

2023.03.06(월) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-03-06 오전 2:54

수정한 날짜: 2023-03-06 오전 10:34

2023.03.06(월) 증권사리포트

카카오

수면 위로 떠오르는 헬스케어 신사업

[\[출처\] 하나증권 유예지 애널리스트](#)

올해 B2B, B2C 신규 사업 런칭 계획

카카오헬스케어는 2일 기자간담회를 통해서 B2C 혈당 관리 플랫폼 사업 '프로젝트 감마'와 B2B/H 의료 데이터 플랫폼 사업인 '프로젝트 델타'의 연내 출시 계획을 발표했다. 헬스케어는 엔터프라이즈, 브레인과 함께 카카오의 대표적인 신사업으로 합산 2022년 영업적자 규모 1,800억원이다. 적자 규모의 점진적인 축소를 기대한다.

카카오가 선택한 첫 버티컬은 당뇨

헬스케어가 처음으로 선택한 B2C 서비스는 혈당 관리 플랫폼 사업이다. 2021년 기준 국내 당뇨 환자는 570만 명, 전 당뇨 인구는 1,500만 명에 달한다. 프로젝트 감마는 연속 혈당 측정기(CGM)와 결합해 혈당 측정의 번거로움을 줄이고, 혈당 관련된 활동 로그를 일기처럼 기록할 수 있도록 할 예정이다. 가장 유명한 CGM 기기인 애보트 래버러토리의 '프리스타일 리브레'의 4주 패키지 가격은 20만 원대로, 1형 당뇨 환자를 제외하고는 급여 대상이 아닌 점을 고려하면 전 당뇨 환자군까지 서비스 대상을 확대하는 데에 가격이 장벽으로 작용할 수 있다. 해당 문제는 초기 2주 혹은 4주 간의 데이터 축적을 통해 향후에는 활동 로그만으로 혈당을 예측하는 알고리즘 도입으로 극복할 수 있을 것으로 예상된다. 감마는 자체 플랫폼으로 출시할 예정이며, 유료로 서비스될 예정이다.

차세대 의료 데이터 플랫폼 상반기 출시

프로젝트 델타는 그간 각 병원 개별적으로 집행되었던 데이터 관련 CAPEX를 흡수할 수 있을 것으로 예상된다. 현재 대학병원 한 곳과 차세대 데이터 분석 시스템 구축을 파일럿 프로그램으로 진행 중이며, 상반기 내에 정식 상품 출시가 될 것으로 예상된다. 초기 BM은 시스템 구축에 대한 기술 수수료를 수취할 것으로 예상된다. APAC 국가 중 정치적, 기술적 이슈 없이 의료 데이터를 관리하는 국가는 한국이 유일한 만큼 한국 의료 데이터의 가치는 높아서 향후 데이터 활용에 따라 추가적인 BM 도입도 가능할 것으로 전망한다.

Financial Data						
투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	4,156.8	6,136.7	7,107.1	8,421.8	9,792.7
영업이익	십억원	455.9	594.9	580.5	883.6	1,272.0
세전이익	십억원	414.3	2,293.7	1,344.1	923.3	1,311.7
순이익	십억원	155.6	1,392.2	1,280.2	623.2	885.4
EPS	원	355	3,132	2,874	1,399	1,988
증감율	%	흑전	782.25	(8.24)	(51.32)	42.10
PER	배	219.44	35.92	18.48	44.60	31.39
PBR	배	5.47	5.02	2.08	2.33	2.17
EV/EBITDA	배	45.48	52.11	22.22	20.99	16.68
ROE	%	2.70	17.10	12.05	5.39	7.20
BPS	원	14,237	22,394	25,471	26,818	28,754
DPS	원	30	53	53	53	53



LG화학

CNT 영업가치, 현 시가총액을 약 4~5% 설명

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

양극재, 제품 포트폴리오 강화 움직임

LG화학은 올해부터 NCMA 기반 단입자 등 고부가 양극재 제품 비중을 확대할 계획이다. 이를 위해 동사는 기존 청주 양극재 공장의 일부 생산라인을 단입자 양극재용 라인으로 전환하였다. 메탈을 하나로 뭉친 단입자 양극재를 사용하면 내구성이 높아지면서 가스 발생량이 줄고 공간 효율이 개선되어, 더 많은 양극재를 배터리에 적용해 EV 주행거리를 늘릴 수 있다. 한편 향후 단입자 양극재 침투율 확대에 따라 동사 배터리부문의 파우치 배터리 경쟁력 강화도 예상된다. 또한 동사는 고부가 양극재뿐만 아니라 특히 만료, 북미 ESS 시장 급성장 및 고객사 중저가 라인업 강화 등에 대응하기 위하여 LFMP/망간 리치 등 보급형 양극재 포트폴리오도 강화할 계획이다.

CNT 가치를 시가총액에 반영할 필요가 있다

동사 CNT부문의 가치를 시가총액에 반영할 필요가 있어 보인다. 약 1천억원의 매출액(추정)이 대신 4공장 증설(+3.2천톤) 후 4천억원을 상회할 것으로 전망되기 때문이다. 동사의 CNT는 유동층 반응 생산 방식, 독자 기술 기반 촉매 활용으로 생산성과 품질 측면에서 경쟁사를 압도하고 있다. 또한 자체 에틸렌과 촉매 메탈 통합 및 제품 가공 방식(Tablet)으로 원재료/전력비/보관비 등에서 원가 측면의 우위도 발생하고 있는 것으로 보인다. 한편 경쟁사들의 재료비가 매출액 대비 20~30%에 불과한 점을 고려하면, 동사의 CNT도 높은 수익성을 창출하고 있는 것으로 예상된다. 당사는 동사 CNT부문의 영업가치를 현 시가총액의 4~5% 정도로 추정하고 있다.

