

Morning Meeting Notes

2024-11-05



What's Inside

SK이노베이션(BUY/160,000) SK온 미국 공장 가동률 회복과 사업구조 개편 효과 기대
엔씨소프트(BUY/260,000) 개혁의 고통을 견디면, 달콤한 실적이 기다린다
한국타이어엔테크놀로지(BUY/68,000) 좋은 이슈에 더욱 민감할 추가

New Issue

뉴욕증시, 미국 대선 선거일을 하루 앞두고 불확실성에 관망... 나스닥 0.33% ↓
뉴욕채권, 트럼프 대선후보 당선 가능성 전반적으로 이전보다 약화돼... 美 국채가 상승
국제유가, OPEC+는 애초 결정한 점진적 증산을 오는 12월 말까지 한 달 더 연기... WTI 2.85% ↑

New Publication

[반도체 소부장] 사이클의 역사: 반복되는 것과 새로운 것(2024-10-18)
[반도체] 일본 반도체 산업: IDM에서 소부장까지 - 일본 소부장의 해자는 영원한가?(2024-10-10)
[전기/전자] Apple Intelligence가 불러올 on-device cycle(2024-09-24)
[2차전자] 주요 저점의 시그널들(2024-09-06)
[제약/바이오] 빅 웨이브 서핑: 제약/바이오 M&A를 돌아보면서 메가트렌드 파도타기(2024-09-05)
[게임] 게임의 법칙(2024-08-27)
[지주] Armageddon : 끝과 시작의 지주회사(2024-07-29)

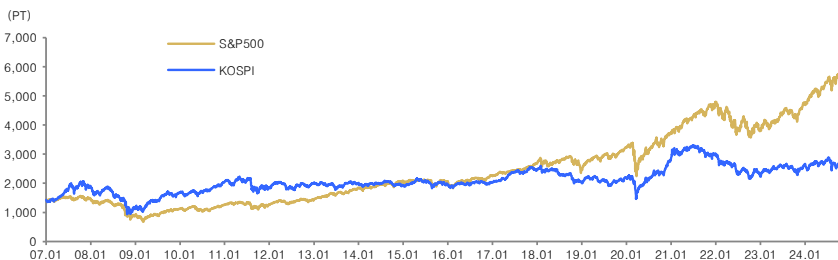
Rating, Target Price Changes

엘엔에프	M.PERFORM	11,000 원	▷	M.PERFORM	12,000 원	(2024-11-04)
넥센타이어	BUY	11,500 원	▷	BUY	10,000 원	(2024-10-31)
한화솔루션	BUY	32,000 원	▷	BUY	27,000 원	(2024-10-31)
POSCO홀딩스	BUY	525,000 원	▷	BUY	500,000 원	(2024-10-31)
현대로템	BUY	64,000 원	▷	BUY	78,000 원	(2024-10-30)
삼성전기	BUY	200,000 원	▷	BUY	190,000 원	(2024-10-30)
HDC현대산업개발	Initiation		▷	BUY	27,000 원	(2024-10-29)
SK	BUY	190,000 원	▷	BUY	220,000 원	(2024-10-29)
현대제철	BUY	41,000 원	▷	BUY	38,000 원	(2024-10-28)
현대위아	BUY	95,000 원	▷	BUY	75,000 원	(2024-10-28)
현대모비스	BUY		▷	BUY	400,000 원	(2024-10-28)
LG이노텍	BUY	330,000 원	▷	BUY	260,000 원	(2024-10-24)
유니드	BUY	140,000 원	▷	BUY	105,000 원	(2024-10-23)
넥슨게임즈	BUY	30,000 원	▷	BUY	24,000 원	(2024-10-22)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
SK하이닉스	84,387	삼성전자	149,487
알테오젠	72,777	LG에너지솔루션	74,900
NAVER	50,673	기아	59,774
리카캠바이오	26,792	KODEX 코스닥150레버리지	54,291
에코프로	26,704	POSCO홀딩스	41,678

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
삼성전자	-124,492	KODEX 200선물인버스2X	-52,109
한화에어로스페이스	-45,657	현대로템	-38,159
현대차	-34,853	KODEX 코스닥150선물인버스	-28,786
삼성SDI	-28,013	HD현대	-24,987
신한지주	-20,529	TIGER 미국S&P500	-21,085

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,588.97	+1.83	-0.82
대형주	2,583.83	+2.03	-0.81
중형주	2,858.96	+0.93	-0.65
소형주	2,186.89	+0.86	-2.11
KOSDAQ	754.08	+3.43	-3.45

투자자별 매매동향	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-3,838	297	3,417
누적순매수(D-20)	24,971	-44,448	16,082

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	142,466	132,788	156,652

업종별 지수	증가	D-1(%)	D-20(%)
건설	66.66	+0.62	-3.99
금융	480.51	+0.53	+1.54
운수장비	2,559.80	+0.85	-3.09
유통	345.23	+1.50	-3.67
음식료	3,872.65	+3.05	+1.67
의약품	16,172.22	+2.79	+0.07
전기전자	24,780.20	+2.54	-1.98
철강금속	5,708.83	+3.97	+4.26
화학	3,835.87	+1.27	-7.09
유틸리티	784.62	+1.41	+8.27
통신	438.31	-0.24	+3.09

해외시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	5,712.69	-0.28	+0.29
NASDAQ	18,179.98	-0.33	+1.43
일본	38,053.67	휴장	-3.25
중국	3,310.21	+1.17	-0.79
독일	19,147.85	-0.56	+0.23

주요 금리 동향	증가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	2.94	-0.40	-2.50
국고채 (10년)	3.10	+0.60	-0.50
은행채AAA (3년)	3.22	-1.00	-2.80
미국국채 (2년)	4.16	-4.45	+16.70
미국국채 (10년)	4.29	-9.85	+25.85

환율 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,370.90	-0.62	+1.80
원/백 엔	901.01	-0.07	-0.86
원/위안	193.10	-0.31	+0.63
달러/유로	1.09	+0.39	-0.90
위안/달러	7.10	-0.31	+1.17
엔/달러	152.15	-0.55	+2.68
Dollar Index	103.91	-0.39	+1.39

상품시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	71.47	+2.85	-7.04
금 (usd/oz)	2,745.40	-0.14	+2.98
BDI	1,378.00	-0.72	-28.53
천연가스(NYMEX)	2.79	+4.73	+1.57

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

SK이노베이션 (096770)

Analyst 강동진 dongjin.kang@hmsec.com

RA 김성훈 1600535@hmsec.com

SK온 미국 공장 가동률 회복과 사업구조 개편 효과 기대

BUY

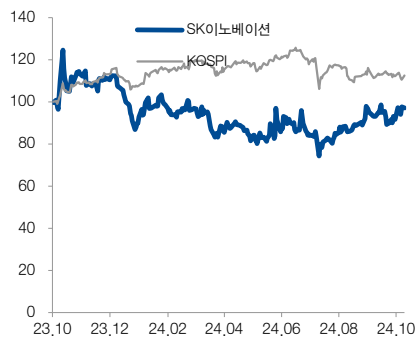
TP 160,000원

현재주가 (11/4)	121,100원	
상승여력	32.1%	
시가총액	11,594십억원	
발행주식수	151,035천주	
자본금/액면가	510십억원/5,000원	
52주 최고가/최저가	155,500원/92,800원	
일평균 거래대금 (60일)	37십억원	
외국인 지분율	22.46%	
주요주주 지분율		
SK외 10인	36.25%	
추가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	4.2	16.1 10.5
상대주가(%p)	3.4	20.0 14.2

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	TP
Before	-12,506	3,042	160,000
After	-13,351	3,100	160,000
Consensus	-10,458	3,330	149,700
Cons. 차이	27.7%	-6.9%	6.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

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 (%)
2022	78,057	3,917	1,569	5,710	16,553	437.3	9.2	0.7	5.7	8.5	0.0
2023	77,288	1,904	256	3,934	2,658	-83.9	52.8	0.6	9.8	1.2	0.0
2024F	72,714	224	-1,408	2,786	-13,351	적전	NA	0.8	16.3	NA	0.0
2025F	74,891	1,810	468	4,800	3,100	흑전	39.1	0.8	9.6	2.1	0.0
2026F	82,643	5,171	2,964	8,265	19,622	532.9	6.2	0.7	5.4	12.4	0.0

* K-IFRS 연결 기준

투자포인트 및 결론

- 3Q24 실적은 1회성 요인 반영으로 SK온 실적이 흑자전환 했음에도 컨센서스 하회
- 정유업 점진적 개선 기대되나, 화학은 여전히 부진. 중국 경기 부양 효과 제한적
- 4Q24 이후 실적은 SK E&S 합병 및 SK온-SKTI 합병 효과 기대
- 최근 언론에 따르면 BOSK 켄터키 공장에서 닛산 배터리 양산 논의 중. 확정시 SK온 턴어라운드 가속화 기대

