

2023.05.23(화) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-05-23 오전 4:09

수정한 날짜: 2023-05-23 오전 11:50

2023.05.23(화) 증권사리포트

크라프트온

주요 투자포인트의 현실화

[\[출처\] 키움증권 김진구 애널리스트](#)

동사 목표주가 25만원 유지

동사 목표주가를 25만원으로 유지하고 게임 대형주 Top pick으로 유지한다. 목표주가 산정은 23E 지배주주지분 5,471억원에 타겟 PER 22.5배를 적용한 것으로 밸류에이션은 기존 25배에서 22.5배로 재조정된 결과이다. 이는 배틀그라운드 프로모션 강화와 중국 현지 규제 완화 등에 따른 PC와 모바일에서 재무적 업사이드 포텐션을 기강조했는 바, 동 투자포인트에 대한 밸류에이션을 직전 리포트에서 25배로 상향한 것이며, 주요 투자포인트가 재무적인 성과로 반영 되었기에 이에 따른 밸류에이션 수준을 현실적으로 조정한 것이다. 또한 BGMI 재개 역시 동사가 예상한 올해 3분기 대비 1달 정도 빨라진 것이며, 2Q23E 기준 일평균 매출 4억원을 시작으로 현지 유저 행태에 근간한 효율적 마케팅을 점진적으로 진행하고 사업적 안정성에 대한 유저 신뢰도를 확보함과 동시에 인도 시장에 대한 성장성을 근간으로 중장기 관점에서 매출 성장성을 가져갈 것으로 판단한다. 다만 재개가 빨라진 점과 사업 재개에 따른 마케팅 프로모션 비용을 추가로 반영한 결과 이에 따른 기존 대비 재무적 변화는 크지 않음을 짚고자 한다. 결론적으로 동사 투자판단에 있어 중요한 사안은 글로벌 메이저 IP인 배틀그라운드의 재무적 포텐셜을 수치로 입증한 것이며 이에 따라 현재 형성 중인 기업가치는 합리적이고 충분히 용인 가능한 수준이라는 점을 인정해야 한다는 점이며, 다만 동사가 현재 추진 중인 신작의 주요 기대치 및 성과가 반영되기까지는 시간이 필요하다는 점과 넥스트 트리플 A급 게임으로 포셔닝될 수 있는 눈물을 마시는 새 IP 기반의 신작이 출시되는 시점이 25년 이후임을 감안시 동사 밸류에이션에 대한 레벨업은 중장기 측면에서 접근해야 할 사안일 것으로 총평한다.

