

2023.01.12(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-01-12 오전 3:47

수정한 날짜: 2023-01-12 오전 11:57

2023.01.12(목) 증권사리포트

효성티앤씨

올해 스판덱스 공급 과잉 완화 전망

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

작년 4분기 실적, 전 분기 대비 적자 축소 전망

효성티앤씨의 작년 4분기 영업이익은 -726억원으로 전 분기 대비 적자가 감소할 전망이다. 환율 하락에 따른 원화 환산 스판덱스/베트남 타이어코드 스프레드가 축소되었고, 원재료가 안정화 지속으로 재고 축적 수요가 크게 증가하지 않았지만, 전분기 발생하였던 재고관련손실(약 340억원)이 제거되었고, 중국의 마스크향 수요 확대로 중국의 저가 스판덱스 물량의 역내/외 출회가 상당부분 마무리되었으며, Nylon/PET도 원재료(TPA, MEG, CPLM 등) 가격 하락 및 리젠 등의 고수익 제품 확대로 실적이 개선될 것으로 전망되기 때문이다.

올해 1분기는 비수기임에도 불구하고, 춘절 이후 중국의 코로나 완화로 인한 수요 증가로 작년 4분기 대비 적자를 큰 폭으로 줄일 전망이며, 2분기부터는 동사 증설분 상업화 개시 및 본격적인 수요 증가로 섬유부문의 완전한 실적 개선이 예상된다. 작년 4분기 이후 실적 반등 및 동사의 스판덱스 시장 지배력 강화를 고려하여, 목표주가를 기존 대비 상향 조정한다.

올해 스판덱스 공급 증가 물량, 작년 대비 43% 감소 전망

올해 세계 스판덱스 공급 증가 물량은 9.1만톤으로 작년(+16만톤) 대비 약 43% 감소할 전망이고, 역내/외 소규모의 업체들의 구조조정 확대로 작년부터 이어진 공급과잉이 올해부터 완화될 전망이다. 특히 올해 공급 증가분의 56%는 동사의 중국 닝샤(2차), 인도 증설로 수급 개선 관련 수혜가 동사에 집중될 전망이다. 참고로 동사의 중국/인도 증설 플랜트는 이미 기계적으로 완공되었고, 올해 2분기부터 본격적인 상업화에 들어갈 것으로 보인다.

한편 동사는 스판덱스 밸류체인 강화를 위하여 원재료인 PTMEG 생산능력을 지속적으로 확대하고 있다. 동사는 올해 6월까지 베트남 동나이 PTMEG 생산능력 증설 완료하며, 원재료 자급률 확대 및 일부 외판 확대가 예상된다. 참고로 PTMEG의 원재료인 BDO는 다운스트림(PTMEG/GBL/PBAT)의 증설 확대에도 불구하고, 수요를 상회하는 증설(2023년 +195.4만톤)로 올해도 가격 안정화 추세가 이어질 전망이다

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	5,162	8,596	9,230	9,915	10,629
영업이익	267	1,424	94	217	441
세전이익	224	1,404	10	143	360
지배주주순이익	137	770	-32	85	214
EPS(원)	31,610	178,008	-7,287	19,700	49,554
증가율(%)	47.0	463.1	-104.1	-370.3	151.5
영업이익률(%)	5.2	16.6	1.0	2.2	4.1
순이익률(%)	3.3	11.7	-0.2	1.1	2.6
ROE(%)	25.1	76.2	-2.4	6.9	15.9
PER	6.7	2.9	-48.0	18.5	7.3
PBR	1.5	1.6	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.8	2.3	10.5	8.3	5.3

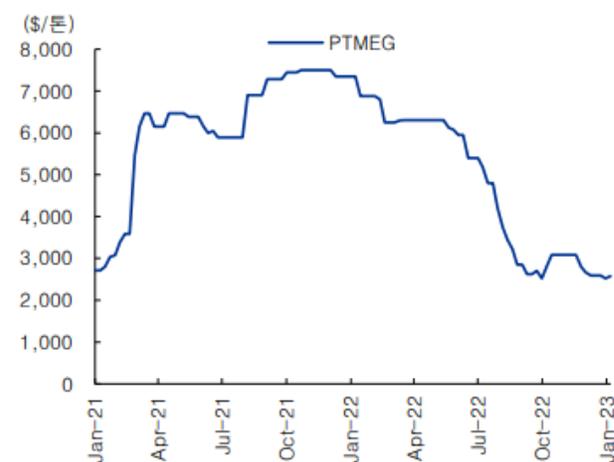
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 스판덱스 가격 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 2. 중국 PTMEG 가격 추이



자료: 씨스캠, IBK투자증권



파라다이스

2023년은 후반전이 좋다

[\[출처\] 키움증권 이남수 애널리스트](#)

4분기 영업이익 256억원(흑전) 컨센 하회

4분기 매출액 1,901억원(yoy +70.5%), 영업이익 257억원(흑전, OPM 13.5%)으로 컨센서스 하회를 전망한다. 카지노 618억원(yoy +24.7%, qoq -13.6%), 호텔 278억원(yoy +9.8%, qoq -16.7%), 복합리조트 973억원(yoy +176.1%, qoq +23.3%)을 예상한다. 카지노 관련 판촉 및 제세금 증가, 인플레이션을 반영한 매출원가 상승 등 3분기 대비 비용 규모는 커질 것으로 보인다.

카지노는 드랍액 1조2,477억원(yoy +206.8%, qoq +39.4%), VIP 방문객 27천명(yoy +224.8%, qoq +44.4%)으로 성장 추세를 이어갈 전망이다. 다만 홀드율이 9.9%(yoy -3.7%p, qoq -2.2%p)로 부진하여 트래픽 확대 효과가 극대화되지 못했다. 호텔은 여름 성수기 효과 소멸, 해외여행 재개 등으로 OCC와 ADR의 동반 감소를 예상한다. 복합리조트는 일본VIP 집중으로 카지노 선전이 기대되어 3분기 영업이익 흑자전환 이후 수익성을 재차 확장시킬 전망이다.

2023년 하반기로 갈수록 더 좋아진다

2023년은 일본 Mass 추가 확장과 중국 리오프닝으로 카지노가 탑라인을 키울 것이지만, 트래픽 확대로 카지노 및 호텔 부문의 운영 확대가 필요해 인건비 등 비용 증가를 동반할 것이다. 또한 해외여행 재개에 따라 국내 호캉스의 감소가 예상된다. 다만, 이는 카지노 VIP의 입국 확대로 일정부분 상쇄될 것으로 보여 호텔 부문의 수익성 악화는 크지 않을 것으로 판단한다.

2019년 6.5조원이었던 드랍액은 2022년 2.8조원으로 43% 회복했다. 보복수요 양상을 띄고 있는 일본 수요의 견조함은 유지되고, 2분기 이후 본격화 될 중국 수요의 기여도 증가가 가파를 것이다. 따라서 2023년은 일본과 중국의 동시 모객으로 5.4조원까지 성장할 것으로 전망한다.

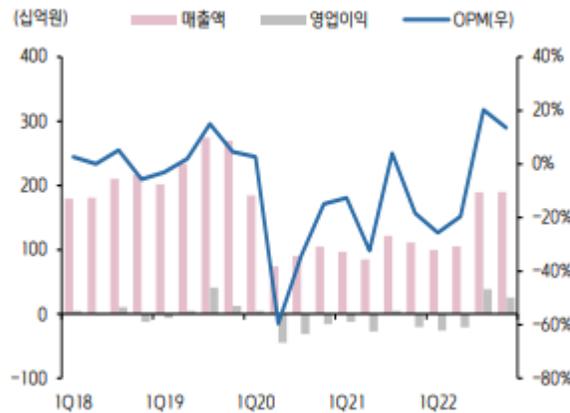
2023년은 카지노 매출액 6,083억원(yoy +71.8%), 연결 매출액 8,470억원(yoy +44.9%)을 예상한다. 다만, 본격적인 카지노 트래픽 확장에 대응하기 위한 인건비 등 고정비 투입 규모 증가도 동시 발생할 것이다. 따라서 매출원가 역시 6,675억원(yoy +31.9%)으로 증가해 영업이익 1,043억원(yoy +484.3%, OPM 12.3%)을 추정한다. 이와 같은 원가 부담은 중국 트래픽의 충분한 확보가 발생하면 해결될 전망이다. 따라서 상반기보다는 하반기 실적 개선 폭이 가파를 것으로 전망한다.

