

2023.07.24(월) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-07-24 오전 5:37

수정한 날짜: 2023-07-24 오전 9:59

2023.07.24(월) 증권사리포트

리노공업

AI, XR 시장 확대 수혜, 예상보다 빠른 실적 회복

[\[출처\] 키움증권 박유악 애널리스트](#)

2Q23 영업이익 275억원, 기대치 상회 예상

리노공업의 2Q23 실적이 매출액 717억원(+46%QoQ, -22%YoY)과 영업이익 275억원(+59%QoQ, -33%YoY)으로, 당초 기대치(매출액 657억원, 영업이익 237억원)를 상회할 것으로 예상된다. 스마트폰의 수요 부진과 주요 고객들의 강도 높은 재고 조정으로 인한 리노공업의 실적 부진을 우려했었지만, 분기 후반 들어 나타난 판매량 증가가 당사의 예상치를 크게 넘어섰을 것으로 판단되기 때문이다. XR, VR 등의 신제품 출시와 하반기 신규 프리미엄 스마트폰의 출시 효과가 반영된 영향이다. 2Q23 사업 부문별 매출액은 Leeno Pin 237억원(+34%QoQ, -21%YoY), IC Test Socket 392억원(+56%QoQ, -27%YoY), 기타 88억원(+40%QoQ, +15%YoY)을 각각 기록할 전망이다.

3Q23 영업이익 337억원 전망, 실적 회복세 지속

3Q23 실적도 매출액 830억원(+16%QoQ, -8%YoY)과 영업이익 337억원(+22%QoQ, -20%YoY)으로, 당초 예상치(매출액 769억원, 영업이익 316억원)을 크게 상회할 전망이다. 지난 연말부터 시작된 주요 고객사의 재고 조정이 일단락되고, 북미 스마트폰 고객의 신제품이 출시되면서 리노공업의 분기실적이 크게 회복될 것이라는 판단이다. 또한 최근 출시된 주요 고객의 XR 등 신규 device의 판매 확대도 3Q23 실적에 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 보인다. 3Q23 사업 부문별 매출액은 Leeno Pin 245억원(+3%QoQ, -5%YoY), IC Test Socket 509억원(+30%QoQ, -12%YoY), 기타 76억원(-13%QoQ, +17%YoY)을 각각 기록할 전망이다.

목표주가 20만원으로 상향, 비메모리 top pick 추천

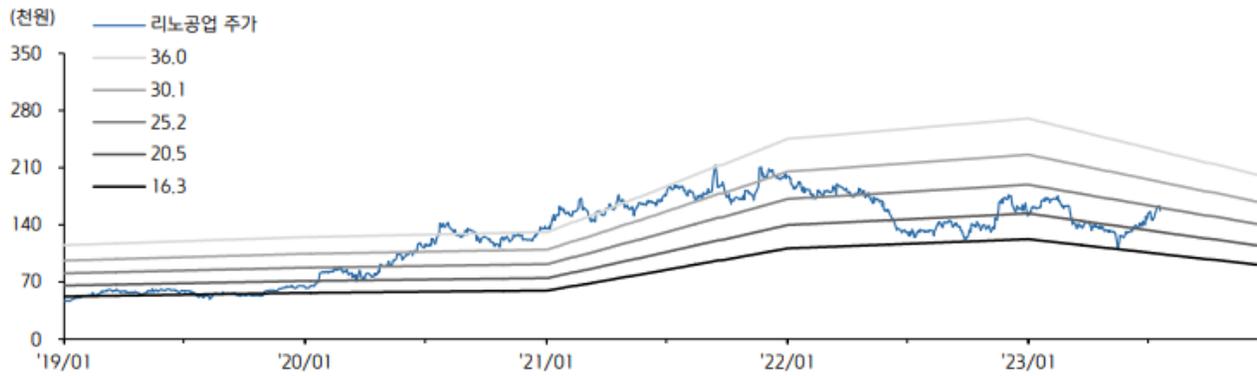
경기 침체 우려와 주요 고객들의 재고 조정 영향으로 인해 부진을 겪던 리노공업의 실적이 예상보다 빠른 회복세를 보이고 있다. 지난 연말부터 시작된 주요 고객들의 재고 조정이 예상보다 빠른 시점에 일단락되었고, XR 및 AI 시장의 확대 효과도 예상보다 클 것으로 판단되기 때문이다. 리노공업의 확고한 기술 경쟁력이 향후 '3nm 이하 파운드리 공정과 6G 통신 기술' 도입 시에 국내외 시장 점유율을 크게 끌어올리는 계기가 될 것이라는 당사의 중장기 전망도 유지한다. 예상치를 넘어서는 단기 실적과 높은 중장기 성장성을 반영하여 리노공업의 '23~'25년 EPS 전망치를 상향하고, 목표주가를 20만원으로 상향 조정한다. 비메모리 업종 top pick으로 매수 추천한다

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	280.2	322.4	265.6	341.5
영업이익	117.1	136.6	101.3	146.1
EBITDA	129.4	150.7	113.9	161.3
세전이익	138.9	154.1	112.5	161.4
순이익	103.8	114.4	84.4	121.1
지배주주지분순이익	103.8	114.4	84.4	121.1
EPS(원)	6,810	7,503	5,538	7,945
증감률(%YoY)	87.4	10.2	-26.2	43.5
PER(배)	29.1	20.7	28.8	20.1
PBR(배)	7.24	4.81	4.45	3.91
EV/EBITDA(배)	21.2	13.6	14.2	9.9
영업이익률(%)	41.8	42.4	38.1	42.8
ROE(%)	27.5	25.1	16.2	20.7
순부채비율(%)	-67.7	-64.3	-67.7	-61.5

