

Morning Meeting Brief

산업 및 종목 분석

[2Q19 Review] 케이엠더블유: 압도적인 실적, 5G 대장주

- 투자 의견: 매수, 목표주가 82,000원으로 상향
- 실적 추정치 상향(2019F EPS 2,277원 → 4,099원)에 따른 목표주가 82,000원으로 상향
- 2분기 매출액 2,123억원(+150% YoY, +80% QoQ), 영업이익 555억원(+흑전 YoY, 124% QoQ) 기록. 영업이익 컨센서스 400억원 상회하는 호실적
- ZTE향 MBF 필터 신규 매출액 300억원 이상 반영됨. 외형 성장에 따른 레버리지 효과로 영업이익률은 26.2%(+5.2%p QoQ) 기록
- 5G 국내 투자는 상저하고, 해외 투자는 본격적으로 시작되지는 않았다
- 하반기 시스템 매출액 상반기 대비 83% 증가한 3,171억원 기대. ZTE향 매출은 2분기를 시작으로 분기별 증가할 예정

한경래, kyungrae.han@daishin.com

[2Q19 Review] 휴젤: 낮아진 이익 높이기, 하반기 실적 회복 방향성 유효

- 투자 의견: 매수 유지, 목표주가 490,000원으로 하향(-5.8%)
- 2Q19 연결 매출액 503억원(YoY+17.3%, QoQ+2.4%), 영업이익 160억원(YoY-4.5%, QoQ-2.8%, OPM 31.8%), 순이익 128억원(YoY-19.7%, QoQ-8.8%) 시현. 매출액은 컨센서스 부합, 영업이익은 하회
- 낮아진 이익 높이기, 하반기 실적 회복 방향성은 유효

홍가혜, Kahye.hong@daishin.com

[2Q19 Review] 리노공업: 밸류에이션 매력도 상승

- 투자 의견: 매수 유지, 목표주가 65,000원으로 하향(-7%)
- 2Q19 연결 매출은 439.6억원(+3% YoY), 영업이익은 166.7억원(+8% YoY) 기록하며 당사 추정치 부합. 포트폴리오 믹스 개선되며 전자 매출 총 이익률은 45%, 영업이익률은 38%로 증
- 하반기 주요 고객사의 스마트폰 판매량 둔화가 예상됨 따라 영업이익 개선도 제한적일 전망. 2020년 5G 스마트폰 본격화되면 IC소켓 사업부의 판매량과 판매단가 성장 가능할 것으로 예상. 또한 7월 완공한 의료기기 공장을 활용한 신규 고객 유치 기대

이수빈, subin.lee@daishin.com

[2Q19 Review] 실리콘웍스: 하반기 OLED 비중 증가

- 투자 의견: 매수 유지, 목표주가 43,000원으로 하향(-16%)
- 19년 2분기 매출 1,963억원(+9% YoY), 영업이익 62.3억원(-41% YoY) 기록. 매출은 당사 추정치와 부합하였으나 영업이익은 제품 믹스 악화와 판매관리비 증가로 당사 추정치 및 시장 기대치 하회
- 임직원 수 전분기대비 100명 이상 증가하며 인건비 증가에 따른 판매관리비용 증가. 연간 인건비 상승에 따른 고정비 부담은 이어질 전망
- 3분기 영업이익 179억원(-16% YoY). LG디스플레이의 주요 스마트폰 고객사향 소형 OLED 패널 출하 증가로 당사 OLED 비중은 증가 예상

이수빈, subin.lee@daishin.com

[2Q19 Review] 휠라코리아: FILA 미국 +39%, 로열티 +38%, 중국 +58%, 그런데 P/E 15 배

- 투자 의견: BUY, 목표주가 96,000원 유지
- 2Q19 Review: FILA 전 사업부 고르게 성장
- 브랜드의 구조적 성장 스토리 이어진다

유정현, junghyun.yu@daishin.com

[2Q19 Review] 삼성생명: 배당이지 재확인, 하지만 금리하락의 부담은 존재

- 투자의견 매수(Buy), 목표주가 90,000원 유지
- 2/4분기 연결기준 순이익은 3,093억원(QoQ -30.8%, YoY-70.7%)기록
- 동사는 2/4분기 실적발표를 통해 배당성향을 늘리겠다는 의지 재확인, 자산매각으로 인한 배당재원 감소 가능성도 낮음
- 다만 금리하락세가 가파르기 때문에 연말 변액보증준비금 추가적립에 대한 우려는 잔존

박혜진, hyejin.park@daishin.com

[2Q19 Review] 현대해상: 차분이익으로 컨센서스 부합

- 투자의견 매수(Buy), 목표주가 32,000원 유지
- 2/4분기 별도기준 순이익은 866억원(QoQ +12.0%, YoY-42.5%)기록
- 동사는 이번 분기 자동차보험 손해를 고객군별 민감도 조정을 통해 제한함
- 역사적 최저점 기록중인 주가, 2019년 예상 PBR은 0.52배수준인데 ROE는 7%를 상회할 것이라 전망하며 2020년 증익 가능성 존재

박혜진, hyejin.park@daishin.com

[2Q19 Review] 팬오션: 기대되는 3분기

- 투자의견 매수, 목표주가 6,300원 유지
- 2019년 2분기 영업이익은 당사 및 시장의 기대치를 약 10% 상회한 실적 시현
- 2019년 3분기 매출액 7,172억원(-7.0% yoy), 영업이익 606억원(+5.4% yoy) 전망

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[2Q19 Review] 파라다이스: 예상보다 더, 빨리 좋았다

