

2023.11.30(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-11-30 오전 7:46

수정한 날짜: 2023-11-30 오전 8:22

2023.11.30(목) 증권사리포트

NAVER

결국 밸류를 증명해낼 주식

[\[출처\] 키움증권 김진구 애널리스트](#)

인터넷/게임 업종 Top pick

동사에 대한 목표주가 34만 원을 유지하고 인터넷/게임 업종내 Top pick으로 지속 제시한다. 동사 적정가치는 55.8조원으로 서, 이는 서치플랫폼/클라우드 중심 사업부문 적정가치 11.1조원, 네이버 AI 내재가치 11.1조원, 네이버쇼핑 사업부문 적정가치 12.3조원, 일본 이커머스 솔루션 적정가치 1.4조원, 네이버파이낸셜 지분가치 4.7조원, Webtoon Entertainment 지분가치 6.4조원과 LY Corporation 지분가치 8.9조원을 반영해 산출하였다. 동사는 금리 등 매크로이슈 완화에 따라 내년 광고 경기의 의미있는 회복과 커머스 솔루션 사업 확대 등에 따른 탑라인 성장 및 올해 비용 컨트롤 기조가 내년에 온기로 반영되면서 영업이익 성장과 마진율 개선을 동시에 확보할 것으로 판단한다. 또한 글로벌 빅테크에 맞서 AI의 밸류를 창출할 수 있는 몇 안되는 업체로 판단하며, 특히 이는 동사가 메인 비즈니스를 영위하는 검색, 광고 및 커머스에서 주요한 손익개선과 함께 시현될 것으로 판단한다.

AI 비즈니스 정상가치에 대한 고민 필요

투자자들과 시장 이해관계자들은 동사 AI 정상가치에 대해 보다 진지한 고민을 할 필요가 존재한다. 동사에 대한 주된 질문이 AI로 향해 있지만 적정가치에 대한 주요 변수 및 산출을 인입하지 않는다는 것은 다소 이율배반적 행동으로 보여질 수 있다. 당사는 AI 비즈니스의 가치를 데이터에 기반한 커스텀 AI로 정의해 왔으며, 중국에는 공급자와 수요자를 매칭시키는 크리에이티브 커스텀 AI 기반 에코시스템으로 정의 내리며, 결론적으로는 사용자 부가가치를 동인할 구독경제 베이스의 막대한 부가가치를 염두하고 있다. 당사가 제시하는 동사의 AI 밸류는 11.1조원으로 초기 설정을 그대로 유지하며 이에 대한 수치 고저에 대한 변수는 존재하지만 이와 같이 일관적 기준을 통해 명확한 수치를 제시할 필요가 있음을 강조한다. 현재 동사가 준비하고 있는 AI 비즈니스에서 발현될 트래픽 개선과 이에 따른 수익 및 부가가치 창출이 본격화되면 이를 기반으로 밸류를 조정할 예정이다. 또한 사측의 보수적이고 무게감있는 커뮤니케이션은 존중하나 AI 비즈니스 성격상 P와 Q를 캐치하기가 어렵기에 투자자들이 예측가능한 트래픽 및 부가가치와 관련된 KPI를 설정하여 이를 공유한다면 동사의 정상가치를 확보하는데 매우 주효할 것으로 사료된다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	6,817.6	8,220.1	9,696.5	10,803.5
영업이익	1,325.5	1,304.7	1,462.4	1,757.4
EBITDA	1,758.9	1,865.6	1,860.1	2,223.0
세전이익	2,126.4	1,083.7	1,425.9	1,821.9
순이익	16,477.6	673.2	955.2	1,275.3
지배주주지분순이익	16,489.8	760.3	960.4	1,237.0
EPS(원)	100,400	4,634	5,863	7,617
증감률(% YoY)	1,546.6	-95.4	26.5	29.9
PER(배)	3.8	38.3	35.4	27.2
PBR(배)	2.64	1.28	1.43	1.37
EV/EBITDA(배)	35.8	16.1	18.8	15.8
영업이익률(%)	19.4	15.9	15.1	16.3
ROE(%)	106.7	3.3	4.2	5.1
순차입금비율(%)	1.7	1.0	2.6	2.5





퓨런티어
 자율주행 구현의 든든한 파트너
[\[출처\] NH투자증권 강경근 애널리스트](#)

전장용 카메라 모듈 자동화 장비 생산 기업

퓨런티어는 전장용 카메라 모듈 자동화 장비 생산 기업. 주요 고객사인 삼성전자, LG이노텍, 엠씨넥스 등에 자율주행 센싱 카메라 핵심 공정 조립(Active Align, Dual Align) 및 검사(Intrinsic Calibration, EOL) 장비 공급 중
 동사의 3분기 말 수주잔고는 84.2억원(전장용 70.9억원, 기타 13.3억원). 동사는 지난 11월 2일 대만의 Primax와 60억원 규모의 전장용 카메라 공정장비 공급 계약 체결. Primax는 북미 전기차 업체에 전장용 카메라 납품 중. 수주 규모가 크지 않지만 북미 전기차 업체의 자율주행 HW 3.0 → HW 4.0 전환(탑재 카메라 9개 → 12개) 과정 속에 동사 장비를 채택했다는 점에 의의

단기 실적보다는 중장기 방향성

전장용 장비 매출의 약 85%의 End-User는 북미 전기차 업체. 동사의 전장용 장비 매출은 고화질 센싱카메라 도입 및 탑재 카메라 개수 확대로 해당 업체의 전기차 생산량 대비 성장률 아웃퍼폼 추세. 동사의 내년도 실적은 매출액 625억원 (+28.9% y-y), 영업이익 119억원(+31.0% y-y, 영업이익률 19.1%) 전망. 4분기 실적 q-q 감소 및 수주 둔화는 단기 우려 요인

이나 내년 상반기 이후 본격적인 수주 확대가 기대되며 ADAS/자율주행 시장 내 핵심 솔루션 장비를 공급한다는 점에서 중장기 성장성 유효하다고 판단

