

# 미래에셋증권 Daily

## ▶ TODAY'S REPORTS

### 산업분석

글로벌 인터넷 [비중확대] - 정용제: MS의 ATVI 인수. 메타버스에서 게임은 필수

글로벌 인터넷 [비중확대] - 정용제: 상반된美中 전자상거래 1H22 전망  
New Convergence - 서병수: 실리콘밸리를 키운 미국 지배구조

### 기업분석

마이크로소프트[매수] - 김수진: MS, 687억 달러에 액티비전블리자드 인수

플러그파워[매수] - 류제현: 흔들림 없는 성장 궤적

ASML(ASML US) - 류영호: 나는 나의 길을 간다

유나이티드헬스 그룹(UNH US) - 김충현: 그룹사 시너지가 더욱 강화될 2022년

### 금융시장 주요 지표 I, II

## 2022. 1. 21 (금)

## 리서치센터

KOSPI (1/20)	2,862.68P(+20.40P)
KOSDAQ (1/20)	958.70P(+24.80P)
KOSPI200 (1/20)	380.39P(+2.18P)
미국 DowJones지수 (1/20)	34,715.39P(-313.26P)
미국 NASDAQ지수 (1/20)	14,154.02P(-186.23P)
중국상해종합지수 (1/20)	3,555.06P(-3.12P)
NIKKEI225지수 (1/20)	27,772.93P(+305.70P)
유럽 STOXX600지수 (1/20)	483.35P(+2.45P)
독일 DAX지수 (1/20)	15,912.33P(+102.61P)
VIX (1/20)	25.59P(+1.74P)
원/달러 환율 (1/20)	1,192.19(+0.74)
엔/달러 환율 (1/20)	114.11(-0.22)
달러/유로 환율 (1/20)	1.13(0.00)
국고채 수익률(3년) (1/20)	2.12(+0.05)
미국채 10년 (1/20)	1.81(-0.06)
독일국채 10년 (1/20)	-0.02(-0.01)
금가격 (1/20)	1,842.60(-0.60)
구리가격 (1/19)	9,785.00(+93.00)
유가(WTI) (1/20)	86.90(-0.06)
국내주식형펀드증감 (1/18)	-1,643억원
해외주식형펀드증감 (1/18)	403억원
고객예탁금 (1/19)	540,200억원(-163,663억원)
신용잔고 (1/19)	234,315억원(-1,377억원)
대차잔고 (1/20)	725,612억원(+16,887억원)

주: 현지 시간 기준

## MS의 ATVI 인수. 메타버스에서 게임은 필수

정용제, CFA yongjei.jeong@miraeeasset.com

## MS의 액티비전 블리자드 인수 발표

## 1월 18일 마이크로소프트는 액티비전 블리자드 (ATVI US) 인수 발표

- 주당 가격은 95달러 (기업가치 687억달러). 발표 당시 65달러대비 45% 프리미엄
- 기존 CEO인 바비코틱은 유지. 인수 완료 후 MS 게이밍 사업부로 편입 예정
- MS는 인수 이유로 게임 사업의 강화와 메타버스를 향한 전략 강화를 언급
- 인수 가격은 ATVI의 2022년 P/E 25배, 발표 당시 17배. 인수 완료는 FY23 (6월 결산)

## MS 게이밍 사업의 시장 지배력 강화 + 디지털 콘텐츠 생산 기업으로 게임사 역할 증대

## MS의 ATVI 인수 이후 MS의 글로벌 게임 시장 지배력 강화 전망

- 1) 엑스박스 및 클라우드 게임 라인업 강화. 또한 PC, 모바일 신규 라인업 긍정적
- 게임 라인업 부족은 MS 게임의 고질적 문제. 베데스다 인수 이후 핵심 IP 확보 가능
- 또한 블리자드는 PC, 킹은 모바일에 강점. MS 게임 사업의 콘솔 이와 저변 확대
- 2) ATVI의 넓은 사용자 저변 (MAU 4억명 이상)을 흡수. 특히 핵심 IP에 주목
- 현재 게임패스 구독자 25백만명에 불과. EA 구독 서비스 Play 확보했으나 미미
- 반면 콜오브듀티는 F2P 게임 '워존'만 1억명 보유. 블리자드는 충성 유저 보유
- 3) 콘솔 경쟁사인 소니와 클라우드 경쟁사인 구글 클라우드에게는 부정적
- 인수 이후 베데스다의 '스타필드' 사례처럼 엑스박스, PC 독점 출시 가능성 존재
- ATVI는 2020년 구글 클라우드와 유튜브와 파트너십. 종료 후 Azure로 이전 가능

## 중장기 관점에서 메타버스 실현을 위해 디지털 콘텐츠, 즉 게임사의 역할 확대 전망

- MS의 ATVI 인수는 향후 메타버스 내 게임사의 핵심적인 역할 수행을 의미
- 메타버스는 새로운 B2C 플랫폼과 디지털 트윈 등 B2B 솔루션의 확대로 요약
- 이를 위해 기존 콘텐츠와 다른 '리얼타임 3D 그래픽' 생산 능력 확보는 필수
- 과거에도 플랫폼의 핵심은 텍스트 (검색)에서 이미지, 동영상 (SNS)으로 변화
- 향후에는 리얼타임 3D 그래픽 기반의 플랫폼으로 진화. 이에 게임사는 필수
- 액티비전은 IP 및 퍼블리싱에 강점. 블리자드와 킹은 PC, 모바일 게임 개발력 보유

