

2023.07.20(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-07-20 오전 4:16

수정한 날짜: 2023-07-20 오전 8:40

2023.07.20(목) 증권사리포트

LG이노텍

명확한 하반기 모멘텀

[\[출처\] 하나증권 김록호 애널리스트](#)

2Q23 Preview: 우호적인 환율 속에서 흑자 전환

LG이노텍의 23년 2분기 매출액은 3조 6,075억원(YoY -3%, QoQ -18%), 영업이익은 316억원(YoY -89%, QoQ -83%)으로 전망한다. 기존에는 적자가 전망되었는데, 우호적인 환율속에서 전사 이익이 흑자 전환한 것으로 추정된다. 광학솔루션은 물량 감소에 따른 고정비 부담으로 인해 적자를 시현하지만, 기존 추정치 대비론 적자 규모는 축소될 것으로 예상된다. 기관 소재 부문은 디스플레이 관련 소재는 부진하지만, 북미 고객사향 패키지기판 물량이 증가하며 전분기대비 증익할 것으로 추정된다. 전통적인 비수기 구간에 고객사 물량 감소에도 불구하고 선방한 실적이라 판단한다.

폴디드줌 공급으로 올해 하반기 모멘텀 역시 뚜렷

LG이노텍은 올해 하반기에도 실적 모멘텀이 명확하다. 북미 고객사의 신규 스마트폰 최상위 모델에 폴디드줌 및 액츄에이터를 신규로 공급할 예정이다. 폴디드줌은 기존 망원 카메라모듈보다 가격 상승폭이 클 것으로 추정되어 Blended ASP 상승이 기대된다. 액츄에이터는 카메라모듈의 핵심 부품 중의 하나로 내재화하면 영업이익률 개선이 가능하다. 하나증권은 LG이노텍이 액츄에이터를 처음으로 생산하는 점을 감안해 관련된 수익성 개선을 추정치에 반영시키지 않았다. 액츄에이터의 원활한 생산이 가능하다면, 현재 전망치대비 상향 여력도 상존한다. 아울러 작년 4분기에는 생산 차질로 인해 실적이 저조했었기 때문에 기저효과를 기대할 수 있다. 23년 하반기 광학솔루션의 영업이익은 전년동기대비 75% 증가할 것으로 추정한다.

IT 수요 불안정 속에서 탄탄한 고객사는 차별화 포인트

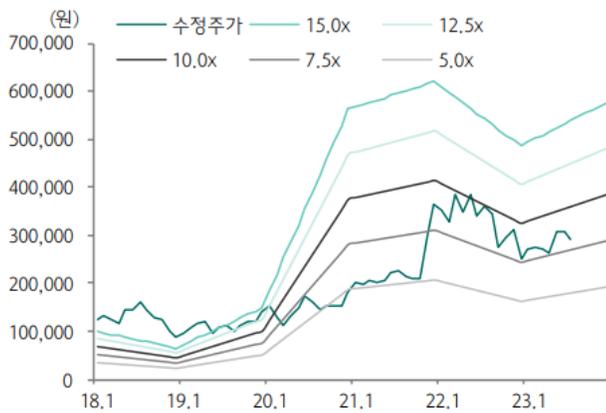
LG이노텍에 대한 투자 의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 400,000원으로 상향한다. 2023년과 2024년 영업이익을 기존대비 각각 19%, 27% 상향조정하고, 12개월 선행 EPS가 차기 모델을 온전히 반영하는 구간으로 진입했기 때문이다. 여전히 23년 하반기 IT 수요에 대한 불확실성이 상존하지만, 북미 고객사는 견고한 브랜드 로열티를 기반으로 여타 업체들 대비 수요 가시성은 높다는 판단이다. 아울러 전작의 판매량이 저조했기 때문에 기저 효과를 누릴 수 있는 상황이다. 동일한 물량이라 가정하더라도 가격 상승에 의한 외형 성장이 가능하고, 신규 폴디드줌은 독점 공급인 점을 감안하면 올해 하반기 실적 가시성은 여타 IT 부품 업체들대비 우월하다는 판단이다. 12개월 선행 EPS 기준 PER 8.04배로 부담 없는 주가 수준이다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

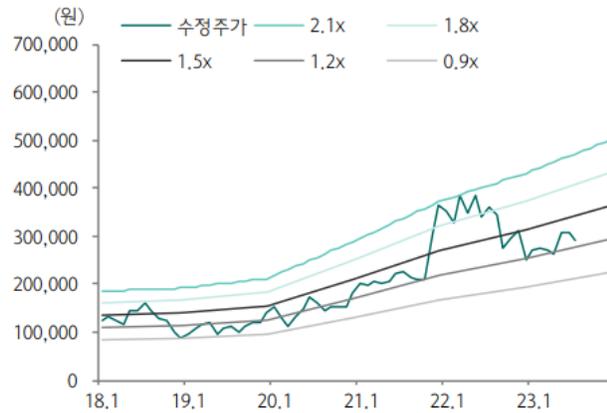
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	14,945.6	19,589.4	20,919.1	22,306.0
영업이익	1,264.2	1,271.8	1,161.7	1,450.6
세전이익	1,193.2	1,135.1	1,024.6	1,318.3
순이익	888.3	979.8	768.5	988.7
EPS	37,532	41,401	32,471	41,776
증감율	276.19	10.31	(21.57)	28.66
PER	9.70	6.10	9.04	7.03
PBR	2.60	1.40	1.40	1.19
EV/EBITDA	4.70	3.44	3.74	3.03
ROE	30.94	25.85	16.68	18.33
BPS	140,048	180,255	209,113	246,740
DPS	3,000	4,150	4,150	4,150