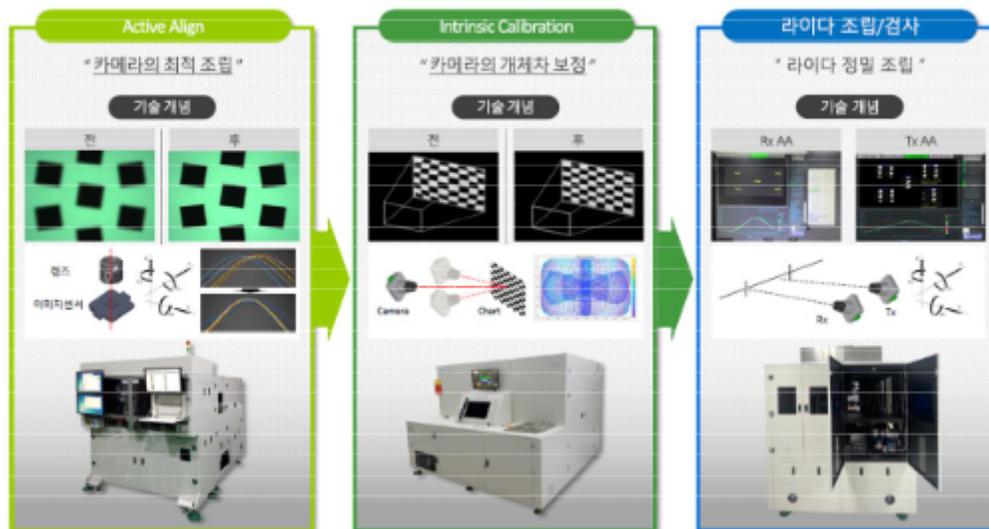
	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	26.9	48.5	62.5	83.1
증감률	21.3	80.3	28.9	32.9
영업이익	1.6	9.1	11.9	16.2
증감률	33.8	458.2	31.0	35.4
영업이익률	6.1	18.8	19.1	19.5
(지배지분)순이익	2.0	8.6	11.1	14.9
EPS	256	1,054	1,357	1,823
증감률	-40.9	312.5	28.7	34.4
PER	72.2	33.4	26.0	19.3
PBR	3.8	6.1	5.0	3.9
EV/EBITDA	48.9	26.4	20.2	14.8
ROE	7.7	20.1	21.1	22.7
부채비율	27.6	39.4	40.8	43.0
순차입금	-24.4	-23.6	-27.4	-34.0

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

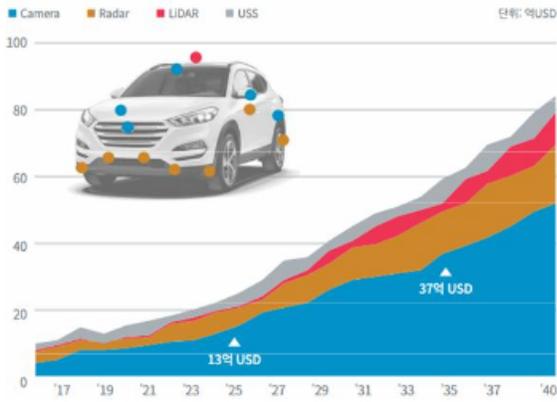
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 자율주행 센싱카메라 핵심 공정 솔루션 공급



