



본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 언택트(untact) 시대, 달라질 투자 전략

2020년 4월 14일 | 하나금융투자 리서치센터





# CONTENTS

## Summary 및 서론

---

코로나 19 영향에 따른 비대면 수혜 업종	2
코로나 19는 비대면(Untact) 사회로 가는 계기될 전망	4

## 코로나 19 영향에 따른 비대면 수혜 업종

---

<b>반도체</b> COVID-19 발발 이후 반도체 업종은?	9
<b>통신/네트워크장비</b> 5G 관련주는 사실상 코로나 19를 피해갈 수 있는 탁월한 대안	29
<b>인터넷게임</b> 코로나19에 부각되는 비대면 중심의 주력서비스	55
<b>유통</b> 한국의 식품 온라인 시장을 선도한다	67
<b>음식료/담배</b> 이제 '집에서만' 먹고 마신다	81
<b>해외주식</b> 클라우드 / 동영상 스트리밍 / 미국 온라인 리테일	91
<b>온라인 소비/헬스케어(면역)</b> '집콕 소비'가 늘어나고 '면역'에 대한 관심이 높아진다	115

## 코로나 19 영향에 따른 비대면 수혜 업종

업종	Top Picks	투자포인트
<b>반도체</b> COVID-19 발발 이후 반도체 업종은?	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SK하이닉스(000660)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 서버향 반도체업종인 GPU, CPU, 메모리 분야는 코로나 19 영향 제한적이라고 판단. COVID 19 발발로 인해서 재택근무/원격교육 등 실내활동이 늘어나면서 스트리밍, OTT 가 활성화되어 서버 투자를 촉진하기 때문</li> <li>- 글로벌 비대면 수혜주는 PC/서버 매출 비중이 큰 대만 IT기업(Aspeed, 난야 테크놀로지 등)과 가이던스를 하향 조정하지 않은 미국 기업(인텔, 엔비디아, 마이크론 등)</li> <li>- 한국에서의 비대면 수혜주는 서버/PC 노출비중이 크고 반도체 pure player 인 SK하이닉스</li> </ul>
<b>통신/네트워크장비</b> 5G 관련주는 사실상 코로나 19를 피해갈 수 있는 탁월한 대안	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SK텔레콤(017670)</li> <li>• 케이엠더블유(032500)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 코로나 19 사태 확산 이후 전세계 트래픽이 급증 양상을 나타내고 있어 5G 관련주 투자 유망하다고 평가. 통신 요금은 트래픽에 연동하는 체제로 이미 바뀌었고 트래픽이 늘면 CAPEX가 증가하는 구조이기 때문</li> <li>- 특히 5G 네트워크장비 업종의 경우엔 몇 안되는 코로나 19 수혜 업종이 될 수 있을 것으로 판단. 공급 문제는 없고 수요는 오히려 증가할 가능성이 높기 때문. 트래픽 증가가 주파수 사용량 및 네트워크장비 수요를 증가시키고 5G 조기 투자를 가속화시킬 것으로 판단</li> <li>- 통신 3사는 단기적으로는 대리점 내방 고객수 급감, 5G 순증 폭 둔화가 부정적일 수 있지만 장기적으로는 트래픽 증가에 따른 수혜가 예상. 늘어난 트래픽이 다시 급감할 가능성이 경험상 낮아 요금제 업셀링 기대. 여기에 플랫폼 업체들의 화질 다운그레이드 감행이 망중립성 정책 변화를 일으킬 수 있고 하반기 5G 급행 차선 도입 추진 가능성 높아져 규제 측면에서도 긍정적 영향 전망</li> </ul>
<b>인터넷게임</b> 코로나19에 부각되는 비대면 중심의 주력서비스	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 카카오(035720)</li> <li>• 엔씨소프트(036570)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 플랫폼 기업들의 일부 서비스를 제외할 경우 대부분의 매출과 이익이 비대면 상호작용을 통해 이루어지고 있어 코로나19에 따른 사회적 거리두기 등의 영향 제한적</li> <li>- 온라인/모바일 플랫폼에 기반한 게임 서비스는 코로나19 영향에 따른 사람들의 사회활동 축소에 오히려 트래픽이 늘어나는 모습</li> <li>- 카카오는 커머스와 '톡보드'로 대표되는 특비즈 부문의 성장이 카카오 전체 실적을 견인할 것. 엔씨소프트는 높은 완성도와 충성도를 기반으로 안정적인 일매출 흐름 기대</li> </ul>
<b>유통</b> 한국의 식품 온라인 시장을 선도한다	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 이마트(139480)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 풀필먼트와 후레쉬센터, 오프라인 점포 등 독보적 식품 온라인 인프라 구축</li> <li>- 2020년 2월 김포 제2물류센터 본격 가동하며 대규모 배송 Capa 증설 완료</li> <li>- 코로나19 사태로 온라인 매출 급성장, 더불어 오프라인 매장 매출까지 회복세, 할인점 기준점 1~4월 YoY 0% 추정</li> </ul>

## 코로나 19 영향에 따른 비대면 수혜 업종

업종	Top Picks	투자포인트
<b>음식료/담배</b> 이제 '집에서만' 먹고 마신다	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CJ제일제당(097950)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 코로나19 이후 '언택트' 확산으로 식문화 변화 중, 코로나19 이후 내식 비중은 전년동기대비 23.5%p 상승한 83.0% 기록</li> <li>- HMR 수요 확대로 올해 1분기 CJ제일제당 HMR 매출액 YoY 30% 증가</li> <li>- 2분기부터는 미국 HMR 매출 유의미한 증가 기대, 미국 매출('쉬안즈' 제외) 올해 6천억원 육박할 전망이며, '쉬안즈'도 견조한 매출 시현 중인 것으로 파악</li> <li>- 올해는 전사업부 실적 개선 공산 큼, 실적 개선 기대감 여전히 유효</li> </ul>
<b>클라우드</b> 클라우드로 이어지는 사회	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 마이크로소프트(MSFT.US)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 코로나19 영향으로 클라우드 기반 비즈니스 앱 수요 폭증 및 클라우드 기업들의 서비스 한시적 무료 제공 등으로 클라우드 서비스에 대한 경험 증가</li> <li>- 경험을 바탕으로 아직 초기 단계인 디지털 전환 가속화 본격화될 것으로 기대</li> <li>- 마이크로소프트는 IaaS, PaaS, SaaS 세가지 모든 서비스를 제공하는 복합 클라우드 서비스 사업자로서 경쟁력이 높으며 클라우드 시장에서 점유율 상승 전망</li> </ul>
<b>동영상 스트리밍</b> 대표적 '방콕' 홈 엔터테인먼트 비디오 스트리밍	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 넷플릭스(NFLX.US)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 코로나19 확산으로 사회활동 감소는 '코드커팅'을 가속화 시킬 것</li> <li>- 화면 소비 경쟁 상대인 스포츠 경기 부재는 동영상 스트리밍 수요를 더욱 높이며 기업의 광고 비용 축소 영향에서 자유로운 구독 모델 서비스가 유망</li> <li>- 글로벌 서비스 네트워크 구축, 구독 모델 기반 서비스, 강력한 오리지널 콘텐츠 경쟁력을 고려하면 넷플릭스가 코로나19로 인한 stay-home 대표 수혜주</li> </ul>
<b>미국 온라인 리테일</b> 코로나19, 미국 유통시장 변화의 기폭제가 되다	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 아마존닷컴(AMZN.US)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 한국, 중국 대비 미국 온라인 리테일 성장은 비교적 느리게 진행되어 왔으나 코로나19가 기폭제가 되어 기존 추이 대비 성장 속도 빨라질 것으로 전망</li> <li>- 코로나19에 따른 비대면 수혜와 프라임 1일 무료배송 시너지 효과로 시장 점유율 상승폭을 더욱 넓힐 아마존이 최대 수혜기업.</li> <li>- 배송경쟁력 차별화로 아마존의 온라인 직접판매 매출과 외부 판매자 서비스 매출은 각각 +20%, +30% yoy 가까운 성장 모멘텀 얻을 것으로 기대</li> </ul>
<b>온라인 소비/헬스케어(면역)</b> '집콕 소비'가 늘어나고 '면역'에 대한 관심이 높아진다	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 지어소프트(051160)</li> <li>• 푸드나무(083550)</li> <li>• KG이니시스(035600)</li> <li>• 종근당홀딩스(0016300)</li> <li>• 팜스빌(318010)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 온라인 소비가 급증하면서 온라인 신선식품, 교육, 결제 산업 등에 수혜가 집중될 것으로 예상</li> <li>- 면역에 대한 관심이 높아지며 건강기능식품 섭취가 늘고 있고 마스크 상시 착용 문화가 정착되는 등 면역관련 건강산업 확대될 전망</li> </ul>

## 코로나 19는 비대면(Untact) 사회로 가는 계기될 전망

### 새로운 개념의 비대면 산업 생태계가 조성되고 있다는 점에 주목

코로나 19 사태로 신산업 생태계 조성 중, 크게 보면 4차산업과는 연관, 5G 네트워크장비/인터넷/반도체/유통/음식료 업체들에 대한 관심 높아야

최근 코로나 19 사태가 전 세계적으로 확산되고 일부 국가들이 아예 출입을 통제하는 형태로 발전하면서 비대면(untact) 관련주에 대한 관심이 높아지고 있다. 코로나 19로 인해 대다수 업종이 큰 피해를 입을 것으로 예상되는 가운데 비대면 관련주는 주식 시장에서 소나기를 피해갈 수 있는 대안으로 부각되고 있다.

얼마 전까지만 해도 언택트는 무인 서비스를 함축하는 개념으로 주로 통용이 되었다. 하지만 코로나 19가 세계적 빅 이슈로 부상하면서 언택트는 다른 개념으로 전환하고 있다. 즉 접촉(contact)을 꺼려하는 추세가 심해지면서 관련 산업에 대한 관심이 높아지는 상황이라고 볼 수 있다. 과거엔 금융권에서 인터넷을 통해 거래함으로써 고객 편의성을 향상시키고 비용을 감축하는 용도, 패스트푸드점에서 키오스크를 이용해 메뉴를 주문하고 무인점포에서 불편한 소통을 없애고 인건비를 절감하는 방법 정도로 사용하였지만 이젠 상황이 달라졌다. 이젠 비대면이 선택이 아닌 필수가 되어버린 상황이다. 전 세계 국가들이 문을 닫고 각 기업들이 재택 근무를 의무화하는 등 점점 대면 접촉이 어려워지고 있기 때문이다.

코로나 19가 전세계 주식 시장을 패닉으로 이끌고 있고 경기 침체 우려가 크지만 이러한 상황에서도 인터넷, 클라우드컴퓨팅, 이커머스 등 비대면산업은 오히려 성장성이 부각되고 있다. 또 MS, 아마존, 알리바바와 같은 기업들은 지금과 같은 상황에서도 매출액이 상향 조정되는 양상이다. 항상 과거에도 위기에 살아남는 기업은 시장을 이끄는 주도주가 된 바 있다. 2008년 리먼 사태 당시에도 국내 기업 중에서 플러스 수익률을 기록한 기업들이 있었다. 셀트리온, 엔씨소프트, 한샘 등이 대표적이다.

2020년에도 이러한 역사는 반복될 가능성이 충분히 존재한다. 그 중 가장 유력한 후보군은 바로 비대면 관련주이다. 또 광범위하게 보면 이 종목군들은 최근 전 세계 국가들이 한창인 4차산업 패권 경쟁과도 연관이 있는 분야이다. 5G 네트워크장비/인터넷/반도체/유통/음식료 업체들에 대한 관심을 높일 필요가 있겠다.

표 1. 하나금융투자가 선정한 비대면 수혜 업종

업종	업종 영향	Top Pick
반도체	<ul style="list-style-type: none"> <li>COVID 19 영향 전방산업별로 양분화. 모바일, 전장향의 경우 전방 산업 침체에 따른 수요 침체 우려</li> <li>서버, PC향의 경우 건조한 수요 유지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>SK하이닉스</li> </ul>
통신/네트워크장비	<ul style="list-style-type: none"> <li>전 세계적으로 트래픽이 폭증하는 양상 나타나고 있어 통신사 네트워크장비 CAPEX 증가에 따른 수혜 예상</li> <li>수요는 증가할 것으로 예상되는 한편 공급적인 측면에는 문제가 없기 때문에 코로나 19에 따른 수혜주로 부각될 전망</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>SK텔레콤, 케이엠더블유</li> </ul>
인터넷게임	<ul style="list-style-type: none"> <li>비대면 주력서비스 트래픽 증가, 커머스, 콘텐츠소비 활성화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>카카오, 엔씨소프트</li> </ul>
유통	<ul style="list-style-type: none"> <li>기후/환경악화는 직장맘 증가, 대형마트 의무 휴무 규제 등과 함께 식료품 온라인 수요 확대 요인</li> <li>2019년 식품 온라인 시장은 17조원으로 YoY 26% 성장했으며, 2020년 1분기 코로나 영향으로 YoY 55% 성장</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>이마트</li> </ul>
음식료	<ul style="list-style-type: none"> <li>코로나 19 이후 확산되는 '언택트' 문화로 내식 비중 상승, HMR 수요 증가</li> <li>올해 온라인 채널 유의미한 성장 예상, 대형마트 대비 온라인 채널 마진 높아 음식료 업체 마진 개선 긍정적 영향</li> <li>음식료 업체 대면 마케팅 부담 및 경쟁 완화 전망</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>C제일제당</li> </ul>
클라우드	<ul style="list-style-type: none"> <li>클라우드 서비스 경험 증가하며 디지털 전환 가속 예상</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>마이크로소프트</li> </ul>
동영상 스트리밍	<ul style="list-style-type: none"> <li>사회적 거리두기에 따른 동영상 수요 증가로 '코드 커팅' 가속 예상</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>넷플릭스</li> </ul>
미국 온라인 리테일	<ul style="list-style-type: none"> <li>리테일에서 e-commerce 비중이 미국은 상대적으로 매우 낮은 편</li> <li>코로나 19는 미국 소비자 변화를 통해 온라인 리테일 성장 가속화의 기폭제가 될 것으로 전망</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>아마존닷컴</li> </ul>
온라인 소비/헬스케어(면역)	<ul style="list-style-type: none"> <li>온라인 쇼핑, 온라인 교육 등 코로나19 영향으로 온라인 소비 문화가 급격히 확산되고 있으며, 이에 따라 전자결제 산업 또한 동반 성장 중</li> <li>개인 건강 관리에 대한 관심이 증대되며 마스크 및 건강기능식품 시장 지속 성장 전망</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>지어소프트, KG이니시스, 종근당홀딩스, 팜스빌, 케이엠</li> </ul>

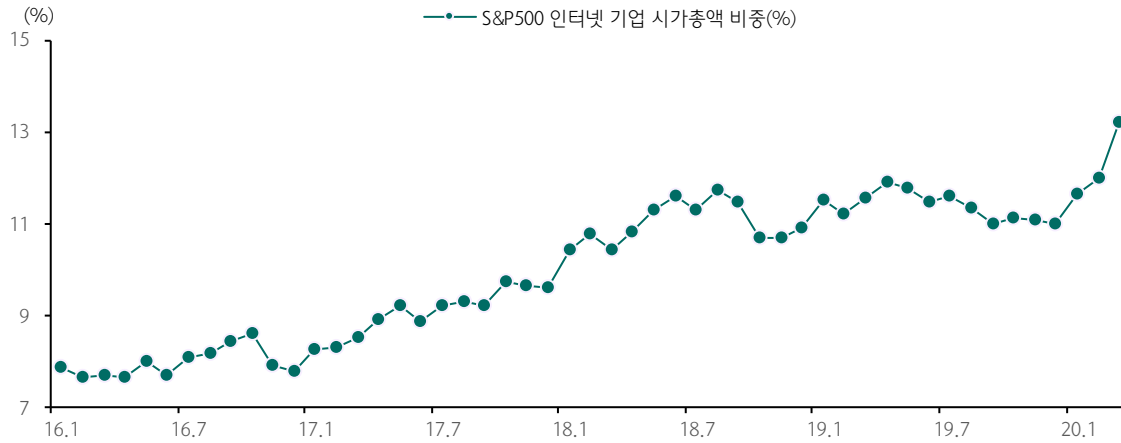
자료: 하나금융투자

표 2. 비대면 관련 업종 매출액 추정치 추이

	매출액	2020년 매출액 추정치			
		2019년 매출액	20/1월	20/2월	20/3월
아마존	2,805.2	3,338.5	3,338.7	3,336.9	19.0
MS	1,258.4	1,423.0	1,423.2	1,424.1	13.2
알리바바	561.6	753.1	719.4	708.5	26.2

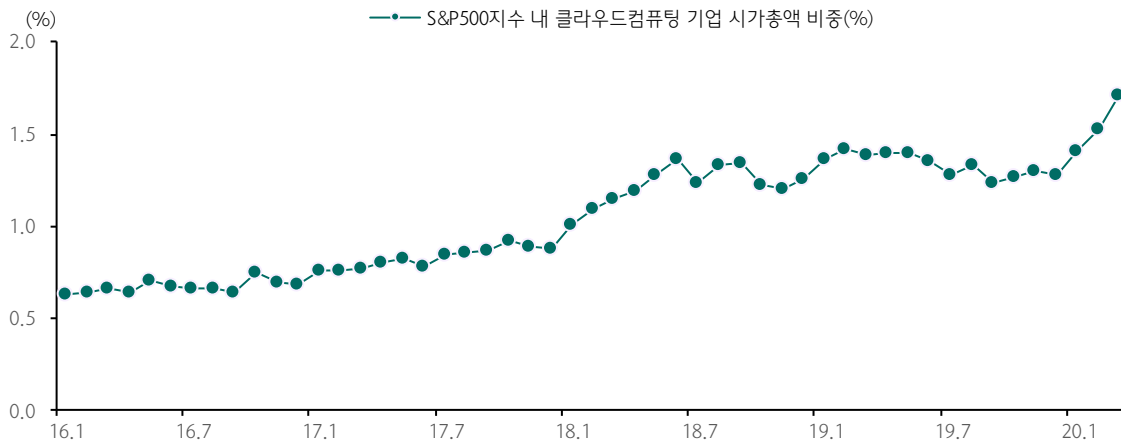
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 1. S&P500 인터넷 기업 시가총액 비중 추이



자료: 하나금융투자

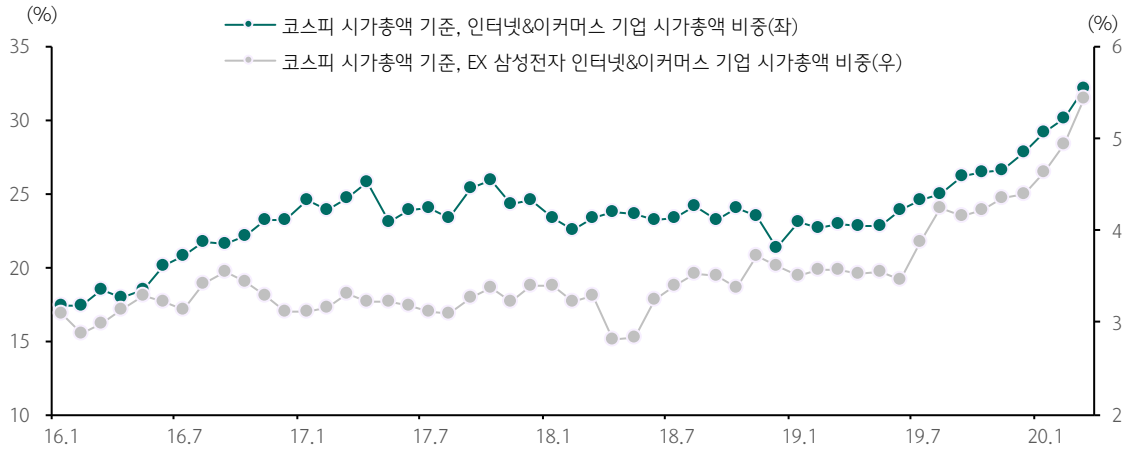
그림 2. S&P500 지수 내 클라우드컴퓨팅 기업 시가총액 비중



자료: 하나금융투자

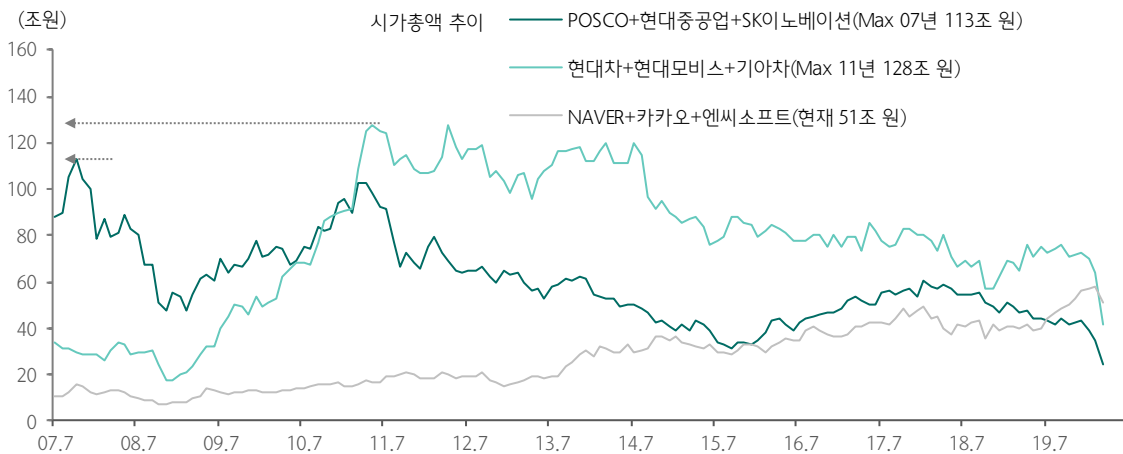


그림 3. 국내 인터넷/이커머스 기업 시가총액 비중 추이



자료: 하나금융투자

그림 4. 국내 비대면 사업 시가총액 추이



자료: 하나금융투자



언택트(untact) 시대, 달라질 투자 전략

# 반도체

## COVID-19 발발 이후 반도체 업종은?

주가의 움직임: 지수 방어 (O)

미국 반도체 기업 중심으로 실적 가이드언스의 선제적 하향 조정

실적 가이드언스를 하향 조정하지 않은 업종 중에 비대면 수혜주 찾기

대만의 IT 기업 (Aspeed, Macronix, PC) 통해서도 무난한 H/W 수요 확인

전방산업의 다운사이드 가능성: 알파벳과 페이스북의 데이터센터 시설투자

실적 가시성이 예상되는 기업: SK하이닉스, 인텔, 엔비디아

Top pick: SK하이닉스(000660)



반도체 Analyst 김경민, CFA  
clairekm.kim@hanafn.com

RA 김주연  
kim\_juyeon@hanafn.com

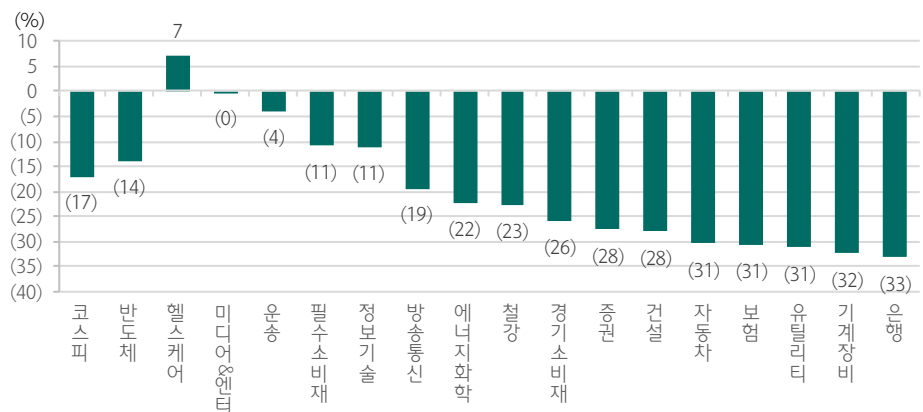
## COVID-19 발발 이후 반도체 업종은?

### 1) 주가의 움직임: 지수 방어 (O)

#### 지수 방어 역할

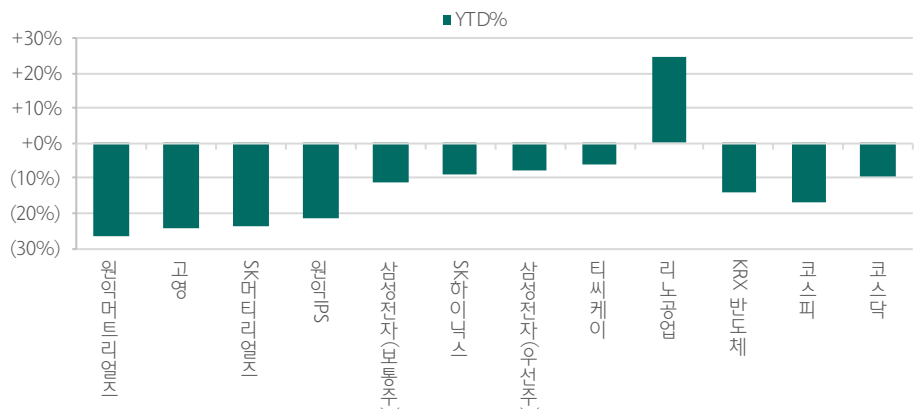
KOSPI는 연초 이후 17% 하락했다. KRX 반도체지수는 14% 하락하며 KOSPI 수익률을 3%p 상회했다. COVID-19 발발 이후 모바일 수요의 부진에도 불구하고 재택근무와 온라인 교육 영향으로 서버와 PC 수요가 나름대로 견조하다는 점이 부각되었기 때문이다. 하나금융투자의 반도체 커버리지 종목 중에서는 대형주 (SK하이닉스, 삼성전자) 주가가 상대적으로 양호했다. 반도체 수출 지표와 계약가격 등의 산업 지표가 견조하기 때문이다. 중소형주 중에서는 리노공업과 티씨케이가 상대적으로 선방했다. 양사 모두 4Q19부터 분기 실적이 회복되는 국면에 진입했고, 재무 안정성이 뛰어나기 때문이다. 리노공업과 티씨케이의 부채비율은 각각 8.5%, 13.8% (2019년 기준)이고 현금성자산은 각각 500억 원, 600억 원 (WISEfn 컨센서스 기준)을 상회한다. COVID-19 발발 이후 개별 기업들의 신용등급 강등이 현실화되고 있어, 실적의 가시성과 재무적 안정성이 양사의 주가 방어에 긍정적 영향을 끼쳤다.

그림 1. KRX 반도체지수는 14% 하락하며 KOSPI 수익률을 3%p 상회



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2. 반도체 커버리지에서는 대형주 (SK하이닉스, 삼성전자)와 리노공업 및 티씨케이가 상대적으로 양호



자료: WISEfn, 하나금융투자

## 2) 미국 반도체 기업 중심으로 실적 가이드언스의 선제적 하향 조정

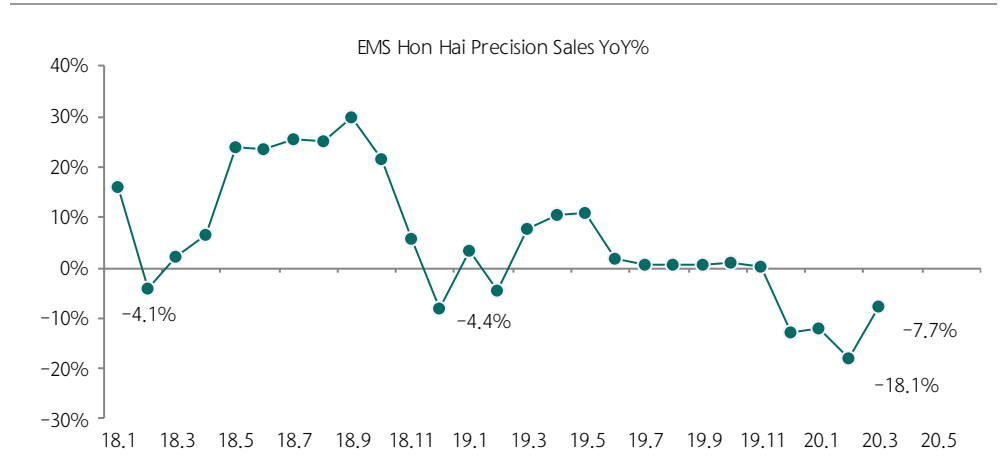
### 애플부터 가이드언스 조정 시작

COVID-19 발발의 영향을 가장 크게 받는 분야는 모바일, 아날로그 반도체, 그리고 전공정 장비 분야이다. 2월 중순부터 애플을 필두로 하여 전방산업 수요의 둔화를 우려하는 기업들이 분기 매출 가이드언스를 하향 조정하거나 철회하기 시작했다. 이번 가이드언스 조정의 특징은 다음과 같다.

- (1) 대외환경의 불확실성 때문에 가이드언스를 아예 철회하는 경우가 있다.
- (2) 무역분쟁을 계기로 연간 가이드언스를 제시하는 기업의 숫자가 가뜩이나 줄어들었는데, 이번에 브로드컴이 연간 가이드언스를 철회하면서 향후 대부분의 기업들은 분기 가이드언스 위주로 IR communication을 전개할 것으로 전망된다.
- (3) 가이드언스의 하향 조정이 없었던 분야는 상대적으로 COVID-19 영향으로부터 안전하다.

애플이 2/17 분기 매출 가이드언스를 철회하면서 가이드언스 조정의 물꼬를 틀었다. 가이드언스를 철회한 이유는 아이폰의 서플라이 체인에서 부정적인 영향이 발생했고, 중국 내에서의 애플 스토어 운영이 중단되었기 때문이다. 애플이 4월 말에 실적을 발표할 예정이므로 이와 같은 내용을 숫자로 아직 확인할 수 없지만 아이폰을 조립하는 혼하이 정밀의 월별 매출을 참고하면 1월 이후 극도로 부진했었음을 확인할 수 있다.

그림 3. 아이폰을 조립하는 혼하이 정밀의 월별 매출을 참고하면 1월 이후 부진



자료: WISEfn, 하나금융투자

표 1. COVID-19 발발 이후 반도체 업종에서의 가이드선 조정 현황

업체	업종	발표일	가이드선 조정	기존 매출 가이드선	변경 매출 가이드선	코멘트
애플	스마트폰	2020-02-17	분기 매출 가이드선, 철회			아이폰 서플라이 체인에 부정적 영향. 애플스토어 운영 중단
Microchip	아날로그 반도체	2020-03-03	분기 매출 가이드선, 하향 조정	2~9%QoQ	0%QoQ	아시아 시장 수요 둔화
ON SEMI	아날로그 반도체	2020-03-06	분기 매출 가이드선, 하향 조정	\$1,355-1,405M	\$1,275-1,325M	춘절 연휴 종료 이후 수주 회복. 중국 가동 정상화 전개
코보(QORVO)	애플향 RF 솔루션	2020-03-03	분기 매출 가이드선, 하향 조정	\$780-800M	\$730-750M	스마트폰 서플라이 체인과 고객사 수요에 부정적 영향
스카이웍스 솔루션스	애플향 RF 솔루션	2020-03-04	분기 매출 가이드선, 하향 조정	\$800-820M	\$760-770M	글로벌 서플라이 체인에 문제 발생. 수요에 부정적 영향
브로드컴	애플향 RF 솔루션	2020-03-13	연간 매출 가이드선, 철회			수주에 큰 영향 없음. 다만 대외 환경의 불확실성 확대
램리서치	전공정장비	2020-03-17	분기 매출 가이드선, 철회			캘리포니아 및 말레이시아 봉쇄 영향
AMAT	전공정장비	2020-03-23	분기 매출 가이드선, 철회			밸류체인(협력사) 및 생산라인 가동 차질
ASML 홀딩	전공정장비	2020-03-30	분기 매출 가이드선, 하향 조정	€3.1-3.3B	€2.4-2.5B	장비 셋업 지연되어 1분기 매출이 2, 3분기로 이연
실리콘 모션	HDD/SSD 컨트롤러	2020-03-12	분기 매출 가이드선, 하단 부합 전망	\$130-138M	\$130M	OEM 고객사향 매출 안정적. 채널 고객사향 수요 변동성 상존
매그나칩	파운드리	2020-03-10	분기 매출 가이드선, 상향 조정	\$180-195M	\$187-197M	OLED Driver IC와 파운드리 수요 견조

자료: 업계 자료, 하나금융투자

**아날로그 반도체 공급사,  
애플향 RF 솔루션,  
전공정장비 공급사의 가이드선 조정**

애플에 이어 가장 먼저 가이드선을 하향 조정했던 업종은 아날로그 반도체 공급사이다. 3월 첫째 주에 Microchip, ON-SEMI가 가이드선을 하향 조정했다. 양사의 주력 제품은 각각 MCU (마이크로 컨트롤러 유닛) 및 파워반도체이다. 양사의 공통점은 중국향 매출비중이 30% 이상으로 높다는 것이다. 중국을 포함한 아시아지역에서의 COVID-19 확산이 수요 공급에 부정적 영향을 끼쳤을 것으로 추정된다. 이후 애플향 RF 솔루션 공급사인 코보, 스카이웍스, 브로드컴 등이 분기 매출 가이드선을 하향 조정하거나 연간 매출 가이드선을 철회했다. 애플스토어 운영 중단이 주요 원인이었던 것으로 파악된다. 특히 브로드컴은 인텔과 더불어 필라델피아 반도체지수 편입종목 중에서 연간 실적 가이드선을 제시하는 몇 안 되는 종목 중 하나였는데, 이번에 연간 실적 가이드선을 철회한 이후 당분간 연간 기준 가이드선을 제시하지 않을 것으로 예상된다. 상반기 수요 예측이 어렵거나 하반기 수요 예측의 불확실성이 더욱 커졌기 때문이다. 아날로그 반도체와 애플향 RF 솔루션 업종에 이어 전공정장비 공급사들이 가이드선을 조정하기 시작했다. 램리서치와 AMAT은 전방산업 수요를 우려하기 보다는 생산라인의 가동 차질을 가이드선의 조정 원인으로 언급했다. 한편 ASML의 경우 발표 내용이 특이했다. 고객사들의 특별한 요구에 의해 장비의 출하 (선적)은 계획 대비 빠르게 이루어졌는데, 고객사의 생산라인에 장비가 셋업 (installment)되어야 매출이 인식되므로 1분기 매출이 2, 3분기로 이연될 가능성을 언급했다. 장비의 셋업이 지연되어 ASML은 분기 매출 가이드선을 €2.4-2.5B에서 €3.1-3.3B으로 하향 조정했다.

### 3) 실적 가이드언스를 하향 조정하지 않은 업종 중에 비대면 수혜주 찾기

재택근무, 온라인교육 등의 영향으로 창출되는 수요가 서버 시설투자를 촉진

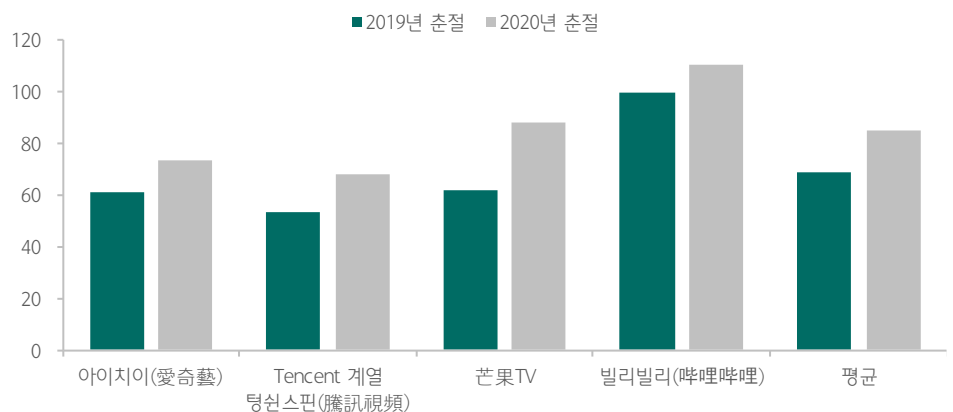
COVID-19 발발 이후 대외 활동 자제와 노동집약적 생산라인의 가동 지연으로 하반기 하드웨어 수요의 성장폭이 낮아져, 연간 기준으로 스마트폰의 출하량이 역성장할 것으로 전망된다. 반면 서버의 출하량은 여전히 성장할 것으로 예상된다. Streaming content의 소비, 재택근무, 온라인교육의 영향으로 창출되는 수요가 서버 시설투자를 촉진하고 있기 때문이다. COVID-19 발발 이후 매출 가이드언스를 하향 조정하지 않은 업종을 살펴보면 이러한 흐름을 간접적으로 확인할 수 있다. 특히 눈에 띄는 업종은 GPU, CPU, 메모리 분야이다. 이러한 가정을 뒷받침하는 것 중 하나는 트래픽의 증가이다. Streaming content를 대표하는 넷플릭스가 아직 실적을 발표하지 않아 트래픽의 증가를 체감적으로 확인할 수 없으나 2019~20년 춘절 기간 동안 중국 동영상 앱의 평균감상시간이 20% 이상 증가한 것을 참고하면 트래픽도 이로 인해 증가했다는 것을 간접적으로 확인할 수 있다. COVID-19 발발 직후 실적을 발표한 마이크론(DRAM, NAND) 및 Nanya Technology(DRAM)의 현황을 살펴보면 메모리 반도체 공급사의 실적은 COVID-19 발발 이후에도 양호했다.

표 2. COVID-19 발발 이후 가이드언스를 하향 조정하지 않았던 반도체 밸류체인

업체	업종
엔비디아	GPU
AMD	CPU, GPU
인텔	CPU
TSMC	파운드리
SMIC	파운드리
Cabot	공정소재(슬러리 등)
Entegris	공정소재(프리커서 등)
KLA	전공정장비
테라다인	후공정장비
Nanya	메모리
마이크론	메모리

자료: 업계 자료, 하나금융투자

그림 4. 2019~20년 춘절 기간의 중국 동영상 앱의 평균감상시간이 20% 이상 증가



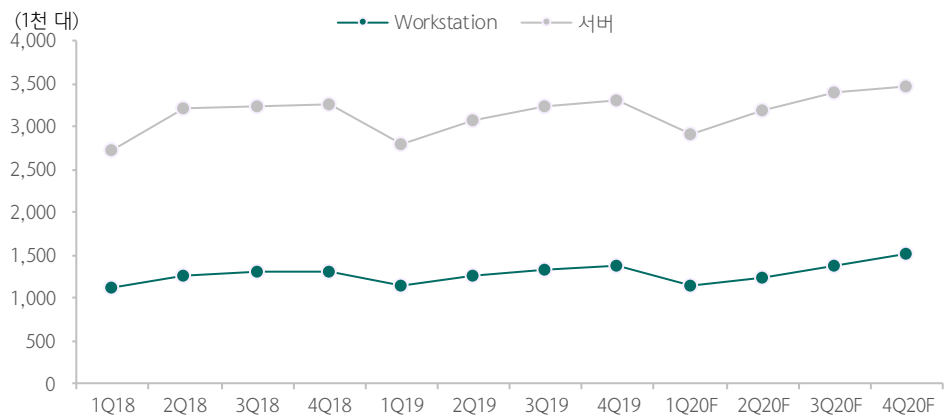
자료: QuestMobile, 하나금융투자

표 3. COVID-19 발발 이후 데이터 트래픽 증가 가능성에 대한 보도

출처	내용
www.smartkarma.com	Online video traffic as a whole increased 17.4% in the span of 2-3 weeks. According to QuestMobile, the online video streaming market DAU rose from 2.64 billion between 2-8 Jan to 3.10 billion as of 2 Feb
www.phdmedia.com	Cloud-based office services have attracted an unexpected audience: Two key cloud-based office services, Alibaba-owned Ding Talk and Tencent-owned WeChat for Work, are seeing a sharp increase of users due to the significant number of people working from home. However, they have also attracted an unintended audience – Chinese students! With most schools being temporarily closed and the government launching study-from-home initiative (called in English, “Classes are suspended, but don’t stop studying!”), many teachers are using the two platforms to move their classes online to keep the impact of school closure to a minimum. That has led to a large number of students, annoyed that they have to continue to study, leave seemingly flattering reviews of the platform, and giving both platforms one-star rating. This became such a big issue that Alibaba even used its Ding Talk’s logo, an animated bird, to appeal to the students for mercy and ask them to stop leaving poor reviews.
디지털 투데이	코로나19 확산으로 따른 재택근무에 따라 구글의 업무용 생산성 도구인 G스위트(G Suite) 사용자가 빠르게 증가하고 있다. 철옹성으로 여겨지던 마이크로소프트(MS) 오피스의 위상을 넘보는 수준이다. 12일(현지시간) 온라인 매체 악시오스(AXIOS)에 따르면, 구글 G스위트의 월간 활성 사용자(monthly active users)가 20억명을 돌파한 것으로 알려졌다. 한 달간 G스위트를 사용한 사람이 전 세계 통틀어 20억명이라는 얘기다. 실제 사용한 사람을 기준으로 한 수치라는 면에서 의미가 크다는 평가다. 구글 G스위트(G Suite)는 구글에서 제공하는 유료 업무용 서비스로 G메일을 포함해 캘린더, 구글 드라이브, 행아웃, 문서 도구 등 다양한 앱을 제공한다. 2019년 기준으로 약 500만 개의 기업이 구글 G스위트를 사용하고 있다. 클라우드 기반으로 장소와 시간, 기기 종류에 상관없이 협업할 수 있다는 점이 특징이다. 원격/재택근무에 최적화되어 최근 코로나19 확산에 따른 재택근무용으로 더욱 각광을 받고 있는 중
디지털 데일리	최근 코로나19 확산 여파로 넷플릭스 등 온라인동영상서비스(OTT)가 주목받고 있다. 외출을 자제하고 집에 머무는 시간이 많아지면서 실내에서 즐길 수 있는 콘텐츠 스트리밍 서비스 수요가 늘어났다는 게 주된 해석이다. 주요 OTT 서비스의 최근 이용자 지표를 보면 어느 정도 일리가 있다. 모바일 앱 분석 서비스 ‘앱마인더’에 따르면 넷플릭스는 1월 첫째~셋째 주와 2월 첫째~둘째 주 사이 넷플릭스 앱 이용자 수가 92만명에서 104만명으로 12.8% 확대됐다. 웨이브는 국내 첫 코로나19 확진자가 발생한 1월20일 이전 6주와 이후 6주를 비교했을 때 실시간 시청량이 16.4% 증가, 영화구매도 19.2% 증가했다. 티빙 역시 확진자 발생 전과 비교해 8일 기준 전체 시청 시간과 순방문자 수가 각각 77%, 59% 증가했다. KT 시즌은 8일까지 4주간 실시간 채널 시청횟수와 VOD 구매횟수가 전달 대비 각각 14%, 10% 상승했다. 특히 재난바이러스 관련 영화 인기가 치솟기도 했다. 영화 ‘감기’, ‘컨테이션’의 1월23일~2월24일 일평균 이용횟수는 지난해 10~12월 대비 94.6배 증가했다. 그러나 업계는 조심스러운 입장이다. 코로나19 특수가 이용자층 확대에 이어질 것이라 보는 시각이 있는 반면, 코로나19보다는 각종 콘텐츠 및 프로모션을 확대한 결과로 풀이하기도 한다
www.mobitechzone.com	It is not only the Netflix that getting “beneficiary” of the coronavirus keeping people safer at home, but most of the internet-connected costumers and services are benefitting. Which include Facebook Amazon and others. Also, throw in Microsoft, Sony and a game developer are also getting benefits from it. They all are benefitting from people staying at home because they provide their services to you at your home. We are willing to identify what product/ service/ company/ would potentially benefit in a world of segregated individuals. What would people when they stuck in the house?

자료: 언론 보도, 하나금융투자

그림 5. 전 세계 분기별 서버와 워크스테이션 출하 전망



자료: 업계 자료, 하나금융투자



메모리 분야의 마이크론 실적 견조

메모리 반도체 공급사 마이크론의 FY 2Q20 매출(\$4.8B) 및 다음 분기 매출 가이드نس(\$4.6~5.2B)는 컨센서스를 상회했다. COVID-19 발발 이후 데이터센터용 반도체(서버 DRAM, SSD) 수요가 견조했기 때문이다. 이에 부응하기 위해 마이크론은 모바일용 생산라인을 데이터센터용으로 전환하고 있으며 한국의 DRAM 생산라인에서도 우선적으로 수요가 견조한 데이터센터용 제품 생산에 주력하는 것으로 추정된다. 한편 마이크론 실적발표 내용에 따르면 데이터센터용 수요 외에 기업용(commercial) 및 교육용 노트북 수요도 견조하다. 재택근무와 온라인교육 확대 때문이다. 이와 같은 수요가 하반기에 어느 정도까지 이어질지, 과연 모바일 수요 둔화를 충분히 보완할 정도로 확대될지 예측하기 어렵다. 그러나 COVID-19 발발 이후 수요 절벽 우려가 전반적으로 크던 상황에서, 반도체 업종의 수요가 상대적으로 안정적이라는 근거가 제시된 점은 긍정적이다.

표 4. 마이크론의 핵심지표(분기 기준): USD 기준

(단위: 백만\$, \$, %)

	Q2 2019 02/28/2019	Q3 2019 05/30/2019	Q4 2019 08/29/2019	Q1 2020 11/28/2019	Q2 2020 02/27/2020	Q3 2020 예상 05/31/2020	Q4 2020 예상 08/31/2020	Q1 2021 예상 11/30/2020	Q2 2021 예상 02/28/2021
<b>시가총액</b>	45,213.3	36,785.3	49,405.0	53,361.3	56,188.0				
현금과 현금등가물	9,147.0	7,856.0	9,119.0	8,187.0	8,067.0				
우선주자본금&기타	960.0	965.0	987.0	98.0	98.0				
총부채	6,238.0	4,909.0	5,851.0	6,161.0	5,973.0				
기업가치	43,264.3	34,803.3	47,124.0	51,433.3	54,192.0				
<b>매출</b>	5,835.0	4,788.0	4,870.0	5,144.0	4,797.0	*4,972.1	5,377.4	5,912.5	5,903.8
성장률%, YoY	-20.6	-38.6	-42.3	-35.0	-17.8	3.8	10.4	14.9	23.1
<b>매출총이익</b>	2,892.0	1,851.0	1,454.0	1,374.0	1,361.0	1,511.1	1,782.8	2,070.8	2,122.3
마진(%)	49.6	38.7	29.9	26.7	28.4	30.4	33.2	35.0	35.9
<b>EBITDA</b>	3,368.0	2,402.0	2,035.0	1,842.0	1,815.0	2,096.4	2,240.2	2,431.0	2,517.0
마진(%)	57.7	50.2	41.8	35.8	37.8	42.2	41.7	41.1	42.6
<b>순이익</b>	1,748.0	1,122.7	565.9	483.2	439.6	632.6	893.1	1,246.2	1,194.6
마진(%)	30.0	23.4	11.6	9.4	9.2	12.7	16.6	21.1	20.2
<b>EPS</b>	1.53	0.99	0.49	0.42	0.39	0.55	0.79	1.02	0.99
성장률%, YoY	-45.2	-67.8	-85.9	-85.4	-74.5	-44.4	60.2	140.1	153.8
영업활동 현금흐름	3,435.0	2,711.0	2,233.0	2,011.0	2,001.0				
자본지출	-2,649.0	-2,403.0	-2,028.0	-1,943.0	-2,056.0	-1,858.5	-1,857.1	-2,002.7	-2,031.3
잉여현금흐름	786.0	308.0	205.0	68.0	-55.0	114.0	508.7	693.4	1,057.7

주: 3Q20 매출 컨센서스는 실적 발표 직후 상향 조정됨. 그 전의 컨센서스는 \$4,700~4,800M 수준  
 자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 5. 마이크론의 DRAM 제품별 출하 추정

(단위: 2Gb 백만개, %)

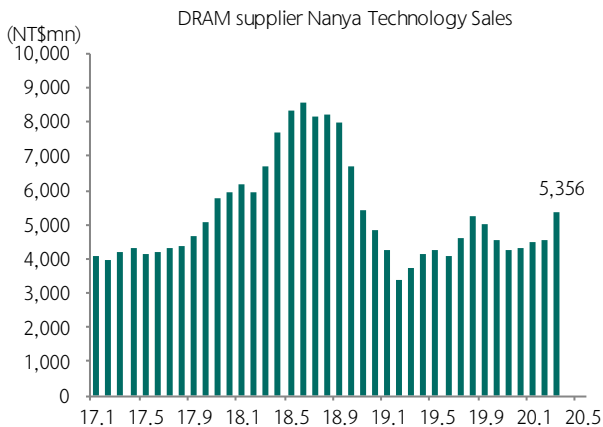
	애플리케이션	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20F	3Q20F	4Q20F
	<b>출하량</b>												
PC		421	397	456	460	412	453	491	450	444	463	470	446
Server		925	946	982	1,004	1,132	1,150	1,123	1,153	1,222	1,313	1,366	1,458
Mobile		1,340	1,374	1,399	1,419	1,544	1,533	1,474	1,550	1,592	1,641	1,661	1,722
Graphic		123	122	159	162	137	139	176	198	185	193	207	215
Consumer		195	214	191	194	206	209	246	252	259	251	279	289
합계		3,005	3,052	3,187	3,240	3,431	3,484	3,510	3,604	3,702	3,860	3,984	4,130
<b>출하비중</b>													
애플리케이션													
PC		14%	13%	14%	14%	12%	13%	14%	13%	12%	12%	12%	11%
Server		31%	31%	31%	31%	33%	33%	32%	32%	33%	34%	34%	35%
Mobile		45%	45%	44%	44%	45%	44%	42%	43%	43%	43%	42%	42%
Graphic		4%	4%	5%	5%	4%	4%	5%	6%	5%	5%	5%	5%
Consumer		7%	7%	6%	6%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
합계		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

자료: DRAMexchange, 하나금융투자

메모리 분야의 난야테크 실적 견조

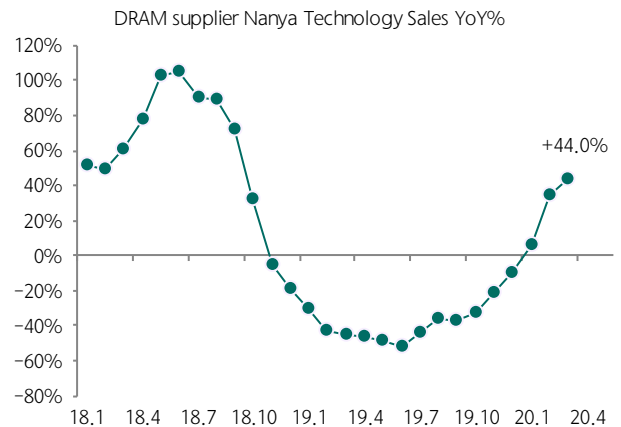
대만의 DRAM 공급사 난야 테크놀로지(이하 난야테크)의 1Q20 매출은 13,605M 대만달러로 컨센서스를 상회했고, 전년 동기 (1Q19) 매출 (11,372M 대만달러) 대비 27% 늘어났다. 매출이 양호했던 원인은 PC 및 서버 수요 때문으로 판단된다. 난야테크는 PC 및 서버 DRAM (이하 Computing DRAM) 출하비중을 전략적으로 늘려왔다. 2년 전 까지만 해도 10% 초반 수준이던 Computing DRAM 출하비중은 20%에 근접했다. COVID-19 발발 이후 재택근무, 온라인교육 영향으로 Computing DRAM 출하가 견조했을 것으로 추정된다. 한편 기존 주력제품인 Consumer DRAM 출하도 양호했을 것으로 판단된다. 전방산업에서 Digital DV, set-top box 수요는 둔화되었지만, 통신장비 (라우터)에서 사용되는 Consumer DRAM 수요는 견조하기 때문이다. DRAM 공급사의 상반기 실적이 탄탄한 만큼 하반기 실적에 대한 우려가 높아지고 있지만, 일단 아직까지 Computing DRAM의 수요는 견조한 것으로 판단된다. 투자자들은 실적 가시성을 확인하고 싶어하기 때문에 당장의 실적이 순조로운 흐름을 기록하는 것은 투자심리에 긍정적이라고 판단된다.

그림 6. Nanya Technology 월별 매출 추이



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 7. Nanya Technology 월별 매출(YoY%)



자료: 각 사, 하나금융투자

표 6. Nanya Technology의 핵심지표(분기): 대만달러 기준

(단위: 백만 TWD, TWD, %)

	Q4 2018 12/31/2018	Q1 2019 03/31/2019	Q2 2019 06/30/2019	Q3 2019 09/30/2019	Q4 2019 12/31/2019	Q1 2020 예상 03/31/2020	Q2 2020 예상 06/30/2020	Q3 2020 예상 09/30/2020	Q4 2020 예상 12/31/2020
<b>시가총액</b>	167,903.7	186,251.7	195,661.1	245,731.2	254,650.6				
현금과 현금등가물	57,384.0	60,373.7	60,860.9	43,183.9	44,149.0				
우선주자본금&기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0				
총부채	0.0	248.5	199.1	149.6	99.9				
기업가치	110,519.7	126,126.5	134,999.3	202,696.9	210,601.6				
<b>매출</b>	16,957.6	11,371.8	12,440.8	14,799.4	13,115.5	13,604.6	14,536.4	16,006.9	16,252.7
성장률%, YoY	1.1	-39.5	-49.4	-39.3	-22.7	19.6	16.8	8.2	23.9
<b>매출총이익</b>	8,971.8	4,632.6	4,347.8	4,136.9	3,376.8	3,864.1	4,571.3	5,778.2	6,133.4
마진(%)	52.9	40.7	34.9	28.0	25.7	28.4	31.4	36.1	37.7
<b>EBITDA</b>	10,216.7	6,381.1	6,426.6	5,957.2	5,169.3	5,335.5	5,379.0	5,709.0	6,231.5
마진(%)	60.2	56.1	51.7	40.3	39.4	39.2	37.0	35.7	38.3
<b>순이익</b>	7,941.7	3,586.0	2,651.9	2,126.7	1,285.9	1,979.3	2,525.3	3,309.3	3,586.1
마진(%)	46.8	31.5	21.3	14.4	9.8	14.5	17.4	20.7	22.1
<b>EPS</b>	2.47	1.16	0.87	0.69	0.42	0.65	0.81	1.00	1.13
성장률%, YoY	-17.4	-50.7	-75.6	-82.8	-83.1	-44.0	-7.0	43.4	170.4
영업활동 현금흐름	15,426.6	5,915.6	1,591.0	5,102.8	5,007.6				
자본지출	-12,745.3	-1,722.8	-1,826.6	-1,106.4	-840.4				
잉여현금흐름	2,681.3	4,192.8	-235.6	3,996.4	4,167.2	3,339.0	2,307.0	2,359.0	3,470.0

자료: Bloomberg 조정치이므로 기업측 발표치 또는 재무제표와 다를 수 있음

주: Bloomberg, 하나금융투자

표 7. Nanya Technology의 애플리케이션별 DRAM 출하

(단위: 2Gb/백만, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
PC	55	56	57	67	75	82	81	86	86	91	97	97
Server	-	-	-	-	-	5	5	5	5	5	10	10
Mobile	93	95	96	89	89	82	72	62	62	67	73	73
Graphic	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Consumer	274	280	283	289	305	315	321	324	324	316	305	305
<b>합계</b>	421	431	436	445	469	484	479	477	477	479	484	484
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
PC	13%	13%	13%	15%	16%	17%	17%	18%	18%	19%	20%	20%
Server	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%
Mobile	22%	22%	22%	20%	19%	17%	15%	13%	13%	14%	15%	15%
Graphic	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Consumer	65%	65%	65%	65%	65%	65%	67%	68%	68%	66%	63%	63%
<b>합계</b>	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

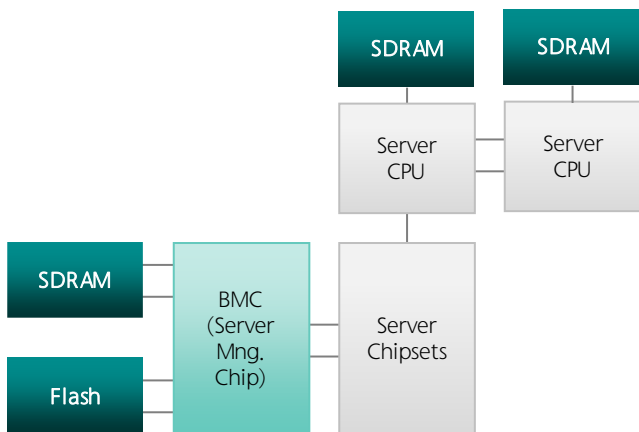
자료: Nanya Technology, DRAMeXchange 하나금융투자

#### 4) 대만의 IT 기업 (Aspeed, Macronix, PC) 통해서도 무난한 H/W 수요 확인

Aspeed의 3월 매출은 +41.8% YoY 기록

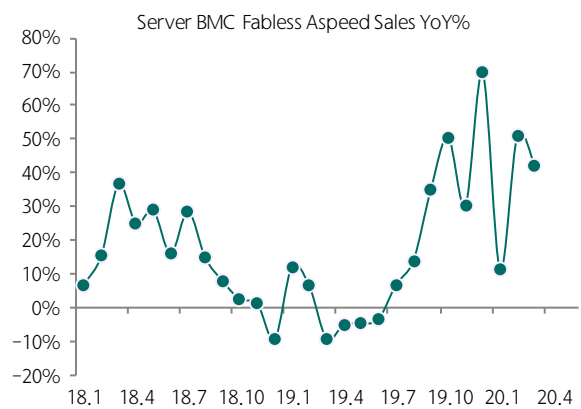
마이크론과 난야테크 등 메모리 반도체뿐만 아니라 서버, 게임기, PC 부품업종에서도 비대면 활동 증가의 수혜를 감지할 수 있다. 서버업종의 나팔수와 같은 역할은 대만의 Aspeed가 담당하고 있다. Aspeed는 서버용 BMC(Baseboard Management Chip) 시장에서 점유율 1위를 기록 중인 공급사이다. BMC는 시스템의 하드웨어 성능과 상태를 원격 모니터링하는데 필요한 인터페이스를 제공하는 칩(반도체)이다. 2018년 기준, Aspeed의 점유율은 65%로 2위 공급사 Nuvoton보다 높다. 한국의 투자자들이 Aspeed의 관심을 갖는 이유는 Aspeed의 매출을 통해 서버 시장의 현황을 가늠할 수 있기 때문이다. Aspeed의 제품은 lead time이 짧아 사실상 분기 단위의 forecast조차 유의미하지 않다. 3월 매출은 +41.8% YoY를 기록했다. COVID-19 발발 이후 서버 밸류체인에서 고객사들이 BMC 재고를 선제적으로 축적하고 있기 때문이다. 2019년 무역분쟁이 완화되던 시기에 재고의 선제적 축적은 추후 실수요의 상대적 둔화를 유발하는 원인이 될 수도 있다는 점에서 투자자들의 우려를 유발하기도 했는데 COVID-19 발발 이후 대외환경의 불확실성이 커지다 보니 지금 당장 (Right now!) 선제적 재고 축적이 일어나는 것이 오히려 긍정적으로 받아들여지고 있다. Aspeed는 주요 고객사로 Amazon, Facebook, MSFT뿐만 아니라 중화권 서버 고객사 (Inspur, Lenovo, Sugon)를 보유하고 있다. 미국의 고객사는 클라우드 시설투자에 적극적이고, 중화권의 고객사는 기존 강자인 HP와 Dell을 밀어내고 점유율을 확대하는 데 적극적이다. 매출이 50% 이상이 하이퍼스케일형 서버 시장에서 발생하고 있는데 현재 서버 DRAM 업황의 턴어라운드를 이끄는 수요처가 하이퍼스케일형 시장이므로 Aspeed의 실적 성장은 당분간 지속될 것으로 판단된다.

그림 8. Aspeed가 공급하는 BMC는 서버에 1개씩 탑재



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 9. Aspeed의 3월 매출은 +41.8% YoY 기록

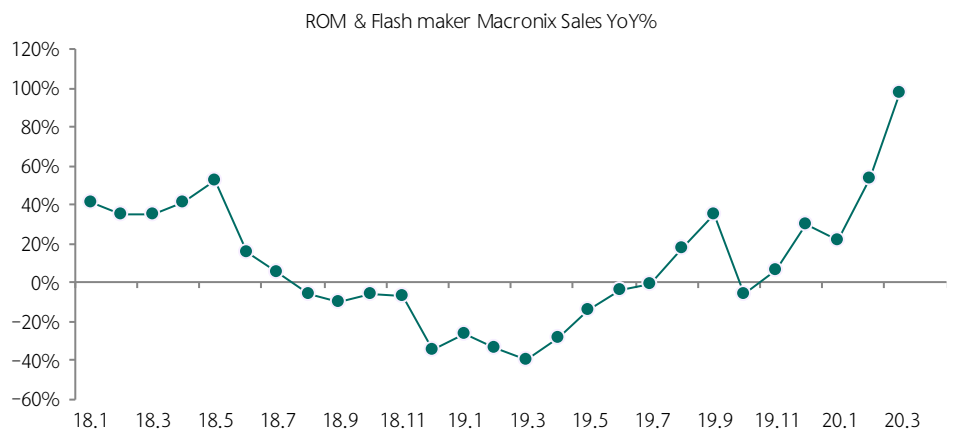


자료: 각 사, 하나금융투자

**Macronix의 3월 매출은 +97.6% YoY 기록**

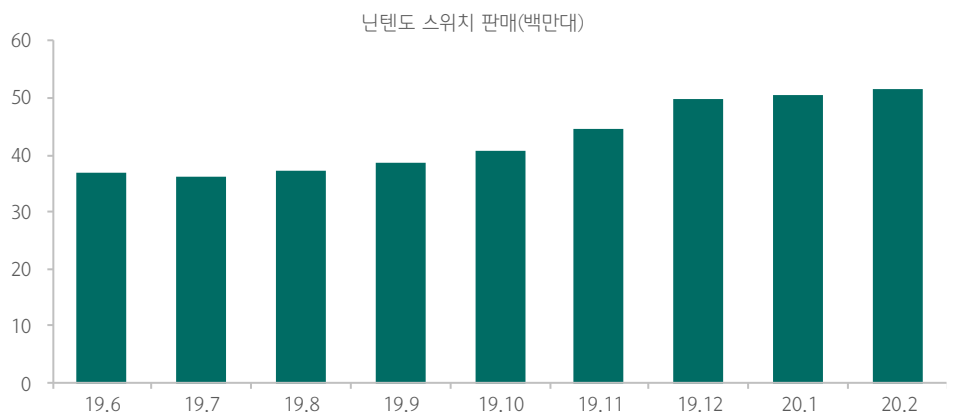
한편 메모리 반도체 중에서 Mask ROM (제조과정에서 내용을 미리 기억시켜 추후에 사용자가 내용을 변경할 수 없는 메모리. 주된 사용처는 비디오카드, 프린터, 키보드 등. 데이터를 변경할 수 없으므로 DRAM처럼 사용할 수 없음)과 Flash를 공급하는 대만의 Macronix도 3월에 빼어난 실적을 기록했다. 3월 매출은 NT\$3.88B로 (US\$129.1M) 전년 동기 대비 97.6% 증가했다. 1Q20 (1~3월) 매출은 NT\$9.42B로 전년 동기 대비 56.2% 증가했다. 실적 성장의 배경은 전방산업에서 Nintendo Switch가 견조하게 판매되고 있기 때문이다. Nintendo Switch의 누적 판매량은 2019년 12월에 이미 50백만대를 넘어섰는데 당분간 상승세를 이어갈 것으로 판단된다. 공급 부족 우려가 지속되고 있어 관련 부품의 재고 축적 강도가 큰 것으로 파악된다. Nintendo Switch의 밸류체인이 중국과 베트남에 위치하고 있기 때문이다. 이러한 상황 때문에 Macronix가 상대적인 수혜를 입은 것으로 판단된다. 일본 언론 보도에 의하면 Nintendo는 SNS를 통해 일본 내에서의 Switch/Lite 제품 출하를 당분간 중단한다고 발표했다. 전국적인 휴교 조치로 가정용 게임기 수요가 늘어났기 때문이다. 제품이 판매되는 사이트에서 가격 변동성을 반영하지 않은 경우가 있지만 Nintendo Switch의 가격이 폭등했다는 것은 공공연한 비밀이다.

**그림 10. 3월 매출은 NT\$3.88B로 (US\$129.1M) 전년 동기 대비 97.6% 증가**



자료: Macronix, 하나금융투자

**그림 11. 2020년 2월까지 닌텐도 스위치의 누적 판매량**

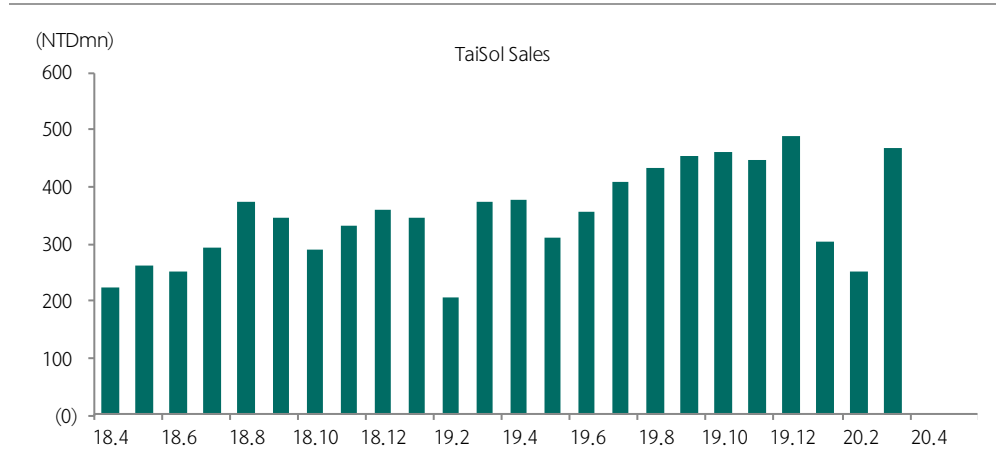


자료: 업계 자료, 하나금융투자

TaiSol의 월별 매출은 1, 2월에 급격히 하락했다가 3월에 정상화

TaiSol Electronics는 1994년에 설립되었으며 컴퓨터와 서버용 쿨링 시스템과 커넥터 등을 공급한다. 완전한 의미의 Pure Player라고 보기 어렵지만 2020년 1분기의 월별 매출은 COVID-19의 급격한 영향권에 놓였다가 빠져나오는 모습을 보여준다. 1월 매출은 TWD 303M으로 12월 TWDM 488M 대비 급격하게 하락했고, 2월 매출은 TWD 252M 수준까지 추가적으로 하락했다가 3월 매출은 TWD 466M까지 회복되었다. 전방산업에서 기업용 및 교육용 PC 수요가 견조했기 때문이다.

그림 12. TaiSol의 월별 매출은 1, 2월에 급격히 하락했다가 3월에 정상화



자료: TaiSol, 하나금융투자

그림 13. TaiSol이 공급하는 쿨링 시스템(1)



자료: TaiSol, 하나금융투자

그림 14. TaiSol이 공급하는 쿨링 시스템(2)



자료: TaiSol, 하나금융투자

### 5) 전방산업의 다운사이드 가능성: 알파벳과 페이스북의 데이터센터 시설투자

COVID-19 발발 이후 아날로그 반도체 공급사와 애플향 RF 솔루션 공급사들이 선제적으로 매출 가이드를 조정한 것에서 알 수 있듯이, 반도체 산업 내에서도 소나기를 피해가기 어려운 분야가 엄연히 존재한다. 이와 마찬가지로 서버 시장에서도 다운사이드 가능성이 있고 최근에 산업 지표를 통해 그러한 가능성이 드러났다. 반도체 산업지표 중에서 미국의 Public Cloud 및 Content Streaming 공급사의 시설투자 컨센서스 (블룸버그 기준)는 하향 조정되었다. 페이스북, 아마존, 애플, 넷플릭스, 알파벳, MSFT, 디즈니의 2020년 시설투자 합산액 컨센서스는 \$94.3B에서 \$91.9B로 하향 조정되었다. COVID-19 발발 이후 전방산업의 광고 수요 둔화가 광고 매출에 의존하는 페이스북, 알파벳 등의 데이터센터 시설투자 여력을 줄일 수 있다는 우려 때문이다. 그러나 광고 매출 의존도가 상대적으로 미미한 마이크로소프트와 Amazon이 서버용 반도체 수요를 견인하고 있으며, 중국 퍼블릭 클라우드 서비스 공급사 중에서 Alibaba의 재고 축적 의지가 굳건해 중국 수요에 대해 걱정할 필요가 없는 것으로 파악된다. 현재까지 발표된 데이터센터 관련 품목 (SSD)의 수출지표나 서버 DRAM 계약가격은 아직 견조하다는 점을 감안 시 전방산업 수요에 대해 지나치게 우려하지 않아도 될 것으로 판단된다.

표 8-1. Global cloud & content 기업의 연간 CapEx 컨센서스 (3월 29일 기준)

(단위: US\$mn)

	페이스북	아마존	애플	넷플릭스	알파벳	MSFT	Disney	소계 (미국)	바이두	알리바바	텐센트	소계 (중국)	합계
2013	1,362	3,444	8,165	120	7,358	4,257	2,796	27,502	448	398	794	1,640	29,142
2014	1,831	4,893	9,571	145	10,959	5,485	3,311	36,195	783	781	701	2,265	38,460
2015	2,523	5,387	11,247	169	9,950	5,944	4,265	39,485	832	1,244	1,350	3,426	42,912
2016	4,491	7,804	12,734	185	10,212	8,343	4,773	48,542	631	1,706	1,492	3,828	52,370
2017	6,733	11,955	12,451	173	13,184	8,129	3,623	56,248	708	2,609	1,801	5,117	61,366
2018	13,915	13,427	13,313	174	25,139	11,632	4,465	82,065	1,327	4,509	3,356	9,193	91,258
2019	15,102	16,861	10,495	253	23,548	13,925	4,876	85,060	931	7,399	3,356	11,686	96,746
2020	<b>17,453</b>	<b>17,438</b>	<b>10,930</b>	<b>254</b>	<b>27,789</b>	<b>15,206</b>	<b>5,223</b>	<b>94,293</b>	929	7,764	5,357	14,051	108,343
2021F	19,154	19,765	12,998	287	29,947	17,286	5,332	104,768	1,072	9,136	6,447	16,655	121,423
2022F	20,309	23,726	12,816	293	31,278	18,881	5,811	113,114	1,102	9,684	7,952	18,738	131,852

자료: Bloomberg, 하나금융투자

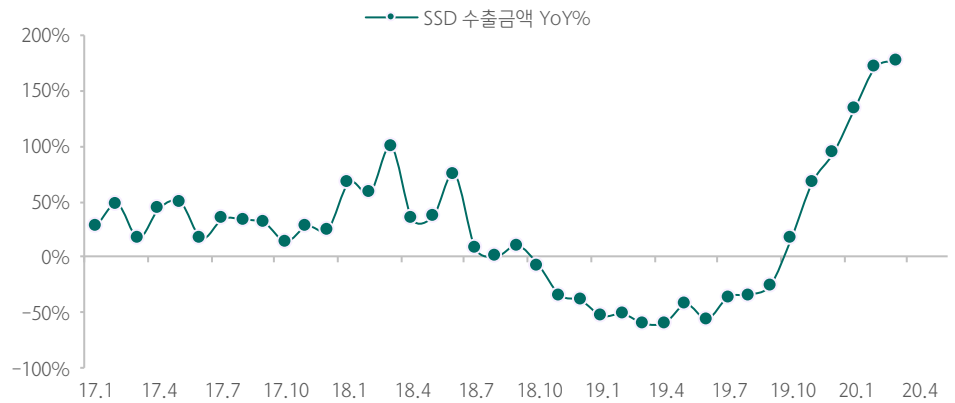
표 8-2. Global cloud & content 기업의 연간 CapEx 컨센서스 (4월 5일 기준)

(단위: US\$mn)

	페이스북	아마존	애플	넷플릭스	알파벳	MSFT	Disney	소계 (미국)	바이두	알리바바	텐센트	소계 (중국)	합계
2013	1,362	3,444	8,165	120	7,358	4,257	2,796	27,502	448	398	794	1,640	29,142
2014	1,831	4,893	9,571	145	10,959	5,485	3,311	36,195	783	781	701	2,265	38,460
2015	2,523	5,387	11,247	169	9,950	5,944	4,265	39,485	832	1,244	1,350	3,426	42,912
2016	4,491	7,804	12,734	185	10,212	8,343	4,773	48,542	631	1,706	1,492	3,828	52,370
2017	6,733	11,955	12,451	173	13,184	8,129	3,623	56,248	708	2,609	1,801	5,117	61,366
2018	13,915	13,427	13,313	174	25,139	11,632	4,465	82,065	1,327	4,509	3,356	9,193	91,258
2019	15,102	16,861	10,495	253	23,548	13,925	4,876	85,060	931	7,399	3,927	12,256	97,316
2020	<b>16,315</b>	<b>17,561</b>	<b>10,899</b>	<b>248</b>	<b>26,510</b>	<b>15,149</b>	<b>5,223</b>	<b>91,906</b>	1,114	7,764	5,357	14,236	106,142
2021F	18,879	20,198	12,967	286	29,858	17,153	5,332	104,674	1,343	9,136	6,447	16,926	121,600
2022F	20,028	24,203	12,816	318	31,278	18,734	5,811	113,188	1,531	9,684	7,952	19,167	132,355

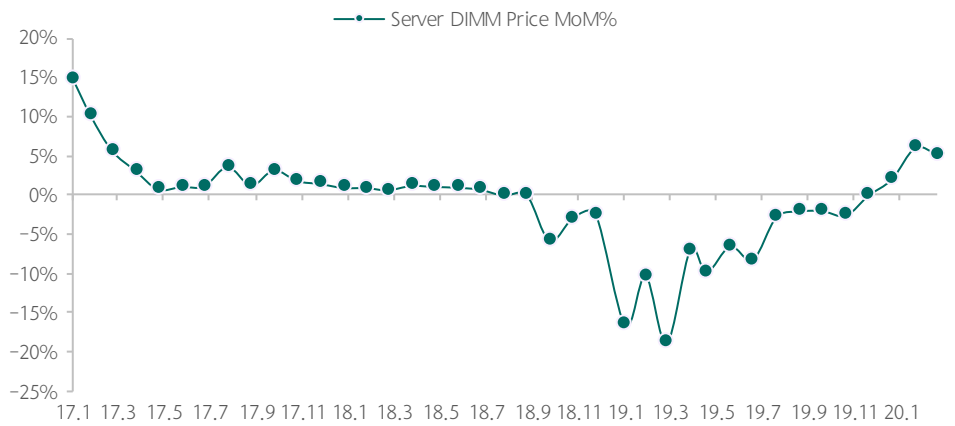
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 15. 현재까지 발표된 데이터센터 관련 품목 (SSD)의 수출 지표는 건조



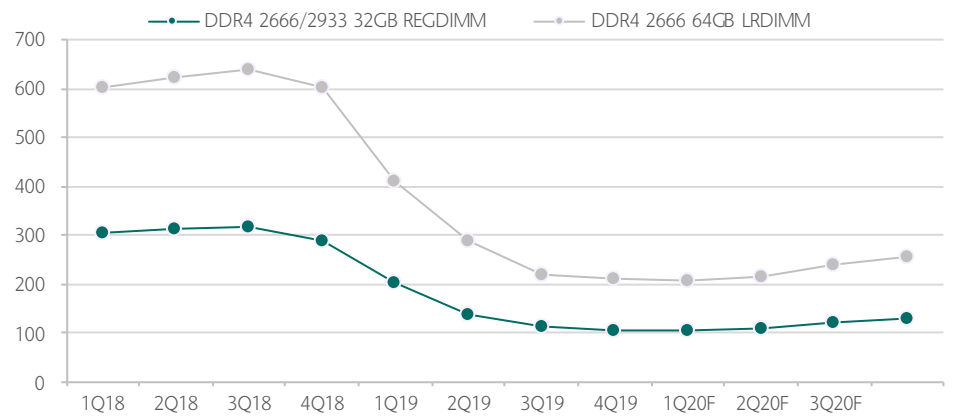
자료: 무역통계, 하나금융투자

그림 16. 현재까지 발표된 데이터센터 관련 서버 DRAM 계약가격은 아직 건조



자료: 업계 자료, 하나금융투자

그림 17. 서버 DRAM의 가격 전망



자료: 업계 자료, 하나금융투자



### 6) 실적 가시성이 예상되는 기업: SK하이닉스, 인텔, 엔비디아

서버, PC, 게임기 시장에 주목

결론적으로 COVID-19 발발 이후 반도체 업종에서 투자자들이 관심을 기울여야 할 분야는 수요 둔화의 리스크가 상대적으로 낮은 서버, PC, 게임기 시장이다. 전방산업의 성격상 서버와 PC로의 노출도가 큰 기업은 SK하이닉스, 인텔, 엔비디아이다. SK하이닉스의 경우 서버, PC향 DRAM 출하비중은 49%로 추정되어 모바일 DRAM 출하비중 (38%)를 상회한다. 따라서 이와 같은 매출 구조는 모바일 수요의 둔화를 방어할 수 있을 것으로 판단된다. 마찬가지로 인텔과 엔비디아의 매출 구조는 각각 서버(데이터센터)/PC 및 서버(데이터센터)/게임기향으로 70% 이상 노출되어 있으므로 비대면 사회로의 변화 흐름에 수혜가 클 것으로 전망된다.

