

# Morning Meeting Brief

## REITs

### [Global REIT Tracker] GLP J-REIT(3281 JT), 적극적인 물류 자산편입을 통한 성장 기대

- 스폰서를 통한 우수한 자산편입, 지속적인 외형 성장 기대
- 안정적인 임대료 상승과 우수한 임차율이 실적 성장을 견인
- 일회성 이익을 제외한 주당 배당금은 전기대비 소폭 감소했지만, 향후 안정적인 배당 성장 기대

장승우 seungwoo.jang@daishin.com

## 산업 및 종목 분석

### [2 차전지 Monthly] K-배터리, 이유 있는 기대감

- 11월 글로벌 전기차 판매 40.2만대(+86.8% YoY) 기록. 지역별로는 중국 19.5만대(+71.1% YoY), 유럽 16.0만대(+172.6% YoY), 미국 3.3만대(+12.0% YoY) 등. 테슬라가 점유율 27%로 1위를 유지했으며, 연간으로도 목표치(50만대 판매)를 달성
- 11월 탑재 기준 글로벌 배터리 출하량 17.5GWh(+55.4% YoY) 기록. 중국 전기차 시장의 회복세가 9월부터 50%를 상회하기 시작하면서 CATL이 가장 크게 수혜. 한국 업체들의 출하량 성장은 LG에너지솔루션 +252%, 삼성SDI +71%, SK이노베이션 +371% 기록
- 향후 유럽, 미국 등 선진국을 중심으로 성장성의 확대가 예상되기 때문에 상대적으로 한국 업체들의 강한 수혜를 기대. 중국 테슬라의 경우도 ModelY에 LG에너지솔루션이 독점적으로 배터리를 납품할 예정
- 테슬라, VW, 현대차 등 주요 고객사로부터의 수주를 상위 업체들이 대부분 확보하고 있으며, 특히 한국 업체들의 수주 비중은 70%에 육박. 최근 언론 보도에 따르면 E-GMP 3차 수주도 SK이노베이션과 삼성SDI가 유력 추정

한상원 sangwon.han@daishin.com

### [4Q20 Preview] 소재산업재: 산뜻한 출발

- 소재·산업재 섹터의 2020년 4분기 실적은 전체적으로 기대치에 부합. 해운호조, 2차전지는 성장 지속. 육운, 화학은 수요 증가. 자동차, 기계, 건설은 무난. 정유, 조선, 항공은 바닥권
- 업종 선호도는 2차전지 > 자동차 = 화학 > 해운 > 육운 > 기계 > 건설 > 조선 > 정유 > 항공 순
- 산업별 탑픽으로 HMM(해운), 현대글로벌비스(육운), 한국조선해양(조선), 두산밥캣(기계), 현대건설(건설), LG화학(화학/2차전지), 한화솔루션(화학/태양광), SK이노베이션(정유/2차전지), 에코프로비엠(2차전지 소재), 천보(2차전지 소재)

대신증권 소재산업재팀

### [4Q20 Preview] 두산인프라코어: 중국 호조 지속

- 투자의견 매수(BUY) 상황, 목표주가 9,000원 유지(기존 시장수익률(Marketperform))
- 실적은 매출액 2조 392억원(+5% yoy) 영업이익 1,662억원(+20% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 부합, 영업이익 +7% 수준
- [Heavy(건설장비)] 중국 호조로 전년비 매출액 +15%, 영업이익 +116% 예상. 동사 10월, 11월 중국 판매량은 3,110대(+35% yoy)로 증가 / [엔진] 매출액 1,241억원(-20% yoy), 영업이익 -5억원(-적전 yoy)로 부진

이동현 dongheon.lee@daishin.com

#### [4Q20 Preview] 제주항공: Cash Burning 지속

- 투자이견 시장수익률 유지, 목표주가 18,000원으로 상향
- 목표주가 상향은 코로나 백신 개발 및 접종 시작으로 항공업에 대한 투자심리 개선과 주가 상승을 반영. 하지만 펀더멘털 대비 주가 과도한 수준으로 투자이견은 시장수익률 유지함
- 국제여객부문은 3분기와 유사한 상황, 국내여객 11월까지 전년동기대비 회복세를 보였으나, 12월 코로나 재확산에 따라 수요 급격히 둔화 중인 것으로 파악
- 국내 코로나 백신 접종이 시작되는 2분기부터 수요 점진적 회복 기대

양지환 jihwan.yang@daishin.com

#### [4Q20 Preview] 진에어: 재무상황 가장 안정적인 LCC

- 투자이견 시장수익률 유지, 목표주가 14,000원으로 상향
- 코로나 백신개발 및 접종 시작에 따른 투자심리 개선을 반영하여 목표주가 상향
- 2020년 4분기 영업손실은 약 454억원 수준 예상. 국제선 재개는 불투명한 상황에서 국내선 공급 및 수요증가로 3분기대비 소폭 적자폭 개선 추정
- 진에어는 10월 국내선 공급량 +60%(yoy), 11월 +110%(yoy)로 크게 확대하였으며, 국내선 수송은 10월 +25%(yoy), 11월 +70%(yoy) 증가한 것으로 알려짐

양지환 jihwan.yang@daishin.com

#### [4Q20 Preview] HMM: 운임 강세로 기대치 상회 전망

- 투자이견 매수 유지, 목표주가 18,500원으로 8.8% 상향
- 4Q20 영업이익은 당사 예상치를 약 10% 이상 상회할 것으로 전망
- 2021년에도 컨테이너업황에 대한 긍정적 시각 유지. 그 이유는 1)컨테이너 Supply Chain Disruption(Box부족, Port Congestion 등)이 2021년 1분기까지 지속, 2)2분기 Service Contract Renewal로 SC운임 상승, 3)2021년 코로나 팬데믹 완화에 따른 경기회복으로 물동량 증가세 지속 등임

양지환 jihwan.yang@daishin.com

#### [4Q20 Preview] LIG 넥스원: 수주의 계절

- 투자이견 매수(BUY) 유지, 목표주가 43,000원으로 상향(기존 40,000원, +7.5%)
- 4Q 실적은 매출액 4,851억원(+12% yoy) 영업이익 85억원(흑전 yoy) 전망. 컨센서스 대비로는 매출액 부합, 영업이익 +33% 상회
- 3Q말 수주잔고 5,8조원(+8% yoy)으로 매출액은 무난한 증가. 이익에서 환율 민감도가 크며 4Q 기말 환율은 -6% 하락. 전년비 국내 수주에서 총당금 설정이 줄어들. 영업외로는 이노와이어리스 지분법이익 20억원 내외 반영

이동현 dongheon.lee@daishin.com

#### [4Q20 Preview] 한화시스템: 방산 매출 급증, 사업은 날아오른다

- 투자이견 매수(BUY) 유지, 목표주가 20,000원으로 상향(기존 16,000원, +25.0%)
- 4Q 실적은 매출액 6,439억원(+38% yoy) 영업이익 282억원(+17% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 부합, 영업이익+11% 상회
- [방산] 매출액 5,022억원(+52% yoy), 영업이익 261억원(+8% yoy) 전망 / [ICT] 매출액 1,417억원(+9% yoy) 영업이익 21억원(흑전 yoy) 전망. 자회사 투자손실 확대. 한화페이저는 연결 반영 20억원 내외, 오버에어는 영업외인식 10억원 내외 인식

이동현 dongheon.lee@daishin.com

#### [4Q20 Preview] LS ELECTRIC: 무난한 실적 전망, 그린뉴딜 수혜주

- 투자이견 매수(BUY) 유지, 목표주가를 70,000원으로 상향(기존 65,000원, +7.7%)
- 4Q 실적은 매출액 6,499억원(-7% yoy) 영업이익 442억원(+2% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 +4% 상회, 영업이익 부합
- 매출액은 계절적 성수기, 코로나19로 일부 물량 지연. 영업이익에서는 특별한 일회성이 없는 것으로 추정. 매출 회복에 따른 개선세

이동현 dongheon.lee@daishin.com

#### [4Q20 Preview] 효성중공업: 중공업이 좋아진다, 2021 년은 신사업 부각

- 투자이견 매수(BUY) 유지, 목표주가 78,000원으로 상향(기존 74,000원, +5.4%)
- 4Q 실적은 매출액 8,713억원(-13.0% yoy) 영업이익 460억원(+59%) 전망. 컨센서스 대비로는 매출액 부합, 영업이익 +11% 상회
- [중공업] 매출액 -6% yoy, +40% qoq. 영업이익 흑전 yoy, opm 4.5% 전망. 코로나19 영향 여전, 계절적 성수기, 구조조정 효과 반영, 일회성 반영 없음 / [건설] 매출액 -22% yoy, +21% qoq. 영업이익 -56% yoy, +105% qoq. 수주공백 시기, 지연물량 반영

이동현 dongheon.lee@daishin.com

**[4Q20 Preview] HDC 현대산업개발: 매출 회복, 디벨로퍼 본색**

- 투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 32,000원으로 상향(기존 30,000원, +6.7%)
- 4Q 매출액 1조 114억원(-0% yoy) 영업이익 1,392억원(-13% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 +8%, 영업이익 +16% 상회
- 매출액, 수원 영통 3단지, 대전 아이파크시티 등이 반영되며 회복세. 영업이익, 일부 비용 증가로 기대치 하회 전망

이동현, dongheon.lee@daishin.com

**[4Q20 Preview] 포스코케미칼: 길게 보면 더욱 매력적**

- 투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 120,000원으로 상향
- 4Q 영업이익 266억원(+37% QoQ)으로 시장 기대치 부합 전망
- 2030년 에너지소재 사업의 매출 목표는 23조원으로 생산능력을 양극재 40만톤(vs. 현재 4.0만톤), 음극재 26만톤(vs. 현재 4.4만톤)까지 확대할 계획

한상원, sangwon.han@daishin.com

**[4Q20 Preview] SKC: 해외 거점 진출로 성장 로드맵 가시화**

- 투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 125,000원으로 상향
- 4Q 영업이익 587억원(+6% QoQ)으로 시장 기대치 부합 전망
- 동박의 판매량 증대를 통한 매출 성장이 예상보다 가파르게 나타나고 있으며, 화학 사업의 수익성도 예상보다 견조한 점이 이익 추정치 상향 조정의 원인

한상원, sangwon.han@daishin.com

**[4Q20 Preview] 천보: 테슬라도 사용하는 전해질 첨가제**

- 투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 230,000원으로 상향
- 4Q 영업이익 78억원(+10% QoQ)으로 시장 기대치 부합 전망
- 2차전지 소재 사업의 실적 기여도(매출 및 이익 비중)는 2020년 약 절반 수준까지 확대되었으며, 2022년 80%까지 추가적인 상승을 예상

한상원, sangwon.han@daishin.com

**[4Q20 Preview] SK 이노베이션: 머지않은 Valuation 재평가**

- 투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 240,000원으로 상향
- 4Q 영업이익 -1,891억원(적지 QoQ)으로 시장 기대치 하회 전망
- 채고 관련 손익을 제외한 정유 사업부의 실질적인 이익의 경우도 정제마진이 여전히 BEP를 하회하고 있어 적자 흐름이 지속되고 있는 상황

한상원, sangwon.han@daishin.com

**[4Q20 Preview] S-Oil: 실적은 유가, 주가는 마진**

- 투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 85,000원으로 상향
- 4Q 영업이익 1,330억원(흑전 QoQ)으로 시장 기대치 상회 전망
- 정유 부문의 손익 개선은 국제 유가의 상승 덕분. 정제마진은 여전히 BEP를 하회하고 있으나 유가 상승이 실적에 긍정적인 요인으로 작용했기 때문

한상원, sangwon.han@daishin.com

**[4Q20 Preview] LG 화학: 배터리 외에도 드러날 가치가 많다**

- 투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 1,200,000원으로 상향
- 4Q 영업이익 6,980억원(-23% QoQ)으로 시장 기대치 하회 전망
- 이익 측면에서는 전분기 대비 수익성 악화(주로 소형에서 기인)가 불가피할 전망이며 중대형에서도 ESS가 화재 사고 관련 총당금을 반영하며 적자가 이어질 전망

한상원, sangwon.han@daishin.com

**[4Q20 Preview] 휴켄스: DNT 흑자 전환**

- 투자이견 매수(BUY) 유지, 목표주가 30,000원으로 상향
- 4Q 영업이익 318억원(+83% QoQ)으로 시장 기대치 하회 전망
- 전분기 대비 이익 증가는 1) 탄소배출권 판매와 2) 주력 제품인 DNT(TDI의 원재료)의 수익성 개선 덕분

한상원 sangwon.han@daishin.com

**[4Q20 Preview] 씨에스윈드: 확실한 시장 성장성, 차별적 수혜 가능**

- 투자이견 매수 유지, 목표주가 190,000원으로 상향
- 4Q20 매출액 2,933억원(+47.8% YoY), 영업이익 298억원(+90.6% YoY) 전망
- 2021년 글로벌 풍력 정책 발표로 시장 추정치 상향 기대
- 미국 투자에 따른 차별적 수혜 기대

한경래 kyungrae.han@daishin.com

**[4Q20 Preview] 현대글로벌비스: 회복은 속도의 문제일 뿐**

- 투자이견 매수, 목표주가 210,000원 유지
- 2020년 4분기 실적은 당사의 직전 추정치 및 시장 기대치를 하회할 전망
- 3분기말부터 회복세를 보이던 현대 및 기아차의 해외공장의 가동률이 12월 전세계적인 코로나 확산에 따른 사회적거리두기 영향으로 재차 둔화되고 있기 때문

양지환 jihwan.yang@daishin.com

**[4Q20 Preview] CJ대한통운: 단가 인상 발표전에 사자**

- 투자이견 매수, 목표주가 210,000원 유지
- CJ대한통운의 2020년 4분기 실적은 당사 및 시장 기대치에 부합할 전망
- 2020년 4분기 택배 처리량은 453.2백만박스(+25.5% yoy) 기록 예상
- 국내 코로나 확진자수가 크게 증가하면서 11~12월 택배 물동량도 큰 폭으로 증가하고 있는 것으로 추정 (10월: +21.8%, 11월 +23.7%)

양지환 jihwan.yang@daishin.com

**[4Q20 Preview] 한진: 택배와 하역이 이끈다**

- 투자이견 매수, 목표주가 58,000원 유지
- 한진의 2020년 4분기 실적은 당사의 직전 추정치 및 시장 기대치 부합 예상
- 코로나19 재확산으로 인한 택배 물동량 급증으로 동사의 4분기 택배 처리량은 분기 사상 최대수량을 기록할 것으로 전망
- 동사의 4분기 택배처리량은 약 125.7백만박스(+24.0% yoy)로 예상되나, 급증한 택배물량에 따른 추가 인력투입 및 변동비(피복피, 포상금 등) 증가로 영업레버리지 효과는 제한적으로 나타날 것으로 예상함

양지환 jihwan.yang@daishin.com

**[4Q20 Preview] 대한항공: 일회성 이익으로 대폭 흑자**

- 투자이견 시장수익률, 목표주가는 23,000원 유지
- 2020년 4분기 실적은 당사의 직전 추정치 및 시장의 기대치를 하회 전망
- 예상보다 부진할 것으로 보는 이유는 1) 코로나19 재확산에 따른 여객 수요 회복 지연, 2)연결로 인식되는 호텔사업부문의 부진한 실적 지속 때문
- 여객부문의 부진에도 항공화물부문은 성수기 진입에 따른 Yield 상승과 코로나 진단키트, 백신원료 수송 등으로 항공화물부문의 견조한 물동량 증가 전망

양지환 jihwan.yang@daishin.com

**[4Q20 Preview] 팬오션: 시장 기대치 부합 전망**

- 투자이견 매수, 목표주가 5,500원 유지
- 팬오션의 2020년 4분기 실적은 시장 기대치에 부합할 것으로 전망함
- 중국의 호주산 석탄 수입량 제한 조치로 10월 초 2,000pt에서 12월 초 1,100pt수준까지 하락한 BDI는 항만체선 현상으로 반등을 시작
- 항만체선은 1)호주의 사이클론, 2)호주산 석탄수입 선박의 중국항만 양하제한 조치 등에 따른 것으로 2021년 1월까지 이어질 것으로 전망
- 2021년 건화물 해운수급은 공급압력이 완화(석탄 및 철광석 수요회복 및 제한적인 공급증가)로 2020년대비 양호한 업황이 전개될 가능성이 높다는 판단

양지환 jihwan.yang@daishin.com

**[4Q20 Preview] 대한해운: 탱커, LNG, 건설부문 호조**

- 투자이견 시장수익률, 목표주가 3,100원 유지
- 대한해운의 2020년 4분기 실적은 시장 기대치에 부합할 것으로 전망함
- 매출액은 전년동기대비 10.7% 감소 예상하나, 원가 경쟁력 높은 신조선 인도(대한해운 81K 2척, 대한상선 Handy 1척)와 Tanker 및 LNG 부문의 견조한 실적, 그리고 건설사업부문의 분양수익 유입 등으로 영업이익은 전년동기대비 103.5% 증가한 384억원을 기록할 것으로 추정

양지환 jihwan.yang@daishin.com

**[4Q20 Preview] 한국조선해양: 흑자면 감사, 2021년 발주도 기대**

- 투자이견 매수(BUY), 목표주가 150,000원 유지
- 4Q 매출액 3조 8,847억원(-11% yoy) 영업이익 241억원(-86% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 -1%, 영업이익 -61% 하회
- 코로나19로 일부 생산 지연, 10월까지 수주 공백으로 생산속도를 낮춘 것으로 추정. 철강가 하락은 상반기 반영되어 중립적, 환율 전분기 대비 -6% 하락. 안정적인 수주잔고로 별도의 상각이슈는 없음. 엔진부문은 DF엔진 비중 증가 지속 예상

이동현 dongheon.lee@daishin.com

**[4Q20 Preview] 삼성중공업: 드릴십 부담 지속, 발주 환경은 개선**

- 투자이견 시장수익률(Marketperform), 목표주가 6,500원 유지
- 4Q 매출액 1조 9,105억원(-11% yoy) 영업이익 -1,315억원(적축 yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액은 +1%, 영업이익은 적자확대 예상
- 매출액, 2Q BP Argos 프로젝트 매출감소분 2,300억원은 4Q 환입. 이외 수주 감소에 따른 매출인식 지연, 코로나19 일부 영향. 분기 환율은 전분기 대비 -6% 하락했으나 동사는 환헤지 정책 적용. 드릴십 평가손실이 있을 것으로 추정

이동현 dongheon.lee@daishin.com

**[4Q20 Preview] 대우조선해양: 외형감소 구간 지속, 수주흐름은 긍정적**

- 투자이견 매수(BUY), 목표주가 35,000원 유지
- 4Q 매출액 1조 9,769억원(-10% yoy) 영업이익 393억원(-75% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 +1%, 영업이익 -15% 하회
- 매출액, 내실 위주의 경영으로 올해까지 매출 감소 구간 지속. 16~17년 합산 신규수주가 45억불에 그친 영향. 연간 비슷한 흐름 지속. 영업이익, 4분기 환율은 전분기 대비 -6% 감소하며 부담 요인으로 작용. 드릴십 상각 일회성 반영 전망. 환율 하락 영향

이동현 dongheon.lee@daishin.com

**[4Q20 Preview] 현대미포조선: 무난한 실적, 중형 선박 발주 증가 기대**

- 투자이견 매수(BUY), 목표주가 66,000원 유지
- 4Q 매출액 6,214억원(-14% yoy) 영업이익 266억원(145% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 -14% 하회, 영업이익 +18% 상회
- 매출액, 10월 매출은 전년비 -10% 감소. 건조물량 감소 지속. 2021년 상반기까지는 외형 감소, 이후 회복 예상. 영업이익, 고정비 부담에도 흑자기조 유지. PC선 반복건조에 따른 효율 증가. 환율 하락으로 이익률 정체

이동현 dongheon.lee@daishin.com

**[4Q20 Preview] 한국항공우주: 기체부품 부담은 지속, 더 멀리 보자**

- 투자이견 매수(BUY), 목표주가 30,000원 유지
- 실적은 매출액 7,490억원(-32% yoy) 영업이익 254억원(-67% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 +5% 상회, 영업이익 -14% 하회 예상
- [국내사업] KF-X 정상 진행, 회전익 이연 매출 반영 및 정상 납품 / [완제기] 납품 마무리에 따른 공백기, 이라크 기지재건은 코로나19로 지연 / [기체부품] 코로나19 영향에 따른 주문(PO) 감소, 매출액 감소 불가피

이동현 dongheon.lee@daishin.com

**[4Q20 Preview] 한화에어로스페이스: 전년비 이익 큰폭 성장**

- 투자이견 매수(BUY), 목표주가 42,000원 유지
- 실적은 매출액 1조 8,081억원(+13% yoy) 영업이익 674억원(+92% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 +3%, 영업이익 +1%로 부합
- [항공엔진] LTA 매출액은 3분기 수준, RSP 비용은 연간 791억원 추정. 항공산업 침체로 연간 20~30% 매출감소, 반면 RSP 비용 감소로 이익은 상승 / [디펜스] 수출 매출액 567억원(3Q 1,424억원)으로 감소세 / 일회성이 반영된 전년동기 낮은 기저 대비 큰폭의 이익성장

이동현 dongheon.lee@daishin.com

**[4Q20 Preview] 현대건설기계: 바닥은 지났다, 인프라코어 시너지 기대**

- 투자이견 매수(BUY), 목표주가 39,000원 유지
- 4Q 실적은 매출액 5,880억원(+2% yoy) 영업이익 216억원(+214% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 부합, 영업이익 +12% 상회 예상
- 중국시장은 호조, 동사의 10, 11월 중국 판매량은 1,391대(+58% yoy)로 급증. 인도도 판매 회복세, 이외 신흥국은 코로나19에 따른 더딘 회복, 8분기만에 매출액 전년비 성장 기대. 영업이익은 작년 일회성 반영 기저 대비 큰폭의 개선세

이동현. dongheon.lee@daishin.com

**[4Q20 Preview] 두산밥캣: 실적 회복 시작, 좋아질 2021년**

- 투자이견 매수(BUY), 목표주가 40,000원 유지
- 매출액 1조 1,397억원(+1% yoy), 영업이익 1,030억원(+7% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 +3%, 영업이익 +3% 상회
- 신규제품(GME) 3분기 누적 판매는 전년비 +111% 증가했으며 4분기도 기초가 이어짐. 기존제품 딜러 재고는 2~3개월(평균 4개월, 최대 6개월)까지 줄어 있으며 대선 이후 회복세. 2020년 배당은 DPS 900원 내외 전망

이동현. dongheon.lee@daishin.com

**[4Q20 Preview] 현대일렉트릭: 턴어라운드 흐름 지속, 나도 그린뉴딜 수혜주**

- 투자이견 매수(BUY), 목표주가 22,000원 유지
- 2Q20 실적은 매출액 5,855억원(+4% yoy) 영업이익 330억원(흑전 yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 +5%, 영업이익 +17% 상회
- 매출액은 선별 수주에 따른 수주잔고 감소로 더딘 성장. 3Q말 수주잔고는 1조 8,462억원(-13% yoy)에 그침. 영업이익은 구조조정 마무리, 저가 물량 소진으로 급증세 지속, 전년 동기 대규모 일회성 반영을 감안하면 큰폭의 성장. 매출 증가로 이익률 추가 개선 가능성

이동현. dongheon.lee@daishin.com

**[4Q20 Preview] 두산퓨얼셀: 쉬어가는 4분기, 연료전지발전시장 확대**

- 투자이견 매수(BUY), 목표주가 62,000원 유지
- 4Q 실적은 매출액 1,548억원(-11% qoq), 영업이익 84억원(-32% qoq) 전망. 컨센서스 대비로는 매출액 +2%, 영업이익 +10% 상회
- 기자재 매출이 일부 종료되며 전분기 대비 매출 감소, 수주공백 시기, 계절적 비수기 영향, 예상 영업이익률은 6.0%로 여전히 견조. 2021년은 매출액과 영업이익이 전년비 각각 +14%, +18% 성장 전망

이동현. dongheon.lee@daishin.com

**[4Q20 Preview] 현대로템: 본업은 안정, 신사업도 기대**

- 투자이견 매수(BUY), 목표주가 20,000원 유지
- 4Q 실적은 매출액 6,494억원(+8% yoy) 영업이익 161억원(흑전 yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액은 -4% 하회, 영업이익 +7% 상회 전망
- [철도] 저가수주 진랑 감소, 구조조정 완료로 고정비 부담 감소, 전년 동기 일회성 대비 큰폭의 이익 개선 / [방산] K2전차 납품 정상화 관련 3Q 정산이익 기반영으로 전분기 대비 하락 / [플랜트] 수주 잔고 감소로 적자가 예상되나 저가수주 물량 감소로 적자폭 축소

이동현. dongheon.lee@daishin.com

**[4Q20 Preview] 현대엘리베이: 무난한 실적 예상, 리모델링 시장 성장 기대**

- 투자이견 매수(BUY), 목표주가 47,500원 유지
- 4Q 실적은 매출액 4,751억원(-8% yoy) 영업이익 409억원(-6% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 +3%, 영업이익 -2%로 부합
- 본업은 전방산업의 분양 감소 시기가 매출 인식되며 감소세, 매출액의 20% 내외가 노후승강기 교체 수요, 리모델링 수요 전년비 50%씩 증가. 본업외 금융업 손익이 크게 반영되며 최대치였던 2Q보다 하락세 예상

이동현. dongheon.lee@daishin.com

**[4Q20 Preview] 현대건설: 코로나 19 영향 지속, 2021년을 기대**

- 투자이견 매수(BUY), 목표주가 45,000원 유지
- 4Q 매출액 4조 6,418억원(+0% yoy) 영업이익 1,544억원(-9% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 +6% 상회, 영업이익 -10% 하회
- 매출액, 건축/주택이 잔고 증가로 매출 상승, 해외는 일부 코로나19 영향. 12/28 정정공시를 통해 2020년 영업이익 전망치를 1조원에서 6,000억원으로 수정. 4Q 영업이익은 1,409억원에 해당

이동현. dongheon.lee@daishin.com

#### [4Q20 Preview] GS 건설: 전반적 호조, 다양한 성장 모멘텀

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 42,000원 유지
- 4Q 매출액 2조 8,751억원(+3% yoy) 영업이익 1,953억원(+7% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 +6% 상회, 영업이익 -5% 하회
- 매출액, 이연 물량 반영으로 실적은 전반적 호조, 영업이익, 해외 사업장 코로나19 영향 반영, 국내는 건조한 성장 지속, 2020년 국내 분양은 2.9만세대 내외 예상. 해외 수주는 이니마 수주 포함 2.5조원 내외로 연간 목표치 3.25조원 대비 부진, 2021년 회복 기대

이동현. dongheon.lee@daishin.com

#### [4Q20 Preview] 대우건설: 전년비 이익 급증, 이라크 프로젝트 수주

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 5,500원 유지
- 4Q 매출액 2조 1,377억원(-7% yoy) 영업이익 1,037억원(+131% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 -5%, 영업이익 -10% 하회
- 매출액, 국내 주택은 호실적 지속, 해외 공사 진행은 일부 지연, 영업이익, 4Q19 플랜트와 해외에서 1,300억원 비용 반영으로 낮은 기저 대비 큰폭의 이익 증가. 국내외 고른 수주로 중장기 성장이 지속될 것으로 판단

이동현. dongheon.lee@daishin.com

#### [4Q20 Preview] 삼성엔지니어링: 코로나19 영향 반영, 수주 분위기 개선

- 투자의견 매수(BUY), 목표주가 16,000원 유지
- 4Q 매출액 1조 7,016억원(-3% yoy), 영업이익 792억원(+19% yoy) 전망. 컨센서스 대비 매출액 +1%, 영업이익 -3%로 부합
- 매출액, 해외사업장 일부 코로나19 영향이 반영되나 크지 않음. 그룹사 물량은 일부 공기 연장, 영업이익, 안정적인 공정관리로 총당금 최소화. 코로나19 재확산과 백신 기대감 사이에서 당장 수주 증가를 기대하기는 어렵지만 행되던 프로젝트들은 유효