자료: 퓨런티어, NH투자증권 리서치본부

그림5. 자동차 센서 시스템 시장 규모



자료: TSR Sensing Systems Market Analysis 2020, NH투자증권 리서치본부

그림6. 자율주행 Level

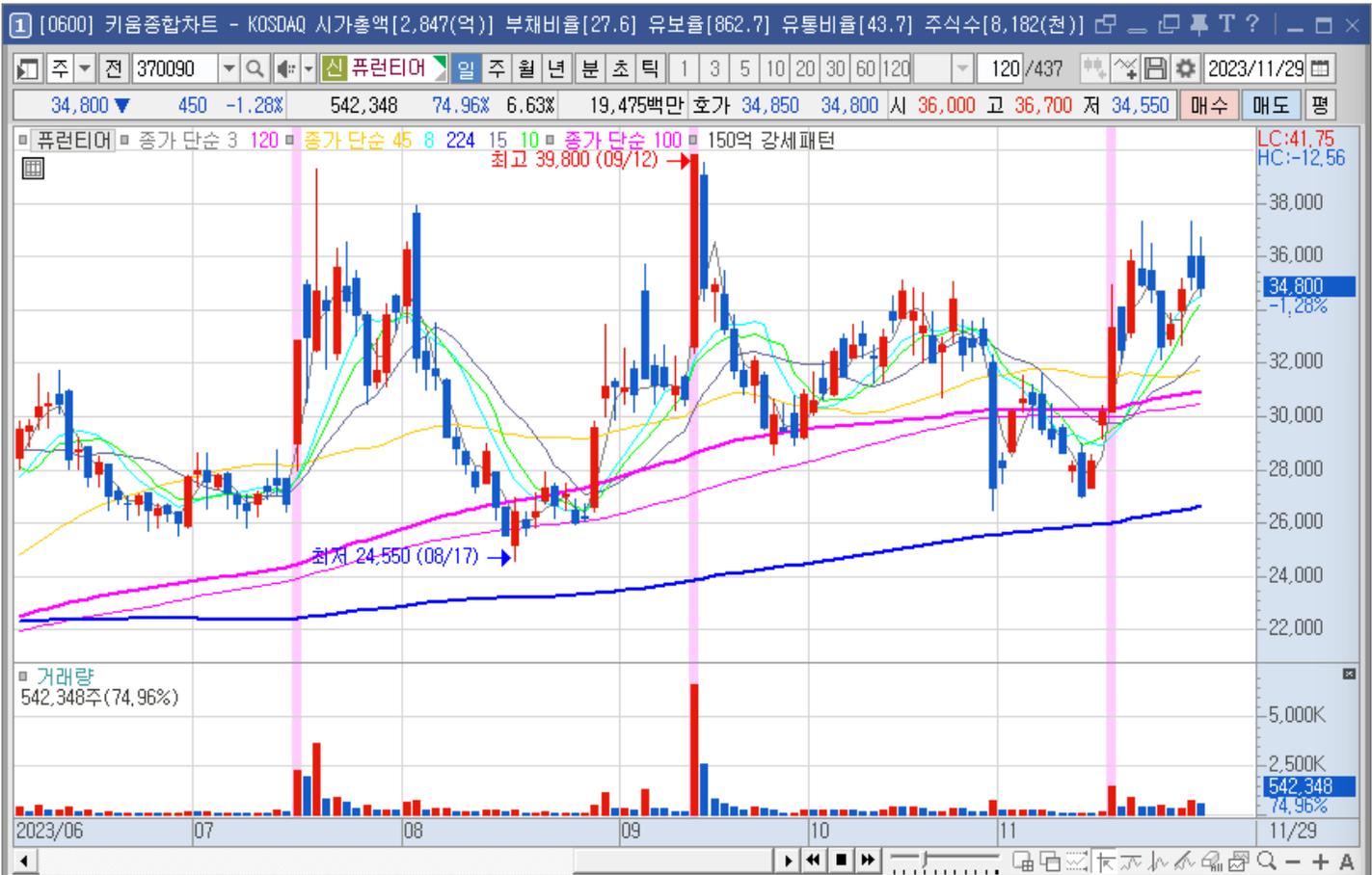


자료: 넥스트칩, NH투자증권 리서치본부

그림7. 글로벌 자율주행 센서 제조 Top tier 고객사 확보



자료: 퓨론티어, NH투자증권 리서치본부



한글과컴퓨터

독보적인 스마트문서 작성엔진 기반 AI 기업으로 진화

[출처] IBK투자증권 이승훈 애널리스트

글로벌 빅테크로 성장하기 위해 AI사업 본격화

한글과컴퓨터는 11월 28일 간담회를 통해 동사의 AI사업 전략과 기술력을 공개. DOCUMENT QA, 한컴 어시스턴트 등을 출시하여 글로벌 IA(Intelligent Automation: 지능형 자동화)시장 공략 전략을 제시. DOCUMENT QA는 문서기반 질의응답시스템으로 자체 문서 정보를 기반으로 답변하기 때문에 환각현상이 최소화. 또한 경량화 대형언어모델(LLM)기반 구축형 솔루션으로 비용 절감과 정보보호에 우위를 가짐. 한컴 어시스턴트는 한컴오피스나 SDK에 적용하여 AI문서 작성을 보조하는 LLM기반 스마트문서작성 엔진. 마이크로소프트의 생성형 AI 비서인 코파일럿과 유사한 기능 제공. 축적한 문서기술을 SDK로 모듈화, 국내외 AI기업과의 얼라이언스에 제공하여 AI플랫폼 기업으로의 진화가 기대. 삼성SDS, 네이버클라우드, KT클라우드 등과 함께 얼라이언스를 조성하여 SDK와 문서관련 솔루션을 제공하여 파트너사와 기술 결합을 통해 차별화된 AI전략이 예상

3년간 배당 등 주주환원 정책 강화

올해부터 3년간 별도기준 잉여현금흐름의 25~30%를 배당으로 환원하는 정책 발표. 향후 자기주식 취득 및 소각을 적극적으로 진행하여 주주친화 정책을 강화할 예정. 2022년 100억원의 자기주식을 취득했으며 올해 7월 200억원(발행주식 총수의 5.6%) 자기주식 소각을 단행

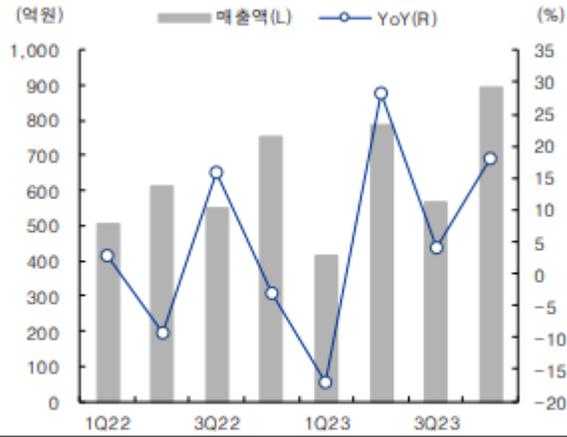
4분기 매출액, 영업이익 YoY +18.1%, +121.7% 증가 전망

4분기 매출액 893억원(YoY +18.1%), 영업이익 61억원(YoY +121.7%)을 기록할 것으로 추정. 본사 매출이 전년 동기 대비 +12.0% 증가하는 가운데 신규 마케팅 비용이 반영될 것으로 예상. 문서SW는 B2B, B2G 성장이 지속되는 가운데 클라우드 전환이 가속화. SaaS, SDK 및 문서 DB사업을 기반으로 AI사업을 본격화. 한컴독스 AI CBT를 완료했으며 연내 AI가 적용된 한컴오피스를 선보일 예정

(단위:십억원배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	242	242	267	300	329
영업이익	40	25	30	40	49
세전이익	20	-15	44	40	49
지배주주순이익	12	47	34	31	37
EPS(원)	479	1,855	1,383	1,263	1,529
증가율(%)	-68.4	287.2	-25.4	-8.7	21.1
영업이익률(%)	16.5	10.3	11.2	13.3	14.9
순이익률(%)	5.0	7.0	11.2	10.3	11.2
ROE(%)	4.4	15.8	10.3	8.2	9.1
PER	55.4	6.6	10.8	11.8	9.8
PBR	2.4	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	11.1	6.0	6.7	5.2	3.8

