

2022.11.29(화) 증권사리포트

만든 날짜: 2022-11-29 오전 3:00

수정한 날짜: 2022-11-29 오전 3:03

2022.11.29(화) 증권사리포트

씨에스윈드

EU, 재생에너지 긴급 승인 조치 합의, 동사 수혜 폭 가장 커

[\[출처\] 유진투자증권 한병화 애널리스트](#)

EU, 재생에너지 확대 정책의 핵심 조치 발동

지난 주말 EU의 에너지 장관들은 재생에너지 확대의 가장 큰 걸림돌인 승인절차에 대한 긴급조치를 발동하기로 합의했다. 이 날 패키지로 다루어진 가스 가격 상한제에 대한 합의에 실패하면서 최종 발표는 12월 14일로 연기되었다. 신속 승인 조치는 EU 국가들의 이견의 없어서 가스 가격 상한제에 대한 합의가 없어도 연내에 별도로 통과될 것으로 판단된다. 재생에너지 긴급 승인 조치는 발효된 날로부터 18개월간 유지되고, 정책 효과를 리뷰해서 기간 연장과 추가 조치에 대해서 내년 말까지 발표할 예정이다. 이 조치는 1) 태양광 프로젝트 승인 기간 3개월, 2) 풍력 등 리파워링 프로젝트 승인 기간 6개월 제한 3) 리파워링시 별도의 승인 조치없이 기존 설비 규모 15% 상향 허용 4) 현재 승인 절차에 있는 프로젝트들도 포함 5) 환경영향 평가 단순화하고, 멸종 보호종이 아니면 단순화 절차 유지하는 것을 골자로 한다.

풍력업체들 수혜 폭 커

이번 긴급 승인 조치는 풍력, 태양광업체 모두에게 긍정적이다. 승인 절차 지연이 재생에너지 사업에 가장 큰 문제이기 때문이다. 특히 풍력은 육상풍력 평균 3년, 해상풍력 5년 이상의 건설기간이 소요되고, 대단지역서 승인기간도 태양광에 비해 월등히 길다. EU의 풍력 리파워링 가능 규모만 2025년까지 38GW에 달하고, 현재 승인절차를 진행 중인 단지 규모는 80GW라고 업계가 밝히고 있다. 따라서 향후 18개월간 EU의 풍력 단지 건설이 육상, 해상풍력 모두 짧아진 승인 절차를 거쳐 건설 단계에 들어가는 속도가 현저히 빨라질 것으로 판단된다. 당사의 EU 풍력 설치량 예측치는 2022년 17GW, 2023년 20GW, 2024년 22GW로 점진적 증가로 보고 있으나, 이 조치가 시행되면 설치량이 추가로 확대될 가능성이 높다.

