

## 2022.12.07(수) 증권사리포트

만든 날짜: 2022-12-06 오후 11:00

수정한 날짜: 2022-12-06 오후 11:00

## 2022.12.07(수) 증권사리포트

엔씨소프트

TL에 거는 기대감

[\[출처\] 하나증권 윤예지 애널리스트](#)

TL에 거는 기대감

엔씨의 최대 기대작인 PC/콘솔 MMO 타이틀 <TL>은 23년 2분기 출시가 될 것으로 예상된다. 22년 연내 출시 예정이었으나, 서구권 출시 전략이 퍼블리셔를 통한 진출로 가닥이 잡히면서 한 차례 출시 일정이 미뤄진 바 있다. 게임의 개발이 22년 연말 출시 기준으로 이루어진 만큼 현재 시점 완성도가 매우 높다고 판단하며 추가적인 출시 연기는 없을 것으로 예상된다. <TL>은 글로벌 이용자 확보를 최우선 과제로 삼고 있어 기존의 리니지 모바일 시리즈들 대비 과금 강도는 매우 낮을 것으로 예상되며, 콘텐츠 면에서도 PvP뿐 아니라 서구권 니즈에 맞는 다양한 PvE, 레이드 콘텐츠가 보강되어서 출시 될 예정이다. 아마존의 <뉴 월드>, 스마일게이트의 <로스트 아크>는 초기 동시 접속자 수 100만 명 이상을 기록하며 서구권의 MMO 잠재 수요를 보여준 바 있으며, 엔씨는 <리니지M>을 통해서 MMO 라이프사이클 유지 노하우를 증명한 바 있는 만큼 23년 <TL> 매출 추정치를 2,710억원으로 기존 대비 67% 상향한다.

비MMO 장르는 이제 기피 대상이 아니다

<TL>을 제외한 23년 예정 신작 모두가 MMO 장르가 아니라는 것은 개발의 방향성이 많이 달라졌음을 보여준다고 판단한다. 23년 신작 게임 라인업은 블레이드앤소울S(수집형RPG)/프로젝트R(난투형대전액션)/PUZZUP(퍼즐게임)/프로젝트G(장르미공개)로 장르가 매우 다양하다. 24년 이후 출시 예정 신작 중에는 PC/콘솔 기반 루트슈터, 인터랙티브 무비 장르 신작도 있다. 회사의 방향성 변화에는 2021년 최대 기대작이었던 <블레이드 앤 소울 2>의 실패가 중요하게 작용한 것으로 판단한다. 현재 사내 개발 본부는 리니지/비리니지 본부로 분리되어 있으며, 각 본부는 개별 리더를 두고 개발을 진행하고 있다. 엔씨소프트는 당사가 23년 게임주 투자에서 가장 중요한 조건으로 제시한 1) 캐시카우 MMO를 보유하고, 2)장르/플랫폼 다변화를 충족하고 있다고 판단한다

4분기 실적은 보수적으로 봐야

4분기 실적은 모바일 매출이 쉬어가고, 비용은 3분기 대비 올라갈 것으로 예상되는 만큼 QoQ 매출 감소 및 감익이 예상된다. 올해 매 분기 성장했던 <리니지M>은 4분기 업데이트의 부재로 QoQ 하락할 것으로 예상하며, <리니지W> 역시 4분기까지는 하향안정화를 지속할 것으로 판단한다. 11월 30일 3주년 기념 이벤트가 있었던 <리니지2M>은 최근 매출 순위 반등을 이뤄냈지만, 4분기 이벤트 효과가 1개월 밖에 반영되지 못하는 것을 고려했을때 분기로 의미있는 반등은 어려울 것으로 예상된다. 비용 역시 인건비가 정상화되고, 마케팅 비용 역시 W와 2M 대규모 업데이트 관련 비용이 발생하며, 야구단 관련 비용이 기타비용에 잡힐 것으로 예상되는 만큼 감익은 불가피하다고 판단한다. 다만, 매출 감소 이유가 트래픽 감소가 아닌 인당 과금액 감소인 만큼 투자 판단을 바꿀 만한 요소는 아니라고 판단한다.

Financial Data						
투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	2,416.2	2,308.8	2,597.0	2,814.7	2,878.2
영업이익	십억원	824.8	375.2	565.3	639.3	778.2
세전이익	십억원	803.3	491.3	739.8	813.8	952.7
순이익	십억원	587.4	396.9	538.8	612.6	717.2
EPS	원	26,756	18,078	24,542	27,902	32,667
증감율	%	63.95	(32.43)	35.76	13.69	17.08
PER	배	34.80	35.57	18.52	16.29	13.91
PBR	배	5.72	3.75	2.42	2.16	1.91
EV/EBITDA	배	20.96	27.37	12.36	10.53	8.19
ROE	%	20.83	12.62	16.19	16.31	16.67
BPS	원	162,711	171,471	187,877	210,359	237,605
DPS	원	8,550	5,860	5,860	5,860	5,860





## 인탑스

로봇 EMS 기업으로 성장 가능성

[\[출처\] 이베스트투자증권 정홍식 애널리스트](#)

## 2023년 EMS에 대한 기대감

동사는 2023년 신사업: EMS(Electronics Manufacturing Service: 전자제품 전문 생산, IT & 바이오 기업을 대상으로 고객사의 제조기능 전체를 담당)의 아이템이 확대될 것으로 기대된다. 물론, 진단키트와 관련된 외형이 감소할 것으로 보여 2023년 신사업에서 매출액 규모는 감소하겠지만, 국내외 로봇관련 아이템이 확대될 것으로 보여 질적인 측면에서 긍정적인 전망이며, 이에 대한 요약은 다음과 같다.

첫째, 동사는 서빙용 로봇을 판매하는 베어로보틱스의 제품(서비: Servi, 서빙로봇) 생산을 전담(2020년 양산에 대한 협업, 2021년 이후 양산 본격화)하고 있다. 베어로보틱스는 한국(유통: KT엔터프라이즈), 일본, 미국 등에서 서빙용 로봇을 판매하고 있으며, 현재는 미국에서 판매비중이 높은 것으로 파악(한국은 낮음)된다.

동사는 양산 이후 서빙용 로봇 생산을 8,000대 이상 진행(정확한 수량은 아님. 당사 추정치)한 것으로 파악되며, 이에 동사는 로봇 양산에 성공하였다는 레퍼런스를 가지고 있다. 현재 국내외 식당에서 인력을 일부 대체할 수 있는 서빙용 로봇에 대한 수요가 증가하고 있는 상황으로 관심이 높아지고 있으며, 신제품 서비플러스(대형 제품)가 출시되는 내년 3~4월 공급 규모가 확대될 가능성이 높다.

