

2023.08.28(월) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-08-28 오전 4:26

수정한 날짜: 2023-08-28 오전 11:46

2023.08.28(월) 증권사리포트

NAVER

컨퍼런스 DAN23 Key Takeaways

[\[출처\] 이베스트투자증권 오리아 애널리스트](#)

한국 AI 선봉장, 하이퍼클로바X와 만나면 뭐든 업그레이드

NAVER는 전일 팀네이버 컨퍼런스 DAN23에서 LLM 하이퍼클로바X와 이를 접목시킨 서비스들을 공개했다. 각 부문별로 초거대 AI 모델을 접목시킨 서비스들의 구체적 내용이 공유되었으며, 이를 통한 수익화 전략 또한 함께 들여다 볼 수 있었다. 하이퍼클로바X는 한국어에 특화된 토종 AI라는 것이 강점이며, 한국어 학습량은 Chat GPT 대비 6,500배 많은 것으로 알려졌다. 생성형 AI를 네이버가 제공하고 있는 여러 B2C 서비스에 활용하는 것은 비용 부담이 크기 때문에, B2B 모델부터 수익화가 본격적으로 진행될 예정이다. 올해 10월 CLOVA Studio, Neurocloud for HyperCLOVA X 등이 출시 예정이며, 11월에도 CLOVA for AD 파일럿, 12월 스마트스토어와 스마트플레이스 관련 베타 서비스가 차례로 오픈될 계획이다.

네이버 서비스가 가지고 있는 가장 큰 강점은 검색을 기반으로 네이버 생태계의 다양한 서비스로 연결이 가능하다는 점으로 본다. 이를 통해 이용자의 체류 시간을 늘리고 다양한 서비스로의 노출 증대 및 커머스 거래액 제고, 네이버페이 Lock-in 등까지 이끌어낼 수 있다는 판단이다. 하이퍼클로바X를 통해 모든 서비스가 한 단계 레벨업 될 전망이며, 이 중 검색은 11월부터 생성형 AI 기반 검색 서비스 Cue:가 통합 검색에 적용될 예정이다. 커머스 부문 또한 판매자/브랜드를 위한 다양한 솔루션 제공 및 현재 운영 중인 도착보장 등의 과금 개시로 성장을 도모할 전망이다. B2B 솔루션과 서비스들은 올해 말 오픈할 데이터 센터 '각 세종'을 기반으로 구동될 예정이다.

투자의견 Buy, 목표주가 275,000원 유지

NAVER에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 275,000원을 유지한다. 하이퍼클로바X가 탑재된 서비스들이 지속적으로 출시될 예정이고, 특히 B2B 상품들이 가장 먼저 수익화에 나설 전망으로 비용도 일정 부분 커버 가능할 것으로 판단한다. 앱 개편을 통한 광고 및 커머스 부문의 체질 개선도 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,818	8,220	9,760	11,194	12,514
영업이익	1,325	1,305	1,500	1,770	1,966
순이익	16,478	673	903	1,195	1,350
EPS (원)	110,449	5,069	7,222	8,923	10,083
증감률 (%)	1525.3	-95.4	42.5	23.6	13.0
PER (x)	3.4	35.0	31.7	25.7	22.7
PBR (x)	2.6	1.3	1.6	1.5	1.4
영업이익률 (%)	19.4	15.9	15.4	15.8	15.7
EBITDA 마진 (%)	25.8	22.7	22.2	21.9	21.2
ROE (%)	107.0	3.3	3.9	4.9	5.3