표 9. SK하이닉스의 애플리케이션별 DRAM 출하

(단위: 2Gb/백만, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
PC	488	494	550	570	542	558	585	595	630	669	683	713
Server	1,057	1,199	1,336	1,424	1,542	1,588	1,619	1,714	1,744	1,834	1,948	2,032
Mobile	1,285	1,375	1,435	1,546	1,542	1,631	1,709	1,809	1,841	1,859	1,856	1,936
Graphic	195	212	229	244	250	258	270	309	291	297	306	319
Consumer	228	247	267	285	292	258	315	333	339	297	306	319
<b>합계</b>	<b>3,253</b>	<b>3,525</b>	<b>3,816</b>	<b>4,068</b>	<b>4,168</b>	<b>4,292</b>	<b>4,498</b>	<b>4,760</b>	<b>4,845</b>	<b>4,957</b>	<b>5,100</b>	<b>5,320</b>
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
PC	15%	14%	14%	14%	13%	13%	13%	13%	13%	14%	13%	13%
Server	33%	34%	35%	35%	37%	37%	36%	36%	36%	37%	38%	38%
Mobile	40%	39%	38%	38%	37%	38%	38%	38%	38%	38%	36%	36%
Graphic	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	6%	6%	6%	6%
Consumer	7%	7%	7%	7%	7%	6%	7%	7%	7%	6%	6%	6%
<b>합계</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

자료: 업계 자료, DRAMeXchange 하나금융투자

표 10. 인텔의 애플리케이션별 매출

(단위: US\$mn, %)

	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019
	03/31/2018	06/30/2018	09/29/2018	12/29/2018	03/30/2019	06/29/2019	09/28/2019	12/28/2019
<b>매출</b>	<b>16,066</b>	<b>16,962</b>	<b>19,163</b>	<b>18,657</b>	<b>16,061</b>	<b>16,505</b>	<b>19,190</b>	<b>20,209</b>
Client Computing Group	8,220	8,728	10,234	9,822	8,586	8,841	9,709	10,010
Data Center Group	5,234	5,549	6,139	6,069	4,902	4,983	6,383	7,213
Non-Volatile Memory Solutions Group	1,040	1,079	1,081	1,107	915	940	1,290	1,217
Internet of Things	-	1,053	-	-	-	1,187	1,234	1,160
IOTG	-	880	-	-	-	986	1,005	920
Mobileye	151	173	-	-	209	201	229	240
Programmable Solutions Group	498	517	496	612	486	489	507	505
All Other & Corporate	83	36	294	231	53	65	67	104
Internet of Things Group	840	-	919	816	910	-	-	-
<b>매출비중</b>								
Client Computing Group	51%	51%	53%	53%	53%	54%	51%	50%
Data Center Group	33%	33%	32%	33%	31%	30%	33%	36%
Non-Volatile Memory Solutions Group	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	6%
Internet of Things		6%				7%	6%	6%
IOTG		5%				6%	5%	5%
Mobileye	1%	1%			1%	1%	1%	1%
Programmable Solutions Group	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%
All Other & Corporate	1%	0%	2%	1%	0%	0%	0%	1%
Internet of Things Group	5%		5%	4%	6%			

자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 11. 엔비디아의 애플리케이션별 매출

(단위: US\$mn, %)

	Q1 2019 04/28/2018	Q2 2019 07/28/2018	Q3 2019 10/28/2018	Q4 2019 01/27/2019	Q1 2020 04/28/2019	Q2 2020 07/28/2019	Q3 2020 10/27/2019	Q4 2020 01/26/2020
<b>매출</b>	<b>3,207.0</b>	<b>3,123.0</b>	<b>3,181.0</b>	<b>2,205.0</b>	<b>2,220.0</b>	<b>2,579.0</b>	<b>3,014.0</b>	<b>3,105.0</b>
Gaming	1,723.0	1,805.0	1,764.0	954.0	1,055.0	1,313.0	1,659.0	1,491.0
Datacenter	701.0	760.0	792.0	679.0	634.0	655.0	726.0	968.0
Professional Visualization	251.0	281.0	305.0	293.0	266.0	291.0	324.0	331.0
Automotive	145.0	161.0	172.0	163.0	166.0	209.0	162.0	163.0
OEM & IP	387.0	116.0	148.0	116.0	99.0	111.0	143.0	152.0
<b>부문별 매출비중</b>								
Gaming	53.7%	57.8%	55.5%	43.3%	47.5%	50.9%	55.0%	48.0%
Datacenter	21.9%	24.3%	24.9%	30.8%	28.6%	25.4%	24.1%	31.2%
Professional Visualization	7.8%	9.0%	9.6%	13.3%	12.0%	11.3%	10.7%	10.7%
Automotive	4.5%	5.2%	5.4%	7.4%	7.5%	8.1%	5.4%	5.2%
OEM & IP	12.1%	3.7%	4.7%	5.3%	4.5%	4.3%	4.7%	4.9%

자료: NVIDIA, Bloomberg, 하나금융투자

2020년 4월 14일

# SK하이닉스(000660)

## 비대면 수혜주

### 1Q20 매출 7.1조 원, 영업이익 5,395억 원 전망

3/16 SK하이닉스 자료 발간 이후 1Q20 실적을 상향 조정했다. 기존 전망치와 가장 차이 나는 부분은 원/달러 환율 가정이다. SK하이닉스의 경우 원화 약세 시 (예: 10월 상승 시) 분기 영업이익이 최대 수백억 원씩 늘어날 가능성이 있다. 3/16 실적 프리뷰 당시에는 이와 같은 점을 감안하지 않아 1Q20 영업이익을 보수적 수준인 3,906억 원으로 추정했다.

### 우려는 커져가는데 아직까지 발표된 산업 지표는 양호

대만 조사기관과 언론을 중심으로 2020년 하반기에 DRAM 가격의 상승폭이 둔화된다는 전망과 NAND 가격의 하락이 시작될 것이라는 전망이 늘어나고 있다. 이와 같은 전망이 등장하는 이유는 상반기의 DRAM 가격 지표가 워낙 견조한 상황에서 과거 무역분쟁 시기의 경험에 따라 전 세계적으로 네거티브한 이벤트 (COVID-19) 발발 시 수요가 급격하게 둔화되는 것을 시장 참여자들이 목격했기 때문이다. 심리적 불안은 하반기 전망뿐만 아니라 월별 지표 전망 (한국 수출, 대만 수출, 대만 PMI)에서도 찾아볼 수 있다. 그러나 아이러니하게도 2월이나 3월의 반도체 산업 지표는 우려 대비 양호하다. SSD의 수출, 컴퓨터와 서버용 쿨링 시스템 공급사 TaiSol의 매출 흐름을 살펴보면 전망산업에서 데이터센터 또는 PC 수요가 상대적으로 견조하다는 점을 확인할 수 있다.

### 인류의 소비본능이 비자발적으로 장기간 억제될 수 있을까?

COVID-19 발발 이후 애널리스트의 관점에서 향후 전망을 좋다 나쁘다 단언하기 어렵다. 위/아래로 불확실한 가능성이 모두 열려있기 때문이다. Nintendo Switch의 인기 급증으로 Switch향 메모리 반도체를 공급하는 대만 Macronix의 3월 매출은 97.6% YoY 증가했다. 늘어나는 제품 수요를 감당하지 못해 Nintendo 측에서 Switch 제품의 일본 내 출하를 4월 둘째 주부터 중단할 예정이다. 그렇다면 Macronix의 4월 매출은 어떻게 될 것인가? 작금의 현실은 (1) 예상하지 못했던 분야에서의 수요 급증, (2) 공급 차질에 대한 불안감, 유발하는 부품 재고 축적이 동시다발적으로 발생하고 있는데 무역분쟁 시기의 수요 절벽과 재고 조정에 대한 트라우마가 심리적으로 부담을 주고 있다. SK하이닉스의 실적이 갑자기 어느 달부터 갑자기 빼먹거릴지 예측하기 어렵지만 하반기 수요에 대한 기대를 저버릴 필요는 없다고 판단된다.

### Top pick

**BUY**

| TP(12M): 104,000원 | CP(4월13일): 81,400원

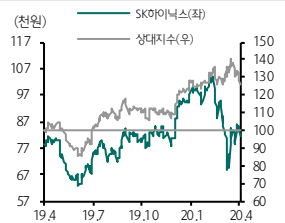
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,825.76
52주 최고/최저(원)	105,000/63,100
시가총액(십억원)	59,259.4
시가총액비중(%)	4.92
발행주식수(천주)	728,002.4
60일 평균 거래량(천주)	4,795.8
60일 평균 거래대금(십억원)	418.2
20년 배당금(예상, 원)	1,000
20년 배당수익률(예상, %)	1.23
외국인지분율(%)	49.23
주요주주 지분율(%)	
SK텔레콤 외 2인	20.07
국민연금공단	11.08
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.3) 1.8 4.2
상대	(4.3) 13.9 27.5

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	32,401.3	40,691.3
영업이익(십억원)	6,738.5	13,059.7
순이익(십억원)	5,110.0	10,049.8
EPS(원)	6,977	13,797
BPS(원)	76,295	89,672

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	40,445.1	26,990.7	34,183.7	39,392.7	41,251.2
영업이익	십억원	20,843.8	2,712.7	6,089.8	10,594.3	11,923.8
세전이익	십억원	21,341.0	2,442.7	6,324.7	10,865.0	12,207.3
순이익	십억원	15,540.1	2,013.3	4,933.3	8,474.7	9,519.3
EPS	원	21,346	2,765	6,776	11,641	13,076
증감률	%	46.0	(87.0)	145.1	71.8	12.3
PER	배	2.83	34.03	12.01	6.99	6.23
PBR	배	0.89	1.36	1.08	0.95	0.84
EV/EBITDA	배	1.50	6.77	4.30	2.97	2.41
ROE	%	38.53	4.25	9.86	15.11	14.84
BPS	원	67,794	69,281	75,118	85,819	97,298
DPS	원	1,500	1,000	1,000	1,700	1,900



Analyst 김경민, CFA  
clairekm.kim@hanafn.com

RA 김주연  
kim\_juyeon@hanafn.com

표 1-1. SK하이닉스의 실적 추정과 주요 가정(수정 이후)

(단위: 십억 원, %)

DRAM	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
Q: 1Gb eq./백만대	7,525	8,534	10,497	11,360	10,678	10,785	11,109	11,109	26,189	31,159	37,916	43,681
빗그로스	-8%	+13%	+23%	+8%	-6%	+1%	+3%	+0%	+23%	+19%	+22%	+15%
P: 가격	0.64	0.50	0.42	0.39	0.40	0.46	0.51	0.53	0.77	0.94	0.49	0.48
QoQ%, YoY%	-27%	-23%	-16%	-7%	+3%	+15%	+10%	+3%	+52%	+23%	-48%	-3%
NAND	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
Q: 8Gb eq./백만대	7,215	10,303	10,200	11,251	12,489	13,737	14,424	15,146	18,468	25,498	38,970	55,796
빗그로스	-6%	+43%	-1%	+10%	+11%	+10%	+5%	+5%	+19%	+38%	+53%	+43%
P: 가격	0.14	0.11	0.11	0.11	0.12	0.13	0.13	0.13	0.32	0.27	0.12	0.13
QoQ%, YoY%	-32%	-24%	+4%	+0%	+7%	+5%	+5%	-5%	+34%	-14%	-57%	+6%
매출	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
전사	6,773.1	6,451.7	6,839.0	6,927.0	7,154.1	8,267.9	9,279.9	9,481.8	30,108.9	40,445.1	26,990.8	34,183.7
DRAM	5,465.2	4,968.0	5,266.0	5,232.8	5,148.2	5,979.7	6,775.0	6,978.2	22,787.7	32,366.9	20,932.0	24,881.1
NAND	1,151.9	1,295.7	1,368.0	1,486.4	1,793.9	2,072.0	2,284.4	2,278.6	6,642.0	7,474.3	5,302.0	8,428.9
영업이익	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
전사	1,366.5	638.0	473.0	236.0	539.5	1,139.2	2,029.4	2,381.7	13,720.8	20,843.3	2,712.7	6,089.8
DRAM	2,350.0	1,391.0	1,211.2	1,046.6	1,081.1	1,734.1	2,405.1	2,581.9	12,456.5	19,909.0	5,998.8	7,802.3
NAND 및 기타	-983.5	-753.0	-738.2	-810.6	-541.6	-594.9	-375.7	-200.3	1,264.8	934.7	-3,285.3	-1,712.5
영업이익률%	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
전사	20%	10%	7%	3%	8%	14%	22%	25%	46%	52%	10%	18%
DRAM	43%	28%	23%	20%	21%	29%	36%	37%	55%	62%	29%	31%
NAND 및 기타	-75%	-58%	-47%	-48%	-27%	-26%	-15%	-8%	17%	12%	-54%	-18%
순이익	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
전사	1,102.1	537.0	495.5	(118.3)	459.1	932.6	1,632.2	1,908.0	10,642.2	15,540.0	2,016.4	4,931.8
순이익률%	16%	8%	7%	-2%	6%	11%	18%	20%	35%	38%	7%	14%

자료: SK하이닉스, 하나금융투자

표 1-2. SK하이닉스의 실적 추정과 주요 가정(수정 이전)

(단위: 십억 원, %)

DRAM	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
Q: 1Gb eq./백만대	7,525	8,534	10,497	11,360	10,678	10,785	11,109	11,109	26,189	31,159	37,916	43,681
빗그로스	-8%	+13%	+23%	+8%	-6%	+1%	+3%	+0%	+23%	+19%	+22%	+15%
P: 가격	0.64	0.50	0.42	0.39	0.40	0.46	0.51	0.53	0.77	0.94	0.49	0.48
QoQ%, YoY%	-27%	-23%	-16%	-7%	+3%	+15%	+10%	+3%	+52%	+23%	-48%	-3%
NAND	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
Q: 8Gb eq./백만대	7,215	10,303	10,200	11,251	12,489	14,986	16,485	18,133	18,468	25,498	38,970	62,093
빗그로스	-6%	+43%	-1%	+10%	+11%	+20%	+10%	+10%	+19%	+38%	+53%	+59%
P: 가격	0.14	0.11	0.11	0.11	0.12	0.12	0.13	0.12	0.32	0.27	0.12	0.12
QoQ%, YoY%	-32%	-24%	+4%	+0%	+6%	+5%	+5%	-5%	+34%	-14%	-57%	+5%
매출	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
전사	6,773.1	6,451.7	6,839.0	6,927.0	7,050.6	8,331.5	9,463.7	9,783.6	30,108.9	40,445.1	26,990.8	34,629.4
DRAM	5,465.2	4,968.0	5,266.0	5,232.8	5,089.9	5,911.9	6,698.2	6,899.2	22,787.7	32,366.9	20,932.0	24,599.2
NAND	1,151.9	1,295.7	1,368.0	1,486.4	1,748.7	2,203.4	2,544.9	2,659.4	6,642.0	7,474.3	5,302.0	9,156.5
영업이익	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
전사	1,366.5	638.0	473.0	236.0	390.6	1,026.2	1,896.1	2,252.9	13,720.8	20,843.3	2,712.7	5,565.8
DRAM	2,350.0	1,391.0	1,211.2	1,046.6	1,018.0	1,655.3	2,310.9	2,483.7	12,456.5	19,909.0	5,998.8	7,467.9
NAND 및 기타	-983.5	-753.0	-738.2	-810.6	-627.4	-629.1	-414.8	-230.8	1,264.8	934.7	-3,285.3	-1,902.1
영업이익률%	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
전사	20%	10%	7%	3%	6%	12%	20%	23%	46%	52%	10%	16%
DRAM	43%	28%	23%	20%	20%	28%	35%	36%	55%	62%	29%	30%
NAND 및 기타	-75%	-58%	-47%	-48%	-32%	-26%	-15%	-8%	17%	12%	-54%	-19%
순이익	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
전사	1,102.1	537.0	495.5	(118.3)	342.3	844.9	1,529.2	1,809.2	10,642.2	15,540.0	2,016.4	4,525.6
순이익률%	16%	8%	7%	-2%	5%	10%	16%	18%	35%	38%	7%	13%

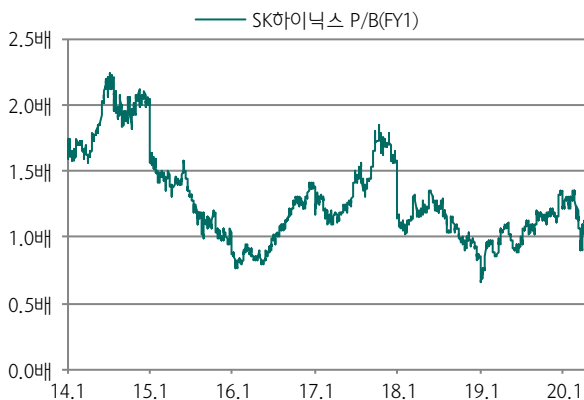
자료: SK하이닉스, 하나금융투자

그림 1. SK하이닉스의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2019~20년)



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2. 컨센서스 기준 P/B(FY1) 1.11배



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 3. 컨센서스 기준 P/B(Trailing Month): 1.19배



자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>40,445.1</b>	<b>26,990.7</b>	<b>34,183.7</b>	<b>39,392.7</b>	<b>41,251.2</b>
매출원가	15,180.8	18,825.3	23,479.1	23,480.4	23,758.5
매출총이익	25,264.3	8,165.4	10,704.6	15,912.3	17,492.7
판관비	4,420.5	5,452.7	4,614.8	5,318.0	5,568.9
<b>영업이익</b>	<b>20,843.8</b>	<b>2,712.7</b>	<b>6,089.8</b>	<b>10,594.3</b>	<b>11,923.8</b>
금융손익	549.8	(267.2)	(405.3)	(448.6)	(175.5)
중속/관계기업손익	13.0	22.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(65.5)	(25.4)	640.2	719.4	459.1
<b>세전이익</b>	<b>21,341.0</b>	<b>2,442.7</b>	<b>6,324.7</b>	<b>10,865.0</b>	<b>12,207.3</b>
법인세	5,801.0	426.3	1,391.4	2,390.3	2,688.0
계속사업이익	15,540.0	2,016.4	4,933.3	8,474.7	9,519.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>15,540.0</b>	<b>2,016.4</b>	<b>4,933.3</b>	<b>8,474.7</b>	<b>9,519.3</b>
비배주주지분 손이익	(0.1)	3.1	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>15,540.1</b>	<b>2,013.3</b>	<b>4,933.3</b>	<b>8,474.7</b>	<b>9,519.3</b>
지배주주지분포괄이익	15,471.8	2,107.0	4,933.3	8,474.7	9,519.3
NOPAT	15,177.9	2,239.3	4,750.0	8,263.5	9,298.2
EBITDA	27,272.1	11,266.1	14,849.1	19,170.5	20,583.1
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	34.3	(33.3)	26.6	15.2	4.7
NOPAT증가율	39.7	(85.2)	112.1	74.0	12.5
EBITDA증가율	45.5	(58.7)	31.8	29.1	7.4
영업이익증가율	51.9	(87.0)	124.5	74.0	12.5
(지배주주)순이익증가율	46.0	(87.0)	145.0	71.8	12.3
EPS증가율	46.0	(87.0)	145.1	71.8	12.3
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	62.5	30.3	31.3	40.4	42.4
EBITDA이익률	67.4	41.7	43.4	48.7	49.9
영업이익률	51.5	10.1	17.8	26.9	28.9
계속사업이익률	38.4	7.5	14.4	21.5	23.1

투자지표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	21,346	2,765	6,776	11,641	13,076
BPS	67,794	69,281	75,118	85,819	97,298
CFPS	38,217	15,868	21,074	27,019	28,905
EBITDAPS	37,462	15,475	20,397	26,333	28,273
SPS	55,556	37,075	46,955	54,111	56,663
DPS	1,500	1,000	1,000	1,700	1,900
<b>주가지표(배)</b>					
PER	2.8	34.0	12.5	7.3	6.5
PBR	0.9	1.4	1.1	1.0	0.9
PCFR	1.6	5.9	4.0	3.1	2.9
EV/EBITDA	1.5	6.8	4.5	3.1	2.5
PSR	1.1	2.5	1.8	1.6	1.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	38.5	4.2	9.9	15.1	14.8
ROA	28.5	3.1	7.3	11.2	11.4
ROIC	41.1	4.8	9.5	16.3	18.1
부채비율	35.9	35.1	36.0	32.9	27.1
순부채비율	(6.6)	16.1	8.8	(3.8)	(14.2)
이자보상배율(배)	220.3	11.4	21.5	37.2	44.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>19,894.1</b>	<b>14,457.6</b>	<b>21,475.5</b>	<b>30,271.9</b>	<b>36,822.0</b>
금융자산	8,374.2	4,001.6	7,237.0	14,149.7	19,976.9
현금성자산	2,349.3	2,306.1	5,429.0	12,285.6	18,090.4
매출채권 등	6,333.6	4,278.4	5,856.2	6,642.0	6,955.4
재고자산	4,422.7	5,295.8	7,248.9	8,221.6	8,609.5
기타유동자산	763.6	881.8	1,133.4	1,258.6	1,280.2
<b>비유동자산</b>	<b>43,764.2</b>	<b>50,331.9</b>	<b>49,489.2</b>	<b>49,442.7</b>	<b>50,062.3</b>
투자자산	4,916.2	5,186.8	5,483.4	5,631.1	5,690.1
금융자산	28.4	35.6	48.7	55.2	57.8
유형자산	34,952.6	39,949.9	39,358.4	39,549.8	40,382.0
무형자산	<b>2,678.8</b>	<b>2,571.0</b>	<b>2,023.3</b>	<b>1,637.6</b>	<b>1,366.1</b>
기타비유동자산	<b>1,216.6</b>	<b>2,624.2</b>	<b>2,624.1</b>	<b>2,624.2</b>	<b>2,624.1</b>
<b>자산총계</b>	<b>63,658.3</b>	<b>64,789.5</b>	<b>70,964.8</b>	<b>79,714.6</b>	<b>86,884.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>13,031.9</b>	<b>7,874.0</b>	<b>9,735.4</b>	<b>10,662.3</b>	<b>9,462.6</b>
금융부채	1,614.3	2,943.0	3,018.7	3,056.4	1,502.0
매입채무 등	6,708.6	4,728.6	6,472.5	7,341.0	7,687.4
기타유동부채	4,709.0	202.4	244.2	264.9	273.2
<b>비유동부채</b>	<b>3,774.2</b>	<b>8,972.3</b>	<b>9,037.0</b>	<b>9,069.2</b>	<b>9,082.0</b>
금융부채	<b>3,667.6</b>	<b>8,796.9</b>	<b>8,796.9</b>	<b>8,796.9</b>	<b>8,796.9</b>
기타비유동부채	106.6	175.4	240.1	272.3	285.1
<b>부채총계</b>	<b>16,806.0</b>	<b>16,846.3</b>	<b>18,772.3</b>	<b>19,731.5</b>	<b>18,544.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>46,845.7</b>	<b>47,928.4</b>	<b>52,177.7</b>	<b>59,968.4</b>	<b>68,324.9</b>
자본금	<b>3,657.7</b>	<b>3,657.7</b>	<b>3,657.7</b>	<b>3,657.7</b>	<b>3,657.7</b>
자본잉여금	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7
자본조정	(2,506.5)	(2,504.7)	(2,504.7)	(2,504.7)	(2,504.7)
기타포괄이익누계액	(482.8)	(298.9)	(298.9)	(298.9)	(298.9)
이익잉여금	42,033.6	42,930.7	47,179.9	54,970.6	63,327.1
<b>비지배주주지분</b>	<b>6.6</b>	<b>14.8</b>	<b>14.8</b>	<b>14.8</b>	<b>14.8</b>
<b>자본총계</b>	<b>46,852.3</b>	<b>47,943.2</b>	<b>52,192.5</b>	<b>59,983.2</b>	<b>68,339.7</b>
순금융부채	(3,092.2)	7,738.3	4,578.5	(2,296.5)	(9,678.0)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>22,227.2</b>	<b>6,483.2</b>	<b>11,760.4</b>	<b>16,088.7</b>	<b>17,823.3</b>
당기순이익	15,540.0	2,016.4	4,933.3	8,474.7	9,519.3
조정	8,684.1	4,196.7	8,759.2	8,576.2	8,659.4
감가상각비	6,428.3	8,553.4	8,759.3	8,576.2	8,659.4
외환거래손익	55.1	(21.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(13.0)	(22.6)	0.0	0.0	0.0
기타	2,213.7	(4,312.4)	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(1,996.9)	270.1	(1,932.1)	(962.2)	(355.4)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(21,428.7)</b>	<b>(10,450.9)</b>	<b>(8,029.2)</b>	<b>(8,585.8)</b>	<b>(9,301.3)</b>
투자자산감소(증가)	(4,501.7)	(270.6)	(296.6)	(147.7)	(58.9)
유형자산감소(증가)	(15,904.4)	(13,866.4)	(7,620.0)	(8,382.0)	(9,220.0)
기타	(1,022.6)	3,686.1	(112.6)	(56.1)	(22.4)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(1,395.3)</b>	<b>3,903.2</b>	<b>(608.3)</b>	<b>(646.3)</b>	<b>(2,717.2)</b>
금융부채증가(감소)	1,110.7	6,457.9	75.7	37.7	(1,554.4)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,800.0)	(1,528.7)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(706.0)	(1,026.0)	(684.0)	(684.0)	(1,162.8)
<b>현금의 증감</b>	<b>(600.7)</b>	<b>(43.2)</b>	<b>3,122.9</b>	<b>6,856.7</b>	<b>5,804.8</b>
Unlevered CFO	27,821.9	11,552.2	15,342.1	19,669.7	21,043.1
Free Cash Flow	6,191.1	(7,437.1)	4,140.4	7,706.7	8,603.3

언택트(untact) 시대, 달라질 투자 전략

# 통신/네트워크장비

## 5G 관련주는 사실상 코로나 19를 피해갈 수 있는 탁월한 대안

코로나 19 사태로 대면 기피 현상 심화, 트래픽 급증 양상

트래픽 급증은 5G 장비 투자 급증을 초래하는 양상

전세계 통신사 망패권 강화 양상 가속화, 이젠 5G 급행차선 논의까지

5G 네트워크 장비주 어찌 보면 유일하게 코로나 19 피해 없는 업종일 수 있어

5G 장비 공급 부족 지속, 통신사 장기 매출 성장 계기 만들 듯

국내 네트워크장비주/통신 3사 비대면 관련주로 부상할 전망

Top picks 및 관심종목: SK텔레콤 (017670), 케이엠더블유 (032500)



통신서비스 Analyst 김홍식  
02-3771-7505  
pro11@hanafn.com

RA 이재서  
02-3771-7541  
jaeseo.lee@hanafn.com



## 5G 관련주는 사실상 코로나 19를 피해갈 수 있는 탁월한 대안

### 1) 코로나 19 사태로 대면 기피 현상 심화, 트래픽 급증 양상

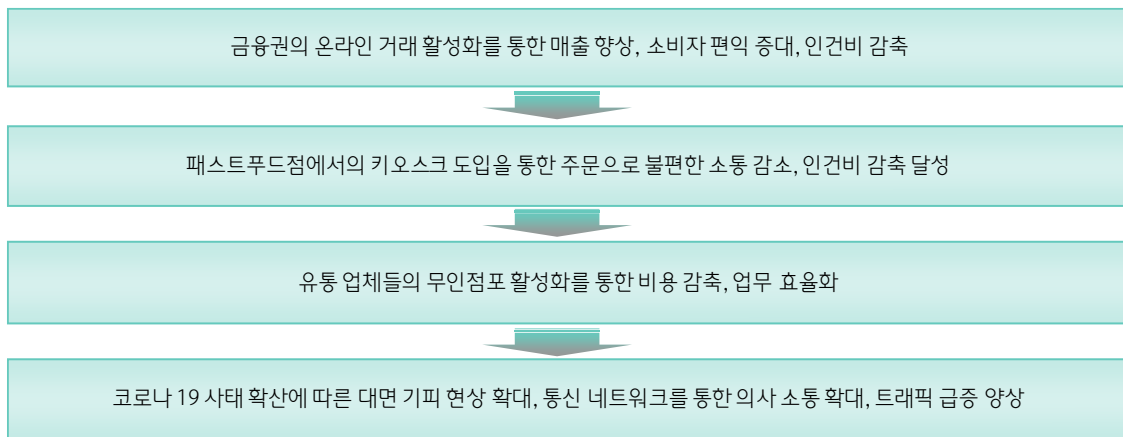
언택트 관련 산업 코로나 19 사태 확산으로 인해 새로운 형태로 발전 중, 통신 네트워크를 통한 의사소통 확산되고 있어 5G 관련주에 대한 관심 높아야

최근 언택트(untact) 바람이 거세다. 지난해까지만 해도 언택트는 무인 서비스를 함축하는 개념으로 주로 통용이 되었지만 최근엔 코로나 19가 국내를 비롯해 세계적으로 빅 이슈로 부상하면서 언택트 유행을 불러일으키고 있다. 즉 콘택트(contact)를 꺼려하는 비대면 추세가 심해지면서 관련 산업에 대한 관심이 높아지는 상황이다.

얼마전까지 언택트 산업은 금융권에서 인터넷을 통해 거래함으로써 고객 편의성을 향상시키고 비용을 감축하는 용도, 패스트푸드점에서 키오스크를 이용해 메뉴를 주문하면서 불편한 소통을 없애고 인건비를 절감하는 방법 정도로 사용되었다. 여기에 일부 업체들이 대면 거래가 없는 무인 식품 매장을 도입하는 정도가 큰 파장을 불러일으킨 정도였다.

하지만 코로나 19 이후 언택트(비대면) 열풍은 기존 개념과는 또 다른 형태로 발전하고 있다. 어쩌면 선택이 아닌 필수가 되어버린 상황이라고 볼 수 있다. 코로나 19 감염 우려로 일부 국가들이 아예 출입을 통제하는 형태로 발전하고 있으며 꼭 국가는 아니더라도 각 기업들이 재택 근무를 의무화하는 등 점점 대면 접촉이 어려워지고 있기 때문이다.

그림 1. 비대면(언택트) 유행의 흐름 양상



자료: 하나금융투자

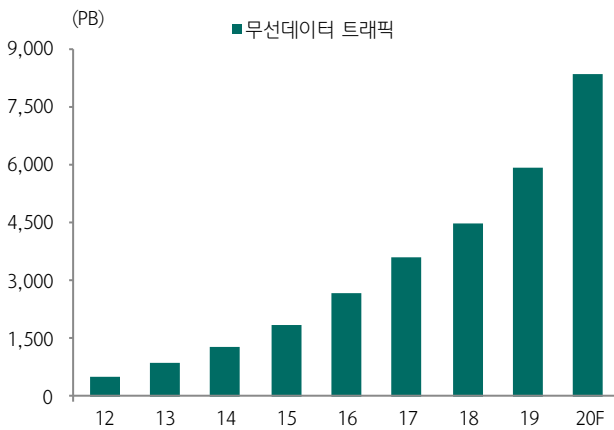


코로나 19 사태 발생 이후 전세계 트래픽 증가 양상, 광고 단가 하락하고 있지만 트래픽은 급증하고 있다는 점에 주목

이러한 가운데 흥미로운 결과가 도출되고 있는데 코로나 19 사태 확산 이후 각 국가별로 트래픽이 급증하고 있다는 것이다. 중국에 이어 최근엔 미국, 유럽의 트래픽이 급증하면서 사회적 문제로까지 발전하고 있다. 이들 국가들의 경우 국내만큼 초고속인터넷이 시골 지역까지 발전하지 못한 상황이며 모바일 인터넷 품질도 국내와 큰 차이를 나타내고 있기 때문이다. 코로나 19 사태 이후 중국/유럽/미국까지 트래픽이 급증하면서 구글은 유튜브를 한 달간 SD급으로 동영상 품질을 낮춰 제공할 예정이며 넷플릭스 등 여타 업체들의 사정도 크게 다르지 않다. 글로벌 플랫폼 업체들이 인터넷 속도를 낮추는 작업에 한창이다. 아무래도 대면이 어렵다 보니 통신 네트워크를 통한 의사소통이 더 많아질 수 밖에 없고 동영상 시청이 증가할 수 밖에 없는데 네트워크 용량이 따라가지 못하여 발생하는 현상이라고 볼 수 있다.

그런데 특이한 점은 코로나 19로 인한 소비 침체/기대 매출 저하로 광고 단가가 하락하고 있는 상황에서 트래픽만 급증하고 있다는 것이다. 어쩌면 플랫폼 업체 입장에선 도움이 되지 않는 트래픽만 늘고 있는 셈이다.

그림 2. 국내 연간 데이터 트래픽 추이



자료: 과기부, 하나금융투자

그림 3. 코로나 19가 통신/플랫폼 업계에 불러온 변화

- 1 중국 2월 데이터 트래픽 전월대비 20% 이상 증가
- 2 구글 유튜브 SD급으로 전환
- 3 넷플릭스 유럽에서 화질 낮춰 전송

자료: 하나금융투자

이미 통신 요금은 트래픽에 연동하는 체제로 전환, 트래픽이 늘면 CAPEX 가 증가하는 구조, 5G 관련주 코로나 19 사태 확산으로 인한 수혜주로 부각될 가능성 높아

그러면 5G 관련업체라고 할 수 있는 네트워크장비 업체와 통신서비스 업체의 경우엔 어떠한가? 당연히 트래픽 증가에 따른 큰 수혜가 예상된다. 통신서비스 요금은 이미 전세계 대다수 국가가 트래픽에 연동한 요금제를 도입하고 있으며 트래픽이 증가하면 통화품질 저하 문제를 해결하기 위해 통신사들이 네트워크 CAPEX 집행을 늘리는 것이 상식이기 때문이다.

일부 투자자들은 코로나 19 영향이 오래 지속되기 어렵고 코로나 19가 종식되면 다시 트래픽이 급감하는 것이 아닌가 생각하기도 한다. 하지만 이러한 결과가 도출될 가능성은 사실상 희박하다. 과거 경험적으로 볼 때 트래픽이 한번 크게 늘면 감소하지 않고 유지되었다가 다시 증가하는 속성을 나타냈기 때문이다. 어찌 보면 소비자들의 관심 때문인데 이러한 이유로 통신사들이 고가 요금제에 많은 기본 통화량을 제공하며 신규 가입자들에게 일정 기간만 높은 요금제를 사용해줄 것을 요구하는 것이라고 볼 수 있다.

표 1. SKT 초기 5G 요금제 현황

	슬림	5GX 스탠다드	5GX 프라임	5GX 플래티넘
월 기본요금(원)	55,000	75,000	89,000	125,000
기본 데이터	8GB	150GB	무제한 (프로모션 종료 시 200GB)	무제한 (프로모션 종료 시 300GB)
디바이스	-	기어 VR + 콘텐츠 50% 할인	기어 VR + 콘텐츠 무료 세컨디바이스 1회선 무료	기어 VR + 콘텐츠 무료 세컨디바이스 2회선 무료
부가서비스	5GX클럽 10% 할인	5GX클럽 무료	5GX클럽 무료	5GX클럽 무료

주1: 프로모션 미적용 시 5GX 프라임 월 95,000원(200GB), 5GX 플래티넘 월 125,000원(300GB)

주2: 2019년 6/30일까지 5GX 프라임 가입 시 월 95,000원 -> 89,000원으로 24개월간 할인, 6/30일까지 5GX 프라임/플래티넘 가입 시 프로모션 혜택 2년간 제공

자료: SKT

## 2) 트래픽 급증은 5G 장비 투자 급증을 초래하는 양상

이미 국내외 트래픽 높은 수준, 트래픽 증가는 주파수 사용량 증가 및 네트워크장비 수요를 증가시키고 5G 조기 투자를 가속화시킬 것, 5G 장비주가 코로나 19 대표 수혜주 라고 판단

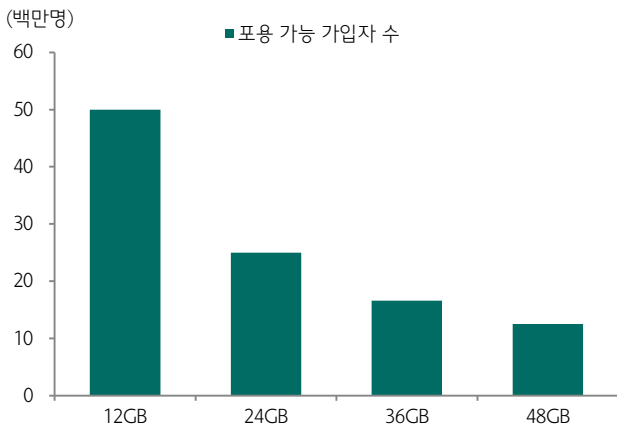
마냥 웃을 일만은 아니지만 최근 코로나 19 사태 확산으로 인한 전세계적인 트래픽 폭증 양상은 특히 네트워크장비 업체 입장에선 크게 반길 일이라고 볼 수 있다. 그렇지 않아도 5G 상용화로 전세계 통신사들이 네트워크 투자를 늘리는 상황에서 트래픽 증가는 5G 조기 투자 확대 및 백홀/스위치 등 제반 네트워크 장비의 투자를 증가시킬 수 있기 때문이다.

하나금융투자에서는 이전 자료를 통해 5G 도입을 통한 트래픽 증가는 주파수 사용량 증가, 네트워크장비 수요 증가로 이어질 것이라고 언급한 바 있다. 이러한 취지 하에 늦어도 2020년 내에는 한국을 필두로 미국 등 일부 국가에서 28GHz 대역 투자에 들어갈 것으로 예상하고 있다. 특히 제도 정비 사항 및 장비 개발 속도를 감안할 때 그렇다.

최근 5G 가입자들의 트래픽이 당초 예상치를 크게 상회하는 높은 수준으로 나타나고 있다. 커버리지가 협소하고 콘텐츠가 부족함에도 그러하다. 이미 국내 기준으로 5G 가입자들의 평균 인당 트래픽은 27GB에 달하고 있으며 LTE 가입자들의 월 평균 트래픽도 10GB 수준을 기록하여 당초 예상과 달리 떨어지지 않고 있다. 데이터 헤비 유저들이 5G 무제한 데이터 요금제로 상당히 빠져나갔음에도 그러하다. 그런데 코로나 19로 5G 뿐만 아니라 LTE 가입자들의 트래픽도 더 증가할 것으로 보인다. 국내에서 2월 이후 많은 기업들이 재택 근무를 시행하고 외부인들의 접촉을 금한 데다가 학교/학원들이 개학 연기, 동영상 수업 위주로 방향을 틀었음을 감안 시 그렇다. 조만간 5G 가입자들의 인당 트래픽은 30GB를 넘어설 공산이 크다.

현 시점에서는 최근 코로나 19 사태로 인한 트래픽 증가가 국내 네트워크장비 업체들에게 어떤 영향이 미칠지 냉정히 따져볼 필요가 있다. 현재 구축 장비 수준으로 산정해봤을 때 3.5GHz 대역에서는 5G 가입자들의 인당 월 평균 트래픽이 24GB이면 2,500만명 수용이 가능하고, 인당 월 평균 트래픽이 36GB이면 1,660만명 밖에 수용하지 못하기 때문이다.

그림 4. 인당 트래픽별 3.5GHz 대역 포용 가능 가입자수



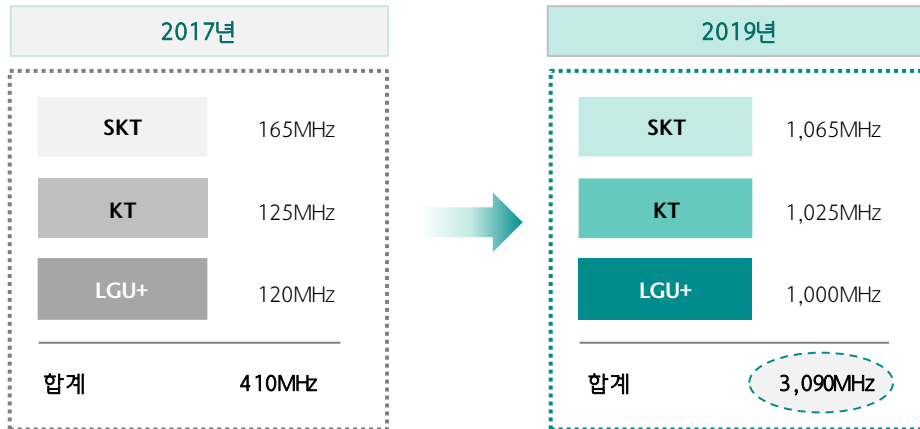
자료: 하나금융투자

그림 5. 국내 통신 3사 세대별/대역별 주파수 보유량 비교

	4G(LTE)	5G(3.5GHz)	5G(28GHz)
SKT	145MHz	100MHz	800MHz
KT	115MHz	100MHz	800MHz
LGU+	100MHz	80MHz	800MHz

자료: 과기부, 하나금융투자

그림 6. 통신사 주파수 보유 현황 변화



자료: 하나금융투자

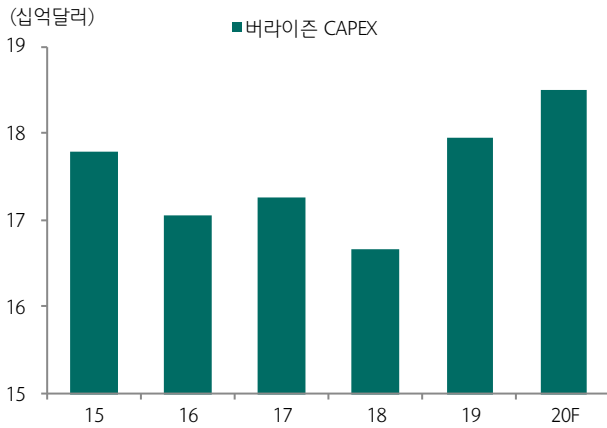
국내의 경우 이미 월간 5G 가입자 인당 트래픽 30GB에 육박, 5G 보완 투자 지속될 전망, 해외의 경우엔 5G 및 5G Ready 장비 수요 증가 전망

이미 5G 가입자들의 월 평균 트래픽이 30GB에 육박하고 있는 데다가 인빌딩 커버리지 확대, 코로나 19 영향 등을 고려하면 머지 않아 3.5GHz 대역 고도화 및 추가 주파수 확보가 필요할 것으로 보인다. 여기에 기존에 확보해 놓은 28GHz 대역에 대한 투자 집행도 예상된다. 해외에선 mmWave를 포함하여 다양한 주파수에 5G CAPEX를 집행할 전망이다. 이와 투자할 것이면 LTE 망 보완 투자보다는 5G를 겨냥한 투자가 통신사 입장에서 훨씬 더 효율적이기 때문이다.

어쨌든 코로나 19 사태로 인해 국내 네트워크장비 업체들은 큰 수혜를 받을 전망이다. 통신사들은 트래픽 증가로 요금제 업셀링에 대한 기대감이 높아지겠지만 네트워크장비 업체들은 통신사 투자 증대에 따른 수혜를 받을 것이기 때문이다. 이미 트래픽 증가에 따른 속도 저하 양상은 전세계 이슈로 급부상 중이다. 28GHz 등 mmWave로의 조기 진화도 장기적인 이슈로 부상하겠지만 당장 3.5/2.6GHz 주파수 대역 신규 투자가 업계의 큰 화두로 떠오를 전망이다. 고주파수를 사용하면서 기지국 커버리지가 현격히 좁아지고 진보된 IoT 서비스를 지원하기 위해 초저지연 스위치가 필수 장비화되며 네트워크 안정성 확보를 위해 Massive MIMO 사용이 증가하는 것이 가장 큰 변화일 것이다.

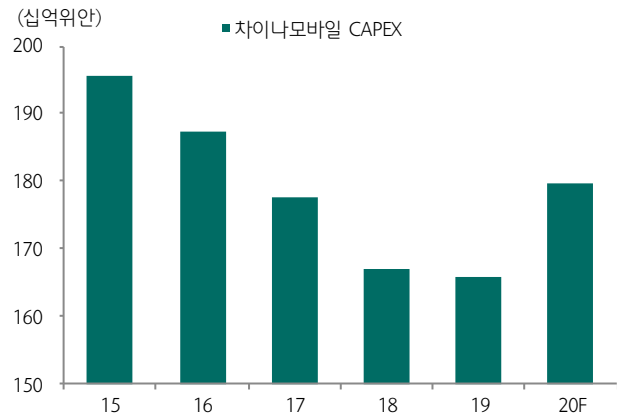
하지만 무엇보다 당장 가장 중요한 이슈는 이번 코로나 19 사태로 인해 통신사들이 5G 투자 증대를 더 가속화할 가능성이 높다는 점이다. 결국 국내 통신 3사 총 CAPEX 규모는 2019년 이후 2022년까지 8조원대를 유지할 것으로 보여 네트워크장비 시장의 장기 슈퍼사이클 도래가 예상된다. 미국/일본/중국도 별반 다르지 않다. 연초 올해 가이던스를 제시할 때만 해도 당장 크게 CAPEX를 늘리지 않을 것이라 언급했지만 이미 버라이즌이 5G CAPEX를 상향 조정해 발표하고 있으며 중국 통신 3사가 5G CAPEX 급증 가능성을 이미 공식화한 상황이다. 5G에 코로나 19 사태까지 겹치면서 국내 네트워크장비 업체들의 수혜 폭이 예상보다 더 커질 전망이다. 과거 2009년 아이폰 3GS를 국내에 도입하면서 뒤늦은 3G/LTE Ready 장비 투자 수혜를 받았던 것을 연상하게 한다.

그림 7. 버라이즌 CAPEX 추이 및 전망



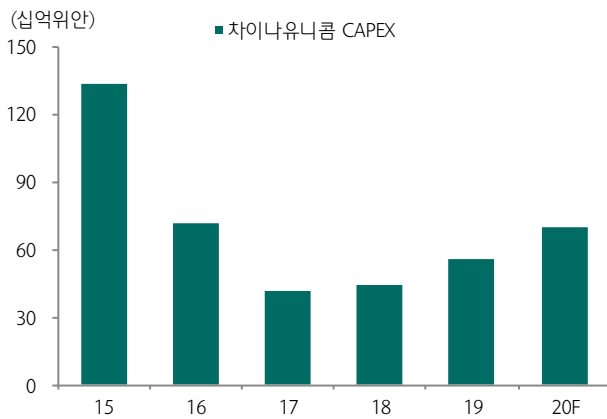
자료: 버라이즌, 하나금융투자

그림 8. 차이나모바일 CAPEX 추이 및 전망



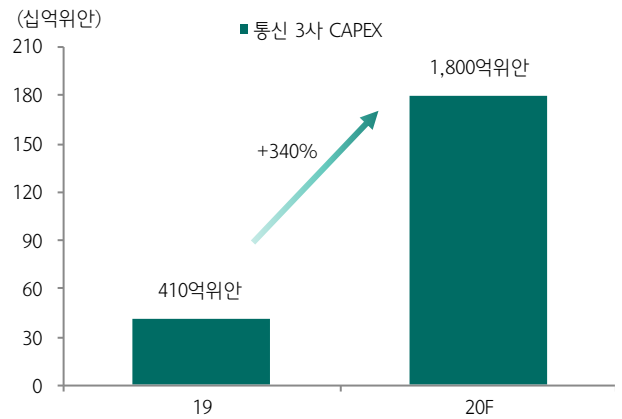
자료: 차이나모바일, 하나금융투자

그림 9. 차이나유니콤 CAPEX 추이 및 전망



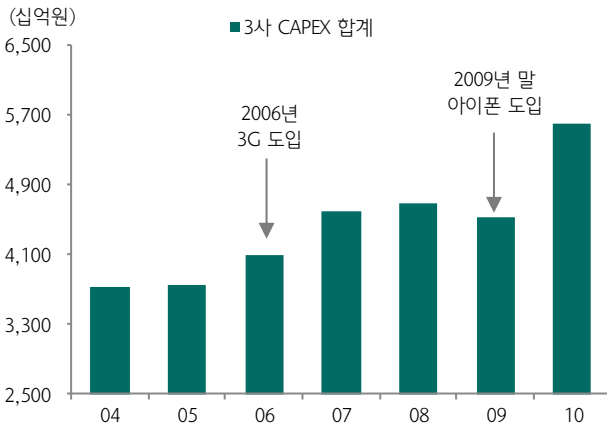
자료: 차이나유니콤, 하나금융투자

그림 10. 중국 통신 3사 2019/2020 5G CAPEX 전망



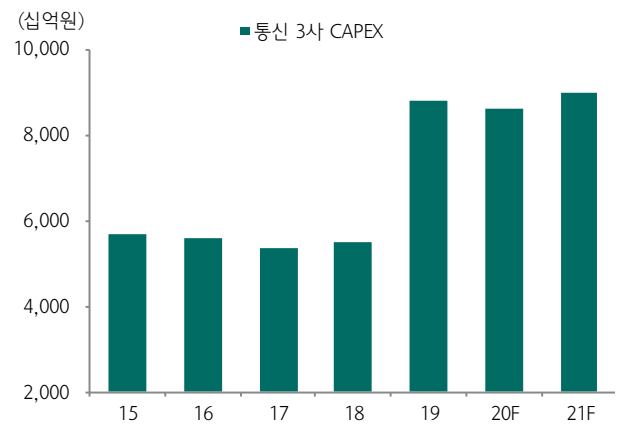
자료: 각사, 하나금융투자

그림 11. 아이폰 3GS 국내 도입 당시 통신 3사 CAPEX 합계 추이



자료: 통신 3사, 하나금융투자

그림 12. 국내 통신 3사 연간 CAPEX 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

### 3) 전세계 통신사 망패권 강화 양상 가속화, 이젠 5G 급행차선 논의까지

코로나 19 사태로 구글/넷플릭스  
통화 품질 다운그레이드 조치 감행,  
전세계적으로 망중립성 정책 변화  
논의 시작, 통신사 망패권 강화 기대

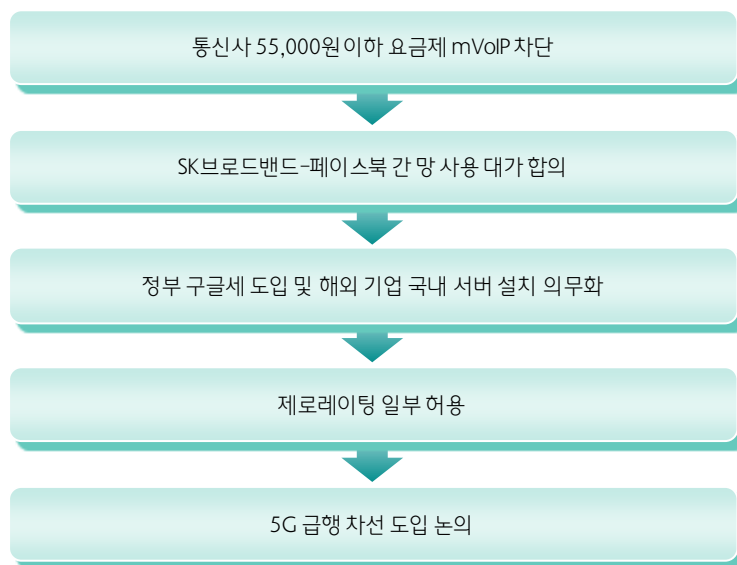
네트워크장비 업종뿐만 아니라 국내 통신 3사도 코로나 19로 인해 장기적으론 큰 수혜가 예상된다. 앞서 언급한 것처럼 트래픽에 연동한 요금제로 전환한 지 6년이 넘어가고 있어 트래픽이 증가하면 요금제 업셀링에 따른 서비스매출액 증가가 예상되는 데다가 한번 요금제를 올리고 데이터를 많이 쓰게 되면 쉽게 내려오기 쉽지 않다는 것이 입증된 바 있기 때문이다.

그런데 여기에 최근 코로나 19 확산으로 인해 흥미로운 글로벌 관심사로 부상한 핫 이슈가 있는데 그것은 바로 망중립성의 변화 가능성이다. 미국에 이어 코로나 19가 글로벌 망중립성 재정립 및 통신사 망패권에 큰 변화를 가져올 것으로 판단되기 때문이다.

얼마전 미국 법원이 사실상 망중립성 폐지를 인정하는 대형 사건이 발생하였다. 2020년 2월 미국 워싱턴 DC 연방항소법원 전원합의체가 콘텐츠제공사업자, 15개 주 정부 및 시민 단체 등이 신청한 망 중립성 폐지에 대한 재심 신청을 기각했기 때문이다. 법적인 분쟁 요소는 미국 FCC가 망중립성을 폐지할 수 있는 권한이 있는지를 따지는 것이었는데 항소법원이 FCC가 권한이 있음을 인정하면서 이제 미국에서 망중립성은 사실상 폐지되었다.

그런데 여기에 코로나 19 이슈는 활활 타오르는 망중립성 폐지 이슈에 기름을 붓는 역할을 수행 중이다. 인터넷 속도 저하가 전세계적인 빅 이슈로 부상하고 연일 보도되면서 미국에 이어 유럽에서 망중립성을 완화해야 한다는 목소리가 높아지고 있기 때문이다. 특히 구글의 유튜브와 넷플릭스가 결국 동영상 품질 다운그레이드를 결정하면서 망중립성 유지가 소비자들에게 어떠한 편의를 주는 것인지 회의적인 시각이 급부상 중이다. 전세계 통신 인프라를 확충하려면 사실상 통신사 망패권을 강화해주는 수 밖에 없다는 점에서 그렇다.

그림 13. 3G 스마트폰/LTE 도입 이후 통신사 망패권 강화 사례



자료: 하나금융투자

올해 하반기 5G 급행차선 논의 본격화 예상, 허용될 경우 망패권 강화 및 B2B 부문 성장 기대감 높아질 수 있어 통신사 Multiple 상향 조정될 전망

이러한 와중에 넷플릭스가 국내 방통위에 망이용대가 관련 1차 답변서를 전달하였다. 정부가 항의할 소지가 있으면 입장 표명을 하라는 것인데 현 추세를 감안하면 결국 넷플릭스도 페이스북과 함께 망이용대가 지불 원칙/절차를 논의한 후 망사용대가를 지불하게 될 공산이 커 보인다. 옹호해주던 미국 정부가 이미 망중립성을 폐지한 데다가 코로나 19 사태 발생에 따른 트래픽 폭증 상황에서 각국 정부들이 통신사 눈치만 봐야 하는 처지로 전략했기 때문이다. 정부가 대신 망투자를 해줄 수도 없고 결국 통신사에 망 투자를 권고하는 수 밖에 없는데 망중립성이 확보한 상황에서는 할 수 있는게 별로 없기 때문이다.

이미 미국에서의 망중립성 폐지는 국내뿐만 아니라 전세계적으로 엄청난 파장을 몰고 오고 있다. 1) 플랫폼 강국인 미국이 망중립성 폐지를 결정하였다는 점, 2) 5G 생태계 구성에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다는 점, 3) 구글세 도입 및 해외 기업 국내 서버 설치 의무화가 가속화될 전망이다라는 점, 4) 과거 미국의 규제가 세계 각국에 미치는 영향이 컸다는 점 때문이다.

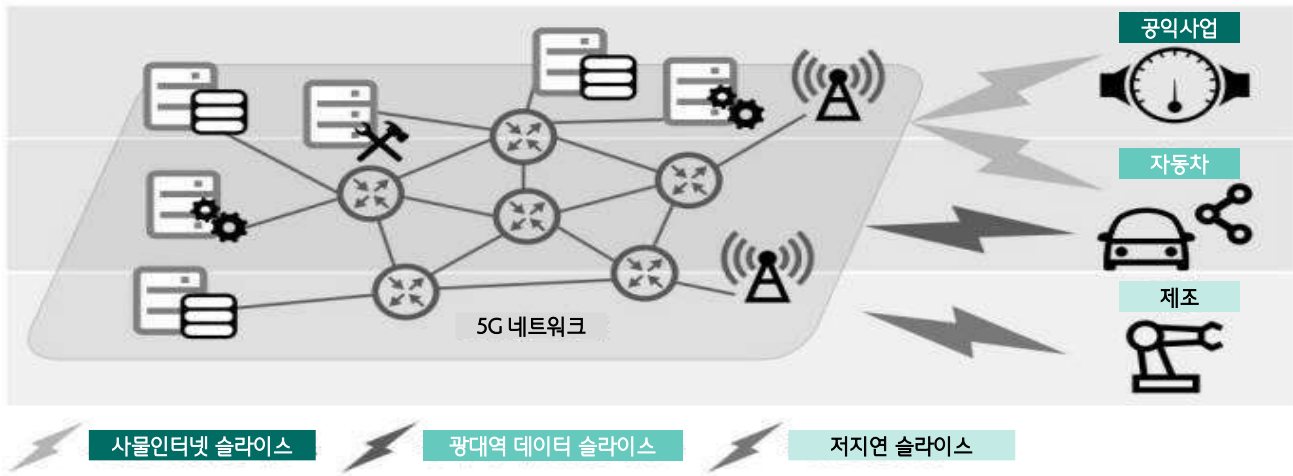
물론 대신 공약으로 망중립성 유지를 내건 현 정부가 당장 국내에서 망중립성을 공식적으로 폐지할 가능성은 낮다. 하지만 5G 육성 정책으로 선화하면서 이미 현 정부 스탠스가 어느 정도 통신사 망 패권을 인정해주는 방향으로 바뀌고 있어 관심을 높일 필요가 있다. 특히 진짜 5G를 도입하는 제도적 장치를 마련하는데 정부의 망중립성 정책 변화는 큰 도움이 될 전망이다. 하반기로 예상되는 5G 급행차선 도입 논의에서 네트워크 슬라이싱을 통한 5G 급행차선을 허용하자는 쪽으로 의견이 모아질 가능성이 높기 때문이다.

과연 5G 급행차선이 허용될 것인가에 대해 의아해하는 투자자들이 적지 않겠지만 현실적으로 5G 급행차선은 허용될 가능성이 높다. 어찌 보면 정부가 공론화 과정을 거치는 셈인데 과거 사례를 보면 현 정부 출범 이후 공론화 과정을 거쳤을 때 대부분 시행된 경우가 많았기 때문이다. 여기에 5G 급행차선 허용이 오히려 소비자 혜택 증진에 도움이 될 가능성이 높고, 혁신성장의 주체인 4차산업 육성에도 큰 도움이 된다는 측면도 허용 가능성을 높여주는 대목이다. 사실상 5G가 IoT, AI, VR, 빅데이터 등 4차 산업의 핵심 인프라로 부각되는 양상이기 때문이다.

3G 스마트폰과 LTE를 거치면서 망중립성은 큰 변화를 겪고 있다. 10년 전 통신사들이 55,000원 이하 요금제 가입자들에 대해 mVoIP을 차단하면서 시작된 망 패권 강화 노력은 SK브로드밴드-페이스북 간 망 사용 대가 합의라는 엄청난 변화를 이끌어냈다. 여기에 5G가 도입되며 본격화된 망중립성 논쟁 및 국내외 기업간 역차별 이슈는 정부의 구글세 도입 및 해외 기업 국내 서버 설치 의무화로 귀결되었고 제로레이팅의 일부 허용과 더불어 이젠 2020년 하반기 5G 급행 차선 도입 논의를 앞두고 있는 상황이다.

5G 급행차선이 허용될 경우 통신주는 한 단계 주가가 레벨업될 공산이 크다. 통신사 망패권 강화를 통한 B2B/B2G 사업 모델 강화에 결정적 영향을 줄 수 있어 Multiple 확장과 연결될 가능성이 높기 때문이다.

그림 14. 네트워크 슬라이싱을 통한 5G 비즈니스 모델



자료: 하나금융투자

그림 15. 5G 급행차선 허용이 5G 통신정책협의회에서 결정될 경우 통신사 주가에 미칠 영향

- 1 Q의 성장/B2B 시장 성장에 따른 통신사 실적 향상 기대감 확산으로 통신주 장기 상승 국면 전개 예상
- 2 5G가 IoT로 확산되는 분위기 확산 시 Multiple 확장으로 주가 큰 폭 상승 전망
- 3 IoT는 사실상 요금인가제 적용받지 않는 상황, 규제 탈피한 이익 성장 가능성에 투자자들 환호할 듯

자료: 하나금융투자



#### 4) 5G 네트워크 장비주 어찌 보면 유일하게 코로나 19 피해 없는 업종일 수 있어

네트워크장비 업종 어찌 보면 몇 안되는 코로나 19 피해 없는 업종일 것으로 평가, 현재 공급 문제 없고 수요는 오히려 증가할 가능성이 높기 때문

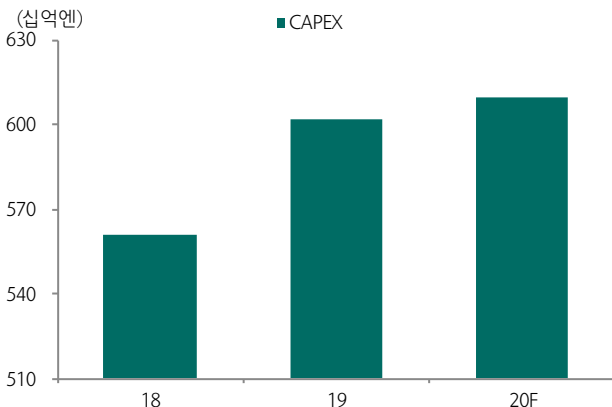
최근 코로나 19 사태로 인해 국내 네트워크장비 업종 피해에 대한 우려가 적지 않다. 실제 일부 중국에 생산 공장을 갖고 있는 업체들이 피해를 보는 사례가 발생 중이며 건물주들이 코로나 19 확산 우려로 기지국/중계기 투자를 꺼리는 등 투자 수요 위축 가능성이 존재하기 때문에 어찌 보면 합리적인 걱정이라고 볼 수 있다.

하지만 일반적인 시장 우려와는 달리 실제로 국내 네트워크장비 업체들이 코로나 19 사태 확산으로 인해 피해를 입을 가능성은 낮으며, 어찌 보면 국내에서 드물게 코로나 19로 인해 피해를 보지 않고 오히려 수혜를 얻는 업종이 될 수 있을 것으로 보인다. 트래픽 증가로 통신사들이 투자를 증가시킬 가능성이 높기 때문이다. 코로나 19가 국내 네트워크장비 업종에 미칠 영향을 수요/공급 측면에서 따져보면 다음과 같다.

먼저 수요 측면에서는 큰 차질이 빚어질 가능성이 낮다. 코로나 19 때문에 국내 및 중국 통신사들이 5G에 투자하지 않을 것으로 생각하기 어렵기 때문이다. 이미 한국 과기부와 중국 공업정보화부는 경기 부양 및 4차산업 육성 목적으로 중국 통신사에 5G 투자를 적극 권고하고 있다. 국내/중국 통신 3사간 경쟁도 치열하지만 최근 트래픽 증가 추세와 규제 상황을 감안하면 5G 투자를 멈추긴 쉽지 않아 보인다. 앞서 언급한 것처럼 중국 통신 3사는 이미 전년 대비 3배에 달하는 5G CAPEX 계획을 발표하고 있으며, 국내 통신 3사는 지난해 공격적인 CAPEX 집행에도 불구하고 올해 상반기에만 4조원에 달하는 CAPEX 계획을 공식 발표한 바 있다. 따라서 올해 CAPEX 규모가 지난해와 비슷한 수준을 유지할 전망이다.

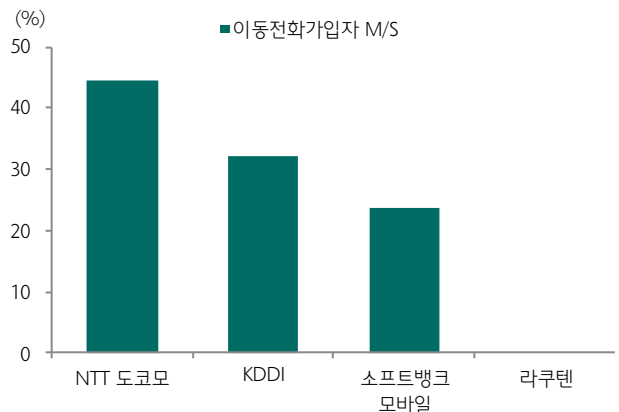
일본과 미국 역시 코로나 19가 통신사 CAPEX에 부정적인 영향을 미치지 않을 전망이다. 도쿄 올림픽이 연기될 상황으로 전개되고 있지만 사실상 일본 통신사 CAPEX에 영향을 미칠 중요한 변수는 올림픽이 아닌 라쿠텐(제 4 이동통신사업자) 시장 진입에 따른 통신사간 M/S 경쟁, 우량 가입자 유치전이기 때문이다. 라쿠텐이 4월 LTE 이동전화서비스, 6월 5G 상용화에 나설 계획임을 밝힘에 따라 기존 통신 3사(NTT Docomo, KDDI, 소프트뱅크)가 당초 예정대로 3월 5G 상용 서비스를 개시하였다. 일본 시장은 이미 사업자간 경쟁이 뜨거워지고 있다.

그림 16. KDDI CAPEX 전망



자료: KDDI, 하나금융투자

그림 17. 일본 통신사 M/S 현황



자료: 각사, 하나금융투자

그림 18. 2020년 중국/일본/미국/한국 5G 투자 이슈 점검



자료: 하나금융투자

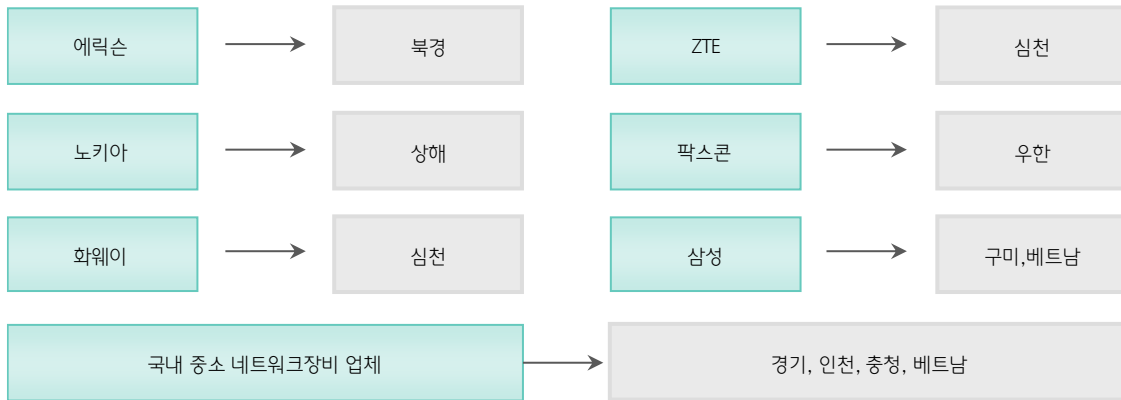
**국내/중국/일본 코로나 19로 인한 장비 설치 문제점 발생 미미한 상황이고, 전세계적으로 네트워크 투자 증대 움직임 늘고 있어 고무적**

미국은 아직 5G 장비 시장이 본격적으로 태동하지 않고 있고 코로나 19 여파가 전 세계 국가 중 가장 큰 상황이지만 당초 하나금융투자 예상인 6월 이후 투자 본격화엔 아직 큰 문제가 도출되지 않을 전망이다. 5G 아이폰 9월 출시, 최근의 트래픽 급증, 미국 정부의 강한 경기 부양 의지 등을 감안할 때 그렇다. 여름부터 코로나 19 신규 확진자 수가 정점을 찍고 내려온다면 5G 장비 설치 문제가 투자의 발목을 잡을 가능성은 낮다는 판단이다.

공급 측면에서도 코로나 19 발생으로 인한 큰 문제점은 발견되지 않고 있다. 아직까진 중국 우한에 공장을 둔 파스콘을 제외하곤 직접적인 코로나 19 영향이 없는 상황이기 때문이다. 국내 대다수 중소 네트워크장비 업체들의 경우엔 현재 국내/베트남에 생산 공정을 갖고 있다. 글로벌 SI 중 하나인 삼성 역시 베트남으로 공장을 이전한 상태이어서 국내 구미 공장 정도에서만 코로나 19 확산으로 인한 미미한 생산 차질이 예상된다.

비관적으로 봐도 중국 업체인 화웨이/ZTE의 심천, 노키아/에릭슨의 상해/북경 공장 정도가 코로나 19 사태 확산 시 미미한 영향을 받는데 그칠 것으로 예상된다. 국내 대구/경북 코로나 확진자 급증이 네트워크장비 공장 가동을 멈출 가능성도 낮다. 휴대폰/가전과 달리 일부 삼성전자를 제외하면 대다수의 네트워크장비 업체들이 수도권에 생산 공장을 갖고 있기 때문이다. 극단적으로 코로나 19가 후베이성이 아닌 기타 중국 전역으로 확산되거나 국내 수도권까지 확진자가 급증하는 사태가 발생되지 않는 한 국내 네트워크장비 업체가 피해를 볼 가능성은 희박하다는 판단이다.

그림 19. 네트워크장비 업체 중국/한국 생산 공장 분포



자료: 하나금융투자

그림 20. 국내 네트워크장비 업체들이 코로나 19 사태로 인해 피해볼 가능성이 희박한 이유

- 1 국내 및 베트남 등지로 생산 시설 이전, 중국 공장 생산 비중 미미
- 2 질병으로 인해 중국 통신사 투자 줄인 사례 없으며 5G 투자 지속 불가피
- 3 중국 내수 침체 시 오히려 데이터 트래픽은 더 급증할 공산이 큼
- 4 국내 네트워크장비 업체 중국 성과 아직 미미, 벤더 내 M/S 하락해도 매출 증가 폭 클 것

자료: 하나금융투자

### 5) 5G 장비 공급 부족 지속, 통신사 장기 매출 성장 계기 만들 듯

5G 장비 업종의 경우엔 전 세계적으로 공급 부족 상황 지속 중, 2분기 및 3분기 국내에서 유일하게 실적 좋은 섹터로 부상할 수도 있을 전망

국내 네트워크장비 업종은 코로나 19 사태에도 불구하고 그 어느 업종보다도 양호한 실적을 구가할 것으로 보인다. 먼저 수요는 그 어느 때보다도 양호한 상황이다. 국내 5G 가입자들의 트래픽이 당초 예상치를 크게 상회하는 높은 수준으로 나타나고 있으며, 중국/일본/미국이 5G 투자를 서서히 시작하는 단계이고 트래픽 급증 추세를 나타내고 있기 때문이다. 국내의 경우 이미 5G 가입자들의 월 평균 트래픽이 27GB에 달했으며 인빌딩 커버리지 확대 및 콘텐츠 증가 효과로 향후 트래픽이 가파르게 증가할 것이다. 따라서 당분간 5G 보완 투자는 불가피하다. 여기에 앞서 언급한 것처럼 그 어느 때보다 중국/일본/미국 시장에서 통신사간 우량 가입자 유치 경쟁이 심하게 전개될 수 있는 상황이다. T-모바일, 라쿠텐, 차이나모바일의 행보를 주목할 만하다.