투자지표

(십억원, IFRS)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	453.9	414.5	584.5	847.0
영업이익	-86.2	-55.2	17.9	104.3
EBITDA	15.4	42.8	111.0	191.8
세전이익	-175.4	-65.9	16.4	45.7
순이익	-166.9	-78.6	0.2	32.4
지배주주지분순이익	-118.1	-52.5	0.1	25.1
EPS(원)	-1,299	-578	1	276
증감률(% YoY)	적전	적지	혹전	20,704.1
PER(배)	N/A	N/A	13,267.1	63.8
PBR(배)	1.22	1.10	1.27	1.23
EV/EBITDA(배)	175.8	60.0	23.9	13.3
영업이익률(%)	-19.0	-13.3	3.1	12.3
ROE(%)	-9.8	-4.4	0.0	2.0
순차입금비율(%)	71.5	61.1	50.2	41.1

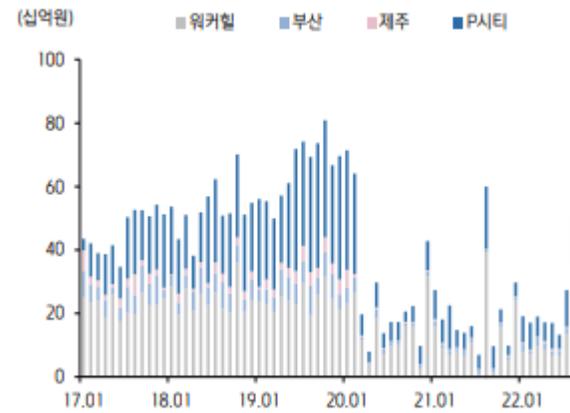
자료: 키움증권 리서치센터

분기별 매출액, 영업이익, OPM 추정



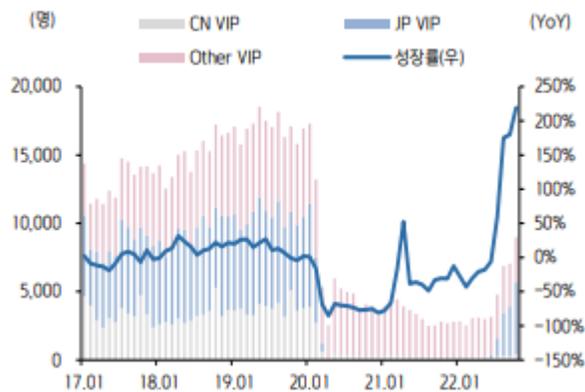
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

업장별 카지노 매출액 추이



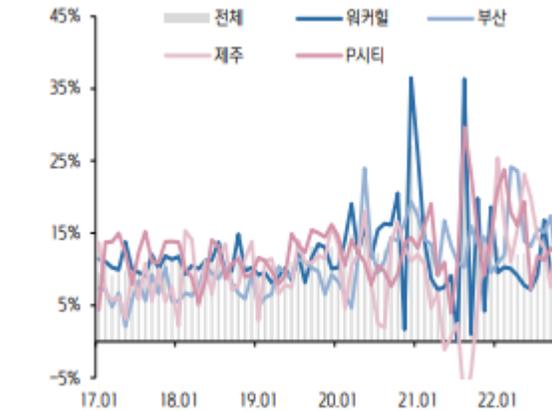
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

국적별 VIP 방문객 추이 및 성장률



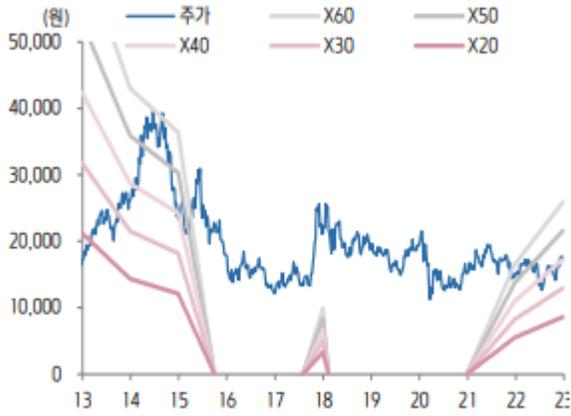
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

월별 카지노 홀드율 추이



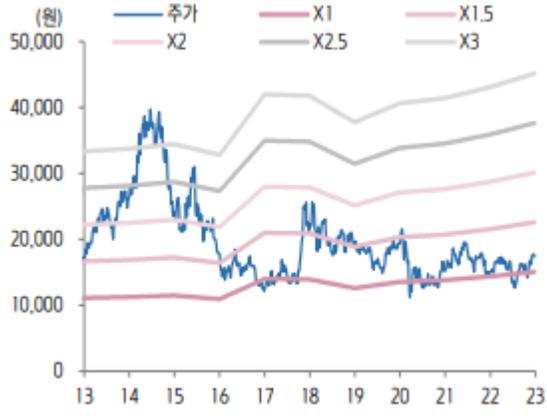
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

