

2023.07.21(금) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-07-21 오전 3:59

수정한 날짜: 2023-07-21 오전 10:19

2023.07.21(금) 증권사리포트

현대해상

은행주 수준의 배당 수익률 전망

[\[출처\] NH투자증권 정준섭 애널리스트](#)

자본 불확실성 감안해도 매력적인 배당

IFRS17 계리적 가정 가이드라인의 소급법 적용을 전제로, 현대해상의 배당가능이익은 별다른 변화가 없겠지만 해약환급금 준비금 축소만큼 자기자본은 감소 가능. 1분기말 K-ICS비율은 178.6%로 충분하다고 보기 어려운 만큼, 추후 자본확충(=이자비용 발생)이 필요할 수 있음

현대해상 목표주가를 50,000원에서 43,000원으로 변경. 예실차 부진과 FVPL 평가손실 가능성을 이익 전망에 반영했으며, 자본 불확실성을 반영해 할인율도 60%→65%로 조정. '23년 BPS 109,503원에 타깃 PBR 0.39배 적용해 산출

하지만 '23년 예상 순이익은 1조 1,157억원, PER 2.04배로 매우 저평가된 상태. 가이드라인 소급법 적용시 이익 전망은 큰 변화가 없을 것으로 전망. 예상 DPS는 2,500원(배당성향 '22년 27.1%→'23년 17.6%), 예상 배당수익률은 8.7%로 주요 보험주 중 가장 높은 수익률 전망

2Q23 별도 순이익 2,870억원 전망

현대해상의 2분기 순이익은 2,870억원(-14% q-q, 2Q22 IFRS4 이익 대비+43.4%) 전망. 보험손익은 1분기보다 개선된 흐름(예실차 부진 축소, 양호한 자동차 손해율)이 예상되나 투자손익이 다소 부진(FVPL 평가이익 축소) 전망. 다만 2분기 실적은 추후 조정될 수 있는 만큼, 이보다는 신계약과 CSM 영향이 더 의미 있다고 판단. 2분기 인보험 신계약은 전년 동기보다 20% 이상 성장이 예상되며, 신계약 CSM 배수도 유지 예상

	2022	2023E	2024F	2025F
보험손익	-	882	997	1,091
장기	-	679	828	915
일반, 자동차	-	203	169	176
투자손익	-	601	582	624
당기순이익	-	1,116	1,185	1,287
증감률	-	-	6.2	8.6
EPS	-	14,229	15,107	16,410
PER	-	2.0	1.9	1.8
PBR	0.2	0.3	0.2	0.2
ROA	-	2.5	2.6	2.7
ROE	-	12.3	13.8	13.4
DPS	1,965	2,500	2,600	2,700
배당성향	-	17.6	17.2	16.5

단위: 십억원, %, 원, 배



LS

확실한 성장 엔진을 달다

[출처] 키움증권 김지산 애널리스트

2분기 실적 추정치 상향, MnM, I&D, ELECTRIC 기대 이상

2분기 영업이익 추정치를 2,506억원에서 2,844억원(QoQ 19%, YoY 45%)으로 상향한다. 예상보다 MnM, I&D, ELECTRIC 부문이 선전할 것이다. MnM의 잔여 지분 인수 효과로 분기 역대 최고 이익 행진이 이어지고 있다.

MnM은 1분기 정기 보수 영향에서 벗어나 정상적인 전기동 수익성을 회복하는 한편, 제련수수료 상승 효과가 더해질 것이다. I&D는 북미 광케이블 수요가 강세이고, 전기차용 권선 수주가 증가하고 있다. I&D 실적과 연동성이 큰 동 가격도 경기 여건에 비해 양호한 흐름을 보이고 있다. ELECTRIC은 미국 IRA 환경에서 전력인프라가 깜짝 실적을 주도하고 있다.

연간 영업이익은 9,934억원(YoY 48%)으로 1조원에 도전할 전망이다.

해저케이블과 배터리 소재 중심 성장 모멘텀 강화

해저케이블과 배터리 소재를 중심으로 하는 성장 모멘텀이 더욱 강화되는 모습이다. 해저케이블은 최근 역대 최대 규모인 2조원대 독일 해상풍력단지 프로젝트를 수주했고, 이를 포함하면 해저케이블의 수주잔고는 3.5조원으로 대폭 증가할 것이다. 대만에서는 1차 해상풍력단지 사업(총 5.5GW)의 8차례 계약을 독점 수주한 바 있다. 2분기에 신규 4공장이 본격 가동됐는데, 당장 5공장 건설 논의가 필요해 보인다.

배터리 소재는 MnM이 황산니켈 사업을 본격적으로 시작했고, 엘앤에프와 합작법인을 설립해 전구체 사업에 진출하기로 했다. 합작법인의 전구체 생산능력은 단계별로 2만톤, 4만톤, 12만톤으로 늘려갈 계획이고, 2차 4만톤 생산능력 기준으로 8천억의 매출이 가능할 전망이다.

