

2024.08.01.(목) 증권사리포트

삼성SDI

좋지 않은 전방 수요

[출처] IBK투자증권 이현욱 애널리스트

24년 2분기, 컨센서스 하회, 전기차 수요 둔화 영향

삼성SDI의 2Q24 매출액은 4조 4,501억원(QoQ -13.3%), 영업이익 2,802억원(QoQ +4.8%, AMPC 79억원 포함), OPM 6.3%(QoQ +1.1%p)로 영업이익 기준 컨센서스(매출액 5.2조원, 영업이익 3,320억원)를 하회한 실적을 기록했다. 중대형 EV 부문은 유럽 OEM(BMW, VW)의 수요 감소로 출하량이 -20% 이상 감소하여 1.9조원(QoQ -25.4%)을 기록했다. 소형 전지는 부문의 고객사의 재고 조정으로 출하량이 -10% 이상 감소하여 1.4조원(QoQ -10.1%)을 기록하였으나 장기공급 기반 관련 보상금이 발생하여 이익이 증가했다. ESS는 미주향 전력용 및 UPS 판매 확대로 5,370억원(QoQ +5.1%)을 기록했다.

24년 3분기, EV향 배터리 부진 지속 전망

삼성SDI의 3Q24 매출액은 4조 4,390억원(QoQ -0.2%), 영업이익 1,270억원(QoQ -54.6%, AMPC 75억원 포함), OPM 2.9%(QoQ -3.4%p)로 전망한다. 중대형 EV 부문은 P6 중심으로 견조한 판매가 예상되나 ASP 하락으로 1.9조원(QoQ +2.0%)으로 예상한다. 소형 전지 부문은 고객사 재고 소진 지속 및 전동공구 수요 회복 지연으로 1.2조원(QoQ -14.1%)로 예상한다. ESS는 북미 핵심 고객향 신규 수주 확보로 6,604억원(QoQ +23.0%)로 예상한다. 실적 악화의 주된 요인은 3분기 소형 전지 부문의 적자 전환 영향이다.

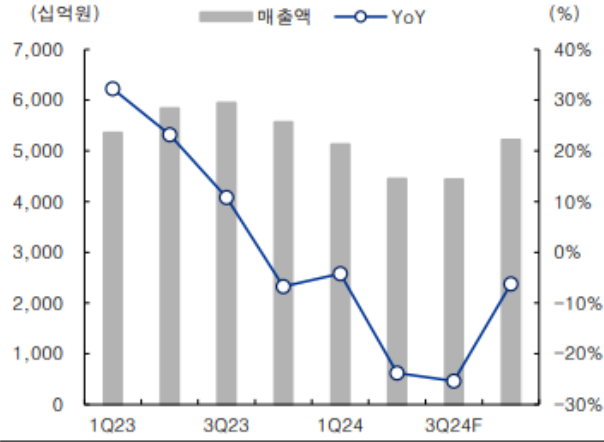
투자의견 매수, 목표주가 600,000원 유지

삼성SDI에 대한 투자의견은 매수, 목표주가는 600,000원을 유지한다. 미국향 고객사의 재고 소진 지속에 따른 소형전지 부문의 실적 악화가 전망되지만, 유럽향 고객사 재고 소진 기간은 마무리 단계로 추정되며, 실적은 3Q24를 저점으로 P6 기반 중심으로 배터리 수주가 증가할 것으로 기대된다. 중대형 내 P6 비중은 2Q 40% 초반에서 3Q 54%까지 증가할 것으로 예상된다. 다만, 전기차 수요 회복 확인이 먼저다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	20,124	22,708	19,238	22,752	28,276
영업이익	1,808	1,633	994	1,867	2,999
세전이익	2,652	2,486	1,609	2,030	3,059
지배주주순이익	1,952	2,009	1,239	1,480	2,158
EPS(원)	27,736	28,547	17,597	21,027	30,664
증가율(%)	66.9	2.9	-38.4	19.5	45.8
영업이익률(%)	9.0	7.2	5.2	8.2	10.6
순이익률(%)	10.1	9.1	6.6	7.1	8.6
ROE(%)	12.5	11.5	6.5	7.2	9.6
PER	21.3	16.5	19.1	16.0	10.9
PBR	2.5	1.8	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	13.4	11.3	10.0	7.1	5.5

