2023.03.30(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-03-30 오전 3:11 **수정한 날짜:** 2023-03-30 오전 10:50

2023.03.30(목)증권사리포트

삼성전자
우려 대비 부진한 반도체
[출처] 하나증권 김록호 애널리스트

1Q23 Preview: 반도체 적자로 부진한 실적

삼성전자의 23년 1분기 매출액은 63.6조원(YoY -18%, QoQ -10%), 영업이익은 0.5조원(YoY -97%, QoQ -89%)으로 전망한다. 이는 최근 빠른 속도로 하향되고 있는 컨센서스를 하회하는 수준이다. 실적 부진의 주요인은 반도체 부문인데, DRAM과 NAND 모두 우려했던 것보다 출하가 매우 부진하고 그에 따른 가격 하락폭도 크게 나타났다. 메모리 반도체의 적자 규모는 3.7조원에 달할 것으로 추정되며, 재고평가손실이 추가적으로 반영될 가능성도 상존한다. 아울러 디스플레이 부문에서는 북미 고객사의 출하량이 예상보다 저조해 기존 전망치를 하향했다. 반면에 MX 부문의 실적은 상향 조정했는데, 갤럭시 S23의 출하량이 양호하게 전개되며 평균판매가격이 예상보다 높아졌기 때문이다. 23년 1분기는 반도체의 부진을 MX가 일부 만회하는 실적으로 요약할 수 있다.

반도체 재고의 피크아웃 고민

반도체 부문의 재고 수준이 여전히 높은 것으로 추정된다. 삼성전자의 DRAM 생산이 감소하지 않은 상황에서 출하 부진이 지속되고 있어, 23년 1분기에도 재고가 증가했을 것이다. 23년 2분기에는 계절적으로 출하가 증가하겠지만, 증가폭이 크게 나타나야 재고의 감소를 기대할 수 있는 상황이다. 다만, 상반기에는 고객사 재고 수준이 여전히 낮지 않고 서버향 수요 강도도 강하지 않을 것이기 때문에 재고 감소 가능성이 낮을 것으로 판단된다. 메모리 업체들이 추가적으로 보수적인 CAPA 운영 정책에 대한 고민이 필요한 시기라 판단한다.

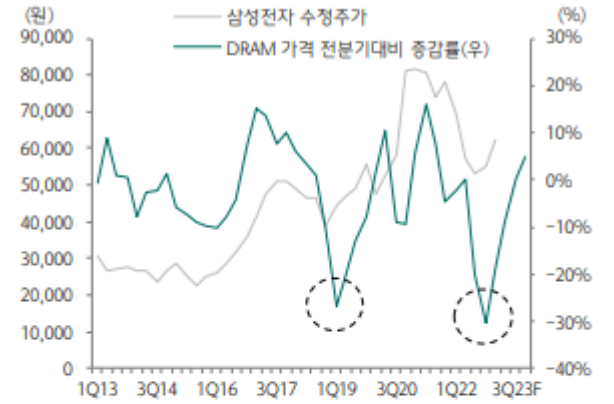
하반기 수요 증가 기대감은 유효

삼성전자에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 78,000원을 유지한다. 23년 2분기는 반도체의 실적 개선이 제한적이고, MX 부문은 플래그십 효과 축소로 감익이 전망되기 때문에 전사 영업이익이 전분기대비 29% 감소한 0.3조원으로 전망한다. 그럼에도 불구하고 현재 시점은 하반기 업황 및 실적 개선에 주목할 때라는 판단이다. 상반기 부진의 폭이 예상보다 크게 나타난 점은 부담이지만, 부진할 것이라는 방향성은 이미 주가에 반영되었다. 당분간 상승 모멘텀이 뚜렷하지 않지만, 하락 리스크도 제한적이기 때문에 조정시마다 비중확대로 대응하는 구간이라 판단한다

Financial Data

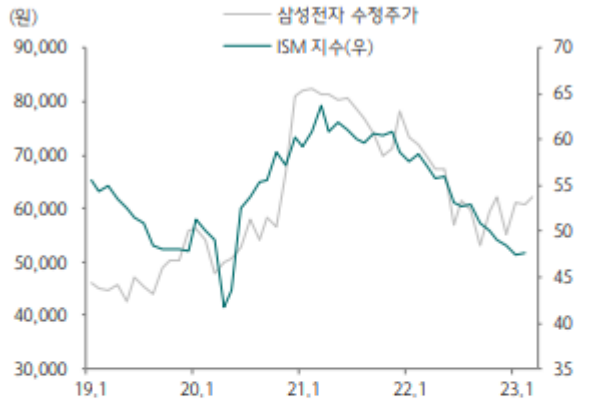
투자지표	단위	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	십억원	236,807.0	279,604.8	302,231.4	270,628.4	299,179.7
영업이익	십억원	35,993.9	51,633.9	43,376.6	9,123.4	28,600.1
세전이익	십억원	36,345.1	53,351.8	46,440.5	10,143.7	28,833.6
순이익	십억원	26,090.8	39,243.8	54,730.0	7,499.6	21,886.2
EPS	원	3,841	5,777	8,057	1,104	3,222
증감율	%	21.32	50.40	39.47	(86.30)	191.85
PER	배	21.09	13.55	6.86	56.25	19.27
PBR	배	2.06	1.80	1.09	1.23	1.19
EV/EBITDA	배	6.75	4.99	3.35	7.46	5.05
ROE	%	9.99	13.92	17.07	2.18	6.27
BPS	원	39,406	43,611	50,817	50,477	52,255
DPS	원	2,994	1,444	1,444	1,444	1,480

그림 1. DRAM 가격 전분기대비 증감률 vs 삼성전자 주가



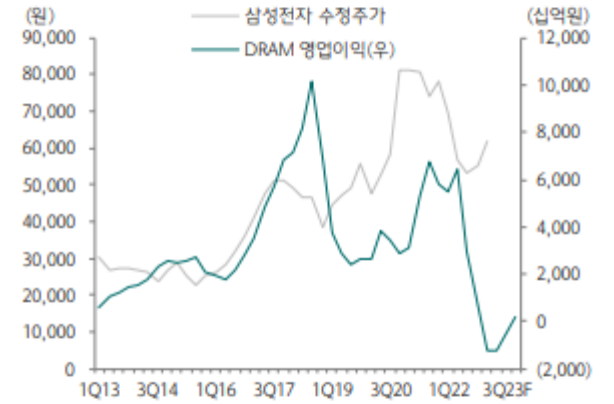
자료: 삼성전자, 하나증권

그림 2. ISM 지수 vs 삼성전자 주가



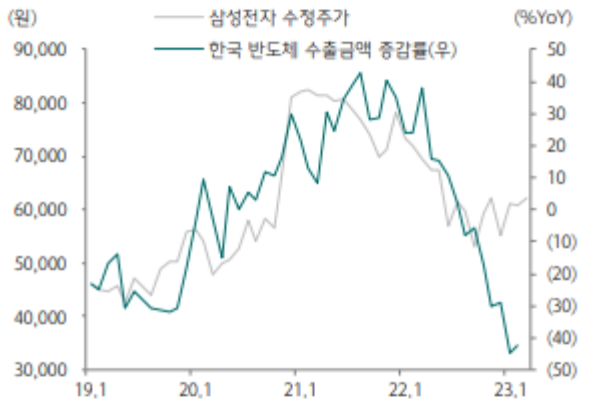
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 3. DRAM 영업이익 vs 삼성전자 주가