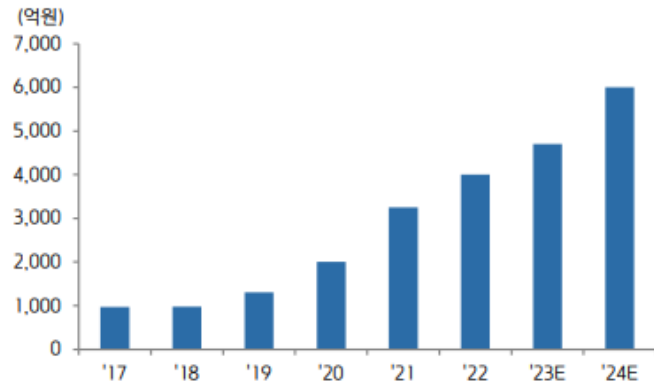
향후 MnM과 토리컴이 폐배터리 재활용 사업에도 진출할 것으로 기대된다. 이 외에도 미국 정부가 2030년까지 400억달러를 투자해 초고속 인터넷 전국망을 구축하기로 함에 따라 Superior Essex 통신선의 수혜가 클 것이다.

우크라이나 재건과 관련해서는 송전용 초고압/해저케이블, Superior Essex 유럽 통신선, 엠트론 트랙터 등에 우호적인 환경이 조성될 것이다. 올해 예상 실적 기준 PER 6.8배, PBR 0.64배에 불과하며, 배터리 소재 사업 가치에 대한 재평가가 수반될 것이다

(억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	128,293	174,913	252,946	260,371
영업이익	5,753	6,709	9,934	10,326
EBITDA	8,788	10,094	14,592	15,105
세전이익	3,919	6,579	7,359	8,413
순이익	3,521	5,055	5,643	6,207
지배주주지분순이익	2,778	4,516	4,072	4,505
EPS(원)	8,627	14,024	12,647	13,910
증감률(%YoY)	119.0	62.6	-9.8	10.0
PER(배)	6.3	5.0	6.8	6.2
PBR(배)	0.49	0.56	0.64	0.58
EV/EBITDA(배)	8.4	10.2	6.5	6.2
영업이익률(%)	4.5	3.8	3.9	4.0
ROE(%)	8.2	12.0	9.8	9.9
순부채비율(%)	76.0	96.5	82.1	69.7

자료: 키움증권

LS전선 해저케이블 매출액 추이 및 전망



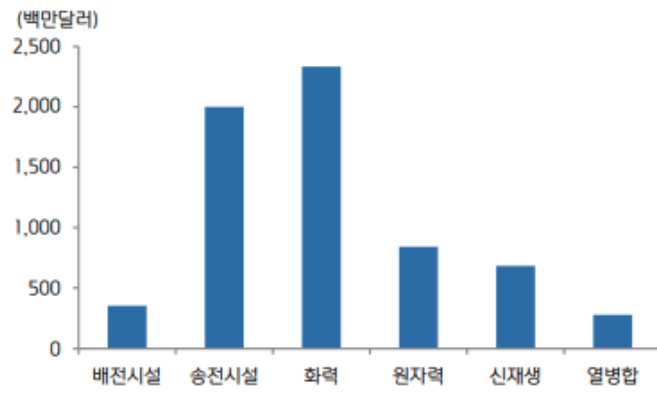
자료: LS, 키움증권

LS전선 해저케이블 공장



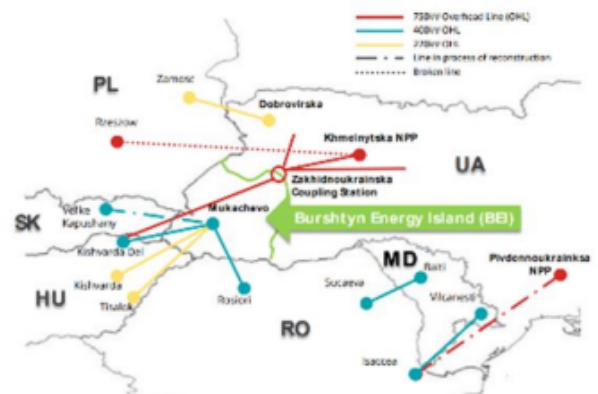
자료: LS전선

우크라이나 전력 인프라 직접피해액



자료: Kyiv School of Economics

우크라이나-인접 국가 간 송전망



자료: Lowcarbonukraine



태경케미칼

없어서 못파는 탄산가스 1위 기업

[\[출처\] NH투자증권 강경근 애널리스트](#)

국내 탄산가스 No.1 기업

국내 탄산가스 시장 점유율 1위 기업. 정유 및 석유 화학 공정에서 발생하는 부생가스(CO2)를 공급받아 고순도의 액체탄산과 드라이아이스 제조. 국내 액체탄산 시장 점유율 1위(25%) 사업자로 액체탄산의 주요 수요처는 조선업(용접), 드라이아이스, 식음료, 반도체(세정) 분야 등

