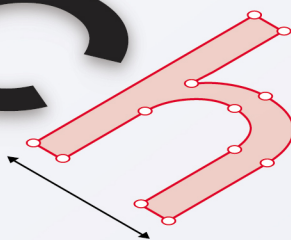
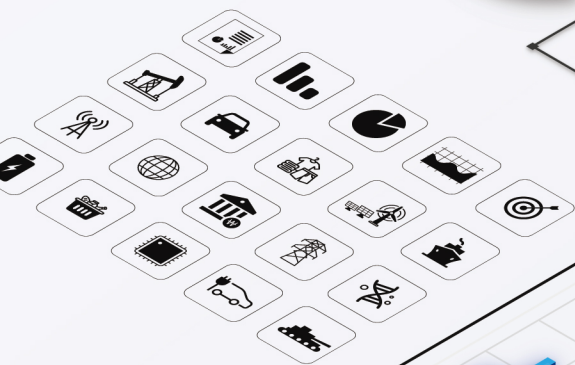


Research

2H23

SK Securities

하반기 산업 전망
SK증권 기업분석팀



Contents

Part 1. IT/인터넷·미디어

반도체	6
IT 전자	17
2 차전자	22
인터넷	27
미디어	33

Part 2. 모빌리티/에너지

자동차	39
정유/화학	45
조선	52
유틸리티	58
수소	62
기계	68

Part 3. 내수 및 소비재

통신서비스	74
은행	79
섬유/의복	84
유통/음식료	89
제약/바이오	95
스몰캡	101

대형주 탐픽

섹터	종목	시가총액 (조원)	투자포인트	
반도체	삼성전자	408.9	2Q23 출하 가이드스 상회 전망. 재고 Peak-out 시작으로 회복 국면 진입 3Q23 재고 하락 본격화 예상. 4Q23 고정가격 반등 전망 - 업황 회복기에 높은 점유율과 수익성, 2024년 메모리 턴어라운드 주주	주식전략 추천 TOP3 섹터
	SK 하이닉스	71.1	2Q23 출하 가이드스 상회 전망. 재고 Peak-out 시작으로 회복 국면 진입 - 하반기 재고 하락 가속화 예상. 4Q23 고정가격 반등 전망 2024년 메모리 턴어라운드와 HBM에 대한 높은 경쟁력에 주주	
조선	HD 한국조선해양	7.0	- 분기별 점진적인 매출 확대와 실적개선에 따른 온기 기준 흑자전환 예상 - 현대삼호중공업의 건조물량 증가와 이익 개선세는 국내 조선사들 중 가장 빠른 전망 - 자회사들의 중장기적 실적 방향성을 보면, 지주사임을 감안해도 과도한 저평가	
제약/ 바이오	셀트리온헬스케어	12.4	2023년 연결 매출액 15.3% YoY, 영업이익 +13.0% YoY 전망 - 미국 직판에 따른 비용 증가에도 수익성 좋은 품목 매출 비중 확대로 마진 훼손 방어 2H23 이후 미국 유프라이마, 램시마 SC 가세로 2024년 직판 전환의 이유 증명할 것	
정유	SK 이노베이션	17.0	23년 석유제품 수급은 여전히 타이트한 상황, 하반기 정유 업황 턴어라운드 예상되는 시점에서 본업인 정유/유회사업은 견조한 수익 지속할 것으로 예상 2Q23 AMPC Credit 반영에 따라 3Q23부터 SK 온 수익성 및 투자효율성 개선 예상. 수율/가동률 상승과 실적 개선 가시화에 따른 주가 모멘텀 유효 23년 SK 온 영업적자 1,170억원 수준으로 전년대비 큰 폭으로 개선, 23년 Capex 부담은 존재하나 24년 실적 본격화에 따라 Capex 부담 역시 완화될 전망	
화학	LG 화학	50.8	23년 LG 화학의 차별화된 밸류에이션은 정당화 될 것. 화학 업황 부진에도 전지 및 첨단소재로 성장하는 시나리오 지속 - 단기적으로 2차전지 멀티플 조정에 따른 리스크는 존재하나, 양극재 Peer 대비 Capa 투자 효율성 높은 상황 23년 LG 에너지솔루션의 양극재 내재화율(LG 화학 Capa 기준)은 24% 전망. Capa 증설이 곧 출하량 확대에 이어질 수 있는 상황에서 LG 화학의 첨단소재 밸류에이션은 여전히 매력적	
방산	한화에어로스페이스	5.6	- 하반기 K9 자주포 + 레드백 장갑차 신규 수출 가능성 높음 - 국내 자주포는 글로벌 베스트셀러, 뚜렷한 경쟁 상대 찾기 힘든 기술력 보유 - 한화오션 인수 효과, 단순 실적 반영 넘어 글로벌 패권 + 에너지 패러다임 변화 수혜	
	현대로템	3.4	- 분기 실적 변동성 있겠지만, 2Q23 폴란드 K2 수출 실적 대규모 반영 예상 2Q23 실적 기대감 반영되기 시작할 7월 전후 주가 모멘텀 받을 것으로 전망 - 차륜형 장갑차 등 추가 수출 가능성 높음, 수주 모멘텀까지 확대 가능	
자동차	현대차	43.9	- Pent up demand로 자동차 수요 호조 - 산타페 신형 및 SUV, D 세그 이상 차종 비중 증가로 ASP 상승 지속 2, 3분기 실적 호조 지속으로 호실적에 따른 계단식 상승 전망	
섬유/ 의복	F&F	5.1	- 중국 리오프닝에 따른 의류 소비 고성장 전망, 업황 매력도 상대적 우위 - MLB 브랜드 중국 내 판매 호조 확인, 23년 MLB 중국 매출 비중 40% 이상 전망 - 중국 MLB 제품 ASP 국내보다 높아 중국 매출 성장은 전사 OPM 개선으로 연결	
미디어	스튜디오드래곤	2.0	- 캡티브 방영 회차 감소에 대한 우려는 플랫폼 다변화 효과로 상쇄될 것 - 하반기 주요 기대작 방영 예정 - 넷플릭스 재계약 및 신규 공급 플랫폼 계약 효과 나타날 것	

대형주 탐픽

섹터	종목	시가총액 (조원)	투자포인트
유통	BGF 리테일	3.3	- 올해 22년과 차별화된 동일점 성장률 기대. 23년 4월 비가 많이 오면서 2분기 실적 기대 낮아짐 4Q22부터 증가하고 있는 대중교통 이용 유동인구 감안할 때 동일점 성장률 개선세가 이어질 것으로 판단 - 편의점 Pure Player로서 선호하며, 23년 연간 기준 오프라인 채널 중 M/S를 확대한 채널이 될 것으로 예상
	호텔신라	3.2	23년 inbound/outbound 시장이 성장 중인 가운데, 여행 산업 반등으로 면세점/호텔 실적 모두 개선되는 추세 1Q23에 다이공과 수수료율 협상하며 QoQ로 이익률 반등. 면세점 영업이익은 QoQ 상승 추세 이어나갈 것 23년 다이공의 구매 단가가 19년 대비 얼마나 높은 레벨에 안착하는지가 관건. 1H24에 실적 모멘텀 강할 것
음식료	농심	2.6	- 미국 법인의 고성장과 국내 법인 가격 인상이 주요 성장 드라이버 1Q23 미국/국내 법인 마진율이 QoQ로 큰 폭 개선된 것이 확인됨. 실적 모멘텀 지속될 것 - 미국 실업률이 증가하면서 미국 공장 생산 인력 수급에 더 유리한 환경이 될 것으로 예상
	오리온	5.3	- 현재 국내의 모든 법인의 공장 증설이 예정되어 있으며, 오리온 제품에 대한 높은 수요가 확인되고 있음 - 중국 법인이 3Q23에 미국 Pepsico 감자칩 M/S를 얼마나 가져올 수 있는지 중요 - 원재료 선물 가격 추이 전반을 볼 때 하반기에 전사 기준 마진율이 개선될 가능성이 높아지고 있음
은행	KB 금융	19.9	- 다각화된 사업구조로 업황 변화에 따른 영향이 제한적. 2023년의 경우 IFRS17 도입에 따른 손해보험 회계적 증익 수혜 기대 - 보수적인 건전성 관리 기조를 바탕으로 대규모 선제적 총당금 적립함에 따라 건전성 관련 우려는 상대적으로 제한적 - 업계 최고 수준의 CET1 자본 비율 보유하고 있어 자본적정성 규제 강화에도 주주 환원 정책 이행에 있어 어려움 없을 전망
인터넷	NAVER	33.3	- 광고 경기 회복에 따라 본업 호조 예상, 커머스와 웹툰, 핀테크도 외형 성장 보일 것으로 기대 - 비용 통제 효과 나타나며 이익 개선세 가팔라질 것 3분기 하이퍼클로바 X 공개 앞두고 있어 AI 사업에 대한 기대감 유효
IT 부품/ 전기전자	LG 이노텍	6.8	- 상저하고 애플 사이클 - 시장의 낮아진 애플 MR 디바이스 눈높이 → 6월 언팩 - 대다수 부품들의 하반기가 Q의 싸움. 동사는 ASP 상승 모멘텀 보유
2차전지	SK 온		2023~2025년, 가장 가파른 실적 반등 구가 - AMPC 효과 가장 극대화되는 기업 : 2Q23 또는 3Q 흑자전환 - 국내 3위 사업자임에도 공격적, 선제적 수주 활동으로 성장 기반 구축
통신	SK 텔레콤	10.9	- 하반기에도 안정적 실적개선세 지속 - UAM, 메타버스, 구독 등 경쟁사 대비 차별화된 투자포인트 보유 - 하반기 자기주식 취득 가능성 높아 주가의 하방 견고
유틸리티 /신재생	씨에스윈드	3.3	- 미국법인 증설 2Q24 시작, 기존 미국 공장 매출액 5,000 억원에서 8,000 억원으로 증설 - 총 3 단계까지 진행할 예정으로 1 단계 증설 효과는 2Q25부터 나타날 예정 - AMPC 효과는 향후 10년간 2조원에에 달할 것으로 추정됨
수소	두산퓨얼셀	2.0	- 청정수소 정의 포함한 수소법 개정안 입법예고(산자부) - 부생수소는 탄소 배출 없는 100% 청정수소 인정 받을 가능성 높음 - 순수 수소 활용하는 PAFC(국내 두산퓨얼셀 유일) 수요 회복 예상
	일진하이솔루스	1.1	- 국내 수소연료전지차 보조금 작년보다 증가, 1만 6천대 규모 적용 예상 - 작년 연간 1만대 수준 판매 감안시 올해 50% 이상 증가 가능 - 해외 완성차 업체 테스트 진행 + 상용차 시장 영역 확대 수혜

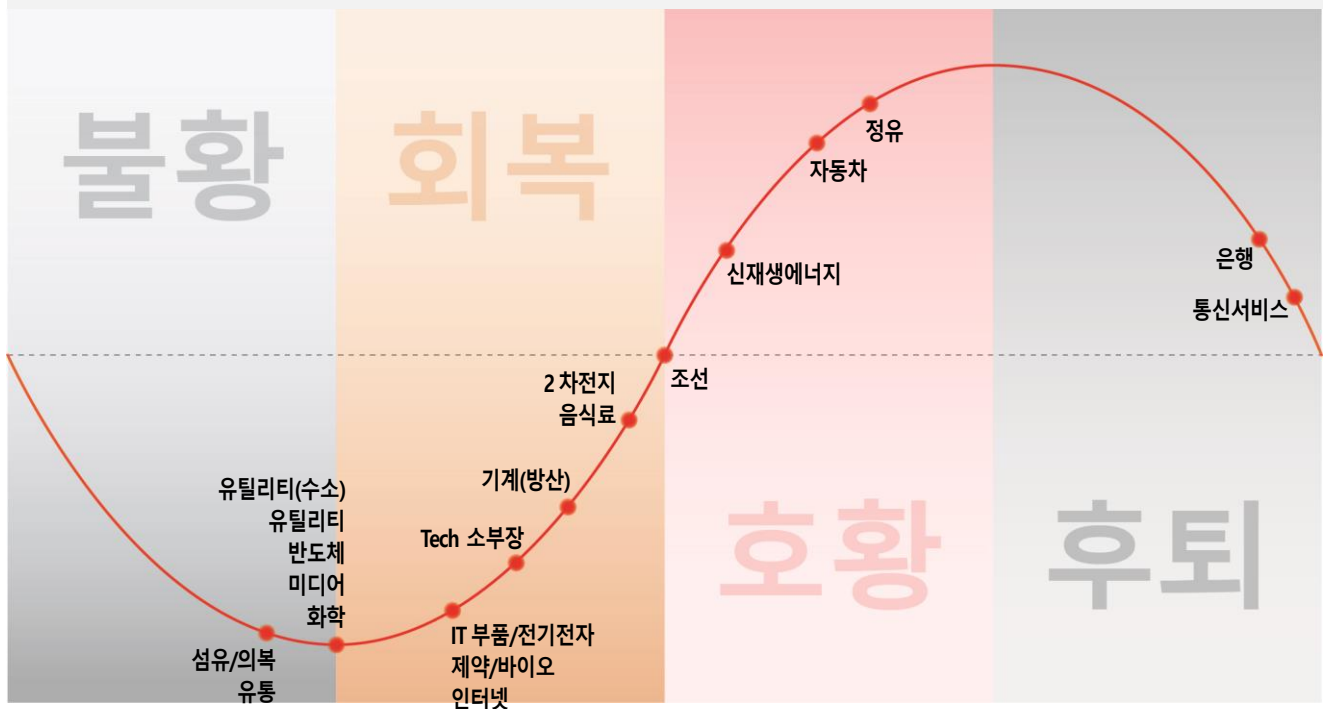
중소형주 탐픽

섹터	종목	시가총액 (십억원)	투자포인트	
반도체	하나마이크론	825.2	• 'SK 하이닉스' 후공정 Turn-key 본격화 시작. 2025년까지 성장세 지속 • 3Q23 DDR5 후공정 수혜 검증 시작, 하나 WLS 흑자전환 기대 • 밸류체인 내 후공정 실적 반등 가장 빠를 것. 그 중 차별화 된 성장 전망	주식전략 추천 TOP3 섹터
	이오테크닉스	1,075.5	• 업황 대비 주주 안정적. 2Q23부터 점진적인 실적 회복 구간 진입 • 2H23 Laser grooving 장비 글로벌 시장 침투 기대 • 후공정 고도화 사이클에서 UV Laser drill, Stealth dicing, Laser grooving 등 부각 전	
	에스앤에스텍	1,071.5	• 'EUV' 관련 제품 공급 기대감 지속	
	아비코전자	195.4	• 'DDR5' 용 메탈인덕터 양산 본격화	
조선	대우조선해양	3,320.6	• 고선가 LNG 선 주주분이 하반기부터 매출에 반영되며 구조적인 수익성 개선 예상 • 한화 그룹사와의 협업 시너지를 통한 상선/플랜트/특수선 수주물량 확보 기대 • 한화의 HSD 엔진 인수로 선박건조 수직계열화를 달성하며 주주 경쟁력 상승 예상	
제약/ 바이오	큐리언트	129.8	• Axl/Mer/CSF1R 삼중저해제 Q702+키트루다 병용 1b 상 2H23 종료, 2상 개시 예정 • CDK7 저해제 Q901은 단독 1상 진행 중, 2H23 키트루다 병용 개시 예정 • Q901 1상 결과 확인 전/후를 기점으로 글로벌 제약사향 기술이전 가능성도 충분	
화학	금호석유	3,887.1	• NCC 공급 부담에 따른 원재료 가격 하락과 합성고무의 견조한 수요 바탕으로 23년 화학 업황 부진에도 합성고무 스프레드는 견조할 것으로 예상 • 본업인 합성고무사업 시험은 타 다운스트림대비 견조하며, 이익 방어 가능할 전망. NCC 마진 훼손에 따른 수직계열화 부담 상승에도 자유로운 금호석유는 원재료 비용 부담 역시 적은 상황 • 펀더멘탈 견조한 금호석유 추천. 화학 업황 다운사이클 국면에서 추가 하단 견고하며, 연말 업황 턴어라운드 고려했을 때 업사이드도 충분하다는 판단	
섬유/ 의복	신세계인터내셔널	666.9	• 23년 LG 화학의 차별화된 밸류에이션은 정당화 될 것. 화학 업황 부진에도 전지 및 첨단 소재로 성장하는 시나리오 지속 • 단기적으로 2차전지 멀티플 조정에 따른 리스크는 존재하나, 양극재 Peer 대비 Capa 투자 효율성 높은 상황 • 23년 LG 에너지솔루션의 양극재 내재화율(LG 화학 Capa 기준)은 24% 전망. Capa 증설이 곧 출하량 확대에 이어질 수 있는 상황에서 LG 화학의 첨단소재 밸류에이션은 여전히 매력적	
미디어 음식료	팬엔터테인먼트	144.0	• 하반기 기대작 방영 예정으로 실적 개선 기대 • 내년 작품 라인업도 올해와 유사한 수준 가능할 것	
	빙그레	497.5	• 22-23년 초에 가격을 집중적으로 인상하며 23년에는 YoY 기준 강한 실적 반등이 예상됨 • 연결 자회사 해태아이스크림이 22년 연간 순이익이 흑전한 가운데 2~3분기 피크 시즌 실적 주목 • 2019년 수준의 영업이익률로 회복하는 과정이며, 추가 또한 2019년 수준으로 회복이 예상됨	
카드	삼성카드	3,527.9	• 삼성카드의 높은 자본력과 보수적 리스크 관리 기조를 고려했을 때 현재 카드업종을 둘러싼 높은 불확실성에도 상대적으로 안정적 배당 기대 가능 • 업황 및 수급 측면에서 주가의 상승 및 하락 여력은 모두 제한적이나 현재 주가 기준 8% 수준의 배당수익률은 꾸준히 기대할 수 있을 전망. 배당 중심의 장기 채권형 투자에 적합한 주식이라고 판단	
IT 부품/ 전기전자	비에이치	846.1	• iPad OLED 부품 투자 시작 가능성 주목 • 애플과 삼성디스플레이의 서플라이체인 조정 동향 • 상저하고 애플 계절성, 5월부터 반등 시작	

중소형주 탐픽

섹터	종목	시가총액 (십억원)	투자포인트
2차전지	SK 아이이테크놀로지	6,252.8	• 아직 시작되지 않은 분리막 성장 사이클. 향후 배터리 소재 중에서 더 부각될 것 • 양극재에 이어 분리막도 장기공급 계약 시작 • 국내외 경쟁사들 대비 높은 수출 (생산력 우위)
유틸리티 /신재생	HD 현대일렉트릭	1,806.0	• 전력기기 상승 사이클 초입. IJA 법안 이후 변압기 교체수요가 증가하며 실적이 개선됨 • 매출액 100% 전력기기+미국 생산법인 보유했기 때문에 경쟁업체 대비 매력적 • 신재생에너지 증가하며 전력계통 확장을 해야함, 이는 변압기 신규수요를 자극할 것임
	서진시스템	615.6	• 수익성 높은 ESS, 전기차 중심의 매출 구성 변화, 분기별 매출 및 이익 성장 구간 진입 • 중국 생산공장 이용 불가능해진 글로벌 기업들, 베트남 등 동남아시아 생산기지 이전 수요 • 생산 밸류체인 내재화, 이익률 하방 지지하는 효과로 작용 중
스몰캡	솔루엠	1,245.1	• TV 용 3in1 보드 등 안정적 사업 기반 위 ESL 등 성장성 높은 사업들 더해지는 시점 • 3in1 보드 고객사 내 점유율 증가, 24년 파리올림픽 디스플레이 수요 증가 할 것으로 전망 • 상반기 영업이익의 주도한 ESL, 하반기도 추세 이어갈 것, EV 충전영역까지 파워 제품 확대 추진
	롯데관광개발	824.7	• 4월부터 본격적으로 턴어라운드 시작한 카지노 실적, 중국인 단체 관광객 없이 이룬 실적 • 중국인 단체 관광객 비자 허용, 시간 문제, 올해 안 허용될 가능성 높은 것으로 판단 • 여행 수요 증가하면서 여행 사업 부분도 턴어라운드, 하반기 영업이익 달성 전망

하반기 주요 섹터 업황 전망



반도체 비중확대(유지)

역대급 다운사이클로 확실한 기저 형성

재고 조정 지속으로 수요의 기저
매우 낮음. 재고 축적 및 Contents
증가로도 수요 반등 가능한 상황

반도체 업황은 역대급 다운사이클을 지나고 있다. 최근 10 년래 경험하지 못했던 가격 하락과 출하 부진으로 매출액 부진, 급증하는 재고에 따른 재고자산평가손 등이 수익성을 더 크게 악화시켰다. 매크로 부진으로 수요처들은 보유 재고 소진에 집중한 결과 수요처의 재고는 지속 하락하고 있다는 점, 생산 업체들의 감산 효과가 2Q23 부터 본격화되며 생산업체 재고 하락이 시작될 것이라는 점, 감산 종료 시점의 불확실성은 수요처에 추가 변수가 될 것이라는 점에서 재고 축적 사이클로의 회귀가 시작 될 것이다. 2Q23 PC, 3Q23 모바일, 4Q23 서버향 수요 반등을 예상한다. 수요에 대한 기저가 매우 낮아, 재고 축적과 Contents 증가로도 초기 수요 반등을 꺾을 수 있다고 판단한다.

예상을 상회할 2Q23 출하

2Q23 출하량 가이드스 상회 예상
3Q23 부터 생산업체 재고
예상대비 빠르게 하락 시작 전망

2Q23 부터 메모리 출하량 증가가 확인된다. 생산 업체들이 제시한 출하량 가이드스를 상회할 가능성이 높다. 이는 전방 수요처들이 보유한 재고가 소진된 상태에서 발생하는 기저효과이다. 3Q23 에도 출하량 증가가 기대된다. 생산 업체들의 감산 효과 본격화와 맞물려 3Q23 부터 생산 업체들의 재고가 예상보다 빠르게 하락하기 시작할 것으로 전망한다. 가격 반등 없이도 출하량 증가 폭이 가격 하락 폭을 상회하여, 2Q23 부터 매출액이 증가하기 시작할 것이다. 재고 하락 및 가격 하락 폭 둔화로 재고자산평가손도 축소되기 시작 할 가능성이 높다. 분기 실적은 이미 저점을 지난 것이다.

AI 시장 성장은 메모리의 Specialty 화 가능성을 견인

4Q23 재고 정상 수준 진입 예상
공급은 수요에 지속 후행할 것

HBM 시장 내 한국 점유율 90%
AI 시장 성장은 메모리에 대한
관점을 HBM 등의 Specialty 로
전환시키기 시작할 전망

역대급 재고는 역대급 감산 효과와 맞물리면서, 메모리 업체들의 재고가 4Q23 에 정상화 될 것으로 전망한다. 2023 년 생산 업체들의 설비투자가 큰 폭 하락한다는 점과 DDR5 로의 공정 전환 등을 감안하면, 2024 년은 극심한 공급 부족이 될 수 있다는 의미이다. 또한 AI 시장의 성장은 메모리에 대한 관점을 Commodity가 아닌 HBM 등의 Specialty 로 전환시켜 Valuation 을 확장시킬 것으로 전망한다. HBM 시장 내 한국 점유율은 90%에 달한다. 이제 시장은 '2023 년 적자가 아닌, 2024 년 턴어라운드와 그 이후'에 집중하기 시작할 것이다. 단기 주가 급등으로 조정 가능성을 배제할 수 없으나 방향성은 명확하다고 판단한다.

Analyst 한동희

donghee.han@sks.co.kr / 3773-8826

1H23 리뷰: 수요 부진 지속

수요 부진, 재고 증가, 가격 하락의 3 중고

1Q23: 수요 부진, 재고 증가, 가격 하락의 3 중고

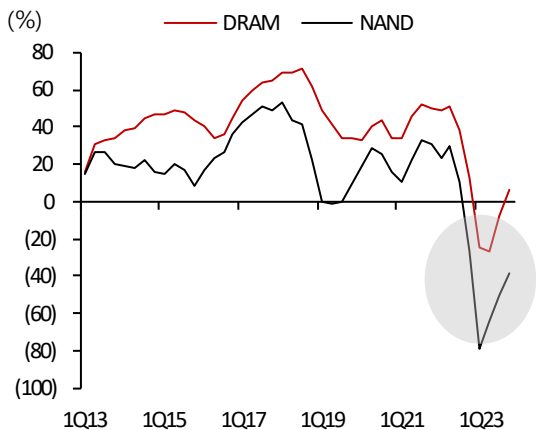
2023 년 상반기는 수요 부진, 재고 증가, 가격 하락으로 요약할 수 있다. 1Q23 중국 Re-opening 에 따른 모바일 등 수요 회복 기대감이 있었으나, 매크로 부진으로 IT 소비 진작으로 이어지지 못했고, PC 및 서버도 부진했다. 생산 업체들은 감산을 시작했으나 통상 생산 감소까지 3 개월이 소요되므로 1Q23 말 재고는 4Q22 대비 급증했다. 증가한 재고와 가격 하락은 재고자산평가손의 확대에 이어져 수익성을 급격히 악화시켰다. NAND 는 업계 전반적으로 이미 현금원가에 진입했고, DRAM 도 현금원가에 빠르게 접근하기 시작했다.

2Q23: PC 향 재고 축적, 감산 효과 본격화 -> 재고 안정화 시작

생산업체들의 역대급 재고를 감안하면, 2Q23 역시 가격 하락은 불가피하다. 다만 1Q23 과의 차이는 감산 효과의 본격화 시작으로 재고의 증가가 완화되고, PC 등에서의 재고 축적으로 출하가 증가하기 시작할 것이라는 점이다.

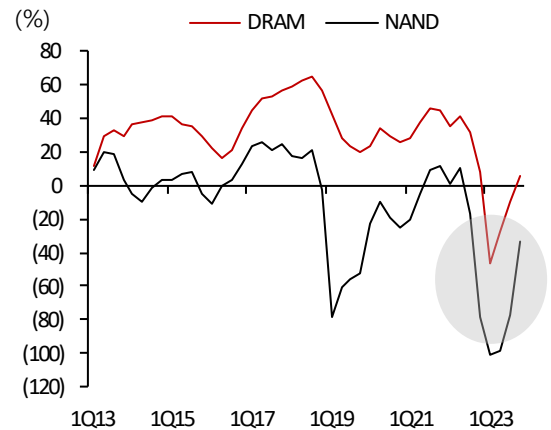
이는 생산 업체들의 분기 실적이 저점을 지나기 시작한다는 의미이다.

삼성전자 DRAM, NAND 영업이익률 추이



자료 : SK 증권 추정

SK하이닉스 DRAM, NAND 영업이익률 추이



자료 : SK 증권 추정

2H23 전망: 예상보다 빠른 재고 소진

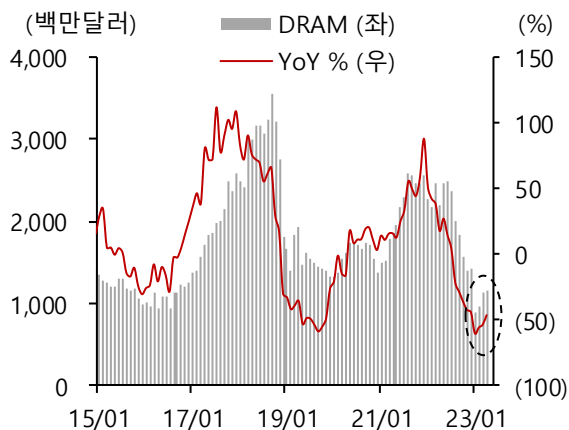
2024 년 턴어라운드에 집중해야 할 때

가격보다 출하가 더 중요한 시점
2Q23 출하 가이드스 상회 전망
예상보다 빠른 재고 소진

2Q23 부터 메모리 출하량 증가세가 확연 해 보인다. 생산 업체들이 역대급 재고를 안정화 시키기 위해 단위 비용 증가를 감수하면서 감산을 하고있다는 점을 감안하면, 현 시점에서는 가격보다 출하가 더 중요하다고 판단한다. 출하가 증가하면, 가격 상승도 후행할 것이기 때문이다.

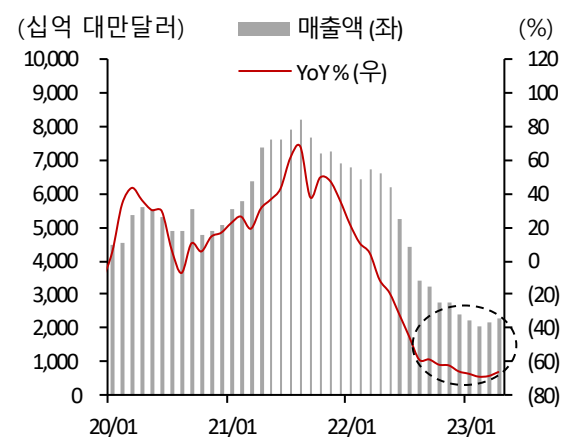
무역 통계에 따르면 4월 한국 DRAM 수출액은 11.6억달러 (+3% MoM)으로 2월 이후 전월 대비 증가세에 있다. Trendforce가 발표한 4월 DDR4DRAM 고정 가격이 전월 대비 10% 후반 하락이었다는 점을 감안하면, 가격 하락 이상의 출하 성장이 나타나고 있는 것이다. 다만 DRAM 업체인 난야의 4월 매출액도 3월 대비 5% 증가했다. 난야가 PC DRAM 중심의 업체라는 점에서 PC 향 재고 축적이 진행되고 있다고 판단하며, 이는 전방 수요처들의 재고가 소진된 상태에서 발생하는 기저효과이다. 2Q23 DRAM 출하 증가는 생산 업체들의 가이드스를 상회할 것이다.

한국 DRAM 월 수출 금액



자료: 무역통계, SK 증권

난야 월별 매출액 추이



자료: MOPS, SK 증권 추정

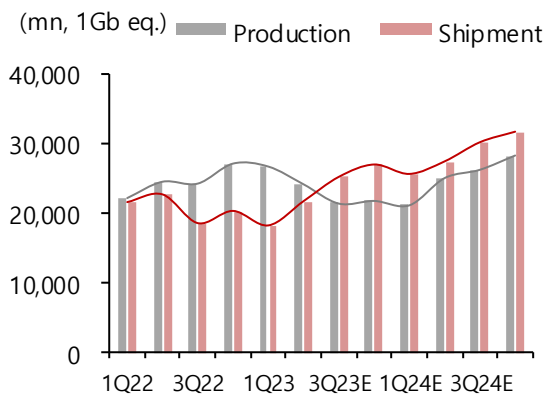
하반기 생산 업체 재고 소진 가속화, 4Q23 재고 정상화 전망

예상보다 생산 업체의 재고 소진은 빠를 것으로 전망한다. SK 하이닉스, 마이크론의 감산 효과는 2Q23 부터 본격화되며, 삼성전자의 감산 효과는 3Q23 부터 강도가 높아질 것이기 때문이다. 역대급 감산 효과와 맞물려, 3Q23 부터 플래그십 모바일 신제품향 DRAM Contents 증가 효과가 본격화 되며 출하의 반등세가 이어지고, 4Q23 부터 서버 수요 회복을 전망한다. 생산 업체들의 재고가 4Q23 에 정상화 되기 시작할 것이다.

2024 년 공급 부족 강도 강화 전망. 공급은 수요에 지속 후행 가능성 높음

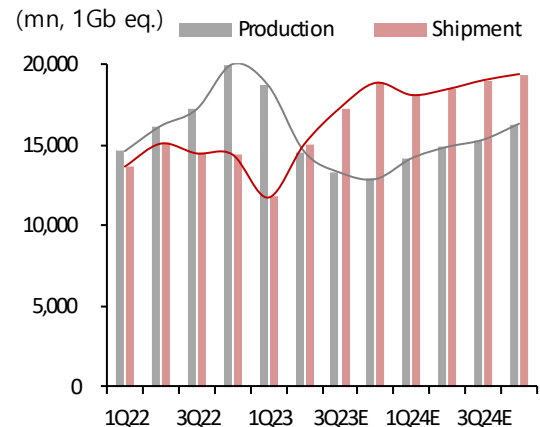
2024 년은 공급 부족의 강도가 강화될 것으로 전망한다. 생산 업체들이 수익성 추구를 위한 전략이 감산과 설비투자 축소라는 점을 감안하면, 공급은 수요에 후행할 가능성이 매우 높다. 2023 년 보완투자 부족, DDR5 전환, 선단공정 초기 수율 병목 등을 감안하면, 2024 년 감산 종료에 따른 공급 증가의 경우에도, 수요를 상회하기 어려울 것이다.

삼성전자 생산, 수요 전망



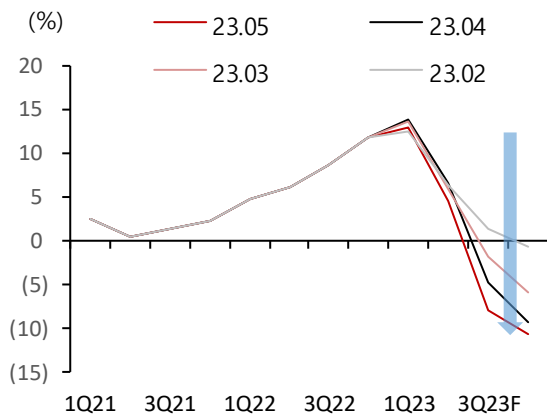
자료 : SK 증권 추정

SK 하이닉스 생산, 수요 전망



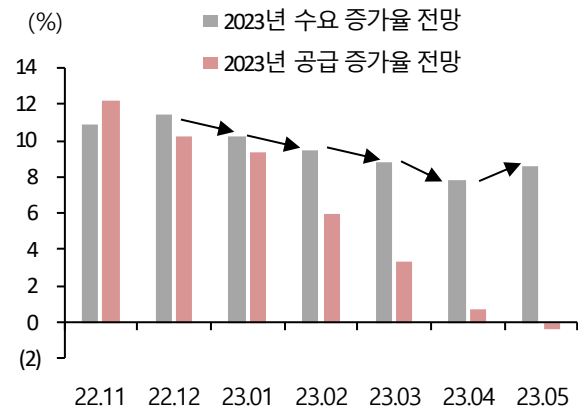
자료 : SK 증권 추정

Trendforce DRAM 초과 공급을 전망 변화



자료: Trendforce, SK 증권

Trendforce DRAM 수요, 공급 전망 변화



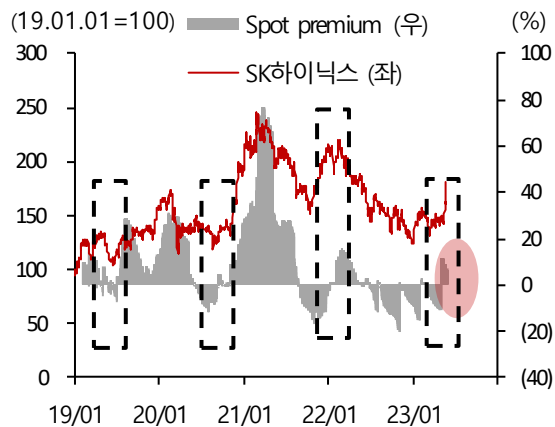
자료: Trendforce, SK 증권

과거 주가 반등은
DRAM 현물가격 프리미엄과
생산자 재고 하락에서 시작

과거 DRAM 현물가격 프리미엄+생산자 재고 하락은 주가 반등의 시작이었다.

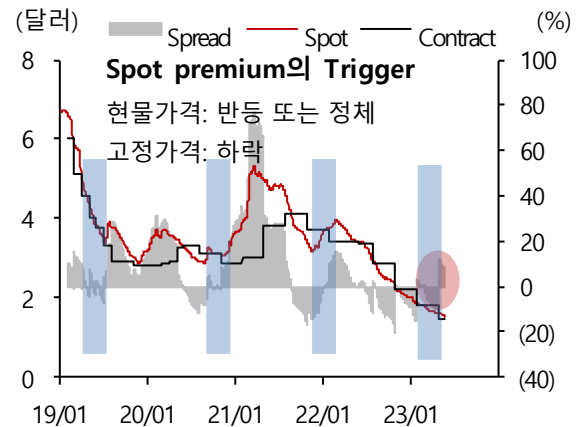
4 월 DRAM 고정 가격 하락으로 DRAM 일부 제품들이 현물가격 프리미엄 구간에 진입했다. 다운사이클에서 현물가격 프리미엄 전환과 재고의 하락은 항상 주가의 저점 조건을 만들어왔다 (2019 년 6 월, 2020 년 10 월 말). 고정가격 대비 선행성을 보이는 현물가격은 생산 업체들의 감산 발표로 낙폭이 축소되고 있고, 고정 가격은 생산 업체들의 높은 재고와 수요 부진으로 하락이 지속되고 있다는 점에서 현물가격 프리미엄은 유지될 가능성이 높다고 판단한다. DRAM 재고 하락 시작도 목전에 둔 상황이다.

DDR4 8Gb 스팟 프리미엄 전환과 SK 하이닉스 주가 추이



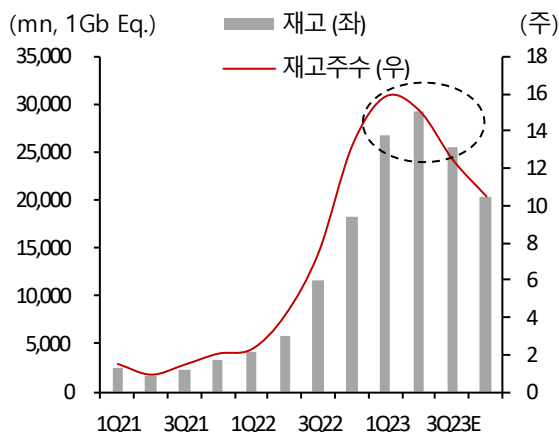
자료: DRAMeXchange, SK 증권

DDR4 8Gb 스팟, 고정가격, 스팟 프리미엄 추이



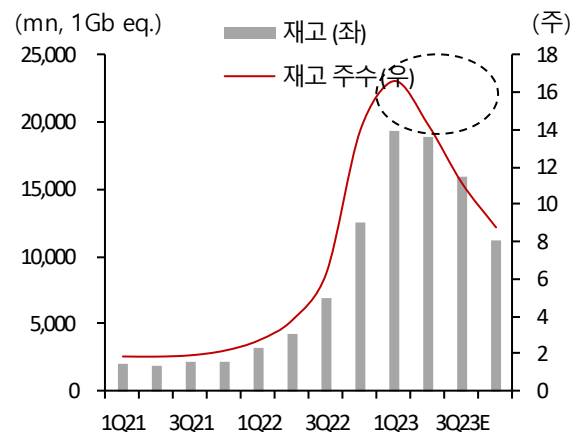
자료: DRAMeXchange, SK 증권

삼성전자 DRAM 재고 추이 및 전망



자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 DRAM 재고 추이 및 전망



자료: SK 증권 추정

2024 년 턴어라운드 에 주목
생산 업체들의 실적은 이미 저점
통과. 전망치 상향 사이클 전망

시장은 '2024 년 턴어라운드'와 'Specialty 메모리'에 집중하기 시작할 것이다.

2Q23 예상을 상회하는 출하를 시작으로 재고 하락세도 하반기 가속화 될 것이다. 출하가 빠르게 늘수록, 재고는 빠르게 하락하며, DRAM 가격 반등 시점이 빨리 다가온다. 이는 생산 업체들의 실적이 이미 저점을 지났고, 2023 년 하반기 및 2024 년 전망치가 상승하는 국면에 접어들 수 있다는 점을 의미한다. 우리가 겪은 다운사이클은 골이 매우 깊었지만, 그만큼 기저도 매우 낮다. 수요처의 재고 축적, DRAM Contents 증가로도 초기 수요 회복을 꾀할 수 있을 것이라 판단한다.

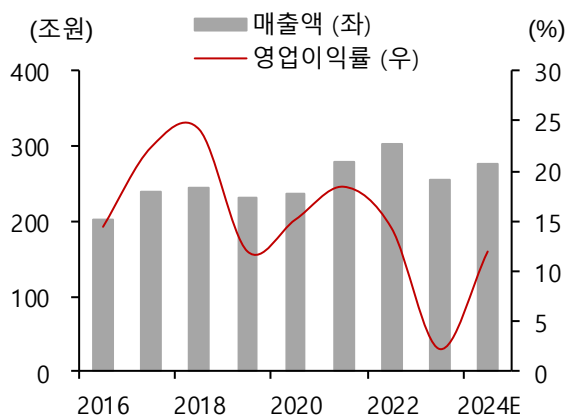
AI 반도체에 대한 비메모리
업체들의 본격 수혜 시작
HBM 등의 수주형 비즈니스 전환
가능성 부각 전망
Valuation 확장 포인트

또한 AI 반도체에 대한 NVIDIA 등 비메모리 업체들의 본격 수혜 시작은 메모리에 대한 관점이 Commodity 에서 Specialty 로 변화 될 가능성을 의미한다고 판단한다. HBM 등의 제품은 공급 제약이 명확한 가운데 시장 성장성이 높아 수주형 비즈니스로 전환될 여지가 있기 때문이다. 그렇지 않더라도, 공급 제약에 따른 HBM 의 Premium 은 명확하며, 2022 년 기준 HBM 시장 내 한국 점유율이 90% (SK 하이닉스 50%, 삼성전자 40%)라는 점을 감안하면, AI 반도체 사이클에서 한국 반도체의 Valuation 확장 명분은 충분히 가시적일 수 있다. AI 에 따른 반도체 수혜는 이제 현실이다.

2Q23 예상을 상회할 메모리 출하, 3Q23 재고 하락 가속화에 따른 전망치 상향 사이클 시작, 2024 년 턴어라운드, HBM 등의 Specialty 화에 대한 가능성 등을 감안하면, 주가의 단기 급등에 따른 조정은 기회가 될 것으로 판단한다.

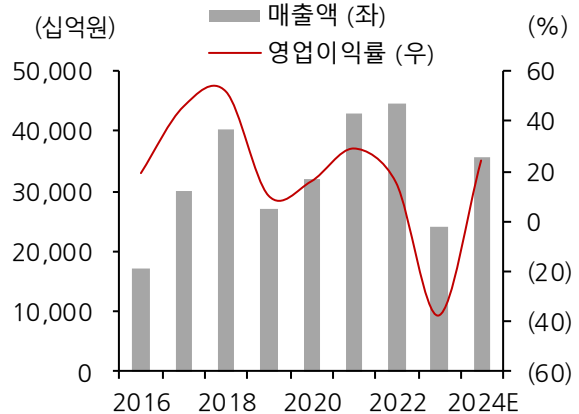
반도체에 대해 비중확대 의견을 유지한다.

삼성전자 실적 추이 및 전망



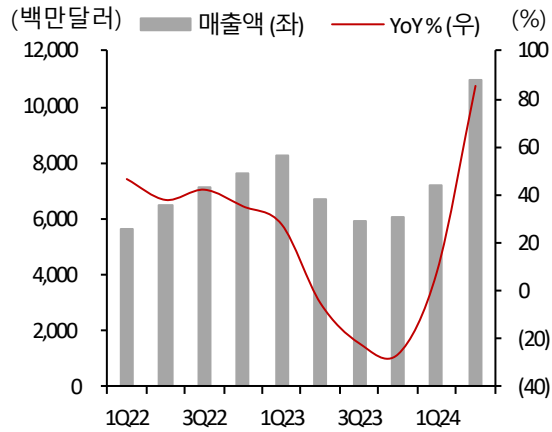
자료: 전자공시, SK 증권 추정

SK하이닉스 실적 추이 및 전망



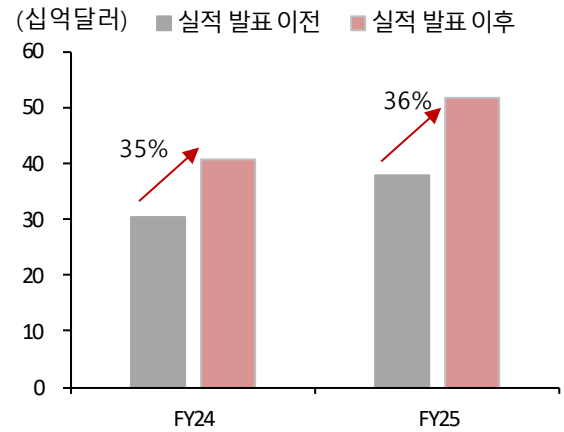
자료: 전자공시, SK 증권 추정

NVIDIA의 분기 매출액 추이 및 2QFY24 가이던스



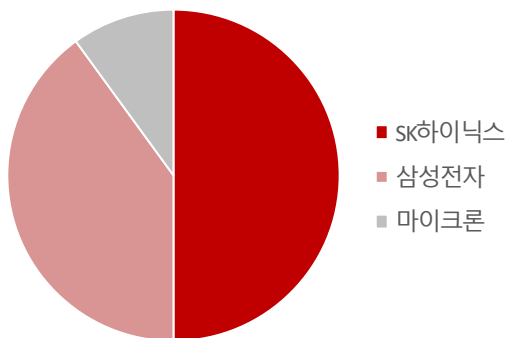
자료 : NVIDIA, SK 증권

1QFY24 실적 발표 후 FY24, FY25 매출액 컨센서스 변경



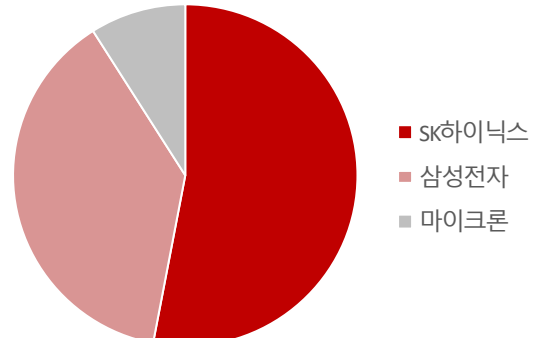
자료: Bloomberg, SK 증권

2022년 HBM 시장 점유율



자료: Trendforce, SK 증권

2023년 HBM 시장 점유율 전망



자료: Trendforce, SK 증권

서버 종류 별 메모리 채용량 변화 전망

	Server	AI Server	Future AI Server
Server DRAM Contents	500~600GB	1.2~1.7TB	2.2~2.7TB
Server SSD Contents	4.1TB	4.1TB	8.0TB
HBM Usage	-	320~640GB	512~1024GB

자료: Trendforce, SK 증권

Top Picks: 삼성전자

실수요 회복기에 차별화 될 성장성

시장의 관심은 2024 년 턴어라운드 및 그 이후가 될 것

시장은 2023 년 적자가 아닌, 2024 년 턴어라운드에 초점을 맞추기 시작할 것으로 판단한다. 이는 2Q23 예상을 상회하는 출하, 하반기 재고 하락 가속화 및 재고평가손실 축소에 대한 높은 가시성 때문이다. 4Q23 메모리 가격 반등, 1Q24 흑자전환을 예상한다.

