

금쪽상담소2

Software vs Battery

NAVER

THRONE
AND
LIBERTY

VS

kakao

이창영 인터넷/SW
02 3770 5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

이안나 2차전지/디스플레이
02 3770 5599
anna.lee@yuantakorea.com

강대석 Equity Market
02 3770 3631
daeseok.kang@yuantakorea.com

 유안타증권
Yuanta Securities (Korea)

금쪽상담소2

Software vs Battery



이창영

인터넷/SW

02 3770 5596

changyoung.lee@yuantakorea.com



이안나

2차전지/디스플레이

02 3770 5599

anna.lee@yuantakorea.com



강대석

Equity Market

02 3770 3631

daeseok.kang@yuantakorea.com

SUMMARY

〈금쪽 상담소2〉 Software vs Battery

주식시황 - 낙폭과대에 대하여

금리 상승세가 드디어 멈췄습니다. 증시도 숨통이 트였습니다. 이번 11월 반등 과정에서 우등생은 2차전지와 소프트웨어입니다. 전형적인 낙폭과대 컨셉입니다. 그러나 낙폭과대라고 다 같은 건 아닙니다. 연중 고점대비로는 2차전지가, 코로나19 이후 고점 대비로는 소프트웨어가 가장 낙폭과대입니다. 즉 올해 가장 속 썩인 금쪽이는 2차전지, 지난 2~3년간 가장 속 썩인 금쪽이는 소프트웨어(인터넷/게임)라는 의미입니다.

절대 밸류 레벨의 관점에서는 둘 다 싸지 않습니다. 그러나 두 업종은 동행한다기보다 순환매의 성격을 띠고 있는 듯합니다. 상대적 관점에서 내년 상반기까지 소프트웨어가 더 나은 모습을 보일 것으로 예상합니다. 이익 상대강도에 따른 주가 상대강도 회복 가능성, 고금리 여건 하에서 재무건전성, 그리고 글로벌 주가와 비교한 외국인 수급 유인 가능성 때문입니다. 길었던 사춘기의 끝이 점차 다가오고 있다는 생각입니다.

인터넷/게임 - Bottom Fishing의 기회

NAVER 기준 21년 대비 23년(e) 영업이익은 13%, 매출액은 42% 증가했지만 주가는 50% 이상 하락했습니다. 성장둔화, 마진율 하락에 따른 멀티플 하락 있었지만, 금리(할인율)상승에 따른 멀티플 하락이 가장 컸습니다. 24년 (미국)추가 금리상승이 제한적일 것으로 예상한다면, 지난 2년간 눌려있던 성장주들의 본격 상승을 기대해 볼 수 있습니다.

성장주 중 NAVER, 카카오는 24년 트래픽 증가에 따른 수수료/광고단가 인상으로 광고/커머스 중심으로 실적 개선이 예상되고, 해외사업/신사업도 고성장, 적자 축소 중인 상황이므로, 의미있는 마진율 개선도 기대해 볼 수 있습니다. 게임주도 23년 신작 부재, 기존 게임 매출 감소에 따른 실적 악화로 현금/금융자산 비중이 시총의 50%에 이를 정도로 자산주화 되었지만, (1) 24년 신작 출시 (2) 플랫폼 다변화 (3) 중국 등 해외 진출 기대되는 바, 주가 회복이 기대됩니다. 고금리시대에 현금/금융자산 비중이 높은 성장주들이 유리한 재무구조를 기반으로 M&A 등 상대적으로 사업확장에 유리할 것으로 예상됩니다.

플랫폼 기업 중에선 (1) 광고-커머스-핀테크-콘텐츠 고른 성장에 따른 실적 및 영업이익률 개선 (2) 클라우드 기반 B2B AI의 구체적 성과 (3) Poshmark, LINE-Yahoo 성장 포텐셜 등이 기대되는 기업 'NAVER(035420)'를 Top Pick으로 제시합니다.

게임 기업 중에선 (1) 플랫폼, IP, BM 다변화 (2) 2년 만의 신작 모멘텀 (3) AI를 통한 게임 개발 효율성 개선까지 예상되는 '엔씨소프트(036570)'를 Top Pick으로 제시합니다.

2차전지 - 녹록지 않은 2024년, 비중 축소 불가피

2차전지는 2024년 많은 불확실성에 노출되어 있습니다. 1) IRA 불확실성, 2) EV 수요 둔화, 3) 수주 공백기, 4) 낮아진 밸류에이션 매력도 등 비중 축소가 불가피할 것으로 보입니다. 2023년에도 여러 불확실성에 대한 시장의 우려가 있었으나 이를 감출만한 장기 수주 계약이라는 큰 모멘텀이 있었습니다. 그러나 2024년에는 모멘텀 부재로 모든 불확실성이 수면 위로 드러나게 될 것입니다. 자료를 통해 기업별 현황을 점검함과 동시에 단기 수요 둔화 인지 기술적 한계로 인한 장기 수요 공백으로 이어질 것인지에 대해 살펴보겠습니다. 또한 대표적인 성장 섹터인 만큼 낙폭 과대 시기 비중 확대에 대한 시장의 고민이 있습니다. 따라서 현재 밸류에이션 수준 점검 및 섹터 반등 포인트까지 제시하고자 합니다.

CONTENTS

1. 주식시황 – 낙폭과대에 대하여

1. 증시 반등과 낙폭과대 관심	06
1) 기다렸던 금리 상승세의 진정	07
2) 증시가 바닥을 잡으니	08
3) 낙폭과대에 대한 관심 증가	09
4) 낙폭과대계의 자강두천	10
2. 진정한 낙폭과대 가리기	11
1) H4L의 시대, 선별적 접근이 필요	12
2) 밸류에이션 절대 레벨, 둘 다 싸지 않아	13
3) 상대적인 관점에서 접근할 필요	14
4) 엇갈린 증시 내 비중의 방향성	15
5) H4L 시대에 살아남기	16
6) 외국인의 관심은 어디로?	17

2. 인터넷/게임

1. 성장주, 흑독했던 과거	18
1) 밸류에이션 점검	19
2. 2024년에 대한 고찰	21
1) 플랫폼 업종: 성장 유지 및 영업이익률 개선	22
2) 게임 업종: 신작 출시 및 플랫폼 다변화	27
3) 한국형 AI는 B2B로 차별화	29

3. 고금리 속 옥석 가리기	31
1) 재무구조에 주목	32

3. 인터넷/게임 기업분석

1. 기업분석	34
NAVER(035420)	35
엔씨소프트(036570)	41

4. 2차전지

1. 2차전지, 녹록지 않은 2024년	45
1) 2024년, EV 수요 둔화에 대한 고민	46
2) LFP 채택률 확대가 더 큰 문제	54

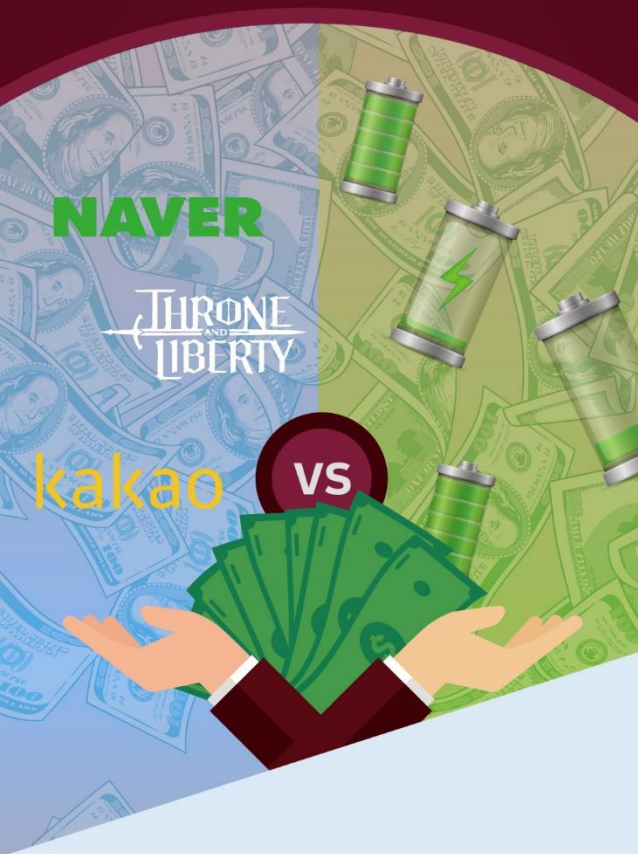
2. 2차전지, 밸류에이션 매력도는?	56
1) 중국 vs 국내 밸류에이션 점검	57

3. 2차전지 투자전략	59
1) 모든 불확실성이 수면 위로...	60
2) 반등 포인트는 '신규 수요'	61

5. 2차전지 기업분석

1. 기업분석	62
LG에너지솔루션(373220)	63
삼성SDI(006400)	66





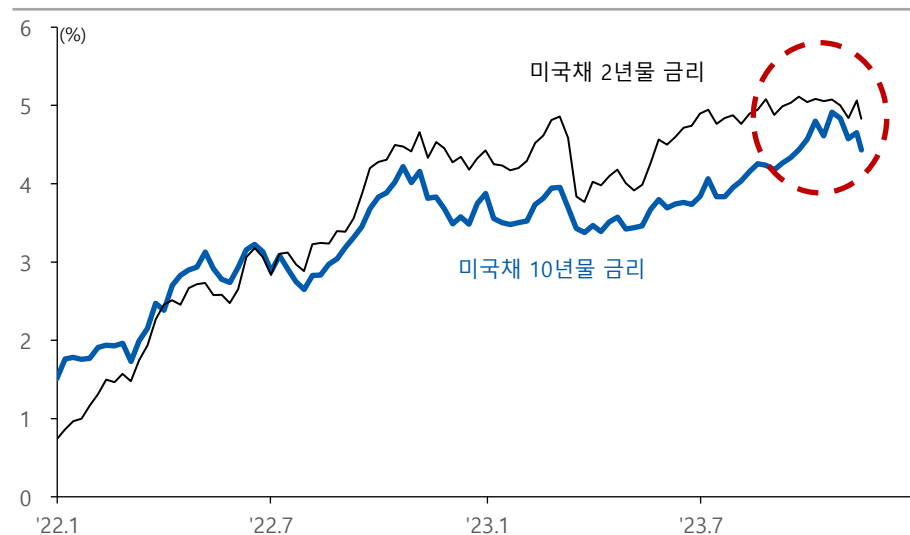
Part I. 낙폭과대에 대하여

증시 반등과 낙폭과대 관심

기다렸던 금리 상승세의 진정

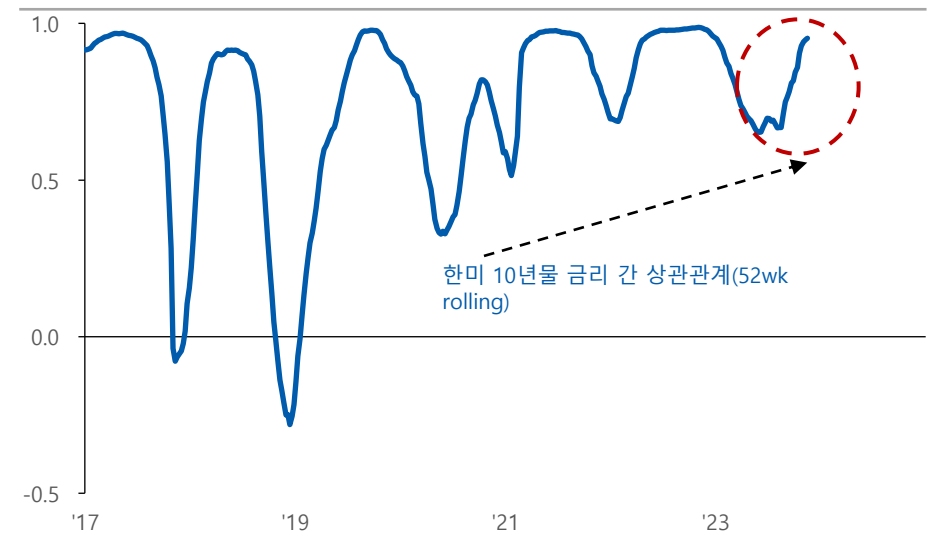
- 지난 8~10월 국내외 증시의 3개월 연속 약세를 주도했던 금리의 상승세가 드디어 진정되기 시작. 계기는 미국 경기의 쿨다운 조짐과 디스인플레이션 기조가 유효함을 확인한 것으로 파악
- 그간 대내 경기여건보다 미국채 금리와 상관관계를 높여가며 대외요인을 더 반영했던 국고채 금리도 동반 하향 안정 흐름

기다렸던 금리의 피크 아웃



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국채 금리와 상관관계 최고점 부근에 다다른 국고채 금리에도 호재

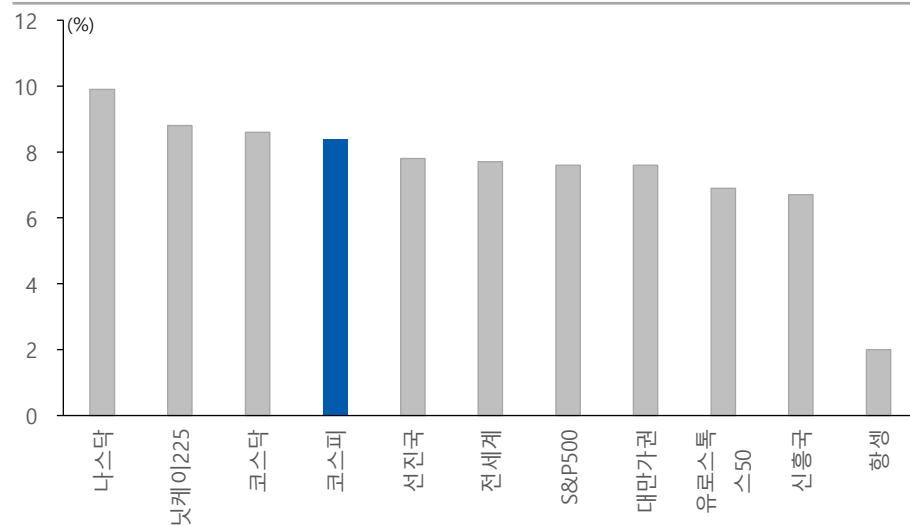


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

증시가 바닥을 잡으니

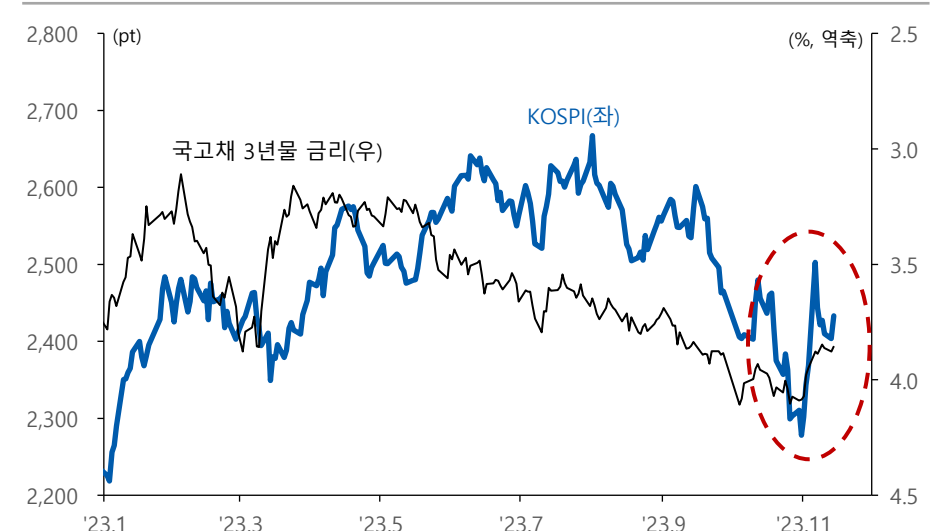
- 금리의 피크 아웃 확인되면서 부진했던 증시 반등하기 시작. 11/17일 기준으로 KOSPI 지수는 11월 수익률 +8.4%를 기록하며 10월의 낙폭을 모두 만회. KOSDAQ은 비록 전월의 낙폭을 아직 모두 만회하지는 못했으나 11월 +8.6% 반등을 보이면서 탄력적인 반등 양상을 보여주고 있는 모습
- 11월초 금융당국의 공매도 금지 조치 발표로 인해 단기 변동성이 확대되기도 했으나, 빠르게 진정을 찾아가고 있는 상황. 금리 하향 안정화된 정도에 맞춰 증시 반등 폭을 유지하고 있는 것으로 판단

금리 하락에 힘입어 글로벌 주요증시 반등(~11/17일 기준)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

국내증시, 단기 변동성 있었지만 결국 금리 하락한 만큼 증시 반등에 성공

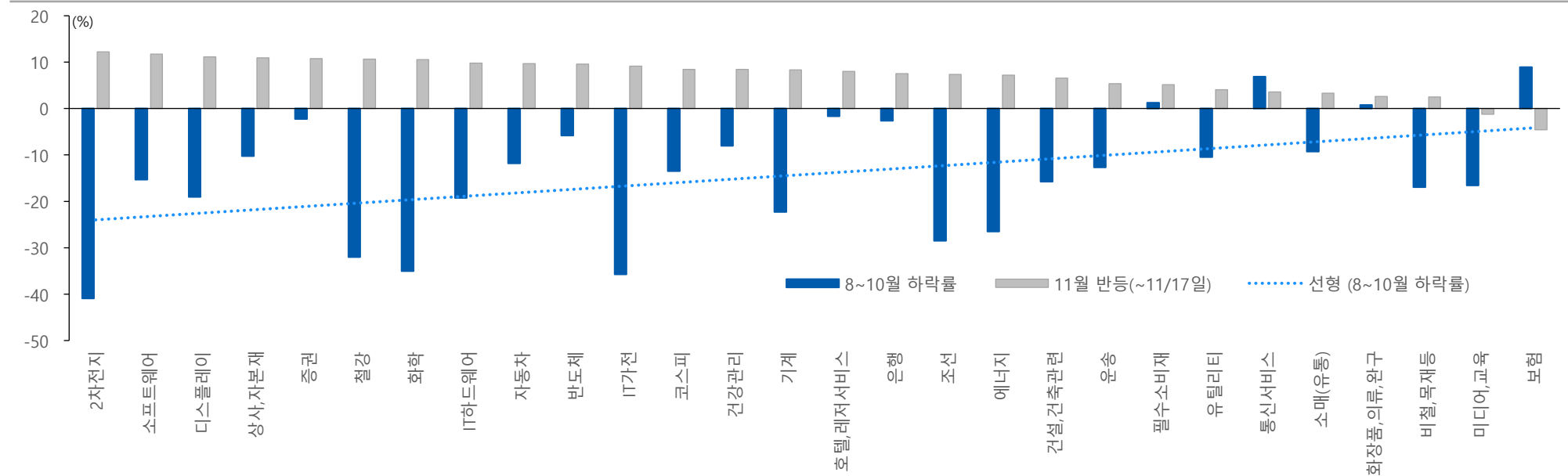


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

낙폭과대에 대한 관심 증가

- 증시의 조정 또는 약세장 국면에서 반등이 나타나는 경우, 낙폭과대에 대한 관심은 유효했던 경험. 예컨대 전월비 하락과 6개월 이전대비 약세인 경우 6번 중 5번의 경우에서 통상 2개월차까지 낙폭과대에 대한 관심이 지속되었던 사례
- 그러한 가운데 11월 증시 반등도 업종별 성과를 확인해보면 8~10월 3개월 연속 약세 국면에서 부진했던 업종들이 대체로 반등 상위에 포진. 주도 업종은 2차전지(+12.2%)와 소프트웨어(+11.7%)

11월 증시에서 대체로 지난 8~10월 낙폭과대 스타일 업종들 강세 보이면서 낙폭과대에 대한 관심 확대

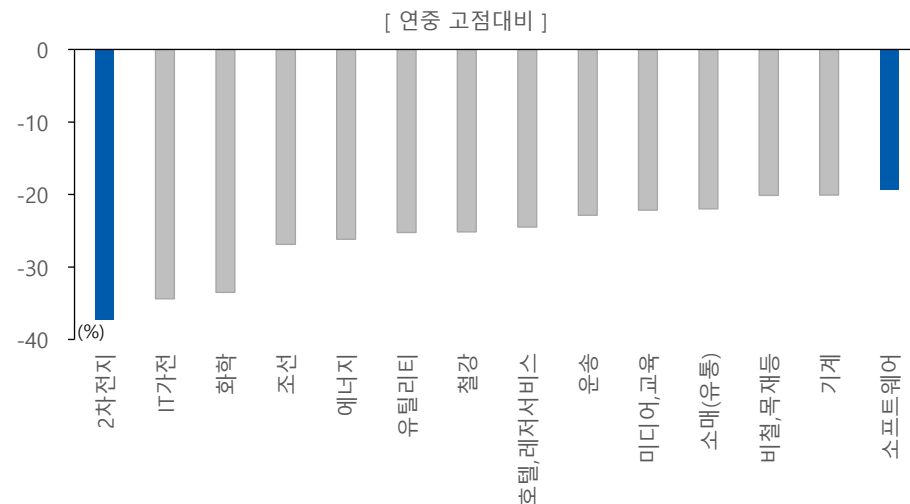


자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

낙폭과대계의 자강두천, 소프트웨어 vs. 2차전지

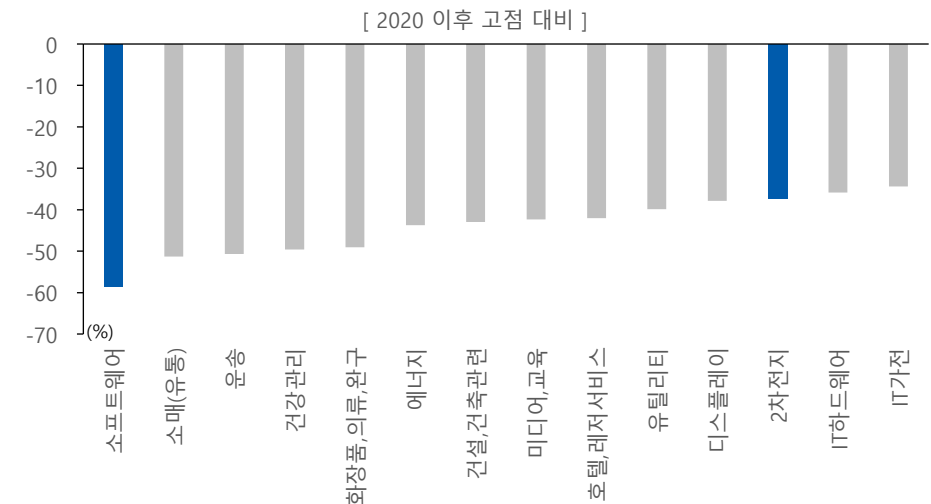
- 11월 반등 TOP2 업종인 2차전지와 소프트웨어는 함께 낙폭과대 컨셉에 포함되지만 기준은 엄연히 다른 상황
- 예컨대 올해 연중 고점을 기준으로 하는 경우 2차전지가 가장 낙폭과대 컨셉에 적절한 업종으로 선정. 소프트웨어는 중간 성적으로 후퇴
- 반면 코로나19 이후 유동성 장세에서 기록했던 고점을 기준으로 하는 경우 소프트웨어가 가장 큰 낙폭을 기록한 것으로 집계. 올해 고점을 기록한 2차전지는 이 경우에 낙폭 순으로 정렬 시 중간 순위로 밀려나는 결과
- 과거에 비해 상대적으로 높은 금리 레벨 유지되는 국면에서는 같은 낙폭과대라고 하더라도 선별적이고 신중한 접근이 수익률 제고에 기여할 것으로 예상. 두 업종의 시황과 섹터 전략을 점검해 볼 필요

올해 연중 고점대비 현재 주가 수준으로는 2차전지가 가장 낙폭과대



자료:Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

그러나 약세장 기간 범위를 좀 더 넓히면 소프트웨어가 가장 낙폭과대에 적절



자료:Quantiwise, 유안타증권 리서치센터



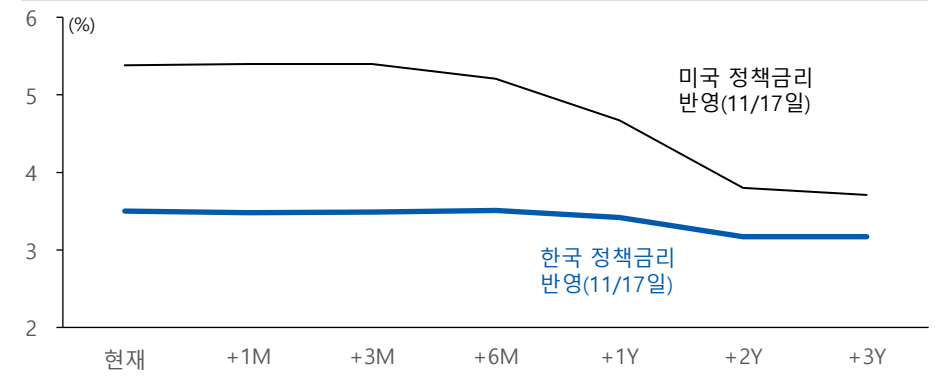
Part I. 낙폭과대에 대하여

진정한 낙폭과대 가리기

H4L의 시대, 선별적 접근이 필요

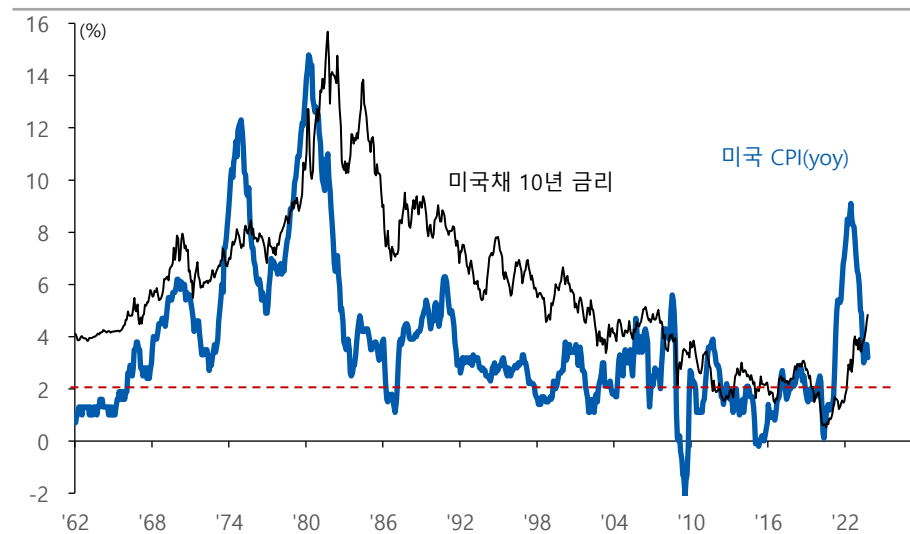
- 금리 때문에 낙폭이 컸던 낙폭과대 업종들, 반등도 금리의 안정 덕분. 결국 시황의 본질은 금리인 상황. 향후 금리가 지속 하향 안정된다면 대표적 성장 컨셉인 소프트웨어와 2차전지 모두 매수 대상이 되겠으나, 불행히(?)도 금리는 보다 높은 레벨에서 유지될 것으로 예상
- 아직 목표(2%)를 상회하고 있는 물가 상황과 예상보다 견조한 경기가 배경. 지난주 기준 금융시장에 반영된 한미 정책금리는 1년 뒤 미국 3회 인하 및 한국 1.5회 인하 수준

