2023.11.14(화) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-11-14 오전 8:32 **수정한 날짜:** 2023-11-14 오전 8:39

2023.11.14(화) 증권사리포트
LG
아쉬운 3분기 실적. 다만 4분기 개선 기대
[출처] 하나증권 최정욱 애널리스트

3분기 컨센서스 하회. LG화학과 LG디스플레이 회복 더디고 CNS도 영업이익 감소

LG에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 105,000원으로 하향. 목표가 하향은 LG화학과 LG생활건강 등 자회사 주가 하락에 따른 지분가치 감소를 반영했기 때문. 3분기 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1.9조원, 5,100억원으로 컨센서스를 하회한 다소 부진한 실적을 시현. 1) LG전자는 매출액과 영업이익이 회복세를 보이고 있지만 LG화학과 LG디스플레이가 기대보다 실적 회복이 매우 더딘데다 2) LG CNS도 매출액과 영업이익 성장세가 이전보다 둔화되었으며, 3) 주요 자회사들의 매출 부진으로 상표권사용수익도 감소했기 때문. 4) LG유플러스의 전력료·감가상각비 증가에 따른 순익 감소도 지분법손익에 영향을 미쳤음. 다만 손자회사인 LG에너지솔루션이 OEM향 판매 확대로 매출액과 영업이익이 각각 YoY 7.5%, 40.1% 증가했고, LG CNS 또한 매출액이 YoY 9.4% 증가해 비교적 높은 성장세를 유지 중. CNS의 경우 3분기 영업이익이 YoY 6.4% 감소했는데 이는 프로젝트 추가 수주와 관련된 비용 선반영 때문으로 해당 프로젝트로 인한 매출은 4분기내에 발생할 것으로 보여 매출 발생시 연간 영업이익률은 올해 상반기 수준으로 정상화될 것으로 판단됨

LG화학은 양극재 부문 실적 악화에도 석유화학 흑자전환 등의 기대 요인 상존

LG의 지분가치에 가장 큰 비중을 차지하고 있는 것은 LG화학으로 결국 LG화학의 주가 방향성이 LG의 기업가치에 상당한 영향을 미침. LG화학의 3분기 매출액과 영업이익은 양극재부문의 판가 하락과 부정적 래깅 효과로 YoY 5.5%, 5.6% 감소한 13.5조원과 8,604억원을 기록했는데 양극재 부문의 실적 악화로 3분기 첨단소재부문 매출액과 영업이익이 각각 YoY 28.3%, 69.7% 감소. 리튬 등 메탈가격 조정에 따른 판가 하락이 실적에 크게 반영되며 수익성을 악화시켰기 때문. 양극재 부문 실적 악화 및 2차전지주 주가 조정 여파로 LG화학은 최근 52주 신저가를 갱신한 상태인데 1) 에너지솔루션의 성장세가 아직 견조하고, 2) 석유화학부문은 3분기 영업이익이 370억원을 기록해 4분기만에 사업부문 흑자전환에 성공한데다 중국의 경기 부양 기대감에 힘입어 4분기에도 석유화학 흑자 지속이 전망된다는 점 등에서 기대 요인도 상존. 다만 지정학적 이슈 등으로 에너지가격의 불확실성 또한 여전하다는 점을 고려했을 때 석유화학 사업부문의 개선 속도는 다소 완만할 것으로 예상

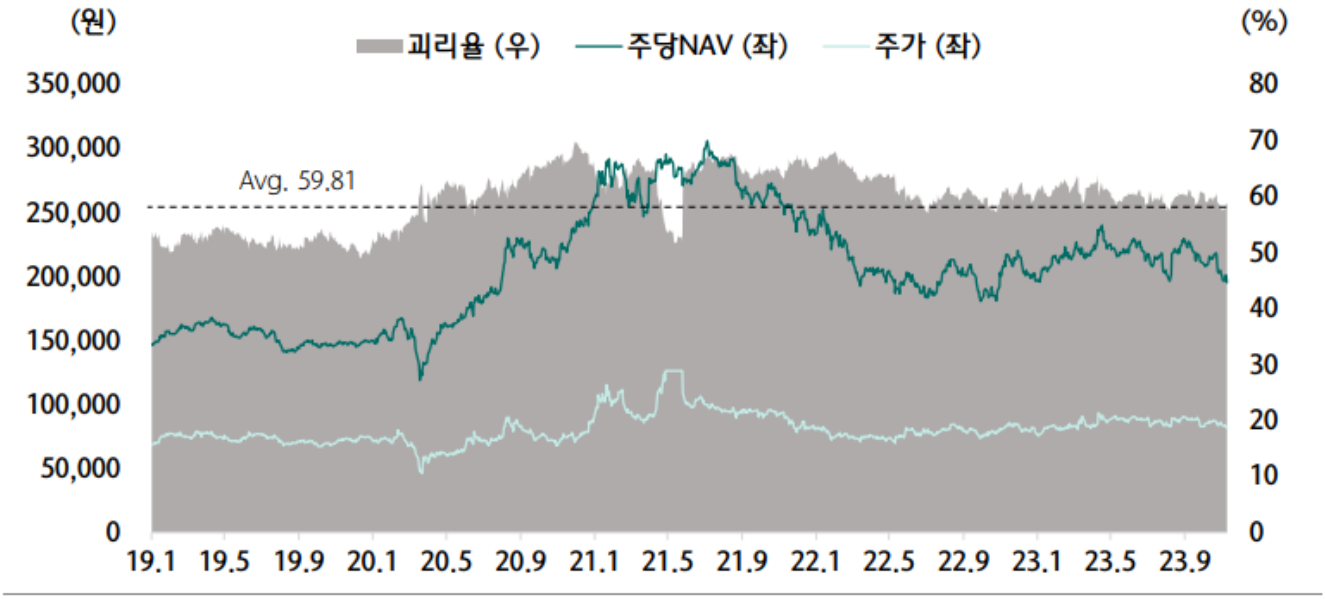
배당선진화 제도는 내년 기말배당부터 적용. 실적 감소에도 DPS 상향 가능성 높음

금융당국은 코리아 디스카운트 해소를 위한 배당제도 개선 방안의 일환으로 배당선진화 제도를 추진 중. 배당선진화 제도 적용을 위해선 정관내 결산배당기준일 수정이 필요한데 LG는 아직 정관변경이 이루어지지 않은 상황. 따라서 내년초 정관변경이 이루어질 경우 2024년 기말배당부터 적용이 가능할 전망. LG는 배당/상표권/임대수익 전체에서 창출된 별도 경상순이익의 50% 이상을 주주에게 환원하고, DPS를 꾸준히 우상향하겠다는 계획은 여전히 유효하다는 입장. 올해 실적 감소에도 불구하고 DPS는 상향될 가능성이 높다고 판단