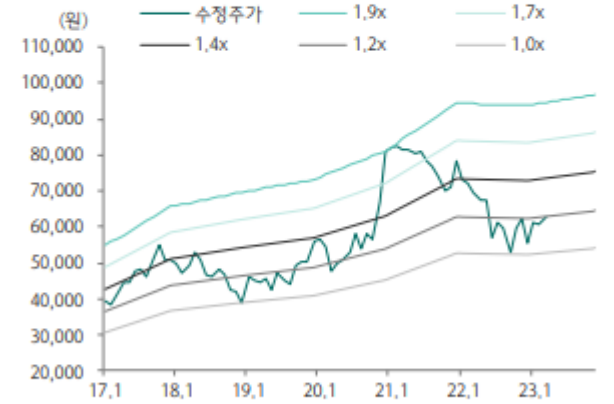
자료: 삼성전자, 하나증권

그림 4. 한국 수출액 전년대비 증감률 vs 삼성전자 주가



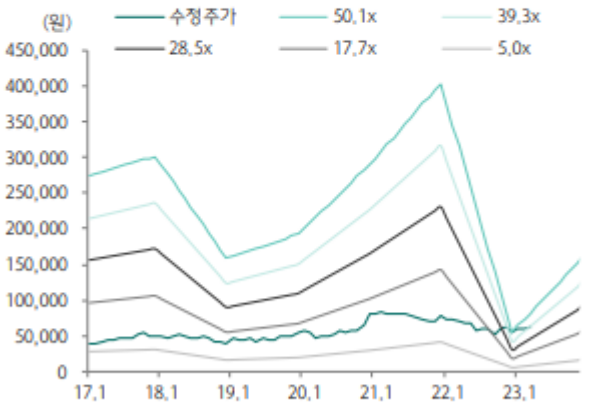
자료: 무역통계, 하나증권

그림 5. 12M Fwd PBR 밴드



자료: 삼성전자, 하나증권

그림 6. 12M Fwd PER 밴드



자료: 삼성전자, 하나증권

005930 삼성전자
62,700 ▼ 200 -0.32% 11,046,870 95.12% 0.19% 689,809백만 최우선 62,700 62,600 시 62,500 고 62,700 저 62,200
매수 매도
삼성전자 종가 단순 3 5 20 60 120 종가 단순 33 8 15 10 500억 강세패턴
최고 96,800 (01/11)
배당락(0.00%)
최저 51,800 (09/30)
LC:21.04
HC:-35.23
거래량
11,046,870주(95.12%)
2020 2021 2022 2023 03/29

005930 삼성전자
62,700 ▼ 200 -0.32% 11,046,870 95.12% 0.19% 689,809백만 최우선 62,700 62,600 시 62,500 고 62,700 저 62,200
매수 매도
삼성전자 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 65,000 (01/27)
최저 54,000 (10/11)
배당락(0.00%)
LC:16.11
HC:-3.54
거래량
11,046,870주(95.12%)
2022/10 11 12 2023/01 02 03 03/29

금호석유
여전히 견고한 실적 기록 전망
[출처] IBK투자증권 이동욱 애널리스트

올해 1분기 영업이익, 시장 기대치 부합 전망

최근 원가 상승 우려에도 불구하고, 금호석유의 올해 1분기 영업이익은 1,054억원으로 시장 기대치에 부합할 전망이다. 포트폴리오의 지속적인 업그레이드에 기인한다.

1) 합성고무 영업이익은 177억원으로 전 분기 대비 94.8% 증가할 전망이다. 전 분기 발생한 성과급/정기보수로 인한 일회성 비용이 제거되는 가운데, 생산성 향상 등으로 SBR/BR 등 범용고무 판매량이 증가하였고, NB Latex는 판매량/가격이 전 분기 대비 개선되었으며, NBR/SSBR/SBS 등 고부가 제품들의 판매 호조에 기인한다. 2) 합성수지와 페놀유도체 영업이익은 각각 -79억원, 148억원으로 전 분기 대비 감익 될 전망이다. 수요 반등이 제한된 가운데, 중국 증설분의 가동에 따른 공급 증가에 기인한다. 3) 금호폴리켐 영업이익은 292억원으로 전 분기 대비 89.6% 증가할 전망이다. 성과급 등 일회성 비용이 제거되었고, 전 분기 정기보수 진행으로 43% 이상 생산이 축소된 EPDM 생산량이 정상화되었기 때문이다. 4) 에너지부문은 1~2월 SMP 상한제 적용에도 불구하고, 전 분기 정기보수 진행에 따른 기저효과 및 3월 SMP 상한제 미 적용으로 올해 1분기에도 견고한 수익성이 유지될 전망이다.
한편 올해 2분기부터 고객사 품질 승인 완료로 인한 작년 4분기 증설한 SSBR(+6만톤)의 판매 증가가 예상된다. SSBR은 가공성/점탄성/저온특성이 매우 우수하여 주로 전기차/UHP 타이어에 사용되는 고마진 합성고무 제품이다.

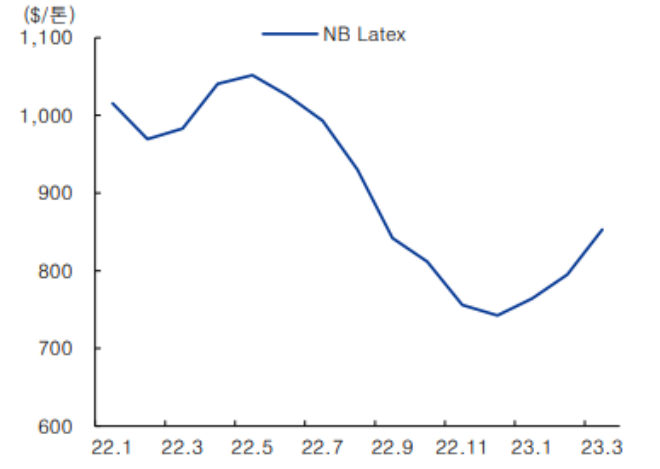
국내 주요 화학 업체 중 가장 높은 수익성 기록 전망

동사의 올해 1분기 실적은 전 분기에 이어 국내 Top-Tier 화학 업체 중 가장 높은 수익성을 기록할 전망이다. EPDM은 노후화된 플랜트들의 구조조정이 확대되고 있고, 범용고무는 증설 제한으로 PE/PP 등 타 폴리머 대비 높은 스프레드가 지속될 전망이며, 유틸리티 등 기타부문의 실적도 견조세를 유지하고 있기 때문이다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	4,810	8,462	7,976	9,172	9,177
영업이익	742	2,407	1,148	523	702
세전이익	767	2,618	1,252	610	791
지배주주순이익	583	1,965	1,025	461	597
EPS(원)	17,405	58,694	31,017	14,243	18,448
증가율(%)	97.9	237.2	-47.2	-54.1	29.5
영업이익률(%)	15.4	28.4	14.4	5.7	7.6
순이익률(%)	12.1	23.2	12.9	5.0	6.5
ROE(%)	20.2	47.8	19.1	8.0	9.7
PER	8.3	2.8	4.1	10.0	7.7
PBR	1.5	1.1	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.4	1.8	2.7	5.8	4.4