이동현. dongheon.lee@daishin.com

#### [4Q20 Preview] 에코프로비엠: 일시적 둔화보다 성장의 방향성에 무게

- 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 200,000원 유지
- 4Q 영업이익 166억원(-6% QoQ)으로 시장 기대치 하회 전망
- EV 외 매출 비중이 여전히 50% 이상을 차지하나 성장성을 감안하면 향후 EV가 절대적인 비중을 차지할 전망

한상원. sangwon.han@daishin.com

#### [4Q20 Preview] 롯데케미칼: 점점 낮아지는 PER 이 가장 큰 매수의 근거

- 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 350,000원 유지
- 4Q 영업이익 2,262억원(+17% QoQ)으로 시장 기대치 부합 전망
- 주요 화학 제품군 중에서도 부진했던 화섬 체인의 시황 반등 가능성. 글로벌 경기 회복 과정에서 소비 개선이 나타날 수 있음. 중국의 경우 이미 8월 이후 의류 소비가 전년 대비 성장세로 전환

한상원. sangwon.han@daishin.com

#### [4Q20 Preview] 한화솔루션: 성장주로 인식 전환이 필요

- 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 65,000원 유지
- 4Q 영업이익 1,456억원(-38% QoQ)으로 시장 기대치 하회 전망
- 태양광 수요의 구조적 확대와 함께 성장주로의 인식 전환이 필요한 시기

한상원. sangwon.han@daishin.com

#### [4Q20 Preview] 금호석유: 지속되고 있는 초호황

- 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 175,000원 유지
- 4Q 영업이익 2,378억원(+11% QoQ)으로 시장 기대치 상회 전망
- 3대 주력 사업부(고무/수지/페놀) 모두 계절적 비수기 및 정기보수 시행에도 불구하고 전분기 대비 이익이 증가할 전망

한상원. sangwon.han@daishin.com

#### [4Q20 Preview] 롯데정밀화학: 실적 바닥을 확인

- 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 68,000원 유지
- 4Q 영업이익 290억원(+12% QoQ)으로 시장 기대치 하회 전망
- 예상치를 하회하는 실적의 주원인은 원/달러 환율 하락 때문으로, 특히 수출 비중이 90%에 이르는 셀룰로스 계열에 가장 부정적으로 작용

한상원. sangwon.han@daishin.com

#### [4Q20 Preview] KT&G: 거뒀지는 불확실성

- 투자이견 매수, 목표주가 120,000원 유지
- 4Q20 연결 기준 매출액은 1조 3,281억원(+11% yoy), 영업이익은 2,747억원(+9% yoy)으로 매출액 컨센서스 부합, 영업이익 하회 전망
- 1) [별도\_내수 담배] 일반담배 시장 수요는 -2% 감소, KT&G 일반담배 시장점유율 64.2%(+0.1%p yoy), 2) [별도\_수출 담배] 미국 유통 커버리지 확장, 기존 시장 회복 추세에도 일부 신시장 국가로의 수출 차질로 일반담배 수출 매출액은 전년 동기 대비 35% 증가에 그친 것으로 추정되며, 4분기 HNB 수출 매출액은 3분기 대비 10% 증가한 것으로 추정, 3) [한국인삼공사] 코로나 쇼크로 인한 면세 채널 공백 영향에 2021년 설날 명절 연휴 시점 차이까지 더해져 적자 폭 확대가 불가피
- 단기간 내 주가 상승을 견인할 동인은 부재하다고 판단하나 2020, 2021년 기준 KT&G의 배당성향은 54%, 51%, 배당수익률은 5.7%, 5.8%에 이를 것으로 예상되는 점, HNB 수출 확대가 본격화되고 있다는 점, 일반담배 수출 지역의 다변화로 안정적 회복세가 이어지고 있다는 점을 근거로 Global Peer 대비 할인 근거는 충분치 않다고 판단

한유정.yujung.han@daishin.com

#### [Issue Comment] 엔씨소프트: 앞당겨진 일본 출시, 예년과는 다르다

- 투자이견 매수 유지, 목표주가 1,200,000원 유지
- 1분기 다수의 신작 출시 이벤트 개최 전망, 전일 리니지2M의 대만/일본 티저 사이트 오픈, 양국 모두 1분기 중 출시 예정, 또한 1월 중 블레이드&소울2 게임 공개 행사도 개최될 전망, 3월 출시 예상
- 블레이드&소울2, 리니지2M 대만/일본 출시 시점에 주가는 조정세를 보일 수 있으나, 두 게임 외에 트릭스터M, 팡아M, 프로젝트TL, 모바일 MMORPG 아이온2 등 신작 파이프라인 풍부
- 장기적 관점에서 보유, 혹은 신작 출시 시점에 수익 실현 후 조정 시 재매수 전략 권고

이민아.mina.lee@daishin.com

#### [4Q20 Preview] 씨에스베어링: 2021년 성장의 원년

- 투자이견 매수, 목표주가 44,000원 유지
- 4Q20 매출액 298억원(+21% QoQ), 영업이익 31억원(+66.4% QoQ) 전망
- 북미 풍력 시장 GE 점유율 강화, 신규 고객사 확대 등 다수 모멘텀 보유
- 2021년 베트남 법인 가동률 증가, 지멘스로의 신규 매출, 2022년 베스타스 신규 매출 기대, 해상 풍력 베어링 매출 가세로 모멘텀 지속될 예정

한경래.kyungrae.han@daishin.com

#### [4Q20 Preview] 삼강엠엔티: 상향되는 시장 규모, 차별적 수혜 기대

- 투자이견 매수, 목표주가 26,000원 유지 4Q20 영업이익 31억원(+66% QoQ) 전망
- 4Q20 매출액 1,280억원(-3.8% YoY, +75.4% QoQ), 영업이익 90억원(흑자 YoY, +8.3% QoQ) 전망
- 2030년 아시아 해상 풍력 가장 큰 규모로 성장
- 삼강에스엔씨 100% 지분 취득으로 해상 풍력 사업 강화

한경래.kyungrae.han@daishin.com

#### [Issue Comment] 조선/기계업 Comment: 한국조선해양, 현대로템

- 1/4 한국조선해양 2021년 연간 수주 및 매출 계획 발표, 상선 40% 증가, 상선 수주 계획은 2021년 연간 142.8억불로 2020년 수주계획 101.3억불 대비 40.9% 증가된 계획, 2020년 수주계획은 3Q20 업황을 반영해 조정한 수치, 2020년 당초 계획은 148.1억불이며 2021년은 2020년의 당초 계획 수준으로 무리한 계획은 아니라고 판단
- 2020년 이례적으로 수주목표를 하향한 바 있음, 2021년 수주목표는 2020년 연초와 비슷한 수준, 코로나19 우려가 있지만 백신 기대로 발주는 11월부터 개선세
- 전일 문대통령은 신형 열차인 KTX-이음(EMU-260) 시승, 2029년까지 모든 디젤 여객기관차를 KTX-이음으로 대체하겠다고 밝힘, 현대로템은 철도부문 7.3조원의 수주잔고 보유, 2019년 철도부문 매출액은 1.3조원(내수 4,300억원 / 수출 8,700억원), 그동안 국내에서는 연간 5,000억원 ~ 1조원 수주를 지속, 국내 철도투자 증가 시 수혜 기대

이동현.dongheon.lee@daishin.com

REITs

글로벌부동산팀

# GLP J-REIT, 적극적인 물류 자산 편입을 통한 성장 기대

- 코로나19로 인하여 이커머스가 성장하면서 물류 리츠는 전반적으로 높은 임대율과 꾸준한 임대료 상승으로 안정적인 실적과 꾸준한 배당 성장을 시현 이에 더해 GLP J-REIT(3281 JT)는 스폰서를 통한 지속적인 우수한 자산 편입으로 외형 성장이 기대. 3가지 투자포인트에 주목

### [스폰서를 통한 우수한 자산 편입, 지속적인 외형 성장 기대]

- GLP J-REIT의 자산 규모는 2013년 2,087억 엔에 불과했지만 2020년 상반기 기준 6,448억 엔으로 증가. 지난해 12월 7개의 자산을 추가 편입하면서 보유 물류 창고는 85개로 증가. 보유 자산의 84%가 도쿄와 오사카 지역에 위치해 있어 이커머스 성장의 수혜를 오히려 받을 수 있는 포트폴리오. 또한, 스폰서인 GLP 그룹을 통해, 21년에도 8개의 자산(총 750,000sq ft)의 편입이 예정 이 중 5개의 물류 창고는 이미 입차가 완료된 만큼, 자산 편입에도 안정적인 입차율 유지가 가능할 전망

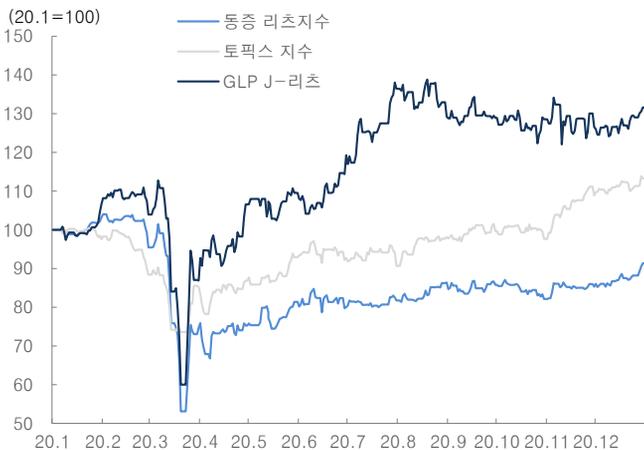
### [안정적인 임대료 상승과 우수한 입차율이 실적 성장을 견인]

- 2H20 기준 GLP J-REIT의 운영업이익(Net Operating Income, NOI)은 164억 엔으로 전기 대비 3.5% 성장. 신규 자산 편입에 따른 NOI 증가와 임대료 상승분이 반영된 결과, 입차율은 99.9%로 안정적인 수준을 유지하고 있으며, 입차인의 58%가 필수소비재 사업주로 구성되어 있기 때문에 임대료 지불 지연 가능성도 낮음. 또한, 코로나19에 따른 실물경제 위축에도 불구하고 주요 도심 지역에 위치한 8개의 자산(110,000sq ft)의 임대료가 5~10%가량 상승된 점을 고려하면, 향후에도 안정적인 임대료 수취는 가능할 전망

### [안정적인 배당 성장 기대]

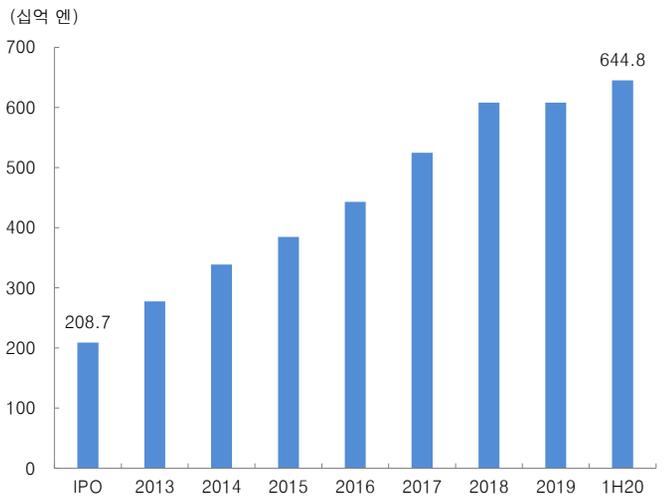
- GLP J-REIT은 반기 배당을 실시하며, 연평균 배당수익률은 3.6% 수준. 21년 상반기 주당 배당금 가이드는 2,887엔으로 전기 대비 2% 상향 제시. 부동산 매각에 따른 일회성 이익이 반영된 결과로, 이를 제외한 주당 배당금은 2.5% 하향. 다만, 물류 수요 증가에 따른 임대료 상승과 우수한 입차율 등을 고려했을 때, 앞으로도 안정적인 배당을 지급할 것으로 기대

GLP J-REIT 주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

GLP J-REIT AUM 추이



자료: GLP J-REIT, 대신증권 Research Center

## 2차전지

한상원

sangwon.han@daishin.com

투자의견

## Overweight

비중확대, 유지

## K-배터리, 이유 있는 기대감

## 11월 글로벌 전기차 판매 40.2만대(+86.8% YoY) 기록

- 지역별로는 중국 19.5만대(+71.1% YoY), 유럽 16.0만대(+172.6% YoY), 미국 3.3만대(+12.0% YoY) 등을 기록. 유럽과 중국에서의 고성장세가 지속되었으나 미국의 경우 여전히 상대적으로 더딘 성장세를 시현
- 테슬라가 5.2만대(+52.4% YoY)를 판매하며 점유율 27%로 1위를 유지. 테슬라는 지난 2일 4분기 판매량(인도대수)을 18.1만대로 발표했으며, 이는 연간 기준 50만대의 목표치를 달성(실제 499,550대)했음을 의미
- HEV 비중은 42.9%로 포함 시 11월 판매량은 70.3만대(+57.8% YoY)를 기록

## 11월 탑재 기준 글로벌 배터리 출하량 17.5GWh(+55.4% YoY) 기록

- 중국 전기차 시장의 회복세가 9월부터 50%를 상회하기 시작하면서 CATL이 가장 크게 수혜. 11월에도 글로벌 점유율 28%를 기록하며 1위를 차지
- 중국에서 생산/판매되는 테슬라 모델3에도 10월부터는 CATL의 배터리(LFP, 각형)가 LG에너지솔루션(NCM, 원통형)과 함께 탑재되기 시작. 11월 CATL이 차지하는 비중은 48%(vs. 10월 7%)까지 상승
- 한국 업체들의 출하량 성장은 LG에너지솔루션 +252%, 삼성SDI +71%, SK이노베이션 +371%으로 시장 성장세를 상회하는 고성장 지속
- LG에너지솔루션(점유율 21%)은 테슬라(중국 Model3), VW(ID.3), 르노(Zoe) 등 주요 고객사 중심의 호조세 지속 vs. SK이노베이션은 현대(Kona) 및 기아(NIRO)의 물량이 건조한 가운데 벤츠 PHEV의 판매도 양호 vs. 삼성SDI의 경우 아우디 E-tron이 출하량 성장을 견인하는 흐름이 지속

## CATL, 거기 딱 기다려!

- 전기차 및 2차전지 시장의 높은 성장성에 대한 기존의 전망과 긍정적인 시각을 유지: 2020년 코로나19에 따른 일시적 부진 이후 성장 재개 vs. 2021년 경기 부양 및 친환경 정책 강화에 기반한 고성장세 지속 예상
- 11월 CATL의 점유율이 상승하였으나 이는 1) 중국 시장의 성장세 회복, 2) 중국 테슬라 Model3 납품 등에 따른 단기적인 현상으로 판단
- 향후 유럽, 미국 등 선진국을 중심으로 성장성의 확대가 예상되기 때문에 상대적으로 한국 업체들의 강한 수혜를 기대
- 중국 테슬라의 경우도 2021년부터 판매될 ModelY에 LG에너지솔루션이 독점적으로 배터리를 납품할 예정. 현재 생산을 개시했으며 조만간 인도 시작 계획
- EVB 시장의 경우 과점적 구조(상위 5개사 합산 점유율 80% 내외)도 지속될 전망. 테슬라, VW, 현대차 등 주요 고객사로부터의 수주를 상위 업체들이 대부분 확보하고 있기 때문 vs. 특히 한국 업체들의 수주 비중이 70%에 육박
- 최근 언론 보도에 따르면 약 25조원 규모로 추산되는 현대차 E-GMP 3차 수주 물량도 SK이노베이션과 삼성SDI가 유력 추정(1Q21 중 확정 예상)
- 테슬라와 CATL의 EV/EBITDA(2021F)가 각각 81배, 63배에 이르는 등 전기차 및 배터리 산업의 성장성에 대한 글로벌 시장의 기대감도 여전
- 한국 2차전지 업종이 글로벌 Peer Group 대비 Valuation Discount의 요인이 없다고 판단하기에 매수 관점의 긍정적인 시각을 견지

# 산뜻한 출발

소재· 산업재 4Q20 Preview, 낮아진 기대치 대비 전반적으로 부합

- 소재· 산업재 섹터의 2020년 4분기 실적은 전체적으로 기대치에 부합. 해운·호조, 2차전지는 성장 지속. 육운, 화학은 수요 증가. 자동차, 기계, 건설은 무난. 정유, 조선, 항공은 바닥권

업종 선호도는 2차전지 > 자동차 = 화학 > 해운 > 육운 > 기계 > 건설 > 조선 > 정유 > 항공 순

- 운송: 해운업체들의 실적이 시장 기대치 상회할 전망. 육운은 코로나 재확산 영향으로 택배사들의 실적 양호. 현대글로벌비스는 당초 예상보다 부진 전망. 항공은 화물 양호, 여객 부진 지속

- 조선: 환율 하락으로 실적 부담 가중, 드릴십 수주잔고 상각 예상. 11월 이후 코로나19 백신 기대로 유가가 회복되며 발주 환경 개선

- 기계: 코로나19 회복 영향 지속, 환율도 부담, 실적은 전년동기 낮은 기저로 전반적인 선방. 방산주는 기계부품 부담이 지속되나 백신 기대 반영. 해외 수요 증가 기대. 건설장비주는 중국 호조와 인프라 코어 매각 기대. 미국 주택시장 호조 반영. 전력기계는 그린뉴딜 관련 기대감 반영

- 건설: 국내는 여전히 편안. 매출인식 증가와 낮은 원가를 지속. 해외는 코로나19에 따른 일부 공정 지연 및 총당금 설정 지속. 코로나19 재확산과 백신 기대 사이에서 해외플랜트 발주는 불확실. 국내 분양 증가 기대. 밸류에이션 메리트는 여전. 신사업에 대한 리레이팅도 반영

- 정유: 코로나19에 따른 수요 충격 이후 회복세 보이고 있으나 정제마진은 여전히 BEP를 하회하는 부진한 흐름 지속. 유의미한 마진 개선 시점은 2H21로 예상 vs. 4Q20 실적은 국제 유가 상승에 따른 재고 관련 이익, 긍정적 Lagging 효과 등으로 우려 대비 양호할 전망

- 화학: 계절적 비수기 진입에도 불구하고 역대 설비 트러블 발생으로 이례적인 시황 초강세를 시현. 합성수지의 양호한 시황이 이어지는 가운데 고무, 화섬 등 부진했던 제품군에서도 반등의 신호가 포착 vs. 태양광의 경우 폴리실리콘 가격이 하향 안정화됐으나 유리 가격 급등에 따른 부담은 여전

- 2차전지: 꾸준한 회복세를 보이던 글로벌 전기차/배터리 시장은 4분기에 들어서 성장세가 더욱 확대(전기차 +95%, EVB +72% YoY). 한국 업체들의 시장 성장 이상의 고성장세도 지속 vs. 다만 소재 업체들의 경우 메탈 가격 상승, 원/달러 환율 하락 등에 따른 단기 실적 부담 요인 존재

- 자동차: 3분기 대비 4분기 유럽지역 코로나19 재확산으로 판매량 다시 주춤 예상하며 환율 변동으로 인한 이익 감소 예상. 하지만, 현대차의 북미지역 GV80이 사전예약 2만대를 기록하는 등 차별화된 상품성과 경쟁력으로 성공적 런칭함. 최대 자동차 시장인 미국에서의 지속적 점유율 상승은 매우 큰 의미. 성공적 신차 효과를 통한 높은 수요로 재고 및 인센티브에서도 차별화 지속. 내년 초 북미지역 제네시스 라인업 완성 및 현대/기아차 다수의 전용 전기차 출시예정으로 글로벌 완성차 중 전기차로의 전환 빠른 전망

산업별 Top-Pick: HMM(해운), 현대글로벌비스(육운), 한국조선해양(조선), 두산밥캣(기계), 현대건설(건설), LG화학(화학/2차전지), 한화솔루션(화학/태양광), SK이노베이션(정유/2차전지), 에코프로비엠(2차전지 소재), 천보(2차전지 소재)

# 두산 인프라코어 (042670)

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

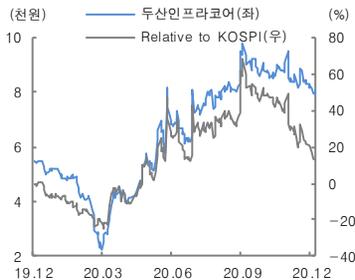
투자 의견 **BUY**  
매수, 상향

6개월  
목표주가 **9,000**  
상향

현재주가  
(20.12.30) **7,920**  
기기업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	1,710십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	1,080십억원
52주 최고/최저	9,490원 / 2,535원
120일 평균거래대금	904억원
외국인지분율	4.59%
주요주주	두산중공업 외 8 인 35.00% 국민연금공단 6.94%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.1	-9.7	9.2	42.7
상대수익률	-12.6	-26.8	-19.8	9.1



## 중국 호조 지속

### 투자의견 매수(BUY) 상향, 목표주가 9,000원 유지

- 투자의견을 매수(BUY)로 상향(기존 시장수익률(Marketperform))
- 목표주가 9,000원은 2021E EPS 692원(BW 5천억 반영)에 타깃 PER 13.0배
- 타깃 PER은 글로벌 건설장비 6사 평균 PER을 10% 할인 적용
- 최근 주가 하락에 따른 상승여력 확보로 투자의견 상향

### 4Q20 Preview 중국 호조, 엔진 부진 기조 유지

- 실적은 매출액 2조 392억원(+5% yoy) 영업이익 1,662억원(+20% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 부합, 영업이익 +7% 수준
- 밥캣 제외 실적은 매출액 8,996억원(+10% yoy) 영업이익 632억원(+50%)
- 컨센서스 대비 매출액 -5% 하회, 영업이익 +15%로 상회
- [Heavy(건설장비)] 중국 호조로 전년비 매출액 +15%, 영업이익 +116% 예상
- 동사 10월, 11월 중국 판매량은 3,110대(+35% yoy)로 증가
- [엔진] 매출액 1,241억원(-20% yoy), 영업이익 -5억원(-적전 yoy)로 부진
- 코로나19 영향으로 외부판매 감소, 밥캣 엔진 물량은 회복세

### 현대중공업지주로 매각, 중장기로는 시너지 기대

- 두산그룹의 두산중공업 자구안 이행으로 동사의 매각이 진행 중
- 현대중공업지주가 우선협상대상자로 선정, 1월에 확정될 것으로 전망
- 중국지회사 소송은 올해 완료 예정, 매각 시 두산그룹이 책임지는 것으로 언급
- 분할 시 밥캣 지분가치에 대한 재평가
- 중국시장 호조 지속, 흥수에 따른 복구 수요도 증가
- 중국시장에서의 선전, 신형시장 회복 기대는 긍정적

(단위: 십억원, %)

구분	4Q19	3Q20	직전추정	당사추정	4Q20(F)			1Q21		
					YoY	QoQ	Consens	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,947	1,928	2,039	2,039	4.8	5.7	2,051	2,113	5.2	3.6
영업이익	139	176	166	166	19.9	-5.7	155	185	2.3	11.5
순이익	15	43	26	26	72.0	-39.8	33	57	6.5	117.6

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	7,730	8,186	7,953	8,544	8,894
영업이익	848	840	678	788	912
세전순이익	616	603	462	561	688
총당기순이익	394	396	302	364	446
지배지분순이익	246	240	173	205	251
EPS	1,184	1,153	821	948	1,162
PER	6.4	4.8	9.7	8.4	6.8
BPS	9,210	10,677	11,527	12,145	13,267
PBR	0.8	0.5	0.7	0.7	0.6
ROE	14.0	11.6	7.4	8.1	9.1

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

# 제주항공 (089590)

양지환 jihwan.yang@daishin.com  
이재수 jane.lee@daishin.com

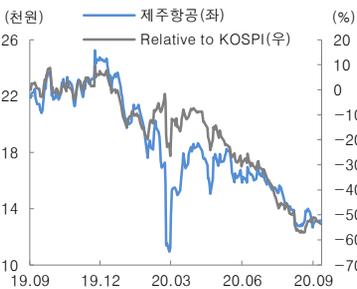
투자이견 **Marketperform**  
시장수익률, 유지

6개월 목표주가 **18,000** 상향

현재주가 (20.12.30) **18,350**  
운승업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	706십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	255십억원
52주 최고/최저	24,665원 / 10,942원
120일 평균거래대금	58억원
외국인지분율	1.54%
주요주주	AK홀딩스 외 3인 55.18% 제주특별자치도 5.30%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.9	40.1	14.0	-24.9
상대수익률	1.8	13.5	-16.4	-42.6



## Cash Burning 지속

투자이견 시장수익률 유지, 목표주가 18,000원으로 상향

- 목표주가 상향은 코로나 백신 개발 및 접종 시작으로 항공업에 대한 투자심리 개선과 주가 상승을 반영. 하지만 펀더멘털 대비 주가 과도한 수준으로 투자의견은 시장수익률 유지함
- 목표주가는 2022년 추정 BPS에 Target PBR 3.0배 적용. 2022년 PER 19배
- 국제여행객부문은 3분기와 유사한 상황. 국내여행 11월까지 전년동기대비 회복세를 보였으나, 12월 코로나 재확산에 따라 수요 급격히 둔화 중인 것으로 파악
- 국내 코로나 백신 접종이 시작되는 2분기부터 수요 점진적 회복 기대
- 3분기말 별도기준 현금성자산 약 700억원, 연결기준 100억원 보유. 4분기 가인기금 321억원 신청과 단기차입금 증대(3분기말 821억원, 12/18 1,382억원)
- 분기 EBITDA -250억원 내외, 이자비용 70억원 등으로 차입금 상환을 제외하더라도 약 300~350억원의 현금 소진 예상. 2021년 상반기까지 정부 지원 및 추가 차입 혹은 자본확충이 필요한 상황

2020년 4분기 영업손실 603억원으로 시장 기대치를 소폭 하회 전망함

- 제주항공의 2020년 4분기 실적은 연결기준 매출액 610억원(-80.3% yoy), 영업손실 603억원(적지 yoy), 지배주주 당기순손실 408억원(흑전 yoy) 전망
- 2020년 4분기 동사의 항공사업량은 **[국내선]** 매출액 460억원(-20.4% yoy), ASK 692백만Km(+7.0% yoy), RPK 625백만Km(+2.0% yoy), L/F 90.4%(-4.4pt yoy), Yield 73.6원/Km(-22.0% yoy) **[국제선]** 매출액 40억원(-98.2% yoy), ASK 46백만Km(-99.2% yoy), RPK 24백만Km(-99.5% yoy), L/F 52.6%(-31.6%pt yoy), Yield 165.5원/Km(+261.6% yoy)로 추정

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)			1Q21				
			작년추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	309	60	54	61	-80.3	2.4	61	66	-71.3	7.7
영업이익	-45	-70	-74	-60	적지	적지	-68	-58	적지	적지
순이익	-16	-67	-3	41	흑전	흑전	-36	-49	적지	적전

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,259	1,384	386	405	891
영업이익	101	-33	-281	-118	60
세전순이익	93	-47	-292	-140	34
총당기순이익	71	-33	-228	-109	26
지배지분순이익	71	-33	-228	-109	26
EPS	2,420	-1,131	-7,059	-2,838	681
PER	12.6	NA	NA	NA	26.5
BPS	13,059	11,103	9,859	5,432	6,113
PBR	2.3	2.2	1.8	3.3	3.0
ROE	19.9	-9.4	-70.9	-41.4	11.8

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

# 진에어 (272450)

양지환 jhwanyang@daishin.com  
이지수 jane.lee@daishin.com

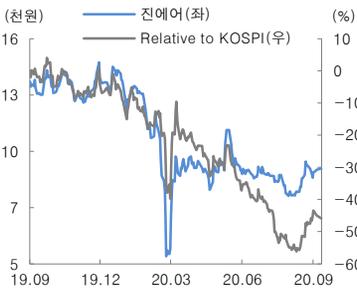
투자이견 **Marketperform**  
시장수익률, 유지

6개월 목표주가 **14,000**  
상향

현재주가 (20.12.30) **13,500**  
운송업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	608십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	60십억원
52주 최고/최저	14,572원 / 4,875원
120일 평균거래대금	41억원
외국인지분율	1.30%
주요주주	한진칼 외 3 인 56.39%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	24.4	45.2	45.7	-1.9
상대수익률	12.2	17.6	6.9	-25.0



