

2024.01.29.(월) 증권사리포트

만든 날짜: 2024-01-29 오전 4:22

수정한 날짜: 2024-01-29 오전 4:31

2024.01.29.(월) 증권사리포트

SK하이닉스

한 템포 쉬어가자

[\[출처\] BNK투자증권 이민 애널리스트](#)

4Q23 영업이익 흑자전환, 1Q24는 1.3조원 예상

4Q23 매출액과 영업이익은 각각 11.3조원(25%QoQ, 47%YoY), 3천4백6십억원(흑전 QoQ, YoY)를 기록, 시장 기대치를 상회했다. 수익성 위주의 판매전략에 따라 DRAM과 NAND bit growth는 각각 3%QoQ, -3%QoQ에 그쳤으나, ASP는 각각 17%QoQ, 40%QoQ 상승했다. 영업외 일회성 손실(키옥시아 투자평가손 1.43조원, 교환사채 평가손 0.86조원) 반영으로 세전이익은 -1.87조원 적자를 기록했다. 한편 1Q24 Guidance로서, DRAM과 NAND bit growth를 각각 -mid10% down, 5% up를 제시하여, 기대를 하회하는 모습이며, 1Q24 매출액 11.6조원, 영업이익 1.3조원을 예상한다.

일반 메모리 수요는 다시 감소 예상되나, HBM 가격프리미엄 지속

End Demand 부진이 지속되는 가운데, 작년말 중화권 고객들의 Restocking 수요는 다시 감소 예상된다. 일반 메모리 가격 역시 춘절 이후 약세를 보일 것으로 전망한다. 그러나 AI Server 시장 고성장이 지속되고, 동사가 HBM3에 이어 HBM3E도 대형 고객사들 공급망 내 절대 우위의 점유율을 가져갈 전망이며, 가격 프리미엄을 누릴 전망이다. 이에 동사는 경쟁사 대비 DRAM ASP 및 수익성 측면에서 계속 Outperform하는 실적 차별화가 예상된다.

실적 차별화 지속, 쉬어가는 구간에 저점매수 전략 유효

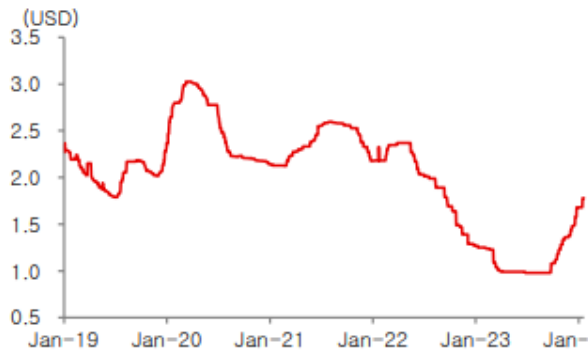
HBM, DDR5, LPDDR5T 등 프리미엄 제품 시장에서 우위를 통한 실적 차별화가 지속될 것이나, 모바일 수요 둔화에 따라 단기적으로 주가는 쉬어가는 구간에 예상된다. 글로벌 경기 불확실성이 지속되고 있으나, 동사 펀더멘탈은 더욱 강해지고 있어 저점매수 전략이 유효하다. 투자이건 '매수'와 목표주가 15만5천원을 유지한다

Fig. 1: SK하이닉스 연결재무제표 요약

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액(십억원)	42,998	44,622	32,766	50,647	60,335
영업이익	12,410	6,809	-7,730	7,732	14,430
세전이익	13,416	4,003	-11,663	7,091	14,180
순이익[지배]	9,602	2,230	-9,094	5,995	10,860
EPS(원)	13,190	3,063	-12,492	8,235	14,917
증감률(%)	101.9	-76.8	적자전환	흑자전환	81.1
PER(배)	9.9	24.5	-	16.7	9.2
PBR	1.5	0.8	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	4.6	3.5	21.4	5.2	3.5
ROE(%)	16.8	3.6	-15.5	10.5	16.6
배당수익률	1.2	1.6	0.8	0.8	0.8

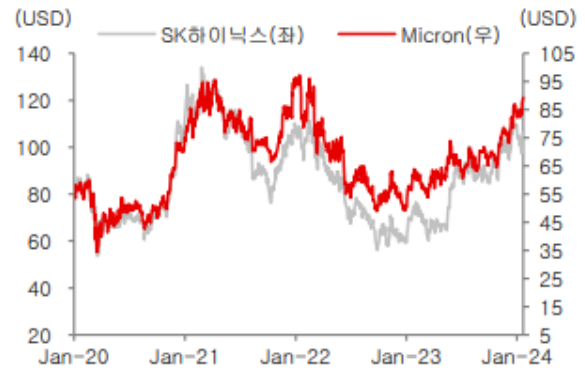
자료: SK하이닉스, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 3: NAND TLC 256Gb 현물가격



