

## 2023.06.15(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-06-15 오전 4:11

수정한 날짜: 2023-06-15 오전 11:50

### 2023.06.15(목) 증권사리포트

한화시스템

신사업 의미있는 진전 기대

[\[출처\] IBK투자증권 이상현 애널리스트](#)

#### 2분기 실적은 개선 전망

2분기 전망치는 매출액 5,719억원(+12% yoy), 영업이익 195억원(+19% yoy), 영업이익률 3.4%(+0.2%p yoy) 수준으로 추정한다. 방산은 여전히 베이스가 높지만 TICN 4차, 군위성통신체계 II 사업, UAE항 천궁II 등이 기여할 것으로 전망되고, 폴란드향 납품이 일부 시작되며 하반기로 갈수록 개선될 것으로 전망된다. ICT부문은 방산계열사 통합으로 인한 IT시스템 분리 사업 등이 반영되며 개선 추세를 이어나갈 것으로 기대된다.

#### 초소형 위성체계 SAR 검증위성 사업 수주

5월 17일 초소형위성체계 SAR 검증위성(H모델) 사업을 수주했다. 최종적으로 초소형위성체계 SAR 검증위성으로 선정되는 경우 다수의 위성개발 및 생산을 통해 우주사업이 본격화되는 계기를 맞게 될 것으로 기대된다.

#### 신사업의 첫 출발, 저궤도 위성 통신사업자 신청

6월 5일 과기부에 기간통신 사업자 등록을 신청했다. 기간통신 사업자 등록 심사를 거쳐 수개월 안에 등록 절차를 마무리하게 되면 원웹을 활용한 저궤도 위성 통신 사업을 본격화 할 수 있을 것으로 기대된다. 우선 군용 서비스가 먼저 추진될 것으로 보인다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 18,000원

투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 18,000원으로 상향한다(기존 15,000원). 목표주가는 과거 4개년 최고 PBR에서 10% 할인한 수준으로, 목표주가의 Implied PER은 15.4배 수준이다. 본업에서의 실적 개선과 신사업에서의 진전 등이 기대된다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,090	2,188	2,421	2,741	3,048
영업이익	112	24	63	84	105
세전이익	128	-57	265	77	99
지배주주순이익	98	-77	217	59	76
EPS(원)	630	-405	1,149	310	400
증가율(%)	-16.9	-164.3	-383.6	-73.0	29.1
영업이익률(%)	5.4	1.1	2.6	3.1	3.4
순이익률(%)	4.7	-3.7	8.9	2.2	2.5
ROE(%)	6.0	-3.6	10.4	2.7	3.5
PER	25.4	-26.0	12.4	46.1	35.7
PBR	1.4	1.0	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	7.3	7.4	11.1	9.8	8.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 상용 저궤도위성기반 통신체계



자료: 방위사업청, IBK투자증권





골프존뉴딘홀딩스  
 독보적인 저평가 매력  
[\[출처\] NH투자증권 백준기 애널리스트](#)

**골프존뉴딘그룹 지배구조 최상단 기업**

골프존뉴딘홀딩스는 1.3조원에 달하는 순자산가치에도 불구하고, 불과 시가총액 2,000억원 초반에 거래되고 있음. 2022년 PER 2.3배, PBR 0.3배로 주식시장의 주요 지표 상 초저평가 상태로 보임

보유 지분가치 기준 동사의 주력 자회사는 의외로 골프존이 아닌 골프존카운티, 골프존커머스. 이들 기업의 지분가치가 골프존 지분가치보다 큼. 골프존 지분율은 20.3%인 반면 골프존카운티 지분율은 31.6%(MBK파트너스가 보유한 우선주 전환 완료 기준), 골프존커머스 지분율은 97.1%

일반적으로 상장된 순수 지주회사의 경우 주력 자회사 대부분이 상장되어 있음. 반면 동사는 주력 자회사가 대부분 비상장으로 할인 요인 비교적 적음. 그럼에도 순자산가치 대비 83%에 달하는 할인율(일반적으로 60% 내외)에 거래되고 있음. 당사는 올해 주요 자회사들의 이익 성장이 전년 대비 둔화될 것이라 보수적으로 추정하고 있으나, 이를 감안해도 동사는 매우 저평가된 상태

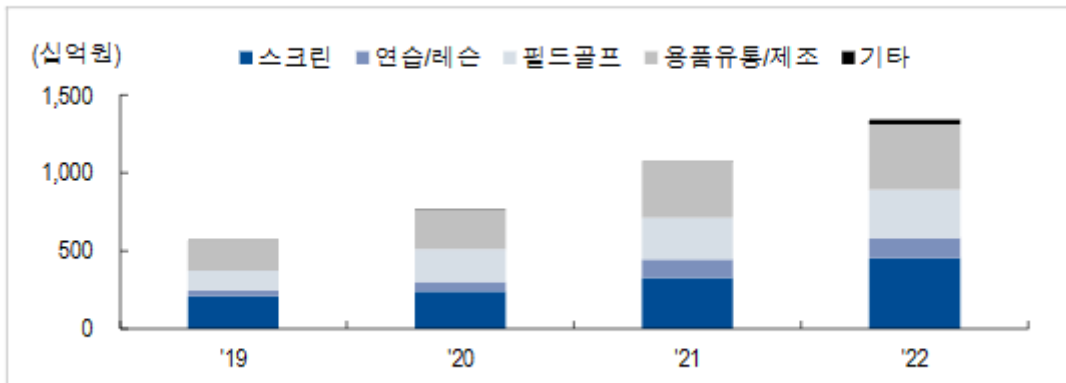
국내 실내, 필드 골프 산업 및 운영 전문화에 따른 꾸준한 성장 예상

동사 성장의 한 축은 스크린 골프, 나머지 한 축은 필드 골프장 운영과 파생되는 골프 관련 사업임. 국내 위탁 운영 중인 개인소유 골프장 시장 내 점유율 확대 통한 매출 확대 기대되고 주력 자회사 모두 국내 1위의 시장 점유율을 확보. 투자자와의 소통 확대되면서 동사 저평가 요인 사라질 것으로 판단