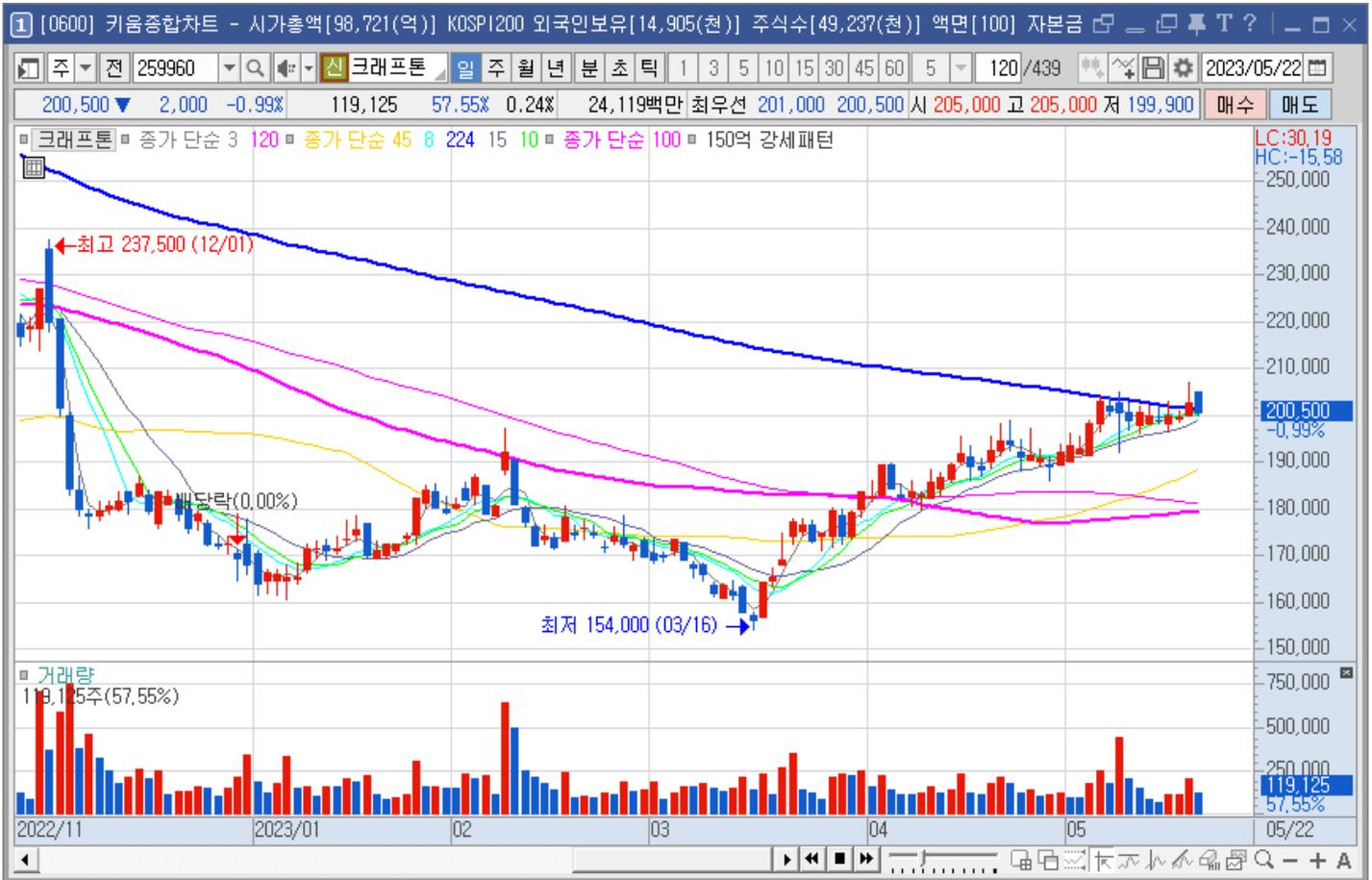
넥스트 포인트와 변수별 조망

동사가 보여준 배틀그라운드 IP 기반의 사업 경쟁력을 근간으로 중장기 퍼스트파티 이외 글로벌 퍼블리싱 전략이 탄력을 받을 부분은 자명한 사안인 바 이에 대한 주요 파이프라인 성과를 중기 이상 관점에서 기대해 볼 수 있다. 또한 AI사업에서 단독적 진행보다는 동사 유저 기반 데이터 근간의 글로벌 얼라이언스 진입과 이에 따른 적절한 보상 및 경쟁력을 확보하는 것이 의미가 있을 것으로 판단하며, 프로젝트 미글루에 대한 가치 판단은 대중적 유저의 긍정적 피드백 확인 전까진 중립적으로 고려한다. 한편 눈물을 마시는 새 IP 기반 신작 개발 과정 오픈이 동사 기업가치에 조력할 신규 변수로 작용할 것으로 제시한다.

투자지표

| (십억원, IFRS 연결) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 1,885.4 | 1,854.0 | 1,868.9 | 1,970.3 |
| 영업이익 | 650.6 | 751.6 | 629.2 | 591.7 |
| EBITDA | 718.2 | 859.0 | 750.8 | 721.5 |
| 세전이익 | 761.2 | 683.9 | 741.1 | 659.7 |
| 순이익 | 519.9 | 500.2 | 546.9 | 488.2 |
| 지배주주지분순이익 | 519.9 | 500.2 | 547.1 | 488.2 |
| EPS(원) | 11,442 | 10,194 | 11,224 | 10,113 |
| 증감률(% YoY) | -16.5 | -10.9 | 10.1 | -9.9 |
| PER(배) | 40.2 | 16.5 | 18.0 | 20.0 |
| PBR(배) | 4.89 | 1.61 | 1.70 | 1.55 |
| EV/EBITDA(배) | 27.6 | 6.3 | 8.8 | 8.5 |
| 영업이익률(%) | 34.5 | 40.5 | 33.7 | 30.0 |
| ROE(%) | 17.9 | 10.3 | 10.1 | 8.1 |
| 순차입금비율(%) | -58.1 | -55.6 | -58.8 | -60.7 |





엔씨소프트

실 만큼 쉬었다. 이제 반등의 날개를 달자

[\[출처\] NH투자증권 안재민 애널리스트](#)

10월 출시가 예상되는 'TL(ThroneandLiberty)'의 성과에 주목할 필요.

5월 말 예정되어 있는 한국 베타테스트 '라슬란선발대' 이후 관련 feedback이 공개되고, 구체적인 출시 일정도 정해질 것. 관련 신작 기대감은 상승기에 접어들 전망

최근 MMORPG 시장이 다시 살아나고 있어 엔씨소프트의 TL에도 기대감을 가지기에 충분. 특히 한국시장 내 오랜만에 출시하는 PC MMORPG 장르이고, 콘솔도 지원된다는 점에서 성공시 의미있는 변곡점이 될 것

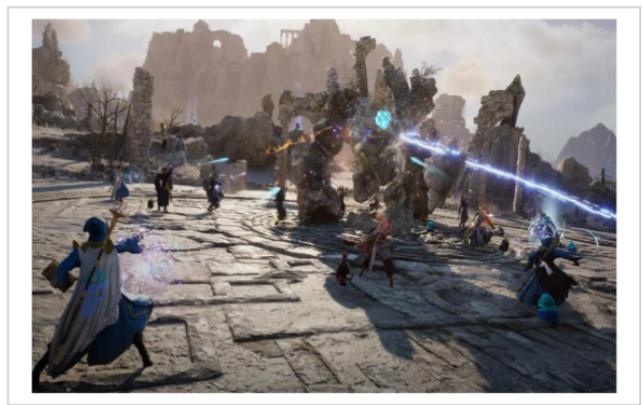
하반기 중 출시할 프로젝트G(전쟁시뮬레이션), 블소S(액션RPG), 배틀크러시(대전액션)는 동사의 탈(脫) MMORPG 전략의 선봉에 설 게임. 중국 시장 내 판호 발급도 충분히 기대되는 상황. 동사는 2021년 9월 모바일 IP 5종의 글로벌 퍼블리싱 계약을 체결한 바 있고, 중국시장 내 대응을 위해 준비하고 있음

실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

| (십억원) | 2022 | 2023E | 2024F | 2025F |
|-----------------|---------|-------------|--------|--------|
| 매출액 | 2,572 | 2,029 | 2,762 | 3,483 |
| 영업이익 | 559 | 342 | 613 | 847 |
| 영업이익률 (%) | 21.7 | 16.8 | 22.2 | 24.3 |
| EBITDA | 665 | 458 | 743 | 990 |
| 순이익 | 436 | 399 | 603 | 793 |
| 지배지분 순이익 | 436 | 402 | 607 | 799 |
| EPS (원) | 19,847 | 18,289 | 27,639 | 36,399 |
| PER (배) | 22.6 | 20.0 | 13.3 | 10.1 |
| PBR (배) | 3.1 | 2.3 | 2.0 | 1.8 |
| ROE (%) | 13.7 | 12.0 | 16.3 | 18.8 |
| Net Debt(-Cash) | -967 | -1,055 | -1,301 | -1,710 |
| 현재가(5/17, 원) | 366,500 | 외국인지분율 | | 44.9% |
| 시가총액(십억원) | 8,046.1 | 배당수익률('23E) | | 1.55% |

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

기대되는 'TL'의 글로벌 출시



자료: 엔씨소프트, NH투자증권 리서치본부





티씨케이
 주가는 실적 개선보다 빠르게 반영
[\[출처\] IBK투자증권 이근재 애널리스트](#)