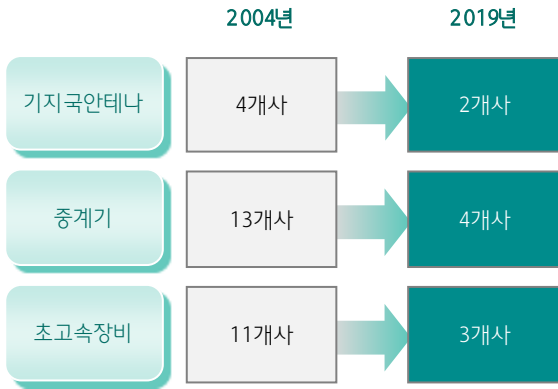
반면 공급 상황은 상당히 타이트한 편이다. 현 시점에서는 수요 변화도 중요하지만 공급 상황을 체크해볼 필요가 있는데, 글로벌 중소 네트워크장비 업체들의 경우 국내뿐 아니라 중국/미국 업체들 역시 심한 구조조정을 거친 상황이라는 점을 예민하게 바라볼 필요가 있다. 분야별로 15년전 6~7개 업체에서 현재 3~4개 업체로 업체수가 감소했기 때문이다. 이러한 이유로 글로벌 통신사/SI업체들이 파트너로부터 물량을 안정적으로 공급받을 만한 곳이 많지 않다. 따라서 국내 중소 네트워크장비 업체들의 매출처가 최근 급격히 확대되는 양상이 뚜렷한 편이다. 코로나 19 사태로 국내 대다수 업체들의 2분기 및 3분기 실적이 쇼크로 나타날 것이 우려되는 상황이지만 국내 네트워크장비 업체들의 실적은 지난해 2~3분기 실적을 뛰어넘는 역대 최고 수준의 실적 달성이 예상된다.

그림 21. 2020~2021년 5G 장비 공급 부족 발생 가능성이 높은 이유

- 1 미국/일본/중국 동시 5G CAPEX 집행, 특히 중국 통신 3사 조기 투자에 주목
- 2 글로벌 SI 수 감소, 국내 중소 네트워크장비 업체 수 급감
- 3 레퍼런스가 중요한 산업이라 검증되지 않은 업체는 1~2년 안에 시장 진입이 어려움

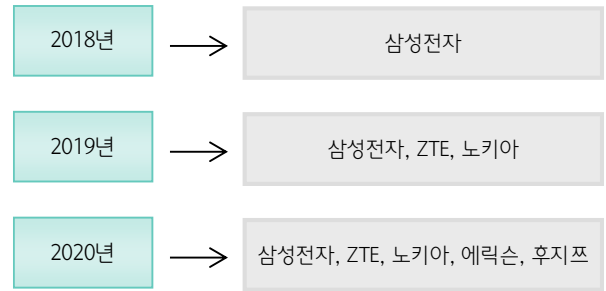
자료: 하나금융투자

그림 22. 최근 15년간 국내 네트워크장비 업체수 변화



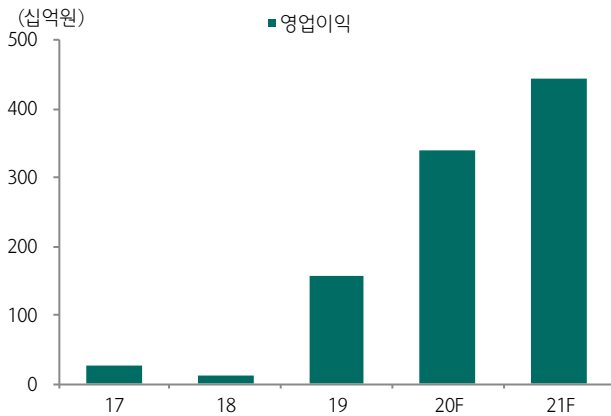
자료: 하나금융투자

그림 23. KMW 매출처 변화



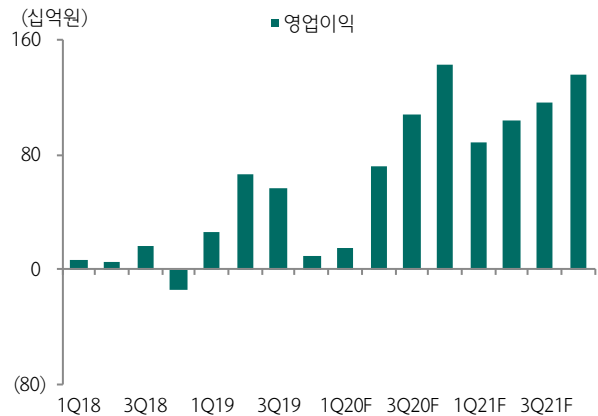
자료: 하나금융투자

그림 24. 국내 네트워크장비 업체 연간 영업이익의 합계 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 25. 국내 네트워크장비 업체 분기별 영업이익의 합계 추이 및 전망



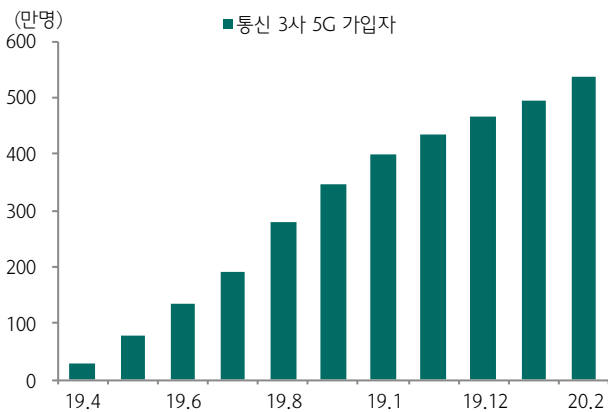
자료: 각사, 하나금융투자

국내 통신 3사의 경우엔 코로나 19로 인한 대리점 내방 고객 수 급감으로 5G 순증 가입자수 정체 등 단기적으로는 부정적 영향 입을 전망

통신사들의 경우엔 네트워크장비 업종과 달리 코로나 19로 인해 크진 않지만 약간의 피해가 예상된다. 코로나 19 사태로 내방 고객수가 급감하여 당초 예상보다 국내 5G 보급률이 저조하게 나타날 가능성이 높아지고 있기 때문이다.

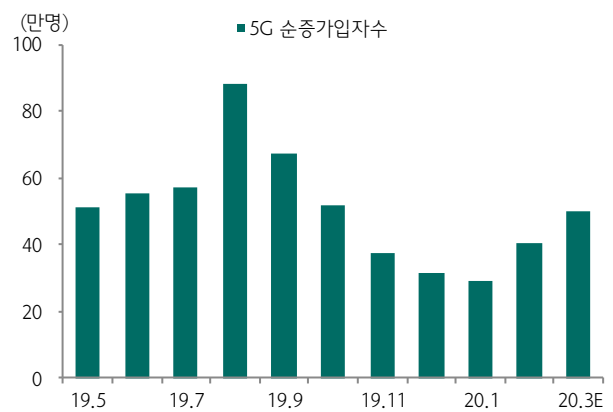
하나금융투자에서는 연초부터 2020년 상반기 국내 통신사 실적이 부진할 것이란 전망을 지속하고 있으며, 2020년 연간 통신 3사 통신부문 영업이익이 전년대비 1% 증가에 그칠 것이라고 예상하고 있다. 그런데 코로나 19 사태가 장기화될 경우 국내 5G 보급률을 당초 24%에서 17%로 하향 조정해야 할 것 같다. 그런데 5G 보급률을 17%로 하향 조정 시엔 통신 3사 영업이익 합계는 당초 전년대비 7% 증가에서 전년대비 14% 감소로 달라지게 된다. 대략 이전 대비 19% 영업이익 하향 조정이 예상된다. 통신 3사의 통신 부문만 따로 보면 미치는 영향은 더 심각하다. 5G 보급률을 24%로 가정 시 올해 통신부문 이익이 2%에 그칠 것인데, 향후 17%로 하향 조정하게 되면 전년대비 25% 통신 부문 영업이익 감소가 예상된다.

그림 26. 통신 3사 5G 가입자 합계 추이



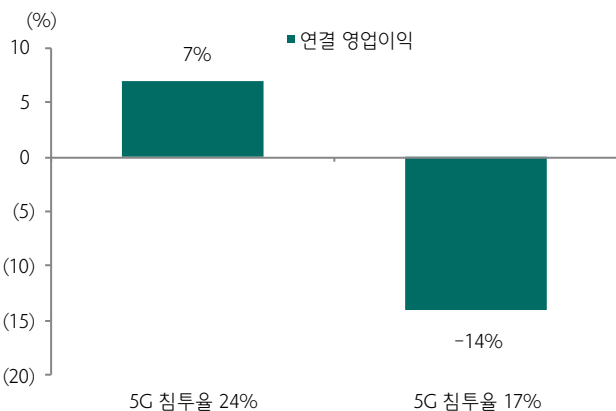
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 27. 국내 통신 3사 5G 순증 가입자 추이



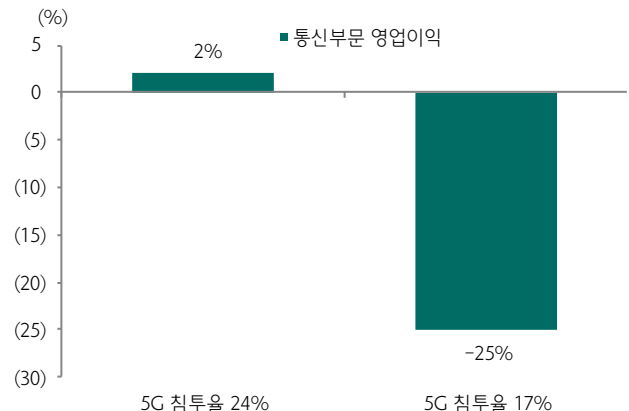
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 28. 5G 침투율에 따른 20년 통신사 연결 영업이익합계 증감률



자료: 하나금융투자

그림 29. 5G 침투율에 따른 20년 통신사 통신부문 영업이익 증감률



자료: 하나금융투자

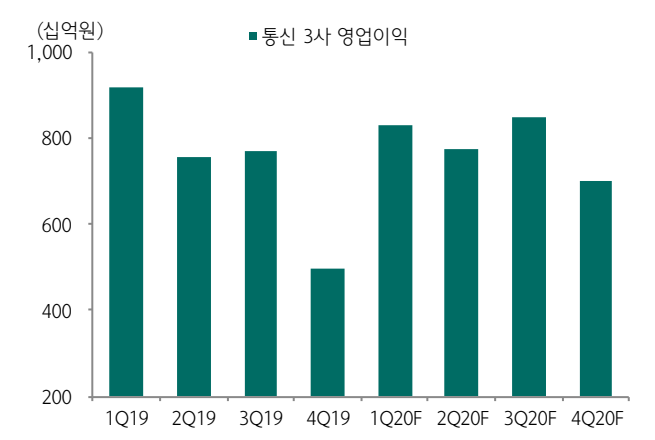
하지만 장기적으로는 통신 3사의 경우에도 트래픽 증가에 따른 큰 수혜 예상, 특히 코로나 19 사태 장기화로 한번 늘어난 트래픽이 다시 감소하기 어려워 결국 요금제 업셀링에 따른 수혜 예상

하지만 장기적으로는 트래픽 증가에 따른 요금제 업셀링, 5G로의 이동 본격화가 나타날 공산이 커 이전 우울한 2020년 상반기 전망에서 벗어나 하반기 이후 내년도 통신사 실적 전망에 대한 관심을 높일 것을 권고한다. 이미 상반기 통신사 실적 우려에 대한 주가 반영이 충분한 상황이며, 기대배당수익률, 실질 기업 가치를 감안하면 주가 하방 경직성이 강하게 나타날 것으로 예상되는 데 하반기 이후 장기 실적 전망은 밝기 때문이다.

2020년 3분기엔 국내 통신사들의 실적 개선이 유력하다. 5G 가입자 증가에 따른 이동전화매출액 증가 효과가 3분기부터 재차 본격화될 것이며, IFRS 15 효과를 감안할 때 지난해 연말 이후 진행된 소극적인 마케팅 집행 효과가 올해 하반기부터 마케팅비용 정체로 나타날 공산이 크기 때문이다. 5G 가입자수를 감안한 이동전화매출액 추이와 IFRS 15 도입에 따른 가입자유치비용 이연 효과를 감안하면 이러한 결론에 도달한다.

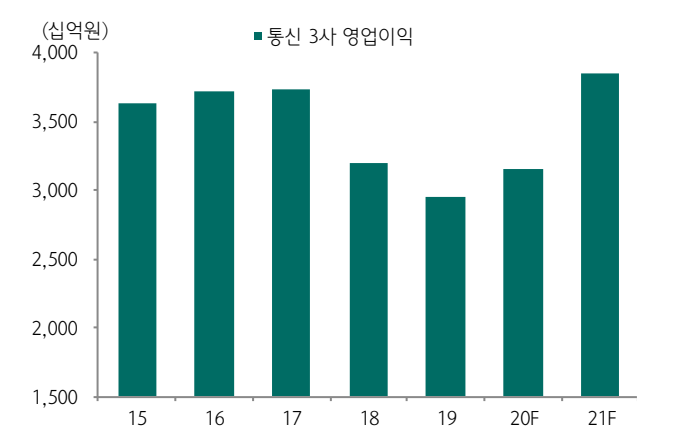
2021년 실적 전망은 더 낙관적이다. 신임 CEO가 부임 2년 차인 내년 실적 성과에 초점을 맞춘 경영 전략을 펼 가능성이 높기 때문이다. 이동전화매출액 성장률이 가파르게 나타나는 가운데 마케팅비용 증가 폭이 확실히 낮아지고 무형자산상각비 정체로 감가상각비 역시 증가폭이 줄어들 전망이어서 높은 이익 성장이 기대된다.

그림 30. 통신 3사 분기별 영업이익 합계 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 31. 통신 3사 연간 영업이익 합계 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

## 6) 국내 네트워크장비주/통신 3사 비대면 관련주로 부상할 전망

코로나 19는 4차 산업의 새로운 성장 계기가 될 듯, 5G 네트워크장비주 비대면 관련주로 손색이 없을 전망, 통신 3사도 장기적으로는 수혜 기대

최근 주식 시장에서 비대면(언택트) 관련 수혜주에 대한 관심이 높다. 국내에서도 대면을 꺼려하는 분위기이지만 해외 일부 국가들의 경우 아예 특정 지역을 봉쇄하고 국가간 이동을 불허하거나 국가/지자체에서 직접 나서서 외출을 최소화하는 정책을 펴고 있기 때문이다. 기업/학교에서도 별반 다르지 않다.

앞서 언급한 것처럼 비대면 사업 구조로의 전환은 일부 업체들의 업무 효율성 향상, 인건비 절감 목적으로 활성화 되었지만 최근엔 전혀 다른 형태로 변화하고 있다. 결국 통신 인프라 확충과 더불어 4차산업의 조기 활성화로 결론 날 가능성이 높아지는 형국이다.

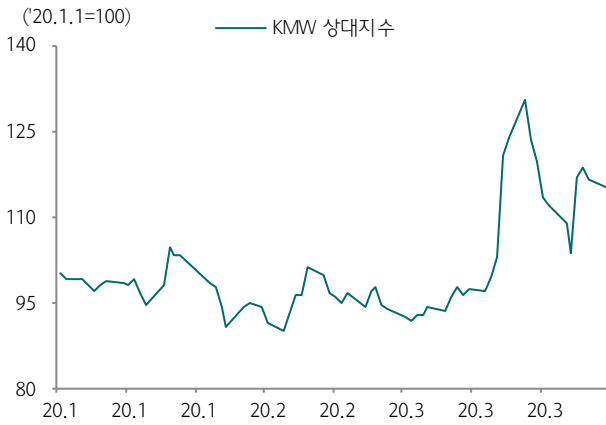
이렇다고 볼 때 5G 관련주는 어느 섹터와 비교해도 코로나 19를 잘 이겨내고 장/단기 주가 상승을 기록할 유망주로 손색이 없어 보인다. 트래픽 증가는 투자를 촉진함과 동시에 초고파수 조기 사용 및 5G 커버리지 확대를 촉진할 공산이 크며 통신사들은 장기적으로 요금 상승에 따른 수혜가 기대되기 때문이다.

최근 주가 흐름을 보면 코로나 19 확산 우려로 국내 주식 시장이 폭락 장세를 연출했을 당시에 국내 네트워크장비 업체 대표 종목들은 상대적 강세를 나타냈다. 어찌 보면 코로나 19를 잘 이겨내고 장기적으로 높은 주가 상승을 나타낼 것이란 기대감이 높았기 때문이었다. 특히 최근엔 일부 업체들의 해외 수주가 구체화되고 2분기 실적 호전 기대감이 높아지면서 상대적 주가 강세가 나타나고 있다. 올해 상반기 해외 수출 성과가 기대되는 KMW, 삼성전자 네트워크장비 분야 M/S 상승의 최대 수혜주가 될 RFHIC, 일본 수출이 본격화되고 있음에도 불구하고 단기 주가 하락 폭이 과다한 다산네트웍스 위주의 매수 전략을 적극 권고한다.

통신주의 경우엔 상반기 실적 악화 및 금년도 통신부문 이익 감소 가능성, 부진한 5G 가입자 등이 주가 상승을 가로막는 양상이다. 하지만 금년도 배당 감소에 대한 우려가 해소되고 3분기 이후엔 이동전화매출액 성장으로 영업이익 턴어라운드 가능성이 높을 것으로 보여 곧 5G 관련주들의 주가 상승 대열에 동참할 것이라 판단이다. 통신주의 경우 최소한 1분기 실적은 보고 매수에 들어가는 것이 맞지 않을까 싶지만 만약 SKT와 KT가 각각 17만원, 18,000원 수준에 근접한다면 적극적인 매수로 대응하여 중/장기 보유할 것을 추천한다.

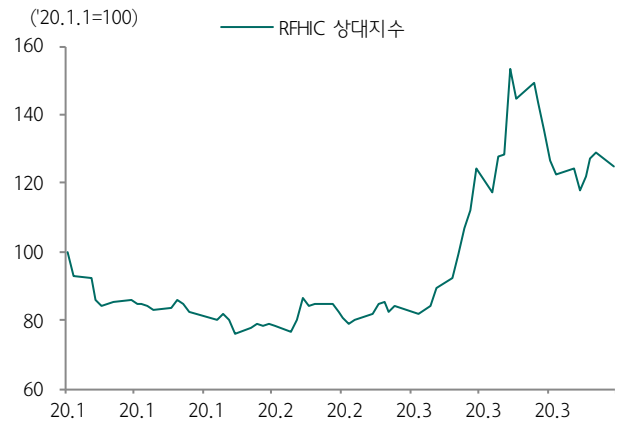


그림 32. KMW 상대 주가 성과 추이



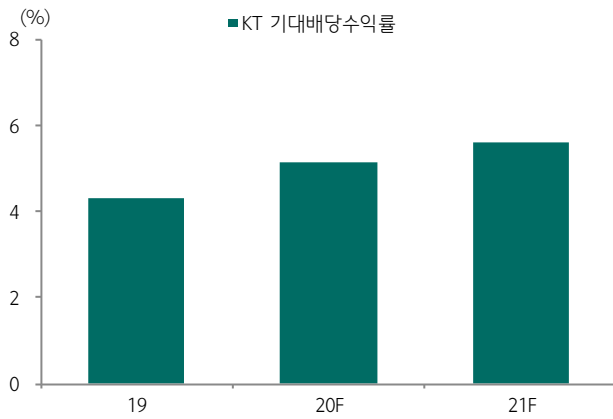
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 33. RFHIC 상대 주가 성과 추이



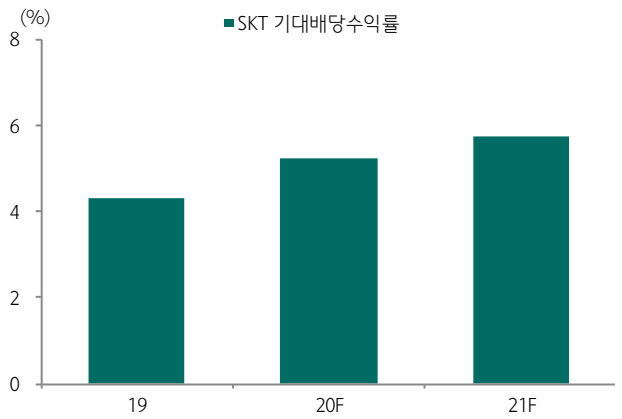
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 34. KT 기대배당수익률 전망



자료: KT, 하나금융투자

그림 35. SKT 기대배당수익률 전망



자료: SKT, 하나금융투자

그림 36. 코로나 19 사태가 4차산업에 미칠 영향



자료: 하나금융투자

표 2. 통신 서비스/네트워크장비 업종 투자 유망 종목

종목	투자이견	목표주가	PER(20년)	현재 시가총액	2020~2021년 최대 시가총액	추천 사유
SKT	매수	330,000원	9.9	15조원	30조원	• 높은 기대배당수익률, 3분기 이후 이익 턴어라운드 전망
KT	매수	35,000원	8.9	5조원	10조원	• 절대 저평가 상황, 신임 CEO 수익성/배당 채길 것
케이엠더블유	매수	100,000원	11.9	2조원	5조원	• 매출처 확대로 2020년에도 가파른 이익 성장 지속할 전망
RFHIC	매수	50,000원	32.1	1조원	1.5조원	• 삼성/노키아 공급 물량 증대 통한 실적 호전 예상
다산네트웍스	매수	9,000원	9.7	0.2조원	0.6조원	• 2020년 일본, 2021년 국내에서 큰 수혜 전망

주: 2020년 예상 실적 기준  
자료: 하나금융투자

2020년 4월 14일

# SK텔레콤 (017670)

## 장기적으로 보면 대표적인 비대면 관련 수혜주로 부각될 것

### 저점 매수 후 보유하면 큰 수익 날 것, 매수/TP 33만원 유지

SKT에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표주가 33만원을 유지한다. 하나금융투자에서는 SKT를 포함한 통신사에 대한 단기 투자 매력도를 높게 평가하지는 않지만 장기적으로 보면 가격 메리트가 높은 상황이므로 매수 후 3개월 이상 보유할 것을 추천한다. 그 이유는 1) 최근 투자자들 사이에서 코로나 19 사태로 인한 2분기 이후 실적 우려가 큰 상황인데 SKT는 오히려 3분기부터 영업이익이 턴어라운드하면서 본격 실적 호전 추세를 나타낼 것으로 예상되고, 2) 코로나 19 사태로 인한 트래픽 증가 양상이 장기적으로는 요금제 업셀링을 유도할 공산이 커 SKT의 수혜가 기대되며, 3) 자회사 가치 및 향후 통신부문 이익 흐름을 감안 시 과도한 저평가 상황이고, 4) 금년도 기대배당수익률이 5.2%에 달해 이제부터 강한 주가 하방 경직성 확보가 예상되기 때문이다.

### 6월부터는 투자 환경 개선될 것, 중장기 투자 매력적

현재 SKT 주가 부진 사유는 영업이익이 3분기는 되어야 증가 반전할 것으로 보이는 데다가 최근 5G 가입자 유치 부진으로 성장성에 대한 우려가 커졌기 때문이다. 하지만 늦어도 6월부터는 SKT 투자 환경이 다소 개선되지 않을까 싶다. 갤럭시 S 20 밀어내기가 시작될 것으로 예상되고 코로나 19 사태로 저조했던 대리점 내방 고객 수도 회복세를 나타낼 공산이 크기 때문이다. 결국 이동전화매출액 증가폭 확대와 더불어 장기 이익 성장 기대감 형성이 주가 상승을 이끌 것으로 예상된다. 여기에 3분기 28GHz 투자 개시, 요금인가제 폐지 등 5G 진화 및 규제 완화 기대감이 생겨날 수 있을 것으로 보여 주가에 긍정적 영향이 예상된다.

### 트래픽 증가 감안하면 장기 실적/주가 전망 낙관적

6년전 트래픽에 연동한 요금제로의 변경 후 통신사 매출액은 트래픽 증가와 더불어 증가 추세를 보였다. 선택약정요금할인 제도 도입에 따른 회계적 영향을 제거하고 평가하면 그렇다. 결국 단위당 요금인하 폭보다 트래픽이 더 증가했으므로 LTE 도입 이후 통신사 매출액은 장기적으로 증가 추세를 이어갔다. 최근의 트래픽 증가가 코로나 19로 인한 일시적 현상이라고 평가절하하는 투자자들이 적지 않지만 분명 현재의 트래픽 증가는 SKT 장기 실적 전망을 밝게 해줄 전망이다. 한번 늘어난 트래픽은 쉽게 내려오기 어렵다는 것이 과거 여러 사례를 통해 입증된 바 있기 때문이다.

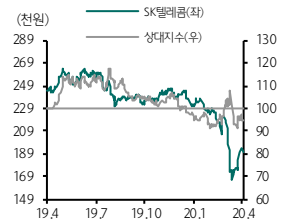
Top Pick

**BUY**

TP(12M): 330,000원 | CP(4월 13일): 190,000원

Key Data		Consensus Data		
		2020		2021
KOSPI 지수 (pt)	1,825.76	매출액(십억원)	18,642.0	19,539.9
52주 최고/최저(원)	264,000/165,500	영업이익(십억원)	1,199.9	1,409.2
시가총액(십억원)	15,341.7	순이익(십억원)	1,390.2	2,025.4
시가총액비중(%)	1.27	EPS(원)	16,650	24,164
발행주식수(천주)	80,745.7	BPS(원)	321,599	338,808
60일 평균 거래량(천주)	324.9			
60일 평균 거래대금(십억원)	65.3			
20년 배당금(예상, 원)	10,000			
20년 배당수익률(예상, %)	5.26			
외국인지분율(%)	37.25			
주요주주 지분율(%)				
SK 외 4 인	26.78			
국민연금공단	11.20			
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	(3.6) (19.7) (22.4)			
상대	(6.4) (10.0) (5.1)			

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	16,874.0	17,743.7	17,987.8	18,898.1	19,998.3
영업이익	십억원	1,201.8	1,110.0	1,158.3	1,382.7	1,757.3
세전이익	십억원	3,976.0	1,162.7	1,750.4	2,749.7	3,288.5
순이익	십억원	3,127.9	889.9	1,353.3	2,122.8	2,537.7
EPS	원	38,738	11,021	16,761	26,290	31,428
증감률	%	20.3	(71.5)	52.1	56.9	19.5
PER	배	6.96	21.59	11.34	7.23	6.05
PBR	배	0.89	0.78	0.61	0.58	0.54
EV/EBITDA	배	6.45	5.57	4.71	4.47	3.71
ROE	%	15.52	3.92	5.82	8.74	9.82
BPS	원	302,806	305,327	313,030	330,262	351,726
DPS	원	10,000	10,000	10,000	11,000	11,000

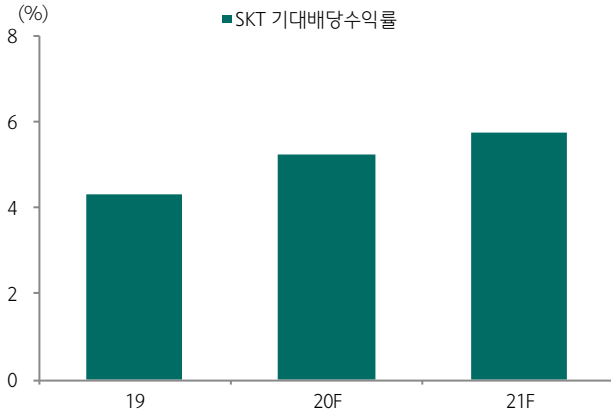
(2017년은 구 회계 기준, 2018년 이후는 IFRS 15 기준)



Analyst 김공식  
02-3771-7505  
pro11@hanafn.com

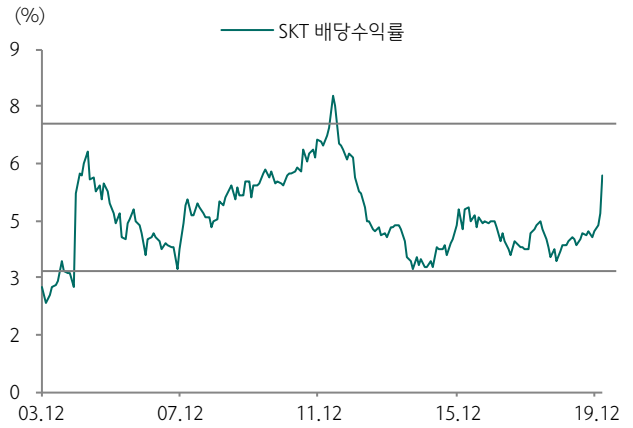
RA 이재서  
02-3771-7541  
jaeseo.lee@hanafn.com

그림 1. SKT 기대배당수익률 전망



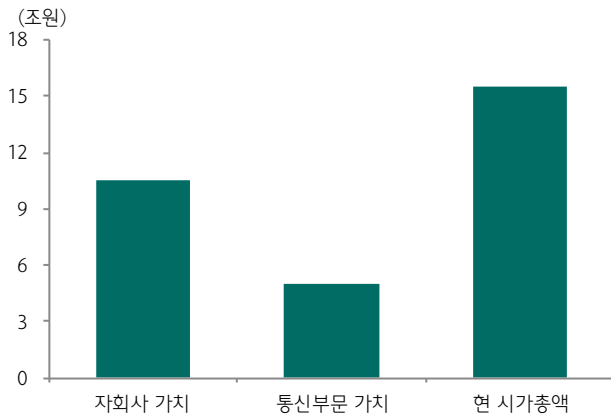
자료: SKT, 하나금융투자

그림 2. SKT 배당수익률 밴드 추이



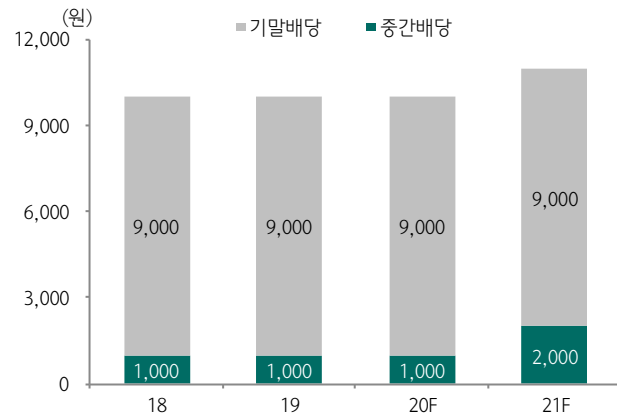
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 3. SKT 자회사 및 통신 부문(본사)의 현 시장 가치



자료: SKT, 하나금융투자

그림 4. SKT DPS 전망



자료: SKT, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>16,874.0</b>	<b>17,743.7</b>	<b>17,987.8</b>	<b>18,898.1</b>	<b>19,998.3</b>
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	16,874.0	17,743.7	17,987.8	18,898.1	19,998.3
판매비	15,672.2	16,633.7	16,829.4	17,515.4	18,241.0
<b>영업이익</b>	<b>1,201.8</b>	<b>1,110.0</b>	<b>1,158.3</b>	<b>1,382.7</b>	<b>1,757.3</b>
금융손익	(128.8)	(287.8)	(128.3)	(107.9)	(107.9)
종속/관계기업손익	3,270.9	449.5	905.0	1,643.2	1,807.4
기타영업외손익	(367.9)	(109.1)	(184.6)	(168.3)	(168.3)
<b>세전이익</b>	<b>3,976.0</b>	<b>1,162.7</b>	<b>1,750.4</b>	<b>2,749.7</b>	<b>3,288.5</b>
법인세	844.0	300.7	402.6	632.4	756.4
계속사업이익	3,132.0	861.9	1,347.8	2,117.3	2,532.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>3,132.0</b>	<b>861.9</b>	<b>1,347.8</b>	<b>2,117.3</b>	<b>2,532.2</b>
비지배주주지분 손이익	4.1	(28.0)	(5.5)	(5.5)	(5.5)
<b>지배주주순이익</b>	<b>3,127.9</b>	<b>889.9</b>	<b>1,353.3</b>	<b>2,122.8</b>	<b>2,537.7</b>
지배주주지분포괄이익	3,000.5	892.3	1,176.7	1,848.5	2,210.7
NOPAT	946.7	822.9	891.9	1,064.7	1,353.1
EBITDA	4,486.1	5,045.8	5,274.2	5,498.5	5,873.1
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(3.7)	5.2	1.4	5.1	5.8
NOPAT증가율	(21.1)	(13.1)	8.4	19.4	27.1
EBITDA증가율	(6.2)	12.5	4.5	4.3	6.8
영업이익증가율	(21.8)	(7.6)	4.4	19.4	27.1
(지배주주)순이익증가율	20.3	(71.5)	52.1	56.9	19.5
EPS증가율	20.3	(71.5)	52.1	56.9	19.5
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	26.6	28.4	29.3	29.1	29.4
영업이익률	7.1	6.3	6.4	7.3	8.8
계속사업이익률	18.6	4.9	7.5	11.2	12.7

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>7,958.8</b>	<b>8,102.3</b>	<b>6,241.4</b>	<b>6,988.5</b>	<b>9,503.3</b>
금융자산	2,806.6	2,360.5	1,703.6	1,898.1	4,620.2
현금성자산	1,506.7	1,270.8	936.9	1,131.4	3,853.5
매출채권 등	2,955.3	3,285.3	3,756.6	3,951.3	4,162.2
재고자산	288.1	162.9	367.4	386.4	407.1
기타유동자산	1,908.8	2,293.6	413.8	752.7	313.8
<b>비유동자산</b>	<b>34,410.3</b>	<b>36,509.3</b>	<b>35,948.9</b>	<b>36,580.9</b>	<b>36,125.1</b>
투자자산	13,562.2	14,401.9	14,392.3	14,392.3	14,392.3
금융자산	85.7	159.5	149.8	149.8	149.8
유형자산	10,718.4	12,334.3	11,878.5	12,462.6	12,006.8
무형자산	<b>8,452.1</b>	<b>7,815.6</b>	<b>7,815.6</b>	<b>7,815.6</b>	<b>7,815.6</b>
기타비유동자산	<b>1,677.6</b>	<b>1,957.5</b>	<b>1,862.5</b>	<b>1,910.4</b>	<b>1,910.4</b>
<b>자산총계</b>	<b>42,369.1</b>	<b>44,611.6</b>	<b>42,190.3</b>	<b>43,569.5</b>	<b>45,628.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>6,847.6</b>	<b>7,787.7</b>	<b>7,957.9</b>	<b>8,034.7</b>	<b>8,450.5</b>
금융부채	1,488.5	1,766.0	1,778.6	1,795.0	1,812.8
매입채무 등	4,948.0	5,735.3	5,745.1	6,042.8	6,365.4
기타유동부채	411.1	286.4	434.2	196.9	272.3
<b>비유동부채</b>	<b>13,172.3</b>	<b>14,000.4</b>	<b>10,877.0</b>	<b>10,878.0</b>	<b>10,878.1</b>
금융부채	<b>8,591.8</b>	<b>9,635.6</b>	<b>9,635.6</b>	<b>9,635.6</b>	<b>9,635.6</b>
기타비유동부채	4,580.5	4,364.8	1,241.4	1,242.4	1,242.5
<b>부채총계</b>	<b>20,019.9</b>	<b>21,788.1</b>	<b>18,834.9</b>	<b>18,912.7</b>	<b>19,328.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>22,470.9</b>	<b>22,956.8</b>	<b>23,578.8</b>	<b>24,970.2</b>	<b>26,703.4</b>
자본금	<b>44.6</b>	<b>44.6</b>	<b>44.6</b>	<b>44.6</b>	<b>44.6</b>
자본잉여금	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9
자본조정	(2,260.8)	(1,909.4)	(1,909.4)	(1,909.4)	(1,909.4)
기타포괄이익누계액	(373.4)	(329.6)	(329.6)	(329.6)	(329.6)
이익잉여금	22,144.5	22,235.3	22,857.3	24,248.7	25,981.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>(121.6)</b>	<b>(133.3)</b>	<b>(223.4)</b>	<b>(313.5)</b>	<b>(403.6)</b>
<b>자본총계</b>	<b>22,349.3</b>	<b>22,823.5</b>	<b>23,355.4</b>	<b>24,656.7</b>	<b>26,299.8</b>
순금융부채	7,273.7	9,041.1	9,710.5	9,532.5	6,828.1

투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	38,738	11,021	16,761	26,290	31,428
BPS	302,806	305,327	313,030	330,262	351,726
CFPS	58,219	64,560	74,240	86,363	93,036
EBITDAPS	55,558	62,490	65,318	68,097	72,736
SPS	208,977	219,748	222,771	234,045	247,671
DPS	10,000	10,000	10,000	11,000	11,000
<b>주기지표(배)</b>					
PER	7.0	21.6	11.3	7.2	6.0
PBR	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5
PCFR	4.6	3.7	2.6	2.2	2.0
EV/EBITDA	6.4	5.6	4.7	4.5	3.7
PSR	1.3	1.1	0.9	0.8	0.8
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	15.5	3.9	5.8	8.7	9.8
ROA	8.3	2.0	3.1	5.0	5.7
ROIC	5.2	3.9	4.3	5.3	6.7
부채비율	89.6	95.5	80.6	76.7	73.5
순부채비율	32.5	39.6	41.6	38.7	26.0
이자보상배율(배)	3.9	2.8	6.9	9.3	11.9

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>4,332.6</b>	<b>3,986.1</b>	<b>3,708.8</b>	<b>5,747.9</b>	<b>7,259.5</b>
당기순이익	3,132.0	861.9	1,347.8	2,117.3	2,532.2
조정	1,174.7	3,960.5	4,122.7	4,121.9	4,121.8
감가상각비	3,284.3	3,935.8	4,115.8	4,115.8	4,115.8
외환거래손익	(0.4)	0.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(3,270.9)	(449.5)	0.0	0.0	0.0
기타	1,161.7	473.8	6.9	6.1	6.0
영업활동 자산부채 변동	25.9	(836.3)	(1,761.7)	(491.3)	605.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(4,047.7)</b>	<b>(3,582.5)</b>	<b>(3,317.0)</b>	<b>(4,832.4)</b>	<b>(3,744.6)</b>
투자자산감소(증가)	(2,831.4)	(839.7)	9.7	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(2,734.1)	(3,357.4)	(3,660.0)	(4,700.0)	(3,660.0)
기타	1,517.8	614.6	333.3	(132.4)	(84.6)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(238.3)</b>	<b>(636.8)</b>	<b>(725.7)</b>	<b>(721.0)</b>	<b>(792.8)</b>
금융부채증가(감소)	2,269.1	1,321.3	12.6	16.4	17.8
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,801.3)	(1,239.4)	(6.9)	(6.0)	(6.1)
배당지급	(706.1)	(718.7)	(731.4)	(731.4)	(804.5)
<b>현금의 증감</b>	<b>49.0</b>	<b>(235.9)</b>	<b>(333.9)</b>	<b>194.5</b>	<b>2,722.1</b>
Unlevered CFO	4,700.9	5,213.0	5,994.6	6,973.4	7,512.2
Free Cash Flow	1,540.2	610.2	48.8	1,047.9	3,599.5

자료: 하나금융투자

2020년 4월 14일

# 케이엠더블유 (032500)

## 코로나 19 사태는 오히려 네트워크 투자를 증가시킬 전망

### 매수/12개월 목표가 10만원 유지, 올해 추가 전망도 밝아

KMW 투자의견 매수, 목표가 10만원, 네트워크장비 업종 내 Top Picks 의견을 유지한다. 추천 사유는 1) 최근 코로나 19 사태 확산 이후 트래픽이 폭증하는 양상을 나타내고 있어 향후 통신사 네트워크장비 CAPEX 증가에 따른 KMW의 수혜가 예상되고, 2) 코로나 19 사태로 인한 공급 차질 가능성이 낮으며, 3) 일본 라쿠텐 및 노키아 장비 공급 계약 공시가 이루어짐에 따라 올해 한 단계 실적 레벨업을 위한 기반이 대부분 마련된 상황이고, 4) 올해 불확실성이 컸던 중국 시장이 예상보다 양호한 모습을 나타내고 있으며, 5) 현재 주주 상황을 감안할 때 2분기엔 사상 최대 실적에 육박하는 호실적을 기대해볼 수 있을 전망이다기 때문이다.

### B2B 사업이라는 특징, 트래픽 증가 추세 고민해야

KMW의 매출은 안테나/필터/시스템장비로 구성되어 있다. B2C가 아닌 B2B가 대부분이며 사업 특성상 코로나 19 영향이 크진 않다. 사태가 심각하다면 건물주들이 기지국 설치를 뒤로 미루는 경향을 보일 수 있지만 현재 국내/일본/중국 상황을 감안할 때 큰 이슈가 될 것 같지는 않다. 미국의 경우에도 올 여름까지 코로나 19 사태가 심각한 상황을 나타내진 않는 한 큰 문제가 되지는 않을 전망이다. 현 시점에서는 오히려 미국/유럽에서의 트래픽 폭증 사태가 불러올 파장을 걱정해야 할 것으로 보인다. 트래픽이 한번 급증하면 다시 감소하기 어렵다는 것이 경험적으로 입증된 바 있기 때문이다. 결국 코로나 19 사태로 증가한 트래픽 증가의 수혜를 KMW가 직접적으로 받을 가능성이 높다는 판단이다. 후행적으로 통신사 망투자 증가가 예상되어서다.

### 지금이 어쩌면 편하게 살 수 있는 마지막 시점일 수도 있어

전략상 현 시점에서는 다가올 2Q 실적에 집중할 필요가 있다. 당초 하나금융투자 예상대로 올해 2Q에는 작년 2분기 실적을 뛰어넘는 호실적이 예상되기 때문이다. 라쿠텐을 비롯한 일본 통신 4개사로의 공급 물량 본격화, 3월 국내 통신 3사로의 매출 재개, 중국 통신 3사의 장비 입찰 공고 이후 ZTE의 최근 필터 공급 물량 증대 요구 등을 감안할 때 그렇다. 과거에도 KMW 주가는 실적에 확실히 선행하는 모습을 나타냈다. 막상 2Q 실적을 발표할 8월엔 전고점에 도전하는 주가 흐름이 나타날 가능성이 높다는 판단이다.

### 관심종목

**BUY**

TP(12M): 100,000원 | CP(4월13일): 58,500원

#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	596.71
52주 최고/최저(원)	77,700/18,250
시가총액(십억원)	2,329.5
시가총액비중(%)	1.06
발행주식수(천주)	39,820.9
60일 평균 거래량(천주)	1,592.6
60일 평균 거래대금(십억원)	85.7
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	9.69
주요주주 지분율(%)	
김덕용 외 1인	35.48
미래에셋자산운용 외 5인	6.50
주가상승률	1M 6M 12M
절대	35.1 (19.8) 219.7
상대	18.6 (14.9) 311.4

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	992.0	1,183.1
영업이익(십억원)	204.3	234.0
순이익(십억원)	160.8	182.2
EPS(원)	3,996	4,585
BPS(원)	9,459	14,109

#### Stock Price



#### Financial Data

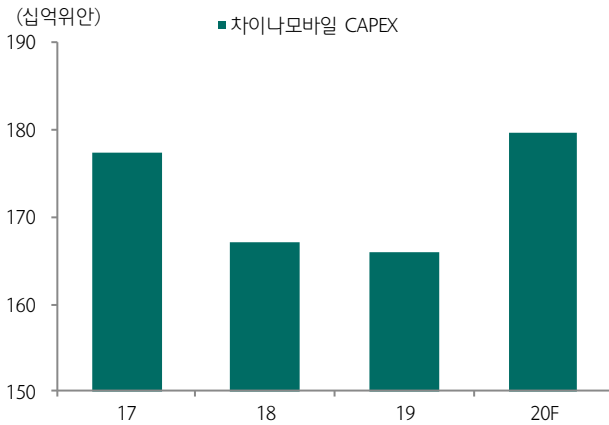
투자지표	단위	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	십억원	203.7	296.3	682.9	1,199.1	1,578.9
영업이익	십억원	(3.0)	(26.2)	136.7	253.4	318.1
세전이익	십억원	(7.6)	(29.8)	129.4	250.6	318.7
순이익	십억원	(8.7)	(31.3)	102.7	195.5	248.6
EPS	원	(259)	(927)	2,652	4,909	6,243
증감률	%	적전	적지	흑전	85.1	27.2
PER	배	N/A	N/A	19.27	11.92	9.37
PBR	배	7.42	4.77	9.39	5.65	3.53
EV/EBITDA	배	68.44	N/A	14.30	9.56	6.96
ROE	%	(17.94)	(45.51)	67.76	62.15	46.33
BPS	원	1,713	2,311	5,444	10,353	16,595
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김공식  
02-3771-7505  
pro11@hanafn.com

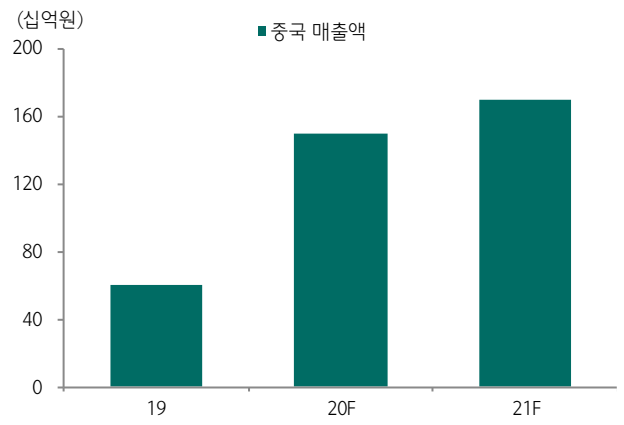
RA 이재서  
02-3771-7541  
jaeseo.lee@hanafn.com

그림 1. 차이나모바일 CAPEX 전망



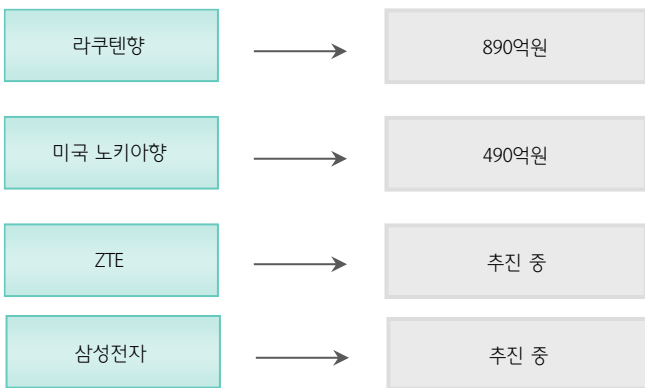
자료: 차이나모바일, 하나금융투자

그림 2. KMW 중국 매출액 전망



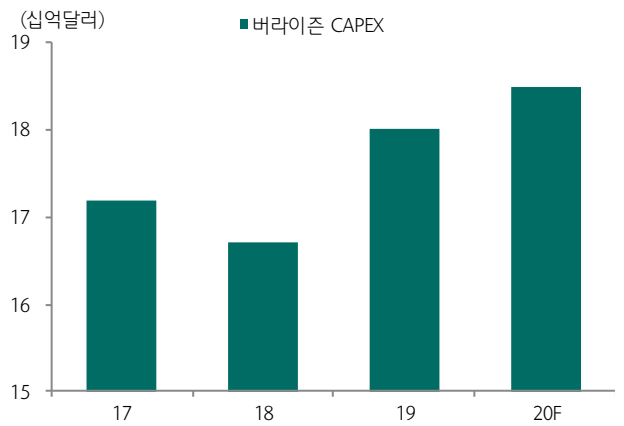
자료: KMW, 하나금융투자

그림 3. 최근 KMW 수주 계약 및 전망



자료: KMW, 하나금융투자

그림 4. 버라이즌 CAPEX 전망



자료: 버라이즌, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>203.7</b>	<b>296.3</b>	<b>682.9</b>	<b>1,199.1</b>	<b>1,578.9</b>
매출원가	142.6	236.0	465.1	821.0	1,067.3
매출총이익	61.1	60.3	217.8	378.1	511.6
판매비	64.2	86.5	81.1	124.7	193.5
<b>영업이익</b>	<b>(3.0)</b>	<b>(26.2)</b>	<b>136.7</b>	<b>253.4</b>	<b>318.1</b>
금융손익	(8.2)	(3.4)	(8.2)	(3.6)	0.4
종속/관계기업손익	0.1	0.1	1.1	0.3	0.3
기타영업외손익	3.5	(0.2)	(0.2)	0.5	(0.1)
<b>세전이익</b>	<b>(7.6)</b>	<b>(29.8)</b>	<b>129.4</b>	<b>250.6</b>	<b>318.7</b>
법인세	1.1	1.5	26.8	55.1	70.1
계속사업이익	(8.7)	(31.3)	102.7	195.5	248.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(8.7)</b>	<b>(31.3)</b>	<b>102.7</b>	<b>195.5</b>	<b>248.6</b>
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>(8.7)</b>	<b>(31.3)</b>	<b>102.7</b>	<b>195.5</b>	<b>248.6</b>
지배주주지분포괄이익	(13.6)	(30.2)	104.4	195.5	248.6
NOPAT	(3.5)	(27.6)	108.4	197.7	248.1
EBITDA	6.9	(16.6)	145.6	254.0	318.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(3.2)	45.5	130.5	75.6	31.7
NOPAT증가율	적지	적지	흑전	82.4	25.5
EBITDA증가율	2,200.0	적전	흑전	74.5	25.4
영업이익증가율	적지	적지	흑전	85.4	25.5
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	90.4	27.2
EPS증가율	적전	적지	흑전	85.1	27.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	30.0	20.4	31.9	31.5	32.4
EBITDA이익률	3.4	(5.6)	21.3	21.2	20.2
영업이익률	(1.5)	(8.8)	20.0	21.1	20.1
계속사업이익률	(4.3)	(10.6)	15.0	16.3	15.7

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>123.8</b>	<b>173.1</b>	<b>313.3</b>	<b>578.2</b>	<b>772.6</b>
금융자산	22.7	54.1	50.0	0.7	210.3
현금성자산	22.5	53.6	49.6	0.0	209.6
매출채권 등	45.4	63.4	186.9	418.7	407.7
재고자산	53.3	52.3	73.6	147.9	144.0
기타유동자산	2.4	3.3	2.8	10.9	10.6
<b>비유동자산</b>	<b>89.5</b>	<b>100.4</b>	<b>113.7</b>	<b>140.2</b>	<b>189.3</b>
투자자산	5.8	5.1	7.9	15.0	14.6
금융자산	0.7	0.1	0.0	0.0	0.0
유형자산	73.7	88.0	97.7	117.8	167.9
무형자산	4.0	3.1	3.5	2.8	2.2
기타비유동자산	6.0	4.2	4.6	4.6	4.6
<b>자산총계</b>	<b>213.4</b>	<b>273.5</b>	<b>427.0</b>	<b>718.4</b>	<b>962.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>140.8</b>	<b>163.0</b>	<b>179.2</b>	<b>253.8</b>	<b>249.8</b>
금융부채	66.2	90.8	90.1	90.1	90.1
매입채무 등	60.5	66.1	70.0	140.0	136.3
기타유동부채	14.1	6.1	19.1	23.7	23.4
<b>비유동부채</b>	<b>21.3</b>	<b>24.3</b>	<b>31.0</b>	<b>52.4</b>	<b>51.3</b>
금융부채	7.9	1.1	8.8	8.8	8.8
기타비유동부채	13.4	23.2	22.2	43.6	42.5
<b>부채총계</b>	<b>162.1</b>	<b>187.3</b>	<b>210.3</b>	<b>306.2</b>	<b>301.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>51.3</b>	<b>86.2</b>	<b>216.8</b>	<b>412.3</b>	<b>660.8</b>
자본금	8.1	9.4	19.9	19.9	19.9
자본잉여금	58.8	117.1	132.0	132.0	132.0
자본조정	(5.5)	(0.1)	0.6	0.6	0.6
기타포괄이익누계액	0.1	1.2	2.8	2.8	2.8
이익잉여금	(10.1)	(41.4)	61.4	256.9	505.5
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>51.3</b>	<b>86.2</b>	<b>216.8</b>	<b>412.3</b>	<b>660.8</b>
순금융부채	51.3	37.8	48.8	98.1	(111.4)

투자지표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(259)	(927)	2,652	4,909	6,243
BPS	1,713	2,311	5,444	10,353	16,595
CFPS	464	(229)	4,144	6,447	8,147
EBITDAPS	207	(492)	3,761	6,379	8,000
SPS	6,073	8,781	17,638	30,112	39,650
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	N/A	N/A	19.3	11.9	9.4
PBR	7.4	4.8	9.4	5.7	3.5
PCFR	27.4	N/A	12.3	9.1	7.2
EV/EBITDA	68.4	N/A	14.3	9.6	7.0
PSR	2.1	1.3	2.9	1.9	1.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	(17.9)	(45.5)	67.8	62.1	46.3
ROA	(4.1)	(12.9)	29.3	34.1	29.6
ROIC	(3.1)	(21.8)	49.6	46.8	43.6
부채비율	315.9	217.2	97.0	74.3	45.6
순부채비율	100.0	43.8	22.5	23.8	(16.9)
이자보상배율(배)	(0.5)	(4.1)	24.1	43.2	51.7

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(7.9)</b>	<b>(37.4)</b>	<b>(3.7)</b>	<b>(22.2)</b>	<b>259.1</b>
당기순이익	(8.7)	(31.3)	102.7	195.5	248.6
조정	17.4	18.0	42.2	0.6	0.4
감가상각비	10.0	9.6	8.9	0.6	0.5
외환거래손익	1.3	(3.4)	4.4	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	0.7	(1.1)	0.0	0.0
기타	6.2	11.1	30.0	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(16.6)	(24.1)	(148.6)	(218.3)	10.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(21.9)</b>	<b>(17.8)</b>	<b>(27.3)</b>	<b>(49.6)</b>
투자자산감소(증가)	(0.1)	0.7	(2.8)	(7.0)	0.4
유형자산감소(증가)	0.7	(20.4)	(14.2)	(20.0)	(50.0)
기타	(1.1)	(2.2)	(0.8)	(0.3)	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>7.2</b>	<b>90.1</b>	<b>17.5</b>	<b>0.0</b>	<b>(0.0)</b>
금융부채증가(감소)	(13.6)	17.8	7.0	0.0	(0.0)
자본증가(감소)	10.5	59.6	25.4	0.0	0.0
기타재무활동	10.3	12.7	(14.9)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>(1.6)</b>	<b>31.1</b>	<b>(4.2)</b>	<b>(49.5)</b>	<b>209.5</b>
Unlevered CFO	15.6	(7.7)	160.4	256.7	324.4
Free Cash Flow	(13.7)	(58.3)	(21.6)	(42.2)	209.1

자료: 하나금융투자



언택트(untact) 시대, 달라질 투자 전략

# 인터넷게임

## 코로나19에 부각되는 비대면 중심의 주력서비스

---

비대면 중심의 주력서비스 보유

다양한 형태의 커머스 서비스 제공, 1분기 실적 기대

누가봐도 게임은 수혜 업종

기업들의 적극적인 서비스 확대전략과 코로나19가 맞물린  
유료콘텐츠(웹툰) 비즈니스

광고 비즈니스에 부정적인 영향은 피할 수 없으나 제한적일 것

Top Picks : 카카오 (035720), 엔씨소프트 (036570)



인터넷게임 Analyst 황승택  
02-3771-7519  
sthwang@hanafn.com

RA 정우상  
02-3771-8547  
ws.jung@hanafn.com

## 코로나19에 부각되는 비대면 중심의 주력서비스

### 1) 비대면 중심의 주력서비스 보유

인터넷플랫폼과 게임 업종 기업들은 비대면 중심의 주력 서비스를 가진 회사라는 점에서 주목

인터넷플랫폼과 게임 업종 기업들은 비대면 중심의 주력서비스를 가진 회사라는 점에서 주목받고 있다. 플랫폼 기업들의 일부 서비스를 제외할 경우 대부분의 매출과 이익이 비대면 상호작용을 통해 이루어지고 있어 코로나19에 따른 사회적 거리두기 등의 영향도 제한적이다. 카카오는 플랫폼과 콘텐츠로 대표되는 서비스를 제공 중이며 각각 광고, 커머스, 신규비즈니스 및 게임, 뮤직, 웹툰 등의 유료콘텐츠 서비스를 제공하고 있으며, 네이버 역시 유사한 구조의 비즈니스모델을 보유하고 있다. B2B, B2C의 구분에 따라 일관된 기준을 적용하기는 어려우나 서비스를 받는 측면과 매출이 창출되는 측면에서 고려할 경우 전반적으로 비대면 서비스라고 볼 수 있다.

그림 1. 비대면 주축의 카카오 서비스



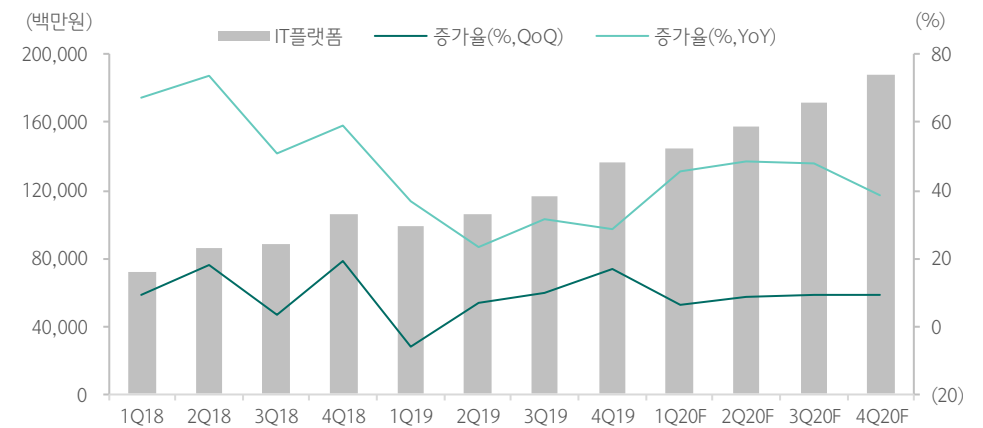
자료: 카카오, 하나금융투자

카카오 커머스 매출 YoY 51%  
 네이버 IT플랫폼 매출 YoY 46%  
 증가 예상

## 2) 다양한 형태의 커머스 서비스 제공, 1분기 실적 기대

코로나19 영향에 따른 비대면 서비스 확대의 최대 수혜는 온라인/모바일 커머스이며 인터넷 플랫폼 기업들 역시 다양한 형태의 커머스 서비스를 제공하고 있는 만큼 긍정적인 실적 기여가 예상된다. 카카오는 '선물하기', '메이커스', '쇼핑하기' 등의 커머스가 비대면이라는 특성을 십분 활용해 규모를 키우고 있고, 업계 전반적인 커머스 활성화에 따른 카카오페이 결제액 증가도 긍정적이다. 네이버도 업계 최고수준의 온라인/모바일쇼핑 거래액을 기록할 것으로 예상되며, 이에 따라 네이버페이 거래액도 견조하게 증가할 것으로 기대된다. 커머스 활성화에 따른 거래액증가로 관련 매출액 증가가 기대되며 카카오는 1분기에 톡비즈 서비스 내에 커머스 매출이 전분기대비 7%, 전년동기대비 51% 증가할 것으로 예상되고 네이버 역시 IT플랫폼(네이버페이 수수료매출 포함) 매출이 전분기대비 6%, 전년동기대비 46% 증가할 것으로 추정하고 있다.

그림 2. 네이버페이 거래수수료를 포함하는 IT플랫폼 매출



자료: NAVER, 하나금융투자

### 3) 누가봐도 게임은 수혜 업종

신규 유저 증가라는 공격적 추정 없이도 회귀 및 기존 유저들의 트래픽 확대는 예측 가능한 결론

게임서비스도 수혜가 예상된다. 온라인/모바일 플랫폼에 기반한 게임서비스는 코로나19 영향에 따른 사람들의 사회활동 축소에 오히려 트래픽이 늘어나는 모습이다. 신규유저의 증가라는 공격적인 추정을 하지 않더라도 과거 게임을 경험했던 유저들의 사회활동 축소에 따른 여가 차원의 회귀 및 기존 게임유저들의 트래픽 확대는 충분히 예측이 가능한 결론이다. 통계분석기업 닐슨에 따르면 미국과 유럽의 게임 이용자를 대상으로 한 설문에서 평균 게임 이용시간은 20% 증가한 것으로 나타나고 있다. 특히 주요 국가인 미국, 프랑스, 영국의 게임 이용자들의 평균 이용시간은 각각 45%, 38%, 29% 상승했다. 트래픽이 늘어남과 동시에 디지털 콘텐츠 구매액도 늘어나고 있는 것으로 파악되고 있다. 오프라인 게임 이용이 제한되면서 상대적으로 수혜가 예상되는 경우도 있다. 코로나19 영향에 따른 이동제한 등으로 글로벌 오프라인 카지노 출입이 어려워지면서 소셜카지노 트래픽이 증가하고 있다. 3월 17일 미국 내 30여개의 오프라인 카지노가 영업을 중지하면서 사용자들이 온라인 카지노로 이동하고 있으며 소셜카지노게임을 서비스 중인 더블유게임즈의 수혜가 예상되고 있다. 1~2분기 비수기인 점을 고려할 때 최소한 성수기효과 정도의 혜택을 보수적으로 예상하고 있다.

그림 3. 더블유게임즈가 제공중인 “DoubleDown Casino”

오프라인카지노의 영업축소에 따라 온라인카지노 트래픽 확대 중 적어도 성수기 정도의 효과는 있을 것으로 기대



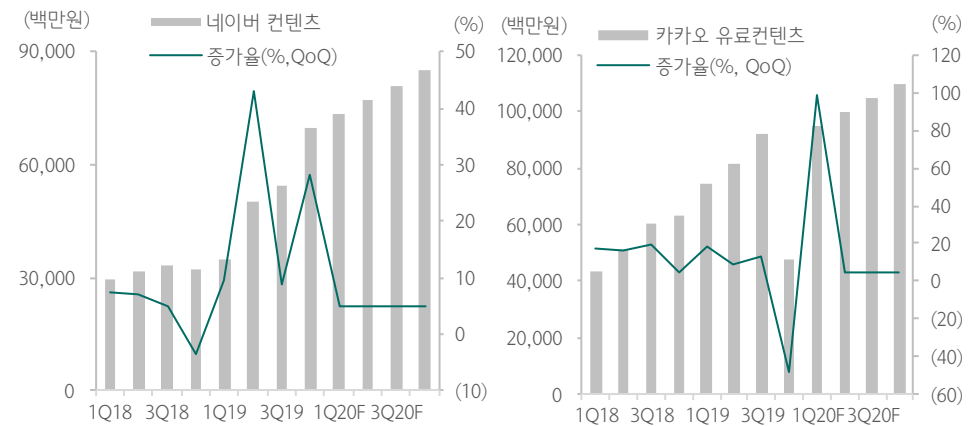
자료: 더블유게임즈, 하나금융투자

#### 4) 기업들의 적극적인 서비스 확대전략과 코로나19가 맞물린 유료콘텐츠(웹툰) 비즈니스

네이버 국내 콘텐츠 매출이 최근  
1년간 분기평균 21% 증가  
카카오 역시 4Q19 회계조정 전 기준  
YoY 36% 증가

최근 빠르게 시장을 확대하고 있는 웹툰 중심의 유료콘텐츠 서비스도 코로나19 영향의 무풍 지대라는 점에서 수혜를 받는 비즈니스로 꼽힌다. 최근 인터넷플랫폼 기업들의 적극적인 웹툰 서비스전략이 국내뿐만 아니라 해외로 확대되면서 괄목할 만한 성장을 기록하고 있다. 개 인간의 오프라인 연결이 단절되며 웹툰서비스에 대한 접근성이 확대되는 국면이고 시장 고 성장의 초기 단계에 자리매김하고 있는 만큼 빠른 수요증가와 더불어 매출 성장은 가속화될 전망이다. 실제로 네이버의 경우 웹툰을 포함하는 국내 콘텐츠매출이 최근 1년간 분기별 평균 21% 증가했으며, 전년대비 66% 증가를 기록했다. 일본 라인의 웹툰비즈니스 성장률이 국내 성장을 상회하고 있다는 점을 고려할 경우 연결기준 매출증가율은 더욱 높아질 것이다. 카카오 역시 2019년 4분기 회계조정 전 기준 분기성장률은 13%, 전년대비로는 36% 증가를 기록했다. 최근 웹툰에서 시작된 콘텐츠 IP가 드라마, 영화, 게임 등으로 활용되기 시작하면서 기업들의 웹툰서비스에 대한 전략은 더욱 적극적으로 변화할 것으로 예상되며 부가 가치 창출 역시 지속적으로 확대될 전망이라는 점에서 긍정적이다.

그림 4. 빠르게 증가하고 있는 유료콘텐츠 매출



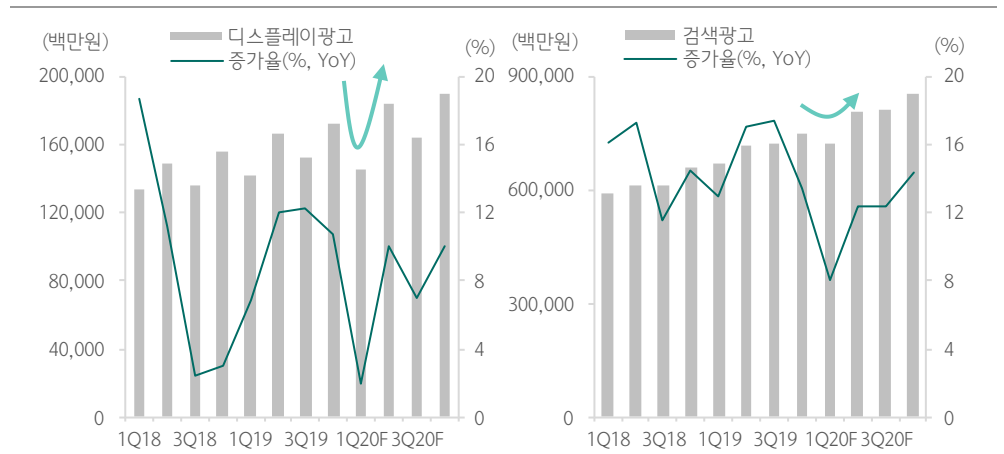
주: 네이버의 콘텐츠 매출은 국내부문, 카카오의 콘텐츠 매출은 4Q19 일본 웹툰의 회계 변경 반영  
자료: 카카오, NAVER, 하나금융투자

### 6) 광고 비즈니스에 부정적인 영향은 피할 수 없으나 제한적일 것

전체광고매출 대비 디스플레이광고 매출비중이 상대적으로 적기 때문에 전체 광고 매출 영향은 제한적일 것

코로나19 여파로 경제활동이 위축되고 소비도 감소세를 보이면서 기업들의 마케팅도 축소되고 있으며 이는 플랫폼 기업들의 광고매출에 영향을 미칠 것으로 판단된다. 특히 마케팅효율성에 대한 고민이 커지면서 상대적으로 큰 규모의 예산을 집행하는 대형광고주들의 마케팅이 소극적으로 변하고 있는 상황이며, 이는 대형광고주 비중이 큰 디스플레이광고 매출에 부정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다. 그러나, 전체 광고 매출에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 이는 전체광고매출 대비 디스플레이광고 매출비중이 상대적으로 적기 때문이다. 네이버의 경우 국내 기준 전체광고매출에서 디스플레이광고가 차지하는 비중이 2019년 4분기 기준 약 19% 수준이며, 나머지 81%는 검색광고가 차지하고 있다. 검색광고의 경우 대형광고주보다 중소형광고주 비중이 월등히 높으며 과거 금융위기 등에서 경험했던 바와 마찬가지로 경기변수가 악화되더라도 중소형광고주의 마케팅축소는 제한적이었던 만큼 금번 코로나19 영향에서도 비교적 자유로울 전망이다. 1분기 네이버의 광고매출은 전분기대비 6% 감소, 전년동기대비 7% 증가할 것으로 예상되며 이는 성장세가 소폭 완화된 수준으로 판단된다. 카카오 역시 포털비즈 부문의 디스플레이광고 매출에 부정적인 영향이 예상되나 포털비즈 매출비중이 전체매출액대비 15.5%(네이버는 전체 국내매출액대비 15.3%)에 불과해 실적에 미치는 영향은 제한적일 전망이다. 여기에, 2019년 하반기 런칭한 '카카오톡 비즈보드'의 성장이 공격적이고, 중소형광고주 비중이 늘어나고 있다는 점은 긍정적이다. 커머스 부문의 활성화가 광고 매출에 미치는 긍정적인 영향은 고려 해볼만 하다. 커머스가 활성화되면 관련 플랫폼에 입점하는 판매자들이 늘어나게 되고 이는 광고주 증가로 이어지기 때문이다. 네이버, 카카오 모두 1분기 커머스 부문의 성장이 견조하다는 점에서 광고매출에 미치는 영향도 긍정적일 전망이다.

그림 5. NAVER의 디스플레이광고와 검색광고 매출현황 및 전망



자료: 카카오, NAVER, 하나금융투자

2020년 4월 13일

# 카카오 (035720)

## 돋보이는 체력

### 코로나19에 상대적으로 돋보이는 비대면 주력서비스

코로나19 확산에 따라 경기변수가 악화되며 시장이 우려가 확산되는 가운데 비대면 서비스를 제공하는 기업들에 대한 시장의 관심이 확대되고 있으며 인터넷게임 섹터가 주목을 받고 있다. 섹터 내에서 코로나19 영향과 상대적으로 안정적인 이익성장을 모두 고려했을 때 최선호주는 카카오이다. 광고부문의 코로나19 영향이 부정적일 수 있으나 2019년 런칭한 '톡보드'의 성장여력이 충분하고 최근 중소형 중심의 광고주 증가가 이어지면서 영향을 최소화하고 있다. 여기에 전방위적으로 확대되고 있는 온라인/모바일 커머스 수혜가 예상되고, 유료콘텐츠도 웹툰을 중심으로 견조한 수준을 기록할 것으로 예상되는 만큼 펀더멘탈개선 측면에서 경쟁사들 대비 우월한 모습을 보일 수 있을 것으로 기대한다.

### 1분기 실적도 예상을 상회할 가능성 높아, 2분기 이후 본격적인 개선

코로나19 영향에도 불구하고 1분기 실적은 예상을 상회할 가능성이 높아 보인다. 디스플레이광고 부문의 영향 및 '톡보드'의 매출 성장을 보수적으로 반영했으나 3월 이후 광고부문 실적이 개선되는 모습을 보이고 있는 것으로 판단되는 만큼 비용부문의 보수적인 집행까지 더해 전체 실적이 예상을 상회할 가능성을 높게 보고있다. 1분기 매출은 전분기대비 3.4%, 전년 동기대비 26.9% 증가한 8,964억원, 영업이익은 전분기대비 1.3%, 전년 동기대비 190.9% 증가한 805억으로 추정하고 있다. 디스플레이광고 부문을 포함한 포털비즈의 매출을 전분기대비 10%, 전년동기대비 4.5% 감소할 것으로 예상하고 있으며, '톡보드'와 플랫폼 광고 및 커머스 부분이 포함된 톱비즈 부문의 매출은 전분기대비 5.9% 전년동기대비 84.9% 증가할 전망이다. 비용부문의 변수는 마케팅비용이 될 것으로 예상되며 1분기 위축될 것으로 보이는 만큼 영업이익의 증가에 기여할 전망이다. 국내 코로나19 확산이 진정국면에 들어서고 있다고 판단되며, 3월 예상을 상회하는 광고실적까지 고려할 경우 2분기는 원래의 성장속도를 회복할 수 있을 것으로 기대한다.

### 지속적이고 강한 펀더멘탈개선을 실적으로 확인할 수 있다는 점이 강점

카카오의 투자심리가 지속적으로 개선될 것으로 예상하는 이유는 플랫폼 광고, 커머스, 콘텐츠의 우호적인 시장환경과 시장 내 경쟁력 제고가 지속되고 있기 때문이며, 투자자들은 이러한 모습을 1분기부터 4분기에 이르는 도록 실적을 통해 확인할 수 있을 것이다. 2020년 매출은 27%, 영업이익은 107% 증가할 것으로 예상되는 만큼 분기별 매출은 전분기대비 평균 5.7%, 영업이익은 15% 증가하며 투자심리를 견인할 전망이다.