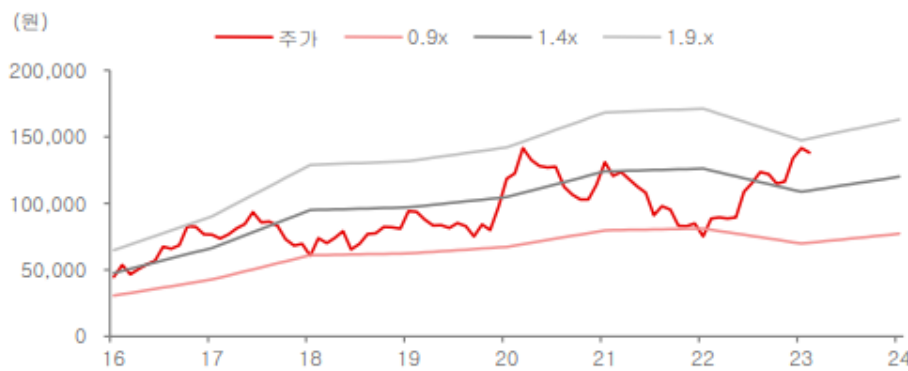
자료: SpectrumTech, BNK투자증권

Fig. 4: SK하이닉스와 Micron 주가 추이



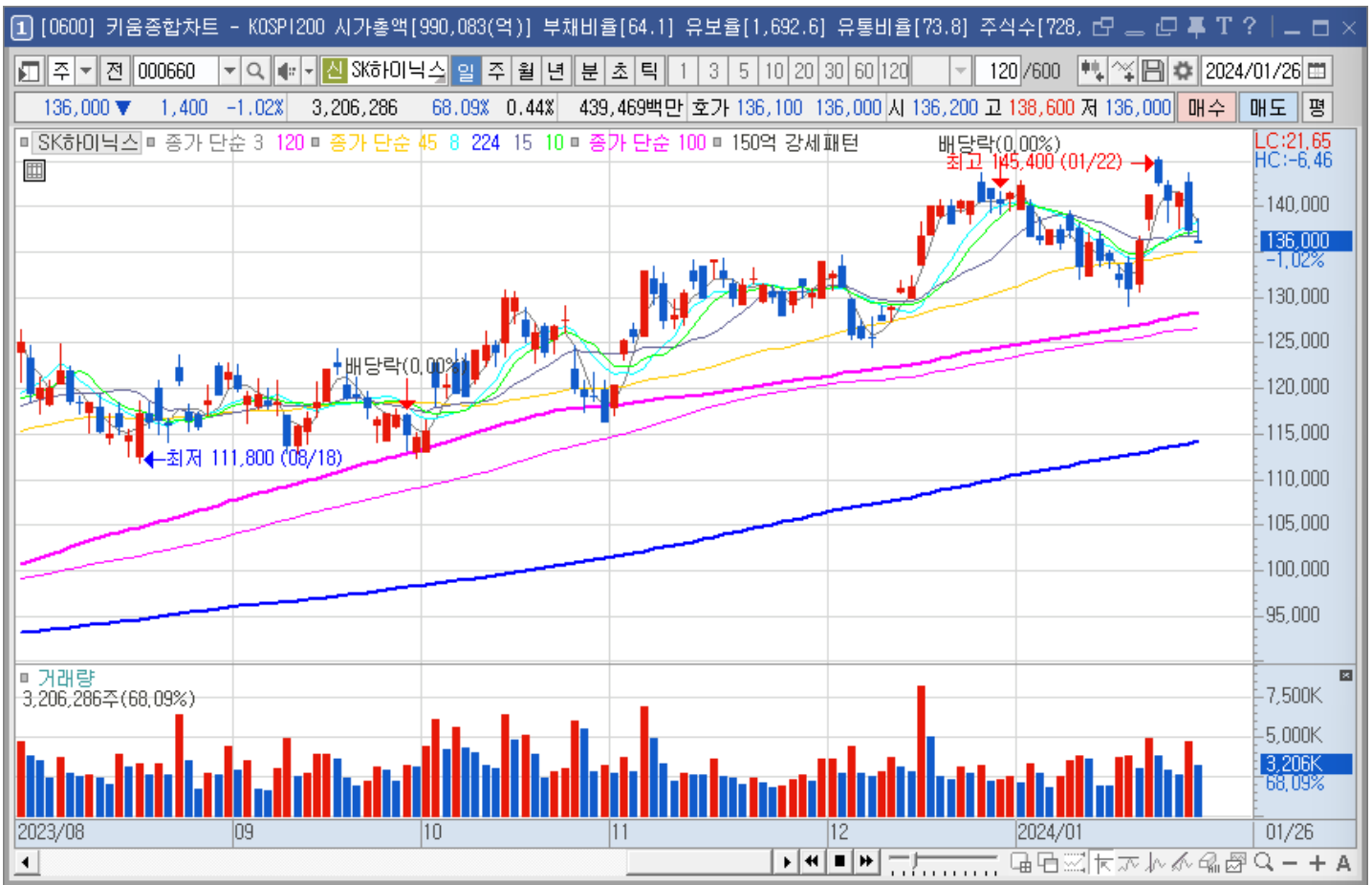
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 5: SK하이닉스 주가와 rolling avg P/B 밴드



자료: BNK투자증권





클라우드웍스

IBM 실적이 증명하는 sLLM과 생성형 AI 수요 증대

[\[출처\] 하나증권 조정현 애널리스트](#)

IBM의 WatsonX가 보여준 sLLM과 생성형 AI 시장 성장

IBM은 2023년 4분기 실적 서프라이즈를 기록하며 52주 신고가를 갱신했다. 기업들의 sLLM 구축 수요 확대 및 생성형 AI 도입 가속화에 따른 실적 성장이 주요 요인이었다. 특히, IBM의 AI 플랫폼 WatsonX를 중심으로 AI 소프트웨어와 컨설팅 사업에서 기업들의 sLLM 프로젝트 수요가 급증했기 때문이다. WatsonX는 ChatGPT, Gemini, LLaMA 등과 같은 파운데이션 모델 학습, 파인튜닝, sLLM 구축 서비스를 제공하는 플랫폼으로, 23년 4분기 매출액이 QoQ 약 2배 증가하며 AI 시장 성장에 따른 플랫폼 수요를 증명했다. 시장조사기관 GMI에 따르면 글로벌 온디바이스 AI 시장 규모는 2022년 50억달러에서 2032년 700억달러로 연평균 20% 성장할 것으로 전망된다. 기업의 생성형 AI 도입 및 sLLM 채택은 곧 글로벌 트렌드인 만큼, 관련 AI 업체들의 수혜가 본격화될 전망이다.

sLLM 수요 증대로 클라우드웍스 LLM 플랫폼 매출 본격화

클라우드웍스 또한 sLLM 구축 및 기업들의 생성형 AI 도입 서비스를 제공하는 국내 선도 플랫폼 업체다. 기업들의 sLLM 구축 사업 확대에 따른 수혜를 전망하는 이유다. 23년 9월 출시된 클라우드웍스 LLM 플랫폼은 올해부터 매출 가시성이 높은 것으로 판단된다. 클라우드웍스 LLM 플랫폼은 WatsonX와 같은 sLLM 구축 및 생성형 AI 도입을 위한 A to Z 서비스로, 현재 약 60건 이상의 PoC 프로젝트를 진행 중에 있다. 대기업 및 중견 고객사에서도 생성형 AI를 대거 도입 중인 가운데, 올해 클라우드웍스 LLM 플랫폼 매출 비중은 14%까지 확대될 전망이다. 기존 데이터 라벨링 사업부 대비 수익성 또한 높아 실적 턴어라운드 전망된다. 해외 진출도 고무적이다. 동사는 일본/미국/유럽을 중심으로 자율주행, 의료 등의 고품질 데이터를 제공할 계획으로, 글로벌 LLM 업체에게 필요한 국내 데이터를 제공할 예정이다.

