Morning Meeting Notes

2024-02-14

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

CJ제일제당(BUY/410,000) 4Q23 Review: 방향성은 유효, 속도가 관건
가온칩스(BUY/107,000) 강력한 성장을 위한 준비
[퀀트/글로벌ETF] AI 반도체 시대의 개막, HBM 장비주에 투자하는 방법

New Issue

뉴욕증시, 예상 웃돈 소비자물가에 일제히 하락 마감... 나스닥 1.80%↓
뉴욕채권, CPI 예상치 상회에 조기 금리 인하 기대감 낮아지며 美 국채가 하락
국제유가, CPI 충격에도 미국 러시아 휴전 제안 거부에... WTI +1.11↑

New Publication

[퀀트] Something on your mind?(2024-02-02)
[금융] 시대의 요구에 부응할 수 있는 금융사(2024-01-31)
[투자전략] 변화, 누군가에게는 기회(2024-01-29)
[스몰캡 산업] GPT 스토어: Monetization(2024-01-24)
[모빌리티/IT 산업] CES 2024 방문 후기 및 투자 활용법(2024-01-16)
[인터넷/게임/미디어 산업] 24 Events to Watch(2024-01-08)
[ESG] ESG 리서치 보고서: 글로벌 ESG 동향 그리고 기업분석(2023-12-26)

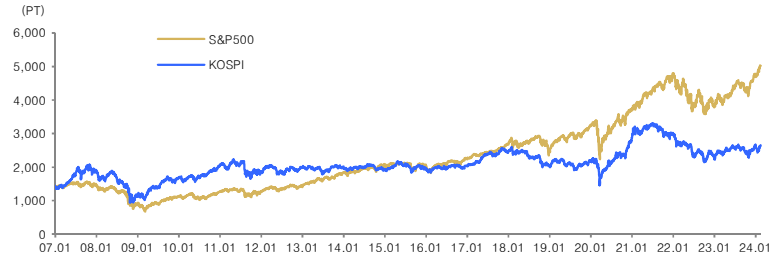
Rating, Target Price Changes

가온칩스	BUY	56,000 원 ▷	BUY	107,000 원	(2024-02-14)
CJ제일제당	BUY	440,000 원 ▷	BUY	410,000 원	(2024-02-14)
카카오게임즈	BUY	38,000 원 ▷	BUY	34,000 원	(2024-02-13)
엔씨소프트	BUY	330,000 원 ▷	BUY	250,000 원	(2024-02-13)
크래프톤	BUY	270,000 원 ▷	BUY	290,000 원	(2024-02-13)
신한지주	BUY	46,000 원 ▷	BUY	53,000 원	(2024-02-13)
OCI홀딩스	BUY	170,000 원 ▷	BUY	140,000 원	(2024-02-08)
KB금융	BUY	66,000 원 ▷	BUY	75,000 원	(2024-02-08)
NH투자증권	BUY	12,000 원 ▷	BUY	14,000 원	(2024-02-08)
LG유플러스	BUY	15,000 원 ▷	BUY	13,500 원	(2024-02-08)
에스엠	BUY	160,000 원 ▷	BUY	115,000 원	(2024-02-08)
CJ CNM	BUY	90,000 원 ▷	BUY	110,000 원	(2024-02-08)
웹젠	BUY	18,000 원 ▷	BUY	20,000 원	(2024-02-08)
오리온	BUY	170,000 원 ▷	BUY	130,000 원	(2024-02-08)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
SK하이닉스	226,764	삼성전자	394,141
현대차	153,931	셀트리온	84,628
삼성전자우	132,263	POSCO홀딩스	66,703
삼성전자	82,791	KODEX 코스닥150레버리지	62,327
기아	55,370	KODEX 레버리지	52,199

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
NAVER	-45,969	현대차	-56,217
에코프로	-30,600	KB금융	-45,260
POSCO홀딩스	-30,473	SK하이닉스	-34,205
포스코퓨처엠	-29,171	KODEX 200선물인버스2X	-26,699
현대미포조선	-28,107	HPSP	-23,673

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,649.64	+1.12	+6.09
대형주	2,639.03	+1.08	+6.51
중형주	2,855.71	+0.55	+6.42
소형주	2,347.69	+0.90	+3.52
KOSDAQ	845.15	+2.25	-1.13

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-14,045	9,608	4,903
누적순매수(D-20)	-76,221	64,498	13,576

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	241,868	217,706	169,163

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	72.56	+1.04	+2.95
금융	440.74	+0.05	+18.46
운수장비	2,435.28	+1.08	+17.05
유통	396.57	-0.44	+15.97
음식료	3,423.76	+0.35	+1.64
의약품	14,209.86	+3.07	+4.18
전기전자	27,023.44	+1.92	+2.79
철강금속	5,592.86	-1.50	+1.92
화학	4,599.77	+0.34	+4.04
유틸리티	692.27	+3.17	+10.52
통신	399.00	+1.58	+8.74

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	4,953.17	-1.37	+3.93
NASDAQ	15,655.60	-1.80	+4.76
일본	37,963.97	+2.89	+6.58
중국	2,865.90	휴장	-0.97
독일	16,875.19	-0.95	+1.83

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.35	+4.80	+11.80
국고채 (10년)	3.45	+5.30	+13.10
은행채AAA (3년)	3.76	+3.80	+6.50
미국국채 (2년)	4.66	+18.19	+43.80
미국국채 (10년)	4.31	+13.31	+25.14

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,328.10	-0.01	-0.28
원/백 엔	880.80	-0.97	-2.60
원/위안	184.64	-0.01	-0.31
달러/유로	1.07	-0.62	-1.51
위안/달러	7.19	휴장	+0.04
엔/달러	150.78	+0.97	+2.39
Dollar Index	104.89	+0.74	+1.46

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	77.77	+1.11	+7.42
금 (usd/oz)	2,007.20	-1.27	-1.13
BDI	1,572.00	+1.75	+15.59
천연가스(NYMEX)	1.67	-5.60	-42.45

본 조사자료는 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
2024. 02. 14

CJ제일제당 (097950)

