	29.5	30.3	30.2	28.7	30.3	31.3	31.1	29.6	31.2	32.2	32.0	89	121	125
육가공	17.0	15.5	18.1	16.3	18.3	18.5	22.5	17.5	19.8	22.3	28.2	18.9	66	77	89
청주/충주	24.7	28.8	30.1	32.3	31.1	32.8	34.7	33.9	32.7	34.8	36.4	35.3	109	133	139
기타	20.0	22.6	21.0	21.9	26.0	24.2	21.5	22.3	26.5	24.7	21.9	22.8	270	94	96
Brand/휴게소	42.3	43.7	51.8	56.9	49.0	47.6	51.9	51.9	51.9	51.9	51.9	51.9	195	200	208
GFS	329.1	365.4	360.0	368.8	324.9	349.6	373.6	417.4	380.8	419.2	429.8	429.9	1,423	1,465	1,660
유통	272.2	307.9	300.8	300.1	260.4	284.7	304.6	348.7	315.1	353.0	359.4	359.9	1,181	1,198	1,387
물류	56.9	57.6	59.2	68.8	64.4	64.9	69.0	68.7	65.7	66.2	70.4	70.0	242	267	272
상해GFS	16.1	18.3	15.8	16.5	12.5	13.2	17.0	17.5	14.1	14.9	18.4	18.6	67	60	66
조정	-31.5	-49.3	-42.9	-53.9	-47.0	-47.3	-50.0	-56.6	-49.4	-49.7	-52.5	-59.4	-178	-201	-211
매출 YoY	**12.9**	**14.2**	**13.5**	**9.9**	**1.3**	**0.1**	**5.2**	**10.0**	**12.8**	**14.1**	**12.2**	**5.4**	**12.6**	**4.3**	**10.9**
Bakery	2.0	9.0	11.2	11.2	8.4	4.2	10.2	11.7	8.8	4.4	10.7	12.3	9.3	8.0	9.4
Food	5.7	6.4	11.7	15.7	14.5	9.5	7.0	-0.5	4.8	7.4	5.5	2.6	8.9	17.0	5.1
맥분	5.3	-1.7	14.8	-1.9	-3.0	2.7	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	-0.2	37.1	3.0
육가공	13.3	3.3	11.0	7.2	7.6	19.4	24.3	7.6	8.0	20.3	25.5	8.0	8.6	15.8	16.1
청주/충주	12.8	22.0	12.7	22.3	25.9	13.9	15.3	5.0	5.0	6.0	5.0	4.0	17.7	21.4	5.0
Brand/휴게소	8.5	8.4	16.9	32.6	15.8	8.9	0.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	16.9	2.9	3.6
GFS	6.1	9.9	4.6	8.1	-1.3	-4.3	3.8	13.2	17.2	19.9	15.0	3.0	7.2	3.0	13.3
유통	13.7	17.8	10.8	10.8	-4.3	-7.5	1.3	16.2	21.0	24.0	18.0	3.2	13.2	1.5	15.8
물류	-19.6	-19.0	-18.7	-2.3	13.2	12.7	16.6	-0.2	2.0	2.0	2.0	2.0	-15.0	10.1	2.0
영업이익	**9.6**	**16.6**	**2.3**	**18.5**	**6.8**	**9.3**	**13.3**	**23.2**	**13.9**	**18.9**	**15.9**	**26.6**	**46.8**	**52.6**	**75.3**
Bakery	6.8	10.6	6.4	16.4	8.1	7.4	8.1	18.0	8.7	9.6	7.6	19.5	40.0	41.6	45.3
Food	1.2	2.9	2.1	1.4	-2.8	-1.5	2.7	4.8	3.6	5.5	5.3	5.5	7.3	3.2	19.8
맥분	3.7	4.2	2.8	4.5	3.6	3.4	2.9	4.0	3.5	3.5	3.0	4.2	14.7	13.9	14.1
육가공	0.0	0.7	0.7	0.2	0.1	0.8	1.5	0.2	0.1	1.0	1.2	0.2	1.6	2.6	2.6
청주/충주	-0.2	0.5	0.5	0.7	0.2	0.9	0.7	0.7	0.2	0.7	0.7	0.8	1.6	2.5	2.4
기타	-1.2	-1.8	0.5	0.8	-0.8	-2.9	-0.4	-0.2	-0.2	0.3	0.3	0.3	-10.7	-4.3	0.7
Brand/휴게소	-1.1	-0.8	-2.4	-4.9	-5.9	-3.7	-2	-1.0	-0.5	0.5	0.5	0.5	-9.2	-12.6	1.0
GFS	1.3	3.2	-6.3	0.8	1.4	3.2	2.6	1.4	1.5	3.7	2.9	1.4	-1.0	8.6	9.5
유통	0.5	2.3	-7.2	0.7	0.5	2.1	1.5	0.8	0.6	2.6	1.8	0.9	-3.6	4.9	5.9
물류	0.8	0.9	0.9	0.0	0.9	1.1	1.1	0.5	0.9	1.1	1.1	0.6	2.6	3.6	3.6
상해GFS	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.7
조정	2.0	-1.0	0.0	-2.0	1.0	1.0	-2.0	-1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	-1.0	0.0
영업이익 YoY	**-15.8**	**-0.7**	**-78.2**	**-12.7**	**-28.7**	**-44.0**	**470.8**	**25.8**	**103.1**	**103.1**	**19.9**	**14.7**	**-22.0**	**12.6**	**43.1**
Bakery	6.2	9.3	25.5	13.9	19.1	-30.2	26.6	9.8	6.8	29.3	-6.6	8.5	12.2	4.2	8.9
Food	-45.5	-35.6	-8.7	-76.3	적전	적전	28.6	243.9	흑전	흑전	94.5	14.1	-51.0	-56.0	516.6
맥분	8.8	-10.6	-17.6	-16.7	-2.7	-19.0	3.6	-10.1	-3.1	2.8	2.3	3.0	-12.9	-5.3	1.2
육가공	-	-12.5	-30.0	-77.8	-	14.3	114.3	14.0	9.1	21.5	-17.2	9.1	-40.8	60.2	-2.1
청주/충주	적지	66.7	흑전	-30.0	흑전	80.0	40.0	6.1	6.1	-22.7	6.1	5.0	5,333.3	56.0	-4.4
Brand/휴게소	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전
GFS	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	10.8
유통	-43.5	3.2	적전	0.0	7.7	0.0	흑전	71.4	4.6	15.3	12.3	3.7	적전	흑전	19.6
물류	-54.5	27.8	적전	-	0.0	-8.7	흑전	17.4	22.2	25.2	19.2	4.2	-44.8	41.4	-1.0
영업이익률	**1.6**	**2.7**	**0.4**	**2.7**	**1.2**	**1.5**	**2.0**	**3.1**	**2.1**	**2.7**	**2.2**	**3.4**	**1.9**	**2.0**	**2.6**
Bakery	5.0	7.4	4.5	9.0	5.5	4.9	5.2	8.8	5.4	6.1	4.4	8.5	6.6	6.3	6.3
Food	0.9	2.1	1.4	0.9	-1.8	-1.0	1.7	3.1	2.3	3.3	3.1	3.4	1.4	0.5	3.0
맥분	12.5	14.2	9.2	14.9	12.5	11.2	9.3	13.0	11.8	11.2	9.2	13.0	16.6	11.5	11.3
육가공	0.0	4.5	3.9	1.2	0.5	4.3	6.7	1.3	0.6	4.4	4.4	1.3	2.5	3.4	2.9
청주/충주	-0.8	1.7	1.7	2.2	0.6	2.7	2.0	2.2	0.6	2.0	2.0	2.2	1.5	1.9	1.7
Brand/휴게소	-2.6	-1.8	-4.6	-8.6	-12.0	-7.8	-3.9	-2.0	-1.0	1.0	1.0	1.0	-4.7	-6.3	0.5
GFS	0.4	0.9	-1.8	0.2	0.4	0.9	0.7	0.3	0.4	0.9	0.7	0.3	-0.1	0.6	0.6
유통	0.2	0.7	-2.4	0.2	0.2	0.7	0.5	0.2	0.2	0.7	0.5	0.2	-0.3	0.4	0.4
물류	1.4	1.6	1.5	0.0	1.4	1.7	1.6	0.8	1.3	1.6	1.6	0.8	1.1	1.4	1.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

