

Morning Meeting Brief

대체투자

저탄소 인프라에 투자하는 인컴형 상품

- 탄소제로(0) 테마의 안정적인 투자처로서 탄소 배출량 감축을 위한 인프라에 투자하여 배당 수익 수취하는 상품에 주목할 필요
- 브룩필드 리뉴어블 파트너스(BEP): ①재생에너지 발전설비 투자, ②발전 사업을 영위, 태양광/풍력 설비 투자 증가에 따라 안정적 배당 수익 기대
- 와이어하우저(WY): 북미 최대 산림지 소유한 목재 리츠, 탄소 흡수를 위한 조림의 중요성 증가→탄소 크레딧 판매로 신규 수익 창출 가능

송용주, yongjoo.song@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Issue Comment] 삼성전자 NAND 격차 벌리기 좋은 시점

- 삼성전자 NAND 시장점유율 2016년 42%에서 2020년 3분기 누적기준 35%까지 하락. 동일기간 SSD 매출비중이 높은 인텔 점유율 2%에서 9%까지 확대
- 사실상 단일기업인 키옥시아(2위)+웨스턴디지털(3위) 합산 점유율은 31%로 충분히 위협적. 삼성전자의 NAND 사업부 매출원가에서 차지하는 고정비 비중이 높아 영업레버리지 효과 극대화 가능
- 삼성전자는 스택의 높이에서 경쟁사대비 15% 유리하기 때문에 원가경쟁력 보유. 단일스택 높이가 낮을수록 원가 경쟁력 우위. Cell Height를 축소하는 것도 더블스태킹만큼 중요해질 전망
- 3D NAND 단수 증가, 더블/트리플 스택킹, Cell Height 축소의 핵심은 건식식각 공정, CVD/ALD 공정, CMP 공정 증가로 관련 밸류체인 수혜 예상
- 후발주자들의 재무건전성 악화로 격차 확대에 소요되는 시간과 비용 하락. 키옥시아와 웨스턴디지털 재무건전성 악화에도 불구하고 신규 설비투자 강행 양사의 합산 NAND 설비투자액은 2021년 73.4억달러로 전년대비 80% 성장할 전망

이수빈, subin.lee@daishin.com

[Issue Comment] 건설장비: 11월 중국 굴삭기 판매도 호조, 인프라코어 매각으로 한국의 건설장비 산업 성장 기대

- 11월 중국 굴삭기 판매량은 28,833대(+68% yoy)로 판매 급증 지속. 전년비 성장률은 9월 +71%, 10월 +61%로 감소 후 다시 11월 +68%로 증가
- 11월 국내업체 판매량은 두산인프라코어 1,692대(+34% yoy), 현대건설기계 688대(+70% yoy). 점유율은 두산인프라코어 5.9%(-1.5%p yoy), 현대건설기계2.4%(동일 yoy, -0.5%p qoq)로 감소. 점유율은 감소했지만 시장 성장은 수혜
- 두산인프라코어 매각은 현대중공업주주가 우선협상대상자 선정, 최종 협의 중. DICC 소송 우발채무는 분할 비율에 반영 전망. 주주 입장에서는 분할비율이 중요하지 않으나, 현중주와 두산중공업 입장에서는 분할비율이 중요
- 전세계 건설장비 시장에서 두산인프라코어와 현대건설기계는 여전히 2nd-tier 업체. 합병은 없겠지만 규모의 경제로 Top-tier 도전은 양사 가치에 긍정적

이동현, dongheon.lee@daishin.com

저탄소 인프라에 투자하는 인컴형 상품

탄소제로(0) 테마의 안정적 투자처를 찾는다면 탄소 감축 인프라 투자에 주목

- 주요 국가의 탄소제로(0) 선언과 그린뉴딜 도입으로 관련 기업 주가가 큰 폭으로 상승한 상황. 탄소 배출량 감축을 위한 인프라에 투자함으로써 안정적 배당 수익 수취 가능

