

2023.09.06(수) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-09-06 오전 8:31

수정한 날짜: 2023-09-06 오전 8:42

2023.09.06(수) 증권사리포트

고려아연

캠코가 궁금하다

[\[출처\] 유안타증권 이현수 애널리스트](#)

캠코, 2차전지 소재 사업의 중심에 서다.

고려아연의 2차전지 소재 사업은 전지박(케이잼), 황산니켈(캠코), 전구체(한국전구체)로 구분. 캠코는 22년 6월 LG화학과 한국전구체(캠코 51%, LG화학 49%)를 설립하겠다고 밝혀. 그 이후 23년 8월 니켈 제련사업을 추가적으로 담당하며 다시 한번 주목 받아. 22년 기준 황산니켈 연산 8만톤 생산능력 확보 중. 주요 고객사는 LG화학 및 LG에너지솔루션. 21~22년 영업이익은 생산능력 확대와 니켈 가격 상승으로 크게 증가. 설립 당시 고려아연 지분율은 18%였으나 17년 11월 유상증자 통해 35%까지 확대. 기타 주요 주주는 영풍(15%), LG화학(10%), 최제임스성(10%, 대표이사), 최윤범(10%, 고려아연 회장) 등으로 구성.

캠코, 종속회사 편입 시기 아쉬움 있다.

22년 말 현금성자산 2억원, 총 차입금 1,517억원. 4월 행한 유상증자(301억원)로 조달한 자금은 한국전구체 추가 출자(9월, 106억원) 등에 사용될 것으로 예상. 2Q23 기준 현금성자산은 크지 않을 것으로 판단. 니켈 제련사업에 필요한 설비투자액(약 5천억원)을 감안하면 추가 자금이 필요한 상황이나 추가 차입은 부담스러워. 주주배정 유상증자 역시 최근 두 차례(22년 9월, 23년 4월)에 걸쳐 시행했기 때문에 추가적인 유상증자에 대해 주주들이 난색을 표명할 가능성도 존재. 결국 니켈 제련사업을 추진한 고려아연이 3자배정 유상증자를 행할 것으로 판단. 1월 캠코가 고려아연에게 차입한 1,200억원도 출자 전환 가능성 있어. 캠코 실적 개선으로 최근 두 번의 유상증자 신주 발행가액 상승. 종속회사 편입 시기는 아쉬워.

고려아연, 투자 자원 확보 중

총 차입금(별도) 19년 말 180억원에서 2Q23 6,120억원까지 증가. 현금성자산(별도) 19년 말 2조 1,300억원에서 2Q23 1조 2,100억원까지 감소. 17년 이후 자회사를 통한 투자 활발하게 진행 중. 22~23년 유상증자 통해 약 1조원 조달. 조달 비용 부담은 없으나 희석에 대한 우려는 존재. 우려보다 더 큰 기대감과 결과를 도출할 수 있을지 지켜봐야 할 것.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	25,269	-7.9	2.3	25,038	0.9
영업이익	1,585	5.2	1.8	1,719	-7.8
세전계속사업이익	1,741	91.5	2.3	1,785	-2.5
지배순이익	1,300	76.2	7.8	1,359	-4.4
영업이익률 (%)	6.3	+0.8 %pt	0	6.9	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	5.1	+2.4 %pt	+0.2 %pt	5.4	-0.3 %pt

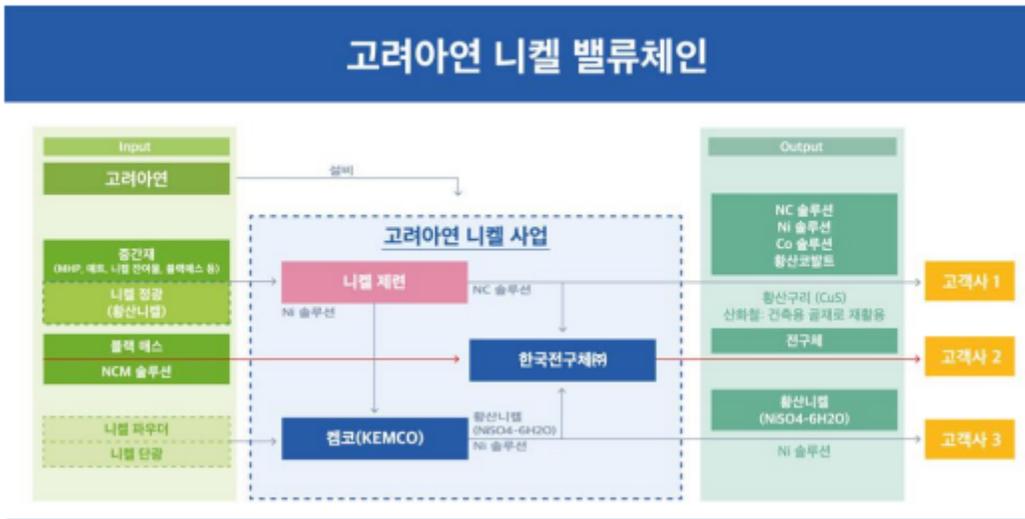
자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	99,768	112,194	102,374	110,538
영업이익	10,961	9,192	6,532	8,383
지배순이익	8,068	7,806	5,409	6,942
PER	11.0	14.0	20.9	16.3
PBR	1.1	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	5.3	8.0	10.9	9.2
ROE	11.1	9.4	6.0	7.5

