

2023.07.26(수) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-07-26 오전 3:57

수정한 날짜: 2023-07-26 오전 9:40

2023.07.26(수) 증권사리포트

포스코인터내셔널

기대감 확대 및 선반영 흐름

[\[출처\] 하나증권 유재선 애널리스트](#)

목표주가 76,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

포스코인터내셔널 목표주가 76,000원으로 기존대비 40.7% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2023년 예상 EPS에 목표 PER 16배를 적용했다. 2분기 실적은 시장 컨센서스를 소폭 상회했다. 철강 트레이딩 마진 개선과 발전 부문 증익이 주요 원인이다. 그룹사 전반적으로 주가 강세 흐름을 보여주는 중이다. 당장 3분기뿐만 아니라 향후 중단기 실적도 안정적인 추세의 성장이 예상되나 급격한 변화는 없다는 점에서 현재의 멀티플 급등은 단기 부담으로 작용할 여지가 있다. 2023년 기준 PER 14.0배, PBR 1.8배다.

2Q23 영업이익 3,572억원(YoY +11.4%)으로 컨센서스 상회

2분기 매출액은 8.9조원으로 전년대비 19.9% 감소했다. 에너지 부문은 국제유가와 SMP가 하락한 가운데 가스전 판매량이 감소하며 다소 부진했다. 상사는 철강 부문 역기저가 주요 원인으로 작용했다. 영업이익은 3,572억원으로 전년대비 11.4% 증가하며 분기 최대 이익을 기록했다. 에너지 부문은 미얀마 가스전 비수기 판매실적이 부진했음에도 판매가격 강세와 투자비 회수비율 상승으로 양호한 실적을 기록했고 발전도 SMP 상한제 실시에 따른 손실분 보상 및 정산금 증가로 개선되었다. 철강은 고수익 철강재 판매가 증가하면서 높은 마진을 기록했으며 하반기 판매량 및 매출 회복에 대한 기대감을 감안하면 양호한 실적이 지속될 수 있을 전망이다. P-모빌리티솔루션은 적자 기조는 다소 아쉽지만 구동모터코어 판매실적 정상화 흐름이 확인되고 있어 긍정적이다.

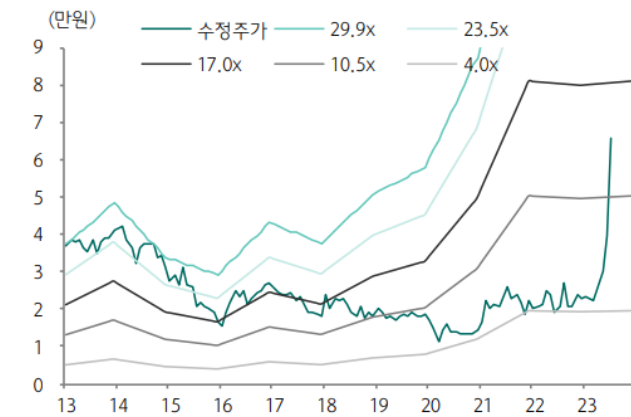
2차전지 소재와 수소 등 그룹사 시너지 멀티플 선반영 추세

기존 사업에서 양호한 수익성을 지속하는 가운데 친환경 철강제품, 가스전, 모터코어 부문 투자 및 성장의 방향성이 꾸준히 확인되는 중이다. 향후 수소 등 친환경에너지뿐만 아니라 흑연을 포함한 2차전지 소재 조달 분야에서도 핵심 역할을 담당할 예정이다. 그룹사 시너지 기대감이 주가에 선제적으로 반영되며 멀티플이 확장되고 있다. 멀티플 확대의 근거는 분명 존재하나 당장 실적에 기여하는 속도가 빠르지 않다는 점이 우려 요인이다. 다만 현재 추진 중인 다수의 계획이 현실화되는 흐름에 맞춰 추가적인 주가 상승 동력으로 작용할 여지가 존재하기 때문에 최근 고평가 현상에 대한 접근은 다소 조심스럽게 이뤄질 필요가 있다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

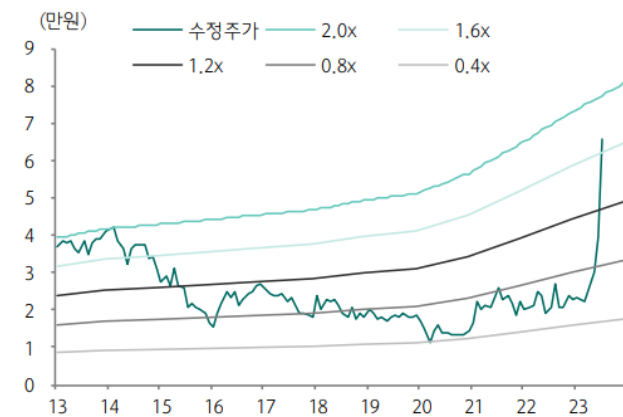
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	33,948.9	37,989.6	35,063.9	35,551.6
영업이익	585.4	902.5	1,251.0	1,246.7
세전이익	488.7	742.1	1,085.8	1,092.7
순이익	360.8	589.7	828.9	841.4
EPS	2,924	4,780	4,715	4,783
증감율	51.19	63.47	(1.36)	1.44
PER	7.68	4.73	14.00	13.80
PBR	0.79	0.70	1.81	1.64
EV/EBITDA	6.43	4.99	5.73	5.48
ROE	10.86	15.79	15.97	12.50
BPS	28,259	32,286	36,524	40,339
DPS	800	1,000	1,000	1,000

도표 2. 포스코인터내셔널 12M Fwd PER 추이



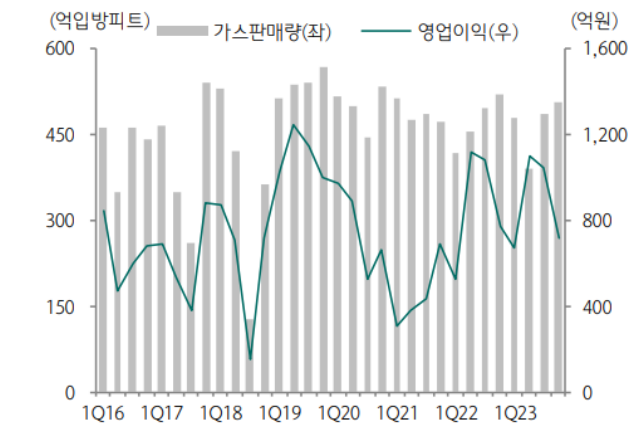
자료: 포스코인터내셔널, 하나증권

도표 3. 포스코인터내셔널 12M Fwd PBR 추이



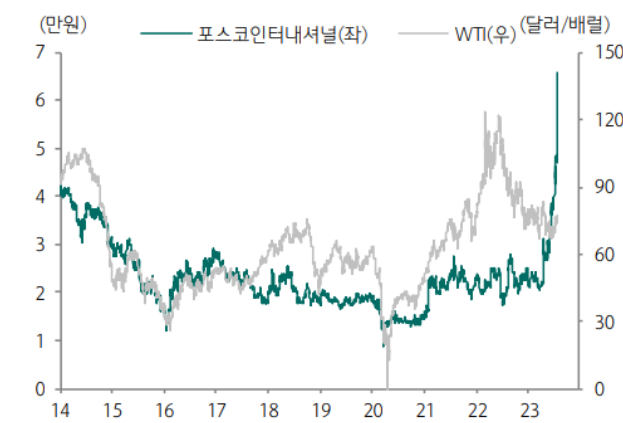
자료: 포스코인터내셔널, 하나증권

도표 4. 분기별 미안마 가스전 판매량과 영업이익 추이



자료: 포스코인터내셔널, 하나증권

도표 5. 포스코인터내셔널 주가와 국제유가 추이



자료: Thomson Reuters, 하나증권



포스코퓨처엠

이차전지 부문 실적 성장세 지속

[\[출처\] 키움증권 권준수 애널리스트](#)