23년 예상 실적은 전년대비 하락

티씨케이 23년 예상 실적은 매출액 2,606억원(-18.4%, YoY), 영업이익 952억원(+25.1%, YoY)으로 전년대비 아쉬운 실적을 나타낼 것으로 전망. 하지만 23년 실적 하락에 대한 아쉬움은 이미 주가에 충분히 반영되었기 때문에 상반기가 마무리되어가는 지금부터는 하반기 반도체 업황 개선에 대한 기대감과 24년 실적 전망치에 대한 기대감이 주가 상승을 견인할 가능성 높다고 판단

비메모리로 시작해 메모리로 이어질 반도체 업황 개선

글로벌 비메모리 시장은 이미 메모리 시장 보다 빠르게 주가 상승세를 나타내기 시작함. 과거 AP칩과 CPU가 주도하던 비메모리 시장이 GPU칩으로 세대교체 나타나며 주가가 빠르게 회복하는 모습을 나타내고 있음. 특히 NVIDIA의 경우 연초대비 +118.4% 오른 \$312.64에 거래되고 있어 반도체 산업을 리딩하는 모습이 명확.

비메모리 시장 성장은 결국 메모리 성장으로 자연스럽게 이어질 것으로 기대됨. 시장은 이미 이러한 상황을 예상하고 일부 공격적 투자자들이 선제적인 투자를 진행하고 있는 것으로 판단됨. 메모리 반도체 글로벌 2,3위 생산기업은 이미 상당기간 웨이퍼 투입량을 줄였고 글로벌 1위 메모리 반도체 생산 업체인 삼성전자 또한 웨이퍼 투입량을 줄이겠다고 공표했기 때문에 메모리 반도체 가격 정상화와 DDR5로의 전환이 무리 없이 나타나며 그동안 할인되던 동사 멀티플도 정상화 될 것이라 판단

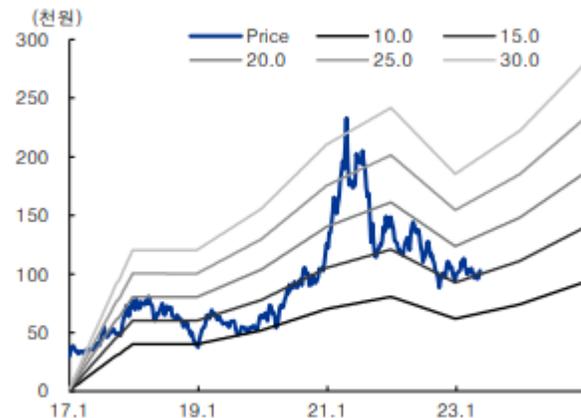
투자의견 매수, 목표주가 13만원 유지

실적 상승세가 확실하게 나타난 지난 성장 사이클인 2021년 동사에 부여된 시장 멀티플이 20배이상 이었던 점을 고려 했을 때 현재는 충분히 매력적인 밸류에이션 구간에 진입해 있는 것으로 판단

| (단위:십억원/배) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 271 | 320 | 261 | 301 | 362 |
| 영업이익 | 103 | 127 | 95 | 116 | 145 |
| 세전이익 | 106 | 128 | 99 | 119 | 151 |
| 당기순이익 | 82 | 94 | 72 | 86 | 108 |
| EPS(원) | 7,014 | 8,056 | 6,178 | 7,398 | 9,281 |
| 증가율(%) | 35.3 | 14.9 | -23.3 | 19.8 | 25.5 |
| 영업이익률(%) | 38.0 | 39.7 | 36.4 | 38.5 | 40.1 |
| 순이익률(%) | 30.3 | 29.4 | 27.6 | 28.6 | 29.8 |
| ROE(%) | 26.9 | 24.9 | 16.3 | 17.2 | 18.7 |
| PER | 21.2 | 11.7 | 16.7 | 13.9 | 11.1 |
| PBR | 5.1 | 2.6 | 2.6 | 2.2 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 13.2 | 6.1 | 8.3 | 6.5 | 4.7 |

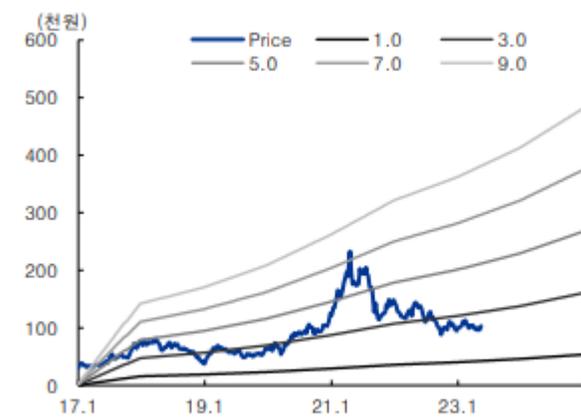
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. Forward PER Band



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 2. Forward PBR Band



자료: Quantwise, IBK투자증권



이마트
우려 3가지

[\[출처\] IBK투자증권 남성현 애널리스트](#)

1분기 실적에서 보이는 우려

이마트 1분기 실적은 시장 및 당사 기대치를 크게 하회하였다. 당사 추정치가 가장 낮았던 수준임에도 불구하고, 약 -74.7% 하회하면서 부진한 실적을 기록하였다. 1분기 실적에서 보이는 우려는 몇가지가 있다.

첫째, 금융비용 증가가 빠르게 나타나고 있다는 점이다. 1분기 이자손익은 약 -748억 원으로 전년동기대비 약 206억 원 증가하였다. 동사의 차입금 또한 약 3,500억 원 증가하면서 이자비용에 대한 증가가 빠르게 이루어지고 있는 것이다. 동사는 그동안 자산 매각을 통해서 차입금을 상환해왔다. 올해의 경우 Capex도 최소화하고 수익성 위주 전략을 구사하면서 현금 흐름을 개선시키려는 노력을 하고 있지만, 펀더멘탈 개선이 늦어지고 있어 쉽지 않은 상황이 전개되고 있다.