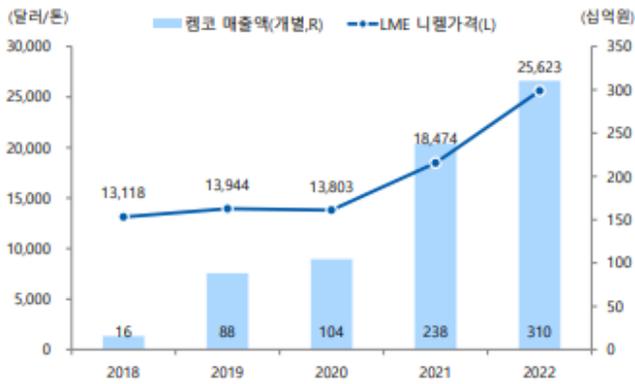
자료: 유안타증권

[그림-2] 고려아연 니켈 밸류체인



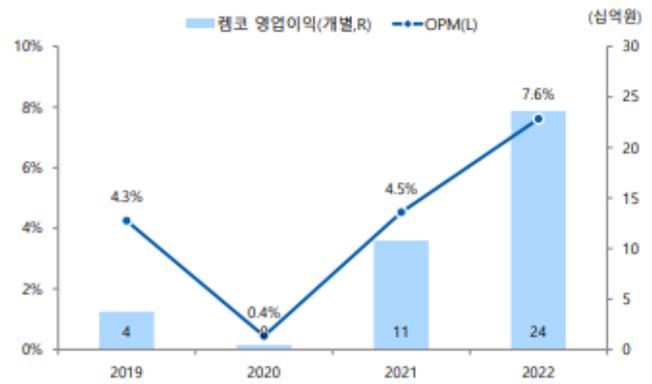
자료: 고려아연

[그림-6] 켈코 매출액 및 LME 니켈가격



자료: 금융감독원 전자공시시스템

[그림-7] 켈코 영업이익 및 OPM



자료: 금융감독원 전자공시시스템



현대로템

폴란드 K2, 1000대 중 21대 출고 했을 뿐

[\[출처\] NH투자증권 이재광 애널리스트](#)

2분기 호실적 불구, 주가는 하락세...

2분기 호실적(전년비 매출 +25.6%, 영업이익 +113.9%)에도 불구하고 주가는 하락세. 올해 2분기까지 폴란드 K2 전차 출고 대수는 전체 1,000대 중 21대임을 감안하면 K2 전차로 인한 실적 성장은 이제 막 시작되는 초입이라고 판단되기 때문에 매수 추천

K2 전차 폴란드 1차 계약만으로도 '25년까지 고성장 확보

폴란드는 '22년 7월 K2 전차 1,000대 계약. 이후 8월 180대, 34억달러 규모의 1차 계약 체결. 1차 계약의 출고 일정은 '22년 10대, '23년 18대, '24년 56대, '25년 96대로 알려짐. 이를 감안했을 때 '25년까지 동사 실적은 고성장이 확보된 것으로 볼 수 있음

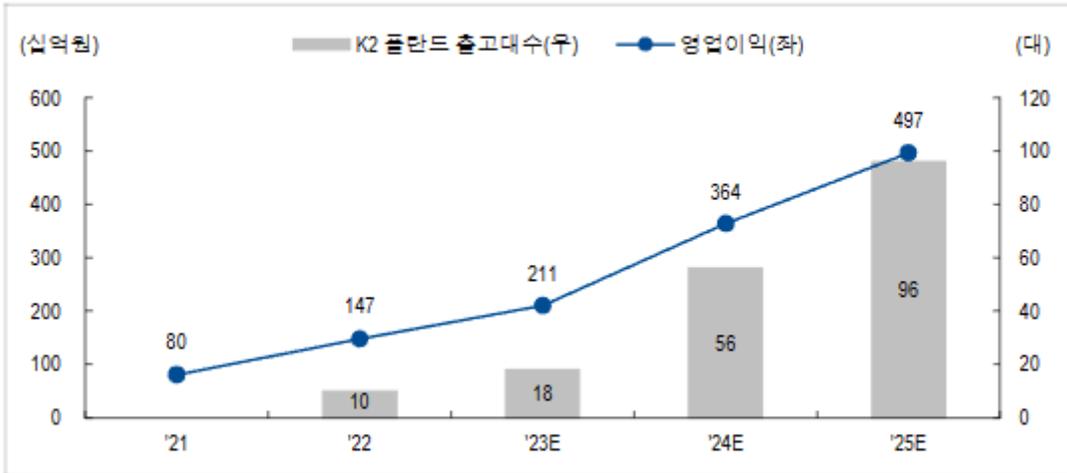
폴란드 잔여 820대, 국내 양산, 추가 수출 등 장기적으로도 성장

폴란드 잔여물량(820대)은 향후 다년간 계약을 통해 '26년부터 출고될 예정. 국내 3차 양산(54대)은 올해 종료 예상되나 4차 양산(150여대)은 폴란드 1차 계약이 끝나는 '26년부터 생산 예상. 군 현대화 사업을 추진 중인 루마니아도 K2 전차 도입 기대. 언론보도에 따르면 300여대 도입 예상

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	3,163	3,350	4,260	5,270
증감률	10.1	5.9	27.2	23.7
영업이익	147	211	364	497
증감률	83.9	42.7	72.8	36.5
영업이익률	4.7	6.3	8.5	9.4
(지배지분)순이익	198	145	250	350
EPS	1,812	1,330	2,294	3,206
증감률	197.4	-26.6	72.4	39.8
PER	15.7	23.2	13.5	9.6
PBR	2.0	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	17.8	13.7	8.1	5.5
ROE	14.1	9.1	14.0	16.7
부채비율	223.4	203.9	181.8	158.0
순차입금	238	137	-53	-335

단위: 십억원, %, 원, 배

K2 폴란드 출고대수와 영업이익 추이



자료: NH투자증권 리서치본부 전망





S-Oil

2023년 3분기 서프라이즈 실적 가능해

[\[출처\] 유안타증권 황규원 애널리스트](#)

2023년 2분기 영업이익 364억원, 부진

2023년 2분기 실적은 '매출액 7.8억원, 영업이익 364억원(영업이익률 0.5%), 지배주주 순손실 △220억원' 등이다. 영업이익은 전년 동기 1.7조원(우크라이나 전쟁으로 정제마진 이상급등)과 전분기 5,157억원에 크게 줄어들었다. 일시적인 정제마진 급락(2022년 10.3\$, 2023년 1분기 7.7\$ → 2분기 0.9\$/배럴) 때문이었다. 부문별로는 '정유 △2,921억원(전분기 2,906억원), 윤활유 2,465억원(전분기 1,958억원), 석화 820억원(전분기 293억원)' 등이었다.

