

2023.01.11(수) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-01-11 오전 3:04

수정한 날짜: 2023-01-11 오전 4:25

2023.01.11(수) 증권사리포트

LG에너지솔루션

일회성 비용으로 단기 수익성 악화

[\[출처\] 키움증권 권준수 애널리스트](#)

4Q22 영업이익 2,374억원, 시장 컨센서스 하회

LG에너지솔루션의 4Q22 잠정 실적은 매출액 8.5조원(+12%QoQ, +92%YoY), 영업이익 2,374억원(-55%QoQ, +214%YoY)으로, 시장 컨센서스를 큰 폭으로 하회했다(영업이익 컨센서스 4,534억원). 미국 얼티엄셀즈 JV1 공장 가동 효과와 유럽향 건조한 EV용 파우치 배터리에 힘입어 판매량은 크게 증가했으나, 메탈 가격 하락에 따른 판가 하락과 원/달러 환율 하락으로 수익성이 악화됐다. 특히 연말 성과급, ESS 충당금 등 일회성 비용이 약 3,000억원 정도 반영되며 4분기 수익성은 기대치를 크게 하회했다. IT/전동공구용 소형 전지 수요는 역성장한 것으로 보이지만, Tesla향 원통형 전지 판매량은 전분기와 비슷한 수준을 보인 것으로 추정되며 EV용 파우치 배터리 수요는 여전히 견조한 것으로 파악된다.

1Q23 영업이익 4,323억원 전망

1Q23 실적은 매출액 8.2조원(-4%QoQ, +89%YoY), 영업이익 4,323억원(+82%QoQ, +67%YoY)을 기록할 전망이다. 1) 1분기의 경우 전기차의 계절적 비수기인 점을 감안 시 판매량의 감소가 예상되고, 2) 소형 전지 내 IT/전동공구용 배터리도 출하량이 줄어든 것으로 보이며, 3) 원/달러 환율 하락 효과를 감안할 경우 전분기 대비 매출이 소폭 하락할 것으로 전망한다. 수익성의 경우 일회성 비용이 제거되며 영업이익률이 전 분기 대비 +2.5%p 개선될 것으로 예상한다.

목표주가 640,000원, 투자 의견 'BUY' 유지

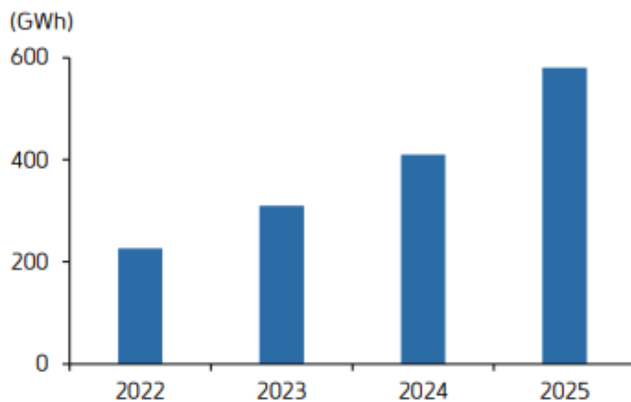
최근 Tesla 가격 인하 및 전기차 수요 둔화 우려로 실적 불확실성이 높아진 상황이나 동사 4분기의 경우 시장에서 우려하는 Order cut 및 연말 재고 조정이 발생하지 않았으며, Tesla향 원통형 전지 출하량도 전분기 수준을 유지한 것으로 파악된다. 향후 동사는 북미형 익스포저(지난해 9월 말 370조원 수주잔고 기준 북미 비중 70%)가 높은 만큼 글로벌 Peer 업체 대비 IRA 법안의 수혜가 클 것으로 전망한다. GM, Stellantis, VW, Volvo, 현대기아차 등 주요 완성차 업체들을 고객사로 보유하고 있으며, 특히 주요 경쟁사인 CATL의 북미시장 진입이 제한된 상황에서 동사의 북미 내 배터리 점유율은 빠르게 확대될 것으로 판단한다. 단기 불확실성 보다는 중장기 성장성에 주목할 것을 추천한다. 투자 의견 'BUY', 목표주가 640,000원을 유지한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	1,461.1	17,851.9	25,598.6	35,531.7
영업이익	-475.2	768.5	1,213.4	2,258.7
EBITDA	-359.6	2,220.2	2,933.6	5,035.2
세전이익	-604.9	777.2	800.8	2,275.3
순이익	-451.8	929.9	641.9	2,051.2
지배주주지분순이익	-455.5	792.5	641.9	1,748.3
EPS(원)	-2,278	3,963	2,743	7,471
증감률(%YoY)	NA	흑전	-30.8	172.4
PER(배)	0.0	0.0	158.8	62.1
PBR(배)	0.0	0.0	5.31	5.07
EV/EBITDA(배)			35.3	22.8
영업이익률(%)	-32.5	4.3	4.7	6.4
ROE(%)	-6.6	10.7	4.7	8.6
순부채비율(%)	54.3	65.0	4.8	23.0

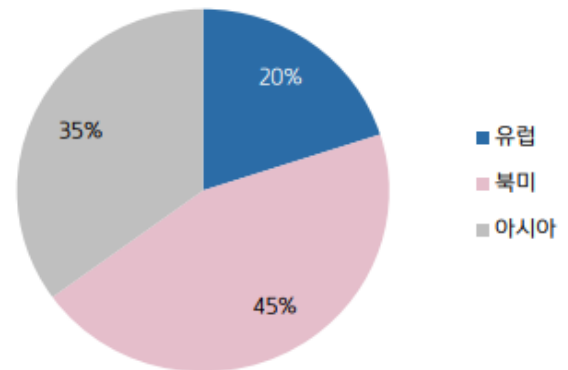
자료: 키움증권 리서치센터

LG에너지솔루션 Capa. 전망(22~25년)



