2023.02.06(월) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-02-05 오후 10:54 **수정한 날짜:** 2023-02-06 오전 6:11

2023.02.06(월) 증권사리포트

이녹스첨단소재
하반기 업황 개선과 확대되는 전방산업
[출처] NH투자증권 이규하 애널리스트

실적 하향 조정하나 밸류에이션 확대되는 구간

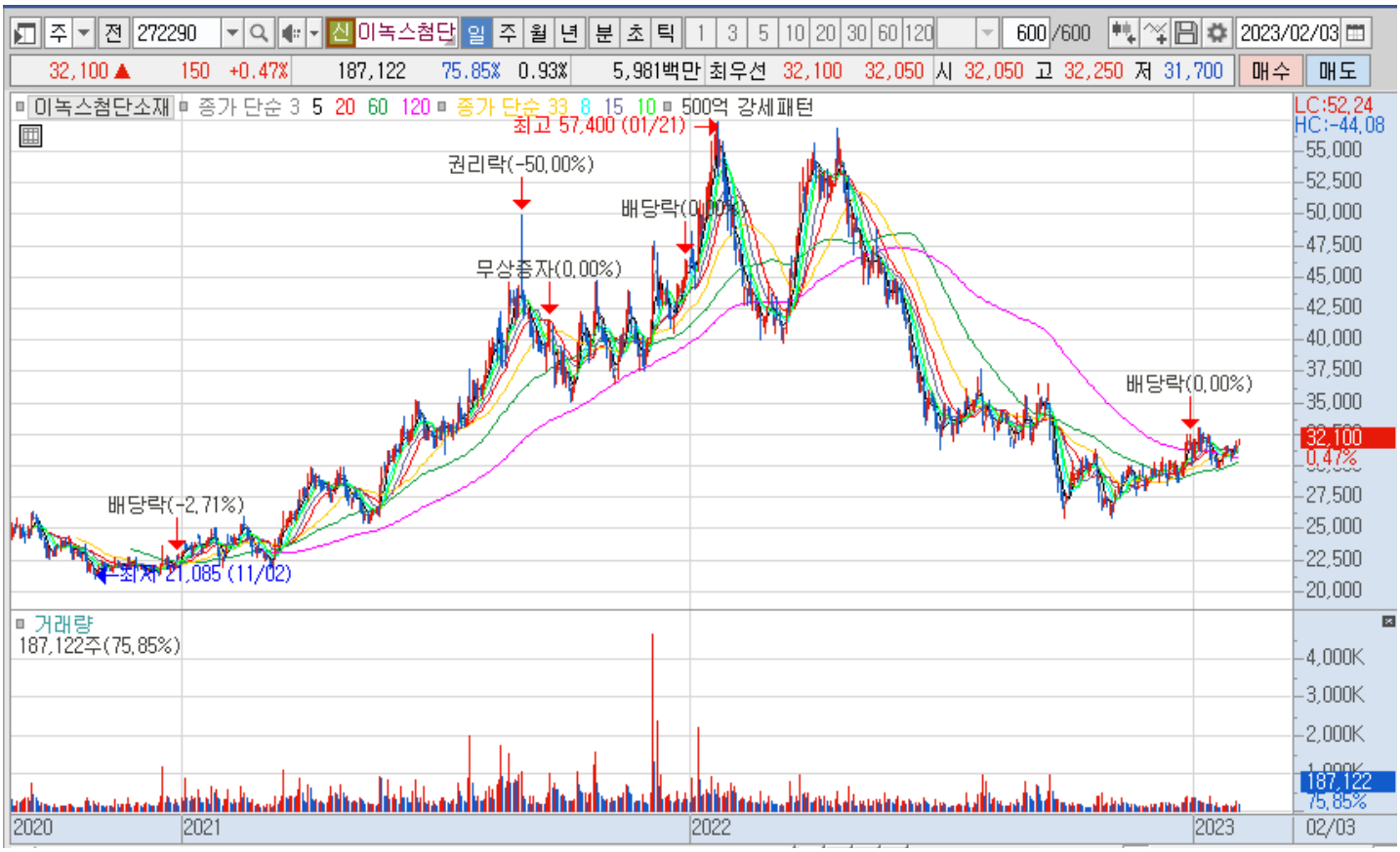
OLED 패널 재고 조정 및 가격 하락 영향을 고려해 2023년 영업이익 전망치를 하향 조정하나 목표주가와 투자의견 Buy 유지. PER 밸류에이션 기준시점을 2023년으로 변경하고 최근 동종업체들의 멀티플 상향을 반영해 목표 PER을 기존 11.2배에서 15배로 상향했기 때문
상반기까지는 글로벌 매크로 둔화 영향으로 OLED TV 등 세트 수요가 부진해 OLED 패널 출하량 둔화세가 지속될 것으로 예상하며 판가 인하 및 환율 약세 영향에 따른 마진 하락 불가피. 이를 반영해 동사 2023년 영업이익 추정치를 기존 대비 33% 낮춘 757억원(-25.8% y-y)으로 전망
하지만 최근 OLED 디스플레이를 스마트폰 뿐만 아니라 태블릿과 노트북에도 적용하려는 움직임이 포착되고 있고 하반기 IT수요 개선에 대한 기대감이 커지면서 글로벌 OLED 소재 업체들의 밸류에이션 확대되고 있는 상황. 동사도 하반기부터 실적 개선 본격화될 것으로 예상

하반기 업황 개선 및 중장기 OLED 시장 확대 매력적

동사는 4분기 고객사 재고조정, 판가 하락, 감가상각비 등 고정비 상승 영향으로 영업이익 69억원(-78.7% y-y)을 기록하며 시장 기대치 및 당사 추정치 하회. 1분기도 재고조정 영향이 지속되어 예상보다 부진한 실적 기록할 것으로 예상하나 전분기 대비 증익은 가능할 것으로 전망
하반기 IT기기 수요 회복에 대한 기대감이 커지고 있고 OLED 디스플레이가 스마트폰과 TV 이외에도 전장, 태블릿, 노트북, XR 등 활용처가 확대되고 있어 동사 중장기 수혜 유효. 신사업 확대 가능성도 매력적

	2021	2022P	2023E	2024F
매출액	487.3	489.2	456.1	507.9
증감률	*44.9*	*0.4*	*-6.8*	*11.4*
영업이익	96.7	97.7	73.7	104.7
증감률	*120.7*	*1.0*	*-24.5*	*42.1*
영업이익률	*19.8*	*20.0*	*16.2*	*20.6*
(지배지분)순이익	80.2	75.8	59.9	77.8
EPS	4,091	3,784	2,975	3,868
증감률	*217.1*	*-7.5*	*-21.4*	*30.0*
PER	11.3	8.0	10.7	8.3
PBR	2.9	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.5	4.4	5.2	3.5
ROE	31.4	22.1	14.8	16.7
부채비율	46.0	39.2	36.0	32.4
순차입금	-48.5	-100.0	-154.1	-210.7