도표 4. 12M Fwd PER 밴드



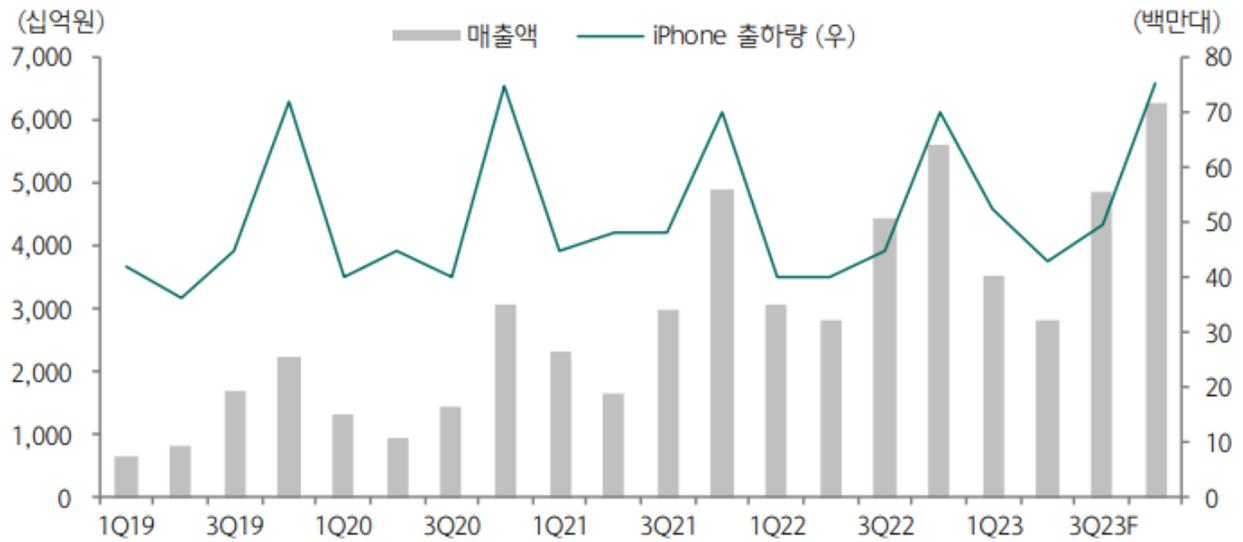
자료: Wsefn, 하나증권

도표 5. 12M Fwd PBR 밴드



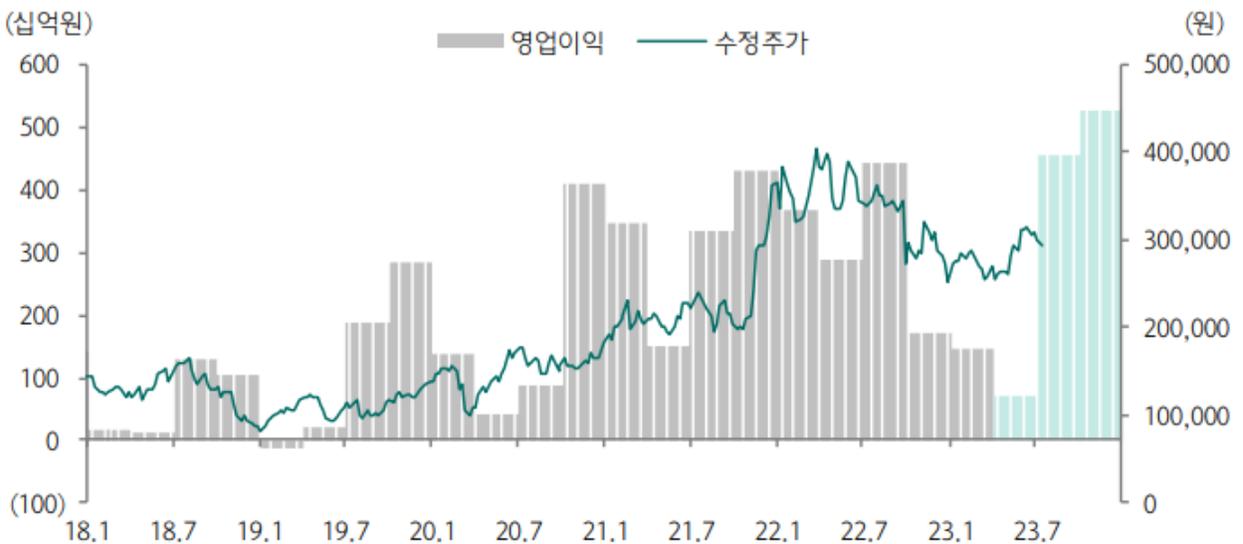
자료: Wsefn, 하나증권

도표 7. 광학솔루션 매출액 vs 애플 출하량



자료: LG이노텍, 하나증권

도표 8. LG이노텍 영업이익 vs 주가



자료: LG이노텍, 하나증권



카카오게임즈

트리플 A급 신작이 요구

[\[출처\] 키움증권 김진구 애널리스트](#)

동사 목표주가 3.8만원으로 하향 조정

동사 목표주가를 4.5만원에서 3.8만원으로 하향하고 투자의견 Outperform을 유지한다. 신규 목표주가 산정은 동사 주요 신작별 성과가 온기로 반영될 24E 지배주주지분 1,515억원 대상으로 라이온하트스튜디오 별도 이익 기준의 지배주주지분 환산분 405억원과 이를 제외한 1,110억원으로 구분하였다. 각각의 이익 기준 타겟 PER은 20배, 25배를 적용했고 연간 할인율 10%을 반영하되, 전자는 라이온하트스튜디오 IPO 전제로 이중 상장에 따른 할인율 20%를 추가 적용하였다. 후자는 아키에이지 2 등 동사 차기 신작의 추가 잠재력을 감안한 우호적 밸류에이션이다. 이에 향후 아키에이지 2가 대중적 유저 피드백을 통해 트리플 A급 게임으로 포지셔닝될 수 있는지 여부가 중요할 것으로 판단한다.