2Q23 영업이익 521억원, 시장 컨센서스 하회

2Q23 실적은 매출액 1.2조원(+5%QoQ, +49%YoY), 영업이익 521억원(+157%QoQ, -6%YoY)으로, 시장 컨센서스를 하회했다(영업이익 컨센서스 627억원). 1) 양극재의 경우 전체 판매량은 전분기 대비 감소(-7%QoQ)했으나, N86 판매 비중 확대(1Q 12% à 2Q 31%)로 Blended ASP가 상승한 것으로 추정되고, 2) 음극재는 유럽향 수요 악화로 판매량이 전분기 대비 감소했으나, 판가 유지 및 가동률이 상승한 것으로 파악되며, 3) 화성 및 내화물 사업부의 경우 각각 고객사 협상 통한 마진 구조 개선과 가동률이 상승하며 전분기 대비 수익성 개선이 나타났다. 그러나, 주요 고객사의 유럽향 출하량 감소 및 단결정 수율 이슈 등이 발생하며 실적이 기대치에는 못 미쳤다.

3Q23 영업이익 925억원(+13%YoY) 전망

3Q23 실적은 매출액 1.6조원(+32%QoQ, +49%YoY), 영업이익 925억원(+77%QoQ, +13%YoY)을 기록할 전망이다. 양극재의 경우 메탈 가격 하락에 따른 Blended ASP 하락이 예상되나, 얼티엄셀즈향 광양 3,4 공장 가동률 상승으로 N8 시리즈의 출하량 증가 및 제품 믹스 개선이 나타날 전망이며, 특히 단결정 N8 제품의 수율 안정화에 따른 수익성 개선이 기대된다. 금번 실적 발표를 통해 강조된 부분은, 체결된 모든 바인딩 계약들은 일정 물량에 대한 출하가 전방 수요와 무관하게 보장되고(80~85% 개런티 물량 추정) 있다는 점이다. 최근 전방 수요 불확실성 및 전기차 생산 차질 등의 노이즈가 발생하고 있으나, 그동안 장기공급계약을 활발하게 해온 동사의 경우 물량 감소에 대한 리스크가 상대적으로 적다고 판단한다. 또한, 음극재의 경우 재고 소진이 지속될 것으로 예상되는 가운데, 판매량 증가에 따른 가동률 상승도 기대된다.

공격적인 실적 가이드에 대한 이유 존재

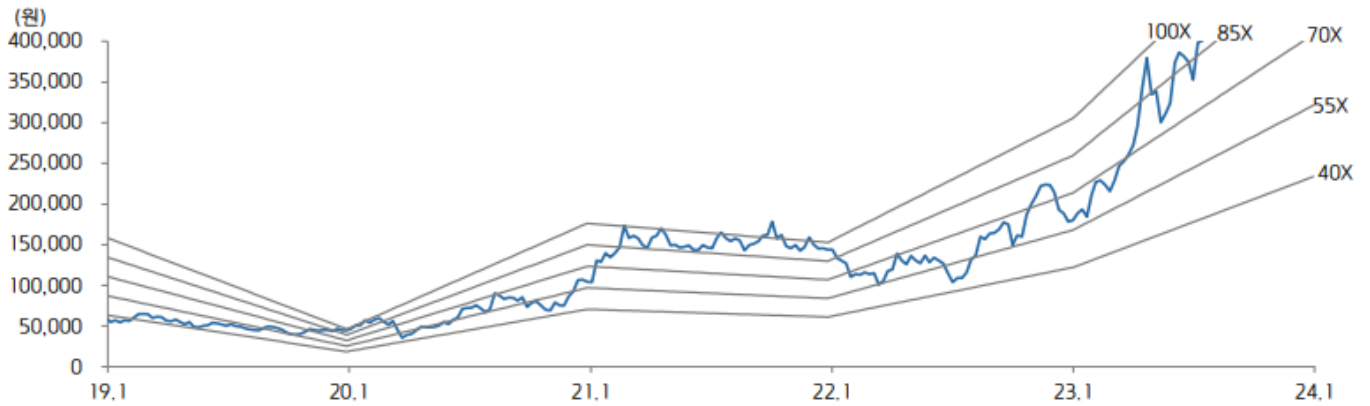
포스코퓨처엠의 중장기 성장을 전망하는 이유로는, 1) 최근 포스코 그룹 'Value Day'를 통해 중장기 CAPA 상향 조정(30년 양극재 100만톤, 음극재 37만톤), 2) 그룹 계열사를 통한 Upstream 투자 역량(리튬, 니켈) 확대, 3) 높은 수주잔고(106조원)를 기반으로 한 증설 속도 가속화, 4) 레퍼런스 통한 신규 고객사 확대에 근거한다. 단기 주가 급등이 부담으로 작용하지만, 목표주가를 25년 EPS 전망치 변경을 반영하여 66만원으로 상향한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,990	3,302	5,648	9,272
영업이익	122	166	247	619
EBITDA	203	258	356	907
세전이익	146	134	292	583
순이익	134	122	246	471
지배주주지분순이익	134	118	237	452
EPS(원)	1,763	1,527	3,054	5,841
증감률(%YoY)	282.6	-13.4	100.0	91.3
PER(배)	81.7	117.9	41.8	21.8
PBR(배)	4.67	5.64	3.69	3.19
EV/EBITDA(배)	54.0	57.3	114.2	47.7
영업이익률(%)	6.1	5.0	4.4	6.7
ROE(%)	7.9	4.9	9.2	15.7
순부채비율(%)	-10.6	25.3	84.4	152.0