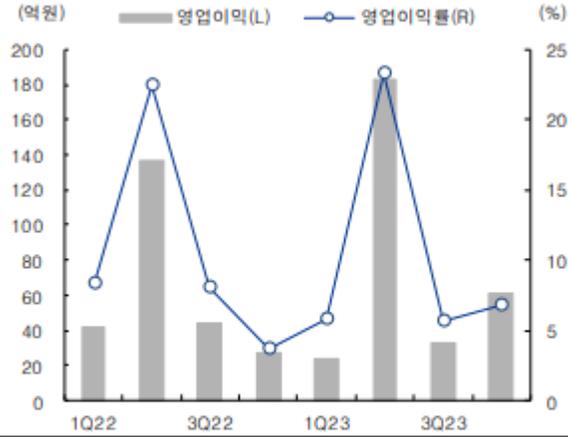
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 한글과컴퓨터 매출액 및 YoY 추이



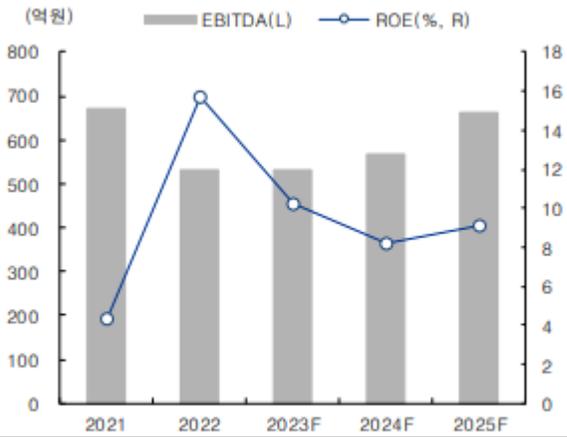
자료: 한글과컴퓨터, IBK투자증권

그림 2. 한글과컴퓨터 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 한글과컴퓨터, IBK투자증권

그림 3. 한글과컴퓨터 EBITDA 및 ROE 추이



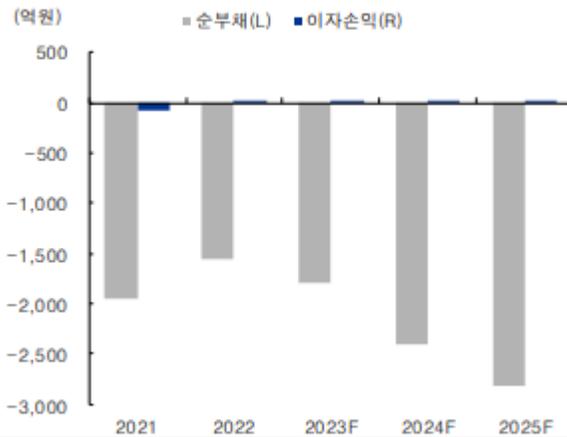
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 4. 한글과컴퓨터 영업이익률 및 순이익률 추이



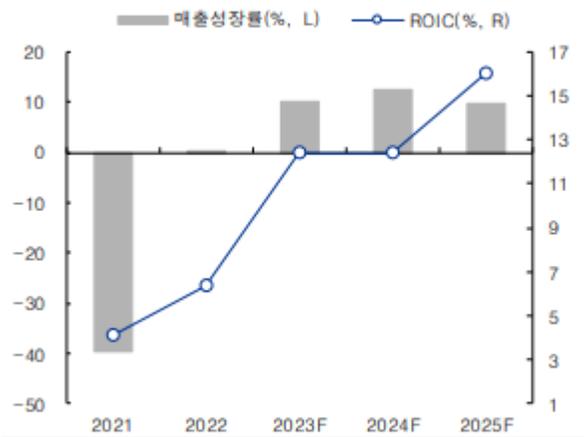
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 5. 한글과컴퓨터 순부채 및 이자손익 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 6. 한글과컴퓨터 매출성장률 및 ROIC 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권



SBS

건강함에 성장성을 더하다

[출처] DS투자증권 장지혜 애널리스트

[Update] 광고 부진 아쉬우나 콘텐츠 판매 호조로 사업/자회사 수익 견조

SBS의 23년 3분기 실적은 연결 매출액 2,384억원(-8% YoY), 영업이익 155억원(-59% YoY, OPM 6.5%)으로 방송 광고 경기 부진 영향이 이어졌다. 매출액은 광고수익 728억원(-10%, 이하 YoY), 협찬수익 163억원(-3%), 사업수익 1,218억원(+15%), 자회사 275억원(-51%)을 기록했다. 광고 경기 부진 영향으로 광고 수익이 감소하며 수익성이 하락했으나 감소폭은 축소되고 있다. 자체/공동 제작 드라마 확대로 별도 해외 판권 수익 성장과 자회사 실적 호조가 긍정적이다. 4분기는 전년도 월드컵 기저부담은 있으나 광고 성수기에 진입하며 QoQ 반등이 기대되고 해외 판권 수익 성장으로 사업수익 호조가 이어질 전망이다.

[Forecast] 2024년 광고 반등과 콘텐츠 경쟁력 강화로 본격 턴어라운드

SBS의 24년 실적은 연결 매출액 1.1조원(+9% YoY), 영업이익 879억원(+41% YoY, OPM 7.9%)으로 본격적인 실적 턴어라운드가 기대된다. 별도 광고수익은 3,842억원(+7% YoY)으로 24년 방송 광고 시장 반등과 파리 올림픽, 시즌제 드라마 작품을 통한 광고 패키지 단가 상승 등을 반영했다. 사업수익은 5,873억원(+11% YoY)으로 콘텐츠 해외 판권 수익 증가와 올림픽 관련 중계권 재판매 수익 증가가 기대된다. 마지막으로 연결 자회사는 24년 1분기 스튜디오S와 SBS콘텐츠허브 합병으로 제작과 유통 기능을 통합한 글로벌 메가스튜디오로 전환이 가속화될 것이며 24년 자체/공동 제작 작품 편수는 10편 내외로 전망한다. 또한 23년 12월 SBS 예능 본부가 분사해 출범한 '스튜디오 프리즘'을 통해 예능 콘텐츠 경쟁력 강화와 채널 다각화가 본격화될 것이다.

