Morning Meeting Notes

2023-05-10

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
크래프톤(BUY/280,000) 단단한 실적으로 게임주 군계일학 증명
에스앤에스텍(BUY/79,000) 1Q23 실적 review: 한국 EUV의 자부심
[매크로] 신(新)냉전 체제 등에 따른 한국경제 영향

New Issue
뉴욕증시, 부채한도 협상, CPI 발표 앞두고 하락...나스닥 0.63%↓
뉴욕채권, CPI 발표 앞두고 美 국채금리 소폭 상승
국제유가, 美 행정부 전략 비축유 보충 계획에 상승... WTI 0.75%↑

New Publication
[퀀트/글로벌 ETF] 2023년 하반기 퀀트/글로벌 ETF 전망 - 꿈은 이루어진다(2023-05-04)
[글로벌] 韓中美 - ETF 삼국지 (2023-05-03)
[ESG] ESG 리서치 통합 보고서: 2023 ESG 동향 그리고 기업분석(2023-04-19)
[자산배분] 레버리지 시대 자산배분 전략 (2023-04-13)
[미디어/엔터] 이번에는 K-ANI다 (2023-04-10)

Rating, Target Price Changes

크래프톤	BUY	260,000 원 ▷	BUY	280,000 원	(2023-05-10)
SK이노베이션	BUY	200,000 원 ▷	BUY	225,000 원	(2023-05-08)
CJ ENM	BUY	136,000 원 ▷	BUY	100,000 원	(2023-05-08)
동원F&B	INITIATION	▷	BUY	45,000 원	(2023-05-04)
롯데웰푸드	INITIATION	▷	BUY	140,000 원	(2023-05-04)
대웅제약	BUY	170,000 원 ▷	BUY	180,000 원	(2023-05-04)
카카오게임즈	BUY	58,000 원 ▷	BUY	52,000 원	(2023-05-04)
세아베스틸지주	BUY	22,000 원 ▷	BUY	33,000 원	(2023-05-04)
저스템	BUY	24,000 원 ▷	BUY	36,000 원	(2023-05-03)
한미반도체	BUY	22,000 원 ▷	BUY	32,000 원	(2023-05-03)
하이브	BUY	300,000 원 ▷	BUY	330,000 원	(2023-05-03)
제일기획	BUY	34,000 원 ▷	BUY	26,000 원	(2023-05-02)
LS ELECTRIC	BUY	70,000 원 ▷	BUY	100,000 원	(2023-04-28)
S-Oil	BUY	130,000 원 ▷	BUY	110,000 원	(2023-04-28)

외국인 순매수

순매수	금액(백만)
NAVER	87,715
에코프로비엠	34,042
에코프로	31,915
현대차	28,223
포스코퓨처엠	26,786

국내기관 순매수

순매수	금액(백만)
셀트리온	91,080
SK텔레콤	58,161
KODEX 200선물인버스2X	29,495
삼성전자	27,342
씨에스윈드	23,575

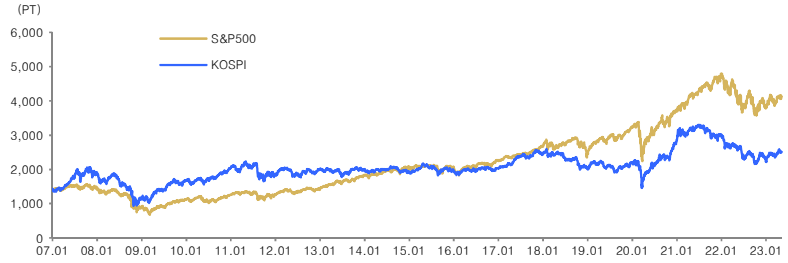
외국인 순매도

순매도	금액(백만)
한국항공우주	-39,347
SK하이닉스	-29,489
삼성전자	-29,263
SK텔레콤	-22,856
바이오니아	-16,847

국내기관 순매도

순매도	금액(백만)
SK하이닉스	-45,178
한화에어로스페이스	-25,871
LG화학	-22,578
에코프로	-20,271
삼성SDI	-20,062

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,510.06	-0.13	-1.48
대형주	2,497.02	-0.09	-1.15
중형주	2,739.55	-0.27	-4.45
소형주	2,345.88	-0.42	+0.75
KOSDAQ	835.85	-0.76	-7.02
투자자별 매매동향 KOSPI	**개인 (억원)**	**외국인 (억원)**	**기관 (억원)**
순매수	-1,774	1,152	636
누적순매수(D-20)	-12,321	21,820	-9,238
거래대금(코스피+코스닥)	**금액**	**D-1**	**D-20**
(평균,단위 :억 원)	184,201	180,965	311,864
업종별 지수	**종가**	**D-1(%)**	**D-20(%)**
건설	78.53	-0.57	+4.33
금융	358.83	+0.01	+3.40
운수장비	2,134.04	+0.71	+4.52
유통	334.27	-0.40	+2.18
음식료	3,819.02	-0.54	+3.76
의약품	13,608.67	+1.49	-0.90
전기전자	25,401.26	-0.65	-3.72
철강금속	5,285.97	+0.61	-4.40
화학	5,611.48	-0.42	-8.98
유틸리티	653.72	+0.65	-13.86
통신	367.08	0.74	+1.37
해외시장 동향	**종가**	**D-1(%)**	**D-20(%)**
S&P500	4,119.17	-0.46	+0.25
NASDAQ	12,179.55	-0.63	+1.23
일본	29,242.82	+1.01	+4.73
중국	3,357.67	-1.10	+1.33
독일	15,955.48	+0.02	+1.92
주요 금리 동향	**종가**	**D-1(bp)**	**D-20(bp)**
국고채 (3년)	3.26	-0.50	+2.50
국고채 (10년)	3.32	+0.80	+6.30
은행채AAA (3년)	3.78	+0.50	+6.80
미국국채 (2년)	4.02	+3.35	+0.40
미국국채 (10년)	3.52	+0.76	+9.24
환율 동향	**종가**	**D-1(%)**	**D-20(%)**
원/달러	1,323.90	+0.19	+0.13
원/백 엔	979.43	+0.16	-0.96
원/위안	191.31	+0.08	-0.36
달러/유로	1.10	-0.35	+0.49
위안/달러	6.92	+0.11	+0.49
엔/달러	135.17	+0.03	+1.10
Dollar Index	101.62	+0.23	-0.52
상품시장 동향	**종가**	**D-1(%)**	**D-20(%)**
WTI (usd/barrel)	73.71	+0.75	-9.59
금 (usd/oz)	2,042.90	+0.48	+1.18
BDI	1,558.00	+0.84	-0.13
천연가스(NYMEX)	2.27	+1.30	+3.71