BUY
TP 410,000원

4Q23 Review: 방향성은 유효, 속도가 관건

Analyst 하희지
02-3787-2574 1300691@hmsec.com

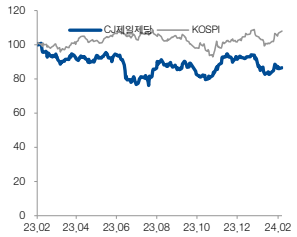
현재주가 (2/13)	298,000원
상승여력	37.6%
시가총액	4,486십억원
발행주식수	15,054천주
자본금/액면가	82십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	347,000원/262,000원
일평균 거래대금 (60일)	7십억원
외국인지분율	23.41%
주요주주	CJ 외 8 인 45.51%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	1.0	-2.9	-3.2
상대주가(%p)	-3.7	-11.9	-5.4

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	22,291	34,583	440,000
After	25,149	31,078	410,000
Consensus	21,577	32,314	430,000
Cons. 차이	16.6%	-3.8%	-4.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- CJ제일제당 4Q23 연결 기준 실적은 7조 2,894억(-3.7%yoy), 영업이익은 2,983억원(+24.0%yoy, OPM 4.1%)로 시장 컨센서스에 부합하는 실적을 기록
- 투자의견 BUY, 목표주가 410,000원으로 하향 조정

주요이슈 및 실적전망

- CJ제일제당의 대한통운 제외 4Q23 매출액은 4조 3,857억원(-7.2%yoy), 영업이익은 1,579억원(+28.1%yoy, OPM 3.6%)를 시현하며 실적 턴어라운드
- 1) 식품: 매출 -2.3%yoy, 영업이익 +86.5%yoy. 국내 식품 명절 시점 차이에 따른 선물 세트 매출 이연 영향에도 불구, 가공식품 성장률 +5.6%yoy 기록. 특히, 가공식품 선물세트 영향 제외시 약 10%내외의 Q 성장률 기록한 것으로 판단. 다만, 국내 소재 부문은 유지 부문 부진 이어지며 -18%yoy 기록. 향후, 국내 가공식품 기반의 성장 지속, 원가 부담 하락, 판관비 통제를 통한 수익성 개선 흐름 이어질 것으로 기대. 해외 식품은 미주 피자/만두 등 GSP 식품 견조한 성장을 통한 매출 확대 및 판관비 개선으로 10%대 OPM 달성 고무적. 다만, 중국/일본 부진 영향으로 전체 해외 식품 매출 감소
- 2) 바이오: 매출 -9.1%yoy, 영업이익 -27.5%yoy. 스페셜티 성장세 지속으로 수익성은 개선되었으나, 셀렉타 업황 부진 영향 지속되며 전체 이익은 감소. 이에 따라 바이오 회복 속도 더디게 나타나는 점 아쉬움. 향후, 셀렉타 제외 고수익 스페셜티 확대로 인한 수익성 점진적 회복 기대
- 3) F&C: 매출-22.8%yoy, 영업이익 적지. 사료 판가 상승으로 인한 인니 수요 저항으로 판매량 감소. 베트남 수요 부진 및 저가 수입육 유입으로 인한 돈가 하락, 적자폭 확대. 당분간 소비 부진 이어질 것으로 전망함에 따라 향후 F&C 실적 보수적 관점 유지

주가전망 및 Valuation

- 24F 실적 추정치 조정에 따라 목표주가 41만원으로 하향 조정. 바이오/F&C 실적 회복 속도가 다소 아쉽지만 저점은 통과한 것으로 판단되며, 향후 가공 식품 판매량 회복, 원가 부담 하락, 판관비 효율화로 식품 사업 중심의 실적 개선 흐름 이어갈 것으로 전망

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 (%)
2021	26,289	1,524	613	2,790	40,267	-10.9	9.6	1.0	6.5	10.8	1.3
2022	30,080	1,665	596	3,068	39,097	-2.9	9.7	0.9	6.2	9.3	1.4
2023F	29,023	1,292	386	2,800	25,149	-35.7	12.9	0.7	6.5	5.5	1.7
2024F	29,627	1,410	475	2,965	31,078	23.6	9.6	0.6	5.8	6.3	1.9
2025F	30,458	1,481	532	3,056	34,855	12.2	8.5	0.6	5.6	6.7	1.9

K-IFRS 연결 기준

<표1> CJ제일제당 4분기 잠정실적 요약

(단위: 십억 원)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	4Q23P	4Q22	3Q23	(YoY)	(QoQ)	4Q23P	대비	4Q23P	대비
매출액	7,289.4	7,571.1	7,443.4	-3.7%	-2.1%	7,282.4	0.1%	7,395.7	-1.4%
영업이익	298.3	240.6	396.0	24.0%	-24.7%	285.3	4.5%	297.3	0.3%
영업이익률	4.1%	3.2%	5.3%	0.9%	-1.2%	3.9%	0.2%	4.0%	0.1%
세전이익	151.0	144.7	304.8	4.4%	-50.5%	139.8	8.0%	191.7	-21.2%
지배지분순이익	112.5	51.7	200.9	117.6%	-44.0%	69.5	61.9%	89.4	25.9%

자료: CJ제일제당, Fnguide, 현대차증권
주 : K-IFRS 연결 기준

<표2> 실적 추정 변경

(단위: 십억 원)

	2023P					2024F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	29,023.4	29,016.5	0.0%	29,129.7	-0.4%	29,627.2	29,602.3	0.1%	30,237.4	-2.0%
영업이익	1,291.6	1,278.7	1.0%	1,290.5	0.1%	1,410.4	1,541.2	-8.5%	1,548.2	-8.9%
영업이익률	4.5%	4.4%	0.0%p	4.4%	0.0%p	4.8%	5.2%	-0.4%p	5.1%	-0.4%p
지배지분순이익	386.0	342.9	12.5%	353.5	9.2%	475.2	528.0	-10.0%	529.4	-10.2%

