2023.03.20(월) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-03-19 오후 10:40 **수정한 날짜:** 2023-03-20 오전 10:14

2023.03.20(월)증권사리포트

레고켐바이오
기대되는 Trop-2 표적 ADC
[출처] 유안타증권 하현수 애널리스트

23년에도 ADC 인기는 계속

Amgen은 12월(동사), 1월(Synaffix사)와 ADC 개발 L/O를 연달아 체결. 화이자는 3월 13일 ADC 전문 바이오테크인 Seagen을 430억 달러(주당 229달러)에 인수하는 계약을 체결하며 23년에도 ADC 기술 확보가 지속되고 있음을 확인. 화이자는 시젠 인수로 30년까지 100억달러 이상의 신규 매출을 발생시킬 수 있을 것으로 기대한다고 밝힘.
Trop-2는 유방암, 위암 등 다수의 고형암에서 과발현되는 특징으로 다수 고형암에 적용 가능. 길리어드는 20년 이뮤노메딕스를 약 210억 달러에 인수하며 상업화 Trop-2 ADC인 Trodelvy(Sacituzumab govitecan)을 확보. AZ는 다이이치산쿄와 DS□1062(Datopotamab-Dxd)를 공동개발 중이며 MSD는 켈룬 바이오테크의 SKB-264를 도입하며 Trop-2 타겟 ADC 확보함. 빅파마들의 Trop-2 표적 ADC 확보와 상업화 또는 후기 임상 단계에 있어 Trop-2 표적 ADC가 HER2를 잇는 주요 고형암 ADC가 될 것으로 판단.

LCB84, 종양 특이 발현 Trop-2 타겟 항체와 ConjuALL로 안전성 기대

동사의 Trop-2 ADC 파이프라인인 LCB84는 Mediterranea사로부터 도입한 잘린 형태(ADAM10 Cleaved)의 Trop-2를 타겟으로 하는 항체를 이용. Trop-2는 정상 세포에서도 발현되지만 잘린 형태의 Trop-2는 종양 세포에서 주로 발현. 따라서 LCB84는 Trodelvy나 DS-1062와 달리 종양 세포에 선택적으로 작용할 수 있을 것으로 기대.
ConjuALL플랫폼 링커는 β-Glucuronidase에 의해 분해되기 때문에 암세포에서는 페이로드(약물)의 유리가 잘되지만 혈중에서는 링커가 안정적으로 유지. 종양 특이적인 Trop-2 항체와링커 기술이 적용된 LCB84의 치료지수(LC50/EC50으로 높을수록 안전한 약물)은 20으로Trodelvy(9.6), DS-1062(4)에 비해 높아 안전성과 용량 조절이 용이할 것으로 판단.

경쟁약물 대비 다양한 암종에서 효과적일 것으로 예상

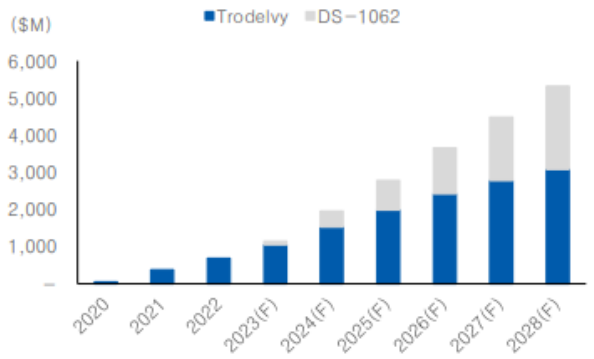
지난 AACR 2022에 이어 이번 World ADC london에서 발표한 자료에 따르면 LCB84는 제노그래프트 동물 실험에서 Trodelvy나 DS-1062가 종양 억제를 하지 못한 COLO205(인간 대장암 세포주) 및 JIMT-1(Trastuzumab 내성 유방암 모델) 등에서도 종양 성장을 억제. 경쟁 약물 불응성 암세포주에서도 효과를 나타냄에 따라 경쟁 약물 실패(불응) 환자 대상 시장 및 불응성 암종에까지 적응증을 확대할 수 있을 것으로 기대. LCB84의 미국 FDA IND 신청은 2Q23에 진행될 예정. LCB84에 대한 L/O도 계획 중이며 임상 1상에서 전임상에서와 같은 안전성을 확인시 파이프라인 가치는 더욱 높아질 것으로 기대.

Trop-2 표적 ADC 비교(LCB84 vs Trodelvy vs DS-1062)

	Trodelvy	DS-1062BS	LCB84
Company	GILEAD	Daiichi Sankyo / Astrazeneca	LegoChem
Payload (DAR)	SN38 (~7.6)	DXd (~4.0)	MMAE (4)
MED (BxPC3)	25mpk	10mpk	2mpk
HNSTD	60 mpk	10 mpk	10 mpk
TI	9.6	4	20
Phase	FDA approved	Phase III	Pre-clinical

