

Morning Meeting Brief

글로벌 ETF

디지털인프라, 미래를 위한 준비

- 디지털 인프라(데이터센터, 셀타워), 5G와 차세대 통신네트워크 발전이 견인하는 데이터 트래픽 수요, 데이터센터 리츠와 셀타워 리츠는 수익의 90% 이상을 배당으로 지급하고 있어 4차산업혁명의 성장성과 배당수익을 동시에 노릴 수 있는 좋은 수단
- 클라우드 컴퓨팅과 IoT기기 증가는 데이터센터와 셀타워 수요를 지속적으로 증가시킬 전망
- 디지털 인프라 ETF: Global X Data Center REITs & Digital Infrastructure ETF(VPN)
데이터센터 리츠 11개, 셀타워 리츠 7개, 반도체 제조 기업 7개로 구성
중국(11.8%), 싱가포르(3.0%) 인도네시아(2.6%), 대만(1.5%)과 같은 신흥국 포함
데이터 센터와 셀타워에 반도체 칩을 공급하는 기업이 포함되어 있어 향후 디지털인프라 확장에 따른 수혜 가능

문남중, namjoong.moon@daishin.com

Housing Market

부동산 공시가격 현실화 계획 및 재산세 부담 완화 방안 발표

- 정책 내용은 현실화율 90%, 6억 원 이하 주택 재산세 감면을 골자로 하며 공동주택 5-10년, 단독주택 7-15년, 토지 8년의 도달기간을 목표로 하고, 6억 원 이하의 주택에 대해서 재산세 부담 완화 방안을 제시
- 주택 가격의 자연상승분, 종합부동산세의 누진구조를 고려할 때 고가주택 보유자와 다주택자의 세부담이 증가할 것으로 예상되며 토지 공시가격 현실화는 중소형 빌딩 등 직접 투자 수요에 영향을 끼치는 동시에 부동산 상품 및 REITs 등 간접투자 수단의 반사이익 기대

글로벌 부동산팀

산업 및 종목 분석

[Initiation] 건설업 : 위기라고 하기엔 너무 건강하다

- 건설업종 투자의견 비중확대(Overweight) 제시
- 올해 주요 건설주 주가는 연초대비 -26% 하락, 코로나19 충격으로 하락한 매출액은 전년대비 -3%, 수주는 전년대비 +33% 증가해 다소 억울한 소외주. 시장은 향후 ROE가 반토막날 것으로 전망하나 업체들의 체력은 오히려 강화, 국내의 불안한 환경은 주가에 반영된 반면 건조한 수주와 실적은 지속 중
- 최선호주 현대건설, 차선호주 GS건설과 대우건설 제시. 현대건설은 매출비중이 국내와 해외 모두 고른 편으로 성장성과 안정성 양립. GS건설은 안정적인 국내사업+신사업 성장성. 대우건설은 내년 3만세대 이상 주택 분양 및 해외수주 호조세

이동현, dongheon.lee@daishin.com

[Initiation] 현대건설 : 수주가 답이다

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 45,000원으로 커버리지 시작. 건설주 최선호주로 추천
- 2020년 매출액은 17조 287십억원(+0% yoy), 영업이익 656십억원(-23%)을 기록할 것으로 전망. 연간 경영계획 매출액 17조 400십억원에는 부합하나 경영계획 영업이익 목표 1조원에는 크게 미달. 코로나19의 영향이 반영
- 3분기까지 누적 신규수주는 21조 891십억원(+22% yoy)으로 연간 목표 25조 100십억원의 87%를 달성. 최근 수주잔고는 65조 562십억원(+16% yoy)으로 4년치 일감 확보. 수주에서의 수익성 관리능력 증가로 내년부터 실적개선이 이어질 것.

이동현, dongheon.lee@daishin.com

[Initiation] 대림산업 : 분할에 가는 기대

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 120,000원으로 커버리지 시작. 건설과 유화의 기업분할 진행 중이며 기업가치 증가 기대
- 2020년 매출액은 10조 437십억원(+7% yoy), 영업이익 119십억원(+5%)을 기록할 것으로 전망. 연간 경영계획 매출액 10조 800십억원에 부합. 건설과 유화 부문 모두 안정적 실적 기대
- 상반기 누적 신규수주는 3조 352십억원(+26% yoy)으로 연간 목표 10조 900십억원 대비 31%를 달성. 최근 수주잔고는 20조 81십억원(-3% yoy)으로 건설매출 기준 2.5년치 일감 확보. 타사 대비 코로나19에 따른 지연 물량이 적을 것
- 9/10 분할 발표 이후 주가 부진(9/10 종가 92,800원). 주주환원에 대한 기대 대비 구체안의 부재 영향. 그러나 후속 발표에 대한 기대와 복합기업에 따른 디스카운트의 해소 관점에서 긍정적 시각 유지

이동현. dongheon.lee@daishin.com

[Initiation] GS 건설 : 안주하지 않는 DNA

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 38,000원으로 커버리지 시작. 건설주 차선호주로 추천
- 2020년 매출액은 10조 224십억원(-2% yoy), 영업이익 744십억원(-3%)을 기록할 것으로 전망. 연간 경영계획 매출액 11조 500십억원에는 미달. 코로나19에 따른 공정 지연 영향. 내년부터 회복
- 3분기까지 누적 신규수주는 7조 513십억원(+13% yoy)으로 연간 목표 11조 500십억원 대비 65%를 달성. 수주잔고는 42조 38십억원(-4% yoy)으로 4년치 일감 확보. 국내시장 호조가 지속될 것
- 두산인프라코어 인수전에 참여. 실질 인수 가능성은 미지수. 2010년 이니마(스페인 수처리업체) 인수, 자이에스앤디, 분산형에너지, 데이터센터 등 사업확장의 DNA 보유 및 프리미엄 요인

이동현. dongheon.lee@daishin.com

[Initiation] 대우건설 : 국내 분양 증가 지속

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 4,500원으로 커버리지 시작. 건설주 차선호주로 추천
- 2020년 매출액은 8조 43십억원(-7% yoy), 영업이익 412십억원(+13%)을 기록할 것으로 전망. 연간 경영계획 매출액 9조 100십억원에는 미달. 코로나19에 따른 공기 지연 영향. 내년부터 정상화 기대
- 상반기 누적 신규수주는 8조 475십억원(+14% yoy)으로 연간 목표 12조 800십억원의 66%를 달성. 수주잔고는 35조 294십억원(+8% yoy)으로 4년치 일감 확보. 연간 수주 계획도 무난히 달성할 전망
- 연초 향후 3년에 대한 전망치를 발표. 국내 수주는 20년 7.7조원에서 22년 9.2조원으로 성장. 해외 수주는 22년 5.2조원으로 성장. 코로나19로 해외는 불확실하지만 국내는 시장 호조가 지속

이동현. dongheon.lee@daishin.com

[Initiation] HDC 현대산업개발 : 이제 본업에 집중

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 30,000원으로 커버리지 시작
- 2020년 매출액은 3조 896십억원(-7% yoy), 영업이익 501십억원(-9%)을 기록할 전망. 2년간 줄어든 수주 영향이나 내년부터 개선
- 2019년 신규수주는 5조 649십억원(-7% yoy)이며 이중 자체물량은 649십억원(-64% yoy)으로 급감. 그러나 2020년은 991십억원(+53% yoy)으로 증가 예상. 아시아나 무산 이후 용지투자 금액 증가 기대
- 수주잔고는 27조 793십억원(+9% yoy)으로 6.5년치 일감 확보. 민간택지 분양가 상한제 등 규제 이슈, 둔촌주공 지연 이슈가 있지만 내년은 광운대, 인천 용현/학익, 인천신항, 의정부, 공릉 등 자체사업 증가

이동현. dongheon.lee@daishin.com

[Initiation] 삼성엔지니어링 : 그래도 수주가 남았다

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 16,000원으로 커버리지 개시
- 2020년 매출액은 6조 559십억원(+3% yoy), 영업이익 334십억원(-13%)을 기록할 것으로 전망. 연간 경영계획 매출액 6조원은 무난히 넘어서는 수준. 이익은 코로나19에 따른 각종 총당금 반영. 3분기를 기점으로 공사들이 안정되며 2021년 예상 영업이익은 821십억원(+24% yoy)으로 회복 전망
- 상반기 누적 신규수주는 1조 916십억원(+29% yoy)으로 연간 목표 10조 500십억원의 18% 달성에 그침. 연내 예정인 멕시코 도스보카스(25억불), 사우디 자푸라(13억불), 말레이 사라왁(10억불), UAE(45억불) 등의 수주 추이가 중요

이동현. dongheon.lee@daishin.com

반도체업: 미국 데이터센터 20Q3 CAPEX: 시선은 21 년으로

- 20년 상반기는 마이크로소프트가 주도, 하반기는 아마존과 페이스북의 투자 확대
- 과거 사이클 감안, 21년 상반기는 구글과 페이스북이, 하반기는 마이크로소프트와 아마존이 투자를 확대할 것으로 예상. 투자규모는 클라우드서비스 1위, 2위기업인 마이크로소프트와 아마존이 많기 때문에, 서버 수요는 하반기 큰 폭으로 증가 예상
- 서버 DRAM 공급량 축소되는 상황에서, 21년 하반기 수요 증가에 대응하기 위해 2분기부터 재고확보 수요 발생 가능. 2분기 서버 DRAM 가격 반등 예상 유지

이수빈, subin.lee@daishin.com

[3Q20 Review] 파트론: 3분기 호조, 21년 재도약

- 투자 의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 14,500원 유지
- 2020년 3분기(연결) 영업이익 221억원(-28.2% yoy / 흑자전환 qoq), 매출 3,575억원(5.9 yoy / 60.8% qoq)으로 종전 추정치에 부합, 컨센서스 상회. 당기순이익은 147억원(-46.6% yoy / 흑자전환 qoq) 시현
- 2021년 영업이익은 818억원 73% 증가(yoy) 추정. 2021년 삼성전자의 글로벌 점유율 증가, 보급형 모델의 사양 상향으로 카메라모듈의 평균공급단가(ASP) 상승으로 2020년대비 매출, 영업이익은 큰 폭으로 증가 추정

박강호, kangho.park@daishin.com

[3Q20 Review] 엠씨넥스: 중견 카메라모듈 대표, 3분기 실적 호조

- 투자 의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 48,000원 유지
- 2020년 3분기(연결) 영업이익 260(-24.5% yoy / 2381% qoq), 매출 4,125원(18.1% yoy / 68.1% qoq)으로 종전 추정치(200억원), 컨센서스(221억원) 상회한 호실적. 당기순이익은 199억원(-45.5% yoy / 1759%qoq) 시현
- 2020년 4분기 갤럭시S21형 조기 생산, 갤럭시A시리즈에 OIS 채택 전망으로 액추에이터 매출 증가 등 카메라모듈의 평균공급단가(ASP) 상승으로 2021년 매출과 이익은 큰 폭으로 증가 전망