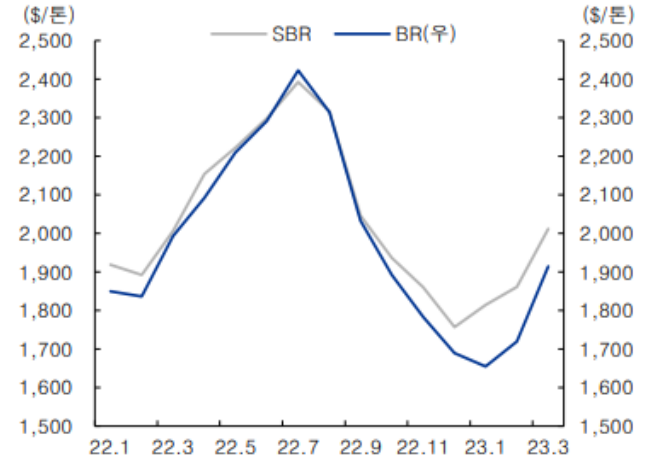
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 NB Latex 가격 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 2. 국내 SBR/BR 가격 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권

켐트로스
LFP 배터리 확대 수혜는 첨가제
[출처] 하나증권 조정현 애널리스트

1. 2차전지 소재 Top-tier 기술 보유

-켐트로스는 2006년 설립된 종합 화학소재 업체로, 2015년 동부전자재료의 폴리머사업부를 양수하여 소재 사업을 다각화
-주요 제품으로 2차전지 전해질 첨가제, 반도체 및 디스플레이 산업용 특수 접착소재 등을 제조 및 판매
-2022년 기준 매출 비중은 전해질 첨가제 27%, 기타 IT소재 21%, 고분자 접착소재 28%, 의약소재 6%, 상품 18%
-첨가제 매출 비중 확대에 따라 2차전지 소재 업종으로 밸류에이션 확장 기대

2. 전해질 첨가제 증설, 양극재 바인더 신소재 개발 모멘텀까지

2-1) 국내 셀메이커 3사의 LFP 배터리 시장 진출 가속화에 따라 첨가제 매출 성장 전망
-켐트로스는 전해액 제조사를 통해 국내 셀메이커 3사로 고온 저항 및 배터리 수명 연장 기능의 첨가제 공급, LFP는 낮은 에너지밀도 개선을 이유로 첨가제 함량 증가할 것으로 예상

-2020년 하반기부터 소형전지에서 중대형 EV 및 ESS용 배터리 위주로 공급이 본격 확대, 첨가제 매출은 20년 74억원(17%)>21년 89억원(19%)>22년 154억원(27%)으로 급증
-첨가제 수요 대응을 위해 전사 생산능력 2023년말 매출액 기준 1,000억원, 2024년 1,400억원 확대 계획

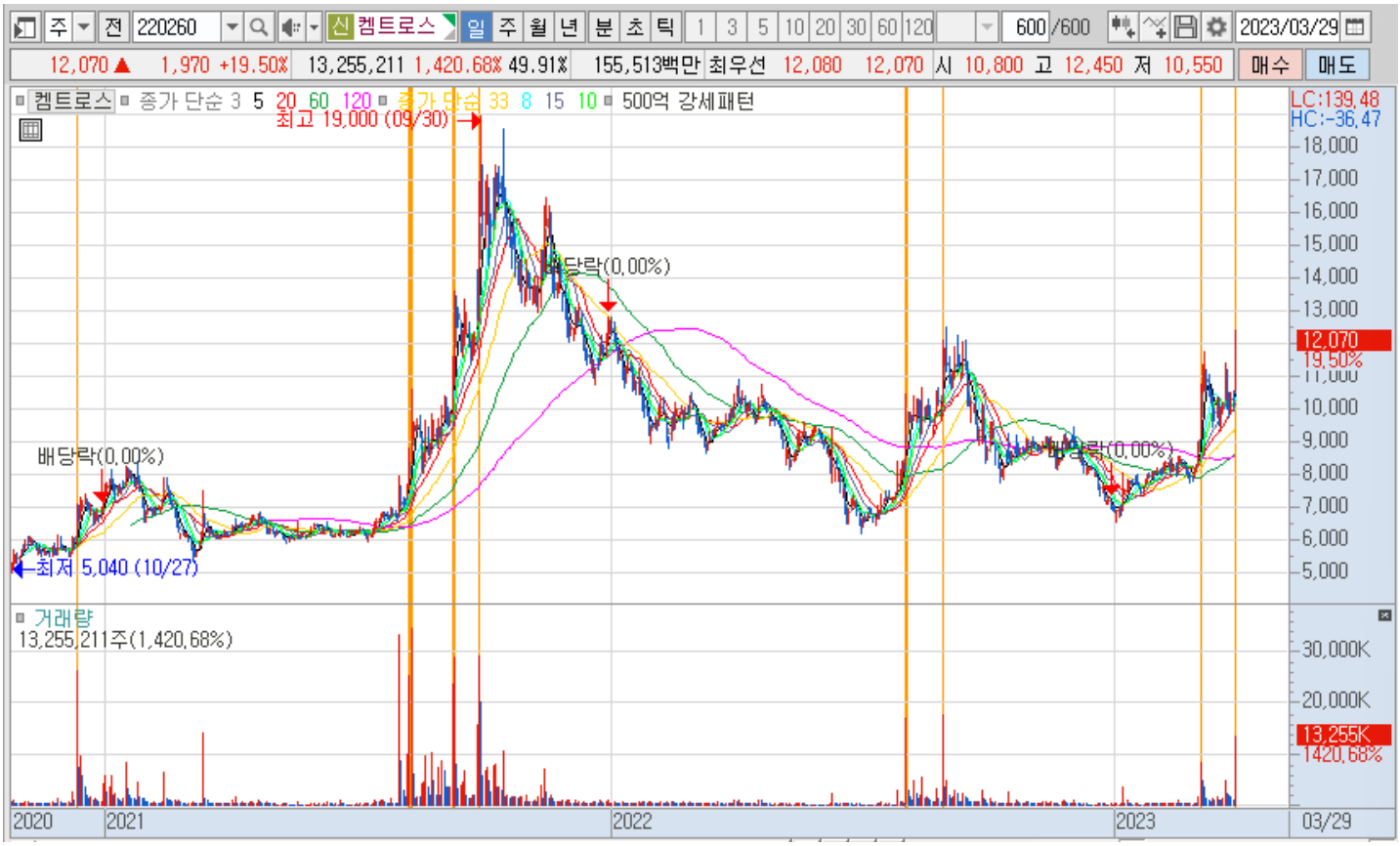
2-2) 향후 주목해야할 점은 동사의 PVDF 국산화 가능성
-PVDF는 양극재 바인더 제조의 핵심 소재이며, 국내 연간 수입 규모는 약 1,000억원으로 추정
-켐트로스는 한국화학연구원에서 PVDF 제조 기술을 이전 받았으며, 국내 유일 파일럿 양산 시설 구축 및 연구 개발을 진행 중인 업체로, 향후 소부장 국산화에 따른 수혜 예상

3. 2023년 매출액 712억원, 영업이익 76억원 전망

-2023년 매출액 712억원(+28.4%, YoY), 영업이익 76억원(+62.0%, YoY)으로 전망
-2023년에도 반도체 및 디스플레이 소재 매출이 견조한 가운데 2차전지 첨가제의 높은 성장세 이어질 전망
-첨가제 제품 믹스 개선으로 수익성 개선 또한 가능할 전망할 것으로 예상되며 2025년 1,000억원을 넘어서는 매출 예상

Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	십억원	44	44	44	48	57
영업이익	십억원	4	3	1	4	4
세전이익	십억원	6	(0)	1	4	3
순이익	십억원	5	0	2	4	4
EPS	원	229	11	57	166	144
증감율	%	397.8	(95.2)	418.2	191.2	(13.3)
PER	배	11.2	287.7	124.7	76.5	48.4
PBR	배	1.7	1.9	4.1	6.1	3.1
EV/EBITDA	배	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
ROE	%	15.4	0.6	3.3	8.0	6.5
BPS	원	1,486	1,692	1,749	2,070	2,220
DPS	원	0	0	0	0	0


220260 켐트로스 일 주 월 년 분 초 틱 600/600 2023/03/29
12,070 ▲ 1,970 +19.50% 13,255,211 1,420.68% 49.91% 155,513백만 최우선 12,080 12,070 시 10,800 고 12,450 저 10,550 매수 매도
켐트로스 종가 단순 3 5 20 60 120 종가 단순 33 8 15 10 500억 강세패턴
최고 19,000 (09/30)
배당락(0.00%)
최저 5,040 (10/27)
LC:139.48
HC:-36.47
12,070
19.50%
거래량
13,255,211주(1,420.68%)
13,255K
1420.68%
2020
2021
2022
2023
03/29

220260 켐트로스 일 주 월 년 분 초 틱 120/600 2023/03/29
12,070 ▲ 1,970 +19.50% 13,255,211 1,420.68% 49.91% 155,513백만 최우선 12,080 12,070 시 10,800 고 12,450 저 10,550 매수 매도
켐트로스 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 12,450 (03/29)
배당락(0.00%)
최저 6,580 (01/03)
LC:83.43
HC:-3.05
12,070
19.50%
거래량
13,255,211주(1,420.68%)
13,255K
1420.68%
2022/10
11
12
2023/01
02
03
03/29

아난티
Life Value = Ananti Value
[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

실적 고 성장기 진입

2022년 아난티는 역대 최고 실적을 기록하였다. 매출액은 액 3,253억 원(전년대비 +48.0%), 영업이익 1,152억 원(전년대비 +92.9%)를 달성하였다. 2022년의 경우 내국인 수요 회복에 따른 리조트 운영부문 흑자전환과 분양사업부(등기제 전환) 실적 성장이 견인한 것으로 판단한다.
실적 성장 추세는 구조적인 현상으로 분석한다. 그러한 이유는 1) 등기제 전환에 따라 감가상각비가 감소하는 구간에 진입하였고, 2) 파이프라인 확대에 따른 영업수익 사이트 증가와, 3) 온라인 플랫폼 런칭에 따른 추가적인 매출액 증가가 기대되기 때문이다. 특히, 올해의 경우 아난티 빌라쥬 드 분양에 따라 역대 최고 실적을 달성할 가능성이 높다. 기존 운영수익과 더불어 준공에 따른 분양수익이 일시적으로 들어올 것으로 전망되기 때문이다.

EBITDA가 영업이익으로 전환

등기제 전환에 따라 동사의 운영수익은 안정화될 것으로 예상한다. 동사는 등기제로 전환하면서 영업실적 구조를 전환하는데 성공하였다. 호텔 및 리조트 비즈니스 모델은 높은 투자비용에 따른 감가상각비 반영에 따라 현금흐름과 회계적실적의 괴리가 상당히 크다. 동사의 경우 등기제 전환에 따라 이러한 미스매치가 줄어드는 구간에 진입하였다. 등기제 전환에 따라 각 사이트별 운영수익은 연간 약 30~80억 원에 달할 것으로 추정한다.

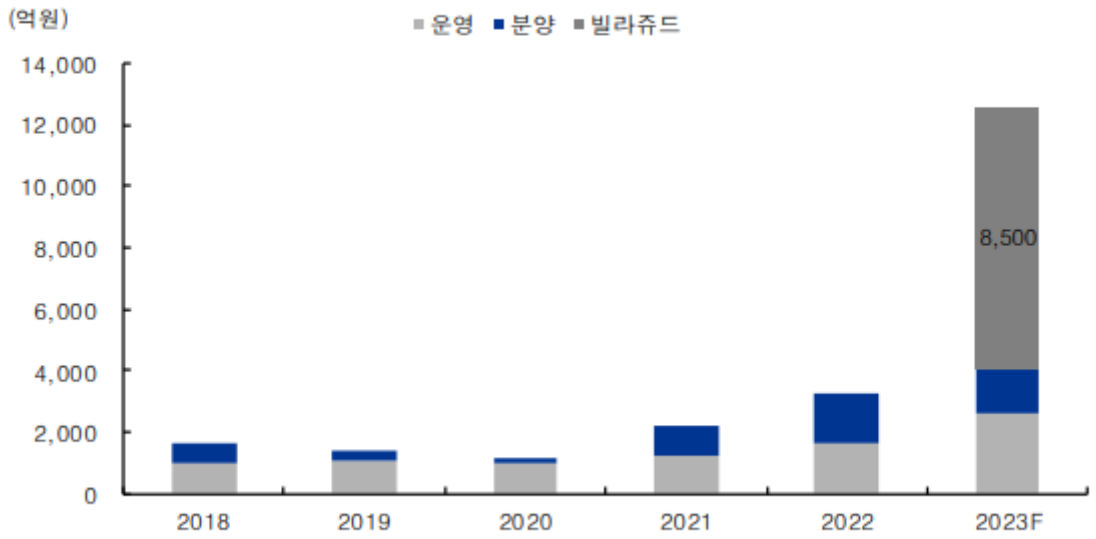
증가하는 파이프라인이 중요

동사의 파이프라인은 빠르게 증가하고 있다. 이는 현금흐름 개선과 브랜드 인지도 상승에 따른 분양수익 증가가 수반되었기에 가능한 것이다. 장기적으로 제주, 가평 등 추가적인 파이프라인이 예정되어 있어 영업실적 개선은 이어질 전망이다.

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	162	143	114	220	325
영업이익	13	5	-32	60	115
세전이익	-21	-3	-50	23	58
지배주주순이익	-20	-7	-39	19	31
EPS(원)	-246	-85	-463	221	360
증가율(%)	-871.4	-65.6	448.1	-147.8	62.8
영업이익률(%)	8.0	3.5	-28.1	27.3	35.4
순이익률(%)	-12.3	-5.6	-39.5	7.7	10.5
ROE(%)	-6.2	-2.0	-11.0	5.2	7.0
PER	-76.3	-123.0	-17.4	47.6	18.5
PBR	4.8	2.3	2.0	2.4	1.1
EV/EBITDA	46.1	40.1	-80.6	13.4	6.8

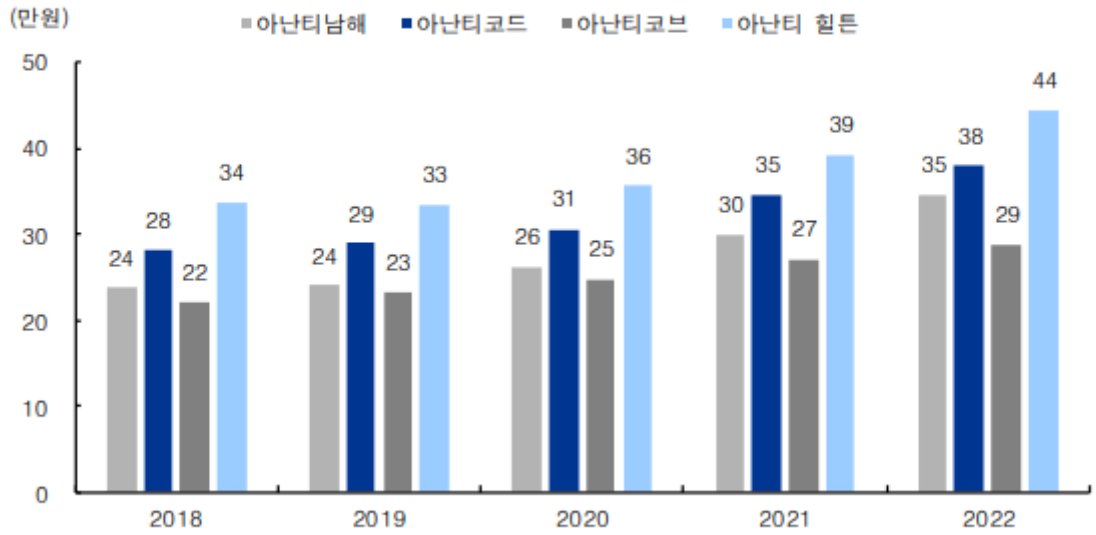
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 아난티 영업실적 추이 및 전망