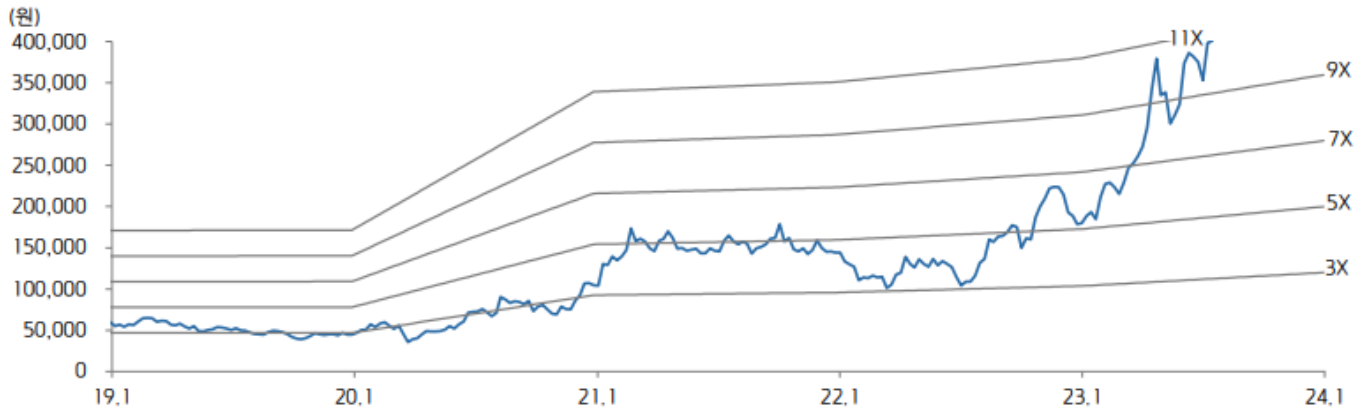
자료: 키움증권 리서치센터

포스코퓨처엠 12M Fwd. P/E Ratio



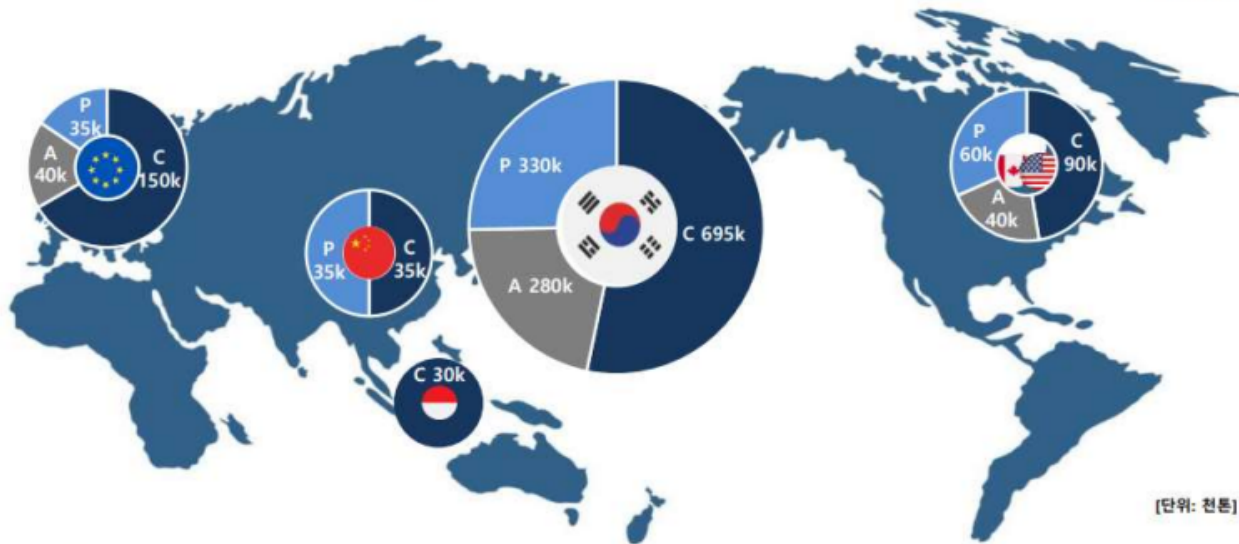
자료: 키움증권 리서치센터

포스코퓨처엠 12M Fwd. P/B Ratio

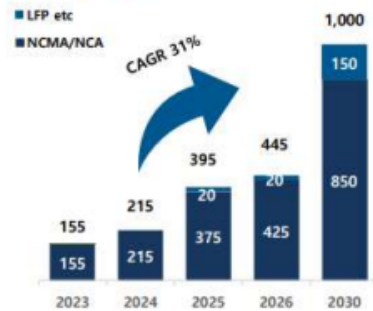


자료: 키움증권 리서치센터

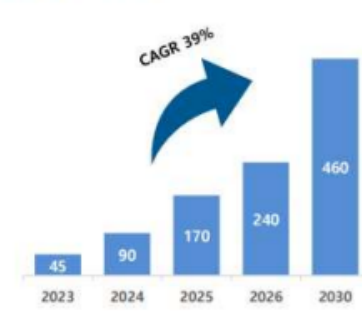
에너지소재 Roadmap('30)



양극재(C)



전구체(P)



음극재(A)



자료: 포스코퓨처엠, 키움증권 리서치센터



POSCO홀딩스

2분기 실적호조, 중장기 성장성 긍정적

[\[출처\] 키움증권 이중형 애널리스트](#)

2분기 실적 예상치 상회, 분기 조단위 영업이익 복귀

2분기 영업이익은 1.33조원(+88%QoQ, -37%QoQ)으로 키움증권 추정치 1.26조원과 컨센서스 1.22조원을 상회하며 4개분기만에 1조원대를 회복했다. ① POSCO의 영업이익이 8,411억원(+235%QoQ)으로 예상보다 큰 폭으로 개선되었는데, 1/20자로 완전 정상화된 포항제철소에 힘입어 조강생산량이 8,851만톤(+4%QoQ, +4%YoY)으로 증가했고, 5월까지 제품가격 인상으로 탄소강 마진이 1분기대비 약 6만원 개선되었다. 또한 ② 올해 포스코에너지를 합병한 포스코인터내셔널의 영업이익이 3,572억원(+28%QoQ, +11%YoY)으로 컨센서스 3,051억원을 상회하면서 실적개선에 힘을 더했고, ③ POSCO와 해외 철강자회사들도 1분기대비 700억이상 영업이익이 개선되었기 때문이다.

1분기 강세였던 중국 철강업황이 2분기 약세로 전환되면서 POSCO홀딩스의 3분기 영업이익은 1.21조원으로 2분기대비 소폭 감소가 예상되지만, 최근 중국 정부의 경기부양 기대감과 함께 중국 철강가격도 반등을 시도하고 있어 4분기 POSCO홀딩스의 실적개선 기대감은 점차 높아질 전망이다.

이차전지 소재사업 중심으로 제2의 성장국면 진입

동사는 올해 7월 투자자 대상으로 개최된 "이차전지 소재사업 Value day"에서 그룹의 2030년 이차전지 소재사업(리튬/니켈/리사이클/양극재/음극재/차세대전지)의 합산 매출목표 62조원과 EBITDA 목표 15조원을 제시해 작년에 제시했던 목표였던 매출 41조원과 EBITDA 11조원을 상향했다.

특히 POSCO홀딩스가 담당하고 있는 ① 리튬은 2030년 생산능력 목표를 42.3만톤(기존 30만톤)으로 상향하고, 매출액과 EBITDA 목표도 각각 13.6조원(기존 11.7조원)과 8.5조원(기존 8.3조원)도 상향했다. 또한 ② 니켈은 2030년 24만톤, ③ 이차전지 리사이클은 2030년 리튬 3만톤, 니켈 3만톤, 코발트 1만톤의 생산능력을 완성해 이차전지 소재사업의 핵심 밸류체인을 완성하고, 2030년 리튬/니켈/리사이클 사업에서 매출액 20.0조원, EBITDA 9.8조원을 실적(단순 합산 기준)을 달성할 계획이다. 이는 동사의 2023년 예상 EBITDA 8.3조원(연결조정 반영)과 맞먹는 수준으로 올해 10월 광양 광석리튬 4.3만톤, 내년 2분기 아르헨티나 염수리튬 2.5만톤 리튬공장 완공을 앞두고 중장기 성장에 대한 기대감은 주가 상승압력을 지속적으로 높일 것으로 판단한다.