[Valuation] 투자의견 매수, 목표주가 3.5만원으로 커버리지 개시

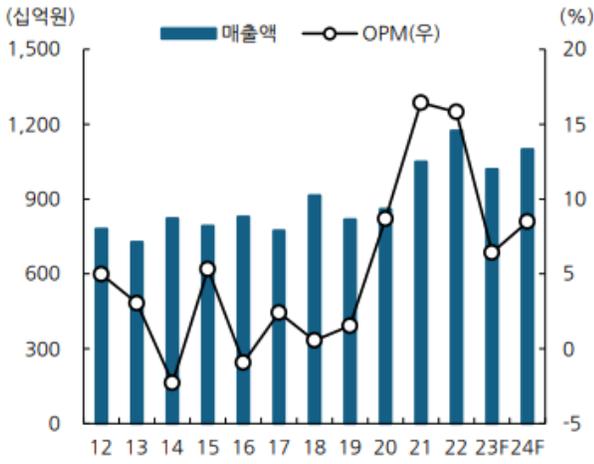
목표주가는 24년 EPS에 목표배수 8배를 적용해 산출했다. 경쟁사의 방송 플랫폼 목표배수 15배 대비 OTT 채널 부재와 지상파 규제로 50% 할인했다. 다만 SBS는 사업수익 성장으로 광고수익 축소를 성공적으로 대체하고 있고 경쟁사대비 효율적인 제작비 관리로 어려운 시장 속 건강한 이익 체력을 증명했다. 앞으로는 사업구조 재편으로 뚝뚝한 자회사들을 통한 실적 성장이 기대된다

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	860	1,049	1,174	1,019	1,115
영업이익	75	172	186	62	88
영업이익률(%)	8.7	16.4	15.8	6.1	7.9
세전이익	-66	180	178	81	104
지배주주지분순이익	-63	136	153	61	77
EPS(원)	-3,459	7,456	8,623	3,434	4,369
증감률(%)	적전	혹전	15.7	-60.2	27.2
ROE(%)	-11.5	23.2	20.6	7.2	8.6
PER(배)	-6.8	6.6	4.0	7.5	5.9
PBR(배)	0.8	1.4	0.8	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	6.1	5.0	2.8	4.6	3.3

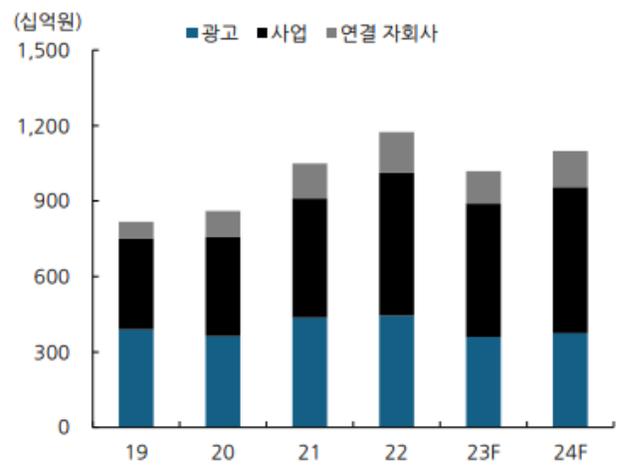
자료: SBS, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 SBS 연결 실적 추이



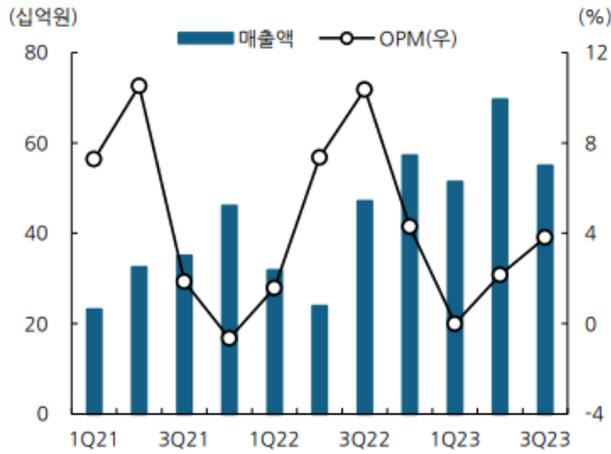
자료: SBS, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 SBS 연결 매출액 추이



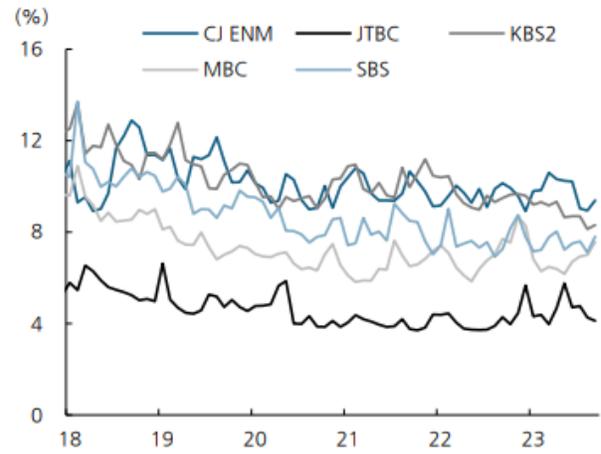
자료: SBS, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 스튜디오S 실적 추이