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

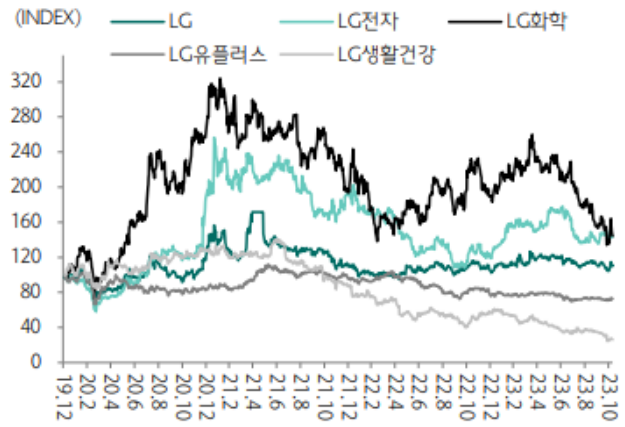
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	6,859.0	7,186.0	7,378.7	7,657.8
영업이익	2,460.1	1,941.4	1,602.9	2,242.8
세전이익	2,391.0	2,045.6	1,656.0	2,362.1
순이익	2,565.5	1,979.6	1,377.0	2,066.2
EPS	15,499	12,347	8,589	12,888
증감율	85.97	(20.34)	(30.44)	50.05
PER	5.22	6.33	9.63	6.42
PBR	0.61	0.49	0.49	0.47
EV/EBITDA	4.38	5.27	6.28	4.13
ROE	12.36	8.48	5.30	7.57
BPS	132,562	159,842	167,124	176,897
DPS	2,800	3,000	3,200	3,500

도표 2. LG 실질 NAV와 주가 및 할인율 추이



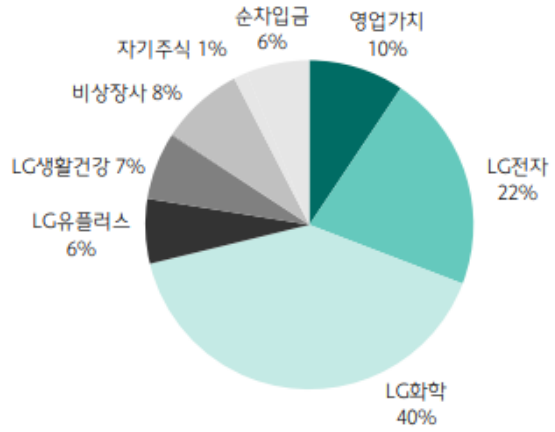
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 3. LG와 주요 상장계열사 주가 추이



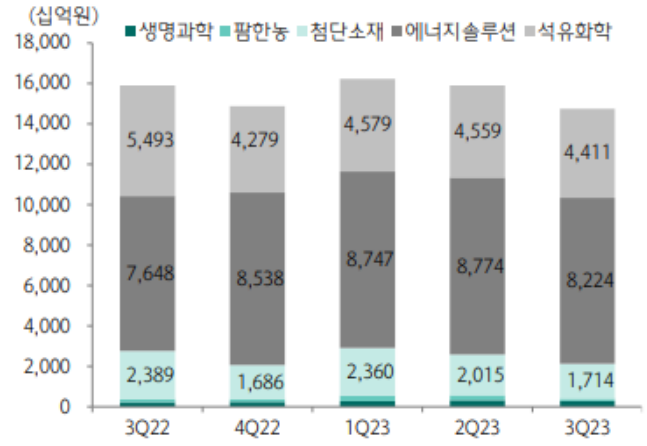
주: 2019년 12월 30일 주가를 100으로 한 상대지수 기준
자료: 하나증권

도표 4. LG NAV 구성요소



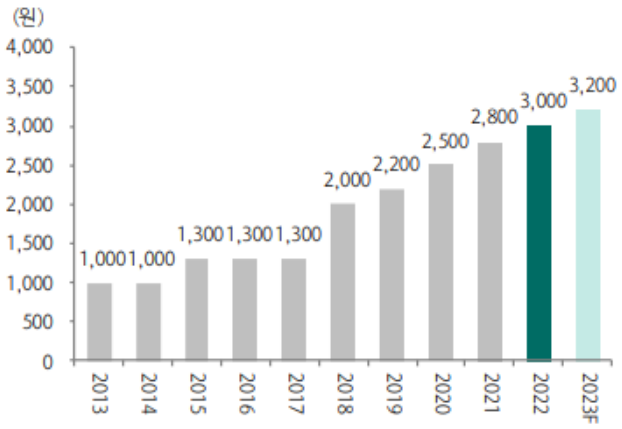
주: 상장회사 주가는 2023년 11월 10일 기준
자료: 하나증권

도표 5. LG화학 사업부문별 매출액 추이



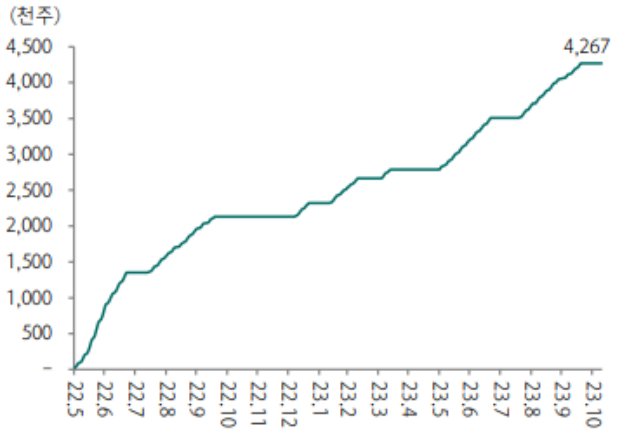
자료: 하나증권

도표 6. 연도별 주당 배당금 추이 및 전망



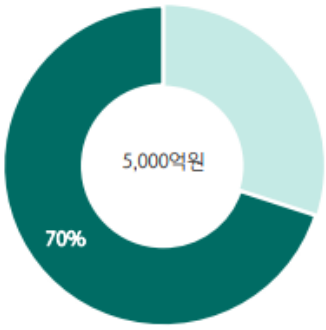
자료: 하나증권

도표 7. LG의 누적 자사주 취득 체결 내역



자료: 한국거래소, 하나증권

도표 8. LG의 자사주 매입 계획 달성 현황



주: 2022.05.31~2024.12.31 5,000억원 규모 자사주 매입 계획 中
자료: LG, 하나증권

[0600] 키움종합차트 - KOSPI200 시가총액[128,672(억)] 부채비율[13.0] 유보율[3,096.8] 유통비율[55.6] 주식수[157,3
003550
LG
2023/11/13
81,800 ▲ 500 +0.62% 72,057 116.42% 0.05% 5,890백만 호가 81,800 81,700 시 82,200 고 83,000 저 81,200 매수 매도 평
LG 5 20 60 120 224 500억 강세패턴
최고 107,000 (06/25)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
최저 69,600 (05/10)
LC:17.53
HC:-23.55
105,000
100,000
95,000
90,000
85,000
81,800
0.62%
75,000
70,000
거래량
72,057주(116.42%)
7,500K
5,000K
2,500K
72,057
116.42%
2021
2022
2023
11/13

[0600] 키움종합차트 - KOSPI200 시가총액[128,672(억)] 부채비율[13.0] 유보율[3,096.8] 유통비율[55.6] 주식수[157,
003550
LG
2023/11/13
81,800 ▲ 500 +0.62% 72,057 116.42% 0.05% 5,890백만 호가 81,800 81,700 시 82,200 고 83,000 저 81,200 매수 매도 평
LG 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 91,500 (06/09)
최저 75,300 (10/30)
LC:8.63
HC:-10.60
90,000
88,000
86,000
84,000
81,800
0.62%
80,000
78,000
76,000
거래량
72,057주(116.42%)
500,000
250,000
72,057
116.42%
2023/05
06
07
08
09
10
11
11/13

