

2024.09.19.(목) 증권사리포트

삼성전자

중국과 모바일 의존도 높은게 부담

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

3Q24 예상 영업이익 13.3조원에서 10.3조원으로 하향 수정

3Q24 매출액과 영업이익을 이전의 82.4조원, 13.3조원에서 81.3조원, 10.3조원으로 각각 1%, 23% 하향 수정한다. 연초에 설정하지 않은 DS 부문 상여충당금이 3Q24에 일회성으로 반영(1.5~2조원 사이)될 전망이다. 또한 그동안 재고부담이 높았던 모바일 고객사들이 하반기 본격 재고조정에 나서면서, 동사 메모리와 파운드리 매출액이 이전 예상치보다 낮아질 전망이다. 서버 가격 상승 덕분에 DRAM 가격은 11%QoQ 상승하나 출하는 1%QoQ 상승에 그칠것으로, NAND도 ASP는 2%QoQ 더 상승했으나 출하는 flat할 것으로 추정된다. 그리고 모바일 수요 악화로 파운드리 적자는 더 확대될 전망이다.

이번 Down-cycle에서 취약한 반도체 사업 구조 보유

동사 사업 구조는 수요 측면에서 모바일, 그리고 고객 측면에서는 중국 의존도가 높은 형태를 갖고 있다. 스마트폰 OEM들이 연말까지 강한 재고조정을 목표로 하고 있기 때문에, 동사 DS 매출은 하반기 예상보다 부진할 전망이다. 또한 11월에 북미 고객으로부터 HBM3E 8단 인증을 받더라도, 고객사가 12단 위주로 신제품을 운영하기 때문에 실제 수요처는 한정되어 있다. 그리고 조만간 미국의 HBM 중국 수출 제한 조치가 시행될 경우, 중국 고객 의존도가 높은 동사에게는 불리할 전망이다.

