2024.03.25.(월) 증권사리포트

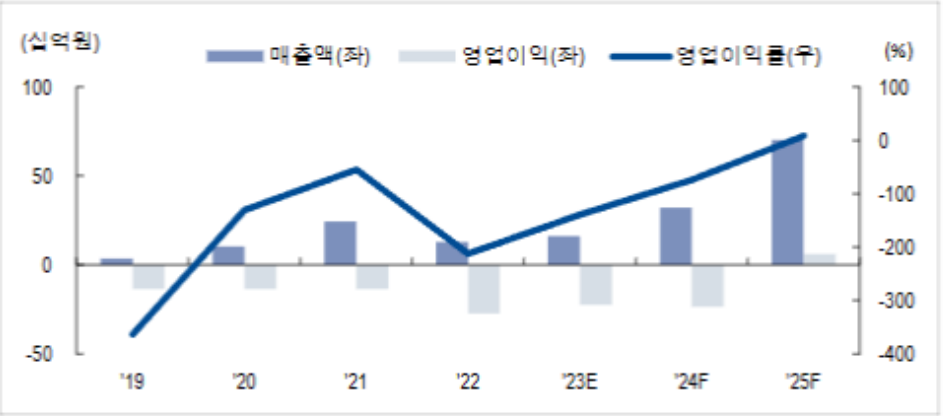
넥스트칩
I'm on the Nextchip Level
[출처] NH투자증권 강경근 애널리스트
차량용 카메라 탑재 증가에 수혜
넥스트칩은 차량용 반도체 팹리스 기업. 카메라로 확보한 정보 전송 및 인식/제어/명령까지 수행하는 차량용 반도체 토털 솔루션 보유. 동사의 주요 제품 라인업은 고화질 영상 처리를 위한 차량용 ISP(Image Signal Processor), 영상 전송 기술 AHD(Analog High Definition), 실시간 영상 인식 ADAS SoC로 구성
차량용 카메라 수요 증가에 따른 수혜 예상. 2024년 7월부터 유럽 지역에 출시되는 모든 신차에 ADAS 장착 의무화 실시. 올해부터 GM, BMW 등 다수의 완성차 업체에서 자율주행 Lv.3 기능을 탑재한 신차 출시. 카메라는 직관성, 시인성을 지니고 있어 차량의 '눈(eye)' 역할을 하기에 ADAS 및 자율주행 기능 구현에 있어 핵심적인 부품. 자율주행 Lv.2에 요구되는 차량용 카메라는 7~8대. Lv.3에는 현재 12대 이상 필요하며 2026년에는 최대 24대까지 늘어날 전망

올해는 ISP, 내년은 ADAS SoC
올해 ISP 매출이 본격적으로 증가하고 내년은 ADAS SoC 매출이 가미되며 흑자 전환할 것. ISP는 국내 완성차향으로 적용 차종이 확대되며 올해 매출 260억원(+120.1% y-y), 내년 525억원(+102% y-y) 기록 전망. ADAS SoC는 적용처가 로봇으로 확대되며 내년부터 매출 본격화. 차량용의 경우 APACHE5는 유럽 OEM, APACHE6는 미국 OEM과 공급 논의 중으로 25년말 이후 양산 예상

	2022	2023P	2024E	2025F
매출액	12.9	16.2	32.1	70.5
증감률	*-47.4*	*25.5*	*98.5*	*119.7*
영업이익	-27.4	-22.5	-23.7	6.0
증감률	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*
영업이익률	*-212.9*	*-139.4*	*-73.8*	*8.5*
(지배지분)순이익	-27.4	-26.7	-23.6	6.0
EPS	-1,699	-1,373	-1,308	335
증감률	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*
PER	N/A	N/A	N/A	36.3
PBR	3.0	7.8	9.2	7.4
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	34.5
ROE	-75.7	-51.5	-66.4	22.6
부채비율	12.3	14.8	51.4	50.5
순차입금	-1.6	-11.6	0.0	-6.6