박강호, kangho.park@daishin.com

[3Q20 Review] SKC: 급증하는 동박 판매량

- 투자 의견 매수, 목표주가 118,000원 유지
- 3분기 영업이익은 553억원(+15% QoQ)으로 시장 기대치(612억원)를 하회
- 컨센서스를 하회한 이유는 기타 부문(통신/BHC) 때문: 1) 코로나19에 따른 통신 사업 전방 투자 지연, 2) 바이오랜드 매각에 따른 손익 제외 등
- 동박(Mobility 소재)의 경우 4공장 가동 효과 반영되며 매출액이 1천억원을 회(9월 역대 최대 판매) vs. 영업이익은 147억원(OPM 14.7%)를 기록
- 영업이익률이 전분기(17.2%) 대비 하락하고 당사 추정치(16.4%)도 하회했으나 이는 4공장 가동 초기 고정비 부담 확대에 따른 일시적 영향
- 화학(수요 증가 및 PO 시황 개선)과 Industry 소재(IT 성수기+친환경 제품)의 실적이 전분기 대비 증가한 점도 긍정적 요인

한상원, sangwon.han@daishin.com

[3Q20 Review] 팬오션: Non Dry bulk 부문 부진

- 투자 의견 매수, 목표주가 5,500원 유지. 3분기 영업이익 629억원(-0.9% yoy) 시현
- 매출액이 예상대비 적었던 이유는 1)운영선대가 당사 추정대비 5척(Dry bulk 3척, Non-Drybulk 2척)이 적었고, 2)유가하향 안정화에 따른 매출 감소(약 200억원/분기 효과) 등 때문으로 추정
- 4분기 계절적 성수기 진입으로 상승하던 BDI는 중국의 호주산 석탄금지발표 이후 조정세를 보이고 있음. 당사는 4분기 평균 BDI는 1,410pt로 예상함

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[3Q20 Review] 콜마비앤에이치: 아쉬운 실적, 변함 없는 스토리

- 투자이건 매출, 목표주가 90,000원 유지
- 3Q20 연결 영업이익 231억원(+32% YoY) 기록, 컨센서스 대폭 하회
- 3분기 이익률 부진 요인은 외형 성장 시 레버리지 효과로 이어질 전망
- 2021년 변함 없는 중국 및 해외 성장 스토리
- 2021년 매출액 8,090억원(+31.0% YoY), 영업이익 1,701억원(+50.3% YoY) 전망

한경래, kyungrae.han@daishin.com

[3Q20 Review] 동원산업: 기대 이상의 서프라이즈

- 투자이건 매출, 목표주가 280,000원 유지
- 3Q20 연결 영업이익은 934억원(+60% yoy)으로 종전 대신증권 추정 영업이익 900억원에는 부합, 컨센서스 영업이익 801억원은 상회
- 부문별로는 1) 수산 부문 매출액은 +3% yoy, 영업이익은 전년 동기 대비 143억원 증가되어 흑자전환한 것으로 추정, 2) 유통 부문 매출액은 +7% yoy, 영업이익은 +49% yoy를 기록한 것으로 추정
- 2019년 3분기 Starkist의 총당금 반영에 따른 기저효과로 2020년 3분기 세전이익은 880억원(+2,905% yoy), 지배순이익 514억원(+2,613% yoy)으로 전년 동기 대비 큰 폭으로 증가

한유정, yujung.han@daishin.com

[3Q20 Review] 동원F&B: 선방 이상의 호실적 기록

- 투자이건 매출, 목표주가 260,000원 유지
- 3Q20 연결 영업이익은 439억원(+24% yoy, +165% qoq)으로 종전 대신증권 추정 영업이익 381억원, 컨센서스 영업이익 377억원을 상회
- 부문별로는 1)일반식품 매출액은 +7% yoy, 영업이익은 +24% yoy를 기록하며 실적 성장을 견인한 것으로 추정, 2)조미유통 매출액, 영업이익은 각각 +14%, +15% yoy를 기록한 것으로 추정
- 2021년 상반기까지 투입어가 상승은 불가피할 것으로 예상되나 코로나19 영향으로 일반식품 내 가장 높은 매출액 비중을 차지하는 유제품 카테고리라 조미유통 사업부문의 영업 환경이 크게 악화되었던 점을 감안하면 2021년 기저효과가 두드러질 것으로 예상

한유정, yujung.han@daishin.com

[1QFY21 Review] 에스티로더: 시작이 좋아

- 에스티로더의 2021년 1분기 매출액은 35.6억 달러(-9% yoy), EBIT은 7.1억 달러(-11% yoy), EPS는 1.4달러(-14% yoy)로 톰슨로이터 기준 컨센서스 매출액 34.5억 달러, EBIT 4.6억 달러, EPS 0.86달러를 각각 3%, 55%, 66% 상회
- 전사 매출액이 전년 동기 대비 9% 감소하였음에도 연중 이어진 비용 효율화 효과로 동분기 기준 사상 최대 수준의 영업이익률을 기록했던 1Q20 OPM 20.6%에서 크게 벗어나지 않는 20.0%를 기록한 점이 인상적
- 지역별로는 1)아태지역 매출액, 영업이익은 +9%, -6% yoy, 2)미주 매출액, 영업이익은 -25%, -63% yoy, 3) 유럽/중동/아프리카 매출액, 영업이익은 -8%, +9% yoy 기록
- 2Q21(20.10~20.12) 가이던스 매출액 성장률은 -3~5% yoy, EPS는 1.41~1.57달러로 제시. 코로나19라는 불확실성이 잔존하나 온라인 채널 확장 및 중국에서의 제품 라인업 확장으로 점차 회복되어갈 것으로 기대

한유정, yujung.han@daishin.com

글로벌 ETF

문남중 namjoong.moon@daishin.com
조재운 jaeun.jo@daishin.com

디지털인프라, 미래를 위한 준비

5G, 차세대 통신네트워크 수혜를 받는 데이터센터와 셀타워 리츠로 구성된 ETF 상장

- 10월 29일 Global X에서 운용하는 Global X Data Center REITs & Digital Infrastructure ETF(티커: VPN, 이하)가 상장됐다. VPN은 디지털인프라 중에서도 하드웨어 영역에 집중돼 있으며 5G와 차세대 통신네트워크 발전 수혜를 받는 전세계 데이터센터와 셀타워 리츠로 구성된다.

데이터센터와 셀타워, 4차산업혁명의 성장성과 배당수익을 동시에 추구

- 데이터센터와 셀타워는 운용에서 발생하는 수익의 90% 이상을 배당으로 지급하고 있어 4차산업혁명의 성장성과 배당수익을 동시에 노릴 수 있는 좋은 수단이 될 수 있다. 특히 코로나19로 채권 수익률과 기업의 배당여력이 줄어든 현재 데이터센터와 셀타워는 비대면과 사회적거리두기에 따른 수혜를 입고있는 매력적 인컴자산이다.

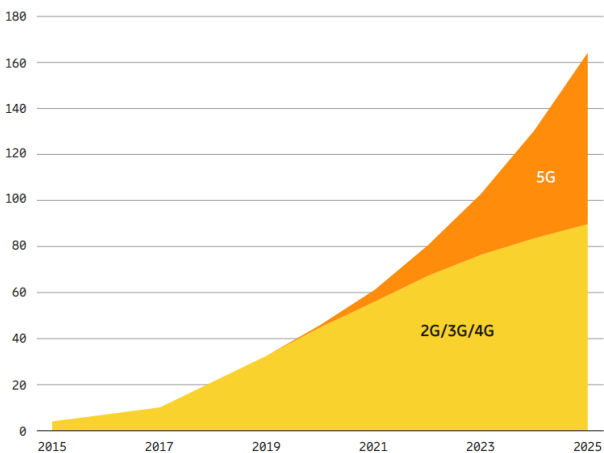
최근 클라우드 컴퓨팅과 IoT기기 증가는 디지털인프라 수요를 견인

- 클라우드 컴퓨팅 확산은 데이터센터 성장의 핵심 동력으로 작용하고 있다. 사회 전반의 디지털화로 대부분의 인터넷 서비스가 클라우드를 기반으로 전환 되고 있는데 데이터센터가 그에 따른 전환비용 문제 해결 수단으로 각광받고 있기 때문이다. 셀타워도 디지털세계에서 중요한 인프라로 수요가 꾸준히 증가하고 있다. 셀타워의 주요 임차인은 AT&T, 버라이즌, 티모바일 등 메이저 통신사로 한정적이지만 스마트폰과 IoT 확산이 수요를 견인하고 있기 때문이다.

VPN은 데이터센터, 셀타워, 반도체기업으로 구성. 신흥국에 대한 노출이 존재

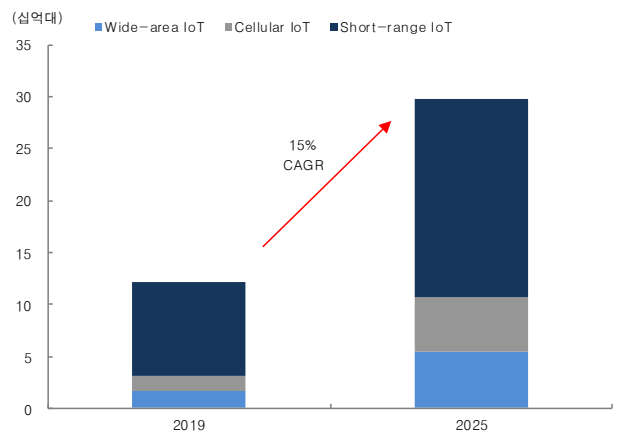
- VPN은 25개 종목을 보유하고 있으며 데이터센터 리츠 11개, 셀타워 리츠 7개, 반도체 제조 기업 7개로 구성되어 있다. 데이터센터가 48.6%로 가장 많은 비중을 차지하고 셀타워(37.5%), 반도체(12.9%) 순으로 비중이 높다. 지역 분포를 살펴보면 미국이 76.1%로 가장 높고 중국(11.8%), 싱가포르(3.0%) 인도네시아(2.6%), 대만(1.5%)과 같은 신흥국이 포함되어 있어 태동하고 있는 신흥국 디지털인프라 시장에 노출이 가능하다.
- 반도체 기업에는 데이터 센터와 셀타워에 반도체 칩을 공급하는 업체가 포함되어 있어 향후 디지털인프라 확장에 따른 수혜가 가능하다.