3분기 예상 영업이익 7,838억원으로, 서프라이즈 기대

3분기 예상 영업이익은 7,838억원으로, 또다시 1년래 최고치에 도달할 전망이다. 정유부문 빠른 회복이 눈에 띈다. ① 정유부문 예상 이익은 4,833억원이다. 국제유가 상승(2분기 77.6\$ → 3분기 83\$/배럴)과 정제마진 회복(2분기 0.9\$ → 3분기 7.9\$/배럴) 등 쌍끌이 덕택이다. ② 윤활유 부문 예상 이익은 2,321억원으로 전분기와 유사할 것이다. ③ 석유화학부문 예상

이익은 684억원으로, 약세 혼조 흐름이 이어진다. 주력제품인 PX(파라자일렌)은 강세를 보였지만, 프로필렌 체인 제품인 PP/PO는 공급과잉 부담이 이어지고 있다.

2024년 정유 및 PX 증설 압박 급감, 영업실적 1.7조원

PBR(주가/순자산 비율)은 0.9 ~ 1.8배에서 등락했으며, 연간 영업이익이 1.2조원을 넘어서는 호황기에 1.3배를 웃돌았다. 2023년 9월 초 0.9배를 살짝 넘어섰다. 주력제품인 정유와 PX(파라자일렌) 증설 압박이 크게 줄어들면서, 2023 ~ 2024년 연평균 영업이익은 1.7조원에서 안착할 것으로 보인다. 1) 글로벌 정유설비는 263만b/d 증설이 집중되었던 반면, 2024년 39만b/d 줄어든다. 글로벌 수요 1.05억배럴 대비 0.4%에 그친다. 2) PX 상황도 다이내믹하다. 증설 규모가 2022년 599만톤, 2023년 892만톤에서 2024년 140만톤으로 급감한다. 2024년 글로벌 수요 5,000만톤 대비 2.8%에 해당한다.

	3Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	92,700	-16.7	18.5	85,743	8.1
영업이익	7,838	53.2	2,053.3	4,463	75.6
세전계속사업이익	7,863	촉전	촉전	4,169	88.6
지배순이익	5,961	촉전	촉전	3,127	90.6
영업이익률 (%)	8.5	+3.9 %pt	+8.0 %pt	5.2	+3.3 %pt
지배순이익률 (%)	6.4	촉전	촉전	3.6	+2.8 %pt

자료: 유안타증권

계산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	274,639	424,460	357,730	342,513
영업이익	21,409	34,052	17,344	17,768
지배순이익	13,785	21,044	12,178	14,696
PER	7.6	5.1	7.2	6.0
PBR	1.5	1.3	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.1	3.6	4.8	5.0
ROE	21.8	27.2	13.7	14.8

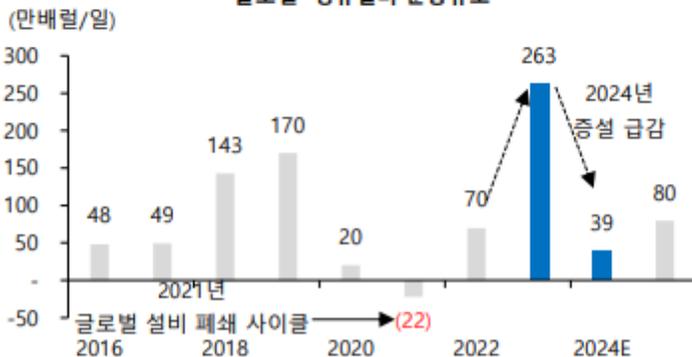
자료: 유안타증권

S-Oil 부문별 영업이익



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 정유설비 순증규모



자료: 유안타증권 리서치센터



에이엘티

업황을 이겨내는 성장력 보유

[\[출처\] 메리츠증권 양승수 애널리스트](#)

[회사개요]

에이엘티는 비메모리 반도체 후공정 테스트 전문업체로 웨이퍼 테스트, 패키징파이널 테스트, 테스트 후 절단 및 양품 재배열 등의 사업을 영위 중. 1H23 기준 사업별 매출 비중은 웨이퍼 테스트 85%, 패키징 9%, 파이널 테스트 및 기타 6%. 제품별 매출 비중은 DDI 57%, CIS 17%, PMIC/IGBT 12%, MCU/SOC 6%. IGBT는 테스트 후 초박막 웨이퍼의 테두리를 커팅하는 Rim-Cut 기술, DDI는 양품 또는 고객이 원하는 칩을 재배열하는 기술인 COG 기술 CIS는 웨이퍼 테스트 후 Chip 불량 여부를 파악하는 Recon 기술을 통해 경쟁력을 확보. 또한 CIS의 경우 자회사인 에이피지를 통해 패키징까지 제공 중.