주요이슈 및 실적전망

- 4Q23 실적은 매출액 17.7조원(-6.1% qoq, -11.2% yoy), 영업적자 -4,233억원(적지 qoq, 적전 yoy) 기록하여 당사 전망을 하회
- SK온 1회성 요인 반영으로 흑자 전환. 그럼에도 불구하고, 정유/화학 부진 영향으로 예상보다 부진한 실적 기록
- 최근 정제마진 반등. 다만, Naphtha, Fuel Oil 위주로 반등. 휘발유, 등경유는 여전히 회복이 지연되고 있음. 화학 역시 PX 마진 약세 등 부진한 상황. 중국 경기 부양 기대 있지만, 가시적인 영향은 아직 제품 Spread에서는 확인되지 않고 있음
- 4Q24부터 SK E&S 실적이 연결로 반영. 연간 1조원 이상 영업이익 추가 기대. 향후 SK E&S 실적 관련 업데이트 시 전망치 상향 요인. 또한, SKTI는 연결기준 영업이익으로는 큰 의미 없지만, SK온과 합병 시 SK온 흑자전환 가속화 요인으로 작용하여 재무부담 개선에 긍정적 영향 미칠 전망
- Ford, 북미 VW 등 부진. 다만, 현대차량 물량이 증가할 전망이며, 언론에서 닛산 배터리를 BOSK 켄터키 공장에서 양산 가능성 제기. 현실화 시 BOSK 가동률에 긍정적 영향 전망. 미국 전기차 시장은 대선 결과와 무관하게 성장 전망. 점진적 불확실성 해소 기대

주가전망 및 Valuation

- 정유/화학 사업 부진. SK E&S 합병 효과 및 SK온 미국 공장 가동률 회복이 모멘텀

<표1> SK이노베이션 3분기 잠정실적 요약

(단위: 십억원)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	3Q24P	3Q23	2Q24	(YoY)	(QoQ)	3Q24	대비	3Q24	대비
매출액	17,657.0	19,889.1	18,799.1	-11.2%	-6.1%	18,265.9	-3.3%	18,018.8	-2.0%
영업이익	-423.3	1,563.1	-45.8	적전	적지	-508.3	N/A	-292.8	N/A
영업이익률	-2.4%	7.9%	-0.2%	-10.3%p	-2.2%p	-2.8%	0.4%p	-1.6%	-0.8%p
세전이익	-730.4	1,086.3	-527.6	적전	적지	-760.8	N/A	-570.2	N/A
지배지분순이익	-617.2	691.3	-572.9	적전	적지	-476.9	N/A	-343.5	N/A

자료: SK이노베이션, Fnguide, 현대차증권

주: KIFRS 연결 기준

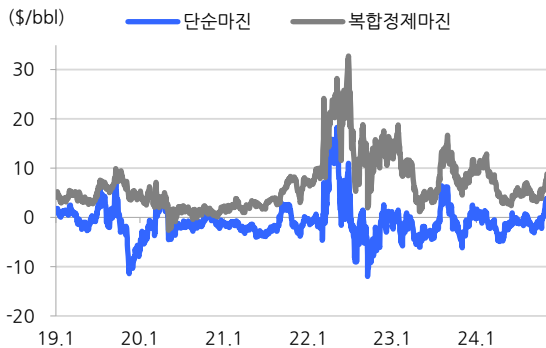
<표2> SK이노베이션 실적 추정 변경

(단위: 십억원)

	2024F					2025F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	72,714.2	74,240.6	-2.1%	73,664.8	-1.3%	74,890.7	79,240.8	-5.5%	75,516.6	-0.8%
영업이익	224.2	24.4	818.0%	311.2	-28.0%	1,810.1	1,912.2	-5.3%	2,010.2	-10.0%
영업이익률	0.3%	0.0%	0.3%p	0.4%	-0.1%p	2.4%	2.4%	0.0%p	2.7%	-0.2%p
지배지분순이익	-1,407.5	-1,318.5	N/A	-1,116.1	N/A	468.2	459.4	1.9%	507.0	-7.6%