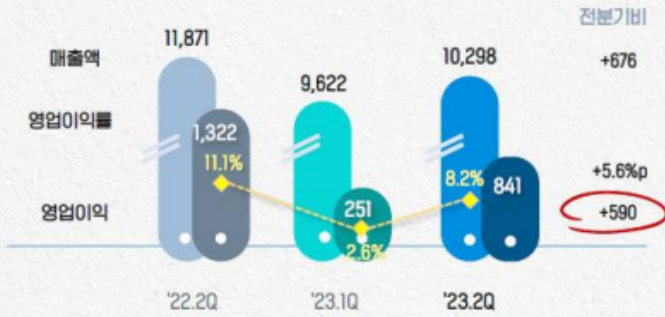
투자지표

(십억원, IFRS **)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	76,332	84,750	80,350	85,895
영업이익	9,238	4,850	4,552	6,156
EBITDA	12,818	8,544	8,392	10,519
세전이익	9,416	4,014	4,017	5,918
순이익	7,196	3,560	3,091	4,554
지배주주지분순이익	6,617	3,144	2,646	3,898
EPS(원)	75,897	36,457	31,290	46,095
증감률(%YoY)	313.0	-52.0	-14.2	47.3
PER(배)	3.6	7.6	20.5	13.9
PBR(배)	0.47	0.45	1.00	0.94
EV/EBITDA(배)	2.5	4.1	7.2	6.0
영업이익률(%)	12.1	5.7	5.7	7.2
ROE(%)	14.0	6.1	4.9	7.0
순부채비율(%)	7.3	10.4	12.4	15.1

POSCO 2분기 실적개선 요인

손익/재무

(십억원)



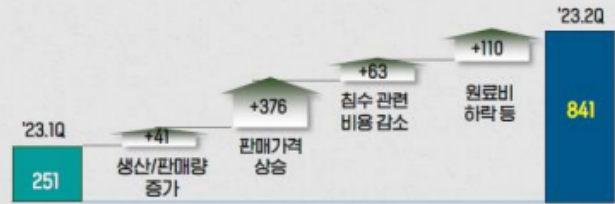
(십억원)	'22.2Q	'23.1Q	'23.2Q	전분기비
EBITDA	1,915	832	1,419	+587

- 생산 완전 정상화로 매출총이익률 회복 (조강생산량 4.1% qoq 증가)
- 시황 반등으로 영업이익 증가

(조원)	'22.12/E	'23.3/E	'23.6/E
자금시재	7.6	9.5	9.3
차입금	7.8	10.3	10.1

【전분기비 영업이익 증감】

(십억원)



- 판매가격(탄소강) 상승: 1Q) 1,019천원/톤 → 2Q) 1,066 (+47)
 - 순수 단가상승 및 환율 영향: +52천원/톤
 - 열연/후판 제품 판매 증가 등 구성비차: △5천원/톤
- 주원료비 매출원가(탄소강) 하락: 1Q) 원가100 기준 → 2Q) 98
 - 철광석: 1Q) 100 → 2Q) 95.8 / 원료탄: 1Q) 100 → 2Q) 100
- 침수관련 비용 현황

(십억원)	'22.4Q	'23.1Q	'23.2Q	전분기비
복구비용	288	69	-	△69
재고손실	0.5	△6*	-	+6

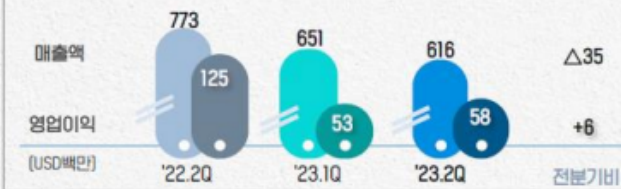
* 재고손실 반영금액 중 일부 반영

자료: POSCO홀딩스, 키움증권

2분기 해외 철강자회사 경영실적

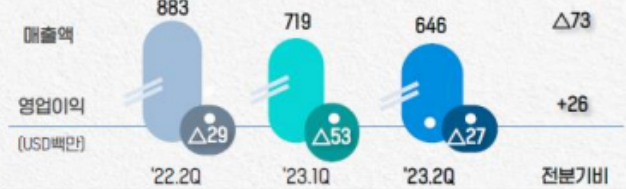
PT. Krakatau POSCO

- 신열연 가동으로 판매 개시('22.11) 이후, 高價 열연 내수 판매 확대로 이익증가
 - 판매량(천톤): 1Q) 879 → 2Q) 727 *열연 내수비(%): 2Q) 77%, +12%p
 - 판매가격(전분기비): +14% * [열연] +18% [후판] +10%



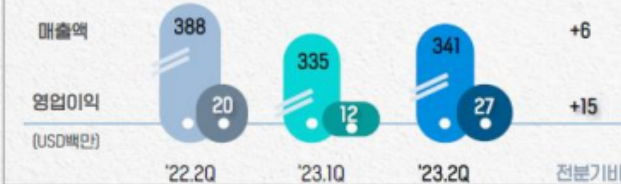
장가항 STS (PZSS)

- 경쟁사의 저가판매 지속에도 특화재 중심 판매로 영업적자 축소
 - 판매량(천톤): 1Q) 250 → 2Q) 248
 - 판매가격(전분기비): △10.1%



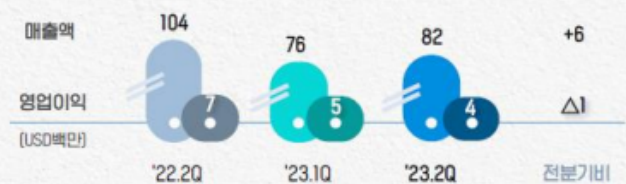
POSCO Maharashtra

- 후강판/가전용 고급재 판매확대 및 판매가격 인상으로 영업이익 개선
 - 판매량(천톤): 1Q) 363 [후] 176, [가전] 40 → 2Q) 352 [후] 187 [가전] 42
 - 판매가격(전분기비): +5.5%



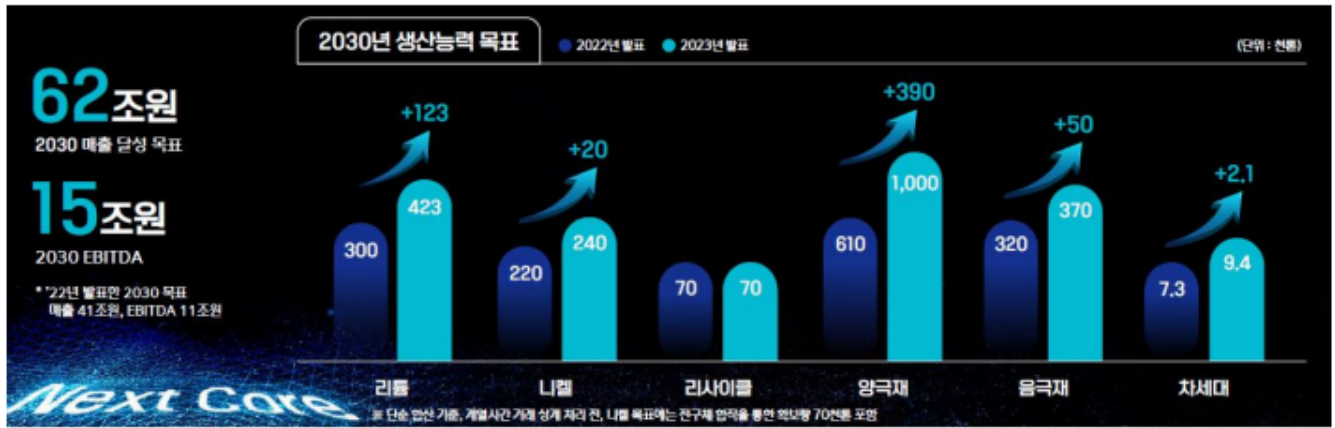
PY VINA

- 베트남 내수 불황 지속에도 손익 방어 위해 수출지역 다변화로 수출 비중 증가
 - 판매량(천톤): 1Q) 내수 54, 수출 32 → 2Q) 내수 47, 수출 54
 - 판매가격(전분기비): △3.5%