자료: LG에너지솔루션, 키움증권 리서치센터

25년 Capa. 580GWh의 지역별 목표



자료: LG에너지솔루션, 키움증권 리서치센터

주: 당초 540GWh 가이드선 제시 후 Honda JV(40GWh) 신규 발표



P의 거짓에 대한 추가 게임성 기대

P의 거짓은 올해 1분기와 2분기에 몇차례 신규 인게임 영상 공개를 통해 신규 게임성을 공개할 것으로 관측된다. 기존에 공개한 1시간 분량 디렉터스 플레이 영상에서 개발자 자신감이 피력 되었으며 주요 게임쇼에서 시연을 통해 글로벌 유저들로부터 게임성에 대한 긍정적 피드백을 이끌어낸 상황에서 기존 게임성 대비 차별적이고 새로운 컨셉의 월드와 전투 공개를 통해 선형식 소울라이크가 흡수할 수 있는 특정 유저풀에서 확장된 신규 유저층 확보가 가능해질 것으로 기대하며, 이를 통해 대중적 판매고에 대한 시장 기대치도 점진적으로 올라갈 것으로 판단한다.

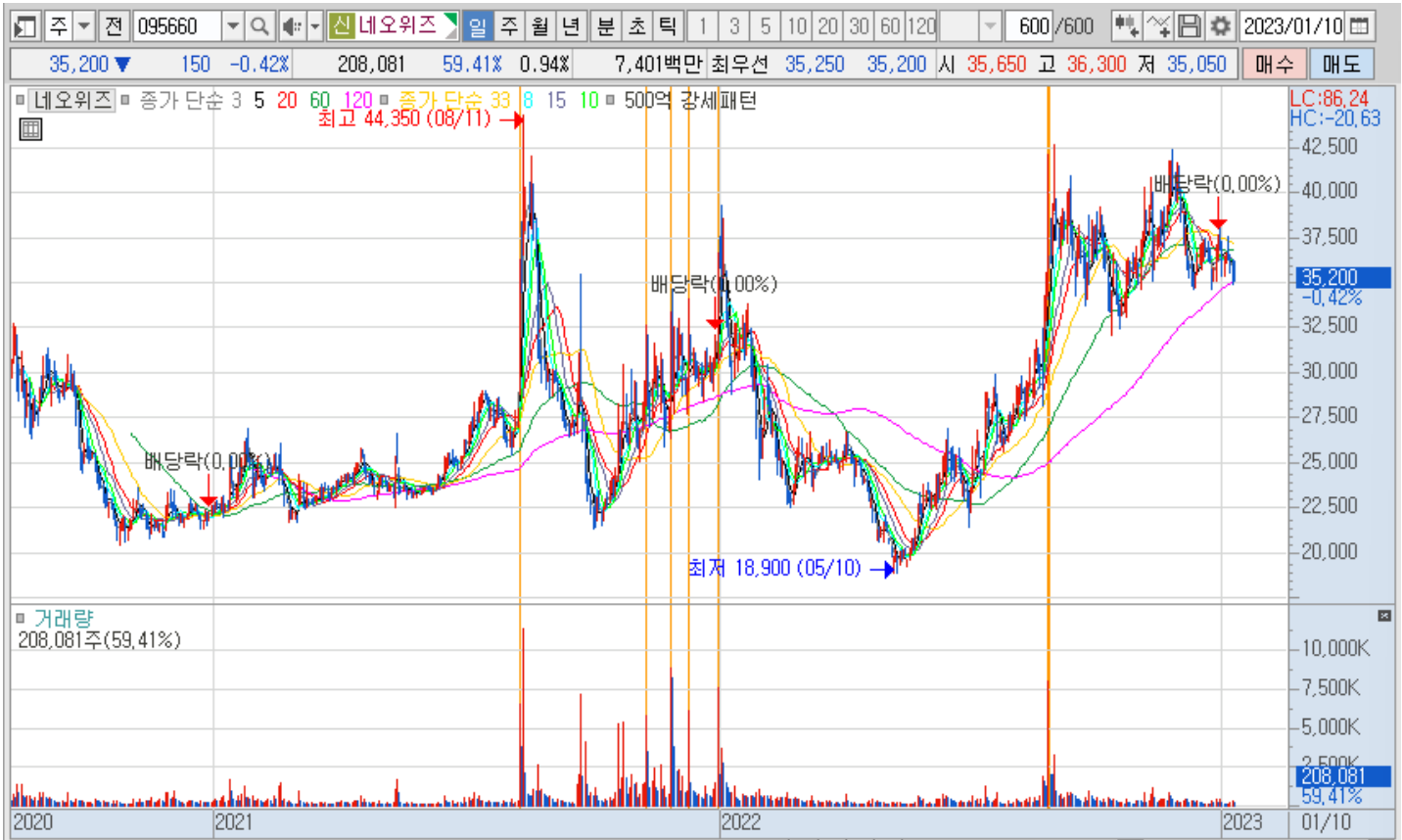
브라운더스트2, 서브컬처 맥락에 부합

브라운더스트2는 최근 게임 트렌드를 형성하고 있는 서브컬처 분야에 맞닿아 있으며 개발자가 추구하는 캐릭터별 차별적이고 독특한 매력을 통해 유저들의 감정선을 관통할 것으로 기대한다. 수려한 일러스트와 코스튬 베이스의 다양한 스킬을 활용한 전투신으로 유저 스스로의 캐릭터에 대한 수집욕을 기반으로 한 선택적 과금을 촉진할 것으로 기대한다. 당사는 해당 게임의 초기 매출 인식 분기를 2Q23E로 설정하고 이에 대한 일매출 추정치를 1.5억원으로 신규 반영하였다. 동 게임은 원작과 달리 전투 과정에 있어서 전장과 캐릭터를 축소하여 전략적 선택의 균형점을 확보해 원작 대비 타겟 유저풀을 넓히려는 의사결정을 했으며 전투 과정에서 자유도를 높여 전략적 플레이 다양성을 확보하는 시도를 병행하고 있다. 이번달 10일부터 17일까지 예정된 사전체험 테스트에서 해당 전투 방식과 캐릭터간 밸런스에 대한 긍정적 유저 피드백이 확보된다면 캐릭터 수집욕을 기반으로 글로벌 매출 기대치를 높여볼 수 있다는 점에서 동 요소를 전제시 당사 추정치는 중립 이하의 의사결정으로 정의내릴 수 있다.

