

Morning Meeting Brief

대체투자

지금 미국은 스팩(SPAC)이 대세

- 비상장기업 인수를 목적으로 설립되어 기업공개를 통해 인수자금을 모집하는 SPAC은 연초 이후 78개가 상장되어 역대 최고치인 312억달러 모집
- 니콜라, 드래프트킹스 등 SPAC을 통해 상장한 기업들이 투자자들의 많은 관심을 받으며 올해 미국에서 발생한 IPO 중 SPAC이 44% 차지
- 올해는 수소차, 전기차, 자율주행 등 미래차와 관련된 기업들의 인수합병이 가장 많이 나타났고 이들의 주기도 SPAC과 합병 이후 큰폭으로 상승

미래산업팀

산업 및 종목 분석

[Issue Comment] 제일기획: Time to buy Ads.

- 투자익건 매수, 목표주가 25,000원 유지
- 광고는 2분기와 4분기가 성수기인데, 지난 2분기는 코로나 영향으로 광고 시장 위축. 이번 3분기는 회복 전망. 코로나 재확산되더라도, 동사는 디지털 광고 대응 가능 수준. 8/5에 있었던 삼성전자 갤럭시 Unpack 2020 행사 또한 온라인으로 진행. 캠퍼비 비중 73%
- 디지털 광고 증가에도 3분기까지는 GP 소폭 역성장 하지만, OP는 인건비 등 경비 효율화로 턴어라운드 전망. 4분기는 GP, OP 모두 턴어라운드 후 21E GP, OP 각각 7.3%, 8.3% 전망. 배당 또한 매력적

김희재, hoijae.kim@daishin.com

[Issue Comment] 대한항공: 기내식 기판사업부 매각

- 투자익건 매수, 목표주가 28,000원 유지
- 대한항공은 전일(8월 25일) 기내식 및 기판사업부를 9,906억원에 한앤컴퍼니의 한앤코 18호 유한회사에 양도하기로 결정했다고 발표함
- 기내식 및 기판사업부문의 자산과 부채는 일부 인력을 제외하면 미미한 수준으로 자산양수도로 인한 자산 및 부채의 감소는 제한적
- 금번 사용 양수도로 인해 동사에 유입될 현금은 약 7,500억원~7,900억원 수준으로 코로나19로 인해 현금흐름이 불확실한 상황에서 유동성을 보강한다는 측면에서 긍정적이라고 판단

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[Issue Comment] 에스티아이: 본업만 봐도 편안한 구간

- 상반기 대비 하반기 점진적 실적 성장 국면 진입
- 본업만으로도 2021년 확실한 성장 전망
- 잉크젯 OCR 장비 테스트 진행 중. 새로운 성장 모멘텀 유호

한경래, kyungrae.han@daishin.com

[NDR] 이엠택: NDR 후기

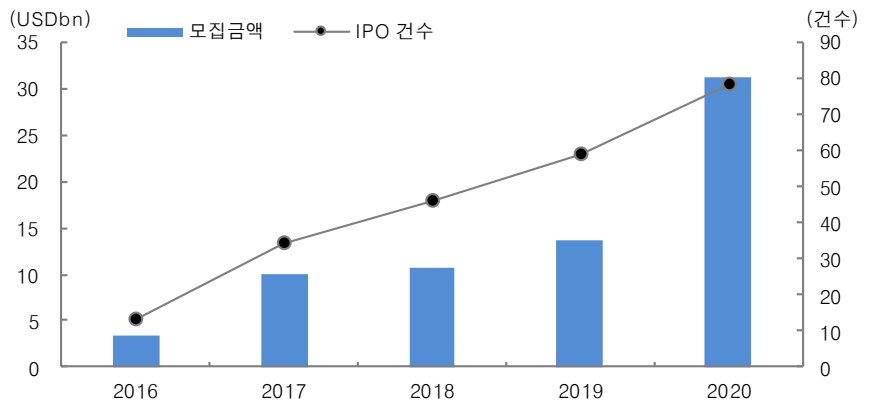
- 하반기 실적 턴어라운드 기대
- 부품 사업은 하반기 고객사 플래그십 부품 메인 벤더로 공급 확대되며 6월 이후 부품 매출 회복세
- 전자담배 7월 본격 수출 제품 공급 시작. 첫 수출 국가는 러시아로 '릴 솔리드' 란 이름으로 판매. 향후 수출 국가 확대에 따른 전자담배 매출 우상향 기대
- 베트남 제품 사업부 Capa 연내 월 400만개에서 월 900만개로 2배 이상 증설 완료 예정