둘째, 외형성장률의 급격한 둔화이다. 이는 일시적인 전략적 요인도 있지만, ① 구조적인 전방 산업 둔화, ② 수익성 개선을 위한 선택이 만들어낸 결과물로 해석한다. 일시적으로 수익성 개선이 이루어질 수는 있지만, 궁극적으로 외형성장을 위한 뚜렷한 모멘텀이 보이지 않는 점은 우려가 되는 부분이다.

셋째, 최근 M&A를 시도한 업체들의 실적 부진이다. 공격적인 투자를 통해서 밸류체인 구축과 MS 확대를 모색하였지만, 현 시점까지 성적표는 부진한 것이 사실이다. 특히, SCK의 경우 공격적인 점포망 확대에 따라 고정비가 증가하고 있고, 글로벌 원재료 소싱 의존도가 높아 환율 영향에서 자유롭지 못하다는 점은 아쉬운 부분이다.

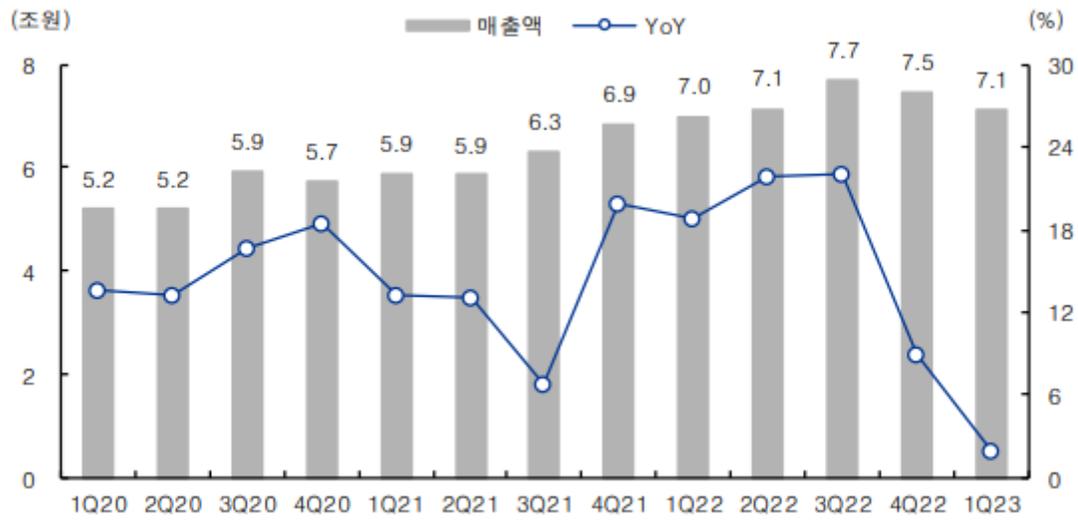
2분기도 보수적으로 접근

동사의 2분기 실적도 보수적으로 접근할 것을 권고한다. 2분기는 상대적으로 고정비 비중이 높은 구간이다. 1분기대비 영업환경이 긍정적이라 평가할 수 있지만, 실적 반전을 이루기란 쉽지 않을 전망이다. 투자이건 중립과 목표주가 8만원을 제시한다.

| (단위:십억원,배) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 24,933 | 29,332 | 30,084 | 31,053 | 31,875 |
| 영업이익 | 317 | 136 | 155 | 210 | 246 |
| 세전이익 | 2,114 | 1,252 | -10 | 45 | 161 |
| 지배주주순이익 | 1,571 | 1,029 | -44 | 11 | 123 |
| EPS(원) | 56,348 | 36,924 | -1,596 | 406 | 4,411 |
| 증가율(%) | 334.2 | -34.5 | -104.3 | -125.4 | 986.2 |
| 영업이익률(%) | 1.3 | 0.5 | 0.5 | 0.7 | 0.8 |
| 순이익률(%) | 6.4 | 3.4 | -0.2 | 0.0 | 0.4 |
| ROE(%) | 16.2 | 9.6 | -0.4 | 0.1 | 1.1 |
| PER | 2.7 | 2.7 | -54.4 | 214.0 | 19.7 |
| PBR | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| EV/EBITDA | 10.2 | 8.2 | 9.4 | 8.4 | 7.4 |

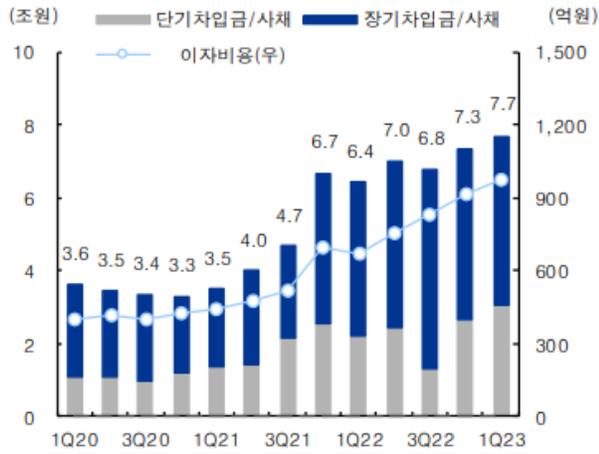
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 이마트 매출액 및 성장률 추이



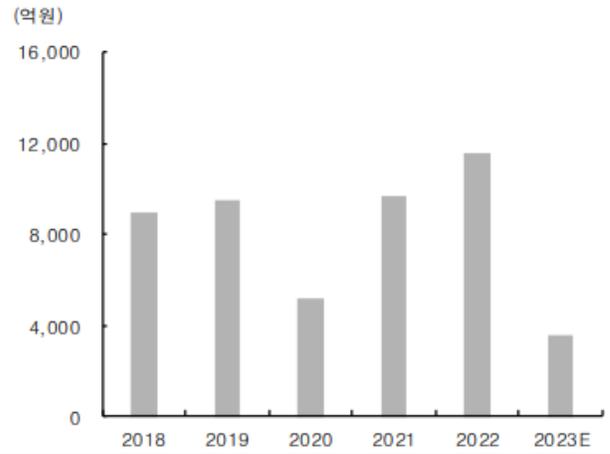
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 2. 이마트 차입금 및 이자비용 추이