JYP Ent
여전히 시가총액 6조원의 잠재력을 가진 기획사
[출처] 하나증권 이기훈 애널리스트

산업 내 많은 리스크가 반영되어 있는 주가

산업 내 주요 아티스트 재계약 및 경영진과 관련된 이슈들이 연이어 발생했고, 10~11월에 기대했던 컴백 싸이클 역시 중국 공구의 정상화로 안정화되면서 기획사들의 주가가 부진하다. 현 주가는 2024년 예상 P/E 25배인 약 11.5만원을 하회하고 있지만, 내년 상반기 미국/일본/한국 신인 그룹의 집중된 데뷔 모멘텀과 연간 약 20개의 앨범 발매 계획을 감안할 때 매수의 기회로 삼을 필요가 있다. 단순 주가 측면에서 보면 일본 실적의 이연 수준에 따라 과매수와 과매도가 다소 반복되고 있는데, 이를 해결하기 위한 노력도 하고 있다. 지속해서 최선호주로 제시하며, 일본/미국에서의 성과가 확인된다면 여전히 시가총액 6조원 수준의 잠재력을 가진 기획사로 판단한다.

3Q OP 438억원(+59% YoY)

3분기 매출액/영업이익은 각각 1,396억원(+47% YoY)/438억원(+59%)으로 컨센서스(426억원)에 부합했다. 참고할 점은 3분기 스트레이키즈/니쥬 뿐만 아니라 2분기부터 이어진 트와이스의 일본 투어도 4분기로 이연 반영된다. 1) 음반은 ITZY/NMIXX/지효 등의 컴백에 더해 리퍼블릭 레코즈향 정산 123억원이 반영되었으며, 2) 공연은 트와이스 동남아/유럽과 스트레이키즈 1분기 미주 투어 등이 반영되었다. 인건비에서는 상여금이 46억원(YoY) 증가했다. 4분기에는 스트레이키즈의 및 니쥬의 국내 컴백과 전술한 일본 콘서트 이연 분이 반영되면서 매출액/영업이익은 1,678억원(+46%)/503억원(+96%)로 또 한 번의 사상 최대 실적이 예상된다. ITZY의 컴백과 VCHA의 미국 정식 데뷔는 1분기로 예상된다.

내년 미국/일본/한국 신인 데뷔 및 국내 앨범 20개 발매 계획

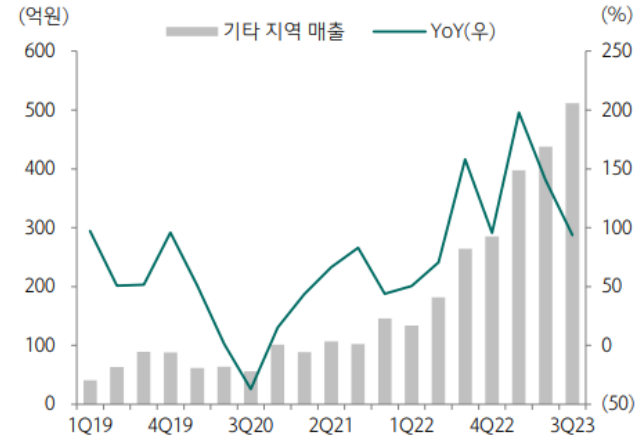
스트레이키즈는 앨범당 500만장 및 일본에서 돔 투어가 가능한 팬덤을 확인했으며, 트와이스 역시 미국에서 아레나/스타디움 투어까지 확대되었다. JYP 360을 통한 2차 판권 확대에 따라 올해에만 90%에 가까운 증익이 예상된다. 2024년에도 3가지 모멘텀을 통해 예상보다 훨씬 큰 성장이 전망된다. 1) 내년 상반기에만 총 3팀이 데뷔하는데 1분기 미국 걸그룹 VCHA와 일본 남자, 2분기에는 한국 남자가 데뷔한다. 모두 실적에 흥행 가능성이 미 반영되어 있다. 2) 올해 일부 그룹의 컴백이 늦어지면서 11개의 국내 앨범이 발매되었는데, 내년에는 약 20개 수준의 앨범 발매 계획이 예정되어 있다. 3) 마지막으로, 라이브네이션과 계약을 통해 미주 아레나 이상 급의 투어에 한해서 흥행 시 RS(revenue share)가 가능한 구조가 되었다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

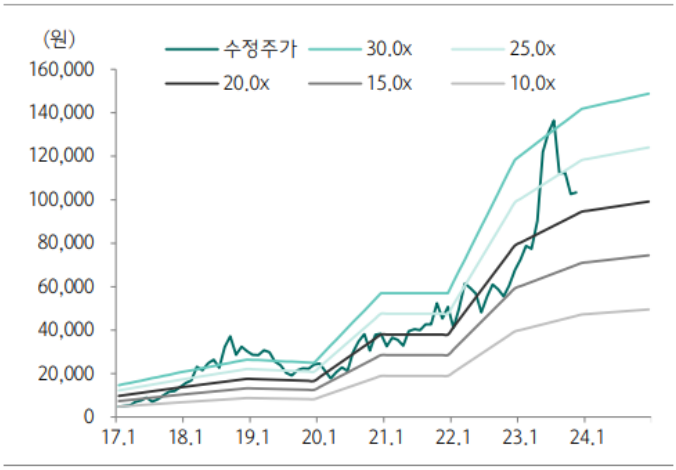
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	193.9	345.9	577.2	705.5
영업이익	57.9	96.6	181.8	222.7
세전이익	85.9	94.1	188.8	226.1
순이익	67.5	67.5	140.2	167.9
EPS	1,900	1,901	3,949	4,728
증감율	128.37	0.05	107.73	19.73
PER	26.68	35.67	26.18	21.87
PBR	6.96	7.70	8.30	6.25
EV/EBITDA	27.16	21.97	20.01	15.93
ROE	31.43	24.67	38.38	33.41
BPS	7,289	8,809	12,451	16,536
DPS	369	369	740	860

도표 2. 분기별 기타 지역(북미 등) 매출 추이



자료: JYP, 하나증권

도표 3. JYP 12MF P/E 차트



자료: JYP, 하나증권

[0600] 키움종합차트 - KOSDAQ150 시가총액[34,665(억)] 부채비율[35.0] 유보율[1,642.6] 유통비율[77.5] 주식수[35,51'
035900
JYP Ent.
2023/11/13
97,600 ▼ 5,800 -5.61% 1,304,132 597.75% 3.67% 130,043백만 호가 97,600 97,500 시 106,200 고 108,300 저 96,200
매수 매도 평
JYP Ent. 5 20 60 120 224 500억 강세패턴
최고 146,600 (07/25)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
최저 37,600 (01/27)
LC:159.57
HC:-33.42
97,600
-5.61%
거래량
1,304,132주(597.75%)
1,304K
597.75%
2021
2022
2023
11/13

[0600] 키움종합차트 - KOSDAQ150 시가총액[34,665(억)] 부채비율[35.0] 유보율[1,642.6] 유통비율[77.5] 주식수[35,5
035900
JYP Ent.
2023/11/13
97,600 ▼ 5,800 -5.61% 1,304,132 597.75% 3.67% 130,043백만 호가 97,600 97,500 시 106,200 고 108,300 저 96,200
매수 매도 평
JYP Ent. 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 146,600 (07/25)
최저 96,200 (11/13)
LC:1.46
HC:-33.42
97,600
-5.61%
거래량
1,304,132주(597.75%)
1,304K
597.75%
2023/05
06
07
08
09
10
11
11/13

한올바이오파마
류마티스관절염 거대시장으로 진출 가능성 확대
[출처] DS투자증권 김민정 애널리스트

류마티스관절염 2L 시장의 크기 약 $10bn

류마티스관절염은 자가면역질환 중 가장 큰 약 $24.4bn(한화 약 32조원)의 거대 질환 시장이다. 그러나 1L으로 쓰이는 TNF-a inh를 제외한 RA 치료제들은 효능 혹은 안전성 부족의 문제가 있어 현재 표준 2L 치료제가 부재한 상황이다. 시장의 니즈는 매우 크며 당사는 RA 2L를 약 $10bn의 거대시장으로 추정한다.