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	488.8	430.2	455.4	498.6
증감률	17.0	-12.0	5.9	9.5
영업이익	94.4	68.4	83.8	95.2
증감률	29.0	-27.6	22.5	13.6
영업이익률	19.3	15.9	18.4	19.1
(지배지분)순이익	86.9	55.4	69.4	80.0
EPS	2,029	1,292	1,619	1,869
증감률	-35.5	-36.3	25.3	15.4
PER	2.3	3.9	3.1	2.7
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	3.2	4.2	3.4	2.9
ROE	13.6	7.8	9.1	9.6
부채비율	47.2	45.9	44.2	42.3
순차입금	166.2	161.6	147.0	126.3

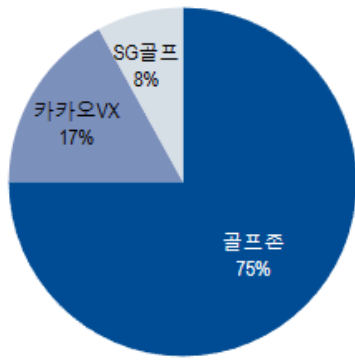
단위: 십억원, %, 원, 배

골프존뉴딩그룹 매출 포트폴리오



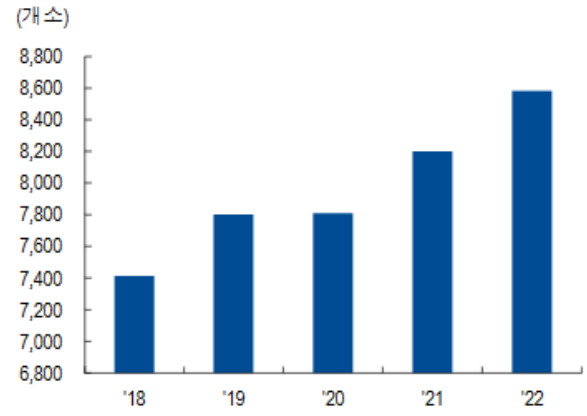
자료: 골프존뉴딩홀딩스, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림 1. 골프존은 국내 스크린골프 독보적 1위 사업자



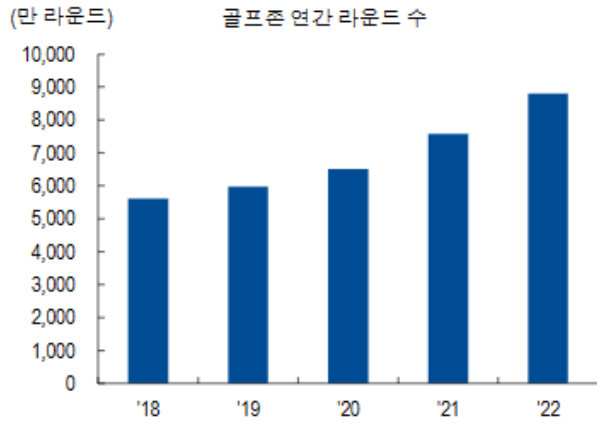
자료: 골프존, NH투자증권 리서치본부  
주: 2022년 설치 시스템 수 기준

그림 2. Top 3 합산 스크린골프 매장 수



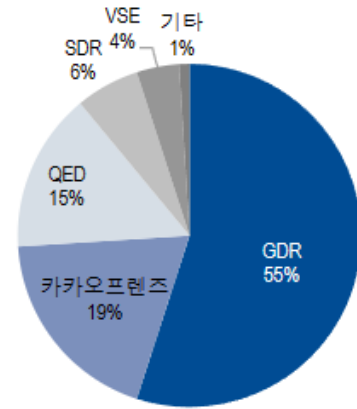
자료: 행정안전부, S-Golf Magazine, 골프존뉴딘홀딩스, NH투자증권 리서치본부