글로벌 모바일 트래픽 전망(EB per month)



자료: Ericsson, 대신증권 Research Center

인터넷에 연결되는 IoT 기기 수 전망



자료: Ericsson, 대신증권 Research Center

부동산 공시가격 현실화 계획 및 재산세 부담 완화 방안 발표

[정책 도입 배경]

-공시가격은 조세/복지 등 60여 개의 정책/제도에 활용되는 기준 50~70% 수준의 낮은 시세 반영률, 유형 및 가격대별 현실화율 격차가 불균형 문제로 지적받아와 개정한다는 것이 정부의 입장이며, 과거 '89-'93 토지과표현실화, '93 지가 현실화, '00-05 공시지가 현실화를 추진한 바 있으나 완료되지 못함

-국토교통부와 행정안전부는 '부동산 가격공시에 관한 법률'에 따라 부동산 공시가격이 적정 수준의 시세를 반영할 수 있도록 '공시가격 현실화 계획'을 수립 발표하고 공시가격 현실화에 따른 세부담을 완화하기 위해 '재산세 부담 완화 방안'을 발표

[부동산 공시가격 현실화 계획 및 재산세 부담 완화 방안]

- 현실화율 90%, 6억 원 이하 주택 재산세 감면을 골자로 하며 공동주택 5~10년, 단독주택 7~15년, 토지 8년의 도달기간을 목표로 하고 6억 원 이하의 주택에 대해서 재산세 부담 완화

- 공동 주택 : 20년 현실화율 69%에서 10년에 걸쳐 90%로 제고

9억 원 미만은 현실화 편차가 큰 9억 원 미만 주택은 3년간 유형 내에서 균형 확보 후 이후 연간 약 3%p씩 약 7년간 제고('23년 70%, '30년 90%), 9억 원 이상은 5~7년간 연 약 3%p

-단독 주택 : 공동주택보다 현실화율이 낮은 것을 고려해 15년 내 현실화 추진(연 3%p)하되, 9억 원 미만 주택은 선 균형 기간 3년 동안 연 1.5%p 이후 12년 간 연 3.3~3.5%p 상승, 9~15억 구간은 10년 간 연 4.2~6.8%p, 15억 원 이상은 7년 간 연 5.2~7.7%p 상승 계획

-토지: 용도지역별 현실화율이 유사(주거용 64.8, 상업용 67.0, 공업용 65.9, 농경지 62.9, 임야 62.7)하여 별도의 균형 확보 기간 없이 8년 간 연평균 3%p 상승

[정책 영향]

- 공시가격은 재산세 종부세뿐 아니라 농지부담금, 건강보험료, 복지수급, 장학금 수혜 등 60여 개가 넘는 제도/정책과 연계되어 있어 부동산 시장 외 영향도 클 것으로 예상되며, 상승 과정에서 관련 조차들이 나타날 것

- 공시가격 6억 원 미만의 공동주택의 경우 재산세 부담이 완화가 동반 정책이 같이 도입되었으나, 현실화율 도달 및 주택 가격 상승으로 인하여, 완화 수혜의 대상(현재 정부 발표 안은95%)은 현재보다 축소되고, 종합부동산세 부과 대상이 크게 증가할 것

- 세부담이 증가하는 것은 추가적인 입법이나 조치가 없을 경우 자연스러운 결과이며, 종합부동산세의 누진구조와 다주택자에 대한 세율을 고려할 때 특히 고가 주택 보유자의 보유세(재산세/종부세) 부담이 급증할 것

- 최근 임대 3법에 따른 주택시장의 혼란에도 불구하고 정부의 정책기조가 유지된다는 시그널이 확인되기 때문에 내년 상반기까지 다주택자의 매도 물량이 일시적으로 나타날 수 있음

- 실물 부동산 보유비용이 증가하고, 공시가격 증가가 기준시가 상승 및 증여/상속의 기액을 상승시키면서, 주택 투자의 대안이자 증여/상속의 Vehicle의 수단이 되었던 중소형 빌딩(일명 꼬마빌딩)의 투자 편익이 감소할 것으로 예상되며 신규 투자에 대해 보수적인 접근 要

- 수년 전과 비교하여 직접 투자의 세후 수익률이 크게 하락했고, 부가적인 투자매력이 감소한 상황에서 국내 자산을 기초로 하는 부동산 상품 및 REITs의 수익률이 현실화율 방안으로 소폭 하락하더라도 오히려 상대적인 매력은 상승하고 있어 부동산 관련 상품 및 REITs에 대한 투자수요는 증가할 것으로 기대

건설업

위기라고 하기엔 너무 건강하다



이동현
이태환

dongheon.lee@daishin.com
taehwan.lee@daishin.com

투자의견

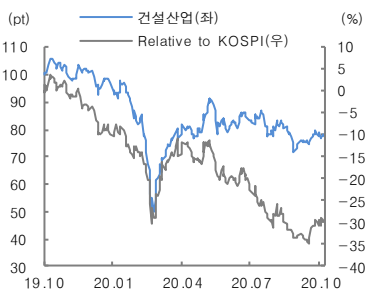
Overweight

비중확대, 신규

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
현대건설 ★	Buy	45,000원
대림산업	Buy	120,000원
GS건설	Buy	38,000원
대우건설	Buy	4,500원
HDC현대산업개발	Buy	30,000원
삼성엔지니어링	Buy	16,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.6	-4.2	-4.5	-21.9
상대수익률	4.9	-8.0	-20.6	-30.0



건설업종 투자의견 비중확대(Overweight) 제시

- 올해 주요 건설주 주가는 연초대비 -26% 하락, 코로나19 충격으로 하락한 매출액은 전년대비 -3%, 수주는 전년대비 +33% 증가해 다소 억울한 소외주
- 타깃 PBR은 유가 급락 이후인 2015~19년 평균 0.7배를 적용
- 시장은 향후 ROE가 반토막날 것으로 전망하나 업체들의 체력은 오히려 강화
- 국내외 불안한 환경은 주가에 반영된 반면 견조한 수주와 실적은 지속 중

[주택] 집값 상승이 의미하는 것들

- 주요 건설사의 주택 매출비중은 2011년 32%에서 2019년 54%로 상승
- 이익구조에서도 주택 비중이 동기 11%에서 71%로 급증
- 집값 상승으로 미분양 리스크 해소, 규제 자체보다 건설사별 분양물량이 중요
- 주요 건설사는 올해 11.6만세대 분양으로 전년대비 +38% 성장, 내년 분양물량도 기 확보, 분양가 상한제에 대한 분양 이연은 감내할 수준

[비주택] 예전보다 강해진 체력

- 건설사들은 2013~2015년 해외수주 저가 경쟁으로 대규모 손실의 학습기간을 거침, 해외 계약 잔액은 줄어 있으며 코로나19 영향도 크지 않음
- 올해 해외 수주는 작년 해외 매출액 이상, 수주 지연분은 내년 수주 증가 기대

최선호주 현대건설, 차선호주 GS건설과 대우건설 제시

- 현대건설: 매출비중이 국내와 해외 각각 58%와 42%로 고르게 분산되어 성장성과 안정성 양립, 코로나19 충격은 3분기를 기점으로 회복 전망
- GS건설: 올해 국내 예상 분양은 2.9만세대로 역대 최고치, 국내 주택 호조로 3분기도 서프라이즈, 안정적인 국내사업에 신사업 성장성이 더해짐
- 대우건설: 10월말 기준 2.9만세대 기분양, 2021년도 자체 물량 8,200세대 포함 3만세대 이상의 분양 계획, 3분기 누적 해외수주 2.7조원으로 호조

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	59,733	56,632	56,184	59,861	63,299
영업이익	3,903	4,058	3,910	4,236	4,523
세전순이익	3,554	3,697	3,590	3,947	4,274
총당기순이익	2,398	2,642	2,664	2,845	3,079
자배분순이익	2,207	2,431	2,341	2,591	2,805
EPS	2,547	2,745	2,593	2,855	3,090
PER	9.5	7.1	5.7	5.2	4.8
BPS	23,535	25,509	27,560	30,087	32,981
PBR	1.0	0.8	0.5	0.5	0.4
ROE	10.8	11.3	9.9	9.9	9.8

주: EPS와 BPS, ROE는 자배분 기준으로 산출

자료: 현대건설, 대림산업, GS건설, 대우건설, HDC현대산업개발, 삼성엔지니어링, 합산, 대신증권 Research Center

현대건설

(000720)

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

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월

목표주가

45,000

신규

현재주가

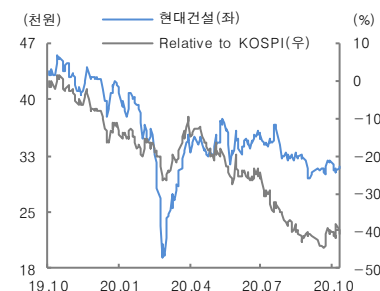
(20.11.03)

31,150

건설업종

KOSPI	2,343.31
시가총액	3,487십억원
시가총액비중	0.22%
자본금(보통주)	557십억원
52주 최고/최저	45,350원 / 19,300원
120일 평균거래대금	317억원
외국인지분율	19.78%
주요주주	현대자동차 외 7 인 34.92% 국민연금공단 10.33%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.3	-7.6	-11.1	-27.5
상대수익률	1.6	-11.2	-26.1	-35.0



수주가 답이다

투자의견 매수(BUY), 목표주가 45,000원으로 커버리지 시작

- 목표주가는 2020년 BPS 62,388원에 타깃 PBR 0.7배를 적용
- 타깃 PBR은 건설 3사(현대건설, 대림산업, GS건설) 과거 5년 평균치
- 추정 PBR도 0.7배(향후 5년 평균 ROE 6.0%, COE 8.1%, 성장률 1%)
- 현대건설의 매출비중은 국내와 해외 각각 58%와 42%로 고르게 분산되어 대내외 불확실성에 따른 이익변동성이 낮고 수익성이 양호
- 건설주 최선호주로 추천

코로나19 충격은 일시적, 수주를 보자

- 2020년 매출액은 17조 287십억원(+0% yoy), 영업이익 656십억원(-23%)을 기록할 것으로 전망. 연간 경영계획 매출액 17조 400십억원에는 부합하나 경영계획 영업이익 목표 1조원에는 크게 미달
- 코로나19의 영향이 반영. 3분기를 기점으로 공사들이 안정되며 2021년 예상 영업이익은 821십억원(+24% yoy)으로 회복 전망
- 3분기까지 누적 신규수주는 21조 891십억원(+22% yoy)으로 연간 목표 25조 100십억원의 87%를 달성. 최근 수주잔고는 65조 562십억원(+16% yoy)으로 4년치 일감 확보. 수주에서의 수익성 관리능력 증가로 내년부터 실적개선이 이어질 것

3Q20 Review 일시적 부진, 비전은 좋다

- 3Q20 실적은 매출액 4조 42십억원(-1% yoy), 영업이익 140십억원(-41% yoy) 기록. 컨센서스 대비 매출액 -3%, 영업이익 -18% 하회
- 코로나19로 인한 보수적 회계처리와 해외 공정지연 영향
- 국내는 여전히 좋은 상황, 해외 손실은 시차를 두고 회복 예상
- 비전 2025 발표, 기존사업 확장 및 신사업 진출 가속화