12M Forward PER Band



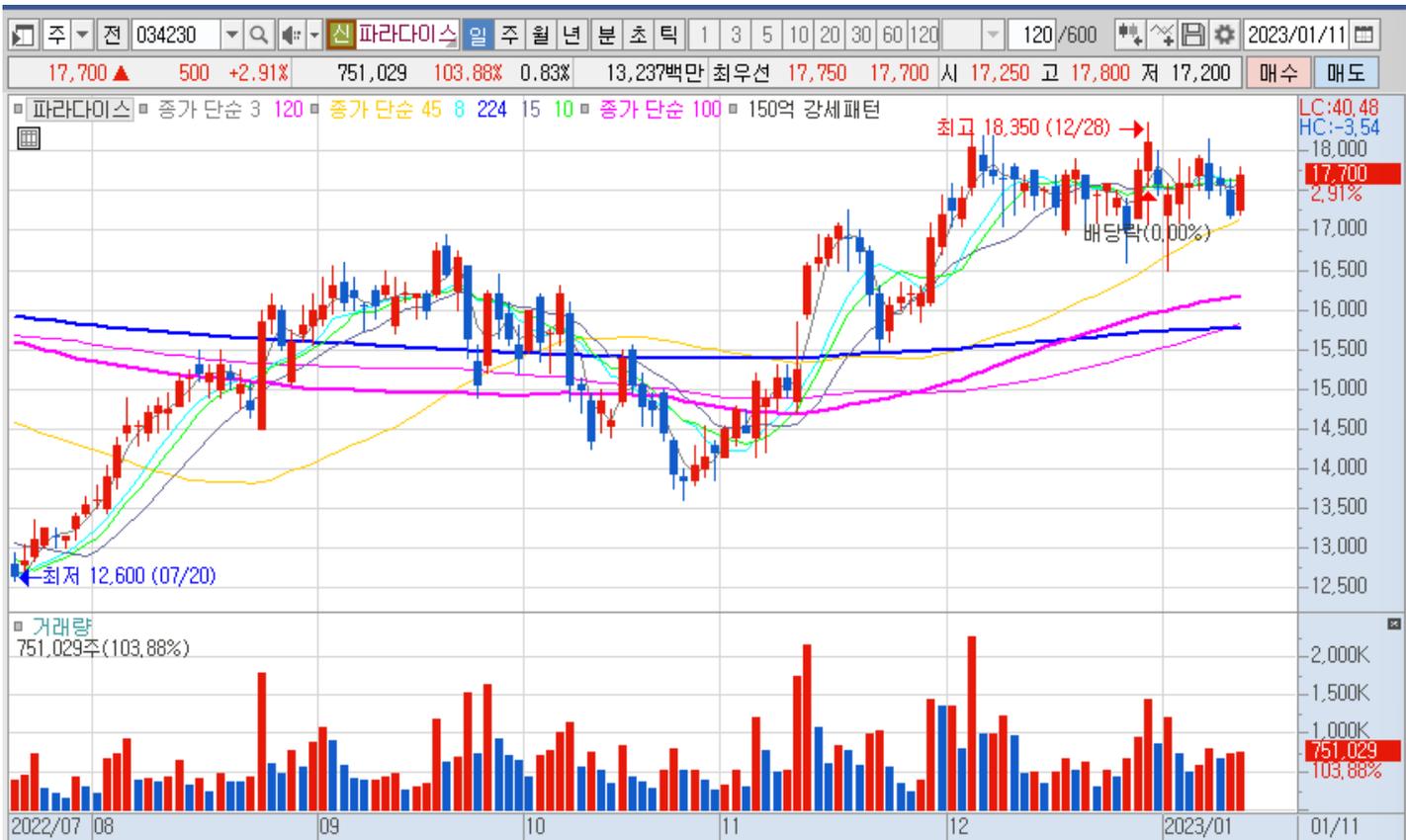
자료: 예프앤가이드, 키움증권 리서치센터

12M Forward PBR Band



자료: 예프앤가이드, 키움증권 리서치센터





BGF리테일

2023년에도 기대되는 이유

[\[출처\] IBK투자증권 남성현 애널리스트](#)

4분기 실적 성장 가능

BGF리테일 4분기 실적은 시장 기대치에 부합할 것으로 추정한다. 4분기 연결기준 매출액은 1조 8,951억 원(전년동기대비 +8.7%), 영업이익 653억 원(전년동기대비 +31.6%)을 달성할 것으로 전망한다. 4분기 영업실적 성장이 가능할 것으로 보는 이유는 1) 10~11월 우호적인 날씨 및 월드컵 특수 효과에 따른 영향과, 2) 신규점 출점을 통한 성장 기여도 확대, 3) 지난해 주요 종속회사 실적 기저, 4) FF 매출 비중 확대에 따른 마진 믹스 효과와, 5) 본부임차 비중 증가에 따른 점포 기여도 확대가 예상되기 때문이다.

4분기 10~11월 기준점 성장률은 3분기 추세를 넘어선 것으로 파악한다. 다만, 12월 한파 및 폭설 영향으로 집객력이 일부 하락하면서 다소 아쉬운 실적을 기록하였다. 하지만, 3분기와 비교할 때 기준점 성장률은 유사한 수준으로 추정한다.

2023년 실적 추정치 상황

당사에서는 2023년 동사의 영업실적 추정치를 상향하였다. 그러한 이유는 1) 신규점 출점을 통한 성장률을 상회하였고, 2) FF(Fresh Food) 매출 증가에 따른 Product Mix 효과 및 BGF푸드 실적 개선 가능성을 높게 점치고 있기 때문이다. 당사에서는 2023년 점포 순증 수는 2022년을 상회할 것으로 추정하고 있다. 신규점 출점과 기존점 성장이 동시에 이루어지고 있고, 편의점을 통한 상품군 성장률이 기타 채널을 앞서가고 있기 때문이다. 여기에 퇴직 인구 증가에 따른 가맹 수요 증가도 신규점 출점을 견인할 것으로 판단한다.

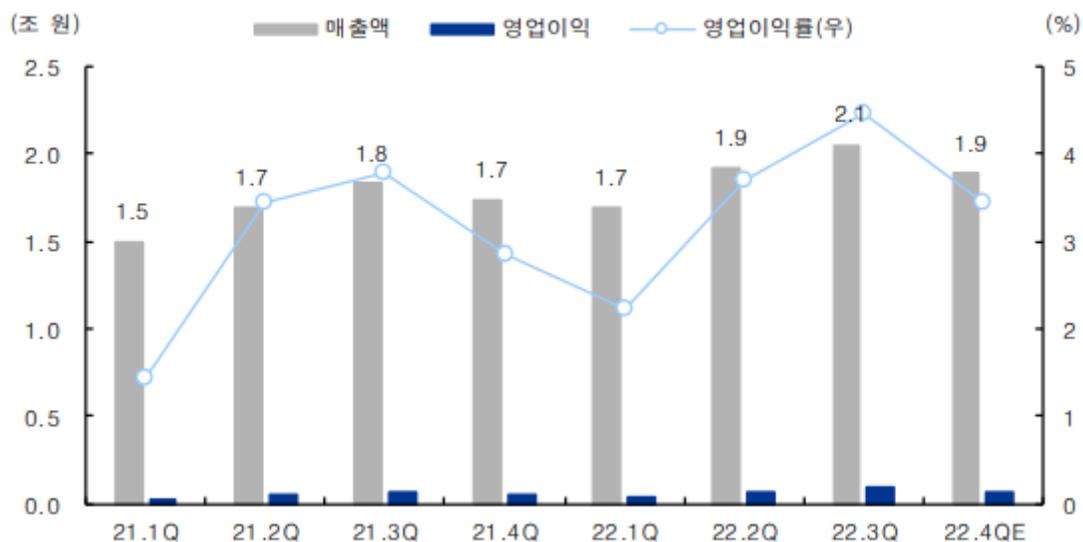
투자의견 매수, 목표주가 22만원 유지

투자의견 매수 및 목표주가 22만원을 유지한다. 다만, 4분기 수익성 개선이 이어지고 신규점 출점 계획이 당사 추정치에 부합할 경우 향후 조정할 계획도 있다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	6,181	6,781	7,562	8,191	8,941
영업이익	162	199	265	318	370
세전이익	163	193	265	326	390
지배주주순이익	123	148	203	251	301
EPS(원)	7,100	8,542	11,721	14,532	17,392
증가율(%)	-18.9	20.3	37.2	24.0	19.7
영업이익률(%)	2.6	2.9	3.5	3.9	4.1
순이익률(%)	2.0	2.2	2.7	3.1	3.4
ROE(%)	18.6	19.6	22.9	23.8	23.6
PER	19.1	17.0	18.0	13.3	11.1
PBR	3.4	3.1	3.8	2.9	2.4
EV/EBITDA	5.2	5.0	5.5	5.2	4.5

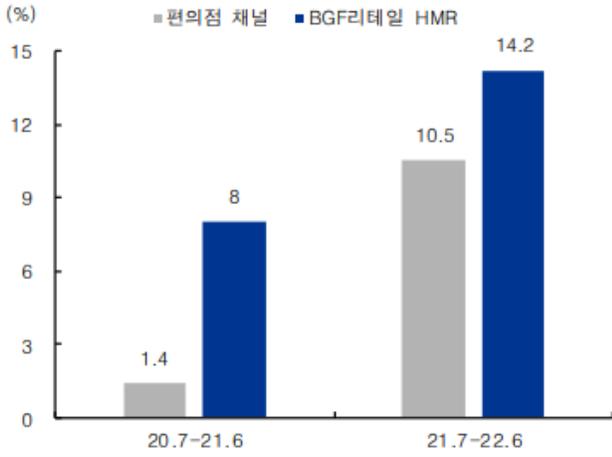
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. BGF리테일 실적 추이 및 전망