4Q22E 실적 성장성 제한적 수준 예상

동사 4분기 매출액은 728억원, 영업이익은 3억원을 예상한다. 전분기 웹보드 규제 완화에 따른 기저효과 등으로 관련 매출이 전분기대비 감소되는 가운데 일부 상여 지급과 지스타 참석에 따른 마케팅비 증가 및 기타 비용 등이 반영되면서 영업이익은 제한적인 수준을 전망한다

투자지표				
(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	289.6	261.2	294.6	447.6
영업이익	60.3	21.2	22.6	95.5
EBITDA	69.3	33.3	36.0	109.9
세전이익	68.7	64.3	49.0	116.2
순이익	62.2	56.7	41.9	93.0
지배주주지분순이익	60.2	56.8	40.3	91.0
EPS(원)	2,747	2,577	1,828	4,129
증감률(%, YoY)	148.9	-6.2	-29.1	125.9
PER(배)	8.2	14.0	20.2	8.6
PBR(배)	1.28	1.73	1.64	1.33
EV/EBITDA(배)	4.2	17.8	16.3	4.5
영업이익률(%)	20.8	8.1	7.7	21.3
ROE(%)	17.0	13.4	8.4	16.8
순차입금비율(%)	-53.8	-45.1	-46.9	-49.5



롯데케미칼

케미칼 부문, 수익성 위주로 포트폴리오 개편 중

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

작년 4분기 영업이익, 전 분기 대비 적자 감소 전망

롯데케미칼의 작년 4분기 영업이익은 -1,768억원으로 전 분기 대비 적자를 줄일 전망이다. 기초소재/LC Titan/LC USA 등이 부진한 실적을 지속할 전망이나, 첨단소재부문이 원가 하락 효과가 발생할 것으로 예상되고, 롯데정밀화학 실적이 온기 반영되기 때문이다. 1) 기초소재부문 영업이익은 -1,768억원으로 전 분기에 이어 적자를 지속할 전망이다. 역내/외 증설 물량 가동 및 수요 둔화로 주력 제품들의 스프레드 개선이 제한될 것으로 예상되기 때문이다. 다만 전 분기에 발생한 부정적인 래깅효과의 제거로 전 분기 대비 적자를 축소할 전망이다. 2) LC Titan 영업이익은 -699억원으로 전 분기에 이어 적자를 지속할 전망이다. 말레이시아 No.1 Cracker의 정기보수로 전 분기에 이어 저조한 가동률이 지속되었고, 인도네시아 PE 설비도 부진한 수익성이 유지되었기 때문이다. 3) LC USA 영업이익은 -334억원으로 전 분기에 이어 적자를 지속할 전망이다. 부진한 업황 지속으로 MEG 가격이 저조한 수준을 유지하였고, 고가 에탄 투입 효과가 발생할 전망이며, 연말부터 폭풍/한파 영향으로 일부 물량 감소 효과가 예상되기 때문이다. 4) 첨단소재부문 영업이익은 489억원으로 전 분기 대비 304.4% 증가할 전망이다. 기초유분 가격 하락으로 저가 원재료 투입 효과가 발생하였고, 높은 컴파운드 비중에 기인한다.

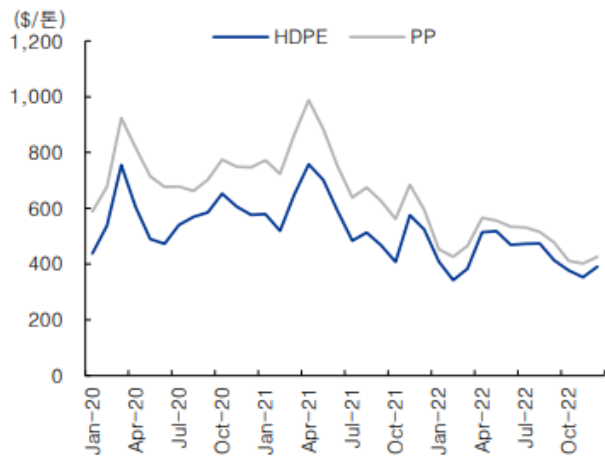
TPA, 점진적 사업 철수 중.....

동사는 배터리/수소 등 신규 성장동력 투자를 확대하며, 포트폴리오를 강화함과 동시에 케미칼부문의 제품군도 수익성 위주로 점진적으로 개편하고 있다. 중국의 증설이 확대되고 있는 MEG의 경우 가동률을 축소하고, EOA, GE, 전해액 유기용매, 헤셀로스 확대로 수익성이 높은 고순도 EO 비중을 늘리며 전체적인 HPEO 비중을 확대하고 있다. 그리고 한때 연결 기준 200만톤에 육박하던 TPA 생산능력은 지속적인 사업 구조조정과 PIA 생산라인 전환으로 현재 50만톤으로 축소되었다. 또한 현재 LC Pakistan을 매각 진행 중에 있는데, 완료되면 TPA 생산능력은 완전히 제거될 전망이다. 롯데정밀화학 편입과 원재료가 하락을 고려하여 목표주가를 상향한다

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	12,223	18,120	22,592	22,110	20,972
영업이익	357	1,536	-539	596	1,012
세전이익	247	1,902	-11	675	1,035
지배주주순이익	158	1,346	25	473	727
EPS(원)	4,398	37,346	715	11,279	16,994
증가율(%)	-77.8	749.2	-98.1	1,477.2	50.7
영업이익률(%)	2.9	8.5	-2.4	2.7	4.8
순이익률(%)	1.4	7.9	-0.2	2.4	3.9
ROE(%)	1.2	9.9	0.2	3.1	4.6
PER	59.8	5.5	249.6	16.4	10.9
PBR	0.7	0.5	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.9	3.7	31.0	7.7	5.7