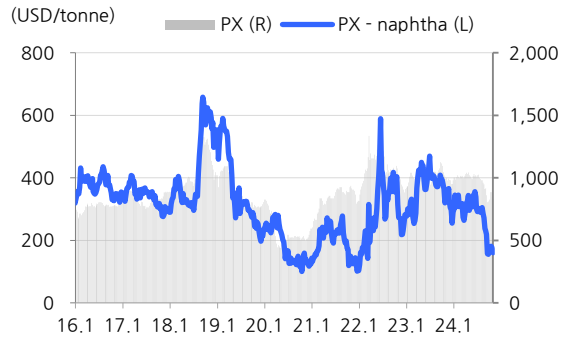
자료: SK이노베이션, Fnguide, 현대차증권

<그림1> 복합 정제마진 추이



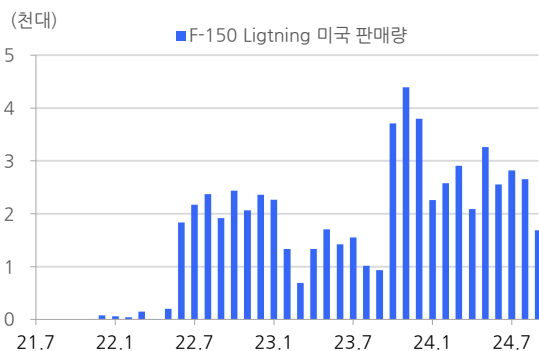
자료: Petronet, 현대차증권

<그림2> PX 마진 추이



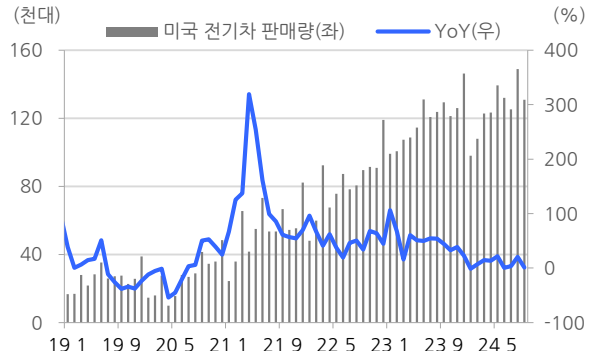
자료: Ciscem, 현대차증권

<그림3> Ford 150 Lightning Truck 미국 판매량



자료: EV-Volumes, 현대차증권

<그림4> 미국 전기차 판매량 추이



자료: EV-Volumes, 현대차증권

<표3> SK이노베이션 상세실적추이 및 전망

(단위: 십억 원)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F
매출액	77,288	72,714	74,891	19,143	18,727	19,889	19,529	18,855	18,799	17,657	17,403
% QoQ	-	-	-	0.0%	-2.2%	6.2%	-1.8%	-3.5%	-0.3%	-6.1%	-1.4%
% YoY	-1.0%	-5.9%	3.0%	17.7%	-5.9%	-12.6%	2.1%	-1.5%	0.4%	-11.2%	-10.9%
석유	47,551	50,009	47,509	11,607	10,743	12,323	12,878	12,855	13,164	12,134	11,856
% QoQ	-	-	-	-4.5%	-7.4%	14.7%	4.5%	-0.2%	2.4%	-7.8%	-2.3%
% YoY	-9.6%	5.2%	-5.0%	9.1%	-23.4%	-21.9%	6.0%	10.8%	22.5%	-1.5%	-7.9%
화학	10,744	10,609	10,674	2,535	2,857	2,900	2,452	2,759	2,594	2,625	2,631
% QoQ	-	-	-	4.9%	12.7%	1.5%	-15.4%	12.5%	-6.0%	1.2%	0.2%
% YoY	-2.6%	-1.3%	0.6%	-9.7%	-1.2%	-0.4%	1.5%	8.8%	-9.2%	-9.5%	7.3%
운할유	4,693	4,322	4,153	1,302	1,110	1,187	1,094	1,137	1,063	1,065	1,058
% QoQ	-	-	-	0.5%	-14.8%	6.9%	-7.8%	3.9%	-6.6%	0.2%	-0.7%
% YoY	-5.8%	-7.9%	-3.9%	24.9%	-9.6%	-16.1%	-15.6%	-12.7%	-4.3%	-10.3%	-3.3%
배터리	12,897	6,118	10,921	3,305	3,696	3,173	2,723	1,684	1,554	1,431	1,450
% QoQ	-	-	-	14.9%	11.8%	-14.2%	-14.2%	-38.2%	-7.7%	-7.9%	1.4%
% YoY	69.3%	-52.6%	78.5%	162.3%	187.0%	44.6%	-5.3%	-49.1%	-58.0%	-54.9%	-46.7%
E&P 및 기타	1,404	1,656	1,633	393	321	307	382	420	425	402	408
% QoQ	-	-	-	-0.6%	-18.3%	-4.3%	24.3%	10.1%	1.1%	-5.5%	1.6%
% YoY	-24.1%	17.9%	-1.4%	-22.9%	-33.2%	-33.7%	-3.4%	6.9%	32.4%	30.8%	6.9%
영업이익	1,904	224	1,810	375	-107	1,563	73	625	-46	-423	69
% QoQ	-	-	-	흑전	적전	흑전	-95.4%	760.3%	적전	적지	흑전
% YoY	-52.4%	-88.2%	707.4%	-77.3%	적전	122.0%	흑전	66.6%	적지	적전	-5.5%
석유	811	78	491	275	-411	1,113	-165	591	144	-617	-41
% QoQ	-	-	-	흑전	적전	흑전	적전	흑전	-75.6%	적전	적지
% YoY	-76.1%	-90.4%	531.7%	-81.8%	적전	251.5%	적지	115.1%	흑전	적전	적지
화학	517	242	306	109	170	237	0	125	99	-14	32
% QoQ	-	-	-	흑전	56.3%	39.2%	-99.8%	31025.0%	-20.2%	적전	흑전
% YoY	306.4%	-53.2%	26.8%	249.0%	123.9%	118.8%	흑전	14.3%	-41.6%	적전	7916.3%
운할유	998	711	623	259	260	262	217	220	152	174	164
% QoQ	-	-	-	-3.4%	0.3%	0.7%	-17.1%	1.6%	-30.9%	14.4%	-6.0%
% YoY	-6.9%	-28.7%	-12.4%	22.5%	1.8%	-22.1%	-19.2%	-15.0%	-41.4%	-33.4%	-24.5%
배터리	-581	-929	20	-345	-132	-86	-19	-345	-460	24	-148
% QoQ	-	-	-	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적전
% YoY	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지
E&P 및 기타	160	122	369	77	6	38	39	33	18	9	61
% QoQ	-	-	-	-43.5%	-92.4%	554.4%	2.8%	-14.3%	-45.4%	-49.3%	562.9%
% YoY	-66.9%	-23.3%	201.6%	-55.6%	-93.9%	-51.2%	-71.3%	-56.5%	214.6%	-75.6%	57.4%
영업이익률	2.5%	0.3%	2.4%	2.0%	-0.6%	7.9%	0.4%	3.3%	-0.2%	-2.4%	0.4%
석유	1.7%	0.2%	1.0%	2.4%	-3.8%	9.0%	-1.3%	4.6%	1.1%	-5.1%	-0.3%
화학	4.8%	2.3%	2.9%	4.3%	6.0%	8.2%	0.0%	4.5%	3.8%	-0.5%	1.2%
운할유	21.3%	16.5%	15.0%	19.9%	23.4%	22.1%	19.8%	19.4%	14.3%	16.4%	15.5%
배터리	-4.5%	-15.2%	0.2%	-7.2%	-3.1%	-1.4%	0.7%	-14.8%	-22.3%	1.8%	-4.7%
세전이익	932	-1,437	638	156	-258	1,086	-53	18	-528	-730	-197
% QoQ	-	-	-	흑전	적전	흑전	적전	흑전	적전	적지	적지
% YoY	-67.4%	적전	흑전	-88.6%	적전	258.0%	적지	-88.4%	적지	적전	적지
지배지분순이익	256	-1,408	468	-131	-222	691	-82	-73	-573	-617	-145
% QoQ	-	-	-	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	적지	적지
% YoY	-83.7%	적전	흑전	적전	적전	823.8%	적지	적지	적지	적전	적지

자료: SK이노베이션, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	78,057	77,288	72,714	74,891	82,643
증가율 (%)	66.6	-1.0	-5.9	3.0	10.4
매출원가	71,030	72,274	69,045	69,412	73,423
매출원가율 (%)	91.0	93.5	95.0	92.7	88.8
매출총이익	7,027	5,014	3,669	5,478	9,219
매출이익률 (%)	9.0	6.5	5.0	7.3	11.2
증가율 (%)	68.1	-28.6	-26.8	49.3	68.3
판매관리비	3,110	3,727	3,595	3,668	4,048
판매비율 (%)	4.0	4.8	4.9	4.9	4.9
EBITDA	5,710	3,934	2,786	4,800	8,265
EBITDA 이익률 (%)	7.3	5.1	3.8	6.4	10.0
증가율 (%)	75.4	-31.1	-29.2	72.3	72.2
영업이익	3,917	1,904	224	1,810	5,171
영업이익률 (%)	5.0	2.5	0.3	2.4	6.3
증가율 (%)	124.9	-51.4	-88.2	708.0	185.7
영업외손익	-1,060	-1,105	-1,629	-1,272	-1,232
금융수익	7,097	5,243	2,371	382	460
금융비용	8,107	6,178	3,943	1,654	1,692
기타영업외손익	-50	-170	-57	0	0
종속관계기업관련손익	2	133	-32	100	100
세전계속사업이익	2,860	932	-1,437	638	4,039
세전계속사업이익률	3.7	1.2	-2.0	0.9	4.9
증가율 (%)	249.6	-67.4	적전	흑전	533.1
법인세비용	965	377	27	191	1,212
계속사업이익	1,895	555	-1,464	447	2,827
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,895	555	-1,464	447	2,827
당기순이익률 (%)	2.4	0.7	-2.0	0.6	3.4
증가율 (%)	287.5	-70.7	적전	흑전	532.4
지배주주지분 손이익	1,569	256	-1,408	468	2,964
비지배주주지분 손이익	326	299	-57	-22	-137
기타포괄이익	171	99	1,570	0	0
총포괄이익	2,066	654	106	447	2,827

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	407	5,368	2,936	3,804	6,031
당기순이익	1,895	555	-1,464	447	2,827
유형자산 상각비	1,616	1,821	2,228	2,697	2,847
무형자산 상각비	177	209	333	293	247
외환손익	-376	-195	17	0	0
운전자본의 감소(증가)	-4,270	3,766	1,879	467	210
기타	1,365	-788	-57	-100	-100
투자활동으로인한현금흐름	-5,123	-11,244	-10,075	-4,686	-4,084
투자자산의 감소(증가)	-563	-1,013	417	-686	-573
유형자산의 감소	67	21	17	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-6,777	-11,238	-10,517	-4,000	-4,000
기타	2,150	986	8	0	489
재무활동으로인한현금흐름	10,507	9,490	4,637	4,002	2
차입금의 증가(감소)	1,816	3,080	1,682	2,000	0
사채의 증가(감소)	-1,686	1,584	395	1,500	0
자본의 증가	500	2,239	11	0	0
배당금	-217	-314	-277	0	0
기타	10,094	2,901	2,826	502	2
기타현금흐름	265	-19	331	0	0
현금의증가(감소)	6,055	3,595	-2,171	3,120	1,949
기초현금	3,424	9,479	13,074	10,903	14,023
기말현금	9,479	13,074	10,903	14,023	15,972

* KIFRS 연결 기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	31,967	33,280	29,255	34,381	37,750
현금성자산	9,479	13,074	10,903	14,023	15,972
단기투자자산	1,680	447	489	489	0
매출채권	6,279	5,929	5,008	5,641	6,182
재고자산	11,858	11,123	9,944	11,201	12,276
기타유동자산	2,670	2,702	2,909	3,028	3,318
비유동자산	35,252	47,556	57,147	58,942	60,521
유형자산	25,111	35,843	45,460	46,763	47,916
무형자산	2,078	2,302	2,224	1,932	1,685
투자자산	5,518	6,730	6,730	7,515	8,188
기타비유동자산	2,545	2,681	2,733	2,732	2,732
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	67,219	80,836	86,402	93,324	98,271
유동부채	27,557	29,399	30,908	33,526	35,340
단기차입금	7,559	8,185	10,506	11,006	11,006
매입채무	9,146	8,534	8,344	9,399	10,301
유동성장기부채	4,839	3,435	3,633	3,633	3,633
기타유동부채	6,013	9,245	8,425	9,488	10,400
비유동부채	16,419	21,416	23,119	26,977	27,283
사채	8,420	10,004	10,399	11,899	11,899
장기차입금	4,984	7,711	9,401	11,401	11,401
장기금융부채	145	497	489	489	489
기타비유동부채	2,870	3,204	2,830	3,188	3,494
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	43,977	50,816	54,027	60,502	62,623
지배주주지분	19,651	22,203	21,863	22,331	25,295
자본금	469	510	510	510	510
자본잉여금	8,198	10,396	10,407	10,407	10,407
자본조정 등	-1,323	-833	-39	-39	-39
기타포괄이익누계액	728	878	1,948	1,948	1,948
이익잉여금	11,580	11,253	9,038	9,506	12,470
비지배주주지분	3,591	7,817	10,512	10,490	10,354
자본총계	23,242	30,020	32,375	32,821	35,649