한경래, kyungrae.han@daishin.com

지금 미국은 스팩(SPAC)이 대세

- 올해 상반기 국내 투자자들에게 큰 관심을 받은 니콜라(Nikola), 드래프트킹스(DraftKings), 버진 갤럭틱(Virgin Galactic)은 모두 SPAC(기업인수목적회사)을 통해 상장했다. 올해 8월 말 기준 미국에서 상장한 SPAC은 78개로 집계되었고 이는 올해 발생한 IPO 건수에서 44%를 차지하는 수치다.
- SPAC은 비상장기업 인수를 목적으로 설립되어 기업공개(IPO)를 통해 인수자금을 모집하는데 사전에 정해진 기간동안 달을 성사시키지 못하면 인수금액은 자동으로 투자자들에게 돌아가고, 인수기업이 정해지면 최종적으로 투자자들의 승인을 거쳐 인수가 확정된다.
- SPAC이 올해 이렇게 큰 관심을 받게 된 이유는 크게 3가지로 분석된다. 우선, 코로나 팬데믹으로 금융시장 변동성이 확대되면서 시장 상황에 따라 자금 조달 규모가 달라지는 IPO보다 자금 조달 금액이 확정되어 있는 SPAC이 주목 받고 있다.
- 4월과 6월에 상장한 니콜라와 드래프트킹스가 상장 이후 높은 수익률을 기록하며 올해 SPAC을 통한 대표적인 성공 사례가 되었고, 이와 동시에 유망 비상장기업 투자에 대한 투자자들의 수요를 확인시켜 주었다.
- 인수대상기업 입장에서는 SPAC과의 인수합병을 통해 상장을 위한 시간과 비용을 줄일 수 있다는 이점이 있다. 인수대상기업은 상장된 기업과 합병하는 구조이기 때문에 직접 상장할 때와 같은 여러 절차를 거칠 필요가 없고, SPAC과의 합병을 통해서 자금 조달과 상장효과를 누릴 수 있다.
- 2015년부터 2020년 5월까지 상장된 SPAC이 IPO 신청 당시 설정한 인수 타겟 섹터를 구분해보면 ICT/미디어 부문인 TMT(Tech, Media, Telecom)가 41개로 가장 많았으며 특정 섹터 구분이 없는 Generalist 39개, 소비자(Consumer) 38개 순이다.
- 올해 들어 SPAC이 실제로 인수합병을 완료한 인수대상기업들을 살펴보면, 수소차(Nikola, Canoo, Fisker), 전기차(Hyliion), 자율주행(Velodyne Lidar, Luminar) 등 미래차와 관련된 기업들이 가장 많았다.
- 투자자들의 높은 관심 만큼 미래차 기업들의 주가도 큰 상승폭을 보여주었다. 이들을 인수한 SPAC들의 공모가 대비 현재가 상승률은 최소 22%에서 최대 360%로 나타났다.

최근 5년간 SPAC 모집금액 및 IPO 건수



주: 2020년 수치는 연초부터 08.25까지 통계 기준
 자료: SPAC Insider, 대신증권 Research Center

제일기획 (030000)

김희재

hoiae.kim@dashin.com
투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

25,000

유지

현재주가

17,400

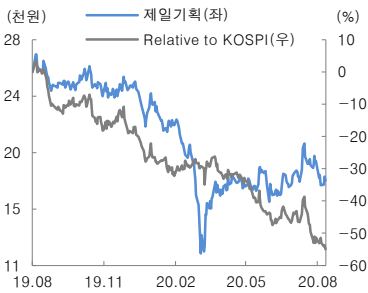
(20.08.26)

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSPI	2369.32
시가총액	2,002십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	23십억원
52주 최고/최저	26,400원 / 11,900원
120일 평균거래대금	129억원
외국인지분율	29.32%
주요주주	삼성전자 외 5 인 28.61% 국민연금공단 11.52%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.6	2.7	-12.8	-32.2
상대수익률	-6.6	-12.1	-23.6	-45.1



Time to buy Ads.

