

## 2023.11.28(화) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-11-28 오전 8:40

수정한 날짜: 2023-11-28 오전 11:11

### 2023.11.28(화) 증권사리포트

카카오

높아진 회복 가시성에 대응할 때

[\[출처\] 메리츠증권 이효진 애널리스트](#)

상장 자회사 부진에도 4분기 이익 선방 예상

카카오의 4분기 연결 매출 및 영업이익을 각각 2.2조원(+24% YoY, 이하 동일)과 1,418억원(+41%)으로 기존 추정치를 300억원 상향한다. 이는 1) 별도법인 광고 성과 개선, 2) 3분기 일회성 비용 감소, 3) 스토리 3분기 턴어라운드 효과에 기인한다. 연중 특메세지 성장률이 비즈보드를 상회했으나 비즈보드가 4분기 유사한 수준으로 반등할 것으로 예상된다. 마케팅비도 타이트하게 관리되며 23년 상장 자회사를 제외한 연결 영업이익은 4천억원(-11%)으로 양호한 연말을 맞이할 전망이다.

AI underperform 바닥 지나고 높아진 2024 턴어라운드 가시성 대응할 때

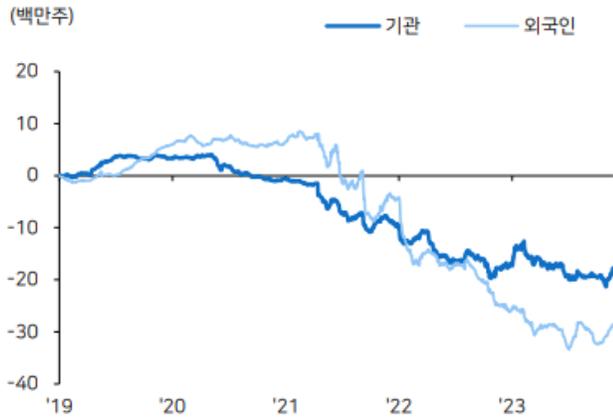
카카오의 적정주가를 65,000원으로 상향한다. 밸류에이션 틀은 동일하나 실적 상향을 반영했다. 24년 카카오의 연결 영업이익은 7,169억원(+54% YoY)으로 비용 효율화 및 영업 정상화 효과가 가장 크게 발휘될 것으로 예상된다.

올해 1) 시장 변화에 따른 사업부 조정 및 2) AI 투자 결정으로 매출 대비 비용 증분이 컸다. 그러나 24년 자원 재배치 효과와 투자 증분 부담이 경감되며 매출 증가가 이익으로 연결된다. 2024년 턴어라운드 가시성이 높아진 데 반해 투자자들의 포트폴리오에는 아직 카카오에 대한 대비가 충분히 반영되고 있지 않아 보인다.

초거대 AI 모델과 관련하여 동사는 외부 모델을 활용하는 등 비용 경감형 소프트웨어 개발로 선회한 것으로 보인다. 시장의 승자 예측이 가능해진 시기로 동사의 선회한 전략이 오히려 합리적이라고 판단된다. 현재는 AI 프리미엄이 반영되기 어려우나 향후 KoGPT를 비롯하여 공개된 소프트웨어의 수익화/비용 효율화 수준에 따라 AI 테마에 대한 동사의 노출도를 높일 수 있다. 연말까지 갭 메우기에 따른 아웃퍼폼을 전망하는 기존 의견을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	6,136.7	594.9	1,392.2	3,132	835.8	22,391	35.9	5.0	52.1	17.1	67.6
2022	7,106.8	580.3	1,352.9	3,037	-35.6	22,444	17.5	2.4	21.3	13.5	69.7
2023E	8,143.2	466.7	37.2	84	적전	22,164	603.3	2.3	21.1	0.4	76.9
2024E	9,249.1	716.9	552.0	1,242	흑전	23,809	40.7	2.1	15.5	5.4	67.8
2025E	9,930.2	848.0	551.0	1,240	3.3	25,507	40.7	2.0	13.3	5.0	65.8