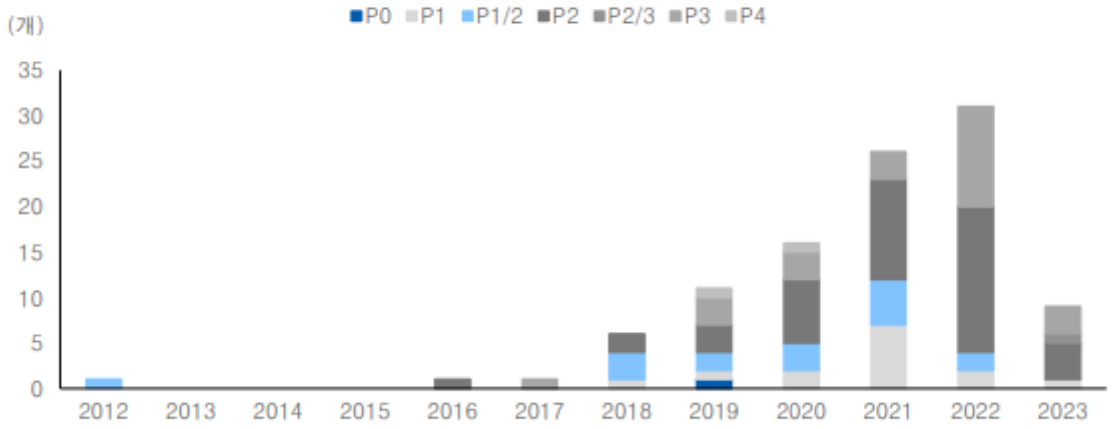
자료: 레고켐바이오, 유안타증권 리서치센터

주요 Trop-2 표적 ADC 매출 전망



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

Trop-2 표적 ADC 임상 시험 추이



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

레고켐바이오 ADC 파이프라인 현황

	프로젝트	적응증	Discovery	Preclinical	Phase 1	Phase 2	L/O
ADC product	LCB14(HER2-MMAF)	유방암					FOSUN Pharma
		위암(단독)					
		위암(IO 병용)					
		대장암					
		비소세포폐암					
		고형암					
		유방암			IND 1H23		IKSUDA
	LCB71(ROR1-pPBD)	고형암/혈액암					CISTONE
	LCB73(CD19-pPBD)	혈액암					IKSUDA
	LCB67(DLK1)	고형암/혈액암					PYXIS
	LCB84(TROP2-MMAE)	고형암/혈액암			IND 2Q23		-
	LCB07A(bsAb ADC)	고형암/혈액암					-
	LCB02A	고형암/혈액암					-
	LCB04A(AIC)	비공개					-
	LCB12A(bsAb ADC)	비공개					-
	LCB09A	비공개					-
ADC Platform	LCB69	고형암/혈액암					TAKEDA
	LCB85(CanAg-pPBD)	고형암/혈액암					IKSUDA
	LCB20A	-					SOTIO
	LCB42A	-					AMGEN
	LCB19A	-					ANTENGENE
	LCB91	고형암/혈액암					비공개
	LCB06A	-					비공개
	LCB18A	-					비공개
	LCB36A	-					비공개

자료: 레고켐바이오, 유안타증권 리서치센터

KH바텍
더욱 중요해지는 힌지 기술력
[출처] 키움증권 오현진 애널리스트

5세대 폴더블폰, 부각되는 힌지 기술 경쟁력

동사가 폴더블 스마트폰에 주력으로 납품하고 있는 외장 힌지의 형태 변화가 예상된다. 삼성전자는 하반기 출시 예정인 5세대 폴더블 스마트폰에서 기존의 U자형 힌지 대신 물방울 타입의 힌지를 적용할 것으로 파악되며, U자형 대비 주름 개선 및 높은 밀착도를 보일 전망이다. 갤럭시 Z 폴드와 플립 모델 전부 물방울 힌지 채택이 예상되며, 복잡한 공정 및 얇은 제품 두께를 구현함에 있어 기존 제품 대비 30% 이상의 ASP 상승을 기대된다. 중화권 업체 중심으로 채택되었던 북미 업체의 물방울 형태 힌지는 동사의 U자형 대비 2배 이상 가격이 높았던 것으로 파악된다. 향후에도 디자인 변화 및 무게 감소에 있어 외장 힌지의 역할은 중요하게 작용할 것이며, 외장 힌지 내 독보적인 입지를 보유한 동사의 수혜가 가능할 전망이다.

여전히 유효한 폴더블 시장의 성장에 집중

국내 고객사의 4세대 폴더블 스마트폰이 전작과 유사한 스펙 및 소비 경제 둔화 영향으로 부진하면서, 폴더블 스마트폰 시장에 대한 기대감은 낮아져 있는 상황이다. 다만, 다소 둔화된 성장세에도 여전히 스마트폰 시장 내 유일한 성장군으로 많은 글로벌 제조사들이 적극적으로 공급량 확대를 계획하고 있다는 점을 주목한다. Counterpoint에 따르면 22년 글로벌 폴더블 스마트폰 출하량은 1,490만대로 전년 대비 64% 성장했으며, 23년에도 전년 대비 52% 성장을 전망한다. 국내 주요 고객사도 사용성 증가(제품 두께 및 무게 감소 등)를 통해 폴더블 스마트폰의 판매량이 전년 대비 20% 이상 성장할 것으로 전망한다.

투자의견 BUY, 목표주가 22,000원 유지

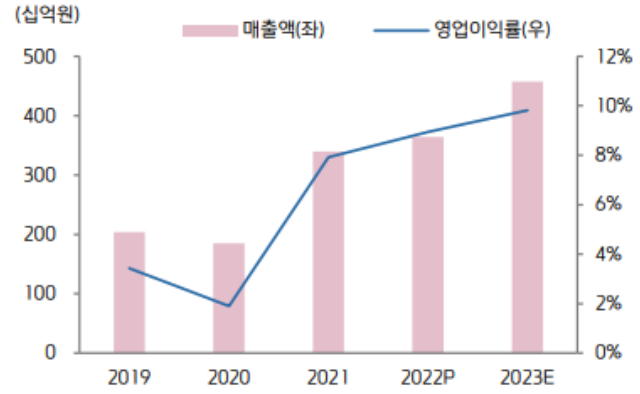
동사는 주요 제품의 ASP 상승 및 생산량 증가가 예상됨에 따라 23년 매출액 4,572억원(YoY 26%), 영업이익 449억원(YoY 38%)를 전망한다. 하반기 예정된 신제품 수요에 따라 이익 전망치 상향도 가능할 전망이다.
동사의 주가는 폴더블 시장의 낮은 기대감과 매크로 환경의 불확실성으로 부진했다. 다만, 향후 글로벌 제조사들의 진입 및 태블릿 등 폴더블 채택 제품의 다변화를 통해 중장기 성장성이 크다는 점을 감안하면, 여전히 높은 투자 매력을 보유한 것으로 판단된다.

투자지표

(십억원, IFRS)	2020	2021	2022P	2023F
매출액	185.0	339.8	363.9	457.2
영업이익	3.5	26.9	32.5	44.9
EBITDA	18.7	41.8	48.0	60.0
세전이익	-14.9	37.0	32.6	45.3
순이익	-13.8	33.1	25.0	37.2
지배주주지분순이익	-13.7	33.4	25.3	37.5
EPS(원)	-582	1,411	1,066	1,584
증감률(%YoY	적지	흑전	-24.4	48.5
PER(배)	NA	18.9	13.0	10.0
PBR(배)	2.74	2.90	1.38	1.39
EV/EBITDA(배)	28.6	13.8	5.5	4.6
영업이익률(%)	1.9	7.9	8.9	9.8
ROE(%)	-7.6	16.9	11.1	14.7
순차입금비율(%)	29.5	-23.9	-26.9	-36.6