한미 정책금리 전망 반영 수준, H4L 시사



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

인플레이션 2% 이상 국면에서 금리 하락세 지속되지 않아



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

CME FedWatch, 내년 100bp 인하 기대 반영해도 higher than before

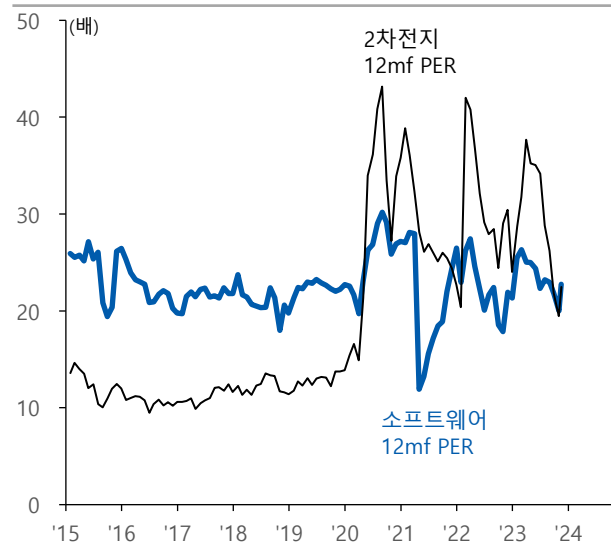


자료: Bloomberg, CME, 유안타증권 리서치센터

밸류에이션의 절대 레벨, 둘 다 싸지 않아

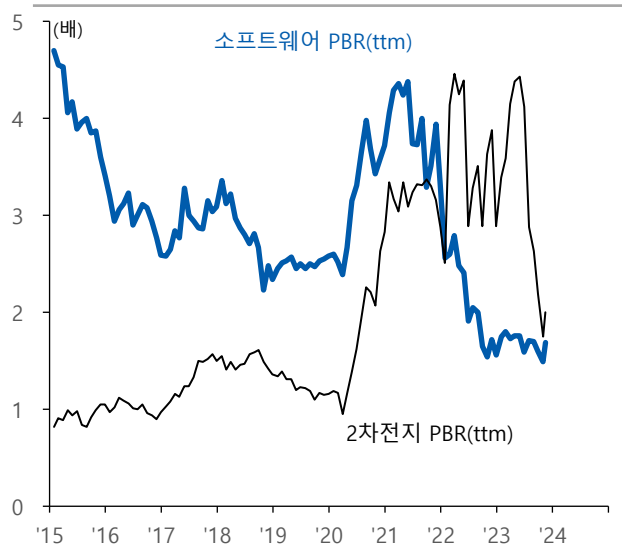
- 낙폭이 크다는 것은 말그대로 가격 하락폭이 컸다는 의미. 낙폭이 큰 것이 곧 싸다는 것은 아닌 셈. 12개월 선행 PER의 관점에서 두 업종은 모두 Fnguide 집계 기준 22배 수준에 도달. 소프트웨어 업종의 경우 2015년 이후 평균이 22.7배, 평균을 소폭 하회하나 싸다고 보긴 어려운 수치. 2차전지는 2015년 이후 평균 19.5배로 현재 평균 상회 중
- PBR의 관점으로는 PER보다 나은 환경이지만(특히 소프트웨어), ROE가 높아지지 못하고 있는 상황에서 멀티플을 상향시키기는 쉽지 않을 전망

두 업종 12mf PER 22배 수준, 싸다고 보기 어려워



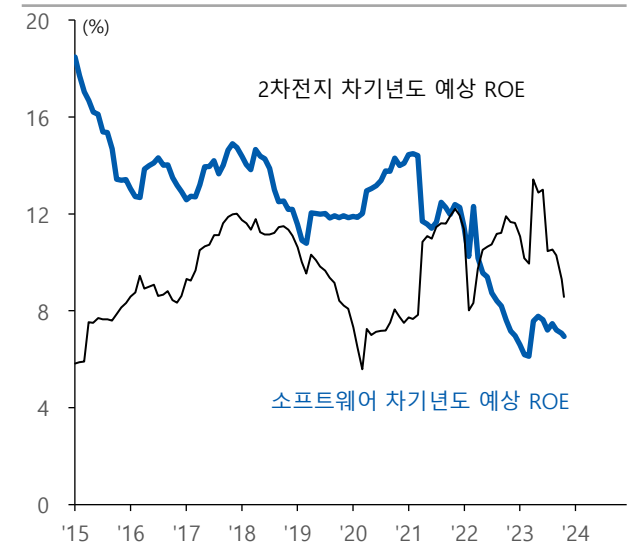
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

PBR의 관점에서선 싸졌지만,



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

ROE 예상 점점 낮아지는 어려운 환경

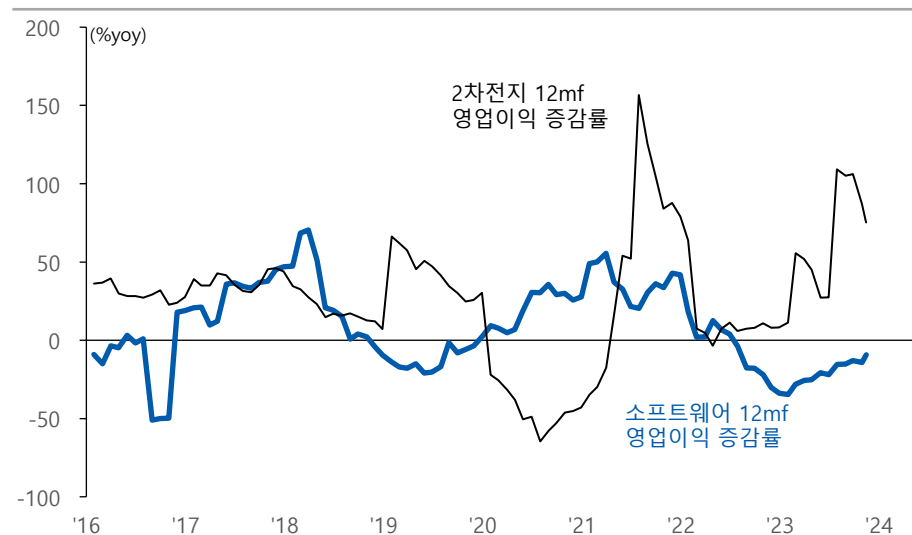


자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

상대적인 관점에서 접근할 필요

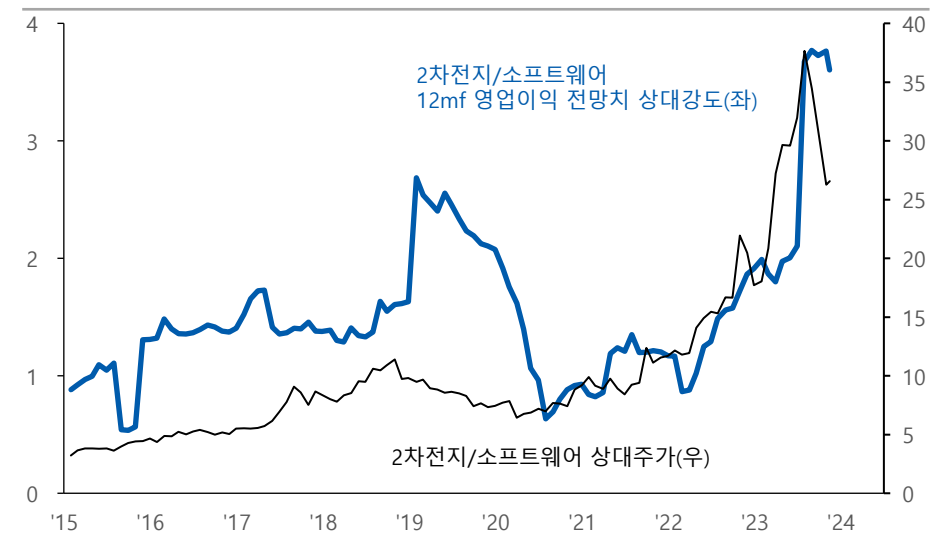
- 밸류에이션의 절대 레벨 관점에서 싸다고 보긴 어려운 상황이나 상대적인 관점에서는 접근 가능. 즉 낙폭과대 컨셉 내에서도 포트는 상대적으로 더 유리할 수 있는 업종으로 압축할 필요가 있다는 생각
- 예컨대 2019년 이후 소프트웨어 업종과 2차전지의 12개월 선행 영업이익 추정치의 방향성은 반대되는 경향. 그 과정에서 영업이익의 전망치의 상대강도에 따라 주가도 동행하는 모습
- 2021년부터 지속되었던 2차전지의 이익과 주가의 상대적 강세는 올해 4분기 들어서 꺾이기 시작하는 모습이 포착되었다는 점을 참고할 필요

느리지만 회복되고 있는 소프트웨어 이익 전망치와 피크아웃하는 2차전지



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

두 업종 주가의 상대강도는 이익전망치의 상대강도와 동행, 최근 꺾이기 시작

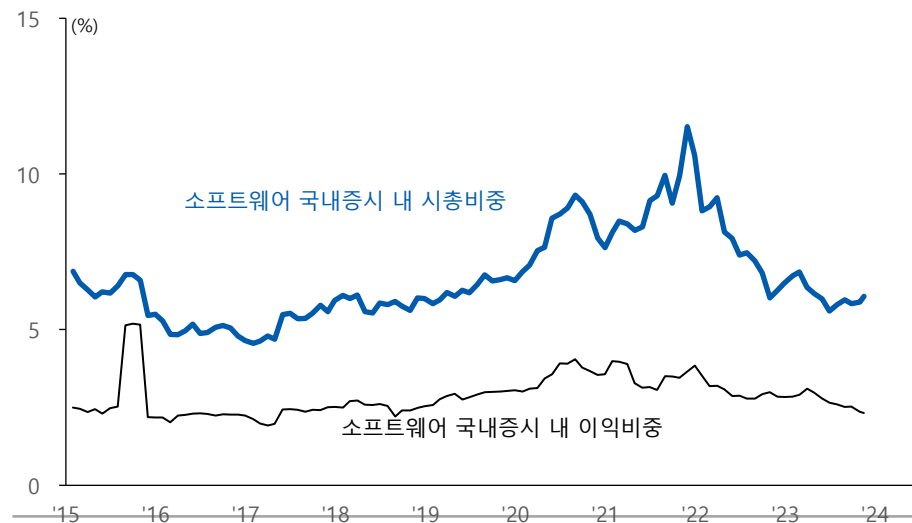


자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

엇갈린 증시 내 비중의 방향성

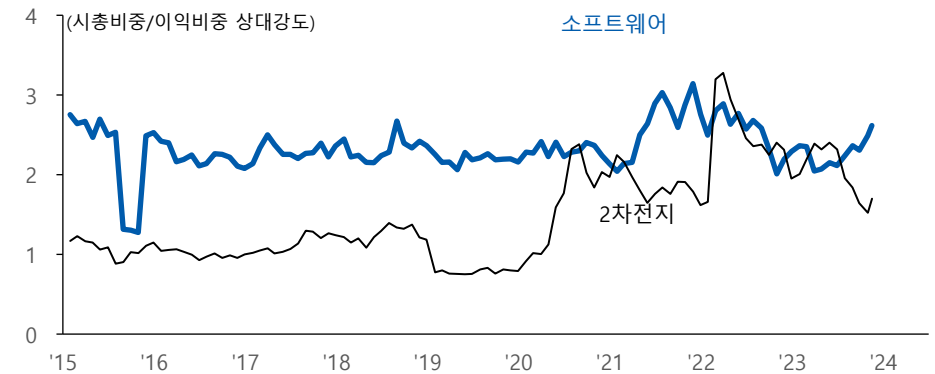
- 또 한 가지의 상대적 접근법은 국내증시 내에서의 위치(비중). 소프트웨어 업종은 증시 내에서 이익 비중이 지속 감소하면서 시총 비중도 점차 축소된 상황
- 반면 2차전지의 경우 올해 3분기 초까지도 이익비중과 시총비중을 빠르게 확대했던 업종. 그러나 반도체, 조선과 같은 시클리컬 업종들의 이익 기여도가 회복되기 시작하면서 꺾이는 모습

이익비중 감소에 따라 시총비중도 감소한 소프트웨어 업종



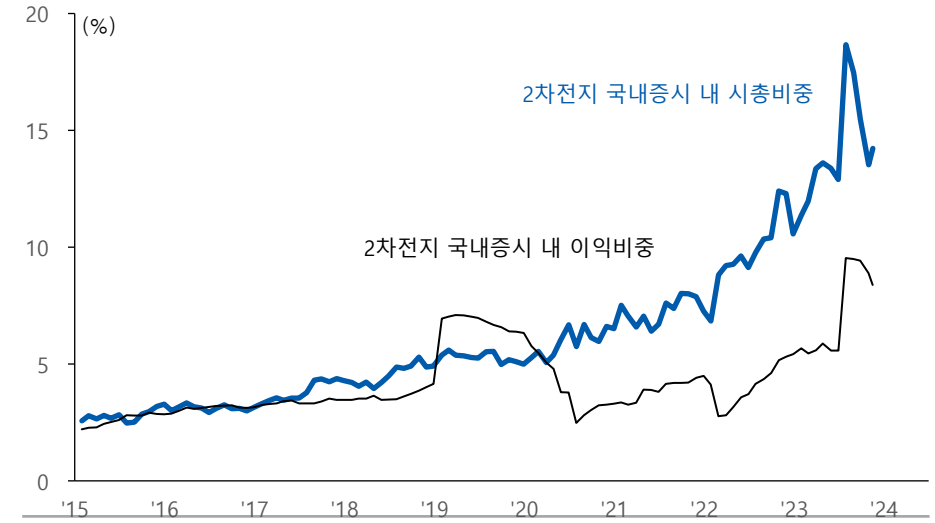
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

두 업종의 시총비중은 공통적으로 과거 평균적 이익비중 대비 높아진 상황



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

이익비중 증가에 따라 시총비중도 증가한 2차전지 업종

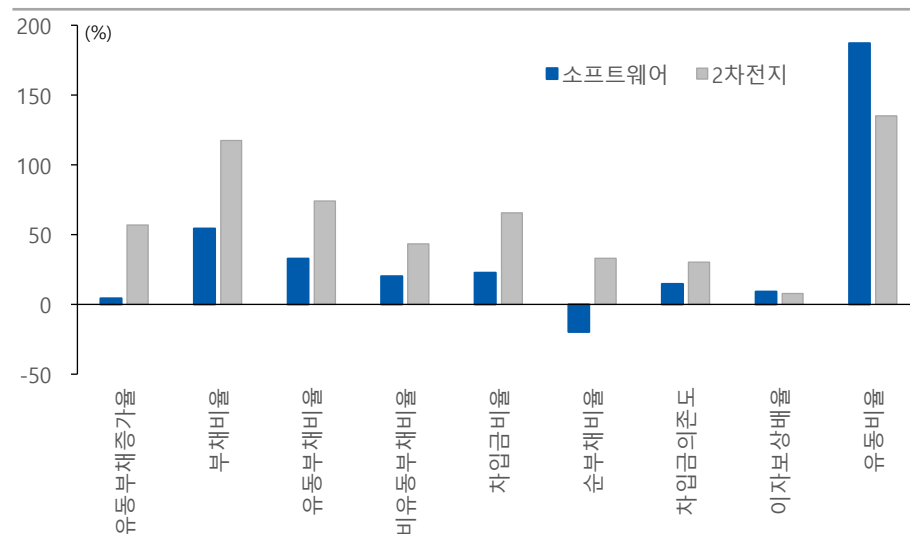


자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

H4L 시대에 살아남기

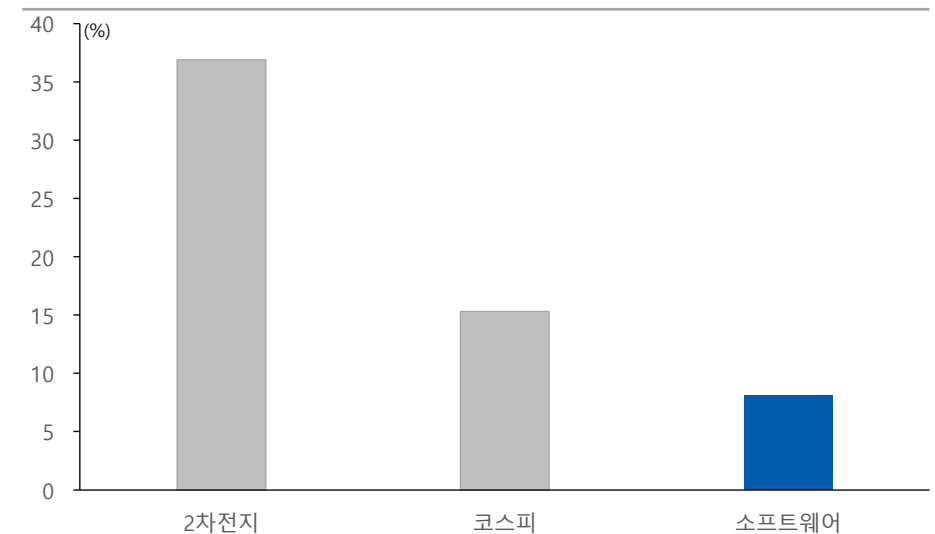
- 한편 금리가 본질인 상황에서 이전보다 높은 레벨의 금리 상황 하에서의 여건도 살펴 볼 필요. 기업 입장에서 금리의 부담은 크게 두 가지로 압축될 수 있다고 판단
- 첫 번째는 이자 부담. 즉 금융 비용의 증가를 의미. 변동금리 부채 또는 기존 부채의 리파이낸싱 과정에서 고금리 부담이 발생. 그런 관점에서 소프트웨어 업종이 2차전지에 비해 부채비율은 낮고 건전성은 높은 것으로 확인
- 두 번째는 Capex 투자 등 실물 유형자산에 대한 비용 통제 과정에서 고금리 부담이 발생. 당연하게도(?) 소프트웨어 업종은 2차전지나 KOSPI 지수 대비해서 유형자산 비중이 낮은 상황. H4L의 관점에서는 소프트웨어 업종이 훨씬 유리할 것으로 예상되는 배경

소프트웨어가 2차전지에 비해 부채비율 낮고, 건전성 높아



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

자산 총계 대비 유형자산 비중, 당연하게도 소프트웨어 업종이 낮아

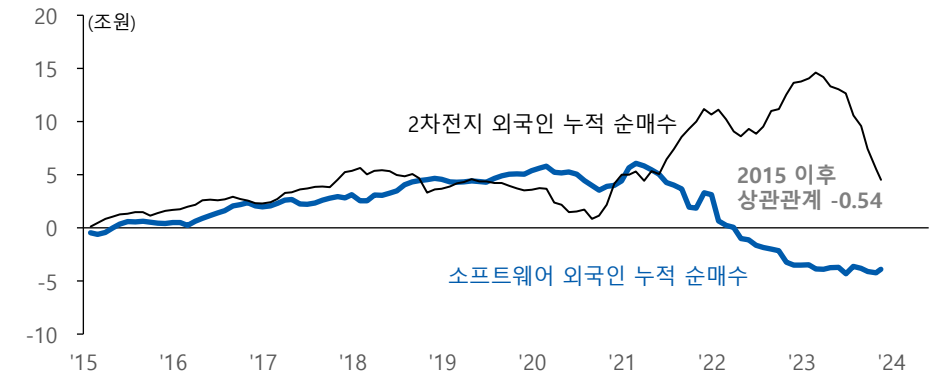


자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

외국인의 관심은 어디로?

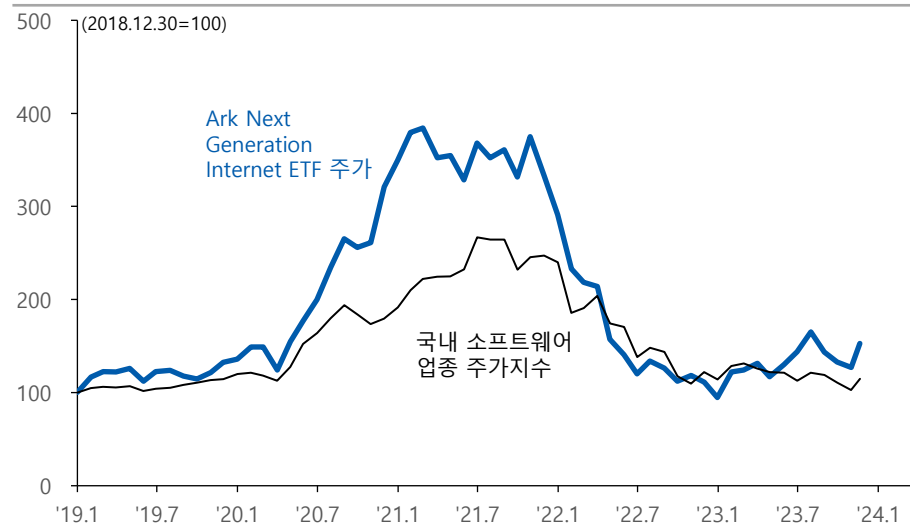
- 마지막으로 살펴볼 요인은 외국인 수급. 과거 외국인 투자자들의 수급 방향성은 두 업종에서 일치하지 않았던 경향. 즉 로테이션의 수단으로 활용되었을 가능성
- 미국이나 글로벌 관련주가 포함된 ETF 주가와 비교해보면 2차전지보다는 소프트웨어로 향후 매수세가 유입될 가능성이 더 높을 것으로 예상
- 종합적으로, 낙폭과대 내에서도 선별적 접근이 필요한 상황에서 소프트웨어 업종이 승률을 좀더 높여줄 수 있을 전망

외국인의 2차전지와 소프트웨어 업종 순매수의 방향성은 일치하지 않아



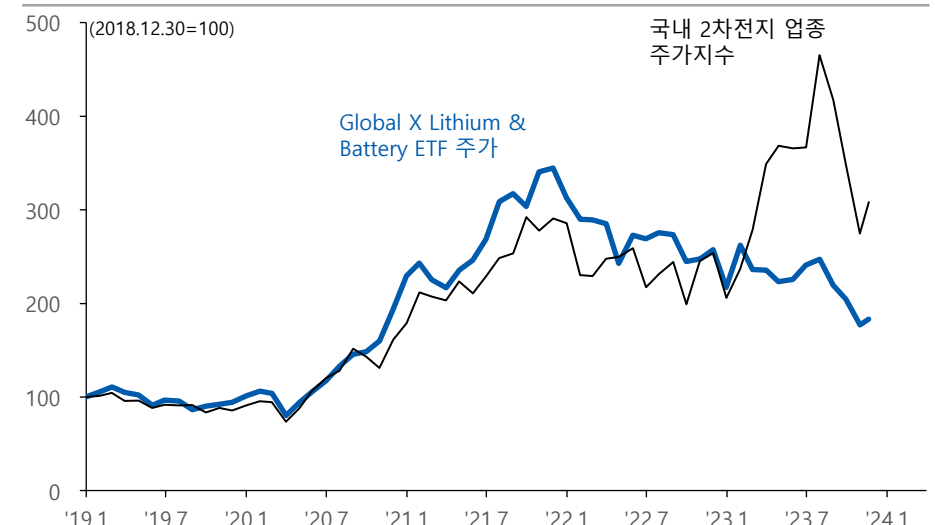
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

외국인의 입장에서 소프트웨어 업종 주가의 현주소

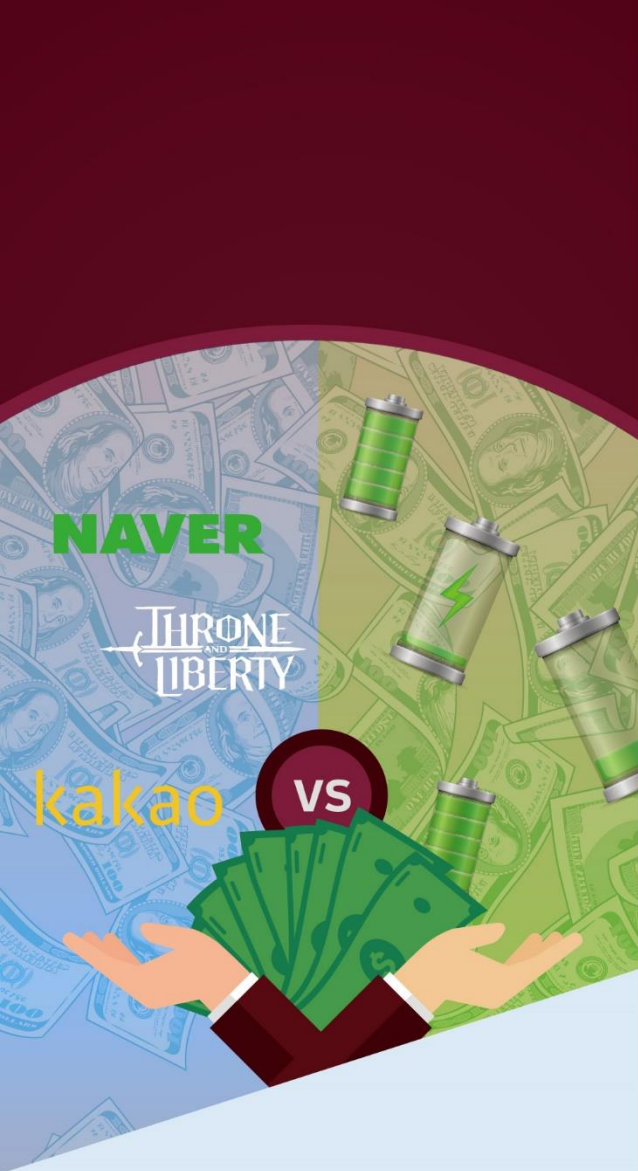


자료: Bloomberg, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

외국인의 입장에서 2차전지 업종 주가의 현주소



자료: Bloomberg, Quantwise, 유안타증권 리서치센터



Part II-1. 성장주, 흑독했던 과거

밸류에이션 점검

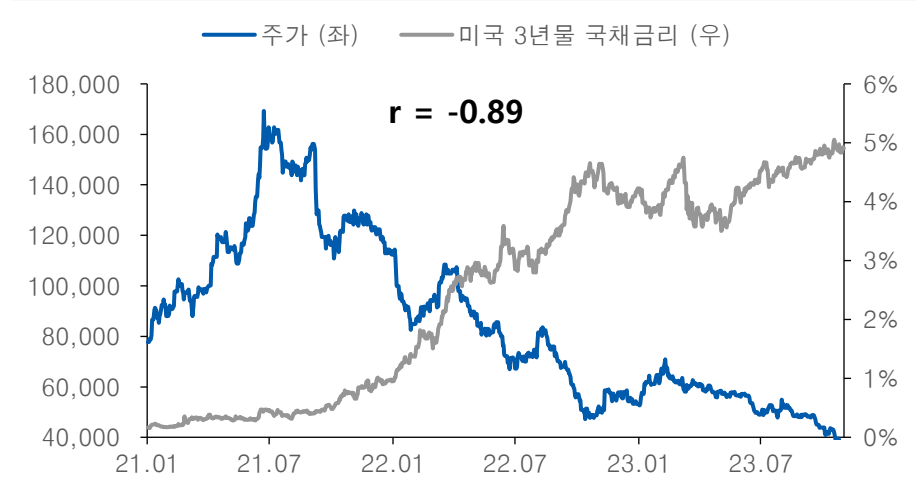
금리상승 = 성장주 멀티플 하락

NAVER 주가 vs 미국 3년물 국채 금리 (단위: 원)



자료: Bloomberg, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

카카오 주가 vs 미국 3년물 국채 금리 (단위: 원)



자료: Bloomberg, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

NAVER 주가 vs NAVER 연간 영업이익 (단위: 억원, 원)



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터, 2023년 영업이익은 추정치

카카오 주가 vs 카카오 연간 영업이익 (단위: 억원, 원)

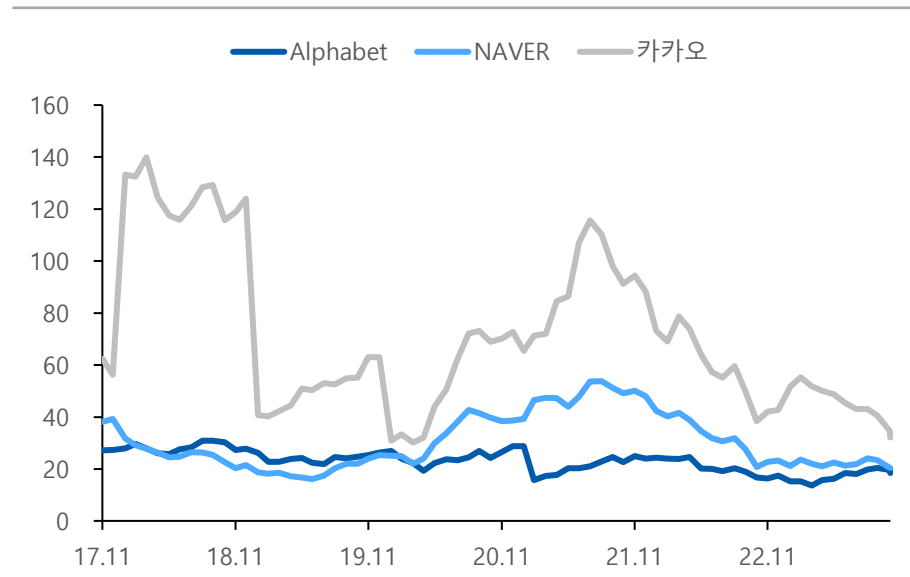


자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터, 2023년 영업이익은 추정치

밸류에이션이 여전히 높다?