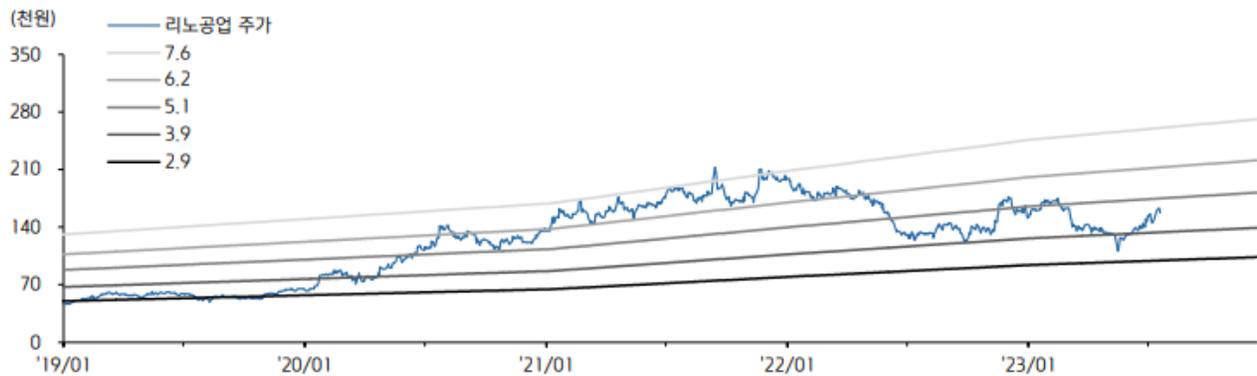
자료: 키움증권 리서치센터

리노공업 12개월 Trailing P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

리노공업 12개월 Trailing P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터



우리산업

전기차용 히터와 열관리 부품의 성장

[\[출처\] 하나증권 송선재 애널리스트](#)

자동차용 열관리 부품군 제조업체

우리산업은 HVAC 액추에이터(매출비중 16%), 히터(22%), 컨트롤 헤드(22%), 클러치 코일(4%) 등을 주력으로 생산하는 업체로 주요 거래선은 자동차 열관리 계열의 1차 부품사인 한온시스템/현대모비스/두원공조/덴소/베어 등이다. 2022년부터는 완성차의 1차 납품업체로 등록되어 히터류를 직접 납품하고 있다. 내수/수출 비중이 55%/45%이고, 해외 중 미국/유럽/중국/기타가 각각 10%/15%/10%/10%를 차지하고 있다. 2015년 사업분할로 인해 우리산업은 국내 공장만 운영 중이고, 해외 공장은 모회사인 우리산업홀딩스(우리산업의 지분 39.46% 보유)가 보유하고 있다. 우리산업은 개발비/설비비 형태로 해외 공장들로부터 로열티를 영업외로 수취 중이다(2022년 48억원).

PTC 히터와 쿨런트 히터를 위시로 열관리 부품군의 성장

우리산업은 제품 믹스를 전환 중이다. 상대적 마진이 낮고, 이익 변동성이 컸던 클러치 코일을 축소 중이고, HVAC 액추에이터 역시 베트남 법인(우리산업홀딩스의 손자 회사(간접지분 20.4%, 나머지는 김정우 대표 등))으로 일부 라인을 이전 중이다. 우리산업 별도 기준으로 성장은 컨트롤 헤드와 히터에서 발생한다. 컨트롤 헤드는 동종업체의 사업 축소의 반사이익과 고사양 제품의 비중 상승에 힘입어 2022년과 2023년 1분기 각각 66%/90% 성장했다. 히터 제품은 저전압 PTC 히터가 고객사 생산 증가로 꾸준히 증가하는 가운데, 고전압 PTC 히터와 열관리 부품(냉각수 밸브/냉각수 제어 드라이버 등)도 증가하면서 2022년과 2023년 1분기 각각 46%/97% 성장했다. 우리산업은 2022년~2023년에 걸쳐 한국/유럽 완성차들로부터 고전압 PTC 히터를 수주하면서 2024년 이후 매출화될 예정이고(공시 기준 합산 5,855억원/8년, 2024년~2032년에 걸쳐 매출 발생), 향후 추가적인 수주도 기대된다. 최근에는 쿨런트 히터도 개발하여 유럽/미국 EV로부터 약 770억원/5년(2024년~2028년)을 수주했다. 현대위아로부터 수주한 3WAY밸브(217억원/8년)와 EWP/밸브 제어용 통합 드라이버(388억원/8년)는 2023년부터 매출이 발생하고 있다. 완성차들의 전기차 전환과 열관리 부품의 필요성 증대로 인해 관련 수주는 늘어날 것으로 예상된다.