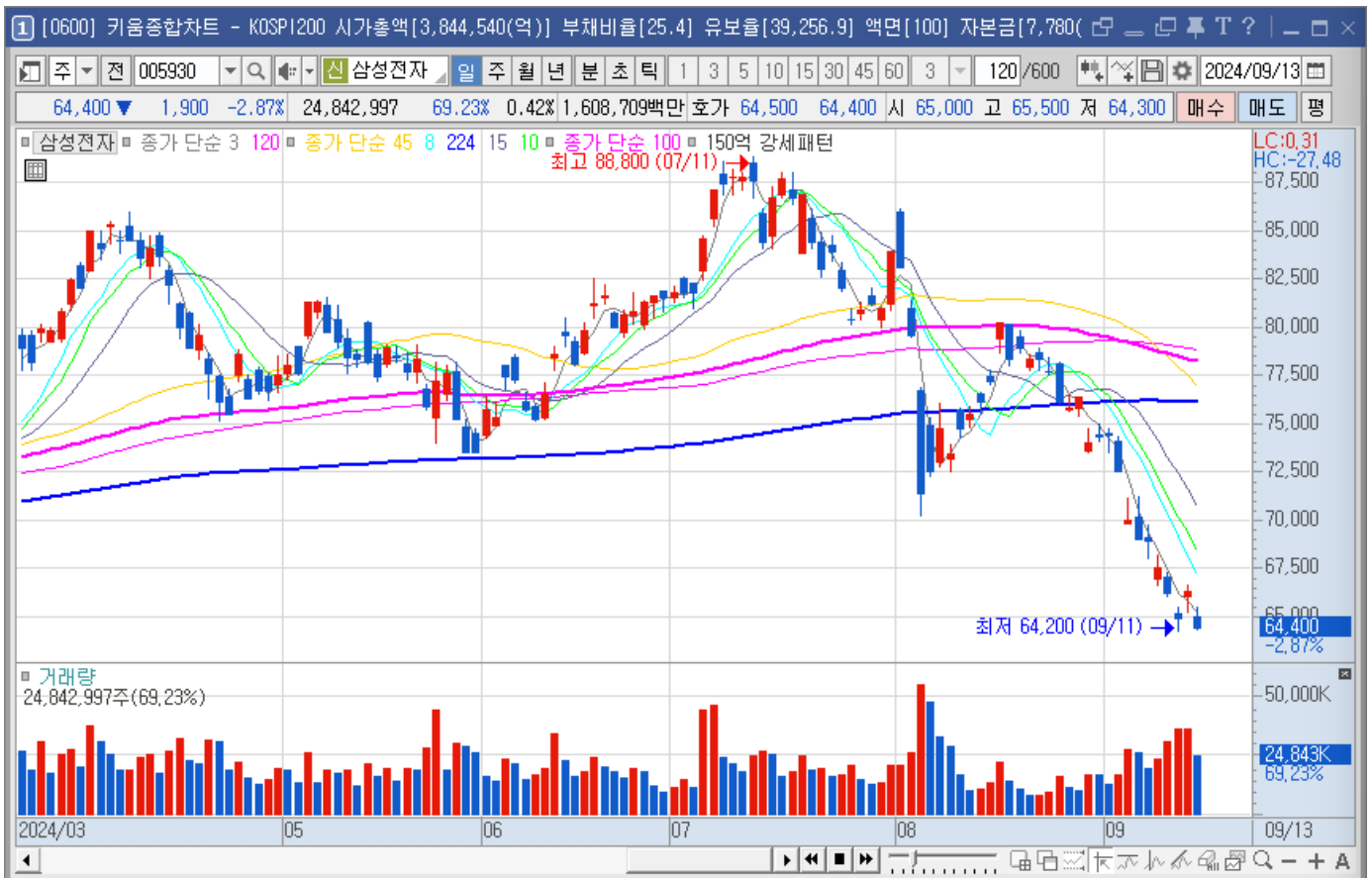
목표주가 81,000원으로 하향조정, 투자의견 '매수' 유지

고금리 장기화로 글로벌 소비 경기 부진의 지속됨과, AI 서버 인프라 투자 Cycle에서 제품 경쟁력이 뒤처지며 제대로 수혜를 받지 못한 점이 아쉽다. 수요 둔화를 반영하여 목표주가는 81,000원으로 하향조정 (평균 P/B 1.4x 적용)하나, 현재 주가는 역사적 바닥 수준에서 저평가 되어 있어 투자의견 '매수'를 유지한다

Fig. 1: 삼성전자 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	302,231	258,935	308,019	326,433	332,961
영업이익	43,377	6,567	39,591	46,517	36,719
세전이익	46,440	11,006	44,230	54,015	44,339
순이익[지배]	54,730	14,473	37,202	45,432	37,293
EPS(원)	8,057	2,131	5,477	6,688	5,490
증감률(%)	39.5	-73.6	157.0	22.1	-17.9
PER(배)	6.9	36.8	12.1	9.9	12.1
PBR	1.1	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	3.4	10.0	4.4	3.7	3.8
ROE(%)	17.1	4.1	10.1	11.3	8.4
배당수익률	2.6	1.8	2.2	2.2	2.2

자료: 삼성전자, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결



현대차

GM과 친구가 되었어요

[출처] [하나증권 송선재 애널리스트](#)

현대차-GM이 자동차 개발/생산과 공급망, 미래 기술 등에서 협업을 추진

현대차와 GM이 승용차/상용차 공동 개발 및 생산과 관련된 포괄적 협업을 추진한다는 MOU를 체결했다. 핵심 전략 분야로는 1) 신차 및 엔진 공동 개발/생산, 2) 전기/수소 등 미래 클린 에너지 기술, 3) 배터리 원재료, 철강, 기타 원재료 등 공급망 관리 등이다. 양사는 규모의 경제 및 강점들을 활용해 생산비를 낮추고, 다양한 신차 및 기술들을 고객들에게 빠르게 제공하는 방법들을 강구할 계획이다. 구체적인 협력 방법들은 추가 협의를 통해 발전될 것이고, 현대차의 관계사인 기아도 협업 구도에 참여할 가능성이 있다.