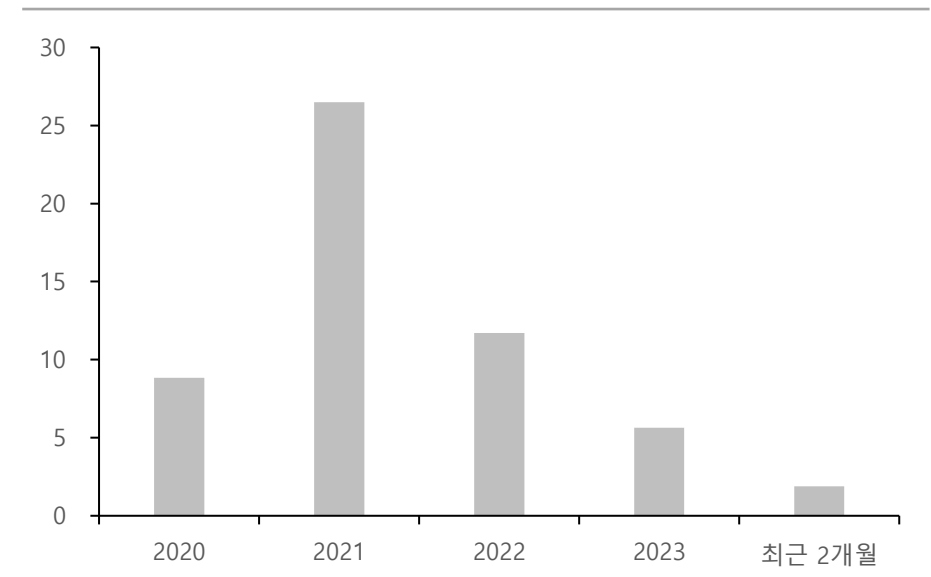
- NAVER, 카카오 주가가 많이 빠졌어도 24E 기준 PER Alphabet 19.3배, Meta 18.5배, NAVER 22.8배, 카카오 42.6배로 여전히 글로벌 Peer 대비 높음
- Alphabet 2021년, 2022년 유효법인세율 16.2%, 15.9% vs NAVER 37.9%, 30.5%, 카카오 18.5%, 28.2%
- 영업외 일회성 손익 제외한 영업이익 기준 PER은 11/20기준 Alphabet 17.4배 vs NAVER 18.2배, 카카오 30.7배
- 역사적으로 항상 국내 플랫폼 밸류에이션이 2~3배 비쌌 (사업의 다양성, 수익성) ex) whatsapp vs 카카오톡

Alphabet PER vs NAVER PER vs 카카오 영업 PER



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Alphabet 영업 PER - NAVER 영업 PER 차이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



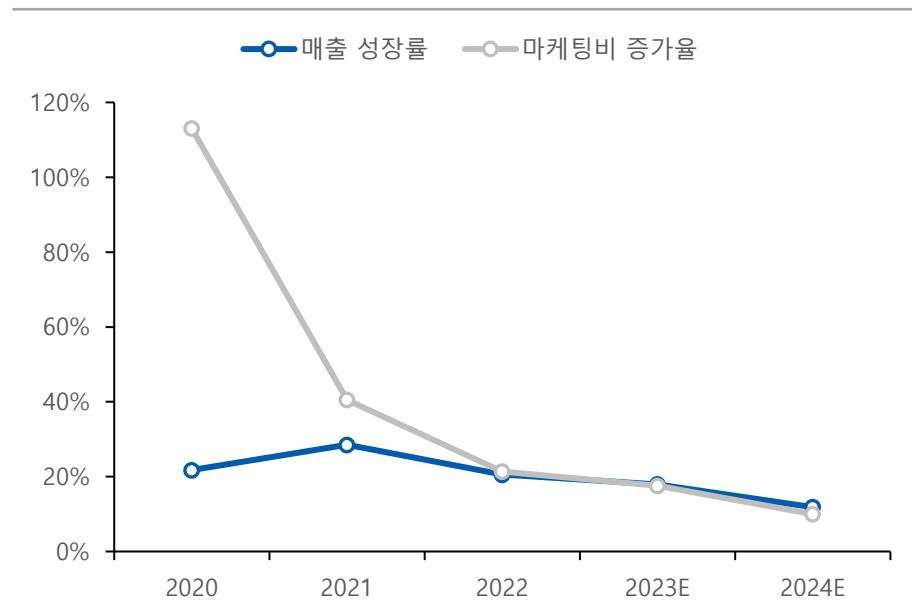
Part II-2. 2024년에 대한 고찰

기대해 볼만한 성장성

펀더멘탈 (성장성) 점검 : 성장률 vs 영업이익률

- NAVER, 카카오 모두 성장률 하락 → 이를 극복 위한 투자비용(AI 등) 증가로 영업이익률 하락 추세 ex) NAVER 23E 마케팅비 1.5조원(매출액의 16%, 구글 9%) YoY +18%, 카카오 외주/인프라+상각비 1.8조원 YoY +22%
- 성장률 : 양사 이미 모두 해외사업/신사업 확대 성장률은 두자릿수 성장을 유지. 2024년 성장 + 영업이익률 제고 : 비용 효율화, AI 투자 둔화, 데이터센터 완공 등으로 마진율 개선 전망. NAVER/카카오 OPM 1Q23 → 3Q23: 14.5%/4.1% → 15.5%/6.5%로 개선됨

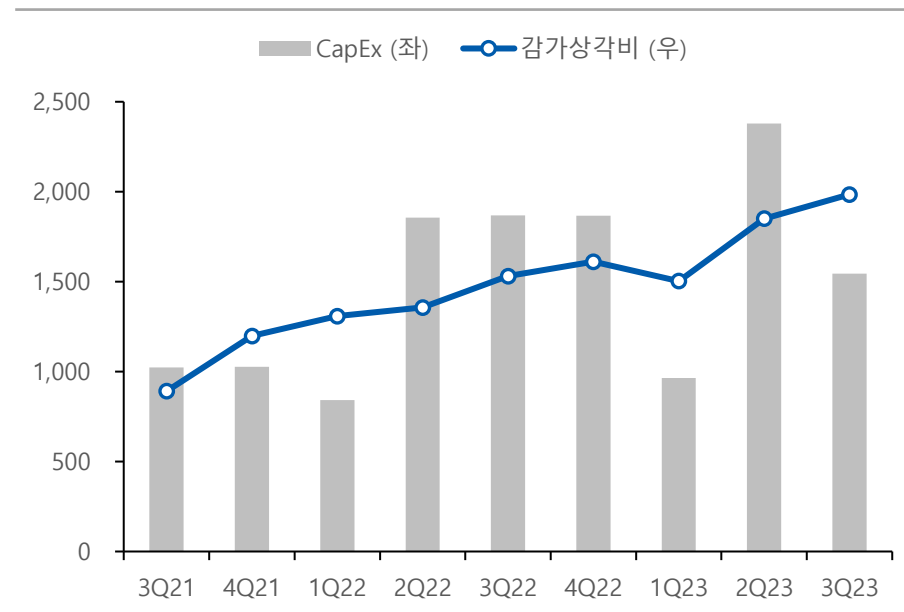
NAVER 2020~2024E 매출 성장률 vs 마케팅비 증가율



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

카카오 3Q21~3Q23 CapEx & 감가상각비

(단위: 억원)

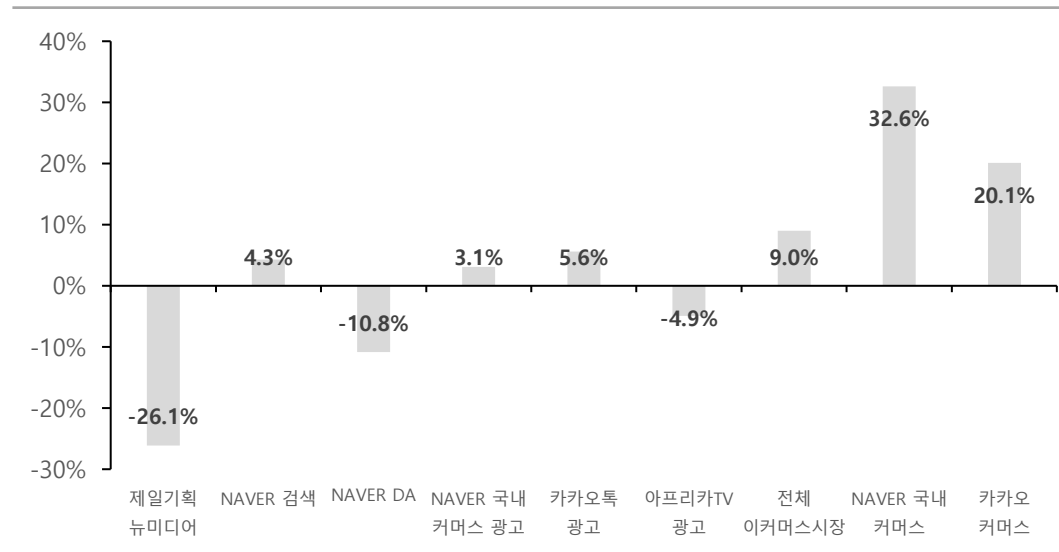


자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

2023 어려움을 때 잘했다면 2024는 기대해 볼만

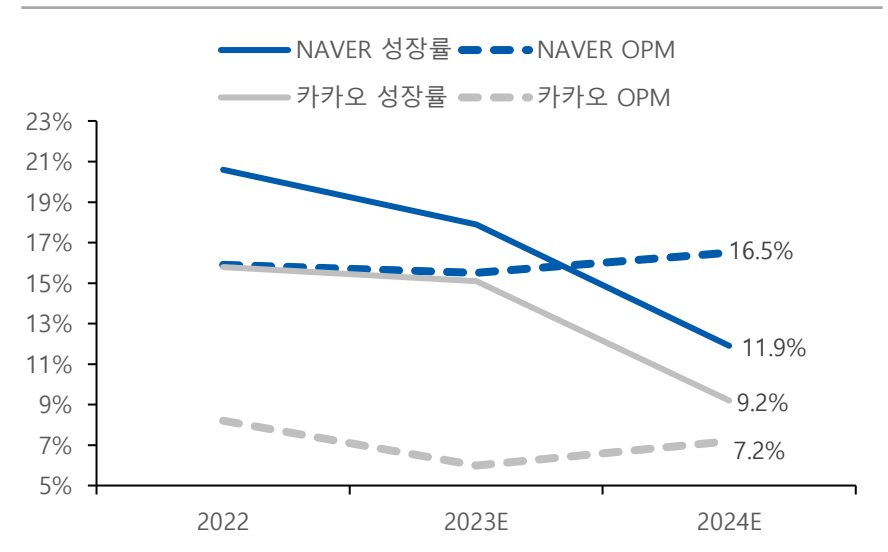
- 3Q23 누적 기준, 제일기획 뉴미디어 광고 YoY -26.1% vs 아프리카TV -4.9% vs NAVER 검색 YoY +4.3% vs. 카카오톡 광고 YoY +5.6%
- 국내 전체 이커머스 시장 YoY +9.0% vs. NAVER 국내 커머스 YoY +32.6% vs. 카카오커머스 20.1% → 플랫폼 독점화에 따른 초과 수익
- 10월 NAVER 브랜드스토어(대기업) 수수료율 인상: 24년 전체 GMV 52조원 x 13% x 1% = 676억원,
9월 카카오톡 친구탭 비즈보드 광고단가 인상: 1000억원 x 20%(단가 인상) + 1000억원 x 30%(트래픽 증가) = 500억원 → 광고시장 회복 조짐
- 한국은행 24년 민간소비 YoY +2.2%(23년 2.0%). 2024년 국내 경기회복(광고, 소비회복) 시 NAVER, 카카오 성장 및 영업이익률 개선 기대
- 2024년 NAVER YoY +12%, 영업이익률 15.5%(23E) → 16.5%(24E) 개선, 카카오 YoY +9%, 영업이익률 6.0%(23E) → 7.2%(24E) 개선 전망

3Q23 누적 업체별 광고 및 커머스 YoY 성장률



자료: 통계청, 각 사, 유안타증권 리서치센터

NAVER vs. 카카오 성장률, OPM 추이 및 전망



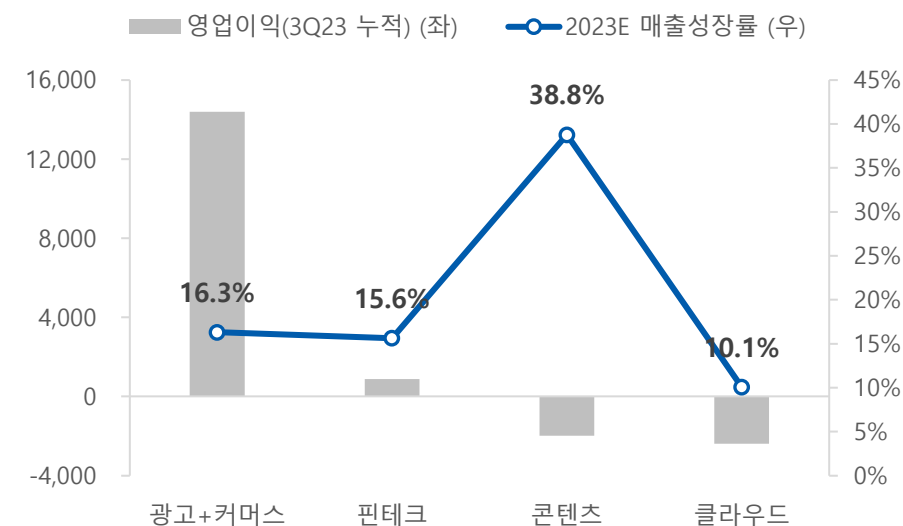
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

펀더멘탈 (성장성) 점검: 2024 성장유지 + 영업이익률 개선 전망

- NAVER 전체(연결) 영업이익의 130%를 차지하는 “광고(검색 & 디스플레이) + 커머스” 매출성장률(2023E) 16.3%, 영업이익률(3Q23 누적) 31.4%로 견조
- 2023년 광고시장 둔화로 인한 디스플레이 광고 매출 YoY -11%에도 검색 YoY +4.8%(네이버플레이스 YoY +70%), 커머스 YoY +43% 성장 Portfolio 구축
- NAVER 영업이익률 하락의 가장 큰 요인인 콘텐츠(-1,980억원), 클라우드(-2,380억원, 3Q23누적, 22년 연간 각각 -3,699억원, -2,006억원)는 매출성장률 각각 16%, 39%로 고성장 중, 24년 적자 축소 전망. 카카오 자회사 및 사업 구조조정으로 마진율 개선 전망
ex)카카오엔터프라이즈 22년 순손실 -1,612억원, 카카오모빌리티 -688억원, 카카오브레인 -318억원

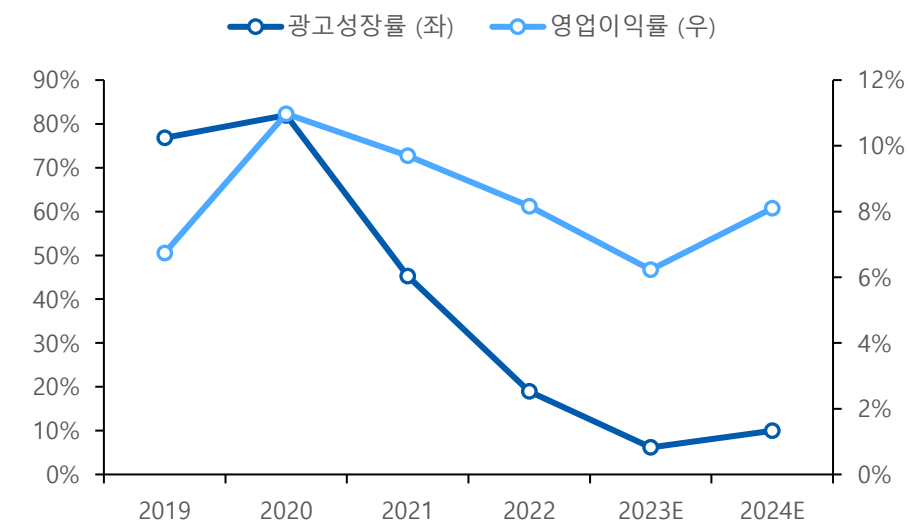
NAVER 부문별 영업이익 & 매출 성장률

(단위: 억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

카카오 광고성장률 vs 영업이익률

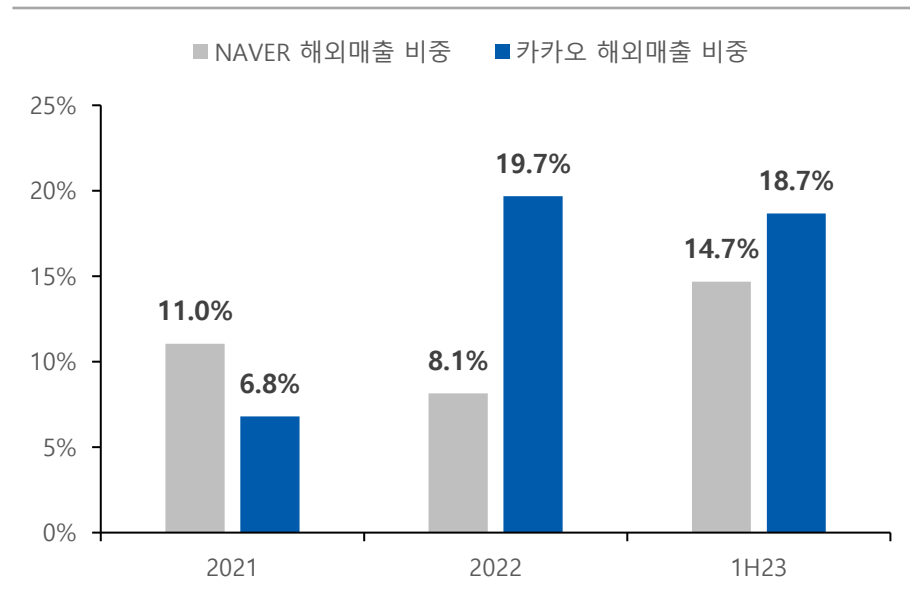


자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

성장 포텐셜: Resale & Resell

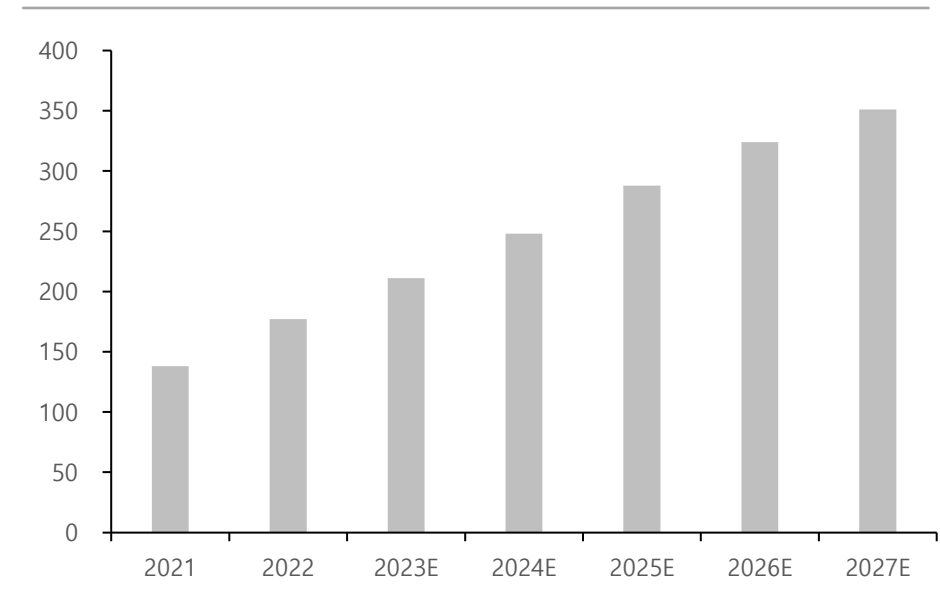
- 국내 플랫폼인 NAVER, 카카오는 구글검색, 유튜브, 페이스북(인스타) 등 글로벌 경쟁사에 의한 국내 점유율 하락의 대안으로 해외 진출 본격화
- 콘텐츠, Resale 등 해외 매출 비중 증가, 국내 성장 한계 극복
- NAVER 'KREAM'(Resell) 2023년 국내 거래액 YoY +50%, 2.5조원 예상. 미국 Resale 기업 THREDUP 주가 2023년에만 54% 상승(\$1.3 → \$2.0), 3Q23 매출액 \$82mn YoY +21%, EBITDA -\$3.6mn vs. Poshmark 분기당 매출액 약 1억달러, 3분기 연속 EBITDA 흑자
- (1) 인플레이션 - 실질소득 감소 (2) 탄소배출 감소 (3) Z세대 Fast Fashion 문화 등으로 글로벌 중고 상품 시장 27년까지 2배 성장한 \$350bn 전망

NAVER, 카카오 해외매출 비중 연도별 추이



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

글로벌 중고 시장 (Global Second-hand Market) 전망 (단위: 십억 달러)



자료: 2023 Resale Report, THREDUP, 유안타증권 리서치센터

성장 포텐셜: 콘텐츠는 국경이 없다

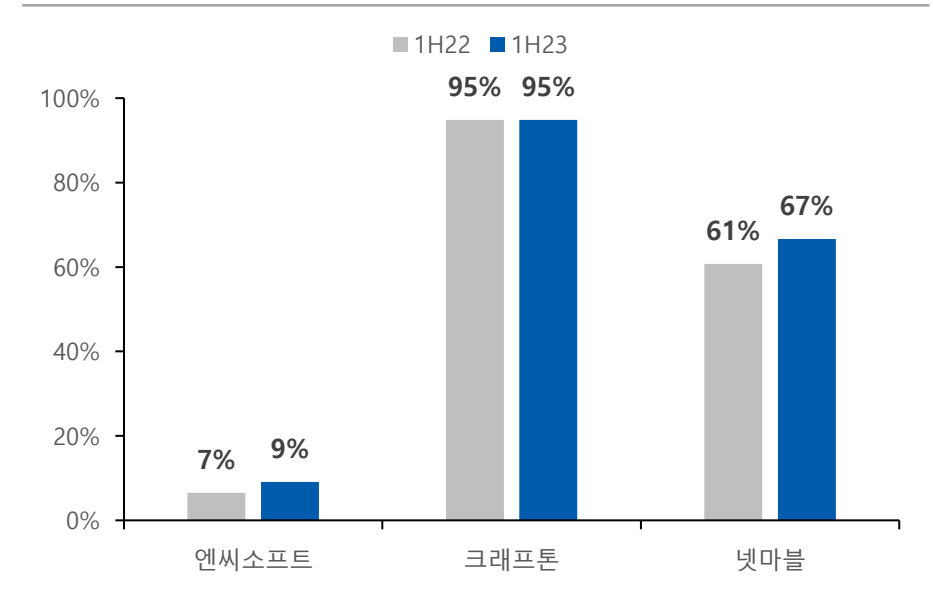
- 국내 웹툰 IP 기반 영상 콘텐츠 글로벌 흥행 작품 증가. 수백만명의 Creator Pool 창작 → 넷플릭스, 디즈니 제작비 투자 → 콘텐츠 퀄리티 개선 → 글로벌 흥행 → 원작 웹툰 재흥행의 선순환 ex) 무빙 웹툰 조회수 60배 증가
- 아직은 웹툰 구독료 기반 중심의 수익 → 성장둔화, 적자지속 → 미국DC Comics처럼 IP영상 수익, 굿즈 판매, 광고 비중 증가 → 성장성, 수익성 개선
- NAVER 'Wattpad' IP 'Kissing Booth', 'Heart Stopper' 미국, 영국 넷플릭스 오리지널로 제작, 'unOrdinary', 'Lore Olympus' 글로벌 IP
- 신작 부재, 신작 흥행 저조에도 해외 매출액은 견조. 해외 매출 경험은 향후(2024년) 출시 신작의 흥행에 유리. 게임, 웹툰 모두 흥행 비즈니스. 기약은 없으나 콘텐츠 퀄리티 개선, 작품수 증가는 흥행 가능성을 계속 높이고 있음

넷플릭스, 디즈니플러스 방영 웹툰 IP

	2019	2020	2021	2022	2023
네이버웹툰		스위트홈	지옥 D.P	키스식스센스 안나라수마나라 지금우리학교는	비질란테 이두나! 마스크걸 사냥개들 택배기사
카카오웹툰	좋아하면울리는				무빙

