

2023.12.15.(금) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-12-15 오전 11:06

수정한 날짜: 2023-12-15 오전 11:16

2023.12.15.(금) 증권사리포트

티씨케이

NAND 업황 회복 수혜

[\[출처\] 키움증권 박유악 애널리스트](#)

4Q23 영업이익 186억원(+25%QoQ) 전망

티씨케이의 4Q23 실적이 매출액 603억원(+12%QoQ)과 영업이익 186억원(+25%QoQ)을 기록하며, 전 분기 대비 크게 회복될 것으로 예상된다. 주요장비 업체들의 부품 재고 조정이 마무리됐고, 삼성전자의 시안 공장(NAND)의 가동률이 회복되기 시작했기 때문이다. 주요 제품 중 Solid SiC 부문의 매출액은 올해 연중 최고치인 522억원(+19%QoQ)을 기록할 것으로 예상되며, Graphite 부문의 매출액은 반도체 웨이퍼 시장 수요 둔화에 따라 78억원(-19%QoQ)으로 감소할 것으로 예상된다.

삼성전자 NAND 가동률 회복 수혜

삼성전자의 NAND 가동률 회복에 주목할 필요가 있다. 삼성전자의 시안 공장(NAND) 가동률은 지난 3Q23말 30% 수준에서 올 연말 40~50% 수준까지 급 반등한 뒤, NAND 업황의 회복 탄력성이 강해질 것으로 보이는 내년 상반기 중에 70% 이상으로 높아질 것으로 예상된다. 또한 가동률 반등의 핵심 제품인 '삼성전자의 8세대(236L) V-NAND'는 단위당 SiC ring의 사용량이 증가하기 때문에, 티씨케이의 분기 실적 회복 속도에 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 보인다. 따라서 삼성전자의 NAND 가동률 회복과 함께 턴어라운드 될 티씨케이의 분기 실적 흐름에 관심을 둘 필요가 있다. 티씨케이의 실적은 연초 비수기를 지나면서 반등하기 시작해, 2024년 매출액 2,656억원(+18%YoY)과 영업이익 914억원(+33%YoY)으로 회복될 전망이다.

목표주가 15만원으로 상향. 반도체 업종 top pick 추천

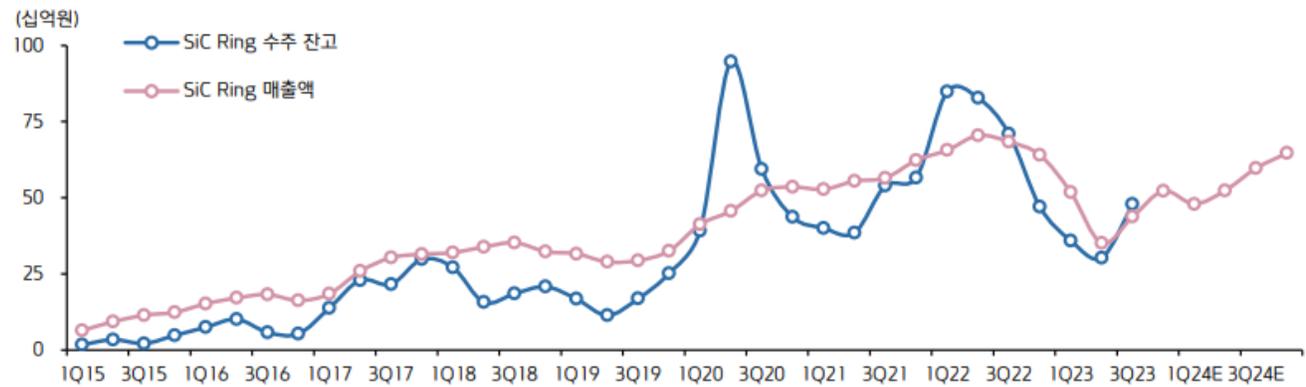
티씨케이의 2024~2026년 EPS 전망치 변경을 반영해, 목표주가를 기존 13만원에서 15만원으로 상향 조정한다. 티씨케이의 주가는 최근의 반등에도 불구하고 여전히 '24년 P/B 2.5배와 P/E 16.6배 수준에 불과해, 메모리 반도체의 업황 개선 및 기업 펀더멘탈의 변화를 충분히 반영하고 있지는 못하다. 따라서 주가의 단기 급 반등에 대한 부담을 느끼기보다는, 삼성전자의 NAND 가동률 회복과 동반될 분기 실적의 회복 흐름에 더욱 주목해야 한다고 판단한다. 투자 의견 'BUY'를 유지하고, 반도체 부품 업종 top pick으로 매수 추천을 지속한다

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	270.8	319.6	225.1	265.6
영업이익	103.4	127.0	68.6	91.4
EBITDA	116.0	141.1	82.7	107.2
세전이익	106.3	127.9	77.6	100.1
순이익	81.9	94.1	67.1	78.1
지배주주지분순이익	81.9	94.1	67.1	78.1
EPS(원)	7,014	8,056	5,747	6,686
증감률(%YoY)	35.3	14.9	-28.7	16.3
PER(배)	21.2	11.7	19.3	16.6
PBR(배)	5.11	2.65	2.77	2.45
EV/EBITDA(배)	13.2	6.1	10.6	7.9
영업이익률(%)	38.2	39.7	30.5	34.4
ROE(%)	26.9	24.9	15.2	15.6
순부채비율(%)	-59.8	-59.8	-63.6	-63.2