P/E 13배. 히터류 성장이 주가 촉매

우리산업의 2023년 연간 매출액/영업이익은 낮은 기저와 완성차 생산증가, 그리고 히터류의 성장에 힘입어 23%/흑전 변동한 4,481억원/202억원(영업이익률 4.5%, +11.7%p)으로 예상한다. 주가는 2023년 예상 실적을 기준으로 P/E 13배, P/B 2.4배 전후인 바 금년 실적개선은 반영해 왔다. 향후 주가는 2024년 이후 비중이 커지는 PTC/쿨런트 히터의 성장 기대감을 반영할 수 있다. 반면, 해외 성장 동력의 일부를 모회사인 우리산업홀딩스 및 관계사인 일렉스와 공유해야 한다는 점은 Valuation 할인 요인이다

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

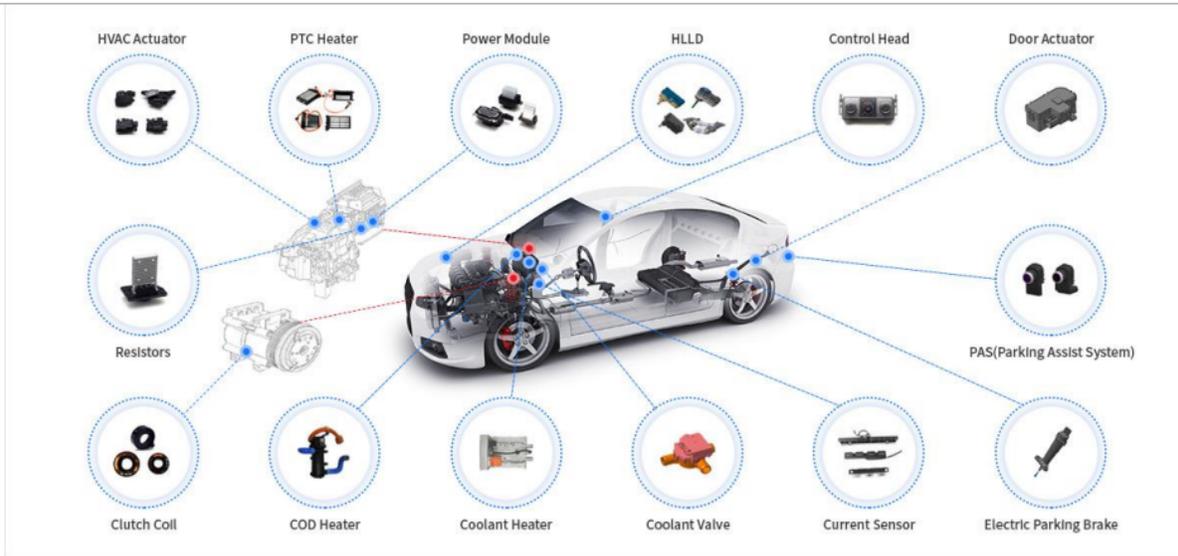
투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	319	289	284	365
영업이익	14	10	(7)	(25)
세전이익	12	9	(3)	(22)
순이익	7	5	0	(18)
EPS	802	574	42	(1,968)
증감율	(40.1)	(28.4)	(92.7)	적전
PER	25.4	41.5	490.5	
PBR	1.6	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.4	11.3	46.9	0.0
ROE	6.4	4.5	0.3	(21.6)
BPS	12,469	12,890	12,845	9,123
DPS	120	120	130	150

도표 2. 우리산업과 우리산업홀딩스의 지배구조



자료: 우리산업

도표 3. 우리산업의 주요 제품 현황



자료: 우리산업





디어유

P&Q 동반 상승 순환 중

[\[출처\] 유안타증권 이환욱 애널리스트](#)

2Q23 Preview: 매출액 +57.1% yoy, 영업이익 +100.3% yoy

2Q23 예상 매출액은 183억원(+57.1% yoy), 영업이익은 70억원(+100.3% yoy)으로 시장 컨센서스(매출액: 188억원, 영업이익: 69억원)에 대체로 부합할 전망이다.

글로벌 K-POP 팬덤 확대에 기인한 구독자 수 증가와 높은 구독 유지율(약 90% 수준)이 맞물린 영향으로 전년동기대비 큰 폭의 외형 성장 및 수익성 개선이 가능할 것으로 예상된다. 지난 6월 말 기준 입점 아티스트 IP 수는 총 523명(4Q22 말 기준 372명), 구독수 225만명(약 +10%, QoQ_구독자 수 125만명 수준)으로 각각 증가 추이를 기록한 것으로 파악된다.

Q의 안정적인 성장과 맞물린 P의 상승

상반기 동안 유니버스 향 IP 이관으로 급격한 Q의 확대 효과를 이어왔다면, 하반기에는 대주주형 신규 IP 입점이 이어질 전망이다. 최근 JYP 산하 中 보이그룹 '보이스토리'가 추가되는데 이어 3분기와 4분기 연이어서 데뷔하는 SM 신인 IP까지 연내

지속 입점 될 예정이며, 카카오엔터 산하 배우 IP도 추가 입점이 기대된다.

현재 K-POP 아티스트 IP의 글로벌 신규 팬덤 확대(1H23 구작 판매 비중 15.3% 수준)가 원활하게 진행되고 있는 국면임을 감안하면 분기당 10만명 수준의 구독수 증가 추이는 무리 없이 달성 가능할 것으로 예상된다.

더욱이 디지털 스토어 내 이모티콘 제품 판매 확대가 3분기 본격화될 예정이며, 보유 IP 관련 손글씨 폰트 등과 같은 구독 서비스도 추가될 예정이다. 월 8,000원 이하 수준의 ARPU와 높은 고객 만족도(구독 유지율 90% 수준 상회)를 고려해 볼 때 서비스 확대에 따른 가격 저항은 높지 않을 것으로 예상된다.