자료: 키움증권

KH바텍 실적 추이 및 전망



자료: KH바텍, 키움증권

물방울 타입 힌지를 적용한 폴더블 디스플레이

자료: 삼성디스플레이, ZDNet Korea, 키움증권

주 전 060720 신 KH바텍 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 600/600 2023/03/17
17,540 ▲ 1,010 +6.11% 890,784 225.96% 3.76% 15,433백만 최우선 17,540 17,530 시 16,910 고 17,800 저 16,640 매수 매도
KH바텍 종가 단순 3 5 20 60 120 종가 단순 33 8 15 10 500억 강세패턴
최고 31,950 (09/02)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
최저 11,600 (10/13)
LC:51.21
HC:-45.10
30,000
27,500
25,000
22,500
20,000
17,540
6.11%
15,000
12,500
거래량
890,784주(225.96%)
7,500K
5,000K
2,500K
890,784
225.96%
2020
2021
2022
2023
03/17

주 전 신 KH바텍 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 120/600 2023/03/17
17,540 ▲ 1,010 +6.11% 890,784 225.96% 3.76% 15,433백만 최우선 17,540 17,530 시 16,910 고 17,800 저 16,640 매수 매도
KH바텍 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 17,800 (03/17)
배당락(0.00%)
최저 11,600 (10/13)
LC:51.21
HC:-1.46
20,000
19,000
18,000
17,540
6.11%
16,000
15,000
14,000
13,000
12,000
거래량
890,784주(225.96%)
1,500K
890,784
225.96%
2022/09
11
12
2023/01
02
03
03/17

농심
P와 Q가 동시에 증가한다
[출처] NH투자증권 주영훈 애널리스트

목표주가 43만원으로 상향

농심에 대한 목표주가를 기존 430,000원으로 기존 대비 +10.3% 상향. '23년도 EPS 추정치를 +9.9% 상향했기 때문이며, 목표주가는 12M Fwd EPS 추정치(22,552원)에 Target PER 19.0배를 적용하여 산정
2년 연속으로 이루어진 가격 인상에도 불구하고 여전히 라면의 가격 경쟁력은 높다고 판단. 즉, P와 Q가 동반 상승하며 외형 성장을 이끌 것으로 기대하며 원가율 부담 역시 하반기로 가면서 점차 완화될 것으로 전망. 현재주가는 PER 15.5배로 음식료 업종 내에서 상대적으로 밸류에이션이 높은편이나, 국내와 해외 모두 양호한 영업 성과가 이어지고 있는 만큼 실적 개선에 따른 점진적 기업가치 상승 가능성이 높을 것으로 제시

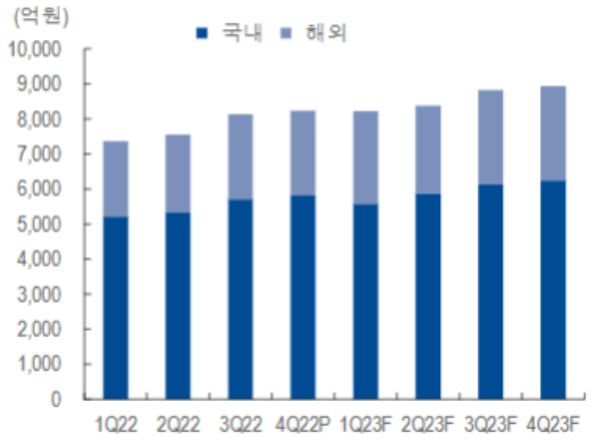
4분기, 해외가 좋았다

4분기 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 8,236억원(+16% y-y), 463억원(+47% y-y)을 기록하며 시장 컨센서스를 상회
국내 매출액은 5,816억원으로 전년 대비 +11% 증가. 라면의 10월 매출이 다소 부진했으나 11~12월 회복세를 보임. 원가율 부담은 아직까지 지속되고 있으나 지난 9월 진행된 가격 인상을 통해 상당부분 상쇄 가능했던 것으로 추정. 1~2월 역시 국내 라면은 긍정적 판매 동향이 이어지고 있는 것으로 파악되는 만큼 1분기에도 실적 개선을 기대해볼 수 있다고 판단
해외 법인 매출액은 2,420억원으로 전년 대비 +33% 증가. 4분기 기준 매출액에서 해외 법인이 차지하는 비중은 29.4% (+3.6%p y-y)까지 상승. 주요 해외 법인에서 일제히 높은 성장률이 나타나고 있는 가운데, 역시나 눈에 띄는 지역은 미국 (+39% y-y)과 캐나다(48% y-y). Costco, Walmart 등 주요 할인점을 중심으로 판매가 증가하고 있으며 제2공장 가동 효과로 추정. 라면에 대한 해외 소비자 선호도 상승 추세는 지속되는 중

	2021	2022P	2023E	2024F
매출액	2,663	3,129	3,436	3,639
증감률	*0.9*	*17.5*	*9.8*	*5.9*
영업이익	106	112	156	178
증감률	*-33.8*	*5.6*	*39.2*	*14.3*
영업이익률	*4.0*	*3.6*	*4.5*	*4.9*
(지배지분)순이익	100	116	137	153
EPS	16,412	19,113	22,552	25,216
증감률	*-32.8*	*16.5*	*18.0*	*11.8*
PER	19.4	18.7	15.5	13.9
PBR	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.8	7.7	6.3	5.8
ROE	4.7	5.2	5.9	6.2
부채비율	31.8	31.1	30.1	29.1
순차입금	-316	-406	-395	-389

