

## 2023.03.23(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-03-23 오전 3:06

수정한 날짜: 2023-03-23 오전 6:58

### 2023.03.23(목)증권사리포트

삼성전기

저점 통과 중

[\[출처\] IBK투자증권 김운호 애널리스트](#)

23년 1분기. 기대 이상

삼성전기의 2023년 1분기 매출액은 2022년 4분기 대비 4.1% 증가한 2조 481억 원으로 예상된다. 패키지 사업부는 부진한 반면, 컴포넌트 사업부는 소폭 증가, 광학통신 사업부는 10% 이상 증가할 것으로 전망한다. 삼성전기의 2023년 1분기 영업이익은 22년 4분기 대비 28.9% 증가한 1,304억원으로 예상된다. 패키지를 제외한 전사업부 영업이익이 22년 4분기 대비 증가할 전망이다. 전사 영업이익률은 22년 4분기 대비 소폭 상승할 것으로 추정한다.

23년 1분기가 연중 최저점일 것

삼성전기의 2023년 1분기 실적이 연중 최저점일 것으로 예상된다. 아직 IT 수요가 반등했다는 정황은 눈에 띄지 않지만 지난 4분기부터 시작된 재고 조정에 따른 영향으로 MLCC 유통 채널의 반등이 시작되고 있다는 점은 긍정적 변수로 판단한다. 패키지 사업부는 모바일 비중이 높아서 수요 반등을 기대하기는 쉽지 않지만 전장, 네트워크 부문의 성장이 여전히 유지되고 있고, 하반기에는 서버향 매출도 가시권에 들어올 것으로 기대한다.

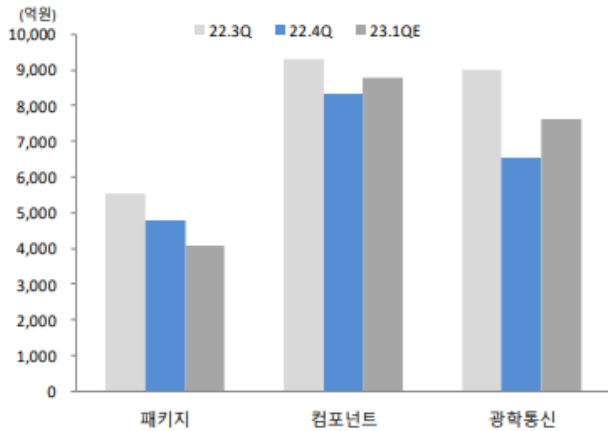
투자의견 매수, 목표주가 180,000원으로 상향

삼성전기에 대한 투자의견을 매수를 유지한다. 이는 2023년 1분기를 저점으로 영업이익은 개선세를 보일 것으로 예상되고, MLCC 업황이 IT 부진에 따른 영향을 크게 받고 있으나 Non IT 부문의 성장에 관심의 가져야 할 시기이고, 패키지 사업부 성장을 서버 및 네트워크, 전장 부분이 주도할 것으로 기대하기 때문이다. 목표주가는 16만원에서 18만원으로 상향 조정한다. 영업이익 개선 추세를 고려하면 추가적인 주가 상승 여력이 있는 주가 수준이라 생각한다.

(단위:억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	96,750	94,246	86,041	105,917	113,830
영업이익	14,869	11,828	7,682	11,827	12,467
세전이익	14,913	11,868	8,976	12,892	12,824
지배주주순이익	8,924	9,806	5,812	9,048	8,819
EPS(원)	11,500	12,636	7,490	11,659	11,364
증가율(%)	47.8	9.9	-40.7	55.7	-2.5
영업이익률(%)	15.4	12.6	8.9	11.2	11.0
순이익률(%)	9.5	10.5	7.6	9.0	8.3
ROE(%)	14.3	13.8	7.5	10.9	9.7
PER	17.2	10.3	20.1	12.9	13.2
PBR	2.3	1.3	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.4	4.8	7.3	5.6	5.2

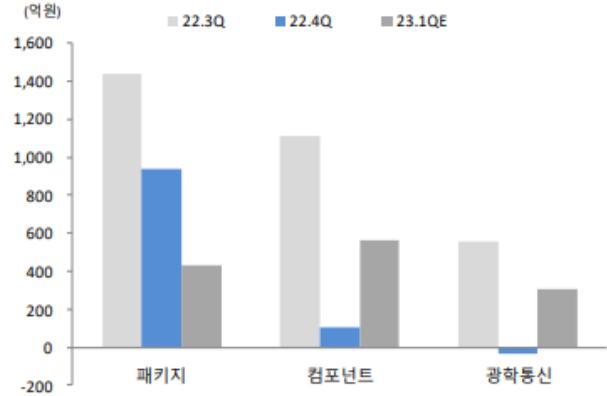
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 삼성전기 사업부별 분기별 매출액 추이



