

Morning Meeting Brief

산업 및 종목 분석

[3Q20 Review] 서울반도체: 3분기 호조, 2021년 다시 뛰어가자

- 투자이건 매수(BUY) 유지, 목표주가 24,000원 상향(9%)
- 2020년 3분기 영업이익(연결)은 254억원(85.2% qoq/ 111.5% yoy)으로 종전 추정치(223억원), 컨센서스(190억원)를 상회. 매출(3,312억원 23.5% qoq/ 16.9% yoy)과 영업이익은 2분기 연속 컨센서스를 상회한 깜작 실적 시현. 코로나19로 비대면(온라인), 재택근무 환경으로 디스플레이 기기(TV, 태블릿, 노트북 등) 수요 증가에 기인
- 2020년 전체 영업이익은 653억원으로 31.8%(yoy) 증가를 추정. 디스플레이향 LED 매출 증가 속에 조명용 LED 가격 하락 둔화로 예상 상회한 호실적으로 판단

박강호, kangho.park@daishin.com

[3Q20 Review] 삼성전기: 3분기 깜작실적, 2021년 저PER로 전환

- 투자이건 매수(BUY), 목표주가 185,000원 유지
- 2020년 3분기(연결) 영업이익은 3,025억원(215% qoq/ 60% yoy)으로 종전 추정치(2,730억원), 컨센서스(2,561억원)를 상회. 전체 매출은 2,29조원(26.2% qoq/ 3.3% yoy) 기록
- 적층세라믹콘덴서(MLCC) 매출이 16%(qoq) 증가 및 가동률 90% 이상을 유지하여 영업이익이 전분기대비 큰 폭으로 개선. 전체 수익성을 견인. 또한 반도체 PCB(모바일 및 서버향 매출 증가)와 카메라모듈(갤럭시노트20 공급)도 성수기 진입으로 매출과 이익 증가 시현

박강호, kangho.park@daishin.com

[3Q20 Review] 우리금융지주: 아주캐피탈 인수로 2021년 증익 가능성 점증

- 투자이건 매수(BUY), 목표주가 15,000원 유지
- 3Q20 지배주주 순이익 4,798억원(QoQ +237%, YoY -1.3%) 기록. 3분기 순이익은 우리의 추정 4,332억원을 10.8% 상회하고 컨센서스 4,687억원을 2.4% 상회하는 양호한 실적 기록. 양호한 실적은 1) 순이자이익 증가, 2) 비이자이익 증가, 3) 대손비용 감소에 기인
- 동사는 지난 10월 23일 아주캐피탈 경영권 인수를 결정함에 따라 4분기 평가의 등 관련 일회성 이익이 1,000억원 반영될 예정. 아주캐피탈의 2019년 순이익은 1,016억원으로 지분율 78%를 감안한 연간이익 800억원이 2021년부터 add-up될 전망. 4분기 일회성 이익 반영에 따라 코로나 관련 총당금이 추가 적립될 가능성 존재

박혜진, hyejin.park@daishin.com

[3Q20 Preview] 종근당홀딩스: 3분기 잘 팔았다

- 3Q20F 매출액 2,182억원(+19% YoY), 영업이익 292억원(+11% YoY)
- 하반기 이후 다시 부각될 주요 자회사 성장세. 2021년 종근당건강/경보제약 건조한 실적에 더해 종근당바이오의 성장 회복 기대
- 저평가 구간, 반영되지 않은 종근당건강 기업가치

한경래, kyungrae.han@daishin.com

[3Q20 Preview] 콜마비엔에이치: 변하지 않은 방향성, 목표주가 유지

- 투자이견 매수, 목표주가 90,000원 유지
- 3Q20 연결 영업이익 308억원(+77% YoY) 전망
- 콜마비엔에이치 건기식 3분기 전통적 비수기 임에도 중국 및 해외 매출 기여 확대. 건기식 매출액 939억원(+47.6% YoY, -11.1% QoQ) 선방하는 실적 기대
- 2021년 중국 실적 온기 반영 및 해외 진출 모멘텀 확대. 애터미 중국, 인도에 이어 2021년 터키를 포함한 신규 4개국 이상 진출 이어질 예정. 진출 이후 성과에 따른 추가 실적 상황 가능성 존재

한경래, kyungrae.har@daishin.com

[Issue Comment] CJ 대한통운: NAVER 가 주는 선물

- 투자이견 매수, 목표주가 210,000원 유지
- 2020년 3분기 처리량은 +27.7%(yoy), 단가는 1,958원(-2.36% yoy)
- 업계 전반에 걸친 고용확대는 2021년 단가인상의 저항을 낮추는 요인

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[Issue Comment] 스튜디오 드래곤: 경쟁자를 파트너로