## 재무상황 가장 안정적인 LCC

투자의견 시장수익률 유지, 목표주가 14,000원으로 상향

- 코로나 백신개발 및 접종 시작에 따른 투자심리 개선을 반영하여 목표주가 상향
- 2020년 4분기 영업손실은 약 454억원 수준 예상. 국제선 재개는 불투명한 상황에서 국내선 공급 및 수요증가로 3분기대비 소폭 적자폭 개선 추정
- 진에어는 10월 국내선 공급량 +60%(yoy), 11월 +110%(yoy)로 크게 확대하였으며, 국내선 수송은 10월 +25%(yoy), 11월 +70%(yoy) 증가한 것으로 알려짐
- B777-200 여객기 회물기로 전환하여 11월부터 운항 시작한 점도 타 LCC대비 차별되는 요인임
- 3분기말 현금성자산은 870억원, 11월 3일 유증대금 약 1,050억원 유입으로 경쟁 LCC대비 안정적인 현금 수준 유지
- 1년내 상환 예정인 차입금(단기차입금 및 유동성 금융리스 등) 1,350억원이며, 분기 EBITDA 약 -200억원과 이자비용 약 50억원 감안해도 경쟁사 대비 안정적인 수준

### 2020년 4분기 영업손실 454억원 전망

- 진에어의 2020년 4분기 실적은 매출액 577억원(-68.3% yoy), 영업손실 454억원(적자 yoy), 지배주주순손실 14억원(적자 yoy)로 전망함
- 2020년 4분기 항공 사업량은 [국내선] 매출액 487억원(-2.0% yoy), ASK 657백만 Km(+65.0% yoy), RPK 491백만Km(+32.0%(yoy), L/F 74.8%(-18.7%pt yoy), Yield 99.2원/Km(-19.00% yoy), [국제선] 매출액 47억원(-98.0% yoy), ASK 58백만Km(-98.0% yoy), RPK 24백만Km(-99.0% yoy), L/F 41.8%(-41.8%pt yoy), Yield 193.4원/Km(+300% yoy)로 추정

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)				1Q21			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	182	54	58	58	-68.3	7.9	55	60	-58.5	3.3
영업이익	-60	-49	-36	-45	적지	적지	-39	-42	적지	적지
순이익	-46	-46	-17	-1	적지	적지	-18	-38	적지	적지

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,011	910	278	355	834
영업이익	63	-49	-186	-91	75
세전순이익	62	-69	-185	-106	63
총당기순이익	44	-57	-152	-87	52
지배지분순이익	44	-57	-152	-87	52
EPS	1,332	-1,697	-4,343	-1,933	1,151
PER	13.0	NA	NA	NA	11.7
BPS	7,976	5,745	4,668	1,703	2,853
PBR	2.2	2.4	2.9	7.9	4.7
ROE	17.9	-24.7	-85.7	-72.4	50.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 진에어, 대신증권 Research Center

# HMM (011200)

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

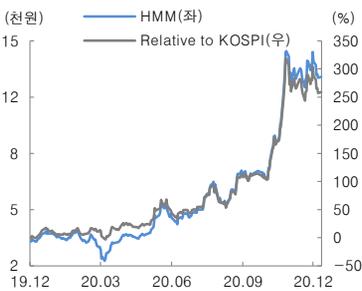
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **18,500**  
상향

현재주가 (20.12.30) **13,950**  
운송업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	4,558십억원
시가총액비중	0.23%
자본금(보통주)	1,634십억원
52주 최고/최저	14,400원 / 2,190원
120일 평균거래대금	707억원
외국인지분율	7.00%
주요주주	한국산업은행 외 1인 16.88%

주요수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.8	77.2	176.8	277.2
상대수익률	-7.0	45.6	110.4	196.0



## 운임 강세로 기대치 상회 전망

### 투자 의견 매수 유지, 목표주가 18,500원으로 8.8% 상향

- 목표주가 상향은 컨테이너 운임 상승을 반영한 4Q20 및 2021년 실적 전망치 상향에 따른. 2021년 추정 BPS에 Target PBR 2.1배 적용
- 4Q20 영업이익은 당사 예상치를 약 10% 이상 상회할 것으로 전망
- 2020년 4분기 SCF는 1,871.75pt(+57.2% qoq)이며, 주요 항로별 평균 운임은 1)Europe \$1,874.85/TEU(+93.7% qoq), 2)USWC \$3,899.38/FEU (+17.2% qoq)를 기록
- HMM의 각 항로별 수송량 및 SC(Service Contract)비중과 Match-back Ratio를 감안하여 추정된 4분기 평균 운임은 \$1,410/TEU~\$1,460TEU로 예상함
- 2021년에도 컨테이너업황에 대한 긍정적 시각 유지. 그 이유는 1)컨테이너 Supply Chain Disruption(Box부족, Port Congestion 등)이 2021년 1분기까지 지속, 2)2분기 Service Contract Renewal로 SC운임 상승, 3)2021년 코로나 팬데믹 완화에 따른 경기회복으로 물동량 증가세 지속 등임

### 2020년 4분기 매출액 1.81조원, 영업이익 4,424억원 예상

- HMM의 2020년 4분기 실적은 당사의 직전 추정 및 시장 기대치 상회 전망
- 2020년 4분기 실적 추정치 반영한 주요 해운 지수는 1)SCF 1,874.4pt, 2)BDI 1,370pt, 3)WS \$30.3/ton이며, 평균 원/달러환율은 1,118원/달러임
- 사업부문별 [컨테이너] 매출액 1조 6,494억원(+48.9% yoy), 영업이익 4,405억원(흑전 yoy), [벌크] 매출액 1,143억원(-40.3% yoy), 영업이익 17억원(-96% yoy) 추정
- 2020년 4분기 컨테이너 수송량은 1,041.7천TEU(+8.0% yoy), 평균운임은 \$1,416/TEU(+14.0% qoq)로 예상함

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)			1Q21				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,352	1,718	1,794	1,809	33.8	5.3	1,816	1,580	20.3	-12.7
영업이익	-35	277	402	442	흑전	59.7	395	269	흑전	-39.1
순이익	-86	25	-7	28	흑전	13.5	26	185	흑전	563.6

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,222	5,513	6,216	7,290	7,870
영업이익	-559	-300	856	1,584	1,553
세전순이익	-779	-587	16	1,748	1,233
총당기순이익	-791	-590	15	1,744	1,228
지배지분순이익	-791	-590	15	1,744	1,228
EPS	-2,521	-1,860	47	5,339	3,759
PER	NA	NA	276.1	2.4	3.4
BPS	3,311	3,434	3,505	8,749	12,450
PBR	1.1	1.0	3.7	1.5	1.0
ROE	-81.8	-55.5	1.4	87.5	35.5

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

# LIG 넥스원 (079550)

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

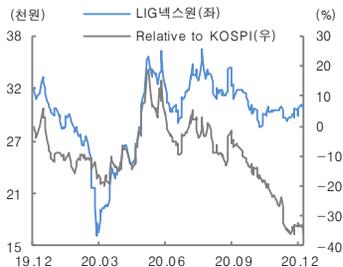
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **43,000**  
상향

현재주가 (20.12.30) **30,500**  
기계약종

KOSPI	2,873.47
시가총액	671십억원
시가총액비중	0.03%
지분금(보통주)	110십억원
52주 최고/최저	36,600원 / 16,100원
120일 평균거래대금	32억원
외국인지분율	5.56%
주요주주	엘이씨외 13인 47.05% 국민연금공단 12.67%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.7	-5.1	1.7	-3.5
상대수익률	-9.2	-23.1	-25.4	-26.2



## 수주의 계절

투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 43,000원으로 상향

- 목표주가를 43,000원으로 상향(기존 40,000원 +7.5%)
- 목표주가는 2020~22E 평균 EPS 3,032원에 타깃 PER 14.2배 적용
- 타깃 PER은 글로벌 방산/항공기 업체 4사의 평균 PER을 10% 할증 적용

4Q20 Preview 환율 하락 대비 선방

- 4Q 실적은 매출액 4,851억원(+12% yoy) 영업이익 85억원(흑전 yoy) 전망
- 컨센서스 대비로는 매출액 부합, 영업이익 +33% 상회
- 3Q말 수주잔고 5,8조원(+8% yoy)으로 매출액은 무난한 증가
- 이익에서 환율 민감도가 크며 3Q 기말 환율은 -6% 하락
- 전년비 국내 수주에서 총당금 설정이 줄어들
- 영업외로는 이노와이어리스 지분이익 20억원 내외 반영

수주의 계절

- 신규수주는 3Q 누적 7,260억원(-3% yoy), 4Q에 수주가 몰림
- 2020년 연간 수주는 3조원 내외로 추정
- 연말 수주잔고는 8조원 내외까지 증가 전망(+29% yoy)
- 수주잔고 증가로 올해부터 중장기 매출 성장 지속
- 최근 KDDX 소나체계를 비롯 국내 방산에서만 3,728억원 수주 공시
- 이노와이어리스는 11월 콜옵션 매수(300억원 소요)로 최대주주 지위 획득
- 이노와이어리스(5G 포함 통신장비), 코드42(자율주행), LG전자와 드론 협력
- 웨어러블로봇 등 다양한 신사업 전개 및 민수와 방산 사이 확장성 보유
- 순수방산업체로 코로나19 영향이 적음

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	작년추정	4Q20(F)				1Q21		
				당사추	YoY	QoQ	Consens	당사추정	YoY	QoQ
매출액	433	412	485	485	12.0	17.6	507	402	14.4	-17.1
영업이익	-11	8	11	9	흑전	2.6	7	11	-	35.0
순이익	-15	13	9	8	흑전	-38.2	4	10	-	27.4

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,477	1,452	1,598	1,796	2,018
영업이익	24	18	51	63	104
세전순이익	11	14	64	71	114
총당기순이익	4	3	55	56	90
지배지분순이익	4	3	55	56	90
EPS	203	145	2,485	2,534	4,078
PER	182.3	218.3	12.2	11.9	7.4
BPS	29,552	28,817	30,707	32,655	36,147
PBR	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
ROE	0.7	0.5	8.4	8.0	11.9

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

# 한화시스템 (272210)

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

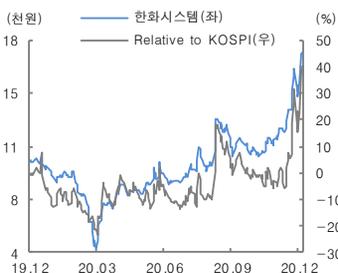
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월  
목표주가 **20,000**  
상향

현재주가  
(20.12.30) **17,300**  
기대업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	1,907십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	551십억원
52주 최고/최저	17,300원 / 4,730원
120일 평균거래대금	164억원
외국인지분율	2.45%
주요주주	한화에어로스페이스 외 7 인 62.44% 헬리오스에스앤씨 유한회사 7.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	40.1	51.8	95.3	67.1
상대수익률	26.3	22.9	43.3	27.8



## 방산 매출 급증, 사업은 날아오른다

투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 20,000원으로 상향

- 목표주가를 20,000원으로 상향(기존 16,000원 +25.0%)
- 목표주가는 20221E EPS 996원에 타깃 PER 20배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 방산업체 3사와 국내 SI업체 4사의 평균 PER을 50% 할증
- 에어택시, 인공위성 안테나 등 신사업에 대한 가치 반영

### 4Q20 Preview 방산 매출 급증

- 4Q 실적은 매출액 6,439억원(+38% yoy) 영업이익 282억원(+17% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 부합, 영업이익+11% 상회
- [방산] 매출액 5,022억원(+52% yoy), 영업이익 261억원(+8% yoy) 전망
- IFF 성능개량, 425 위성사업, TICN 등 주요 사업 반영. 코로나19 영향 미미. 정비사업 일부 완료로 영업이익률은 5.2%로 감소(3Q20 11.6%, 4Q19 7.3%)
- [ICT] 매출액 1,417억원(+9% yoy) 영업이익 21억원(흑전 yoy) 전망
- 4Q는 인센티브 집중으로 이익은 감소, 코로나19로 비용절감은 지속
- 자회사 투자손실 확대. 한화페이저는 연결 반영 20억원 내외, 오버에어는 영업외인식 10억원 내외 인식

### 사업은 날아오른다

- KDDX 전투체계 및 다기능레이더 개발사업(5,387억원), 방공지휘통제정보체계 2차 양산 수주(1,845억원), TICN, KF-X 레이더 등 방산부문 중장기 성장
- 오버에어 지분 30%(약 300억원) 확보, 에어택시 시장의 한 축을 담당
- 한화페이저 지분 100%(150억원 투자), 저제도 인공위성 안테나 시장 진입
- 최근 미국 위성안테나 업체 카이메타(Kymeta) 지분 9%(332억원) 투자
- 이외 SI, 블록체인, 데이터센터, 태양광 등의 투자로 그룹 내 ICT 성장산업 담당

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	직전추정	당사추정	4Q20(F)			1Q21		
					YoY	QoQ	Consens	당사추정	YoY	QoQ
매출액	NA	380	644	644	NA	69.6	649	309	9.3	-52.1
영업이익	NA	45	37	28	NA	-36.8	25	17	55.1	-40.0
순이익	NA	31	34	24	NA	-23.3	18	13	33.2	-46.7

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,129	1,546	1,629	1,874	2,075
영업이익	45	86	102	132	147
세전순이익	42	82	98	128	140
종당기준이익	41	73	78	102	110
지배지분순이익	41	73	78	102	110
EPS	556	706	707	924	996
PER	0.0	14.7	21.8	16.7	15.5
BPS	11,072	9,375	9,182	9,796	10,482
PBR	0.0	1.1	1.7	1.6	1.5
ROE	7.2	8.1	7.9	9.7	9.8

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

# LS ELECTRIC (010120)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **70,000**  
상향

현재주가 (20.12.30) **63,100**  
가계업종

## 무난한 실적 전망, 그린뉴딜 수혜주

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가를 70,000원으로 상향

- 목표주가를 70,000원으로 상향(기존 65,000원 +7.7%)
- 목표주가는 2021E EPS 4,278에 타깃 PER 16.5배를 적용
- 타깃 PER은 과거 4년 평균 PER을 10% 할증, 해외 비교업체와 비슷한 수준
- 내년 설비투자 증가 기대, 신재생에너지 관련 밸류체인에서의 다양한 입지 구축

### 4Q20 Preview 무난한 실적 전망

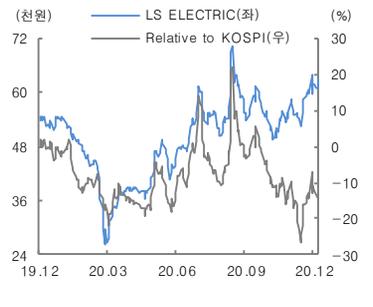
- 4Q 실적은 매출액 6,499억원(-7% yoy) 영업이익 442억원(+2% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 +4% 상회, 영업이익 부합하는 수준
- 매출액은 계절적 성수기, 코로나19로 일부 물량 지연
- 영업이익에서는 특별한 일회성이 없는 것으로 추정. 매출 회복에 따른 개선세

### 그린뉴딜로 수혜주

- 중저압 전력기기 관련 국내에서 독보적인 입지 구축, 2021년 전방산업의 설비투자 회복으로 실적 개선 기대(21년 영업이익 1,748억원(+20% yoy) 전망)
- 그린뉴딜 관련 10대 대표 과제에 대부분 해당
- 두산퓨얼셀, 한화파워시스템과 연료전지 연계형 도시가스 감압발전 협업
- 일본에서 해상풍력 초고압송전(HVDC) 사업 진행 중
- 저압부품 관련 국내 과점적 지위, 전력과 자동차 분야에서 확고한 입지
- 자동화, 전력효율화, ESS, 전기차, HVDC 등 그린뉴딜의 직간접 수혜주

KOSPI	2,873.47
시가총액	1,893삼억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	150삼억원
52주 최고/최저	70,200원 / 26,100원
120일 평균거래대금	112억원
외국인지분율	14.16%
주요주주	LS 46.00% 국민연금공단 13.41%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.5	11.7	31.7	15.6
상대수익률	3.3	-9.5	-3.3	-11.6



(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)				1Q21			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consens	당사추정	YoY	QoQ
매출액	699	559	650	650	-7.0	16.4	623	616	-3.1	-5.3
영업이익	43	22	44	44	2.3	102.8	44	43	5.7	-3.3
순이익	13	19	30	30	131.7	62.2	32	31	42.6	1.4

(단위: 십억원 원, %)

영업실적 및 주요 투자지표	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,485	2,347	2,442	2,558	2,697
영업이익	205	169	145	175	186
세전순이익	178	147	134	172	186
총당기순이익	132	103	95	128	139
자비지분순이익	132	104	95	128	139
EPS	4,385	3,462	3,173	4,278	4,648
PER	11.2	15.8	19.9	14.7	13.6
BPS	43,150	45,353	47,432	50,600	54,125
PBR	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2
ROE	10.8	7.8	6.8	8.7	8.9

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

# 효성중공업 (298040)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

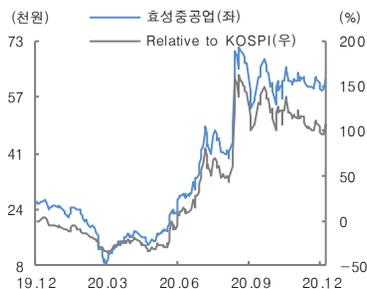
6개월 목표주가 **78,000**  
상향

현재주가 (20.10.05) **62,200**

기기업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	580십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	71,500원 / 8,750원
120일 평균거래대금	205억원
외국인지분율	6.63%
주요주주	효성 외 6 인 54.18%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.3	10.1	115.2	133.4
상대수익률	-9.5	-10.8	57.9	78.5



# 중공업이 좋아진다, 2021년은 신사업 부각

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 78,000원으로 상향

- 목표주가를 78,000원으로 상향(기존 74,000원 +5.4%)
- 목표주가는 2021E EPS 7,786원에 타깃 PER 10배를 적용
- 타깃 PER은 전력과 건설 비교업체 평균치를 가중 적용
- 전력부문의 턴어라운드, 건설산업 비교업체의 밸류에이션 상황을 반영

## 4Q20 Preview 중공업이 좋아진다

- 4Q 실적은 매출액 8,713억원(-13.0% yoy) 영업이익 460억원(+59%) 전망
- 컨센서스 대비로는 매출액 부합, 영업이익 +11% 상회
- [중공업] 매출액 -6% yoy, +40% qoq, 영업이익 흑전 yoy, opm 4.5% 전망
- 코로나19 영향 여전 계절적 성수기, 구조조정 효과 반영, 일회성 반영 없음
- [건설] 매출액 -22% yoy, +21% qoq, 영업이익 -56% yoy, +105% qoq
- 수주공백 시기, 이연물량 반영, 예상 영업이익률은 6.5%

## 2021년은 신사업 모멘텀 부각

- [중공업] 1Q20 영업적자 -766으로 구조조정과 미국 반덤핑 관세 마무리
- 2021E 중공업 부문 영업이익 685억원 기대
- [건설] 업황 침체로 3Q20이 바닥, 2021년부터 점진적 개선
- 시공 위주의 안정성으로 건설 부문 6% 영업이익률 유지 가능
- [2021년 신사업] 데이터센터 GTT와 JV 이후 착공 가시화, 수소사업 린데와 JV, 수소충전소 발주 증가, 풍력기자재 관련 국내에 공장 설립 예정 등 다양한 모멘텀 보유, 전체 투자금은 1천억원 내외로 추정되며 차입으로 감내 가능

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	직전추정	당사추정	4Q20(F)			1Q21		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,001	661	871	871	-12.9	31.9	876	775	21.4	-
영업이익	29	21	46	46	58.8	113.	42	39	흑전	-
순이익	27	17	20	20	-26.1	17.6	21	17	흑전	-

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,180	3,781	3,021	3,322	3,545
영업이익	50	130	69	159	208
세전순이익	4	56	16	102	148
총당기순이익	2	16	6	77	112
지배지분순이익	2	13	6	73	106
EPS	352	1,409	647	7,786	11,395
PER	117.4	18.9	96.2	8.0	5.5
BPS	167,803	97,403	98,050	105,836	117,231
PBR	0.2	0.3	0.6	0.6	0.5
ROE	0.4	1.4	0.7	7.6	10.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

# HDC현대 산업개발 (294870)

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

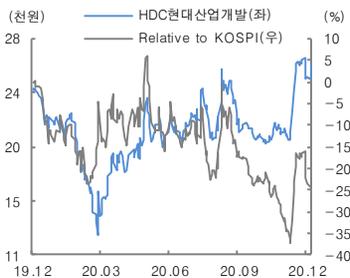
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **32,000**  
상향

현재주가 **26,100**  
(20.12.30)  
건설업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	1,720삼억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	330삼억원
52주 최고/최저	26,550원 / 12,600원
120일 평균거래대금	243억원
외국인지분율	9.91%
주요주주	HDC 외 7 인 41.48% 국민연금공단 13.09%

주가지수(%)	1M	3M	6M	12M
상대수익률	30.2	22.8	23.7	9.7
상대수익률	17.4	-0.5	-9.2	-16.1



## 매출 회복, 디벨로퍼 본색

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 32,000원으로 상향

- 목표주가를 32,000원으로 상향(기존 30,000원, +6.7%)
- 목표주가는 2021E BPS 44,078원에 타깃 PBR 0.7배 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 마진이 좋은 자체사업 비중이 건설 중 가장 높음

### 4Q20 Preview 매출 회복

- 4Q 매출액 1조 114억원(-0% yoy) 영업이익 1,392억원(-13% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 +8%, 영업이익 +16% 상회
- 매출액, 수원 영통 3단지, 대전 아이파크시티 등이 반영되며 회복세
- 영업이익, 일부 비용 증가로 기대치 하회 전망

### 디벨로퍼 본색

- 2020년 분양은 자체사업 3천세대 내외를 포함 1.5만세대 내외를 기록
- 2019년 분양은 6,500세대로 큰폭의 회복세
- 2021년은 2만세대 내외를 기대. 광운대, 인천 용현/학익, 인천신항, 의정부, 공릉 등 자체사업이 증가하며 턴어라운드 기대
- 아시아나항공 인수 무산으로 확보된 자금 여력도 긍정적
- 디벨로퍼 본색을 드러낼 2021년

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)			1Q21				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,015	812	1,041	1,011	-0.4	24.5	938	947	-5.9	-6.4
영업이익	160	133	112	139	-13.4	4.7	120	119	-13.2	-14.2
순이익	102	-75	79	98	-4.0	흑전	89	84	-20.0	-14.2

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,793	4,216	3,787	3,994	4,327
영업이익	318	551	556	553	604
세전순이익	325	559	332	535	579
총당기순이익	230	414	229	386	417
자비자분순이익	230	414	229	386	417
EPS	6,848	8,239	3,736	5,850	6,326
PER	6.5	2.9	7.0	4.5	4.1
BPS	54,949	44,448	41,610	44,078	49,965
PBR	0.8	0.5	0.6	0.6	0.5
ROE	24.9	20.3	9.6	14.1	13.5

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

# 포스코케미칼 (003670)

한상원 sang.won.han@dashin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**120,000**

상향

현재주가

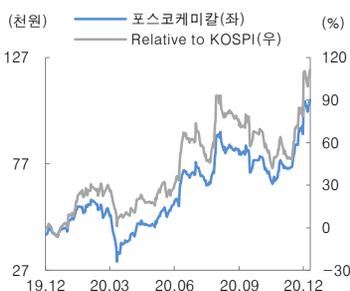
**104,000**

(20.12.30)

2차전지/IT에너지 및 부품업종

KOSPI	2772.18
시가총액	6,526십억원
시가총액비중	0.41%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	107,000원 / 31,068원
120일 평균거래대금	595억원
외국인보유율	7.36%
주요주주	포스코 외 4 인 63.03%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	42.3	25.0	57.0	137.7
상대수익률	30.7	8.8	20.8	88.2



## 길게 보면 더욱 매력적

### 투자 의견 매수 유지, 목표주가 120,000원으로 상향

- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출 vs. 2022년 기준 목표 PER 74배에 해당 : 에너지소재(2차전지) 사업의 가치가 8.3조원으로 절대적인 비중을 차지하며, 해당 가치 평가의 상향 조정이 목표주가 상승의 주된 이유
- 참고로 목표주가는 RIM Valuation 기준 영구 성장률 9%를 적용한 수준과 동일
- 2030년 에너지소재 사업의 매출 목표는 23조원으로 생산능력을 양극재 40만톤(vs. 현재 4.0만톤), 음극재 26만톤(vs. 현재 4.4만톤)까지 확대할 계획
- 다만 Capa 확장을 감안해도 이를 통해 창출되는 매출 규모는 13조원 수준으로 예상되기에 포스코 그룹 차원에서 2차전지와 관련된 신사업 추진을 기대
- 2차전지 업종 내 투자 매력도는 상대적으로 높지 않다고 판단(높은 Valuation)되나 미래 성장성에 기반한 중장기 투자전략은 유효

### 4Q20 영업이익 266억원(+37% QoQ)으로 시장 기대치 부합 전망

- 4분기 영업이익은 전분기 대비 37.2% 증가한 266억원을 기록하며 시장 기대치(253억원)에 부합할 전망
- 에너지소재 사업의 매출액이 1,766억원(+167% YoY, +16% QoQ)을 기록할 전망. 양극재와 음극재 각각 1,287억원(+256% YoY), 479억원(+56% YoY) 추정
- 에너지소재 내에서도 광양 2공정(NCM 2.5만톤) 가동 효과가 반영되고 있는 양극재가 음극재 대비 가파른 매출 성장세를 시현
- 메탈 가격 상승에 따른 단기 원가 부담은 존재하나 매출 성장에 따른 고정비 부담 완화의 효과가 더 클 것으로 예상. 신규 공장 가동 이후 악화됐던 수익성의 회복을 의미(4Q20 양극재 수익성 BEP 근접 추정)
- 내화물, 리튬케미칼 등 기존 철강 관련 사업도 전방산업 개선에 따른 매출 회복과 수익성 개선을 기대(실적 정상화 양상)

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	직전추정	4Q20(F)				1Q21		
				당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	387	389	458	426	102	9.7	459	450	16.1	5.5
영업이익	23	19	32	27	14.4	37.2	25	31	94.4	16.7
순이익	15	7	20	14	-3.1	112.7	16	23	61.1	57.4

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,384	1,484	1,543	1,861	2,029
영업이익	106	90	66	138	170
세전순이익	177	113	39	127	162
총당기순이익	133	101	28	98	126
지배지분순이익	132	101	28	98	126
EPS	2,098	1,568	432	1,222	1,548
PER	28.5	29.5	247.5	87.6	69.1
BPS	11,902	15,481	15,407	28,198	28,800
PBR	5.0	3.0	6.9	3.8	3.7
ROE	19.0	11.6	2.8	6.0	5.5

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

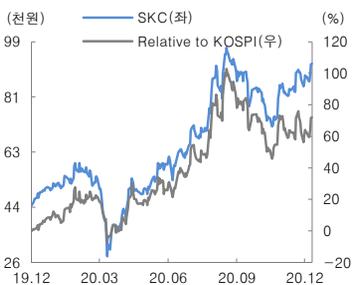
# SKC (011790)

한상원 sangwon.han@dashin.com

투자이견 BUY  
매수, 유지  
6개월 목표주가 125,000  
상향  
현재주가 (20.12.30) 94,000  
2차전지/IT에너지 및 부품업종