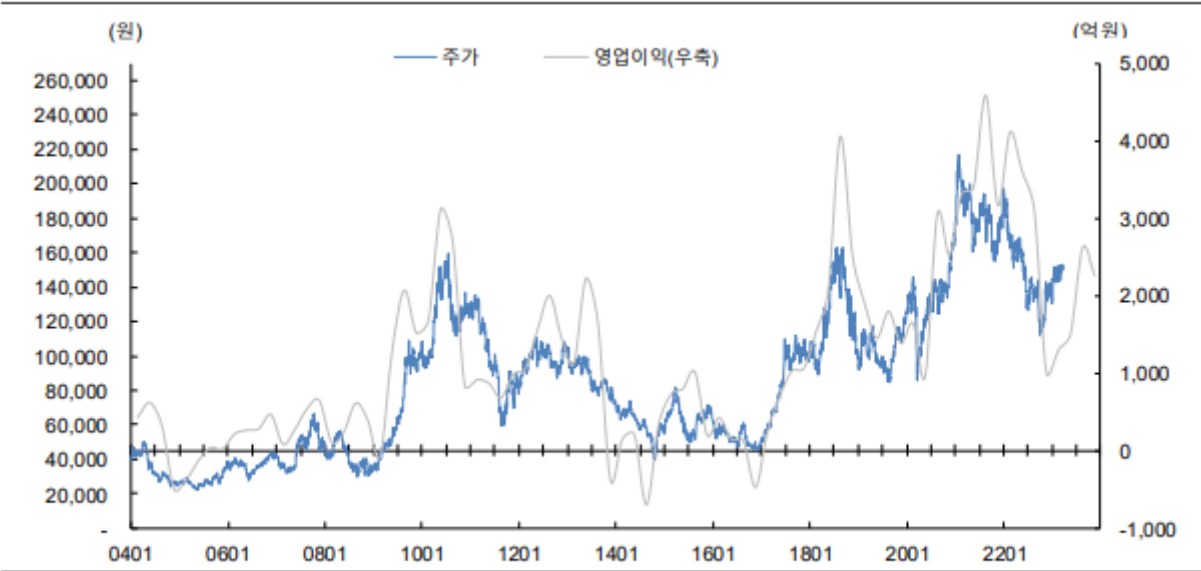
자료: IBK투자증권 리서치센터

그림 2. 삼성전기 사업부별 분기별 영업이익 추이



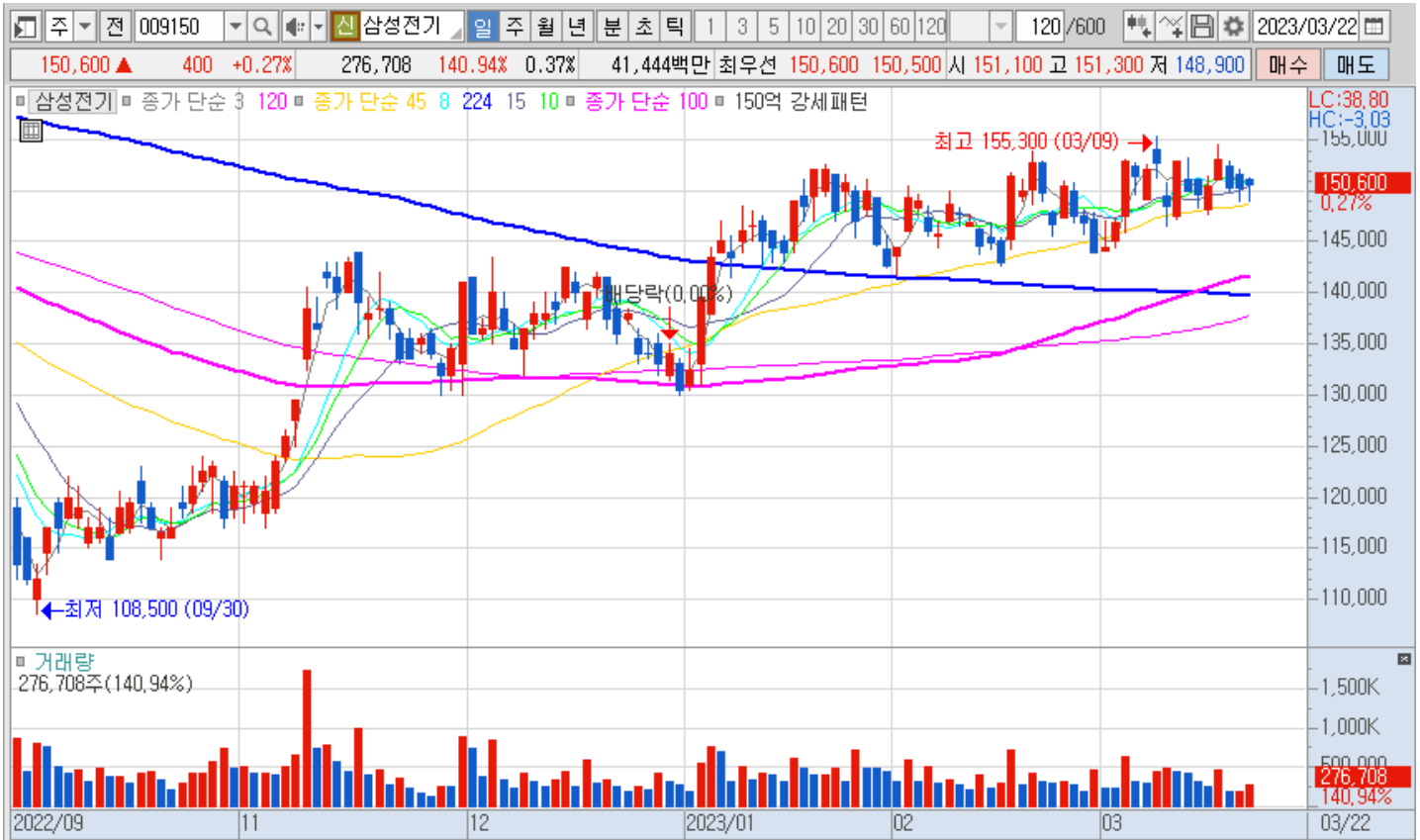
자료: IBK투자증권 리서치센터

그림 3. 삼성전기 영업이익 및 주가 추이



자료: 삼성전기, IBK투자증권 리서치센터





## 카카오뱅크

글로벌 은행 위기 속에서 더욱 돋보이는 자본력과 수신 경쟁력

[\[출처\] 하나증권 최정욱 애널리스트](#)

대출성장률 회복되지만 NIM은 큰폭 하락. 컨센서스 하회 예상

카카오뱅크에 대한 투자의견 매수와 목표가 35,000원을 유지. 1분기 추정 순익은 약 820억원으로 전년동기대비 22.3% 증가하지만 컨센서스 소폭 하회 예상. 지난해 대출 성장의 대부분을 차지했던 전월세대출이 시장 환경 악화에 따라 1분기 중역성장 하지만 주택담보대출이 큰폭 증가하면서 총대출성장률은 약 3.4%로 다소 회복될 전망(주택담보대출 잔고는 2조원 상회 추정). 반면 대출금리가 상대적으로 낮은 주담대 위주의 성장 및 시중금리 하락과 수신 확대에 따른 조달비용 증가 등으로 NIM은 약 18bp 하락해 NIM 하락 폭이 다소 크게 나타날 듯. 1분기 판관비는 1,060억원으로 영업이익판관비율(cost-income ratio)은 39.2%로 40%를 살짝 하회하는데 그치고, 4분기에 이어 1분기에다 미래 경기전망을 반영한 추가 총당금 적립 등으로 1분기 대순비용도 560억원으로 다소 늘어날 전망. 다만 경상대순비용은 500억원 미만으로 중저신용자대출 확대에도 불구하고 건전성이 크게 악화되는 상황은 아닌 듯. 1분기 중저신용자 대출 연체율은 약 1.0% 내외로 예상되는데 이는 경쟁 인터넷은 행인 케이뱅크와 토스뱅크보다는 낮은 수준인 것으로 추정됨

중저신용자 대출 비중 완화 기대 약화. 정책 수혜 기대는 여전

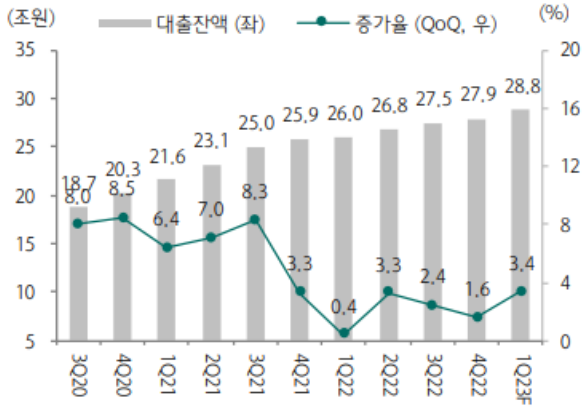
5대 은행들의 과점체제를 깨기 위해 인터넷은행들에게 대출규제 해소를 통한 경쟁력을 부여해야 한다는 논리가 부각되면서 한때 중저신용자대출 비중 완화 기대감이 커졌었지만 다시 수면아래로 가라앉으면서 기대가 약화된 상태. 현재 은행권 경영·영업 관행·제도 개선 실무작업반이 가동 중인데 신규 은행 추가 인가에는 상당한 시간이 소요되고, 경쟁 촉진을 위해서는 비금융주력자와 관련된 금산분리 논란도 수반될 수 밖에 없는 상황. 결국 기존 인터넷은행들에 대한 정책적인 수혜를 통해 경쟁 환경을 강화시키는 것이 단기적으로는 보다 효율적인 방법이 될 전망