자료: CJ제일제당, Fnguide, 현대차증권

<표3> CJ제일제당 SOTP Valuation

	내용	비고
A) 본업가치 (십억 원)	**12,782**	
식품(가공+소재)	**9,656**	
EBITDA(십억 원)	1,284	- 2024F EBITDA 추정치
Target EV/EBITDA(배)	7.5	- 글로벌 종합 식품 Peer 2024F 평균 EV/EBITDA multiple 30% 할인
바이오(바이오+F&C)	3,126	
EBITDA(십억 원)	629	- 2024F EBITDA 추정치
Target EV/EBITDA(배)	5.0	- 글로벌 바이오 Peer 2024F 평균 EV/EBITDA multiple 30% 할인
B) 지분가치 (십억 원)	**706**	- 대한통운 지분율 45.9%, 지주사 50% 할인
대한통운 시가총액(02/13)	3,077	
C) 순차입금 (십억 원)	**7,514**	
D) 총 기업가치(A+B-C)	**5,973**	
주식 수(천 주)	14,697	- CJ 제일제당 유통주식 수
적정 주가(원)	**406,445**	- 총 기업 가치/ 주식 수
목표주가(원)	**410,000**	
전일 종가(원)	**298,000**	- 2024.02.13종가
상승여력(%)	37.6	
투자의견	BUY	

자료: 현대차증권

<표4> 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	7,071.2	7,219.4	7,443.4	7,289.4	7,127.4	7,300.4	7,659.4	7,540.0	30,079.5	29,023.4	29,627.2
YoY(%)	1.3%	-4.0%	-7.1%	-3.7%	0.8%	1.1%	2.9%	3.4%	14.4%	-3.5%	2.1%
대한통운 제외 매출액 (1+2)	4,408.1	4,423.3	4,673.4	4,385.7	4,398.7	4,432.4	4,816.6	4,556.1	18,779.4	17,890.5	18,203.8
YoY(%)	2.1%	-3.7%	-9.1%	-7.2%	-0.2%	0.2%	3.1%	3.9%	19.3%	-4.7%	1.8%
1. 식품사업부문	2,759.6	2,732.2	3,005.9	2,766.7	2,852.3	2,761.8	3,105.1	2,884.5	11,104.2	11,264.4	11,603.7
YoY(%)	5.8%	4.8%	-1.6%	-2.3%	3.4%	1.1%	3.3%	4.3%	16.1%	1.4%	3.0%
1-1 국내 식품	1,405.6	1,421.8	1,670.8	1,380.0	1,456.8	1,454.1	1,740.2	1,457.9	5,923.1	5,878.2	6,108.9
YoY(%)	-1.9%	2.3%	-0.2%	-3.3%	3.6%	2.3%	4.2%	5.6%	13.9%	-0.8%	3.9%
1) 국내가공	867.9	841.0	1,054.1	941.8	941.7	896.5	1,117.3	1,003.0	3,656.2	3,704.8	3,958.5
YoY(%)	-4.6%	3.3%	1.3%	5.6%	8.5%	6.6%	6.0%	6.5%	7.8%	1.3%	6.8%
2) 국내소재	537.7	580.8	616.7	438.2	515.1	557.6	622.9	454.9	2,266.9	2,173.4	2,150.4
YoY(%)	2.8%	0.9%	-2.7%	-18.1%	-4.2%	-4.0%	1.0%	3.8%	25.2%	-4.1%	-1.1%
1-2 해외식품	1,354.0	1,310.4	1,335.1	1,386.6	1,395.5	1,307.7	1,364.9	1,426.6	5,181.1	5,386.1	5,494.8
YoY(%)	15.1%	7.7%	-3.4%	-1.4%	3.1%	-0.2%	2.2%	2.9%	18.7%	4.0%	2.0%
2. 바이오사업부문	1,648.5	1,691.1	1,667.4	1,619.0	1,546.4	1,670.6	1,711.4	1,671.6	7,675.2	6,626.0	6,600.1
YoY(%)	-3.5%	-14.9%	-20.0%	-14.5%	-6.2%	-1.2%	2.6%	3.3%	24.2%	-13.7%	-0.4%
2-1 바이오	991.9	1,046.0	1,058.2	1,038.2	956.8	1,069.4	1,087.6	1,068.8	4,854.0	4,134.3	4,182.5
YoY(%)	-8.4%	-20.7%	-19.2%	-9.1%	-3.5%	2.2%	2.8%	2.9%	30.1%	-14.8%	1.2%
2-2 F&C	656.6	645.1	609.2	580.8	589.6	601.2	623.8	602.9	2,821.2	2,491.7	2,417.6
YoY(%)	4.8%	-3.5%	-21.4%	-22.8%	-10.2%	-6.8%	2.4%	3.8%	15.3%	-11.7%	-3.0%
3. 물류사업부문(CJ 대한통운)	2,807.8	2,962.4	2,937.1	3,060.6	2,932.0	3,080.4	3,076.0	3,196.0	12,130.7	11,767.9	12,266.0
YoY(%)	-1.7%	-5.6%	-5.7%	1.2%	4.4%	4.0%	4.7%	4.4%	6.9%	-3.0%	4.2%
영업이익	252.8	344.6	395.9	298.3	291.1	330.4	419.6	369.4	1,665	1,291.5	1,410.4
OPM(%)	3.6%	4.8%	5.3%	4.1%	4.1%	4.5%	5.5%	4.9%	5.5%	4.4%	4.8%
YoY(%)	-42.0%	-31.7%	-18.2%	24.0%	15.2%	-4.1%	6.0%	23.8%	9.2%	-22.4%	9.2%
대한통운 제외 영업이익 (1+2)	150.4	235.8	275.4	157.9	195.2	221.9	321.9	260.3	1,268.3	819.5	999.3
OPM(%)	3.4%	5.3%	5.9%	3.6%	4.4%	5.0%	6.7%	5.7%	6.8%	4.6%	5.5%
YoY(%)	-58.8%	-40.1%	-28.8%	28.1%	29.8%	-5.9%	16.9%	64.9%	7.6%	-35.4%	21.9%
1. 식품사업부문	134.0	142.7	234.1	143.8	159.7	162.9	254.6	173.1	623.8	654.6	750.4
OPM(%)	4.9%	5.2%	7.8%	5.2%	5.6%	5.9%	8.2%	6.0%	5.6%	5.8%	6.5%
YoY(%)	-21.0%	-14.9%	11.8%	86.5%	19.2%	14.2%	8.8%	20.4%	12.5%	4.9%	14.6%
2. 바이오사업부문	16.4	93.1	41.2	14.2	35.4	59.0	67.3	87.3	644.4	164.9	248.9
2-1 바이오	63.1	84.3	47.1	56.8	55.5	67.4	64.2	81.2	636.7	251.3	268.3
OPM(%)	6.4%	8.1%	4.5%	5.5%	5.8%	6.3%	5.9%	7.6%	13.1%	6.1%	6.4%
YoY(%)	-64.1%	-62.1%	-70.6%	-27.5%	-12.1%	-20.1%	36.2%	43.0%	34.5%	-60.5%	6.7%
2-2 F&C	-46.7	8.8	-5.9	-42.6	-20.0	-8.4	3.1	6.0	7.7	-86.4	-19.3
OPM(%)	-7.1%	1.4%	-1.0%	-7.3%	-3.4%	-1.4%	0.5%	1.0%	0.3%	-3.5%	-0.8%
YoY(%)	적전	158.8%	적전	적지	적지	적전	흑전	흑전	-94.9%	적전	흑전
3. 물류사업부문(CJ 대한통운)	99.0	112.4	124.8	144.0	125.4	136.8	138.3	152.7	411.8	480.2	500.2
OPM(%)	3.5%	3.8%	4.2%	4.7%	4.3%	4.4%	4.5%	4.8%	3.4%	4.1%	4.1%
YoY(%)	30.9%	-3.2%	15.9%	28.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.7%	16.6%	4.2%
4. 기타연결조정	3.3	-3.6	-4.3	-3.6	-2.3	-3.3	-3.0	1.3	-15.3	-8.2	-7.3
세전이익	99.3	176.9	304.8	151.0	230.8	165.3	276.6	248.2	1,245.5	732.0	920.9
세전이익(%)	1.4%	2.5%	4.1%	2.1%	3.2%	2.3%	3.6%	3.3%	4.1%	2.5%	3.1%
YoY(%)	-72.5%	-52.1%	-17.7%	4.4%	132.5%	-6.5%	-9.3%	64.4%	2.3%	-41.2%	25.8%
지배주주순이익	6.6	65.9	200.9	112.5	120.3	83.3	139.4	132.2	595.9	386.0	475.2
순이익(%)	0.1%	0.9%	2.7%	1.5%	1.7%	1.1%	1.8%	1.8%	2.0%	1.3%	1.6%
%YoY	-96.7%	-62.7%	19.1%	117.6%	1715.2%	26.4%	-30.6%	17.5%	-2.8%	-35.2%	23.1%