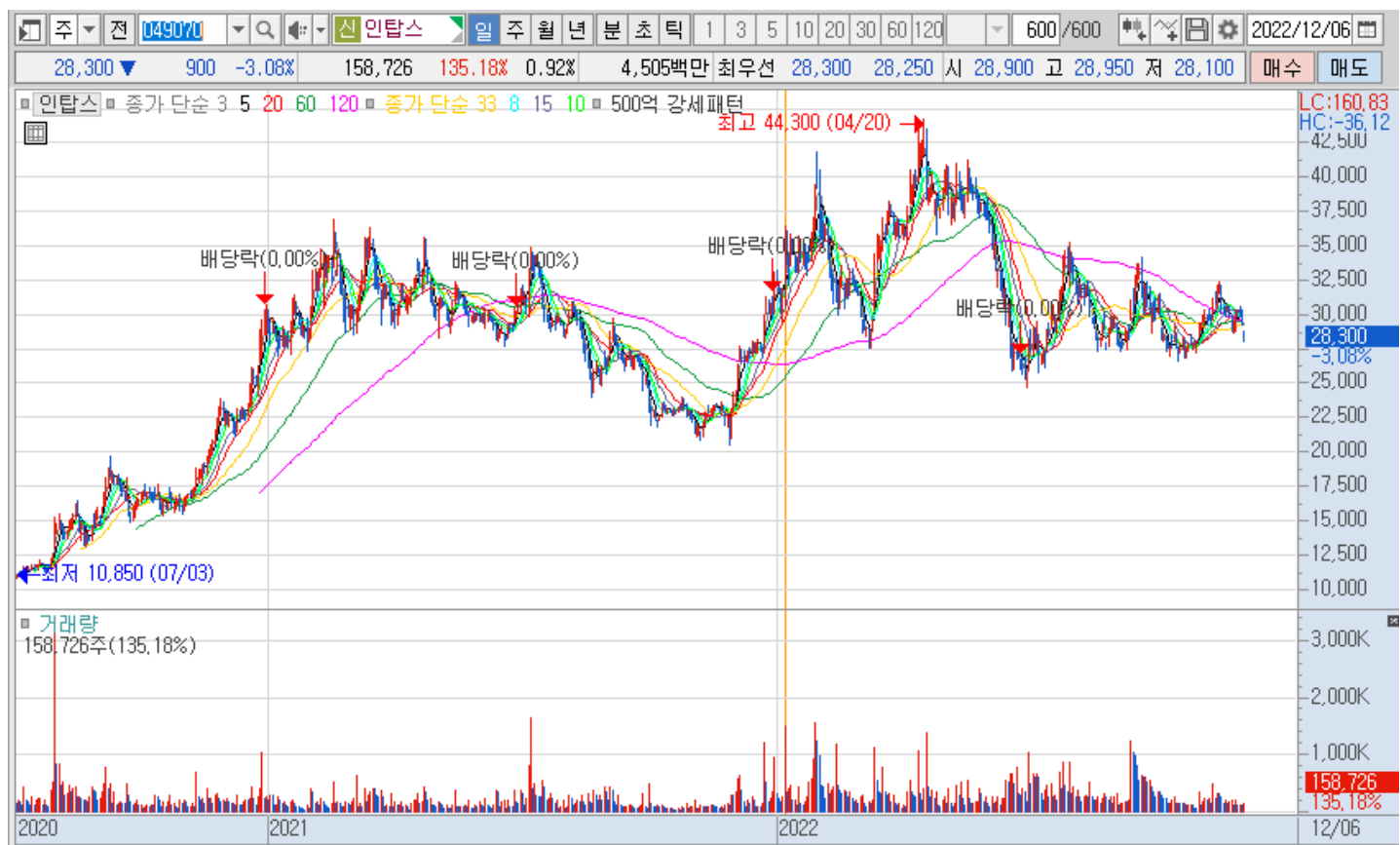
둘째, 국내 대기업과 협업으로 의료용 로봇 생산을 앞두고 있다. 아직 양산이 본격화되어 있지 않고, 출시 시점이 2분기 정도로 예상되어 있지만 만약 생산이 본격화되면 1)로봇전문 EMS 기업으로서의 인식 확대, 2)전방기업과의 추가적인 제품 라인업 확대 가능성이 있기 때문에 긍정적이다.

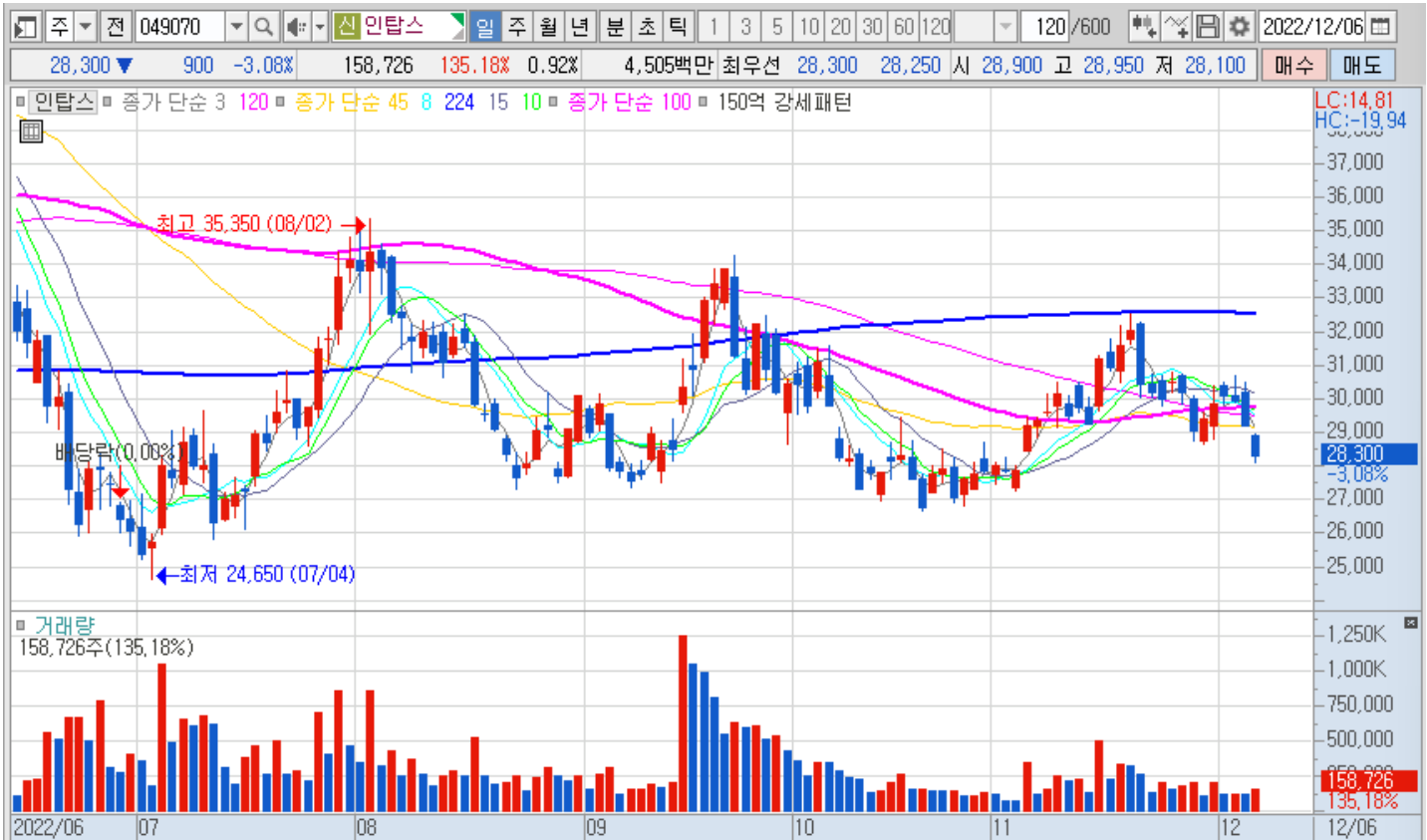
셋째, 신규 로봇 EMS에 대한 기대감이 높다. 아직 구체적으로 진행되지는 않았으나, 향후 동사는 자율주행 배달과 관련된 로봇 생산이 가능할 수도 있다. 이유는 최근 서비스 로봇에 대한 흐름이 서빙용에서 자율주행 배달 로봇으로 진행되고 있기 때문이다. 중요한 점은 이미 동사가 서비스 로봇을 양산에 성공한 EMS 기업이라는 레퍼런스를 활용하여 해외 고객사들에게 제품 의뢰를 받을 가능성이 높다는 것이다.

### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	종감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	777.8	65.0	66.4	40.4	2,374	14.5	90.0	12.7	4.0	1.1	8.9
2021	1,052.0	87.6	106.0	75.2	4,556	91.9	106.8	7.1	3.3	1.0	15.0
2022E	1,111.2	140.2	163.6	108.7	6,590	44.7	162.1	4.4	1.3	0.8	19.0
2023E	925.0	71.5	90.0	61.6	3,734	-43.3	92.5	7.8	1.4	0.8	9.7
2024E	1,024.7	83.4	102.4	71.7	4,347	16.4	103.8	6.7	0.7	0.7	10.3

자료: 인탑스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준





하나투어

11월부터 매월 가파른 수요 회복 확인될 것

[\[출처\] 하나증권 이기훈 애널리스트](#)

일본의 가파른 회복과 중국의 리오프닝 기대까지

2018년 기준 지역별 인원 비중이 36%(매출 비중 19%)인 일본의 회복만으로도 늦어도 내년 2분기에 BEP가 가능한데, 중국 리오프닝 기대감도 점증할 것이다. 중국은 하나투어 기준 2018~2019년 인원/매출 비중이 약 12~13%로 최근 중국의 리오프닝 정책 변화 속도를 감안하면 내년 하반기쯤에는 패키지 여행 수요의 완전한 회복이 가능할 것이다. 항공권 공급 확대가 본격적으로 시작되면서 매월 수요 상승이 확인될 것이기에 조정 시 마다 비중확대가 유효하다.

일본의 가파른 항공권 공급 회복에 따른 수요 회복

11월 패키지 승객 수는 4.5만명(+1,75% YoY)으로 2019년 대비로는 25% 회복한 수준이다. 국토교통부는 연말까지 2019년 대비 항공권 노선의 50%, 일본 기준으로는 내년 1분기까지 87%의 공급 회복을 예상했다. 10월 출국자 수가 아직 2019년 대비 35% 회복에 불과해 매월 가파른 공급 회복이 예상된다. 이에 맞춘 수요(특히, 일본) 회복이 예상되며, 신규 예약의 35~40%가 일본향이기에 늦어도 3~4월 수준에 월 10만명 이상을 상회한 월 BEP가 예상된다.

내년 월 기준으로는 3~4월, 분기로는 2분기 BEP 예상

기존 12월~1월로 예상했던 월 BEP 시점이 조금 늦어진 건 수요가 아니라 항공권 공급 회복 속도가 예상보다 더디기 때문이다. 예상대로 내년 2분기 출국자 수가 2019년 대비 60~70%로 회복하면 패키지 여행사들의 가파른 실적 레버리지가 시작될 것이다. 과거 대비 상품을 세분화해 스탠다드/프리미엄 상품을 확대하면서 ASP가 30% 내외 상승하였으며, 구조조정을 통해 과거 패키지 수요의 70~80%까지 회복하더라도 현재 인건비가 유지될 수 있고, 온라인 매출 확대를 통해 수수료율도 절감하고 있다. 지난 6월 유증을 통해 좋지 않았던 2분기 실적 수준이 유지되더라도 최소 2024년까지 자본 잠식 우려는 없다.

Financial Data						
투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	109.6	40.3	125.3	413.9	569.1
영업이익	십억원	(114.9)	(127.3)	(102.7)	29.1	83.2
세전이익	십억원	(189.5)	(75.3)	(95.7)	37.2	92.9
순이익	십억원	(172.0)	(44.0)	(97.6)	25.6	64.2
EPS	원	(12,141)	(3,023)	(6,388)	1,597	4,002
증감율	%	적지	적지	적지	폭전	150.59
PER	배	(4.51)	(24.11)	(8.97)	35.88	14.32
PBR	배	4.71	8.89	24.74	14.64	7.61
EV/EBITDA	배	(20.34)	(12.83)	(11.21)	22.75	9.79
ROE	%	(108.93)	(39.92)	(220.61)	160.29	111.09
BPS	원	11,615	8,199	2,316	3,913	7,529
DPS	원	0	0	0	400	1,000

그림 1. 2022년 대한민국 출국자수 트렌드(vs 2019년)

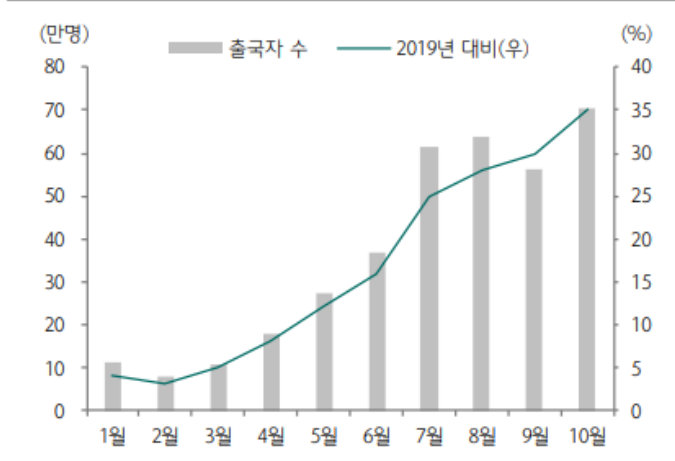


그림 2. 2022년 하나투어 패키지 송출객 트렌드(vs 2019년)

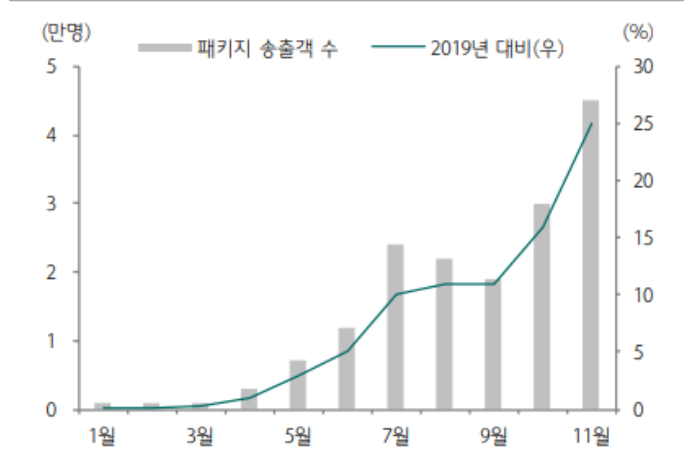
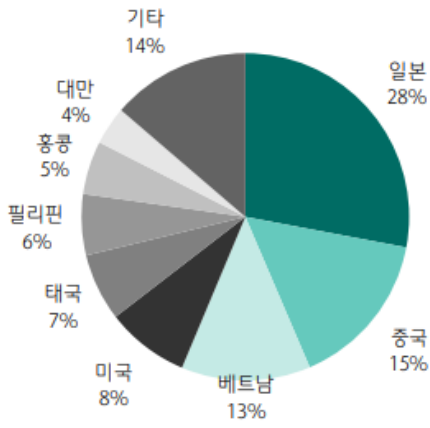
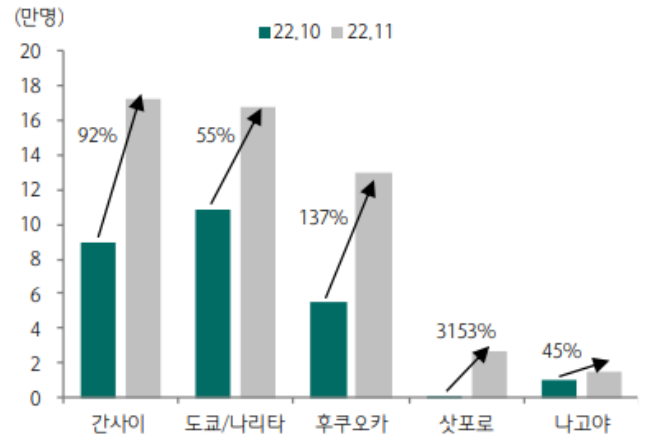