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	16,731	17,279	17,287	18,441	19,529
영업이익	840	860	660	822	871
세전순이익	898	799	715	834	874
총당기순이익	535	573	489	582	609
지배지분순이익	382	407	328	386	404
EPS	3,424	3,656	2,945	3,467	3,627
PER	15.9	11.6	10.7	9.1	8.7
BPS	56,293	59,778	62,388	65,486	68,716
PBR	1.0	0.7	0.5	0.5	0.5
ROE	6.0	6.3	4.8	5.4	5.4

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

대림산업

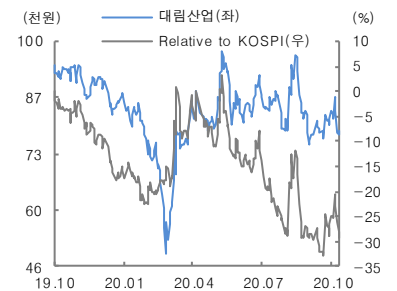
(000210)

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

투자 의견 **BUY**
매수, 신규
6개월 **120,000**
목표주가 신규
현재주가 **78,400**
(20.11.03) 건설업종

KOSPI	2,343.31
시가총액	2,889십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	198십억원
52주 최고/최저	97,400원 / 49,000원
120일 평균거래대금	279억원
외국인지분율	37.90%
주요주주	대림코퍼레이션 외 6 인 23.12% 국민연금공단 13.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.3	-5.8	-11.0	-14.3
상대수익률	0.6	-9.5	-26.0	-23.2



분할에 거는 기대

투자의견 매수(BUY), 목표주가 120,000원으로 커버리지 시작

- 목표주가는 2020년 BPS 173,170원에 타깃 PBR 0.7배를 적용
- 타깃 PBR은 건설 3사(현대건설, 대림산업, GS건설) 과거 5년 평균치
- 추정 PBR은 1.6배(향후 5년 평균 ROE 10.3%, COE 6.8%, 성장률 1% 가정, 베타 1.19)로 현저한 저평가
- 건설과 유회의 기업분할 진행 중이며 기업가치 증가 기대
- 건설주 차선호주로 추천

분할에 거는 기대

- 2020년 매출액은 10조 437십억원(+7% yoy), 영업이익 119십억원(+5%)을 기록할 것으로 전망. 연간 경영계획 매출액 10조 800십억원에 부합. 건설과 유회 부문 모두 안정적 실적 기대
- 상반기 누적 신규수주는 3조 352십억원(+26% yoy)으로 연간 목표 10조 900십억원 대비 31%를 달성. 하반기 수주 증가에 대한 기대는 여전. 최근 수주잔고는 20조 81십억원(-3% yoy)으로 건설매출 기준 2.5년치 일감 확보. 타사 대비 코로나19에 따른 지연 물량이 적을 것
- 9/10 분할 발표 이후 주가 부진(9/10 종가 92,800원). 주주환원에 대한 기대 대비 구제안의 부재 영향. 그러나 후속 발표에 대한 기대와 복합기업에 따른 디스카운트의 해소 관점에서 긍정적 시각 유지

3Q20 Preview 기대치 소폭 하회 전망

- 3Q20 실적은 매출액 2조 418십억원(+11% yoy), 영업이익 225십억원(+1% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 -3%, 영업이익 -9% 하회
- 국내 일부 공정 지연 영향, 3분기 누적 신규수주는 6조원 이상 추정
- 자회사 대림건설, 캐리플렉스는 호조 지속

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	10,984	9,700	10,241	10,189	10,513
영업이익	845	1,130	1,215	1,205	1,247
세전순이익	894	958	1,300	1,103	1,176
총당기순이익	678	710	992	836	891
자배지분순이익	646	665	838	796	848
EPS	16,746	17,228	21,699	20,620	21,978
PER	6.1	5.3	3.6	3.8	3.5
BPS	139,638	153,815	174,468	194,025	214,924
PBR	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
ROE	12.4	11.7	13.2	11.2	10.7

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

GS 건설

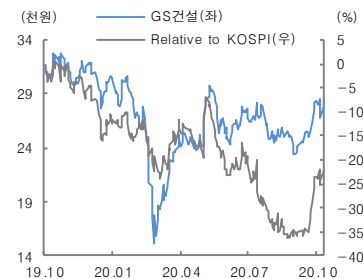
(006360)

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

투자 의견 BUY
매수, 신규
6개월 38,000
목표주가 신규
현재주가 28,550
(20.11.03) 건설업종

KOSPI	2,343.31
시가총액	2,287십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	400십억원
52주 최고/최저	32,750원 / 15,050원
120일 평균거래대금	146억원
외국인지분율	27.72%
주요주주	하창수 외 16 인 25.69% 국민연금공단 12.55%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.2	7.7	12.8	-7.0
상대수익률	17.4	3.5	-6.2	-16.7



안주하지 않는 DNA

투자의견 매수(BUY), 목표주가 38,000원으로 커버리지 시작

- 목표주가는 2020년 BPS 53,995원에 타깃 PBR 0.7배를 적용
- 타깃 PBR은 건설 3사(현대건설, 대림산업, GS건설) 과거 5년 평균치
- 추정 PBR은 1.5배(향후 5년 평균 ROE 11.3%, COE 7.6%, 성장률 1% 가정, 베타 1.40)로 현저한 저평가. 신사업 모멘텀 기대
- 건설주 차선호주로 추천

안주하지 않는 DNA

- 2020년 매출액은 10조 224십억원(-2% yoy), 영업이익 744십억원(-3%)을 기록할 것으로 전망. 연간 경영계획 매출액 11조 500십억원에는 미달. 코로나19에 따른 공정 지연 영향. 내년부터 회복
- 3분기까지 누적 신규수주는 7조 513십억원(+13% yoy)으로 연간 목표 11조 500십억원 대비 65%를 달성. 수주잔고는 42조 38십억원(-4% yoy)으로 4년치 일감 확보. 국내시장 호조가 지속될 것
- 두산인프라코어 인수전에 참여. 실질 인수 가능성은 미지수
- 2010년 이니마(스페인 수처리업체) 인수, 자이에스앤디, 분산형에너지, 데이터센터 등 사업확장의 DNA 보유 및 프리미엄 요인

3Q20 Review 주택 부문 서프라이즈

- 3Q20 실적은 매출액 2조 320십억원(-5% yoy), 영업이익 210십억원(+9% yoy) 기록. 컨센서스 대비 매출액 -7%, 영업이익 +14% 수준
- 매출액은 코로나19와 국내 기상악화 영향으로 부진. 영업이익은 플랜트에서 GPM -5.4%(-269십억원) 손실이 발생했으나 주택건축이 GPM +23.5%로 타부분 손실을 모두 커버하고 서프라이즈
- 사측 올해 분양 계획은 2.9만세대(기존 2.5만)로 상향. 역대 최고치

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	13,139	10,417	10,224	11,307	11,984
영업이익	1,064	767	745	830	904
세전순이익	835	674	616	741	848
총당기순이익	587	447	433	527	603
지배지분순이익	582	443	414	506	578
EPS	7,713	5,552	5,164	6,312	7,221
PER	5.7	5.6	5.5	4.5	3.9
BPS	47,018	49,770	53,995	59,446	65,761
PBR	0.9	0.6	0.5	0.5	0.4
ROE	17.3	11.8	10.0	11.1	11.5

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

대우건설
(047040)

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

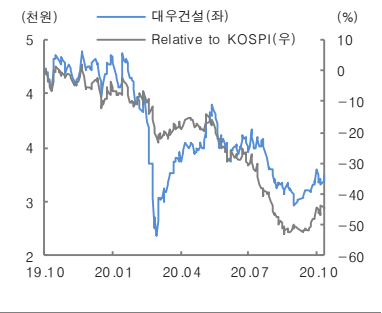
투자 의견 BUY
매수, 신규

6개월 목표주가 4,500
신규

현재주가 3,120
(20.11.03) 건설업종

KOSPI	2,343.31
시가총액	1,297십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	2,078십억원
52주 최고/최저	4,830원 / 2,275원
120일 평균거래대금	64억원
외국인지분율	8.98%
주요주주	케이디비인베스트먼트제일호유한회사 외 3 인 50.76% 국민연금공단 5.78%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.0	-10.3	-12.4	-28.1
상대수익률	11.3	-13.9	-27.2	-35.6



국내 분양 증가 지속

투자의견 매수(BUY), 목표주가 4,500원으로 커버리지 시작

- 목표주가는 2020년 BPS 6,499원에 타깃 PBR 0.7배를 적용
- 타깃 PBR은 건설 3사(현대건설, 대림산업, GS건설) 과거 5년 평균치
- 추정 PBR은 1.3배(향후 5년 평균 ROE 10.0%, COE 7.5%, 성장률 1% 가정, 베타 1.38)로 현저한 저평가
- 국내 분양시장의 증가세가 지속되며 수혜를 누림
- 건설주 차선후주로 추천

국내시장 호조 지속

- 2020년 매출액은 8조 43십억원(-7% yoy), 영업이익 412십억원(+13%)을 기록할 것으로 전망. 연간 경영계획 매출액 9조 100십억원에는 미달. 코로나19에 따른 공기 지연 영향, 내년부터 정상화 기대
- 상반기 누적 신규수주는 8조 475십억원(+14% yoy)으로 연간 목표 12조 800십억원의 66%를 달성. 수주잔고는 35조 294십억원(+8% yoy)으로 4년치 일감 확보. 연간 수주 계획도 무난히 달성할 전망
- 연초 향후 3년에 대한 전망치를 발표. 국내 수주는 20년 7.7조원에서 22년 9.2조원으로 성장. 해외 수주는 22년 5.2조원으로 성장. 코로나 19로 해외는 불확실하지만 국내는 시장 호조가 지속

3Q20 Review 코로나19 영향, 그래도 국내는 좋다

- 3Q20 실적은 매출액 1조 896십억원(-9% yoy), 영업이익 103십억원(-14% yoy) 기록. 컨센서스 대비 매출액 -6%, 영업이익 부합
- 코로나19로 매출 차질, 비용 토목 250억원, 플랜트 180억원 반영
- 주택은 10월 누적 2.9만세대 분양, 연간 목표 3.5만세대 달성 가능
- 2021년에도 자체물량 8,200세대 포함 3만세대 이상 분양 예상