[투자 포인트]

1) 성장이 계속되는 비메모리 반도체 업체: 동사는 올해 상반기 최악의 반도체 업황에도 매출액 265억원, 영업이익 65억원(영업이익률 24.5%)의 실적 성장을 지속. 이는 플래그십 위주의 DDI 매출 호조와 함께 고객사 대비 다변화된 사업 포트폴리오에 기반한 신제품 매출이 추가되고 있기 때문. 특히 국내 삼성전자향 매출액은 OLED DDI + Rim-Cut 기술에 기반한 IGBT 매출 확대로 1H23 전체 매출의 63%(1H22 매출 비중 16.1%)를 기록, 전년 매출을 상반기만에 초과 달성하는데 성공. 동사의 Rim-Cut 신기술은 5개 공정을 1개의 설비에서 가공함과 동시에 기존 공정과 다른 초정밀 수행을 통해 절단면을 최소화함으로써 고객에게 더 많은 Net-Die 제공이 가능. 자체특허로 취득한 독자적인 신기술로 동사 입장에서 웨이퍼테스트부터 Rim-Cut까지 턴키 사업으로 사업 확장이 가능하며, 고객사 입장에서는 수율 향상 + 원가 절감 + 납기 단축이 가능하기 때문에 물량이 크게 증가하는 추세.

2) 신사업 다각화: ① 기존 DDI, CIS 이외에 AP, Memory controller 등 고사양SOC 제품으로 사업영역확장이 진행 중. AP의 경우 핵심 장비 주문을 완료했으며 하반기 퀄테스트를 진행 후 내년 상반기 양산 예정. Memory controller 역시 신규 수주가 이뤄진 상황으로 양산 시작과 함께 하반기 매출 확대에 기여할 전망. ② 동사는 SI 기반 Rim-Cut 기술을 활용한 '열 충격이 없는 SiC 웨이퍼 후공정 다이싱 장치 및 공법' 특허를 21일 출원. SiC 웨이퍼는 경도가 높아 Si에 적용되는 기존 다이싱 기술로는 가공 시간이 길어지고 열적 손상으로 인해 품질이 떨어지는 문제가 발생. 동사의 특허는 웨이퍼 소잉시 열적 손상과 오염물질 발생을 극도로 억제, 다이 수 증대와 수율-품질 안정화를 달성할 수 있는 기술로 2024년 본격적인 상용화 전망. 고온 고전압 환경에서 유리하고 전력 효율이 높은 SiC 전력 반도체가 신재생 에너지 발전설비 및 전기차 위주의 고성장이 기대됨에 따라 동사 신사업의 가파른 성장을 예상

③ 전일 기사화된 동사의 고성능 전자파 차단 반도체(EMIC)의 테스트 및 패키징 부문 초도 물량 수주는 글로벌 최초 능동형 EMI 필터 적용 EMIC를 개발한 국내비상장 팹리스 업체로 추정됨. 능동형 EMI 필터를 적용할 경우 기존 수동형 EMI 필터 대비 가격도 낮고 발열량이 적기 때문에 전기차 및 전자제품의 소형화 및 경량화의 핵심부품으로의 탑재 확대가 기대되는 상황. 해당 사업은 내년부터 본격적인 테스트와 자회사를 통한 패키징이 진행될 예정이며 경쟁사가 없기 때문에 향후에도 동사의 독점 수주가 이뤄질 전망.

[실적 전망 및 결론]

2023년 매출액 532억원(+20.0% YoY), 영업이익 129억원(+60.5% YoY, OPM: 24.2%)을 예상. 주요 고객사의 재고조정으로 인해 상장 당시 제시했던 2023년 가이던스 달성은 어려우나 북미 스마트폰 세트사의 플래그십 신모델 출시 및 고마진의 Rim-Cut 매출 확대를 통해 상반기의 고수익성은 유지될 전망. 현재 동사 주가는 전방시장 다각화와 신규 공장 증설(2025년

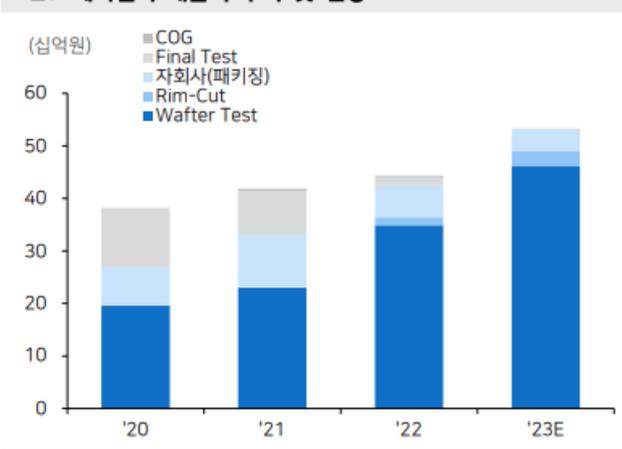
가동 예정)을 통한 실적 성장이 기대됨에도 불구하고 공모가보다 낮은 가격에서 거래 중. 향후에도 SiC 전력반도체 시장 진입, 하이엔드급 제품 확대 등 점진적인 고부가가치 제품으로의 사업체질 변화를 통한 이익 성장 방향성은 유효할 전망

표1 에이엘티 실적 전망 (메리츠 추정)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	2021	2022	2023E
매출액	8.5	10.6	11.1	14.2	14.2	12.3	41.8	44.3	53.2
YoY (%)	-19.0	-7.5	9.7	44.3	66.7	16.4	9.6	5.9	20.0
Wafer Test	5.9	7.9	9.0	12.1	12.0	10.6	23.0	34.9	46.1
Final Test	1.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	8.3	1.4	0.1
COG	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.4	0.3	0.1
Rim-Cut	0.0	0.3	0.4	0.8	0.8	0.7	0.0	1.5	3.0
자회사(패키징)	1.5	1.8	1.5	1.3	1.3	0.9	10.1	6.1	4.0
영업이익	0.3	1.7	1.4	4.6	4.1	2.5	5.6	8.0	12.9
YoY (%)	-77.6	-22.4	33.6	327.9	1350.0	44.4	-21.5	43.4	60.5
영업이익률 (%)	3.3	16.2	12.8	32.5	28.6	20.1	13.4	18.1	24.2
지배주주순이익	0.7	2.0	5.2	6.9	3.6	(1.0)	4.9	14.8	11.8

