

2023.03.22(수) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-03-22 오전 3:09

수정한 날짜: 2023-03-22 오전 11:34

2023.03.22(수)증권사리포트

현대모비스

2022년 물류비가 7,677억원 증가했었다

[\[출처\] 하나증권 송선재 애널리스트](#)

최근 2년간 외형 성장은 이익 증가를 견인하지 못한 성장

현대모비스의 최근 2년의 성장은 이익 증가를 동반하지 못했다. 매출액이 2020년 36.6조원에서 2022년 51.9조원으로 2년간 15.3조원, 42% 증가한 것에 비해 영업이익은 2020년 1.83조원에서 2022년 2.03조원으로 1,962억원, 11% 증가에 그쳤다. 특히, 2021년에서 2022년에는 매출액이 10.2조원 증가한 반면, 영업이익은 140억원 감소했다. 결과적으로 영업이익률은 2020년 5.0%, 2021년 4.9%, 2022년 3.9%로 하락했다. 이익을 동반하지 못한 외형 성장으로 인해 Valuation은 지속적으로 하락해 P/B 기준 2020년 0.72배, 2021년 0.67배, 2022년 0.49배였고, 2023년 3월 현재에도 0.5배 수준에서 등락하고 있다. Valuation 회복과 주가 상승을 위한 이익 증가가 필요한 상황인 것이다.

최근 2년 이익률 하락에는 물류비 증가가 큰 영향

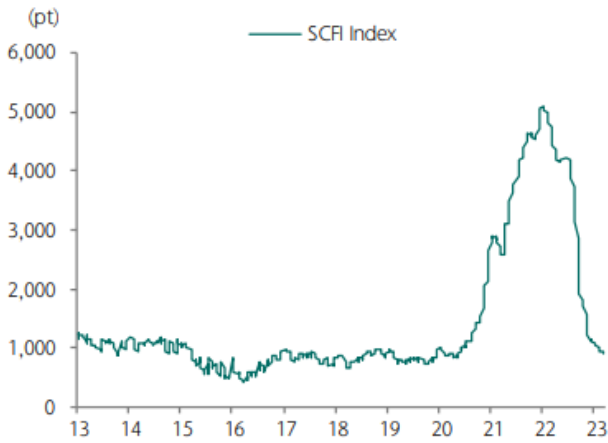
현대모비스의 2014년 이후 이익률 하락을 시기별로 보면, 2014년~2017년은 중국의 적자 전환(중국 OP 2014년 7,844억원 →2017년-1,454억원), 2017년~2020년은 코로나/반도체 차질 등에 따른 외형 정체(매출액 2017년 35.1조원→2020년 36.6조원) 속 경상개발비/지급수수료 등 비용 증가가 주된 원인이었다. 2020년~2022년 구간에는 외형이 급성장했음에도 이익은 전혀 늘지 못했다. 인건비/경상개발비가 크게 증가했지만(2020년 3.00조원→2022년 4.14조원), 매출액 대비 비율은 8.2%에서 8.0%로 하락했다. 금액과 비율이 모두 부정적이었던 비용은 물류비였다. 물류비는 2020년 6,130억원(매출액 대비 1.7%)에서 2022년 18,099억원(매출액 대비 3.5%)으로 195% 증가하면서 수익성에 1.8%p만큼 부정적인 영향을 주었다. 특히, 2022년에만 7,677억원(+74%)이 증가하면서 매출액 대비 비율이 1.0%p 상승하여 연결 영업이익률 하락분 1.0%p의 상당 부분을 설명한다(OPM 4.9%→3.9%). 창고/트럭 관련 내륙운송비 부담도 증가했지만, 2021년~2022년 걸친 해상운송비 급등과 대체수단으로서 항공 긴급수송과 같은 요인도 있었다. 실제 컨테이너운임지수인 SCFI는 2019년 평균 811pt에서 2020년 1,234pt→2021년 3,773pt→2022년 3,410pt를 기록했었다. 물류비가 Spot 가격에 3~6개월 후행해 반영되면서 최근 2년간 수익성에 부정적이었다.

2023년~2024년 물류비 감소하면서 비용부담 완화

여전히 북미 내륙운송비는 높겠지만, 다행스럽게 SCFI는 2022년 1월 5,110pt로 고점을 찍고 7월 이후 급격히 하락하여 2023년 3월 중순 현재 910pt를 기록 중인 바 해상운임비 부담이 완화되고, 선박수급도 개선되면서 항공수송 부담도 낮아지면서 물류비가 감소할 전망이다. 이러한 물류비 감소는 2023년에도 이어질 경상개발비 증가(+2,700억원, 매출액 대비 +0.3%p)와 2024년 이후 감가상각비 증가(2023년~2024년 북미 전동화 공장 투자 13억달러)의 부담을 완화시키면서 영업이익이 증가하는데 기여할 것이다. 물류비 감소는 현대모비스에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 27.0만 원을 유지하는 근거 중 하나이다