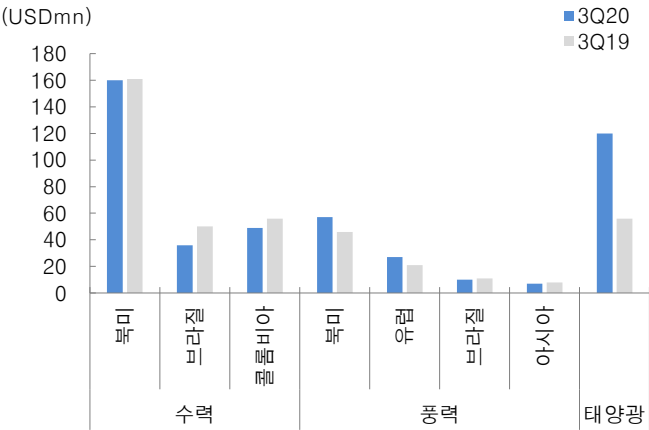
[브룩필드 리뉴어블 파트너스(Brookfield Renewable Partners L.P.): BEP US]

- 대체자산운용사 브룩필드 에셋 매니지먼트(AUM 5,750억 달러)의 재생에너지 투자 기구로서 재생 에너지 발전 설비 투자 및 직접 발전 사업을 영위하는 유한회사. 북미, 남미, 유럽, 아시아에 수력, 풍력, 태양광 발전 설비 총 5,318대, 발전 용량 19.4W 보유. 재생에너지 발전 사업은 초기 설비 투자 이후 자원 고갈 우려가 없어 안정적 현금흐름 가능하며, 발전 사업 수익과 프로젝트 개발 수익을 바탕으로 분기 단위 배당 실시. 현재 배당 수익률 3% 수준, 2012년 이후 주당 배당금은 연 평균 6% 성장
- 2050년까지 글로벌 태양광/풍력 설비 투자 누적 10조 달러 전망. 수력 발전 중심에서 태양광/풍력으로 다변화하고 있는 브룩필드의 안정적 성장 기대. 향후 Capex 투자의 80%를 태양광에 집중할 계획이고, 2023.1Q까지 예정된 발전 설비 건설 총 14건 중 풍력 6건, 태양광 4건으로 FFO 약 6,400만 달러 창출할 것으로 추정

[와이어하우저(Weyerhaeuser Company): WY US]

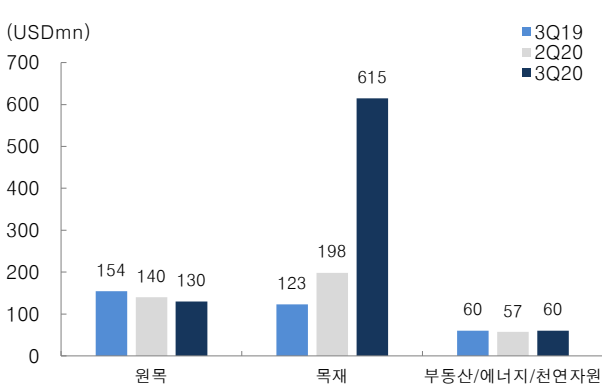
- 북미 최대의 산림지를 소유한 목재 리츠로 부동산 임대가 아닌 목재 판매가 주요 수익원. 미국/캐나다에 2,500만 에이커(약 306억 평) 산림지를 보유하고, 산림 조성, 원목 생산, 목재 가공/판매까지 전 밸류체인을 수직계열화하여 원가 경쟁력 및 시장 지배력 확보. 분기 단위로 배당 실시하며 최근 10년간 배당금 상승세, 지난 5년 평균 배당 수익률은 4.31%. 총 배당 가능 금액(FAD, funds available for distribution)의 75~80% 배당을 목표로 특별 현금 배당 및 자사주 매입을 적극 활용하는 주주 친화적 정책 고수
- 탄소 배출량 감축의 보조 수단으로서 향후 20~30년 간 탄소 흡수를 위한 조림의 중요성 증대 예상. 와이어하우저 산림지가 매년 흡수하는 탄소는 900만 톤으로 자동차 300만 대의 배출량에 해당. 탄소 크레딧 시장 활성화에 적극 참여하고 있어 향후 신규 수익 창출 가능하며, ESG 투자에 대한 관심 증가에 따라 기업가치 재평가 기대