## 장기적으로 게임사 가치 증대 전망

## 메타버스 부각에 따른 전반적인 게임 산업의 밸류에이션 확대 가능성에 주목

- 테이크투의 징가 인수 (약 127억달러)가 발표된 지 1주일만에 추가 빅딜의 탄생
- 이는 향후 플랫폼 경쟁에서 게임 콘텐츠의 중요성과 중장기 높은 성장성을 의미
- 최근 이어지는 글로벌 게임 산업 M&A도 같은 맥락 일한. 기업가치 상승 긍정적
- 단기 실적 우려는 존재하나 전반적인 게임 산업의 밸류에이션 상승 가능 판단

## 글로벌 기업 중 로블록스, 유니티 긍정적. 모두 게임 개발 위한 지원 도구 제공

- 단기적으로 높아진 밸류에이션 부담은 존재. 각각 2022년 PSR 14배, 23배 거래
- 다만 로블록스와 유니티는 각각 개발자 생태계 보유. 중장기 경쟁력 부각 전망

## 상반된 美中 전자상거래 1H22 전망

정용제, CFA yongjei.jeong@miraeeasset.com

## 미중 모두 12월 전자상거래는 부진

## 지난주 및 이번주 미국과 중국 모두 부진한 12월 전자상거래 지표 발표

- 1) 미국은 11월 성수기 이후 12월 소매 부진 기록. 인플레이션 및 공급망 영향 지속
- Non-Store 매출액 1,154억달러 (+4% YoY)로 2021년초 이후 성장률 지속 하락
- 2) 중국도 부진했던 11월 (+7% YoY) 이후 12월에도 추가 부진 지속
- 전자상거래 (Physical) 거래금액 9,986억위안 (+2% YoY). 역대 최악과 유사

## 상반된 1H22 美中 전자상거래 전망

## 미국 전자상거래는 2020 ~ 2021년 고성장 후 2022년 성장률 둔화 가능성 존재

- 미국 인터넷 기업은 2020년부터 이커머스, SNS, 검색 광고 순으로 매출 상승 기록
- 그러나 2Q21부터 정상화로 인해 이커머스, SNS를 시작으로 성장률 둔화 관찰
- 12월 전자상거래 시장 부진 여파에도 금리 인상 시기가 도래한다는 점도 부정적
- 또한 1Q22부터 달러 강세 (YoY)로 글로벌 기업의 매출 성장률 추가 둔화도 예상
- 실제 3Q18 당시 달러 강세 영향으로 주요 기업의 1%, 1Q19에는 3% 감소 영향
- 이를 감안시 높아진 1H22 매출액 추정치의 일부 하향 가능성 존재 판단

## 중국 전자상거래는 2020 ~ 2021년 부진 이후 2022년 성장률 반등 가능성 존재

- 중국 인터넷 기업은 2020년 말부터 규제 (반독점, 보안)와 내수 부진 여파 지속
- 또한 주요 기업의 신규 사업 (ex. 3선 이하, 음식료품) 투자는 이익률에 부정적 요인
- 이에 밸류에이션과 실적 (매출, 이익)이 동시에 하락하며 2021년 주가 부진 기록
- 그러나 최근 중국 소비 부진 여파로 향후 부양책 확대에 대한 기대감 존재
- 이에 최근 기대치를 하회했던 온라인 소비의 반등 가능성도 확대 판단

## 최근 전자상거래 동향 감안시 미국 인터넷 대비 중국 인터넷 주목 필요

## 최근 전자상거래 동향을 감안시 미국 인터넷 대비 중국 인터넷 주목 필요

- 물론 아직 중국 인터넷은 지난 2021년처럼 예측 불가능한 규제 가능성도 존재
- 다만 알리바바는 FY23 P/E 14배, 텐센트는 22E P/E 25배로 밸류에이션은 하락
- 규제 여파는 데이터 보안 관련 법안 구체화, 디디추싱의 홍콩 상장 등 개선 가능성
- 관건은 2021년 지속적으로 부진했던 실적의 회복인데 2022년 반등 가능성에 주목
- 중국 인터넷 기업 중에서는 온라인 소비 회복과 관련된 이커머스 플랫폼에 주목
- 미국 인터넷은 1H21 대비 기저효과로 1H22 성장률 둔화 확대 나타날 전망
- 단기적으로 알파벳의 검색 광고 및 유튜브 매출액 호조는 지속 전망
- 중장기 관점에서는 현재 부진한 전자상거래의 2H22 회복 예상. 아마존 긍정적

## 실리콘밸리를 키운 미국 지배구조

서병수 byungsu.seo@miraeasset.com

- 미국 내 대립하는 두 기업 지배구조 관점 : 월 스트리트의 주주 자본주의 vs 실리콘밸리 방식의 지배구조
- 실리콘밸리식 지배구조가 자리잡을 수 있었던 배경으로 ‘긍정적인 장기 투자수익률’
- DAO, ESG도 결국 실리콘밸리식 지배구조의 확장판. 단, 높은 도덕성이 뒷받침되어야만 지속가능한 지배구조

## 1. 지배구조 관점에서 본 미국 월 스트리트와 실리콘밸리

2022년에도 ESG는 투자에서 가장 중요한 이슈다. 그런데 한국에서는 ESG 중 E(환경)에만 집중하는 경향이 있다. 하지만 ESG가 투자자 관점에서 장기 수익률 극대화를 위해 등장했다는 점을 이해한다면, ESG에서 가장 기본적이고 중요한 이슈는 G, 즉 기업 지배구조(Corporate Governance)다. 기업 지배구조는 장기 투자의 전제조건인 동시에 필수적 요인이다.