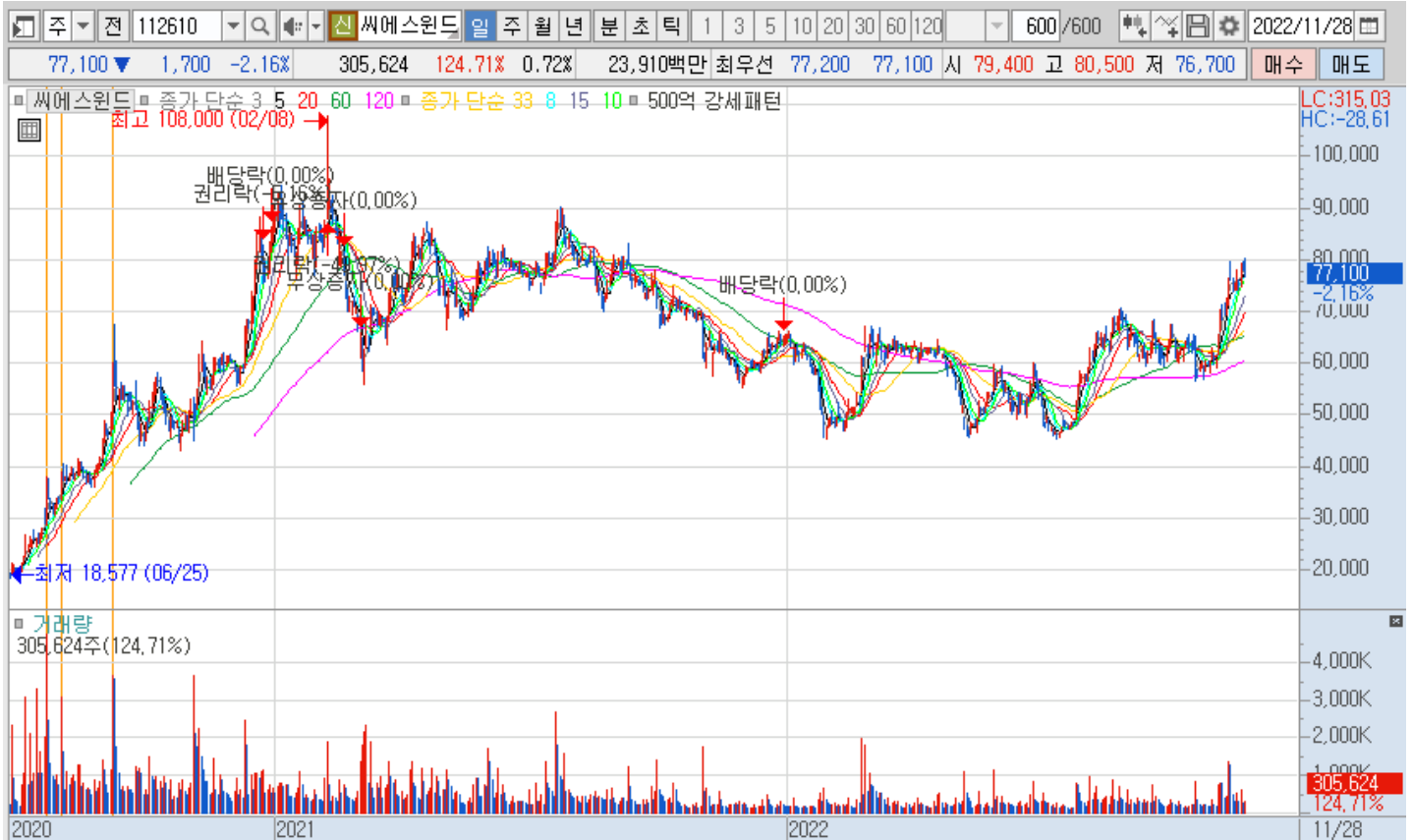
씨에스윈드 사업 환경 지속적으로 개선

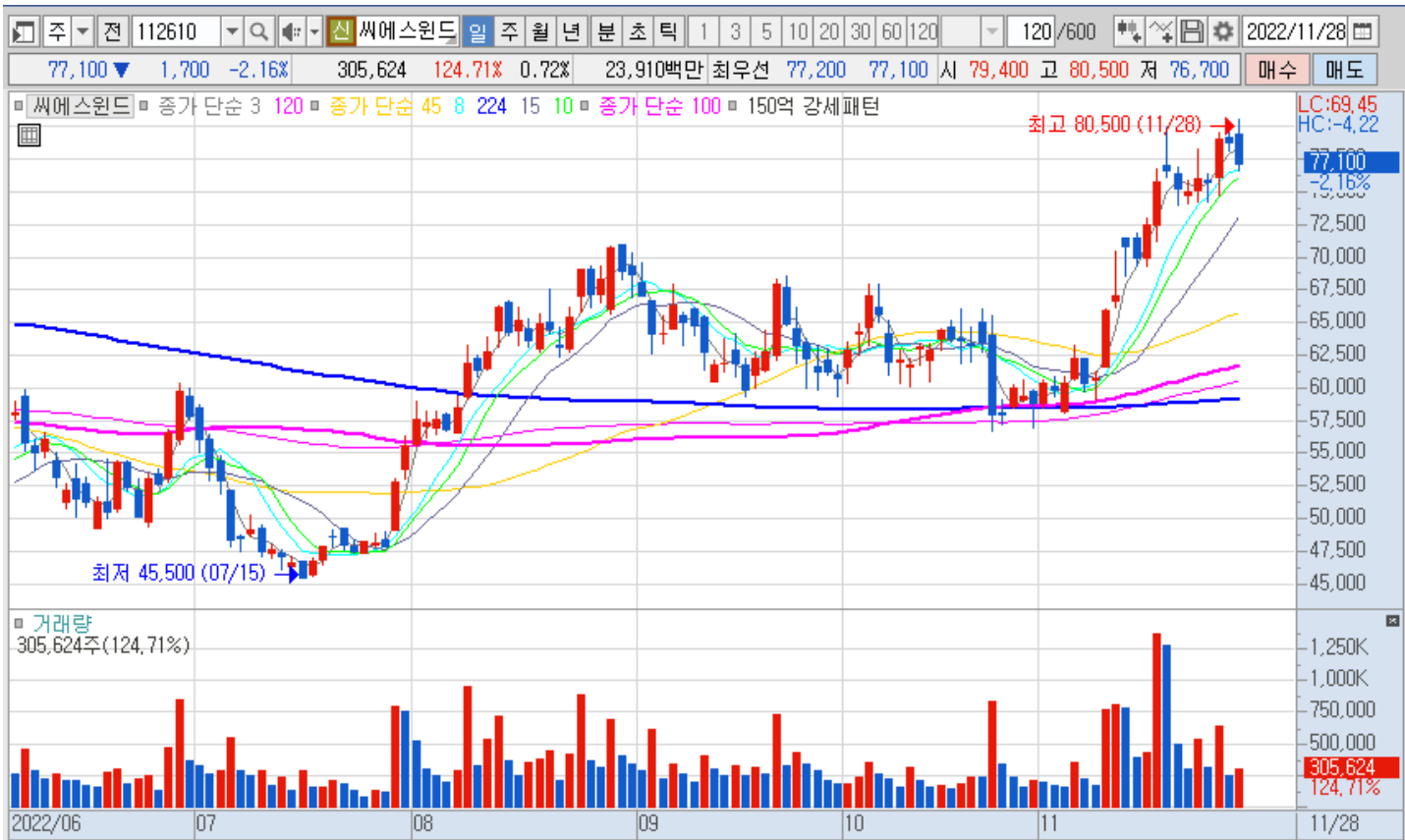
동사가 최근 체결한 3.9조원의 해상풍력 타워 공급 계약은 주지역이 EU이다. 지역별 매출 비중이 가장 높은 EU의 풍력 확대 정책은 씨에스윈드에게 사업 확대의 가시성을 제공한다. IRA로 인한 미국 정부의 생산 보조금 지급까지 확정된 상태여서, 두 지역에 대규모 생산 공장을 보유한 동사의 기업 가치 상승은 당연한 수순이라는 판단이다. IRA의 풍력에 대한 지원은 최소 2032년까지이고, EU의 REPowerEU도 2030년까지 풍력 설치량 510GW를 목표로 정책 지원을 하고 있다. 씨에스윈드의 성장이 2030년까지는 정책지원으로 이루어진다는 의미이다. EU와 미국에 단행한 선투자가 결실을 맺는 단계로 진입하고 있다. 목표주가 12만원을 유지한다.

도표 2. 씨에스윈드 연간 실적 추정

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	502.2	799.4	969.1	1,203.4	1,446.0	1,851.5	2,678.0	3,427.4
증가율	60.8%	59.2%	21.2%	24.2%	20.2%	28.0%	44.6%	28.0%
베트남법인	220.3	374.0	418.9	439.0	342.0	396.0	552.0	698.0
중국법인	85.9	127.0	133.1	143.7	201.0	199.0	203.0	215.0
유럽법인	60.4	61.4	-	17.8	121.0	196.0	389.0	486.0
말레이시아법인	62.4	86.0	187.9	204.1	53.0	76.0	92.0	103.0
PT 대경 인다	14.6	27.3	11.2	43.4	21.0	21.5	22.0	22.4
씨에스베어링	64.8	109.6	103.5	95.6	65.0	102.0	135.0	157.0
터키법인기타	56.6	14.1	45.2	78.2	176.0	204.0	251.0	278.0
대만법인			69.3	87.0	98.0	101.0	102.0	103.0
미국법인				94.7	369.0	556.0	932.0	1,365.0
매출원가	420.8	685.8	821.1	1,031.2	1,290.1	1,637.6	2,371.3	3,020.9
매출원가율	83.8%	85.8%	84.7%	85.7%	89.2%	88.4%	88.5%	88.1%
판매비	48.7	53.5	50.4	71.3	81.0	85.2	89.5	99.8
판매비율	9.7%	6.7%	5.2%	5.9%	5.6%	4.6%	3.3%	2.9%
영업이익	32.7	60.1	97.6	101.0	74.9	128.7	217.2	306.7
영업이익률	6.5%	7.5%	10.1%	8.4%	5.2%	6.9%	8.1%	8.9%
영업외손익	(26.0)	(20.3)	(39.8)	-11.6	-38.9	-7.8	-6.1	-6.5
세전이익	6.8	39.9	57.8	89.4	36.0	120.9	211.1	300.2
법인세	(0.3)	5.2	24.2	24.6	8.0	27.2	47.8	68.5
법인세율	-4.0%	13.0%	41.9%	27.6%	22.3%	22.5%	22.6%	22.8%
당기순이익	7.1	34.7	33.6	64.7	28.1	93.7	163.3	231.8
목표주가 기준 PER						54.0	31.0	21.8

자료 : 씨에스윈드, 유진투자증권





BGF리테일

불황에 강해서 편하다

[\[출처\] 이베스트투자증권 오린아에널리스트](#)

불황에 강해서 편하다

2023년 편의점 업종은 냉장/냉동 간편식, 즉석식품 등을 통해 집객 및 객단가 상승을 모두 이끌어 낼 수 있을 것으로 판단한다. 고물가, 금리 인상 등으로 인한 소비 위축에 가장 방어적이기 때문이다. 최근 외식비의 상승, 특히 중저가 식당들의 가격 인상은 그동안 편의점 간편식과 즉석식품에 대한 가격 저항을 불식시키는 요소다.

BGF리테일은 주력 카테고리인 HMR을 강화하고 센트럴 키친을 통한 효율 제고로 2022년 양호한 실적 흐름을 보였다. 올해 3분기 인플레이션으로 인한 외식 수요 대체로 식품(FF, HMR) 매출액 비중은 YoY 0.7%p 상승했고, FF 매출액은 YoY 19%, HMR 매출액은 YoY 18% 성장해 상품 믹스 개선에 기여했다. 이와 더불어 2022년 연간 HMR 신제품 출시는 약 220여개에 달할 전망이다.