단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 농심 분기별 국내 및 해외 매출 추이

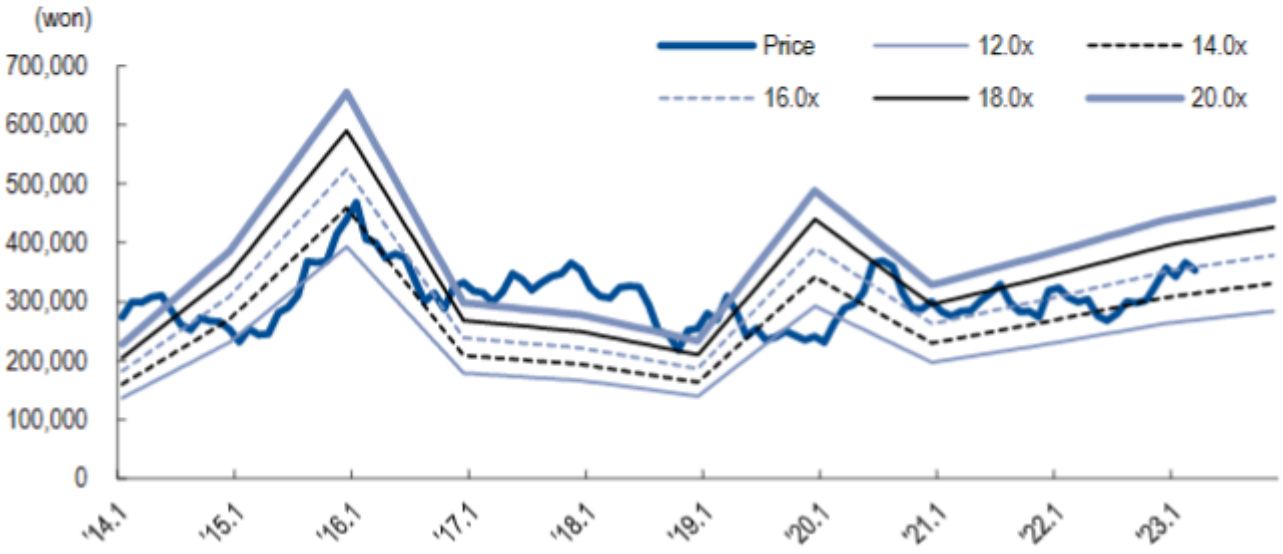


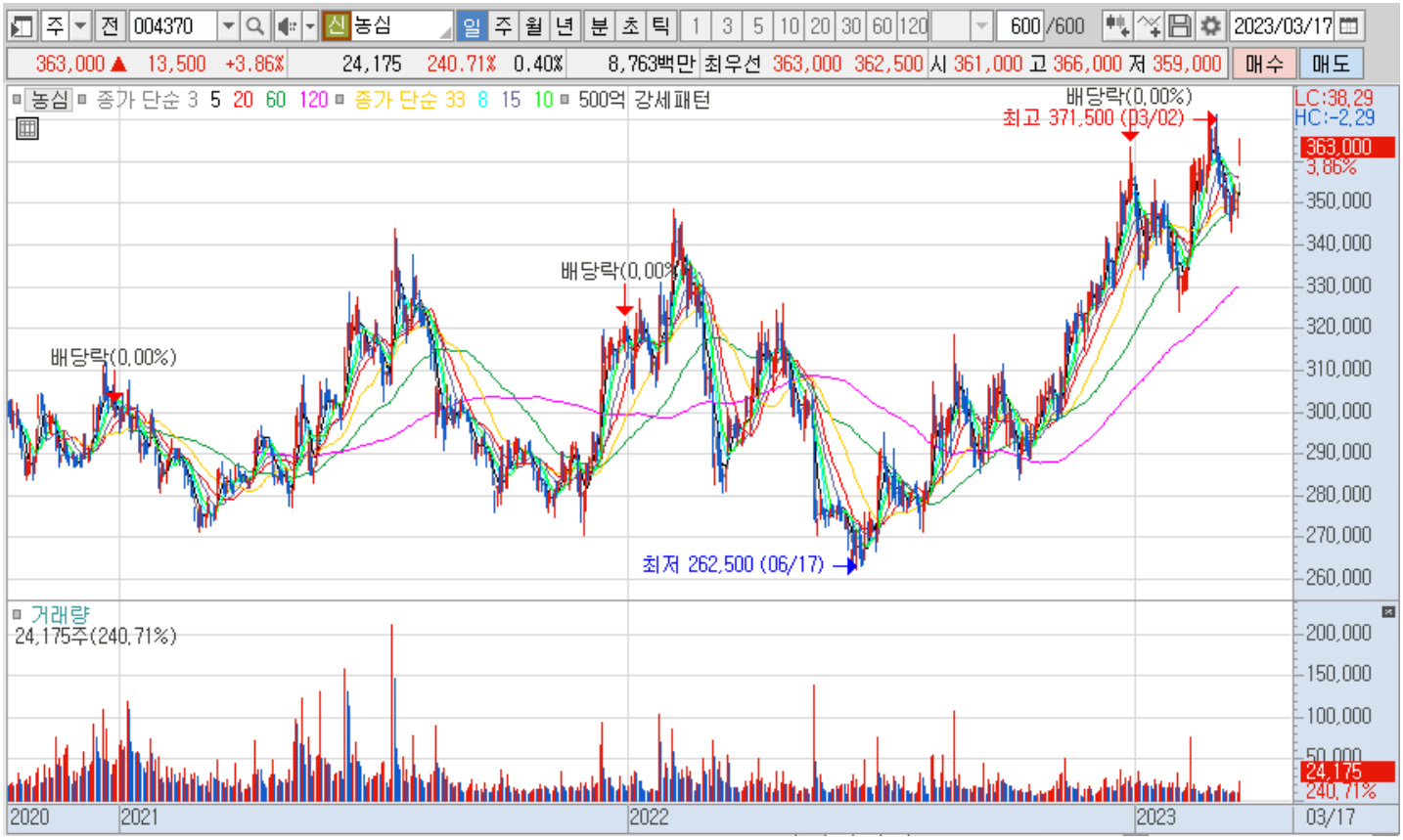
자료: 농심, NH투자증권 리서치본부

그림2. 농심 분기별 영업이익률

자료: 농심, NH투자증권 리서치본부

그림3. 농심 Forward PER Band




004370 농심
600/600
2023/03/17
363,000 ▲ 13,500 +3.86% 24,175 240.71% 0.40% 8,763백만 최우선 363,000 362,500 시 361,000 고 366,000 저 359,000
매수 매도
농심 종가 단순 3 5 20 60 120 종가 단순 33 8 15 10 500억 강세패턴
배당락(0.00%)
최고 371,500 (03/02)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
최저 262,500 (06/17)
LC:38.29
HC:-2.29
363,000
3.86%
거래량
24,175주(240.71%)
2020
2021
2022
2023
03/17

004370 농심
120/600
2023/03/17
363,000 ▲ 13,500 +3.86% 24,175 240.71% 0.40% 8,763백만 최우선 363,000 362,500 시 361,000 고 366,000 저 359,000
매수 매도
농심 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
배당락(0.00%)
최고 371,500 (03/02)
최저 284,000 (10/13)
LC:27.82
HC:-2.29
363,000
3.86%
거래량
24,175주(240.71%)
2022/09
11
12
2023/01
02
03
03/17