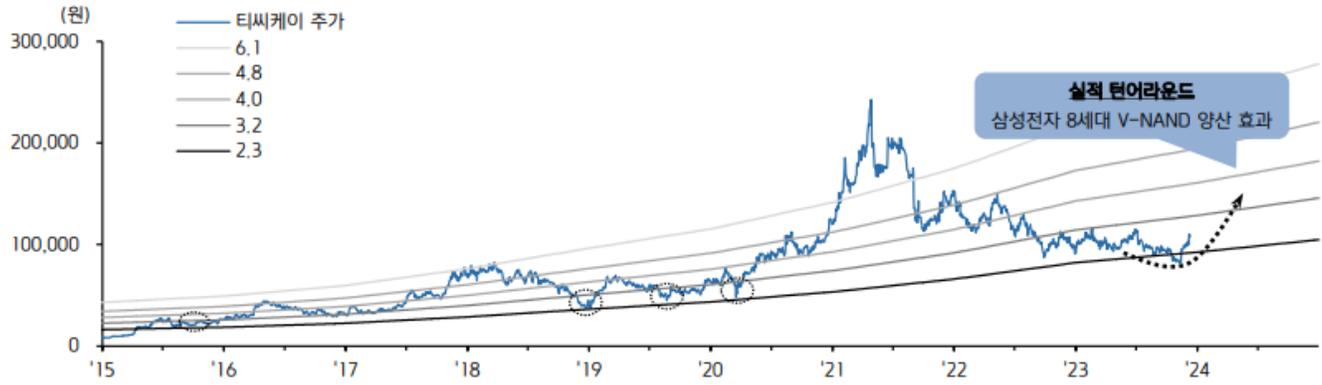
자료: 키움증권 리서치센터

티씨케이 SiC ring 수주 잔고 및 매출액 추이 및 전망



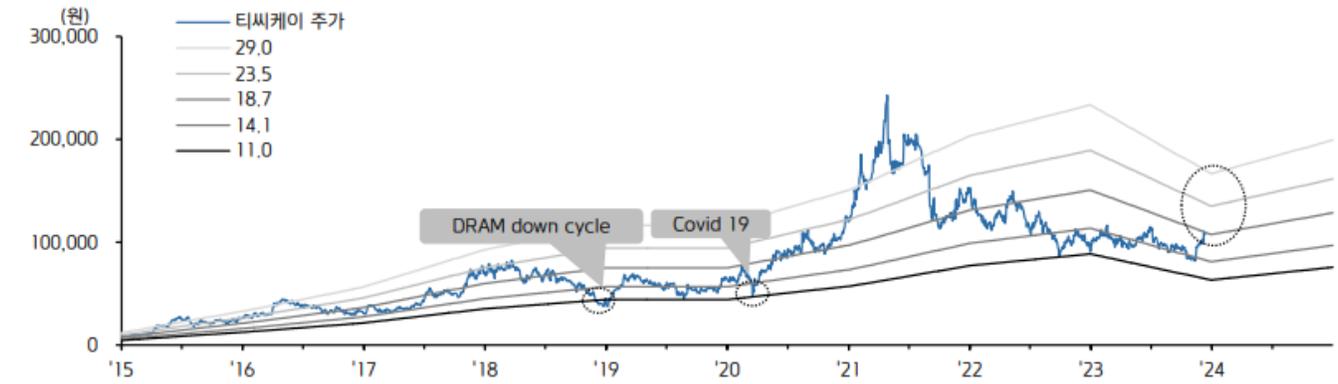
자료: Dart, 키움증권 리서치센터

티씨케이 12개월 Trailing P/B Ratio



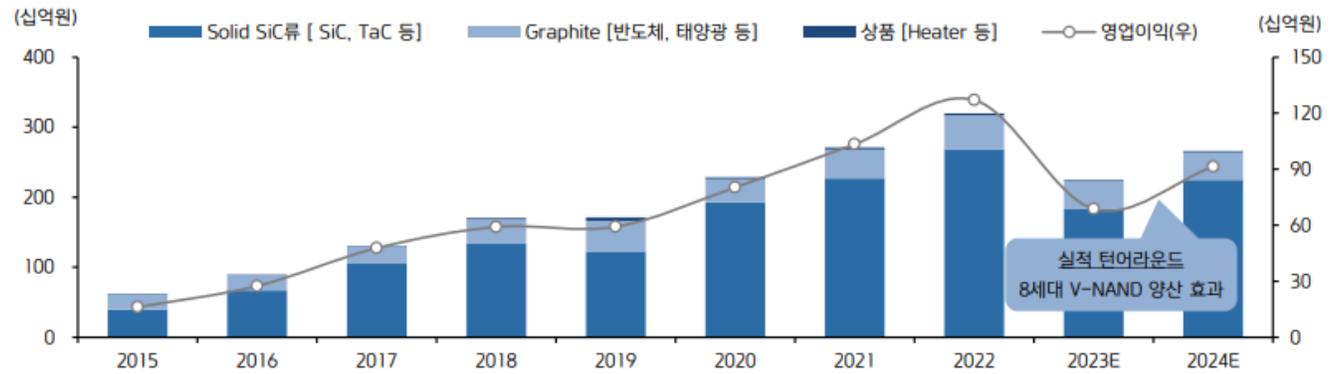
자료: 키움증권 리서치센터

티씨케이 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

티씨케이 실적 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터



F&F

답아 볼 만하다

[출처] SK증권 형권훈 애널리스트

4 분기 실적에서 딱히 기대할 건 없다

동사의 4 분기 실적은 매출액 6,040 억 원(+8.1% YoY), 영업이익 1,785 억 원(+15.1% YoY) 전망한다. 중국 매출은 MLB 출점이 지속되며 견조한 성장 이어갈 것이나, 내수 부문 실적은 소비 여건의 부진이 지속되었고 기온이 평년보다 매우 따뜻했던 탓에 작년 대비 부진할 것으로 전망한다.