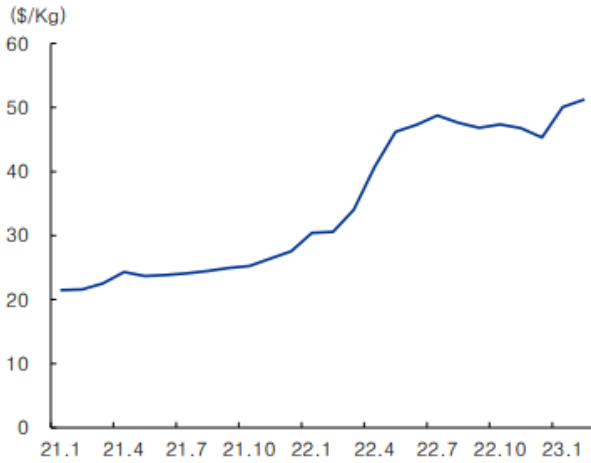
올해, 배터리부문 증익 추세 이어질 전망

전방 업체들의 자체 배터리 적용 움직임, 메탈 가격 하락에 따른 부정적인 래깅 효과 및 메탈 사급 관련 이슈 등에도 불구하고, 동사의 올해 배터리부문 실적은 분기별로 증익 추세가 이어질 전망이다. 올해 1분기는 전 분기 고객사 재고 조정 및 성과급 관련 일회성 비용이 제거될 것으로 예상되고, 올해 2분기 이후는 전방 OEM들의 신차 출시 확대 등으로 물량 증가 효과가 발생할 것으로 추정되기 때문이다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	30,059	42,655	51,865	62,914	66,835
영업이익	1,805	5,025	2,996	3,316	4,483
세전이익	952	4,891	2,850	3,469	4,497
지배주주순이익	513	3,670	1,929	2,248	2,942
EPS(원)	6,549	46,880	24,642	28,711	37,580
증가율(%)	63.6	615.9	-47.4	16.5	30.9
영업이익률(%)	6.0	11.8	5.8	5.3	6.7
순이익률(%)	2.3	9.3	4.2	4.2	5.1
ROE(%)	2.9	18.5	7.1	6.8	8.4
PER	125.8	13.1	24.3	23.6	18.0
PBR	3.6	2.2	1.4	1.6	1.5
EV/EBITDA	16.7	7.4	9.1	9.8	8.4

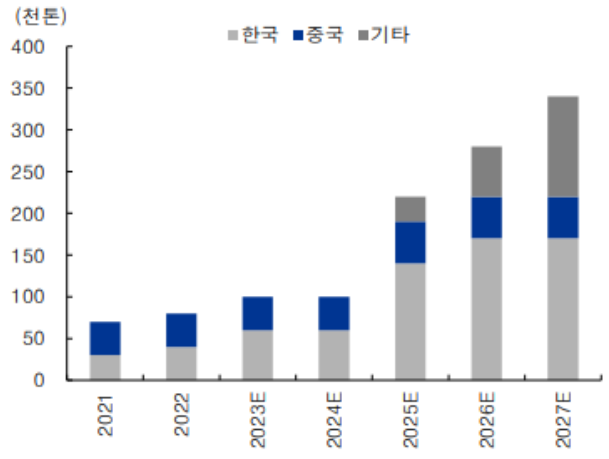
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 NCM 양극재 가격 추이



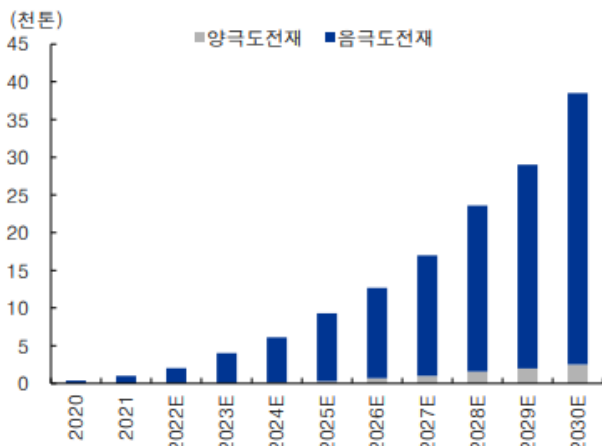
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 2. LG화학 양극재 생산능력 추이/전망