그림 3. 골프존은 꾸준한 라운드 수 증가를 보여주고 있음



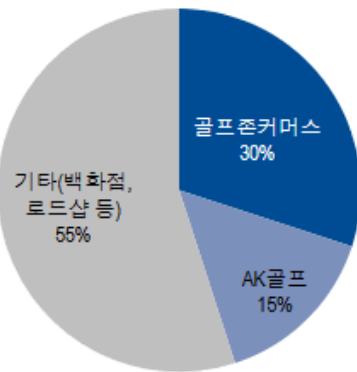
자료: 골프존, NH투자증권 리서치본부

그림 4. 타석 기준 스크린골프 연습시장 점유율도 1위



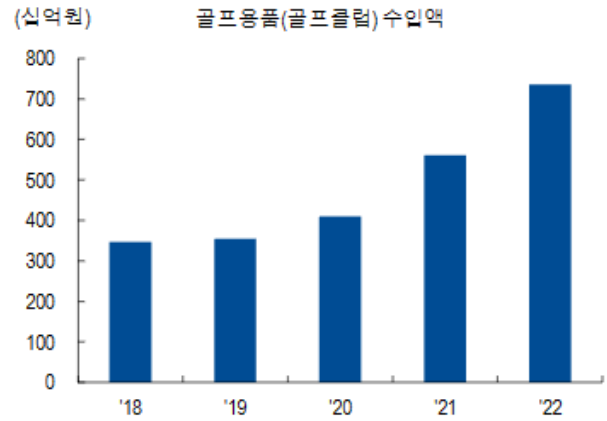
자료: 문화체육관광부, 골프존, NH투자증권 리서치본부

그림 5. 골프존커머스는 국내 최대 골프용품 유통 사업자



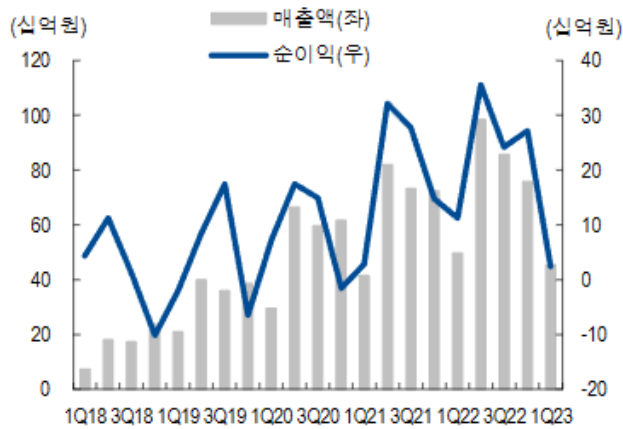
자료: 골프존커머스, NH투자증권 리서치본부

그림 6. 골프 저변 확대로 용품 시장도 고성장



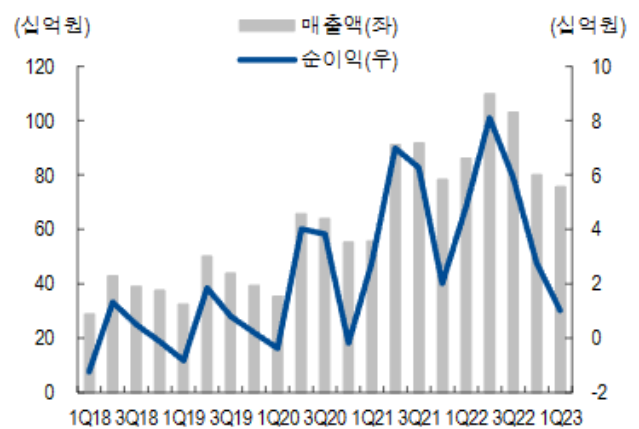
자료: 골프존커머스, 수출입통계, NH투자증권 리서치본부

그림 7. 골프존카운티 분기실적 추이



자료: 골프존카운티, NH투자증권 리서치본부

그림 8. 골프존커머스 분기실적 추이



자료: 골프존커머스, NH투자증권 리서치본부



## 우리금융

2분기 실적 컨센서스 상회 예상. 수급 여건도 양호할 전망

[\[출처\] 하나증권 최정욱 애널리스트](#)

2분기 추정 순익 9,130억원으로 컨센서스 상회 기대. 대우조선 총당금 환입 때문

우리금융에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 15,000원으로 +3.5% 상향. 목표가 상향의 배경은 2분기 실적이 예상을 상회할 것으로 전망되고, 우리종금·우리벤처파트너스 완전자회사화 영향 등을 감안해 2023년 이후의 이익추정치를 상향했기 때문. 우리금융 2분기 순익은 전분기대비 0.2% 증가한 9,130억원으로 컨센서스를 상회할 것으로 예상. 금융당국이 2분기에도 경기 불확실성에 대비한 추가 총당금 적립을 권고할 것으로 예상되지만 대우조선이 한화로 매각됨에 따른 건전성 분류 상향으로 총당금 환입이 약 700억원 내외 발생할 것으로 추정되기 때문. 2분기 은행 NIM은 약 1.60%로 전분기대비 5bp 하락할 것으로 예상되지만 대출성장률은 대기업대출 호조에 힘입어 1% 이상 성장할 전망. 미국 6월 FOMC 회의에서의 기준금리 동결 기대로 최근 원/달러 환율이 하락전환하면서 비화폐성 외화환산손실 발생 부담은 매우 적어진 상황. NIM은 3~4분기에도 약 3~4bp 내외 추가 하락할 것으로 예상되는데 연간 NIM은 1.59%로 2022년 수준을 유지할 수 있을 것으로 기대. 2023년 추정 순익은 약 3.2조원으로 전년대비 소폭이나마 증익이 가능할 것으로 판단

우리종금과 우리벤처파트너스 소규모 주식 교환으로 CET1 비율 20bp 개선 예상

동사는 최근 이사회에서 자회사인 우리종금과 우리벤처파트너스 잔여 지분에 대한 소규모 주식 교환을 통해 100% 완전자회사화를 결의(기존 우리종금 지분율 58.7%, 우리벤처파트너스 지분율 52.0%). 금번 양사에 대한 소규모 주식 교환에 따라 약 32.5백만주의 우리금융 신주가 발행되면서 CET1 비율은 약 20bp 개선될 전망. 1분기말 CET1 비율은 약 12.1%였는데 2분기 경상 상승분에도 소규모 주식 교환 이후의 개선 폭까지 감안시 CET1 비율은 약 12.4~12.5%에 달할 전망. 또한 양사 100% 지분 취득에 따라 그룹 연결 순익은 연간 약 500억원 정도 더 늘어날 것으로 추정. 다만 신주발행에 따른 주식수 증가에 따라 2023년 DPS는 2022년 대비 소폭 줄어들 수 밖에 없을 것으로 예상. 우리는 동사의 2023년 총 DPS를 1,100원으로 추정하고 있는데 그럼에도 불구하고 현 주가 기준 예상 배당수익률은 약 9.1%로 9%를 상회할 수 있을 것으로 기대

6월부터 본격적인 자사주 매입 시작. 향후 수급 여건도 상당히 양호할 전망

우리금융은 1분기 실적 발표 당시 약 1,000억원의 소각을 위한 자사주 취득을 결의(약 8.5백만주에 해당). 한투증권과 자사주 신탁계약을 통해 4월 24일부터 10월 24일까지 6개월간 취득할 예정이었지만 우리금융과 우리종금·우리벤처파트너스 교환비율에 영향을 미칠 수 있어 5월까지의 자사주 취득을 자제하다가 교환비율이 확정된 6월부터 본격적으로 매수하고 있음. 현재까지의 취득 규모는 약 6~7십만주 정도로 아직 약 8백만주 가까이 매수 여력이 남아 있는 상황. 따라서 향후 수급 여건도 상당히 양호할 전망