기업 지배구조가 장기투자에서 중요한 이유는 1) 기업의 혁신과 2) 기업에 투자하는 투자자의 성격과 성과를 결정하기 때문이다. 기업의 핵심 구성원들이 기업을 위해 계속 열정적이려면, 기업의 성장만큼 핵심 구성원들이 보상을 받아야 한다. 그리고 그런 보상 구조는 기업의 지배구조에 의해 결정된다. 반면 기업 내부자들만 그 성과를 독식하는 구조에서는 기업 외부에서 그 기업에 투자하기 힘들다. 따라서 외부 투자자들이 안정적으로 투자의 과실을 가져갈 수 있도록 독려해야 하는데, 이 또한 기업의 지배구조에 따라 달라진다. 즉 기업의 혁신성이 둔화되고 해당 기업에 대한 외부 투자자들의 평가가 박하다면, 많은 경우 그 기업의 지배구조가 부적절하기 때문이다.

기업 지배구조가 가장 앞선 나라는 미국이다. 미국은 전세계 투자자들이 신분과 국적에 상관없이 투자의 과실을 정당하게 가져가도록 하면서 창업가 등 기업 핵심 내부자들이 기업 혁신을 위해 창의력을 최대한 발휘하는 지배구조를 구축하기 위해 끊임없이 노력한다. 심지어 필요에 따라서는 수십 년간 지켜온 원칙도 바꿀 정도로 유연하다. 미국이 실리콘밸리를 키우고, 그 결과 만들어진 빅테크 기업의 대안으로 블록체인 DApp을 제시한 것도 지배구조 측면에서 설명할 수 있다. 그런 과정은 오늘날 미국 경제 양대 축인 월 스트리트와 실리콘밸리의 갈등과 타협으로 설명할 수도 있다.

그림 1. 실리콘밸리와 월 스트리트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

# 마이크로소프트 Microsoft (MSFT US)

## MS, 687억 달러에 액티비전블리자드 인수

매수  
(유지)

목표가: USD 412.07  
상승여력: 36.2%

김수진 soojin.kim@miraeasset.com

### ATVI 인수 발표

#### MS 역대 최대 규모 - 메타버스 향한 강한 의지

- MS가 게임 기업 액티비전블리자드(ATVI US)를 687억달러 현금 인수한다고 발표.
- 텐센트, 소니에 이어 글로벌 3위 게임 기업 탄생
- ATVI의 1월 14일 증가 기준 45% 프리미엄을 준 금액으로, 회계연도 2023년(2023년 6월 말) 거래 완료 예정
- 이번 인수에 대해 MS의 나델라 CEO는 "콘텐츠와 커머스 사이의 벽을 허물어 모든 산업의 르네상스를 일으킬 수 있는 메타버스 플랫폼 개발에 핵심적인 역할을 할 것"이라고 설명
- 코틱 ATVI CEO는 인수 협상 이후 사임하고(최근 기업내 성추문 사건으로 사임이 유력했던 상황), ATVI는 MS 게이밍 사업부 편입 예정
- 거래 무효 시 30억 달러 위약금 지불 조건 - 반독점 승인 가능성 높을 것으로 예상

### 게이밍 사업부의 확대

#### 윈도우를 넘어서는 사업부로 부상할 것

- MS의 게이밍 사업부 매출은 CY2021 기준 153억달러로, 전체 매출 대비 9%를 차지
- ATVI의 FY2021 기준 예상 매출은 87억달러
- FY2021 기준으로 ATVI 매출을 MS 게이밍 사업부 매출에 더해 단순 계산하면 매출 비중은 13%로 증가
- MS의 예상 잉여현금흐름(FCF)은 FY2022 871억달러, FY2023 806억달러

### M&A 통한 시너지

#### 콜오브듀티, 캔디크러시사가 등 핵심 타이틀 확보 호재

- 1) 모바일 사업 강화: MS의 약점이었던 모바일 게임 사업 진출 가능
- 2) 게임 유저수 확대: ATVI의 MAU 4억명 확보
- 3) 클라우드 게이밍 포트폴리오 다각화: Xbox Game Pass 라인업 확대
- 궁극적으로 게이밍 사업부가 메타버스 플랫폼의 중심축 역할 할 것으로 기대

#### Key data



현재주가 (22/01/18, USD)	302.65	시가총액(십억USD)	2272.29
거래소	NASDAQ	시가총액(조원)	2707.0
EPS 성장률 (22F, %)	39.5	유통주식수(백만주)	7,503.8
P/E(22F,x)	34.6	52주 최저가(USD)	212.63
MKT P/E(22F,x)	20.8	52주 최고가(USD)	349.67
배당수익률(%)	0.82		

#### Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.3	18.4	43.0
상대주가	1.2	8.9	9.0

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (6월)	6/18	6/19	6/20	6/21	6/22F	6/23F
매출액 (백만USD)	110,360	125,843	143,015	168,088	202,538	240,068
영업이익 (십억USD)	35,058	42,959	52,959	69,916	83,419	100,511
영업이익률 (%)	31.8%	34.1%	37.0%	41.6%	41.2%	41.9%
순이익 (십억USD)	30,267	36,830	44,281	60,651	74,895	87,344
EPS (USD)	3.87	4.75	5.76	7.97	9.90	11.54
ROE (%)	19.4	42.4	40.1	47.1	45.7	42.7
P/E (배)	26.3	28.0	35.2	35.7	34.1	29.3
P/B (배)	9.2	10.0	13.0	14.3	13.5	10.1

주: Non-GAAP

자료: 마이크로소프트, 미래에셋증권 리서치센터

# 플러그파워 Plug Power (PLUG US)

## 흔들림 없는 성장 궤적

매수  
(유지)