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	19,994	5,755	-13,889	2,957	18,718
EPS(지배순이익 기준)	16,553	2,658	-13,351	3,100	19,622
BPS(자본총계 기준)	242,030	294,591	212,596	215,529	234,093
BPS(지배지분 기준)	204,639	217,879	143,567	146,642	166,103
DPS	-	-	-	-	-
P/E(당기순이익 기준)	7.6	24.4	-8.7	40.9	6.5
P/E(지배순이익 기준)	9.2	52.8	-9.1	39.1	6.2
P/B(자본총계 기준)	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5
P/B(지배지분 기준)	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(Reported)	5.7	9.8	16.3	9.6	5.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	288.0	-71.2	적전	흑전	532.9
EPS(지배순이익 기준)	437.3	-83.9	적전	흑전	532.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.8	2.1	-4.7	1.4	8.3
ROE(지배순이익 기준)	8.5	1.2	-6.4	2.1	12.4
ROA	3.2	0.7	-1.8	0.5	3.0
안정성 (%)					
부채비율	189.2	169.3	166.9	184.3	175.7
순차입금비율	63.8	54.4	71.2	72.9	63.0
이자보상배율	6.1	1.7	0.2	1.1	3.1

엔씨소프트 (036570)

Analyst 김현용 hykim@hmsec.com

개혁의 고통을 견디면, 달콤한 실적이 기다린다

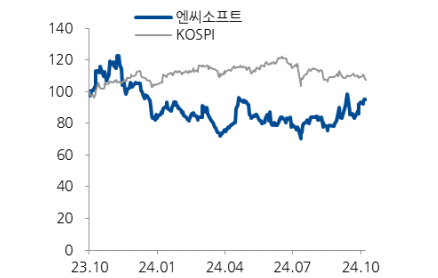
BUY TP 260,000원

현재주가 (11/4)	219,500원	
상승여력	18.4%	
시가총액	48,189억원	
발행주식수	21,954천주	
자본금/액면가	110억원/500원	
52주 최고가/최저가	281,000원/160,400원	
일평균 거래대금 (60일)	214억원	
외국인 지분율	35.22%	
주요주주 지분율		
김택진외 12인	12.01%	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	13.6	22.3 23.2
상대주가(%p)	15.9	33.6 30.5

* K-FRSXX 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	TP
Before	8,351	12,857	260,000
After	2,359	15,097	260,000
Consensus	8,569	11,012	238,889
Cons. 차이	-72.5%	37.1%	8.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

3분기 영업손실 143 억원으로 추정치 큰 폭 하회한 어닝 쇼크 기록

-동사 3분기 매출액은 4,019억원(YoY -5.0%), 영업손실 143억원(YoY 적자전환)으로 당사 추정치(매출 4,022억원, OP 63억원) 대비 매출은 부합했지만 이익은 크게 하회하는 어닝 쇼크 기록. 매출은 리니지M이 7주년 업데이트 효과로 3분기 매출 1위를 회복(2분기 월평균 2.3위), 전분기비 48.5% 급증하며 전사 견인. 영업손실 전환은 1)전분기 일회성 요인 제거에 따른 인건비 증가, 2)마케팅비(리니지M, 리니지2M, 호연 등)가 487억원으로 예상보다 컸던 점에 기인

4분기 희망퇴직 비롯한 일회성 비용 크게 발생할 것이나, 이는 25년 실적 개선 위한 것

-현재 진행중인 희망퇴직 비용은 4분기 일회성 비용으로 반영될 예정. 당사는 연결인력의 10%(최대 20%)인 500명(최대 1,000명) 이상이 응할 것으로 예상. 이 경우 4분기 일회성 인건비는 약 1,500억원(최대 약 3,000억원)이 반영되겠지만, 25년 영업비용은 연간 750억원(최대 1,500억원)이 즉각적으로 절감될 것. 리니지M 매출이 견고하고 TL 글로벌이 흥행(스팀 동접자수 33.6만명 고점 기록후 현재 17~20만명 유지중)에 성공하며 **4분기부터 영업 실적 턴어라운드**가 예상되는 상황에서, 내년 비용 부담 가벼워지며 **연간 영업이익 4천억대로 회복**될 것

2025년 택탄, LLL, 아이온 2 포함 총 5종의 신작 라인업 출시 계획

-4분기 출시 신작 저니 오브 모나크는 400만명의 사전예약자수에 도달하였으며, 의미 있는 재무성과를 내부적으로도 기대 중. 2025년에는 5종 이상의 신작을 출시할 계획으로 택탄, LLL, 아이온2를 필두로 퍼블리싱 라인업인 브레이커스 언락 더 월드, 기존 IP 기반 글로벌 시장 타겟의 신규장르 게임 등이 여기에 해당. 아울러 현재 2사인 2PP 투자도 곧 4사(국내 1사, 해외 1사 추가 투자 및 퍼블리싱 판권 확보)로 늘어나는 부분이 시장과 공유될 예정

1)비용 구조 혁신을 향한 진심, 그리고 2)선별된 라인업에 개발력 집중하는 전략에 주목

-본사 인력을 중점적으로 현재 **희망퇴직이 진행되고 있으며, 최소한 500~600명 규모**의 인력은 줄어들 것으로 기대. 2012년 구조조정시 400여 명이 퇴직했던 것과 비교하면 공격적인 가정은 아닐 것. 이와 더불어 6개의 게임 개발 프로젝트를 공식적으로 드롭하는 등 라인업 선별과 개발력 집중하는 모습 긍정적으로 판단

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	25,718	5,590	4,357	6,649	19,847	9.8	22.6	3.1	11.8	13.7	1.5
2023	17,798	1,373	2,121	2,492	9,663	-51.3	24.9	1.6	14.5	6.6	1.3
2024F	16,327	597	518	1,673	2,359	-75.6	92.0	1.5	19.6	1.6	1.6
2025F	21,236	4,120	3,314	4,990	15,097	539.9	14.4	1.4	5.8	10.1	1.8
2026F	23,925	4,827	4,070	5,513	18,541	22.8	11.7	1.3	4.3	11.4	1.8