조선업 빅사이클 도래로 인한 용접용 액체탄산 수요 증가 기대. 국내 액체탄산수요의 약 60%가량을 조선용 용접이 차지. 울산에 조선업항 판매 거점을 구축하며 국내 조선 3사를 모두 고객사로 확보. 신선식품 시장 성장하며 드라이아이스 수요 또한 구조적 성장 추세 보이고 있음. 드라이아이스 시장 점유율 1위(34%) 기업으로 SSG, 오아시스, GS리테일, CJ대한통운 등에 납품 중

올해는 P 상승, 내년부터는 Q 증가

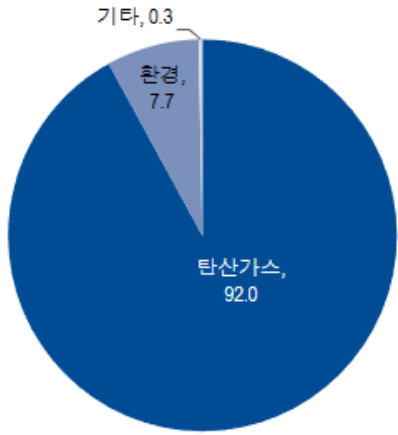
탄산가스는 제품-원재료 가격 스프레드 확대에 따라 수익성 개선 추세. 탄산가스 공급 제한되는 환경 속 용접용 액체탄산과 드라이아이스 수요 증가로 판가는 지속 상승 중인 반면 원재료 가격은 보합세

LG화학과의 원료 공급 계약을 통해 생산 CAPA 현재 500톤/일에서 내년 상반기 1,100톤/일로 2배 이상으로 확대 예정. 올해는 P(가격) 상승이 수익성 개선을, 내년부터는 CAPA 증설에 따른 Q(물량) 증가가 실적 성장을 견인할 전망

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	59.6	66.3	90.1	111.9
증감률	10.3	11.3	35.9	24.2
영업이익	10.4	14.3	21.7	28.8
증감률	-14.3	37.8	51.7	32.7
영업이익률	17.4	21.6	24.1	25.8
(지배지분)순이익	8.9	13.3	19.1	24.7
EPS	764	1,147	1,649	2,133
증감률	-18.8	50.1	43.7	29.4
PER	14.1	12.0	8.3	6.4
PBR	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.8	6.1	4.6	3.5
ROE	6.2	8.7	11.5	13.3
부채비율	13.6	14.0	16.7	16.9
순차입금	-50.6	-44.7	-29.7	-34.1

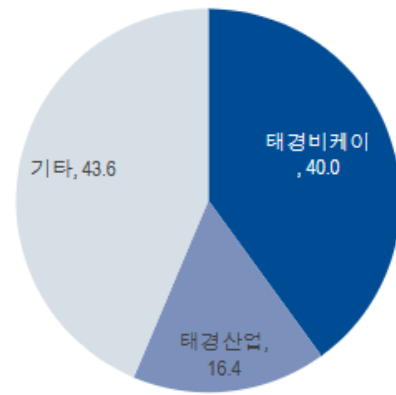
단위: 십억원, %, 원, 배

그림 2. 사업 부문별 매출액(2023년 1분기말)



자료: 태경케미칼, NH투자증권 리서치본부

그림 3. 주주 구성(2023년 1분기 말)