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	10,605	8,652	8,043	9,125	9,924
영업이익	629	364	412	459	523
세전순이익	432	307	293	368	434
총당기준이익	297	201	231	263	310
지배지분순이익	299	209	231	263	310
EPS	719	502	557	633	746
PER	7.5	9.4	5.5	4.8	4.1
BPS	5,490	5,916	6,504	7,166	7,941
PBR	1.0	0.8	0.5	0.4	0.4
ROE	13.2	8.8	9.0	9.3	9.9

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

HDC 현대
산업개발
(294870)

이동현
이태환

dongheon.lee@daishin.com
taehwan.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월
목표주가

30,000

신규

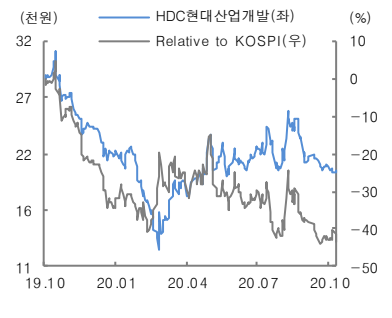
현재주가
(20.11.03)

19,950

건설업종

KOSPI	2,343.31
시가총액	1,315십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	330십억원
52주 최고/최저	31,061원 / 12,600원
120일 평균거래대금	255억원
외국인지분율	8.10%
주요주주	HDC 외 7 인 41.48% 국민연금공단 13.09%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.1	-7.2	5.8	-30.8
상대수익률	-6.7	-10.9	-12.0	-38.0



이제 본업에 집중

투자의견 매수(BUY), 목표주가 30,000원으로 커버리지 시작

- 목표주가는 2020년 BPS 5,868원에 타깃 PBR 0.7배를 적용
- 타깃 PBR은 건설 3사(현대건설, 대림산업, GS건설) 과거 5년 평균치
- 추정 PBR은 2.2배(향후 5년 평균 ROE 12.5%, COE 6.1%, 성장률 1% 가정, 베타 1.04)로 현저한 저평가
- 동사는 국내 주택사업이 매출의 대부분을 차지하며 높은 마진의 자체 사업 비중이 건설사 중 가장 높음

이제 본업에 집중

- 2020년 매출액은 3조 896십억원(-7% yoy), 영업이익 501십억원(-9%)을 기록할 전망. 2년간 줄어든 수주 영향이나 내년부터 개선
- 2019년 신규수주는 5조 649십억원(-7% yoy)이며 이중 자체물량은 649십억원(-64% yoy)으로 급감. 그러나 2020년은 991십억원(+53% yoy)으로 증가 예상. 아시아나 무산 이후 용지투자 금액 증가 기대
- 수주잔고는 27조 793십억원(+9% yoy)으로 6.5년치 일감 확보. 민간 택지 분양가 상한제 등 규제 이슈, 둔촌주공 지연 이슈가 있지만 내년은 광운대, 인천 용현/학익, 인천신항, 의정부, 공릉 등 자체사업 증가
- 아시아나항공 인수 무산 자금의 활용이 주가 방향을 결정할 것

3Q20 Review 무난한 3분기

- 3Q20 실적은 매출액 812십억원(-7% yoy), 영업이익 133십억원(+41% yoy) 기록. 컨센서스 대비 매출액 -6%, 영업이익 +38% 상회
- 자체사업은 줄었으나 수익성 좋은 대전 도안 매출인식 본격화
- 영업외로는 약 200십억원 가량의 아시아나 인수 무산 총당금 예상
- 올해 주택공급은 1.7만세대로 작년 6,500세대 대비 크게 증가 전망

영업실적 및 주요 투자지표			(단위: 십억원, 원, 배, %)		
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,793	4,216	3,817	4,009	4,349
영업이익	318	551	529	539	581
세전순이익	325	559	306	523	556
총당기순이익	230	414	269	377	400
자비지분순이익	230	414	269	377	400
EPS	6,848	8,239	4,396	5,717	6,073
PER	6.5	2.9	4.5	3.5	3.3
BPS	54,949	44,448	42,270	44,558	50,192
PBR	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE	24.9	20.3	11.2	13.6	12.8

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

삼성

엔지니어링

(028050)

이동현

dongheon.lee@daishin.com

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월

목표주가

16,000

신규

현재주가

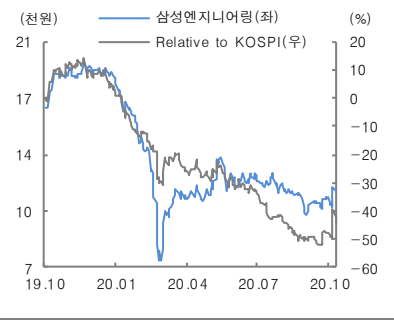
(20.11.03)

11,500

건설업종

KOSPI	2,343.31
시가총액	2,254십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	980십억원
52주 최고/최저	19,900원 / 7,070원
120일 평균거래대금	205억원
외국인지분율	28.36%
주요주주	삼성SDI 외 7 인 20.58% 국민연금공단 8.19%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.0	-2.1	0.0	-35.8
상대수익률	8.3	-6.0	-16.9	-42.4



그래도 수주가 남았다

투자의견 매수(BUY), 목표주가 16,000원으로 커버리지 개시

- 목표주가는 2021년E BPS 9,369원에 타깃 PBR 1.7배를 적용
- 타깃 PBR은 글로벌 EPC 5사의 2021년E 평균을 적용
- 추정 PBR도 1.7배(향후 5년 평균 ROE 14.5%, COE 9.0%, 성장률 1% 가정, 베타 1.74) 수준
- 안정적인 그룹사 물량과 순수 엔지니어링 경쟁력의 조화

그래도 수주가 남았다

- 2020년 매출액은 6조 559십억원(+3% yoy), 영업이익 334십억원(-13%)을 기록할 것으로 전망. 연간 경영계획 매출액 6조원은 무난히 넘어서는 수준. 이익은 코로나19에 따른 각종 충당금 반영
- 코로나19의 영향이 반영. 3분기를 기점으로 공사들이 안정되며 2021년 예상 영업이익은 821십억원(+24% yoy)으로 회복 전망
- 상반기 누적 신규수주는 1조 916십억원(+29% yoy)으로 연간 목표 10조 500십억원의 18% 달성에 그침. 연내 예정인 멕시코 도스보카스(25억불), 사우디 자푸라(13억불), 말레이 사라왁(10억불), UAE(45억불) 등의 수주 추이가 중요
- 수주잔고는 12조 995십억원(+4% yoy)으로 2년치 일감 확보

3Q20 Review 코로나19 극복

- 3Q20 실적은 매출액 1조 603십억원(-2% yoy), 영업이익 100십억원(+0% yoy) 기록. 컨센서스 대비 매출액 +2%, 영업이익 +21% 상회
- 종료 프로젝트 정산이익 150억원이 반영됐지만 화공 원가율은 87%로 견조, 2분기에 코로나19 영향은 크지 않았음
- 다양한 파이프라인과 수주 기대 대비 주가 할인율이 과도하다고 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,480	6,368	6,572	6,790	7,001
영업이익	206	385	351	382	398
세전순이익	170	401	359	378	387
총당기순이익	70	296	249	260	266
지배지분순이익	69	293	261	264	263
EPS	350	1,493	1,333	1,345	1,344
PER	50.2	12.9	8.6	8.6	8.6
BPS	5,383	6,749	8,074	9,410	10,744
PBR	3.3	2.8	1.4	1.2	1.1
ROE	6.6	24.6	18.0	15.4	13.3

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

반도체업

이수빈
subin.lee@daishin.com

투자 의견

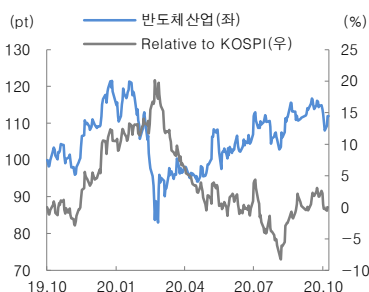
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자 의견	목표주가
삼성전자	BUY	80,000원
SK하이닉스	BUY	115,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.4	2.9	14.2	12.1
상대수익률	-0.2	-1.1	-5.1	0.4



미국 데이터센터 20Q3 CAPEX: 시선은 21년으로

미국 데이터센터 기업의 실적공시에서 보는 서버투자 전망

- 20년 상반기는 마이크로소프트가 주도, 하반기는 아마존과 페이스북의 투자 확대
- 과거 사이클 감안, 21년 상반기는 구글과 페이스북이, 하반기는 마이크로소프트와 아마존이 투자를 확대할 것으로 예상. 투자규모는 클라우드서비스 1위, 2위기업인 마이크로소프트와 아마존이 많기 때문에, 서버 수요는 하반기 큰 폭으로 증가 예상
- 서버 DRAM 공급량 축소되는 상황에서, 21년 하반기 수요 증가에 대응하기 위해 2분기부터 재고확보 수요 발생 가능. 2분기 서버 DRAM 가격 반등 예상 유지

구글 2개년 연속 IT 유형자산 증가는 제한적, 21년 확대 예상

- 3분기 설비투자액 -24% Y/Y 부진 반면, IT 유형자산 증감액은 기저 효과로 +25% Y/Y. 그럼에도 불구하고 18년 분기 평균 수준을 하회
- IT유형자산 증감액은 2개년 연속 부진 이후(19년 -23% Y/Y → 20년 Flat), 21년에는 서버 투자 확대와 함께 18년 수준으로 회복 예상
- 구글의 IT유형자산 분기별 계절적 트렌드는 뚜렷하지 않음. 구글 광고 매출 증가에 맞춰 설비투자 예상

마이크로소프트, 본격적인 투자는 21년 하반기

- 9월분기(F21Q1) 설비투자는 자본리스를 포함하여 55억달러(+15% Y/Y) 기록. 직전분기 가이던스 부합. 12월분기 설비투자도 9월분기와 유사수준 예상
- 동사의 컴퓨팅 자산 설비투자는 2년에 한번 계단식으로 증가(그림12). 이에 따라, FY21년(20/7~21/6) 컴퓨팅투자는 FY20년과 유사수준을 기록할 것으로 예상. 본격적인 투자 재개는 21년 하반기로 예상
- 회계연도가 6월분기에 마감되는 만큼, 서버 투자는 하반기(7~12월)대비 상반기(1~6월)에 주도되는 특성을 갖고 있어, 하반기에 본격적인 회복 예상

아마존, 4분기 자본리스액 Q/Q 확대. 비수기 1분기 급락 이후 2분기 재개 예상

- 자본리스로 AWS(아마존웹서비스)에 필요한 인프라 및 장비에 투자. 아마존의 3분기 자본리스액은 35.7억달러로 -13% Q/Q, -1% Y/Y 기록
- 20Q1 바닥으로 점진적으로 회복 중. 그러나 3분기 누적 자본리스액을 감안하면 19년 대비 소폭 하락할 것으로 예상
- 아마존 역시 마이크로소프트와 마찬가지로 2년 주기로 사이클 도래하는 점을 감안하면 21년에는 서버 투자 확대를 전망
- 아마존은 뚜렷한 계절성 보유. 1분기 급락 이후 연말까지 매 분기 투자액은 증가