외식 대체 수요 흡수, 믹스 개선

2023년 연간 영업이익은 YoY 23.5% 증가한 3,277억원을 전망한다. 소비가 파편화하고 히트 상품의 주기가 짧아지는 만큼, 동사는 HMR 부문에서 선제적으로 집중 육성한 효과를 누릴 것으로 전망한다. 1)외식 대체 수요 흡수, 2)상품 믹스 개선을 통해 인플레이션으로 인한 비용 증가분을 커버 가능하다고 판단하며, 출점 또한 원활히 진행되고 있어 기존 연간 목표였던 800점이 900점으로 상향 조정되었다. 자회사 또한 FF 매출 호조와 단가 인상 영향으로 긍정적인 실적 흐름을 예상한다.

투자의견 Buy 및 목표주가 260,000원 유지

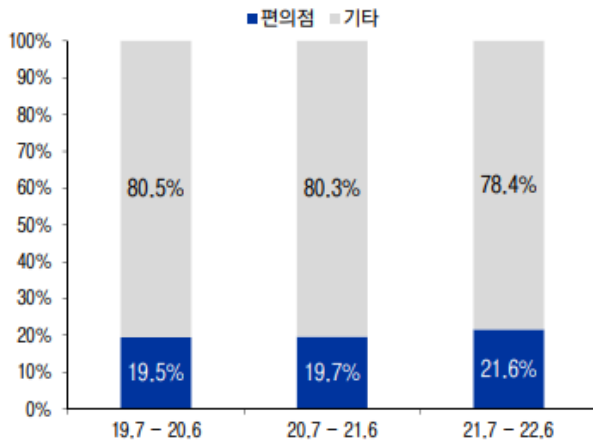
BGF리테일에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 260,000원을 유지한다. 2023년 예상실적 기준 현 주가는 P/E 15.6배다. 2023년 소비가 제한적인 상황에서, 편의점 특히 Pure Player인 동사는 유통업종 내 가장 편만한 실적을 보일 것으로 전망한다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	6,181	162	163	123	7,103	-18.9	515	19.1	5.1	3.4	18.6
2021	6,781	199	193	148	8,547	20.3	582	17.0	5.1	3.1	19.6
2022E	7,590	265	247	189	10,891	27.4	701	18.9	5.6	3.8	21.5
2023E	8,122	328	296	227	13,159	20.8	740	15.6	4.7	3.2	22.1
2024E	8,731	363	332	255	14,757	12.1	703	13.9	4.6	2.7	20.9

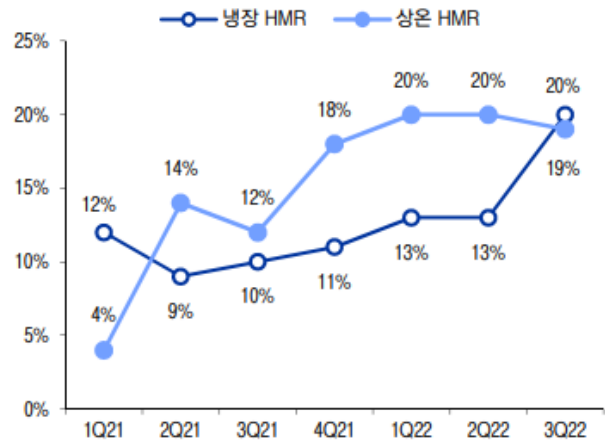
자료: BGF리테일, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림77 HMR 시장 내 편의점 채널 점유율 지속 확대



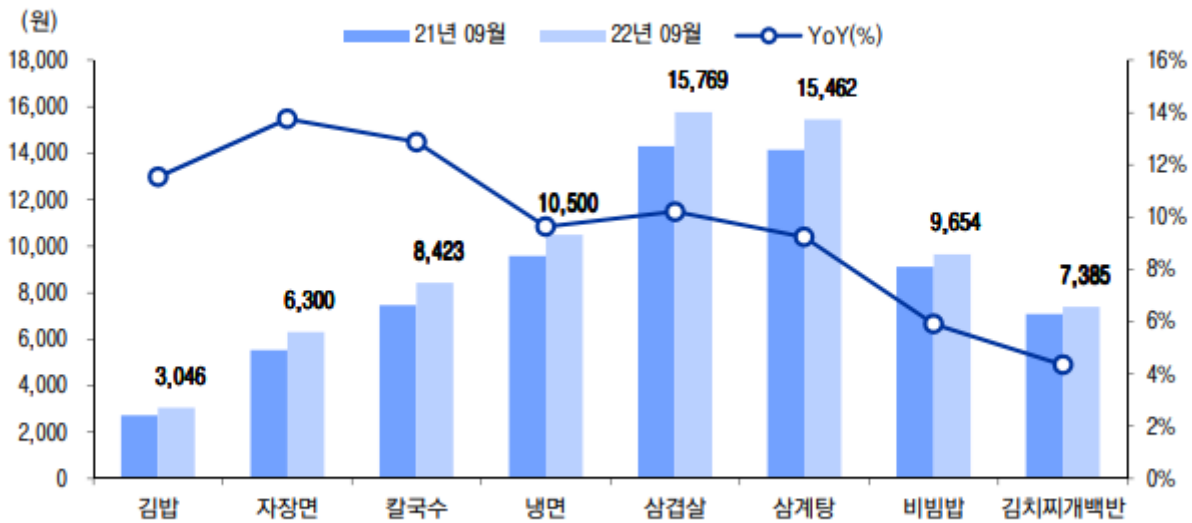
자료: BGF리테일, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 카테고리별 HMR 성장률