### Top Picks

**BUY**

TP(12M): 240,000원 | CP(4월13일): 157,500원

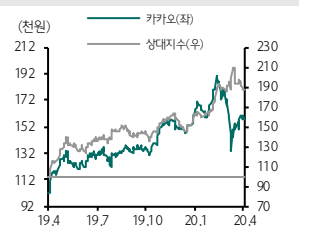
#### Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,825.76
52주최고/최저(원)	190,500/102,500
시가총액(십억원)	13,695.8
시가총액비중(%)	1.14
발행주식수(천주)	86,957.2
60일 평균거래량(천주)	791.6
60일 평균거래대금(십억원)	128.7
20년 배당금(예상, 원)	127
20년 배당수익률(예상, %)	0.08
외국인 지분율(%)	30.41
주요주주 지분율(%)	
김범수 외 24 인	26.07
국민연금공단	10.01
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.9) 16.7 53.7
상대	(3.9) 30.7 88.0

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	3,763.5	4,401.5
영업이익(십억원)	395.8	543.7
순이익(십억원)	285.1	400.8
EPS(원)	3,376	4,683
BPS(원)	64,169	69,042

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	십억원	1,972.3	2,417.0	3,070.1	3,930.0	4,738.6
영업이익	십억원	165.4	72.9	206.8	427.1	625.9
세전이익	십억원	153.3	130.7	(234.3)	504.8	703.7
순이익	십억원	108.6	47.9	(301.0)	402.9	553.6
EPS	원	1,602	613	(3,585)	4,641	6,372
증감율	%	83.3	(61.7)	적전	흑전	37.3
PER	배	85.50	168.01	N/A	33.94	24.72
PBR	배	2.31	1.67	2.53	2.44	2.22
EV/EBITDA	배	29.93	36.41	29.09	18.62	14.11
ROE	%	2.91	1.04	(5.81)	7.43	9.40
BPS	원	59,344	61,614	60,615	64,678	70,929
DPS	원	148	127	127	127	127



Analyst **황승택**  
02-3771-7519  
sthwang@hanafn.com

RA **정우상**  
02-3771-8547  
ws.jung@hanafn.com



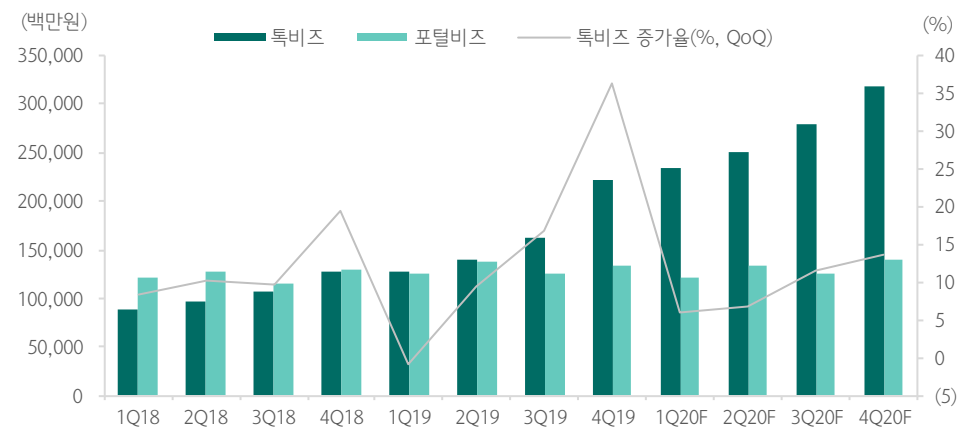
### ‘특비즈’ 부분이 성장의 핵심이 될 것

‘특비즈’는 1분기 보수적인 관점에서 5% 증가 예상하나, 2분기 10%, 하반기 15% 내외의 고성장 기대

2020년 카카오톡의 핵심성장동인은 이미 언급한 바와 같이 커머스와 플랫폼광고가 포함된 ‘특비즈’ 부분이 될 전망이다. 2019년 하반기 출시된 ‘카카오톡 비즈보드(톡보드)’ 광고의 흥행에 힘입어 특비즈 내 광고매출은 2019년 3분기에 전분기대비 33%, 4분기 29%(추정) 수준 증가한 바가 있다. 보수적인 관점에서 2020년 1분기 5% 증가를 예상하고 있으나 2분기 10%를 시작으로 하반기 15% 내외의 고성장을 기대하고 있다. 광고주 증가가 이어지고 있으며 이어지는 단가상승과 중장기적인 인벤토리(노출도 상승) 증가는 공격적인 성장을 충분히 담보할 수 있을 것으로 예상되며 일매출 기준 5억원 이상의 성과를 기대할 수 있을 전망이다. 선물하기를 중심으로 확대되고 있는 커머스 부문은 1분기 추정한 7%를 상회할 전망이다. 이를 기반으로 특비즈 부문의 매출은 1분기 2,347억원으로 전분기대비 5.9% 증가하고, 분기 기준 평균 9.4%, 연간 기준 66.5%의 성장을 기록할 전망이다.

커머스와 ‘톡보드’로 대표되는 특비즈 부문의 성장이 카카오 전체 실적을 견인할 것

그림 1. 카카오 성장동력인 ‘특비즈’ 부문의 고성장



자료: 카카오, 하나금융투자

표 1. 카카오의 실적현황 및 전망

(단위: 백만원)

	2019	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
<b>총매출액</b>	<b>3,089,778</b>	<b>3,929,991</b>	<b>706,312</b>	<b>733,035</b>	<b>783,175</b>	<b>867,255</b>	<b>896,376</b>	<b>950,257</b>	<b>1,000,637</b>	<b>1,082,721</b>
성장률(%)	27.8	27.2	4.9	3.8	6.8	10.7	3.4	6.0	5.3	8.2
<b>플랫폼</b>	<b>1,434,663</b>	<b>2,018,854</b>	<b>313,114</b>	<b>326,836</b>	<b>350,730</b>	<b>443,984</b>	<b>439,270</b>	<b>479,754</b>	<b>516,161</b>	<b>583,669</b>
특비즈	649,826	1,081,707	126,906	138,928	162,420	221,572	234,689	250,524	279,116	317,378
포털비즈	523,599	518,655	126,416	136,941	126,051	134,191	120,772	132,849	126,207	138,827
신사업	261,238	418,492	59,791	50,967	62,259	88,221	83,809	96,381	110,838	127,464
콘텐츠	1,655,114	1,911,137	393,199	406,199	432,445	423,271	457,106	470,503	484,476	499,052
<b>영업비용</b>	<b>2,883,171</b>	<b>3,502,928</b>	<b>678,649</b>	<b>692,577</b>	<b>724,093</b>	<b>787,853</b>	<b>815,903</b>	<b>853,507</b>	<b>889,606</b>	<b>943,912</b>
인건비	701,750	762,126	160,127	159,044	177,401	205,178	184,853	186,955	194,082	196,235
매출연동비	1,387,302	1,768,496	330,644	341,883	355,005	359,770	403,369	427,616	450,287	487,225
외주/인프라	360,282	445,361	89,930	84,424	79,145	106,783	107,978	110,142	112,088	115,153
마케팅	151,229	217,081	32,947	39,937	36,840	41,505	44,819	52,264	55,035	64,963
상각비	220,640	231,264	50,142	53,360	60,746	56,392	56,956	57,525	58,101	58,682
기타	61,968	78,600	14,859	13,929	14,956	18,225	17,928	19,005	20,013	21,654
<b>영업이익</b>	<b>206,607</b>	<b>427,063</b>	<b>27,663</b>	<b>40,459</b>	<b>59,082</b>	<b>79,402</b>	<b>80,473</b>	<b>96,750</b>	<b>111,031</b>	<b>138,809</b>
성장률(%)	183.2	106.7	544.4	46.3	46.0	34.4	1.3	20.2	14.8	25.0
이익률(%)	6.7	10.9	3.9	5.5	7.5	9.2	9.0	10.2	11.1	12.8
<b>계속사업이익</b>	<b>(227,295)</b>	<b>504,845</b>	<b>40,512</b>	<b>53,567</b>	<b>88,847</b>	<b>(410,220)</b>	<b>109,364</b>	<b>125,640</b>	<b>121,031</b>	<b>148,809</b>
이익률(%)	(7.4)	12.8	5.7	7.3	11.3	(47.3)	12.2	13.2	12.1	13.7
<b>순이익</b>	<b>(339,821)</b>	<b>382,672</b>	<b>17,564</b>	<b>30,992</b>	<b>51,454</b>	<b>(439,832)</b>	<b>82,898</b>	<b>95,235</b>	<b>91,742</b>	<b>112,797</b>
이익률(%)	(11.0)	9.7	2.5	4.2	6.6	(50.7)	9.2	10.0	9.2	10.4
<b>지배주주순이익</b>	<b>(298,184)</b>	<b>402,872</b>	<b>27,512</b>	<b>38,774</b>	<b>55,717</b>	<b>(420,188)</b>	<b>87,898</b>	<b>100,335</b>	<b>96,742</b>	<b>117,897</b>
이익률(%)	(9.7)	10.3	3.9	5.3	7.1	(48.5)	9.8	10.6	9.7	10.9

자료: 카카오, 하나금융투자



추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>1,972.3</b>	<b>2,417.0</b>	<b>3,070.1</b>	<b>3,930.0</b>	<b>4,738.6</b>
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,972.3	2,417.0	3,070.1	3,930.0	4,738.6
판매비	1,806.9	2,344.0	2,863.3	3,502.9	4,112.7
<b>영업이익</b>	<b>165.4</b>	<b>72.9</b>	<b>206.8</b>	<b>427.1</b>	<b>625.9</b>
금융손익	33.2	62.3	26.4	40.0	40.0
종속/관계기업손익	9.0	6.7	(19.8)	0.0	0.0
기타영업외손익	(54.3)	(11.2)	(447.7)	37.8	37.8
<b>세전이익</b>	<b>153.3</b>	<b>130.7</b>	<b>(234.3)</b>	<b>504.8</b>	<b>703.7</b>
법인세	28.2	114.8	107.7	122.2	170.3
계속사업이익	125.1	15.9	(341.9)	382.7	533.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>125.1</b>	<b>15.9</b>	<b>(341.9)</b>	<b>382.7</b>	<b>533.4</b>
비배주주지분 손이익	16.5	(32.0)	(40.9)	(20.2)	(20.2)
<b>지배주주순이익</b>	<b>108.6</b>	<b>47.9</b>	<b>(301.0)</b>	<b>402.9</b>	<b>553.6</b>
지배주주지분포괄이익	102.7	59.3	(304.3)	382.7	533.4
NOPAT	135.0	8.9	301.8	323.7	474.4
EBITDA	295.2	208.0	425.6	612.3	757.8
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	34.7	22.5	27.0	28.0	20.6
NOPAT증가율	78.1	(93.4)	3,291.0	7.3	46.6
EBITDA증가율	28.4	(29.5)	104.6	43.9	23.8
영업이익증가율	42.5	(55.9)	183.7	106.5	46.5
(지배주주)순이익증가율	88.2	(55.9)	적전	흑전	37.4
EPS증가율	83.3	(61.7)	적전	흑전	37.3
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	15.0	8.6	13.9	15.6	16.0
영업이익률	8.4	3.0	6.7	10.9	13.2
계속사업이익률	6.3	0.7	(11.1)	9.7	11.3

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>1,993.1</b>	<b>2,859.0</b>	<b>2,829.7</b>	<b>4,153.1</b>	<b>4,902.7</b>
금융자산	1,699.0	2,175.5	2,148.8	3,592.4	4,289.3
현금성자산	1,116.8	1,247.0	1,918.2	3,297.8	3,967.0
매출채권 등	179.2	398.2	388.0	495.6	542.2
채고자산	21.6	35.8	49.4	63.2	69.1
기타유동자산	93.3	249.5	243.5	1.9	2.1
<b>비유동자산</b>	<b>4,356.3</b>	<b>5,100.6</b>	<b>5,907.6</b>	<b>5,475.9</b>	<b>5,474.0</b>
투자자산	372.6	816.1	1,627.7	1,381.3	1,511.3
금융자산	210.6	76.7	102.4	130.8	143.1
유형자산	271.0	314.8	349.8	237.8	170.6
무형자산	<b>3,689.6</b>	<b>3,865.3</b>	<b>3,548.4</b>	<b>3,475.2</b>	<b>3,410.5</b>
기타비유동자산	<b>23.1</b>	<b>104.4</b>	<b>381.7</b>	<b>381.6</b>	<b>381.6</b>
<b>자산총계</b>	<b>6,349.4</b>	<b>7,959.5</b>	<b>8,737.3</b>	<b>9,629.0</b>	<b>10,376.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,040.9</b>	<b>1,909.3</b>	<b>2,133.8</b>	<b>2,565.5</b>	<b>2,752.7</b>
금융부채	176.6	623.4	535.0	559.9	570.8
매입채무 등	425.1	612.9	677.2	865.1	946.5
기타유동부채	439.2	673.0	921.6	1,140.5	1,235.4
<b>비유동부채</b>	<b>845.6</b>	<b>293.2</b>	<b>563.8</b>	<b>652.4</b>	<b>690.7</b>
금융부채	<b>620.8</b>	<b>45.0</b>	<b>244.6</b>	<b>244.6</b>	<b>244.6</b>
기타비유동부채	224.8	248.2	319.2	407.8	446.1
<b>부채총계</b>	<b>1,886.5</b>	<b>2,332.4</b>	<b>2,997.1</b>	<b>3,517.5</b>	<b>3,743.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>4,029.1</b>	<b>5,136.9</b>	<b>5,225.3</b>	<b>5,617.8</b>	<b>6,160.9</b>
자본금	<b>34.0</b>	<b>41.7</b>	<b>43.2</b>	<b>43.2</b>	<b>43.2</b>
자본잉여금	3,603.6	4,647.5	5,043.2	5,043.2	5,043.2
자본조정	(6.0)	1.5	7.2	7.2	7.2
기타포괄이익누계액	(5.0)	(7.3)	(16.4)	(16.4)	(16.4)
이익잉여금	402.5	453.4	148.2	540.6	1,083.7
<b>비배주주지분</b>	<b>433.8</b>	<b>490.3</b>	<b>514.8</b>	<b>493.8</b>	<b>472.8</b>
<b>자본총계</b>	<b>4,462.9</b>	<b>5,627.2</b>	<b>5,740.1</b>	<b>6,111.6</b>	<b>6,633.7</b>
순금융부채	(901.6)	(1,507.2)	(1,369.3)	(2,787.8)	(3,473.9)

투자지표	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,602	613	(3,585)	4,641	6,372
BPS	59,344	61,614	60,615	64,678	70,929
CFPS	4,215	2,099	4,200	7,949	9,619
EBITDAPS	4,355	2,663	5,069	7,053	8,723
SPS	29,101	30,944	36,567	45,271	54,545
DPS	148	127	127	127	127
<b>주가지표(배)</b>					
PER	85.5	168.0	N/A	33.9	24.7
PBR	2.3	1.7	2.5	2.4	2.2
PCFR	32.5	49.1	36.5	19.8	16.4
EV/EBITDA	29.9	36.4	29.1	18.6	14.1
PSR	4.7	3.3	4.2	3.5	2.9
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	2.9	1.0	(5.8)	7.4	9.4
ROA	1.8	0.7	(3.6)	4.4	5.5
ROIC	3.7	0.2	8.4	10.5	18.3
부채비율	42.3	41.4	52.2	57.6	56.4
순부채비율	(20.2)	(26.8)	(23.9)	(45.6)	(52.4)
이자보상배율(배)	14.7	7.8	16.1	0.0	0.0

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>371.9</b>	<b>491.5</b>	<b>752.7</b>	<b>1,183.3</b>	<b>827.4</b>
당기순이익	125.1	15.9	(341.9)	382.7	533.4
조정	198.4	146.3	723.8	185.1	131.9
감가상각비	129.8	135.0	218.8	185.2	131.9
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(13.4)	(6.4)	(5.3)	0.0	0.0
기타	82.0	17.7	510.3	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	48.4	329.3	370.8	615.5	162.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(354.7)</b>	<b>(1,260.7)</b>	<b>(414.2)</b>	<b>181.7</b>	<b>(158.6)</b>
투자자산감소(증가)	(73.1)	(385.6)	(768.9)	246.4	(130.0)
유형자산감소(증가)	(72.2)	(85.3)	(99.3)	0.0	0.0
기타	(209.4)	(789.8)	454.0	(64.7)	(28.6)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>467.6</b>	<b>890.5</b>	<b>322.2</b>	<b>14.6</b>	<b>0.3</b>
금융부채증가(감소)	(209.8)	(129.0)	111.2	25.0	10.8
자본증가(감소)	498.7	1,051.7	397.1	0.0	0.0
기타재무활동	194.7	(18.7)	(175.8)	0.0	0.0
배당지급	(16.0)	(13.5)	(10.3)	(10.4)	(10.5)
<b>현금의 증감</b>	<b>475.1</b>	<b>130.2</b>	<b>671.2</b>	<b>1,379.5</b>	<b>669.2</b>
Unlevered CFO	285.7	163.9	352.6	690.0	835.6
Free Cash Flow	296.8	394.3	646.3	1,183.3	827.4

자료: 하나금융투자

2020년 4월 13일

# 엔씨소프트 (036570)

## 무풍지대

### 코로나19 여파에 확연히 늘어난 게임관련 트래픽

코로나19 여파로 야외활동과 저녁모임 등이 축소되면서 여가시간을 활용하는데 있어 게임관련 콘텐츠 소비가 확연하게 증가하고 있으며 “리니지M”, “리니지2M” 등 엔씨소프트의 게임들의 그 중심에 있는 모습이다. 실제 게임 내에서 확인해본 게임 자체의 트래픽도 견조한 모습을 확인할 수 있고, 유튜브 등 소셜플랫폼의 게임관련 콘텐츠도 늘어나는 모습이다. 게임에 대한 관심이 높아지고 트래픽이 늘어나면 자연스럽게 매출은 담보되어 긍정적이다. PC방 등의 영입이 제한되고 있음에도 불구하고 이미 모바일로 진화한 게임시장에 미치는 영향은 제한적이라는 점에서 모바일로 태세 전환을 한 엔씨소프트 펀더멘탈개선에는 이상이 없을 것이다.

### 1분기 실적에는 영향 無

1분기 실적은 예상대로 산업 내 최고수준의 성장을 기록할 전망이다. 2019년 4분기에 출시한 “리니지2M”의 매출이 2020년 1분기 온기반영되며 경쟁사대비 압도적인 성장률을 기록할 것으로 기대하고 있다. 매출은 전분기대비 32.5% 증가한 7,071억원을 기록할 것으로 전망되며, 이중 모바일게임 부문이 5,527억원으로 전분기대비 49.6% 증가하며 실적을 견인할 전망이다. 전분기에 이어 1분기에도 성과급을 포함한 인건비 증가를 고려해도 영업이익은 2,671억원으로 전분기대비 89.2% 증가할 것으로 예상하고 있다. 신규게임효과가 희석되며 2분기 매출은 1분기대비 다소 감소할 것으로 예상하나 인건비 등 비용 부문의 감소가 클 것으로 예상되는 만큼 영업이익은 유지가 될 전망이다.

### 계단식의 성장은 지속될 전망

“리니지”IP를 활용한 모바일게임의 성공적인 런칭으로 엔씨소프트의 IP Value는 지속적으로 제고될 전망이다. 향후 “블레이드앤소울”, “아이온” 등의 걸출한 온라인게임 IP들이 모바일 게임화 되어 출시될 예정인 만큼 전통적인 엔씨소프트의 성장 모형을 계단식 성장이 유지될 것으로 기대하고 있다. 하반기 중 신규게임 출시에 대한 기대가 유효한 상황이며 연말~2021년 상반기 본격적인 해외 출시로 외형을 확대할 것으로 판단된다. 2분기 이후 단기 실적이 주춤할 것으로 예상되지만 신규게임과 해외진출 모멘텀에 대한 기대가 점진적으로 주가에 반영될 것으로 예상되는 만큼 긍정적인 관점에서 접근해야 할 것으로 판단된다.

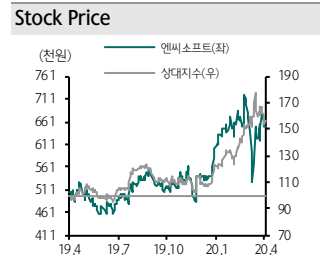
### Top Picks

**BUY**

TP(12M): 810,000원 | CP(4월13일): 651,000원

Key Data	
KOSPI 지수(pt)	1,825.76
52주최고/최저(원)	720,000/457,000
시가총액(십억원)	14,292.1
시가총액비중(%)	1.19
발행주식수(천주)	21,954.0
60일 평균거래량(천주)	123.6
60일 평균거래대금(십억원)	78.6
20년 배당금(예상, 원)	5,220
20년 배당수익률(예상, %)	0.80
외국인 지분율(%)	50.73
주요주주 지분율(%)	
김택진 외 9인	12.00
국민연금공단	11.76
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.6 26.2 28.7
상대	(1.5) 41.3 57.4

Consensus Data		
	2020	2021
매출액(십억원)	2,685.6	3,090.8
영업이익(십억원)	1,061.8	1,281.0
순이익(십억원)	818.0	992.7
EPS(원)	37,586	45,139
BPS(원)	155,230	195,182



Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	십억원	1,758.7	1,715.1	1,701.2	2,689.1	3,139.6
영업이익	십억원	585.0	614.9	479.0	1,065.8	1,276.3
세전이익	십억원	610.2	637.3	496.2	1,085.8	1,276.3
순이익	십억원	441.0	418.2	358.2	826.5	971.5
EPS	원	20,104	19,061	16,320	37,648	44,251
증감율	%	61.9	(5.2)	(14.4)	130.7	17.5
PER	배	22.26	24.47	33.15	17.29	14.71
PBR	배	3.41	3.66	4.05	3.92	3.17
EV/EBITDA	배	13.71	15.52	21.22	11.18	8.87
ROE	%	19.14	16.44	14.72	28.91	26.62
BPS	원	131,144	127,548	133,449	166,197	205,547
DPS	원	7,280	6,050	5,220	5,220	5,220



Analyst **황승택**  
02-3771-7519  
sthwang@hanafn.com

RA **정우상**  
02-3771-8547  
ws.jung@hanafn.com

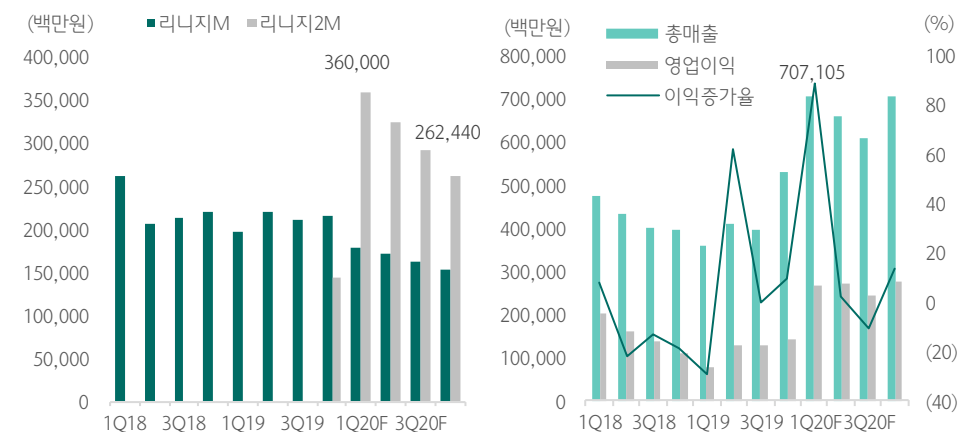
### “리니지” 형제들 분발할 것

2020년 “리니지M” 매출 6,500억원  
상회할 것으로 기대  
온기를 맞는 “리니지2M” 매출은  
1.2조원 내외 기대

엔씨소프트를 긍정적으로 접근하는 이유 중 하나는 “리니지M”, “리니지2M”의 흥행규모가 시장예상치를 크게 상회했다는 점도 있지만, 일매출의 흐름이 안정적으로 유지되고 있다는 점이다. “리니지M”의 경우 “리니지2M”의 출시에도 불구하고 제한적인 Cannibalization을 기록하며 순항하고 있다. 2017년 6월에 출시된 이후 거의 3년이 되어가는 시점에서도 20억원 내외의 일매출을 기록하고 있다는 점은 매우 고무적이며 향후 매출 흐름 역시 완만한 하향세를 그릴 것이라는 점에서 긍정적이다. “리니지2M”에 대한 기대도 “리니지M” 못지 않다. 상대적으로 높은 완성도를 자랑하고 있는 게임이고, 다양한 이벤트 등을 통해 헤비유저 뿐만 아니라 라이트유저들의 충성도 제고에도 성공한 만큼 향후 매출 역시 견조한 수준을 기록할 전망이다. 2019년 추정치 기준 8,400억원 내외의 매출을 기록한 “리니지M”의 매출은 20년에도 6,500억원을 상회할 것으로 기대되고 있고 온기를 맞는 “리니지2M”의 매출은 1.2조원 내외를 기록할 것으로 기대하고 있다.

그림 1. 엔씨소프트 실적성장은 “리니지” IP 모바일게임이 견인할 전망

높은 완성도와 충성도를 기반으로  
안정적인 일매출흐름을  
유지할 것으로 기대



자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

표 1. 엔씨소프트의 실적현황 및 전망

(단위:백만원)

	2019	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
총매출액	1,701,185	2,689,078	358,756	410,786	397,809	533,834	707,105	659,757	613,104	709,113
성장률(%)	(0.8)	58.1	(10.2)	14.5	(3.2)	34.2	32.5	(6.7)	(7.1)	15.7
게임매출액	1,503,677	2,521,682	301,345	359,228	353,585	489,519	663,752	618,137	571,470	668,322
리니지1	174,070	188,165	20,719	50,109	51,829	51,413	48,842	48,842	46,400	44,080
리니지2	93,589	106,705	21,558	21,213	23,033	27,785	26,396	26,396	25,076	28,837
길드워2	58,688	41,470	16,337	15,882	15,138	11,331	10,764	10,764	10,226	9,715
아이온	46,002	29,513	12,323	12,391	13,224	8,064	7,661	7,661	7,278	6,914
블레이드앤소울	83,858	65,875	23,267	21,107	21,486	17,998	17,361	16,746	16,162	15,607
모바일	998,791	2,049,700	198,775	223,828	213,323	362,865	542,665	497,665	456,265	553,105
기타	48,679	40,253	8,366	14,698	15,552	10,063	10,063	10,063	10,063	10,063
로열티	197,508	167,397	57,411	51,558	44,224	44,315	43,353	41,620	41,633	40,791
영업비용	1,222,193	1,623,240	279,242	281,379	268,896	392,676	440,015	385,673	367,909	429,642
인건비	555,075	562,740	143,194	125,822	116,146	169,913	161,112	127,168	128,439	146,021
감가상각비	51,969	60,112	11,982	12,974	12,747	14,266	14,694	14,694	15,135	15,589
매출변동비	331,850	647,353	65,336	77,189	73,094	116,231	171,284	157,272	144,329	174,467
마케팅비	107,274	126,084	18,987	24,230	22,766	41,291	33,188	30,907	28,574	33,416
기타	176,025	226,951	39,743	41,164	44,143	50,975	59,738	55,632	51,432	60,149
영업이익	478,992	1,065,838	79,514	129,407	128,913	141,158	267,090	274,084	245,194	279,471
성장률(%)	(22.1)	122.5	(29.4)	62.7	(0.4)	9.5	89.2	94.2	(10.5)	14.0
이익률(%)	28.2	39.6	22.2	31.5	32.4	26.4	37.8	41.5	40.0	39.4
순이익	359,314	823,066	74,697	116,857	113,604	54,156	206,244	211,545	189,647	215,629
이익률(%)	21.1	30.6	20.8	28.4	28.6	10.1	29.2	32.1	30.9	30.4

자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>1,758.7</b>	<b>1,715.1</b>	<b>1,701.2</b>	<b>2,689.1</b>	<b>3,139.6</b>
매출원가	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.0
매출총이익	1,758.7	1,715.1	1,701.2	2,689.1	3,139.6
판매비	1,173.7	1,100.2	1,222.2	1,623.2	1,863.3
<b>영업이익</b>	<b>585.0</b>	<b>614.9</b>	<b>479.0</b>	<b>1,065.8</b>	<b>1,276.3</b>
금융손익	11.4	25.6	38.2	40.0	20.0
종속/관계기업손익	(1.6)	(2.4)	(19.3)	0.0	0.0
기타영업외손익	15.3	(0.7)	(1.7)	(20.0)	(20.0)
<b>세전이익</b>	<b>610.2</b>	<b>637.3</b>	<b>496.2</b>	<b>1,085.8</b>	<b>1,276.3</b>
법인세	166.2	215.9	137.0	262.8	308.9
계속사업이익	444.0	421.5	359.2	823.1	967.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>444.0</b>	<b>421.5</b>	<b>359.2</b>	<b>823.1</b>	<b>967.4</b>
비배주주지분 손익	3.1	3.3	1.0	(3.5)	(4.1)
<b>지배주주순이익</b>	<b>441.0</b>	<b>418.2</b>	<b>358.2</b>	<b>826.5</b>	<b>971.5</b>
지배주주지분포괄이익	916.4	76.8	262.7	831.6	977.5
NOPAT	425.7	406.6	346.7	807.9	967.4
EBITDA	615.0	642.8	531.5	1,117.4	1,319.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	78.8	(2.5)	(0.8)	58.1	16.8
NOPAT증가율	65.1	(4.5)	(14.7)	133.0	19.7
EBITDA증가율	70.3	4.5	(17.3)	110.2	18.1
영업이익증가율	77.9	5.1	(22.1)	122.5	19.8
(지배주주)순이익증가율	62.0	(5.2)	(14.3)	130.7	17.5
EPS증가율	61.9	(5.2)	(14.4)	130.7	17.5
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	35.0	37.5	31.2	41.6	42.0
영업이익률	33.3	35.9	28.2	39.6	40.7
계속사업이익률	25.2	24.6	21.1	30.6	30.8

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>1,772.7</b>	<b>1,576.4</b>	<b>2,087.9</b>	<b>3,653.7</b>	<b>4,606.9</b>
금융자산	1,544.3	422.1	980.4	2,182.9	2,979.1
현금성자산	187.3	185.6	303.4	2,182.9	2,979.1
매출채권 등	203.5	179.0	270.6	359.4	397.8
재고자산	0.5	1.0	2.1	2.8	3.0
기타유동자산	24.4	974.3	834.8	1,108.6	1,227.0
<b>비유동자산</b>	<b>1,753.8</b>	<b>1,364.9</b>	<b>1,258.5</b>	<b>518.0</b>	<b>480.8</b>
투자자산	1,337.0	951.5	746.9	57.9	64.1
금융자산	1,303.2	1.6	7.4	0.0	0.0
유형자산	229.1	233.9	350.4	300.1	257.9
무형자산	<b>52.4</b>	<b>54.4</b>	<b>49.6</b>	<b>48.4</b>	<b>47.2</b>
기타비유동자산	<b>135.3</b>	<b>125.1</b>	<b>111.6</b>	<b>111.6</b>	<b>111.6</b>
<b>자산총계</b>	<b>3,526.6</b>	<b>2,941.3</b>	<b>3,346.4</b>	<b>4,171.7</b>	<b>5,087.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>455.8</b>	<b>473.1</b>	<b>449.8</b>	<b>566.3</b>	<b>616.7</b>
금융부채	0.0	155.1	42.7	53.0	57.4
매입채무 등	219.7	166.3	194.7	258.6	286.2
기타유동부채	236.1	151.7	212.4	254.7	273.1
<b>비유동부채</b>	<b>341.5</b>	<b>89.2</b>	<b>384.4</b>	<b>377.7</b>	<b>383.5</b>
금융부채	<b>149.8</b>	<b>0.0</b>	<b>323.6</b>	<b>323.6</b>	<b>323.6</b>
기타비유동부채	191.7	89.2	60.8	54.1	59.9
<b>부채총계</b>	<b>797.3</b>	<b>562.3</b>	<b>834.2</b>	<b>944.0</b>	<b>1,000.2</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>2,721.2</b>	<b>2,367.7</b>	<b>2,499.2</b>	<b>3,218.2</b>	<b>4,082.0</b>
자본금	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>
자본잉여금	432.6	432.6	435.5	435.5	435.5
자본조정	(153.6)	(428.2)	(437.8)	(437.8)	(437.8)
기타포괄이익누계액	525.3	188.5	108.4	108.4	108.4
이익잉여금	1,905.9	2,163.8	2,382.1	3,101.0	3,964.9
<b>비배주주지분</b>	<b>8.0</b>	<b>11.3</b>	<b>13.0</b>	<b>9.5</b>	<b>5.5</b>
<b>자본총계</b>	<b>2,729.2</b>	<b>2,379.0</b>	<b>2,512.2</b>	<b>3,227.7</b>	<b>4,087.5</b>
순금융부채	(1,394.4)	(267.1)	(614.1)	(1,806.3)	(2,598.0)

투자지표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	20,104	19,061	16,320	37,648	44,251
BPS	131,144	127,548	133,449	166,197	205,547
CFPS	28,692	29,813	25,497	49,985	59,198
EBITDAPS	28,039	29,301	24,216	50,896	60,109
SPS	80,181	78,176	77,514	122,487	143,006
DPS	7,280	6,050	5,220	5,220	5,220
<b>주가지표(배)</b>					
PER	22.3	24.5	33.1	17.3	14.7
PBR	3.4	3.7	4.1	3.9	3.2
PCFR	15.6	15.6	21.2	13.0	11.0
EV/EBITDA	13.7	15.5	21.2	11.2	8.9
PSR	5.6	6.0	7.0	5.3	4.6
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	19.1	16.4	14.7	28.9	26.6
ROA	15.0	12.9	11.4	22.0	21.0
ROIC	171.9	56.0	28.7	62.1	67.4
부채비율	29.2	23.6	33.2	29.2	24.5
순부채비율	(51.1)	(11.2)	(24.4)	(56.0)	(63.6)
이자보상배율(배)	179.6	184.7	56.9	53.3	63.8

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>595.2</b>	<b>352.8</b>	<b>392.2</b>	<b>610.8</b>	<b>905.4</b>
당기순이익	444.0	421.5	359.2	823.1	967.4
조정	140.4	(13.2)	103.8	51.5	43.3
감가상각비	30.0	27.9	52.5	51.5	43.3
외환거래손익	6.3	(11.5)	(5.6)	0.0	0.0
지분법손익	3.4	2.4	19.3	0.0	0.0
기타	100.7	(32.0)	37.6	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	10.8	(55.5)	(70.8)	(263.8)	(105.3)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(459.6)</b>	<b>68.3</b>	<b>(234.2)</b>	<b>1,365.9</b>	<b>(6.2)</b>
투자자산감소(증가)	(708.0)	385.6	204.5	689.0	(6.2)
유형자산감소(증가)	(28.2)	(25.7)	(50.2)	0.0	0.0
기타	276.6	(291.6)	(388.5)	676.9	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(79.7)</b>	<b>(424.4)</b>	<b>(45.7)</b>	<b>(97.3)</b>	<b>(103.1)</b>
금융부채증가(감소)	0.1	5.2	211.3	10.3	4.5
자본증가(감소)	0.9	0.0	2.9	0.0	0.0
기타재무활동	0.4	(274.9)	(135.3)	0.0	0.0
배당지급	(81.1)	(154.7)	(124.6)	(107.6)	(107.6)
<b>현금의 증감</b>	<b>42.4</b>	<b>(1.7)</b>	<b>117.9</b>	<b>1,879.5</b>	<b>796.1</b>
Unlevered CFO	629.3	654.1	559.6	1,097.4	1,299.6
Free Cash Flow	566.4	326.1	341.2	610.8	905.4

자료: 하나금융투자

언택트(untact) 시대, 달라질 투자 전략

유통

## 한국의 식품 온라인 시장을 선도한다

---

온라인 유통이 사업이 되기 위한 조건

식품 온라인 대두 이유와 전망

식품 온라인 성공의 조건

이마트의 도전과 응전

Top Pick : 이마트(139480)



유통/화장품 Analyst 박종대  
02-3771-8544  
forsword@hanafn.com

RA 서현정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

## 1. 온라인 유통이 ‘사업’이 되기 위한 조건

2013년 이후 국내 온라인 유통시장  
연평균 19% 고신장

2013년 스마트폰 보급이 본격화되면서 국내 온라인 유통시장은 2019년까지 연평균 19% 고신장을 이어왔다. 국내 민간소비 성장률이 연간 2~3%에 미치지 못한다는 점을 감안하면 어마어마한 신장세다. 온라인 채널 매출은 2019년 기준 135조원, 전체 유통시장의 42%에 이르렀다. 특히, 2018년 이후 마지막 오프라인의 보루라고 할 수 있는 식품 카테고리까지 온라인 채널이 치고 들어가면서 식품 온라인 시장이 온라인 유통의 핵으로 떠올랐다.

온라인화로 유통시장 완전경쟁시장화  
: 진입장벽/동일상품/가격정보,  
제로마진으로 수렴

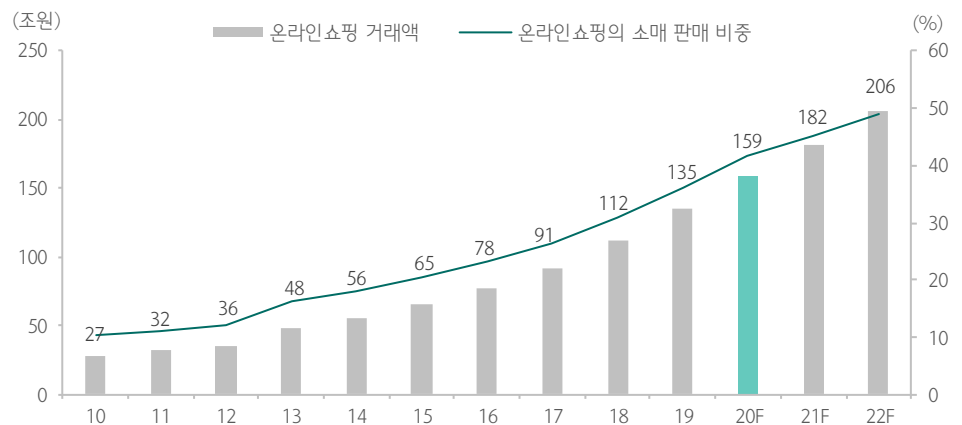
이러한 온라인화로 유통시장은 완전경쟁시장으로 변화하고 있다. 진입과 탈퇴가 자유롭고(제한적 Capex와 고정비), 거래되는 상품이 동일하며(가전, PC 등 공산품), 가격 정보가 폭 넓게 공유(ex: 네이버 가격비교)되고 있기 때문이다. 이는 기존 유통산업 성격과 정면 배치된다. 진입장벽이 낮아지면서 이중 산업 1위 대기업들의 유통산업 진출이 활발해지고, 유통을 다른 목적(검색 카테고리 확대나 빅데이터 등)의 수단으로 활용하면서, 유통마진은 BEP 이상을 기대하기 힘든 구조가 되고 있다.

비즈니스 모델 2가지 가능  
- 알리바바/아마존  
- 식품온라인

온라인 유통시장에서 기업들이 ‘돈’을 벌기 위해서는 두 가지 비즈니스 모델이 가능하다. 첫째, 알리바바와 아마존 모델이다. 이들은 유통업이 완전경쟁시장이라는 것을 철저히 수용하고 유통 부문에서는 BEP만을 추구한다. 대신, 유통수수료를 크게 낮추고, 집객을 확대하면서 절대적인 시장점유율을 확보하고, 막대한 트래픽 증가를 통한 광고마케팅이나 클라우드링 서비스로 수익을 창출하고 있다. 유통은 사업이 아니라 수단일 뿐이다. 가전부터 생활용품, 의류, 화장품까지 표준화가 잘 되어 있는 공산품이 주 거래 품목이다.

둘째, 완전경쟁시장의 조건 가운데 하나를 깨는 것이다. '진입과 탈퇴의 자유', '정보의 공유'는 온라인 유통 고유의 속성이기 때문에 깨기 어렵다. '거래 상품의 동질성'은 상품 카테고리마다 다르다. 예를 들어 냉장고는 제품명만 같다면 어느 채널이나 어떤 유통회사에서 제품을 구입하든 무차별하다. 가격이 가장 중요한 구매 조건이 된다. 그런데, 배추는 다르다. 쇼핑물 사진에 있는 배추가 그대로 배달된다는 보장이 없다. 상품의 품질이 유통업체마다 다르다. 표준화가 가장 안돼 있기 때문에 온라인으로 거래되기 가장 어려운 품목이 신선식품이다. 다시 말해, 신선식품을 잘 유통할 수 있다면 높은 진입장벽을 형성하면서 사업 전개가 가능하고, 돈을 벌 수 있다는 말이다.

그림 1. 한국 온라인 유통 시장 규모와 전체 유통 시장에서 온라인 비중



자료: 통계청, 하나금융투자



## 2. 식품 온라인 대두 이유와 전망

### 1) 식품 온라인 수요의 확대

**수요시장 확대 요인**

- 전업주부 축소 및 직장맘 증가
- 대형마트 의무 휴무 규제
- 레저 수요 증가

식품 온라인 시장은 특히 한국에서 가장 먼저 발달했다. 일반적인 온라인 채널로 수요 이동이 가격 변수에 의한 것이라면 식품 온라인 수요 확대는 사회 구조적인 측면도 강하다.

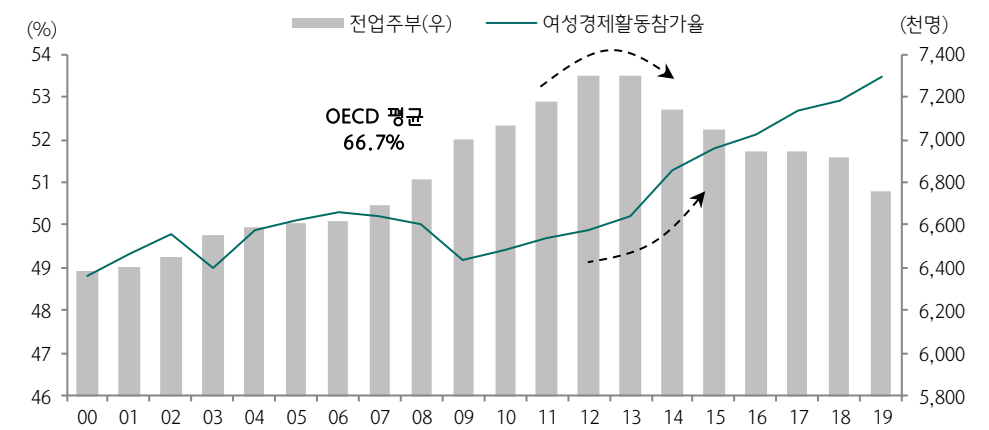
첫째, 전업주부의 축소 및 직장맘의 증가다. 여성 취업률이 높아지고, 출산 이후 직장에 복귀하는 여성이 증가하면서 2013년을 기점으로 전업주부(비경제활동 여성인구 가운데 사유가유아와 가사인 인구)수가 2.3%나 줄었다. 이러한 추세는 당분간 지속될 듯 하다. 여성취업률(2019년 53.5%)은 가파른 상승세에 있지만 여전히 OECD 평균(66.7%)에는 현저히 못 미친다. 직장맘의 증가는 오프라인 장보기 수요를 위축시킬 수밖에 없다. 대형마트는 물론, 재래시장과 개인형 대형 슈퍼의 입지를 약화시키는 요인이다.

둘째, 대형마트 의무 휴무 규제도 중요한 요인이 되었다. 평일 장보기가 어려운 상황에서 공휴일 휴무는 온라인 쇼핑 수요 증가로 이어질 수밖에 없다. 이는 대형마트 업체들 사이 시장 재편을 가속화하는 요인이기도 하다. 과거 대형마트 업체들 시장점유율 경쟁이 주로 오프라인 점포 영업상 중첩 지역에 한정적으로 나타났다면, 온라인 유통 환경 하에서는 지역에 상관없이 경쟁사 고객을 뺏아올 수 있게 되었다. 절대적 시장점유율이 가능해진 것이다.

셋째, 레저 수요의 확대다. 주말 레저 인구가 점점 많아지면 자동차를 몰고 대형마트를 향하는 수요가 상대적으로 줄어들 수밖에 없다. 신세계/현대/롯데 대형 유통 그룹들이 이들 레저 수요를 트래픽으로 확보하기 위해 다양한 프리미엄 아울렛과 스타필드와 같은 복합몰을 운영하고 있다.

워킹맘의 증가는 식품온라인 수요 증가 주 요인

그림 2. 여성 경제활동 참가율과 전업주부



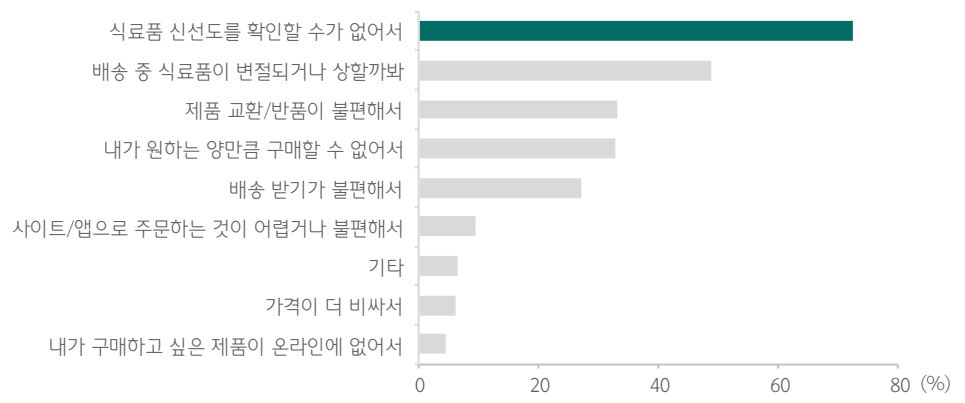
자료: 통계청, 하나금융투자

- 식품 온라인 신뢰도 상승과 기후/환경 악화도 중요한 요인

넷째, 식품 온라인에 대한 신뢰도 상승이다. 설문조사를 보면, 온라인으로 식품 카테고리를 구매하지 않는 가장 큰 이유는 신선도에 대한 의심이다. 최근 기술 진보와 유통업체들의 설비투자 확대로 신선도를 유지하면서 대량의 재고를 빠른 시간 내에 배송할 수 있게 되었다.

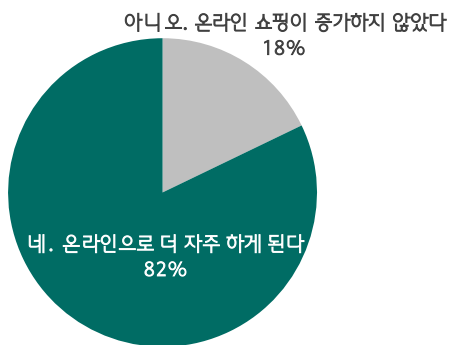
다섯째, 기후/환경 악화도 중요한 원인이 되고 있다. 온라인 쇼핑 동기로 미세먼지 증가를 답하는 소비자들도 많다. 최근과 코로나19 사태로 인한 사회적 거리 두기 운동도 좋은 예가 될 것이다.

그림 3. 온라인으로 식품 구매를 하지 않는 이유



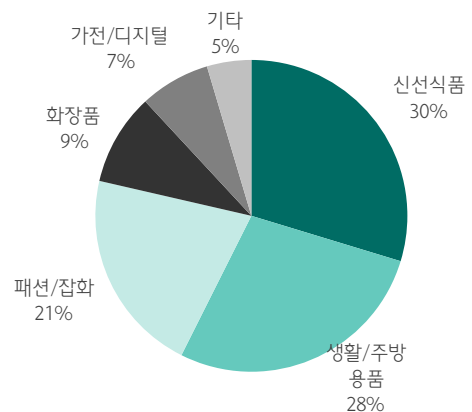
자료: 언론 보도, 하나금융투자

그림 4. 미세먼지의 온라인 쇼핑에 영향



자료: 언론 보도, 하나금융투자

그림 5. 미세먼지 때문에 온라인으로 더 자주 구매하는 상품



자료: 언론 보도, 하나금융투자



## 2) 식품 온라인 인프라 개선

### 공급측면

- 기술진보와 물류 인프라 형성
- CA저장고/DPS/Fulfillment 시스템
- 사업성 제고로 비즈니스 모델로 자리매김

공급측면에서 가장 중요한 변화는 진술한 바와 같이 소비자들에게 신선도에 대한 신뢰를 줄 수 있는 기술 진보와 인프라가 형성이다. 소비자가 원하는 상품을 원하는 시간에 신선도를 유지하면서 배송할 수 있는 시스템이 갖춰진 것이다. CA(Controlled Atmosphere)저장고는 산소비율을 극도로 낮춤으로써 농작물의 산화를 억제하고, 장기간 수확 당시 신선도와 당도를 유지할 수 있는 시스템이다. 최대 6개월 동안 채소와 과일의 신선도를 유지하면서 대량의 재고를 비축할 수 있다. 신선식품의 재고관리와 매입을 좀더 포괄적으로 유연하게 할 수 있어 원가율을 개선할 수 있으며, 성수기 매입 후 비수기 판매로 높은 수익성을 기대할 수도 있다(ex: 이마트와 롯데마트 후레쉬센터).

소비자의 품목별 배송 수요의 양과 위치를 정확히 파악, 예측할 수 있는 데이터베이스 소프트웨어 역량도 크게 향상 되었다. 결품률(결품미배송건수/총 주문건수, 주문과 실제 재고 사이 오류로 발생)과 오배송률(오배송건수/총 주문건수, 품목/수량/배송처 오류)을 줄이면서, 2만개의 SKU를 6시간 내에 픽킹 및 패키징해서 배송할 수 있는 DPS(Digital Picking System)/풀필먼트(Fulfillment)시스템을 갖추었다(이마트/롯데마트). 이를 통해 물류센터별로 효율적인 재고 입고와 출하가 가능하며, 재고처분손실을 최소화하면서 가동률을 극대화할 수 있게 되었다.

동일 배송지 드롭율이 높지 않으면 물류센터와 차량 운용의 고정비 부담을 감당하기 어렵다. 최신 GPS 시스템은 빅데이터를 통해 현재뿐 아니라 30분, 1시간 후 교통량을 예측하여 최단 거리, 배송시간의 정확도를 높였다. 한정된 시간 배송 횟수를 늘리고, 택배기사(개인 사업자)의 사업성을 높이면서, 배송비용을 낮췄다. 과거에는 신선도와 사업성 문제로 거래가 미미했던 식품 온라인 유통이 단순히 서비스가 아닌 '비즈니스'로 자리매김할 수 있게 됐다.

그림 6. 이마트 Fulfillment



자료: 이마트, 하나금융투자

그림 7. 이마트 후레쉬센터



자료: 이마트, 하나금융투자

### 3) 신규 투자, 마케팅 확대

투자 확대가 가장 큰 성장 동인  
경쟁심화

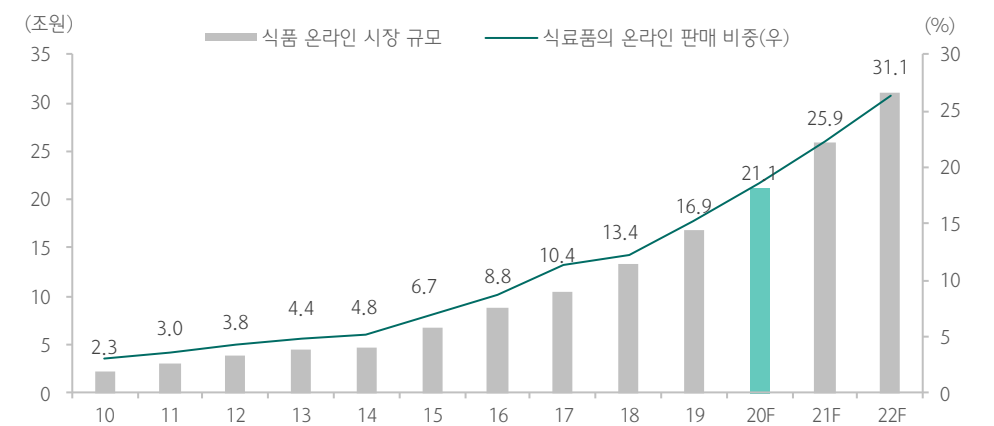
2018년 이후 식품 온라인 시장의 가파른 성장은 신규 투자 확대와 경쟁심화에 있다. 2017년 이마트몰이 차별적인 고신장세를 기록하고, 각종 글로벌 리서치 기관에서 식품 온라인 시장을 향후 온라인 유통 시장을 주도할 업종으로 지목하면서 국내 유통/식품 업체들의 움직임이 빨라졌다. 다소 위축되었던 온라인 유통 시장이 활력을 되찾았다.

2019년 국내 식품 온라인 시장 규모  
17조원

식품 온라인 시장에서 주도권을 잡거나, 전체 사업 규모를 키워 기업가치를 제고하려는 움직임이 투자로 이어졌다. 서비스 제공 업체와 카테고리, 배송 서비스가 한층 다양화 됐고, 쿠팡을 중심으로 역마진 MS 확대 전략이 강화되었다. 2018년 식품 온라인 시장은 새로운 전기를 맞이하게 된 것이다. 2017년 둔화되었던 온라인 쇼핑 성장률이 2018년 YoY 20% 이상 고신장하고, 식품 온라인 카테고리가 성장을 주도하고 하면서 2019년 국내 식품 온라인 시장 규모는 17조원에 이르게 되었다. 전체 식품 시장의 17% 비중까지 올라왔다.

경쟁심화로 2019년 YoY 26% 증가  
17조원 도달

그림 8. 한국 식품 온라인 시장 규모와 식품 시장에서 온라인 비중



자료: 통계청, 하나금융투자

2019년 식품 카테고리 YoY 40%  
고신장

애초 쿠팡의 식품 비중은 10% 미만, 신선식품 비중은 2~3%(추정) 수준에 불과했는데, 2018년 이후 식품 카테고리가 YoY 40%(추정) 고신장하면서 핵심 성장 동력으로 작용하고 있다. 물론, 쿠팡의 식품 온라인 사업 구조와 인프라는 이마트나 롯데마트, 마켓컬리 등 전문 업체들에 비할 바 아니다. 신선식품의 경우 소비자와 생산자/도매업자들 중개만 해주는 형태가 많다. 풀필먼트나 CA저장고 등에 기반한 물류도 아니다. 중장기적인 한계는 명확하지만, 매출 비중이 작고, 수요가 크게 증가하고 있기 때문에 적극적인 벤처 소싱과 프로모션, 배송 서비스로 외형 성장에 기여도를 높이고 있다.

인프라 확대보다 마케팅, 외형 성장  
초점, 주요 업체들 손실 폭 확대

이들 업체들의 최근 투자는 상당히 공격적인데, 인프라 확대보다는 마케팅, 즉 외형 성장에 초점을 두고 있다. 쿠팡은 2018년 2조원의 투자를 유치한 이후 프로모션을 더욱 확대했다. 회원제 로켓와우는 실질적으로 무료배송이나 다름 없다. 고객 만족도는 높지만, 막대한 배송 비용은 온전히 쿠팡의 손실이다. 마켓컬리 역시 가파른 외형성장으로 2019년 2,000억원 신규 투자를 유치했다. 부족한 Capa 증설에 투자할 계획이다. 오아시스 2019년 3분기 기준의 5배 규모 물류창고 시설투자를 진행, 부족한 Capa를 확보했다.

마케팅/서비스 경쟁 심화로  
대부분 업체들 막대한 영업손실

문제는 이들 업체들이 식품 온라인 주도권을 확대하기 위한 마케팅/서비스 경쟁이 심화되면서 이익을 내지 못하고 있다는 것이다. 2018년 1조 970억원 영업손실을 기록했던 쿠팡은 2019년 역시 1.7조원 내외 손실이 예상되고 있다. 마켓컬리의 2019년 매출은 4,290억원으로 전년 대비 173%나 성장했는데, 영업손실 역시 986억원(2018년 OP -337억원)으로 큰 폭 증가했다. 온오프라인 시너지로 안정적인 수익 구조가 강점인 오아시스 역시 2019년 매출이 YoY 28%나 증가했지만, 영업이익률은 여전히 채 1%에도 못 미치고 있다.

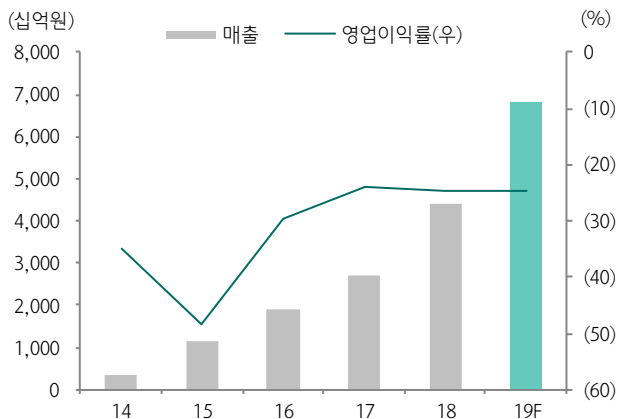
표 1. 2019년 쿠팡/11번가/이베이/마켓컬리 손익계산서

(단위: 십억원)

	쿠팡	위메프	마켓컬리	오아시스
거래액(추정)	12,000	6,400	600	
매출	4,423	465	429	142
매출원가	3,673	117	324	107
판매비	1,847	424	204	35
인건비	987	105	19	12
운반 및 임차료	237	17	26	0.8
광고선전비(판촉비 포함)	155	145	44	0.6
영업이익	(1,097)	(76)	(99)	1.0

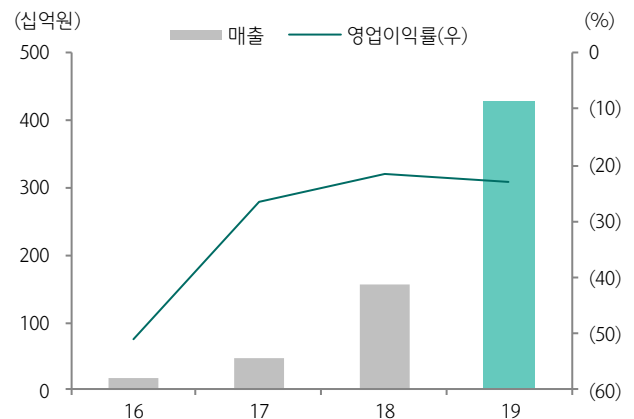
주: 쿠팡은 2018년도 기준  
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 9. 쿠팡 거래액과 영업이익 추이



자료: 전자공시시스템, 하나금융투자

그림 10. 마켓컬리 거래액과 영업이익 추이



자료: 전자공시시스템, 하나금융투자

### 3. 식품 온라인 성공의 조건

#### 1) 높은 진입장벽: 물류 인프라와 소싱 능력

식품 온라인 시장의 성장성과 사업성이 입증되면서 글로벌 온라인 유통업체들이 적극 시장 진입을 도모하고 있지만 직접 진출이 쉽지 않다. 아마존이 가전이나, 가구, 의류 카테고리를 유통하기 시작할 때, 가전양판점이나 백화점 업체를 인수하지 않았다. 충분히 플랫폼 서비스 만으로도 시장을 침투할 수 있기 때문이다. 하지만, 식품온라인 시장에 진출하면서 홀푸드마켓 인수를 바로 선언했다.

신선식품 대량 유통 전제조건  
 - 물류 인프라, 막대한 투자비  
 - 생산자 네트워크

신선식품을 대량 유통하기 위해서는 두 가지 전제조건이 필요하다.

첫째, 식품 온라인은 전술한 바와 같이 물류 인프라가 절대적 전제조건으로 작용한다. 단순히 플랫폼 중개 서비스만으로는 의미 있는 성장을 이어가기 어렵다. 공급자(생산자)의 여건에 따라 판매가 한정될 수 있기 때문이다. 막대한 양의 재고를 신선도를 유지하면서 장기 보관할 수 있어야 정기배송과 당일배송이 가능하며, 소비자를 Lock-in하면서 수요 증가를 온전히 흡수할 수 있다. 농수산식품 전문 유통을 표방하면서도 매출 증가가 의미 있게 나타나지 않는 NS쇼핑이나 우체국쇼핑은 모두 플랫폼 중개 서비스에 한정되어 있다는 공통점이 있다. 풀필먼트 시스템을 갖춘 연간 Capa 3,000억원 규모 물류센터를 구축하는데 약 1,500억원, CA저장고(후레쉬센터)를 위한 Capex는 약 2,000억원이다.

둘째, 생산자와 밀접하고 광범위한 네트워크다. 대량의 재고를 유연하게 운용하기 위해서는 품목별 소싱 능력이 핵심 경쟁력이다. 국내 농수산식품 유통구조는 지나치게 단계가 많고 각 단계별로 가격도 천차만별이어서 에이전트를 통한 소싱에는 가격과 물량 측면에서 한계가 있다.

이마트는 후레쉬센터를 완공한 후 신선식품 소싱 방식을 광역 지역별 농수산식품센터(도매시장, ex: 가락동농수산시장)에서 생산자 직접 소싱으로 바꿨다. 300원짜리 배추가 소비자 가격 1,400원이 될 때까지 과정을 보면 가장 가격이 크게 상승하는 단계가 생산지 지역 조합에서 광역 농수산식품센터로 넘어올 때다. 100% 이상 가격이 상승한다. 이마트 입장에서는 원가를 크게 낮출 수 있고, 어선/농장/목장주들 입장에서도 수익과 실적 가시성 측면에서 긍정적이다.

중소기업과 해외 업체들에 대한 높은 진입장벽으로 작용

이러한 막대한 설비투자과 소싱 네트워크의 부담은 중소기업들에 대한 높은 진입장벽으로 작용한다. 현재 식품 온라인 유통을 전개하고 있는 '마켓컬리'와 '오아시스마켓(지어소프트)' 등 중소형 업체들이 대형화되기 어려운 이유다. 오아시스마켓의 경우 매출의 절반이 오프라인 매장에서 발생하고 있다.

아울러, 글로벌 유통업체의 국내 진출 역시 어렵다. 소싱 네트워크를 직접 가져간다는 데 시간과 자원이 많이 소요되기 때문에 M&A를 통해서만 진입 가능하다.

## 4. 이마트의 도전과 응전

### 1) 2018~19년 부진 이유: 지나친 식품 온라인 고신장

**이마트 독보적 인프라 불구  
최근 실적 및 주가 하락은 충격적**

2017년 국내 최대 식품 유통업체 이마트는 초기 인프라 투자를 완료하면서 위 조건을 충족한 유일한 회사가 되었다. 식품 온라인 시장 주도권을 확보하면서 국내에서 이 부문 가장 의미 있는 사업자가 되었다.

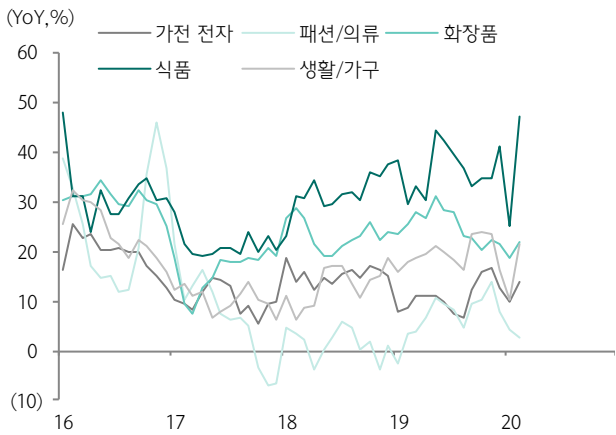
그런 면에서, 2018년~19년 이마트의 실적 및 주가 하락은 충격적이었다. 글로벌 유통의 3대 흐름이라고 하는 PB(Private Brand, 노브랜드)/창고형 대형마트(트레이더스)/식품 온라인(이마트몰) 시장을 선도하고 있음에도 불구하고, 매출 성장률은 부진하고, 실적은 계속 어닝쇼크를 냈다.

**예상보다 가파른 식품 온라인 시장  
성장이 주 원인**

그 원인은 다각도에서 분석할 수 있다. 최저임금 상승과 영업시간 단축, 전문점 사업에서 손실도 예상보다 컸다. 하지만, 가장 큰 원인은 예상보다 가파른 식품 온라인 시장의 성장이다. 2018년 10월 이후 쿠팡을 비롯한 온라인 유통업체들의 역마진 MS 확대 전략으로 식품 온라인 시장은 2019년 YoY 26%나 성장했다. 김포 이마트몰 물류센터는 신규 센터 완공을 1년이나 앞두고 이미 풀 가동이었다. Capa 부족이다. 2016년 이후 동대문/구리, 미사리까지 부지 확보에도 인근 주민들 반대로 번번히 Capa 증설이 무산되면서 물류센터 확보가 3년이나 지연되었다. 2018년 하반기부터 품절이 많아지고 시장 성장률도 따라가지 못하는 상황에 놓이게 되었다.

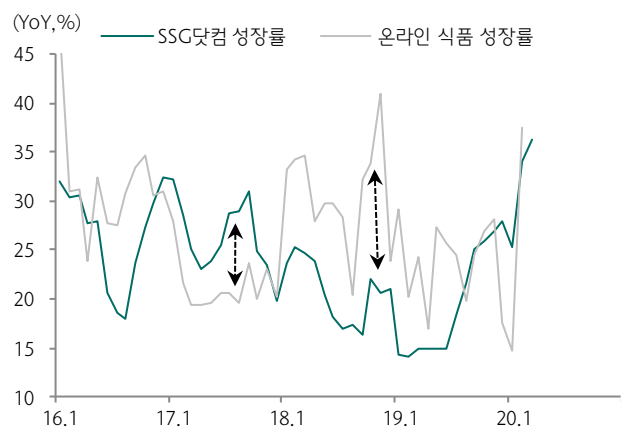
반면, 오프라인 할인점에서는 예상보다 객수가 빠르게 줄어들면서 효율성이 떨어지고 고정비 부담이 커졌다. 특히, 트래픽이 줄면서 영업 면적의 절반을 차지하는 생활용품/의류/화장품 카테고리 매출이 급감했다.

그림 11. 온라인 유통 상품별 판매 증가율



자료: 통계청, 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 12. 쓱닷컴과 온라인 식품 성장률 비교



주: 2018년 이전은 이마트몰

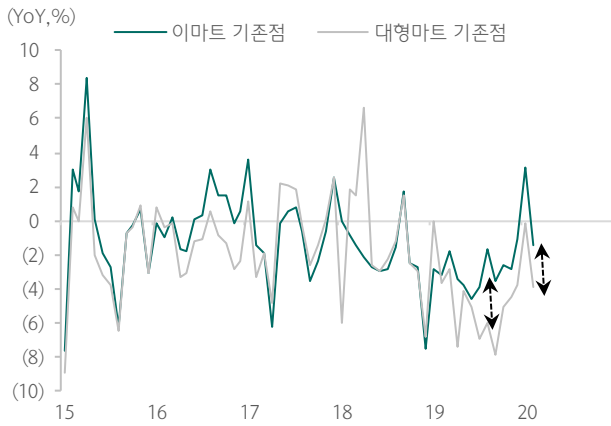
자료: 산업통상자원부, 이마트, 하나금융투자



## 2) 2020년: 구조조정 완료, 재도약 시기

<p><b>이마트몰 대규모 배송 Capa 증설 완료</b></p>	<p>2020년 2월 이마트는 김포제2물류센터를 본격 가동했다. 총 3개 물류센터에서 2~3만개(이마트 전체 SKU는 약 6~8만개)SKU를 하루 7만개 이상 발송할 수 있다. 오프라인 매장 PP(Picking &amp; Packing) 센터까지 합하면 12만개 발송 Capa다. 이를 통해 이마트몰 매출만 월 1,600억원을 일으킬 수 있게 되었다. 식품 비중이 75%고, 신선식품은 35%다. 배송 차량은 2,500대 지입차 형태로 대부분 냉장탑차다. 2018년 대비 두배 이상 Capa 증설이다.</p>
<p><b>코로나19 사태로 온라인 매출 급신장</b></p>	<p>이를 기반으로 코로나19 사태는 전화위복의 기회로 작용하고 있다. 국내 코로나19 사태가 본격화된 2월 쓱닷컴 매출은 YoY 58%, 3월도 40% 이상 성장한 것으로 파악되고 있다. 할인점 기존점 성장률 회복은 눈여겨봐야 할 부분이다. 1~2월 누적 기존점 성장률 0.2%를 기록했는데, 2개월 누적 성장률이 증가세로 전환한 것은 2018년 9월 이후 15개월 만이다. 2015년 메르스 당시 기존점 매출이 YoY -6%까지 떨어졌고, 성수점 등 일부 휴점까지 있었다는 점을 감안하면 기대 이상 성과다.</p>
<p><b>오프라인 매장 매출까지 회복세, 온라인 매출 증가가 오프라인 효율화로 이어짐</b></p>	<p>그 이유는 두 가지로 요약된다. 첫째, 온라인 매출 확대다. 2015년 메르스 당시 온라인 채널 비중은 채 7%가 되지 못했다. 배송 인프라도 제한적이었다. 2020년은 다르다. 쓱닷컴 매출에서 이마트몰 매출 비중이 50% 이상, 이마트몰에서 PP센터 매출 비중이 40% 정도 된다. PP 센터는 이마트 오프라인 기존점 매출로 잡힌다. 서울의 동/남쪽의 경우 물류센터가 없거나 Capa가 작기 때문에 기존 오프라인 점포 공간 일부를 온라인 물류 지원 공간으로 만들었다. 2019년 이마트몰 매출이 1.5 조원, PP 센터 매출 규모는 6 천억원 정도다. 이마트 온오프라인 매출이 11 조원 정도 되기 때문에 PP 센터 매출이 YoY 35% 성장하면서 2%p 가까이 기존점 성장률에 기여하고 있는 것이다.</p> <p>둘째, 재고 역량이다. 현재 온라인 당일/익일 배송이 모두 품절인 이유는 배송 차량 문제가 크다. 오프라인 매장 재고는 많이 있다. 생필품에 대한 수요 증가가 오히려 오프라인 매장으로 트래픽을 증가시키고 있을 수 있다.</p>
<p><b>전년도 4분기 이후 실적 턴어라운드 시그널, 코로나 이후 실적 개선 지속</b></p>	<p>이런 실적 개선은 코로나 사태 영향만은 아니다. 이마트는 지난 4분기 이미 두 가지 긍정적 시그널을 보여줬다. 할인점 기존점 성장률이 YoY -1.2%를 기록하면서 오프라인 실적이 바닥을 지났음을, 쓱닷컴 매출이 YoY 28% 증가하면서 식품 온라인 시장 점유율이 상승하고 있음을 입증했다. 전년도 사업구조조정 기저효과와 대형마트 온오프라인 시너지로 2020년 이마트 연결 영업이익은 500억원 이상 증가할 것으로 예상된다.</p>

그림 13. 전체 할인점과 이마트 기준점 성장률 비교



자료: 이마트, 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 14. 이마트 네오3센터 내부



자료: 언론, 하나금융투자

**쓱닷컴은 쿠팡/마켓컬리와 달리 매출 증가하면서 수익성 개선 가능**

쓱닷컴 수익성에 대한 우려는 기우다. 쿠팡의 손실 증가는 배송비용 때문이다. 특히, 새벽배송은 비용 부담이 더 크다. 이마트는 4만원 이상만 무료 배송이며, 특별한 회원제 서비스도 없다. 특별한 마케팅 비용 없이 모든 배송 슬롯 품질이 나타나고 있기 때문에 2020년 영업 손실 폭이 상당히 축소될 수 있다.

### 3) '언택트 소비' 주도할 업체: 오프라인 매장 가치 재평가 중

최근 글로벌, 온라인의 한계와 오프라인의 반격

국내외 식품 온라인 시장 추이를 보면, '온라인의 한계와 오프라인의 반격'이 느껴진다. 월마트의 실적 개선세가 가파르다. 2018~19년 2년 누적 할인점 기준점 매출은 6.0%나 증가했고, 2019년 월마트 미국 이커머스 매출은 YoY 37% 증가, 가이던스(35%)를 초과 달성했다. 최근 순수 온라인 업체로 아마존의 설비투자 확대에 의한 실적 부진과 대비되는 모습이다.

오프라인 점포 인프라 확보한 월마트 선전

이러한 실적 차이는 오프라인 점포 인프라에 있다. 월마트는 미국 전역에 5,200개가 넘게 있으며, 이 가운데 3,100개 매장에서 픽업 서비스가 가능하고, 1,400여개 매장에서 당일 배송이 가능하다. 곳곳에 있는 월마트 기존 점포를 통해 온오프라인 시너지를 추구하는 옴니채널 전략이 효과를 거두고 있는 것이다.

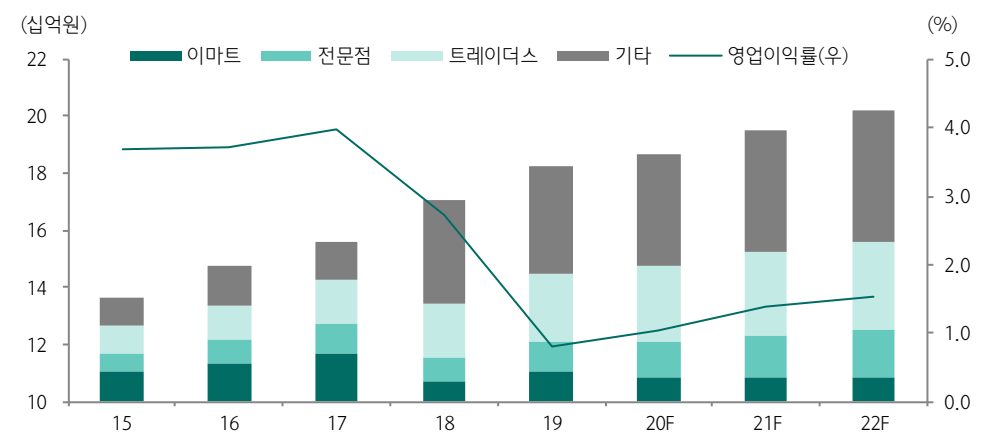
아울러, 신선식품은 신선도가 중요하기 때문에 오프라인 점포가 없으면 재고 소진이 어렵다. 온라인에서는 신선도가 떨어지면 할인을 해도 판매 자체가 안되기 때문이다. 따라서, 오프라인 매장이 없으면 2~3일 내에 팔 수 있는 재고만 한정적으로 가져갈 수밖에 없으며, 이는 매출 측면에서는 카테고리 다양성과 매출 규모를 제약하는 요인이 된다. 쿠팡과 마켓컬리 신선식품 매출 규모가 충분히 올라오기 힘든 이유다.

구조조정 완료/막강한 인프라로 언택트 소비 주도 업체

이마트는 식품 온라인 시장점유율 1위 업체다. 2018년 이후 급속한 식품 온라인 시장 확대에 Capa 부족과 오프라인 부진, 경쟁심화 어려움이 있었지만, i) 풀필먼트와 후레쉬센터, 오프라인 점포 등 식품 온라인 인프라 측면에서는 독보적이다. ii) 추가 Capa 증설을 마친 상태이며, 오프라인 구조조정도 큰 산을 넘고 있다. iii) 할인점 기준점 성장률이 회복되고 있으며, 온라인 매출 비중 확대에 식료품 유통 시장점유율이 상승하고 있다. 식품 온라인 시장, '언택트 소비' 시장을 선도할 업체로 주목할 필요가 있다.

2020년 영업이익 500억원 이상 증가하면서 이후 실적 턴어라운드 본격화

그림 15. 이마트 매출과 영업이익 추이와 전망



자료: 이마트, 하나금융투자



2020년 4월 14일

# 이마트(139480)

## 언택트 소비 시장 준비 완료

### 대규모 온라인 Capa 증설

2020년 2월 이마트는 김포제2물류센터를 본격 가동했다. 총 3개 물류센터에서 2~3만개(이마트 전체 SKU는 약 6~8만개)SKU를 하루 7만건 이상 발송할 수 있게 되었다. 오프라인 매장 PP(Picking & Packing) 센터까지 합하면 12만개 발송 Capa다. 이를 통해 이마트물 매출만 월 1,600억원을 일으킬 수 있게 되었다. 이 가운데 식품 비중이 75%, 신선식품은 35%다. 국내 최대 식품 온라인 배송차량은 2,500대 지입차 형태로 대부분 냉장탑차다. 2018년 대비 두배 이상 Capa 증설이다.