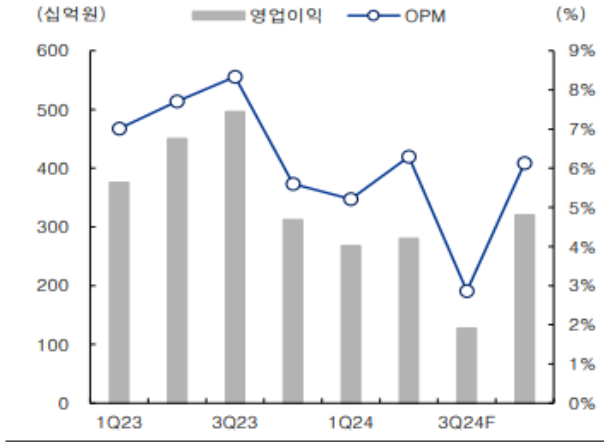
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 삼성SDI 분기별 매출액 추이



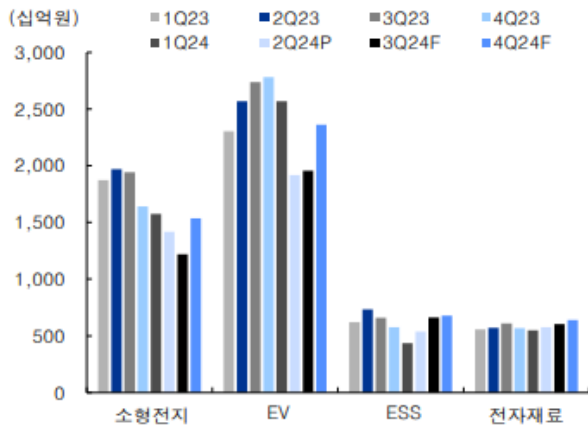
자료: 삼성SDI, IBK투자증권

그림 2. 삼성SDI 분기별 영업이익 추이



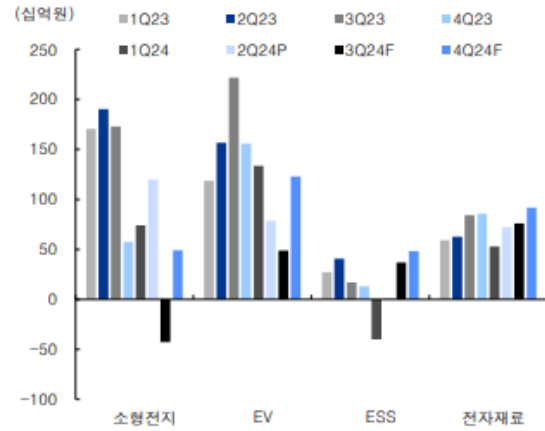
자료: 삼성SDI, IBK투자증권

그림 3. 삼성SDI 부문별 매출액 추이



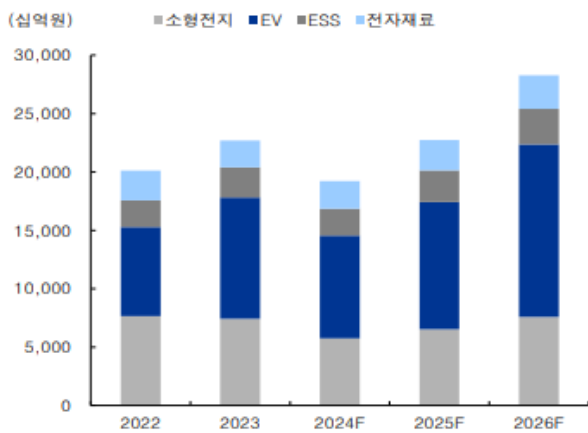
자료: 삼성SDI, IBK투자증권

그림 4. 삼성SDI 부문별 영업이익 추이



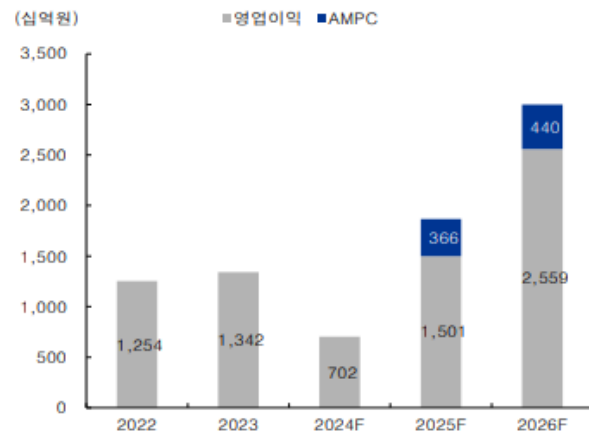
자료: 삼성SDI, IBK투자증권

그림 5. 삼성SDI 부문별 연도별 매출액 추이



자료: 삼성SDI, IBK투자증권

그림 6. 삼성SDI 연도별 영업이익(AMPC 포함) 추이



자료: 삼성SDI, IBK투자증권



한미반도체

Valuation이 낮아지는 구간 진입

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

기대치 상회한 2Q24 실적, 역대 최고 분기 OPM 기록

2Q24 매출액은 1,235억원(60%QoQ, 152%YoY)을 기록, 컨센서스 대비 2% 하회했는데, 이는 1백억원 이상의 매출이 다음 분기로 이월된 영향이다. 주력제품인 Bonder 장비 매출이 859억원(67%QoQ, 1,573%YoY)으로 또다시 최고치를 기록했으며, 기존 주력 사업인 MSVP는 161억원(45%QoQ, -47%YoY)으로 더딘 회복의 모습이다. 2Q24 영업이익은 554억원을 기록, 컨센서스 대비 19% 상회했으며, 분기 최고 OPM 44.9%를 달성했다. 수익성 높은 소모품과 검사장비 매출이 증가한 것과 TC-Bonder 매출이 규모의 경제에 도달하면서 수익성이 더 향상되고 있기 때문이다.