그림 3. 2018년 지역별 출국 비중



자료: 한국관광통계, 하나증권

그림 4. 일본 노선 운항 현황(인천공항 기준)



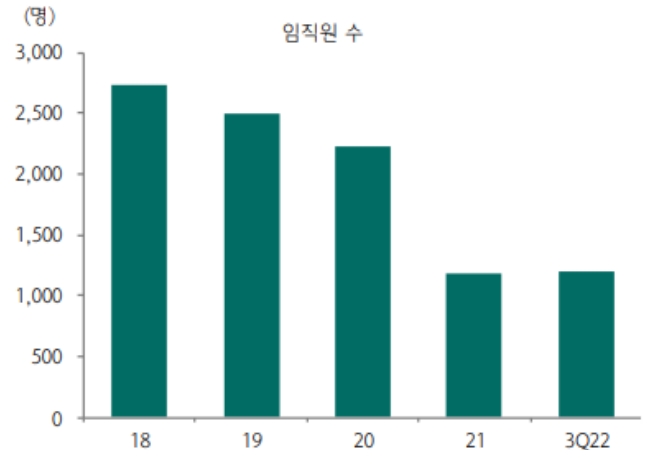
자료: 국토교통부, 하나증권

그림 5. 하나투어 예약률 추이



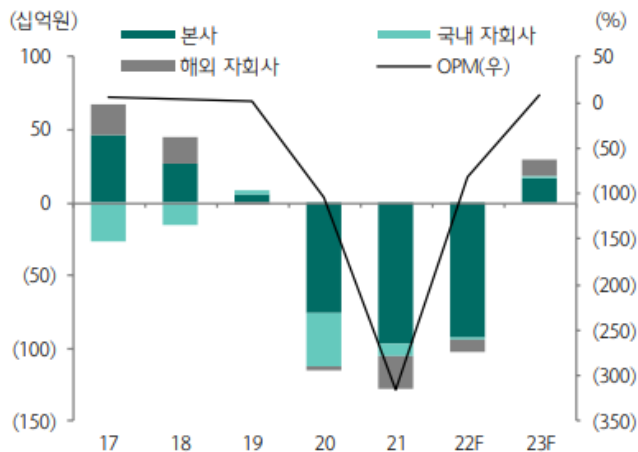
자료: 하나투어, 하나증권

그림 6. 하나투어 임직원 수 추이: 2019년 대비 -52%



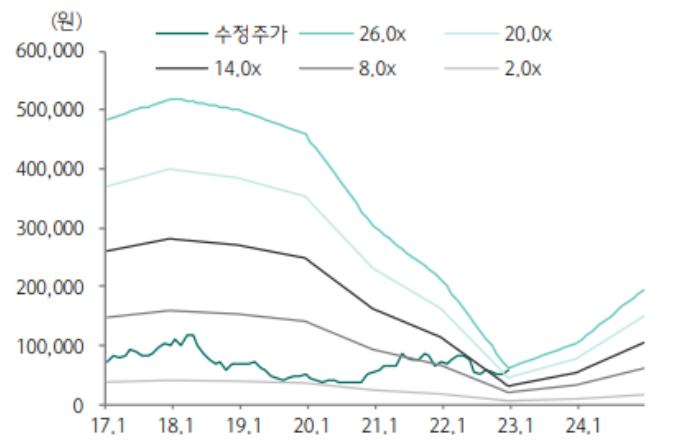
자료: 하나투어, 하나증권

그림 7. 하나투어 부문별 영업이익



자료: 하나투어, 하나증권

그림 8. 하나투어 P/B 밴드 차트



자료: 하나투어, 하나증권





에스피지

정밀감속기 매출 성장에 대한 관심

[\[출처\] 이베스트투자증권조은애 애널리스트](#)

2022년, 본업의 수익성 개선에 초점

3Q22 누적 매출액은 3,429억원(+14% yoy), 영업이익 210억원(+19% yoy), 영업이익률 6.1%(+0.2%p yoy)를 기록했다. 전방 산업의 CAPEX 둔화로 산업자동화용 기어드모터 매출 둔화세가 나타났으나, 매출믹스 개선과 비용관리 효과로 영업마진은 전년동기 대비 개선되었다. 2022년 매출액은 4,400억원(+6% yoy)을 예상하고 있다. 사업부문별 매출액 기여도는 가전부품 67%(2,948억원, +6% yoy), 산업자동화 33%(산업자동화 1,452억원, +6% yoy)로 전년과 비슷한 수준이 유지될 전망이다. 참고로, 사업부문별 영업마진은 가전부품이 5% 내외, 산업자동화가 10% 내외이다.

여전히 시장의 관심은 정밀감속기

동사 산업자동화 사업부 내에는 정밀감속기 매출액이 포함되며, 정밀감속기에는 유성감속기(직교좌표 로봇), SH감속기(협동로봇), SR감속기(산업용로봇) 등이 있다. 2023년에는 국내 협동로봇 제조사향 등으로 SH 감속기 매출이 본격적으로 발생하고, 해외 협동로봇 제조사향으로 SH 감속기 첫 수출 매출액이 발생하면서 매출 기여도가 높아질 전망이다. 회사는 2023년 말까지 SH 감속기 생산능력을 2022년 2만대 → 2023년 5만대로 확대할 계획이며, 가이드스 기준 정밀감속기 매출액은 2021년 45억원 → 2022F 60억원(+33% yoy) → 2023F 105억원(+75% yoy)으로 고성장이 전망된다.

2023년, 산업자동화 매출 비중 확대 기대

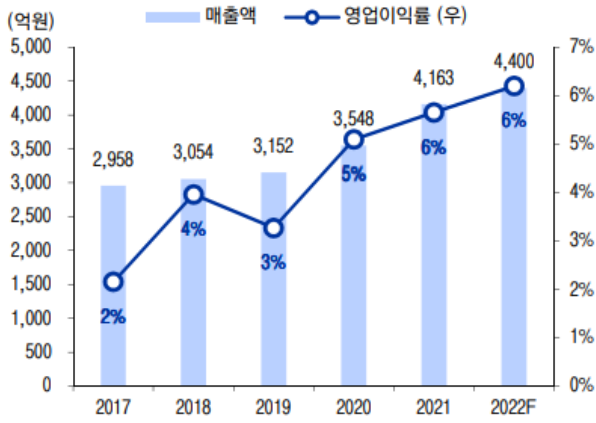
회사는 2023년 가전 사업부 대비 상대적으로 수익성이 좋은 산업자동화용 사업부문의 매출기여도 상승을 예상하고 있다. 특히, 산업자동화 내에서도 국내 대비 마진이 높은 해외(북미 자동차, 물류자동화 시장 등) 수요에 기인한 매출액 성장이 기대되는 상황인 것으로 파악되며, 2022년부터는 전략적으로 저마진의 해외 가전향 OEM 규모 축소를 진행하고 있다. 이에 따라 2023년 회사의 연간 영업마진도 7%대로의 개선이 전망되는 상황이며, 로봇향 감속기(SH, SR 등) 신규고객사 확보 및 생산능력 확대가 숫자로 확인되는 시점에 의미있는 주가 상승이 기대된다.

### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	295.8	6.4	-0.5	-4.1	-168	적전	12	-41.0	18.8	1.5	-3.2
2018	305.4	12.1	11.1	8.0	387	흑전	18	16.8	11.6	1.1	6.9
2019	315.2	10.3	7.8	6.8	370	-4.4	17	47.2	27.2	2.8	5.8
2020	354.8	18.1	15.8	14.1	670	81.0	24	26.0	18.6	2.5	9.7
2021	416.3	23.5	25.5	22.9	1,055	57.4	30	16.5	15.8	2.0	13.6

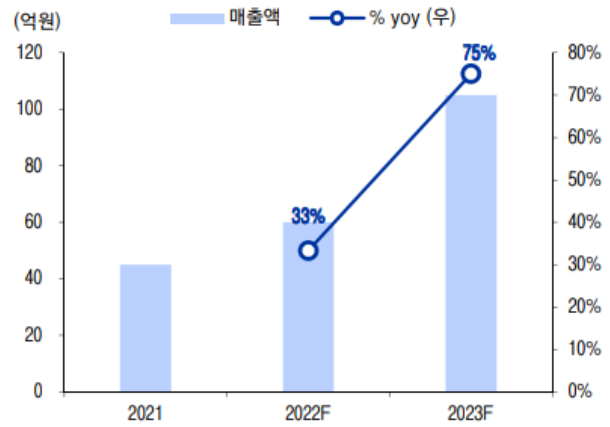
자료: 에스피지, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림42 에스피지 실적 추이



자료: 에스피지, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 정밀감속기 매출액 및 성장률 추이



자료: 에스피지, 이베스트투자증권 리서치센터,  
주식: 정밀감속기 매출액은 유성감속기, SH감속기, SR감속기 매출액의 합산

그림44 제품별 매출 비중



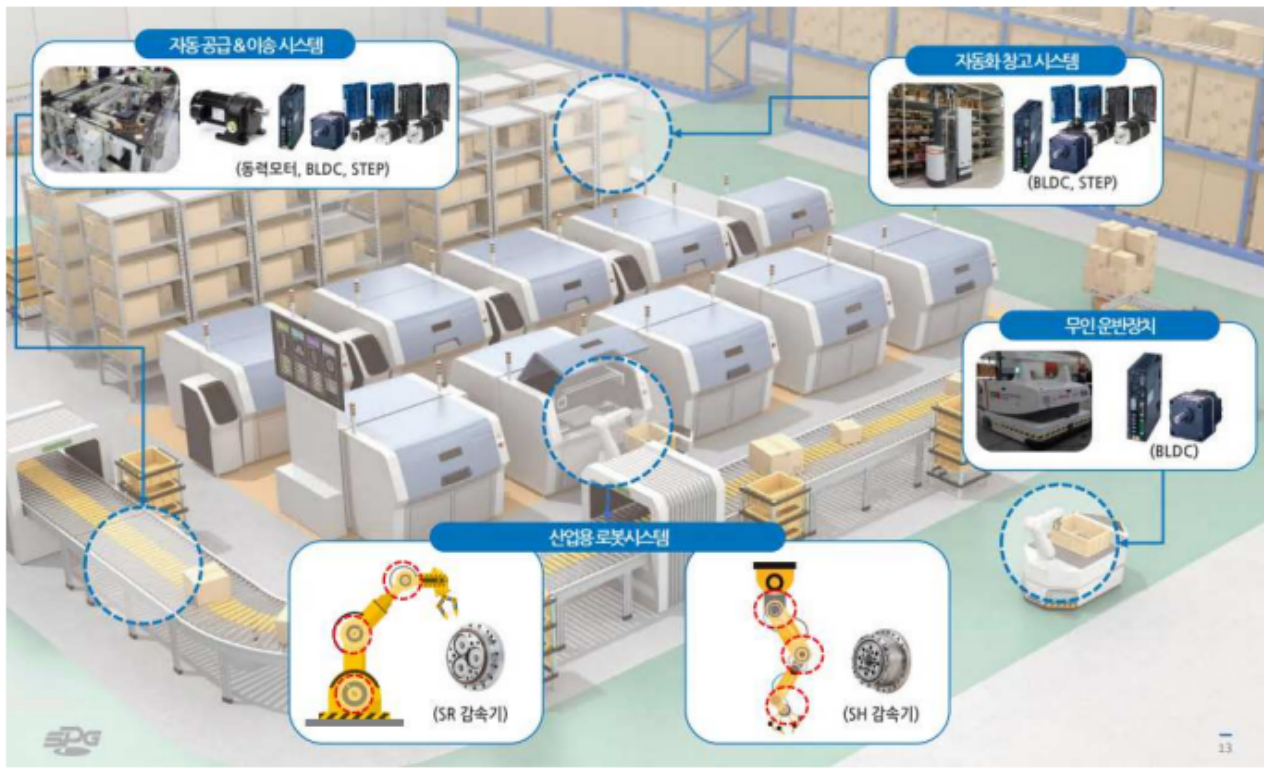
자료: 에스피지, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 에스피지 기어드모터, 감속기 이미지



자료: 에스피지, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 에스피지 제품군의 산업 적용 사례



자료: 에스피지, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 에스피지 산업자동화용 감속기 종류와 로봇 사업분야



자료: 에스피지, 이베스트투자증권 리서치센터



---

Coupang, Inc

흑자 전환, 자세히 들여다보기

[\[출처\] 이베스트투자증권 오린아 애널리스트](#)

2022년 3분기 흑자 전환, 자세히 들여다보기

올해 3분기까지 한국 이커머스 시장 거래액은 전년동기대비 11.7% 증가한 152조원을 기록. 같은 기간 쿠팡의 누적 매출액 성장률은 28% 이었고(Constant currency 기준), 전체 매출액 중 3자 거래 수수료 매출액 take rate을 12%로 가정하고 역산하면 3분기까지 누적 점유율은 21~22% 수준으로 추정(분기별 평균 환율 적용). 쿠팡의 올해 3분기 영업이익은 1,037억원, 당기순이익은 1,215억원으로, 지난 해까지 누적 적자가 6조원에 달했던 것을 감안하면 의미가 크며, 2014년 로켓배송 도입 이후 첫 분기 흑자 기록.

이러한 호실적과 관련해, 쿠팡은 물류 자동화 투자를 통한 혁신이 유의미하게 작용했다 밝힘. 그동안 축적한 데이터를 바탕으로 각 지역별, 권역별 상품 수요 변화를 예측하고, 이에 따른 주문과 발주가 최적화 됐다는 설명. 더불어 창고 내 재고들을 운반하는 작업에 AGV를 활용하고, 소팅 작업에도 자동 시스템을 구축해 비용을 줄였다 덧붙임.

가파른 GPM 개선에 주목

다만 주목해야 할 점은, 쿠팡의 판관비율 개선보다 매출총이익률 개선이 돋보인다는 것. 올해 3분기 상품 매출액에서 매출원가(Cost of Sales)를 제외해 산정한 매출총이익률은 14.8%로, 전년동기 6.0% 대비 큰 폭으로 상승. 판관비율은 각각 22.7%, 23.0%로 상대적으로 큰 변동은 없었음. 굳이 상품 매출액을 분리해 보지 않더라도 전사 매출액 기준 매출총이익률은 24%로, 역대 가장 높은 수준. 이에 쿠팡 실적 개선은 와우 멤버십 가격 인상 영향도 있겠지만 1)마진이 높은 상품의 매출 호조 또는 2)원가의 하락(배송원가 포함), 또는 3)가격 인상을 통해 이루어졌음을 추정할 수 있음.