자료: 태경케미칼, NH투자증권 리서치본부

그림 4. 주요 고객사



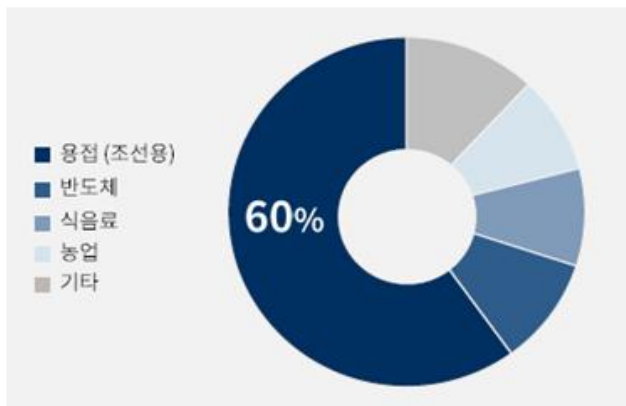
자료: 태경케미칼, NH투자증권 리서치본부

그림 5. 국내 최다 원료공급사 확보



자료: 태경케미칼, NH투자증권 리서치본부

그림 6. 국내 탄산 수요 시장 구조



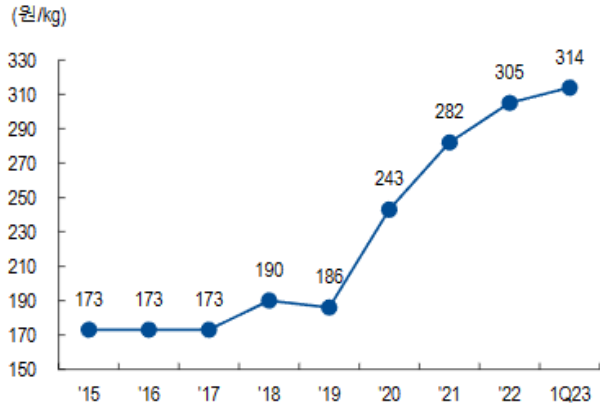
자료: 태경케미칼, NH투자증권 리서치본부

그림 7. 원료 공급처 다각화



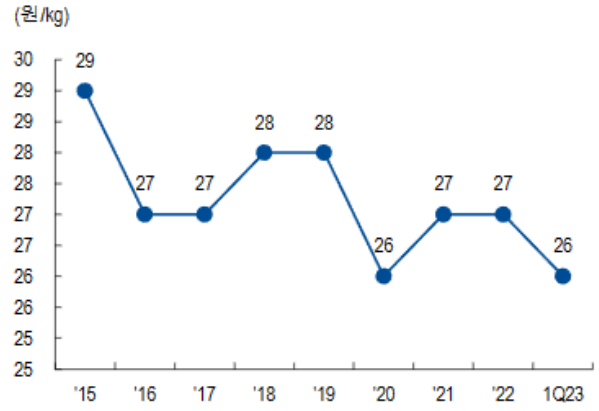
자료: 태경케미칼, NH투자증권 리서치본부

그림 8. 탄산가스 판가 추이: 상승 추세



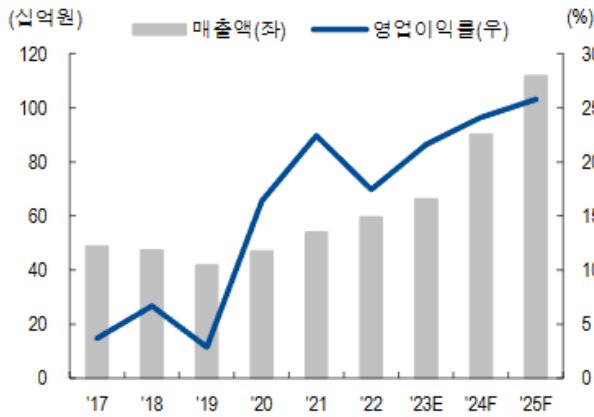
자료: 태경케미칼, NH투자증권 리서치본부

그림 9. 원재료 가격 추이: 보험세



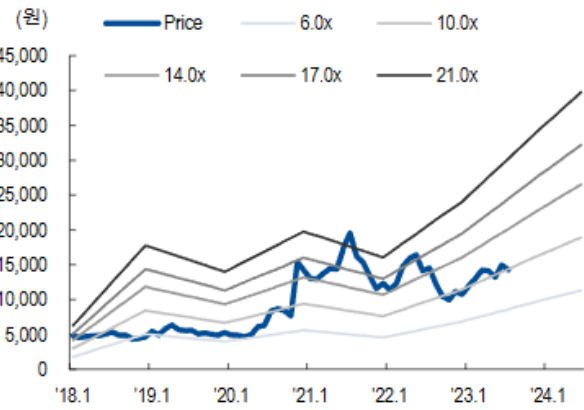
자료: 태경케미칼, NH투자증권 리서치본부

그림10. 실적 추이 및 전망



자료: 태경케미칼, NH투자증권 리서치본부

그림11. 태경케미칼 12M Forward PER Band Chart



자료: 태경케미칼, NH투자증권 리서치본부



RFHIC

2Q 어닝 쇼크 전망, 반도체 성과는 기대치에 부합

[\[출처\] 하나증권 김홍식 애널리스트](#)

매수/목표가 4만원으로 하향, 단 전략상 매도 중지/장기 매수 관점 전환 추천

RFHIC에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 1) 2023년 2~3분기 실적이 당초 예상과 달리 부진할 전망이지만 장기 실적 개선 가능성이 여전히 높고, 2) 제품 개발 협력 및 고객사 확보 등 반도체 부문에서의 성과가 올해 하반기부터 본격 도출될 전망이며, 3) 시기의 문제이지 초고주파수 시대로의 진입은 거스를 수 없는 숙명이라 현재 RFHIC의 사업 포트폴리오는 장기적으로 큰 기회 요인이 될 것으로 판단하기 때문이다. 단 12개월 목표주가는 4만원으로 33% 하향 조정한다. 2분기에 이어 3분기에도 부진한 실적을 기록할 것이라 단기 실적 부담이 크고 최근 수급 이탈로 5G 장비주의 Multiple이 크게 낮아진 점을 반영하였다. 투자 전략상으론 단기 매도 중지 및 저점 매수, 장기 적극 매수를 추천한다. 3분기 이후 실적 호전을 기대한 투자자들 입장에서선 실망감이 크겠지만 주가를 보면 실적 개선이 아닌 실적 부진 상황을 반영하고 있고 4분기 이후 2024년 실적 호전 가능성은 여전히 높기 때문이다. 더불어 올해 연말 국내 5G 추가 주파수 경매 이후 5G 장비 섹터에 대한 수급 개선 가능성이 높다는 점도 현 시점 RFHIC 비중 축소를 꺼리게 하는 요인이다. 추가적인 주가 하락 폭은 크지 않을 것이라 현 시점 관망, 하락 시 분할 매수에 나설 것을 권한다.