- 투자이견 매수(BUY), 목표주가 115,000원 유지
- CJ대한통운, CJ ENM과 네이버는 각각 3천억원, 1.5천억원 자사주 교환. 드래곤은 1.5천억원 신주 발행 후 네이버가 현물 출자
- 네이버는 ENM의 지분 3.9%와 증자 후 드래곤의 지분 6.3%를 보유하고, ENM과 드래곤은 각각 네이버의 지분 0.32% 보유
- 제휴 효과. 1) 질적인 효과. 검증된 웹툰 IP를 안정적으로 공급 받음으로써 양질의 콘텐츠 제작. 2) 네이버TV와 글로벌 OTT라는 새로운 플랫폼이 생김으로써 콘텐츠 제작 물량 증가. 3) 카카오와 달리 잠재적 경쟁상대였던 네이버를 파트너 관계로 끌어들이는 효과

김희재, hoijae.kim@daishin.com

[3Q20 Review] 현대로템 : 정상계도 진입

- 투자이견 매수(BUY), 목표주가 20,000원 유지
- 3Q20 실적은 매출액 6,932억원(+8.8% yoy), 영업이익 311억원(흑전 yoy)
- 철도 영업이익은 64억원(3Q19 -925억원), 저가수주 해소, 구조조정 완료 / 방산 영업이익은 178억원(2Q19 20억원), K-2전차, 차륜형장갑차 정산 이익 / 플랜트 영업이익은 70억원(2Q20 -8억원), 원가절감 요인 반영
- 수주잔고 9조 22백억원(+13% yoy), 철도 수주잔고 7조 33백억원(+10% yoy), 대북 이슈 부재가 다소 아쉬우나 실적은 회복 기조 지속

이동현, dongheon.lee@daishin.com

서울반도체 (046890)

박강호
kangho.park@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **24,000**
상향

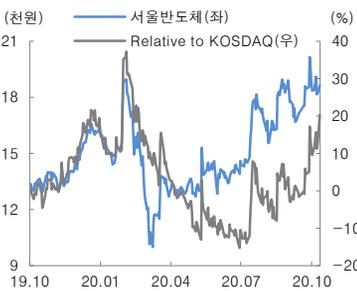
현재주가 **18,650**
(20.10.26)

가전 및 전자부품업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSDAQ	778.02
시가총액	1,087십억원
시가총액비중	0.42%
자본금(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	20,150원 / 10,000원
120일 평균거래대금	229억원
외국인지분율	12.33%
주요주주	이정훈 외 2 인 31.00% 국민연금공단 6.27%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.7	28.6	46.9	38.1
상대수익률	16.0	31.4	19.5	15.8



3분기 호조, 2021년 다시 뛰어가자.

투자의견 ‘매수(BUY)’ 유지, 목표주가 24,000원 상향(9%)

- 2020년 3분기 영업이익(연결)은 254억원(85.2% qoq/ 111.5% yoy)으로 종전 추정치(223억원), 컨센서스(190억원)를 상회. 매출(3,312억원 23.5% qoq/ 16.9% yoy)과 영업이익은 2분기 연속 컨센서스를 상회한 깜짝 실적 시현. 코로나19로 비대면(온라인), 재택근무 환경으로 디스플레이 기기(TV, 태블릿, 노트북 등) 수요 증가에 기인
- 2020년 전체 영업이익은 653억원으로 31.8%(yoy) 증가를 추정. 디스플레이항 LED 매출 증가 속에 조명용 LED 가격 하락 둔화로 예상 상회한 호실적으로 판단
- 2021년 주당순이익(EPS)을 종전대비 4.8% 상향
- 투자의견은 매수(BUY) 유지, 목표주가는 24,000원 상향(9%) 2021년 주당순이익(EPS)에 목표 P/E 25.2배 적용. 2021년 미니 LED 시장 개화 및 전장항 LED 매출 증가에 대응한 선제적인 비종확대 유지. TV 시장 변화가 미니LED TV 수요 증가, 자동차의 LED 채용 확대로 2021년 LED 공급과잉 축소, 수익성 호조 예상

2021년 영업이익은 25.2% 증가(qoq) 추정 : 디스플레이 + 자동차 매출이 견인

- 2021년 매출(1,23조원)과 영업이익(818억원)은 각각 7%, 25.2%씩 증가(yoy) 추정. 외형대비 수익성 개선 높을 전망. 베트남 현지 법인의 가동률 증가 및 와야합 비중 확대 등 믹스 효과가 반영되면서 영업이익률 상향 시기로 판단
- 글로벌 TV 업체는 프리미엄 라인업(분야) 확대 차원으로 미니LED TV 수요 창출에 주력 예상. 대형 TV 확대 속에 미니 LED TV 매출 증가, 고화질(4K 이상) 추구로 TV항 LED 분야 가동률이 상승할 전망
- 디스플레이항 LED 매출(미니 + UHD) 증가는 조명 LED 분야의 공급과잉을 축소하는 계기로 작용. 전체 LED 가격 하락 둔화는 매출 증가로 연결