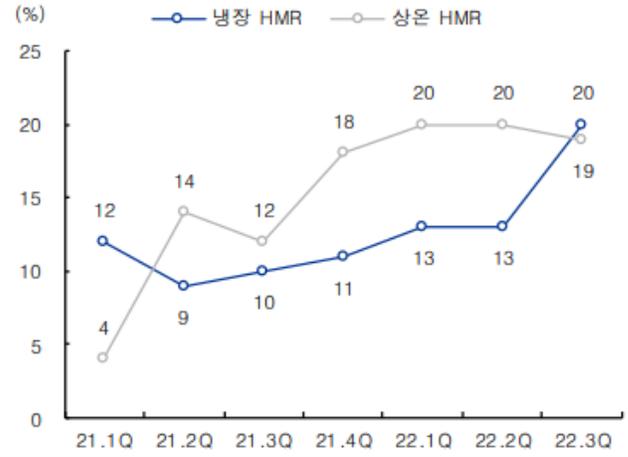
자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 2. BGF리테일 HMR 성장률



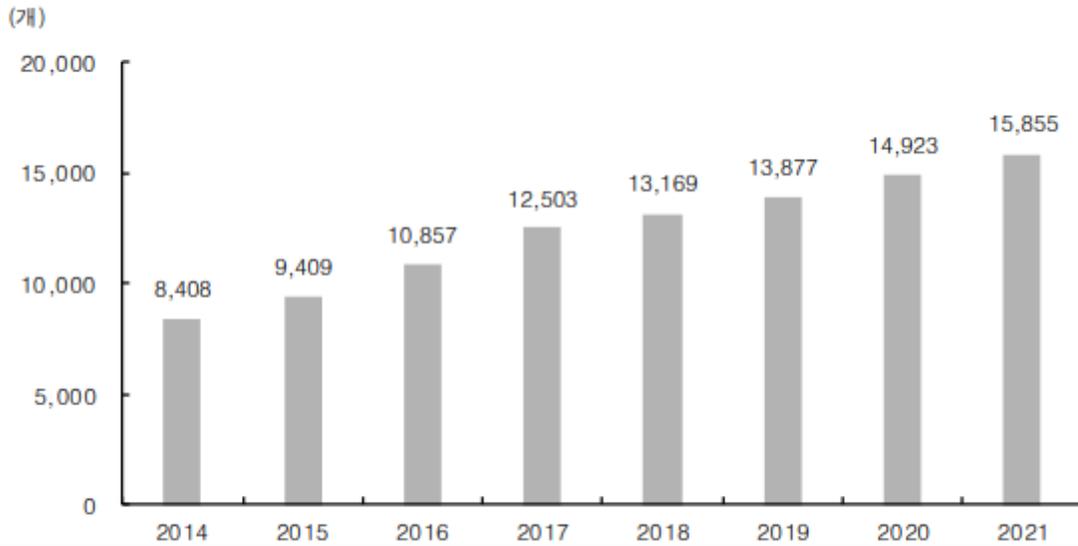
자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 3. 상온냉장 HMR 성장률 추이



자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 4. BGF리테일 연도별 국내 점포 수



자료: BGF리테일, IBK투자증권



하이로닉

꾸준한 중국 향 매출, 이제는 미국이 보인다

[\[출처\] 하나증권 김두현 애널리스트](#)

피부미용 의료기기의 숨겨진 강자

하이로닉은 2007년 설립된 미용 의료기기 제조 및 판매기업으로 레이저, 고주파 에너지(RF) 그리고 집속 초음파(HIFU) 기반의 폭넓은 제품 포트폴리오를 보유하고 있다. 주요 제품은 V-RO, PICOHI, GENTLO 등으로 약 70여개 이상의 글로벌 유통망을 통해 판매되고 있다. 주요 해외 판매 지역은 최근 본격적 리오프닝이 기대되고 있는 중국 및 홍콩이다. 동사는 1)중국 및 홍콩향 매출이 전체 해외 매출의 약 35% 이상으로 국내 미용기기 섹터 내에서 가장 높은 수준이며 올해에도 중국 매출 성장이 지속될 전망이고, 2)장비 판매 증가에 따른 소모품 매출 비중 확대의 초입 국면에 놓여있으며, 3)올해 상반기 내 미국 시장 신규진출 및 개인용 미용기기 출시로 실적 level up이 기대된다.

소모품 매출 확대 초입 국면, 신규 개인용 미용기기 출시까지!

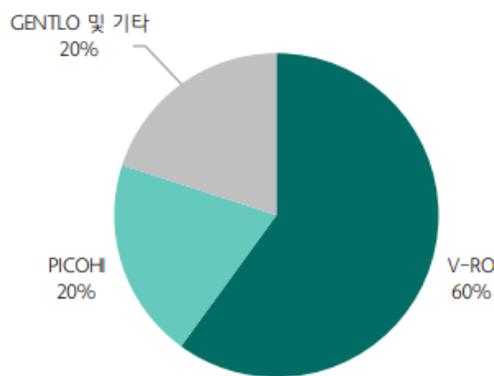
21년 8월 출시된 V-RO 장비는 하나의 핸드피스로 HIFU와 RF를 교차 조사하는 방식이다. 동시 시술이 진행되기에 경쟁사 장비 대비 시술 시간이 절약된다는 장점이 있으며 7종의 카트리리지(소모품)를 통한 피부층별 맞춤형 시술이 가능하다. 출시 이후 누적 판매대수가 500대를 넘어섰으며 중국 및 홍콩에서도 판매량이 꾸준히 증가하는 추세이다. 실제로 V-RO 전체 장비 판매량은 1Q22 69대 à 2Q22 105대 à 3Q22 151대로 성장세를 보여왔다. 작년 소모품 매출 비중 추정치는 약 16% 수준이지만 제품 출시 초기에 카트리지를 무상 지급했던 영향이 존재하며, V-RO 카트리지가 1분기 내에 소진되는 점을 고려하면 올해는 설치대수 증가에 따른 소모품 매출 성장이 동반될 것으로 판단된다. 미국 사업 진출도 긍정적이다. PICOHI, GENTLO의 FDA 승인을 완료하였으며 현지 유통사와의 납품 계약이 상반기 내에 진행될 것으로 보인다. 한편 가정용 미용기기로는 홈썬라(HIFU)가 있으나 V-RO와 동일하게 HIFU, RF 기능이 결합된 신규 제품 출시가 예정되어있기에 추가 외형 확대가 가능하다.

2023년 매출액 387억원, 영업이익 114억원 예상

하이로닉의 2022년 실적은 매출액 271억원(+24.3%, YoY), 영업이익 45억원(-2.2%, YoY), 2023년 매출액 387억원(+42.8%, YoY), 영업이익 114억원(+153.3%, YoY)으로 올해 실적 레벨업이 예상된다. 1)중국 향 매출은 2023년에도 가장 큰 비중을 차지할 것으로 예상되며 리오프닝에 따른 해외 전체 매출 성장과 V-RO 판매 호조가 지속될 전망이고, 2)장비 침투율 증가에 따라 약 80%의 마진율을 가지는 소모품(카트리지)의 비중 확대로 믹스 마진율 개선이 가능하며, 3)올해 내로 출시 예정된 가정용 미용기기 관련 추가 실적 성장이 기대된다. 실적 추정치에는 가정용 미용기기를 포함시키지 않았으나, 홈썬라 B2C 사업을 담당하는 자회사 아띠베뷰티의 3Q22 누적 매출액이 41억원임을 감안하면 동사의 실적은 추가 업사이드를 보유한 것으로 판단된다. 23F 기준 PER 9배 수준으로 PEER 대비 상대적으로 낮은 멀티플 구간에 있다.