삼성 부진/노키아 매출 지연으로 2023년 2분기 연결 영업이익 적자 예상

RFHIC는 2023년 2분기에 부진한 실적을 기록할 전망이다. 연결 매출액 212억원(-11% YoY, -31% QoQ)과 영업이익 -13억원(적지 YoY, 적전 QoQ)으로 사실상 어닝 쇼크가 예상된다. 실적 부진 사유는 주력 매출처인 삼성이 최근 미국 시장에서 부진한 모습을 나타내고 있는데다가 신규 매출처로 공을 들이고 있는 노키아 관련 매출이 아직 발생하고 있지 않기 때문이다. 전력 반도체 관련 인건비/연구개발비가 분기별 30억원 가량 크게 증가한 상황에서 매출이 감소하는 양상이 나타날 것이라 2분기 영업적자는 불가피해 보인다.

올해 4Q부터 실적 호전, 반도체 부문 호재 출현 예상, 길게 봐야

부진한 실적 흐름은 2분기에 이어 3분기까지도 이어질 전망이다. 올해 대 삼성 매출 물량이 4분기로 대거 연기되었기 때문이다. 노키아 신규 매출이 그 이전에 발생할 가능성이 낮다는 점에서 3분기까지 실적 부진 지속 가능성이 높다. 반면 전력 반도체 부문은 순항 중이다. 글로벌 업체와의 조인트벤처 설립, 글로벌 업체로의 핵심 부품 공급, 국책 과제 선정 및 연구개발 지원 등이 당초 예정대로 진행되고 있다. 현 추세로 보면 올해 4분기부터는 반도체 부문에서 매출 성과가 나올 것으로 보인다. 올해 여름 RFHIC 주가 하방 경직성 확보 여부가 관건이겠지만 최근 주가 낙폭으로 보면 향후 주가 하락 폭이 크지 않을 것인데다가 4분기엔 반도체 성과 도출과 더불어 삼성/노키아 매출액이 정상 궤도로 진입할 전망이라 단기 매도보단 장기 매수 관점에서의 접근을 추천한다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	101.6	108.0	125.9	213.6
영업이익	4.4	0.8	11.3	50.9
세전이익	5.4	4.0	15.6	52.9
순이익	6.0	2.8	14.0	44.5
EPS	237	104	524	1,660
증감율	185.54	(56.12)	403.85	216.79
PER	150.42	215.87	40.94	12.92
PBR	3.24	2.04	1.87	1.65
EV/EBITDA	78.14	67.04	26.31	8.09
ROE	2.53	1.01	5.05	14.57
BPS	11,014	10,979	11,451	13,013
DPS	150	100	100	100





엔씨소프트

복합적 상황에 대한 고려 필요

[출처] 키움증권 김진구 애널리스트

동사 투자 판단

동사의 목표주가를 기존 45만원에서 37만원으로 하향 조정하나 주가 하락을 감안한 당사의 적용 기준을 반영해 투자의견을 기존 Outperform에서 BUY로 상향 조정한다. 신규 목표주가는 TL 등 동사 주력 신작 성과가 충분히 감안된 24E 지배주주 지분 4,464억원에 목표 PER 20배와 연간 할인율 10%를 적용한 결과다. 당사는 작년 12월부터 동사의 투자의견을 보수적으로 제시해 왔으며, 이는 TL에 대한 BM 및 블록체인 결합 등을 본연 논리로 제시해 왔는 바, 이에대한 투자자 보호를 고려해 왔으며, 현재 시점은 TL에 대한 게임성과 플랫폼별 타겟 유저군에 대한 적합성 문제 등이 복합적으로 결합된 상황으로서, 관련한 시장 기대가 상당히 감소된 상황이다. 이에 추가적인 단기 기간 조정의 여지가 있으나 중기적 관점에서는 업사이드 여력이 존재한다 할 수 있으며, TL관련 변수에 따른 추정치를 중립적 가정 하에 제시함과 동시에 타겟 PER을 20배로 제한함으로써 목표주가에 대한 현실성을 고려했음을 강조하고자 한다. 당사는 TL 출시 시점을 기존 3Q23E에서 4Q23E로 1개 분기를 순연하고 관련BM을 B2P에서 F2P로 전환하되, 출시 초기 분기 150만 다운로드와 이후 4년 누적 다운로드 500만을 기준으로, 다운로드 비중은 PC가 80%, 콘솔을 20%로 구분하고, PC는 PUR 25.0%와 초기 분기 ARPPU 40달러를, 콘솔은 PUR 12.5%와 초기 분기 ARPPU 20달러를 각각 적용해 인게임 BM을 추정에 적용하였다. 이에 TL 23E, 24E 매출

액은 각각 156억원, 783억원이 모델링에 반영되었으며, 한국을 포함한 아시아 권역에서 매출 지속성을 높게 평가하되, 이에 대한 동사 리니지 시리즈와 카니발라이제이션 리스크가 상존함을 밝힌다. 다만 당사 추정치는 서구권 성과를 유의미하게 반영하지 않은 결과이며 관련 손익이 포함된 24E 실적 기반 밸류에이션을 제한함으로써 균형있는 시각을 가지고자 했음을 명시적으로 밝히는 바이다.

