

2023.07.14(금) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-07-14 오전 4:09

수정한 날짜: 2023-07-14 오전 11:44

2023.07.14(금) 증권사리포트

NAVER

데이터 파워를 이해할 필요

[\[출처\] 키움증권 김진구 애널리스트](#)

2분기 Preview

동사에 대한 목표주가 34만 원을 유지하고 인터넷/게임 업종내 Top pick으로 지속 제시한다. 동사는 복합적 경기 하에서 검색광고 사업의 탄력성으로 실적 가시성과 안정성이 부각된다 할 수 있으며, 이에 2분기 영업이익 3,769억 원을 전망한다. 2분기 서치플랫폼 매출은 전년대비 1.5% 증가한 9,188억 원을 추정하며, 서치플랫폼 검색광고 매출은 6,937억 원으로 전년대비 5.0% 증가를 추정 적용하였다. 2분기 커머스 매출은 6,450억 원으로 전년대비 46.8% 증가를 전망하며 버티컬 사업 호조와 이에 연동한 블렌디드 테이크 레이트 증가 및 커머스 광고 매출 선전과 Poshmark BM 강화 등으로 동사의 주요 캐시카우 역할을 견고히 담당할 것으로 판단한다. 또한 하반기는 시간이 지날수록 금리 노이즈 감소와 이에 연동한 소리 심리 및 경기 회복 등으로 광고주 예산 집행 증가를 기대하며, 이에 따라 동사 서치플랫폼 매출액의 3분기, 4분기 및 23E 전년대비 증가율은 각각 6.1%, 10.6% 및 4.7%로 추정 반영하였다. 한편 Z Holdings의 수익성 개선 및 중장기 성장성 확보를 위해서라도 동사의 주요 솔루션인 검색 및 AI 연계를 통한 상호간 사업적 제휴가 필요하다고 판단되는 바, 순차적으로 이에 대한 변화를 조망할 수 있을 것으로 기대한다.

AI 밸류는 데이터에서 창출

조만간 동사 AI 기술인 HyperCLOVA X와 해당 기술이 접목된 검색 및 커머스 등 주요 서비스 세그먼트에서 구체적 변화 방향성을 확인할 수 있는 이벤트가 오픈될 것으로 관측된다. 당사가 과거 리포트를 통해 지속적으로 강조했듯이, AI 사업의 본질적 가치는 사용자의 실시간 라이브 데이터를 활용한 예측 기반 구독경제 활성화에서 창출되며, 이에 따른 개인화된 맞춤 서비스가 가능해지고 동사의 네이버플러스 멤버십과 연계 등을 통해 구독 기반의 유저 락인 효과가 강화될 것으로 전망된다. 또한 동사의 검색 서비스는 AI 적용에 따라 사용자가 원하는 직관적인 검색 결과를 명확히 제공할 것으로 기대되며, 이에 따라 최근 불거진 검색 시장점유율 노이즈도 충분히 해소 가능할 것으로 판단한다. 이에 결론적으로 동사가 확보한 검색 및 커머스와 콘텐츠 등 주요 버티컬 사업에서 확보한 막대한 개인화된 라이브 데이터의 가치와 이를 통해 사용자별 타겟팅된 구독경제 기반의 맞춤 서비스가 견고하게 마련될 것이라는 점을 감안한다면 AI 기술과 서비스를 확인하지 않아도 동사를 매수할 이유는 충분하다고 판단하며, 이에 현 시점은 동사에 대한 투자 강도를 높일 수 있는 적기로 제시한다

투자지표

| (십억원, IFRS 연결) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|----------------|----------|---------|---------|----------|
| 매출액 | 6,817.6 | 8,220.1 | 9,921.3 | 10,926.7 |
| 영업이익 | 1,325.5 | 1,304.7 | 1,518.4 | 1,712.9 |
| EBITDA | 1,758.9 | 1,865.6 | 1,916.1 | 2,178.5 |
| 세전이익 | 2,126.4 | 1,083.7 | 1,463.5 | 1,967.6 |
| 순이익 | 16,477.6 | 673.2 | 986.5 | 1,377.3 |
| 지배주주지분순이익 | 16,489.8 | 760.3 | 1,092.2 | 1,480.6 |
| EPS(원) | 100,400 | 4,634 | 6,657 | 9,025 |
| 증감률(% YoY) | 1,546.6 | -95.4 | 43.7 | 35.6 |
| PER(배) | 3.8 | 38.3 | 30.3 | 22.4 |
| PBR(배) | 2.64 | 1.28 | 1.40 | 1.33 |
| EV/EBITDA(배) | 35.8 | 16.1 | 17.9 | 15.6 |
| 영업이익률(%) | 19.4 | 15.9 | 15.3 | 15.7 |
| ROE(%) | 106.7 | 3.3 | 4.7 | 6.1 |
| 순차입금비율(%) | 1.7 | 1.0 | 2.0 | 1.5 |

NAVER AI 내재가치 분석

| (KRWbn) | 23E | 24E | 25E | 26E | 27E | 28E |
|--|----------|----------|----------|---------|----------|----------|
| MAU(mn) | 40.0 | 40.8 | 41.6 | 42.4 | 43.3 | 44.2 |
| PUR | 2.5% | 7.0% | 11.0% | 14.5% | 17.5% | 20.0% |
| PU(mn) | 1.0 | 2.9 | 4.6 | 6.2 | 7.6 | 8.8 |
| NPU(mn) | 39.0 | 37.9 | 37.0 | 36.3 | 35.7 | 35.3 |
| Monthly subscription fee(KRW) | 25,000 | 55,000 | 80,000 | 100,000 | 115,000 | 125,000 |
| Cost per data_paid version(KRW) | 25 | 32 | 38 | 43 | 47 | 50 |
| Cost per data_free Version(KRW) | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| Annual data amounts by user_paid version | 8,213 | 10,950 | 13,140 | 14,783 | 15,878 | 16,425 |
| Annual data amounts by user_free version | 2,738 | 2,464 | 2,190 | 1,916 | 1,643 | 1,369 |
| Revenues | 300.0 | 1,885.0 | 4,394.6 | 7,386.0 | 10,456.3 | 13,249.0 |
| Total Data cost | 2,874.4 | 3,337.9 | 4,313.6 | 5,651.1 | 7,121.1 | 8,462.8 |
| Data cost_paid version | 205.3 | 1,000.7 | 2,285.8 | 3,912.4 | 5,654.3 | 7,253.8 |
| Data cost_free Version | 2,669.1 | 2,337.1 | 2,027.8 | 1,738.7 | 1,466.8 | 1,209.0 |
| Fixed costs | 225.0 | 900.0 | 1,800.0 | 2,700.0 | 3,375.0 | 3,796.9 |
| Operating profits | -2,799.4 | -2,352.9 | -1,719.0 | -965.1 | -39.8 | 989.3 |
| OPM | -933.1% | -124.8% | -39.1% | -13.1% | -0.4% | 7.5% |
| NOPLAT | | | | | | 717.3 |
| Potential PER(x) | | | | | | 25.0 |
| 23E Fair Value | | | | | | 11,134.0 |