이제는 다시 봐도 좋을 때

SPC삼립(이하 동사)은 2013~2016년 사이 주가가 상승한 후 최근 3~4년간 계속 주가가 부진했다. 주가 상승기에는 1)파리바게트, 컨세션 등 그룹 전체가 글로벌에 진출하던 시기였으며, 2)14년 7월의 GFS 물적분할에 대한 모멘텀이 15년 중순까지 지속되는 등의 이슈가 있었다. 반면 그 이후 주가가 장기간 부진했던 이유는 1)멀티플 디레이팅 및 실적 하락, 2)2019년 매출채권 사고, 3)2020년 코로나19 직격타 때문이었다.

그림90 SPC 삼립 기간별 주가 추이

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

코로나19 시기에는 등교가 제한되며 초중고생 등하굣길, 매점 등의 비중이 큰 베이커리 부문에서 샌드위치나 호빵 등 주력 카테고리 위주로 성수기인 2분기에 매출이 부진했으며 계약이 닫혀있는 채널 역시 많았다. 푸드 부문에서는 맥분, 육가공에서 플랫한 실적을 시현했으나 신선식품이 온라인 채널 위주로 상당 폭 성장했다. 점포 부문은 코로나 영향으로 계속해서 점포 폐점 관련 비용이 계속 발생했다. 이에 브랜드/휴게소 적자 폭은 빠른 회복이 힘든 사업 특성상 1~3분기에 적자가 계속 지속되는 모습을 보였다.

그러나 내년부터는 다시 꾸준한 실적 성장을 예상해도 좋다고 판단하며, 연간 영업이익 성장 43% 가량을 예상한다. 먼저 동사는 3Q19부터 1Q20~2Q20까지 실적이 부진해 올해 하반기 및 내년 상반기까지 계속 기저효과를 받는다. 학교 개학을 당장 기대하긴 힘들지만 2분기 이후 제품 다각화를 진행해 온라인 채널에 프리미엄 라인 위주로 가시적인 성과를 거두고 있다. 부문별로는 베이커리 및 푸드 사업부문의 성장세가 돋보였는데, 특히 3Q20에는 영업이익이 471% YoY 성장해 작년 SPC GFS의 부실채권 관련 일회성 비용 처리 부문이 문제없이 정상화되었다. 특히 신선식품 부문이 온라인 카테고리 성장과 동반성장하며 내년까지 매출성장을 뒷받침 할 것이라고 판단한다. 올해 실적 손상의 주요 원인이 되었던 브랜드/휴게소 부문에서는 연간 크게 반영되었던 점포 폐점 비용 및 공항/휴게소 적자 부문에서 소폭 회복을 예상한다. 아직 코로나19 향후 전개 속도를 예단하기 힘들어 보수적 시나리오를 전제로 실적을 판단하나, 향후 코로나19 상황이 개선되면 이익 추정의 추가 상향조정 역시 가능할 것이라고 판단한다.

동국제약 (086450)

매년 성장하는 기업

Analyst 정홍식
02. 3779-8897
hsjeong@ebestsec.co.kr

장기적인 성장흐름

동사는 과거 10년(2009년~2019년)간 매년 매출액이 증가(역성장 없음)하고 있는 기업으로 매출액 CAGR 14.6%의 흐름을 보이고 있으며, 2020년에는 17.1% yoy (3Q20 누적 17.6% yoy) 성장할 것으로 기대하고 있으며, 2021년 이후에도 10~15% 수준의 성장을 계획하고 있다. 참고로 영업이익은 과거 10년 CAGR 14.5%, 2020년에는 28.6% yoy(3Q20 누적 32.0% yoy), 2021년 이후에도 15% 수준의 성장을 계획하고 있다.

이처럼 동사가 중 · 장기적인 성장성이 유지되는 이유는 다음과 같다.

첫째, ETC · OTC · 헬스케어 부문에서 모두 고른 성장이 진행되고 있는데, 매년 새로운 제품의 개발과 시장 트렌드에 대한 적응을 잘 하기 때문이다. 예를 들어 전문의약품의 경우 인사돌, 마데카솔 등의 히트 상품에 안주하지 않고, 센시아 등의 제품라인업을 강화하고 있으며, 전문의약품의 경우에도 필러, 포폴 등의 단순 전문의약품이 아닌 특화된 제품들을 공급하고 있기 때문이다.

둘째, 헬스케어 사업의 경우 63% 정도가 화장품인데, 2015년에 런칭한 마데카크림을 기반으로 고성장이 진행 중이다. 이는 동사의 OTC 마데카솔의 순기능인 보습, 피부재생을 적용하여 미백, 주름개선, 보습 등의 기능성 화장품으로 발전시킨 것이다.

화장품 사업의 중국 진출 기대감

동사의 화장품 사업이 중국으로 영역을 확대하여, 주가 리레이팅이 가능할 전망이다. 이미 중국에서 동사의 화장품 브랜드인 센텔리안24와 마데카릴리프의 제품군에 대한 위생허가를 받았고, 4Q20에 온 · 오프라인 진출, 2021년에 본격적인 강화를 계획하고 있다.