자료: CJ제일제당, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	26,289	30,080	29,023	29,627	30,458
증가율 (%)	8.4	14.4	-3.5	2.1	2.8
매출원가	20,507	23,525	22,971	23,281	23,883
매출원가율 (%)	78.0	78.2	79.1	78.6	78.4
매출총이익	5,782	6,555	6,053	6,346	6,575
매출이익률 (%)	22.0	21.8	20.9	21.4	21.6
증가율 (%)	11.5	13.4	-7.7	4.8	3.6
판매관리비	4,258	4,890	4,761	4,936	5,094
판관비율(%)	16.2	16.3	16.4	16.7	16.7
EBITDA	2,790	3,068	2,800	2,965	3,056
EBITDA 이익률 (%)	10.6	10.2	9.6	10.0	10.0
증가율 (%)	5.5	10.0	-8.7	5.9	3.1
영업이익	1,524	1,665	1,292	1,410	1,481
영업이익률 (%)	5.8	5.5	4.5	4.8	4.9
증가율 (%)	12.1	9.3	-22.4	9.1	5.0
영업외손익	-339	-448	-586	-532	-498
금융수익	346	681	480	665	661
금융비용	642	989	963	1,059	1,051
기타영업외손익	-43	-140	-103	-138	-108
종속/관계기업관련손익	33	29	26	43	42
세전계속사업이익	1,218	1,246	732	921	1,026
세전계속사업이익률	4.6	4.1	2.5	3.1	3.4
증가율 (%)	3.3	2.3	-41.3	25.8	11.4
법인세비용	325	443	173	266	297
계속사업이익	892	803	559	655	729
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	892	803	559	655	729
당기순이익률 (%)	3.4	2.7	1.9	2.2	2.4
증가율 (%)	13.5	-10.0	-30.4	17.2	11.3
지배주주지분 순이익	613	596	386	475	532
비지배주주지분 순이익	280	207	174	180	197
기타포괄이익	686	175	400	0	0
총포괄이익	1,579	978	960	655	729

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	7,726	9,788	9,667	10,107	10,321
현금성자산	1,097	1,797	1,718	1,993	1,977
단기투자자산	310	491	520	546	563
매출채권	2,616	2,914	3,102	3,142	3,237
재고자산	2,338	3,201	2,916	2,986	3,076
기타유동자산	1,350	1,384	1,412	1,440	1,469
비유동자산	19,130	20,225	20,738	20,728	20,877
유형자산	11,161	11,913	12,251	12,285	12,388
무형자산	4,520	4,658	4,681	4,602	4,604
투자자산	933	837	843	869	912
기타비유동자산	2,516	2,817	2,963	2,972	2,973
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	26,856	30,013	30,405	30,835	31,198
유동부채	7,916	9,750	9,937	9,958	10,000
단기차입금	1,456	2,843	2,738	2,748	2,698
매입채무	2,153	2,562	2,243	2,285	2,354
유동성장기부채	2,069	1,991	2,587	2,502	2,499
기타유동부채	2,238	2,354	2,369	2,423	2,449
비유동부채	8,133	8,735	8,169	8,012	7,692
사채	2,945	3,529	3,349	3,314	3,200
장기차입금	1,966	1,773	1,295	1,194	1,189
장기금융부채	96	78	100	50	50
기타비유동부채	3,126	3,355	3,425	3,454	3,253
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	16,049	18,484	18,106	17,969	17,692
지배주주지분	6,114	6,756	7,352	7,739	8,183
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,116	1,129	1,197	1,197	1,197
자본조정 등	-170	-166	-166	-166	-166
기타포괄이익누계액	146	260	488	488	488
이익잉여금	4,940	5,452	5,751	6,138	6,582
비지배주주지분	4,693	4,773	4,947	5,127	5,323
자본총계	10,807	11,529	12,299	12,866	13,506