내년 실적은 한결 편안할 것

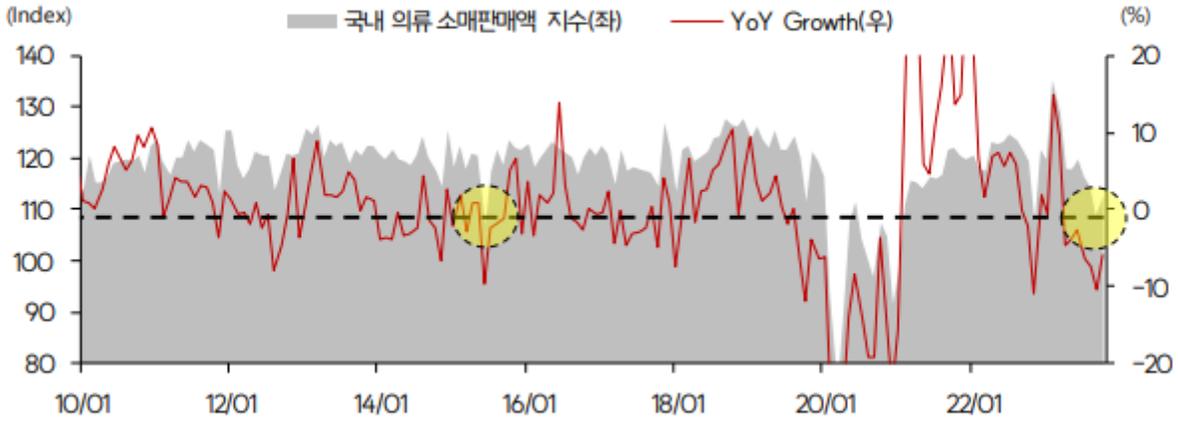
올해 동사 실적에서 지속적인 하방 압력으로 작용한 건 내수 부문이었다. 국내 소비 여건이 매우 안 좋았던 탓에 Discovery 와 MLB 모두 작년 대비 매출액 역 성장 흐름이 지속되었다. 올해 내수 의류 소비는 1) 매크로 환경, 2) 해외 여행 수요 강세, 3) 엘니뇨로 인한 따뜻한 날씨의 영향을 동시에 받았다. 모든 악재가 겹쳤던 만큼 '24 년을 한껏 낮아진 실적 기저로 시작한다. 여기에 MLB 중국이 내년에도 무난한 출점을 이어가 준다면('24 년 말 기준 1,320 개 전망), 내년 동사의 실적은 편안한 성장 흐름을 보일 것으로 전망한다. 여기에 내년 Duvetica 와 Supra 의 중국 내 활약도 기대해봄직하다. 두 브랜드 모두 올해 하반기에 중국에 진출해 내년 본격적인 사업 확장을 앞두고 있다. 아직 실적의 가시성은 낮지만, 동사가 그 동안 MLB 를 통해 보여줬던 현지 마케팅을 통한 브랜드 인지도 확대 전략과, 대리상과의 네트워크를 활용한 빠른 점포 수 확대가 가능하다는 점을 고려했을 때 신규 브랜드 모멘텀 여전히 유효하다.

밸류에이션 멀티플 바닥권

동사의 멀티플은 과거 '19 년에 12 개월 선행 PER 기준 5.9 배로 저점을 형성한 이력이 있다. 당시에 Discovery 의 매출 부진과, 추가 성장 동력에 대한 의문으로 주가 하락을 경험했다. 그와 비슷한 논리가 적용되는 현 시점에 동사의 12 개월 선행 PER 은 최근 5.8 배까지 내려왔으며, 따라서 주가가 바닥권에 근접했다고 판단한다. 내년에 실적성장의 가시성이 매우 높아지는 구간에 진입한다는 점과, 신규 브랜드 모멘텀이 여전히 유효하기에 비중을 늘려볼 만한 주가 레벨이라고 판단한다. 목표주가는 중국 내 피어그룹의 멀티플 하락을 반영해 기존 150,000 원에서 130,000 원으로 하향 조정한다.

영업실적 및 투자지표							
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	0	1,089	1,809	2,000	2,281	2,527
영업이익	십억원	0	323	525	586	691	771
순이익(지배주주)	십억원	0	226	442	461	542	600
EPS	원	0	5,893	11,532	12,033	14,153	15,666
PER	배	0.0	32.1	12.5	6.9	5.9	5.3
PBR	배	0.0	13.3	5.9	2.4	1.8	1.4
EV/EBITDA	배	0.0	21.3	9.4	4.9	3.6	3.4
ROE	%	0.0	41.7	60.4	41.0	34.6	29.0

국내 의류 소매판매액지수 추이



자료 : 통계청, SK 증권





커넥트웨이브

The change has begun

[\[출처\] 유안타증권 권명준 애널리스트](#)

전방산업 성장

커넥트웨이브는 이커머스 밸류체인 전 영역에 걸친 서비스를 제공하고 있다. 사업부는 데이터 커머스(다나와, 에누리), 이커머스 솔루션(메이크샵, 플레이오토), 크로스보더 커머스(몰테일)으로 구분된다. 데이터커머스와 이커머스 솔루션 사업부는 국내 온라인 쇼핑 거래액 추이, 크로스보더 커머스는 국가별 해외 직접 구매액이 Indicator이다. 온라인 쇼핑 거래액은 22.1분기 이후에도 꾸준한 성장세가 이어지고 있으며, 해외 직구 총액 추이 역시 전년대비 성장세가 이어지고 있다.

Private LLM - PLAi

B2B 생성형 AI 시장은 LLM은 퍼블릭(Public) LLM과 프라이빗(Private) LLM으로 구분된다. 퍼블릭 LLM은 생성형 AI 대중화를 견인하며 초기 시장을 선점하고 있지만, 외부 클라우드 사용으로 1)정보 유출 리스크, 2)잘못된 정보를 생성하는 환각현상, 3)최신 정보 부재 등의 문제점들이 제기되고 있다. 반면, 프라이빗 LLM은 기업의 내부 데이터를 활용하여 보안 측면에서 안정적이며, 비용 측면에서 비교우위가 있다. 당사는 23.9월 AI 스타트업 기업인 업스테이지와 프라이빗 LLM 개발 구축 계약을 체결, 프라이빗 LLM 내재화를 추진 중이며 11월 8일 플레이(PLAi)를 공개했다.

플랫폼별 PLAI도입 기대효과

플랫폼별 새로운 시도들이 진행되고 있으며 24년 프라이빗 LLM 도입이 예정되어 있다는 점에서 주목해야 된다. 프라이빗 LLM 도입 시 가격비교 플랫폼인 다나와와 에누리는 비교검색의 고도화, 고객의 소비패턴 분석 등의 개인화 서비스가 고도화될 것으로 예상된다. 메이크샵에서는 고객 리뷰에 자동 답글 작성이 가능하며, 쇼핑만족도 개선 및 기업들의 소비자패턴 분석 개선이 기여할 수 있다. 몰테일에서는 풀필먼트 효율성 개선이 기대된다.