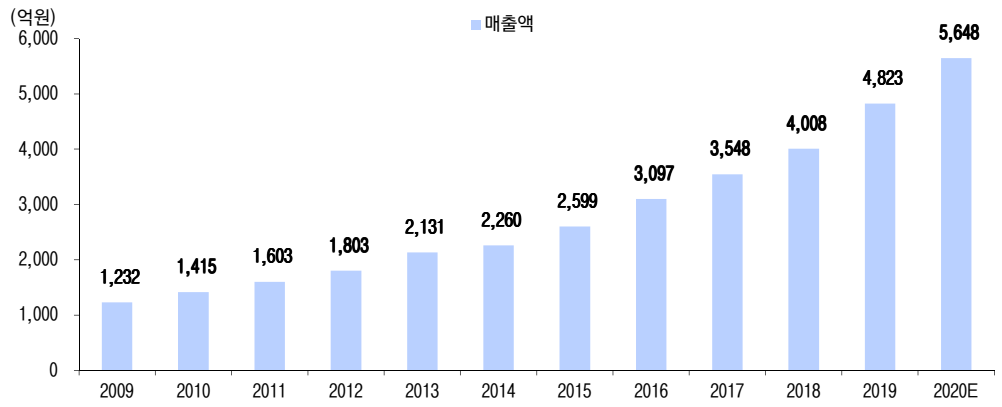
참고로 동사의 헬스케어 사업의 매출액은 2017년 800억원 → 2018년 1,021억원 (+24.8% yoy) → 2019년 1,337억원(+38.9% yoy) → 2020년 1,657억원(+23.9% yoy) 전망 → 2021년 2,000억원 규모 예상으로 성장하고 있다. 헬스케어 사업부문 내 화장품은 3Q20 누적 기준으로 63% 수준. 이에 2021년 헬스케어 사업 내에 화장품 부문은 1,200억원 ~ 1,300억원 정도로 추정되며, 이중 중국 매출액은 10% 이상으로 예상된다.

표19 연간실적 전망

(단위: 억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**2,260**	**2,599**	**3,097**	**3,548**	**4,008**	**4,823**	**5,648**	**6,440**
YoY	*6.1%*	*15.0%*	*19.1%*	*14.6%*	*13.0%*	*20.3%*	*17.1%*	*14.0%*
정제	840	880	942	1,051	1,202	1,357	1,539	1,747
캡슐제	83	103	126	158	241	282	369	493
연고제	149	177	174	187	198	204	218	230
수액제	646	624	653	709	806	912	1,000	1,121
상품	378	429	445	518	706	690	804	939
기타	163	386	757	923	855	1,378	1,718	1,910
YoY								
정제	*4.3%*	*4.8%*	*7.0%*	*11.6%*	*14.3%*	*12.9%*	*13.4%*	*13.5%*
캡슐제	*43.7%*	*23.4%*	*22.8%*	*25.0%*	*52.5%*	*17.0%*	*31.1%*	*33.5%*
연고제	*8.2%*	*18.8%*	*-2.0%*	*7.9%*	*5.5%*	*3.4%*	*6.9%*	*5.2%*
수액제	*0.6%*	*-3.5%*	*4.7%*	*8.7%*	*13.6%*	*13.2%*	*9.6%*	*12.1%*
상품	*-0.3%*	*13.4%*	*3.9%*	*16.4%*	*36.3%*	*-2.3%*	*16.5%*	*16.8%*
기타	*50.2%*	*136.5%*	*95.9%*	*22.0%*	*-7.4%*	*61.1%*	*24.7%*	*11.2%*
% of Sales								
정제	37.2%	33.9%	30.4%	29.6%	30.0%	28.1%	27.2%	27.1%
캡슐제	3.7%	4.0%	4.1%	4.4%	6.0%	5.8%	6.5%	7.7%
연고제	6.6%	6.8%	5.6%	5.3%	4.9%	4.2%	3.9%	3.6%
수액제	28.6%	24.0%	21.1%	20.0%	20.1%	18.9%	17.7%	17.4%
상품	16.7%	16.5%	14.4%	14.6%	17.6%	14.3%	14.2%	14.6%
기타	7.2%	14.9%	24.4%	26.0%	21.3%	28.6%	30.4%	29.7%
영업이익	**266**	**336**	**469**	**501**	**551**	**686**	**882**	**981**
% of sales	11.7%	12.9%	15.2%	14.1%	13.8%	14.2%	15.6%	15.2%
% YoY	*8.3%*	*26.6%*	*39.6%*	*6.7%*	*10.1%*	*24.4%*	*28.6%*	*11.2%*

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림91 동국제약 매출액 추이: 과거 10 년간 역성장 없이 매년 매출액 성장



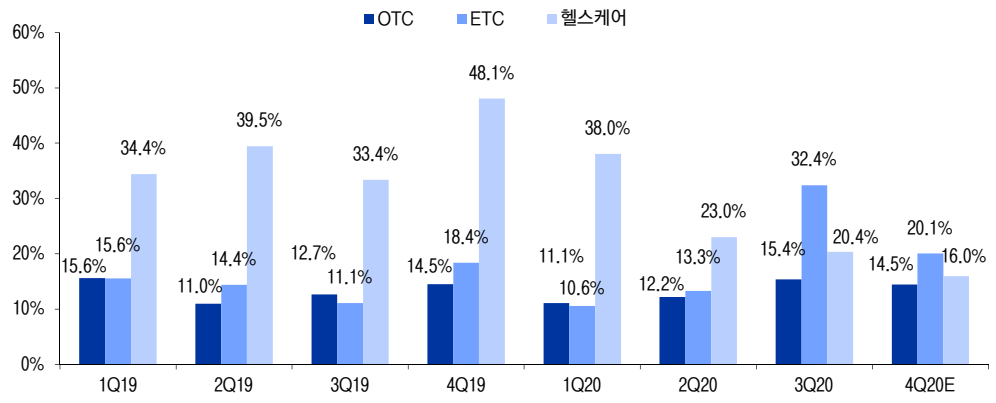
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표20 분기실적 추이

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
매출액	**1,105**	**1,207**	**1,234**	**1,277**	**1,306**	**1,388**	**1,476**	**1,478**
YoY	*19.2%*	*17.2%*	*19.3%*	*25.6%*	*18.2%*	*15.0%*	*19.6%*	*15.8%*
정제	319	345	361	331	352	364	443	380
캡슐제	61	68	65	88	76	93	93	108
연고제	60	48	52	45	46	62	61	48
수액제	226	218	229	239	224	242	277	257
상품	188	150	168	184	192	199	207	206
기타	250	379	360	390	415	428	396	478
YoY								
정제	*15.0%*	*13.5%*	*11.0%*	*12.3%*	*10.4%*	*5.3%*	*22.7%*	*14.8%*
캡슐제	*31.9%*	*11.6%*	*15.9%*	*13.2%*	*24.2%*	*36.9%*	*43.4%*	*22.4%*
연고제	*27.2%*	*-13.6%*	*-0.4%*	*3.4%*	*-23.6%*	*31.0%*	*19.1%*	*8.2%*
수액제	*17.3%*	*4.9%*	*10.7%*	*20.3%*	*-1.0%*	*11.2%*	*20.6%*	*7.5%*
상품	*41.8%*	*-20.5%*	*-8.6%*	*-8.6%*	*1.9%*	*32.8%*	*23.2%*	*12.1%*
기타	*8.5%*	*77.3%*	*70.1%*	*94.7%*	*66.5%*	*13.0%*	*10.1%*	*22.7%*
% of Sales								
정제	28.9%	28.6%	29.2%	25.9%	27.0%	26.2%	30.0%	25.7%
캡슐제	5.5%	5.6%	5.3%	6.9%	5.8%	6.7%	6.3%	7.3%
연고제	5.5%	3.9%	4.2%	3.5%	3.5%	4.5%	4.2%	3.3%
수액제	20.5%	18.0%	18.6%	18.7%	17.2%	17.4%	18.7%	17.4%
상품	17.0%	12.4%	13.6%	14.4%	14.7%	14.4%	14.0%	14.0%
기타	22.6%	31.4%	29.2%	30.5%	31.8%	30.8%	26.8%	32.4%
영업이익	**145**	**150**	**181**	**210**	**193**	**182**	**253**	**254**
% of sales	13.1%	12.4%	14.7%	16.4%	14.8%	13.1%	17.1%	17.2%
% YoY	*13.9%*	*11.6%*	*12.1%*	*63.9%*	*33.2%*	*21.9%*	*39.4%*	*20.8%*