페이스북, 21년 설비투자(CAPEX) 계획 +36% Y/Y

- 3분기 설비투자액 39억달러 +6% Y/Y, +13% Q/Q. 20년 연간 설비투자액 가이던스는 160억달러로 +7% Y/Y, 21년 210~230억달러 +38% Y/Y
- 코로나19로 지연된 투자가 21년에 본격화될 것으로 예상. 동사의 유형자산 분류항목 중, 서버장비가 포함되는 네트워크장비 유형자산의 3분기 증감액은 14.8억달러로 +15% Q/Q, +60% Y/Y를 기록
- 21년 CAPEX 확대와 함께 서버장비투자도 증가할 것으로 전망. 페이스북은 뚜렷한 계절성은 없는 것으로 파악됨

파트론
(091700)

박강호

kancho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

14,500

유지

현재주가

(20.11.02)

9,800

가전 및 전자부품업종

3분기 호조, 21년 재도약

투자의견 ‘매수(BUY)’ 및 목표주가 14,500원 유지

- 2020년 3분기(연결) 영업이익 221억원(-28.2% yoy / 흑자전환 qoq), 매출 3,575억원(5.9 yoy / 60.8% qoq)으로 종전 추정치에 부합, 컨센서스 상회. 당기순이익은 147억원(-46.6% yoy / 흑자전환 qoq) 시현
- 3분기 매출과 영업이익이 전분기대비 큰 폭의 증가 배경은 1) 삼성전자의 스마트폰 판매량 증가로 카메라모듈 매출이 72.3%(qoq) 증가에 기인 2) 전장용 카메라모듈 및 무선통신(라우터, 센서 모듈 등 신규 부문의 매출 증가도 긍정적으로 반영 3) 전체 가동률 확대로 해외 생산법인의 흑자전환
- 2020년 4분기는 전분기대비 부진하나 전년동기대비 증가는 실적 개선의 지속을 의미. 또한 2021년 삼성전자의 글로벌 점유율 증가, 보급형 모델의 사양 상향으로 카메라모듈의 평균공급단가(ASP) 상승으로 2020년대비 매출, 영업이익은 큰 폭으로 증가 추정
- 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 14,500원 유지

2021년 영업이익은 818억원 73% 증가(yoy) 추정. 삼성전자 스마트폰 판매량 증가 예상

- 2021년 매출(1.36조원)과 영업이익(818억원)은 각각 19.5%, 72.6%씩 증가 전망
- 중국 화웨이 관련한 반사이익으로 삼성전자 2021년 스마트 판매량 증가, 갤럭시S21 선출 시 예상과 갤럭시A시리즈에 처음으로 OIS 부품 채택 등 수량(Q), 가격(P) 이 동시에 증가 추정. 2020년 기저효과를 감안하더라도 실적 개선이 2021년 높을 것으로 판단
- 스마트폰용 카메라모듈 중심에서 벗어나기 위하여 자동차용 카메라모듈, 센서 부문의 매출 확대에 주력. 본격적인 매출 반영에 시간이 필요하나 거래선 추가 등 매출 증가는 지속, 긍정적으로 판단

(단위: 십억원, %)

구분	3Q19	2Q20	직전추정	잠정치	3Q20			4Q20		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	338	222	354	358	5.9	60.8	336	289	35.8	-19.0
영업이익	31	-2	22	22	-28.2	흑전	21	15	98.5	-32.6
순이익	27	-8	14	16	-41.8	흑전	16	9	흑전	-44.9

자료: 파트론, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

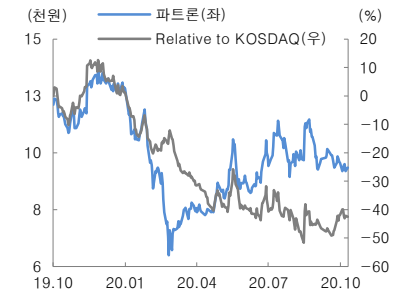
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	796	1,255	1,136	1,357	1,405
영업이익	30	105	47	82	83
세전순이익	25	101	37	79	79
총당기순이익	11	64	25	55	56
지배지분순이익	9	61	26	54	54
EPS	172	1,126	479	990	997
PER	47.7	11.7	20.5	9.9	9.8
BPS	5,505	6,531	6,678	7,337	8,003
PBR	1.5	2.0	1.5	1.3	1.2
ROE	3.1	18.7	7.3	14.1	13.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 파트론, 대신증권 Research Center

KOSDAQ	802.95
시가총액	531십억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	27십억원
52주 최고/최저	13,750원 / 6,250원
120일 평균거래대금	164억원
외국인지분율	16.35%
주요주주	김종구 외 10 인 26.45%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.4	-12.5	21.9	-18.0
상대수익률	2.0	-11.2	-2.1	-32.4



엠씨넥스
(097520)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

48,000

현재주가

(20.11.03)

33,650

가전 및 전자부품업종

중견 카메라모듈 대표,
3분기 실적 호조

투자 의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 48,000원 유지

- 2020년 3분기(연결) 영업이익 260(-24.5% yoy / 2381% qoq), 매출 4,125원(18.1% yoy / 68.1% qoq)으로 종전 추정치(200억원), 컨센서스(221억원) 상회한 호실적. 당기 순이익은 199억원(-45.5% yoy / 1759% qoq) 실현
- 3분기 매출과 영업이익이 전분기대비 큰 폭의 증가 배경은 1) 삼성전자의 스마트폰 판매량 증가로 카메라모듈 매출이 63.5%(qoq) 증가, 갤럭시노트20 및 갤럭시A 시리즈의 공급 증가로 가동률 상승 2) 자동차용 카메라모듈 등 전장 매출은 436억원으로 전분기대비 135% 증가 3) 삼성전자형 중견 카메라모듈의 대표 업체이며, 프리미엄 및 보급형 영역을 동시에 담당하여 경쟁사대비 3분기 매출과 영업이익이 높음
- 2020년 4분기 갤럭시S21형 조기 생산, 갤럭시A시리즈에 OIS 채택 전망으로 액추에이터 매출 증가 등 카메라모듈의 평균공급단가(ASP) 상승으로 2021년 매출과 이익은 큰 폭으로 증가 전망
- 투자 의견 매수(BUY) 및 목표주가 48,000원 유지

2021년 영업이익은 843억원 35% 증가(yoy) 추정. 전장용 매출도 46% 증가 전망

- 2021년 매출(1,57조원)과 영업이익(843억원)은 각각 15.7%, 34.8%씩 증가 전망
- 2021년 삼성전자 스마트 판매량은 3억대로 추정. 갤럭시S21 선출시 예상과 갤럭시A 시리즈의 사양(고화소 및 OIS 채택) 강화로 카메라모듈의 평균공급단가 상승 추정. 화웨이 이슈 관련한 반사이익은 삼성전자에게 기대, 이는 카메라모듈 업체의 실적 개선으로 연결
- 자율주행 관련한 자동차용 카메라모듈 등 전장 매출은 2021년 2,059억원으로 전년대비 46.1% 증가 추정. 매출 확대에 전사 수익성에 본격적으로 기여 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20							4Q20		
			직전추정	집중치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ	YoY	QoQ
매출액	349	245	392	413	18.1	68.1	368	328	11.3	-20.4	11.3	-20.4
영업이익	34	1	20	26	-24.5	2,381.7	22	16	-44.7	-39.3	-44.7	-39.3
순이익	36	1	15	20	-45.5	1,759.3	17	12	-7.2	-41.2	-7.2	-41.2

자료: 엠씨넥스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자 지표

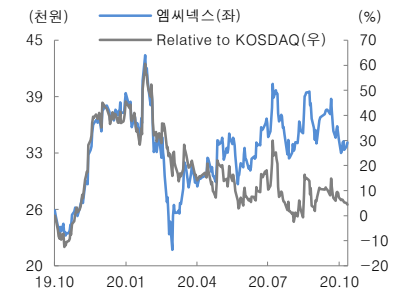
(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	697	1,268	1,355	1,568	1,702
영업이익	41	113	62	84	89
세전순이익	43	121	72	94	96
총당기순이익	30	85	53	65	66
자배분순이익	30	85	53	65	66
EPS	1,767	4,787	2,962	3,621	3,714
PER	7.3	7.9	11.4	9.3	9.1
BPS	7,687	12,722	15,040	18,167	21,387
PBR	1.7	3.0	2.2	1.9	1.6
ROE	26.2	47.7	21.5	21.8	18.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출 / 자료: 엠씨넥스, 대신증권 Research Center

KOSDAQ	818.46
시가총액	601십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	43,350원 / 21,750원
120일 평균거래대금	258억원
외국인지분율	10.50%
주요주주	민동욱 외 3 인 27.99%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.7	-14.7	13.1	41.4
상대수익률	-4.3	-13.8	-10.8	14.4



SKC
(011790)

한상원

sangwon.han@daishin.com
투자 의견

BUY
매수, 유지

6개월 목표주가

118,000
유지
80,400

현재주가
(20.11.03)

화학업종

급증하는 동박 판매량

투자의견 매수, 목표주가 118,000원 유지

- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출 vs. 2021F PER 30배에 해당
- RIM Valuation 기준 영구 성장률 6%를 적용한 경우와 동일한 수준
- 전기차 시장의 성장으로 인한 동박(전지박)의 수요 성장세도 지속될 전망. 특히 경쟁사 대비 높은 수익성이 고부가 제품에 대한 경쟁력을 입증
- 향후에도 신규 공장 가동을 통한 동박 사업의 Top-line 성장은 지속될 전망. 연내 해외 증설에 대한 구체적인 계획 발표를 기대
- 기존 사업(화학, Industry 소재)의 실적이 개선되고 있는 점도 긍정적

3Q20 영업이익 553억원(+15% QoQ)으로 시장 기대치 하회

- 3분기 영업이익은 553억원(+15% QoQ)으로 시장 기대치(612억원)를 하회
- 컨센서스를 하회한 이유는 기타 부문(통신/BHC) 때문: 1) 코로나19에 따른 통신 사업 전방 투자 지연, 2) 바이오랜드 매각에 따른 손익 제외 등
- 동박(Mobility 소재)의 경우 4공장 가동 효과 반영되며 매출액이 1천억원을 회(9월 역대 최대 판매) vs. 영업이익은 147억원(OPM 14.7%)을 기록
- 영업이익률이 전분기(17.2%) 대비 하락하고 당사 추정치(16.4%)도 하회했으나 이는 4공장 가동 초기 고정비 부담 확대에 따른 일시적 영향
- 화학(수요 증가 및 PO 시황 개선)과 Industry 소재(IT 성수기+친환경 제품)의 실적이 전분기 대비 증가한 점도 긍정적 요인
- 4분기 영업이익 535억원으로 소폭의 감익이 예상되나 이는 화학 부문의 정기 보수와 Industry 소재의 계절적 비수기 영향 vs. Mobility 소재 사업의 경우 가동률 상승에 따른 판매량 증가와 매출 성장을 기대