상반기까지 폭발적인 TC-bonder 수주 증가, 향후 둔화 전망

AI 서버 인프라 투자 붐에 따라 DRAM 고객사들의 공격적인 HBM 증설경쟁으로, 동사 TC-Bonder 수주는 상반기까지 폭발적인 성장을 기록했다. SK하이닉스 메인 고객 외에 신규 고객 마이크론으로부터 수주가 증가하며 상반기 말 높은 수주잔고를 달성하였으며, 이로 인한 하반기 실적은 좋을 전망이다. 그러나 AI 수익모델의 한계성 인식에 따른 향후 투자속도 조절 가능성이 제기되고있고, GPU 공급부족 상황도 하반기 해소되는 추세임을 고려하면, 가파른 수요증가에 따른 HBM 증설 경쟁 모멘텀도 정점을 지나고 있다는 생각이다.

실적 호조에도 이제는 Valuation을 낮춰야, 투자의견 '보유'로 하향

동사 주가는 TC-bonder 주력 사업 이후 리레이팅되며 12개월 Forward P/EBIT 20~54x 밴드에서 거래되고 있다. 여전히 실적은 좋지만, 향후 수주 모멘텀 둔화 우려가 제기되고 있음을 고려하여, 목표주가를 16만원에서 14만원(평균 P/EBIT 38x를 적용)으로 하향조정한다

Fig. 1: 한미반도체 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	328	159	638	899	953
영업이익	112	35	260	353	366
세전이익	128	345	273	378	404
순이익[지배]	92	267	205	284	306
EPS(원)	934	2,745	2,110	2,926	3,154
증감률(%)	-10.9	193.9	-23.1	38.7	7.8
PER(배)	12.3	22.5	61.0	44.0	40.8
PBR	2.9	10.0	15.7	11.6	9.1
EV/EBITDA	8.4	134.8	44.0	31.7	29.7
ROE(%)	25.0	55.5	30.7	31.4	25.7
배당수익률	1.7	0.7	0.3	0.3	0.3