2024년 매출액 353억원, 영업이익 71억원으로 전망

2024년 실적은 매출액 353억원(+54.8%, YoY), 영업이익 71억원(흑전, YoY)으로 전망한다. 올해 실적 성장은 클라우드웍스 LLM 플랫폼 매출 가시화 및 데이터 라벨링 수요 증대에 기인한다. 고객사들의 생성형 AI 도입에 따른 동사의 신사업 확대에 주목이 필요한 시점이다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	3	7	9	12
영업이익	(1)	(5)	(5)	(6)
세전이익	(3)	(6)	(25)	(13)
순이익	(3)	(6)	(25)	(13)
EPS	(1,352)	(1,921)	(7,499)	(3,629)
증감율	N/A	적지	적지	적지
PER	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	99.6	66.3	76.3	(312.3)
BPS	(1,057)	(2,861)	(8,927)	1,087
DPS	0	0	0	0



삼성에스디에스

AI는 클라우드 잘하는 회사가 잘한다

[\[출처\] 유안타증권 이창영 애널리스트](#)

4Q23 Review

매출액 3조 3,771억원(YoY -20.5%), 영업이익 2,145억원(YoY +14.4%), 지배순이익 1,419억원(YoY -41.8%). 시장기대치 부합 IT서비스 부문은 클라우드 매출 고성장, ERP, MES 등 차세대 시스템 확대 등으로 매출액 1조 6,160억원(YoY +6.5%) 기록. 그 중 클라우드 사업은 고성능 컴퓨팅(HPC) 확대, 클라우드 전환/구축 확대로 매출액 5,556억원(YoY +63%, QoQ +18%) 시현 물류 부문은 글로벌 물류 플랫폼 'Cello Square' 고성장(YoY +152%, QoQ +59%) 및 항공, 해상 운임 반등으로 매출액 1조 7,611억원(YoY -36%, QoQ +3.7%) 기록

2024년 전망

IT서비스: 동사의 퍼블릭 생성형 AI 플랫폼 'Fabrix' 사내 테스트 후 상반기 출시 예정. 생성형 AI 도입 원하는 삼성 계열사 등 다양한 기업들에게 공급. 기업용 AI 솔루션 '브리티 코파일럿' 2월 출시 예정. 동사 IT서비스 부문 매출 성장을 견인하고 있는 클라우드 사업은 2024년 기업들의 AI솔루션 및 AI관련 인프라 구축 수요와 함께 고성장 지속 전망

물류: 글로벌 서비스 지역 확대, 의약/식품 등 신규 아이템 확대, 'Cello Square' 통한 고객사 데이터 기반의 서비스 확대로 성장 기대

투자의견 BUY, 목표주가 208,000원으로 상향

현재 국내외 많은 기업들이 생산성 향상을 위한 AI 기술 도입 수요가 높은 상황이며, 클라우드 기업들(MS, 구글, 아마존)로부터 AI 솔루션이 부가된 클라우드 서비스를 도입해 AI를 기업 내부에 활용하고자 하고 있음. 동사는 오랜 기간 삼성그룹 데이터 센터 및 클라우드 서비스 구축/운영 경험이 있어 현재의 B2B AI 시장 트렌드에 최적화되어 있고, 그룹 Captive 부문의 일정 수요가 있어 수혜가 기대됨

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	33,771	-20.5	5.3	34,591	-2.4
영업이익	2,145	14.4	11.1	2,101	2.1
세전계속사업이익	2,193	17.2	-9.7	2,503	-12.4
지배순이익	1,419	-41.8	-19.5	1,814	-21.8
영업이익률 (%)	6.4	+2.0 %pt	+0.4 %pt	6.1	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	4.2	-1.5 %pt	-1.3 %pt	5.2	-1.0 %pt

자료: 유안타증권

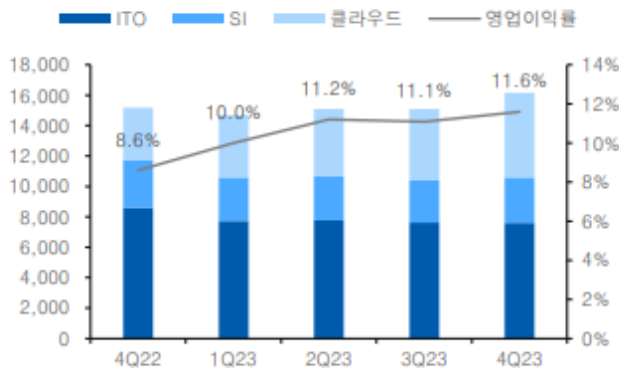
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023P	2024F
매출액	136,300	172,347	132,768	143,225
영업이익	8,081	9,161	8,082	9,202
지배순이익	6,112	10,997	6,934	6,821
PER	22.6	9.4	19.0	17.9
PBR	1.9	1.3	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.9	4.5	6.2	4.8
ROE	8.8	14.2	8.1	7.5

자료: 유안타증권

IT 서비스 부문 분기별 매출액, 영업이익률

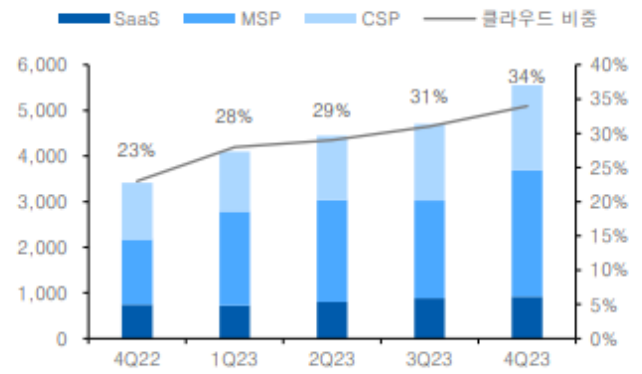
(단위: 억원)



자료: 삼성에스디에스, 유안타증권 리서치센터

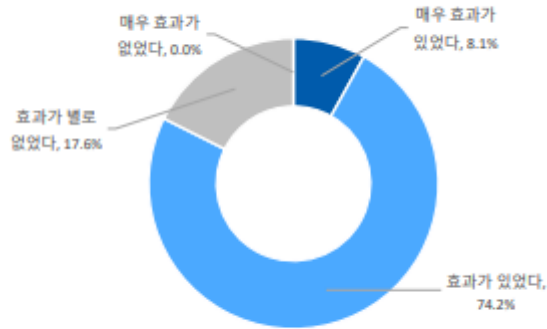
클라우드 사업 분기별 매출액 및 클라우드 비중

(단위: 억원)