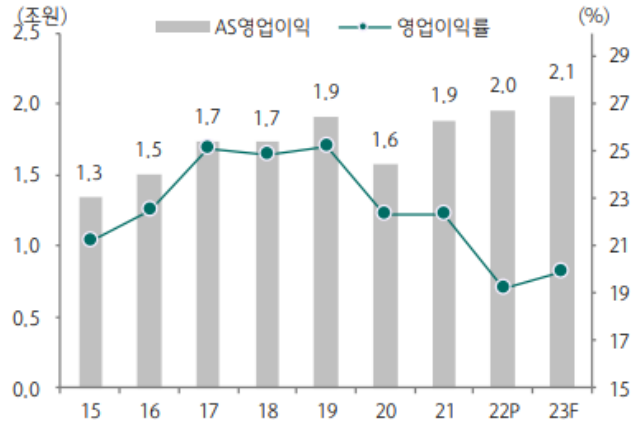
| Financial Data | | | | | | |
|----------------|-----|----------|----------|----------|----------|----------|
| 투자지표 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
| 매출액 | 십억원 | 36,626.5 | 41,702.2 | 51,906.3 | 56,589.1 | 60,948.5 |
| 영업이익 | 십억원 | 1,830.3 | 2,040.1 | 2,026.5 | 2,335.4 | 2,580.4 |
| 세전이익 | 십억원 | 2,118.0 | 3,194.5 | 3,362.6 | 3,742.9 | 4,014.5 |
| 순이익 | 십억원 | 1,529.1 | 2,352.3 | 2,485.3 | 2,767.5 | 2,968.3 |
| EPS | 원 | 16,082 | 24,818 | 26,301 | 29,352 | 31,481 |
| 증감율 | % | (32.62) | 54.32 | 5.98 | 11.60 | 7.25 |
| PER | 배 | 15.89 | 10.25 | 7.62 | 7.41 | 6.91 |
| PBR | 배 | 0.72 | 0.67 | 0.49 | 0.50 | 0.47 |
| EV/EBITDA | 배 | 6.01 | 5.86 | 4.56 | 4.70 | 3.87 |
| ROE | % | 4.66 | 6.87 | 6.84 | 7.17 | 7.23 |
| BPS | 원 | 355,702 | 382,120 | 405,774 | 431,041 | 458,076 |
| DPS | 원 | 4,000 | 4,000 | 4,200 | 4,600 | 5,000 |

그림 1. 상해컨테이너운임지수(SCFI) 추이



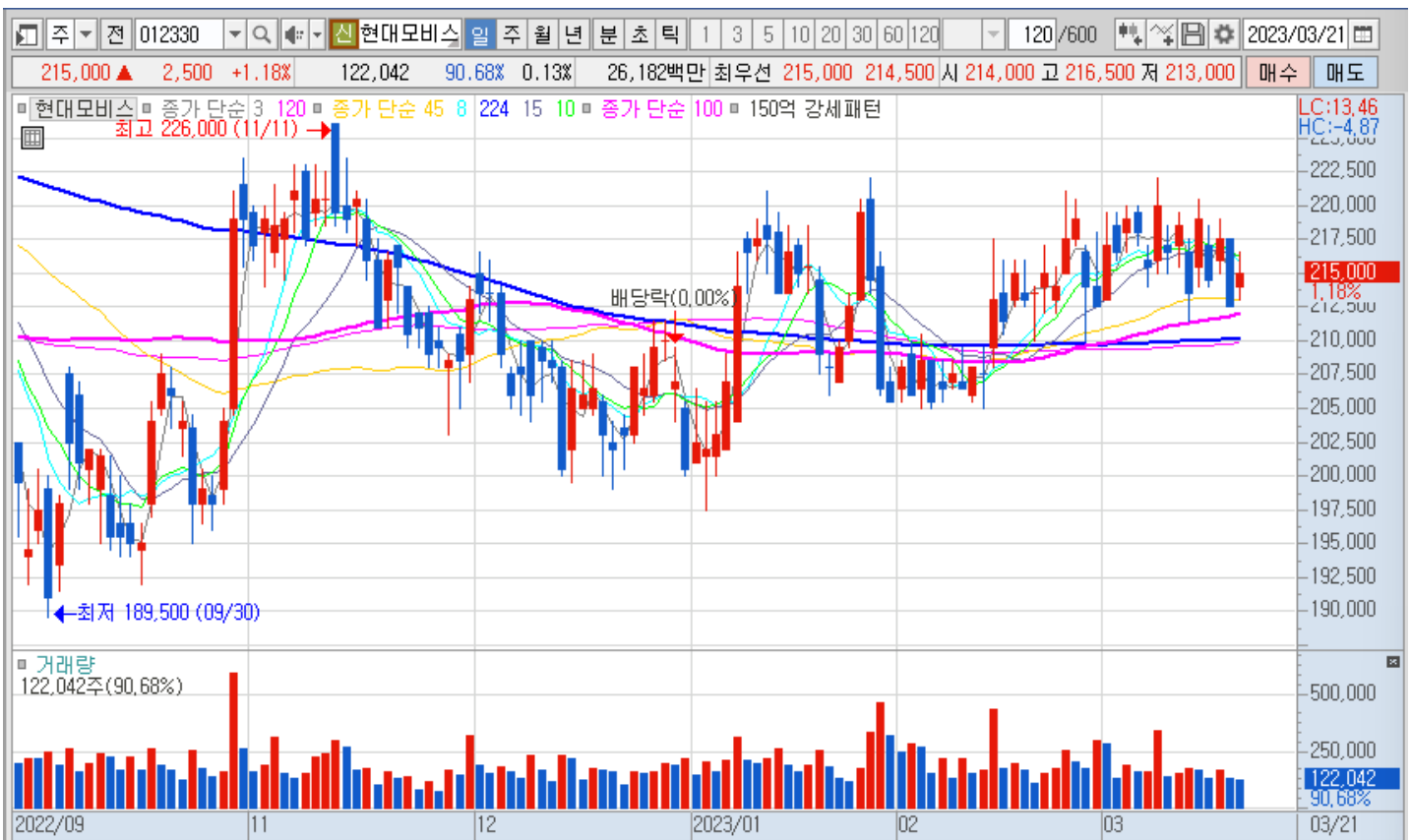
자료: Shanghai Shipping Exchange, 하나증권

그림 2. 현대모비스의 AS 부문 영업이익 추이



자료: 현대모비스, 하나증권





오리온홀딩스

Global Orion, Great Valuation

[\[출처\] IBK투자증권 남성현 애널리스트](#)

한 단계 성장하는 구간

2023년 오리온그룹은 한 단계 성장하는 원년이 될 것으로 기대. 이에 주목할 것을 권고. 제과사업부는 한국, 중국 이외 국가들의 성과가 가시화되기 시작하면서 글로벌 식품 기업으로 안착할 가능성이 높고, 공격적인 투자를 통해 관련 영역을 더욱 넓힐 것으로 기대. 여기에 그동안 부진했던 영상사업부는 작품 수 확대 및 공급 채널 증가, 전방산업 융합 회복에 따라 영업 실적 개선 가능할 것으로 판단