주요 게임별 일평균 매출 추정치 점검

동사의 핵심 게임인 오딘의 글로벌 일평균 매출액은 23E 10.0억원에서 24E 10.7억원으로 소폭의 증가를 가정했고, 이는 해당 게임의 서구권 출시에 따른 일평균 매출을 초기 분기인 1Q24E 1.3억원과 24E 0.9억원으로 반영했기 때문이다. 아키에이지 워 일평균 매출은 23E 6.7억원에서 24E 6.6억원으로 대체로 유지를 추정치에 담고 있으며, 대만 및 서구권 출시에 따른 초기 매출 분기로 각각 1Q24E, 4Q24E를 가정하되, 해당 장르 경쟁강도 증가 및 차별화 포인트 약화 등을 감안하여 권역별 일평균 매출은 기존 대비 절반 수준인 1.3억원과 2.5억원을 각각 반영한 결과이다. 또한 에버소울 국내 성과를 살펴볼 때 일본시장에서 유의미한 성과를 창출하는데 약점이 있다고 판단되는 바, 이에 따라 동 지역 출시에 따른 일평균 매출을 추정치에서 제거했다. 또한 아레스 일평균 매출액이 초기 분기 기준 3Q23E 10.0억원과 23E 8.6억원으로 성공을 전제한 추정치가 모델링에 반영됨으로써 이익 수준이 가법치 않음을 재차 상기하고자 한다. 중장기적으로 동사 기업가치의 레벨업을 위해서는 콘솔 포함 트리플 A급 게임에 대한 개발과 라인업 확장이 전제될 필요가 있음을 명시적으로 밝히고자 한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,012.5	1,147.7	1,273.2	1,444.3
영업이익	111.9	175.8	139.4	195.1
EBITDA	155.2	269.1	223.0	282.3
세전이익	722.1	-194.7	145.8	217.1
순이익	520.2	-196.1	112.7	164.5
지배주주지분순이익	528.7	-233.6	105.9	151.5
EPS(원)	7,061	-2,929	1,285	1,837
증감률(% YoY)	412.0	적전	흑전	43.0
PER(배)	12.9	-15.2	25.8	18.0
PBR(배)	3.35	2.18	1.73	1.80
EV/EBITDA(배)	45.5	16.6	16.5	13.4
영업이익률(%)	11.1	15.3	10.9	13.5
ROE(%)	34.1	-12.4	6.5	9.8
순차입금비율(%)	-12.4	22.7	31.2	37.1



대한항공

2분기에도 기대이상의 호실적 예상

[\[출처\] 하나증권 박성봉 애널리스트](#)

화물 매출 감소 불구, 국제선 호조로 2분기 영업이익 개선 전망

2023년 2분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 3.8조원(YoY +10.2%, QoQ +5.0%)과 5,184억원(YoY -30.0%, QoQ +6.8%)으로 영업이익 시장컨센서스인 4,597억원을 상회할 것으로 예상된다.

1분기대비 일본과 동남아 등의 단거리 노선 수요가 소폭 감소했음에도 불구하고, 미주 및 구주 향 장거리 노선 수요 회복으로 1) 대한항공의 국제선 수송(RPK)은 2019년 2분기의 72.2% 수준까지 회복했고 동시에 2) 1분기대비 국제선 공급(ASK)을 10.5%나 증가시켰는데도 82.2%라는 높은 수준의 탑승률을 기록한 것으로 추정된다. 3) 화물의 경우 전분기대비 수송량(FTK) 감소와 운임(Yield, Cent 기준) 하락폭이 각각 3.2%와 8.2%에 달하면서 화물 매출액이 1분기대비 1,002억원 감소할 것으로 예상된다.

3분기에도 국제선 중심의 성장 및 수익성 개선 지속 전망

6월 인천공항 일본 노선 여객 수송은 107만명으로 2022년 10월 이후 9개월 연속 전년동기대비 증가함과 동시에 2019년 7월 이래로 최대치를 기록했다. 중국 노선 또한 한중 외교 경색과 한국행 단체 관광객 허가 지연으로 당초 예상보다는 더디지만 그래도 증가세를 지속하면서 2019년 6월의 41% 수준을 기록했다. 3분기는 국제선 여객 계절적 성수기로 7~8월 여름 휴가와 9월 추석 연휴를 앞두고 있어 국제선 여객 수송 증가세가 지속될 전망이다. 인천공항 항공 화물의 경우 1여년만에 처음으로 전년동기대비 감소폭이 한 자릿수 대로 축소되었다. 3월까지 급락했던 컨테이너선 운임(SCFI)가 바닥을 다진 상황에서 항공화물의 가장 큰 부분을 차지하는 반도체 수출도 바닥 확인이 진행된 가운데 항공화물 수요 추가 악화 가능성은 제한적이라 판단된다. 이를 감안하면 3분기 대한항공의 영업이익은 6,299억원(YoY -21.3%, QoQ +21.5%)을 기록할 것으로 예상된다.