단위: 십억원, %, 원, 배


272290 이녹스첨단
32,100 ▲ 150 +0.47% 187,122 75.85% 0.93% 5,981백만 최우선 32,100 32,050 시 32,050 고 32,250 저 31,700
이녹스첨단소재 종가 단순 3 5 20 60 120 종가 단순 33 8 15 10 500억 강세패턴
최고 57,400 (01/21)
권리락(-50.00%)
배당락(0.00%)
무상증자(0.00%)
배당락(0.00%)
배당락(-2.71%)
최저 21,085 (11/02)
LC:52.24
HC:-44.08
거래량
187,122주(75.85%)
2020
2021
2022
2023
02/03

272290 이녹스첨단
32,100 ▲ 150 +0.47% 187,122 75.85% 0.93% 5,981백만 최우선 32,100 32,050 시 32,050 고 32,250 저 31,700
이녹스첨단소재 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 36,700 (09/13)
배당락(0.00%)
최저 25,800 (09/30)
LC:24.42
HC:-12.53
거래량
187,122주(75.85%)
2022/08
09
10
11
12
2023/01
02
02/03

아모레G
4Q22 Re: 자회사의 효율화 효과
[출처] 하나증권 박은정 애널리스트

4Q22 Re: 시장 기대치 상회

4분기 연결 매출 및 영업이익은 1조 1,839억원(YoY-17%), 영업이익 786억원(YoY+3332%) 달성, 컨센서스를 38% 상회했다. 상회의 주요인은 자회사 아모레퍼시픽의 이익이 시장 눈높이를 상회했으며, 자회사 이니스프리 또한 이익체력이 상승한데 기인한다. ▶아모레퍼시픽은 연결 매출 1조원(YoY-18%), 영업이익 570억원(YoY+123%) 달성했다. 중국법인의 효율화 효과가 나타나며 시장 기대치를 32% 상회했다. 매출은 코로나 재확산에 따른 수요 위축으로 중국과 국내(면세) 모두 부진했다. ▶이니스프리는 전년동기비 매출이 4% 성장하고, 영업이익은 152억원으로 흑자전환 기록했다. 온라인과 수출이 성장했으며, 매장 축소로 로드샵 매출은 하락했다. 면세는 중국 수요 위축과 흐름을 같이 했다. 온라인 비중은 40%를 넘어섰다. ▶에스쁘아는 중저가 색조 브랜드로 전년동기비 매출 6%, 영업이익은 167% 성장했다. MBS 채널과 온라인 침투율 확대로 고성장 이어지고 있다. 수출은 두자릿수 성장했다. ▶아모스프로페셔널은 매출 5% 성장하고, 영업이익은 100% 달성했다.

2023년 모멘텀 집중 예상

아모레G는 다음 3가지 부분이 기대된다. 1) 대중국 수요 회복에 따른 뷰티 계열사의 실적 호조, 2) 그룹의 비중국 사업확장과 자회사 실적 호조가 동조화 될 것으로 판단한다. 또한 3) 방역 기조 완화에 따른 방한 외국인 수요 회복도 기대된다. 2023년은 중국의 리오프닝 전환 흐름에 따라 대중국 수요 회복이 가시적으로 나타날 것으로 보인다. 또한 하반기는 미국/일본지역으로의 사업 방향이 구체화 됨에 따라 연중 모멘텀 집중 예상한다.

투자의견 매수, 목표주가 6만원 제시

2023년 연결 매출 4.7조원(YoY+5%), 영업이익 4.8천억원 전망하며. 투자의견 매수, 추정치 상향에 의거 목표주가를 상향, 6만원 제시한다

Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	4,930.1	5,326.1	4,494.9	4,702.9	5,273.2
영업이익	십억원	150.7	356.2	271.8	481.7	647.2
세전이익	십억원	31.3	429.6	288.3	497.1	634.3
순이익	십억원	10.4	180.0	62.2	155.5	198.4
EPS	원	108	1,875	648	1,619	2,066
증감율	%	(92.79)	1,636.11	(65.44)	149.85	27.61
PER	배	508.33	23.65	53.86	24.64	19.31
PBR	배	1.53	1.22	0.94	1.03	0.96
EV/EBITDA	배	9.78	7.26	7.18	5.18	3.99
ROE	%	0.31	5.49	1.87	4.50	5.40
BPS	원	35,828	36,421	36,942	38,915	41,549
DPS	원	230	450	450	450	450

002790 아모레G
42,500 ▼ 850 -1.96% 375,730 45.35% 0.46% 16,011백만 최우선 42,550 42,500 시 43,000 고 43,350 저 42,250
매수 매도
아모레G 종가 단순 3 5 20 60 120 종가 단순 33 8 15 10 500억 강세패턴
최고 80,600 (06/02)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
최저 23,150 (10/13)
LC:83,59
HC:-47,27
42,500
-1.96%
거래량
375,730주(45.35%)
2020
2021
2022
2023
02/03

002790 아모레G
42,500 ▼ 850 -1.96% 375,730 45.35% 0.46% 16,011백만 최우선 42,550 42,500 시 43,000 고 43,350 저 42,250
매수 매도
아모레G 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 43,500 (02/02)
배당락(0.00%)
최저 23,150 (10/13)
LC:83,59
HC:-2,30
42,500
-1.96%
거래량
375,730주(45.35%)
2022/08
09
10
11
12
2023/01
02
02/03

LX하우시스
원자재 재고 스캔들
[출처] NH투자증권 이은상 애널리스트

4분기, 원재료 가격 하락 효과는 반영되지 않음

투자의견 Buy를 유지하나 목표주가는 45,000원(기존 51,000원)으로 하향. 목표주가 하향은 2023년 EBITDA 5% 하향에 기인. 원자재 가격 하락 효과가 나타나려면 시간이 추가로 필요하다는 판단. 다만, B2B향 건자재 사업과 자동차 사업의 실적 개선은 여전히 유효하다는 점에서 투자의견 Buy를 유지
4분기 건축자재 사업은 영업적자 65억원(적지 y-y, 영업이익률 -1%) 기록. B2C향 건자재 판매 부진, 아파트 건설 현장의 공정률 지연으로 인해 기존에 높은 가격으로 매입했던 PVC 재고가 남아 있었던 것으로 파악됨
소재/부품 사업은 영업적자 65억원(적지 y-y, 영업이익률 –3%)을 기록. 산업용 필름 판매 부진, 자동차 소재/부품 관련 원가 부담 상존으로 인해 저조한 실적을 기록. 자동차 사업 관련 원가 또한 기존에 높은 가격으로 매입했던 PVC 재고 때문

2023년, 혹독한 비용 관리

2023년 매출 3.5조원(-3% y-y), 영업이익 836억원(454% y-y, 영업이익률 2.5%) 전망. 2022년 PVC 평균 가격은 1,569원/kg(-16% y-y) 수준으로 2023년 1분기 실적에 영향을 줄 것으로 전망. 참고로 2021년 4분기~2022년 3분기 PVC 평균 가격은 1,983원/kg(+33% y-y). 주택 거래량 회복 속도에 따라 추가적인 이익률 개선이 가능할 것
2023년에는 전 사업부문의 비용 절감과 자산 효율화가 진행될 예정. 손상차손 반영 등으로 인한 순이익 변동은 불가피