오리온 제과 사업부 확장과 증설, 그리고 주요 종속회사 실적 회복에 따라 2024년 오리온그룹 합산 매출액은 3.5조원에 육박할 것으로 전망. 2022년 기준 오리온홀딩스의 연결기준 매출액이 2조 9,346억 원이라는 점을 감안하면, 향후 2년간 성장률은 15%에 달할 것으로 추정. 이에 따라 오리온그룹의 펀더멘탈도 성장하는 구간에 진입한 것으로 분석

신 사업부 확대

오리온그룹은 지난해 12월 '오리온바이오로직스'를 설립해 자회사로 편입하였고, 1월 증자를 단행. 이후 공격적인 인재 확보에 주력하고 있으며, 추가적인 자본금 확충도 계획 중. 오리온그룹은 2020년 이후 해외합작법인(산동루캉하오리요우)을 설립하였고, 대장암진단키트 및 결핵 백신 등 파이프라인을 확보하면서 신 사업에 대한 적극적인 행보를 보여주고 있음. 이러한 행보는 더욱 가속화될 것으로 전망. 그러한 이유는 구조적으로 그룹사 수익이 확대되는 구간에 진입하는 만큼 투자 여력이 더욱 확대되었기 때문. 여기에 제과부문이 글로벌로 빠르게 확장하고 있다는 점도 기여한다고 판단

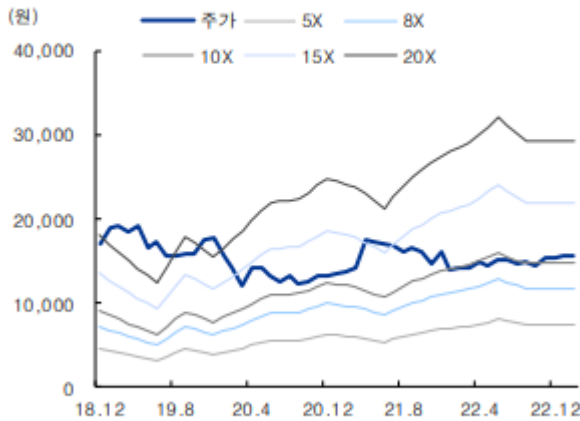
투자의견 매수, 목표주가 21,000원으로 조사분석 개시

펀더멘탈 개선 구간 진입. 투자의견 매수, 목표주가 21,000원으로 조사 분석 개시

| (단위:십억원) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,280 | 2,415 | 2,935 | 3,143 | 3,415 |
| 영업이익 | 309 | 316 | 400 | 488 | 535 |
| 세전이익 | 324 | 320 | 421 | 515 | 568 |
| 지배주주순이익 | 78 | 86 | 103 | 114 | 126 |
| EPS(원) | 1,237 | 1,373 | 1,644 | 1,826 | 2,004 |
| 증가율(%) | 60.2 | 10.9 | 19.7 | 11.1 | 9.8 |
| 영업이익률(%) | 13.6 | 13.1 | 13.6 | 15.5 | 15.7 |
| 순이익률(%) | 9.6 | 9.3 | 11.0 | 11.0 | 11.1 |
| ROE(%) | 4.0 | 4.2 | 4.8 | 5.2 | 5.5 |
| PER | 10.7 | 11.6 | 9.3 | 8.3 | 7.6 |
| PBR | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA | 4.0 | 4.3 | 3.1 | 3.0 | 2.8 |

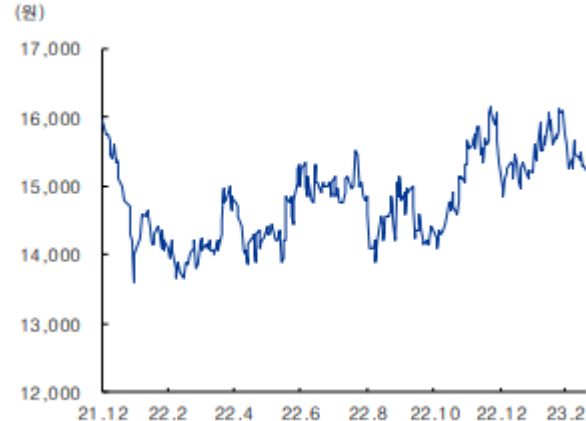
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 2. 오리온홀딩스 PER band



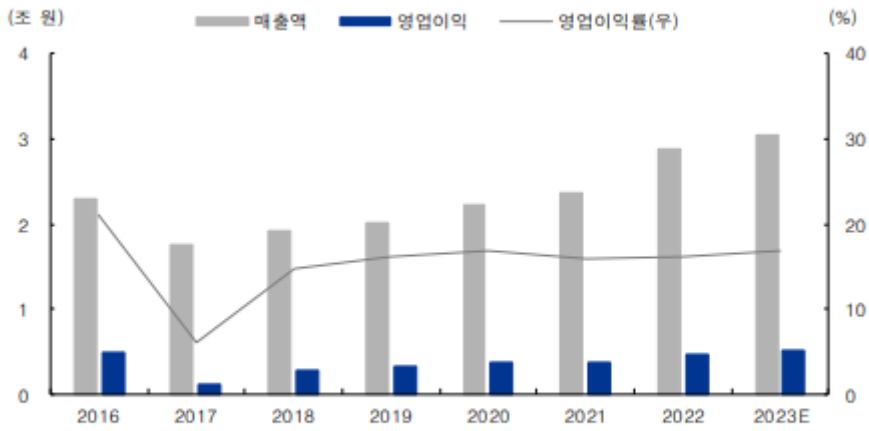
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 3. 오리온홀딩스 주가 추이