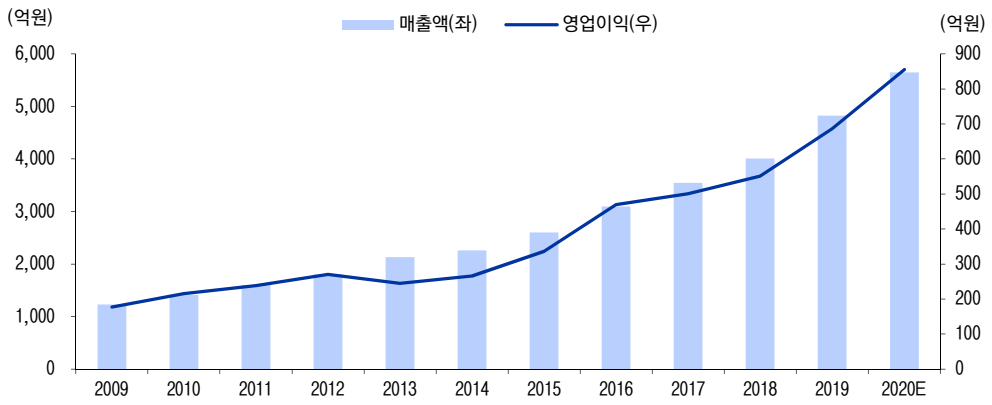
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림92 사업부문 분기 YoY 성장률 추정치



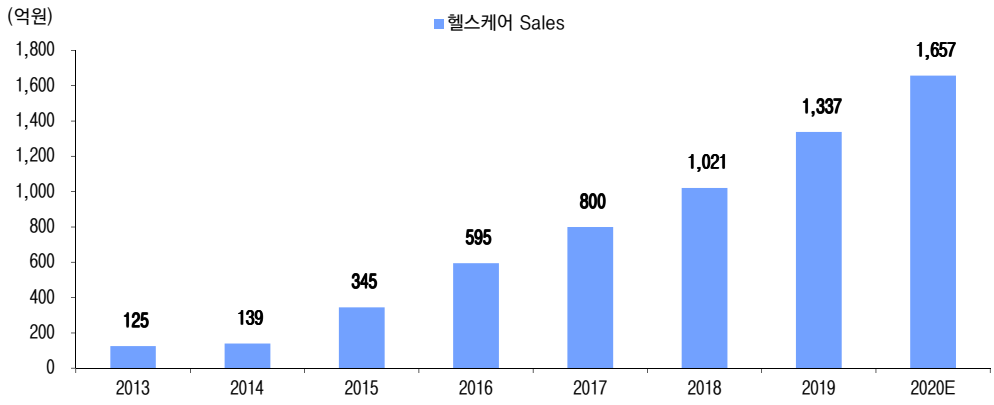
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림93 동국제약 매출액 & 영업이익 추이



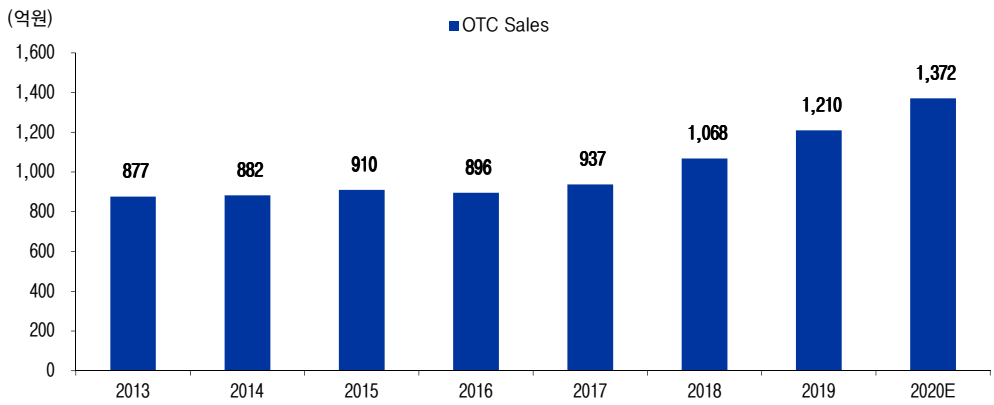
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림94 동국제약 헬스케어 매출액 추이



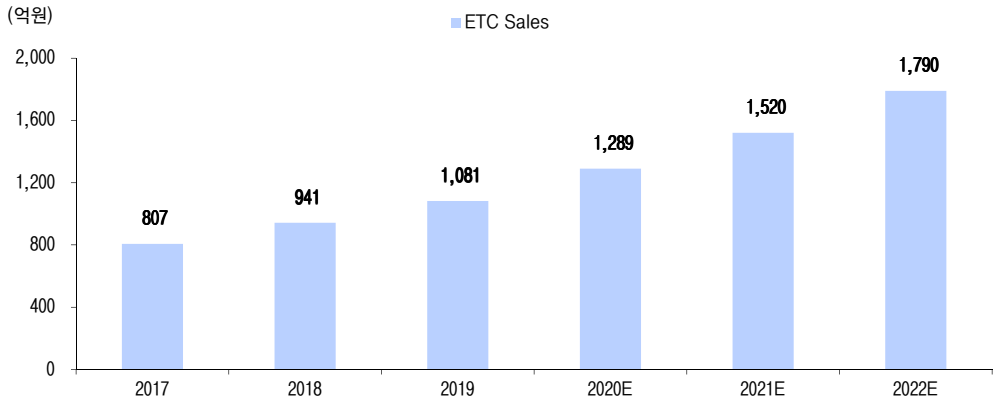
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림95 동국제약 OTC 매출액 추이



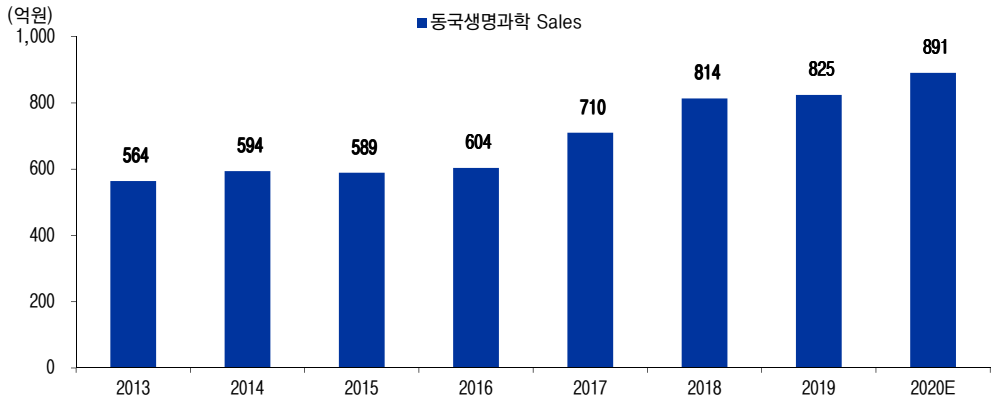
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림96 동국제약 ETC 매출액 추이



