

Morning Meeting Brief

산업 및 종목 분석

[Issue Comment] GS 건설: 두산인프라코어 입찰 철회는 잘한 결정, 성장할 모멘텀은 다양

- 투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 42,000원으로 상향(기존 38,000원, +10.5%)
- 전일 동사는 두산인프라코어 본입찰에 참여하지 않는 것으로 결정됨. 두산인프라코어는 제조업으로 사업구조가 다르고 시너지가 낮아 입찰 철회는 잘한 결정으로 판단. 동사는 2조원 가량의 현금성자산을 보유하고 있지만 순차입금은 1조원 수준으로 무리한 수주보다 내실을 기하는 것이 유리. 다만 다양한 신사업에 관심을 가지고 성장 모멘텀을 찾는 점은 긍정적
- 자회사 이니마는 중동 오만에서 최근 2,3조원 대규모 수주. 해외 수주는 이니마 수주 포함(40%만 포함, 0.92조) 시 2,2조원으로 연간 목표 3.25조원 대비 67% 달성. 내년 해외 수주 증가 기대. 국내외 탄탄한 사업구조와 다양한 신사업의 조화

이동헌, dongheon.lee@daishin.com

[Issue Comment] 현대중공업지주: 2021년이 기대되는 지주사

- 투자 의견 매수, 목표주가 360,000원으로 28.5% 상향 제시
- 2021년 글로벌 경기의 회복으로 유가 상승, 해운시황 개선 지속 전망하며, 화학, 정유 및 조선 업황 또한 크게 호전될 것으로 전망함
- 현 시점에서 배당은 리스크 프리. 2021년 실적 개선 두드러질 것

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[Issue Comment] 컴투스: 긍정적 뉴스 플로우 이어질 것

- 투자 의견 매수, 목표주가 16만원 유지
- 서머너즈워 IP를 활용한 첫 신작 '서머너즈워: 백년전쟁'의 글로벌 CBT가 11월 21~30일 진행 중. 정식 출시는 2021년 2월 예정. 유저 반응 긍정적인 것으로 파악. CBT 이후 사전예약자 수 공개 등 출시 전까지 긍정적 뉴스 이어져, 주가에 긍정적 작용할 것으로 전망
- 4분기 매출은 서머너즈워 성수기, 야구 게임 매출 호조로 역대 최고치 경신 전망. SWC 2020 마케팅비 집행, 연결 자회사 인원 증가 등으로 영업이익은 역대 최고치였던 2분기 대비로는 낮을 전망이나 3분기 대비로는 반등 예상
- 배당성향 가이던스, 10~15%에서 10~20%로 range 확대된 점도 긍정적

이민아, mina.lee@daishin.com

[Issue Comment] 스튜디오 드래곤: 10억씩만 받아도 1,600억

- 투자 의견 매수, 목표주가 115,000원 유지. 21년 상반기 콘텐츠 분야 탐픽 추천
- 3분기에 중국향 매출 발생. 구작 2편을 판매 후 매출의 일부인 약 60억원을 매출/이익으로 인식한 것으로 추정. 드래곤의 작품당 판매 매출이 약 10억원대 중후반 수준임을 감안하면, 좋은 가격에 판매된 것으로 판단
- 그동안 중국에는 한국 콘텐츠가 공급되지 않아, 드래곤의 라이브러리 160여개를 작품당 10억원씩만 받아도 1,600억원의 매출 발생. 이미 감가상각이 끝났기 때문에 바로 이익으로 인식
- 넷플릭스가 중국에 아직 진출하지 않았기 때문에, 넷플릭스 동시방영 드라마를 중국에 추가로 판매 가능. 이후 한국 진출 가능성이 높은 디즈니+, HBO Max 등에 동시 방영 계약 추가 체결 가능성으로 드래곤의 판매 매출은 크게 증가할 전망

김희재, hojae.kim@daishin.com

GS 건설 (006360)

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

투자이견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **42,000**
시총

현재주가 **31,750**
(20.11.24)