한글과컴퓨터
SDK와 방산으로 성장 가능성을 가늠
[출처] 키움증권 김학준 애널리스트

한컴오피스의 모듈화를 통해 해외 진출이 관건

한글과컴퓨터의 2022년 연결 실적은 매출액 2,420억원(YoY -38.2%), 영업이익 250억원(YoY -42.1%)를 기록하였다. 한컴MDS의 매각에 따른 실적 감소를 감안하더라도 예상실적 대비 부진하였다. 이는 하반기에 한컴오피스 B2C부문의 SaaS 구독 전환에 따른 마케팅비용이 집행되었기 때문이다. 현재 B2C 가입자는 10만명을 넘어선 것으로 추정된다. 올해 B2B부문과 B2G부문의 온프레미스와 웹오피스 매출 확대 추세는 이어질 것으로 전망되는 가운데 SDK를 통한 오피스 모듈화로 해외 매출 확대가 기대된다. 우선 국내도 문서비교 SDK, OCR SDK 등 모듈화 매출이 이루어지고 있으며 올해 해외 진출을 꾀하고 있다. 다만, 상반기까지는 B2C매출이 정상궤도에 오르기까지 시간이 필요하며 마케팅비용 집행이 이루어짐에 따라 이익 개선은 하반기에 나타날 것으로 전망된다.

방산 신규 아이템으로 성장세 전망

연결매출에서 비중이 큰 한컴라이프케어는 올해 큰 폭의 성장이 기대된다. 기존 소방 호흡기, K5방독면의 매출 외에도 작년 하반기 수주를 통해 교전훈련 시뮬레이션, 장갑차 후방카메라 등의 신규 수주가 발생하였으며 품목 확대를 통한 성장성이 올해 2Q부터 나타날 것으로 전망된다. 이외 신규 품목들의 해외 판로 확보를 꾀하고 있다. 이에 따라 올해 실적이 매출 기준 1,300억원을 상회할 것으로 전망되며 Top라인 성장에 기여할 것으로 전망된다.

투자의견 BUY, 목표주가 21,000원 유지

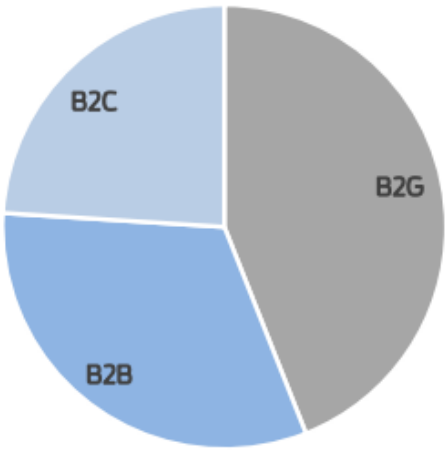
한글과컴퓨터에 대한 의견 BUY와 목표주가 21,000원을 유지한다. 올해 관심을 가져야할 부분은 1) B2C구독 모델의 유료 가입자 확대, 2) SDK 모듈화에 따른 매출 비중 확대, 3) SaaS 및 SDK를 통한 해외 진출, 4) 라이프케어의 방산부문 매출 확대, 5) 확보된 자금을 통한 M&A 이다. 특히 해외 매출의 확대는 그 동안 동사가 다양한 시도를 하였으나 비중이 크게 확대된 적이 없어 성장성이 제한되던 요인 중 하나였다. 전체 패키지가 아닌 모듈화를 통한 진출 방식은 성과가 나타날 가능성이 높다고 판단되며 실적 기여에 대한 가시성이 나타나게 되면 밸류에이션의 재평가가 이루어질 것으로 전망된다.
1Q실적은 매출액 474억원(YoY -5.9%), 영업이익 27억원(YoY -35.8%)를 기록할 것으로 전망된다. 1분기는 비수기 영향으로 부진하겠지만 2Q부터 성수기시즌 진입과 한컴라이프케어의 매출 성장으로 회복세가 크게 나타날 것으로 기대된다

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022P	2023E
매출액	401.4	391.7	242.0	279.5
영업이익	68.2	43.3	25.0	42.0
EBITDA	96.0	70.9	56.5	66.0
세전이익	59.7	20.0	-15.4	38.7
순이익	46.6	4.4	16.1	29.8
지배주주지분순이익	37.1	18.0	16.1	29.8
EPS(원)	1,515	723	638	1,182
증감률(%,YoY)	85.2	-52.3	-11.8	85.4
PER(배)	12.4	36.7	19.3	11.4
PBR(배)	1.72	2.41	1.06	1.05
EV/EBITDA(배)	6.1	11.4	6.3	5.4
영업이익률(%)	17.0	11.1	10.3	15.0
ROE(%)	14.7	6.6	5.6	9.7
순차입금비율(%)	-14.3	-23.8	-40.4	-43.4

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

4Q 한컴오피스 부문별 판매 비중(추정치)