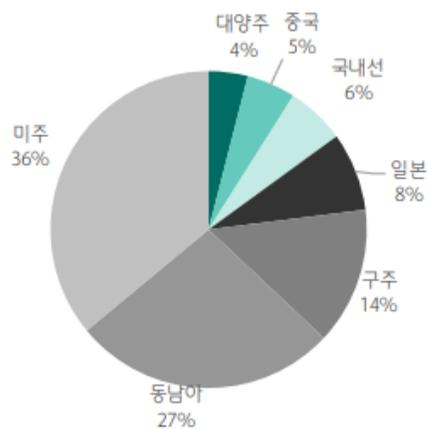
투자의견 'BUY'와 목표주가 30,000원 유지

대한항공에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 30,000원을 유지한다. 화물 매출은 바닥을 확인한 것으로 예상된 가운데 국제선 수요 호조로 올해 하반기에도 안정적인 영업실적 달성이 가능할 전망이다. 현재 주가는 PBR 1.0배 수준으로 밸류에이션 부담도 제한적이라 판단된다. 부담 없는 주가

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

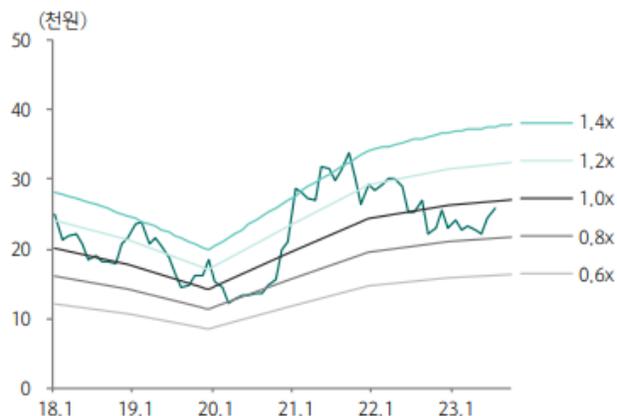
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	9,016.8	14,096.1	15,143.0	15,315.1
영업이익	1,418.0	2,830.6	2,110.2	1,380.3
세전이익	843.1	2,562.1	1,476.0	912.9
순이익	577.7	1,728.4	1,010.7	646.3
EPS	1,905	4,798	2,737	1,750
증감률	흑전	151.86	(42.96)	(36.06)
PER	15.41	4.78	9.41	14.71
PBR	1.52	0.94	0.98	0.94
EV/EBITDA	5.98	3.10	3.81	4.70
ROE	11.60	21.95	10.81	6.53
BPS	19,356	24,353	26,278	27,278
DPS	0	750	750	750