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20			4Q20F				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	281	268	309	331	16.9	23.5	306	311	10.5	-6.1
영업이익	12	14	21	25	111.5	85.2	19	20	46.0	-20.1
순이익	14	5	14	11	-22.1	114.1	13	11	1,429.1	3.1

자료: 서울반도체, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,194	1,130	1,153	1,234	1,253
영업이익	95	50	65	82	85
세전순이익	78	48	57	77	87
총당기순이익	63	36	41	59	66
자배지분순이익	63	34	33	56	62
EPS	1,077	592	568	953	1,071
PER	18.0	27.5	32.8	19.6	17.4
BPS	11,122	11,339	11,753	12,553	13,471
PBR	1.7	1.4	1.6	1.5	1.4
ROE	10.1	5.3	4.9	7.8	8.2

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

삼성전기 (009150)

박강호
kangho.park@daishin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **185,000**
유지

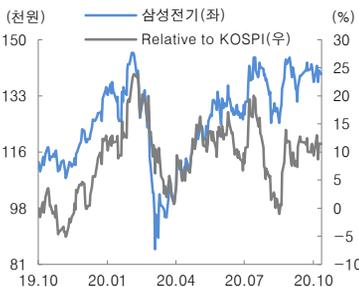
현재주가 **139,500**
(20.10.26)

가전 및 전자부품업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSPI	2343.91
시가총액	10,599십억원
시가총액비중	0.78%
자본금(보통주)	373십억원
52주 최고/최저	146,000원 / 85,700원
120일 평균거래대금	821억원
외국인지분율	33.04%
주요주주	삼성전자 외 5인 23.97% 국민연금공단 12.92%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.0	1.5	29.8	21.3
상대수익률	0.1	-4.8	4.6	8.1



3분기 감작실적, 2021년 저PER로 전환

투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 185,000원 유지

- 2020년 3분기(연결) 영업이익은 3,025억원(215% qoq/ 60% yoy)으로 증전 추정치(2,730억원), 컨센서스(2,561억원)를 상회. 전체 매출은 2,29조원(26.2% qoq/ 3.3% yoy) 기록
- 적층세라믹콘덴서(MLCC) 매출이 16%(qoq) 증가 및 가동률 90% 이상을 유지하여 영업이익이 전분기대비 큰 폭으로 개선. 전체 수익성을 견인. 또한 반도체 PCB(모바일 및 서버용 매출 증가)와 카메라모듈(갤럭시노트20 공급)도 성수기 진입으로 매출과 이익 증가 시현
- 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 185,000원 유지. MLCC의 높은 가동률 및 믹스 효과로 2021년 전체 영업이익 증가 기대로 전기전자 업종내 최선호주 유지. MLCC 매출 증가와 저수익 사업의 구조조정 진행으로 2021년 수익성 전망에 있어서 낙관적인 분위기가 확대되는 시기로 판단. 향후 2021년 이익 상황 진행으로 현재 밸류에이션의 부담은 완화 판단

2021년 영업이익은 1조원을 상회 추정. MLCC 견인 전망

- 2021년 영업이익(전체)은 1조 619억원으로 2018년(1조 181억원, 구조조정 부분을 제외)을 상회 추정. MLCC는 5G 폰 확대로 스마트폰 대당 사용량 증가, TV와 태블릿도 시장 성장(코로나 19로 채택 환경의 반사이익)도 지속 예상. 삼성전기의 중국 천진공장 가동 시작(초기에 IT용 MLCC 생산)으로 자율주행 및 전기자동차 등 전장용 비중 확대, 수익성 개선
- 2021년 카메라모듈은 갤럭시 A시리즈 중 프리미엄 영역에 진출 및 폴디드 카메라의 적용이 증가 등 평균공급단가(ASP) 상승으로 매출 성장 예상. 반도체 PCB는 비메모리용 증가(FC BGA)도 메모리 성장과 동반하여 고수익성 유지. 2021년 28Ghz 영역의 5G 폰 시장 확대로 신규 부품인 SIP(안테나 인 패키징)에 추가 투자로 새로운 매출 증기를 기대

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20F			
			직전추정	집정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,215	1,812	2,187	2,288	3.3	26.2	2,221	2,050	21.5	-10.4
영업이익	189	96	273	302	59.9	215.1	256	252	51.5	-16.8
순이익	104	39	189	230	122.4	487.7	186	178	흑전	-22.8