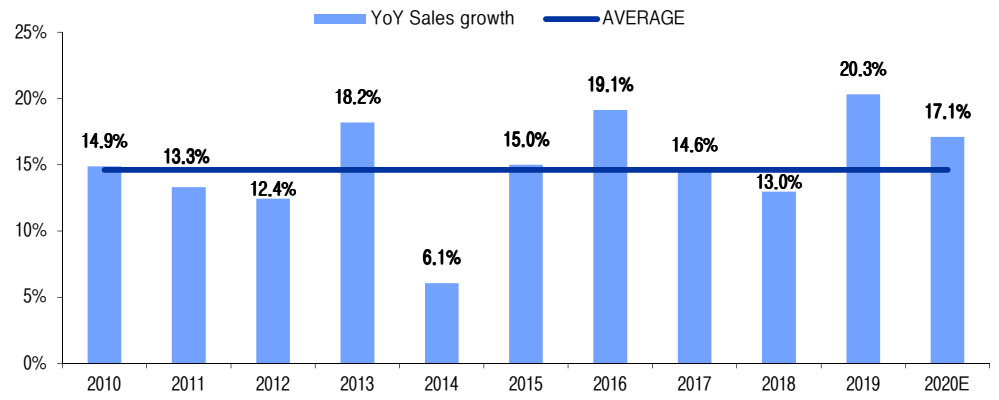
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준, 1/5 액면분할 반영한 DPS 추정

그림97 동국생명과학 매출액 추이



자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준, 1/5 액면분할 반영한 DPS 추정

그림98 동국제약 YoY 성장률 흐름



자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

다나와 (119860)

고성장 & 저평가 기업

Analyst 정홍식
02. 3779-8897
hsjeong@ebestsec.co.kr

고성장, 성장유지, 저평가

동사는 1)고성장을 보이고 있으며, 2)향후에도 이러한 흐름이 유지될 가능성이 높으며, 그럼에도 불구하고 3)저평가 상태다.

첫째, 고성장: 동사의 영업이익 성장률은 2016년 49.4%, 2017년 78.6%, 2018년 32.3%, 2019년 40.6%, 3Q20누적 37.8% 수준의 고성장을 기록하고 있다. 참고로 동사는 가격비교 사업을 본업으로 영위하고 있으며, 동사가 운영중인 다나와 사이트에서 가격비교를 진행한 후 구매가 이루어지면 1~3% 수준의 수수료를 수취하여 매출액으로 인식하는 구조이다.

이에 고정비성 비용인 인건비 등의 비용변화가 크지 않기 때문에 매출액의 상당부분이 영업이익으로 반영되어 항상 성장률 관점에서 매출액 < 영업이익 구조를 보이고 있다. 참고로 2015년 ~ 2019년 CAGR 매출액(별도) 19.0%, 영업이익(연결) 49.3%으로 영업이익 성장률이 더 높다.

둘째, 성장흐름이 유지될 것이라고 보는 이유: 동사의 사업은 온라인 쇼핑에 근거한다. 이에 국내 온라인 쇼핑 시장이 성장한다면 동사 또한 성장흐름을 보일 가능성이 높다. 동사뿐만 아니라 동사와 같은 사업을 영위하고 있는 기업들도 마찬가지이다. 참고로 국내 온라인 쇼핑 시장은 고성장이 진행 중이다. 이유는 코로나19와 별개로 모바일로 인한 접근성, 스마트물류의 확대로 이용자들이 늘어나고 있기 때문이다.

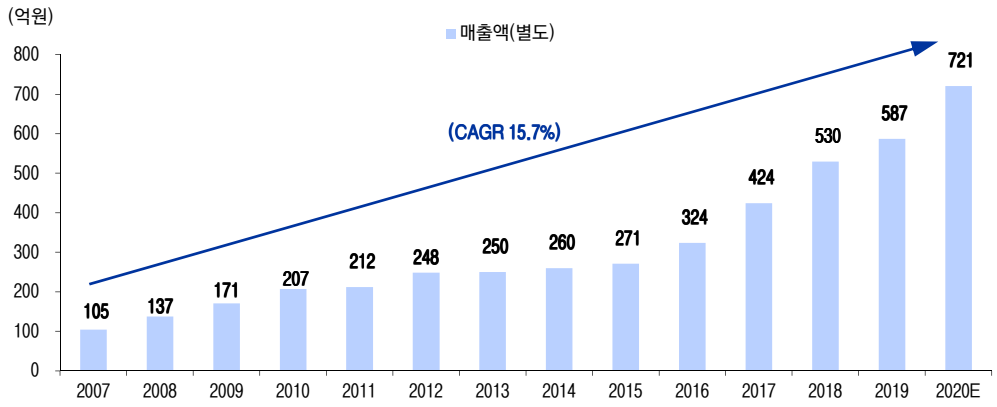
셋째, Valuation 저평가: 2021년 P/E는 10.8배 수준이다. 동사의 EPS growth 2018년 ~ 2022년 CAGR 26.9% 수준이며, 매년 20% 이상의 성장률을 보이고 있거나 기대하고 있다. 동사는 플랫폼 기업으로 트래픽이 고성장(3Q20 누적 35%)하고 있다. 이러한 성장성 대비 Valuation은 너무 저평가 국면에 있다고 판단된다.

표21 연간실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(연결)	455	644	1,076	1,063	1,355	1,418	1,609	1,810
YoY	*29.2%*	*41.6%*	*67.1%*	*-1.2%*	*27.5%*	*4.7%*	*13.5%*	*12.5%*
매출액(별도)	**271**	**324**	**424**	**530**	**587**	**720**	**837**	**961**
YoY	*4.6%*	*19.4%*	*30.9%*	*24.9%*	*10.9%*	*22.6%*	*16.2%*	*14.8%*
제휴쇼핑	78	97	133	163	217	248	281	313
광고사업	110	105	123	146	137	170	198	230
판매수수료	69	90	123	166	176	220	259	300
정보이용료 등	35	32	46	56	57	82	99	118
제품 등	162	320	652	531	768	698	773	849
YoY								
제휴쇼핑	*6.6%*	*24.2%*	*36.8%*	*22.9%*	*32.8%*	*14.5%*	*13.0%*	*11.7%*
광고사업	*-2.5%*	*-4.9%*	*17.0%*	*19.0%*	*-6.1%*	*23.9%*	*16.7%*	*15.9%*
판매수수료	*24.0%*	*29.2%*	*36.9%*	*35.1%*	*6.2%*	*25.0%*	*17.5%*	*15.8%*
정보이용료 등	*12.2%*	*-7.6%*	*41.5%*	*23.6%*	*1.5%*	*42.9%*	*21.5%*	*19.3%*
제품 등	*106.7%*	*97.6%*	*103.7%*	*-18.5%*	*44.4%*	*-9.0%*	*4.4%*	*4.1%*
% of sales								
제휴쇼핑	17.2%	15.1%	12.3%	15.4%	16.0%	17.5%	17.4%	17.3%
광고사업	24.3%	16.3%	11.4%	13.7%	10.1%	12.0%	12.3%	12.7%
판매수수료	15.3%	13.9%	11.4%	15.6%	13.0%	15.5%	16.1%	16.5%
정보이용료 등	7.7%	5.0%	4.2%	5.3%	4.2%	5.8%	6.2%	6.5%
제품 등	35.6%	49.7%	60.6%	50.0%	56.7%	49.2%	48.0%	46.9%
영업이익	**57**	**85**	**152**	**202**	**284**	**361**	**445**	**535**
% of sales	12.6%	13.3%	14.2%	19.0%	20.9%	25.5%	27.6%	29.6%
% YoY	*10.2%*	*49.4%*	*78.6%*	*32.3%*	*40.6%*	*27.5%*	*23.0%*	*20.3%*

