

GDS 홀딩스 GDS Holdings Ltd (GDS US)

중국 데이터센터 산업의 주인공

매수
(신규)

목표가: USD 120
상승여력: 23.3%

이재일 jay_lee@miraeeasset.com

매수, 목표주가 USD 120

목표주가 USD 120달러, 투자의견 매수 제시

- COVID19의 영향을 거의 받지않고 고성장 지속 예상
- 11/02 HK IPO - 16.7억달러 조달로 향후 5년간 데이터센터 확장 자금 문제 해결
- 45배 이상 EV/EBITDA 유지로 EBITDA 성장에 따른 EV와 주가 상승 예상
- 목표주가 USD 120 - 2021F EV/EBITDA 45x 가정, 주가 23.3 % 상승 여력

투자포인트

수요 - 중국 시장의 데이터 사용량 증가와 데이터센터 수요 증가

- Tier1 도시 강자, 중국 주요 클라우드 서비스 회사(BAT) 및 총 695개사 고객으로 유치
- 수요 증가로 가장 큰 리스크인 공실률 줄이고 완공 전 사전계약 65.9% 달성

공급 - 공격적인 데이터 센터 확장으로 수요에 맞는 공급량 달성

- 현재 사용가능 면적 271,486sqm 외 건설 중인 데이터센터 면적이 105,599sqm
- 건설 중 및 건설 예정 면적 총합이 494,105sqm으로 사용가능 면적 171% 추가 예상

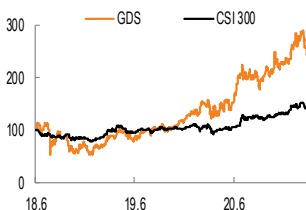
2022년부터 순이익 흑자 전환과 매출성장 지속 예상

- 2022년부터 순이익 첫 흑자 전환 후 지속적인 상승 예상
- 매출 대비 임차료와 전기세 비중 감소 추이 지속 전망 (마진 상승)
- 월 서비스 매출 (MSR; Monthly Service Revenue) 유지 및 서비스 면적 증가

Risks

- 데이터센터 확장 CAPEX가 높아 자금 조달 문제와 그로 인한 확장 제한
- 공실률 증가 (가동률 감소)로 인한 매출 성장률 저하
- 경쟁사들의 공격적인 가격 경쟁으로 MSR 감소와 그로 인한 매출 성장세 둔화

Key data



현재주가 (21/03/03, USD)	97.31	시가총액 (십억USD)	18.19
거래소	NASDAQ	시가총액 (조원)	20.5
EPS 성장률 (20F.x)	N/A	유통주식수 (백만 주)	175.4
P/E (20F.x)	N/A	52주 최저가 (USD)	43.27
MKT P/E (20F.x)	22.2	52주 최고가 (USD)	116.76
배당수익률 (%)	0.0		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.2	21.6	63.2
상대주가	-11.0	10.0	28.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (백만CNY)	1,616	2,792	4,122	5,774	7,958	10,447
영업이익 (백만CNY)	82	168	480	756	1,175	1,702
영업이익률 (%)	5.1	6.0	11.6	13.1	14.8	16.3
순이익 (백만CNY)	-327	-430	-442	-592	-64	496
EPS (CNY)	-3.33	-3.48	-3.63	-4.02	-0.91	2.04
ROE (%)	-8.8	-8.6	-5.9	-5.6	-1.0	1.8
P/E (배)	-44.0	-45.7	-99.0	-170.2	-956.6	425.8
P/B (배)	3.2	3.6	4.4	8.6	8.4	6.6

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

클라우드 컴퓨팅 및 데이터센터 산업

클라우드 컴퓨팅은 4차 산업혁명 시대에 발생하는 대량의 데이터를 효율적으로 관리하기 위한 기술로, 인터넷이 연결되는 환경에서 네트워크 서버, 데이터 저장, 소프트웨어 등 의 IT 자원을 받아서 활용하는 것을 가능하게 한다. 예로 데이터를 클라우드에 저장했다가 기기에 제한 받지 않고 인터넷에 연결하여 데이터를 보고 받을 수 있는 Dropbox 같은 서비스나, 서버를 만들지 않고 구독해서 필요한 만큼 사용하는 아마존의 AWS, 여러 사용자가 동시 접속하여 서류를 작성 및 수정 하는 구글 드라이브 등이 있다.

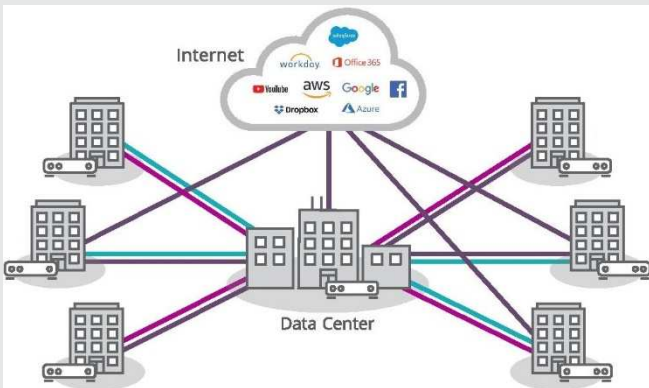
<Popular cloud computing applications>



자료: Lighter capital

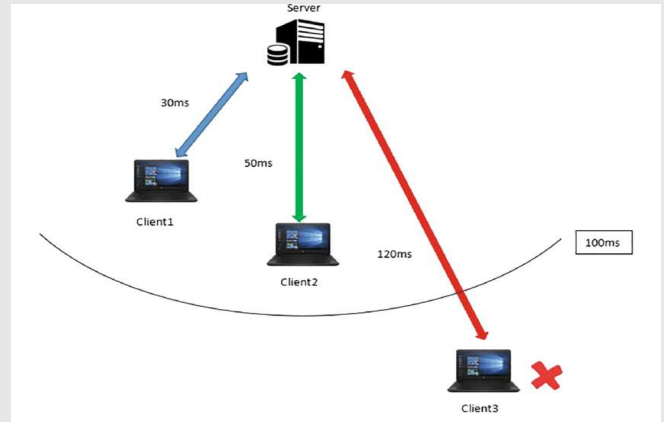
데이터센터는 클라우드 컴퓨팅, 빅데이터 분석 등 인터넷 산업의 정보를 저장하고 처리하는 역할을 하며, 서버 운영과 네트워크 관리 등에 필요한 장비를 모아서 운영 및 관리 하는 시설이다. 대체로 서버, 저장매체, 무정전 전원장치, 백업 서버, 냉각 시스템, 발전기 등으로 이루어져 있고, 관리 인원이 필요하다. 원래는 기업이 자체 전산실을 운영 하였으나 설립 비용 및 유지관리 인원이 필요함에 따라 다수의 기업들이 최소한의 자체 전산실 외에는 인터넷에 연결해서 사용 가능한 인터넷 데이터 센터(IDC)를 이용하게 되었다. 이러한 수요가 늘어나면서 IDC 서비스를 전문적으로 제공하는 기업들이 등장하였다. 데이터 센터를 외부 회사를 사용함에 따라 건설 및 운영 비용 절감 외에도 자사가 구축할 수 있는 전산실보다 더 좋은 하드웨어와 보안 등의 혜택을 누릴 수 있고 필요한 만큼 신속하게 필요 면적을 구매하여 사용할 수 있다.