- 투자의견 매수, 목표주가 22,000원 유지
- 2Q19 연결 매출 2,339억원(+29% yoy), 영업이익 47억원(흑전) 달성. 매출은 컨센서스 및 당사 추정치 부합. 영업이익은 컨센서스(13억원) 및 당사 추정치(-20억원) 상회
- 월 BEP 자체가 크게 낮아져 고정비 부담 최소화되는 3Q19E P-City 흑전 예상하며, 하반기 이익 현실화 확인 과정에서 안정적 주가 흐름 전망

김수민, soomin.kim@daishin.com

케이엠더블유 (032500)

한경래 이사
kyungrae.han@daishin.com saerom.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **82,000**
상향

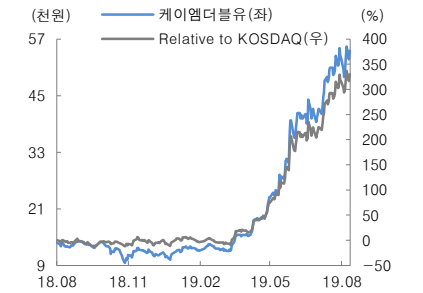
현재주가 **54,500**
(19.08.13)

통신장비업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSDAQ	590.75
시가총액	2,120십억원
시가총액비중	1.03%
자본금(보통주)	19십억원
52주 최고/최저	55,400원 / 9,125원
120일 평균거래대금	291억원
외국인지분율	7.47%
주요주주	김덕용 외 2 인 35.53% 미래에셋자산운용 외 2 인 8.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.3	124.7	314.4	330.5
상대수익률	30.6	169.7	419.1	450.7



압도적인 실적, 5G 대장주

투자의견 매수, 목표주가 82,000원으로 상향

- 실적 추정치 상향(2019F EPS 2,277원 → 4,099원에 따른 목표주가 82,000원으로 상향. 2분기 실적에서 입증한 높은 성장성은 하반기에도 지속 가능할 전망
- 1) 국내 5G 투자 상반기 대비 하반기 확대, 2) 일본, 중국, 미국 등 해외 투자는 아직 시작되지 않은 단계, 3) 글로벌 통신 장비 업체인 노키아, ZTE, 삼성전자 등의 주요 공급업체로 글로벌 5G 투자 확대에 따른 가장 큰 수혜 기대. 5G 투자는 아직 초기 단계로 성장주이면서 대장주로서의 프리미엄이 필요하다고 판단

2분기 영업이익 555억원(+흑전 YoY, +124% QoQ) 기록

- 2분기 매출액 2,123억원(+150% YoY, +80% QoQ), 영업이익 555억원(+흑전 YoY, 124% QoQ) 기록. 영업이익 컨센서스 400억원 상회하는 호실적
- 시스템 매출액은 전분기 대비 219% 고성장한 1,322억원을 기록하며 전체 외형 성장 견인. 2분기 국내 5G 투자 확대 지속된 가운데 노키아의 국내 통신 장비 MS 증가로 MMR 장비 판매 대수 1분기 400대에서 2분기 1,400대 수준 추정
- ZTE향 MBF 필터 신규 매출액 300억원 이상 반영됨
- 외형 성장에 따른 레버리지 효과로 영업이익률은 26.2%(+5.2%p QoQ) 기록

5G 국내 투자는 상저하고, 해외 투자는 본격적으로 시작되지도 않았다

- 상반기 기준 국내 설치된 5G 기지국 약 6만국으로 추정. 연말까지 10만국 이상 설치를 위해 하반기 투자 보다 확대될 전망. 하반기 시스템 매출액 상반기 대비 83% 증가한 3,171억원 기대
- ZTE향 매출은 2분기를 시작으로 분기별 증가할 예정. 2분기에 반영된 매출은 중국 시범망 투자에 대한 수주분. 2020년 이후 전국망 투자 시 2019년 대비 2배 이상 매출 규모 확대 가능할 전망
- 중국 내 노키아향 32T32R 통신장비 테스트 진행 중으로 파악. 양산 공급 가능할 경우 MMR 장비를 통한 추가적인 성장 모멘텀 확보
- 일본 시장은 로컬 업체와 통신 장비 공급 협의 중. 노키아를 통한 부품 공급도 진행될 예정. 국내에 비해 규모가 큰 일본, 중국, 미국 등 해외 5G 투자는 아직 시작되지 않은 점 감안 시 지금까지의 실적보다 앞으로 더 큰 폭의 실적 성장 기대

(단위: 십억원, %)

구분	2018	1Q19	2Q19					3Q19		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	85	118	149.4	212.3	149.8	79.6	183	243.9	181.3	14.9
영업이익	-7	25	29.6	55.5	흑전	123.8	41	63.8	흑전	14.8
순이익	-8	21	23.3	43.2	흑전	101.9	34	30	흑전	11.3

구분	2017	2018	2019(F)				Growth	
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2018	2019(F)
매출액	204	296	556	814	46.4	653	45.4	174.7
영업이익	-3	-26	106	203	91.5	138	적지	흑전
순이익	-9	-31	86	154	80.0	110	적지	흑전

자료: 케이엠더블유, FnGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

휴젤 (145020)

홍기혜 kahye.hong@daishin.com
한승협 songhyeop.han@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

490,000

현재주가

(19.08.13)

351,000

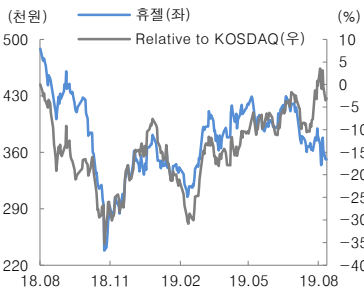
제약업종

4차 산업혁명/안전등급

■ Sky Blue

KOSDAQ	590.75
시가총액	1,832십억원
시가총액비중	0.89%
자본금(보통주)	2십억원
52주 최고/최저	460,300원 / 238,100원
120일 평균거래대금	62억원
외국인지분율	45.67%
주요주주	Legu Issuer Designated Activity Company 외 2 인 35.76%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.6	-8.7	14.1	-20.8
상대수익률	6.5	9.5	42.9	1.3