건설업종

두산인프라코어 입찰 철회는 잘한 결정, 성장할 모멘텀은 다양

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 42,000원으로 상향

- 목표주가를 42,000원으로 상향(기존 38,000원, +10.5%)
- 목표주가는 2021년 BPS 59,438원에 타깃 PER 0.7배를 적용
- 목표주가 상향은 적용 BPS를 기존 2020년에서 2021년으로 조정에 따름. 동사는 호실적으로 2021년 BPS가 2020년 대비 10.0% 증가 전망
- 타깃 PER은 건설 3사(현대건설, 대림산업, GS건설) 과거 5년 평균치
- 초과이익모형으로 산정한 추정PBR은 1.5배(향후 5년 평균 ROE 11.3%, COE 7.6%, 성장률 1% 가정, 베타 1.40)로 현저한 저평가. 신사업 모멘텀 기대

두산인프라코어 입찰 철회는 잘한 결정

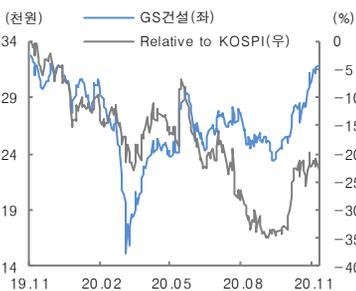
- 전일 동사는 두산인프라코어 본입찰에 참여하지 않는 것으로 결정됨
- 두산인프라코어는 제조업으로 사업구조가 다르고 시너지가 낮아 입찰 철회는 잘한 결정으로 판단. 동사는 2조원 가량의 현금성자산을 보유하고 있지만 순차 입금은 1조원 수준으로 무리한 수주보다 내실을 기하는 것이 유리
- 다만 다양한 신사업에 관심을 가지고 성장 모멘텀을 찾는 점은 긍정적

성장할 모멘텀은 다양

- 2020년 동사 국내 분양은 2.9만세대 정도를 예상(현재 2.3만세대 내외). 2021년 분양은 지방 구도심 물량이 늘어나며 2.5만세대 정도로 호조를 지속 전망
- 자회사 이니마는 중동 오만에서 최근 2.3조원 대규모 수주. EPC가 진행되는 2, 3년은 이익률이 높을 수 있으나 중장기 성장은 지속(최근 6년 매출액 2배 성장)
- 데이터센터 투자 지속, 건설부터 운영까지 총괄하는 디벨로퍼 역할을 할 것. 최근 부동산자산운용사 인수는 사업확장을 위한 교두보
- 2020년 초 폴란드 모듈러주택업체 단우드, 영국 철골 모듈러 전문사 엘리먼트 인수. 사업 확장을 위한 추가 투자 지속. 시너지 투자의 좋은 예
- 해외 수주는 이니마 수주 포함(40%만 포함, 0.92조) 시 2.2조원으로 연간 목표 3.25조원 대비 67% 달성. 내년 해외 수주 증가 기대
- 국내외 탄탄한 사업구조와 다양한 신사업의 조화. 건설주 차선호주

KOSPI	2617.76
시가총액	2,543십억원
시가총액비중	0.16%
자본금(보통주)	400십억원
52주 최고/최저	32,000원 / 15,050원
120일 평균거래대금	143억원
외국인지분율	28.49%
주요주주	하청수 외 16 인 25.69% 국민연금공단 12.55%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.2	28.0	31.7	0.2
상대수익률	1.2	13.9	-0.9	-19.6



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	13,139	10,417	10,221	11,307	11,984
영업이익	1,064	767	744	830	904
세전순이익	835	674	615	741	848
총당기순이익	587	447	432	527	603
지배지분순이익	582	443	413	506	578
EPS	7,713	5,552	5,156	6,312	7,221
PER	5.7	5.6	6.2	5.0	4.4
BPS	47,018	49,770	53,987	59,438	65,753
PBR	0.9	0.6	0.6	0.5	0.5
ROE	17.3	11.8	10.0	11.1	11.5

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

현대중공업지주 (267250)

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

투자이견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 360,000
현재주가 283,000
(20.11.25) 실적
지주업종