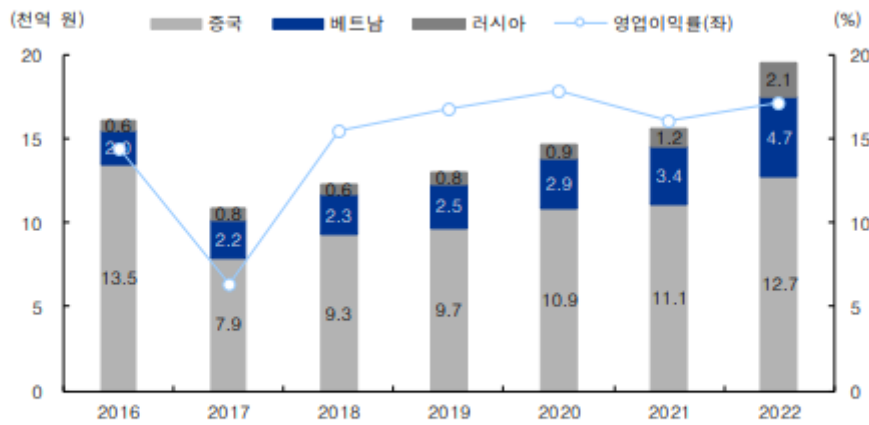
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 5. 오리온 영업실적 추이



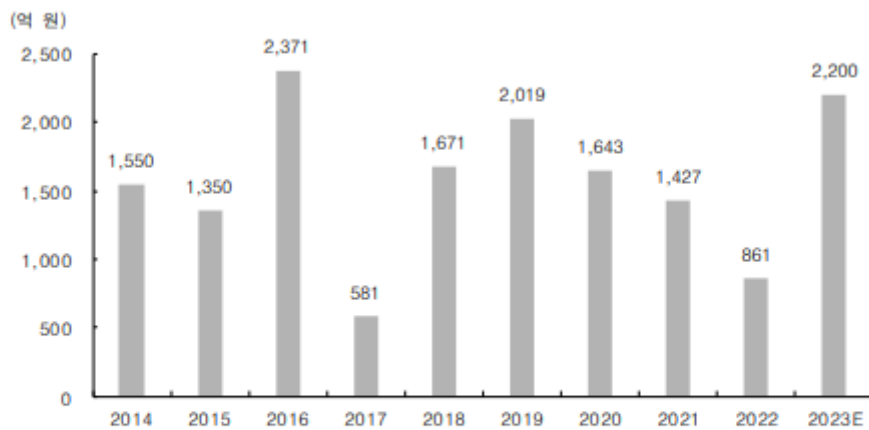
자료: 오리온, IBK투자증권

그림 6. 오리온 해외사업부 영업실적 추이



자료: 오리온, IBK투자증권

그림 7. 오리온홀딩스 Capex 추이 및 전망



자료: Quantwise, IBK투자증권



동국제강

새로운 시작을 앞두고

[\[출처\] 유안타증권 이현수 애널리스트](#)

인적분할 앞두고 있어

동사는 지주회사 전환을 목적으로 하는 인적분할을 실시할 계획(분할기일 6/1일). 인적분할은 지주회사인 동국홀딩스, 사업회사인 동국제강(열연)과 동국씨엠(냉연) 3개사로 나뉠 예정. 분할 이후에는 신설회사인 동국제강(열연)이 봉형강 및 후판부문을, 동국씨엠이 칼라강판 등 냉연 부문을 각각 영위. 동사는 2014년까지 봉형강 및 후판을 제조 및 판매했으며 2015년 냉연을 제조 및 판매하는 유니온스틸을 합병하며 현재의 사업구조 가져. 이번 분할은 지주사인 동국홀딩스를 제외하면 합병 전과 유사한 형태로 돌아간다는 것을 의미.

2023년, 열연(후판&봉형강) - 다소 흐림, 냉연 - 회귀

후판 사업은 2010년 이후 전방산업 수요 감소와 경쟁 심화 등에 따라 수년간 영업적자를 기록했으나 포항 1,2후판 공장 폐쇄 등 구조조정과 판매 비중 변화(非조선항 확대)를 통해 2021년 이후 영업흑자 기초를 이어가고 있는 것으로 파악. 2023년 역시 판매보다는 수익성에 초점을 맞추며 안정적 이익을 나타낼 것으로 전망. 동사에서 가장 큰 매출 및 영업이익을 담당하는 봉형강 부문은 2023년 다소 주춤할 것으로 예상. 건설업 수요가 전년대비 감소할 것으로 전망되는 가운데 전력비 등 제조원가 상승이 수익성에 부담을 줄 것으로 추정. 냉연 사업은 2020~2021년 가전 수요 급증 등에 따라 판매 호조, 스프레드 확대 등으로 수익성이 크게 개선. 하지만 2022년부터 나타난 수요 감소와 스프레드 축소는 수익성을 2019년 수준으로 회귀시킨 것으로 관측. 2023년 역시 수요 개선에 대한 기대감은 낮은 가운데 열연 가격 상승은 스프레드에 부정적 영향을 미칠 수 있어.

지주회사 전환은 긍정적, 2개의 사업회사 분할 효과는 지켜봐야

수년간 수익성이 좋지 않았던 중국법인을 2022년 처분하고 가장 큰 불확실성이었던 CSP에 대한 매각이 2023년 3월 완료됨에 따라 지주회사 전환 시 신규 사업에 대한 투자는 좀 더 적극적으로 검토될 수 있다고 판단. 다만, 8년 넘게 한 조직에 있으며 융화됐던 열연과 냉연 부문을 다시 따로 분할하는 것이 1개의 사업회사(철강부문)로 분할하는 것 대비 어떤 장점을 발휘할 수 있을지는 지켜봐야. 분할 전 기준 2023년 영업이익 추정치 조정으로 목표주가를 기존 22,000원에서 18,000원으로 하향하며 투자의견은 BUY 유지.