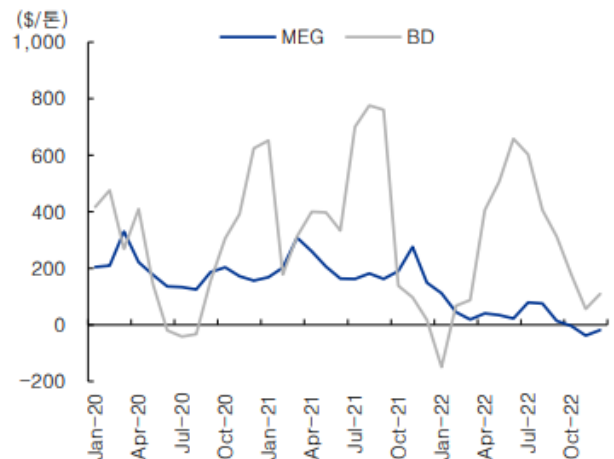
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 HDPE/PP 스프레드 추이



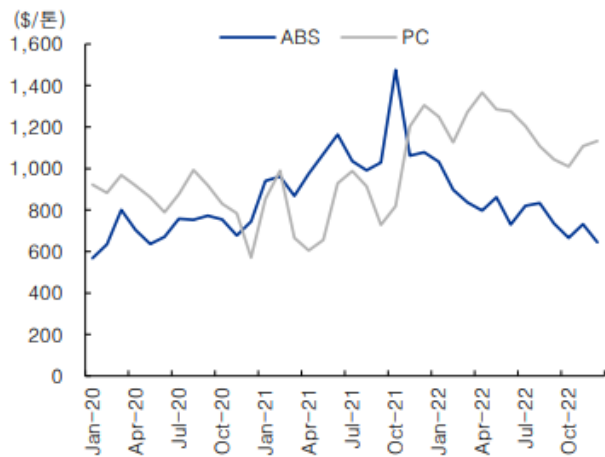
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 2. 국내 MEG/BD 스프레드 추이



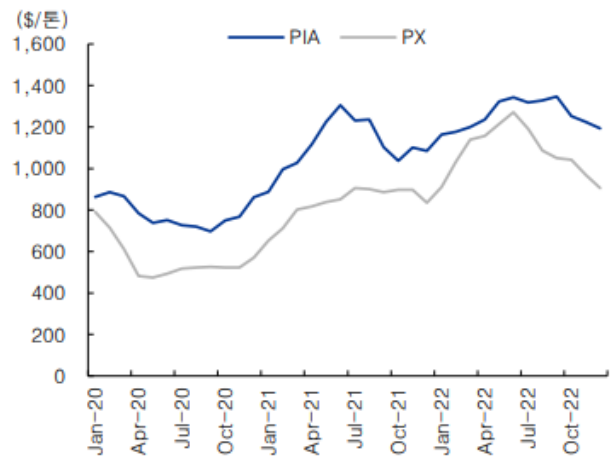
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 3. 국내 ABS/PC 스프레드 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 4. 국내 PIA/PX 가격 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권



GS건설

지금을 버틸 필요

[\[출처\] NH투자증권 이민재 애널리스트](#)

큰 흐름은 변하지 않은 상황

GS건설에 대한 투자의견 Hold는 유지하지만, 목표주가는 25,000원(기존27,000원)으로 하향 조정. 투자의견 Hold를 유지하는 이유는 1) 2022년 하반기 시작된 부동산 경기 악화 흐름이 2023년에도 이어질 것으로 예상되며, 2) 철근, 시멘트 등 자재비와 인건비는 여전히 부담스러운 수준이기 때문. 목표주가 하향 조정은 건설 부문 적용 12개월 이동평균 EBITDA 직전 보고서 대비 13% 하향 조정에 기인