목표가: USD 50.00  
상승여력: 138.2%

류제현 jay.ryu@miraeasset.com

### 컨퍼런스콜

#### 2022년 매출액 9억달러 ~ 9.25억달러

- 플러그파워는 1월 19일 비즈니스 업데이트 컨퍼런스콜을 개최
- 2021년 대비 매출액 80% 성장: 컨센서스(9억달러) 수준
  - 기존 전망치 재확인, 하지만 업사이드 가능성 존재
  - 수전해 장치 판매량 100MW에서 155MW로 상향: 2022년 말 목표 수주잔량 1GW
  - 지게차: 매출액 6억달러 - 생산 원가 하락으로 마진 개선 기대
- 2025년 전망치(매출액 30억달러)와 함께 기존 전망치 유지

### 중장기 성장 동력

#### 단기 지게차, 장기 수소차 및 수소 생산 부문에 기대

- 지게차: 아마존, 월마트 침투율: 현재 35%에서 2~3년내 80%로 상승
  - 중대형 사업장에서 소형 사업장으로 지게차 침투 확대
- 수소차: 125Kw ProGen 출시로 고객기반 확대
  - Hyvia 밴 출시 및 대형 차량 확대로 2030년까지 출하량 25만대 목표
- 수소 생산: 2022년 말까지 그린수소 하루 생산량 70톤, 2025년 500톤
  - 액화 수소 공급망: 줄(Joule) 인수로 액화시설 효율 개선 (연 2,000만달러 절감)

### 정책 모멘텀

#### 인프라 법안과 수소 세제 혜택 등에 기대

- 인프라 법안에는 수소 허브 (85억달러) 및 수전해 시설(10억달러) 지원안 포함
- BBB 패키지 통과 지연에도 불구하고 수소 법안은 올해 4월 전 개별적으로 통과 가능
- 그린수소(Kg당 3달러) 세제 지원 및 연료전지 세제 혜택 연장시 모멘텀 기대

### 투자 의견

#### 목표주가 50달러 및 매수의견 유지

- 추가 성장 기대감과 정책 모멘텀 발생으로 위축된 투자심리 점진적 개선 기대

#### Key data



현재주가 (21/01/19, USD)	20.99	시가총액 (십억USD)	12.1
거래소	NASDAQ	시가총액 (조원)	14.40
EPS 성장률 (22F, %)	-	유통주식수 (백만주)	570.6
P/E (22F, x)	-	52주 최저가 (USD)	18.47
MKT P/E (22F, x)	20.6	52주 최고가 (USD)	75.49
배당수익률 (%)	-		

#### Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-23.2	-21.9	-66.4
상대주가	-22.6	-25.5	-71.5

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (백만USD)	174	230	-93	509	829	1,266
영업이익 (백만USD)	-77	-48	-559	-298	-307	-281
영업이익률 (%)	-43.9	-21.0	-	-58.6	-37.0	-22.2
순이익 (백만USD)	-86	-86	-597	-333	-324	-317
EPS (USD)	-0.39	-0.36	-1.68	-0.06	-0.06	-0.05
ROE (%)	-249.1	-63.0	-40.7	-7.2	-7.6	-8.0
P/E (배)	-	-	-	-	-	-
P/B (배)	8.3	5.6	5.1	2.6	2.8	3.1

주: GAAP

자료: 플러그파워, 미래에셋증권 리서치센터

# ASML ASML Holdings NV (ASML US)

## 나는 나의 길을 간다

Bloomberg  
최고목표주가

USD 1,000.00  
상승여력: 43.1%

류영호 young.ryu@miraeasset.com

### 4Q21 Review

#### 불확실한 상황에도 안정적인 실적

- 4분기 매출액 49.8억 유로(-5.0% YoY) 예상 소폭 하회, EPS 4.27유로 (예상 상회)
- 시장 예상 보다 낮은 매출액은 약 3억유로 매출 인식 지연 때문
- 부품/운송 이슈로 부진한 DUV 출하를 Installed Base/EUV가 상쇄
- 4분기 EUV 11대 출하(수주 총 71억달러, EUV 26억달러)
- 현재 모든 산업에서 최신/레거시 공정 모두 높은 수요 지속

### 전망

#### 화재 영향은 제한적, 긍정적인 가이드언스 제시

- 1분기 매출액 가이드언스는 시장예상보다 낮은 33-35억달러 제시
- 예상보다 낮은 매출액 가이드언스, 일부 제품의 매출 인식 지연 때문 (약 20억 유로)
- 베를린 화재 영향 포함 2022년 매출은 전년대비 20% 성장 기대
- EUV 6대 선 공급 예정(22년 총 55대 출하), 이를 반영한다면 2021년대비 25% 성장
- DUV/Installed Base 견조한 수요 지속, 2022년 각각 20%, 10% 성장 기대
- 배당금 주당 5.5유로로 전년 대비 100% 증가

### Implication

#### 불확실한 매크로 상황, 빛나는 경쟁력

- 공급부족/정치적 이슈로 2022년도 2021년에 이어 반도체 투자 확대 지속
- 인플레이션과 같은 부정적인 매크로 상황, 대체 불가능이라는 가장 큰 무기 확보
- 불확실한 매크로 상황에서도 안정적인 실적과 높은 매출 성장 기대
- 단기적으로 부품부족/공급 이슈와 같은 리스크 존재하나 2022년에도 주목해야할 기업

### Key data



현재주가 (22/01/19, USD)	698.82	시가총액 (십억USD)	284.1	
거래소	NASDAQ	시가총액 (조원)	337.4	
EPS 성장률 (22F,x)	21.5	<b>Bloomberg Rating</b>		
P/E (22F,x)	36.4	매수	보유	매도
MKT P/E (22F,x)	20.6	67%	22%	11%
배당수익률 (%)	0.60			

### Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.8	2.2	27.2
상대주가	-5.0	-4.0	6.6

### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F	12/24F
매출액 (십억EUR)	11.8	14.0	18.6	22.1	24.5	26.4
영업이익 (십억EUR)	2.8	4.2	6.8	7.9	9.1	9.9
영업이익률 (%)	23.61	30.36	36.27	35.94	37.29	37.63
순이익 (십억EUR)	2.59	3.70	5.88	6.81	7.78	8.47
EPS (EUR)	6.2	8.8	13.9	16.9	19.4	22.0
ROE (%)	21.4	27.9	49.0	56.2	56.2	61.2
P/E (배)	42.8	45.0	49.2	36.4	31.6	28.1
P/B (배)	8.8	11.9	28.3	19.6	15.9	14.6

주: GAAP

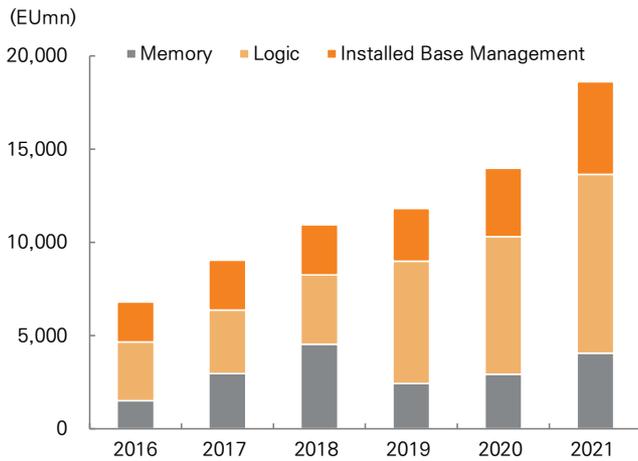
자료: ASML, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. ASML 매출 추이 및 전망

	(EUmn, %)										
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2020	2021	2022F
<b>Sales</b>	<b>2,441</b>	<b>3,326</b>	<b>3,958</b>	<b>4,254</b>	<b>4,364</b>	<b>4,020</b>	<b>5,241</b>	<b>4,986</b>	<b>13979</b>	<b>18611</b>	<b>22333</b>
QoQ Growth	-39.5%	36.3%	19.0%	7.5%	2.6%	-7.9%	30.4%	-4.9%			
YoY Growth	9.5%	29.5%	32.5%	5.4%	78.8%	20.9%	32.4%	17.2%	18.3%	33.1%	20.0%
Lithography systems sold (Total)	57	61	60	80	76	72	79	82	258	309	
Lithography systems sold (EUV)	2	7	14	8	7	9	15	11	31	42	
Net bookings (Total)	3,085	1,101	2,868	4,238	4,740	8,271	6,179	7,050	11292	26240	
Net bookings (EUV)	1,540	461	595	1,067	2,294	4,900	2,900	2,600	3663	12694	
<b>Gross profit</b>	<b>1,101</b>	<b>1,603</b>	<b>1,881</b>	<b>2,212</b>	<b>2,352</b>	<b>2,045</b>	<b>2,711</b>	<b>2,701</b>	<b>6797</b>	<b>9809</b>	<b>11837</b>
GPM	45.1%	48.2%	47.5%	52.0%	53.9%	50.9%	51.7%	54.2%	48.6%	52.7%	53.0%
<b>OP</b>	<b>427</b>	<b>905</b>	<b>1,216</b>	<b>1,504</b>	<b>1,561</b>	<b>1,239</b>	<b>1,919</b>	<b>2,031</b>	<b>4052</b>	<b>6750</b>	<b>8375</b>
OPM	17.5%	27.2%	30.7%	35.4%	35.8%	30.8%	36.6%	40.7%	29.0%	36.3%	37.5%
QoQ Growth	-66.6%	111.9%	34.4%	23.7%	3.8%	-20.6%	54.9%	5.8%			
YoY Growth	27.8%	82.8%	77.5%	17.8%	265.6%	36.9%	57.8%	35.0%	22.8%	25.1%	3.4%
<b>Net income</b>	<b>391</b>	<b>751</b>	<b>1,062</b>	<b>1,351</b>	<b>1,331</b>	<b>1,038</b>	<b>1,740</b>	<b>1,774</b>	<b>3555</b>	<b>5883</b>	<b>7370</b>
NPM	16.0%	22.6%	26.8%	31.8%	30.5%	25.8%	33.2%	35.6%	25.4%	31.6%	33.0%

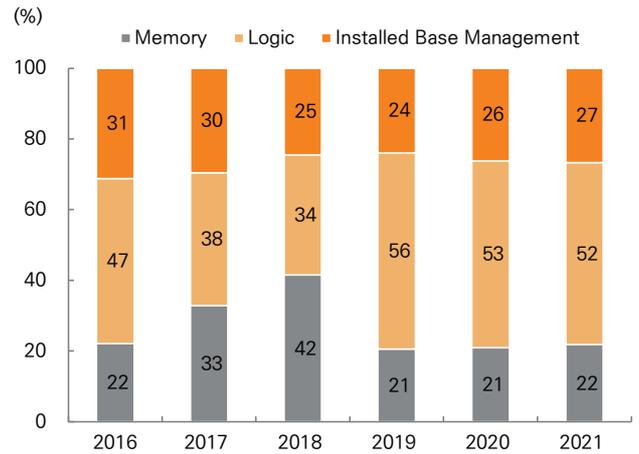
자료: ASML, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. ASML, 연간 매출액 추이