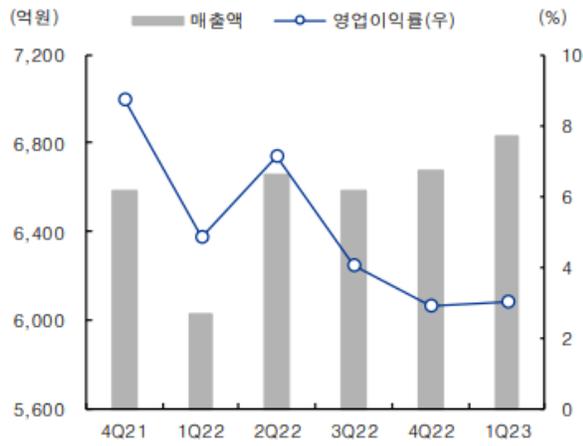
자료: Quantwise, 전자공시시스템, IBK투자증권

그림 3. 이마트 Capex 추이



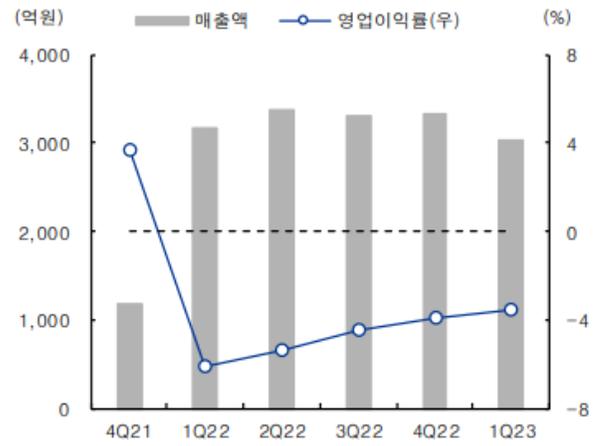
자료: Quantwise, 전자공시시스템, IBK투자증권

그림 4. 주요 연결자회사 실적 추이(SCK컴퍼니)



자료: 이마트, IBK투자증권

그림 5. 주요 연결자회사 실적 추이(G마켓글로벌)



자료: 이마트, IBK투자증권



한올바이오파마

예견된 안구건조증 3상 실패, 눈물은 흘릴 만큼 흘렸다

[\[출처\] NH투자증권 한승연 애널리스트](#)

오히려 저점 매수 기회였던 안구건조증 임상 실패 공시

5월 19일 한올바이오파마는 글로벌 안구건조증(HL036) 임상 3-2(VELOS-3)상 주평가지표인 싸인(CCSS)와 심탐(EDS)의 통계적 유의성 확보에 실패한 데이터 공시하였음. 공시 발표 후 주가는 전일대비 -18%까지 급락을 하였으나 이후 낙폭 과대 기회를 포착한 자금 유입으로 빠르게 회복하며 증가 -3%로 마감

당사는 이미 5월 17일 한올바이오파마 보고서를 통해 안구건조증 임상 결과는 보수적으로 기다려야 함을 언급. 1)중국 파트너사 Harbour Biomed HL036에 대한 독립 임상 데이터 검토 위원회(IDMC)의 임상 중지 권고 수령, 2)기존 임상 데이터 일관성 부족이라는 부정적인 징후가 이미 관측되었기 때문. 나아가 상업화 관점에서도 경쟁 심화라는 큰 난관이 존재 이에 이미 기업 가치 산정에 안구건조증 파이프라인은 제외해 두었음. 즉 안구건조증 임상 실패는 한올바이오파마의 기업 가치에 유의미한 영향이 없는 이벤트 연이어 올해 상반기 중국 Harbour Biomed의 HL036 임상 3상 공개 예정되어 있으며 만약 주가 하락 시 저점 매수 기회로 활용 가능

안구건조증 추가 임상 가능성 언급, 안 돼도 기업가치 이상 無

한올바이오파마는 임상 3-2상(VELOS-3) 주평가지표 만족 실패에도 불구하고 부평가 지표인 Schirmer test의 통계적 유의성 확보에 주목. 안구건조증 FDA 신약 승인 가이드라인은 1)싸인/심탐, 2)Corneal Staining, 3)Schirmer test 중 한 가지를 만족. 한올바이오파마는 기존 두 번의 3상에서 싸인/심탐 통계적 유의성을 주평가지표로 설정하였으나, 이번에 부평가지표로 설정한 Schirmer test 만족을 근거로 이를 새로운 주평가지표로 설정한 임상 3-3상(VELOS-4) 진행 가능성 언급 다만, FDA의 추가 임상 승인 가능성 불확실성 존재하며, 앞서 언급한 안구건조증 임상 및 상업화 난이도 상승 추세 고려 시 성공적인 신약 출시 가능성 여전히 보수적으로 판단. 만약 임상 3-3상 승인 후 Schirmer test 통계적 유의성 재현한다면 글로벌라이선스 아웃 계약까지 가능한 업사이드 요소이나 현 시점 기업가치에 반영하기에는 무리