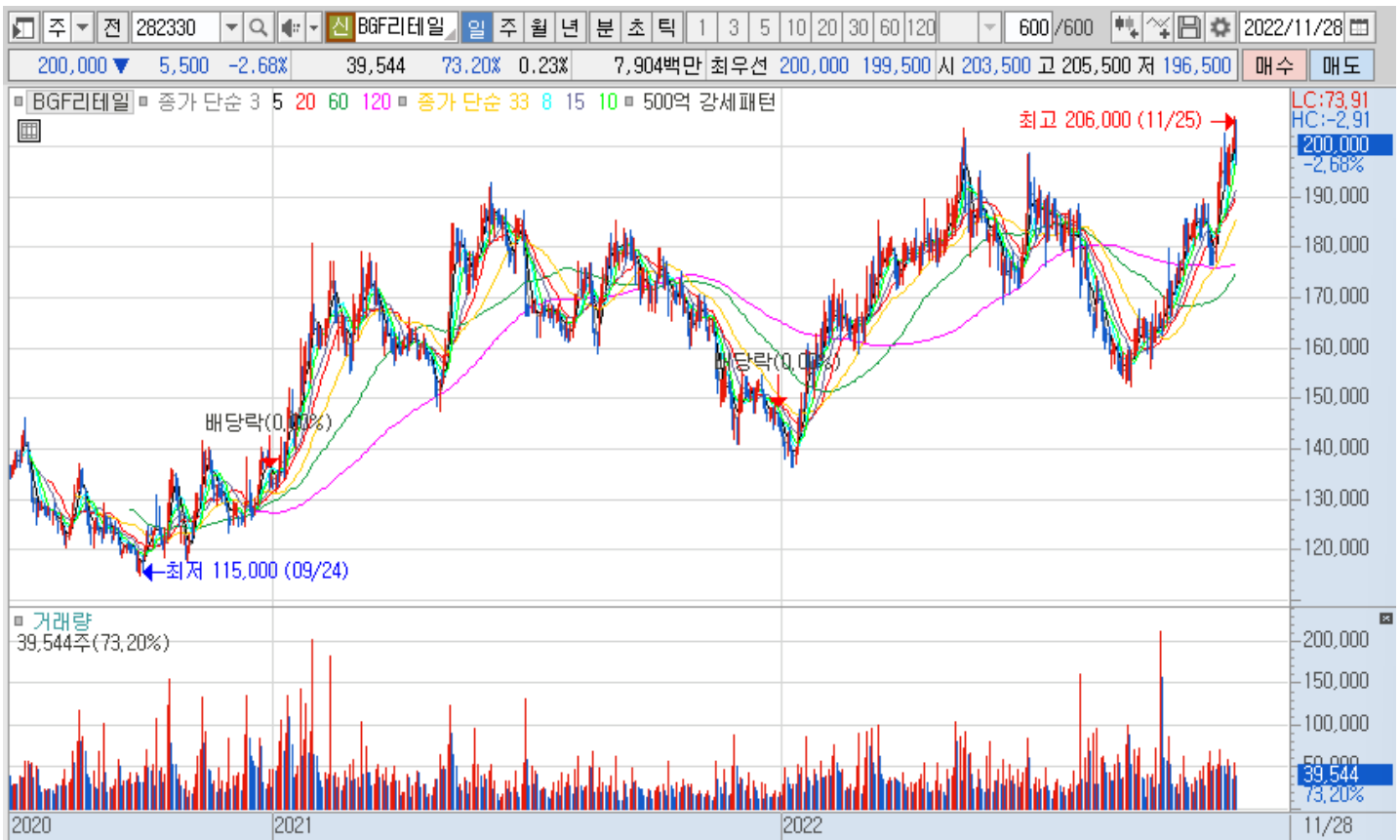


자료: BGF리테일, 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 서울 지역 주요 외식품목 가격(2022년 9월 기준)



자료: 한국소비자원, 이베스트투자증권 리서치센터





신세계

럭셔리는 역시 럭셔리

[\[출처\] 이베스트투자증권 오리아에널리스트](#)

럭셔리는 역시 럭셔리

2023년 백화점 업태는 불리한 내수 환경에도 1)견고한 고소득층 소비와 더불어 2)MZ세대의 양극화 소비를 통한 매출 견인이 예상된다. 2008년 금융위기 직후인 2009년 GDP 성장률은 0.3%에 불과했으나, 백화점 3사의 합산 매출액은 6% 증가한 바 있다. 당시 국민 총소득 또한 환율 상승 영향으로 1만 7,157달러를 기록하면서 YoY -10.9% 감소했지만 이와 별개로 백화점 실적은 안정적이었다. 이 당시에는 명품과 아웃도어, SPA 브랜드 중심으로 집객이 늘었다면, 최근에는 의류 소비가 실적을 견인하며 점포체질 개선을 통한 진화가 나타나고 있다. 동사 또한 럭셔리 백화점의 선봉장으로서 견고한 포지셔닝을 확보했다는 판단이다.

패션 회복은 건전한 체질 개선

신세계의 올해 10월 별도 기준 총매출액은 YoY 8.9% 성장한 4,662억원을 기록했고, 지난 해 오미크론 영향으로 12월 완전한 성수기 효과를 누리지 못했던 점을 고려하면(12월 별도 기준 총매출액 YoY 2.6% 성장) 베이스는 부담 없는 상황이다. 올해 3분기에도 여성 패션 YoY 27%, 남성패션 YoY 24% 신장 등 패션 부문 회복이 두드러졌으며, 매출총이익률 또한 YoY 0.5%p 개선되었다. 올해 성장이 양호했기에 2023년은 다소 부담이 있는 편이지만, 소비 둔화 우려에도 견고한 VIP 매출과 럭셔리 MD를 통한 집객은 오히려 동사의 최대 강점으로 작용할 전망이다.

다만 면세점은 2023년에도 실적 가시성은 다소 불투명한 상황이다. 중국 관련 이슈가 지속되고 있고, 인천공항 입찰 관련 변수가 남아있다. 중국 코로나 정책만 완화된다면 탄력적 개선이 전망돼 꾸준히 지켜볼 필요가 있겠다.

투자의견 Buy 및 목표주가 310,000원 유지

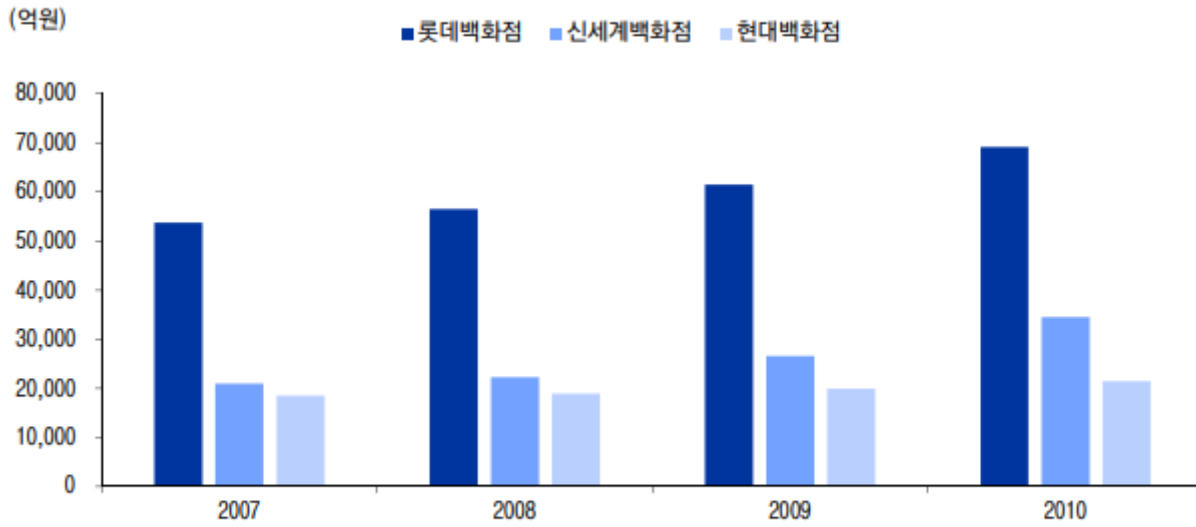
신세계에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 310,000원을 유지한다. 2023년 예상 실적기준 현 주가는 P/E 5배다. 고환율 지속으로 여행 증가에 따른 백화점 소비 이전 우려는 예상 대비 크지 않다. 소비 환경 악화에도 본업의 실적 방어력이 돋보일 것으로 전망한다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	4,769	88	-118	-69	-10,521	적전	745	-22.8	9.3	0.7	-2.8
2021	6,316	517	518	389	31,193	흑전	1,169	8.1	5.6	0.7	8.5
2022E	7,805	717	723	542	36,442	16.8	1,342	5.7	4.1	0.5	9.2
2023E	8,640	811	840	627	41,909	15.0	1,517	5.0	3.5	0.5	9.7
2024E	9,579	926	957	718	48,435	15.6	1,647	4.3	3.1	0.4	10.2