### 구조조정 완료, 2019년 실적 턴어라운드 시작

1분기 연결 영업이익은 580억원(YoY -22%)으로 추정한다. 전문점과 트레이더스, 이마트24 선전에도 불구하고, 쓱닷컴 사업 본격화에 따른 비용증가 부담은 상반기 내내 이어질 수 있다. 할인점 기존점 성장률은 YoY -2.4%로 인건비 등 고정비 증가를 극복하기에는 무리가 있고, 호텔사업과 신세계푸드 부진을 감안하면 감익이 불가피 하다.

2020년 연간으로 본다면, 영업이익이 2,070억원(YoY 37%)으로 큰 폭 증가하면서 실적 턴어라운드 국면이 가능할 전망이다. 전문점은 부츠와 빼어로 등 구조조정과 노브랜드 전문점 정상화로 300억원 이상 증익이 예상된다. 노브랜드 전문점은 2020년 하반기 BEP 달성을 목표로 하고 있다. 이마트24와 트레이더스 역시 100억원 이상 증익이 가능할 전망이다.

### 목표주가 13.5만원, 투자 의견 '매수' 유지

이마트는 식품 온라인 시장 점유율 1위 업체다. 2018년 이후 급속한 식품 온라인 시장 확대에 Capa 부족과 오프라인 부진, 경쟁심화 어려움이 있었지만, 1) 플립먼트와 후레쉬센터, 오프라인 점포 등 식품 온라인 인프라 측면에서는 독보적이다. 2) 추가 Capa 증설을 마친 상태이며, 오프라인 구조조정도 큰 산을 넘고 있다. 3) 할인점 기존점 성장률이 회복되고 있으며, 온라인 매출 비중 확대에 식료품 유통 시장 점유율이 상승하고 있다. 식품 온라인 시장, '언택트 소비' 시장을 선도할 업체로 주목할 필요가 있다.

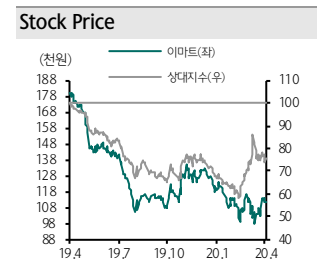
### Top Pick

**BUY**

TP(12M): 135,000원 | CP(4월13일): 111,500원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	1,825.76
52주 최고/최저(원)	180,000/97,900
시가총액(십억원)	3,108.2
시가총액비중(%)	0.26
발행주식수(천주)	27,875.8
60일 평균 거래량(천주)	232.6
60일 평균 거래대금(십억원)	25.4
20년 배당금(예상, 원)	2,000
20년 배당수익률(예상, %)	1.79
외국인지분율(%)	32.12
주요주주 지분율(%)	
이명희 외 2인	28.56
국민연금공단	13.38
주가상승률	1M 6M 12M
절대	6.7 1.8 (37.4)
상대	3.5 14.0 (23.4)

Consensus Data		
	2020	2021
매출액(십억원)	20,382.6	21,575.0
영업이익(십억원)	246.0	332.5
순이익(십억원)	220.7	292.3
EPS(원)	7,861	10,289
BPS(원)	327,298	334,223



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	17,049.1	19,062.9	19,721.6	20,739.7	21,616.8
영업이익	십억원	462.8	150.7	206.8	289.3	329.5
세전이익	십억원	585.0	282.1	189.3	286.8	342.8
순이익	십억원	450.2	233.9	157.0	237.8	284.2
EPS	원	16,150	8,391	5,632	8,529	10,195
증감률	%	(26.9)	(48.0)	(32.9)	51.4	19.5
PER	배	11.30	15.20	19.80	13.07	10.94
PBR	배	0.62	0.40	0.34	0.34	0.33
EV/EBITDA	배	9.21	9.48	8.20	7.31	6.75
ROE	%	5.49	2.75	1.77	2.64	3.09
BPS	원	293,262	319,802	323,499	330,094	338,355
DPS	원	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000



Analyst 박중대  
02-3771-8544  
forsword@hanafn.com

RA 서연정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>17,049.1</b>	<b>19,062.9</b>	<b>19,721.6</b>	<b>20,739.7</b>	<b>21,616.8</b>
매출원가	12,452.8	14,170.5	14,495.4	15,326.6	15,974.8
매출총이익	4,596.3	4,892.4	5,226.2	5,413.1	5,642.0
판관비	4,133.5	4,741.8	5,019.4	5,123.8	5,312.5
<b>영업이익</b>	<b>462.8</b>	<b>150.7</b>	<b>206.8</b>	<b>289.3</b>	<b>329.5</b>
금융손익	(29.1)	(70.3)	(55.3)	(52.9)	(50.6)
종속/관계기업손익	37.1	73.8	88.8	99.0	110.2
기타영업외손익	114.1	127.9	(51.0)	(48.7)	(46.3)
<b>세전이익</b>	<b>585.0</b>	<b>282.1</b>	<b>189.3</b>	<b>286.8</b>	<b>342.8</b>
법인세	126.1	58.3	39.1	59.2	70.8
계속사업이익	458.9	223.8	150.2	227.5	272.0
중단사업이익	17.3	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>476.2</b>	<b>223.8</b>	<b>150.2</b>	<b>227.5</b>	<b>272.0</b>
비지배주주지분 손익	26.0	(10.1)	(6.8)	(10.2)	(12.2)
<b>지배주주순이익</b>	<b>450.2</b>	<b>233.9</b>	<b>157.0</b>	<b>237.8</b>	<b>284.2</b>
지배주주지분포괄이익	(4.2)	121.6	168.9	255.9	305.9
NOPAT	363.1	119.5	164.1	229.5	261.4
EBITDA	992.8	1,033.3	995.6	1,053.5	1,072.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	9.9	11.8	3.5	5.2	4.2
NOPAT증가율	(18.3)	(67.1)	37.3	39.9	13.9
EBITDA증가율	(6.9)	4.1	(3.6)	5.8	1.8
영업이익증가율	(20.9)	(67.4)	37.2	39.9	13.9
(지배주주)순이익증가율	(26.9)	(48.0)	(32.9)	51.5	19.5
EPS증가율	(26.9)	(48.0)	(32.9)	51.4	19.5
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	27.0	25.7	26.5	26.1	26.1
EBITDA이익률	5.8	5.4	5.0	5.1	5.0
영업이익률	2.7	0.8	1.0	1.4	1.5
계속사업이익률	2.7	1.2	0.8	1.1	1.3

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>2,285.6</b>	<b>3,649.9</b>	<b>4,622.3</b>	<b>4,618.1</b>	<b>4,611.9</b>
금융자산	472.0	1,599.6	2,511.1	2,397.9	2,297.9
현금성자산	283.7	681.0	1,580.9	1,449.8	1,334.4
매출채권 등	596.0	684.0	697.7	733.7	764.8
재고자산	1,123.0	1,279.2	1,323.4	1,391.7	1,450.6
기타유동자산	94.6	87.1	90.1	94.8	98.6
<b>비유동자산</b>	<b>14,468.3</b>	<b>17,444.8</b>	<b>16,862.9</b>	<b>16,736.6</b>	<b>16,619.5</b>
투자자산	2,432.3	2,600.8	2,657.6	2,745.5	2,821.2
금융자산	728.8	809.2	837.2	880.4	917.6
유형자산	10,403.9	10,003.7	9,395.7	9,209.8	9,043.1
무형자산	288.1	1,319.1	1,288.4	1,260.1	1,234.0
기타비유동자산	1,344.0	3,521.2	3,521.2	3,521.2	3,521.2
<b>자산총계</b>	<b>16,753.9</b>	<b>21,094.8</b>	<b>21,485.2</b>	<b>21,354.7</b>	<b>21,231.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>4,998.3</b>	<b>5,406.3</b>	<b>5,849.6</b>	<b>6,181.6</b>	<b>6,481.5</b>
금융부채	1,674.0	1,657.4	1,555.5	1,671.3	1,785.0
매입채무 등	2,358.1	2,596.8	2,986.3	3,140.5	3,273.3
기타유동부채	966.2	1,152.1	1,307.8	1,369.8	1,423.2
<b>비유동부채</b>	<b>2,898.1</b>	<b>5,481.8</b>	<b>5,355.7</b>	<b>4,742.7</b>	<b>4,124.5</b>
금융부채	2,164.9	4,789.3	4,639.3	3,989.3	3,339.3
기타비유동부채	733.2	692.5	716.4	753.4	785.2
<b>부채총계</b>	<b>7,896.4</b>	<b>10,888.0</b>	<b>11,205.3</b>	<b>10,924.3</b>	<b>10,606.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>8,172.3</b>	<b>8,808.6</b>	<b>8,911.7</b>	<b>9,095.5</b>	<b>9,325.9</b>
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0
자본조정	319.8	981.3	981.3	981.3	981.3
기타포괄이익누계액	703.4	656.6	656.6	656.6	656.6
이익잉여금	2,772.7	2,794.3	2,897.4	3,081.2	3,311.5
<b>비지배주주지분</b>	<b>685.2</b>	<b>1,398.1</b>	<b>1,368.2</b>	<b>1,334.9</b>	<b>1,299.5</b>
<b>자본총계</b>	<b>8,857.5</b>	<b>10,206.7</b>	<b>10,279.9</b>	<b>10,430.4</b>	<b>10,625.4</b>
순금융부채	3,366.8	4,847.1	3,683.7	3,262.7	2,826.4

투자지표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	16,150	8,391	5,632	8,529	10,195
BPS	293,262	319,802	323,499	330,094	338,355
CFPS	37,841	41,426	36,188	37,775	38,626
EBITDAPS	35,616	37,066	35,716	37,791	38,469
SPS	611,608	683,850	707,480	744,003	775,467
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
<b>주기지표(배)</b>					
PER	11.3	15.2	19.8	13.1	10.9
PBR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
PCFR	4.8	3.1	3.1	3.0	2.9
EV/EBITDA	9.2	9.5	8.2	7.3	6.7
PSR	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	5.5	2.8	1.8	2.6	3.1
ROA	2.7	1.2	0.7	1.1	1.3
ROIC	3.9	1.1	1.5	2.2	2.6
부채비율	89.1	106.7	109.0	104.7	99.8
순부채비율	38.0	47.5	35.8	31.3	26.6
이자보상배율(배)	5.7	1.0	1.1	1.7	2.1

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>769.8</b>	<b>815.8</b>	<b>1,447.3</b>	<b>1,135.9</b>	<b>1,139.0</b>
당기순이익	476.2	223.8	150.2	227.5	272.0
조정	590.0	809.4	788.8	764.2	742.8
감가상각비	530.0	882.6	788.8	764.2	742.8
외환거래손익	15.2	13.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(93.0)	(74.6)	0.0	0.0	0.0
기타	137.8	(12.5)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(296.4)	(217.4)	508.3	144.2	124.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(816.8)</b>	<b>(1,005.1)</b>	<b>(241.5)</b>	<b>(678.9)</b>	<b>(664.2)</b>
투자자산감소(증가)	285.3	(94.7)	(80.0)	(111.0)	(98.8)
유형자산감소(증가)	(691.7)	127.7	(150.0)	(550.0)	(550.0)
기타	(410.4)	(1,038.1)	(11.5)	(17.9)	(15.4)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>102.8</b>	<b>581.0</b>	<b>(305.8)</b>	<b>(588.1)</b>	<b>(590.3)</b>
금융부채증가(감소)	139.1	2,607.9	(251.9)	(534.2)	(536.4)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	45.5	(1,922.7)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(81.8)	(104.2)	(53.9)	(53.9)	(53.9)
<b>현금의 증감</b>	<b>59.9</b>	<b>397.3</b>	<b>899.9</b>	<b>(131.1)</b>	<b>(115.5)</b>
Unlevered CFO	1,054.9	1,154.8	1,008.8	1,053.0	1,076.7
Free Cash Flow	(124.8)	(139.1)	797.3	85.9	89.0

자료: 하나금융투자

언택트(untact) 시대, 달라질 투자 전략

## 음식료/담배

### 이제 '집에서만' 먹고 마신다

---

홈(Home)밥 증가

온라인 채널 비중 확대 가속화

비대면 접촉 확산으로 경쟁 완화 예상

Top Pick : CJ제일제당(097950)



음식료/담배 Analyst 심은주  
02-3771-8538  
yesej01@hanafn.com

RA 권중하  
02-3771-3126  
shkon1215@hanafn.com

## 이제 '집에서만' 먹고 마신다

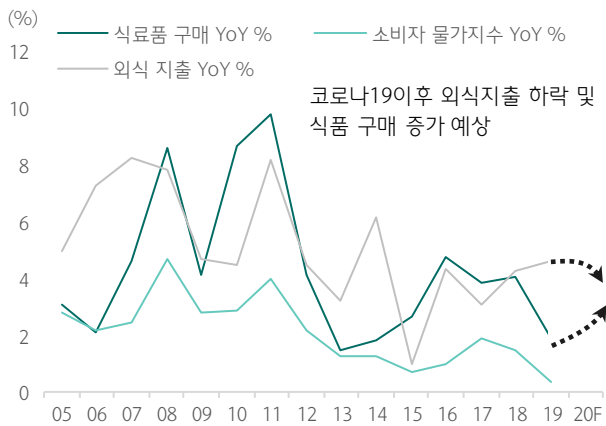
### 1) 홈(Home)밥 증가

#### 올해 들어 HMR 유의미한 성장세

코로나19가 확산되기 시작하자 사람들은 식품부터 사재기를 시작했다. 코로나19가 '삼시세끼'까지 막지는 못했다. 경기가 아무리 어려웠던 국면에서도 식품품 구매 증가율은 물가상승률을 상회했다. 다만, 사회 전반적으로 확산되고 있는 언택트(untact) 문화로 내식 비중 상승은 불가피해 보인다.

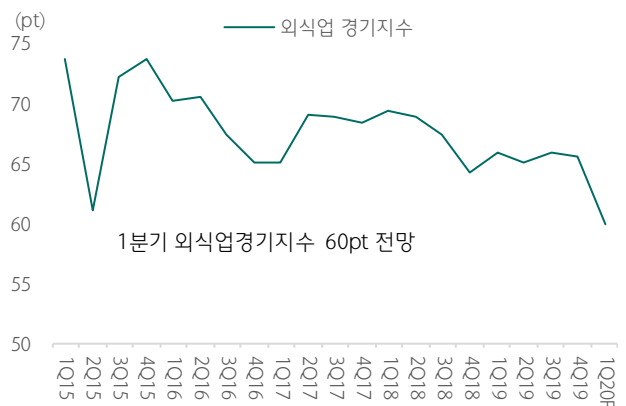
1분기 외식경기지수는 2015년 메르스 때보다 악화된 60pt로 전망된다. 한 마디로 최악이다. 통계청에 의하면 3월 서울 음식점 폐업이 1600건이다. 전년동월대비 약 10% 증가했다. 재택 근무 확산으로 급식 산업도 다소 부진하다. 1분기 급식 3사(현대그린푸드, CJ프레시웨이, 신세계푸드)의 합산 매출액은 전년동기대비 5~7% 감소할 것으로 추산된다. 반면, HMR 시장은 유의미한 성장을 시현 중이다. 2019년 HMR 시장은 YoY 15% 증가한 것으로 추산된다. 올해 1분기 주요 가공식품 업체(CJ제일제당, 동원F&B, 대상)의 HMR 매출액은 전년동기대비 30% 성장한 것으로 파악된다.

그림 1. 식품 구매 증가율은 소비자 물가지수를 상회



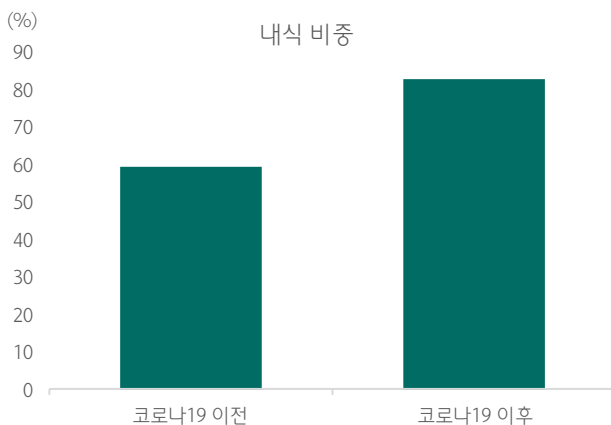
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 2. 외식업 경기지수 2015년보다 악화



자료: 외식협회, 하나금융투자

그림 3. 코로나19 이후 내식 비중 현저히 증가



자료: CJ제일제당 리서치, 하나금융투자

그림 4. HMR 수요 증가



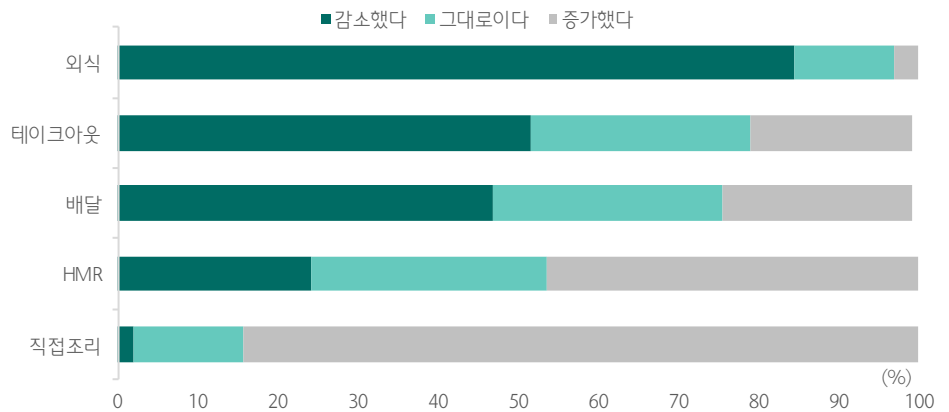
자료: 하나금융투자

올해 들어 HMR 유의미한 성장세

CJ제일제당의 자체 리서치에 의하면, 코로나19 이후 내식 비중은 전년동기대비 23.5%p 증가한 83.0%를 기록했다. 코로나19 이후 식사법 변화에 대한 리서치 조사를 보면, 외식이 줄었다는 응답이 84.7% 였다. 반면 HMR 구매를 유지 혹은 확대했다는 응답은 75.7%에 달했다. 코로나19가 장기화될 경우, 외식을 줄이겠다는 응답은 98.6%에 달했다. HMR 소비를 유지 혹은 확대시키겠다는 응답은 94.1%에 달했다.

외식 큰 폭 감소

그림 5. 코로나19 영향으로 식사 마련 변화

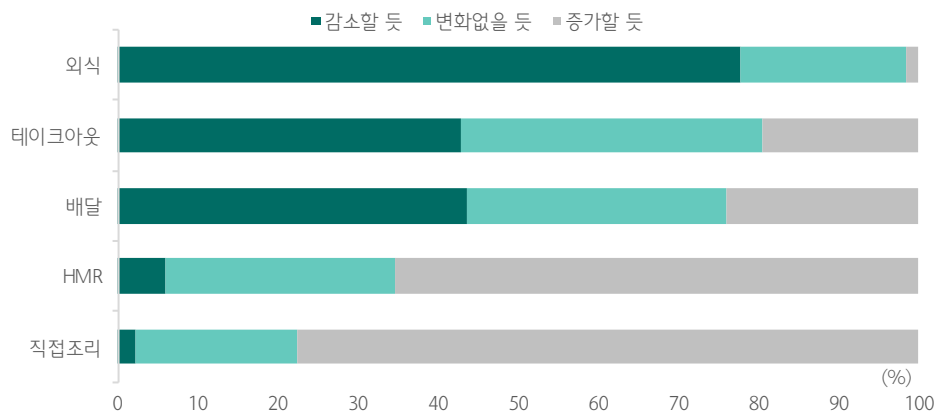


자료: CJ제일제당 리서치, 하나금융투자

주석: 4,400여명 대상 내·외식 메뉴 데이터 22만 건, 전국 5,000가구 가공식품 구입 기록, 2,800여 개의 HMR 신제품 특징 등을 분석

코로나19 장기화될 경우  
HMR 늘리겠다는 응답 많아

그림 6. 코로나19 장기화될 경우 식사 마련 변화



자료: CJ제일제당 리서치, 하나금융투자

주석: 4,400여명 대상 내·외식 메뉴 데이터 22만 건, 전국 5,000가구 가공식품 구입 기록, 2,800여 개의 HMR 신제품 특징 등을 분석

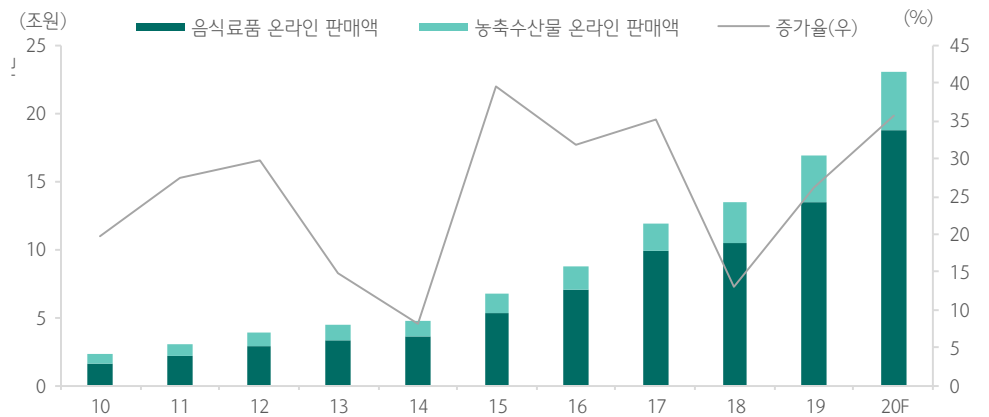
## 2) 온라인 채널 비중 확대 가속화

19년 온라인 식품 판매액 YoY  
27.9% VS. 2월 누계 YoY 40.4%

과거 오프라인을 통해 HMR을 구매했다면 코로나19 이후 비대면 주문이 증가 추세이다. 올해 온라인 채널은 유의미한 성장이 예상된다. 통계청에 의하면 2019년 온라인 판매액은 YoY 19.3% 증가했다. 식료품의 온라인 판매액은 YoY 27.9% 증가해 전사 성장을 견인했다. 올해 2월 누계 온라인 판매액은 전년동월대비 19.1% 증가한 것으로 파악된다. 식음료 온라인 판매액은 동기간 40.4% 증가했다. 오리온(중국)/ CJ제일제당/ 동원F&B/ 대상/ 농심의 2월 누계 온라인 판매액은 각각 전년동월대비 40%/ 65%/ 30%/30%/ 9% 증가한 것으로 파악된다. 19년 연간 온라인 판매 증가율이 각각 10%/ 40%/ 12%/ 20%/ 7% 이었던 점을 감안시 유의미한 성장세이다. 오리온(중국)/ CJ제일제당/ 동원F&B/ 대상/ 농심의 온라인 판매 비중은 각각 12%/ 8%/ 8%/ 7%/ 8%로 추산된다. 대형마트 대비 온라인 채널 마진이 통상적으로 높다는 점을 감안하면 중장기 음식료 업체들 마진 개선에는 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단한다.

온라인 식품 구매는  
최근 3년 간 연평균 30% 증가

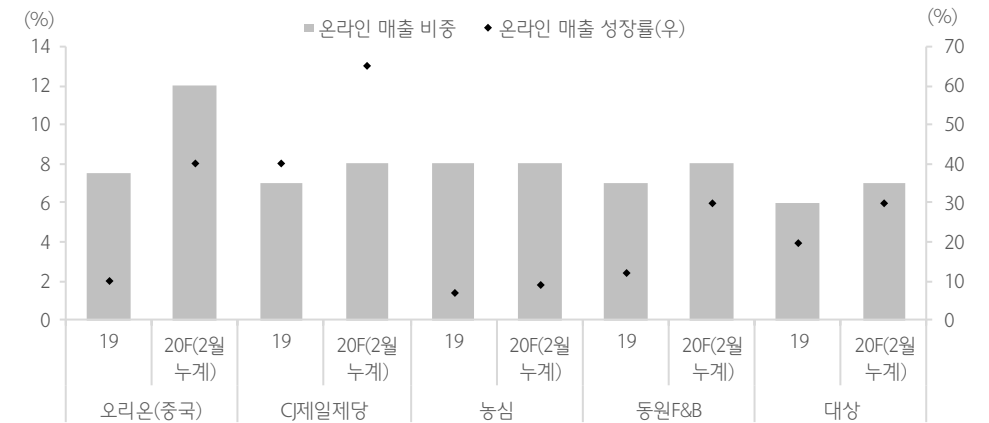
그림 7. 온라인 식품 구매액 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

전기전자 산업 제외시 상대적으로  
건조한 이익 성장 예상

그림 8. 업체별 온라인 매출 성장 및 비중 추이



자료: 각 사, 하나금융투자

### 3) 비대면 접촉 확산으로 경쟁 완화 예상

경쟁 완화로 과점 체제 더욱  
확고해 질 듯

‘사회적 거리두기’가 일상화되면서 업체들의 대면 마케팅 부담도 큰 폭 완화될 것으로 전망한다. 그동안 경쟁 심화에 대한 우려가 컸던 주류, 라면, 제과 시장은 하위 업체의 판도 바꾸기는 더욱 어려워질 것으로 예상된다. 높은 인지도 제품을 보유하고 있는 점유율 상위 업체들의 저변 확대가 기대된다. 가공식품 업체도 경쟁 완화와 더불어 HMR 고성장에 따른 이익 레버리지 효과도 누릴 수 있을 것으로 전망한다.

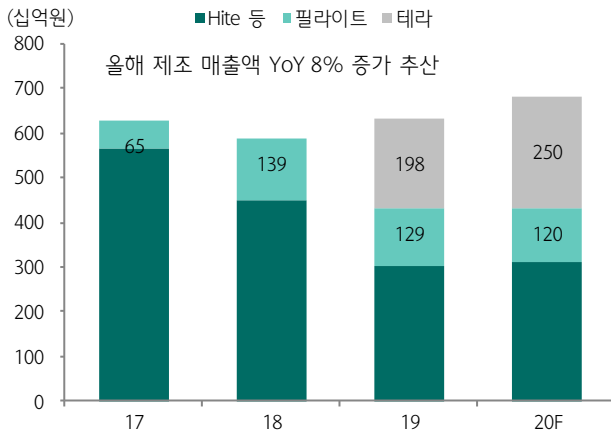
올해 판촉 부담이 가장 컸던 주류시장은 업체들의 전략 수정이 불가피한 상황이다. 절치부심했던 롯데칠성은 연말이나 되어야 적극적인 광고판촉 활동이 가능할 것으로 예측된다. 상반기까지는 비용 절감 전략을 유지할 수 밖에 없는 상황이다. 상반기 주류 수요는 전년대비 위축될 것으로 판단되나 경쟁 구도 감안시 하이트진로의 보폭 확대는 지속될 전망이다. 신제품 ‘테라’가 B2C에서 점유율을 큰 폭 확대하고 있는 만큼 실적에 긍정적 영향이 예상된다.

라면 시장은 상반기 전년대비 5% 내외 성장이 예상된다. 코로나19에 의한 사재기와 수출 확대에 기인한다. 라면 시장 물량 공세가 잦아 들면서 농심의 판촉 부담도 완화될 것으로 예상된다. 과거 5년 간 신제품 피로감 감안시 농심의 코어 브랜드로의 수요 증가가 기대된다. 농심의 1분기 점유율은 전년대비 2.4%p 상승한 56.3%로 추정한다. 연간 점유율은 전년대비 1.0%p 상승한 55.2%를 예상한다. 올해 국내 영업이익은 견조한 탑라인 성장 및 판촉 부담 완화로 YoY 76.2% 큰 폭 증가할 것으로 추산된다.

최근 3년 간 국내 제과 점유율이 상승하고 있는 오리온의 약진도 지속될 것으로 전망한다. 경쟁사가 수익성 제고를 위해 영업소를 축소하는 동안 오리온은 적극적으로 신제품을 출시해왔다. 올해는 적극적인 신제품 출시가 부담스러운 만큼 그 동안 신제품을 꾸준히 출시해 온 오리온의 점유율 상승이 지속될 것으로 판단한다.

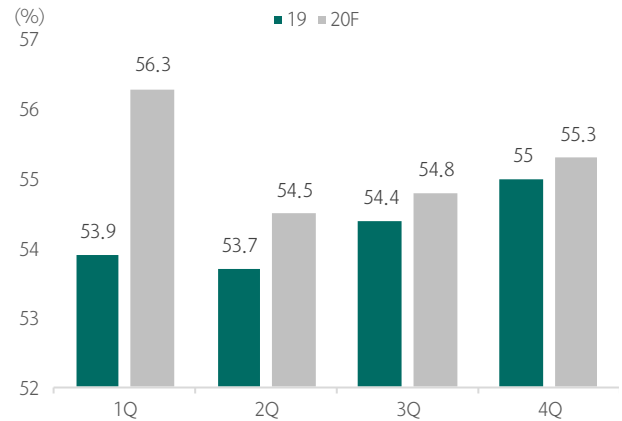
CJ제일제당은 경쟁 완화 기조 및 HMR 고성장 기인한 이익 레버리지가 기대된다. 가공식품 내 HMR은 가장 경쟁이 치열한 카테고리 중 하나였다. 2020년 HMR 시장 성장률은 식문화 변화 기인해 2019년 성장을 상회할 것으로 전망된다. CJ제일제당의 HMR 매출액은 6천억 원에 육박할 것으로 추산된다. 국내 가공식품 내 HMR 비중은 30%를 상회할 것으로 추산된다. 3월 말부터는 미국 내 코로나19가 확대됨에 따라 HMR 수요가 증가하고 있는 것으로 파악된다. 올해 미국도 두 자리 수 매출 성장이 가능할 것으로 예상된다. 지난 해 인수한 ‘쉬안즈’의 냉동피자 수요가 급증하고 있는 점도 CJ제일제당 연결 실적에 긍정적 영향을 미칠 전망이다.

그림 9. 하이트진로 맥주 매출 증가 지속 예상



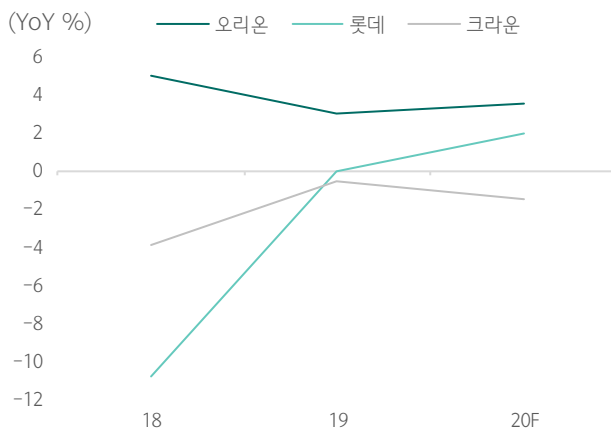
자료: 하나금융투자

그림 10. 농심 국내 라면 점유율 상승 전망



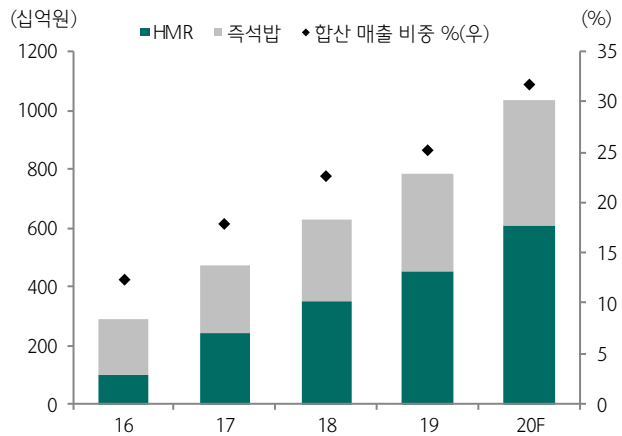
자료: 하나금융투자

그림 11. 오리온 국내 제과 매출 Peer 대비 아웃퍼폼



자료: 하나금융투자

그림 12. CJ제일제당 올해 가공 내 HMR 매출 비중 30% 상회 전망



자료: 하나금융투자



2020년 4월 14일

# CJ제일제당(097950)

## 식문화 변화 최대 수혜주

### 코로나19 이후 바뀐 식문화

CJ제일제당의 자체 리서치에 의하면, 코로나19 이후 내식 비중은 전년동기대비 23.5%p 증가한 83.0%를 기록했다. 코로나19 이후 식사법 변화에 대한 리서치 조사를 보면, 외식이 줄었다는 응답이 84.7% 였다. 반면 HMR 구매를 유지 혹은 확대했다는 응답은 75.7%에 달했다. 코로나19가 장기화될 경우, 외식을 줄이겠다는 응답은 98.6%에 달했다. HMR 소비를 유지 혹은 확대시키겠다는 응답은 94.1%에 달했다. 사회 전반적으로 확산되고 있는 언택트(untact) 문화로 소위 말해 ‘홈(Home)밥’이 증가 추세이다. 홈밥의 최대 수혜는 HMR이 될 것으로 판단한다. 올해 1분기 CJ제일제당의 HMR 매출액은 전년동기대비 30% 증가한 것으로 파악된다. 식문화 변화의 최대 수혜주로 판단한다.

### 2분기부터 미국도 유의미한 탑라인 기대

코로나19의 미국 확산 속도 감안시 2분기부터는 미국 매출의 유의미한 증가가 기대된다. 미국 매출액(‘쉬안즈’ 제외)은 올해 6천억에 육박할 전망이다. ‘쉬안즈’도 냉동피자에 대한 수요가 확대되면서 올해 호실적이 기대된다. 국내외 HMR 판매 호조로 식품 부문 수익성 개선이 가시화 될 것으로 기대한다.

### 올해 실적 개선 기대감 유효

올해 물류 제외한 매출액 및 영업이익을 각각 13조 7,907억원 (YoY +8.0%), 6,915억원(YoY +14.8%)로 추정한다. 그룹 차원의 강력한 수익성 개선 작업이 진행되고 있는 만큼 이익 개선 가시성은 과거 대비 높아졌다고 판단한다. 가공 마진이 YoY 100bp만 개선 되어도 500억원 이상의 이익 개선(‘쉬안즈’ 제외)이 가능하다. 작년 SKU 구조조정 기인한 재고폐기손실 등 일회성 요인까지 감안하면 기저효과가 본격화될 것이다. 미국 코로나19 확산에 기인한 ‘쉬안즈’의 실적 개선도 기대해 볼 만하다. 생물자원은 베트남 돈가 급등세 진정이 예상보다 더디지면서 올해 상반기까지도 수혜가 예상된다. 전 사업부의 고른 실적 개선이 긍정적이다. Top Pick 관점을 유지한다.

### Top Picks

**BUY**

TP(12M): 370,000원 | CP(4월13일): 229,000원

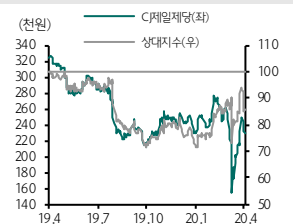
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,825.76
52주 최고/최저(원)	326,500/155,000
시가총액(십억원)	3,447.4
시가총액비중(%)	0.29
발행주식수(천주)	15,054.2
60일 평균 거래량(천주)	67.9
60일 평균 거래대금(십억원)	15.8
20년 배당금(예상, 원)	3,500
20년 배당수익률(예상, %)	1.53
외국인지분율(%)	19.26
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 8인	45.51
국민연금공단	13.46
주가상승률	1M 6M 12M
절대	3.2 5.5 (29.9)
상대	0.1 18.2 (14.2)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	24,197.5	25,933.5
영업이익(십억원)	1,042.6	1,174.1
순이익(십억원)	428.6	478.6
EPS(원)	23,199	25,295
BPS(원)	326,178	349,018

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	18,670.1	22,352.5	23,897.4	25,421.6	26,946.9
영업이익	십억원	832.7	896.9	1,018.8	1,172.6	1,347.3
세전이익	십억원	1,294.2	338.8	643.8	609.3	806.8
순이익	십억원	875.2	152.5	379.9	338.8	420.7
EPS	원	54,173	9,312	23,189	20,679	25,682
증감율	%	112.1	(82.8)	149.0	(10.8)	24.2
PER	배	6.10	27.12	9.88	11.07	8.92
PBR	배	1.11	0.83	0.71	0.67	0.63
EV/EBITDA	배	10.16	8.50	7.64	6.94	6.20
ROE	%	21.46	3.16	7.53	6.34	7.42
BPS	원	298,085	304,071	323,833	341,084	363,338
DPS	원	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500



Analyst 심은주  
02-3771-8538  
yesej01@hanafn.com

RA 권중하  
02-3771-3126  
shkon1215@hanafn.com

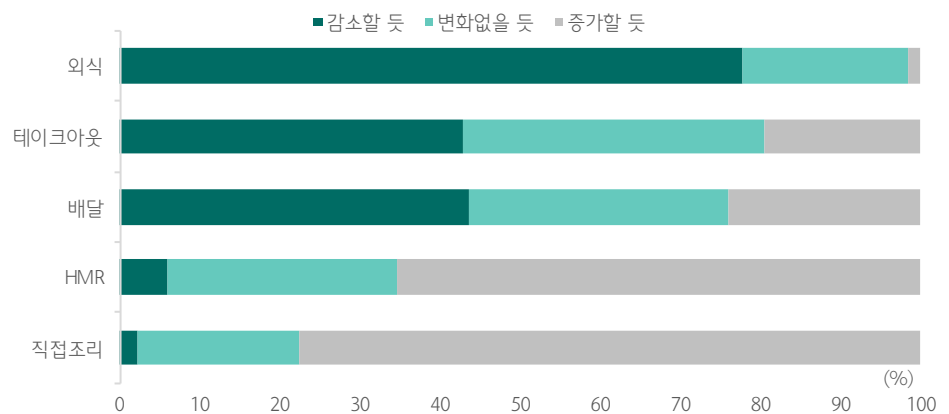
### 국내외 HMR 매출 증가 주목

'홈(Home)'밥 증가는 전 세계로 확대될 듯

올해 HMR 시장의 유의미한 성장이 전망된다. 코로나19 이후 언택트(untact) 문화로 소위 말해 '홈(Home)'밥이 증가 추세이다. 이러한 흐름은 비단 우리나라 뿐만 아니라 전세계로 확산될 공산이 크다. 올해 1분기 CJ제일제당의 국내 HMR 매출액은 전년동기대비 30% 증가한 것으로 파악된다. 3월 말부터는 미국에서 매출이 빠르게 올라오고 있는 것으로 파악된다. 국내외 HMR 매출 확대에 식품 부문의 수익성 개선도 가시화될 것으로 기대한다.

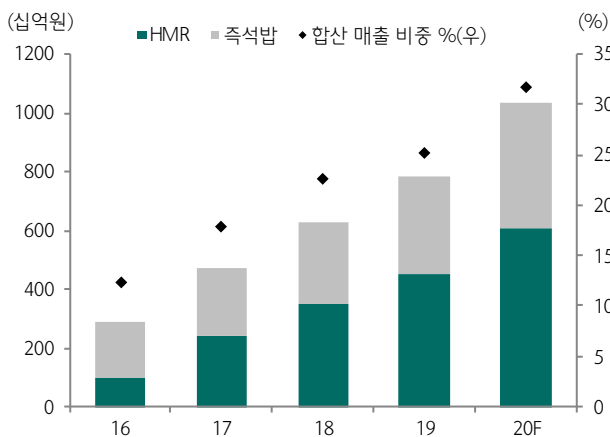
그림 1. 코로나19 장기화될 경우 식사 마련 변화

코로나19 장기화될 경우 HMR 늘리겠다는 응답 많아



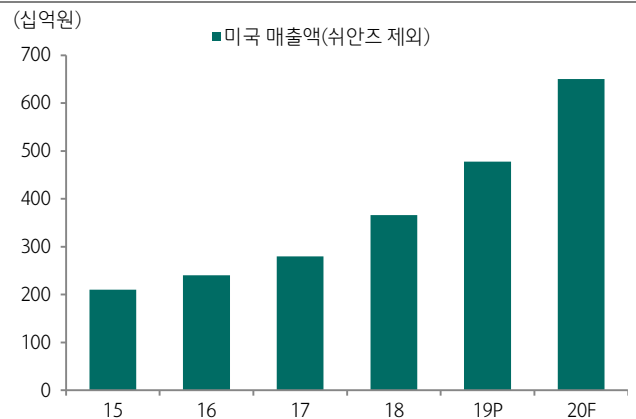
자료: CJ제일제당 리서치, 하나금융투자

그림 2. 올해 국내 가공 내 HMR 비중 30% 상회할 듯



자료: 하나금융투자

그림 3. 미국도 견조한 탐라인 성장 지속 예상



자료: 하나금융투자

CJ제일제당 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>18,670.1</b>	<b>22,352.5</b>	<b>23,897.4</b>	<b>25,421.6</b>	<b>26,946.9</b>
매출원가	15,126.5	18,069.3	19,294.0	20,489.8	21,692.2
매출총이익	3,543.6	4,283.2	4,603.4	4,931.8	5,254.7
판매비	2,710.9	3,386.3	3,584.6	3,759.2	3,907.3
<b>영업이익</b>	<b>832.7</b>	<b>896.9</b>	<b>1,018.8</b>	<b>1,172.6</b>	<b>1,347.3</b>
금융손익	(252.6)	(362.5)	(263.0)	(242.3)	(219.5)
종속/관계기업손익	(5.5)	17.5	226.1	0.0	0.0
기타영업외손익	719.5	(213.1)	(338.0)	(321.1)	(321.1)
<b>세전이익</b>	<b>1,294.2</b>	<b>338.8</b>	<b>643.8</b>	<b>609.3</b>	<b>806.8</b>
법인세	368.8	147.8	195.3	185.8	280.9
계속사업이익	925.4	191.0	448.5	423.4	525.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>925.4</b>	<b>191.0</b>	<b>448.5</b>	<b>423.4</b>	<b>525.9</b>
비지배주주지분 손이익	50.2	38.5	68.6	84.7	105.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>875.2</b>	<b>152.5</b>	<b>379.9</b>	<b>338.8</b>	<b>420.7</b>
지배주주지분포괄이익	826.6	256.9	349.8	330.3	410.2
NOPAT	595.4	505.7	709.7	815.0	878.2
EBITDA	1,473.3	2,007.3	2,092.2	2,216.7	2,344.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	13.3	19.7	6.9	6.4	6.0
NOPAT증가율	8.5	(15.1)	40.3	14.8	7.8
EBITDA증가율	9.7	36.2	4.2	6.0	5.8
영업이익증가율	7.2	7.7	13.6	15.1	14.9
(지배주주)순이익증가율	136.4	(82.6)	149.1	(10.8)	24.2
EPS증가율	112.1	(82.8)	149.0	(10.8)	24.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	19.0	19.2	19.3	19.4	19.5
EBITDA이익률	7.9	9.0	8.8	8.7	8.7
영업이익률	4.5	4.0	4.3	4.6	5.0
계속사업이익률	5.0	0.9	1.9	1.7	2.0

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>5,522.4</b>	<b>7,943.0</b>	<b>9,068.4</b>	<b>10,098.9</b>	<b>11,369.9</b>
금융자산	741.1	1,829.3	2,567.3	3,215.6	4,104.2
현금성자산	547.6	691.0	1,350.3	1,921.0	2,731.9
매출채권 등	2,742.3	2,988.0	3,194.5	3,398.3	3,602.2
재고자산	1,497.6	2,018.3	2,157.8	2,295.4	2,433.1
기타유동자산	541.4	1,107.4	1,148.8	1,189.6	1,230.4
<b>비유동자산</b>	<b>13,974.6</b>	<b>18,337.6</b>	<b>17,998.6</b>	<b>17,723.5</b>	<b>17,310.6</b>
투자자산	550.3	567.5	602.0	635.9	669.9
금융자산	277.0	277.2	296.3	315.2	334.1
유형자산	9,741.7	10,817.9	10,581.2	10,402.0	10,078.7
무형자산	<b>3,069.9</b>	<b>4,810.2</b>	<b>4,673.5</b>	<b>4,543.5</b>	<b>4,420.0</b>
기타비유동자산	<b>612.7</b>	<b>2,142.0</b>	<b>2,141.9</b>	<b>2,142.1</b>	<b>2,142.0</b>
<b>자산총계</b>	<b>19,497.0</b>	<b>26,280.6</b>	<b>27,067.0</b>	<b>27,822.3</b>	<b>28,680.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>6,680.4</b>	<b>8,202.2</b>	<b>8,483.2</b>	<b>8,759.8</b>	<b>9,036.6</b>
금융부채	3,842.1	3,423.6	3,382.7	3,341.6	3,300.6
매입채무 등	2,288.0	3,494.8	3,736.4	3,974.7	4,213.2
기타유동부채	550.3	1,283.8	1,364.1	1,443.5	1,522.8
<b>비유동부채</b>	<b>5,508.4</b>	<b>8,596.9</b>	<b>8,712.8</b>	<b>8,827.1</b>	<b>8,941.5</b>
금융부채	<b>4,196.0</b>	<b>6,920.3</b>	<b>6,920.3</b>	<b>6,920.3</b>	<b>6,920.3</b>
기타비유동부채	1,312.4	1,676.6	1,792.5	1,906.8	2,021.2
<b>부채총계</b>	<b>12,188.8</b>	<b>16,799.2</b>	<b>17,196.0</b>	<b>17,586.9</b>	<b>17,978.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>4,782.8</b>	<b>4,880.9</b>	<b>5,204.6</b>	<b>5,487.2</b>	<b>5,851.7</b>
자본금	<b>81.9</b>	<b>81.9</b>	<b>81.9</b>	<b>81.9</b>	<b>81.9</b>
자본잉여금	1,411.6	1,309.0	1,309.0	1,309.0	1,309.0
자본조정	(180.9)	(171.7)	(171.7)	(171.7)	(171.7)
기타포괄이익누계액	(224.1)	(124.7)	(124.7)	(124.7)	(124.7)
이익잉여금	3,694.3	3,786.4	4,110.1	4,392.7	4,757.3
<b>비지배주주지분</b>	<b>2,525.4</b>	<b>4,600.6</b>	<b>4,666.4</b>	<b>4,748.2</b>	<b>4,850.6</b>
<b>자본총계</b>	<b>7,308.2</b>	<b>9,481.5</b>	<b>9,871.0</b>	<b>10,235.4</b>	<b>10,702.3</b>
순금융부채	7,297.0	8,514.6	7,735.7	7,046.3	6,116.8

투자지표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	54,173	9,312	23,189	20,679	25,682
BPS	298,085	304,071	323,833	341,084	363,338
CFPS	87,161	116,913	120,303	115,135	122,919
EBITDAPS	91,201	122,532	127,717	135,317	143,101
SPS	1,155,703	1,364,484	1,458,795	1,551,835	1,644,945
DPS	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
<b>주기지표(배)</b>					
PER	6.1	27.1	9.9	11.1	8.9
PBR	1.1	0.8	0.7	0.7	0.6
PCFR	3.8	2.2	1.9	2.0	1.9
EV/EBITDA	10.2	8.5	7.6	6.9	6.2
PSR	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	21.5	3.2	7.5	6.3	7.4
ROA	4.8	0.7	1.4	1.2	1.5
ROIC	4.2	3.0	3.8	4.5	4.9
부채비율	166.8	177.2	174.2	171.8	168.0
순부채비율	99.8	89.8	78.4	68.8	57.2
이자보상배율(배)	3.4	2.2	2.3	2.6	3.0

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>471.4</b>	<b>2,143.1</b>	<b>1,825.9</b>	<b>1,750.0</b>	<b>1,782.5</b>
당기순이익	925.4	191.0	448.5	423.4	525.9
조정	300.0	1,345.1	1,327.0	1,276.8	1,206.8
감가상각비	640.6	1,110.4	1,073.4	1,044.1	996.9
외환거래손익	0.0	0.0	(123.4)	(123.4)	(123.4)
지분법손익	(975.4)	(12.6)	0.0	0.0	0.0
기타	634.8	247.3	377.0	356.1	333.3
영업활동 자산부채 변동	(754.0)	607.0	50.4	49.8	49.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(1,034.6)</b>	<b>(3,189.9)</b>	<b>(621.5)</b>	<b>(636.0)</b>	<b>(430.0)</b>
투자자산감소(증가)	(120.9)	(17.2)	(37.3)	(36.8)	(36.8)
유형자산감소(증가)	(1,648.2)	(1,172.0)	(700.0)	(735.0)	(550.0)
기타	734.5	(2,000.7)	115.8	135.8	156.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>521.0</b>	<b>1,228.7</b>	<b>(545.0)</b>	<b>(543.4)</b>	<b>(541.6)</b>
금융부채증가(감소)	833.6	2,305.8	(40.9)	(41.0)	(41.0)
자본증가(감소)	588.0	(102.6)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(839.0)	(880.7)	(448.0)	(446.3)	(444.5)
배당지급	(61.6)	(93.8)	(56.1)	(56.1)	(56.1)
<b>현금의 증감</b>	<b>(43.3)</b>	<b>143.4</b>	<b>659.4</b>	<b>570.7</b>	<b>810.9</b>
Unlevered CFO	1,408.1	1,915.2	1,970.8	1,886.1	2,013.6
Free Cash Flow	(1,204.0)	589.2	1,125.9	1,015.0	1,232.5

여백 페이지입니다

언택트(untact) 시대, 달라질 투자 전략

# 해외주식

클라우드 | 클라우드로 이어지는 사회

Top Pick : 마이크로소프트(MSFT.US)

동영상스트리밍 | 대표적 '방콕' 홈 엔터테인먼트 비디오 스트리밍

Top Pick : 넷플릭스(NFLX.US)

미국 온라인 리테일 | 코로나19, 미국 유통시장 변화의 기폭제가 되다

Top Pick : 아마존닷컴(AMZN.US)



인터넷/게임 Analyst 황승택

02-3771-7519

sthwang@hanafn.com



선진국기업분석 Analyst 김재임

02-3771-7793

jamie@hanafn.com

RA 정우상

02-3771-8547

ws.jung@hanafn.com

RA 김채란

02-3771-8094

cr.kim@hanafn.com

## 클라우드

### 클라우드로 이어지는 사회

#### 1) 코로나19 여파로 비즈니스 앱 사용의 폭증

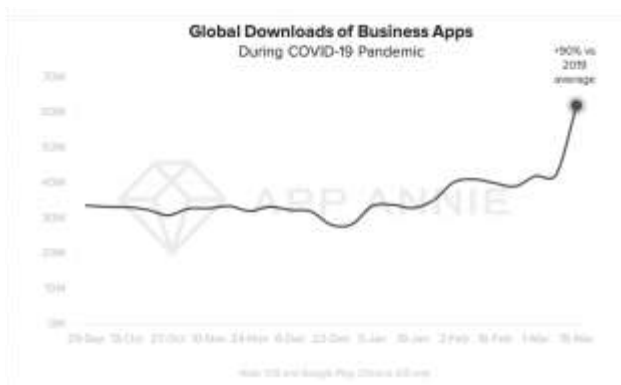
클라우드 서비스는 물리적 단절에도 사회가 이어질 수 있게 했음

클라우드 서비스들은 코로나19의 여파로 사회적 거리두기, 자가격리 조치에 따른 사람들의 물리적 단절에도 기업, 정부, 개인간 상대적으로 이어질 수 있게 했다. 클라우드 서비스를 기반으로 화상회의, 소통, 원격 근무, 교육서비스, 동영상 스트리밍 등 대부분의 서비스들이 제공되고 있기 때문이다. 사회의 수요 증가에 따라 클라우드를 기반으로 한 서비스들의 사용량도 폭증하고 있다.

코로나19의 영향으로 Teams DAU 1주일 만에 1,200만 명 증가

앱애니에 따르면 중국에서 2020년 2월 iOS 앱 다운로드 수는 중국 역사 상 가장 높은 수치를 기록했던 것과 동시에 가장 두각을 드러냈던 것은 비즈니스 및 교육 앱이었다. 당시에도 가장 큰 관심을 보였던 것이 ZOOM Cloud Meetings 였다. 'ZOOM'에 따르면 DAU는 작년 12월 기준 1,000만 명 수준이었지만, 3월 2억명까지 폭증했다. 'ZOOM'도 아마존의 'AWS'를 기반으로 서비스가 제공되고 있다. 미국과 유럽에서 코로나19 여파가 확산됨에 따라 마이크로소프트의 협업 솔루션 서비스 Teams 또한 사용량 폭증하고 있다. 마이크로소프트에 따르면 이탈리아에서 3월 한달 동안 Teams의 영상통화 및 통화 월간 사용자 775% 증가라는 폭발적인 사용자 증가를 기록했다. 또한, Teams의 DAU는 일주일만에 1,200만명이 증가하며 4,400만명을 기록했다. IDC에 따르면 협업 도구 시장은 2020년 전년대비 35% 증가한 310억달러 규모를 형성할 것으로 전망했으며, 코로나19 영향 및 Slack, Teams와 같은 성장세를 고려하면 더 높은 성장률을 시현 할 수도 있을 것으로 예상된다.

그림 1. 글로벌 비즈니스앱 다운로드 증가



코로나19 사태를 계기로 클라우드 서비스 경험 증가는 향후 디지털 전환을 가속시켜 줄 것

클라우드 서비스 기업들도 코로나19를 계기로 시장 지배력을 높이기 위해 자신의 서비스를 무료 또는 할인하여 제공하고 있다. AWS는 클라우드 기반 화상회의, 전화미팅 등 협업 툴을 무상 배포했으며, IBM 인공지능, 데이터 보안 등 8가지 클라우드 서비스를 IBM 클라우드 서비스를 통해 3개월 무료 지원할 것을 밝혔다. 이와 같은 사용을 통한 클라우드 서비스에 대한 경험 증가를 바탕으로 향후 코로나19 사태가 진정된 이후에도 기업들의 디지털 전환을 가속시켜 줄 수 있을 것으로 예상된다.

표 1. 기업별 코로나19 대응 서비스 제공 현황

기업	제공 서비스
IBM	인공지능, 데이터보안, 통합, 원격 학습을 포함한 8가지 클라우드 서비스를 IBM 퍼블릭 클라우드를 통해 3개월 간 무료로 지원
마이크로소프트	Teams 구독 6개월간 무료로 제공
구글	유료 기능이었던 Hangouts Meet를 무료로 공개
ZOOM	K-12 Students에게 서비스 무료로 제공
AWS	코로나19 시험 개발을 지원하는 고객에게 2천만달러 가량 크레딧 및 기술적 지원 제공
화웨이	건강관리부문 eHealth 무료 제공 및 온라인 교육 서비스를 위해 파트너들과의 협업, 신규 등록 사용자에게 최대 1,500시간의 무료 클라우드 지원
NAVER	화상회의 및 재택근무 솔루션 무료 제공, NBP의 경우 중소기업 대상 서버 비용 인하

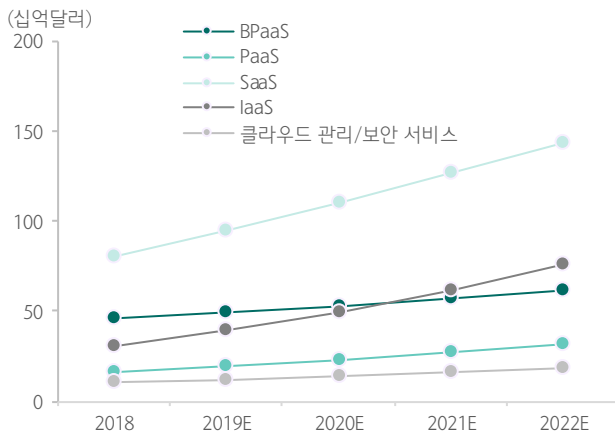
자료: 언론기사, 각 사, 하나금융투자

## 2) 디지털 전환의 가속

2019년 디지털 전환율이 75% 이상 완료된 기업은 6% 정도밖에 안될 정도로 디지털 전환은 초기 단계

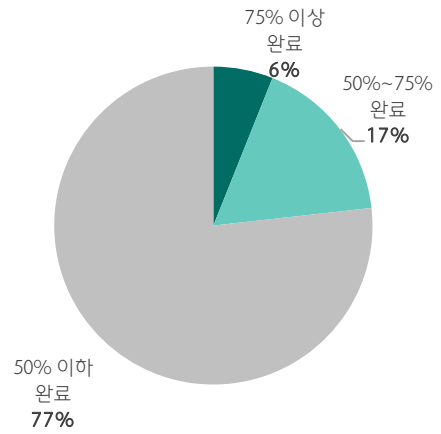
코로나19 이전에도 디지털 전환은 기업들의 가장 높은 관심사 중 하나였다. 2018년에는 디지털 전환을 위한 지출은 1.3조달러에 달했으며, 2018년 말에 세계 각국 825개 기업의 CEO와 CRO를 대상으로 이뤄진 서베이에 의하면 2019년 가장 큰 리스크를 디지털 전환으로 꼽을 정도로 높은 관심을 보였다. 높은 관심에도 아직 디지털 전환은 초기 단계인 것으로 판단된다. 가트너에 따르면 2019년 초 기준 디지털 전환율이 75% 이상 완료된 기업은 6% 정도밖에 안되지만 50% 미만 전환된 기업의 비중은 76%에 달한다. 동시에 IaaS와 SaaS의 시장 규모가 2020년 전년대비 각각 26%, 17% 성장할 것으로 전망했다. 코로나19를 계기로 기업, 정부 등 다양한 집단이 클라우드 기반 서비스를 활용하는 경험이 늘어나 경험을 바탕으로 향후 디지털 전환은 가속될 수 있을 것으로 예상되며, 가트너의 전망치보다 빠른 시장 성장을 보일 것으로 기대된다.

그림 3. 가트너 클라우드 시장 성장 전망



자료: 가트너, 하나금융투자

그림 4. 디지털 전환은 아직 초기 단계



자료: 가트너, 하나금융투자



2020년 4월 14일

# 마이크로소프트(MSFT.US)

## 높아지는 경쟁력을 바탕으로 클라우드 지배력 높아질 것

### 높아져 가는 TEAMS에 대한 관심

사회활동 감소, 재택 근무 증가는 비대면 업무 방식에 대한 수요 증가는 마이크로소프트의 협업 도구 TEAMS에 대한 관심을 높였다. 이탈리아와 같은 사회적 거리두기가 강화된 지역에서 Teams를 통한 화상회의 및 전화 사용 증가가 775% 증가할 정도로 폭발적인 사용량 증가를 보였다. Teams의 DAU 경우 1주일 만에 1,200만명이 증가했다(3월 28일 기준). 또한, 최근 화상회의 서비스로 많은 주목을 받았던 'ZOOM'이 보안 취약관련 문제가 제기되면서 대체제로 Teams가 각광받고 있어 Teams에 대한 관심은 더욱 높아질 것으로 예상된다.

### 클라우드 경쟁력 높아지는 중

마이크로소프트는 IaaS 서비스 'Azure'를 필두로 PaaS, SaaS를 아우르는 서비스를 제공한다는 측면에서 서비스 간의 높은 상호 호환성 등을 통해 향후 코로나19를 계기로 가속화되는 디지털 전환의 수혜를 볼 수 있을 전망이다. 또한, Adobe, SAP 등과의 파트너십과 같은 고객사 친화적인 전략은 마이크로소프트 클라우드 서비스에 대한 선호도를 더 높일 수 있을 것으로 판단된다. 높아져가는 경쟁력과 시장 친화적 전력은 이미 성과를 거두고 있다. FY2Q20(2019년 10월~12월) Azure의 매출액은 전년대비 76% 성장하며 고성장세를 시현하고 있으며, 가트너의 시장 조사에 따르면 Azure의 시장 점유율은 2016년 8%에서 2019년 22%로 빠르게 시장 지배력을 높여가고 있다.

### 긍정적인 투자심리 이어질 것으로 전망

코로나19 여파로 인한 시장 위축과 More Personal Computing 사업부문의 가이던스 하회 예고로 마이크로소프트의 주가는 2020년 고점대비 최대 28% 가량 하락한 후 현재 회복을 하는 모습이다. 연간 두자리 수 매출 성장을 이어나갈 것으로 전망되는 등(시장 컨센서스: FY2020 12.02%, FY2021 11.14%) 안정된 실적 성장이 기대되고 있다. 또한, 디지털 전환의 초기단계라는 점과 클라우드 서비스의 경쟁력이 높아지고 있다는 점을 고려할 때 마이크로소프트에 대한 긍정적인 투자 심리는 지속해서 이어질 것으로 판단된다.

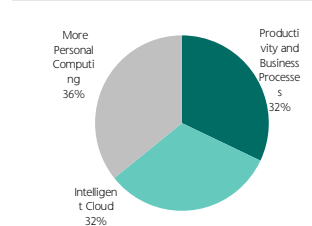
투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★★ 밸류에이션 ★★★

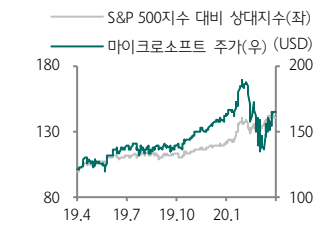
#### Key Data

국가	미국
상장거래소	나스닥
산업 분류	IT
주요 영업	소프트웨어
홈페이지	www.microsoft.com
시가총액(십억USD)	1,256.1
시가총액(조원)	1,532.9
52주최고/최저(USD)	190.7/119.01
주요주주 지분율(%)	
Vanguard Group	8.20
블랙록	6.77
블룸버그 목표가(USD)	189.50
최근 증가(USD)	165.14
주가상승률	1M 6M 12M
절대	18.8 18.2 36.5
상대	6.3 24.3 40.6

#### 매출구성



#### 주가추이



주: 1. 2020.4.10 기준 2. 투자선호도는 별 개수에 따라서 1개(약), 3개(중), 5개(강)로 구분. 성장성, 모멘텀, 밸류에이션 별 개수는 1개(부족), 2개(보통), 3개(충용) 의미.

#### Financial Data

백만 USD	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
매출	110,360	125,843	140,972	156,683
영업이익	35,058	42,959	50,998	56,585
순이익	16,571	39,240	42,884	47,123
EPS(USD)	3.7	4.7	5.6	6.2
EPS(YOY, %)	19.8	27.8	19.3	11.1
ROE(%)	19.4	42.4	38.4	36.1
PER(배)	26.9	28.6	29.6	26.6
PBR(배)	9.2	10.0	10.4	8.5
배당률(%)	1.7	1.4	1.2	1.3

주1: 마이크로소프트 결산월은 6월

주2: 전망치는 시장 평균 예상치

자료: Bloomberg, 하나금융투자



Analyst 황승택

02-3771-7519

sthwang@hanafn.com

RA 정우상

02-3771-8547

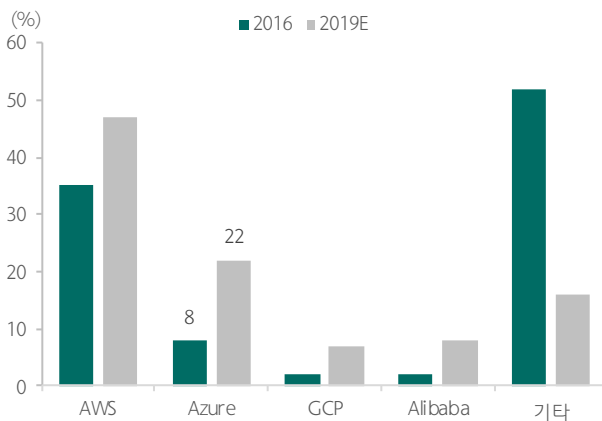
ws.jung@hanafn.com

### More Personal Computing 사업부문에 대한 우려는 기우

코로나19 사태 진정 시  
윈도우 교체 수요, 신규 서피스 출시,  
신규 콘솔 기기 출시로  
MPC사업부문은 빠른 회복을  
보일 것

마이크로소프트는 코로나19의 영향으로 FY3Q20(1월~3월) More Personal Computing(MPC) 사업부문의 매출이 회사 가이던스를 하회할 것이라고 예고했다. 중국 공급 체인의 문제로 윈도우 OEM과 Surface 기기 매출 부진 각각을 원인으로 설명했다. FY2019년 기준 윈도우와 서피스가 MPC 매출에서 차지하는 비중은 약 49%, 13% 수준이다. 하지만, 우려는 기우일 것으로 판단된다. 코로나19 사태가 진정 국면 시 '윈도우 7' 교체 등의 원인으로 윈도우에 대한 수요의 이전으로 판단된다. 또한, 신규 서피스 기기 'Surface Duo', 'Surface Neo' 출시 또한 기대되는 부분이다. 마지막으로 연말에 차세대 Xbox 출시로 게임 매출의 반등도 기대됨에 따라 MPC 사업부문의 매출은 코로나19 사태 진정과 함께 빠른 회복세를 보일 것으로 전망된다.

그림 1. 클라우드 시장 점유율 전망치



자료: 가트너, 골드만삭스, 하나금융투자

그림 2. Office 365 Business의 구독 플랜



자료: Microsoft, 하나금융투자

표 1. 제품 서비스별 성장률(YoY)

Product/Service	FY1Q18	FY2Q18	FY3Q18	FY4Q18	FY1Q19	FY2Q19	FY 3Q19	FY 4Q19	FY 1Q20	FY 2Q20
Azure	90%	98%	93%	89%	76%	76%	73%	64%	59%	62%
Dynamics products and cloud services	13%	10%	17%	11%	20%	17%	13%	12%	14%	12%
Enterprise Services	1%	5%	8%	8%	6%	6%	4%	4%	7%	6%
Gaming	1%	8%	18%	39%	44%	8%	5%	-10%	-7%	-21%
Office 365 Commercial	42%	41%	42%	38%	36%	34%	30%	31%	25%	27%
Office commercial products and cloud services	10%	10%	14%	10%	17%	11%	12%	14%	13%	16%
Office consumer products and cloud services	12%	12%	12%	8%	16%	1%	8%	6%	5%	19%
Search advertising excluding TAC	15%	15%	16%	17%	17%	14%	12%	9%	11%	6%
Server products and cloud services	17%	18%	20%	26%	28%	24%	27%	22%	30%	30%
Windows OEM	4%	4%	4%	7%	3%	-5%	9%	9%	9%	18%
Windows commercial products and cloud services	7%	-4%	21%	23%	12%	13%	18%	13%	26%	25%

자료: Microsoft, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만USD)				
	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
매출	96,571	110,360	125,843	140,972	156,683
매출총이익	62,310	72,007	82,933	95,391	104,985
판매비	33,285	36,949	39,974		
영업이익	29,025	35,058	42,959	50,998	56,585
이자 비용	2,222	2,733	2,686		
기타영업손익	(3,209)	(4,367)	(3,497)		
세전이익	29,901	36,474	43,688		
법인세	4,412	19,903	4,448		
소수주주이익	0	0	0		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	25,489	16,571	39,240	42,884	47,123
<b>성장율(YoY)</b>					
매출	5.9	14.3	14.0	12.0	11.1
영업이익	11.3	20.8	22.5	18.7	11.0
순이익	24.1	(35.0)	136.8	9.3	9.9
수익성(%)					
매출총이익률	64.5	65.2	65.9	67.7	67.0
영업이익률	30.1	31.8	34.1	36.2	36.1
순이익률	26.4	15.0	31.2	30.4	30.1

대차대조표	(단위: 백만USD)				
	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
유동자산	122,797	142,188	162,696	169,662	175,552
현금성자산	5,595	6,510	7,663	11,946	11,356
매출채권	17,908	20,636	22,431	26,481	29,524
비유동자산	51,675	60,709	87,616	89,186	111,004
투자자산	12,053	10,431	6,023	1,862	2,649
유형자산	14,731	23,554	30,289	36,146	43,856
자산총계	174,472	202,897	250,312	258,848	286,556
유동부채	49,647	53,102	55,745	69,420	69,420
비유동부채	44,742	66,705	106,856	117,642	114,806
부채총계	94,389	119,807	162,601	176,130	184,226
자본금	68,465	68,178	69,315	71,223	78,520
이익잉여금	11,618	14,912	18,396	11,495	23,810
자본총계	80,083	83,090	87,711	82,718	102,330

주: 마이크로소프트 결산일은 6월  
 자료: Bloomberg, 하나금융투자

투자지표	(단위: 백만USD)				
	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
<b>주당지표(USD)</b>					
EPS	3.1	3.7	4.7	5.6	6.2
BPS	11.4	10.8	13.4	15.9	19.5
SPS	12.5	14.3	16.4	18.4	20.6
DPS	1.6	1.7	1.8	2.0	2.1
<b>주기지표(배)</b>					
PER	22.5	26.9	28.6	29.6	26.6
PBR	6.1	9.2	10.0	10.4	8.5
EV/EBITDA	12.6	15.2	17.3	18.6	17.0
PSR	5.5	6.9	8.2	8.9	8.0
배당수익률(%)	2.3	1.7	1.4	1.2	1.3
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	29.8	19.4	42.4	38.4	36.1
ROA	11.2	6.5	14.4	15.3	15.4
ROIC	17.3	19.5	24.0	-	-
부채비율	108.9	105.8	84.5	-	-
유동비율	2.9	2.9	2.5	-	-
이자보상배율(배)	13.1	12.8	16.0	-	-

현금흐름표	(단위: 백만USD)				
	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
영업활동 현금흐름	29,668	33,325	39,507	43,884	52,185
감가/무형상각비	5,957	6,622	8,778	10,261	11,682
비현금자본증감	(280)	2,424	4,119	2,589	2,180
투자활동	(23,001)	(23,950)	(46,781)	(6,061)	(15,773)
유형자산처분	0	0	0	0	0
유형자산취득	(5,944)	(8,343)	(8,129)	(11,632)	(13,925)
투자자산증감	0	0	0	0	0
재무활동	(9,741)	(8,460)	8,427	(33,540)	(37,002)
배당금	(9,882)	(11,006)	(11,845)	(12,699)	(13,811)
단기부채증감	4,481	7,195	(4,963)	(7,324)	0
장기부채증감	9,180	11,088	36,422	(2,877)	(4,000)
자본금증감	(13,809)	(15,301)	(11,016)	(9,719)	(18,401)
잉여현금흐름	23,724	24,982	31,378	32,252	38,260

주: 마이크로소프트 결산일은 6월  
 자료: Bloomberg, 하나금융투자

동영상스트리밍

대표적 '방콕' 홈 엔터테인먼트 비디오 스트리밍

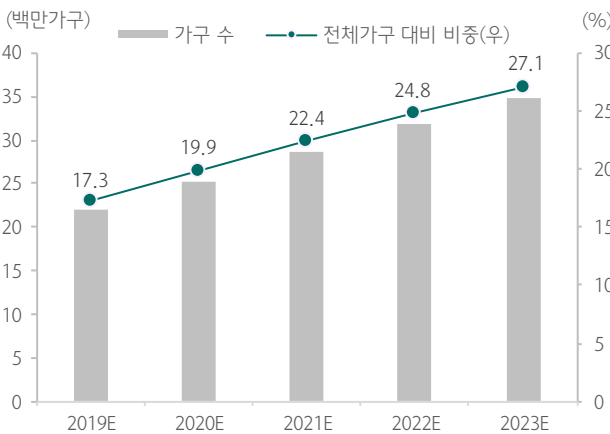
1) 코로나19로 '코드 커팅' 현상은 가속화 될 것

지난 6년 간 미국 유료TV 사용 가구는 14% 감소한 반면, 유료TV 미사용 가구 95% 증가

전통적인 미디어 소비 방식인 유료 TV 채널이 아닌 OTT를 통해 동영상을 스트리밍하는 사람들이 늘어나는 '코드 커팅' 현상은 이미 익숙한 단어이다. 코로나19의 확산 전에도 '코드 커팅'은 꾸준히 지속되어 왔다. 미국에서 유료 TV 사용 가구(Pay TV Households)의 수는 2013년 약 1억가구였으나 2019년 현재 8,650만 가구로 약 14% 감소했다. 반면, 동기간 유료TV를 사용하고 있지 않는 가구의 수는 2013년 2,060만 가구에서 2019년 4,020만 가구로 약 95% 증가하며 유료TV 사용의 감수 추이보다 훨씬 더 빠른 속도로 증가하고 있다.

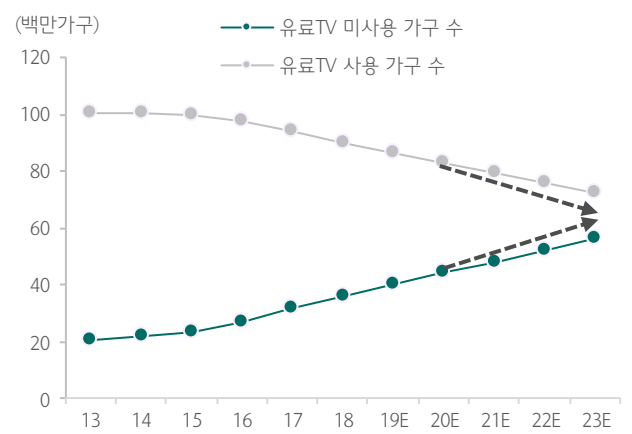
서베이에 따르면 코로나19 이후 비디오 관련 활동 설문에서 비디오 스트리밍 서비스들이 전통적 TV보다 많은 선택을 받았다. 이에 따라 시장 조사 기관은 2020년 미국 '코드커팅' 가구 수가 전년대비 16% 증가할 것으로 예상했으나, 코로나19에 따른 전반적인 사회활동 감소는 동영상 스트리밍 서비스에 대한 수요를 높여 16% 이상의 증가세를 기록할 수 있을 것으로 전망된다. 또한, 코로나19 영향이 전세계로 확산됨에 따라 OTT 서비스에 수요 증가는 전세계적 현상일 것으로 예상된다. 전세계를 대상으로 서비스를 제공하고 있는 넷플릭스가 상대적으로 경쟁사들 대비 글로벌 수요 증가에 대한 수혜를 누릴 수 있을 것으로 예상된다.