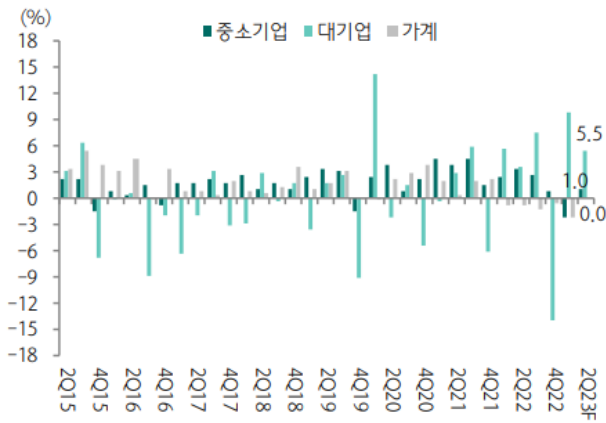


## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

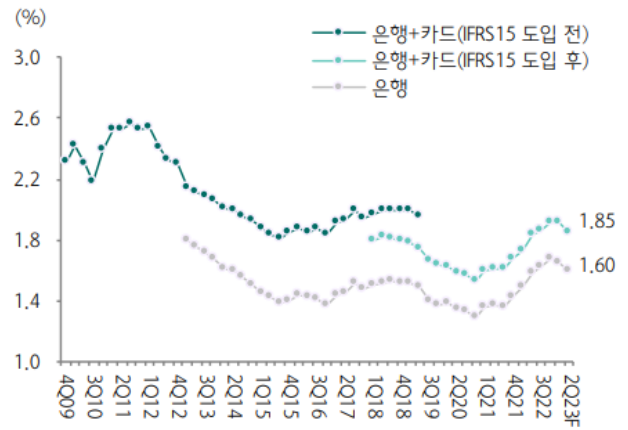
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
총영업이익	8,344	9,846	10,352	10,857
세전이익	3,749	4,485	4,525	4,685
지배순이익	2,588	3,142	3,185	3,297
EPS	3,556	4,317	4,237	4,386
(증감률)	96.4	21.4	-1.8	3.5
수정BPS	35,508	39,525	41,775	46,161
DPS	900	1,130	1,100	1,160
PER	3.6	2.7	2.8	2.8
PBR	0.36	0.29	0.29	0.26
ROE	10.6	11.5	10.6	10.0
ROA	0.6	0.7	0.7	0.6
배당수익률	7.1	9.8	9.1	9.6

도표 3. 우리은행 부문별 대출성장을 추이 및 전망



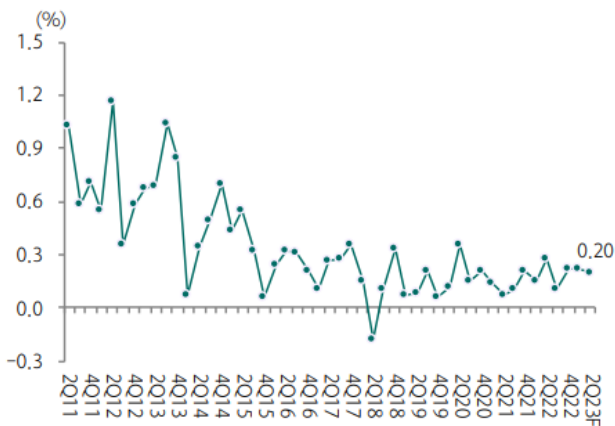
주: 전분기대비 성장률 기준  
자료: 하나증권

도표 4. NIM 추이 및 전망



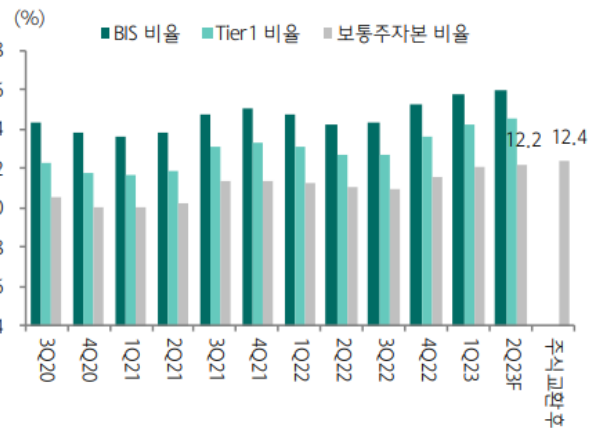
주: 분기 NIM 기준  
자료: 하나증권

도표 5. 그룹 총자산대비 대손비용률 추이 및 전망



주: 총자산대비, 분기 기준, 분기 연율화 기준  
자료: 하나증권

도표 6. 그룹 자본비율 추이 및 전망



자료: 하나증권



---

## NEW

오래 기다린 <무빙>이 오고 있다  
[\[출처\] 하나증권 이기훈 애널리스트](#)

### 텐트폴 모멘텀과 자회사 구조 개선

<닥터 차정숙>의 흥행에 더해 500억원 이상의 제작비가 투입된 텐트폴인 디즈니플러스 오리지널 <무빙>의 방영도 예상된다. 6월부터 개봉할 2편의 영화까지 더해져 흥행 모멘텀이 확대될 것이다. 실적 측면에서 보면 드라마 사업의 긍정적인 영향력 확대에도 불구하고 실적 개선 폭은 예상보다 더디게 나타나고 있는데, 연결 자회사 중 실적에 가장 부담으로 작용하고 있는 VFX 자회사 엔진비주얼웨이브를 매각 예정 비유동자산으로 분류했으며 2023년 내 거래가 완료될 것으로 예상한다고 공시했다. 작년에는 223억원의 당기순적자를 기록했으며, 1분기에도 9억원의 적자를 기록했다. 작년 브라보앤뉴의 매각에 이어 엔진까지 자회사들의 구조적 개선도 순차적으로 진행되고 있다. 단기적으로 흥행 모멘텀도 집중되어 있는 만큼 다시 관심 가질 만한 구간이라고 판단된다.

### 1Q OP -9억원(적지)

1분기 매출액/영업이익은 각각 296억원(-13% YoY)/-9억원(적지)을 기록했다. 별도 기준 매출액/영업이익은 74억원/8억원으로 <더 퍼스트 슬램덩크>(누적관객수 468만명) 배급 매출이 대부분을 차지했고 <올빼미>의 부가판권 매출도 일부 반영됐다. 스튜디오앤뉴는 매출액/순이익 134억원(-18%)/-24억원(적전)으로 1분기에 촬영이 들어간 디즈니+ 오리지널 <화인가 스캔들>과 작년부터 진행률로 인식된 <무빙>의 잔여분이 인식됐다. 3/15 개봉한 스튜디오앤뉴 제작 영화 <소울메이트>의 흥행 실패도 영향을 미쳤다.

### 6월부터 집중된 흥행 모멘텀

6월부터 동사의 흥행 모멘텀이 집중되어 있다. 6/21일에는 <신세계>, <마녀> 등의 박훈정 감독 연출작인 김선호 주연 영화 <귀공자>가 개봉을 앞두고 있다. 이 작품은 제작과 배급을 담당하고 있어 흥행 시 높은 레버리지가 기대된다. 7/26일에는 <모가디슈>, <베테랑> 등의 류승완 감독 연출작인 김혜수/조인성 주연의 <밀수> 개봉도 확정했다. 하반기에는 송승헌/박지현 주연의 <히든페이스>도 기대된다. 드라마는 3분기 강풀 작가 웹툰 원작이자 디즈니플러스 오리지널인 조인성/한효주 주연의 <무빙>이 20부작으로 편성이 예상된다. 이 외에도 역시 디즈니플러스 오리지널인 김하늘/비 주연의 <화인가 스캔들>이 촬영중이며, <사랑한다고 말해줘>, <해시의 신루>, <굿보이> 등의 라인업이 내년까지 준비되어 있다.

## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	149	121	142	156
영업이익	(8)	2	2	7
세전이익	(11)	(3)	(29)	(0)
순이익	(9)	(6)	(22)	(12)
EPS	(309)	(199)	(789)	(440)
증감율	적지	적지	적지	적지
PER	(12.8)	(37.8)	(18.2)	(18.5)
PBR	1.0	2.0	3.1	1.9
EV/EBITDA	0.0	42.4	87.1	29.3
ROE	(7.8)	(5.3)	(17.1)	(10.2)
BPS	3,979	3,774	4,617	4,300
DPS	0	0	0	0

도표 2. 드라마 라인업 - 텐트폴 작품 회색 표시

방영연도	작품명	주연배우	작가	방송사	편수	규모
2021	어느 날 우리 집 현관으로 멸망이 들어왔다	박보영/서인국	임메아리	tvN	16	-
	악마판사	지성/김민정	문유석	tvN	16	-
2022	너와 나의 경찰수업	강다니엘/채수빈	이하나	Disney+	16	-
2023F	닥터 차정숙	엄정화/김병철	정여랑	JTBC	16	일반
	무빙	류승룡/조인성	강풀	Disney+	20	텐트폴
	사랑한다고 말해줘	정우성/신현빈	김민정	ENA	16	일반
	화인가 스캔들	김하늘/정지훈	최윤정	Disney+	10	일반
미정	간헐적 멜로	-	유소정	-	-	-
	붉은왕관	-	-	-	-	-
	굿보이	-	이대일	-	-	준 텐트폴
	해시의 신루	-	윤이수	-	-	텐트폴

자료: NEW, 하나증권

도표 3. 영화 투자배급 라인업 - 스튜디오앤뉴 제작 작품 회색 표시

	작품명	개봉일	감독	주연	비고
2022	특송	2022.1.12	박대민	박소담	누적 관객 수 44만명
	마녀2	2022.6.15	박훈정	신시아	영화사금일 공동제작, 관객 수 281만명
	정직한 후보2	2022.9.28	장유정	라미란, 김무열	누적 관객 수 90만명
	올빼미	2022.11.23	안태진	류준열, 유해진	누적 관객 수 333만명
2023F	소울메이트	2023.3.15	민용근	김다미, 전소니	클라이맥스스튜디오 공동제작, 관객 수 23만명
	귀공자	2023.6.21	박훈정	김선호, 강태주	영화사금일 공동제작
	밀수	2023.7.26	류승완	김혜수, 조인성	
	조작	미정	이요섭	강동원	
	히든페이스	미정	김대우	송승헌, 조여정	스페인 원작 리메이크
	한섬가이즈	미정	남동협	이성민, 이희준	
행복의 나라	미정	추창민	조정석, 이선균		

자료: NEW, 하나증권

도표 4. 스튜디오앤뉴 드라마 예상 라인업

<p><b>[화인가 스튜디오]</b>                      작가 최윤정                      감독 최유권                      주연 정지훈(어), 김하늘                      비고 Disney+ 콘텐츠                      대한민국제작인도 공동제작</p>	<p><b>[사실한다고 말해줘]</b>                      작가 김민정 (구르미 그린 달빛)                      감독 김공진 (그 해 우리는)                      주연 정우성, 신현진                      비고 10 월작 시총률 28.1%</p>	<p><b>[간헐적 멜로]</b>                      작가 유소정 (행복 오우 케시의 연인)</p>	<p><b>[붉은 왕관]</b>                      감독 김봉주 &lt;더 폰&gt;                      비고 이디옴한 공동제작</p>
<p><b>[굿바이 시즌]</b>                      작가 권재지                      비고 다들 열등 남자</p>	<p><b>[해사의 심부]</b>                      작가 송미수 (웹소설 [구르미 그린 달빛])                      비고 동영 웹소설 원작</p>	<p><b>[이혼의 모든 것]</b>                      작가 최유나 (이혼전문 변호사)                      비고 인스타그램 [매리지 레프] 기반</p>	<p><b>[굿보이]</b>                      작가 이대일 (브로맨), [라이프 온 마스]                      주연 케스틴 후</p>

자료: NEW, 하나증권

도표 5. 스튜디오앤뉴 영화 - 2023년 라인업

<p><b>2023</b></p> <p><b>&lt;마녀 2&gt;</b>                      감독 박윤정 &lt;신세계&gt;                      주연 신시아, 이종석, 김다미                      비고 영화사극물 공동제작                      개봉 22. 06. 15</p>	<p><b>&lt;소울메이트&gt;</b>                      감독 민용근 &lt;세피, 동&gt;                      주연 김다미, 전소미, 변우석                      비고 클라이맥스튜디오 공동제작                      개봉 23. 08. 15</p>	<p><b>&lt;귀공자&gt;</b>                      감독 박윤정 &lt;신세계&gt;                      주연 김선호, 김광우, 고미라                      비고 영화사극물 공동제작                      개봉 23. 06. 21</p>	<p><b>&lt;히든 페이스&gt;</b>                      감독 김대우 &lt;인간중독&gt;                      주연 송승헌, 조여정, 박지현                      비고 스페인 원작 리메이크</p>
---	--	---	---

자료: NEW, 하나증권



---

에이치피오

온라인채널 판매비중 확대 주목

[\[출처\] 유안타증권 권명준 애널리스트](#)

1분기 실적은 일회성이 아니다!

2023년 1분기 매출액은 562.4억원, 영업이익은 73.6억원으로 전년대비 각각 17.8%, 33.6% 성장했다. 2022년 하반기에 대규모 광고비를 집행하였다. 이에 따라 Denps(브랜드) 인지도가 상향, 매출 성장에 기여하고 있다. 판매채널도 변화되고 있다. 기존 홈쇼핑에서 온라인/모바일(온라인/모바일 채널 비중: 2022년 42.9% → 2023년 1분기 59.9%)로 전환, 이익률이 개선되었다. 향후 이러한 추세는 이어질 것으로 기대된다.