2021년이 기대되는 지주사

투자의견 매수, 목표주가 360,000원으로 28.5% 상향 제시

- 목표주가 상향은 1)2021년 유가 상승에 따른 정유 시황 개선, 2)해운시황 개선에 따른 신조선 발주 기대감으로 조선 및 정유사들의 주가 상승을 반영
- 동사의 NAV는 현대오일뱅크 6조원, 현대글로벌서비스 1.5조원, 한국조선해양 등 상장사 지분가치 2.7조원 등을 반영하였으며, 목표 할인율 45% 적용
- 코로나19 백신 개발이 임박함에 따라 국제유가는 11월에만 WTI 25.5%, Dubai 23.3% 상승하였으며, S-Oil의 주가도 30.7% 상승함
- 또한 컨테이너운임 급등과 컨테이너선 등의 신조선발주 소식으로 한국조선해양의 주가도 11월들어 +31.4% 상승
- 당사는 2021년 글로벌 경기의 회복으로 유가 상승, 해운시황 개선 지속 전망하며, 화학, 정유 및 조선 업황 또한 크게 호전될 것으로 전망함
- 당사는 계열사 중 정유, 조선 비중이 가장 높은 지주사로 NAV 증가 예상

현 시점에서 배당은 리스크 프리. 2021년 실적 개선 두드러질 것

- 당사는 현대오일뱅크의 실적부진으로 동사의 2020년 주당 배당금이 다소 줄어들 가능성이 있다고 예상하였으나, 회사측의 배당에 대한 의지는 강력
- 따라서 당사 예상과 달리 전년과 동일한 주당 18,500원의 배당 지급 가능성이 높다고 판단하며, 2021년 실적 전망 밝아 배당락 영향도 크지 않을 것
- 2020년 연결기준 영업 및 당기순손실 기록이 예상되지만, 2021년에는 1조 이상의 영업이익과 3,580억원의 지배주주순이익 달성하며 흑자전환 전망함

두산인프라코어 인수를 위한 본입찰 제안서 제출

- 당사는 11월 24일 두산인프라코어 인수를 위한 본입찰제안서를 제출함
- 두산인프라코어의 인수가격은 약 1조원 내외로 알려지고 있지만, DICC 소송관련한 우발채무에 따라 가격은 크게 조정될 가능성도 존재
- 최종인수우선협상자로 결정될 경우 동사의 자금 부담은 약 30~50%로 예상
- 5천억원의 인수 자금이 필요하다고 가정 시, 차입을 통해 조달 예상
- 당사는 3분기말 별도 재무제표 기준으로 약 1,800억원의 현금을 보유 중임

영업실적 및 주요 투자지표

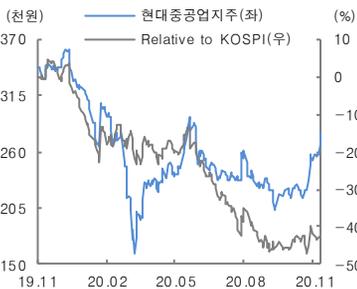
(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	27,257	26,630	19,484	25,731	27,018
영업이익	861	667	-104	1,056	1,109
세전순이익	431	203	-505	684	770
총당기순이익	284	115	-287	389	438
지배주주순이익	269	173	-273	358	403
EPS	16,493	10,636	-17,072	22,666	25,486
PER	21.0	31.8	NA	12.3	10.9
BPS	474,469	490,707	466,261	477,221	486,045
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
ROE	3.5	2.2	-3.5	4.8	5.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배주주 기준으로 산출
자료: 현대중공업지주, 대신증권 Research Center

KOSPI	2601.54
시가총액	4,471십억원
시가총액비중	0.28%
자본금(보통주)	79십억원
52주 최고/최저	360,000원 / 160,500원
120일 평균거래대금	112억원
외국인지분율	17.89%
주요주주	정몽준 외 6 인 34.34% 국민연금공단 10.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	24.1	16.9	12.5	-15.3
상대수익률	12.6	6.4	-13.7	-30.8



컴투스 (078340)