그림 1. 미국 코드커팅 가구 수 전망치(코로나19 前 전망치)



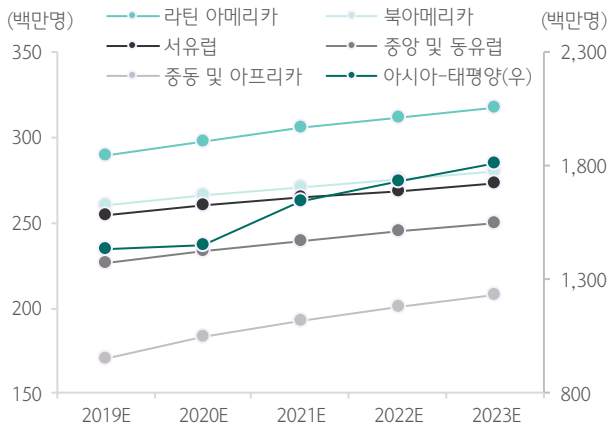
자료: eMarketer, 하나금융투자

그림 2. 미국 유료TV 사용 vs. 미사용 가구 추이(코로나19 前 전망치)



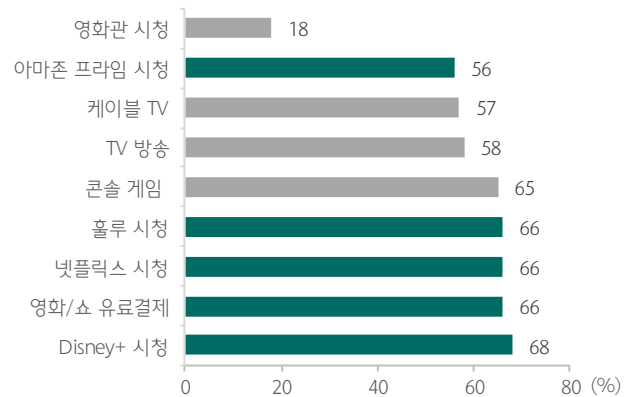
자료: eMarketer, 하나금융투자

그림 3. 디지털 비디오 시청자 수 전망(코로나19 前 전망치)



자료: eMarketer, 하나금융투자

그림 4. 코로나19 이후 비디오 관련 활동 서베이



자료: eMarketer, 하나금융투자

## 2) 사회활동 감소로 홈 엔터테인먼트 수요 가속화

코로나19의 영향으로 여가 시간의 절대적 시간 증가와 기존 여가활동의 18% 비중 차지했던 스포츠 활동 및 사교활동 감소로 TV시청(화면 시청) 시간 증가 기대

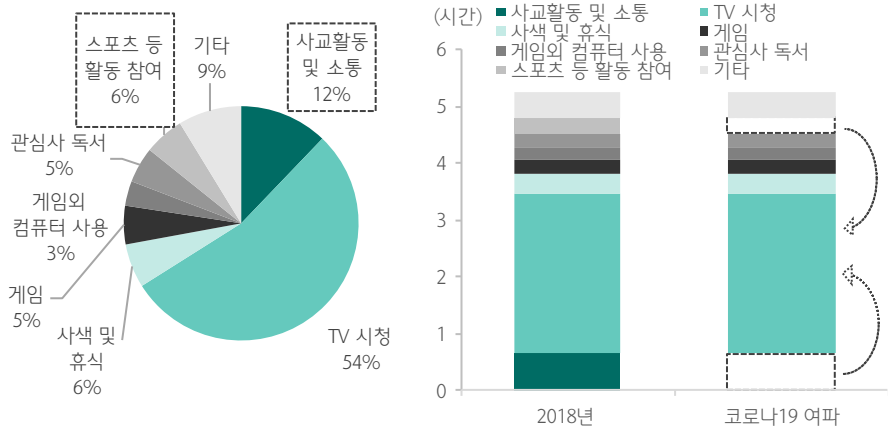
코로나19 사태는 사람들의 생활 방식의 변화를 가져왔다. 세계적으로 사회적 거리두기의 일환으로 재택근무, 자가격리의 증가는 사람들의 사회 활동 감소를 야기했다. 즉, 집에서 활동 증가로 이어졌다. 이에 따라 개인들의 모바일, TV, 컴퓨터 등을 활용한 홈 엔터테인먼트의 사용 시간도 증가하고 있는 것으로 보인다. 닐슨의 조사에 따르면 주요 위기에 미국 시민들의 총 TV 사용량(전통적 TV, DVR, VoD, 스트리밍 서비스, 게임콘솔 등 포함)은 60% 가량 증가했다. 코로나19도 사람들의 사태에 대한 정보 습득 수요 및 집에서 보내는 시간이 증가함에 따라 TV 사용량의 증가가 기대된다.

기존에 미국 사람들의 2018년 기준 일일 평균 여가 활동 시간은 5.27시간으로 이 중 가장 많은 시간을 TV 시청(2.8시간)에 할애하고 있었다. 코로나19는 1) 전체적인 여가 활용 가능 시간 증가와 2) 사회 및 스포츠 활동 감소 두가지 측면에 영향을 끼쳐 전체적인 TV시청(동영상 스트리밍 시청) 시간의 증가를 가져 올 것으로 기대된다. 먼저 앞서 말했듯 재택근무, 자가격리는 절대적인 거주 공간에서의 시간 증가를 가져오고 여가 활동 시간이 상대적으로 늘어났을 가능성이 높다고 판단된다. 또한, 사회적 거리두기는 사교활동 및 스포츠 활동 참여와 같은 여가 활동 시간 감소로 상대적으로 동영상 스트리밍과 같은 여가활동 시간의 증가를 가져올 것으로 기대된다. 미국의 경우 사교활동과 체육활동이 일일 여가 활동 시간에서 차지하는 비중은 약 18% 정도이다.

코로나19 확산 후 구글 트렌드 기준 동영상 스트리밍 서비스 관심 상승

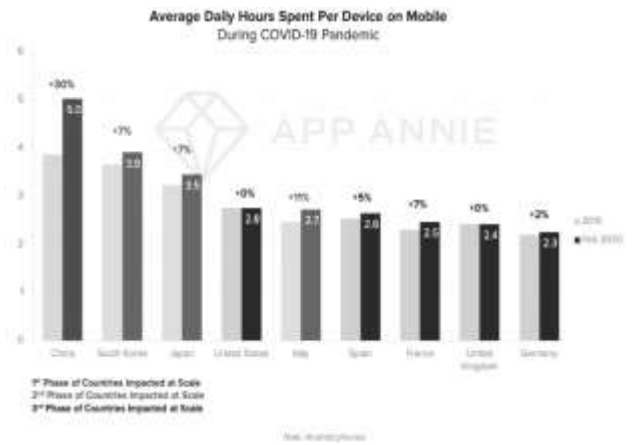
중국의 사례를 참고 했을 때, 이동제한조치가 실시된 1월 모바일 사용 시간도 증가함을 확인할 수 있었다. 2월 한달 중국 평균 모바일 사용시간은 5시간을 기록하며 2019년 평균 대비 30% 증가했다. 자연스레 동영상 스트리밍에 대한 수요도 같이 증가했을 것으로 판단된다. 유튜브, 넷플릭스가 트래픽 안정을 위해 화질을 낮추는 노력은 동영상 스트리밍에 대한 수요의 폭증을 반증한다. 앱애니에 따르면 미국에서 코로나 19에 대한 시장, 정부, 기업의 대응이 강화된 2020년 3월 1일이 포함된 한 주간 2개의 동영상 스트리밍 앱이 10위권이 진입했다. 구글 트렌드를 기준으로도 다양한 동영상스트리밍 서비스에 대한 사회적 관심이 높아지는 것을 확인할 수 있다.

그림 5. 미국인의 여가 활동 활용



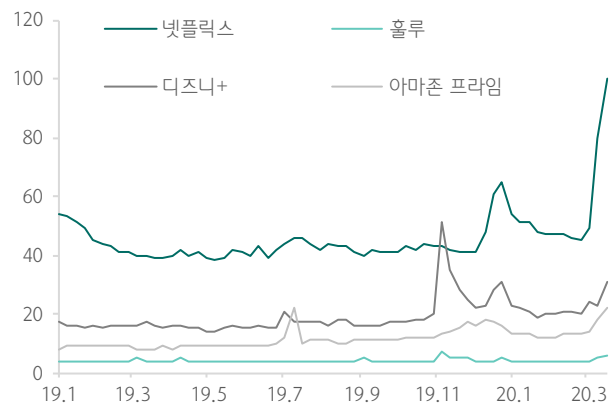
자료: US Bureau of Labor Statistics(2018), 하나금융투자

그림 6. 코로나19 영향으로 인한 평균 모바일 사용 시간 증가



자료: App Annie, 하나금융투자

그림 7. 글로벌 동영상 스트리밍 검색어 구글 트렌드 추이



자료: Google Trends, 하나금융투자

### 3) 스포츠 이벤트 감소로 동영상 스트리밍 서비스 관심 지속 전망

코로나19 영향이 장기화 될수록 재택  
시간 증가, 스포츠 경기 부재로  
동영상 스트리밍 관심 지속될 것

전반적인 여가 시간 증가에 더해 화면 소비 시간의 경쟁 상대인 스포츠 중계 등의 감소는 동영상 스트리밍의 수요를 더욱 높여줄 것으로 기대된다. 세계적으로 가장 많은 팬 층을 보유한 축구의 주요 프로 리그 경기들은 모두 잠정적으로 중단된 상태이며, 기타 스포츠들도 마찬가지이다. 특히, 스포츠 최대 이벤트인 도쿄 올림픽의 1년 연기로 스포츠 팬들이 즐길 수 있는 스포츠 경기는 여름까지 절대적으로 부족할 전망이다. 이에 따라 기존 스포츠 시청자들의 수요가 넷플릭스 등과 같은 동영상 스트리밍 시청으로 전환 될 수 있을 것으로 기대된다. 코로나19의 영향이 장기화 될수록 재택 시간이 증가하고, 스포츠 경기 부재가 지속되어 동영상 스트리밍에 대한 관심을 지속적으로 유지 시켜줄 것으로 전망된다.

표 1. 주요 스포츠 연기 현황

주요 스포츠 리그 및 행사	연기 내용
도쿄 올림픽	2021년으로 연기
UEFA유로	2021년으로 연기
코파 아메리카	2021년으로 연기
프리미어리그	무기한 연기
스페인라리가	무기한 연기
세리에A	무기한 연기
챔피언스리그, 유로파리그	무기한 연기
NBA	무기한 연기
PGA 챔피언십	8월 연기

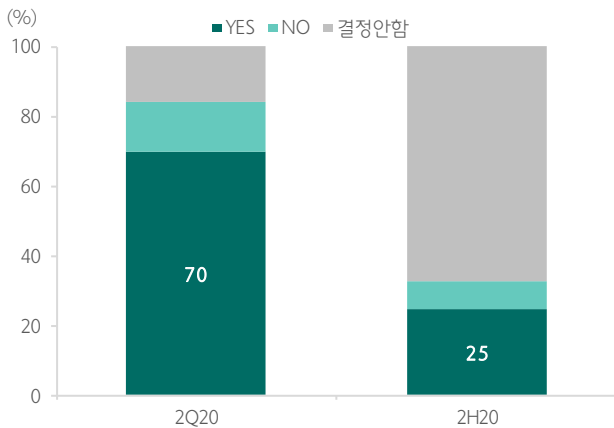
자료: 언론사, 하나금융투자

#### 4) 구독 기반의 서비스 부각

광고 시장의 영향에서 상대적으로 자유로운 구독 기반 서비스 부각

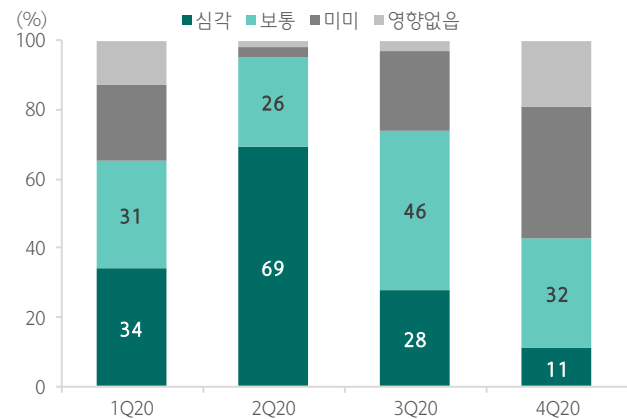
동영상 스트리밍 서비스는 다양한 형태로 소비자들에게 서비스되고 있다. 대표적으로 Roku와 유튜브 같은 광고를 통한 무료 서비스(유튜브는 구독 모델을 제공하고 있음), 넷플릭스, 'Disney+'와 같은 구독자에게 광고 없이 서비스를 제공하는 구독 기반 서비스(SVOD)가 있다. 코로나19에 따른 상대적 수혜는 구독 기반 서비스가 더 높을 것으로 판단된다. 광고를 기반하고 있는 서비스들은 코로나19 영향에 따른 광고주들의 마케팅/광고 비용 집행 축소에 따른 부정적 영향을 받을 것으로 전망되기 때문이다. 시장 조사 기관의 자료에 따르면 미국에서 2020년 분기별 광고 영향은 2분기에 가장 크게 나타날 것으로 보인다. 서베이 답변 중 코로나19로 인해 광고 집행이 영향이 없을 것이라고 답변한 비중은 최대 19%(4분기), 최소 2%(2분기)로 연간에 걸쳐 광고 집행 규모의 영향이 예상된다. 반면, 구독 모델의 경우에는 광고 시장의 상황에서 자유롭기 때문에 서비스 수요 증가에 따른 수혜를 비교적 온전히 누릴 수 있을 것으로 판단된다.

그림 8. 광고 집행 변화 여부에 대한 답변



자료: eMarketers, 하나금융투자

그림 9. 코로나19에 따른 미국 광고 지출 영향 예상 답변



자료: eMarketers, 하나금융투자



2020년 4월 14일

# 넷플릭스(NFLX.US)

## 글로벌 서비스와 로컬 콘텐츠 경쟁력으로 지배력 강화

### 코로나19 확산 넷플릭스 관심 증가로 이어질 것

코로나19 영향 지역의 확산은 경쟁사 서비스 대비 넷플릭스에 대한 수요를 더욱 높여줄 것으로 판단된다. 실질적으로 전세계를 대상으로 서비스를 제공하는 넷플릭스가 경쟁사들 대비 여러 지역의 동영상 스트리밍 수요 증가를 온전히 누릴 수 있을 것이기 때문이다. 실제로 구글 트렌드 전세계 검색어 기준 관심도를 비교했을 때, 넷플릭스가 경쟁 서비스 대비 높은 상승세를 보였다(구글 트렌드 지수 기준 넷플릭스(100), 디즈니+(30), 아마존프라임(23)). 또한, 전세계 주요 스포츠 리그의 중단과 2020년 가장 큰 스포츠 이벤트인 도쿄 올림픽의 연기는 전반적으로 넷플릭스에 대한 관심을 지속적으로 유지시켜 줄 것으로 예상된다.

### 구독모델은 경쟁사들 대비 강점으로 부각

넷플릭스의 유일한 수익창출 구조인 구독 모델 또한 코로나19로 인한 수요 증가를 상대적으로 온전히 누릴 수 있는 강점으로 부각되고 있다. 그간 시장에서는 넷플릭스의 수익구조 다변화를 통한 광고 탑재 필요성 등의 주장이 있었지만, 오히려 광고 모델의 부재는 광고주들의 광고 집행 축소에 따른 영향에서 자유로울 수 있게 됐다. 또한, 스트리밍 시장에만 노출되어 있는 점도 긍정적이다. 구독 모델을 기반으로 '디즈니+'를 제공중인 디즈니의 경우 테마파크 및 영화 사업이 코로나19에 사회 활동 감소에 영향을 받을 수 있기 때문에 동영상 스트리밍 수요 증가 수혜를 넷플릭스가 온전히 누릴 것으로 전망된다.

### 콘텐츠 경쟁력도 제고 중

코로나19 영향을 차치하더라도 넷플릭스의 경쟁력은 높아지고 있다. 먼저 경쟁력 있는 오리지널 콘텐츠 카테고리가 넓어지고 있다. 시리즈와 영화의 경쟁력을 입증 후 최근에는 예능과 같은 무대본 프로그램과 다큐멘터리에서 성과를 보이고 있다. 'Love is Blind'와 같은 무대본 작품을 성공한 후 후속 시즌 제작을 밝혔으며, 'Tiger King'과 같은 다큐멘터리는 미국에서 Top 10 차트에서 1위를 2주간 유지했다. 또한, '킹덤'과 같은 로컬 콘텐츠 경쟁력도 높아지고 있어 넷플릭스 콘텐츠들의 시장 지배력은 높아지고 있다는 판단이다.

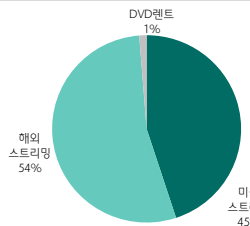
투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★☆☆ 밸류에이션 ★★☆☆

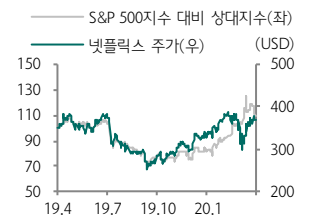
#### Key Data

국가	미국
상장거래소	나스닥
산업 분류	커뮤니케이션 서비스
주요 영업	엔터테인먼트
홈페이지	https://ir.netflix.com/
시가총액(십억USD)	162.7
시가총액(조원)	199.4
52주최고/최저(USD)	393.52/252.28
주요주주 지분율(%)	
Capital Group Cos Inc	14.47
Vanguard Group Inc	7.61
블룸버그 목표가(USD)	371.47
최근 증가(USD)	370.72
주가상승률	1M 6M 12M
절대	17.6 31.0 5.6
상대	5.1 37.1 9.6

#### 매출 구성



#### 주가 추이



주: 1. 2020.4.10 기준 2. 투자선호도는 별 개수에 따라서 1개(약), 3개(중), 5개(강)로 구분. 성장성, 모멘텀, 밸류에이션 별 개수는 1개(부족), 2개(보통), 3개(충분) 의미.

#### Financial Data

백만 USD	2018	2019	2020F	2021F
매출	15,794	20,156	24,189	28,797
영업이익	1,605	2,604	3,920	5,405
순이익	1,211	1,867	2,701	3,777
EPS(USD)	2.7	4.1	6.7	9.2
EPS(YOY, %)	109.7	54.1	62.9	37.4
ROE(%)	27.5	29.1	29.1	29.2
PER(배)	99.9	78.3	55.1	40.1
PBR(배)	22.3	18.7	15.7	11.6
배당률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

주: 전망치는 시장 평균 예상치  
자료: Bloomberg, 하나금융투자



Analyst **황승택**  
02-3771-7519  
sthwang@hanafn.com

RA **정우상**  
02-3771-8547  
ws.jung@hanafn.com

코로나19 영향으로 1분기 유료가입자 순증은 가이던스 상회할 것으로 기대됨.  
반면, 콘텐츠 제작 지연은 지속적 모니터링 필요

**기대되는 1분기 유료가입자 순증과 우려되는 제작 지연**

콘텐츠 경쟁력이 높아지고 있다는 점과 코로나19에 따른 사람들의 사회활동 감소의 영향으로 넷플릭스의 1분기 유료가입자 순증 수치는 회사의 가이던스(700만)를 상회할 수 있을 것으로 예상된다. 코로나19의 지역확산에 따라 글로벌(미국 외 지역) 유료가입자 순증도 기대되며, 구글 트렌드를 참고할 때 미국에서도 경쟁서비스대비 높은 관심을 받고 있어 미국에서도 유의미한 성과가 기대된다.

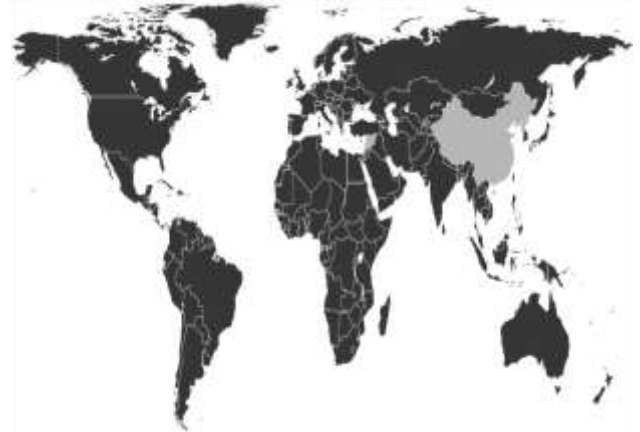
다만, 우려사항도 존재한다. COO(Chief Content Officer) Ted Sarandos는 인터뷰를 통해 향후 수개월 동안의 신규 콘텐츠 제공에 대한 문제는 없으나, 연말 출시를 계획했던 작품들의 제작이 중단되어 있다고 밝혔다. 콘텐츠 제공이 유료가입자를 유인하는 중요한 경쟁력이라는 점과 연말 성수기에 콘텐츠 제공이 차질이 있을 수 있다는 점은 우려사항이다. 따라서, 향후 코로나19 상황에 따른 콘텐츠 제작 및 제공, 계획을 지속적으로 모니터링할 필요가 있어 보인다.

그림 1. 세계적으로 확산되고 있는 코로나19



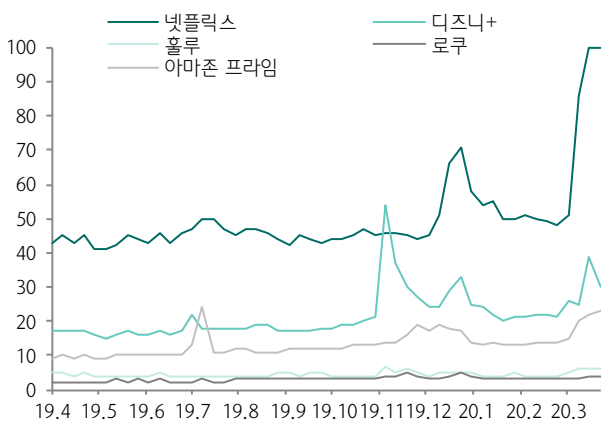
자료: 구글, 하나금융투자

그림 2. 실질적으로 전세계에 서비스 중인 넷플릭스



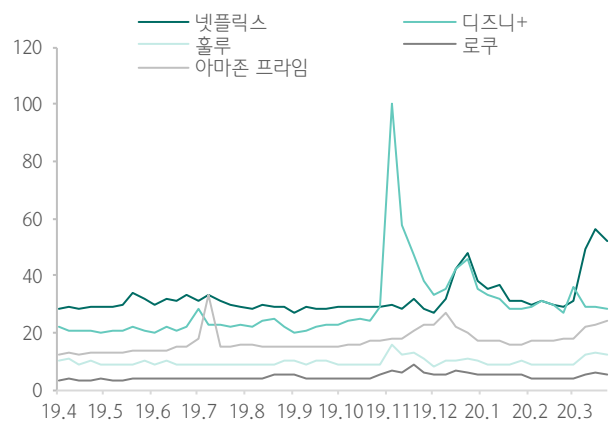
자료: 넷플릭스, 하나금융투자

그림 3. 구글 트렌드 추이 (글로벌 기준)



자료: 구글, 하나금융투자

그림 4. 구글 트렌드 추이 (미국 기준)



자료: 넷플릭스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만USD)				
	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출	11,693	15,794	20,156	24,189	28,797
매출총이익	3,660	5,827	7,716	9,599	11,806
판매비	2,821	4,222	5,112		
영업이익	839	1,605	2,604	3,920	5,405
이자 비용	238	420	626		
기타영업손익	115	(42)	(84)		
세전이익	485	1,226	2,062		
법인세	(74)	15	195		
소수주주이익	0	0	0		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	559	1,211	1,867	2,701	3,777
<b>성장율(YoY)</b>					
매출	32.4	35.1	27.6	20.0	19.1
영업이익	120.8	91.4	62.2	50.5	37.9
순이익	199.4	116.7	54.1	44.7	39.8
수익성(%)					
매출총이익률	31.3	36.9	38.3	39.7	41.0
영업이익률	7.2	10.2	12.9	16.2	18.8
순이익률	4.8	7.7	9.3	11.2	13.1

주: GAAP 기준  
 자료: Bloomberg, 하나금융투자

대차대조표	(단위: 백만USD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	5,432	5,720	7,670	9,694	6,179
현금성자산	1,809	1,468	2,823	3,794	5,018
매출채권	0	0	0	0	0
비유동자산	4,771	7,866	11,343	16,280	27,797
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	173	250	319	418	2,097
자산총계	10,203	13,587	19,013	25,974	33,976
유동부채	3,530	4,587	5,466	6,856	6,856
비유동부채	4,450	6,320	9,964	14,248	19,538
부채총계	7,979	10,907	15,431	20,736	26,394
자본금	1,325	1,600	1,871	2,316	2,794
이익잉여금	899	1,080	1,711	2,923	4,788
자본총계	2,223	2,680	3,582	5,239	7,582

투자지표	(단위: 백만USD)				
	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>주당지표(USD)</b>					
EPS	1.3	2.7	4.1	6.7	9.2
BPS	8.3	12.0	17.3	23.6	32.0
SPS	27.1	36.3	46.0	60.3	70.5
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	150.2	99.9	78.3	55.1	40.1
PBR	23.2	22.3	18.7	15.7	11.6
EV/EBITDA	95.4	73.1	52.4	38.6	28.8
PSR	7.1	7.4	7.0	6.7	5.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	17.9	27.5	29.1	29.1	29.2
ROA	3.4	5.4	6.2	8.2	9.6
ROIC	10.9	13.0	14.0	-	-
부채비율	181.4	197.8	215.9	-	-
유동비율	1.4	1.5	0.9	-	-
이자보상배율(배)	3.5	3.8	4.2	-	-

주: GAAP 기준  
 자료: Bloomberg, 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 백만USD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	(749)	(1,474)	(1,786)	(2,680)	(2,887)
감가/무형상각비	62	58	72	83	104
비현금자본증감	191	245	133	292	166
투자활동	(179)	50	34	(339)	(387)
유형자산처분	0	0	0	0	0
유형자산취득	(169)	(185)	(173)	(174)	(253)
투자자산증감	0	0	0	0	0
재무활동	1,624	1,082	3,107	4,009	4,506
배당금	0	0	0	0	0
단기부채증감	0	0	0	0	0
장기부채증감	1,500	1,000	3,021	3,962	4,469
자본금증감	158	102	88	125	72
잉여현금흐름	(919)	(1,659)	(1,959)	(2,854)	(3,140)

## 미국 온라인 리테일

### 1. 코로나19, 미국 유통시장 변화의 기폭제가 되다

#### 1) SARS가 촉발했던 중국 유통시장 변화 되짚어 보기

코로나19는 구매/소비 습관의 급변을 초래, 미국 유통시장 변화 기폭제가 될 것으로 예상

미국의 온라인 리테일 시장은 한국, 중국 등 상대적으로 온라인 쇼핑 문화가 빠르게 자리잡은 시장 대비 비교적 느린 속도로 성장해왔다. 전체 리테일에서 온라인 리테일이 차지하는 비중이 중국과 한국의 경우 각각 37%, 36%로 3분의 1을 상회하고 있지만 미국은 아직 11%에 불과하다(eMarketer 추정치). 미국 온라인 리테일 시장이 성장하고 있지만 성장 속도는 상대적으로 더디다고 할 수 있다.

하지만 이제 변화가 예상된다. 리테일은 생활습관과 가장 밀접하게 관련된 산업이다. 특별한 변화의 기폭제가 있지 않은 한 서서히 변할 수 밖에 없다. 코로나19는 모든 소매점을 폐쇄하고 활동 반경을 제한하는 강제적 상황을 야기한다는 점에서 구매/소비 습관의 급변을 초래, 미국 유통시장 변화의 기폭제가 될 것으로 예상된다.

2003년 중국에서 사스(중증 호흡기 증후군) 확산이 중국 유통시장 변화의 시발점이 되었다는 점은 시사하는 바가 크다. 사스 확산 우려로 중국의 학교, 공장 및 대다수의 유통 소매점은 강제로 폐쇄되었다. 소규모의 B2B 유통업체에 불과했던 알리바바와 전자제품 상점 체인점으로 오프라인 매장 확대를 목표로 했던 징둥이 매장 폐쇄와 사업 중단 위기를 겪으면서 대응책으로 같은 해에 e-commerce 플랫폼을 론칭했다. 사스 발병은 중국 온라인 리테일 산업의 중요한 출발을 이끈 기폭제 역할을 한 것이다.

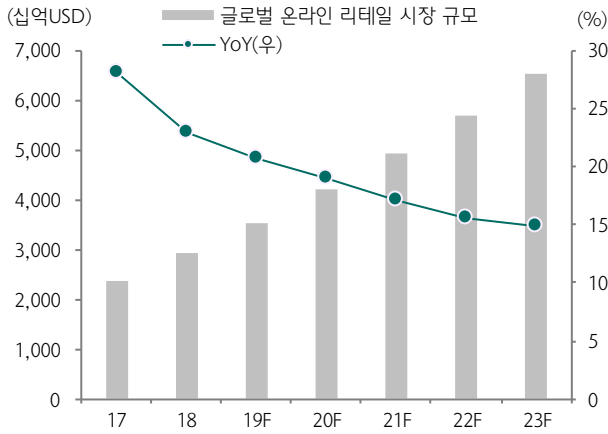
중국에서 사스가 공급자 중심의 유통 플랫폼 변혁을 촉발하여 시장 변화를 이끌었다면, 미국의 경우 코로나19는 소비자 행동 급변을 통해 시장 변화 속도를 높일 것으로 전망된다. 코로나19가 없었다면 쉽게 변화하지 않을 소비자들도 온라인 구매자로 전환되고 있다. 더욱이 미국은 이미 아마존을 비롯한 대형 온라인 사업자부터 다양한 소규모 e-commerce 사업체에 이르기까지 온라인 쇼핑 채널이 충분히 갖춰져 있다. 소비자의 구매 습관 변화는 상대적으로 더디게 진행되어온 미국의 온라인 리테일 성장 속도가 한 단계 더 빨라질 수 있는 계기가 될 것이다.

표 1. 사스와 코로나19가 중국과 미국 유통시장에 미치는 영향 비교

	사스	코로나19
시기	2003 4월	2020년 3월
전개	중국에서 학교, 공장, 대다수 주요 소매점 폐쇄	미국에서 학교, 주요 영업점 폐쇄
시장 변화 요인	유통업체 중심 변화 매장 폐쇄 및 영업중단 대응책으로 온라인 플랫폼 론칭	소비자 중심 변화 온라인 쇼핑에 익숙하지 않은 소비자도 온라인 구매자로 전환
결과	온라인 리테일 시장 형성	온라인 리테일 성장 가속화

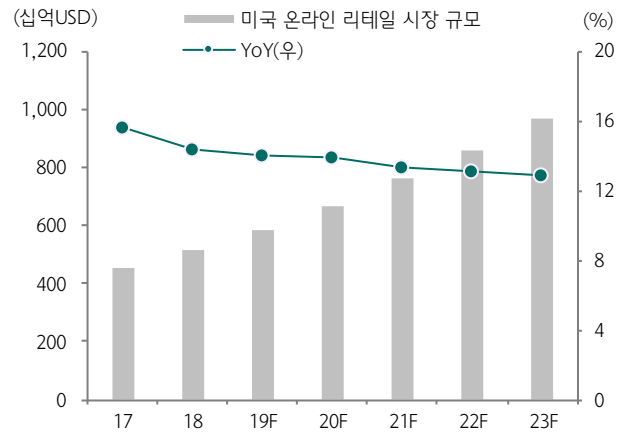
자료: 하나금융투자

그림 1. 글로벌 온라인 리테일 시장 & 성장 전망



주: 코로나19 미반영  
자료: eMarketer, 하나금융투자

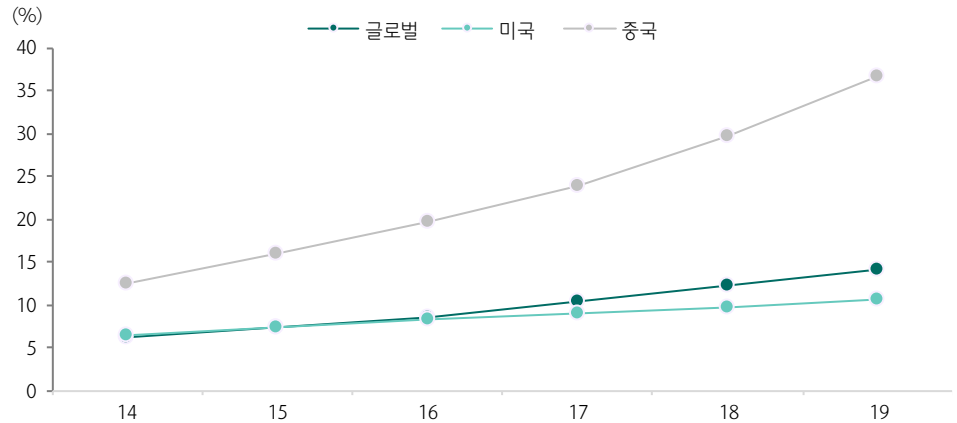
그림 2. 미국 온라인 리테일 시장 & 성장 전망



주: 코로나19 미반영  
자료: eMarketer, 하나금융투자

그림 3. 전체 리테일에서 온라인 리테일 비중 비교

미국 온라인 리테일 비중 11%  
글로벌 평균 보다 낮아



자료: eMarketer, 하나금융투자

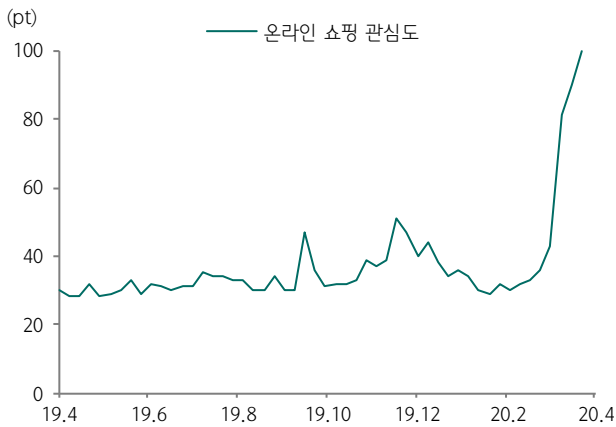
## 2) 코로나 19 이후 미국 유통시장에서 나타나는 변화

‘온라인 쇼핑’ 키워드로 검색한 구글 검색 지수는 4월 초 현재 지난 1년 추이 대비 세배 가까이 상승

미국에서 코로나19 확산이 본격화된 3월 온라인 쇼핑에 대한 관심과 리테일 판매 수치는 뚜렷하게 변화하기 시작했다. ‘온라인 쇼핑’을 키워드로 검색한 구글 검색 지수는 3월 8일 급격히 오르기 시작, 4월 초 현재 지난 1년 추이 대비 세배 가까이 상승했다. 또한 eMarketer 서베이에 따르면 식품 구매 시 기존대비 디지털 쇼핑을 더 활용한 응답자 비중은 3월 첫 주 11%, 둘째 주 16%, 셋째 주 30%, 넷째 주에는 37%로 늘어났다. 3월 미국 e-commerce 판매액은 전년동기대비 34% 증가, 전년도 증가 수치인 12% 대비 큰 폭으로 확대되었다. 또한 코로나 19 상황이 악화되면 쇼핑센터/쇼핑몰을 가지 않겠다고 응답한 소비자의 비중은 75%에 이르며 모든 오프라인 매장 쇼핑을 피하겠다고 응답한 비중은 53%다. 특히 중장년층의 경우 코로나19에 더욱 취약하다는 점에서 동 질문의 응답 비중은 더욱 높아진다.

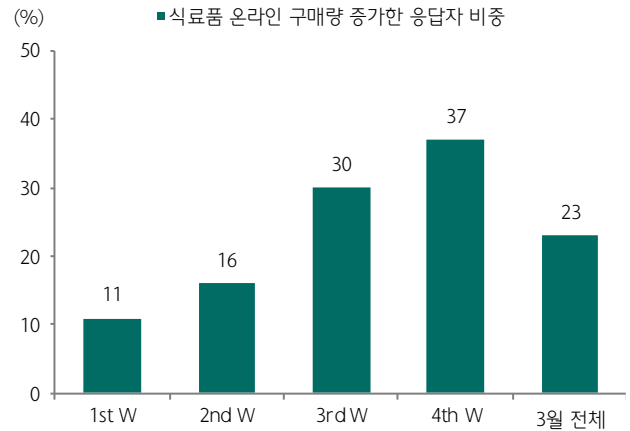
코로나19로 인해서 생긴 경기둔화 불안감 또한 소비행태를 바꿀 것으로 보인다. 향후 경제 상황 불확실성이 높아지면 소비지출 액수에 더 민감하게 되고 가격 측면에서 더 저렴한 온라인 쇼핑을 선호하는 비중이 이전 대비 더 빠르게 늘어날 것으로 전망된다.

그림 4. ‘온라인 쇼핑’을 키워드로 한 검색 급증



자료: 구글 트렌드, 하나금융투자

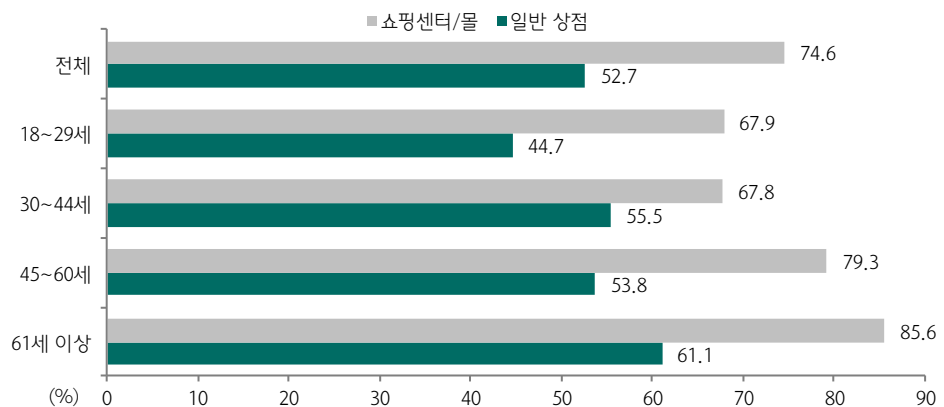
그림 5. 3월, 식료품 온라인 구입 증가 비중 상승 추이



자료: CivicScience, 하나금융투자

그림 6. 코로나19 악화 시 오프라인 매장 쇼핑을 피하겠다는 응답 비중

코로나19에 더 취약한 중장년층이 오프라인을 피하고 온라인 선택으로 의미 있는 온라인 소비인구 확대 전망



자료: eMarketer, 하나금융투자

## 2. 소수 강자가 더욱 강해지는 미국 온라인 리테일 시장

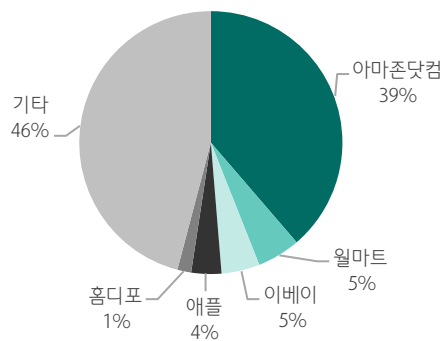
### 배송경쟁력으로 격차를 더 벌이는 1위 사업자 아마존

현재 미국 리테일 e-commerce 시장은 아마존이 39% 점유율로 압도적인 1위 사업자

코로나 19로 촉발된 경기 둔화 우려와 소비 행태 변화는 미국 유통업체들의 양극화가 더욱 심화될 것으로 전망된다. 디지털 판매 채널과 물류 시스템 경쟁력이 부족한 유통업체들의 쇠락을 더욱 가속화시키고, 소수 강자가 더욱 강해지는 산업이 될 것으로 전망된다. 현재 미국 리테일 e-commerce 시장은 아마존이 39% 점유율로 압도적인 1위 사업자이며, 월마트와 이베이가 각각 5.3%, 4.7%로 2위, 3위 업체다. 물류센터 수와 배송 시스템 측면에서 경쟁사를 압도하고 있는 아마존은 미국 온라인 유통 시장 확대의 최대 수혜자가 될 것으로 전망된다. 특히 아마존은 프라임 회원들에게 1일 무료배송 서비스를 2019년 4월부터 전략적으로 실시, 배송 시스템을 공격적으로 확대했으며 그 효과가 2020년 들어와 더욱 본격화 될 것으로 전망된다.

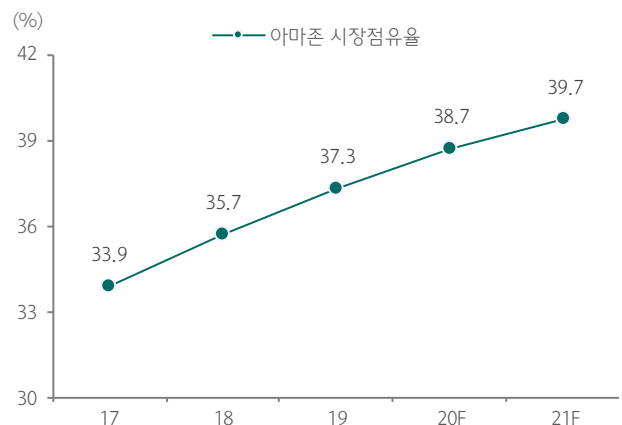
아마존은 2019년 물류와 배송 시스템을 처리하기 위해 fulfillment 센터 규모를 다시 공격적으로 확장했다. 무료 익일 배송을 가능하게 하기 위한 물류창고와 배송 시스템을 확대하기 위해서다. 2019년 기준 아마존이 미국에 설치한 fulfillment과 데이터센터 총 면적은 전년대비 22% 증가, 약 2억 square feet(평방피트)에 달한다. 현재 미국에 설치된 fulfillment 및 반품 센터 수는 170여개에 달하며 식료품 전용 물류센터와 Whole Foods Market 전용 물류센터 등을 포함한 모든 물류시설 개수는 미국에만 519개가 운영되고 있다. 온라인 리테일 2위 사업자인 월마트의 e-commerce 전용 물류센터 개수가 49개임을 고려할 때 아마존의 압도적인 배송 경쟁력을 가늠할 수 있다.

그림 7. 미국 온라인 리테일 시장 점유율



주: 2020년 전망치 기준  
자료: eMarketer, 하나금융투자

그림 8. 아마존 배송경쟁력으로 미국 e-commerce 시장 점유율 확대



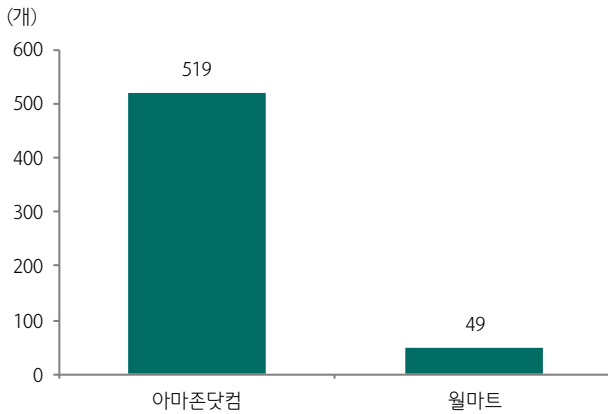
자료: eMarketer, 하나금융투자

표 2. 아마존닷컴: 미국내 519개 물류 & 배송 시설 운영으로 압도적 배송 경쟁력

	현재 운영 시설(개)	면적 (평방 피트)	향후 추가 계획 시설(개)	면적(평방 피트)
물류센터 & 반품센터	170	124,179,666	51	31,439,495
신선식품 물류센터	22	3,905,362	1	197,905
홀푸드 물류센터	12	1,053,850	0	-
프라임나우 허브	54	2,019,537	0	-
인바운드 분류 센터	10	5,914,354	3	1,276,416
아웃바운드 분류 센터	47	15,907,290	2	456,136
배달 스테이션	197	18,282,119	71	14,901,445
공항 허브	7	2,614,000	5	4,196,750
<b>미국 총합</b>	<b>519</b>	<b>173,876,178</b>	<b>133</b>	<b>52,468,147</b>
해외시장	618	88,403,416	45	11,073,456
글로벌 전체	1137	262,279,594	178	63,541,603

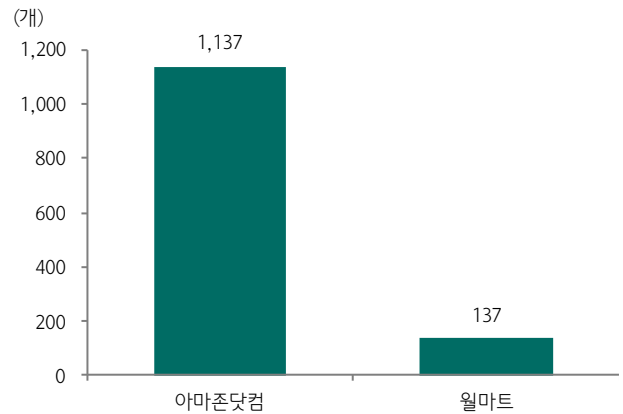
자료: MWPVL, 하나금융투자

그림 9. 미국 e-commerce 전용 물류센터 수 비교



자료: MWPVL, 하나금융투자

그림 10. 글로벌 전체 e-commerce 전용 물류센터 수 비교



자료: MWPVL, 하나금융투자



2020년 4월 14일

# 아마존닷컴(AMZN.US)

## 비대면 수혜와 프라임 1일 배송 시너지로 시장점유율 확대 전망

### 비대면 대표 수혜주, 투자매력도 높음 유지

코로나19 확산에 따른 온라인 쇼핑 수요 확대와 프라임 회원에게 제공하는 '1일 무료배송' 전략의 본격적인 효과가 기대되는 아마존닷컴을 비대면 대표 수혜주로 평가하며 투자매력도 '높음'을 유지한다. 1) 더욱 높아진 배송 경쟁력을 바탕으로 2020년 미국 온라인 리테일 시장 점유율 40% 상회, 2) 2020년 매출 성장은 시장 컨센서스 19%를 상회, 20%대 성장 지속, 3) 2020년까지 배송시스템 투자는 계속될 것으로 보이나 2분기부터 기저효과로 비용증가 크게 둔화, 이익증가세를 시작하고 하반기부터 수익성 개선세 본격화될 것으로 전망한다.

### 1분기 매출액 가이드스/시장예상치 상회 전망

1분기 매출은 가이드스 상단인 730억 달러(+22.3% yoy)와 시장 컨센인 724억 달러를 상회할 것으로 전망된다. 코로나19 영향으로 미국에서 온라인 판매가 가장 크게 늘어난 부문이 식료품인데 아마존이 작년년부터 식료품 시장확대를 목표로 식료품 배송 Capa를 크게 확대했고 프라임 회원 서비스에 없던 식료품 무료배송을 작년말부터 새롭게 포함시켰다는 점이 큰 영향을 줄 것으로 기대된다. 3월에 북미와 유럽에서 아마존에 대한 구글 검색이 연말쇼핑시즌 수준 가까이 급증한 점을 고려하면 리테일 매출이 예상치를 크게 상회할 것으로 보인다.

### 2분기부터 이익증가로 턴어라운드, 시장점유율 확대 구간 주목

전년도 높은 기저와 올해 1분기 배송 비용 확대로 1분기 영업이익 컨센은 41억 달러(-7% yoy)다. 코로나 영향으로 늘어난 수요에 대응하기 위해 배송시스템 및 인력 추가 증가를 고려하면 시장예상치를 하회할 가능성도 크다. 수익성이 높은 클라우드와 디지털 광고 매출 성장이 2020년에 코로나 영향으로 기존 예상 대비 둔화될 수 있어 수익성에 영향을 줄 것으로 보인다. 그러나 배송 투자 마무리와 2021년 클라우드 등 서비스 사업 수요 반등을 고려하면 수익성은 2021년에 본격적인 상승이 기대된다. 현재 주가는 12M FWD PER 기준 65배에 거래되고 있으나 시장점유율 상승폭이 기존대비 더욱 높아지고 성장 모멘텀이 강화되던 시기에 아마존 멀티플이 80배를 상회했다는 점을 고려하면 업사이드는 충분해 보인다.

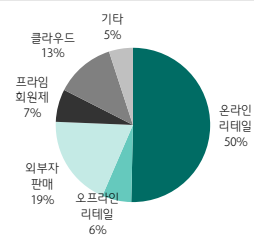
투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★★ 밸류에이션 ★★★

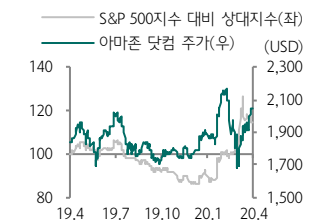
#### Key Data

국가	미국
상장거래소	나스닥
산업 분류	인터넷
주요 영업	리테일, 클라우드
홈페이지	www.amazon.com
시가총액(십억USD)	1,017.0
시가총액(조원)	1,240.1
52주최고/최저(USD)	2,186/1,626
주요주주 지분율(%)	
제프 베조스 CEO	11.15
뱅크드 그룹	6.44
블룸버그 목표가(USD)	2,409.36
최근 증가(USD)	2,042.76
주가상승률	1M 6M 12M
절대	21.8 17.9 10.8
상대	9.4 24.0 14.9

#### 매출 비중



#### 주가 추이



주: 1. 2020.4.10 (미국시간)기준 2. 투자선호도는 별 개수에 따라서 1개(약), 3개(중), 5개(강)로 구분. 성장성, 모멘텀, 밸류에이션 별 개수는 1개(부족), 2개(보통), 3개(충음) 의미.

#### Financial Data

백만 USD	2018	2019	2020F	2021F
매출	232,887	280,522	334,390	391,989
영업이익	12,421	14,541	17,897	25,058
순이익	10,073	11,588	14,232	20,029
EPS(USD)	20.1	23.0	28.5	39.4
EPS(YOY, %)	224.9	14.1	23.8	38.2
ROE(%)	28.3	28.3	22.1	23.1
PER(배)	74.5	80.3	71.7	51.9
PBR(배)	16.9	16.9	11.5	8.9
배당률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Capital IQ 컨센서스, 하나금융투자



Analyst 김재임  
02-3771-7793  
jamie@hanafn.com

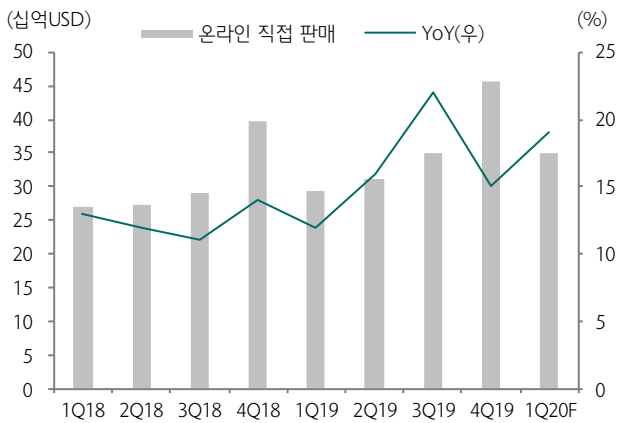
RA 김채란  
02-3771-8094  
cr.kim@hanafn.com

### 배송 경쟁력 상승으로 1분기 온라인 리테일 매출 시장 기대치 상회 기대

프라임 1일 배송 효과와  
비대면 수혜 시너지 기대

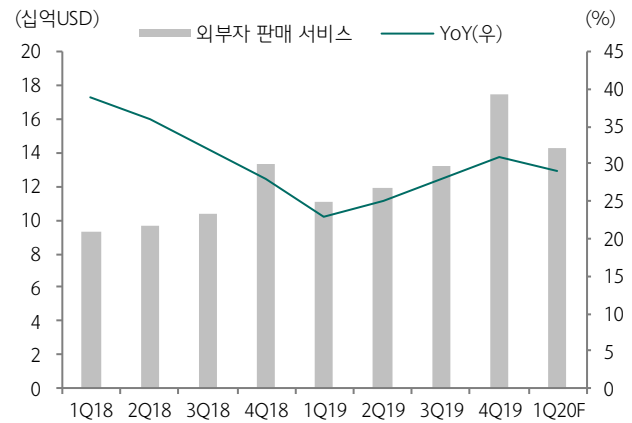
프라임 1일 배송 효과와 코로나19에 따른 Stay-Home 수혜가 시너지를 내면서 1분기 온라인 직접판매 매출과 외부자 판매 서비스 매출은 시장 기대치를 크게 상회할 것으로 전망한다. 온라인 직접 판매 매출액과 외부 판매자 서비스 매출액의 1분기 시장 예상치는 각각 347억 달러(+18% yoy), 143억 달러(+28% yoy)다. 코로나 19 영향으로 아마존에 대한 검색지수는 3월에 과거 5년 평균 대비 60% 상승했다. 처음으로 아마존을 사용한 온라인 소비자 수 급증은 향후 코로나가 진정되어도 온라인 구매를 지속할 가능성이 높다는 점에서 리테일 매출 성장 모멘텀은 하반기에도 지속될 수 있을 것으로 기대된다.

그림 1. 아마존 온라인 직접판매 고성장 지속 전망



자료: 아마존닷컴, Capital IQ 전망치, 하나금융투자

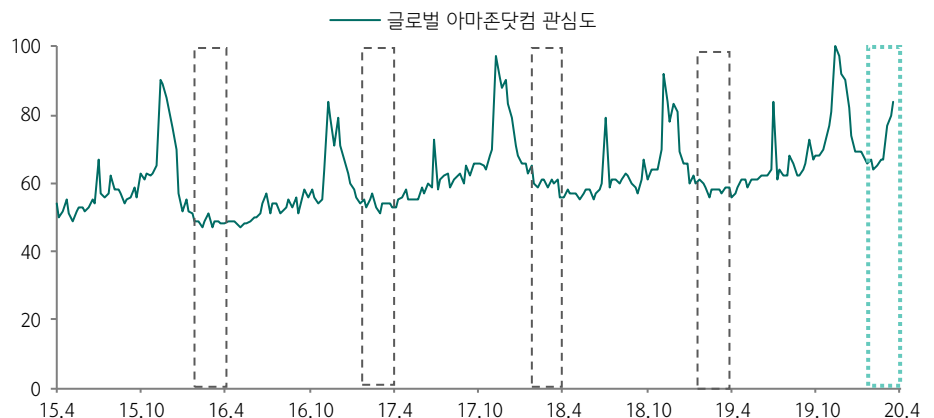
그림 2. 아마존 외부자판매 매출액 30%가까운 고성장 기대



자료: 아마존닷컴, Capital IQ 전망치, 하나금융투자

그림 3. 3월 아마존닷컴에 대한 검색량이 연말 쇼핑 시즌 가까이 증가

올해 3월 아마존닷컴 검색량이  
과거 3월 평균 대비 큰 폭으로 증가  
연말 쇼핑 시즌 가까이 상승



자료: 구글 트렌드, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만USD)				
	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출	177,866	232,887	280,522	334,390	391,989
매출총이익	65,932	93,731	114,986	139,166	166,415
판매비	61,826	81,310	100,445		
영업이익	4,106	12,421	14,541	17,897	25,058
이자 비용	848	1,417	1,600		
기타영업손익	(202)	(440)	(832)		
세전이익	3,806	11,261	13,976		
법인세	769	1,197	2,374		
소수주주이익	0	0	0		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	3,033	10,073	11,588	14,232	20,029
<b>성장율(YoY)</b>					
매출	30.8	30.9	20.5	19.2	17.2
영업이익	(1.9)	202.5	17.1	23.1	40.0
순이익	27.9	232.1	15.0	22.8	40.7
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	37.1	40.2	41.0	41.6	42.5
영업이익률	2.3	5.3	5.2	5.4	6.4
순이익률	1.7	4.3	4.1	4.3	5.1

주: GAAP 기준  
 자료: Bloomberg, 하나금융투자

대차대조표	(단위: 백만USD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	35,705	45,781	60,197	75,101	96,334
현금성자산	15,890	19,334	20,522	31,750	36,092
매출채권	5,654	8,339	13,164	16,677	20,816
비유동자산	29,042	37,621	71,113	87,547	128,914
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	21,838	29,114	48,866	61,797	97,846
자산총계	64,747	83,402	131,310	162,648	225,248
유동부채	33,887	43,816	57,883	87,812	87,812
비유동부채	17,476	20,301	45,718	50,708	75,376
부채총계	51,363	64,117	103,601	119,099	163,188
자본금	13,399	17,191	21,394	26,796	33,663
이익잉여금	(15)	2,094	6,315	16,753	28,397
자본총계	13,384	19,285	27,709	43,549	62,060

투자지표	(단위: 백만USD)				
	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>주당지표(USD)</b>					
EPS	4.6	20.1	23.0	28.5	39.4
BPS	57.3	88.7	124.6	180.7	240.7
SPS	370.6	478.2	567.9	967.1	1,017.0
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주기지표(배)</b>					
PER	256.6	74.5	80.3	71.7	51.9
PBR	20.4	16.9	14.8	11.5	8.9
EV/EBITDA	37.2	26.9	23.6	20.5	16.5
PSR	3.2	3.1	3.3	3.0	2.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	12.9	28.3	21.9	21.6	24.2
ROA	2.8	6.9	6.0	5.9	6.8
ROIC	7.3	14.9	13.0	-	-
부채비율	159.3	113.2	124.9	-	-
유동비율	1.0	1.1	1.1	-	-
이자보상배율(배)	4.8	8.8	9.1	-	-

주: GAAP 기준  
 자료: Bloomberg, 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 백만USD)				
	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	12,039	17,203	18,365	30,723	38,514
감가/무형상각비	6,281	8,116	11,478	15,341	21,789
비현금자산증감	2,557	3,847	(242)	(1,043)	(2,438)
투자활동	(6,450)	(9,516)	(27,084)	(12,369)	(24,281)
유형자산처분	798	1,067	1,897	2,104	4,172
유형자산취득	(5,387)	(7,804)	(11,955)	(13,427)	(16,861)
투자자산증감	0	0	0	0	0
재무활동	(4,256)	(3,928)	10,641	(8,037)	(9,996)
배당금	0	0	0	0	0
단기부채증감	0	0	0	0	0
장기부채증감	(3,761)	(3,569)	10,128	(7,349)	(10,039)
자본금증감	0	0	0	0	0
잉여현금흐름	6,652	9,399	6,410	17,296	21,653

여백 페이지입니다

언택트(untact) 시대, 달라질 투자 전략

## 코스닥벤처

### ‘집콕 소비’가 늘어나고 ‘면역’에 대한 관심이 높아진다.

온라인 서비스: 모든 것이 온라인으로 통하는 세상

결제 산업: 온라인 시장 확대 + 비대면 주문 서비스 확산

마스크: 코로나19가 끝나도 마스크 상시 착용 지속 예상

건강기능식품: 면역력 강화를 위한 건강기능식품 구매는 필수

Top Picks : 지어소프트(051160), 푸드나무(290720), KG이니시스(035600),  
종근당홀딩스(001630), 팜스빌(318010)



코스닥벤처 Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com



코스닥벤처 Analyst 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com



코넥스/K-OTC Analyst 안주원  
02-3771-3125  
joowonahn@hanafn.com



중소형주 Analyst 김아영  
02-3771-3452  
aykim0515@hanafn.com

## ‘집콕 소비’가 늘어나고 ‘면역’에 대한 관심이 높아진다.

### 1) 온라인 서비스: 모든 것이 온라인으로 통하는 세상

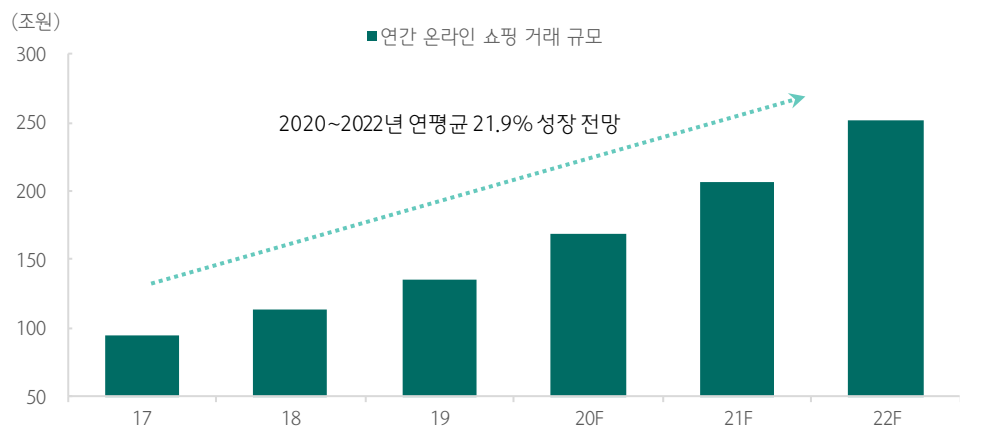
온라인 쇼핑, 온라인 공연,  
온라인 교육 등  
코로나19 영향으로  
온라인 소비 문화 급격히 확산

온라인 쇼핑, 온라인 공연, 온라인 결혼식, 온라인 교육 등 코로나 19 영향으로 온라인 기반 시장이 확대되고 있다. 먼저 온라인 쇼핑은 배송기술이 지속적으로 좋아지면서 편리함이 높아지고 있다. 2014~2015년 쿠팡과 마켓컬리가 업계 선두주자로 로켓 배송과 새벽 배송 서비스를 선보였으며, 현재 많은 업체들이 빠른 배송을 보장하며 당일 배송은 하나의 트렌드로 자리잡았다. 이에 따라 2015년 기준 100억원이었던 국내 당일 배송 시장규모는 2018년 4,000억원대로 증가했고 최근에는 신선식품뿐만 아니라 의류/가전 등 적용되는 품목들이 많아지면서 온라인 쇼핑의 매력도는 계속 높아지고 있다.

교육 시장도 코로나 19 영향으로 많이 바뀌고 있다. 전국 초중고교는 온라인 개학을 실시했으며 학원들도 자발적으로 휴원에 돌입해 온라인 수업을 강화하고 있다. 웅진씽크빅은 3월 30일부터 온라인 수업 형태로 진행하는 ‘등교 준비 서비스’를 제공하고 있으며, 대교는 화상 학습이 가능한 ‘눈높이 365 온라인 학습 서비스’를 시행, 아이스크림에듀는 초등 교사용 교육 플랫폼과 초/중등 스마트 홈러닝을 결합한 온라인 학습서비스를 운영하고 있다. 또한, 청담러닝은 이미 온라인 수업을 적용하기 쉬운 환경을 구축해놓아 최근 온라인 수업 수요 증가에 따른 수혜를 누리고 있다.

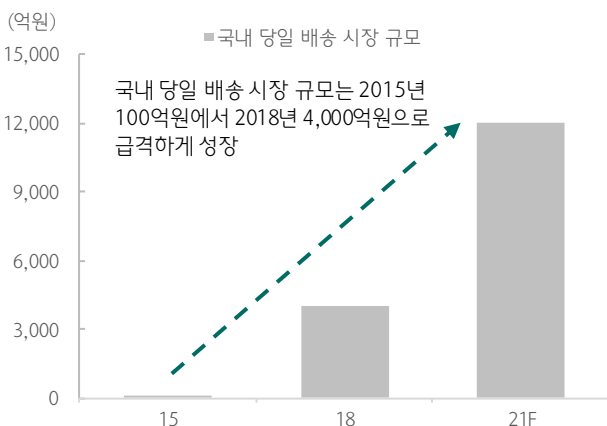
그림1. 국내 온라인 쇼핑 거래규모 추이 및 전망

국내 온라인 쇼핑 거래규모는  
연평균 21.9% 성장 전망



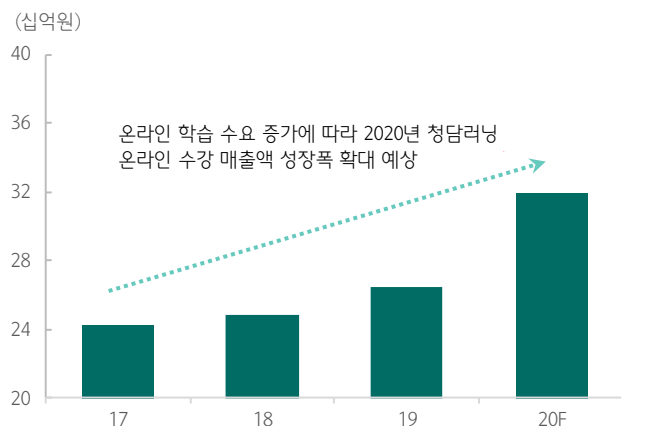
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 2. 국내 당일 배송서비스 시장규모 추이 및 전망



자료: 각종 언론사, 하나금융투자

그림 3. 청담러닝 온라인 매출액 추이 및 전망



자료: 청담러닝, 하나금융투자

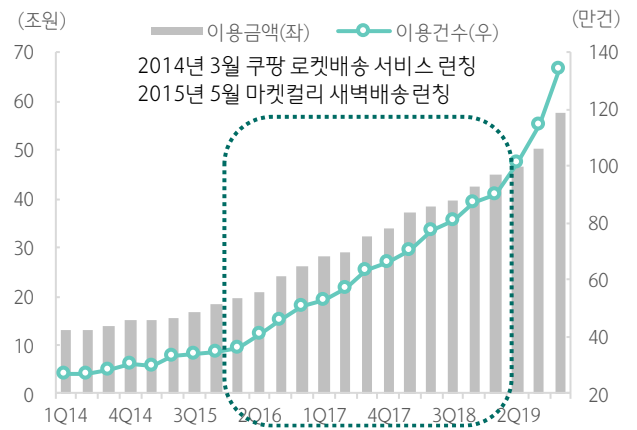
### 3) 결제 산업: 온라인 시장 확대 + 비대면 주문 서비스 확산

결제 산업도 코로나 19 대표 수혜 업종이며 1) 온라인 시장 확대, 2) 비대면 주문 서비스 확산이 주요 요인

결제 산업도 코로나19 대표 수혜 업종이며 그 이유는 1) 온라인 시장 확대, 2) 비대면 주문 서비스 확산에 따른 오프라인 가맹점들의 온라인화 때문이다. 먼저 코로나 19 영향으로 소비가 오프라인에서 온라인으로 많이 넘어가면서 온라인 사업자들을 고객으로 두고 있는 PG사들의 실적 확대가 이루어지고 있다. KG이니시스 2020년 1분기 예상 별도 실적은 매출액 1,301억원(14.5%, YoY)과 영업이익 121억원(+16.3%, YoY)으로 전망되며 NHN한국사이버결제도 매출액 1,336억원(+23.5%, YoY)과 영업이익 65억원(+23.6%, YoY)으로 좋을 예정이다. 1분기가 연중 가장 비수기 시즌임에도 불구하고 온라인 소비가 급격하게 증가하면서 온라인 거래처들의 거래규모 증가에 따라 PG실적이 동반 좋아지고 있는 것이다.

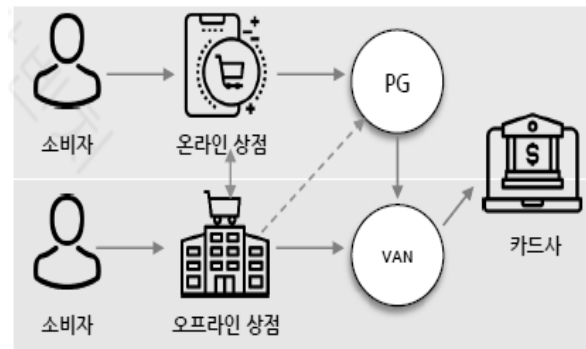
이와 함께 소비자들이 점원과의 접촉 없이 물건을 구매하는 언택트(Untact)방식 수요 증가도 결제 산업에 긍정적인 기여를 하고 있다. 국내 대표 비대면 주문서비스(O2O)인 스타벅스의 '사이렌 오더' 주문 건수가 최근에 더욱 증가하고 있다. '사이렌 오더'의 누적 주문 건수는 2019년 기준 1억건을 돌파했으며 현재 전체 주문 건수의 약 22%를 차지하고 있다. 이를 비롯해 국내 PG업체들은 수많은 오프라인 매장들을 빠르게 온라인화 시키면서 소비 트렌드 변화를 주도하고 있다. 이는 기존 온라인 가맹점들을 대상으로 서비스를 제공하고 PG수수료를 인식했던 수익구조가 오프라인 가맹점들로까지 확대가 되는 만큼 PG업체들의 매출액 성장세는 더욱 커질 것으로 예상된다.

그림 4. 분기별 PG이용금액 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

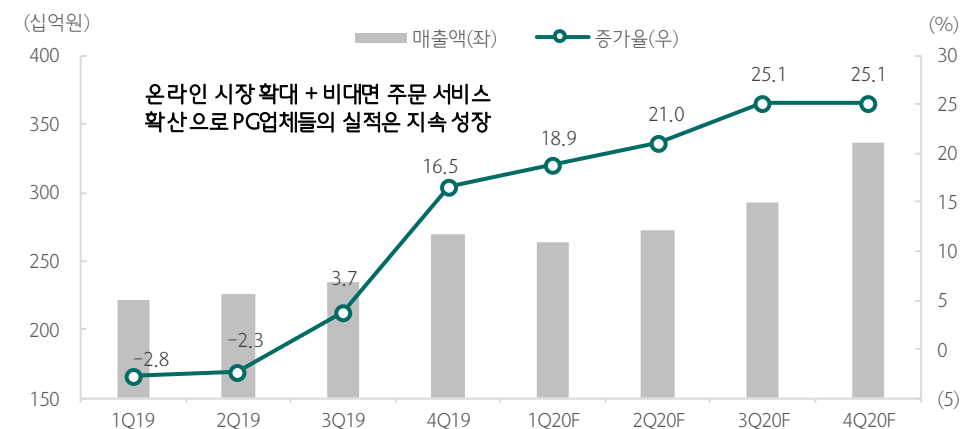
그림 5. O2O서비스 구조



자료: KG이니시스, 하나금융투자

온라인 시장 확대 + 비대면 주문 서비스 확산으로 PG업체들의 실적 성장 기대

그림 6. NHN한국사이버결제+KG이니시스(별도) 합산 매출액 추이 및 전망



자료: KG이니시스, NHN한국사이버결제, 하나금융투자

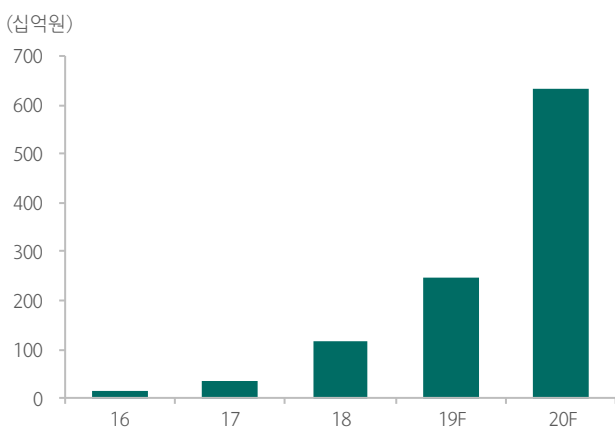
### 3) 마스크: 코로나19가 끝나도 마스크 상시 착용 지속 예상

국내 보건 마스크 시장은  
코로나19 영향으로 급격하게 성장,  
팬데믹 종료 후에도  
마스크 상시 착용 문화  
안착될 것으로 예상

국내 보건 마스크의 연간 시장규모는 2016년 152억원에 불과했으나 2019년 미세먼지가 사회적 재난으로 규정되면서 전년대비 114.5% 증가한 2,456억원까지 성장했다. 2020년에는 코로나19 영향으로 상반기에만 전년도 연간 시장규모의 2배를 넘어설 것으로 예상된다. 국내 마스크 생산능력과 품질은 세계 최고 수준이라는 평가이다. 생산업체 123곳에서 월 3억 장의 마스크를 생산할 수 있으며 품질은 식품의약품안전처에서 검정을 거쳐 KF80, KF94, KF99로 나누어 엄격하게 관리 중이다. 식약처로부터 품목 허가 받은 마스크만 1,376종에 달하며, KF(Korea Filter) 등급은 미국산업안전보건연구원(NIOSH)의 등급 기준보다 엄격한 것으로 알려져 있다.

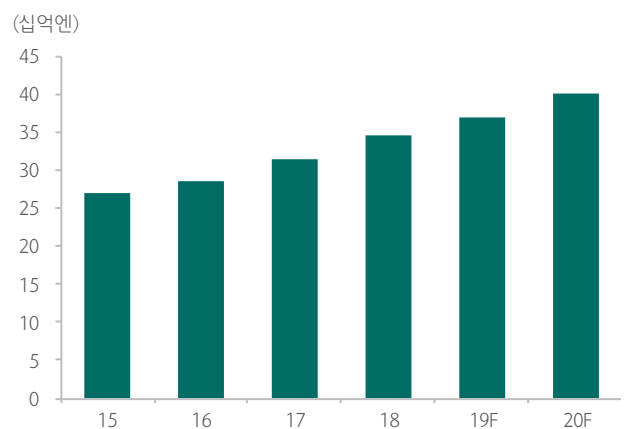
팬데믹(감염병)이 끝난다고 해도 마스크 수요는 일정 수준 유지될 것으로 예상된다. 일본의 경우 2009년 신형 인플루엔자가 유행했을 때부터 마스크 수요가 급격히 증가해 2019년 기준 370억엔 규모의 시장을 형성 중이다. 이는 대형 유행병 이외에도 독감, 알레르기, 먼지 등 예방 차원에서 마스크를 상시 착용하는 문화가 정착해 연간 마스크 수요가 꾸준하기 때문이다. 국내도 2018년부터 대두된 미세먼지 이슈와 금번 코로나19 영향으로 마스크 착용 생활화가 이어질 것으로 예상된다.