자료: 한미반도체, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결



대우건설

리스크를 선제적으로 반영하는 중

[출처] 하나증권 김승준 애널리스트

2Q24 잠정실적: 컨센서스 하회

대우건설 2Q24 실적으로 매출액 2.8조원(YoY -14.1%), 영업이익 1,048억원(YoY -51.9%)을 기록하면서 시장 컨센서스를 하회했다. 영업이익 하회 이유는 해외 토목에서의 원가율 조정과 판관비에서 준공후미분양 총당금(520억원) 반영 때문이다. 주택건축은 1분기(GPM 6.6%)에서 소폭 개선(GPM 7.7%)됐는데, 도급금액 증액과 원가 개선이 있었다. 2Q24 수주는 1.9조원으로 대부분 국내였으며, 토목 6,500억원, 주택건축 1.1조원 수주했다. 2Q24 분양 세대수는 4,316세대이며(상반기 누적 6,894세대), 미분양은 6,600세대다. 연간 분양 목표세대수는 19,562세대다.

바닥을 확인한 주택과 상향한 플랜트, 기대하는 해외수주

이번 분기 실적에서 주택은 GPM 7% 초반 수준이 바닥이라는 것이 확인됐다. 작년 이래 평균 7.3%의 마진을 기록했으며, 2Q24에도 7.7%를 기록했다. 공사비가 과거 2~3년처럼 가파르게 상승하지 않는다면, 더 이상 원가 조정은 없을 것으로 전망한다. 여기에 플랜트의 경우 2Q24 GPM 22.3%를 기록했는데, 20% 수준의 마진을 당분간 이어갈 것으로 기대한다. 국내 비중이 줄고, 해외 비중이 늘어남에 따라 고마진을 기록하는 것으로 보인다. 추가적으로 하반기 투르크메니스탄 비료 플랜트, 이라크 알포 해군기지(1.8조원), 리비아 재건(0.9조원) 등의 수주가 기다리고 있다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 5,000원으로 상향

대우건설 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가는 기존 4,500원에서 5,000원으로 11.1% 상향한다. 목표주가는 2024년 EPS 추정치에 Target P/E 5.0배를 적용했다. 플랜트 마진 개선에 따른 올해 연간 추정치 상향에 기인한다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	10,419.2	11,647.8	10,575.2	10,565.8
영업이익	760.0	662.5	501.9	643.6
세전이익	713.5	745.0	586.2	627.8
순이익	504.0	511.7	406.3	448.6
EPS	1,213	1,231	977	1,079
증감율	4.03	1.48	(20.63)	10.44
PER	3.45	3.37	4.31	3.91
PBR	0.46	0.42	0.39	0.35
EV/EBITDA	2.29	3.52	3.70	2.61
ROE	14.55	13.19	9.60	9.67
BPS	9,182	9,979	10,866	11,945
DPS	0	0	0	0





PI첨단소재

2Q24 깜짝 실적 기록, 그러나 하반기는 불확실

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

가동률 상승으로 2Q24 깜짝 실적 기록

2Q24 매출액은 737억원(42%QoQ, 22%YoY), 영업이익은 177억원(617%QoQ, 617%YoY)을 기록, 각각 시장 컨센서스 대비 7%, 32% 상회하는 깜짝 실적을 기록했다. 1Q24에 대규모 방열시트 장기계약 2건을 체결한 후 2Q24부터 매출로 반영되며 가동률이 64%(+14%pt QoQ)로 급등한 덕분이다. 영업이익률은 24%(vs. 1Q24 4.8%)로 2022년 이후 처음으로 20%대를 회복했다.

모바일 경기 불확실성을 고려 시 하반기 실적 개선은 제한적일 듯

3Q24 매출액과 영업이익은 각각 740억원, 178억원으로 전분기와 비슷할 전망이다. 다만 원재료 가격 변화에 따라 마진이 약간 변동성이 있을 수 있겠다. 한편 2Q24에 동사 실적이 크게 개선된 것은 북미 스마트폰업체 공급망의 재고조정이 1Q24에 종료된 후 2Q24부터 중국 부품업체들의 restocking 수요 덕분이다. 그러나 글로벌 고가폰 수요가 불투명하고, 북미 고객사의 점유율 회복여부도 신모델 출시 후의 반응을 확인할 필요가 있어, 하반기 추가 실적 개선여부는 불확실해 보인다.