2Q23 출하 반등세 예상 상회, 3Q23 출하 증가 지속 전망

2Q23 DRAM B/G +19% (기존 +13%), ASP -12% (기존 -8%)로 가격은 기존 예상 하회, 출하는 예상을 상회할 것이다. PMIC 이슈에 따른 DDR5 판매 지연은 해결된 것으로 보이며, 1a DRAM 수율 역시 안정화에 접어든 것으로 판단된다. 2Q23 PC 재고 축적, 2Q23 말 중화권 모바일 신제품향 Contents 증가 효과가 점진적으로 반영되기 시작할 것이며, 3Q23 모바일, 4Q23 서버 수요 반등을 예상한다.

하반기 DDR5 점유율 회복 시작, 연말 HBM3 런칭 기대

2H23 부터 DDR5 의 점유율 회복, 감산 효과 본격화에 따른 재고 하락 가속화로 실적 개선이 빠르게 진행될 것으로 전망한다. 메모리에 대한 높은 점유율과 수익성, 파운드리 및 Set 사업을 감안하면 실수요 회복기에 성장성은 더욱 차별화 될 것으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	236,807	279,605	302,231	254,015	276,004	314,645
yoy	%	2.8	18.1	8.1	-16.0	8.7	14.0
영업이익	십억원	35,994	51,634	43,377	5,939	33,199	44,050
yoy	%	29.6	43.5	-16.0	-86.3	459.0	32.7
EBITDA	십억원	66,329	85,881	82,484	43,427	70,925	85,050
세전이익	십억원	36,345	53,352	46,440	9,717	36,861	47,325
순이익(지배주주)	십억원	26,091	39,244	54,730	7,260	27,369	35,934
영업이익률%	%	15.2	18.5	14.4	2.3	12.0	14.0
EBITDA%	%	28.0	30.7	27.3	17.1	25.7	27.0
순이익률	%	3.841	5.777	8.057	1.069	4.029	5.290
EPS(계속사업)	원	21.1	13.6	6.9	65.8	17.4	13.3
ROE	%	10.0	13.9	17.1	2.1	7.7	9.5
순차입금	십억원	-104,435	-105,758	-104,894	-81,366	-93,509	-62,911
부채비율	%	37.1	39.9	26.4	26.2	28.6	27.3

Top Picks: SK 하이닉스

HBM3 에 대한 높은 경쟁력

시장의 관심은 2024 년 턴어라운드 및 그 이후가 될 것

시장은 2023 년 적자가 아닌, 2024 년 턴어라운드에 초점을 맞추기 시작할 것으로 판단한다. 이는 2Q23 예상을 상회하는 출하, 하반기 재고 하락 가속화 및 재고평가손실 축소에 대한 높은 가시성 때문이다. 4Q23 가격 반등, 1Q24 흑자전환을 예상한다.

2Q23 출하 반등세 예상 상회, 3Q23 출하 증가 지속 전망

2Q23 DRAM B/G +28% (기존 +23%), ASP -12% (기존 -13%)로 가격은 예상 수준, 출하는 예상을 상회할 것이다. PC 에서의 재고 축적과 2Q23 말 중화권 모바일 신제품 향 Contents 증가 효과가 점진적으로 반영되기 시작할 것으로 예상된다. 3Q23 1a 기반 고용량 DDR5 제품 출하 시작, 모바일 반등, 4Q23 서버 수요 반등을 전망한다.

HBM3 에 대한 높은 경쟁력 부각

HBM 에 대한 SK 하이닉스의 높은 경쟁력에 주목한다. AI 에 대한 업계 수혜는 현실이 되고 있으며, 현재 HBM3 납품이 가능한 업체는 SK하이닉스가 유일하다. 높은 성장성, TSV 의 높은 난이도에 따른 제한적 공급자를 감안하면, 수주형 비즈니스 또는 높은 프리미엄을 기대할 수 있다. HBM 시장이 커질수록 메모리에 대한 관점은 Commodity 에서 Specialty 로 전환 될 가능성이 높다. 이는 Valuation 확장 요소가 될 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	31,900	42,998	44,622	24,036	35,687	52,022
yoy	%	18.2	34.8	3.8	-46.1	48.5	45.8
영업이익	십억원	5,013	12,410	6,809	-9,098	8,591	14,042
yoy	%	84.3	147.6	-45.1	-233.6	-194.4	63.4
EBITDA	십억원	14,785	23,067	20,961	4,401	20,899	25,916
세전이익	십억원	6,237	13,416	4,003	-9,615	8,171	13,442
순이익(지배주주)	십억원	4,755	9,602	2,230	-7,088	6,048	9,634
영업이익률%	%	15.7	28.9	15.3	-37.9	24.1	27.0
EBITDA%	%	46.3	53.6	47.0	18.3	58.6	49.8
순이익률	%	6,532	13,190	3,063	-9,736	8,307	13,234
EPS(계속사업)	원	18.1	9.9	24.5	-11.2	13.1	8.3
ROE	%	9.5	16.8	3.6	-11.9	10.3	14.7
순차입금	십억원	8,031	10,471	18,373	18,677	4,042	-3,336
부채비율	%	37.1	54.9	64.1	105.2	114.9	118.1

Top Picks: 에스앤에스텍

EUV 관련 기대감 지속

시장에서 주목하는 제품은 EUV 용 펠리클, EUV 용 블랭크마스크 2 가지이다. 2025 년 기준 각각의 시장 규모는 7,200 억원, 1.4 조원으로 추정된다. 동사의 경우 아직까지 관련 매출은 발생하고 있지 않지만 2024 년 펠리클을 시작으로 블랭크마스크까지 순차적으로 채택될 것으로 예상된다. 진입시에 실적 성장 잠재성은 상당히 크다. 주가 센터먼트도 지속 강세를 보일 것으로 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	십억원	54	61	84	87	98	122
yoy	%	-0.2	13.2	38.4	3.4	12.7	24.1
영업이익	십억원	2	5	11	11	13	18
yoy	%	-66.6	112.3	114.0	1.8	13.5	41.7
EBITDA	십억원	10	14	20	20	22	28
세전이익	십억원	3	4	10	11	12	17
순이익(지배주주)	십억원	3	5	10	11	11	18
영업이익률%	%	4.5	8.5	13.1	12.9	13.0	14.9
EBITDA%	%	18.1	22.5	23.5	22.8	22.2	22.7
EPS(계속사업)	원	159	234	512	545	536	817
배당수익률	%	1.2	1.3	0.4	0.2	0.3	0.6
ROE	%	4.1	5.9	12.0	8.8	6.8	9.6
순차입금	십억원	17	11	12	-40	-47	-35
부채비율	%	54.4	55.4	53.0	13.0	13.0	18.4

Top Picks: 아비코전자

DDR5 이제 궤도에 오르기 시작

DDR5 실적 반영 목전까지 온 것으로 보인다. 2H23 관련 매출 규모는 크진 않다. 본격 실적 반영은 1Q24 부터로 추정된다. 다만 주가 측면에서는 하반기부터 관련 기대감이 높아질 것으로 예상된다. DDR4 전환 당시 동사의 수혜를 상기할 필요가 있다. 전환율이 50%에 달하는 2025년까지 가파른 실적 성장을 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	124	148	165	167	208	269
yoy	%	0.6	19.0	11.5	1.1	24.9	29.2
영업이익	십억원	-2	3	11	12	30	46
yoy	%	-17.9	-260.3	269.7	4.6	155.0	54.4
EBITDA	십억원	3	7	17	19	40	59
세전이익	십억원	-1	6	11	12	30	47
순이익(지배주주)	십억원	-3	4	9	10	26	40
영업이익률%	%	-1.5	2.1	6.9	7.1	14.5	17.3
EBITDA%	%	2.5	4.8	10.3	11.4	19.1	21.9
EPS(계속사업)	원	-226	279	704	770	1,946	3,004
배당수익률	%	0.8	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
ROE	%	-2.6	3.6	8.4	8.4	18.6	23.4
순차입금	십억원	-48	-51	-39	-32	-37	-51
부채비율	%	22.2	34.4	26.0	28.3	28.8	29.6

IT 부품/전기전자 비중확대(유지)

코로나 이후의 수요 레벨 : IT 세트 판매량

부진한 IT 세트 판매량. 그러나
현재의 수요레벨은 코로나 이전의
통상적인 수준

2023 년 상반기 IT 소비 수요는 2022 년에 이어 여전히 크게 부진하다. 각 세트 및 브랜드별 판매량은 각각 전년대비 5~20% 감소했다. 2020~2021 년, 코로나 시기에 소비자들의 IT 기기 구매는 폭증했었다. 보복 소비와 재택활동에 영향이다. 그러나 코로나 2 년 동안의 IT 수요는 교체주기를 장기화시켰다. 산업과 기업들은 2023 년 세트 판매량을 지속적으로 하향하고 있다. 전망치 조정은 여전히 끝나지 않았다.

미중분쟁: 수혜주 vs 피해주

미중분쟁은 일부기업들에게는
피해가 아닌 반사수혜로 작용.
관련주 선별 필요

매크로(수요) 이슈를 제외하면 하반기 IT 산업의 가장 큰 변수는 미중분쟁이다. 2018 년 미국 정부의 중국 기업과 산업 규제 이후 한국 IT 산업에 호재로 작용했다. 미국, 유럽, 일본의 기업들은 중국의 부품 대신 경쟁업체인 한국 공급사들과 협력관계를 확대했다. 중국은 미국 반도체의 대안으로 한국 밸류체인을 선택했다.

국내 서플라이체인 다수에서는 이미 중국 생산과 부품 조달 비중을 축소하려는 움직임이 포착된다. 하반기에는 미미하겠으나 현재의 분쟁 상황이 심화될 경우 빠르면 24 년 상반기부터 생산과 조달에서 변화가 나타날 것이다. 고객사들의 입장에서는 원재료(부품) 가격이 상승하는 요인이겠으나 공급사들(서플라이체인 내 업체들)에게는 전방시장의 확대를 의미한다.

폴더블: 다섯 가지 성장 모멘텀

- ① 플립 5 디자인 변화
- ② 24 년 삼성의 전략변화
- ③ 중국 시장 개화
- ④ 폼팩터 다변화
- ⑤ 애플은 25 또는 26 년

폴더블 산업은 올해에도 다수의 관전포인트가 존재한다.

① 플립 5 디자인 변경에 따른 초기 예약판매 추이가 단기 주가의 성패를 결정할 것이다. ② 삼성전자는 2024 년 폴더블 증산 및 확장이 불가피하다. ③ 중화권 스마트폰 제조사들의 발 빠른 추격이 예상된다. 폴더블의 개화는 삼성전자가 만들고 있지만, 이미 일부 세부 스펙에서는 중국 경쟁사들의 선제적 채용이 나타난다. (물방울 힌지, 폴드 4 좌우 간격, 플립 대화면 전면패널 등) ④ 폼팩터 다변화가 유력하다. 대화면, 보급형모델, 투폴디드, 슬라이더블 등 다수의 폼팩터 개발 동향이 확인된다. 24 년 제품 확대 가능성이 있다. ⑤ 애플은 이미 시장진입이 미뤄지고 있다. 24 년 출시는 쉽지 않다. 25 년 출시가 확정된다면 23 년 하반기에는 부품 선정이 마무리되어야 한다. 아직 불투명하다. 애플의 출시가 늦어질수록 삼성전자로에게는 지난 15 년간 들어왔던 카피캣이라는 오명을 애플에게 넘겨줄 수 있는 절호의 기회다.

1H23 리뷰: 코로나로 높아진 우리의 눈높이

코로나 이후의 수요 레벨 : IT 세트 판매량

부진한 IT 세트 판매량. 그러나
현재의 수요레벨은 코로나 이전의
통상적인 수준

2023 년 상반기 IT 소비 수요는 2022 년에 이어 여전히 크게 부진하다. 각 세트 및 브랜드별 판매량은 각각 전년대비 5~20% 감소했다. 2020~2021 년, 코로나 시기에 소비자들의 IT 기기 구매는 폭증했었다. 보복 소비와 재택활동에 영향이다. 그러나 코로나 2 년 동안의 IT 수요는 교체주기를 장기화시켰다. 산업과 기업들은 2023 년 세트 판매량을 지속적으로 하향하고 있다. 전망치 조정은 여전히 끝나지 않았다.

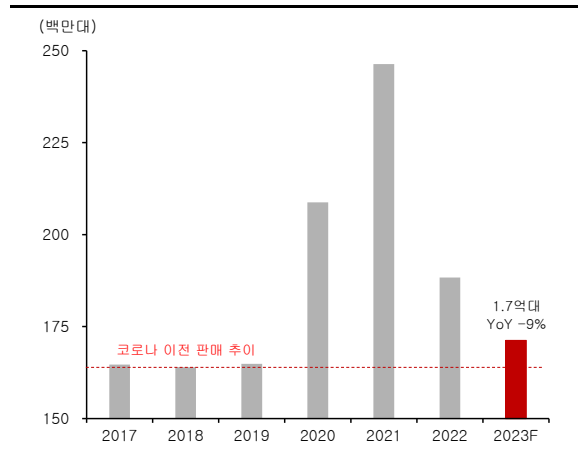
그러나 현재 판매량을 코로나 이전과 비교하면 크게 나쁘다고 말하기 어렵다. 코로나 시기보다 감소한 것이다. 코로나 이후의 IT 소비수요가 코로나 이전으로 돌아가는 것이라면, 판매량 급반등을 낙관하기 어렵다. 수요 회복이라는 가정은 눈높이가 여전히 코로나 시기에 머물러 있다는 것이다. 다만, 주요 세트의 역성장은 1~1.5 년 전에 시작됐다. 감소세는 (하락률 곡선) 완만해질 전망이다.

주요 세트 판매량 추이 및 전망

(백만대)	코로나 전			코로나			코로나 후		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	YoY	
스마트폰	1,508	1,432	1,413	1,300	1,358	1,198	1,188	-1%	구조적 역성장
태블릿	185	173	160	188	184	163	158	-3%	코로나 전으로 회귀
PC	270	260	256	290	325	250	220	-12%	구조적 역성장 코로나 전으로 회귀
데스크탑	105	100	90	80	80	65	60	-5%	
노트북	165	165	165	210	245	190	160	-14%	
서버	16	17	18	18	19	20	19	-1%	
TV	215	220	220	225	215	200	205	1%	코로나 전으로 회귀
프리미엄 TV			8	9	12	9	8	-14%	

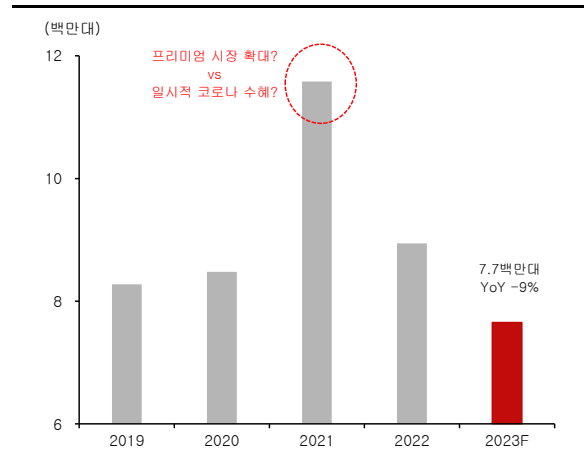
자료: SA, 언론자료, SK 증권 추정

노트북 출하량 및 전망



자료 : 언론자료, SK 증권

프리미엄 TV (\$1,500 이상) 출하량 및 전망



자료 : 언론자료, SK 증권

2H23 전망: 옥석가리기 필요

미중분쟁: 수혜주 vs 피해주

미중분쟁은 일부기업들에게는
피해가 아닌 반사수혜로 작용.
관련주 선별 필요

매크로(수요) 이슈를 제외하면 하반기 IT 산업의 가장 큰 변수는 미중분쟁이다. 2018 년 미국 정부의 중국 기업과 산업 규제 이후 한국 IT 산업에 호재로 작용했다. 미국, 유럽, 일본의 기업들은 중국의 부품 대신 경쟁업체인 한국 공급사들과 협력관계를 확대했다. 중국은 미국 반도체의 대안으로 한국 밸류체인을 선택했다.

국내 서플라이체인 다수에서는 이미 중국 생산과 부품 조달 비중을 축소하려는 움직임이 포착된다. 하반기에는 미미하겠으나 현재의 분쟁 상황이 심화될 경우 빠르면 24 년 상반기부터 생산과 조달에서 변화가 나타날 것이다. 고객사들의 입장에서는 원재료(부품) 가격이 상승하는 요인이겠으나 공급사들(서플라이체인 내 업체들)에게는 전방시장의 확대를 의미한다.

미중분쟁에 따른 한국 IT 산업 분류 : 수혜 제품 vs 피해 제품

수혜 제품	미중분쟁	피해 제품
2차전지		메모리 반도체
스마트폰 (삼성체인)		스마트폰 (애플체인)
카메라		수동소자 (MLCC)
메인보드		반도체 기판
디스플레이 (OLED)		장비
TV		중국 밸류체인

자료: SK 증권

과거 사례, 미중분쟁 규제 발생 시기의 주가 추이 : 2018~2019 년

(단위:)



자료 : QuantiWise, SK 증권

폴더블: 부품 가격 상승 이후의 모멘텀

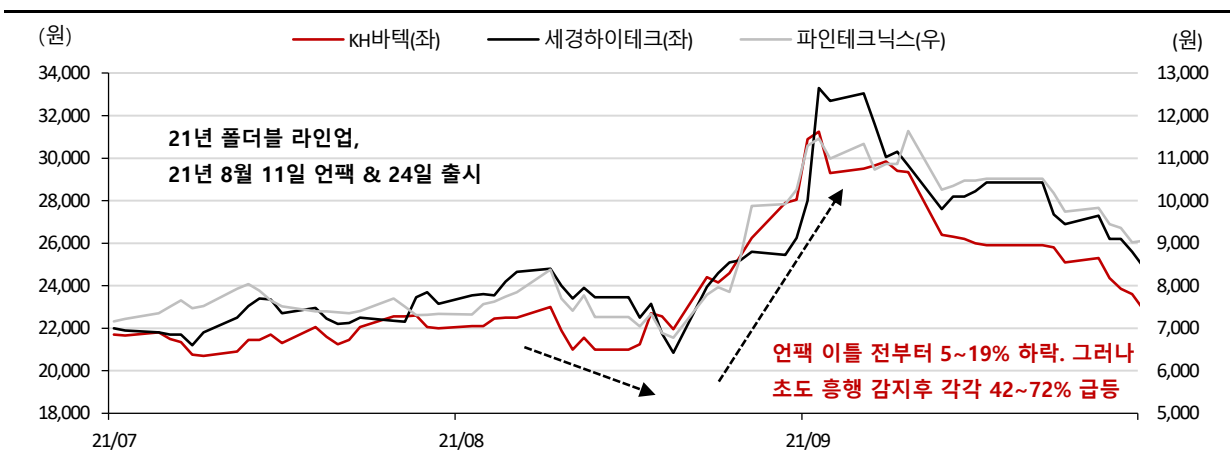
- ① 플립 5 디자인 변화
- ② 24년 삼성의 전략변화
- ③ 중국 시장 개화
- ④ 폼팩터 다변화
- ⑤ 애플은 25 또는 26년

폴더블 산업은 올해에도 다수의 관전포인트가 존재한다.

① 플립 5 디자인 변경에 따른 초기 예약판매 추이가 단기 주가의 성패를 결정할 것이다. ② 삼성전자는 2024년 폴더블 증산 및 확장이 불가피하다. ③ 중화권 스마트폰 제조사들의 발 빠른 추격이 예상된다. 폴더블의 개화는 삼성전자가 만들고 있지만, 이미 일부 세부 스펙에서는 중국 경쟁사들의 선제적 채용이 나타난다. (물방울 힌지, 폴드 4 좌우 간격, 플립 대화면 전면패널 등) ④ 폼팩터 다변화가 유력하다. 대화면, 보급형모델, 투폴디드, 슬라이더블 등 다수의 폼팩터 개발 동향이 확인된다. 24년 제품 확대 가능성이 있다. ⑤ 애플은 이미 시장진입이 미뤄지고 있다. 24년 출시는 쉽지 않다. 25년 출시가 확정된다면 23년 하반기에는 부품 선정이 마무리돼야 한다. 아직 불투명하다. 애플의 출시가 늦어질수록 삼성전자로에게는 지난 15년간 들어왔던 카피캣이라는 오명을 애플에게 넘겨줄 수 있는 절호의 기회다.

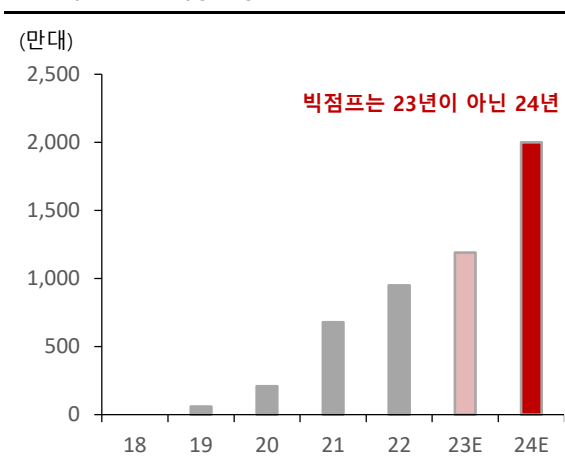
2021년, 폴더블 관련주 주가 추이 (플립 3 예약판매 흥행 전후)

(단위: 원)



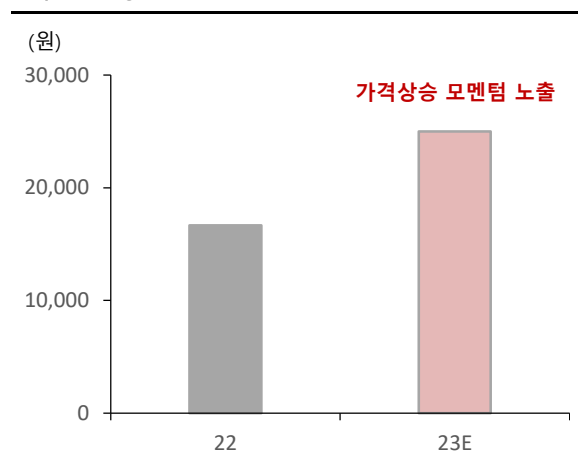
자료: Quantwise, SK 증권

삼성전자 폴더블 출하량 전망



자료: SK 증권 추정

힌지 ASP 전망



자료: SK 증권 추정

Top Picks: LG 이노텍

가장 편한 전기전자 대형주.
출하량 반등 기대 없어도 부품
업그레이드에 따른 가격 상승

가격 상승 모멘텀 주목

시장의 눈높이는 이미 낮아졌다. 2 분기 실적도 보수적인 환율가정으로 기대가 크지 않다. 주가는 낮아진 눈높이가 저점으로 작용해 완만하게 반등 중이다.

매년 2분기는 LG 이노텍을 주목해야하는 시기다. 투자포인트는 다음과 같다. ① 2분기 중하순부터 가동률이 상승한다. 지난 10 년간 2 분기 주가는 평균 12% 상승했다. ② 하반기에는 고사양 카메라들의 공급으로 ASP 상승이 재개된다. 폴디드줌과 4,800 만화소 카메라의 수출 우려가 있으나 과거 듀얼카메라와 3D 카메라 초도 공급 시기에도 수출 이슈는 존재했다. 이슈는 짧았고, 이후 실적 개선이 지속됐다. ③ 매출 성장은 2023 년을 넘어 2024 년에도 지속된다. 향후 2 년 실적 기준, 현재 반기(1H23)가 저점이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	9,542	14,946	19,589	18,291	20,204	21,106
yoy	%	19.6	56.6	31.1	-6.6	10.5	4.5
영업이익	십억원	681	1,264	1,272	999	1,277	1,357
yoy	%	43.0	85.6	0.6	-21.4	27.8	6.2
EBITDA	십억원	1,350	2,034	2,157	2,104	2,464	2,576
세전이익	십억원	443	1,193	1,135	959	1,266	1,384
순이익(지배주주)	십억원	236	888	980	719	949	1,038
영업이익률%	%	7.1	8.5	6.5	5.5	6.3	6.4
EBITDA%	%	14.1	13.6	11.0	11.5	12.2	12.2
EPS(계속사업)	원	13,981	37,137	41,275	30,379	40,104	43,872
배당수익률	%	0.4	0.8	1.6	1.5	1.5	1.5
ROE	%	10.2	30.9	25.9	15.7	17.9	16.7
순차입금	십억원	1,056	938	1,445	1,238	750	199
부채비율	%	148.7	133.6	129.6	117.7	101.6	86.1

2 차전지 비중확대(유지)

전례 없는 수준의 대규모 수주와 장기공급계약 모멘텀

2 차전지 상반기 주가:
JV와 우호적인 가격 계약, AMPC
등 호재 속출에 주가 급반등

2 차전지 산업의 호재의 연속이었다. ① 일부 ESS 배터리는 공급 부족 상황이었다. ② JV와 장기공급계약 뉴스가 속출했다. ③ 우호적인 가격 계약 관련 동향들이 감지된다. ④ 파격적인 미국의 자국 투자 유인책이 가시화됐다. 주가는 이를 반영해 지난해 연말 조정 이후 연초부터 가파르게 반등했다. 코로나 저점과 비교하면 최근 배터리 기업들의 주가는 200~250% 상승했고, 소재사들도 150~3,500% 올랐다. 밸류에이션 부담은 명확하다. 그러나 전례 없는 공급자 우위 업황이다.

공급자 우위 지속될 경우 수익성 상승 포착될 것

배터리 산업은 광물 시세 연동
계약으로 판가 변화 어려움.
수익성이 최대 주안점

배터리는 구조적으로 공급단가의 상승이 어렵다. 대부분의 고객사들과 공급사들은 '광물 시세와 배터리 판가 연동' 계약을 체결했기 때문이다. 현 시점에서 향후 수개월간 광물 가격은 하락세가 지속될 전망이다. 중국에서의 전기차 출하량 성장률 둔화와 단기 공급 증대 때문으로 풀이된다. 소재와 배터리의 가격도 동반 하락할 것이다. 그러나 광물 시세 연동 계약은 공급자에 유리한 구조다. 공급자가 불확실성을 피하고 수요자가 전담하게 된다. 공급사의 수익성을 보전하는 계약이다. 배터리 공급자들의 우위가 유지된다고 가정하면 가격이 오르지 못해도 기존 예상됐던 하락 경로보다 양호하고, 수익성은 유리한 방향으로 흘러갈 것이다. 영업이익률은 현재 2 차전지 산업에서 주목해야 하는 가장 중요한 투자지표다.

메모리 산업에는 서버 있었다면, 배터리 산업에는 ESS가 있다

배터리 산업은 광물 시세 연동
계약으로 판가 변화 어려움.
수익성이 최대 주안점

(배터리는 사용처별로 크게 IT 용, 전기차용, ESS 용으로 구분된다. ESS는 에너지저장장치(Energy Storage System)의 약자다. 발전됐으나 사용되지 못한 잉여 전력을 저장 후 필요할 때 공급해주는 대용량 배터리다.)

ESS는 전기차 전력 공급 안정화, 친환경, 에너지 안보의 핵심 인프라다. 동시에 배터리 공급부족을 심화시킬 요인이다. 이미 글로벌 시장규모는 전망치를 상회하기 시작했다. ① 자동차 산업의 온실가스 배출 비중은 25%에 불과하다. 에너지를 비롯한 다른 산업에서 탈탄소화가 필요하다. ② 전기차 확산의 걸림돌 중 한가지는 충전인프라다. 전기차를 움직이는 ESS로(V2G) 활용하면 된다. ③ 미국의 NEM 3.0 정책은 ESS 산업 성장의 티핑포인트가 될 것이다. ESS의 잠재력을 주목한다.

1H23 리뷰: 대규모 장기공급계약에 추가 급등

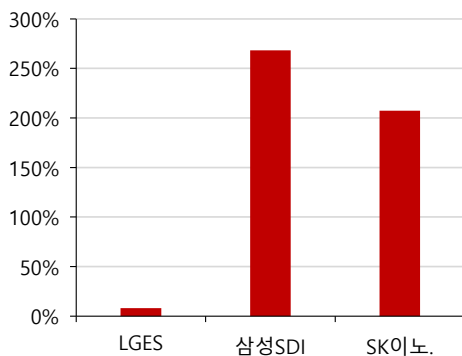
전례 없는 수준의 대규모 수주와 장기공급계약 모멘텀

2차전지 상반기 주가:

JV와 우호적인 가격 계약, AMPC 등 호재 속출에 주가 급반등

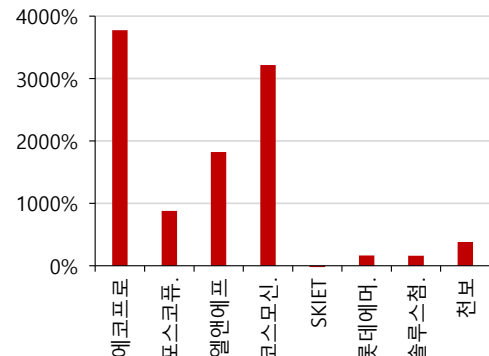
2차전지 산업의 호재의 연속이었다. ① 일부 ESS 배터리는 공급 부족 상황이었다. ② JV와 장기공급계약 뉴스가 속출했다. ③ 우호적인 가격 계약 관련 동향들이 감지된다. ④ 파격적인 미국의 자국 투자 유인책이 가시화됐다. 주가는 이를 반영해 지난해 연말 조정 이후 연초부터 가파르게 반등했다. 코로나 저점과 비교하면 최근 배터리 기업들의 주가는 200~250% 상승했고, 소재사들도 150~3,500% 올랐다. 밸류에이션 부담은 명확하다. 그러나 전례없는 공급자 우위 업황이다.

한국 배터리 셀 3사 주가 상승률



자료: QuantWise, SK 증권 / 주: LG 에너지솔루션은 상장 이후

한국 배터리 소재사 주가 상승률



자료: QuantWise, SK 증권 / 주: SKET는 상장 이후

국내 배터리 기업, 대규모 수주 & 장기공급계약

국내 기업	상대기업 (고객사)	법인명	지역	금액	캐파	지분율	가동목표일
LGES	GM	엘티엠셀즈	1 공장(오하이오)	23 억 달러	연 45GWh	50%	양산 중
	GM	엘티엠셀즈	2 공장(테네시)	20 억 달러	연 50GWh		2023년 하반기
	GM	엘티엠셀즈	3 공장(미시간)	3.62 조원	연 50GWh		2025년
	GM	엘티엠셀즈	4 공장(검토중)	-			
	혼다	L-H Battery	오하이오	44 억달러	연 40GWh	51%	2025년 말
	스텔란티스	NextStar Energy	캐나다 온타리오	50 억달러	연 45GWh		2025년 1분기
SK온	현대차	HU 그린파워	인도네시아	15.5 억달러	연 10GWh(향후 30GWh)	50%	2024년 상반기
	포드	Blueoval	1 공장(켄터키)	10.2 조원	43GWh	50%	2025년 상반기
			2 공장(켄터키)		43GWh		2025년 하반기
			3 공장(테네시)		43GWh		2025년 1분기
삼성 SDI	현대차	미정?	조지아주	6.5 조원	35GWh	50%	2025년 하반기
	스텔란티스	스타플러스	인디애나	25 억달러	연 23GWh	51%	2025년
포스코퓨처엠	GM(합의 단계)	-	미국	30 억달러	연 30GWh	50%	2026년
	화유코발트	절강포화(양극재)	중국 저장성	-	5000 톤 (향후 35,000 톤)	41%	가동 중
에코프로비엠	GM	절강화포(전극재)	중국 저장성	-		30%	가동 중
	GM	Ultium CAM	캐나다 퀘벡주	4 억달러	하이니켈양극재 연 3만톤	85%	25년 3월
에코프로비엠	삼성 SDI	에코프로이엠	CAM6 공장(포항)	1800 억원	하이니켈양극재 연 3.6만톤	60%	가동 중
			CAM7 공장(포항)	2520 억원	하이니켈양극재 연 5.4만톤		가동 중

자료: Dart, 언론자료, SK 증권

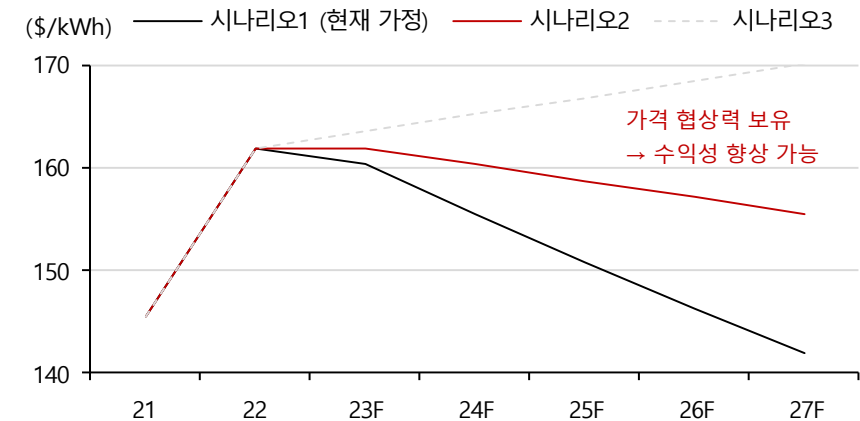
2H23 전망: 수익성 상향 여부 주목

배터리 산업은 광물 시세 연동
계약으로 판가 변화 어려움.
수익성이 최대 주안점

공급자 우위 지속될 경우 수익성 상승 포착될 것

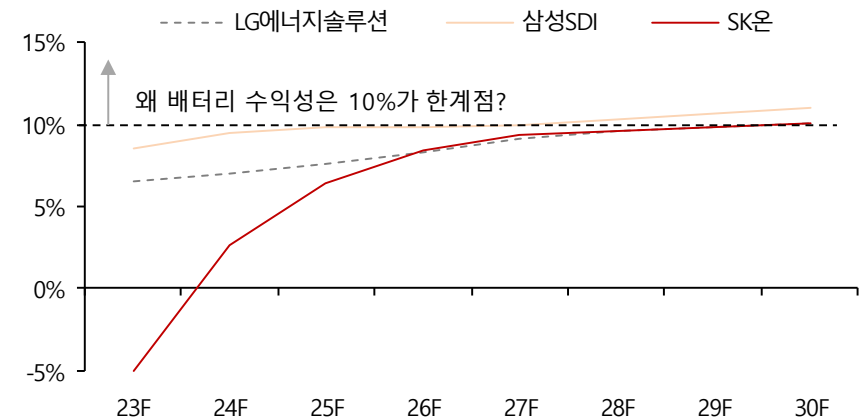
배터리는 구조적으로 공급단가의 상승이 어렵다. 대부분의 고객사들과 공급사들은 '광물 시세와 배터리 판가 연동' 계약을 체결했기 때문이다. 현 시점에서 향후 수개월간 광물 가격은 하락세가 지속될 전망이다. 중국에서의 전기차 출하량 성장률 둔화와 단기 공급 증대 때문으로 풀이된다. 소재와 배터리의 가격도 동반 하락할 것이다. 그러나 광물 시세 연동 계약은 공급자에 유리한 구조다. 공급자가 불확실성을 피하고 수요자가 전담하게 된다. 공급사의 수익성을 보전하는 계약이다. 배터리 공급자들의 우위가 유지된다고 가정하면 가격이 오르지 못해도 기존 예상됐던 하락 경로보다 양호하고, 수익성은 유리한 방향으로 흘러갈 것이다. 영업이익률은 현재 2 차전지 산업에서 주목해야 하는 가장 중요한 투자지표다.

시나리오별 배터리 공급단가 전망



자료: SK증권 추정 / 주: EV 90% & ESS 10%, 셀 25% & 모듈 75% 기준

국내 배터리 3사 영업이익률 전망 (AMPC 제외 기준)



자료: SK증권 추정 / 주: AMPC 미반영 기준

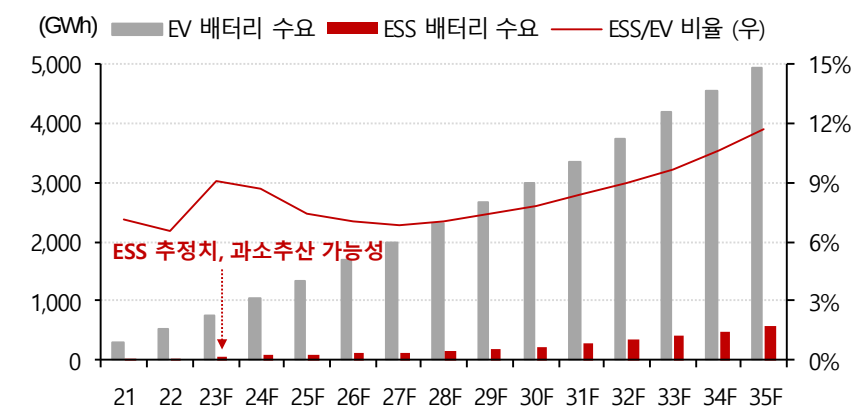
메모리 산업에는 서버 있었다면, 배터리 산업에는 ESS가 있다

배터리 산업은 광물 시세 연동
계약으로 판가 변화 어려움.
수익성이 최대 주안점

(배터리는 사용처별로 크게 IT 용, 전기차용, ESS 용으로 구분된다. ESS는 에너지저장장치(Energy Storage System)의 약자다. 발전됐으나 사용되지 못한 잉여 전력을 저장 후 필요할 때 공급해주는 대용량 배터리다.)

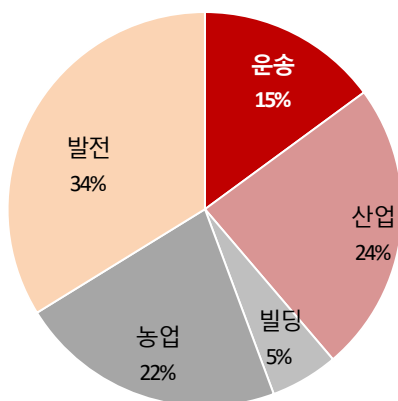
ESS는 전기차 전력 공급 안정화, 친환경, 에너지 안보의 핵심 인프라다. 동시에 배터리 공급부족을 심화시킬 요인이다. 이미 글로벌 시장규모는 전망치를 상회하기 시작했다. ① 자동차 산업의 온실가스 배출 비중은 25%에 불과하다. 에너지를 비롯한 다른 산업에서 탈탄소화가 필요하다. ② 전기차 확산의 걸림돌 중 한가지는 충전인프라다. 전기차를 움직이는 ESS로 (V2G) 활용하면 된다. ③ 미국의 NEM 3.0 정책은 ESS 산업 성장의 티핑포인트가 될 것이다. ESS의 잠재력을 주목한다.

배터리 수요: ESS vs EV



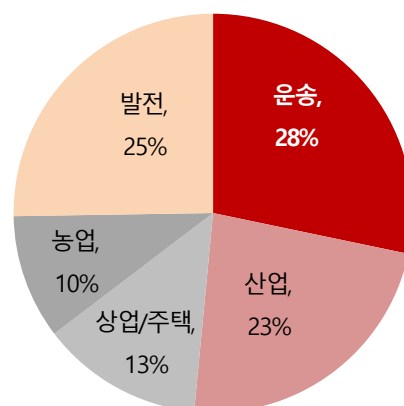
자료: 산업자료, SK증권 추정

글로벌, 섹터별 온실가스 배출 비중 (2020년)



자료: IPCC, SK증권

미국, 섹터별 온실가스 배출 비중(2021년)



자료: US EIA, SK증권

Top Picks: SK 온

2 차전지 투자전략: 후발주자의 실적 레버리지 효과

밸류에이션 부담이 크다. 2 차전지 산업도 IT 처럼 옥석가리기가 필요하다. ① 셀은 상대적으로 PER 로 설명이 가능하다. ② 확정된 계약이 많지 않은 제품/기업군이 향후 수주 시 모멘텀 강도가 더 클 것이다. ③ 각 제품별로 후발주자의 실적레버리지 효과를 주목한다. 배터리/소재 서플라이체인에서는 SK 온이 수출 안정에 성공할 경우 가장 가파른 실적 반등이 기대된다.

적정 시가총액은 34.5 조원이라 추산된다. 27 년 순이익에 PER 10 배를 반영해 산출했다. 동사는 올해 초 25.2 조원(신주, 기타주식 포함)의 기업가치로 자본을 조달했다. 25.2 조원 기준 PER 은 24E 70 배, 25E 17 배, 26E10 배, 30E 6 배에 불과하다. 2 차전지 중 몇 안되는 PER 로 가치평가가 가능한 기업이다. 적정 시가총액은 향후 수출 향상이 확인되는 구간에 지속적으로 상향 계획이다. IT 산업에서 수출은 자본여력과 시간의 싸움이다. 2 차전지 섹터 내 가장 돋보인다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	1,064	7,618	14,685	20,799	31,833
yoy	%	-	616.0	92.8	41.6	53.1
영업이익	십억원	-314	-1,073	-117	1,554	3,902
yoy	%	-	241.9	-89.1	-1,425.1	151.1
EBITDA	십억원	-245	-667	557	2,743	5,523
세전이익	십억원	-320	-1,193	-307	1,285	3,490
순이익(지배주주)	십억원	-247	-1,076	-301	1,010	2,744
영업이익률%	%	-29.5	-14.1	-0.8	7.5	12.3
EBITDA%	%	-23.0	-8.8	3.8	13.2	17.3
EPS(계속사업)	원	-385	-1,676	-	-	-
배당수익률	%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	%	-6.3	-24.8	-5.6	15.5	32.7
순차입금	십억원	2,914	7,249	13,309	18,389	20,570
부채비율	%	166.9	258.1	293.1	341.6	330.4

인터넷 비중확대(유지)

본업이 방어했으나 비용에서 엇갈린 실적

광고 수익 감소, 커머스 성장 지속
그러나 비용 통제에서 엇갈린
실적

상반기 NAVER와 카카오는 핵심 사업의 전방 산업 성장률이 둔화되고 있음에도 불구하고 본업이 견조하게 방어했다. 디스플레이 광고는 NAVER -13.1%, 카카오 톡비즈 광고 +0.9%로 부진했으나 광고 효율이 상대적으로 높은 검색 광고는 +5.3%로 선방했다. 커머스 사업은 회복세를 보이고 있다. 카카오 거래형 매출은 +24.8%, NAVER는 포시마크 편입 효과로 +45.5% 성장, 제외 시 +16.7%로 성장 지속했다. 브랜드스토어, KREAM, 여행&예약 등 수수료를 높은 사업의 비중이 높아지며 커머스 성장을 이끌었다. 비용은 상당히 엇갈렸다. NAVER는 작년 하반기부터 진행한 비용 효율화 작업이 1분기부터 효과가 나타나기 시작했으나 카카오는 콘텐츠 부문 마케팅비 증가, AI 관련 기술 개발/투자 비용 집행 영향으로 큰 폭의 이익 역성장을 보였다.