자료: 언론 취합, 유안타증권 리서치센터

국내 게임사 해외 매출 비중

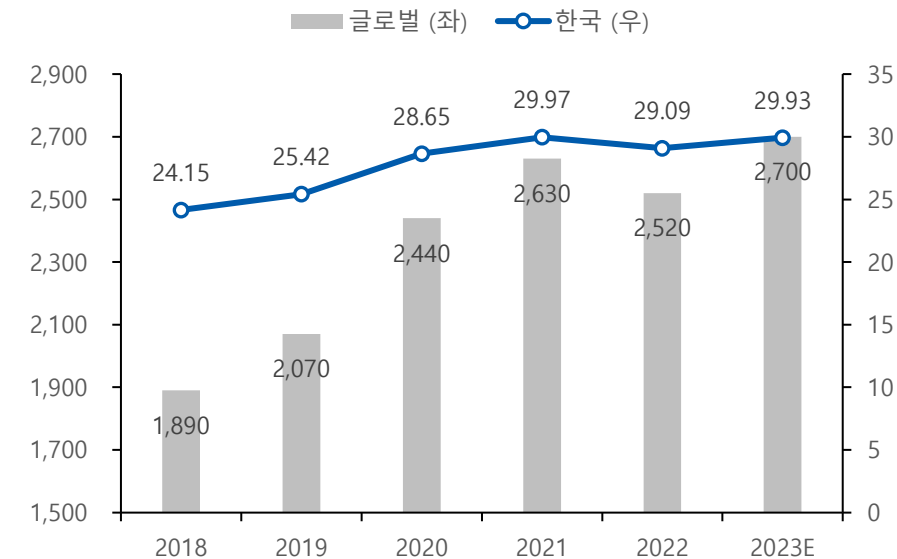


자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

2024 글로벌 게임시장 전망

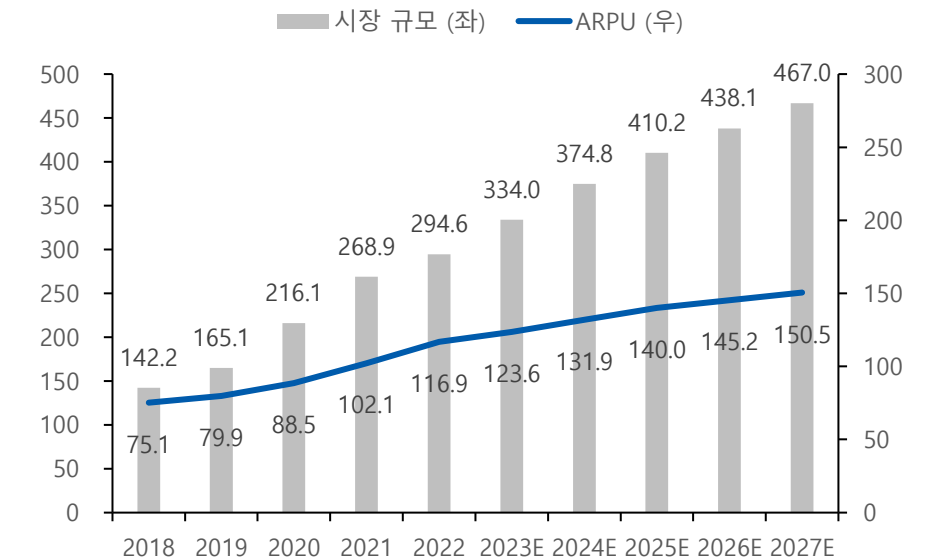
- 코로나 기간 급증했던 국내외 게임 이용자수는 엔데믹과 함께 급감: 2020년 전세계 게임 이용률 53.3%에서 2022년 49.4%로 급감
- 플랫폼별로는 모바일 이용자가 가장 크게 감소: 21년 18.3억명 → 22년 17.5억명 → 23년 19.3억명 다시 증가
- 국가별로는 청소년 규제, 판호발급 중단 등 중국 게임시장 감소폭이 가장 큼: 21년 26.3억명, 22년 25.3억명 → 2023년 내수부양위해 판호재개
- 이용자수 감소에도 ARPU는 21년 \$102.1 → 22년 \$116.9 → 23년 \$123.6(E) 계속 증가. 23년 Q 다시 증가. 향후 P, Q 동시 성장. 중국게임시장 재개방 → 성장 지속

2018 ~ 2023년 글로벌 - 한국 게임 이용자수 (단위: 백만명)



자료: Statista, 한국콘텐츠진흥원, 유안타증권 리서치센터

2018~2027년 글로벌 게임시장 규모 및 ARPU (단위: 십억달러, 달러)



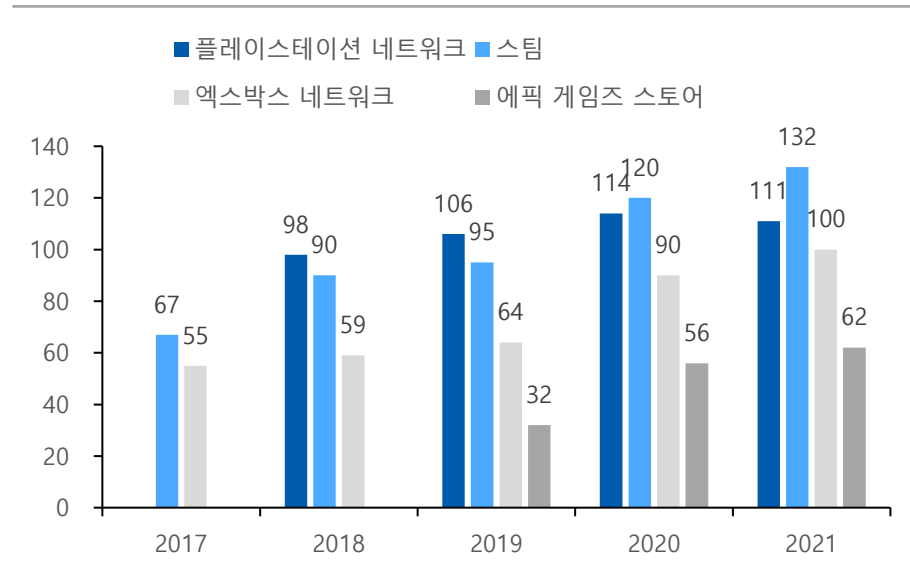
자료: Statista, 한국콘텐츠진흥원, 유안타증권 리서치센터

2024 K 게임 전망

- K게임: 모바일 편중, 리니지라이크(P2W) → 국내외 경쟁력 상실 → PC/콘솔게임 개발 증가 → 현재 과도기
- 글로벌 PC게임 플랫폼 Steam 해외 이용자수 1.3억명(2021): PC게임 경쟁력있는 국내 게임사에게는 해외 진출 교두보 ex) 배그 최대 동접 325만명, 'Dave The Diver' 글로벌 판매 1위, 'Eternal Return' 동접 5만명. 게임 출시, 판매, 관리, 소통 등 게임 이용자 커뮤니티로 발전. 모바일 앱스토어와 같은 역할
- PC/콘솔/모바일 크로스 플랫폼 증가, 국내 콘솔시장 성장, 해외 시장 경험 증가 ex) P의 거짓, TCP, 로스트아크 등 → 모바일 편중된 국내 게임시장의 새로운 성장동력
- MS 게임패스 ex)넷플릭스 - 국내 드라마 양적 질적 향상: 국내 콘솔/PC게임 양적/질적 성장 전망

2017~2022 게임 플랫폼별 월간 이용자수

(단위 : 백만명)



자료: 한국콘텐츠진흥원, 유안타증권 리서치센터

연도별 신작 출시 일정

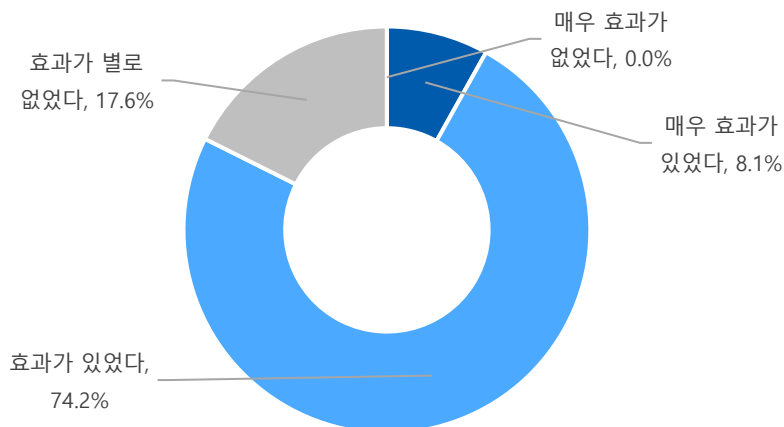
업체명	2022년	2023년	2024년
엔씨소프트		TL 한국(PC)	BSS(모바일/PC) 배틀크러쉬(모바일/닌텐도) 프로젝트G(모바일/PC) TL 글로벌(PC/콘솔)
크래프톤	칼리스토 프로토콜 (PC/콘솔)		다크앤다커(모바일) Project inZOI Black Budget(PC/콘솔)
펄어비스			붉은사막(PC/콘솔)

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

한국형 AI 는 B2B로 차별화

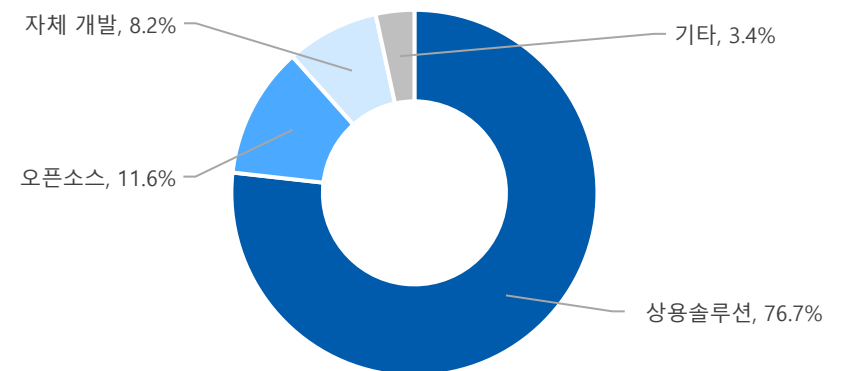
- LLM, 멀티모달 등 생성형 AI에 필요한 대규모 파운데이션 모델은 글로벌 빅테크 중심으로 계속 개발 중(GPT-4 1조개 매개변수, 아마존 'Olympus' 2조개, 구글 'Gemini' 1조개 vs Hyper Clova X 3~4,000억개)
- MS, 구글이 \$30 구독모델을 시작했지만, 아직 C2C BM은 요원한 상황
- 대규모 모델이 여러 비정형데이터 활용에도 좋긴 하지만 비용이 너무 많이 소요되고, Hallucination에 취약하며, 특히 Meta의 'LLaMA'의 매개변수가 GPT-3보다 10배 적음에도 GPT-3보다 뛰어난 모델을 상용화하며, 최근 국내 통신사, 카카오 등은 소규모 모델 개발로 방향성을 잡음
- 자연어 기반의 대규모 AI모델은 결국 글로벌 빅테크 간의 경쟁. NAVER 등 국내 기업이 경쟁할 수 있는 분야가 아님
- 국내 기업들은 소규모 모델의 B2B AI가 그나마 할 수 있는 AI 영역. 다행히 기업 AI에 대한 수요는 계속 증가 중
- 기업들의 AI 솔루션 도입 방식은 이미 AI 파운데이션 모델을 구축해 B2B 모델로 상용화된 모델이 대부분. 가장 많은 상용 솔루션을 제공하고 있는 기업은 23년 5월 기준 MS(Open AI)가 압도적이고, AWS, 구글, 삼성 SDS, NAVER, 솔트룩스, 마음 AI 등이 있다

기업들의 AI 도입 후 효과



자료: IDG Korea, 유안타증권 리서치센터

기업이 AI 솔루션을 도입하는 방식

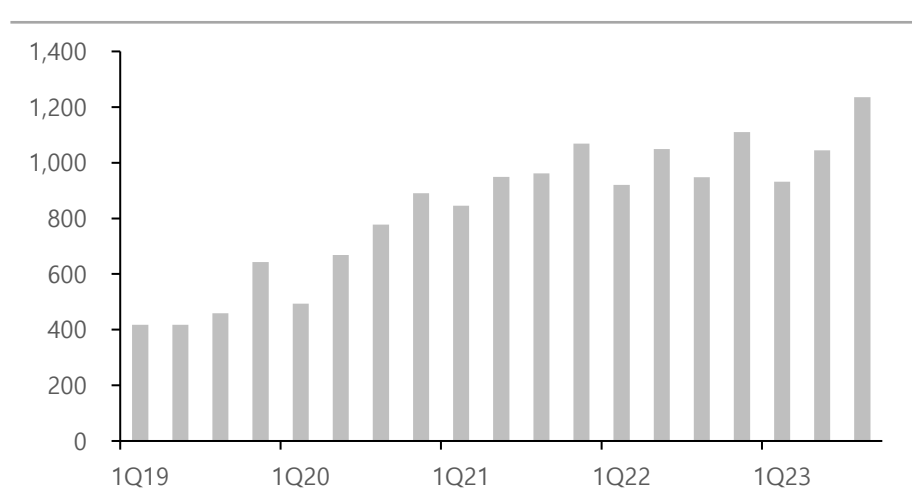


자료: IDG Korea, 유안타증권 리서치센터

한국형 AI 는 B2B로 차별화

- NAVER를 포함한 국내 기업들은 소규모 모델 기반으로 특정 영역에서 구체적인 Solution을 가져올 수 있는 Killer App을 만들어 내는 것이 필요
- 인프라 측면에서 데이터센터, 클라우드 서비스, 실시간 데이터, 광고, 커머스, 콘텐츠 등 수익화 적용, 많은 사용자 접점을 가진 NAVER가 최소한 국내에서는 유리한 상황. 삼성전자 등 66,100+개 기업에서 NAVER 클라우드 플랫폼을 이미 사용 중
- CLOVA X 상품 추천 시 노출수 27%, 클릭수 25%, 결제액 12% 향상. AI 타겟 메시지 클릭율 2배 이상 증가. 구글 광고주 80%는 이미 AI 기반 검색광고상품 사용. 한국광고주는? 커머스솔루션은 이미 상용화 중
- ChatGPT가 도입되어도 Bing 검색점유율이 변화없음, 빅테크의 AI가 NAVER 검색에 영향을 주기엔 당분간 어려울 것으로 예상 → AI는 24년 NAVER에게 중립적
- 오히려, 일본 LY와 Hyper Clova 공동 개발, Hyper Clova X를 LY 내외에서 실증 실험 진행, LY의 커머스검색, 광고 등에 적용 등 향후 LY를 통해 Hyper Clova X의 일본 확장 기대

NAVER 클라우드 매출액 (단위: 억원)

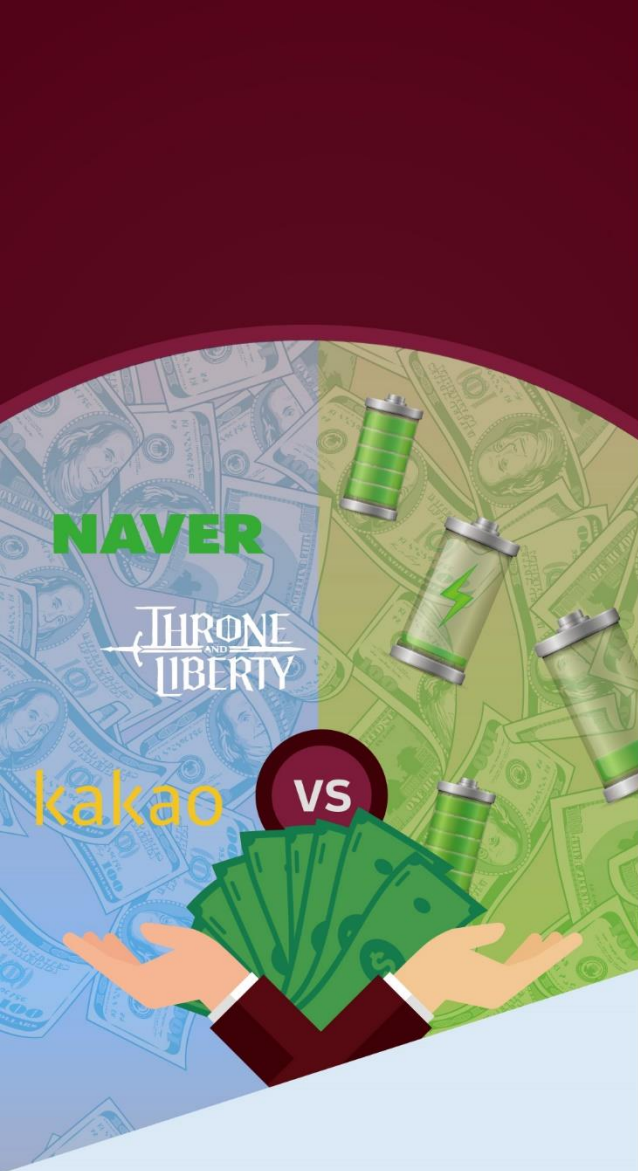


자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

NAVER Hyper CLOVA X 적용분야



자료: NAVER



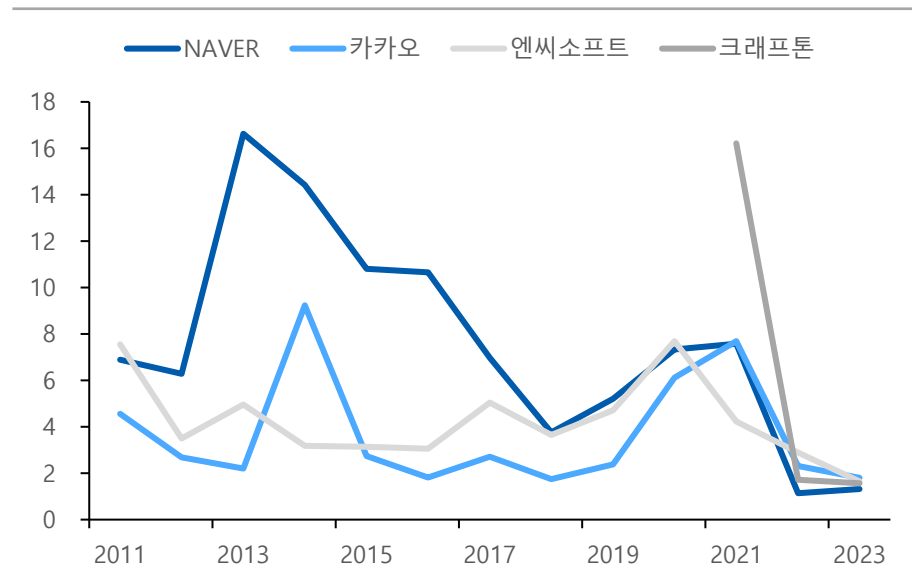
Part II-3. 고금리 속 옥석 가리기

재무구조에 주목

재무적으로는 고금리가 더 좋다

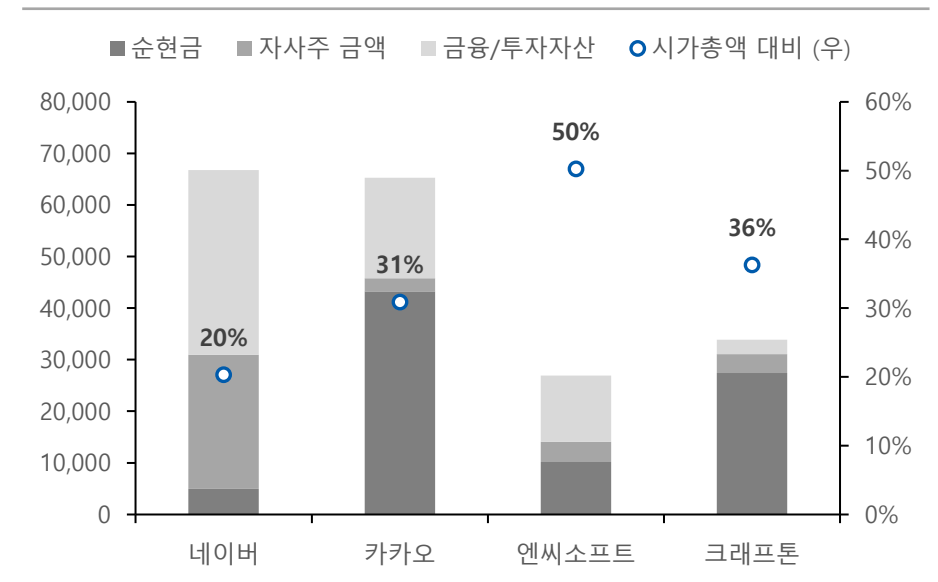
- NAVER, 카카오, 엔씨소프트, 크래프톤 PBR 각각 1.2, 2.0, 1.4, 1.4배 , 과거 대비 1/10~1/3, Peer 기업 대비 1/2 ~ 1/3 수준
- NAVER, 카카오, 엔씨소프트, 크래프톤의 순현금 + 보유 자사주 + 금융/투자자산은 시총 대비 각각 20%, 31%, 50%, 36% 수준. 고금리 시대에 상대적으로 안정적인 재무구조, 향후 추가적인 M&A 재원으로 사용 가능
- 금융/투자자산: 지분법 적용 안되는 지분증권, 투자조합, 펀드 등. NAVER - 포쉬마크 인수자금 13억달러 중 5억달러를 보유금융자산 매각으로 충당. 카카오 - SKT, 두나무 지분. 엔씨소프트 - 넷마블 지분. 크래프톤 - 카카오게임즈, 넷툰, 서울옥션블루 등

NAVER, 카카오, 엔씨소프트, 크래프톤 PBR 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

각 사 보유 순현금, 자사주, 금융/투자자산 규모(11/20) (단위: 억원)

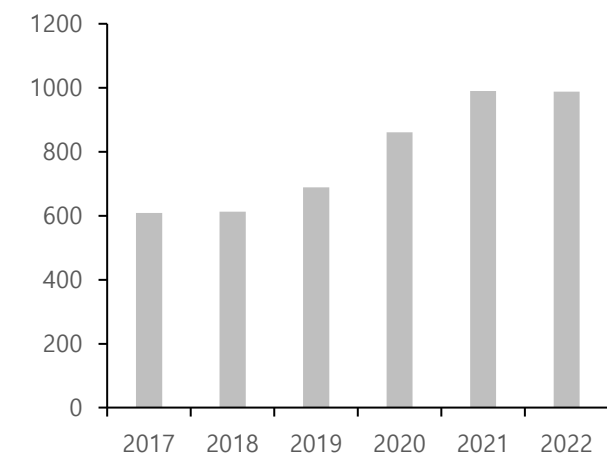


자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

과잉규제는 이미 오래전부터 사업모델에 반영

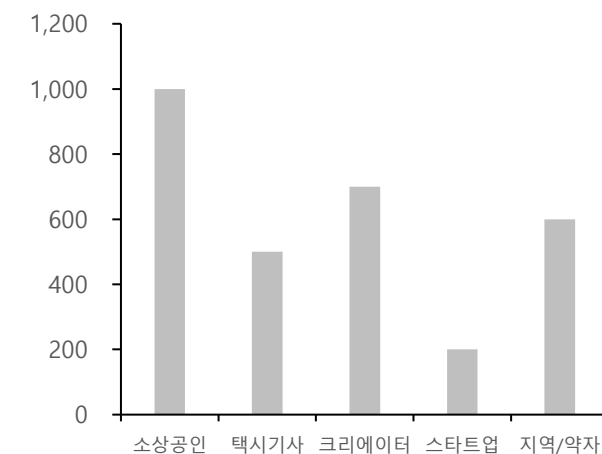
- 플랫폼 → 독점화 경향 → 독점이익 수취 → 중소기업 반발 → 공공성에 대한 정부규제 ex) 카카오택시 수수료 인하 압력, 네이버부동산 유료사업 철회
- 플랫폼 독점에 따른 초과이익 환수 및 규제는 20년 전 부터 꾸준히 진행하여 더 이상의 규제가 어려운 상황. 오히려 해외 업체와의 역차별 문제만 있음
- 여론을 의식한 온라인 플랫폼 규제 관련 법안이 21대 국회에서만 20건이 발의 되었으나 모두 계류 중
- NAVER 국내 커머스 매출 80% 이상인 55만명 소상공인들의 스마트스토어 수수료율은 타 온라인마켓 대비 1/10 수준인 1%
- NAVER 중소기업 및 창작자 지원 위한 분수펀드 연간 1,000억원. 카카오 상생 기금 3,000억원 조성. 플랫폼 독점이익 자발적으로 분배 중

NAVER 분수펀드 연도별 규모 (단위: 억원)



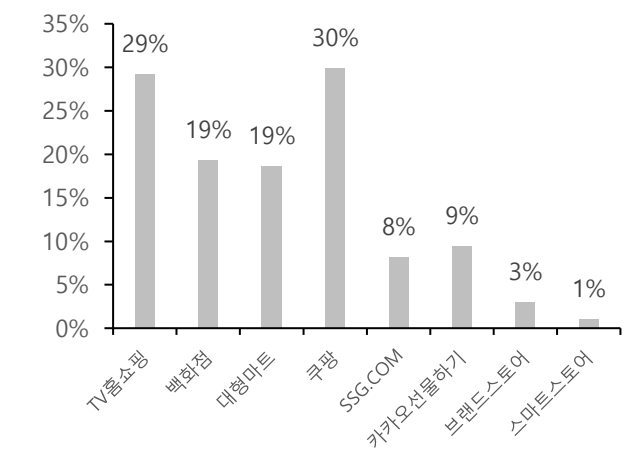
자료: NAVER ESG REPORT

카카오 상생기금 분야별 규모 (2022) (단위 : 억원)



자료:카카오 2022 ESG REPORT

커머스 플랫폼별 수수료율 (Take Rate) 비교



자료:공정거래위원회 2022.11, 유안타증권 리서치센터



Part II-4. 기업분석

Top Pick:

NAVER, 엔씨소프트



이창영 인터넷/SW

changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	290,000원 (M)
현재주가 (11/20)	202,500원
상승여력	43%

시가총액	328,877억원
총발행주식수	162,408,594주
60일 평균 거래대금	1,522억원
60일 평균 거래량	739,477주
52주 고	234,500원
52주 저	177,500원
외인지분율	47.32%
주요주주	국민연금공단 9.34%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.4	(4.7)	9.2
상대	7.1	(4.2)	7.1
절대(달러환산)	17.7	(1.3)	13.3

NAVER(035420): 실적과 밸류에이션 모두 상승 기대

• 2024년 실적 상승 요인 :

10월 수수료 인상한 브랜드스토어 성장률이 높고(YoY+46%, 3Q23), 8%의 고수수료인 KREAM이 고성장 중이며, Poshmark 광고 성장(1P+3P)에 24년 거래액 성장까지 이어지면 전체 실적 및 영업이익률 개선 전망. 외부결제 증가에 의한 핀테크 고성장(YoY+15%), 웹툰 IP 영상화 증가에 따른 매출증가 (YoY+40%), AI가 더해지는 클라우드 등 (YoY+30%) 고르게 고성장 중, 24년 실적 개선 전망. 여기에 경기회복 및 플레이스 광고 호조(YoY+70%), AI 타겟 등 동사 매출의 가장 큰 비중(37%)을 차지하는 광고매출 개선 예상되는 바, 2024년 두자릿수 성장(YoY +12%) 및 영업이익률 개선 (16.3%) 전망

• 밸류에이션 상승 요인:

PBR은 2003년 상장 후 역사적 최저 수준(1.2배), 시총/영업이익 PER은 Alphabet 대비 2배에서 현재는 유사한 수준. 현재 글로벌 AI 수익은 모두 클라우드와 결합, 동사 AI+클라우드에서 구체적인 성과 기대

• 24년 (1) AI B2B 성과 (2) Poshmark, LINE Yahoo, 웹툰 등 해외사업 성과 (3) 영업이익률 개선 시 밸류에이션 상승 예상