2023 연간 예상 매출액 +53.5% yoy, 영업이익 +76.4 yoy

2023 연간 예상 매출액은 755억원(+53.5% yoy), 영업이익은 287억원(+76.4% yoy), 영업이익률 38.0%(+4.9% pt, yoy)를 전망한다. 日 현지 신규 플랫폼 사업도 연내 런칭을 목표로 하고 있으며, 中 현지 신규 플랫폼 사업도 속도감 있게 진행중인 것으로 파악됨에 따라 추가적인 실적 개선세도 이어질 전망이다.

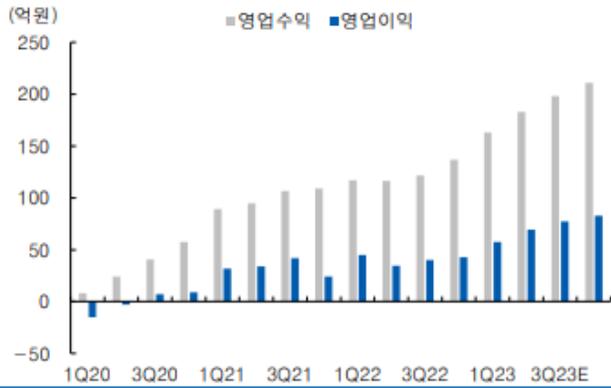
Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액	18	130	400	492
영업이익	-81	-5	132	163
지배순이익	-229	-22	-252	164
PER	-	-	-53.3	55.2
PBR	-	-	13.6	6.7
EV/EBITDA	-	-	111.2	45.9
ROE	14,467.1	174.1	-41.6	12.4

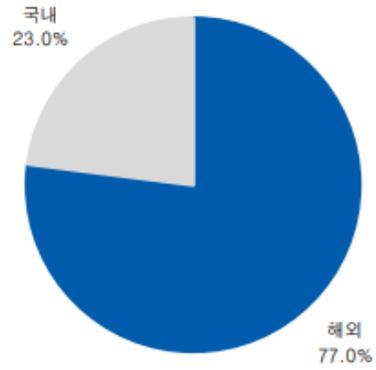
자료: 유안타증권

디어유 분기별 실적 추이 및 전망(1Q21~4Q23E)



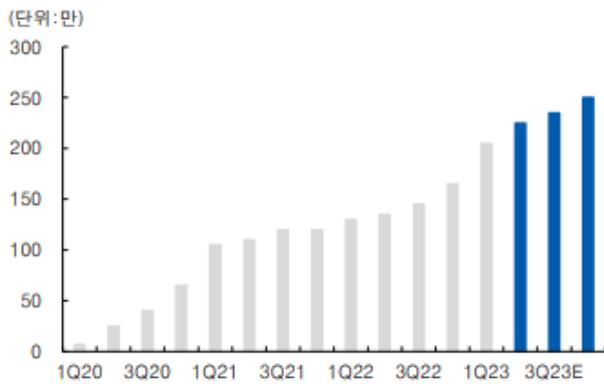
자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

디어유 국내외 매출 비중 현황(1Q23 말 기준)



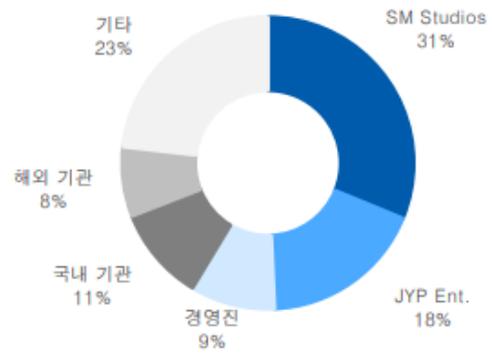
자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

디어유 분기별 버블 구독수 추이 및 전망



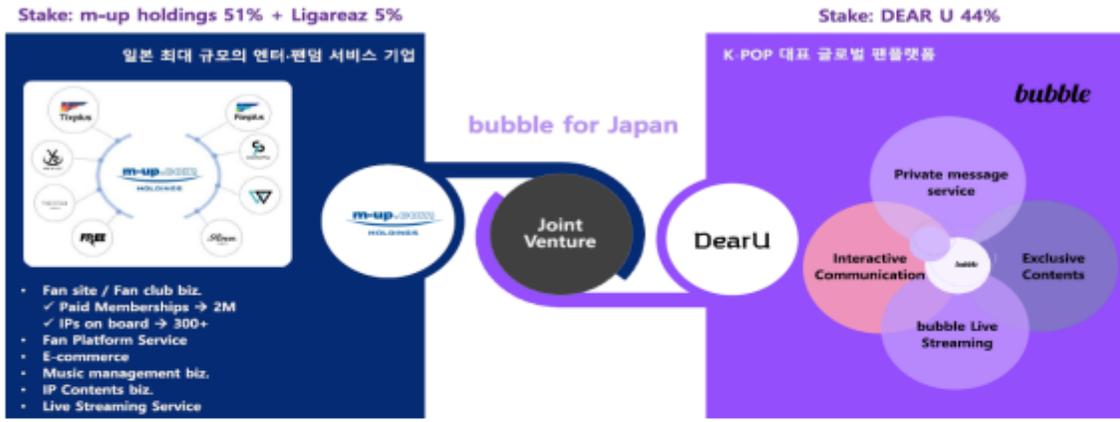
자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

주주현황(1Q23 말 기준)