<How data center is connected to cloud>



자료: Marketsandresearch

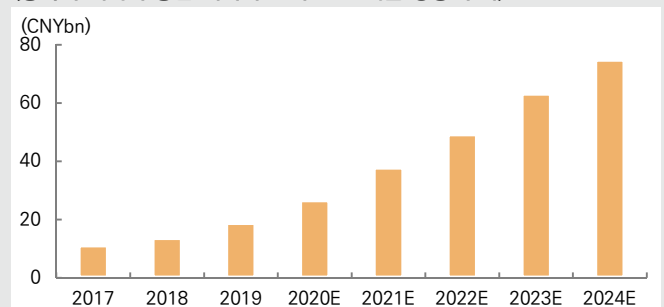
<Increasing latency due to physical distance from server>



자료: ResearchGate

데이터 센터 부지 (상면) - 데이터 센터의 주요 설비는 상면(데이터 센터 면적), support infrastructure(무정전 전원장치, 발전기 등), IT equipment(서버, 저장매체 등), Operations(유지 관리 인력)으로 나뉘어 진다. 여기서 가장 구하기 어려운 부분이 상면이다. 데이터 센터는 서비스 필요 위치에서 가까워야만 한다. 이유는 서버에서 물리적 거리가 멀어질수록 지연시간(latency)가 증가하게 된다. 앞으로 latency가 최소화 되는데 자율주행 같은 지연시간이 있으면 안되는 실시간 서비스 등을 위해 더욱더 중요해 질것으로 보인다. 당연히 밀집 도시에 사용자가 많고 밀집 도시 근방에 데이터 센터가 설립되어야 하는데 도시 주변에 데이터 센터를 설립할 수 있는 부지(상면) 마련이 가장 어렵다. 도시 근방에 데이터 센터 상면을 마련하는 것만으로 경쟁력을 얻을 수 있다.

<중국의 캐리어 중립 데이터 센터 산업 매출 상승 추이>



자료: iResearch, 미래에셋대우 리서치센터

효율적인 비용 절감을 위해 기업들은 IDC 서비스 제공 업체와 계약을 늘려가는 추세이고, 실시간 서비스 제공이 중요해 짐에 따라 밀집 도시 근방 데이터센터 상면을 선점해서 지연시간(Latency)을 낮추는 IDC 기업이 경쟁력이 있고, whole sale 수요가 늘어나는 추세이며, 이익의 최대화를 위해선 빠른 건설과, 완공 전 우량 클라우드 서비스 및 거대 인터넷 기업들과 whole sale 사전 장기 계약으로 ROI를 보장하고, 관리 서비스 제공으로 재계약을 계속하여 중간에 공실률 없이 데이터 센터의 감가상각이 끝날 때까지 계약을 유지하는게 중요하다. 중국에서는 GDS Holdings가 위 요약 부분의 성공 요건을 모두 충족하고 밀집 도시 근방 상면을 성공적으로 꾸준히 늘려 감에 따라 이번 신규 리포트에서 GDS Holdings의 매수를 추천한다.

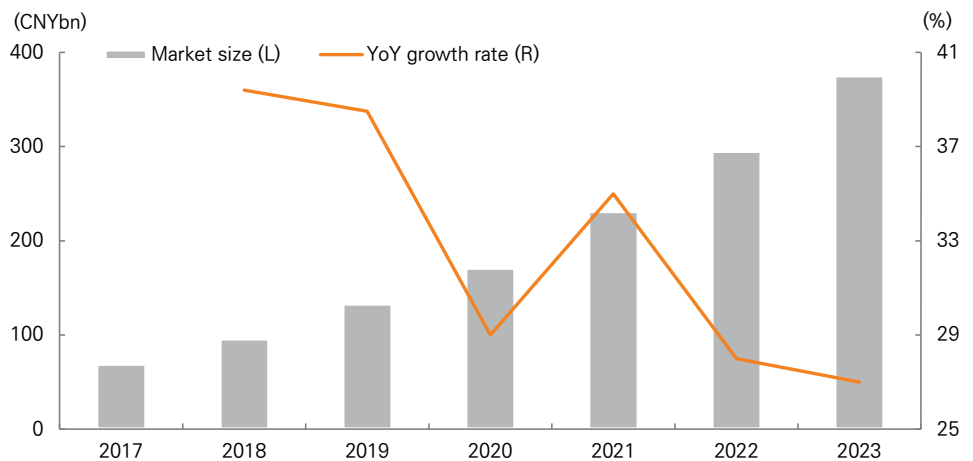
I. 투자포인트

1. 수요 - 중국 데이터 사용량 증가에 따른 데이터센터 수요 증가

중국 Tier1 도시에서의 데이터센터 수요는 계속 성장할 전망이고, 이 도시들을 중심으로 데이터센터들을 보유하고 있는 GDS Holdings가 수혜를 받을 것이다. 매년 증가하는 데이터 사용량과 함께 클라우드 시장이 빠르게 성장 중이다. 데이터센터가 사용자로부터 멀어질수록 latency가 증가하기 때문에 인구가 밀집해 있는 Tier1 도시들(Beijing, Shanghai, Guangzhou, Shenzhen 등)에 서비스를 공급할 수 있는 데이터센터의 수요가 급증하고 있다. 또한 최근에는 대형 인터넷/클라우드 기업들이 경쟁력 있는 소수(3~4개) 데이터센터 공급자와의 협력을 선호하고 있는 추세다.

모든 Tier1에 도시에 데이터 센터를 보유하고 있는 GDS Holdings는 이러한 선호조건을 모두 만족한다. 데이터 사용량이 급증하는 Baidu, Alibaba, Tencent 등을 포함 약 695개의 고객을 확보했고 2Q20에는 ByteDance와 Pinduoduo등을 신규 고객으로 유치했다.

그림 1. 중국의 Cloud 산업 시장 규모



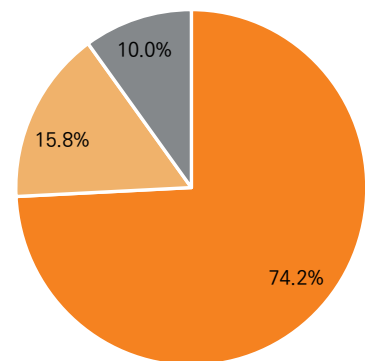
자료: China Academy of Information and Communication Technology, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. GDS Holdings 주요 고객 유치 타임라인



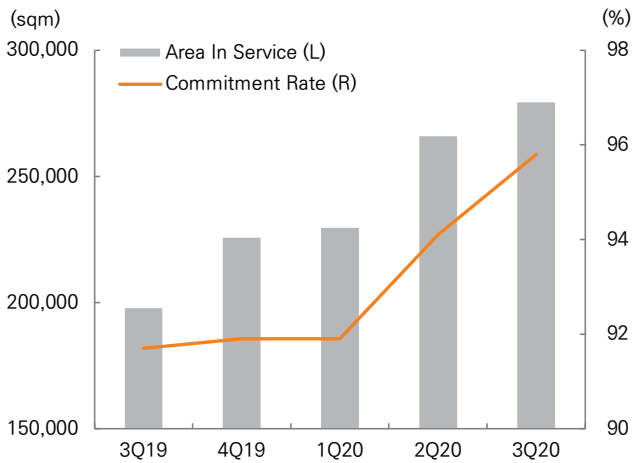
자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. GDS Holdings 고객 산업별 비율