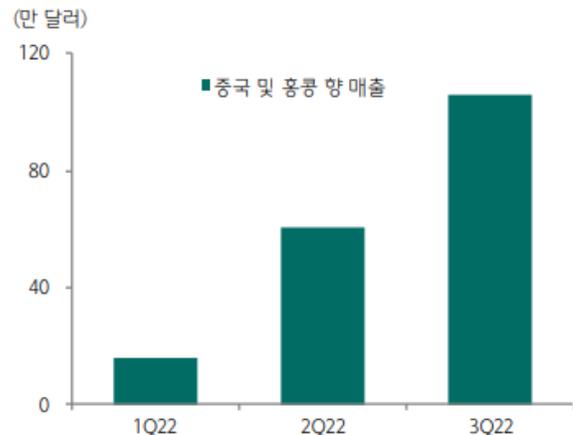
Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	십억원	18	20	15	13	22
영업이익	십억원	2	(0)	2	1	5
세전이익	십억원	0	0	2	2	6
순이익	십억원	1	(0)	3	3	7
EPS	원	54	10	216	228	480
증감율	%	28.6	(81.5)	2,060.0	5.6	110.5
PER	배	88.7	448.5	25.9	22.8	17.0
PBR	배	1.3	1.2	1.5	1.3	1.6
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	%	1.9	0.4	7.5	7.7	12.1
BPS	원	3,611	3,599	3,808	3,941	4,959
DPS	원	3	3	56	49	0

그림 1. 하이로닉 제품별 매출 비중



자료: 하이로닉, 하나증권

그림 2. 중국 및 홍콩 지역 매출 추이



자료: 하이로닉, 하나증권

그림 3. 하이로닉 제품 포트폴리오

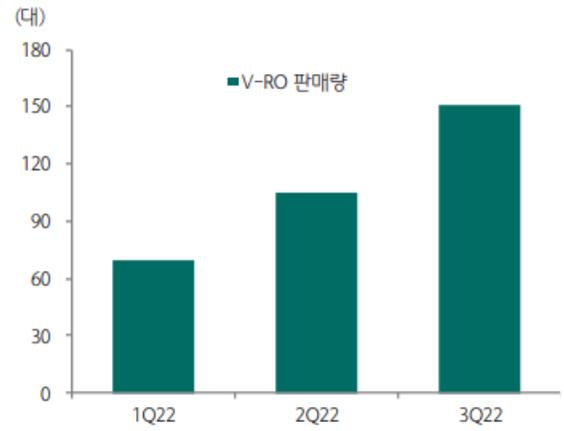


그림 4. V-RO 제품

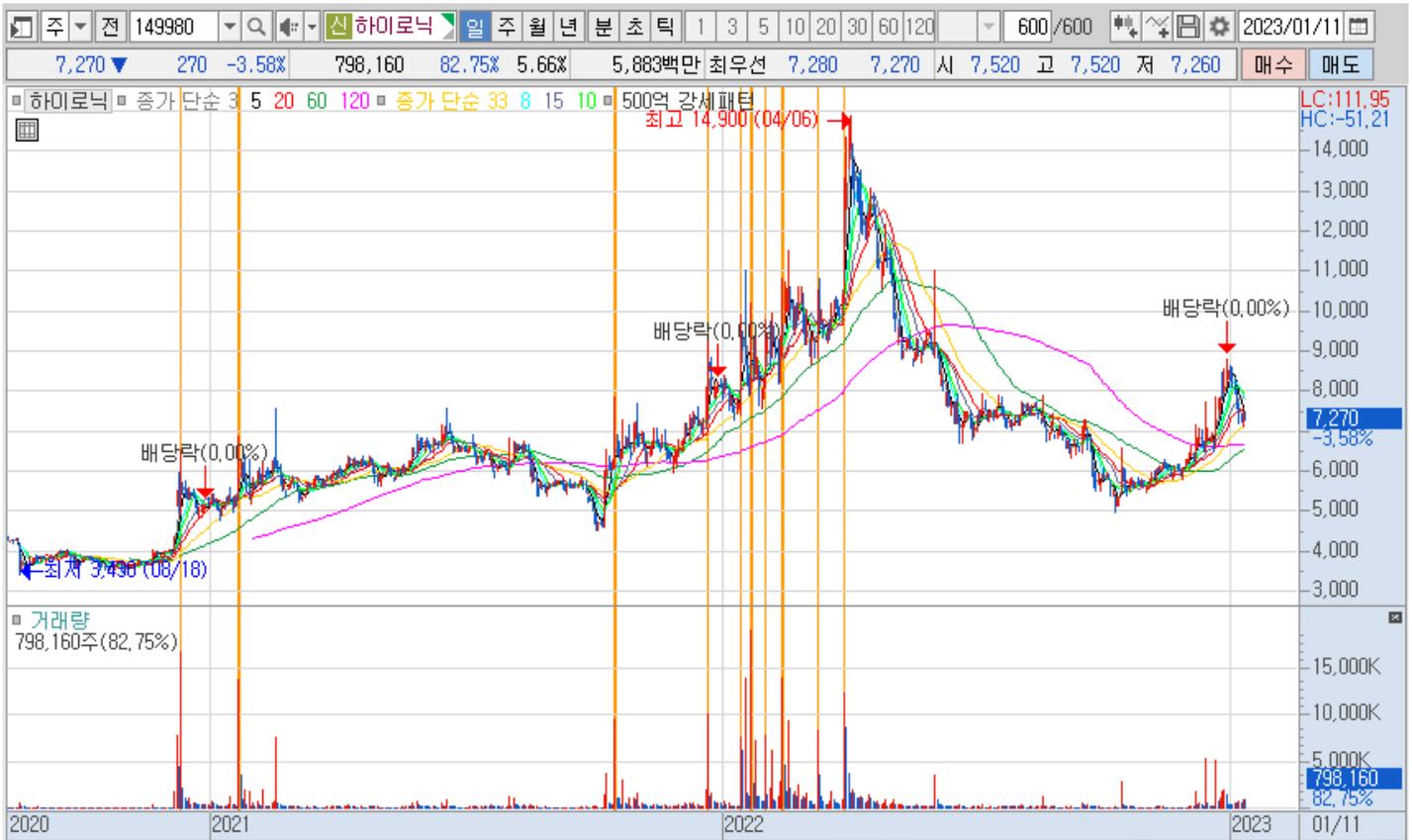


자료: 하이로닉, 하나증권

그림 5. 분기별 V-RO 장비 판매 추이



자료: 하이로닉, 하나증권





에스티팜

올리고 증가로 호실적 전망

[\[출처\] 키움증권 허혜민 애널리스트](#)

실적은 올리고 매출 증가로 기대치 상회 전망

4분기 매출액 801억원(YoY +55%, QoQ +32%), 영업이익 90억원(YoY 흑전, QoQ +99%, OPM 11%)으로 시장 컨센서스 매출액 744억원과 이익 70억원을 각각 8%, 29% 상회할 것으로 전망된다. 4분기 올리고뉴클레오타이드 매출 592억원(YoY +123%, QoQ +50%)이 전망되면서 실적을 견인할 것으로 보인다. 이는 대부분 RNA 고지혈증 치료제인 Leqvio 물량일 것으로 추측된다. 상업화 물량 공급단가 하락에도 공급량 증가로 수익성 개선될 것으로 기대된다.

렉비오 위주에서 품목 다양화로 성장 전망

노바티스의 렉비오 매출액은 \$34mn(YoY +580%, QoQ +55%)에 성장에 그쳤다. 전방위 산업에서 렉비오가 부진한 모습을 보이자, RNA CMO에 대한 기대감 또한 최근 낮아졌다. 노바티스의 CEO Vas Narasimhan은 렉비오가 점진적인 성장을 이어

가고, 블록버스터(연 \$1bn 이상)로의 성장은 심혈관 질환 연구(15,000명 대상)의 데이터가 나온 이후('26년)가 될 것으로 전망하였다.