도표 2. 대한항공 여객 노선별 매출비중

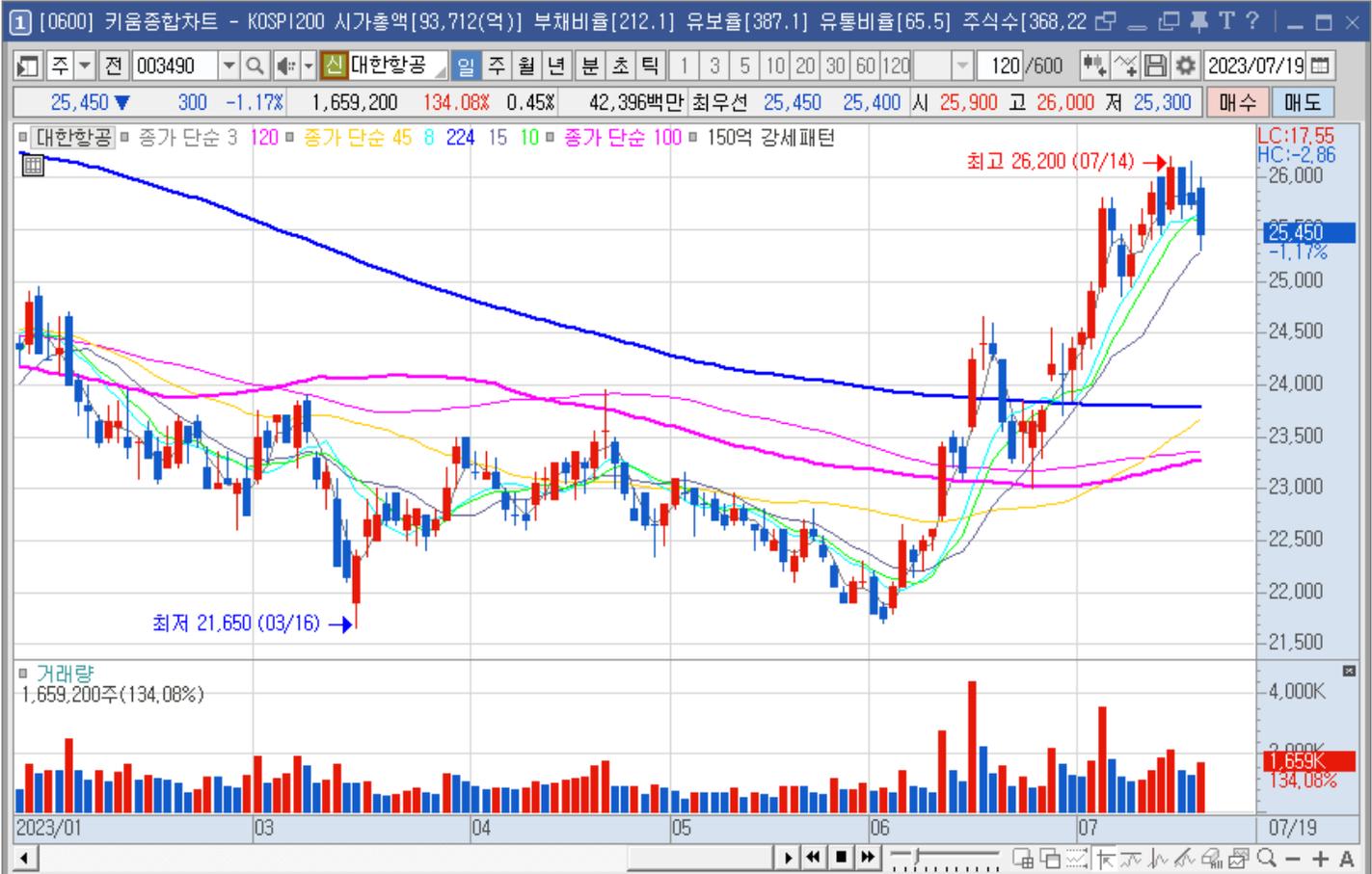


주: 2023년 1분기 기준
 자료: 대한항공, 하나증권

도표 3. 대한항공 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준
 자료: 하나증권



종근당

연구개발 생산성과 효율성을 높여야

[\[출처\] 유진투자증권 권해순 애널리스트](#)

목표주가 100,000원 유지, 현 주가 대비 상승 폭 감안하여 투자의견 BUY 유지, 한미약품 대비 약 70% 할인 거래

향후 연평균 매출성장률 7%내외 전망, 연구개발비 지출 증감에 따라 분기별 이익 성장률이 변화하는 추이

하반기 HK이노엔과 케이캡® 코마케팅 계약 조건 재협상 예정, 2024년 케이캡 관련 수익 감소 예상

강한 마케팅력에 기반하여 프롤리아® 고성장, 신제품 지텍® 출시로 이익 감소 폭 일정 부분 상쇄 가능할 것

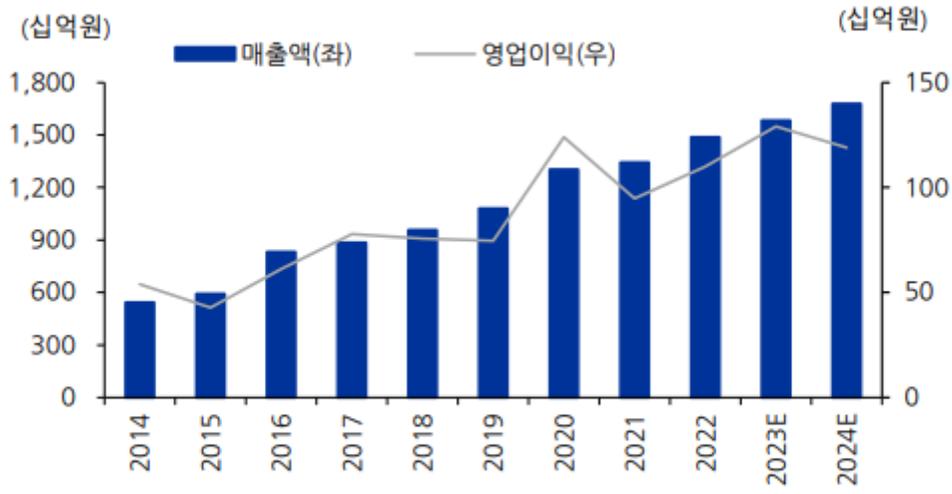
R&D 파이프라인 연구개발 단계 초기, 신약 가치 반영은 이른 단계

국내 시장에서의 강화된 입지 및 높은 이익 창출력을 토대로 연구개발 생산성과 효율성을 높이는 것이 최대 과제

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	1,344	1,488	1,582	1,678
영업이익	95	110	129	119
세전손익	81	97	118	115
당기순이익	42	80	99	85
EPS(원)	3,399	6,441	7,912	6,848
증감률(%)	-53.4	89.5	22.8	-13.5
PER(배)	31.2	12.7	9.8	11.3
ROE(%)	7.6	13.6	15.4	12.2
PBR(배)	2.1	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	11.2	7.6	6.8	7.1

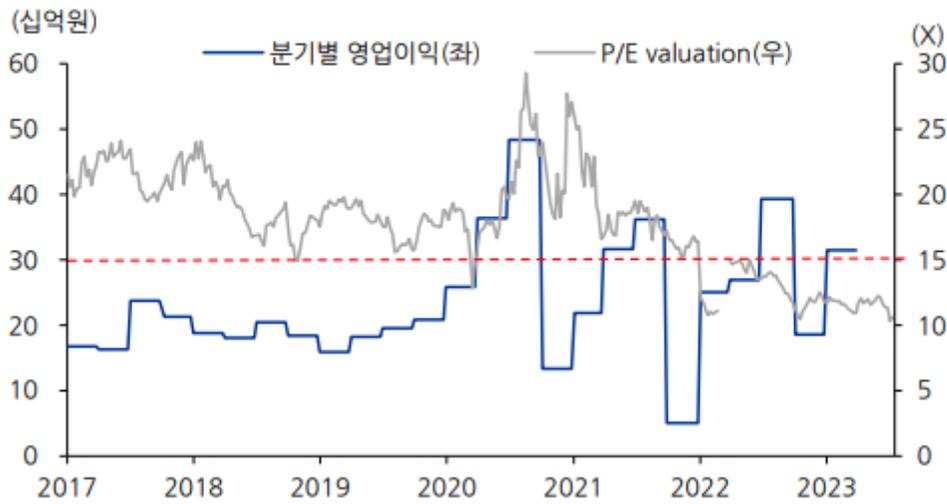
자료: 유진투자증권

도표 1. 종근당 매출액 및 영업이익 추이



자료: 유진투자증권 추정

도표 2. 종근당 분기별 영업이익 및 P/E valuation 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 3. 종근당 분기별 영업이익 및 주가 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권