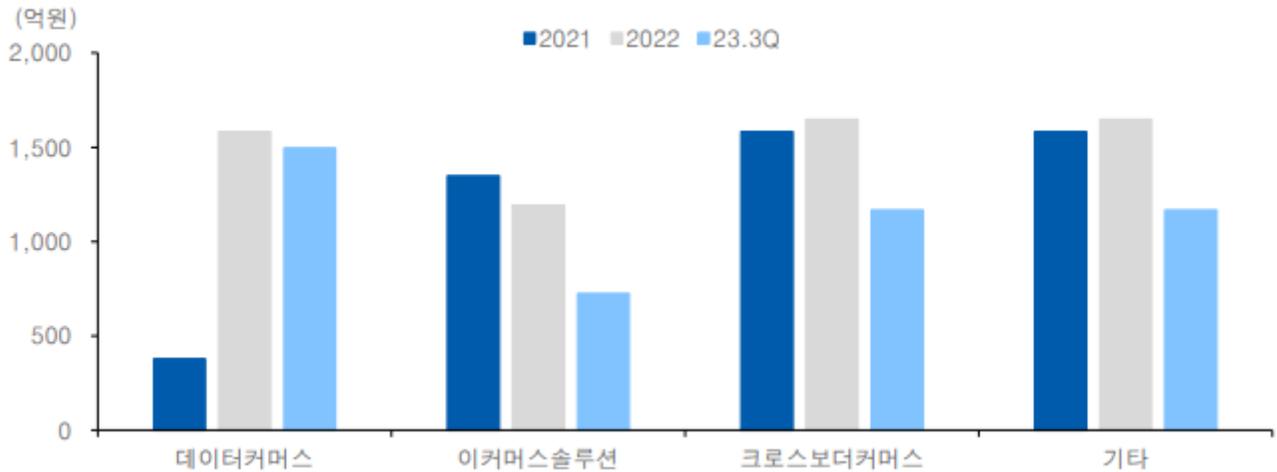
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액	1,713	2,320	3,395	4,526
영업이익	284	378	174	324
지배순이익	236	309	90	74
PER	12.6	11.8	44.8	42.5
PBR	2.7	2.6	1.3	1.3
EV/EBITDA	6.4	6.3	14.8	6.1
ROE	23.6	25.1	4.1	1.6

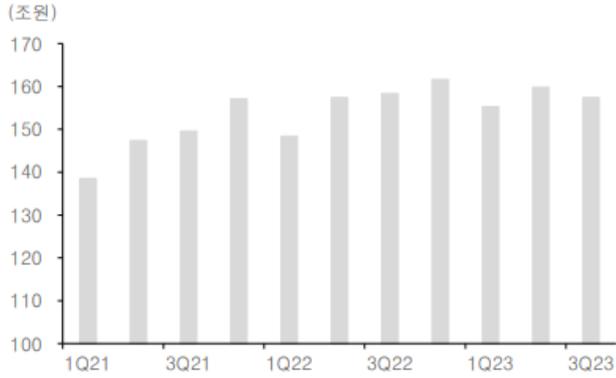
자료: 유안타증권

[그림 1] 커넥트웨이브 사업부별 매출 추이



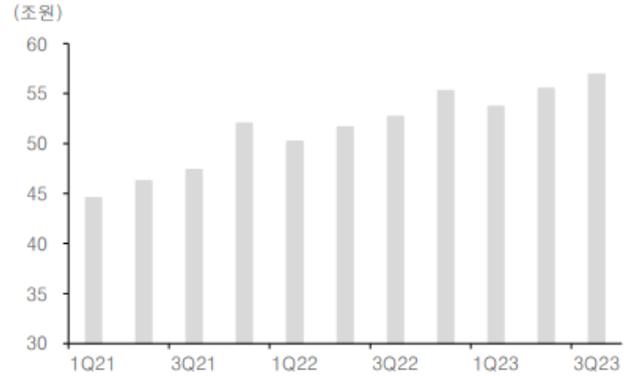
자료: 커넥트웨이브, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 분기별 소매판매액



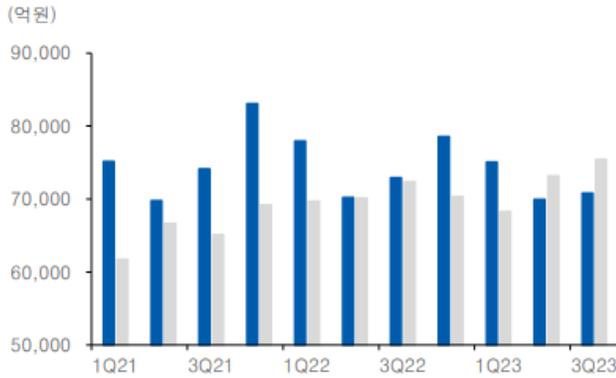
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 분기별 온라인쇼핑 거래액



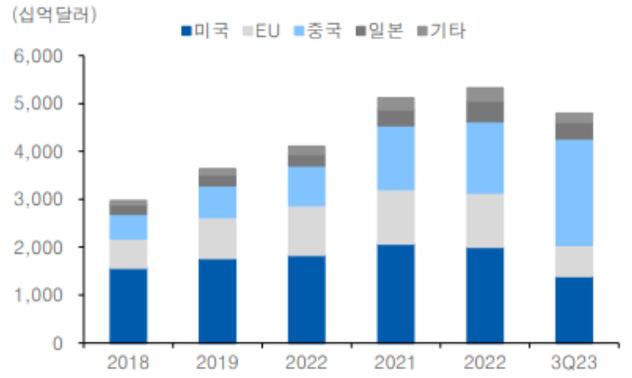
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 분기별 가전 온라인쇼핑 거래액: 가전, 생활



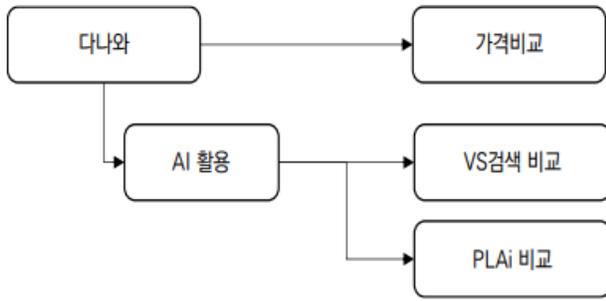
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 국가별 해외 직접 구매액



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 다나와: 가격비교에서 VS 검색 비교 및 PLAi 비교로 확대



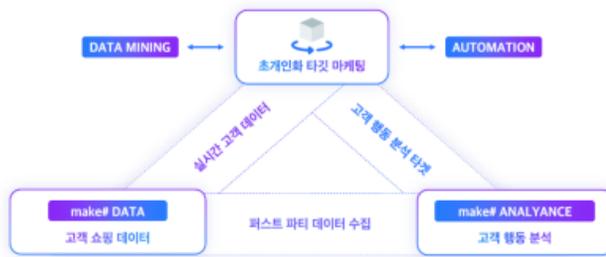
자료: 커넥트웨이브, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 에누리: 가격구독 AI 서비스 구현 예시