자료: 아난티, IBK투자증권

그림 2. 아난티 ADR 추이



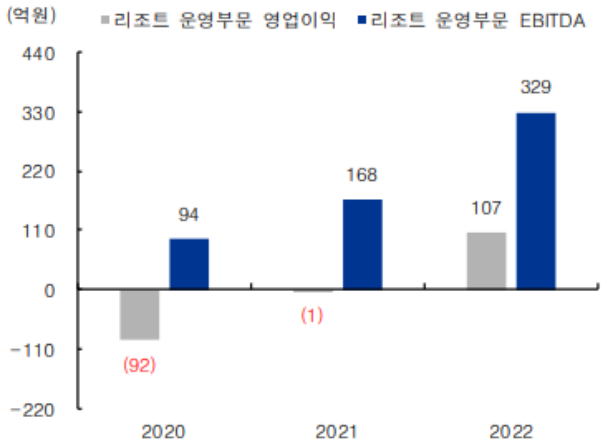
자료: 아난티, IBK투자증권

그림 4. 아난티 파이프라인

구분	VILLAGE DE ANANTI	ANANTI TOWN AT GANGNAM		LAKE DE ANANTI	VILLAGE DE JEJU
		CABENET DE EJ	BIG STAIRS		
이미지					
동영상	LINK	-	LINK	LINK	-
소재지	부산 기장군 기장읍	서울 강남구 논현동	서울 강남구 논현동	경기도 가평군 가평읍	제주시 구좌읍 김녕리
대지/연면적	4.8만평 / 4.8만평	270평 / 1,300평	56평 / 169평	2,800평 / 9,000평	8.6만평 / 17.2만평
층수	지하 2층 - 지상 12층	지하 5층 - 지상 6층	지하 2층 - 지상 5층	지하 4층 - 지상 4층	설계 중
투자비용	6,616억원	332억원	105억원	1,187억원	3,970억원
운영개시일	2023년 6월	2023년 8월 예정	2023년 8월 예정	2025년 예정	2026년 예정
분양실적	분양 중 총 4,760 구좌 중 3,884 구좌 달성 (82%)	업무시설, 근린생활시설	근린생활시설	분양 계획 중	분양 계획 중
호텔/콘도	호텔 110실 / 콘도 282실	-	-	콘도 50실	호텔 및 콘도 345실 계획 중
시설	• 이터널저니 • 워터하우스 • 마켓, 정원 등	• 회원 전용 라운지 • 하이엔드 레스토랑 • 오피스 라운지	• 이터널저니 • 모비딕마켓 (가칭) • 라운지	• 이터널저니 • 워터하우스 • 수상 액티비티 등	• 설계 중

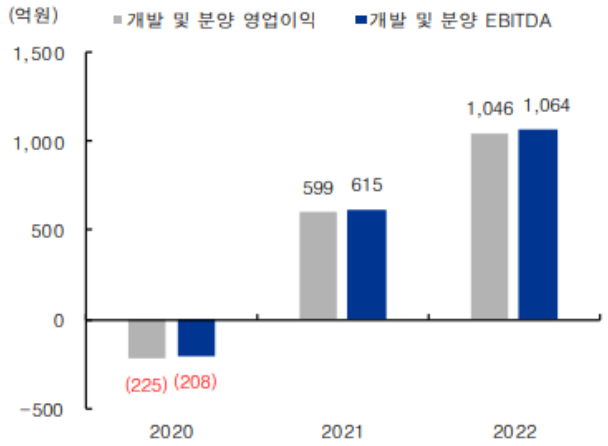
자료: 아난티, IBK투자증권

그림 5. 리조트 운영 수익 추이



자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

그림 6. 플랫폼 개발 및 분양 수익 차이



자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

주 전 025980 신 아난티 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 600/600 2023/03/29
6,900 ▲ 250 +3.76% 1,159,806 212.32% 1.33% 7,995백만 최우선 6,900 6,890 시 6,730 고 7,030 저 6,660 매수 매도
아난티 종가 단순 3 5 20 60 120 종가 단순 33 8 15 10 500억 강세패턴
최고 14,850 (09/30)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
최저 5,010 (10/13)
LC:37.72
HC:-53.54
14,000
13,000
12,000
11,000
10,000
9,000
8,000
6,900
3.76%
6,000
5,000
거래량
1,159,806주(212.32%)
40,000K
30,000K
20,000K
1,160K
212.32%
2020
2021
2022
2023
03/29

주 전 025980 신 아난티 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 120/600 2023/03/29
6,900 ▲ 250 +3.76% 1,159,806 212.32% 1.33% 7,995백만 최우선 6,900 6,890 시 6,730 고 7,030 저 6,660 매수 매도
아난티 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 8,040 (02/10)
배당락(0.00%)
최저 5,010 (10/13)
LC:37.72
HC:-14.18
8,000
7,750
7,500
7,250
6,900
3.76%
6,500
6,250
6,000
5,750
5,500
5,250
5,000
거래량
1,159,806주(212.32%)
10,000K
5,000K
1,160K
212.32%
2022/10
11
12
2023/01
02
03
03/29

한국전력
3월 31일, 전기요금 인상의 승부처
[출처] NH투자증권 이민재 애널리스트

필요한 인상 폭은 kWh당 10원 이상

한국전력에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 30,000원 유지. 투자의견과 목표주가를 유지하는 이유는 현 정부의 에너지 요금 인상 기조가 확고하기 때문. 31일 전기요금 인상 폭이 kWh당 10원 이상이라면 당사가 예상한 2023년 전기요금 인상 분(kWh당 25원)에 부합. 또 최근 계속되는 석탄과 천연가스 가격 하락으로 판매가격과 원가의 차이가 극대화돼, 하반기부터 본격적으로 이익은 회복될 전망. 다만, 3월 31일 인상 폭이 kWh당 5원 이하라면 하반기 추가 인상이 필요하기 때문에 단기적인 주가 상승 동력은 약해질 것으로 예상. 따라서 전기요금 인상 결과에 따라 목표주가는 추후에 조정 가능. 참고로 목표주가는 2023년 4분기 BPS 기준 PBR 0.6배로 2015년 수준
이번 전기요금 인상 기회를 놓치면 올해 남은 인상 시점은 7월과 10월. 그러나 7월은 여름철 성수기로 소비자의 전기요금 부담이 클 수 있고, 10월은 대외 변수의 영향이 크기 때문에 대폭의 인상은 어려운 상황. 만약 이번 전기요금 인상이 불발된다면 2023년과 2024년 영업이익은 각각 -12.6조원과 2.0조원으로 향후 재무구조 개선 부담은 커질 전망