개발비/생산비 절감 및 상호 보완적인 협업 기대

현대차와 GM은 상호 보완될 수 있는 부분이 많다. 2023년 기준 현대차 그룹과 GM의 판매는 각각 730만대(현대차만은 422만대)/619만대인데, 주력 시장이 현대차 그룹은 한국/미국/유럽/인도 등이고, GM은 미국/중국/남미 등이다. 주력 차종도 현대차 그룹은 중 소형 세단/SUV인데 비해 GM은 중대형 SUV/픽업 등에 강점이 있다. 현대차는 GM의 미국/중국 내 시장 지위로부터 도움을 받을 수 있고, GM의 글로벌 공장을 활용할 수도 있으며, 현대차의 HEV/EV/FCEV 기술/플랫폼/부품 등을 공급하면서 매출을 발생시킬 수도 있다. 신차 개발/생산에 필요한 각종 비용을 분담하면서 자본 효율성을 높이고, 주요 원재료들의 공동 구매와 규모의 경제 효과 등으로 원가 경쟁력을 제고할 수도 있다. 이는 특히, 생산 단가의 하락이 절실히 요구되는 EV 분야에게 효과를 발휘할 것이다. 자율주행/UAM 등 투자비가 많이 소요되는 분야에서의 제휴도 기대된다.

주가에 긍정적인 영향을 전망

현대차와 GM의 협업은 이제 막 MOU를 체결한 초기 단계로 큰 분야에서 기본적인 방향성만 제시한 것이고, 향후 구체적인 협력 방법들이 나올 것인바 지금 세부적인 기대 효과를 예단하기는 쉽지 않다. 하지만, 글로벌 전기차 시장의 성장세가 둔화된 가운데, 중국 전기차들과의 가격 경쟁이 격화 중이고, 테슬라/화웨이/알파벳 등 자율주행 전기차 업체들의 밸류체인 침투도 가속되고 있는 상황에서 양사의 제휴는 합리적이고 상호 이득이 되는 방향으로 진행될 것을 기대할 수 있다. 중장기 Valuation을 상향시키는 방식으로 주가에 긍정적인 영향을 줄 것으로 전망하는 바 현대차에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 33.0만원을 유지한다.

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2022	2023	2024F	2025F	
매출액	142,151.5	162,663.6	172,426.7	182,989.8	
영업이익	9,824.9	15,126.9	15,594.1	16,556.6	
세전이익	11,181.5	17,618.7	18,901.9	20,106.9	
순이익	7,364.4	11,961.7	13,449.2	14,208.6	
EPS	26,592	43,589	49,432	52,348	
증감율	49.01	63.92	13.40	5.90	
PER	5.68	4.67	4.69	4.43	
PBR	0.50	0.60	0.61	0.55	
EV/EBITDA	8.51	7.78	8.33	7.59	
ROE	9.36	13.68	13.82	13.20	
BPS	303,544	341,739	380,776	421,092	
DPS	7,000	11,400	12,400	13,100	



LS마린솔루션

SI발 전력수요 급증 속 해저케이블 성장세 주목

[출처] 키움증권 김소원 애널리스트

해저에서 육상까지, 케이블 시공 전문 업체

동사는 해저케이블 시공 및 유지보수 사업을 영위하고 있다. 1997년 요코하마존 통신케이블 유지보수 사업을 시작으로, 현재까지 25년 이상의 해저케이블 시공 및 유지보수 경력을 가지고 있다. 해저케이블 사업에 필수적인 선박 3척 및 관련 장비도 함께 보유 중이다. 특히 풍부한 해저케이블 사업 경험과 국내에서 유일하게 매설 전용 선박과 매설 장비를 보유 중인 점에서 경쟁 우위를 갖는다고 판단된다. 해저케이블 시공 및 유지보수 사업 특성상 선박 추가 도입이 향후 실적 성장과 기업 가치 상승에 영향을 미칠 것으로 전망된다.