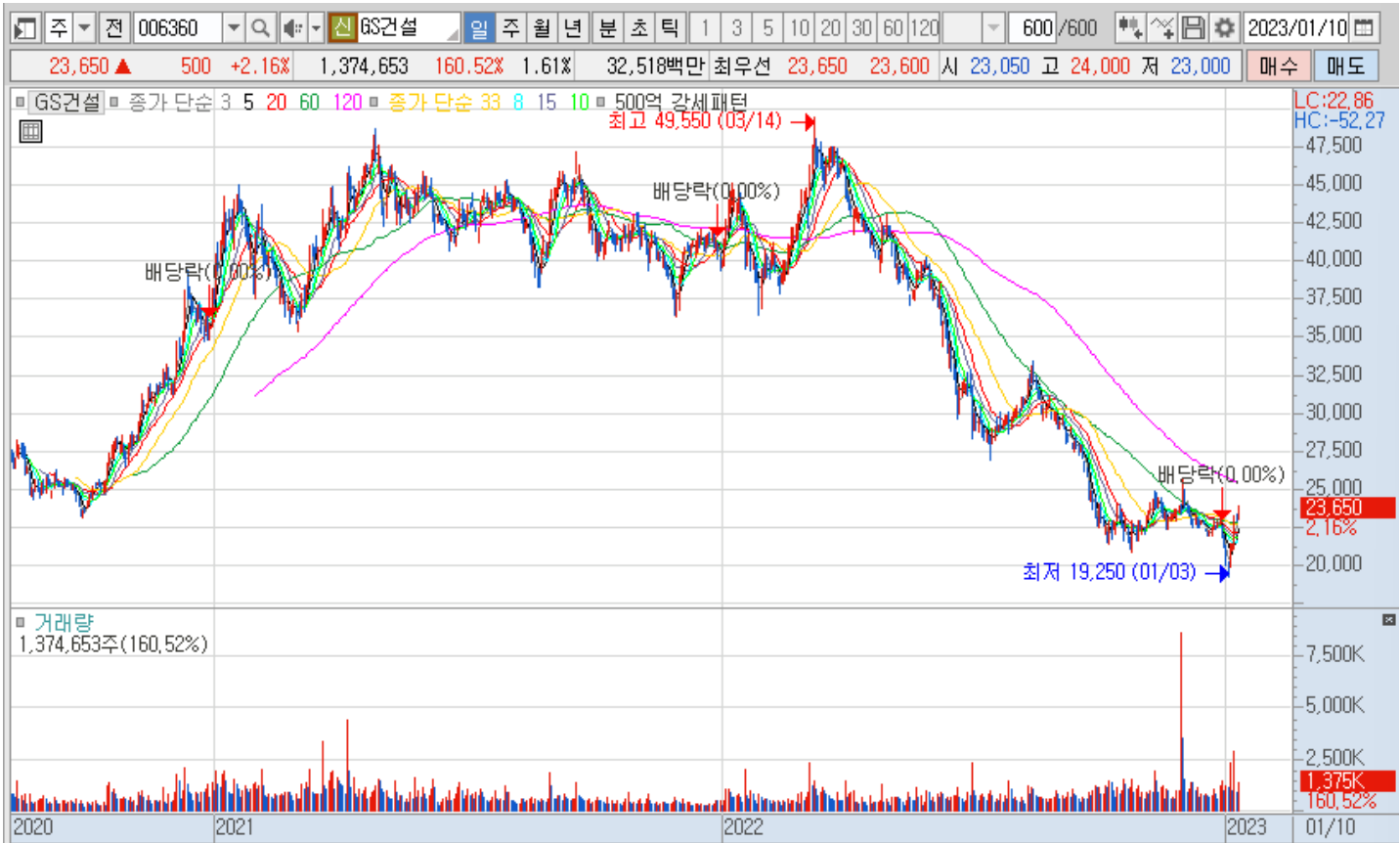
부동산 경기는 2022년 하반기 가파른 금리 인상 등이 겹치며 급격히 악화됨. 실수요 감소와 이자부담으로 매매가격지수와 전세가격지수가 계속해서 낮아지고 있으며 2022년 12월 미분양이 6만세대까지 상승하는 등 분양시장은 붕괴되는 중. 2023년 건설사들은 어려운 부동산 시장 상황과 2022년 저조한 분양 실적을 반영해 분양 계획을 보수적으로 수립할 것이고, 주택부문 매출은 중장기적으로 감소할 전망. 철근과 시멘트 가격은 원가 상승 등을 반영해 높은 수준을 유지하고 있으며, 인건비 역시 부담스러운 상황. 2023년 원가율이 2022년보다 높을 수밖에 없는 상황

4분기 영업이익 컨센서스 하회 예상되나 미래 경쟁력은 유효

연결기준 4분기 매출 2.9조원(+12% y-y), 영업이익 1,099억원(-43% y-y)으로 컨센서스를 하회할 전망. 이는 3분기에 이어 전반적인 인건비와 자재비 상승 등 원가 이슈가 반영됐기 때문. 다만 GS건설은 어려운 부동산 경기에도 2022년 2.8만세대를 분양, 목표를 달성해 주택 부문에 강점 있음을 증명함. 정부가 도시정비 부양책을 적극적으로 추진할 경우 다른 건설사와 차별화된 모습을 보여줄 것

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	9,037	11,320	11,482	11,439
증감률				
영업이익	646.5	552.7	472.5	555.7
증감률	-13.8	-14.5	-14.5	17.6
영업이익률	7.2	4.9	4.1	4.9
(지배지분)순이익	408.5	495.9	288.7	358.2
EPS	4,793	5,794	3,374	4,186
증감률	23.2	20.9	-41.8	24.1
PER	8.3	3.7	6.9	5.5
PBR	0.7	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.8	2.7	2.9	2.0
ROE	9.3	10.3	5.6	6.7
부채비율	211.6	226.5	220.2	206.1
순차입금	177.9	-222.5	-530.0	-912.7

단위: 십억원, %, 원, 배



HK이노엔

케이캡, 아직 걱정할 시기 아니야

[\[출처\] 유안타증권 하현수 애널리스트](#)

4Q22 Preview: 컨센서스 부합하는 실적 예상

연결 기준 매출액 2,195억원(+4.8%YoY, +10.8%QoQ), 영업이익 231억원(+33.2%YoY, +3.4%QoQ, OPM 10.5%)로 컨센서스 (매출액 2,241억원, 영업이익 237억원)에 부합하는 실적을 기록할 것으로 추정.

이전 분기 감소했던 케이캡과 MSD 백신의 매출이 회복되고 있으며, 4분기 천연두 백신 납품반영, HB&B 실적 개선으로 고른 성장이 예상됨. 12월 출시된 GSK의 싱그릭스(대상포진백신) 영향으로 조스터박스 매출은 감소할 것이나, 작년 7월 있었던 가다실 가격 인상 효과로 전체적인 MSD 백신 매출에 미치는 영향은 제한적일 것으로 추정.

케이캡 이슈, 과도한 우려

중국 NRDL 등재 지연과 보노프라잔 불순물 이슈로 인한 케이캡에 대한 우려는 과도하다고 판단. 코로나 19 치료제인 팍스로비드의 NRDL 등재 문제로 기존(12월)보다 지연되었으나 1/5부터 1/8까지 NRDL 심사가 완료되어 곧 NRDL 발표가 있을 것으로 기대.

보노프라잔이 불순물 문제로 FDA 승인이 지연되며 P-CAB 기전 약물들의 N-nitrosamine 이슈 발생. 그러나 테고프라잔(케이캡)과 보노프라잔은 기본 분자 구조가 상이하며, 질산염(또는 아질산염)과 반응하여 N-nitrosamine을 발생시키는 amine 구조 대신 amide 구조를 가지고 있어 안정적일 것으로 예상.