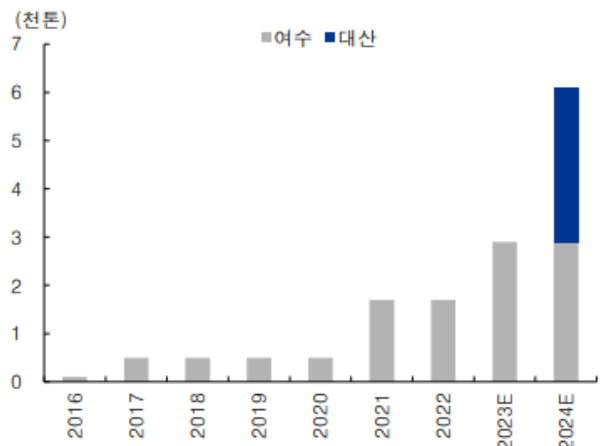
자료: LG화학, IBK투자증권

그림 3. 세계 배터리 도전재향 CNT 수요 추이/전망

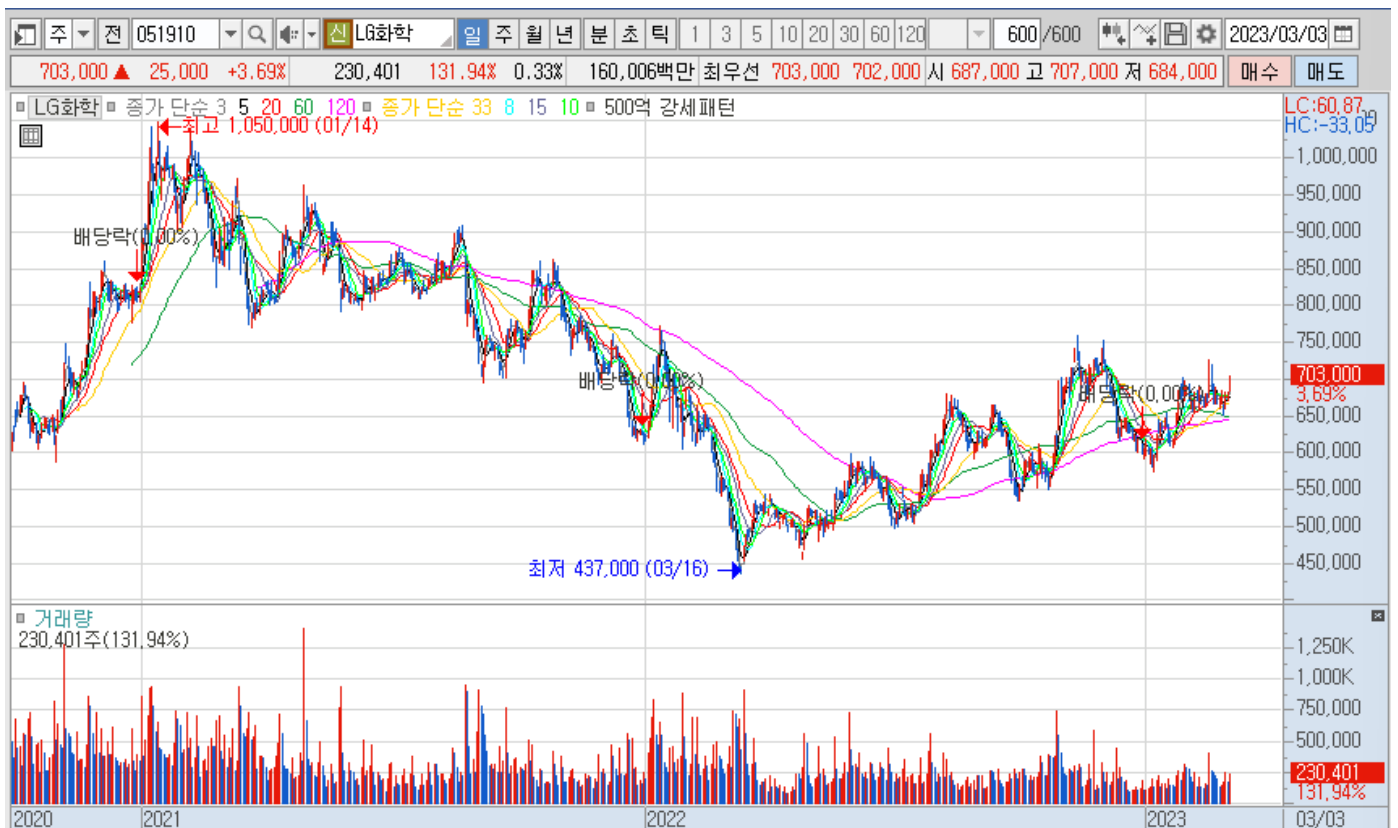


자료: SNER, IBK투자증권

그림 4. LG화학 CNT 생산능력 추이/전망



자료: LG화학, IBK투자증권





SK스퀘어

더높은 가치로 돌아온 SK실더스

[\[출처\] 이베스트투자증권 이승웅 애널리스트](#)

SK실더스 지분 매각으로 증명한 아이덴티티

동사는 스웨덴 발렌베리 가문 계열의 사모펀드인 EQT파트너스에 SK실더스 지분 28.8% 매각을 발표했다. 기업가치(부채 2.2조원 포함) 5.2조원을 인정받은 것으로 파악된다. 동사는 매각대금 8,646억원 중 4,146억원은 딜 클로징이 예상되는 3Q23에, 잔여 4,500억원은 SK실더스 지분 68%를 담보로 EQT에 대출한 뒤 2H25까지 수령할 예정이다.

이번 매각으로 동사는 투자전문회사로서의 아이덴티티를 증명했다. IPO 철회 당시보다 높은 기업가치를 인정받으며 투자자금을 회수했으며, SK실더스 지분 32.0%로 EQT와 공동경영을 이어갈 예정이다. SK실더스는 신사업 중심으로 사업을 재편하면서 고성장을 이어가고 있다. 22년 매출액은 1.8조원(+15.7% YoY), EBITDA 4,139억원(+8.5% YoY, 마진을 23.1%)를 기록했다. 21년 3월 ADT캡스(물리보안)와 SK인포섹(정보보안)을 합병한 이후 신사업 비중은 1Q21 36.2%→4Q22 50.6%까지 확대됐다. EQT가 물리보안 기업 Securitas, 이스라엘 정보보안 기업 CYE 등을 포트폴리오로 보유하고 있어 향후 SK실더스의 글로벌 진출, 신사업 확장 등에서 시너지가 기대된다.

주주환원에 따른 할인율 축소 기대

3월 주총 이후 주주환원 실시로 NAV 할인율 일부가 해소될 것으로 기대된다. 현재 동사의 NAV할인율은 72%로 타 순수지주회사보다 높다. 주주환원 정책이 부재했기 때문이다. 동사는 금번 주총에서 자본준비금 6.9조원 중 1.0조원을 이익잉여금으로 전입하는 안건을 상정했다. 해당 안건이 통과되면 주주환원이 가능해진다. 당사는 자회사로부터 수취하는

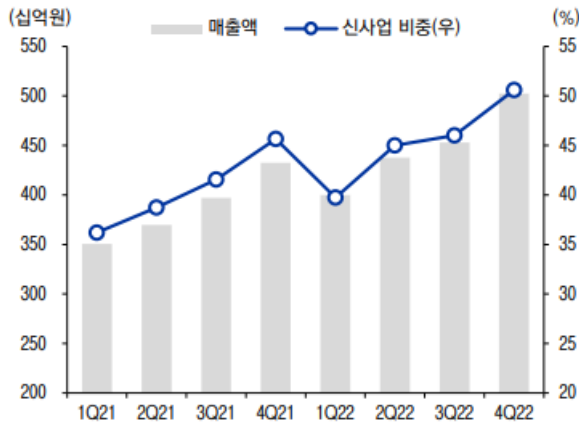
배당수익으로 현금배당을 실시하고 투자포트폴리오 조정으로 발생하는 투자이익으로는 특별배당 혹은 자사주 매입에 나설 것으로 예상된다. 다만 동사 주가는 핵심 자회사인 SK하이닉스와 상관성이 매우 높게 나타나고 있어 주가의 추세적 반등을 위해서는 SK하이닉스의 주가 상승이 선행되어야 한다. 동사에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 51,000원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	-	1,146	4,511	2,326	3,025
영업이익	-	420	163	-1,861	103
순이익	-	363	256	-1,442	135
EPS (원)	-	2,654	1,578	-10,043	941
증감률 (%)	-	-	-40.6	적전	흑전
PER (x)	-	25.0	24.7	-3.9	41.3
PBR (x)	-	0.6	0.3	0.4	0.4
영업이익률 (%)	-	36.6	3.6	-80.0	3.4
EBITDA 마진 (%)	-	42.1	10.5	-74.4	7.7
ROE (%)	-	-	1.3	-8.7	0.9

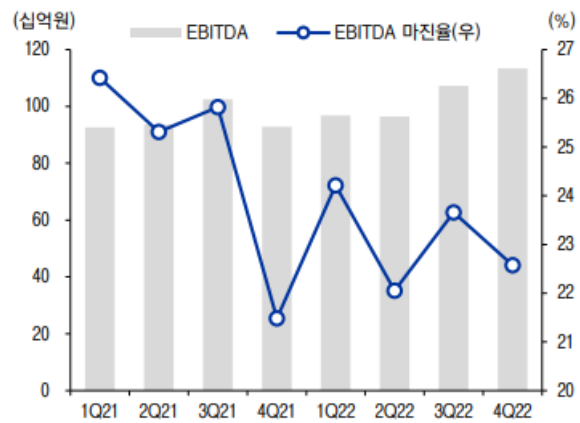
주: IFRS 연결 기준

그림3 SK 실더스 매출액 및 신사업 비중 추이



자료: SK스퀘어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 SK 실더스 EBITDA 및 EBITDA 마진 추이