낮아진 이익 눈높이, 하반기 실적 회복 방향성 유효

투자 의견 매수 유지, 목표주가 490,000원으로 하향(-5.8%)

- 목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 12mF 순이익 530억원에 Target PER 23배 (바이오뷰티 Peer 그룹 평균) 적용. 파이프라인의 가치는 보툴렉스 rNPV인 3,671억원 적용
- 목표주가는 2019년 주당순이익(EPS) 전망치를 7.6% 하향하여 변경

2Q19 Review: 화장품 사업부 변동성으로 영업이익 컨센서스 하회

- 2Q19 연결 매출액 503억원(YoY+17.3%, QoQ+2.4%), 영업이익 160억원(YoY-4.5%, QoQ-2.8%, OPM 31.8%), 순이익 128억원(YoY-19.7%, QoQ-8.8%) 시현 매출액은 컨센서스 부합, 영업이익은 하회
- 사업부문별 매출액은 보툴리눔 독신 231억원(YoY-5.4%, QoQ+14.0%), 필러 132억원(YoY+9.8%, QoQ-4.4%), 화장품 81억원(YoY+191.3%, QoQ-12.1%), 의료가기 및 기타 59억원(YoY+61.9%, QoQ+0.9%)
- 독신 매출은 내수 147억원(YoY+22.6%, QoQ-1.0%), 수출 84억원(YoY-32.3%, QoQ+54.8%), 독신 전체 매출액은 높은 기저 효과로 전년 동기 감소했으나, 태국과 대만 중심으로 수출 회복 흐름이 이어지는 중. 수출 본격 회복 시점은 보툴렉스 중국 시판하기(1Q20)에 따른 제품 출시 이후로 전망
- 필러 매출은 내수 33억원(YoY-7.8%, QoQ-33.6%), 수출 99억원(YoY+17.1%, QoQ+11.9%). 1분기에 물량이 집중되면서 2분기 내수 매출은 감소했으나, 상반기 매출은 프리미엄 라인 신제품(더채움 Style) 출시로 전년 동기 대비 33.8% 증가. 수출은 유럽 중심 성장 지속
- 화장품 웰라주는 중국 e-commerce 규제 영향으로 수익성이 높은 해외 도매 비중이 감소 하면서 수익성 악화. 하반기에는 내수 시장 중심의 매출 방어가 예상되나 이익 감소는 불가 피할 전망. 2H19 중국 위생허가 시, 채널 다변화로 인한 수익성 개선 기대

낮아진 이익 눈높이, 하반기 실적 회복 방향성은 유효

- 2019년 영업이익 성장률 10~15%대로 가이던스 하향 조정(기존 25%). 화장품 채널 mix 변화, 독신/필러 수출 비중 감소 및 신사업 투자 계획을 반영
- 2H19 연결 매출액 1,093억원(YoY+16.6%), 영업이익 352억원(YoY+66.4%, OPM 32.2%), 전망. 사업부문별로는 독신 567억원(YoY+37.3%), 필러 252억원(YoY+5.9%), 화장품 177억원(YoY-11.4%), 의료가기 및 기타 97억원(YoY+11.9%) 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	182	182	209	231	244
영업이익	102	60	68	79	84
세전순이익	104	100	79	87	95
총당기순이익	81	76	59	66	71
자배지분순이익	73	70	55	61	66
EPS	19,382	16,030	12,540	13,895	15,110
PER	28.9	23.8	28.0	25.3	23.2
BPS	185,154	167,276	179,517	193,412	208,522
PBR	3.0	2.3	1.8	1.7	1.6
ROE	15.4	9.8	7.2	7.5	7.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 휴젤 대신증권 Research&Strategy본부

리노공업
(058470)

이수빈

subin.lee@dashin.com
투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

65,000

하향

현재주가

(19.08.13)

50,800

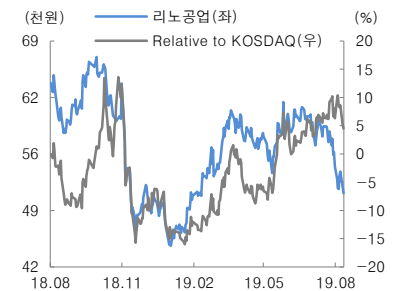
반도체업종

4차 산업혁명/안전등급

■ Sky Blue

KOSDAQ	590.75
시가총액	774십억원
시가총액비중	0.37%
자본금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	67,100원 / 44,500원
120일 평균거래대금	18억원
외국인지분율	37.34%
주요주주	이재원 34.66% 베어링자산운용 외 2 인 9.46%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.9	-5.6	-3.2	-15.3
상대수익률	-1.9	13.3	21.2	8.3



밸류에이션 매력도 상승

투자의견 매수 유지, 목표주가 65,000원으로 7% 하향

- 목표주가 65,000원은 12개월 Forward EPS에 과거 3년 평균 P/E 19배 적용하여 산출
- 목표주가 하향은 하반기 의료가기 사업부의 전분기대비 외형성장도 둔화되었고, 기존 사업부 문에서의 전분기대비 실적 개선도 제한적으로 과거 P/E 대비 부여했던 프리미엄을 제외했기 때문
- 동사의 주가는 모바일 판매량 둔화에 따른 우려로 7월부터 큰 폭으로 조정 받음. 그러나, 2019년 매출과 이익 전년대비 증가율이 2018년 증가율보다 높고, 영업이익률도 안정적으로 유지하고 있어 과거 대비 저평가 받을 이유는 없다고 판단