하반기 광고 성수기 진입, AI 사업 구체화로 주가 회복 기대

업종 전반 비용 효율화 기조
지속되며 이익률 개선될 것

하반기 광고 성수기 진입으로 상반기대비는 반전된 분위기를 확인할 수 있을 것이다. 2분기부터 광고주 집행이 재개되며 회복세를 보이고 있다. 다만 브랜딩 수요가 높은 디스플레이 광고보다 광고 효율이 높은 검색 광고가 상대적으로 선방하는 모습이 보일 것이다. 카카오가 올해 중요한 목표로 삼고 있는 카카오톡의 개편이 본격화되며 비즈보드 광고 확대, 톡채널도 광고주 수가 증가하며 톡비즈 광고 성장을 이끌 전망이다. 또한 AI 사업이 구체화되며 관련 모멘텀이 반영될 수 있을 것으로 기대된다. NAVER는 여름 중 하이퍼클로바X를 공개하고, 네이버 쇼핑/페이/지도 등의 기존 서비스와 유기적으로 연동을 계획하고 있다. 카카오는 카카오프레인을 통해 AI 파운데이션 모델 구축, 버티컬 서비스를 출시할 계획이다. 업종 전반적인 신규 인력 채용 조절과 마케팅비 효율화 기조가 유지되고 있어 본격적인 외형 성장 재개와 맞물리는 하반기에는 두 자리 수 이익 성장이 시현될 전망이다. 이익률 개선에 따라 주가도 점진적인 회복세에 접어들 것으로 전망된다.

Analyst 남효지
hjnam@sk.com / 3773-9288

1H23 리뷰: 사업 전반 성장률 둔화, 비용은 효율화

본업이 굳건히 지켜주었다

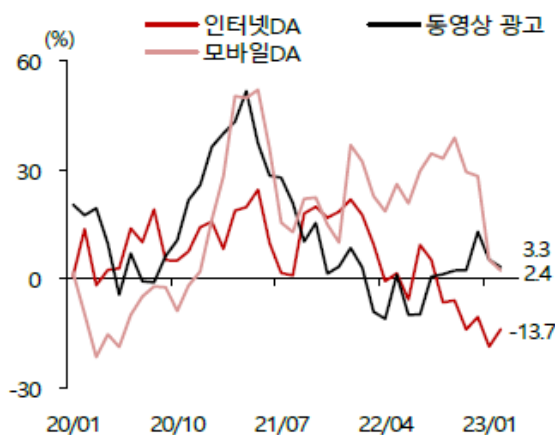
광고 방어, 커머스 성장 지속 비용 효율화 기초 유지

상반기 NAVER와 카카오는 핵심 사업의 전방 산업 성장률이 둔화되고 있음에도 불구하고 본업이 견조하게 방어했다. 특히 광고 시장이 크게 역성장하며 인터넷 업체들에게 큰 영향을 미쳤다. 1분기 온라인/모바일 DA 성장률은 전년동기대비 각각 -14.6%, +4.0%로 성장률이 크게 둔화되었다. 이에 NAVER의 DA는 -13.1%, 카카오 비즈보드는 전년 대비 역성장, 톡비즈 광고 성장률은 +0.9%에 그쳤다. 다만 확실한 타겟층이 있어 광고 효율이 상대적으로 높은 검색 광고의 경우 +5.3%(NAVER)로 방어했다.

커머스 사업은 회복세를 보이고 있다. 카카오 선물하기 거래액은 높았던 기저 영향으로 성장률 둔화, 거래형 매출은 +24.8% 성장. NAVER는 포시마크 편입 효과로 +45.5% 성장, 제외 시 +16.7%로 성장 지속했다. 브랜드스토어, KREAM, 여행&예약 등 수수료율 높은 사업의 비중이 높아지며 커머스 성장을 이끌었다.

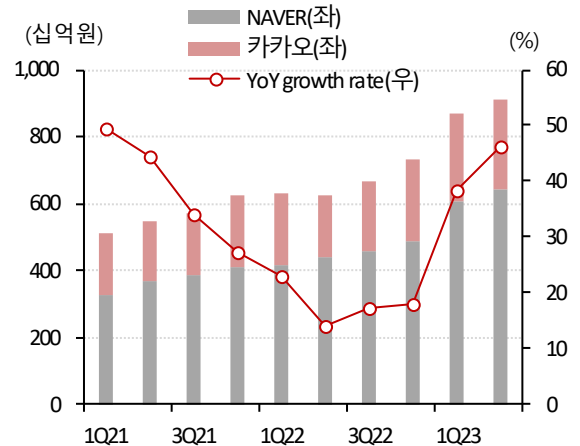
비용은 상당히 엇갈렸다. NAVER는 작년 하반기부터 인건비와 마케팅비를 효율적으로 집행하고 있고, 올해 1분기부터 그 효과가 실적으로 나타나기 시작했다. 카카오는 콘텐츠 부문 마케팅비 증가, AI 관련 기술 개발/투자 비용 집행 영향으로 큰 폭의 이익 역 성장을 보였다.

온라인/모바일 디스플레이 광고 성장세 둔화



자료 : 리서치앤드, SK 증권

커머스 성장 회복 중



자료 : NAVER, 카카오, SK 증권

2H23 전망: 연말로 갈수록 편안

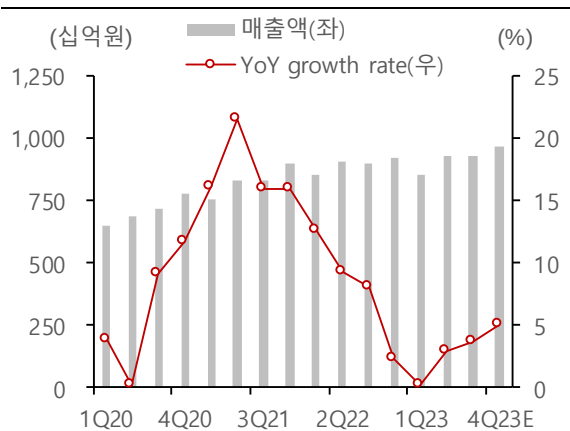
다시 두 자리 수 이익 성장을 보게 될 것

1) 광고 회복

하반기 광고 성수기 진입으로 상반기대비는 반전된 분위기를 확인할 수 있을 것이다. NAVER의 검색 광고는 상반기 성장률이 둔화되었지만 주요 글로벌 검색 광고 사업자들의 성장률을 상회하며 견조한 모습을 보였고, 하반기에도 서비스 강화로 성장세를 어갈 것이다. 2분기부터 검색의도에 따라 맞춤형 결과를 제공하는 스마트 블록을 본격적으로 확대한다. 텍스트뿐만 아니라 이미지 등 멀티미디어로 확장하고 세분화된 주제 카테고리들을 선보이며 이용자들의 검색 의도를 빠르게 파악할 수 있도록 검색 화면을 개편했다. 디스플레이 광고도 오픈톡, 이슈톡 등 커뮤니케이션 서비스와 숏폼 등 콘텐츠를 강화하고, 개인화된 광고를 내보내며 매체 경쟁력을 제고하며 성장세를 회복할 것이다.

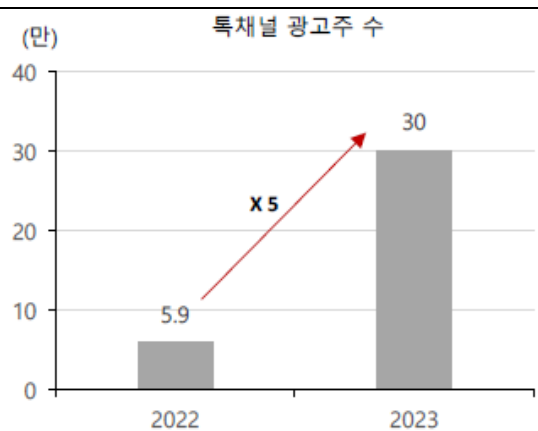
하반기에는 카카오가 올해 중요한 목표로 삼고 있는 카카오톡의 개편이 본격화된다. 채팅방 중심으로 이뤄지던 기존의 커뮤니케이션 방식을 세분화해 대화 대상과 관계에 초점을 둔 커뮤니케이션 기능을 제공할 예정이다. 1) 친구탭 DAU 확대, 2) 오픈채팅 탭 활성화, 3) 톡 채널 강화를 추진한다. 친구탭과 오픈채팅 비즈보드 광고 확대로 비즈보드 일 평균 매출은 작년 11억원에서 올해 13억원으로 증가할 전망이다. 톡채널도 광고주 수와 발송 건 수 증가하며 톡비즈 광고 성장을 이끌 전망이다.

서치플랫폼 실적 추이 및 전망



자료 : NAVER, SK증권

카카오, 톡채널 광고주 수 확대할 것



자료 : 언론 보도, SK증권

2) AI 사업 구체화

NAVER 는 여름 중 하이퍼클로바 X 를 공개할 예정이다. 하이퍼클로바의 강점은 한국어에 최적화된 언어 모델이라는 점인데, GPT-3보다 한국어 데이터를 6,500배 이상 학습했다. 한국어, 법, 제도, 문화 등을 원활하게 이해할 수 있는 능력을 가지고 있다. 하이퍼클로바를 기반으로 한 검색 서비스인 SearchGPT 는 이용자가 검색 목적에 달성할 수 있게 최적의 경로를 안내한다. SearchGPT 는 1) 정보의 신뢰성, 2) 네이버 서비스와의 연결성, 3) 멀티모달을 중점으로 두고 개발이 진행되고 있다. 정보 교차 검증과 사용자 피드백을 통해 정보의 신뢰성을 갖추고, 네이버 쇼핑/페이/지도 등의 기존 서비스와 유기적으로 연동을 계획하고 있다. 또한 이미지, 음성, 동영상 등 형태로 검색어 입/출력을 지원해 상품 검색에 소요되는 시간을 단축할 수 있다. 하이퍼클로바가 포함된 Future Tech R&D 부문의 작년 실적은 매출액 409억원, 영업손실 2,492억원을 기록했으나 올해는 수익 모델을 강화해 서비스를 키워나갈 것이다.

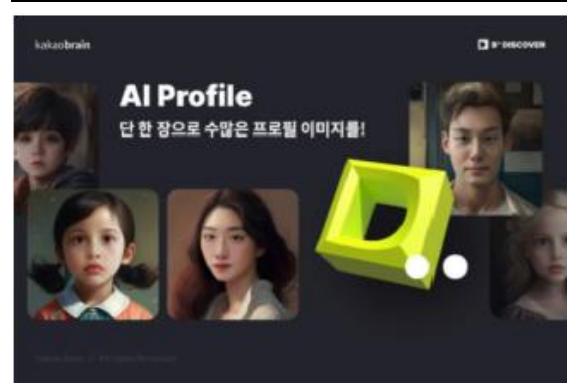
카카오는 카카오프레인을 통해 AI 파운데이션 모델 구축, 버티컬 서비스를 출시할 계획이다. 이미지 생성 모델인 갈로를 활용해 AI 프로필 생성, 카카오톡 배경 사진을 만드는 서비스를 제공하고 있다. 연내 B2B 사업 AI 비서 조르디, 소상공인의 광고 카피 작성을 도와주는 모델 등의 출시를 계획하고 있다.

하이퍼클로바, 한국어 능력이 강점



자료 : 각 사, SK 증권

갈로 기반 B^DISCOVER의 AI 프로필 생성 기능



자료 : 언론 보도, SK 증권

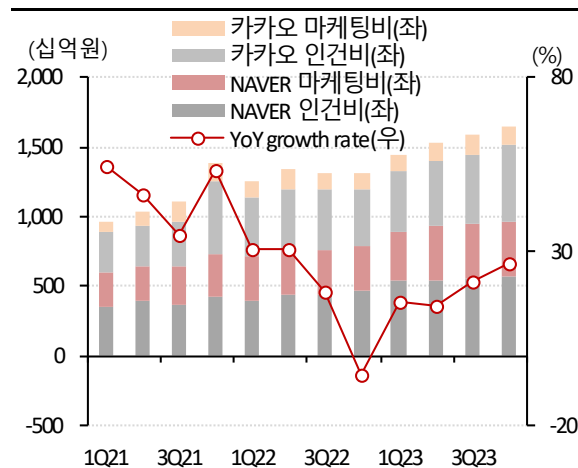
3) 비용 정상화에 따른 본격적인 이익 턴어라운드 시작

1 분기 NAVER 는 포시마크 연결 영향을 제외하고는 인건비 증가도 제한적, 포시마크와 콘텐츠 사업의 마케팅비 축소 기조도 유지되며 포시마크 제외 시 서치플랫폼+커머스 통합 마진은 QoQ +3.5%p 개선되었고, 콘텐츠 사업 적자도 축소되었다. 영업비용 효율화로 웹툰 사업은 적자 폭을 축소하며 4 분기 EBITDA 흑자전환을 목표로 하고 있다. AI 로 기투자된 부분이 있기 때문에 올해 크게 증가할 요인은 없다. 하반기로 가수록 코어 마진 회복, 비용 효율화 효과가 나타나며 점진적 이익 성장을 전망한다.

카카오는 톡 개편 효과로 톡 비즈니스의 견조한 성장은 지속된다. 다만 데이터센터 다중화 작업에 따른 인프라 비용 증가, CAPEX 증가로 상각비 부담이 가중되고 AI 에 대한 투자가 확대되며 뉴이니셔티브 관련 비용은 작년보다 약 1,000~1,500 억원 증가한다. 2 분기부터 에스엠이 연결 반영되지만 AI 관련 비용 증가가 이를 상쇄한다. AI 개발 속도와 카카오톡 개편 성과를 확인할 필요가 있다.

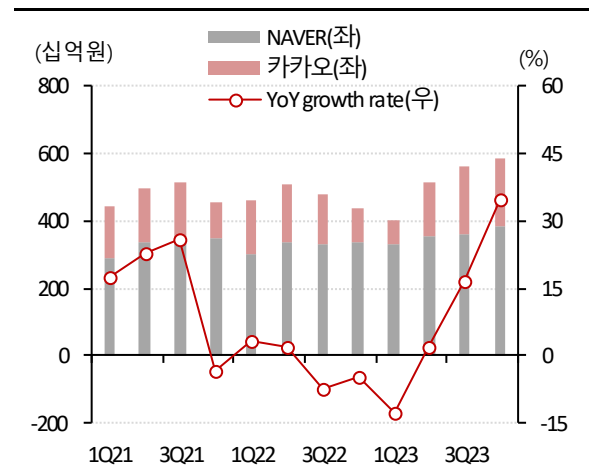
업종 전반적인 신규 인력 채용 조절과 마케팅비 효율화 기조가 유지되고 있어 비용 증가는 크지 않다. 작년 하반기부터 비용 효율화 작업이 진행 중이기 때문에 본격적인 외형 확대와 맞물리는 하반기에는 두 자리 수 이익 성장이 시현될 전망이다.

네이버, 카카오 합산 분기 인건비+마케팅비 추이 및 전망



자료 : NAVER, 카카오, SK 증권

네이버, 카카오 합산 분기 영업이익 추이 및 전망



자료 : NAVER, 카카오, SK 증권

Top Pick: NAVER

차곡차곡 쌓아온 포텐이 빛을 발할 것

하반기 광고 성수기에 진입하며 광고 회복, 커머스는 수수료율이 높은 KREAM, 여행 & 예약, 브랜드스토어 등 버티컬 서비스를 확장하며 견조한 성장이 지속될 것이다. 포시마크도 마케팅비 최적화 노력으로 상반기 EBITDA 흑자전환 달성, 4월부터는 라이브 기능과 광고 상품을 도입해 수익 모델을 확장하고 있어 하반기에는 이익 기여도 기대해볼 수 있다. 하반기에는 코어 마진 회복, 비용 효율화 효과가 나타나며 점진적 이익 성장을 전망한다. 영업비용 효율화로 웹툰 사업은 적자 폭을 축소하며 4분기 EBITDA 흑자전환을 목표로 하고 있고, AI 관련해서는 이미 투자된 부분이 있기 때문에 올해 크게 증가할 요인은 없다.

AI 관련 모네타밍도 반영될 수 있다. 3분기 하이퍼클로바 X 를 기반으로 한 서비스들의 공개가 예상된다. OpenAI 의 GPT-4 에 대응하는 모델로 글로벌 최대규모 한국어 학습 능력을 보유했고, 타사대비 1/4 절감된 비용으로 운영 가능하다. 검색뿐만 아니라 쇼핑, 여행&예약, 지식인 서비스 등에 적용하여 B2C 서비스를 강화하고 웹스에 접목해 B2B 서비스도 선보인다. 추가적으로 야후재팬에 검색 광고와 스마트스토어 솔루션 도입 효과도 확인할 수 있을 것으로 기대되어 3Q23 부터는 두 자리 수 이익 성장이 가능할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	5,304	6,818	8,220	9,952	11,203	12,763
yoy	%	21.8	28.5	20.6	21.1	12.6	13.9
영업이익	십억원	1,215	1,325	1,305	1,433	1,659	1,905
yoy	%	5.2	9.1	-1.6	9.8	15.7	14.8
EBITDA	십억원	1,711	1,759	1,866	2,000	2,283	2,603
세전이익	십억원	1,634	2,126	1,084	1,167	1,567	1,810
순이익(지배주주)	십억원	1,002	16,490	760	755	1,045	1,207
영업이익률%	%	22.9	19.4	15.9	14.4	14.8	14.9
EBITDA%	%	32.3	25.8	22.7	20.1	20.4	20.4
EPS(계속사업)	원	7,903	9,082	4,634	4,603	6,369	7,358
배당수익률	%	0.1	0.1	0.5	0.5	0.5	0.6
ROE	%	15.2	106.7	3.3	3.3	4.4	4.8
순차입금	십억원	-1,919	399	242	432	352	1,102
부채비율	%	106.1	40.2	44.6	46.6	47.9	49.7

미디어 비중확대(유지)

좋았던 게 없었던 상반기

TV 광고 역성장 폭 컸고, 편성
연기, 슬랏 감소로 제작 또한 부진

1 분기 TV 광고 시장은 30% 이상 역성장하며 최근 5 년 내 가장 어려운 시기를 보냈다. 채널 광고 수익 감소로 방송사들은 드라마 슬랏을 축소하고 편성 연기, 제작비 규모가 작은 예능이나 다큐멘터리로 대체했다. 이에 제작 시장도 영향을 받았는데, 상반기 제작에 들어갈 예정이었던 작품들은 인건비 증가, 계약 연기 등으로 제작이 미뤄졌고, 편성 예정이었던 작품들도 방송사들의 슬랏 축소로 다수 하반기로 미뤄졌다. OTT 상황도 녹록치 않다. 국내 최대 가입자를 보유하고 있는 넷플릭스도 글로벌 가입자 성장 둔화, tving 과 WAVVE 같은 토종 OTT 들은 가입자 성장이 정체되며 콘텐츠 투자가 지속될 수 있을지에 대한 우려가 빚어졌다.

하반기 기대작 방영, 해외 유통 증가로 실적과 주가 함께 UP

기대작 다수 방영 예정
플랫폼 다변화 효과 나타나며
실적과 주가 동반 상승할 것

TV 광고는 서서히 회복하고 있다. 콘텐츠 경쟁력 강화로 시청률과 패키지 단가 상승이 나타나고 있고, 하반기 주요 TV 콘텐츠 방영으로 TV 광고는 4 분기로 갈수록 회복세를 보일 것으로 예상된다. 이에 따라 채널 드라마 슬랏도 일부 회복이 예상된다. 주요 기대작들도 하반기부터 공개되기 시작한다. 스튜디오드래곤의 <눈물의 여왕>, <경성크리처>, 콘텐츠리중앙의 <킹더랜드>, <D.P. 2>, SBS <악귀>, 스튜디오앤뉴 <무빙> 등이 예정되어 있다. 스튜디오드래곤은 작년 말 넷플릭스와 재계약을 진행했고, 최근 디즈니 플러스와도 공급 계약을 체결한 것으로 알려졌다. 또한 올해부터 아마존프라임 등 해외 OTT 향 공급이 확대되며 하반기부터는 플랫폼 다변화 효과가 본격적으로 나타날 것으로 기대된다. 작년에 인수한 해외 제작사들의 실적도 개선된다. 상반기 작품 공급이 미진했으나 하반기에는 fifth season 16 편, wiip 1~2 편 공급이 예정되어 있다. 계획대로 이행된다면 해외 제작사들의 실적은 큰 폭으로 개선될 것이다. 상반기는 미디어 업종이 소외되며 주가 수익률이 부진했으나, 하반기 기대작 방영, 해외 유통 증가로 실적 회복과 함께 주가도 재차 반등할 수 있을 것으로 기대된다.

Analyst 남효지
hjnam@sk.com.kr / 3773-9288

1H23 리뷰: 최악의 시기를 보낸 TV 광고

콘텐츠 방영 미진, OTT 가입자 증가세도 둔화

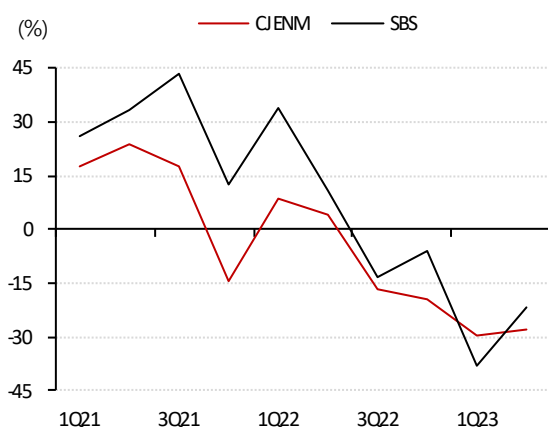
TV 광고 시장 30% 수준 역성장 편성 딜레이, 슬랏 감소로 이어짐

작년 하반기부터 경기 둔화에 대한 우려로 TV 광고 집행이 축소되기 시작했고, 올해 상반기는 최근 5년 내 가장 어려운 시기였다. 특히 연초에는 작년 말 광고비 선집행 영향으로 1분기 방송사들의 TV 광고 수익 성장률은 CJ ENM -29.7%, SBS -38.0%를 기록하며 역성장 폭이 크게 나타났다. TV 광고는 방송사들의 주요한 수익이고, 콘텐츠 제작 재원이기 때문에 방송사뿐만 아니라 콘텐츠를 공급하는 제작사에게도 상당히 중요하다. 채널 광고 수익 감소로 방송사들은 드라마 편성 슬랏을 축소하고, 이를 제작비가 적게 소요되는 예능이나 다큐멘터리 등으로 대체하기도 했다.

콘텐츠 제작도 영향을 받았다. 상반기 제작에 들어갈 예정이었던 작품들은 캐스팅 불발, 계약 연기 등으로 제작이 미뤄졌고, 편성 예정이었던 작품도 방송사들의 슬랏 축소 영향으로 하반기로 미뤄지는 현상이 나타났다.

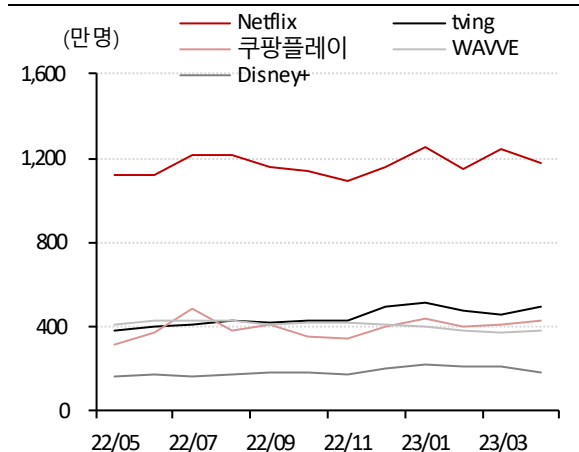
국내외 OTT 상황도 녹록치 않았다. 넷플릭스의 가입자 성장 둔화, tving 과 WAVVE도 가입자 정체와 커져가는 적자에 작년과 같은 콘텐츠 투자가 지속될 수 있을지에 대한 우려가 빚어졌다.

TV 광고 수익 성장률 추이



자료 : 각 사, SK 증권

국내 서비스 중인 OTT의 MAU 추이



자료 : 언론 보도, SK 증권

2H23 전망: 풍성한 볼거리가 기다린다

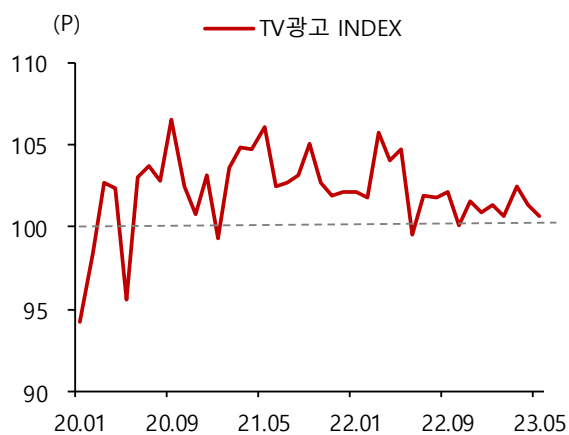
오랫동안 기다려온 기대작들의 방영 시작

TV 광고는 서서히 회복하고 있다. 4월부터는 TV 콘텐츠 경쟁력 강화로 시청률과 패키지 단가 상승이 나타나고 있고, 하반기 주요 TV 콘텐츠 방영으로 TV 광고는 4 분기로 갈수록 회복세를 보일 것으로 예상된다. 이에 따라 채널 드라마 슬랏도 일부 회복이 예상된다.

주요 기대작들도 하반기부터 공개되기 시작한다. 스튜디오드래곤의 <눈물의 여왕>, <경성크리처>, <형사록 S2>, <도적: 칼의 소리>, 콘텐츠리중앙의 <킹더랜드>, <D.P. 2>, SBS <악귀>, 스튜디오엔뉴 <무빙>, 팬엔터테인먼트 <돌풍>, <반짝이는 워터멜론>, 래몽래인 <마에스트라> 등이 예정되어 있다. 스튜디오드래곤은 작년 말 넷플릭스와 재계약을 진행했고, 최근 디즈니플러스와도 공급 계약을 체결한 것으로 알려졌다. 또한 올해부터 아마존프라임 등 해외 OTT 향 공급이 확대되며 하반기부터는 플랫폼 다변화 효과가 본격적으로 나타날 것으로 기대된다.

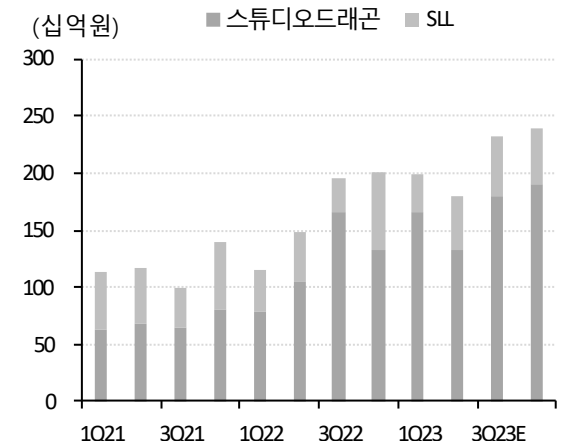
작년에 인수한 해외 제작사들의 실적도 개선된다. 상반기 wiip1 개, Fifth season 6 개로 작품 공급이 미진했으나 하반기에는 fifth season 16 편, wiip 1~2 편 공급이 예정되어 있다. 계획대로 이행된다면 이들의 실적은 큰 폭으로 개선될 것이다.

TV 광고 KAI index



자료 : KOBACQ, SK 증권

스튜디오드래곤, SLL 유통 수익 확대



자료 : 각 사, SK 증권

하반기 콘텐츠 예상 라인업

	채널	타이틀	방송일	연출	작가	주연	제작사
스튜디오 드래곤	tvN	이로운 사기	5.29~7.18	이수현	한우주	천우희, 김동욱	스튜디오드래곤
	tvN	이번 생도 잘부탁해	6.17 ~7.23	이나정	최영림	신혜선, 안보현	스튜디오드래곤, 스튜디오화인컷
	ENA	마당이 있는 집	6~	정지현	지아니	김태희, 임지연	스튜디오드래곤, 도로시
	tvN	경이로운 소문 2	7.29 ~9.3	유선동	김새봄	조병규, 유준상	베타엔크레이터스
	tvN	소용없어 거짓말	7~	서정은	남상우	김소현, 황민현	스튜디오드래곤, 슈퍼문픽쳐스
	Disney+	형사록 시즌 2	7~	한동화	임창세	이성민, 친구	스튜디오드래곤, 슬링샷스튜디오, 점필름
	Netflix	아스날연대기 시즌 2	9.9~10.15	김광식	김영현	이준기, 신세경	스튜디오드래곤, KPI
	Netflix	셀러브리티	-	김철규	김이영	박규영, 강민혁	스튜디오드래곤, 김중학프로덕션, 하우픽쳐스
	Netflix	도적: 칼의 소리	3Q23	황준혁	한정훈	김남길, 서현	스튜디오드래곤, 바람픽쳐스, 얼반웍스엔터
	tvN	눈물의 여왕	12~	장영우	박지은	김수현, 김지원	스튜디오드래곤, 문화창고, 쇼너너스
	Netflix	스위트홈 시즌 2	4Q23	이응복	-	송강, 이시영	스튜디오드래곤, 스튜디오 N
	Netflix	이두나!	4Q23	이정호	장유하	수지, 양세종	스튜디오드래곤, 쇼너너스, 스튜디오앤
	Netflix	경성크리처 시즌 1	4Q23	정동윤	강은경	박서준, 한소희	글엔그림, 스튜디오드래곤, 카카오엔터테인먼트
	tvN	반짝이는 워터멜론	-	손정현	진수완	려운, 최현욱	스튜디오드래곤, 팬엔터테인먼트
	tvN	플레이어: 곤들의 전쟁	-	-	신재형	오연서, 송승헌	스튜디오드래곤
콘텐츠리 중앙	JTBC	피타는 연애	6.14 ~8.3	박광춘	권희경	남규리, 김민석	JTBC 스튜디오, 퍼플렛츠필름, BA 엔터테인먼트
	JTBC	킹더랜드	6.17~8.6	임현욱	최롬	이준호, 임윤아	엔피오엔터테인먼트, SLL, 바이포엠스튜디오
	Wawe	악귀	6~	이정림	김은희	김태리, 오정세	스튜디오 S, BA 엔터테인먼트
	tvN	경이로운 소문 2	7.29 ~9.3	유선동	김새봄	조병규, 유준상	베타엔크레이터스
	Netflix	D.P. 시즌 2	7~	한준희	김보통	정해인, 구교환	클라이맥스스튜디오
	JTBC	힘쎈여자 강남순	9~	김정식	백미경	이유미, 김정은	바른손 E&A, 스토리퍼닉스, SLL
	Netflix	너의 시간 속으로	3Q23	김진원	최효비	안호섭, 전여빈	엔피오엔터테인먼트, 리안컨텐츠, 스튜디오플로우
	Amazon Prime	The Summer I Turned Pretty 2	3Q23	-	-	Lola Tung	wjip productions
	Netflix	정신병동에도 아침이 와요	4Q23	이재규	이남규	박보영, 연우진	SLL, 필름몬스터
	JTBC	닥터 슬럼프	-	오현종	백선우	박형식, 박신혜	SLL, 하이지움스튜디오
	JTBC	힙하게	-	김석윤	이남규	한지민, 이민기	스튜디오퍼닉스, SLL
	JTBC	기적의 형제	-	박찬홍	김지우	정우, 배현성	MJ, SLL
	ENA	악인전기	-	김정민	-	신하균, 김영광	필름몬스터
	JTBC	끝까지 간다	-	박진석	정희선	이지아, 강기영	SLL, 하우픽쳐스, 드라마하우스스튜디오
	JTBC	이 연애는 불가항력	-	남기훈	노지설	로운, 조보아	SLL, 씨제스 엔터테인먼트
	TVING	이재, 곧 죽습니다	-	하병훈	하병훈	서인국, 박소담	SLL, 사람엔터테인먼트
	Netflix	On Record	-	-	-	-	wjip productions
	Disney+	한강	-	김상철	김상철	권상우, 김희원	아크미디어, 필름몬스터
	JTBC	놀아주는 여자	-	김영환	나경	엄태구, 한선화	SLL, 베이스스토리, 아이오케이컴퍼니
	JTBC	웰컴투 삼달리	-	차영훈	권혜주	지창욱, 신혜선	MJ, SLL
	Netflix	기생수: 더 그레이	-	연상호	연상호	전소니, 구교환	클라이맥스스튜디오
스튜디오 S	SBS	악귀	6.~	이정림	김은희	김태리, 오정세	스튜디오 S, BA 엔터테인먼트
	SBS	국민사형투표	8.~	박신우	조윤영	박해진, 임지연	스튜디오 S, 팬엔터
	SBS	소방서 옆 경찰서 2	8.~	신경수	민지은	김래원, 공승연	스튜디오 S, 메가몬스터
	SBS	7인의 탈출 시즌 1	10.~	주동민	김순옥	엄기준, 황정음	초록박스스튜디오, 스튜디오 S
	SBS	마이데몬	11.~	김장한	최아일	송강, 김유정	빈지웍스, 스튜디오 S
스튜디오 앤뉴	Disney+	무빙	8~	모완일	강풀	한효주, 차태현	스튜디오앤뉴, 미스터로맨스
	-	사랑한다고 말해줘	4Q23	김윤진	김민정	정우성, 신현빈	스튜디오앤뉴, 아티스트스튜디오
	-	이혼의 모든 것	-	-	-	-	스튜디오앤뉴
	-	해시의 신루	-	-	윤이수	-	스튜디오앤뉴
	-	굿보이	-	-	이대일	-	스튜디오앤뉴
에이스토리	ENA	유괴의날	9~	박유영	김제영	윤계상, 박성훈	에이스토리
	-	모래에도 꽃은 핀다	12~	김진우	원유정	장동윤, 이주명	에이스토리
	다큐	화이트아웃	-	박준우	-	-	에이스토리
	예능	SNL 4	-	-	-	-	에이스토리
	예능	아이돌쇼	-	권성욱	한소리	-	에이스토리

삼화네트웍스	ENA	오랫동안 당신을 기다렸습니다	726 ~9.7	한철수	-	나인우, 김지은	삼화네트웍스
팬엔터테인먼트	SBS	국민사형투표	8~	박신우	조윤영	박해진, 임지연	팬엔터테인먼트, 스튜디오 S
	tvN	반짝이는 워터멜론	-	손정현	진수완	최현욱, 러운	팬엔터테인먼트, 스튜디오드래곤
	Netflix	돌풍	-	김용완	박경수	설경구, 김희애	팬엔터테인먼트, 스튜디오드래곤
	-	폭삭 속았수다	-	김원석	임상춘	이지은, 박보검	팬엔터테인먼트, 바람픽쳐스
키이스트	Netflix	일루미네이션	-	-	-	-	키이스트
	JTBC	비밀은 없어	-	-	최경선	고경표, 강한나	키이스트
	-	별들에게 물어봐	-	박신우	서숙향	이민호, 공효진	키이스트, MYM 엔터테인먼트
	MBC	트리거	4Q23	유선동	-	-	키이스트
	OTT	시선으로부터	-	-	문정민	-	키이스트
래몽래인	-	거짓말 게임	2023	-	임재민	-	래몽래인
	-	직필	4Q23	조범구	김소로	서인국	래몽래인
	-	환생경찰	4Q23	신윤섭	백철현	-	래몽래인
	tvN	잔혹한 인턴	-	한상재	박연경	라미란, 엄지원	CJ ENM, 래몽래인
	-	백설공주에게 죽음을	-	변영주	서주연	변요한, 고준	히든시퀀스, 래몽래인
	-	트랙터는 사랑을 싣고	-	-	최이윤	-	래몽래인, 스튜디오앤뉴
	tvN	마에스트라	2H23	김정권	최이윤	이영애, 이무생	래몽래인

자료: 언론 보도, SK 증권

OTT 향 제작도 안정적이다. 지난 4 월 넷플릭스는 향후 4 년간 한국 콘텐츠에 25 억달러(약 3.3 조원)를 투자한다고 밝혔다. 2016~2022 년 넷플릭스의 한국 콘텐츠 투자 금액은 약 1.3 조원 수준으로 추정되며, 앞으로는 이보다 더 큰 금액을 한국 콘텐츠에 지속적으로 투자한다는 계획이다. 연간 8 천억원 수준을 한국 콘텐츠에 투자한다고 가정하면 향후 4 년간은 작년에 집행한 금액과 유사한 수준의 투자가 예상된다.

가입자 성장이 둔화되고 있음에도 불구하고 넷플릭스의 콘텐츠 투자는 지속된다. 1Q23 실적 컨퍼런스 콜에서 향후 3 년간 콘텐츠에 연간 170 억 달러(약 22 조원)를 투자하겠다고 언급한 바 있다. 스트리밍 서비스 시작 이후 아시아 지역에서의 가입자 비중과 매출 기여는 지속 확대되고 있고, 아시아 지역 가입자 유입에 한국 콘텐츠가 많은 기여를 하고 있다. 이에 넷플릭스는 국내 콘텐츠에 대한 투자를 안정적으로 늘리고, 국내 제작사들과의 글로벌 수준에 맞는 콘텐츠 공급 계약을 체결하고 있다. 상반기대비 하반기에 더 많은 오리지널 시리즈들의 공개가 예정되어 있다. 또한 최근 한국 예능들이 연속적으로 흥행함에 따라 전년대비 예능 콘텐츠에 대한 투자도 늘어날 것이다.

Top Picks: 스튜디오드래곤

지금의 기회

하반기 기대작들의 방영이 이어진다. 〈눈물의 여왕〉, 〈경성크리처〉, 〈형사록 S2〉, 〈도적: 칼의 소리〉 등 콘텐츠들의 방영이 연이어 예정되어 있고, 이들의 공급처도 다변화된다. 작년까지는 넷플릭스가 주요 공급처였다면 올해는 넷플릭스향 공급 조건이 개선된 것 뿐만 아니라 디즈니플러스향 볼륨딜, 아마존프라임 등 신규 플랫폼향 공급이 반영되며 하반기에는 작품별 수익성이 개선될 전망이다. 해외 제작의 경우 〈The Big Door Prize S1〉은 상반기 공개 완료되었고, 현재 S2 제작 중, 연간 안정적으로 2 편 이상 공급이 가능할 것으로 보인다. 캡티브 채널의 드라마 슬랏 축소는 여전히 리스크 요인이지만 해외 플랫폼향 공급이 확대되며 그 영향을 최소화하고 있다.

하반기 실적 기저 부담도 낮다. 작년 상반기에는 디즈니플러스향 구작 판매가 대거 반영되며 실적 기저가 높았으나, 하반기에는 상각비와 제작원가 상승 영향으로 실적 부담도 낮았다. 하반기부터 대작들이 다수 방영하고 공급이 확대되며 이익 성장폭은 가팔리길 것으로 예상된다. 추가적으로 유통 지역 확장 효과도 기대해볼 수 있다. 현 주가 레벨은 코로나19 직후와 유사하다. 콘텐츠 제작 확대, 플랫폼 다변화에 따른 작품 수익성이 강화된 점을 고려하면 주가 상승 여력은 충분하다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	526	487	698	838	920	1,029
yoy	%	12.2	-7.3	43.3	20.1	9.8	11.8
영업이익	십억원	49	53	65	80	91	111
yoy	%	71.1	7.0	24.0	22.5	14.0	22.3
EBITDA	십억원	165	152	219	224	232	276
세전이익	십억원	42	52	59	80	87	106
순이익(지배주주)	십억원	30	39	51	67	72	89
영업이익률%	%	9.3	10.8	9.3	9.5	9.9	10.8
EBITDA%	%	31.4	31.1	31.3	26.7	25.2	26.9
EPS(계속사업)	원	987	1,301	1,682	2,221	2,397	2,946
배당수익률	%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	%	5.7	6.0	7.5	9.6	9.4	10.5
순차입금	십억원	-90	-59	54	-121	-145	-176
부채비율	%	24.3	29.3	65.1	71.9	72.7	72.9

자동차 비중확대(신규)

Pent up Demand + Carflation = 설부른 피크아웃을 경계한다

P, Q 모두 좋았던 상반기

자동차 섹터는 23 년 상반기 동안 호실적, 우호적인 환율과 외국인 수급 등에 따라 매월 주가가 오르는 강세를 기록했다. 차량용 반도체 공급 부족으로 이연 되었던 수요(pent-up demand)가 지속되며 경기침체 우려에도 자동차 소비가, 특히 북미 시장을 중심으로 호조를 보이고 있으며, 자동차 구매 할인 등 인센티브는 낮게 유지되고, 환율은 기존의 밴드를 상향 이탈한 1,300 원 이상에서 유지되는 등 P(가격), Q(물량) 모두 좋았던 시기를 보냈다.

**코로나 19와 차량용 반도체 공급
부족으로 잃어버린 3 천만대의
자동차 수요**

시장대비 크게 아웃퍼폼 했던 상반기를 뒤로하고 하반기 자동차 업종을 바라볼 때 설부른 피크아웃을 경계해야 할 것으로 판단한다. 코로나 19 와 차량용반도체 공급부족에 따라 이중으로 중첩된 잃어버린 3 천만대의 자동차는 올해부터 몇 년간 pent-up Demand 로 반영될 것으로 전망한다. 미국 서브프라임 모기지 사태로 미국 자동차 시장은 2 년간 급격한 위축(08 년 -18%, 09 년 -21%)이 있었지만, 반면에 5 년간 10%내외의 회복 사이클을 보여줬기 때문이다.

1 년짜리 Pent up Demand 아님

**소비자의 편의성이 극대화되는
자동차 가격 상승
Super Sticky 한 Carflation**

현대차/기아는 18 년, 19 년부터 본격적으로 SUV 와 D 세그먼트 차량 판매가 증가하면서 본격적인 가격 상승 구간에 진입했다. 여기에 추가적으로 20 년 이후 최근까지 자동차 가격은 Carflation 이라고 할 수 있을 정도로 높은 상승을 보였다. 다양한 ADAS(첨단 운전자 보조 시스템: 전방충돌방지 보조, 차로 이탈방지 보조, 차로 유지 보조, 스마트 크루즈컨트롤 등) 기능들이 기본품목으로 적용되면서 차 가격은 계속 상승하고 있으며, 여기에 추가적인 기능들까지 선택되면 소비자들의 구매가격은 10~30%까지도 상승하고 있다. 소비자들의 편의성이 극대화되면서 이러한 Carflation 은 내려가기 힘든 구조가 되고 있다. 기존 차량보다 1,000~2,000 만원 이상 고가인 EV 판매 비중이 증가할수록 ASP 상승 효과를 가속화 할 것으로 추정된다(BEV 판매량 비중 1Q23 현대차 6.5%, 기아 5.6%). 자동차 가격상승은 일시적 Carflation 이 아니라 진행형이다.

**SUV, D 세그 차량 증가 + 전장화
증가 + EV 비중 증가
차량 가격 상승은 진행형**

Analyst 윤혁진

hjyoon2019@sk.com / 3773-9025

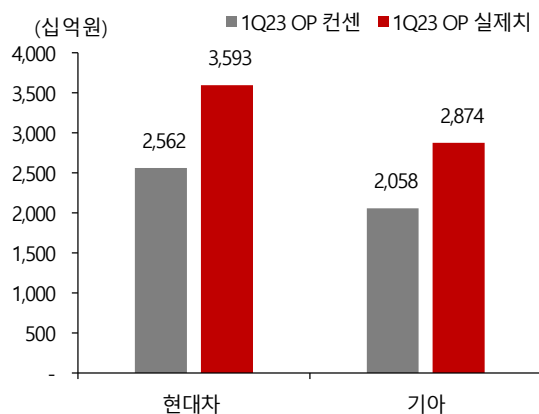
1H23 리뷰: 이익 증가로 인한 주가 강세

PQ 모두 좋았던 상반기

왼쪽 단락 코멘트

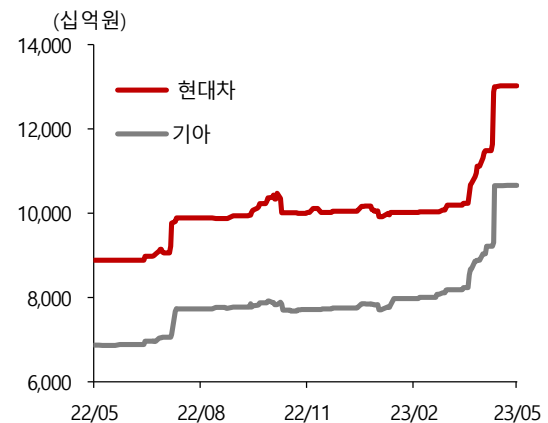
자동차 산업 특히 현대차/기아 주가는 1Q23 예상치를 상회하는 실적 서프라이즈를 기록하며 상반기 내내 시장대비 견조한 상승세를 기록했다. 차량용 반도체 공급 부족으로 발생한 이연 수요(Pent-up demand)가 차량 판매를 받쳐주고 있는 가운데, 현대차와 기아의 북미 지역의 도매 판매량은 매년 상승세를 보이며 차종 중 SUV와 D급과 같은 대형 차량의 비중이 증가하면서 23년 상반기 실적에 긍정적인 모멘텀으로 적용되었다. 또한, 우호적인 환율, 낮은 인센티브와 재고 수준 유지 그리고 가동률 상승 등의 영향으로 P와 Q 두 마리의 토끼를 모두 잡은 상반기였다고 판단한다.