자료: SK스퀘어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 SK스퀘어 및 SK하이닉스 주가 수익률, 상관계수 추이



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터



2022년은 신사업 투자 비용 증가로 역성장

2022년 매출액 2조 1,880억원(yoy +4.7%), 영업이익 240억원(yoy -78.6%, OPM 1.1%)을 기록하며 역성장하였다. 방산 부문에서 TICN 3, 4차 양산과 군위성통신체계-II, IFF MODE 5 사업 등이 반영되며 매출은 성장하였으나 위성 및 UAM 관련한 자체 투자 비용이 증가하며 이익은 소폭 감소하였다. ICT 사업 부문은 차세대 생명보험 코어 사업의 개발 지연으로 비용이 증가하며 급격하게 실적이 감소하였다. 한화페이저, H-Foundation 등 자회사에서 추진중인 사업들이 진행됨에 따라 신사업과 관련된 비용 집행도 증가하면서 전사 이익 규모 축소에 영향을 미쳤다. 영업외에서 오버에어 등 투자회사의 지분법손실 및 디지털 자산에 대한 손상 차손이 반영되면서 당기순손실 808억원을 기록하며 적자 전환하였다.

방산 매출 성장과 ICT 사업 정상화로 실적 개선 기대

2023년 매출액은 2조 4,127억원(yoy +10.3%), 영업이익 642억원(yoy +167.4%, OPM 2.7%)을 달성할 것으로 전망한다. 올해도 신사업 관련한 비용 집행은 지속되지만 방산 부문의 매출 성장과 ICT 부문에서 지연되었던 차세대 생명보험 코어 사업 개발이 완료되면서 실적 개선세가 나타날 것으로 기대한다.

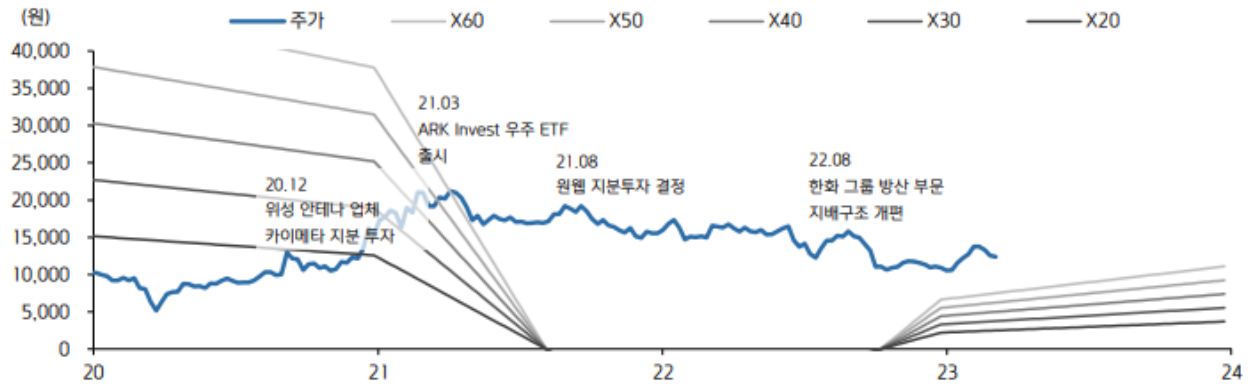
방산 부문은 TICN 4차 양산, 군 위성통신 조기 전력화, UAE향 M-SAM 수출규모 증가에 따른 매출 성장이 기대된다. 하지만 UAM 및 위성 부문의 자체 투자도 증가하며 이익률 개선은 제한될 것으로 전망한다. ICT 사업 부문은 차세대 ERP 신규 사업 진행과 그룹사 조직 개편에 따른 캡티브 물량 증가로 매출 성장과 이익 개선이 예상된다. 2023년에 예상하는 주요 신규 수주는 방산부문에서 다부처 초소형 SAR 위성 개발 사업, 차기호위함 배치-III, IV 및 폴란드향 K2, K9 부품 수주 등이 있다. 또한, 사우디와 M-SAM 수출에 대한 논의가 진행 중으로 추가적인 수출 수주가 기대된다.

UAM 기체 개발, 위성 통신 안테나 개발 등 신사업과 관련된 일정을 진행하는 과정에서 비용은 지속적으로 발생할 것으로 전망한다. UAM, 위성, 디지털 플랫폼 등 신사업이 본격적으로 본사의 성장에 기여하는 시점은 평균적으로 2025년 이후가 될 것으로 예상된다. 다만, UAM 및 위성과 관련하여 방산 부문에서는 보다 빠른 사업 진행도 가능할 것으로 기대한다. 투자의견 BUY와 목표주가 16,000원은 유지한다

투자지표				
(십억원, IFRS)	2020	2021	2022P	2023F
매출액	1,642.9	2,089.5	2,188.0	2,412.7
영업이익	92.9	112.0	24.0	64.2
EBITDA	192.6	208.0	122.7	171.2
세전이익	79.1	128.1	-57.0	23.2
순이익	93.6	97.9	-80.8	17.0
지배주주지분순이익	93.6	98.3	-77.0	20.9
EPS(원)	758	630	-407	111
증감률(% YoY)	20.3	-16.9	적전	흑전
PER(배)	20.4	25.4	N/A	111.8
PBR(배)	1.85	1.36	0.95	1.13
EV/EBITDA(배)	8.0	7.4	11.5	14.2
영업이익률(%)	5.7	5.4	1.1	2.7
ROE(%)	9.4	6.0	-3.6	1.0
순차입금비율(%)	-35.6	-67.2	-28.1	4.2

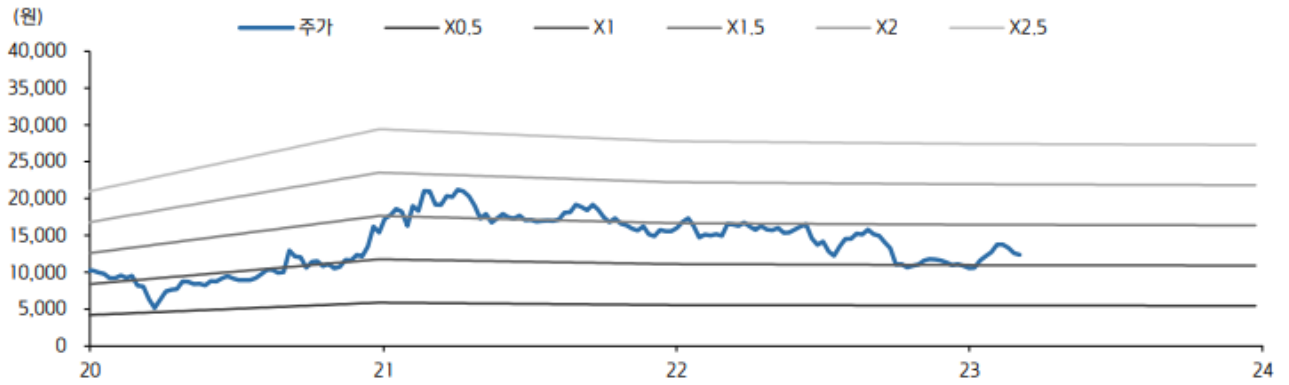
자료: 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/E 밴드 차트