19년 2분기 제품믹스 개선으로 매출총이익률 상승

- 매출은 439.6억원(+3% YoY), 영업이익은 166.7억원(+8% YoY) 기록하며 당사 추정치 부합. 포트폴리오 믹스 개선되며 전사 매출 총 이익률은 45%, 영업이익률은 38%로 증가
- 리노핀 매출 183.8억원(-5% YoY)으로 당사 추정치 하회. 전자부품 및 반도체 업황 둔화로 판매량 감소. 2분기 생산량도 2,259만개로 전년동기대비 8% 감소
- IC소켓 매출 201.7억원(+2% YoY)으로 당사 추정치 부합. 2분기 모바일 계절성 효과로 전 분기대비 개선되었으나 전년동기와 유사한 수준 기록
- 의료가기 부문 매출 53.8억원으로 전분기대비 11% 증가하며 당사 추정치 상회

2019년 매출 1,630억원(+8% YoY), 영업이익 559억원(+9% YoY) 전망

- 하반기 주요 고객사의 스마트폰 판매량 둔화가 예상됨 따라 영업이익 개선도 제한적일 전망. 2020년 5G 스마트폰 본격화되면 IC소켓 사업부의 판매량과 판매단가 성장 가능할 것으로 예상. 또한 7월 완공한 의료가기 공장을 활용한 신규 고객 유치 기대

(단위: 십억원 %)

구분	2Q18	1Q19	2Q19				3Q19			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	42	33	46	44	3.4	33.6	48	47	30.7	7.1
영업이익	15	12	16	17	7.9	40.2	17	16	34.9	-4.0
순이익	16	11	14	15	-10.2	38.5	17	14	56.6	-2.6

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	142	150	163	191	208
영업이익	49	51	56	66	74
세전순이익	52	63	65	75	83
총당기순이익	40	49	50	58	64
자배기순이익	40	49	50	58	64
EPS	2,648	3,191	3,265	3,810	4,186
PER	21.7	14.7	15.6	13.3	12.1
BPS	14,955	17,244	19,416	22,133	25,226
PBR	3.8	2.7	2.6	2.3	2.0
ROE	18.8	19.8	17.8	18.3	17.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배기준 기준으로 산출

실리콘웍스
(108320)

아수빈

subin.lee@daisin.com
투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

43,000

현재주가

(19.08.13)

34,050

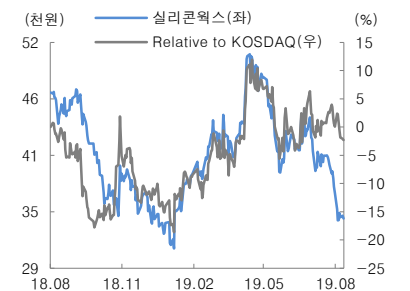
디스플레이업종

4차 산업혁명/안전등급

■ Sky Blue

KOSDAQ	590.75
시가총액	554십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	50,800원 / 31,000원
120일 평균거래대금	51억원
외국인지분율	36.91%
주요주주	LG 외 2 인 33.22% Templeton Asset Management, Ltd. 외 3 인 6.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.1	-23.1	-10.6	-22.1
상대수익률	-3.3	-7.7	11.9	-0.3



하반기 OLED 비중 증가

투자의견 매수 유지, 목표주가 43,000원 16% 하향

- 목표주가 43,000원은 12개월 Forward EPS에 P/E 15.0배 적용
- 목표주가 하향은 2019년 2분기 실적이 당사추정치를 하회함에 따라 2019년 연간 실적 전망치를 하향 조정했기 때문

2019년 2분기 영업이익 당사 추정치를 하회하는 62.3억원(-41% YoY) 기록

- 19년 2분기 매출 1,963억원(+9% YoY), 영업이익 62.3억원(-41% YoY) 기록. 매출은 당사 추정치와 부합하였으나 영업이익은 제품 믹스 악화와 판매관리비 증가로 당사 추정치 및 시장 기대치 하회
- 판매 단가가 높은 모바일 OLED 부문은 부진했던 반면 대형 LCD 판매량이 증가하며 전체 영업이익이 하락함. TV 부문의 경우 중화권 LCD 세트향 판매 증가가 대형 Driver IC 매출에 기여. 모바일 또한 주요 고객이던 국내 스마트폰향 OLED Driver IC 출하량은 부진했으나, 중화권 OLED 패널향으로 판매량 증가했음
- 임직원 수 전분기대비 100명이상 증가하며 인건비 증가에 따른 판매관리비용 증가. 연간 인건비 상승에 따른 고정비 부담은 이어질 전망
- 전체 매출에서 차지하는 비중은 10%에 불과하나 전장사업부향 DDI 판매량은 기대치를 상회했음. 하반기에도 양호한 매출 지속할 것으로 예상

2019년 하반기 OLED 비중 증가하나, 고정비 부담은 이어질 전망

- 3분기 영업이익 179억원(-16% YoY), LG디스플레이의 주요 스마트폰 고객사향 소형 OLED 패널 출하 증가로 당사 OLED 비중은 증가 예상. 그러나 인건비 부담은 지속. 광저우 WOLED향 Driver IC 출하도 4분기에나 본격화될 것으로 예상
- 출하량 감소에도 불구하고 환율 상승 효과로 인해 이익 하락은 제한적일 것으로 예상

(단위: 십억원, %)

구분	2Q18	1Q19	2Q19				3Q19			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	180	177	196	196	9.2	10.7	198	236	10.2	20.1
영업이익	11	2	11	6	-40.7	253.6	10	18	-15.6	187.7
순이익	9	3	8	6	-30.7	112.1	9	14	-19.2	136.6