• 목표주가 BUY, 목표주가 290,000원

SOTP 방식으로 산정. 현재 PER 21배, ROE 6.3%, PBR 1.2배

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

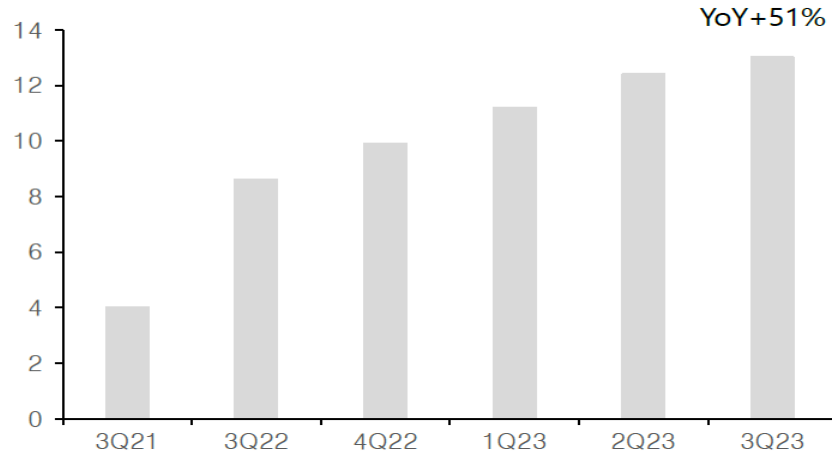
(십억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	6,818	8,220	9,695	10,849	11,743
매출액증가율	28.5	20.6	17.9	11.9	8.2
영업이익	1,325	1,305	1,502	1,788	2,041
영업이익률	19.4	15.9	15.5	16.5	17.4
지배주주 귀속순이익	16,490	760	1,104	1,568	1,845
지배주주 귀속 EPS	100,400	4,634	6,739	9,653	11,361
증가율	1,546.7	-95.4	45.4	43.2	17.7
PER	3.9	55.2	30.0	21.0	17.8
PBR	2.5	1.7	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	36.9	23.0	16.8	14.1	12.5
ROA	65.0	2.2	3.1	4.1	4.5
ROE	106.7	3.3	4.7	6.3	6.8

자료: 유안타증권 리서치센터

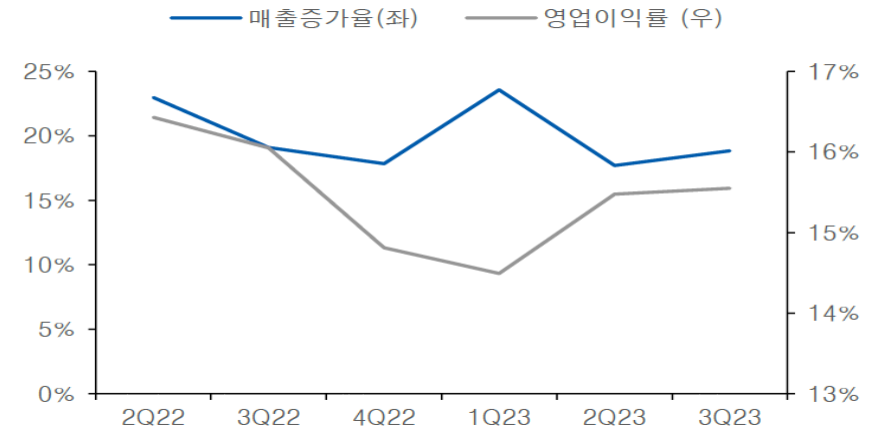
네이버플레이스 유료광고주수

(단위: 만명)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

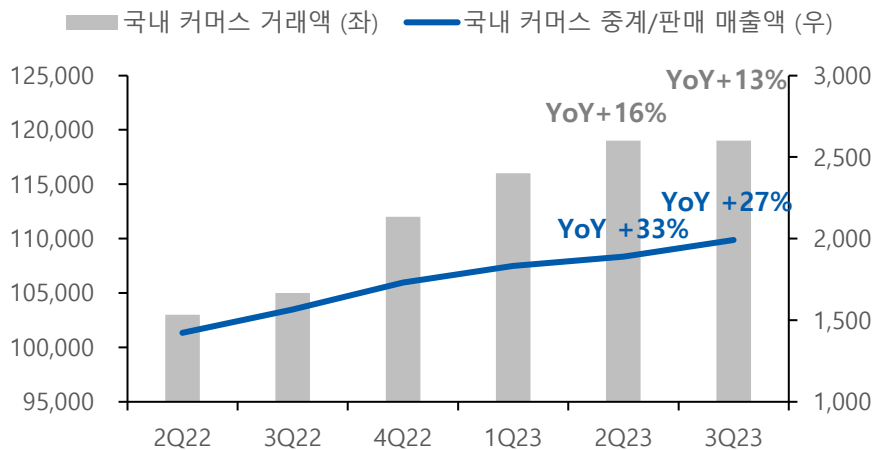
NAVER 매출 증가율 vs 영업이익률



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

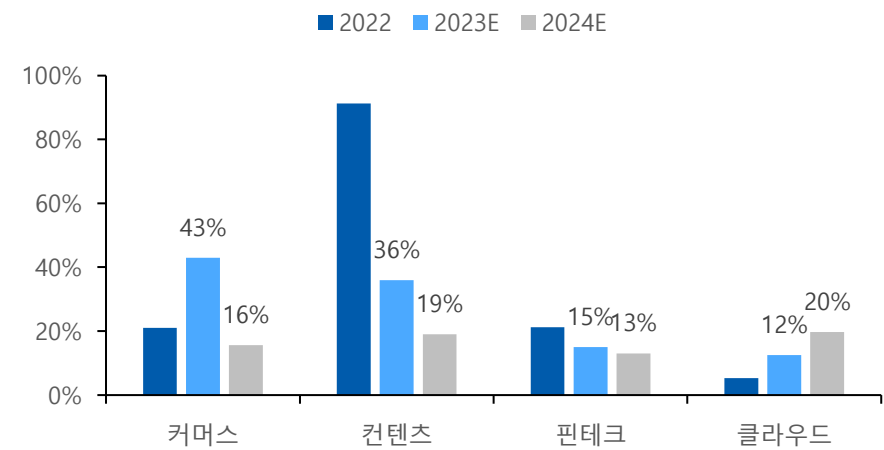
NAVER 커머스 거래액 & 매출액

(단위 : 억원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

NAVER 커머스, 콘텐츠, 핀테크, 클라우드 성장률

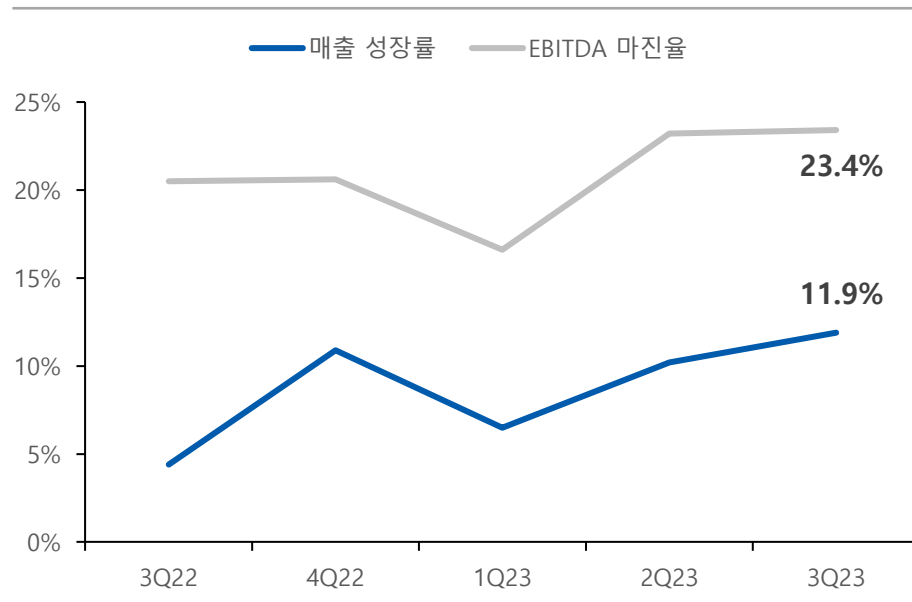


자료: 유안타증권 리서치센터

LINE Yahoo

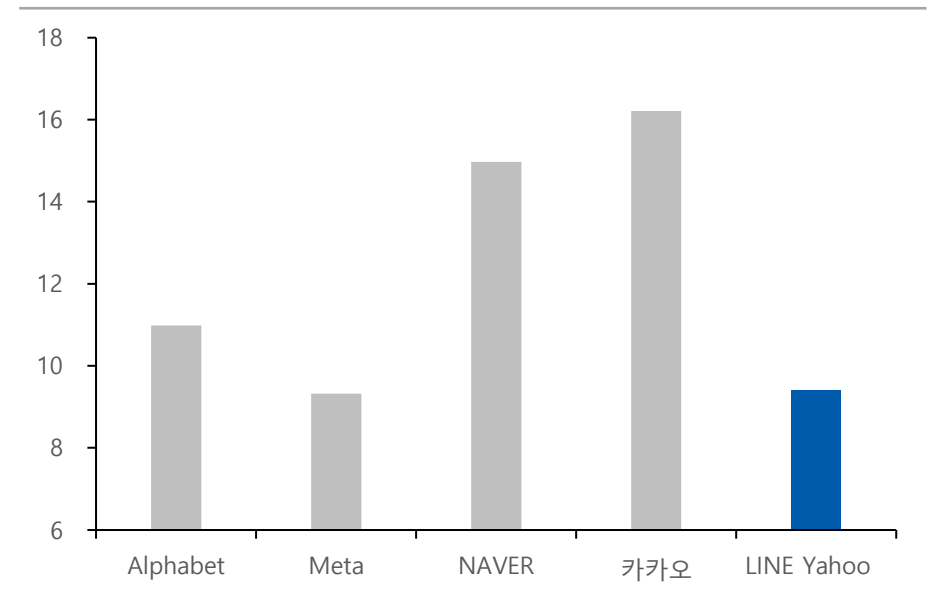
- NAVER 31.8%(50%x63.6%) 지분법 적용 주식. 일본 LINE Yahoo 3Q23 매출액 4,412억엔(NAVER의 1.4배) YoY +11.9%, EBITDA 1,033억엔(NAVER의 1.6배) YoY +28.1%, 순이익 608억엔 YoY +218%, 고성장 중임에도 지난 2년간 투자증가/실적둔화로 Valuation은 글로벌 플랫폼 중 가장 저평가
- 향후 지분법 이익 증가 또는 지분가치 증가로 NAVER 기업가치 증가에 기여 전망
- LINE Yahoo 뉴스 댓글 요약 서비스 제공(ChatGPT 활용). 장기적으로 LINE Yahoo AI 서비스 파운데이션 모델을 NAVER Hyper Clova X로 교체 적용 기대

LINE Yahoo 매출 성장률 & EBITDA 마진율



자료: LINE Yahoo, 유안타증권 리서치센터

국내외 플랫폼 기업 밸류에이션 비교 (24E EV/EBITDA)



자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2Q 22	3Q 22	4Q 22	1Q 23	2Q 23	3Q 23	4Q 23E	2021	2022	2023E	2024E
영업수익	20,458	20,573	22,717	22,804	24,079	24,453	25,609	68,176	82,201	96,945	108,487
YoY	23.0%	19.1%	17.8%	23.6%	17.7%	18.9%	12.7%	28.5%	20.6%	17.9%	11.9%
서치플랫폼	9,055	8,962	9,164	8,518	9,104	8,985	9,268	33,078	35,680	35,875	37,474
검색	6,607	6,647	6,602	6,557	6,892	6,882	7,007	23,997	26,086	27,338	28,431
YoY	9.5%	10.6%	5.0%	5.3%	4.3%	3.5%	6.1%	11.9%	8.7%	4.8%	4.0%
디스플레이	2,411	2,285	2,498	1,923	2,174	2,067	2,207	8,853	9,405	8,371	8,789
YoY	8.5%	2.3%	-2.9%	-13.0%	-9.8%	-9.5%	-11.7%	37.3%	6.2%	-11.0%	5.0%
커머스	4,395	4,583	4,868	6,059	6,329	6,475	6,881	14,885	18,011	25,744	29,769
YoY	19.7%	19.4%	18.3%	45.5%	44.0%	41.3%	41.3%	36.3%	21.0%	42.9%	15.6%
커머스 광고	2,736	2,677	2,765	2,642	2,805	2,824	2,944	9,435	10,784	11,215	12,113
YoY	16.5%	12.3%	4.0%	1.4%	2.5%	5.5%	6.5%	34.5%	14.3%	4.0%	8.0%
중개 및 판매	1,421	1,566	1,729	3,029	3,103	3,211	3,480	4,762	6,040	12,823	15,451
YoY	25.8%	28.8%	29.4%	129.0%	118.3%	105.0%	101.2%	26.4%	26.8%	112.3%	20.5%
NAVER 국내 쇼핑	-	-	-	1,832	1,890	1,992	2,185	4,762	6,040	7,899	9,242
YoY				38.5%	33.0%	27.2%	26.3%	0.0%	0.0%	30.8%	17.0%
POSHMARK	-	-	1,880	1,197	1,213	1,219	1,295	4,564	5,180	4,924	6,209
핀테크	2,957	2,962	3,199	3,182	3,397	3,408	3,662	9,790	11,866	13,649	15,424
YoY	27.1%	22.5%	8.4%	15.8%	14.9%	15.1%	14.5%	44.5%	21.2%	15.0%	13.0%
콘텐츠	3,002	3,119	4,375	4,113	4,204	4,349	4,480	6,596	12,615	17,146	20,398
YoY	58.1%	46.1%	100.1%	94.0%	40.1%	39.5%	2.4%	52.9%	91.3%	35.9%	19.0%
클라우드	1,049	948	1,111	932	1,045	1,236	1,317	3,826	4,029	4,531	5,421
YoY	10.5%	-1.5%	3.9%	1.2%	-0.4%	30.3%	18.6%	35.2%	5.3%	12.5%	19.7%
영업비용	17,096	17,271	19,353	19,499	20,352	20,651	21,423	54,921	69,154	81,925	90,602
인건비	4,337	4,335	4,695	5,360	5,460	5,339	5,450	15,452	17,367	21,609	22,724
YoY	12%	18%	9%	34%	26%	23%	16%	37%	12%	24%	5%
파트너	7,201	7,222	8,979	8,319	8,655	8,864	9,249	21,717	29,639	35,087	39,511
YoY	37%	32%	41%	33%	20%	23%	3%	32%	36%	18%	13%
인프라	1,414	1,522	1,542	1,326	1,420	1,573	1,597	4,961	5,806	5,916	6,328
YoY	17%	19%	11%	0%	0%	3%	4%	32%	17%	3%	8%
마케팅	3,330	3,310	3,216	3,499	3,834	3,899	4,062	10,717	13,006	15,294	16,740
영업이익	3,362	3,302	3,365	3,305	3,727	3,802	4,186	13,255	13,047	15,020	17,884
영업이익률	16.4%	16.1%	14.8%	14.5%	15.5%	15.5%	16.3%	19.4%	15.9%	15.5%	16.5%
YoY	0%	-6%	-4%	10%	11%	15%	24%	9%	-2%	15%	19%

자료: 유안타증권 리서치센터

벨류에이션 항목	가치산정내역
국내 NAVER 검색 & 커머스 플랫폼 가치 (A) = (a) * (b)	235,353
2024년 NAVER 검색 플랫폼 + 커머스 예상 매출액 (a)	67,244
Target 멀티플 : 글로벌 플랫폼 기업 평균 PSR) (b)	3.5
일본 LINE YAHOO 지분 가치 (B) = (c) * (d)	79,945
LINE YAHOO 지분율 (c) = 42.25% x 63.6%	26.9%
LINE YAHOO 가치 (d) (11/8시총)	297,514
자사주 (13,693,217주) (C)	27,386
네이버 파이낸셜 지분가치 (D) = (e) * (f)	27,531
네이버 파이낸셜 지분율 (e)	69.0%
네이버 파이낸셜 가치 (f) (카카오페이 시가총액 5.7조원) * (1 - 30%)	39,900
네이버 웹툰(WEBTOON Entertainment) 지분 가치 (E) = (g) * 67.5%	94,050
네이버 웹툰 가치 (g) = (h) * (i)	139,334
네이버 웹툰 2024년 거래액 (h)	22,619
Target 멀티플 (i) : 카카오픽코마 21년 5월 피투자 벨류 8.8조원 22년 거래액 대비 멀티플 8.8배 * 30% 할인 적용	6.2
스튜디오드래곤, 위버스 컴퍼니 등 지분투자 장부가액 합계 (F)	12,649
총가치 = A + B + C + D + E + F	476,914
발행주식수	164,049,085
NAVER 총 주당가치	290,714

NAVER(035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액	6,818	8,220	9,695	10,849	11,743	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	6,818	8,220	9,695	10,849	11,743	
판매비	5,492	6,915	8,193	9,060	9,702	
영업이익	1,325	1,305	1,502	1,788	2,041	
EBITDA	1,759	1,866	2,090	2,419	2,645	
영업외손익	801	-221	81	304	422	
외환관련손익	-26	-79	0	0	0	
이자손익	-25	-13	87	103	186	
관계기업관련손익	545	97	318	336	380	
기타	307	-226	-324	-135	-144	
법인세비용차감전순손익	2,126	1,084	1,583	2,093	2,463	
법인세비용	649	411	513	607	714	
계속사업순손익	1,478	673	1,071	1,486	1,749	
중단사업순손익	15,000	0	0	0	0	
당기순이익	16,478	673	1,071	1,486	1,749	
지배자분순이익	16,490	760	1,104	1,568	1,845	
포괄순이익	16,225	-715	1,605	2,246	2,353	
지배자분포괄이익	16,233	-681	1,619	2,292	2,402	

주1. 영업이익산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
영업활동 현금흐름	1,380	1,453	982	3,176	3,438	
당기순이익	16,478	673	1,071	1,486	1,749	
감가상각비	412	519	588	630	604	
외환손익	30	80	0	0	0	
중속,관계기업관련손익	-545	-97	-222	-336	-380	
자산부채의 증감	-10	307	-1,204	440	509	
기타현금흐름	-14,985	-30	749	956	956	
투자활동 현금흐름	-13,999	-1,216	-2,046	-1,749	-2,309	
투자자산	-789	101	-365	-1,022	-2,027	
유형자산 증가 (CAPEX)	-754	-701	-1,330	-800	-500	
유형자산 감소	7	12	709	0	0	
기타현금흐름	-12,463	-628	-1,061	73	218	
재무활동 현금흐름	11,642	-339	860	-104	-178	
단기차입금	32	1,008	-1,058	79	20	
사채 및 장기차입금	3,057	-773	1,790	15	0	
자본	-303	66	-122	0	0	
현금배당	-60	-213	-200	-198	-198	
기타현금흐름	8,916	-427	450	0	0	
연결범위변동 등 기타	-88	45	116	-311	-181	
현금의 증감	-1,064	-57	-88	1,012	770	
기초 현금	3,846	2,781	2,724	2,636	3,648	
기말 현금	2,781	2,724	2,636	3,648	4,418	
NOPLAT	1,325	1,305	1,502	1,788	2,041	
FCF	626	753	-348	2,376	2,938	

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER는 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE,ROA의 경우,

자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
유동자산	5,528	6,440	8,149	9,892	11,027	
현금및현금성자산	2,781	2,724	2,636	3,648	4,418	
매출채권 및 기타채권	1,325	1,515	3,416	3,872	4,068	
재고자산	6	9	10	11	12	
비유동자산	28,163	27,459	28,505	29,776	31,370	
유형자산	2,111	2,458	2,352	2,522	2,417	
관계기업등 지분관련자산	20,090	18,541	17,614	17,086	18,494	
기타투자자산	4,522	3,801	4,075	5,626	6,244	
자산총계	33,691	33,899	36,654	39,669	42,397	
유동부채	3,923	5,481	6,072	6,471	6,866	
매입채무 및 기타채무	2,383	2,935	1,226	1,390	1,504	
단기차입금	461	1,381	298	348	348	
유동성장기부채	0	0	1,336	1,216	1,216	
비유동부채	5,740	4,968	5,746	6,313	6,490	
장기차입금	1,552	328	1,030	1,230	1,230	
사채	1,637	1,705	1,418	1,218	1,218	
부채총계	9,664	10,449	11,818	12,784	13,357	
자본지분	23,536	22,744	23,891	26,021	28,273	
자본금	16	16	16	16	16	
자본잉여금	1,490	1,556	1,435	1,435	1,435	
이익잉여금	23,080	23,646	24,549	25,919	27,566	
비지배지분	492	706	945	864	767	
자본총계	24,027	23,450	24,836	26,885	29,040	
순차입금	399	242	1,292	336	-560	
총차입금	4,470	4,953	5,786	6,084	6,104	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
EPS	100,400	4,634	6,739	9,653	11,361	
BPS	157,641	151,646	160,424	174,728	189,849	
EBITDAPS	10,709	11,372	12,759	14,894	16,287	
SPS	41,510	50,107	59,184	66,798	72,306	
DPS	511	914	1,329	1,329	1,329	
PER	3.9	55.2	30.0	21.0	17.8	
PBR	2.5	1.7	1.3	1.2	1.1	
EV/EBITDA	36.9	23.0	16.8	14.1	12.5	
PSR	9.4	5.1	3.4	3.0	2.8	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액 증가율 (%)	28.5	20.6	17.9	11.9	8.2	
영업이익 증가율 (%)	9.1	-1.6	15.1	19.1	14.1	
지배순이익 증가율 (%)	1,545.6	-95.4	45.2	42.0	17.7	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	19.4	15.9	15.5	16.5	17.4	
지배순이익률 (%)	241.9	9.2	11.4	14.5	15.7	
EBITDA 마진 (%)	25.8	22.7	21.6	22.3	22.5	
ROIC	54.2	54.4	30.5	26.5	31.9	
ROA	65.0	2.2	3.1	4.1	4.5	
ROE	106.7	3.3	4.7	6.3	6.8	
부채비율 (%)	40.2	44.6	47.6	47.6	46.0	
순차입금/자기자본 (%)	1.7	1.1	5.4	1.3	-2.0	
영업이익/금융비용 (배)	29.3	18.2	0.0	0.0	0.0	



이창영 인터넷/SW

changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	350,000원 (M)
현재주가 (11/20)	253,500원
상승여력	38%

시가총액	55,653억원
총발행주식수	21,954,022주
60일 평균 거래대금	250억원
60일 평균 거래량	102,483주
52주 고	476,500원
52주 저	212,500원
외인지분율	41.09%
주요주주	김택진 외 7 인 11.99%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.9	1.4	(43.8)
상대	5.8	1.9	(44.8)
절대(달러환산)	16.2	5.1	(41.7)

엔씨소프트(036570): 바닥 탈출

• 변화의 가치 :

동사는 기존의 (1) 리니지 IP (2) MMORPG 장르 (3) P2W 수익모델 (4) 국내 중심에서 벗어나, ① IP 다변화 ② 장르 다양화 ③ 게임 수명 장기화에 의한 수익 증가 모델 ④ 해외 PC/콘솔 시장 진출 등 사업의 근본적인 변화를 통해 외연 확장, 성장성 증가를 기하고 있음

• 2024년 전망 :

12/7 국내 출시 예정인 PC게임 'TL'은 최근 국내 출시된 MMORPG가 없어 대기 수요가 높은 상태, 현재의 낮은 시장 기대치를 상회하는 트래픽&매출 발생 기대. 지난 CBT 지적된 사용자 피드백 반영. PvE 콘텐츠 강화, 자동사냥 감소. 무기조합, 질주 변신 등 신규 콘텐츠 다양화. 이용자 폭 확대. 2024년 Amazon을 통한 'TL' 콘솔/PC게임의 글로벌 출시

• BSS(수집형RPG, 24년 상반기, 모바일/PC), 배틀크러쉬(난투형 대전 액션, 24년 상반기, 모바일/닌텐도), 프로젝트G(MMORPG, 24년 하반기, 모바일/PC) 출시 예정, 2024년 매출 성장 및 영업이익(률) 개선 기대

• 투자의견 BUY, 목표주가 350,000원

현재 동사는 순현금 1조원, 자사주 0.4조원+ 투자자산(넷마블 등) 1.2조원 = 2.6조원으로 연간 약 2조원의 매출을 발생시키는 리니지 등 동사의 글로벌 IP 가치는 2.8조원(시가총액 5.4조원-2.6조원)수준까지 절하되고 있는 상황

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
결산(12월)					
매출액	2,309	2,572	1,811	2,085	2,271
매출액증가율	-4.4	11.4	-29.6	15.1	8.9
영업이익	375	559	182	362	471
영업이익률	16.2	21.7	10.0	17.4	20.7
지배주주귀속순이익	397	436	252	382	470
지배주주 귀속 EPS	18,078	19,847	11,477	17,379	21,426
증가율	-32.4	9.8	-42.2	51.4	23.3
PER	44.3	21.7	22.1	14.6	11.8
PBR	5.2	2.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	34.7	11.5	13.3	7.3	5.2
ROA	9.2	9.7	5.8	8.5	9.6
ROE	12.6	13.7	7.9	11.4	12.7

자료: 유안타증권 리서치센터

PC방 점유율 순위 (11/13)

순위	게임명	장르	점유율	개발사	출시일
1	리그 오브 레전드	RTS	44.12%	라이엇 게임즈	2009-10-27
2	FC온라인	스포츠	9.23%	EA	2018-05-17
3	로스트아크	RPG	6.55%	스마일게이트	2018-11-07
4	서든어택	FPS	6.41%	넥슨	2005-04-11
5	발로란트	FPS	5.28%	라이엇 게임즈	2020-06-02
6	오버워치	FPS	4.00%	블리자드 엔터테인먼트	2016-05-03
7	메이플스토리	RPG	3.86%	넥슨	2003-04-29
8	배틀그라운드	FPS	3.54%	PUBG	2017-03-23
9	스타크래프트	RTS	2.22%	블리자드 엔터테인먼트	1998-03-31
10	디아블로4	RPG	1.46%	블리자드 엔터테인먼트	2023-06-06

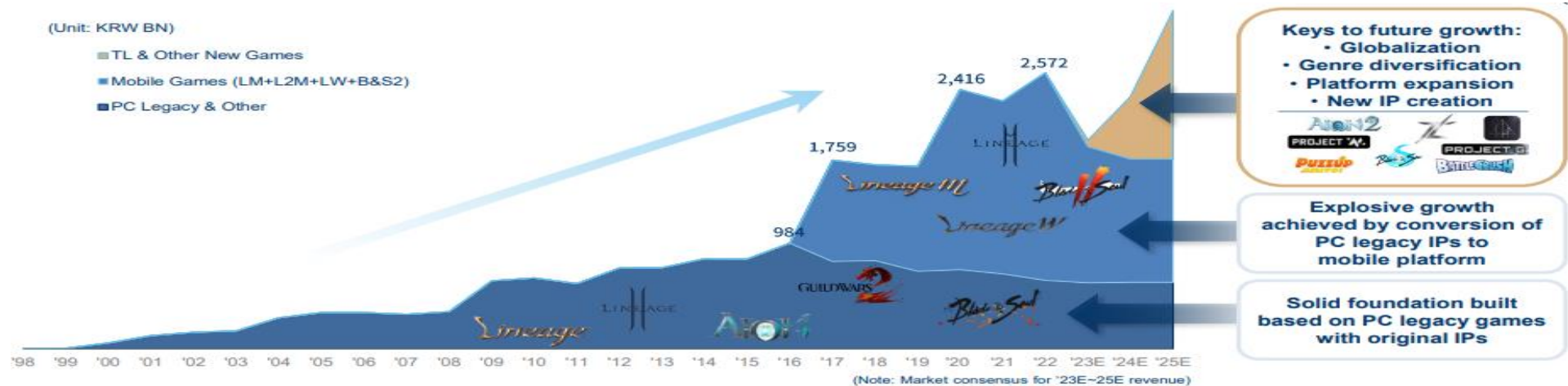
자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 향후 신작 현황