그림2 카카오 기관 외국인 순매수 수량

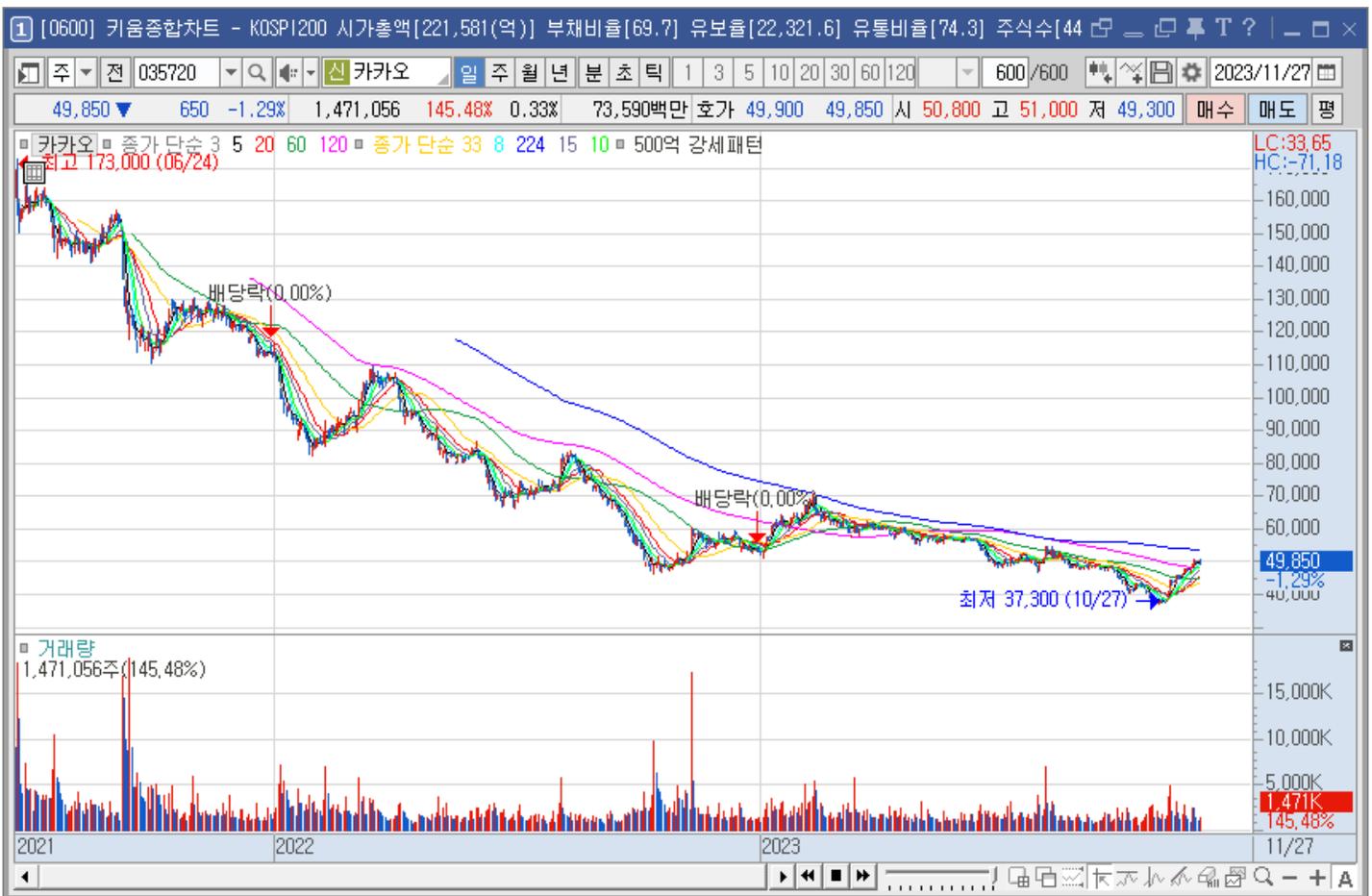


자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 네이버 기관 외국인 순매수 수량



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터





## SK오션플랜트

수주가 집중되는 연말, 연초

[\[출처\] SK증권 문경원 애널리스트](#)

아쉬웠던 하반기가 지나가고 있는 중

3Q23 연결 영업이익은 바로사 FPSO 프로젝트 원가 상승(일회성)으로 164억원을 기록하며 당사 추정치(210억원)를 하회했고, 4Q23에도 큰 개선은 기대하기 어려울 것으로 본다(166억원). 다만 발주 지연으로 해상풍력 수주잔고가 감소한 것이 주요원인이다(2022년 말 6,655억원 → 2023년 3분기 말 3,042억원). 그러나 바로사 FPSO 발주처와의 협상 상황에 따라 서프라이즈 요인이 남아있다.

국내와 대만 해상풍력 수주 모두 연말, 연초에 집중

동사는 532MW 규모의 국내 안마해상풍력 프로젝트에서 우선협상대상자 위치를 차지하고 있다. 12월 초 고정가격계약이 체결 이후 12월 중순경 본계약 체결이 예상된다. 안마해상풍력 전체 사업비는 3.4조원에 달하며, 하부구조물 발주 규모는 4,000억원 이상을 예상한다. 비슷한 규모의 대만 Feng Miao(500MW), Formosa 4(495MW) 역시 1Q24 내 수주를 전망한다. 일부 설계 변경 탓에 기존 예상했던 2023년 말보다는 수주 시점이 늦어지고 있으나, 대만에서는 금리 상승에 따른 프로젝트 취소, 지연 가능성은 낮다. Feng Miao의 OSS(해상변전소) 본계약은 이미 10월 체결되었으며, 동시에 디벨로퍼인 CIP는 2027년 상업운전 계획도 재확인했다.

2024년부터 개화되는 우리나라 해상풍력, 생각보다 커질 수도

2025년 실적 전망치 하락을 반영하여 적정주가를 11% 하향한다. 그러나 2024년 국내해상풍력 수주 규모에 따라 재차 상향 가능성이 있다. 그간 안마(532MW), 신안우이(396MW)만 주목 받았으나, 2023년 입찰에 참여한 프로젝트는 총 2GW로, 특히 완도(600MW) 해상풍력이 추가적인 Upside를 제공할 것으로 기대한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	503.1	26.4	-50.5	-1,404	적전	3,839	-15.2	5.6	21.9	-32.7	310.6
2022	691.8	71.9	22.3	525	흑전	9,783	38.3	2.1	13.0	6.7	132.0
2023E	945.5	81.6	57.5	1,041	59.1	11,771	16.0	1.4	11.8	9.4	94.5
2024E	915.5	72.1	40.6	685	-32.7	12,457	24.4	1.3	13.7	5.7	95.1
2025E	1,333.6	155.0	94.9	1,604	134.0	14,060	10.4	1.2	7.9	12.1	126.8





비나텍  
 여의주를 얻은 이무기는 용이 될 수 있다  
[\[출처\] 신한투자증권 최규현 애널리스트](#)

이무기가 용이 되기엔 2% 부족했던 2023년

2023년 전사 매출액 및 영업이익은 각각 537억원(-24%, 이하 YoY), 38억원(-60%)을 달성할 전망이다. 외형 및 이익 모두 역성장이 예상되는 이유는 2022년의 실적 성장을 이끌었던 리모컨향 슈퍼캡 물량이 부진하기 때문이다. 연료전지 소재·부품 외형도 기존 고객사의 사업환경 악화로 9% 역성장이 예상된다. 2026년부터는 폭발적인 성장이 기대되는데 모빌리티(상용차)향 대형 고객사와의 프로젝트 성과가 가시권에 들어왔기 때문이다. 이를 통해 비나텍의 성장 내러티브가 시장에 정착되는 듯 했으나 2023년 실적 부진, 상기 프로젝트 관련 실적 가시성에 대한 의문 상존 등으로 인해 다음 기회를 기약하게 됐다.