객단가 제고 필요한 구간 진입 판단

한편 쿠팡의 활성 객수(3Q22 YoY 7%, QoQ 0.6%)와 객당 매출액(YoY 19%, QoQ 7%, Constant currency 기준)을 살펴보면, 객당 매출액의 증가를 통한 성장이 확인되며 2023년 객단가 제고가 필요하다고 판단. 한국의 이커머스 침투율은 36.7%(자동차/연료 및 온라인 배달 등 서비스 금액 제외)로 대체로 성숙기에 접어들었기 때문에, 쿠팡 또한 가입자수나 활성 객수 확장보다 객단가 상승을 통한 성장을 이뤄낼 전망. 이에 카테고리 확장을 통한 객단가 제고와 성장 동력을 위한 해외진출 성과를 눈여겨 볼 필요가 있음.

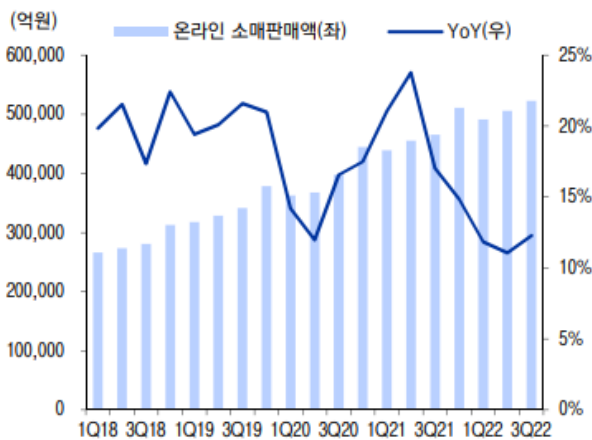
## Financial Data

(USD mil)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	2,404	4,054	6,273	11,967	18,406
영업이익	-586	-1,052	-644	-516	-1,494
순이익	-1,098	-699	-463	-1,543	0
EPS (위안)	5	16	17	16	0
증감률 (%)	-52.7	32.9	-72.0	94.4	0.0
PER (x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR (x)	n/a	n/a	n/a	n/a	23.7
영업이익률 (%)	-24.4	-26.0	-10.3	-4.3	-8.1
EBITDA 마진 (%)	n/a	-24.6	-7.5	-1.6	-5.2
ROE (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

주: US GAAP 연결 기준

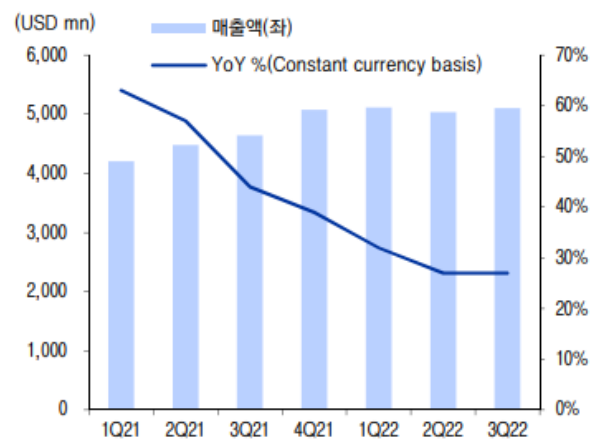
자료: 쿠팡, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 국내 온라인 쇼핑 거래액 분기별 성장률 추이



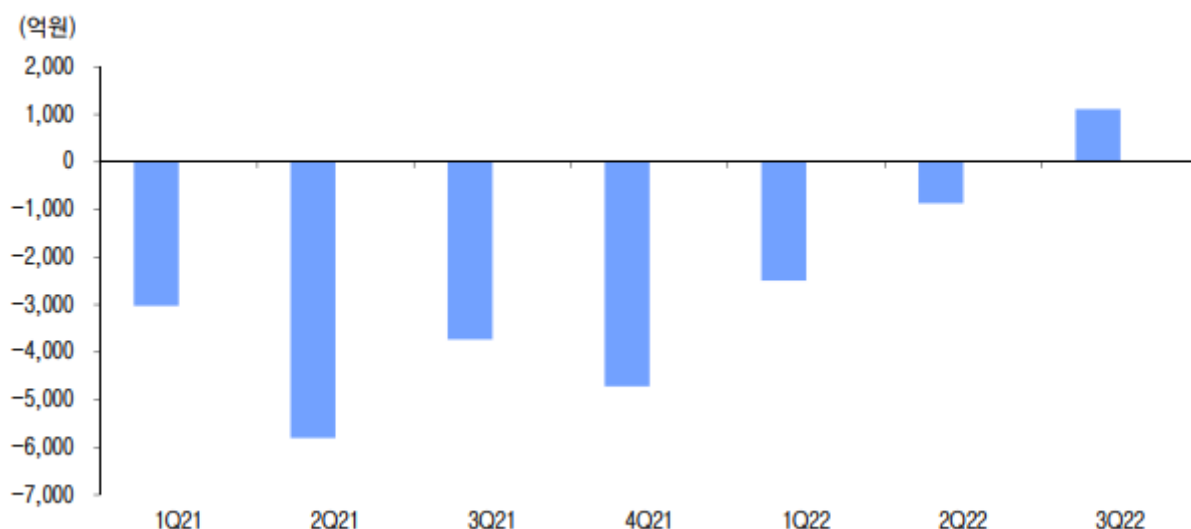
자료: 쿠팡, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 쿠팡 매출액 분기별 성장률 추이



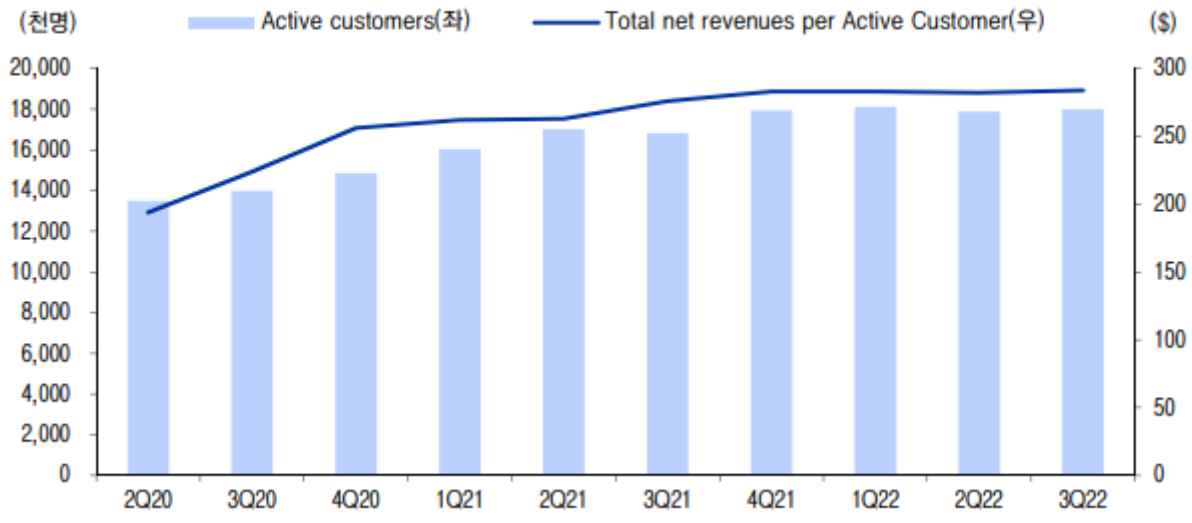
자료: 쿠팡, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 쿠팡 영업손실 추이