KOSPI	2,772.18
시가총액	3,446십억원
시가총액비중	0.22%
자본금(보통주)	189십억원
52주 최고/최저	97,000원 / 28,050원
120일 평균거래대금	347억원
외국인지분율	7.96%
주요주주	SK 외 6 인 41.55% 국민연금공단 11.17%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.2	3.5	58.5	93.7
상대수익률	1.2	-9.9	22.0	53.3



## 해외 거점 진출로 성장 로드맵 가시화

투자이견 매수 유지, 목표주가 125,000원으로 상향

- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출 vs. 2021년 기준 목표 PER 33배에 해당
- 모빌리티(동박) 사업의 가치 상향을 반영하여 목표주가를 기존 대비 6% 상향
- 참고로 목표주가는 RIM Valuation 기준 연구 성장률 7%를 적용한 수준과 동일
- 2021F PER 24배에 불과해 가장 저평가된 2차전지 소재 업체에 해당. 2021년 동박 증설의 일시 공백기에 해당하나 가동률 상향을 통한 매출 성장의 여력은 충분. 더욱이 2022년 약 2만톤 규모의 신규 공장(5~6공장) 가동 예정
- KCFT 인수 당시 증설 계획 고려하면 향후 매년 2만톤/년 규모의 증설 진행 예상. 국내(정읍) 6공장 이후 동남아, 유럽 등 해외 거점 진출 본격화를 기대

4Q20 영업이익 587억원(+6% QoQ)으로 시장 기대치 부합 전망

- 4분기 영업이익은 전분기 대비 6.1% 증가한 587억원을 기록하며 당사 기준 추정치(535억원)를 소폭 상회하고 시장 기대치(626억원)에 부합할 전망
- 동박의 판매량 증대를 통한 매출 성장이 예상보다 가파르게 나타나고 있으며, 화학 사업의 수익성도 예상보다 견조한 점이 이익 추정치 상향 조정의 원인
- 동박 사업의 경우 매출액이 전분기 대비 25.7% 증가할 전망. 3분기부터 정읍 4공장 가동 효과가 본격적으로 나타나기 시작하면서 매출 성장세 지속
- 구리 가격 상승(+9% QoQ)에 따른 원가 부담은 존재하나 동박 제품 가격 역시 강세(수출 단가 +8% QoQ)를 보이고 있어 수익성은 유지될 전망
- 화학(OP -10% QoQ)의 경우 정기보수에 따른 일회성 요인을 감안하면 감익은 불가피하겠으나 연말 예상보다 강한 시황이 감익폭을 제한 vs. Industry 소재(OP -33% QoQ)의 경우 계절적 비수기 영향에 매출액 및 이익 감소

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)		1Q21					
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	660	676	717	802	21.4	18.5	787	765	15.7	-4.5
영업이익	30	53	54	59	95.0	11.6	63	73	165.5	24.2
순이익	6	3	-16	-2	작전	작전	31	34	-57.2	흑전

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,768	2,540	2,791	3,333	3,795
영업이익	201	155	191	295	352
세전순이익	182	73	253	230	312
총당기순이익	141	67	97	173	244
지배지분순이익	121	60	77	145	210
EPS	3,213	1,591	2,052	3,819	5,535
PER	11.1	32.1	44.7	24.0	16.6
BPS	40,835	41,542	52,312	54,725	59,293
PBR	0.9	1.2	1.8	1.7	1.5
ROE	8.1	3.9	4.4	7.2	9.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: SKC, 대신증권 Research Center

# 천보 (278280)

한상원 sangwon.han@daisin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

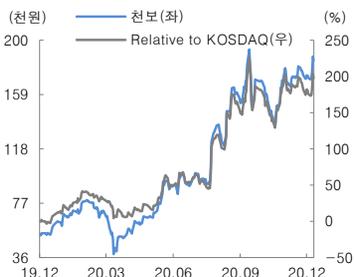
6개월 목표주가 **230,000**  
상향

현재주가 **182,400**  
(20.12.30)

2차전지/IT에너지 및 부품업종

KOSDAQ	947.24
시가총액	1,847십억원
시가총액비중	0.58%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	193,000원 / 38,400원
120일 평균거래대금	443억원
외국인지분율	5.75%
주요주주	이상열 외 16 인 56.98%

주요수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.0	1.8	91.8	248.5
상대수익률	-2.9	-4.5	49.3	138.7



# 테슬라도 사용하는 전해질 첨가제

투자의견 매수 유지, 목표주가 230,000원으로 상향

- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출 vs. 2022년 기준 목표 PER 40배에 해당 RIM Valuation 기준으로는 영구 성장률 3%를 적용한 수준과 동일
- 2차전지 소재 사업의 실적 추정치 변경에 따른 가치의 상승을 반영하여 목표주가도 기존 대비 15% 상향 조정
- 2021~23년 연평균 100%에 이르는 이익 성장이 높은 Valuation Multiple을 합리화. 단기 실적 변동보다 미래의 성장성이 상대적으로 더 중요한 이유
- 중장기 생산능력 목표는 12천톤/년으로 현재(1.8천톤/년) 대비 6.5배 증가 계획. 2021년 상반기까지 4천톤/년의 Capa 확보 예정
- 배터리 성능 개선을 위한 첨가제의 중요성 점차 확대 추세. 고객사 요구에 대응한 대규모 증설 추진으로 매출 성장의 가시성은 매우 높다고 판단

4Q20 영업이익 78억원(+10% QoQ)으로 시장 기대치 부합 전망

- 4분기 영업이익은 전분기 대비 10.4% 증가한 78억원을 기록하며 당사 기준 추정치(77억원) 및 시장 기대치(82억원)에 부합할 전망
- 2차전지 소재 사업의 매출액은 238억원(+34% QoQ, +84% YoY)으로 예상. 3분기부터 LIFS(F)의 판매량 회복세가 나타나고 있으며, 하반기에 280톤/년 규모(기존 Capa 대비 약 40% 수준)의 증설을 진행 vs. LIDFOP(D), LIBOB(B) 등 상대적으로 신규 제품에 해당하는 제품군의 물량 확대도 지속 추정
- 영업이익은 42억원(+40% QoQ, +35% YoY)으로 매출액과 동반 성장하며 전사 이익 기여도가 53%에 이를 전망. 신규 공장 가동 이후 수익성 둔화했으나 판매량 증가와 매출 성장이 이어지면서 수익성 회복 국면에 진입
- 2차전지 소재 사업의 실적 기여도(매출 및 이익 비중)는 2020년 약 절반 수준까지 확대되었으며, 2022년 80%까지 추가적인 상승을 예상

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)				1Q21			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	34	38	41	42	25.6	10.5	42	50	29.2	17.6
영업이익	7	7	8	8	12.3	10.4	8	10	41.6	30.4
순이익	6	6	5	5	-11.1	-6.3	6	7	17.2	39.6

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	120	135	153	248	388
영업이익	27	27	28	49	79
세전순이익	27	28	28	46	74
총당기순이익	23	23	22	36	58
지배지분순이익	23	23	22	36	58
EPS	2,829	2,343	2,215	3,600	5,799
PER	0.0	26.3	83.4	51.3	31.8
BPS	13,450	21,412	22,975	26,279	31,782
PBR	0.0	2.9	8.0	7.0	5.8
ROE	24.5	14.5	10.1	14.6	20.0

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

# SK 이노베이션 (096770)

한상원 sangwon.han@daijin.com

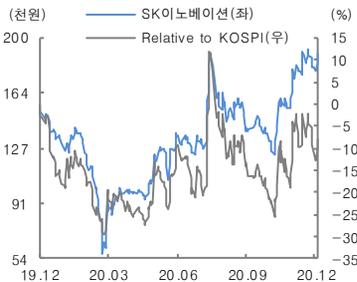
투자이견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **240,000**  
상향

현재주가 **190,000**  
(20.12.30)  
정유업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	17,739십억원
시가총액비중	0.91%
자본금(보통주)	462십억원
52주 최고/최저	192,000원 / 57,300원
120일 평균거래대금	1,602억원
외국인지분율	24.31%
주요주주	SK 외 1 인 33.41% 국민연금공단 10.57%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.8	36.7	45.0	26.7
상대수익률	-1.0	10.7	6.4	-3.1



## 머지않은 Valuation 재평가

### 투자이견 매수 유지, 목표주가 240,000원으로 상향

- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출 vs. 목표 PBR 1.5배 수준에 해당
- 사업 부문별로는 정유 9.0조원, 화학/유탄유 6.8조원, EVB/소재 13.8조원, 순차 입금 10.8조원 등으로 전기차 관련 사업의 가치 중요성이 확대
- 참고로 기존 사업(정유/화학/유탄유/E&P)의 경우 순수 정유사인 S-O에의 기업 가치 대비 20%의 프리미엄을 적용한 결과와 동일
- 배터리 사업가치는 흑자 전환이 예상되는 2023년을 기준(현가화)으로 산출했으며, 2025년 예상 Capa 대비 8백억원/GWh(vs. 동종사 2천억원/GWh)에 불과
- 가장 저평가된 배터리 셀 업체로 소송 관련 불확실성 해소 시 Valuation 재평가와 함께 급격한 주가 상승을 기대. 최종 판결의 결과를 예단하기는 어려우나 판결 이후 양사의 합의가 전개될 가능성 높다고 판단

### 4Q20 영업이익 -1,891억원(적지 QoQ)으로 시장 기대치 하회 전망

- 4분기 영업이익은 -1,891억원을 기록하며 시장 기대치(-1,337억원)를 하회하겠으나 유가 상승 덕분에 당사 기존 추정치(-2,433억원)는 상회할 전망
- 정유 부문의 경우 전분기 대비 적자 전환 예상. 재고 관련 손익이 0.3천억원으로 기존 예상치는 상회하겠으나 전분기(3.0천억원) 대비로는 대폭 감소하기 때문(총평균법을 적용하여 11~12월 유가 상승은 1Q20에 반영될 전망)
- 재고 관련 손익을 제외한 정유 사업부의 실질적인 이익의 경우도 정제마진이 여전히 BEP를 하회하고 있어 적자 흐름이 지속되고 있는 상황
- 화학/유탄유 사업은 전분기 수준의 실적이 예상되며, E&P의 경우 국제 유가 상승 덕분에 수익성 회복을 기대
- 전기차 배터리(EVB) 사업은 물량 증가 효과는 지속되고 있으나 환율 하락에 따른 부정적 효과로 매출액이 5.2천억원을 기록할 전망

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)				1Q21			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	매출액	영업이익	순이익	
매출액	11,552	8,419	9,118	8,394	-27.3	-0.3	매출액	11,552	8,419	9,118
영업이익	111	-29	-243	-189	적전	적지	영업이익	111	-29	-243
순이익	-531	-24	-310	-87	적지	적지	순이익	-531	-24	-310

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	54,217	49,877	35,176	38,271	43,776
영업이익	2,103	1,269	-2,433	225	905
세전순이익	2,387	376	-2,610	-163	371
총당기순이익	1,699	66	-1,981	-113	287
지배지분순이익	1,651	-36	-2,021	-112	286
EPS	18,871	-455	-24,541	-1,375	3,455
PER	9.5	NA	NA	NA	52.2
BPS	193,382	186,398	156,397	155,358	157,792
PBR	0.9	0.8	1.2	1.2	1.1
ROE	9.1	-0.2	-12.6	-0.8	1.9

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

# S-Oil (010950)

한상원 sang.won.han@dashin.com

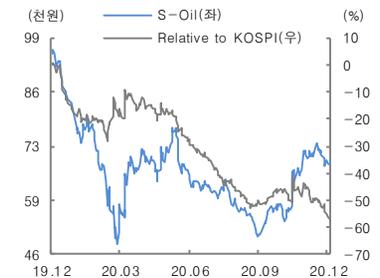
투자이견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **85,000**  
상향

현재주가 **69,200**  
(20.12.30)  
정유업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	7,946십억원
시가총액비중	0.41%
자본금(보통주)	281십억원
52주 최고/최저	95,300원 / 48,500원
120일 평균거래대금	291억원
외국인지분율	75.66%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 10 인 63.45% 국민연금공단 5.75%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.6	34.1	9.0	-27.4
상대수익률	-10.3	8.6	-20.0	-44.5



## 실적은 유가, 주가는 마진

### 투자이견 매수 유지, 목표주가 85,000원으로 상향

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 1.7배(vs. 기존 1.3배)를 적용
- 정유 업종의 상황 부진은 지속되고 있으나 백신 등에 따른 석유 수요 회복과 업황 정상화에 대한 기대감을 반영하여 목표 PBR을 상향 조정
- 목표 PBR 1.7배는 과거 5년의 평균적인 수준으로 업황 정상화에 대한 기대감을 반영한 Valuation에 해당함을 의미
- 기대감을 선반영하여 상승한 국제 유가보다는 정제마진 변화에 근거한 투자전략이 필요하다고 판단하며, 유의미한 반등 시점은 하반기로 예상

### 4Q20 영업이익 1,330억원(흑전 QoQ)으로 시장 기대치 상회 전망

- 4분기 영업이익은 1,330억원을 기록하며 전분기 대비 흑자 전환 달성 및 시장 기대치(554억원) 상회 전망
- 정유 부문의 손익 개선은 국제 유가의 상승 덕분. 정제마진은 여전히 BEP를 하회하고 있으나 유가 상승이 실적에 긍정적인 요인으로 작용했기 때문
- 시차(Lagging), OSP 등을 고려한 실질 마진은 전분기 대비 1.3달러/배럴 상승. Spot 마진은 전분기와 유사했으나 Lagging 효과가 2.7달러/배럴 개선된 덕분
- 그럼에도 여전히 실질 영업이익(정제마진 기반)은 적자 흐름이 지속 vs. 다만 유가 상승에 따른 재고 관련 이익 덕분에 4Q20 정유 부문 실적은 BEP 근접 예상
- 화학(OP +878억원 QoQ) 사업에서도 큰 폭의 이익 개선과 함께 흑자 전환이 예상. 정기보수 및 태풍 영향에서 벗어나며 가동 정상화. 특히 ODC(PP/PO)의 경우 4분기에도 이례적인 상황 강세 덕분에 수익성 크게 상승 추정

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)			1Q21				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	6,476	3,899	4,677	4,387	-32.3	12.5	4,278	4,387	-15.6	0.0
영업이익	9	-9	60	133	1,301	흑전	55	-26	적지	적전
순이익	48	30	6	141	195.6	365	41	-73	적지	적전

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	25,463	24,394	16,937	19,017	20,273
영업이익	639	420	-1,048	530	831
세전순이익	332	110	-1,150	233	557
총당기순이익	258	65	-776	183	427
자비분순이익	258	65	-776	183	427
EPS	2,266	573	-6,897	1,577	3,725
PER	43.1	166.2	NA	43.7	18.5
BPS	55,480	55,715	48,785	50,377	52,554
PBR	1.8	1.7	1.4	1.4	1.3
ROE	3.9	1.0	-12.7	3.2	7.1

주: EPS와 BPS, ROE는 자비분 기준으로 산출

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

# LG화학 (051910)

한상원 sangwon.han@dashin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **1,200,000**

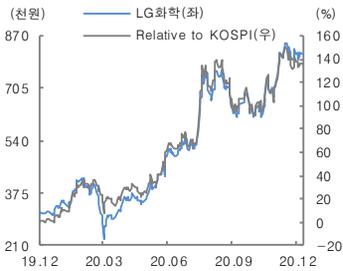
현재주가 **824,000**  
(20.12.30)

상향

화학업종

KOSPI	2,820.51
시가총액	60,290십억원
시가총액비중	3.10%
자본금(보통주)	353십억원
52주 최고/최저	846,000원 / 230,000원
120일 평균거래대금	4,226억원
외국인지분율	42.52%
주요주주	LG 외 3 인 33.37% 국민연금공단 9.98%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.4	24.3	66.1	161.8
상대수익률	-6.3	2.6	23.3	104.6



# 배터리 외에도 드러날 가치가 많다

## 투자의견 매수 유지, 목표주가 1,200,000원으로 상향

- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출했으며, 12MF PER 36배에 해당하는 수준 : 전지 70조원, 화학 22조원, 첨단소재 5조원 vs. 순차입금 10조원 등의 합산
- 목표주가 상향(기존 98만원)은 전지와 첨단소재의 가치 상승을 반영한 결과
  - 1) 전지의 경우 글로벌 전기차 시장 성장에 따라 Valuation 상승 국면이 지속. 중국 경쟁사 CATL의 경우 2021F EV/EBITDA가 50배에 근접한 상황
  - 2) 첨단소재의 가치도 5.3조원으로 기존(2.8조원) 대비 대폭 상향. 양극재의 성장성을 반영하여 2차전지 소재 업종의 Valuation을 함께 고려. 참고로 양극재 Capa 목표(2020년 4만톤→25년 17만톤)는 예코프로비엠과 유사한 규모

## 4Q20 영업이익 6,980억원(-23% QoQ)으로 시장 기대치 하회 전망

- 4분기 영업이익은 전분기 대비 22.6% 감소한 6,980억원을 기록하며 시장 기대치(8,293억원)를 하회할 전망
- 이는 여수 공장의 화재 사고(11월) 이후 가동 중단에 따른 기화손실(약 1.5천억원)이 반영된 결과로 이를 제외하면 시장 기대치에 부합하는 수준
- 석유화학(OP -26% QoQ)의 경우 시황 자체는 비수기 진입에도 불구하고 전분기 보다 더욱 좋아졌으나 1) 여수 가동 중단 기화손실, 2) 원/달러 환율 하락 등으로 전분기 대비 감소가 불가피할 전망
- 주력 제품인 ABS(글로벌 1위)의 경우 4분기에만 스프레드가 전분기 대비 190달러/톤 상승하면서 호황기(차화정 시기) 수준을 크게 상회하기 시작
- 전지 부문(매출액 +31% QoQ)의 경우 소형, 중대형에서 모두 성장 전망. 소형의 경우 IT 비수기에 해당하나 원통형 EV 매출 성장을 통해 이를 만회
- 이익 측면에서는 전분기 대비 수익성 악화(주로 소형에서 기인)가 불가피할 전망. 중대형에서도 ESS가 화재 사고 관련 충당금을 반영하며 적자가 이어질 전망

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)				1Q21			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	7,461	7,507	8,696	8,251	106	9.9	8,639	8,605	20.9	4.3
영업이익	-28	902	750	698	흑전	-22.6	829	838	254.5	20.1
순이익	-78	512	565	310	흑전	-39.5	542	547	2,493.8	76.5

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	28,183	28,625	29,422	37,708	44,413
영업이익	2,246	896	2,378	3,754	4,474
세전순이익	1,940	561	1,758	3,410	4,129
총당기순이익	1,519	376	1,345	2,567	3,106
지배지분순이익	1,473	313	1,225	2,413	2,874
EPS	20,687	4,317	16,656	33,884	40,355
PER	16.8	73.5	48.8	24.0	20.1
BPS	218,227	217,230	230,906	251,784	278,488
PBR	1.6	1.5	3.5	3.2	2.9
ROE	8.9	1.8	7.0	12.8	13.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: LG화학, 대신증권 Research Center

# 휴켄스 (069260)

한상원 sang.won.han@dashin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**30,000**

상향

현재주가

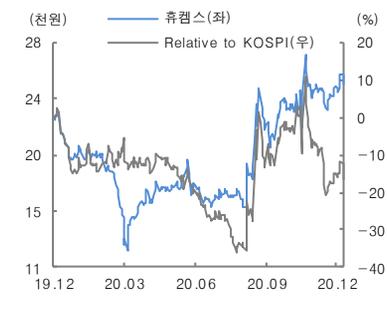
(20.12.30)

**25,650**

회차업종

KOSPI	2,820.51
시가총액	1,014십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	41십억원
52주 최고/최저	27,150원 / 12,250원
120일 평균거래대금	90억원
외국인지분율	8.65%
주요주주	태광산업 외 2 인 43.42% 국민연금공단 10.46%

주요지표(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.8	20.4	56.0	16.4
상대수익률	-5.9	-0.6	15.8	-9.0



## DNT 흑자 전환!

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 30,000원으로 상향

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 1.6배를 적용하여 산출
- 실적 추정 변경(2021F EPS +8%)을 반영하여 목표 PBR을 상향 조정함에 따라 목표주기도 기존 대비 7% 상향
- 2021년 영업이익은 1,503억원으로 전년 대비 55% 증가 전망. 실적 개선의 주된 원인은 TDI 스프레드 반등에 따른 DNT의 흑자 전환
- 탄소배출권의 경우 판매량 감소(-22% YoY)를 고려하여 전년 수준의 실적을 예상하나 하반기 이후 나타날 Spot 가격의 반등은 실적의 추가적인 개선 요인으로 작용할 전망(장기 공급 계약 종료로 ASP가 Spot 가격에 연동)

### 4Q20 영업이익 318억원(+83% QoQ)으로 시장 기대치 하회 전망

- 4분기 영업이익은 318억원(+83.0% QoQ)을 기록하며 당사 기존 추정치(355억원) 및 시장 기대치(350억원)를 하회할 전망
- 기존 대비 이익 추정치를 하향한 이유는 연말 성과급 등 일회성 비용(약 50억원 가짓)을 반영했기 때문. 이를 제외하면 시장 기대치에 부합하는 수준
- 전분기 대비 이익 증가는 1) 탄소배출권 판매와 2) 주력 제품인 DNT(TDI의 원재료)의 수익성 개선 덕분
- 탄소배출권의 경우 전분기에는 판매가 없었으나 4분기에는 100만톤(고정 50만톤+스팟 50만톤)을 판매. ASP(평균 판가)는 22천원/톤 내외으로 추산
- 탄소배출권 가격(KAU20 기준)은 코로나19 영향에 8월 17.8천원/톤까지 하락했으나 최근 25.7천원/톤(12월 평균)까지 회복한 상황
- DNT의 경우 수익성이 TDI 스프레드에 연동되는 구조인데, TDI 가격 급등 덕분에 전분기부터 수익성이 개선세. 4분기에는 흑자 전환 달성 추정
- TDI 가격 자체는 9~10월 급등 이후 4분기 들어서 조정 흐름을 보였으나 분기 평균 스프레드는 오히려 전분기 대비 183달러/톤 상승한 덕분

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	직전추정	당사추정	4Q20(F)			1Q21		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	163	137	145	148	-9.1	7.9	158	162	-9.7	9.6
영업이익	14	17	35	32	123.6	83.1	35	30	-4.0	-6.2
순이익	1	13	26	24	1,811	84.3	28	21	-13	-16

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	763	660	590	685	660
영업이익	139	106	97	150	155
세전순이익	141	101	99	148	153
총당기순이익	105	70	72	105	109
지배지분순이익	104	70	71	104	109
EPS	2,662	1,834	1,858	2,719	2,839
PER	9.1	11.5	13.3	9.1	8.7
BPS	15,836	15,970	16,780	18,337	20,115
PBR	1.5	1.3	1.5	1.3	1.2
ROE	17.0	10.8	10.6	14.5	13.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 휴켄스, 대신증권 Research Center

# 씨에스윈드 (112610)

한경래 kyungrae.han@daiashin.com  
이새롬 saerom.lee@daiashin.com

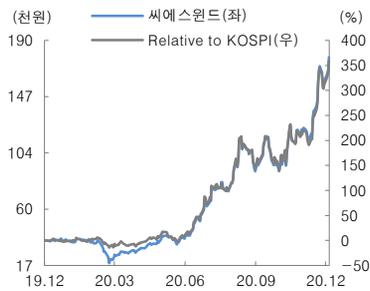
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **190,000**  
상향

현재주가 **177,000**  
(20.12.30)  
스몰캡

KOSPI	2873.47
시가총액	3,060십억원
시가총액비중	0.16%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	177,000원 / 18,684원
120일 평균거래대금	511억원
외국인지분율	8.27%
주요주주	김성권 외 21 인 52.38% 국민연금공단 7.98%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	45.8	88.3	344.3	391.1
상대수익률	31.5	52.6	226.0	275.6



## 확실한 시장 성장성, 차별적 수혜 가능

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 190,000원으로 상향

- 투자의견 매수, 목표주가 190,000원으로 상향. 목표주가는 2022년 예상 EPS 6,257원에 Target PER 30배 적용
- 주요 국가들의 신재생 에너지 정책 발표로 시장 전망 지속 상향. 해외 법인을 통한 글로벌 투자 수혜, 미국 법인 투자로 신규 성장 모멘텀 확보

### 4Q20 영업이익 298억원(+91% YoY) 전망

- 4Q20 매출액 2,933억원(+47.8% YoY), 영업이익 298억원(+90.6% YoY) 전망. 베트남, 중국, 말레이시아 등 주요 해외 법인의 생산 효율성 증가, 규모의 경제 효과로 영업이익률 전년 동기 대비 2.3%p 개선된 10.2% 예상
- 2020년 8조원 이상의 수주 확보로 기존 목표인 7조원 상회

### 2021년 글로벌 풍력 정책 발표로 시장 추정치 상향 기대

- 2021년 매출액 1조 1,914억원(+21.8% YoY), 영업이익 1,270억원(+24.6% YoY) 전망
- 주요 해외 법인 전반적인 업황 호조 예상
- 중국 법인: 4Q20 증설을 통한 해상 풍력 타워 생산 라인 구축, 육상 대비 높은 가격으로 이익률 개선 기대
- 터키 법인: 2020년 하반기 가동률 개선세, 2020년 매출액 약 500억원에서 2021년 800억원 이상 전망
- 대만 법인: 해상 풍력 프로젝트 수주 확보로 100% 수준의 가동률 전망
- 해외 법인을 통한 Capex 증설 및 원가 경쟁력 확보, 글로벌 고객사와의 네트워크 고려 시 시장 성장성 대비 더 큰 폭의 실적 성장 가능한 구조 마련

### 미국 투자에 따른 차별적 수혜 기대

- 미국 생산 법인 투자로 바이든 정부의 풍력 투자 확대에 차별적 수혜 가능
- 바이든 정부의 미국산 생산물 적극적 장려 정책에 부합. 현지 타워 업체 5~6 곳에 불과, 글로벌 타워 업체와의 합작 생산 공장 건설은 확실한 물량 담보 가능성 높음. 향후 구체적인 미국 진출 발표 시 그에 맞춰 중장기 실적 추정치 상향 가능

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	502	799	978	1,191	1,418
영업이익	33	60	102	127	157
세전순이익	7	40	90	123	148
총당순이익	7	35	70	97	117
지배지분순이익	6	32	67	91	108
EPS	343	1,846	3,852	5,266	6,257
PER	80.5	20.6	33.2	24.3	20.5
BPS	17,476	19,726	23,226	28,062	33,885
PBR	1.6	1.9	7.6	6.3	5.2
ROE	2.0	9.9	17.9	20.5	20.2

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

# 현대글로비스 (086280)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **210,000**  
유지

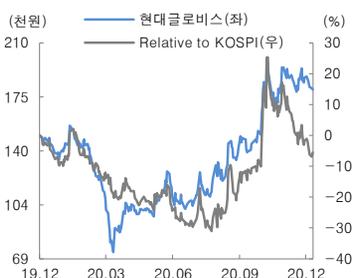
현재주가 **184,000**  
(20.12.30)

운송업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	6,900십억원
시가총액비중	0.35%
자본금(보통주)	19십억원
52주 최고/최저	200,500원 / 73,300원
120일 평균거래대금	507억원
외국인지분율	35.59%

주요주주 정익선 외 4인 39.35%  
Den Norske Amerikaline AS 12.04%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.4	27.8	81.3	28.7
상대수익률	-6.8	3.5	33.0	-1.6