예상을 상회한 주주환원. 더욱 돋보이는 자본력과 수신경쟁력

카카오뱅크는 주주가치 제고를 위해 130억원의 자사주 매입과 주당 80원의 현금배당(총주주환원을 19.5%)을 결정해 우리 예상을 상회. 2022년말 보통주자본비율은 36.0%에 달하고, 차별화된 수신 상품으로 요구불예금비중이 61.3%, 정기예적금은 38.1%에 불과해 압도적 자본력과 수신경쟁력을 보유. 이는 요즘과 같은 글로벌 은행 위기 속에서 더욱 돋보일 수 있는 요인

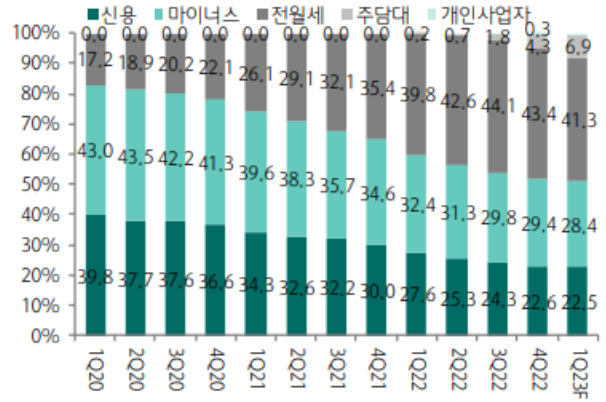
Financial Data						
투자지표	단위	2021	2022	2023F	2024F	2025F
총영업이익	십억원	635	920	1,149	1,349	1,569
세전이익	십억원	257	352	447	542	652
지배순이익	십억원	204	263	334	405	488
EPS	원	462	554	703	853	1,027
(증감율)	%	57.2	19.7	27.0	21.2	20.4
수정BPS	원	11,620	12,028	12,634	13,367	14,234
DPS	원	0	80	120	160	210
PER	배	127.6	43.9	34.8	28.7	23.9
PBR	배	5.1	2.0	1.9	1.8	1.7
ROE	%	4.9	4.7	5.7	6.6	7.4
ROA	%	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
배당수익률	%	0.0	0.3	0.5	0.7	0.9