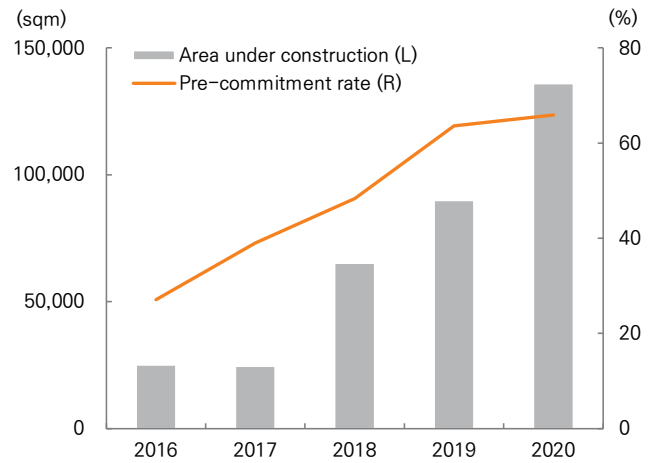
자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. GDS Holdings 총 서비스 가능 면적 실제 사용률



자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. GDS Holdings 공사 중 면적과 완공 전 사전 계약률 증가 추이



자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 지난 8분기간 사전예약, 공사완료 후 계약 면적 및 실제 이용 면적 증가 추이

As At	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
Area In Service (Sqm)	160,356	171,515	180,441	198,097	225,963	229,986	266,260	279,618
Area Under Construction (Sqm)	65,201	65,736	78,373	84,765	89,834	110,706	133,208	135,871
Total Capacity (Sqm)	225,557	237,251	258,814	282,862	315,797	340,692	399,468	415,489
Area Committed (Sqm)	152,163	164,747	169,010	181,745	207,716	211,303	250,467	267,771
Area Pre-Committed (Sqm)	31,580	35,084	51,808	60,690	57,162	75,687	82,994	89,573
Total Area Committed (Sqm)	183,743	199,831	220,818	242,435	264,878	286,990	333,461	357,344
Commitment Rate (%)	94.90%	96.10%	93.70%	91.70%	91.90%	91.90%	94.10%	95.80%
Pre-Commitment Rate (%)	48.40%	53.40%	66.10%	71.60%	63.60%	68.40%	62.30%	65.90%
Area Utilized (Sqm)	108,326	118,050	127,107	137,820	156,022	163,838	193,162	209,751
Utilization Rate %	67.60%	68.80%	70.40%	69.60%	69.00%	71.20%	72.50%	75.00%
Average MSR (Rmb/Sqm/Month)	2,644	2,624	2,679	2,665	2,631	2,569	2,492	2,519

자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 면적 별과 매출 별 Top 5 고객 사 비율

End User	% of Total Area Committed as at 3Q20	Number of Data Centers	End User	% of 3Q20 Total Net Revenue
Customer 1	36.2	27	Customer A	26.1
Customer 2	22.0	17	Customer B	21.4
Customer 3	6.5	5	Customer C	8.0
Customer 4	5.6	10	Customer D	7.7
Customer 5	5.4	6	Customer E	2.7

자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

2. 공급 - 공격적인 데이터 센터 확장 추이

향후 2년내 완공이 예정된 면적만 105,599sqm로 현재 총 공급 면적의 35%에 달한다. 공사 후 계약율인 95.8%이 앞으로도 유지 된다고 볼 때, 늘어나는 공급 면적만큼 매출이 2년안에 최소 35% 증가될 것으로 예상된다. 건설 예정인 358,234sqm(표 3)까지 포함하면 총 사용가능 면적 및 매출의 171% 증가가 예상된다.

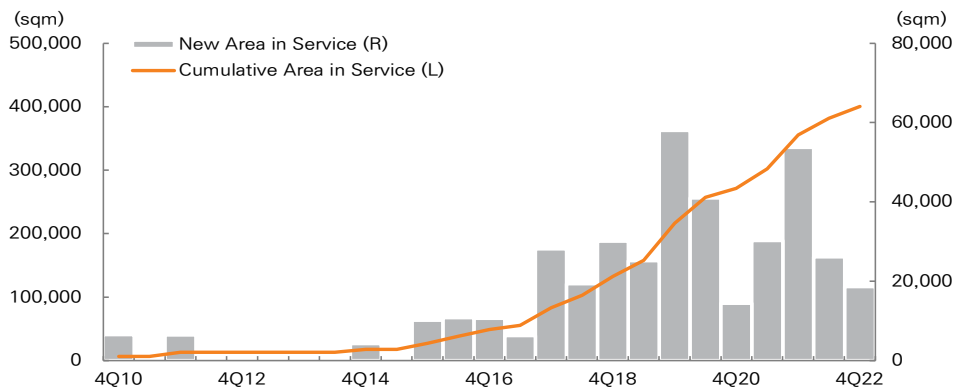
GDS Holdings는 늘어나는 수요에 따라 Tier1 도시들을 중심으로 데이터센터 면적을 공격적으로 늘려가고 있다. 건설하는 면적 외에도 GDS Holdings는 필요한 데이터센터를 계획을 발표하지 않고 인수한 경우가 다수 있고 앞으로도 발표되지 않은 데이터센터 인수 가능성이 존재하기에 추가적으로 매출이 증가할 수 있다. 가장 큰 문제는 자금 조달이었는데 작년 11월 HK IPO를 통해 16.7 억달러를 조달하여 향후 수년간 필요한 데이터센터를 인수하는 데에도 문제가 없어 보인다.

표 3. GDS Holdings의 현재 사용 가능 면적, 건설중인 면적, 건설 예정 면적

As At 3Q20 (Sqm)	Area In Service	Area Under Construction	Held For Future Development	Total Developed & Developable Capacity	Weight
Beijing	83,132	76,848	90,750	250,730	32.70%
Shanghai	86,351	44,962	131,382	262,695	34.30%
Greater Bay Area	69,023	14,061	81,596	164,680	21.50%
Chengdu / Chongqing	14,512	0	54,506	69,018	9.00%
Remote	18,468	0	0	18,468	2.40%
Total	271,486	135,871	358,234	765,591	100%

자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 발표된 GDS Holdings 신규 서비스 가능 면적과 누적 신규 면적



자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 2020년 3분기 GDS Holdings의 데이터센터 위치



자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. GDS Holdings 데이터 센터 면적(sqkm) 및 서비스 런칭 시기