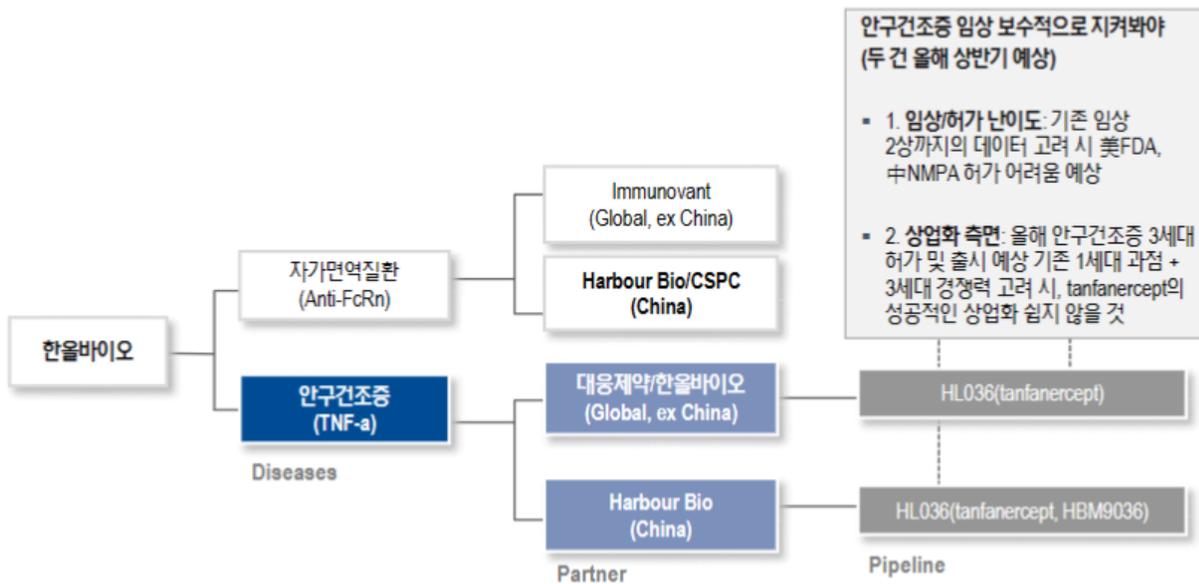
오히려 밸류에이션 매력 부각된 지난 한 주

한올바이오파마는 두 개의 3상 파이프라인(안구건조증, 자가면역질환)을 보유하고 있으며 자가면역질환 파이프라인이 핵심으로기업 가치의 대부분을 차지. 이에 한올바이오파마의 자가면역질환 파이프라인을 기술 수입하여 글로벌 개발/판권을 보유한 나스닥 상장사 'Immunovant와의 주가 상관성'이 동사를 바라보는 핵심 관점. 당사는 자가면역질환 치료제 출시 시 예상되는 귀속영업이익률을 근거로 한올바이오파마와 Immunovant의 상대 적정가치 최소 50%라는 투자 아이디어를 제시한 바 있음. 5월17일 경쟁사 Argenx의 M&A 가능성에 대한 외신 보도 이후 오히려 Immunovant는 매각 기대감 고조되며 주가 17% 급등하였음. 이에 Immunovant 대비 시가총액 비중은 30%로 역사적 하단에 위치하며 밸류에이션 매력 부각된 상황

표1. 한올바이오파마 tanfanercept 글로벌 임상 3-2상 데이터 발표

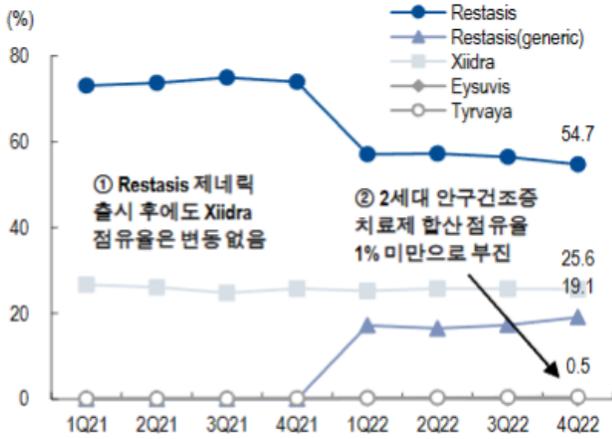
| 파이프라인 | 성분 | 회사명 | 지역 | 투여경로 | 임상 | 대조군 | 객관적(Sign) | | 주관적(Symptom) | |
|---------|------------------------|----------------|-----|------|-------|---------|-----------------------------|--|--------------|-----------------------------------|
| HL036 | Anti-TNF-alpha protein | 한올바이오/대용제약 | 글로벌 | 점안제 | 2상 | Placebo | ICSS(X) | ICSS 변화(O) | - | OSDI변화(O) ODS변화(X) EDS변화(X) |
| | | | | | 3-1상 | Placebo | ICSS 변화(X) | TCSS변화(O) CCSS변화(O) | ODS변화(X) | EDS변화(O) |
| | | | | | 3-2상 | Placebo | CCSS변화(X) | Schirmer(O) P-value < 0.001 | EDS변화(X) | |
| HBM9036 | Anti-TNF-alpha protein | Harbour Biomed | 중화권 | 점안제 | 2상 | Placebo | ICSS변화(X) p-value: 0,187 | TCSS변화(O) p-value: 0,024 CCSS변화(O) p-value: 0,045 | ODS변화 | EDS변화(O) p-value: 0,033 |
| | | | | | 3상(E) | Placebo | | | | |

그림1. 한올바이오파마 안구건조증 임상 3상 파이프라인 리스크 점검



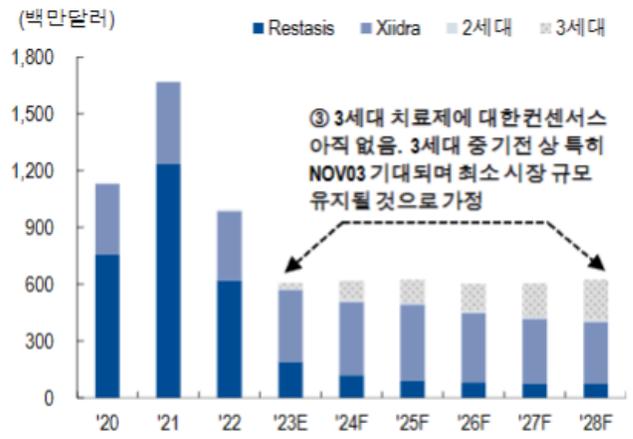
▶ 안구건조증 가치 산정에서 제외, Immunovant 대비 저평가 받을 이유가 전혀 없다

그림2. FDA 승인 안구건조증 치료제 시장 점유율 추이



주: 미국 내 Integrated Volume 처방 기준 M/S
 자료: Bloomberg, Symphony Health, NH투자증권 리서치본부

그림3. 안구건조증 치료제 미국 매출 컨센서스 및 가경



주: Restasis 제네릭 매출은 미포함, 3세대 매출치는 가경
 자료: Cortellis, NH투자증권 리서치본부





퓨런티어

YoY 성장이 가능한 숨겨진 보석

[\[출처\] 신한투자증권 오강호 애널리스트](#)

목표주가 38,000원 커버리지 개시, 투자의견 '매수'

목표주가 38,000원 커버리지 개시, 투자의견 '매수'를 제시한다. 2023년 예상 EPS 1,897원에 Target P/E 20.2배를 적용하여 산출했다. 목표배수는 국내외 자율주행/전장 관련 업체를 Peer 그룹으로 선정했다. 1) 자율주행 시장 개화, 2) 기술 경쟁력에 따른 실적 성장에 주목한다.