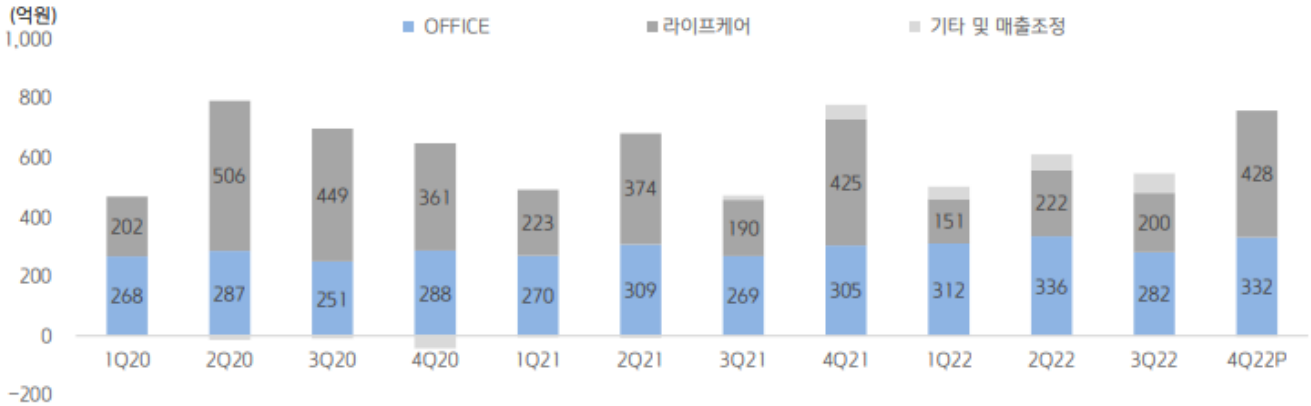


자료: 키움증권 리서치센터 추정

MWC 참가했던 한글과컴퓨터 SDK 홍보

자료: 한글과컴퓨터, 키움증권 리서치센터

부문별 매출액 변동 추이



자료: 한글과컴퓨터, 키움증권 리서치센터

030520 한글과컴퓨
600/600
2023/03/17
13,890 ▲ 570 +4.28% 159,449 154.47% 0.63% 2,210백만 최우선 13,960 13,890 시 13,620 고 14,000 저 13,590
매수 매도
한글과컴퓨터 종가 단순 3 5 20 60 120 종가 단순 33 8 15 10 500억 강세패턴
최고 34,500 (12/06)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
최저 11,700 (01/03)
LC:18.72
HC:-59.74
32,500
30,000
27,500
25,000
22,500
20,000
17,500
15,000
13,890
4.28%
거래량
159,449주(154.47%)
10,000K
7,500K
5,000K
2,500K
159,449
154.47%
2020
2021
2022
2023
03/17

030520 한글과컴퓨
120/600
2023/03/17
13,890 ▲ 570 +4.28% 159,449 154.47% 0.63% 2,210백만 최우선 13,960 13,890 시 13,620 고 14,000 저 13,590
매수 매도
한글과컴퓨터 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
LC:18.72
HC:-16.33
20,000
19,000
18,000
17,000
16,000
15,000
최고 16,600 (01/27)
배당락(0.00%)
최저 11,700 (01/03)
13,890
4.28%
13,000
12,000
거래량
159,449주(154.47%)
4,000K
2,000K
159,449
154.47%
2022/09
11
12
2023/01
02
03
03/17

피에이치에이
미국 전기차 공장에 대한 대응 시작
[출처] 하나증권 송선재 애널리스트

2023년 실적 개선과 미국 공장으로 성장성 보강

피에이치에이에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 1.1만원을 유지한다. 4분기 실적은 기대치를 하회했지만 일회적 비용에 기인한 것이고, 외형 성장과 비용절감의 기조는 유지되고 있다는 판단이다. 2023년에는 고객사들의 생산 회복에 따른 매출액 증가와 비용 감소로 수익성이 상승할 것이고, 주 고객사의 미국 전기차 공장에 대한 대응으로 미국 조지아주에 공장 건설을 발표한 바 성장성 보강도 이루어질 것이다. 글로벌 완성차의 아시아 공장에 대한 수주 노력도 진행 중이다. 현재 주가는 P/E 4배대, P/B 0.2배대의 낮은 Valuation을 기록 중인데, 회복되고 있는 펀더멘털을 감안할때 저평가된 상태라는 판단이다.

2023년 영업이익 29% 증가 예상

피에이치에이의 4분기 실적은 기대치를 하회했다. 매출액/영업이익은 전년 동기대비 +25%/흑전 변동한 2,909억원/60억원(영업이익률 2.1%, +4.6%p (YoY))을 기록했다. 전년 동기의 낮은 기저와 고객사들의 생산 회복, 그리고 환율 효과 등으로 한국/북미/인도 법인들이 29%/31%/79% (YoY) 성장하면서 기여했다. 영업이익률은 2.1%를 기록했는데, 외형 성장에 힘입어 전년 동기대비 +4.6%p 상승했지만, 일회성 비용으로 전분기 대비로는 1.7%p 하락했다. 이로써 2022년 연간 매출액/영업이익은 10%/247% 증가한 1.02조원/229억원(영업이익률 2.2%, +1.5%p)로 마감되었다. 한국/미국/인도의 성장과 함께 비용절감으로 수익성이 개선된것이다. 영업외에서는 자회사 PHA Edscha(지분율 50%, 순이익 121억원(+24%))의 실적호조가 눈에 띈다. 2023년에는 환율 효과가 약화되겠지만, 고객사들의 생산 증가에 기반한 매출액 증가와 레버리지 효과, 그리고 일회성 비용들의 제거 등으로 매출액/영업이익이 5%/29% 증가할 것으로 예상한다.

미국 전기차 전용 공장에 대한 대응

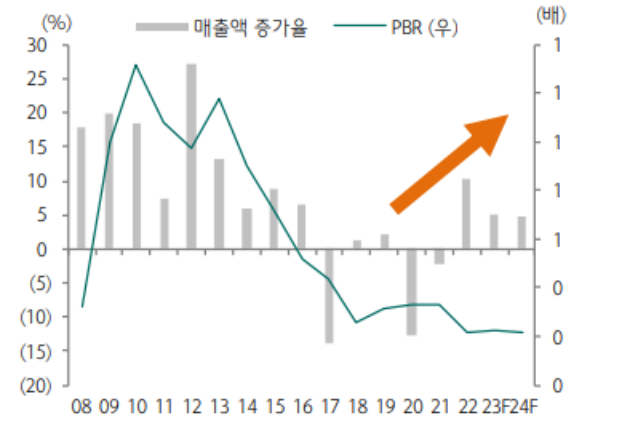
피에이치에이는 2020년~2021년 역성장을 기록한 후 2022년 10% 성장하면서 회복 중에 있다. 추가적인 성장성 보강 노력으로 글로벌 완성차의 플랫폼향 수주 입찰에 참여 중이고, 주 고객사의 미국 전기차 공장에 대한 대응으로 미국 조지아 공장 건설도 발표했다. 조지아주 정부 발표에 따르면, 피에이치에이는 6,700만달러(약 870억원)를 투자해 채텀 카운티(서배너시가 위치한 지역)에서 도어 모듈과 래치류를 생산할 예정이다. 이번 투자는 서배너시 인근에 건설 중인 고객사의 전기차 전용 공장에 대한 납품을 염두에 둔 것으로 보이는데, 2024년부터 본격 생산에 들어간 후 완성차 생산 증가에 연동하면서 외형 성장에 기여할 것이다. 이러한 전기차 공장에 대한 대응은 현재의 낮은 주가 Valuation을 충분히 자극할 수 있는 성장 기회라는 판단이다.