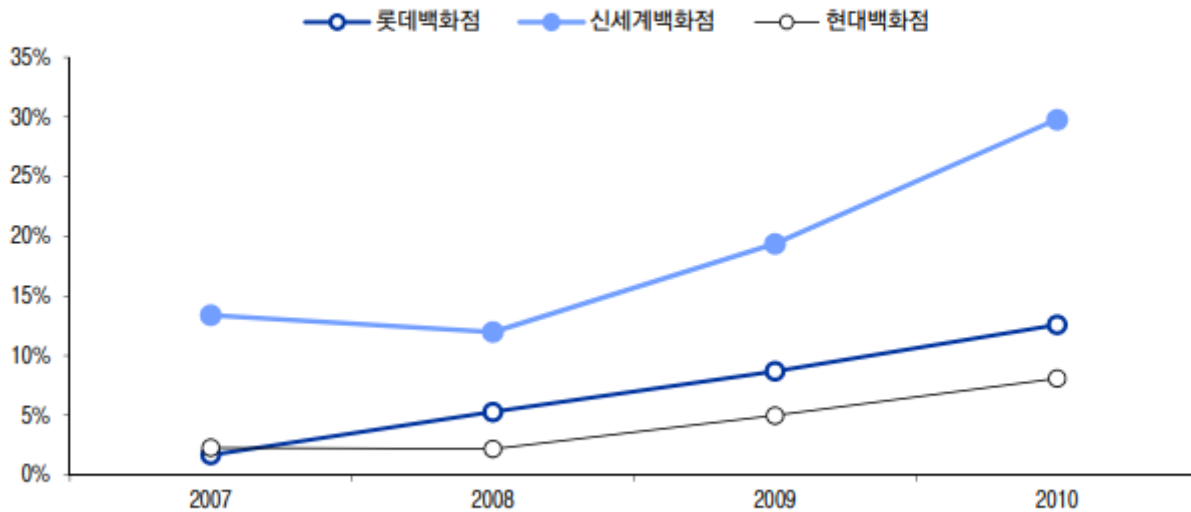
자료: 신세계, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림84 금융위기 시기 백화점 3사 매출액 성장률



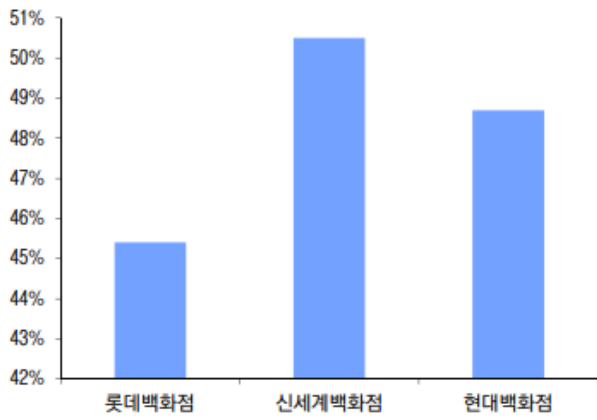
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 사업보고서 상 백화점 부문 실적 기준

그림85 금융위기 시기 백화점 3사 영업이익 성장률



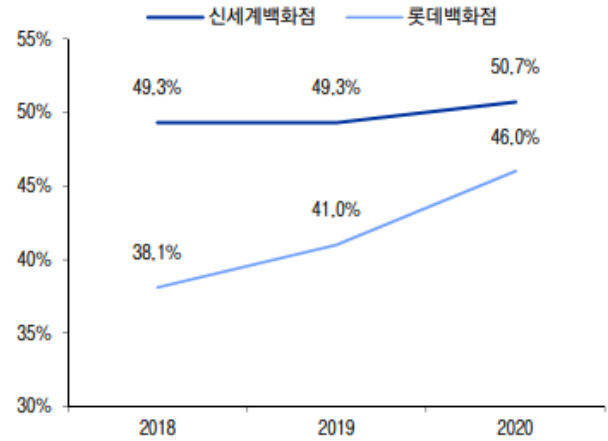
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 사업보고서 상 백화점 부문 실적 기준

그림86 2021년 각 사 2030 세대 명품 매출액 비중



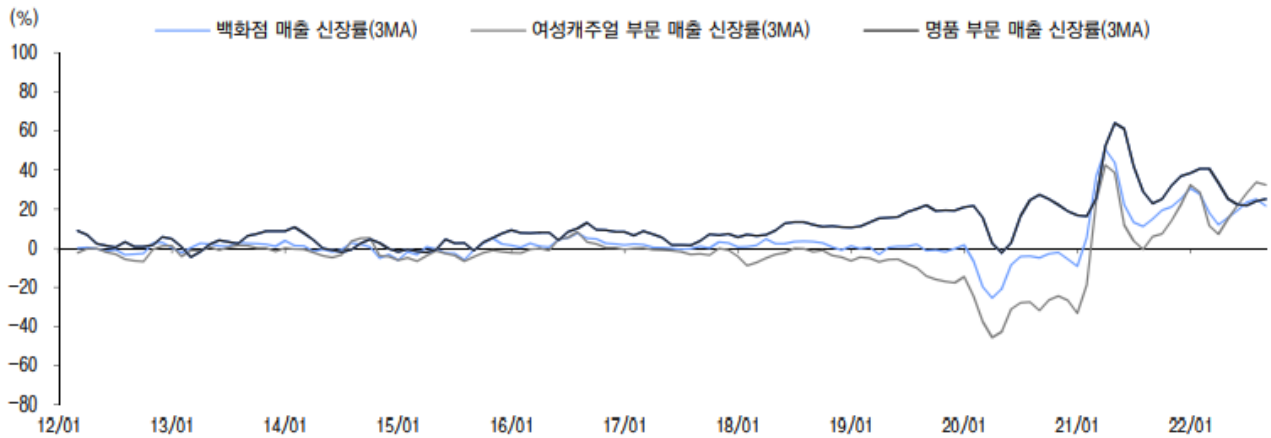
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 각 사 명품 매출액 중 2030 MZ세대 비중 추이



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 10여년만에 폭발한 의류 소비



자료: 산업통상자원부, 이베스트투자증권 리서치센터



일진머티리얼즈

말레이시아 추가 증설 분 가동 효과

[\[출처\] 유진투자증권 한병화 애널리스트](#)

Investment Point

말레이시아 공장 증설 분 4분기부터 본격 가동: 동사의 전기차용 동박 생산능력은 국내 2만톤, 말레이시아 4만톤. 이중 추가된 말레이시아 2만톤이 4분기 매출 시작됨. 말레이시아는 전력비와 인건비가 국내와 여타 국가들 대비 월등히 낮아서 마진율이 상대적으로 높아. 따라서 말레이시아 동박 라인의 물량이 2025년까지 10만톤 수준으로 증가하기 때문에 동사의 이익 성장에 대한 가시성은 여타 경쟁사들보다 높아

유럽 공장도 2024년 하반기부터 가동 예정: 동사는 스페인에 유럽 공장을 건설할 계획임. 최종적으로 스페인 생산능력은 10만톤으로 계획 중이고 단계적으로 증설 예정. 첫 생산은 2024년 하반기부터 시작될 것. EU도 미국 식 IRA도입을 고려하고 있어서 중장기적으로는 역내에서 생산하는 것이 유리