자료: POSCO홀딩스, 키움증권

POSCO그룹 2030년 이차전지소재사업 목표 상향



자료: POSCO홀딩스, 키움증권

POSCO그룹 이차전지 소재사업 투자비/매출액 목표



주: 계열사간 거래 상계처리 전 단순합산기준

자료: POSCO홀딩스, 키움증권

POSCO그룹 이차전지 소재사업 주요 로드맵

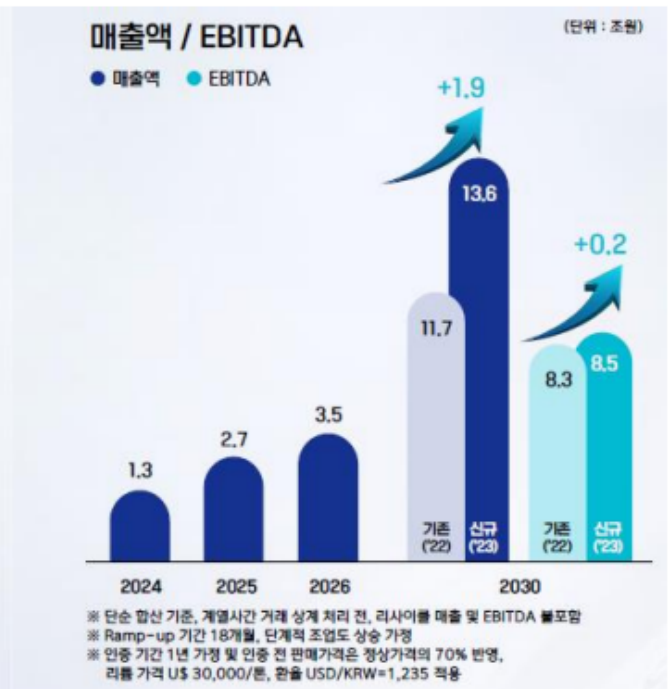


자료: POSCO홀딩스, 키움증권

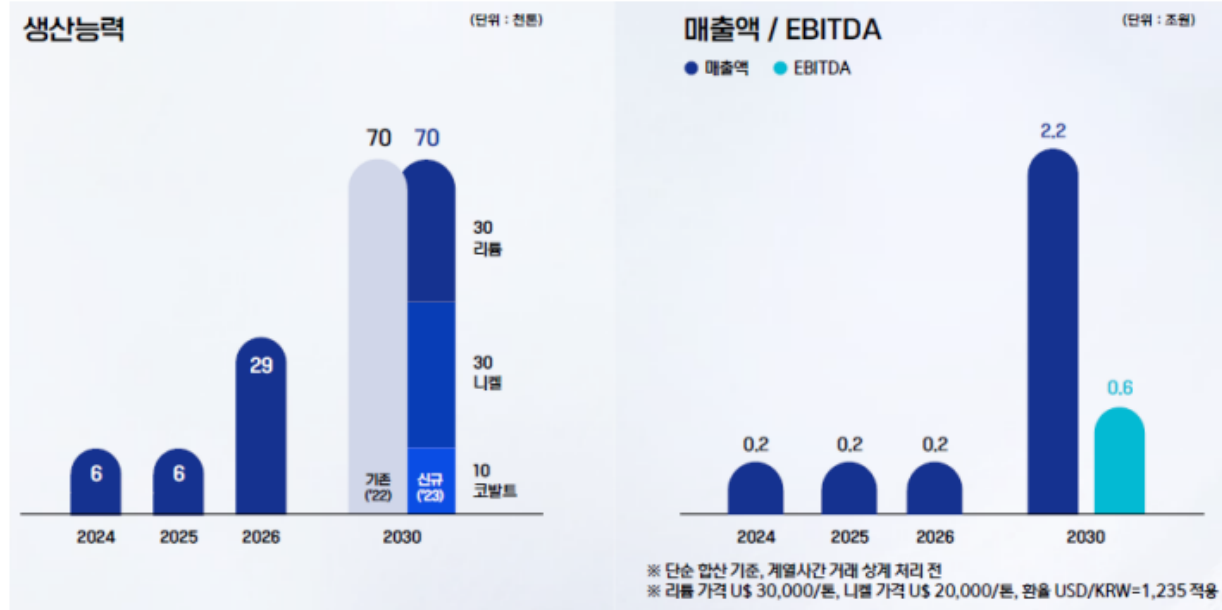
POSCO그룹 2030년 리튬사업 목표



자료: POSCO홀딩스, 키움증권

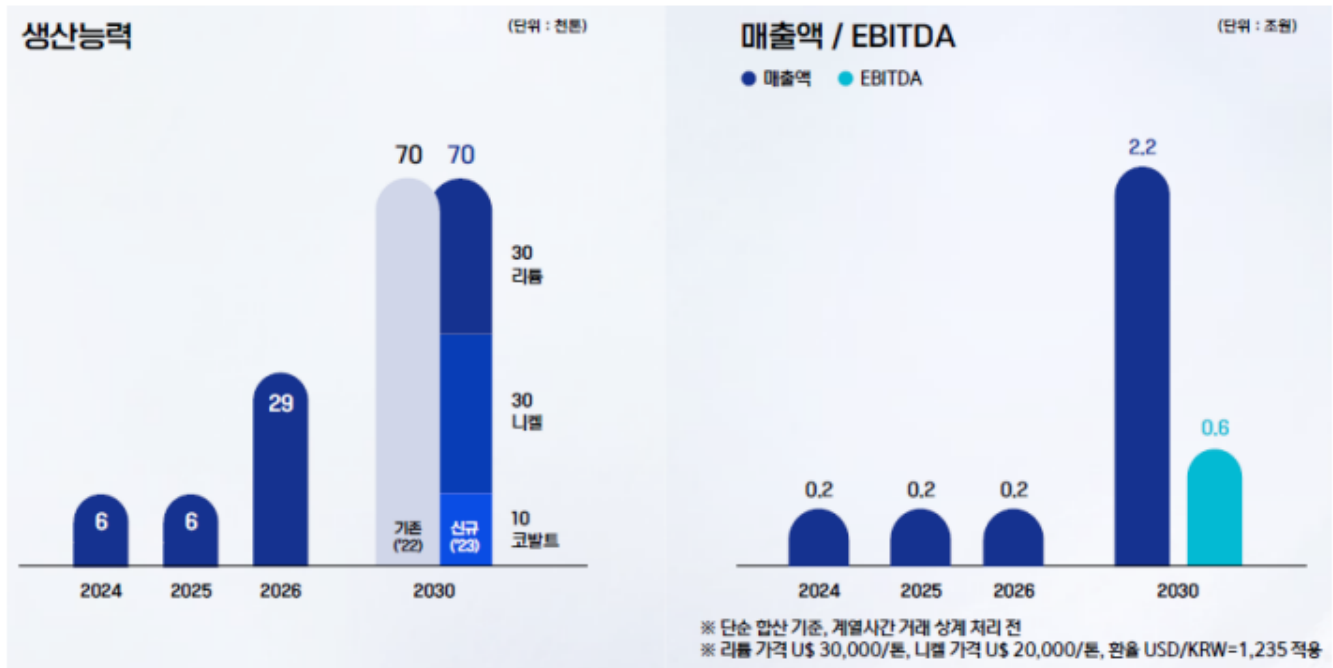


POSCO그룹 2030년 니켈사업 목표



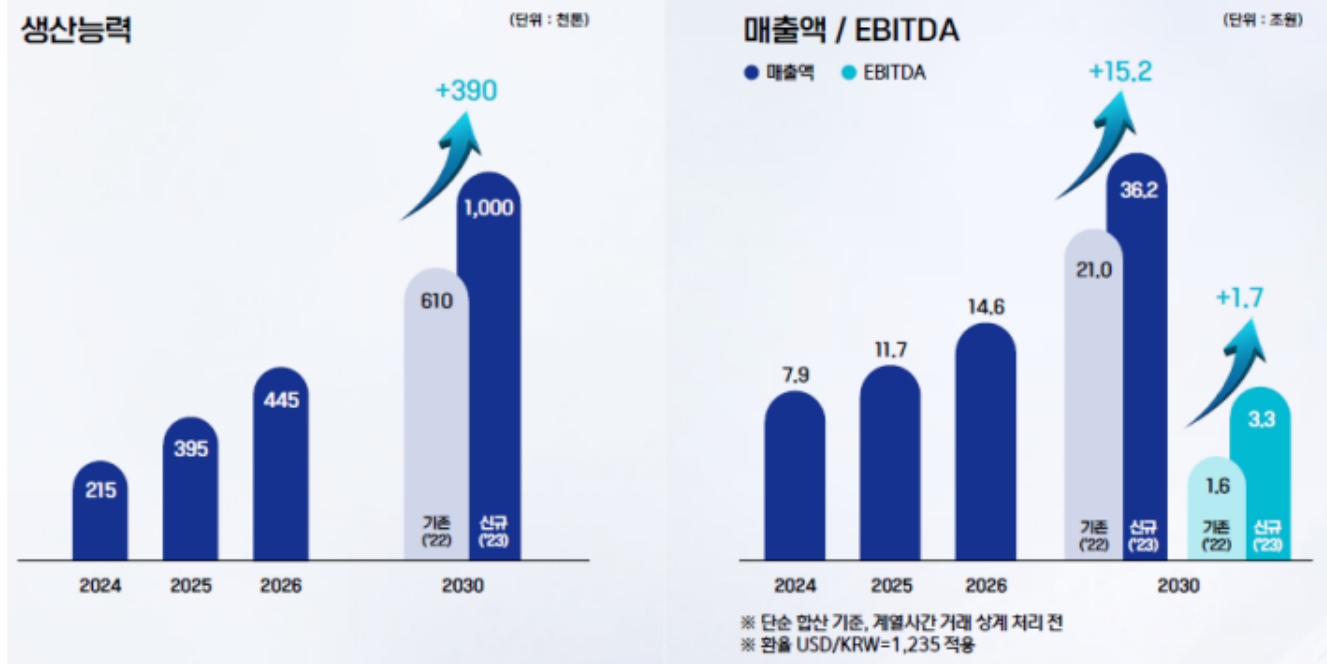
자료: POSCO홀딩스, 키움증권

POSCO그룹 2030년 이차전지 재활용사업 목표



자료: POSCO홀딩스, 키움증권

POSCO그룹 2030년 양극재사업 목표



자료: POSCO홀딩스, 키움증권





상신브레이크

글로벌 전기차로의 납품 시작

[\[출처\] 하나증권 송선재 애널리스트](#)

국내 브레이크 패드 1위 업체

상신브레이크는 자동차용 제동 부품들인 브레이크 패드(매출비중 61%)와 라이닝(4%), 슈/브레이크 어셈블리(4%/6%), 그리고 부산물(22%) 등을 생산한다. 법인별 매출비중은 한국(수출 포함)/중국이 70%/16%이고, 인도/미국/멕시코는 5%/2%/7%이다. 국내와 해외비중이 각각 33%/67%이고, OE와 보수용의 비중은 44%/56% 정도이다. OE의 주요 거래선은 현대차/현대다이모스/현대모비스/HL만도 등이고, 보수용은 현대모비스와 NAPA Auto Parts, 그리고 국내 대리점 등 유통 업체들이다. 브레이크 패드를 기준으로 국내 시장점유율 50% 전후로 1위를 기록 중이다.

멕시코와 미국 STA 법인의 적자폭 축소

최근 3년간 상신브레이크의 “별도 vs. 연결” 실적은 상이한 흐름을 보였다. 별도 기준의 영업이익률이 4.3%→5.6%→7.2%로 상승했지만, 연결 기준의 영업이익률은 2.3%→3.1%→2.9%로 정체되었다. 가장 큰 이유는 멕시코 법인과 미국 STA(상신테