주1: PUR(Paying User Rate), NPU(Non-Paying User)

주2: 23E 매출 대비 고정비용은 75% 적용, 고정비 CAGR(24E-28E) 76% 기준

주3: 한계 법인세율 27.5% 및 연간 할인율 10% 적용

자료: 키움증권

네이버쇼핑 연간 실적 및 Valuation

| (십억원) | 21A | 22A | 23E | 24E | 25E | 26E | 27E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 매출액 | 1,488.5 | 1,801.1 | 2,633.1 | 3,024.9 | 3,435.9 | 3,863.6 | 4,273.8 |
| 수수료 | 476.2 | 604.0 | 788.4 | 944.6 | 1,098.6 | 1,240.9 | 1,381.4 |
| 광고 | 943.5 | 1,078.4 | 1,155.0 | 1,212.7 | 1,261.2 | 1,299.1 | 1,331.5 |
| 솔루션 | | 0.0 | 7.4 | 67.8 | 176.7 | 334.0 | 496.6 |
| 플러스 멤버십 | 68.8 | 118.7 | 163.3 | 182.6 | 201.0 | 217.9 | 231.6 |
| Poshmark | | | 519.1 | 617.2 | 698.4 | 771.8 | 832.7 |
| 영업비용 | 1,086.0 | 1,422.7 | 2,326.3 | 2,565.1 | 2,785.7 | 2,971.9 | 3,120.5 |
| 개발/운영 | 382.5 | 478.2 | 549.9 | 618.6 | 680.5 | 731.5 | 768.1 |
| 파트너 | 147.9 | 168.2 | 179.7 | 188.6 | 196.2 | 202.1 | 207.1 |
| 마케팅 | 146.8 | 304.5 | 453.3 | 539.8 | 626.8 | 709.5 | 779.9 |
| 기타 | 408.7 | 471.9 | 530.8 | 583.9 | 627.7 | 659.1 | 685.5 |
| Poshmark | | | 612.6 | 634.1 | 654.5 | 669.7 | 680.0 |
| 영업이익 | 402.5 | 378.4 | 306.8 | 459.7 | 650.2 | 891.7 | 1,153.3 |
| 마진율(%) | 27.0% | 21.0% | 11.7% | 15.2% | 18.9% | 23.1% | 27.0% |
| 세후 영업이익 | 301.7 | 284.2 | 232.3 | 343.2 | 481.3 | 656.4 | 846.0 |
| CAGR(23E-27E) | | | | | | | 24.4% |
| 잠재 PER(배) | | | | | | | 20.0 |
| 23E 적정가치 | | | | | | | 11,557.2 |

주: 연간 할인율 10%

자료: NAVER, 키움증권 추정





세아베스틸지주

2분기에도 기대 이상의 영업실적 예상

[\[출처\] 하나증권 박성봉 애널리스트](#)

2Q23 세아베스틸 실적 개선으로 컨센서스 상회 예상

2023년 2분기 세아베스틸지주의 매출액과 영업이익은 각각 1.0조원(YoY -9.1%, QoQ -7.1%)과 724억(YoY +13.9%, QoQ +1.2%)으로 영업이익은 시장컨센서스인 689억원을 상회할 것으로 예상된다.

세아베스틸의 전체 특수강 판매량 소폭 회복(45.1만톤: YoY +1.2%, QoQ +1.6%)과 그에 따른 고정비 축소가 전망된다. 철스 크랩가격은 전분기와 유사한 수준이 예상되는 반면, 특수강 ASP는 자동차용 판매 증가에 따른 제품 믹스 개선으로 전분기 대비 1만원/톤 상승하면서 스프레드도 확대될 것으로 예상된다. 세아창원특수강의 경우 전분기대비 판매량 감소와 더불어 니켈가격 하락이 반영되어 ASP도 하락할 전망이다.

3분기는 조업일수 감소에 따른 판매량 축소 우려

3분기는 여름휴가와 추석연휴 등에 따른 조업일수 감소로 특수강 판매량이 409만톤(YoY -2.2%, QoQ -9.3%)에 그치면서 세아베스틸의 고정비 부담이 확대될 전망이다. 한편, 한국철강협회에 따르면 6월 국내 특수강보강 수입은 7.4만톤으로 전

년동기대비 49.5% 급증했다. 그 가운데 중국산 제품은 6.6만톤으로 비중이 88.7%까지 확대되었다. 이는 중국내 공급과잉 영향으로 글로벌 가격대비 저렴한 내수 가격으로 인해 중국 철강사들이 수출을 확대한 결과라 판단된다. 하지만 연말로 갈수록 부동산용 제품 중심으로 중국의 철강 수요 회복이 예상되기 때문에 중국산 수입가격 상승이 국내 특수강 가격 상승을 견인할 수 있을 것으로 기대된다.

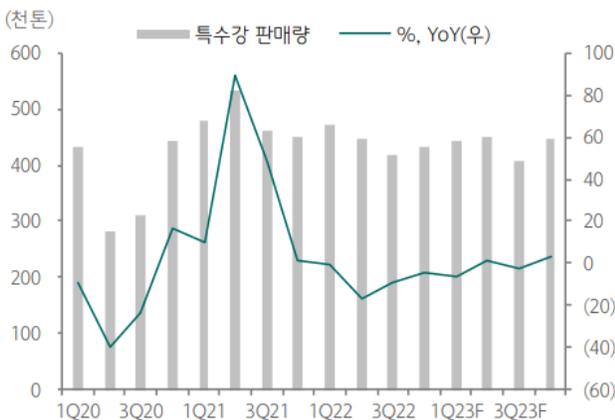
투자의견 'BUY' 유지, 목표주가는 35,000원으로 상향

세아베스틸지주에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 올해 실적추정치 상향을 반영하여 목표주가를 기존 28,000원에서 35,000원으로 상향한다. 목표주가는 목표PBR 0.6배를 적용해서 산정했다. 올해 영업실적이 양호할 것으로 예상되는 가운데 그에 따른 배당 상향이 기대된다. 장기적으로는 세아베스틸의 CASK(사용후핵연료처리장치)사업과 세아창원특수강의 사우디 스테인리스 무계목 강관 공장이 새로운 성장동력으로 작용할 전망이다