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	1,686	1,627	3,290	2,532	2,330
당기순이익	892	803	559	655	729
유형자산 상각비	1,114	1,254	1,346	1,396	1,417
무형자산 상각비	151	149	163	159	158
외환손익	0	0	19	31	80
운전자본의 감소(증가)	-693	-1,134	452	-17	-322
기타	222	555	751	308	268
투자활동으로인한현금흐름	-625	-1,498	-679	-1,573	-1,758
투자자산의 감소(증가)	-123	-108	7	-25	-43
유형자산의 감소	91	134	83	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,343	-1,443	-1,166	-1,430	-1,520
기타	750	-81	397	-118	-195
재무활동으로인한현금흐름	-1,274	552	-2,744	-684	-588
차입금의 증가(감소)	-536	-212	-455	-151	-5
사채의증가(감소)	67	583	-179	-35	-114
자본의 증가	-162	13	68	0	0
배당금	-114	-180	-122	-88	-88
기타	-529	348	-2,056	-410	-381
기타현금흐름	97	20	54	0	0
현금의증가(감소)	-115	700	-80	275	-16
기초현금	1,212	1,097	1,797	1,718	1,993
기말현금	1,097	1,797	1,718	1,993	1,977

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	58,834	52,830	36,675	43,024	47,927
EPS(지배순이익 기준)	40,267	39,097	25,149	31,078	34,855
BPS(자본총계 기준)	659,691	703,778	750,771	785,374	824,483
BPS(지배지분 기준)	373,194	412,396	448,805	472,430	499,526
DPS	5,000	5,500	5,500	5,500	5,500
P/E(당기순이익 기준)	6.6	7.2	8.8	6.9	6.2
P/E(지배순이익 기준)	9.6	9.7	12.9	9.6	8.5
P/B(자본총계 기준)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(Reported)	6.5	6.2	6.5	5.8	5.6
배당수익률	1.3	1.4	1.7	1.9	1.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	13.4	-10.2	-30.6	17.3	11.4
EPS(지배순이익 기준)	-10.9	-2.9	-35.7	23.6	12.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.5	7.2	4.7	5.2	5.5
ROE(지배순이익 기준)	10.8	9.3	5.5	6.3	6.7
ROA	3.4	2.8	1.9	2.1	2.3
안정성 (%)					
부채비율	148.5	160.3	147.2	139.7	131.0
순차입금비율	67.1	70.7	65.6	58.4	54.4
이자보상배율	5.6	4.5	3.5	4.2	4.5

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2024. 02. 14

가온칩스 (399720)

BUY
TP 107,000원

강력한 성장을 위한 준비

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

RA 김유진
02-3787-2658 gimyujin216@hmsec.com

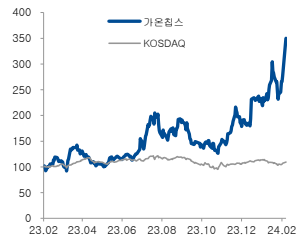
현재주가 (2/13)	87,300원
상승여력	22.6%
시가총액	1,003십억원
발행주식수	11,488천주
자본금/액면가	6십억원/500원
52주 최고가/최저가	87,300원/23,000원
일평균 거래대금 (60일)	57십억원
외국인지분율	1.84%
주요주주	정규동 외 8 인 56.74%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	52.4	144.2	112.9
상대주가(%p)	56.5	123.8	129.8

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	452	750	56,000
After	559	958	107,000
Consensus	435	827	
Cons. 차이	28.5%	15.8%	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 동사는 2024년 2월 13일 공시를 통해 총 557억원 규모의 ASIC 설계 계약을 체결하였다고 밝힘. **이번 수주가 의미하는 바는 일본 AI 1위 업체인 고객사가 발주한 HPC용 AI 가속기 프로젝트로, 동사가 까다로운 일본 시장에서 기술적 우위에 있음을 증명하였음. 2nm 공정을 수주받은 디자인 하우스는 전세계적으로도 동사가 유일하며, 대만 GUC 역시 아직 수주받지 못한 공정이라는 점에서 동사의 기술력을 인정받았다고 판단됨.**
- 2023년 동사의 실적은 매출액 636억원 (+46.8% yoy), 영업이익 44억원 (++1.9% yoy)을 기록. 주요 고객사 매출 증가와 신규 고객 확보에 따른 수주 금액 증가가 실적을 견인하였으며, **엔지니어 인력 확보와 서버 및 판교 R&D 센터 확장 이전** 등이 영업이익에 영향을 주었음.

주요이슈 및 실적전망

- **A사는 Toyota와 Fanuc, NTT, Hitachi 등 일본 업체들이 투자자로 참여하고 있는 일본 AI 1위 기업임. 동사의 강점은 독자적인 자체 AI 기술을 바탕으로 AI 전용 칩을 생산하고 자체 인터커넥트 S/W 기반의 슈퍼 컴퓨터까지 제작하고 있음.** 이번 A사 수주를 통해 동사가 글로벌 디자인 하우스 내에서도 높은 기술 경쟁력을 확보하였음을 입증함. **최근 Amazon, Microsoft 외에 Open AI 까지 자체 AI 칩을 확보하기 위해 경쟁하고 있으며, 일본 A사 역시 일본 내 AI 칩을 2027년까지 제공하는 것을 목표로 하고 있음.**
- **일본은 소니, 닌텐도, 파나소닉, 르네사스 등 글로벌 팹리스가 다수 있지만, 디자인하우스가 제한적이며, 동사는 삼성 파운드리의 DSP 중 일본 현지에 법인을 설립한 유일한 기업으로 향후 일본 시장 내에서 수혜 가능성이 매우 높음.**
- 2024년 1월 **미국 법인 설립을 통해 삼성파운드리와 ARM의 파트너사로서, 미국 시장 내 고객과 경쟁력 확보의 교두보를 마련했다는 점에서** 향후 동사의 실적과 수주에 크게 기여할 전망. **본격적인 양산 매출을 위해 2025년까지는 지속적으로 서버 투자가 이루어질 것으로 전망**되어 2024년 매출액은 1,060억원 (+66.8% yoy), 영업이익 74억원(+70.4% yoy)을 기록할 전망.