주: IFRS 연결 기준

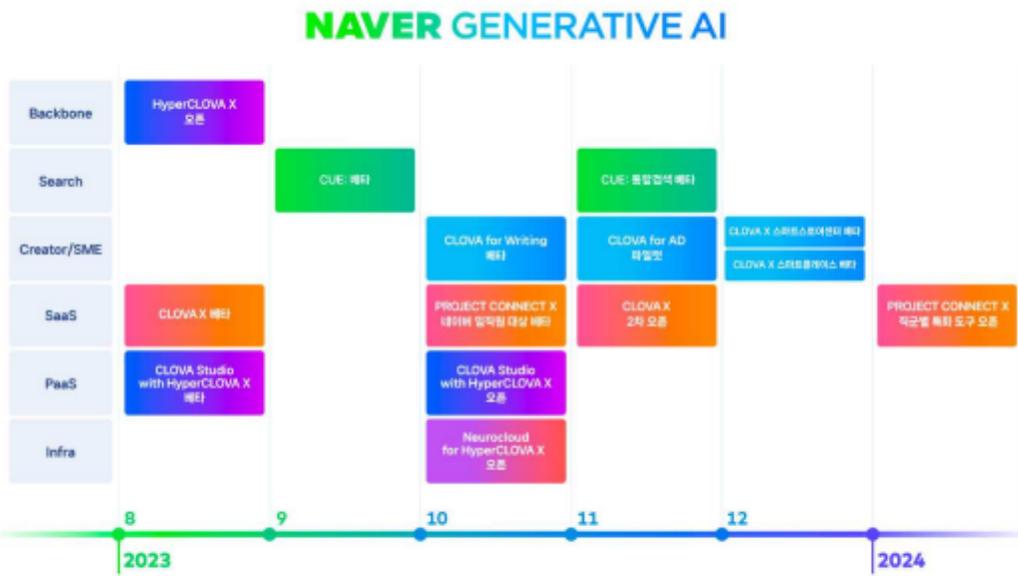
자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 하이퍼클로바 X 탑재 서비스 라인업



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 네이버 생성형 AI 관련 서비스 라인업 출시 일정



자료: NAVER, 이베스트투자증권 리서치센터



미래에셋생명

배당에 큰 변화 없을 전망

[\[출처\] 유안타증권 정태준 애널리스트](#)

투자의견 BUY, 목표주가 4,000원 유지

2분기 당기순이익은 340억원으로 전분기대비 66.2% 감소. 보험손익은 전분기대비 7.2%, 투자손익은 전분기대비 96.0% 감소. 투자손익 부진은 FVPL 평가익과 금융상품 처분익 감소에 기인하며, VFA모형 적용 영향으로 199억원의 손익 감소와 CSM 증가가 있었음. 다만 동사 역시 타 생명보험사들과 마찬가지로 투자손익에 이익 체력이 급변하는 모습을 보이고 있으며, 처분이익이 없다고 가정하면 회계제도 전환 이전과 유사한 정도의 이익 수준에 머무를 것이라고 판단. 따라서 당사는 동사의 주당배당금을 이전과 동일한 100원으로 추정하며, 이 경우 배당수익률은 2.8%에 머무를 것으로 예상. 투자의견 BUY와 목표주가 4,000원 유지.

보험손익 전분기대비 7.2% 감소. CSM 상각은 전분기대비 3.3%, RA 해제는 전분기대비 3.8% 감소.

투자손익 전분기대비 96.0%, 보험금융손익 제외 시 전분기대비 28.1% 감소. 전분기대비 FVPL 평가익과 금융상품 처분이익 감소에 더불어 VFA모형 적용으로 199억원의 손익 감소도 있었기 때문.

CSM 신계약 CSM은 전분기대비 4.3% 증가. VFA모형 적용으로 199억원의 CSM이 가산되어 CSM 조정이 크게 증가.

자본비율 2분기 K-ICS비율 추정치로 전분기대비 7.9%pt 하락한 210.5%를 제시. 경영진은 향후 당국에서 제시할 경제적 가정 변경을 전부 반영한 후에도 180% 이상의 자본비율을 유지할 수 있을 것으로 기대.

	2Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험손익	41		-7.2		
투자손익	4		-96.0		
영업이익	44		-67.8		
영업외손익	-1		N/A		
세전이익	43		-68.1		
당기순이익	34		-66.2		

자료: 유안타증권 리서치센터

결산 (12월)	2021A	2022A	2023E	2024E
영업이익			231	116
세전이익			226	112
지배순이익			169	82
PER (배)		IFRS4	2.8	5.7
PBR (배)			0.16	0.15
배당수익률 (%)			2.8	2.8

자료: 유안타증권 리서치센터



KH바텍

메탈 부품의 리더

[출처] IBK투자증권 김운호 애널리스트

2분기는 크게 개선. 3분기가 정점

KH바텍 2023년 2분기 매출액은 2023년 1분기 대비 74.5% 증가한 756억원이다. 국내 거래선의 신제품 관련 부품의 양산 시점이 지난 해 대비 빨라진 영향이다. 전년 동기 대비로도 40.7% 증가한 규모이다. 현지 매출은 전 분기 대비 3배 규모로 증가하였다. 물량 보다는 제품 설계 변경에 따른 ASP 상승 영향이 큰 것으로 추정한다. 3분기 매출액은 2분기 대비 2배 가까이 증가한 2,124억원으로 예상한다. 이전 전망 보다는 소폭 감소한 규모이다. 현지 매출액은 2분기 대비 3배 이상 증가할 것으로 예상한다. 물량에 대한 여러 소문들이 있지만 3분기 물량까지는 큰 영향을 받지 않을 것으로 예상한다.