현대차/기아 3월말 컨센서스 영업이익과 실제치



자료: QuantiWise, SK 증권

현대차/기아 2023년 영업이익 추정치 추이 변화



자료: QuantiWise, SK 증권

국내 업종 중에서 가장 어닝모멘텀 좋은 산업

23년 상반기 대부분의 산업이 전년대비 큰 폭의 역성장을 하는 것과는 달리 자동차 업종의 영업이익 규모는 1Q23 기준으로 +85%YoY 증가한 6.5 조원을 기록했으며, 2분기와 3분기에도 높은 이익 성장이 예상된다. 국내 다른 산업 대비 높은 2, 3분기 이익 성장과 안정성 측면에서 상대적인 매력이 부각됐다. 현대차/기아의 밸류에이션은 상반기 주가 상승에도 불구하고 글로벌 OEM 대비 밸류에이션 저평가 상태에 위치하고 있으며, 우호적인 환율(과거 20년간 밴드였던 1,000~1,200 원을 크게 상회하는 1,300 원대)로 외국인 순매수가 지속되고 있다.

2H23 전망: Pent-Up Demand + Carflation

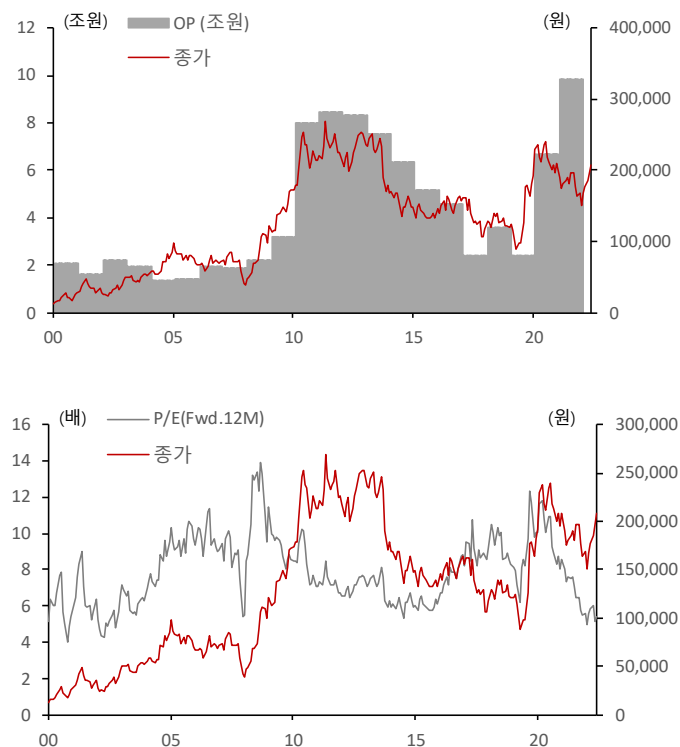
높아진 이익 레벨, 후행 하는 주가

실적 피크 아웃 우려?

현대차/기아의 1Q23 영업이익률은 각각 9.5%, 12.1%로 호실적을 보여줬다. 반면에 시장에서는 피크아웃 우려가 점증하고 있는 상태다. 최근 30 년간 가장 좋은 영업이익률을 보여줬던 11 년 영업이익률이 10.3%, 8.1% 였기 때문에 이익률의 추가상승은 어렵고, Pent up demand 의 감소, 인센티브의 증가 등 많은 부분에서 정점의 우려를 제시하고 있다.

현대차/기아 주가의 주요 결정 요소는 성장성(Growth)이 크게 영향을 미치는 PER, PBR 등 밸류에이션 멀티플이 아닌 이익(Monetization) 레벨로 판단한다. 최근 주가 강세에도 불구하고 글로벌 OEM 대비 밸류에이션은 저평가 상태이며, 23 년 현대차/기아의 PER 은 각각 5.0 배, 4.2 배로 테슬라를 제외한 글로벌 자동차 기업들의 23 년 PER 인 6.1 배 보다 여전히 낮은 수치이다. 반면 영업이익 증가폭은 28%, 41%로 글로벌 기업들에게 뒤처지지 않는 뛰어난 재무 성과를 보여주고 있다.

현대차 주가와 PER, 영업이익 규모 비교



자료: QuantiWise, SK 증권

글로벌 자동차 그룹 밸류에이션 비교

(단위: 십억원, 배, %)

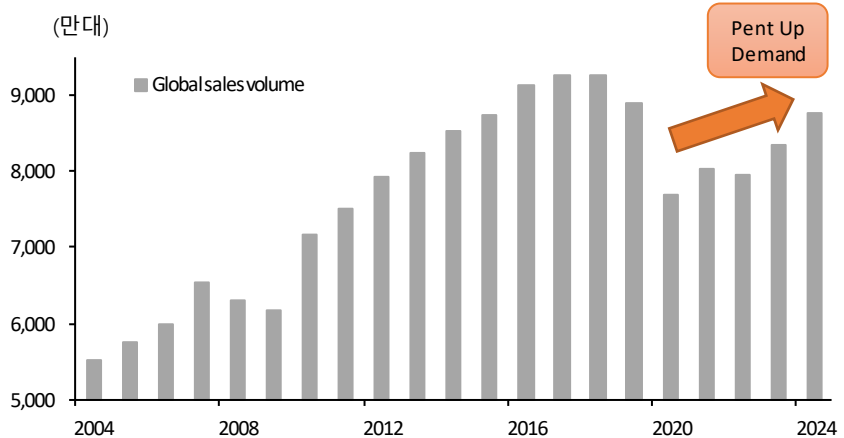
기업명	시가총액 (십억원)	PER(배)		OP Growth(%)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)		부채비율 (%)	22년 이자보상배율 (배)
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E		
현대차	42,624	5.0	5.2	28.0	-2.5	0.6	0.5	2.3	2.3	11.7	10.3	124.6	18.3
기아	35,267	4.5	4.5	41.4	-5.9	0.8	0.7	2.8	2.9	18.6	15.8	19.7	31.0
GM	60,194	4.9	5.2	5.5	-8.6	0.6	0.5	2.9	2.9	13.3	10.6	160.0	10.5
Ford	62,295	6.9	7.2	61.2	-3.0	1.0	1.0	3.0	3.2	14.2	12.6	325.4	5.0
Stellantis	67,718	3.4	3.4	3.3	2.6	0.6	0.6	1.9	1.9	19.0	17.1	40.6	19.6
Toyota	308,821	9.3	8.7	13.0	7.5	0.9	0.8	5.8	5.5	9.7	9.9	100.4	21.8
Honda	67,560	7.8	7.2	22.7	5.7	0.5	0.5	4.0	3.8	7.3	7.5	66.4	23.2
Daimler	105,781	5.4	5.4	9.0	-0.7	0.8	0.8	2.7	2.7	14.8	14.1	137.6	50.1
Volkswagen	98,493	4.7	4.6	8.2	3.5	0.4	0.4	1.5	1.5	9.5	9.0	112.0	20.1
BMW	95,715	6.5	6.5	13.8	-2.0	0.7	0.7	2.9	2.9	11.7	10.8	97.6	20.0
Tesla	705,298	48.1	34.5	-12.7	53.5	9.9	7.7	30.5	22.1	22.0	23.0	12.5	71.5
Average (테슬라 제외)	94,447	6.1	6.0	17.1	0.6	0.7	0.7	3.1	3.0	12.4	11.4	130.0	21.3

자료: Bloomberg, SK 증권

Pent-up Demand는 한해 이벤트가 아님

소비자들은 코로나19로 인한 경기침체에 자동차 구매를 미뤘고, 다시 자동차용 반도체 부족으로 공급 차질이 발생하며, 이중으로 Pent up demand가 쌓여 있는 상황이다. 연 9천만대 수준의 글로벌 신차시장은 20년부터 23년까지 연 8천만대가 안되는 판매를 기록하며, 연 천만대의 수요를 잃어버린 상황이다. 약 3천만대의 잃어버린 수요 중 일부는 차량 사용 내용연수 증가(핸드폰의 교체주기가 2년 미만에서 최근엔 40개월로 증가), 일부는 경기 침체 우려로 차량 구매 지연 및 포기 하겠지만, 대다수는 이연된 수요로 돌아올 것으로 전망한다. 따라서 글로벌 자동차 시장은 경기침체 우려에도 불구하고, 23, 24년에도 전년대비 5% 이상의 성장을 지속할 것으로 예상된다.

글로벌 자동차 판매량 추이 및 전망



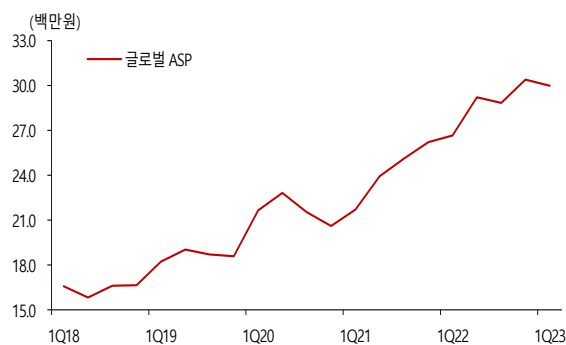
자료: Marklines, SK 증권

소비자의 편의성이 극대화되는
자동차 가격 상승
Super Sticky 한 Carflation

SUV, D 세그 차량 증가 + 전장화
증가 + EV 비중 증가
차량 가격 상승은 진행형

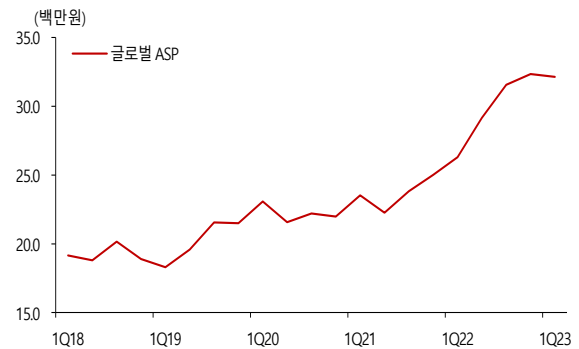
현대차/기아는 18 년, 19 년부터 본격적으로 SUV 와 D 세그먼트 차량 판매가 증가하면서 본격적인 가격 상승 구간에 진입했다. 여기에 추가적으로 20 년 이후 최근까지 자동차 가격은 Carflation 이라고 할 수 있을 정도로 높은 상승을 보였다. 다양한 ADAS(첨단 운전자 보조 시스템: 전방충돌방지 보조, 차로 이탈방지 보조, 차로 유지 보조, 스마트 크루즈컨트롤 등) 기능들이 기본품목으로 적용되면서 차 가격은 계속 상승하고 있으며, 여기에 추가적인 기능들까지 선택되면 소비자들의 구매가격은 10~30%까지도 상승하고 있다.

현대차 글로벌 ASP 추이



자료 : 현대자동차, SK 증권

기아 글로벌 ASP 추이



자료 : 기아, SK 증권

소비자들의 편의성이 극대화되면서 이러한 Carflation 은 내려가기 힘든 구조가 되고 있다. 기존 차량보다 1,000~2,000 만원 이상 고가인 EV 판매 비중이 증가할수록 ASP 상승 효과를 가속화 할 것으로 추정된다(BEV 판매량 비중 1Q23 현대차 6.5%, 기아 5.6%). 자동차 가격상승은 일시적 Carflation 이 아니라 진행형이다. 23 년은 Pent up Demand 로 인한 Q 의 호조, 부가가치 사이클에 진입한 P 의 개선 지속이 이어지고, 인센티브, 마케팅비, 원가 등의 요인 등이 통제되면서 PQC 삼박자가 모두 맞아 떨어지는 사상최대 이익이 기대되는 한해가 될 것이며, 현대차/기아 주가도 한 단계 레벨업 되는 한해가 될 것으로 예상된다.

Top Picks: 현대차

Pent up Demand 와 카플레이션 최대 수혜 기업

SUV, D 세그 차량 증가 + 전장화
증가 + EV 비중 증가
차량 가격 상승은 진행형

현대차는 18 년, 19 년부터 본격적으로 SUV 와 D 세그먼트 차량 판매가 증가하면서 본격적인 가격 상승 구간에 진입했으며, 여기에 다양한 ADAS(첨단 운전자 보조 시스템) 기능들이 채택되면서 추가적인 ASP 상승을 누리고 있다. 또한 기존 차량보다 월등히 고가인 전기차 판매 비중(1Q23 기준 6.5%)이 증가할수록 ASP 상승 효과는 가속화 될 것으로 전망한다. 18 년 36%였던 SUV 비중은 1Q23 53%까지 상승했고, D 차급 이상 차량은 47%에서 62%로 증가했다. 소비자 편의성이 극대화되는 방향으로 변하고 있는 전장화 기술과 전동화 전환은 소비자 구매가격의 지속적인 상승으로 이어질 수 밖에 없는 상황이다.

1 분기에 보여줬던 호실적과 북미와 유럽 권역의 판매 증가(북미 +24%YoY, 유럽 +11%)는 일시적이 아닌 지속될 Pent up demand 로 판단하며, 2 분기, 3 분기에도 호실적이 이어질 것으로 추정한다. 재고는 평균보다 크게 낮은 2 개월 미만 수준이며, 차량 판매 인센티브 상승도 제한적인 상황이다. 하반기 신형 쏠타페 출시와 24 년 아이오닉 7 출시로 24 년 이후의 모멘텀도 지속되고 있다. 과거 평균보다 높았던 이익률과 호실적 때문에 1 분기 실적으로 피크아웃을 걱정할 수 있지만, 차량 판매 물량 성장과 가격 상승은 일시적인 요인이 아닌 구조적인 상황으로 매분기 호실적이 나올 때 마다 현대차 주가는 계단식 상승할 것으로 전망한다. 설부른 피크아웃을 경계하며 한국 자동차 산업과 현대차 비중확대를 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	103,998	117,611	142,528	162,481	175,480	183,394
yoy	%	-1.7	13.1	21.2	14.0	8.0	4.5
영업이익	십억원	2,395	6,679	9,820	14,542	15,195	15,569
yoy	%	-33.6	178.9	47.0	48.1	4.5	2.5
EBITDA	십억원	6,580	11,235	14,867	19,748	20,619	21,035
세전이익	십억원	2,093	7,960	10,948	16,208	17,003	17,548
순이익(지배주주)	십억원	1,424	4,942	7,364	11,661	12,234	12,626
영업이익률%	%	2.3	5.7	6.9	8.9	8.7	8.5
EBITDA%	%	6.3	9.6	10.4	12.2	11.7	11.5
EPS(계속사업)	원	5,143	17,846	26,592	42,534	44,622	46,050
배당수익률	%	1.6	2.4	4.6	3.3	3.3	3.3
ROE	%	2.0	6.8	9.4	13.4	12.6	11.7
순차입금	십억원	62,745	76,745	81,084	79,935	71,390	61,038
부채비율	%	174.2	183.2	181.4	172.1	157.3	142.2

정유/화학 비중확대(유지)

[정유] 23 년 정제마진 견조할 것으로 전망

**23 년 복합정제마진 \$11.2/bbl
전망, 평년대비 높은 레벨 지속.
수요 증가 모멘텀은 여전한 반면,
공급증가는 제한적인 상황**

23 년 평균 복합정제마진은 22 년 \$17.9/bbl 에서 하락한 \$11.2/bbl 로 전망한다. 최근 유가하락에 따른 정제마진 하락을 반영해 하향 조정했다. 에너지 가격의 하향 안정화 구간 진입, 글로벌 에너지 수급 우려 해소 단계에 접어들며 전반적인 마진 조정은 불가 피할 전망이다. 하지만, 증설 제한, 중국 리오프닝에 따른 수요 증가에 따라 21 년 \$9.1/bbl 대비해서는 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다.

3 월 중국 석유제품 순수출량 감소에서 볼 수 있듯 중국 이동수요 증가 시그널은 점차 강해지고 있으며, 항공유 수요 또한 글로벌 운송수요 상승에 따라 증가하고 있다. 중국 자급률의 상승과 역사적으로 적은 정제설비 증설 계획에 따라 석유제품의 타이트한 수급이 지속될 것으로 예상된다.

23년말부터 예상되는 정제설비 순증설 물량의 감소와 본격적인 글로벌 수요 증가는 결국 하반기 정제마진 하단 지지요인으로 작용할 전망이다. 23 년 2 분기 정제마진 하락에도 올해 정제마진을 높은 레벨로 전망하는 이유다. 정유업종 최선호주로 SK 이노베이션을 추천한다.

[화학] 23 년말 턴어라운드, 2H24 본격적인 미드사이클 진입

**화학업황은 23 년말 턴어라운드,
2H24 미드사이클 진입 전망**

23 년 화학 업황은 공급 증가와 수요 개선 지연, 중국 자급률 상승의 여파로 부진한 한 해가 될 것으로 전망한다. 내구재 수요 부진과 건설, 조선 등 전방산업 수요 개선은 지연되는 상황에서 그동안 저율 가동하던 플랜트들의 가동률 상승, 신규 증설물량 유입 등으로 공급은 지속적으로 확대될 전망이다.

다만, 1Q23 중국 경기선행 지수 강세는 지속 중이고, 2H23 부터 본격적인 수요 개선이 진행된다면, 23 년말부터 업황 턴어라운드가 가능할 전망이다. 본격적인 미드 사이클 진입은 순증설 물량 및 가동률 상승에 따른 공급물량이 소화된 2H24 부터가 될 전망이며, 25 년부터 순증설에 따른 추가 공급물량은 축소되고, 수요 증가는 지속될 것으로 전망됨에 따라 업황 회복이 예상된다. 화학업종 최선호주로 LG 화학을, 선호주로 금호석유를 추천한다.

Analyst 김도현
do.kim@sks.co.kr / 3773-9994

1H23 리뷰: 실질 수요 유입의 부재

**실질 수요의 유입은 아직 부재한
상황에서 경기침체 우려 부각되며
업황 둔화**

1H23 경기 침체 우려 확산으로 리오프닝 속도 둔화에 대한 우려가 제기됐는데, 미국, 유럽 등 선진국 중심으로 수요 증가에 대한 불확실성은 여전히 존재하는 상황이다. 이에 따라 1H23 후반으로 갈수록 연초대비 글로벌 수요는 점진적으로 감소했던 상태에 더해 글로벌 리스크가 부각되며 수요 감소에 대한 우려는 더욱 확산된 상황이었으며, 석유제품가격 및 정제마진은 예상보다 빠르게 하향 안정화 진행됐다는 판단이다.

**경기침체 우려 크게 부각됨에
따라 유가 및 정제마진 약세**

1H23 사우디 감산, 러시아 제재 등 정유 업황에 우호적인 이슈들은 지속적으로 존재했지만, 결과적으로 경기침체 우려에 따라 유가와 다운스트림 정유제품 가격은 하락했다. 23년 5월 정제마진은 역마진 전환했는데, 4월 유가 급등에 따른 Lagging 효과와 5월 유가 하락에 따른 다운스트림 가격 하락 효과가 더해지며 정제마진은 급락했고, 6월 역시 유가의 단기적인 반등을 기대해보기는 어려운 상황에서 정제마진 약세는 지속될 것으로 예상되는 시점이다.

**러시아산 석유제품 수출물량
감소는 제한적. 정제마진
하방압력으로 작용**

러시아산 석유제품 수출물량이 예상보다 높은 수준을 유지한 것도 정제마진의 지속적인 하방압력으로 작용했다. 러시아 석유제품 수출량은 22년 12월대비 감소했으나 석유제품 가격상한제 시행에도 불구하고 높은 레벨을 기록했다. 한편, 중국, 인도 등 석유제품 순수출국의 경우 러시아산 원유 수입비중은 크게 증가했지만, 러시아산 석유제품의 신규 수입이 발생하지 않고 있고, 운송비 부담 등으로 인해 러시아산 석유제품과 제3국 제품의 혼유를 통한 가격상한제 우회 역시도 하고 있지 않은 실정이다. 하지만, 터키, 아시아지역 등 우방세력을 통한 러시아산 석유제품 공급은 지속중인 것으로 추정되며 이에 따라 다운스트림 가격 및 정제마진 하방압력이 지속됐다는 분석이다.

**연초 재고축적 수요 등으로
반등했던 화학 시황은 실질 수요
부진으로 조정 지속**

연초 Re-stocking 수요 유입 등으로 인해 화학제품 시황 전반에 걸쳐 지속됐던 반등은 2월말부터 둔화되기 시작했는데, 연초 재고 축적 수요의 유출과 더불어 중국 역내 가동률 상승, 자급률 상승에 따라 연초 이후 가격 약세는 지속됐다. 이에 따라 NCC 스프레드는 2Q23 -\$57.9/톤 QoQ 를 기록했으며, 주요 합성수지 평균 스프레드 역시 -\$12.4/톤 QoQ 를 기록했다. 주요 제품의 재고 레벨이 증가함에 따라 재고 축적 수요가 감소했고, 글로벌 시스템 리스크 및 금리 인상 등 경기침체 우려 확산됨에 따라 수요 둔화 발생 가능성이 높아졌기 때문이다. 공급단에서는 23년초 제품 스프레드 상승 국면에서 글로벌 가동률은 점진적으로 상향 조정(NCC 기준 70% → 80%)됐고 공급물량 역시 확대되는 상황이 지속됐다. 이에 따라, 수요 약세와 공급 증가 상황이 더해지며 제품마진 약세로 이어졌다는 판단이다.

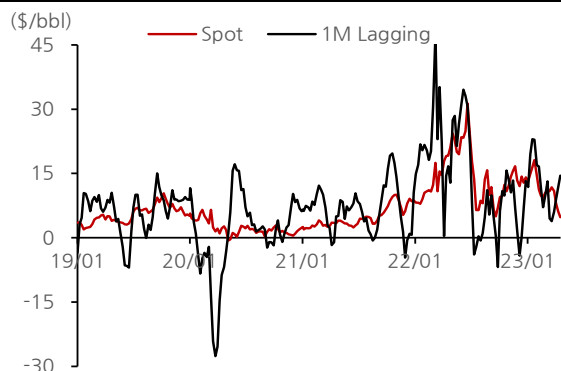
2H23 전망: 정유 턴어라운드, 화학은 보수적 접근 필요

중국 운송수요 증가 시그널 견조, 반면 공급은 타이트한 상황

23년 복합정제마진 \$11.2/bbl
전망. 유가 하락에 따른 마진
조정은 불가피하겠지만, 하반기
턴어라운드 예상

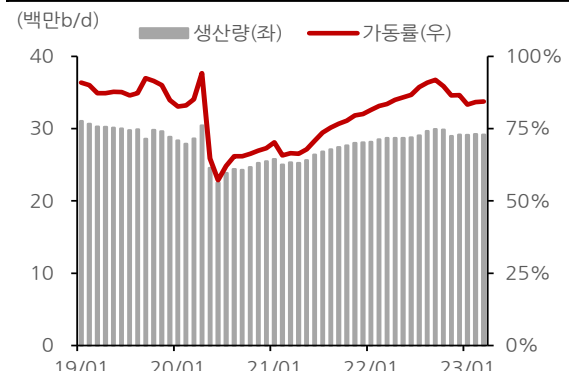
23년 평균 복합정제마진은 22년 \$17.9/bbl에서 하락한 \$11.2/bbl로 전망한다. 최근 유가하락에 따른 정제마진 하락을 반영해 하향 조정했다. 에너지 가격의 하향 안정화 구간 진입, 글로벌 에너지 수급 우려 해소 단계에 접어들며 전반적인 마진 조정은 불가피할 전망이다. 하지만, 정제설비 증설 제한, 중국 리오프닝에 따른 수요 증가에 따라 21년 \$9.1/bbl 대비 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다. 올해도 역시 등/경유 마진은 각각 \$18.5/bbl, \$17.7/bbl (22년 평균 \$30.7/bbl, \$34.7/bbl)로 강세를 지속할 전망이다. 중국 리오프닝에 따른 운송, 산업용 등/경유 수요 증가하며 수급이 타이트할 것으로 예상되기 때문이며, 과거 사이클대비 적은 정제설비 순증설 물량은 정제마진의 하단 지지요인이 될 것이라는 판단이다.

복합정제마진 추이



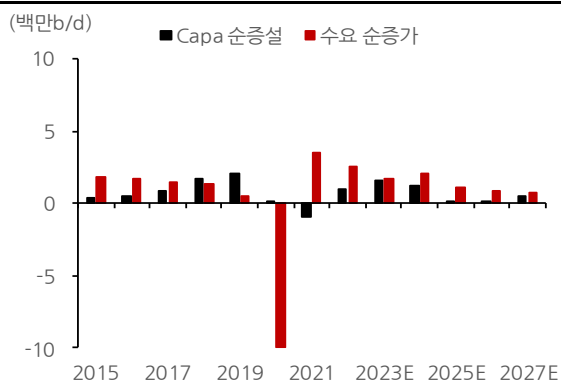
자료 : Petronet, SK 증권

OPEC 생산량 및 가동률 추이



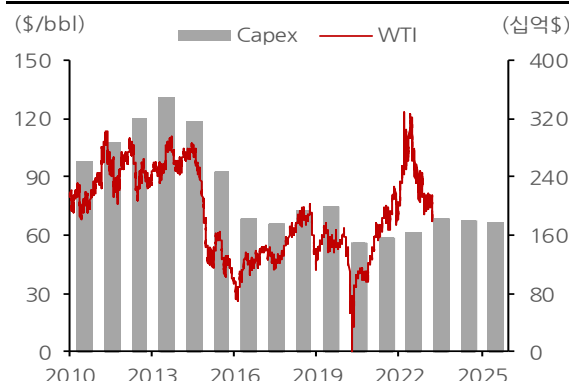
자료 : Bloomberg, SK 증권

글로벌 정제설비 Capa 및 수요 변동 전망



자료 : IEA, S-Oil, SK 증권

글로벌 유가 및 Capex 전망



자료 : 각 사, Bloomberg, SK 증권

**중국 석유제품 수출량 감소 지속,
운송수요 증가에 따른 석유제품
수요 증가 예상**

23년 3월 중국 석유제품(정제유) 순수출량은 156 만톤으로 -52.9% MoM 을 기록했다. 제품별로 휘발유 수출량은 80 만톤으로 전월대비 -25.5% 감소했고, 항공유 수출량은 110 만톤으로 -14.9%를 기록했다. 또한, 경유 수출량은 140 만톤으로 -33.0%를 기록했다.

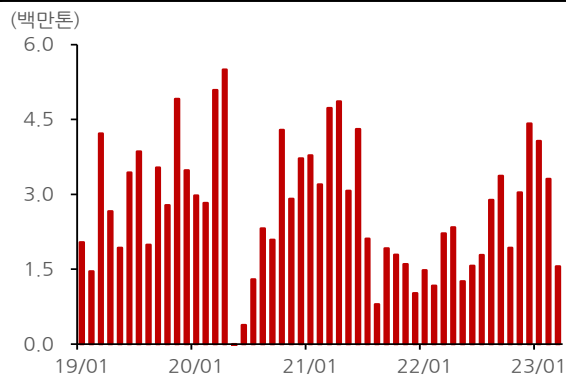
휘발유 수출량이 큰 폭으로 감소한 것은 중국 이동수요 증가 때문이라는 분석이다. 23년 1월 1일 중국 교통혼잡지수는 전년대비 38.5% 증가했으며, 2월에도 상승세를 지속해 2월말 기준 21년초 대비 63.7% 증가했다. 또한, 3월 휘발유 스프레드(휘발유 Spot 가격 - Dubai 유가)는 2월말 \$15.5/bbl 에서 꾸준히 상승해 \$24.4/bbl 을 기록하며 \$8.9/bbl 상승했는데, 중국 내수수요 증가에 따른 수출량 감소로 공급이 축소되며 등/경유, 납사 등 타 제품대비 스프레드 폭을 확대한 것으로 판단된다.

휘발유를 제외하고 항공유와 경유 수출량도 22년말부터 감소세를 지속하는 등 이동 및 운송수요 증가에 따른 운송용 수요가 점진적으로 증가하고 있다는 판단이다. 또한, 3~5월 성수기를 맞아 향후 내수수요는 더욱 증가할 전망이며, 중국 정부도 내수진작을 위한 정책을 지속할 것으로 예상되는 상황에서 국내 석유제품 자급률은 지속적으로 상승할 것으로 전망된다.

**가동률 상승과 수출쿼터 증가에도
수출은 감소하는 상황. 수요 증가
시그널 견조**

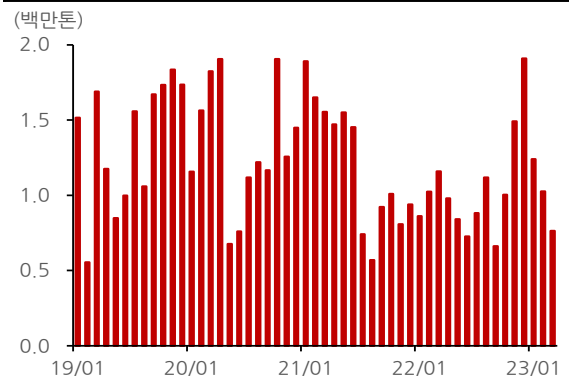
한편, 중국 정제설비 가동률은 2월말 기준 Teapot 65.7%, 국영설비 77.3%를 기록하며 21년말 레벨로 회복했고, 올해 1차 석유제품 수출쿼터는 1,899 만톤이 부여되며 작년 1차분 1,300 만톤 대비 46% 증가했음에도 오히려 수출량은 12월 이후 지속적으로 감소하고 있는 상황이다. 결과적으로 중국 내수 사용량 증가에 따른 자급률 상승이 주요한 원인이라고 볼 수 있다.

중국 석유제품 순수출 추이



자료 : 해관총서, SK 증권

중국 휘발유 수출 추이



자료 : 해관총서, SK 증권

화학 업황 연말 턴어라운드, 2H24 미드사이클 전망

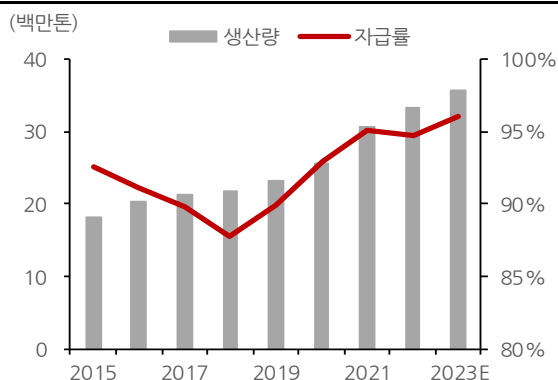
**23년 중국 자급률 상승에 따른
실질 수요 유입은 부진할 전망.
연말 턴어라운드 예상**

23년 화학 업황은 공급 증가와 수요 개선 지연, 중국 자급률 상승의 여파로 부진한 한 해가 될 것으로 전망한다. 내구재 수요 부진과 건설, 조선 등 전방산업 수요 개선은 지연되는 상황에서 그동안 저율 가동하던 플랜트들의 가동률 상승, 신규 증설물량 유입 등으로 공급은 지속적으로 확대될 전망이다. 다만, 1H23 중국 경기선행 지수 강세는 지속 중이고, 2H23 부터 본격적인 수요 개선에 따라 23년말부터 업황 턴어라운드가 가능할 전망이다. 본격적인 미드 사이클 진입은 글로벌 순증설 및 가동률 상승에 따른 공급물량이 소화된 2H24 부터가 될 전망이며, 25년부터 순증설에 따른 공급 물량 증가는 완화되고, 수요 증가는 지속될 것으로 전망됨에 따라 업황 회복이 예상된다.

**올해 타 다운스트림 대비
합성고무 체인 선호. 이익방어율
높을 것으로 전망**

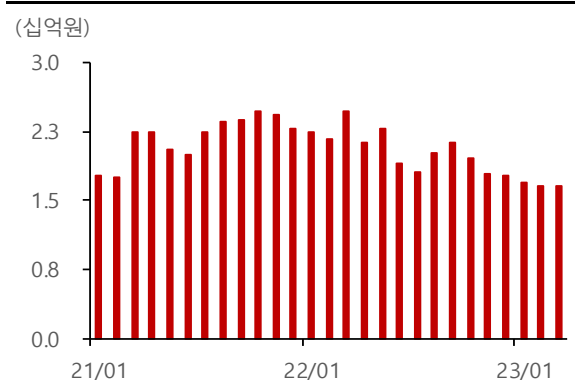
2H23 화학 업황 둔화에도 합성고무 스프레드는 견조할 것으로 전망한다. 22년 글로벌 BR, SBR 수요 순증가는 각각 +2.5% YoY (이하 YoY), +1.7%로 추정되는 반면 증설물량은 전무했다. 올해역시 수요 순증가 +2.4%에 미치지 못하는 +1.1% 정도의 증설이 예정되어 있다. 한편, BR, SBR 의 글로벌 명목 가동률(수요/생산능력)은 22년 66.5% 수준을 기록했는데, 이에 따라 공급 물량은 확대될 수 있는 상황이라는 판단이다. 공급 물량의 점진적 확대에 따라 합성고무 제품가격의 상단은 제한될 수 있고, 올해 NCC 공급부담 가중에 따라 기초제품 가격 약세가 전망되는 상황에서 원재료 가격전가 효과는 점차 완화될 전망이다. 하지만, 원재료인 BD 가격 하락폭이 더 클 것으로 예상돼 스프레드는 견조할 것으로 예상된다.

중국 에틸렌 자급률 전망



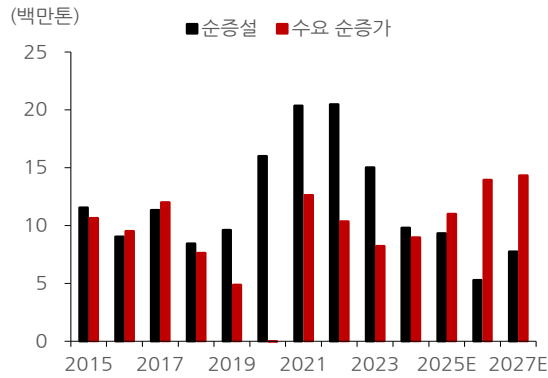
자료 : Bloomberg, 국가통계국, SK 증권

대중 화학제품 수출액 추이 및 전망



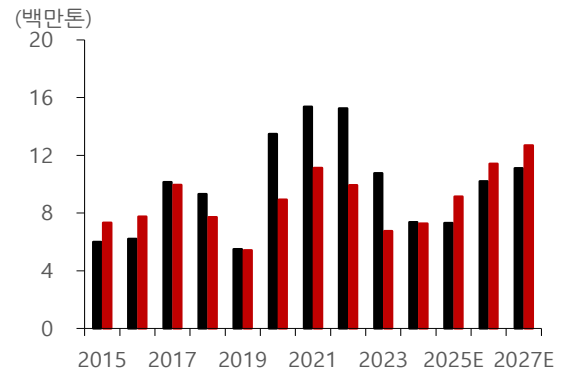
자료 : Trass, SK 증권

Olefin 수급 추이 및 전망



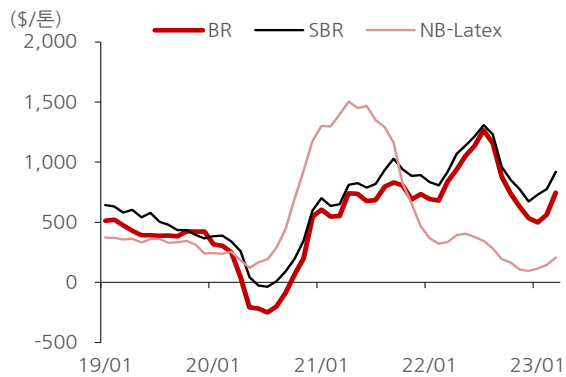
자료 : Nexant, SK 증권

주요 Polymer 수급 추이 및 전망



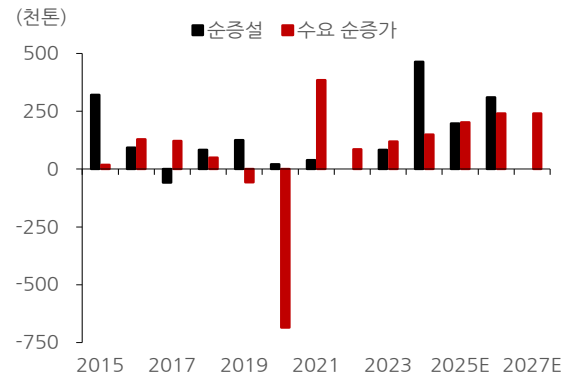
자료 : Nexant, SK 증권

합성고무 스프레드 추이



자료 : Trass, Ciscem, SK 증권

SBR 수급 추이 및 전망



자료 : Nexant, SK 증권

Top Picks: SK 이노베이션

좋았고, 더 좋을 것이다

4Q22 재고관련 손실 6,200 억원이 반영되며 영업적자를 기록했던 석유사업 역시 재고 관련손실 축소(2,500 억원)와 OSP 하락에 따른 정제마진 개선으로 1Q23 2,748 억원의 영업이익(흑전)을 기록했다. 윤활유사업의 경우 겨울철 비수기 영향에 따라 전분기대비 소폭 감익한 2,592 억원의 영업이익을 달성했다.

23 년 평균 정제마진은 \$11.2/bbl로 전망한다. 22 년 평균 정제마진 대비 하락하겠으나, 여전히 21 년 평균이 \$9.1/bbl 에 비해 높은 구간을 유지할 전망이다. 2H23 부터 중국 리오프닝에 따른 석유제품 수요 증가에 따라 SK 이노베이션의 수혜로 이어질 전망이며, 수요증가 국면에서 과거대비 적은 순증설 물량은 정제마진의 하단 지지요인으로 작용할 전망이다. 올해 역시 높은 등/경유 마진이 예상됨에 따라 윤활유기유 수급은 타이트할 전망이고, 윤활유사업부문의 높은 이익률은 22 년에 이어 올해도 지속될 전망이다.

1Q23 SK 온은 Capa 증설에 따른 출하량 확대에 따라 매출액 3.3 조원, +14.9% QoQ 를 기록하며 성장세를 이어갔다. 올해 본격적인 미국 공장 가동률 및 수출 개선에 따라 출하량 확대는 지속될 전망이며, 2Q23 AMPC Credit 의 반영이 예상됨에 따라 2Q23 BEP 수준의 영업적자가, 3Q23부터 본격적인 이익 턴어라운드 가능할 것으로 예상된다. 2Q23 SK 온의 매출액 3.5 조원, 영업적자 197 억원으로 전망하며, 올해 7,280 억원의 AMPC Credit 수혜를 받을 것으로 예상됨에 따라 연간 영업적자는 1,170 억원으로 전년대비 큰 폭으로 개선될 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	억원	34,550	46,853	78,057	74,808	81,168	88,542
yoy	%	-29.9	35.6	66.6	-4.2	8.5	9.1
영업이익	억원	-2,420	1,742	3,917	2,606	4,207	6,220
yoy	%	-317.3	-172.0	124.9	-33.5	61.4	47.9
EBITDA	억원	-1,053	3,255	5,710	5,003	7,083	9,569
세전이익	억원	-2,758	818	2,860	2,021	3,239	5,213
순이익(지배주주)	억원	-2,173	292	1,569	1,647	2,527	4,068
영업이익률%	%	-7.0	3.7	5.0	3.5	5.2	7.0
EBITDA%	%	-3.0	6.9	7.3	6.7	8.7	10.8
순이익률	%	-23.329	2.650	16.743	17.572	26.968	43.408
EPS(계속사업)	원	-8.1	90.0	9.2	10.5	6.8	4.2
ROE	%	-13.6	1.8	8.5	8.0	11.2	15.8
순차입금	억원	9,781	10,004	16,190	20,344	27,011	33,099
부채비율	%	149.0	152.5	189.2	193.6	201.7	209.0

조선 비중확대

조선업 상승사이클이 지속될 4 가지 이유

한정된 캐파와 높은 기술력을
보유한 메이저 조선소 중심의
Seller's Market 전망

1) 조선사(Seller)가 주도하게 될 선가
글로벌 탄소감축 목표에 따라 향후 개발될 새로운 친환경 선박의 건조 난이도는 점차 높아질 것이며, 과거와 달리 선박금융 지원 여력이 부족한 상황에서 신생 조선소 수가 과거와 같은 수준으로 증가하기 쉽지 않을 것이다. 결국 한정된 캐파를 바탕으로 높은 기술력을 보유한 메이저 조선사들 중심의 Seller's Market 이 형성될 가능성이 높으며, 이는 곧 높은 레벨의 선가를 유지할 수 있는 이유다.

안정적 수주잔고와 높은 레벨
선가 유지되는 현재 시점의
밸류에이션은 과도한 저평가

2) 수주잔고 레벨 대비 낮은 Valuation
국내 조선사의 수주잔고와 P/B는 동행하는 모습을 보여왔다. 조선 3사(HD 한국조선해양, 삼성중공업, 대우조선해양)의 2023년 4월말 수주잔고는 약 3,740만 CGT로, 이는 2차 슈퍼사이클 기간 중 2007년 7월말 수주잔고인 3,761만 CGT와 유사한 수준이다. 이 시기 조선 3사의 평균 PBR은 약 5.1배로 2023년 4월말 평균 PBR인 1.8의 약 2.8배에 가까운 수준이다. 만약 지금을 제3차 슈퍼사이클의 초입구간이라 가정한다면 동일한 레벨의 수주잔고 대비 약 65%의 할인을 받고 있는 상황이다.

금융위기 이후 급격한 수주 감소와 재무건전성 악화 및 구조조정을 겪었던 2010년대 중반과 안정적인 수주잔고 기반의 높은 레벨의 선가가 유지되는 현재 시점에서 비슷한 수준의 밸류에이션을 받는 건 과도한 저평가라고 판단한다.

건조물량 증가와 선가상승 효과에
따른 실적개선세는 2024년까지
이어질 것

3) 건조물량 증가와 선가상승 영향에 따른 실적개선
국내 조선사들이 2021년과 2022년에 수주했던 선종들 중 고부가가치 선종인 LNG 운반선과 컨테이너선 비중이 높았으며, 이 기간 선가 상승이 지속되며 높은 레벨의 선가로 수주잔고를 쌓았다. 조선 3사의 대부분이 일회성요인을 제거 시 올해 1분기부터 건조물량 증가와 과거 선가상승 영향에 따른 실적개선을 확인했고, 이 효과는 올해 하반기부터 본격적으로 반영되며 최소 2024년까지 이어질 전망이다.

올해 7월 제 80차 MEPC, 한층
강화될 IMO 환경규제 발표 예정
→ 슈퍼사이클을 좀 더 앞당길
트리거

4) 한층 강화될 IMO 환경규제

올해 7월에 예정된 제 80차 MEPC 회의에서는 이전 보다 높은 강도의 해상운송에 대한 환경규제 방안과 기준을 발표할 예정이다. 현재 글로벌 노후 선대 비중은 역대 가장 높은 수준까지 올라왔으며, 현재의 수주잔고를 감안하더라도 강화될 IMO의 환경규제를 충족시키기에는 충분하지 않다는 판단이다. 따라서 점진적으로 강화되는 IMO의 친환경 규제에 의한 친환경 선박으로의 교체 수요는 노후선의 교체 수요와 맞물려 약 30년 주기의 슈퍼사이클을 좀 더 앞당길 트리거(Trigger)가 될 것으로 예상된다.

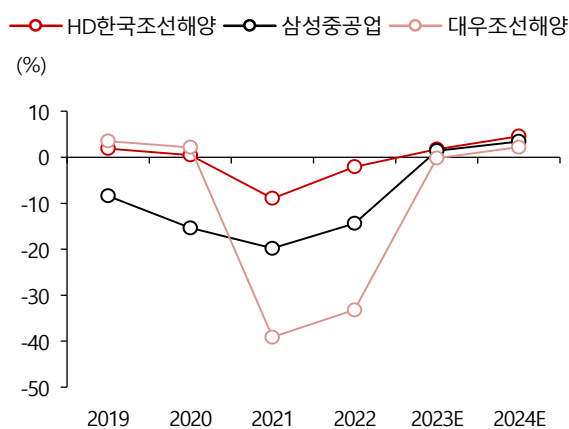
1H23 리뷰: 실적 개선 확인의 시간

국내 조선사들의 실적 개선의 방향성 확인

2008 년 금융위기 이후 적자의 늪에서 오랫동안 헤어나오지 못했던 국내 조선사들에게 주어진 가장 중요한 목표는 실적 개선이다. 상승사이클임에도 불구하고 같은 수주잔고 대비 낮은 PBR 을 받는 이유는 이제 더 이상 비슷한 수주잔고 레벨만으로는 과거 호황기 때와 같은 밸류에이션을 받지 못하기 때문이다. 이를 타개하기 위해서는 안정적인 수주잔고를 바탕으로 실적 개선도 함께 보여줘야 한다.