## 회복은 속도의 문제일 뿐

### 투자의견 매수, 목표주가 210,000원 유지

- 2020년 4분기 실적은 당사의 직전 추정치 및 시장 기대치를 하회할 전망
- 3분기말부터 회복세를 보이던 현대 및 기아차의 해외공장의 가동률이 12월 전세계적인 코로나 확산에 따른 사회적거리두기 영향으로 재차 둔화되고 있기 때문
- 또한 10월 중순이후 달러약세에 따른 환율하락으로 CKD사업부문의 수익성에 부정적 영향을 주었을 것으로 추정됨
- 정의선 회장 취임에 따른 현대차그룹의 지배구조 개선 및 신사업 추진 기대감으로 상승세를 보이던 주가는 원화강세 및 해외공장 가동을 하락, 그리고 공정거래 3법 통과에 따른 대주주지분매각 우려로 조정국면이 지속되고 있음
- 하지만 2021년 코로나 백신 접종의 확산에 따른 경기회복시 완성차 판매회복에 따른 실적 개선에 대한 기대감은 유효함. 또한 공정거래 3법에 따른 영향도 제한적이라 판단함. 2021년 신사업 구체화 및 실적 개선에 따른 밸류에이션 확장국면 진입 예상

### 2020년 4분기 실적은 당사 직전 추정치 및 시장 기대치 하회 전망

- 현대글로비스의 2020년 4분기 실적은 매출액 4조 2,455억원(-11.6% yoy), 영업이익 1,831억원(-19.9% yoy), 지배주주순이익 1,668억원(-27.3% yoy) 전망
- 주요 사업부문별 추정 실적은 [국내물류] 매출액 3,989억원(+5.0% yoy), [해외물류] 매출액 1조 7,235억원(-10.0% yoy), [CKD] 매출액 1조 6,459억원(-13.5% yoy), [중고차 및 기타유통] 매출액 4,772억원(-21.2% yoy)로 추정
- 해외물류 중 완성차 해상운송부문은 4,668억원(-14.0% yoy), 건화물부문 1,645억원(-33.0% yoy), 기타해외물류 1조 922억원(-3.0% yoy)로 추정함

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	직전추정	당사추정	4Q20(F)			1Q21		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,802	3,668	4,371	4,246	-11.6	15.7	4,434	4,660	-0.9	9.8
영업이익	228	161	196	183	-19.9	13.4	197	214	10.0	17.1
순이익	229	162	116	167	-27.3	2.8	145	157	-2.3	-6.0

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	16,866	18,270	15,886	18,068	18,610
영업이익	710	877	670	851	837
세전순이익	626	727	796	829	816
총당기순이익	437	502	605	622	612
지배지분순이익	437	502	605	622	612
EPS	11,663	13,395	16,123	16,574	16,320
PER	11.1	10.7	11.3	11.0	11.2
BPS	113,605	124,541	137,164	150,238	162,908
PBR	1.1	1.1	1.3	1.2	1.1
ROE	10.6	11.2	12.3	11.5	10.4

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

# CJ대한통운 (000120)

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

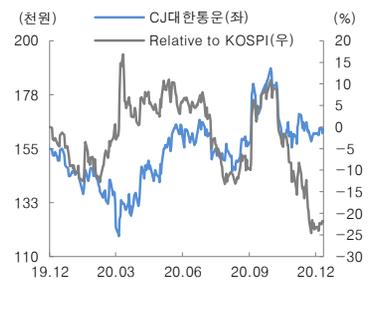
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **210,000**  
유지

현재주가 **165,500**  
(20.12.23) 운송업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	3,775십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	114십억원
52주 최고/최저	188,500원 / 118,500원
120일 평균거래대금	171억원
외국인지분율	21.14%
CJ제일제당 외 2 인 40.17%	
주요주주	국민연금공단 9.19%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.3	-6.8	5.1	6.8
상대수익률	-10.1	-24.5	-22.9	-18.3



## 단가 인상 발표전에 사자

### 투자의견 매수, 목표주가 210,000원 유지

- CJ대한통운의 2020년 4분기 실적은 당사 및 시장 기대치에 부합할 전망
- 2020년 4분기 택배 처리량은 453.2백만박스(+25.5% yoy) 기록 예상
- 국내 코로나 확진자수가 크게 증가하면서 11~12월 택배 물동량도 큰 폭으로 증가하고 있는 것으로 추정 (10월: +21.8%, 11월 +23.7%)
- 택배근로자 사망 사고와 이에 따른 분류인력 추가투입에 따른 비용증가 우려로 주가는 조정을 받고 있으나, 2021년 택배 단가 인상을 통해 실적 개선 전망함
- NAVER와의 지분스왑이후 양사의 포괄적 협력을 위한 논의는 최근 코로나 확산으로 2021년 1분기 진행 예상
- 2021년 1월부터 분류인력의 단계적 총원 진행과 함께 택배단가 인상 전망

### 2020년 4분기 영업이익 1,057억원으로 시장 기대치 부합 전망

- CJ대한통운의 2020년 4분기 실적은 매출액 2조 9,948억원(+6.0% yoy), 영업이익 1,057억원(+4.3% yoy)을 기록할 것으로 전망함
- 사업부문별로 [CL] 매출액 6,839억원(+1.5% yoy), [택배] 매출액 8,503억원(+16.7% yoy), [글로벌] 1조 2,396억원(+4.1% yoy)로 추정
- 2020년 4분기 택배 처리량은 453.2백만box(+25.5% yoy), 택배 평균단가는 1,876원/box(-7.0% yoy)로 예상함
- 2020년말 기준 MP(Multipoint) 36개소 확보로 일간 택배처리 Capa확대로 2021년에도 경쟁사 대비 차별적 성장하며 MS확대 전망

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)		1Q21					
			작전추정	사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,826	2,775	3,008	2,995	6.0	7.9	2,999	2,743	9.0	-8.4
영업이익	101	93	101	106	4.3	14.2	106	82	40.8	-22.5
순이익	35	42	4	8	-76.3	-80.3	31	22	42.2	169.6

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	9,220	10,415	10,935	11,911	12,961
영업이익	243	307	340	410	579
세전순이익	100	94	210	279	446
총당기순이익	67	51	128	170	272
지배지분순이익	53	40	100	133	212
EPS	2,309	1,741	4,371	5,813	9,303
PER	72.3	89.0	37.5	28.2	17.6
BPS	116,344	131,146	135,599	141,491	150,870
PBR	1.4	1.2	1.2	1.2	1.1
ROE	2.1	1.4	3.3	4.2	6.4

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

# 한진 (002320)

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

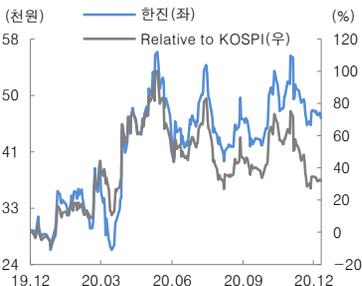
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **58,000**  
유지

현재주가 **47,800**  
(20.12.30)  
운송업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	714십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	90십억원
52주 최고/최저	56,089원 / 26,188원
120일 평균거래대금	89억원
외국인지분율	16.31%
주요주주	한진칼 외 7 인 27.45% 에이치와이케이제일호시모투자합자회사 9.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.2	11.0	14.0	67.3
상대수익률	-11.8	-10.0	-16.4	28.0



## 택배와 하역이 이끈다

### 투자의견 매수, 목표주가 58,000원 유지

- 한진의 2020년 4분기 실적은 당사의 직전 추정치 및 시장 기대치 부합 예상
- 코로나19 재확산으로 인한 택배 물동량 급증으로 동사의 4분기 택배 처리량은 분기 사상 최대수량을 기록할 것으로 전망
- 동사의 4분기 택배처리량은 약 125.7백만박스(+24.0% yoy)로 예상되나, 급증한 택배물량에 따른 추가 인력투입 및 변동비(피복피, 포상금 등) 증가로 영업레버리지 효과는 제한적으로 나타날 것으로 예상함
- 하역부문은 2M과의 하역비 효율 인상(약 3%)과 컨테이너 물동량 증가로 양호한 실적 추이 지속될 전망
- 2021년 1,000명의 분류인력 추가고용에 따른 비용증가는 단가 인상을 통해 상쇄할 예정임. 분류인력 충원에 따른 연간 비용증가는 약 100억원 수준
- 택배 Capacity는 2020년 167만박스/일, 2021년 175만박스/일로 증가여력이 제한적. 따라서 2021년 수익성 높은 고객사 확대 영업에 중점을 둘 것으로 전망. 업계 전반의 단가인상 성공 가능성을 높이는 요인으로 판단함

### 2020년 4분기 실적 당사 직전 추정치 및 시장 기대치 부합 전망

- 한진의 2020년 4분기 실적은 매출액 5,585억원(+3.8% yoy), 영업이익 298억원(+20.7% yoy)으로 예상함
- 4분기 택배처리량은 125.7백만박스(+24.0% yoy)로 추정하며, 평균 택배단가는 2,206원/Box(-4.2% yoy)로 추정

### 주요 사업 부문별 실적은

**[육운]** 매출액 851억원(-1.5% yoy), 영업이익 0억원

**[택배]** 매출액 2,774억원(+18.8% yoy), 영업이익 129억원(OPM 4.7%),

**[하역]** 매출액 899억원(+4.0% yoy), 영업이익 157억원(OPM 17.5%) 예상

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)			1Q21				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	538	546	595	558	3.8	2.3	572	564	5.1	0.9
영업이익	25	28	30	30	20.8	5.8	31	31	23.8	5.7
순이익	11	2	0	0	작전	작전	6	55	2,172.8	흑전

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,951	2,062	2,173	2,323	2,474
영업이익	42	91	112	135	146
세전순이익	67	-6	16	305	82
총당기순이익	46	-3	8	207	56
지배지분순이익	46	-3	8	207	56
EPS	3,632	-248	620	13,876	3,740
PER	14.1	NA	77.1	3.4	12.8
BPS	72,825	72,285	79,713	82,380	85,644
PBR	0.7	0.4	0.6	0.6	0.6
ROE	5.6	-0.3	0.8	18.3	4.5

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

# 대한항공 (003490)

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

투자이견 **Marketperform**  
시장수익률, 유지

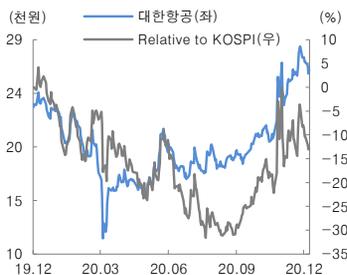
6개월 목표주가 **23,000**  
유지

현재주가 **27,200**  
(20.12.30)

운송업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	4,787십억원
시가총액비중	0.25%
자본금(보통주)	1,346십억원
52주 최고/최저	28,400원 / 11,373원
120일 평균거래대금	887억원
외국인지분율	12.33%
	한진칼 외 17 인 31.14%
주요주주	국민연금공단 8.11%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.7	44.3	56.8	14.1
상대수익률	-3.8	16.9	15.0	-12.7



## 일회성 이익으로 대폭 흑자

투자이견 시장수익률, 목표주가는 23,000원 유지

- 2020년 4분기 실적은 당사의 직전 추정치 및 시장의 기대치를 하회 전망
- 예상보다 부진할 것으로 보는 이유는 1) 코로나19 재확산에 따른 여객 수요 회복 지연, 2)연결로 인식되는 호텔사업부문의 부진한 실적 지속 때문
- 여객부문의 부진에도 항공화물부문은 성수기 진입에 따른 Yield 상승과 코로나 진단키트, 백신원료 수송 등으로 항공화물부문의 견조한 물동량 증가 전망
- 백신수송과 관련해서는 백신제약사와 유통계약을 맺은 업체와 협의 중
- 기내식 및 기편사업부문과 왕산테저개발 매각이익 반영, 원화강세에 따른 외화환산이익 등으로 4분기 지배순이익은 1조원 이상으로 추정

2020년 4분기 영업이익 별도기준 약 1,322억원, 연결기준 약 966억원 전망

- 대한항공의 2020년 4분기 실적은 연결기준 매출액 1조 7,638억원(-42% yoy), 영업이익 966억원(-18.9% yoy), 지배주주순이익 1조 290억원(+1,104% yoy)을 기록 전망함
- 별도기준으로는 매출액 1조 7,158억원, 영업이익 1,322억원으로 추정
- [항공화물] 매출액 1조 2,681억원(+97.3% yoy), AFTK 2,889백만km(+4.5% yoy), RFTK 2,411백만km(+18.5% yoy), L/F 83.5%(+9.9%pt yoy), Yield 47 센트/km(+75% yoy), 525.9원/km(+66.5% yoy)로 예상
- [여객(국내+국제)] 매출액 2,466억원(-86.3% yoy), [항공우주] 매출액 1,259억원(-35.0% yoy), [기타] 매출액 752억원(-75.0% yoy) 전망
- 주요 비용은 1)연료비 2,661억원(-70.0% yoy), 2)인건비 3,808억원(-25.5% yoy), 감가상각비 4,315억원(-13.2% yoy) 등으로 추정함

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	직전추정	4Q20(F)			1Q21			
				당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,041	1,547	1,798	1,764	-42.0	14.0	1,870	1,729	-28.8	-2.0
영업이익	119	-39	164	97	-18.9	흑전	103	13	흑전	-86.7
순이익	85	-29	1,012	1,029	1,104.0	흑전	263	-99	적지	적전

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	13,012	12,683	7,466	8,400	10,752
영업이익	671	257	85	327	774
세전순이익	-178	-734	472	-202	200
총당기순이익	-161	-623	399	-172	170
지배지분순이익	-168	-629	391	-168	166
EPS	-1,455	-5,432	2,824	-543	477
PER	NA	NA	9.3	NA	55.2
BPS	26,247	22,936	34,277	22,865	20,755
PBR	1.1	1.0	0.8	1.2	1.3
ROE	-5.1	-22.1	10.6	-2.8	2.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 대한항공, 대신증권 Research Center

# 팬오션 (028670)

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

투자 의견

**BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가

**5,500**  
유지

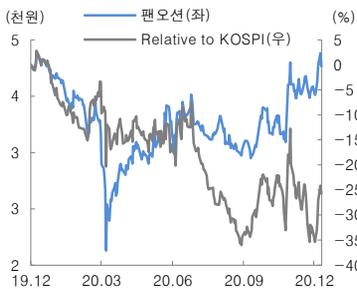
현재주가

(20.12.30)

**5,020**  
운상업중

KOSPI	2,873.47
시가총액	2,684십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	535십억원
52주 최고/최저	5,020원 / 2,085원
120일 평균거래대금	196억원
외국인지분율	11.28%
주요주주	하림자주 외 25 인 54.90% 국민연금공단 7.05%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.1	46.8	31.4	10.5
상대수익률	6.5	18.9	-3.6	-15.5



## 시장 기대치 부합 전망

투자의견 매수, 목표주가 5,500원 유지

- 팬오션의 2020년 4분기 실적은 시장 기대치에 부합할 것으로 전망함
- 2020년 4분기 평균 BDI는 약 1,370pt로 예상되어 전년동기대비 192pt(-12.3% yoy), 3분기 평균인 1,510pt대비로는 -140pt(-9.3% qoq) 하락함
- 중국의 호주산 석탄 수입량 제한 조치로 10월 초 2,000pt에서 12월 초 1,100pt수준까지 하락한 BDI는 항만체선 현상으로 반등을 시작
- 항만체선은 1)호주의 사이클론, 2)호주산 석탄수입 선박의 중국항만 양허제한 조치 등에 따른 것으로 2021년 1월까지 이어질 것으로 전망
- 2021년 건화물 해운수급은 공급압력이 완회(석탄 및 철광석 수요회복 및 제한적인 공급증가)로 2020년대비 양호한 업황이 전개될 가능성이 높다는 판단임
- Shell과의 LNG 대신 수익은 1척당 \$59,931/day로 2024년 4분기부터 분기에 약 120억원의 매출 기여 전망함

2020년 4분기 실적 시장 컨센서스 부합 전망

- 팬오션의 2020년 4분기 실적은 연결기준 매출액 6,440억원(+4.1% yoy), 영업이익 590억원(+15.4% yoy), 지배주주순이익 383억원(+32.6% yoy)로 전망함
- 부문별 실적은 [해운] 매출액 5,239억원(+8.3% yoy), 영업이익 593억원(+16.7% yoy) [곡물 및 기타] 770억원(-6.6% yoy), 영업이익 7억원(흑전 yoy) 예상
- 해운 부문별 매출액은 1)벌크 5,239억원(+8.3% yoy), 2)컨테이너 628억원(+12.9% yoy), 3)탱커 362억원(-2.0% yoy)
- 동사의 2020년 4분기 운영선대는 218척(벌크 185척, 비벌크 33척)으로 추정

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	직전추정	4Q20(F)			1Q21			
				당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	619	634	657	644	4.1	1.5	631	600	7.3	-6.9
영업이익	51	63	60	59	15.4	-6.3	59	46	22.7	-21.3
순이익	29	42	46	38	32.6	-9.0	45	35	62.0	-8.5

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,668	2,468	2,521	2,937	3,108
영업이익	204	210	224	257	290
세전순이익	149	148	142	209	251
총당기순이익	149	148	142	208	250
지배주주순이익	152	152	145	212	255
EPS	285	284	270	397	477
PER	15.6	16.0	16.5	11.2	9.3
BPS	4,946	5,400	5,670	6,067	6,544
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
ROE	6.1	5.5	4.9	6.8	7.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배주주 기준으로 산출

자료: 팬오션, 대신증권 Research Center

# 대한해운 (005880)

양지환 jihwan.yang@dashin.com  
이재수 jane.lee@dashin.com

투자이견 **Marketperform**  
시장수익률, 유지

6개월  
목표주가 **3,100**  
유지

현재주가 **3,040**  
(20.12.30)  
운승업종

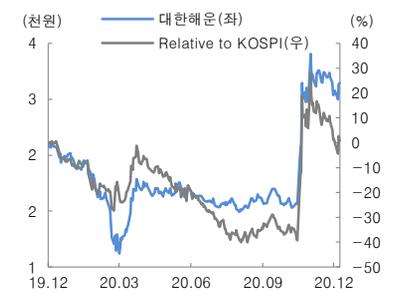
## 탱커, LNG, 건설부문 호조

### 투자이견 시장수익률, 목표주가 3,100원 유지

- 대한해운의 2020년 4분기 실적은 시장 기대치에 부합할 것으로 전망함
- 2020년 4분기 평균 BDI는 1,361pt(12월 24일까지)를 기록하여, 전년동기대비 12.8%하락, 또한 4분기 평균 원/달러환율은 1,117.3원(12월 30일까지)로 전년동기대비 5% 하락함
- 매출액은 전년동기대비 10.7% 감소 예상하나, 원가 경쟁력 높은 신조선 인도(대한해운 81K 2척, 대한상선 Handy 1척)와 Tanker 및 LNG 부문의 견조한 실적 그리고 건설사업부문의 분양수익 유입 등으로 영업이익은 전년동기대비 103.5% 증가한 384억원을 기록할 것으로 추정
- 12월 11일 연결자회사인 대한상선이 보유중이던 컨테이너선 6척(6K TEU 5척, 4K TEU 1척)을 관계사인 SM Lines에 1,360억원에 매각하여 자산처분이익도 상당부분 유입될 것으로 추정

KOSPI	2,873.47
시가총액	743십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	122십억원
52주 최고/최저	3,380원 / 1,055원
120일 평균거래대금	245억원
외국인지분율	4.28%
주요주주	에스앤티하이플러스 외 6 인 53.53% 국민연금공단 6.63%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.3	79.9	76.7	32.2
상대수익률	-8.6	45.7	29.7	1.1



### 2020년 4분기 실적은 시장 기대치에 부합할 것으로 예상

- 대한해운의 2020년 4분기 실적은 연결기준 매출액 2,233억원(-10.7% yoy), 영업이익 384억원(+103.5% yoy), 지배주주순이익 260억원(+88.5% yoy) 예상
- 사업 부문별 매출액은 [해운] 1,632억원(+7.2% yoy), [무역] 130억원(-9.7% yoy), [기타, 건설 및 광산 등] 471억원(+13.2% yoy)

해운부문의 경우 1)벌크 942억원(-25.8% yoy), 2)LNG 393억원 3)탱커(유조선) 225억원(+99.7% yoy) 등으로 추정

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	직전추정	4Q20(F)			1Q21			
				당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	250	220	247	223	-10.7	1.3	234	240	4.2	7.6
영업이익	19	40	37	38	103.5	-5.1	37	36	6.6	-6.3
순이익	14	1	-12	26	88.5	2,748.9	23	7	-81.5	-72.0

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,285	1,006	885	892	1,007
영업이익	135	129	148	137	163
세전순이익	75	89	32	23	65
총당기순이익	78	101	31	23	63
지배지분순이익	76	91	29	21	58
EPS	313	371	118	87	238
PER	6.9	6.2	25.8	35.1	12.8
BPS	3,069	3,394	3,512	3,599	3,837
PBR	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8
ROE	10.9	11.5	3.4	2.4	6.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 대한해운, 대신증권 Research Center

# 한국조선해양 (009540)

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

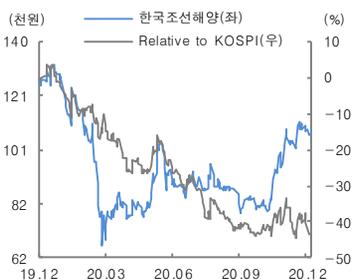
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **150,000**  
유지

현재주가 (20.12.30) **108,500**  
조선업중

KOSPI	2,873.47
시가총액	7,679삼억원
시가총액비중	0.39%
자본금(보통주)	354삼억원
52주 최고/최저	131,500원 / 66,300원
120일 평균거래대금	336억원
외국인지분율	16.36%
주요주주	현대중공업자주 외 15 인 33.96% 국민연금공단 10.57%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.3	31.2	24.1	-14.2
상대수익률	-5.0	6.3	-8.9	-34.4



# 흑자면 감사, 2021년 발주도 기대

투자의견 매수(BUY), 목표주가 150,000원 유지

- 목표주가는 2021E BPS 165,344원에 타깃 PBR 0.9배를 적용
- 타깃 PBR은 조선 4사의 2011~2019년 평균치를 적용
- 11월부터 빠른 발주환경 개선세를 반영

## 4Q20 Preview 흑자면 감사

- 4Q 매출액 3조 8,847억원(-11% yoy) 영업이익 241억원(-86% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 -1%, 영업이익 -61% 하회
- 매출액, 삼호와 현종의 10월 매출은 전년비 각각 -8%, -33% 감소
- 코로나19로 일부 생산 지연, 10월까지 수주 공백으로 생산속도를 낮춘 것으로 추정. 철강가 하락은 상반기 반영되어 중립적, 환율 전분기 대비 -6% 하락
- 안정적인 수주잔고로 별도의 상각이슈는 없음
- 엔진부문은 DF엔진 비중 증가 지속 예상

## 최근 수주 증가 흐름을 이어갈 2021년

- 올해 수주목표 111억불(3사 상선부문) 대비 94% 달성한 것으로 추정
- 삼호중공업은 모잠비크 LNG선 9척을 수주 받으며 목표치 113% 초과 달성
- 3분기 연간 수주 목표를 159억불에서 111억불로 -30% 감소한 바 있음. 2021년 수주목표는 2020년 당초 수주목표 수준을 예상
- 미얀마 셰 해양플랜트 4.5억불 LOI 체결로 수주 대기, 2021년은 카타르 LNG 선 발주 시작. VLCC 운임은 한달 동안 30% 증가. 선종별 고른 발주 예상
- 컨테이너선은 최근 시황 개선으로 문의 증가
- 우량한 재무구조 감안시 여전히 조선주 최선호주

(단위: 삼억원 %)

구분	4Q19	3Q20	직전추정	당사추정	4Q20(F)			1Q21		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,342	3,460	4,295	3,885	-10.5	12.3	3,940	3,862	-2.1	-0.6
영업이익	170	41	39	24	-85.8	-40.8	62	76	-37.4	216.4
순이익	-25	-86	8	-5	적지	적지	31	25	-81.8	흑전

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 삼억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	13,161	15,183	15,215	15,289	16,072
영업이익	-481	290	279	279	347
세전순이익	-854	90	151	144	278
총당기순이익	-454	213	80	108	209
지배지분순이익	-489	164	41	77	155
EPS	-7,296	2,318	584	1,093	2,195
PER	NA	54.6	185.8	99.2	49.4
BPS	177,254	163,436	164,113	165,299	167,588
PBR	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
ROE	-4.3	1.4	0.4	0.7	1.3

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

# 삼성중공업 (010140)

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

투자의견 **Marketperform**  
시장수익률 유지

6개월 목표주가 **6,500**  
유지

현재주가 **7,040**  
(20.12.30)  
조선업중

KOSPI	2,873.47
시가총액	4,475십억원
시가총액비중	0.23%
자본금(보통주)	3,150십억원
52주 최고/최저	7,490원 / 3,115원
120일 평균거래대금	550억원
외국인지분율	15.38%
주요주주	삼성전자 외 9 인 21.87% 국민연금공단 7.07%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.1	32.1	18.3	-3.2
상대수익률	-7.0	7.0	-13.2	-25.9



# 드릴십 부담 지속, 발주 환경은 개선

투자의견 시장수익률(Marketperform), 목표주가 6,500원 유지

- 목표주가는 2021E BPS 6,492원에 타깃 PBR 1.0배를 적용
- 타깃 PBR은 조선 4사의 2011~2019년 평균 PBR 0.89배를 10% 할증 적용

## 4Q20 Preview 드릴십 부담 지속

- 4Q 매출액 1조 9,105억원(-11% yoy) 영업이익 -1,315억원(적축 yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액은 +1%, 영업이익은 적자확대(컨센 -282억원) 예상
- 매출액, 2Q BP Argos 프로젝트 매출감소분 2,300억원은 4Q 환입
- 이외 수주 감소에 따른 매출인식 지연, 코로나19 일부 영향
- 분기 환율은 전분기 대비 -6% 하락했으나 동사는 환헤지 정책 적용
- 드릴십 평가손실이 있을 것으로 추정
- 일회성 외 인력 숙련도 증가로 실질 이익률은 점진적 회복

## 발주 환경은 개선

- 올해 수주목표는 84억불. 나이지리아 봉가 해양 PJ 20억불이 2021년으로 이연. 이외 상선 부문에 64억불 대비 수주는 55억불, 85%로 추정
- 러시아 아틱2 쇄빙LNG선 10척 25억불, 모잠비크 LNG선 8척 등 LNG선 비중 증가. 인력 숙련도 증가와 주력 선종의 반복건조를 통해 이익률 개선 기조
- 드릴십 수주잔고 5척의 남은 잔액은 13억불 내외
- 2021년은 카타르 LNG선 발주 예정, 물동량 증가에 따른 컨테이너선, 탱커선의 시황 개선 흐름 지속
- 시추사들의 열악한 상황과 드릴십 잔고의 재매각 가능성이 문제
- 추가 총당금 일부 가정으로 내년까지도 영업적자 예상

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)			1Q21				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,157	1,677	1,941	1,911	-11.4	13.9	1,891	1,742	-4.6	-8.8
영업이익	-215	-13	-37	-131	적지	적지	-28	-8	적지	적지
순이익	-318	-6	-49	-117	적지	적지	-43	-7	적지	적지

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,265	7,350	7,106	7,028	7,667
영업이익	-409	-617	-900	-124	-57
세전순이익	-498	-1,139	-1,083	-112	25
총당기순이익	-388	-1,315	-1,056	-87	19
지배지분순이익	-388	-1,311	-1,049	-82	25
EPS	-693	-2,080	-1,664	-130	40
PER	NA	NA	NA	NA	174.9
BPS		12,046	8,324	6,641	6,492
PBR		0.6	0.9	1.1	1.1
ROE		-6.2	-21.9	-22.2	-2.0

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

# 대우조선해양 (042660)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

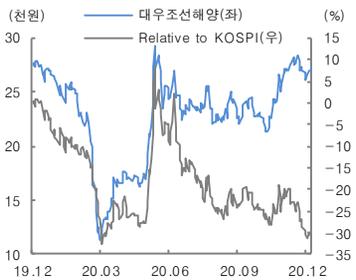
6개월 목표주가 **35,000**  
유지

현재주가 (20.10.05) **27,400**  
조선업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	2,940십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	541십억원
52주 최고/최저	29,350원 / 11,200원
120일 평균거래대금	100억원
외국인지분율	8.97%
주요주주	한국산업은행 외 3인 56.10% 하나은행 8.40%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.3	15.1	1.3	-1.6
상대수익률	-8.7	-6.7	-25.7	-24.8