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

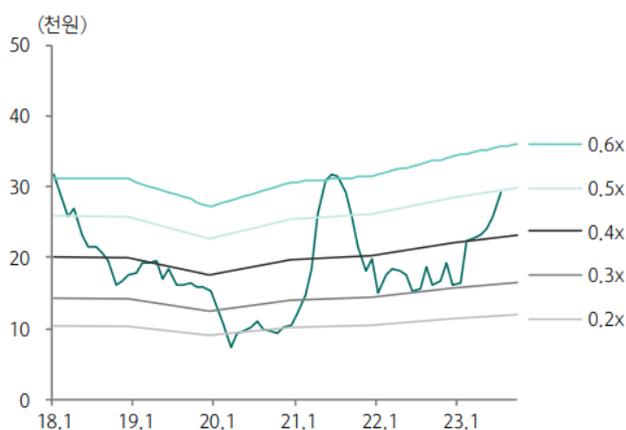
| 투자지표 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 3,651.1 | 4,386.3 | 4,281.8 | 4,233.7 |
| 영업이익 | 238.4 | 127.9 | 272.7 | 235.8 |
| 세전이익 | 232.8 | 115.7 | 258.5 | 226.4 |
| 순이익 | 185.9 | 91.0 | 207.0 | 181.1 |
| EPS | 5,183 | 2,537 | 5,772 | 5,051 |
| 증감률 | 흑전 | (51.05) | 127.51 | (12.49) |
| PER | 3.84 | 6.42 | 4.63 | 5.29 |
| PBR | 0.39 | 0.31 | 0.47 | 0.44 |
| EV/EBITDA | 4.25 | 6.41 | 4.09 | 4.20 |
| ROE | 10.81 | 4.91 | 10.51 | 8.55 |
| BPS | 51,053 | 52,580 | 57,277 | 60,828 |
| DPS | 1,500 | 1,200 | 1,500 | 1,500 |

도표 2. 세아베스틸지주 특수강 판매량 추이



자료: 하나증권

도표 3. 세아베스틸지주 PBR밴드



자료: 하나증권



넷마블

아쉬운 분기 실적. 만회할 신작

[출처] NH투자증권 안재민 애널리스트

글로벌 및 중국 신작 기대

넷마블에 대한 투자 의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 기존 81,000원에서 60,000원으로 하향. 2분기 중 출시를 예상했던 게임들이 7월 이후로 미뤄지면서 영업적자에서 아직은 빠져나오지 못하는 상황. 7월 이후 출시될 라인업이 제법 많고, 이들 중 성과가 나타나는 게임이 있다면 보다 빠르게 실적 정상화 구간에 진입할 수 있을 전망

'그랜드크로스:에이지오브타이탄'이 6월 29일 구글 얼리엑세스를 시작하여 8월 출시 예정이고, 7월 26일 '신의탑: 새로운 세계', 9월 '세븐나이츠키우기'가 3분기중 출시를 앞두고 있음. 이외에도 '킹아서 레전드라이즈', '아스달연대기', '나혼자만 레벨업:ARISE'의 기대작도 연내 출시 예정

6월말 중국에서 출시한 '신석기시대'가 중국 애플 앱스토어 10위권을 유지하고 있고, 텐센트의 게임 컨퍼런스인 SPARK2023에서 공개된 '제2의 나라'와 '일곱개의 대죄', 'A3:Still Alive', '샵타이탄'도 출시를 앞두고 있음

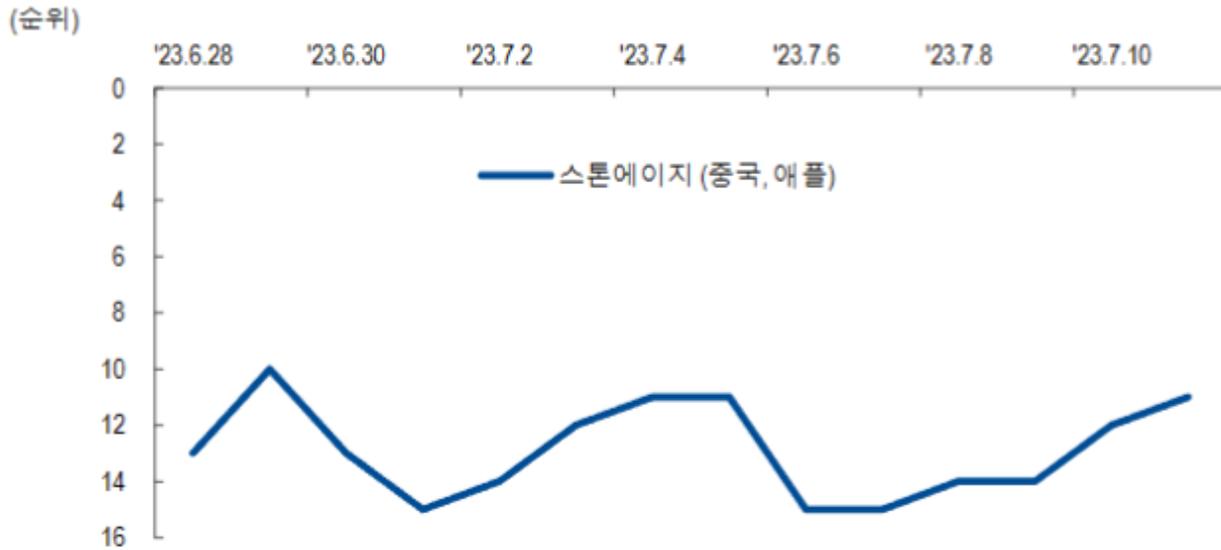
영업적자 지속은 불가피

넷마블의 2분기 실적은 매출액 6,141억원(-7.0% y-y, +1.9% q-q), 영업이익-311억원(적자지속)으로 영업이익은 컨센서스 224억원을 하회할 것. 신규 게임부재에 따른 매출 하락과 7월 이후 출시할 게임의 사전 마케팅이 시작되며 마케팅비용(1,153억원, +15.0% q-q)이 증가하였기 때문

| | 2022 | 2023E | 2024F | 2025F |
|-----------|--------|--------|--------|-------|
| 매출액 | 2,673 | 2,578 | 2,933 | 3,121 |
| 증감률 | 6.6 | -3.6 | 13.8 | 6.4 |
| 영업이익 | -108.7 | -42.6 | 109.0 | 152.8 |
| 증감률 | - | -60.8 | -355.9 | 40.2 |
| 영업이익률 | -4.1 | -1.7 | 3.7 | 4.9 |
| (지배지분)순이익 | -819.2 | -96.7 | 69.9 | 140.7 |
| EPS | -9,531 | -1,124 | 813 | 1,636 |
| 증감률 | -441.0 | -88.2 | -172.3 | 101.2 |
| PER | N/A | N/A | 56.8 | 28.2 |
| PBR | 1.0 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 56.3 | 38.7 | 20.3 | 17.9 |
| ROE | -14.6 | -1.8 | 1.3 | 2.6 |
| 부채비율 | 58.9 | 56.4 | 59.5 | 61.3 |
| 순차입금 | 1,607 | 2,131 | 2,369 | 2,470 |