여의주를 입에 확실히 물어야 용이 될 수 있다

이무기가 용이 되어 승천하기 위해서는 여의주를 확실히 물어야 하며 이를 위해서는 ① 견조한 본업의 실적 체력, ② 상기 프로젝트를 위한 증설 공식화, ③ 신규 대형 프로젝트 수주 등이 전제되어야 한다.

① 리모컨항 물량은 부진하나 기존 어플리케이션(스마트 미터기, 데이터 센터, 자동차 전장 등)의 수요는 견조하며 오히려 물량은 증가 중이다. 기존 어플리케이션 내 신규 고객사 확보 및 신규 어플리케이션 개척 노력도 지속 중이다. 이를 통해 2024년 슈퍼캡 외형은 613억원(+33%)으로 다시 성장을 이어나갈 것으로 기대된다. ② 현재 완주 2공장(LiC 등) 증설을 진행 중이며 관련 자금은 마련한 상태다. 상기 프로젝트 물량 대응을 위한 추가 증설이 필요할 것이며 이에 앞서 선제적인 자금 조달이 진행될 가능성이 높다. 이는 중요한 시그널이 될 것이다. ③ 또 다른 신사업인 하이브리드 시스템 사업(ESS, 모빌리티 등)을 추진 중이며 2024~25년부터 성과가 가시권에 들어올 전망이다.

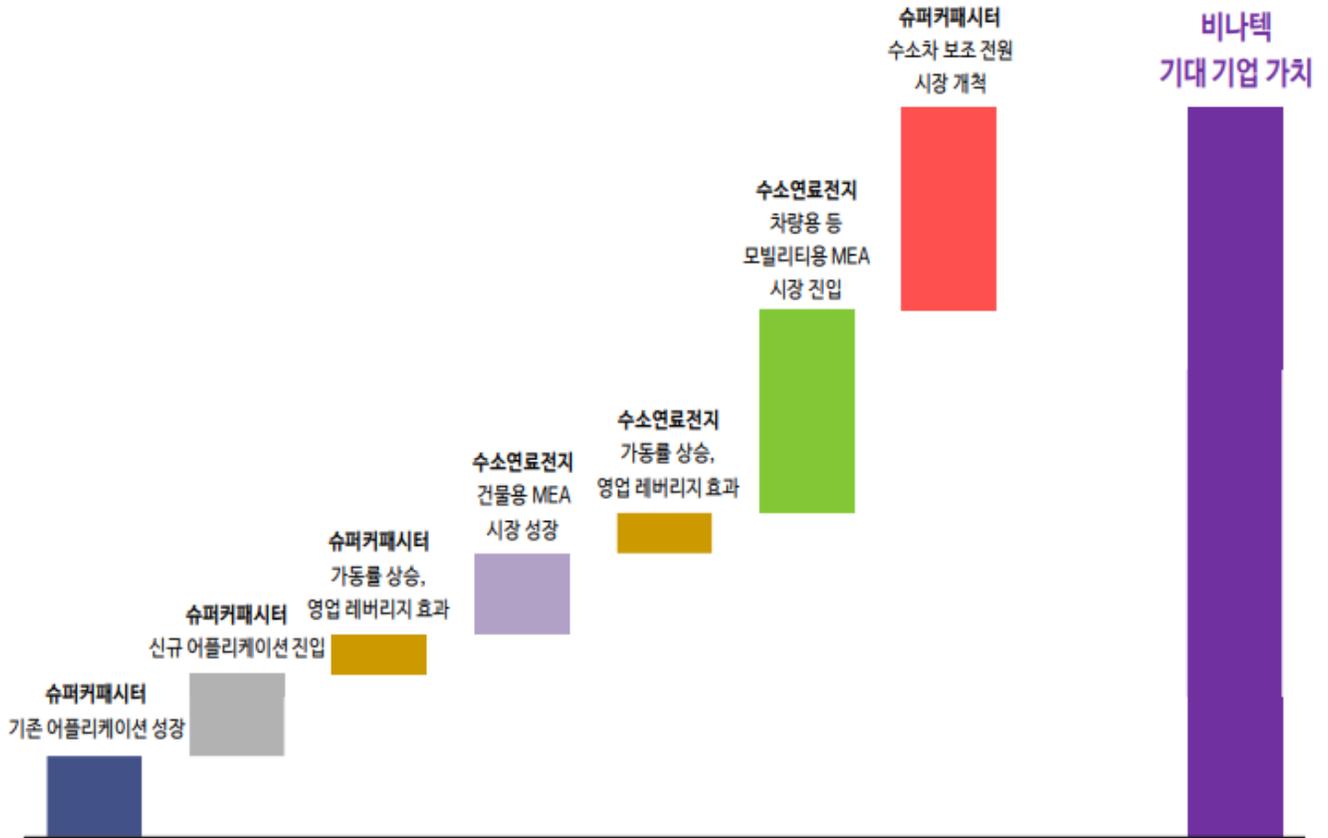
이무기에서 용으로 변할 수 있는 잠재력은 여전히 충분하다

투자 의견은 '매수' 유지, 목표주가는 실적 추정치 및 멀티플 조정을 반영해 8만원으로 하향하나 소·부 메이커 Top Pick은 유지한다. 비나텍은 여전히 용이 될 잠재력이 충분히 높다고 판단한다. 2024년을 기점으로 본업은 다시 성장세에 돌입할 것으로 예상되며 연료전지 소재·부품 사업은 상기 프로젝트를 기반으로 신규 프로젝트가 추가되고 있다. 하이브리드 시스템 신사업도 시동을 걸었다. 여전히 기대해 볼 만하다