단위: 십억원, %, 원, 배

실적 추이 및 전망



자료: 넥스트칩, NH투자증권 리서치본부 전망

CJ

펀더멘털 방향성 확실, 올리브영 기업가치 상승도 ing

[출처] 하나증권 최정욱 애널리스트

영업이익 성장세 두드러진 4분기 실적. 2024년에도 모든 자회사 이익 개선 예상

CJ에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 140,000원으로 상향. 목표가 상향은 올리브영의 지분가치를 상향했기 때문. 최근 입국자 수 증가율이 예상보다는 높지 않았음에도 올리브영의 매출액과 영업이익이 예상치를 상회하고 있는데다 여기에 동일한 사업을 영위중인 NASDAQ 상장기업 얼타뷰티의 PER이 20배로 상승한 점을 감안했음. CJ의 4분기 연결매출액과 영업이익은 각각 10.7조원과 5,734억원으로 YoY 0.6%, 74.7% 증가해 컨센서스에 부합. CJ제일제당과 CJ ENM의 매출이 YoY 감소했음에도 불구하고 올리브영과 프레시웨이가 YoY 증가하면서 매출이 나름 선방했고, 영업이익은 모든 자회사들에서 큰폭 개선되면서 영업이익 성장세가 두드러졌음. CJ올리브영의 매출은 4분기에 1.1조원을 기록하며 YoY 38%, QoQ 6.4% 증가했고, 연간 영업이익은 4,660억원으로 69.8% 증가. 온라인 비중 확대 등의 비용효율화로 영업이익률 또한 2022년 9.9%에서 2023년에는 12.1%로 상승하는 모습. 2024년에는 CJ제일제당을 필두로 ENM, CGV 등 그동안 부진했던 자회사들의 매출과 영업이익이 모두 큰폭 개선되는 등 본격적인 턴어라운드 모습을 보일 것이라는 점에서 펀더멘털 방향성은 확실한 상황. 올리브영 기업가치도 상승 중. 투자매력은 계속 부각될 것으로 판단

배당성향은 이미 월등히 높은 상황. 밸류업 도입에 따른 추가 상향 가능성은 제한적
CJ는 2023년부터 2025년까지 별도 기준 당기순이익(일회성 비경상이익 제외)의 70% 이상을 배당하는 배당정책을 시행 중이며, 2023년 배당성향은 90.8% 수준이었고, 최근 5개년 평균 배당성향도 95.4%에 달함. 이미 상당히 높은 수준의 배당정책을 시행하고 있어 밸류업 프로그램 도입에 따른 추가 상향 가능성은 제한적인 상황. 자사주는 약 2.1백만주(7.3%)를 보유하고 있지만 향후 그룹 차원에서의 활용 여지 등을 감안하면 당장 소각 등을 검토하지는 않을 전망. 다만 CJ제일제당의 배당금 지급 감소에도 불구하고 올리브영으로부터의 수취 배당금이 510억원으로 356억원이나 늘어나면서 CJ는 DPS를 3,000원으로 크게 상향했는데 올해 CJ제일제당의 영업이익 증가세가 예상되고, 배당재원 중 올리브영의 비중도 상당한 수준이 유지될 것으로 보여 향후에도 DPS 상승세는 계속될 수 있을 것으로 전망

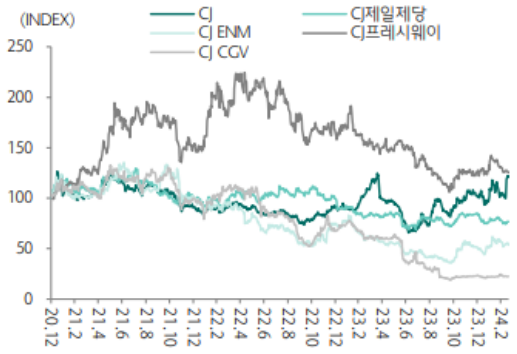
올리브영 상장 여부는 아직 불투명. 다만 기업가치 상승이 지속될 것이라는 점은 분명
올리브영이 독점적사업자 지위 남용과 관련해 공정위로부터 부과받은 과징금은 유통업법 위반 부분만 인정되면서 19억원에 그쳐 관련 불확실성이 완전히 해소되었고, H&B시장의 압도적 절대 강자이자 코스메틱 버티컬 커머스 플랫폼, 그리고 외국인 관광객 쇼핑 패턴 변화 등의 최대 수혜주라는 점에서 앞으로도 기업가치 상승이 지속될 것이라는 점은 분명. 올리브영 상장 여부는 아직 불투명하지만 글랜우드 PE의 Exit 물량을 자사주로 인수할 수 있다는 가능성 혹은 사실만으로 IPO를 철회한 것으로 예단할 필요는 없다고 판단. IPO 시장이 점차 활성화되고 있는 만큼 상장 재논의가 언제든지 다시 이루어질 가능성은 있음