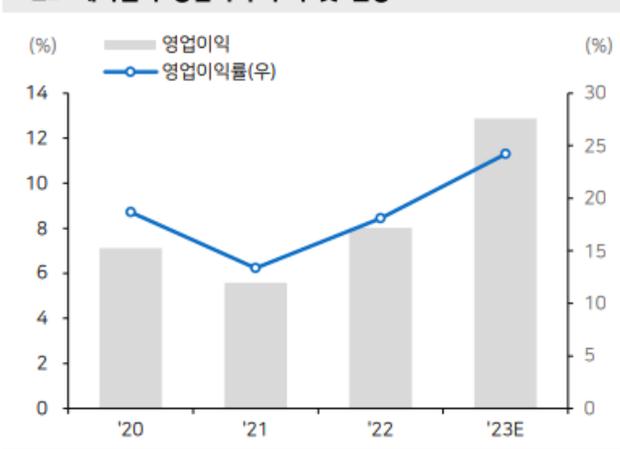
자료: 에이엘티, 메리츠증권 리서치센터

그림1 에이엘티 매출액 추이 및 전망



자료: 에이엘티, 메리츠증권 리서치센터

그림2 에이엘티 영업이익 추이 및 전망



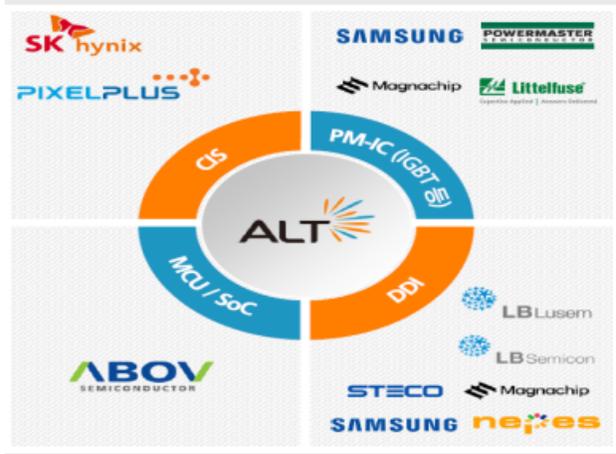
자료: 에이엘티, 메리츠증권 리서치센터

그림7 에이엘티 사업포트폴리오

구분	DDI	CIS	PM-IC (IGBT 등)	MCU / SoC
에이엘티	○	○	○	○
N사	○	×	○	○
D사	×	○	×	○
A사	×	×	×	○
G사	○	×	○	×
L사	×	○	○	○

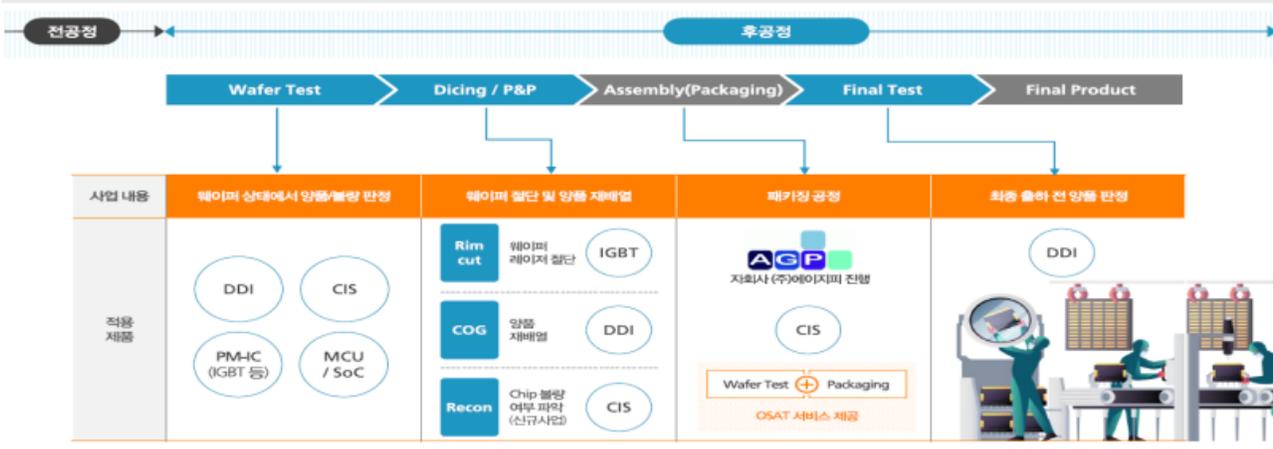
자료: 에이엘티

그림8 에이엘티 사업영역별 고객사



자료: 에이엘티

그림9 에이엘티 비메모리 반도체 후공정 토달 솔루션



자료: 에이엘티



덴티움

관심도가 낮아졌지만, 리레이팅 시점 주목

[\[출처\] NH투자증권 박병국 애널리스트](#)

매크로 영향으로 잠시 쉬어 갈 뿐, 여전히 단단한 산업

투자의견 Buy, 목표주가 18만원으로 10% 하향. 중국, 러시아 등 매크로 영향으로 적용 순이익 하향이 주요 근거. 다만 해외 피어 멀티플은 여전히 견조

2분기 확정 매출원가는 잠정실적 대비 15억원 상승 반영, 매출원가율 또한 1.3%p 상승. 반기 감사를 진행하면서 재고자산 평가손실이 증가한 탓. 3분기 매출액은 1,115억원(+23% y-y), 영업이익 352억원(+4% y-y)으로 추정

중국 매출액은 581억원(+20% y-y) 추정, 가격은 약 20% 수준으로 할인되나 수량은 지난 2분기 성장률보다 개선될 것으로 판단. 중국 소비가 아쉬운 상황임에도 임플란트 소모품 수요는 견조하게 유지되고 있기 때문. 러시아 수출은 여전히 물류 이슈가 존재하여 7~8월 수출 성과는 저조, 9월부터 회복 기대