강화되는 메탈 부품

KH바텍의 주요 제품은 힌지, 브라켓, 배터리용 End plate 등이다. 현재는 힌지가 가장 높은 비중을 차지하고 있으면 당분간 이러한 추세는 이어질 것으로 전망한다. 브라켓은 모바일에서 전장으로 사업 영역을 확장 중이다. 전장 관련 매출액은 연말에 글로벌 전장 부품 회사를 통해서 발생할 전망이다. 신규 메탈 케이스 관련 수혜도 기대된다. CNC 밀링이 아닌 신소재, 신공법을 통한 메탈 케이스 생산이 2024년부터 확산될 것으로 기대한다. End plate도 2025년 매출을 목표로 진행 중이다.

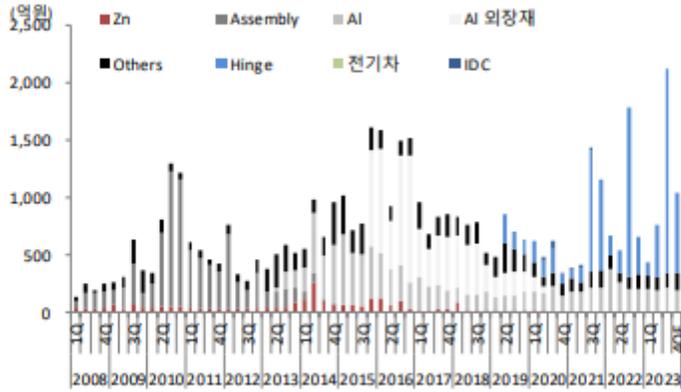
투자의견 매수 유지, 목표주가 25,000원으로 하향

KH바텍에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는 2분기부터 빠른 속도로 실적 개선세가 지속되고 있고, Foldable 핵심 부품뿐만 아니라 신제품 효과도 향후 외형 성장 및 수익성 개선에 기여할 것으로 기대하고, 전장 비중도 향후에는 점차 높아질 것으로 기대하기 때문이다. KH바텍의 목표주가는 25,000원으로 하향 조정한다. 2023년 BPS 11,745원에 2.1배를 적용하였다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	340	364	435	584	692
영업이익	27	33	40	65	78
세전이익	37	33	61	68	81
지배주주순이익	33	25	50	56	67
EPS(원)	1,411	1,048	2,128	2,381	2,833
증가율(%)	-342.3	-25.7	103.0	11.9	19.0
영업이익률(%)	7.9	9.1	9.2	11.1	11.3
순이익률(%)	9.7	6.9	11.7	9.8	9.7
ROE(%)	16.9	11.1	19.8	18.6	18.7
PER	18.9	13.3	7.0	6.3	5.3
PBR	2.9	1.4	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	13.8	4.5	3.4	1.6	0.6

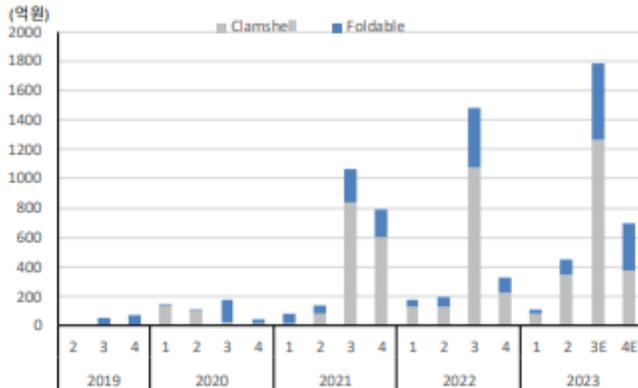
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: KH바텍, IBK투자증권

그림 2. 분기별 Hinge 매출액 추이 및 전망



자료: KH바텍, IBK투자증권





대명에너지
 국내 풍력시장 선두주자
[\[출처\] DS투자증권 안주원 애널리스트](#)