Data Center	Ready for Service	General Area	Type	Tenure	Area in Service	Area under construction	Area Committed	Commitment Rate (%)	Area Utilized	Utilization Rate (%)
KS1	2H10	Shanghai	Purpose-Built	Own	6,546		6,430	98.2	6,161	94.1
SH1	2H11	Shanghai	Purpose-Built	Lease	6,432		6,300	98	6,128	95.3
SZ1	2H14	Greater Bay Area	Converted	Lease	4,286		4,272	99.7	4,264	99.5
SH2	2H15	Shanghai	Purpose-Built	Lease	7,712		7,617	98.8	7,412	96.1
BJ1	2H15	Beijing	Converted	Lease	2,435		2,237	91.9	2,189	89.9
SZ2	1H16	Greater Bay Area	Converted	Lease	4,308		4,308	100	4,308	100
GZ1	1H16	Greater Bay Area	Converted	Lease	6,548		6,531	99.8	6,526	99.7
SZ3	2H16	Greater Bay Area	Converted	Lease	2,678		2,655	99.2	2,565	95.8
SH3	2H16	Shanghai	Purpose-Built	Lease	7,950		7,943	99.9	7,732	97.2
CD1	1H17	Chengdu	Purpose-Built	Own	6,262		5,962	95.2	4,615	73.7
SZ4 Phase 1	2H17	Greater Bay Area	Converted	Lease	4,678		4,678	100	3,262	69.7
GZ2	2H17	Greater Bay Area	Converted	Lease	6,131		6,131	100	6,069	99
SH4	2H17	Shanghai	Purpose-Built	Lease	8,415		8,304	98.7	7,811	92.8
BJ2	2H17	Beijing	Converted	Lease	5,819		5,802	99.7	5,432	93.3
BJ3	2H17	Beijing	Converted	Lease	3,144		3,144	100	3,028	96.3
ZB1	1H18	Remote	Build-To-Suit	Lease	5,132		5,132	100	4,870	94.9
GZ3 Phase 1	1H18	Greater Bay Area	Purpose-Built	Lease	7,648		7,648	100	7,518	98.3
SH5	1H18	Shanghai	Converted	Lease	2,062		1,540	74.7	855	41.4
SH11	1H18	Shanghai	Converted	Lease	4,214		4,214	100	3,216	76.3
CD2 Phase 1	2H18	Chengdu	Purpose-Built	Own	8,250		8,250	100	1,602	19.4
ZB2	2H18	Remote	Build-To-Suit	Lease	4,662		4,662	100	4,353	93.4
ZB3	2H18	Remote	Build-To-Suit	Lease	4,662		4,662	100	4,240	90.9
SH6	2H18	Shanghai	Purpose-Built	Lease	7,620		7,181	94.2	3,052	40
SH8	2H18	Shanghai	Converted	Lease	4,924		4,787	97.2	4,447	90.3
SH9	1H19	Shanghai	Converted	Lease	3,330		3,330	100	3,122	93.7
SH10	1H19	Shanghai	Converted	Lease	3,745		3,745	100	1,609	43
BJ4	1H19	Beijing	Converted	Lease	4,695		4,122	87.8	1,561	33.2
BJ5	1H19	Beijing	Converted	Lease	13,366		13,239	99	11,344	84.9
SZ5	2H19	Greater Bay Area	Converted	Lease	20,583		20,583	100	20,079	97.6
SZ6	2H19	Greater Bay Area	Converted	Lease	2,133		17	0.8	0	0
GZ3 Phase 2	2H19	Greater Bay Area	Purpose-Built	Lease	3,423		3,423	100	2,857	83.5
GZ6	2H19	Greater Bay Area	Converted	Lease	6,608		1,477	22.3	35	0.5
SH7	2H19	Shanghai	Purpose-Built	Lease	6,352		2,110	33.2	1,142	18
BJ6	2H19	Beijing	Converted	Lease	5,965		5,786	97	2,943	49.3
BJ9	2H19	Beijing	Converted	Lease	8,029		7,722	96.2	7,598	94.6
LF1	2H19	Beijing	Converted	Lease	4,949		4,949	100	2,090	42.2
ZB4	1H20	Remote	Build-To-Suit	Lease	4,012		4,012	100	3,219	80.2
KS2	1H20	Shanghai	Purpose-Built	Own	7,771		7,771	100	0	0
BJ10	1H20	Beijing	Converted	Lease	6,440		6,440	100	6,120	95
BJ11	1H20	Beijing	Converted	Lease	6,471		6,471	100	6,066	93.7
BJ12	1H20	Beijing	Converted	Lease	7,016		7,016	100	2,802	39.9
LF6	1H20	Beijing	Converted	Lease	3,787		3,787	100	2,060	54.4
LF7	1H20	Beijing	Converted	Lease	5,558		5,558	100	0	0
BJ14	2H20	Beijing	Converted	own	19,000		19,000	100	12,920	68.0
LF2	3Q20	Beijing	Converted	Lease	4,859		4,859	100	0	0
SH12	3Q20	Shanghai	Purpose-Built	Lease	3,653		3,653	100	0	0
SH15	3Q20	Shanghai	Converted	Lease	1,518		1,518	100	0	0
SH16	3Q20	Shanghai	Converted	Own	3,000		0	0	0	0
KS3	3Q20	Shanghai	Purpose-Built	Own	5,290		5,290	100	0	0
BJ7	4Q20	Beijing	Converted	Lease	11,116		3,857	34.7	0	0
LF8	4Q20	Beijing	Converted	Lease	2,663		2,663	100	0	0
SH13	4Q20	Shanghai	Converted	Lease	6,493		4,250	65.5	0	0
SH14	4Q20	Shanghai	Converted	Own	11,040		7,000	63.4	0	0
BJ8(UC)	1H21	Beijing	Converted	Lease		10,911	10,911	100	0	0
LF3(UC)	1H21	Beijing	Purpose-Built	Own		11,664	11,664	100	0	0
SH17 Phase 1(UC)	1H21	Shanghai	Converted	Own		6,188	6,188	100	0	0
GZ4(UC)	1H21	Greater Bay Area	Converted	Lease		7,000	0	0	0	0
LF4(UC)	2H21	Beijing	Purpose-Built	Own		14,832	7,416	50	0	0
LF5(UC)	2H21	Beijing	Purpose-Built	Own		14,832	7,665	51.7	0	0
CS1(UC)	2H21	Shanghai	Purpose-Built	Own		11,088	6,060	54.7	0	0
HK1(UC)	2H22	Greater Bay Area	Purpose-Built	Own		7,061	0	0	0	0

자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

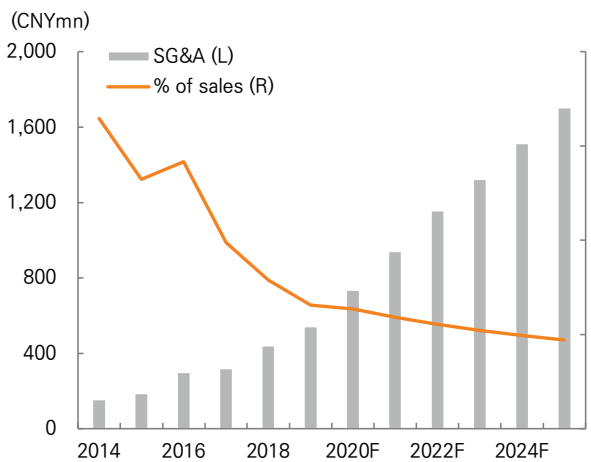
3. 2022년 순이익 흑자 전환 그리고 매출 성장 지속 예상

1) 2022년부터 순이익 흑자 전환 기대

GDS Holdings는 매출 상승과 매출 대비 비용 절감으로 순이익이 2022년에 첫 흑자 전환을 달성하고 순이익 성장을 지속할 것으로 기대한다. GDS Holdings 비용 중 가장 큰 항목은 전기료(매출대비 21.1%)와 임차료(매출대비 25.0%)다. 현재 GDS Holdings 의 사용 가능한 데이터 센터 중 86.7%가 임차 중인 면적이고 13.3%만 GDS Holdings 회사 소유 면적 이여서 임차료 비중이 크다. 하지만 개발중인 면적의 58.7%, 그리고 개발 예정인 면적의 85.3%가 GDS Holdings 소유(표 5)로 앞으로 매출대비 임차료가 대폭 감소할 것으로 예상된다.