관심도가 낮아지면서 저평가 지속, 중국 가격하락 종료 주목

연초 예상 대비 부진한 중국 소비 및 VBP 서프라이즈 기대감 이후 관심이 줄어든 상황, 여전히 견조한 해외 피어기업들의 멀티플 대비 더욱 축소된 동사의 멀티플. VBP 효과가 나오기 시작하는 내년 상반기 실적 기대감이 반영될 때 리레이팅 가

능

VBP 가격 하락 내년 1분기 종료. 非 VBP 물량(중국 물량의 66%) 또한 VBP와 유사하게 P 하락 중. 내년부터 VBP, 非VBP 물량 모두 가격 하락 미미. VBP로 인한 Q 성장이 매출에 온전하게 반영되는 '24년 2분기부터 GPM 상승될 것

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	355.9	409.1	486.5	574.6
증감률	22.1	15.0	18.9	18.1
영업이익	125.7	129.1	161.1	199.5
증감률	79.9	2.7	24.8	23.8
영업이익률	35.3	31.6	33.1	34.7
(지배지분)순이익	86.1	93.6	126.4	155.7
EPS	7,776	8,459	11,422	14,064
증감률	55.1	8.8	35.0	23.1
PER	12.9	14.5	10.7	8.7
PBR	3.0	2.9	2.3	1.8
EV/EBITDA	8.5	9.4	7.1	5.2
ROE	25.9	22.3	24.0	23.4
부채비율	80.8	61.6	46.2	34.8
순차입금	127.5	43.2	-61.1	-221.8

단위: 십억원, %, 원, 배





클리오

중국인 수요는 시작도 안했다

[\[출처\] 하나증권 박은정 애널리스트](#)

하반기 성장세 강화 전망

클리오는 국내 소비자의 리오프닝 효과로 H&B/온라인/홈쇼핑 매출이 견조한 가운데, 관광 상권 매출 상승, 미국/동남아 수출 강세 이어지며 상반기 전년동기비 18% 성장했다. 하반기 국내 핵심 채널의 점유율 상승, 관광 수요 점증 예상되는 가운데, 일본 수출까지 성장 전환될 것이다. 하반기도 분기 최대 매출, 성장세 강화 흐름 기대한다.

클리오의 3분기 실적은 연결 매출 832억원(YoY+22%), 영업이익 73억원(YoY+60%)으로 시장 기대를 상회하는 영업성과 기대된다. 분기 최대 매출 전망한다. 외형 확대에 따른 효율 상승으로 영업이익률은 9%까지 도달할 것으로 보인다. 3분기 국내와 해외 매출은 각각 515억원/317억원으로 전년동기비 +21%, +25% 성장할 것으로 예상한다. ① 국내(비중 62%)는 '높은 브랜드 충성도, 국내 온/오프라인 점유율 확대, 리오프닝 효과' 등으로 전년도 높은 기저(3Q22 +28%)에도 강한 성장 기대된다. H&B/온라인/홈쇼핑 등이 성장 주도중이다. 각각 매출 성장률은 +24%/+19%/+15% 예상한다. 핵심 채널인 H&B와 온라인 채널의 호실적 이어지고 있다. 특히 H&B는 채널 내 다양한 브랜드가 준비하나, 매출 호조로 동사 브랜드의 매대 점유율은 상승 중이다. 또한 지난해 관광 상권(명동 지역) 매출 비중이 2% 수준에 불과했으나, 올해 10% 가까이 기여도 확대되었다. 일반 상권과 관광 상권 매출 성장률은 각각 +16%, +500% 고성장 추산한다. 면세의 경우 (+) 성장 전환되나, 낮은 기저에 기인하며 체질 개선 중이다. 비중은 높지 않으나 클리오라이프케어(건기식)는 H&B 입점이 예정, 채널의 건기식 관심 확대 등으로 추가적인 성장 동력이 될 것으로 기대한다. ② 해외(비중 38%)는 3분기 전년동기비 +25% 성장하며, 상반기

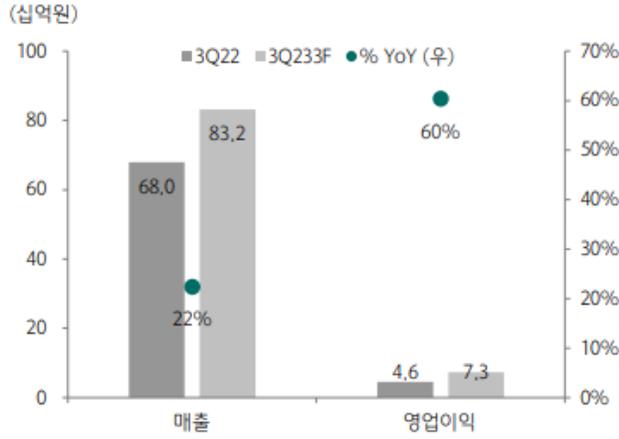
대비 성장세 강화 예상된다. 미국/동남아 성장이 견조한 가운데 일본/유럽 성장세가 더해질 것이다. 미국/동남아/일본의 수출 성장률은 각각 +49%/+26%/+26% 전망한다. 미국은 인디 브랜드 수요 확대/한국 브랜드에 대한 관심 상승/동사의 전략 등이 맞물리며 전분기비 성장세 이어갈 것으로 기대된다. 일본은 온라인 수요 회복/신규 채널 입점 효과 더해지며 성장세로 전환될 것이다. 유럽의 경우 아직 미미하나, 신규 채널 입점(러시아 H&B)/수요 상승 등이 나타나며 3분기 수출액이 지난해 연간 매출을 넘어선 것으로 보인다.