자료: 쿠팡, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 쿠팡 활성 고객수 및 고객당 매출액 추이



자료: 쿠팡, 이베스트투자증권 리서치센터



---

POSCO홀딩스

리튬 사업 가치, 이젠 지나칠 수 없다

[\[출처\] 이베스트투자증권 안희수 애널리스트](#)

### 2025년부터 리튬 부문 매출 발생 전망

동사의 리튬사업은 광석형, 염호형으로 분류된다. 1) 광석형 1단계 4.3만톤: 2.76% 지분 인수한 호주 리튬광산기업 Pilbara Minerals사로부터 스포츠팀인 정광을 off-take 계약으로 공급받아 우리나라 광양 수산화리튬 공장에서 제련하며 2023년 준공 예정이다. 2) 염호형 1단계 2.5만톤+2단계 2.5만톤: 아르헨티나 Hombre Muerto 염호 지분을 100% 소유하고 있다. 1단계는 아르헨티나에서 수산화리튬까지 최종 제련할 계획이며 2024년 4월 준공 예정이다. 2단계는 IRA에 대응해 아르헨티나에서 탄산리튬까지만 생산하고 국내에서 수산화리튬으로 전환하는 공장을 설립할 계획이며 2025년 8월 준공 예정이다. 리튬공장 준공 후 램프업과 고객사들과 품질인증을 거쳐 양산하기까지 일반적으로 12~18개월의 기간이 걸린다. 따라서 2025년에는 광석형 1단계에서, 2026년에는 염호형 1단계에서 본격적으로 매출 발생이 시작될 것이다.

### 철강 기업 중 신성장 동력 가장 돋보여

4Q22부터 영업이익의 회복이 서서히 진행될 것으로 예상된다. 원재료 투입가 본격 하락으로 롤마진이 개선되고, 포항제철소 복구 진행이 계획대로 진행됨에 따라 1Q23부터 생산 및 판매량 회복이 기대되기 때문이다. 본업은 아직 중국 부동산 및 인프라 정책효과가 나타나기까지 시차는 필요하겠으나 동사의 리튬 사업은 기업가치 재평가와 주가 지지에 확실한 근거가 될 것이다. 또한 기존사업은 친환경 철강 소재로 부가가치를 높이고, 리튬/니켈 원료 외에도 리사이클링, 차세대 전지 소재 등 사업 포트폴리오 다각화를 준비 중이다.

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 390,000원 상향

목표주가 390,000원으로 기존대비 18% 상향한다. 리튬 부문 가치를 반영하기 위해 SOTP 밸류에이션을 활용했다. 기존사업에는 Peer 평균 2023E EBITDA기준 EV/EBITDA 3.2x 적용, 리튬사업 2023E 가치는 리튬가격 톤당 30,000달러 기준 2026E EBITDA 1.2조를 WACC 8%로 할인한 후 Peer 평균 Multiple 6.7x을 적용하였다.



## Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	57,793	76,332	86,564	85,696	88,479
영업이익	2,403	9,238	6,215	6,010	7,300
세전계속사업손익	2,025	9,416	6,188	5,155	6,642
순이익	1,788	7,196	4,943	3,939	5,075
EPS (원)	21,077	87,500	56,489	46,871	60,397
증감률 (%)	-8.0	315.2	-35.4	-17.0	28.9
PER (x)	12.9	3.1	5.2	6.2	4.8
PBR (x)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	4.7	2.2	3.3	3.3	2.8
영업이익률 (%)	4.2	12.1	7.2	7.0	8.3
EBITDA 마진 (%)	10.4	16.8	11.5	11.7	13.0
ROE (%)	3.6	14.0	8.5	6.4	7.9
부채비율 (%)	65.9	66.9	75.2	78.2	79.1

그림1 포스코필라리튬솔루션 광양 공장 건설중



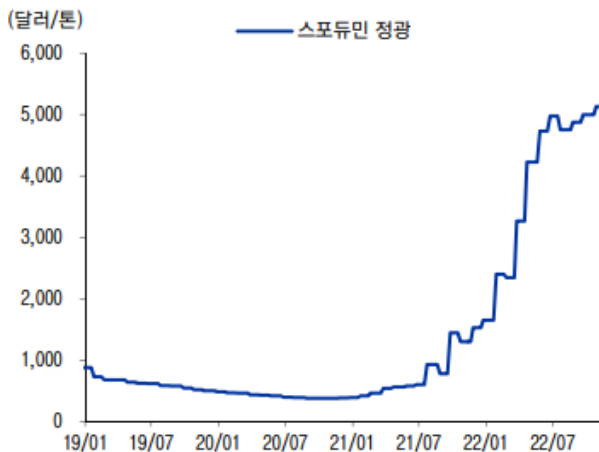
자료: POSCO홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 포스코아르헨티나 염수리튬 시범공장 전경



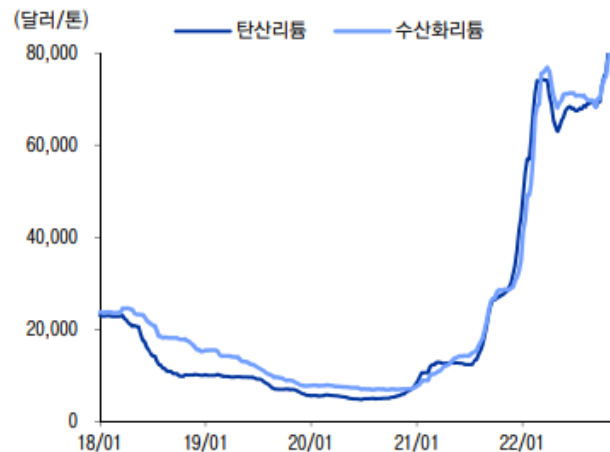
자료: POSCO홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 스포듀민 정광 가격 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 탄산리튬 및 수산화리튬 가격 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터



## 아모텍

2023년, 부활의 날개짓

[출처] 이베스트투자증권 김광수 애널리스트

### 길고 길었던 체질 개선: IT→전장, MLCC 사업 중심 전환

동사는 전자 부품 제조 및 판매를 사업목적으로 두고 있으며 1994년 (주)아모스라는 사명으로 설립된 이후 (주)아모텍으로 사명을 변경하고 2003년 코스닥에 상장되었다. 주요 제품은 세라믹 칩(Chip Varistor: ESD, EMI Filter), 안테나(RF Solution: NFC & Wireless Charging, GPS, Bluetooth/Wifi), 모터(BLDC: In-Car Sensor, LED/Battery Cooling Fan, Actuator, Blower etc.)로 구성되어 있으며 MLCC(PME/BME) 사업본격화를 앞두고 있다. 전방산업은 IT에서 전장용 중심으로 변화하고 있는 가운데 전장부문의 매출 비중은 2022E 60%를 상회할 것으로 추정한다.

### 2023년, 부활의 날개짓

2023년 실적은 매출액 2,888억원(+32.2%YoY), 영업이익 229억원(흑자전환)으로 턴어라운드를 전망한다. 3Q22 연결 기준 실적은 -17.5억원 적자를 기록했으나, 별도 기준으로는 +4.8억원으로 흑자전환을 했다. 4Q22에는 19.1억원으로 흑자전환, 2023년에는 연간 턴어라운드를 달성하며 길었던 실적 부진에서 탈출할 것으로 예상된다. IT 산업 수요 둔화에도 불구하고 전장 사업 중심의 체질 개선으로 성장 기대감이 유효하다.