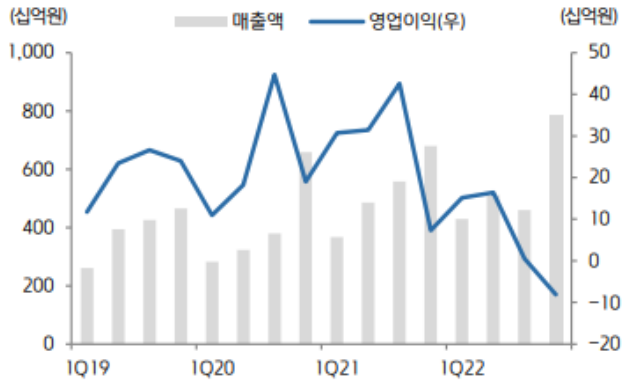
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화시스템 12M Forward P/B 밴드 차트



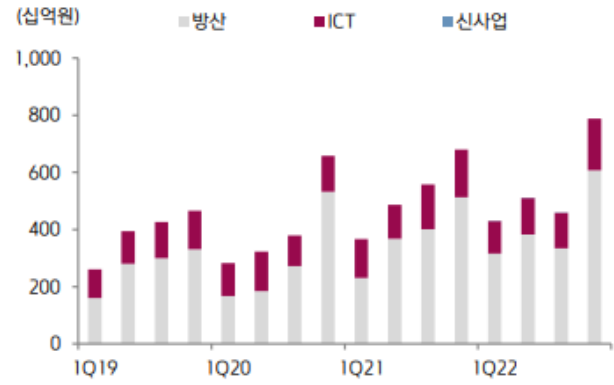
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화시스템 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



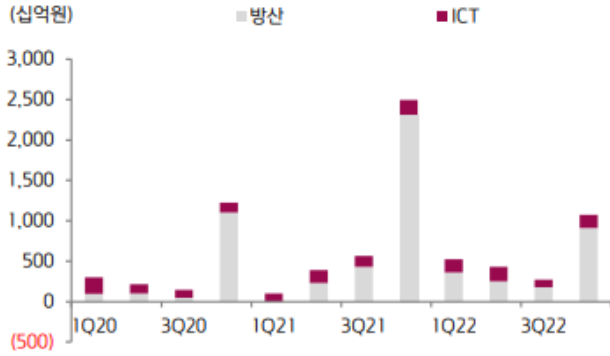
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 매출 추이 및 전망



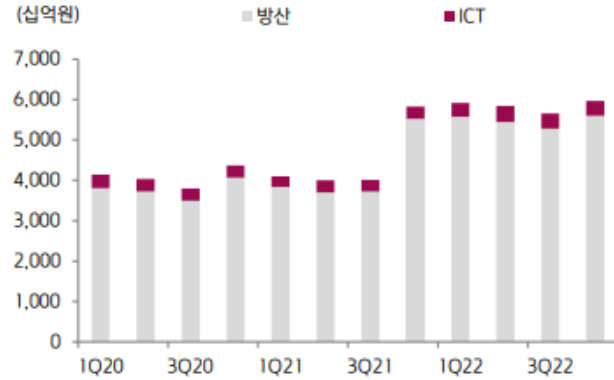
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 신규 수주 추이



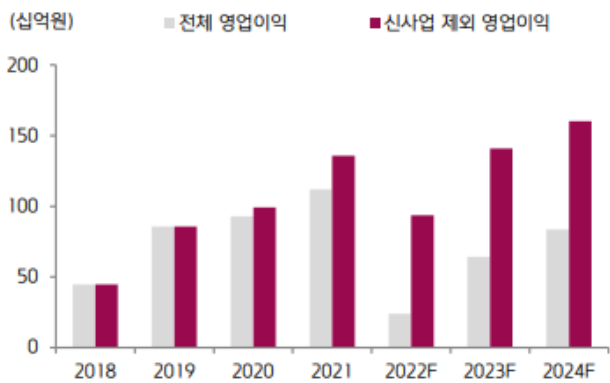
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 수주 잔고 추이



자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

신사업 제외 영업이익 추이 및 전망



자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

신사업 투자 히스토리

	UAM	위성	디지털 플랫폼	기타
4Q22	-	80억원	106억원	-
3Q22	-	119억원	171억원	-
2Q22	646억원	8억원	69억원	-
1Q22	-	3,786억원	2,178억원	-
2021	351억원	542억원	786억원	187억원

자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터



신세계

1분기, 우려하던 피크아웃은 없을 것

[출처] NH투자증권 주영훈 애널리스트

역대 최저 수준의 밸류에이션

투자의견 Buy 및 목표주가 300,000원 유지. 경기 둔화에 따른 백화점 실적 피크 아웃, 알선수수료 조정에 따른 면세점 단기 실적 부진 우려가 겹치며 동사의 주가는 크게 하락. 코로나19 발생 초기 당시 기록한 저점(199,000원)에 근접했으며 밸류에이션 또한 PER 5.3배로 역대 최저 수준

다만, 2월까지의 동향을 볼 때 시장의 우려와 실적 사이에는 상당한 괴리가 존재. 1) 백화점은 1~2월 누적 기준으로 +mid-single 수준의 기존점 성장률을 이어가고 있으며, 2) 면세점 역시 1분기 매출은 감소했으나 마진율이 높은 FIT 비중 상승 및 특허수수료 관련 환입 이슈가 더해지며 영업이익은 흑자전환 가능성이 높다고 판단. 백화점과 면세점 모두 상황이 양호한 만큼 현재 주가 수준에서는 저점 매수에 나설 수 있다고 판단

1분기, 백화점과 면세점 모두 양호

1분기 연결기준 순매출액과 영업이익은 각각 1조6,133억원(-9% y-y), 1,750억원(+7% y-y)을 전망. 연결 매출은 면세점 타이공 관련 알선수수료 조정 영향에 따라 감소하겠으나 영업이익은 우려와 달리 양호할 것