크놀로지아메리카) 법인의 부진이었다. 멕시코 법인은 2016년 설립 후 높은 원가율과 물류비 등으로 인해 지속적인 적자를 기록 중이다. 2022년 매출액/순이익이 463억원/-126억원이었고, 2023년 1분기에도 122억원/-22억원을 기록했다. 2023년에는 자구 노력으로 재료의 현지화율을 높이고, 물류비도 하락하고 있어 적자폭은 축소될 것이다. 미국 STA 법인은 트레일러용 액슬 어셈블리를 생산하는데, 수요 위축과 타부품 공급부족으로 실적이 부진했었다. 2022년 매출액/순이익이 77억원/-61억원이었는데, 최근 고객사들의 트레일러 생산이 늘면서 2023년 1분기에는 108억원/-16억원으로 개선되고 있다. 2023년 연간 400억원 중반의 매출액으로 적자폭이 감소할 것이다.

글로벌 전기차로의 납품 시작

두 해외 법인의 적자폭 축소와 함께 연결 실적을 이끄는 것은 수출 물량 증가와 원재료비/물류비 하락일 것이다. 보수용에서는 북미 수출이 회복되고, OE에서는 작년말부터 글로벌 전기차 업체향 리어 패드를 납품하기 시작했는데, 한국/중국/멕시코 법인을 통해 대응중이다. 추가 모델도 예상된다. 유럽 완성차로의 납품도 시작된다. 원재료비는 kg당 가격이 2020년 1,252원에서 2022년 1,742원으로 39% 상승했는데, 최근 추가적인 상승이 없어 관련 부담은 완화되고 있다. 물류비를 포함한 수출경비는 매출액 대비 비율이 2020년 1.4%, 2021년 2.4%, 2022년 3.7%까지 상승했었는데, 2023년 1분기에는 1.3%로 하락하면서 역시 수익성에 긍정적 영향을 주고 있다. 이를 감안한 2023년 연간 매출액/영업이익은 10%/51% 증가한 5,387억원/212억원(영업이익률 3.9%, +1.0%p)으로 예상된다. 현재주가는 예상 실적을 기준으로 P/E 5배 대, P/B 0.4배 이하의 Valuation을 기록하고 있어 저평가된 것으로 판단한다

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	392	349	397	489
영업이익	16	8	12	14
세전이익	13	2	15	7
순이익	4	(3)	10	1
EPS	189	(124)	456	33
증감율	(50.5)	적전	흑전	(92.8)
PER	18.6	(25.9)	8.5	91.7
PBR	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	6.0	7.5	7.4	7.3
ROE	2.4	(1.6)	5.4	0.4
BPS	8,390	8,085	8,931	9,348
DPS	100	50	80	100



티웨이항공

생각보다 큰 비수기 영향

[\[출처\] NH투자증권 정연승 애널리스트](#)