다수의 제약사가 케이캡 제네릭 출시를 위해 결정형 특허(36년 만료)에 대한 권리범위확인심판(소극)을 제기하며 제네릭 출시에 대한 우려가 커짐. 케이캡은 물질 특허(31년 만료)와 결정형 특허가 식약처 그린리스트에 등재되어 있어 결정형 특허가 무력화 되더라도 물질 특허로 31년까지 제네릭으로부터 보호가 가능할 것으로 판단.

투자 의견 Buy, 목표주가 51,000원 유지

23년에 케이캡 25mg를 출시했으며, H.Pyrolis 제균요법에 대한 급여 확대가 진행중에 있고 중국 NRDL 등재로 국내와 중국에서 케이캡 관련 매출 증가 기대. 또한 23년에는 주요 의약품 시장 중 하나인 유럽 시장에 대한 파트너사 계약 가능성도 높다고 판단

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	220	4.9	10.8	224	-2.0
영업이익	23	33.6	3.6	24	-2.8
세전계속사업이익	19	55.7	-2.1	20	-7.7
지배순이익	13	47.6	-10.8	14	-4.9
영업이익률 (%)	10.5	+2.3 %pt	-0.7 %pt	10.6	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	6.1	+1.8 %pt	-1.4 %pt	6.3	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	598	770	850	907
영업이익	87	50	67	97
지배순이익	28	25	49	67
PER	-	51.8	21.8	16.1
PBR	-	1.5	0.9	0.9
EV/EBITDA	-	24.0	18.4	10.8
ROE	3.8	2.6	4.2	5.6

자료: 유안타증권



현대제철

4분기가 확실한 바닥

[\[출처\] 키움증권 이종형 애널리스트](#)

작년 4분기 실적은 파업에 따른 판매 감소로 부진 전망

영업이익은 47억원으로 기존 키움증권 추정치 2,870억원과 최근 낮아진 시장 컨센서스 1,850억원보다 부진할 전망이다.

1) 9월부터 시작된 노조의 게릴라성 파업과 11월~12월 화물연대 파업에 따른 생산/출하 차질로 4분기 판매량이 402만톤 (-11%QoQ, -13%YoY)에 그친 가운데, 2) 국내외 철강시황 부진에 따른 ASP 하락까지 겹치며 판재류를 중심으로 수익성이 기존 예상보다 더 부진할 것으로 추정된다.

일시적 부진을 뒤로 올해 1분기부터 수익성 정상화 기대

작년말로 노조파업과 화물연대 파업이 종료되었고, 올해초 당진제철소 노조의 임단협이 가결되면서 올해 1분기부터 생산/판매는 정상화될 전망이다. 또한 작년말부터 글로벌 철강가격이 반등을 시작했고, 국내 경쟁사도 1월 열연가격 5만원 인상을 시작으로 판재류 제품가격 인상에 나서고 있어 올해 1분기 영업이익은 2,830억원으로 회복이 기대된다.

높아진 이익체력을 반영하지 못하고 있는 PBR 0.2X 주가

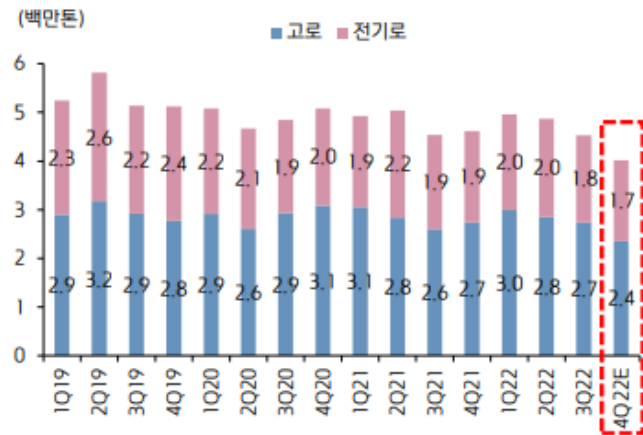
2021년 중국의 탄소배출규제 강화이후 ① 중앙정부의 철강 증산금지 명령과 ② 철강 수출증치세 환급폐지로 중국산 철강재의 수출경쟁력이 급속히 약화되었고, 이로 인해 현대제철의 이익체력이 과거보다 한단계 높아졌음에도 불구하고 현재 현대제철의 주가는 12mf PBR 0.2X에 불과해 업종내에서도 돋보이는 Valuation 매력을 보유하고 있다.

작년말부터 반등을 시도하고 있는 중국 철강가격의 상승세가 좀 더 본격화된다면 현재 과도한 저평가 상태인 현대제철 주가도 valuation 정상화와 함께 가파른 반등이 기대된다. 작년 4분기 실적 프리뷰를 반영해 올해 실적 전망치를 일부 하향조정하지만 투자의견 Buy, 목표주가 4.6만원을 유지하며 매수를 강조한다.

투자지표

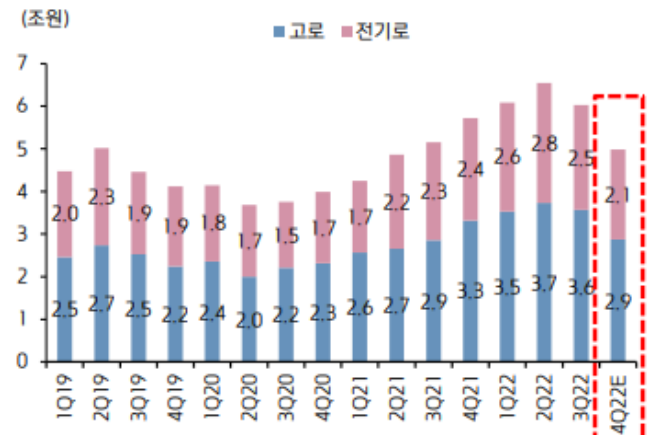
(십억원, IFRS **)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	18,023	22,850	27,218	27,290
영업이익	73	2,448	1,897	1,828
EBITDA	1,652	4,039	3,459	3,355
세전이익	-504	2,149	1,737	1,539
순이익	-440	1,505	1,320	1,155
지배주주지분순이익	-430	1,461	1,300	1,134
EPS(원)	-3,222	10,951	9,743	8,500
증감률(%YoY)	적전	흑전	-11.0	-12.8
PER(배)	-12.3	3.7	3.3	3.8
PBR(배)	0.32	0.31	0.23	0.21
EV/EBITDA(배)	10.1	4.0	4.1	3.7
영업이익률(%)	0.4	10.7	7.0	6.7
ROE(%)	-2.6	8.5	7.0	5.7
순부채비율(%)	66.4	56.9	49.0	36.3