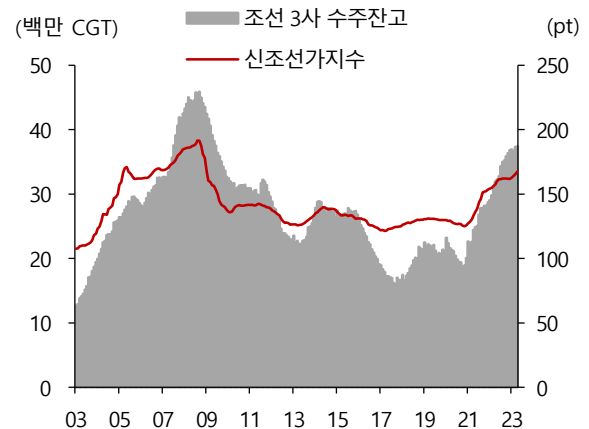
2023 년 1 분기는 국내 조선사들의 실적 개선세를 확인할 수 있는 시간이었다. 국내 대형 조선사들은 21 년부터 수주했던 LNGC 와 컨테이너선 건조물량이 증가했고, 선가 상승 효과가 반영되면서 일회성 비용 제거 시 전분기 대비 향상된 실적 개선세를 확인할 수 있었다. 고부가가치 선종의 건조물량 증가와 선가상승 영향의 효과는 분기별로 확대될 전망이다, 이에 따른 실적 개선 폭 또한 점진적으로 상승할 것으로 예상된다. 안정적인 수주잔고와 높은 레벨의 선가, 그리고 점진적인 실적 개선 전망에 따른 국내 조선업에 대한 리레이팅이 필요한 시점이라는 판단이다.

국내 조선 3사 분기별 영업이익률 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권 추정

국내 조선 3사 수주잔고 및 신조선가치 추이



자료: Clarksons, SK 증권
주: 2023 년 4 월 말 기준

2H23 전망: 본격적인 수주 모멘텀의 시작

(1) 안정적인 LNGC를 바탕으로 올해 수주목표 달성 전망

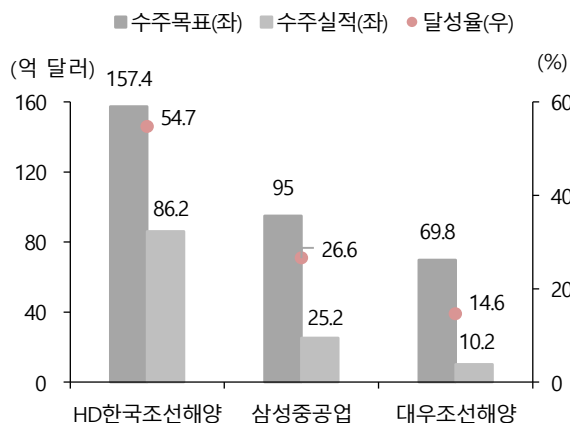
올해 하반기 국내 조선 3사의 LNG 운반선 수주는 카타르 2 차 물량 42 척, 모잠비크 17 척 등 약 60 척 이상의 추가 물량이 예상되며, 이에 따라 안정적인 LNGC 수주잔고는 당분간 유지할 수 있을 것으로 전망한다.

올해 5월 기준으로 HD 한국조선해양은 54.7%, 삼성중공업은 26.6%, 대우조선해양은 14.6%의 올해 수주목표 달성율을 보이고 있다. 이 중 HD 한국조선해양은 현대삼호중공업의 수주 호황에 따라 도크 슬롯이 어느정도 채워지며, 향후 수주 모멘텀은 HD 현대중공업이 이어 받을 것으로 예상된다. 현대미포조선 또한 주력 선종인 PC 선의 운임 및 발주 회복세가 하반기에도 이어질 것으로 전망한다.

삼성중공업의 경우, 하반기 수주가 가시화된 미국 Delfin 2 차 FLNG 수주와 카타르 2 차, 모잠비크, 셰브론 LNGC 발주 물량에 따라 올해 수주목표는 무난하게 달성할 수 있을 것으로 예상된다.

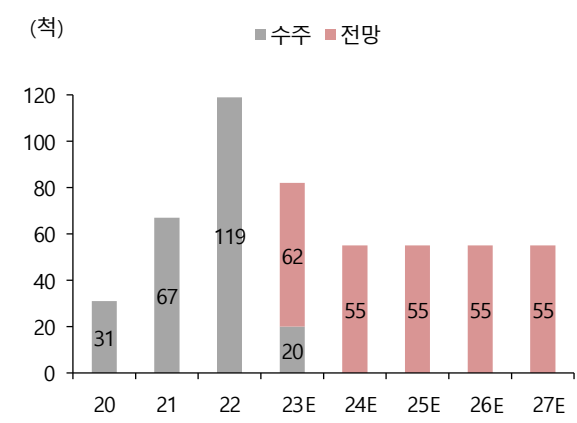
대우조선해양은 5월 기준으로 14.6%의 저조한 수주목표 달성율을 보이고 있지만, 한화그룹의 인수 이후 선박건조 수직계열화를 통한 수주 경쟁력 강화로 향후 LNGC 수주와 대형컨테이너선 수주를 예상한다. 또한 한화 그룹사들과의 협업을 통한 시너지 효과로 에너지 분야에서 상선(LNGC, FRSU 등)과 해양플랜트(FLNG, WTIV 등) 수주, 그리고 방산 분야에서 특수선(잠수함&수상함)의 수주를 기대해볼만 하다.

국내 조선 3사의 2023년 수주목표와 달성율



자료: 각 사, SK 증권 추정
주: 2023년 5월 19일 기준

국내 조선 3사의 LNG 운반선 수주 추이 및 전망



자료: Clarksons, SK 증권

(2) 친환경 선박 및 노후선대 교체 발주 예상

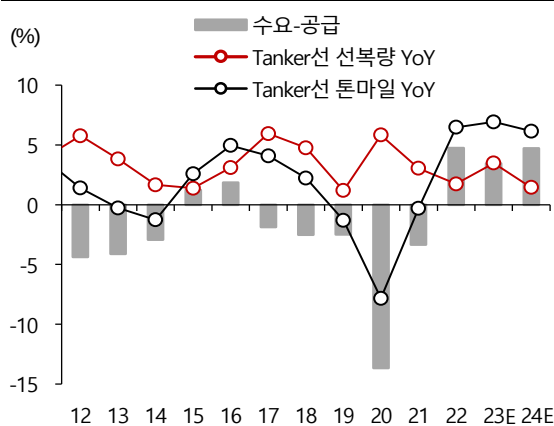
국내 조선 3 사의 올해 수주 전략은 안정적인 LNGC 수주잔고를 바탕으로 컨테이너와 탱커 중 수익성 위주의 선별 수주를 통한 실적 개선 기조의 유지다.

탱커)

탱커의 본격적인 발주 시점은 2024 년 상반기가 될 것으로 예상된다. 그 근거로 1) 글로벌 선대 대비 수주잔량 비율은 역대 가장 낮은 상황이며, 동시에 노후화 선박의 비중 또한 역대 가장 높은 수준이며, 2) 올해 7 월에 발표될 강화될 IMO 환경규제 발표 이후 친환경 선박으로의 교체 수요가 본격적으로 증가할 것으로 예상된다. 또한 3) 글로벌 건축 국면의 종료와 함께 경기회복에 따른 글로벌 원유 및 석유제품의 수요 증가가 예상되며, 컨테이너와 달리 탱커 운임 수준도 양호하다.

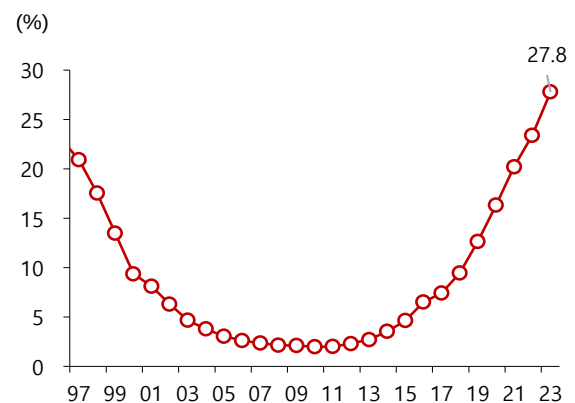
다만 탱커는 역대 가장 낮은 선대 대비 수주잔고 비율과 노후선 교체 사이클에도 불구하고, 글로벌 경기 불확실성으로 인해 선사들의 발주가 지연되고 있기 때문에 본격적인 발주 시점은 좀 더 보수적으로 접근할 필요가 있다. 고부가가치 선종인 LNGC 와 대형 컨테이너선을 중심으로 선별 수주 전략을 펼치고 있는 국내 조선사 입장에서 무리하게 탱커 수주를 단행할 이유가 없다. 무엇보다 가격 경쟁력면에서 우위를 점하고 있는 중국 조선소들의 슬롯이 어느정도 채워지는 것이 확인 된 이후, 국내 조선소의 본격적인 탱커 수주 시점을 논할 수 있다는 판단이다.

글로벌 탱커 수요-공급 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권 추정
주: 2023 년 4 월 말 기준

글로벌 탱커 노후선대 비중 추이



자료: Clarksons, SK 증권
주: 2023 년 4 월 말 기준

컨테이너선)

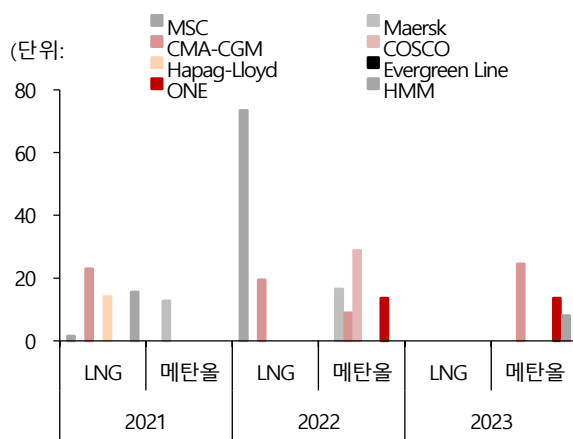
컨테이너선은 주요항로와 항구를 빠른 선속으로 정기적으로 운항하는 선종이기 때문에 IMO 환경규제에 가장 민감한 선종이다. 따라서 친환경 선박으로의 교체 발주는 대형 컨테이너선 중심으로 꾸준히 이루어질 수 밖에 없다.

컨테이너 해운 시장은 글로벌 Top 10 선사가 전체 시장의 약 84%를 점유 중이기 때문에 이들의 향후 탄소중립 목표를 향한 선대 전환 전략을 파악하면 전반적인 친환경 선박 발주 흐름을 예상해볼 수 있다. 22년부터 Maersk, CMA-CGM, COSCO, ONE, 그리고 HMM 중심으로 메탄올 추진선박 발주가 활발히 이루어지고 있다. 2023년 4월말 기준으로 LNG 추진 컨테이너선은 아직까지 단 한 척도 발주되지 않고 있으며, 글로벌 해운사들은 메탄올을 친환경 선박 연료로 선택하고 있다. 올해 역시 컨테이너선 시장은 LNG 추진선 보다 메탄올 추진선으로의 선대 교체가 이루어질 것으로 전망한다.

‘2M’ 해체에 따른 컨테이너선사의 경쟁 심화

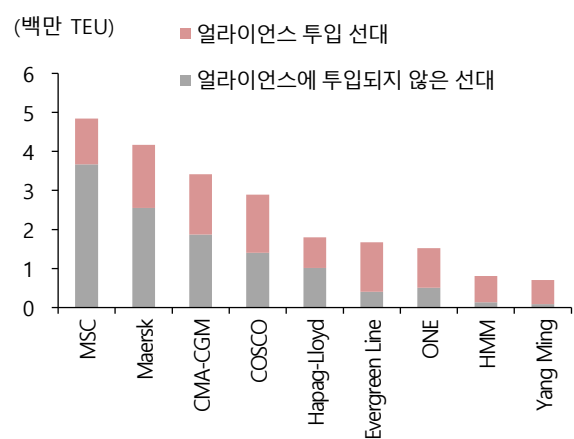
MSC와 Maersk는 약 8년간 이어온 세계 최대 해운 동맹인 ‘2M’을 2025년 1월부터 종료하기로 합의했다. 이 둘의 선대 규모는 총 902만 TEU로 전체 컨테이너 시장의 약 34%를 점유하며 1위 자리에 위치해 있으며, 이 중 약 280만 TEU 규모의 얼라이언스 선복량을 공유하고 있다. 따라서 ‘2M’의 해체 시 컨테이너 해운시장의 집중도는 이전보다 낮아질 것으로 예상되며, 이는 곧 컨테이너 선사 간의 경쟁 심화로 이어질 수 있다. 글로벌 컨테이너 선사들의 점유율 확대를 위한 선대 확보에 따른 컨테이너선 발주 증가가 예상된다.

글로벌 Top 8 컨테이너 선사들의 친환경 선박 발주 추이



자료: 각 사, SK 증권 추정
주: 2023년은 4월 말 기준

글로벌 컨테이너선사별 선복량 및 공유 선복량 비교



자료: Clarksons, SK 증권

Top Picks: HD 한국조선해양

깨물면 가장 아플 손가락, 현대삼호중공업

자회사들의 중장기적 실적 방향성을 보면 과도한 밸류에이션 할인

23년 매출액은 21 조 8,237 억원(+26.1%, YoY), 영업이익은 3,870 억원(흑전, YoY), OPM 1.8%를 기록할 것으로 전망한다. 조선 자회사들의 21년부터 수주한 선박들의 건조물량 증가와 선가상승 영향이 올해부터 본격적으로 나타나며, 분기별 점진적인 매출 확대와 하반기부터의 본격적인 실적개선에 따른 온기 기준 흑자전환을 예상한다. 동사는 지주사업에도 불구하고 자회사들의 중장기적 실적 방향성을 고려하면 현재 밸류에이션 할인은 과도하며, 이는 곧 충분한 매수 기회라는 판단이다.

깨물면 가장 아플 손가락, 현대삼호중공업

2023년 4월 말 기준 현대삼호중공업은 53억불을 수주하며 이미 올해 수주목표의 200% 이상을 달성했다. 21년부터 수주한 LNG 운반선 물량으로 인해 건조 선종 Mix 변화와 전반적인 선가상승 영향은 점진적으로 반영될 예정이며, 수주 호황세에 따른 역대 가장 높은 수주잔고 레벨과 해당 수주잔고의 높은 선가 레벨을 고려하면 향후 동사의 이익률은 조선 자회사들 중 가장 빠른 속도로 상승할 전망이다. 이에 따른 HD 한국조선해양의 실적 개선세 또한 당분간 이어질 것으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	14,904	15,493	17,302	21,824	24,112	26,523
yoy	%	-1.8	4.0	11.7	26.1	10.5	10.0
영업이익	십억원	74	-1,385	-356	387	1,109	1,876
yoy	%	-74.4	적전	적지	흑전	186.5	69.2
EBITDA	십억원	484	-986	66	842	1,624	2,400
세전이익	십억원	-569	-1,632	-431	321	1,091	1,858
순이익(지배주주)	십억원	-834	-929	-217	108	364	609
영업이익률%	%	0.5	-8.9	-2.1	1.8	4.6	7.1
EBITDA%	%	3.2	-6.4	0.4	3.9	6.7	9.0
EPS(계속사업)	원	-11,781	-13,131	-3,065	1,532	5,138	8,600
배당수익률	%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	%	-7.4	-9.0	-2.2	1.1	3.6	5.8
순차입금	십억원	1,911	381	980	644	-138	-151
부채비율	%	103.2	119.9	142.7	139.7	131.5	119.4

자료: HD 한국조선해양, SK 증권 추정

유틸리티/신재생에너지 비중확대(유지)

어려운 전통 유틸리티, 전력기기로 뚫고 가자

전기요금 인상에도 불구하고,
한국전력은 유의미한 수준의
흑자를 기대하긴 어렵다

지난 22 년을 관통한 키워드는 ‘인플레이션’이었다. 석탄, 석유, 천연가스 가격이 일제히 급등하며 한국전력은 22 년 영업적자 33 조원을 기록했다. 전력판매단가, 전력조달단가로 나눠보자. 22 년 연간 전력판매단가는 121 원/kWh(+11% YoY) 상승한 반면에, 전력조달단가는 171 원/kWh(+51% YoY)으로 대폭 상승했다. 즉, 한전은 전력을 팔면 팔 수록 -54 원/kWh(121 원-171 원) 손해를 본 것이다.

23 년을 역시 전통 유틸리티 업체는 어려운 상황이 이어질 것으로 보인다. ① 여/야 모두 전기요금 인상에는 소극적일 것이다. 22 대 국회의원선거(24 년 4 월 예정)를 1 년 앞두고 있기 때문이다. 전기요금 인상으로 선거에 악영향을 미치고 싶어하지 않을 것이다. ② 물론 23 년 1 분기부터 석탄, 석유, 천연가스 가격은 하락했다. 그러나 유틸리티 업체들의 실적반영에는 시간이 필요하다. 두바이유 → 천연가스 → 전력도매가격으로 이어지기까지 3~6 개월가량 시차가 발생하기 때문이다. 긍정적으로 해석하면 분기 흑자 전환은 하반기에 가서야 가능할 것으로 전망한다. ③ 흑자전환을 하더라도 그 폭은 미미할 것으로 전망한다. 23 년 5 월 15 일 전기요금은 +8 원/kWh 인상했다. 이를 반영하면 전력판매단가는 155 원/kWh 까지 상승한다. 하반기 전력조달단가 추정치인 150 원/kWh 과 비교하면 유의미한 수준의 흑자를 기대하긴 어렵다.

전통 유틸리티가 아니라, 전력기기 업체로 시야를 넓혀보자. ① 재생에너지 보급이 증가하면서 신규 전력기기 수요가 나타나고 있다. 기후변화 속에서 각 국가들은 NetZero, RE100 등등 재생에너지 보급 속도를 높이기 위해서 정책지원이 이어지고 있다. 그러나 전력계통에서 병목현상이 발생해서 재생에너지 접속이 어려워지는 현상이 각국에서 나타나고 있다. 즉, 재생에너지 보급을 위해서라도 신규 변압기를 확충해야 한다. ② 약 10 년만에 미국에서 변압기 교체수요 사이클이 발생하고 있다. 22 년 미국 변압기 수입 금액은 3,895 백만달러(+35.8% YoY)까지 증가했다. 21 년 11 월 바이든 정부에서 발표한 IJA(Infrastructure Investment Jobs Acts) 이후부터 미국의 변압기 교체수요가 증가했기 때문으로 해석한다. 미국의 전력망 70%는 노후화 되었다. 이를 교체하기 위해서라도 사이클이 단기간(1~2 년)에 끝나진 않을 것이다.

국내 중전기기 3 사 중에서 Top-pick 으로 ‘현대일렉트릭’을 유지한다.

Analyst 나민식
minsik@sk.com / 3773-9503

1H23 리뷰

전력기기: 계절성을 무시한 업황, 업체별로는 온도 차이 발생

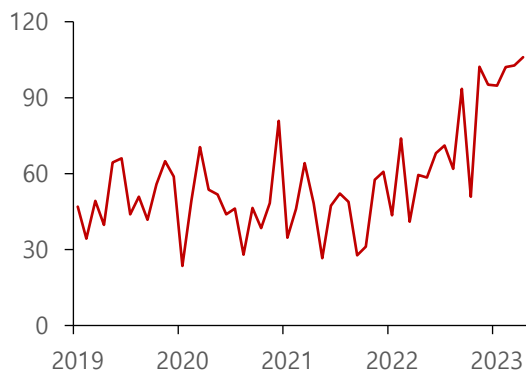
① 23 년 1 월~4 월까지 누적 변압기 수출금액 405 백만 달러(+86.1% YoY), 수출단가 10,545 달러/톤(+17.7% YoY)를 기록했다. 과거 사이클인 05~08 년과 비교해도, 현재 사이클이 더 강력하다는 사실을 알 수 있다. 참고로 05~08 년 변압기 수입금액은 매년 +50.7%, 수입단가는 +24.5% 상승을 해왔다.

② 변압기 생산자 가격 지수(Transformer Producer Price Index) 또한 고점을 갱신하고 있다. 이 지수를 기준으로 변압기 생산업체와 고객사간 협상을 하기 때문에 직접적으로 변압기 업황을 파악할 수 있는 데이터다. 23 년 4 월 기준으로 414.71pt 를 기록하면서 여전히 북미에서는 변압기 쇼티지가 이어지고 있다는 사실을 할 수 있다.

③ 1Q23 실적을 놓고 보면 현대일렉트릭 > LS Electric > 효성중공업 순서로 평가할 수 있다. 먼저, 현대일렉트릭은 23 년 수주 전망치를 기존 1,948 백만불 → 신규 2,634 백만 불로 상향했다. 1Q23 분기 영업이익률은 8.1%를 기록. 변압기 가격상승에 따라서 수익성 개선이 이어지고 있다. LS Electric 은 영업이익 기준으로 시장 추정치 대비 +42% 상회하는 좋은 실적을 보여줬다. 리쇼어링 영향으로 미국내 반도체, 2 차전지 공장이 신규로 건설되면서 전력기기 수요가 증가한 덕분이다. 그러나 효성중공업은 상대적으로 아쉬운 실적을 보여줬다. 수익성이 낮은 프로젝트가 매출액에 반영되면서, 중공업 사업 부 영업이익률 -0.2%을 기록했다.

한국 변압기 수출금액

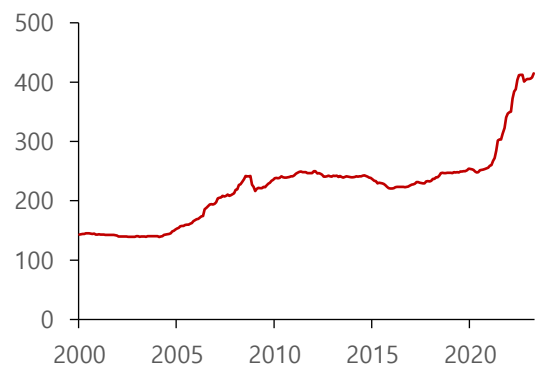
(백만 달러)



자료: 무역통계, SK 증권

Transformer Producer Price Index

(1981=100)



자료: Fred, SK 증권

2H23 전망

전력기기: 제주도에서 찾는 투자아이디어

변압기 사이클 시작을 IJA 가 열었다면, 그 다음은 IRA 가 이어갈 것으로 전망한다. IRA 법안으로 확보한 예산의 절반(49.9%)이 에너지 안보 및 기후변화에 할당된 만큼, 재생에너지 보급에 속도가 붙을 것이다. 이미 1Q23 Bloom Energy 실적발표 당시에도 “송배전 용량 확장이 지연되면서 유틸리티 업체가 고객들의 전력 수요에 대응하기 어렵다”고 언급한 바가 있다. 재생에너지를 수용하기 어려운 미국의 현 상황을 생각하면, 시차를 두고 변압기 수요를 자극할 것으로 예상된다.

10 차 장기 송변전설비계획이 발표 되었다. 향후 15 년동안 국내 송배전망 확보 계획을 수립하는 자료를 보면 미래 전력기기 투자 아이디어를 얻을 수 있다.

이번 계획에서는 HVDC(High Voltage Direct Current, 고압 직류 송전)에 주목할 필요가 있다. 서해, 호남지역은 해상풍력 및 태양광이 집중되어서 전력수요 대비 발전량이 과다한 상황이다. 전력은 수요-공급을 일치시켜야 주파수를 유지할 수 있다. 때문에 과다 생산된 재생에너지를 인위적으로 출력 제어를 함으로 수요-공급을 일치시키고 있는 상황이다. 이를 해결하기 위해서 재생에너지가 부족한 수도권으로 송전하기 위해 대규모 선로가 필요하다. 육상에 고압 송전탑을 건설하는 것은 주민 수용성 문제가 발생한다. 그 대책으로 해저에 설치할 수 있는 HVDC가 언급이 된 것이다.

국내에서는 LS 그룹사에 주목해야 한다. LS 전선은 HVDC 전선을 생산, KT 서브마린은 해저케이블 사공, LS Electric 은 해저 케이블 관련된 시스템/전력기기 부품을 생산한다.

제주도 해저케이블 현황



자료: LS 전선 뉴스룸

해저케이블 포설선



자료: KT 서브마린

Top Picks: 현대일렉트릭

계절성을 무시한 업황

Top-pick 으로 “현대일렉트릭”을 유지한다. 미국에 생산공장을 보유하고, 중대형 변압기 매출액 비중이 높으며, 이미 변압기 공장 증설을 끝냈다. 이번 사이클에서 가장 큰 폭의 수익성 개선이 예상된다.

지역별로 나뉘었을 때 미국의 변압기 부족현상이 가장 심하다. 앞서 언급한 것처럼 신재생에너지 보급이 증가하며 노후 그리드 교체수요가 증가하고 있기 때문이다. 그러나 10년 넘게(08~21년) 변압기 수요가 감소하며 미국내 있는 공장이 캐나다, 멕시코로 이전을 했다. 호황이 다가온 지금시점에서는 미국내 공장을 보유한 업체가 수혜를 받을 것으로 생각한다.

국내 기업중에서는 현대일렉트릭, 효성중공업이 미국에 공장을 보유하고 있다. 그러나 효성중공업은 가동률이 50% 수준에 머물러 있다. 변압기 제조공정에서 권선 공정은 6개월 이상 숙련된 인력이 필요하다. 그러나 미국내 인력부족 현상으로 공장 가동률을 끌어올리기 어렵다. 반면 현대일렉트릭은 11년 Alabama 공장을 준공하고, 정상 가동률을 유지하는 것으로 파악된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	억원	1,811	1,806	2,104	2,618	3,416	4,335
yoy	%	2.3	-0.3	16.5	24.4	30.5	26.9
영업이익	억원	73	10	133	234	357	687
yoy	%	-146.4	-86.6	1,266.4	76.0	52.2	92.6
EBITDA	억원	115	53	180	284	415	752
세전이익	억원	-53	-40	164	174	295	628
순이익(지배주주)	억원	-40	-34	162	139	237	504
영업이익률%	%	4.0	0.5	6.3	8.9	10.4	15.8
EBITDA%	%	6.3	2.9	8.5	10.8	12.1	17.4
순이익률	%	-1,117	-935	4,508	3,849	6,574	13,982
EPS(계속사업)	원	-14.7	-21.3	9.4	13.1	7.7	3.6
ROE	%	-5.8	-5.1	22.1	15.7	22.5	35.9
순차입금	억원	241	182	391	217	154	-112
부채비율	%	234.6	242.8	193.0	162.9	138.2	110.6

유틸리티(수소)

23 년 상반기까지는 답답한 흐름의 연속

보조금 효과로 23 년 상반기
수소연료전지차 판매는
증가했지만 발전용 연료전지
시장은 회복되지 않음

1H23 상반기까지 정책적 불확실성은 계속되었다. 21 년 수소법이 최초로 등장하고 이 후 여러 번의 개정안이 대두되었지만 청정수소가 무엇인지에 대한 정의는 확립되지 않았기 때문이다. 수소법 개정안이 22 년 5 월 국회를 통과하여 12 월부터 시행되었고, 기존 신재생발전의무화제도에서 청정수소발전의무화제도를 별도로 분리하는 등 수소 산업을 장려하기 위한 조치들이 있었지만 청정수소가 무엇인지에 대한 궁금증은 쉽게 해결되지 못했다. 청정수소에 대한 정의가 중요한 이유는 발전 사업을 영위하고자 하는 기업들이 어떤 지역에 어떤 타입의 연료전지를 활용하여 발전 사업을 시작해야 IRR 을 달성할 수 있는지 가늠해보는 가장 첫 단추이기 때문이다. 한편 수소연료전지차 판매량은 1Q23 에만 전년동기대비 +40% 성장하는 모습을 보였다. 수소연료전지차 구입 시 지급되는 보조금 규모가 커졌기 때문인데, 올해 16,000 대를 대상으로 보조금 지급이 가능할 전망이다.

청정수소 기준 곧 확립된다

7 월 기점으로 청정수소 정의
확립될 가능성 고조
하반기 발전용 연료전지 발주
시장 회복 기대

오랜 시간 기다렸던 청정수소의 정의가 곧 내려질 것으로 예상된다. 5 월 2 일 발표된 산업통상자원부의 수소법 시행령 개정안 입법예고에 따르면 우리나라도 이산화탄소 배출량을 기준으로 청정수소를 구분하는 내용이 담겨있다. 여타 주요 국가들이 청정수소와 관련된 제도들을 확립하고 발표한 부분들을 타산지석 삼은 것으로 보인다. 보다 구체적으로는 미국의 IRA 크레딧 적용안과 같이 수소 1kg 생산에 이산화탄소 배출 4kg 미만인 경우를 청정수소로 인정할 것으로 보인다. 일단 속도전이 중요하다. 빠르게 청정수소의 기준을 확립하는 것이 중요할 것이고, 이 선행과제가 해결된다면 그 이후 밸류체인은 실타래 풀리듯 수혜를 입을 것으로 예상된다. 올 하반기 우리나라 수소 산업 반등이 기대되는 가장 큰 이유다.

Analyst 나승두
nsdoo@sk.co.kr / 3773-8891

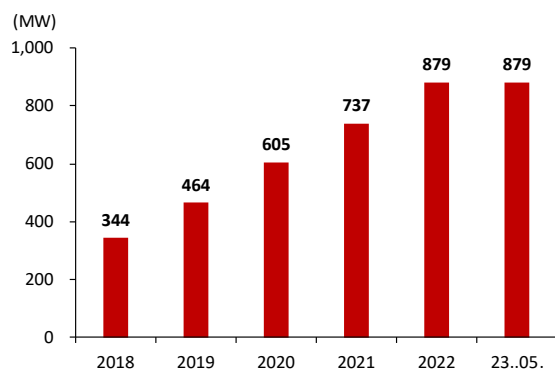
1H23 리뷰: 불확실성의 지속

답답한 흐름의 연속

정책적 불확실성 이어진 1H23
수소연료전지차는 보조금 효과로
+40% YoY 성장

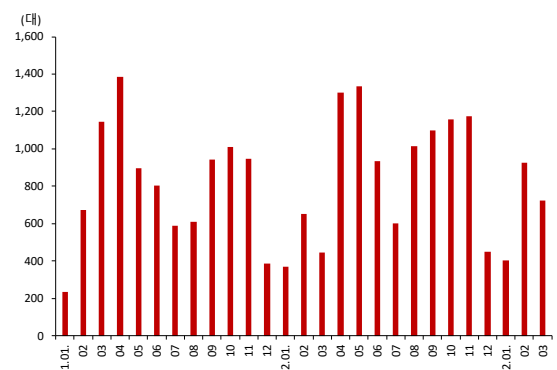
21년부터 시작된 정책적 불확실성이 지속적으로 발전용 연료전지 발주 시장에 악영향을 미쳤다. 22년 5월 수소법 개정안이 국회 문턱을 넘고 12월 시행되었지만 청정수소의 허용 범위가 어디까지 인지, 탄소 배출 기준은 어떻게 되는지에 대한 기준이 명확하게 확립되지 않았다. 따라서 발전용 연료전지 사업을 영위하는 사업자들은 사이트나 연료전지 타입 등을 선정하지 못해 발전용 연료전지 발주 시장 경색이 이어졌다. 반대로 수소연료전지차는 1Q23에만 2,051대의 판매량을 기록하며 전년동기 대비 +40% 상승했다. 수소연료전지차 구입 시 보조금 규모가 확대되었기 때문으로 해석된다. 공공기관 통근 버스, 청소차 등 상용차 교체 움직임도 조금씩 나타났다.

우리나라 수소연료전지 발전설비 추이



자료: 전력통계정보시스템, SK 증권

NEXO 월별 총 판매량(Domestic+Export) 추이



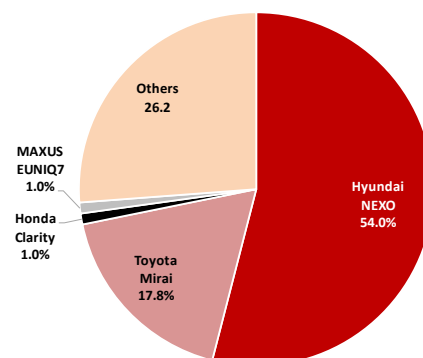
자료: 현대자동차, SK 증권

우리나라 지역별 수소충전소 구축 현황

지역	개수	지역	개수
서울	14	전북	17
경기	42	전남	6
인천	10	광주	10
충북	21	경북	6
충남	19	경남	20
대전	14	대구	6
세종	3	울산	21
강원	14	부산	9
제주	0	총합	232

자료: 월간수소경제 통계, SK 증권 / 주: 23.03. 기준

글로벌 수소연료전지차 브랜드별 시장점유율



자료: SNE Research, SK 증권

2H23 전망: 엷힌 실타래 풀리는 시기

청정수소 기준이 확립될 때, 주가는 반등한다

수소법 개정안 입법예고 되며
청정수소 정의 확립될 가능성
높아져, 하반기 엷항 반등 기대

하반기 반등을 예상하는 이유는 우리나라도 드디어 청정수소의 기준이 수립될 가능성이 높아지고 있기 때문이다. 미국/유럽/일본/중국 등 주요 국가들은 그린수소 확산을 위해 저마다의 청정수소인증제도를 마련하고 시행하기 시작했다. 우리나라는 지난해 수소법 개정안이 시행되고 청정수소발전의무화제도(CHPS)가 확립되었지만, 청정수소 인정 범위를 정확히 확립하지 못한 상황이었다. 결국 발전 사업자들의 선택이 늦어졌고, 이는 여러 관련 프로젝트들이 지연되는 결과로 이어졌다. 하지만 산자부의 수소법 개정안 입법예고를 통해 곧 우리나라도 청정수소의 개념이 확립될 것으로 보인다. 언급된 내용에 따르면 미국의 IRA 크레딧 적용안과 같이 수소 1kg 생산에 이산화탄소 배출 4kg 미만인 경우를 청정수소로 인정할 것으로 보인다. 일단 속도전이 중요하다. 빠르게 청정수소의 기준을 확립하는 것이 중요할 것이고, 이 선행과제가 해결된다면 그 이후 밸류체인은 실타래 풀리듯 수혜를 입을 것으로 예상된다. 올 하반기 우리나라 수소 산업 반등이 기대되는 가장 큰 이유다.

수소법 시행령 개정(안) 입법예고 주요내용 - 산업통상자원부 공고 제 2023-374 호

- 가. 청정수소 시장 상황, 기술 수준, 국내 특수성 및 국제 동향을 고려해
저탄소수소 및 저탄소수소화합물의 기준을 산업통상자원부 고시로 정하도록 규정(안 제 2 조의 2)
- 나. **청정수소의 인증기준은 이산화탄소 등 배출량을 기준**으로 하되 청정수소의 생산 방법, 운송 방식 및 적용 기술의 수준을 고려하여 산업통상자원부장관 고시로 정하도록 규정(안 제 34 조의 10)
- 다. 청정수소 인증절차에 관한 사항을 규정하고 인증절차를 공정하게 운영하기 위해
산업통상자원부장관 소속으로 청정수소인증운영위원회를 둘 수 있도록 규정(안 제 34 조의 11)
- 라. 청정수소 등급별 생산 및 사용량에 따른 인센티브, 우수 기업 등의 선정 및 포상 등
청정수소 생산·사용자의 지원수단에 관한 사항을 규정(안 제 34 조의 12)
- 마. 청정수소 인증표시의 사용금지명령, 개선명령 및 인증의 취소,
청정수소의 인증유지 점검에 관한 사항을 규정(안 제 34 조의 13부터 제 34 조의 15 까지)
- 바. 청정수소 생산·수입·판매자에게 매분기 청정수소의 생산·수입·판매 등에 관한 사항을
신고하도록 하고 신고 항목과 절차 등 신고에 필요한 사항은 산업통상자원부장관이 정하여
고시하도록 규정(안 제 34 조의 16)
- 사. 청정수소 인증기관의 대상 범위, 인증기관의 종류와 기능, 인증기관의 지정 및 지정취소 절차,
관계자 등의 비밀유지의무에 관한 사항을 규정(안 제 34 조의 17부터 제 34 조의 18 까지)
- 아. 청정수소 인증제도 운영 및 청정수소 생산·사용자에 대한 지원 등의
업무 위탁에 관한 사항을 규정(안 제 57 조제 5 항)

자료: 산업통상자원부, SK 증권

P2G 설비 활용한 잉여전력의 흡수

수전해 수소 공급량 가정 (비율)	105 만 t (20%)	53 만 t (10%)
P2G 설비 용량 가정	10GW	5GW
수전해 수소 공급량 (P2G 이용률 50% 가정)	110 만 t	55 만 t
잉여전력 흡수율	42%	23%

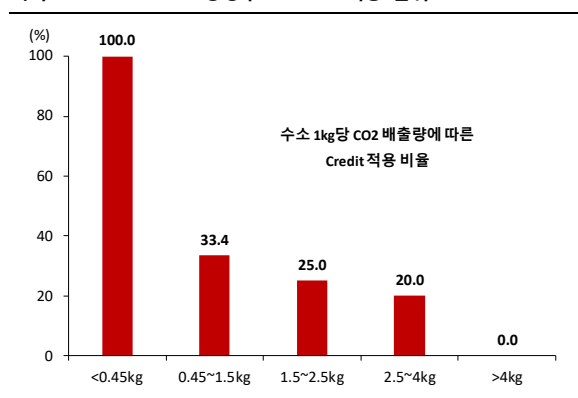
자료: 에너지경제연구원, SK 증권

국가별 청정수소 인증제 기준

국가	등급분류	정의
EU	저탄소수소 (Low-Carbon Hydrogen)	- 화석연료기반의 추출수소의 경우 CCS 또는 CCU 를 통하여 CO ₂ 60% 이상 감축한 수소
	그린수소 (Green Hydrogen)	- 부분 또는 전부를 신재생에너지로부터 생산한 수소 - 저탄소 수소가 배출기준 이하 만족
일본	★	- CO ₂ 배출량 11.2 ~ 39.21 kgCO ₂ eq/kgH ₂
	★★	- CO ₂ 배출량 7.84 ~ 11.2 kgCO ₂ eq/kgH ₂
	★★★	- CO ₂ 배출량 4.48 ~ 7.84 kgCO ₂ eq/kgH ₂
	★★★★	- CO ₂ 배출량 1.12 ~ 4.48 kgCO ₂ eq/kgH ₂
중국	저탄소수소 (Low-Carbon Hydrogen)	- 재생에너지를 고려하지 않고, 14.5 kgCO ₂ -e/kgH ₂ 이하 CO ₂ 감축 - 기준배출량 대비 50% 감축 수준
	청정수소 (Clean Hydrogen)	- 재생에너지를 고려하지 않고, 4.9 kgCO ₂ -e/kgH ₂ 이하 CO ₂ 감축 - 저탄소 수소 CO ₂ 배출량 대비 1/3 감축 수준
	재생수소 (Renewable Hydrogen)	- 재생에너지를 고려하고, 4.9 kgCO ₂ -e/kgH ₂ 이하 CO ₂ 감축 - 저탄소 수소 CO ₂ 배출량 대비 1/3 감축 수준

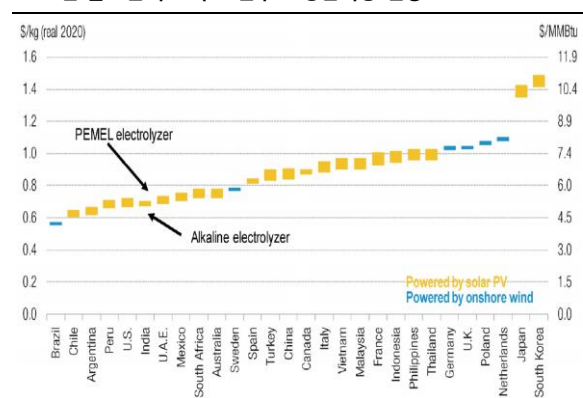
자료: 한국에너지공단, SK 증권

미국 IRA Section 45V 청정수소 Credit 적용 범위



자료: IRA 2022, SK 증권

2050년 글로벌 주요국 그린수소 생산비용 전망



자료: Bloomberg NEF, SK 증권

Top Picks: 두산퓨얼셀

하반기 연료전지 발전 시장 회복을 기대하는 이유

부생수소는 탄소배출없는
100% 청정수소 인정될 가능성,
순수 수소 활용 비중 높은
PAFC 수혜 기대

두산퓨얼셀은 올해 1 분기 LTSA(장기유지보수 서비스) 수익성 개선 등의 영향으로 지난해 같은 분기 대비 영업이익 흑자전환에 성공했지만, 지난해부터 계속된 프로젝트 지연 영향으로 매출액은 소폭 감소했다. 하지만 하반기부터 연료전지 발전 시장 회복 및 수주량 반등에 힘입어 점진적인 실적 증가세를 회복할 것으로 예상된다. 수주량이 반등 하더라도 실제 매출로 연결되기까지 시간은 필요하겠지만, 답답했던 바틀넥(Bottleneck) 구간을 통과 중이라는 점에서 주가는 선반영 할 가능성이 높다는 판단이다.

하반기 반등을 예상하는 가장 큰 이유는 우리나라도 청정수소 기준 수립될 가능성이 높아지고 있기 때문이다. 미국/유럽/일본/중국 등 주요 국가들은 그린수소 확산을 위해 저마다의 청정수소인증제도를 마련하고 시행하기 시작했다. 우리나라는 지난해 수소법 개정안이 시행되고 청정수소발전의무화제도(CHPS)가 확립되었지만, 청정수소 인정 범위를 정확히 확립하지 못한 상황이었다. 결국 발전 사업자들의 선택이 늦어졌고, 이는 여러 관련 프로젝트들이 지연되는 결과로 이어졌다. 하지만 산자부의 수소법 개정안 입법예고를 통해 곧 우리나라도 청정수소의 개념이 확립될 것으로 보인다. 눈 여겨 볼 만한 점은 부생수소의 활용가치 증가이다. 이 부생수소와 순수 수소 활용 모델인 PAFC가 결합할 경우 가장 큰 시너지가 발생할 것으로 기대된다. 두산퓨얼셀의 반등을 위한 밑그림이 그려지고 있다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	억원	2,212	4,618	3,814	3,121	3,951	7,030
yoy	%	N/A	108.8	-17.4	-18.2	26.6	77.9
영업이익	억원	195	260	180	72	184	378
yoy	%	N/A	33.6	-30.9	-59.9	154.9	105.5
EBITDA	억원	211	334	266	196	304	498
세전이익	억원	160	183	186	43	116	318
순이익(지배주주)	억원	119	142	87	39	101	273
영업이익률%	%	8.8	5.6	4.7	2.3	4.7	5.4
EBITDA%	%	9.5	7.2	7.0	6.3	7.7	7.1
순이익률	%	162	173	106	47	123	333
EPS(계속사업)	원	53.1	308.6	451.8	621.7	239.0	88.2
ROE	%	7.1	4.2	1.7	0.7	1.9	5.0
순차입금	억원	-522	-2,916	-1,024	2,274	3,008	4,965
부채비율	%	197.3	54.2	34.9	96.3	130.7	199.4

Top Picks: 일진하이솔루스

상용+해외, 시장 영역 확대 시작

올해 수소연료전지차 16,000 대
해당 보조금 책정,
작년대비 +50% 이상 판매량 증가
예상

일진하이솔루스는 차량용 매연저감장치 등을 담당하는 환경사업과 수소차 연료탱크 및 모듈 등을 담당하는 수소사업을 영위한다. 지난해 환경부의 매연저감장치 관련 예산 삭감으로 인해 환경사업부 매출이 크게 감소하면서 전체적인 실적 감소를 야기했지만, 수소사업부만을 나누어 살펴보면 전혀 다른 전개가 펼쳐지고 있음에 주목해야 한다. 국내 완성차 업체의 전략 방향, 수소차에 대한 전반적인 회의적 시각 등은 주가에 악영향을 미쳤지만, 실제 나타나는 숫자는 그렇지 않다고 이야기하고 있기 때문이다.