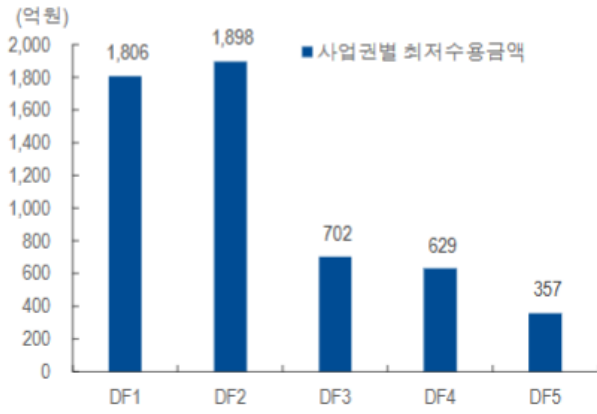
1분기 백화점 기존점성장률은 +5% 수준을 전망. 1월 매출은 설 명절 휴무시점 차이로 다소 부진했으나 2월 매출은 +high-single로 반등에 성공. 평년 대비 추운 날씨 및 지난 1월 30일부터 실내 마스크 의무 착용 정책이 완화된 이후 마진율이 높은 의류 판매가 재차 증가하고 있는 것으로 추정. 이에 따라 백화점 수익성 지표 또한 개선될 가능성이 높아 보임

면세점은 순매출액 5,636억원(-27% y-y), 영업이익 135억원(흑자전환 y-y) 전망. 타이공 관련 매출이 크게 감소했으나 마진율이 0% 수준이라 손익에 미치는 영향이 제한적이고, FIT 매출 비중이 빠르게 증가했기 때문. 추가적으로 특허수수료 50% 감면 정책 확정에 따른 환입 효과도 기대됨

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	6,316	7,813	8,073	9,239
증감률	32.4	23.7	3.3	14.4
영업이익	517.4	645.3	717.9	789.5
증감률	484.6	24.7	11.3	10.0
영업이익률	8.2	8.3	8.9	8.5
(지배지분)순이익	306.8	378.4	382.2	431.6
EPS	31,165	38,438	38,820	43,838
증감률	-396.5	23.3	1.0	12.9
PER	8.2	5.7	5.3	4.7
PBR	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.2	4.9	4.4	4.1
ROE	8.5	9.7	9.0	9.3
부채비율	136.8	121.5	113.6	105.8
순차입금	2,683	2,284	2,059	1,886

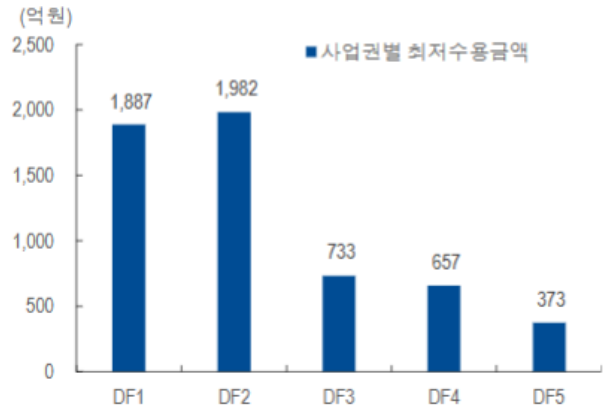
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 2018년 여객 수 기준 사업권별 최저수용금액 추정



자료: 인천공항공사, 리서치본부 전망

그림2. 2019년 여객 수 기준 사업권별 최저수용금액 추정



자료: 인천공항공사, 리서치본부 전망





골프존

견조한 라운드 매출에 해외 고성장 추가

[\[출처\] NH투자증권 애널리스트](#)

4분기 실적은 시장 예상치 하회. 반면 미국 매출 호조로 기대감 고조

4분기 매출액 1,413억원(+26.1% y-y), 영업이익 75억원(-38.1% y-y) 기록. 3분기에 이어 매출이 전년 대비 크게 상승한 이유는 신제품 모션 플레이트 출시로 인한 하드웨어 판가 상승 효과 때문. 영업이익이 감소한 이유는 신제품의 비교적 높은 원가율과 판관비에 해당되는 광고선전비, 수선비, 소모성 자재 비용 등의 일시적 비용 상승에 기인

4분기 라운드 수는 2,233만 라운드(+8.0% y-y)로 비수기가 무색한 양호한 수치 기록. 작년 3분기부터 필드 골프, 골프 의류 등 타 골프 관련 산업의 성장이 둔화되는 것과 달리 동사의 매출액 성장률은 오히려 증가함. 여기에 해외 사업의 핵심인 미국 매출액이 104억원(+189% y-y, +49% q-q)으로 대폭 성장하면서 미국 실내 골프 수요 확대가 수치로 확인 됨

올해 JV 통한 미국 확장과 중국 리오프닝 따른 매장 확대 기조 유효해 수출에서의 대폭 성장 기대. 2023년 해외 예상 매출액은 1,100억원으로 지난해 대비 48% 성장 전망. 미국에서의 트룬과의 골프존 소셜 사업은 Palisades 센터의 1호 매장 출점으로 2월 21일 본격적으로 시작. 올해 미국 내 예상 매장 수는 6개에 달하며 이에 따라 매출 성장 가팔라질 전망

1분기 실적 호조 예상. 목표주가 21만원 유지

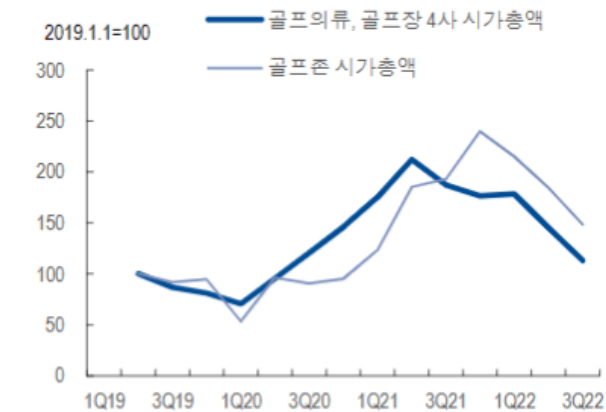
해외 수출 증가와 양호한 국내 성장으로 골프 산업 내 차별화 포인트 확실해지고 있음. 당사 제시 목표주가 21만원은 Target PER이 10.7배에 불과하며, 미국과 중국 수출 성장 따른 추가 리레이팅을 염두하면 현 주가 수준은 지나친 저평가 구간으로 판단

올해 매출액 7,047억원(+14.1% y-y), 영업이익 1,616억원(+8.7% y-y)으로 양호한 실적 예상.특히 1분기 매출액 1,958억원(+27.3% y-y), 영업이익 542억원(+6.8% y-y)으로 피크아웃 우려 잠재울 호실적 기대