## 외형감소 구간 지속, 수주흐름은 긍정적

투자 의견 매수(BUY), 목표주가 35,000원 유지

- 목표주가는 2021E BPS 40,206원에 타깃 PBR 0.9배를 적용
- 타깃 PBR은 조선 4사의 2011~2019년 평균 PBR 0.89배를 적용
- 11월부터 빠른 발주환경 개선세를 반영

### 4Q20 Preview 외형감소 구간 지속

- 4Q 매출액 1조 9,769억원(-10% yoy) 영업이익 393억원(-75% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 +1%, 영업이익 -15% 하회
- 매출액 내실 위주의 경영으로 올해까지 매출 감소 구간 지속
- 16~17년 합산 신규수주가 45억불에 그친 영향. 연간 비슷한 흐름 지속
- 3분기 환율은 전분기 대비 -6% 감소하며 부담 요인으로 작용
- 영업이익, 드릴십 상각 일회성 반영 전망. 환율 하락 영향

### 수주흐름은 긍정적

- 2020년 연간 수주목표 72억불 대비 52억불, 72% 내외 달성한 것으로 추정
- 드릴십 잔고는 선수금 비중이 높아 상대적 리스크 낮음
- 2021년 카타르 LNG선 수주 비중에서 국내 3사 중 우위를 보일 것
- 선제적인 총당금 설정으로 매출 감소에도 여전히 이익 확보
- DF VLCC 10척 LOI 체결 물량 수주 대기, 컨테이너선, 탱커선 등 전반적 발주 환경 개선

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)				1Q21			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,189	1,441	1,927	1,977	-9.7	37.2	1,952	1,915	-2.2	-3.1
영업이익	155	34	40	39	-	17.1	47	90	-67.8	128.2
순이익	-91	-29	62	61	흑전	흑전	28	92	-62.0	50.0

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액	9,644	8,359	7,342	7,251	8,016	
영업이익	1,025	293	425	201	282	
세전순이익	368	-49	331	239	206	
총당기순이익	320	-46	326	226	186	
자비지분순이익	345	-46	326	226	186	
EPS	3,219	-434	3,042	2,102	1,734	
PER	10.6	NA	9.0	13.0	15.8	
BPS		35,857	35,025	38,096	40,206	41,971
PBR		1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
ROE		9.5	-1.2	8.3	5.4	4.2

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

# 현대미포조선 (010620)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **66,000**  
유지

현재주가 (20.12.30) **48,000**  
조선업중

## 무난한 실적, 중형 선박 발주증가 기대

투자의견 매수(BUY), 목표주가 66,000원 유지

- 목표주가는 2021E BPS 60,428원에 타깃 PBR 1.1배 적용
- 타깃 PBR은 조선 4사의 2011~2019년 평균 PBR 0.89배를 20% 할증

### 4Q20 Preview 무난한 실적

- 4Q 매출액 6,214억원(-14% yoy) 영업이익 266억원(145% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 -14% 하회, 영업이익 +18% 상회
- 매출액, 10월 매출은 전년비 -10% 감소, 건조물량 감소 지속
- 2021년 상반기까지는 외형 감소, 이후 회복 예상
- 영업이익, 고정비 부담에도 흑자기조 유지, PC선 반복건조에 따른 효율 증가, 환율 하락으로 이익률 정체

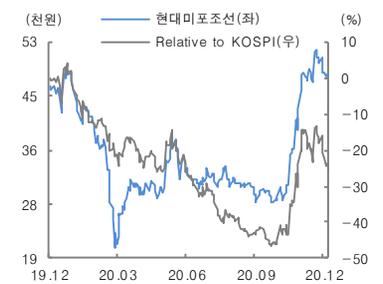
### 중소형 선박 발주증가 기대

- 2020년 신규수주는 목표치 25.6억불 대비 23억불, 90% 달성한 것으로 추정
- 약 100척의 수주잔고 중 70척 정도가 PC선으로 구성, 전세계 발주된 PC선 중 점유율 46%로 과점, 중형 LPG선은 81%로 독보적 입지
- 를 점유조선사 중 가장 양호한 신규수주 달성률 기록
- 일부 선가 양보에 대한 우려가 있지만 지금은 잔고 확보가 급선무
- 2021년 PC선, 중소형 컨테이너선, LPG선 등의 발주 증가를 기대

(단위: 십억원 %)

KOSPI	2,873.47
시가총액	1,917십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	200십억원
52주 최고/최저	51,700원 / 20,500원
120일 평균거래대금	133억원
외국인지분율	12.90%
주요주주	한국조선해양 외 5 인 42.86% 국민연금공단 12.02%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.1	61.6	53.4	4.2
상대수익률	-8.9	30.9	12.5	-20.3



구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)			1Q21				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	726	632	671	621	-14.4	-1.6	680	723	-7.0	16.4
영업이익	11	29	32	27	145.2	-7.8	23	18	-45.8	-31.5
순이익	-7	10	16	11	흑전	12.2	10	12	-71.5	1.4

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,403	2,994	2,755	2,796	2,926
영업이익	71	93	101	90	145
세전순이익	118	86	94	77	130
총당기순이익	121	61	75	58	98
자배지분순이익	85	53	65	53	90
EPS	2,128	1,333	1,635	1,329	2,257
PER	28.2	34.5	29.4	36.1	21.3
BPS	57,322	58,022	59,331	60,335	62,266
PBR	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
ROE	3.8	2.3	2.8	2.2	3.7

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

# 한국항공우주 (047810)

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

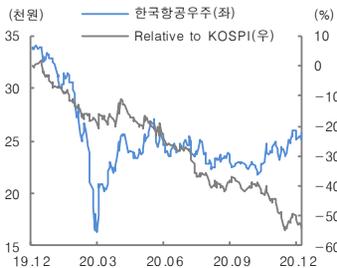
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **30,000**  
유지

현재주가 **25,800**  
(20.12.30)  
기계약중

KOSPI	2,873.47
시가총액	2,515십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	487십억원
52주 최고/최저	34,050원 / 16,350원
120일 평균거래대금	114억원
외국인지분율	14.05%
주요주주	한국수출입은행 26.41% 국민연금공단 7.16%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.0	13.2	8.6	-24.2
상대수익률	0.1	-8.3	-20.3	-42.0



# 기체부품 부담은 지속, 더 멀리보자

## 투자의견 매수(BUY), 목표주가 30,000원 유지

- 목표주가는 2022E 추정 EPS 1,367원에 타깃 P/E 22배를 적용
- 타깃 P/E는 동사의 실적 안정기인 2015~2016년 평균치를 15% 할인 적용
- 실적 감소구간이나 코로나19 백신에 따른 항공제조산업 회복 기대를 반영

## 4Q20 Preview 기체부품 부담 지속

- 실적은 매출액 7,490억원(-32% yoy) 영업이익 254억원(-67% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 +5% 상회, 영업이익 -14% 하회 예상
- [국내사업] KF-X 정상 진행 회전의익 이연 매출 반영 및 정상 납품
- [완제기] 납품 마무리에 따른 공백기, 이라크 기지재건은 코로나19로 순연
- [기체부품] 코로나19 영향에 따른 주문(PO) 감소, 매출액 감소 불가피
- 국내사업은 안정적 완제기 공백과 기체부품 타격에도 흑자기조는 유지
- 완제기는 21년 RF-X 수주를 시작으로 회복, 기체부품은 21년 상반기가 바닥

## 더 멀리보자

- 최근 A350 왕립 7,177억원, G280 동체구조물 1,429억원 수주. 수리온 4차 양산계약 1조원, 수리온 PBL 1,100억원도 수주 예정. 2020년 연간 신규수주는 3.9조원(3Q B787 0.9조원 LOI 포함)으로 연간 목표 4.2조원에 근접
- 코로나19에 따라 신항국 재정감소로 완제기 수출 지연, 여객수요 감소로 기체부품 납품도 감소
- 그러나 국내사업의 안정성은 유지, 코로나19 백신 기대, 국내 MRO사업 재편에 대한 기대 등 중장기 회복 및 성장성이 선반영될 시점

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	직전추정	4Q20(F)			1Q21			
				당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,106	515	829	749	-32.3	45.6	715	700	-15.5	-6.6
영업이익	78	23	36	25	-67.3	10.5	30	32	-51.5	26.3
순이익	-3	13	15	7	흑전	-	7	14	-82.4	102.2

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,786	3,110	2,812	2,926	3,130
영업이익	146	276	176	164	234
세전순이익	80	129	168	101	168
총당기순이익	56	168	140	79	131
지배지분순이익	57	170	142	82	133
EPS	587	1,748	1,462	838	1,367
PER	54.4	19.5	17.3	30.1	18.5
BPS	10,356	11,714	12,778	13,218	14,186
PBR	3.1	2.9	2.0	1.9	1.8
ROE	5.3	15.8	11.9	6.4	10.0

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

# 한화에어로 스페이스 (012450)

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

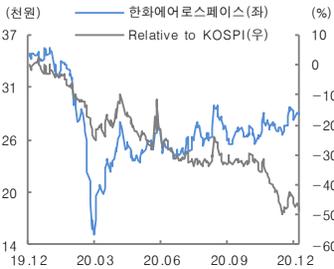
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **42,000**  
유지

현재주가 **28,500**  
(20,12.30) 가계업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	1,443십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	261십억원
52주 최고/최저	35,600원 / 15,000원
120일 평균거래대금	124억원
외국인지분율	18.31%
주요주주	한화 외 3 인 33.98% 국민연금공단 12.09%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.0	12.2	15.9	-18.7
상대수익률	-2.6	-9.1	-15.0	-37.8



## 전년비 이익 큰폭 성장

투자 의견 매수(BUY), 목표주가 42,000원 유지

- 목표주가는 2021E EPS 2,741원에 타깃 PER 15배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 방산/항공기 업체 6사의 평균치

### 4Q20 Preview 전년비 이익 큰폭 성장

- 실적은 매출액 1조 8,081억원(+13% yoy) 영업이익 674억원(+92% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 +3%, 영업이익 +1%로 부합하는 수준
- [항공엔진] LTA 매출액은 3분기 수준, RSP 비용은 연간 791억원 추정
- 항공산업 침체로 연간 20~30% 매출감소, 반면 RSP 비용 감소로 이익은 상쇄
- [디펜스] 수출 매출액 567억원(3Q 1,424억원)으로 감소세
- [테크윈][파워시스템] 코로나19 영향 정점을 지난. [정밀기계]는 중국시장 회복
- 대규모 일회성이 반영된 전년동기 낮은 기저 대비 큰폭의 이익성장

### 실적 대비 아쉬운 주가

- 다양한 사업 보유로 포트폴리오 효과, 항공산업 침체를 이의 사업부가 만회
- [시스템] 인공위성 안테나, 에어택시 등 신사업 투자 가치가 반영되며 급등했으나 한화시스템의 지분 49%를 보유한 동사의 주가에는 반영 안됨
- [디펜스] 사우디 비호복합, 호주 K-9과 레드백, 인도 비호복합 등 수주 기대
- [정밀기계] 협동로봇사업부 (주)한화 이관으로 연간 비용 130억원 내외 절감
- [테크윈] 신제품 와이즈넷7 모델, 열화상카메라 출시, 코로나19 언택트 수혜
- [파워시스템] 유지보수 물량 증가, 국내외 수소사업도 기대
- 코로나19 상황에서도 2021년 영업이익 예상치는 올해 대비 +31% 성장

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	직전추정	4Q20(F)			1Q21			
				당사추	YoY	QoQ	Consens	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,598	1,377	1,808	1,808	13.1	31.3	1,755	1,089	6.0	-39.8
영업이익	35	94	83	67	91.9	-28.6	67	33	929.9	-50.7
순이익	8	41	45	33	319.9	-19.3	40	9	흑전	-73.9

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	4,453	5,264	5,405	5,850	6,273
영업이익	53	165	235	307	353
세전순이익	53	156	182	235	268
총당기순이익	49	162	130	174	198
지배지분순이익	32	132	98	139	159
EPS	619	2,555	1,929	2,741	3,138
PER	52.5	13.7	14.5	10.2	8.9
BPS	45,337	48,042	50,761	53,738	56,901
PBR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
ROE	1.4	5.4	3.9	5.2	5.7

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

# 현대건설기계 (267270)

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

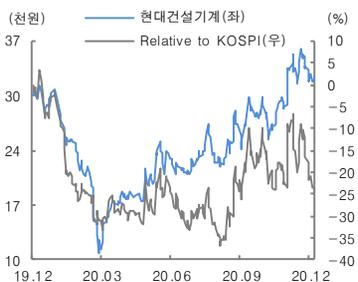
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **39,000**  
유지

현재주가 (20.12.30) **32,750**  
기계업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	6453억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	993억원
52주 최고/최저	36,000원 / 10,900원
120일 평균거래대금	85억원
외국인지분율	12.15%
주요주주	현대중공업지주 외 6 인 36.19% 국민연금공단 7.48%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.4	23.6	49.5	9.5
상대수익률	-12.9	0.1	9.7	-16.2



## 바닥은 지났다, 인프라코어 시너지 기대

투자의견 매수(BUY), 목표주가 39,000원 유지

- 목표주가는 2021E, 2022E 평균 EPS 2,259원에 타깃 PER 17.3배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 건설장비 3사(캐터필러, 고마츠, 싸니)의 2021E 평균 PER을 10% 할증 적용
- 모회사의 두산인프라코어 인수 기대감 및 장기 시너지 감안

4Q20 Preview 바닥은 찍었다

- 4Q 실적은 매출액 5,880억원(+2% yoy) 영업이익 216억원(+214% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 부합, 영업이익 +12% 상회 예상
- 중국시장은 호조, 동사의 10, 11월 중국 판매량은 1,391대(+58% yoy)로 급증
- 인도도 판매 회복세, 이외 신흥국은 코로나19에 따른 더딘 회복
- 8분기만에 매출액 전년비 성장 기대, 영업이익은 작년 일회성 반영 기저 대비 큰 폭의 개선세 전반적 매출 감소에 따른 고정비 부담 지속

인프라코어 시너지 기대

- 현대중공업지주의 두산인프라코어 인수 협의 중
- 사업 영역이 겹쳐 합병보다는 각자 경영체제가 될 것
- 중장기적으로 공급망, 판매망, 기술 공유 등의 시너지 가능
- 현대모비스와 수소연료전지 지게차, 굴삭기 개발 중, 물류 연계 무인지게차 준비
- 글로벌 코로나19 충격은 점정을 통과 중
- 인프라코어 인수 기대로 주가가 상승했지만 PBR은 0.5배로 여전히 건설장비 업계에서는 가장 저평가된 주식

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)				1Q21			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	574	624	588	588	2.4	-5.8	586	756	18.8	28.6
영업이익	7	26	27	22	2142	-17.7	19	36	240.9	68.2
순이익	-37	3	7	5	흑전	73.1	5	10	흑전	99.8

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	3,234	2,852	2,517	2,834	2,990
영업이익	209	158	101	145	166
세전순이익	176	70	56	96	120
총당기순이익	141	51	33	72	90
자비지분순이익	90	3	19	40	49
EPS	4,565	164	967	2,012	2,505
PER	9.4	182.5	33.9	16.3	13.1
BPS	62,737	61,453	62,917	65,492	68,636
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	7.5	0.3	1.6	3.1	3.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 현대건설기계, 대신증권 Research Center

# 두산밥캣 (241560)

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

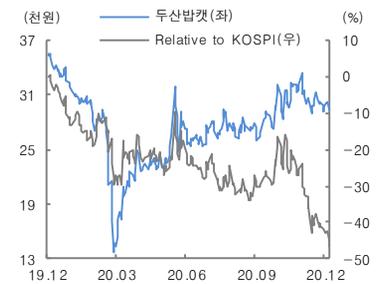
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **40,000**  
유지

현재주가 **29,650**  
(20.10.05)  
가계업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	2,972십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	50십억원
52주 최고/최저	34,350원 / 13,700원
120일 평균거래대금	156억원
외국인지분율	20.54%
주요주주	두산인프라코어 외 2 인 51.06% 국민연금공단 9.99%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.3	10.2	12.7	-13.7
상대수익률	-11.0	-10.7	-17.3	-34.0



# 실적 회복 시작, 좋아질 2021년

투자의견 매수(BUY), 목표주가 40,000원 유지

- 목표주가는 2021E EPS 2,656원에 타깃 PER 15.1배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 소형장비/농기계 업체 4사의 평균 PER 적용

## 4Q20 Preview 실적 회복 시작

- 4분기는 매출액 1조 1,397억원(+1% yoy), 영업이익 1,030억원(+7% yoy), 영업이익률 9.0%(+0.5%p yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 +3%, 영업이익 +3% 상회하는 수준
- 미주시장의 매출비중은 75% 내외, 11월 NAHB 주택시장지수는 90pt로 역대 최대치 경신 지속(10월 85pt), 30년물 모기지금리도 2%대로 역대 최저 수준
- 신규제품(GME) 3분기 누적 판매는 전년비 +111% 증가했으며 4분기도 기조가 이어짐 기존제품 딜러 재고는 2~3개월(평균 4개월, 최대 6개월)까지 줄어 있으며 대선 이후 회복세
- 기존제품은 리뉴얼 모델 R시리즈 출시로 마케팅 비용 감소, 코로나19로 전반적인 비용절감이 지속됨
- 2020년 배당은 DPS 900원 내외 전망

## 좋아질 2021년

- 2021년은 딜러 재고의 회복, 코로나19 기저 효과, 인프라 투자수혜 등이 반영
- 2021년 상반기 실적은 전년비 매출액 +16%, 영업이익 +47% 증가 전망
- 산업 내 주가의 상대적 약세 배경은 1)코로나19 백신 이후 미국 주택시장 우려, 2)두산그룹 내 매각 이슈에서 소외, 3)PRS 계약 연장에 따른 오버행 부담 등
- 미국 주택시장은 구조적 성장이라 판단되며 인프라 투자도 더해짐, 이외 수급적 요인은 일시적이라 판단, PRS 계약은 현주에서 출회되기 어려움
- 2021년 성장세를 감안하면 좋은 매수 기회

(단위: 십억원, %)

구분	4Q19	3Q20	직전추정	당사추정	4Q20(F)			1Q21		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,129	1,085	1,193	1,140	1.0	5.0	1,107	1,148	7.9	0.7
영업이익	96	111	108	103	7.1	-7.4	100	108	24.8	5.2
순이익	42	69	51	47	13.9	-	58	62	83.5	29.8

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	3,971	4,510	4,253	4,696	4,955
영업이익	459	477	365	464	500
세전순이익	404	405	299	408	451
종당순이익	264	272	191	266	294
지배지분순이익	264	272	191	266	294
EPS	2,638	2,714	1,906	2,656	2,934
PER	11.9	12.7	15.6	11.2	10.1
BPS	37,303	39,692	39,933	40,841	41,931
PBR	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7
ROE	7.4	7.1	4.8	6.6	7.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 두산밥캣, 대신증권 Research Center

# 현대일렉트릭 (267260)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **22,000**  
유지

현재주가 (20.12.30) **16,400**  
기계약중

KOSPI	2,873.47
시가총액	591십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	180십억원
52주 최고/최저	19,250원 / 4,900원
120일 평균거래대금	122억원
외국인지분율	8.63%
주요주주	현대중공업지주 외 7 인 40.04%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.2	7.2	107.1	42.0
상대수익률	-8.7	-13.2	51.9	8.6



## 턴어라운드 흐름 지속, 나도 그린뉴딜 수혜주

투자의견 매수(BUY), 목표주가 22,000원 유지

- 목표주가는 2021E EPS 1,859원에 타깃 PER 11.8배 적용
- 타깃 PER은 글로벌 전력기계 3사의 평균 PER을 30% 할인 적용
- 실적 턴어라운드 흐름이나 전반적 업황을 감안하여 보수적인 멀티플 적용

### 4Q20 Preview 턴어라운드 흐름 지속

- 2Q20 실적은 매출액 5,855억원(+4% yoy) 영업이익 330억원(흑전 yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 +5%, 영업이익 +17% 상회
- 매출액은 선별 수주에 따른 수주잔고 감소로 더딘 성장
- 3Q말 수주잔고는 1조 8,462억원(-13% yoy)에 그침
- 영업이익은 구조조정 마무리, 자가 물량 소진으로 급증세 지속, 전년 동기 대규모 일회성 반영을 감안하면 큰폭의 성장. 매출 증가로 이익률 추가 개선 가능성

### 나도 그린뉴딜 수혜주

- 중동은 흑자전환 성공, 선별 수주로 수주마진 상승
- 선박은 최근 조선업 발주증가로 내년 하반기부터 발주회복 기대
- 2018~2019년 약 750명의 인력을 조정하며 분기 50억원 고정비 부담 완화
- 2021년도 전년비 매출액과 영업이익이 각각 +9%, +14% 증가 전망
- 정부의 그린뉴딜 투자 관련 직간접 수혜주. AMS, EMS 솔루션 등 전력효율화 관련 비즈니스가 확대될 전망이며 동사는 관련 포트폴리오를 보유. 대규모 신재생 단지 건설 시 중고압 전력기기 물량 증가 기대. 한전의 연료비 연동제에 따른 투자여력 증가도 긍정적 이슈

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)				1Q21			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	562	398	586	586	4.1	47.1	556	432	11.9	-26.2
영업이익	-40	29	33	33	흑전	12.1	28	13	215.0	-59.4
순이익	-154	7	15	15	흑전	123.1	14	7	-36.8	-54.0

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,940	1,771	1,905	2,035	2,224
영업이익	-101	-157	85	114	130
세전순이익	-216	-334	-1	86	104
총당기순이익	-179	-264	1	67	81
지배지분순이익	-179	-264	1	67	81
EPS	-7,353	-10,684	35	1,859	2,254
PER	NA	NA	471.8	8.8	7.3
BPS	34,974	28,298	19,387	21,182	23,375
PBR	0.5	0.4	0.8	0.8	0.7
ROE	-18.9	-34.1	0.2	9.2	10.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 현대일렉트릭, 대신증권 Research Center

# 두산퓨얼셀 (336260)

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

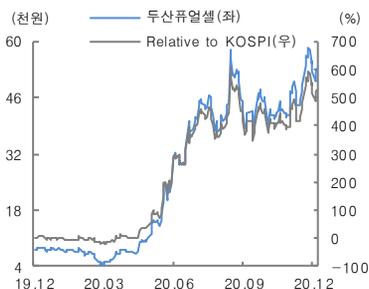
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **62,000**  
유지

현재주가 (20.12.30) **53,500**  
기계약종

KOSPI	2,873.47
시가총액	3,754십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	58,700원 / 4,101원
120일 평균거래대금	982억원
외국인지분율	14.26%
주요주주	두산중공업 외 27 인 46.59% BlackRock Fund Advisors 외 4 인 5.61%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.2	26.5	68.3	522.4
상대수익률	-3.3	2.5	23.5	376.0



# 쉬어가는 4분기, 연료전지발전시장 확대

투자 의견 매수(BUY), 목표주가 62,000원 유지

- 목표주가는 2022E 매출액 1조원에 PSR 4.0배를 적용(유상증자, 우선주 포함)
- PSR은 글로벌 비교업체인 블룸에너지와 린데의 2022년 평균치 적용
- 동사는 글로벌 발전용 연료전지 시장에서 블룸에너지와 함께 양대축을 형성, 실적은 이미 흑자기조를 실현, 다양한 성장 모멘텀이 지속될 전망

## 4Q20 Preview 쉬어가는 4분기

- 4Q 실적은 매출액 1,548억원(-11% qoq), 영업이익 84억원(-32% qoq) 전망
- 컨센서스 대비로는 매출액 +2%, 영업이익 +10% 상회
- 기자재 매출이 일부 종료되며 전분기 대비 매출 감소
- 2020년 연간으로 매출액 5,255억원(+107% yoy), 영업이익 289억원(+48% yoy)으로 큰폭의 성장
- 2021년은 매출액과 영업이익이 전년비 각각 +14%, +18% 성장 전망
- 수주공백 시기, 계절적 비수기 영향, 예상 영업이익률은 6.0%로 여전히 견조

## 발전용 연료전지 시장 확대

- 3,360억원의 유상증자 완료, 국내 CAPA는 64MW(최대 90MW)에서 260MW로 증설 1MW 당 100억원 수주(40%는 기자재로 12개월 내 매출인식, 60%는 20년 동안 유지보수(LTSA))
- 선박용 연료전지 생산을 위해 AVIC-8과 MOU 체결
- 수소발전 의무화제도(HPS) 도입, 정부의 로드맵은 2040년 연료전지 보급량 8GW를 목표로 20년간 25조원의 투자 창출 계획
- 동사는 증설된 CAPA가 그대로 매출 전환될 것으로 전망

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)			1Q21				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	221	174	53,235	155	-30.0	-	151	105	422.1	-
영업이익	19	13	6,725	8	-56.7	-	8	5	흑전	-
순이익	12	7	4,067	5	-56.6	-	6	3	흑전	-

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액		221	459	526	1,016
영업이익		19	29	34	82
세전순이익		16	25	31	82
총당기순이익		12	18	23	61
자배분순이익		12	18	23	61
EPS		644	248	279	745
PER		13.3	215.9	191.6	71.9
BPS		9,049	2,527	2,552	3,296
PBR		0.9	21.2	21.0	16.2
ROE		14.2	10.3	11.6	25.5

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

# 현대로템 (064350)

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

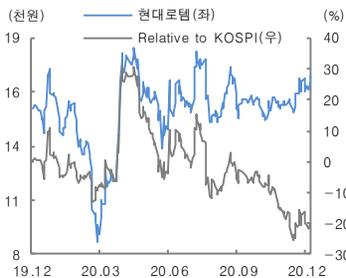
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **20,000**  
유지

현재주가 (20.12.30) **17,200**  
기개업중

KOSPI	2,873.47
시가총액	1,877십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	546십억원
52주 최고/최저	18,500원 / 8,850원
120일 평균거래대금	342억원
외국인지분율	5.18%
주요주주	현대자동차 외 3 인 33.77%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.9	7.8	12.1	10.3
상대수익률	-1.8	-12.6	-17.8	-15.7



# 본업은 안정, 신사업도 기대

투자의견 매수(BUY), 목표주가 20,000원 유지

- 목표주가는 2022E BPS 10,144원에 타깃 PBR 2.0배를 적용
- 타깃 PBR은 글로벌 철도업체 3사의 평균 PBR을 20% 할증 적용
- 구조조정 완료, 방산 회복, 수주잔고 증가 물량 매출인식으로 정상궤도 진입

4Q20 Preview 완연한 턴어라운드

- 4Q 실적은 매출액 6,494억원(+8% yoy) 영업이익 161억원(흑전 yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액은 -4% 하회, 영업이익 +7% 상회 전망
- [철도] 매출액 3,206억원(+17% yoy) 영업이익 71억원(4Q19 -770억원) 전망
- 저가수주 잔량 감소, 구조조정 완료로 고정비 부담 감소, 전년 동기 대규모 일회성 대비 큰폭의 이익 개선
- [방산] K2전차 납품 정상화, 관련 3Q 정산이익 기반영으로 전분기 대비 하락
- [플랜트] 수주 잔고 감소로 적자가 예상되나 저가수주 물량 감소로 적지폭 축소

본업은 안정, 신사업도 기대

- 3Q20 수주잔고는 9조 226억원(+5% yoy), 4Q 9호선(48칸, 752억원), K2전차 3차양산(5,330억원) 등 주요 물량 수주
- 철도 수주잔고만 7.4조원으로 작년 철도 매출 1.3조원 대비 5년이상 물량 확보
- 방산 수주잔고는 1.6조원(+11% yoy)의 잔고를 보유. 2021년부터 매출 성장 이 본격화
- 의왕연구소에 수소추출기 생산라인 가동, 연간 20대 제작 가능하며 4,700톤 규모, 이외 수소 트램(노면전차), 웨어러블 로봇 등의 신사업도 기대