중국인 수요는 시작도 안했다

클리오의 2023년 실적은 연결 매출 3,316억원(YoY+22%), 영업이익 273억원(YoY+53%) 전망한다. 시장 기대 대비 호실적 기록하며, 기존 추정치 대비 매출 전망이 지속 상향되고 있다. 3분기 말부터는 방한 중국인 유입 강화되며 성장 동력이 추가 될 것으로 기대한다. 하반기 주목해야 하는 종목으로 판단하며, 클리오에 대한 투자이견 BUY, 목표주가 4만원 유지한다. 클리오의 현재 주가는 동사의 기업가치 대비 현저히 낮은 수준에 거래되고 있다.

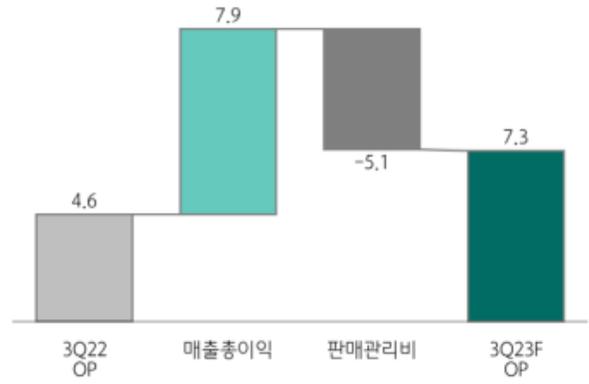
Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2021	2022	2023F	2024F	
매출액	232.7	272.5	331.6	369.9	
영업이익	13.9	17.9	27.3	35.7	
세전이익	12.4	15.7	33.6	40.1	
순이익	9.3	10.1	24.8	30.5	
EPS	535	565	1,370	1,688	
증감율	(4.63)	5.61	142.48	23.21	
PER	34.11	28.67	15.80	12.83	
PBR	1.78	1.45	1.75	1.56	
EV/EBITDA	12.49	9.48	9.50	6.67	
ROE	5.78	5.66	12.31	13.55	
BPS	10,250	11,170	12,351	13,846	
DPS	150	200	200	200	

도표 2. 클리오의 3Q23F 연결 실적 전망



자료: 하나증권

도표 3. 클리오의 3Q23F 손익 변동 전망 (YoY)

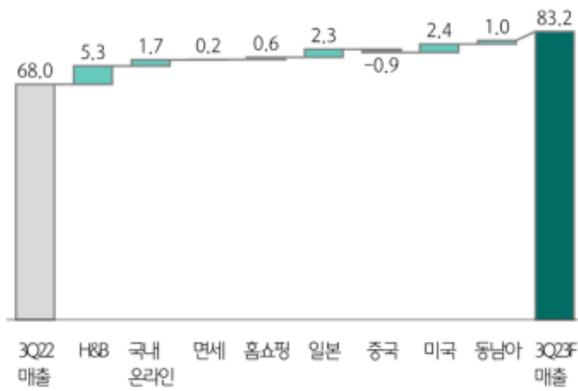


자료: 하나증권 (단위: 십억원)

주: 판매관리비 3Q22 280억원 → 3Q23F 332억원 (+51억원) 반영

도표 4. 클리오의 3Q23F 채널별 매출 변동 전망 (YoY)

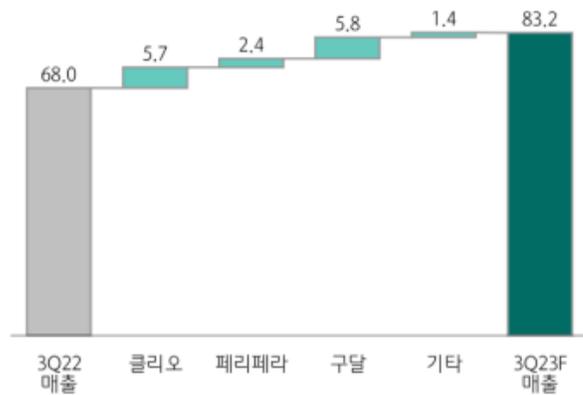
: H&B +53억원, 미국/동남아 +34억원, 중국/일본 +1.4억원 기여



자료: 하나증권 (단위: 십억원)

도표 5. 클리오의 3Q23F 브랜드별 매출 변동 전망 (YoY)

: 클리오 +57억원, 페리페라 +24억원, 구달 +58억원



자료: 하나증권 (단위: 십억원)



현대오트모터
 오너와 한배를 타자
[\[출처\] DS투자증권 김수현 애널리스트](#)

이익 창출 능력 레벨업

2분기 매출액과 영업이익은 각각 7,539억원 (+19.6% YoY), 527억원 (+83.4% YoY, OPM 7.0%)으로 영업이익은 시장 기대치 및 컨센서스를 크게 상회했다. 전 부문에 걸쳐 매출 성장을 보였으며 매출액 대비 판관비율도 4.6%로 역대 최저 수준을 기록했다. ITO 부문에서 전방 고객의 수주가 증가하면서 매출이 20% YoY 이상 증가했다. 특히 고객사 그룹의 차량용 내비 SW의 탑재율이 추세적으로 증가하는 것이 확인됐으며 관련 매출은 전년 동기 대비 34%의 고성장을 기록했다. 특히 자율주행 상용화에 따른 모빌진 매출 증가가 차량 SW의 성장을 견인하고 있다.

1) 고객사 그룹의 자율주행 상용화에 따른 모빌진 매출 증가, 2) 고객사 그룹의 네비게이션 SW 탑재율의 추세적 증가, 3) ASP 상승, 4) HD 정밀 지도 (레벨 3 자율주행) 등으로 인해 23년과 24년 매출액은 각각 3조 1,740억원 (+15% YoY), 3조 5,940억원 (+13% YoY)이 예상된다.