하이앤고고, 중국 판매 순항

중국시장에서 동사의 제품인 하이앤고고의 매출 성장세가 확인되고 있다. 2019년 4월 출시, 2020년 12월에 샘즈클럽(미국 월마트가 운영하는 중국 회원제 할인점)에 입점 및 판매되고 있다. 하이앤고고의 매출액은 2020년 38.6억원, 2021년 81.6억원, 2022년 125.5억원으로 높은 성장률을 보이고 있다. 2023년 1분기 44.2억원을 기록했으며, 올해는 연간으로는 200억 원 이상의 매출 발생이 기대된다.

성장 가능성 높은 자회사 비오팜

동사는 자회사로 비오팜(건기식 ODM/OEM 제조기업, 지분율 50.1%)을 보유하고 있다. 생산 기술력과 안정적인 공급을 통해 고객사가 확대되고 있어 매출 성장세(2020년 324.6억원→2021년 387.1억원→2022년 435.6억원)가 이어지고 있다. 2023년 1분기 매출액도 전년대비 10% 이상 증가한 129.0억원을 기록했다. 비오팜은 ①동사와의 매출 연계 비중(2023년 1분기 기준 6.7%)이 낮으며, ②동사가 설립한 덴마크 법인에서 생산설비를 구축하고 있다는 점에서 향후 높은 성장이 기대된다.

2023년 순항 지속

2023년 국내외 매출 성장과 더불어 자회사들의 실적 개선도 기대된다. 2022년 활발한 마케팅 활동으로 브랜드 인지도 상향되었으며, 온라인/모바일을 통한 구매 비중 확대로 이익률 개선이 이어지고 있다. 하이앤고고 제품을 통해 중국 매출이 성장 중이며, 자회사인 비오팜은 매출처 확대, 지오인포테크는 M&A(APRICOT STUDIOS)를 기반한 성장이 기대된다. 국내, 해외, 자회사 등 모든 사업부의 성장이 기대된다.



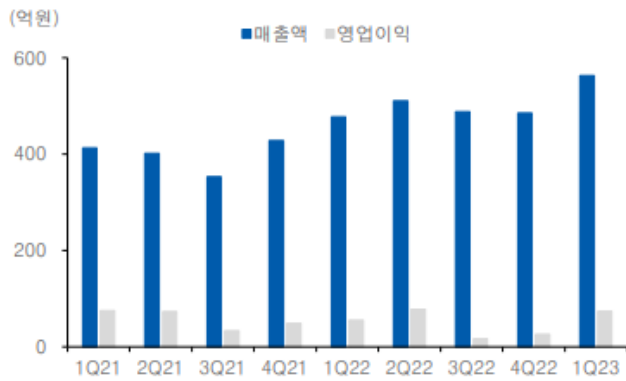
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액	1,428	1,594	1,960	2,313
영업이익	257	228	175	257
지배순이익	168	165	115	201
PER	-	18.9	18.1	9.5
PBR	-	2.3	1.4	1.2
EV/EBITDA	-	11.6	8.6	5.3
ROE	35.6	16.4	8.2	13.6

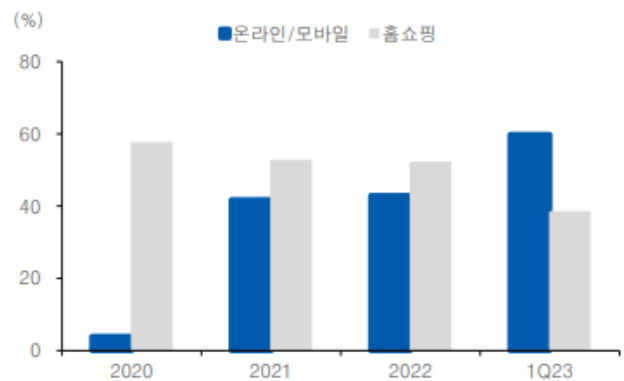
자료: 유안타증권

[그림 1] 분기별 매출액, 영업이익 추이



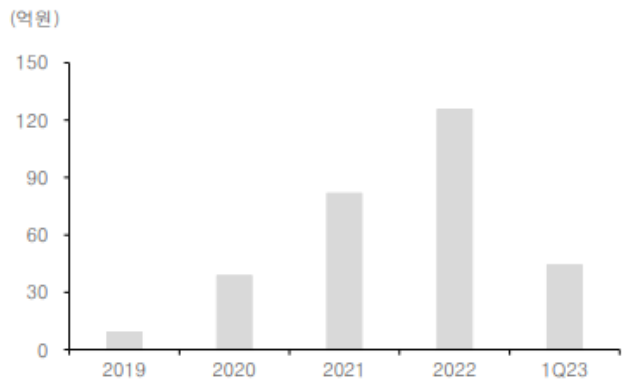
자료: 에이치피오, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 온라인/모바일 비중 상승 추세



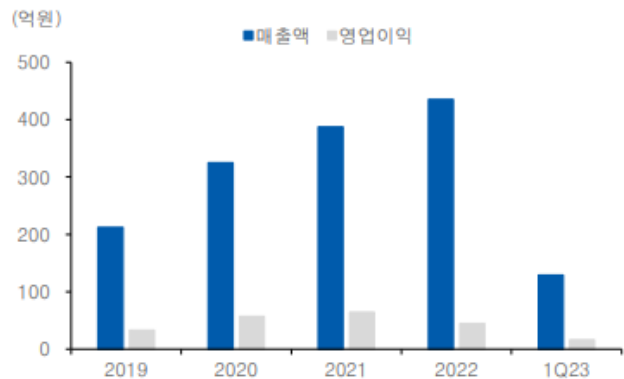
자료: 에이치피오, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 하이앤드고 중국 판매 추이



자료: 에이치피오, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 자회사 비오팜 실적 추이



자료: 에이치피오, 유안타증권 리서치센터





## 신성델타테크

23년 역대 최대 실적 전망 & 낮은 밸류

[출처] DS투자증권 김수현 애널리스트

1Q23 매출 2,314억원(+13.1% YoY), 영업이익 133억원(+41%YoY)

1Q23 매출액 2,314억원 (+13.1% YoY), 영업이익 133억원 (+41% YoY)으로 역대 최대 실적을 기록했다. 가전, 2차전지/전장 및 물류 등 전 부문에서 큰 폭의 실적 개선을 이뤘다. 가전 (HA)부문의 매출액은 +9.7% YoY 성장한 1,054억원, 영업이익 37억원 (+45% YoY)을 기록했다. 기존 사출 부품에서 OEM으로의 비중을 높이면서 영업이익률은 작년 평균 2.5%보다 개선된 3.5%를 기록했다.