LS전선 및 LS빌드윈과의 시너지를 통한 수주 모멘텀 지속

LS전선의 최대주주 등극 및 LS빌드윈 지분 인수를 통한 시너지를 기반으로 동사의 중장기 성장 동력이 강화될 것으로 판단된다.

LS전선과의 협력을 통해 케이블 공급에서 시공, 유지보수에 이르는 턴키 솔루션을 공급하며 전력케이블 향 사업 기회가 확대될 전망이다. 동사는 이미 전남 해상풍력 1단지(96MW, 580억원), 제주-완도 HVDC 매설 공사(202억원) 등 해저전력케이블 시공 프로젝트를 수주한 경험이 있다. 관련 레퍼런스 기반으로 향후 해저전력케이블 프로젝트 수주는 지속 확대될 것으로 전망한다. 실제로 안마 해상풍력(532MW), 신안 우이 해상풍력(390MW) 등 국내 주요 해상풍력 프로젝트에서 LS전선과 동사가 우선협상대상자로 선정된 바 있다.

더불어 육상케이블 시공 업체인 LS빌드윈을 자회사로 편입함으로써, 운영 통합에 따른 원가 절감, 공정 간 협업 확대에 따른 시공 기간 단축 등이 수주경쟁력 제고로 이어질 전망이다.

2024년 매출액 1,150억원(+62% YoY), 영업이익 112억원(-15% YoY)을 전망한다. 전남 해상풍력, 제주-완도 HVDC 등 대형 건설 공사 프로젝트들이 매출 성장을 견인할 전망이다. 반면, 선박운용비 등의 비용 상승으로 영업이익은 감소할 전망이다. 2025년 매출액 1,474억원(+28% YoY), 영업이익 82억원(-27% YoY)을 예상한다. LS빌드윈의 자회사 편입 효과가 반영될 전망이나 전남해상풍력 시공 매출이 2024년에 모두 반영되며 전력케이블 시공 실적은 감소 할 것으로 전망된다. 그러나 올해 말부터 내년까지 이어질 안마 해상풍력 및 신안 우이 해상풍력 프로젝트 수주를 기반으로 실적은 2026년부터 큰 폭으로 상승할 전망이다. 향후 동사의 주가는 대형 프로젝트 수주 모멘텀이 견인할 것으로 예상된다.

투자지표

(억원)	2021	2022	2023	2024F
매출액	299	428	708	1,150
영업이익	-51	-66	131	112
EBITDA	35	42	195	249
세전이익	-41	-152	145	181
순이익	-32	-121	116	145
지배주주지분순이익	-32	-121	116	145
EPS(원)	-145	-545	448	511
증감률(% YoY)	적전	적지	흑전	14.1
PER(배)	-37.2	-9.1	24.4	32.8
PBR(배)	1.19	1.14	2.31	2.94
EV/EBITDA(배)	17.9	13.2	12.8	14.0
영업이익률(%)	-17.1	-15.4	18.5	9.7
ROE(%)	-3.1	-11.4	9.9	8.8
순차입금비율(%)	-56.7	-64.6	-27.7	-63.3

자료: 키움증권 리서치센터



풀어비스

게임성에 대한 종합 판단

[출처] 키움증권 김진구 애널리스트

동사 목표주가 5.7만원 유지

동사 목표주가를 5.7만원으로 유지하고 업종 Top pick 관점을 유지한다. 목표주가는 붉은사막이 반영될 25E 지배주주지분 1,611억원에 목표 PER 25배와 연간 할인율 10%를 적용한 결과다.