* K-FRS 연결 기준

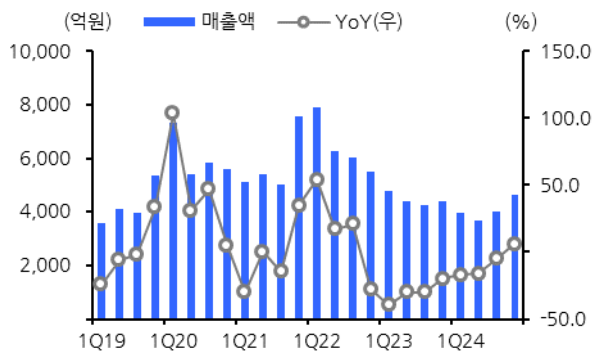
<표1> 엔씨소프트 실적 추정 상세 내역

(단위: 억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2021	2022	2023	2024F
매출액	7,903	6,293	6,042	5,479	4,788	4,402	4,231	4,377	3,979	3,689	4,019	4,640	23,088	25,718	17,798	16,327
리니지M	1,159	1,412	1,465	1,128	1,301	1,278	1,196	1,186	1,051	1,070	1,589	1,346	5,459	5,165	4,961	5,056
리니지2M	1,274	962	856	823	731	620	549	729	559	423	431	544	6,526	3,915	2,629	1,957
리니지W	3,732	2,236	1,971	1,769	1,226	1,028	901	986	829	655	469	585	3,576	9,708	4,140	2,537
PC리니지	497	483	488	539	460	473	469	436	477	458	467	453	2,338	2,008	1,838	1,855
기타게임	854	839	829	831	647	640	763	735	737	707	682	1,109	3,466	3,353	2,786	3,235
로열티	388	360	433	389	423	363	353	306	327	377	381	603	1,724	1,570	1,445	1,688
% YoY	54.2	16.8	20.7	-27.6	-39.4	-30.0	-30.0	-20.1	-16.9	-16.2	-5.0	6.0	-4.4	11.4	-30.8	-8.3
리니지M	-32.9	5.3	-2.5	27.1	12.3	-9.5	-18.4	5.1	-19.2	-16.3	32.8	13.5	-34.1	-5.4	-3.9	1.9
리니지2M	-16.3	-55.9	-45.8	-33.9	-42.6	-35.6	-35.8	-11.5	-23.6	-31.8	-21.5	-25.3	-23.2	-40.0	-32.8	-25.6
리니지W	-	-	-	-50.5	-67.1	-54.0	-54.3	-44.3	-32.4	-36.3	-47.9	-40.6		171.5	-57.4	-38.7
PC리니지	-33.9	-20.2	-9.9	22.9	-7.4	-2.2	-3.9	-19.2	3.7	-3.2	-0.4	3.9	-16.5	-14.1	-8.5	0.9
기타게임	27.5	1.1	-15.0	-16.2	-24.2	-23.7	-7.9	-11.6	13.9	10.4	-10.6	50.9	44.6	-3.3	-16.9	16.1
로열티	-14.6	-16.0	6.1	-10.1	8.9	0.9	-18.5	-21.4	-22.7	3.8	8.1	97.2	-21.0	-8.9	-8.0	16.8
영업비용	5,461	5,063	4,598	5,005	3,972	4,050	4,066	4,339	3,722	3,600	4,162	4,246	19,336	20,128	16,426	15,730
인건비	2,185	2,066	1,897	2,326	2,119	2,085	1,983	2,042	2,028	1,880	2,011	1,979	8,495	8,474	8,229	7,898
매출연동비	2,593	2,130	2,045	1,938	1,525	1,564	1,514	1,625	1,347	1,268	1,399	1,686	7,079	8,707	6,228	5,701
마케팅비	418	599	389	481	49	122	277	403	69	174	487	301	2,826	1,886	851	1,030
상각비	266	268	267	260	279	279	293	268	278	279	265	280	936	1,060	1,119	1,102
영업이익	2,442	1,230	1,444	474	816	353	165	39	257	88	-143	394	3,752	5,590	1,373	597
% YoY	330.4	9.0	50.0	-56.7	-66.6	-71.3	-88.6	-91.9	-68.5	-74.9	-186.5	922.6	-54.5	49.0	-75.4	-56.5
영업이익률(%)	30.9	19.5	23.9	8.7	17.0	8.0	3.9	0.9	6.5	2.4	-3.6	8.5	16.3	21.7	7.7	3.7

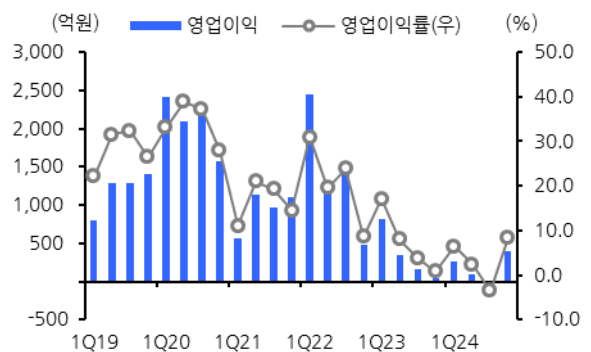
자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<그림1> 엔씨소프트 영업수익 & YoY 전망



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<그림2> 엔씨소프트 영업이익 & OPM 전망



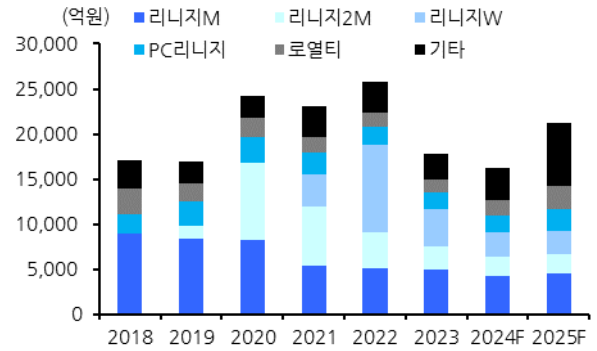
자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<그림3> 엔씨소프트 2024~2025년 신작 일정

게임명	시점	구분	장르 및 특징
배틀크러쉬	24/6/27	신작	난투형 대전액션
호연	24/8/28	신작	스위칭 RPG
저니 오브 모나크	4Q24	신작	방치형 RPG (추정)
택탄: 나이트 오브 더 가스	2025	신작	PC/모바일 MMORTS
아이온2	2025	신작	모바일 MMORPG
LLL	2025	신작	콘솔/PC 슈터
레거시 IP 기반 신작 2종	2025	신작	원작 IP와는 다른 장르
캐주얼 게임 2종	2025	신작	캐주얼 게임
Throne and Liberty	24/10/01	지역 확장	복미 포함 2권역 출시
블레이드앤소울2	4Q24	지역 확장	텐센트 통해 중국 출시
리니지2M	4Q24	지역 확장	현지 JV 통해 동남아 출시

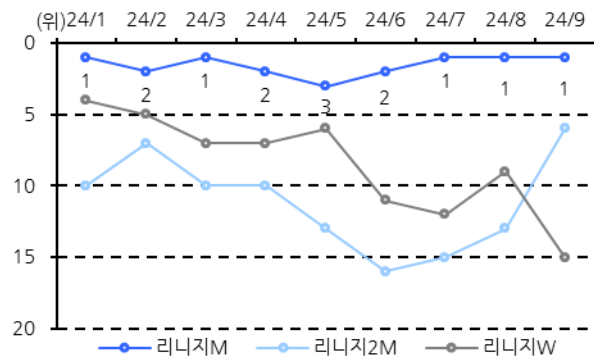
자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<그림4> 엔씨소프트 게임별 매출액 전망



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<그림5> 모바일 리니지 3종 월별 국내 매출 순위



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<그림6> TL 글로벌 스팀 동시접속자수 추이



자료 : 엔씨소프트, Steamdb.info, 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	25,718	17,798	16,327	21,236	23,925
증가율 (%)	11.4	-30.8	-8.3	30.1	12.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	25,718	17,798	16,327	21,236	23,925
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	11.5	-30.8	-8.3	30.1	12.7
판매관리비	20,128	16,425	15,730	17,116	19,098
판매비율 (%)	78.3	92.3	96.3	80.6	79.8
EBITDA	6,649	2,492	1,673	4,990	5,513
EBITDA 이익률 (%)	25.9	14.0	10.2	23.5	23.0
증가율 (%)	41.8	-62.5	-32.9	198.3	10.5
영업이익	5,590	1,373	597	4,120	4,827
영업이익률 (%)	21.7	7.7	3.7	19.4	20.2
증가율 (%)	49.0	-75.4	-56.5	590.4	17.2
영업외손익	582	649	-16	281	588
금융수익	744	1,199	1,423	1,019	1,196
금융비용	1,062	289	272	88	89
기타영업외손익	900	-262	-1,167	-650	-519
종속/관계기업관련손익	-81	41	65	0	0
세전계속사업이익	6,091	2,062	646	4,401	5,415
세전계속사업이익률	23.7	11.6	4.0	20.7	22.6
증가율 (%)	24.0	-66.1	-68.7	581.6	23.0
법인세비용	1,731	-77	128	1,053	1,303
계속사업이익	4,360	2,139	517	3,348	4,112
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,360	2,139	517	3,348	4,112
당기순이익률 (%)	17.0	12.0	3.2	15.8	17.2
증가율 (%)	10.2	-50.9	-75.8	547.2	22.8
지배주주지분 순이익	4,357	2,121	518	3,314	4,070
비지배주주지분 순이익	3	18	-1	33	41
기타포괄이익	-2,694	-229	-339	0	0
총포괄이익	1,666	1,910	178	3,348	4,112

(단위: 억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	7,360	1,399	1,441	4,338	6,385
당기순이익	4,360	2,139	517	3,348	4,112
유형자산 상각비	1,040	1,101	1,056	847	664
무형자산 상각비	19	18	20	23	23
외환손익	22	74	-11	0	0
운전자본의 감소(증가)	495	-956	-30	120	1,588
기타	1,424	-977	-112	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-3,922	1,130	-1,737	-306	-4,060
투자자산의 감소(증가)	3,836	-1,452	-1,721	-9	-114
유형자산의 감소	3	6	2	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,497	-1,174	-434	0	0
기타	-5,265	3,750	416	-297	-3,946
재무활동으로인한현금흐름	-3,037	-1,773	-2,694	-681	-649
차입금의 증가(감소)	-59	-620	25	11	142
사채의 증가(감소)	3	-1,797	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-1,190	-1,357	-636	-692	-791
기타	-1,790	2,000	-2,085	0	0
기타현금흐름	-105	41	43	0	0
현금의증가(감소)	296	796	-2,947	3,350	1,676
기초현금	2,559	2,856	3,652	705	4,055
기말현금	2,856	3,652	705	4,055	5,731