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)			1Q21				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	600	693	629	649	8.2	-6.3	679	694	3.6	6.9
영업이익	-146	31	15	16	흑전	-48.4	15	24	108.7	51.6
순이익	-188	9	2	3	흑전	-62.0	6	8	흑전	144.7

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,412	2,459	2,670	2,869	3,058
영업이익	-196	-280	84	102	143
세전순이익	-324	-349	24	44	97
총당기순이익	-308	-356	25	37	82
자배지분순이익	-301	-354	34	40	89
EPS	-3,539	-4,168	356	365	816
PER	NA	NA	48.4	47.1	21.1
BPS	12,282	9,695	10,265	9,329	10,144
PBR	2.3	1.6	1.7	1.8	1.7
ROE	-25.2	-37.9	3.8	4.0	8.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 현대로템, 대신증권 Research Center

# 현대엘리베이 (017800)

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

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **47,500**  
유지

현재주가 (20.12.30) **39,700**  
기계약중

KOSPI	2,873.47
시가총액	1,620십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	204십억원
52주 최고/최저	51,400원 / 24,242원
120일 평균거래대금	111억원
외국인지분율	24.99%
주요주주	현장은 외 16 인 26.52% Schindler Holding AG 15.50%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.6	-2.6	-14.0	-12.8
상대수익률	-10.4	-21.1	-36.9	-33.3



# 무난한 실적 예상, 리모델링 시장 성장 기대

투자의견 매수(BUY), 목표주가 47,500원 유지

- 목표주가는 2021E BPS 27,495원에 타깃 PBR 1.7배를 적용
- 타깃 PBR은 글로벌 엘리베이터 업체 3사의 평균 PBR을 30% 할인
- 본업의 안정성은 돋보이나 대북사업 변동성이 할인요인

## 4Q20 Preview 무난한 실적 예상

- 4Q 실적은 매출액 4,751억원(-8% yoy) 영업이익 409억원(-6% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 +3%, 영업이익 -2%로 부합하는 수준
- 본업은 전방산업의 분양 감소 시기가 매출 인식되며 감소세, 매출액의 20% 내 외가 노후승강기 교체 수요 리모델링 수요 전년비 50%씩 증가
- 본업외 금융업 손익이 크게 반영되며 최대치였던 2Q보다 하락세 예상

## 리모델링 시장 성장 기대

- 국내 15년 이상 노후 승강기는 24만대로 전체의 33.9% 수준
- 19년 3월 강화된 승강기 안전관리법 시행으로 노후 승강기 교체 수요 증가
- 1기 신도시부터 시작되는 노후승강기 규모는 지속 증가. 동사 M/S 50% 내외
- 분양시장 감소를 리모델링 시장이 메우고 있는 상황
- 본업 실적 감소와 대북 이슈 부재로 2020년 주가는 조정 지속
- 동사는 건설사들의 분양과 입주 사이에 매출이 발생 동시에 매출에 반영되는 전방산업의 분양 회복 구간 진입, 유지보수와 리모델링 시장 성장 기대

(단위: 십억원, %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)				1Q21			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	516	456	490	475	-8.0	4.2	461	428	4.7	-9.9
영업이익	43	38	43	41	-5.8	7.4	42	23	1.5	-43.2
순이익	21	49	14	13	-37.3	-72.9	22	8	흑전	-36.6

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,877	1,873	1,792	1,904	2,003
영업이익	143	136	146	150	161
세전순이익	19	89	123	131	154
총당기순이익	1	44	88	95	111
자배분순이익	8	49	82	85	102
EPS	199	1,190	2,038	2,093	2,492
PER	358.0	38.3	19.5	19.0	15.9
BPS	23,120	22,973	26,418	27,495	29,376
PBR	3.1	2.0	1.5	1.4	1.4
ROE	0.9	5.2	8.2	7.8	8.8

주: EPS와 BPS, ROE는 자배분 기준으로 산출  
자료: 현대엘리베이, 대신증권 Research Center

# 현대건설 (000720)

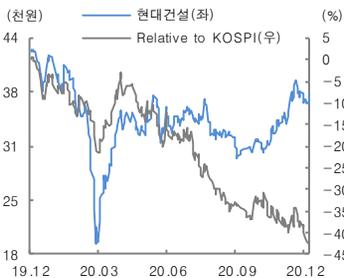
이동현 dongheon.lee@daishin.com  
이태환 taehwan.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지  
6개월 목표주가 **45,000**  
유지  
현재주가 (20.12.30) **37,450**

건설업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	4,188십억원
시가총액비중	0.22%
자본금(보통주)	557십억원
52주 최고/최저	42,300원 / 19,300원
120일 평균거래대금	323억원
외국인지분율	18.80%
주요주주	현대자동차 외 7 인 34.92% 국민연금공단 10.06%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.5	23.0	13.3	-11.5
상대수익률	0.5	-0.4	-16.9	-32.3



# 코로나19 영향 지속, 2021년을 기대

투자 의견 매수(BUY), 목표주가 45,000원 유지

- 목표주가는 2021E BPS 65,064원에 타겟 PBR 0.7배를 적용
- 타겟 PBR은 건설 3사(현대건설, 대림산업, GS건설) 과거 5년 평균치
- 추정 PBR도 0.7배(향후 5년 평균 ROE 6%, COE 8.1%, 성장률 1% 가정)
- 현대건설의 매출비중은 국내와 해외 각각 58%와 42%로 고르게 분산되어 대내외 불확실성에 따른 이익변동성이 낮고 수익성이 양호
- 건설주 최선호주, 산업 밸류에이션 상향 구간에서 대장주 선호

## 4Q20 Preview 코로나19 영향 지속

- 4Q 매출액 4조 6,418억원(+0% yoy) 영업이익 1,544억원(-9% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 +6% 상회, 영업이익 -10% 하회
- 매출액, 건축/주택이 잔고 증가로 매출 상승, 해외는 일부 코로나19 영향
- 12/28 정정공시를 통해 2020년 영업이익 전망치를 1조원에서 6,000억원으로 수정, 4Q 영업이익은 1,409억원에 해당

## 2021년을 기대

- 2020년 신규수주는 26.3조원(+9% yoy)을 달성한 것으로 추정, 사측은 정정공시에서 신규수주 목표치를 25.1조원에서 28조원으로 상향
- 코로나19 상황에서도 2020년 국내외 수주가 호조를 보임
- 해외사업장에서 선제적 비용 반영으로 2021년 부담 감소
- 폐기물, 바이오가스, 수소, 풍력 등 신사업 가치 부각 기대
- 3Q말 기준 약 1조원의 순현금 보유
- 2021년은 여전한 수주 호조에 발목을 잡았던 수익성도 개선

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)				1Q21			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,631	4,042	0	4,642	0.2	14.8	4,388	4,376	7.8	-5.7
영업이익	170	140	0	154	-9.0	10.0	172	202	22.1	0.5
순이익	-7	56	0	92	흑전	65.9	72	95	-29.0	2.8

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	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	12.7	10.8	10.3
BPS	56,293	59,778	62,388	65,486	68,716
PBR	1.0	0.7	0.6	0.6	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

# GS건설 (006360)

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

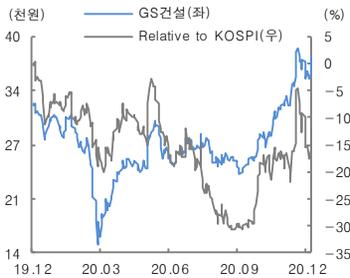
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월  
목표주가 **42,000**  
유지

현재주가  
(20.12.30) **37,800**  
건설업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	3,031십억원
시가총액비중	0.16%
자본금(보통주)	402십억원
52주 최고/최저	38,650원 / 15,050원
120일 평균거래대금	185억원
외국인지분율	27.54%
주요주주	하청수 외 16 인 25.66% 국민연금공단 12.54%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.2	56.5	54.0	21.7
상대수익률	7.5	26.8	13.0	-6.9



## 전반적 호조, 다양한 성장 모멘텀

투자 의견 매수(BUY), 목표주가 42,000원 유지

- 목표주가는 2021E BPS 59,340원에 타깃 PBR 0.7배를 적용
- 타깃 PBR은 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 1.4) 가정로 현저한 저평가

### 4Q20 Preview 전반적 호조

- 4Q 매출액 2조 8,751억원(+3% yoy) 영업이익 1,953억원(+7% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 +6% 상회, 영업이익 -5% 하회
- 매출액, 이연 물량 반영으로 실적은 전반적 호조
- 영업이익, 해외 사업장 코로나19 영향 반영, 국내는 건조한 성장 지속
- 2020년 국내 분양은 2.9만세대 내외 예상, 해외 수주는 이니마 수주 포함 2.5조원 내외로 연간 목표치 3.25조원 대비 부진, 2021년 회복 기대

### 다양한 성장 모멘텀

- 자회사 이니마는 중동 오만에서 2.3조원의 대규모 수주, EPC가 진행되는 2, 3년은 이익률이 높을 수 있으니중장기 성장은 지속(최근 6년 매출액 2배 성장)
- 데이터센터 투자 지속, 건설부터 운영까지 총괄하는 디벨로퍼 역할을 할 것, 사업확장을 위한 교두보로 부동산자산운용사도 인수
- 2020년 초 폴란드 모듈러주택업체 단우드, 영국 철골 모듈러 전문가 엘리먼츠 인수, 두산인프라코어 인수 철회로 자금여력도 우수
- 국내외 탄탄한 사업구조와 다양한 신사업의 조화, 건설주 차선호주

(단위: 십억원, %)

구분	4Q19	3Q20	직전추정	당사추정	4Q20(F)			1Q21		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,798	2,317	2,915	2,875	2.8	24.1	2,710	2,678	9.7	-6.9
영업이익	182	209	198	195	7.1	-6.7	205	192	12.4	-1.5
순이익	0	97	107	114	141.2	17.4	121	118	-8.4	3.6

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	13,139	10,417	10,181	11,247	11,934
영업이익	1,064	767	741	826	900
세전순이익	835	674	620	743	852
총당기순이익	587	447	440	538	617
자배분순이익	582	443	419	507	580
EPS	7,713	5,552	5,232	6,303	7,222
PER	5.7	5.6	7.2	6.0	5.2
BPS	47,018	49,770	54,068	59,340	65,655
PBR	0.9	0.6	0.7	0.6	0.6
ROE	17.3	11.8	10.1	11.1	11.6

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

# 대우건설 (047040)

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

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**5,500**

유지

현재주가

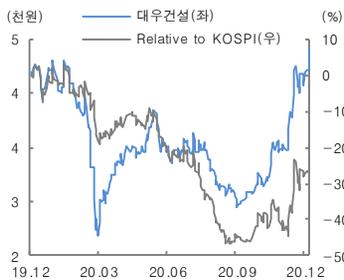
**4,985**

(20.12.30)

건설업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	2,072십억원
시가총액비중	0.11%
지분금(보통주)	2,078십억원
52주 최고/최저	4,985원 / 2,275원
120일 평균거래대금	144억원
외국인지분율	8.30%
주요주주	케이더비인베스트먼트제일유한회사 외 3 인 50.76%
	국민연금공단 5.78%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	42.4	79.0	45.3	5.2
상대수익률	28.4	45.0	6.6	-19.6



# 전년비 이익 급증, 이라크 프로젝트 수주

투자의견 매수(BUY), 목표주가 5,500원 유지

- 목표주가는 2021E BPS 7,121원에 타깃 PBR 0.8배 적용
- 타깃 PBR은 건설 3사(현대건설, 대림산업, GS건설) 과거 5년 평균 10% 할증
- 초과이익모형으로 산정한 추정PBR은 1.3배(향후 5년 평균 ROE 10.0%, COE 7.5%, 성장률 1% 가정, 베타 1.38)로 현저한 저평가

4Q20 Preview 전년비 이익 급증

- 4Q 매출액 2조 1,377억원(-7% yoy) 영업이익 1,037억원(+131% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 -5%, 영업이익 -10% 하회
- 매출액, 국내 주택은 호실적 지속, 해외 공사 진행은 일부 지연
- 영업이익, 4Q19 플랜트와 해외에서 1,300억원 비용 반영으로 낮은 기저 대비 큰폭의 이익 증가

이라크 프로젝트 수주, 중장기 성장 지속

- 12/31 이라크 바스라 항만공사 2조 8,695억원 수주 공사, 공사기간은 4년
- 2020년 분양은 3,32만세대로 목표 3,47만세대에 소폭 미달, 2021년은 3,4만 세대로 호조 지속, 자체물량 증가로 중장기 수익성 개선 기대
- 코로나19 재확산과 백신 기대 사이에서 해외플랜트의 급증을 기대하기는 어려우나 더 나빠지지는 않을 것으로 판단
- 2020년 어려운 상황에서도 모잠비크 Area #1(5억불), 나이지리아 LNG7 등을 수주, LNG 관련 경험과 전문성을 보여줌
- 국내외 고른 수주로 중장기 성장이 지속될 것으로 판단

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)				1Q21			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,309	1,896	2,198	2,138	-7.4	12.7	2,261	2,217	11.7	3.7
영업이익	45	103	107	104	131.6	0.8	115	111	-8.0	7.2
순이익	22	56	61	57	162.3	1.1	72	64	2.7	11.5

영업실적 및 주요 투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	10,605	8,652	7,983	8,929	9,733
영업이익	629	364	409	449	513
세전순이익	432	307	288	347	409
총당기순이익	297	201	227	248	292
자비지분순이익	299	209	228	248	292
EPS	719	502	548	596	704
PER	7.5	9.4	9.1	8.4	7.1
BPS	5,490	5,916	6,495	7,121	7,852
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
ROE	13.2	8.8	8.8	8.8	9.4

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

# 삼성 엔지니어링 (028050)

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

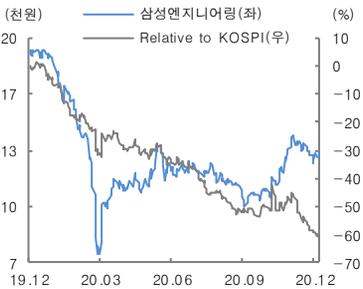
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **16,000**  
유지

현재주가 (20.12.30) **13,250**  
건설업종

KOSPI	2,873.47
시가총액	2,597십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	980십억원
52주 최고/최저	19,350원 / 7,070원
120일 평균거래대금	274억원
외국인지분율	25.04%
주요주주	삼성SDI 외 6 인 20.64% 국민연금공단 8.19%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.9	25.6	8.2	-31.0
상대수익률	-12.5	1.7	-20.6	-47.2



## 코로나19 영향 반영, 수주 분위기 개선

투자의견 매수(BUY), 목표주가 16,000원 유지

- 목표주가는 2021E BPS 9,473원에 타깃 PBR 1.7배 적용
- 타깃 PBR은 글로벌 EPC 5사의 2021E 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

4Q20 Preview 코로나19 영향 일부 반영

- 4Q 매출액 1조 7,016억원(-3% yoy), 영업이익 792억원(+19% yoy) 전망
- 컨센서스 대비 매출액 +1%, 영업이익 -3%로 부합
- 매출액, 해외사업장 일부 코로나19 영향이 반영되나 크지 않음. 그룹사 물량은 일부 공기 연장
- 영업이익, 안정적인 공정관리로 총당금 최소화

2021년은 수주 분위기 개선

- 최근 기대했던 사우디 자푸라 프로젝트(13억불)은 취소됨. 코로나19에 따른 재정축소가 영향. 그러나 2020년 멕시코 도스보카스(25억불), 말레이시아 사라왁(10억불) 프로젝트 등의 LOI 체결에 성공
- 코로나19 재확산과 백신 기대감 사이에서 당장 수주 증가를 기대하기는 어렵지만 UAE Hail&Gasha 등 진행되던 프로젝트들은 유효
- 원자재 가격 상승 기조로 2021년은 수주 분위기 개선
- 그룹사의 CAPEX 여력 확대도 긍정적 요인

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)			1Q21				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,755	1,603	1,702	1,702	-3.1	6.1	1,684	1,552	-2.5	-8.8
영업이익	67	100	79	79	18.8	-20.8	82	110	28.7	38.9
순이익	48	70	54	53	10.7	-23.9	62	77	10.7	46.0

영업실적 및 주요 투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,480	6,368	6,572	6,790	7,001
영업이익	206	385	351	389	409
세전순이익	170	401	343	380	391
총당기순이익	70	296	249	273	283
지배지분순이익	69	293	261	277	279
EPS	350	1,493	1,330	1,412	1,426
PER	50.2	12.9	10.0	9.4	9.3
BPS	5,383	6,749	8,070	9,473	10,889
PBR	3.3	2.8	1.6	1.4	1.2
ROE	6.6	24.6	17.9	16.1	14.0

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

# 에코프로비엠 (247540)

한상원 sangwon.han@dashin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **200,000**  
유지

현재주가 **170,100**  
(20.12.30)

2차전지/IT에너지 및 부품업종

KOSDAQ	947.24
시가총액	3,427십억원
시가총액비중	1.08%
자본금(보통주)	0십억원
52주 최고/최저	164,000원 / 48,550원
120일 평균거래대금	519억원
외국인지분율	6.68%
주요주주	에코프로 외 5 인 53.27%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.8	8.5	27.0	235.5
상대수익률	-0.4	1.8	-1.2	129.9



## 일시적 둔화보다 성장의 방향성에 무게

투자의견 매수, 목표주가 200,000원 유지

- 목표주가는 12MF 예상 EPS에 목표 PER 57배를 적용하여 산출
- 목표 PER은 2차전지의 성장성이 주목받은 2019~20년의 고점 평균 수준
- 참고로 RIM Valuation 기준 영구 성장률 1%를 적용한 수준에 해당
- 2차전지 양극재에서의 니켈 비중 확대 트렌드가 점차 확산됨에 따라 고객사 요구에 대응하여 공격적인 증설을 진행(Capa 2020년 5.9만톤→24년 18만톤)
- 하이-니켈 양극재를 전문으로 하는 업체로 코팅, NCMX, 단결정 등 성능 개선을 위한 신기술 도입을 선제적으로 추진
- EV 외 매출 비중이 여전히 50% 이상을 차지하나 성장성을 감안하면 향후 EV가 절대적인 비중을 차지할 전망. 2차전지 소재 업종 내 Top-pick 의견 유지

4Q20 영업이익 166억원(-6% QoQ)으로 시장 기대치 하회 전망

- 매출액은 2,669억원(+7% QoQ, +81% YoY)을 기록하면서 시장 기대치(2,745억원)에 미치지 못할 전망
- EV의 성장세는 지속됐으나 1Q21로 예상됐던 Non-IT의 고객사 재고 조정이 예상보다 빠르게 12월부터 나타났기 때문
- 영업이익은 166억원(-6% QoQ, +918% YoY)으로 시장 기대치(193억원)를 하회할 전망. 영업이익률은 6.2%로 전분기 대비 0.9%p 하락을 의미
- 수익성 악화는 1) 원/달러 환율 하락, 2) 메탈 가격 상승에 따른 단기 수익성 위축, 3) 예상보다 더딘 Top-line 성장 등 때문으로 판단
- 모두 단기적인 이슈에 해당하기 때문에 향후 수익성 정상화를 기대. 오히려 2Q21부터는 에코프로씨엔지(리사이클)의 양산 시작에 따른 원가 절감을 기대

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)				1Q21			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	147	250	281	267	81.2	6.7	274	270	61.0	1.2
영업이익	2	18	20	17	917.9	-7.2	19	18	106.0	9.5
순이익	1	14	14	12	1,072.6	-10.1	14	13	59.4	8.6

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	589	616	875	1,338	1,819
영업이익	50	37	57	98	142
세전순이익	43	28	50	86	128
총당기순이익	37	34	48	75	109
자배자분순이익	37	34	48	75	109
EPS	2,345	1,745	2,322	3,576	5,167
PER	0.0	30.4	70.2	45.6	31.5
BPS	10,213	18,739	19,920	23,196	28,213
PBR	0.0	2.8	8.2	7.0	5.8
ROE	26.7	13.0	12.3	16.6	20.1

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

# 롯데케미칼 (011170)

한상원 sangwon.han@dashin.com

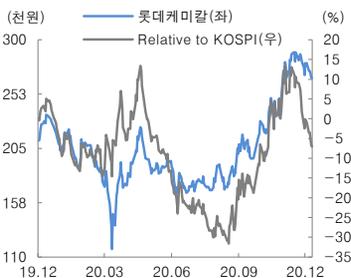
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **350,000**  
유지

현재주가 **276,000**  
(20.12.30)  
화학업종

KOSPI	2772.18
시가총액	9,134십억원
시가총액비중	0.57%
자본금(보통주)	171십억원
52주 최고/최저	289,000원 / 117,000원
120일 평균거래대금	593억원
외국인지분율	26.56%
주요주주	롯데자주 외 13 인 54.92% 국민연금공단 9.92%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.7	27.2	55.8	16.6
상대수익률	-13.4	10.7	19.9	-7.7



## 점점 낮아지는 PER이 가장 큰 매수의 근거

### 투자의견 매수, 목표주가 350,000원 유지

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 0.8배를 적용하여 산출
- 2021년 영업이익은 1,55조원(+321% QoQ)으로 업종 내 최대 증익을 전망 : 1) 대산 공장 재가동으로 올레핀 대폭 증익, 2) 아로마틱스와 LC USA의 흑자 전환 기대, 3) 타이탄도 상반기까지는 기저효과 존재, 4) 첨단소재 호실적 지속
- 특히 주요 화학 제품군 중에서도 부진했던 화섬 체인의 시황 반등 가능성에 주목, 글로벌 경기 회복 과정에서 소비 개선이 나타날 수 있기 때문. 중국의 경우 이미 8월 이후 의류 소비가 전년 대비 성장세로 전환
- 2021년 가파른 이익 반전을 겨냥한 매수 전략은 여전히 유효하다고 판단

### 4Q20 영업이익 2,262억원(+17% QoQ)으로 시장 기대치 부합 전망

- 4분기 영업이익은 전분기 대비 16.7% 증가한 2,262억원을 기록하며 시장 기대치(2,232억원)에 부합할 전망
- 대산 공장의 재가동(12월~)이 실적을 가장 크게 개선시킬 수 있는 요인이나 그 효과는 1Q21부터 본격화될 것으로 예상 vs. 다만 연말 이례적 시황 강세를 감안하면 실적이 당사 추정치를 상회할 가능성도 존재
- 올레핀(OP +12% QoQ)의 경우 대산 NCC의 재가동에도 불구하고 이례적인 시황 강세 탓에 기회손실 규모가 전분기(1.2천억원) 대비 유의미하게 줄어들기는 어려울 것으로 판단
- LC USA(미국 ECC)도 적자는 지속되었으나 규모는 축소, 태풍으로 인한 가동 차질의 기회손실이 1백억원(vs. 전분기 2.6백억원)으로 감소 vs. 일회성 요인을 제외한 실질 손익은 흑자 달성 추정(1Q20부터는 흑자 전환을 기대)
- 첨단소재(OP +5% QoQ)와 타이탄(OP +6% QoQ)도 3분기부터 높아진 수익성이 4분기까지도 이어지면서 소폭의 이익 증가를 예상

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	직전추정	4Q20(F)			1Q21			
				당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,427	3,045	2,842	3,140	-8.4	3.1	3,236	3,384	3.3	7.8
영업이익	151	194	193	226	49.9	16.7	223	371	흑전	63.9
순이익	33	141	203	166	405.8	17.9	174	292	흑전	76.2

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	16,073	15,123	12,144	14,325	14,861
영업이익	1,946	1,107	367	1,545	1,564
세전순이익	2,209	1,249	332	1,701	1,744
총당기순이익	1,642	757	263	1,285	1,317
지배지분순이익	1,579	715	249	1,242	1,275
EPS	46,074	20,860	7,266	36,231	37,191
PER	6.0	10.7	36.7	7.4	7.2
BPS	371,541	385,244	385,979	420,220	449,411
PBR	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6
ROE	13.0	5.5	1.9	9.0	8.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 롯데케미칼, 대신증권 Research Center

# 한화솔루션 (009830)

한상원 sangwon.han@dashin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**65,000**

유지

현재주가

**47,900**

(20.12.30)

화학업종

KOSPI	2,806.86
시가총액	7,366십억원
시가총액비중	0.39%
자본금(보통주)	807십억원
52주 최고/최저	52,200원 / 9,410원
120일 평균거래대금	2,295억원
외국인지분율	19.08%
주요주주	한화 외 5 인 37.42% 국민연금공단 10.59%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.6	23.0	134.7	142.2
상대수익률	-13.8	-0.4	80.7	89.0



## 성장주로 인식 전환이 필요

### 투자 의견 매수, 목표주가 65,000원 유지

- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출 vs. 12MF PBR 1.6배에 해당 : 부문별로는 케미칼 3.9조원, 태양광 8.8조원 vs. 순차입금 4.1조원 등
- 이상증자 결정(12/21 공시)으로 주가 희석이 발생했으나 이에 따른 증자기 실적 목표치의 상향(2025년 영업이익 +44%), 재무구조 개선(순차입금 감소), 글로벌 태양광 업체들의 Valuation 확장 등을 고려하여 목표주가는 유지
- 핵심적인 투자 포인트는 여전히 태양광 부문으로 1) 가동률 상향을 통한 물량 확대의 여력이 남아있고, 2) 가파른 수요 성장에 대응한 증설 결정 가능성도 충분하며, 3) 2021년부터 유의미한 규모의 다운스트림 매출(0.9GW 예상)이 발생하는 점을 감안하면 미래 성장성은 충분하다고 판단
- 태양광 수요의 구조적 확대와 함께 성장주로의 인식 전환이 필요한 시기

### 4Q20 영업이익 1,456억원(-38% QoQ)으로 시장 기대치 하회 전망

- 4분기 영업이익은 전분기 대비 37.5% 감소한 1,456억원을 기록하며 시장 기대치(1,668억원)를 하회할 전망
- 케미칼 부문의 이익이 크게 감소(OP -43% QoQ)하겠으나 정기보수, 성과급 등 연말 일회성 비용 반영(약 7백억원 추정)에 따른 결과로 이를 제외하면 LDPE, PVC 등 주력 제품 시장 호조에 힘입어 호실적이 지속
- 태양광의 경우 소폭의 증익(OP +5% QoQ)을 예상. 3분기부터 이슈가 되고 있는 원부자재 가격 상승에 따른 비용 부담은 지속되고 있으나 출하량 증가에 따른 매출 성장으로 절대 이익 규모는 소폭 증가할 전망
- 특히 유리(커버 글래스) 가격의 경우 당분간 높은 수준에서 유지되었으나 중국 상위 업체들의 증설 계획을 감안하면 1Q20부터는 하향 안정화 예상
- 전분기 흑자 전환한 첨단소재의 경우 비수기 고객사 재고 조정 등에 따른 감익(-57% QoQ)이 예상되나 리테일 사업의 계절적 성수기 진입에 따른 이익 증가(+602% QoQ)로 이를 만회할 전망

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	직전추정	4Q20(F)			1Q21			
				당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,452	2,428	2,383	2,398	-2.2	-1.3	2,346	2,583	14.9	7.7
영업이익	30	233	148	146	385.7	-37.5	168	223	40.3	53.2
순이익	-494	191	46	111	흑전	-42.0	102	191	194.5	72.5

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	9,046	9,503	9,031	10,868	11,102
영업이익	354	378	674	912	1,118
세전순이익	288	-217	719	1,047	1,265
총당기순이익	160	-249	512	794	958
자배지분순이익	187	-238	514	787	951
EPS	1,139	-1,469	3,211	4,270	4,982
PER	17.7	NA	14.2	10.7	9.2
BPS	36,954	35,130	37,995	43,482	46,720
PBR	0.5	0.5	1.2	1.0	1.0
ROE	3.1	-4.0	8.7	11.1	11.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