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	637	652	745	724	13.7	10.9	747	717	8.7 -0.9
영업이익	41	53	63	55	36.4	4.9	62	54	77.9 -3.2
순이익	22	-3	31	12	-46.4	흑전	27	-16	작전 작전

자료: SKC, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

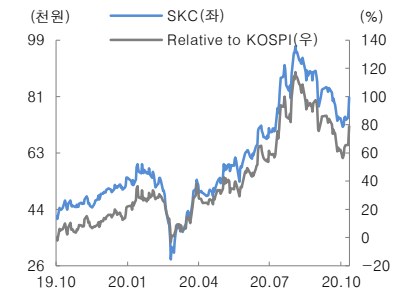
(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,768	2,540	2,754	3,316	3,677
영업이익	201	155	189	308	371
세전순이익	182	73	246	245	306
총당기순이익	141	67	91	184	238
자배자분순이익	121	60	72	150	201
EPS	3,404	1,686	2,033	4,193	5,630
PER	10.5	30.3	39.5	19.2	14.3
BPS	40,835	41,542	52,182	54,734	59,087
PBR	0.9	1.2	1.5	1.5	1.4
ROE	8.1	3.9	4.1	7.4	9.3

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

KOSPI	2343.31
시가총액	3,018십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	189십억원
52주 최고/최저	97,000원 / 28,050원
120일 평균거래대금	353억원
외국인지분율	8.21%
주요주주	SK 외 6 인 41.55% 국민연금공단 11.17%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.1	4.4	62.3	79.7
상대수익률	-3.8	0.3	34.9	61.0



팬오션
(028670)

양자환
j.hwan.yang@daishin.com

이자수
jane.lee@daishin.com

투자 의견

BUY
매수, 유지

6개월 목표주가

5,500
유지

현재주가
(20.11.03)

3,620
운송업종

Non Dry bulk 부문 부진

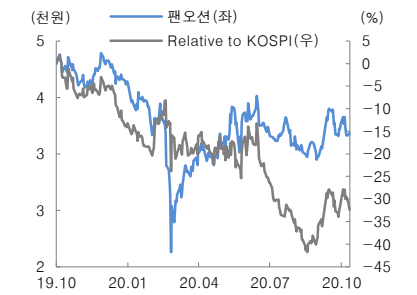
투자 의견 매수, 목표주가 5,500원 유지

- 2020년 3분기 실적은 시장 기대치에 부합. 당사 추정치에는 다소 미흡
- 매출액 약 660억원, 영업이익은 약 40억원 규모로 당사 추정치를 하회함
- 매출액이 예상대비 적었던 이유는 1)운영선대가 당사 추정대비 5척(Dry bulk 3척, Non-Drybulk 2척)이 적었고, 2)유가하향 안정화에 따른 매출 감소(약 200억원/분기 효과) 등 때문으로 추정
- 영업이익은 탱커와 컨테이너부문의 이익이 당사 추정대비 각각 60억원, 20억원 적게 나왔기 때문임. 건화물 부문의 이익률은 예상을 상회함
- 3분기 평균 BDI는 1,522pt(-25%% yoy)로 부진했음에도 불구하고, 영업이익은 전년과 유사한 수준으로 선방한 것으로 판단함
- 4분기 계절적 성수기 진입으로 상승하던 BDI는 중국의 호주산 석탄금지발표 이후 조정세를 보이고 있음. 당사는 4분기 평균 BDI는 1,410pt로 예상함

2020년 3분기 실적 벌크 부문은 선방, 비벌크 부문은 기대치 하회

- 2020년 3분기 팬오션의 실적은 매출액 6,344억원(-7.0% yoy), 영업이익 629억원(-0.9% yoy), 순이익 421억원(-23.1% yoy) 시현
- 사업부문별로 [벌크] 매출액 3,567억원, 영업이익 561억원, [컨테이너] 매출액 573억원, 영업이익 31억원, [탱커] 매출액 328억원, 영업이익 16억원 기록함
- 탱커부문은 수요감소에 따른 시황부진으로, 컨테이너부문은 유가하락 분 운임 반영으로 전분기 대비 저조한 실적 시현함
- 4분기 BDI조정과 환율하락으로 매출액 및 영업이익 3분기대비 감소 전망

KOSPI	2343.31
시가총액	1,935십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	535십억원
52주 최고/최저	4,645원 / 2,085원
120일 평균거래대금	89억원
외국인지분율	11.66%
주요주주	해림지주 외 25 인 54.90% 국민연금공단 7.05%
주가수익률(%)	1M 3M 6M 12M
절대수익률	5.8 3.0 5.1 -18.0
상대수익률	5.2 -1.1 -12.7 -26.5



(단위: 십억원 %)										
구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	682	683	701	634	-7.0	-7.2	710	663	7.2	4.5
영업이익	63	64	67	63	-0.9	-2.1	63	61	18.8	-3.4
순이익	55	42	32	42	-23.1	-0.7	45	46	59.4	9.3

자료: 팬오션 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표					
(단위: 십억원, 원, %)					
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,668	2,468	2,540	3,058	3,236
영업이익	204	210	226	271	302
세전순이익	149	148	150	223	263
총당기순이익	149	148	149	222	262
지배지분순이익	152	152	152	227	267
EPS	285	284	285	424	499
PER	15.6	16.0	12.7	8.5	7.3
BPS	4,946	5,400	5,684	6,108	6,608
PBR	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5
ROE	6.1	5.5	5.1	7.2	7.9

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

콜마비엔에이치 (200130)

한경래

kvun@rae.han@daiashin.com

투자의견

이새롬

saerom.lee@daiashin.com

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

90,000

유지

현재주가

54,400

(20.11.03)

스몰캡업종

아쉬운 실적, 변함 없는 스토리

투자의견 매수, 목표주가 90,000원 유지

- 투자의견 매수, 목표주가 90,000원 유지
- 부진한 실적 기록했으나 2021년 중국 포함한 해외 성장 스토리 유효. 부진한 실적으로 추가적인 주가 하락 시 매수 기회로 판단

3Q20 연결 영업이익 231억원(+32% YoY) 기록. 컨센서스 대폭 하회

- 3Q20 연결 매출액 1,463억원(+35.3% YoY, -16.1% QoQ), 영업이익 231억원(+32.4% YoY, -34.9% QoQ) 기록. 추정치(영업이익 시장 컨센서스 328억원, 당사 추정치 308억원) 대비 하회하는 실적
- 코로나19 영향에 따른 애터미 재고 조정 및 3분기 계절적 비수기로 건기식, 화장품 매출액 각각 872억원(+37.1% YoY, -17.4% QoQ), 423억원(+30.2% YoY, -12.8% QoQ) 기록
- 중국 매출액 285억원으로 전분기 대비 16% 성장
- 영업이익 부진: 1) 화장품 대비 수익성 높은 건기식(헤모힘, 유산균 등 OPM 20% 이상) 매출 비중 감소(약 30억원 수준 영업이익 하회), 2) 음성 3공장 증설에 따른 인건비 등 고정비 상승(인건비 연간 약 30% 상승 전망), 3) 자회사 예치 엔지 매출 축소에 따른 연결 영업이익 10~20억원 부진
- 3분기 이익률 부진 요인은 외형 성장 시 레버리지 효과로 이어질 전망

2021년 변함 없는 중국 및 해외 성장 스토리

- 2021년 매출액 8,090억원(+31.0% YoY), 영업이익 1,701억원(+50.3% YoY) 전망
- 2021년 애터미의 공격적인 중국 시장 및 해외 진출 확대 기대. 특히 중국 시장은 수익성 좋은 건기식 판매 비중 확대 가능, 이익률 개선 전망
- 2021년 중국 매출액 1,500억원 상회 예상
현지 생산 법인 강소 콜마 4Q20 가동 시작, 2021년 분기별 가동률 확대
- 4Q20 애터미 인도, 홍콩, 콜롬비아, 2021년 터키를 비롯한 4개국 이상 신규 국가 진출 예정. 해외 성장 스토리 유효

영업실적 및 주요 투자지표

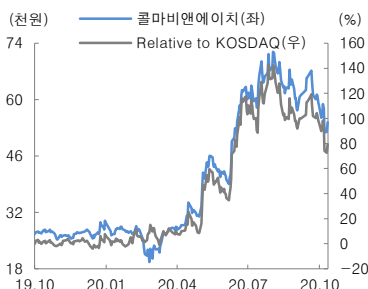
(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	386	439	617	809	923
영업이익	59	74	113	170	196
세전순이익	64	72	114	170	195
총당기순이익	49	55	88	132	152
자비자분순이익	48	54	88	132	152
EPS	1,637	1,844	2,962	4,483	5,161
PER	12.2	15.0	18.4	12.1	10.5
BPS	6,928	8,544	11,258	15,440	20,251
PBR	2.9	3.2	4.8	3.5	2.7
ROE	25.9	23.8	29.9	33.6	28.9

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

KOSDAQ	818.46
시가총액	1,607십억원
시가총액비중	0.51%
지분금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	71,900원 / 19,650원
120일 평균거래대금	276억원
외국인지분율	6.59%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 4 인 59.45% 한국원자력연구원 6.02%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.8	-9.8	88.9	103.0
상대수익률	-7.6	-8.8	48.9	64.3



동원산업
(006040)

한유정
yujung.han@daishin.com

노희재
heejae.rh@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

280,000

유지

현재주가
(20.11.03)

208,500

음식료업증

기대 이상의 서프라이즈

투자 의견 매수, 목표주가 280,000원 유지

– 미국 수산 가공품 제조 · 판매 법인인 Starkist의 견고한 시장 지배력 확대가 기대되며, 수산 사업 부문의 경우 신조선 도입과 효율적 운항으로 조업 환경 대비 어획 호조 가능성이 높다고 판단되어 과거 대비 이익 변동은 크지 않을 것으로 예상됨