본 조사지표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Company Note
2023. 05. 10

크래프톤 (259960)

BUY
TP 280,000원

단단한 실적으로 게임주 군계일학 증명

Analyst 김현용
02-3787-2671 hykim@hmsec.com

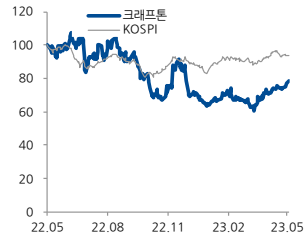
현재주가 (05/09)	201,000원
상승여력	39.3%
시가총액	98,967억원
발행주식수	48,277천주
자본금/액면가	49억원/100원
52주 최고가/최저가	276,500원/156,100원
일평균 거래대금 (60일)	285억원
외국인지분율	30.25%
주요주주	장병규 외 26인 20.67%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	10.6	5.7	4.4
상대주가(%p)	9.6	4.5	-0.4

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	11,478	12,778	260,000
After	12,414	13,846	280,000
Consensus	10,865	11,751	220,909
Cons. 차이	14.2%	17.8%	26.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

사상 최고치 경신한 PC & 인도 부재 방어한 모바일이 이끈 서프라이즈

-동사 1분기 매출액은 5,387억원(YoY +3.0%), 영업이익 2,830억원(YoY -10.1%)으로 전망치 OP 대비 27% 상회한 어닝 서프라이즈를 기록. 매출은 PC가 중국을 중심으로 춘절 스킨판매 프로모션 효과가 극대화되며 1,785억원(YoY +68.2%)으로 사상 최고치를 경신했고, 모바일도 BGMI 부재를 콘텐츠 업데이트 및 신흥국 매출 기여도 향상으로 방어하며 3,482억원(YoY -12.0%)으로 견조. 영업이익은 효율적인 인건비 집행 및 마케팅비 감소가 겹치며 주식보상비용을 제외한 영업비용은 YoY -6% 감소. 그 결과 주식보상비용을 제외한 영업이익은 YoY +12% 증익을 달성

7년차 PUBG의 Record High 행진: 콘텐츠, 콜라보, UGC 등 유저 니즈에 집중

-역대 최고 매출액을 경신한 1분기 실적을 통해 7년차 게임 PUBG는 Free to play 전환후 견조한 유저 리텐션, 인게임 ARPU 및 매출의 동반 상승을 입증. 이는 스킨, 맵 등 지속적으로 콘텐츠가 업데이트되고, 슈퍼카 콜라보, 월드 오브 원더(UGC 게임 플레이 모드) 등 유저 니즈에 맞춘 서비스로 끊임없이 차별화되기 때문. PC 매출 레벨이 격상되었고, BGMI도 하반기 컴백이 예상되고 있어 올해 매출과 영업이익 전망치를 1.98조원(YoY +6.5%), 8,221억원(YoY +9.4%)으로 각각 3%, 8% 상향함

4개 스튜디오 추가 인수로 총 12개 스튜디오에서 24개 파이프라인 개발중

-동사는 1분기 4개 글로벌 게임 스튜디오 추가 인수로 총 12개 스튜디오 체제를 갖추었으며 현재 개발중인 파이프라인은 24개로 파악됨. 2024년 블랙버짓(얼리액세스), 서브노티카 콘솔 신작을 포함하여 최대 4종 전략 게임 출시가 예상되며, 2025년에도 눈물을 마시는 새를 비롯한 복수의 프로젝트 론칭을 기대. 한편, 네이버와 합작한 프로젝트 미갈루(오픈월드 UGC 플랫폼)가 연내 북미 소프트 론칭이 예정되어 있고 Virtual Game Friend 도입을 준비하는 등 자체 AI 기술을 활용한 다수의 프로젝트를 진행 중

목표주가 28만원으로 상향하고, 게임주 탑픽 제시

-동사에 대해 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 28만으로 기존 대비 8% 상향 조정함. 목표주가 상향은 1분기 실적 서프라이즈 및 검증된 PUBG 이익 창출능력을 반영함에 따라 2023~2024년 이익 전망치를 동일폭 상향한 점에 기인

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	18,854	6,506	5,199	7,182	11,442	-16.5	40.2	4.9	27.5	17.9	0.0
2022	18,540	7,516	5,002	8,590	10,194	-10.9	16.5	1.6	6.1	10.3	0.0
2023F	19,754	8,221	6,051	11,537	12,414	21.8	16.2	1.7	5.5	11.2	0.0
2024F	22,401	9,323	6,685	10,169	13,846	11.5	14.5	1.5	5.6	11.0	0.0
2025F	25,403	10,243	7,222	10,621	14,959	8.0	13.4	1.4	4.8	10.7	0.0