* K-IFRS 연결기준

(단위: 억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	26,911	23,368	20,807	24,515	30,943
현금성자산	2,856	3,652	705	4,055	5,731
단기투자자산	10,906	11,688	11,796	12,094	16,040
매출채권	1,755	1,327	1,407	1,442	1,913
채고자산	15	7	8	8	11
기타유동자산	835	840	995	1,020	1,353
비유동자산	17,466	20,570	21,172	20,311	19,739
유형자산	9,302	10,005	9,447	8,600	7,936
무형자산	434	961	992	969	947
투자자산	5,379	6,726	8,221	8,229	8,343
기타비유동자산	2,350	2,877	2,513	2,513	2,513
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	44,376	43,938	41,979	44,826	50,682
유동부채	5,153	6,143	5,106	5,202	6,475
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	2,400	1,300	1,300	1,300
기타유동부채	5,153	3,743	3,806	3,902	5,175
비유동부채	7,237	5,265	5,481	5,576	6,838
사채	3,494	1,697	1,697	1,697	1,697
장기차입금	600	0	0	0	0
장기금융부채	74	7	9	9	9
기타비유동부채	3,069	3,561	3,775	3,870	5,132
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	12,391	11,408	10,586	10,777	13,313
지배주주지분	31,962	32,497	31,351	33,974	37,253
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
자본조정 등	-6,228	-6,228	-6,915	-6,915	-6,915
기타포괄이익누계액	-348	-445	-712	-712	-712
이익잉여금	34,094	34,726	34,534	37,157	40,436
비지배주주지분	23	33	42	75	116
자본총계	31,985	32,530	31,393	34,049	37,369

(단위: 원, 백, %)

주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	19,859	9,744	2,356	15,250	18,728
EPS(지배순이익 기준)	19,847	9,663	2,359	15,097	18,541
BPS(자본총계 기준)	145,693	148,175	142,993	155,090	170,215
BPS(지배지분 기준)	145,587	148,023	142,804	154,749	169,686
DPS	6,680	3,130	3,500	4,000	4,000
P/E(당기순이익 기준)	22.6	24.7	92.1	14.2	11.6
P/E(지배순이익 기준)	22.6	24.9	92.0	14.4	11.7
P/B(자본총계 기준)	3.1	1.6	1.5	1.4	1.3
P/B(지배지분 기준)	3.1	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(Reported)	11.8	14.5	19.6	5.8	4.3
배당수익률	1.5	1.3	1.6	1.8	1.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	10.2	-50.9	-75.8	547.2	22.8
EPS(지배순이익 기준)	9.8	-51.3	-75.6	539.9	22.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	13.7	6.6	1.6	10.2	11.5
ROE(지배순이익 기준)	13.7	6.6	1.6	10.1	11.4
ROA	9.7	4.8	1.2	7.7	8.6
안정성 (%)					
부채비율	38.7	35.1	33.7	31.7	35.6
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	59.0	9.4	5.8	46.8	54.1

한국타이어앤테크놀로지 (161390)

Analyst 장문수 joseph@hmsec.com
RA 백주호 juho4281@hmsec.com

좋은 이슈에 더욱 민감할 주가

BUY

TP 68,000원

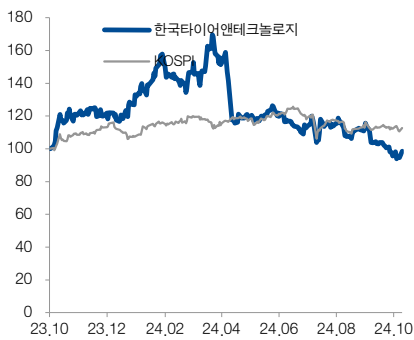
현재주가 (11/4)	36,650원
상승여력	85.5%
시가총액	4,540십억원
발행주식수	123,875천주
자본금/액면가	62십억원/500원
52주 최고가/최저가	63,100원/34,900원
일평균 거래대금 (60일)	13십억원
외국인 지분율	38.62%
주요주주 지분율	
한국엔컴퍼니외 22인	43.22%

추가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-4.9	-14.4	-30.5
상대주가(%p)	-5.6	-11.5	-28.1

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	TP
Before	10,395	9,976	68,000
After	11,372	10,606	68,000
Consensus	9,977	9,499	57,714
Cons. 차이	14.0%	11.7%	17.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 3Q24 영업이익은 4,702억원(+18.6% yoy, OPM 19.3%)으로 컨센서스 14.7% 상회. OE 부진에 따른 가동 저하에도 중국 제외한 RE 호조가 전사 볼륨 증가 견인. 고인치 비중 확대와 믹스 개선 등 손익 개선 지속
- 현 실적을 감안할 때 주가는 매우 저평가. 연내 한온시스템 인수 이후 PMI 구체화 과정에서 디스카운트 추가 해소 기대. 투자 의견 BUY, 목표주가 68,000원 유지

주요이슈 및 실적전망

- 3Q24 Review: 가격, 볼륨, 환율이 실적 개선 견인
 - 1) 매출액 2.44조원(+4.1% yoy, +5.1% qoq), 영업이익 4,702억원(+18.6% yoy, +11.9% qoq, OPM 19.3%), 지배순이익 3,826억원(+28.2% yoy, +20.7% qoq) 기록. 영업이익기준 컨센서스 4,101억원(OPM 17.1%)과 당사 예상 4,160억원(OPM 17.2%)을 각각 14.7%, 13.0% 상회
 - 2) 요인: 한국, 유럽, 기타 판매 호조로 RE 판매 증가, OE는 전방 수요 약화로 부진. 3Q24 누적 PCLT 내 18인치 이상 46%(+2.5%p yoy)로 믹스 개선 지속 등 판가 상향 안정화
- Key Takeaways: 긍정적인 이슈에 더욱 민감할 주가
수요 둔화 속 EUDR 시행으로 원가 상승, 해상 운임비 상승에 근거한 가격 인상이 용인되지 못할 것이라 우려 지속. 동사는 한온시스템 인수를 두고 재무적 부담이 커질 것이라 우려가 더해져 주가 부진. 높은 진입 장벽의 고부가 타이어 시장 호조가 지속되는 가운데 EUDR 시행 연기, 운임비 안정화 등 비용 부담은 완화되는 한편, 가격 인상 효과 점진 확대되며 호실적 지속 전망

주가전망 및 Valuation

- 현재 주가는 호실적 지속 가능성을 고려 시 매우 저평가 국면, 매수 추천. 운임 안정화로 비용 부담 완화되는 가운데, 판가 인상으로 원재료 투입가 상승 상쇄하며 1H25까지 고수익 지속 전망
- 운임비 하락, EUDR 연기에 따른 원재료비 안정화 기대. 4Q24 미국 반덤핑 관련 예비판정 기준 800억원 수준의 환입 가능성을 고려할 때 실적 개선 가시성이 높아졌으며, 연내 한온시스템 인수 종료 후 PMI 구체화 시 주가 할인은 더욱 빠르게 해소될 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 (%)
2022	8,394	706	690	1,242	5,572	17.4	5.6	0.4	2.8	8.1	2.6
2023	8,940	1,328	720	1,835	5,814	4.3	7.8	0.6	2.1	7.8	2.9
2024F	9,195	1,784	1,409	1,784	11,372	95.6	3.2	0.4	1.0	13.6	3.7
2025F	9,688	1,768	1,314	1,768	10,606	-6.7	3.5	0.4	0.5	11.3	3.7
2026F	9,962	1,803	1,418	1,803	11,448	7.9	3.2	0.3	NA	11.0	3.7

* KIFRS 연결 기준

<표1> 한국타이어앤테크놀로지 3Q24 Review: 영업이익은 4,702억원 기록 컨센서스 14.7% 상회 (십억 원, %, %p)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	3Q24	3Q23	2Q24	(yo)	(qo)	3Q24	대비	3Q24	대비
매출액	2,435.3	2,340.1	2,317.9	4.1	5.1	2,419.0	0.7	2,396.0	1.6
영업이익	470.2	396.4	420.0	18.6	11.9	416.0	13.0	410.1	14.7
세전이익	461.5	399.9	440.4	15.4	4.8	428.7	7.6	416.9	10.7
지배순이익	382.6	298.3	317.0	28.2	20.7	322.4	18.7	299.1	27.9
영업이익률(%)	19.3	16.9	18.1	2.4	1.2	17.2	2.1	17.1	2.2
세전이익률(%)	18.9	17.1	19.0	1.9	(0.1)	17.7	1.2	17.4	1.6
지배순이익률(%)	15.7	12.7	13.7	3.0	2.0	13.3	2.4	12.5	3.2

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

<표2> 한국타이어앤테크놀로지 실적 추정 변경 내역 (단위: 십억 원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	9,195	9,688	9,163	9,623	0.4%	0.7%
영업이익	1,784	1,768	1,623	1,620	9.9%	9.1%
세전이익	1,869	1,774	1,749	1,695	6.9%	4.7%
당기순이익	1,427	1,331	1,306	1,252	9.2%	6.3%