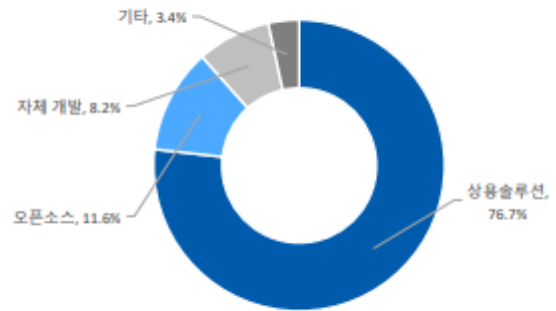
자료: 삼성에스디에스, 유안타증권 리서치센터

기업들의 AI 도입 후 효과



자료: IDG Korea, 유안타증권 리서치센터

기업이 AI 솔루션을 도입하는 방식



자료: IDG Korea, 유안타증권 리서치센터



인텍플러스

성장을 위한 준비는 끝났다

[\[출처\] 유안타증권 권명준 애널리스트](#)

성장을 위한 준비는 이미 마련

인텍플러스는 머신비전기술을 활용하여 영상 데이터를 획득, 분석 및 처리하는 2D/3D 외관검사장비를 제조하는 기업이다. 매출성장을 위해서는 자금, CAPA, 신제품 개발/신규 고객사 확보 등 여러가지 제반 여건들이 마련되어야 한다. 동사를 이를 위한 준비를 마친 상황이다. 1)21.6월~22.10월 80억원의 CAPEX 투자를 통해서 CAPA가 기존대비 2배로 증가했다. 2) 검사장비는 수주시점과 매출인식시점이 상이하여 유동성을 위한 자금확보가 필요하다. 동사는 23.4분기 200억원 규모 전환사채 발행을 통해 준비가 되어 있다. 3)신제품 개발/신규 거래처 확보이다. 지속적인 고객사 확보 및 신규 검사장비 개발을 추진하고 있다.

글로벌 Top Tier 반도체 기업들의 행보에 주목

글로벌 반도체 기업들은 적층하는 패키징 방식을 지속적으로 확대할 예정이다. 이는 Inspection 입장에서 생각해보면 이전 대비 넓은 면적의 검사, 다층 검사, 미세화 검사가 필요하다는 의미이다. 동사는 경쟁사 대비 고속과 대면적 검사 관련 비교우위기술을 보유하고 있다. 즉, 적층 패키징 트렌드 확대 시 경쟁력이 부각될 수 있다. 북미 고객사는 2021년 3월 미래 전략으로 IDM 2.0 전략을 공개, 이후 다양한 지역에서 투자가 진행되고 있다. 국내와 대만 반도체 기업들도 신규 패키징 공정에 투자를 진행 중이거나 진행할 예정이다.

2024년 사상 최대 실적 기대

수주잔고 추이를 살펴보면 가장 많은 매출이 발생했던 2021~2022년을 상회하는 수주잔고가 이어지고 있다. 신규 고객사를 지속적으로 확보하고 있으며, 적층 패키징 확대로 동사의 경쟁력이 부각될 수 있는 상황이다. CAPA 증설 및 전환사채 발행을 통해 운영자금도 마련되어 있다. 2024년 사상 최대 실적이 기대되는 요인이다.

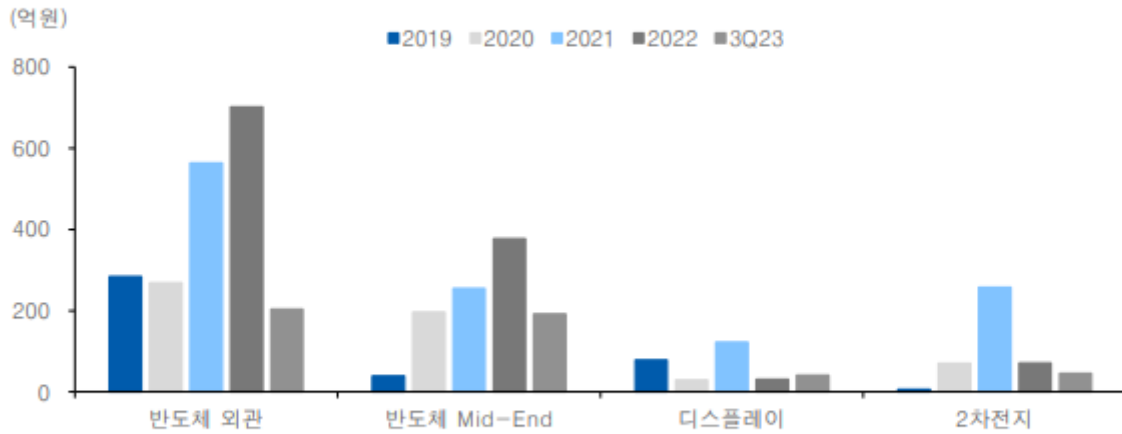
Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,197	1,188	741	1,300
영업이익	275	194	-103	155
지배순이익	226	163	-142	108
PER	13.2	16.4	-27.3	34.9
PBR	5.7	3.8	7.3	6.0
EV/EBITDA	10.8	13.7	-41.5	24.5
ROE	55.6	27.7	-23.9	19.3