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

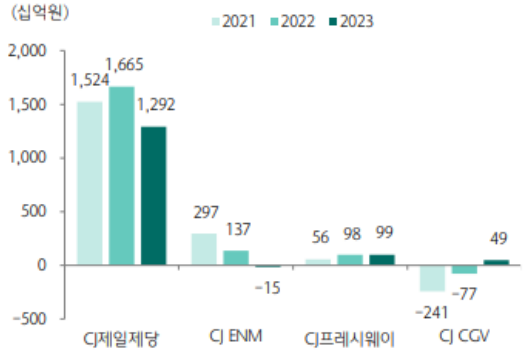
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	40,924.9	41,352.7	43,953.0	46,167.3
영업이익	2,154.2	2,039.1	2,457.5	2,733.0
세전이익	1,056.2	1,114.0	1,273.6	1,554.4
순이익	202.1	280.9	274.7	340.7
EPS	5,666	7,877	7,703	9,552
증감율	(26.51)	39.02	41.00	24.00
PER	14.84	11.98	15.48	12.48
PBR	0.56	0.58	0.72	0.69
EV/EBITDA	5.70	6.12	5.58	5.15
ROE	3.94	5.19	4.86	5.82
BPS	149,477	162,408	165,054	171,777
DPS	2,500	3,000	3,500	4,000

도표 3. CJ 및 상장 계열사 주가 추이



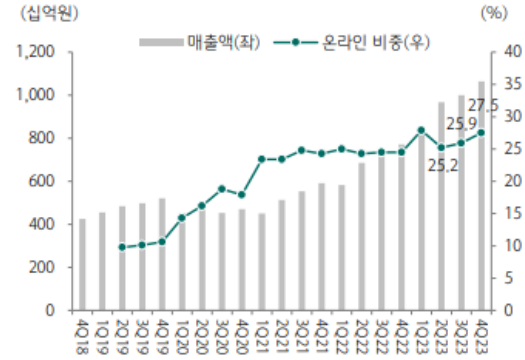
주: 2020년 12월 30일 주가를 100으로 한 상대지수 기준
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 4. CJ 상장 계열사 영업이익 추이



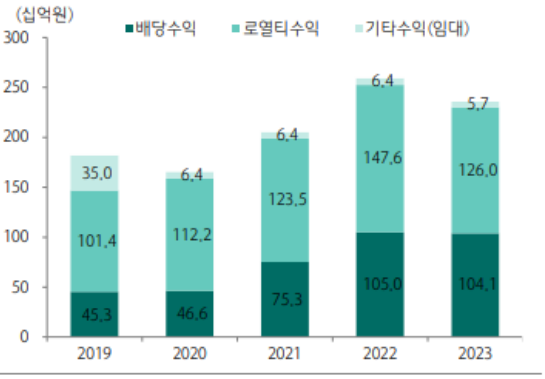
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 5. CJ올리브영 분기별 매출액 및 온라인 비중 추이