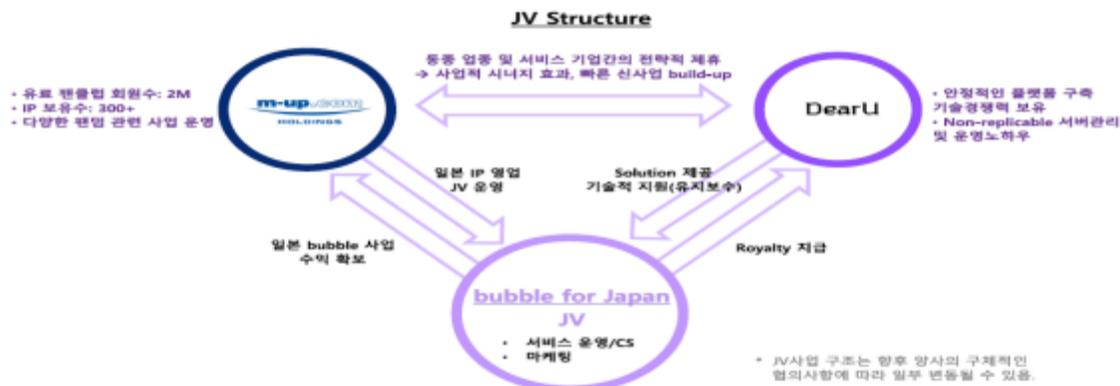
자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

디어유 日 현지 신규 플랫폼 사업을 위한 JV 설립 완료



자료: 디어유, 유엔타증권 리서치센터

디어유 日 JV 구조 현황

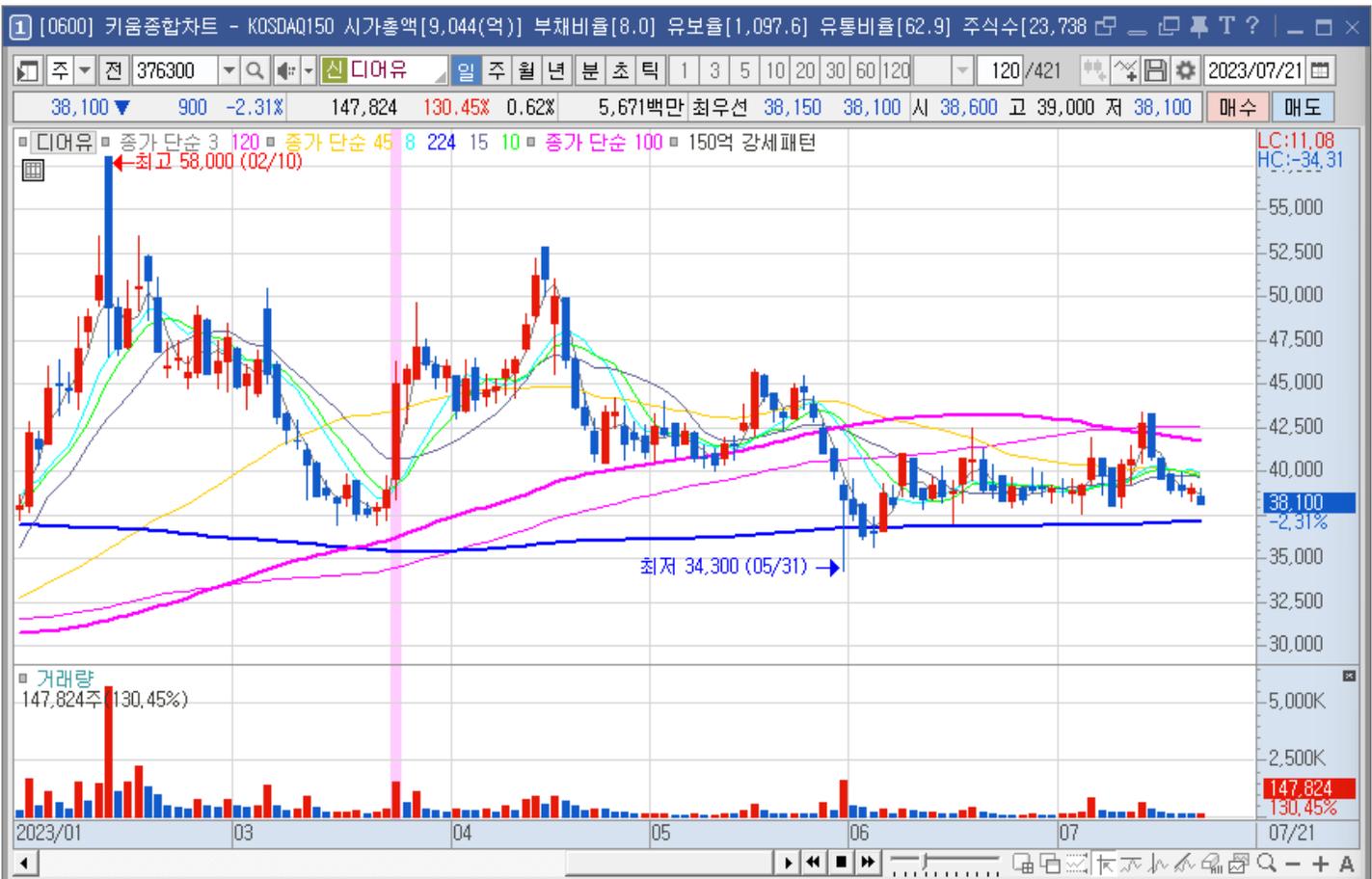


자료: 디어유, 유엔타증권 리서치센터

디어유 버블 보유 IP 현황(23.06 말 기준)