별도 판매량 추이



주: 강관 및 auto part, 경량화 부문은 전기로에 포함
자료: 현대제철, 키움증권

별도 매출액 추이



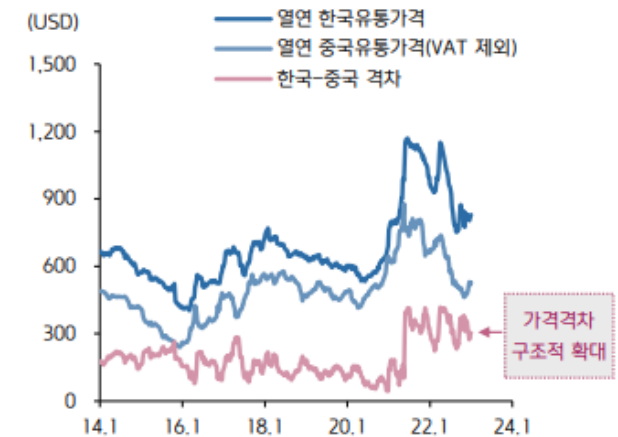
주: 강관 및 auto part, 경량화 부문은 전기로에 포함
자료: 현대제철, 키움증권

국내 열연유통가격



자료: 스틸데일리, 키움증권

한국과 중국의 열연 유통가격 비교



자료: Bloomberg, 스틸데일리, 키움증권

국내 봉형강 기준가격



자료: 스틸데일리, 키움증권

한국과 중국의 철근 유통가격 비교



자료: Bloomberg, 스틸데일리, 키움증권

철광석과 강점탄가격



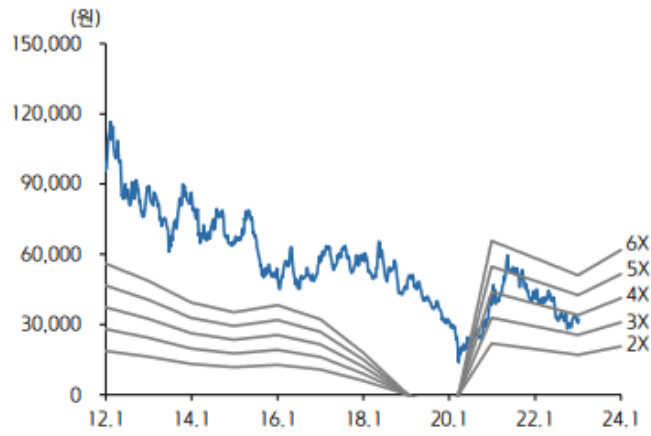
자료: Bloomberg, 키움증권

중국 spot 열연마진



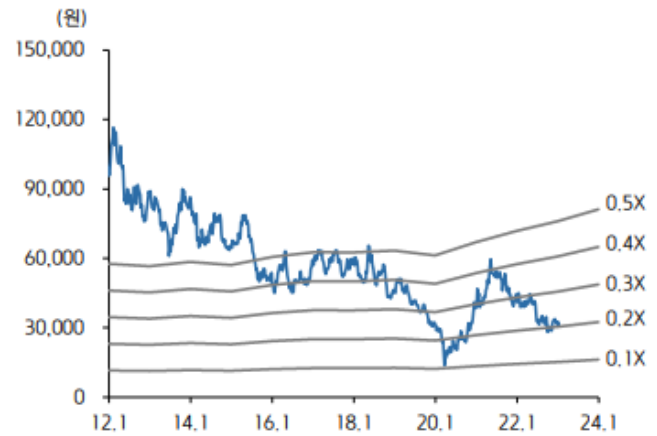
자료: Bloomberg, 키움증권

현대제철 12mf PER 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

현대제철 12mf PBR 밴드



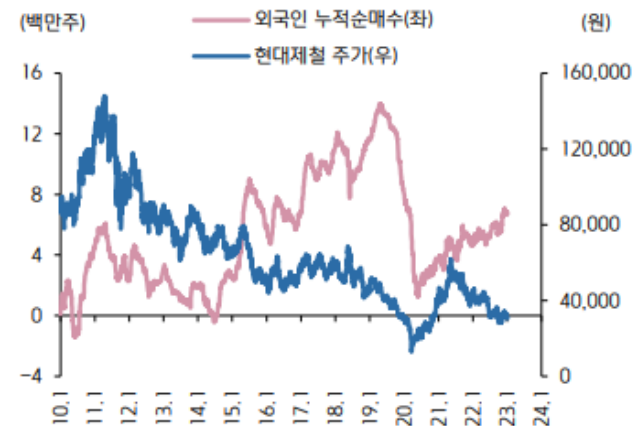
자료: Fn가이드, 키움증권

현대제철 기관 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

현대제철 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권





한화솔루션

올해 매 분기. 발전자산 매각발생 전망

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

작년 4분기 영업이익, 시장 기대치 부합 전망

한화솔루션의 작년 4분기 영업이익은 3,216억원으로 시장 기대치에 부합할 전망이다. 케미칼부문의 실적 둔화에도 불구하고, 태양광 등 신재생에너지부문의 실적 개선으로 타 화학업체 대비 차별화된 실적이 전망된다.