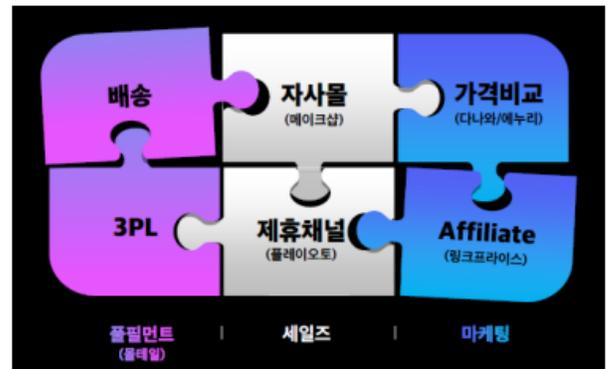
자료: 커넥트웨이브, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 메이크샵: AI 를 통한 고객 행동 분석



자료: 커넥트웨이브, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 몰테일: 풀필먼트에서 세일즈 및 마케팅 영역으로 확대



자료: 커넥트웨이브, 유안타증권 리서치센터



파인애플

확대되는 영역, 부각될 경쟁력

[\[출처\] 유안타증권 권명준 애널리스트](#)

내장хин지: 폴더블폰 시장 성장

트렌드포스 등 다수의 조사가관에서 2024년 폴더블 스마트폰 출하량이 전년대비 30% 이상 성장할 것으로 전망하고 있다. 파인애플은 국내뿐 아니라 중화권 폴더블 스마트폰 기업으로 내장хин지를 공급하고 있어 시장 성장에 따른 수혜가 예상된다. 향후 보급형 폴더블 스마트폰 혹은 북미 스마트폰 Top Tier기업의 폴더블 Device 출시에 대한 기대감이 형성될 경우 밸류에이션 상향 요인으로 작용할 수 있다고 판단된다.

외장хин지: 공급처 다변화

고객사 입장에서 안정적인 제조 판매를 위해 부품 공급사 다변화가 필요하다. 공급사 다변화 시 가격협상에 유리하며, R&D도 용이하기 때문이다. 2024년 동사의 폴더블 스마트폰향 외장хин지로의 진입 가능성이 높다. 자체적으로 MIM 공정기술을 확보하고 있어 기술적 대응이 용이하기 때문이다. Capex 투자를 통해 Capa를 확보한 상황이다. 부품 내재화 역시 비교우위적 요소라고 판단된다.

EV Module Housing: 생산 시작

EV Module Housing은 배터리 셀을 고정하여 외부로부터 충격을 보호하며, 배터리 충전 시 부풀어 오르는 스웰링(Swelling) 현상이 발생하면 모듈 전체의 외형과 구조를 유지하는 역할을 한다. 동사는 소재를 포함한 전공정을 내재화하여 가격경쟁력을 확보하고 있다. Full Ass'y 자동화 라인도 구축했으며, 추가적인 Capex 투자도 진행될 예정이다. 23.4분기 초도 납품이 시작되었으며, 24년부터 본격적인 매출이 발생할 것으로 기대된다.

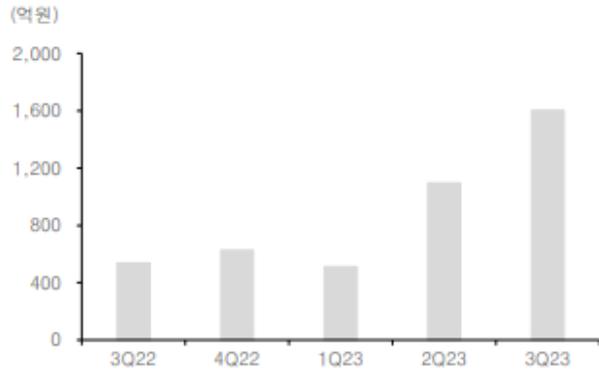
Forecasts and valuations (K-IFRS)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액	0	0	0	1,164
영업이익	0	0	0	54
지배순이익	0	0	0	-75
PER	-	-	-	-10.4
PBR	-	-	-	2.1
EV/EBITDA	-	-	-	33.8
ROE	0.0	0.0	0.0	-6.7

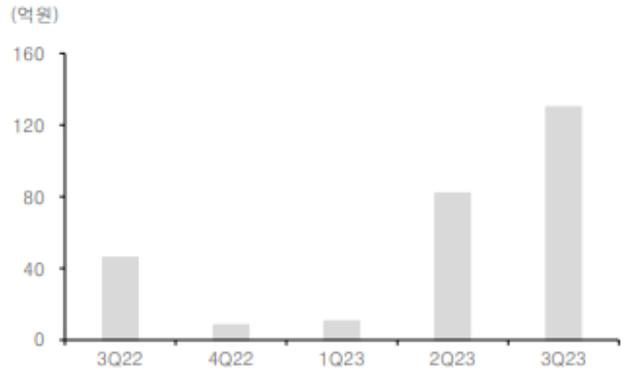
자료: 유안타증권

[그림 1] 매출액 추이



자료: 파인애플, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 영업이익 추이



자료: 파인애플, 유안타증권 리서치센터





HSD엔진

2년 후면 이익 천억원 시현

[\[출처\] DS투자증권 양형모 애널리스트](#)

중국 조선소 Exposure는 본격적으로 내년부터 수혜

동사는 3분기까지 신규수주 1.1조원을 기록해 3년 연속 1조원을 상회하는 수주를 기록할 전망이다. 이로 인해 지난해 말 기준 2.1조원이었던 수주잔고는 3분기말 기준 2.8조원까지 증가했다. 납품하는 시점에 매출을 인식하는 점을 고려하면 연매출 1조원 기준으로 3년치에 해당하는 일감이다. 조선업체가 선박 건조 후반부에 엔진 발주를 하기 때문에 향후 수주는 늘어날 수밖에 없겠다. 전세계 엔진업체가 부족한 상황으로 완전 공급자 우위 시장으로 변모했다는 판단이다. 특히 동사는 국내 조선소 외에 중국 조선소로부터 수주가 발생하고 있다. 매출비중에서 중국 최대 민영조선사인 양쯔장조선을 포함한 뉴타임즈조선, 상해외고 교조선 등 중국 주요 조선소가 동사에 엔진을 발주하고 있다. 내년에 확보하고 있는 수주 pool만 해도 최소 1조원으로 추정한다. 당장 1Q24부터 대규모 수주가 발생할 것으로 기대한다. 결론적으로 중국 조선소 Exposure는 내년부터 수혜다.