쉬어간 2분기, 하반기 공사 및 발전매출 모두 좋을 것

2분기 실적은 매출액 126억원(-57.7%, YoY)과 영업이익 10억원(-87.6%, YoY)을 시현했다. 실적 감소의 주된 이유는 1)금성산 풍력발전 준공에 따른 공사실적 부재, 2)자재 및 인건비 상승 등으로 인한 원가 부담 3) 영암태양광 화재 관련 매출 축소 및 비용 증가 등이 영향을 미쳤다. 하반기에는 김천풍력(26MW)이 진행되고 태양광 프로젝트들도 수주가 예상되어 공사 매출액이 증가할 전망이다. 여기에 풍력발전 특성 상 하반기에 발전실적이 더 좋아지며 완공된 사이트 계약변경 관련 매출액도 반영될 것으로 예상된다. 이에 따라 하반기에는 매출액과 영업이익 모두 확대될 전망이며 분기별로는 3분기보다 4분기에 실적이 집중될 것으로 판단한다.

국내 해상풍력 시장 열리면 대명에너지가 가장 수혜

최근 동사가 진행하고 있는 안마해상풍력(530MW)이 환경영향평가를 통과했다. 2024년 초부터 착공이 시작될 것으로 예상되며 대명에너지도 EPC 수행 및 O&M 사업을 통해 매출액이 발생할 것으로 보인다. 국내에서 발전사업허가를 받은 해상

풍력 발전프로젝트는 많지만 환경영향평가를 완료한 대규모 해상풍력발전은 안마가 처음이다. 또한 풍력발전특별법과 관계없이 진행되고 있어 고무적으로 평가되고 있는 사이트이다. 내년 착공을 위해 계통연계부터 설치선 확보, 자금조달 및 운영 등 전단계에서의 준비도 원활하게 이루어지고 있는 것으로 판단된다.

동사도 대규모의 해상풍력 발전 사업 경험은 처음이지만 육상에서부터 쌓아온 레퍼런스를 기반으로 풍력 디벨로퍼서의 경쟁력을 발휘 중이다. 여기에 연내 풍력발전 특별법이 통과되면 향후 진행하는 신규 사이트들의 사업진행 속도가 앞당겨질 수 있어 더 좋은 영업환경이 만들어질 것으로 판단한다. 대명에너지는 EPC 뿐 아니라 발전소 완공 후 운영을 통한 실적 발생도 가능한 유일한 업체인 만큼 해상풍력 시장개화 시 수혜를 가장 크게 받을 것으로 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	166	136	88	116	138
영업이익	41	47	26	36	44
영업이익률(%)	24.8	34.5	29.1	31.4	31.8
세전이익	48	37	32	46	54
지배주주지분순이익	31	24	26	34	40
EPS(원)	2,066	1,583	1,533	1,981	2,338
증감률(%)	120.6	-23.4	-3.1	29.2	18.0
ROE(%)	118.2	53.4	32.0	27.3	24.8
PER (배)	n/a	n/a	11.3	12.8	10.9
PBR (배)	n/a	n/a	2.8	3.1	2.4
EV/EBITDA (배)	0.1	-0.3	11.1	9.2	7.2

자료: 대명에너지, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준





SK리츠

마지막 할인입니다

[\[출처\] NH투자증권 이은상 애널리스트](#)

예상 수준의 자금 모집으로 향후 1년간 DPS 상승 전망 유효

투자의견 Buy, 목표주가 6,000원 유지. 수처리센터 편입, 특별배당 지급, 유상증자 대금을 활용한 전단체 상환 통해 직전 보고서에서 언급한 향후 1년간 DPS(주당배당금) 상승 전망 유효하기 때문. 신주배정일 이후 주가 하락률은 제한적이므로 최종 발행가액은 직전 보고서 추정에 부합하는 현 주가 대비 5% 할인된 4,000원 수준에서 결정되고 예상한 수준의 유상증자 대금 납입 진행될 것. 현 주가 기준 12MF 배당 수익률은 8%

작년 유상증자 기간보다 주가 조정 폭 축소

유상증자 최초 공시일(7/27)로부터 신주배정일(8/11)과 전일(8/23) 기준 주가는 각각 8%, 9% 하락. 전년도 유상증자 당시에는 각각 18%, 14% 하락