자료: 디어유, 유엔타증권 리서치센터



현대미포조선

시간은 현대미포조선의 편

[\[출처\] SK증권 한승한 애널리스트](#)

투자의견 매수 유지, 목표주가 110,000 원으로 상향

현대미포조선에 대해 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가 기존 98,000 원에서 110,000 원으로 상향한다. 목표주가는 2023년 7월 기준 12M Fwd BPS 61,151 원에 Target P/B 1.80 배를 적용하였으며, Target P/B 는 12M Fwd 추정 ROE 9.9%를 Sustainable ROE 로 적용하여 산출했다.

23년 2분기 매출액 1조 250 억원, 영업이익자 170 억원 전망

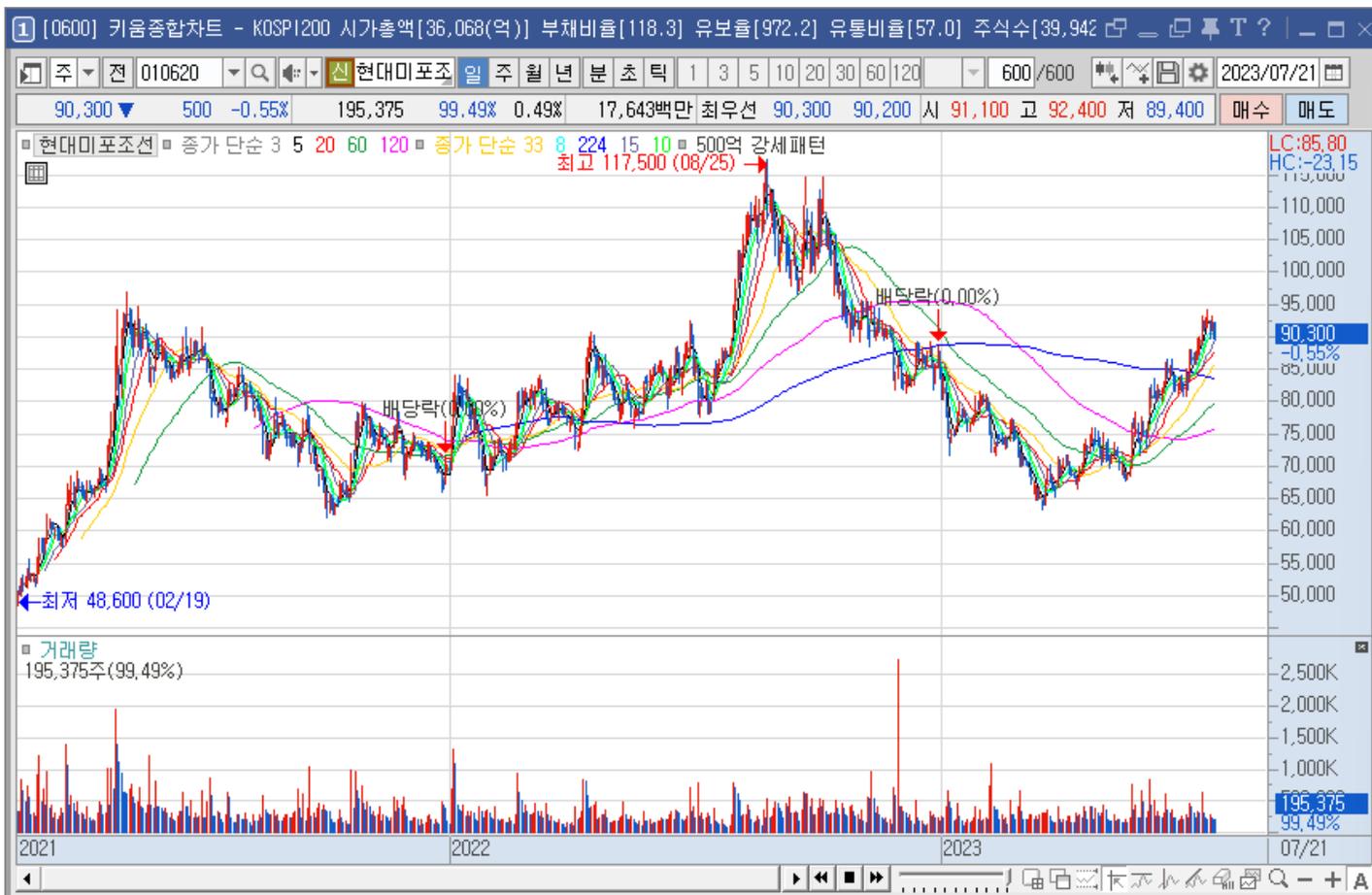
23년 2분기 매출액은 1조 250 억원(+9.6%, YoY), 영업이익자 170 억원(적지, YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 올해 1분기에 이어 2분기까지 과거 저가 수주물량을 소화하는 과정이 이어지고 있으며, 인력난에 따른 생산차질이 영향이 있는 것으로 판단한다. 분기 실적 턴어라운드선 선종 Mix 개선 및 선가 상승 효과가 본격적으로 반영되는 하반기가 될 것으로 예상한다.