자료: 삼성전기, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	8,002	8,041	8,375	9,241	9,611
영업이익	1,150	734	815	1,062	1,145
세전순이익	1,085	691	775	1,022	1,093
총당기순이익	685	528	606	766	819
지배지분순이익	656	514	579	728	778
EPS	8,457	6,627	7,462	9,380	10,032
PER	12.2	18.9	18.7	14.9	13.9
BPS	62,126	68,106	74,495	82,803	91,762
PBR	1.7	1.8	1.9	1.7	1.5
ROE	14.5	10.2	10.5	11.9	11.5

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

우리금융지주 (316140)

박혜진

hyejin.park@daiashin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **15,000**
유지

현재주가 **9,220**
(20.10.23)

은행업중

아주캐피탈 인수로 2021년 증익 가능성 점증

투자의견 매수(BUY), 목표주가 15,000원 유지

- 당사는 지난 10월 23일 아주캐피탈 경영권 인수를 결정함에 따라 4분기 평가익 등 관련 일회성 이익이 1,000억원 반영될 예정. 아주캐피탈의 2019년 순이익은 1,016억원으로 지분을 78%를 감안한 연간이익 800억원이 2021년부터 add-up될 전망. 4분기 일회성 이익 반영에 따라 코로나 관련 총당금이 추가 적립될 가능성 존재

- 배당은 지난해 수준의 배당상향 26.6%가 유지될 전망. 이를 감안한 2020년 동사의 예상 DPS는 600원으로 배당수익률 6.5%에 해당

- 커버리지 은행 중 내년 증익이 가장 확실한 회사. 투자의견 Buy, 목표주가 15,000원 유지

3Q20 지배주주 순이익 4,798억원(QoQ +237%, YoY -1.3%)기록

- 3분기 순이익은 우리의 추정 4,332억원을 10.8% 상회하고 컨센서스 4,687억원을 2.4% 상회하는 양호한 실적을 기록

- 양호한 실적은 1) 순이자이익 증가, 2) 비이자이익 증가, 3) 대손비용 감소에 기인. 은행기준 NIM은 1.33%로 전 분기 대비 -1bp하락에 그치며 상당히 선전. 같은 기간 원화대출은 2% 성장하여 순이자이익은 0.7% 증가한 1.49조원 기록

- 원화대출은 가계대출이 전 분기 대비 3% 증가하며 성장을 주도. 기업대출은 0.9%증가에 그쳤으며 중소기업대출이 1.2%로 가장 높았음. 핵심예금은 2분기 대비 2.2% 증가한 118.9조원으로 전년 동기 대비로는 무려 25.3% 증가. NIM하락 압력을 완화시킴

- 비이자이익은 예상보다 선전하였는데, 2분기 외환파생 환차손 300억원과 카드에서의 마케팅 비용 등 지저하고 소멸에 기인. 은행 상품판매 수수료는 2분기와 비슷한 수준이나 외환/파생 부문 환차손 소멸 효과가 컸음

- 대손비용은 당 분기 코로나 대비 총당금 260억원 반영. 그럼에도 불구하고 전체 대손비용은 1,400억원. 대손비용율 0.21%로 안정적 수준으로 화귀

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20F			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
순영업수익	1,727	1,632	1,593	1,714	-0.8%	5.0%	1,707	1,498	1.4%	-12.6%
영업이익	659	399	586	675	2.4%	69.1%	690	647	52.1%	-4.1%
순이익	486.0	142.3	433.2	479.8	-1.3%	237.2%	468.7	519.6	118.0%	8.3%

자료: 우리금융지주, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, 배, %)

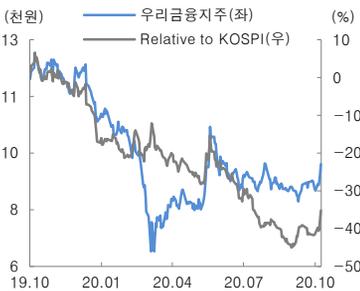
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
순영업수익	6,707	6,941	6,625	6,846	6,954
영업이익	2,756	2,795	2,332	2,519	2,567
순이익	2,019	1,903	1,771	1,883	1,914
YoY(%)	33.53	-5.73	-6.96	6.34	1.64
ROE(%)	9.29	8.84	8.13	8.24	7.81
EPS(원)	2,987	2,635	2,452	2,607	2,650
BPS(원)	32,139	29,826	30,165	31,653	33,941
PER(배)	5.2	4.4	4.1	3.5	3.5
PBR(배)	0.49	0.39	0.31	0.29	0.27

자료: 우리금융지주, 대신증권 Research Center

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,360.81
시가총액	6,659십억원
시가총액비중	0.49%
자본금(보통주)	3,611십억원
52주 최고/최저	12,450원 / 6,560원
120일 평균거래대금	173억원
외국인지분율	25.92%
주요주주	예금보험공사 17.25% 국민연금공단 9.88%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.8	4.5	16.6	-25.3
상대수익률	10.5	-1.9	-5.5	-34.2