그림 7. 보건 마스크 시장규모 추이 및 전망



자료: 식품의약품안전처, 하나금융투자

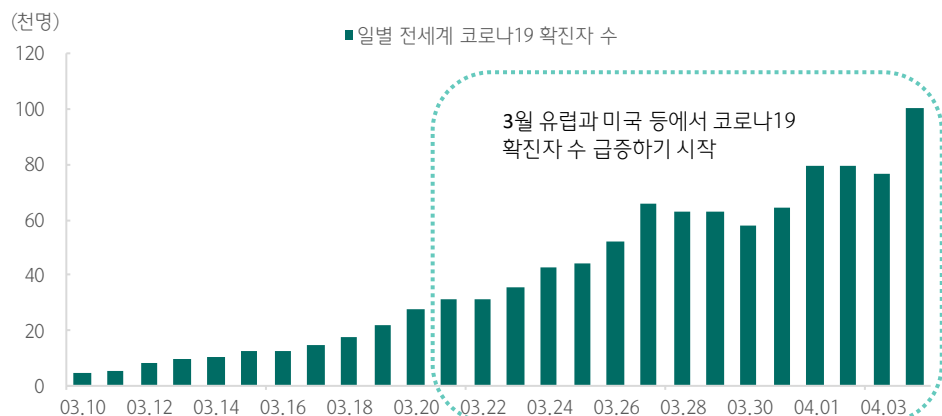
그림 8. 일본 가정용 마스크 시장 규모 추이



자료: 식품의약품안전처, 하나금융투자

그림 9. 2020년 전세계 코로나19 일별 신규 확진자 수

3월 이후 전 세계적으로 코로나19 신규 확진자 급증



자료: CoronaBoard, 하나금융투자



#### 4) 건강기능식품: 면역력 강화를 위한 건강기능식품 구매는 필수

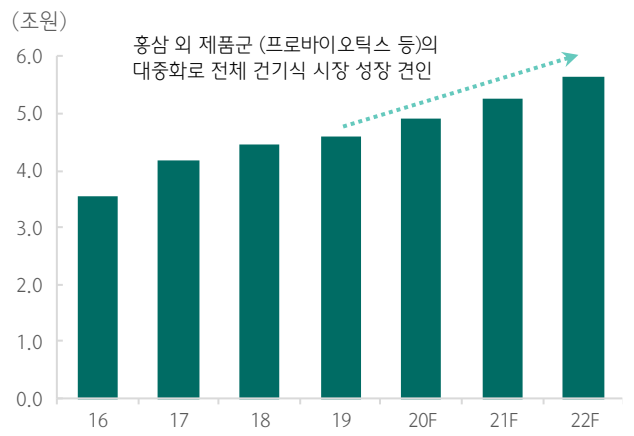
면역력 강화를 위한  
건강기능식품에 대한  
관심도 증폭  
소비 연령층 확대 + 판매채널  
다변화로 건강기능식품  
시장 지속 성장 전망

최근 면역력 강화를 위한 건강기능식품에 대한 관심이 급격하게 늘어나면서 국내 건강기능식품 시장에 대한 전망이 밝다. 국내 건강기능식품 시장은 2019년 기준 4.6조원이며 1) 소비 연령층 확대, 2) 온라인 및 H&B 스토어 등 채널 다변화 등으로 향후 연평균 7% 성장하며 2022년에는 5.6조원을 형성할 것으로 전망한다.

먼저 20~30대들의 건강에 대한 관심도 증가와 건강기능식품의 기능 다변화로 소비 연령층이 넓어지고 있다. 이에 따라 건강기능식품은 기존 중장년층의 기력 회복 보충제 역할에서 벗어나 전반적인 건강 증진을 위한 필수 아이템이 되었다. 이와 함께 온라인으로 옮겨가고 있는 판매채널의 변화 및 H&B 스토어의 확산도 건강기능식품 시장 확대를 이끄는 요인으로 작용하고 있다.

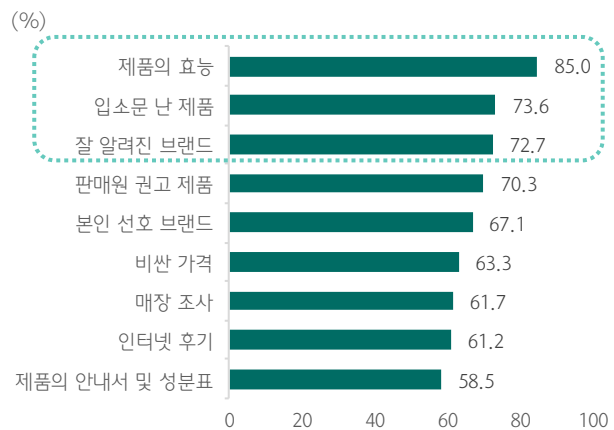
이처럼 건강기능식품 시장이 성장하면서 출시되는 제품들도 많아져 흥행을 위한 차별화된 경쟁력 확보가 필수적이다. 제품 경쟁력을 높이기 위한 가장 중요한 요소로는 브랜드력과 전문성이 꼽힌다. 높은 브랜드력은 제품의 재 구매율을 높여주며 향후 신제품을 출시할 경우에도 순조로운 판매증가가 이루어질 수 있다. 제품의 전문성도 중요하다. 최근 소비자들의 제품 선정 기준이 까다롭기 때문에 건강기능식품 업체들은 다양한 개별인정원료 확보, 복합 기능성 제품 개발 등을 강화하고 있다. 이에 따라 건강기능식품 시장 내에서도 향후 공격적인 마케팅과 지속적인 신제품개발이 가능한 기업으로의 수혜가 집중될 것으로 예상된다.

그림 10. 건강기능식품 시장 규모 추이 및 전망



자료: 한국건강기능식품협회, 하나금융투자

그림 11. 건강기능식품 구매 시 소비자 기준



자료: 한국건강기능식품협회, 하나금융투자

2020년 4월 14일

# 지어소프트(051160)

## 2020년 마켓컬리 대비 매출액 절반까지 성장, 시가총액은 아직 1/8?

### 투자 의견 'BUY', 목표주가 21,900원 유지

지어소프트에 대해 투자 의견 'BUY'와 목표주가 21,900원을 유지한다. 오아시스는 1) 코로나19로 소비 트렌드 변화에 대한 직접적인 수혜를 받고 있으며, 2) 가격 차별화를 통한 충성 고객 증가로 재구매가 많아지고 있고, 3) 옴니채널 전략(새벽 배송 → 오프라인 매장 → 오프라인 배달 순으로 재고 관리)과 스마트 물류창고 운영방식 등으로 업계 유일 흑자기업이라는 강점이 부각되고 있다. 이에 따라 지어소프트의 향후 연평균 외형 성장률이 110.6%로 전망되고 있는 만큼 밸류에이션 재평가가 이루어져야 할 시점이라고 판단한다.

### 재 구매율 90%달성, 1분기부터 폭발적 성장하는 오아시스

지어소프트 2020년 1분기 연결 실적은 매출액 546억원(+45.5%, YoY)과 영업이익 14억원(+108.7%, YoY)으로 추정한다. 자회사 오아시스 매출액이 515억원으로 전년동기대비 55.4%로 고성장할 전망이며 온라인 매출액이 262억원으로 분기별로 폭발적인 성장이 이루어질 것으로 예상된다. (19.3Q 106억원 → 19.4Q 158억원) 이는 코로나19에 따른 온라인 소비 급증으로 신규 고객이 늘어나고 있으며 기존 고객들의 재구매율이 90%로 높기 때문이다. 오아시스의 누적 회원 수는 1분기말 30만명을 달성하였으며 연말까지 누적 회원 수 60만명을 달성할 수 있을 전망이다.

### 2020년 매출액 3,196억원과 영업이익 91억원으로 전망

지어소프트의 2020년 실적은 매출액 3,196억원(+100.29%, YoY)과 영업이익 91억원(흑자전환)으로 예상하며 자회사 오아시스를 통한 실적 성장이 이루어질 전망이다. 오아시스는 2019년 3분기 5배 규모의 물류창고 시설투자를 선제적으로 진행해 일 3만건규모(일매출 20억원 규모)의 CAPA를 확보하고 있으며 물류 직원들도 지속 채용하며 폭발적으로 증가하는 주문량을 충분히 소화하고 있다. 또한 오아시스는 옴니채널 전략을 통한 신선식품 폐기율 0.1% 유지와 스마트물류창고 운영을 통한 비용 통제로 수익성도 뚜렷하게 좋아질 것으로 판단한다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 21,900원 | CP(4월 13일): 9,260원

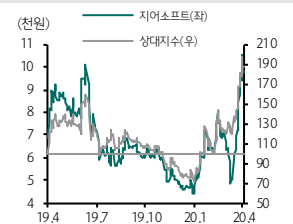
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	596.71
52주 최고/최저(원)	9,990/3,940
시가총액(십억원)	135.0
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	14,574.6
60일 평균 거래량(천주)	703.5
60일 평균 거래대금(십억원)	4.9
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	3.48
주요주주 지분율(%)	
김수철 외 2인	21.10
삼성액티브자산운용	7.87
주가상승률	1M 6M 12M
절대	63.0 68.1 30.6
상대	43.2 78.3 68.1

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	281.8	487.4
영업이익(십억원)	10.1	15.4
순이익(십억원)	8.1	12.4
EPS(원)	539	919
BPS(원)	1,067	2,024

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	131.6	159.6	319.6	487.4	732.6
영업이익	십억원	1.2	(0.1)	9.1	15.4	24.3
세전이익	십억원	1.0	(1.3)	8.7	14.9	26.2
순이익	십억원	0.9	(1.6)	7.8	13.4	23.4
EPS	원	67	(110)	533	922	1,606
증감률	%	흑전	적전	흑전	73.0	74.2
PER	배	48.06	N/A	17.38	10.05	5.77
PBR	배	5.57	7.35	8.38	4.57	2.55
EV/EBITDA	배	16.43	11.89	7.85	4.41	2.04
ROE	%	12.42	(19.38)	63.57	58.89	56.76
BPS	원	579	572	1,104	2,026	3,632
DPS	원	0	0	0	0	0



**Analyst 이정기**  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com



**Analyst 안주원**  
02-3771-3125  
joowonahn@hanafn.com

**RA 정민구**  
02-3771-3429  
mingu.jeong@hanafn.com

2020년 매출액 3,196억원과 영업이익 91억원으로 전망

오아시스마켓은 코로나19로 인해 신규가입자 수 및 주문량이 폭발적으로 증가로 연간 목표치인 일 매출액 10억원 충분히 달성 할 수 있을 것

지어소프트의 2020년 실적은 매출액 3,196억원(+100.29%, YoY)과 영업이익 91억원(흑자 전환)으로 예상하며 자회사 오아시스를 통한 실적확대가 이루어질 전망이다. 온라인 채널인 오아시스마켓은 코로나19로 인해 신규가입자 수 및 주문량이 폭발적으로 증가하고 있으며 이에 따라 지어소프트의 목표치인 일 매출액 10억원을 충분히 달성 할 수 있을 것으로 보인다. 오아시스는 2019년 3분기 5배 규모의 물류창고 시설투자를 선제적으로 진행해 일 3만 건규모(일 매출 15억원 규모)의 CAPA를 확보하고 있으며, 물류 직원들도 지속 채용하며 폭발적으로 증가하는 주문량을 충분히 소화하고 있다. 또한 오아시스는 옴니채널 전략( 새벽 배송, 오프라인 매장, 오프라인 배달 판매 순으로 재고 관리)을 통한 신선식품 폐기율 0.1% 유지와 스마트물류창고 운영을 통한 비용 통제로 수익성도 뚜렷하게 좋아질 것으로 판단한다.

표 1. 오아시스마켓 월별 실적 추정 시나리오

	20.01F	20.02F	20.03F	20.04F	20.05F	20.06F	20.07F	20.08F	20.09F	20.10F	20.11F	20.12F
누적회원수 (천명)	243.7	266.9	292.2	318.5	347.2	378.4	410.6	445.5	483.4	522.0	563.8	608.9
일평균 주문건 수 (천건)	6.5	7.3	8.2	9.1	10.2	11.4	12.6	14.0	15.5	17.1	18.8	20.7
주문당 평단가 (만원)	4.5	4.5	4.5	4.8	4.9	4.9	5.0	5.0	5.1	5.1	5.2	5.2
일평균 매출액 (억원)	2.9	3.3	3.7	4.4	4.9	5.6	6.2	7.0	7.8	8.7	9.7	10.8
월별 매출액 (억원)	79.0	88.6	99.4	118.3	133.4	150.2	168.3	188.4	210.9	234.8	261.3	290.7
MoM	12.0%	12.2%	12.2%	19.0%	12.7%	12.6%	12.0%	12.0%	11.9%	11.3%	11.3%	11.2%

자료: 하나금융투자

그림1. 오아시스 재고 폐기율 0%시스템



자료: 지어소프트, 하나금융투자

그림2. 오아시스 스마트물류 창고



자료: 지어소프트, 하나금융투자

표 2. 지어소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
매출액	37.5	39.6	42.2	40.3	51.2	65.6	80.9	121.9	159.6	319.6	487.4
YoY	29.3%	1.6%	1.6%	10.4%	36.5%	65.5%	1.6%	203.0%	21.3%	100.3%	52.5%
지어소프트	12.4	12.4	12.5	13.2	12.0	13.2	14.3	13.3	50.5	52.8	58.3
오아시스	33.1	36.1	37.9	35.2	51.5	65.5	81.9	103.5	142.3	302.3	466.1
온라인	4.0	8.2	10.6	15.8	26.7	40.2	56.8	78.7	38.6	202.3	360.8
오프라인	29.1	27.9	27.3	19.5	24.8	25.3	25.1	24.8	103.7	100.0	105.3
연결조정	-8.0	-8.9	-8.2	-8.2	-12.3	-13.1	-15.3	5.2	-33.2	-35.5	-37.0
영업이익	0.7	0.0	0.0	-0.9	1.3	1.7	2.3	3.8	-0.1	9.1	15.4
영업이익률	1.8%	0.1%	0.0%	-2.1%	2.6%	2.7%	2.8%	3.1%	-0.1%	2.9%	3.2%
당기순이익	0.5	-0.7	-0.1	-1.2	1.0	1.4	1.7	3.0	-1.5	7.2	12.4
순이익률	1.4%	-1.7%	-0.3%	-2.9%	2.0%	2.2%	2.1%	2.5%	-0.9%	2.2%	2.6%

자료: 지어소프트, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>131.6</b>	<b>159.6</b>	<b>319.6</b>	<b>487.4</b>	<b>732.6</b>
매출원가	102.6	120.3	237.9	364.6	544.9
매출총이익	29.0	39.3	81.7	122.8	187.7
판관비	27.8	39.4	72.6	107.4	163.4
<b>영업이익</b>	<b>1.2</b>	<b>(0.1)</b>	<b>9.1</b>	<b>15.4</b>	<b>24.3</b>
금융손익	0.4	(1.0)	(0.1)	0.6	2.4
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.5)	(0.2)	(0.4)	(1.1)	(0.5)
<b>세전이익</b>	<b>1.0</b>	<b>(1.3)</b>	<b>8.7</b>	<b>14.9</b>	<b>26.2</b>
법인세	0.0	0.2	1.5	2.5	4.5
계속사업이익	1.0	(1.5)	7.2	12.4	21.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>1.0</b>	<b>(1.5)</b>	<b>7.2</b>	<b>12.4</b>	<b>21.7</b>
비지배주주지분 손이익	0.0	0.1	(0.6)	(1.0)	(1.7)
<b>지배주주순이익</b>	<b>0.9</b>	<b>(1.6)</b>	<b>7.8</b>	<b>13.4</b>	<b>23.4</b>
지배주주지분포괄이익	0.5	(1.8)	7.6	13.2	22.9
NOPAT	1.1	(0.2)	7.6	12.8	20.1
EBITDA	2.7	5.8	16.3	24.2	35.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	30.9	21.3	100.3	52.5	50.3
NOPAT증가율	(8.3)	적전	흑전	68.4	57.0
EBITDA증가율	3.8	114.8	181.0	48.5	45.5
영업이익증가율	33.3	적전	흑전	69.2	57.8
(지배주주)순이익증가율	흑전	적전	흑전	71.8	74.6
EPS증가율	흑전	적전	흑전	73.0	74.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	22.0	24.6	25.6	25.2	25.6
EBITDA이익률	2.1	3.6	5.1	5.0	4.8
영업이익률	0.9	(0.1)	2.8	3.2	3.3
계속사업이익률	0.8	(0.9)	2.3	2.5	3.0
<b>투자지표</b>					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	67	(110)	533	922	1,606
BPS	579	572	1,104	2,026	3,632
CFPS	293	491	1,088	1,552	2,349
EBITDAPS	199	401	1,115	1,662	2,418
SPS	9,524	10,997	21,928	33,440	50,264
DPS	0	0	0	0	0
<b>주기지표(배)</b>					
PER	48.1	N/A	17.4	10.0	5.8
PBR	5.6	7.3	8.4	4.6	2.5
PCFR	11.0	8.5	8.5	6.0	3.9
EV/EBITDA	16.4	11.9	7.8	4.4	2.0
PSR	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	12.4	(19.4)	63.6	58.9	56.8
ROA	3.4	(4.5)	13.1	14.1	16.1
ROIC	31.9	(2.0)	96.4	(1,048.5)	(157.6)
부채비율	206.8	353.9	352.8	293.9	245.0
순부채비율	(10.0)	70.9	(48.1)	(95.1)	(120.1)
이자보상배율(배)	11.0	(0.2)	9.0	11.8	14.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>16.6</b>	<b>19.4</b>	<b>43.2</b>	<b>72.3</b>	<b>118.7</b>
금융자산	3.2	4.6	23.1	46.7	85.8
현금성자산	2.8	4.6	23.1	46.6	85.6
매출채권 등	10.0	10.7	11.8	13.0	14.1
채고자산	3.0	3.4	6.9	10.5	15.7
기타유동자산	0.4	0.7	1.4	2.1	3.1
<b>비유동자산</b>	<b>11.8</b>	<b>23.7</b>	<b>32.3</b>	<b>42.5</b>	<b>56.5</b>
투자자산	8.1	7.6	13.2	19.0	27.6
금융자산	5.8	5.6	11.2	17.1	25.7
유형자산	2.7	14.8	18.0	22.4	27.9
무형자산	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>
기타비유동자산	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>
<b>자산총계</b>	<b>28.4</b>	<b>43.1</b>	<b>75.5</b>	<b>114.8</b>	<b>175.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>16.7</b>	<b>22.5</b>	<b>44.3</b>	<b>67.2</b>	<b>100.6</b>
금융부채	2.3	3.7	7.5	11.4	17.1
매입채무 등	13.7	17.2	34.5	52.6	79.1
기타유동부채	0.7	1.6	2.3	3.2	4.4
<b>비유동부채</b>	<b>2.4</b>	<b>11.1</b>	<b>14.5</b>	<b>18.4</b>	<b>23.8</b>
금융부채	<b>0.0</b>	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>
기타비유동부채	2.4	3.5	6.9	10.8	16.2
<b>부채총계</b>	<b>19.1</b>	<b>33.6</b>	<b>58.9</b>	<b>85.6</b>	<b>124.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>8.2</b>	<b>8.3</b>	<b>16.1</b>	<b>29.5</b>	<b>53.0</b>
자본금	7.1	7.3	7.3	7.3	7.3
자본잉여금	28.9	30.6	30.6	30.6	30.6
자본조정	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	(26.4)	(28.2)	(20.4)	(7.0)	16.4
<b>비지배주주지분</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>0.6</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(2.2)</b>
<b>자본총계</b>	<b>9.3</b>	<b>9.5</b>	<b>16.7</b>	<b>29.1</b>	<b>50.8</b>
순금융부채	(0.9)	6.7	(8.0)	(27.7)	(61.0)
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>3.6</b>	<b>8.9</b>	<b>30.6</b>	<b>38.5</b>	<b>58.3</b>
당기순이익	1.0	(1.5)	7.2	12.4	21.7
조정	2.1	8.7	7.1	8.8	10.9
감가상각비	1.6	5.9	7.1	8.8	10.9
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.5	2.8	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	0.5	1.7	16.3	17.3	25.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(3.4)</b>	<b>(2.0)</b>	<b>(15.8)</b>	<b>(19.0)</b>	<b>(24.9)</b>
투자자산감소(증가)	(2.8)	0.5	(5.6)	(5.9)	(8.6)
유형자산감소(증가)	(1.3)	(1.8)	(10.2)	(13.1)	(16.3)
기타	0.7	(0.7)	(0.0)	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(1.3)</b>	<b>(5.1)</b>	<b>3.7</b>	<b>3.9</b>	<b>5.7</b>
금융부채증가(감소)	(1.9)	9.1	3.7	3.9	5.7
자본증가(감소)	0.8	1.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.1)	(16.1)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>(1.1)</b>	<b>1.8</b>	<b>18.5</b>	<b>23.4</b>	<b>39.1</b>
Unlevered CFO	4.1	7.1	15.9	22.6	34.2
Free Cash Flow	2.3	7.1	20.4	25.4	42.0

2020년 4월 14일

# 푸드나무(290720)

## 코로나가 바꾼 소비 공식, 100만 회원 거느린 랭킹닷컴 주목

### 투자 의견 'BUY', 목표주가 26,000원 유지

푸드나무에 대해 투자 의견 'BUY'와 목표주가 26,000원을 유지한다. 푸드나무가 2011년 오픈한 '랭킹닷컴'은 국내 회원 수 100만명을 보유한 국내 최대 간편 건강식 플랫폼으로 성장했다. 성공적인 플랫폼으로 안착한 만큼 다양한 건강 간편식으로 무한한 확장이 가능하다. 2020년 코로나19로 인한 언택트 소비가 활성화되고 있어 랭킹닷컴 플랫폼을 통한 안정적인 고속 성장은 지속될 것으로 예상된다.

### 1Q20 Preview: 매출액 191억원과 영업이익 19억원 전망

비대면 문화가 확산되면서 쇼핑, 교육 등 기존의 오프라인 소비가 빠르게 온라인으로 전환되고 있다. 이러한 소비 패러다임 변화는 국내 최대 건강 간편식 온라인 플랫폼 '랭킹닷컴'을 보유한 푸드나무의 성장을 더욱 가속화 시킬 것이다. 더불어 2분기 코스닥 상장사 왕입푸드와 합작회사 설립으로 중국 시장 진출을 앞두고 있어 수출 실적 상승이 기대된다. 중국 역시 국내 상황과 마찬가지로 코로나 영향에 따른 비대면 문화의 확산은 물론 소득향상에 따른 헬스케어에 대한 관심이 빠르게 증가하고 있다. 이에 따라 1분기 매출액은 191억원(YoY +30.2%), 영업이익 19억원(YoY +46.2%)으로 가파른 외형성장을 보이는데 이어 2,3분기 역시 지속 고속 성장세를 이어 갈 것으로 예상된다.

### 2020년 '언택트 소비 + 중국 진출'로 실적 퀀텀 점프

2020년 실적은 매출액 856억원(+31.8%, YoY), 영업이익 94억원(+70.9%, YoY)을 추정한다. 2020년 푸드나무 실적 상승의 중점 요소는 ①소비자 니즈에 맞는 신규 제품 출시 ②오프라인 확장을 통한 온/오프라인 융합 ③중국 수출 성장이다. 현재 랭킹닷컴 플랫폼의 지위를 공고히 하기 위해 기존 광고 채널과 더불어 TV, 버스로의 채널 확장을 진행하고 있다. 광고 지출비용이 일시적으로 증가 하는 부담은 있지만 이를 상회하는 매출액 성장이 있을 것으로 전망하여 현재 주가는 적극적인 매수 구간이라 판단한다.

### Top Picks

**BUY**

| TP(12M): 26,000원 | CP(4월 13일): 19,800원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	596.71
52주 최고/최저(원)	32,300/13,600
시가총액(십억원)	134.8
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	6,806.0
60일 평균 거래량(천주)	151.2
60일 평균 거래대금(십억원)	2.8
20년 배당금(예상, 원)	100
20년 배당수익률(예상, %)	0.51
외국인지분율(%)	4.94
주요주주 지분율(%)	
김영문 외 1인	74.30
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	24.9 5.6 (35.9)
상대	9.7 12.0 (17.5)

Consensus Data		
	2020	2021
매출액(십억원)	82.1	103.8
영업이익(십억원)	9.0	12.2
순이익(십억원)	7.6	10.4
EPS(원)	1,117	1,528
BPS(원)	8,638	10,065

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	53.0	64.8	85.6	110.9	130.3
영업이익	십억원	6.5	5.5	9.4	14.8	20.7
세전이익	십억원	6.7	5.9	10.0	15.6	21.4
순이익	십억원	6.0	4.5	8.2	12.8	17.1
EPS	원	1,055	655	1,211	1,878	2,516
증감률	%	41.4	(37.9)	84.9	55.1	34.0
PER	배	19.15	25.19	16.34	10.54	7.87
PBR	배	2.87	2.17	2.26	1.88	1.54
EV/EBITDA	배	14.72	11.99	8.86	5.02	2.91
ROE	%	22.09	9.03	15.10	19.79	21.77
BPS	원	7,046	7,601	8,743	10,522	12,889
DPS	원	100	70	100	150	200



**Analyst 이정기**  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com



**Analyst 김두연**  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com

**RA 황성환**  
02-3771-3445  
Hsh0415@hanafn.com



독보적인 자체 플랫폼을 통한  
꾸준한 매출액 우상향  
중국 진출에 따라 향후 실적  
추정치 대폭 상향 가능

### 매출액 성장은 기본, 하반기 실적 향상 모멘텀은 덤

2020년은 언택트 소비와 중국 진출이라는 신성장 동력으로 가파른 실적 성장을 보이는 한 해가 될 것으로 예상된다. 특히 2분기 시작되는 중국 진출을 주목하고 있다. 현재 중국은 서구화된 식습관, 1인당 소득 증가로 비만 문제가 날로 심각해지고 있다. 이에 따라 휘트니스 회원수는 가파르게 증가하고 있는 상황이다(2016년 약 1500만명, 2019년 약 1900만명 이상). 중국의 시장조사기관 이관즈쿠(易观智库)에 따르면 휘트니스 관련 애플리케이션의 주된 이용 연령층은 30세 이하 중산층 이상의 소비력을 지닌 여성이다. 건강한 삶을 추구하며 본인들의 외모와 웰빙에 대한 관심이 많고 위챗, 웨이보 등의 SNS를 통한 빠른 정보공유로 ‘소비력+정보과급력’ 을 지녔다는 점에서 이전 K-Beauty의 성장세를 이끌었던 주요 소비층과도 같다. 이런 소비층은 온라인 쇼핑은 물론 새로운 제품에 대한 수용도가 높아 닭 가슴살과 같은 건강 간편식과 제품에 대해서도 빠르게 받아들일 수 있다. 푸드나무는 닭 가슴살 스테이크, 닭 가슴살 큐브 등 아직 중국에 없는 다양한 제품 카테고리, 레시피 노하우가 있다. 즉, 이제 막 개화한 시장에 푸드나무가 한국에서 성공했던 노하우를 토대로 중국 시장을 공략한다면 빠르게 시장 침투에 성공 할 수 있을 것으로 예상된다.

2020년 실적은 매출액 856억원(+31.8%, YoY), 영업이익 94억원(+70.9%, YoY)을 추정한다. 현재 푸드나무는 기존 광고 채널과 더불어 TV, 버스ro 광고 채널 확장을 진행하고 있어 전년 대비 광고 비용이 일시적으로 증가 할 것으로 예상된다. 다만 광고비용 지출 대비 이를 크게 상회하는 매출 성장세가 이미 1분기부터 확인되고 있어 광고비 지출 증가에 따른 이익 훼손은 제한 적일 것으로 판단한다. 더불어 코로나로 인한 언택트 소비가 활성화 되는 시기에 광고 채널 확대를 통한 공격적인 마케팅으로 시장 선두주자 지위는 더욱 공고해 질 것으로 전망한다. 따라서 현재 주가는 향후 폭발적인 성장세를 감안하면 적극적인 매수 구간이라 판단한다.

표 1. 푸드나무 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19	20F
<b>매출액</b>	<b>14.6</b>	<b>16.7</b>	<b>17.5</b>	<b>16.6</b>	<b>19.1</b>	<b>21.6</b>	<b>23.3</b>	<b>21.6</b>	<b>53.0</b>	<b>64.8</b>	<b>85.6</b>
자사몰 - 랭킹닷컴 등	9.2	9.3	9.8	9.3	11.5	11.7	12.3	11.2	32.9	37.6	46.8
자사몰 - 네이버스토어팜	3.0	3.9	4.2	2.9	3.6	4.7	5.1	3.8	10.5	14.0	17.2
타사몰	2.4	2.7	2.7	2.7	2.9	3.4	3.4	3.3	8.6	10.5	13.0
오프라인	0.0	0.7	0.5	1.0	0.6	1.2	1.3	1.7	0.9	2.2	4.8
수출	0.0	0.2	0.2	0.2	0.4	0.6	1.2	1.6	-	0.6	3.8
<b>영업이익</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>2.4</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>	<b>6.5</b>	<b>5.4</b>	<b>9.4</b>
영업이익률	9.1	7.2	8.5	8.9	10.1	11.1	11.1	11.3	12.3	8.3	10.9
<b>당기순이익</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.7</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>6.0</b>	<b>4.5</b>	<b>8.2</b>
순이익률	8.5	6.8	7.0	7.8	9.2	9.8	9.6	9.9	11.4	6.9	9.6

자료: 푸드나무, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
<b>매출액</b>	<b>53.0</b>	<b>64.8</b>	<b>85.6</b>	<b>110.9</b>	<b>130.3</b>	
매출원가	34.4	40.8	52.5	66.7	76.4	
매출총이익	18.6	24.0	33.1	44.2	53.9	
판매비	12.0	18.5	23.7	29.4	33.2	
<b>영업이익</b>	<b>6.5</b>	<b>5.5</b>	<b>9.4</b>	<b>14.8</b>	<b>20.7</b>	
금융손익	0.1	0.6	0.6	0.7	0.7	
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	0.1	(0.1)	0.1	0.1	0.0	
<b>세전이익</b>	<b>6.7</b>	<b>5.9</b>	<b>10.0</b>	<b>15.6</b>	<b>21.4</b>	
법인세	0.7	1.4	1.8	2.8	4.3	
계속사업이익	6.0	4.5	8.2	12.8	17.1	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>당기순이익</b>	<b>6.0</b>	<b>4.5</b>	<b>8.2</b>	<b>12.8</b>	<b>17.1</b>	
비배주주지분 손익	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	
<b>지배주주순이익</b>	<b>6.0</b>	<b>4.5</b>	<b>8.2</b>	<b>12.8</b>	<b>17.1</b>	
지배주주지분포괄이익	6.0	4.5	8.2	12.8	17.1	
NOPAT	5.9	4.1	7.7	12.1	16.5	
EBITDA	6.7	6.1	9.9	15.3	21.1	
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율	52.3	22.3	32.1	29.6	17.5	
NOPAT증가율	51.3	(30.5)	87.8	57.1	36.4	
EBITDA증가율	52.3	(9.0)	62.3	54.5	37.9	
영업이익증가율	51.2	(15.4)	70.9	57.4	39.9	
(지배주주)순이익증가율	53.8	(25.0)	82.2	56.1	33.6	
EPS증가율	41.4	(37.9)	84.9	55.1	34.0	
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률	35.1	37.0	38.7	39.9	41.4	
EBITDA이익률	12.6	9.4	11.6	13.8	16.2	
영업이익률	12.3	8.5	11.0	13.3	15.9	
계속사업이익률	11.3	6.9	9.6	11.5	13.1	
<b>투자지표</b>						
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
<b>주당지표(원)</b>						
EPS	1,055	655	1,211	1,878	2,516	
BPS	7,046	7,601	8,743	10,522	12,889	
CFPS	1,088	707	1,529	2,328	3,172	
EBITDAPS	1,161	889	1,458	2,248	3,103	
SPS	9,238	9,518	12,577	16,294	19,145	
DPS	100	70	100	150	200	
<b>주기지표(배)</b>						
PER	19.1	25.2	16.3	10.5	7.9	
PBR	2.9	2.2	2.3	1.9	1.5	
PCFR	18.6	23.4	13.0	8.5	6.2	
EV/EBITDA	14.7	12.0	8.9	5.0	2.9	
PSR	2.2	1.7	1.6	1.2	1.0	
<b>재무비율(%)</b>						
ROE	22.1	9.0	15.1	19.8	21.8	
ROA	19.8	8.2	13.4	17.4	19.2	
ROIC	97.3	42.3	63.2	92.5	117.5	
부채비율	7.8	11.9	13.2	13.8	13.0	
순부채비율	(82.3)	(78.3)	(80.0)	(82.0)	(84.6)	
이자보상배율(배)	0.0	288.5	227.6	304.3	370.0	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
<b>유동자산</b>	<b>44.0</b>	<b>48.5</b>	<b>58.4</b>	<b>72.8</b>	<b>90.8</b>	
금융자산	39.5	40.2	47.4	58.5	74.0	
현금성자산	14.1	18.7	19.0	21.7	30.8	
매출채권 등	2.7	4.3	5.7	7.4	8.7	
재고자산	1.6	3.7	4.9	6.3	7.4	
기타유동자산	0.2	0.3	0.4	0.6	0.7	
<b>비유동자산</b>	<b>7.8</b>	<b>8.3</b>	<b>7.9</b>	<b>7.5</b>	<b>7.2</b>	
투자자산	1.6	0.4	0.5	0.7	0.8	
금융자산	1.6	0.4	0.5	0.7	0.8	
유형자산	5.7	7.1	6.6	6.2	5.8	
무형자산	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	
기타비유동자산	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	
<b>자산총계</b>	<b>51.7</b>	<b>56.8</b>	<b>66.2</b>	<b>80.3</b>	<b>98.0</b>	
<b>유동부채</b>	<b>3.2</b>	<b>5.2</b>	<b>6.7</b>	<b>8.4</b>	<b>9.8</b>	
금융부채	0.0	0.2	0.3	0.4	0.5	
매입채무 등	2.8	4.3	5.7	7.3	8.6	
기타유동부채	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	
<b>비유동부채</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	
금융부채	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	
기타비유동부채	0.6	0.6	0.8	1.1	1.3	
<b>부채총계</b>	<b>3.8</b>	<b>6.1</b>	<b>7.7</b>	<b>9.7</b>	<b>11.3</b>	
<b>지배주주지분</b>	<b>48.0</b>	<b>50.8</b>	<b>58.5</b>	<b>70.6</b>	<b>86.7</b>	
자본금	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	
자본잉여금	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0	
자본조정	0.0	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
이익잉여금	12.6	16.3	24.1	36.2	52.3	
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>(0.0)</b>	
<b>자본총계</b>	<b>48.0</b>	<b>50.8</b>	<b>58.5</b>	<b>70.6</b>	<b>86.7</b>	
순금융부채	(39.5)	(39.8)	(46.8)	(57.9)	(73.3)	
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>4.6</b>	<b>3.0</b>	<b>7.7</b>	<b>12.0</b>	<b>16.6</b>	
당기순이익	6.0	4.5	8.2	12.8	17.1	
조정	0.6	1.2	0.6	0.5	0.5	
감가상각비	0.1	0.6	0.5	0.5	0.4	
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	0.5	0.6	0.1	0.0	0.1	
영업활동 자산부채 변동	(2.0)	(2.7)	(1.1)	(1.3)	(1.0)	
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(28.7)</b>	<b>3.5</b>	<b>(7.0)</b>	<b>(8.5)</b>	<b>(6.6)</b>	
투자자산감소(증가)	(1.3)	1.2	(0.1)	(0.2)	(0.1)	
유형자산감소(증가)	(1.8)	(1.2)	0.0	0.0	0.0	
기타	(25.6)	3.5	(6.9)	(8.3)	(6.5)	
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>35.1</b>	<b>(1.9)</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(0.6)</b>	<b>(1.0)</b>	
금융부채증가(감소)	0.0	0.4	0.1	0.1	0.1	
자본증가(감소)	35.4	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	0.0	(1.6)	0.0	0.0	(0.1)	
배당지급	(0.3)	(0.7)	(0.5)	(0.7)	(1.0)	
<b>현금의 증감</b>	<b>11.0</b>	<b>4.6</b>	<b>0.2</b>	<b>2.8</b>	<b>9.0</b>	
Unlevered CFO	6.2	4.8	10.4	15.8	21.6	
Free Cash Flow	2.7	1.8	7.7	12.0	16.6	

2020년 4월 14일

# 청담러닝(096240)

## 코로나도 막지 못한 부모의 자식 교육

### 자체 온라인 플랫폼 보유로 코로나19를 이겨낸다

청담러닝은 국내 프리미엄 영어 교육의 선두 기업으로 자체 온라인 플랫폼으로 최근의 코로나 19사태를 기회로 모색하고 있다. 영어 사교육 시장은 원어민 선생님과 밀접한 커뮤니케이션이 중요하여 오프라인 수강 비율이 90%에 달하는 시장이다. 빠르게 확대되는 코로나19로 경쟁사들은 온라인 커리큘럼을 확보하는데 난항을 겪고 있다. 하지만 청담러닝은 스마트클래스 기반의 온라인 플랫폼 및 AR 교육 콘텐츠를 활용하여 빠르게 온라인 학생수를 확대하고 있다. 경쟁사들의 콘텐츠 확보 및 안정화까지 최소 6개월 이상 소요된다는 점을 감안 시 청담러닝의 온라인 수강 매출은 전년 대비 20% 이상의 고성장이 가능할 전망이다.

### 3월부터 온라인 강의 전환 시작! 4월 100% 예상

청담러닝의 1분기 실적은 매출액 437억원(YoY, +1.9%), 영업이익 56억원(YoY, -16.5%)을 전망한다. 동종업체들의 경우 30% 이상의 감익이 예상되는 만큼 상대적으로 선방한 실적으로 판단된다. 이는 신규 콘텐츠 출시 및 마케팅 확대로 2월까지 전년 대비 13%의 학생수 증가가 나타났으며 업종내 가장 빠르게 온라인 수강 전환을 시행한 효과로 판단된다. 3월 중순부터 온라인 강의로의 전환을 추진하여 4월1일 기준 약 80%의 오프라인 학생수가 온라인 수강으로 전환하였으며 4월 중순까지 100% 전환이 가능할 것으로 전망된다. 신규 온라인 학생수 확대로 전년대비 10% 증가한 연간 학생수 5만명 달성도 가능할 전망이다.

### 2020년도에도 배당수익률 5~7%는 나옵니다

2020년 실적은 매출액 1,806억원(YoY, +3.2%)과 영업이익 244억원(YoY, +8.0%)을 전망한다. 청담러닝은 2020년 하반기부터 중국향 로열티 매출이 가세하면서 하반기로 갈수록 수익성은 더욱 개선될 전망이다. 2020년도 베트남과 중국 로열티 합산 수익은 400만 달러를 예상한다. 청담러닝은 2020년도에도 주당배당금 800원 ~ 1,000원을 예상한다. 현재 주가 수준은 배당수익률 기준 5~7%로 고배당주로의 매력적인 구간으로 판단한다.

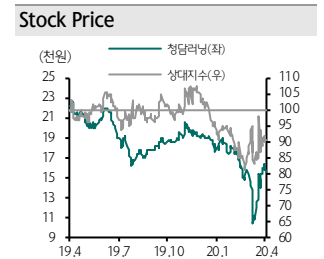
Update

Not Rated

CP(4월 13일): 15,550원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	596.71
52주 최고/최저(원)	22,750/10,450
시가총액(십억원)	119.3
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	7,674.7
60일 평균 거래량(천주)	82.7
60일 평균 거래대금(십억원)	1.3
20년 배당금(예상, 원)	1,000
20년 배당수익률(예상, %)	6.43
외국인지분율(%)	5.10
주요주주 지분율(%)	
김영화 외 8인	28.50
삼성액티브자산운용	5.57
주가상승률	1M 6M 12M
절대	9.9 (16.4) (29.5)
상대	(3.5) (11.3) (9.3)

Consensus Data		
	2020	2021
매출액(십억원)	181.4	202.6
영업이익(십억원)	24.1	29.6
순이익(십억원)	17.9	23.5
EPS(원)	1,811	2,378
BPS(원)	10,788	12,428



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	152.7	175.0	180.6	215.6	247.1
영업이익	십억원	15.8	22.6	24.4	31.3	37.1
세전이익	십억원	11.6	14.6	23.5	31.0	37.5
순이익	십억원	7.2	8.0	13.7	17.9	21.2
EPS	원	966	1,037	1,786	2,332	2,759
증감률	%	75.6	7.3	72.2	30.6	18.3
PER	배	19.09	18.08	8.71	6.67	5.64
PBR	배	1.79	1.83	1.39	1.23	1.07
EV/EBITDA	배	7.49	4.48	4.03	3.31	2.61
ROE	%	11.47	12.06	19.80	22.87	23.26
BPS	원	10,307	10,250	11,154	12,604	14,482
DPS	원	800	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com



Analyst 김두현  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com

RA 김규상  
02-3771-8197  
qkim@hanafn.com

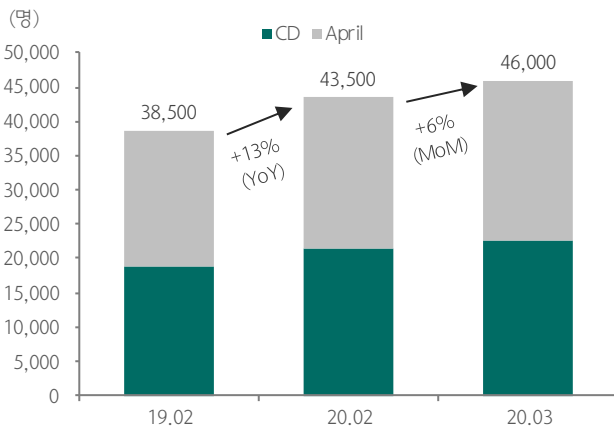


### 2분기부터 중국 로열티 매출 발생 전망

#### 6월부터 중국 로열티 수입 본격화 예상!

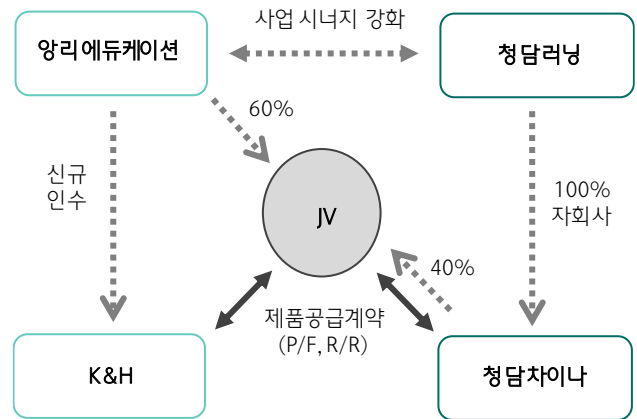
중국 파트너사인 앙리에듀케이션의 대주주 변경 이슈가 작년말에 마무리됨에 따라 올해 1월부터 JV에 투자를 진행하려 했지만, 코로나19이슈로 4월로 연기된 상태이다. 중국의 경우 코로나19가 진정세에 접어들고 있으며, 중국에서도 비대면 온라인교육 수요가 가속화 됨에 따라 청담러닝의 온라인 플랫폼 적용을 서두르는 상황이다. 4월 중 JV 투자가 마무리 될 것으로 판단하며, 6월부터 중국로 로열티 매출이 반영될 전망이다(학생당 로열티: 오프라인 → 5달러, 온라인 → 5달러↓). 중국 파트너사가 인수한 KAYDUN 영어학원 재학생 수 만명부터 순차적으로 로열티 매출이 인식될 전망이다. 현재 인식되고 있는 베트남 로열티 매출과 합산하여 2020년 연간 해외 로열티 매출 400만 달러를 예상한다. (2019년 해외 로열티 수입: USD 250만 달러)

그림 1. 월평균 재원생



자료: 청담러닝, 하나금융투자

그림 2. 중국 JV 사업구조



자료: 청담러닝, 하나금융투자

표 1. 청담러닝 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	18	19	20F	21F
<b>매출액</b>	<b>40.8</b>	<b>37.1</b>	<b>37.7</b>	<b>37.1</b>	<b>44.1</b>	<b>42.9</b>	<b>43.2</b>	<b>44.8</b>	<b>152.7</b>	<b>175.0</b>	<b>180.6</b>	<b>215.6</b>
증가율	0.3	(0.9)	7.2	8.8	8.0	15.7	14.5	20.8	3.6	14.6	3.2	19.4
청담러닝	18.4	18.4	19.3	19.8	20.8	21.9	22.3	22.3	75.9	87.3	90.3	115.4
(주)씨엠에스에듀케이션	20.1	16.7	17.2	16.2	22.0	19.5	19.6	21.1	70.1	82.1	82.6	91.3
기타	2.3	1.9	1.2	1.2	1.2	1.5	1.3	1.5	6.6	5.5	7.7	8.9
<b>영업이익</b>	<b>7.2</b>	<b>4.5</b>	<b>4.0</b>	<b>(0.0)</b>	<b>6.7</b>	<b>6.9</b>	<b>5.4</b>	<b>3.7</b>	<b>15.8</b>	<b>22.6</b>	<b>24.4</b>	<b>31.3</b>
영업이익률	17.7	12.2	10.7	적전	15.2	16.0	12.5	8.2	10.3	12.9	13.5	14.5
<b>(지배)순이익</b>	<b>2.7</b>	<b>2.9</b>	<b>2.2</b>	<b>(0.6)</b>	<b>3.4</b>	<b>2.9</b>	<b>3.2</b>	<b>(1.5)</b>	<b>7.2</b>	<b>8.0</b>	<b>11.1</b>	<b>15.9</b>
순이익률	6.7	7.8	5.8	적전	7.8	6.7	7.4	(3.4)	4.7	4.5	6.1	7.4

자료: 청담러닝, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>152.7</b>	<b>175.0</b>	<b>180.6</b>	<b>215.6</b>	<b>247.1</b>
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	152.7	175.0	180.6	215.6	247.1
판매비	136.9	152.3	156.2	184.3	210.0
<b>영업이익</b>	<b>15.8</b>	<b>22.6</b>	<b>24.4</b>	<b>31.3</b>	<b>37.1</b>
금융손익	(0.3)	(1.1)	(0.9)	(0.2)	0.4
종속/관계기업손익	(1.3)	(2.2)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(2.6)	(4.8)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>11.6</b>	<b>14.6</b>	<b>23.5</b>	<b>31.0</b>	<b>37.5</b>
법인세	1.5	3.4	3.9	5.4	7.2
계속사업이익	10.2	11.2	19.6	25.6	30.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>10.2</b>	<b>11.2</b>	<b>19.6</b>	<b>25.6</b>	<b>30.3</b>
비지배주주지분 손이익	2.9	3.2	5.9	7.7	9.1
<b>지배주주순이익</b>	<b>7.2</b>	<b>8.0</b>	<b>13.7</b>	<b>17.9</b>	<b>21.2</b>
지배주주지분포괄이익	5.4	5.5	13.0	17.0	20.1
NOPAT	13.8	17.3	20.3	25.8	29.9
EBITDA	24.8	42.4	36.3	38.5	41.4
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	3.6	14.6	3.2	19.4	14.6
NOPAT증가율	15.0	25.4	17.3	27.1	15.9
EBITDA증가율	2.9	71.0	(14.4)	6.1	7.5
영업이익증가율	12.9	43.0	8.0	28.3	18.5
(지배주주)순이익증가율	89.5	11.1	71.3	30.7	18.4
EPS증가율	75.6	7.3	72.2	30.6	18.3
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	16.2	24.2	20.1	17.9	16.8
영업이익률	10.3	12.9	13.5	14.5	15.0
계속사업이익률	6.7	6.4	10.9	11.9	12.3
<b>투자지표</b>					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	966	1,037	1,786	2,332	2,759
BPS	10,307	10,250	11,154	12,604	14,482
CFPS	3,971	6,046	4,736	5,017	5,400
EBITDAPS	3,319	5,526	4,736	5,017	5,400
SPS	20,424	22,799	23,532	28,092	32,192
DPS	800	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>주기지표(배)</b>					
PER	19.1	18.1	8.7	6.7	5.6
PBR	1.8	1.8	1.4	1.2	1.1
PCFR	4.6	3.1	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA	7.5	4.5	4.0	3.3	2.6
PSR	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	11.5	12.1	19.8	22.9	23.3
ROA	4.6	4.4	6.9	8.2	8.5
ROIC	18.8	20.4	22.6	32.5	41.3
부채비율	86.3	121.0	104.9	97.0	87.5
순부채비율	23.8	27.8	0.0	(22.0)	(38.1)
이자보상배율(배)	14.6	12.4	11.8	15.2	17.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>45.9</b>	<b>58.2</b>	<b>80.8</b>	<b>112.8</b>	<b>145.9</b>
금융자산	24.2	37.6	59.5	87.4	116.8
현금성자산	19.2	29.4	51.1	77.5	105.6
매출채권 등	18.7	17.1	17.6	21.1	24.1
재고자산	2.2	2.0	2.1	2.5	2.9
기타유동자산	0.8	1.5	1.6	1.8	2.1
<b>비유동자산</b>	<b>120.4</b>	<b>135.2</b>	<b>123.7</b>	<b>119.8</b>	<b>118.4</b>
투자자산	28.7	19.3	19.8	23.1	26.1
금융자산	17.6	12.7	13.1	15.6	17.9
유형자산	53.9	63.0	52.3	45.8	41.8
무형자산	19.5	15.4	14.2	13.5	13.0
기타비유동자산	18.3	37.5	37.4	37.4	37.5
<b>자산총계</b>	<b>166.3</b>	<b>193.4</b>	<b>204.5</b>	<b>232.6</b>	<b>264.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>66.0</b>	<b>80.6</b>	<b>79.0</b>	<b>86.2</b>	<b>92.6</b>
금융부채	42.4	50.1	47.7	49.5	51.2
매입채무 등	9.5	11.0	11.4	13.6	15.6
기타유동부채	14.1	19.5	19.9	23.1	25.8
<b>비유동부채</b>	<b>11.1</b>	<b>25.2</b>	<b>25.7</b>	<b>28.3</b>	<b>30.7</b>
금융부채	3.0	11.8	11.8	11.8	11.8
기타비유동부채	8.1	13.4	13.9	16.5	18.9
<b>부채총계</b>	<b>77.1</b>	<b>105.9</b>	<b>104.7</b>	<b>114.5</b>	<b>123.3</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>66.2</b>	<b>65.7</b>	<b>72.7</b>	<b>83.9</b>	<b>98.2</b>
자본금	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	58.3	58.3	58.3	58.3	58.3
자본조정	(7.0)	(6.2)	(6.2)	(6.2)	(6.2)
기타포괄이익누계액	0.5	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
이익잉여금	10.6	11.0	18.0	29.1	43.5
<b>비지배주주지분</b>	<b>23.0</b>	<b>21.8</b>	<b>27.1</b>	<b>34.2</b>	<b>42.8</b>
<b>자본총계</b>	<b>89.2</b>	<b>87.5</b>	<b>99.8</b>	<b>118.1</b>	<b>141.0</b>
순금융부채	21.2	24.3	0.0	(26.0)	(53.8)
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>27.0</b>	<b>47.1</b>	<b>32.2</b>	<b>36.6</b>	<b>38.1</b>
당기순이익	10.2	11.2	19.6	25.6	30.3
조정	19.0	34.0	12.0	7.2	4.4
감가상각비	9.0	19.8	12.0	7.2	4.4
외환거래손익	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.3	2.2	0.0	0.0	0.0
기타	8.7	12.2	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(2.2)	1.9	0.6	3.8	3.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(27.7)</b>	<b>(11.5)</b>	<b>(1.3)</b>	<b>(5.3)</b>	<b>(4.8)</b>
투자자산감소(증가)	(14.2)	9.5	(1.1)	(3.9)	(3.5)
유형자산감소(증가)	(27.3)	(10.2)	0.0	0.0	0.0
기타	13.8	(10.8)	(0.2)	(1.4)	(1.3)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>7.1</b>	<b>(25.3)</b>	<b>(9.2)</b>	<b>(4.9)</b>	<b>(5.1)</b>
금융부채증가(감소)	9.1	16.5	(2.4)	1.9	1.7
자본증가(감소)	7.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(4.1)	(35.0)	0.0	(0.0)	0.0
배당지급	(5.1)	(6.8)	(6.8)	(6.8)	(6.8)
<b>현금의 증감</b>	<b>6.4</b>	<b>10.2</b>	<b>21.6</b>	<b>26.4</b>	<b>28.1</b>
Unlevered CFO	29.7	46.4	36.3	38.5	41.4
Free Cash Flow	(0.6)	36.6	32.2	36.6	38.1

2020년 4월 14일

# KG이니시스(035600)

## 본업에 자회사 KG모빌리언스까지 더해진 실적!

### 투자 의견 'BUY', 목표주가 30,800원 유지

KG이니시스에 대한 투자 의견 'BUY'와 목표주가 30,800원을 유지한다. ① KG이니시스 별도 매출액은 국내외 신규 가맹점 확보와 온라인 시장 성장으로 전년 대비 20% 이상 성장할 전망이다. ② 주요 자회사인 KG모빌리언스는 2020년 휴대폰 소액 결제 한도 상향과 자회사 합병 효과로 큰 폭의 실적 성장이 예상된다. ③ 이와 함께 그 동안 주가에 부담으로 작용했던 동부제철 M&A 이슈도 모두 해소된 만큼 본격적인 주가 상승이 이루어질 시점이라고 판단한다.

### 1Q20 Preview: 매출액 2,394억원, 영업이익 229억원 전망

KG이니시스의 2020년 1분기 연결 실적은 매출액 2,394억원(+4.9%, YoY), 영업이익 229억원(+9.0%, YoY)으로 예상된다. 1) KG이니시스 별도 매출액과 영업이익은 각각 1,301억원(+14.5%, YoY)과 121억원(+16.3%, YoY)으로 코로나19 영향에 따른 온라인 소비증가로 호실적이 전망된다. 특히 국내 대표 배달앱인 요기요가(배달업계 2위 플랫폼) 2월 편의점 배달 주문량이 전월 대비 27% 증가한 것으로 파악되는 만큼 KG이니시스의 매출 증가에 큰 기여를 한 것으로 보인다. 2) 연결 실적도 주요 자회사인 KG모빌리언스도 올앳과의 합병 효과로 매출 및 이익 확대가 나타날 것으로 예상된다. 최근 온라인 시장 확대, O2O서비스 확산에 따른 고객군 확산, 휴대폰 소액결제 한도 상향 등 우호적인 영업환경이 조성되고 있는 만큼 분기별로 갈수록 실적에 대한 기대감은 높아질 것으로 판단한다.

### 2020년 매출액 1.1조원, 영업이익 1,077억원 예상

KG이니시스의 2020년 매출액은 1.1조원(+15.8%, YoY)과 영업이익은 1,077억원(+25.1%, YoY)으로 예상된다. KG이니시스는 모두투어, 제주항공 등 거래규모가 큰 업체들 중심으로 신규고객사가 유입되고 있으며 온라인 소비 확대 및 O2O서비스 확산 등으로 향후 성장세가 뚜렷할 전망이다. KG모빌리언스와 KFC코리아도 매출 확대 및 수익성 개선으로 연결 실적 확대에 특목한 효자 역할을 할 것으로 판단한다.

### Top Picks

**BUY**

TP(12M): 30,800원 | CP(4월 13일): 19,100원

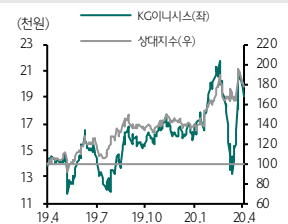
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	596.71		
52주 최고/최저(원)	21,700/11,750		
시가총액(십억원)	533.0		
시가총액비중(%)	0.24		
발행주식수(천주)	27,904.4		
60일 평균 거래량(천주)	489.5		
60일 평균 거래대금(십억원)	9.1		
20년 배당금(예상, 원)	330		
20년 배당수익률(예상, %)	1.73		
외국인지분율(%)	17.95		
주요주주 지분율(%)	KG케미칼 외 7인		
	41.06		
	0.00		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	22.8	23.2	35.0
상대	7.9	30.7	73.7

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,065.3	1,214.8
영업이익(십억원)	104.7	124.4
순이익(십억원)	79.3	90.4
EPS(원)	2,356	2,645
BPS(원)	11,622	14,075

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	924.6	956.1	1,107.4	1,259.7	1,419.4
영업이익	십억원	60.4	86.1	107.7	126.0	151.9
세전이익	십억원	51.2	83.9	102.3	124.0	152.5
순이익	십억원	35.2	50.0	71.7	79.9	91.5
EPS	원	1,263	1,792	2,569	2,863	3,279
증감률	%	흑전	41.9	43.4	11.4	14.5
PER	배	12.19	9.49	7.43	6.67	5.82
PBR	배	1.98	1.77	1.61	1.32	1.09
EV/EBITDA	배	6.90	5.22	4.67	3.62	2.42
ROE	%	17.61	21.61	25.50	22.91	21.44
BPS	원	7,787	9,605	11,880	14,449	17,479
DPS	원	300	330	330	330	330



**Analyst 이정기**  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com



**Analyst 안주원**  
02-3771-3125  
joowonahn@hanafn.com



**Analyst 김아영**  
02-3771-3452  
aykim0515@hanafn.com

**2020년 매출액 1.1조원, 영업이익 1,077억원 예상**

2020년 매출액은  
1.1조원(+15.8%, YoY),  
영업이익은  
1,077억원(25.1%, YoY) 예상

KG이니시스의 2020년 매출액은 1.1조원(+15.8%, YoY), 영업이익은 1,077억원(+25.1%, YoY)을 예상한다.

① KG이니시스는 지난해 신규로 확보한 인티파크 티켓(2019년 10월)을 시작으로 2020년 4월에는 모두투어가 유입되었고 향후 제주항공도 신규로 붙을 예정인 만큼 거래규모가 큰 업체들 중심으로 고객사가 늘어나며 매출 확대가 뚜렷할 전망이다. 코로나 19 영향으로 온라인 소비가 늘어나고 O2O서비스도 확산되면서 PG업체들의 영업환경이 좋아지고 있는 만큼 향후 성장세는 이어질 것으로 판단한다.

② KG모빌리언스는 올렛 합병효과, 휴대폰 소액결제 한도 상향(2020년 월) 및 스마트폰 스펙 향상 및 이동통신 기술 발달에 따른 모바일을 통한 소비 확대로 좋을 전망이다. 이에 따라 2020년 매출액과 영업이익은 각각 2,364억원(+88.2%, YoY)과 429억원(+31.2%, YoY)으로 추정한다.

③ KFC는 전국 지점 이익 정상화 작업으로 영업이익은 전년대비 25.6% 증가한 49억원이 예상된다. 전 지점 직영 운영방식에서 가맹지점으로 전환 예정이며 주류판매를 통해 사업 부가가치도 높일 예정이다. 또한, 배달 문화가 확산되면서 오프라인 매장의 임대료 부담 축소로 이어져 비용 감소에도 기여할 것으로 예상된다.

표 1. KG이니시스 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19	20F
<b>매출액</b>	<b>228.1</b>	<b>228.3</b>	<b>243.9</b>	<b>255.8</b>	<b>239.4</b>	<b>263.8</b>	<b>291.9</b>	<b>312.3</b>	<b>924.6</b>	<b>956.1</b>	<b>1,107.4</b>
증가율	-2.4	-4.4	5.0	16.4	5.0	15.5	19.7	22.1	21.9	3.4	15.8
KG이니시스	113.6	111.6	121.8	134.3	130.1	139.8	153.0	168.0	483.5	481.3	590.9
KG모빌리언스	32.7	32.6	30.9	29.3	56.8	58.6	60.9	60.2	135.1	125.6	236.4
KG올렛	21.3	22.5	21.5	24.5	-	-	-	-	73.0	89.8	-
KG에듀원	15.8	15.4	16.9	15.4	14.6	16.0	17.6	16.0	65.7	63.5	64.2
KFC코리아	49.5	50.9	54.6	54.8	39.8	51.8	63.0	71.0	184.3	209.8	225.6
부동산업	0.0	0.0	3.2	3.0	3.2	3.2	3.2	3.0	0.0	6.2	12.6
내부거래제거	(4.9)	(4.7)	(5.0)	(5.6)	(5.1)	(5.6)	(5.8)	(5.9)	(16.9)	(20.1)	(22.4)
<b>영업이익</b>	<b>21.0</b>	<b>19.4</b>	<b>22.7</b>	<b>23.1</b>	<b>22.9</b>	<b>26.0</b>	<b>28.8</b>	<b>30.2</b>	<b>60.4</b>	<b>86.1</b>	<b>107.7</b>
영업이익률	9.2	8.5	9.3	9.0	9.5	9.8	9.8	9.7	6.5	9.0	9.7
KG이니시스	10.4	10.0	10.6	10.1	12.1	13.1	14.5	13.1	38.0	41.1	52.8
KG모빌리언스	8.4	7.5	7.0	9.9	9.7	9.9	10.4	12.9	20.5	32.7	42.9
KG올렛	0.9	1.1	1.1	1.5	추)_	-	-	-	1.4	4.6	-
KG에듀원	0.6	0.0	0.8	0.9	0.5	0.7	0.9	1.0	2.7	2.3	3.1
KFC코리아	0.8	0.7	1.5	0.9	-0.6	1.2	1.9	2.4	-1.6	3.9	4.9
부동산업	0.0	0.0	1.7	1.1	1.5	1.5	1.5	1.3	0.0	2.8	5.8
내부거래제거	0.0	0.0	0.0	-1.3	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.8	-1.3	-1.7
<b>(지배)순이익</b>	<b>12.7</b>	<b>16.1</b>	<b>15.0</b>	<b>6.2</b>	<b>15.8</b>	<b>18.3</b>	<b>20.9</b>	<b>16.8</b>	<b>35.2</b>	<b>50.0</b>	<b>71.7</b>
당기순이익률	5.6%	7.1	6.1	2.4	6.6	6.9	7.2	5.4	3.8	5.2	6.5

자료: KG이니시스, 하나금융투자

주1: KG모빌리언스는 2020년 2월 12일 KG올렛을 흡수합병.

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>924.6</b>	<b>956.1</b>	<b>1,107.4</b>	<b>1,259.7</b>	<b>1,419.4</b>
매출원가	593.3	598.9	675.4	787.3	861.6
매출총이익	331.3	357.2	432.0	472.4	557.8
판매비	270.9	271.1	324.2	346.4	405.9
<b>영업이익</b>	<b>60.4</b>	<b>86.1</b>	<b>107.7</b>	<b>126.0</b>	<b>151.9</b>
금융손익	2.0	1.2	(5.5)	(2.0)	0.6
종속/관계기업손익	(1.0)	4.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(10.3)	(7.8)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>51.2</b>	<b>83.9</b>	<b>102.3</b>	<b>124.0</b>	<b>152.5</b>
법인세	11.3	23.9	15.5	27.4	40.4
계속사업이익	39.9	60.0	86.8	96.6	112.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>39.9</b>	<b>60.0</b>	<b>86.8</b>	<b>96.6</b>	<b>112.1</b>
비배주주지분 손익	4.6	10.0	14.5	16.1	18.7
<b>지배주주순이익</b>	<b>35.2</b>	<b>50.0</b>	<b>71.7</b>	<b>79.9</b>	<b>91.5</b>
지배주주지분포괄이익	33.3	58.6	74.5	83.0	96.2
NOPAT	47.1	61.6	91.5	98.2	111.7
EBITDA	80.9	132.8	135.4	142.4	161.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	21.9	3.4	15.8	13.8	12.7
NOPAT증가율	0.0	30.8	48.5	7.3	13.7
EBITDA증가율	10.8	64.2	2.0	5.2	13.5
영업이익증가율	10.4	42.5	25.2	16.9	20.6
(지배주주)순이익증가율	흑전	42.0	43.4	11.4	14.5
EPS증가율	흑전	41.9	43.4	11.4	14.5
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	35.8	37.4	39.0	37.5	39.3
EBITDA이익률	8.7	13.9	12.2	11.3	11.4
영업이익률	6.5	9.0	9.7	10.0	10.7
계속사업이익률	4.3	6.3	7.8	7.7	7.9
<b>투자지표</b>					
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,263	1,792	2,569	2,863	3,279
BPS	7,787	9,605	11,880	14,449	17,479
CFPS	4,113	5,230	4,851	5,099	5,788
EBITDAPS	2,899	4,760	4,854	5,102	5,791
SPS	33,138	34,263	39,685	45,143	50,866
DPS	300	330	330	330	330
<b>주기지표(배)</b>					
PER	12.2	9.5	7.4	6.7	5.8
PBR	2.0	1.8	1.6	1.3	1.1
PCFR	3.7	3.3	3.9	3.7	3.3
EV/EBITDA	6.9	5.2	4.7	3.6	2.4
PSR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	17.6	21.6	25.5	22.9	21.4
ROA	3.8	4.5	5.5	5.7	5.8
ROIC	24.1	34.1	72.4	137.0	445.7
부채비율	175.6	235.7	187.3	172.7	158.7
순부채비율	0.9	22.9	(9.6)	(32.1)	(48.9)
이자보상배율(배)	22.1	8.1	9.3	13.4	16.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>536.9</b>	<b>564.4</b>	<b>615.4</b>	<b>788.1</b>	<b>973.1</b>
금융자산	202.9	294.8	303.1	432.8	572.8
현금성자산	166.4	255.1	259.5	385.3	521.1
매출채권 등	68.2	60.1	69.6	79.2	89.2
재고자산	3.2	2.9	3.4	3.8	4.3
기타유동자산	262.6	206.6	239.3	272.3	306.8
<b>비유동자산</b>	<b>395.4</b>	<b>713.6</b>	<b>694.1</b>	<b>685.9</b>	<b>684.8</b>
투자자산	110.3	121.6	129.8	138.0	146.6
금융자산	8.3	3.7	4.2	4.8	5.4
유형자산	86.9	143.2	115.5	99.2	89.5
무형자산	<b>83.3</b>	<b>75.0</b>	<b>75.0</b>	<b>75.0</b>	<b>75.0</b>
기타비유동자산	<b>114.9</b>	<b>373.8</b>	<b>373.8</b>	<b>373.7</b>	<b>373.7</b>
<b>자산총계</b>	<b>932.3</b>	<b>1,278.0</b>	<b>1,309.5</b>	<b>1,474.0</b>	<b>1,658.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>513.3</b>	<b>687.3</b>	<b>639.8</b>	<b>715.6</b>	<b>795.0</b>
금융부채	143.5	197.0	74.1	74.1	74.1
매입채무 등	342.7	445.2	515.6	586.5	660.9
기타유동부채	27.1	45.1	50.1	55.0	60.0
<b>비유동부채</b>	<b>80.7</b>	<b>209.9</b>	<b>213.9</b>	<b>217.8</b>	<b>221.9</b>
금융부채	<b>62.5</b>	<b>185.2</b>	<b>185.2</b>	<b>185.2</b>	<b>185.2</b>
기타비유동부채	18.2	24.7	28.7	32.6	36.7
<b>부채총계</b>	<b>594.0</b>	<b>897.3</b>	<b>853.6</b>	<b>933.4</b>	<b>1,017.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>213.2</b>	<b>249.4</b>	<b>312.8</b>	<b>384.5</b>	<b>469.1</b>
자본금	<b>14.0</b>	<b>14.0</b>	<b>14.0</b>	<b>14.0</b>	<b>14.0</b>
자본잉여금	69.6	70.0	70.0	70.0	70.0
자본조정	(9.9)	(24.5)	(24.5)	(24.5)	(24.5)
기타포괄이익누계액	0.1	6.6	6.6	6.6	6.6
이익잉여금	139.4	183.3	246.8	318.4	403.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>125.1</b>	<b>131.3</b>	<b>142.9</b>	<b>156.1</b>	<b>171.9</b>
<b>자본총계</b>	<b>338.3</b>	<b>380.7</b>	<b>455.7</b>	<b>540.6</b>	<b>641.0</b>
순금융부채	3.1	87.3	(43.8)	(173.5)	(313.5)
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>41.3</b>	<b>225.7</b>	<b>151.0</b>	<b>149.8</b>	<b>160.4</b>
당기순이익	39.9	60.0	86.8	96.6	112.1
조정	55.0	62.1	27.7	16.4	9.7
감가상각비	20.5	46.7	27.6	16.4	9.7
외환거래손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.0	(4.3)	0.0	0.0	0.0
기타	33.4	19.7	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(53.6)	103.6	36.5	36.8	38.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(13.7)</b>	<b>(61.0)</b>	<b>(15.0)</b>	<b>(15.1)</b>	<b>(15.7)</b>
투자자산감소(증가)	(15.0)	(7.0)	(11.1)	(11.2)	(11.6)
유형자산감소(증가)	(8.7)	(18.1)	0.0	0.0	0.0
기타	10.0	(35.9)	(3.9)	(3.9)	(4.1)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(14.5)</b>	<b>(76.0)</b>	<b>(131.6)</b>	<b>(8.8)</b>	<b>(8.8)</b>
금융부채증가(감소)	(7.0)	176.0	(122.9)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.4	0.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1.9	(241.2)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(9.8)	(11.2)	(8.8)	(8.8)	(8.8)
<b>현금의 증감</b>	<b>13.0</b>	<b>88.8</b>	<b>4.3</b>	<b>125.9</b>	<b>135.9</b>
Unlevered CFO	114.8	145.9	135.4	142.3	161.5
Free Cash Flow	32.1	207.6	151.0	149.8	160.4

2020년 4월 14일

# NHN한국사이버결제(060250)

## 1분기부터 보여줄 무서운 성장

투자 의견 'BUY', 목표주가 43,800원으로 상향

NHN한국사이버결제에 대해 투자 의견 'BUY'와 목표주가는 기존 36,000원에서 43,800원으로 상향한다. 목표주가는 2020년 예상 EPS에 Target PER 30배를 적용했다. NHN한국사이버결제 2020년 실적은 비수기 없이 성장할 것으로 예상된다. 이는 최근 코로나 19로부터 촉발된 온라인 소비 확산이 급증하고 있기 때문이다. 이와 함께 신선식품 중심으로 이루어졌던 빠른 배송이 의류, 화장품 등에도 적용되며 온라인 소비활동에 대한 매력도가 더욱 올라가고 있다. 국내 온라인 쇼핑 시장규모는 134조원을 형성하고 있으나 유통구조가 본격적으로 변하면서 온라인 쇼핑 거래 증가세는 더욱 빨라질 것이다.

1Q20 Preview: 매출액 1,336억원과 영업이익 65억원 전망

NHN한국사이버결제 2020년 1분기 실적은 매출액 1,336억원(+23.5%, YoY)과 영업이익 65억원(+23.6%, YoY)로 전망한다. 비수기 시즌임에도 코로나19 영향에 따른 온라인 소비가 많아지면서 거래금액 증가로 20%가 넘는 성장이 이루어질 전망이다. 특히, 월 거래대금 기준 국내 소셜커머스 비중이 30% 내외 수준으로 최근 소셜커머스 업체들의 주문량 급증 수혜를 받을 것으로 보인다. 이익단에서는 성과급이 1분기에 일괄 반영될 것으로 예상하며, 이에 따라 영업이익률은 4.9%로 추정한다.

2020년 그 어느때보다 좋을 실적

2020년 실적은 매출액 5,761억원(+22.6%, YoY)과 영업이익 396억원(+24.8%, YoY)으로 예상된다. 매출액은 전방산업 확대와 함께 2019년에 확보한 해외 신규 가맹점을 통한 매출액 본격 발생, 온라인 시장 확대 등으로 좋을 전망이다. 이에 따라 2020년 PG부문 매출액은 전년대비 26% 성장한 5,091억 원으로 추정한다. 페이코오더는 올해 5만개 거래처 확보를 목표로 공격적인 확장에 들어가며 볼륨 확대에 집중할 것으로 예상된다. 이처럼 2020년에도 성장을 위한 변화가 이어지면서 경쟁력이 한층 강화될 것으로 판단한다.

Update

**BUY**

TP(12M): 43,800원(상향) | CP(4월 13일): 33,200원

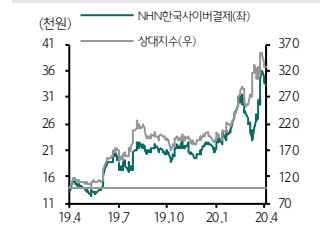
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	596.71
52주 최고/최저(원)	36,100/12,550
시가총액(십억원)	762.7
시가총액비중(%)	0.35
발행주식수(천주)	22,971.4
60일 평균 거래량(천주)	656.9
60일 평균 거래대금(십억원)	18.8
20년 배당금(예상, 원)	230
20년 배당수익률(예상, %)	0.69
외국인지분율(%)	19.78
주요주주 지분율(%)	
엔에이치엔페이코	41.17
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	36.3 59.6 135.5
상대	19.7 69.3 203.0

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	559.7	664.7
영업이익(십억원)	40.1	49.4
순이익(십억원)	32.0	39.8
EPS(원)	1,396	1,728
BPS(원)	7,492	9,077

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	432.7	469.9	576.1	705.7	864.5
영업이익	십억원	21.8	32.1	39.6	49.4	67.7
세전이익	십억원	20.7	37.5	40.1	49.9	68.1
순이익	십억원	17.0	24.5	32.0	39.7	52.2
EPS	원	751	1,069	1,394	1,729	2,272
증감률	%	57.4	42.3	30.4	24.0	31.4
PER	배	15.52	20.77	23.81	19.20	14.61
PBR	배	2.08	3.41	4.32	3.61	2.95
EV/EBITDA	배	5.11	8.79	12.28	9.64	6.51
ROE	%	15.47	20.20	22.77	23.15	24.56
BPS	원	5,607	6,510	7,687	9,200	11,255
DPS	원	143	230	230	230	230



Analyst 안주원  
02-3771-3125  
joowonahn@hanafn.com



Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com

RA 정민구  
02-3771-3429  
mingu.jeong@hanafn.com



### 2020년 매출액 5,761억원과 영업이익 396억원 전망

해외 가맹점 확보 + O2O 서비스로  
2020년 성장을 확대

2020년 실적은 매출액 5,761억원(+22.6%, YoY)과 영업이익 396억원(+24.8%, YoY)으로 예상된다. 매출액은 전방산업 확대와 함께 2019년에 확보한 해외 신규 가맹점을 통한 매출액 본격 발생, 온라인 시장 확대 등으로 좋을 전망이다. 이에 따라 2020년 PG부문 매출액은 전년대비 26% 성장한 5,091억원으로 추정한다. 페이코오더(테이블 오더+픽업 오더)는 올해 5만개 거래처 확보를 목표로 공격적인 확장에 들어가며 볼륨확대에 집중할 것으로 예상된다. 이처럼 2020년에도 성장을 위한 변화가 이어지면서 경쟁력이 한층 강화될 것으로 판단한다.