자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림99 다나와 매출액(별도기준) 추이: 과거 10년간 역성장 없이 매년 증가



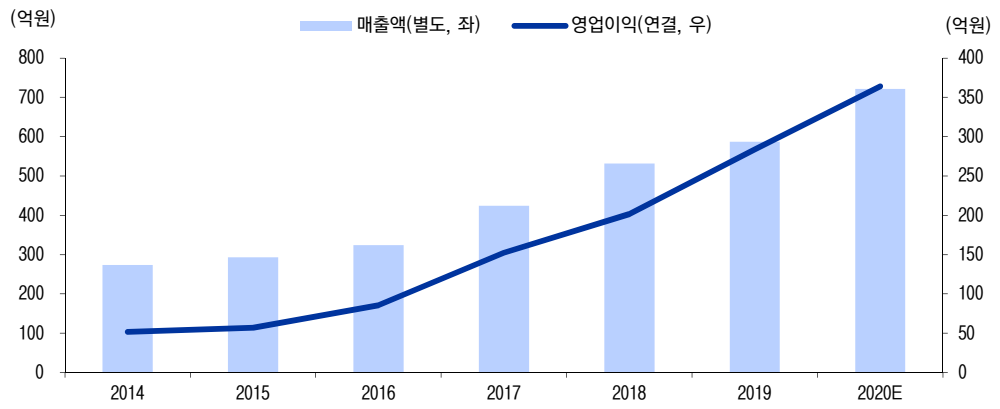
자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 별도기준

표22 분기실적 추이

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
매출액(연결)	234	236	248	637	306	375	289	448
YoY	*7.7%*	*4.0%*	*-10.1%*	*85.7%*	*31.0%*	*58.6%*	*16.6%*	*-29.6%*
매출액(별도)	**154**	**139**	**144**	**148**	**185**	**179**	**178**	**176**
YoY	*15.3%*	*1.5%*	*12.5%*	*12.9%*	*20.4%*	*28.8%*	*23.3%*	*18.7%*
제휴쇼핑	57	55	51	54	59	65	60	63
광고사업	36	34	35	32	40	42	47	41
판매수수료	47	38	44	47	61	52	53	54
정보이용료 등	14	13	15	15	25	19	19	18
제품 등	79	97	103	488	120	196	110	272
YoY								
제휴쇼핑	*47.5%*	*37.7%*	*29.3%*	*19.0%*	*3.1%*	*19.6%*	*18.1%*	*18.0%*
광고사업	*-2.2%*	*-10.1%*	*-10.1%*	*-1.2%*	*13.1%*	*20.6%*	*36.4%*	*25.8%*
판매수수료	*11.8%*	*-11.8%*	*14.3%*	*11.2%*	*28.6%*	*39.7%*	*20.8%*	*13.6%*
정보이용료 등	*-9.8%*	*-19.7%*	*20.9%*	*25.2%*	*79.2%*	*47.4%*	*25.1%*	*22.6%*
제품 등	*-5.4%*	*7.0%*	*-29.7%*	*132.0%*	*52.4%*	*102.9%*	*6.1%*	*-44.3%*
% of sales								
제휴쇼핑	24.6%	23.1%	20.6%	8.4%	19.4%	17.4%	20.9%	14.2%
광고사업	15.3%	14.6%	14.0%	5.1%	13.2%	11.1%	16.4%	9.1%
판매수수료	20.3%	15.9%	17.6%	7.5%	19.9%	14.0%	18.3%	12.0%
정보이용료 등	6.0%	5.5%	6.1%	2.3%	8.3%	5.1%	6.6%	4.0%
제품 등	33.8%	41.0%	41.7%	76.7%	39.3%	52.4%	37.9%	60.7%
영업이익	**75**	**64**	**59**	**85**	**96**	**91**	**87**	**88**
% of sales	32.3%	27.0%	24.0%	13.3%	31.3%	24.3%	30.0%	19.6%
% YoY	*39.2%*	*31.7%*	*29.5%*	*59.8%*	*27.3%*	*42.5%*	*46.1%*	*3.3%*

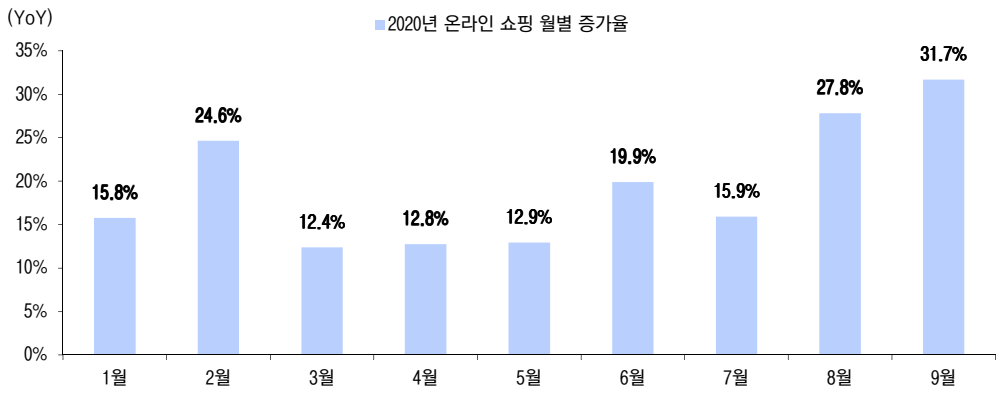
자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림100 다나와 매출액(별도) & 영업이익(연결) 추이



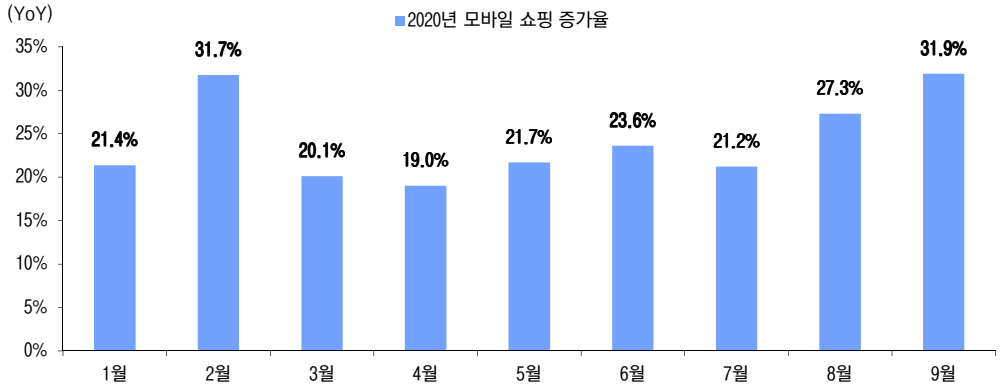
자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림101 국내 온라인 쇼핑 증가율