중장기적으로 자율주행 도입을 위한 네비게이션 탑재율 증가 수혜

전 세계적으로 네비게이션 탑재율은 미국과 유럽이 60~70%, 아시아/아프리카를 포함한 글로벌 평균은 30% 수준이다. 자동차의 전장화(전기차) 과정에서 네비게이션 탑재가 필수이면서 동시에 자율주행 보급화 단계에서 네비게이션 탑재율은 100% 달성이 필요하기 때문에 중장기적인 수혜가 예상된다. 고객사 자율주행에 사용될 정밀지도 또한 동사의 HD 정밀지도가 탑재된다. 올해 EV9에 탑재를 시작으로 2026~27년 고객사의 모든 세그먼트에 자율주행 기능이 탑재되는데 이와 비례하여 동사의 정밀지도 사업의 높은 성장이 기대된다.

구조적으로 기업 가치 제고에 힘쓸 수밖에 없는 상황

지분 구조상 (정의선 회장 7.3% 보유) 향후 승계에 활용될 수 있음을 고려할 때 현대차 그룹의 Digitalization 전환 과정에서 핵심적인 역할이 기대된다. 투자 의견 '매수'를 유지하며 이익 전망치 상향 등으로 목표주가를 상향 조정한다

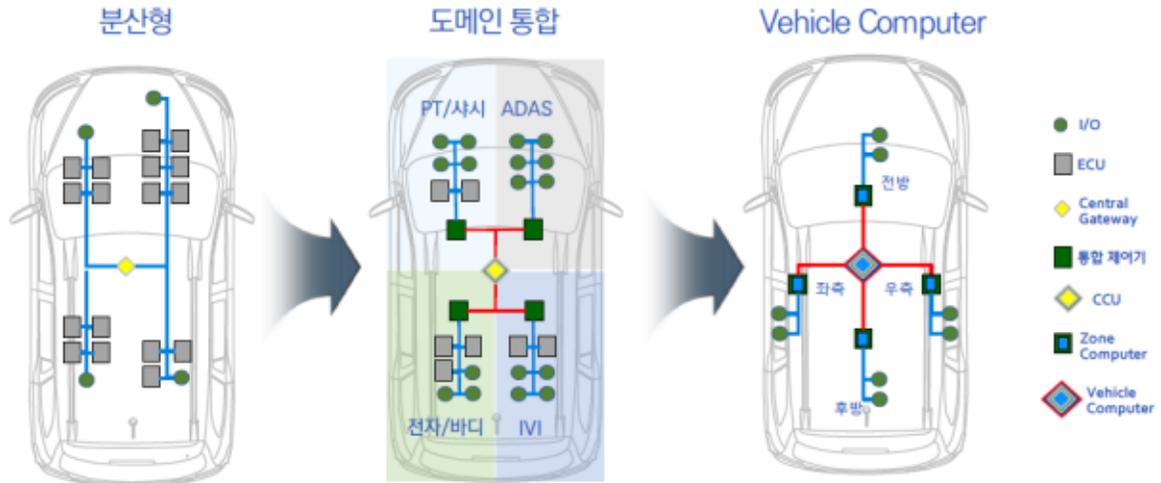
Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,563	2,070	2,755	3,174	3,594
영업이익	87	96	142	186	215
영업이익률(%)	5.6	4.6	5.2	5.8	6.0
세전이익	84	97	155	189	208
지배주주지분순이익	59	70	114	139	153
EPS(원)	2,809	2,546	4,154	5,085	5,575
증감률(%)	5.5	-9.4	63.2	22.4	9.6
ROE(%)	11.1	7.3	8.0	9.1	9.3
PER(배)	44.0	54.2	23.0	37.3	34.1
PBR(배)	4.7	2.8	1.8	3.3	3.1
EV/EBITDA(배)	16.7	17.7	8.0	12.9	12.8

자료: 현대오트모터, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림1 확대되는 제어기 통합 및 Mobilgene

커넥티비티, OTA, 자율주행 등 미래차 서비스 구현을 위한 제어기 통합 가속화
 ↳ mobilgeneAD / mobilgene Adaptive 확산 적용



제어기 수 : ECU 50~100개	DCU 4~6개	Vehicle Computer (통합 제어기) 1~2개	제어기 통합, 도메인 내 로직 집중
---------------------	----------	--------------------------------	---------------------

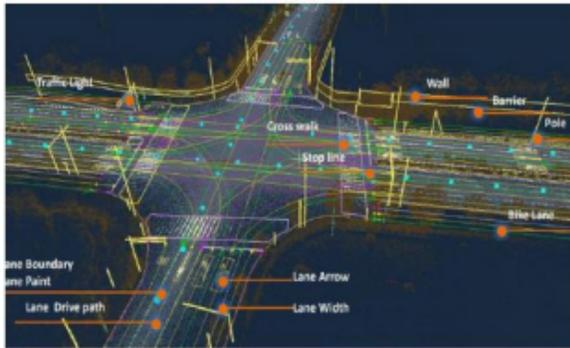
자료: 현대모토에버, DS투자증권 리서치센터



자료: 현대오트모빌, DS투자증권 리서치센터

그림5 정밀지도 HD Map

- Lv3 이상 자율주행의 기본 인프라
- UAM, 로봇 등 차세대 모빌리티용 3D 항공·실내 지도 및 데이터 플랫폼



자료: 현대오트모빌, DS투자증권 리서치센터

그림6 정밀지도 자동 구축 기술 MAC (Map Auto Creation)

- 딥러닝, 컴퓨터 비전, SLAM 기술 기반 도로 위 객체 자동 인식 및 추출
- 전문지도 조사 장비 및 클라우드 소싱을 통해 수집한 데이터로부터 정밀지도 가공



자료: 현대오트모빌, DS투자증권 리서치센터