롯데하이마트

각고의 노력으로 빠른 개선에 성공

[\[출처\] IBK투자증권 남성현 애널리스트](#)

2분기 수익성 개선 예상치를 크게 상회

롯데하이마트 2분기 실적은 당사 및 시장 기대치를 크게 상회하였다. 매출액은 당사 추정치에 부합하는 수준이었지만, 수익성 개선 노력에 따른 효과가 크게 나타나면서 영업이익은 흑자 전환에 성공하였다. 2분기 매출액은 6,797억 원(전년동기 대비 -23.4%), 영업이익 78억 원(전년동기대비 +3,016%)을 달성하였다. 매출액은 1분기에 이어 -23%로 큰 폭의 역 성장을 나타냈는데, 이는 1) 지난해 및 올해 폐점한 점포 감소에 따른 효과, 2) 가전시장 둔화에 따른 기존점 매출 감소, 3) 온라인 체질 개선을 위한 전략에 따른 부진, 4) 비가전 SKU 정리에 따른 영향이 작용하였기 때문이다. 다만, ▶ 점포 구조조정에 따른 효과, ▶ 물류비 효율화를 통한 개선, ▶ 재고 효율화 작업 지속, ▶ 고마진 상품군 판매 비중 확대에 따른 영향으로 마진율은 큰 폭으로 개선되었다. 2분기 상품마진율은 27.1%로 전년동기대비 +3.4%p 개선되었고, 영업이익은 1분기 적자에서 흑자로 전환하는데 성공하였다.

판매에서 케어서비스 중심으로 사업부 역할 이동

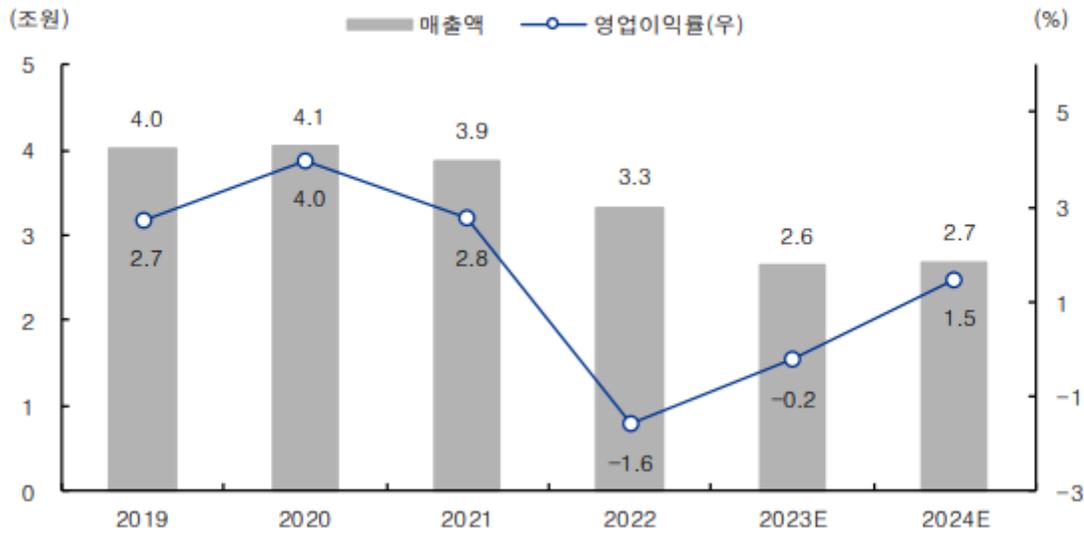
동사는 판매 중심에서 케어서비스로 사업 무게를 이동할 예정이다. 그동안 판매를 통해 고객 접점을 늘렸다면, 이제부터는 사후 서비스를 통해서 소비자의 만족도를 높여나가고 매출 구조를 다변화시킬 계획이다. 동 전략이 합리적이라 판단하는 이유는 1) 매출 구조가 일회성에서 多회성으로 전환될 수 있고, 2) 기존 설치 및 AS 인력을 활용할 수 있다는 점과, 3) 기존 판매 채널의 한계점을 넘어설 수 있기 때문이다. 다만, 동 전략에 대한 성과가 구체화되기 위해서는 ▶ 다양한 서비스 제공, ▶ 풍부한 인력 구축, ▶ 서비스 이미지 구축이 선행되어야 할 것이다. 단기적으로 성과를 기대하기에는 무리가 있지만, 개선을 위한 노력을 지속한다는 점은 긍정적이라 판단한다.

투자의견 중립, 목표주가 12,000원 유지

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,870	3,337	2,650	2,680	2,806
영업이익	107	-52	-6	39	50
세전이익	-33	-558	-24	27	39
당기순이익	-57	-528	-13	20	29
EPS(원)	-2,434	-22,361	-554	867	1,247
증가율(%)	-300.0	818.8	-97.5	-256.3	43.8
영업이익률(%)	2.8	-1.6	-0.2	1.5	1.8
순이익률(%)	-1.5	-15.8	-0.5	0.7	1.0
ROE(%)	-3.1	-33.8	-1.0	1.6	2.3
PER	-10.3	-0.5	-18.4	11.8	8.2
PBR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	4.8	11.5	7.6	6.6	6.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 롯데하이마트 영업실적 추이 및 전망



자료: 롯데하이마트, IBK투자증권





골프존

신제품 출시 효과 기대

[\[출처\] NH투자증권 백준기 애널리스트](#)