주가전망 및 Valuation

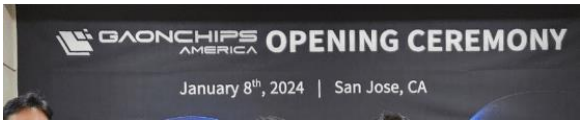
- 동사는 **글로벌 디자인하우스와 비견될 만한 높은 기술력 확보, 초미세 공정을 이용한 차량용과 AI 반도체 위주 포트폴리오, 지속적인 수주 모멘텀으로** 높은 밸류에이션을 받는 것이 타당하다고 판단. 목표주가를 GUC와 Alchip의 평균 P/E에 2024년 EPS를 적용하여 107,000원으로 상향함.

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 (%)
2021	32	6	6	7	677	N/A	0.0	0.0	NA	28.3	N/A
2022	43	4	4	6	412	-39.2	34.5	3.0	20.8	11.6	0.0
2023F	64	4	6	9	559	35.6	102.4	10.8	54.6	11.1	0.0
2024F	106	7	11	12	958	71.6	72.0	11.0	37.7	16.5	0.0
2025F	169	15	16	20	1,436	49.8	48.1	9.0	22.4	20.5	0.0

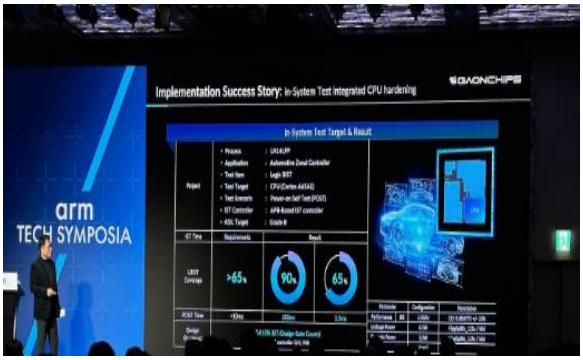
** K-IFRS 연결 기준*

<그림 1> 가온칩스 미국 법인 설립



자료 : 언론보도, 현대차증권

<그림 2> Arm 의 ADP 인 가온칩스



자료 : Arm, 현대차증권

<표1> 가온칩스 실적 추이 및 전망

(단위:십억원,%)

	2020	2021	2022	2023P	2024F
매출액	17.0	32.2	43.3	63.6	106.0
영업이익	2.0	6.2	3.9	4.4	7.4
OPM	11.6%	19.2%	9.0%	6.9%	7.0%
순이익	1.9	6.2	4.4	6.4	11.0
NPM	10.9%	19.2%	10.2%	10.1%	10.4%

자료 : 가온칩스, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	32	43	64	106	169
증가율 (%)	N/A	34.4	48.8	65.6	59.4
매출원가	22	32	49	75	116
매출원가율 (%)	68.8	74.4	76.6	70.8	68.6
매출총이익	11	12	15	31	53
매출이익률 (%)	34.4	27.9	23.4	29.2	31.4
증가율 (%)	N/A	9.1	25.0	106.7	71.0
판매관리비	4	8	11	23	38
판관비율(%)	12.5	18.6	17.2	21.7	22.5
EBITDA	7	6	9	12	20
EBITDA 이익률 (%)	21.9	14.0	14.1	11.3	11.8
증가율 (%)	N/A	-14.3	50.0	33.3	66.7
영업이익	6	4	4	7	15
영업이익률 (%)	18.8	9.3	6.3	6.6	8.9
증가율 (%)	N/A	-33.3	0.0	75.0	114.3
영업외손익	1	0	1	4	3
금융수익	1	1	2	4	3
금융비용	0	1	1	0	0
기타영업외손익	0	0	-0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	7	4	6	11	17
세전계속사업이익률	21.9	9.3	9.4	10.4	10.1
증가율 (%)	N/A	-42.9	50.0	83.3	54.5
법인세비용	0	-0	-1	0	1
계속사업이익	6	4	6	11	16
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	6	4	6	11	16
당기순이익률 (%)	18.8	9.3	9.4	10.4	9.5
증가율 (%)	N/A	-33.3	50.0	83.3	45.5
지배주주지분 순이익	6	4	6	11	16
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-0	-0	-0	0	0
총포괄이익	6	4	6	11	16

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	30	55	80	102	144
현금성자산	6	11	30	40	54
단기투자자산	9	28	25	25	30
매출채권	2	7	5	9	13
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	14	9	19	28	47
비유동자산	7	18	13	15	17
유형자산	5	11	-0	2	5
무형자산	1	6	6	5	3
투자자산	0	1	1	2	3
기타비유동자산	1	0	6	6	6
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	37	73	93	117	161
유동부채	14	14	22	33	55
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	6	2	8	12	20
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	8	12	14	21	35
비유동부채	1	4	10	12	18
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1	3	4	4	4
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	1	6	8	14
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	15	19	32	45	73
지배주주지분	22	54	61	72	89
자본금	5	6	6	6	6
자본잉여금	1	28	28	28	28
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	-0	-0	-0	-0
이익잉여금	16	21	27	38	55
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	22	54	61	72	89

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	3	6	9	16	25
당기순이익	6	4	6	11	16
유형자산 상각비	1	1	2	3	4
무형자산 상각비	0	1	2	2	1
외환손익	-0	-0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-4	-1	-1	0	4
기타	0	1	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-8	-32	10	-7	-12
투자자산의 감소(증가)	0	-1	-1	-0	-1
유형자산의 감소	0	0	18	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-6	-10	-6	-6
기타	-5	-25	3	-1	-5
재무활동으로인한현금흐름	1	31	-0	0	1
차입금의 증가(감소)	1	2	1	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	5	28	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-5	1	-1	0	1
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-4	5	19	9	14
기초현금	9	6	11	30	40
기말현금	6	11	30	40	54