시간이 지날수록 부각될 동사의 매력

동사는 올해 현재까지 수주목표 37 억불 중 약 32 억불을 수주하며 연간 목표의 약 82%를 달성한 것으로 추정된다. 동사의 올해 MR 탱커 수주는 과거 10년 평균을 상회하는 강한 수주세를 보여주고 있다. 최근 수주했던 MR 탱커는 척 당 46 백만 불 이상으로 하이싱글 마진이 남는 것으로 추정되며, 하반기에도 동사의 주력 선종 수주는 견조할 것으로 예상한다. 대형 선박 조선사 대비 건조기간이 짧은 동사의 장점은 시간이 지날수록 빠른 실적 개선의 형태로 나타날 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	2,792	2,887	3,717	4,089	4,638	5,306
yoy	%	-6.7	3.4	28.7	10.0	13.4	14.4
영업이익	십억원	37	-217	-109	35	226	424
yoy	%	-60.4	적전	적지	흑전	553.4	87.6
EBITDA	십억원	93	-162	-48	101	294	494
세전이익	십억원	-20	-210	-63	127	354	506
순이익(지배주주)	십억원	-19	-160	-45	110	304	412
영업이익률%	%	1.3	-7.5	-2.9	0.8	4.9	8.0
EBITDA%	%	3.3	-5.6	-1.3	2.5	6.3	9.3
EPS(계속사업)	원	-488	-3,998	-1,116	2,744	7,622	10,307
PER	배	-98.4	-17.5	-75.7	33.4	12.0	8.9
PBR	배	0.8	1.3	1.6	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	배	17.2	-15.7	-63.4	24.9	8.2	4.6
배당수익률	%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	%	-0.8	-7.1	-2.1	5.0	12.7	14.9
순차입금	십억원	-363	-297	-349	-363	-452	-568
부채비율	%	52.0	75.9	118.3	126.6	108.5	93.4





비엠티

누이가 좋으니 매부도 좋다

[\[출처\] 유안타증권 권명준 애널리스트](#)

사업개요

비엠티는 다양한 전방 산업에 사용되는 피팅과 밸브를 주력으로 제조 및 판매하는 기업이다. 매출처/국가 및 매출품목 다변화로 인해 꾸준한 매출 성장세를 보이고 있다. 지난 10년간(2012년~2022년) 연평균 12.9% 성장했으며, 최근 5년간(2017년~2022년) 17.4%의 성장률에서 알 수 있듯이 최근 5년간 성장속도가 확대되고 있다.

경쟁력: 다양한 전방산업, 수출 확대, R&D 투자 지속

3가지 경쟁력을 주목해야 된다. 첫째, 경쟁사 대비 다양한 전방 산업을 보유하고 있다. IT 뿐만 아니라 석유/화학 플랜트, 조선 등으로 판매되고 있다. 이러한 특징으로 분기별 매출 실적이 안정적이다. 둘째, 매출 성장세가 두드러진 2019년 이후 수출액과 수출비중이 지속적으로 상승하고 있다. 산업별 글로벌 Top Tier 기업들과 이미 벤더 등록이 구축되어 있다는 점에서 수출 성장세가 이어질 것으로 기대된다. 셋째, 동사의 피팅/밸브 제품들은 High End 급 제품들이 다수 포진되어 있다. 지속적인 기술 개발에 기인한다.

성장동력: 신공장

본사 신축이 완료되었고 7월부터 가동 중이다. 3가지 효과가 기대된다. 첫째, CAPA 확대이다. 기존 대비 25%자 정도 증가가 예상된다. 둘째, 신공장은 자동화 설비로 구축되어 있어 생산성 향상, 이를 통한 이익률 개선 역시 기대된다. 셋째, 글로벌 공급망 기업의 협력업체로 등록되어 있어 ESG와 관련된 선제적 대응이 필요하다. 신공장내 신재생에너지 도입을 통한 대응할 예정이다.

2분기에도 호실적 기대

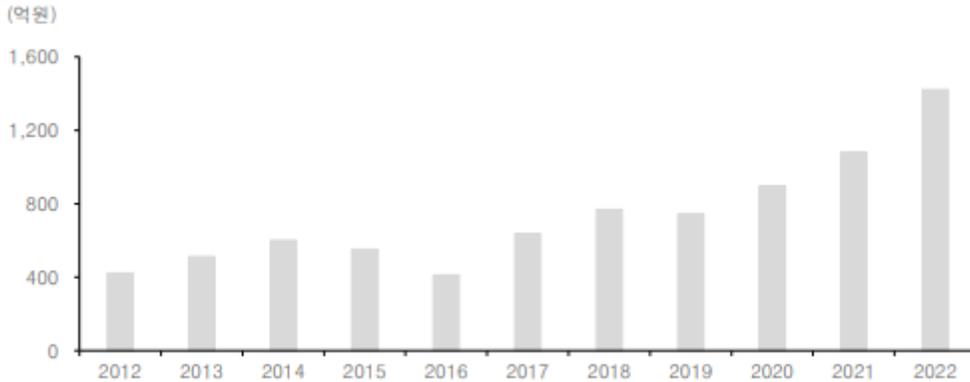
지난 1분기 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 53.6%, 63.1% 성장했다. 우호적인 전방산업 여건이 이어지고 있다는 점에서 2분기에도 호실적이 기대된다. 예상실적 기준 PER 5.6배 수준이다. 매력적인 구간이라고 판단된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액	896	1,079	1,421	1,705
영업이익	67	46	230	295
지배순이익	40	58	150	256
PER	16.6	17.9	7.4	5.6
PBR	0.9	1.3	1.1	1.1
EV/EBITDA	11.3	21.3	7.5	6.7
ROE	5.6	7.5	16.0	21.7