브룩필드 리뉴어블 부문별 매출 추이



자료: Brookfield Renewable Partners, 대신증권 Research Center

와이어하우저 부문별 EBITDA 추이



자료: Weyerhaeuser, 대신증권 Research Center

반도체업

삼성전자 NAND 격차 벌리기 좋은 시점



이수빈 subin.lee@daishin.com

투자의견

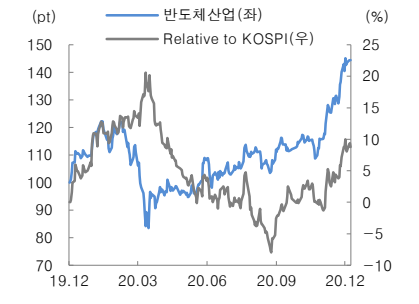
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
삼성전자	Buy	95,000원
SK하이닉스	Buy	140,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.6	24.2	41.0	34.5
상대수익률	3.3	9.2	8.7	5.2



삼성전자의 NAND 설비투자 확대, 지금이 적기이다

- NAND 산업은 6개사가 점유. 자본투자금액이 크고 연구개발비용이 높아 다수의 시장참여자 판매가격을 경쟁하는 구도는 이상적이지 않음
- NAND 시장은 규모가 확대될 여력이 DRAM대비 충분하고, 경쟁은 심화되어 산업 통합이 필요한 성장기 사이클 국면에 있다고 판단
- 1위 기업인 삼성전자는 2019년 말부터 진행한 NAND의 설비투자 확대를 2022년까지 공격적으로 유지할 전망. 2021년 삼성전자 NAND 설비투자 85K~100K/월 예상
- 삼성전자를 대형주 Top-Pick 유지. 목표주가 95,000원으로 상향. 중소형주에서는 삼성전자의 NAND 사업부문을 고객사로 보유하고 있는 NAND 서플라이체인주에 주목

삼성전자의 NAND 사업부문 시장점유율 하락

- 삼성전자 NAND 시장점유율 2016년 42%에서 2020년 3분기 누적기준 35%까지 하락. 동일기간 SSD 매출비중이 높은 인텔 점유율 2%에서 9%까지 확대
- 사실상 단일기업인 키옥시아(2위)+웨스턴디지털(3위) 합산 점유율은 31%로 충분히 위협적. 삼성전자의 NAND 사업부 매출원가에서 차지하는 고정비 비중이 높아 영업 레버리지 효과 극대화 가능
- 가장 성장성이 높은 PCIe 기반 엔터프라이즈 SSD 시장 점유율은 삼성전자 25%, 인텔 25% 수준. eSSD 가격 하락을 통해 HDD 시장 침투 이후 확대해나갈 전망

NAND 시장 내 기술격차 축소

- 3D NAND 단수 증가로 후발주자는 단위당 원가 절감하며 빠르게 격차 축소 중
- 3D NAND 기술은 1) 더블/트리플 스택킹 도입, 2) Cell Height 축소 방식으로 발전 중
- 플로팅게이트를 적용한 인텔 외 5개사는 차지트랩 구조 적용. 차지트랩은 플로팅게이트 대비 보존성(Retention) 측면에서 차지트랩 대비 열위. 그러나 칩 사이즈, 내구성(Endurance), 확장성(Scalability) 측면에서 유리
- 삼성전자는 176단부터 더블스택킹 도입. 2022년 하반기 220단 양산 예상, 후발주자는 200단부터 트리플 스택킹 예상. 더블스택킹에서는 중간에 더미레이어가 필요하기 때문에 추가 공정 필요
- 삼성전자는 스택의 높이에서 경쟁사대비 15% 유리하기 때문에 원가경쟁력 보유. 단 일스택 높이가 낮을수록 원가 경쟁력 우위. Cell Height를 축소하는 것도 더블스택킹 만큼 중요해질 전망
- 3D NAND 단수 증가, 더블/트리플 스택킹, Cell Height 축소의 핵심은 건식식각 공정, CVD/ALD 공정, CMP 공정 증가로 관련 밸류체인 수혜 예상

후발주자들의 재무건전성 악화로 격차 확대에 소요되는 시간과 비용 하락

- 키옥시아와 웨스턴디지털 재무건전성 악화에도 불구하고 신규 설비투자 강행. 양사의 합산 NAND 설비투자액은 2021년 73.4억달러로 전년대비 80% 성장할 전망
- 키옥시아 2020년 IPO 시도 당시 기업가치 1.45~1.89조엔(2018년 매각당시 2.0조엔) 신주발행액은 600~750억엔에 불과. 상장 후 추가 자금 조달 필요
- 웨스턴디지털은 HDD 사업부의 안정적인 수익률로 현금 창출 중이나, 매출 규모는 중장기 축소 중. 1년 이내 만기도래 유동성 부채 53.7억달러, 현금 30.4억달러로 추가 차입 필요. FY20(20/6) FCF 9.4억달러 기록