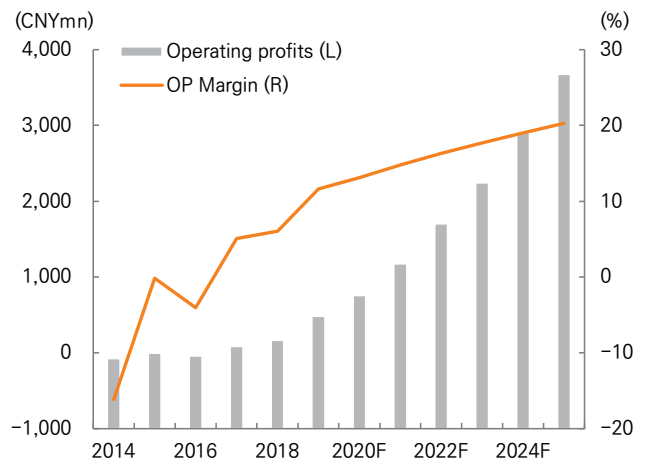
2017년 매출의 30.3%정도 되었던 임차료 및 기타 비용은 25.0%로 줄어들었고 전기료는 규모의 경제를 이루며 2017년 매출의 23.5%를 차지했던 전기료가 2020년에는 매출대비 21.1%로 절감되었다. 건설중인 면적들의 완공에 따라 매출대비 임차료 비율이 줄어들고 면적의 증가에 따라 매출대비 전기료 비중이 줄어들어 2022년에는 흑자 전환이 기대된다. 흑자 전환 후에도 추가 면적 확보에 의한 매출 증대에 따라 순이익도 같이 지속 성장할 전망이다.

그림 8. GDS Holdings SG&A 비용/매출 비율 전망



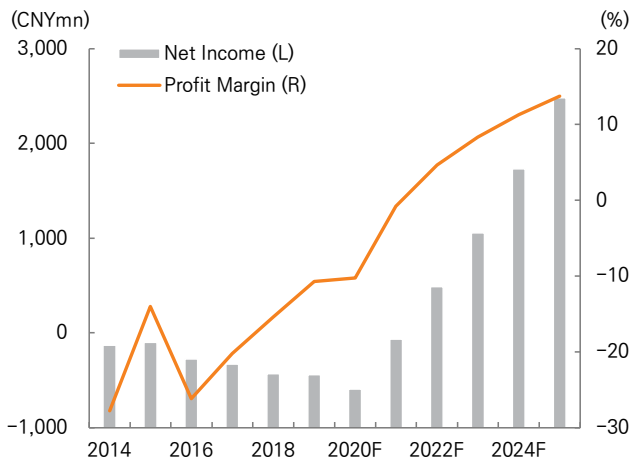
자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. GDS Holdings Operation margin 전망



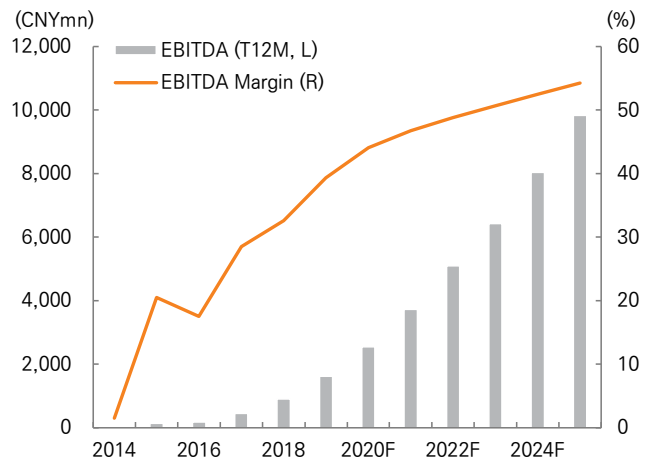
자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 2022년 GDS Holdings 순이익 흑자 전환



자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. GDS Holdings EBITDA margin 전망



자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. GDS Holdings의 총 부동산 Ownership 증가 계획

Sqm	Area In Service	Area Under Construction	Held For Future Development	Total Developed & Developable Capacity
Lease	235,247	56,166	52,756	344,169
Own	36,239	79,705	305,478	421,422
Total	271,486	135,871	358,234	765,591
Lease (%)	86.7	41.3	14.7	45.0
Own (%)	13.3	58.7	85.3	55.0

자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

2) 높은 EBITDA 마진 (47%+) 유지 예상

GDS Holdings 는 1) 주요 클라이언트와 장기 계약 유지 그리고 2) Tier1 의 주요 데이터센터 토지 선점으로 높은 EBITDA 마진을 유지할 것으로 전망한다. 경쟁이 생기면 마진이 낮아지지만, GDS Holdings는 경쟁력을 유지할 수 있는 요소가 2가지가 있다. 1) 주요 클라이언트와 장기계약을 유지하고 있으며, 주요클라이언트가 대체할 수 있는 데이터센터 회사를 찾기 어려움. 2) Tier1 도시 주변에 안정적으로 전력을 공급할 수 있으면서 면적이 확보되는 데이터센터를 지을 수 있는 토지 자체가 많지 않고, 중국 정부가 허가를 해줘야 데이터센터를 지을 수 있기 때문에 경쟁사가 바로 데이터센터를 개발하고 싶어도 진입이 어렵다. GDS Holdings는 설립 초부터 계약한 초기 클라이언트들과의 장기 계약을 연장 및 확대하고 있다. 지금까지 성공적으로 정부 허가를 받아 데이터센터를 설립해 왔고 기존 주요 위치에 설립된 데이터센터를 공격적으로 인수하고 있다.