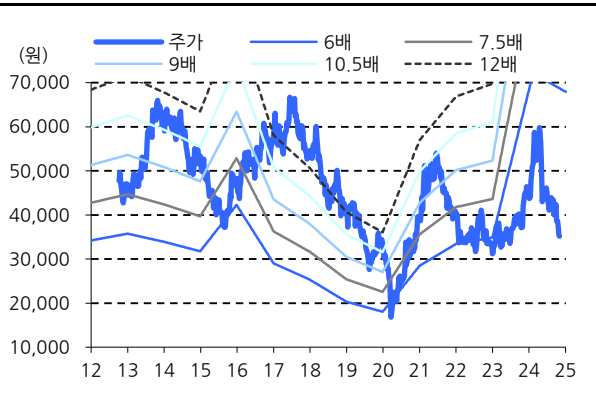
자료: 현대차증권

<표3> 목표주가 산정

	내용	비고
목표 P/E(배)	7.6	①, 2020년 이후 P/E (5.5x~9.8x) 평균
적용 EPS(원)	11,372	②, 2024년 예상 EPS, 현대차증권 추정치
목표 주가(원)	68,000	① X ②
전일 종가(원)	36,650	기준 주가 (2024.11.04)
Upside Potential (%)	85.5%	
투자 의견	BUY	

자료: 한국타이어앤테크놀로지, 현대차증권

<그림1> P/E 밴드



자료: 한국타이어앤테크놀로지, 현대차증권

<그림2> P/B 밴드



자료: 한국타이어앤테크놀로지, 현대차증권

〈표4〉 한국타이어앤테크놀로지 분기별 실적 전망

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	2,104.1	2,263.5	2,340.1	2,232.0	2,127.3	2,317.9	2,435.3	2,314.5	8,939.6	9,195.0	9,688.0
영업이익	190.9	248.2	396.4	492.4	398.7	420.0	470.2	494.8	1,327.9	1,783.8	1,767.9
세전이익	124.8	242.5	399.9	404.0	468.5	440.4	461.5	499.0	1,171.2	1,869.3	1,773.6
지배순이익	92.0	138.9	298.3	190.9	356.1	317.0	382.6	353.1	720.2	1,408.8	1,313.8
영업이익률	9.1	11.0	16.9	22.1	18.7	18.1	19.3	21.4	14.9	19.4	18.2
세전이익률	5.9	10.7	17.1	18.1	22.0	19.0	18.9	21.6	13.1	20.3	18.3
순이익률	4.4	6.1	12.7	8.6	16.7	13.7	15.7	15.3	8.1	15.3	13.6
% yoy											
매출액	17.5	11.0	1.8	(1.4)	1.1	2.4	4.1	3.7	6.5	2.9	5.4
영업이익	51.5	41.6	106.0	132.2	108.8	69.2	18.6	0.5	88.1	34.3	(0.9)
세전이익	7.3	(35.0)	32.3	506.9	275.5	81.6	15.4	23.5	36.4	59.6	(5.1)
지배순이익	(7.7)	(56.3)	30.8	328.6	286.8	128.2	28.2	84.9	4.3	95.6	(6.7)
% qoq											
매출액	(7.1)	7.6	3.4	(4.6)	(4.7)	9.0	5.1	(5.0)	-	-	-
영업이익	(10.0)	30.0	59.7	24.2	(19.0)	5.3	11.9	5.2	-	-	-
세전이익	87.4	94.4	64.9	1.0	15.9	(6.0)	4.8	8.1	-	-	-
지배순이익	106.6	50.9	114.7	(36.0)	86.5	(11.0)	20.7	(7.7)	-	-	-

자료: 한국타이어앤테크놀로지, 현대차증권

주요질의 응답

1. (비용) 매출원가 감소, 판관비 증가 이유(qoq)

1) 매출원가

- qoq 판매 상품 포트폴리오 좋아져 판가 인상 효과 커짐

2) 재료비/물류비

- qoq 대비 높아졌음

- 상승폭 제한

3) 판관비

- 포물러 E 콘텐츠 활용

- 미주 지역 브랜드 투자 위한 광고비 추가 집행 따른 증가

2. (한온시스템) 한온시스템 인수 시너지

- 클로징은 다른 국가에서 경쟁 당국의 신고 따라 마무리 될 것으로 연내 마무리

- 한온 인수 성장 기회로 보고 있음

- 그룹 편입 바탕

1) 전반 시너지 위한 HR/전략/법무/IT/조직문화 측면에서 검토

2) 2대 주주로 한온 경영 참여하면서 due diligence 통해 확인한 이슈/기대 극대화 위한 과제 선정/시행

- 전략 방향성 구체 선정 이후 말씀 드릴 것

- 풋프린트 최적화, 공급망 경쟁력 등 포함해 경영 전략 검토 중

3. (반덤핑관세) 환입금 관련 방향성

- 환급효과 기대. 예비판정률 고려 시 영업이익 800억 환입 효과

- 내년 초 최종 판정 따라 변동 요인

4. (유럽) 올웨더 타이어 판매 성장 및 프리 오더 현황

- 3Q24 시장 예상 대비 좋은 실적은 크게 유럽/한국/아태 성장 기인
- 중국은 RE/OE 어렵고
- 미국도 기대 대비 성장 못나오는 중

1) 유럽 성장 요인

- 유럽 성장 요인 윈터/올웨더
- 작년 대비 크게 성장
- 올웨더 성장세가 크고, 윈터/올웨더가 성장하는 모습
- 올웨더 성장이 10% 이상. 윈터도 성장
- 포트폴리오에서 유럽시장에서 시장 수요 대비 타이어 요청하는 수요 높아지는 중

5. (수익성) 4Q24 및 '25년 수익 영향 요소 방향성

1) 4Q24 흐름

- 물류비 재료비 높아지는 상황
- 추세는 4Q24 들어와 꺾이는 추세

(1) 재료비

- 다른 원재료는 neutral
- 천연고무 경우 기후적 요인 등으로 강세
- EUDR 관련 규제 대응으로 8,9월 정도에 추가 프리미엄 작용
- 천연고무 흐름 자체도 고점 이후 내려오는 중
- 향후 전망 상 수요 강해 보이진 않아 하향 안정화 될 듯

(2) 물류비

- 선임 추가 부담 이어지던 상황은 안정화
- 수요 공급 균형 맞춘 듯
- 연간 계약 협상 이후 상세히 말씀. 현재 흐름상 1H25는 2H24보다 상당 폭 하향될 것으로 예상
- 4Q24 실적은 3Q24 좋게 유지됐던 상황 유지할 것으로 예상
- 10월간 기록에 가까운 실적. 흐름 유지 될 것
- 12월 초 반덤핑 환급 요인 감안 시 흐름 긍정적
- 내년에도 좋은 흐름 이어질 수 있을 것
- EV타이어나 상품 경쟁력 재고 바탕으로 OE에서 소싱 원활화, RE 시너지로 이어지고 있음

6. (밸류업) 내년 BS 점진 좋아질 것 같은데 밸류업 재검토 계획

1) 현금 흐름 관련

- '24년 테네시 공장/일부 헝가리 공장 투자 집행에도 한온시스템 투자 제외 시 6-7척억 정도 긍정 CF 기대
- 한온시스템 투자는 예금과 CF 내에서 투자 집행 될 것

2) 밸류업 관련

- 내부 검토 중
- 가이드라인 가지고 있는 일시적 요인 제외한 조정 당기순이익 20% 정책 변화 없음
- 영업이익/조정당기순이익/환변화 등 제외 시 '24년은 '23년 대비 큰 폭 당기 순이익 성장 예상
- 배당 정책 유지해도 긍정적일 것
- 내부 컨센서스 이루어지면 공유. 주주가치 제고 위해 신속 수행 할 것

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8,394	8,940	9,195	9,688	9,962
증가율 (%)	17.5	6.5	2.9	5.4	2.8
매출원가	6,292	6,044	5,836	6,279	6,472
매출원가율 (%)	75.0	67.6	63.5	64.8	65.0
매출총이익	2,103	2,896	3,359	3,409	3,490
매출이익률 (%)	25.1	32.4	36.5	35.2	35.0
증가율 (%)	8.0	37.7	16.0	1.5	2.4
판매관리비	1,397	1,568	1,575	1,641	1,687
판매비율 (%)	16.6	17.5	17.1	16.9	16.9
EBITDA	1,242	1,835	1,784	1,768	1,803
EBITDA 이익률 (%)	14.8	20.5	19.4	18.2	18.1
증가율 (%)	0.6	47.7	-2.8	-0.9	2.0
영업이익	706	1,328	1,784	1,768	1,803
영업이익률 (%)	8.4	14.9	19.4	18.2	18.1
증가율 (%)	10.0	88.1	34.3	-0.9	2.0
영업외손익	165	-145	73	-57	12
금융수익	145	153	139	64	71
금융비용	149	202	137	129	136
기타영업외손익	169	-96	71	8	77
종속/관계기업관련손익	-12	-12	13	63	64
세전계속사업이익	858	1,171	1,869	1,774	1,879
세전계속사업이익률	10.2	13.1	20.3	18.3	18.9
증가율 (%)	20.3	36.5	59.6	-5.1	5.9
법인세비용	153	442	442	442	442
계속사업이익	706	729	1,427	1,331	1,437
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	706	729	1,427	1,331	1,437
당기순이익률 (%)	8.4	8.2	15.5	13.7	14.4
증가율 (%)	18.7	3.3	95.7	-6.7	8.0
지배주주지분 순이익	690	720	1,409	1,314	1,418
비지배주주지분 순이익	16	9	18	17	19
기타포괄이익	10	123	298	0	0
총포괄이익	715	851	1,725	1,331	1,437