2분기 실적 Preview

동사 2분기 매출액과 영업이익은 각각 4,573억원과 250억원으로 전분기대비 각각 4.5% 감소와 69.4% 감소를 전망한다. PC 게임 매출액은 878억원으로 전분기대비 3.9% 감소를 전망하며, 모바일게임 매출은 3,158억원으로 전분기 대비 5.9% 감소를 전망한다. 모바일 세그먼트는 리니지M 매출이 전분기대비 3.1% 증가를 전망하나, 리니지2M와 리니지W가 전기대비 각각 8.7% 감소와 14.1% 감소를 기록하면서 탑라인을 제한한 것으로 관측된다

투자지표				
(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,308.8	2,571.8	1,936.8	2,525.9
영업이익	375.2	559.0	135.6	474.5
EBITDA	468.9	664.9	248.1	590.6
세전이익	491.3	609.1	292.7	606.5
순이익	395.7	436.0	229.0	449.4
지배주주지분순이익	396.9	435.7	228.5	446.4
EPS(원)	18,078	19,847	10,408	20,332
증감률(% YoY)	-32.4	9.8	-47.6	95.4
PER(배)	35.6	22.6	27.6	14.1
PBR(배)	4.48	3.08	2.04	1.97
EV/EBITDA(배)	27.4	12.1	18.4	7.7
영업이익률(%)	16.3	21.7	7.0	18.8
ROE(%)	12.6	13.7	7.3	14.2
순차입금비율(%)	-40.9	-56.6	-56.3	-55.7



지니언스
오히려 기획

[\[출처\] NH투자증권 심의섭 애널리스트](#)

침해 사고 피해는 확인되지 않았으며, 사업적 영향 또한 미미할 것

지난 6월 7일 동사 Genian NAC 제품에 대하여 침해 사고로 의심되는 정황이 발견되어 한국인터넷진흥원과 함께 조사를 진행하던 중 6월 30일부터 다수 언론매체에 해당 사실 보도. 일부 보도 중 '해킹 그룹이 암호화폐 거래소 대상으로 100억원 대 규모의 암호화폐를 탈취하였으며, 이 과정에서 동사 NAC 업데이트서버 취약점이 이용되었을 것으로 추정하고 있다' 등 오해의 소지가 있는 보도로 투자 심리 악화, 이후 주가 급락

침해 사고는 발생하였으나 현재까지 동사 및 고객사 피해는 확인되지 않았으며, 관계당국과 협조를 통해 침해 여부 추가 조사, 장비 교체 등 선제적 기술조치 및 재발방지 대책을 완료한 상황. 신규 영업 및 사업 영향 또한 미미할 것으로 예상되어 해당 이슈는 점차 마무리될 것으로 판단. 7월 5일 자사주 매입을 공시하여 주주가치 제고 및 투자자 우려 불식 중