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	677	412	559	958	1,436
EPS(지배순이익 기준)	677	412	559	958	1,436
BPS(자본총계 기준)	2,319	4,734	5,313	6,272	7,707
BPS(지배지분 기준)	2,319	4,734	5,313	6,272	7,707
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	0.0	34.5	102.4	72.0	48.1
P/E(지배순이익 기준)	0.0	34.5	102.4	72.0	48.1
P/B(자본총계 기준)	0.0	3.0	10.8	11.0	9.0
P/B(지배지분 기준)	0.0	3.0	10.8	11.0	9.0
EV/EBITDA(Reported)	-1.7	20.8	54.6	37.7	22.4
배당수익률	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	-39.2	35.6	71.6	49.8
EPS(지배순이익 기준)	N/A	-39.2	35.6	71.6	49.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	28.3	11.6	11.1	16.5	20.5
ROE(지배순이익 기준)	28.3	11.6	11.1	16.5	20.5
ROA	16.7	8.0	7.7	10.5	11.9
안정성 (%)					
부채비율	69.2	34.6	52.3	62.3	82.1
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	66.9	73.9	14.0	17.2	30.2

** K-IFRS 연결 기준*

Inside Quant/Global ETF

AI 반도체 시대의 개막, HBM 장비주에 투자하는 방법

Analyst 이창환
02-3787-2278
ch.lee@hmsec.com

RA 이진청
02-3787-2191
jincheong.lee@hmsec.com

- Kodex AI반도체 핵심장비 ETF(A471990): 전공정-후공정-패키징에 이르는 AI 반도체를 대표하는 HBM 관련 반도체 장비주를 최대 비중으로 편입하고 있으며, 이는 향후 HBM 시장 성장을 주도할 수혜주
- 범용 반도체 시대에서 AI 반도체 시대로 전환. 핵심은 메모리 대역폭(Bandwidth) 극대화에 있음

범용 반도체 시대에서 AI 반도체 시대로 전환. 핵심은 메모리 대역폭(Bandwidth) 극대화에 있음

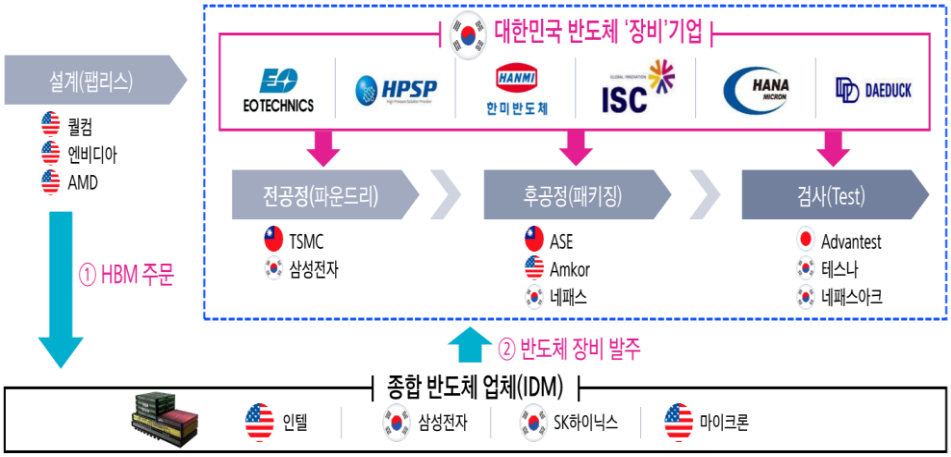
4차 산업혁명 시대가 개막하며 기하급수적으로 늘어난 데이터를 처리하기 위해 시스템 반도체 및 메모리 반도체의 수요가 크게 증가했다. 범용의 반도체 칩을 사용하던 시대에서 각 산업 영역에 특화된 반도체 칩을 사용하는 시대로 전환하고 있다. 기존의 범용 반도체 보다 훨씬 뛰어난 계산 능력과 전력 효율을 보이는 AI 반도체가 주목받게 된 배경에는 폰 노이만 아키텍쳐(Von Neumann Architecture) 기반의 컴퓨터 작동 구조에서 발생하는 병목현상에 있다. CPU의 연산 처리 속도에 비해 Flash Memory, DRAM의 속도가 떨어졌기 때문에 병목현상이 발생했다. AI 시대의 최대 고민은 바로 이 지점에 있다.

이를 개선하고 연산을 가속화하기 위한 병렬 컴퓨팅에서는 대량의 단순 구조 코어로 구성된 GPU와 학습에 필요한 대량의 데이터를 연산 장치에 빠르게 전달하기 위한 HBM(High Bandwidth Memory, 고대역폭 메모리)의 중요성이 부각됐다. 메모리 반도체 기업들의 향후 제품 개발 방향은 메모리 대역폭 극대화에 있다. 이 외에도 PIM(Process In Memory), 폰 노이만 구조에서 벗어난 뉴로모픽 반도체 등이 있다.