자료: 유안타증권

[그림 1] 매출액 추이



자료: 비엠티, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 주요 제품 1. UHP, 초저온 밸브



자료: 비엠티, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 주요 제품 2. 슈퍼락 계장 피팅, 중/고압 피팅



자료: 비엠티, 유안타증권 리서치센터



스튜디오드래곤

상속보다는 자수성가

[\[출처\] 유진투자증권 이현지 애널리스트](#)

투자의견 BUY, 목표주가 75,000원으로 18.5% 하향 조정

2분기 매출액은 1,419억원(-9.9%yoy), 영업이익은 130억원(-51.8%yoy)으로 시장 컨센서스 하회 전망

수목 슬랏 축소 영향으로 방영회차가 77편(-28.0%yoy)에 불과해 편성이 부진했고, 오리지널 작품이 많지 않아 외형 성장도 제한적이었으며, 디즈니플러스향 구작 판매가 분기별로 안분 반영됨에 따라 수익성 하락 불가피

글로벌 OTT항 리콥울 상승 효과로 동시방영 작품의 수익성 좋아지고 있는 상황에서 하반기는 시즌제, 텐트폴 중심으로 다수의 기대작 편성 준비 중. OTT항 오리지널 작품도 순차적으로 공개됨에 따라 점진적인 실적 개선 기대. 다만 오리지널 작품의 경우 본격적인 프로젝트 마진 개선 효과는 내년에 유의미하게 적용될 것으로 전망

편성 부진한 상황에서 미국 시장 성과 지속되는 점도 주목할 부분. 연말 'The Big Door Prize 2' 딜리버리 예상하며 추가로 1편 정도의 신규 작품 시리즈 오더 기대

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	487	698	758	865
영업이익	53	65	73	85
세전손익	52	59	73	88
당기순이익	39	51	57	68
EPS(원)	1,301	1,682	1,894	2,250
증감률(%)	31.8	29.3	12.6	18.8
PER(배)	69.9	51.1	27.2	22.9
ROE(%)	6.0	7.5	8.0	8.5
PBR(배)	4.0	3.9	2.0	1.9
EV/EBITDA(배)	17.7	12.1	6.5	5.2

자료: 유진투자증권



디케이티

전기차 및 전장 신규 사업 확대 매력적

[\[출처\] NH투자증권 이규하 애널리스트](#)

전기차 충전소 모듈 및 전장부품 확대 본격화

동사는 비에이치의 주요 관계회사로 FPCB 기판에 칩을 실장하는 업체. 전체 매출의 약 70%가 스마트폰에서 발생하며, 스마트워치와 배터리 보호회로 기판 등이 나머지를 차지. 최근 스마트폰 수요 둔화로 실적이 부진하나 향후 전기차 충전기, ESS 모듈 조립 등 성장성이 높은 산업에 신규 진출할 것으로 예상되어 성장성 확대 전망. 낮은 밸류에이션도 매력적

디케이티는 국내 대기업들과 북미 전기차 충전소에 필요한 충전기 및 ESS 모듈조립 사업 논의 중. IRA 이슈로 충전기 관련 부품 조립을 멕시코 등에서 주로 담당하고 있으나 품질 등의 문제가 있어 동사에게 납품 요청이 들어오고 있는 것으로 판단. 동사는 북미 지역에 공장을 설립하고 2024년 하반기부터 납품 준비 중

하반기부터 납품이 시작되면 월 100~150억원 수준의 신규 매출이 발생할 것으로 기대. 추가적으로 차량용 스마트폰 무선 충전 모듈 조립도 2024년부터 시작될 것으로 예상되며 관련 매출은 연간 최소 500억원 수준 전망. 따라서 2025년부터는 신규 사업에서 매출이 약 1,500억원 이상 발생할 가능성 높음

2024년 신규 사업 확대로 이익 증가세 가파를 것

2023년 매출액은 2,908억원(-20% y-y), 영업이익은 205억원(-3.2% y-y)수준으로 전년비 감익 전망. 하지만 2024년에는 신사업 확대로 매출액 3,749억원(+28.9% y-y), 영업이익 283억원(+37.9% y-y)으로 크게 증가할 전망

이외에도 북미 고객사의 OLED 태블릿에도 모듈을 납품할 가능성이 있어 성장잠재력이 크다고 판단. 그럼에도 불구하고 2024년 기준 PER 8.3배로 역사적 밸류에이션 저점에 위치하고 있어 현재 주가 매력적이라고 판단

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	363.5	290.8	374.9	461.1
증감률	15.3	-20.0	28.9	23.0
영업이익	21.2	20.5	28.3	36.5
증감률	16.8	-3.2	37.9	29.0
영업이익률	5.8	7.1	7.5	7.9
(지배지분)순이익	19.6	17.7	24.4	31.2
EPS	1,193	1,006	1,307	1,669
증감률	124.6	-15.7	29.9	27.7
PER	6.7	10.8	8.3	6.5
PBR	1.3	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	4.1	4.7	3.4	2.3
ROE	21.9	16.2	18.7	19.7
부채비율	98.5	100.4	86.9	75.6
순차입금	-16.1	-58.7	-67.9	-86.0

단위: 십억원, %, 원, 배