목표주가 3,300원으로 6% 하향 조정

티웨이항공에 대해 투자의견 Hold를 유지하며, 목표주가는 3,300원으로 기존대비 6% 하향. 목표주가는 2023년, 2024년 주당순이익(EPS)에 7.8배를 적용. Target PER은 미국, 한국 저비용항공사의 23, 24년 평균 PER 9.8배에 20% 할인율을 적용하였으며, 할인 원인은 2대 주주의 지분 매각 가능성 감안

예상보다 큰 폭의 운임 하락으로 2분기 영업이익 시장컨센서스 하회

2분기 매출액 2,861억원(+205.3% y-y), 영업이익 196억원(흑전 y-y, OPM 6.9%)로 영업이익 측면에서 시장컨센서스 36% 하회. 수송량은 예상보다 양호하였으나, 국제선 운임이 77원으로 전분기(99원) 대비 23% 하락한 결과. 비수기에도 일본 노선은 수요가 견조하였으나, 동남아 노선에서 경쟁강도 강화로 운임 하락. 3분기는 성수기 진입으로 수송량과 운임이 높아지겠지만, 운임 측면에서 1분기 수준을 상회하기는 어려울 전망. 3분기 국제선 운임은 85원으로 가정

투자의견 상향 조건: 오버행 이슈 해소, 유럽 노선 확장 가시화

전일 종가 기준, 티웨이항공의 시가총액은 6,003억원으로 상대적으로 운영 기재가 적은 진에어보다도 낮음. 이는 2대주주 지분 매각 가능성에 따른 오버행 부담이 할인 요인으로 작용했다고 평가. 하지만, 대한항공-아시아나항공 인수 과정에서 유럽 노선 확대 가능성이 있어, 할인율 축소 기회도 존재함. 오버행 이슈가 해소되거나 중장거리 노선 확대가 가시화될 경우, 투자의견 상향도 가능

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	525.8	1,296.2	1,251.0	1,291.9
증감률	145.3	146.5	-3.5	3.3
영업이익	-103.9	178.0	73.8	66.1
증감률	적지	흑전	-58.5	-10.6
영업이익률	-19.8	13.7	5.9	5.1
(지배지분)순이익	-118.7	110.6	54.8	41.6
EPS	-807	565	273	207
증감률	적지	흑전	-51.7	-24.0
PER	N/A	5.3	11.0	14.4
PBR	8.0	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	N/A	1.5	3.3	3.1
ROE	-222.3	62.4	17.0	11.2
부채비율	1655.0	275.6	210.3	174.9
순차입금	-56.8	-250.9	-271.9	-295.6

단위: 십억원, %, 원, 배



하나기술

NDR 후기: 지속적으로 증가하는 수주. 올해 신규 수주 7,500억원 목표 유효

[\[출처\] 유진투자증권 박종선 애널리스트](#)

NDR을 통해 확인된 최근 사업 현황: 국내 3사는 물론 신규 고객 수주 확대로 올해 신규수주 7,500억원 유효

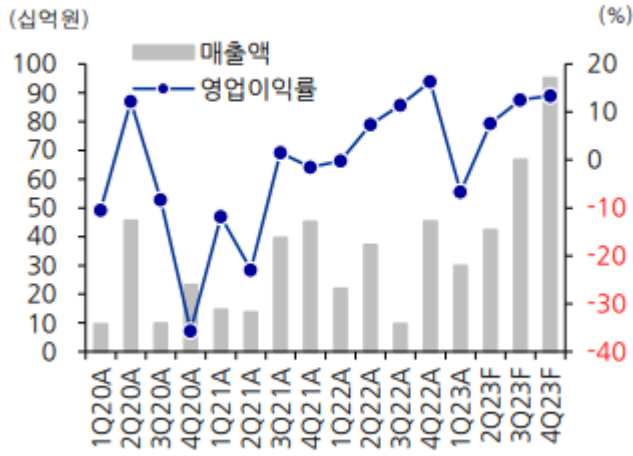
- ① 노르웨이 프레이어社 수주는 지연되나 확대 가능: 노르웨이 프레이어社의 기존 프로젝트의 전극공정 테스트가 완료되어 지연되었던 수주가 예상되는 가운데, 미국 IRA 지원에 따라 신규 조지아 지역 프로젝트도 추진 예정.
- ② 아시아 지역에 최근(6/27) 수주한 1,723억원 수주는 시작일뿐, 향후 1~3년간 대규모의 추가 수주 기대.
- ③ 국내 주요 3사의 국내외 투자 확대에 따른 수주 확대 예정
- ④ 연초 제시한 올해 신규 수주 7,500억원 목표는 아직 유효 n 당사 추정 2분기 예상실적(연결 기준)은 매출액 423억원, 영업이익 32억원을 예상함. 이는 전년동기 대비 각각 14.0%, 17.5% 증가하며 시장 전망치 대비 소폭 증가 예상. 하반기부터 전년동기 대비 본격적인 실적 성장 전망.

현재 주가는 2023년 실적 기준 PER 49.9배로, 국내 동종업체 평균PER 26.2배 대비 크게 할증되어 거래 중임.

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	113.0	113.9	233.9	379.0
영업이익	-5.0	11.2	22.3	48.6
세전순이익	-3.9	-0.2	22.4	47.6
당기순이익	-2.9	1.5	18.9	37.6
EPS(원)	-384	201	2,525	4,991
증감률(%)	na	흑전	1,153.3	97.6
PER(배)	na	268.5	49.9	25.2
ROE(%)	-4.7	2.1	24.1	36.3
PBR(배)	5.6	5.6	11.2	7.8
EV/EBITDA(배)	na	35.7	38.4	18.7

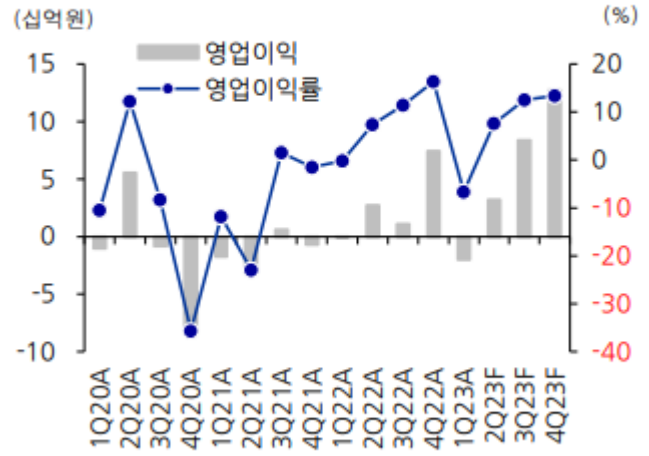
자료: 유진투자증권

도표 3. 분기별 매출액, 영업이익률 추이&전망



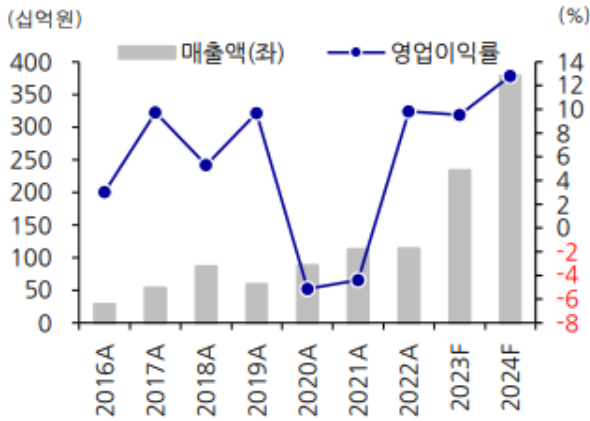
자료: 유진투자증권

도표 4. 분기별 영업이익 추이 및 전망



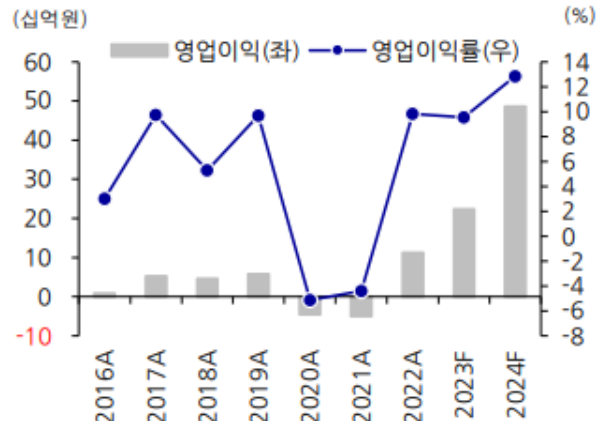
자료: 유진투자증권

도표 6. 연간 매출액 및 OPM 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 7. 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 유진투자증권