Quarterly earning forecasts (억원, %)

| | 1Q23E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|------------|--------|----------|----------|--------|----------|
| 매출액 | 19,621 | -7.9 | -3.4 | 18,599 | 5.5 |
| 영업이익 | 1,154 | -43.9 | 20.9 | 1,107 | 4.2 |
| 세전계속사업이익 | 1,033 | -67.8 | 514.8 | 688 | 50.1 |
| 지배순이익 | 756 | -71.8 | 흑전 | 584 | 29.4 |
| 영업이익률 (%) | 5.9 | -3.8 %pt | +1.2 %pt | 6.0 | -0.1 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 3.9 | -8.7 %pt | 흑전 | 3.1 | +0.8 %pt |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

| 계산 (12월) | 2020A | 2021A | 2022A | 2023F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 52,062 | 72,403 | 85,111 | 79,404 |
| 영업이익 | 2,947 | 8,030 | 7,435 | 5,556 |
| 지배순이익 | 651 | 5,505 | 4,130 | 3,779 |
| PER | 8.3 | 3.0 | 2.6 | 3.1 |
| PBR | 0.3 | 0.6 | 0.3 | 0.3 |
| EV/EBITDA | 4.8 | 3.5 | 2.6 | 2.3 |
| ROE | 3.4 | 23.4 | 13.9 | 10.3 |

자료: 유안타증권



인터로조

매출 성장과 밸류에이션 상향 요인 확보

[\[출처\] 유안타증권 권명준 애널리스트](#)

2022년 실적은 예상 하회

2022년 연간 실적은 매출액 1,263.2억원, 영업이익 314.7억원으로 전년대비 각각 8.1%, 11.8% 성장했지만, 2022년 2월에 동사가 제시한 잠정실적(매출액 1,460억원, 영업이익 400억원) 대비 하회하였다. 매출처 및 매출 국가 확대에도 불구하고 신규 공장(제3공장)의 정상가동이 예상보다 늦게 진행되었기 때문이다. 2022년 9월 이후 안정화를 찾았다.

2023년 실적은 성장 기대

동사는 지난 2월에 공정공시를 통해 2023년 매출액, 영업이익을 전년대비 각각 18.4%, 31.9% 성장한 1,495억원, 415억원으로 제시하였다. ①매출처 및 수출 국가가 지속적으로 확대되고 있으며, ②판매단가 인상이 진행되고 있으며, ③제3공장에서 안정적인 생산이 가능해졌다. 매출 성장이 기대되는 요인이다. ①이익률이 높은 실리콘하이드로겐의 매출 비중이 상향되고 있으며, ②제3공장이 자동화라인으로 구축되어 있다는 점에서 이익률 개선 역시 동반될 것으로 기대된다.

중국과 미국은 밸류에이션 상향 요인

동사의 중국 수출액은 코로나 이전 꾸준한 성장세(17년 24.2억원→18년 59.1억원→19년 91.6억원)를 보였다. 하지만 코로나19로 2020년에는 42.0억원으로 큰 폭 감소했다. ①2023년 이후 중국 리오프닝 시작에 따른 수요 개선, ②中 신규 고객사 확보를 통해 2023년 중국 수출액은 큰 폭 성장이 기대된다. 동사는 글로벌 북미시장 진출 위해 美 FDA 인허가가 진행 중이다. 미국은 전 세계 35~40%를 차지하는 가장 큰 시장이며, 동사가 진출하지 못한 시장이다. 연내 FDA 인허가 취득이 기대된다.

2023년 예상실적으로 매출액 1,503억원, 영업이익 421억원을 전망한다. 북미와 중국 수출성장은 동사의 장기성장성에 대한 기대감을 높여주는 요인으로 밸류에이션 상향 요인으로 작용할 것으로 기대된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

| 계산 (12월) | 2020A | 2021A | 2022P | 2023F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 882 | 1,168 | 1,263 | 1,503 |
| 영업이익 | 151 | 282 | 315 | 421 |
| 지배순이익 | 115 | 190 | 255 | 304 |
| PER | 23.5 | 16.8 | 14.6 | 12.9 |
| PBR | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 1.7 |
| EV/EBITDA | 12.0 | 8.6 | 9.2 | 7.7 |
| ROE | 8.7 | 12.2 | 13.6 | 14.7 |

자료: 유안타증권



KT서브마린

모든 해저케이블은 서브마린으로 통한다

[\[출처\] 키움증권 김지산 애널리스트](#)

LS전선과 해상풍력용 해저전력케이블 시너지 극대화 기대

동사의 최대주주가 KT에서 LS전선으로 변경될 예정이고, 이는 성장 전략이 통신선에서 전력선으로 변경되는 것을 시사하며, 아시아 1위 해저전력케이블 업체인 LS전선과 시너지 효과가 클 것으로 기대된다.

투자포인트로서 1) 고성장이 예상되는 해상풍력용 해저전력케이블 시장에서 LS전선과 함께 케이블 생산, 시공, 유지보수에 이르기까지 턴키 비즈니스가 가능해져 영업과 입찰 경쟁력 면에서 시너지 효과가 본격화될 것이고, 2) 해저통신케이블은 안정적인 유지보수 수요에 기반해 캐시카우 역할을 수행하는 한편, 아시아통신망 증설 수요에 적극 대응할 계획이다. 3) 실적은 과거 선박 화재 사고 여파 등을 딛고 올해 4년 만에 흑자 전환에 성공할 전망이다. 향후 고부가 전력케이블 매출 비중이 확대되면서 수익성 개선을 수반할 것이다.

올해 실적 턴어라운드 예상, 고부가 전력선 중심 성장

4월 이후 콜옵션 행사를 통해 모회사가 될 LS전선은 지난해 말 기준 1.4조원의 해저전력케이블 수주잔고를 보유하고 있고, 상반기 중 신규 4공장을 가동할 예정이다. 국내와 대만 해상풍력용 해저케이블 시장에서 독보적 지위를 확보했고, 유럽, 북미 등에서 수주 성과를 확대하고 있다. LS전선의 해저케이블 매출액은 지난해 4,000억원에서 올해 4,700억원, 내년 6,000억원으로 성장할 것이고, 관련 시공 및 유지보수 매출은 고스란히 동사에게 반영될 것이다.