그림 1. 카카오뱅크 대출잔액 및 대출증가율 추이 및 전망



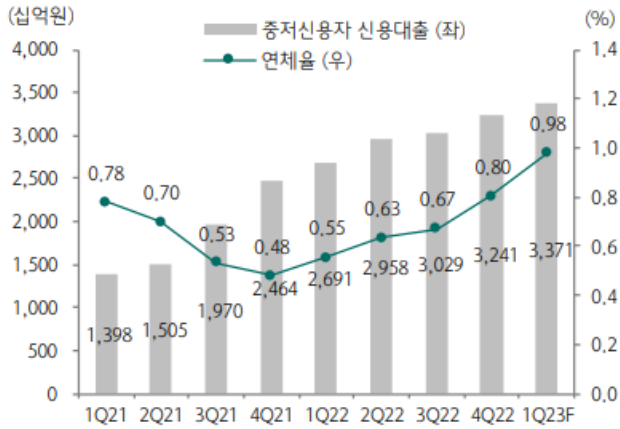
주: 전분기대비 성장률 기준  
자료: 하나증권

그림 2. 카카오뱅크 여신포트폴리오 비중 추이 및 전망



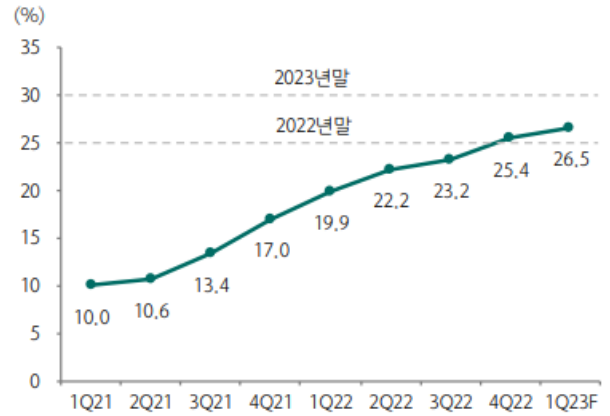
자료: 하나증권

그림 3. 중저신용자 신용대출 잔액 및 연체율 추이 및 전망



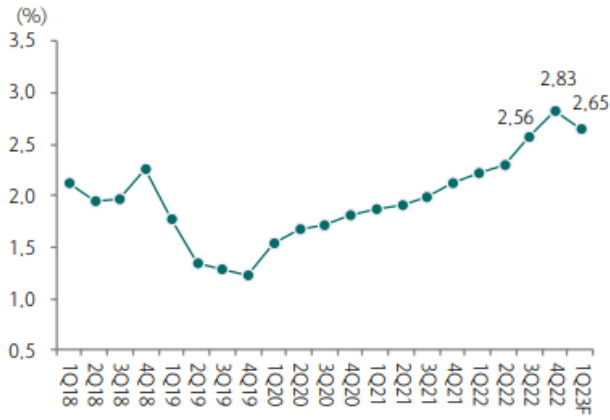
자료: 하나증권

그림 4. 연도별 중저신용자 신용대출 목표 비중 및 실제 비중 추이



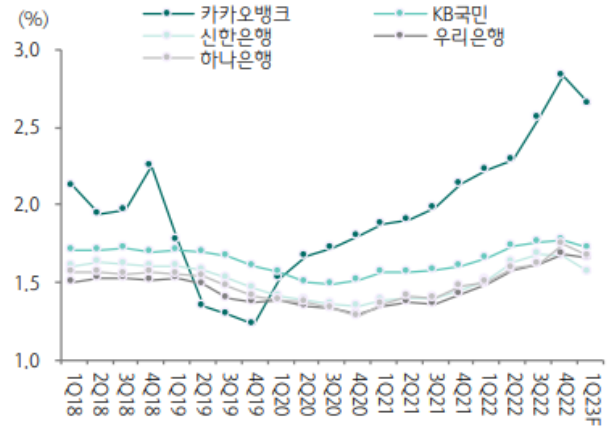
자료: 하나증권

그림 5. 카카오뱅크 NIM 추이 및 전망



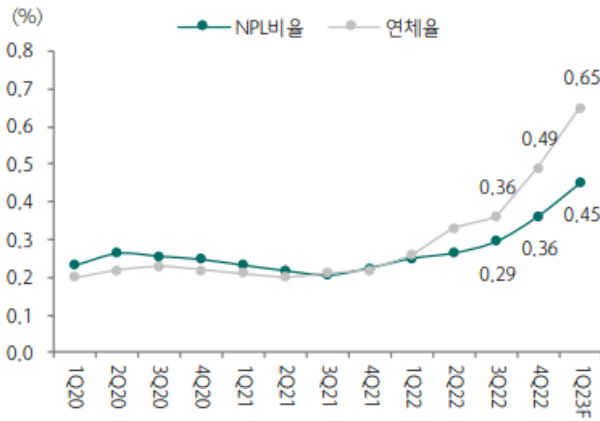
주: 분기 기준  
자료: 하나증권

그림 6. 카카오뱅크와 시중은행 NIM 추이 및 전망 비교



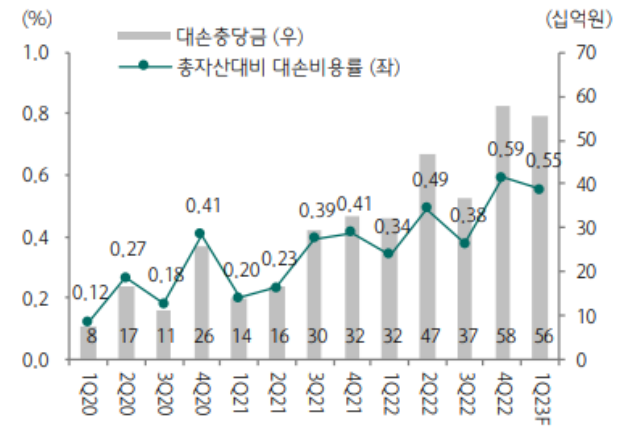
주: 분기 기준  
자료: 하나증권

그림 7. 카카오뱅크 연체율 및 NPL비율 추이와 전망



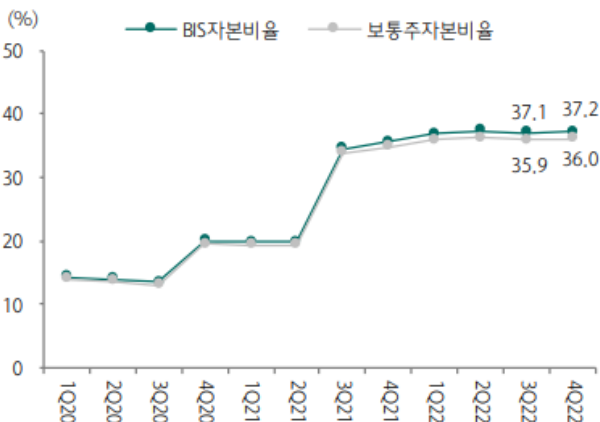
자료: 하나증권

그림 8. 카카오뱅크 대손충당금 및 총자산대비 대손비용률 추이 및 전망



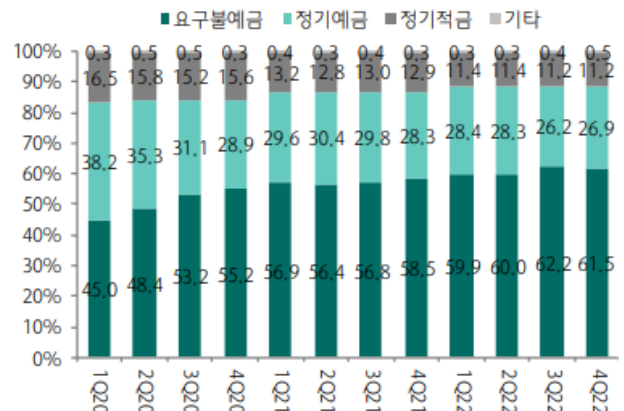
주: 분기 연율화 기준  
자료: 하나증권

그림 9. 카카오뱅크 자본비율 추이



자료: 하나증권

그림 10. 카카오뱅크 수신 비중 추이



자료: 하나증권

주 전 323410 신 카카오뱅크 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 400/400 2023/03/22

25,000 ▲ 500 +2.04% 804,263 107.01% 0.17% 19,968백만 최우선 25,000 24,950 시 24,900 고 25,000 저 24,550 매수 매도

카카오뱅크 증가 단순 3 5 20 60 120 증가 단순 33 8 15 10 500억 강세패턴

최고 94,400 (08/18)

LC:58.23 HC:-73.52 90,000 80,000





갤럭시 Z폴드5, 중요한 변화 3가지

1) 물방울 힌지 적용하여 화면 주름 최소화, 2) AP 및 GPU 성능 향상 기대, 3) 무게 및 두께 감소 전망. 최대 고객사는 신제품 갤럭시Z폴드5/Z플립5의 힌지 업그레이드로 폴더블폰 역량강화에 돌입할 전망. 전작에서 별다른 스펙 변화가 없었기 때문에 금번 업그레이드가 더욱 기대됨. 최대 고객사 향 외장 힌지를 90% 이상 공급해오고 있는 동사 수혜를 기대. 물방울 힌지는 기존 탑재되던 U자형(바벨형) 대비 ASP 상승이 기대됨

실적 성장이 주는 편안함

실적 추정 시 고객사 폴더블폰 출하량(Sell-in)은 1,200만대(YoY+22%), 동사의 고객사 내 납품 비중 85%(이전 보고서 대비 5% 상향), 힌지 ASP 30% 상승을 가정. 현재 고객사 2023년 폴더블폰 생산계획은 약 1,500만대로 하반기 신제품 폴더블폰에 대한 수요 증가 시 동사 매출과 영업이익은 상향 조정될 전망

폴더블폰 시장 전망

3월 개최된 MWC 2023에서 아너, 오포 등 중화권 업체들의 신제품 폴더블폰이 대거 공개되며 출시 확대에 대한 의지 재확인. 가격 경쟁보다는 대중화로 인한 시장 확대에 초점. 구글은 3Q23 '픽셀 폴드'를 출시할 예정이며 애플 역시 폴더블 관련 기술 특허를 지속적으로 출원하고 있어 2024~2025년 초 폴더블폰 출시에 대한 기대감 존재

투자의견 Buy, 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시

2023년 매출액 4,689억원(YoY+29%), 영업이익 450억원(YoY+39%, OPM 9.6%) 전망하며 투자의견 Buy, 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 2023F BPS 11,562원에 Target P/B 2배를 적용하여 산출. 전방 스마트폰 시장 둔화 우려에도 불구하고 안정적인 실적 성장 지속이 기대되는 업체

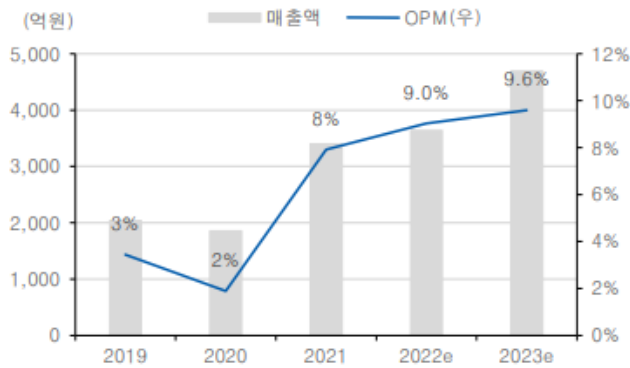
	1Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	693	4.9	6.5	620	11.8
영업이익	49	-0.4	21.7	44	11.0
세전계속사업이익	54	-0.4	흑전	43	25.3
지배순이익	54	0.0	흑전		
영업이익률 (%)	7.1	-0.4 %pt	+0.9 %pt	7.2	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	7.8	-0.4 %pt	흑전		

자료: 유안타증권

계산 (12월)	2020A	2021A	2022P	2023F
매출액	1,850	3,398	3,639	4,689
영업이익	35	269	325	450
지배순이익	-137	334	252	348
PER	-35.5	15.6	13.0	11.8
PBR	2.7	2.3	1.3	1.5
EV/EBITDA	28.8	11.4	5.4	5.2
ROE	-7.6	16.9	11.0	13.8

자료: 유안타증권

### KH바텍 연간 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

### 물방울 힌지 탑재(위, 오포 파인 N2) VS U자형 힌지 탑재(아래, 폴드 4) 비교



자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터





유니섬  
 국내 스크러버 점유율 1위  
[\[출처\] 하나증권 변운지 애널리스트](#)

### 2022 Review: 고객사 투자지연과 원자재 가격 인상

반도체 스크러버/칠러 장비 공급사 유니섬의 2022년 매출액은 2,533억원(YoY-14.5%), 영업이익은 290억원(YoY□33.6%)을 기록했다. 매출 감소는 P3 투자 지연 때문으로 파악된다. 영업이익 감소는 [1] 원자재 가격(냉각수 등) 인상과 [2] 일회성 비용 때문이다. 22년 3월 31일 벨기에 업체 3M이 환경 규제로 칠러에 필요한 쿨런트(냉각수) 생산 가동을 중단한바 있다. 이후 공급 부족으로 쿨런트 가격이 급등하면서 원가 부담이 커진 것으로 추정된다.