기대치를 상회한 3분기

- 2020년 3분기 동원산업의 연결 매출액은 7,341억원(+5% yoy, +2% qoq), 영업이익은 934억원(+60% yoy, +4% qoq)으로 종전 대신증권 추정 영업이익 900억원에는 부합하였으며, 컨센서스 영업이익 801억원은 상회하였음
- 부문별로는 [수산] 2020년 3분기 어획량이 전년 동기 대비 11% 감소한 것으로 파악되나, 톤당 평균 어가는 1,383달러로 전년 동기 대비 21% 상승하여 수산 부문 매출액은 +3% yoy, 영업이익은 전년 동기 대비 143억원 증가되어 흑자 전환한 것으로 추정됨. [유통] 미국 내 코로나19 영향이 장기화 되며 비축 수요 증가 영향은 상반기 대비 축소되며 유통 부문 매출액은 +7% yoy로 정상화된 것으로 판단되나, 여전히 견조한 내식 수요로 판매 관련 비용이 크게 축소되며 영업이익은 +49% yoy를 기록한 것으로 추정됨
- 연결 기준 법인세율은 41%를 기록하였는데 이는 Starkist의 이연법인세 반영 영향
- 2019년 3분기 Starkist의 충당금 반영에 따른 기저효과로 2020년 3분기 세전 이익은 880억원(+2,905% yoy), 지배순이익 514억원(+2,613% yoy)으로 전년 동기 대비 큰 폭으로 증가되었음

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	703	721	786	734	4.5	1.8	779	709	11.3	-3.4
영업이익	58	90	90	93	60.3	3.9	80	52	159.3	-44.6
순이익	2	84	57	52	2613.5	-38.7	48	23	흑전	-56.1

자료: 동원산업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

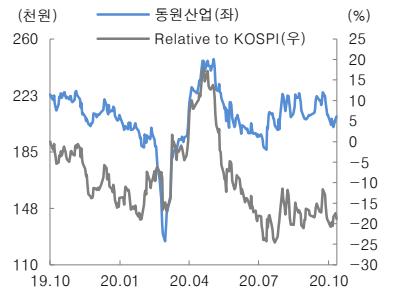
(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,445	2,683	2,909	3,158	3,387
영업이익	178	194	297	274	291
세전순이익	90	75	247	163	232
총당기순이익	71	51	187	122	172
지배지분순이익	69	45	182	118	164
EPS	20,549	12,632	53,293	34,588	48,068
PER	9.9	16.7	3.9	6.0	4.3
BPS	289,909	293,040	330,079	359,751	401,467
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
ROE	7.3	4.4	16.1	9.3	11.7

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

KOSPI	2343.31
시가총액	767십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	18십억원
52주 최고/최저	246,500원 / 125,500원
120일 평균거래대금	11억원
외국인지분율	7.25%
주요주주	동원엔터프라이즈 외 6 인 63.30% KB자산운용 7.23%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.2	11.8	-7.7	-1.9
상대수익률	-0.9	7.4	-23.3	-12.1



동원 F&B
(049770)

한유정 yujung.han@daishin.com
노희재 heejae.rh@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 260,000
유지

현재주가 165,000
(20.11.03)
음식료업종

선방 이상의 호실적 기록

투자 의견 매수, 목표주가 260,000원 유지

– 2021년 상반기까지 투입어가 상승은 불가피할 것으로 예상되나 코로나19 영향으로 일반식품 내 가장 높은 매출액 비중을 차지하는 유제품 카테고리과 조미유통 사업부문의 영업 환경이 크게 악화되었던 점을 감안하면 2021년 기저효과가 두드러질 것으로 예상됨

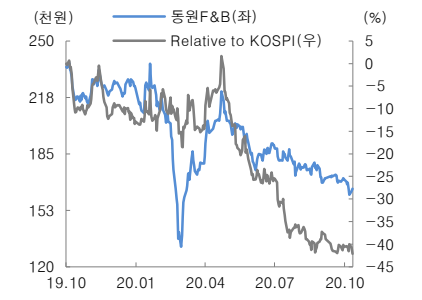
기대치를 상회한 3분기

– 2020년 3분기 동원F&B의 연결 매출액은 8,974억원(+9% yoy, +19% qoq), 영업이익은 439억원(+24% yoy, +165% qoq)으로 종전 대신증권 추정 영업이익 381억원, 컨센서스 영업이익 377억원을 상회

– 부문별로는 **[일반식품]** 2016년 이후 두자리 성장이 이어져왔던 유제품 카테고리의 비우호적 업황 영향으로 매출액 성장률이 한자리 초반에 그쳤음에도 참치캔 등의 수산캔, 캔햄 등의 축산캔 그리고 상온 가공육 등 점유율 상위 품목군의 매출액이 한자리 후반 성장률을 기록하며 일반식품 매출액은 +7% yoy를 기록한 것으로 추정되며, 냉장 가공육을 포함한 냉장식품 카테고리의 수익성 개선으로 영업이익은 +24% yoy를 기록하며 실적 성장을 견인한 것으로 추정됨(※ 원화 환산 투입어가는 전년 수준). **[조미유통]** 지난 2분기 대비 계절적 요인으로 단체급식 및 유치원/어린이집 경로로의 식자재유통 손익이 개선되고, 전년 동기 대비 조미소스 증설 물량 반영으로 매출액이 한자리 후반 성장을 기록하고 더 반찬 매출액이 전년 동기 대비 40% 이상 성장하여 조미유통 매출액, 영업이익은 각각 +14%, +15% yoy를 기록한 것으로 추정

KOSPI	2343.31
시가총액	637십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	19십억원
52주 최고/최저	237,000원 / 131,500원
120일 평균거래대금	12억원
외국인지분율	6.32%
주요주주	동원엔터프라이즈 외 1인 71.27% 국민연금공단 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.5	-8.8	-16.2	-26.3
상대수익률	-4.1	-12.4	-30.4	-34.0



(단위: 십억원, %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20				4Q20			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	825	757	880	897	8.8	18.5	874	792	5.9	-11.7
영업이익	35	17	38	44	23.6	165.4	38	13	-20.4	-69.9
순이익	24	8	21	31	30.7	276.7	26	8	-8.6	-74.1

자료: 동원F&B, FmGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,803	3,030	3,230	3,394	3,567
영업이익	87	101	110	112	124
세전순이익	71	87	94	98	109
총당기순이익	57	66	71	74	82
지배지분순이익	57	66	71	74	82
EPS	14,699	17,015	18,344	19,065	21,239
PER	19.6	13.3	9.0	8.7	7.8
BPS	163,896	176,519	191,494	206,671	224,003
PBR	1.8	1.3	0.9	0.8	0.7
ROE	9.3	10.0	10.0	9.6	9.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 동원F&B, 대신증권 Research Center

에스티로더 (EL)

한유정 yujung.han@daishin.com
노희재 heejae.rh@daishin.com

투자의견 BUY
(토스로이터 평균) *(2.1)

목표주가(\$)
(토스로이터 평균) 232.9

현재주가(\$)
(20.11.02) 223.9

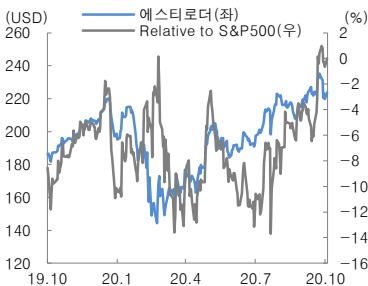
화장품업

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

ESTÉE
LAUDER
COMPANIES

영문명 Estée lauder
한글명 에스티로더
홈페이지 <https://www.elcompanies.com>
결산월 6월
거래소 국가 US
상장 거래소 NYSE
시가총액(십억달러) 80.9
시가총액(조원) 91.7
발행주식수(백만주) 361.2
52주 최고가/최저가 237.82/137.01
주요주 Vanguard Group 8.3%
Fidelity M&R 6.7%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.3	13.3	29.7	20.0
상대수익률	3.5	12.1	12.8	12.1



시작이 좋아

기대치를 상회한 1분기

– 에스티로더의 2021년 1분기 매출액은 35.6억 달러(−9% yoy), EBIT은 7.1억 달러(−11% yoy), EPS는 1.4달러(−14% yoy)로 토스로이터 기준 컨센서스 매출액 34.5억 달러, EBIT 4.6억 달러, EPS 0.86달러를 각각 3%, 55%, 66% 상회하였음. 전사 매출액이 전년 동기 대비 9% 감소하였음에도 연중 이어진 비용 효율화 효과로 동분기 기준 사상 최대 수준의 영업이익률을 기록했던 1Q20 OPM 20.6%에서 크게 벗어나지 않는 20.0%를 기록한 점이 인상적임

위기를 극복해낸 아태 지역의 회복과 비용 절감

– 전체 온라인 채널 매출액은 전년 동기 대비 40% 성장하였는데, 자사몰 매출액은 전년 동기 대비 60% 성장하며 의미있는 성과 기록
– 1) [중국] 6.18 이벤트 영향으로 지난 2020년 4분기(20.04~20.06) 대비 온라인 채널의 성장 속도는 소폭 둔화되었으나 코로나19사태 이후 처음으로 오프라인 채널 매출액이 두자리 성장률을 기록하며 중국 매출액은 +28~30% yoy(vs 시장성장률 +20%)에 달했고, 2) [한국] 한자리 후반 성장을 이어가며 일본, 홍콩에서의 부진을 상쇄해 아태 지역 매출액, 영업이익은 +9%, −6% yoy 기록
3) [미주] 코로나19 여파로 오프라인 판매가 여전히 부진했고, 특히 메이크업 카테고리에서의 부진이 이어졌으나 온라인 매출액이 두자리 성장을 기록하며 전체 매출액의 35% 이상까지 확대되어 미주 매출액, 영업이익은 −25%, −63% yoy를 기록하며 전분기 대비 하락 폭이 축소되었음. 4) [유럽/중동/아프리카] 중동, 영국, 서유럽 주요 국가들의 트래픽 감소에 따른 판매 부진에도 비용 효율화 영향으로 매출액, 영업이익은 −8%, +9% yoy에 불과하였음

우려보다 빠른 반등

– 2Q21(20.10~20.12) 가이던스 매출액 성장률은 −3~5% yoy, EPS는 1.41~1.57달러로 제시. 코로나19라는 불확실성이 잔존하나 온라인 채널 확장 및 중국에서의 제품 라인업 확장으로 점차 회복되어갈 것으로 기대됨

(단위: USD mn, %)

구분	1Q20	4Q20	1Q21			2Q21		
			Consensus	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	YoY
매출액	3,895	2,430	3,455	3,562	−8.5	46.6	4,403	−4.8
EBIT	804	−228	460	714	−11.2	흑전	818	−21.7
순이익	616	−190	319	530	−14.0	흑전	597	−22.9

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: USD mn, USD, %)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
매출액	14,866	14,294	15,243	16,865	18,195
영업이익	2,052	2,313	2,264	2,471	3,018
당기순이익	1,977	1,510	1,770	2,235	2,502
EPS	5.3	4.2	4.9	6.2	7
PER	41.9	53.8	45.9	36.1	31.9
BPS	12	12.1	13.1	14.9	13.3
PBR	18.4	20.5	17	15.1	16.9
ROE	43.6	36.2	41.5	49.6	53.8

주1: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출. 주2: 에스티로더는 6월 결산. 예상치는 토스로이터 컨센서스

▶ 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.