긍정적 뉴스 플로우 이어질 것

투자의견 매수, 목표주가 16만원 유지

- 12MF Target PER 14.8배를 적용한 목표주가 16만원 유지. Target PER은 글로벌 게임 peers 2021년 PER 평균을 30% 할인하여 적용
- 단일 게임에 대한 매출 의존도가 높다는 점이 지난 수년간 동사 밸류에이션 할인 요소로 작용. 금번 신작 '백년전쟁' 흥행 성공 시 실적 성장과 함께 밸류에이션 리레이팅 나타날 것

2021년 2월 백년전쟁 출시 전까지 긍정적 뉴스 플로우 예상

- 서머너즈워 IP를 활용한 첫 신작 '서머너즈워: 백년전쟁'의 글로벌 CBT가 11월 21~30일 진행 중. 정식 출시는 2021년 2월 예정
- 금번 CBT는 서머너즈워 이스포츠 대회 'SWC 2020'의 월드 파이널과 동일한 날짜에 개최되어 게이머들의 많은 관심 속에 진행되었음. 현재까지 유저들의 SNS 반응은 대체로 긍정적인 것으로 파악. 그래픽, PVP 등 주요 콘텐츠, 전략성 등이 잘 구현되었다는 평가
- CBT 종료 후 사전예약 시작, 사전예약자 수 공개 등 긍정적 뉴스 플로우 이어질 것으로 전망. CBT 반응이 긍정적이었으므로 출시 관련 뉴스는 주가에 긍정적 강화로 작용할 가능성이 높음
- 출시 전 기대감이 주가에 일부 선반영된다면 출시 시점의 주가 변동성은 확대될 수 있음. 그러나 이후 흥행 성과가 기대치 혹은 기대치 이상으로 확인된다면 주가는 큰 폭의 상승 가능. 참고로 당사는 백년전쟁 등 신작의 2021년 합산 일매출을 3억원으로 가정하고 있음
- 4분기 매출은 서머너즈워 성수기, 야구 게임 매출 호조로 역대 최고치 경신 전망. SWC 2020 마케팅비 집행, 연결 자회사 인원 증가 등으로 영업이익은 역대 최고치였던 2분기 대비로는 낮을 전망이나 3분기 대비로는 반등 예상
- 2021년 초 OOTP 모바일 출시 계획. 아직 추정치에는 반영하지 않았으나 구체적인 출시 일정 공개 시 반영 계획. 추정치 상향 가능성 존재
- 배당성향 가이던스, 10~15%에서 10~20%로 range 확대된 점도 긍정적

이민아 **이지은**
 mina.lee@daishin.com jeeun.lee@daishin.com

투자의견 **BUY**
 매수, 유지

6개월 목표주가 **160,000**
 유지

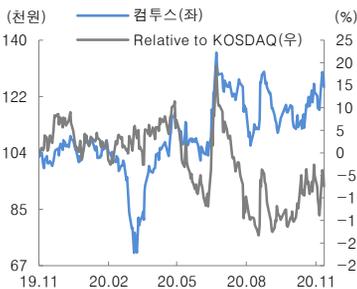
현재주가 **124,800**
 (20.11.25)

디지털콘텐츠업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	-----------	---	---	---

KOSDAQ	865.12
시가총액	1,606십억원
시가총액비중	0.51%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	136,000원 / 71,100원
120일 평균거래대금	107억원
외국인지분율	33.87%
주요주주	게임빌 외 4 인 29.45%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.1	10.6	16.6	21.8
상대수익률	3.8	7.0	-2.9	-8.9



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	482	469	525	676	905
영업이익	147	126	124	191	290
세전순이익	171	148	146	201	300
총당기순이익	130	110	108	157	234
지배지분순이익	130	110	108	157	234
EPS	10,075	8,521	8,423	12,194	18,170
PER	12.8	12.6	14.8	10.2	6.9
BPS	65,600	72,855	79,943	90,625	107,139
PBR	2.0	1.5	1.6	1.4	1.2
ROE	16.2	12.3	11.0	14.3	18.4