올해 매출액은 550억원(YoY 29%), 영업이익은 55억원(YoY 흑전)으로 예상되며, 1분기부터 흑자 전환할 것이다.

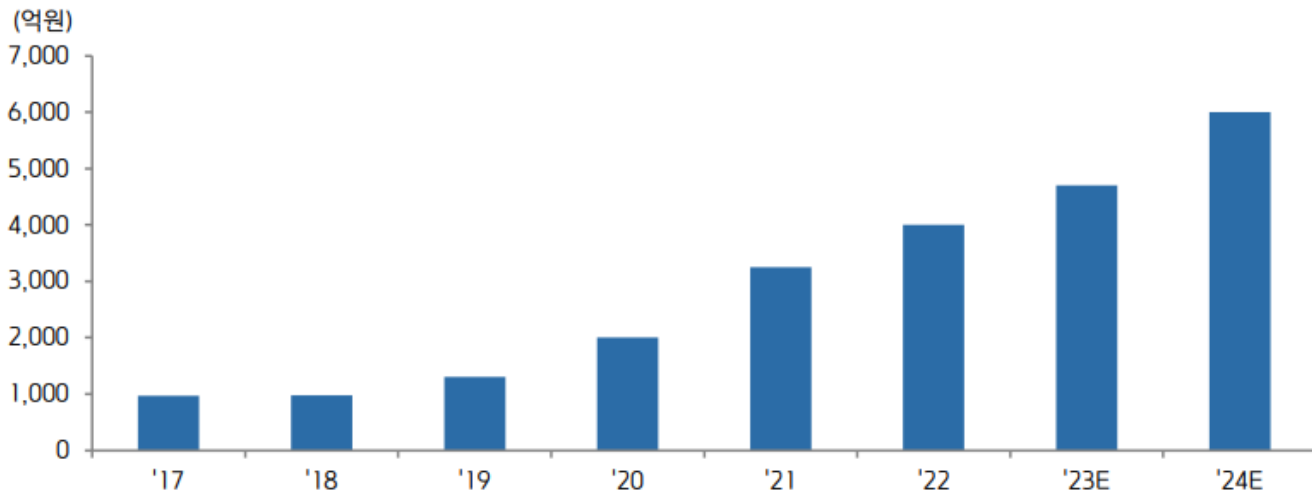
전력케이블 부문은 전용 포설선 확보 및 효율적 운용을 통해 국내 500억원, 해외 900억원의 매출이 가능한 체계를 갖출 계획이다. 국내에서는 2030년까지 해상풍력용 해저케이블 시공 시장이 3.9조원 규모로 형성되고, 아시아/태평양 지역에서는 10년간 9조원 규모의 시공 시장에 참여할 기회를 얻게 될 것이다. 전남 해상풍력 사업과 제주 3연계 프로젝트를 발판으로 본격적인 성장이 이루어질 것이다. 아시아 해저전력케이블 시장은 연평균 13% 성장해 2027년 24.2억 달러에 달할 전망이다. 중장기적으로 LS전선과 함께 미국 시장 공략에도 나설 계획이다

투자지표

| (십억원, IFRS) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022P |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 55.2 | 52.2 | 29.9 | 42.8 |
| 영업이익 | 1.0 | -4.1 | -5.1 | -6.6 |
| EBITDA | 14.4 | 7.3 | 3.5 | 4.2 |
| 세전이익 | 0.7 | 2.0 | -4.1 | -15.2 |
| 순이익 | 0.5 | 1.2 | -3.2 | -12.1 |
| 지배주주지분순이익 | 0.5 | 1.2 | -3.2 | -12.1 |
| EPS(원) | 22 | 55 | -145 | -545 |
| 증감률(%YoY) | 흑전 | 146.3 | 적전 | 적지 |
| PER(배) | 213.1 | 97.1 | -37.2 | -9.1 |
| PBR(배) | 1.01 | 1.13 | 1.19 | 1.14 |
| EV/EBITDA(배) | 7.0 | 13.1 | 17.9 | 13.2 |
| 영업이익률(%) | 1.8 | -7.9 | -17.1 | -15.4 |
| ROE(%) | 0.5 | 1.2 | -3.1 | -11.4 |
| 순차입금비율(%) | -2.4 | -20.4 | -56.7 | -64.6 |

자료: 키움증권

LS전선 해저전력케이블 매출 추이 및 전망



자료: LS, 키움증권

KT서브마린 매출액 추이

(단위: 십억원)



자료: KT서브마린, 키움증권

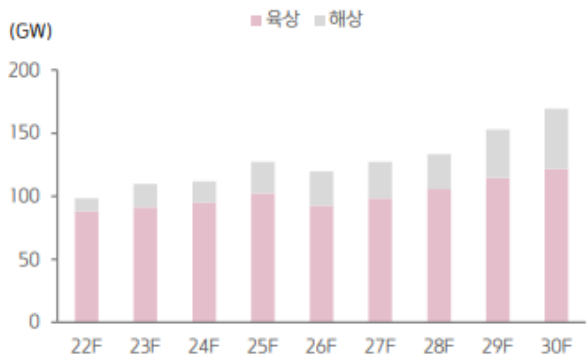
KT 서브마린 영업이익 추이

(단위: 십억원)

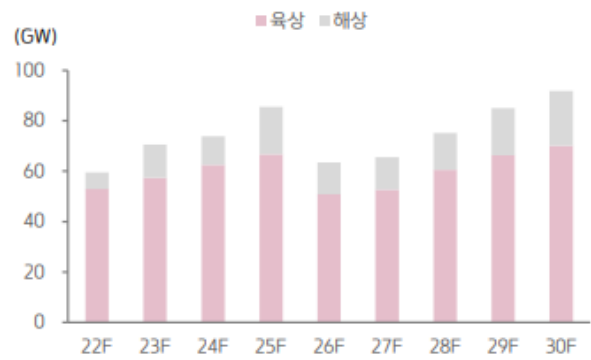


자료: KT서브마린, 키움증권

글로벌 연간 신규 풍력 설치 규모 추이 및 전망



아시아태평양 연간 신규 풍력 설치 규모 추이 및 전망



KT서브마린 해저전력케이블 포설 설비



자료: KT서브마린, 키움증권



솔루엠

EPS와 멀티플 모두 상향

[\[출처\] IBK투자증권 채윤석 애널리스트](#)