Game	Genre
Throne & Liberty	MMORPG
AION 2	MMORPG
Project G	MMO-RTS
Battle Crush	Brawl Action Battle
Puzzup	Puzzle
Blade & Soul S	CCG
LLL	MMO-Shooting
Project M	Drama/Spy/Action
+ α	

자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 게임 출시 현황 및 매출액 추이



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	7,903	6,293	6,042	5,479	4,788	4,402	4,231	4,684	23,088	25,718	18,106	20,849
YoY	54%	17%	21%	-28%	-39%	-30%	-30%	-15%	-4%	11%	-30%	15%
Lineage 1	262	257	255	293	245	243	264	240	1,341	1,067	992	939
Lineage 2	235	226	234	246	215	230	205	197	997	941	847	804
Aion	161	142	175	205	176	158	193	190	749	683	717	681
Blade & Soul	70	61	59	72	73	58	60	54	436	263	246	233
Guild War 2	203	272	248	227	204	192	210	221	737	950	827	770
Royalty Sales	388	360	433	389	423	363	353	370	1,724	1,570	1,508	1,421
기타	177	222	265	237	143	190	208	244	999	901	784	808
리니지 M	1,159	1,412	1,465	1,128	1,301	1,278	1,196	1,216	5,459	5,165	4,991	4,792
리니지2M	1,274	962	856	823	731	620	549	576	6,526	3,915	2,476	2,105
리니지 W	3,732	2,236	1,971	1,769	1,226	1,028	901	955	3,576	9,708	4,110	3,659
Blade & Soul 2	242	142	81	91	50	43	92	102	544	556	287	258
신작	-	-0	-0	-	-	-	-	-	-	-	-	1,200
TL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	320	1,979
							40만명 x 8만원 <=	320				
비용총계	5,461	5,063	4,598	5,005	3,971	4,050	4,066	4,203	19,336	20,128	16,290	17,227
인건비	2,185	2,066	1,897	2,326	2,119	2,085	1,983	2,063	8,495	8,474	8,250	8,047
광고선전비	418	599	389	481	49	122	277	420	2,826	1,886	867	1,024
감가상각비	266	268	267	260	279	279	293	278	936	1,060	1,128	1,130
매출변동비 및 기타	2,593	2,130	2,045	1,938	1,525	1,564	1,514	1,442	7,079	8,707	6,044	7,025
영업이익	2,442	1,230	1,444	474	816	353	165	481	3,752	5,590	1,816	3,622
영업이익률	30.9%	19.5%	23.9%	8.7%	17.0%	8.0%	3.9%	10.3%	16.3%	21.7%	10.0%	17.4%
YoY	330%	9%	50%	-57%	-67%	-71%	-89%	2%	-55%	49%	-68%	99%

=> 국내 50만명 x 20만원 = 1,000억원
 + 해외 100만명 x 10만원(30%순매출 + DLC) = 979억원
 Ex) 22년 리니지 1,067억원(국내), 길드워2 950억원

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트(036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액	2,309	2,572	1,811	2,085	2,271	
매출원가	2	5	0	0	0	
매출총이익	2,307	2,567	1,811	2,085	2,271	
판매비	1,932	2,008	1,629	1,723	1,800	
영업이익	375	559	182	362	471	
EBITDA	469	665	294	471	579	
영업외손익	116	50	121	151	147	
외환관련손익	11	92	-12	11	-9	
이자손익	15	38	70	75		
관계기업관련손익	16	-8	0	0	0	
기타	74	-72	63	66	66	
법인세비용차감전순이익	491	609	303	513	618	
법인세비용	96	173	49	128	143	
계속사업순이익	396	436	254	385	475	
중단사업순이익	0	0	0	0	0	
당기순이익	396	436	254	385	475	
지배지분순이익	397	436	252	382	470	
포괄순이익	368	167	191	461	551	
지배지분포괄이익	369	166	192	469	560	

주1. 영업이익산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

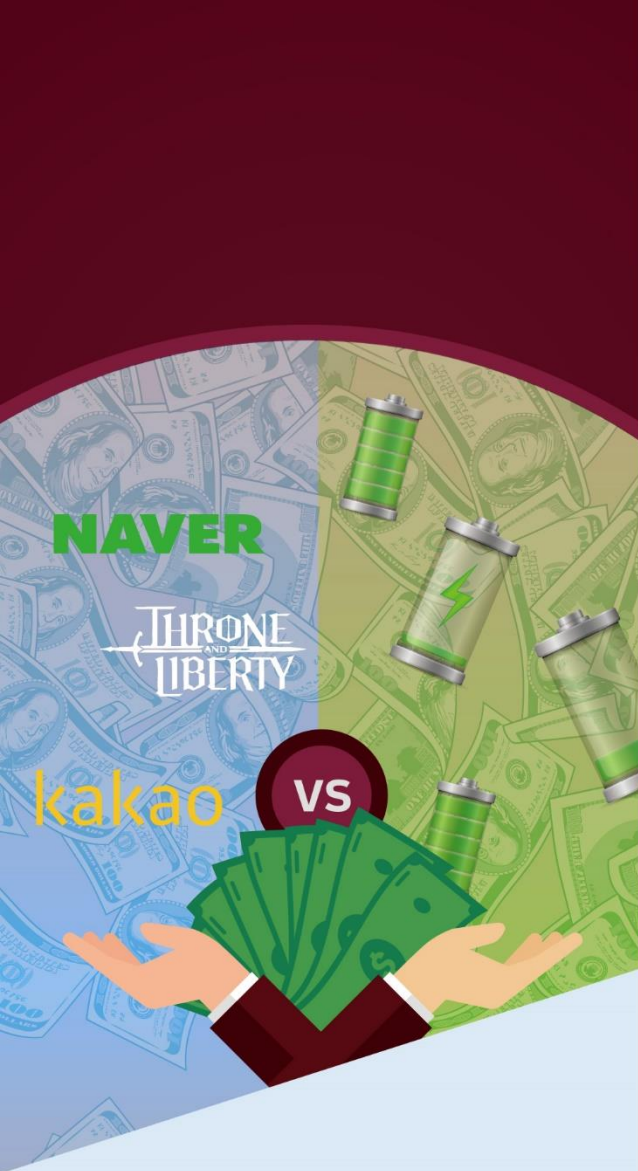
현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
영업활동 현금흐름	391	736	103	151	266	
당기순이익	396	436	254	385	475	
감가상각비	92	104	110	107	106	
외환손익	-8	2	4	-11	9	
종속, 관계기업관련손익	2	6	0	0	0	
자산부채의 증감	35	50	-192	-361	-355	
기타현금흐름	-126	138	-73	31	31	
투자활동 현금흐름	-188	-392	97	408	-169	
투자자산	-110	536	34	96	-33	
유형자산 증가 (CAPEX)	-287	-250	-161	-80	-100	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	208	-679	223	392	-35	
재무활동 현금흐름	-112	-304	-269	-115	-121	
단기차입금	-1	-6	-5	4	3	
사채 및 장기차입금	438	-146	-81	16	11	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-176	-119	-136	-136	-136	
기타현금흐름	-373	-33	-47	0	0	
연결범위변동 등 기타	8	-10	-27	-21	318	
현금의 증감	99	30	-96	423	294	
기초 현금	157	256	286	190	613	
기말 현금	256	286	190	613	906	
NOPLAT	375	559	182	362	471	
FCF	105	486	-58	71	166	

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER는 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
유동자산	2,453	2,691	2,414	2,947	3,385	
현금및현금성자산	256	286	190	613	906	
매출채권 및 기타채권	327	219	173	193	211	
재고자산	6	1	2	2	2	
비유동자산	2,129	1,747	1,909	1,719	1,759	
유형자산	747	930	1,034	1,007	1,001	
관계기업등 지분관련자산	55	26	22	21	23	
기타투자자산	1,147	512	542	447	479	
자산총계	4,582	4,438	4,323	4,666	5,145	
유동부채	663	515	619	620	663	
매입채무 및 기타채무	316	292	332	322	351	
단기차입금	5	0	0	0	0	
유동성장기부채	140	0	125	145	150	
비유동부채	767	724	524	540	560	
장기차입금	60	60	60	60	60	
사채	349	349	110	110	110	
부채총계	1,431	1,239	1,143	1,160	1,223	
자본지분	3,149	3,196	3,176	3,499	3,910	
자본금	11	11	11	11	11	
자본잉여금	433	433	433	433	433	
이익잉여금	3,071	3,409	3,514	3,760	4,094	
비지배지분	2	2	4	7	12	
자본총계	3,151	3,199	3,180	3,506	3,921	
순차입금	-1,282	-1,802	-1,663	-2,151	-2,552	
총차입금	780	629	542	563	577	

Valuation 지표						(단위: 원, %, 배)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
EPS	18,078	19,847	11,477	17,379	21,426	
BPS	155,059	157,391	156,407	172,279	192,527	
EBITDAPS	21,360	30,288	13,380	21,456	26,354	
SPS	105,166	117,144	82,471	94,967	103,436	
DPS	5,860	6,680	6,680	6,680	6,680	
PER	44.3	21.7	22.1	14.6	11.8	
PBR	5.2	2.7	1.6	1.5	1.3	
EV/EBITDA	34.7	11.5	13.3	7.3	5.2	
PSR	7.6	3.7	3.1	2.7	2.5	

재무비율						(단위: %, 배)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액 증가율 (%)	-4.4	11.4	-29.6	15.2	8.9	
영업이익 증가율 (%)	-54.5	49.0	-67.5	99.5	30.0	
지배순이익 증가율 (%)	-32.4	9.8	-42.2	51.4	23.3	
매출총이익률 (%)	99.9	99.8	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	16.3	21.7	10.0	17.4	20.7	
지배순이익률 (%)	17.2	16.9	13.9	18.3	20.7	
EBITDA 마진 (%)	20.3	25.9	16.2	22.6	25.5	
ROIC	62.1	55.1	19.3	30.4	41.0	
ROA	9.2	9.7	5.8	8.5	9.6	
ROE	12.6	13.7	7.9	11.4	12.7	
부채비율 (%)	45.4	38.7	35.9	33.1	31.2	
순차입금/자기자본 (%)	-40.7	-56.4	-52.4	-61.5	-65.3	
영업이익/금융비용 (배)	28.5	59.0	14.7	27.3	34.4	



Part III-1. 2차전지, 녹록지 않은 2024년

비중 축소 불가피

녹록지 않은 2024년, 비중 축소 불가피

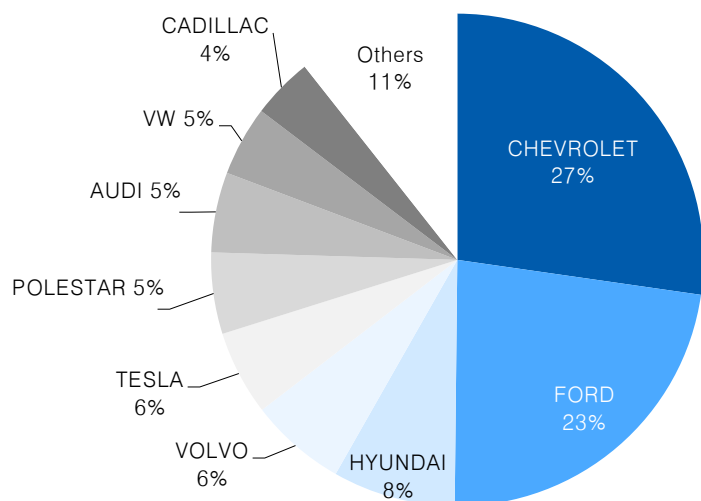
• 2024년, EV 수요 둔화에 대한 고민: 1) 북미 시장

국내 배터리 셀 기업들의 주요 투자포인트였던 '북미 시장'에 대한 불확실성 높아짐

• 우선, 셀 기업별 북미 주요 고객사 현황을 살펴보면,

1) LG에너지솔루션: GM, Ford가 북미 고객사 비중 약 50% 차지. GM 내에서는 Bolt + Bolt EUV, Ford에는 Mustang Mach-E에 주로 공급하고 있음. 동사는 GM과의 합작 공장인 얼티엄셀즈만 3공장까지 계획하고 있어 북미 내 외형 성장에 있어 GM의 전략이 중요하게 작용

LG에너지솔루션 북미 내 고객사 비중



LG에너지솔루션 북미 내 고객사 및 모델 별 비중

모델명	북미 내 LGES 고객사 비중 (고객사 내 모델 별 비중)
CHEVROLET	27%
Bolt EUV	64%
Bolt	36%
FORD	23%
Mustang Mach-E	89%
E-Transit	11%
HYUNDAI	8%
IONIQ 6	63%
Kona BEV	37%
VOLVO	6%
C40 Recharge	52%
XC40 Recharge	48%
TESLA	6%
Model 3	100%
POLESTAR	5%
POLESTAR 2	100%
AUDI	5%
Q4 e-tron	62%
E-Tron GT	38%
VOLKSWAGEN	5%
ID.4	100%
CADILLAC	4%
Lyriq	100%
PORSCHE	4%
Taycan EV	100%
CHRYSLER	3%
Pacifica	100%

녹록지 않은 2024년, 비중 축소 불가피

- **LG에너지솔루션 북미 주요 고객사 전략 점검:** GM은 2023년 4월 Bolt EV, Bolt EUV 2023년 12월 20일 생산 종료 발표. 이에 글로벌 시장에서 2024년 상반기까지만 판매(현 재고 수준으로 보았을 때 2024년 2, 3월까지 판매 지속될 것). 2023년 7월, Bolt 모델 단종이 아닌 차세대 얼티엄 플랫폼 기반 풀체인지를 예고 했었음. 다만, 10월 공식적으로 차세대 볼트 EV에 LFP 적용을 밝힘. 구체적인 공급업체와 양산 시기는 언급 안했지만 미시간과 테네시 배터리 시설에서 생산을 시작할 것이라 밝힘
- 2023년 GM과의 합작공장 얼티엄셀즈에서는 Cadillac Lyriq, GMC Hummer EV, Hummer SUV, Chevrolet Silverado, Blazer 향 배터리 양산. 2024년에는 Cadillac Optiq, XT6, Celestiq, Escalade IQ/IQL, Chevrolet Equinox EV, Buick Electra X, Y 총 7개의 얼티엄 플랫폼 적용 모델 출시 예정
- 북미 향 매출비중 약30%를 차지하는 GM Bolt EV, Bolt EUV의 2024년 단종으로 동사의 북미 Plant 가동률에 대한 우려 존재. 2024년 7개 모델이 출시되기 때문에 얼티엄셀즈 2공장 양산은 지연없이 2024년 초에 시작. 다만, 2024년 수요 불확실성이 높은 상황에서 Bolt 수요 없이 신규 모델만으로 외형성장을 기대하기는 어려움

GM, 얼티엄 플랫폼 적용 모델 출시 스케줄

2023	Brand	Body type	2024E	Brand	Body type
Lyriq	Cadillac	SUV	Optiq	Cadillac	SUV
Hummer EV	GMC	Pickup truck	XT6	Cadillac	SUV
Hummer SUV	GMC	SUV	Equinox EV	Chevrolet	SUV
Silverado ^{주)}	Chevrolet	Pickup truck	Celestiq	Cadillac	Sedan
Blazer	Chevrolet	SUV	Electra X	Buick	SUV
			Electra Y	Buick	SUV
			Escalade IQ/IQL	Cadillac	SUV

주: Factory Zero에서 한정 생산될 것. 오리온 공장 생산 시기는 2025년으로 지연됨

자료: SNE Research, 유안타증권 리서치센터

녹록지 않은 2024년, 비중 축소 불가피

- LG에너지솔루션 북미 주요 고객사 전략 점검: **Ford**의 주력 EV 모델인 Mustang Mach-E는 Standard-Range 72kWh 팩, Extended - Range 91kWh 팩 두가지 옵션이 있음. 그동안은 Mustang Mach-E Standard-Range 보급형에만 CATL의 LFP가 적용. 그러나 2023년 8월 유럽부터 모든 Standard-Range에 LFP를 적용하기 시작. 동사의 NCM 배터리는 Extended -Range 91kWh 옵션에만 적용될 것

Ford Mustang Mach-E, NCM → LFP 적용 후 주행거리 비교

Model	Drive	NCM Battery (kWh)	EPA Range	0-60 mph (sec)	LFP Battery (kWh)	EPA Range	0-60 mph (sec)
2023 Ford Mustang Mach-E Select SR RWD 18-inch	RWD	70	397km	5.8	72	402km	6.3
2023 Ford Mustang Mach-E Select SR AWD 18-inch	AWD	70	360km	5.2	72	364km	5.1
2023 Ford Mustang Mach-E Premium SR RWD 19-inch	RWD	70	397km	5.8	72	402km	6.3
2023 Ford Mustang Mach-E Premium SR AWD 19-inch	AWD	70	360km	5.2	72	364km	5.1
2023 Ford Mustang Mach-E Premium SR RWD 19-inch	RWD	91	499km	6.1	그대로 NCM 적용		
2023 Ford Mustang Mach-E Premium SR AWD 19-inch	AWD	91	467km	4.8			
2023 Ford Mustang Mach-E Route 1 ER AWD 18-inch	AWD	91	502km	4.8			
2023 Ford Mustang Mach-E GT ER AWD 20-inch	AWD	91	434km	3.8			
2023 Ford Mustang Mach-E GT Perf. ER AWD 20-inch	AWD	91	418km	3.5			

자료: InsideEVs, 유안타증권 리서치센터

녹록지 않은 2024년, 비중 축소 불가피

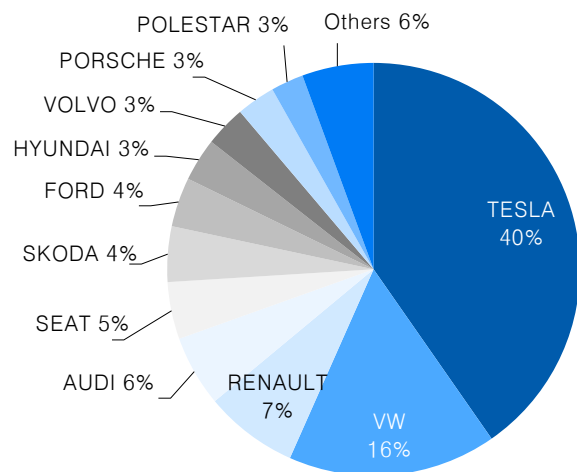
• 2024년, EV 수요 둔화에 대한 고민: 2) 유럽 시장

셀 기업별 유럽 주요 고객사 현황을 살펴보면,

1) LG에너지솔루션: 테슬라와 폭스바겐 그룹이 70% 이상 차지. 그 중 테슬라와 폭스바겐 ID 시리즈가 50% 이상. 2024년에도 테슬라 Model Y Long Range에 공급할 예정. 다만, 2024년에는 테슬라 Model Y보다 주행거리가 개선된 Model3 Highland 수요 증가가 기대. 2024 Tesla Model Y Facelift는 유럽에서 4분기 양산이 예상되어 수요 영향은 미미. 중국에서 공개된 업그레이드된 Model Y는 Juniper Project에서 제시한 사항이 반영되어 있지 않음. 그러나 유럽에서 출시될 Model Y Facelift에는 배터리 등 다양한 변경 사항이 반영될 것

- 폭스바겐은 업그레이드된 2024 ID.4, 5를 유럽에서 출시. 업그레이드 버전 출시에도 불구하고, 판매량 감소 중. 또한 2024년 테슬라 등 가격 인하가 예상되면서 폭스바겐 역시 가격 인하 가능성 있음. 2023년에 배터리 공급 가격을 거의 유지해왔기 때문에 2024년에는 공급 가격 조정이 있을 것

LG에너지솔루션 유럽 내 고객사 비중



LG에너지솔루션 유럽 내 고객사 및 모델 별 비중

모델명	유럽 내 LGES 고객사 비중 (고객사 내 모델 별 비중)
TESLA	40%
Model Y	74%
Model 3	26%
VOLKSWAGEN	16%
ID.3	35%
ID.4	29%
ID.5	17%
RENAULT	7%
Megane BEV	63%
Zoe	25%
AUDI	6%
Q4 e-tron	60%
Q8 e-Tron	21%
E-Tron GT	17%

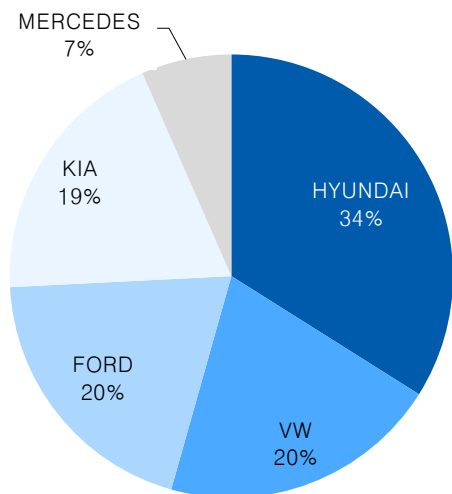
녹록지 않은 2024년, 비중 축소 불가피

• 2024년, EV 수요 둔화에 대한 고민: 1) 북미 시장

2) SK온: 현대기아차가 북미 고객사 비중 약 53% 차지. 그 외 주요 고객사는 폭스바겐, Ford 등이 있음. 현대차는 대부분 IONIQ 5형이며 IONIQ 6는 LG에너지솔루션이 공급 중. 기아차는 EV6 형이 대부분. 폭스바겐은 ID.4, Ford는 F-150 Lightning에 공급 중

- **SK온 북미 주요 고객사 전략 점검:** 현대기아차를 제외하고 폭스바겐은 2024년 미국 출시 예정인 ID.7에 CATL 배터리가 적용될 예정. Ford F-150 Lightning 역시 2024년부터 LFP 적용을 언급

SK온 북미 내 고객사 비중

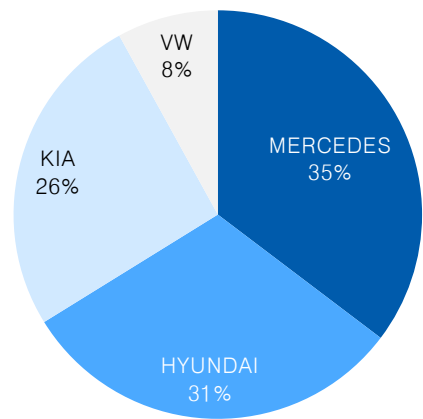


SK온 북미 내 고객사 및 모델 별 비중

모델명	북미 내 SK온 고객사 비중 (고객사 내 모델 별 비중)
HYUNDAI	34%
IONIQ 5	79%
GENESIS GV60 EV	8%
GENESIS G80 EV	4%
GENESIS GV70 EV	3%
Tucson PHEV	3%
Santa Fe PHEV	2%
IONIQ 6	1%
IONIQ (PHEV)	0%
VOLKSWAGEN	20%
ID.4	100%
FORD	20%
F-150 Lightning	100%
KIA	19%
EV6	84%
Sportage PHEV	7%
SORENTO PHEV	3%
NIRO (PHEV)	3%
Soul	3%
NIRO (BEV)	0%
MERCEDES	7%
EQB	100%
FERRARI	0%
SF90 Stradale	64%
296 GTB	36%

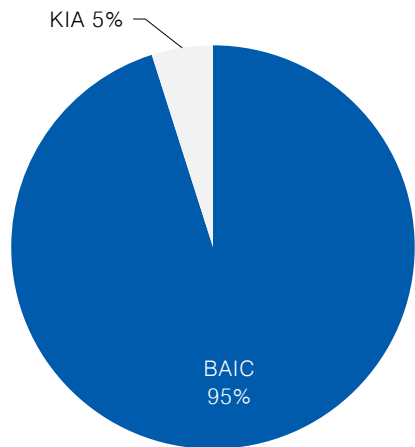
녹록지 않은 2024년, 비중 축소 불가피

SK온 유럽 내 고객사 비중



자료: SNE Research, 유안타증권 리서치센터

SK온 중국 내 고객사 비중



자료: SNE Research, 유안타증권 리서치센터

SK온 유럽 내 고객사 및 모델 별 비중

모델명	유럽 내 SK온 고객사 비중 (고객사 내 모델 별 비중)
MERCEDES	33%
EQA	33%
EQB	17%
C-Class	12%
GLC PHEV	9%
GLE PHEV	7%
GLA-Class	5%
CLA-Class	5%
A-Class	4%
EQV	3%
HYUNDAI	29%
IONIQ 5	53%
Kona BEV	25%
KIA	24%
EV6	77%
VOLKSWAGEN	8%
ID.3	100%
SEAT	5%
CUPRA Born	100%
FERRARI	0.1%
296 GTB	60%
SF90 Stradale	40%
FORD	0.0%
F-150 Lightning	100%

자료:SNE Research, 유안타증권 리서치센터

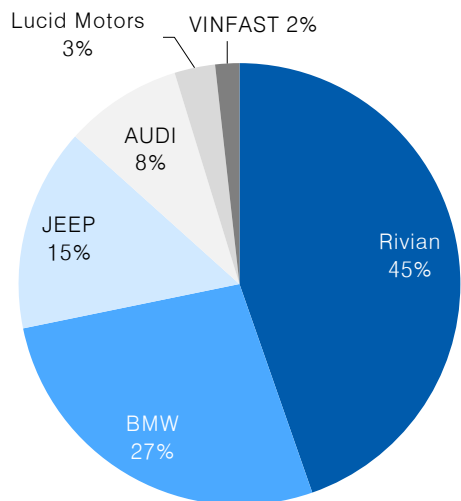
녹록지 않은 2024년, 비중 축소 불가피

• 2024년, EV 수요 둔화에 대한 고민: 1) 북미 시장

3) 삼성SDI: Rivian 비중 44%로 LFP를 적용하는 전기밴 EDV보다는 주로 R1T 픽업트럭과 R1S SUV에 공급. 그 외에 BMW iX xDrive40/50, i4, 스텔란티스 JEEP의 Wrangler PHEV, 아우디 Q8 e-Tron 등 대부분 프리미엄 라인에 공급하고 있음

- 삼성SDI 북미 주요 고객사 전략 점검: 주로 프리미엄 라인에만 공급. 따라서 2024년 EV 수요 둔화 우려 있으나 공급 모델의 LFP 전환으로 인한 수요 감소 영향은 없음. 2025년 가동 예정인 스텔란티스 미국 공장 역시 지연 가능성 없음(스텔란티스는 PHEV 비중이 더 큼)