# 금호석유 (011780)

한상원 sangwon.han@dashin.com

투자이견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**175,000**

유지

현재주가

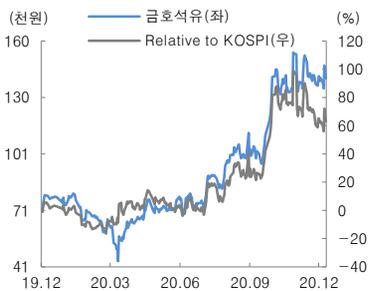
**145,000**

(20.12.30)

화학업종

KOSPI	2772.18
시가총액	4,443십억원
시가총액비중	0.28%
자본금(보통주)	152십억원
52주 최고/최저	154,000원 / 43,950원
120일 평균거래대금	350억원
외국인보유율	27.94%
주요주주	박철완 외 8 인 24.87% 국민연금공단 9.19%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.4	37.7	88.3	80.1
상대수익률	-9.5	19.9	44.9	42.6



## 지속되고 있는 초호황

### 투자이견 매수, 목표주가 175,000원 유지

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 1.5배를 적용하여 산출
- 목표 PBR은 직전 호황기 최대 실적을 기록했던 2018년의 고점과 평균의 중간 수준을 적용, 이미 2020년부터 당시의 실적(OP 5.5천억원)을 넘어서기 시작한 점을 고려하여 과거의 고점을 함께 고려
- 실적 개선을 견인했던 NB-Latex의 수급에 대한 우려(코로나19에서 회복되며 수요 둔화 vs. 글로벌 신증설로 공급 완화)가 존재하나 2H21에나 나타날 현상으로 지금부터 반영하기에는 다소 이른 시점
- Valuation이 이미 과거 호황기 수준까지 높아진 상황이나 이익 추정치 역시도 지속적으로 상향되고 있다는 사실에 주목할 필요

### 4Q20 영업이익 2,378억원(+11% QoQ)으로 시장 기대치 상회 전망

- 3분기 영업이익은 전분기 대비 11.2% 증가한 2,378억원을 기록하며 시장 기대치(2,034억원)를 상회할 전망
- 3대 주력 사업부(고무/수지/페놀) 모두 계절적 비수기 및 정기보수 시행에도 불구하고 전분기 대비 이익이 증가할 전망
- 합성고무(OP +25% QoQ)의 경우 2011년 차화정 이후 분기 최고 실적을 재차 경신 예상: 1) NB-Latex 시황 강세 지속, 2) 범용 제품 스프레드 견조, 3) 주요 원재료 가격 상승에 따른 긍정적 Lagging 효과 등 덕분
- NB-Latex(위생용 고무장갑 원료)의 경우 코로나19 확산 이후 수요 증가에 따른 수혜가 이어지면서 스프레드 상승과 높은 수익성이 지속
- 합성수지(OP +21% QoQ)도 주력 제품인 ABS(+34%), PS(+30%) 등의 가격 강세로 SM, BD 등 주요 원재료 가격 상승을 판가에 원활하게 전가함에 따라 긍정적 Lagging 효과까지 더해지며 수익성 추가 개선
- 페놀 유도체(OP +2% QoQ)도 페놀, BPA, 에폭시 등 주요 제품의 수익성 개선이 시작된 점도 긍정적인 이슈

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)				1Q21			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,186	1,188	1,197	1,354	14.2	14.0	1,230	1,316	7.4	-2.8
영업이익	16	214	169	238	1,392.8	11.2	203	215	61.6	-9.5
순이익	18	146	127	195	991.2	33.6	165	174	36.5	-10.8

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,585	4,978	4,794	5,346	5,501
영업이익	555	368	705	878	885
세전순이익	617	379	748	934	936
총당기순이익	503	295	569	710	712
지배지분순이익	491	295	569	710	712
EPS	19,577	11,655	22,557	28,223	28,236
PER	4.5	6.6	6.2	5.0	5.0
BPS	70,088	78,488	95,872	114,644	133,870
PBR	1.2	1.0	1.5	1.2	1.0
ROE	23.4	11.8	19.5	20.1	17.1

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

# 롯데정밀화학 (004000)

한상원 sangwon.han@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**68,000**

유지

현재주가

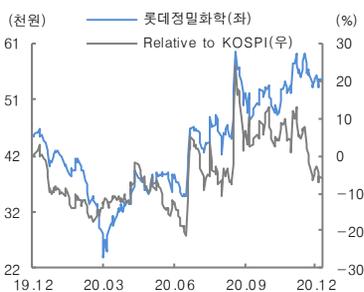
**55,200**

(20.12.30)

화학업종

KOSPI	2,808.60
시가총액	1,414십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	129십억원
52주 최고/최저	59,600원 / 23,900원
120일 평균거래대금	96억원
외국인지분율	22.95%
주요주주	롯데케미칼 외 2 인 31.13% 국민연금공단 12.65%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.8	13.0	55.2	21.9
상대수익률	-8.9	-7.1	18.0	-4.3



## 실적 바닥을 확인

### 투자의견 매수, 목표주가 68,000원 유지

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 1.0배를 적용하여 산출
- 목표 PBR은 과거 3년의 평균으로 이익 수준(2021F OP 1.5천억원 vs. 과거 연평균 OP 1.6천억원) 감안 시 무리없는 수준으로 판단
- 3Q20을 저점으로 실적 바닥을 확인(셀룰로스 수요 회복, 염소 계열 시황 반등)했으며, 1Q21부터는 2Q20 이상의 실적 달성이 가능할 전망
- 특히 셀룰로스 계열의 경우 성장성 및 수익성이 높은 식의약품 제품에 대한 비중을 확대하고 있어 매출 성장과 수익성 상승이 동시에 가능
- 중장기 목표는 2030년 매출액 5조원 달성으로 식의약품 전방산업 수요 증대(대체육 등)와 신사업 추진 등을 감안하면 성장성에 근거하여 높은 Valuation 부여는 충분히 가능하다고 판단. 목표주가는 2021F PER 12배에 해당

### 4Q20 영업이익 290억원(+12% QoQ)으로 시장 기대치 하회 전망

- 4분기 영업이익은 전분기 대비 11.8% 증가한 290억원을 기록하며 시장 기대치(313억원)를 약 7% 하회할 전망
- 예상치를 하회하는 실적의 주원인은 원/달러 환율 하락 때문으로, 특히 수출 비중이 90%에 이르는 셀룰로스 계열에 가장 부정적으로 작용
- 다만 셀룰로스 계열도 코로나19 이후 일시적인 수요 부진에서 회복세가 이어지면서 판매량 자체는 전분기 대비 증가 추정
- 염소 계열의 실적 개선에 힘입어 전사 이익은 전분기 대비 증가할 전망
- 1) ECH의 경우 시황 부진에 따른 적자가 지속되고 있으나 스프레드 상승(분기 평균 +99달러/톤 QoQ) 덕분에 적자 규모가 축소 vs. 12월 스프레드는 1천달러/톤을 상회하고 있어 1Q21에는 BEP 이상의 실적을 기대
- 2) 가성소다 판가는 하락(감익 요인)했겠지만 하절기 높았던 전력비의 감소(증익 요인)가 더 크게 반영되며, 염소 계열 전체적으로는 증익 달성

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)				1Q21			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	330	317	315	294	-10.9	-7.3	316	312	-10.7	6.4
영업이익	48	26	32	29	-40.1	11.8	31	37	-27.2	28.1
순이익	39	24	44	22	-42.9	-8.0	36	35	-18.6	58.0

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,372	1,311	1,253	1,269	1,356
영업이익	211	190	140	157	176
세전순이익	275	225	207	189	206
총당기순이익	215	168	154	147	162
지배지분순이익	215	168	154	147	162
EPS	8,438	6,611	6,061	5,779	6,357
PER	4.9	6.8	9.0	9.5	8.6
BPS	53,407	57,873	62,213	66,231	70,677
PBR	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
ROE	16.7	11.7	10.0	8.9	9.2

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

KT&G  
(033780)

한유정 [yujung.han@dashin.com](mailto:yujung.han@dashin.com) 노희재 [heejae.roh@dashin.com](mailto:heejae.roh@dashin.com)

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **120,000**  
유지

현재주가 **82,100**  
(21.01.04)

음식료업종

# 거뿜지는 불확실성

## 투자 의견 매수, 목표주가 120,000원 유지

- 2020년 추석, 2021년 설날 연휴의 시점 차이로 인한 4분기 실적 부진이 예상되는 만큼 실적 발표 이후가 기점일 것으로 판단됨

## 기대치를 하회할 4분기

- 2020년 4분기 KT&G의 연결 기준 매출액은 1조 3,281억원(+11% yoy, -9% qoq), 영업이익은 2,747억원(+9% yoy, -37% qoq)으로 매출액은 컨센서스 부합, 영업이익은 하회 전망. 1) **[별도\_내수 담배]** 2020년 9월 추석 명절 연휴 선 수요 물량 출회로 4분기 일반담배 시장 수요는 전년 동기 대비 2% 감소한 것으로 추정되나 KT&G의 일반담배 시장점유율은 64.2%(+0.1%p yoy)로 견조한 시장 지배력을 유지한 것으로 파악됨. 2) **[별도\_수출 담배]** 미국 유통 커버리지 확장( 20 목표 침투율 40%), 중동 수출 정상화에 따른 기존 시장 회복 추세에도 중남미 등의 일부 신시장 국가로의 수출 차질로 일반담배 수출 매출액은 전년 동기 대비 35% 증가에 그친 것으로 추정되며, 4분기 HNB 수출 매출액은 3분기 대비 10% 증가한 것으로 추정. 3) **[한국인삼공사]** 코로나 쇼크로 인한 면세 채널 공백 영향에 2021년 설날 명절 연휴(20년: 01/24~ → 21년: 02/11~) 시점 차이까지 더해져 적자 폭 확대가 불가피했던 것으로 파악됨

## 봄은 오고 있다

- 단기간 내 주가 상승을 견인할 동인은 부재하다고 판단하나 2020, 2021년 기준 KT&G의 배당성향은 54%, 51%, 배당수익률은 5.7%, 5.8%에 이를 것으로 예상되는 점, HNB 수출 확대가 본격화되고 있다는 점, 일반담배 수출 지역의 다변화로 안정적 회복세가 이어지고 있다는 점을 근거로 Global Peer 대비 할인 근거는 충분치 않다고 판단됨

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)			1Q21				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,198	1,463	1,347	1,328	10.8	-9.2	1,323	1,296	10.0	-2.4
영업이익	252	435	281	275	8.9	-36.8	315	357	13.2	29.8
순이익	120	278	239	211	76.3	-24.1	222	272	-7.2	28.7

자료: KT&G, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

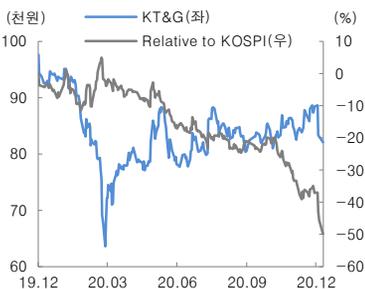
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	4,472	4,963	5,289	5,644	5,764
영업이익	1,255	1,382	1,419	1,538	1,572
세전순이익	1,319	1,463	1,518	1,648	1,689
총당기순이익	899	1,039	1,078	1,170	1,194
자배분순이익	902	1,036	1,076	1,168	1,192
EPS	7,141	8,188	8,669	9,411	9,604
PER	14.2	11.5	9.5	8.7	8.5
BPS	58,847	63,008	66,826	71,122	75,500
PBR	1.7	1.5	1.2	1.2	1.1
ROE	11.4	12.4	12.1	12.3	11.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출, 자료: KT&G, 대신증권 Research Center

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

KOSPI	2944.45
시가총액	11,272십억원
시가총액비중	0.58%
자본금(보통주)	955십억원
52주 최고/최저	95,100원 / 63,600원
120일 평균거래대금	403억원
외국인지분율	40.07%
주요주주	국민연금공단 12.24% First Eagle Investment Management, LLC 7.12%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.0	-0.4	2.9	-11.2
상대수익률	-10.0	-21.2	-24.8	-34.4



# 엔씨소프트 (036570)

이민아  
mna.lee@daishin.com

이지은  
jeeun.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **1,200,000**  
상향

현재주가 **978,000**  
(21.01.04)

다지털컨텐츠업종

## 앞당겨진 일본 출시. 예년과는 다르다

### 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 120만원으로 상향

- 목표주가 산출 기준년도를 12MF에서 2021년으로 변경. 리니지2M 대만/일본 출시를 3월부터 가정하고, 글로벌 게임 peer의 2021년 PER 평균 27.5배를 타겟으로 적용하여 목표주가 120만원으로 상향
- 1분기 블레이드&소울2 출시, 리니지2M 대만/일본 출시 예정. 2021년 내 트릭스터M, 팡아M, 프로젝트TL, 아이온2 등 신작 공개 및 출시 이벤트 다수. 신작 출시 시점 전후로 주가 변동성 확대될 수 있으나 이후 모멘텀 풍부한 점 고려하면 조정 시 매수 전략이 바람직

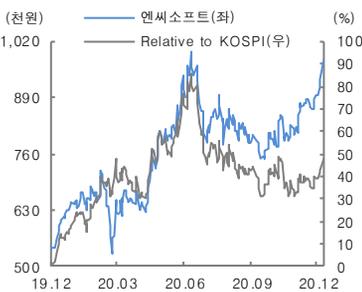
### 1분기 다수의 신작 출시 이벤트 개최 전망

- 전일 리니지2M의 대만/일본 티저 사이트 오픈. 1월 8일 정오(한국 시각)부터 영국 사전 예약을 시작하며 1분기 중 출시 예정. 예상보다 빨라진 출시 일정을 고려해 두 국가 모두 3월 출시를 가정하여 1분기 실적 추정치에 반영. 초기 일매출은 대만 5억원, 일본 10억원으로 추정
- 1월 중 블레이드&소울2 게임 공개 행사도 개최될 전망. 이후 약 2개월 간의 사전 예약 기간을 거쳐 3월 출시 예상. 초기 일매출 20억원, 이후 점진적인 하향 안정화 전망
- 4분기는 리니지M의 의도적인 프로모션 축소, 리니지2M의 매출 하향 안정화로 전분기대비 감익 예상되나 신작 모멘텀이 이를 상쇄할 전망. 리니지2M의 일본 출시가 예상보다 빨라져 추정치를 앞당겨 반영했으므로 밸류에이션 매력도도 증가
- 통상적으로 기대감이 선반영된 게임주 주가의 경우 신작 출시 시점에 변동성이 확대되는 경향. 이에 블레이드&소울2, 리니지2M 대만/일본 출시 시점에 주가는 조정세를 보일 수도 있음
- 그러나 올해는 두 게임뿐만 아니라 사전 예약자 수 300만명 이상을 기록한 트릭스터M, 팡아M, 장기간 준비해온 프로젝트TL, 자사 주요 IP 기반의 모바일 MMORPG 아이온2 등 신작 파이프라인 풍부. 장기적 관점에서 보유, 혹은 신작 출시 시점에 수익 실현 후 조정 시 재매수 전략 권고

ESG평가 등급	S	A+	A	<b>B+</b>	B	C	D
----------	---	----	---	-----------	---	---	---

KOSPI	2944.45
시가총액	21,471십억원
시가총액비중	1.10%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	995,000원 / 530,000원
120일 평균거래대금	955억원
외국인지분율	48.71%
주요주주	김택진 외 9인 12.00% 국민연금공단 11.75%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.8	21.3	3.6	73.1
상대수익률	4.6	-4.1	-24.3	27.9



### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,715	1,701	2,389	2,956	3,188
영업이익	615	479	844	1,214	1,330
세전순이익	637	496	865	1,234	1,350
총당기순이익	421	359	645	951	1,039
지배지분순이익	418	358	647	954	1,044
EPS	19,061	16,326	29,449	43,473	47,534
PER	24.5	33.1	33.2	22.5	20.6
BPS	107,923	113,027	135,565	169,600	206,461
PBR	4.3	4.8	7.2	5.8	4.7
ROE	16.4	14.8	23.7	28.5	25.3

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

# 씨에스베어링 (297090)

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

투자의견 **BUY**  
매수, 유지

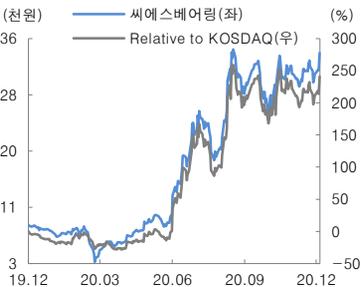
6개월 목표주가 **44,000**  
유지

현재주가 **33,900**  
(20.12.30)

스몰캡

KOSDAQ	968.42
시가총액	325십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	34,400원 / 3,345원
120일 평균거래대금	185억원
외국인지분율	6.69%
주요주주	씨에스윈드 외 1 인 49.56%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.6	15.9	137.1	299.3
상대수익률	3.1	1.5	80.7	176.2



## 2021년 성장의 원년

### 투자 의견 매수, 목표주가 44,000원 유지

- 투자 의견 매수, 목표주가 44,000원 유지. 목표주가는 2022년 예상 EPS 1,582원에 Target PER 28배 적용
- 1) 베트남 법인 가동률 증가세, 2) 신규 고객사 확대, 3) 2021년 하반기 해상 풍력 신규 매출 기대. 풍력 업종 내 다수의 개별 모멘텀 보유한 만큼 2021년 지속적인 주가 우상향 기대

### 4Q20 영업이익 31억원(+66% QoQ) 전망

- 4Q20 매출액 298억원(+21% QoQ), 영업이익 31억원(+66.4% QoQ) 전망
- 3분기 다소 미진했던 수주 납기 4분기 이후 개선 흐름
- 베트남 법인 8월 가동 이후 가동률 증가, 2021년 연간 Capa 4,000대 예정
- 외형 확대, 베트남 신규 매출 반영으로 4Q20 영업이익률 10.4%로 전분기 대비 2.8%p 개선 기대

### 북미 풍력 시장 GE 점유율 강화, 신규 고객사 확대 등 다수 모멘텀 보유

- 바이든의 신재생 에너지 정책 기대감 고조, 풍력 시장 대규모 투자 기대
- 주요 고객사인 GE는 바이든의 미국 기업 우호적 정책에 힘입어 미국 풍력 시장 40% 높은 점유율 유지할 전망
- 글로벌 터빈사들의 원가 경쟁력 저하 아시아 업체 부품 소싱 확대에 따라 GE 내 베어링 벤더 점유율 상승세(2019 37% → 2020F 40% → 2021F 45%), GE의 점유율 강화는 씨에스베어링에게 확실한 수혜
- 2021년 지멘스 가메시앙 신규 매출 기대, 지멘스 가메시앙과 8메가, 10메가 해상 풍력용 베어링 테스트 진행 중
- 지멘스 가메시앙 해상 풍력 시장 40% 점유하며 선점 해상 풍력용 베어링 육상 대비 4~5배 가격이 높기 때문에 매출 반영 시 이익률 개선 가능
- 베트남 법인 2021년 하반기 해상 풍력 베어링 생산 가능할 전망.
- 2021년 베트남 법인 가동률 증가, 지멘스로의 신규 매출, 2022년 베스타스 신규 매출 기대, 해상 풍력 베어링 매출 가세로 모멘텀 지속될 예정

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	65	103	103	141	178
영업이익	3	10	10	17	23
세전순이익	3	8	8	15	20
총당기순이익	2	6	6	12	16
지배지분순이익	2	6	6	12	16
EPS	300	747	651	1,211	1,582
PER	0.0	11.4	52.1	28.0	21.4
BPS	3,554	5,545	5,142	7,405	5,946
PBR	0.0	1.5	6.6	4.6	5.7
ROE	16.9	16.7	13.2	19.5	24.3

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

# 삼강엠앤티 (100090)

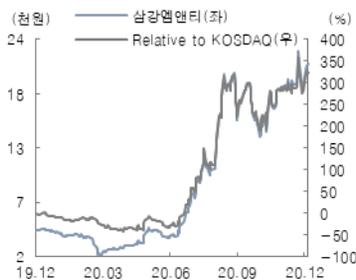
한경래 kyungrae.han@daishin.com  
이새롬 saerom.lee@daishin.com

투자이견 BUY  
매수, 유지  
6개월 목표주가 26,000  
유지  
현재주가 21,450  
(20.12.30)  
스몰캡

KOSDAQ	968.42
시가총액	753십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	18십억원
52주 최고/최저	22,850원 / 1,995원
120일 평균거래대금	331억원
외국인지분율	3.37%

주요주주 승무석 외 4 인 37.43%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.1	22.6	421.9	376.1
상대수익률	1.7	7.3	297.7	229.3



## 상향되는 시장 규모, 차별적 수혜 기대

### 투자이견 매수, 목표주가 26,000원 유지

- 투자이견 매수, 목표주가 26,000원 제시, 2021년 예상 EPS 857원에 Target PER 30배 적용
- 1) 아시아 해상 풍력 시장 고성장, 2) 대규모 Capa, 성공적인 납기 레퍼런스, 지리적 이점을 지닌 차별적 수혜, 3) 2020년 턴어라운드를 시작으로 2021년 실적 성장(영업이익 +27% YoY) 등 중장기 안정적인 주가 우상향 기대

### 4Q20 영업이익 90억원(흑전 YoY, +8.3% QoQ) 전망

- 4Q20 매출액 1,280억원(-3.8% YoY, +75.4% QoQ), 영업이익 90억원(흑자 YoY, +8.3% QoQ) 전망
- 조선/해양 사업부 매출액 1,089억원(+14.7% YoY, +83.3% QoQ)이 외형 성장 견인 예정, 4Q20 연결 영업이익률은 7.0%(흑전 YoY, -4.4%p QoQ) 예상

### 2030년 아시아 해상 풍력 가장 큰 규모로 성장

- 아시아 해상 풍력 2020년~2030년까지 약 100GW의 압도적인 규모 투자로 글로벌 시장 55% 가장 높은 점유율 전망
- 대만 해상 풍력 2025년까지 5.7GW에서 2035년 15.7GW 계획, 2019년 이후 수주 납기 성공적으로 진행하는 만큼 안정적인 중장기 수주 가능
- 일본 해상 풍력 2030년 10GW, 2040년 45GW로 목표치 상향, 현재 일본 해상 풍력 100MW 미만 수준, 향후 공격적인 투자 이뤄질 전망, 현지 하부구조물 업체 거의 없기 때문에 30% 수준 시장 점유율 확보 가능
- 대만, 일본, 국내 등 아시아 시장의 공격적인 투자는 대규모 Capa, 성공적인 납기 레퍼런스, 지리적 이점을 지닌 삼강엠앤티에 차별적 수혜

### 삼강에스앤티 100% 지분 취득으로 해상 풍력 사업 강화

- 고성홀딩스의 삼강에스앤티 잔여 지분 249억원에 취득하며 100% 지분 확보
- 삼강에스앤티도 해상 풍력 하부구조물 생산, 지분율 강화로 해상 풍력 사업에 대한 자신감 및 높은 성장성 확인, 해상 풍력 업체로의 전환 기대

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	144	385	452	525	592
영업이익	-35	-21	37	47	55
세전순이익	-61	-37	23	31	42
총당기순이익	-60	-37	23	30	40
자비지분순이익	-45	-22	19	30	40
EPS	-2,012	-796	606	857	1,128
PER	NA	NA	35.4	25.0	19.0
BPS	6,621	4,902	5,038	5,332	6,460
PBR	0.7	0.9	4.3	4.0	3.3
ROE	-29.2	-15.4	12.9	17.5	19.1

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

# 조선/기계업 Comment

- 한국조선해양 2021년 수주목표 상선 40% 증가
- 현대로템, 국내 철도사업 투자확대 수혜기대

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

2021.01.04

투자의견 **Overweight**

## 1/4 한국조선해양 2021년 연간 수주 및 매출 계획 발표, 상선 40% 증가

- 전일 한국조선해양은 공시를 통해 2021년 연간 수주 및 매출 계획을 발표
- 상선 수주 계획은 2021년 연간 142.8억불로 2020년 수주계획 101.3억불 대비 40.9% 증가된 계획. 2020년 수주 계획은 3Q20 업황을 반영해 조정된 수치. 2020년 당초 계획은 148.1억불이며 2021년은 2020년의 당초 계획 수준으로 무리한 계획은 아니라고 판단
- 한국조선해양은 현대중공업 / 현대미포조선 / 현대삼호중공업이 연결 반영되며 각각의 상선 수주 목표는 현대중공업 66억불(2020년 수정계획 44.7억불 / 기존계획 71.1억불), 현대미포조선 35억불(25.6억불 / 36.5억불), 현대삼호중공업 41.8억불(30.9억불 / 40.5억불)로 2020년 연초 분위기의 반복
- 한국조선해양의 2021년 전체 수주목표는 167.4억불(2020년 수정계획 130.8억불 / 기존계획 194.9억불)로 전년비 27.9% 증가. 해양 수주목표는 0.2억불(6.4억불 / 18.3억불), 플랜트도 0.8억불(0.9억불 / 1.5억불)로 급감. 엔진기계는 15.9억불(12.3억불 / 16.1억불)로 증가
- 2020년 이례적으로 수주목표를 하향한 바 있음. 2021년 수주목표는 2020년 연초와 비슷한 수준. 코로나19 우려가 있지만 백신 기대로 발주는 11월부터 개선세. 2020년 연간 전세계 선박 발주량은 1,900만CGT(1,000 CGT+)로 전년비 -34% 감소, 2021년 발주량은 3,000만CGT 수준 회복을 전망. 해양과 플랜트는 좋지 않은 업황을 반영
- 매출목표는 줄어든 수주잔고를 반영해 한국조선해양 15.4조원으로 2020년 목표 16.5조원 대비 -6.7% 감소. 현대중공업의 상선은 5.3조원(5.9조원, -9.5%), 현대미포조선 3.0조원(2.9조원, +2.3%), 현대삼호중공업 4.1조원(4.1조원, -1.7%). 2020년과 마찬가지로 매출이 늘지 않는 상황에서 손익분기점 수준의 마진을 예상

## 현대로템, 국내 철도사업 투자확대 기대

- 전일 문대통령은 신형 열차인 KTX-이음(EMU-260) 시승. 2029년까지 모든 디젤 여객기관차를 KTX-이음으로 대체하겠다고 밝힘. 2025년까지 70조원 이상을 투자해 고속철도, 간선철도망, 대도시와 광역도시 철도사업에 속도를 내 전국 주요 도시를 2시간대, 수도권 통근 시간을 30분 내로 단축하겠다고 설명
- 현대로템은 철도부문 7.3조원의 수주잔고 보유. 2019년 철도부문 매출액은 1.3조원(내수 4,300억원 / 수출 8,700억원). 그동안 국내에서는 연간 5,000억원 ~ 1조원 수주를 지속. 국내 철도투자 증가 시 수혜 기대
- 2018년과 2019년은 고비용구조와 저가수주 경쟁, 국내외외 총당금 설정으로 각각 -1,962억원, -2,799억원의 영업적자를 기록. 동기 철도 부문의 영업적자가 각각 -471억원, -2,080억원. 이후 저가수주를 지양하고 구조조정을 완료하며 1Q20부터 흑자전환. 2020년 철도부문의 영업이익률은 1Q 1.4%, 2Q 3.7%, 3Q 3.0%로 완전한 회복세
- 동사는 2021E 컨센서스 대비 PER이 44배(지배순이익 483억원 / 시가총액 2조 1,446억원)로 전형적인 고PER주. 고PER의 이유는 1)국내 고속철시장 독점, 2)대북철도 수혜주, 3)신항시장의 몇안되는 강자 등을 꼽을 수 있음
- 동사의 중장기 실적 체력은 매출액 3.5조원(철도 2조원(국내 0.7조원 / 해외 1.3조원), 방산 1조원, 플랜트 0.5조원) 정도로 볼 수 있으며 영업이익률은 5% 내외. 1)구조조정 및 실적개선 기초, 2)국내 철도부문의 성장 기대, 3)현대차 그룹으로 수소와 로봇 등 신사업 모멘텀 등을 들 수 있음. 밸류에이션 부담보다는 중장기 성장 기대가 반영

#### ▶ 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.