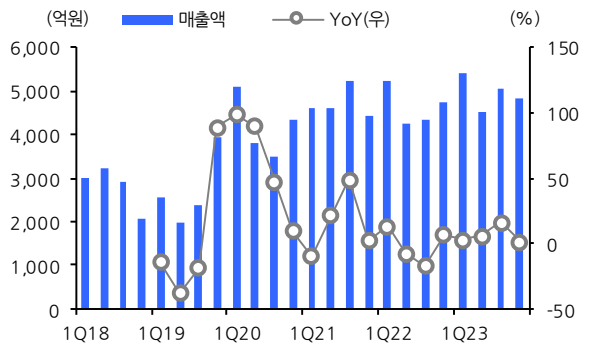
* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 크래프톤 실적 추정 상세 내역 (단위: 억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F
매출액	4,610	4,593	5,219	4,440	5,230	4,236	4,337	4,738	5,387	4,503	5,055	4,809	16,704	18,863	18,540	19,754
영업이익	2,272	1,742	1,953	430	3,150	1,658	1,446	1,262	2,830	1,757	1,981	1,653	7,739	6,396	7,516	8,221
영업이익률(%)	49.3	37.9	37.4	9.7	60.2	39.1	33.3	26.6	52.5	39.0	39.2	34.4	46.3	33.9	40.5	41.6
매출액	4,610	4,593	5,219	4,440	5,230	4,236	4,337	4,738	5,387	4,503	5,055	4,809	16,704	18,863	18,541	19,754
온라인	661	886	1,295	1,144	1,061	886	1,311	1,391	1,785	1,329	1,408	1,496	2,649	3,986	4,649	6,018
모바일	3,788	3,542	3,805	3,037	3,959	3,197	2,824	2,547	3,482	2,841	3,096	2,804	13,414	14,172	12,527	12,223
콘솔	40	42	50	67	150	96	117	677	72	289	393	309	295	199	1,040	1,063
기타	121	123	69	192	60	57	85	123	48	44	158	200	347	505	325	450
매출액	4,610	4,593	5,219	4,440	5,230	4,236	4,337	4,738	5,387	4,503	5,055	4,809	16,704	18,863	18,541	19,754
한국	261	281	489	542	283	251	275	221	354	282	329	380	2,026	1,218	1,030	1,345
아시아	4,029	4,019	4,410	3,220	4,495	3,584	3,564	3,209	3,970	3,395	3,760	3,857	14,177	16,305	14,851	14,982
북미/유럽	234	240	250	300	438	362	461	1,258	924	635	855	490	329	1,077	2,519	2,904
기타	87	53	70	378	15	38	37	50	139	191	111	82	172	262	141	523
YoY(%)	-9.3	21.2	49.2	2.5	13.5	-7.8	-16.9	6.7	3.0	6.3	16.6	1.5	53.6	12.9	-1.7	6.5
온라인	-8.1	23.2	111.7	91.0	60.6	0.0	1.2	21.6	68.2	50.0	7.4	7.5	-41.2	50.5	16.6	29.4
모바일	-10.1	22.4	39.2	-15.0	4.5	-9.7	-25.8	-16.1	-12.0	-11.1	9.6	10.1	145.8	5.7	-11.6	-2.4
콘솔	-64.5	-46.0	53.8	-6.6	273.2	129.3	134.0	910.4	-52.0	201.0	235.9	-54.4	-63.2	-32.5	422.5	2.2
기타	250.4	23.5	-42.7	109.1	-50.3	-53.8	23.2	-36.0	-20.0	-22.8	85.9	62.6	222.9	45.8	-35.7	38.5
YoY(%)	-9.3	21.2	49.2	2.5	13.5	-7.8	-16.9	6.7	3.0	6.3	16.6	1.5	53.6	12.9	-1.7	6.5
한국	8.2	-8.3	65.7	-54.2	8.3	-10.7	-16.6	-35.9	25.3	12.2	19.6	71.6	134.9	-39.9	-15.4	30.5
아시아	-10.8	26.2	49.4	-8.6	11.6	-10.8	-22.1	-12.9	-11.7	-5.3	5.5	20.2	73.9	15.0	-8.9	0.9
북미/유럽	-24.3	-8.5	15.2	-165.3	87.4	50.8	88.5	250.4	111.2	75.3	85.3	-61.0	-79.6	227.8	133.8	15.3
기타	555.1	47.1	102.5	327.8	-82.3	-28.2	-47.4	-4.9	807.3	400.0	202.2	63.0	-30.5	52.2	-46.4	272.1