최근 실적 및 이슈

3분기 실적 부진은 일시적인 요인: 동사의 3분기 매출액과 영업이익은 전년대비 15%, 3% 역성장 기록. 고객사의 재고조정 여파가 가장 컸고, PCB용 동박과 연결 자회사의 매출 모두 부진했기 때문. 4분기에는 말레이시아 2만톤 라인의 신규 매출이 추가되면서 매출, 영업이익 모두 재성장세로 돌아설 것으로 예상

대주주 변경 확정 뒤 증설 속도 더 빨라질 것으로 기대: 전기차 배터리 소재 사업은 대규모 투자가 동반되지 않으면 경쟁력을 유지하기 어려워. 따라서 동사에 대한 롯데케미칼의 인수로 중장기 투자여력이 확대된 것은 기업 가치 상승의 지속성과 가시성을 제공. 인수 확정 후 유럽과 미국의 투자 속도가 빨라질 것으로 판단. 투자의견 BUY와 목표주가 12만원 유지

결산기(12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액(십억원)	536.9	688.9	763.0	999.8	1,308.9
영업이익(십억원)	50.9	69.9	89.6	113.6	151.4
세전계속사업손익(십억원)	45.2	78.2	72.7	113.0	151.8
당기순이익(십억원)	42.7	63.2	61.1	89.3	118.4
EPS(원)	927	1,361	1,340	1,804	2,393
증감률(%)	3.3	46.9	(1.6)	34.6	32.6
PER(배)	54.9	44.7	45.4	33.8	25.5
ROE(%)	7.2	9.8	8.0	9.4	11.3
PBR(배)	3.8	4.2	3.3	3.0	2.8
EV/EBITDA(배)	24.9	23.8	18.1	15.2	12.2

자료: 유진투자증권



유티아이
스마트폰 시장의 Game-Changer, 폴더블폰 UTG 기반 고성장 전망
[\[출처\] 하나증권 최재호 애널리스트](#)

폴더블폰 핵심 부품, UTG 국내 최고 기술력 보유 기업

유티아이는 2010년 설립되었으며, 강화유리 가공 사업 부문에서 국내 최고의 기술력을 보유하고 있는 기업이다. 현재까지 주요 제품은 카메라 윈도우 커버 글라스로 전체 매출의 대부분(98% 이상)을 차지했으나 UTG 제품 출하 준비 완료로 내년 부터는 완벽한 변화가 기대된다. 폴더블폰의 디스플레이 커버 윈도우는 CPI(Colorless Polyimide)와 UTG(Ultra Thin Glass) 둘 중 한가지가 채택되어 사용되는데 내구성, 주름 등의 문제로 높은 기술력을 요하는 UTG의 비중이 커지고 있는 상황이다. 현재 국내 폴더블폰에 적용되고 있는 UTG는 30~40um 수준으로 스크래치, 강도 등에 취약하다는 단점을 가진다. 따라서 폴더블폰은 물론 태블릿, 노트북 등 다양한 디바이스의 폴더블 제품 출시가 예상되는 가운데 커버 윈도우는 점점 두꺼워질 수 밖에 없다. 100um 이상을 양산할 수 있는 기업은 유티아이가 유일하며, 400um까지 제작이 가능한 것으로 파악된다. 특히, 폴딩영역과 비폴딩영역의 두께 편차를 뒤서 고강도로 디스플레이를 보호하며 접히는 부분까지 완벽히 해결했다. 유티아이가 가진 유일한 기술이다. 2년 이상에 걸쳐 글로벌 IT 고객사향 모든 테스트가 마무리된 상황으로 파악되기 때문에 폴더블 제품 출시와 함께 폭발적인 성장이 기대된다. 기대감이 현실화되어 밸류에이션 확장 구간에 돌입했다. 유티아이를 주목해야한다.

글로벌 디스플레이 글라스 M/S 1위 '코닝'과 전략적 협업

유티아이는 지난 9월 글로벌 디스플레이 글라스 M/S 1위 기업인 '코닝'으로부터 시설 투자 및 운영 자금 활용을 목적으로 357억원의 제 3자배정 유상증자 투자를 받았다. 의미는 단순하다. 가파르게 확장되고 있는 UTG 제품에 대한 글로벌 경쟁력을 가진 유티아이와 지속적인 전략적 협업을 위한 것이다. 유티아이는 글로벌 IT 기업 고객사향으로 UTG 제품의 모든 퀄 테스트를 통과한 것으로 파악된다. 수율은 80%까지 끌어올렸다. '코닝'은 글로벌 IT 기업의 최대 유리 공급업체다. 이번 '코닝'과의 전략적 협업을 주목해야하는 이유다. 유티아이의 UTG 양산 라인은 2공장에 세팅되어 있으며, CAPA는 월 50만개까지 생산 가능하다. 제품에 따라 다르지만 가장 고가의 제품을 금액으로 환산하면 연간 최대 5천억원 수준이다. UTG 제품의 마진은 25~30%로 수익성이 매우 높다. 당장 내년부터 중국 IT기업 향으로 UTG 공급 계약을 타진 중인 것으로 파악된다. 적용되는 제품은 100um 이상이다. 2025년 폴더블폰 출하량은 7,500만대로 전망하며, 2020~2025년 CAGR은 101%에 달한다. 글로벌 폴더블폰 시장 성장에 따라 유티아이의 고성장이 예상되는 이유다.

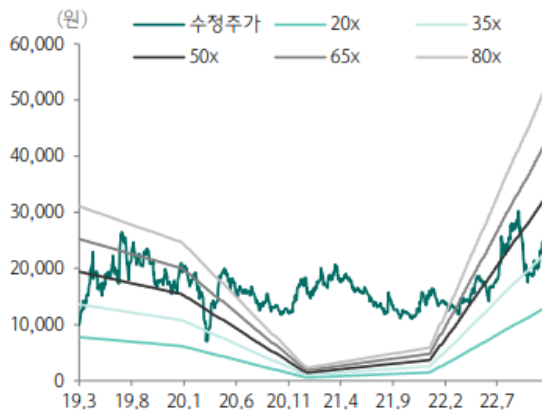
내년부터 본격적으로 UTG 매출 발생할 전망

유티아이의 예상 실적은 2022년 매출액 391억원(-13.6% YoY), 영업적자 -21억원(적지 YoY), 2023년 매출액 498억원(+27.5% YoY), 영업이익 33억원(+254.3% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 폴더블폰 출하량이 폭발적으로 늘어나고 있는 상황에서 독보적인 기술력 기반 유티아이의 UTG 제품이 트렌드를 선도할 것으로 예상한다. 내년부터 본격적인 투자회수에 돌입하며 UTG 매출이 발생한다. 실적이 크게 성장한다는 의미다. 2024년은 매우 보수적으로 추정해도 영업이익 200억원 이상 가능하다. 유티아이는 '코닝'과 전략적파트너 관계로 추가적인 고객사 확보 가능성이 매우 높은 상황이다. 실적 추정치가 대폭 상향될 수 있다는 의미다