기계업 (건설장비)

이동현
이태환

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

투자의견

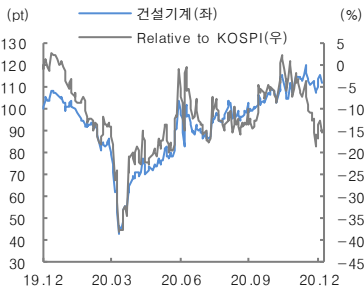
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
두산인프라코어	Marketperform	9,000원
현대건설기계	Buy	39,000원
두산밥캣	Buy	40,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.2	11.4	35.4	6.4
상대수익률	-11.5	-1.3	-0.3	-16.2



11월 중국 굴삭기 판매도 호조, 인프라코어 매각으로 한국의 건설장비 산업 성장 기대

11월 중국 굴삭기 판매도 호조 지속

- 11월 중국 굴삭기 판매량은 28,833대(+68% yoy)로 판매 급증 지속
- 전년비 성장률은 9월 +71%, 10월 +61%로 감소 후 다시 11월 +68%로 증가
- 코로나19 이후 성장을 회복을 위한 인프라 투자, 홍수 피해에 따른 복구 수요가 반영된 것으로 추정. 2020년 연간 판매량은 29.4만대(+41% yoy) 전망

국내업체, 점유율은 빠져도 시장 성장은 수혜

- 11월 국내업체 판매량은 두산인프라코어 1,692대(+34% yoy), 현대건설기계 688대(+70% yoy). 점유율은 두산인프라코어 5.9%(-1.5%p yoy), 현대건설기계 2.4%(동일 yoy, -0.5%p qoq)로 감소. 점유율은 감소했지만 시장 성장은 수혜
- 동기 중국 1위업체 샤니(SANY)는 9,535대(+114% yoy)를 판매하며 기록적인 성장. 글로벌 1위 업체인 캐터필러는 1,675대(+18% yoy) 판매에 그침
- 중국 로컬 업체들의 선전으로 외자업체 판매비중은 감소 지속

두산인프라코어, 현대중공업지주 피인수로 한국 건설장비 산업 성장 기대

- 두산인프라코어 매각은 현대중공업지주가 우선협상대상자 선정, 최종 협의 중
- [두산인프라코어] DICC 소송 우발채무는 분할 비율에 반영 전망. 두산인프라코어 주주 입장에서는 사업회사, 투자회사 분할 시 양쪽 주식을 가질 수 있어 분할비율이 중요하지는 않음. 현중지주와 두산중공업 입장에서는 분할비율이 중요
- [현대건설기계] 비용 투입 없이 기술, 영업, 구매 등의 수혜라는 측면에서 Re-Rating 이슈(보고서 참고, 11/25 매력적인 상대가치, 두산인프라코어 매각 이슈는 긍정적 소식, 9/29 현대중공업지주의 두산인프라코어 예비입찰은 호재)
- 전세기 건설장비 시장에서 두산인프라코어와 현대건설기계는 여전히 2nd-tier 업체. 합병은 없겠지만 규모의 경제로 Top-tier 도전은 양사 가치에 긍정적
- [두산밥캣] 인프라코어의 분할비율은 두산밥캣 가치에 무관. 미국시장 주택경기 호조 지속. 현건기 매각 이슈로 수급에서 상대적 피해를 봤지만 2021년 상반기 기저효과와 수요증가로 업종 내 실적 턴어라운드 가장 클 전망(보고서 참고, 10/30 실적으로 보나 배당으로 보나)

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	14,935	15,548	14,722	16,041	16,804
영업이익	1,516	1,475	1,148	1,404	1,584
세전순이익	1,197	1,078	823	1,078	1,273
총당순이익	800	719	530	711	840
지배지분순이익	601	515	386	516	600
EPS	2,526	2,166	1,614	2,146	2,499
PER	9.3	10.1	13.8	10.4	8.9
BPS	28,976	31,159	31,991	33,252	34,998
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE	8.7	7.2	5.1	6.6	7.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 두산인프라코어, 현대건설기계, 두산밥캣, 합산, 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.