지난해 국내 완성차 업체가 국내/외에 판매한 수소연료전지차는 총 10,527 대로 21 년 9,620 대 대비 +9.4% 상승한 바 있다. 그런데 올해 1 분기에만 지난해 같은 기간 대비 +40% 상승한 2,051 대를 기록했다. 가장 큰 이유는 수소차 보조금 지급이 증가했기 때문으로 해석된다. 지난 1 월 환경부는 올해 수소차 총 16,920 대에 구매 보조금을 지급한다는 계획을 발표한 바 있다. 이 중 승용차 보조금 지급 대수는 16,000 대로, 이는 지난해 대비 +50% 이상 상승한 숫자다. 해외 시장의 움직임도 심상치 않다. 해외 완성차 업체들의 수소 폼팩터 연구가 지속되는 가운데 시제품까지 속속 등장하는 추세다. 수소차 필수 부품인 수소 저장 탱크의 수요는 필연적으로 증가할 수밖에 없다는 판단이다. 올해는 환경사업부 실적 감소 영향을 떨쳐내고, 수소사업부 중심의 실적 반등이 도드라지게 나타날 가능성이 크다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	억원	919	1,135	1,177	1,091	1,246	1,514
yoy	%	221.5	23.5	3.7	-7.3	14.2	21.5
영업이익	억원	126	151	98	28	50	106
yoy	%	2,023.7	19.5	-35.0	-71.7	80.9	111.7
EBITDA	억원	145	184	144	82	99	151
세전이익	억원	113	154	107	86	59	114
순이익(지배주주)	억원	94	156	90	70	51	95
영업이익률%	%	13.7	13.3	8.3	2.5	4.0	7.0
EBITDA%	%	15.8	16.2	12.2	7.5	7.9	10.0
순이익률	%	32.3	53.6	24.7	19.4	14.0	26.3
EPS(계속사업)	원	0.0	0.0	220.8	153.9	213.1	113.6
ROE	%	40.5	34.3	5.0	2.3	1.6	2.9
순차입금	억원	-292	-254	-2,739	-2,643	-2,737	-2,876
부채비율	%	106.5	52.8	11.8	8.8	10.2	12.2

기계(방산)

실적으로 확인되기 시작한 수출

폴란드 중심으로 대규모 수출
성공한 국내 방산, 4Q22 부터
수출효과 실적에 나타나기 시작

우리나라의 22 년 방위산업 수출 수주액은 170 억 달러를 넘어섰다. 21 년 약 73 억 달러의 수출 수주를 기록한 이후 불과 1 년 만에 2 배 이상의 수출 수주 금액 성장을 기록한 것이다. 우리나라 방산 수출 수주 증가에 가장 큰 기여를 한 국가는 단연 폴란드이다. 22 년 8 월에는 약 34 억 달러 규모의 K-2 전차 도입 1 차 이행계약과 약 24 억 달러 규모의 K-9 자주포 도입 1 차 이행계약을, 9 월에는 약 30 억 달러 규모의 FA-50 경공격기 도입 이행계약을 체결한 바 있다. 이후 초도 물량에 대한 납품이 시작됐고, 국내 방산 대표 기업들은 4Q22 를 시작으로 올해 상반기까지 수출로 인한 이익 증가 효과가 나타나기 시작했다.

일회일비 하지 말고 스노우볼 효과를 노리자

글로벌 갈등과 대립은 여전,
K-방산 추가 수출 가능성 높아
관련 기자재 및 재고보충 수혜
가능 분야 주목

하지만 국내 대표 방산 기업들의 분기 실적은 수출 물량 관련 실적이 어느 분기에 반영되느냐에 따라 변동성이 커질 가능성이 있다. 분기 실적에 일회일비 하지 말고 긴 호흡으로 바라본다면 충분한 스노우볼 효과를 거둘 수 있을 것으로 판단한다. 올 하반기에도 방위 산업을 바라보는 관전 포인트는 동일하다. 첫째, 올해를 관통하는 키워드는 여전히 '갈등'과 '대립'이 될 것이라는 점이다. 전쟁은 끝나도 지정학적 갈등과 대립은 계속될 가능성이 크고, 세계 각국의 국방예산 증액은 계속될 것으로 전망한다. 둘째, 위와 같은 배경에서라면 K-방산은 추가 수출 가능성이 매우 높다. 첨단 무기 도입, 군 현대화, 소진된 무기 재고 축적 수요 등이 계속될 것이기 때문이다. 셋째, 무기 완제품을 대규모로 수출하게 되었기에 이제는 관련 부품 및 기자재의 수요 증가에도 관심을 가져야 한다. 특히 길어지는 우크라이나 전쟁 여파로 부족해진 포탄 수급 확보 및 재고보충에 주목한다. 우리나라 무기 체계를 도입하는 국가들의 경우 안정적인 연착륙과 초기 운용을 위해서라도 검증된 포탄을 당분간 사용해야 한다는 점도 긍정적인 요소다.

Analyst 나승두
nsdoo@sks.co.kr / 3773-8891

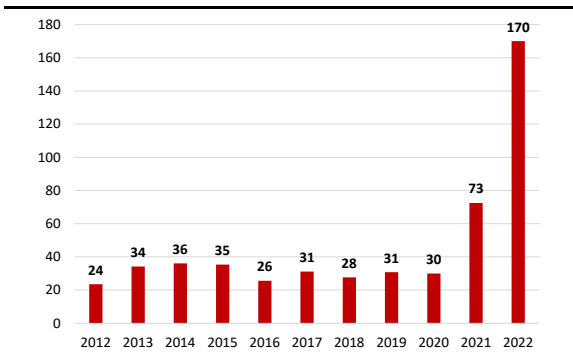
1H23 리뷰: 중장기적 성장 토대 마련

수출 결과 실적으로 반영되기 시작

**폴란드 수출 계약 관련 실적
반영되기 시작, 수출 증가는 곧
이익개선으로 이어져**

22 년 우리나라 방위산업 수출 수주액은 170 억 달러를 넘었다. 우리나라 방산 수출 수주 증가에 가장 큰 기여를 한 국가는 단연 폴란드로, 여전히 전쟁을 치르고 있는 우크라이나와 국경을 맞대고 있다는 점 때문에 우리나라 방산물자 도입에 적극적으로 나서고 있다. K-2 전차, K-9 자주포, FA-50 경공격기 등을 구입하는 확정 계약을 맺었으며, 장갑차 및 KF-21 차세대 전투기까지 논의 품목은 다양해지고 있다. 빠른 방산물자 인도와 현지 생산, 기술 이전 등을 원했던 폴란드의 요구를 우리나라가 적절히 맞춰주면서 1H23 에도 추가적인 방산 품목들에 대한 수출 가능성이 타진되는 모습이었다. 1Q23 부터 폴란드 납품 품목들에 대한 실적이 반영되며 기업마다 이익률이 개선되는 흐름이 나타나고 있다.

우리나라 방위산업 수출(수주 기준) 추이 (단위: 억달러)



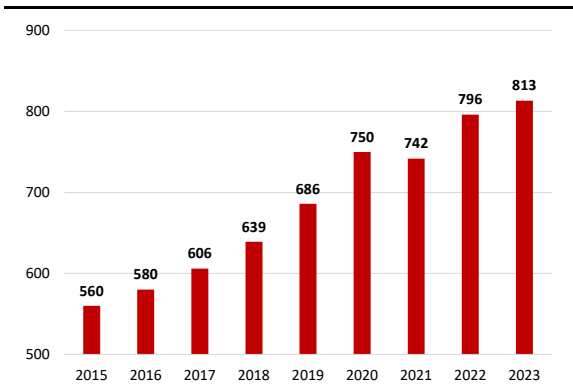
자료: 방위사업청, SK 증권

2022 년 주요 수출 수주성과

날짜	품목	거래상대방	금액
2021.12.	K9 자주포 및 K10 탄약운반장갑차	호주	약 1 조 원
2022.01.	천궁 2 지대공 미사일	UAE	약 2 조 원
2022.02.	K9 자주포	이집트	약 2 조 원
2022.03.	방산물자	사우디	약 1 조 원
2022.08.	폴란드 K2 1 차 이행계약	폴란드	약 34 억 달러
2022.08.	폴란드 K9 1 차 이행계약	폴란드	약 24 억 달러
2022.09.	폴란드 FA50 1 차 이행계약	폴란드	약 30 억 달러
2022.11.	폴란드 천무 1 차 이행계약	폴란드	약 36 억 달러

자료: 방위사업청, 언론종합, SK 증권

미국 국방예산(National Defense Budget) 추이 (단위: 십억달러)



자료: USDOD, SK 증권

22 년 9 월 개최된 한-루마니아 국방부 장관 회담



자료: 국방부, SK 증권

2H23 전망: 추가 수출 기대감 고조

분기별 실적에 일희일비 할 필요 없음

수출 실적 어느 분기에
반영되는지에 따라
분기별 실적 편차 나타날 수 있음
장기적 관점 유지 필요

국내 대표 방산 Big 4 기업들은 수출 물량 관련 실적이 어느 분기에 반영되는지에 따라
분기별 실적이 들쭉날쭉 해 보일 가능성이 있다. 하지만 분기별 실적에 일희일비 하기
보다는 중장기적 탄탄한 성장 모멘텀을 마련했다는 데 집중하면서 긴 호흡으로 바라본
다면 충분한 스노우볼 효과를 거둘 수 있을 것으로 판단한다. 세계적으로 ‘갈등’과 ‘대
립’이 갈수록 심화된다면, 결국 중요한 것은 국가별 자주 국방력을 갖추는 것이다. 세계
각국이 국방력 강화에 나선 가운데, 전통 군사 강국인 미국과 독일 등이 자국 국방력
강화에 가장 우선 순위를 두면서 우리나라 방산 물자를 찾는 주변 국가들이 크게 증가
하는 추세다.

2H23 주목해야 하는 또 다른 키워드는 ‘재고보충’과 ‘국산화’이다. 전차/자주포 등 완
제품의 대규모 납품을 기반으로 하는 관련 부품 및 기자재 수요 증가 및 관련 기업 수
혜 강도에도 관심을 가져야 하는 시점이다. 길어지는 우크라이나 전쟁 여파로 부족해진
포탄 수급 확보 및 재고보충도 주목해야 한다. 우리나라 무기 체계를 도입하는 국가들
의 경우 안정적인 연착륙과 초기 운용을 위해서라도 검증된 포탄을 당분간 사용해야
한다는 점도 긍정적이다.

주목할 만한 부품/기자재 관련 기업

구분	내용
K2 전차	현대위아(전차포), 현대두산인프라코어(파워팩 엔진), 한화시스템(사격통제 시스템), SNT중공업(파워팩 변속기)
K9 자주포	STX엔진(파워팩 엔진), SNT중공업(파워팩 변속기), 이엠코리아(격발기/실린더), 현대위아(자동장전 장치)
FA-50 경공격기	한화시스템(AESA 레이더), 제노코(혼선방지기), 이엠코리아(랜딩기어 부품)

자료: SK 증권 정리

K-2 전차 적용 기대되는 1,500 마력급 변속기



자료: SNT 중공업, SK 증권

월스트리트저널을 통해 언급된 미국의 한국산 포탄 수급

South Korea to Sell Arms to U.S. for Ukrainian Forces Fighting Russia
Artillery units are to be supplied for at least several weeks of intensive combat.

South Korea will for the first time sell artillery shells destined for Ukrainian forces through a confidential arms deal between Seoul and Washington, a move that reflects a global scramble for munitions after months of war with Russia.

U.S. officials familiar with the deal said that the U.S. will purchase 100,000 rounds of 155mm artillery ammunition that will be delivered to Ukraine, enough to supply Ukraine's artillery units for at least several weeks of intensive combat.

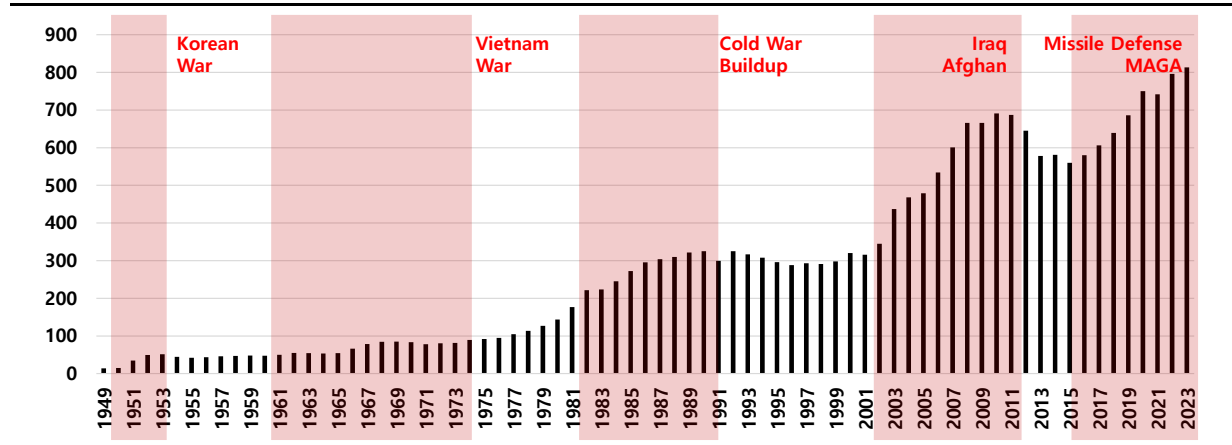
Routing the deal through the U.S. allows South Korea to stick to the letter of its public commitment not to send lethal military support to Ukraine while assisting Washington, Seoul's paramount ally in deterring North Korea.

The South Korea-provided arms will enable the U.S. to supply the Ukrainians without digging deeper into the American inventory of artillery rounds, which U.S. officials have acknowledged are dwindling quickly. In August, the stockpile of U.S. 155mm artillery rounds had fallen to levels that concerned the Pentagon as Ukraine engaged in fierce artillery duels with the Russian forces, and U.S. officials say the situation is considerably worse now.

자료: Wall Street Journal, SK 증권

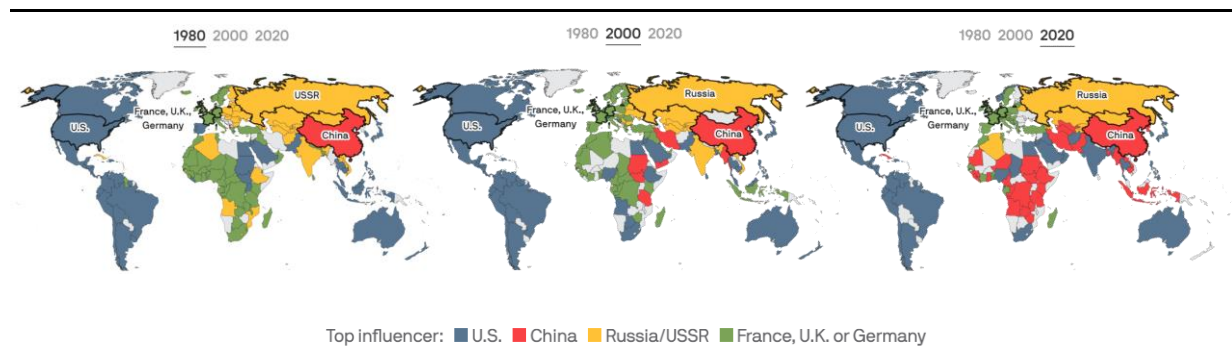
미국 국방예산 추이

(단위: 십억달러)



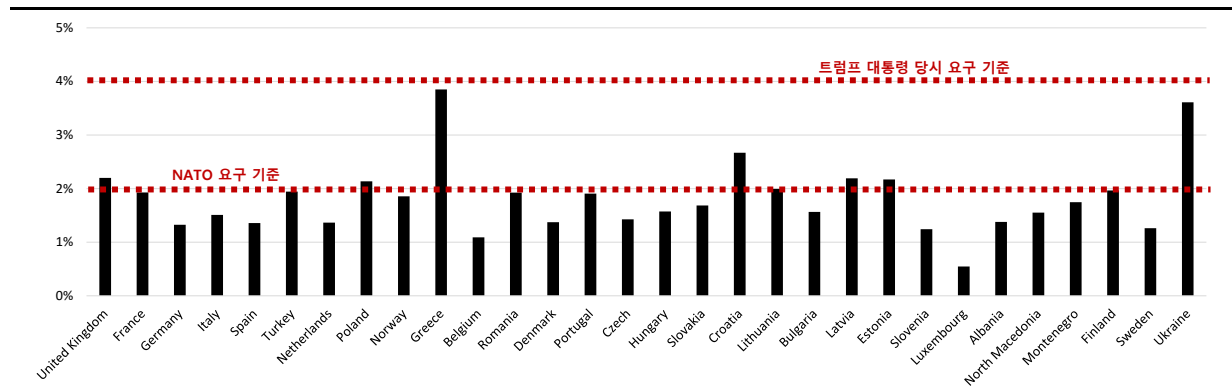
자료: 미 국방부, SK 증권

국가별 주변 영향력 변화



자료: Atlantic Council, SK 증권

2021년 유럽 NATO 가입국 GDP 대비 국방예산 비율



자료: IMF, SIPRI, SK 증권

Top Picks: 한화에어로스페이스

탄탄한 수주 기반으로 중장기 성장성 확보

글로벌 베스트셀러 K-9 자주포
추가 수출 가능성 있음
우주 산업 선두기업 효과 및
한화오션 인수 시너지 기대

우크라이나 전쟁이 예상보다 길어지면서 우크라이나에 방산 물자 지원을 아끼지 않았던 인접 국가들의 안보 공백 우려가 더욱 커지고 있다. 대표적인 인접 국가인 폴란드는 ① 국방예산 증액과 군사력 강화, ② 노후화된 군 현대화, ③ 우크라이나 지원으로 인한 재고 보충 등의 목적으로 우리나라 방산 물자 도입에 가장 적극적으로 나선 바 있다. 폴란드 외 동유럽권 국가, NATO 가입국 중 국방예산 증액에 적극적인 국가 등을 중심으로 K-9 자주포 추가 수출 확정 물량 소식을 기대해 볼 만한 시점이다. 특히 이번 전쟁은 전투기를 중심으로 하는 현대 공중전의 위력보다 미사일, 포(砲)를 중심으로 하는 원거리 타격전이 중요하게 대두되면서 자주포에 대한 수요와 관심을 크게 끌어올렸다고 평가된다.

한국형발사체 체계종합기업으로써의 역할도 부각될 전망이다. 우주 발사체에서 가장 중요한 부분인 액체 연료 발사 엔진을 담당하던 한화에어로스페이스는 누리호 3 차 발사를 기점으로 25 년 예정된 4 차 발사부터 발사체의 제작 및 조립 등 실질적인 제작을 모두 담당할 것으로 예상된다. 유상증자 참여 형태로 인수한 한화오션(구. 대우조선해양)과의 시너지도 기대해볼 수 있다. LNGC 인도실적 기준 글로벌 1 위인 한화오션은 글로벌 LNG 수요 증가로 인한 수주 모멘텀이 계속되고 있고, 한화에어로스페이스와는 잠수함 등 방산 부문에서의 시너지 효과는 신규 수주 소식으로 나타날 가능성이 높다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	52,641	53,214	64,151	69,423	84,988	92,764
yoy	%	18.2	1.1	20.6	8.2	22.4	9.2
영업이익	억원	1,652	2,439	3,830	3,878	5,184	5,844
yoy	%	210.7	47.6	57.0	1.2	33.7	12.7
EBITDA	억원	3,840	4,896	6,205	6,435	8,184	8,729
세전이익	억원	1,563	1,718	4,053	3,186	4,437	5,039
순이익(지배주주)	억원	1,322	1,214	2,526	2,387	3,482	3,938
영업이익률%	%	3.1	4.6	6.0	5.6	6.1	6.3
EBITDA%	%	7.3	9.2	9.7	9.3	9.6	9.4
순이익률	%	3.1	3.1	4.7	3.4	4.0	4.2
EPS(계속사업)	원	2,555	2,388	4,989	4,601	6,764	7,664
ROE	%	5.5	4.8	9.2	7.9	10.3	10.2
순차입금	억원	10,525	10,900	1,546	1,988	-523	-5,023
부채비율	%	205.0	216.6	181.0	200.7	192.8	183.1

Top Picks: 현대로템

10 년만에 달성한 최고 영업이익, 올해도 계속된다

K-2 전차 인도 시점에 따라
분기별 실적 편차 있을 수 있음,
전동차 저가 수주 개선과 함께
방산 수출 증가로 연간 실적
개선에 집중할 필요

현대로템은 22 년 매출액 3 조 1,633 억원(+10%, 이하 YoY), 영업이익 1,475 억원(+84%)의 실적을 기록하며 최근 10 년래 가장 높은 수준의 영업이익 달성에 성공했다. 폴란드와의 K-2 전차 수출 1 차 이행 계약에 따른 초도 물량 인도 매출이 4Q22 에 반영되면서 디펜스 솔루션 부문이 실적 성장을 견인한 것이다. 이런 추세는 올해도 계속될 전망이다. 단, 전차 납품과 매출 인식 시점에 따라 분기별 실적 편차는 다소 크게 나타날 가능성도 있다. 1Q23 인식될 것으로 기대했던 K-2 전차 23 년 인도 매출액이 다음 분기에 반영된 것과 같은 현상이 반복될 수 있다. 하지만 분기 실적에 일회일비 할 것없이 연간 영업이익 증가 추세가 계속될 것이라는 부분에 초점을 맞춰야 한다.

2H23 은 추가 수출 소식을 기대해 볼만한 이벤트들이 등장할 것으로 예상된다. 미국 국빈방문 및 G7 정상회담 참석 등을 계기로 우리나라와 국방협력 강화를 논의하고자 희망하는 국가들이 크게 증가하고 있다. K-2 전차의 폴란드 현지 생산을 비롯한 2 차 이행계약의 세부 내용도 더욱 구체화될 수 있을 것으로 전망한다. 국내 실전배치를 위한 3 차 양산도 계속된다. 무엇보다 고무적인 부분은 전동차 저가 수주 개선, 방산 이익률 확대 등을 통해 16 개 분기 연속 영업이익을 달성하고 있다는 점이다. 확실한 체질개선에 성공했다는 판단이다. 7 조원 이상의 레일솔루션 부문의 수주 잔고는 외형성장을 이끌고, 디펜스솔루션 수출 비중 증가는 이익률 개선에 보탬이 될 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	24,593	27,853	28,725	32,012	38,754	46,452
yoy	%	2.0	13.3	3.1	11.4	21.1	19.9
영업이익	억원	-2,799	821	802	1,374	2,060	2,440
yoy	%	적지	흑전	-2.3	71.3	49.9	18.4
EBITDA	억원	-1,961	1,263	1,153	1,746	2,437	2,806
세전이익	억원	-3,494	150	353	791	1,506	1,852
순이익(지배주주)	억원	-3,543	310	665	727	1,385	1,697
영업이익률%	%	-11.4	3.0	2.8	4.3	5.3	5.3
EBITDA%	%	-8.0	4.5	4.0	5.5	6.3	6.0
순이익률	%	-14.5	0.8	1.8	2.2	3.5	3.6
EPS(계속사업)	원	-4,168	284	609	667	1,269	1,555
ROE	%	-37.9	2.8	5.0	5.5	9.6	10.6
순차입금	억원	10,788	6,226	9,036	9,363	10,116	8,569
부채비율	%	362.6	211.8	223.9	237.4	249.5	240.5

통신서비스 비중확대(유지)

실적개선과 주주환원 강화에 대한 기대감

2H23 통신서비스 비중확대

통신서비스 업종에 대한 투자의견을 비중확대로 제시한다. 1Q23 통신업체 실적은 일회성 요인을 제거하면 대체로 시장기대치에 부합한 양호한 실적을 기록하였는데, 23년 하반기에도 영업이익 증가세가 이어질 것으로 예상하기 때문이다. 특히 마케팅비용과 감가상각비 안정화 기조로 실적의 가시성이 높으며, 이에 따라 주주환원 확대에 대한 기대감이 하반기에 본격적으로 부각될 전망이다.

변수가 적은 하반기

4Q23 통신 3사 합산 영업이익 27.7% 증가 전망

통신서비스 업체의 하반기 실적개선 가능성이 높다. 5G 가입자 증가에 따른 Handset ARPU 상승으로 무선매출 성장세가 예상되고, 데이터센터, 클라우드 등 B2B 매출 증가는 다소 정체가 예상되는 IPTV 부문에 대한 우려를 해소시킬 것으로 예상된다. 비용단에서는 하반기 대규모 투자가 필요한 요인이 적고, 가입자 모집경쟁이 현재 수준으로 유지될 가능성이 높아 감가상각비와 마케팅비용 안정화가 지속될 것이다. 특히 4분기 통신 3사의 합산 영업이익은 전년동기 대비 27.7% 증가할 것으로 예상되어 연말로 갈수록 어닝모멘텀이 강화될 것으로 예상된다.

남은 리스크는 정부의 규제

단기적으로 규제 영향은 제한적이라 판단

정부는 6월 과점체제 해소와 이동통신 3사 체제 내에서 경쟁을 촉진할 통신시장 경쟁 촉진 방안을 발표할 예정이다. 관련 내용으로는 제4 이동통신 사업자 유치, 알뜰폰 사업자 지원 강화 등 기존 통신사에게 위협요인으로 작용할 수 있는 방안이 포함될 것으로 예상된다. 다만 제4 이동통신사의 경우 대규모 CAPEX 부담으로 인해 단기적으로 수익성이 높지 않을 가능성이 있고, 정부의 규제 대상이라는 점에서 유력한 후보군으로 지목되는 대기업 입장에서는 매력적이라 하기는 어렵다. 정부의 의도대로 제4 이동통신사가 진입한다고 하더라도 단기적으로 기존 통신사에 위협요인이 될 가능성은 낮다고 판단한다. 최근 점유율이 확대되고 있는 알뜰폰의 경우 기존 통신사는 5G 중간요금제, 청년특화요금제 등 다양한 요금제 출시 등으로 대응하고 있다. LTE 중심으로 알뜰폰 가입자가 모집되고 있는 만큼 5G 서비스 품질 개선과 요금제 다양화를 통해 가입자 방어 가능성이 높다고 판단한다.

Analyst 최관순

ks1.choi@sks.co.kr / 3773-8812

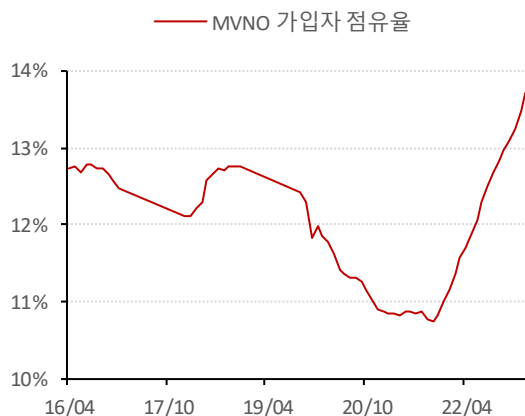
1H23 리뷰: 불확실성 부각

시장의 우려가 충분히 반영된 주가 수준

탐라인 성장 및 규제우려로 1H23
통신주 부진

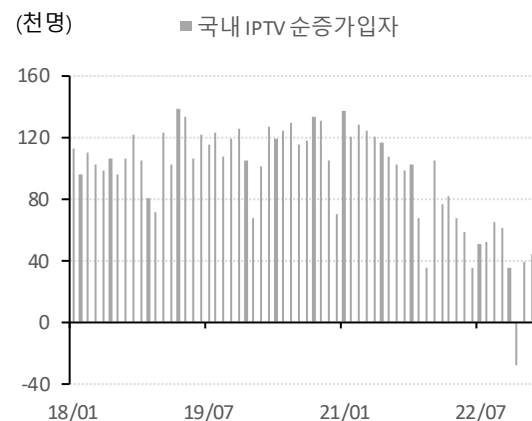
상반기 통신서비스 업종은 코스피 대비 부진했다. 5G 상용화에도 제한적인 ARPU 상승, 알뜰폰 가입자 증가에 따른 점유율 하락, OTT 활성화에 따른 IPTV 순증가입자 규모 축소 등 본업인 통신부문에서의 부진이 주가에 영향을 미친 탓이다. 또한 정부의 통신업에 대한 규제가능성이 부각되면서 통신업종에 대한 투자심리를 악화시킨 부분도 있었다. 다만 1Q23 실적은 일회성 요인을 제거하면 비교적 양호한 실적을 기록했고, 2Q23 부터는 실적의 정상화가 예상되는 만큼 1분기 실적발표 이후에는 비교적 양호한 주가 흐름을 보이고 있다.

국내 MVNO 점유율 상승세 지속



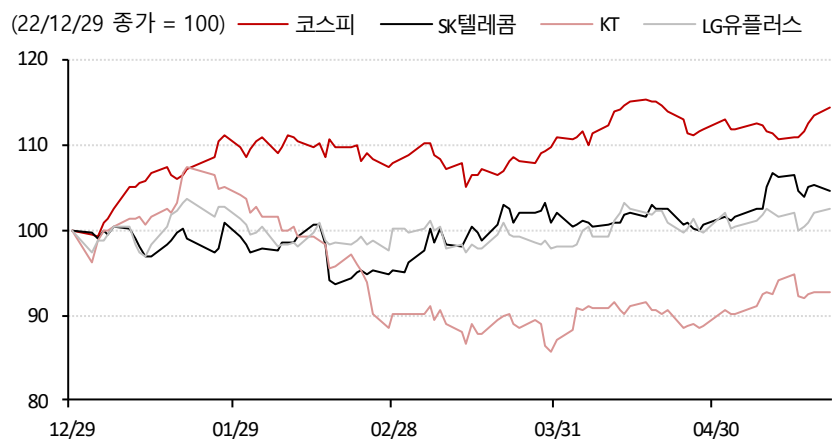
자료: 과학기술정보통신부, SK 증권

국내 IPTV 순증가입자 규모 축소



자료: SK 브로드밴드, KT, LG 유플러스

23년 통신 3사 상대주가 수익률 추이



자료: SK 증권

2H23 전망: 실적, 주주환원 강화, 불확실성 해소

하반기 투자심리 개선 전망

하반기 통신서비스 업종 주가 상승요인

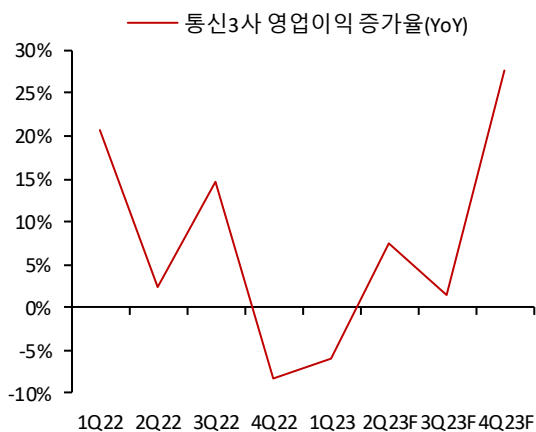
- 1) 실적개선
- 2)주주환원 강화
- 3) 규제 불확실성 해소

하반기 통신업종의 주가 반등 가능성은 높다고 판단한다. ①하반기 실적 반등 가능성이 높고, ②주주환원에 대해 높아진 시장의 눈높이를 충족시켜 줄 수 있는 업종이기 때문이다. 또한 ③통신업 규제에 대한 불확실성이 해소될 가능성이 높기 때문이다.

하반기 통신 3사 합산 영업이익은 2조 1,069 억원으로 전년 하반기 대비 11.1% 증가할 전망이다. 특히 4분기 영업이익은 전년동기 대비 27.7% 증가하며 연말로 갈수록 어닝모멘텀이 강화될 전망이다. 탑라인에서는 5G 가입자 증가에 따른 이동통신 매출과 데이터센터, 클라우드 등 B2B 매출이 성장을 견인할 전망이다. 비용단에서는 CAPEX 부담 완화와 안정적인 마케팅비용 집행 기조로 하반기 영업이익 증액에 대한 가시성이 어느 업종보다 높다고 판단한다.

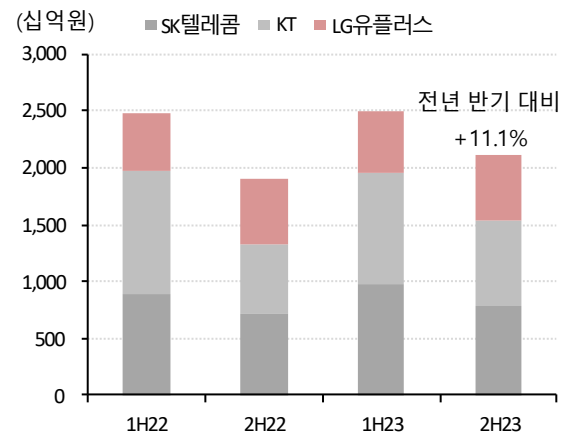
하반기 실적의 변수가 될 만한 요인은 알뜰폰 점유율 확대에 따른 기존 통신사의 가입자 모집경쟁이 강화되는 상황인데, 통신3사는 점유율보다는 수익성에 집중하는 경영기조가 23년 하반기에도 유지될 것으로 예상되기 때문에 비용단에서의 이슈 발생 가능성은 낮다고 판단한다.

통신 3사 어닝모멘텀은 4분기로 갈수록 강화될 것



자료: 각 사, SK 증권

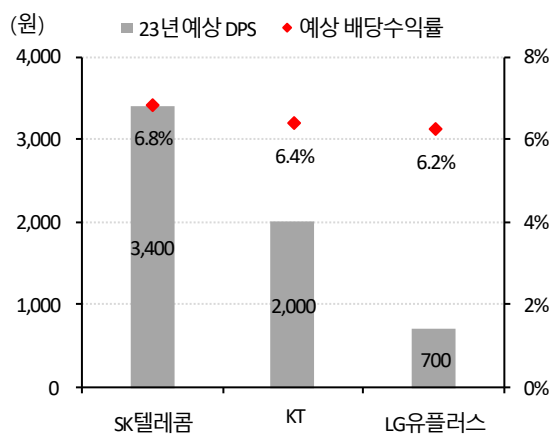
통신 3사 23년 하반기 합산 영업이익 11.1% 증가 가능 전망



자료: 각 사, SK 증권

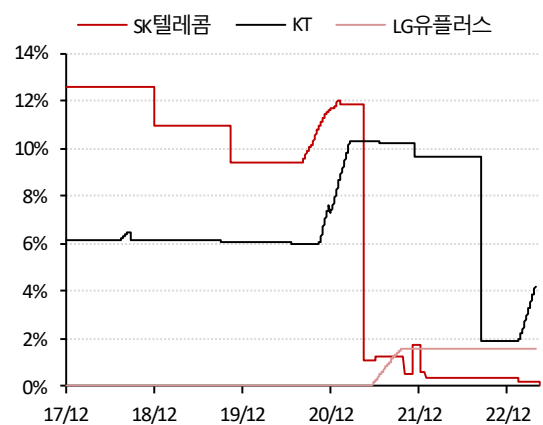
높아진 이익 가시성은 주주환원 강화로 이어질 전망이다. 특히 분기배당을 실시하는 SK 텔레콤은 23년 하반기 자기주식 취득 가능성이 높다. SK 브로드밴드, 하나금융으로부터의 배당금과 실적개선에 따른 잉여현금이 재원이다. 이익 체력이 강화될 LG 유플러스도 배당확대 가능성이 높다. CEO 부재에 따라 배당 축소에 대한 우려가 있는 KT의 경우에는 신임 CEO가 3분기 윤곽을 드러낼 전망이다. 기존 별도 조정순이익의 50%를 배당하는 배당정책에서 크게 벗어나지 않을 것으로 예상된다. 통신 3사의 현주가 대비 배당수익률은 6%대로 이익의 가시성이 높다는 측면에서 높아진 시장의 주주환원 눈높이를 충족할 전망이다.

23년 통신 3사 예상 DPS 및 배당수익률



자료: SK 증권

통신 3사 자사주 비율 추이



자료: 각 사

정부는 6월 과점체제 해소와 이동통신 3사 체제 내에서 경쟁을 촉진할 통신시장 경쟁촉진 방안을 발표할 예정이다. 제4 이동통신사 유치, 알뜰폰 활성화 등이 유력한 내용이다. 제4 이동통신사 유치는 이미 수차례 추진되었으나 대규모 CAPEX 부담에 따른 기존 통신사와의 경쟁 측면에서 무산된 바 있다. 설령 제4 이동통신 사업자가 진입한다고 하더라도 초기 투자에 대한 부담으로 단기간에 기존 통신사에 위협요인으로 작용하진 않을 것으로 판단한다. 최근 알뜰폰 가입자 증가에 따라 기존 통신사는 5G 중간 요금제, 청년특화 요금제 등 다양한 요금제 출시로 대응하고 있으며, 알뜰폰 가입자의 대부분이 LTE에 집중되어 있는 만큼 5G 서비스 품질 개선을 통해 가입자 이탈을 방지할 수 있을 것이라 판단한다. 정부의 통신시장 경쟁촉진 방안에 대한 리스크가 있지만 발표 이후 불확실성 해소 요인으로 판단하며, 이후 주가는 탄력적으로 상승할 것으로 예상된다.

Top Picks: SK 텔레콤

편한 주식 하나쯤은 있어야 한다

통신주 탐픽: SK 텔레콤

하반기 양호한 실적과
자기주식 취득으로 주가의 하방
견고

SK 텔레콤에 대한 투자 의견 매수를 유지하며 하반기 통신서비스 업종 탐픽으로 제시한다. 연간 실적개선행세가 이어지는 가운데 하반기 자기주식 취득 가능성이 높아 수급여건이 개선될 것으로 예상하기 때문이다. 또한 배당수익률도 경쟁사보다 높아 주가의 하방도 견조하다고 판단한다. 3 분기와 4 분기 영업이익은 전년 동기 대비 각각 5.0%, 16.8% 증가하며 연말로 갈수록 실적 기대감이 강화될 전망이다. 연간으로도 영업이익이 9.6% 증가할 것으로 예상하는데, 22 년까지 3 년 연속 영업이익이 두 자릿수 증가한 것을 고려하면 높은 이익증가율이다. 25 년 상용화가 예상되는 UAM 의 경우 24 년부터 본격적으로 시장에 부각될 가능성이 높아 연말로 갈수록 주가의 탄력성은 높아질 것으로 기대한다.

23 년 하반기 SK 텔레콤은 자기주식 취득 가능성이 높다. 이미 실적발표를 통해 자기주식 취득 가능성을 언급한 바 있다. 21 년 11 월 SK 스퀘어와의 분할 과정에서 기존 보유하고 있던 자기주식 12% 가량을 소각한 바 있는데, 이번 자기주식 취득도 소각을 전제로 한 자기주식 취득일 가능성이 높아 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 23 년 연도 예상 배당금은 3,400 원으로 현 주가 대비 배당수익률은 6.8%이다. 실적의 가시성이 높은 만큼 주가의 하방도 견조해 배당주로의 매력도 높다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	16,088	16,749	17,305	17,721	18,066	18,505
yoy	%	-9.3	4.1	3.3	2.4	1.9	2.4
영업이익	십억원	1,249	1,387	1,612	1,767	1,840	1,929
yoy	%	12.7	11.1	16.2	9.6	4.1	4.8
EBITDA	십억원	5,419	5,502	5,367	5,542	5,679	5,833
세전이익	십억원	905	1,718	1,236	1,471	1,544	1,633
순이익(지배주주)	십억원	1,504	2,408	912	1,043	1,102	1,167
영업이익률%	%	7.8	8.3	9.3	10.0	10.2	10.4
EBITDA%	%	33.7	32.8	31.0	31.3	31.4	31.5
순이익률	%	1,704	5,757	4,169	4,766	5,036	5,331
EPS(계속사업)	원	27.9	10.1	11.4	10.4	9.8	9.3
ROE	%	6.4	13.6	8.0	9.1	9.3	9.5
순차입금	억원	9,902	9,601	9,420	8,776	7,539	7,177
부채비율	%	96.4	150.6	157.6	149.1	145.6	141.8

은행 비중확대(유지)

다소 과도한 우려가 반영된 주가

기대감은 잠시, 부진한 주가
추이가 나타난 1H23

은행주 주가는 연초 얼라인파트너스 발 은행주 캠페인과 은행들의 적극적인 주주환원 정책 발표에 힘입어 강세를 보였지만 2 월 이후로는 은행업 경쟁 촉진 TF 출범, SVB뱅크런, Credit Suisse 사태, FRC 파산 등 은행업종을 둘러싼 불확실성이 확대되며 다소 부진한 주가 추이를 기록해왔다.

다만 우려 대비 국내 은행들의 건전성 악화 가능성은 다소 제한적일 전망이다. 과거 위기에 대한 학습효과를 바탕으로 은행과 금융당국은 보수적 여신 취급을 해온 상황으로 일정 수준의 상승 버퍼를 감안하더라도 충분히 이익체력 수준에서 흡수할 수 있을 전망이다. 비은행권의 부동산 PF, 중저신용자 대출 등 건전성 이슈가 은행권으로 영향이 확대될 가능성을 고려하더라도 현재 평균 PBR 0.3 배 수준의 주가는 이미 과도한 우려가 반영되어 있는 것으로 판단한다.

은행의 최고 미덕은 결국 안정성

기대가 크지 않은 상황에서는
안정성 중심의 접근이 유효

현재 매크로/금리 및 규제 환경을 감안했을 때 은행 업종의 연간 주가의 향방은 1) 연초 제시한 주주 환원 정책을 안정적으로 이행할 수 있을지 여부와 2) 업황 둔화 국면에서 안정적으로 실적을 방어할 수 있을지 여부에 달려있다고 판단한다.

먼저 주주환원과 관련하여 핵심 이슈는 현재 금융당국이 추진 중인 자본적정성 제도 개선이다. 구체적인 버퍼 요구사항 등이 공개되기 전까지는 주주환원 관련 불확실성이 지속될 것으로 전망하며 현재 상황에서는 기본적인 자본력이 높아 규제 강화에도 안정적으로 주주 환원 정책을 이행할 수 있는 은행들이 유리할 전망이다.

또한 실적 방어 측면에서는 은행업 하락 국면을 고려했을 때 다각화된 사업구조를 보유한 은행이 유리할 전망이다. 특히 보험사의 경기방어적 성격 및 IFRS17 회계제도 변경 이슈 등을 고려하면 보험사 실적 기여도가 높은 은행이 유리할 것으로 전망한다.

전반적인 내용을 고려하여 Top-pick 으로는 업종 최고 수준의 자본력을 보유하고 있으며 상위권 손보사 등을 바탕으로 다각화된 사업 구조를 보유한 KB 금융을 제시한다.

Analyst 설용진

s.dragon@sksec.co.kr / 3773-8610

1H23 요약: 다소 과한 우려가 반영된 주가

우려 대비 안정적인 건전성 관리 전망

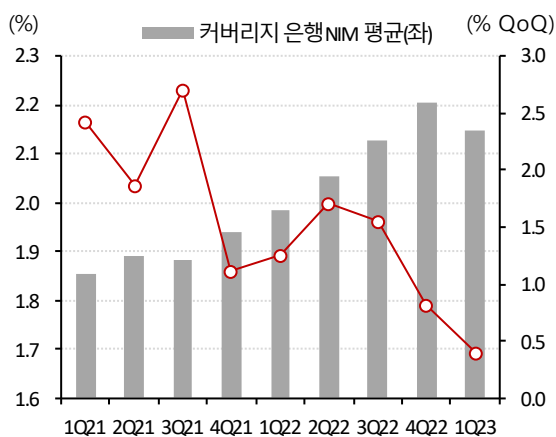
업황 둔화에도 안정적인 실적
방어. 주주 환원 정책 이행도
긍정적

본격화된 경기 둔화 사이클과 금리 환경을 고려했을 때 은행업종의 추가적인 실적 개선을 기대하기는 다소 어려운 상황이다. 이미 1Q 실적 발표를 통해 은행들의 대출 성장과 순이자마진(NIM)은 둔화된 반면 선제적 대규모 충당금 적립 등 높아진 건전성 부담을 확인할 수 있었다.

그럼에도 은행들은 1) 2022년 하반기 높아진 NIM 기저효과 및 2) S&T 및 보험손익 등 비은행 계열사 이익 개선을 바탕으로 높아진 충당금 부담에도 안정적으로 실적을 방어하는 모습이 나타났다. 현재 건전성에 대한 우려가 높지만 은행 이익 체력 수준에서 충분히 방어할 수 있는 수준이라고 판단한다.

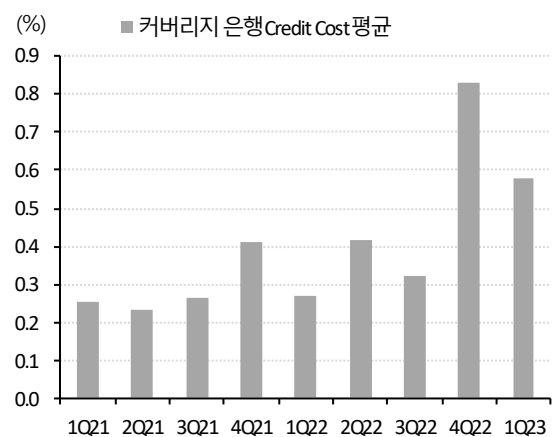
안정적인 실적 방어를 바탕으로 연초 제시한 주주 환원 정책을 이행한 점 역시 긍정적이다. 1Q23 실적 발표를 전후로 신한지주, 우리금융지주의 자사주 매입/소각이 있었고 KB 금융, 신한지주, 하나금융지주의 분기배당과 BNK 금융지주 주주환원정책 공시 및 DGB 금융지주 자사주 매입 등 은행들의 적극적인 주주 환원 추세가 나타난 만큼 착실하게 투자자들에 대한 Track record를 확보하고 있는 점을 긍정적으로 평가한다.