2차전지 부품/전장 (BA) 부문 매출액은 778억원 (+28.5% YoY), 영업이익 57억원(+54.5% YoY)으로 역대 최대 수준이다. 특히 영업이익률 7.3%로 작년 1분기 6% 대비 개선세가 지속되고 있다. LG그룹의 물류를 담당하는 SVC 부문의 매출액은 600억원 (+8.1% YoY), 영업이익 31억원 (+48% YoY)로 기대치를 크게 상회했다.

특히 확정 마진율 4%를 초과 달성하는 5.2%를 기록했으며 이는 LG전자의 미국향 물류 증가에 기인한 것으로 추정된다.

23F 역대 최대 영업이익 556억원 (+74% YoY, OPM 6.1%) 가능

2분기 LG전자향 HA부문의 물량은 소폭 감소하나 4월부터 미국향 세탁기 OEM 본격화 및 기타 LG전자의 OEM 매출 비중 증가로 영업이익과 이익률은 개선세를 이어갈 전망이다. 2차전지 부품의 경우 1) 기존 LG에너지솔루션 외에 SK온의 확장 수주에 대한 매출 인식이 본격화되고, 2) 영업이익률도 추가적인 개선이 예상된다. LG향 물류 증가로 인한 SVC 사업부의 매출도 올해 역대 최대가 예상된다. 이에 따라 올해 예상 매출액은 9,090억원 (+14.6% YoY), 영업이익 556억원 (+74% YoY)로 역대 최대 실적은 물론 OPM 6.1%로 설립 이래 최대 수준의 수익성이 예상된다.

PER 10배의 Value 매력과 2차전지 등의 모멘텀 견비

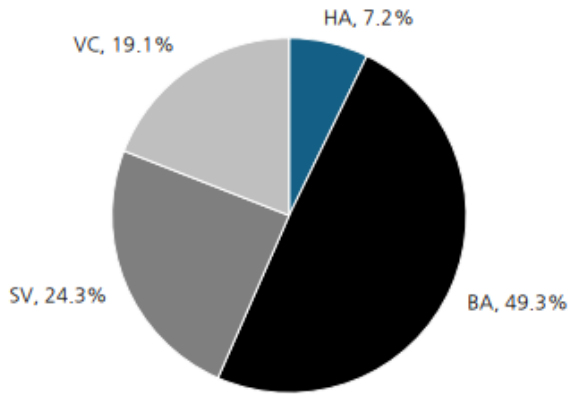
1) OEM 확대에 따른 HA부문의 수익성 개선, 2) 2차전지 고객사 다각화 및 수익성 개선, 3) 기대 이상의 매출을 기록 중인 SVC (물류) 등을 감안하면 현재 PER 기준 10배는 상당히 낮은 밸류에이션에 거래 중이라고 판단한다

### Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	493	737	793	909	1,062
영업이익	13	35	32	56	61
영업이익률(%)	2.7	4.8	4.0	6.1	5.8
세전이익	11	43	29	40	47
지배주주지분순이익	9	25	17	26	33
EPS(원)	315	892	616	969	1,227
증감률(%)	29.8	182.8	-30.9	57.4	26.6
ROE(%)	6.4	16.6	10.8	14.9	16.5
PER (배)	33.6	18.6	12.7	12.2	9.6
PBR (배)	2.0	3.0	1.3	1.7	1.5
EV/EBITDA (배)	16.5	12.6	9.6	7.2	6.6

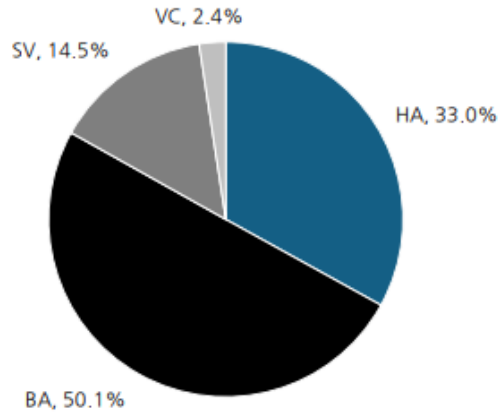
자료: 신성델타테크, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림2 2차전지 및 전장 합산 (BA) 영업이익 비중 (22년)



자료: 삼성델타테크, DS투자증권 리서치센터

그림3 2차전지 및 전장 합산 (BA) 영업이익 비중 (23년 추정)



자료: 삼성델타테크, DS투자증권 리서치센터 추정





동국산업  
 핵심은 니켈도금강판  
[\[출처\] 신한투자증권 박윤 애널리스트](#)

**철강 및 신재생에너지 전문 기업**

동국산업은 1999년 코스닥 시장에 상장한 냉연특수강 및 신재생에너지 전문 업체다. 주요 사업으로는 철강(냉연 및 칼라인 쇠강판), 신재생에너지(풍력타워), 건설 사업을 영위하고 있다. 1967년 동국제강의 자회사로서 그룹사 제품을 수출하는 역할을 맡아왔다.

신성장 동력으로 원통형 배터리에 적용되는 니켈도금강판 사업과 텅스텐 시장에 진출했다. 2023년 매출 비중은 철강 78%, 신재생 14%, 건설 7%으로 추정한다. 2023년 연결 영업이익률은 0.6%가 예상된다.

원통형 배터리 채택 증가 → 니켈도금강판 수요 Up

원통형 배터리 케이스의 원재료인 니켈도금강판의 수요가 확대될 전망이다. 완성차 업체의 원통형 배터리 채택률 증가 때문이다. 테슬라를 필두로 BMW, 볼보, 재규어는 원통형 배터리 채택을 결정했다. 에너지 용량과 출력을 향상시켜 약점을 보완한 원통형 배터리의 채택은 높은 생산성으로 전기차 생산 원가 절감으로 이어진다. 전기차 보조금 감소 국면에서 원통형 배터리 채택률 증가가 기대되는 이유다. 배터리 셀사의 원통형 배터리 공장 증설이 진행 중이다. 2025년 글로벌 원통형 배터리 생산 CAPA는 515GWh로 예상된다. 전기차용 니켈도금강판 수요는 2025년, 2030년 각각 22.8만톤, 54.7만톤이 예상된다.