	2021	2022P	2023E	2024F
매출액	3,472	3,611	3,508	3,571
증감률	*14.3*	*4.0*	*-2.9*	*1.8*
영업이익	67.3	15.1	83.6	111.8
증감률	*-5.2*	*-77.6*	*453.6*	*33.7*
영업이익률	*1.9*	*0.4*	*2.4*	*3.1*
(지배지분)순이익	13.1	-121.7	1.7	41.7
EPS	1,419	-13,609	151	4,607
증감률	*-116.4*	*적전*	*흑전*	*2,951.0*
PER	43.3	N/A	257.8	8.4
PBR	0.7	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.3	5.5	4.1	3.6
ROE	1.5	-15.1	0.2	5.4
부채비율	195.0	222.8	212.5	197.3
순차입금	659.0	826.3	760.5	712.3

단위: 십억원, %, 원, 배

108670 LX하우시스 일 주 월 년 분 초 틱 600/600 2023/02/03
37,000 ▼ 1,900 -4.88% 138,191 381.04% 1.54% 5,089백만 최우선 37,050 37,000 시 38,850 고 38,850 저 36,450 매수 매도
LX하우시스 종가 단순 3 5 20 60 120 종가 단순 33 8 15 10 500억 강세패턴
최고 113,000 (07/07)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
최저 30,050 (01/03)
LC:23.13
HC:-67.26
거래량
138,191주(381.04%)
2020
2021
2022
2023
02/03

108670 LX하우시스 일 주 월 년 분 초 틱 120/600 2023/02/03
37,000 ▼ 1,900 -4.88% 138,191 381.04% 1.54% 5,089백만 최우선 37,050 37,000 시 38,850 고 38,850 저 36,450 매수 매도
LX하우시스 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 49,250 (08/16)
배당락(0.00%)
최저 30,050 (01/03)
LC:23.13
HC:-24.87
거래량
138,191주(381.04%)
2022/08
09
10
11
12
2023/01
02
02/03

CJ프레시웨이
전환의 시작
[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

제조 라인업 통합 → 투자를 통한 경쟁력 강화

CJ프레시웨이의 주요 자회사가 합병을 결정하였다. 송림푸드가 제이팜스를 흡수하는 형태이며 송림푸드가 1, 제이팜스가 0 무증자 방식으로 흡수한다는 것이다. 합병기일은 3월 31일로 알려져 있다. 합병에 대한 이유는 CJ프레시웨이의 핵심 역량을 한 곳으로 집결해 경쟁력을 강화시키고, 경영효율성 제고를 모색한다는 계획이다.
당사에서는 주요 자회사 합병에 대해 높은 의미를 부여하고 있다. 그러한 이유는 1) 제조라인 계열사 합병이라는 점과, 2) 제조와 전처리 라인 통합에 따른 상품 시너지 가능성이 높아질 수 있고, 3) 밀솔루션 비즈니스 모델 강화를 위한 선제적 작업, 4) 그룹사 및 그룹내 사업부 효율성 제고, 5) 제조역량 강화를 통해 향후 사업모델 확장도 가능케하는 초석이 될 수 있기 때문이다.
합병 이후 제조사이트 통합 → 전처리 및 소스 통합 라인 구축 → 신규 투자를 통한 추가 제조라인 확보를 예상할 수 있다. 올해 하반기 중 전처리 및 소스 통합 라인 구축을 통한 시너지를 기대할 수 있으며, 이를 통해 각 사업부 효율화에 대한 점검도 동시에 이루어질 전망이다. 즉, 단기적으로는 제조라인 통합에 따른 송림푸드 가시적 성과, 중장기적으로 단체급식 및 식자재공급 채널에 대한 수익성 및 경쟁력 강화가 이루어질 수 있다는 의미이다.

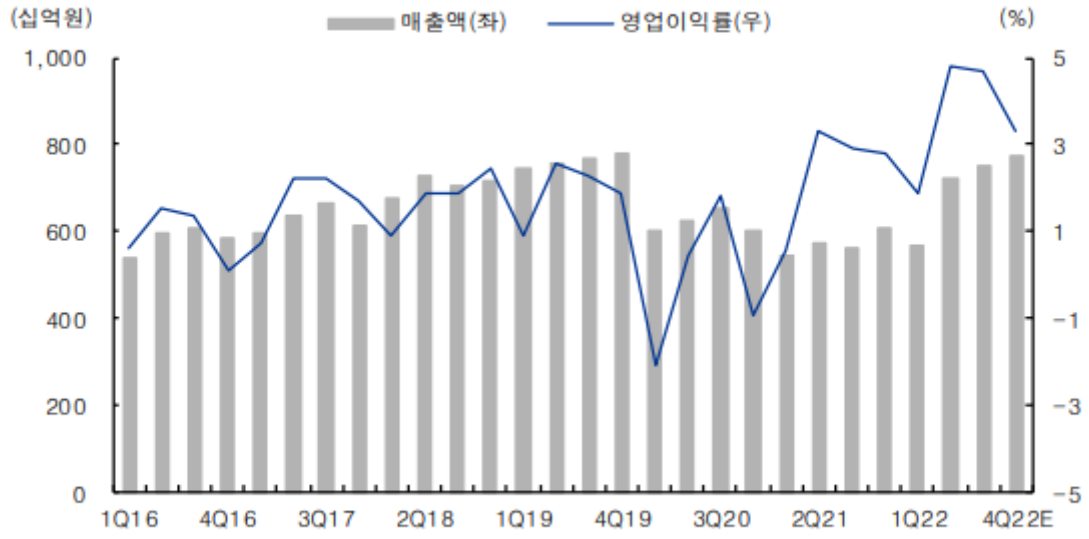
2023년 영업실적에 대한 기대치 유효

당사에서는 2023년 동사의 매출액은 전년대비 +17.2% 성장한 약 3.3조원, 영업이익 +30.3% 성장한 1,380억 원으로 추정한다. 지난해 높은 성장세를 기록했지만, 올해에도 차별적인 성장세를 이룰 것으로 전망하고 있다.
투자의견 적극매수, 목표주가 7.3만원 유지

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	2,479	2,291	2,812	3,296	3,822
영업이익	-4	56	106	138	168
세전이익	-48	31	77	104	134
지배주주순이익	-39	27	60	80	103
EPS(원)	-3,307	2,245	5,072	6,704	8,655
증가율(%)	-862.4	-167.9	125.9	32.2	29.1
영업이익률(%)	-0.2	2.4	3.8	4.2	4.4
순이익률(%)	-1.7	1.4	2.2	2.5	2.8
ROE(%)	-20.2	12.3	22.1	23.7	24.3
PER	-5.8	12.8	6.3	4.8	3.7
PBR	1.2	1.4	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA	10.8	6.4	4.4	3.4	2.5