종근당홀딩스 (001630)

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

이새롬
saerom.lee@daishin.com

투자 의견 N/R

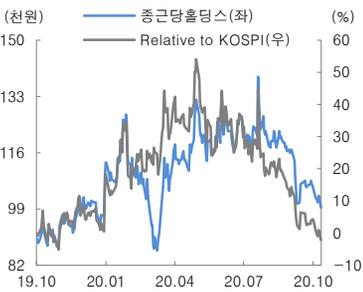
6개월 목표주가 N/R

현재주가 99,400
(20.10.26) 스몰캡업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2343.91
시가총액	498십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	13십억원
52주 최고/최저	139,000원 / 86,400원
120일 평균거래대금	65억원
외국인지분율	14.03%
주요주주	이장한 외 5 인 45.98% 국민연금공단 10.99%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.1	-17.2	-12.8	7.7
상대수익률	-3.8	-22.2	-29.7	-4.1



3분기 잘 팔았다

3Q20F 매출액 2,182억원(+19% YoY), 영업이익 292억원(+11% YoY)

- 종근당건강 3분기 매출액 1,236억원(+31.6% YoY, +9.9%QoQ) 예상
- 유산균 '락토픽' 6월 저점 이후 판매액 회복 및 명절 수요 더해지며 8월부터 월 판매액 210억원 내외 기록 중
- 3분기 유산균 매출액 전년 대비 13% 증가한 618억원 기대
- 오메가3 연초 이후 MoM +26% 성장세 지속. 3분기 매출액은 전년 대비 4배 이상 증가한 203억원(+35.3%QoQ) 전망
- 종근당건강 내 매출 비중 17%로 확대 (1Q20 11% → 2Q20 13% → 3Q20F 16%). 확실한 캐시카우로 자리잡음
- 종근당건강 3분기 광고비 200억 이상 집행, 명절 할인 프로모션으로 2분기 수준 OPM 기대

하반기 이후 다시 부각될 주요 자회사 성장세

- 2020년 종근당홀딩스 예상 매출액 8,613억원(+19.5% YoY), 영업이익 1,049억원(+21.6% YoY)
- 2021년 종근당건강/경보제약 건조한 실적에 더해 종근당바이오의 성장 회복 기대
- 종근당건강 합덕 공장 5월부터 착공 진행 중. 생산 능력 6,000억원 규모로 21년 말부터 증설 효과 기대(기존 생산 능력 2,500억원)
- 종근당건강 매출액 2020F 4,813억원(+36.0% YoY) → 2021F 5,355억원(+11.3% YoY)으로 성장세 이어갈 전망. 중국 수출 가시화 시 추가적인 실적 상향 가능

저평가 구간, 반영되지 않은 종근당건강 기업가치

- 보수적으로 상장 자회사 합산 자본가치 50% 할인 시 홀딩스 시가총액은 종근당건강의 기업가치 1,950억원 수준으로 반영
- 종근당건강의 2020년 예상 순이익 535억원 감안하면 현저한 저평가 구간
- 2021년 건기식 중국 진출, 입증 중인 오메가3의 가파른 국내 성장세, 절대적으로 저평가된 주가 레벨 감안 시 기업가치 회복 필요

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	531	721	861	952	996
영업이익	54	86	105	124	136
세전순이익	67	98	124	142	156
총당기순이익	53	79	97	114	125
자배지분순이익	27	45	54	65	71
EPS	5,481	8,988	10,848	12,937	14,190
PER	11.4	11.2	9.2	7.7	7.0
BPS	85,685	93,600	103,076	114,436	126,803
PBR	0.7	1.1	1.0	0.9	0.8
ROE	6.6	10.0	11.0	11.9	11.8

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

콜마비엔에이치 (200130)

한경래 이사
kyungrae.han@dashin.com

이새롬 이사
saerom.lee@dashin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 90,000
유지

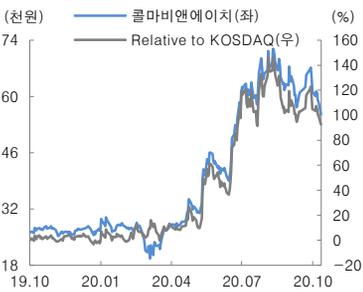
현재주가 55,500
(20.10.26)

스몰캡업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	778.02
시가총액	1,640십억원
시가총액비중	0.64%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	71,900원 / 19,650원
120일 평균거래대금	272억원
외국인지분율	6.36%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 4 인 59.45% 한국원자력연구원 6.02%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.1	-10.0	100.4	105.2
상대수익률	0.6	-8.1	63.0	72.0