Financial Data

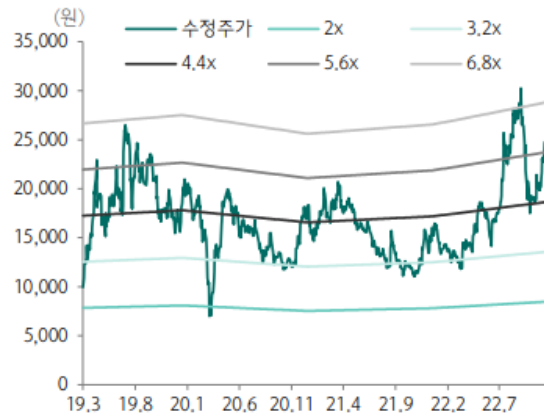
투자지표	단위	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	십억원	51	48	63	60	45
영업이익	십억원	15	8	6	1	(2)
세전이익	십억원	14	8	7	0	(1)
순이익	십억원	11	6	5	1	1
EPS	원	775	406	310	34	78
증감율	%	(22.0)	(47.6)	(23.6)	(89.0)	129.4
PER	배	8.3	14.0	59.7	536.8	205.1
PBR	배	1.9	1.5	4.6	4.7	4.0
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	%	19.5	10.8	7.9	0.9	2.1
BPS	원	3,467	3,909	4,046	3,883	4,016
DPS	원	190	100	100	100	50

그림 1. 유티아이 PER 밴드



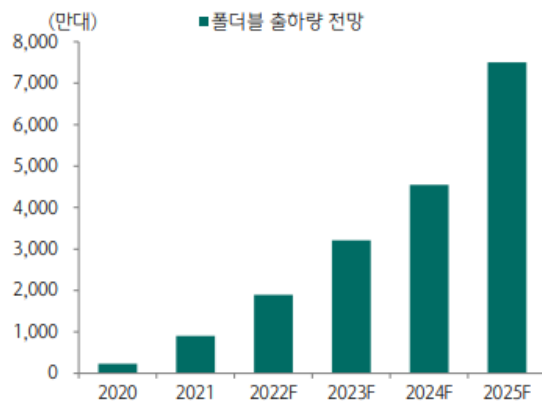
자료: 하나증권

그림 2. 유티아이 PBR 밴드



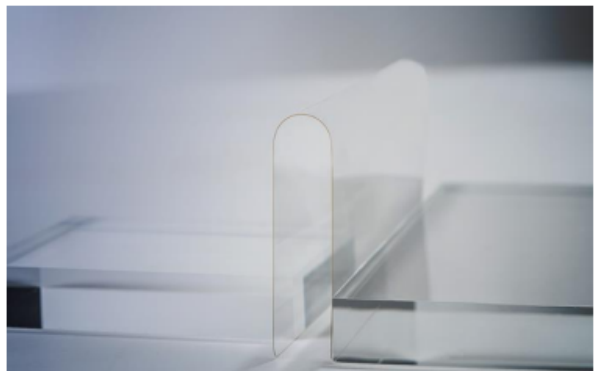
자료: 하나증권

그림 3. 폴더블 출하량 추이 및 전망



자료: Strategy, 하나증권

그림 4. 유티아이의 UTG 제품



자료: 유티아이, 하나증권



이엔드디

소입경 전구체 장인

[\[출처\] IBK투자증권 이현욱 애널리스트](#)

그린소재분야 전문 기업

이엔드디는 환경소재분야 원천기술을 기반으로 촉매 사업을 영위하고 있으며 새로운 성장동력인 2차전지 전구체 사업도 본격 가동될 예정이다. 주요 사업 부문으로는 촉매시스템, 촉매소재, 기타(2차전지 전구체, 엔진교체)로 이루어져 있으며 3Q22 누적기준 매출 비중은 각각 29%, 55%, 16%로 구성된다. 촉매소재 부문의 경우 다양한 배기가스 후처리 촉매 기술을 기반으로 글로벌 OEM 레퍼런스를 보유 중이며 동사의 Cash-Cow로서 안정적 매출 포트폴리오를 구성한다.

고용량, 고출력 배터리에 필수적인 소입경 전구체

전구체는 크게 소입경($<5\mu\text{m}$)과 대입경($>10\mu\text{m}$)으로 구분하고 EV용 삼원계 배터리에 대입경과 소입경 전구체를 7:3 비율로 혼합하여 사용한다. 동사의 핵심 기술은 글로벌 수준의 촉매 기술로 균일한 입도분포의 전구체 제조 기술을 보유하고 있으며 소입경 전구체를 $4\mu\text{m}$ 까지 제조가 가능하다. 소입경 전구체를 사용시 고용량 고출력 배터리 생산에 유리해 진입장벽에 높은 기술이다. 글로벌 전구체 시장은 중국이 70% 이상 차지하고 있지만 미국의 IRA법, 유럽의 RMA법으로 2차전지 공급망이 재정비되고 있으며 유미코아(유럽)를 고객사로 둔 동사의 수혜가 전망된다.

CAPA 2023년 5천톤에서 2025년 2.5만톤 확장 예정

동사는 연간 천톤 수준의 CAPA를 2H22 5천톤으로 증설하였으며 현재 가동 준비를 완료하고 1H23 내 본격 양산을 앞둔 상황이다. 5천톤 CAPA가 전부 가동되면 연간 약 1,000억원 매출이 2차전지 부문에서 발생할 것으로 기대된다. 1공장에 이어 연간 2만톤 규모의 2공장도 증설 계획을 발표 했는데 1H23 착공하여 2H24 완공, 1H25 양산할 예정이다. 현재 연간 5천톤 수준의 CAPA는 2025년 2.5만톤으로 확장되며 소입경 전구체는 전량 유미코아 향으로 공급될 예정이다. 2030년에는 전기차 침투율이 52%가 예상되는 만큼 동사의 2차전지향 매출 확대가 기대된다.

(단위:억원,배)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	182	281	583	923	774
영업이익	-24	8	98	164	79
세전이익	-35	-8	44	70	111
당기순이익	-37	-10	62	36	99
EPS(원)	-561	-156	929	431	964
증가율(%)	145.2	-72.2	-694.9	-53.6	123.9
영업이익률(%)	-13.2	2.8	16.8	17.8	10.2
순이익률(%)	-20.3	-3.6	10.6	3.9	12.8
ROE(%)	-76.2	-28.4	83.8	9.9	15.0
PER	-1.4	-2.8	4.5	81.7	31.7
PBR	1.8	0.7	2.7	5.9	4.4
EV/EBITDA	-129.1	6.9	3.2	18.1	32.1

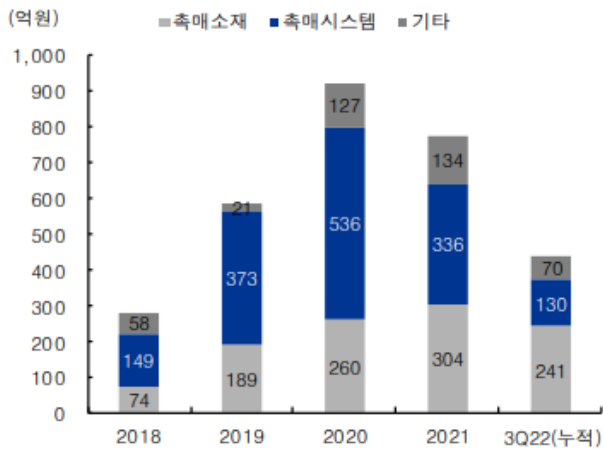
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 이엔드디 주요 사업 영역