단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 스톤에이지 애플 앱스토어 매출 순위 (중국)



자료: 애플, data.ai, NH투자증권 리서치본부

표4. 넷마블 예상 게임 라인업

| 게임명 | 장르 | 개발사 | 출시시기 |
|-----------------------|-----------|-----------|--------------------|
| 매직: 마나스트라이크 | 트레이딩 카드 | 넷마블몬스터 | 2020년 1월 30일 |
| 일곱개의 대죄: 그랜드 크로스(글로벌) | RPG | 퍼니파우 | 2020년 3월 3일 |
| A3: 스틸 얼라이브 | MMORPG | 이데아게임즈 | 2020년 3월 12일 |
| 스톤에이지 월드 | MMORPG | 넷마블엔투 | 2020년 11월 10일(글로벌) |
| 마구마구 2020 | 야구 RPG | 넷마블파크 | 2020년 6월 18일 |
| BTS 유니버스 스토리 | 스토리 소셜 게임 | 넷마블몬스터 | 2020년 7월 8일 |
| 세븐나이츠 타임원더러 (닌텐도) | MMORPG | 넷마블넥서스 | 2020년 9월 24일 |
| 세븐나이츠 2 | MMORPG | 넷마블넥서스 | 2020년 11월 5일 |
| 마블 헬름 오브 챔피언스 | 액션 RPG | 카밤 | 2020년 11월 18일(한국) |
| 블레이드&소울 레볼루션 (글로벌) | MMORPG | 넷마블체리 | 2021년 11월 10일(글로벌) |
| NBA 볼스타즈 | 퍼즐 기반 스포츠 | 쿵푸팩토리 | 2020년 12월 16일 |
| 제2의 나라: 크로스월드 | RPG | 넷마블네오/레벨5 | 2021년 3월 4일 |
| 마블퓨처 레볼루션 | MMORPG | 넷마블몬스터 | 2021년 4월 7일 |
| 넷마블프로야구 2022 | 스포츠 | 넷마블엔파크 | 2021년 6월 10일(아시아) |
| 골든브로스 | 캐주얼 슈팅 | 넷마블편 | 2022년 5월 25일(글로벌) |
| 머지 쿵야 아일랜드 | Merge | 넷마블엔투 | 2021년 8월 25일 |
| 디즈니 미러버스 | 액션 RPG | 카밤 | 2022년 3월 30일 |
| 세븐나이츠 레볼루션 | MMORPG | 넷마블넥서스 | 2022년 4월 28일(필리핀) |
| 샬롯의 테이블 | 캐주얼 | 넷마블엔투 | 2022년 7월 29일(글로벌) |
| 킹 오브 파이터즈: 아레나 | 대전 격투 | 넷마블네오 | 2022년 6월 15일 |
| | | | 2022년 6월 23일 |
| | | | 2022년 7월 28일 |
| | | | 2022년 11월 09일 |
| | | | 2022년 11월 14일 |

| | | | |
|-----------------------|----------|-----------|---------------------------------------|
| 모두의마블2: 메타월드 | 캐주얼 | 넷마블엔투 | 2023년 4월 19일(글로벌) 2023년 하반기(한국/일본) |
| 스톤에이지 | MMORPG | 넷마블엔투 | 2023년 6월 29일(중국) |
| 신의 탑: 새로운 세계 | 수집형RPG | 엔젤 게임즈 | 2023년 7월 26일 |
| 그랜드크로스: 에이지 오브 타이탄 | 전략 | 넷마블 | 2023년 8월 |
| 세븐나이츠 키우기 | 방치형RPG | 넷마블넥서스 | 2023년 9월 |
| 킹 아서: 레전드 라이즈 | 전략MMORPG | 넷마블엔투 | 2023년 3분기 |
| 아스달 연대기 | MMORPG | 넷마블에프앤씨 | 2023년 4분기 |
| 나 혼자만 레벨업: 어라이즈 | 액션RPG | 넷마블네오 | 2023년 4분기 |
| 파라곤: 디 오버프라이미 (PC/콘솔) | TPS MOBA | 넷마블에프앤씨 | 2023년 |
| 하이프스쿼드 (PC) | 배틀로얄 | 넷마블엔투 | 2023년 |
| A3: 스틸 얼라이브 | MMORPG | 이데아게임즈 | 2023년(중국) |
| 샵타이탄 | 시뮬레이션RPG | 카밤 | 2023년(중국) |
| 제2의 나라: 크로스월드 | RPG | 넷마블네오/레벨5 | 2023년(중국) |
| 일곱개의 대죄 | RPG | 넷마블에프앤씨 | 2023년(중국) |

자료: 넷마블, 언론보도 재인용, NH투자증권 리서치본부





삼성전기
 기관 부문의 모멘텀으로 시선 이동
[\[출처\] 하나증권 김록호 애널리스트](#)

2Q23 Preview: 기존 전망치와 유사

삼성전기의 23년 2분기 매출액은 2조 600억원(YoY -16%, QoQ +2%), 영업이익은 1,914억원(YoY -47%, QoQ +37%)으로 전망한다. 이는 하나증권의 기존 추정치와 유사한 수준이며, 컨센서스에도 부합하는 수준이다. 전분기대비 증익의 주요인은 MLCC의 수량 증가와 그로 인한 가동률 회복, 수익성 개선이다. 삼성전기는 22년 하반기 업황 다운사이클 진입시에 적극적인 가동률 조절로 인해 재고 수준을 낮췄고, 이후 전방 고객사들의 일부 주문 증가에도 가동률을 상승시킬 수 있는 환경을 구축해 놓은 바 있다. 광학통신 솔루션은 고객사의 스마트폰 출하량이 예상치를 하회해 기존대비 부진한 실적이 예상된다. 패키지 솔루션은 PC, 스마트폰향은 부진하지만, 서버향 FC-BGA의 원활한 공급으로 전분기대비 실적 개선이 가능할 전망이다.