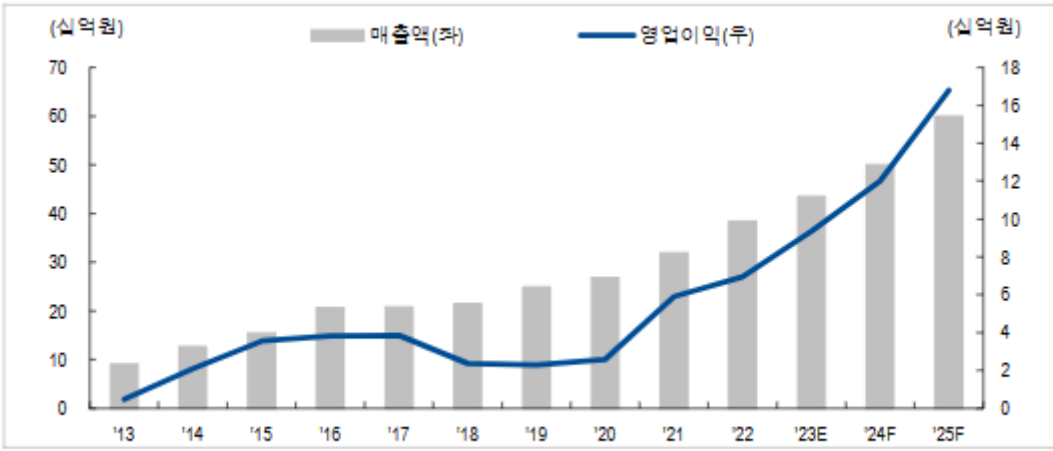
지속되는 실적 성장에 주목

2023E 매출액 435억원(+13.1% y-y), 영업이익 93억원(+34.9% y-y, 영업이익률 21.5%)으로 최대 실적 경신 전망. 국내 1위 표준 솔루션으로 자리잡은 Genian NAC의 안정적인 성장과 더불어 차세대 단말 보안 솔루션으로 떠오르고있는 EDR 사업 또한 고객사 확대가 지속되며 본격적인 성장 궤도에 진입 중. 매출 성장에 따른 영업레버리지 구간에 진입하며 2025년까지 매년 최대 실적경신 전망. 2023E 기준 PER 14.3배로 침해 사고로 인한 우려 불식 및 사업 경쟁력, 성장성 부각에 따른 Valuation re-rating 지속 전망

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	38.5	43.5	50.0	60.0
증감률	20.5	13.1	14.9	20.0
영업이익	6.9	9.3	12.0	16.8
증감률	17.2	35.0	28.5	40.0
영업이익률	18.0	21.5	24.0	28.0
(지배지분)순이익	7.1	9.2	11.6	15.7
EPS	757	971	1,227	1,664
증감률	15.8	28.3	26.4	35.6
PER	10.9	14.3	11.3	8.3
PBR	1.6	2.3	2.0	1.6
EV/EBITDA	5.7	9.2	6.7	4.2
ROE	16.1	17.7	19.0	21.4
부채비율	24.6	22.1	19.5	16.9
순차입금	-34.4	-40.1	-47.4	-57.9

단위: 십억원, %, 원, 배

지니언스 장기 실적 추이 및 전망



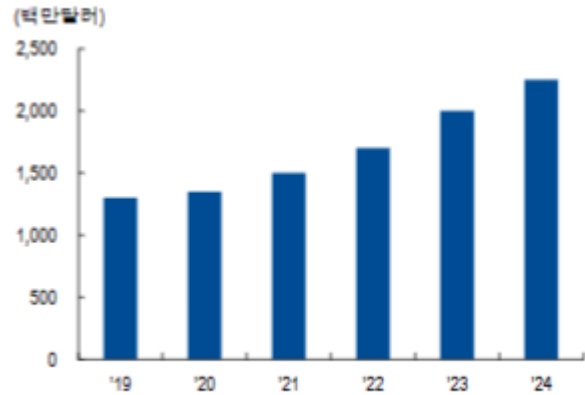
자료: 지니언스, NH투자증권 리서치본부 전망

그림 1. Genian NAC의 경쟁력

1 Technology	2 Customer & Competitor	3 Value Proposition
특허 받은 DNA Device Platform technology로 IT/OT 지능화 위한 시장 및 솔루션	누적 2,400여개 고객사 확보	공유형 NAC, 클라우드 등 글로벌 고객 위한 인종에 맞게 서비스 제공
보안/관리 용량을 무한 확장 가능해 기업 규모를 무제한으로 대응	기존 고객에 확장 서비스 도입으로 고객 충성도 증가 기대 가능	구독형 SaaS 모델에 따른 계약금 부담 최소화
기본 인텔리전트 추가성능 없이 지능으로 신속한 설치, 다 개월 단위부터, 노드 기반	OT/IT 융합에 대해 시장 확대	ZTNA/SASE 서비스로 기존 기술에 비해 유연

자료: 지니언스, NH투자증권 리서치본부 전망

그림 2. 글로벌 NAC 시장 규모 및 전망



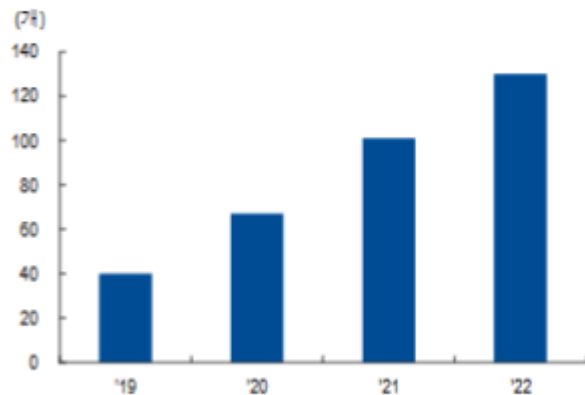
자료: 지니언스, NH투자증권 리서치본부 전망

그림 3. Genian EDR의 경쟁력

1 Technology	2 Customer & Competitor	3 Value Proposition
업종과 업종에서 발생하는 각종 행위 탐지 및 분석을 위한 기술력	10여개 기업과 21년째 협력해 고객 신뢰도 높여 고객 확보	구독형 SaaS 모델에 따른 초기 투자 부담 최소화
이벤트 기반 분석을 실시간으로 탐지 할 수 있는 능력	재계간, 부서 간 융합 분석을 위한 솔루션 제공	특수 기술에 대한 기존 기술 서비스 제공 어려움, 기대 수익률 높음
국내 제조/서비스업, 공공기관 등 다양한 솔루션	국내 및 글로벌 10여개 기업이 국내 시장 확대 가능	지능화/클라우드 기반 분석을 위한 유연