인상 시 2024년 순이익 3.3조원

2023년 2분기 10원/kWh 인상 후 남은 분기 동안 추가 인상이 없다고 가정하더라도, 2024년 영업이익은 7.6조원, 순이익은 3.3조원으로 추정. 다만, 재무구조 개선에는 부족한 수준이기 때문에 추가적인 요금 인상은 필요할 전망. 참고로 2024년 주요 변수는 원-달러 환율 1,300원, New Castle탄 가격 100달러/톤, 국제유가(WTI) 70달러/배럴, 동북아시아 천연가스 가격 20달러/MMBtu로 가정

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	71,258	89,248	93,243	96,929
증감률	*17.4*	*25.2*	*4.5*	*4.0*
영업이익	-32,655	-8,571	7,175	7,641
증감률	*적지*	*적지*	*흑전*	*6.5*
영업이익률	*-45.8*	*-9.6*	*7.7*	*7.9*
(지배지분)순이익	-24,467	-9,118	3,664	4,290
EPS	-38,112	-14,203	5,708	6,683
증감률	*적지*	*적지*	*흑전*	*17.1*
PER	-	-	3.2	2.8
PBR	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	-	37.4	6.9	6.7
ROE	-46.9	-25.3	11.0	11.5
부채비율	459.1	597.7	546.9	486.0
순차입금	116,216	122,190	119,272	118,850

단위: 십억원, %, 원, 배

015760 한국전력
18,670 ▲ 270 +1.47% 2,232,811 191.28% 0.35% 41,768백만 최우선 18,680 18,670 시 18,410 고 18,860 저 18,410
최고 30,050 (12/18)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
최저 16,500 (10/17)
거래량
2,232,811주(191.28%)
2020
2021
2022
2023
03/29

015760 한국전력
18,670 ▲ 270 +1.47% 2,232,811 191.28% 0.35% 41,768백만 최우선 18,680 18,670 시 18,410 고 18,860 저 18,410
최고 22,750 (12/29)
배당락(0.00%)
최저 16,500 (10/17)
거래량
2,232,811주(191.28%)
2022/10
11
12
2023/01
02
03
03/29

한화에어로스페이스
말이 필요없는 K-방산우주 대표주자
[출처] 이베스트투자증권 이승용 애널리스트

K-방산우주 대표주자

22년 한화디펜스를 흡수합병하며 디스카운트 요인을 제거하고 방산·우주 종합 기업으로 자리매김할 전망이다. 최근 사업 구조 개편으로 한화그룹 내 모든 방산 사업을 영위하게 됐다. 또한 누리호 체계종합 기업으로 선정돼 27년 누리호 6차 발사까지 제작과 총괄관리를 수행하게 되면서 대표 우주기업으로 거듭나고 있다.

든든한 수주 잔고, 23년에도 이어질 수주

22년말 지상방산의 수주잔고는 19.8조원(+14.9조원 YoY) 으로 대폭 증가했다. 공시 기준 22년 신규수주 13.0조원 중 10.6조원(비중 82%)이 폴란드(K-9, 천무), UAE(천궁-II), 이집트(K-9) 등 해외 수주로 파악된다. 해외 수출의 이익률이 높다는 점을 감안한다면 26-28년까지 지상방산의 이익 증가가 지속될 것이다. 23년에도 방산부문에서의 수주 기대감은 유효하다. 폴란드향 2차 이행계약 체결, 호주 차세대 장갑차 도입 사업은 1H23 우선협상 대상자를 선정할 예정이다. 더불어 폴란드도 레드백을 검토하고 있는 것으로 파악돼 폴란드향 수출 품목 확대 가능성도 존재한다. 이외에도 인도의 K-9 추가 조달, 유도무기의 해외 수주도 기대된다.

23년 한화방산 편입 효과+수출 본격화

23년 연결 매출액은 9.3조원(+42.3% YoY), 영업이익은 5,567억원(+48.3% YoY)으로 큰 폭의 성장이 예상된다. 한화방산의 연결 편입 효과를 제외한 23년 매출액은 7.9조원(+20.2% YoY), 영업이익(+33.9% YoY)로 추정한다. 지상방산(구 한화디펜스) 부문이 성장을 견인할 것이다. 다만 전방수요 회복으로 RSP 손실이 재차 확대될 전망이다. 따라서 한화방산의 연결 편입과 지상방산의 해외 수주부분의 매출 인식으로 23년 이익규모은 대폭 증가하나 이익률 개선폭은 상대적으로 제한적일 전망이다.

방산·우주 업종 내 Top-Pick 로 제시

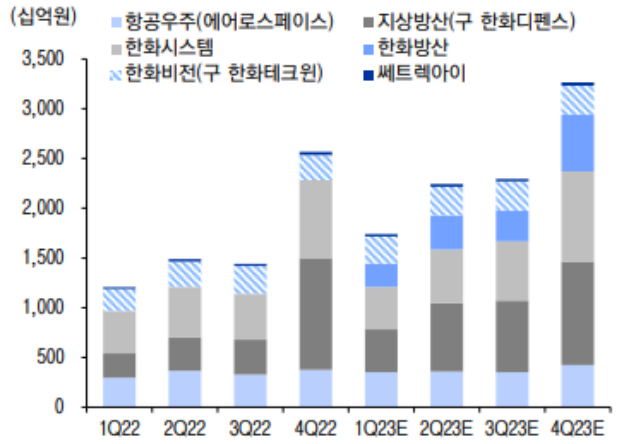
동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 12만원으로 커버리지를 개시한다. 현주가 기준 12M fwd PER은 14.8x, PBR 1.1x이다. PBR은 역사적 평균(1.4x)을 하회하고 있어 저평가 상태이다. 높아진 지상방산 부문의 수주잔고와 본격화되는 해외 수출, 항공 부문의 수요 회복, 누리호 고도화 사업 등 감안시 단기 실적 성장과 중장기 성장동력을 확보한 것으로 판단하며 방산·우주업종 내 최선호주로 제시한다

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2021	5,541	277	289	302	4,995	108.2	515	9.6	5.0	0.8	9.2
2022	6,540	377	175	152	3,971	-20.5	634	18.5	6.5	1.3	7.0
2023E	9,309	557	391	282	4,566	15.0	900	20.3	5.4	1.5	7.8
2024E	9,880	688	515	371	6,015	31.7	1,036	15.4	4.6	1.4	9.5
2025E	9,965	679	502	362	5,863	-2.5	1,033	15.8	4.4	1.3	8.5

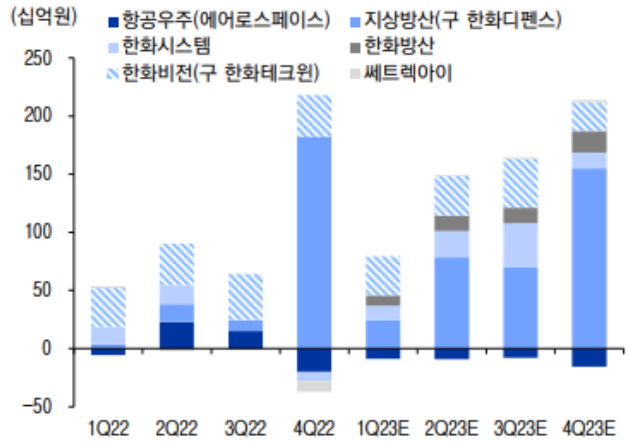
자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림88 **한화에어로스페이스 부문별 매출액 추이**