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	49.0	5.6	7.5	1,324	8,763	34.7	32.3	5.2	16.0	59.7
2022	70.7	9.4	11.7	2,035	10,635	19.7	18.3	3.8	21.0	63.0
2023F	53.7	3.8	3.2	558	10,859	83.8	59.0	4.3	5.1	56.0
2024F	72.3	8.2	4.9	806	11,088	58.0	22.1	4.2	7.2	99.7
2025F	94.2	11.8	7.0	1,091	11,555	42.9	16.4	4.0	9.4	111.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

# 비나텍 기업 가치 상승 요인 요약



자료: 신한투자증권/주: 막대의 크기는 기업 가치 상승에 대한 영향력의 크기를 나타냄



## 해성디에스

수요 회복을 기다리며 이익 체력 다지기

[\[출처\] DS투자증권 이수림 애널리스트](#)

### 주요 고객사향 DDR5향 패키징 기판 매출 증가

전방 고객사들의 DDR5 침투율이 가속화됨에 따라 DDR5향 패키징 기판 매출은 2023F 580억원 → 2024F 1,050억원으로 증가할 전망이다.

DDR5 제품군의 수요 증가에 따라 공격적인 DDR5 증산을 이어가고 있다. 기존 DDR4향 패키징 기판 매출 감소 영향으로 3Q23 실적은 저조했으나 DDR5 패키징 기판의 매출확대를 통해 2Q24부터 믹스 개선 효과도 두드러질 것이다.

### 견고하게 성장하는 전장용 리드프레임

동사는 리드프레임 글로벌 2위 업체로 안전성과 신뢰성이 중요한 전장부품 시장내 견고한 입지를 유지하고 있다. 인피니온, ST마이크로, NXP, 르네사스 등 4대 전장부품 업체를 모두 고객사로 보유하고 있으며 차량용 반도체 시장은 2026년까지 4년간 CAGR 13%로 성장할 전망이다. 1Q23부터 필리핀 공장에서 신제품 SiC 전력반도체용 리드프레임의 생산도 시작하여 중장기 신성장동력으로 자리매김을 기대한다. 2Q23~3Q23 전장용 리드프레임은 전방 고객사 재고 증가에 따른 물량 감소 영향이 소폭 있었으나 단가 및 마진을 하락까지 이어지지는 않은 것으로 파악한다.

### 투자의견 매수, 목표주가 67,000원 제시

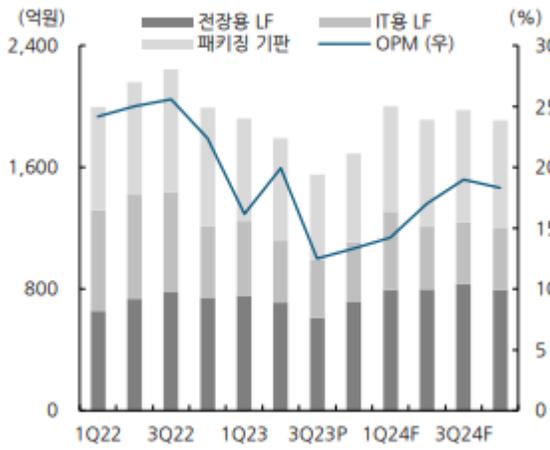
해성디에스 2024년 매출액 7,800억원(+12% YoY), 영업이익 1,335억원(+23% YoY, OPM 17%)를 전망하며 투자의견 매수, 목표주가 67,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024년 추정 EPS 6,442원에 패키징 기판 동종업체 12M Fwd P/E 10.4배를 적용했다. 전방 고객사 투자 지연 및 업황 둔화에 따라 2023년은 실적 역성장이 불가피하나 2024년 IT 수요 회복에 따른 점진적인 실적 개선세를 기대한다. 특히 동사는 약 3,900억원을 투자하여 패키징 기판과 전장용 리드프레임의 CAPA 증설을 진행 중으로 2026년 동사 CAPA는 현재 9천억원 → 1.1조원 수준으로 확대될 것이다. 불황기에도 10% 중반대의 마진을 유지하는 동사는 탄탄한 이익 체력을 기반으로 업황 회복을 기다리고 있다.

#### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	655	839	696	780	861
영업이익	86	204	109	134	165
영업이익률(%)	13.2	24.4	15.6	17.1	19.2
세전이익	90	205	111	141	173
지배주주지분순이익	71	159	87	110	134
EPS(원)	4,192	9,376	5,114	6,442	7,883
증감률(%)	137.6	123.7	-45.5	26.0	22.4
ROE(%)	27.1	43.0	18.0	19.3	19.9
PER(배)	11.7	3.8	10.1	8.0	6.5
PBR(배)	2.8	1.4	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	7.4	2.4	5.3	4.2	3.3

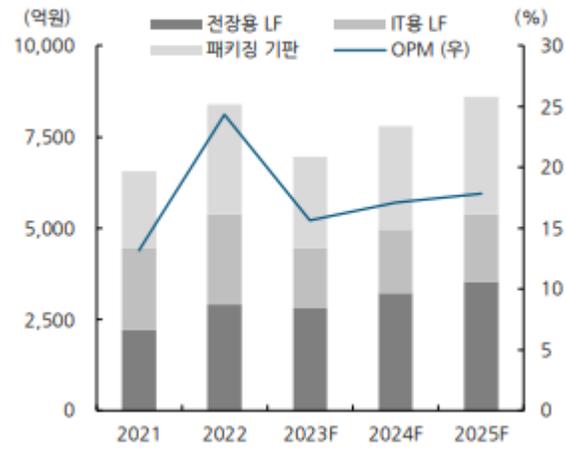
자료: 해성디에스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림1 해성디에스 분기별 실적 추이 및 전망