붉은사막 인게임 플레이 분석

동사는 IGN 독점으로 붉은사막에 대한 52분 분량의 추가 플레이 영상을 공개하였다. 동 영상에서 스토리, 내러티브 및 다양한 퀘스트 위주 플레이 과정이 연속적으로 구현되었으며, 해당 플레이는 게임 진입 이후 경험할 수 있는 초반플레이 구간으로 확인되며, 해당 게임이 포커스하는 액션 기반의 필드 전투 및 다이내믹하고 입체적 전투는 순차적으로 이어질 것으로 관측된다. 종합적으로 드넓은 오픈월드를 탐험하는 구간과 스토리 기반 다양한 퀘스트 및 역동적인 필드 전투 및 수십종에 달하는 보스 전투 등 오픈월드 액션 어드벤처 게임에서 향유할 수 있는 대다수 콘텐츠가 안정적으로 구현된 것으로 이해할 수 있다.

여기에 약 1시간의 연속적 플레이 공개 및 게임스کم을 통한 시연 프로세스가 트위치콘과 지스타 등을 통해 연속적으로 이루어질 것이라는 측면에서 마케팅프로세스도 탄력적으로 진행 중인 것을 확인할 수 있으며, 이를 통해 개발은 얼추 마무리되는 과정이라는 점과 조만간 개략적인 출시 타임라인을 공개하고 내년 사전예약과 함께 최종 출시를 결정해 대중에게 오픈할 것으로 기대한다. 이에 당사는 현재 출시 초기 분기 기준 3Q25E 패키지 판매 375만장과 이후 4년간 누적 판매고 750만장 추정치에 대한 판단에 있어서 해당 추정치에 대한 안정감을 확보했다고 최종 결론을 내리며, 이에 대한 추정치를 당분간 유지할 것임을 밝힌다. 또한 동사가 이후 진행할 다양한 마케팅 활동과 연말 TGA 등 특정 이벤트 추가 참가 등 변수를 통해 대중적 유저에 대한 관심도를 더 늘릴 수 있다면 추정치에 대한 업사이드는 여전히 열려 있음을 밝히는 바이다.

투자 판단에 있어 참고할 사항

개발과정에 대한 완결 및 출시 관련 불확실성이 완화된 현재 기준으로 동사의 주가는 저평가 구간으로 판단하며 자체 엔진을 통한 게임의 독창성과 완결성 및 콘솔 세그먼트에서 무게감있는 집중도 등을 종합적으로 고려할 때 현시점은 동사에 대한 투자 비중을 늘릴 필요가 있을 것으로 총평한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	385.7	333.5	345.7	614.9
영업이익	16.4	-16.4	-15.6	152.5
EBITDA	42.1	9.7	8.7	177.4
세전이익	-55.8	22.1	44.4	209.5
순이익	-43.0	15.2	35.1	161.1
지배주주지분순이익	-43.0	15.2	35.1	161.1
EPS(원)	-662	237	546	2,508
증감률(% YoY)	적전	흑전	130.7	359.2
PER(배)	-63.4	163.7	63.9	13.9
PBR(배)	3.85	3.43	2.94	2.42
EV/EBITDA(배)	60.2	229.1	222.5	10.2
영업이익률(%)	4.3	-4.9	-4.5	24.8
ROE(%)	-6.1	2.1	4.7	19.1
순차입금비율(%)	-23.1	-37.0	-40.6	-47.2





헥토이노베이션

우상향 실적 지속

[출처] 유안타증권 권명준 애널리스트

본업: 서비스 추가를 통한 ASP 상승

별도기준 주력사업인 IT정보서비스(휴대폰번호 기반 개인정보 인증/보호 서비스)의 매출성장세가 이어지고 있다. 휴대폰번호보호, 간편로그인 서비스 위주에서 2020년 이후 마이데이터 기반 정보서비스 기능 추가를 통해 ASP가 우상향하고 있다. 올해 상반기 쇼핑정보 서비스를 런칭했으며, 하반기에도 신규 서비스 런칭이 계획되어 있다.