동사의 '23년 매출액은 2,679억원(YoY +17%), 영업이익은 273억원(YoY +55%)가 예상되며, 이 중 올리고뉴클레오타이드 매출은 1,646억원(YoY +16%)이 전망된다. '22년 올리고 뉴클레오타이드 매출 중 약 60%가 고지혈증 치료제로 의존도가 높았던 반면, '23년에는 고지혈증 치료제 비중은 24%로 낮아지고 생산 품목이 다양화될 것으로 보인다. 척수성 근위축증 공급, 심혈관 질환 치료제와 동맥경화 치료제 PPQ(상업화 규모 시험 생산) 배치 생산 등이 예정되어 있다.

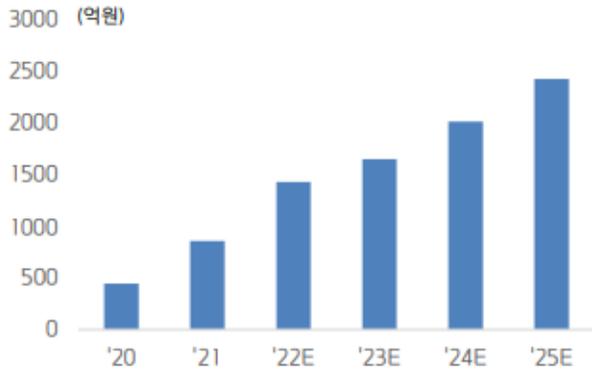
전일(1/10) 경쟁사 애질런트가 기존 제조시설 대비 2배 확장을 위해 \$725mn(약 9,000억원) 투자를 결정하였는데, 그 이유로 고성장(High-growth) 시장의 강한 수요(Strong demand)에 대비하기 위함이라고 밝혔다. 현재 치료용 올리고 시장은 \$1bn으로 추정되며, 향후 5년간 매년 두 자릿수 성장하여 '27년에는 \$2.4bn이 될 것으로 예상하였다. 애질런트의 올리고 CAPA는 '26년 4톤, 동사는 7톤(최대생산기준)이 될 것으로 추측된다. 이는 심혈관 질환 치료제, B형간염 치료제, 고혈압치료제 등 향후 블록버스터 만성질환 치료제 시장 개화를 대비하기 위함으로 보인다. 최근 제론의 저위험 골수이형성증후군 치료제 이메텔스타트 3상이 긍정적으로 발표되었으며, 주목 받고 있는 앨라일람의 RNAi 고혈압치료제 질레베시란(Zilebeiran)의 2상 탐라인 발표는 '23년 중순 으로 예정되어있다.

투자지표

(십억 원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	124.1	165.6	229.1	267.8
영업이익	-18.8	5.6	17.7	27.3
EBITDA	-4.7	20.0	32.5	50.7
세전이익	-16.8	1.3	27.6	31.7
순이익	-13.2	3.4	23.5	24.8
지배주주지분순이익	-12.1	3.3	23.5	24.8
EPS(원)	-651	177	1,247	1,319
증감률(% YoY)	적지	흑전	602.5	5.8
PER(배)	-159.4	784.2	70.3	59.8
PBR(배)	6.56	8.11	4.86	4.17
EV/EBITDA(배)	-405.2	130.8	52.8	30.5
영업이익률(%)	-15.1	3.4	7.7	10.2
ROE(%)	-4.1	1.1	7.1	7.1
순차입금비율(%)	-4.6	4.4	19.0	16.9

자료: 키움증권

올리고뉴클레오타이드 원료 매출 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

올리고뉴클레오타이드 CAPA 전망



자료: 에스티팜, 키움증권 리서치센터

파이프라인 현황

Pipeline	Partner	Stage		
		Discovery	Pre-clinical	Phase1
STP0404 (AIDS)	Emory Univ. Colorado State Univ.	Completed	Completed	In Progress
STP1002 (고형암)	Asan Hospital	Completed	Completed	In Progress
STP2104 (Covid 19 백신)	자체	Completed	Completed	In Progress
STP2150 (Covid 19 백신) (오미크론 Variant)	자체	Completed	In Progress	Not Started

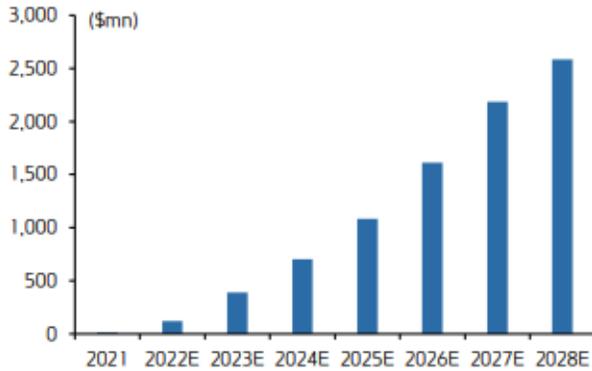
자료: 에스티팜, 키움증권 리서치센터

일부 Oligo 수주 파이프라인

고객사	적응증	Stage			
		Phase1	Phase2	Phase3	Commercial
글로벌제약사 A	고지혈증	Completed	Completed	In Progress	Not Started
글로벌제약사 B	적수상근위축증	Completed	Completed	In Progress	Not Started
글로벌제약사 A	동맥경화증	Completed	Completed	In Progress	Not Started
글로벌바이오맥 C	MDS / MF	Completed	Completed	In Progress	Not Started
글로벌바이오맥 D	심혈관 질환	Completed	Completed	In Progress	Not Started
글로벌제약사 E	B형 간염	Completed	In Progress	Not Started	Not Started
글로벌제약사 F	B형 간염	Completed	In Progress	Not Started	Not Started
글로벌제약사 G	알츠하이머	Completed	In Progress	Not Started	Not Started
글로벌바이오맥 D	유전성혈관부종	Completed	In Progress	Not Started	Not Started
글로벌제약사 F	NASH	Completed	In Progress	Not Started	Not Started
글로벌제약사 H	B형 간염	Completed	In Progress	Not Started	Not Started

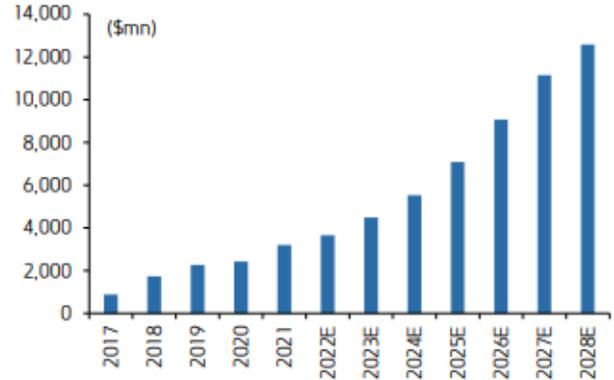
자료: 에스티팜, 키움증권 리서치센터

Inlcisiran 매출액 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 키움증권 리서치센터

주요 RNA 치료제 매출 추이 및 전망



주) Spinraza, Leqvio, Onpattro, Vutrisiran, Fitusiran, Tominersen, Golodirsen, NuThrax, Imetelstat, Pelacarsen, Casimersen, Givlaari, Oxlumo, Cemdisiran, Vesleteplirsen 합산

자료: Bloomberg, Evaluate Pharma, 키움증권 리서치센터



현대건설

2023년 해외 사업 기대감

[\[출처\] NH투자증권 이민재 애널리스트](#)

공통 악재를 피할 수 없지만

현대건설에 대한 투자의견 Buy는 유지하지만, 목표주가는 48,000원(기존50,000원)으로 하향 조정. 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 경쟁사들과 마찬가지로 2022년 하반기 시작된 부동산 경기 악화 흐름이 이어져 원가율 상승을 피하기 어렵지만, 2) Westinghouse, 한국전력과 해외 원전협력, 사우디 NEOM 프로젝트 등을 통해 국내 부동산 부진을 보완할 수 있기 때문. 목표주가 하향 조정은 현대엔지니어링 장외가격 하락 등의 반영에 기인