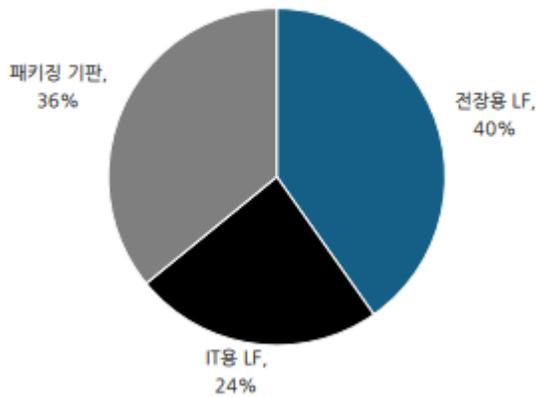
자료: 해성디에스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 해성디에스 연간 실적 추이 및 전망



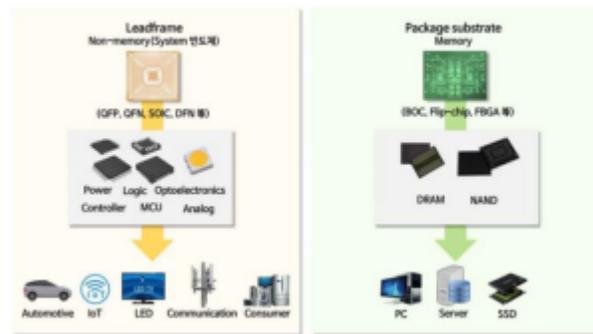
자료: 해성디에스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 해성디에스 사업부별 매출비중 (2023F)



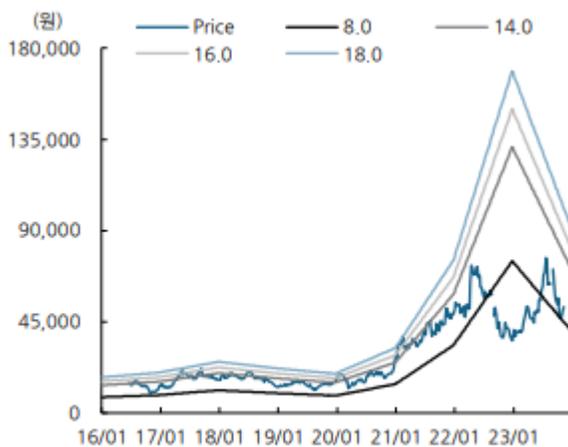
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 해성디에스 제품군별 응용처



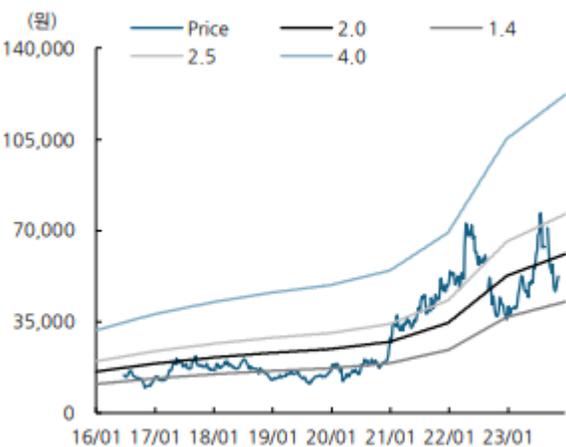
자료: 해성디에스, DS투자증권 리서치센터

그림5 해성디에스 P/E Band Chart



자료: DS투자증권 리서치센터

그림6 해성디에스 P/B Band Chart



자료: DS투자증권 리서치센터



---

콘텐츠리중앙  
기다렸던 봄이 온다

[\[출처\] DS투자증권 장지혜 애널리스트](#)

[Update] SLL 별도 수익률 개선 주목, 공간 사업 경쟁력 강화 긍정적

콘텐츠리중앙의 23년 3분기 실적은 연결 매출액 2,690억원(+32% YoY), 영업이익 65억원(흑전 YoY, OPM 2.4%)으로 시장기대치를 상회했다. 1)SLL 별도는 캡티브 방송 회차 증가와 글로벌 OTT 선판매로 유통 수익이 확대됐고, 2)연결자회사는 Wiip의 작품 부재에 따른 손실에도 <범죄도시3>의 투자/제작 수익이 인식되며 적자폭이 축소됐다. 3)극장은 박스오피스 부진과 비거점 점포 조정, 전분기 투자/배급 작품 손실로 적자를 기록했다. 4)플레이타임은 국내 핵심점포 리모델링이 있었으나 계절적 성수기 효과와 해외 지점 성장으로 호실적을 기록했다. 4분기도 방송은 캡티브 작품 선판매, OTT 오리지널로 견조하며 공간 사업 실적 개선이 기대된다. 투자/배급 영화 <서울의 봄> 최근 흥행도 긍정적이다.

[Forecast] 2024년 턴어라운드 기대

콘텐츠리중앙의 24년 실적은 연결 매출액 1.1조원(+16% YoY), 영업이익 206억원(흑전 YoY, OPM 1.8%)으로 실적 턴어라운드가 기대된다. 1)방송 부문(OP 111억원)은 캡티브는 23년과 유사한 10편 내외 작품을 글로벌 OTT 선판매 후편성 전략을 유지하고 유통 다각화 전략으로 수익성을 확보하며 Wiip은 4편이상, 년캡티브 6편 이상 공개하며 20편 내외의 작품 제작이 예상된다. 2)극장(52억원)은 전체 시장 관객 수는 보수적으로 1.3억명(+5% YoY)으로 가정했을 때 핵심 거점 위주의 확장을 통한 고정비 축소로 수익성 개선이 기대된다. 3)플레이타임(85억원)은 국내외 고수익 브랜드 확장으로 실적 기여가 확대될 것이다.