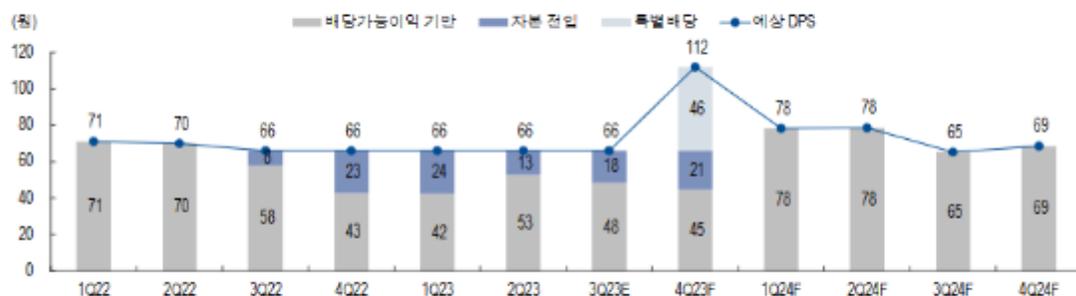
주가 조정 폭이 축소된 배경은 두 가지로 분석. 첫째, 유상증자 종료 후 편입 예정 자산인 SK하이닉스 수처리센터의 Cap Rate(보증금 제외)는 7%로 경쟁력 높음. 금번 자산 편입 통해 동사 포트폴리오 Cap Rate는 기존 3.92%에서 4.61%까지 상승

전망. 둘째, 한은 기준금리의 추가 인상이 제한적이기 때문. 작년 유상증자 기간에 한은 기준금리가 50bp 인상됨. 유상증자 이후에도 계속된 금리 인상, 레고랜드 PF 이슈로 주가가 부진했으나, 금번의 경우 관련 리스크가 제한적인 바 유상증자 이후 주가 흐름은 견조할 것으로 예상

	22/12	23/6E	23/12F	24/6F
영업수익	53.2	62.0	77.3	100.0
증감률	42.8	16.6	24.7	29.3
영업이익	39.7	46.7	62.8	70.7
증감률	30.2	17.5	34.6	12.5
영업이익률	74.7	75.3	81.3	70.7
(지배지분)순이익	11.0	9.4	24.7	19.7
증감률	-38.7	-14.8	163.4	-20.1
P/FFO	54.9	53.7	25.0	20.1
P/NAV	1.1	1.1	0.6	0.7
기어링	69.0	69.3	60.6	49.8
순차입금	1,870	1,845	1,567	1,587

단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 2023~2024년 예상 DPS



자료: SK리츠, NH투자증권 리서치본부 전망

비즈니스온

2Q23 Review : 수익성 개선 긍정적

[\[출처\] 유진투자증권 박종선 애널리스트](#)

2Q23 Review: 매출액은 전년동기 대비 소폭 감소했으나, 영업이익은 크게 증가하며 수익성 개선

매출액이 전년동기 대비 감소한 이유는 매출 비중이 높은 데이터 부문 매출(매출 비중 32.8%)이 전년동기 대비 30.8% 감소하였기 때문임. 감소한 이유는 지난해 2분기에 일부 매출이 집중되었던 것에 대한 기저효과 때문임.

오히려 3분기부터는 전년동기 대비 안정적인 성장세 전환이 가능할 것으로 예상되고 있어 긍정적임.

매출액 감소 불구, 수익성 개선(영업이익률: 2Q22A, 26.3% → 2Q23A, 34.5%, +8.2%p)도 긍정적임.

모든 사업 부문을 SaaS (Software as a Services) 구조로 전환 추진과 함께, 신규 인수한 기업 및 솔루션을 통한 Cross-Sell 효과가 본격적으로 반영되면서 수익성 개선이 지속될 것으로 예상함

3Q23 Preview: 전년동기 대비 실적은 안정적 성장세 전환 전망

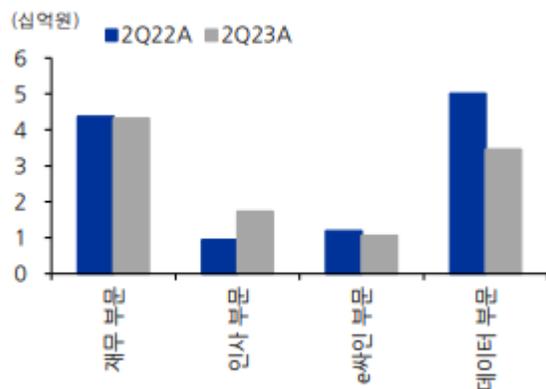
매출액 124억원, 영업이익 36억원으로 전년동기 대비 각각 18.7%, 17.5% 증가하며 성장세를 유지 예상.