실적 추정치 하향 조정에 따라 목표주가 16만원으로 하향

목표주가 기존 18만원에서 16만원으로 하향 조정. 올해 3분기 신제품 출시 프로모션 반영에 따른 이익 추정치 하향에 기인. 2분기 실적 매출액 1,697억원(+16.0% y-y), 영업이익 402억원(-11.9% y-y)으로 기존 추정치 하회 예상. 골프존데카 등 자회사 실적 부진과 미국 투자에 따른 비용 증가 때문

7년 만의 신제품 출시에 거는 기대

골프존은 2016년 투비전을 출시하면서 가맹 사업을 시작. 금번 출시되는 투비전NX는 투비전 이후 7년 만에 출시하는 신제품으로 언리얼 엔진 활용과 프로젝터 변화를 활용한 그래픽을 두드러지게 개선한 풀 버전. 작년 3분기 론칭한 모션플레이트의 활용도를 극대화해 사실감을 증폭시킨 것이 특징

최근 이익률 둔화 아쉬우나 올해 골프산업 둔화폭이 큰 만큼 동사의 연간 매출 성장과 1,400억원 이상의 예상 영업이익은 선방 이상의 수준으로 판단. 여기에 신제품 출시가 4,000개에 달하는 비전(투비전 이전 제품) 가맹점들의 전환 수요까지 끌

어낼 것으로 기대되기 때문에 내년에는 이익률 재차 반등할 것으로 예상

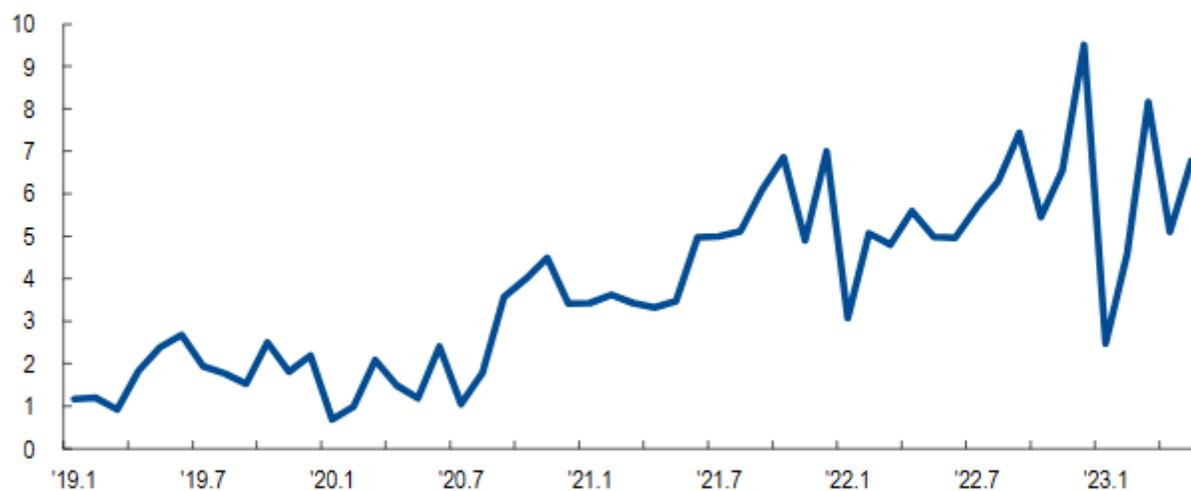
월별 수출데이터로 미루어 볼 때 3분기 수출 비중은 크게 늘어날 것으로 예상. 특히 시장에서 주목하고 있는 미국과 중국 외에도 일본 시장의 고성장 기대. 동사는 현재 GDR 위주 판매로도 높은 성장률을 달성 중인 한편 GS(게임용 시뮬레이터) 사업 진출 가능성 있어 향후 기대감 유효

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	617.5	738.8	810.1	876.5
증감률	40.2	19.6	9.6	8.2
영업이익	148.7	144.9	166.7	184.6
증감률	38.1	-2.5	15.0	10.7
영업이익률	24.1	19.6	20.6	21.1
(지배지분)순이익	113.7	105.4	121.7	134.7
EPS	18,123	16,797	19,398	21,470
증감률	49.0	-7.3	15.5	10.7
PER	6.2	6.5	5.6	5.1
PBR	2.0	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	3.3	2.6	2.1	1.5
ROE	35.0	26.3	25.0	22.9
부채비율	58.0	54.1	48.9	45.0
순차입금	-83.0	-142.2	-213.1	-330.7

단위: 십억원, %, 원, 배

그림 3. 월별 수출데이터

(백만달러)



주: HS Code 9506399000

자료: TRASS, NH투자증권 리서치본부



대주전자재료

실리콘음극재 적용처 확대에 거는 기대

[\[출처\] NH투자증권 주민우 애널리스트](#)

실리콘 음극재의 무한한 가능성

투자의견 Buy 유지하고, 목표주가는 135,000원으로 12% 상향. 실적 추정치에 대한 변경은 미미하나 국내 2차전지 업종 평균 멀티플 상승을 반영. 2025년 전후 중장기 실적 전망치 상향은 신규 고객이 확정될 2H23~2H24 중 예상

신규 고객은 EV향과 IT 디바이스향으로 나뉘서 진행. EV향은 원통형과 파우치고객 한 곳씩 샘플 검증 진행중. 확정될 경우 모델 수는 현재 2종(Tycan, E-tron GT)에서 2024년 4종으로 확대. IT 디바이스향은 EV용과 달리 퓨어실리콘 형태로 흑연 음극재 100% 대체를 목표. 목표로 하는 해외업체의 IT 디바이스전체에 퓨어실리콘이 탑재된다고 가정하면 연간 1조원 이상의 신규 매출액 발생. IT기기 특성상 용량은 제한적이나 양산 난이도 감안시 판가가 EV용 대비 4~5배높을 전망. 해당 제품은 웨어러블 기기를 시작으로 2026년 본격 양산 예상