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	693	792	878	1,060	1,272
영업이익	46	56	54	67	54
세전순이익	48	59	56	68	56
총당기순이익	47	49	46	56	46
자배분순이익	47	49	46	56	46
EPS	2,894	3,010	2,833	3,469	2,847
PER	18.3	11.2	12.0	9.8	12.0
BPS	25,345	27,460	29,462	32,181	34,279
PBR	2.1	1.2	1.2	1.1	1.0
ROE	11.9	11.4	10.0	11.3	8.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출. 자료: 실리콘웍스, 대신증권 Research&Strategy본부

힐라코리아
(081660)

유정현
jung Hyun.yu@daishin.com

이나연
nayeon.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

96,000

현재주가
(19.08.13)

65,100

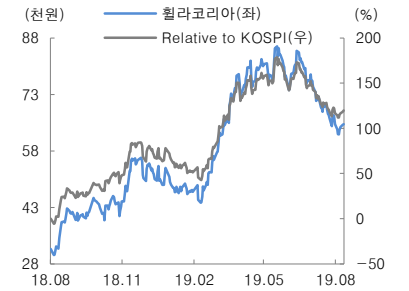
섭이익복합중

4차 산업혁명/안전등급

Neutral Green

KOSPI	1925.83
시가총액	3,979십억원
시가총액비중	0.31%
자본금(보통주)	61십억원
52주 최고/최저	85,800원 / 32,050원
120일 평균거래대금	347억원
외국인지분율	52.64%
주요주주	힐라홀딩스 외 2 인 20.11% 국민연금공단 9.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.2	-16.4	42.0	103.1
상대수익률	-2.7	-9.8	62.3	137.1



FILA 미국 +39%, 로열티 +38%,
중국 +58%, 그런데 P/E 15배

투자 의견 BUY, 목표주가 96,000원 유지

- 동사에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 96,000원(12MF P/E 기준 20배) 유지. 2분기 미국 법인 매출 성장률이 1분기 100%에 비해 낮은 39%를 기록했으나 약 40%에 이르는 성장률을 평가절하하는 것은 적절치 않음. FILA의 브랜드 가치의 향상은 꾸준히 진행 중이며, 2019-2020년 P/E이 각각 15배, 14배 수준으로 글로벌 브랜드로서 여전히 저평가 상태라고 판단

2Q19 Review: FILA 전 사업부 고르게 성장

- 2분기 총매출액과 영업이익은 각각 9,593억원(yoy +21%), 1,449억원(+25%, yoy) 기록
- **[국내/중국]** 국내 매출액과 영업이익은 각각 1,608억원(+23%, yoy)과 311억원(+68%, yoy)으로 영업이익률 19.4% 기록. 중국 JV로부터 수취하는 디자인 서비스 수수료도 58% 성장. 이를 제외한 순수 국내 매출액은 23% 증가하였고, 영업이익률은 15% 달성하였는데 의류 부문 매출 성장으로 영업 레버리지가 크게 나타난 것으로 판단. 어려운 내수 소비 여건에도 불구하고 국내 사업 역시 매우 양호한 실적 기록
- **[미국]** 미국 시장에서 브랜드 입지 강화로 USD 기준으로 매출액 +39%, 영업이익 +98% 급증(yoy). 1회성 비용(상여금) \$2백만(약 23억원) 고려 시 실제 영업이익률은 11%로 1분기 11.9%와 유사. 동사의 주요 채널이 증가 이상의 채널로 상향 이동(mid-tier 비중 2Q18 12%대에서 2Q19 35%까지 상승함)에 따라 미국 판매 제품의 GPM이 yoy 2.1%p 상승하며 실적 개선
- **[로열티]** 전년동기대비 38% 증가(yoy, USD 기준). 가장 큰 부분을 차지하는 유럽이 44% 증가하는 등 주요 지역에서 고르게 성장. **[Acushnet]** Acushnet Holdings(GOLF US)는 매출액과 영업이익이 각각 yoy 3%, 5% 감소(당사 8월 8일자 힐라코리아 보고서 참고)

브랜드의 구조적 성장 스토리 이어진다

- 2분기 실적에서 특이점은 소비가 크게 부진한 내수 시장에서 카테고리가 의류 품목으로 확장되며 이익률이 크게 개선된 점인데, 국내 및 해외 시장에서 고르게 성장하는 동사의 실적에 대해 현재 주가는 가치 평가가 인색하다고 판단. 하반기 미국 시장과 로열티 부문의 기저 부담을 고려해도 글로벌 스포츠 브랜드 기업의 평균 valuation(P/E 25-30배)에 비해 절대 저평가 상태라는 점이 주가의 안전판 역할을 할 것으로 전망함

(단위: 십억원 %)

구분	2Q18	1Q19	작전추정	잠정치	2Q19			3Q19		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	790	835	1,006	959	21.4	14.9	938	824	13.5	-14.1
영업이익	116	116	152	145	25.3	25.1	146	100	35.2	-31.0
순이익	66	70	85	95	44.4	35.1	83	82	103.6	-13.4

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	2,530	2,955	3,485	3,657	4,007
영업이익	217	357	473	530	589
세전순이익	182	337	455	513	562
총당기순이익	108	210	341	385	422
자비자분순이익	62	144	256	288	316
EPS	1,030	2,349	4,187	4,720	5,174
PER	15.8	22.8	15.5	13.8	12.6
BPS	13,191	16,226	20,373	25,042	30,167
PBR	1.2	3.3	2.3	1.9	1.7
ROE	7.5	16.0	22.9	20.8	18.7

주: EPS와 BPS, ROE는 자비자분 기준으로 산출
자료: 힐라코리아, 대신증권 Research&Strategy본부

삼성생명
(032830)

박혜진

hyejin.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

90,000

유지

현재주가

(19.08.13)