SK네트웍스

엔코아 지분 인수 관련 코멘트

[\[출처\] 이베스트투자증권 오린아 애널리스트](#)

SK네트웍스, 엔코아 지분 88.47% 인수 결정

SK네트웍스는 7월 21일 공시를 통해 데이터 솔루션 및 컨설팅 기업 엔코아 지분 88.47%를 884.7억원에 인수하는 안건을 승인했다고 밝혔다. 엔코아는 1997년 설립된 데이터 전문 기업으로, 다양한 고객사들을 대상으로 데이터 관리 컨설팅 및 솔루션 사업을 전개하고 있다. 2022년 매출액은 전년대비 3.6% 증가한 295억원, 영업이익은 전년대비 19.4% 감소한 66억 원을 기록했다. 2022년 기준 부문별 매출액 비중은 용역매출 70.2%, 소프트웨어 22.9%, 교육매출 6.9% 등이다. 2022년 당기순이익은 58억원으로, 금번 인수에서 평가 받은 기업가치는 약 1,000억원 수준, 2022년 실적 기준 P/E 17.3배 수준이다. 올해 안으로 주식 매매계약 체결 등 후속 절차를 마무리 할 예정이고, 9월 말을 Deal closing 시점으로 잡고 있는 만큼 이르면 4분기 또는 2024년부터 연결 편입이 예상된다.

사업형 투자회사 전환 가속화에 힘 보태기

엔코아는 데이터 관리 솔루션 분야에서 Full Stack 서비스 체계를 갖춘 업체로, 모델링, 메타데이터, 품질관리, 데이터 이행, 데이터 가상화 등 데이터 전반 부문에서 높은 경쟁력을 확보하고 있다. SK네트웍스는 사업형 투자회사로의 전환을 가속화 중인데, 2020년부터 데이터센터 펀드 및 데이터 관련 유망 기술 업체에 투자를 이어왔고 금번 인수도 같은 맥락이라는 판단이다. 더불어 본사 및 SK렌터카, SK매직, SK일렉링크 등 SK네트웍스 내 entity의 데이터 통합 인프라 구축 시너지 또한 기대된다. 더 나아가 향후 그룹사 관련 협업할 수 있는 기회 또한 기대해 볼 수 있겠다. 특히 데이터 통합 시뮬레이션 솔루션인 데이터 가상화 시장은 2030년까지 연평균 20% 성장할 것으로 전망되는데, 엔코아는 관련해서 자체 솔루션을 개발해 내놓은 상태라 유리한 위치에 있다는 판단이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 7,000원으로 상향

SK네트웍스에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 7,000원으로 상향한다. 목표주가의 상향은 적정 주가 산정을 위한 실적 기준 시점을 2023E로 변경함에 따른 것이다. 2Q23 매출액은 YoY 2.2% 증가한 2조 1,919억원, 영업이익은 YoY 32.8% 증가한 501억원을 예상한다. 본업의 안정적인 흐름과 더불어 투자 확대를 통한 성장 포트폴리오 확보가 긍정적이다.

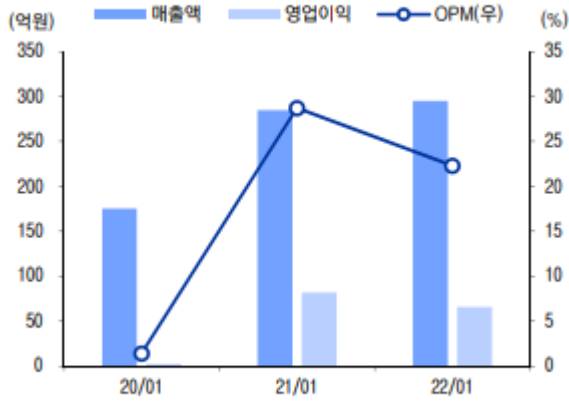
Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	11,018	9,666	9,919	10,420	10,983
영업이익	122	154	201	214	250
순이익	104	91	57	78	106
EPS (원)	451	395	220	334	453
증감률 (%)	186.1	-12.4	-44.3	52.0	35.3
PER (x)	11.1	9.8	26.8	17.6	13.0
PBR (x)	0.6	0.4	0.7	0.7	0.7
영업이익률 (%)	1.1	1.6	2.0	2.1	2.3
EBITDA 마진 (%)	8.8	10.4	10.8	9.2	8.0
ROE (%)	4.6	3.9	2.2	3.5	4.6

주: IFRS 연결 기준

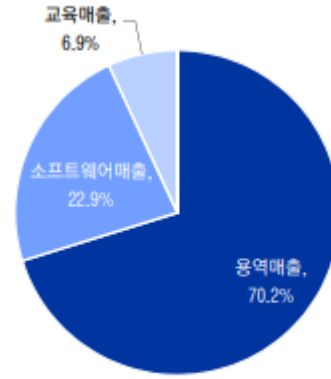
자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 엔코아 최근 3개년 실적 추이



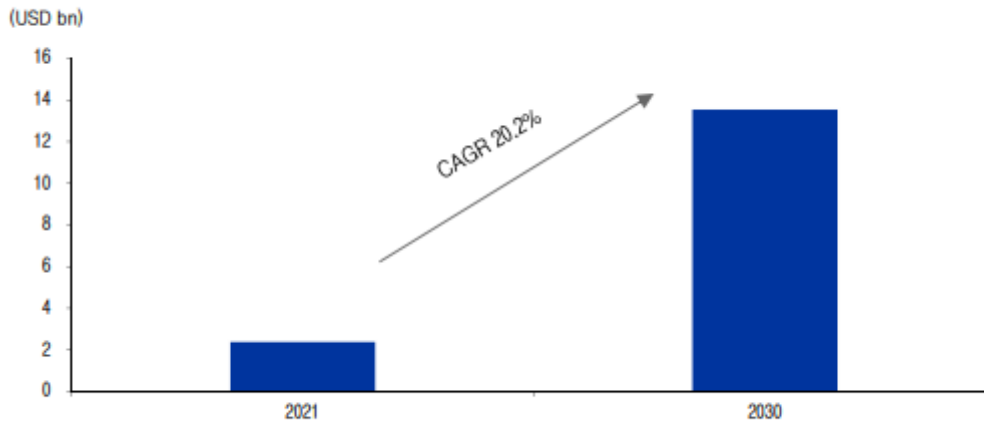
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 엔코아 부문별 매출 비중(2022년)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 글로벌 데이터 가상화 시장 규모 전망



자료: VMR, 이베스트투자증권 리서치센터