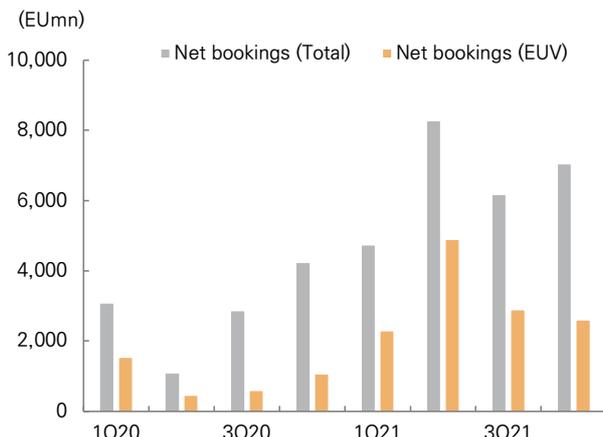
자료: ASML, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. ASML, 연간 End-Use 비중 추이



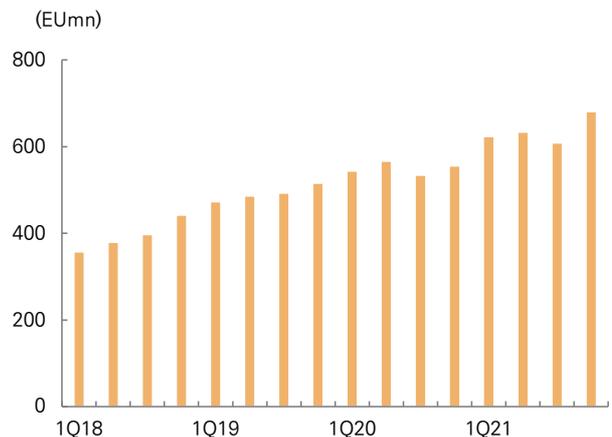
자료: ASML, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 분기별 수주 추이



자료: ASML, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 분기별 R&D 비용 추이



자료: ASML, 미래에셋증권 리서치센터

# 유나이티드 헬스 UnitedHealth Group (UNH US)

## 그룹사 시너지가 더욱 강화될 2022년

Bloomberg  
최고목표주가

USD 576.00  
상승여력: 24.5%

김충현, CFA choonghyun.kim@miraeasset.com

### 4Q21 Review

순이익 기준 시장기대치 부합하는 실적 달성. 매출 13% YoY, 영업이익 58% YoY

#### 1) 건강보험 부문(United Health): 메디케어 어드밴티지가 주도하는 성장

- 매출액 12% YoY, 영업이익 436% YoY(OPM 4%), 손해율 83.7%(+0.5%p YoY)
- 상업보험 6% YoY, 메디케어 12% YoY, 커뮤니티 보험 21% YoY, 글로벌 6% YoY
- 고객수: 상업보험 1% YoY, 공보험 10% YoY(MA 14% YoY), 글로벌 2% YoY

#### 2) 의료서비스 부문(Optum): 병원사업인 Optum Health 주도 성장

- 매출 15% YoY, 영업이익 10% YoY(OPM 8%)
- Optum Health: 매출 33% YoY(OPM 8%), 이용고객 1억 명(2% YoY)
- Optum Insight: 매출 12% YoY(OPM 29%), 수주잔고 224억 달러(11% YoY)
- Optum Rx: 매출 6% YoY(OPM 5%), 처방전 3.53억 건 발행(7% YoY)

### Valuation 및 투자전략

#### AI와 디지털 기술로 강화되고 있는 2개 사업 부문의 시너지, 프리미엄은 당연하다

- 동사는 보험과 의료서비스를 함께 제공하며 다양한 데이터(청구, 임상, 의약품, 표현형, 전자 의무기록, 실세계, 유전형, 모니터링 등)를 얻고 있음. 이를 AI와 디지털 기술을 통해 분석하여 각 사업영역을 강화시키고, 사업부문간 시너지를 극대화하고 있음
- 이로 인해 경쟁사보다 높은 영업이익률, 손해율을 기록하며 밸류에이션 프리미엄을 받고 있음. 현재 주가는 12개월 FWD P/E 기준 20.8배로 Peer 대비(14.7배) 고평가
- 올해부터 원격의료, 가치기반의료, 가정간호 등 디지털 헬스 역량 더욱 강화 예정
- 연간 가이던스: 매출 10~11% YoY, 영업이익률 8.4~8.6%, 손해율 82.2%~83.2%, 보험고객 51.1~51.5백만 명, 병원 고객 1억 명, 처방전 13.9~14.1억 건, 데이터 솔루션 수주잔고 246~258억 달러

### Key data



현재주가 (22/01/19, USD)

462.52

시가총액(십억USD)

435.6

거래소

NYSE

시가총액(조원)

518.33

EPS 성장률 (22F, %)

14.5

P/E(22F, x)

21.4

MKT P/E(22F, x)

20.6

배당수익률(%)

1.25

#### Bloomberg Rating

매수	보유	매도
82%	14%	4%

### Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.4	12.0	31.8
상대주가	-3.6	6.8	12.0

### Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F	12/24F
매출액 (십억USD)	242.2	257.1	287.6	318.0	345.3	375.4
영업이익 (십억USD)	19.7	22.4	24.0	27.2	30.5	33.5
영업이익률 (%)	8.1	8.7	8.3	8.5	8.8	8.9
순이익 (십억USD)	13.84	15.40	17.29	19.66	22.20	24.77
EPS (USD)	14.55	16.23	18.08	20.71	23.65	27.09
ROE (%)	25.3	25.0	24.6	25.8	27.3	32.5
P/E (배)	20.5	21.9	27.8	21.4	18.8	16.6
P/B (배)	4.8	5.1	6.3	5.2	4.6	4.5

주: GAAP

자료: 유나이티드 헬스, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 금융시장 주요 지표 I

2022. 1. 21 (금)