67,900

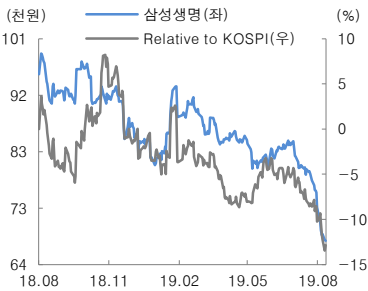
보험업종

4차 산업혁명/안전등급

Neutral Green

KOSPI	1,925.83
시가총액	13,580십억원
시가총액비중	1.05%
자본금(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	97,300원 / 67,900원
120일 평균거래대금	147억원
외국인지분율	16.38%
주요주주	이건희 외 7 인 47.03% 신세계 외 1 인 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.4	-15.9	-24.3	-27.8
상대수익률	-8.4	-9.2	-13.5	-15.7



배당의지 재확인, 하지만
금리하락의 부담은 존재

투자의견 매수(BUY), 목표주가 90,000원 유지

배당성향 50%의지 재확인, 건강상해보험 중심 매출 호조세

- 지난해 삼성전자 지분매각의 1.09조원이 반영되면서 올해 연간 순이익의 감소는 불가피하나 올해로 일부 이연된 전자지분 매각의과 생보부동산신탁 매각의 600억원을 포함한 자산매각으로 배당재원이 감소할 가능성은 높지 않다고 판단됨
- 또한 생명보험산업의 매출 성장이 요원한 가운데 건강상해보험을 중심으로 신계약 매출이 크게 증가하는 점도 긍정적, 하지만 금리하락세가 예상보다 가파르게 진행되는 가운데 연말 변액보증준비금 추가적립에 대한 우려는 존재
- 어려운 환경에서 주요 지표는 상대적으로 양호한 수준을 유지하고 있으며 주주가치 제고에 대한 회사의 의지를 재확인, 투자의견 Buy, 목표주가 90,000원 유지함

2Q19 연결기준 순이익 3,093억원(QoQ -30.8%, YoY-70.7%)기록

- 2분기 순이익은 우리의 추정을 -7.7%하회하였으나 컨센서스에 거의 부합하는 실적을 기록
- 보험산업 전체적으로 손해액 청구가 증가함에 따라 위험손해율은 증가추세에 있어 동사 역시 당 분기 위험손해율은 85.4%로 전년동기 대비 +5.3%p상승하여 사차익은 감소하는 모습을 보임
- 하지만 금리하락이 2분기 상당히 가파르게 진행되었음에도 불구하고 신규투자자원은 3.0%로 1분기 수준을 유지, 이원차스프레드가 전 분기 대비 -2bp확대에 그쳤으며 삼성카드, 삼성자산운용, 연결펀드 등 연결자회사 이익 1,630억원이 반영됨에 따라 이차이익이 상대적으로 견조하게 유지됨
- 회사는 건강상해보험 판매 호조에 따른 신계약가치 및 신계약마진에 대해 강조하고 있는데 동 상품의 매출이 지난해 대비 90%이상 증가함에 따라 당 분기 보장성보험 APE성장을 견인하였으며 신계약마진도 54%를 기록
- 예상보다 빠르게 금리가 하락하고 있어 연말 변액보증준비금 적립에 대한 부담은 존재, 금리 민감도는 10bp당 200억원 수준으로 하반기 금리하락폭이 관련

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
수입보험료	26,321	25,960	26,379	26,774	27,184
YoY(%)	-6.9	-1.4	1.6	1.5	1.5
순이익	1,195	1,664	1,257	1,315	1,323
YoY(%)	-46.3	39.3	-24.5	4.6	0.6
BPS(원)	140,678	144,510	176,649	195,492	213,276
YoY(%)	15.6	2.7	22.2	10.7	9.1
PBR(배)	0.89	0.56	0.38	0.35	0.32
ROE(%)	4.2	5.8	3.6	3.4	3.1
EPS(원)	5,976	8,322	6,286	6,577	6,614
PER(배)	20.8	9.8	10.8	10.3	10.3

주: IFRS 연결 기준

자료: 삼성생명, 대신증권 Research&Strategy본부

현대해상

(001450)

박해진

hyejin.park@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 32,000
유지

현재주가 25,000
(19.08.13)

보험업종

처분이익으로 컨센서스 부합

투자의견 매수(BUY), 목표주가 32,000원 유지

주가는 역사적 최저점, 내년 증익 가능성 존재

- 경쟁사가 할인특약을 축소하는데 비해 당사는 고객군별 민감도 조정으로 자동차보험 손해율 상승을 제한하고 있음. 뿐만 아니라 실손보험 관련 일 평균 청구액이 4~5월대비 감소하였는데 3분기 연휴가 포함됨에 따라 추세적이라고 판단하기는 함.
- 위험손해율이 3, 4분기 추세적으로 증가하지 않는다면 자동차보험 요율인상에 따라 내년 증익은 가능할 전망. 동사의 2019년 예상 PBR은 0.52x수준으로 역사적 최저점인데 ROE는 7%를 상회할 것으로 전망. 따라서 1) ROE대비 저평가된 주가, 2) 2020년 증익 가능성 존재하기 때문에 투자의견 Buy, 목표주가 32,000원 유지