1) 케미칼부문 영업이익은 309억원으로 전 분기 대비 74.2% 감소할 전망이다. 수요 둔화로 PE/PVC/가성소다 등 전반적인 제품들의 수익성이 하락할 것으로 예상되기 때문이다. 2) 신재생에너지부문 영업이익은 2,667억원으로 전 분기 대비 35.2% 증가하며, 4분기 연속 증익 추세가 유지될 전망이다. 주력 시장인 북미/유럽 지역의 미드스트림(셀/모듈) 판가가 견조세를 지속하였고, 해상운임 안정화로 물류비 감축이 나타났으며, ESS 등 다운스트림 프로젝트의 매각 등이 발생하였기 때문이다. 3) 첨단소재부문 영업이익은 99억원으로 전 분기 대비 50.1% 감소할 전망이다. 연말 고객사 재고조정 효과가 발생할 것으로 예상되기 때문이다. 4) 갤러리아 영업이익은 104억원으로 전 분기 대비 35.3% 증가할 전망이다. 명품/홈리빙 중심의 매출 호조 지속과 계절지수 영향에 기인한다.

지분법손익은 일부 제품 스프레드 상승 및 부정적인 래깅 효과 감소로 전 분기 대비 적자가 감소할 전망이다.

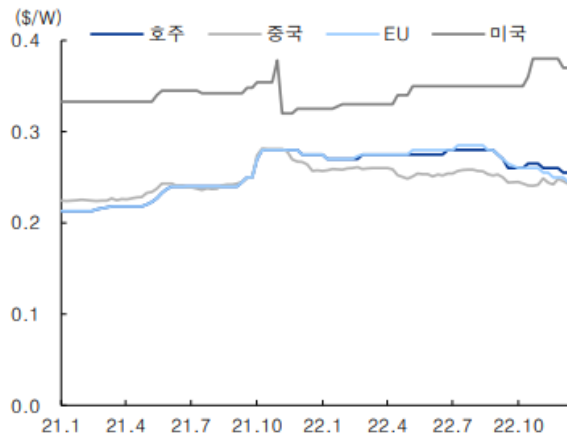
올해, 태양광부문 실적 증익 추세 지속 전망

동사는 ESS 다운스트림 매각에 이어 작년 말 텍사스주의 Kellam 태양광 발전소를 Plenitude에 매각하였다. 올해 1분기 신재생에너지부문 실적에 반영될 전망이다. 또한 폴리실리콘 가격 급락으로 인한 미드스트림 제조원가 개선이 발생하는 가운데, 올해 매 분기 발전 자산 매각으로 올해 신재생에너지 실적은 증익 추세를 이어갈 전망이다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 68,000원 유지한다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	9,195	10,725	12,948	12,574	13,020
영업이익	594	738	1,106	1,227	1,402
세전이익	452	855	964	1,081	1,351
지배주주순이익	309	619	696	831	1,039
EPS(원)	1,840	3,300	3,616	4,674	5,940
증가율(%)	-231.3	79.4	9.6	29.3	27.1
영업이익률(%)	6.5	6.9	8.5	9.8	10.8
순이익률(%)	3.3	5.7	5.5	6.7	8.1
ROE(%)	5.3	8.8	7.9	8.4	9.6
PER	25.2	10.8	11.9	8.9	7.0
PBR	1.3	0.8	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	10.4	8.2	7.9	6.8	5.7

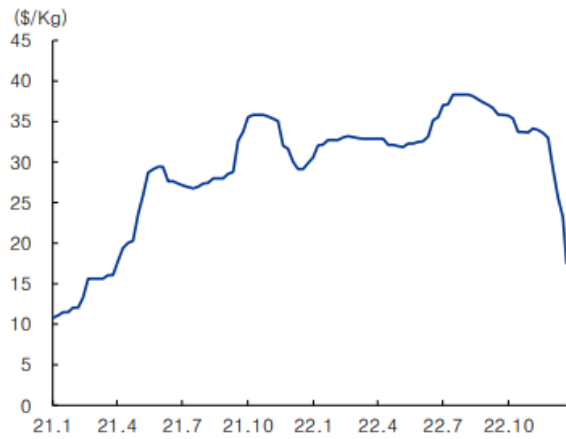
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 주요국 태양광 단결정 모듈 가격 추이



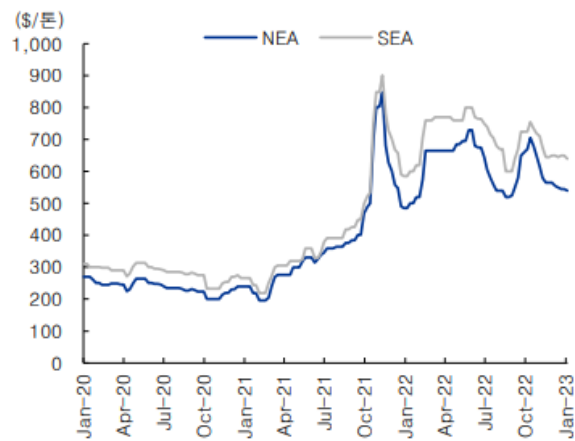
자료: PVIL, IBK투자증권

그림 2. 폴리실리콘(태양광 그레이드) 가격 추이



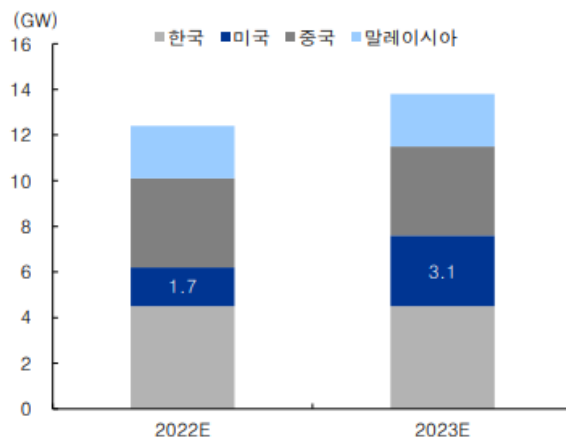
자료: PVI, IBK투자증권

그림 3. 역내 가성소다 가격 추이



자료: 씨스렘, IBK투자증권

그림 4. 한화솔루션 태양광 모듈 생산능력 전망(지역별)



자료: 한화솔루션, IBK투자증권