### 2023 Preview: 식각공정 적용 확대와 해외고객사향 매출 증가

유니섬의 2023년 매출액은 2,473억 원(YoY-2.3%), 영업이익은 325억 원(YoY+10.9%)으로 전망한다. 23년 매출은 국내 메모리 업체들의 투자 축소로 22년과 비슷한 수준을 유지할 것으로 예상된다. 긍정적인 점은 [1] 스크러버가 필요한 공정인 증착 공정 위주에서 식각 공정으로 확대된다는 점이다. 낸드 적층화에 따라 식각공정 가스 사용량이 많아지면서 1차 스크러버 수요가 증가하고 있다. (기존에는 2차 스크러버로만 대응 가능) 국내 메모리 업체는 이미 1차 스크러버를 도입했고, 국내 IDM 업체는 도입할 예정이다. [2] 일본 메모리 반도체 고객 내 점유율이 확대된다는 점이다. 일본 고객사가 고온 버너를 활용한 직접 연소 방식의 번(Burn)타입에서 전기 Torch 열을 사용한 플라즈마 타입의 스크러버를 선호하면서 교체수요가 발

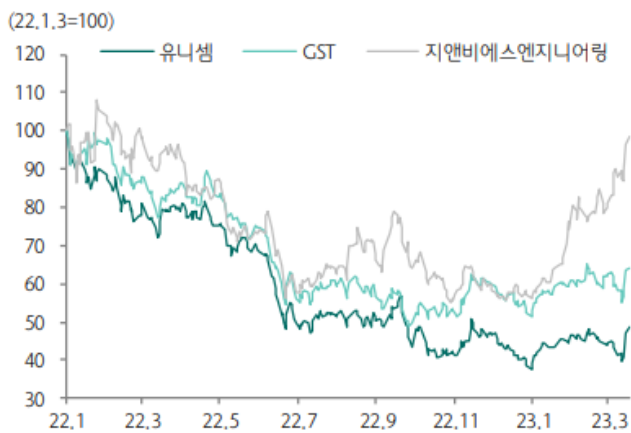
생할 것으로 예상된다. 현재 플라즈마 타입을 테스트 중으로 테스트 완료 시 고객사 내 점유율 확대가 기대된다. [3] 중국 디스플레이향 매출 증가도 기대된다. 중국 디스플레이업체들의 투자가 시작되고 있어 스크러버와 칠러 장비 수요가 증가하고 있는 것으로 파악된다. 23년 분기별 매출액은 1분기<2분기<3분기=4분기 흐름을 보일 것으로 전망한다.

## 2024년이 더 기대되는 기업

3월 17일 기준 유니셈 주가는 15% 급등했는데, 급등한 이유는 [1] 삼성전자가 2042년까지 용인 클러스터 구축에 300조원을 투자하겠다고 발표하며 관련 수혜 기대감과 [2] 삼성전자내 스크러버 장비 점유율 1위이면서 22년 연초대비 낙폭이 컸기 때문으로 추정된다. 유니셈의 주력제품인 스크러버는 미세화 및 고단화 진행 시마다 수주 규모가 늘어나고 신규 설치 이후에도 유지보수 매출이 발생한다는 점에서 전방산업 시설투자 회복시에 실적 턴어라운드를 견인할 것으로 기대된다.

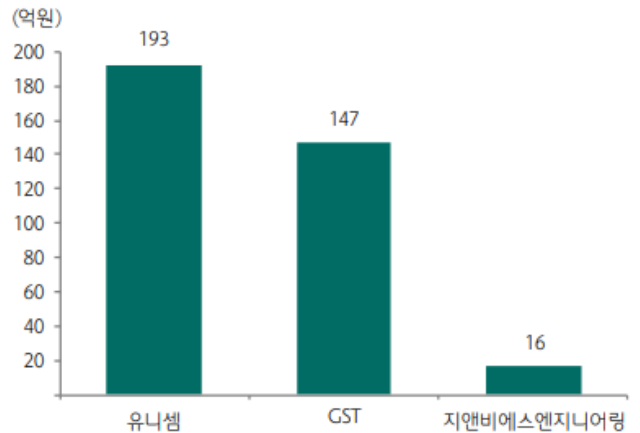
Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	십억원	214	179	215	296	253
영업이익	십억원	26	24	32	44	29
세전이익	십억원	26	26	29	47	24
순이익	십억원	22	22	21	38	20
EPS	원	671	693	670	1,244	639
증감율	%	(7.6)	3.3	(3.3)	85.7	(48.6)
PER	배	4.8	7.8	12.8	11.7	8.8
PBR	배	0.9	1.3	1.7	2.4	0.8
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	%	19.0	16.5	14.0	20.8	9.8
BPS	원	3,655	4,317	4,918	6,088	6,623
DPS	원	60	50	80	120	100

그림 1. 스크러버 업체들 연초대비 주가 추이



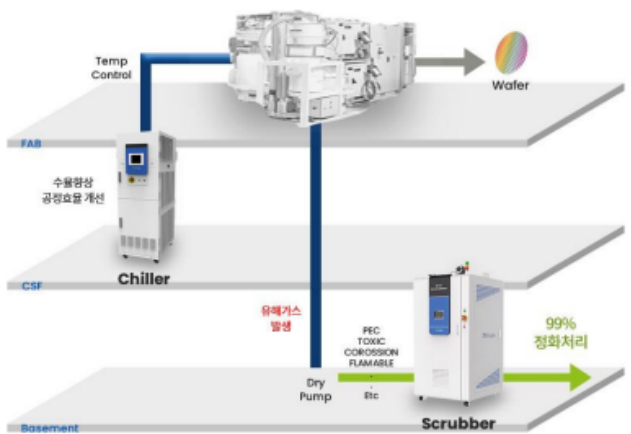
자료: Quantwise, 하나증권

그림 2. 2022년 스크러버 업체들의 국내 매출 추이



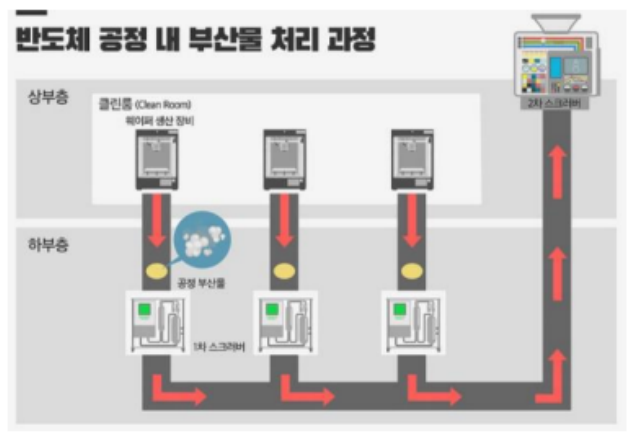
자료: 각사, 하나증권

그림 3. 유니셈 주력 장비 스크러버와 칠러



자료: 유니셈, 하나증권

그림 4. 반도체 공정 내 부산물 처리 과정



자료: SK아이닉스, 하나증권



---

현대그린푸드

매력적인 펀더멘탈, 매력적인 타이밍

[\[출처\] IBK투자증권 남성현 애널리스트](#)