2Q19 별도기준 순이익 866억원(QoQ +12.0%, YoY -42.5%)기록

- 2분기 순이익은 우리의 추정을 14%이상 상회하였고 컨센서스에는 거의 부합하는 실적을 기록
- 정비수가 인상, 표준약관 개정 등 업계 전체적으로 자동차보험 손해율이 상승하는 가운데 동사도 전년동기 대비 9%p이상 상승한 88.9%기록하였으며 위험손해율 역시 96%로 같은 기간 대비 10%p이상 상승함
- 하지만 그럼에도 불구하고 우리의 예상보다 실적이 견조했던 이유는 투자이익 증가에 기인 감소하는 보험이익을 처분이익으로 만회하였는데 사측은 상황에 따라 처분이익을 유연하게 조정할 계획, 따라서 올해 순이익 감익폭이 우리의 예상보다 적을 가능성도 존재
- 월납기준 보장성인보험은 1분기 평균 84억원에서 당 분기 90억원을 상회, 순사업비 역시 1분기 대비 200억원 이상 증가하는 모습을 보임. 경쟁사는 1분기 절판효과 등으로 매출이 감소하였는데 당사는 5월 한시적 캠페인을 진행했기 때문. 따라서 이 같은 수준이 지속된다고 볼 수 없으나 업계가 여전히 경쟁을 지속하고 있어 80억원 내외의 매출은 발생할 전망

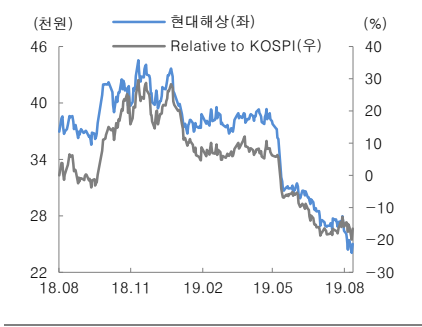
영업실적 및 주요 투자지표		(단위: 십억원, 원, 배, %)			
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
경과보험료	11,533	11,766	11,921	1,996	12,069
총영업이익	640	514	469	511	568
순이익	473	359	318	357	405
손해율	83	84	83	83	85
사업비율	20	21	21	21	20
합산비율	103	105	104	103	105
ROE(%)	15.2	8.7	7.4	7.7	8.2
EPS(원)	5,288	4,016	3,559	3,989	4,526
BPS(원)	34,706	46,013	48,195	52,049	55,277
PBR(x)	1.35	0.89	0.52	0.48	0.45
PER(x)	8.9	10.2	7.0	6.3	5.5

주: IFRS 별도 기준
자료: 현대해상, 대신증권 Research&Strategy본부

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSPI	1,925.83
시가총액	2,235십억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	45십억원
52주 최고/최저	44,550원 / 24,050원
120일 평균거래대금	75억원
외국인지분율	46.86%
주요주주	정몽윤 외 3 인 22.35% 국민연금공단 8.13%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.2	-24.4	-36.4	-32.8
상대수익률	0.5	-18.3	-27.3	-21.5



팬오션
(028670)

기대되는 3분기

투자의견 매수, 목표주가 6,300원 유지

- 2019년 2분기 실적은 당사 및 시장의 기대치를 약 10% 상회하는 호실적 시현
- 2019년 2분기 평균 BDI는 995pt로 전년동기대비 21% 하락하였으나, 영업이익은 전년동기와 유사한(+4억) 수준으로 양호한 실적을 시현함
- 2019년 8월 12일까지 3분기 평균 BDI는 1,841pt로 큰 폭으로 상승한 상황으로 3분기 및 하반기 실적은 큰 폭으로 개선될 가능성 높음
- 6월말~7월중순 Vale사의 철광석 수출물량 증가에 따른 Capesize선형 주도의 시장 급등세는 다소 진정되었지만, 하반기 IMO2020 시행을 앞둔 선사들의 Retrofit 수요와 Tanker Cleaning작업에 따른 공급차질로 시장은 건조한 수준을 유지할 것으로 전망함

2019년 2분기 영업이익은 당사 및 시장의 기대치를 약 10% 상회한 실적 시현

- 팬오션의 2019년 2분기 실적은 매출액 6,323억원(-6.9% yoy), 영업이익 505억원(+0.9% yoy), 지배순이익 373억원(-2.9% yoy)을 기록
- 2019년 2분기 평균 BDI는 995pt(-21.0% yoy)를 기록, 동사의 건화물 부문 매출액은 달러 기준 \$368.2mn(-22.4% yoy), 원화기준 4,295억원(-16.2% yoy)을 기록
- 부진한 상황에도 불구하고, 안정적인 선대 운영으로 벌크 부문 영업이익은 달러기준 \$39.6mn(-5.6% yoy), 원화기준 462억원(+1.9% yoy)의 양호한 실적 시현
- 2019년 2분기 동사의 운영선대는 벌크 173척(사선 62, 용선 111), 비벌크 27척을 기록
- 곡물부문 매출액이 1,035억원(+24.9% yoy)로 크게 증가하였는데, 이는 곡물가격상승에 대비한 국내 고객사들의 수입물량 증대 영향에 기인

2019년 3분기 매출액 7,172억원(-7.0% yoy), 영업이익 606억원(+5.4% yoy) 전망

- 보수적인 BDI가정(3분기평균 1,550pt), 운영선대 206척(벌크 177, 비벌크 53), 평균 원달러 환율 1,195원/달러를 가정하여 추정 (page. 2 실적 추정표 참조)

(단위: 십억원 %)

구분	2Q18	1Q19	직전추정	잠정치	2Q19			3Q19		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	679	535	628	632	-6.9	18.2	618	717	-7.0	13.4
영업이익	50	45	46	50	0.9	12.3	46	61	5.4	20.0
순이익	38	31	42	37	-2.9	20.4	35	52	17.9	38.3

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	2,336	2,668	2,557	2,828	2,961
영업이익	195	204	218	242	246
세전순이익	143	149	171	200	205
총당기순이익	141	149	171	200	205
지배지분순이익	143	152	171	200	205
EPS	268	285	319	373	383
PER	19.7	15.6	13.7	11.7	11.4
BPS	4,470	4,946	5,265	5,638	6,021
PBR	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7
ROE	5.8	6.1	6.3	6.9	6.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 팬오션, 대신증권 Research&Strategy본부

양자한 jhwan.yang@daishin.com
이자수 jane.jee@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 6,300
유지