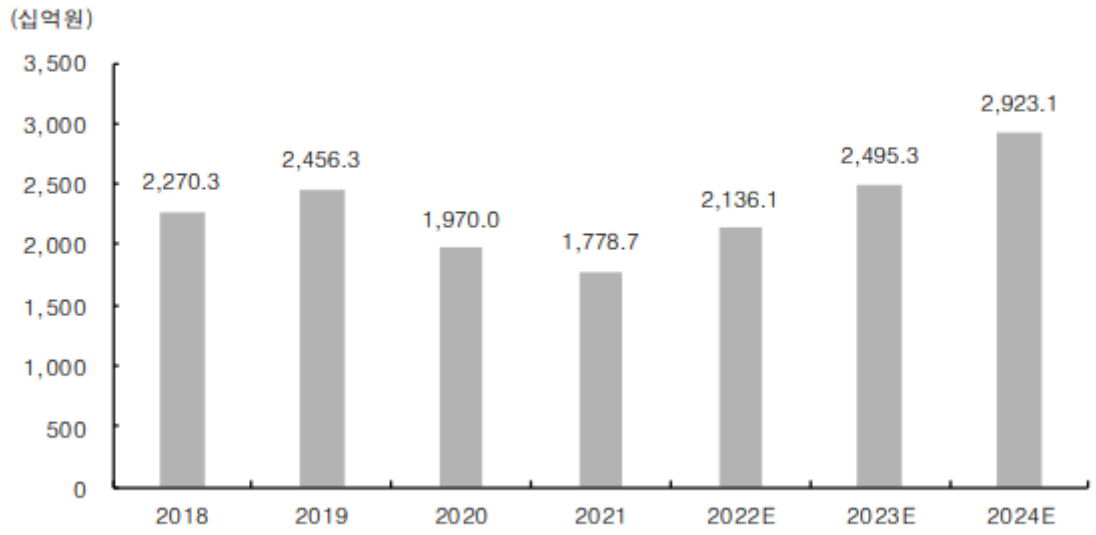
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. CJ프레시웨이 분기별 영업실적 추이