투자의견 매수(Buy), 목표주가 25,000원 유지

- 12M FWD EPS 1,256원에 PER 21배 적용(최근 5년 '15~19 평균)

광고를 사야 할 시점

- 광고는 2Q와 4Q가 성수기. 하지만, 지난 2Q20은 코로나 영향으로 광고 시장이 크게 위축. 위축된 광고 수요가 3Q20에는 회복될 것으로 전망
- 만일 코로나 재확산으로 광고 시장이 다시 위축되는 상황이 발생해도 제일기획은 디지털로 충분히 대응 가능. 제일기획 GP에서 디지털 비중은 19년말 39%에서 2Q20 42%로 증가. 10년말 19% 대비로는 2배 이상 증가
- 캡티브 비중이 73%인 점도 어려운 시기에는 강점으로 부각. 지난 8/5 삼성전자 갤럭시 Unpack 2020 행사를 온라인으로 개최. 제일기획이 운영하는 Samsung.com 통해 신제품 5종 공개. 유튜브 공식 replay는 681만명 시청

GP가 개선될 때 주가도 상승한다. 하반기 GP 개선. 배당도 매력적

- 3Q부터 디지털 광고 증가에 따른 실적 개선 전망, GP는 3Q까지는 소폭 역성장 하지만, OP는 인건비 등 경비 효율화로 턴어라운드 전망. 4Q는 GP와 OP 모두 턴어라운드 후 21E GP와 OP는 각각 7.3%, 8.3% 성장 전망
- 광고업은 광고주-대행사의 관계가 오랫동안 지속되기 때문에, 신규 광고주 영입을 통한 GP 상승이 쉽지 않음. 따라서, GP 상승은 주가 상승으로 이어짐
- 3Q20 GP 2.8천억원(-0.9% yoy), OP 539억원(+2.4% yoy)
- 4Q20 GP 3.5천억원(+8.5% yoy), OP 675억원(+30.8% yoy)
- 20E GP 1.15조원(-1.4% yoy), OP 2.1천억원(+0.0% yoy)
- 21E GP 1.23조원(+7.3% yoy), OP 2.2천억원(+8.3% yoy)
- 제일기획의 20E OP는 2.1천억원으로 19년 수준 유지 전망하나, 유효법인세 감소로, Payout 60%를 유지하더라도 DPS는 20E 840원(+20원)으로 증가 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업총이익	1,083	1,165	1,149	1,233	1,327
영업이익	181	206	206	223	250
세전순이익	190	210	209	232	263
총당기순이익	132	139	143	153	174
지배지분순이익	130	138	139	147	167
EPS	1,128	1,200	1,209	1,280	1,448
PER	20.0	20.0	14.4	13.6	12.0
BPS	7,672	8,229	8,716	9,256	9,912
PBR	2.9	2.9	2.0	1.9	1.8
ROE	15.0	15.1	14.3	14.2	15.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 제일기획, 대신증권 Research Center

대한항공 (003490)

양지환 **이자수**
 jhwan.yang@daishin.com jane.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
 매수, 유지

6개월 목표주가 **28,000**
 유지

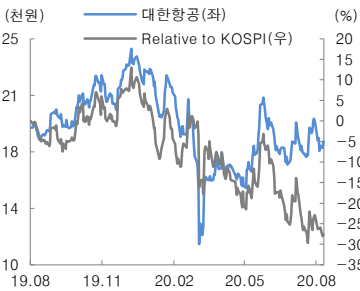
현재주가 **18,200**
 (20.08.25)

우승업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2366.73
시가총액	3,196십억원
시가총액비중	0.23%
자본금(보통주)	1,346십억원
52주 최고/최저	24,335원 / 11,373원
120일 평균거래대금	442억원
외국인지분율	11.94%
주요주주	한진칼 외 18 인 31.14% 국민연금공단 7.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.1	12.5	-3.1	-4.8
상대수익률	-8.0	-5.2	-13.8	-21.6



기내식 기판사업부 매각

투자의견 매수, 목표주가 28,000원 유지

- 대한항공은 전일(8월 25일) 기내식 및 기판사업부를 9,906억원에 한앤컴퍼니의 한앤코 18호 유한회사에 양도하기로 결정했다고 발표함
- 영업양수도를 통해 한앤코 18호 유한회사가 설립할 자회사에 대상사업과 관련된 일체의 자산과 권리, 부채 등을 이전할 예정임
- 기내식 및 기판사업부문의 자산과 부채는 일부 인력을 제외하면 미미한 수준으로 자산양수도로 인한 자산 및 부채의 감소는 제한적일 것으로 판단
- 양도가액 9,906억원 중 해당사업부문의 퇴직급여충당분을 제외한 금액이 대한항공에 지급될 것으로 예상되며, 동사는 이 중 약 1,980억원은 설립 예정사의 지분 20%를 취득하는데 사용될 것으로 전망
- 금번 사용 양수도로 인해 동사에 유입될 현금은 약 7,500억원~7,900억원 수준으로 코로나19로 인해 현금흐름이 불확실한 상황에서 유동성을 보강한다는 측면에서 긍정적이라고 판단