표 1. NHN한국사이버결제 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19	20F
<b>매출액</b>	<b>108.2</b>	<b>114.1</b>	<b>112.5</b>	<b>135.2</b>	<b>133.6</b>	<b>133.3</b>	<b>140.0</b>	<b>169.1</b>	<b>432.7</b>	<b>469.9</b>	<b>576.1</b>
증가율	7.4	8.8	2.6	15.0	23.5	16.9	24.5	25.1	22.9	8.6	22.6
PG	92.5	98.1	96.6	118.1	117.7	117.5	123.4	150.5	367.6	405.3	509.1
VAN	15.7	16.0	15.4	16.4	15.4	15.3	16.1	18.3	65.0	63.4	65.1
O2O	0.0	0.0	0.5	0.7	0.5	0.5	0.6	0.3	0.0	1.2	2.0
<b>영업이익</b>	<b>5.3</b>	<b>9.2</b>	<b>8.5</b>	<b>8.7</b>	<b>6.5</b>	<b>9.9</b>	<b>10.6</b>	<b>12.6</b>	<b>21.8</b>	<b>31.7</b>	<b>39.6</b>
영업이익률	4.9	8.1	7.6	6.4	4.9	7.4	7.6	7.4	5.0	6.8	6.9
<b>당기순이익</b>	<b>4.4</b>	<b>7.5</b>	<b>10.8</b>	<b>1.7</b>	<b>5.0</b>	<b>7.7</b>	<b>8.3</b>	<b>11.0</b>	<b>16.8</b>	<b>24.5</b>	<b>32.0</b>
순이익률	4.1	6.6	9.6	1.3	3.8	5.7	5.9	6.5	3.9	5.2	5.6

자료: NHN한국사이버결제, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>432.7</b>	<b>469.9</b>	<b>576.1</b>	<b>705.7</b>	<b>864.5</b>
매출원가	380.1	402.2	496.6	607.6	744.3
매출총이익	52.6	67.7	79.5	98.1	120.2
판매비	30.8	35.7	39.9	48.7	52.5
<b>영업이익</b>	<b>21.8</b>	<b>32.1</b>	<b>39.6</b>	<b>49.4</b>	<b>67.7</b>
금융손익	5.2	5.0	3.0	3.0	2.4
종속/관계기업손익	(0.5)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(5.8)	0.9	(2.5)	(2.5)	(2.0)
<b>세전이익</b>	<b>20.7</b>	<b>37.5</b>	<b>40.1</b>	<b>49.9</b>	<b>68.1</b>
법인세	3.9	13.0	8.1	10.2	15.9
계속사업이익	16.8	24.5	32.0	39.7	52.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>16.8</b>	<b>24.5</b>	<b>32.0</b>	<b>39.7</b>	<b>52.2</b>
비지배주주지분 손익	(0.3)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>17.0</b>	<b>24.5</b>	<b>32.0</b>	<b>39.7</b>	<b>52.2</b>
지배주주지분포괄이익	16.5	24.5	32.1	39.8	52.4
NOPAT	17.6	20.9	31.6	39.3	51.9
EBITDA	31.2	40.3	48.6	59.1	77.8
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	22.9	8.6	22.6	22.5	22.5
NOPAT증가율	39.7	18.8	51.2	24.4	32.1
EBITDA증가율	6.8	29.2	20.6	21.6	31.6
영업이익증가율	21.8	47.2	23.4	24.7	37.0
(지배주주)순이익증가율	58.9	44.1	30.6	24.1	31.5
EPS증가율	57.4	42.3	30.4	24.0	31.4
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	12.2	14.4	13.8	13.9	13.9
EBITDA이익률	7.2	8.6	8.4	8.4	9.0
영업이익률	5.0	6.8	6.9	7.0	7.8
계속사업이익률	3.9	5.2	5.6	5.6	6.0
<b>투자지표</b>					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	751	1,069	1,394	1,729	2,272
BPS	5,607	6,510	7,687	9,200	11,255
CFPS	1,672	2,049	2,013	2,468	3,302
EBITDAPS	1,374	1,754	2,117	2,572	3,389
SPS	19,056	20,456	25,079	30,722	37,634
DPS	143	230	230	230	230
<b>주기지표(배)</b>					
PER	15.5	20.8	23.8	19.2	14.6
PBR	2.1	3.4	4.3	3.6	2.9
PCFR	7.0	10.8	16.5	13.5	10.1
EV/EBITDA	5.1	8.8	12.3	9.6	6.5
PSR	0.6	1.1	1.3	1.1	0.9
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	15.5	20.2	22.8	23.2	24.6
ROA	6.8	8.3	9.8	10.9	12.3
ROIC	132.0	(149.8)	(97.8)	(195.8)	(214.6)
부채비율	141.3	144.9	122.2	102.5	98.0
순부채비율	(82.9)	(122.7)	(107.4)	(102.3)	(108.3)
이자보상배율(배)	59.5	87.1	107.7	134.4	184.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>201.5</b>	<b>243.4</b>	<b>269.2</b>	<b>304.3</b>	<b>375.9</b>
금융자산	111.1	171.3	180.9	208.5	270.9
현금성자산	88.8	126.9	160.2	187.9	250.3
매출채권 등	25.0	23.7	29.1	35.6	43.6
재고자산	5.8	3.4	4.2	5.1	6.3
기타유동자산	59.6	45.0	55.0	55.1	55.1
<b>비유동자산</b>	<b>78.2</b>	<b>68.6</b>	<b>73.8</b>	<b>78.6</b>	<b>92.1</b>
투자자산	8.1	4.8	5.9	7.2	8.8
금융자산	1.5	3.1	3.8	4.6	5.6
유형자산	54.0	29.3	31.7	33.4	45.2
무형자산	10.7	7.2	8.9	10.8	10.8
기타비유동자산	5.4	27.3	27.3	27.2	27.3
<b>자산총계</b>	<b>279.7</b>	<b>311.9</b>	<b>343.0</b>	<b>382.9</b>	<b>468.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>145.9</b>	<b>179.9</b>	<b>182.9</b>	<b>186.8</b>	<b>223.0</b>
금융부채	0.0	15.0	15.0	15.0	15.0
매입채무 등	143.1	149.2	151.2	153.7	188.3
기타유동부채	2.8	15.7	16.7	18.1	19.7
<b>비유동부채</b>	<b>17.9</b>	<b>4.7</b>	<b>5.7</b>	<b>7.0</b>	<b>8.6</b>
금융부채	15.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	2.8	4.7	5.7	7.0	8.6
<b>부채총계</b>	<b>163.8</b>	<b>184.6</b>	<b>188.6</b>	<b>193.8</b>	<b>231.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>115.9</b>	<b>127.2</b>	<b>154.2</b>	<b>188.9</b>	<b>236.2</b>
자본금	11.0	11.5	11.5	11.5	11.5
자본잉여금	46.0	45.8	45.8	45.8	45.8
자본조정	(14.8)	(24.8)	(24.8)	(24.8)	(24.8)
기타포괄이익누계액	(0.1)	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	73.9	94.6	121.6	156.3	203.5
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>
<b>자본총계</b>	<b>115.9</b>	<b>127.4</b>	<b>154.4</b>	<b>189.1</b>	<b>236.4</b>
순금융부채	(96.0)	(156.2)	(165.8)	(193.5)	(255.9)
<b>현금흐름표</b>					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>28.0</b>	<b>73.2</b>	<b>26.6</b>	<b>44.9</b>	<b>89.2</b>
당기순이익	16.8	24.5	32.0	39.7	52.2
조정	14.5	19.1	6.8	7.5	8.4
감가상각비	9.4	8.2	9.0	9.7	10.2
외환거래손익	0.0	(0.1)	(2.3)	(2.3)	(1.8)
지분법손익	0.4	0.8	0.0	0.0	0.0
기타	4.7	10.2	0.1	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	(3.3)	29.6	(12.2)	(2.3)	28.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(2.8)</b>	<b>(21.6)</b>	<b>11.7</b>	<b>(12.2)</b>	<b>(21.8)</b>
투자자산감소(증가)	2.6	3.7	(1.1)	(1.3)	(1.6)
유형자산감소(증가)	(5.3)	(1.0)	(10.2)	(9.9)	(20.5)
기타	(0.1)	(24.3)	23.0	(1.0)	0.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(5.4)</b>	<b>(13.5)</b>	<b>(5.0)</b>	<b>(5.0)</b>	<b>(5.0)</b>
금융부채증가(감소)	0.1	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	2.8	(2.8)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(8.3)	(7.5)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	(3.2)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
<b>현금의 증감</b>	<b>19.8</b>	<b>38.2</b>	<b>33.3</b>	<b>27.7</b>	<b>62.4</b>
Unlevered CFO	38.0	47.1	46.2	56.7	75.8
Free Cash Flow	22.5	65.4	16.4	35.0	68.7



2020년 4월 14일

# 종근당홀딩스(001630)

## 국민 유산균 ‘락토픽’, 2020년에도 성장은 이어진다!

**투자의견 BUY, 목표주가 172,500원 유지**

종근당홀딩스에 대해 투자의견 ‘BUY’, 목표주가 172,500원을 유지한다. 종근당홀딩스의 자회사 종근당건강의 실적 성장세가 가파르다. 종근당건강은 1) 코로나19로 인해 건강에 대한 관심도가 높아지며 건강기능식품 시장 성장이 가속화 되고 있고 2) 건강기능식품 시장 내 독보적 브랜드 파워로 매출액 성장이 지속되고 있으며 3) 그룹간 시너지를 통한 전사적 외형성장과 수익성 개선도 이어질 것으로 보여 2020년에도 지속적 성장을 이룰 것으로 판단한다.

### 홀딩스: 1Q20 매출액 1,876억원 영업이익 277억원 전망

종근당홀딩스의 2020년 1분기 실적은 매출액 1,876억원(+12.1%, YoY) 영업이익 277억원(+36.3%, YoY)으로 전망한다. 종근당홀딩스의 외형성장은 종근당건강의 전 제품군의 매출성장으로 인한 호실적과 종근당바이오의 계열사향 프로바이오틱스 OEM 물량 증가로 인한 매출액 증가가 이끌 것으로 보인다. 2020년 1분기 영업이익은 주력 자회사인 종근당건강, 종근당바이오의 성장과 이외 자회사의 적자폭 감소로 인하여 전년 동기 대비 34.0% 성장한 274억원을 시현할 것으로 보인다.

### 종근당건강: 1Q20 매출액 997억원 영업이익 205억원 전망

종근당건강 2020년 1분기 실적은 매출액 997억원(+22.8%, YoY) 영업이익 205억원(+36.7%, YoY)으로 전망한다. 외형성장은 프로바이오틱스 포함 전 제품군의 매출 성장이 이끌 것으로 보인다. 종근당건강은 코로나19가 소강될 2020년 하반기부터 H&B스토어 및 면세점 등 오프라인 판매채널 확장에 따른 매출액 증가 효과 또한 예상되어 2020년 분기별 성장이 지속될 전망이다. 영업이익률은 프로바이오틱스 및 고수익성 제품군의 매출 비중 증가로 개선될 전망이다.

### Top Picks

**BUY**

TP(12M): 172,500원 | CP(4월 13일): 113,500원

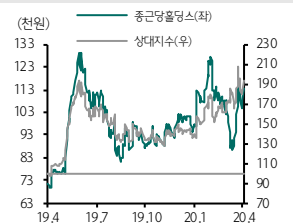
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,825.76	
52주 최고/최저(원)	129,000/70,000	
시가총액(십억원)	568.6	
시가총액비중(%)	0.05	
발행주식수(천주)	5,009.9	
60일 평균 거래량(천주)	43.2	
60일 평균 거래대금(십억원)	4.7	
20년 배당금(예상, 원)	1,300	
20년 배당수익률(예상, %)	1.15	
외국인지분율(%)	16.19	
주요주주 지분율(%)		
이장한 외 5인	45.98	
국민연금공단	8.41	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	14.8	28.7 59.9
상대	11.3	44.1 95.6

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	865.1	928.9
영업이익(십억원)	119.4	163.5
순이익(십억원)	101.0	139.8
EPS(원)	10,180	14,511
BPS(원)	102,218	115,372

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	531.1	720.6	805.9	930.1	1,052.9
영업이익	십억원	53.7	86.2	118.9	163.7	177.9
세전이익	십억원	67.4	98.1	128.9	174.6	184.4
순이익	십억원	27.5	45.0	59.1	79.4	84.3
EPS	원	5,481	8,988	11,801	15,845	16,834
증감률	%	(42.8)	64.0	31.3	34.3	6.2
PER	배	11.40	11.24	9.62	7.16	6.74
PBR	배	0.73	1.08	1.09	0.96	0.85
EV/EBITDA	배	7.17	7.37	6.17	4.65	4.20
ROE	%	6.55	10.03	11.94	14.23	13.32
BPS	원	85,685	93,600	104,101	118,646	134,181
DPS	원	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300



**Analyst 안주원**  
02-3771-3125  
joowonahn@hanafn.com



**Analyst 이정기**  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com

**RA 정민구**  
02-3771-3429  
mingu.jeong@hanafn.com

**종근당홀딩스: 2020년 매출액 8,059억원 영업이익 1,189억원 전망**

종근당건강, 종근당바이오의  
매출액성장,  
경보제약 적자폭 축소로  
외형성장 + 수익성 개선 전망

종근당홀딩스의 2020년 실적은 매출액 8,059억원(+11.8%, YoY)과 영업이익 1,189억원(+38.0%, YoY)으로 전망한다. 2020년 실적은 종근당건강, 종근당바이오를 통한 매출액성장과 경보제약의 실적개선으로 외형성장과 수익성 모두 이루는 해로 판단한다. 종근당바이오의 2020년 실적은 매출액 1,595억원(+16.2%, YoY)과 영업이익 214억원(+35.3%, YoY)으로 전망한다. 계열사 향 프로바이오틱스 원료분말 및 패키징 매출액이 전사적 외형성장을 이끌 전망이다. 경보제약의 2020년 실적은 매출액 2,057억원(+7.3%, YoY)과 영업이익 134억원(+116.0%, YoY)으로 추정한다.

**종근당건강: 2020년 매출액 4,195억원 영업이익 805억원 전망**

종근당건강, 프로바이오틱스 포함  
모든 제품군의 고른 성장으로  
지속외형성장 예상

종근당건강의 2020년 실적은 매출액 4,195억원(+18.8%, YoY)과 영업이익 805억원(+32.1%, YoY)으로 전망한다. 매출액 성장은 프로바이오틱스를 포함한 이외 제품들의 고른 성장이 이끌 것으로 보인다. 종근당건강의 프로바이오틱스 대표제품 '락토픽'은 제품리뉴얼을 통한 프리미엄화로 ASP상승 및 기존고객의 재구매율이 상승할 전망이다. 프로바이오틱스 매출액은 전년대비 15.2%성장한 매출액 2,310억원을 달성할 것으로 보인다. 또한 종근당건강은 2019년 말부터 온라인, 면세점, H&B스토어 등 판매채널 다각화를 진행중이다. 종근당건강은 가성비 제품은 온라인과 H&B스토어, 고가 프리미엄제품은 면세점, 텔레마케팅 등으로 제품별 맞춤형 판매채널로 영업력을 강화하고 있다. 이에 따라 2020년 전략제품인 프로메가의 매출액은 전년대비 38.8% 증가한 353억원 규모로 판단하며, 프리미엄 제품인 키성장 보조제품인 '아이커' 또한 유의미한 매출 상승이 있을 전망이다.

표 1. 종근당홀딩스 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19	20F	21F
<b>매출액</b>	<b>167.3</b>	<b>180.5</b>	<b>182.9</b>	<b>189.9</b>	<b>187.6</b>	<b>200.5</b>	<b>203.6</b>	<b>214.1</b>	<b>531.1</b>	<b>720.6</b>	<b>805.9</b>	<b>930.1</b>
연결조정	6.4	6.2	8.4	14.9	13.2	14.8	13.5	14.8	22.7	35.8	56.3	66.8
증가율	31.4	40.6	37.1	33.8	12.1	11.1	11.3	12.8	17.8	35.7	11.8	15.4
종근당건강	81.2	83.6	93.9	94.4	99.7	101.1	106.5	112.1	182.7	353.1	419.5	512.5
종근당바이오	31.3	33.0	35.0	38.0	34.6	37.7	41.6	45.6	124.5	137.2	159.5	176.5
경보제약	44.9	52.9	45.3	48.6	47.5	56.8	48.8	52.6	201.3	191.7	205.7	216.6
기타	16.3	17.2	17.1	14.9	19.0	19.7	20.2	18.6	45.2	65.5	77.5	91.3
<b>영업이익</b>	<b>20.3</b>	<b>27.4</b>	<b>26.2</b>	<b>12.3</b>	<b>27.7</b>	<b>32.6</b>	<b>32.3</b>	<b>26.3</b>	<b>53.7</b>	<b>86.2</b>	<b>118.9</b>	<b>163.7</b>
영업이익률	12.1	15.2	14.3	6.5	14.7	16.3	15.9	12.3	10.1	12.0	14.7	17.6
종근당건강	15.0	16.2	20.2	9.5	20.5	20.8	22.1	17.3	26.1	60.9	80.5	108.7
종근당바이오	2.5	4.1	4.5	4.3	4.4	5.2	5.7	6.1	7.0	15.8	21.4	26.5
경보제약	1.8	5.2	1.0	-1.7	2.0	5.8	4.5	0.9	17.3	6.2	13.4	22.7
기타	1.0	2.0	0.5	1.5	0.7	0.7	-0.1	2.0	3.4	5.0	3.4	5.9
<b>당기순이익</b>	<b>27.9</b>	<b>13.6</b>	<b>23.3</b>	<b>14.5</b>	<b>24.2</b>	<b>28.1</b>	<b>27.3</b>	<b>24.7</b>	<b>52.8</b>	<b>79.3</b>	<b>104.2</b>	<b>139.9</b>
당기순이익률	16.7	7.5	12.8	7.6	12.9	14.0	13.4	11.5	9.9	11.0	12.9	15.0

자료: 종근당 홀딩스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>531.1</b>	<b>720.6</b>	<b>805.9</b>	<b>930.1</b>	<b>1,052.9</b>
매출원가	328.2	392.0	424.7	481.8	547.5
매출총이익	202.9	328.6	381.2	448.3	505.4
판매비	149.2	242.5	262.3	284.6	327.5
<b>영업이익</b>	<b>53.7</b>	<b>86.2</b>	<b>118.9</b>	<b>163.7</b>	<b>177.9</b>
금융손익	6.8	(0.2)	2.1	3.7	4.4
종속/관계기업손익	4.1	9.4	6.1	5.8	0.0
기타영업외손익	2.8	2.7	1.8	1.4	2.0
<b>세전이익</b>	<b>67.4</b>	<b>98.1</b>	<b>128.9</b>	<b>174.6</b>	<b>184.4</b>
법인세	14.6	18.8	24.7	34.7	35.8
계속사업이익	52.8	79.3	104.2	139.9	148.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>52.8</b>	<b>79.3</b>	<b>104.2</b>	<b>139.9</b>	<b>148.6</b>
비지배주주지분 손익	25.4	34.3	45.0	60.5	64.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>27.5</b>	<b>45.0</b>	<b>59.1</b>	<b>79.4</b>	<b>84.3</b>
지배주주지분포괄이익	29.4	44.5	59.2	79.5	84.5
NOPAT	42.1	69.7	96.0	131.1	143.4
EBITDA	77.9	113.7	146.0	193.1	211.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	17.8	35.7	11.8	15.4	13.2
NOPAT증가율	13.8	65.6	37.7	36.6	9.4
EBITDA증가율	15.2	46.0	28.4	32.3	9.4
영업이익증가율	23.4	60.5	37.9	37.7	8.7
(지배주주)순이익증가율	(42.7)	63.6	31.3	34.3	6.2
EPS증가율	(42.8)	64.0	31.3	34.3	6.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	38.2	45.6	47.3	48.2	48.0
EBITDA이익률	14.7	15.8	18.1	20.8	20.1
영업이익률	10.1	12.0	14.8	17.6	16.9
계속사업이익률	9.9	11.0	12.9	15.0	14.1
<b>투자지표</b>					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,481	8,988	11,801	15,845	16,834
BPS	85,685	93,600	104,101	118,646	134,181
CFPS	17,797	24,357	31,461	40,829	43,270
EBITDAPS	15,542	22,689	29,144	38,552	42,150
SPS	106,014	143,845	160,859	185,660	210,167
DPS	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
<b>주기지표(배)</b>					
PER	11.4	11.2	9.6	7.2	6.7
PBR	0.7	1.1	1.1	1.0	0.8
PCFR	3.5	4.1	3.6	2.8	2.6
EV/EBITDA	7.2	7.4	6.2	4.7	4.2
PSR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	6.6	10.0	11.9	14.2	13.3
ROA	3.2	4.6	5.3	6.3	6.0
ROIC	11.1	15.6	19.1	24.4	24.9
부채비율	29.9	45.2	41.2	38.6	36.3
순부채비율	0.5	8.1	2.6	(3.8)	(9.7)
이자보상배율(배)	36.9	29.2	30.3	43.4	47.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>288.7</b>	<b>335.8</b>	<b>392.0</b>	<b>488.9</b>	<b>597.6</b>
금융자산	65.9	94.0	121.6	180.0	249.5
현금성자산	34.4	40.4	67.5	125.1	194.0
매출채권 등	118.1	120.6	134.8	152.6	171.1
재고자산	96.4	117.2	131.0	151.2	171.2
기타유동자산	8.3	4.0	4.6	5.1	5.8
<b>비유동자산</b>	<b>582.7</b>	<b>739.0</b>	<b>783.5</b>	<b>842.9</b>	<b>899.1</b>
투자자산	224.4	263.0	289.6	328.5	366.9
금융자산	0.2	1.5	1.7	1.9	2.2
유형자산	234.6	323.8	344.4	367.3	387.0
무형자산	26.4	26.0	23.3	21.0	19.1
기타비유동자산	97.3	126.2	126.2	126.1	126.1
<b>자산총계</b>	<b>871.4</b>	<b>1,074.7</b>	<b>1,175.5</b>	<b>1,331.9</b>	<b>1,496.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>143.3</b>	<b>239.5</b>	<b>242.1</b>	<b>262.2</b>	<b>282.1</b>
금융부채	53.0	105.4	94.3	94.3	94.3
매입채무 등	80.6	114.0	127.5	147.2	166.6
기타유동부채	9.7	20.1	20.3	20.7	21.2
<b>비유동부채</b>	<b>57.4</b>	<b>95.2</b>	<b>100.7</b>	<b>108.7</b>	<b>116.7</b>
금융부채	16.4	48.7	48.7	48.7	48.7
기타비유동부채	41.0	46.5	52.0	60.0	68.0
<b>부채총계</b>	<b>200.7</b>	<b>334.7</b>	<b>342.8</b>	<b>371.0</b>	<b>398.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>429.3</b>	<b>469.0</b>	<b>521.5</b>	<b>594.4</b>	<b>672.2</b>
자본금	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5
자본잉여금	174.6	174.7	174.7	174.7	174.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	1.7	0.5	0.5	0.5	0.5
이익잉여금	240.4	281.2	333.8	406.7	484.5
<b>비지배주주지분</b>	<b>241.5</b>	<b>271.1</b>	<b>311.1</b>	<b>366.5</b>	<b>425.7</b>
<b>자본총계</b>	<b>670.8</b>	<b>740.1</b>	<b>832.6</b>	<b>960.9</b>	<b>1,097.9</b>
순금융부채	3.5	60.2	21.4	(37.0)	(106.6)
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>37.9</b>	<b>111.3</b>	<b>122.1</b>	<b>158.8</b>	<b>170.6</b>
당기순이익	52.8	79.3	104.2	139.9	148.6
조정	17.7	28.0	27.1	29.4	33.2
감가상각비	24.1	27.5	27.1	29.4	33.2
외환거래손익	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(3.6)	(10.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(2.9)	10.6	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(32.6)	4.0	(9.2)	(10.5)	(11.2)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(64.1)</b>	<b>(181.6)</b>	<b>(77.2)</b>	<b>(94.7)</b>	<b>(95.2)</b>
투자자산감소(증가)	(26.5)	(38.6)	(31.7)	(43.9)	(43.5)
유형자산감소(증가)	(50.9)	(124.9)	(45.0)	(50.0)	(51.0)
기타	13.3	(18.1)	(0.5)	(0.8)	(0.7)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>5.3</b>	<b>76.2</b>	<b>(17.7)</b>	<b>(6.5)</b>	<b>(6.5)</b>
금융부채증가(감소)	13.6	84.7	(11.1)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(4.4)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	9.1	1.0	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(13.0)	(9.6)	(6.5)	(6.5)	(6.5)
<b>현금의 증감</b>	<b>(20.8)</b>	<b>6.0</b>	<b>27.2</b>	<b>57.6</b>	<b>68.8</b>
Unlevered CFO	89.2	122.0	157.6	204.5	216.8
Free Cash Flow	(13.1)	(13.7)	77.1	108.8	119.6

2020년 4월 14일

# 종근당바이오(063160)

## 든든한 락토픽, 견조한 실적성장!

**투자 의견 BUY, 목표주가 42,100원 유지**

종근당바이오에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 42,100원을 유지한다. 종근당바이오는 1) 계열사향 '락토픽' 원료 및 완제품 생산을 담당하며 향후 매출액 성장이 담보 되어 있다는 점 2) 원료에서부터 완제품까지 수직계열화를 갖추며 원가경쟁력을 보유하고 있는 점 등 강점을 고루 갖추고 있다. 또한 최근 코로나19로 면역력 강화에 대한 관심이 높아지며 유산균 기반의 제품인 '락토픽' 매출액 성장 또한 지속될 것으로 보여 2020년에도 견조한 성장을 이어갈 전망이다.

### 1Q20 Preview: 매출액 346억원과 영업이익 44억원 전망

종근당바이오의 1분기 실적은 매출액 346억원 (+10.5%, YoY)과 영업이익 44억원 (+75.8%, YoY)으로 전망한다. 프로바이오틱스는 매출액 36억원을 달성하며 전년동기대비 86.3% 성장할 전망이다. 올해 3월에는 프로바이오틱스 생산시설 증설 및 시험 생산도 완료한 만큼 2분기부터 큰 폭의 매출액 증가가 일어날 것으로 보인다. 해외 수출 비중이 높은 원료의약품 사업은 코로나19에도 수출이 원활하게 이루어지고 있다. 1분기 영업이익률은 수익성 높은 프로바이오틱스 매출액 비중 확대(19년 1분기 6.2% → 20년 1분기 10.4%) 및 API 사업부의 ASP상승으로 4.7%p 증가한 12.7%를 시현할 것으로 보인다.

### 2020년 실적 매출액 1,585억원과 영업이익 212억원 전망

2020년 실적은 매출액 1,585억원(+15.5%, YoY)과 영업이익 212억원(+37.8%, YoY)으로 전망한다. 계열사향 프로바이오틱스 원료분말 및 패키징 매출액이 전사 외형성장을 이끌 전망이다. 최근 코로나19로 면역력 강화에 대한 관심이 높아지며 '락토픽'의 2020년에도 지속적 판매증가가 예상된다. 종근당바이오는 생산시설 확충으로 연간매출액 300억원 규모의 프로바이오틱스 원료 및 완제품 생산이 가능하다. 이에 따라 '락토픽' OEM 물량 또한 점진적으로 증가 할 것으로 판단한다. 종근당바이오의 프로바이오틱스 예상매출액은 268억원(+155.6%, YoY)이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 42,100원 | CP(4월 13일): 30,700원

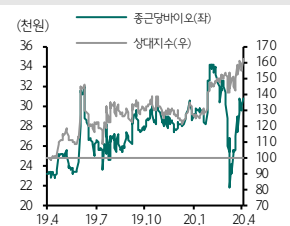
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,825.76
52주 최고/최저(원)	34,200/21,800
시가총액(십억원)	168.4
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	5,486.0
60일 평균 거래량(천주)	84.6
60일 평균 거래대금(십억원)	2.5
20년 배당금(예상, 원)	191
20년 배당수익률(예상, %)	0.62
외국인지분율(%)	9.05
주요주주 지분율(%)	
종근당홀딩스 외 1인	37.30
상대	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	18.5 11.2 32.5
상대	15.0 24.6 62.1

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	159.2	182.1
영업이익(십억원)	21.2	27.2
순이익(십억원)	17.1	21.5
EPS(원)	3,108	3,910
BPS(원)	32,733	36,530

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	124.5	137.2	158.5	175.2	202.0
영업이익	십억원	7.0	15.8	21.2	26.3	29.7
세전이익	십억원	9.3	16.0	20.7	25.9	29.1
순이익	십억원	8.0	12.6	17.1	21.3	24.0
EPS	원	1,450	2,305	3,125	3,877	4,367
증감률	%	(0.8)	59.0	35.6	24.1	12.6
PER	배	13.64	12.80	9.82	7.92	7.03
PBR	배	0.73	1.01	0.95	0.86	0.77
EV/EBITDA	배	6.04	6.98	6.27	5.03	4.23
ROE	%	5.49	8.25	10.27	11.49	11.59
BPS	원	27,215	29,253	32,191	35,881	40,061
DPS	원	191	191	191	191	191



**Analyst 안주원**  
02-3771-3125  
joowonahn@hanafn.com



**Analyst 이정기**  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com

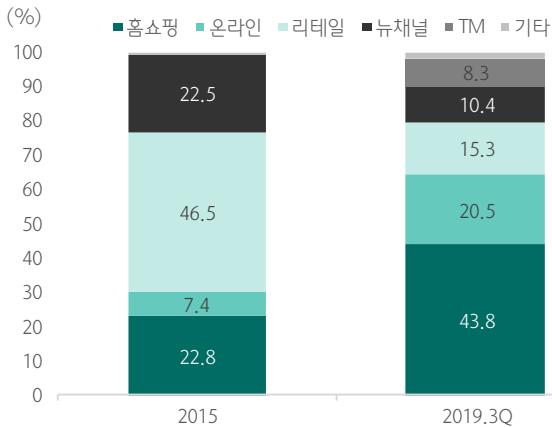
**RA 정민구**  
02-3771-3429  
mingu.jeong@hanafn.com

**1Q20 Preview: 매출액 346억원과 영업이익 44억원 전망**

종근당바이오 3월 말  
프로바이오틱스 생산시설 증설  
원료로 2분기부터 관련  
매출액 점진적 증가 예상

종근당바이오의 1분기 실적은 매출액 346억원 (+10.5%, YoY)과 영업이익 44억원 (+75.8%, YoY)으로 전망한다. 매출액 성장을 이끄는 프로바이오틱스는 매출액 36억원을 달성하며 전년 동기대비 86.3% 성장할 전망이다. 올해 3월에는 프로바이오틱스 생산시설 증설 및 시험 생산도 완료한 만큼 2분기부터 큰 폭의 관련 매출액 증가가 일어날 것으로 보인다. 해외 수출 비중이 높은 원료의약품 사업은 코로나19에도 수출이 원활하게 이루어지고있다. 2020년 1분기 매출액 중 기존 API (PC, DMCT, Rifampicin 등)의 매출액은 전년동기 매출액수준인 273억원을 시현할 전망이다. 2020년 1분기 영업이익률은 수익성 높은 프로바이오틱스 매출액 비중증가 (19년 1분기 6.2% → 20년 1분기 10.4%) 및 API 사업부의 ASP상승으로 4.7%p 증가한 12.7%를 시현할 것으로 보인다.

그림 1. 락토픽 판매 채널별 매출액 추이



자료: 종근당건강, 하나금융투자

그림 2. 종근당건강 대표 제품 및 광고모델 모습



자료: 종근당건강, 하나금융투자

표 1. 종근당바이오 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19	20F	21F
<b>매출액</b>	<b>31.3</b>	<b>33.0</b>	<b>35.0</b>	<b>38.0</b>	<b>34.6</b>	<b>37.7</b>	<b>41.6</b>	<b>44.6</b>	<b>124.5</b>	<b>137.2</b>	<b>158.5</b>	<b>175.2</b>
증가율	1.7	6.8	7.4	25.2	10.5	14.4	19.0	17.4	5.3	10.2	15.5	10.6
<b>제품</b>	<b>29.8</b>	<b>31.2</b>	<b>33.6</b>	<b>36.3</b>	<b>32.8</b>	<b>35.6</b>	<b>39.6</b>	<b>43.6</b>	<b>116.4</b>	<b>130.8</b>	<b>151.6</b>	<b>167.9</b>
Probiotics	1.9	2.4	2.2	3.5	3.6	6.7	7.5	9.0	5.4	9.9	26.8	36.6
DMCT	5.4	2.9	8.1	7.9	5.7	5.6	5.9	7.5	24.8	24.4	24.7	24.8
PC	10.5	11.3	12.0	11.1	11.5	10.6	11.7	11.6	43.7	44.9	45.4	47.4
Rifampicin	4.2	5.1	3.4	3.4	4.2	3.9	3.7	4.5	11.7	16.2	16.3	17.2
Acarbose	2.2	3.6	3.4	2.8	2.8	2.3	3.8	3.8	14.5	11.9	12.7	14.0
기타	5.5	6.0	4.4	7.6	5.0	6.5	7.0	7.1	16.4	23.6	25.6	27.8
<b>상품</b>	<b>1.5</b>	<b>1.8</b>	<b>1.4</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>1.0</b>	<b>8.1</b>	<b>6.4</b>	<b>6.9</b>	<b>7.4</b>
<b>영업이익</b>	<b>2.5</b>	<b>4.1</b>	<b>4.5</b>	<b>4.3</b>	<b>4.4</b>	<b>5.2</b>	<b>5.7</b>	<b>6.0</b>	<b>7.0</b>	<b>15.4</b>	<b>21.2</b>	<b>26.3</b>
영업이익률	8.0	12.3	13.0	11.3	12.7	13.8	13.6	13.4	5.6	11.2	13.4	15.0
<b>당기순이익</b>	<b>2.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.5</b>	<b>3.3</b>	<b>3.6</b>	<b>4.0</b>	<b>4.7</b>	<b>4.8</b>	<b>8.0</b>	<b>12.3</b>	<b>17.1</b>	<b>21.3</b>
순이익률	7.3	9.7	10.0	8.7	10.4	10.6	11.3	10.8	6.4	8.9	10.8	12.2

자료: 종근당바이오, 하나금융투자



추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>124.5</b>	<b>137.2</b>	<b>158.5</b>	<b>175.2</b>	<b>202.0</b>
매출원가	101.1	101.0	115.8	124.8	144.1
매출총이익	23.4	36.2	42.7	50.4	57.9
판매비	16.4	20.4	21.4	24.2	28.3
<b>영업이익</b>	<b>7.0</b>	<b>15.8</b>	<b>21.2</b>	<b>26.3</b>	<b>29.7</b>
금융손익	0.8	(0.3)	(0.7)	(0.9)	(0.5)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.5	0.5	0.2	0.5	0.0
<b>세전이익</b>	<b>9.3</b>	<b>16.0</b>	<b>20.7</b>	<b>25.9</b>	<b>29.1</b>
법인세	1.3	3.4	3.6	4.6	5.2
계속사업이익	8.0	12.6	17.1	21.3	24.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>8.0</b>	<b>12.6</b>	<b>17.1</b>	<b>21.3</b>	<b>24.0</b>
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>8.0</b>	<b>12.6</b>	<b>17.1</b>	<b>21.3</b>	<b>24.0</b>
지배주주지분포괄이익	7.7	12.2	17.1	21.3	24.0
NOPAT	6.0	12.5	17.6	21.6	24.4
EBITDA	16.0	25.5	31.1	36.5	39.9
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	5.3	10.2	15.5	10.5	15.3
NOPAT증가율	(20.0)	108.3	40.8	22.7	13.0
EBITDA증가율	(11.6)	59.4	22.0	17.4	9.3
영업이익증가율	(22.2)	125.7	34.2	24.1	12.9
(지배주주)순이익증가율	0.0	57.5	35.7	24.6	12.7
EPS증가율	(0.8)	59.0	35.6	24.1	12.6
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	18.8	26.4	26.9	28.8	28.7
EBITDA이익률	12.9	18.6	19.6	20.8	19.8
영업이익률	5.6	11.5	13.4	15.0	14.7
계속사업이익률	6.4	9.2	10.8	12.2	11.9
<b>투자지표</b>					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,450	2,305	3,125	3,877	4,367
BPS	27,215	29,253	32,191	35,881	40,061
CFPS	3,743	5,491	5,618	6,613	7,176
EBITDAPS	2,910	4,657	5,673	6,649	7,267
SPS	22,696	25,006	28,885	31,942	36,830
DPS	191	191	191	191	191
<b>주기지표(배)</b>					
PER	13.6	12.8	9.8	7.9	7.0
PBR	0.7	1.0	1.0	0.9	0.8
PCFR	5.3	5.4	5.5	4.6	4.3
EV/EBITDA	6.0	7.0	6.3	5.0	4.2
PSR	0.9	1.2	1.1	1.0	0.8
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	5.5	8.3	10.3	11.5	11.6
ROA	4.4	6.0	7.0	7.9	8.0
ROIC	4.2	7.3	8.6	9.8	10.7
부채비율	25.0	47.1	46.6	44.5	43.8
순부채비율	(8.2)	15.1	15.3	7.7	0.0
이자보상배율(배)	54.3	103.9	81.9	101.2	113.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>78.3</b>	<b>79.2</b>	<b>99.9</b>	<b>120.5</b>	<b>152.0</b>
금융자산	17.0	4.3	1.6	13.4	28.5
현금성자산	12.0	3.7	0.9	12.7	27.6
매출채권 등	31.1	43.1	49.8	55.1	63.5
재고자산	28.4	31.4	48.0	51.5	59.4
기타유동자산	1.8	0.4	0.5	0.5	0.6
<b>비유동자산</b>	<b>106.3</b>	<b>154.4</b>	<b>156.7</b>	<b>161.6</b>	<b>161.7</b>
투자자산	0.0	1.2	1.4	1.6	1.8
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	104.1	148.9	151.2	156.2	156.2
무형자산	1.9	2.2	2.0	1.9	1.7
기타비유동자산	0.3	2.1	2.1	1.9	2.0
<b>자산총계</b>	<b>184.5</b>	<b>233.6</b>	<b>256.5</b>	<b>282.1</b>	<b>313.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>23.6</b>	<b>45.0</b>	<b>50.3</b>	<b>54.5</b>	<b>61.2</b>
금융부채	2.9	8.1	8.1	8.2	8.3
매입채무 등	19.8	32.4	37.4	41.4	47.7
기타유동부채	0.9	4.5	4.8	4.9	5.2
<b>비유동부채</b>	<b>13.2</b>	<b>29.8</b>	<b>31.3</b>	<b>32.5</b>	<b>34.4</b>
금융부채	2.1	20.2	20.2	20.2	20.2
기타비유동부채	11.1	9.6	11.1	12.3	14.2
<b>부채총계</b>	<b>36.9</b>	<b>74.8</b>	<b>81.6</b>	<b>86.9</b>	<b>95.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>147.7</b>	<b>158.8</b>	<b>175.0</b>	<b>195.2</b>	<b>218.1</b>
자본금	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1
자본잉여금	27.4	27.4	27.4	27.4	27.4
자본조정	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
기타포괄이익누계액	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
이익잉여금	109.2	120.4	136.5	156.8	179.7
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>147.7</b>	<b>158.8</b>	<b>175.0</b>	<b>195.2</b>	<b>218.1</b>
순금융부채	(12.0)	24.0	26.7	15.0	0.0
<b>현금흐름표</b>					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>15.5</b>	<b>17.4</b>	<b>10.4</b>	<b>27.9</b>	<b>26.2</b>
당기순이익	8.0	12.6	17.1	21.3	24.0
조정	11.6	16.3	9.9	10.1	10.1
감가상각비	9.0	9.8	9.9	10.2	10.2
외환거래손익	0.2	0.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.4	6.1	0.0	(0.1)	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(4.1)	(11.5)	(16.6)	(3.5)	(7.9)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(16.1)</b>	<b>(45.5)</b>	<b>(12.3)</b>	<b>(15.2)</b>	<b>(10.4)</b>
투자자산감소(증가)	0.0	(1.2)	(0.2)	(0.1)	(0.2)
유형자산감소(증가)	(16.3)	(47.2)	(12.0)	(15.0)	(10.0)
기타	0.2	2.9	(0.1)	(0.1)	(0.2)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(3.1)</b>	<b>19.9</b>	<b>(1.0)</b>	<b>(0.9)</b>	<b>(0.9)</b>
금융부채증가(감소)	(1.1)	23.4	0.0	0.1	0.1
자본증가(감소)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	(2.5)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(2.1)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
<b>현금의 증감</b>	<b>(3.8)</b>	<b>(8.2)</b>	<b>(2.8)</b>	<b>11.8</b>	<b>15.0</b>
Unlevered CFO	20.5	30.1	30.8	36.3	39.4
Free Cash Flow	(0.9)	(29.9)	(1.6)	12.9	16.2

2020년 4월 14일

# 팜스빌(318010)

## 1분기는 서프라이즈, 2분기도 신규 홈쇼핑 진출로 성장 가속화!

**투자의견 BUY, 목표주가 20,700원 유지**

팜스빌의 목표주가와 투자의견을 각각 BUY와 20,700원으로 유지한다. 현재 주가는 PER 8.7배 수준으로 건기식 평균 PER인 16배 대비 약 44.3% 정도 할인된 수준이며 스몰캡 기업으로 이익 변동성, 성장 지속성에 대한 회의 등을 고려한다 하더라도 매우 저평가된 주가 수준으로 판단된다. 목표주가인 20,700원은 2020년 EPS 1,441원에 PER 14.3배(건기식 평균 PER 16배에서 10% 할인)를 적용하여 산출하였으며 4월, 5월에 시작되는 신규 홈쇼핑 채널을 통한 매출 증가, 수출/사후면세점 등으로의 진출을 고려할 때 당사 추정치 대비 더욱 높은 매출 성장이 예상된다.

### 홈쇼핑 추가 진출 + 높은 인당 수익성

팜스빌은 2020년 매출액과 영업이익이 전년 대비 98.7%, 94.4% 증가할 것으로 예상된다. 높은 성장성과 수익성 개선이라는 두 마리 토끼를 모두 겸비한 기업으로 판단되는데 ①4월 말에 방영 예정인 신규 홈쇼핑 채널 진출을 통한 성장성 확보 ②CJ헬스케어 마케터 출신 CEO의 네트워크를 활용한 다양한 유통 채널 발굴 ③효율적인 인력 관리 및 직원당 높은 매출액 생산성(2019년 말 기준, 매출액 299억원/총직원수 28명)을 통한 높은 영업이익 창출 등이 그 근거로 추측된다.

### 코로나19 수혜주! → 건기식 산업 호조로 1분기 서프라이즈!

팜스빌의 1분기 매출액과 영업이익은 109억원, 30억원으로 전년 동기 대비 각각 142.2%, 232.5% 증가할 것으로 예상된다. 코로나19에도 불구하고 실적 개선이 두드러지는데 ①전염병으로 인한 재택 시간의 증가, 코로나19로 건강기능식에 대한 관심 확대 등으로 건강기능식품 시장의 호조 ② 지난 해 4월부터 시작한 롯데홈쇼핑을 통한 꾸준한 매출 증가 ③ 빠른 시장 대응을 통한 지속적인 신제품 출시 등이 실적 호조의 근거로 판단된다. 2분기의 성장 속도는 더욱 빠를 것으로 예상되는데 메이저 홈쇼핑 채널에 신규 진출이 예정되어 있기 때문이다.

### Top Picks

**BUY**

| TP(12M): 20,700원 | CP(4월 13일): 12,500원

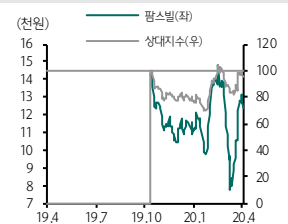
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	596.71	
52주 최고/최저(원)	14,950/7,890	
시가총액(십억원)	99.1	
시가총액비중(%)	0.05	
발행주식수(천주)	7,929.3	
60일 평균 거래량(천주)	228.0	
60일 평균 거래대금(십억원)	2.8	
20년 배당금(예상, 원)	200	
20년 배당수익률(예상, %)	1.60	
외국인지분율(%)	0.24	
주요주주 지분율(%)	이병욱 외 7인 70.37	
	0.00	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	21.4	0.0 0.0
상대	6.6	0.0 0.0

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	51.2	72.4
영업이익(십억원)	12.8	17.7
순이익(십억원)	11.2	14.8
EPS(원)	1,358	1,873
BPS(원)	6,987	8,638

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	19.8	30.0	59.4	70.0	83.3
영업이익	십억원	5.6	7.1	13.8	17.4	20.4
세전이익	십억원	6.3	9.2	14.3	18.0	21.2
순이익	십억원	4.8	7.3	11.4	14.2	17.2
EPS	원	806	1,091	1,441	1,785	2,168
증감률	%	N/A	35.4	32.1	23.9	21.5
PER	배	N/A	10.72	8.67	7.00	5.77
PBR	배	N/A	1.67	1.52	1.27	1.06
EV/EBITDA	배	N/A	7.98	3.59	2.35	1.41
ROE	%	17.98	17.63	18.94	19.79	20.07
BPS	원	4,273	6,987	8,228	9,815	11,785
DPS	원	40	200	200	200	200



**Analyst 이정기**  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com



**Analyst 안주원**  
02-3771-3125  
joowonahn@hanafn.com



**Analyst 김아영**  
02-3771-3452  
aykim0515@hanafn.com

**RA 윤문수**  
02-3771-3826  
moonsooyun@hanafn.com

### 1분기 실적 서프라이즈 - 홈쇼핑 효과 지속, 2분기에는 더욱 좋을 전망

2019년 4월부터 시작한 메이저 홈쇼핑 채널 → 매출 증가 효과 지속 전망!

팜스빌의 1분기 매출액과 영업이익은 109억원, 30억원으로 전년 동기 대비 각각 142.2%, 232.5% 증가할 것으로 예상된다. 지난 해 4월부터 시작한 메이저 홈쇼핑 채널에서의 매출 증가 효과가 지속적으로 이어지고 있기 때문으로 판단된다. 전 분기 대비로는 매출액이 14.7% 증가하여 분기별(QoQ)로도 높은 성장률이 유지될 것으로 예상된다.

2020년 신규 2개의 홈쇼핑 채널을 통한 신규 매출액은 약 150억원 이상 예상!

2분기에는 매출액 143억원과 영업이익 34억원을 기록할 것으로 예상되며 고성장은 지속될 전망이다. 4월 말, 5월 중순에 메이저 홈쇼핑에 신규 진출하여 성장 모멘텀을 유지할 것으로 예상된다. 지난 해 4월부터 메이저 홈쇼핑 채널을 통해 9개월간 발생된 매출액이 약 75억원(약 35회 방영)인 것을 고려하면 2020년에 신규 2개의 홈쇼핑 채널을 통해 신규로 발생되는 추가 매출액은 약 150억원 이상일 것으로 예상된다.

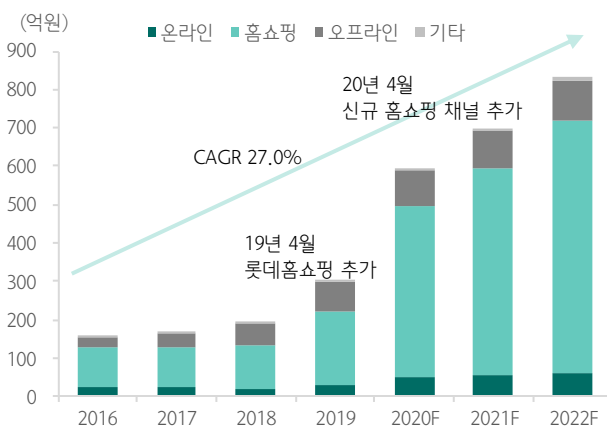
표 1. 팜스빌 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19	20F	21F
매출액	4.5	7.7	8.3	9.5	10.9	14.3	16.4	17.8	19.8	29.9	59.4	70.0
증가율(%)	-	-	-	-	142.2	85.7	97.6	87.4	18.0	50.8	98.7	17.8
온라인	0.7	0.7	0.9	0.7	1.2	1.1	1.2	1.4	2.1	2.9	4.9	5.5
홈쇼핑	2.0	5.0	5.3	6.9	7.7	10.8	12.3	14.1	11.3	19.1	44.9	54.1
오프라인	1.8	1.8	2.1	1.9	1.9	2.3	2.6	2.1	5.8	7.7	8.9	9.8
해외	0.1	0	0.1	0	0.1	0.1	0.3	0.2	0.4	0.2	0.7	0.6
영업이익	0.9	1.6	2.4	2.1	3.0	3.4	3.7	3.8	5.6	7.1	13.8	17.4
영업이익률	20.2	20.8	28.9	22.1	27.2	23.7	22.8	21.1	28.2	23.6	23.3	24.8
당기순이익	1.0	2.3	2.6	1.3	2.2	2.9	3.4	2.9	1.8	7.2	11.4	14.2
순이익률	22.2	29.9	31.3	13.7	20.0	20.5	20.5	16.5	9.3	24.2	19.2	20.3

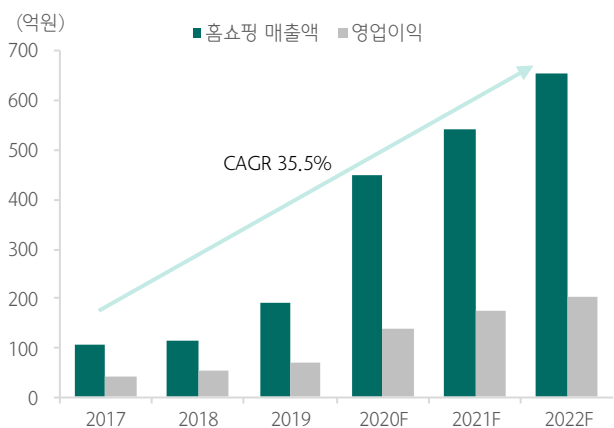
자료: 팜스빌, 하나금융투자

그림 1. 채널별 연간 매출액 추이



자료: 팜스빌, 하나금융투자

그림 2. 홈쇼핑 매출액, 영업이익 추이



자료: 팜스빌, 하나금융투자



추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>19.8</b>	<b>30.0</b>	<b>59.4</b>	<b>70.0</b>	<b>83.3</b>
매출원가	5.1	7.7	14.8	17.3	20.5
매출총이익	14.7	22.3	44.6	52.7	62.8
판매비	9.1	15.2	30.8	35.3	42.4
<b>영업이익</b>	<b>5.6</b>	<b>7.1</b>	<b>13.8</b>	<b>17.4</b>	<b>20.4</b>
금융손익	0.1	0.4	0.5	0.6	0.8
종속/관계기업손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.6	1.7	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>6.3</b>	<b>9.2</b>	<b>14.3</b>	<b>18.0</b>	<b>21.2</b>
법인세	1.5	2.0	2.9	3.9	4.0
계속사업이익	4.8	7.2	11.4	14.1	17.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>4.8</b>	<b>7.2</b>	<b>11.4</b>	<b>14.1</b>	<b>17.1</b>
비지배주주지분 손익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>지배주주순이익</b>	<b>4.8</b>	<b>7.3</b>	<b>11.4</b>	<b>14.2</b>	<b>17.2</b>
지배주주지분포괄이익	4.9	6.8	11.4	14.1	17.2
NOPAT	4.3	5.6	11.0	13.6	16.5
EBITDA	5.8	7.4	15.0	18.9	22.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	N/A	51.5	98.0	17.8	19.0
NOPAT증가율	N/A	30.2	96.4	23.6	21.3
EBITDA증가율	N/A	27.6	102.7	26.0	18.0
영업이익증가율	N/A	26.8	94.4	26.1	17.2
(지배주주)순이익증가율	N/A	52.1	56.2	24.6	21.1
EPS증가율	N/A	35.4	32.1	23.9	21.5
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	74.2	74.3	75.1	75.3	75.4
EBITDA이익률	29.3	24.7	25.3	27.0	26.8
영업이익률	28.3	23.7	23.2	24.9	24.5
계속사업이익률	24.2	24.0	19.2	20.1	20.5
<b>투자지표</b>					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	806	1,091	1,441	1,785	2,168
BPS	4,273	6,987	8,228	9,815	11,785
CFPS	1,080	1,227	1,887	2,386	2,809
EBITDAPS	965	1,115	1,887	2,386	2,809
SPS	3,305	4,505	7,491	8,828	10,505
DPS	40	200	200	200	200
<b>주기지표(배)</b>					
PER	N/A	10.7	8.7	7.0	5.8
PBR	N/A	1.7	1.5	1.3	1.1
PCFR	N/A	9.5	6.6	5.2	4.5
EV/EBITDA	N/A	8.0	3.6	2.3	1.4
PSR	N/A	2.6	1.7	1.4	1.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	18.0	17.6	18.9	19.8	20.1
ROA	14.5	14.3	15.2	15.8	16.3
ROIC	60.0	50.3	73.4	81.1	81.0
부채비율	23.8	22.2	25.8	24.2	22.8
순부채비율	(44.1)	(60.8)	(69.5)	(70.3)	(72.4)
이자보상배율(배)	33.0	1,609.7	2,481.8	3,468.5	4,066.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>17.0</b>	<b>44.9</b>	<b>56.7</b>	<b>67.7</b>	<b>82.6</b>
금융자산	14.3	39.1	49.8	59.2	72.1
현금성자산	8.5	6.7	14.5	20.6	30.7
매출채권 등	1.1	2.7	3.1	3.7	4.4
재고자산	1.5	2.5	3.0	3.7	4.6
기타유동자산	0.1	0.6	0.8	1.1	1.5
<b>비유동자산</b>	<b>16.5</b>	<b>22.9</b>	<b>25.5</b>	<b>29.0</b>	<b>32.2</b>
투자자산	1.6	4.3	4.3	4.3	4.3
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	5.3	12.7	15.1	18.2	20.9
무형자산	0.2	0.5	0.6	1.0	1.5
기타비유동자산	9.4	5.4	5.5	5.5	5.5
<b>자산총계</b>	<b>33.5</b>	<b>67.8</b>	<b>82.2</b>	<b>96.7</b>	<b>114.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>3.7</b>	<b>6.4</b>	<b>9.4</b>	<b>10.9</b>	<b>12.7</b>
금융부채	1.1	1.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	1.5	3.9	7.7	9.1	10.8
기타유동부채	1.1	1.5	1.7	1.8	1.9
<b>비유동부채</b>	<b>2.8</b>	<b>5.9</b>	<b>7.4</b>	<b>8.0</b>	<b>8.7</b>
금융부채	1.3	4.4	4.4	4.4	4.4
기타비유동부채	1.5	1.5	3.0	3.6	4.3
<b>부채총계</b>	<b>6.4</b>	<b>12.3</b>	<b>16.9</b>	<b>18.8</b>	<b>21.3</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>26.9</b>	<b>55.4</b>	<b>65.2</b>	<b>77.9</b>	<b>93.4</b>
자본금	1.3	4.0	4.0	4.0	4.0
자본잉여금	3.2	22.4	22.4	22.4	22.4
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.1	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
이익잉여금	22.4	29.4	39.2	51.8	67.4
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>(0.0)</b>
<b>자본총계</b>	<b>27.0</b>	<b>55.5</b>	<b>65.3</b>	<b>77.9</b>	<b>93.4</b>
순금융부채	(11.9)	(33.8)	(45.4)	(54.8)	(67.7)
<b>현금흐름표</b>					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>5.1</b>	<b>5.7</b>	<b>16.9</b>	<b>15.9</b>	<b>19.6</b>
당기순이익	4.8	7.2	11.4	14.1	17.1
조정	0.8	(0.5)	1.1	1.5	1.9
감가상각비	0.2	0.3	1.2	1.5	1.9
외환거래손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.6	(0.8)	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(0.5)	(1.0)	4.4	0.3	0.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(1.8)</b>	<b>(31.8)</b>	<b>(10.0)</b>	<b>(11.1)</b>	<b>(11.8)</b>
투자자산감소(증가)	(1.5)	(2.8)	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(1.0)	(6.6)	(6.9)	(7.5)	(8.3)
기타	0.7	(22.4)	(3.1)	(3.6)	(3.5)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(2.0)</b>	<b>24.3</b>	<b>(2.5)</b>	<b>(1.6)</b>	<b>(1.6)</b>
금융부채증가(감소)	2.4	3.0	(1.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	4.4	21.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(8.6)	(0.3)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(0.2)	(0.3)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
<b>현금의 증감</b>	<b>1.3</b>	<b>(1.8)</b>	<b>7.8</b>	<b>6.2</b>	<b>10.1</b>
Unlevered CFO	6.5	8.2	15.0	18.9	22.3
Free Cash Flow	4.0	(0.9)	10.0	8.4	11.3

2020년 4월 14일

# 케이엠(083550)

## 1분기 마스크 및 방호복 매출액 전년 동기 대비 2배 이상

### 투자이견 'BUY', 목표주가 24,200원 제시

케이엠에 대해 투자이견 'BUY'와 목표주가 24,200원을 제시한다. 목표주가는 2020년 예상 EPS 1,810원에 Target PER 13.4배를 적용하여 산출했다. 케이엠은 그동안 축적된 청정용품 제조 노하우를 활용해 마스크, 의료용 소모품, 산업용 용품 등으로 제품 포트폴리오를 꾸준히 다각화했다. 지속적으로 대두된 미세먼지 심화 이슈와 최근 코로나19이라는 대유행병을 계기로 마스크 매출이 큰 폭으로 성장했다.

### 1Q20 Preview: 매출액 474억원, 영업이익 74억원 전망

2020년 1분기에는 코로나19의 영향으로 마스크와 방호복류(Smock) 매출액이 크게 증가할 전망이다.

1) **케이엠은 지난 3월 13일 조달청 향으로 공적 마스크 197억 원을 수주했다.** 이번 수주 건만으로도 2019년 연간 마스크 매출액 109억원을 넘어섰다. 회사의 생산능력을 감안하면 1분기에만 149억원의 매출이 발생할 것으로 추정한다.

2) **방호복과 수술복 등의 매출 성장도 예상된다.** 의료진의 감염 예방을 위한 수술복과 일회용품의 수요가 크게 증가했으며, 방역/소독 담당자들의 방호복 수요도 함께 증가한 것으로 보인다. 케이엠은 오랜 기간 방호복을 제조 및 판매한 경험이 있고, 자회사 케이엠헬스케어는 의료용 수술가운, 소독포, 수술복 등 의료용품 제조에 특화되어 있어 마스크와 함께 1분기 실적 성장을 견인할 것으로 예상된다.

### 2020년 실적 매출액 1,723억원, 영업이익 236억원 전망

케이엠의 2020년 매출액과 영업이익은 각각 1,723억원(YoY, +35.0%)과 236억원(YoY, +227.8%)을 전망한다. 마스크 매출액은 전년 대비 317.5% 성장한 457억원이 예상된다. 영업이익률은 마스크와 방호복 매출 증가에 힘입어 전년 대비 큰 폭으로 증가한 13.7%를 전망한다. 마스크 매출은 향후에도 1) 수출제한 해제에 따른 수출 증가와 2) 일본과 같이 마스크 상시 착용 문화가 정착되며 일정한 수요가 유지 됨에 따라 성장할 것으로 예상된다.

Re-Initiate

**BUY**

| TP(12M): 24,200원 | CP(4월 13일): 13,200원

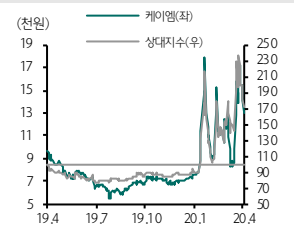
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	596.71
52주 최고/최저(원)	18,100/5,723
시가총액(십억원)	133.9
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	10,282.0
60일 평균 거래량(천주)	4,337.5
60일 평균 거래대금(십억원)	55.6
20년 배당금(예상, 원)	49
20년 배당수익률(예상, %)	0.37
외국인지분율(%)	1.33
주요주주 지분율(%)	
신병순 외 8 인	32.07
주가상승률	1M 6M 12M
절대	18.9 85.3 37.2
상대	4.4 96.6 76.6

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	179.3	N/A
영업이익(십억원)	16.2	N/A
순이익(십억원)	13.1	N/A
EPS(원)	1,255	N/A
BPS(원)	10,429	N/A

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	118.3	127.6	172.3	184.2	194.7
영업이익	십억원	5.2	7.2	23.6	24.6	29.9
세전이익	십억원	6.4	8.8	25.0	26.4	32.1
순이익	십억원	4.5	6.6	18.6	19.8	23.9
EPS	원	440	638	1,810	1,895	2,258
증감률	%	4.0	45.0	183.7	4.7	19.2
PER	배	15.04	11.74	7.29	6.96	5.85
PBR	배	0.85	0.89	1.30	1.13	0.96
EV/EBITDA	배	7.90	7.15	4.72	3.92	2.61
ROE	%	6.07	8.15	20.05	17.73	17.99
BPS	원	7,780	8,423	10,187	11,715	13,724
DPS	원	49	49	49	49	49



Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com



Analyst 김두연  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com

RA 김규상  
02-3771-8197  
qkim@hanafn.com

### 2020년 실적 매출액 1,723억원, 영업이익 236억원 전망

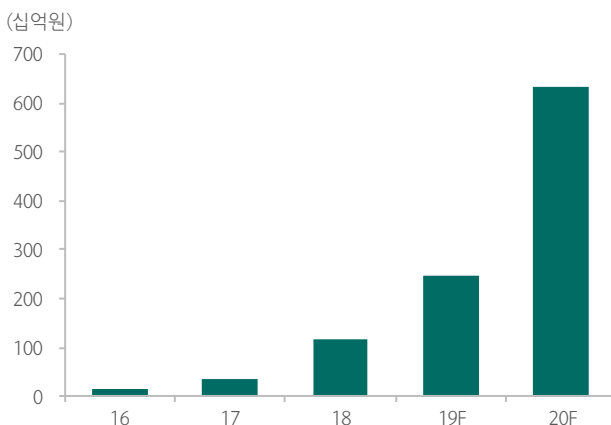
#### 마스크 매출은

- 1) 수출제한 해제에 따른 수출 증가,
- 2) 일본과 같이 마스크 상시 착용 문화가 정착되며 일정한 수요가 유지 됨에 따라 성장할 것으로 예상

케이엠의 2020년 매출액과 영업이익은 각각 1,723억원(YoY, +35.0%)과 236억원(YoY, +227.8%)을 전망한다. 마스크 매출액은 전년 대비 317.5% 성장한 457억원이 예상된다. 영업이익률은 마스크와 방호복 매출 증가에 힘입어 전년 대비 큰 폭으로 증가한 14.1%를 전망한다. 마스크 및 방호복 매출은 향후에도 1) 수출제한 해제에 따른 수출 증가와 2) 일본과 같이 마스크 상시 착용 문화가 정착되며 일정한 수요가 유지 됨에 따라 성장할 것으로 예상된다.

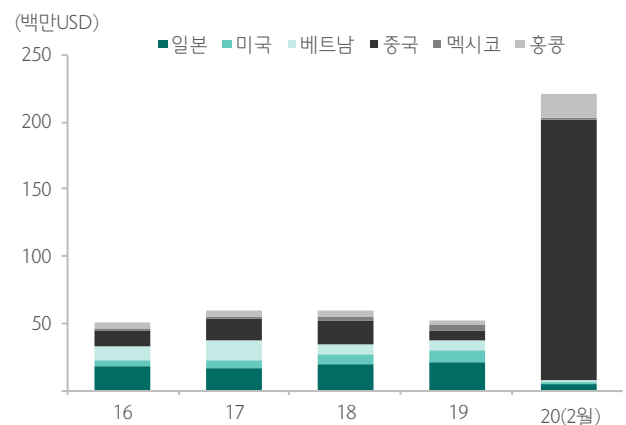
1) 정부가 수출을 당일 생산량의 10% 이내로 제한하기 전인 1~2월 중국 향 수출은 1.9억 달러로 2019년 전체 수출금액 7백만 달러를 크게 상회했다. 국내 상황이 안정화 됨에 따라 수출제한 조치가 완화될 것이며, 수출을 통한 마스크 업체들의 매출 확대가 예상된다. 2) 국내는 2018년부터 지속적으로 대두된 미세먼지 이슈와 이번 코로나19 영향으로 마스크 착용이 일본처럼 일반화 된다면 마스크 업체들에게 수혜가 지속될 수 있다.

그림 1. 보건 마스크 시장규모 추이 및 전망



자료: KOTRA, 하나금융투자

그림 2. 월별 주요 국가 향 마스크 수출 통계



자료: 관세청, 하나금융투자

표 1. 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19	20F
<b>매출액</b>	<b>34.7</b>	<b>29.1</b>	<b>31.8</b>	<b>32.0</b>	<b>47.4</b>	<b>42.6</b>	<b>42.4</b>	<b>39.8</b>	<b>118.3</b>	<b>127.6</b>	<b>172.3</b>
증가율	28.3	6.0	12.1	(9.8)	36.7	46.5	33.3	24.6	6.7	7.9	35.0
Cleanroom Class 10 Wiper	2.5	2.6	3.1	3.4	2.7	2.7	3.3	3.7	12.6	11.6	12.3
ESD Class 10 PVC Glove	0.5	0.9	0.6	0.8	0.6	1.0	0.8	1.0	2.3	2.8	3.4
Medical Packaging	1.4	1.5	1.3	1.4	1.5	1.7	1.4	1.5	5.2	5.6	6.1
마스크류	5.6	2.2	0.0	3.1	14.9	13.5	8.8	8.5	5.2	10.9	45.7
P.I(소분)	0.4	0.6	0.6	0.4	0.4	0.6	0.6	0.4	0.8	2.0	2.0
Smock 외	2.0	2.3	2.5	2.9	4.3	3.5	2.9	3.5	8.1	9.7	14.3
산업용품(상품)	1.8	1.9	2.0	3.1	2.4	2.4	2.7	4.2	6.6	8.7	11.7
Cleanroom Gloves, Cleaner, Smocks	3.8	3.7	3.0	3.4	4.0	3.9	3.1	3.5	14.2	13.9	14.5
기타	1.2	1.2	2.1	0.4	1.2	1.2	2.1	0.4	4.6	4.9	4.9
용역, 임대	3.4	3.7	3.7	4.0	3.4	3.7	3.7	4.1	13.5	14.8	15.0
연결조정	12.1	8.5	12.9	9.2	12.1	8.5	12.9	9.2	45.1	42.7	42.7
<b>영업이익</b>	<b>2.3</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>7.4</b>	<b>7.3</b>	<b>5.1</b>	<b>3.8</b>	<b>5.2</b>	<b>7.2</b>	<b>23.6</b>
영업이익률	6.7	5.7	5.4	4.6	15.5	17.1	12.0	9.5	4.4	5.6	13.7
<b>(지배)순이익</b>	<b>2.5</b>	<b>0.9</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>5.8</b>	<b>5.8</b>	<b>4.3</b>	<b>3.0</b>	<b>4.5</b>	<b>6.6</b>	<b>18.6</b>
순이익률	7.2	3.2	5.1	4.7	12.2	13.6	10.0	7.5	3.8	5.1	10.8

자료: 케이엠, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>118.3</b>	<b>127.6</b>	<b>172.3</b>	<b>184.2</b>	<b>194.7</b>
매출원가	97.3	103.5	127.8	137.3	141.7
매출총이익	21.0	24.1	44.5	46.9	53.0
판매비	15.8	16.8	21.0	22.4	23.0
<b>영업이익</b>	<b>5.2</b>	<b>7.2</b>	<b>23.6</b>	<b>24.6</b>	<b>29.9</b>
금융손익	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.2)	0.1
종속/관계기업손익	1.1	1.4	1.5	1.8	2.3
기타영업외손익	0.3	0.5	0.3	0.2	(0.1)
<b>세전이익</b>	<b>6.4</b>	<b>8.8</b>	<b>25.0</b>	<b>26.4</b>	<b>32.1</b>
법인세	1.9	2.4	6.9	6.9	8.7
계속사업이익	4.6	6.4	18.2	19.5	23.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>4.6</b>	<b>6.4</b>	<b>18.2</b>	<b>19.5</b>	<b>23.4</b>
비배주주지분 손익	0.1	(0.2)	(0.4)	(0.2)	(0.5)
<b>지배주주순이익</b>	<b>4.5</b>	<b>6.6</b>	<b>18.6</b>	<b>19.8</b>	<b>23.9</b>
지배주주지분포괄이익	4.1	6.8	18.5	19.9	23.9
NOPAT	3.7	5.2	17.1	18.2	21.8
EBITDA	8.2	11.0	27.0	27.6	32.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	6.7	7.9	35.0	6.9	5.7
NOPAT증가율	(5.1)	40.5	228.8	6.4	19.8
EBITDA증가율	(2.4)	34.1	145.5	2.2	18.1
영업이익증가율	(1.9)	38.5	227.8	4.2	21.5
(지배주주)순이익증가율	2.3	46.7	181.8	6.5	20.7
EPS증가율	4.0	45.0	183.7	4.7	19.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	17.8	18.9	25.8	25.5	27.2
EBITDA이익률	6.9	8.6	15.7	15.0	16.7
영업이익률	4.4	5.6	13.7	13.4	15.4
계속사업이익률	3.9	5.0	10.6	10.6	12.0

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	440	638	1,810	1,895	2,258
BPS	7,780	8,423	10,187	11,715	13,724
CFPS	939	1,231	2,655	2,668	3,071
EBITDAPS	793	1,072	2,626	2,649	3,080
SPS	11,507	12,406	16,757	17,652	18,383
DPS	49	49	49	49	49
<b>주기지표(배)</b>					
PER	15.0	11.7	7.3	7.0	5.8
PBR	0.8	0.9	1.3	1.1	1.0
PCFR	7.0	6.1	5.0	4.9	4.3
EV/EBITDA	7.9	7.1	4.7	3.9	2.6
PSR	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	6.1	8.2	20.0	17.7	18.0
ROA	4.2	5.3	12.9	11.9	12.6
ROIC	5.4	6.7	19.7	20.0	24.1
부채비율	48.3	56.6	52.5	45.8	39.7
순부채비율	(4.8)	2.5	(6.5)	(21.0)	(33.4)
이자보상배율(배)	17.2	12.1	33.5	35.7	43.4

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>66.9</b>	<b>72.5</b>	<b>96.8</b>	<b>120.0</b>	<b>146.7</b>
금융자산	21.0	24.6	32.1	50.8	73.6
현금성자산	11.2	15.1	19.3	37.2	59.2
매출채권 등	20.1	19.0	25.7	27.5	29.0
재고자산	24.9	27.5	37.1	39.7	42.0
기타유동자산	0.9	1.4	1.9	2.0	2.1
<b>비유동자산</b>	<b>49.2</b>	<b>59.8</b>	<b>59.0</b>	<b>56.7</b>	<b>54.6</b>
투자자산	6.3	7.7	10.4	11.2	11.8
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	40.6	49.5	46.2	43.2	40.6
무형자산	0.7	1.1	1.0	0.9	0.8
기타비유동자산	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
<b>자산총계</b>	<b>116.1</b>	<b>132.2</b>	<b>155.8</b>	<b>176.7</b>	<b>201.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>32.1</b>	<b>38.8</b>	<b>43.2</b>	<b>44.8</b>	<b>46.1</b>
금융부채	15.1	21.7	20.4	20.4	20.5
매입채무 등	16.0	15.9	21.4	22.9	24.2
기타유동부채	1.0	1.2	1.4	1.5	1.4
<b>비유동부채</b>	<b>5.7</b>	<b>9.0</b>	<b>10.4</b>	<b>10.8</b>	<b>11.1</b>
금융부채	2.1	5.0	5.0	5.0	5.0
기타비유동부채	3.6	4.0	5.4	5.8	6.1
<b>부채총계</b>	<b>37.8</b>	<b>47.8</b>	<b>53.6</b>	<b>55.6</b>	<b>57.2</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>77.1</b>	<b>83.7</b>	<b>101.8</b>	<b>121.2</b>	<b>144.7</b>
자본금	5.0	5.1	5.1	5.2	5.3
자본잉여금	20.6	20.9	20.9	20.9	20.9
자본조정	(2.8)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.9)
기타포괄이익누계액	1.1	1.6	1.6	1.6	1.6
이익잉여금	53.3	59.0	77.1	96.3	119.7
<b>비배주주지분</b>	<b>1.2</b>	<b>0.7</b>	<b>0.3</b>	<b>0.0</b>	<b>(0.5)</b>
<b>자본총계</b>	<b>78.3</b>	<b>84.4</b>	<b>102.1</b>	<b>121.2</b>	<b>144.2</b>
순금융부채	(3.8)	2.1	(6.7)	(25.4)	(48.2)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2.2</b>	<b>7.8</b>	<b>10.4</b>	<b>18.2</b>	<b>21.6</b>
당기순이익	4.6	6.4	18.2	19.5	23.4
조정	3.6	3.9	1.9	1.3	0.5
감가상각비	3.0	3.8	3.4	3.1	2.7
외환거래손익	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.1)	(1.4)	(1.5)	(1.8)	(2.3)
기타	1.8	1.5	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	(6.0)	(2.5)	(9.7)	(2.6)	(2.3)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(8.1)</b>	<b>(10.7)</b>	<b>(4.5)</b>	<b>0.2</b>	<b>0.8</b>
투자자산감소(증가)	(0.9)	(1.5)	(1.2)	1.1	1.6
유형자산감소(증가)	(6.7)	(10.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(0.5)	0.8	(3.3)	(0.9)	(0.8)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>7.8</b>	<b>6.9</b>	<b>(1.7)</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(0.5)</b>
금융부채증가(감소)	8.7	9.5	(1.3)	0.0	0.0
자본증가(감소)	1.8	0.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.2)	(2.4)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
<b>현금의 증감</b>	<b>2.0</b>	<b>3.9</b>	<b>4.2</b>	<b>18.0</b>	<b>22.0</b>
Unlevered CFO	9.7	12.7	27.3	27.8	32.5
Free Cash Flow	(4.5)	(2.9)	10.4	18.2	21.6