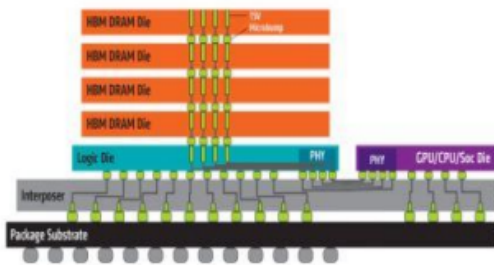
자료: 유안타증권

[그림1] 사업부별 매출추이



자료: 인텍플러스, 유안타증권 리서치센터

[그림10] HBM



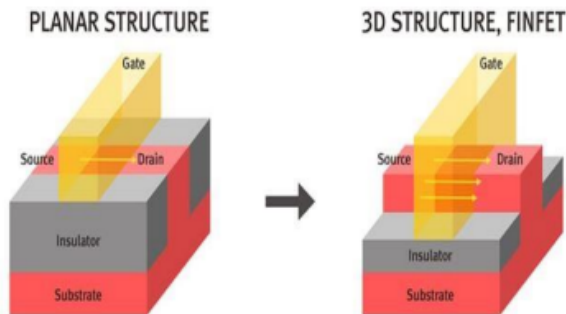
자료: AMD, 유안타증권 리서치센터

[그림11] CXL



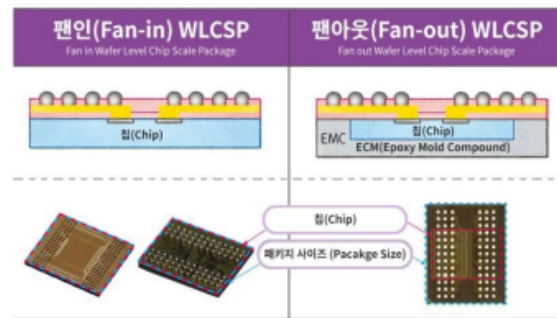
자료: SK 하이닉스, 유안타증권 리서치센터

[그림12] 핀펫

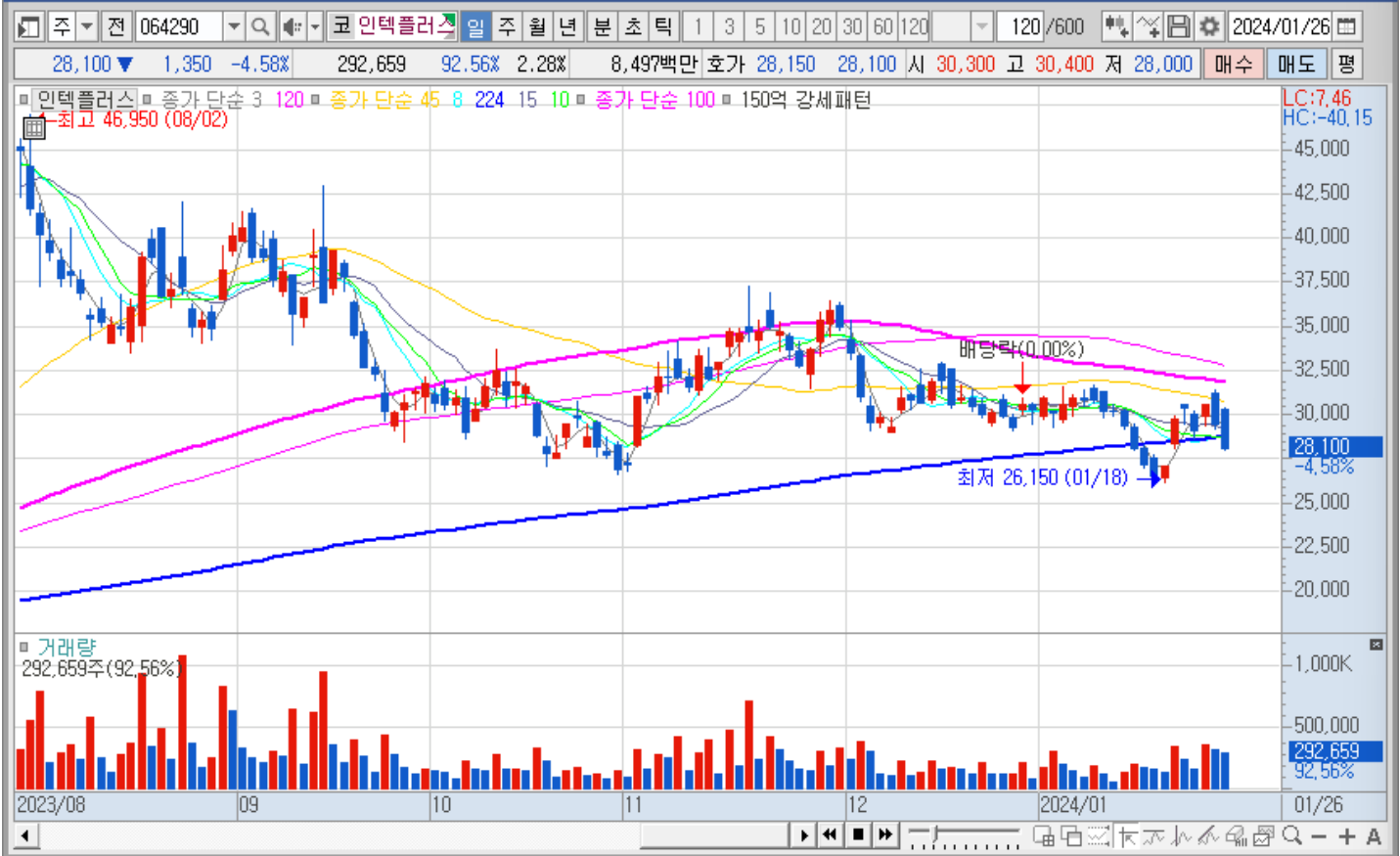


자료: 삼성전자, 유안타증권 리서치센터

[그림13] 팬아웃



자료: SK 하이닉스, 유안타증권 리서치센터



미래에셋증권
떨어지면 더 산다

[\[출처\] 하나증권 안영준 애널리스트](#)

작년 10월 이후 추가로 더 많은 물량의 자기주식 취득 공시

미래에셋증권은 작년 10월 18일 보통주 1,000만주를 장내매수할 계획임을 공시했고, 12월 28일까지 공시 물량에 대한 취득이 완료되었다(주당 취득가액 6,994원, 총액 약 699억원). 직전 자기주식 취득 공시 이후 3개월이 지난 2024년 1월 25일 추가적인 자기주식 취득 계획을 공시했는데, 1월 26일부터 4월 25일까지 보통주 1,000만주와 우선주(미래에셋증권2우B) 50만주를 취득할 예정이다. 1월 25일 기준 보통주/우선주 증가는 각각 7,140원/3,560원으로, 자기주식 취득 금액은 731억원 이상이 될 것으로 예상된다.