변하지 않은 방향성, 목표주가 유지

투자의견 매수, 목표주가 90,000원 유지

- 투자의견 매수, 목표주가 90,000원 유지. 2021년 예상 EPS 4,486원에 Target PER 20배 적용
- 국내 건기식 시장의 고성장세 지속, 애터미 중국 매출 확대 및 해외 신규 국가 진출 모멘텀 유효
- 코스닥 조정에 따른 주가 조정 구간에 있으나 4분기 성수기 진입 및 2021년 중국을 포함한 의미 있는 해외 매출 성장 고려 시 투자의견 매수 제시

3Q20 연결 영업이익 308억원(+77% YoY) 전망

- 3Q20 연결 매출액 1,581억원(+46.2% YoY, -9.4% QoQ), 영업이익 308억원(+76.6% YoY, -13.1% QoQ) 전망
- 콜마비엔에이치 건기식 3분기 전통적 비수기 임에도 중국 및 해외 매출 기여 확대. 건기식 매출액 939억원(+47.6% YoY, -11.1% QoQ) 선방하는 실적 기대
- 3분기 중국 포함한 건기식 해외 매출액 309억원(+129.2% YoY, +6.7% QoQ) 예상

2021년 중국 실적 온기 반영 및 해외 진출 모멘텀 확대

- 4분기 계절적 성수기 진입, 애터미 인도, 홍콩 등 판매 시작 예정
- 애터미 인도 10월 초도 물량 수출 시작되는 것으로 파악. 화장품 위주 판매 예정
- 4Q20 국내 및 해외 건기식 매출액 각각 657억원(+18.4% YoY), 364억원(+260.8% YoY) 전망
- 2021년 애터미 중국 회원 약 400만명 기반의 매출 온기 반영, 현지 생산 법인 '간소 콜마' (1차 생산 능력 700억원) 분기별 가동 확대 예상. 2021년 중국 매출액 1,500억원 이상 가능할 전망
- 애터미 중국, 인도에 이어 2021년 터키를 포함한 신규 4개국 이상 진출 이어질 예정. 진출 이후 성과에 따른 추가 실적 상향 가능성 존재

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	386	439	636	806	920
영업이익	59	74	124	171	198
세전순이익	64	72	125	170	196
총당기순이익	49	55	96	133	153
자비자분순이익	48	54	96	133	153
EPS	1,637	1,844	3,241	4,486	5,180
PER	12.2	15.0	17.1	12.4	10.7
BPS	6,928	8,544	11,536	15,722	20,552
PBR	2.9	3.2	4.8	3.5	2.7
ROE	25.9	23.8	32.3	32.9	28.6

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

CJ 대한통운 (000120)

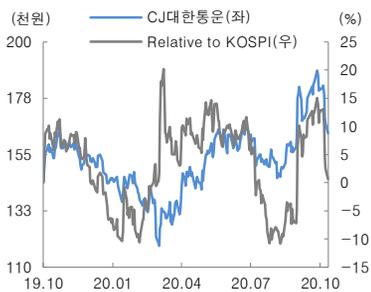
양지환 이지수
jhwang.yang@daishin.com jane.lee@daishin.com

투자이견 **BUY**
매수, 유지
6개월 목표주가 **210,000**
유지
현재주가 **163,500**
(20.10.26)
운송업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2343.91
시가총액	3,730십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	114십억원
52주 최고/최저	188,500원 / 118,500원
120일 평균거래대금	133억원
외국인투자비율	22.18%
주요주주	CJ제일제당 외 2 인 40.17% 국민연금공단 9.19%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.5	7.2	12.0	3.8
상대수익률	-6.2	0.7	-9.7	-7.5



NAVER가 주는 선물

투자이견 매수, 목표주가 210,000원 유지

- 전일(10/26) CJ대한통운은 NAVER와 주식교환을 통해 전략적 사업 제휴 관계를 강화한다고 발표
- 이를 위해 동사는 자사주 1,791,044주(약 7.85%, 3천억원 규모)를 NAVER의 주식 1,047,120주(약 0.64%, 3천억원 규모)와 교환하기로 함
- NAVER와의 주식교환은 재무적인 측면과 사업적인 측면에서 동시에 긍정적이라고 판단함
- 재무적인 기대효과는 1)자사주를 활용함으로써 동사의 순자산이 약 3천억원 증가, 2)이로 인해 2020년 상반기말 기준 동사의 부채비율은 153.7%에서 142.2%로 11.5%로 감소, 3)순자산 증가에 따른 PBR Multiple 하락 효과임
- 사업적인 효과는 2020년 1분기부터 시작한 NAVER와의 Fulfillment사업의 확대를 통해 Volume 증대 효과를 가져올 수 있다는 점임
- 동사는 NAVER Shopping의 특가창고라는 별도 플랫폼에 입주된 일부 업체와의 Fulfillment사업을 진행하고 있음. 향후에는 특가창고에 입주한 타 고객사 및 NAVER 쇼핑 전반적인 영역에서의 제휴 확대가 가능할 것으로 전망함
- 2020년 코로나19로 인해 9월까지 동사의 택배처리량은 약 1,233백만박스(+28.6% yoy)증가. NAVER와의 주식 스왑은 2020년의 높은 기저로 2021년 Volume증가를 둔화에 대한 우려를 불식 시켜줄 수 있을 것으로 기대