투자의견 '보유'로 하향조정, 목표주가 33,000원으로 제시

2Q24 실적 호전을 반영하며 동사 주가는 최근 역사적 P/B 밴드의 평균 수준(2.8x)까지 반등하였다. 그러나 최종 수요 불확실성을 고려할 때, 추가 상승은 제한적으로 보인다. 이차전지 수요 부진으로 바니쉬, 절연테이프 신사업도 생각보다 개선이 느린 것 같다. 투자의견을 '보유'로 하향조정하고, 목표주가를 33,000원으로 낮춘다

Fig. 1: PI첨단소재 별도재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	276	218	265	295	331
영업이익	52	-4	52	67	78
세전이익	54	-7	49	65	76
순이익[지배]	46	-2	49	55	63
EPS(원)	1,557	-61	1,675	1,869	2,157
증감률(%)	-28.6	적자전환	흑자전환	11.6	15.4
PER(배)	18.6	-	17.5	15.7	13.6
PBR	2.5	2.8	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	12.0	39.3	10.9	8.6	7.5
ROE(%)	13.7	-0.5	14.5	14.0	14.4
배당수익률	2.7	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: PI첨단소재, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 별도





RFHIC

2Q 부진, 하지만 전 부문 개선 추세라 기대해도 될 듯

[출처] 하나증권 김홍식 애널리스트

매수/목표가 4만원 유지, 개별 실적/업황 기대감 최악인 현재가 매수 시점

RFHIC에 대한 투자의견 매수/12개월 목표주가 4만원을 유지한다. 추천 사유는 1) 2분기 실적이 부진했지만 2023년 말 이후 최근 실적 흐름을 종합해보면 당초 예상과 큰 차이없이 진행되고 있고, 2) 통신부문의 주력 매출처인 삼성전자향 매출액이 미국 시장을 중심으로 점차 증가하는 모습을 보일 전망이며, 3) 방산 자회사인 RF시스템즈가 스펙 상장 예정인데 예상보다 높은 시장 가격이 형성될 경우 RFHIC 주가 상승 기대감이 높아질 수 있고, 4) 2024년 말~2025년 초 국내외 주파수 경매가 2025~2026년 통신장비 매출 기대감을 키워줄 수 있을 것으로 판단되기 때문이다. 2024년 중 분기 실적이 가장 좋지 않고 주파수 로드맵 발표 지연으로 투자 심리가 위축되어 있는 2분기 어닝 시즌인 현 시점이 RFHIC를 싸게 매수할 수 있는 기회가 될 것이므로 투자 전략상 장/단기 매수로 임할 것을 권한다.

2Q 연결 영업이익 -2억원 기록, 삼성전자/방산 호조로 연간 100억원 달성 예상

RFHIC는 2024년 2분기에 연결 매출액 261억원(+7% YoY, +2% QoQ), 영업이익 -2억원(적축 YoY, 적전 QoQ)을 기록하였다. 사실상 매출액 및 영업이익이 1분기와 비슷한 수준을 기록하였으며 큰 변화는 없었는데 통신부문의 유의미한 매출 증가가 없는 가운데 계절적 영향으로 방산 부문 매출도 저조한 양상을 나타냈기 때문이었다. 하지만 하반기, 특히 4분기엔 괄목할만한 실적 호전을 나타내면서 RFHIC는 2024년 연간 연결 영업이익 100억원 달성이 예상된다. 미국을 중심으로 삼성전자 매출이 살아나는 가운데 지난해 효자 역할을 수행했던 방산 부문이 올해도 안정적 매출 성장을 지속할 전망이기 때문이다.