하반기 실적 하향 조정

삼성전기의 23년 하반기 실적을 하향 조정한다. 이는 주요 고객사 중에 하나인 중국 스마트폰 업체들의 출하량 부진을 반영했기 때문이다. 하나증권은 기존에 2023년 중국 스마트폰 시장은 기저 효과로 인해 전년대비 증가세로 전환될 것으로 전망한 바 있다. 다만, 기저 효과를 기대했던 23년 2분기에도 중국 스마트폰 판매량이 전년동기대비 감소할 것으로 추정되어 기존 전망치를 하향해야 할 것으로 판단된다. 아울러 중국 스마트폰 업체들이 618 쇼핑데이를 준비하며 출하량을 증가시켰는데, 실제 판매량은 기대보다 낮은 것으로 추정되어 일시적인 유통 채널 재고 증가 가능성도 배제할 수 없다. 이로 인해 3분기 중화권 스마트폰향 부품 공급이 기존에 예상했던 것보다 저조할 것으로 가정하며 하반기 실적에 대한 눈높이를 하향 조정했다.

패키지 솔루션 모멘텀은 유효

삼성전기에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 185,000원을 유지한다. 2023년과 2024년 영업이익을 기존대비 각각 9.9%, 10.3% 하향했지만, 최근 글로벌 동종 업체들의 주가 상승으로 인해 멀티플이 상향되어 목표주가 산출에는 변화가 없었다. 중국 스마트폰 시장의 부진은 이미 기정 사실화되어 있어 이로 인한 실적 하향 조정이 주가에 선반영되었을 가능성은 높다. 반면에 패키지 솔루션은 서버향 FC-BGA의 실적 기여도가 확대되고 있고, 생성형 AI 서버/데이터센터의 수요 증가 역시 삼성전기에게 긍정적 이벤트이다. MLCC 역시 수요 불확실성 속에서도 가동률 상승 흐름은 이어가고 있어 실적의 방향성은 여전히 유효하다. 실적 눈높이가 한 단계 낮아진 이후에는 다시 기회가 올 것으로 판단한다

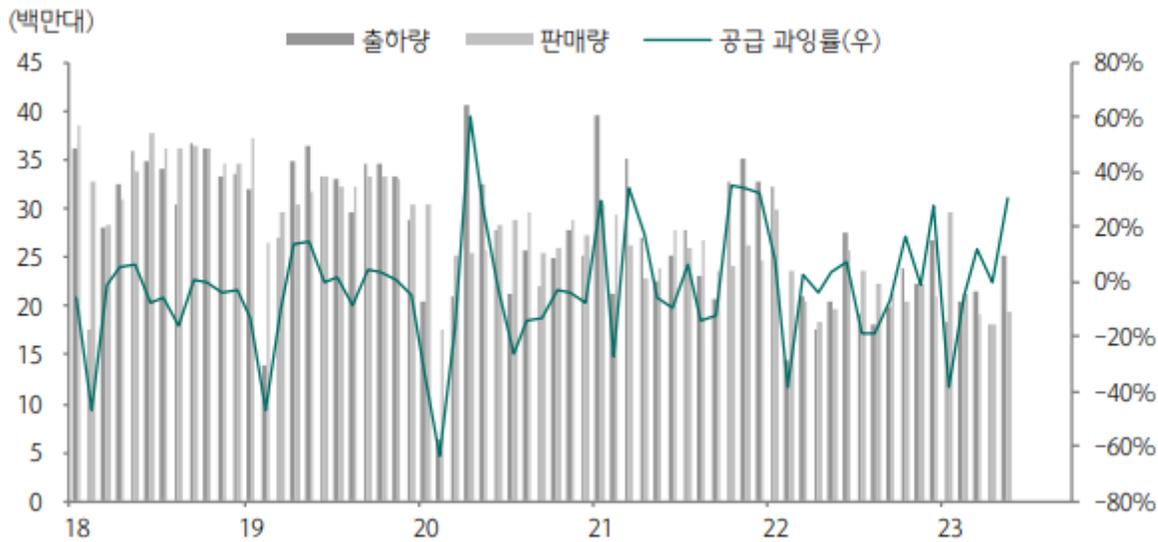
| Financial Data | | (십억원, %, 배, 원) | | |
|----------------|---------|----------------|---------|---------|
| 투자지표 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
| 매출액 | 9,675.0 | 9,424.6 | 8,300.2 | 8,689.0 |
| 영업이익 | 1,486.9 | 1,182.8 | 793.9 | 1,146.2 |
| 세전이익 | 1,491.3 | 1,186.8 | 805.7 | 1,126.0 |
| 순이익 | 892.4 | 980.6 | 580.6 | 815.5 |
| EPS | 11,500 | 12,636 | 7,482 | 10,509 |
| 증감율 | 47.76 | 9.88 | (40.79) | 40.46 |
| PER | 17.17 | 10.33 | 19.42 | 13.83 |
| PBR | 2.23 | 1.32 | 1.37 | 1.27 |
| EV/EBITDA | 6.39 | 4.78 | 6.31 | 4.93 |
| ROE | 14.29 | 13.75 | 7.45 | 9.73 |
| BPS | 88,474 | 99,035 | 105,694 | 114,156 |
| DPS | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,300 |