### 지주사 전환은 오히려 기회

지주사 전환 이후 현대그린푸드 사업회사에 주목해야 할 것이다. 그러한 이유는 1) 분할 후 사업회사 시초가는 저평가 영역에 머무를 것으로 보이고, 2) 연결종속회사 분할에 따라 사업회사 펀더멘탈이 부각될 가능성이 높으며, 3) 단체급식 및 식자재 사업부 성장에 따라 기업가치 상승이 기대되기 때문이다. 동사는 분할 전 높은 자산 가치에도 불구하고, 건자재 계열사 및 일부 종속회사 실적 부진이 기업가치 상승을 제한시켰다. 분할 이후 자산가치는 지주사로 편입되나, 종속회사 연결 실적 제외에 따라 본업의 높은 펀더멘탈은 오히려 부각될 가능성이 높다.

### 펀더멘탈 성장세 지속

동사의 지난해 매출액과 영업이익은 각각 1조 9,240억 원(전년대비 +15.1%), 영업이익 746억 원으로(전년대비 +72.7%) 3사 합병(현대F&G, 현대푸드시스템, 현대H&S)이후 역대 최대 실적을 기록하였다. 그동안 에버다임 및 현대리바트 연결 실적 부진에 따라 개별 사업부 영업실적은 주목을 받지 못하였다.

실적 성장세는 이어질 것으로 전망한다. 그렇게 추정하는 근거는 1) 급식 식자재 경로 점유율 확대에 따른 성장과, 2) 자동차 및 조선업 등 가동률 증가로 인한 식수 증가, 3) 군 급식 식자재 시장 확대에 따른 신규 매출액 확대, 4) CK 가동률 확대로 인한 마진율 개선이 기대되기 때문이다. 동사는 중장기적으로 해외사업부 매출액 증가, 그리팅(B2C) 및 CK(B2B)를 통한 상품군 공급 비중 확대에 따른 성장도 기대한다. 이에 본업의 펀더멘탈은 지속적으로 상승할 전망이다.

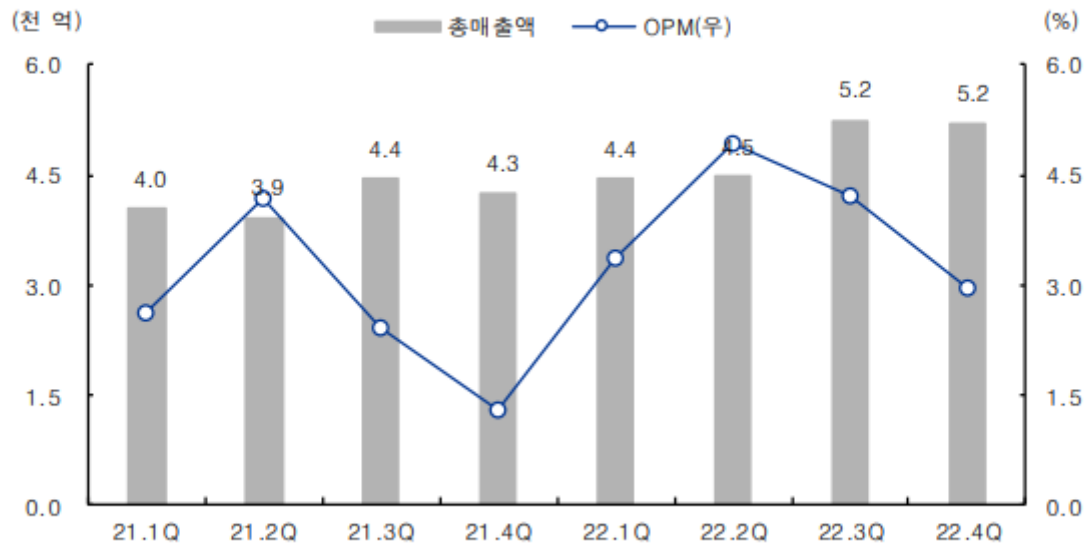
### 사업회사 분할 재상장 시가총액은 약 2,500억 원

2023년 동사의 영업이익은 약 800억 원을 상회할 전망이다. 분할 상장 후 사업회사 시가총액이 약 2,500억이라는 점에서 밸류에이션 매력은 높다는 판단이다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	1,477	1,515	1,543	1,513	1,671
영업이익	49	69	67	45	43
세전이익	137	105	80	50	74
당기순이익	101	81	62	38	61
EPS(원)	1,034	829	631	386	621
증가율(%)	77.9	-19.9	-23.9	-38.8	61.0
영업이익률(%)	3.3	4.6	4.3	3.0	2.6
순이익률(%)	6.8	5.3	4.0	2.5	3.7
ROE(%)	7.9	6.1	4.6	2.7	4.2
PER	14.5	17.3	18.8	22.7	13.8
PBR	1.1	1.0	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA	22.3	16.5	13.8	13.2	12.8

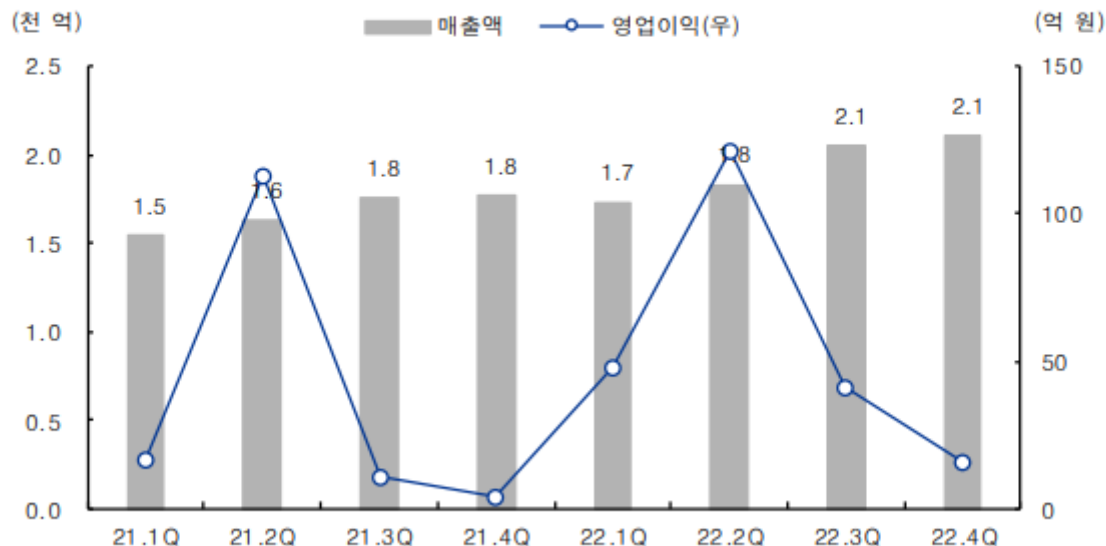
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 현대그린푸드 영업실적 추이