2020년 3분기 처리량은 +27.7%(yoy), 단가는 1,958원(-2.36% yoy)

- CJ대한통운의 2020년 3분기 택배 처리량은 약 423백만박스(+27.7% yoy), 평균택배단가는 1,958원/박스(-2.36% yoy)를 기록할 것으로 전망
- 택배처리량은 예상 수준이나 평균단가는 기존 추정치 대비 높은 수준임

업계 전반에 걸친 고용확대는 2021년 단가인상의 저항을 낮추는 요인

- 동사에 이어 한진과 롯데도 택배 분류인력 약 1천명의 충원을 통한 택배근로자들의 처우 개선에 나설 것을 발표
- 업계 전반적인 분류인력충원 발표는 2021년 단가인상을 순조롭게 하는 요인임. 동사는 30원/박스의 단가 인상시 추가 고용에 따른 비용 상쇄 가능

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	9,220	10,415	11,014	12,060	13,332
영업이익	243	307	352	464	663
세전순이익	100	94	204	280	481
총당기순이익	67	51	124	171	293
지배지분순이익	53	40	97	133	229
EPS	2,309	1,741	4,249	5,833	10,025
PER	72.3	89.0	38.5	28.0	16.3
BPS	116,344	131,146	135,478	141,390	151,491
PBR	1.4	1.2	1.2	1.2	1.1
ROE	2.1	1.4	3.2	4.2	6.8

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

스튜디오 드래곤 (253450)

김희재

hoiae.kim@daishin.com
투자의견

BUY
매수, 유지

6개월 목표주가

115,000
유지

현재주가
(20.10.26)

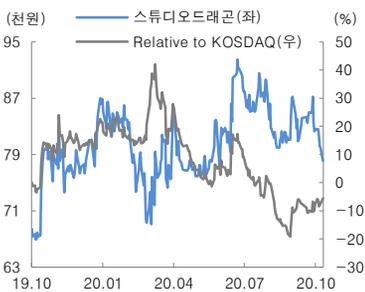
78,100

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSDAQ	778.02
시가총액	2,197십억원
시가총액변동	0.86%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	92,500원 / 67,300원
120일 평균거래대금	244억원
외국인지분율	9.31%
주요주주	CJ ENM 외 5 인 61.32%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.7	-8.2	-0.3	16.0
상대수익률	0.0	-6.2	-18.9	-2.7



경쟁자를 파트너로

투자의견 매수(Buy), 목표주가 115,000원 유지

- 목표주가 115,000원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
- 유상증자에 따라 EPS가 6.3% 희석되지만, 당사는 향후 10년간의 장기 성장률을 기반으로 목표주가를 산정하고 있고, 장기적으로는 네이버와의 제휴 시너지에 따라 EPS가 더 증가할 수 있기 때문에, 기존 목표주가 유지

전일 네이버와 CJ그룹 3사는 주식 교환을 통한 전략적 제휴 결정

- CJ ENM, 스튜디오 드래곤과 네이버 제휴가 갖는 시너지
 - 1) 질적인 효과. 웹툰 IP는 드라마/영화에서 hit ratio가 높은 소재. 따라서, 네이버 웹툰 IP를 안정적으로 공급받음으로써, 양질의 콘텐츠 제작 가능
 - 2) 양적인 효과. ENM과 드래곤 입장에서는 네이버TV와 기타 글로벌 OTT라는 새로운 플랫폼이 생김으로써 콘텐츠 제작 물량 증가 가능
 - 3) 카카오가 자체 IP를 통한 카카오투를 런칭하면서 ENM/드래곤의 경쟁상대로 등장한 것 대비, 잠재적 경쟁상대였던 네이버를 파트너 관계로 끌어들이는 효과