현재 주가는 2023년 기준 PER 19.9배로, 지속적인 M&A를 통한 실적 성장 기대감으로 할증되어 거래 중

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	33.5	43.9	51.8	62.6
영업이익	9.0	12.1	15.7	18.8
세전손익	9.3	11.5	15.0	17.8
당기순이익	6.3	11.8	12.8	17.3
EPS(원)	277	488	534	722
증감률(%)	103.1	76.5	9.5	35.1
PER(배)	53.5	14.0	19.9	14.8
ROE(%)	10.0	16.8	15.9	17.6
PBR(배)	5.3	2.3	2.8	2.4
EV/EBITDA(배)	29.2	11.1	12.6	10.1

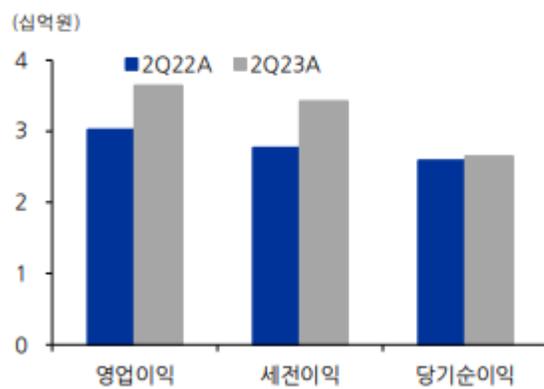
자료: 유진투자증권

도표 3. 부문별 영업수익 증감 현황



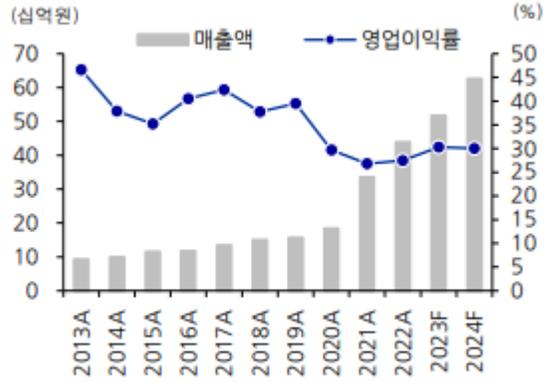
자료: 유진투자증권

도표 4. 수익성 증감 현황



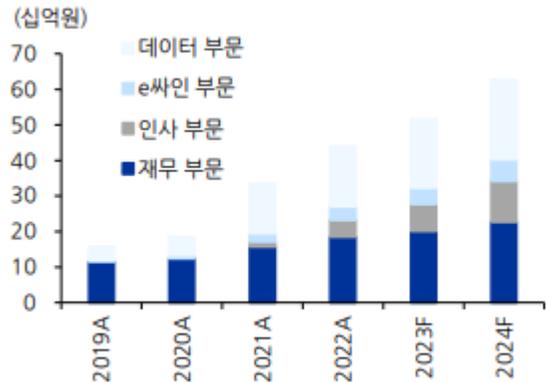
자료: 유진투자증권

도표 9. 연간 매출, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 10. 연간 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 유진투자증권





제노코

2Q23 Review : 수주 증가 지속 불구하고, 낮아진 Valuation 부담

[\[출처\] 유진투자증권 박종선에널리스트](#)

2Q23 Review: 매출액 118억원, 영업손실 1억원. 부진할 실적 달성

매출액이 감소한 이유는 ① 방산 핵심부품 부문 매출액이 전년동기 대비 28.9% 증가했음에도 불구하고, ② EGSE(Electrical Ground Support Equipment, 전기지상지원장비)/점검장비 및 위성통신 부문 매출이 전년동기 대비 각각 56.9%, 23.3% 감소하였기 때문임.

특히 일부 사업 관련 반영해야 할 리스크를 상반기에 처리함에 따라 수익성이 하락하며 영업적자전환함.

3Q23 Preview: 전년동기 대비 실적은 안정적 성장세 전환 전망

매출액 133억원, 영업이익 14억원으로 전년동기 대비 매출액은 57.8% 증가하고, 영업이익은 흑자전환 예상함.