전금법으로 주목받는 자회사 헥토파이낸셜

상장 자회사 헥토파이낸셜(37.9%)는 9월 15일 전금법(전자금융거래법) 시행으로 많은 관심을 받고 있다. 전금법으로 인해 선불업자 등록 의무 기준이 강화되며, 선불충전금 보호 및 정보 관리가 강화된다. F&B 프랜차이즈 등 E쿠폰을 발행하는 기업들은 선불업 라이선스를 확보하거나, 라이선스 보유기업에게 대행 서비스를 위탁해야 한다. 헥토파이낸셜은 라인선스를 보유하고 있으며, 선불 충전을 위한 모든 결제수단을 보유하고 있다.

중국으로의 한걸음 헥토헤스케어

지난 7월 중국 1위 제약회사(시노팜)의 계열사인 국약약재와 중국 총판 계약을 체결했다. 5년간 최소 1,550억원 계약이다. 티몰, 틱톡 등 브랜드 플래그쉽스토어 입점 운영이 예정되어 있으며, 중국 현지 병원으로의 판매처 구축을 진행하고 있다. 올해 4분기부터 납품이 시작된다. 이외에도 오투 부스터를 비롯하여 다양한 신제품 출시를 앞두고 있는 상황이며, 제품 판매를 위한 마케팅을 확대할 계획을 보유하고 있다.

매출 성장은 10%, 밸류에이션은 신사업

배당성향 상향 및 매년 1% 기보유 자사주 소각과 관련된 3개년 주주환원정책을 발표했음에도 불구하고 주가 변화는 부재했다. 꾸준한 실적 성장에도 주가 변화는 부재하다. 본업에서의 매출성장이 제한적이라는 점에서 신규사업에 대한 관심 및 개화시점을 주목해야 한다고 판단된다. 다가오는 4분기는 스미싱 앱이 출시될 예정이며, 헬스케어의 초도 매출이 시작되는 시점이다. 4분기가 주목받을 수 있는 이유이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	1,709	2,210	2,630	2,885
영업이익	282	375	356	373
지배순이익	203	211	295	226
PER	9.0	11.6	7.0	7.8
PBR	1.4	1.9	1.4	1.0
EV/EBITDA	3.0	2.7	2.6	1.0
ROE	15.9	15.9	21.3	14.6

자료: 유안타증권





아이쓰리시스템

보면 볼수록 매력적

[출처] NH투자증권 백준기 애널리스트

비냉각형 센서 사업 대규모 확대 예상

동사는 이미 냉각형 센서 관련으로는 글로벌 Top Tier 수준의 기술력 확보. 최근 고객사 수주에 대응하기 위해 비냉각형 센서 관련 대규모 시설 투자도 단행. 해당 증설로 2026년에는 500억원 수준의 비냉각형 매출액 기대 가능

중요한 포인트는 수율. 비냉각형 사업은 아직까지 동사의 수익성에 기여하지 못하고 있는 상황인데 이는 비냉각형 센서의 수율 개선이 극도로 어렵기 때문. 이번 증설 시 신규 장비에 투자해 클린룸 스펙을 개선 (Federal Standard 209E 기준 Class 100으로 ISO 3 등급 수준)한 바 비냉각형 센서 수율 개선 가능할 것으로 예상되며 2026년 흑자 전환 기대

현재 비냉각형 센서 시장에서는 12~17마이크로피치 제품이 주로 판매되나, 동사는 8마이크로피치 제품 개발하며 글로벌 경쟁력 확보. 비냉각형은 드론, 자율주행차로 적용처 확장 가능. 특히 다양한 조명에 반응해 주야간 모두 사용할 수 있다는 장점 보유. 긴급제동장치(AEB)에 탑재될 경우 업사이드 여력 확대 전망