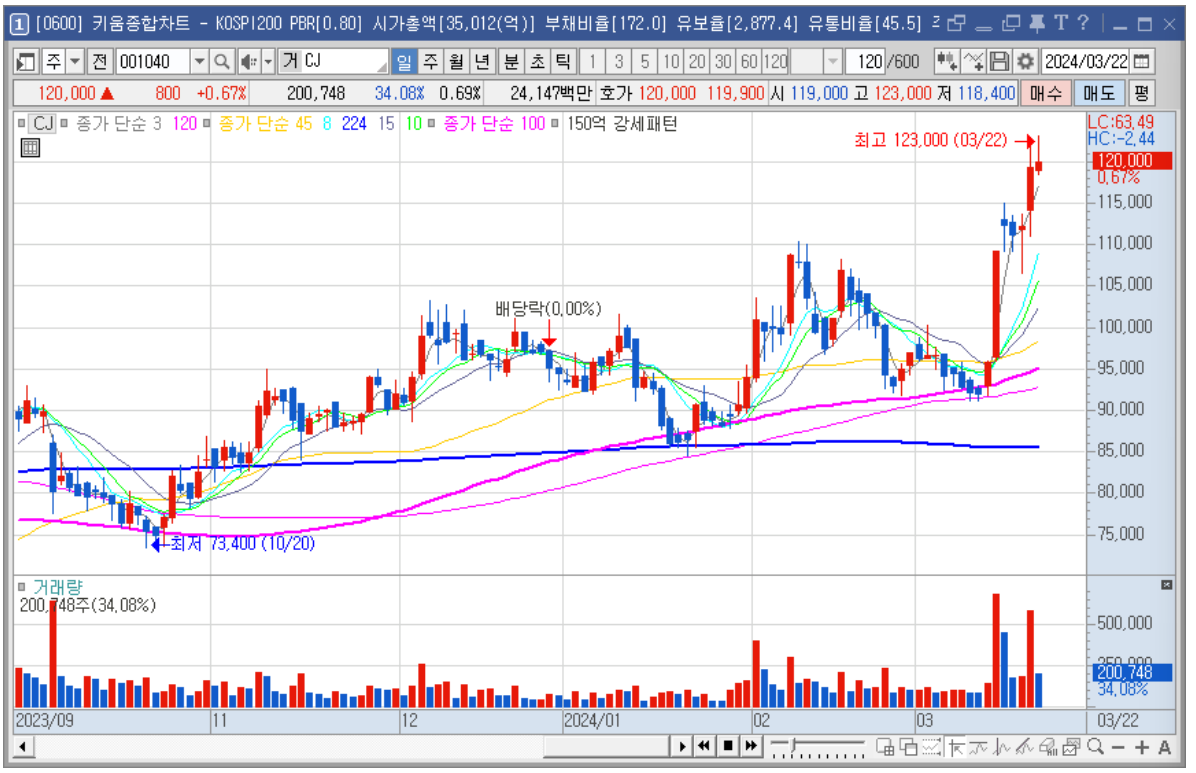


주: 올리브영의 온라인 매출액 비중은 2Q19부터 공시
자료: 하나증권

도표 6. CJ 별도 기준 영업수익 추이



자료: 하나증권



우수AMS

무사 만루의 상황

[출처] 유안타증권 권명준 애널리스트

1루 주자. 알루미늄 다이캐스팅

자동차 부품의 소재 및 공정 변화가 진행 중이다. 내연기관차량은 연비 개선을 위해, 친환경차량은 무게 감소를 위해 소재 및 공정 변화가 진행 중이다. 과거 공정은 주물에서 캐스팅으로, 소재는 철재에서 알루미늄으로 전환되고 있다. 특히 친환경차량의 경우 2차전지 배터리 무게 증가분을 자동차 자체 및 부품의 무게 감소를 통해서 대응하려고 노력 중이다.

동사는 2015년에 알루미늄 다이캐스팅 공장을 신설했으며, 점차 품목을 확대하고 있다. 2024년 하반기 대형 주조기(2,700톤) 입고가 예정되어 있다. 대형 주조기를 통해 다양한 사이즈의 제품을 생산할 수 있어 기존 매출처와 더불어 신규 매출처 확대를 추진하고 있다.

2루 주자. 해외진출

동사는 이미 인도에 진출해 있으며, 향후 북미로의 진출을 모색하고 있다. 국내 자동차 부품기업들은 관세절감 및 보조금 혜택을 위해 미국, 멕시코 등 북중미에 2023년부터 신규투자 및 투자 확대가 진행되고 있다. 북미 진출 시 1) 주력 매출처의 현지 대응이 용이하다. 2) 글로벌 자동차 기업으로의 진출도 가능하다. 3) 마지막으로 미국대비 낮은 인건비를 통해 경쟁사 대비 이익률 개선도 기대된다.

3루 주자. 전동화
동사는 E-모빌리티 솔루션 업체로의 진화를 모색하고 있으며, 변화의 Key는 자회사인 우수TMM이다. 초소형 전기차 국산화 개발을 통해 모터, 인버터 등의 부품 관련 기술력을 보유하고 있다. 이를 기반으로 항공, 방산, 육상, 해상 등 다양한 산업 및 기업으로 진출을 모색, 연내 가시적인 성과가 기대된다.

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

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	2,287	3,104	3,253	3,480
영업이익	-61	-7	38	84
지배순이익	-76	-92	-175	102
PER	-18.9	-22.9	-7.7	11.0
PBR	2.2	2.7	2.0	1.4
EV/EBITDA	42.2	23.5	12.3	6.7
ROE	-10.3	-11.1	-23.0	13.1

자료: 유안타증권

[그림 1] 알루미늄 다이캐스팅 생산 라인. 하반기에 대형 주조기 입고 예정

자료: 우수 AMS, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2023년 신규 수주 적용 차종

자료: 우수 AMS, 유안타증권 리서치센터

우신시스템
차곡차곡 쌓는 중
[출처] DS투자증권 최태 애널리스트
안전벨트 매출 성장은 여전히 유효
안전벨트 매출 성장으로 실적 가시성은 더욱 높아질 전망이다. 4Q24 자동차 부품 매출은 전년 대비 하향 Flat했다. 북미 UAW 파업 및 미국과 중국의 업황 둔화에 따른 안전벨트 부진 영향이었다. 다만, 기수주건에 대한 불확실성은 약화되는 흐름이다. 최근 미국과 유럽 등에서 정책적인 전동화 속도가 둔화되면서 주요 고객사의 입지가 개선되었기 때문이다. 전동화에 아쉬운 모습을 보였던 GM과 Ford에게 긍정적인 흐름이다. 환율도 긍정적으로 작용할 전망이다. 1Q24 동안 예상 대비 달러 약세가 장기화되며 가격효과 수혜도 기대해볼만 하다.