자율주행 시장 개화 → 수주잔고 증가로 2023년 실적 성장에 주목

자율주행 시장 개화와 동시에 전장용 카메라 모듈 탑재 확대 수혜 업체다. 자율주행차량 기준 평균 카메라 모듈 탑재 개수는 2020년 2~3개, 2023년 8개 이상으로 증가했다. 기존 카메라 모듈과 달리 자율주행 탑재 모듈의 경우 왜곡, 노이즈 등 정밀성이 더욱 요구되는 점이 특징적이다. 자율주행 시장 개화는 ITset 업체의 투자 및 신규 어플리케이션 확대로 이어지며 핵심 장비의 수요 확대로 연결될 전망이다.

이번 실적 공시에서 주목할 점은 수주 잔고다. 장비 산업의 전장용 수주잔고는 1Q22 14억원 수준에서 4Q22 123억원으로 증가했다. 납품주기와 수주잔고 인식에 따른 차이가 발생할 수 있지만 지난 4분기부터 수주 확대가 지속된 점이 긍정적이다. 1Q23 수주잔고도 약 167억원으로 늘어났다. 2023년 전장용 장비 실적 개선을 기대할 수 있는 이유다. 2023년 장비산업 매출액은 386억원(+159% YoY)이 전망된다.

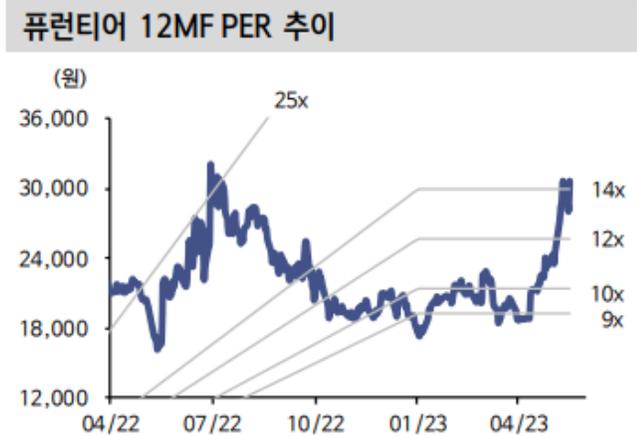
2023년 영업이익(EPS↑) 고성장 + 자율주행向(PER↑)에 주목

1Q23 매출액 187억원(+186% YoY), 영업이익 52억원(1Q22 5천만원)을 기록했다. 매출액 증가와 더불어 수익성 개선이 나타났다. 사업 부문별 매출액은 장비 102억원(+163% YoY), 부품 86억원(+219% YoY)을 기록했다. 제품 매출 확대에 따른 레버리지 효과로 영업이익률은 사상 최대치 27.8%(+27.0%p YoY, +13.4%p QoQ)를 기록했다.

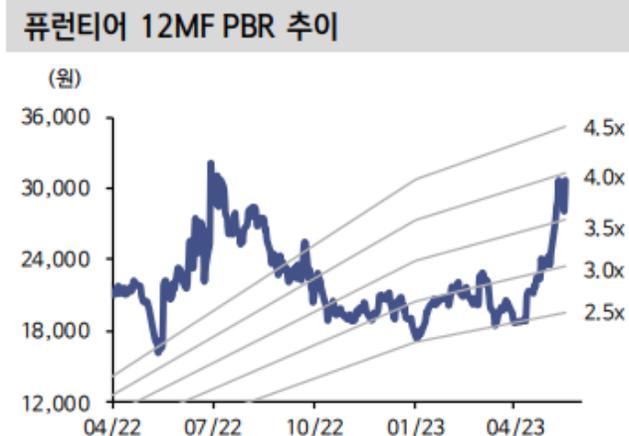
2023년 호실적 이후 실적 성장 지속 가능성이 중요해졌다. 1분기 전장용 장비 수주 잔고는 167억원(+36% QoQ)으로 증가 추세가 이어지고있다. 2023년 하반기의 경우 상반기 대비 보수적 추정치를 제시한다. 다만, 신규 고객사 확대 + 수주 증가 시 실적 추가 상향도 기대해 볼 수 있다. 2023년 영업이익은 163억원(+897% YoY)이 전망된다. 실적 성장과 동시에 밸류에이션 리레이팅에 주목할 시점이다

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 지배순이익 (십억원) | EPS (원) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순차입금비율 (%) |
|--------|--------------|---------------|----------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|---------------|
| 2021 | 22.2 | 1.2 | 2.6 | 432 | 2,023 | 0.0 | (1.8) | 0.0 | 29.6 | (27.4) |
| 2022 | 26.9 | 1.6 | 2.0 | 256 | 4,827 | 72.2 | 49.3 | 3.8 | 7.7 | (60.8) |
| 2023F | 67.8 | 16.3 | 15.5 | 1,897 | 6,590 | 16.2 | 13.0 | 4.7 | 33.5 | (47.3) |
| 2024F | 87.8 | 23.8 | 20.1 | 2,453 | 9,044 | 12.5 | 8.6 | 3.4 | 31.4 | (52.7) |
| 2025F | 105.0 | 28.8 | 24.0 | 2,935 | 11,979 | 10.5 | 6.4 | 2.6 | 27.9 | (58.1) |