2023년 건설사들의 분양계획은 악화된 부동산 경기와 부진한 2022년 분양 실적 등을 반영해 보수적으로 산정될 전망. 또 2023년에도 건축자재와 인건비 상승이 계속돼 주택 부문의 원가율은 악화될 것으로 추정

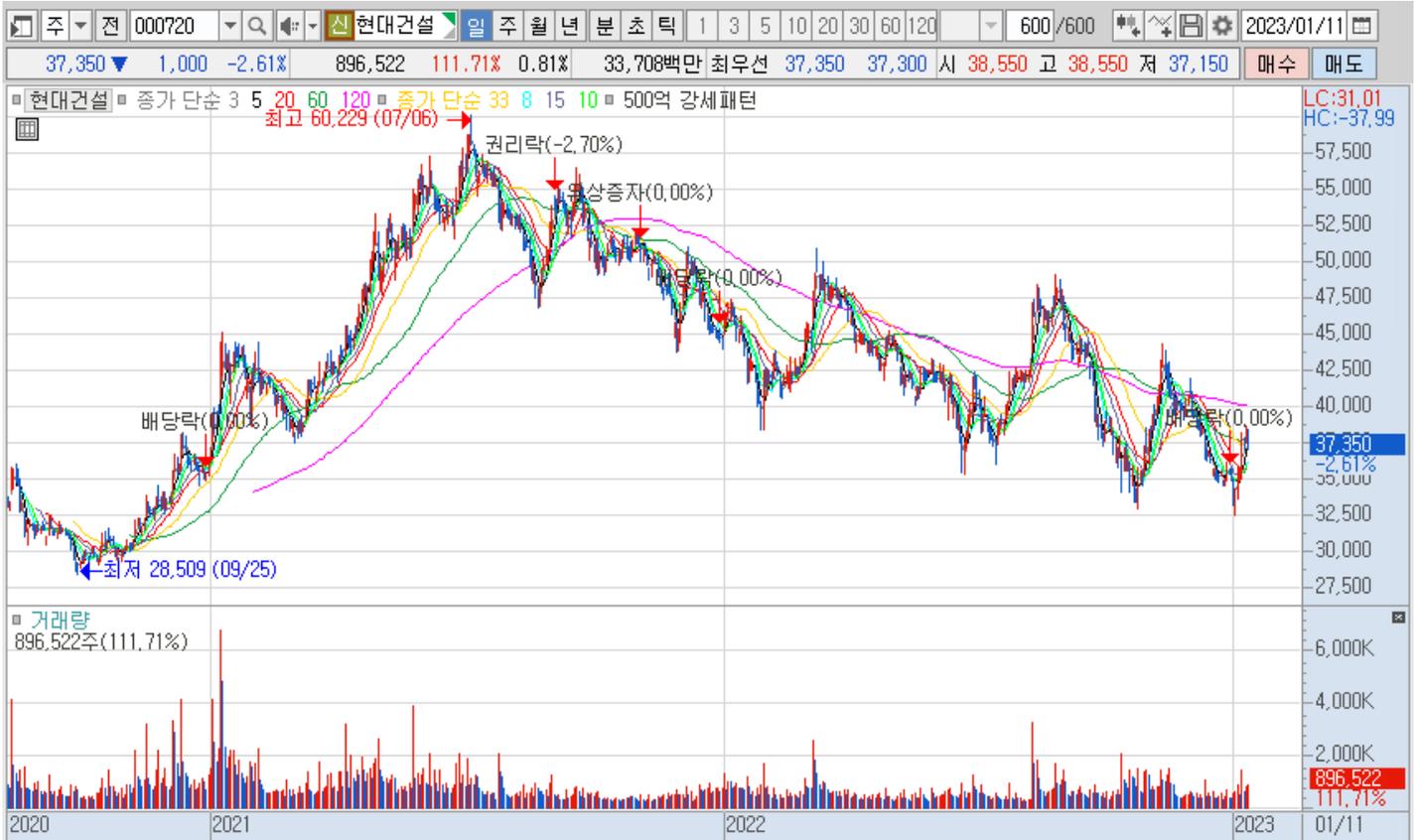
다만, 현대건설은 해외 사업으로 국내 주택 부문 부진을 보완할 수 있을 전망. 특히, 동유럽과 중동 중심으로 확장되는 원전은 한국전력, Westinghouse와의 협력 강화를 감안하면 사우디 NEOM 프로젝트와 함께 해외 수주를 이끌 전망. 참고로 과거 진행한 UAE 바라카 원전 공사는 수주 규모나 수익성 등 모든 측면에서 다른 토목, 플랜트보다 양호했던 것으로 추정

4분기, 다른 건설사와 대동소이한 모습

연결기준 4분기 매출 5.2조원(-0.3% y-y), 영업이익 1,640억원(-26% y-y)으로 컨센서스를 하회할 전망. 이는 3분기에 이어 전반적인 인건비와 자재비 상승 등 원가 이슈가 반영됐기 때문. 현대건설은 시행사와의 계약 변경을 통해 주택공사의 도급비를 증액한 경험이 있기 때문에 원가 이슈의 영향은 적은 상황. 다만, 원가 상승과 부동산 경기 악화 등이 지속되고 있어 결국 다른 건설사들과 유사한 흐름 보일 것으로 보임

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	18,066	20,323	20,505	19,837
증감률			0.9	-3.3
영업이익	753.5	664.6	818.9	907.7
증감률	37.2	-11.8	23.2	10.8
영업이익률	4.2	3.3	4.0	4.6
(지배지분)순이익	407.5	420.9	366.9	413.5
EPS	3,653	3,774	3,289	3,707
증감률	232.7	3.3	-12.9	12.7
PER	12.2	9.2	11.4	10.1
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.6	2.5	2.2	1.8
ROE	5.9	5.7	4.8	5.1
부채비율	108.3	107.7	108.2	108.3
순차입금	-3,933	-4,272	-4,621	-5,028

단위: 십억원, %, 원, 배



전지소재 중심의 성장성 유효

최근 주가 하락은 양극재 이익률 하락 등에 따른 실적 악화 우려 때문. 점진적으로 하향 안정화될 것으로 예상했던 LG화학의 양극재 영업이익률은 2022년 4분기 부정적 Lagging 효과와 고객사의 재고조정 영향 등으로 예상 대비 빠르게 하락한 것으로 추정

다만 청주, 구미 공장 양극재 증설을 비롯해 2024년부터 연결 실적에 반영될 분리막 사업 등 전지소재 중심의 중장기적 성장성은 여전히 유효. 동사는 2023년 양극재에 대한 지속가능한 영업이익률 가이드를 유지. JV 등을 통한 자체적인 메탈 소싱으로 경쟁사 대비 상대적으로 높은 이익률 역시 지속될 전망. 목표주가 900,000원과 투자의견 Buy 유지

4Q22 Preview: 부정적 Lagging 효과와 일회성 비용 영향

4분기 매출액 14.0조원(-1.0% q-q), 영업이익 2,880억원(-68.0% q-q, 영업이익률 2.1%)을 기록할 전망

[석유화학]매출액 4.2조원(-23.1% q-q), 영업적자 692억원(적자 전환 q-q, 영업이익률 -1.6%) 전망. 주요 제품들의 스프레드 하락 지속되는 가운데 약 2개월 가량의 정기보수, 화물연대 파업에 따른 출하량 감소 영향