2차전지 라인 자동화 설비 수주로 사업 가시성 확대
2024년 매출액 6,636억(+174% YoY), 영업이익 403억(+224.9%)을 전망한다. 2024년의 실적 포인트는 2차전지 라인 자동화 설비 수주분의 매출 인식이다. 지난 3월 18일, 2차전지 조립라인 수주 약 441억원 수주를 공시했다. 규모를 감안시 작년 7월 수주 건에 대한 추가 수주로 추정된다. 포함 시 2차전지 설비 수주잔고는 약 3,170억원 수준이다. 해당 수주분 대한 인식은 3Q24부터 이뤄짐에 따라 상저하고의 실적을 전망한다.

외형과 내실의 동반 성장 감안 시 높은 밸류에이션 매력도

24F PER은 4.6배로 글로벌 자동차 부품사 평균 대비 낮다. 외형과 내실이 모두 성장하는 구간임을 감안 시 밸류에이션 부담은 적다. 해외 법인의 점진적인 정상화와 본격적인 매출 확대 등에 따른 안전벨트 사업부의 이익 개선이 기대된다. 차체설비 자동화 사업부도 전동화 흐름에 따른 증설 및 자동화 전환 수혜가 예상된다. 특히 증설 수요가 강한 인도에 진출해 있는 점에 주목할 필요가 있다. 2차전지 수주건도 견조한 수익성이 기대되는 만큼 매수 기회로 판단한다. 투자의견 '매수' 및 목표주가 13,000원으로 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	262	255	242	664	516
영업이익	-11	8	12	40	41
영업이익률(%)	-4.4	3.1	5.1	6.1	7.9
세전이익	-13	6	11	47	47
지배주주지분순이익	-13	3	7	35	37
EPS(원)	-709	151	406	1,906	2,022
증감률(%)	적지	흑전	168.3	370.0	6.1
ROE(%)	-13.9	3.1	8.0	30.8	24.9
PER(배)	-5.8	21.2	20.5	4.4	4.1
PBR(배)	0.9	0.7	1.6	1.2	0.9
EV/EBITDA(배)	-619.2	6.5	6.4	4.3	2.1

자료: 우신시스템, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

기업은행
현금배당의 매력
[출처] 키움증권 김은갑 애널리스트
안정적 이익증가 지속
2024 년 연결순이익은 2.82 조원으로 2023 년 대비 5.5% 증가하여 사상 최고 실적을 이어갈 전망이다. 안정적 NIM 과 꾸준한 대출증가, 충당금비용 감소 등이 기대된다. 2023 년 추가 충당금 외 경상적 충당금비용률은 0.38%로 양호한 수준을 유지했다. 2023 년 약 9 천억원이었던 추가 충당금비용은 2024 년 큰 폭은 아니더라도 2023 년 대비 감소할 전망이다.

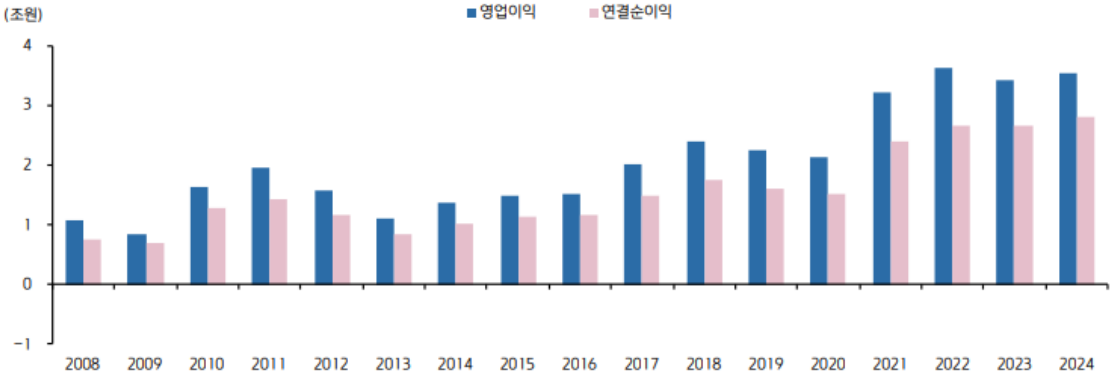
다음주 결산배당기준일
3 월 29 일은 2023 년 결산배당기준일이다. 주당 배당금은 984 원으로 21 일 종가 대비 배당수익률은 6.5%이다. 배당수익률이 높으면 투자자 입장에서는 배당락이 문제가 될 수 있다. 은행주의 경우 배당락이 배당수익률의 장점을 희석하는 경우가 많았다. 하지만 최근 양호한 은행주 투자심리를 감안하면 배당락 후 주가회복에 오랜 시간이 필요하지 않을 것으로 보인다.
많은 은행주가 자기주식 매입소각을 진행해왔고, 규모도 점차 확대되고 있다. 기업은행의 경우 구조적, 제도적으로 자기주식 매입소각이 실행되려면 꽤 오랜 시간이 필요할 것으로 보인다. 이러한 상황에서 밸류업 정책이 이슈가 되면 기업은행은 배당성향 상향으로 타 은행주의 총주주환원율을 따라갈 수 밖에 없을 것이다. 2023 년 배당성향은 연결기준으로 29.4%로 지속적으로 상승하고 있는데, 향후 상승폭의 확