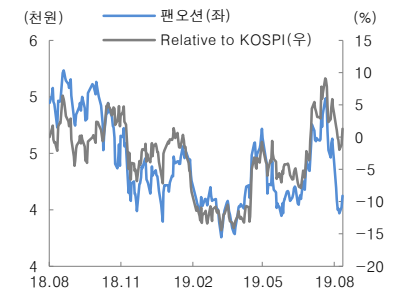
현재주가 4,360
(19.08.13)

운송업종

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSPI	1925.83
시가총액	2,331십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	535십억원
52주 최고/최저	5,360원 / 4,030원
120일 평균거래대금	59억원
외국인지분율	11.14%
주요주주	허림지주 외 28 인 54.90% 국민연금공단 5.81%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.4	-2.1	0.2	-11.1
상대수익률	-1.8	5.7	14.6	3.8



파라다이스 (034230)

김수민

soomin.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

22,000

유지

현재주가

15,050

(19.08.13)

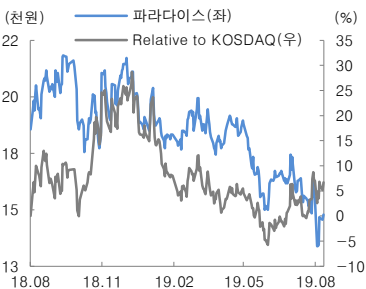
엔터테인먼트업종

4차 산업혁명/안전등급

Neutral Green

KOSDAQ	590.75
시가총액	1,369십억원
시가총액비중	0.66%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	21,400원 / 13,800원
120일 평균거래대금	92억원
외국인지분율	5.17%
주요주주	파라다이스글로벌 외 11 인 46.57%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.2	-11.5	-18.2	-21.8
상대수익률	5.8	6.2	2.4	0.0



예상보다 더, 빨리 좋았다

투자의견 매수(Buy), 목표주가 22,000원 유지

- 목표주가 22,000원은 잔여이익평가모형(Residual Income Model) 기반 산출

2Q19 Review: 연결 매출 2,339억원(+29% yoy), 영업이익 47억원(흑전)

- 2Q19 연결 매출 2,339억원(+29% yoy), 영업이익 47억원(흑전) 달성 매출은 컨센서스 및 당사 추정치 부합 영업이익은 컨센서스(13억원) 및 당사 추정치(-20억원) 상회

- 부문별 매출 카지노 1,037억원(+11% yoy), 호텔 204억원(+5% yoy), 복합리조트(P-City) 1,058억원(+65% yoy), P-City 매출과 Drop 각각 +65% yoy, +46% yoy 성장, 전사 실적 견인 개장 2주년 관련 일회성 마케팅비 약 50억원 제외시 BEP 근접 수준까지 도달

- 2Q19 P-City 매출 1,058억원(+65% yoy), 영업손실 -50억원(적지) 달성 안정적 Drop 성장(+46% yoy) 및 홀드율 개선(10.6%, +1.2%p yoy)으로 카지노 매출 864억원(+62% yoy), 분기 최대 수준 갱신 호텔 역시 카지노 투숙객의 증가 및 국내 호캉스 트렌드에 따른 내국인 수요 확대 지속되며 매출 151억원(+39% yoy) 달성

- 안정적 외형 성장에도 불구하고, 한일 관계 악화에 따른 인바운드 위축 우려로 다소 부진한 주가 흐름 이어짐 그러나 일부 Mass/FTT 관광객 위축은 있을 수 있겠으나, Drop의 대부분을 차지하는 VIP 수요에 미치는 영향은 제한적이라고 판단. 오히려 일본인 관광 수요의 가장 큰 변수는 원/엔 환율임을 다시 한번 상기했을 때, 현 수준의 일본인 VIP Drop 성장 지속 가능할 것으로 판단. 오히려 하반기 베이징 신공항 개장(9/30)에 앞서 본격적인 중국 노선 확대에 따른 중국인 VIP 방문 확대에 대한 기대감이 높아질 것

- 분기별 영업이익 1Q19 -63억원(적전), 2Q19 47억원(흑전), 3Q19E 156억원(+45% yoy), 4Q19E 75억원(흑전) 예상. 특히 3분기는 非 카지노(호텔) 성수기이며, P-City 호텔은 높은 내국인 수요를 기반으로 OCC와 ADR 동반 상승 중(OCC 2Q18 48% → 2Q19 64%), ADR 281천원(+2% yoy)). 월 BEP 자체가 크게 낮아져 고정비 부담 최소화되는 3Q19E P-City 흑전 예상하며, 하반기 이익 현실화 확인 과정에서 안정적 주가 흐름 전망

- 2019년 매출 9,611억원(+22% yoy), 영업이익 216억원(+796% yoy) 전망

- 2020년 매출 9,611억원(+22% yoy), 영업이익 571억원(+165% yoy) 전망

(단위: 십억원 %)

구분	2Q18	1Q19	2Q19				3Q19			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	181	202	235	234	29.2	15.9	229	256	21.8	9.6
영업이익	0	-6	-2	5	흑전	흑전	1	16	44.7	232.6
순이익	-2	-8	-3	-2	적지	적지	-4	6	24.5	흑전

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	668	788	961	1,105	1,189
영업이익	-30	2	22	57	91
세전순이익	-34	-43	-3	41	75
지배지분순이익	-19	-21	-3	25	47
EPS	-208	-231	-29	279	512
PER	NA	NA	NA	53.9	29.4
BPS	10,932	13,969	13,867	14,052	14,471
PBR	2.0	1.3	0.8	0.8	0.8
ROE	-1.9	-1.9	-0.2	2.0	3.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 파라다이스, 대신증권 Research&Strategy본부

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research&Strategy 본부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.