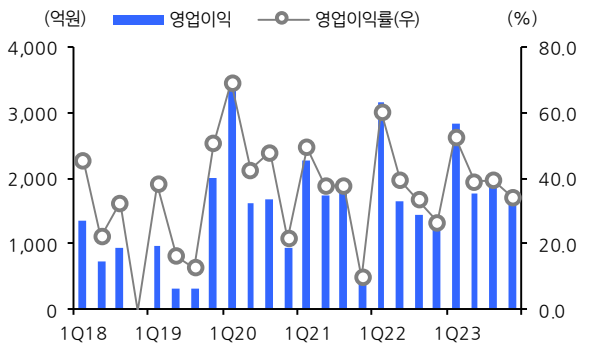
자료 : 크래프톤, 현대차증권

〈그림1〉 크래프톤 영업수익 & YoY 전망



자료 : 크래프톤, 현대차증권

〈그림2〉 크래프톤 영업이익 & OPM 전망



자료 : 크래프톤, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**18,854**	**18,540**	**19,754**	**22,401**	**25,403**
증가율 (%)	12.9	-1.7	6.5	13.4	13.4
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**18,854**	**18,540**	**19,754**	**22,401**	**25,403**
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	12.9	-1.7	6.5	13.4	13.4
판매관리비	**12,347**	**11,024**	**11,533**	**13,078**	**15,159**
판관비율(%)	65.5	59.5	58.4	58.4	59.7
EBITDA	**7,182**	**8,590**	**11,537**	**10,169**	**10,621**
EBITDA 이익률 (%)	38.1	46.3	58.4	45.4	41.8
증가율 (%)	-12.2	19.6	34.3	-11.9	4.4
영업이익	**6,506**	**7,516**	**8,221**	**9,323**	**10,243**
영업이익률 (%)	34.5	40.5	41.6	41.6	40.3
증가율 (%)	-15.9	15.5	9.4	13.4	9.9
영업외손익	**1,115**	**-324**	**-209**	**-487**	**-651**
금융수익	109	337	1,502	1,652	1,901
금융비용	70	76	1,778	1,941	2,203
기타영업외손익	1,076	-585	67	-198	-350
종속/관계기업관련손익	-10	-353	30	45	0
세전계속사업이익	**7,612**	**6,839**	**8,042**	**8,881**	**9,592**
세전계속사업이익률	40.4	36.9	40.7	39.6	37.8
증가율 (%)	14.2	-10.2	17.6	10.4	8.0
법인세비용	2,309	1,687	1,990	2,196	2,370
계속사업이익	5,303	5,152	6,051	6,685	7,222
중단사업이익	-104	-150	0	0	0
당기순이익	**5,199**	**5,002**	**6,051**	**6,685**	**7,222**
당기순이익률 (%)	27.6	27.0	30.6	29.8	28.4
증가율 (%)	-6.5	-3.8	21.0	10.5	8.0
지배주주지분 순이익	5,199	5,002	6,051	6,685	7,222
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	178	373	0	0	0
총포괄이익	5,377	5,374	6,051	6,685	7,222

(단위: 억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**36,537**	**38,926**	**44,894**	**52,249**	**59,649**
현금성자산	30,193	6,747	12,597	18,907	25,123
단기투자자산	410	1,546	1,570	1,780	2,019
매출채권	5,307	5,256	5,337	6,052	6,863
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	627	872	885	1,004	1,138
비유동자산	**20,641**	**21,377**	**21,565**	**21,814**	**22,679**
유형자산	2,437	2,231	1,629	1,193	878
무형자산	9,114	8,605	5,891	5,481	5,418
투자자산	6,210	6,933	10,436	11,531	12,774
기타비유동자산	2,880	3,608	3,608	3,608	3,608
기타금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**57,178**	**60,303**	**66,459**	**74,063**	**82,327**
유동부채	**6,382**	**4,112**	**4,174**	**4,724**	**5,348**
단기차입금	0	70	70	70	70
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	6,382	4,041	4,104	4,654	5,277
비유동부채	**4,714**	**5,063**	**5,105**	**5,474**	**5,893**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4,714	5,063	5,105	5,474	5,893
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**11,096**	**9,175**	**9,279**	**10,198**	**11,241**
지배주주지분	46,081	51,119	57,170	63,855	71,076
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	38,391	14,478	14,478	14,478	14,478
자본조정 등	1,556	1,036	1,036	1,036	1,036
기타포괄이익누계액	507	880	880	880	880
이익잉여금	5,578	34,676	40,727	47,412	54,634
비지배주주지분	**1**	**10**	**10**	**10**	**10**
자본총계	**46,082**	**51,129**	**57,180**	**63,864**	**71,086**

(단위:억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	**7,139**	**5,127**	**9,328**	**7,539**	**7,608**
당기순이익	5,199	5,002	6,051	6,685	7,222
유형자산 상각비	617	756	602	435	315
무형자산 상각비	58	318	2,714	411	62
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-348	-1,344	1	8	9
기타	1,613	395	-40	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-11,997**	**-28,630**	**-3,527**	**-1,306**	**-1,481**
투자자산의 감소(증가)	-4,646	-808	-3,503	-1,095	-1,242
유형자산의 감소	8	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-613	-266	0	0	0
기타	-6,746	-27,557	-24	-210	-239
재무활동으로인한현금흐름	**27,362**	**-561**	**9**	**78**	**88**
차입금의 증가(감소)	218	96	9	78	88
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	28,359	-23,913	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-1,216	23,257	0	0	0
기타현금흐름	**491**	**617**	**40**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**22,995**	**-23,446**	**5,850**	**6,311**	**6,215**
기초현금	7,198	30,193	6,747	12,597	18,907
기말현금	30,193	6,747	12,597	18,907	25,123

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	11,442	10,194	12,414	13,846	14,959
EPS(지배순이익 기준)	11,442	10,194	12,414	13,846	14,959
BPS(자본총계 기준)	94,109	104,171	118,440	132,287	147,246
BPS(지배지분 기준)	94,107	104,151	118,420	132,267	147,226
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	40.2	16.5	16.2	14.5	13.4
P/E(지배순이익 기준)	40.2	16.5	16.2	14.5	13.4
P/B(자본총계 기준)	4.9	1.6	1.7	1.5	1.4
P/B(지배지분 기준)	4.9	1.6	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA(Reported)	27.5	6.1	5.5	5.6	4.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-16.5	-10.9	21.8	11.5	8.0
EPS(지배순이익 기준)	-16.5	-10.9	21.8	11.5	8.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	17.9	10.3	11.2	11.0	10.7
ROE(지배순이익 기준)	17.9	10.3	11.2	11.0	10.7
ROA	14.0	8.5	9.5	9.5	9.2
안정성 (%)					
부채비율	24.1	17.9	16.2	16.0	15.8
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	93.6	99.2	26.2	28.3	29.4