J&J, 류마티스관절염에서 성공 가능성 확인

한국시간 11월 13일 오전 12시, ACR2023에서 J&J 니포칼리맙의 류마티스관절염 Phase 2a(임상명: IRIS-RA, NCT04991753) 결과가 발표되었다. 니포칼리맙은 전체 환자군에서 통계적 유의성 달성에는 실패하였으나 ACPA 수치가 높은 환자군에서는 DAS28-CRP 및 ACR50 지표 모두 훌륭한 치료효능을 보였다. 이때까지 ACPA 항체는 류마티스관절염 진단과 예후 판정에만 활용되었을 뿐 ACPA를 저해하였을 경우 류마티스관절염을 치료할 수 있는지에 대한 여부는 밝혀지지 않았다. 그러나 이번 임상2상을 통해 ACPA 저해와 류마티스관절염 치료와의 연관성이 입증되었으며 anti-FcRn이 류마티스관절염 치료에 효과적인 접근법일 수 있음을 밝혔다. 이로써 anti-FcRn은 거대 류마티스관절염 시장에 진입할 수 있는 가능성을 입증(proof-of-concept)하였으며 target 가치 큰 폭 향상되었다고 판단한다.

11월 공개될 600mg 고용량 MAD 데이터 주목, Top-pick 유지

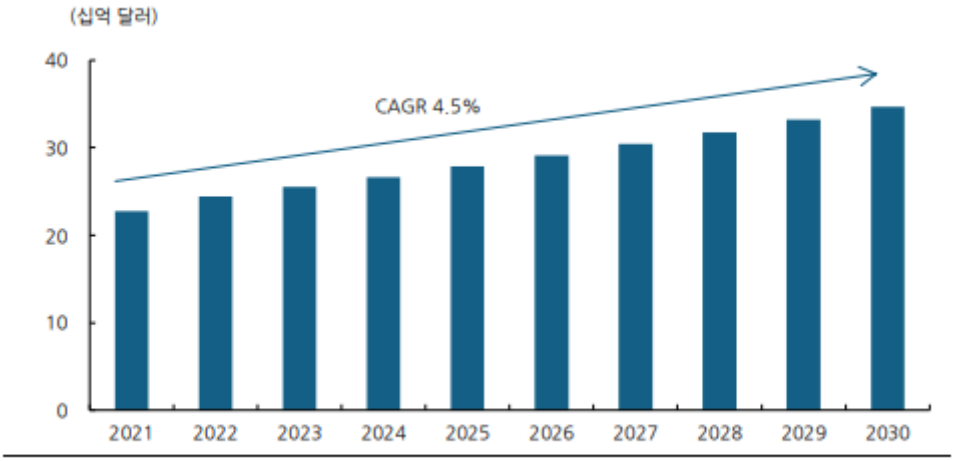
파트너사 이뮤노반트는 오는 11월 600mg 고용량 MAD 임상 결과를 발표할 예정임을 밝혔다. 당사는 9월 26일 공개된 SAD 및 300mg 저용량 MAD 데이터를 토대로 과거 바토클리맙의 IgG 저해 효능 데이터와 비교하였을 때 600mg 고용량 MAD의 효능은 이미 상당부분 입증되었다고 판단한다. MAD 결과에서는 이미 대부분 입증된 효능보다는 고용량 반복투여에도 알부민 감소 및 LDL 상승 부작용이 전혀 발견되지 않는지 여부를 눈 여겨 볼 것을 제안한다. 부작용에서 자유로움을 입증할 경우 IMVT-1402는 진정한 best-in-class로 거듭날 수 있을 것으로 판단한다. 여전히 Bio-Tech 기업 내 Top-pick 유지한다

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	102	110	141	155	184
영업이익	10	2	14	21	35
영업이익률(%)	9.9	1.4	9.7	13.2	19.1
세전이익	9	2	15	22	37
지배주주지분순이익	9	0	14	22	37
EPS(원)	170	5	274	426	715
증감률(%)	-55.0	-97.1	5,485.9	55.3	67.7
ROE(%)	5.2	0.2	8.2	11.8	17.1
PER(배)	123.6	3,624.5	122.5	78.8	47.0
PBR(배)	6.7	5.5	10.1	9.0	7.6
EV/EBITDA(배)	84.9	198.4	101.5	70.4	42.7

자료: 한올바이오파마, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림3 류마티스관절염 시장 성장



자료: Polaris Market Research Analysis, DS투자증권 리서치센터

더블유게임즈
슈퍼네이션 인수로 아이게이밍 사업 본격화
[출처] IBK투자증권 이승훈 애널리스트

3분기 영업이익 컨센서스 상회

더블유게임즈는 3분기 매출액 1,396(YoY -12.7%, QoQ -3.0%), 영업이익 541억원(YoY +13.0%, QoQ +7.7%)을 달성하여 영업이익 컨센서스(매출액 1,476억원, 영업이익 476억원)을 +13.6% 상회. 외형은 3분기 소셜카지노 시장 전체가 QoQ -2% 감소하는 가운데 동사 역시 주력 게임 매출이 하락하면서 시장 기대치를 하회. 더블다운카지노와 더블유카지노 매출이 QoQ 각각 -2.9%, -2.8% 감소. 수익성은 마케팅비가 QoQ -25.5%로 크게 감소하면서 영업이익률이 QoQ +3.8% 개선. EBITDA도 560억원을 기록하여 영업이익률과 EBITDA 마진 모두 분기 최고 기록

4분기 업황 개선과 M&A효과로 성장

주력 게임들이 10월부터 유저 지표 및 매출 순위가 상승. 향후 미국의 공휴일이 다수 예정되어 있기 때문에 QoQ 성장이 기대. 한편 슈퍼네이션 인수가 마무리되면서 11월부터 매출 연결 예정. 슈퍼네이션은 2022년 매출액 327억원을 기록했으며 영국과 스웨덴 매출 비중이 각각 46%, 25%를 차지. 2024년 아이게이밍 부문이 전체 매출의 5% 수준으로 글로벌 사업 본격화 전망. 아이게이밍 매출 규모는 향후 1) 아이게이밍 모바일 앱 출시, 2) 마케팅 노하우 활용, 3) 풍부한 슬롯 콘텐츠를 기반으로 전체 매출의 10% 이상까지 확대 예상