3분기 일부 프로젝트의 진행 매출과, TICN 양산 제품 납기가 시작되면서 관련 매출 등으로 실적 성장 예상함.

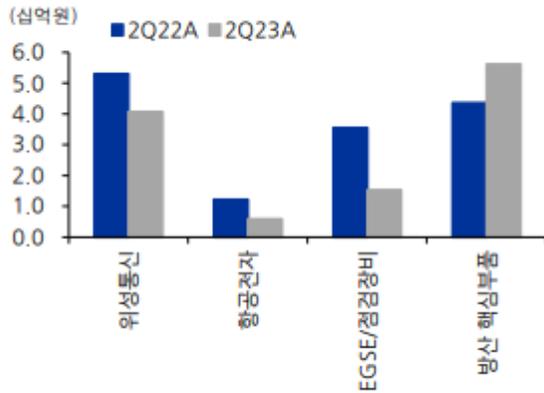
일부 프로젝트손실전입액 등의 환입 가능성이 높아 3분기에 수익성 개선에도 긍정적임.

현재 주가는 2023년 기준 PER 33.5배. 수주 지속 증가에도 불구하고, Valuation 부담은 낮아짐

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	45.6	50.7	55.0	71.8
영업이익	4.3	3.2	4.3	6.3
세전손익	4.4	3.3	4.4	6.0
당기순이익	5.8	2.7	3.7	5.0
EPS(원)	779	362	490	661
증감률(%)	167.8	-53.5	35.4	34.9
PER(배)	37.5	55.1	33.5	24.9
ROE(%)	29.7	8.4	10.4	12.6
PBR(배)	7.0	4.4	3.3	3.0
EV/EBITDA(배)	43.7	31.3	18.3	13.3

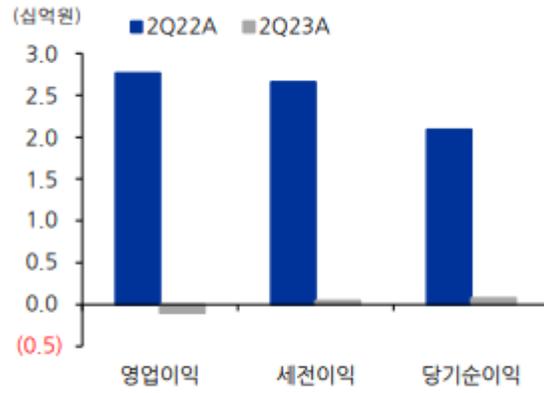
자료: 유진투자증권

도표 3. 제품별 영업수익 증감 현황



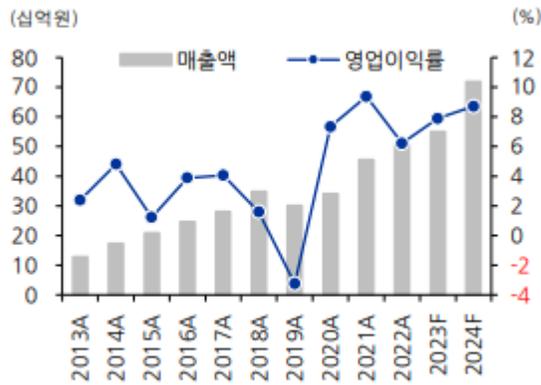
자료: 유진투자증권

도표 4. 수익성 증감 현황



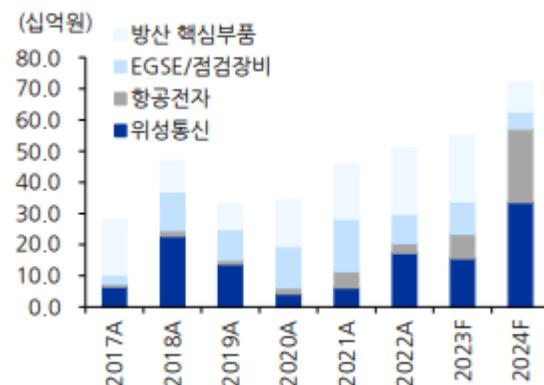
자료: 유진투자증권

도표 9. 매출증가와 함께 안정적인 수익성 유지



자료: 제노코, 유진투자증권

도표 10. 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 제노코, 유진투자증권