[Valuation] 목표주가 2.5만원으로 하향하나 장기적 관점 매력적

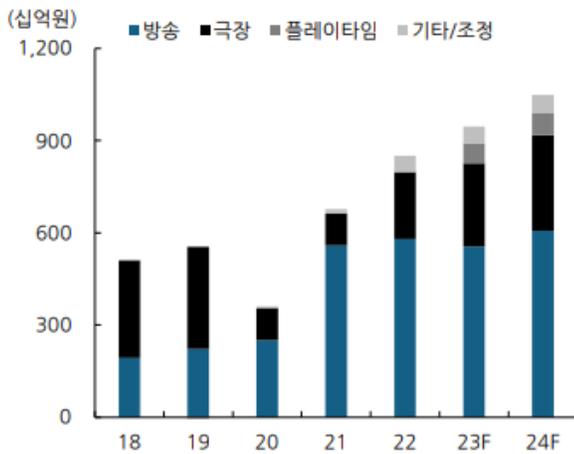
콘텐츠리중앙의 목표주가 하향은 24년으로 실적 기간 조정과 목표배수 변경에 기인한다. 각 사업부별 EBITDA에 방송/극장/플레이타임 각각 목표배수 10/6/7배를 적용했다. 다만 동사의 실적은 24년 회복에서 25년 연결 자회사 PPA 비용반영 종료, SLL 제작과 유통 경쟁력 상승, Wiip 작품 수 증가, 공간 사업의 시너지 발생 등으로 의미 있는 실적 성장이 기대된다. 바닥을 지나 장기적인 실적 모멘텀을 보여줄 것으로 관심 종목으로 추천한다.

## Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	360	677	852	975	1,128
영업이익	-59	-57	-72	-19	21
영업이익률(%)	-16.3	-8.5	-8.4	-2.0	1.8
세전이익	-170	-62	-85	-97	-39
지배주주지분순이익	-135	-53	-43	-71	-36
EPS(원)	-8,233	-2,871	-2,250	-3,723	-1,892
증감률(%)	적전	적지	적지	적지	적지
ROE(%)	-52.6	-28.4	-23.9	-52.5	-52.5
PER(배)	-4.6	-19.0	-12.7	-4.1	-8.0
PBR(배)	3.2	5.7	3.0	3.3	5.7
EV/EBITDA(배)	32.4	16.7	15.2	8.0	6.5

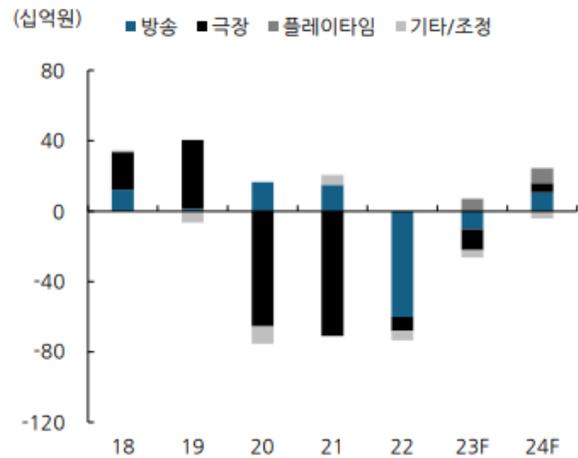
자료: 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터 추정

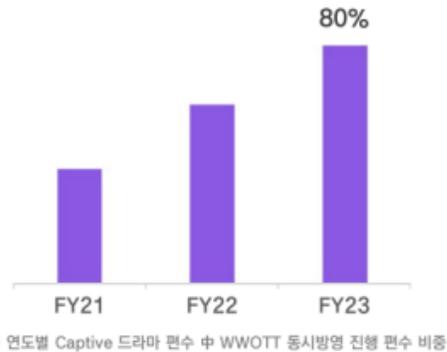
그림2 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터 추정