	2021	2022P	2023E	2024F
매출액	440.3	617.5	704.7	791.0
증감률	47.5	40.2	14.1	12.3
영업이익	107.7	148.7	161.6	180.1
증감률	108.8	38.1	8.7	11.5
영업이익률	24.5	24.1	22.9	22.8
(지배지분)순이익	76.3	111.4	123.3	139.1
EPS	12,161	17,759	19,654	22,163
증감률	99.4	46.0	10.7	12.8
PER	14.4	6.4	7.3	6.5
PBR	3.8	1.9	1.9	1.6
EV/EBITDA	7.1	2.8	3.0	2.3
ROE	29.8	33.8	29.4	26.6
부채비율	65.7	57.2	48.8	42.4
순차입금	-73.3	-136.3	-227.4	-345.3

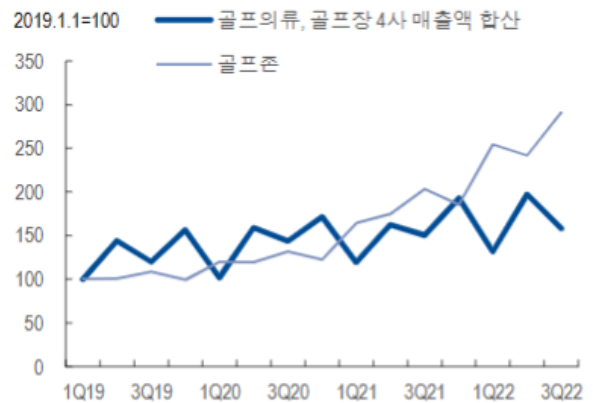
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 골프존 주가는 피크아웃 우려로 같이 빠졌으나