기내, 기판사업부문 매각에 따른 매각이익 9,000억원 이상으로 예상

- 동사의 기내식 및 기판사업부문은 연간 약 3,000억원의 영업수익과 영업이익률 약 10% 내외의 사업부문임
- 기내식사업부문의 경우 기내식 제공을 위한 토지 및 건물을 사용하고 있지만, 토지는 정부에서 임차받은 부분이며, 건물도 동사가 지은 후 정부에 기부채납을 완료한 상태로 동사의 재무제표상에 반영된 금액은 미미할 것으로 추정
- EBITDA 기준 약 30배 이상에 매각한 것으로 보여지는데, 대한항공이 자체적으로 공급받던 기내식 계약을 체결을 감안하면 약 EBITDA 15배 내외 수준에 매각한 것으로 추정함
- 동사는 사업 양수한 회사와 향후 기내식 공급 및 기내면세품 판매계약을 체결할 예정임
- 항공시장 및 회사의 재무상황 호전될 경우에 다시 인수하는 Buyback 옵션이 포함되었을 것으로 추정함
- 매각에 따른 매각이익은 9,000억원 이상으로 추정됨

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	13,012	12,683	8,158	9,530	10,722
영업이익	671	257	173	287	772
세전순이익	-178	-734	-852	-111	155
총당기순이익	-161	-623	-722	-94	131
지배지분순이익	-168	-629	-708	-92	129
EPS	-1,455	-5,432	-5,112	-525	734
PER	NA	NA	NA	NA	24.8
BPS	26,247	22,936	26,341	20,268	21,002
PBR	1.1	1.0	0.7	0.9	0.9
ROE	-5.1	-22.1	-22.5	-2.6	3.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

에스티아이 (039440)

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

투자이전 N/R

6개월 목표주가 N/R

현재주가 16,750

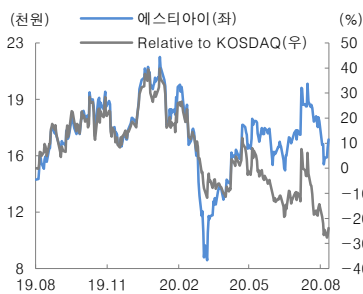
(20.08.26)

스몰캡업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	841.35
시가총액	265십억원
시가총액비중	0.10%
지분금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	22,100원 / 8,940원
120일 평균거래대금	85억원
외국인지분율	5.43%
주요주주	성도0엔지 외 3 인 27.06%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.8	-6.2	-11.8	12.8
상대수익률	-16.7	-18.7	-31.4	-21.9



본업만 봐도 편안한 구간

상반기 대비 하반기 점진적 실적 성장 국면 진입

- 2020년 상반기 매출액 1,356억원(-12.3% YoY), 영업이익 77억원(-41.1% YoY) 기록
- 2Q20 기준 수주잔고 1,152억원 보유. 하반기 평택 P2 Phase 3, 4 신규 수주 및 경상 투자 포함 약 1,100억원 수주 기대. 중국향 추가 수주까지 확보 시 1,400억원 이상 가능
- 하반기 매출액 1,530억원, 영업이익 147억원으로 상반기 대비 각각 +12.8%, +91.6% 전망

본업만으로도 2021년 확실한 성장 전망

- 2021년 매출액 3,350억원(+16.1% YoY), 영업이익 361억원(+61.9% YoY) 전망. 고객사의 투자 확대에 대규모 수주 확보 기대
- 평택 P3 및 2021년으로 이연 예상되는 마이크론 싱가포르 첫번째 팹의 Phase 2 관련 약 600억원 수주 확보 가능할 전망
- 상대적으로 높은 마진이 예상되는 P3 관련 수주 및 영업 레버리지 효과로 2021년 영업이익률 10.8%(+3.1%p) 예상
- 본업에서의 실적으로도 확실한 성장 예상. 신규 장비 잉크젯 OCR 매출 발생 시 추가적인 실적 상향 가능