자료: 현대그린푸드, IBK투자증권

그림 2. 현대그린푸드 단체급식 영업실적 추이



자료: 현대그린푸드, IBK투자증권





## 제이시스메디칼

### 기대되는 중국 진출 & 성공 Story

[출처] 유안타증권 권명준 애널리스트

#### 2023년에도 성장 이상 無

2022년 매출액 1165.5억원, 영업이익 343.1억원으로 전년대비 각각 43.3%, 45.3% 성장했다. 글로벌 시장에서 동사의 제품 판매가 호조세를 보였으며, 매출액 성장에 따른 규모의 경제 효과 및 이익률 높은 소모품 판매 비중 확대에 영업이익률 역시 개선되었다.

2023년 예상 실적은 매출액 1,456억원, 영업이익 454억원으로 25.0%, 32.4% 성장할 것으로 전망한다. ①글로벌 수요 확대에 따른 RF(고주파) 고성장세가 지속되고 있으며, ②2022년 2분기에 출시한 리니어Z의 인기가 지속되고 있으며, ③해외(중국, 미국) 진출 기대감이 연내 구체화될 가능성이 높다는 점에서 실현 가능성이 높다고 판단된다.

#### 중국 진출을 주목해야 하는 이유!

중국 리오프닝 시 중국 내 에스테틱 산업이 빠르게 성장할 것으로 기대한다. ①40대 이상 여성 인구가 빠르게 증가하고 있으며, ②수술보다 비수술 시술을 선호하는 경향이 증가하고 있고, ③에스테틱 시술은 수술 대비 회복속도 등 다양한 장점들을 보유하고 있기 때문이다. 동사를 비롯한 K-에스테틱 기기들은 ①중국 내 주력제품인 써마지(RF) 대비 가격 경쟁력이 있으며, ②수년간 수출 레퍼런스를 통해 중국 의료미용 소비자들 사이에서 가장 높은 가치를 부여하는 '안정성'에 대해 이미 인정을 받고 있으며, ③중국 사람들은 한국과 유사한 피부성향을 보인다는 점에서 시술 효용성이 높을 것으로 기대된다. 동사는 연내 포텐자 중국 인허가를 추진하고 있으며, 해외진출 시 '사이노슈어'라는 파트너를 동반한다는 점에서 진출 시 초기 시장 선점 효과가 높을 것으로 기대된다.

#### 목표주가 10,000원으로 상향

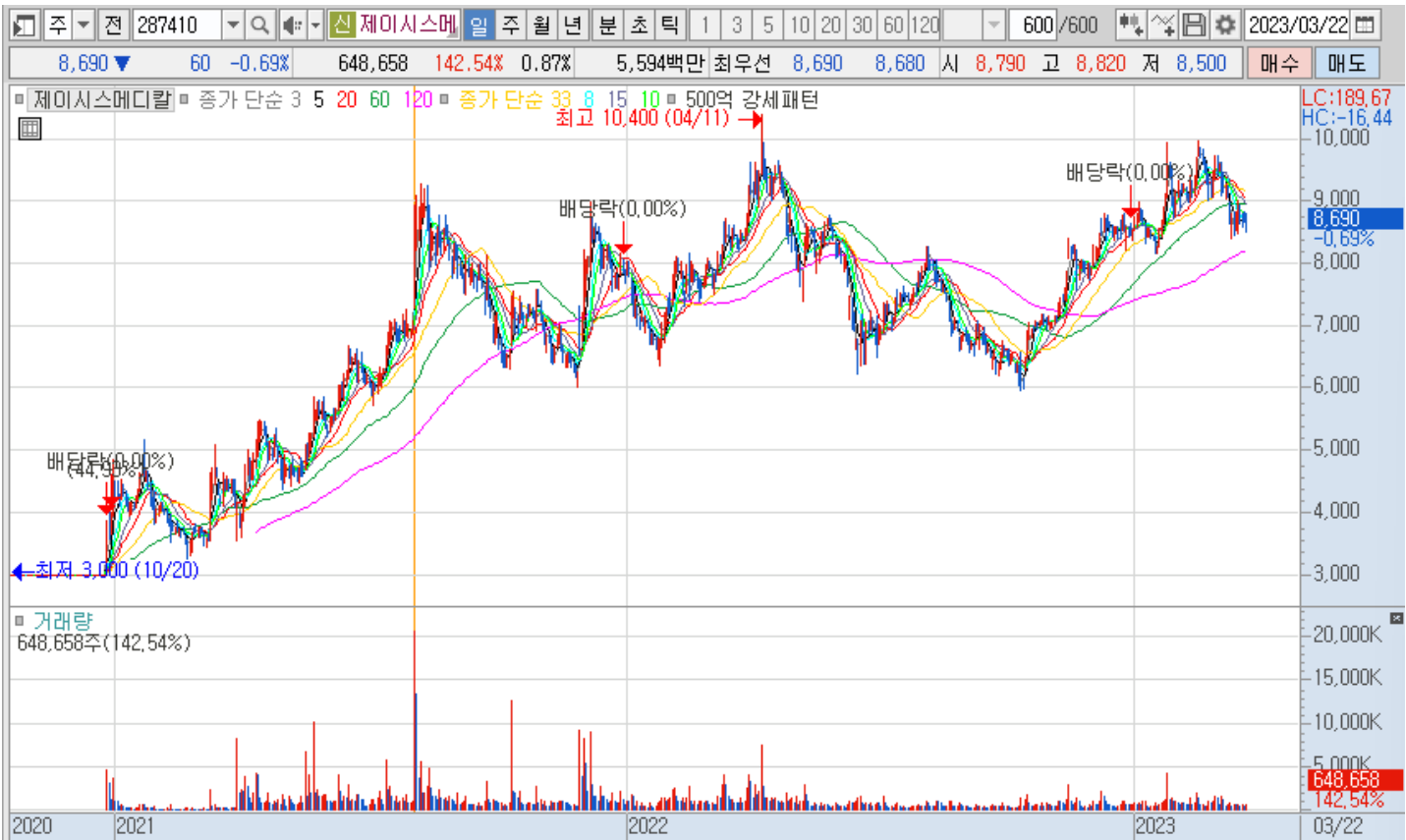
목표주가를 10,000원으로 상향한다. 2023년 예상 EPS 502원에 국내 Peer 2023년 평균 PER 20배를 적용하였다. K-에스테틱 기업들은 해외 진출 성공 여부에 따라 밸류에이션을 다르게 받고 있다. 연내 중국 진출이 구체화될 경우 목표주가를 추가 상향할 계획이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022P	2023F
매출액	508	813	1,165	1,456
영업이익	114	236	343	454
지배순이익	75	136	274	371
PER	16.1	31.6	22.1	17.1
PBR	8.7	9.2	8.2	5.7
EV/EBITDA	0.2	13.2	15.6	12.0
ROE	190.6	42.4	45.2	39.9