니켈도금강판 생산 확충을 위해 1,100억원 규모로 투자 진행 중이다. 총 13만톤의 CAPA로 1차 8만톤, 2차 5만톤 증설 예정이다. 2022년 착공하여 2024년 하반기 완공 예정이다. 본격적인 증설에 따른 매출 확대가 기대된다. 실질적인 양산 시점은 2025년 초로 판단된다.

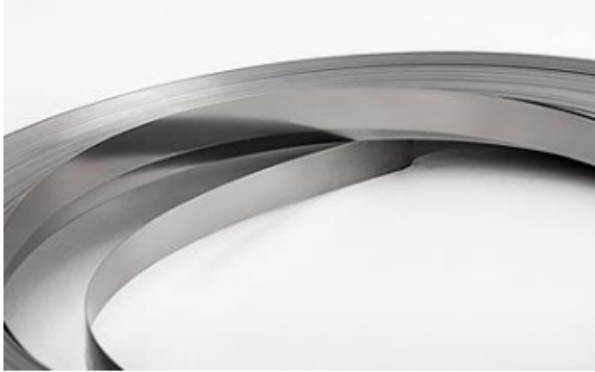
### 2023년 영업이익 40억원(+244% YoY) 전망

2023년 매출액 7,139억원(-17% YoY), 영업이익 40억원(+244% YoY)이 전망된다. 2023년은 중장기 실적 성장을 다지는 원년이다. 단기적 실적 반등은 제한될 수 있으나 10년만에 재개하는 신사업(니켈도금강판, 텅스텐)의 성장 잠재력에 주목할 시점이다. 2025년 니켈도금강판 매출액은 약 1,700억원으로 철강 사업 부문내 매출 비중 20%가 전망된다. 밸류에이션 리레이팅이 가능한 구간이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	729.1	34.9	19.7	363	7,302	9.8	6.0	0.5	5.1	(2.0)
2022	860.5	1.2	6.5	119	7,373	30.8	20.9	0.5	1.6	26.9
2023F	713.9	4.0	0.3	6	7,255	1,130.9	25.0	1.0	0.1	24.0
<b>2024F</b>	<b>838.7</b>	<b>12.3</b>	2.3	42	7,174	164.3	19.6	1.0	0.6	25.6
<b>2025F</b>	<b>1,167.9</b>	<b>52.8</b>	6.7	124	7,146	55.7	8.1	1.0	1.7	20.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 부문별 주요 제품(1) 냉연강판



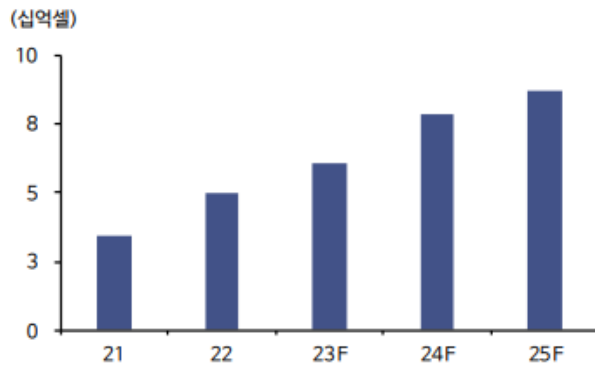
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 부문별 주요 제품(2) 풍력타워



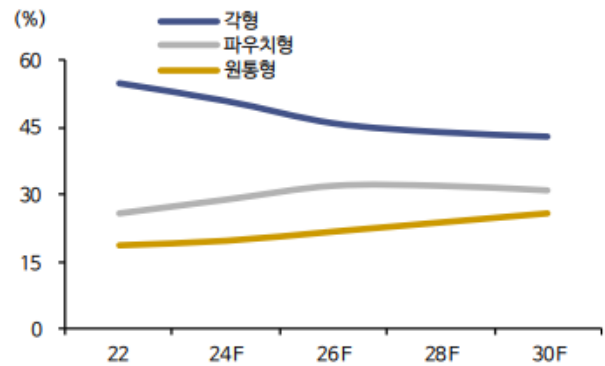
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 전기차용 원통형 배터리 시장 규모 전망



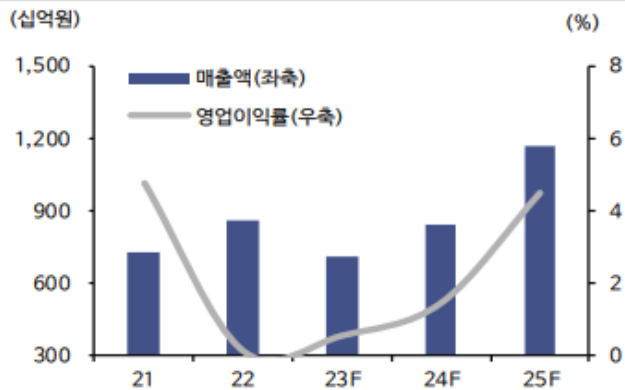
자료: SNE리서치, 신한투자증권

### 원통형 배터리 유형별 점유율 전망



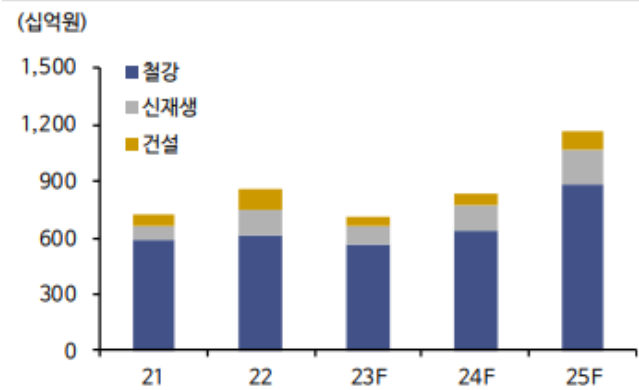
자료: SNE리서치, 신한투자증권

### 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 신한투자증권

### 사업 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 신한투자증권