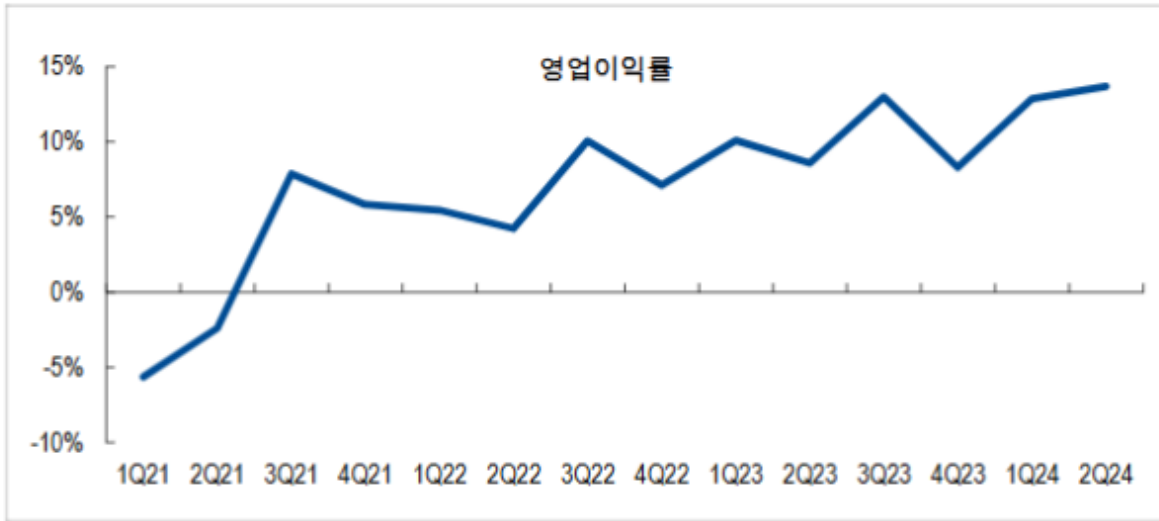
이익률 높은 모듈 제품 판매 늘어나면서 예상 대비 높은 이익률 시현

2024년 매출액 1,247억원(+2.6% y-y), 영업이익 145억원(+18.7% y-y) 예상. 수출이 전체 매출의 절반을 차지. 특히 수출 내 검출기 단품 대비 이익률 높은 모듈 비중이 상승하면서 믹스 개선 효과 발생

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	121.5	124.7	137.6	201.3
증감률	45.0	2.6	10.4	46.3
영업이익	12.2	14.5	16.5	20.5
증감률	114.6	18.7	14.0	24.4
영업이익률	10.0	11.6	12.0	10.2
(지배지분)순이익	12.6	14.6	16.5	20.2
EPS	1,768	2,048	2,327	2,836
증감률	103.2	15.9	13.6	21.9
PER	18.0	16.0	14.1	11.5
PBR	2.5	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	12.3	10.2	8.2	6.5
ROE	14.9	15.2	15.2	16.1
부채비율	46.1	42.4	39.0	35.3
순차입금	-16.2	-24.9	-26.0	-41.0