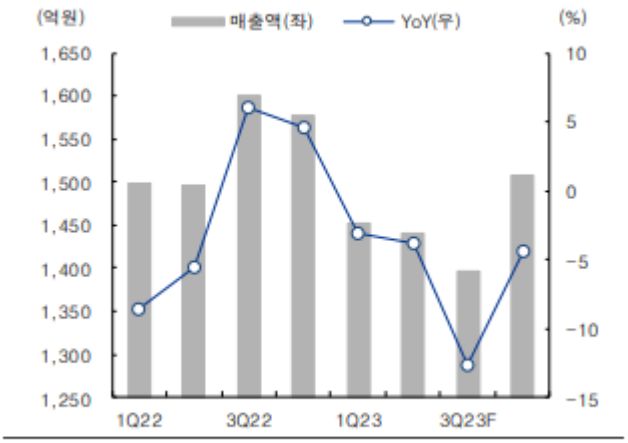
2024년 신사업과 M&A 탐색 지속

스킬 게임 사업은 빙고 캐시아웃을 서비스하고 있고 신용카드 결제 도입 심사 완료 이후에 본격화. 소셜카지노 부문은 내부 AI분석을 통해 마케팅 효율을 강화한 효과가 2024년에도 적용되어 기존 게임들의 안정적인 상승이 기대. 신작 판타스틱 슬롯은 1차 미국, 캐나다, 영국에 소프트런칭을 진행. 일부 고도화를 통해 목표 KPI를 달성 후 2차 소프트런칭 예정. 한편 내부 스튜디오를 통해 신작 캐주얼 게임을 개발 중이며 캐주얼 게임사나 비게임 영역까지 광범위하게 기업 인수 기회를 탐색 중

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	624	617	580	605	627
영업이익	190	184	206	220	237
세전이익	198	-292	250	274	310
지배주주순이익	125	-132	152	161	182
EPS(원)	6,828	-7,196	8,329	8,870	10,020
증가율(%)	11.4	-205.4	-215.7	6.5	13.0
영업이익률(%)	30.4	29.8	35.5	36.4	37.8
순이익률(%)	25.0	-35.8	33.8	34.2	37.3
ROE(%)	16.5	-16.8	18.8	16.8	16.2
PER	8.5	-6.6	5.7	5.3	4.7
PBR	1.3	1.2	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.1	4.0	3.3	2.4	1.5

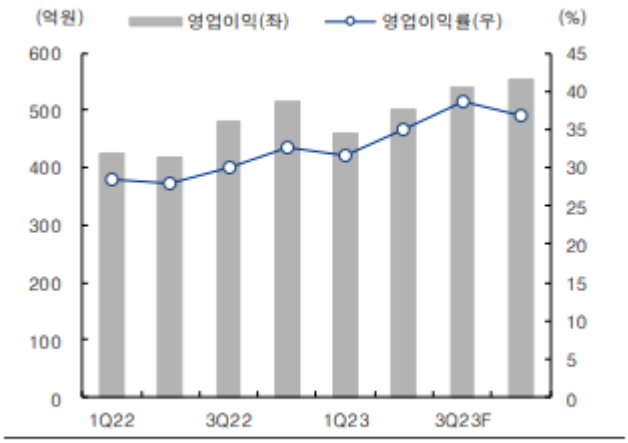
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 더블유게임즈 매출액 및 YoY 추이



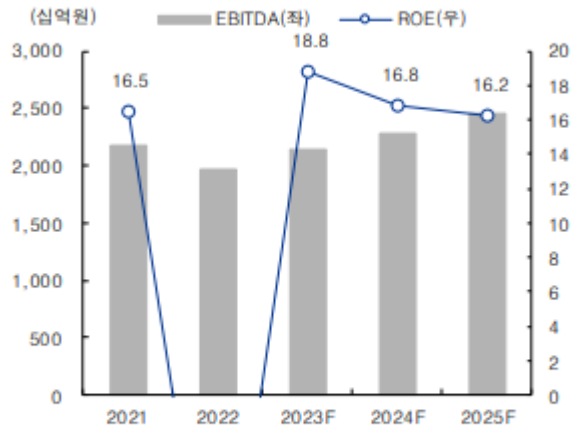
자료: 더블유게임즈, IBK투자증권

그림 2. 더블유게임즈 영업이익 및 영업이익률 추이



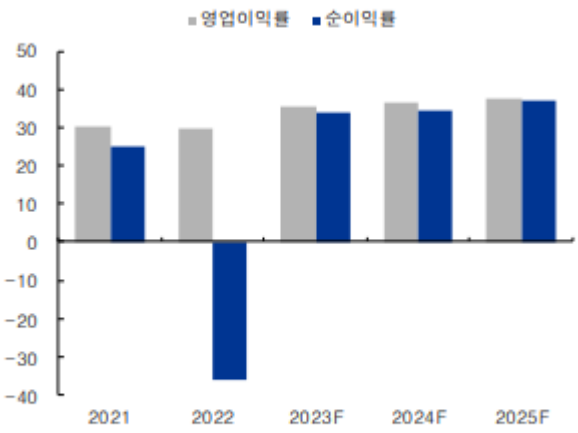
자료: 더블유게임즈, IBK투자증권

그림 3. 더블유게임즈 EBITDA 및 ROE 추이



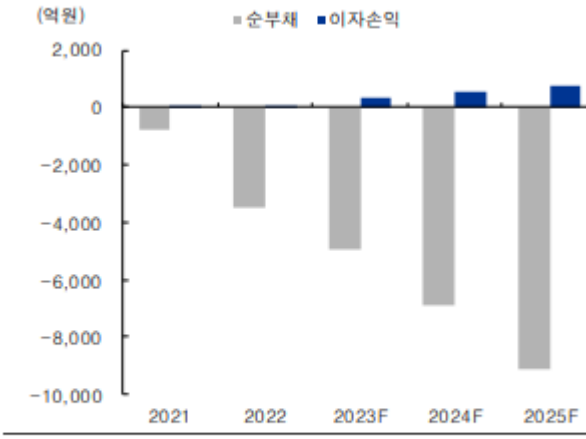
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 4. 더블유게임즈 영업이익률 및 순이익률 추이



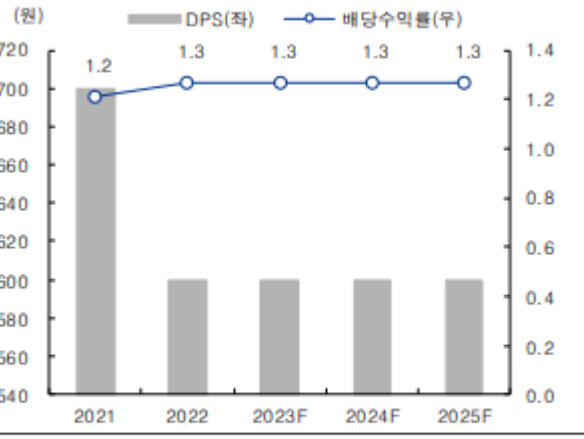
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 5. 더블유게임즈 순부채 및 이자손익 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 6. 더블유게임즈 DPS와 배당수익률 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