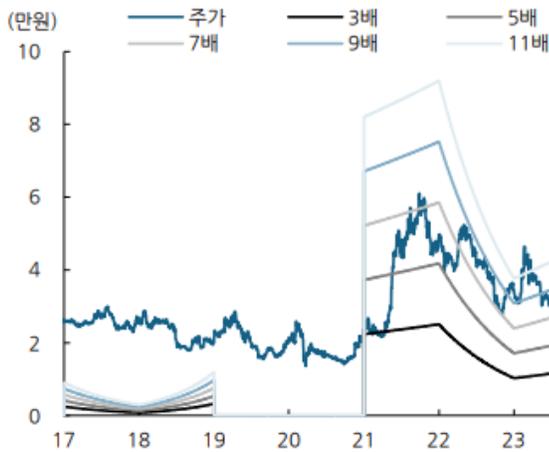
자료: SBS, DS투자증권 리서치센터

그림4 시청률 추이



자료: Nielsen, CJ ENM, DS투자증권 리서치센터

그림5 SBS PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림6 목표주가 산출

PER Valuation	
2024F EPS (원)	4,368.8
2023F EPS	3,433.5
2024F EPS	4,368.8
Target PER (배)	8.0
Historical PER(21~23년)	7.0
경쟁사 방송 플랫폼 목표배수	15.0
목표주가 (원)	35,000
현재주가 (원)	25,650
상승여력	36.5%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정
주: 현재주가는 2023.11.28 종가



대한유화

내년, 주력 제품군들의 수급 개선 효과 발생

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

내년, 흑자전환 전망

대한유화의 올해 4분기 영업이익은 긍정적인 래깅 효과 제거로 전 분기 대비 감익이 예상된다. 다만 내년 연간 실적은 올해 대비 흑자전환이 예상된다. 1) 지난 4년 동안 매년 천만톤 이상 증가한 세계 에틸렌 순증 물량이 내년에는 470만톤으로 급감하는 가운데, 동사의 주력 제품인 HDPE/MEG의 수급이 올해 대비 개선될 것으로 예상되고, 2) 올해 2분기 완공한 부타디엔 신규 공장(생산능력 +15만톤), No.3/5 폴리머 공장 증설분(URP, HDPE +4만톤/PP +2만톤), 스팀 크래커 증설분(에틸렌 +10만톤 등)의 온기 반영으로 판매 물량의 증가가 전망되며, 3) PE/PP 스윙 플랜트 및 소규모 플랜트 보유로 동사는 경제성을 반영해, 가동률을 업황에 탄력적으로 대응할 수 있으며, 4) 세계 분리막 업체들의 공격적인 증설 추진으로 동사 분리막용 PE/PP 판매량도 높은 성장을 지속할 것으로 예상되고, 5) 올해 정기보수 완료로 내년 물량 측면의 감소가 제한되기 때문이다.

부타디엔/MEG, 올해 대비 수급 개선 예상

동사가 올해 상반기 가동을 시작한 부타디엔의 내년 업황은 올해 대비 개선될 전망이다. 세계 스팀 크래커 증설 제한으로 내년 세계 부타디엔 공급 순증 물량은 20만톤으로 올해 대비 80% 이상 급감할 것으로 예상되기 때문이다. 동사는 생산된 부타디엔을 울산/온산 등 부타디엔 부족 지역 유도체 업체들에 주로 공급하고 있다. 또한 MEG도 중국 CTMEG 증설로 지난 몇 년 동안 저조한 스프레드가 유지되었으나, 내년 순증 물량의 급감(YoY -63%) 및 국내 경쟁사들의 EO 포트폴리오 조정 등으로 동사의 내년 MEG 실적은 올해 대비 개선될 전망이다.

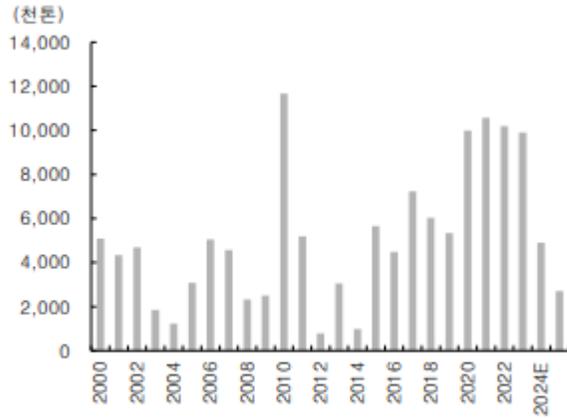
탄탄한 재무구조 지속으로 주가 하단 지지 전망

동사는 지난 2년 간 지속된 적자에도 불구하고, 차입 최소화 및 합리적 Capex 전략 추진으로 재무건전성을 유지하고 있는 점도 주가 하단을 지지할 전망이다.

(단위:십억원배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,515	2,222	2,529	2,937	3,319
영업이익	179	-215	-49	77	163
세전이익	198	-204	-34	98	186
지배주주순이익	150	-149	-20	77	145
EPS(원)	23,067	-22,931	-3,024	11,787	22,361
증가율(%)	17.8	-199.4	-86.8	-489.8	89.7
영업이익률(%)	7.1	-9.7	-1.9	2.6	4.9
순이익률(%)	6.0	-6.7	-0.8	2.6	4.4
ROE(%)	7.6	-7.7	-1.1	4.1	7.4
PER	7.9	-7.5	-54.9	14.1	7.4
PBR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	2.3	-21.4	9.4	4.9	3.2

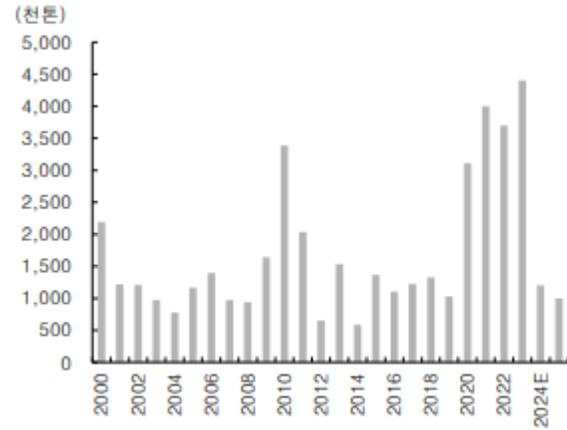
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 세계 에틸렌 생산능력 순증 추이/전망