2023년 실적 전망치 상향

솔루엠 2023년 영업실적은 매출액 1.96조원(+15.7%, yoy), 영업이익 1,166억원(+54.3%, yoy) 기록할 것으로 전망. 기존 추정치 대비 매출액 +2.5%, 영업이익 +5.6%, 영업이익률 +0.2%p 상향했으며, ESL 부문이 성장 견인할 것으로 전망

[ICT] 2022년 대비 44.9% 성장한 6,782억원으로 전망. ESL 매출액은 '20년 1,206억원, '21년 2,040억원, '22년 3,500억원 수준을 기록하였으며 '22년 기준 1.6조원 수주잔고 보유한 것으로 추정. '23년 ESL 매출액은 전년 동기 대비 82.1% 증가한 6,372억원 기록할 것으로 전망, 상고하저의 흐름을 나타낼 것으로 분석되고, 하반기 신규고객 확보에 따른 수주 잔고 확대 및 매출 추가 성장에 대한 가능성도 기대됨

[전자부품] 2022년 대비 4.5% 성장한 1.28조원으로 전망. 3in1 보드는 전방 산업의 영향으로 제한적인 성장세가 예상됨. 파워 모듈 부문에서는 타운보드, 조명 등으로 적용 제품군이 확대되고 고객사도 다변화되며 매출과 이익률 모두 성장할 것으로 전망. 하반기에는 스마트폰 충전기 B2C 매출도 정상화될 것으로 판단

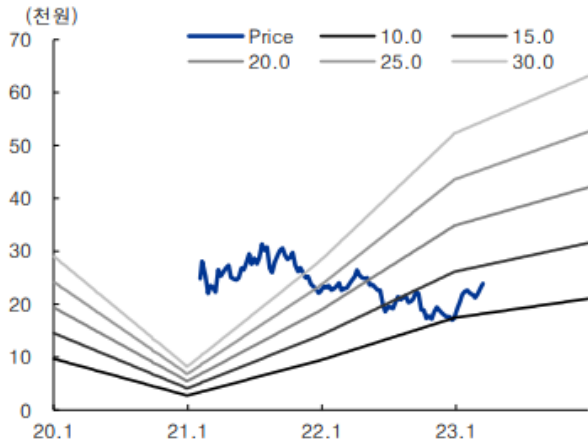
투자의견 매수, 목표주가 31,000원으로 상향

솔루엠 투자의견은 매수 유지, 목표주가는 31,000원으로 상향. 2023년 실적 전망치 상향과 함께 ESL 영업이익 기여도가 50% 이상으로 전망된다는 점을 고려함. 목표주가 31,000원은 2023년 EPS 1,743원에 PER 17.7x를 적용하여 산출. Target PER 17.7x는 ESL부문 PER 26.7x(SES-Imagotag 33.4x 대비 20% 할인), 그 외 사업부문은 PER 8x를 가중 평균하여 산정

| (단위:십억원배) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,076 | 1,153 | 1,695 | 1,960 | 2,184 |
| 영업이익 | 56 | 27 | 76 | 117 | 140 |
| 세전이익 | 42 | 26 | 50 | 107 | 131 |
| 지배주주순이익 | 39 | 13 | 47 | 87 | 105 |
| EPS(원) | 982 | 273 | 944 | 1,743 | 2,104 |
| 증가율(%) | -3.0 | -72.2 | 246.1 | 84.6 | 20.7 |
| 영업이익률(%) | 5.2 | 2.3 | 4.5 | 6.0 | 6.4 |
| 순이익률(%) | 3.6 | 1.1 | 2.7 | 4.4 | 4.8 |
| ROE(%) | 43.3 | 6.9 | 16.6 | 25.2 | 23.8 |
| PER | 0.0 | 82.3 | 18.4 | 13.7 | 11.4 |
| PBR | 0.0 | 4.2 | 2.9 | 3.1 | 2.4 |
| EV/EBITDA | 0.0 | 24.7 | 10.7 | 10.1 | 8.0 |

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 12M Forward PER Band



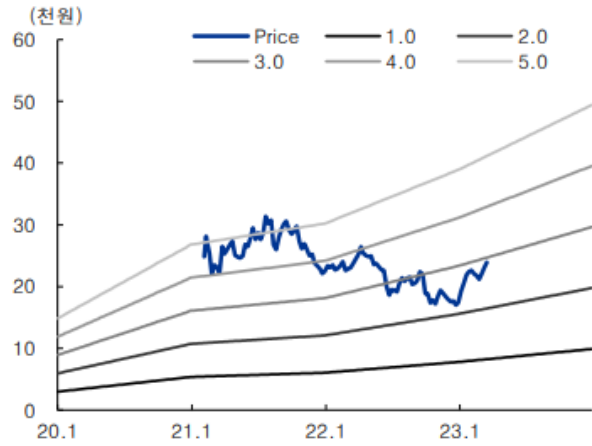
자료: IBK투자증권

그림 3. ESL(전자가격표시기)



자료: 슌루엔, IBK투자증권

그림 2. 12M Forward PBR Band



자료: IBK투자증권

그림 4. 적용처 확대 중인 파워



자료: 슌루엔, IBK투자증권



일진하이솔루스

연내 유럽 상용 FCEV 신규 수주 기대

[\[출처\] 키움증권 신윤철 애널리스트](#)

탄소섬유 원가 부담과 넥쏘 생산량 부진 지속 전망

동사의 '22년 연간 실적은 매출액 1,091억 원(-7.3% YoY), 영업이익 28억원(-71.7% YoY)을 기록하며 당사 추정치(매출액 1,270억 원, 영업이익 81억원) 및 시장 기대치(매출액 1,080억 원, 영업이익 31억 원)를 하회했다. 연간 1.2만 대로 예상되었던 현대차 넥쏘 생산 실적이 1만 대를 소폭 상회하는 데 그쳐 추정치 대비 고정비 부담이 상승했으며, 수소연료탱크 원재료인 탄소섬유의 매입원가 부담 역시 2H22부터 본격 가중되었기 때문이다.