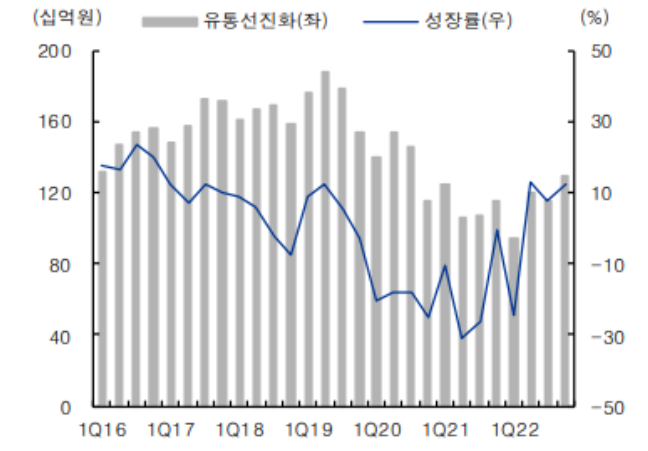
자료: CJ프레시웨이, IBK투자증권

그림 2. CJ프레시웨이 식자재유통 매출액 추이



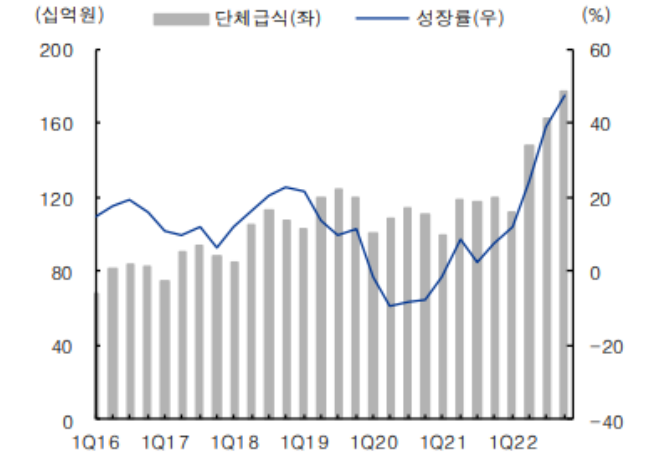
자료: CJ프레시웨이, IBK투자증권

그림 3. 유통선진화 영업실적 추이

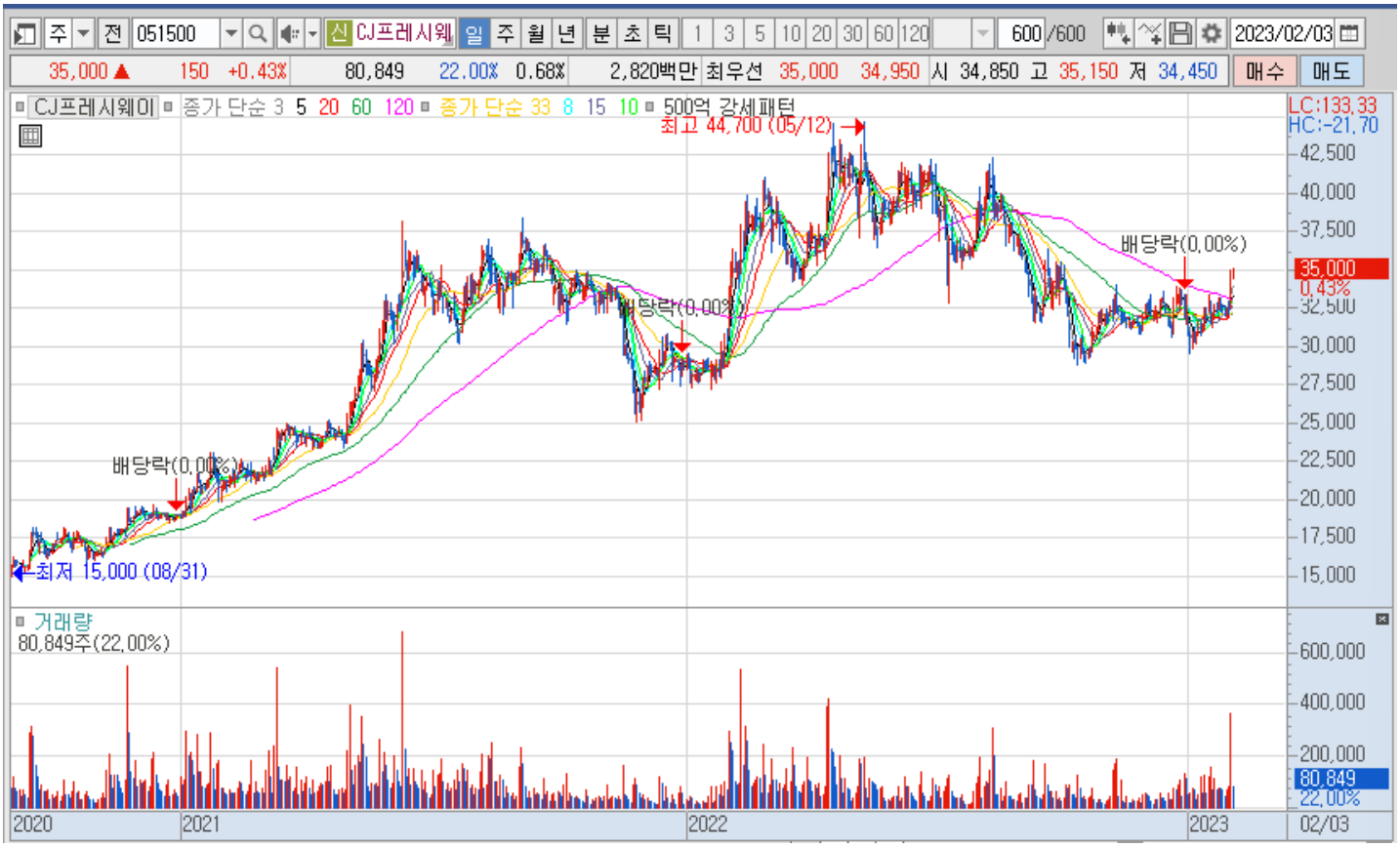


자료: CJ프레시웨이, IBK투자증권

그림 4. 단체급식 영업실적 추이



자료: CJ프레시웨이, IBK투자증권



에어부산
여행 수요 랠리는 곧 실적 랠리로 이어질 것
[출처] 하나증권 김두현 애널리스트

여행수요에 따른 사업호황으로 1Q23 호실적 가시화

에어부산은 2007년 설립된 국내 대표 LCC(저비용 항공사) 업체이다. 동사는 기존 노선이 부산 중심이었으나 올해부터 인천 신규노선 8개가 추가되며 외형 확대와 수익성 개선이 동시에 가능한 국면이다. 신규 노선은 구체적으로 일본 오사카/나리타/후쿠오카 향 3개, 동남아 방콕/나트랑 2개가 추가되었으며, 중국 및 기타 타이베이/홍콩/마카오 3개 예정이다. 인천발 신규 노선은 향후 11개까지 늘어날 가능성 존재하며 1)여행수요의 폭발적 증가에 따라 가격과 탑승객의 동반상승이 예상되며, 2)인천 신규 노선과 일본 향 여행객 호황으로 수익성이 대폭 개선 가능할 전망이고, 3)22년 하반기 이후 과거 대비 하락세를 보인 우호적인 환율과 유가의 영향으로 1Q23, 2023 연간 호실적이 예상되는 상황이다.

인천 신규 노선 효과로 기존과 다른 실적이 보인다!

에어부산은 21대의 항공기를 보유 중이다. 이 중 A321-CEO 2대를 반납, A321-NEO 2대가 신규로 들어올 예정이다. CEO 대비 NEO의 좌석수가 약 18% 많고 중장거리 운항에 적합하며 이를 통한 수익성 위주의 노선 운용이 가능하다. 수익성이 가

장 기대되는 노선은 인천-일본이다. 일본향 노선은 국내선과 비슷한 운행시간 대비 높은 가격으로 마진율이 좋은 편이며 최근 여행수요 급증에 따른 ASP 상승과 탑승률 증가로 높은 영업이익률 달성이 가능할 것으로 판단된다. 수요 급증으로 인해 이미 평년 대비 ASP가 1.5배 이상 높게 형성된 상황에서, 인천 출발 노선은 부산 대비 ASP가 높고 일본/동남아 노선 탑승률도 18년도 85%/80% 대비
현재 90% 수준으로 증가 추세이다. 또한 인천-일본 운항편 수는 작년 12월 310대à올해 1월 322대, 탑승인원 58,844명à63,961명으로 늘어났다. 인천-동남아 노선은 장거리 운항으로 일본 노선 대비 수익성은 소폭 낮지만 작년 12월 대비 올해 1월 운항편수가 77대à124대, 탑승인원 15,207명à24,029명으로 급증하면서 실적 개선에 기여할 것으로 보인다.

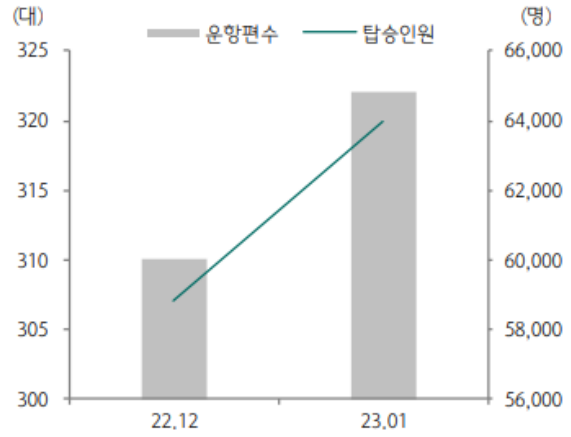
2023년 매출액 7,990억원, 영업이익 823억원 전망

에어부산의 2023년 연간 매출액 7,990억원(+93.9%, YoY), 영업이익 823억원(흑자전환, YoY)로 예상한다. 편도 기준 국내선/국제선 ASP를 3만원/20만원 가정 하에 23년 1월 실제 편도 탑승인원 739,766명/252,481명을 적용 시, 1월달 700억원 이상의 매출이 추정된다. 또한 수익성이 높은 일본/동남아 노선 수요가 연초에 집중되고 있고 2월 적은 일자 수와 3월 수요의 소폭 하락을 고려해도 1분기 영업이익 400억 이상 호실적이 가능할 것으로 판단된다. 향후 유가 방향에 따른 영업이익률 변동성은 존재하지만 3Q23 또한 1분기와 유사한 성수기가 예상되기에 연간 실적은 큰 폭의 턴어라운드가 이루어질 전망이다

Financial Data

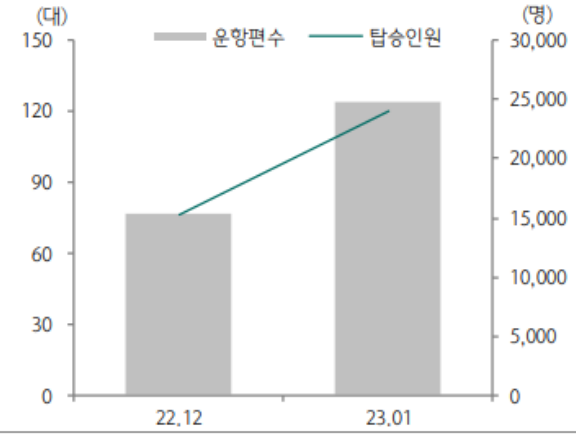
투자지표	단위	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	십억원	562	654	633	190	177
영업이익	십억원	34	21	(38)	(189)	(204)
세전이익	십억원	37	24	(96)	(170)	(353)
순이익	십억원	28	20	(73)	(128)	(266)
EPS	원	997	710	(2,451)	(4,240)	(5,374)
증감율	%	(0.2)	(28.8)	적전	N/A	적지
PER	배	0.0	15.7	(4.4)	(1.6)	(1.1)
PBR	배	0.0	2.2	3.0	2.6	3.5
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.2	(0.3)	(0.4)
ROE	%	23.3	13.3	(67.4)	(116.5)	(203.8)
BPS	원	4,871	5,141	3,655	2,587	1,702
DPS	원	500	100	0	0	0