삼성SDI 북미 내 고객사 비중

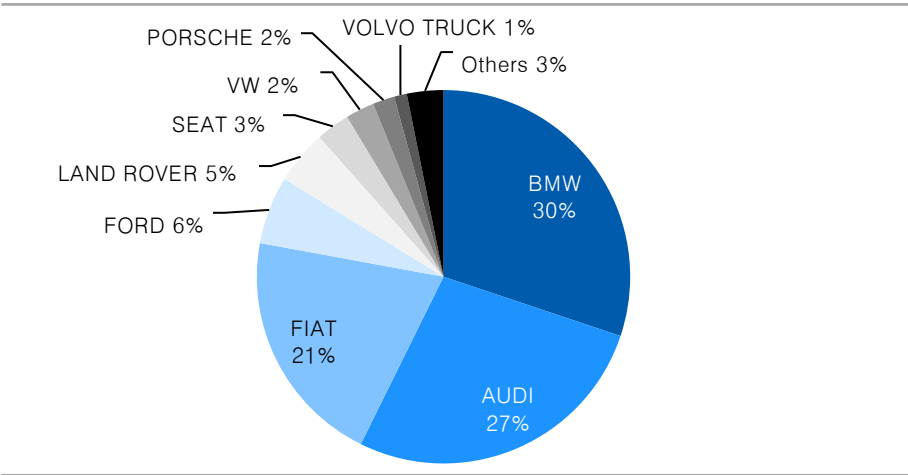


삼성SDI 북미 내 고객사 및 모델 별 비중

모델명	북미 내 삼성SDI 고객사 비중 (고객사 내 모델 별 비중)
Rivian	44%
R1T	57%
R1S	30%
EDV	13%
BMW	27%
iX xDrive40/50	53%
i4	35%
i7	8%
330e	2%
530e	2%
JEEP	15%
Wrangler PHEV	64%
GRAND CHEROKEE 4xe	36%
AUDI	9%
Q8 e-Tron	65%
E-Tron EV	26%
Q5 PHEV	8%
Lucid Motors	3%
Lucid Air	100%
VINFAST	2%
VF8	100%

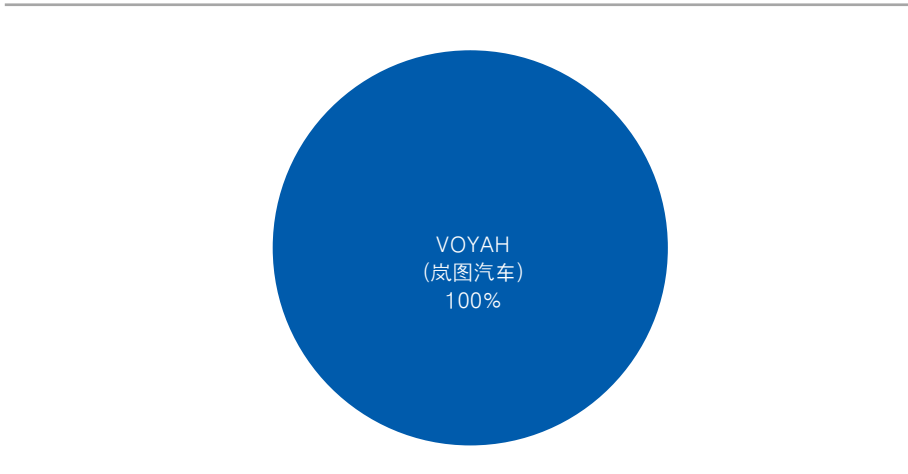
녹록지 않은 2024년, 비중 축소 불가피

삼성SDI 유럽 내 고객사 비중



자료: SNE Research, 유안타증권 리서치센터

삼성SDI 중국 내 고객사 비중



자료: SNE Research, 유안타증권 리서치센터

삼성SDI 유럽 내 고객사 및 모델 별 비중

모델명	유럽 삼성SDI 고객사 비중 (고객사 내 모델 별 비중)
BMW	30%
i4	44%
iX xDrive40/50	23%
330e	7%
i7	6%
X3 xDrive30e	5%
530e	4%
X1	4%
AUDI	27%
Q8 e-Tron	69%
Q5 PHEV	8%
E-Tron EV	8%
Q3 PHEV	5%
A3 Sportback 40 e-Tron	4%
FIAT	21%
500 electric	95%
FORD	6%
KUGA PHEV	10%
SEAT	5%
CUPRA Born	100%
LAND ROVER	5%
Sport (PHEV)	25%
EVOQUE PHEV	24%
Range Rover (PHEV)	17%
Discovery (Sport) PHEV	14%
DEFENDER PHEV	13%
Range Rover Velar PHEV	8%

자료:SNE Research, 유안타증권 리서치센터

녹록지 않은 2024년, 비중 축소 불가피

• EV 수요 둔화? LFP 채택률 확대가 더 큰 문제

국내 2차전지 산업에 있어 EV 수요 둔화보다 더 근본적인 문제는 ‘**빠르게 올라온 LFP 기술**’에 있음. Volvo, GM까지 LFP 채택을 선언하면서 Renault 제외 모든 OEM사들이 LFP를 적용하게 됨. 이는 주행거리 차이가 크지 않은 가운데 가격, 안정성 측면에서 LFP가 우위에 있기 때문

- LFP는 안정성이 높은 화학 물질로 구멍이 뚫려도 셀이 타거나 폭발하지 않음. 이에 팩에 많은 보호장치가 필요하지 않아 CTP(Cell to Pack) 적용에 용이. 즉, 에너지밀도가 낮다는 단점이 팩으로 가게 되면 격차가 좁아질 수 있는 것. 실제로 VCTP 즉, 팩 내 셀이 차지하는 부피 기준 비중은 LFP 배터리가 60%, 삼원계가 40~45%를 차지. 삼원계 배터리가 셀 자체로만 보았을 때 에너지밀도 높지만, 화학 물질이 갖는 불안정성 때문에 배터리 팩 구조가 훨씬 복잡하며 모듈을 생략하기 어려움. 따라서 CTP, CTB는 LFP 배터리에 적용되기 더 용이하며, 실리콘음극재 기술, LFMP, LFSP 등 활물질 추가 등 다양한 기술들을 접목시켜 에너지밀도를 유의미하게 높일 수 있음

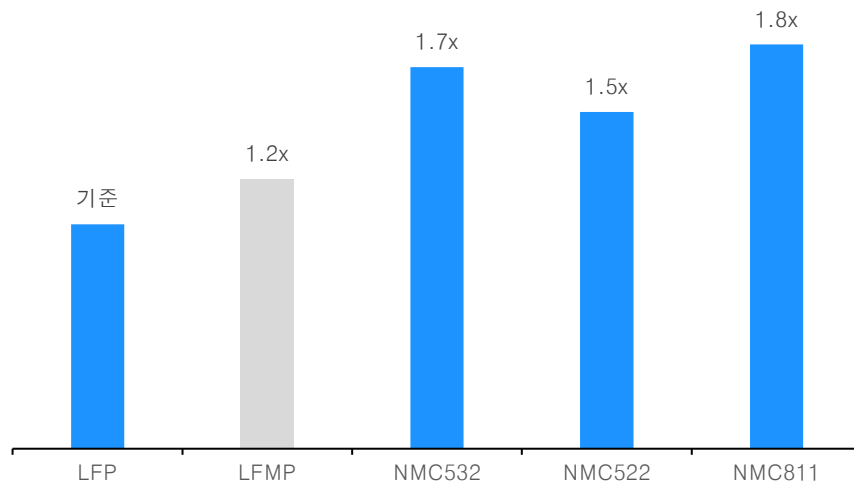
완성차 OEM 사들의 LFP 배터리 채택 전략

OEM	Currently using LFP ?	Moving to LFP	Details	Timeline
Volkswagen	No	Yes	LFP batteries for entry-segment vehicles & LCVS	Rollout from 2023
Renault	No	No	N/A	N/A
Stellantis	No	Yes	LFMP for entry-segment cars	2025
Mercedes	No	Yes	LFP batteries for entry-segment cars	Mid-decade
BMW	No	Yes	Considering LFP batteries for entry-segment cars	N/A
Volvo Cars	No	Yes	EX30	2024
Ford	No	Yes	LCV and entry-segment cars	2024
GM	No	Yes	Bolt EV	2025
Tesla	Yes	Yes	Model 3/ Model Y	Using today

녹록지 않은 2024년, 비중 축소 불가피

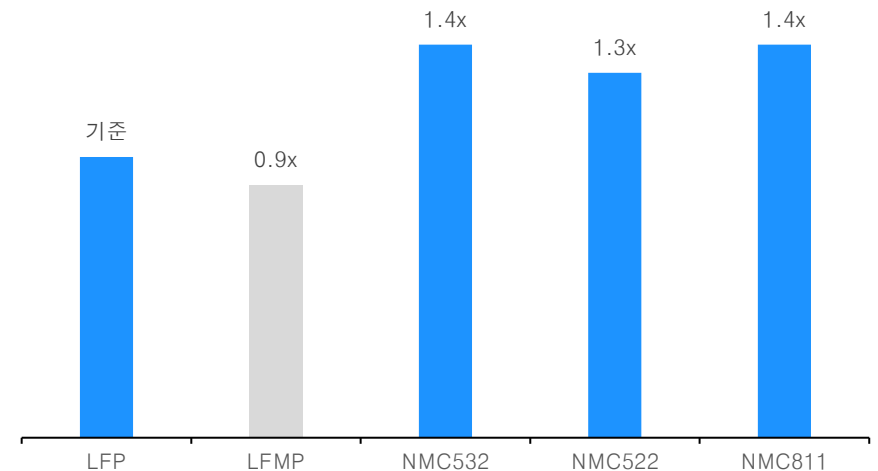
- CATL는 2023년 M3P 배터리 양산 시작. 당초 목표였던 kg 당 210Wh 에너지밀도로 양산되었으며 Tesla 모델3 Highland에 적용. M3P 배터리는 단결정 삼원계+LFMP 양극활물질, 실리콘음극재 3%wt, CTP(Cell To Pack)이 적용됨. 주행거리는 유럽 WLTP 기준 RWD 513km, AWD 629km임. 국내 기준 RWD 410km 수준으로 예상
- LFP 양극활물질의 낮은 용량 및 속도 개선을 위해 Mn을 혼합한 LFMP에 대한 연구는 오래 전부터 지속. 첫 LFMP를 적용한 배터리가 CATL를 통해 등장한 것. 그동안 LFMP는 낮은 전도성 및 Life cycle, 망간 용출 등으로 인해 적용이 늦어졌음. 따라서 LFMP에 다른 활물질을 블렌딩하는 기술을 연구해왔고 그 중 전압이 유사한 NCM과의 혼합을 통해 성능을 향상시킴. M3P 배터리의 에너지밀도가 kg당 210Wh인 것으로 미루어보아 NCM은 5% 정도 블렌딩 된 것으로 예상. M3P 배터리는 kg 당 cost는 LFP 대비 5% 정도, kWh 당 cost는 LFP와 유사할 것으로 예상. 이 기술의 등장으로 LFP와 삼원계 배터리가 가격 대비 기술 격차 좁아짐. 다만, Long-Range EV에 적용하려면 삼원계 블랜드 비중이 20%까지 올라가야 할 것. 따라서 Long-Range BEV는 삼원계 기술(경제성, 안정성 등)이 유의미하게 올라오기 전까지는 수요 둔화 가능성 높음

양극활물질 별 kg 당 Cost 비교

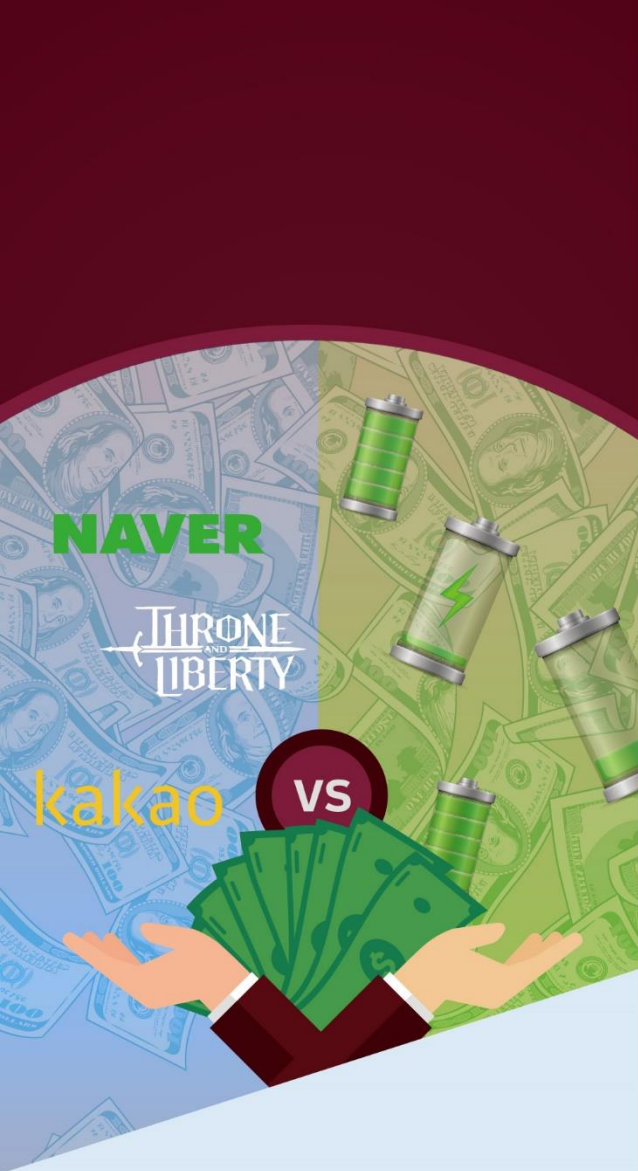


자료: 유안타증권 리서치센터

양극활물질 별 kWh 당 Cost 비교



자료: 유안타증권 리서치센터



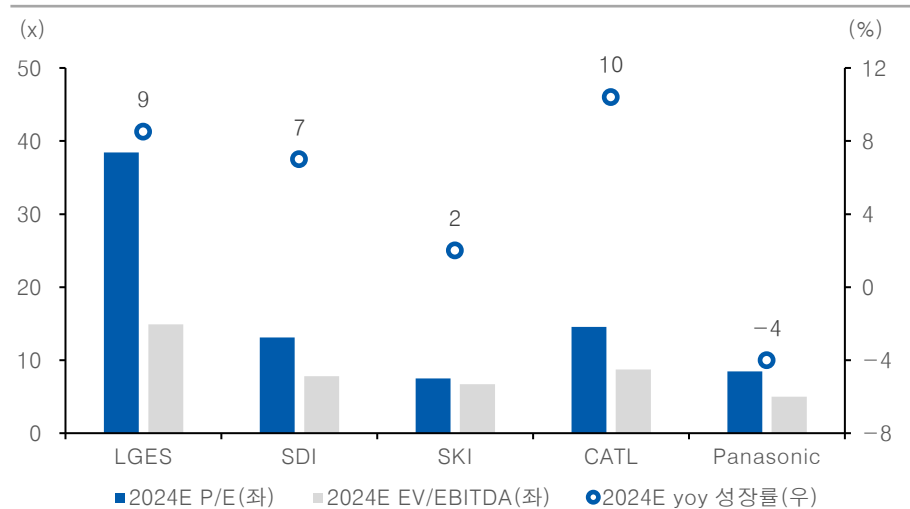
Part III-2. 2차전지, 밸류에이션 매력도는?

밸류에이션 저렴한걸까?

밸류에이션 저렴한걸까?

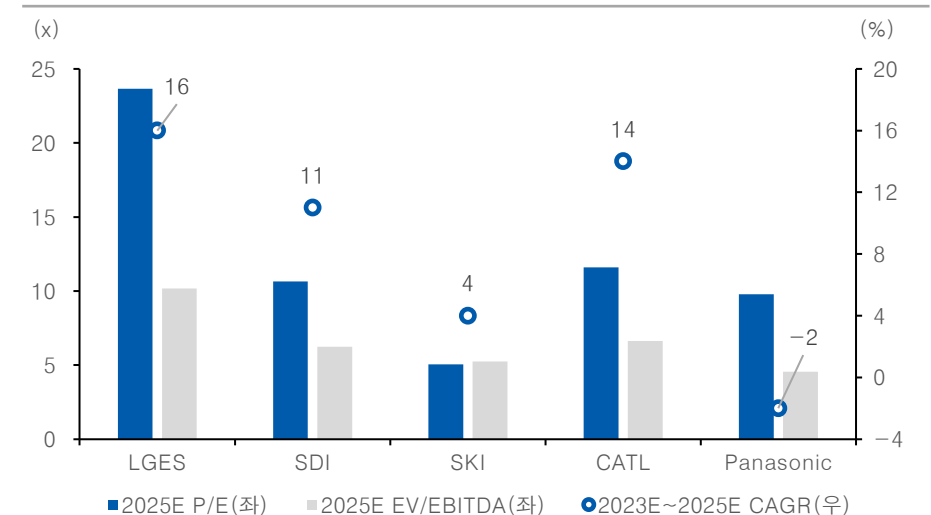
- 셀:** 북미 중심으로 큰 폭의 외형성장을 기대했던 국내 2차전지 셀 기업들은 2024년 EV 수요 둔화 및 LFP 채택 움직임으로 인해 일부 증설이 지연되거나 계약이 취소됨. 따라서 2025년 셀 기업 실적 컨센서스 하향 조정은 미미하지만, 2024년 실적 컨센서스 하향 조정이 대거 이루어짐. 그럼에도 2차전지 주가 급락과 더불어 공매도 금지까지 겹치면서 2차전지 비중 확대에 대한 시장의 고민이 있는 상황. 그렇다면 현재 2차전지 셀 기업들의 밸류에이션은 저렴한걸까? 셀 주가를 주도할 LG에너지솔루션을 중심으로 살펴보자
- 글로벌 배터리 셀 기업들 2024년 YoY 성장률을 비교해보면, 글로벌 1, 2위인 LG에너지솔루션과 CATL이 각각 9, 10% 외형 성장이 예상됨. 2024년 기준 생산능력 차이는 미미. 다만, 밸류에이션은 LG에너지솔루션은 2024E EV/EBITDA 15배, CATL은 9배로 큰 차이를 보임. 수요 정상화로 보는 2025년 기준으로는 LG에너지솔루션 2023E~2025E 연평균 성장률 16%, CATL 14%이며 LG에너지솔루션 2025E EV/EBITDA 10배, CATL 7배 수준. 2025년으로 보면 LG에너지솔루션 밸류에이션 매력도 있으나, 신규 수주 등 반등 모멘텀이 있기 전까지는 2025년 수요도 불확실한 상황

글로벌 배터리 셀 기업 2024E 기준 밸류에이션 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 배터리 셀 기업 2025E 기준 밸류에이션 비교

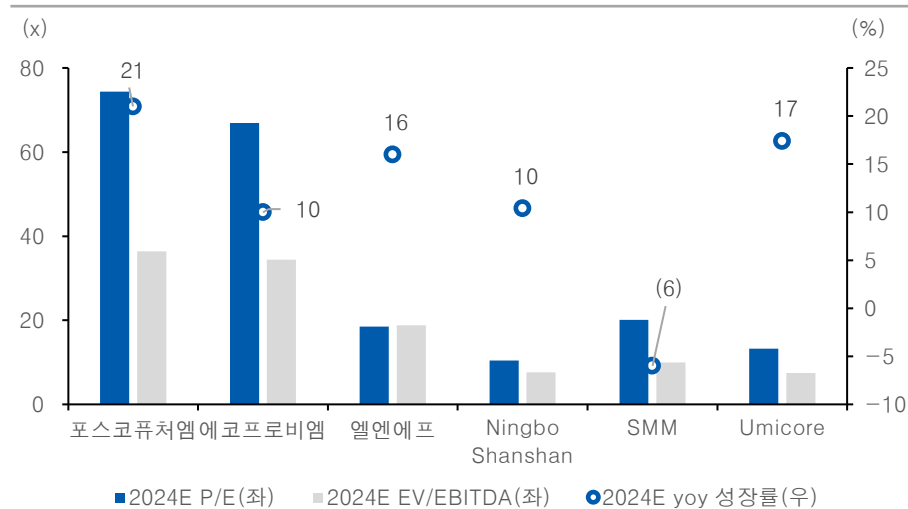


자료: 유안타증권 리서치센터

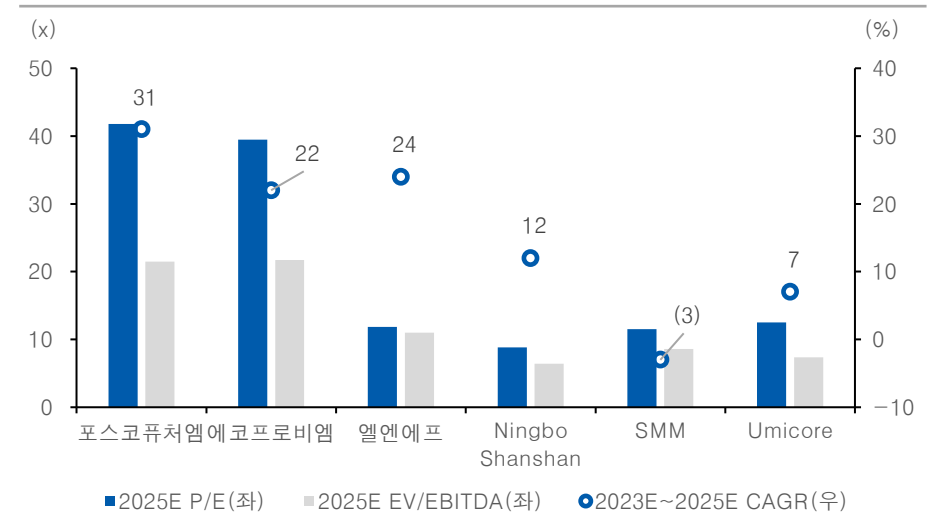
밸류에이션 저렴한걸까?

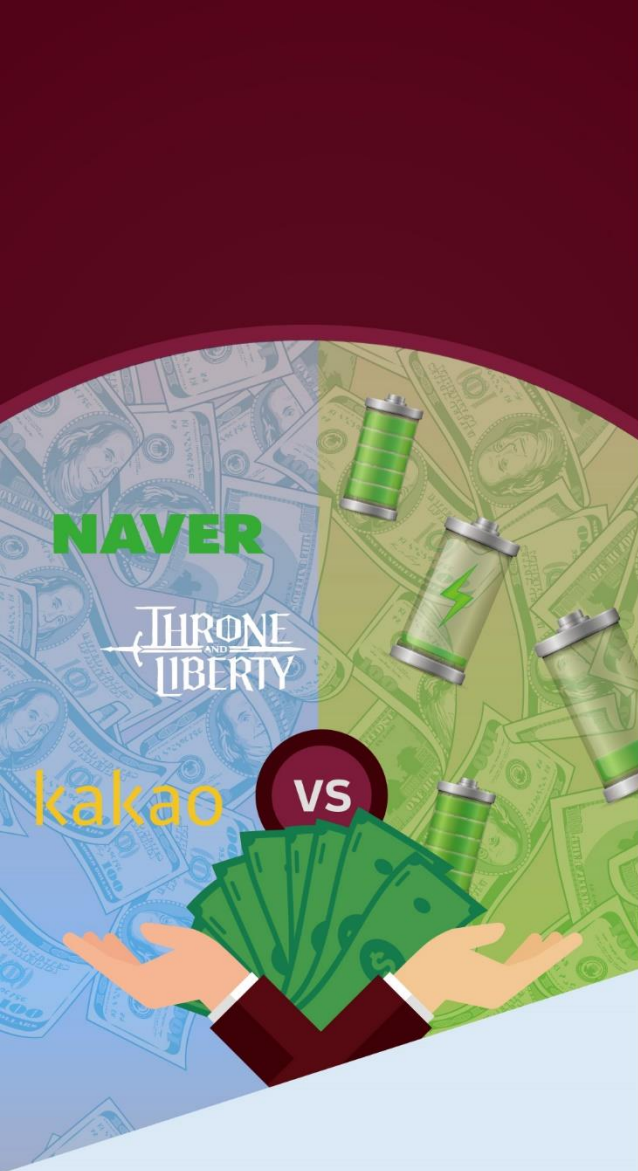
- 양극재:** 셀 기업들의 수요 불확실성 및 계약 취소, 지연 등으로 양극재 기업들 외형성장에도 영향. 특히, 에코프로비엠 등 2023년 수주 기대감으로 2차전지 주가를 주도했으나 수주 계약도 지연될 것으로 예상. 2차전지 내 고밸류를 담당했던 포스코퓨처엠, 에코프로비엠의 밸류에이션이 낮아져야 2차전지 주가가 유의미하게 반등할 것으로 기대
- 글로벌 양극활물질 기업들 2024년 YoY 성장률을 비교해보면, 국내 3사 평균 16%, SMM을 제외한 ShanShan, Umicore 평균 14% 외형성장 기대. 다만, 밸류에이션은 포스코퓨처엠 2024E EV/EBITDA 36배, 에코프로비엠 34배, 엘앤에프 19배, ShanShan, Umicore는 약 8배 수준으로 큰 차이를 보임. 셀 기업들 수요 정상화 시기로 보는 2025년 기준으로는 국내 3사 2023E~2025E 연평균 성장률 26%, ShanShan, Umicore 약 10% 수준으로 성장률 차이 큼. 성장률과 비교해보았을 때, 국내 양극재 3사 주가는 2025년 기준으로 적정 주가 수준에서 거래되고 있다는 판단. 다만, 국내 양극재 기업들이 발표한 목표 생산능력 기준이기 때문에 2025년 실적 하향 조정 가능성 높음

글로벌 양극활물질 기업 2024E 기준 밸류에이션 비교



글로벌 양극활물질 기업 2025E 기준 밸류에이션 비교





Part III-3. 2차전지 투자전략

반등 포인트는 '신규 수요'

모든 불확실성이 수면 위로...