4분기 예상 이익은 아쉽지만 곧 자사주 소각도 이루어질 것으로 예상

미래에셋증권은 2021년에 3개년 주주환원정책을 발표한 바 있는데, 그 내용은 연간 지배주주순이익의 30% 이상을 배당 및 자사주 소각 등을 통해 주주환원에 사용한다는 것이다. 해당 기간인 2022년 1월 27일과 2023년 2월 23일 각각 2,000만주/1,000만주의 주식소각결정 공시를 했다는 점을 감안하면(실제 소각일은 2022년 1월 28일과 2023년 2월 28일) 조만간 주식소각결정 공시도 나올 가능성이 높다. 4분기 실적 추정치 하향으로 2023년 연간 순이익이 감소하면서 주주환원 규모의 하한선이 내려간 것은 아쉽지만, 적극적인 주주환원 의지를 연이어 보이고 있다는 점은 당분간 주가 흐름에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다. 추가적으로 향후 이전보다 주주환원 규모를 확대한 새로운 정책도 발표할 것으로 기대된다.

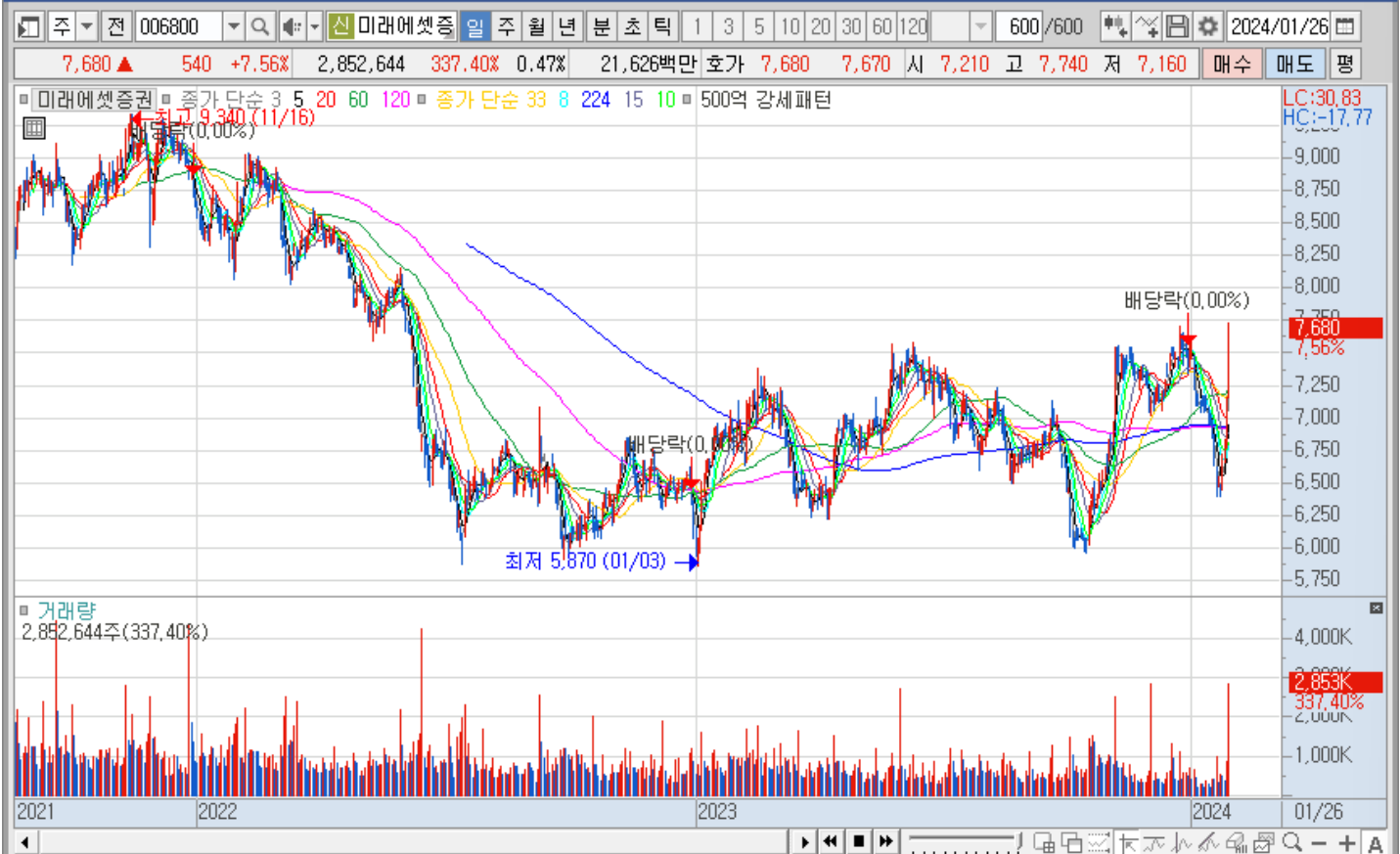
자기주식 취득 랠리에 탑승하라

직전 자기주식 취득 기간인 2023년 10월 19일부터 12월 28일까지 미래에셋증권 보통주의 주가는 21% 상승했다. 동기간 일평균 거래량은 75만주였으며, 미래에셋증권의 일평균 취득수량은 20만주였다. 자기주식 취득이 완료된 연초부터의 일평균 거래량은 41만주를 기록 중인데, 일평균 최소 11만주 이상의 자기주식 취득이 요구되며 이에 따른 매수세로 단기간 주가 상승이 예상된다.

손익계산서

(단위: 십억원)

	2020	2021	2022	2023E	2024E
순영업수익	2,175.2	2,794.7	1,537.4	1,620.7	1,680.5
수수료손익	1,089.7	1,230.6	895.6	886.4	905.2
브로커리지	690.6	725.3	449.1	503.2	485.8
IB	135.6	141.3	137.7	112.3	116.0
자산관리 및 기타	263.6	364.0	308.8	271.0	303.4
이자손익	456.0	596.7	379.5	212.4	315.3
운용 및 기타	629.4	967.5	262.3	521.8	460.0
판매비및관리비	1,065.0	1,236.0	989.0	1,010.3	1,034.2
인건비	706.0	787.5	566.2	608.0	610.3
인건비 외	359.1	448.5	422.8	402.4	423.9
영업이익	1,110.1	1,558.7	548.4	610.3	646.3
영업외손익	(284.5)	(380.8)	4.8	(575.8)	(163.2)
세전이익	825.7	1,178.0	553.2	34.6	483.1
법인세비용	235.0	352.8	155.6	(32.5)	120.8
당기순이익	590.7	825.2	397.6	67.1	362.3
연결당기순이익	834.3	1,183.4	659.7	336.2	586.2
지배주주순이익	821.8	1,152.7	639.5	329.9	573.8