대 가능성도 높아 보인다. 현금배당 선호도가 높은 투자자도 있기 때문에 현금배당만으로 주주환원율을 높이는 것도 투자자들에게 소구할 수 있는 특성으로 자리잡을 수 있을 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 20,000 원으로 상향
기업은행에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 17,000 원에서 20,000 원으로 상향조정한다. 최근 주가가 상승했지만 PBR 0.35 배는 절대적으로도 낮고, ROE 전망치 8.6% 감안 시 펀더멘털 대비로도 낮은 수준이다. 목표 PBR 은 2024 년 말 BPS 기준 0.47 배에 해당한다. H 지수 ELS 판매액이 다른 대형은행 대비 매우 작고, 손실구간이 아닌 것으로 파악되어 관련된 불확실성은 거의 없다

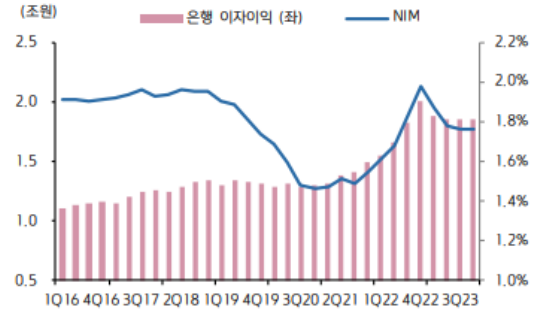
(십억원, 배)	2021	2022	2023	2024E
순영업수익	6,771	7,746	8,194	8,218
이자이익	6,128	7,444	7,927	8,002
비이자이익	642	302	267	216
영업이익	3,231	3,647	3,432	3,539
연결순이익	2,412	2,668	2,670	2,816
ROE (%)	9.2	9.4	8.8	8.6
ROA (%)	0.6	0.6	0.61	0.61
EPS	2,864	3,346	3,348	3,531
BPS	32,516	36,496	39,699	42,833
PER	3.6	2.9	3.5	4.3
PBR	0.32	0.27	0.30	0.35
배당수익률 (%)	7.6	9.8	6.5	7.3