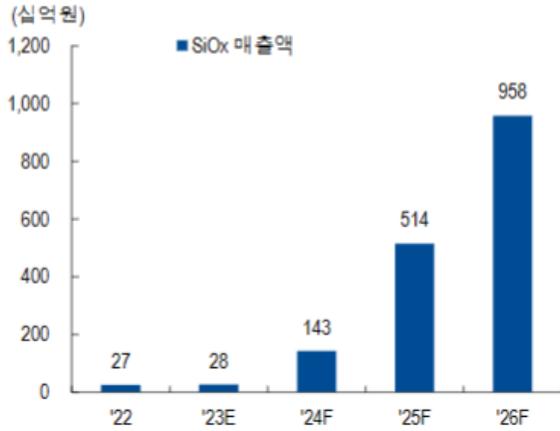
2Q23 Preview: 도전재료는 회복, 실리콘음극재는 지지부진

2Q23 매출액은 450억원(-23% y-y, +20% q-q), 영업이익은 26억원(-49% y-y, 영업이익률 5.7%)으로 컨센서스 대비 +5%, +3% 예상. 전년대비 역성장이 큰 이유는 1Q22 중국 법인 락다운 영향으로 매출 인식이 2Q22로 이연 반영돼 기저가 높은 탓. IT 수요 부진 영향을 받았던 도전재료는 2Q23 매출액 270억원(+28% q-q)으로 회복되며 흑자전환 예상. 실리콘음극재 매출액은 54억원(-24% y-y, -2% q-q) 전망. 주력 차종인 포르쉐 Tycan이 페이스리프트를 앞두고 2Q23 판매량이 8,839대(-6% y-y, -3% q-q)를 기록한 영향

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	174	190	319	696
증감률	-12.4	9.2	68.1	118.0
영업이익	12	12	48	121
증감률	-32.0	4.0	286.7	152.4
영업이익률	6.9	6.5	15.1	17.4
(지배지분)순이익	1	6	30	86
EPS	65	366	1,950	5,543
증감률	-95.6	466.6	433.4	184.3
PER	1100.7	265.7	49.8	17.5
PBR	9.2	11.6	9.3	6.0
EV/EBITDA	71.0	75.6	26.3	11.8
ROE	0.8	4.7	21.8	43.8
부채비율	171.7	239.5	325.9	266.9
순차입금	115	212	324	422

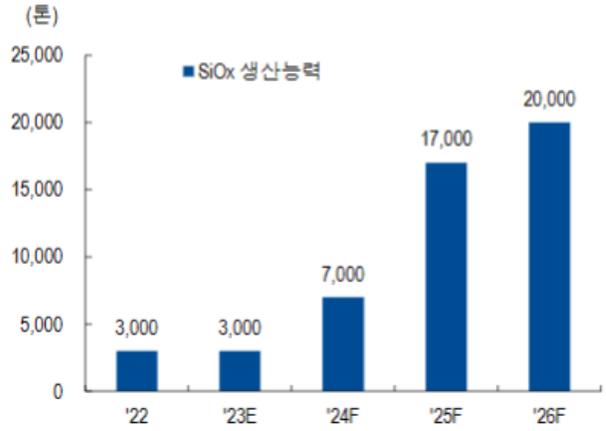
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. SiOx 생산능력 전망



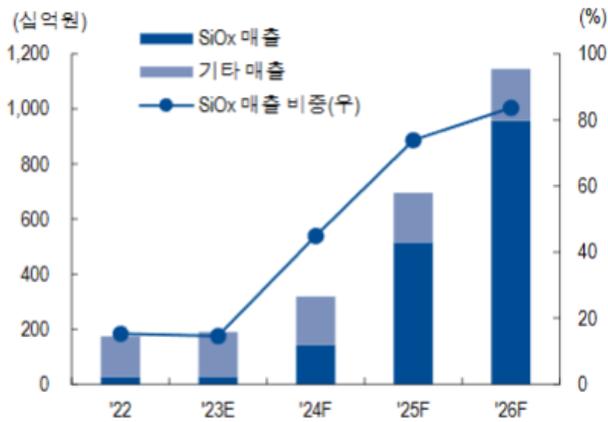
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. SiOx 실적 전망



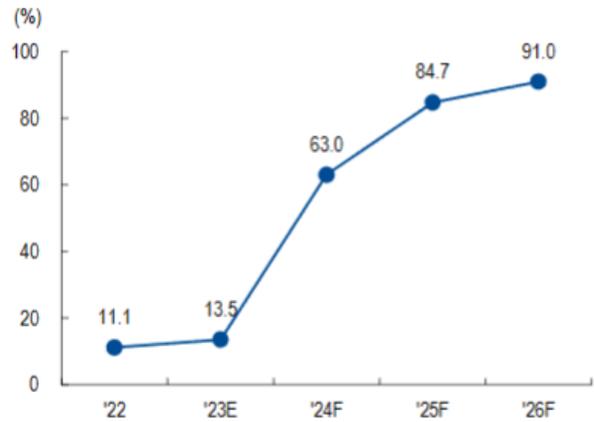
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. SiOx 매출 비중



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. SiOx 영업이익 비중



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림5. 포르쉐 Taycan



자료: 포르쉐, NH투자증권 리서치본부

그림6. 아우디 E-tron GT



자료: 아우디, NH투자증권 리서치본부 전망