삼성생명

진전된 주주환원 정책 기대

[\[출처\] NH투자증권 정준섭 애널리스트](#)

안정적인 실적 흐름 전망. 주주환원 정책은 구체화될 필요성 존재

삼성생명은 IFRS17 전환 시점의 짧은 CSM(보험계약마진) 소급기간과 보수적인 보험부채 가정, 적절한 투자자산을 바탕으로 매년 안정적인 보험손익, 투자손익 개선 전망. 적어도 향후 3년간은 CSM 상각 금액보다 신계약 CSM 유입 금액이 1조원 이상 많을 것으로 보이며, 이에 따라 CSM 잔액은 '26년까지 매년 10% 이상 성장하고 보험손익도 매년 10% 안팎 증가가 나타날 전망. 투자손익도 '24년부터는 9천억원 이상 안정적인 이익 창출이 예상됨

지난 1/11일 대주주가 지분 일부를 매각한 이후 주가는 다소 약세를 나타냈으나, 최근에는 진정되는 모습. 이제는 단기 차익거래 수급보다는 실적과 밸류에이션이 주가에 반영될 시점이라고 판단됨

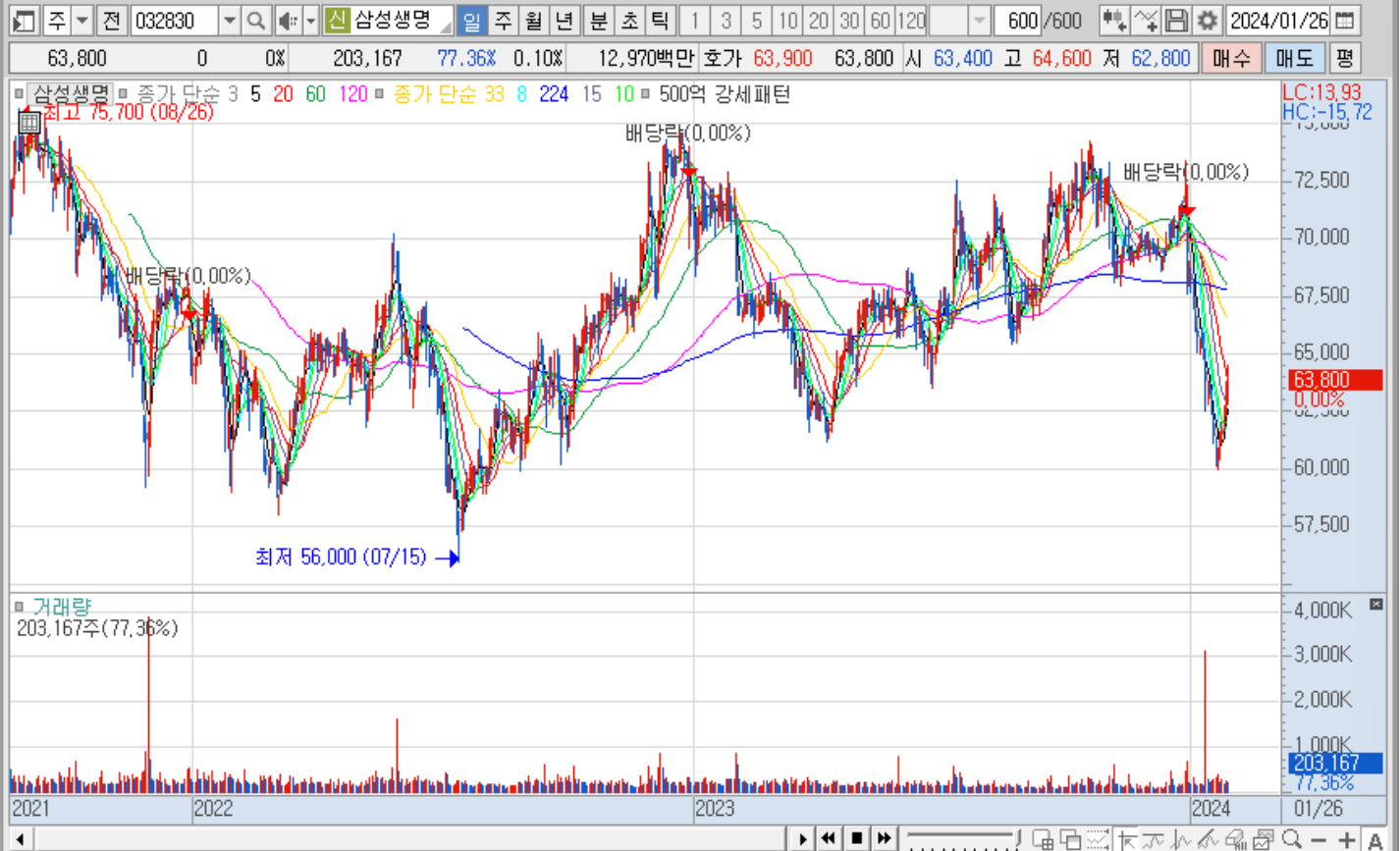
다만 주주환원 정책은 좀 더 진전될 필요가 있다고 판단. 향후 실적과 자본비율 모두 안정적인 방향이 예상되는 데다 최근 배당락 이후 대주주의 지분 매각도 있었던 만큼, 소액주주를 위해 분기배당이나 차등배당 같은 구체적인 전향적인 정책이 요구됨

4Q23 지배순이익 3,476억원 예상

삼성생명의 4분기 지배순이익은 3,476억원으로, 전분기보다 감소하겠지만 타 보험사보다는 양호한 실적 예상. 계리적 가정 조정에 따른 손실계약비용은 크지 않을 것으로 추정. 보험금 예실차도 비교적 양호할 것으로 예상되나, 사업비 예실차는 희망 퇴직 비용 2~300억원 때문에 부진. 투자부문도 PF 관련 충당금 일부를 제외하면 전반적으로 양호할 것으로 추정

	2022	2023E	2024F	2025F
보험손익	-	1,499	1,645	1,901
장기	-	1,499	1,645	1,901
PAA	-	0	0	0
투자손익	-	740	988	1,155
당기순이익	-	1,797	1,971	2,264
증감률	-	-	9.6	14.9
EPS	-	10,009	10,974	12,607
PER	-	6.3	5.7	5.0
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3
ROA	-	0.7	0.7	0.8
ROE	-	4.8	4.8	5.3
DPS	3,000	3,500	3,700	3,900
배당성향	-	35.0	33.7	30.9