자료: 유안타증권



---

SK이노베이션

2023년 1분기 실적 부진 대비해야

[\[출처\] 유안타증권 황규원 애널리스트](#)

1분기 예상 영업이익 1,516억원, 컨센 이하

2023년 1분기 예상 실적은 '매출액 17.2조원, 영업이익 1,516억원(영업이익률 0.9%), 지배주주 순이익 240억원' 등이다. 영업실적은 전분기 △6,833억원 적자에서 회복되지만, 시장 컨센서스 6,298억원에 비해 낮은 수치이다. 정유부문에서 재고손실 △2,600억원(전분기 △6,246억원)이 예상되며, 배터리부문은 성과급/미국 불량 배터리 손상처리 등으로 적자폭이 커질 전망이다. 부문별 추정치는 '정유 1,052억원(전분기 △6,612억원), 배터리 △2,677억원(전분기 △2,566억원), 석화/윤활유/자원개발 3,552억원(전분기 2,966억원)' 등이다.

배터리 2분기 미국 IRA 보조금 효과는 긍정적

2023년 예상 매출은 13.8조원으로, 전년 대비 82% 성장할 것이다. 2023년 1분기 매출 3조원을 넘어서지만, 영업손익은 △2,677억원으로 부진할 전망이다. 2022년 괴롭혔던 수율 문제는 헝거리 공장(17.5GW)은 80 ~ 90%까지 올라왔으며, 미국 공장(21.5GW)은 70% 내외로 알려지고 있다. 2분기부터 미국 IRA 효과를 기대할 수 있다. 미국 공장에서 판매되는 배터리 모듈에 45\$/kwh 보조금을 받게 되는데, 매출원가에서 차감할 수 있다. 캐파 21.5GW, 가동률 70%, 수율 70% 등을 적용하면, 분기 1,800억원 이익 개선효과가 발생된다. 그러나, 자동차 회사에 배터리 납품가격 인하가 얽혀있어 실제 효과는 반감될 것이다.

그러나, 목표주가 25만원으로 하향

2023년 적정주가를 25만원(기존 31만원)으로 하향 조정한다. 실적 모멘텀 둔화와 차입금 부담 증가를 동시에 반영한 결과이다. (1) 2023년 예상 실적은 65.9조원, 영업이익 1.0조원(영업이익률 1.6%, 전년 4.0조원), 지배주주 순이익 7,200억원 등이다. 영업이익 규모는 연초 추정치 1.7조원에 비해 △41% 낮춘 것이다. 부문별로는 정유 3,595억원(전년 3.4조원), 배터리 △3,531억원(전년 △9,912억원), 석화/윤활유/자원개발 1.2조원(1.8조원) 등이다. (2) 차입금 부담도 늘어났다. 2022년 말 순차입금 14.5조원(차입금 25.4조원 - 현금 10.9조원)으로, 1년 만에 8.4조원에서 6.1조원 증가했다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	171,628	5.5	-3.2	188,163	-8.8
영업이익	1,516	-90.8	흑전	6,298	-75.9
세전계속사업이익	313	-97.7	흑전	5,830	-94.6
지배순이익	240	-97.0	흑전	3,283	-92.7
영업이익률 (%)	0.9	-9.2 %pt	흑전	3.3	-2.4 %pt
지배순이익률 (%)	0.1	-4.8 %pt	흑전	1.7	-1.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

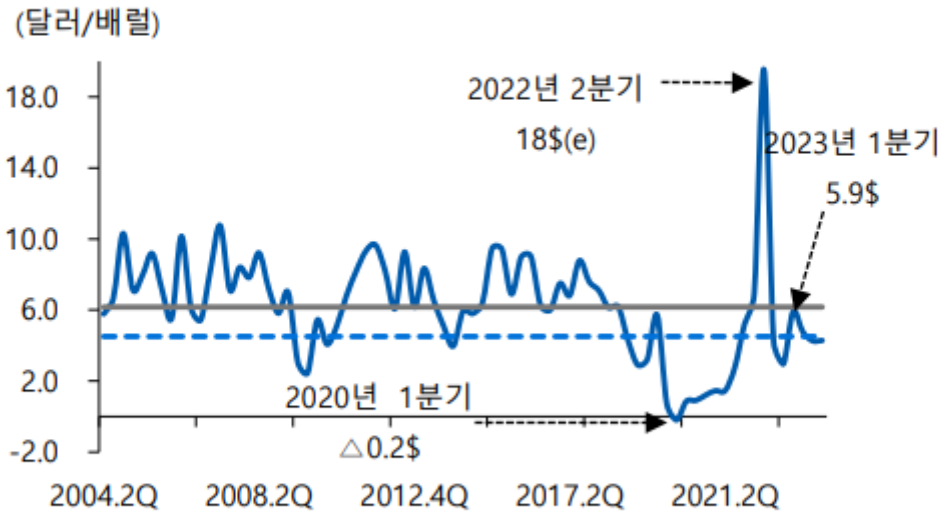
	결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액		345,499	468,429	766,586	658,782
영업이익		-24,203	17,542	39,989	10,381
지배순이익		-21,728	3,046	16,640	7,200
PER		-5.7	77.1	9.7	20.3
PBR		0.8	1.2	0.7	0.6
EV/EBITDA		-22.0	11.0	5.7	11.2
ROE		-13.6	1.9	8.8	3.4

자료: 유안타증권

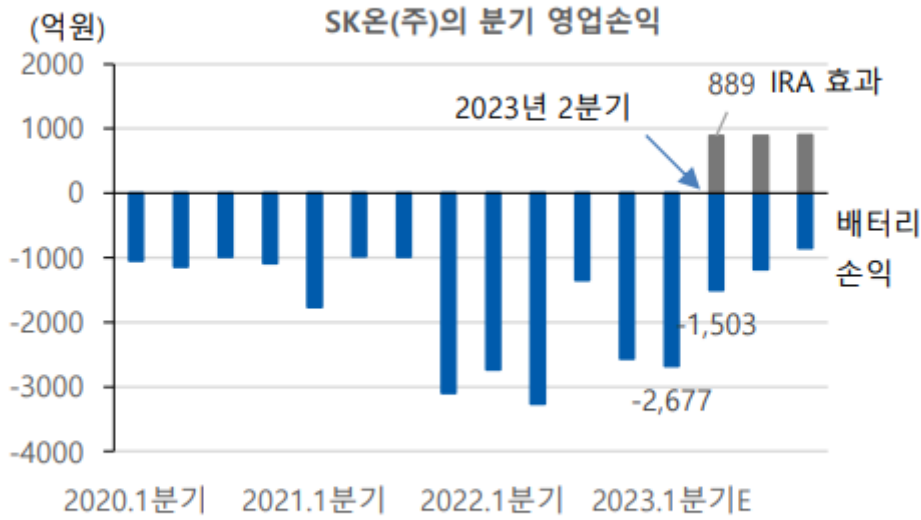


자료: 유안타증권 리서치센터

OSP 적용 후 싱가포르 정제마진



자료: 유안타증권 리서치센터



자료: 유안타증권 리서치센터