Financial Data						
투자지표	단위	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	십억원	949.1	927.6	1,024.4	1,075.4	1,126.2
영업이익	십억원	14.3	6.6	22.9	29.5	33.9
세전이익	십억원	13.9	48.9	40.4	45.3	47.8
순이익	십억원	7.9	37.6	28.3	34.3	36.1
EPS	원	377	1,790	1,346	1,632	1,719
증감율	%	(74.97)	374.80	(24.80)	21.25	5.33
PER	배	24.32	5.64	5.23	4.66	4.42
PBR	배	0.33	0.33	0.22	0.23	0.22
EV/EBITDA	배	2.42	2.16	0.03	(0.10)	(0.40)
ROE	%	1.36	6.10	4.30	5.02	5.06
BPS	원	28,038	30,893	31,938	33,374	34,898
DPS	원	180	180	200	200	200

그림 1. 피에이치에이의 조지아주 공장 관련 주정부 발표

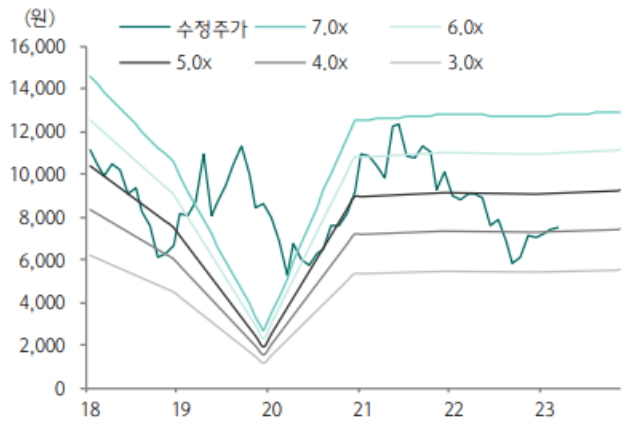
자료: 미국 조지아주 정부, goergia.org

그림 2. 피에이치에이의 매출액 증가율과 PBR 비교



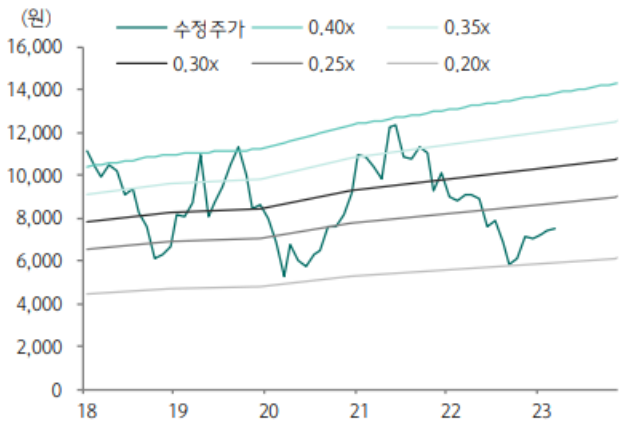
자료: 피에이치에이, 하나증권

그림 3. 피에이치에이의 P/E Band



자료: 피에이치에이, 하나증권

그림 4. 피에이치에이의 P/B Band



자료: 피에이치에이, 하나증권

043370
피에이치에이
2023/03/17
7,580 ▲ 60 +0.80% 230,658 1,078.14% 1.10% 1,815백만 최우선 7,580 7,570 시 7,980 고 8,080 저 7,580
매수
매도
피에이치에이 종가 단순 3 5 20 60 120 종가 단순 33 8 15 10 500억 강세패턴
최고 13,800 (02/05)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
최저 5,550 (10/12)
LC:36.58
HC:-45.07
13,000
12,000
11,000
10,000
9,000
8,000
7,580
0.80%
6,000
거래량
230,658주(1,078.14%)
5,000K
4,000K
3,000K
2,000K
230,658
1078.14%
2020
2021
2022
2023
03/17

043370
피에이치에이
2023/03/17
7,580 ▲ 60 +0.80% 230,658 1,078.14% 1.10% 1,815백만 최우선 7,580 7,570 시 7,980 고 8,080 저 7,580
매수
매도
피에이치에이 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 8,080 (03/17)
배당락(0.00%)
최저 5,550 (10/12)
LC:36.58
HC:-6.19
8,500
8,250
8,000
7,750
7,580
0.80%
7,250
7,000
6,750
6,500
6,250
6,000
5,750
5,500
거래량
230,658주(1,078.14%)
230,658
1078.14%
100,000
2022/09
11
12
2023/01
02
03
03/17

정상제이엘에스
프리미엄 교육의 안정적인 성장성
[출처] 이베스트투자증권 정홍식 애널리스트

4Q22 Review

동사의 4Q22 실적은 매출액 276억원(+7.5% yoy), 영업이익 30억원(+3.9% yoy)을 기록하였다. 이는 기존 추정치(Sales 271억원, OP 33억원) 대비 매출액은 부합하였으나, 영업이익은 소폭 하회하였다. 이유는 셔틀버스 운행 비용 증가가 있었기 때문으로 파악된다. 참고로 4Q22 학생수(Q, 직영기준) +1.8% YoY 증가(프랜차이즈 포함의 경우+2.1% yoy)하였으며, ARPU(수강료 등)는 +1.2% YoY 증가한 것으로 파악된다.

2023년 전망

동사의 2023년 실적은 매출액 1,180억원(+6.5% yoy), 영업이익 178억원(+6.5% yoy, OPM 15.1%)을 전망한다. 인플레이션 영향에 따라 셔틀버스 운영비용 등이 증가하겠지만 외형확대 + 선제적 비용 투입 등을 고려하여 OPM은 전년과 비슷할 것으로 보인다.
사업부문별로 살펴보면, 2023년 초등영어(CHESS) 414억원(+4.2% yoy), 중등영어(ACE) 278억원(+12.0% yoy)을 전망하는데, 이는 과거와는 달리 초등 6학년을 ACE로 옮기는 전략으로 학생수 집계가 ACE에 일시적으로 증가하기 때문이다.
중요한 점은 프리미엄 교육의 특성상 올해에도 Q(학생수), P(인당 수강료)가 모두 YoY 상승이 지속될 가능성이 높고 향후에도 이러한 흐름이 유지될 것으로 기대된다.