은행 NIM 및 대출성장률 추이



자료: 각사, SK 증권

은행 Credit Cost 추이



자료: 각사, SK 증권

2H23 전망: 안정성 중심 접근 유효

추가 개선 기대는 어려운 만큼 안정적 방어가 핵심

추가 실적 개선 기대 어려운 만큼
실적과 주주 환원의 안정적 방어
여부가 핵심이 될 전망

2H23 은행업종의 핵심은 높아진 불확실성 속에서 추가적인 개선을 기대하기 어려운 현황을 고려했을 때 안정적으로 실적을 방어하고 연초 제시한 주주 환원 정책을 계획대로 이행할 수 있을지 여부가 될 것으로 판단한다.

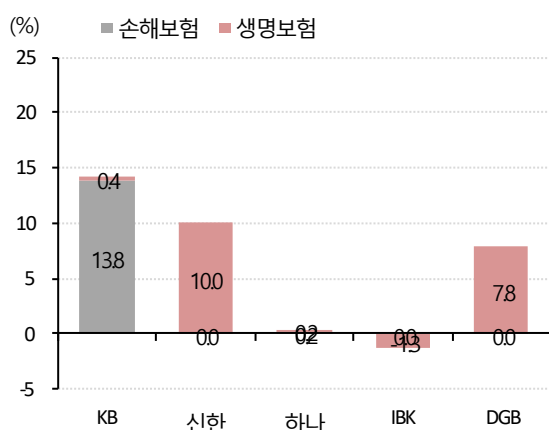
은행업 둔화 사이클에서 비은행
중심의 실적 방어 기대

먼저 실적 방어 측면에서 비은행의 역할이 중요해질 것으로 예상된다. 은행은 올해 전반적인 경기 둔화 영향으로 인한 대출 성장 둔화, 금리 환경에 따른 분기 NIM의 지속적인 하락세가 예상되고 있는 동시에 건전성에 대한 우려가 높아지며 대손비용 상승 압력이 높아진 상황이다. 전반적으로 은행 실적이 둔화될 것으로 예상되는 만큼 비은행 부문에서 이를 상쇄할 필요가 있을 것으로 판단한다.

비은행 중 보험사의 실적 기여도
확대에 대한 기대감 높음

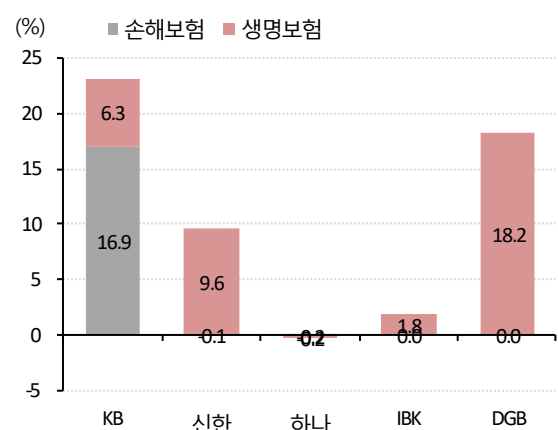
다만 과거 코로나 19 시기와 달리 금리가 빠르게 제로금리 수준까지 내려갈 가능성이 크지 않고 부동산 PF 관련 리스크가 상대적으로 높게 유지되고 있다는 점에서 비은행 자회사 중에서도 증권사나 여전사의 실적 기여도 개선은 다소 한계가 존재할 전망이다. 대신 경기방어적 성격을 지니고 있으며 올해 IFRS17 회계제도 변경에 따른 증익을 기대할 수 있는 보험사가 실적 방어의 핵심이 될 것으로 전망한다.

그룹 이익 대비 보험사 이익 비중(1Q22)



자료: 각사, SK 증권

그룹 이익 대비 보험사 이익 비중(1Q23)



자료: 각사, SK 증권

리스크 흡수 여력 확보를 위한 자본적정성 제도 개선 추진 중

한편 주주 환원에 있어서는 자본적정성 제도 개선에 따른 영향을 고려할 필요가 있다. 금융당국은 지난 3월 은행들의 리스크 흡수 여력 확보를 위해 1) 경기대응 완충자본, 2) 스트레스 완충자본 및 3) 특별대손준비금 적립 요구권 등을 추진해왔으며 이미 경기대응 완충자본 1% 적립이 결정된 상황이다.

경기대응 완충자본 및 특별대손준비금 영향은 제한적으로 전망

주주 환원에 있어 가장 큰 불확실성을 유발하는 요인은 스트레스 완충자본이라고 판단한다. 경기대응 완충자본은 이미 2016년 제도 도입 이후 은행들이 최대 적립 수준인 2.5%를 고려하여 자본비율을 관리했다는 점에서 이번 1% 부과 영향이 크지 않을 것으로 판단하며 특별대손준비금 적립 역시 주주 환원에 미치는 영향은 다소 제한적이라고 예상한다.

스트레스 완충자본 적립 관련 주주 환원 불확실성 높은 상황. 자본력 높은 은행 안정성 부각

다만 스트레스 완충자본은 아직 구체적인 내용이 공개되지 않았으며 현재 부동산 PF, 가계대출 연체율 등 건전성 관련 우려가 높아지고 있는 상황에서 다소 보수적인 가정을 바탕으로 스트레스테스트를 추진하게 될 것으로 예상된다. 향후 관련 내용이 확인되기 전까지 주주 환원 관련 불확실성이 지속될 것으로 전망하며 현재 상황에서는 상대적으로 자본력이 높은 은행의 안정성이 부각될 것으로 판단한다.

주주 환원 정책 현황

기업	CET1 자본비율 목표				세부사항
	규제 비율 기준	자체 버퍼	목표 기준	1Q23	
KB 금융	최저비율 7% + 경기대응 완충자본 2.5% + D-SIB 1%	2.5%	13%	13.7%	CET1 13% 초과 자본 전액 주주 환원 활용 원칙 분기배당 실시 중 최소 DPS 유지 및 점진적 확대 추진
신한지주	최저비율 7% + 경기대응 완충자본 2.5% + D-SIB 1%	1.5%	12%	12.5%	CET1 12% 초과 자본 전액 주주 환원 활용 원칙 분기배당 실시하고 있으며 균등 배당 추진 중 DPS 유지 및 점진적 확대 추진
하나금융	최저비율 7% + 경기대응 완충자본 2.5% + D-SIB 1%	위기 버퍼 2.5% 환율 버퍼 0.5%	13~13.5%	12.8%	CET1 13.5% 초과 자본 전액 주주 환원 활용 CET1 13~13.5%: 전년 대비 증가한 자본비율 중 50% 주주 환원 활용 2023년부터 분기 배당 추진
우리금융	최저비율 7% + 경기대응 완충자본 2.5% + D-SIB 1%	1.5%	12%	12.1%	CET1 12% 초과 시 주주 환원 정책 전면 재검토 CET1 10.5~12%: 총 주주환원을 30% 추진 반기배당 시행하고 있으며 2023년부터 분기배당 추진
기업은행	최저비율 7% + 경기대응 완충자본 2.5%	-	10.5~11.5%	11.4%	법적/제도적 제약으로 분기배당 등 추진은 어려움 타 은행들 주주 환원 추세와 비슷한 방향 전망
BNK 금융	최저비율 7% + 경기대응 완충자본 2.5%	4%	13.5%	11.5%	목표 자본비율 초과 시 50% 수준의 주주환원 미달 시에도 경영지표 개선 추세인 경우 산업 평균 주주환원을 감안하여 점진적인 주주 환원 확대 예측가능성 제고를 위한 배당 절차 개선, 지급주기 단축 등 주주가치 제고 정책 시행 예정
DGB 금융	최저비율 7% + 경기대응 완충자본 2.5%	1.5%	12~13%	11.5%	최소기준(11~12%): 주주환원을 30% 적정수준(12~13%): 주주환원을 40% 목표상회(13%~): 주주환원을 40% 이상
JB 금융	최저비율 7% + 경기대응 완충자본 2.5%	미국 중소, 국내 시중은행 등 자본비율 고려	12~13%	12.3%	CET1 12~13%: 안정적 DPS 성장 및 자사주 매입/소각 적극 검토 CET1 13%: 초과 자본을 적극적으로 주주환원에 활용 반기배당 시행하고 있으며 분기배당 적극 검토

자료: 각사, SK 증권

Top Picks: KB 금융

은행업종 내 가장 안전한 투자처

Top pick: KB 금융

2023 년 은행업종 Top-pick 으로는 KB 금융을 제시한다. 동사의 핵심 투자포인트로는 1) 다각화된 사업구조, 2) 보수적 리스크 관리 및 3) 최상위권의 자본력을 제시한다.

손보 자회사 IFRS17 효과에 따른 회계적 증익 기대

동사는 은행-비은행 간 다각화된 사업구조를 보유하고 있어 각 자회사의 업권 내 경쟁력이 높아 업황 변화에 따른 영향이 제한적이다. 특히 2023 년의 경우 IFRS17 회계제도 도입에 따라 손해보험사의 회계적 증익이 예상되는 상황으로 실적 방어에 있어 유리한 위치에 놓여져 있는 것으로 분석된다.

선제적 충당금 적립에 따라 리스크 흡수 여력 충분하다고 판단

보수적 리스크 관리와 최상위권의 자본력은 현재 건전성 우려 및 주주 환원 관련 불확실성이 높아지는 구간에서 동사의 안정성을 높여주는 요소이다. 1Q23 실적 발표에서 경쟁사들이 비은행 중심으로 대규모 충당금을 적립한 것과 달리 동사는 은행 기준으로도 선제적 충당금을 적립하며 버퍼를 확보한 만큼 상대적으로 높은 리스크 흡수 여력을 보유하고 있다고 판단한다.

업권 내 최고 수준의 자본력 고려시 주주 환원 안정성도 높다고 판단

또한 동사는 업권 최고 수준의 CET1 자본 비율을 보유하고 있어 1) 잠재적 리스크 발생 및 2) 자본적정성 규제 강화 관련 불확실성에 있어 가장 안정적인 주주 환원이 가능할 것으로 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
총영업이익	십억원	12,493	14,484	13,738	14,979	15,132	15,805
YoY	%	9.3	15.9	-5.1	9.0	1.0	4.5
영업이익	십억원	4,616	6,098	5,247	6,324	6,503	6,768
YoY	%	2.8	32.1	-14.0	20.5	2.8	4.1
지배주주순이익	십억원	3,455	4,410	4,122	4,724	4,876	5,033
YoY	%	4.3	27.6	-6.5	14.6	3.2	3.2
영업이익/총영업이익	%	36.9	42.1	38.2	42.2	43.0	42.8
총영업이익/자산	%	2.0	2.2	2.0	2.1	2.0	2.0
수정ROE	%	8.5	9.8	8.2	8.6	8.3	8.1
ROA	%	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
배당성향	%	20.0	26.0	27.9	26.0	26.0	26.0
수정EPS	원	8,310	10,605	9,996	11,630	12,085	12,473
BPS	원	104,952	116,873	131,330	144,446	152,565	160,977
주당배당금	원	1,770	2,940	2,950	3,070	3,140	3,240

섬유/의복 비중확대

가장 편안한 건 중국이다

리오프닝 발 의류 소비 회복
사이클, 중국은 이제 시작

중국은 지난 3월부터 본격적인 리오프닝 효과가 나타나기 시작해 의류 소매판매가 매월 고 성장하고 있다. 작년 중국 의류 소비의 기저가 워낙 낮기 때문에 23년 연중 성장 지속할 것으로 전망한다. 한국과 미국이 리오프닝 기저와 의류 소비 둔화에 직면한 것과 대조적이며 상대적인 업황 매력도 가장 높다

내수는 하반기에 기회가 온다

하반기 업황보다 빠른 소비심리의
반등 에 주목

국내 의류 소비심리는 22년 하반기 부동산 경기 악화, 인플레이션 영향으로 급락했으나, 최근 부동산 가격 안정화, 인플레이션 완화 영향으로 빠르게 회복 중이다. 심리를 예단하긴 어려우나, 소비심리 회복을 주도한 매크로 환경의 방향성 자체가 바뀌지 않는다면 의류 소비심리의 23년 하반기 플러스 전환에 무리 없다고 판단한다. 5월 현재 내수 의류 종목의 밸류에이션 멀티플은 역사적 하단까지 내려와 있다. 하반기 소비심리 플러스 전환에 따른 밸류에이션 멀티플 상향되는 Upside-Risk에 대비할 필요 있다.

미국은 의류 경기 부진의 골이 깊다

미국은 의류 산업은 수요 둔화,
재고 과잉 이중고에 직면

미국은 국내보다 의류 경기 침체의 폭이 깊을 것으로 전망한다. 국내와 달리 과잉 재고가 큰 문제가 되고 있기 때문이다. 미국 의류 산업은 '의류 수요 둔화'와 '재고 조정' 두 개의 사이클을 동시에 지나야 하는 악조건에 놓여있다. 따라서 미국 브랜드를 주요 고객사로 두고 있는 국내 의류, 신발 OEM, ODM 업체 올해 수주 감소 불가피하다. 고객사 재고조정 완료 시점은 업체별로 상이할 전망이며, 빠르면 2Q23, 느리면 4Q23에는 재고조정이 마무리될 것으로 보며, 수주의 저점이 나올 것으로 전망한다. 다만 과잉재고와 의류 소비 둔화 흐름 속에서 바이어들이 보수적인 재고 정책을 가져가고 있기 때문에 아직 수주의 추세적 회복을 예단하기 어려운 상황이다.

Analyst 형권훈

kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

1H23 리뷰: 경기둔화 우려에 주가 부진

의류 소비 부진 확인

미국 의류 수요가 둔화되고 있다

2023 년 상반기 코스피 의류업종 지수는 글로벌 경기둔화 우려 속에 부진한 흐름 이어 갔다. 미국의 경우 22 년 상반기부터 급격히 하락한 소비 심리의 영향이 의류 소매판매 데이터로 확인되기 시작했다. 미국 의류 소매판매액이 올해 3 월 -2.0% YoY 기록해 지난 21 년 2 월 이후 처음으로 감소세로 돌아섰기 때문이다. 3 월 의류 소비자물가지수가 +4.4% YoY 증가했음을 고려해 가격 효과를 제외하면 의류 판매량(Q)은 -6.4% YoY 기록한 셈이다.

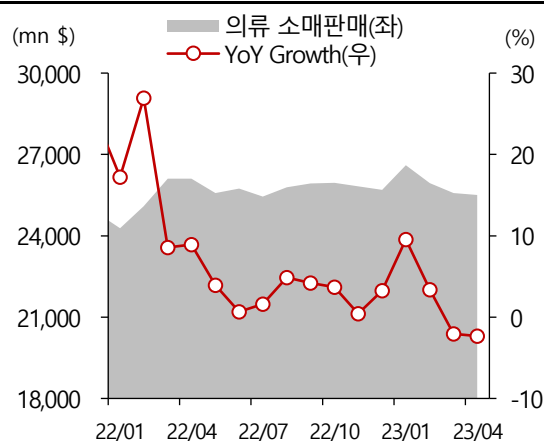
미국 재고 과잉 문제 심각

엮힌 데 덮친 격으로, 3 월 미국 의류 도매 재고비율은 코로나 팬데믹이 있었던 20 년을 제외하면 2000 년대 들어 역대 가장 높은 수치인 3.05 를 기록했다. 브랜드 업체의 강도 높은 재고조정 여파로 미국 의류 수입액은 22 년 10 월 -8% YoY 역 성장을 기록하기 시작해 23 년 3 월에는 무려 -33% YoY 기록했다.

국내 의류 수요 4Q22 하락 경험

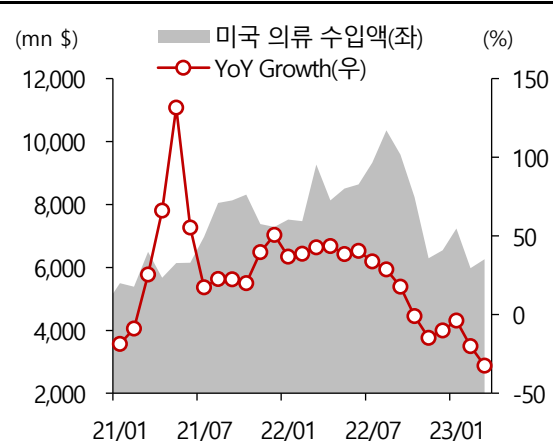
한국은 미국보다 한 분기 빠른 4Q22 에 의류 소비 침체를 경험했다. 인플레이션과 고강도 긴축, 부동산 가격으로 의류 소비심리가 급격하게 무너진 탓이다. 1 분기에는 의류 소비가 반짝 회복했는데 실내마스크 해제로 인한 외부활동 증가, 1Q22 오미크론 거저 효과로 인한 일시적 인 반등이었던 것으로 분석한다.

미국 의류 소매판매 추이



자료: FRED, SK 증권

미국 의류 수입액 추이



자료: OTEXA, SK 증권

2H23 전망: 업종 주가 리레이팅 가능성

소비심리 회복세에 주목

의류업종 밸류에이션 멀티플
역사적 저점. 하반기 리레이팅
가능

코스피 의류업종 지수의 밸류에이션 멀티플은 5월 현재 12MF PER 7배 수준이다. 코로나 때를 제외하면 역사적으로 낮은 수치다. 코로나 리오프닝의 기저 부담 → 22년 하반기 소비자 심리 급락 → 23년 초 글로벌 경기 둔화 우려 순서로 이어진 악재가 의류업종 투자심리를 지속적으로 짓눌렀기 때문이다. 하지만 하반기에는 의류 소비심리 개선에 따른 밸류에이션 멀티플 리레이팅 가능하다고 본다.

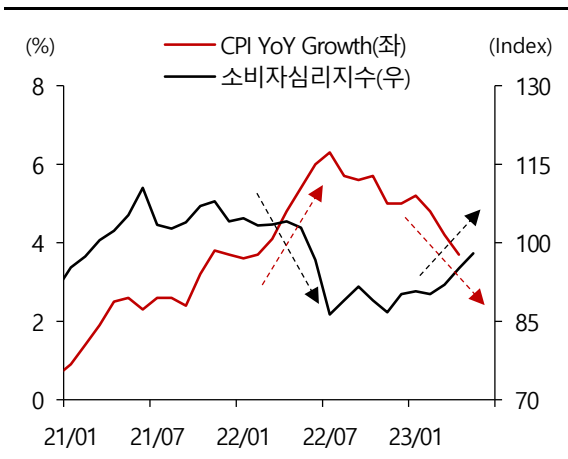
국내 의류 소비 심리 22년
하반기부터 급락

국내 의류 소비심리는 22년 하반기부터 급락하기 시작했는데 1) 인플레이션 2) 고강도 통화 긴축 3) 부동산 가치 하락이 영향을 끼쳤다고 본다. 하지만 이러한 문제들은 23년 연말로 갈수록 점차 해소되고 소비 심리를 짓눌렀던 힘이 점차 약해질 것으로 전망한다.

연말 갈수록 의류 소비심리 회복
전망, 주가 리레이팅을 기대할 수
있는 근거

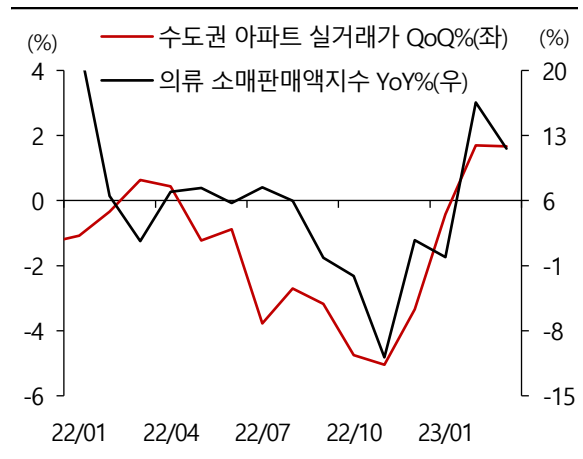
금리인상 사이클은 어느덧 종료를 앞두고 있고, 국내 소비자물가지수 YoY 증가율은 고점인 6.7%에서 4월 기준 3.7%로 안정화되어가는 추세다. 공공요금 인상 영향으로 5%대에서 횡보하던 체감 물가도 최근 소비자물가지수와 시차를 두고 하향 안정화되고 있다. 급락하던 부동산 가격도 23년 초 바닥을 형성하고 안정화되는 추세다. 의류 소비심리 지수도 5월 97을 기록해 뚜렷한 회복세 지속하고 있다. 추세에 변화를 줄 만한 매크로 이벤트의 가능성만 배제할 수 있다면 하반기 소비 심리의 플러스 전환(100 기준)과 이에 따른 의류 업종 주가 리레이팅 가능하다고 전망한다.

한국 CPI vs 소비자심리지수 비교 추이



자료: 한국은행, SK 증권

부동산 경기도 안정화되어가는 추세



자료: 부동산통계정보시스템, 통계청, SK 증권

OEM 하반기 업황 저점

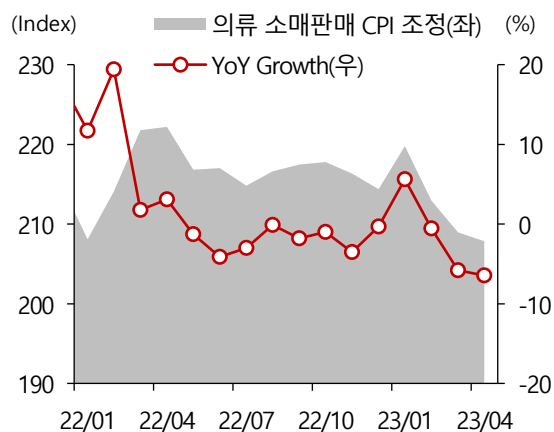
OEM YoY 수주 감소세 하반기 저점 형성 전망

국내 OEM 업황은 올해 하반기 저점을 형성할 것으로 전망한다. OEM 업체들은 작년부터 고객사의 강도 높은 재고조정으로 수주 감소를 겪어왔다. 벌써 미국 내 몇몇 바이어들은 정상 재고수준까지 재고조정이 진행된 것으로 확인된다. 업체별로 전방 재고조정 속도가 상이하며, 한세실업 > 화승엔터프라이즈 ≥ 영원무역 순으로 고객사 재고조정이 빠를 전망이다. 빠르면 2Q23, 늦으면 4Q23 고객사 정상 재고 수준으로 재고조정이 마무리 단계에 이를 것으로 보이며, 하반기 국내 OEM 업체들의 수주는 바닥을 형성하고 회복 국면에 접어들 전망이다.

수주의 추세적 회복을 위해서는 미국 의류 소비심리의 개선의 확인 필요

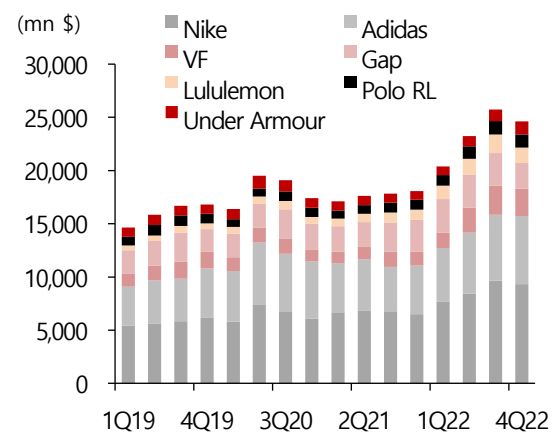
다만 정상 재고수준 도달이 곧 수주의 추세적 상승을 의미하는 것은 아니다. 미국 내 의류 수요가 둔화되고 있는 상황에서 고객사들이 보수적인 재고 정책을 펼치고 있기 때문이다. 업황의 본격적인 턴어라운드를 논하기 위해서는 최종 의류 수요의 회복세를 짐작할 만한 소비 심리지표의 개선이 선행되어야 한다. 현재 미국 소비자 심리 지수는 바닥권에 머물고 있으며, 미국 의류 소매판매는 불과 얼마 전인 3월부터 YoY 감소하기 시작했다. 아직 미국 의류 수요의 바닥을 확인할 만한 뚜렷한 지표상의 개선이 보이지 않는다. 하반기 업황 저점 형성에 따른 멀티플 상향은 가능하겠으나, 주가의 추가 업사이드를 만들어낼 수 있는 수주의 회복세는 미국 실업률, 소비심리 등 경제 상황을 모니터링하며 지켜볼 필요가 있다.

미국 의류 소매판매 (CPI 조정) 추이



자료: FRED, SK 증권

글로벌 주요 패션 브랜드 업체 재고자산 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

Top Picks: F&F

거침없는 성장세

역사적으로 '수출'과 '경기 업사이클' 모멘텀의 만남은 의류 종목 주가의 추세적 상승을 만들어내는 공식으로 작용해왔다. 동사의 MLB 브랜드는 중국에서 견조한 성장을 이어나가고 있으며, 올해 3월부터 본격적으로 시작된 중국 리오프닝에 따른 의류 경기 회복 사이클이 맞물려 실적과 주가 모멘텀을 모두 갖추고 있다고 판단한다.

23년 매출액 2조 2,368억원 (+23.6% YoY), 영업이익 6,710억원 (+30.0% YoY) 전망하며 MLB 중국 부문 매출액 9,054억원 (+55.8% YoY) 전망한다. MLB 중국 내 오프라인 점포 수는 22년 말 기준 840개에서 23년 말 1,100개까지 늘어날 계획이며, 올해 점포당 매출 성장률은 +25% YoY로 추정한다. MLB 중국 제품은 국내보다 ASP가 높아 마진이 높고, 도매 중심으로 사업 전개하고 있어 재고 부담에 따른 할인 리스크가 적어 올해 중국 매출 비중 확대에 따라 전사 이익률 추가 개선도 기대해볼 만하다.

23년 실적 고성장이 전망됨에도 현재 주가는 12MF PER 10배 정도에 거래되고 있다. Peer인 글로벌 스포츠 브랜드 평균인 18배, 중국 스포츠 브랜드 평균인 16배에 비해 낮은 수준이다. 중국 의류 수요 회복 강도와 올해 동사 실적 성장성을 고려할 때 주가 저평가 구간이라고 판단한다.

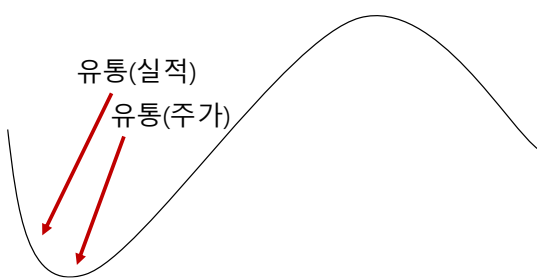
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	0	1,089	1,809	2,236	2,518	2,739
yoy	%	0.0	0.0	66.1	23.6	12.6	8.8
영업이익	십억원	0	323	525	671	763	830
yoy	%	0.0	0.0	62.7	27.8	13.7	8.8
EBITDA	십억원	0	351	605	853	878	960
세전이익	십억원	0	314	605	668	801	883
순이익(지배주주)	십억원	0	226	442	512	615	677
영업이익률%	%	0.0	29.6	29.0	30.0	30.3	30.3
EBITDA%	%	0.0	32.2	33.5	38.2	34.9	35.0
EPS(계속사업)	원	0	5,893	11,532	13,377	16,044	17,675
배당수익률	%	0.0	0.6	1.1	1.3	1.3	1.3
ROE	%	0.0	41.7	60.4	44.7	37.3	30.5
순차입금	십억원	0	249	137	45	-113	-282
부채비율	%	0.0	110.7	66.5	54.9	39.2	28.2

유통/음식료 업황 하반기 전망

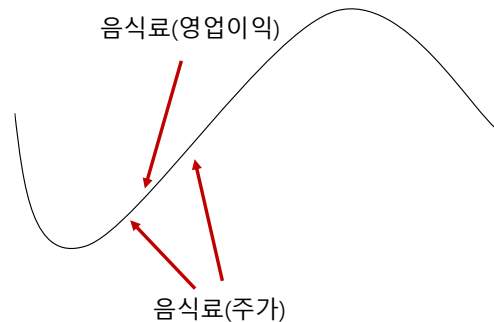
- 1) **유통:** 2H23 inbound 시장 회복으로 소비 인구 순 유출이 감소하는 모습이 나타날 것으로 예상된다. 편의점의 경우 구조적인 성장이 지속되는 가운데, 유동인구까지 증가하면서 객단가/구매건수 모두 성장할 가능성이 높다고 판단한다. 면세점은 전년 대비 객단가가 감소하겠지만, 객수는 증가하면서 외형 축소, 이익은 반등할 것으로 예상된다. 백화점은 4 분기에는 22 년 높은 기저 영향권을 벗어나게 되며, 여행과 관련된 품목을 어떻게 레버리지 하는지에 따라서 업체별로 이익률 차별화가 나타날 가능성이 있다고 생각한다. 대형마트와 SSM(준대형점포)는 22 년 시작된 리오프닝 흐름에 따라서 23 년에도 지속적인 성장이 예상되지만, 높은 성장률(하이 싱글) 달성은 어려울 것으로 예상된다.
- 2) **음식료:** 2H23 에는 1H23 대비 원재료 상승 부담이 현저하게 감소할 가능성이 커 보인다. 종합 식품사는 물론이고, 소맥/팥유 등을 사용하는 라면/제빵 업체의 부담이 크게 감소할 것이다. 주요 원자재 중에서는 원당만 유일하게 높은 가격대를 유지하고 있는데, 원당 원재료 비중이 높은 업체들은 하반기에도 영업이익단에서 부담이 지속될 가능성이 있다. 원 대비 달러 흐름에 따라서 이런 현상은 확대/축소되는 모습으로 나타날 것이다. 탑라인 성장성 관점에서 보면 레저와 관련된 품목과 가성비 품목이 아웃퍼폼 할 수 있다는 생각이다. 레저 소비는 빙과/음료/제과, 가성비 소비는 라면/양산빵/HMR 등이 수혜를 입을 것으로 본다. 수출 국가별로 본다면 중국은 서비스 소비 관련, 미국은 가성비 소비와 관련된 품목에서 상대적으로 높은 수요가 확인될 것으로 예상된다.

2H23 유통 섹터 업황 전망



자료 : SK 증권

2H23 음식료 섹터 업황 전망



자료 : SK 증권

유통/음식료 비중확대(유지)

회복될 소비 심리

소비 심리는 회복 탄력성이 높음.
소비자물가지수 하락, 미국 금리 인상
동결로 국내 소비 심리도 개선 예상.

23년 4월 다양한 소비 지출 전망이 반등한 것으로 나타나고 있다. 대비하던 미국 경제 위기가 바로 현실화되지 않으면서 위축되었던 소비 심리도 1Q23 이후 반등하고 있다. 4월에는 비가 평소보다 많이 왔는데, 5월이 되면서 유동인구가 크게 늘어났다. 유동인구 증가에 따라 서비스 섹터가 반등하는 것으로 보이는데, 향후 외식/도소매 종사자 심리도 개선될 것으로 예상된다. 2H23에는 소비자물가지수의 전년대비 하락, 미국 금리 인상 동결 등 소비 심리가 개선될 수 있는 트리거도 분명하다는 생각이다.

유통업 투자에 중요한 중국 경기

유통 업체 중 중국 경기에 민감한건 면세점이다. 국내로 들어오는 중국 입국자의 소비 여력이 면세점 실적을 좌우하기 때문이다. 중국인 소비 여력과 관련해서는 매크로 지표들을 참고해야 한다. 2022년 12월 Zero-Covid 정책이 폐지되고, 중국 경제지표는 반등을 보였지만 2Q23 XBB 오미크론 변이로 인해 한풀 꺾인 모습을 보이고 있다. 주식 시장은 중국 경기 부양책을 기대하고 있는데, 시점을 특정하긴 어려운 상황이다. 중국 Zero-Covid 정책 폐지 후 중국 입국자도 늘어나고 있지만, 현재까지는 2019년 buying power 수준에 못 미치고 있다. 또 중국인 단체 관광이 국내에서 재개되지 않아서 입국자 회복 속도도 생각보다 늦춰지고 있다. 따라서 향후 한-중 관계를 면밀히 체크하면서 투자에 임할 필요가 있다는 생각이다. 다양한 변수에도 불구하고, 국내 inbound 시장은 2024~2025년에 2019년 수준으로 회복할 수 있다고 전망한다. 국내 내수 시장의 축소가 지속되면서, 국내 정책적인 드라이브가 예상되기 때문이다.

음식료에 중요한 탐라인 성장 + 원가 하락

2H23 마진율이 개선되는 흐름.
탐라인 성장은 업체별로 상이.

2H23에 음식료 업체 대부분 마진율이 개선될 것으로 예상된다. 결국 탐라인과 비용단(원재료)의 스프레드 확대가 중요한 투자 포인트이다. 국내 업체들은 내수 대비 해외에서 대체로 높은 성장률을 달성하고 있다. 공장 가동률을 확인해 보면 농심/오리온 등이 각각 미국/중국에서 높은 가동률을 보여주고 있다. 내수 시장의 경우 리오프닝/시즌 수요에 따라서 실적 차별화가 예상되는데, 여름 휴가 시즌 식품 수요가 그 차이를 만들 것으로 본다.

1H23 리뷰: 유통은 경기 둔화, 음식료는 인플레이션 영향권에서 벗어나는 중

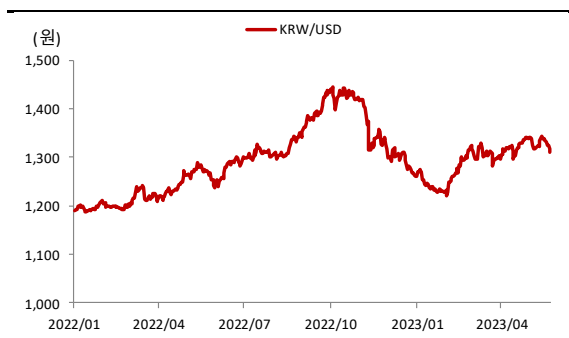
2Q23 는 1Q23 와 다르다

2Q23 부터 소비 심리 본격 반등 시작.
중국 리오프닝과 여행 섹터 회복 영향.

4Q22 주식시장에 팽배했던 recession 우려가 1Q23 소비에도 영향을 준 것으로 보인다. 1Q23 심리적인 위축과 함께 소비 성장률도 둔화되는 모습이 확인되었다. 국내에서 해외로 나가는 사람도 늘어나면서 전체적인 국내 소비 레벨이 다운되는 듯한 모습이 여러 데이터로 확인되었다. 유통섹터에서는 명품 성장률이 하락하는 모습을 보였고, 시가총액 상위 음식료 업체들도 1Q23 매출액 성장률은 과거 대비 크게 둔화되는 모습을 보였다.

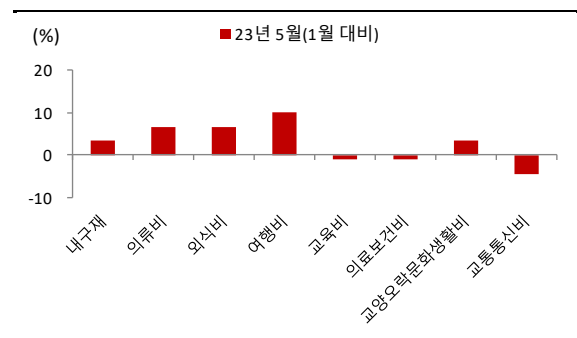
2Q23 에는 상황이 많이 달라졌다. 여러 소비 지출 전망이 반등하기 시작했다. 여행/해외 출장/문화 사업 등이 반등하기 시작하면서이다. 유동인구가 증가 추세를 이어갔는데, 중국의 리오프닝도 영향을 미쳤을 것으로 본다. 음식료 업체들은 에너지 가격 상승, 생산직 인건비 인상 등의 흐름을 지속되었지만, 원당 제외한 원재료 전반 가격은 꾸준히 하락을 보였다. 원 대비 달러도 상승하면서 업체별로 주가 원재료 매입 방법/구조에 따라서 주가 차별화가 나타났다.

원 대비 달러 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

지출전망(CSI)



자료: 통계청, SK 증권

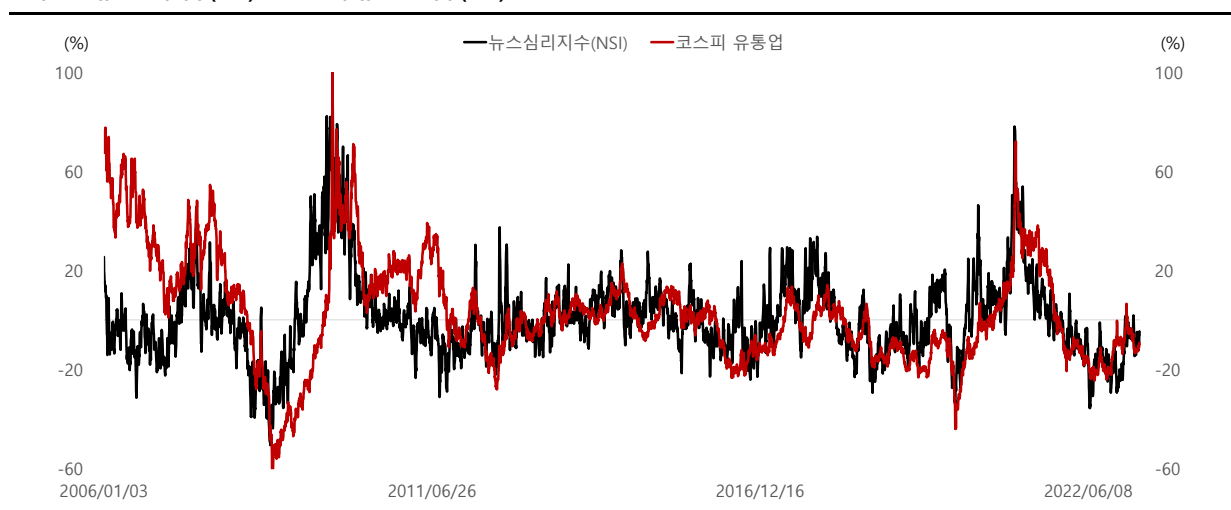
2H23 전망: 심리가 개선된다

처음엔 천천히, 갈수록 빠르게 개선될 실적

유통/음식료 실적은 상저하고를 예상된다. 유통은 하반기 inbound 시장 반등으로 상반기 대비해서 객수 감소 영향이 줄어들 것으로 보인다. 또 2H23 에 1H22 의 높은 기저와 비교된 1H23 과 다르게 성장률이 정상화될 것으로 본다. 편의점은 구조적 성장을 이어갈 것으로 예상된다. 면세점이 22 년에 높은 기저가 형성되지 않았기 때문에, 23 년 하반기에 높은 이익 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 백화점은 4Q23 에 22 년 높은 기저 영향권에서 벗어나게 될 것으로 본다. 음식료는 하반기 마진을 개선 모멘텀이 지속될 것으로 본다. 일반적으로 원재료 매입 후 투입까지 3~6 개월 소요되는 걸 감안하면, 하반기에는 상반기 대비 하락한 매출원가율이 확인될 것으로 예상된다. 특히 소맥/팜유 베이스로 만든 제품 마진이 크게 개선될 텐데, 큰 변수가 없다면 음식료 마진 개선은 24 년까지 이어질 것으로 본다.

유통/음식료 주가는 하반기로 가면서 상승 압력이 증가할 것으로 예상된다. 유통은 전년대비 기준으로 비교할 때 멀티플에 영향을 줄 수 있는 소비자 심리 지수가 반등할 것으로 기대된다. 22 년 하반기에는 소비자물가지수 하락을 예측하기 어려웠고, 국가 재난 사태가 발생했으며, 23 년에 대한 recession 공포가 팽배했다. 23 년 하반기에 소비 심리에 영향을 줄 수 있는 소비자물가지수는 하락하고, 22 년 하반기 규모의 국가 재난이 발생하지 않는다고 생각하며, recession 이 우려 대비 깊지 않을 가능성이 있기 때문이다.

한국은행 뉴스심리지수(YoY) vs. 코스피 유통업 지수(YoY)



자료: 한국은행, SK 증권

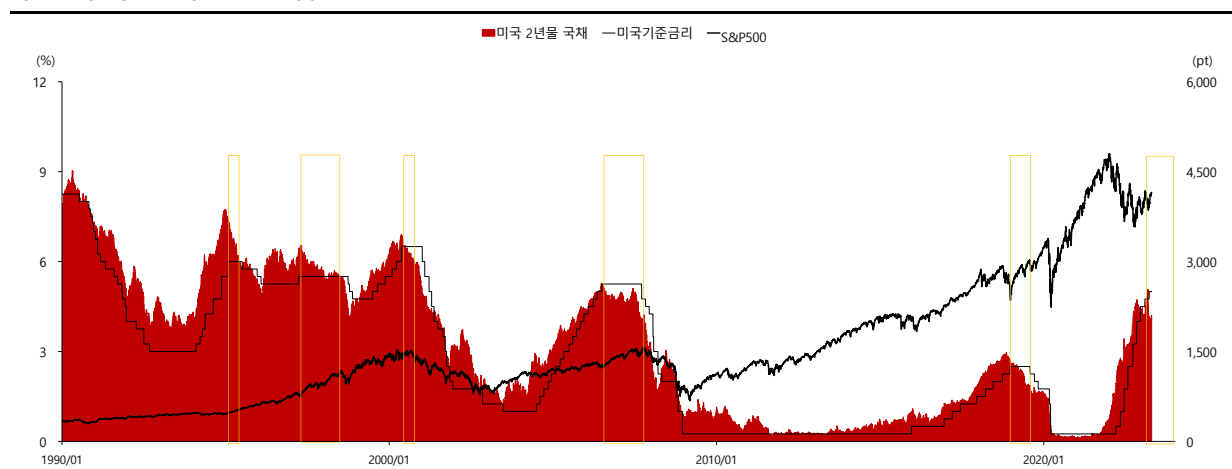
매크로 변수 체크(또 다른 시각)

유통: 국내 소비는 가성비 트렌드가 강화되고 있다. 하반기에도 유효하다고 생각한다. 다만 반도체 섹터가 최근 반등하면서 다른 흐름이 전개될 가능성도 열어두고 생각해 볼 필요는 있을 것 같다. 국내 반도체 산업이 반등하게 된다면 국내 소비자의 소비 여력이 높아지고 백화점 섹터의 주가 반등이 빨라질 가능성이 생긴다. 현재 미국 시장에 기준 금리 인상 종료 등에 따라서 이런 현상이 나타날 가능성도 열려있다.

음식료: 미국 금리인상 종료가 원재료 상승 부채질을 할 수도 있다. 현재 글로벌 경기 둔화로 Soft Commodity 수요가 내려오는 추세이지만, 공급 측면에서도 부족 현상이 지속되면서 수요/공급 편차현상 불균형이 지속되고 있다. 따라서 가능성이 높지는 않지만 만약 원자재 가격이 하반기에 다시 오르게 된다면, CJ 제일제당/대상 등 바이오(사료 첨가제) 부문을 보유하고 있는 업체에게 우호적인 사업 환경이 될 수도 있다.

그 외에도 환율, 지정학적 요인, 제품 가격 변동, 채널/수출국 확대 등 변화가 있다면 이에 따른 투자전략 변경은 필요할 것으로 예상된다.

기준 금리인상 중단과 S&P500 지수 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

Top Pick: 농심

Top Pick 은 농심이다. 22 년의 국내 + 해외법인 제품 가격 인상에도 높은 수준에서 제품 수요가 유지되고 있다. 국내에서 수출되는 물량이나 현지 생산량을 보면 미국에서 라면이 수요 대비 공급이 부족한 상황이 지속되고 있다. 이에 따라서 23 년 미국법인 고성장과 높은 이익률 달성이 지속될 것으로 본다. 미국법인 지역 커버리지도 미국 서부권에서 남부와 동부로 확장하는 단계이다. 미국에서 금리 인상의 효과로 경기 둔화 흐름이 지속될 것으로 예상되는데, 라면이 우수한 가성비를 보여주기 때문에 미국 소비자의 선택을 받고 있다는 판단이다. 그 외에도 코로나 19 기간 다양한 국내 영상 작품들이 미국에서 흥행하면서 자연스럽게 K-Culture 소비가 미국에서 자리잡은 것으로 보인다. 23 년 하반기에도 실적 고성장이 예상돼, 농심을 하반기 Top Pick 으로 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	십억원	2,344	2,640	2,663	3,129	3,528	3,678
yoy	%	4.8	12.6	0.9	17.5	12.7	4.3
영업이익	십억원	79	160	106	112	190	227
yoy	%	-11.0	103.4	-33.8	5.7	69.6	19.4
EBITDA	십억원	175	262	211	229	302	327
세전이익	십억원	103	191	137	159	224	261
순이익(지배주주)	십억원	71	149	100	116	163	193
영업이익률%	%	3.4	6.1	4.0	3.6	5.4	6.2
EBITDA%	%	7.5	9.9	7.9	7.3	8.6	8.9
EPS(계속사업)	원	11,672	24,416	16,412	19,091	26,867	31,698
배당수익률	%	1.7	1.3	1.3	1.4	1.3	1.3
ROE	%	3.7	7.5	4.7	5.2	6.9	7.6
순차입금	십억원	-473	-501	-451	-515	-608	-640
부채비율	%	36.7	33.0	31.8	31.1	32.1	31.1

제약/바이오 비중확대(유지)

Next Wave

연초 이후 성장주에 우호적인
매크로 환경 속에서 소재, IT
업종은 코스피 대비 큰 폭으로
아웃퍼폼. 반면, Bottom-up
모멘텀이 부족했던 헬스케어 업종
수익률은 부진.