(단위:십억원)					
현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	505	1,973	1,916	1,226	1,353
당기순이익	706	729	1,427	1,331	1,437
유형자산 상각비	517	490	0	0	0
무형자산 상각비	19	18	0	0	0
외환손익	22	0	-23	-36	-35
운전자본의 감소(증가)	-792	499	252	-7	15
기타	33	237	260	-62	-64
투자활동으로인한현금흐름	-332	97	-608	-217	-223
투자자산의 감소(증가)	-62	133	87	115	118
유형자산의 감소	46	13	10	11	11
유형자산의 증가(CAPEX)	-295	-420	-623	-363	-363
기타	-21	371	-82	20	11
재무활동으로인한현금흐름	-90	-965	-148	-43	-74
차입금의 증가(감소)	-168	-11	491	74	60
사채의 증가(감소)	-623	0	-181	-33	-8
자본의 증가	34	0	0	0	0
배당금	-85	-98	-159	-159	-159
기타	752	-856	-299	75	33
기타현금흐름	-5	-0	68	0	0
현금의증가(감소)	77	1,104	1,229	966	1,056
기초현금	1,062	1,139	2,244	3,473	4,438
기말현금	1,139	2,244	3,473	4,438	5,494

* K/FRS 연결 기준

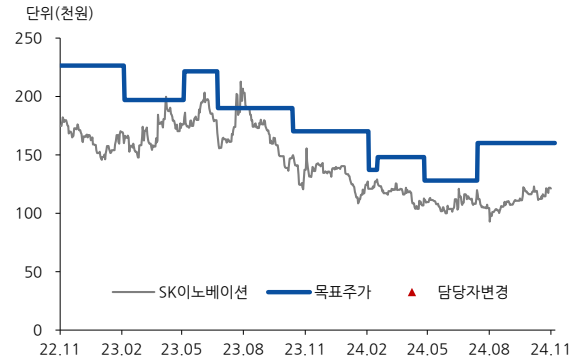
(단위:십억원)					
재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,436	6,768	8,454	9,646	10,979
현금성자산	1,139	2,244	3,473	4,438	5,494
단기투자자산	730	432	540	554	575
매출채권	1,623	1,653	1,913	2,070	2,241
채고자산	2,450	2,023	2,150	2,205	2,289
기타유동자산	242	319	261	262	263
비유동자산	6,145	5,995	6,626	6,928	7,228
유형자산	3,687	3,714	4,335	4,687	5,039
무형자산	254	252	253	255	257
투자자산	1,679	1,555	1,522	1,470	1,417
기타비유동자산	525	474	516	516	515
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	12,581	12,763	15,080	16,574	18,208
유동부채	2,887	2,284	2,703	2,969	3,249
단기차입금	438	334	639	639	639
매입채무	503	509	636	795	994
유동성장기부채	847	145	84	156	185
기타유동부채	1,099	1,296	1,344	1,379	1,431
비유동부채	819	849	1,180	1,236	1,312
사채	150	150	-31	-65	-72
장기차입금	142	129	600	674	735
장기금융부채	3	5	25	25	25
기타비유동부채	524	565	586	602	624
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,706	3,134	3,883	4,205	4,560
지배주주지분	8,807	9,553	11,101	12,256	13,515
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	3,007	3,007	3,007	3,007	3,007
자본조정 등	-45	-45	-45	-45	-45
기타포괄이익누계액	-62	91	390	390	390
이익잉여금	5,845	6,437	7,686	8,841	10,101
비지배주주지분	69	77	96	113	132
자본총계	8,876	9,630	11,197	12,369	13,647

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	5,697	5,883	11,519	10,746	11,599
EPS(지배순이익 기준)	5,572	5,814	11,372	10,606	11,448
BPS(자본총계 기준)	71,650	77,736	90,386	99,851	110,170
BPS(지배지분 기준)	71,097	77,114	89,610	98,936	109,104
DPS	800	1,300	1,300	1,300	1,300
P/E(당기순이익 기준)	5.5	7.7	3.2	3.4	3.2
P/E(지배순이익 기준)	5.6	7.8	3.2	3.5	3.2
P/B(자본총계 기준)	0.4	0.6	0.4	0.4	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.4	0.6	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(Reported)	2.8	2.1	1.0	0.5	-0.1
배당수익률	2.6	2.9	3.7	3.7	3.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	18.7	3.3	95.8	-6.7	7.9
EPS(지배순이익 기준)	17.4	4.3	95.6	-6.7	7.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.3	7.9	13.7	11.3	11.0
ROE(지배순이익 기준)	8.1	7.8	13.6	11.3	11.0
ROA	5.8	5.8	10.2	8.4	8.3
안정성 (%)					
부채비율	41.8	32.5	34.7	34.0	33.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	11.4	18.9	24.7	19.9	19.0

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.08.01	BUY	255,827	-31.74	-19.04
2022.11.04	BUY	226,309	-27.72	-19.57
2023.02.08	BUY	196,790	-14.07	1.50
2023.05.08	BUY	221,389	-16.79	-8.22
2023.06.27	M.PERFORM	189,903	-10.14	11.92
2023.10.17	M.PERFORM	170,000	-22.30	-8.53
2024.02.07	M.PERFORM	137,000	-9.45	-5.91
2024.02.20	M.PERFORM	148,000	-21.34	-15.14
2024.04.30	M.PERFORM	128,000	-15.16	-5.47
2024.07.18	BUY	160,000	-30.98	-23.13
2024.11.05	BUY	160,000		

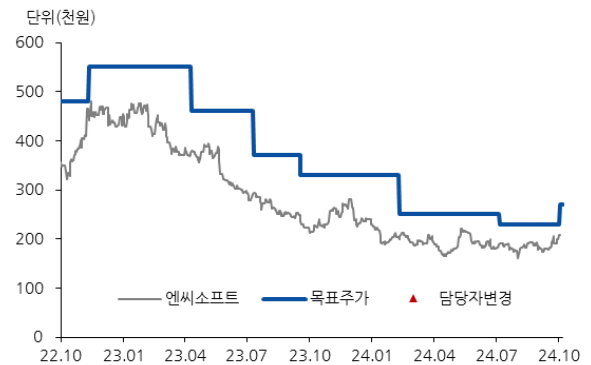
▶ 최근 2년간 SK이노베이션 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.08.22	BUY	480,000	-23.66	-3.13
2022.11.14	BUY	550,000	-21.63	-12.82
2023.04.14	BUY	460,000	-26.92	-14.02
2023.07.14	BUY	370,000	-29.29	-21.35
2023.09.21	BUY	330,000	-29.64	-14.85
2024.02.13	BUY	250,000	-23.95	-14.80
2024.07.09	BUY	230,000	-19.23	-9.13
2024.10.08	BUY	260,000		

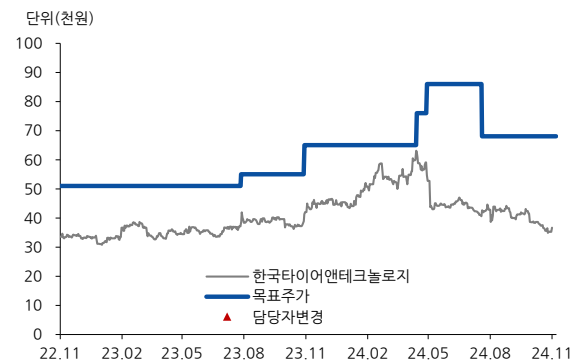
▶ 최근 2년간 엔씨소프트 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.08.03	BUY	51,000	-31.07	-19.51
2023.02.03	AFTER 6M	51,000	-30.31	-24.31
2023.07.31	BUY	55,000	-29.76	-23.82
2023.11.02	BUY	65,000	-23.94	-2.92
2024.04.17	BUY	76,000	-23.57	-19.87
2024.05.02	BUY	86,000	-48.57	-38.72
2024.07.23	BUY	68,000	-40.63	-34.34
2024.11.05	BUY	68,000		

▶ 최근 2년간 한국타이어엔테크놀로지 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 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.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 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 종목투자 의견은 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 (2023.10.01~2024.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172건	94%
보유	11건	6%
매도	0건	0%

- 본 조사항목은 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.