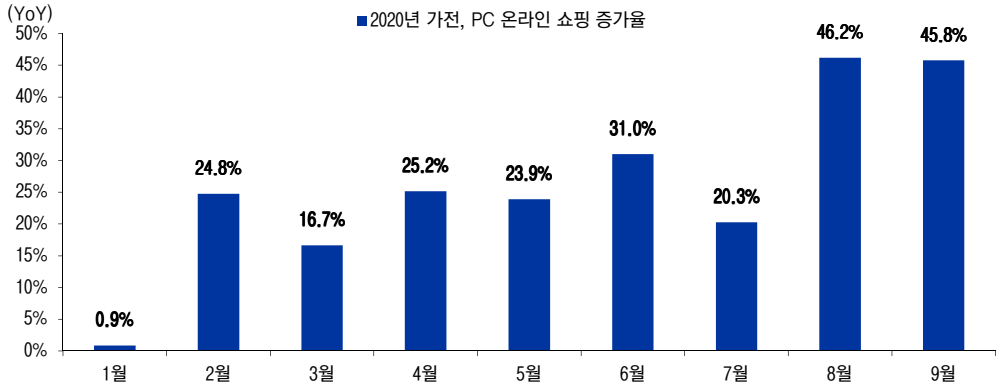
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 국내 온라인 쇼핑 중 모바일 부문 증가율



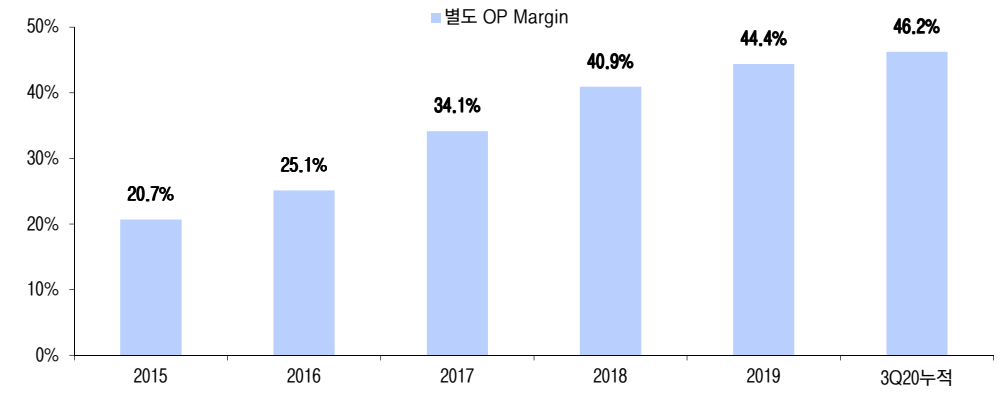
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 국내 온라인 쇼핑 중 PC·가전 부문 증가율



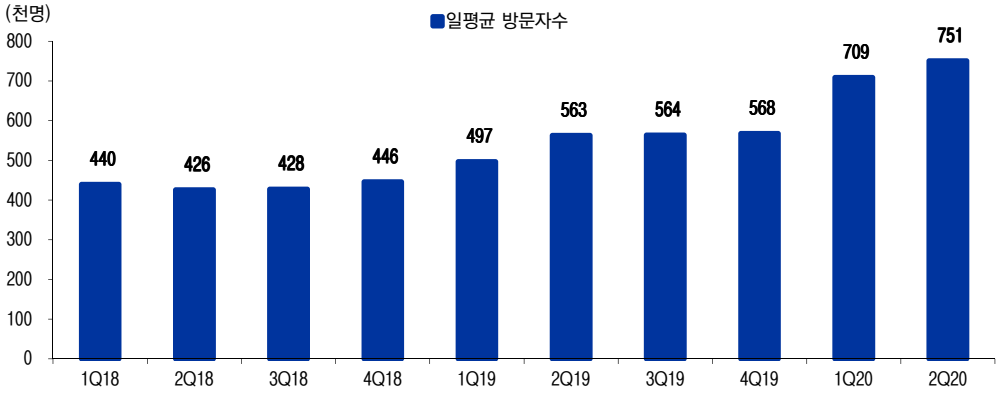
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 다나와 별도기준 OP Margin 추이



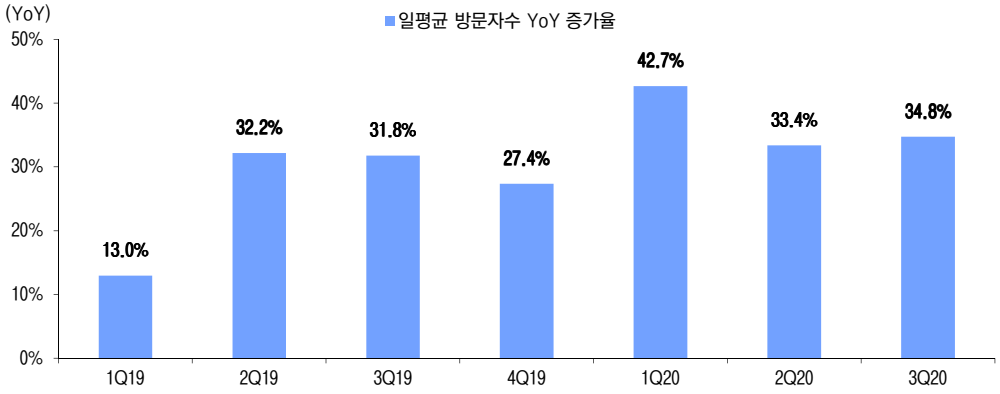
자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림105 다나와 일평균 방문자 수



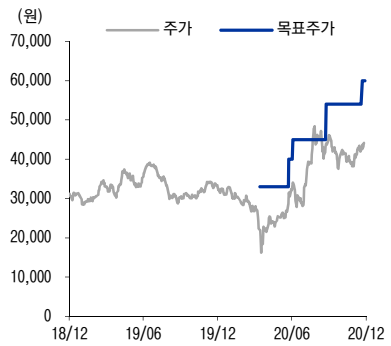
자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터

그림106 다나와 일평균 방문자 수 YoY 증가율



자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터

아이에스동서 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.03.16	변경	김세련			
2020.03.16	Buy	33,000	-13.2		-27.8
2020.05.26	Buy	40,000	-17.5		-20.7
2020.06.05	Buy	45,000	7.6		-16.0
2020.08.26	Buy	54,000	-14.5		-23.1
2020.11.23	Buy	60,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