[0600] 키움종합차트 - KOSPI200 시가총액[8,550(억)] 부채비율[22.8] 유보율[8,562.4] 유통비율[47.0] 주식수[18,191(;
192080
더블유게임
2023/11/13
47,000 ▲ 1,500 +3.30% 87,003 74.81% 0.48% 4,096백만 호가 47,000 46,950 시 45,900 고 47,650 저 45,900 매수 매도 평
더블유게임즈 5 20 60 120 224 500억 강세패턴
최고 86,400 (10/22)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
최저 36,450 (06/23)
LC:28.94
HC:-45.60
47,000
3.30%
거래량
87,003주(74.81%)
87,003
74.81%
2021
2022
2023
11/13

[0600] 키움종합차트 - KOSPI200 시가총액[8,550(억)] 부채비율[22.8] 유보율[8,562.4] 유통비율[47.0] 주식수[18,191
192080
더블유게임
2023/11/13
47,000 ▲ 1,500 +3.30% 87,003 74.81% 0.48% 4,096백만 호가 47,000 46,950 시 45,900 고 47,650 저 45,900 매수 매도 평
더블유게임즈 증가 단순 3 120 증가 단순 45 8 224 15 10 증가 단순 100 150억 강세패턴
최고 47,650 (11/13)
최저 38,000 (07/26)
LC:23.68
HC:-1.36
47,000
3.30%
거래량
87,003주(74.81%)
87,003
74.81%
2023/05
06
07
08
09
10
11
11/13

롯데관광개발
개장 후 첫 흑자전환
[출처] 키움증권 이남수 애널리스트

3분기 영업이익 3억원, 영업이익 흑자전환

3분기 매출액 968억원(yoy +100.7%), 영업이익 3억원(흑전)으로 컨센서스를 하회했지만, 2분기 EBITDA 턴어라운드에 이어 3분기에는 영업이익 흑전에 성공했다. 부문별 매출액은 카지노 523억원(yoy +398.3%, qoq +65.2%), 호텔 284억원(yoy -11.0%, qoq +19.5%), 여행 141억원(yoy +269.5%, qoq -28.4%)을 달성했다. 카지노가 외국인 인바운드 영향을 받았다면 호텔은 내국인 아웃바운드 영향이 나타났다.
원가는 매출 볼륨 확대에 따라 안정화되고 있다. 현재 호텔 OCC 및 카지노 입장객을 고려한다면 고정비용의 급격한 증가보다는 변동비 대응이 주를 이룰 것으로 판단한다. 따라서 매출 개선에 따라 이익 규모도 점진적 개선을 이룰 것으로 전망한다.

마지막 퍼즐, 중국의 실적 기여도 확대

중추절 연휴를 통해 동사는 카지노 매출액 110.5억원을 달성했다. 4분기 반영분은 96.4억원으로 9월 월매출 143억원의 67%에 해당한다. 10월 합산으로 카지노는 매출액 198억원(yoy +505%, mom +38%), 방문객 30.5천명(yoy +237%, mom +8.6%)을 기록했다. 주당 매출액 30억원 이상 수준으로 카지노 체력이 확대된 것으로 판단한다.
4분기부터는 제주 국제공항도 코로나19 이전 수준으로 노선 복귀를 진행할 것으로 전망한다. 현재 60% 초반에 머무르고 있는 제주 국제공항 국제선 노선 회복률은 제주도 외국인 입도객 믹스 고려 시 중국 인바운드에 집중될 가능성이 높다. 따라서 중국 단체관광객 증가 등 트래픽 확대로 호텔과 카지노 실적 개선 증가를 예상한다. 4분기는 매출액 1,092억원(yoy +146.5%), 영업이익 76억원(흑전, OPM 6.9%)을 추정한다.

회복 속도의 키 정켓VIP

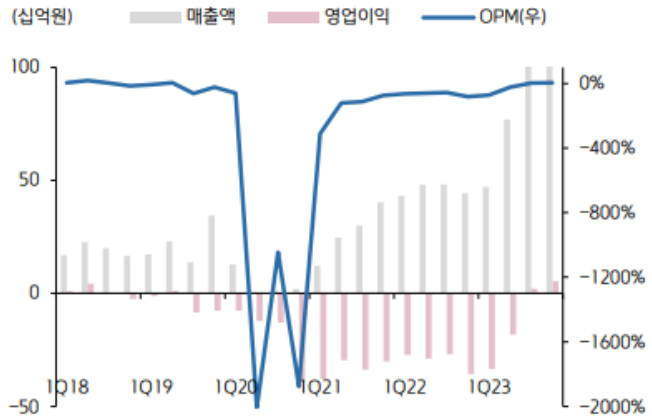
내국인 아웃바운드로 호캉스 수요가 감소했지만, 외국인 인바운드의 호텔 및 카지노 개선으로 상쇄효과를 넘어서고 있다. 항공권 확대에 따라 Mass 시장의 구조적 성장 트렌드는 확인했지만, 정켓VIP 유치에 따른 실적 회복 탄력성은 아직 발휘되고 있지 않다. 이에 실적 추정치를 조정하고, 투자의견 BUY는 유지하나 목표주가는 19,500원으로 하향한다

투자지표

(십억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	107.1	183.7	330.0	537.8
영업이익	-131.3	-118.7	-43.8	95.0
EBITDA	-62.4	-35.8	43.2	183.8
세전이익	-208.4	-224.0	-193.8	-38.2
순이익	-200.7	-224.7	-193.3	-38.8
지배주주지분순이익	-200.6	-224.7	-193.2	-38.8
EPS(원)	-2,895	-3,136	-2,601	-512
증감률(%,YoY)	적지	적지	적지	적지
PER(배)	-6.1	-4.6	-4.4	-22.3
PBR(배)	21.64	4.48	19.34	117.73
EV/EBITDA(배)	-36.1	-64.5	52.8	11.8
영업이익률(%)	-122.6	-64.6	-13.3	17.7
ROE(%)	-140.4	-154.2	-138.1	-149.0
순차입금비율(%)	1973.1	547.6	3438.1	34610.5

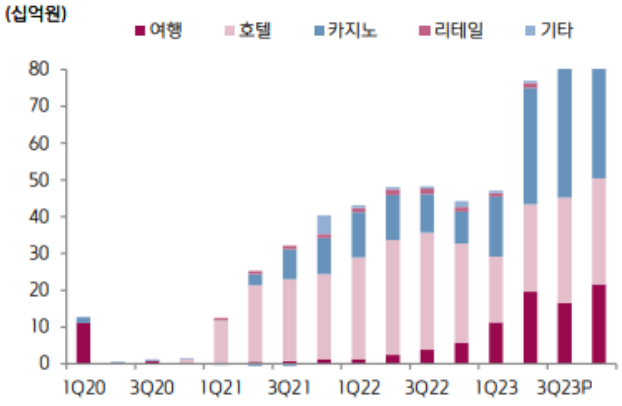
자료: 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 매출액 및 영업이익 추이 (K-IFRS 연결)



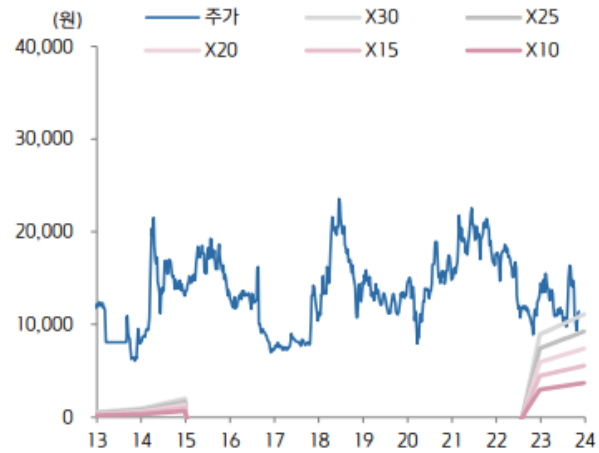
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 사업부문별 매출액 추이 (K-IFRS 연결)