도표 3. 한국 Ceramic Capacitor 수출증량/금액/가격 YoY 증감률



자료: 무역협회, 하나증권

도표 4 중국 스마트폰 월별 출하량 vs 판매량



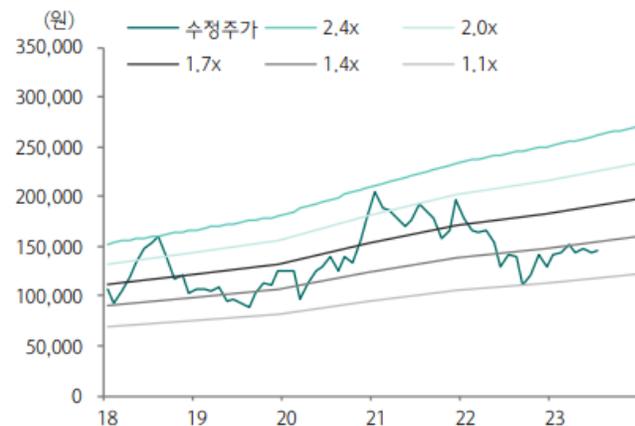
자료: Counterpoint, CAICT, 하나증권

도표 5 삼성전기 MLCC 가동률 추이

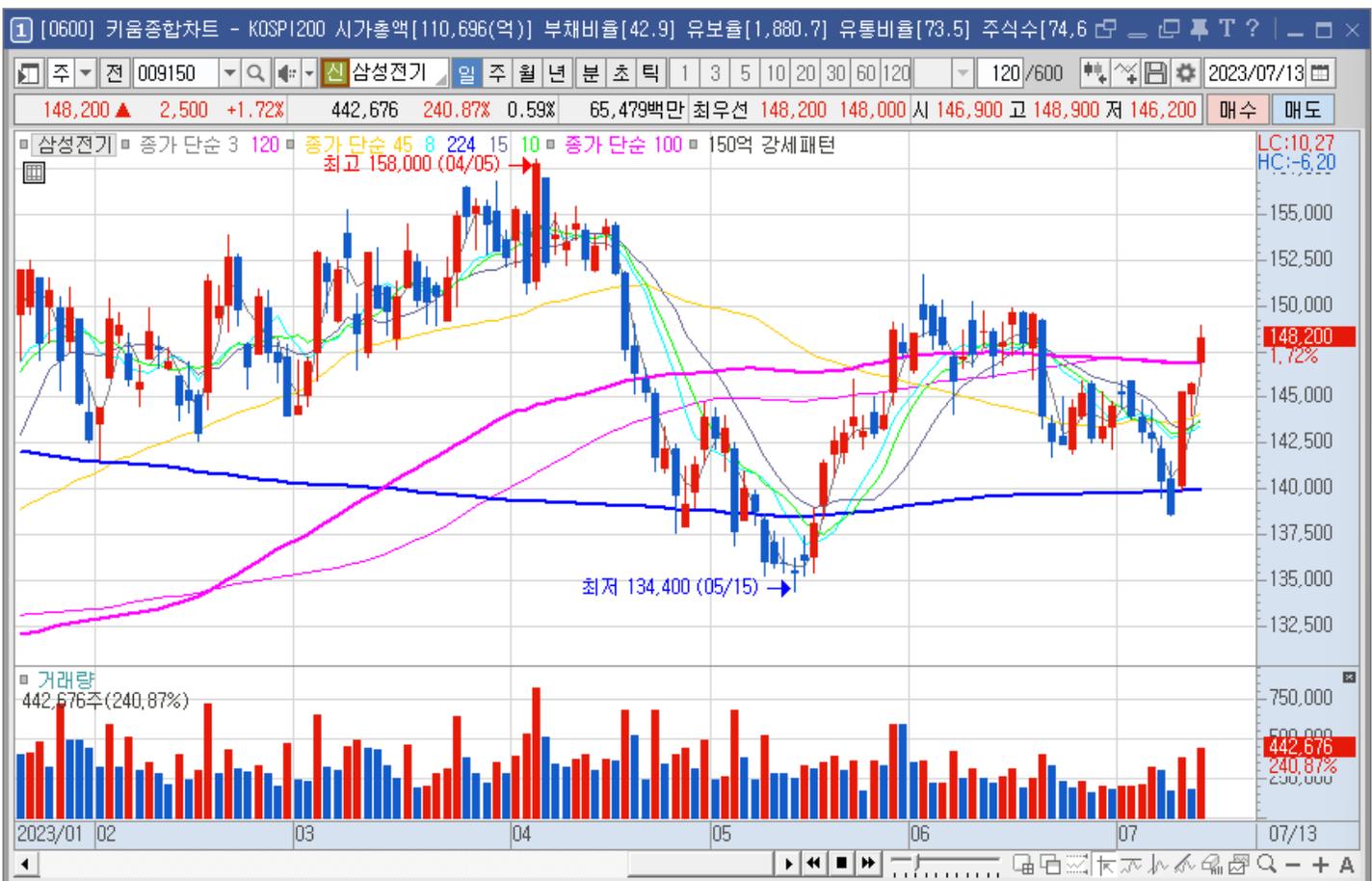


자료: 삼성전기, 하나증권

도표 6. 12M Fwd PBR Band



자료: Wlsefn, 하나증권



진성티이씨

진성은 진성이다. 제 2의 성장 스토리

[\[출처\] DS투자증권 김수현 애널리스트](#)

구조적 성장 스토리 → 광산 채굴 증가와 우크라이나 재건은 필연적

전 세계 1위 건설 중장비 기업 美 캐터필라 굴삭기의 하부주행체 부품을 가장 많이 생산 납품한다. 동사 매출의 60%가 캐터필라이며 그 외 미국 Bobcat과 신규로 진입한 John Deere향 매출 비중도 각각 5% 미만이다. 특히 캐터필라 중장비 협력사내 공급 물량이 가장 많은 업체로서 캐터필라 협력사 중 m/s는 62%로 추정된다.

우리는 캐터필라와의 파트너십이 동사의 구조적 성장 측면에서 중요하다고 보고 있다. 그 이유는 1) 탈중국화 공급망 구축을 위해 미국 주도하 FTA 체결 지역 내 소재 조달을 위한 광산 채굴 증가가 필연적이라는 점, 2) 우크라이나 전비 지원이 가장 많은 미국이 우크라이나 재건 사업에 가장 크게 개입할 것이라는 점이다. 이 과정에서 미국 건설 중장비 업체들의 수혜와 이에 따른 동사로의 상당한 낙수효과가 예상된다.

2023년부터 4년간 2,000억원 규모의 Capa 증설

현재 연간 생산 Capa는 약 6,000억원(국내 3,000억원, 중국 2,000억원, 미국 1,000억원)이며 가동률은 평균 80% 중반이다. 중국 외 아시아권 생산기지 확보 및 원가 절감을 위해 22년 설립한 태국 신규 공장에 올해 하반기부터 Capa 증설 공사에 돌입한다. 향후 4년간 1~3차까지 단계적으로 2,000억원의 Capa 증설이 계획되어 있으며 24년 1차 Capa 증설 규모는 약 500~600억원 수준이다. 이번 증설로 북미 John Deere 신규 확보 물량 증가와 구조적 수요 증가에 대한 대응이 가능해진다.