AI 반도체를 대표하는 HBM 관련 반도체 장비주를 최대 비중으로 편입하고 있는 ETF

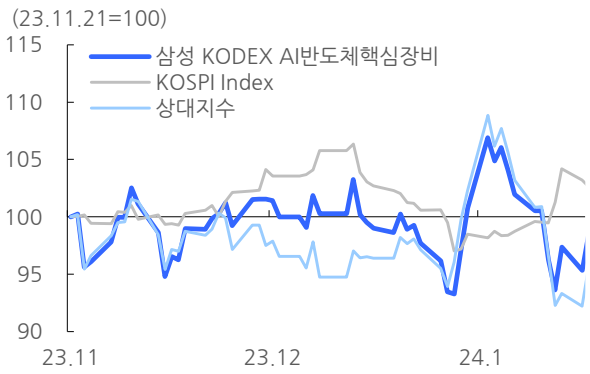
AI 반도체는 HBM을 필요로 하며, 이는 AI 반도체 공정의 새로운 트렌드로 자리잡았다. 가트너에 따르면 HBM 시장규모는 2022년 11억달러에서 2027년 51억달러 규모로 성장할 전망이다. 기존의 전공정 장비 혁신을 통한 공정 미세화는 상당 부분 한계에 도달했으며, 메모리를 더 얇게, 더 많이 수직으로 쌓아올리는 기술 등 첨단 패키징 및 후공정까지 광범위한 투자가 발생하고 있다. 역사적으로 반도체 붐은 '장비'에서 시작되며 소재/부품 대비 시장을 주도해왔다. 장비가 반도체 신규 주문 사이클의 직접적인 영향을 받기 때문이다. 특히 국내 반도체 산업은 기초과학 영역이 중요한 소재/부품이 아닌 장비에 경쟁우위를 가지고 있으며, 미국의 대중 규제로 장비 국산화 트렌드가 강해질 것이라 판단된다. 해당 ETF는 전공정-후공정-패키징까지 AI 반도체 공정 전반에 걸친 장비주를 최대 비중으로 편입하고 있다.

글로벌 AI 반도체 공정 프로세스와 대표적인 한국 반도체 장비 기업들



자료: 삼성자산운용, 현대차증권

<그림1> 주가 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

<표1> 기본 정보

설정일	2023-11-21	순자산 총액	1,431 억원
운용사	삼성자산운용	NAV	10,702원
기초 지수	iSelect AI반도체 핵심장비 지수	운용보수	0.39%
투자 국가	대한민국	30 일 평균 거래량	2,228,024주
투자 자산	Equity	보유 종목수	21개
전략	n/a	배당 수익률	n/a

자료: 삼성자산운용, Bloomberg, 현대차증권

<표2> 최근 수익률 및 추적오차

구분	수익률(%)			추적 오차(%)
	1 개월	3 개월	6 개월	
삼성 KODEX AI반도체 핵심장비	5.6	n/a	n/a	0.25
KOSPI Index	2.0	8.8	2.6	-

주: 2월 8일 기준 총수익률

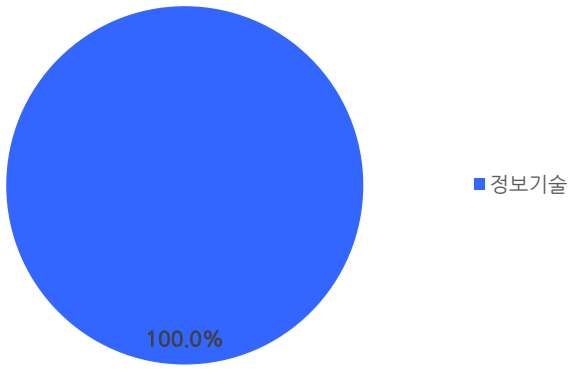
자료: 삼성자산운용, Bloomberg, 현대차증권

<표3> 주요 보유 종목

구분	비중(%)	수익률(%)		
		1 개월	3 개월	6 개월
한미반도체	26.0	35.1	29.1	64.6
리노공업	46.4	-2.2	43.7	28.2
ISC	12.1	-9.0	-17.3	-21.5
아수페타시스	11.1	6.7	14.9	-4.2
HPSP	10.5	16.3	34.5	35.6

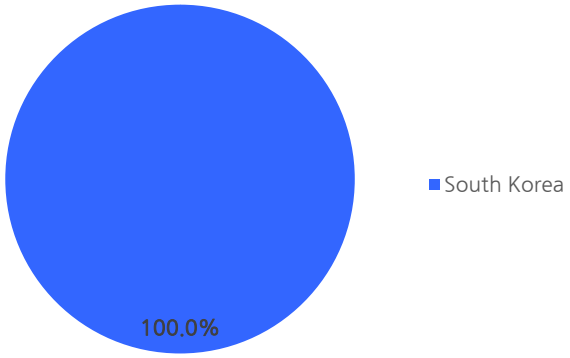
자료: 삼성자산운용, Bloomberg, 현대차증권

<그림2> 섹터별 비중



자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림3> 지역별 비중

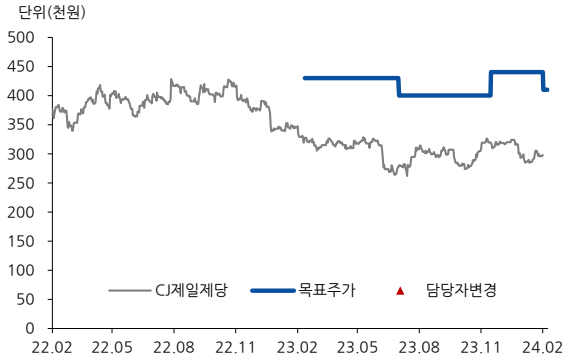


자료: Bloomberg, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.02.24	BUY	430,000	-28.11	-23.60
2023.07.14	BUY	400,000	-25.95	-18.50
2023.11.28	BUY	440,000	-30.54	-26.36
2024.02.14	BUY	410,000		

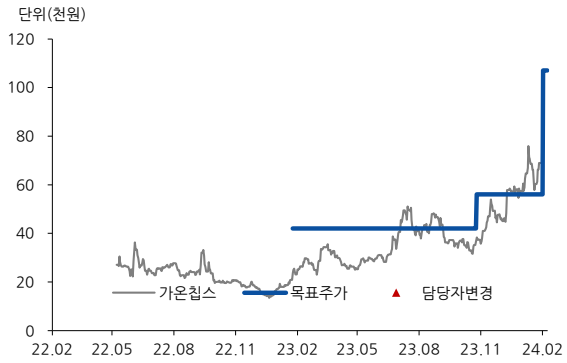
▶ 최근 2년간 CJ제일제당 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.02.06	BUY	42,000	-24.81	21.67
2023.08.06	AFTER 6M	42,000	-6.18	14.88
2023.11.07	BUY	56,000	-3.85	55.89
2024.02.14	BUY	107,000		

▶ 최근 2년간 가온칩스 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 (2023.01.01~2023.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	154건	91.1%
보유	15건	8.9%
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.