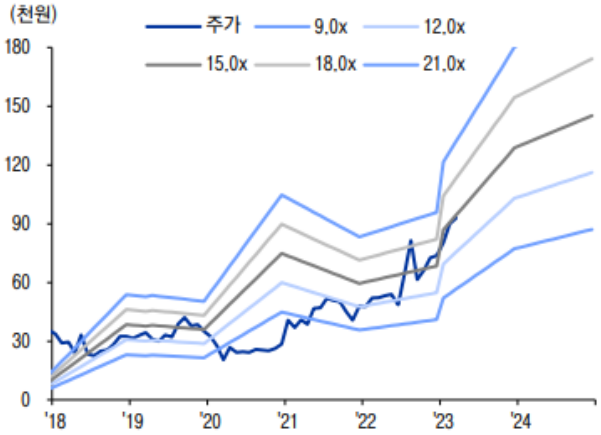
자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 **한화에어로스페이스 부문별 영업이익 추이**



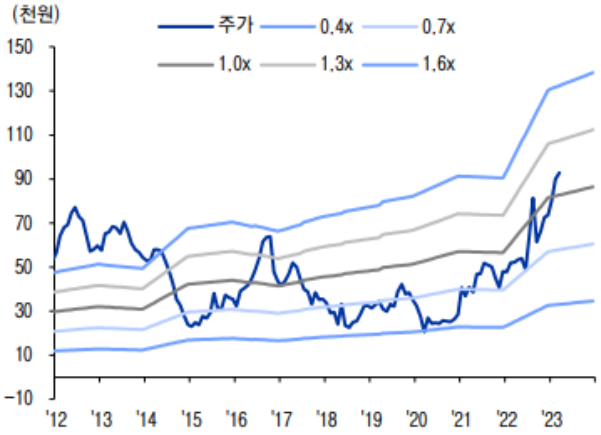
자료: 한화에어로스페이스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 **한화에어로스페이스 12M fwd PER 밴드**