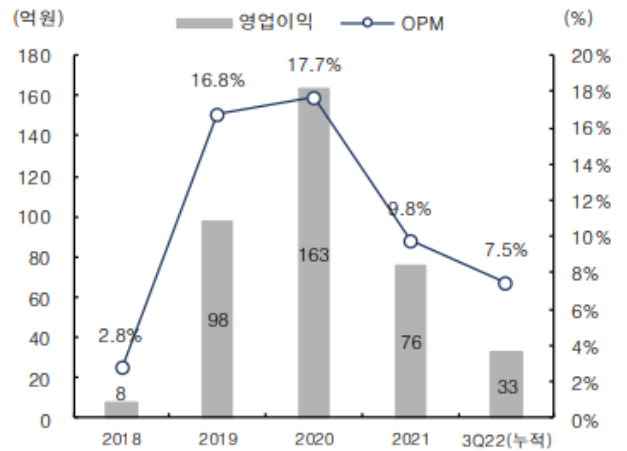
자료: 이엔드디, IBK투자증권

그림 3. 이엔드디 매출액 추이



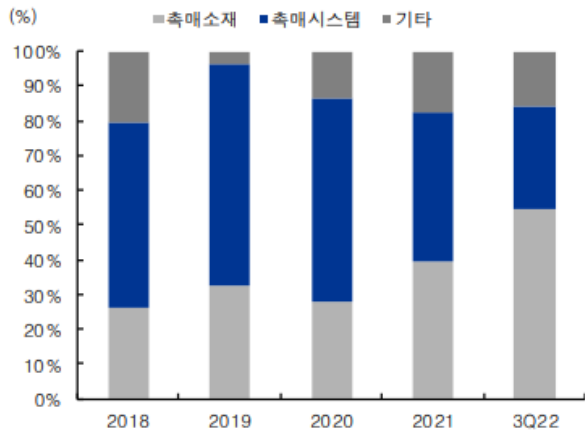
자료: 이엔드디, IBK투자증권

그림 4. 이엔드디 영업이익 및 영업이익률 추이



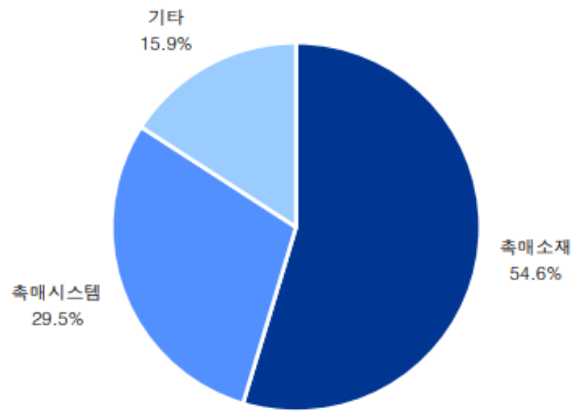
자료: 이엔드디, IBK투자증권

그림 5. 이엔드디 부문별 매출 비중 추이



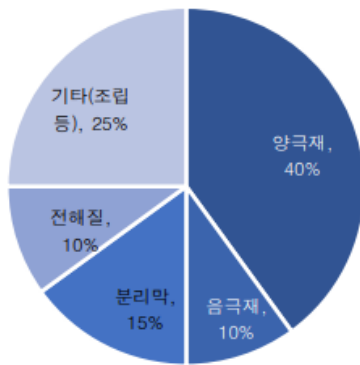
자료: 이엔드디, IBK투자증권

그림 6. 이엔드디 매출 비중(3Q22 누적기준)



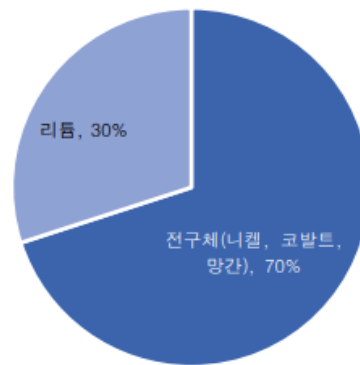
자료: 이엔드디, IBK투자증권

그림 7. 삼원계 배터리 원가 구성



자료: 산업자료, IBK투자증권

그림 8. 양극활물질 원가 구성



자료: 산업자료, IBK투자증권



두산밥캣

4분기에도 양호한 성장세 기대

[\[출처\] IBK투자증권 이상현 애널리스트](#)

사상 최대실적 갱신 중, 4분기도 양호한 성장세 기대

두산밥캣의 최근 3분기 연결실적은 매출액 17억86백만달러(+33% yoy), 영업이익 2억38백만달러(+114% yoy), 영업이익률 13.3%(+4%p yoy)로 어닝 서프라이즈를 기록한 바 있다. 특히 볼룸과 믹스, 가격인상 효과가 인플레이션 비용 증가 요인을 크게 넘어서면서 영업이익 상승을 가져왔다. 4분기는 매출액 16억95백만달러(+13% yoy), 영업이익 2억9백만달러(+60% yoy), 영업이익률 12.3%(+3.6%p yoy)로 전망된다. 높은 백로그와 낮은 딜러 재고 등을 고려할 때 양호한 성장세가 이어질 전망이다.

산업차량 마진 상승 긍정적

2021년 3분기부터 연결실적에 반영된 산업차량의 경우 마진 상승이 눈에 띈다. 2021년 하반기 마진은 운송비 부담 등으로 0.9% 영업이익률에 불과했다. 2022년 분기별로는 2.5%, 6.9%, 9.8%로 영업이익률이 계단식 상승세를 보이고 있다. 이는 북미에서 제조업 리쇼어링에 따른 지게차 등의 산업차량 수요가 크게 증가하고 있기 때문으로 파악된다.

투자의견 매수, 목표주가 63,000원

두산밥캣에 대한 투자의견 매수와 목표주가 63,000원을 유지한다. 2023년 예상 실적을 토대로 과거 5개년 PER, PBR, EV/EBITDA 평균 배수에 20% 할인율을 적용해 산출했다. 인플레이션과 금리인상으로 미국 NAHB지수가 하락하고 모기지 금리가 급등하는 등 미국 주택경기가 둔화되는 모양새지만 동사의 매출 포트폴리오가 다양화 되었다는 점은 긍정적이다. 특히 비주택부문인 산업차량, 농기계, 조경 등의 부문으로 다각화한 노력이 반영되고 있기 때문이다. 콤팩트장비에서의 높은 백로그와 낮은 딜러 재고, 높은 유가 수준으로 인한 포터블파워 수요, 미국 제조업 회복에 따른 산업차량 수요 증가를 감안할 때 양호한 실적이 이어질 것으로 기대한다

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	4,282	5,816	8,611	9,777	10,207
영업이익	394	595	1,113	1,204	1,196
세전이익	356	521	873	1,133	1,126
지배주주순이익	247	386	565	737	732
EPS(원)	2,468	3,849	5,638	7,347	7,302
증가율(%)	-9.1	55.9	46.5	30.3	-0.6
영업이익률(%)	9.2	10.2	12.9	12.3	11.7
순이익률(%)	5.8	6.6	6.6	7.5	7.2
ROE(%)	6.1	9.2	12.2	14.1	12.7
PER	12.0	10.6	7.2	5.5	5.6
PBR	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.2	6.4	3.5	2.8	2.5