자료: 회사 자료, 신한투자증권

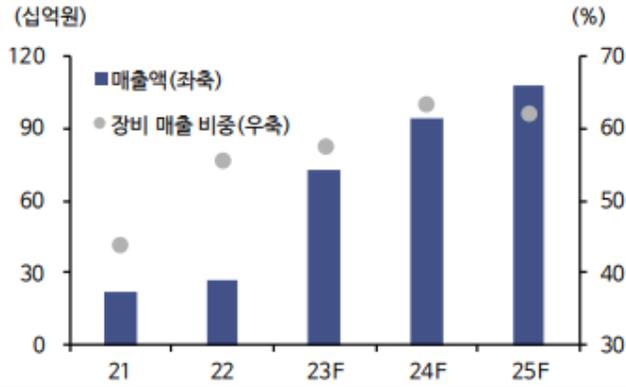


자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정



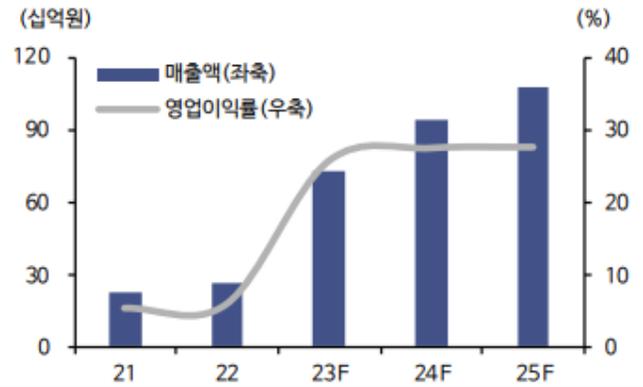
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

전체 매출액, 장비 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정





KH바텍

ASP 상승, 핵심 공급자 지위 유지

[\[출처\] 이베스트투자증권 김광수 애널리스트](#)

1Q23 기대치 하회: 전방 스마트폰 시장 수요 부진 영향

1Q23 실적은 매출액 433억원(-34.4%YoY, -33.4%QoQ), 영업이익 12.5억원 (-74.7%YoY, -69.5%QoQ)으로 시장 컨센서스 매출액 626억원, 영업이익 39억원을 하회했다. 실적이 컨센서스를 하회한 배경은 전방 스마트폰 시장 수요 둔화로 주요 고객의 1) 중저가 모델 판매가 부진하며 메탈캐스팅 부문 매출이 감소했고, 2) 폴더블 제품 역시 전년 대비 출하량이 감소(0.8M→0.6M)했기 때문이다.

ASP 상승, 핵심 공급자 지위 유지

2Q23 실적은 매출액 708억원(+31.6%YoY, +63.4%QoQ), 영업이익 48.6억원 (+29.9%YoY, +288.2%QoQ)으로 추정한다. 주요 고객사가 신규 폴더블 제품 용 힌지를 U타입에서 물방울 힌지로 업그레이드 할 것으로 예상되는 가운데 동사의 공급 단가가 기존 대비 50% 이상 증가될 것으로 전망한다. 출하량 역시 전작 대비 30% 수준 증가되며 P와 Q의 상승으로 실적 개

선세가 뚜렷할 것이다. 고객사의 신규 폴더블 제품이 조기 출시되며 동사의 물방울 힌지 출하 시점은 전년 대비 2주 가량 앞당겨진 6월 중순이 될 것으로 예상된다.

폴더블 생태계 핵심 공급자 지위 유지: 신규 경쟁사 진입에 대한 우려가 있지만 금번 ASP 상승폭(기존 예상 30% 이상 →50% 이상) 확대와 경쟁사의 힌지 모듈 납품 이력 및 양산 규모를 고려할 시 동사는 핵심 공급자로서 지배적인 점유율을 유지할 것으로 판단한다. 2023년 실적은 매출액 5,034억원(+38.3%YoY), 영업이익 516억원(+58.7%YoY)으로 성장세를 지속하고 조립 모듈(힌지) 매출은 2022년 2,172억원→2023년 3,747억원으로 증가(+72%YoY)할 것으로 전망한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 26,000원 상향

투자의견 Buy 유지, 목표주가를 26,000원으로 상향(+18.2%)한다. 목표주가 조정의 배경은 주력 제품 힌지의 ASP 상승폭 확대 효과를 반영하여 2023년 영업이익 전망치를 9% 상향했기 때문이다. 현 주가는 12M Fwd 실적 기준 P/E 9.8x, P/B 1.7x로 과거밴드 평균을 하회하고 있다

Financial Data

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 340 | 364 | 503 | 564 | 614 |
| 영업이익 | 27 | 33 | 52 | 65 | 82 |
| 순이익 | 33 | 25 | 43 | 54 | 72 |
| EPS (원) | 1,473 | 1,094 | 1,905 | 2,378 | 3,167 |
| 증감률 (%) | 흑전 | -25.7 | 74.1 | 24.8 | 33.2 |
| PER (x) | 18.1 | 12.7 | 10.8 | 8.6 | 6.5 |
| PBR (x) | 2.9 | 1.4 | 1.8 | 1.5 | 1.3 |
| 영업이익률 (%) | 7.9 | 8.9 | 10.3 | 11.5 | 13.4 |
| EBITDA 마진 (%) | 12.3 | 14.0 | 13.2 | 14.1 | 15.8 |
| ROE (%) | 16.9 | 11.1 | 17.2 | 18.3 | 20.4 |

주: IFRS 연결 기준

자료: KH바텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 12M Fwd P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 12M Fwd P/B 표준편차



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 12M Fwd P/E 밴드

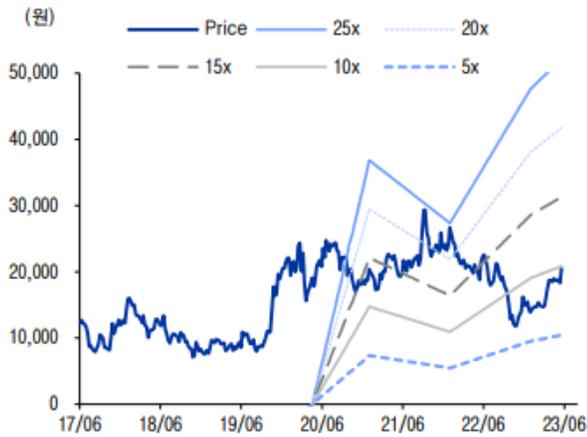


그림4 12M Fwd P/E 표준편차