기업은행 영업이익 및 연결순이익 추이



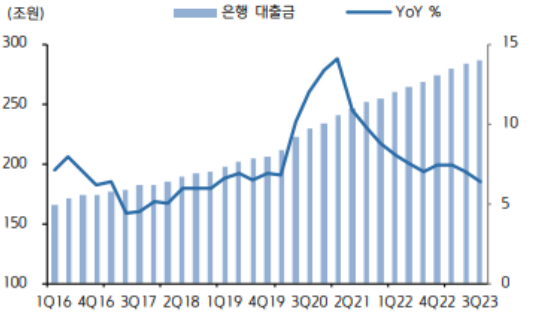
자료: 기업은행, 키움증권 리서치센터

기업은행 이자이익과 NIM



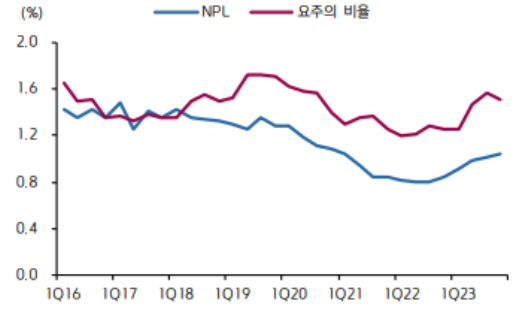
자료: 기업은행, 키움증권 리서치센터

은행 대출금 추이



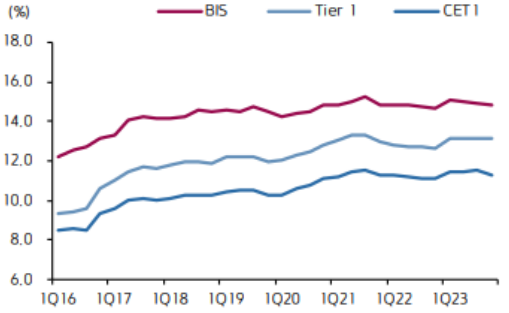
자료: 기업은행, 키움증권 리서치센터

기업은행 자산건전성



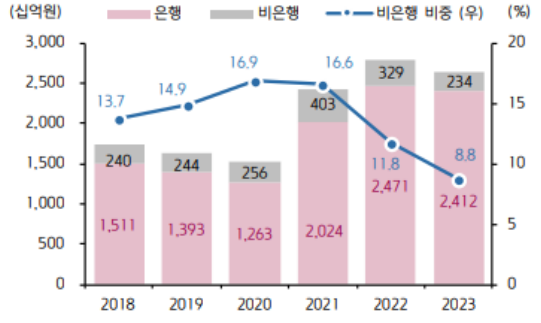
자료: 기업은행, 키움증권 리서치센터

기업은행 자본적정성



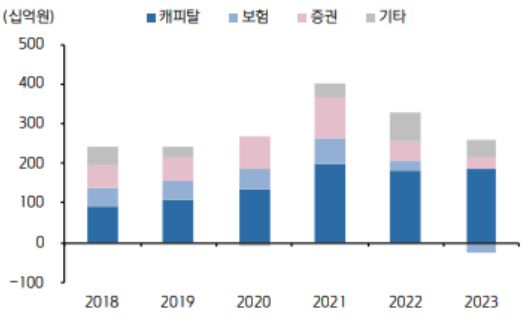
자료: 기업은행, 키움증권 리서치센터

은행/비은행 이익 비중



자료: 기업은행, 키움증권 리서치센터

비은행 순이익



자료: 기업은행, 키움증권 리서치센터

SG

턴어라운드를 기대하는 세가지 이유

[출처] NH투자증권 백준기 애널리스트

5년간의 터널에서 벗어나 마주한 따뜻한 햇살

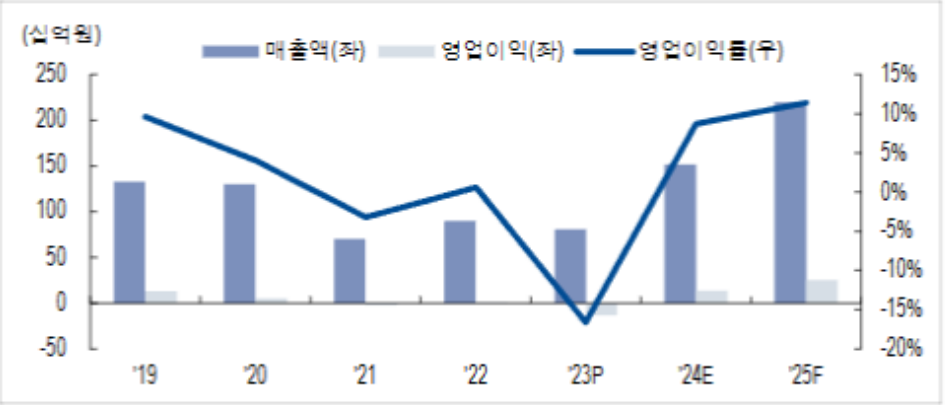
동사는 2020년 이후 연결 매출 1,000억원 이상을 달성하지 못했고, 영업이익 100억원 달성도 2019년이 마지막. 그 이유는 중소기업 적합업종 규제로 관급 아스콘 공사의 입찰에 중견기업인 동사가 5년간 참여하지 못했기 때문. 2024년 해당 규제는 일부해제(수도권 및 충남 등 공사의 20% 수주 가능) 되었고, 동사는 지난 3월 6일 연결 및 지분법 자회사의 대규모 수주(약 2,000억원) 발표. 50%는 올해, 나머지 50%는 내년 기성 예상
단기 실적 외에 에코스틸아스콘에도 주목할 필요. 특징은 기존 아스콘 원료인 골재 대신 철강 부산물인 슬래그를 활용해 만들며 국내에서는 동사가 유일하게 개발 완료. 일반 아스콘 대비 강도가 1.5~2배 높고, 자원순환 측면(슬래그=폐기물)에서 매력 보유. 기술은 특허로 보호받고 있으며 현재 안성고속도로와 홍대앞 시범사업 등 시공 레퍼런스 확보 중. 아스콘 시장 내 1등급 골재 수급에 큰 어려움이 있는 바 에코스틸아스콘의 시장 점유율 확대 가시성은 매우 높을 전망

올해부터 본격적인 턴어라운드 가능할 것
동사는 오랜 기간 실적부진 경험했으나 올해 턴어라운드가 기대됨. 규제 해제, 신제품 확대 모멘텀에 더해 러우 전쟁 종전 이후 대규모 SOC 투자관련해 신규 설립한 우크라이나 법인 수혜도 기대 요인. 올해 매출액은 지난 5년간 최고치인 1,516억원 예상. 영업이익 역시 지난 5년래 최고치인 132억원 달성 기대