CJ ENM, 스튜디오 드래곤과 네이버의 제휴

- 네이버는 자사주 6천억원(286,500원, 2,094,240)을 CJ대한통운, CJ ENM의 자사주와 교환하고, 드래곤의 제3자 배정 유상증자에 현물 출자로 참여
- CJ ENM, 자사주 1.5천억원(136,900원, 1,095,690)을 네이버 주식 523,560주와 교환. 네이버 주식 0.32% 보유, 네이버는 CJ ENM 주식 3.9% 보유
- 스튜디오 드래곤, 신주 1.5천억원(79,900원, 1,877,345주)을 발행하고, 네이버가 자사주 523,560주를 현물 출자. 드래곤은 네이버 주식 0.32%를 보유하게 되고, 네이버는 증자 후 드래곤 주식 6.3% 보유
- 드래곤의 증자 이유. ENM이 보유하고 있는 드래곤의 주식과 네이버의 주식을 교환할 경우는, 드래곤이 네이버의 주식을 보유하지 않게 되므로, 드래곤이 신주 발행 후 네이버가 자사주를 현물 출자함으로써 드래곤도 네이버의 지분을 보유하게 하기 위함. 비록 0.32% 규모에 불과하지만, 지분 보유는 제휴 관계를 더욱 돈독하게 하는 효과. 네이버가 인수하는 신주는 1년간 보호 예수

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	532	518	578
영업이익	40	29	56	78	107
세전순이익	46	33	59	83	112
총당기순이익	36	26	44	62	83
지배지분순이익	36	26	44	62	83
EPS	1,278	941	1,559	2,193	2,937
PER	72.3	85.9	50.1	35.6	26.6
BPS	14,312	15,258	16,796	18,977	21,914
PBR	6.5	5.3	4.6	4.1	3.6
ROE	9.3	6.4	9.7	12.3	14.4

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

현대로템 (064350)

이동현 dongheon.lee@daishin.com
이태환 taehwan.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

20,000

유지

현재주가

15,700

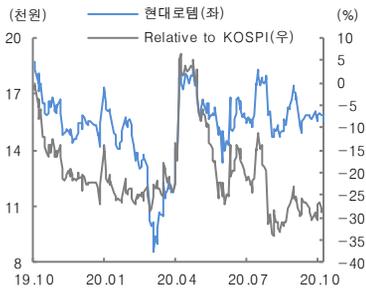
(20.10.23)

기계약종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2360.81
시가총액	1,714십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	546십억원
52주 최고/최저	18,500원 / 8,850원
120일 평균거래대금	390억원
외국인지분율	3.42%
주요주주	현대자동차 외 3 인 33.77%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.6	2.3	-10.8	-9.0
상대수익률	0.4	-4.0	-27.7	-19.8



정상궤도 진입

투자 의견 매수(BUY), 목표주가 20,000원 유지

- 목표주가는 2020E, 2021E 평균 BPS에 타깃 PBR 2.0배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 철도업체 3사의 평균 PBR을 20% 할증 적용
- 구조조정 완료, 수주잔고 증가 물량의 매출인식으로 정상궤도 진입

3Q20 Review 정상궤도 진입

- 3Q20 실적은 매출액 6,932억원(+8.8% yoy), 영업이익 311억원(흑전 yoy)
- 컨센서스 대비 매출액은 +5.0%, 영업이익 +70.2%로 어닝 서프라이즈
- 부문별 전년비 매출액은 철도 -1%, 방산 +78%, 플랜트 +5%
- 철도 영업이익은 64억원(3Q19 -925억원), 저가수주 해소, 구조조정 완료
- 방산 영업이익은 178억원(2Q19 20억원), K-2전차, 차륜형장갑차 정산 이익
- 플랜트 영업이익은 70억원(2Q20 -8억원), 원가절감 요인 반영
- 종속기업 지분매각으로 기타 매출은 없음
- 영업외 환손실, 법인세 환급 반영

철도는 안정, 방산은 증가

- 수주잔고 9조 22백억원(+13% yoy), 철도 수주잔고 7조 33백억원(+10% yoy)
- 3Q20 조업일수 감소했으나 물량 증가로 전분기 대비 매출 소폭 증가
- 방산 신규수주는 3분기 차륜형 장갑차 3차양산(4,077억원) 수주
- 대북 이슈 부재가 다소 아쉬우나 실적은 회복 기조 지속

구분	3Q19	2Q20	3Q20		4Q20					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	637	657	650	693	8.8	5.6	660	629	4.9	-9.2
영업이익	-97	26	20	31	흑전	21.7	18	15	흑전	-51.8
순이익	-117	27	-14	9	흑전	-66.0	7	2	흑전	-72.3

자료: 현대로템 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,412	2,459	2,650	2,783	2,970
영업이익	-196	-280	83	97	135
세전순이익	-324	-349	23	39	89
총당기순이익	-308	-356	24	33	76
지배지분순이익	-301	-354	33	36	82
EPS	-3,539	-4,168	346	326	752
PER	NA	NA	45.3	48.2	20.9
BPS	12,282	9,695	10,256	9,281	10,032
PBR	2.3	1.6	1.5	1.7	1.6
ROE	-25.2	-37.9	3.7	3.6	7.8

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

▶ 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.