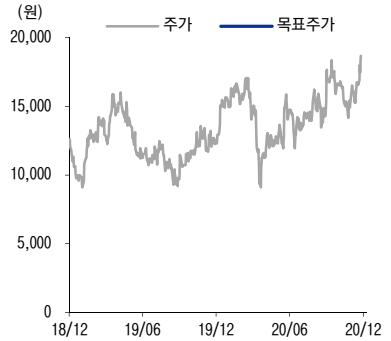
롯데케미칼 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.11.02	Buy	340,000	-13.1		-18.1
2019.01.21	Buy	360,000	-8.1		-17.9
2019.05.07	Buy	330,000	-17.9		-23.1
2019.08.06	Buy	310,000	-18.5		-33.1
2020.01.02		커버리지 제외			
2020.06.29	변경	이안나			
2020.06.29	Hold	160,000		3.8	8.0
2020.08.10	Buy	230,000	-9.3		-18.9
2020.09.14	Hold	230,000			
2020.10.13	Buy	230,000	8.7		2.5
2020.11.09	Buy	324,000	-10.8		-13.6
2020.12.01	Buy	370,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

원익 QnC 목표주가 추이

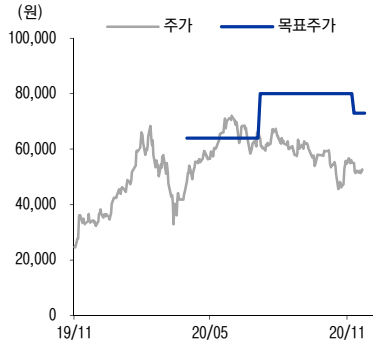


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.11.30	변경	최영산			
2020.11.30	NR	NR			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

아이티엠반도체 목표주가 추이

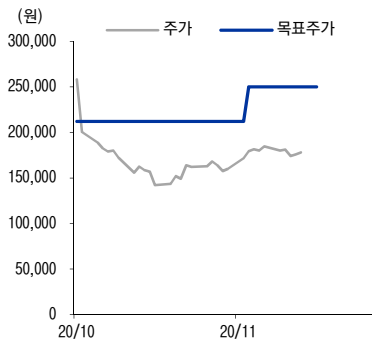


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.04.06	변경	이왕진			
2020.04.06	Buy	64,000	12.5		-3.1
2020.07.13	Buy	80,000	-15.9		-26.5
2020.11.16	Buy	73,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

빅히트 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.10.15	신규	안진아			-20.2
2020.10.15	Buy	212,000			
2020.11.17	Buy	250,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

SPC 삼립 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.11.30	변경	심지현			
2020.11.30	NR	NR			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

동국제약 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.07.11	변경	정홍식			
2019.07.11	Buy	95,000	-15.2		-27.1
2019.12.16	Buy	110,000	-7.3		-20.4
2020.05.15	Buy	130,000	-5.8		-18.3
2020.06.16	Buy	150,000	4.7		-13.3
2020.07.27	Buy	190,000	-15.4		-20.5
2020.09.10		액면분할			
2020.09.15	Buy	38,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

다나와 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2017.05.19	변경	정홍식			
2019.01.08	Buy	20,000	-14.5		-19.6
2019.01.29	Buy	22,000	-1.4		-13.2
2019.02.26	Buy	25,000	-4.2		-11.0
2019.05.15	Buy	30,000	-2.0		-17.8
2019.08.14	Buy	27,000	-12.4		-18.6
2019.09.24	Buy	30,000	-8.2		-17.9
2019.11.14	Buy	35,000	-23.7		-30.7
2020.03.19	Buy	26,000	-6.0		-15.9
2020.04.02	Buy	30,000	7.3		-8.7
2020.05.15	Buy	40,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

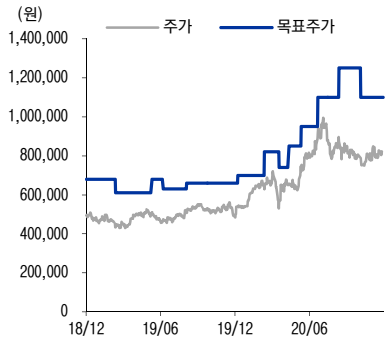
NAVER 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.04.27	Buy	190,000	-17.7		-24.0
2019.01.08	Buy	160,000	-13.4		-23.3
2019.07.26	Buy	175,000	-9.1		-15.9
2019.09.30	Buy	200,000	-18.0		-22.8
2019.11.01	Buy	210,000	-11.0		-17.0
2020.01.10	Buy	240,000	-20.2		-25.2
2020.03.20	Buy	200,000	-13.3		-18.5
2020.04.13	Buy	217,000	-12.4		-18.5
2020.04.24	Buy	250,000	-11.2		-16.0
2020.05.21	Buy	290,000	-13.4		-18.6
2020.06.18	Buy	340,000	-12.1		-18.5
2020.07.31	Buy	370,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

엔씨소프트 목표주가 추이

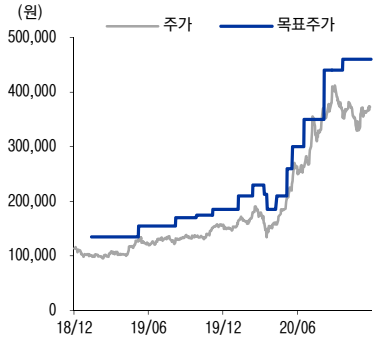


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.12.03	Buy	680,000	-25.1		-29.7
2019.02.13	Buy	610,000	-13.8		-22.1
2019.05.13	Buy	680,000	-24.9		-29.1
2019.06.10	Buy	630,000	-17.1		-23.2
2019.08.06	Buy	660,000	-15.0		-20.2
2019.12.10	Buy	700,000	-4.0		-14.6
2020.02.13	Buy	820,000	-12.2		-20.3
2020.03.20	Buy	740,000	-8.4		-13.8
2020.04.13	Buy	850,000	-12.1		-22.6
2020.05.13	Buy	950,000	-6.5		-15.7
2020.06.23	Buy	1,100,000	-9.5		-19.7
2020.08.14	Buy	1,250,000	-30.2		-34.5
2020.10.06	Buy	1,100,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

카카오 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.10.16	Buy	135,000	-4.8		-21.6
2019.05.10	Buy	155,000	-12.3		-17.7
2019.08.09	Buy	170,000	-18.5		-21.2
2019.09.30	Buy	175,000	-13.7		-20.9
2019.11.08	Buy	185,000	-11.4		-16.9
2020.01.10	Buy	210,000	-14.8		-20.7
2020.02.14	Buy	230,000	-17.2		-22.4
2020.03.13	Buy	213,000	-25.4		-31.5
2020.03.20	Buy	185,000	-13.0		-16.4
2020.04.13	Buy	210,000	-1.9		-14.4
2020.05.08	Buy	260,000	-11.0		-16.1
2020.05.21	Buy	300,000	-10.0		-13.7
2020.06.19	Buy	350,000	5.9		-9.4
2020.08.07	Buy	440,000	-6.4		-13.5
2020.09.22	Buy	460,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 신중호, 최광혁, 염동찬, 정다운, 성종화, 김세련, 이안나, 최영산, 이왕진, 안진아, 심지현, 정홍식)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	86.9% 13.1%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 10. 1 ~ 2020. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)