단위: 십억원, %, 원, 배



CJ ENM

나아갈 시기

[출처] NH투자증권 이화정 애널리스트

실적 개선세와 자회사 모멘텀을 완비

투자의견 Buy 유지. 실적 개선세와 자회사 모멘텀을 모두 갖춘 사업자

- 1) 실적 개선: 비용(인건비? 제작비) 효율화를 통한 수익성 개선 효과 체감 구간 진입. 적자 자회사였던 티빙(OTT)의 콘텐츠 효율성 강화 및 구독료 인상 효과, 피프스 시즌(미국 제작사)의 파업 종료 효과에 힘입은 적자 축소 기대
 - 2)티빙 모멘텀: 지난 12월 구독료를 평균 20% 인상. 게다가 '환승연애3'는 신규 유료가입자를 견인 중. 특히 '환승연애3'는 드라마 대비 제작비 낮아 수익성 개선까지 기대되며, 유료가입자 견인 바통을 온라인 독점 중계권을 확보한 프로야구에 넘길 것. 프로야구 개막 시점에 맞물려 광고요금제가 도입되는 바, 시너지 효과 기대해볼 만
- 목표주가 97,000원 유지. SOTP(부문별 합산) 방식 활용해 산정 중. 부문별 내역 세부 조정 사항은 다음과 같음: 1)콘텐츠 부문의 비우호적 업황 감안해 실적 추정치 하향, 2)음악 부문 주요 Peer의 멀티플 하락 감안해 Target PER을 19배(기존 22배)로 변경, 3)지분가치(넷마블, 스튜디오드래곤) 상승을 반영

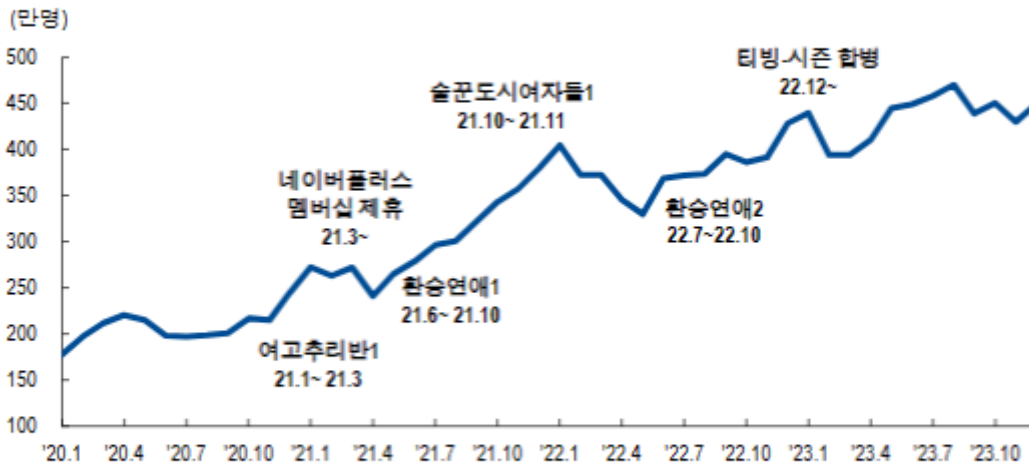
4Q23 Preview: 흑자전환 기조

4분기 연결 매출액 1.2조원(-20% y-y), 영업이익 173억원(+162% y-y)으로 당사 직전 추정치 및 시장 컨센서스 하회할 것. 연결 자회사 스튜디오드래곤(콘텐츠)의 편성 부족에 따른 실적 부진 영향. 다만 비용 효율화 및 음악 흥행에 따른 호실적 지속될 것이며, 자회사 적자폭도 상반기의 절반 수준에 그칠 것

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	4,792	4,274	4,755	5,059
증감률	34.9	-10.8	11.3	6.4
영업이익	137.4	-55.9	314.2	417.6
증감률	-53.7	적전	흑전	32.9
영업이익률	2.9	-1.3	6.6	8.3
(지배지분)순이익	-120.1	-148.5	120.4	170.7
EPS	-5,476	-6,774	5,490	7,782
증감률	적전	적지	흑전	41.7
PER	N/A	N/A	13.2	9.3
PBR	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.6	3.6	3.1	2.9
ROE	-3.3	-4.3	3.5	4.7
부채비율	137.8	145.8	140.0	133.1
순차입금	2,073	2,551	2,184	1,636

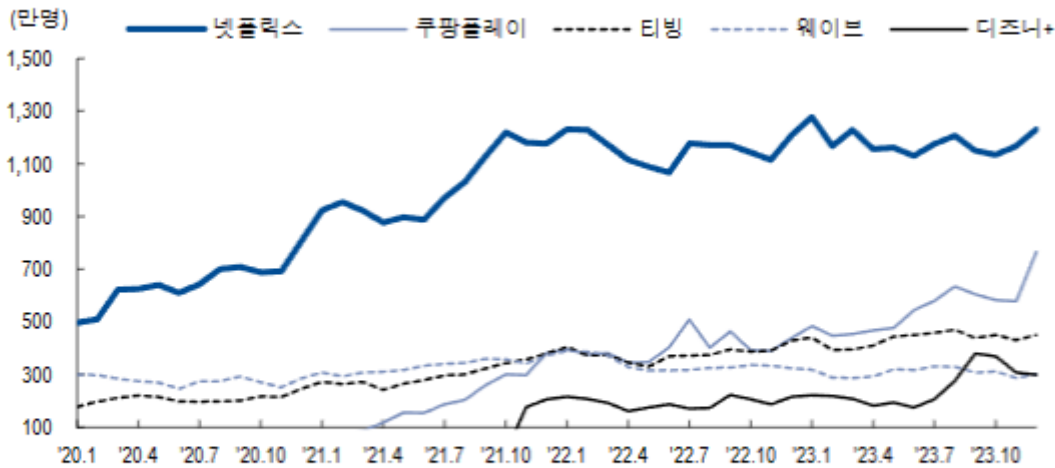
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 2020년 이후 티빙 MAU 추이: 인기 오리지널 시리즈 방영에 따른 MAU 상승 효과



주: Android 및 Apple MAU 합산: 자료: Wiseapp, NH투자증권 리서치본부

그림2. 2020년 이후 국내 주요 OTT MAU 추이



주: Android 및 iOS MAU 합산: 자료: Wiseapp, NH투자증권 리서치본부