그림 1. 에어부산 인천-일본 운행 추이



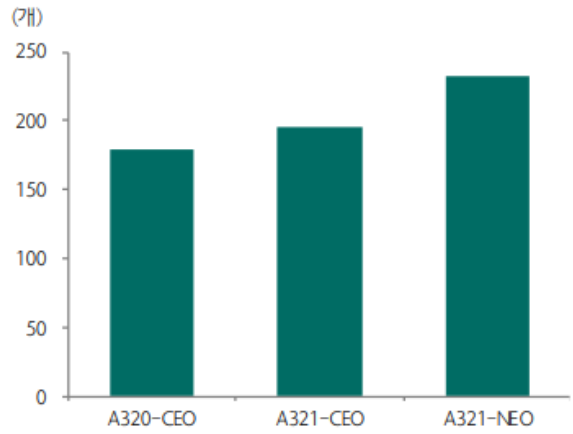
자료: 국토교통부, 하나증권

그림 2. 에어부산 인천-동남아 운행 추이



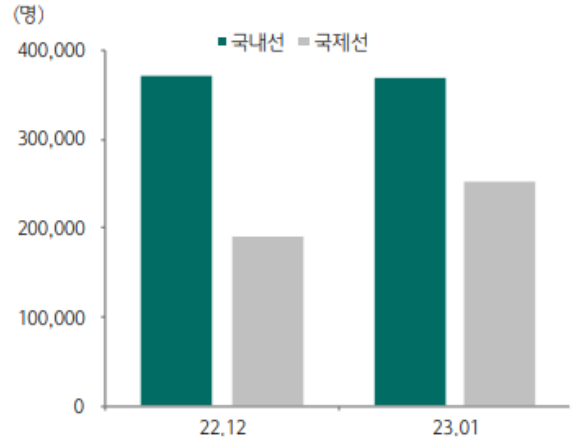
자료: 국토교통부, 하나증권

그림 3. 보유 항공기별 탑승 가능 좌석 수



자료: 에어부산, 하나증권

그림 4. 에어부산 국내/국제선 운송 추이



자료: 국토교통부, 하나증권
주: 국내선은 출발 기준, 국제선은 출발+도착 기준 산출

298690
에어부산
600/600
2023/02/03
4,360 ▼ 90 -2.02% 1,291,469 98.91% 1.11% 5,634백만 최우선 4,360 4,355 시 4,430 고 4,465 저 4,290
매수
매도
에어부산 종가 단순 3 5 20 60 120 종가 단순 33 8 15 10 500억 강세패턴
최고 12,960 (11/17)
(9.37%)
배당락(0.00%)
최저 1,920 (11/01)
LC:127.08
HC:-66.36
거래량
1,291,469주(98.91%)
2020
2021
2022
2023
02/03

298690
에어부산
120/600
2023/02/03
4,360 ▼ 90 -2.02% 1,291,469 98.91% 1.11% 5,634백만 최우선 4,360 4,355 시 4,430 고 4,465 저 4,290
매수
매도
에어부산 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 4,780 (01/30)
배당락(0.00%)
유상증자(0.00%)
최저 1,920 (11/01)
LC:127.08
HC:-8.79
거래량
1,291,469주(98.91%)
2022/08
09
10
11
12
2023/01
02
02/03

바텍
지속적인 중국 부진, 23년에도 여전히 선진국을 기대
[출처] NH투자증권 박병국 애널리스트

일회성 요인들이 반영되어 영업이익 컨센서스 상회

투자의견 Buy, 목표주가 5만원으로 17% 하향. 목표주가 하향은 '22년에 발생한 외환차익 등 영업외손익 조정으로 순이익 하향 및 피어 멀티플 하락 때문임. 연결 기준 4분기 매출액은 1,032억원(+8% y-y) 및 영업이익 226억원(+53% y-y)으로 영업이익은 당사 추정치 및 컨센서스 상회
원가율이 기존 대비 큰 폭으로 낮아진 탓에 시장 기대치 대비 영업이익이 높게 나왔으며 1)기존 미실현손실 처리되었던 해외법인 재고자산이 판매되면서 환입 발생, 2)고 판가 제품 매출 비중 증가가 주요 이유. '23년 원가율은 '21년보다는 개선, '22년 4분기 대비는 6% 높아진 49%로 추정
판관비율은 57%로 기존 수준 대비 높아졌으며 지난 9월 라스베가스에서 진행한 마케팅 행사 비용 약 20억원이 4분기에 인식되었기 때문. '23년 상반기에도 독일 쾰른에서 행사가 진행되며 유사한 수준의 비용 지출 예정

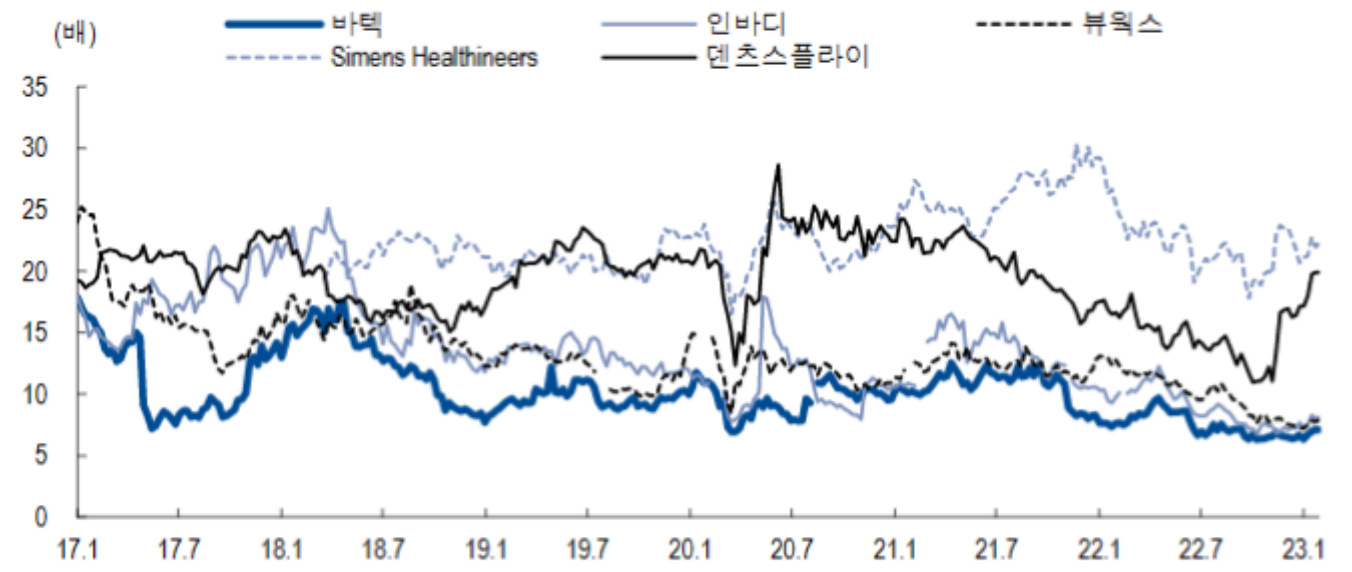
중국은 여전히 어려운 상황,'23년에도 여전히 선진국을 기대

'23년 연결 기준 매출액은 4,289억원(+9% y-y), 영업이익 832억원(+4% y-y) 전망. 중국 코로나 봉쇄 및 기존 출시제품의 성장 둔화로 인해 상반기 성장은 미미할 것으로 판단됨
다만 작년 하반기에 중국에서 인증받은 그린스마트, 그린16 제품이 3월에출시 및 미국-유럽의 중저가 CT 시장 틈새 수요 확보에 따른 선진국 내 M/S 확대로 하반기에는 매출 성장세 개선할 것으로 전망함