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

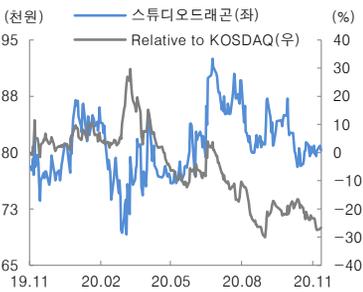
스튜디오 드래곤 (253450)

김화재 이자은
hoiae.kim@dshin.com ieeun.lee@dshin.com
투자의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 115,000
현재주가 80,900
(20.11.25) 미디어업종

ESG평가 등급 S A+ A B+ B C D

KOSDAQ	865.1
시가총액	2,409십억원
시가총액비중	0.76%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	92,500원 / 69,100원
120일 평균거래대금	234억원
외국인지분율	8.83%
주요주주	CJ ENM 외 4 인 56.94% 내야버 6.26%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.4	-2.3	4.8	0.8
상대수익률	-6.3	-5.6	-12.8	-24.6



10억씩만 받아도 1,600억

투자의견 매수(Buy), 목표주가 115,000원 유지

- 목표주가 115,000원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
- 21년 상반기 미디어 업종 내에서 콘텐츠 분야 Top Pick으로 추천

중국시장 재개방 가능성. 작품당 10억씩만 받아도 1,600억

- 스튜디오드래곤은 3Q20에 중국향 매출 발생. 구작 2편을 판매 후 매출의 일부인 약 60억원을 매출 및 이익으로 인식한 것으로 추정
- 21년 상반기 방영을 목표로 중국 OTT향 오리지널 콘텐츠 2편도 기획/제작 중
- 지난 20.6월에는 SBS의 <편의점 셋별이>, MBC의 <저녁 같이 드실래요?>가 중국 3대 OTT 중 하나인 아이치이의 글로벌 사이트를 통해 동시 방영

- 20년 드래곤의 실적이 크게 개선되고 있는 이유는, 연간 7편 수준의 드라마를 tvN 및 넷플릭스에 동시 방영(tvN 방영 후 1시간 후)하는 계약을 체결하면서 넷플릭스로부터 당사 추정 제작비의 약 60~70% 수준을 받고 있기 때문
- 중국 시장이 중요한 이유는, 넷플릭스가 중국에 진출하지 않았기 때문에, tvN-넷플릭스에 동시 방영하는 드라마를 중국에 추가로 판매할 수 있기 때문
- 물론, 연간 제작 capa. 50편 중 30편 수준의 드라마를 제작하고 있기 때문에, 넷플릭스에 방영되지 않는 23편 이상의 드라마를 대상으로 중국 OTT 뿐만 아니라 한국에 곧 진출할 가능성이 높은 디즈니+, HBO Max 등에 동시 방영 계약을 추가로 체결할 수 있어서 드래곤의 판매 매출은 크게 증가할 것으로 전망

- 이번에 중국향 매출을 인식한 작품의 정확한 판매 금액은 알려지지 않았지만, 드래곤의 작품당 판매 매출(연간 총판매 매출을 연말 기준 라이브러리 수로 나눈 금액)이 10억원대 중후반 수준임을 감안하면, 좋은 가격에 판매된 것으로 판단. 그 동안 중국에는 한국 콘텐츠가 공급되지 않았기 때문에, 드래곤의 라이브러리 160여개를 작품당 10억원씩만 받아도 1,600억원의 매출/이익 발생
- 특히, 라이브러리의 경우 감가상각이 이미 끝났기 때문에, 바로 이익으로 인식
- 제작편수 증가와 판매매출 증가를 반영하여 24년까지 연평균 매출 8.2%, 영업이익 38.5% 성장 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	504	541	578
영업이익	40	29	58	78	106
세전순이익	46	33	59	83	111
총당기순이익	36	26	43	62	82
지배지분순이익	36	26	43	62	82
EPS	1,278	941	1,530	2,056	2,749
PER	72.3	85.9	52.5	39.1	29.2
BPS	14,312	15,258	21,947	22,806	25,555
PBR	6.5	5.3	3.7	3.5	3.2
ROE	9.3	6.4	8.3	9.4	11.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 스튜디오드래곤, 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.