** K-IFRS 연결기준*

Company Note
2023. 05. 10

에스앤에스텍 (101490)

BUY
TP 79,000원

1Q23 실적 review : 한국 EUV의 자부심

Analyst 곽민정
02-3787-2160 jessica.kwag@hmsec.com

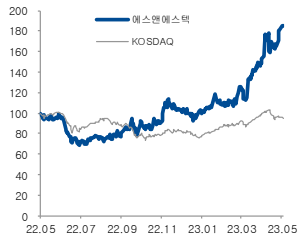
현재주가 (5/9)	50,000원
상승여력	58.0%
시가총액	1,073십억원
발행주식수	21,451천주
자본금/액면가	11십억원/500원
52주 최고가/최저가	50,000원/18,550원
일평균 거래대금 (60일)	26십억원
외국인지분율	4.12%
주요주주	정수홍 외 3 인 21.68%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	20.6	68.6	75.7
상대주가(%p)	27.0	58.3	50.3

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	2,020	4,934	79,000
After	2,015	4,498	79,000
Consensus	2,005	4,941	79,000
Cons. 차이	0.5%	-9.0%	0.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 동사의 1Q23 실적은 매출액 356억원(+10.5% qoq, +23.3% yoy), 영업이익 70억원 (+71.1% qoq, +97.4%)를 기록하며 당사 추정치에 부합하였음. 기존 추정치 대비 영업이익 개선은 자회사의 투자 수익에 따른 것.
- 디스플레이와 반도체의 매출 증가에 따른 개선이 2023년 전체적으로 실적 개선 폭을 늘릴 것이며, 2Q23 실적도 매출액 380억원 (+6.8%qoq, +23.4% yoy), 영업이익률 20.4%로 지속적인 호조세를 기록할 전망.

주요이슈 및 실적전망

- 최근 호야의 실적 발표에서도 드러났듯이, EUV 블랭크 마스크 시장은 전년대비 15% 성장하면서 견조한 성장세를 유지하고 있음. 한편 호야에서 반도체 주요 고객사들은 7nm/5nm EUV 블랭크 마스크 시장에 대한 이원화를 원하고 있다고 밝혔기 때문에, 동사에게도 중장기적으로 기회요인이 될 수 있을 것으로 판단됨.
- 또한, 호야 역시 스마트폰용 고해상도 디스플레이 개발 수요가 늘어나는 추세로 디스플레이 관련 포토마스크 매출이 증가하고 있음을 재확인함. 포트로닉스 역시 G10.5+ 이상의 모바일 디스플레이 시장이 호조세라고 밝혔음. 그에 따라 글로벌 시장 점유율 1위를 기록하고 있는 동사의 디스플레이용 블랭크 마스크 수요 역시 확대되고 있어 수요 증가에 따른 실적 개선이 이루어질 것으로 기대됨.
- EUV 펠리클과 관련하여 에스앤에스텍은 현재 400W의 파워를 견디는 90% 투과율, 2Gpa 이상 강도를 가진 Metal 기반 펠리클에 대한 대량 양산이 가능한 상황임.
- 동사는 5월 9일 자기주식 처분을 통해 용인공장 시설 자금 재원을 확보했으며, 이를 통해 2024년부터는 본격적인 EUV 시장 개화에 대응할 수 있을 것으로 기대됨.

주가전망 및 Valuation

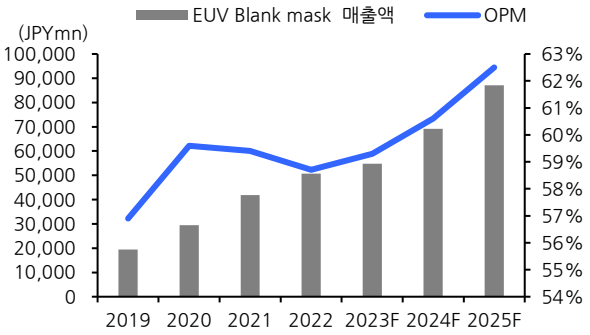
- 최근 디스플레이와 레거시 반도체 수요 증가에 따른 포토마스크 시장의 쇼티지는 동사의 블랭크 마스크 수혜로 이어지고 있어, 2023년 본업에서의 실적 성장세가 클 것으로 기대되고 있음.
- EUV 시장에서 글로벌 소부장 업체로서의 확고한 포지셔닝을 할 수 있을 것으로 예상되어, 동사의 밸류에이션과 실적 가시성은 시간이 지날수록 더욱 상승할 것.