	2022	2023P	2024E	2025F
매출액	89.9	80.9	151.6	219.6
증감률	*28.2*	*-9.9*	*87.4*	*44.8*
영업이익	0.6	-13.5	13.2	25.0
증감률	*흑전*	*적전*	*흑전*	*89.6*
영업이익률	*0.6*	*-16.7*	*8.7*	*11.4*
(지배지분)순이익	3.0	-34.5	9.2	19.4
EPS	68	-746	159	326
증감률	*흑전*	*적전*	*흑전*	*104.8*
PER	17.3	N/A	14.6	7.1
PBR	0.7	2.0	2.8	2.0
EV/EBITDA	20.5	N/A	10.0	5.4
ROE	4.3	-60.5	20.8	33.0
부채비율	158.0	326.3	288.5	226.0
순차입금	41.6	60.9	52.9	36.0

단위: 십억원, %, 원, 배

2024년 수주 재개와 에코스틸아스콘 확대에 힘입은 턴어라운드 기대



자료: SG, NH투자증권 리서치본부 전망

삼성전기

MLCC 업황, 본격적인 회복세 진입 전망

[출처] NH투자증권 이규하 애널리스트

MLCC 업황, 회복세로 전환

MLCC는 출하량 기준으로 2021년 고점을 기록한 뒤 수요 둔화와 세트 업체들 재고 조정으로 2023년까지 업황 부진. 하지만 이미 역사적으로 낮아진 재고와 중화권 스마트폰 수요 회복, 전장과 AI 관련 물량 증가로 향후 업황 회복세 본격화될 것. 투자의견 Buy 및 목표주가 19만원 유지
먼저 재고 측면에서 MLCC는 더 이상 낮아지기 어려운 수준까지 떨어진 상황. 추가적인 수요 둔화가 진행되지 않는다면 동사 가동률이 더 이상 낮아지기는 쉽지 않을 것으로 예상
수요의 경우 최근 조금씩 개선되고 있는 상황. 특히 3월 중순 전후로 중화권 스마트폰 수요가 회복 조짐을 보이고 있어 동사도 수혜가 가능할 것으로 예상. 실제로 일부 MLCC의 경우 가격 상승이 나타나고 있다는 점도 긍정적인 부분

일본 금리 인상 영향으로 경쟁 완화될 것
업황과는 별개로 가치가 절하된 엔화를 바탕으로 일본 MLCC 업체들이 공격적인 가격 정책을 통한 점유율 확대 전략을 추구하면서 글로벌 투자자들은 삼성전기의 점유율 하락 가능성을 우려
하지만 최근 일본의 금리 인상으로 엔화의 추가 약세 가능성이 낮아졌다고 판단해 동사 점유율 하락 가능성도 제한적이라고 판단. 중장기 업황 개선 사이클 고려했을 때 현재 주가 매력적인 수준

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	8,909	10,399	11,225	11,845
증감률	*-5.5*	*16.7*	*7.9*	*5.5*
영업이익	639	916	1,141	1,319
증감률	*-45.9*	*43.3*	*24.6*	*15.5*
영업이익률	*7.2*	*8.8*	*10.2*	*11.1*
(지배지분)순이익	423	685	838	991
EPS	5,617	9,140	11,171	13,218
증감률	*-56.9*	*62.0*	*22.2*	*18.3*
PER	27.3	16.1	13.2	11.2
PBR	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.9	5.9	5.0	4.0
ROE	5.5	8.0	9.1	9.9
부채비율	45.2	40.2	36.9	33.2
순차입금	-182	-454	-797	-2,081

단위: 십억원, %, 원, 배

[0600] 키움종합차트 - KOSPI200 PBR[1.41] 시가총액[108,231(억)] 부채비율[45.2] 유보율[1,960.4] 유통비율[73.5]
009150
삼성전기
2024/03/22
144,900 ▼ 4,700 -3.14% 597,252 147.07% 0.80% 87,058백만 호가 145,000 144,900 시 148,200 고 149,500 저 143,300
매수
매도
삼성전기 증가 단순 3 120 증가 단순 45 8 224 15 10 증가 단순 100 150억 강세패턴
최고 159,300 (01/02)
배당락(0.00%)
저 119,100 (10/27)
LC:21,66
HC:-9,04
155,000
150,000
144,900
-3.14%
140,000
135,000
130,000
125,000
120,000
거래량
597,252주(147.07%)
1,000K
597,252
147.07%
2023/09
11
12
2024/01
02
03
03/22