2년 후면 이익 천억원 시현

당장 4분기부터 매출 성장, 이익률 턴어라운드 발생할 전망이다. 그리고 2024년 분기 평균 매출 2,500억원, 이익률 미드싱글을 기대한다. 2025년이 되면 분기 평균 매출 3,000억원을 넘어서면서 이익률은 최대 두 자릿수가 가능할 것으로 예상

한다. 현재 선박 가격 대비 후행적으로 엔진 가격도 상승하고 있기 때문에 당사가 추정한 마진은 충분히 달성 가능할 것이다.

실적 추정치 및 목표주가 상향 조정

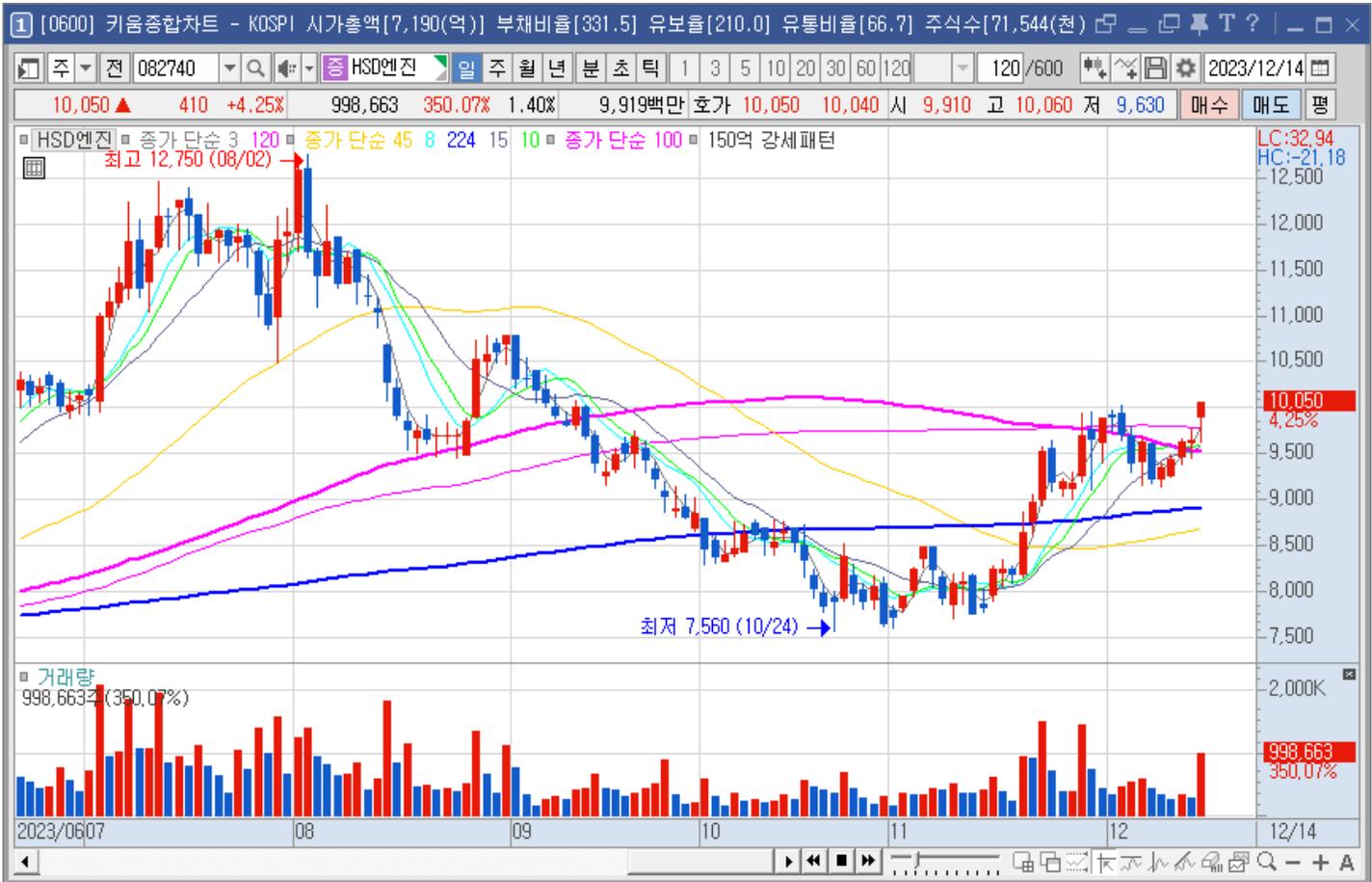
2024~2025년 실적 추정치를 상향 조정하면서 목표주가도 13,000원으로 상향한다. 2025년 ROE 25% 이상을 기대하고 있기 때문에 타겟 멀티플 2.8배를 적용했다. 한화그룹에 편입된다면 향후 시너지도 기대되는 상황이다

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	599	764	873	1,045	1,199
영업이익	-38	-28	18	48	106
영업이익률(%)	-6.4	-3.7	2.1	4.6	8.9
세전이익	-47	-40	10	37	98
지배주주지분순이익	-37	-41	8	28	74
EPS(원)	-620	-571	111	393	1,038
증감률(%)	적전	적지	흑전	254.5	163.9
ROE(%)	-18.5	-19.0	3.5	11.6	25.2
PER(배)	-10.6	-13.0	86.9	24.5	9.3
PBR(배)	1.5	2.4	3.0	2.7	2.1
EV/EBITDA(배)	-25.8	-56.2	25.9	13.0	6.2

자료: HSD엔진, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준





롯데렌탈
 중장기 성장성 확보
[\[출처\] NH투자증권 주영훈 애널리스트](#)

'24년 영업이익 3,448억원(+10% y-y) 전망

투자의견 Buy 및 목표주가 40,000원 유지.