단위: 십억원, %, 원, 배

이익률 높은 모듈 매출 확대로 믹스 개선 + 비냉각형 센서 수출 개선 진행 중



자료: 아이쓰리시스템, NH투자증권 리서치본부





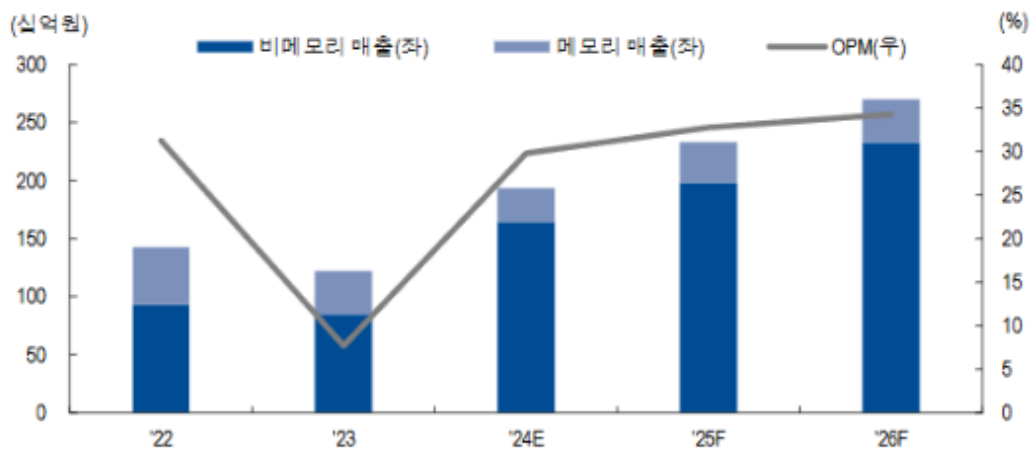
ISC
 실적 성장은 순항중
 [출처] NH투자증권 문소영 애널리스트
 부정적 투자 환경을 반영해 목표주가 하향
 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 68,000으로 24% 하향. 주요 고객사의 영업 환경 불확실성, 글로벌 후공정 부품 기업들의 전반적인 밸류에이션 하락을 고려하여 2025년 Target PER Multiple을 21배로 하향 조정
 주요 고객사 관련 부정적인 뉴스가 나오고 있으나, 동사 실적에 미치는 영향은 내년 상반기까지 제한적일 전망. 1)고객사들의 서버용 가속기 출하가 q-q 증가중인 점, 2)동사가 북미 CSP의 ASIC 테스트 소켓을 쉐 테스트 중인 점을 고려하면 동사의 AI 반도체 성장 스토리는 여전히 유효. 특히, ASIC 제품의 쉐 테스트가 성공적으로 마무리된다면, ASIC 채용이 확대되는 2025년 동사 실적에 추가적인 모멘텀이 될 것으로 기대. 동사는 G사 ASIC향으로 높은 점유율을 유지하고 있으며, 올해는 ASIC용 테스트 소켓(WIDER-Coax)도 출시한 상황

3Q24 Preview : 견조한 서버 수요, 모바일 신제품 영향이 더해진다
 3Q24 매출액은 532억원(+61.7% y-y, +7.0% q-q), 영업이익 164억원(+흑전 y-y, +10.1% q-q)으로 전망. GPU 중심의 서버용 공급은 여전히 견조한 상황으로 파악되며, 북미 고객사의 스마트폰용 매출이 온기 인식될 것으로 기대. 메모리용 공급 회복은 지지부진한 상황이지만 4Q24부터는 소폭의 매출 회복을 볼 수 있을 것으로 전망
 주가 회복을 위해서는 반도체 투자 심리 개선과 더불어, 3Q24 컨센서스 수준의 실적을 달성해 성장 스토리에 대한 신뢰를 회복하는 것이 중요

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	140	193	233	270
증감률	-21.6	37.9	20.5	15.8
영업이익	11	58	76	92
증감률	-80.8	436.9	32.3	21.2
영업이익률	7.7	29.8	32.7	34.3
(지배지분)순이익	13	60	68	80
EPS	720	2,853	3,222	3,782
증감률	-71.5	296.0	13.0	17.4
PER	111.5	17.0	15.1	12.8
PBR	3.6	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	74.5	10.8	8.2	6.5
ROE	3.6	12.2	12.6	13.4
부채비율	14.4	12.6	12.8	13.0
순차입금	-255	-277	-292	-331

단위: 십억원, %, 원, 배

그림2. 비메모리 비중 증가로 전사 마진 증가



자료: ISC, NH투자증권 리서치본부 전망