2023F 실적 기준 PER 6.3배

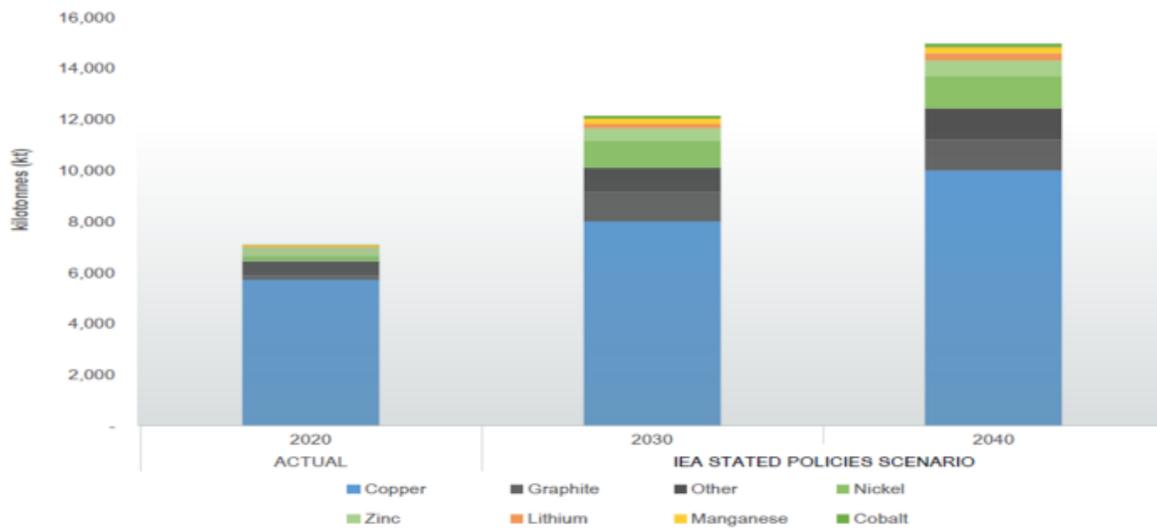
주요 고객사인 캐터필라, HD현대인프라코어 및 히타치 등의 실적 호조가 지속될 것으로 보이며 Bobcat, John Deere로 고객군이 확대되고 있어 23F 매출액 5,798억원(+7.2% YoY), 영업이익 665억원(OPM 11.5%)으로 전망된다. 전년 대비 물류비 감소 등으로 인해 판가가 한 차례 인하된 것을 감안해도 과거 평균 OPM 8%를 넘어서는 가격 경쟁력과 수익성이 지속될 전망이다. 23F PER은 6.3배 수준에 불과하다.

Financial Data

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 311 | 438 | 541 | 580 | 691 |
| 영업이익 | 23 | 25 | 66 | 66 | 74 |
| 영업이익률(%) | 7.4 | 5.8 | 12.3 | 11.5 | 10.7 |
| 세전이익 | 23 | 24 | 64 | 69 | 81 |
| 지배주주지분순이익 | 15 | 17 | 45 | 49 | 58 |
| EPS(원) | 674 | 760 | 2,021 | 2,451 | 2,882 |
| 증감률(%) | -31.1 | 12.7 | 166.0 | 21.3 | 17.6 |
| ROE(%) | 10.5 | 10.7 | 24.0 | 21.2 | 20.7 |
| PER (배) | 18.4 | 13.6 | 6.5 | 6.3 | 5.3 |
| PBR (배) | 1.9 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.1 |
| EV/EBITDA (배) | 9.1 | 8.3 | 4.4 | 4.3 | 3.8 |

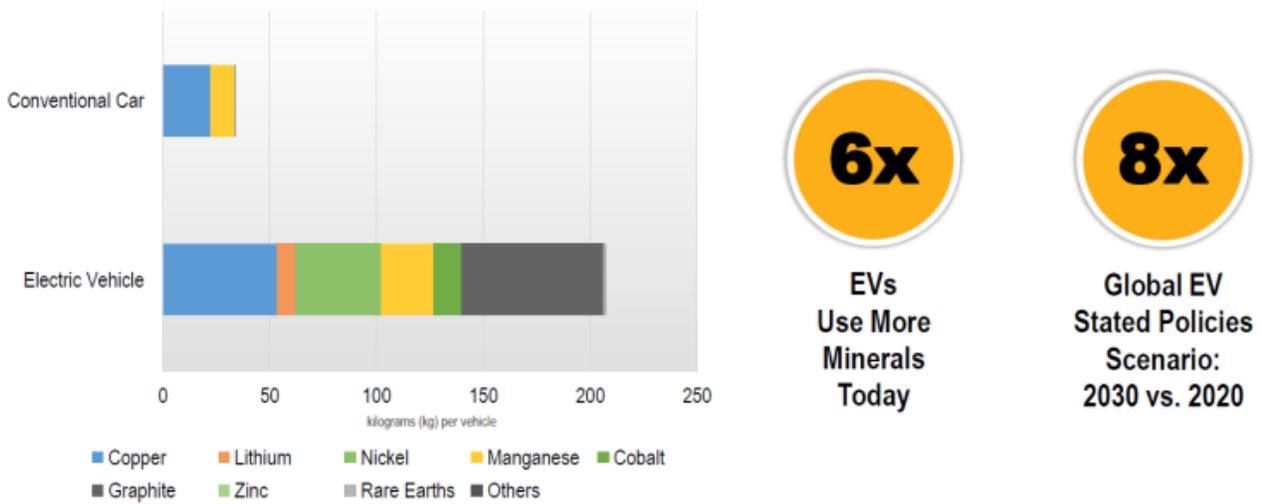
자료: 진성티이씨, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 에너지 전환에 따른 광물 수요 가속화