'24년 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 2조8,606억원(+3.5% y-y), 3,448억원(+10.3% y-y) 전망. 동사는 중고차 렌터카 사업을 통한 비즈니스모델 확대를 추진 중이며, 이 과정에서 중고차 매각 물량 감소에 따른 일시적 실적 둔화 이슈가 발생할 수 있음. 그럼에도 불구하고 중고차 매입 전문조직 구축을 통한 중고차 수출 확대 등을 통해 연간 두 자릿수 영업이익 증가가 가능할 것

중고차 렌터카 계약기간이 평균 24개월인 만큼 계약 기간 종료 이후 매각 이익이 본격적으로 반영되는 '25년부터는 전사 연결 영업이익이 큰 폭으로 상승할 것(경영 목표: 영업이익 4,900억원). 소카 지분 추가 취득에 따른 초단기 렌터카 시장 경쟁력 강화까지 고려할 때 중장기 성장 동력도 확보되었다고 판단

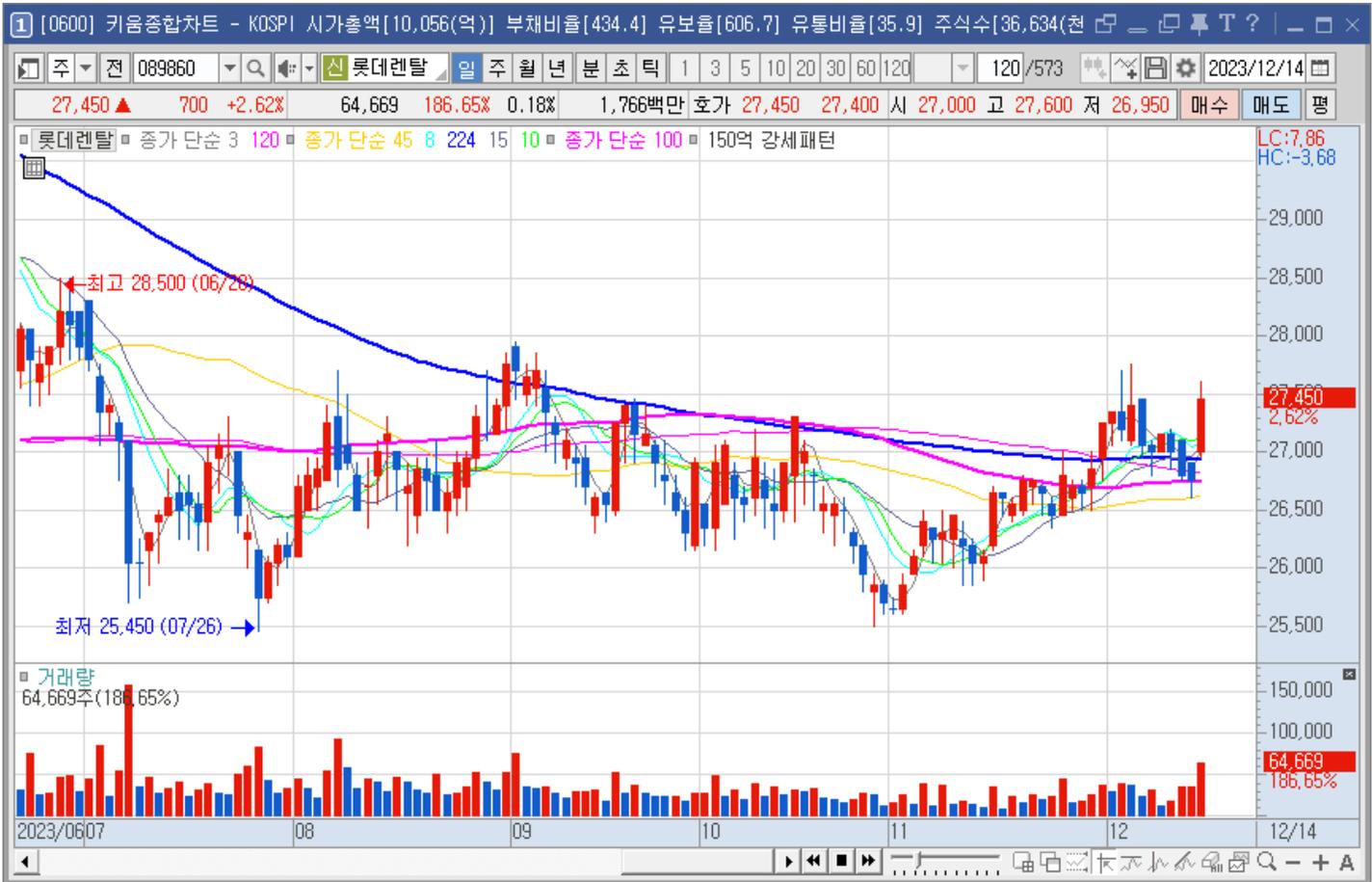
4Q23 Preview: 중고차 매각 대수 감소

4Q23 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 6,669억원(-3% y-y), 605억원(-6% y-y)으로 전망. 전년 대비 영업이익이 감소할 것으로 전망하는 근거는 3분기와 마찬가지로 중고차 렌터카 사업 확대 과정에서 전년 동기 대비 중고차 매각 물량이 감소했기 때문. 렌터카 영업상황 악화 이슈는 아니며 내년도 하반기로 갈수록 중고차 매각대수 관련 기저가 낮아지는 만큼 실적 모멘텀이 재차 강해질 것으로 전망. 현재 주가는 시가배당수익률 4.5%에 육박하기 때문에 배당 및 밸류에이션 매력을 고려했을 때 편안한 접근이 가능한 구간으로 제시

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	2,739	2,764	2,861	3,227
증감률	13.1	0.9	3.5	12.8
영업이익	308	313	345	421
증감률	25.6	1.3	10.3	22.1
영업이익률	11.3	11.3	12.1	13.0
(지배지분)순이익	94	139	159	204
EPS	2,577	3,791	4,342	5,568
증감률	-30.1	47.1	14.5	28.2
PER	10.7	7.1	6.2	4.8
PBR	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.5	3.2	3.1	2.9
ROE	7.5	9.9	10.1	12.0
부채비율	434	369	344	313
순차입금	3,805	3,560	3,530	3,432

단위: 십억원, %, 원, 배





마음AI

신규 사업계 거는 기대

[\[출처\] NH투자증권 백준기 애널리스트](#)

마음오케스트라에 이어 RAG챗봇과 WoRV에서의 성과 기대

마음AI는 올해 RAG(Retrieval Augmented GPT)챗봇 서비스를 클라우드형으로 P사에 납품하면서 의미있는 성과를 기록한 바 있음. 해당 레퍼런스를 통해 RAG챗봇 사업을 내년에 확대하는 것이 목표. RAG챗봇은 검색 기반(Retrieval-based) 엔진이며 마음 GPT와 chatGPT 중 선택할 수 있도록 설계

동사는 작년 말 '마음오케스트라' 플랫폼 출시. 기능별 다양한 모듈로 구성되어 있으며 chatGPT도 연계. 타사 AI엔진을 활용할 수 있는 통합 AI 플랫폼 서비스로 현재 735개의 가입자 수를 2024년 말 3,500개로 확대하는 것이 목표