역사적으로 제약/바이오 업종의
주도주 역할은 '셀트리온그룹'이
수행. 셀트리온헬스케어의 1Q23
실적과 5월 23일 유플라이마의
FDA 허가 획득은 제약/바이오
업종 반등을 위한 Bottom-up
모멘텀으로 작용할 것.

1H23 Re: 연초부터 부각된 성장주들의 반등 속 소외됐던 제약/바이오

2023년 들어서며 Top-down에서의 분위기가 급변하기 시작했다. 성장주 전반에 불편한 변수로 작용했던 주요국 중앙은행들의 금리 인상 속도 둔화, 나아가서는 인하 가능성까지 점쳐지며 우호적인 매크로 환경이 조성됐다. 하지만 성장주 내에서 업종 간 차별화는 극명했다. 연초 이후 3월 말까지 성장주 내에서 이차전지로 대표되는 소재 업종과 AI, ChatGPT 등 관련 소프트웨어 기업들이 포함된 IT 업종의 주가 수익률은 코스피 대비 각각 22.2%p, 10.2%p 아웃퍼폼했다. 반면 같은 기간 헬스케어 업종은 코스피 대비 10.5%p 언더퍼폼하며 부진한 수익률을 기록했다. 이처럼 성장주 내에서도 업종 간 차별화 현상이 두드러졌던 이유는 금리 추가 인상 가능성 축소에 따른 Top-down 모멘텀이 회복되며 성장주 전반에 우호적인 매크로 환경이 조성됐으나 업종 간 Bottom-up 모멘텀의 차이가 존재했기 때문이다.

2H23 Pre: 4월을 기점으로 한 업종 반등, 그 중심엔 셀트리온이 있었다

우호적 Top-down 모멘텀 속 업종 지수의 반등을 위해서는 Bottom-up 모멘텀의 부각이 필수적이었고, 그 답은 셀트리온그룹의 반등에 있다. 수급이 좌우하는 제약/바이오 업종 특성상 강력한 수급 유입의 trigger가 될 주도주의 모멘텀 부각이 필수적이다. 역사적으로 셀트리온그룹의 실적 모멘텀이 부각되는 구간에서 업종 전반에 우호적인 수급 유입이 나타났으며 이는 셀트리온그룹 주가뿐만 아니라 업종의 대다수를 차지하는 바이오텍 주가에 중요한 주가의 모멘텀으로 작용했다. 4월을 기점으로 한 셀트리온그룹 모멘텀 부각, 나아가서 업종 지수의 추세적 반등을 전망한다. 1) 1Q23 실적, 2) 유플라이마 FDA 허가가 단기적으로 중요한 이벤트들이었고, 관련한 이슈들이 모두 해소됨에 따라 4월 이후 확인된 업종 내 우호적 수급 환경이 지속되며 하반기까지 업종 반등은 이어질 전망이다.

'Next wave' 속 주목해야할 하반기 모멘텀 점검, Top picks 및 관심종목

- 1) 바이오시밀러: 휴미라 바이오시밀러 시장의 개화
→ 셀트리온, 셀트리온헬스케어 제시
- 2) 바이오텍/제약사: Tipping point를 맞이한 파이프라인
→ 유한양행, 한미약품, 한올바이오파마, 레고캠바이오, 큐리언트 제시
- 3) CMO: 우호적 업황 지속, 차별화 성과 주목
→ 삼성바이오로직스, SK 바이오사이언스 제시

1H23 리뷰: 성장주들의 반등 속 소외

연초부터 부각된 성장주들의 반등 속 소외됐던 제약/바이오

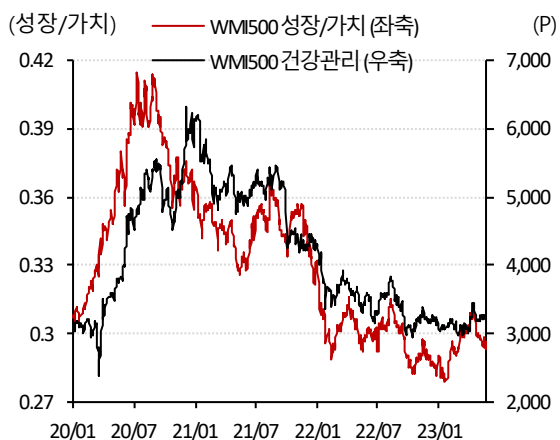
연초 이후 성장주에 우호적인
매크로 환경 속에서 소재, IT
업종은 코스피 대비 큰 폭으로
아웃퍼폼. 반면, Bottom-up
모멘텀이 부족했던 헬스케어 업종
수익률은 부진.

2023년 들어서며 Top-down에서의 분위기가 급변하기 시작했다. 성장주 전반에 불편한 변수로 작용했던 주요국 중앙은행들의 금리 인상 속도 둔화 가능성이 부각됐으며, 특히 최근에는 경기침체 가능성까지 대두되며 금리인상 속도 둔화를 넘어서 금리인하 가능성까지 언급되기 시작했다. 이러한 매크로 환경 변화를 바탕으로 성장주들의 반등이 포착됐다.

하지만 성장주 내에서 업종 간 차별화는 극명했다. 연초 이후 3월 말까지 성장주 내에서 이차전지로 대표되는 소재 업종과 AI, ChatGPT 등 관련 소프트웨어 기업들이 포함된 IT 업종의 주가 수익률은 코스피 대비 각각 22.2%p, 10.2%p 아웃퍼폼했다. 반면 같은 기간 헬스케어 업종은 코스피 대비 10.5%p 언더퍼폼하며 부진한 수익률을 기록했다. 통상적으로 헬스케어 업종 지수와 금리 간 ‘역(-)의 상관관계’를 나타냈던 점을 고려하면 의외의 상황이라고 볼 수 있다.

이처럼 성장주 내에서도 업종 간 차별화 현상이 두드러졌던 이유는 금리 추가 인상 가능성 축소에 따른 Top-down 모멘텀이 회복되며 성장주 전반에 우호적인 매크로 환경이 조성됐으나 업종 간 Bottom-up 모멘텀의 차이가 존재했기 때문이라고 해석할 수 있다.

성장주 반등 속 소외된 제약/바이오



자료: Quantwise, SK 증권

국내 기준금리와 제약/바이오 업종 지수 추이



자료: Quantwise, SK 증권 추정

2H23 전망: 4월 기점 반등. 그 중심엔 셀트리온

반등의 역사 속 언제나 주도주 역할을 담당한 셀트리온그룹

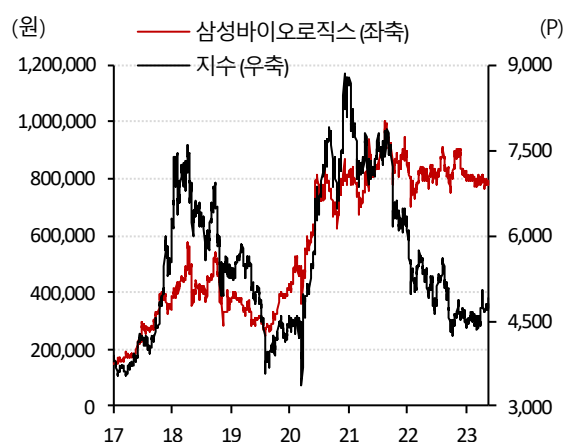
역사적으로 제약/바이오 업종의
주도주 역할은 '셀트리온그룹'이
수행. 셀트리온그룹의 주가
모멘텀은 업종 반등을 위한
Bottom-up 모멘텀으로 작용.

성장주 전반에 우호적 Top-down 모멘텀이 형성된 가운데 제한적인 Bottom-up 모멘텀으로 성장주 내에서 반등이 제한적이었던 제약/바이오 업종에서 반등을 이끌어낼 Bottom-up 모멘텀은 무엇이 있을까?

당사는 4월 10일 발간한 산업 인텔스 자료 '반등의 역사 속엔 언제나 셀트리온그룹이 있었다'를 통해 Bottom-up 모멘텀 부각을 위해서는 '주도주의 주가 모멘텀'이 부각되어야 한다고 언급했으며, 역사적으로 제약/바이오 업종에서의 주도주 역할은 '셀트리온그룹'이 수행해왔다고 강조한 바 있다.

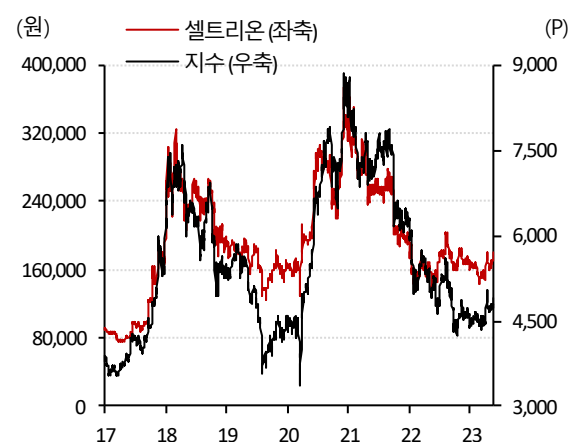
이는 단순히 셀트리온그룹의 업종 내 시가총액 비중이 상대적으로 높기 때문이라고만은 볼 수 없다. 일반적으로 시가총액 측면에서 업종 내 가장 큰 비중을 차지하는 기업의 주가 흐름이 곧 지수의 흐름으로 예단하기 쉬우나, 오히려 업종 내 시가총액 1위 기업인 삼성바이오로직스의 주가와 지수 추이는 상관관계를 크게 띄지 않는 반면(2017년~현재 기준 상관관계 0.5249) 셀트리온, 셀트리온헬스케어 주가와 지수는 높은 상관관계를 드러낸다(셀트리온 0.9322, 셀트리온헬스케어 0.9122).

삼성바이오로직스 주가와 업종 지수 추이



자료: Quantwise, SK 증권

셀트리온 주가와 업종 지수 추이



자료: Quantwise, SK 증권

**셀트리온헬스케어의 1Q23
실적발표를 통해 미국 직판
전환에 따른 수익성 훼손 우려
해소.**

**4월 이후 헬스케어 업종의
코스피 대비 초과수익률은
5.5%p로 전체 업종 내 1위.
5월 23일 유플라이마 FDA 허가
획득으로 셀트리온그룹주에
우호적인 분위기 지속될 것.**

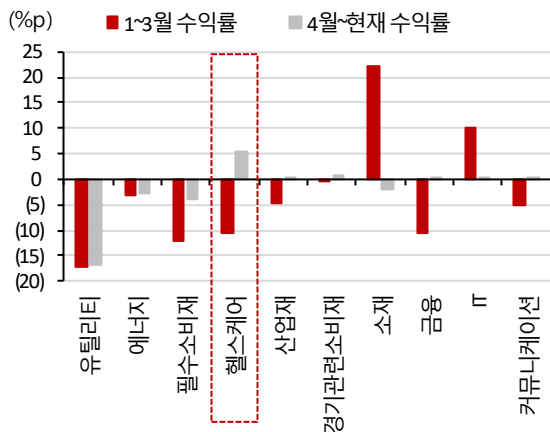
셀트리온그룹이 업종 지수와 높은 상관관계를 지니고 있고, 셀트리온그룹과 바이오텍이 '모멘텀'을 기반으로 한 주가 등락이 연출된다는 점에서 공통점을 지닌다는 점을 고려했을 때 셀트리온그룹 주가의 반등이 업종 지수 반등으로 이어질 것으로 예상했다. 그리고 그 시점은 1) 1Q23 실적을 통한 시장의 미국 직판 우려 해소, 2) 유플라이마 5월 말 허가를 통한 7월 출시 지연 우려 해소를 통한 셀트리온헬스케어의 실적 추정치 상향 기대감이 반영되는 4월로 제시했다.

4월을 기점으로 셀트리온헬스케어의 미국 직판에 따른 비용 증가로 수익성이 크게 훼손될 수 있다는 우려는 1Q23 실적 발표 전후로 해소되었고, 5월 23일 유플라이마의 FDA 허가 획득이 이뤄진 만큼 7월 출시 지연 가능성에 대한 우려도 불식될 전망이다.

이와 같은 우려 해소로 셀트리온그룹주들의 대형주 내 아웃퍼폼이 눈에 띈다. 연초 이후 셀트리온과 셀트리온헬스케어의 KOSPI 대비 초과수익률은 각각 -3.0%p, 17.1%p로 같은 기간 삼성바이오로직스(-18.3%p), SK 바이오사이언스(-4.6%p), SK 바이오팜(-14.3%p)을 웃돌았다. 4월부터 현재까지 헬스케어 업종의 KOSPI 대비 초과수익률은 5.5%p로 전체 업종 내 가장 높은 초과수익률을 기록했으며, 같은 기간 소재(이차전지) 업종이 -2.2%p, IT 업종이 0.3%p의 초과수익률을 기록한 것과 분명하게 대비된다.

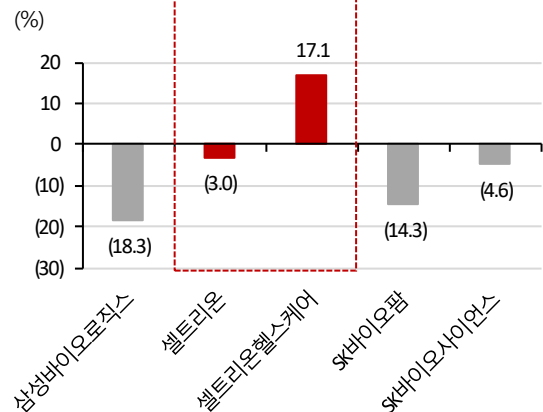
앞서 언급한 셀트리온그룹의 반등 모멘텀들은 5월 말 휴미라 바이오시밀러 유플라이마의 허가를 통해 모두 가시화된다. 하지만 이러한 반등 모멘텀은 5월을 끝으로 소멸하는 것이 아닌 중장기적으로도 하반기, 나아가서는 2024년까지 이어질 전망이다. 그러한 관점에서 지속적 4월을 기점으로 한 셀트리온그룹과 업종 지수의 '추세적 반등'을 강조했던 이유다.

업종별 1~3월, 4월~현재까지의 KOSPI 대비 초과수익률



자료: Quantiverse, SK 증권

대형 바이오 연초 이후 KOSPI 대비 초과수익률



자료: Quantiverse, SK 증권

유플라이마의 미국 허가 획득 이후에 대한 시장의 고민은 여전히 존재한다. 바로 7월 출시 시점에서 과연 셀트리온그룹의 유플라이마가 동시에 출시되는 다수의 바이오시밀러들을 뚫고 PBM 들의 보험등재 리스트에 포함될 수 있는지 여부다. 물론 그 결과에 대한 답은 현 시점에서 내릴 수 없다. 하지만 과도한 우려의 근거보다는 성공에 대한 기대감을 가질 수 있는 근거들이 더욱 풍부하다는 점은 확실하다.

가격, 생산능력, 파이프라인에서의 경쟁력을 갖춘 셀트리온그룹. 이는 유플라이마 성공에 대한 기대감을 가질 수 있는 근거로 작용.

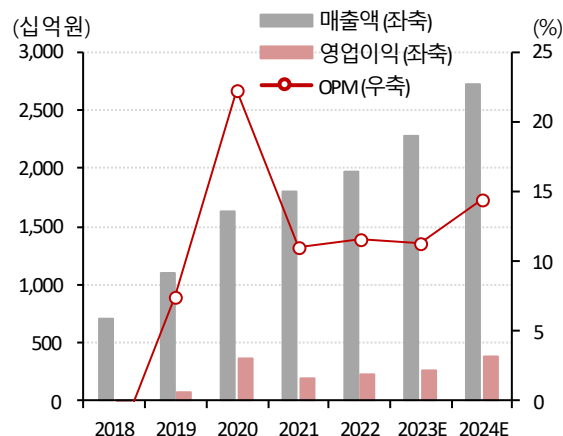
다수의 휴미라 바이오시밀러 개발사들과 PBM 들이 언급한 바와 같이 보험등재 리스트에 포함되기 위한 주요 조건들로 1) 가격, 2) 안정적인 공급이 가능한 생산 규모, 3) 파이프라인이 지목된다. 셀트리온그룹은 이 세 가지 조건들에 있어 충분한 경쟁력을 확보하고 있다고 판단된다.

유플라이마 매출 온기 반영, 램시마 SC 출시 효과로 2024년 셀트리온헬스케어 실적 성장은 더욱 두드러질 것.

유플라이마의 성공 기대감뿐만 아니라 2024년에는 셀트리온헬스케어의 실적 성장도 두드러질 전망이다. 당사에서 주목하는 2024년 성장의 포인트는 ‘미국 램시마 SC’ 출시다. 10월 FDA 허가 획득, 2024년 초 출시 예정인 램시마 SC는 신약으로 미국에서 셀트리온이 처음으로 허가를 받게되는 바이오의약품이자 향후 PBM들과의 협상에서도 셀트리온그룹의 경쟁력으로 작용할 중요한 파이프라인이라고 볼 수 있다. 따라서 램시마 SC의 미국 출시를 통해 높은 수익성을 기반으로 매출 성장뿐만 아니라 마진 개선에 큰 기여를 할 것으로 기대되며, 동시에 램시마 SC 출시를 기점으로 기존에 출시한, 그리고 출시 예정인 바이오시밀러들에 시너지 효과로도 작용할 전망이다.

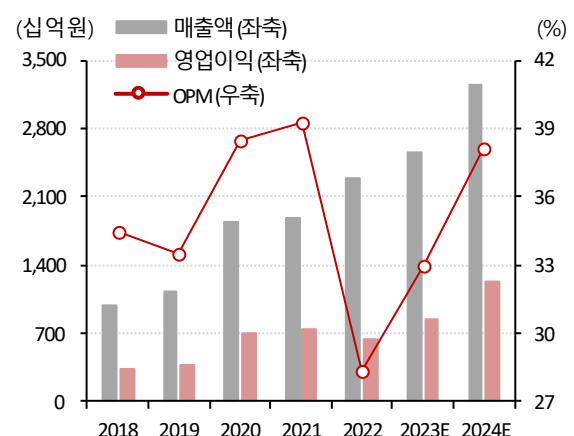
요약하자면, 셀트리온그룹의 주가 모멘텀은 5월 말 유플라이마 허가를 끝으로 소멸하는 것이 아닌 2024년까지 지속된다는 점에서 셀트리온그룹 뿐만 아니라 업종 지수의 ‘추세적 반등’이 예상된다.

셀트리온헬스케어 연간 실적 추이 및 전망



자료: 셀트리온헬스케어, SK 증권 추정
주: 연결 기준

셀트리온 연간 실적 추이 및 전망



자료: 셀트리온, SK 증권 추정
주: 연결 기준

Top Picks: 셀트리온헬스케어

2023년 연결 매출액 +15.3% YoY, 영업이익 +13.0% YoY 전망

2023년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 2조 2,742억원(+15.3% YoY, 이하 YoY 생략), 2,586억원(+13.0%, OPM 11.4%)으로 추정한다. 램시마SC를 필두로 주요 품목들의 견조한 매출 성장이 기대된다. 다만 미국 직접판매에 따른 판매관리비 증가로 영업이익률은 전년대비 소폭 하락이 불가피할 전망이다. 1) 램시마 IV 매출액은 9,393억원(+9.3%)을 전망한다. 미국, 유럽에서의 높은 점유율이 지속됨에 따라 안정적 매출 성장이 기대된다. 2) 램시마 SC 매출액은 4,102억원(+73.1%)을 예상한다. 출시 국가 수 확대, EU5 등 주요국 내 점유율 상승을 바탕으로 판매 호조가 지속 중이다. 3) 트룩시마, 허쥬마 매출액은 각각 3,225억원, 2,377억원을 전망한다. 1H22 유럽 직접판매 전환 이후 매출 회복이 지속 중이다. 다만 트룩시마는 미국 내 판가 하락 지속에 따른 영향으로 매출 감소가 예상된다. 4) 유플라이마 매출액은 1,858억원을 전망한다. 고농도 제형의 경쟁력을 바탕으로 유럽 내 주요국 입찰 시장에서의 성과가 기대된다. 7월 미국 출시에 따른 미국 매출액은 보수적으로 326억원을 반영했다.

유럽 램시마SC 판매 호조 속 미국 유플라이마, 램시마SC 가세에 주목

2023년 유럽에서의 램시마SC 판매 호조가 지속될 전망이다. 이러한 가운데 5월 말 미국 유플라이마 허가, 7월 출시, 그리고 10월에는 램시마SC의 미국 허가까지 기대된다. 램시마SC와 유플라이마는 기존 바이오시밀러 품목 대비 수익성이 좋다는 점에서 두 품목의 매출 확대는 매출 성장뿐만 아니라 수익성 개선으로도 이어질 전망이다. 비록 2023년은 미국 직판 전환에 따른 비용 증가분 대비 직판 제품 매출이 출시 초기인 관계로 제한적이라는 점에서 수익성 약화가 불가피하겠으나 매출이 본격화될 2024년부터는 직판 전환에 따른 유의미한 수익성 개선이라는 성과를 확인할 수 있을 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	1,628	1,804	1,972	2,274	2,724	3,208
yoy	%	47.8	10.9	9.3	15.3	19.8	17.8
영업이익	십억원	362	199	29	259	392	544
yoy	%	337.4	-44.9	14.8	13.0	51.6	38.8
EBITDA	십억원	365	205	234	264	398	550
세전이익	십억원	315	198	230	343	473	630
순이익(지배주주)	십억원	240	153	147	248	364	485
영업이익률%	%	22.2	11.1	11.6	11.4	14.4	17.0
EBITDA%	%	22.4	11.3	11.9	11.6	14.6	17.2
EPS(계속사업)	원	1,465	929	895	1,507	2,007	2,550
배당수익률	%	0.0	0.3	0.2	0.2	0.4	0.4
ROE	%	13.4	7.6	7.1	11.5	15.0	17.2
순차입금	십억원	-327	-118	-164	-262	-374	-448
부채비율	%	93.5	85.9	116.1	116.2	110.2	99.0

스몰캡

개인에서 외국인으로 중심 이동

개인 주춤한 사이 코스닥 순매수
나선 외국인, 엔터/게임/반도체
중소형주 등 일부 섹터에 집중

연초 개장 이후 줄곧 상승 랠리를 보였던 국내 증시는 4 월 중순을 기점으로 조정을 맞이했다. 과도한 레버리지 매매로 인한 반대매매 피해 종목이 등장하면서 투자 심리가 위축된 듯한 모습이다. 문제는 연초 이후 개인투자자들의 증시 참여 비중이 커지면서 반대매매 피해가 개인들에 고스란히 집중되었다는 것이다. 4 월 말을 기점으로 코스피와 코스닥의 신용융자금액은 각각 연말 대비 7 천억원, 2 조 2 천억원이 증가했다. 같은 기간 국내 증시 고객 예약금이 6.4 조원 증가했다는 점을 감안하면 개인투자자들의 신용융자 활용이 크게 증가했음을 체감할 수 있다. 뒤늦게 주요 증권사들을 중심으로 신규 신용융자를 제산하는 움직임이 나타났지만, 이미 신용융자 잔고가 크게 증가해버린 기업은 언제든지 급락세가 연출될 위험이 있다. 개인들이 위축된 사이 5 월 중순을 기점으로는 외국인이 증시 반등을 주도하고 있다. 특히 외국인들은 코스닥도 적극적으로 순매수에 나서는 모습이었던. 4 월 FOMC 에서 향후 추가 금리 인상을 하지 않고 오히려 인하 가능성에 대한 언급이 나왔다는 점, 5 월 미국 부채한도협상에 진척이 있었다는 점을 고려하면 위험자산 선호심리가 회복되고 있는 것으로 판단된다. 하지만 외국인 순매수는 엔터/게임/반도체 중소형주 등 일부 섹터에 집중되면서 섹터별 선호도는 극명해지는 모습이었다.

분기 영업이익 증가 기업에 주목

중소형주는 23 년이 본격적인
코로나 19 후유증 극복 기간,
분기별 영업이익 증가 기업 주목

중소형주의 입장에서 23 년은 진정한 의미에서의 탈(脫)코로나 19, 기업활동 정상화의 시기가 생각한다. 대기업들과 달리 중소기업들은 인력 충원, 원자재 수급 등의 문제를 손쉽게 해결할 수 있는 여건이 아니었기 때문이다. 따라서 23 년이야말로 코로나19 이전의 매출 규모를 회복하고, 본격적으로 영업이익률을 끌어올리는 해가 될 것으로 보인다. 한편 코로나 19 팬데믹 시기 풍부한 유동성을 바탕으로 적극적인 자금조달에 나섰던 기업들은 금리 인상이 높아진 금융비용 문제를 해소해야 하는 등 풀어야 할 현안들이 산적해 있는 것이 사실이다. 따라서 기업의 확실한 사업 실적 정체성을 확인할 수 있는 영업이익 추이에 보다 집중하고자 한다. 산업별/기업별 사업 특성들이 있기에 분기 실적은 변동성이 있기 마련이지만, 그럼에도 불구하고 분기별 영업이익 회복세를 보이는 기업이라면 진짜 턴어라운드 국면에 진입했다고 판단하는데 무리가 없을 것으로 생각되기 때문이다.

Analyst 나승두

nsdoo@sks.co.kr / 3773-8891

1H23 리뷰: 투자자들의 엇갈린 시각

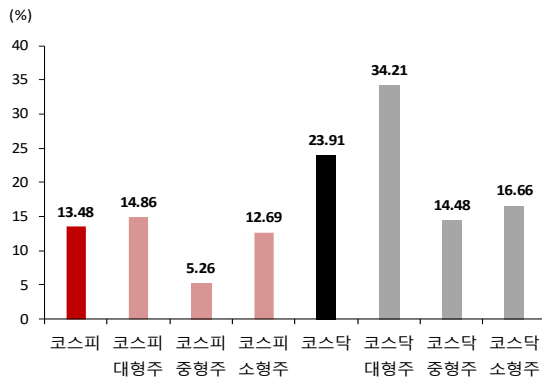
코스닥, 개인 매수 주도에서 외국인 매수 주도로

개인투자자 비중 늘면서 동반
증가한 신용융자잔고,
언제든지 시한폭탄으로 돌아올 수
있어 주의 필요

연초 개장 이후 줄곧 상승 랠리를 이어가던 국내 증시가 4 월 중순을 기점으로 조정을 맞이했다. 과도한 레버리지 매매로 인한 반대매매 피해 종목이 코스피에 집중되면서 코스피는 개인 순매도세가 크게 나타났지만, 코스닥은 외국인과 기관이 연속적으로 동반 순매도를 기록하는 등 외국인/기관 중심의 지수 조정이 나타났다. 연초 이후 줄곧 증시 반등이 이어지면서 지난해 말 대비 신용융자금액은 크게 증가했다. 4 월 말을 기점으로 코스피 신용융자금액은 22 년 연말 대비 7 천억원 증가했고, 코스닥은 같은 기간 2 조 2 천억원이 증가했다. 같은 기간 국내 증시 고객 예약금이 6.4 조원 증가했다는 점을 감안하면 투자자들의 신용융자 활용이 크게 증가했음을 체감할 수 있다. 하지만 레버리지로 인한 주가 피해 문제가 대두되면서 리스크 관리에 나선 일부 증권사들은 뒤늦게 신규 신용융자를 제한하기 시작했다. 하지만 이미 올해 신용융자 잔고가 크게 증가해버린 기업은 증시 환경에 따라 언제든지 급락세가 연출될 위험이 상존하기 때문에 주의가 필요하다.

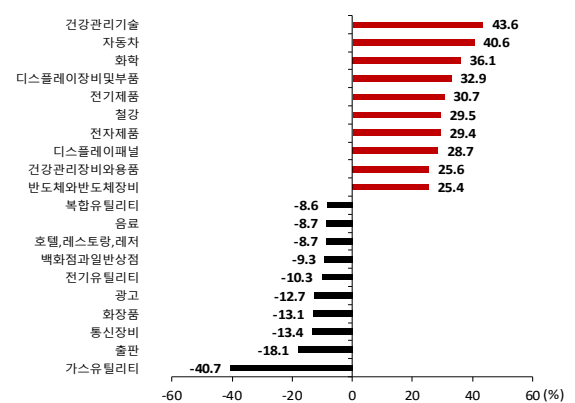
재미있는 점은 개인 수급이 주춤한 가운데 5 월 중순을 기점으로 외국인들의 코스닥 순매수가 증가하고 있다는 점이다. 개인들이 2 차전지 관련주 등을 정리한 반면, 외국인들은 엔터/게임/반도체 중 소형주 등을 중심으로 순매수를 기록 중이다. 4 월 FOMC 에서의 추가 금리 인상 제한 가능성 대두, 5 월 미국 부채한도협상 진척 등이 위험자산 선호 심리를 자극했고 환율도 안정세를 찾으면서 외국인의 순매수가 이어진 것으로 보인다. 하지만 섹터별 선호도는 극명하게 나타났다.

시가총액 규모별 YTD 수익률(5/19 종가 기준)



자료: SNT 중공업, SK 증권

섹터별 YTD 수익률 Top & Bottom 7(5/19 종가 기준)



자료: Wall Street Journal, SK 증권

2H23 전망: 23년이 진짜 회복기

코로나 후유증 떨어내고 있는 중소형주

산업별/기업별 사업 특성 모두
다르지만, 그럼에도 분기별
영업이익 회복 추세 나타나는
기업은 확실한 턴어라운드 기업

중소형주의 입장에서 23년은 진정한 의미에서의 탈(脫)코로나 19, 기업활동 정상화의 시기라 생각한다. 단순히 야외활동을 재개하고, 재택근무를 종료하는 등의 문제를 넘어서 기업의 사업 구조와 가치사슬을 재정비하는 시기가 될 것이라는 의미이다. 대기업들과 달리 중소기업들은 인력 충원, 원자재 수급 등의 문제를 손쉽게 해결할 수 있는 여건이 아니었기 때문이다. 따라서 대기업들은 22년 코로나 19 후유증을 털어내고 23년 본격적인 회복구간에 진입했다면, 중소기업들은 23년이 코로나 19 이전의 매출 규모를 회복하고, 본격적으로 영업이익률을 끌어올리는 해가 될 것으로 보인다.

물론 극복해야 할 과제도 많다. 특히 코로나 19 팬데믹 시기 풍부한 유동성을 바탕으로 적극적인 자금조달에 나섰던 기업들은 금리 인상이 높아진 금융비용 문제를 해소해야 하는 등 풀어야 할 현안들이 산적해 있는 것이 사실이다. 따라서 기업의 확실한 사업 실적 정체성을 확인할 수 있는 영업이익 측면에서의 접근이 유효해 보인다. 분기별 영업이익 회복세를 관찰하는 것이 큰 도움이 될 것으로 판단된다.

분기별 영업이익 순증 기업

종목 코드	종목명	시총 (억원)	분기별 영업이익 추이 (억원)						부채 비율 (%)	순이자 보상 배율(%)	YTD (%)
			2022				2023	1Q YoY			
			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	(%)			
A267260	HD 현대일렉트릭	17,357	167	273	378	512	463	177.0	204.1	6.4	7.3
A393890	더블유씨피	16,747	33	147	184	216	161	387.3	15.4	-44.4	16.2
A237690	에스티팜	16,646	5	35	45	92	37	587.0	70.7	10.9	-2.7
A051600	한전 KPS	15,885	225	286	312	483	549	143.9	34.3	-21.0	5.0
A086900	메디톡스	15,801	55	104	145	163	18	-67.6	29.6	27.4	67.2
A073240	금호타이어	14,191	5	18	23	184	546	10,192.5	280.6	0.2	77.5
A114090	GKL	12,680	-132	-107	46	54	272	흑자전환	52.3	9.8	6.9
A383310	에코프로에이치엔	9,719	4	81	130	199	120	2,747.6	109.1	51.2	38.0
A218410	RFHIC	6,054	-11	-4	9	13	15	흑자전환	54.6	-1.8	0.0
A033270	유나이티드제약	3,793	111	118	125	128	125	12.4	27.7	-37.0	0.9
A003570	SNT 다이내믹스	3,369	28	63	68	98	91	225.9	38.1	-7.3	8.0

자료: DART, Quantwise, SK 증권 / 주: 05/19 종가 기준

분기별 영업이익 순증 기업

종목 코드	종목명	시총 (억원)	분기별 영업이익 추이 (억원)						부채 비율 (%)	순이자 보상 배율(%)	YTD (%)
			2022				2023	1Q YoY			
			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	(%)			
A050890	솔리드	3,343	-27	31	101	180	52	흑자전환	93.5	16.1	-7.8
A122900	아이마켓코리아	3,340	117	142	150	154	137	16.5	203.6	209.5	-0.4
A304100	솔트룩스	3,054	-31	-15	-6	32	-39	27.7	30.3	-2.8	86.4
A048550	SM C&C	2,852	-31	9	12	30	-34	12.5	152.4	-1.9	0.3
A033100	제룡전기	2,458	-7	10	66	91	85	흑자전환	36.4	-48.9	30.4
A338220	뷰노	2,282	-58	-55	-46	6	-43	적자축소	109.2	-109.4	209.8
A204620	글로벌텍스프리	2,280	-20	-11	-5	9	12	흑자전환	32.8	-18.0	33.7
A054620	APS	2,280	-73	-44	-26	-10	-70	-3.6	72.6	-4.5	-43.8
A007860	서연	2,158	295	428	434	728	697	135.9	134.4	12.8	35.2
A314930	바이오다인	2,156	-2	-2	-1	72	-2	적자축소	1.9	-15.2	54.8
A033340	좋은사람들	2,046	-61	-26	4	40	3	흑자전환	39.7	-3.3	0.0
A008260	NI 스틸	1,916	151	153	161	213	222	47.4	114.2	15.0	50.2
A214330	금호에이치티	1,538	2	8	41	43	14	605.0	30.1	4.8	-13.2
A071970	STX 중공업	1,522	-14	5	41	83	0	흑자전환	124.7	2.0	-26.8
A010170	대한광통신	1,485	-11	4	18	24	32	흑자전환	142.2	1.2	-39.1
A052330	코텍	1,411	7	62	91	113	34	413.6	38.1	26.5	-3.1
A090470	제이스텍	1,353	29	81	96	169	15	-47.6	17.8	36.5	9.8
A088290	이원컴포텍	1,041	-3	2	9	9	-4	64.0	58.4	0.4	-38.5
A353590	오토앤	1,595	-27	-10	-6	4	-7	적자축소	87.0	-12.3	-2.5
A337930	브랜드엑스코퍼레이션	1,433	23	41	52	63	35	55.3	39.3	-98.0	2.6
A140670	알에스오토메이션	1,436	2	5	5	8	5	133.3	94.4	3.7	29.0
A064240	홈캐스트	1,501	-4	-1	-1	11	-27	558.5	2.8	-1.5	-2.6
A246720	아스타	1,241	-14	-7	-5	-2	-6	-55.0	49.7	-82.6	148.5
A200470	에이팩트	1,229	9	11	12	14	-29	적자전환	88.3	4.3	20.6
A023800	인지컨트롤스	1,494	10	44	48	69	62	515.0	203.3	2.3	34.9
A137080	나래나노텍	1,056	-25	6	11	27	-17	적자축소	76.7	1.8	33.5
A012860	모베이스전자	1,937	12	50	101	277	84	613.6	252.7	3.7	129.5
A024900	덕양산업	2,609	13	27	43	224	88	566.7	479.8	16.1	239.9
A076080	웰크론한텍	1,152	-16	-11	12	29	10	흑자전환	147.2	9.8	4.1

자료: DART, Quantwise, SK 증권 / 주: 05/19 종가 기준

Top Picks: 서진시스템

드러나는 잠재력, ESS 부터 전기차까지

ESS, 전기차 부품 매출 본격 시작,
글로벌 에너지 패러다임 변화로
발생하는 ESS 증가 최대 수혜주

서진시스템은 22 년 매출액 7,876 억원(+29.9% 이하 YoY), 영업이익 444 억원(-23.5%)을 기록했다. 연간 사상 최대 매출액을 기록했음에도 원자재비/물류비/개발비 증가 등의 영향으로 영업이익률은 감소했다. 하지만 분기 매출액 2,351(+46.7%), 영업이익 265 억원(+41.5%)을 기록한 4Q22는 앞으로의 실적에 대한 기대감을 심어주기에 충분했다.

ESS 부문 매출액은 20 년 304 억원에서 22 년 1,898 억원으로 급성장했다. 글로벌 ESS M/S Top 5 업체 중 3 곳의 제품을 위탁 생산 중이거나, 곧 생산을 시작한다. 22 년부터 별도의 사업 부문으로 나눈 전기차 배터리 부문도 본격적인 성장기를 맞이할 것으로 예상된다. 지금까지는 배터리 모듈 앤드플레이트 및 팩 하우징 개발비가 많이 반영되어 왔다면, 이제는 조금씩 양산 단계로 진입하는 과정에 있다. 하반기부터 수익구조 개선이 본격화될 전망이다. 통신장비 부문은 22 년 역대 최대 매출액(2,213 억원)을 기록했음에도 전체 매출액 대비 비중은 28.1%로 감소했다. 국내외 핵심 통신장비사들로 고객 저변이 확대되면서 매출액이 증가했음에도 비중이 감소했다는 것은 ESS, 전기차, 반도체 등 여타 사업 부문의 성장이 그만큼 도드라지고 있음을 방증한다. 2H23에는 원자재비 및 물류비가 더욱 안정을 되찾고, 추가적인 개발비 발생도 크지 것으로 예상됨에 따라 성장성과 수익성을 모두 확인할 수 있을 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	억원	3,219	6,061	7,876	12,238	15,602	20,272
yoy	%	-18.0	88.3	29.9	55.4	27.5	29.9
영업이익	억원	49	580	444	1,175	1,624	2,146
yoy	%	-91.0	1,082.2	-23.5	164.7	38.2	32.2
EBITDA	억원	385	1,065	1,087	1,773	2,182	2,669
세전이익	억원	-22	451	152	935	1,385	1,943
순이익(지배주주)	억원	-55	386	16	843	1,241	1,727
영업이익률%	%	1.5	9.6	5.6	9.6	10.4	10.6
EBITDA%	%	12.0	17.6	13.8	14.5	14.0	13.2
순이익률	%	-1.52	10.27	43	2,243	3,303	4,596
EPS(계속사업)	원	-166.7	21.1	407.0	8.3	5.6	4.0
ROE	%	-2.2	12.8	0.4	14.6	18.3	21.1
순차입금	억원	3,281	4,438	4,958	5,239	5,205	3,570
부채비율	%	186.1	191.5	156.7	156.2	146.4	119.0

Top Picks: 솔루엠

성장성+수익성, 두 마리 토끼를 잡다

ESL 이 주도하는 실적 성장세,
3in1 보드 및 파워모듈 부문도
사업 영역 확대되며 실적 기반
다질 것

올해 매출액은 2 조 1,243 억원(+25.4% YoY), 영업이익은 1,310 억원(+73.3% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 올해 연간 6,815 억원의 매출액(+91.2%)을 기록할 것으로 예상하는 ESL 사업부문이 전반적인 이익률 개선을 주도할 것으로 전망한다. 이러한 부분들은 이미 1H23 실적으로 검증되기 시작했다. 글로벌 ESL 시장은 신규 도입 수요 및 기존 구형 ESL 교체시기를 맞아 큰 폭의 성장세를 보이고 있다. 솔루엠을 비롯한 소수의 시장 참여자가 ESL 시장을 양분하는 구도로 흘러가고 있다는 점에서 당분간 가장 높은 매출 성장율을 기록할 것으로 예상된다.

VS(3in1 보드 등) 사업 부문도 안정적인 흐름을 보이고 있다. 전방 산업인 글로벌 TV 시장은 올해 예년과 비슷한 수준의 출하량을 기록할 것으로 예상되지만, 주요 고객사 내 3in1 보드 M/S 는 소폭 증가할 것으로 예상된다. 아직 조심스럽지만, 파리올림픽이 개최되는 2024년에는 TV 출하량 증가 및 고객사 내 M/S 증가 효과가 함께 나타날 가능성도 있다. 파워모듈 부문도 적극적으로 사업 영역을 확대 중이다. 솔루엠이 보유한 핵심 기술력은 전류와 전압을 사용처에 알맞게 조절하는 전자부품 기술이다. 즉, 전원 공급이 필요한 모든 전자제품에 적용 가능한 기술이며, 아답터 등 IT 파워 제품으로 사업영역을 다변화하고 있다. 전기 모빌리티로 진화 중인 자동차(전기차) 산업영역도 예외는 아니다. 새로운 성장 동력 확보를 위한 준비가 착실히 진행되고 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	억원	2,212	4,618	3,814	3,121	3,951	7,030
yoy	%	N/A	108.8	-17.4	-18.2	26.6	77.9
영업이익	억원	195	260	180	72	184	378
yoy	%	N/A	33.6	-30.9	-59.9	154.9	105.5
EBITDA	억원	211	334	266	196	304	498
세전이익	억원	160	183	186	43	116	318
순이익(지배주주)	억원	119	142	87	39	101	273
영업이익률%	%	8.8	5.6	4.7	2.3	4.7	5.4
EBITDA%	%	9.5	7.2	7.0	6.3	7.7	7.1
순이익률	%	162	173	106	47	123	333
EPS(계속사업)	원	53.1	308.6	451.8	621.7	239.0	88.2
ROE	%	7.1	4.2	1.7	0.7	1.9	5.0
순차입금	억원	-522	-2,916	-1,024	2,274	3,008	4,965
부채비율	%	197.3	54.2	34.9	96.3	130.7	199.4

Top Picks: 롯데관광개발

제주 외국인 입도객 회복 시작

제주도 직항 항공 노선 재개는
외국인 입도객 증가 및 카지노
실적 반등으로 이어져,
중국인 단체 관광객 비자 허용은
시간 문제일 뿐

외형이 성장하고 있다. 22 년 매출액은 1,837 억원으로 전년동기 대비 72% 상승했다. 리오프닝 해외 수요 확대를 대비해 인력 및 시설 확충 등의 영향으로 영업적자 축소폭은 크지 않았지만, 매출이 크게 성장하고 있음에 주목해야 한다. 코로나 19 확진자 수 변동이 크던 20 년 12 월 제주 드림타워, 21 년 6 월 외국인 전용 카지노를 개장했음을 감안한다면 이제서야 드디어 속도감 있는 성장이 가능한 환경이 조성되고 있다. 실제로 4 월부터 카지노 실적은 흑자전환에 성공했다. 중국인 단체 관광객 없이 달성한 성과라는 점에서 기초체력이 확실히 좋아졌다고 판단된다.

코로나 19 이전 운항되었던 제주 직항 노선들이 복구되기 시작했다. 제주도는 탑승률이 낮은 항공편들을 대상으로 지방 보조금을 지급하고, 아세안 10 개국을 대상으로 하는 신규 노선 개설을 적극 지원할 것으로 알려졌다. 올해 제주도를 찾은 외국인인 월 평균 약 15,000 명 수준이다. 코로나 19 이전 제주도를 찾았던 월 평균 외국인인 10 만여명을 넘었음을 감안한다면 나아가야 할 길이 아직 멀다. 제주도를 찾는 외국인들의 카지노 수요는 높다. 중국인 단체 관광객을 비롯한 중국/홍콩 카지노 VIP 고객들의 자유로운 제주 카지노 방문 시점이 머지않았고, 단체 관광객 비자 허용이 시간 문제라는 점을 감안하면 현재 주가는 부담 없는 수준이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	억원	884	168	1,071	1,837	3,525	4,366
yoy	%	16.3	-81.0	538.5	71.5	81.0	31.3
영업이익	억원	-162	-714	-1,313	-1,187	436	973
yoy	%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	123.2
EBITDA	억원	-115	-534	-624	-548	1,033	1,531
세전이익	억원	-138	-815	-2,084	-2,241	-220	296
순이익(지배주주)	억원	-145	-819	-2,006	-2,255	-230	284
영업이익률%	%	-18.3	-425.7	-122.6	-64.6	12.4	22.3
EBITDA%	%	-13.0	-318.5	-58.3	-29.9	31.1	35.1
순이익률	%	-21.0	-1,183	-2,895	-3,090	-315	389
EPS(계속사업)	원	-68.1	-12.7	-6.1	-4.7	-40.5	32.8
ROE	%	-4.9	-30.4	-140.4	398.8	12.7	-15.9
순차입금	억원	429	7,419	10,435	11,503	9,877	9,522
부채비율	%	88.1	430.1	2,372.0	-830.3	-839.2	-1,003.1

Compliance Notice

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도