표 6. GDS Holdings annual forecast summary

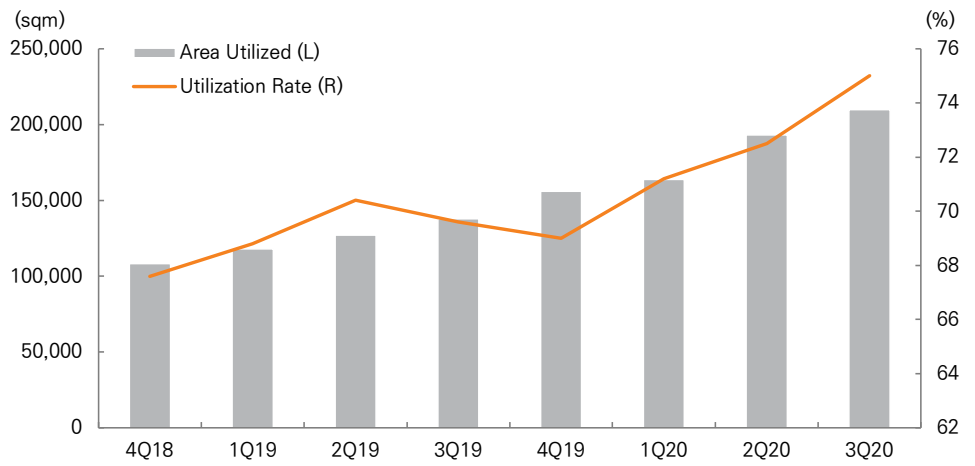
(CNY million, except per share data)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Operating revenue	468	704	1,056	1,616	2,792	4,122	5,774	7,958	10,447	12,677	15,307	18,104
(% YoY)		50.2	50.1%	53.1%	72.8%	47.6%	40.1%	37.8%	31.3%	21.3%	20.7%	18.3%
Area in service (sqm)		37,869	60,982	101,258	160,356	225,963	309,890	405,268	509,529	621,970	742,035	869,268
Utilization rate (%)		59.1	60.8%	60.9%	67.6%	69.0%	73.4%	76.1%	78.8%	81.3%	84.0%	86.6%
Area Utilized (sqm)		22,365	37,082	61,713	108,326	156,022	227,354	308,352	401,537	505,937	623,260	753,154
Cost of goods sold	388	515	790	1,208	2,170	3,080	4,250	5,794	7,525	9,032	10,785	12,614
(% of Sales)	82.9	73.2	74.8%	74.7%	77.7%	74.7%	73.6%	72.8%	72.0%	71.2%	70.5%	69.7%
Gross profits	80	189	266	408	622	1,043	1,525	2,164	2,922	3,645	4,522	5,490
(% YoY)		135.3	40.8%	53.7%	52.4%	67.5%	46.2%	41.9%	35.1%	24.7%	24.0%	21.4%
(GP margin, %)	17.1	26.8	25.2%	25.3%	22.3%	25.3%	26.4%	27.2%	28.0%	28.8%	29.5%	30.3%
SG&A	154	186	299	319	440	541	734	940	1,156	1,323	1,513	1,704
R&D	1.6	3.6	9.1	7.3	13.9	21.6	34.4	48.3	64.3	79.1	96.7	115.6
Operating profits	-76	-1	-42	82	168	480	756	1,175	1,702	2,244	2,912	3,671
(% YoY)		-98.4	3381.8%	-294.1%	104.7%	185.0%	57.5%	55.5%	44.8%	31.8%	29.8%	26.1%
(OP margin, %)	-16.2	-0.2	-4.0%	5.1%	6.0%	11.6%	13.1%	14.8%	16.3%	17.7%	19.0%	20.3%
EBITDA (adj.)	7	144	185	460	910	1,622	2,546	3,722	5,097	6,427	8,039	9,826
(EBITDA margin, %)	1.5	20.5	17.5%	28.5%	32.6%	39.3%	44.1%	46.8%	48.8%	50.7%	52.5%	54.3%
Pre-tax profits	-135	-111	-285	-333	-440	-426	-487	100	735	1,383	2,151	3,011
Taxation	-5	-12	-8	-6	-9	16	106	165	238	314	408	514
Net profits (GAAP)	-130	-99	-276	-327	-430	-442	-592	-64	496	1,069	1,744	2,497
Preferred Dividends	179	118	333	0	0	58	115	104	102	63	74	86
Net profits attributable to shareholders	-309	-217	-403	-327	-430	-500	-707	-168	395	1,006	1,670	2,411
(% YoY)		-29.9	86.2%	-19.0%	31.6%	16.3%	41.4%	-76.2%	-334.7%	154.9%	66.0%	44.4%
Fully diluted EPS (CNY)	-15.3	-7.9	-10.8	-3.4	-3.5	-3.6	-4.0	-0.9	2.0	5.0	8.0	11.3

자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

3) MSR(Monthly Service Revenue) 유지 및 Area utilized 증가로 매출 상승 지속

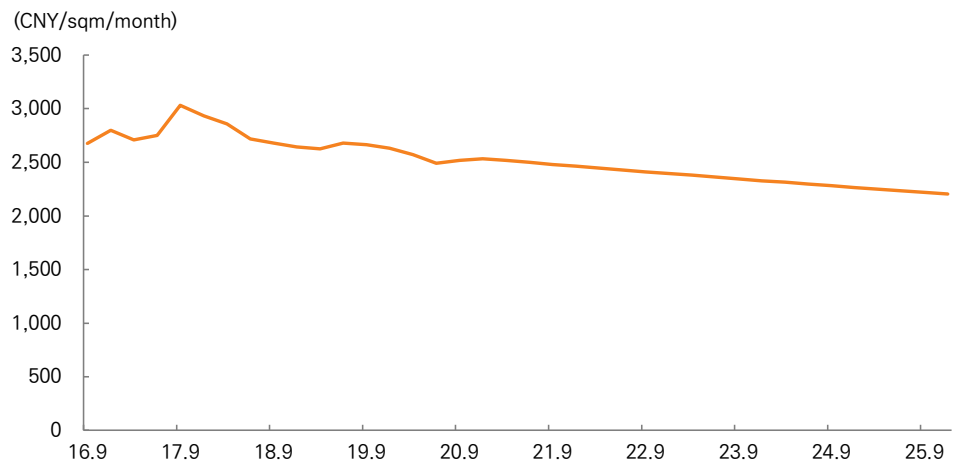
현재 사용가능 면적은 271,486sqm으로 건설 예정인 358,233sqm과 건설 중인 면적 105,599sqm을 포함, 사용가능 면적의 171% 증가가 예상된다. MSR이 소폭으로 줄어든 경우에도 매출 성장은 지속될 것으로 보인다. 단가가 유지되는 동안 총 실 활용 면적이 증가 함에 따라 매출이 계속 증가할 예정이다. GDS Holdings의 매출 계산방법은 사용되고 있는 면적(Area utilized)에 면적당 월 사용금액을 곱하면 된다. 면적은 계속 늘어나고 있고, MSR이 유지 되어 매출 증대에 문제가 없다. 최근 MSR이 약간 줄어드는 추이가 보였으나, 줄어드는 폭이 미미하고, 재계약시 MSR이 거의 줄어들지 않는 쪽으로 협상 중이다(William Huang, CEO, 2Q20 conference call).

그림 12. Utilization rate 상승 추이



자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. GDS Holdings 월 서비스 매출 MSR 가격 예상 추이