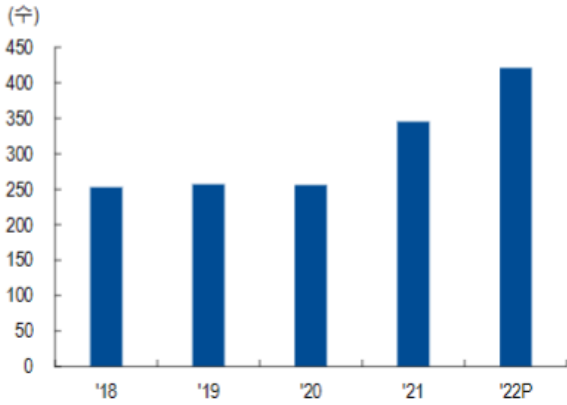
자료: Quantwise, NH투자증권 리서치본부

그림2. 골프존의 매출액 성장률은 확연한 차별화를 보임



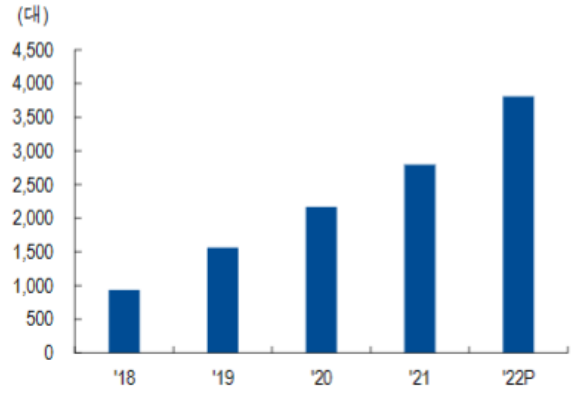
자료: Quantwise, NH투자증권 리서치본부

그림3. 가맹점 신규 출점 수 2021년부터 급증



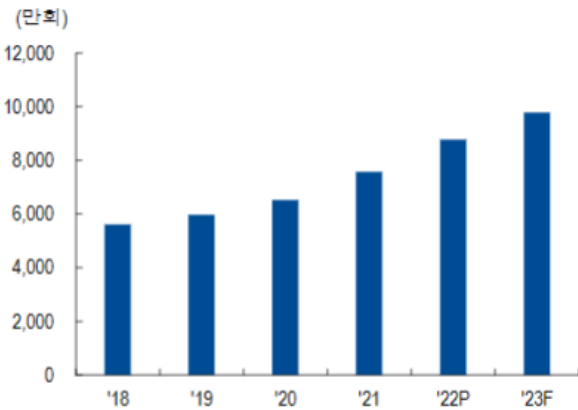
자료: 골프존, NH투자증권 리서치본부

그림4. 하드웨어 신규 판매 증가가 매출 성장의 견인차



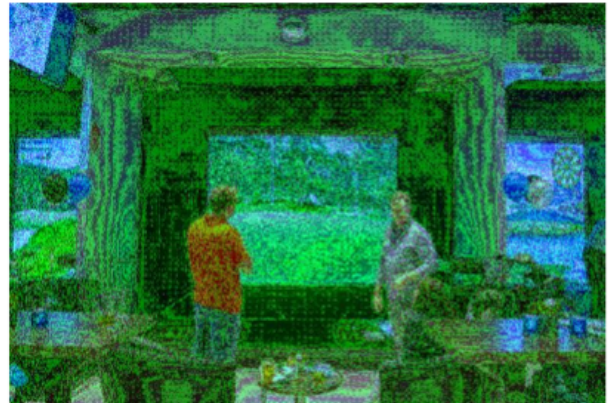
자료: 골프존, NH투자증권 리서치본부

그림5. 신규 출점 증가로 2023년에도 라운드 고속 성장 전망



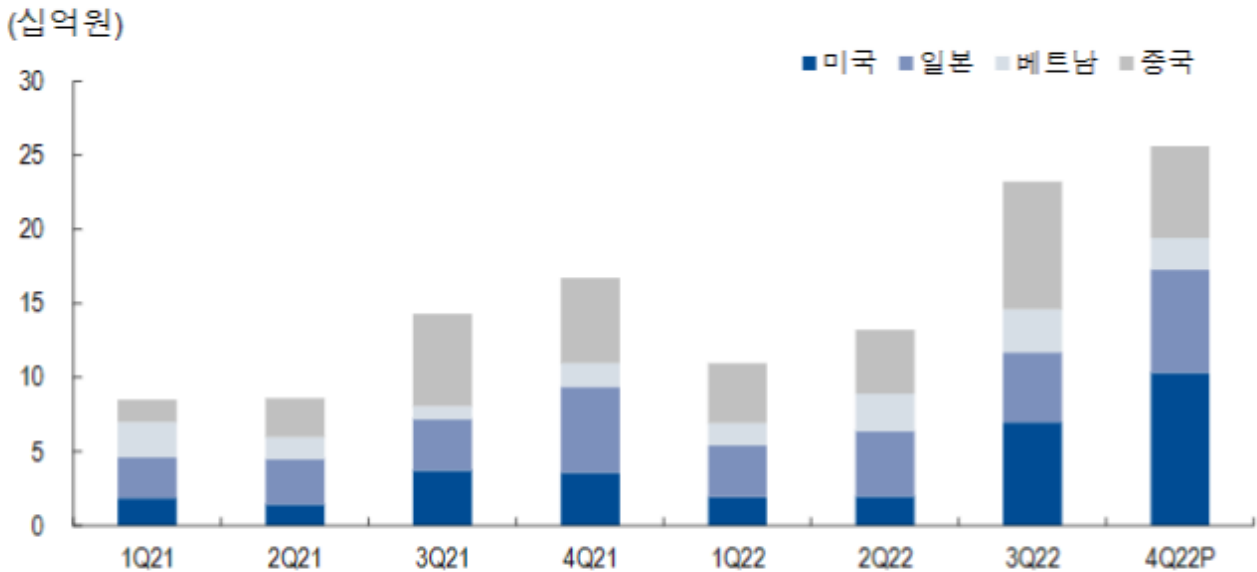
자료: 골프존, NH투자증권 리서치본부 전망

그림6. 미국 Palisades Center의 골프존 소셜 첫 매장



자료: 골프존, NH투자증권 리서치본부

그림7. 4분기 미국 매출 대폭 성장하면서 견조한 미국 실내 골프 수요 확인



자료: 골프존, NH투자증권 리서치본부



덴티움

여전히 저평가 상태로 판단

[출처] NH투자증권 박병국 애널리스트

무난한 4분기 실적 달성

투자의견 Buy, 목표주가 15만원으로 25% 상향. 목표주가 상향은 최근 상승한 국내외 피어 기업들의 멀티플을 적용하였기 때문. 피어 멀티플 평균은지난 프리뷰 당시 11.6배에서 14.2배로 상승

연결 기준 4분기 매출액은 940억원(-0.1% y-y), 영업이익 351억원(+29% y-y)으로 컨센서스에 부합하는 실적 달성. 중국 코로나19 확진자 급증에따라 중국 4분기 매출액은 420억원(-21% y-y)으로 저조. 다만 러시아, 베트남 등 중국 외 지역에서 크게성장하며 여전히 견조한 실적 증명

4분기 역시 37.3%의 영업이익률을 달성하며 좋은 수익성 기록. 다만 매출원가율과 판관비율에서 다른 경향성 나타남.

1)기존에 보수적으로 해온 재고자산평가손실에 대해 4분기 때 환입이 되면서 낮은 매출원가율(21%) 기록, 2)3분기 대비 낮아진 매출채권 회수율로 인해 총당금 증가, 즉 3분기 기저효과로 4분기 대손상각비 72억 반영. 위 경향성은 일회성으로 판단

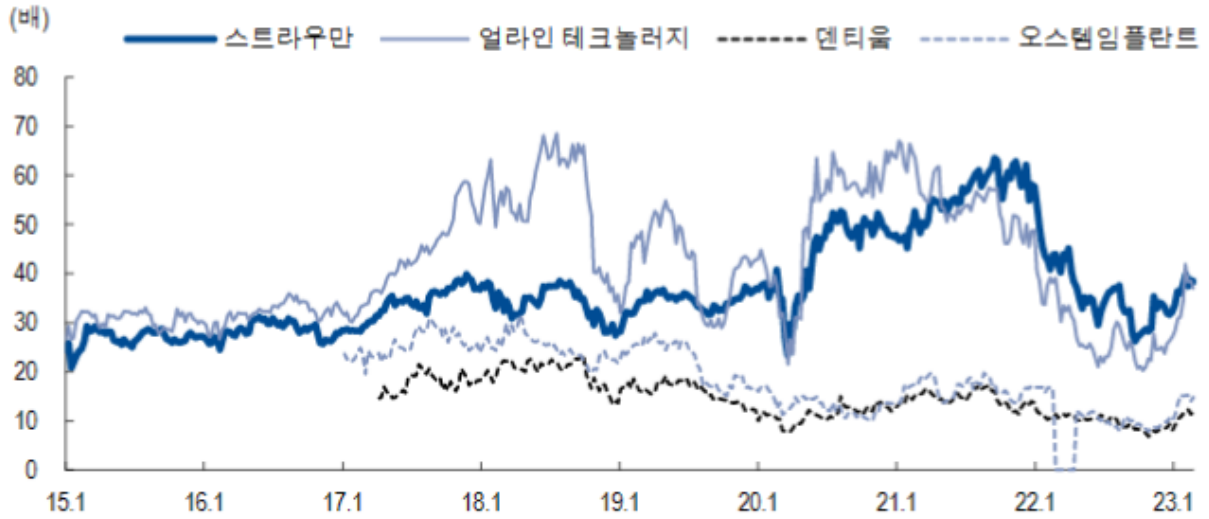
중국 VBP 우려 해소와 더불어 다른 지역의 성장까지 보자

'23년 매출액 4,375억원(+23% y-y), 영업이익 1,540억원(+24% y-y) 전망. 중국 VBP에 따른 마진 훼손 우려되나 1)중국 매출의 40%인 딜러 매출은 VBP 이전에도 약 40% 할인율 제공, 즉 VBP에 따른 판가할인은 딜러에 전가될 것이기에 딜러 향 마진 영향은 제한적일 것, 2)국공립 향 매출확대에 따른 이익구조 개선 효과 감안하여 작년과 유사한 OPM 추정. 러시아 등 중국 외 지역에 대해서도 큰 성장을 전망하며, 남미-아프리카등 미출시 지역에 대해서도 장기적 관점 필요. 지속적인 성장 속에서 '23년에도 바로 생산 가능한 라인 추가를 목적으로 CAPEX 투자 300억원 진행

	2021	2022P	2023E	2024F
매출액	291.5	355.9	437.5	518.0
증감률				
영업이익	69.9	124.4	154.0	186.6
증감률				
영업이익률	24.0	35.0	35.2	36.0
(자배지분)순이익	55.5	85.2	121.4	146.9
EPS	5,013	7,696	10,970	13,273
증감률				
PER	13.9	13.0	10.9	9.0
PBR	2.6	3.0	2.7	2.1
EV/EBITDA	10.8	8.4	7.7	5.7
ROE	21.3	25.6	28.0	26.0
부채비율	95.9	70.9	50.9	37.4
순차입금	124.1	58.8	-36.1	-184.4

단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 글로벌 덴탈 기업 선행 12개월 PER 추이



자료: Factset, FnGuide, NH 투자증권 리서치본부



126,500 ▼ 2,600 -2.01% 116,546 55.66% 1.05% 14,825백만 최우선 126,500 126,300 시 130,200 고 132,800 저 124,600 매수 매도