잉크젯 OCR 장비 테스트 진행 중. 새로운 성장 모멘텀 유효

- 2020년초 고객사에 공급된 잉크젯 OCR 데모 장비 테스트 진행 중
- OLED 후공정 디스플레이 합착 시 기존 OCA 방식에 비해 슬림화, 원가 절감 효과 확실. 폴더블폰 시장 확대에 맞춰 OCR 방식에서의 전환 기대해 볼 수 있음. OCR로의 방향성은 변함 없는 것으로 파악
- 진행 중인 테스트 마무리 후 하반기 내 양산 매출로 이어질 경우 회사 가치가 달라질 수 있는 확실한 성장 모멘텀
- 2021년 본업 성장만으로도 부담 없는 밸류에이션 구간인 만큼 하반기 지속적 관심 필요

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	287	287	319	289	335
영업이익	33	22	27	22	36
세전순이익	33	26	28	24	38
총당기순이익	25	20	23	21	31
지배지분순이익	25	20	23	21	31
EPS	2,014	1,340	1,542	1,398	2,089
PER	14.3	6.8	13.4	12.0	8.0
BPS	6,742	9,952	10,548	11,633	13,383
PBR	4.3	0.9	2.0	1.4	1.3
ROE	33.5	16.4	14.6	12.0	15.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 에스티아이, 대신증권 Research Center

이엠텍 NDR 후기

한경래 kyungrae.han@daishin.com

2020.08.27

투자의견

N/R

목표주가

N/R

현재주가(20.08.26)

14,600원

하반기 실적 턴어라운드 기대

- 상반기 매출액 861억원, 영업손실 179억원 기록. 부품, 제품 사업부 동반 부진에 따른 역성장
- 2019년 출시된 릴 하이브리드 1.0 생산 불량 및 카트리지 수작업에 따른 적자폭 확대. 2020년 2분기까지 대부분의 부실 비용 반영한 것으로 파악. 2020년 상반기 출시된 릴 하이브리드 2.0은 낮은 불량률, 카트리지 자동화 생산 라인 구축으로 하반기 매출 확대에 따른 정상적인 이익률 가능
- 2020년 3분기 분기 역대 최대 매출 가능할 전망
(과거 분기 최대 매출은 국내 릴 제품 본격적으로 확대됐던 4Q18 894억원)

부품 사업

- 2020년 상반기 코로나19로 전방 모바일 시장 둔화 및 주요 고객사 모바일 플래그십 부품(스피커, 리시버) 공급 부진으로 매출 역성장 불가피(상반기 매출액 471억원 -46.9% YoY)
- 하반기 고객사 플래그십 부품 메인 벤더로 공급 확대되며 6월 이후 부품 매출 회복세. 고객사 내 점유율은 상반기 대비 하반기 2배 이상 증가하는 것으로 추정
- 2020년 3분기는 과거 부품 사업부 분기별 매출 가장 높았던 수준인 400억 후반 상회하는 실적 가능할 전망. 상반기까지 메인 벤더였던 해외 고객사의 사업 부진에 따른 점유율 하락을 이엠텍이 대체한 것으로 파악. 메인 벤더로서 기술력 입증 받으며 2021년 플래그십 라인업에도 공급 확대 가능성 높음
- 2021년은 과거 부품 사업부 호실적 기록했던 2017년에 근접한 실적 기대
2017년 부품 사업부 매출액 1,780억원, 영업이익 151억원(OPM 8.5%)

제품 사업

- 전자담배 7월 본격 수출 제품 공급 시작. 첫 수출 국가는 러시아로 '릴 솔리드'란 이름으로 판매. 국내 '릴 플래스'의 수출용 제품. 러시아를 포함한 3개국 수출 확정된 상태. 순차적으로 수출 시작될 예정
- 수출입 데이터의 베트남에서 한국으로 들어오는 수입 물량은 실제 매출과는 차이가 있음. 베트남에서 한국으로 수입된 후 다시 고객사로 공급되며 매출 인식되는 만큼 내부 거래 수준으로 파악
6월 21~30일 25억원, 7월 80억원, 8월 1~20일 73억원으로 최소 수입 데이터 상회하는 매출 가능할 전망
- 향후 수출 국가 확대에 따른 전자담배 매출 우상향 기대
- 베트남 제품 사업부 Capa 연내 월 400만개에서 월 900만개로 2배 이상 증설 완료 예정
- 마이씨어터 에듀 제품(어린이용 넥밴드 스피커) 출시. 온라인 강의 수요 확대에 대응할 계획

▶ Compliance Notice

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