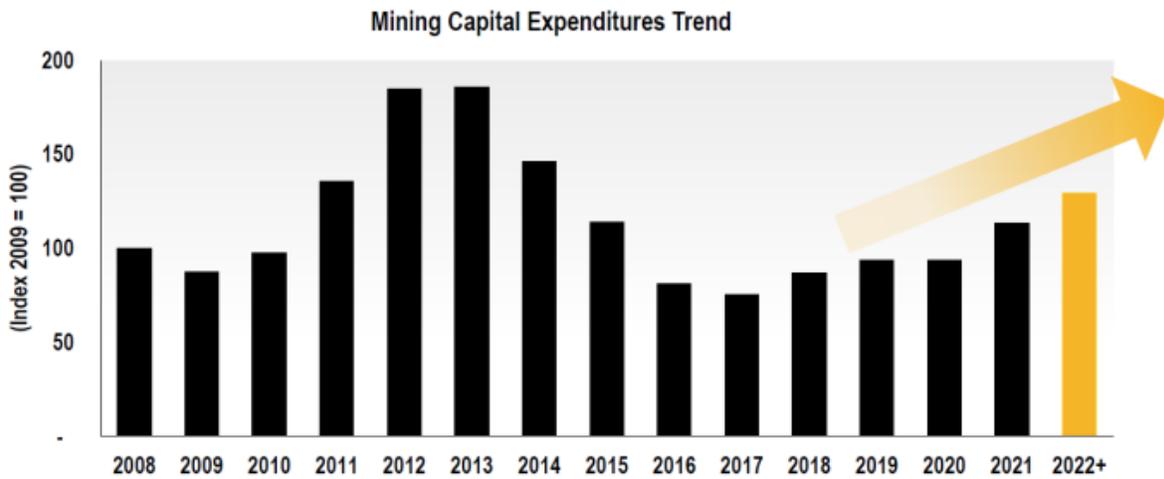
자료: 캐터필라, DS투자증권 리서치센터

그림2 전기차 (EV) 전환에 따른 광물 수요 증가



자료: 캐터필라, DS투자증권 리서치센터

그림3 광업 자본 지출 추이



자료: 캐터필라, DS투자증권 리서치센터

주: 2022년 시가총액 1위 광산업체 60개사 기준



서연이화

2Q23 Preview : 아직도 주가는 저평가

[\[출처\] 유진투자증권 이재일 애널리스트](#)

동사는 2분기 매출액 8,660억원(+25.9%yoy), 영업이익 620억원(+100.9%yoy), 지배이익 460억원(+768.9%yoy)를 기록해 분기 최대 영업이익을 달성할 전망

호실적의 원인은 1) 현대/기아차의 글로벌 공장 가동률 상승, 2)그랜저, 코나, 아이오닉6 등 주요 신차 판매의 호조, 3) 물류비 절감에 따른 영업 비용 축소 등임

지역별 매출 비중(1Q23) : 한국(32.8%), 유럽(22.4%), 인도(19.0%), 미국(17.9%), 멕시코(3.5%)

유럽 시장은 러시아/우크라이나 전쟁 영향에서 벗어나 판매 회복세 나타내고 있으며, 인도/미국 시장은 SUV 모델 중심으로 고객사의 판매 증가세가 지속되고 있음. 인도 저가형 EV 양산 계획도 곧 구체화 될 것으로 기대됨

인도/미국/멕시코/국내는 차세대 EV 생산 기지로 부각되고 있으며 동사는 해당 권역 내 생산 시설 보유해 신규 수주 가능성 높음. 특히, 북미 지역은 현대차 그룹 외 타 OEM으로 고객사 다각화 진행될 것으로 기대됨

4분기 중국 자회사 손상 차손 반영 가능성을 감안하더라도 2023년 연간 지배이익 1,540억원을 전망함

하반기 신형 싼타페 출시, 고객사의 인도 Capa 확대, 북미/국내 전기차 신공장 물량 수주 가능성 등이 향후 주가 상승의 트리거가 될 것. 투자의견 매수를 유지하며 목표주가를 기존 26,000원에서 34,000원으로 상향 조정함

| 12월 결산(십억원) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,180 | 2,845 | 3,364 | 3,633 |
| 영업이익 | 66 | 151 | 223 | 249 |
| 세전손익 | 51 | 116 | 216 | 240 |
| 지배이익 | 26 | 56 | 154 | 166 |
| EPS(원) | 973 | 2,060 | 5,692 | 6,137 |
| 증감률(%) | 흑전 | 111.7 | 176.3 | 7.8 |
| PER(배) | 7.2 | 3.8 | 4.1 | 3.8 |
| ROE(%) | 4.1 | 8.0 | 18.7 | 16.9 |
| PBR(배) | 0.3 | 0.3 | 0.8 | 0.6 |
| EV/EBITDA(배) | 3.4 | 1.6 | 2.6 | 2.1 |

자료: 유진투자증권



현대오토에버

2Q23 Preview : SDV의 큰 흐름을 타고

[\[출처\] 유진투자증권 이재일 애널리스트](#)

동사는 2분기 매출액 7,430억원(+17.9%yoy), 영업이익 390억원(+35.8%yoy), 지배이익 313억원(+44.9%yoy)를 기록 컨센서스에 부합할 전망

부문별 : SI부문 2,490억원(+14.0%yoy), ITO 3,300억원(+14.0%yoy), 차량용SW 1,650억원(+34.0%yoy)

SUV/프리미엄 차종 중심으로 현대/기아차의 믹스 개선됨에 따라 순정 내비게이션 및 ADAS, 커넥티드카 서비스 비중 확대되고 있음. 이에 따라, 차량용 SW 부문의 고속 성장세가 2분기에도 지속됨

동사는 2023년 매출액 3.14조원(+14.1%yoy), 영업이익 1,700억원(+19.7%yoy), 지배순이익 1,394억원(+22.4%yoy)를 기록할 전망으로 올해 연간 가이던스를 초과 달성할 것으로 기대됨

동사는 완성차의 차세대 ERP, 스마트 팩토리, 내비게이션&정밀지도, 전장용 SW 등 차세대 성장 동력 다수 보유하고 있어 2027년까지 가시성 높은 매출 및 이익의 고속 성장을 기대할 수 있음

올해 하반기 EV9 GT, G90 등 신모델에 탑재될 Lv. 3 부분자율주행 기능에 동사의 정밀지도와 모빌진AD(차세대 통합 제어기) 탑재될 전망. EU의 안전규제 강화로 향후 내비게이션 장착률 대폭 상승 가능한 점도 호재로 작용

동사에 대한 목표주가 180,000원으로 20% 상향 조정하며 부품사 중 최선호주 추천을 유지함

| 12월 결산(십억원) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,070 | 2,755 | 3,144 | 3,485 |
| 영업이익 | 96 | 142 | 170 | 198 |
| 세전손익 | 97 | 155 | 182 | 202 |
| 지배이익 | 70 | 114 | 139 | 152 |
| EPS(원) | 2,546 | 4,154 | 5,085 | 5,558 |
| 증감률(%) | -9.4 | 63.2 | 22.4 | 9.3 |
| PER(배) | 54.2 | 23.0 | 29.4 | 26.9 |
| ROE(%) | 7.3 | 8.0 | 8.8 | 8.9 |
| PBR(배) | 2.8 | 1.8 | 2.6 | 2.4 |
| EV/EBITDA(배) | 17.7 | 8.0 | 11.1 | 9.2 |

자료: 유진투자증권