배당 메리트

동사는 전년도 이상의 DPS 정책을 유지하고 있다. 2021년 동사의 DPS는 430원 →530원으로 상향하였으며, 2023년에도 530원 정도의 DPS가 예상된다. 이를 적용한 배당수익률은 7.4%이다

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	85.4	101.7	110.8	118.0	125.6
영업이익	8.8	17.0	16.7	17.8	19.1
순이익	6.7	13.6	13.3	14.3	14.9
EPS (원)	449	913	893	955	1,000
증감률 (%)	-12.5	103.1	-2.1	6.9	4.7
PER (x)	14.0	8.0	8.0	7.5	7.1
PBR (x)	1.5	1.6	1.6	1.4	1.3
영업이익률 (%)	10.3	16.7	15.1	15.1	15.2
EBITDA 마진 (%)	19.6	24.1	22.1	20.9	20.0
ROE (%)	10.5	20.0	18.6	19.2	18.4

주: IFRS 연결 기준
자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

DL건설
남다른 안정감
[출처] 한화투자증권 송유림 애널리스트

1Q23 Preview: 기저에 따른 영업이익 증가

DL건설의 1분기 매출액은 4379억 원, 영업이익은 88억 원으로 전년동기 대비 각각 +31.4%, +124.3%의 증감률을 기록할 것으로 예상한다. 총 매출액은 작년 주택 착공 물량 증가 영향으로 건축 부문을 중심으로 한 가파른 두자릿 수 성장이 예상된다. 다만, 여전히 원가 상승부담이 상존하고 상반기보다는 하반기 매출이 집중되는 경향을 감안해 1분기 원가율은 다소 보수적으로 추정했다. 그럼에도 불구하고 작년 1분기 기저를 바탕으로 영업이익의 YoY 증가는 무난할 전망이다. 한편, 주택부문 원가율은 주택 매출 성장에 따라 분기를 거듭하면서 점차 개선될 것으로 추정했다.

남다른 안정감

2022년 주택 착공 물량은 12529세대로 직전 3개년 평균 4800세대 대비 2.5배 가량 늘었으며, 올해도 11900세대의 적지 않은 착공 계획을 가지고 있어 향후 실적 개선의 기반으로 작용할 전망이다. 동사의 경우 실적뿐만 아니라 재무구조에 있어서도 안정성이 돋보인다. '22년 말 기준 순현금은 4369억 원으로 시가총액보다 많은 상태며, 현금성 자산 6300억 원, 부채비율 74.9% 등 다른 중견 건설사 대비 압도적으로 재무 현황이 양호하다. 더불어 시행사 지급보증이 부재하고, 공사 중인 현장들도 대부분 기성불로 진행하고 있어 유동성을 포함한 재무 리스크는 극히 제한적이라는 판단이다.

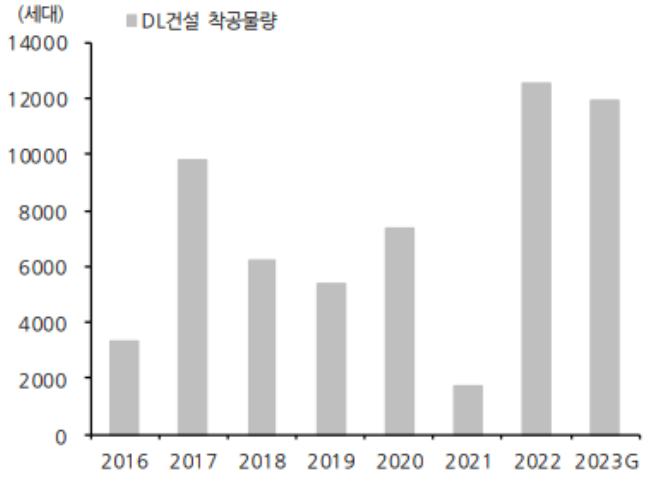
투자의견 BUY, 목표주가 20,000원 유지

DL건설에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 20,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 예상 BPS에 목표배수 약 0.5배(예상 ROE 7.2%)를 적용해 산출했다. 비우호적인 시장 환경에도 불구하고 실적 개선을 기대할 수 있다는 점과 우량한 재무구조, 제한적인 유동성 리스크 등은 긍정적 요인이라고 판단한다. 현재 동사의 주가는 당사 추정치 기준 12M Fwd. P/E 4.2배, P/B 0.34배 수준이다

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

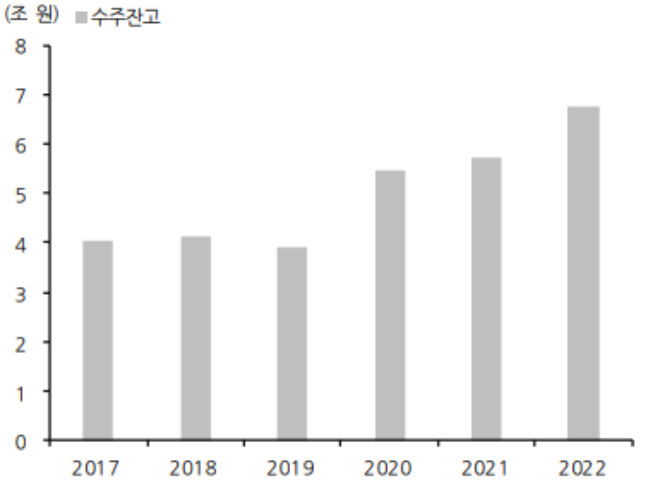
재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	2,010	1,962	2,306	2,507
영업이익	230	81	93	106
EBITDA	242	95	100	112
지배주주순이익	176	55	73	82
EPS	7,893	2,445	3,239	3,673
순차입금	-484	-437	-465	-478
PER	3.4	6.3	4.3	3.8
PBR	0.7	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	0.5	-1.1	-1.5	-1.5
배당수익률	2.8	1.6	1.8	1.8
ROE	20.0	5.7	7.1	7.5

[그림1] DL 건설 주택 착공 추이 및 계획



자료: DL건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] DL 건설 수주잔고 추이



자료: DL건설, 한화투자증권 리서치센터

주 전 001880 신 DL건설 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 120/600 2023/03/17
13,900 ▲ 130 +0.94% 9,210 65.24% 0.04% 128백만 최우선 13,930 13,900 시 14,000 고 14,000 저 13,510 매수 매도
DL건설 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
LC:11.20
HC:-26.06
최고 18,800 (12/01)
배당락(0.00%)
최저 12,500 (10/26)
24,000
23,000
22,000
21,000
20,000
19,000
18,000
17,000
16,000
15,000
13,900
0.94%
12,000
거래량
9,210주(65.24%)
400,000
200,000
9,210
65.24%
2022/09
11
12
2023/01
02
03
03/17