자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

II. Enterprise value forecast

표 6. GDS Holdings Enterprise value forecast

In Millions of CNY	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F
Area in service	171,515	180,441	198,097	225,963	229,986	266,260	279,618	309,890	317,622	371,368	379,099	405,268	444,557	463,180	502,468	509,529
Utilization Rate (%)	69	70	70	69	71	73	75	73	74	75	75	76	77	77	78	79
Area Utilized	118,050	127,107	137,820	156,022	163,838	193,162	209,751	227,354	235,186	277,508	285,863	308,352	341,267	358,712	392,556	401,537
Average MSR (Rmb/ Sqm/ Month)	2,624	2,679	2,665	2,631	2,569	2,492	2,519	2,533	2,516	2,498	2,481	2,463	2,446	2,429	2,412	2,395
Revenue T12	3,122	3,469	3,773	4,122	4,471	4,828	5,289	5,774	6,244	6,905	7,427	7,958	8,661	9,175	9,863	10,447
(YoY %)	71	63	53	48	43	39	40	40	40	43	40	38	39	33	33	31
Quarterly Revenue	892	985	1,066	1,179	1,240	1,342	1,527	1,665	1,710	2,003	2,049	2,195	2,413	2,518	2,737	2,780
(QoQ %)	8	10	8	11	5	8	14	9	3	17	2	7	10	4	9	2
(YoY %)	59	55	40	42	39	36	43	41	38	49	34	32	41	26	34	27
Cost of Goods & Services (Revenue %)	76	73	74	75	72	73	72	72	72	72	72	72	72	72	71	71
Utility Cost (Revenue %)	23	23	23	21	20	22	21	21	21	21	20	20	20	20	19	19
Rent, Labour & Other (Revenue %)	26	24	23	26	26	24	23	22	22	21	21	20	19	19	18	18
Others (Revenue %)	27	26	28	28	26	27	28	28	29	30	31	32	32	33	34	35
SG&A (Revenue %)	13	13	13	14	12	14	14	13	13	13	12	12	12	11	11	11
Adjusted EBITDA Margin (%)	43	44	46	46	47	48	46	44	46	46	46	47	46	46	46	49
Quarterly EBITDA	343	402	429	447	513	555	703	734	791	924	935	1,027	1,115	1,163	1,264	1,356
EBITDA T12	1,085	1,295	1,468	1,622	1,792	1,944	2,218	2,505	2,783	3,152	3,384	3,677	4,000	4,239	4,568	4,898
Shares Outstanding (Million)	131	131	137	144	144	144	151	175	185	185	185	185	201	201	201	201
- ST Debt	1,050	1,082	1,098	1,415	1,719	1,986	2,447	1,650	1,793	1,812	1,768	1,490	1,716	1,697	1,668	1,403
- LT Debt	12,994	13,499	14,463	15,539	15,948	19,667	20,789	21,911	19,579	20,486	20,691	19,911	20,167	20,314	20,271	17,911
- Preferred Equity and Hybrid Capital	1,011	1,033	1,063	1,538	1,065	1,064	1,040	1,016	1,046	1,042	1,036	825	987	972	955	563
+ Cash & Cash Equivalents	6,001	5,731	5,753	5,811	3,611	7,742	13,172	18,602	10,782	12,574	13,782	19,984	14,281	15,155	15,801	22,640
EV/EBITDA T12 Assumption	39	35	36	44	47	52	47	53	49	48	46	45	44	43	42	38
EV	42,499	45,902	52,626	72,015	83,941	100,556	104,251	132,765	136,387	151,301	155,672	165,460	176,002	182,282	191,858	186,109

자료: GDS Holdings, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

III. Key valuation charts and risks

2021년에도 예상되는 높은 매출성장세 (YoY 38%)를 고려했을 때 EV/EBITDA가 45배 이상으로 유지 될 것으로 전망한다. EV/EBITDA 를 45배로 가정 했을 때 12개월안에 매출 성장에 따라 목표 주가를 USD 120로 산정했다. EV/EBITDA 2018년 GDS Holdings 가 분기별로 YoY 매출이 60-70% 대로 증가했을 때 EV/EBITDA는 70배를 넘어가기도 하였다. 하지만, 그 후로 분기별 매출 상승률이 YoY 30-40%대로 줄어들고 EV/EBITDA가 줄어들었다가, 최근 흑자전환이 근접함에 따라 EV/EBITDA가 다시 올라가는 것을 볼 수 있다.

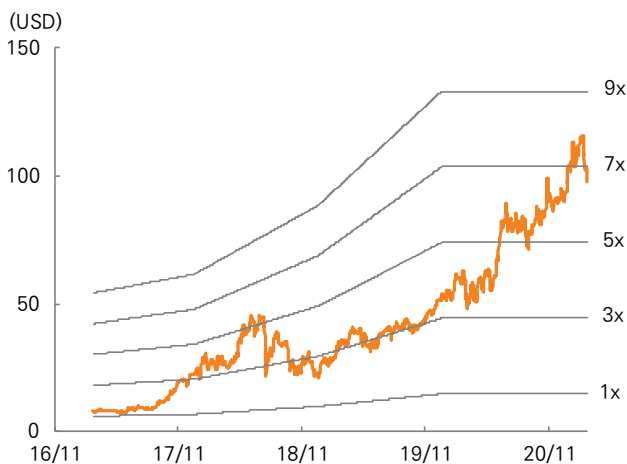
GDS Holdings 사업의 리스크는 1) 데이터 센터 면적 확장 지속 가능성과, 2) 면적 확장에 따라 Utilization rate의 상승 가능 여부, 3) 판매 단가 MSR 유지 가능성, 그리고 궁극적으로 4) 이 사업의 흑자 전환 가능성과 전환까지의 재무건전성 이었다. 데이터 센터 면적이 정부의 허가 와 추가 투자를 유치함에 따라 문제 없다는 것을 증명하였고, Utilization rate의 꾸준한 증가와 MSR 를 유지한 주요클라이언트들과의 재계약으로 해소 했다. 2020년 11월 홍콩 IPO로 22년 흑자전환까지의 자금 문제를 해결함에 따라 가장 큰 리스크들이 해소 되었다고 볼 수 있다.

그림 14. GDS Holdings EV/EBITDA 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. GDS Holdings 4 year P/B 차트 1



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. GDS Holdings 4 year P/B 차트 2

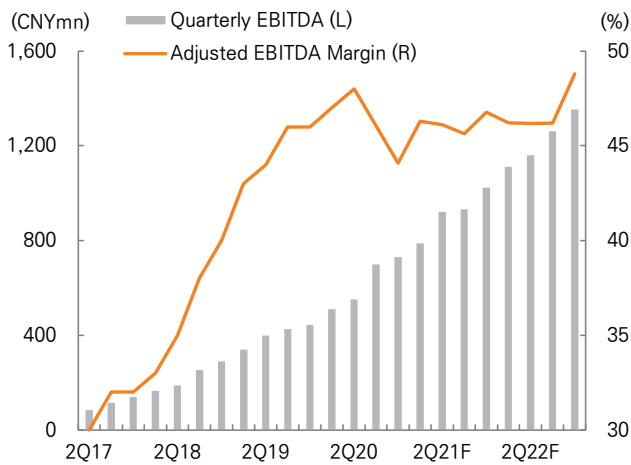


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

IV. Company Overview

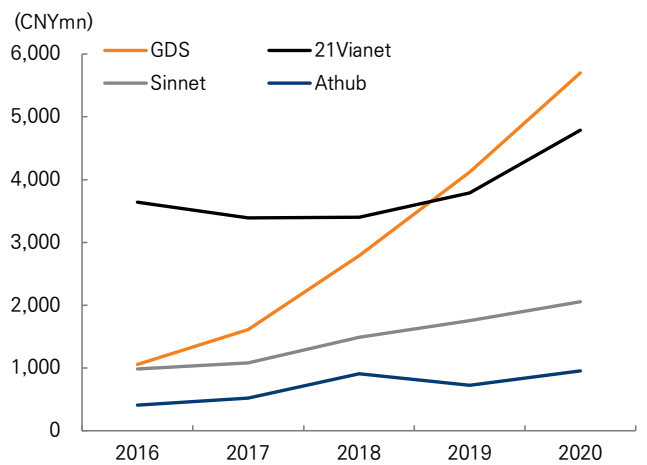
GDS Holdings는 중국 최대의 비-이동통신사 데이터센터 개발 및 공급 회사이다. 이동 통신사를 제외한 데이터센터 회사 중에서는 20%가 넘는 시장점유율을, 그리고 중국의 Tier1 도시들(Beijing, Shanghai, Guangzhou, 그리고 Shenzhen)에서는 약 30%의 시장점유율을 보유하고 있다. 순수 데이터센터 매출로 봤을 때 경쟁사 21Vianet, Sinnet, 그리고 Athub보다 가시적으로 빠르게 성장했으며, 2019년 21Vianet을 제치고 매출 1위를 달성하였다. 중국 정부의 허가를 받아야 개발할 수 있는 수도권 데이터센터 설립 자격 취득과 기존 데이터센터의 이용 고객 포함 인수 등을 통해 신규 서비스 가능 데이터센터 면적을 매 분기마다 늘려가고 있다. 총 서비스 가능 면적의 약 70%가 실제 이용중인 면적이다. 지분의 32.1%는 통신 사업 및 데이터센터 투자 전문 회사인 ST Telemedia가 보유하고 있으며, ST Telemedia는 싱가포르 국영 투자회사 Temasek 홀딩스의 자회사다. 창립자 William Huang이 5.4%를 보유하고 있다.