- **2024년 다양한 불확실성에 노출**

국내 2차전지 기업들에게 중요한 OEM사 중심 (중국 내 테슬라 모델 Y, 유럽 내 테슬라, 폭스바겐, BMW, MERCEDES Benz, 아우디, 현대·기아차, 포드 등, 북미 내 GM, 포드 등) 2024년 EV 수요 둔화를 우려한 생산 모델 및 생산량 목표 지연 등이 이어지고 있음. 또한 미국 대선, 중국의 보복조치로 인한 원재료 조달 등 2024년은 다양한 불확실성에 노출되어 있는 해

- **마지막 한방(양극재 수직계열화)이 쉽지 않은 상황**

2023년 양극재 기업들의 장기공급계약 진행 후 미국, 유럽의 중국 제재에 대응해 중국 보복조치(흑연 등) 지속. 이에 특히 양극재 기업들의 안정적 원재료 및 수익성 확보를 위한 내재화가 중요. 2024년 2차전지 산업 환경은 불확실성이 크지만, 마지막 주목받을 만한 투자포인트로 판단

→ 그러나 OEM사들의 1) LFP 전환, 2) 생산 모델 및 생산량 목표 지연 등의 발표가 이어짐

따라서 2024년 2차전지는 1) IRA 불확실성(미국 대선), 2) EV 수요 둔화, 3) 수주 공백기, 4) 낮아진 밸류에이션 매력도 등으로 불확실성이 더 큰 상황

2차전지 Top Pick

- **LG에너지솔루션, 삼성SDI**

LG에너지솔루션: 2024년 외형성장 불확실성에도 불구하고, 결국 New Form Factor(사이버트릭 등) 대한 주가 반등 포인트도 동사에게서 나올 것

삼성SDI: 2024년 하반기 스텔란티스 미국 공장 양산 + 46파이 수주 모멘텀 +밸류에이션 매력도까지 투자 매력도 높음



반등 포인트는 ‘신규 수요’ – ‘New Form Factor’에 주목

- **사이버트럭**: 사이버트럭 양산 2023년 11월 30일 출시: 출시된다면 테슬라 내재화 배터리로 에너지밀도 높지 않을 것. Tesla 내재화 4680 배터리 공장 폐쇄 가능성. 3년이 지나도 생산량에 한계가 있으며 스펙도 2170대비 저조. 2025년 양산 (25만대 목표) 사이버트럭은 파나소닉 외 1개 공급망에서 공급할 것. 이를 위해 4680 배터리 양산 가능 기업에 테스트 수주 주는 중
- **파나소닉** : 4680배터리 2024년 4~9월로 양산 연기. 시제품 가동 중이나 효율성 맞추는데 시간이 걸리고 있음
- **LG에너지솔루션** : 2024년 하반기 오창 공장 4680 양산 시작. 사이버트럭향 공급 가능성 높음. 그 외 2025년 픽업 트럭 생산 OEM사들에 대한 수주도 기대
- **픽업트럭**: 2025년 OEM사들의 46파이 등 배터리 적용한 픽업 트럭 출시 기대. Stellantis Ram 1500, Tesla Cybertruck, GMC Sierra 1500, Chevy Silverado Electric truck 등 → **LG에너지솔루션, 삼성SDI** 수주 기대

Model Y Battery Packs

	Standard Range with 4680 cells	Long Range with 2170 cells
Number of cells	828	4416
Energy per cell	81.2Wh	18.4Wh
Total energy per pack	67,270Wh	81,052Wh
Total energy per pack	67.3kWh	81.1kWh
Weight per cell	355g	70g
Energy density of cells	229Wh/kg	262Wh/kg
Total cell weight in a pack	294kg	309kg
Total cell weight in a pack	648lbs	681lbs



Part III-4. 기업분석

Top Pick:

LG에너지솔루션, 삼성SDI

이안나



02 3770 5599

anna.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	531,000원 (D)
현재주가 (11/20)	444,000원
상승여력	20%

시가총액	1,038,960억원
총발행주식수	234,000,000주
60일 평균 거래대금	1,763억원
60일 평균 거래량	376,402주
52주 고	612,000원
52주 저	377,500원
외인지분율	4.53%
주요주주	LG화학 외 1인 81.84%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.7	(16.1)	(25.8)
상대	(3.0)	(15.6)	(27.1)
절대(달러환산)	6.5	(13.0)	(23.0)

LG에너지솔루션(373220): 불확실성에도 불구하고, 셀 Top Pick인 이유

• 불확실성 높은 2024년

동사는 2024년 폴란드, 미국 얼티엄셀즈 2공장 증설이 예정되어 있었으나 폴란드 공장은 지연, 미국 공장만 2024년 초 양산 예정. 2024년 얼티엄 플랫폼을 적용하는 GM EV 7개 모델이 출시되면서 1공장은 연내 풀 램프업, 2공장 양산 예정대로 진행. 다만, 2024년 EV 수요 둔화 우려로 2공장은 유동적으로 운영될 것. 특히, 미국 내 매출비중 27% 이상을 차지하는 Bolt(EV, EUV) 생산 중단으로 Q 감소 우려 있는 상황

• 다만, 섹터 반등 포인트도 동사가 주도할 것

2024년 불확실성에도 불구하고, 동사를 셀 Top Pick으로 제시하는 이유는 섹터 반등 포인트도 동사가 주도할 것이기 때문. 섹터 반등 포인트는 2025년 사이버트릭 등 픽업 트럭 출시 관련 셀 기업들의 New Form Factor ‘수주 모멘텀’이 될 것. 2024년 저가 차종 확대 및 가격 인하 등으로 인해 리튬 가격이 반등 포인트가 되긴 힘들 것. 동사는 2024년 하반기 오창 공장에서 4680 공급이 시작될 것으로 예상. 따라서 2024년 상반기 내 수주 가능성 높음

• 목표주가 531,000원으로 하향

동사에 대한 투자의견 Buy 유지, 목표주가 531,000원으로 하향 조정. 이는 2023E~2025E 연평균 성장률 하향 조정에 따른 EV/EBITDA Multiple 변경으로 인한 것

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
결산(12월)					
매출액	17,852	25,599	34,312	37,433	58,098
매출액증가율	1,121.9	43.4	34.0	9.1	55.2
영업이익	768	1,214	2,347	3,677	6,040
영업이익률	4.3	4.7	6.8	9.8	10.4
지배주주 귀속순이익	793	767	1,679	2,589	4,463
지배주주 귀속 EPS	3,963	3,305	7,173	11,062	19,073
증가율	-274.0	-16.6	117.0	54.2	72.4
PER	-	138.5	61.9	40.1	23.3
PBR	-	5.7	5.0	4.5	3.7
EV/EBITDA	-	36.4	29.6	27.3	17.8
ROA	3.6	2.5	4.1	5.5	8.1
ROE	10.7	5.7	8.5	11.7	17.4

자료: 유안타증권 리서치센터

LG에너지솔루션 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	8,747	8,773	8,224	8,568	8,048	8,610	9,733	11,043	34,312	37,433	58,098
QoQ %	2.5%	0%	-6.3%	4%	-6%	7%	13%	13%			
YoY %	101%	73%	7.5%	0%	-8%	-2%	18%	29%	34%	9%	55%
소형(+원통형 EV)	2,693	2,652	2,467	2,133	2,189	2,368	3,085	4,081	9,944	11,723	17,342
EV	5,598	5,604	5,352	5,262	5,392	5,768	5,840	6,012	21,815	23,012	37,666
ESS	456	517	405	1,173	467	474	808	949	2,552	2,697	3,090
영업이익	633	461	731	522	662	780	1,041	1,195	2,347	3,677	6,040
QoQ %	167%	-27%	59%	-20%	-10%	18%	33%	15%			
YoY %	145%	135%	40%	120%	24%	123%	42%	63%	93%	57%	64%
소형(+원통형 EV)	242	257	252	84	182	201	262	336	835	981	1,614
EV	286	90	305	116	259	288	292	288	796	1,127	2,156
ESS	5	2	-41	49	-15	-25	14	20	16	-6	209
Tax Credit	100	111	216	273	236	315	473	551	700	1,575	2,061
영업이익률	7%	5%	9%	6%	8%	9%	11%	11%	7%	10%	10%
소형(+원통형 EV)	9%	10%	10%	4%	8%	9%	9%	8%	8%	8%	9%
EV	5%	2%	6%	2%	5%	5%	5%	5%	4%	5%	6%
ESS	1%	0%	-10%	4%	-3%	-5%	2%	2%	1%	0%	7%

자료: 유안타증권 리서치센터

목표주가 531,000원으로 하향

사업부문	단위	2025E	내용
EBITDA	십억원	6,380	← 2023E~2025E년 연평균 성장률 EV/EBITDA Multiple 적용
Target EV/EBITDA	X	20	
Total EV(기업가치) (1)	십억원	130,161	
순차입금 (2)	십억원	6,020	
순 기업가치 (1)-(2)	십억원	124,142	
보통주 발행 주식수 (3)	백만주	234	
주당 기업가치 [(1)-(2)]/(3)	원	530,520	
목표주가	원	531,000	
현재주가(11/20)	원	440,000	
Upside	%	20	

자료: 유안타증권 리서치센터

LG에너지솔루션(373220) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	17,852	25,599	34,312	37,433	58,098
매출원가	13,953	21,308	28,944	31,326	48,620
매출총이익	3,899	4,291	5,368	6,107	9,478
판매비	3,130	3,077	3,720	4,005	5,499
영업이익	768	1,214	2,347	3,677	6,040
EBITDA	2,220	3,056	3,704	4,163	6,380
영업외손익	9	-218	-55	-31	411
외환관련손익	-49	-179	355	141	545
이자손익	-45	39	-106	-37	-114
관계기업관련손익	-12	-37	-27	-24	25
기타	114	-42	-277	-111	-45
법인세비용차감전순이익	777	995	2,292	3,646	6,452
법인세비용	77	215	399	802	1,548
계속사업순이익	701	780	1,892	2,844	4,903
중단사업순이익	229	0	0	0	0
당기순이익	930	780	1,892	2,844	4,903
지배자분순이익	793	767	1,679	2,589	4,463
포괄순이익	1,438	752	2,395	2,761	5,113
지배자분포괄이익	1,196	707	2,119	2,462	4,559

주영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	979	-580	1,797	1,430	3,758
당기순이익	930	780	1,892	2,844	4,903
감가상각비	1,379	1,745	1,934	1,955	2,312
외환손익	0	0	10	-141	-545
중속, 관계기업관련손익	0	0	9	24	-25
자산부채의 증감	-2,320	-4,021	-3,012	-4,321	-3,940
기타현금흐름	990	916	965	1,070	1,052
투자활동 현금흐름	-2,178	-6,259	-8,162	-10,055	-8,504
투자자산	-181	0	-33	-73	-7
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,463	-6,210	-7,975	-10,050	-8,400
유형자산 감소	59	10	3	0	0
기타현금흐름	1,406	-59	-157	69	-98
재무활동 현금흐름	883	11,415	2,306	1,246	429
단기차입금	353	102	627	414	108
사채 및 장기차입금	457	1,043	1,015	832	321
자본	-109	10,059	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	182	211	664	0	0
연결법외변동 등 기타	106	80	5,242	5,108	4,760
현금의 증감	-210	4,655	1,183	-2,270	442
기초 현금	1,493	1,283	5,938	7,121	4,852
기말 현금	1,283	5,938	7,121	4,852	5,294
NOPLAT	768	1,214	2,347	3,677	6,040
FCF	-2,484	-6,790	-6,178	-8,620	-4,642

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER는 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우,

자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	9,536	18,804	22,607	23,441	26,541
현금및현금성자산	1,283	5,938	7,121	4,852	5,294
매출채권 및 기타채권	3,728	5,234	6,854	8,700	10,458
재고자산	3,896	6,996	7,616	8,834	9,683
비유동자산	14,228	19,495	21,405	27,118	33,124
유형자산	11,051	15,331	16,729	22,474	28,562
관계기업등 지분관련자산	226	204	204	263	263
기타투자자산	256	483	622	636	643
자산총계	23,764	38,299	44,012	50,559	59,665
유동부채	9,474	11,445	12,031	15,211	18,836
매입채무 및 기타채무	5,251	7,225	7,566	9,537	11,989
단기차입금	1,146	1,244	1,875	2,275	2,376
유동성장기부채	1,057	1,623	1,235	1,639	1,740
비유동부채	5,548	6,261	7,937	8,543	8,910
장기차입금	2,663	3,697	4,059	4,087	4,197
사채	2,046	1,460	2,503	2,904	3,014
부채총계	15,022	17,706	19,968	23,753	27,746
자본지분	7,966	18,732	20,831	23,337	28,010
자본금	100	117	117	117	117
자본잉여금	7,122	17,165	17,165	17,165	17,165
이익잉여금	338	1,155	2,834	5,423	9,886
비지배지분	776	1,862	3,213	3,468	3,908
자본총계	8,742	20,594	24,044	26,805	31,919
순차입금	5,664	2,167	2,435	6,075	6,020
총차입금	6,969	8,114	9,756	11,002	11,432

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,963	3,305	7,173	11,062	19,073
BPS	39,831	80,052	89,022	99,732	119,702
EBITDAPS	11,101	13,167	15,829	17,790	27,266
SPS	89,260	110,274	146,632	159,969	248,283
DPS	0	0	0	0	0
PER	-	138.5	61.9	40.1	23.3
PBR	-	5.7	5.0	4.5	3.7
EV/EBITDA	-	36.4	29.6	27.3	17.8
PSR	-	4.2	3.0	2.8	1.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	1,121.8	43.4	34.0	9.1	55.2
영업이익 증가율 (%)	흑전	57.9	93.4	56.7	64.3
지배순이익 증가율 (%)	흑전	-3.2	118.8	54.2	72.4
매출총이익률 (%)	21.8	16.8	15.6	16.3	16.3
영업이익률 (%)	4.3	4.7	6.8	9.8	10.4
지배순이익률 (%)	4.4	3.0	4.9	6.9	7.7
EBITDA 마진 (%)	12.4	11.9	10.8	11.1	11.0
ROIC	6.1	5.8	8.4	10.7	14.0
ROA	3.6	2.5	4.1	5.5	8.1
ROE	10.7	5.7	8.5	11.7	17.4
부채비율 (%)	171.8	86.0	83.0	88.6	86.9
순차입금/자기자본 (%)	71.1	11.6	11.7	26.0	21.5
영업이익/금융비용 (배)	11.5	10.7	8.6	14.8	22.4



이안나

02 3770 5599

anna.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	660,000원 (D)
현재주가 (11/20)	460,500원
상승여력	43%

시가총액	320,657억원
총발행주식수	70,382,426주
60일 평균 거래대금	1,485억원
60일 평균 거래량	298,929주
52주 고	793,000원
52주 저	417,000원
외인지분율	45.77%
주요주주	삼성전자 외 5 인 20.53%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.1)	(22.9)	(34.3)
상대	(8.5)	(22.5)	(35.5)
절대(달러환산)	0.5	(20.1)	(31.8)

삼성SDI(006400): 섹터 불확실성 속 상대적 안정성 부각

• 2024년 수요 둔화 우려 상대적으로 적음

2024년 프리미엄 EV 역시 수요 둔화 우려 있으나 공급 모델의 LFP 전환으로 인한 수요 감소 영향은 없음. PHEV 향 비중이 높은 스텔란티스와의 미국 합작 공장도 2025년 양산(23GWh)이 예정대로 시작될 것. 따라서 국내 배터리 셀 3사 중 2024년 수요 둔화에 대한 우려 상대적으로 적음

• 2024년 P6, 46파이 양산 시작 + 수주 모멘텀 기대

동사는 2023년 P5 매출 확대가 자동차 전지 외형성장 주도. 2024년 하반기부터는 P6 중심 외형성장 기대. 스텔란티스 미국 JV 1, 2공장, GM 4공장에 이어 신규 고객인 현대차 공급 계약까지 체결하며 프리미엄 EV 시장을 주도하고 있음. 차세대 제품인 46파이는 이미 3분기부터 라인 가동이 시작되었으며, 4분기 고객향 샘플 공급을 시작으로 2024년 상반기 GM, BMW 등 OEM사들의 수주 계약도 기대되는 상황

• 동사에 대한 목표주가 660,000원으로 하향

동사에 대한 투자의견 Buy 유지, 목표주가 660,000원으로 하향 조정. 동사 주가는 2024년 2차전지 섹터 불확실성으로 인해 하락했으나 2024년 상대적으로 안정적인 수요+ 46파이 등 수주 모멘텀 +밸류에이션 매력도까지 투자 매력도 높음. 셀 3사 중 안정성 가장 높지만 프리미엄 EV 타겟으로 생산능력 확대가 제한적이기 때문에 섹터 방향성과 별개의 주가 반등은 어려울 것으로 예상되어 목표주가 하향 조정

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	13,553	20,124	23,328	25,947	31,122
매출액증가율	20.0	48.5	15.9	11.2	19.9
영업이익	1,068	1,808	1,835	2,157	2,753
영업이익률	7.9	9.0	7.9	8.3	8.8
지배주주 귀속순이익	1,170	1,952	2,070	2,367	2,735
지배주주 귀속 EPS	16,990	28,366	30,081	34,400	39,756
증가율	103.8	67.0	6.0	14.4	15.6
PER	41.6	21.2	15.3	13.4	11.6
PBR	3.2	2.4	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	22.4	13.6	9.7	8.9	7.2
ROA	4.9	7.0	6.4	6.4	6.7
ROE	8.5	12.5	11.6	11.6	11.9

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성SDI 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	5,355	5,841	5,948	6,184	5,988	6,391	6,541	7,027	23,328	25,947	31,122
% qoq	-10%	9%	2%	4%	-3%	7%	2%	7%			
% yoy	32%	23%	11%	4%	12%	9%	10%	14%	16%	11%	20%
소형	1,805	1,869	1,867	1,830	1,841	1,897	1,981	2,023	7,371	7,741	8,361
ESS	589	707	588	659	523	697	607	773	2,543	2,599	2,833
EV	2,403	2,695	2,884	3,085	3,033	3,183	3,312	3,576	11,067	13,103	17,297
전자재료	557	571	608	610	592	614	642	655	2,345	2,503	2,628
영업이익	375	450	496	513	450	516	595	595	1,835	2,157	2,753
% qoq	-24%	20%	10%	3%	-12%	15%	15%	0%			
% yoy	16%	5%	-12%	5%	20%	15%	20%	16%	1%	18%	28%
소형	152	187	157	137	147	171	166	162	632	646	698
ESS	9	13	1	26	10	21	24	23	49	79	86
EV	156	189	254	262	212	239	311	322	861	1,084	1,470
전자재료	59	62	84	87	80	86	93	88	293	347	499
OPM	7%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	8%	8%	8%	9%
소형	8%	10%	8%	8%	8%	9%	8%	8%	9%	8%	8%
ESS	1%	2%	0%	4%	2%	3%	4%	3%	2%	3%	3%
EV	7%	7%	9%	9%	7%	8%	9%	9%	8%	8%	9%
전자재료	11%	11%	14%	14%	14%	14%	15%	14%	12%	14%	19%

자료: 유안타증권 리서치센터

목표주가 660,000원으로 하향

사업부문	단위	2025E	내용
EBITDA	십억원	4,729	← 2023E~2025E년 연평균 성장률 EV/EBITDA Multiple 적용
Target EV/EBITDA	X	10	
Total EV(기업가치) (1)	십억원	47,290	
순차입금 (2)	십억원	969	
순 기업가치 (1)-(2)	십억원	46,321	
보통주 발행 주식수 (3)	백만주	70	
주당 기업가치 [(1)-(2)]/(3)	원	658,127	
목표주가	원	660,000	
현재주가(11/20)	원	460,500	
Upside	%	43	

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성SDI(006400) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액	13,553	20,124	23,328	25,947	31,122	
매출원가	10,476	15,903	19,272	21,467	25,749	
매출총이익	3,078	4,221	4,056	4,480	5,373	
판매비	2,010	2,413	2,221	2,323	2,620	
영업이익	1,068	1,808	1,835	2,157	2,753	
EBITDA	2,320	3,271	3,563	3,921	4,729	
영업외손익	596	844	763	767	752	
외환관련손익	16	-42	-68	-70	-60	
이자손익	-45	-47	-170	-166	-145	
관계기업관련손익	530	1,040	920	1,067	1,009	
기타	95	-106	81	-64	-52	
법인세비용차감전순손익	1,663	2,652	2,598	2,924	3,505	
법인세비용	413	613	460	521	685	
계속사업순손익	1,250	2,039	2,138	2,402	2,820	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,250	2,039	2,138	2,402	2,820	
지배자분순이익	1,170	1,952	2,070	2,367	2,735	
포괄순이익	1,880	1,899	2,513	2,450	2,914	
지배자분포괄이익	1,794	1,848	2,421	2,393	2,846	

주영업이익인출 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
영업활동 현금흐름	2,176	2,641	2,101	3,137	4,237	
당기순이익	1,250	2,039	2,138	2,402	2,820	
감가상각비	1,173	1,408	1,663	1,715	1,940	
외환손익	13	37	116	70	60	
중속, 관계기업관련손익	-530	-1,040	-920	-1,067	-1,009	
자산부채의 증감	-25	-369	-777	76	499	
기타현금흐름	295	565	-119	-59	-73	
투자활동 현금흐름	-1,950	-2,946	-3,835	-5,006	-5,371	
투자자산	-23	-22	334	-1,307	-1,415	
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,255	-2,809	-2,995	-3,584	-3,500	
유형자산 감소	11	20	10	0	0	
기타현금흐름	318	-135	-1,183	-114	-456	
재무활동 현금흐름	583	629	397	150	-12	
단기차입금	824	-15	749	4	57	
사채 및 장기차입금	-143	567	-105	215	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-69	-69	-69	-69	-69	
기타현금흐름	-29	147	-179	0	0	
연결법위변동 등 기타	-29	-35	1,277	1,540	1,847	
현금의 증감	780	289	-61	-179	701	
기초 현금	1,546	2,326	2,614	2,554	2,375	
기말 현금	2,326	2,614	2,554	2,375	3,076	
NOPLAT	1,068	1,808	1,835	2,157	2,753	
FCF	-79	-168	-894	-447	737	

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER는 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우,

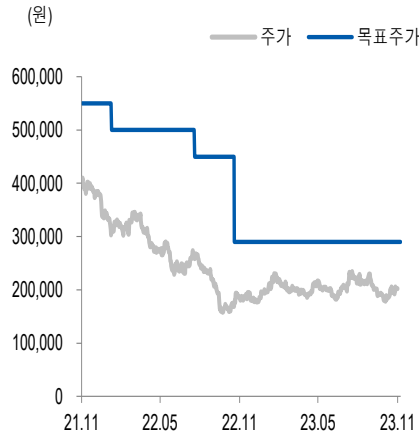
자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
유동자산	7,445	9,652	12,127	12,796	14,211	
현금및현금성자산	2,326	2,614	2,554	2,375	3,076	
매출채권 및 기타채권	2,078	2,735	3,811	4,252	4,401	
재고자산	2,487	3,205	3,473	3,799	3,890	
비유동자산	18,388	20,606	22,700	25,830	28,769	
유형자산	7,636	8,965	10,876	12,745	14,305	
관계기업등 지분관련자산	7,885	8,940	9,267	10,531	11,952	
기타투자자산	1,671	1,259	1,191	1,235	1,228	
자산총계	25,833	30,258	34,827	38,626	42,980	
유동부채	6,461	8,007	9,373	10,200	11,078	
매입채무 및 기타채무	3,253	4,258	5,141	5,842	6,459	
단기차입금	2,235	2,211	2,959	2,959	3,009	
유동성장기부채	275	640	342	342	342	
비유동부채	4,175	5,033	5,324	5,914	6,545	
장기차입금	1,888	2,297	2,484	2,699	2,699	
사채	220	0	0	0	0	
부채총계	10,636	13,040	14,696	16,114	17,623	
자본지분	14,704	16,486	19,249	21,595	24,356	
자본금	357	357	357	357	357	
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002	5,002	
이익잉여금	8,516	10,468	12,470	14,768	17,434	
비지배지분	492	732	882	917	1,001	
자본총계	15,197	17,218	20,131	22,512	25,357	
순차입금	2,159	2,038	1,571	1,962	969	
총차입금	4,669	5,220	5,865	6,084	6,140	

Valuation 지표						(단위: 원, %, 배)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
EPS	16,990	28,366	30,081	34,400	39,756	
BPS	219,885	246,524	287,845	322,929	364,211	
EBITDAPS	32,959	46,480	50,628	55,716	67,192	
SPS	192,565	285,925	331,442	368,656	442,190	
DPS	1,000	1,030	1,030	1,030	1,030	
PER	41.6	21.2	15.3	13.4	11.6	
PBR	3.2	2.4	1.6	1.4	1.3	
EV/EBITDA	22.4	13.6	9.7	8.9	7.2	
PSR	3.7	2.1	1.4	1.2	1.0	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액 증가율 (%)	20.0	48.5	15.9	11.2	19.9	
영업이익 증가율 (%)	59.0	69.4	1.5	17.5	27.7	
지배순이익 증가율 (%)	103.5	66.9	6.0	14.3	15.6	
매출총이익률 (%)	22.7	21.0	17.4	17.3	17.3	
영업이익률 (%)	7.9	9.0	7.9	8.3	8.8	
지배순이익률 (%)	8.6	9.7	8.9	9.1	8.8	
EBITDA 마진 (%)	17.1	16.3	15.3	15.1	15.2	
ROIC	9.0	13.5	12.7	14.2	16.8	
ROA	4.9	7.0	6.4	6.4	6.7	
ROE	8.5	12.5	11.6	11.6	11.9	
부채비율 (%)	70.0	75.7	73.0	71.6	69.5	
순차입금/자기자본 (%)	14.7	12.4	8.2	9.1	4.0	
영업이익/금융비용 (배)	18.7	20.1	7.1	7.8	10.7	

NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-21	BUY	290,000	1년		
2022-11-08	BUY	290,000	1년		
2022-08-08	BUY	450,000	1년	-54.16	-40.56
2022-01-28	BUY	500,000	1년	-42.50	-30.90
2021-01-29	BUY	550,000	1년	-28.85	-17.45

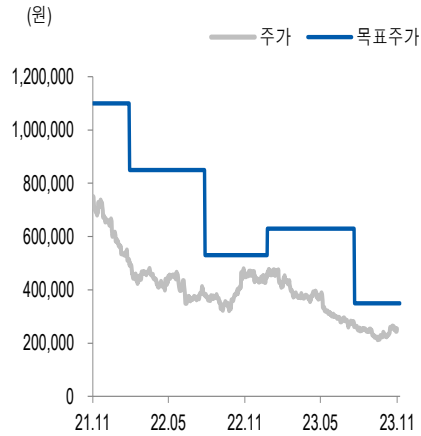
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-21	BUY	350,000	1년		
2023-08-10	BUY	350,000	1년		
2023-01-13	BUY	630,000	1년	-42.22	-24.37
2022-08-16	BUY	530,000	1년	-24.19	-9.53
2022-02-16	BUY	850,000	1년	-50.17	-41.06
2021-08-12	BUY	1,100,000	1년	-41.75	-22.45

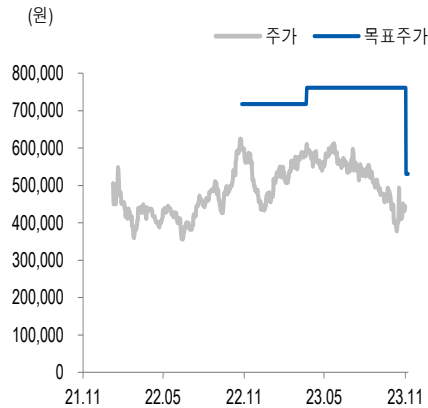
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

LG에너지솔루션 (373220) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-21	BUY	531,000	1년		
2023-04-11	BUY	761,000	1년	-30.57	-19.58
2022-11-15	BUY	718,000	1년	-26.56	-16.43
담당자 변경					
2022-02-03	NOT RATED		1년		

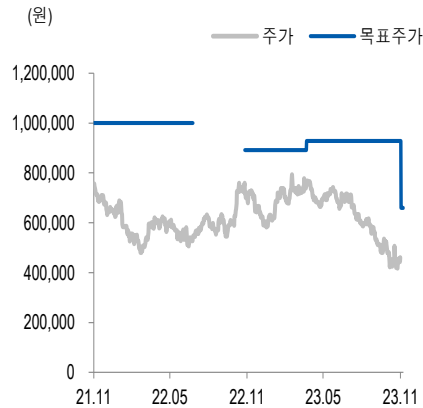
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

삼성SDI (006400) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-21	BUY	660,000	1년		
2023-04-11	BUY	928,000	1년	-33.02	-17.13
2022-11-15	BUY	892,000	1년	-26.65	-11.10
담당자 변경					
2021-07-28	BUY	1,000,000	1년	-35.66	-18.30

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	Strong Buy	Buy	Hold	Sell	Total
비율	0.0%	88.6%	11.4%	0.0%	100.0%

주: 기준일 2023-11-20

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영, 이안나, 강대석)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

금쪽상담소2

Software vs Battery