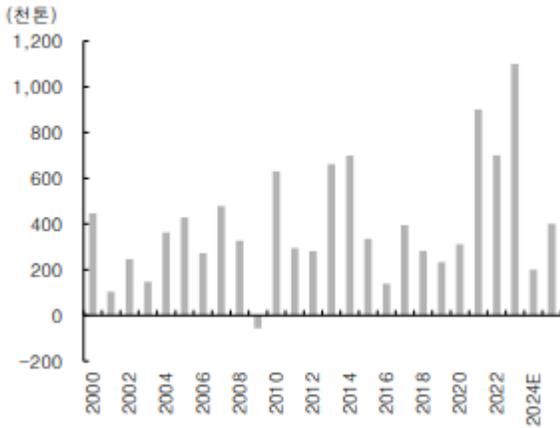
자료: 업계, IBK투자증권

그림 2. 세계 HDPE 생산능력 순증 추이/전망



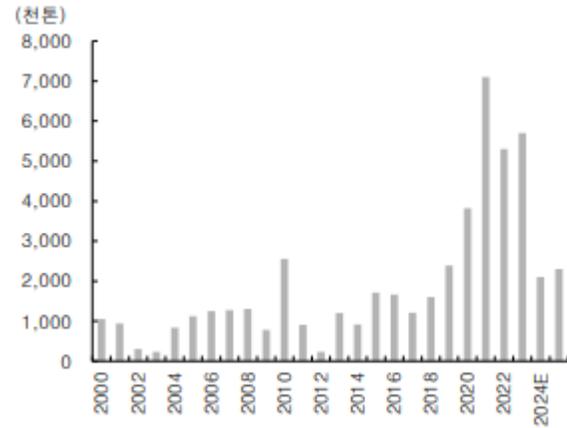
자료: 업계, IBK투자증권

그림 3. 세계 부타디엔 생산능력 순증 추이/전망



자료: 업계, IBK투자증권

그림 4. 세계 MEG 생산능력 순증 추이/전망



자료: 업계, IBK투자증권



S-Oil

친환경 사업도 아람코와 함께

[\[출처\] 신한투자증권 이진명 애널리스트](#)

비전 2030 달성을 위한 그린 이니셔티브

2020년 '최고의 경쟁력과 창의성을 갖춘 친환경 에너지 화학 기업'이라는 목표 하에 비전 2030을 발표했다. 이를 달성하기 위한 방안으로 그린 이니셔티브를 제시하며 지속가능한 미래로의 전환을 약속했다. 그린 이니셔티브는 3가지로 1) 온실가스 감축(De-carbonization), 2)화학사업 확장, 3) 친환경 에너지 사업 진출로 구성되어 있다. 온실가스 감축은 1) 2050년 탄소배출 넷제로 달성, 2) 2030년 BAU 대비 탄소배출량 35% 저감이 목표이며 이를 위해 탄소경영 시스템을 구축하여 사업을 운영 중이다. 화학사업 확장은 사힌 프로젝트 추진으로 2030년까지 화학사업 비중을 25%까지 확대하고 고부가 폴리머 다운스트림 확대를 통해 이익의 질적 성장을 도모하고 있다. 친환경 에너지 사업은 수소 및 바이오연료 관련 투자와 협력을 통해 지속가능한 성장을 추구하고 있다.

아람코와 함께 저탄소 에너지 사업 확대

블루 수소 사업에서는 블루 암모니아/수소 국내 도입 및 생산을 위한 파트너십을 구축하고 있다. 아람코 벤처스와 수소 밸류체인 구축을 위해 유망한 탄소 포집·활용·저장 관련 업체를 모색하고 있다. 저탄소 에너지 솔루션 개발에서는 고효율 수소 생산 및 탄소 포집, e-Fuel의 기술 개발을 함께 추진할 계획이다. 바이오연료 사업은 보다 중장기적인 관점에서 접근하고 있다. 21년 9월 삼성물산과 '친환경 수소 및 바이오연료 파트너십'을 체결하여 바이오 디젤과 차세대 바이오연료인 바이오 항공유를 개발할 예정이며 해외 인프라를 활용한 원료 공급망을 구축할 계획이다. 작년 11월 폐유지 수거 플랫폼인 올수에 대한 투자를 통해 바이오연료(디젤)의 원료확보에 힘쓸 전망이다.

친환경 에너지 화학 기업으로 거듭날 전망

미래 성장 전략으로 현재 사힌 프로젝트에 집중하고 있으나 아람코라는 든든한 파트너와 친환경 사업도 차질 없이 준비 중이다. 본업의 경쟁력을 높이는 가운데 저탄소 에너지 사업 확대를 통해 점차 친환경 에너지 화학 기업으로 거듭날 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	27,463.9	2,140.9	1,378.5	11,696	59,929	7.3	4.9	1.4	21.8	55.4
2022	42,446.0	3,405.2	2,104.4	17,865	72,754	4.7	3.3	1.1	27.2	43.9
2023F	35,747.2	2,009.5	1,305.0	11,086	81,426	6.3	4.6	0.9	14.5	42.4
2024F	38,327.9	1,918.0	1,280.3	10,847	89,859	6.5	5.3	0.8	12.8	53.4
2025F	37,510.6	1,830.2	1,202.3	10,179	97,624	6.9	6.1	0.7	11.0	64.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

코리안리

긍정적인 전망 유지

[출처] [현대차증권 이홍재 애널리스트](#)

무상증자 효과 반영하여 목표가는 하향

- 코리안리에 대한 매수 의견을 유지하고, 최근 무상증자(자사주 제외 1주당 0.2주 배정, 보통주 주식 수 +17%)에 따른 영향을 반영하여 목표주가는 10,000원으로 하향
- 무상증자이므로 배당가능이익과는 무관하며, 향후에도 매년 유사한 규모로 무상증자 예정
- 또한, 주식 수 증가에 따라 DPS는 전년 대비 30.2% 증가하나, 배당총액은 56.8% 확대될 전망. 올해 배당정책은 舊 회계기준으로 30%의 배당성향 유지될 것으로 예상. 3분기 누적으로 IFRS4 기준의 순이익은 2,597억원(환율 영향 제외)으로, 이미 지난 해 연간 손익을 크게 상회 중. 이에 4분기 계절적 비용 등을 감안해도 DPS는 540원으로, 기대 배당수익률 6.8%에 육박할 전망
- 올해 주가가 KOSPI 상승률 대비 25.3%p 초과 상승한 데다 내년에는 손익 등의 모멘텀이 다소 축소되는 점은 불가피할 것으로 보이지만, 무위험수익률 하락에 따라 내년 무위험수익률 차감 후 배당수익률은 올해 대비 약 1.1%p 개선되는 점 감안 시 배당 투자처로서 매력은 여전히 높다고 판단. 거기에 재보험업의 특성상 여타 금융사 대비 규제 리스크가 제한적인 점도 긍정적인 부분