통신장비 이벤트가 중요, 주파수 경매/트럼프 재선 이슈 감안 시 주가 오를 것

최근 국내 통신장비 업체들은 총체적인 주가 부진의 늪에 빠져있다. 일부 실적이 양호한 업체들 역시 주가 차별화를 나타내지 못하는 양상이라 안타깝다. 하지만 2024년 하반기엔 서서히 대형 이벤트들이 발

생하면서 이슈 물이를 할 수 있을 것으로 보여 기대를 갖게 한다. 2024년 8월 국내 디지털 스펙트럼 플랜 발표 및 향후 주파수 경매 세부 일정 공개, 2024년 11월 미국 대선 및 연말 주파수 경매 돌입 등이 대표적이다. 물론 여전히 통신사들의 신규 주파수 투자 의지는 미약하며 특별한 움직임도 없다. 하지만 통신사들의 실적 악화, ICT 기금 고갈 사태를 타파할 유일한 해결책은 신규 주파수 경매 및 투자이다. 미국 대선 이후 글로벌 4차 산업 패권 경쟁은 중국의 5G Advanced 상용화를 계기로 심해질 수 밖에 없으며 특히 트럼프 후보가 재선에 성공한다면 네트워크 투자 기대감이 높아질 전망이다. 제반 이슈로 볼 때 RFHIC를 매수할 시점이다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	108.0	111.4	117.8	185.3
영업이익	0.8	0.3	10.2	42.1
세전이익	4.0	7.4	41.2	44.5
순이익	2.8	17.4	34.0	37.1
EPS	104	652	1,283	1,403
증감율	(56.12)	526.92	96.78	9.35
PER	215.87	27.68	10.28	9.40
PBR	2.04	1.58	1.04	0.95
EV/EBITDA	67.04	52.08	12.65	4.09
ROE	1.01	6.24	11.19	11.02
BPS	10,979	11,423	12,636	13,941
DPS	100	100	100	100





HDC현대산업개발

이것이 바로 전화위복

[출처] 유안타증권 장윤석 애널리스트

2Q24 영업이익, 컨센서스(511억원) 부합

2Q24 매출액 1조 872억원(YoY +16%), 영업이익 538억원(YoY +839%, OPM 5.0%)으로 영업이익은 컨센서스에 부합. 이익률이 높은 자체사업 매출액이 YoY -14% 감소했음에도 불구하고 둔촌주공 등 수익성이 상대적으로 높은 대형 사업장 매출 비중 증가로 외주주택 부분의 원가율이 88.0%(QoQ -2.9%p)로 축소되면서 전사 이익 개선. 정산이익 등 일회성 호조 없이 80%대 주택사업 원가율에 진입한 기업이라는 점에 주목해야할 것

전화위복

광주에서 두 차례 발생한 사고 여파로 '21년, '22년 주택 분양 실적이 각각 약 9,600세대, 4,300세대('11~'20년 연평균 1.2만세대)로 급감해 외형 성장 여력이 축소된 것이 공사비 인플레이션에서 수익성 방어기재로 작용하는 상황. 원가율을 비롯해 수주실적 또한 7월 누계 2.3조원(vs '23년 2.7조원)을 기록하며 전년 대비 큰 폭의 회복이 기대되는 가운데 '24년 11월 총사업비 4.5조원, 추정 GPM 20% 이상인 H1 프로젝트의 착공은 중장기 실적 차별화 근거로 작용할 전망

목표주가 29,500원으로 +18% 상향

이익 추정치 및 적정 PBR 조정에 따라 목표주가를 29,500원으로 +18% 상향. 목표주가는 12MF EPS에 과거 Forward PER 고점인 8배 적용. 동사 주가는 금리인하에 따른 부동산 시장 회복 가능성 등 건설업종センチ먼트 개선에 따라 최근 1개월 간(7/29 기준) +25% 급등했으나 밸류에이션은 여전히 12MF PER 5.4배로 '18년 인적분할 이후 지속되고 있는 PER 4-6배 밴드에 머물러 있는 상황. 실적 회복과 H1 프로젝트를 위시한 자체사업 본격화에 따른 이익 성장 기대감을 반영하면 프리미엄이 정당화될 수 있다고 판단

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,087	16.4	13.8	1,047	3.8
영업이익	54	839.0	29.4	53	1.7
세전계속사업이익	63	165.0	39.6	62	2.6
지배순이익	47	213.0	55.5	45	5.5
영업이익률 (%)	5.0	+4.4 %pt	+0.6 %pt	5.1	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	4.4	+2.8 %pt	+1.2 %pt	4.3	+0.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	3,298	4,191	4,339	4,666
영업이익	116	195	242	355
지배순이익	50	173	203	297
PER	17.4	4.4	7.4	5.1
PBR	0.3	0.2	0.5	0.4
EV/EBITDA	9.1	7.6	10.3	8.2
ROE	1.7	5.9	6.6	9.0