## 한국/아시아

(p, %)

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
KOSPI (1/20)	2,862.68	0.72	-3.36	-3.78	-4.77	-8.09
KOSDAQ (1/20)	958.70	2.66	-2.50	-3.80	-3.66	-1.94
KOSPI200 (1/20)	380.39	0.58	-3.21	-3.44	-3.29	-10.29
일본 NIKKEI225 (1/20)	27,772.93	1.11	-2.51	-2.61	-3.58	-2.63
중국 상해종합 (1/20)	3,555.06	-0.09	-0.01	-1.93	-0.77	-0.78
홍콩 항셱 (1/20)	24,952.35	3.42	2.14	8.62	-4.50	-16.72
홍콩 HSCCI (1/20)	8,761.56	3.79	1.85	7.62	-6.36	-26.68
대만 TWSE (1/20)	18,218.28	-0.05	-1.19	2.41	7.87	15.26
인도 SENSEX (1/20)	60,098.82	0.00	-1.86	6.71	-1.19	20.70
베트남 VSI (1/20)	1,465.30	1.56	-2.06	-0.91	5.47	29.14
인도네시아 JCI (1/20)	6,626.87	0.53	-0.47	1.11	-0.25	3.07

## 미국/유럽

(p, %)

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
미국 DowJones (1/20)	34,715.39	-0.89	-3.87	-2.19	-2.70	11.31
미국 S&P500 (1/20)	4,482.73	-1.10	-3.78	-3.58	-1.37	16.38
미국 NASDAQ (1/20)	14,154.02	-1.30	-4.41	-7.74	-6.20	5.18
유로 STOXX50 (1/20)	4,299.61	0.73	-0.38	2.98	2.65	18.64
독일 DAX30 (1/20)	15,912.33	0.65	-0.74	3.01	2.38	14.30
영국 FTSE100 (1/20)	7,585.01	-0.06	0.28	3.94	5.28	12.53
브라질 보베스파 (1/20)	109,102.00	1.01	3.39	3.41	2.64	-8.81
러시아 RTS(\$)(1/20)	1,450.59	2.54	-4.38	-7.81	-22.76	-2.44
필라델피아반도체 (1/20)	3,494.75	-3.25	-8.32	-9.40	3.69	13.28
나스닥헬스케어 (1/20)	983.91	-0.07	-4.71	-14.56	-18.84	-23.90
VIX (1/20)	25.59	7.30	26.00	21.80	65.85	18.58

## 환율

(각국 통화 단위, %)

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
원/달러 (1/20)	1,192.19	0.06	0.37	-0.04	1.29	8.36
달러/유로 (1/20)	1.13	-0.27	-1.25	0.24	-2.84	-6.56
엔/달러 (1/20)	114.11	-0.19	-0.08	0.01	0.54	10.21
원/엔(100엔) (1/20)	1,045.01	0.56	0.53	0.07	0.72	-1.59
위안/달러 (1/20)	6.34	-0.06	-0.29	-0.49	-0.69	-1.94
달러인덱스 (1/20)	95.79	0.29	1.05	-0.73	2.29	5.87
원/해알 (1/20)	219.29	0.23	2.10	5.63	5.27	5.75
해알/달러 (1/20)	5.44	-0.16	-1.69	-5.37	-3.77	2.42

## 에너지

(US\$, %)

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
원유 WTI (1/20)	86.90	-0.07	5.82	22.19	3.75	63.22
원유 Brent (1/20)	87.41	-1.16	3.48	18.15	2.20	55.87
원유 Dubai (1/20)	86.09	-0.53	4.17	22.86	4.71	55.37
휘발유 NYMEX (1/20)	246.22	0.21	3.28	14.40	-0.80	59.48
천연가스 NYMEX (1/20)	3.80	-5.68	-10.96	-1.73	-27.99	49.74
석탄 ICE (1/20)	159.50	-1.39	7.12	8.50	-31.03	136.30
플라실라콘 (1/19)	32.05	4.88	4.88	6.83	-10.50	197.03
태양광 모듈 (1/19)	0.21	0.00	0.00	-1.44	-7.66	22.02

## 국내금리/채권

(%, bp)

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
한국 기준금리 (1/20)	1.25	0.00	25.00	25.00	50.00	75.00
CD(91일) (1/20)	1.46	0.00	11.00	19.00	37.00	77.00
LIBOR(3개월) (1/19)	0.26	0.11	1.67	4.09	13.13	3.15
국고3년 (1/20)	2.12	4.60	16.60	39.90	23.00	114.30
국고10년 (1/20)	2.56	2.10	16.10	45.90	14.70	85.50
회사채3년(AA-) (1/20)	2.68	3.90	14.70	32.90	32.20	55.50

## 금속

(US\$, %)

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
철광석 DCE(위안) (1/20)	748.00	0.20	1.36	8.80	8.64	-35.60
중국 열연(위안) (1/20)	4,834.00	-0.12	-0.06	0.21	-14.65	7.02
구리 LME (1/19)	9,785.00	0.96	-1.47	4.21	-1.51	22.43
알루미늄 LME (1/19)	3,027.00	0.70	0.43	13.16	0.12	54.60
금 COMEX (1/20)	1,842.60	-0.03	1.16	3.06	2.62	-1.28
은 COMEX (1/20)	24.72	2.00	6.71	9.84	1.09	-4.08

## 해외 채권

(%, bp, 하이일드/리츠지수 변화율: %)