자료: 지니언스, NH투자증권 리서치본부

그림 4. Genian EDR 누적 고객 수 추이



자료: 지니언스, NH투자증권 리서치본부



카카오

재정비의 시간이 필요

[\[출처\] 키움증권 김진구 애널리스트](#)

동사 목표주가 7만원으로 하향 조정

동사 목표주가를 기존 7.8만원에서 7만원으로 하향 조정한다. 동사 목표주가는 본사 및 기타 부문 적정가치 -1.1조원, AI 내재가치 4.2조원, 커머스 사업부문 적정가치 8.0조원,페이 지분가치 2.5조원, 은행 지분가치 2.7조원, 모빌리티 지분가치 3.5조원, 엔터테인먼트 지분가치 6.4조원, Kakao Piccoma 지분가치 3.8조원 및 게임즈 지분가치 1.0조원을 합산한 결과치이다. AI, 데이터센터 및 인프라 투자와 New Initiatives 영업적자 등을 감안해 본사 및 기타 부문 적정가치를 마이너스로 구분 산정하였다. 엔터테인먼트 사업 부문은 타파스 재정비 및 전반적인 비용 효율화 과정이 수반될 것으로 관측되기에 관련 버티컬 AI와 메타버스 사업 등 차세대 사업 추진은 좀더 시간을 가지고 접근될 것으로 예상된다. 또한 카카오 주요 계열사에서 인력 효율화 등이 하반기부터 이어지면서 단기적으로 관련 일회성 비용이 추가되는 가운데 이에 대한 이익 개선 효과는 내년부터 반영되며, 마진을 개선 역시 내년부터 가시화될 것으로 판단된다.

2분기 Preview, 복합적 변수가 반영

동사의 2분기 매출액은 2조 1,464억원으로 전년대비 17.8% 증가를 전망하나 영업이익은 1,173억원으로 전년대비 31.4% 감소를 전망하며, 영업이익률으로 5.5%를 제시한다. 동사 특비즈 매출액은 5,117억원으로 전년비 12.9% 증가를 전망하는 가운데, 동 부문의 광고형 매출액은 2,733억원으로 전년대비 0.8% 증가에 그칠 것으로 예상한다. 이는 검색광고 비중이 상대적으로 낮은 동사의 믹스 특성과 2분기 복합적 이슈에 따른 광고경기 회복이 가시적으로 나타나지 못한 점 등이 영향을 준 것으로 판단된다. 다만 특비즈 거래형 매출액은 전년 기저효과 및 배송상품 중심 믹스 변화 등의 영향으로 전년대비 30.8% 증가한 2,384억원을 기록하면서 전체 특비즈 매출 성장을 이끌 것으로 판단한다. 또한 하반기 광고 경기 회복 및 개선과 거래형 사업부문의 탄력적 성장 등을 감안할 때 동사 특비즈 매출의 23E 성장률은 14.7%로 추정치에 반영했다. 2분기부터 에스엠 연결 편입에 따라 뮤직 사업 매출은 4,735억원으로 전년대비 126.3% 증가하면서 동사 탑라인 증가를 견인할 것으로 관측된다. 다만 비용단에서는 AI 및 인프라 비용 증가와 에스엠 관련 PPA 상각비 추가 등으로 영업이익은 제한적인 수준을 전망한다. 하반기 헬스케어 중심의 버티컬 AI 사업 강화 등을 주요 관전 포인트로 제시하며, 동사는 다수의 계열사 연결을 통한 실적 변수가 복합적이므로 이에 대한 추가 점검이 필요하다고 할 수 있겠다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	6,136.7	7,106.8	8,861.0	10,337.2
영업이익	594.9	580.3	567.0	800.9
EBITDA	968.0	1,161.7	1,081.6	1,338.4
세전이익	2,293.7	1,304.4	997.2	1,436.4
순이익	1,646.2	1,062.6	742.8	1,051.3
지배주주지분순이익	1,392.2	1,352.9	596.6	791.1
EPS(원)	3,132	3,037	1,342	1,781
증감률(% YoY)	781.6	-3.0	-55.8	32.7
PER(배)	35.9	17.5	38.6	29.1
PBR(배)	5.02	2.37	2.13	1.95
EV/EBITDA(배)	52.1	21.3	23.5	18.7
영업이익률(%)	9.7	8.2	6.4	7.7
ROE(%)	17.1	13.5	5.7	7.0
순차입금비율(%)	-24.4	-17.9	-8.8	-12.2



주 전 035720 카카오 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 120/600 2023/07/20

50,500 ▲ 100 +0.20% 1,136,278 67.87% 0.26% 57,584백만 최우선 50,600 50,500 시 50,100 고 51,100 저 50,100 매수 매도