작년의 감익 요인들은 올해에도 영향이 지속될 전망이다. 최근 정부가 '23년 현대차 넥쏘 내수 보급 목표치를 1.6만 대로 제시했으나 달성 가능성은 현실적으로 낮다고 판단한다. 또한 탄소섬유 업계 전반의 Capa 증설이 완료되는 '25년 이전까지는 매입원가 부담이 크게 완화되기 어려울 전망이다.

주가 회복 트리거는 신규 고객사 수주로부터

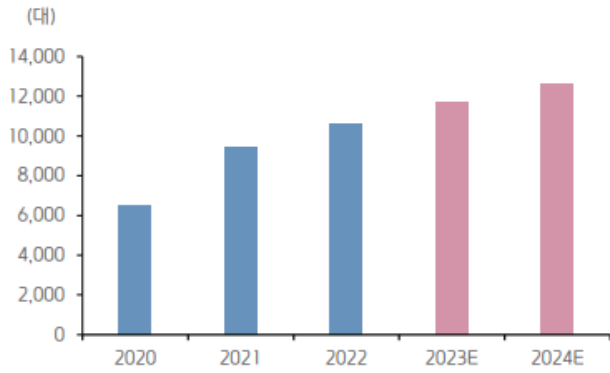
'22년 기준 동사 연간 매출액의 65.8%가 넥쏘용 수소연료탱크 공급에서 발생했다. 넥쏘 생산 실적이 크게 성장하지 않았음에도 매출 의존도가 '20년 40.9% → '21년 55.6% → '22년 65.8%로 급격히 높아져 왔다. 즉 외형 성장을 촉진하기 위해서는 이제 고객사 다변화가 필요한 시점이다. 연내 수주가 기대되는 유럽 신규 고객사 상용 FCEV용 ASP는 넥쏘 대비 6~7배로 추정된다. 신규 유럽공장 건설 자금은 기확보된 현금 및 현금성자산과 영업현금흐름으로 충당이 가능할 전망이다. 또한 올해를 끝으로 실질적인 일몰이 예정된 환경사업부를 대체할 튜브트레이러 신사업 역시 올해 말부터 신규 고객사에 초도물량을 공급함으로써 향후 사업성을 시장에서 평가 받게 될 전망이다.

투자의견 Outperform, 목표주가 33,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견을 Marketperform에서 Outperform으로, 목표주가는 33,000원으로 상향한다. 올해 영업이익률의 전년 대비 개선은 크게 기대하기 어려울 전망이지만, IPO를 통해 확보한 현금 및 현금성자산 약 2,500억 원에서 발생하는 이자수익이 전년 대비 성장하며 순이익 단에서의 수익성 보전이 가능할 전망이다. 목표주가는 차세대 넥쏘용 수소연료탱크 납품 개시와 탄소섬유 매입원가 하락이 동시에 기대되는 '25년 실적 당사 추정치 EBITDA 330억 원, 순차입금 -208억 원에 Target Multiple 36.0배를 적용해 산출했다

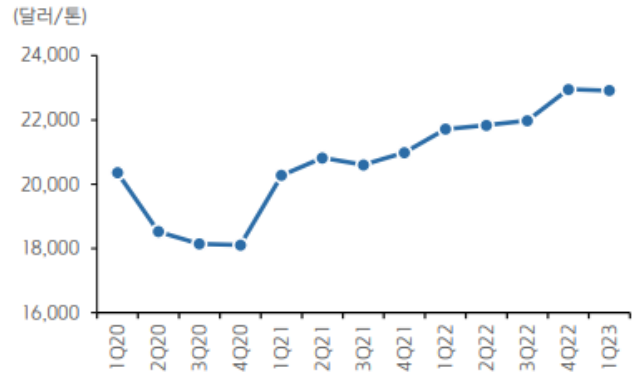
| 투자지표 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| (억원) | | | | |
| 매출액 | 1,177 | 1,091 | 1,233 | 1,328 |
| 영업이익 | 98 | 28 | 32 | 58 |
| EBITDA | 144 | 82 | 107 | 117 |
| 세전이익 | 107 | 86 | 97 | 74 |
| 순이익 | 90 | 70 | 80 | 61 |
| 지배주주지분순이익 | 90 | 70 | 80 | 61 |
| EPS(원) | 284 | 194 | 221 | 168 |
| 증감률(% YoY) | -47.1 | -31.7 | 13.8 | -23.8 |
| PER(배) | 192.0 | 153.9 | 134.1 | 176.0 |
| PBR(배) | 6.44 | 3.44 | 3.33 | 3.26 |
| EV/EBITDA(배) | 118.4 | 99.8 | 83.7 | 84.0 |
| 영업이익률(%) | 8.3 | 2.6 | 2.6 | 4.4 |
| ROE(%) | 5.0 | 2.3 | 2.5 | 1.9 |
| 순차입금비율(%) | -89.2 | -84.0 | -55.3 | -27.4 |

현대차 넥쏘 연간 생산량 추이 및 전망



자료: Marklines, 키움증권 리서치

탄소섬유 분기 평균 수출가격 증감 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치
 주: 1Q23은 2월 누적 기준

상용 FCEV 양산차 수소연료탱크 탑재 사례: 미국 수출형 현대차 엑시언트 FCEV(700bar 적용)



자료: 현대차, 키움증권 리서치