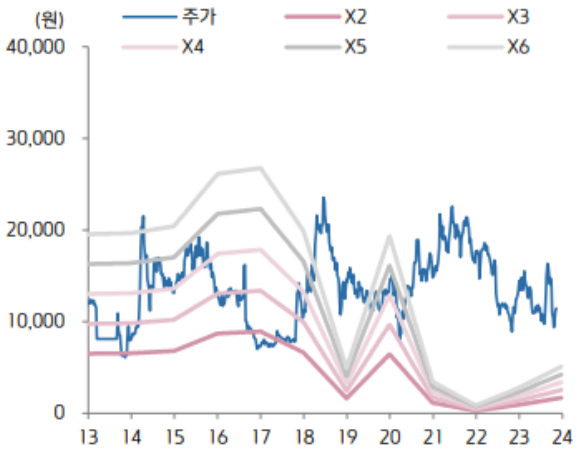
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

12M Forward PER Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터

12M Forward PBR Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터

[0600] 키움종합차트 - KOSPI200 시가총액[7,996(억)] 부채비율[678.1] 유보율[544.7] 유통비율[64.5] 주식수[75,722(천
032350
롯데관광개
2023/11/13
10,560 ▼ 90 -0.85% 600,327 79.45% 0.79% 6,353백만 호가 10,560 10,520 시 10,900 고 10,980 저 10,340 매수 매도 평
롯데관광개발 5 20 60 120 224 500억 강세패턴
최고 23,650 (06/10)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
최저 8,680 (10/26)
LC:21,66
HC:-55,35
22,000
20,000
18,000
16,000
14,000
12,000
10,560
-0.85%
8,000
거래량
600,327주(79.45%)
12,500K
10,000K
7,500K
5,000K
600,327
79.45%
2021
2022
2023
11/13

[0600] 키움종합차트 - KOSPI200 시가총액[7,996(억)] 부채비율[678.1] 유보율[544.7] 유통비율[64.5] 주식수[75,722(
032350
롯데관광개
2023/11/13
10,560 ▼ 90 -0.85% 600,327 79.45% 0.79% 6,353백만 호가 10,560 10,520 시 10,900 고 10,980 저 10,340 매수 매도 평
롯데관광개발 증가 단순 3 120 증가 단순 45 8 224 15 10 증가 단순 100 150억 강세패턴
최고 17,680 (08/31)
최저 9,060 (07/26)
LC:16,56
HC:-40,27
17,000
16,000
15,000
14,000
13,000
12,000
11,000
10,560
-0.85%
9,000
거래량
600,327주(79.45%)
10,000K
5,000K
600,327
79.45%
2023/05
06
07
08
09
10
11
11/13

한온시스템
변화에는 시간이 필요하다
[출처] 유안타증권 이현수 애널리스트

3Q23(P): 매출액 2.3조원, 영업이익 200억원

영업이익, Consensus(670억원) 하회
매출액 yoy +6% 증가, qoq -4% 감소. 영업이익 yoy -67%, qoq -86% 감소. 매출액이 전분기비 감소한 이유는 북미 및 아시아 등 주요 국가에서 완성차 판매가 전분기비 감소했기 때문으로 판단. 9월 중순부터 10월 하순까지 1개월 이상 진행된 전미자동차노조 파업이 북미 매출 및 이익에 악영향을 미친 것으로 관측. 영업이익은 2Q20 적자를 기록한 이후 가장 낮은 수준 시현(OPM 0.9%). 전미자동차노조 파업 영향 등 부정적 일회성 요인이 영업손익에 미친 금액은 약 320억원으로 파악. 동사는 이번 3Q 영업이익은 흑자를 기록했으나 세전적자 및 순적자를 기록하며 분기 주당배당금을 전분기비 -24% 감소한 68원으로 결정.

2024년 실적 가이던스 다소 실망스러워

연초 동사는 2023년 가이던스로 매출액 9조원, EBITDA 1조원, 영업이익 0.4조원 제시. 이번 3Q 실적발표에서 2023년 가이던스를 매출액 9.5조원, EBITDA 0.9조원, 영업이익 0.3조원으로 수정. 주어진 가이던스를 바탕으로 예상해볼 수 있는 4Q23 영업이익은 500~600억원 수준. 또한 2024년 가이던스를 매출액 9.8조원, EBITDA 1.1조원, 영업이익 0.4조원 수준으로 제시. 당사는 수정 전 기준, 동사의 2024년 매출액 10조원, 영업이익 0.5조원을 전망했던 바 있어. 동사가 이번 실적발표와 함께 밝힌 2024년 전략안을 실행하는데 있어 당초 예상하지 못했던 일회성 비용이 발생할 것으로 추정.

수익성 회복, 방향은 맞지만 속도는 시간이 필요

2024년은 동사가 경영 전략 측면에서 변화를 꾀할 수 있는 시기가 될 수 있지만 그 과정에서 비경상적인 비용도 동반될 것으로 전망. 전년대비 2024년은 수익성 회복이 가능할 것으로 예상되지만 그 속도는 시간이 필요하다고 판단. Target PER을 20x에서 16x으로 하향하여 목표주가를 10,000원에서 8,000원으로 조정.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,327	6.0	-4.2	2,321	0.3
영업이익	20	-67.1	-85.9	67	-69.9
세전계속사업이익	-27	적전	적전	47	-157.0
지배순이익	-45	적전	적전	44	-203.7
영업이익률 (%)	0.9	-1.9 %pt	-5.0 %pt	2.9	-2.0 %pt
지배순이익률 (%)	-2.0	적전	적전	1.9	-3.9 %pt

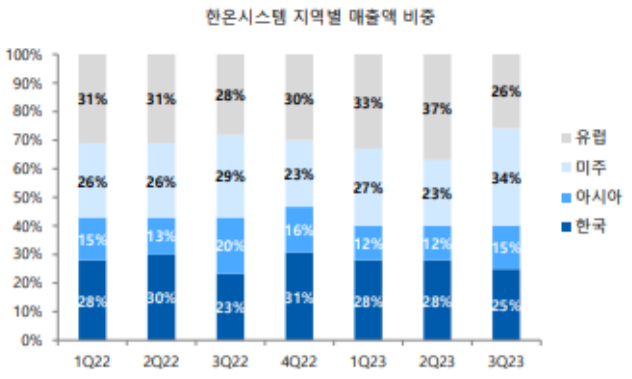
자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	7,351	8,628	9,583	9,871
영업이익	326	257	281	404
지배순이익	309	20	141	271
PER	28.1	268.3	28.5	14.8
PBR	3.7	2.5	1.6	1.6
EV/EBITDA	13.3	10.4	8.3	6.8
ROE	13.8	0.9	6.0	10.8