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	87	11	11	20	539	5.4	80.7	5.7	44.9	8.7	0.2
2021	99	13	11	22	536	-0.6	68.6	4.5	34.3	6.8	0.3
2022	124	16	17	26	814	51.9	32.4	3.0	20.2	9.6	0.6
2023F	160	38	43	47	2,015	147.6	21.2	4.0	17.8	20.5	0.4
2024F	251	84	96	92	4,498	123.2	9.5	2.8	8.3	34.8	0.4

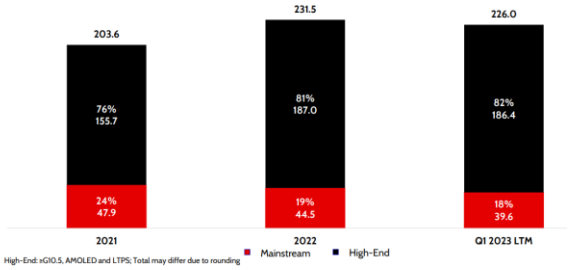
* K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 Hoya의 EUV 블랭크 마스크 실적 추이



자료 : Hoya, 현대차증권

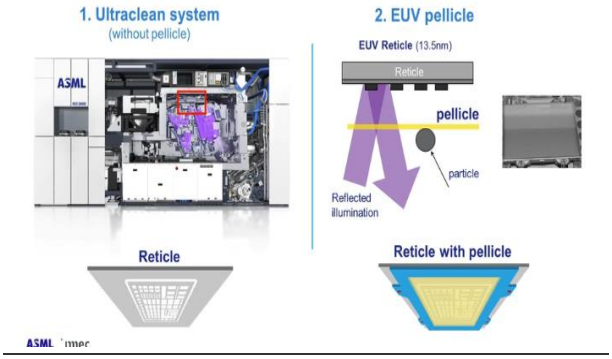
〈그림2〉 포트로닉스의 FPD 포토마스크 매출 추이



주: 하이엔드: G10.5. AMOLED, LTPS

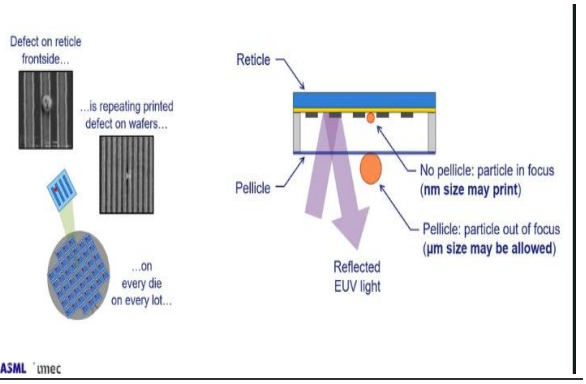
자료 : Photronics, 현대차증권

〈그림3〉 EUV HVM을 위한 레티클 파티클 오염 제어



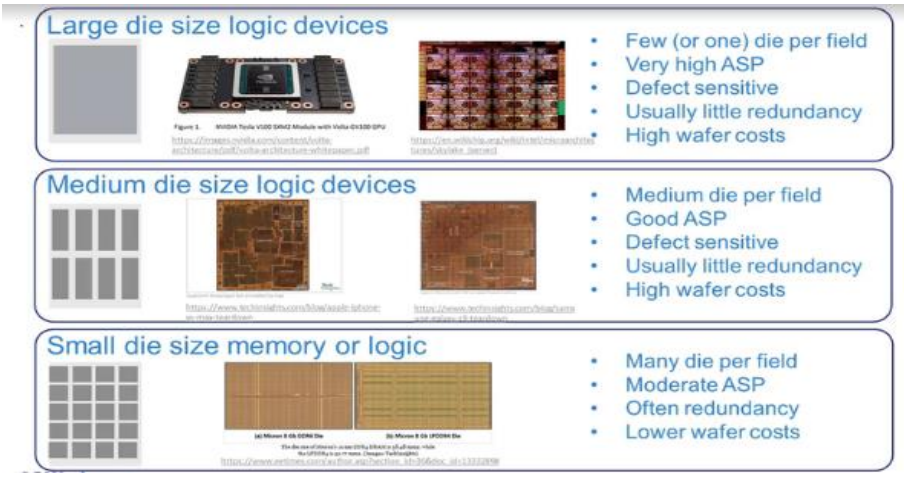
자료 : SPIE, 현대차증권

〈그림4〉 레티클 파티클 오염 제어에서 펠리클 적용



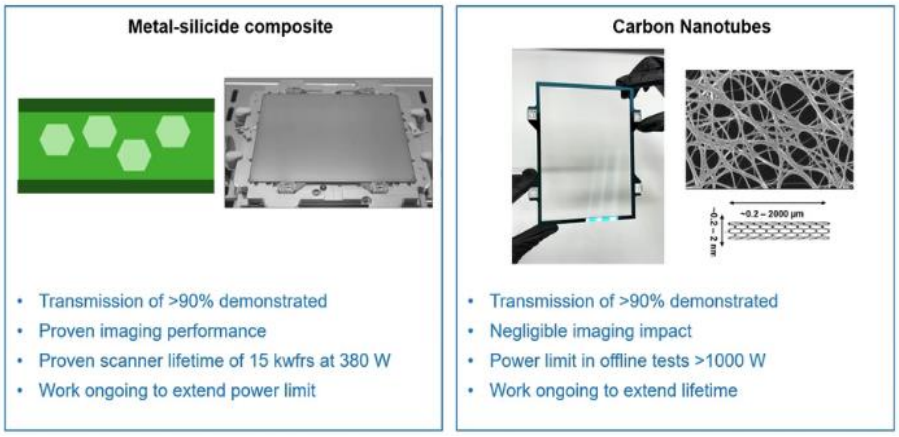
자료 : SPIE, 현대차증권

〈그림5〉 EUV 펠리클은 고객사와 디바이스에 따라 펠리클 적용이 달라짐



자료 : ASML, 현대차증권

<그림6> EUV 펠리클의 두가지 형태



자료 : ASML, SPIE, 현대차증권

<표1> 에스앤에스텍 1Q23 실적 Review (단위: 십억원)