그림 17. GDS EBITDA 와 EBITDA 마진



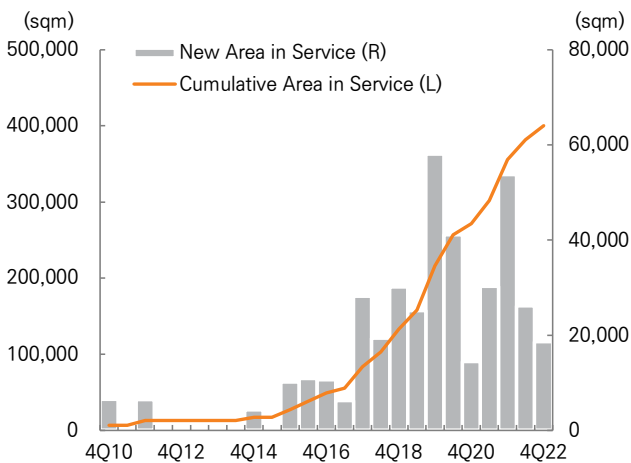
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 중국 비-이동통신사 데이터센터 매출 비교



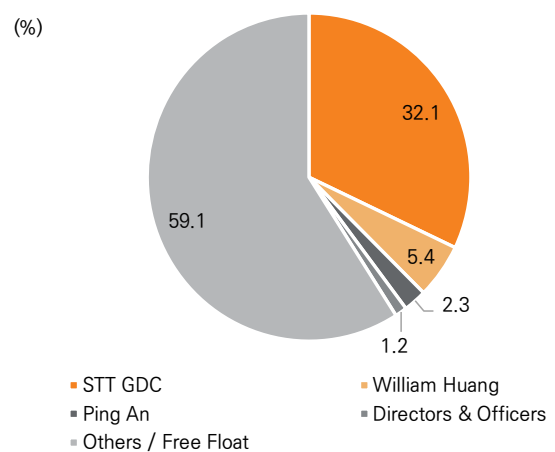
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 발표된 GDS Holdings 신규 서비스 가능 면적과 누적 신규 면적



자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. GDS Holdings Ownership structure (2020/09/30)



자료: GDS Holdings, 미래에셋대우 리서치센터

GDS 홀딩스 (GDS US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만CNY)	2019	2020F	2021F	2022F
Operating revenue	4,122	5,774	7,958	10,447
Cost of goods sold	3,080	4,250	5,794	7,525
Gross profit	1,043	1,525	2,164	2,922
Operating expenses	563	769	988	1,220
EBIT	480	756	1,175	1,702
Non-Operating Profit	(906)	(1,242)	(1,075)	(967)
Net Financial Income	916	1,258	1,091	985
Net Other Income	(1,822)	(2,500)	(2,166)	(1,952)
Pretax Profit	(426)	(487)	100	735
Income Tax	16	106	165	238
Minority interest	0	0	0	0
Net profit attributable to owners	(500)	(707)	(168)	395

Growth & margins (%)

	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue growth	47.6	40.1	37.8	31.3
EBIT growth	185.0	57.5	55.5	44.8
Net profit growth	16.3	41.4	-76.2	-334.7
EPS growth	4.4	10.8	-77.4	-324.7
EBIT margin	11.6	13.1	14.8	16.3
Net profit margin	-12.1	-12.2	-2.1	3.8

예상 현금흐름표 (요약)

(백만CNY)	2019	2020F	2021F	2022F
Cash Flows from Op Activities	293	702	1,898	3,218
NPAT-MI	(500)	(707)	(168)	395
Depr. & amortization	1,142	1,790	2,547	3,395
Chg in Working Capital and others	(348)	(381)	(481)	(572)
Cash Flows from Inv Activities	(5,131)	(10,467)	(8,233)	(8,778)
Capital expenditures(Net)	(4,558)	(9,871)	(7,551)	(8,009)
Others	(574)	(596)	(682)	(769)
Cash Flows from Fin Activities	8,362	22,419	7,570	8,057
Dividends	(25)	0	0	0
Increase(decrease) in equity	5,979	18,842	3,458	3,673
Increase(decrease) in debt	2,528	2,990	3,500	3,750
Net increase in cash	3,689	12,791	1,383	2,656
Beginning cash	2,162	5,811	18,602	19,984
Ending cash	5,811	18,602	19,984	22,640

예상 재무상태표 (요약)

(백만CNY)	2019	2020F	2021F	2022F
Current Assets	7,085	20,239	22,161	25,436
Cash and cash equivalents	5,811	18,602	19,984	22,640
Receivables	880	1,264	1,779	2,379
Other current assets	394	374	397	417
Non-Current Assets	24,408	20,373	21,847	23,147
PP&E	22,562	18,368	19,758	20,984
Others long-term assets	1,846	2,005	2,089	2,163
Total Assets	31,493	40,612	44,008	48,583
Current Liabilities	4,000	3,725	3,964	4,174
Payables	1,676	2,045	2,379	2,714
Short-term debts	1,415	1,650	1,490	1,403
Other current liabilities	908	30	94	58
Non-Current Liabilities	16,137	22,911	20,911	18,911
Long-term debts	15,539	21,911	19,911	17,911
Other non-current liabilities	598	1,000	1,000	1,000
Total Liabilities	20,137	26,636	24,875	23,085
Controlling Interests	11,356	13,977	19,133	25,498
Paid-in capital	11,927	13,060	13,860	14,566
Retained earnings	(2,057)	(2,764)	(2,932)	(2,538)
Other capital and adj.	1,485	3,681	8,205	13,470
Stockholders' Equity	11,356	13,977	19,133	25,498

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	-99.0	-170.2	-956.6	425.8
P/B (x)	4.4	8.6	8.4	6.6
EV/EBITDA (x)	39.6	49.2	43.6	32.3
EPS (CNY)	(3.63)	(4.02)	(0.91)	2.04
BPS (CNY)	82.36	79.45	103.24	131.69
DPS (CNY)	0.18	0.00	0.00	0.00
Payout ratio (%)	N/A	0.0	0.0	0.0
Dividend Yield (%)	0.2	0.0	0.0	0.0
Accounts receivable turnover (x)	4.7	4.6	4.5	4.4
Accounts payable turnover (x)	2.5	2.8	3.3	3.8
ROA (%)	-2%	-2%	0%	1%
ROE (%)	-6%	-6%	-1%	2%
ROIC (%)	2%	3%	5%	7%
Liability to Equity Ratio (%)	177.3	190.6	130.0	90.5
Current Ratio (%)	177.1	543.4	559.1	609.3

자료: GDS Holdings, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.