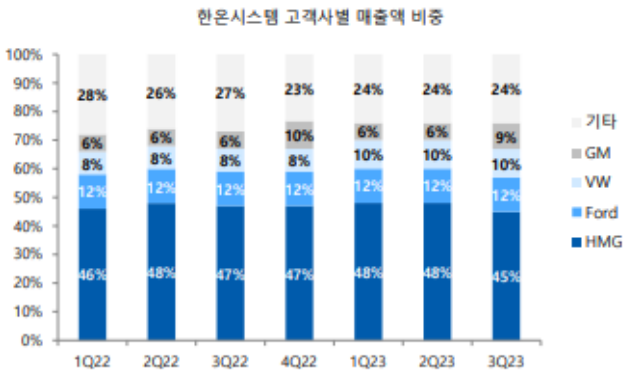
자료: 유안타증권

[그림-1] 한온시스템 지역별 매출액 비중



자료: 한온시스템

[그림-2] 한온시스템 고객사별 매출액 비중



자료: 한온시스템

텔레칩스
예상보다 강력한 믹스개선 효과
[출처] DS투자증권 조대형 애널리스트

분기 최대 실적 경신

차량 AVN(Audio, Video, Navigation)용 AP 수주 증가세는 3분기에도 이어졌음을 실적을 통해 다시 한번 확인시켰다. 3Q23P 매출액 525억원(+34.5% YoY), 영업이익 65억원(+59.3% YoY)를 달성해 높아진 기대치와 컨센서스를 또 다시 상회하며 분기 최대실적을 경신했다.
2분기에 이어 주요 고객사인 현기차 중심으로의 판매도 증가했지만 일본을 포함한 해외로의 판매 호조가 실적을 견인했다. 일본 애프터마켓향 매출도 2분기에 이어 성장세를 지속했지만 특히 말레이시아와 태국이 포함된 동남아시아향 비포마켓으로의 판매 확대로 탑라인과 이익률 모두 개선됐다. 동남아시아로 판매되는 제품군은 단가와 이익률이 Dolphin 대비 높은 897X인 것으로 판단된다. 믹스 개선을 통한 수익성 개선 효과가 2분기 일회적인 효과가 아님을 증명했다.

후속 칩 개발도 순항 중

신규로 개발 중인 칩도 계획대로 순항 중이다. 인공지능 알고리즘 자회사 마인드인과의 협력을 통해 개발 중인 ADAS용 칩인 N-Dolphin은 늦어도 24년 1분기 이전으로 개발이 마무리될 전망이다. 양산 개발에 1년여의 시간이 소요되는 것을 감안했을 때 빠르면 24년 말부터 실적에 기여할 것으로 예상된다. 인포테인먼트용 MCU는 꾸준히 레퍼런스를 확보하고 있는 것으로 파악된다. 누적된 레퍼런스는 바디와 샤시용 MCU의 개발 완료 시 빛을 발할 전망이다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 32,000원으로 상향

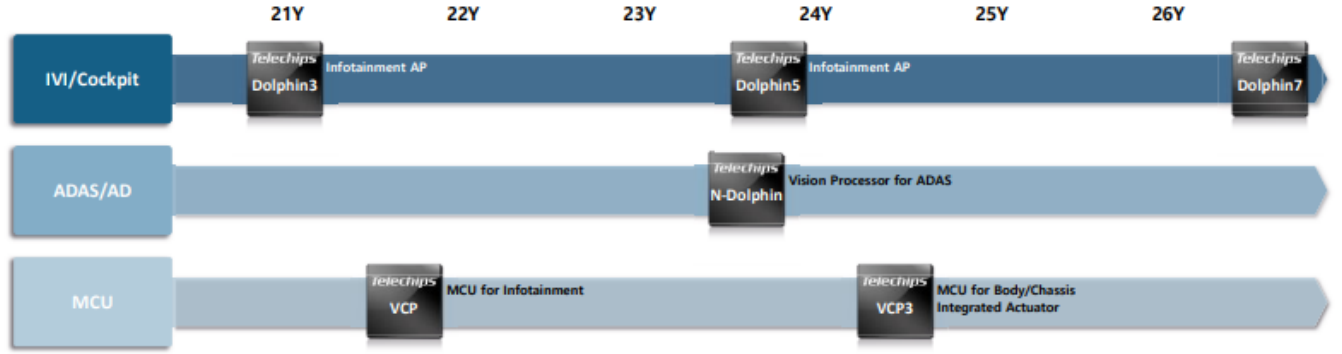
투자의견 '매수'를 유지하고 목표주가를 32,000원으로 상향한다. 3분기 호실적에 따른 연간 실적 추정치 및 24년 실적 추정치 상향에 기인한다. 전방 완성차 기업의 생산량 확대 기조가 유지되고 있고 이 효과는 24년까지 지속된다는 판단이기에 실적과 주가의 하방은 제한적이라는 판단이다. 상향된 스팩의 AVN용 AP의 적용 비중 추가 확대와 MCU 및 ADAS용 칩의 양산 물량이 실적으로 반영되는 시점에는 추가적인 밸류에이션 매력도 존재한다는 판단이다

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	101	136	150	196	232
영업이익	-8	8	9	20	27
영업이익률(%)	-8.4	5.9	6.1	10.3	11.8
세전이익	-8	8	48	40	30
지배주주지분순이익	-9	7	46	36	25
EPS(원)	-697	521	3,312	2,608	1,776
증감률(%)	적전	흑전	536.3	-21.3	-31.9
ROE(%)	-9.6	7.1	33.3	19.3	11.4
PER(배)	-18.7	33.4	3.3	8.9	13.0
PBR(배)	1.9	2.2	0.9	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	362.7	13.0	8.6	10.7	8.6

자료: 텔레칩스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 신규 칩 개발 예상 타임라인



자료: 텔레칩스, DS투자증권 리서치센터

[0600] 키움종합차트 - KOSDAQ 시가총액[3,415(억)] 부채비율[82.8] 유보율[2,365.5] 유통비율[66.9] 주식수[15,144(천
주 전 054450 신 텔레칩스 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 600/600 2023/11/13
22,550 ▼ 1,050 -4.45% 594,737 59.31% 3.93% 14,025백만 호가 22,600 22,550 시 24,050 고 24,450 저 22,550 매수 매도 평
텔레칩스 5 20 60 120 224 500억 강세패턴
최고 33,700 (09/13)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
최저 10,550 (01/03)
LC:113.74
HC:-33.09
32,500
30,000
27,500
25,000
22,550
-4.45%
20,000
17,500
15,000
12,500
10,000
거래량
594,737주(59.31%)
20,000K
15,000K
10,000K
5,000K
594,737
59.31%
2021
2022
2023
11/13

[0600] 키움종합차트 - KOSDAQ 시가총액[3,415(억)] 부채비율[82.8] 유보율[2,365.5] 유통비율[66.9] 주식수[15,144(천
주 전 054450 신 텔레칩스 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 120/600 2023/11/13
22,550 ▼ 1,050 -4.45% 594,737 59.31% 3.93% 14,025백만 호가 22,600 22,550 시 24,050 고 24,450 저 22,550 매수 매도 평
텔레칩스 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 33,700 (09/13)
최저 17,270 (05/18)
LC:30.57
HC:-33.09
32,500
30,000
27,500
25,000
22,550
-4.45%
20,000
17,500
15,000
거래량
594,737주(59.31%)
10,000K
5,000K
594,737
59.31%
2023/05
06
07
08
09
10
11
11/13