내년 전망도 나름 괜찮다고 판단

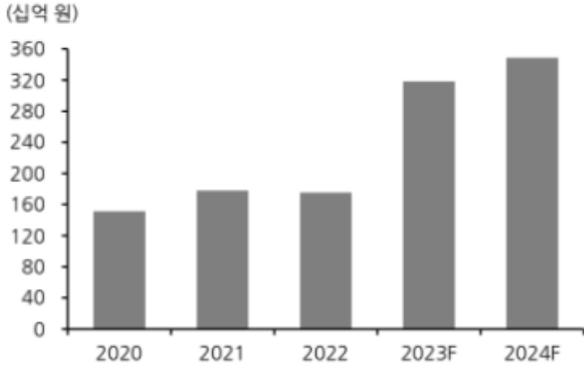
- 3분기 표면 손익은 계절성 감안해도 다소 부진. 보험손익이 적자 전환하였는데, 주로 보험료배분접근법의 보험서비스비용 증가에 기인. 3분기에는 보수적인 가정 조정에 따라 발생사고요소조정 2,507억원 적립. 다만, 실질적인 보험수지인 합산 비율은 96.1%로 전분기와 유사한 수준. 투자손익도 FVPL 손실에도 불구하고 전분기 대비 11.1% 감소에 그치는 등 이외 경상 실적은 양호
- 보수적인 보험부채 평가에 따라 이익 기저가 다소 낮아져 내년 손익은 올해 대비 9.6% 증가할 전망. ROE도 소폭 개선되며 금융업종 내 상대적으로 양호한 흐름 예상. 일반보험 손익은 발생사고요소조정에 따른 비용 (-)효과 제외 가정 시 12.5% 감소하나, 위에 언급한 보험료배분 접근법 적용 발생사고요소조정 효과가 기저로 작용하고 재보험요율 인상 효과가 누적되기 때문. 투자부문도 금리 하향을 가정하더라도 연중 내내 신규투자이원이 보유이원을 초과할 것으로 보여 이자이익의 지속 증가와 더불어 FVPL 관련 손익 개선 등에 따라 10.6% 증가할 전망
- 한편, 내년 재보험요율 상승률은 다소 축소될 공산이 크다고 판단. 이미 5년여간 지속 상승했고, 무위험수익률 하락 시 대체자본이 늘어날 여지가 있기 때문. 다만, 할인율 하락 시 원보험사들이 자본비율 관리에 어려움이 있을 수 있어 수요는 여전히 높은 수준 유지할 것으로 예상

요약 실적 및 Valuation

구분	보험영업이익	투자영업이익	영업이익	순이익	EPS	증감율	P/E	P/B	ROA	ROE	배당수익률
	(십억 원)	(십억 원)	(십억 원)	(십억 원)	(원)	(%)	(X)	(X)	(%)	(%)	(%)
2021	-86	306	220	178	1,740	17.6	5.3	0.4	1.4	7.1	5.7
2022	-48	273	224	175	1,428	-17.9	4.8	0.4	1.3	6.4	6.3
2023F	205	208	413	318	2,162	51.4	3.7	0.5	2.9	10.0	6.8
2024F	235	230	465	349	2,369	9.6	3.4	0.4	3.1	10.5	7.4
2025F	245	246	491	368	2,498	5.5	3.2	0.4	3.2	10.2	7.8

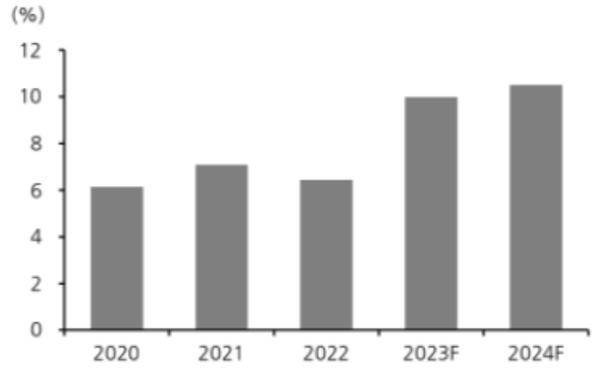
* K-IFRS 연결 기준

<그림2> 연간 순이익 추정



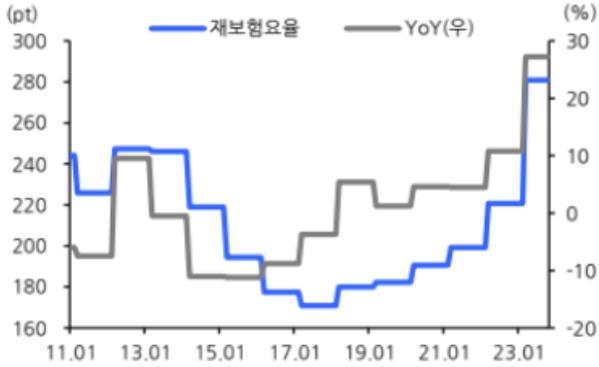
주: 22년까지의 수치는 IFRS4 / IAS39 기준
 자료: 코리아나리, 현대차증권

<그림3> 연간 ROE 추정



자료: 코리아나리, 현대차증권

<그림4> 글로벌 재보험요율



주: Guy Carpenter Index
 자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림5> 보통주 DPS 및 기대 배당수익률 추정



자료: 코리아나리, 현대차증권