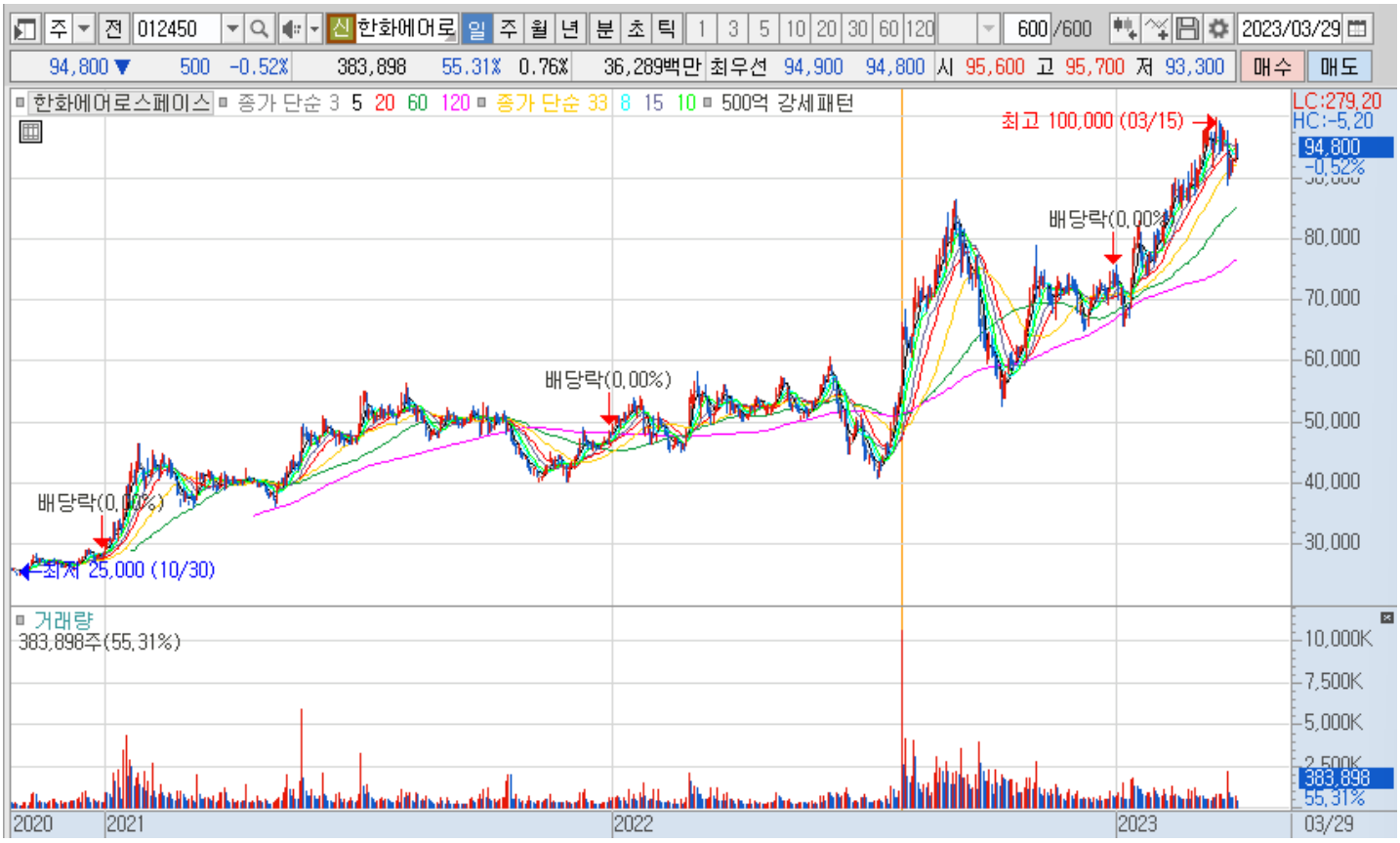


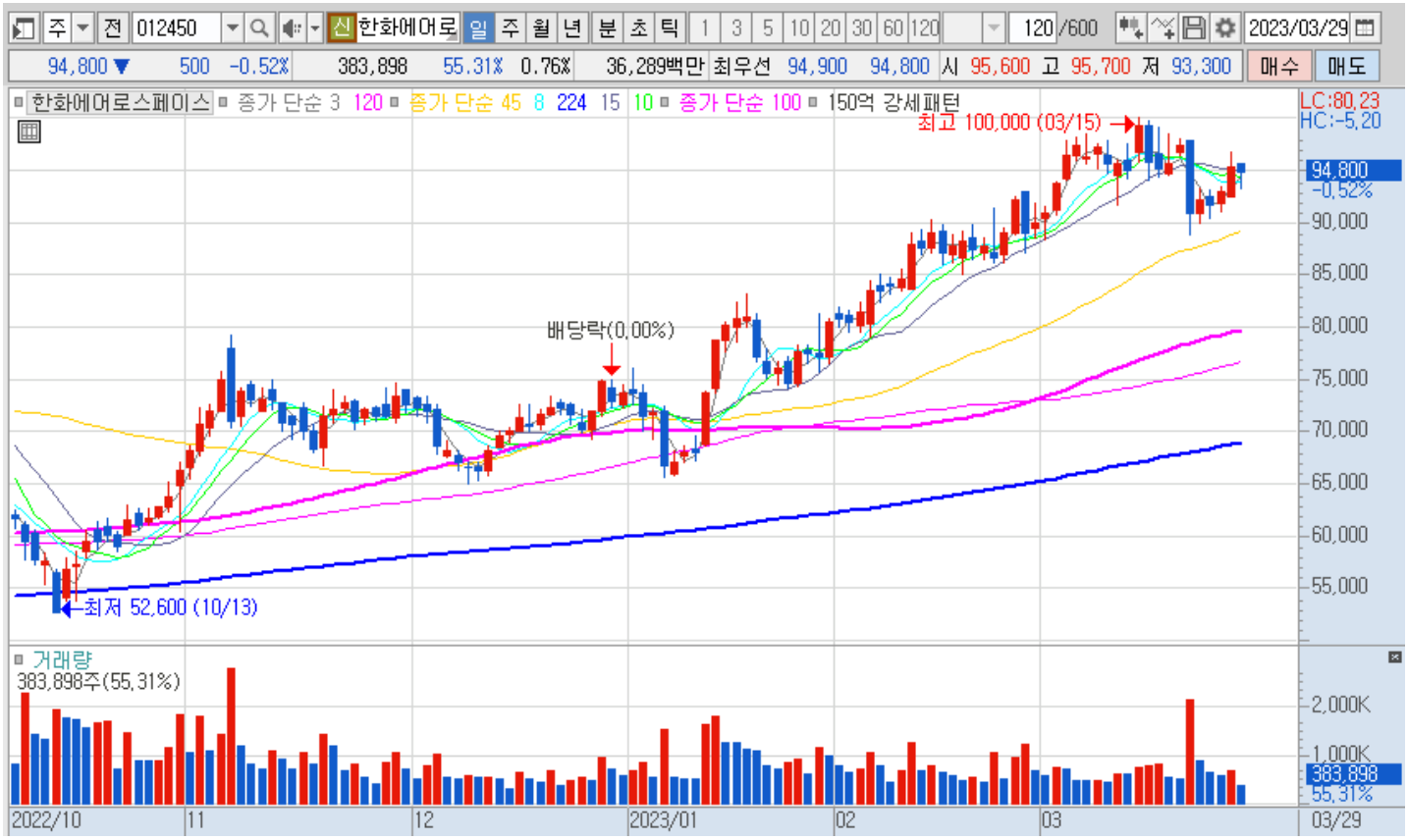
자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 **한화에어로스페이스 12M fwd PBR 밴드**



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터


012450 한화에어로
94,800 ▼ 500 -0.52% 383,898 55.31% 0.76% 36,289백만 최우선 94,900 94,800 시 95,600 고 95,700 저 93,300
한화에어로스페이스 종가 단순 3 5 20 60 120 종가 단순 33 8 15 10 500억 강세패턴
최고 100,000 (03/15)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
최저 25,000 (10/30)
LC:279.20
HC:-5.20
94,800
-0.52%
80,000
70,000
60,000
50,000
40,000
30,000
거래량
383,898주(55.31%)
10,000K
7,500K
5,000K
383,898
55.31%
2020
2021
2022
2023
03/29


012450 한화에어로
94,800 ▼ 500 -0.52% 383,898 55.31% 0.76% 36,289백만 최우선 94,900 94,800 시 95,600 고 95,700 저 93,300
한화에어로스페이스 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 100,000 (03/15)
배당락(0.00%)
최저 52,600 (10/13)
LC:80.23
HC:-5.20
94,800
-0.52%
90,000
85,000
80,000
75,000
70,000
65,000
60,000
55,000
거래량
383,898주(55.31%)
2,000K
1,000K
383,898
55.31%
2022/10
11
12
2023/01
02
03
03/29

정상제이엘에스
프리미엄 영어 교육의 강자
[출처] 이베스트투자증권 정홍식 애널리스트

국내 프리미엄 영어 교육 기업

동사는 초~중등을 대상으로 프리미엄 영어 Language School 사업을 영위하고 있다. 학령인구 감소에도 불구하고 동사의 학생수(직영기준)은 2016년 ~ 2022년 CAGR 4.3% 수준으로 매년 증가하고 있으며, 향후에도 이러한 흐름이 유지될 가능성이 높다. 이는 국내 사교육 흐름에서 1인당 사교육비 증가 + 교육의 효율성 향상으로 프리미엄 교육에 대한 집중도가 높아지고 있기 때문이다.

2023년 사업부별 전망

동사의 2023년 실적은 매출액 1,180억원(+6.5% yoy), 영업이익 178억원(+6.5% yoy, OPM 15.1%)을 전망한다. 인플레이션 영향에 따라 셔틀버스 운영비용 등이 증가하겠지만 외형확대 + 선제적 비용 투입 등을 고려하여 OPM은 전년과 비슷할 것으로 보인다.
사업부문별로 살펴보면, 2023년 초등영어(CHESS) 414억원(+4.2% yoy), 중등영어(ACE) 278억원(+12.0% yoy)을 전망하는데, 이는 과거와는 달리 초등 6학년을 ACE로 옮기는 전략으로 학생수 집계가 ACE에 일시적으로 증가하기 때문이다.
중요한 점은 프리미엄 교육의 특성상 올해에도 Q(학생수), P(인당 수강료)가 모두 YoY 상승이 지속될 가능성이 높고 향후에도 이러한 흐름이 유지될 것으로 기대된다.

배당메리트: 예상 배당수익률 7.5%

동사는 사업의 특성상 안정적인 현금흐름이 유지되고 있으며, 이를 반영하여 매년 전년도 이상의 DPS 정책을 유지하고 있다. 2021년 동사의 DPS는 430원 →530원으로 상향하였으며, 2022년에도 DPS 530원을 기록하였다. 이에 2023년에도 530원 정도의 DPS가 예상된다. 이를 적용한 배당수익률은 7.5%이다

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2021	101.7	17.0	17.3	13.6	913	103.1	24.6	8.0	4.7	1.6	20.0
2022	110.8	16.7	16.7	13.3	893	-2.1	24.5	8.5	4.8	1.7	18.6
2023E	118.0	17.8	17.8	14.3	955	6.9	24.6	7.4	4.1	1.4	19.2
2024E	125.6	19.1	19.1	14.9	1,000	4.7	25.1	7.1	3.7	1.3	18.4
2025E	133.0	20.3	20.3	15.9	1,061	6.2	25.7	6.7	3.2	1.2	17.9

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

주 전 040420 신 정상제이엘 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 600/600 2023/03/29
7,110 ▼ 10 -0.14% 2,563 27.03% 0.02% 18백만 최우선 7,110 7,100 시 7,120 고 7,130 저 7,090 매수 매도
정상제이엘에스 종가 단순 3 5 20 60 120 종가 단순 33 8 15 10 500억 강세패턴
최고 8,400 (09/14)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
최저 5,950 (02/01)
LC:19.50
HC:-15.36
8,250
8,000
7,750
7,500
7,250
7,110
-0.14%
6,750
6,500
6,250
6,000
거래량
2,563주(27.03%)
1,500K
1,000K
500,000
2,563
27.03%
2020
2021
2022
2023
03/29

주 전 040420 신 정상제이엘 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 120/600 2023/03/29
7,110 ▼ 10 -0.14% 2,563 27.03% 0.02% 18백만 최우선 7,110 7,100 시 7,120 고 7,130 저 7,090 매수 매도
정상제이엘에스 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 7,900 (12/09)
배당락(0.00%)
최저 7,050 (12/28)
LC:0.85
HC:-10.00
7,800
7,700
7,600
7,500
7,400
7,300
7,200
7,110
-0.14%
거래량
2,563주(27.03%)
100,000
50,000
2,563
27.03%
2022/10
11
12
2023/01
02
03
03/29