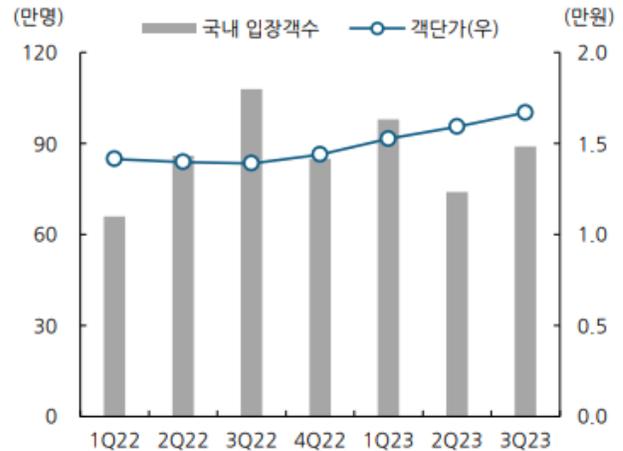
그림3 WWOTT 동시방영 비중 증가

Captive 드라마 WWOTT 동시방영 비중 증가  
→ 안정적인 수익 구조 확보, SLL 별도기준 손익 개선



자료: 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터

그림4 플레이타임 국내 입장객수 및 객단가 추이



자료: 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터

주: 객단가는 부모와 어린이 입장권의 평균 객단가



## 일진하이솔루스

### 상용 시장 확대 준비 착착

#### [\[출처\] SK증권 나승두 애널리스트](#)

### 수소연료전지차 판매 둔화에 따른 영향

올해 10월까지 국내 수소연료전지차(승용) 누적 판매 대수는 약 4천대 수준이다. 작년 한 해 동안 1 만대 이상의 수소연료 전지차가 판매되었음을 감안한다면 올해 연간 누적 판매대수는 작년 대비 절반 수준에도 미치지 못할 것으로 보인다. 수소 연료전지차 구매시 지급되는 보조금의 규모는 크게 달라지지 않았지만 ① 부족한 수소 충전 인프라, ② 소비자의 선택권이 보장되지 않는 단조로운 모델, ③ 여전히 비싼 가격 등으로 인해 소비자의 선택을 받지 못한 것으로 판단된다. 이에 따라 당연히 수소연료전지차에 탑재되는 수소 용기 매출은 줄어들 수밖에 없었다. 하지만 2024 년 정부 예산안에 따르면 2024 년 최소 1.1 만대의 수소연료전지차(승용+상용)를 공급하고, 수소충전소도 최소 60 기 이상 신규 구축될 전망이다. 동사의 고객사이자 국내 유일 수소연료전지차 생산 업체도 상용차 중심 보급 확대, 신규 승용 모델 출시 등을 계획하고 있는 만큼 연간 실적 부진은 올해 1 회성에 그칠 가능성이 크다.

### 상용 차량 증가 수혜 본격화

올해 3 분기까지 상용 수소저장용기 관련 누적 매출액 249 억원을 기록하면서 작년 연간 매출액 164 억원을 이미 크게 웃돌고 있다. 상용 시장에서 보다 강점을 갖는 수소모빌리티의 특성상 상용차량에 탑재되는 수소저장용기 수요는 더욱 가파르게 증가할 것으로 예상되며, 조심스럽지만 오는 2025 년을 기점으로 승용과 상용 수소저장용기 매출 비중이 뒤바뀔 가능성도 있어 보인다. 국내 유일 양산 및 상용화에 성공한 Type 4 수소저장용기 기술을 보유했다는 점은 당분간 강력한 진입 장벽 역할을 할 것이다.

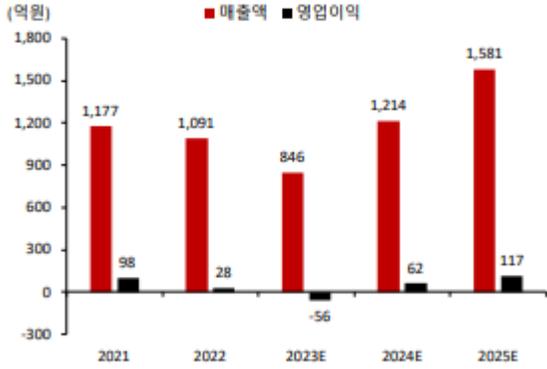
### 투자의견 매수, 목표주가는 하향 조정

투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 55,000 원에서 38,600 원으로 하향 조정(-29.8%)한다. 목표주가는 기존과 동일하게 미래현금흐름 할인법을 사용하였으나, 승용 수소연료전지차의 판매 부진 영향을 반영하였다. 다행인 점은 수소연료 전지차 관련 보조금이 크게 줄어들지는 않을 것으로 예상된다는 점이다. 오히려 보조금 지급 체계를 명확하게 하기 위한 움직임이 나타나고 있는 만큼 오히려 보조금 지급 대상은 더욱 확대될 가능성도 있다. 과도한 우려는 새로운 투자 기회가 될 수 있다

#### 영업실적 및 투자지표

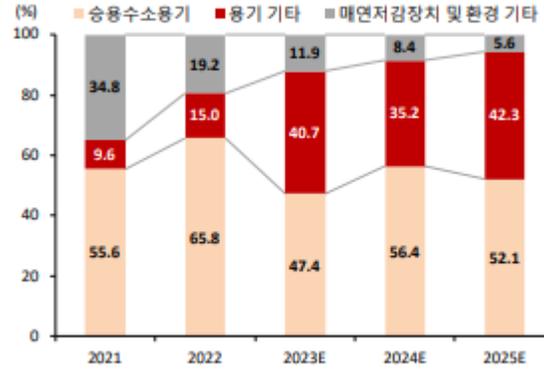
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	억원	1,135	1,177	1,091	846	1,214	1,581
영업이익	억원	151	98	28	-56	62	117
순이익(지배주주)	억원	156	90	70	43	85	142
EPS	원	536	247	194	118	234	390
PER	배	0.0	220.8	153.9	198.1	99.9	60.0
PBR	배	0.0	6.4	3.4	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	배	-1.4	118.4	99.8	-2154.2	51.7	34.3
ROE	%	34.3	5.0	2.3	1.4	2.6	4.2

### 일진하이슬루스 실적 추이 및 전망



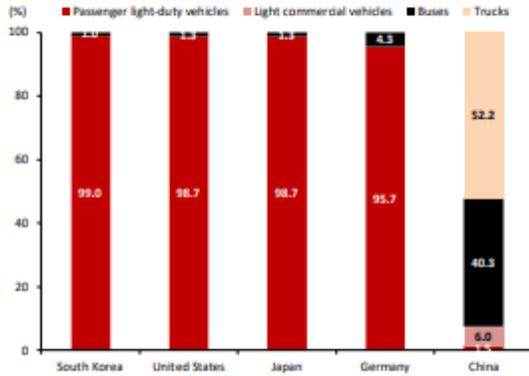
자료: 일진하이슬루스, SK 증권 추정

### 주요 사업 부문별 실적 비중 추이



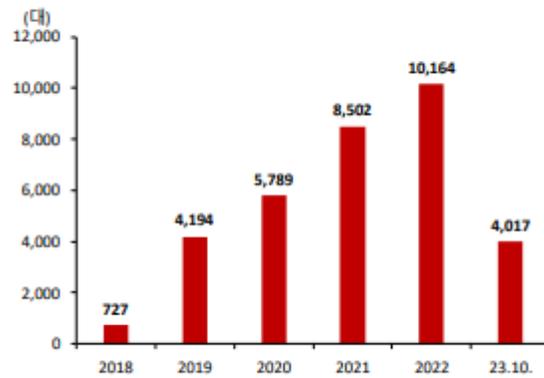
자료: 일진하이슬루스, SK 증권 추정

### 글로벌 수소연료전지차 종류별 비중 - 2022년 기준



자료: IEA, SK 증권

### 국내 수소연료전지차 연간 판매 추이



자료: 현대차, SK 증권





KH바텍

폴더블 힌지, 매출 다변화가 필요

[\[출처\] 이베스트투자증권 김광수 애널리스트](#)