[첨단소재]매출액 2.1조원(-18.2% q-q), 영업이익 1,180억원(-71.9% q-q, 영업이익률 5.6%) 전망. 전방 업체들의 판매 부진으로 에너지솔루션의 가동률 하향 및 재고조정 발생. 이에 따라 양극재 판매량 감소, 판가 하락 및 원재료 Negative Lagging 효과 영향. 양극재 영업이익률은 약 5% 추정

[에너지솔루션]잠정실적은 매출액 8.5조원(+11.6% q-q), 영업이익 2,374억원(-54.5% q-q, 영업이익률 2.8%) 기록. 일회성 비용 약 3,000억원과 고객사 재고조정 영향으로 추정

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	42,655	52,053	60,388	78,385
증감률	41.9	22.0	16.0	29.8
영업이익	5,025	3,092	3,719	6,032
증감률	178.4	-38.5	20.3	62.2
영업이익률	11.8	5.9	6.2	7.7
(지배지분)순이익	3,670	2,263	2,634	4,248
EPS	50,674	30,743	36,008	58,870
증감률	721.4	-39.3	17.1	63.5
PER	12.1	19.5	17.3	10.6
PBR	2.2	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.3	8.7	7.3	5.6
ROE	18.5	8.4	8.0	12.0
부채비율	120.3	93.1	98.0	94.9
순차입금	10,604	7,201	7,665	10,410

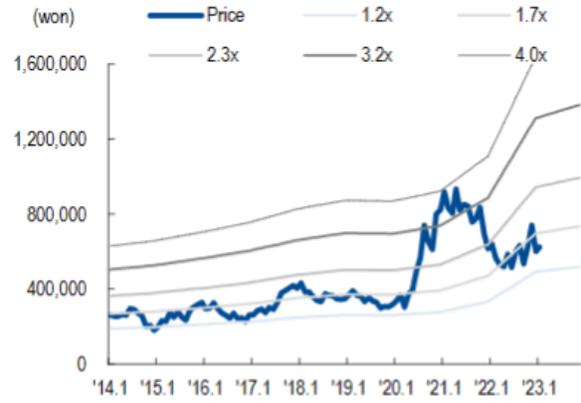
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. EV/EBITDA Band



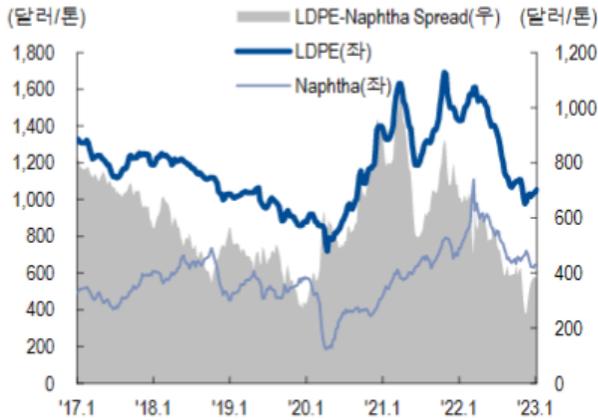
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. Trailing PBR Band



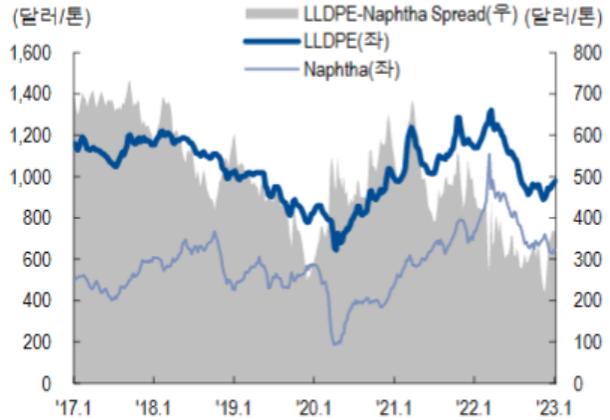
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. LDPE 가격 및 스프레드 추이



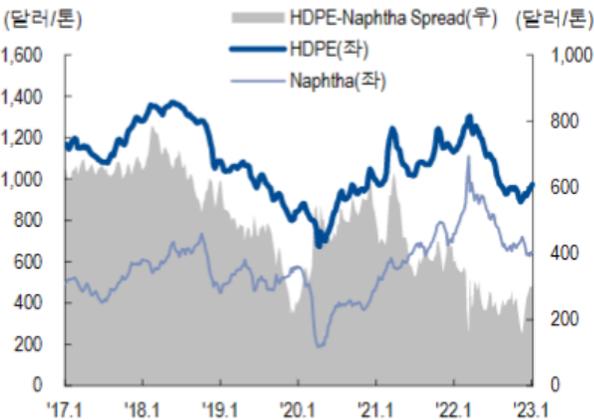
자료: Platts, NH투자증권 리서치본부

그림4. LLDPE 가격 및 스프레드 추이



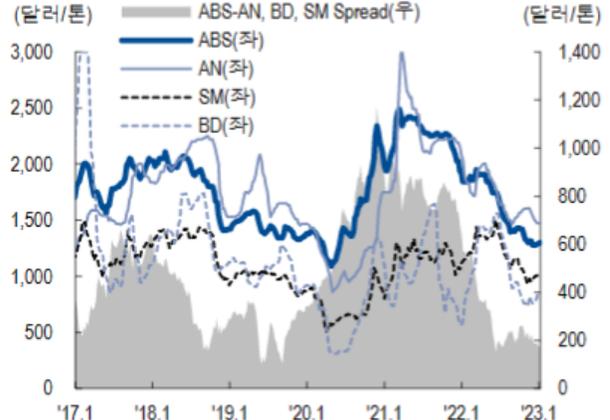
자료: Platts, NH투자증권 리서치본부

그림5. HDPE 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, NH투자증권 리서치본부

그림6. ABS 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, NH투자증권 리서치본부

그림7. PVC 가격 및 스프레드 추이

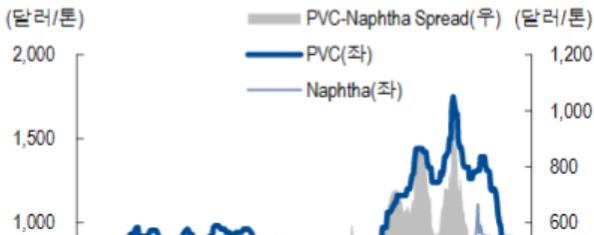
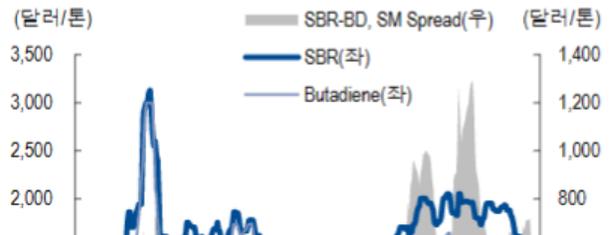
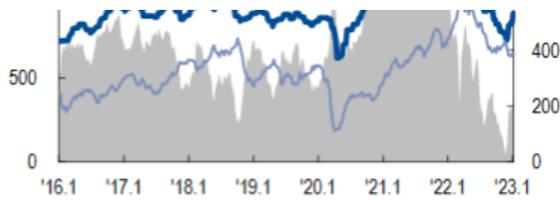
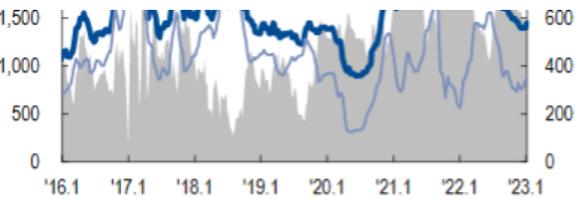


그림8. SBR 가격 및 스프레드 추이





자료: Platts, NH투자증권 리서치본부



자료: Platts, NH투자증권 리서치본부