	분기실적			증감		당사전망치		Consensus	
	1Q22	4Q22	1Q23P	(YoY)	(QoQ)	1Q23P	Diff.	1Q23P	Diff.
매출액	29	32	36	22.8%	11.3%	35	1.8%	35	1.8%
영업이익	4	4	7	74.9%	74.9%	6	16.6%	6	16.6%
세전순이익	4	3	7	82.6%	143.4%	7	4.3%	7	4.3%
순이익	4	4	8	94.2%	94.2%	7	11.0%	7	11.0%

자료 : FnGuide, 현대차증권

<표2> 에스앤에스텍 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	29	31	32	32	36	38	41	45	123	160	251
영업이익	4	3	5	4	7	8	11	12	16	38	84
영업이익률	12.3%	11.2%	15.6%	11.8%	19.6%	20.4%	26.3%	26.5%	12.7%	23.5%	33.4%
세전이익	4	4	6	3	7	8	11	12	16	39	87
세전이익률	12.6%	12.8%	18.6%	9.1%	20.5%	21.2%	27.2%	27.6%	13.3%	24.4%	34.5%
순이익	4	3	6	4	8	9	13	14	17	43	96
순이익률	13.1%	10.9%	20.2%	12.2%	21.8%	22.7%	30.6%	31.3%	14.1%	27.0%	38.3%

자료 : 에스앤에스텍, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	**87**	**99**	**124**	**160**	**251**
증가율(%)	3.4	13.1	25.0	29.7	57.0
매출원가	**64**	**73**	**90**	**100**	**132**
매출원가율(%)	73.6	73.6	72.6	62.2	52.6
매출총이익	**23**	**26**	**34**	**60**	**119**
매출이익률(%)	26.4	26.4	27.4	37.8	47.4
증가율(%)	3.0	12.9	29.9	78.6	97.1
판매관리비	**12**	**13**	**18**	**23**	**35**
판관비율(%)	13.8	13.6	14.4	14.3	14.0
EBITDA	**20**	**22**	**26**	**47**	**92**
EBITDA 이익률(%)	22.5	21.9	21.2	29.5	36.7
증가율(%)	-1.0	10.0	20.8	80.7	95.4
영업이익	**11**	**13**	**16**	**38**	**84**
영업이익률(%)	12.6	12.8	13.0	23.5	33.4
증가율(%)	-0.6	14.3	27.0	134.7	123.5
영업외손익	**0**	**-1**	**1**	**2**	**3**
금융수익	3	2	3	2	3
금융비용	3	2	3	0	0
기타영업외손익	0	-1	0	0	0
종속/관계기업관련손	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**11**	**12**	**17**	**39**	**87**
세전계속사업이익률	12.5	12.0	13.4	24.4	34.6
증가율(%)	8.7	8.3	39.4	136.5	122.1
법인세비용	0	0	-1	-4	-10
계속사업이익	11	11	17	43	96
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**11**	**11**	**17**	**43**	**96**
당기순이익률(%)	12.6	11.6	14.1	27.0	38.4
증가율(%)	8.9	4.6	51.9	147.6	123.2
지배주주지분 순이익	11	11	17	43	96
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0

(단위:십억원)

재무상태표	2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	**93**	**99**	**94**	**152**	**273**
현금성자산	30	52	46	85	160
단기투자자산	26	0	0	0	0
매출채권	14	22	26	37	62
재고자산	21	17	19	26	45
기타유동자산	1	8	3	4	6
비유동자산	**93**	**98**	**133**	**125**	**123**
유형자산	77	82	109	99	91
무형자산	4	3	2	2	1
투자자산	5	6	13	16	22
기타비유동자산	7	7	9	9	9
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	**186**	**197**	**227**	**277**	**397**
유동부채	**15**	**17**	**30**	**39**	**59**
단기차입금	8	4	10	10	10
매입채무	4	9	11	16	27
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	4	4	9	13	22
비유동부채	**6**	**6**	**6**	**8**	**14**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채(리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	6	6	6	8	14
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**22**	**23**	**36**	**47**	**73**
지배주주지분	164	174	190	231	324
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	102	102	102	102	102
자본조정 등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	54	63	79	119	213
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**164**	**174**	**190**	**231**	**324**

(단위:십억원)

현금흐름표	2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**7**	**13**	**25**	**44**	**84**
당기순이익	11	11	17	43	96
유형자산 상각비	8	8	9	9	8
무형자산 상각비	1	1	1	1	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-14	-11	-4	-8	-21
기타	1	3	1	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-44**	**14**	**-33**	**-3**	**-6**
투자자산의 감소(증가)	1	-2	-7	-3	-6
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-18	-14	-32	0	0
기타	-27	30	5	0	0
재무활동으로인한현금흐름	**50**	**-5**	**3**	**-3**	**-3**
차입금의 증가(감소)	-18	-3	6	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	66	0	0	0	0
배당금	-1	-2	-2	-3	-3
기타	3	0	0	0	0
기타현금흐름	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**12**	**21**	**-5**	**39**	**75**
기초현금	18	30	52	46	85
기말현금	30	52	46	85	160