3Q23 폴더블 판매량 부진 아쉬움, 판가 상승 효과로 만회

3Q23 실적은 매출액 2,078억원(+16.2%YoY, +175.1%QoQ), 영업이익 204.5억원(+3.6%YoY, +236.8%QoQ)을 기록했다. 주요 고객의 폴더블 신제품 판매량이 기대 대비 부진(2H23 예상 출하량 10M이상 → 8M수준으로 감소)하며, 컨센서스 영업이익 230억원을 하회했다. 다만 출하량 감소에도 불구하고 힌지 업그레이드로 인한 ASP 증가 효과로 3Q22 대비 영업이익이 4% 수준 증가했다.

폴더블 힌지, 매출 다변화가 필요

4Q23E 실적은 매출액 734억원(+12.8%YoY, -64.7%QoQ), 영업이익 57.4억원 (+40.1%YoY, -71.9%QoQ), 2024E 실적은 매출액 4,001억원(+9.9%YoY), 영업이익 335.2억원(+3.1%YoY)으로 추정한다. 2024E 주요 고객의 폴더블 라인업 추가 여부와 해

외 흥행 성적이 동사 실적의 주요한 변수로 작용할 전망이다. 다만 갤럭시S24 신모델 케이스에 티타늄 소재를 적용할 것으로 알려진 가운데 동사가 수혜(2024E 매출 500억원 이상 발생 추정)를 받을 것이다. 참고로 티타늄 케이스 적용은 향후 보급형(A시리즈)제품까지 확대 전개될 것으로 예상된다.

신규 경쟁사 진입에 대한 우려가 있지만, 경쟁사의 힌지 모듈 납품 이력 및 양산 규모를 고려할 시 동사는 핵심 공급자로서 지배적인 점유율을 유지할 것으로 판단한다. 하지만 이원화 리스크 및 중국 업체들의 폴더블 시장 영향력 확대 추세를 고려할 때 국내 주요 고객 외 매출 다변화를 통해 안정적인 성장의 기틀을 마련해야 할 시점이라고 판단한다.

티타늄, 힌지 사업 리스크를 방어할 동아줄

목표주가를 22,000원으로 하향(-15.4%)한다. 목표주가 조정의 배경은 주요 고객의 폴더블 제품 판매량 부진 및 이원화 리스크를 고려(ASP 압박 영향 등)하여 2024E 영업이익/OPM 전망치를 하향 조정했기 때문이다. 다만 주요 고객의 티타늄 케이스 탑재 확대 전개로 인한 수혜가 2024E부터 지속 증가할 것으로 예상되는 만큼 힌지 사업의 단기 리스크를 방어할 것으로 판단한다. 현 주가는 12M Fwd 실적 기준 P/E 10.2x, P/B 1.2x로 과거 밴드 평균을 하회하고 있다.

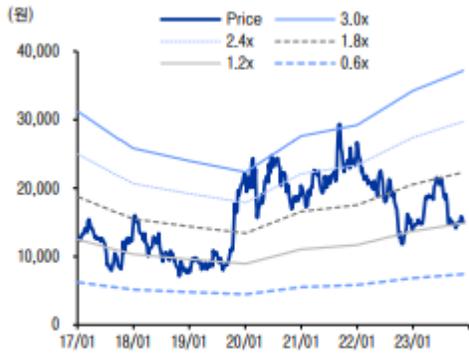
### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	340	364	400	452	506
영업이익	27	33	33	37	43
순이익	33	25	41	32	37
EPS (원)	1,473	1,094	1,829	1,430	1,648
증감률 (%)	흑전	-25.7	67.2	-21.8	15.2
PER (x)	18.1	12.7	8.2	10.4	9.1
PBR (x)	2.9	1.4	1.3	1.2	1.1
영업이익률 (%)	7.9	8.9	8.4	8.1	8.5
EBITDA 마진 (%)	12.3	14.0	13.3	12.6	13.1
ROE (%)	16.9	11.1	16.6	11.5	12.0

주: IFRS 연결 기준

자료: KH바텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 12M Fwd P/B 밴드



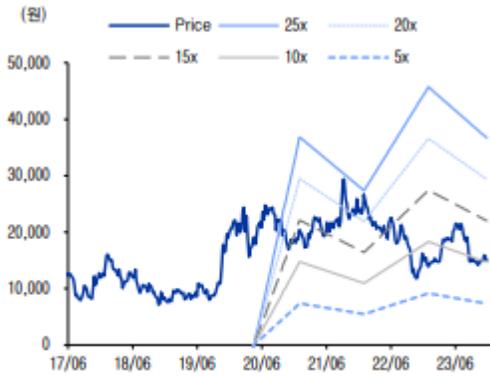
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 12M Fwd P/B 표준편차



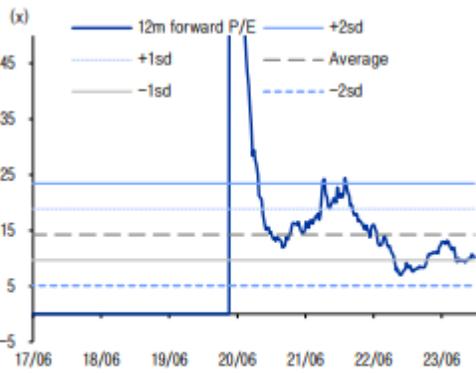
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 12M Fwd P/E 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 12M Fwd P/E 표준편차



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