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	339.0	394.9	428.9	487.4
증감률	*38.7*	*16.5*	*8.6*	*13.6*
영업이익	65.5	80.4	83.2	96.3
증감률	*107.5*	*22.6*	*3.6*	*15.7*
영업이익률	*19.3*	*20.3*	*19.4*	*19.8*
(지배지분)순이익	51.2	70.2	67.7	78.2
EPS	3,449.2	4,728.0	4,559.6	5,267.2
증감률	*흑전*	*37.1*	*-3.6*	*15.5*
PER	10.2	6.9	7.8	6.7
PBR	1.9	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	5.9	4.3	4.4	3.7
ROE	20.7	22.8	18.1	17.5
부채비율	47.6	52.8	58.7	66.4
순차입금	-89.8	-120.2	-152.3	-176.3

단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 바텍 및 경쟁 업체 12개월 선행 PER 추이



자료: Fnguide,FactSet, NH 투자증권 리서치본부

S-Oil
재고관련 손실 증가로 인한 실적 둔화
[출처] IBK투자증권 이동욱 애널리스트

작년 4분기 영업이익, 시장 기대치 하회

S-Oil의 작년 4분기 영업이익은 -1,578억원으로 전 분기 대비 적자전환하며, 시장 기대치(433억원)를 하회하였다. 윤활기유부문은 높은 수익성을 기록하였으나, 유가/환율 하락으로 재고관련손실이 크게 발생하였고, 성과급 등 일회성 비용이 추가되었기 때문이다.
1) 정유부문 영업이익은 -3,796억원으로 전 분기 대비 적자전환하였다. 겨울철 난방 성수기 효과 및 항공유 수요 증가에도 불구하고, 유가/환율 하락으로 대규모 재고평가손실과 수출주에 부정적인 효과가 발생하였기 때문이다. 2) 석유화학부문 영업이익은 -574억원으로 전 분기 대비 적자전환하였다. PP/PO 등 올레핀부문은 중국 수요 둔화 및 경쟁사 증설분 가동으로 스프레드가 축소되었고, 방향족도 중국 신규 설비 가동 및 수요 회복 지연으로 수익성이 둔화되었기 때문이다. 3) 윤활기유부문 영업이익은 2,795억원으로 전 분기 대비 25.8% 감소하였다. 계절적 수요 둔화에 기인한다. 다만 윤활기유부문은

고품질 제품에 대한 견고한 수요 지속 및 원재료 가격 하락으로 33.3%의 높은 영업이익률을 기록하였다. 한편 환헷지 등을 통한 순환차손익의 급증으로 작년 4분기 세전이익은 3,326억원을 기록하며, 전 분기 대비 흑자전환을 하였다.

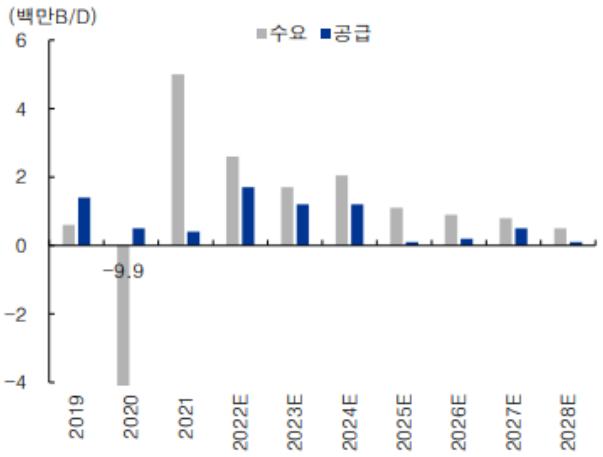
올해 정제설비 순증 물량, 작년 대비 감소 전망

중국 수출 쿼터 확대에도 불구하고, 리오프닝으로 인한 중국 석유제품 수요 증가 및 EU의 러시아 석유제품 금수조치로 올해도 세계 정유 수급은 타이트한 상황을 지속 할 전망이다. 한편 중동/아프리카/아시아의 신규 정제설비 가동으로 올해에는 191만 B/D의 공급 증가가 예상되나, 폐쇄 물량 등을 고려한 순증 물량은 108만B/D로 작년 대비 감소할 전망이다. 또한 과거의 사례를 참고하면, 신규 정제설비가 수출에 도달하기까지는 1~2년이 걸리는 등 램프업에 걸리는 시간도 고려할 필요가 있다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	16,830	27,464	42,446	48,449	47,240
영업이익	-1,099	2,141	3,408	2,274	2,708
세전이익	-1,168	1,878	2,899	1,924	2,358
지배주주순이익	-796	1,379	2,113	1,430	1,750
EPS(원)	-6,827	11,822	18,122	12,260	15,010
증가율(%)	-1,316.8	-273.2	53.3	-32.3	22.4
영업이익률(%)	-6.5	7.8	8.0	4.7	5.7
순이익률(%)	-4.7	5.0	5.0	3.0	3.7
ROE(%)	-13.1	21.8	27.3	16.4	18.9
PER	-10.1	7.2	4.6	7.2	5.9
PBR	1.4	1.4	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA	-27.5	4.9	3.4	5.3	4.6

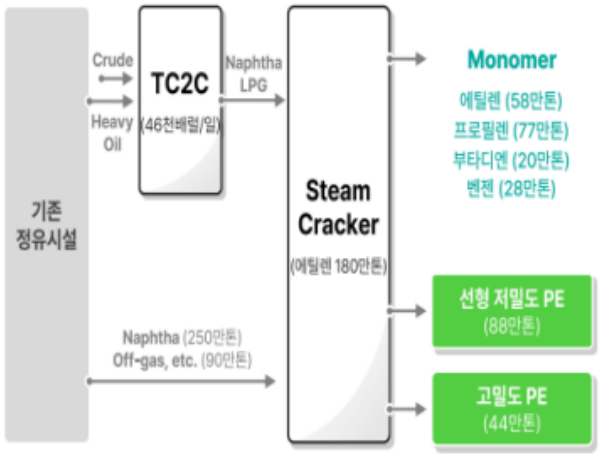
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 세계 석유 수요 및 설비 순증설 추이/전망