신사업으로 준비 중인 WoRV(World model for Robotics and Vehicle control)는 텍스트와 이미지 및 비디오를 Multi-model로 학습. 동사가 구축한 자연어 AI를 활용할 수 있다는 점이 장점. 해당 사업은 CES 2024 출품 후, 주차장 이동식 충전 로봇에 적용해 공급할 계획

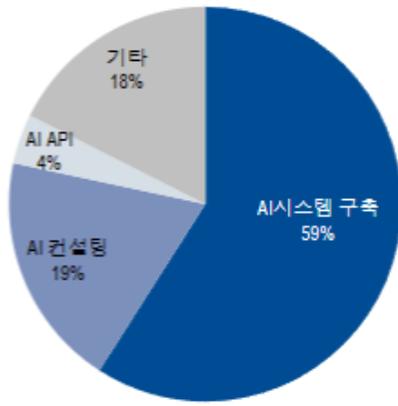
AICC 사업 확대와 키오스크 신사업 추가로 내년 BEP 근접 예상

기존 주력 사업인 AICC 사업 매출 올해 전년 대비 반등에 성공. 내년에는 다수의 육군향 대형 프로젝트 및 키오스크 신사업 관련 배리어프리 키오스크 설치 의무 있는 공공기관향 수주 기대. 이에 2024년 매출액은 151억원(+44.3% y-y)으로 개선되고 영업이익도 BEP(손익분기점) 수준에 근접할 것으로 예상

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	8.2	10.5	15.1	19.3
증감률	18.1	27.2	44.3	27.7
영업이익	-5.5	-4.3	-0.3	1.8
증감률	적지	적지	적지	흑전
영업이익률	-66.4	-40.7	-2.1	9.4
(지배지분)순이익	-4.7	-5.4	-0.6	1.4
EPS	-769	-883	-100	231
증감률	적전	적지	적지	흑전
PER	N/A	N/A	N/A	114.7
PBR	4.1	8.1	8.3	7.7
EV/EBITDA	N/A	N/A	76.8	41.3
ROE	-16.9	-23.6	-3.1	7.0
부채비율	47.7	132.4	137.1	128.0
순차입금	-0.2	10.8	10.4	8.2

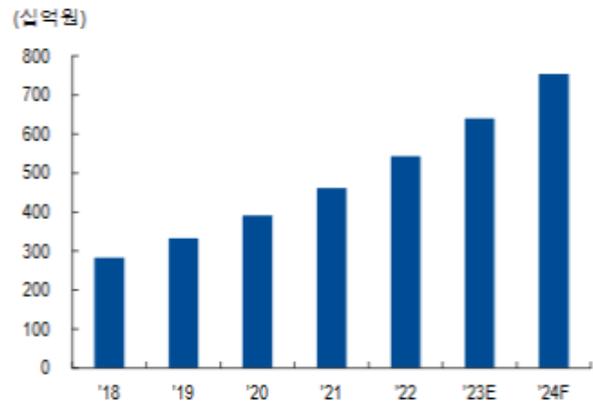
단위: 십억원, %, 원, 배

그림 1. 온프레미스 및 클라우드 형태의 AI시스템 구축이 주력



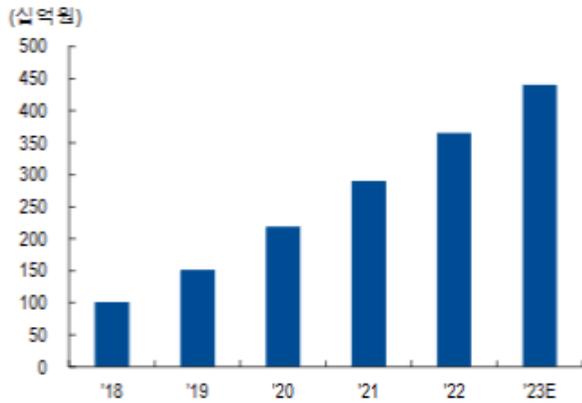
자료: 마음AI, NH투자증권 리서치본부

그림 2. 국내 인공지능 시장 규모 추정치



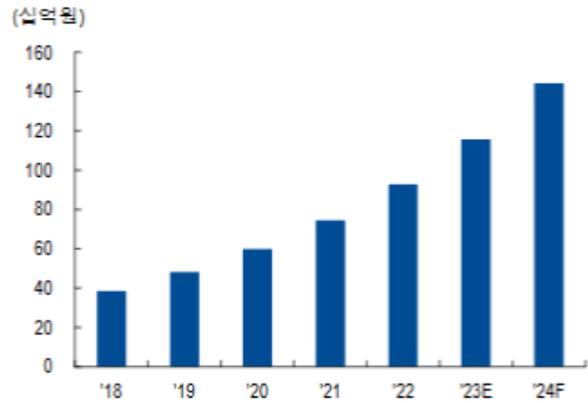
자료: IDC (2020), 마음AI, NH투자증권 리서치본부

그림 3. 국내 AI 서비스 시장 규모



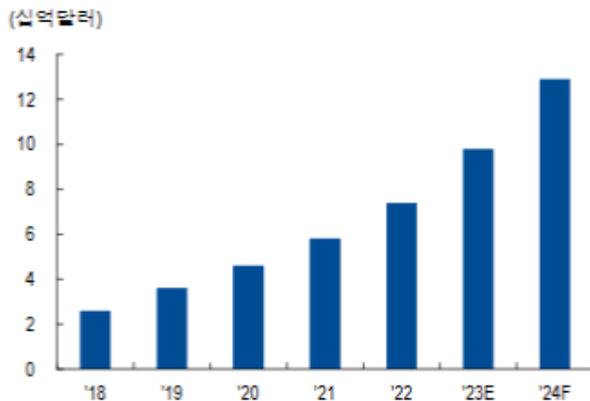
자료: MARKETS AND MARKETS, 마음AI, NH투자증권 리서치본부

그림 4. 국내 AI 콜센터 시장



자료: MARKETS AND MARKETS, 마음AI, NH투자증권 리서치본부

그림 5. 인공지능 음성봇/챗봇 글로벌 시장 규모



자료: MARKETS AND MARKETS (2019), NH투자증권 리서치본부

그림 6. 마음AI가 제공하는 인공지능 콜센터



자료: 마음AI, NH투자증권 리서치본부