양산 지연으로 인한 고정비 부담이 높았던 MLCC 부문은 2022년 중국 전기차 업체향 매출 가시화에 이어 2023년에는 북미 전기차 업체 향 수주 물량이 증가될 것으로 전망한다. 통신용 MLCC의 경우 미국의 화웨이, ZTE 제재 조치 강화로 인한 반사이익으로 유럽 및 국내 통신장비 대기업의 행보가 가속화되고 있다. 국내 업체는 2020년 미국 버라이즌 향 대규모 수주(\$66.5억)에 이어 인도 바티 에어텔(Bharti Airtel)과의 5G 장비 공급 계약으로 중장기 성장의 기틀을 닦고 있는 만큼 동사의 수혜가 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 32,000원 제시

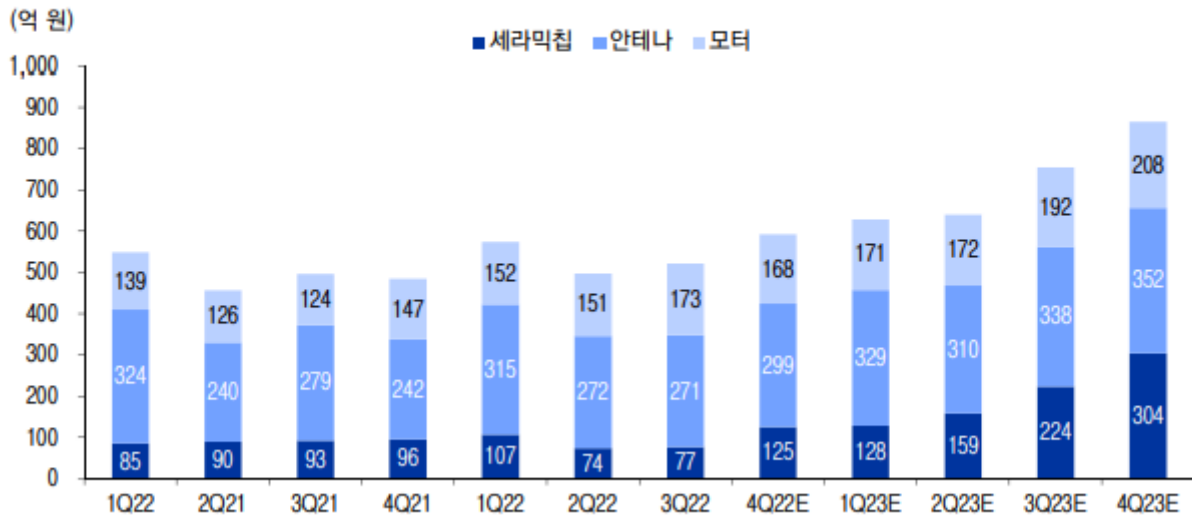
투자의견 Buy, 목표주가 32,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd 예상 BPS 4,570원에 Target P/B 1.6x를 적용하여 산출했다. 현 주가는 12M Fwd 실적 기준 P/B 1.2x로 과거 P/B 밴드 평균을 하회하고 있다. 4Q22 분기 흑자에 이어 2023 연간 흑자 전환을 전망하며, MLCC 사업 본격화 및 IT→전장으로의 사업 구조전환을 통해 중장기 성장의 기틀을 마련했다고 판단한다.

### Financial Data

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
(십억원)					(원)	(%)		(배)	(배)	(배)	(%)
2020	224	-5	-18	-17	-1,700	적전	19	-22.7	27.0	2.1	-8.7
2021	199	-24	-11	-5	-479	적지	1	-55.3	527.9	1.4	-2.5
2022E	219	-6	-3	-2	-177	적지	18	-133.6	17.8	1.3	-0.9
2023E	289	23	18	15	1,574	흑전	45	15.0	6.1	1.2	8.0
2024E	403	44	39	34	3,508		66	6.7	3.3	1.0	15.8

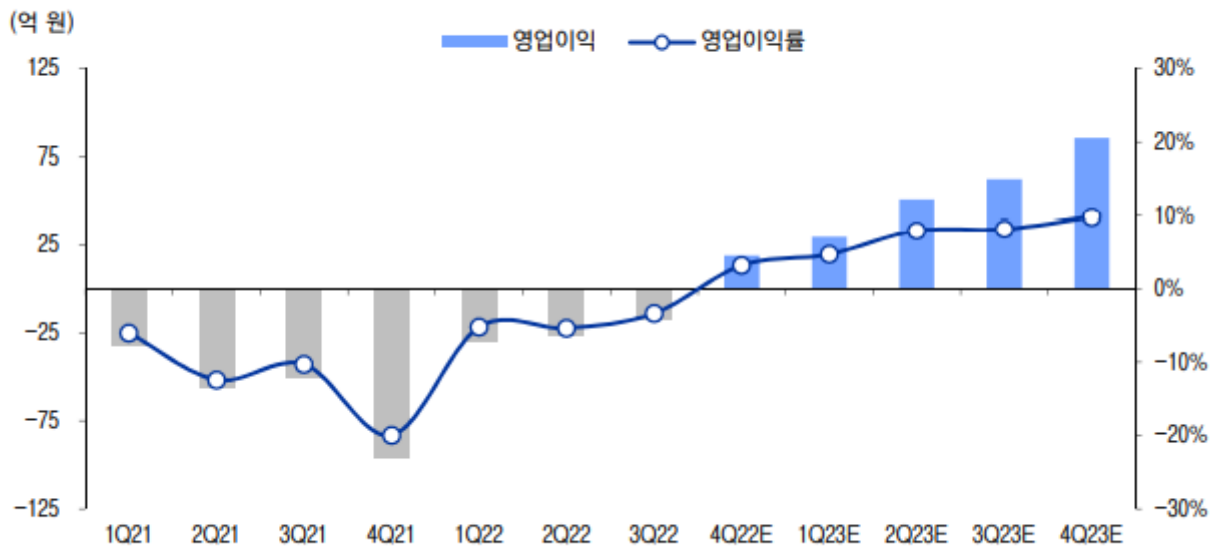
자료: 아모텍, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림129 사업 부문별 매출 추이



자료: 아모텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림130 영업이익 추이



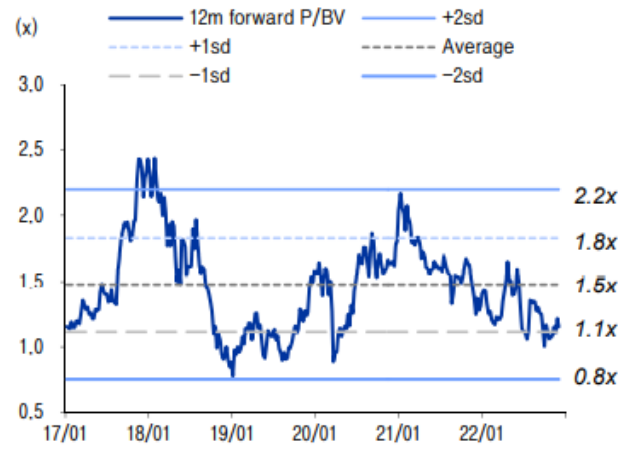
자료: 아모텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림131 12M Fwd P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림132 12M Fwd P/B 표준편차



자료: 이베스트투자증권 리서치센터