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2020	2021	2022	2023F	2024F
EPS(당기순이익기준)	539	536	814	2,015	4,498
EPS(지배순이익기준)	539	536	814	2,015	4,498
BPS(자본총계기준)	7,667	8,131	8,875	10,745	15,098
BPS(지배지분기준)	7,667	8,131	8,875	10,745	15,098
DPS	80	100	150	150	150
PER(당기순이익기준)	80.7	68.6	32.4	21.2	9.5
PER(지배순이익기준)	80.7	68.6	32.4	21.2	9.5
PBR(자본총계기준)	5.7	4.5	3.0	4.0	2.8
PBR(지배지분기준)	5.7	4.5	3.0	4.0	2.8
EV/EBITDA(Reported)	44.9	34.3	20.2	17.8	8.3
배당수익률	0.2	0.3	0.6	0.4	0.4
성장성(%)					
EPS(당기순이익기준)	5.4	-0.6	51.9	147.6	123.2
EPS(지배순이익기준)	5.4	-0.6	51.9	147.6	123.2
수익성(%)					
ROE(당기순이익기준)	8.7	6.8	9.6	20.5	34.8
ROE(지배순이익기준)	8.7	6.8	9.6	20.5	34.8
ROA	6.8	6.0	8.2	17.1	28.6
안정성(%)					
부채비율	13.1	13.2	19.1	20.4	22.5
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	29.8	276.2	274.9	530.6	1,156.7

** K-IFRS 연결 기준*

Macro Strategy

2023. 05. 10

오연구원의 경제분석 Insight

신(新)냉전 체제 등에 따른 한국경제 영향

채권전략 오창섭
02) 3787-2385
cs.oh@hmsec.com

1. 신(新)냉전 체제 - 글로벌 공급망 재편 및 지정학적 위험 증가

20세기를 기점으로 전세계적으로 패권을 장악한 미국에게 가파른 경제성장을 배경으로 중국이 도전장을 내민 상황

2020년대 들어 코로나 및 우크라이나 사태를 거치며 미-중 패권전쟁은 자국 중심의 공급망 구축 및 보호무역 강화

또한 미국과 서유럽을 중심으로 하는 자유주의 진영과 중국과 러시아가 연합한 권위주의 진영간 신냉전 체제 전환

이에 따라 세계경제는 글로벌 공급망 재편과 함께 지정학적 위험 증가로 인해 에너지 및 식량 등 안보의 중요성 부각

2. 주요국 경제정책 – '미국 vs. 중국 vs. 유럽' 차별화

현재 미국은 제조업 재건 정책을 통해 미국-중국 패권경쟁을 배경으로 중국을 배제한 글로벌 공급망 재구축 목표

이에 대응해 중국은 첨단기술 육성을 통한 경제적 및 군사적 패권을 노리는 가운데 위안화 국제화를 추진하는 상황

유럽의 경우 녹색 및 디지털 전환을 목표로 국제표준 차원에서 EU의 환경 및 디지털 분야 영향력을 높인다는 전략

미-중 패권전쟁은 과거 냉전 시대의 군사력 기반의 전면전이 아닌 규범과 질서에 대한 지배권 싸움으로 변화된 양상

3. 한국경제 대응 전략 - 공급망 & 환경 & 디지털 중심

한국경제는 1970년대 이후 수출 중심 경제구조 및 1990년대 이후 세계화 및 자유무역 시대가 도래하며 고도 성장 달성

그러나 미-중 패권전쟁을 시작으로 국제적 신냉전 체제 전환은 향후 한국경제에 시련과 함께 변화를 통한 새로운 도전

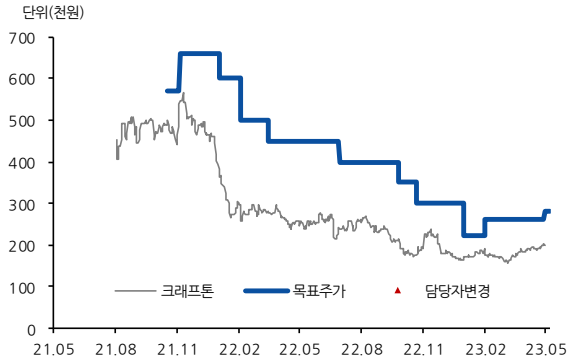
미-중 패권전쟁 상황 등을 감안할 때 글로벌 공급망 대응은 중국 소비시장 유지와 함께 선진국 생산거점 진입 이원화

21세기는 환경 및 디지털 전환이 중요한 이슈가 되는 가운데 반도체, 이차전지, 전기차 등이 유망한 성장산업으로 부각

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.10.25	BUY	570,000	-16.11	-5.26
2021.11.12	BUY	660,000	-26.97	-14.09
2022.01.11	BUY	600,000	-48.52	-38.75
2022.02.11	BUY	500,000	-43.68	-40.30
2022.03.24	BUY	450,000	-42.68	-33.67
2022.07.08	BUY	400,000	-39.76	-32.75
2022.10.04	BUY	350,000	-48.02	-42.29
2022.10.31	BUY	300,000	-35.45	-21.17
2023.01.09	BUY	224,000	-21.02	-13.71
2023.02.09	BUY	260,000	-30.91	-21.92
2023.05.10	BUY	280,000		

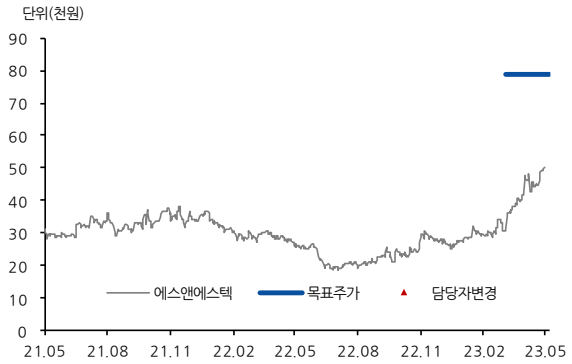
▶ 최근 2년간 크래프톤 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.03.14	BUY	79,000	-46.64	-36.71
2023.05.10	BUY	79,000		

▶ 최근 2년간 에스앤에스텍 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.04.01~2023.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160건	91.4%
보유	15건	8.6%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.