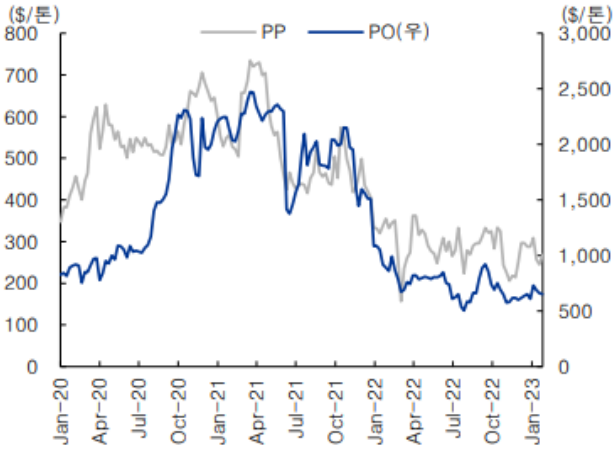
자료: EIA, OPEC, IHS, FACTS, WoodMac, IBK투자증권

그림 2. 샤힌 프로젝트 공정 개략도



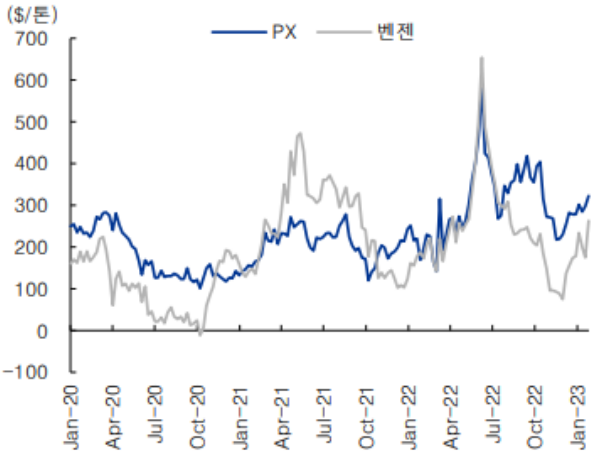
자료: S-Oil, IBK투자증권

그림 3. 역내 PP/PO 스프레드 추이(나프타 통합 기준)

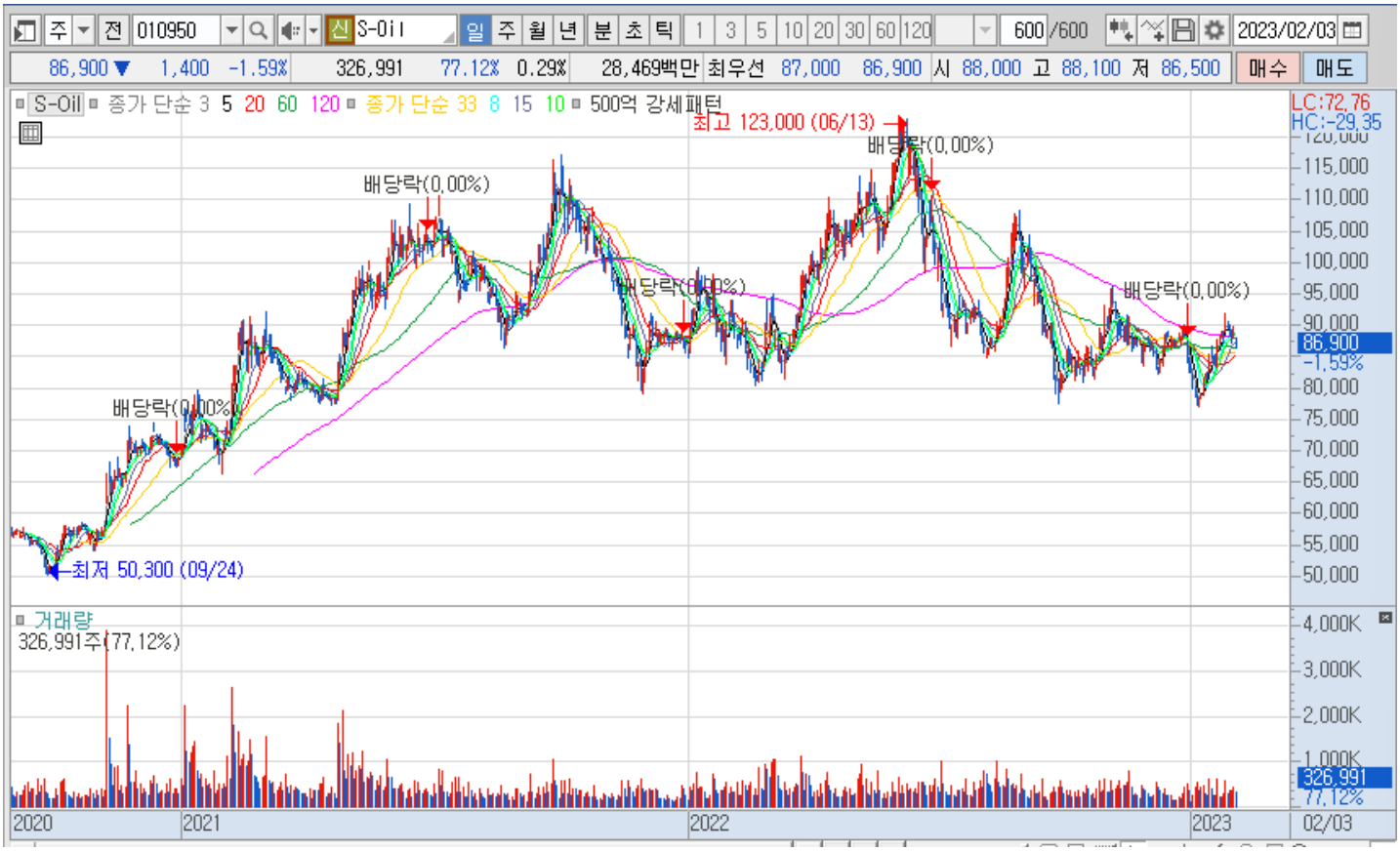


자료: 씨스켐, IBK투자증권

그림 4. 국내 PX/벤젠 스프레드 추이



자료: 씨스켐, IBK투자증권


010950 S-Oil
86,900 ▼ 1,400 -1.59% 326,991 77.12% 0.29% 28,469백만 최우선 87,000 86,900 시 88,000 고 88,100 저 86,500
매수 매도
S-Oil 종가 단순 3 5 20 60 120 종가 단순 33 8 15 10 500억 강세패턴
최고 123,000 (06/13)
배당락(0.00%)
최저 50,300 (09/24)
거래량
326,991주(77.12%)
2020 2021 2022 2023 02/03

010950 S-Oil
86,900 ▼ 1,400 -1.59% 326,991 77.12% 0.29% 28,469백만 최우선 87,000 86,900 시 88,000 고 88,100 저 86,500
매수 매도
S-Oil 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 108,500 (08/30)
배당락(0.00%)
최저 77,100 (01/06)
거래량
326,991주(77.12%)
2022/08 09 10 11 12 2023/01 02 02/03