자료: 유안타증권



네오위즈

중장기 밸류 내재

[출처] 키움증권 김진구 애널리스트

동사 목표주가 3.0만원으로 하향

동사의 목표주가를 기존 3.7만원에서 3.0만원으로 하향하나, 투자 의견 BUY는 유지한다. 신규 목표주가는 24E 및 25E 지배주주순이익 평균치에 목표 PER 25배 및 보정 할인율 5%를 적용한 결과이다. 콘솔에 특화된 내재가치를 높게 평가하지만 내년 신작에 대한 기대치 부족으로 어닝에 대한 감익 여지가 상존하는 상황을 고려해 올해와 내년 이익을 동시 반영했으며, P의 거짓 이후 콘솔 기반 멀티 IP 확보에 시간이 걸릴 상황을 추가해 타겟 PER을 기존 30배에서 25배로 조정 적용하였다.

주요 신작에 대한 변수 점검 결과

P의 거짓은 2Q27E까지 본판 누적 판매고 200만장을 가정했고, DLC 출시는 4Q24E 기준 판매고 45만장과 블렌디드 단가 20불을 가정하여 추정치를 적용했으며, DLC 누적 판매는 50만장을 반영했다. 현지점에서 P의 거짓의 차기작 출시는 3Q27E를 가정하고 있으며, 추가로 사측이 서바이벌 액션 어드벤처 및 시뮬레이션 장르에 특화된 콘솔 기반 차기작을 준비 중이나 동 게임별 게임성 및 출시시기를 현지점에서 특정할 수 없는 바, 내년은 콘솔 기반 실적 기여가 올해 대비 낮아질 수 있는 상황일 것이다. 25E 신작에 대한 당사 추정은 킹덤 차기작에 대해 초기 분기 3Q25E 및 25E 기준 일평균 매출을 각각 8천만원과 3천만원 수준으로 반영했으며, 그외 신작에 대해서는 추정에 반영하지 않았다. 이에 결론적으로 25E 어닝에 대한 전년비 감익 여지가 존재할 수 있음을 재차부연한다.

콘솔에 특화된 내재가치 고려 필요

동사는 P의 거짓을 포함한 콘솔에 특화된 개발진을 중심으로 무형 내재가치를 보유하고 있으며, 이는 향후 P의 거짓 차기작과 다수 장르에 특화된 콘솔 기반 게임 출시를 통해 멀티 IP를 구축해 중장기 이익의 성장과 안정성을 높여나갈 여지가 존재한다 할 수 있다. P의 거짓 차기작은 본판의 높은 유저 만족도와 게임성을 근간으로 해당 장르를 선호하는 유저층을 좀더 넓은 커버리지로 흡수할 것으로 기대하며, 관련한 출시는 3Q27E를 가정하여 누적 판매와 블렌디드프라이스를 본판 대비 각각 50%, 25% 증가한 수준을 기대하고 있으며, 추후 스토리 방향성과 게임성 등을 점검할 수 있는 시기에 관련 추정치 변수에 대한 보정 작업을 진행할 예정이다

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	294.6	365.6	360.9	343.8
영업이익	19.6	31.6	20.8	-5.2
EBITDA	38.4	50.4	41.1	15.8
세전이익	19.5	43.8	31.5	8.5
순이익	13.2	46.4	24.3	6.7
지배주주지분순이익	13.1	48.7	37.6	18.4
EPS(원)	593	2,209	1,704	836
증감률(% YoY)	-77.0	272.5	-22.9	-50.9
PER(배)	62.3	12.1	12.0	24.5
PBR(배)	1.81	1.20	0.87	0.86
EV/EBITDA(배)	16.5	8.1	6.5	17.6
영업이익률(%)	6.7	8.6	5.8	-1.5
ROE(%)	2.9	10.4	7.5	3.5
순차입금비율(%)	-41.7	-41.3	-38.8	-34.5