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
미국채 2년 (1/20)	1.04	-3.20	13.70	35.90	56.70	91.10
미국채 10년 (1/20)	1.81	-6.10	10.00	34.40	17.00	72.00
독일국채 10년 (1/20)	-0.02	-1.20	6.60	28.20	8.10	50.50
일본국채 10년 (1/20)	0.15	0.30	1.50	9.40	5.00	9.80
인도국채 10년 (1/20)	6.61	1.40	5.00	14.50	25.00	69.80
중국국채 10년 (1/20)	2.73	-0.80	-6.50	-12.90	-27.10	-43.40
브라질국채 10년 (1/19)	11.39	-18.60	7.50	70.00	-61.90	385.80
미국하이일드채권지수(p) (1/19)	2,432.86	0.07	-0.55	-0.34	-0.31	3.57
FTSE글로벌리츠지수(p) (1/20)	3,575.86	-1.19	-3.86	-2.70	-0.81	23.18

## 농산물/운송/반도체

(US\$, %)

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
옥수수 CBOT (1/20)	611.00	0.08	4.00	2.13	13.57	17.05
소맥 CBOT (1/20)	790.25	-0.78	5.83	-1.10	4.53	18.35
대두 CBOT (1/20)	1,425.75	2.48	4.43	9.00	16.82	4.11
설탕 ICE (1/20)	18.93	-0.73	4.64	1.01	-0.79	16.35
천연고무 TOCOM(엔) (1/20)	236.70	-0.71	2.91	6.62	7.10	-29.68
BDI (p) (1/19)	1,570.00	-4.50	-22.55	-33.78	-66.26	-11.10
SCFI (p) (1/14)	5,094.36	-0.30	-0.30	5.89	11.03	77.48
DDR4 8G (1/20)	3.88	0.00	-0.26	9.58	-0.65	16.36
NAND TLC 128G (1/20)	1.99	0.00	0.00	-0.05	-3.25	20.82

자료: 미래에셋증권 리서치센터

# 금융시장 주요 지표 II

2022. 1. 21 (금)

유가증권시장			01/20(목)	01/19(수)	01/18(화)	01/17(월)	01/14(금)
가격 및 거래량 지표	KOSPI		2,862.68	2,842.28	2,864.24	2,890.10	2,921.92
		20일	2,948.93	2,955.02	2,961.66	2,966.60	2,972.98
	이동평균	60일	2,965.32	2,968.03	2,971.48	2,974.08	2,976.02
		120일	3,041.28	3,044.36	3,047.55	3,050.80	3,053.80
	이격도	20일	97.08	96.18	96.71	97.42	98.28
		60일	96.54	95.76	96.39	97.18	98.18
거래대금(억원)		88,720.2	96,490.7	100,409.7	103,965.1	107,997.4	
시장지표	투자심리도		40	30	30	40	50
	ADR		80.79	86.40	92.28	91.39	98.64
코스닥시장			01/20(목)	01/19(수)	01/18(화)	01/17(월)	01/14(금)
가격 및 거래량 지표	KOSDAQ		958.70	933.90	943.94	957.90	971.39
		20일	992.84	994.91	998.05	1,000.38	1,002.55
	이동평균	60일	1,001.21	1,002.05	1,003.34	1,004.18	1,004.80
		120일	1,009.46	1,010.19	1,011.14	1,012.06	1,012.83
	이격도	20일	96.56	93.87	94.58	95.75	96.89
		60일	95.75	93.20	94.08	95.39	96.67
거래대금(억원)		71,882.1	77,490.0	81,798.9	78,528.2	93,056.9	
시장지표	투자심리도		30	20	20	20	30
	ADR		83.65	88.87	94.91	94.34	98.64
자금지표			01/20(목)	01/19(수)	01/18(화)	01/17(월)	01/14(금)
국고채 수익률(3년, %)			2.12	2.07	2.13	2.15	2.04
AA- 회사채수익률(무보증3년, %)			2.67	2.63	2.67	2.70	2.61
원/달러 환율(원)			1,192.19	1,191.45	1,190.14	1,192.65	1,187.27
원/100엔 환율(원)			1,045.01	1,039.24	1,040.99	1,039.13	1,041.59
CALL금리(%)			-	1.26	1.26	1.25	1.26
국내 주식형펀드 증감(억원, ETF제외)			-	276	212	551	70
해외 주식형펀드 증감(억원, ETF제외)			-	174	70	1,380	45
주식혼합형펀드 증감(억원)			-	12	-138	-308	9
채권형펀드 증감(억원)			-	1,517	1,204	-1,490	-1,075
MMF 잔고(억원)			-	1,472,848	1,548,024	1,580,250	1,600,114
고객예탁금(억원)			-	540,200	703,863	742,589	653,401
미수금(억원)			-	2,958	2,734	2,501	2,314
신용잔고(억원)			-	234,315	235,692	235,636	234,831
해외 ETF 자금유출입			01/20(목)	01/19(수)	01/18(화)	01/17(월)	01/14(금)
한국 관련 ETF(억원)			-	-	-	-	-
이머징 관련 ETF(억원)			-	42.8	-	-	-13.5
아시아 관련 ETF(억원)			0.2	2.7	17.2	0.7	197.7
글로벌(선진) 관련 ETF(억원)			-	113.2	30.0	3.2	67.8
Total(억원)			0.2	158.7	47.2	3.9	252.0

\* 해외상장 ETF는 1) 미국, 유럽, 홍콩 시장에 상장된 한국 노출도가 있는 ETF를 모두 선별한 후, 2) 동 ETF들의 일간 자금유입액 중에서 한국의 비중을 계산하여 총합한 액수. 추종 인덱스의 리밸런싱은 분기별로 이뤄지나 비중은 지수 레벨에 따라 달라질 수 있어 대략적인 추정치로 계산할 것이기 때문에 100% 정확하지 않음