

2023.04.24(월) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-04-24 오전 4:16

수정한 날짜: 2023-04-24 오전 4:16

2023.04.24(월) 증권사리포트

한화솔루션

미국의 태양광 가두리에 편승하다

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

아직 갈 길이 멀다

First Solar의 시가총액은 원화 기준 30조원을 돌파하며, 정당한 가치를 평가 받고 있다. 국가별 시스템 리스크와 주식 시장 규모를 고려하더라도 한화솔루션과의 가치 차이가 과도하게 벌어진 상황이다. 한편 미국 모듈 생산능력만을 고려할 경우 작년 동사의 모듈 생산능력은 1.7GW로 First Solar 대비 65% 수준에 불과하였으나, 지속적인 증설 추진으로 2025년에는 93% 수준으로 생산능력 차이가 크게 줄 전망이다. 차입금 차이에도 불구하고, 첨단소재/화학(지분법 포함) 자산의 장부가치와 엇비슷한 미국 태양광 자산의 생산능력을 감안할 경우 시가총액이 3배 이상 차이 나는 점은 합리적이지 않다는 판단이다.

미국 증설 발표의 이면을 고려할 필요가 있다

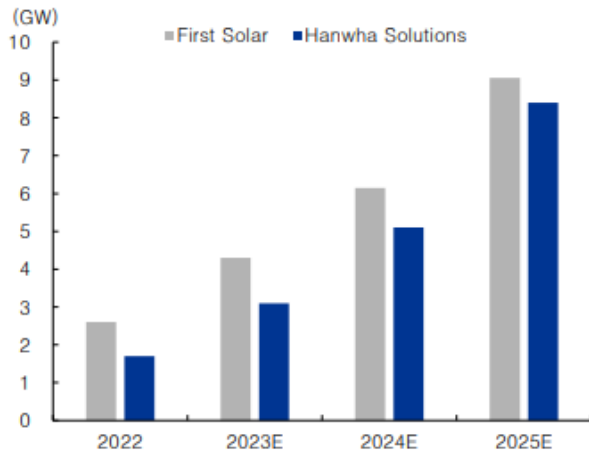
동사 미국 증설 발표의 이면을 고려할 필요가 있다. 동사는 미국에서 고효율인 N타입이 아닌 기존 P타입 모듈을 신증설할 계획이다. 향후 개조/전환 비용을 고려하더라도 빠르게 미국 인센티브를 수취하는 것이 투자 경제성 측면에선 월등히 좋은 선택이고, N타입이 발전 효율은 높지만 상대적으로 복잡한 공정과 비싼 제조원가 때문에 P타입을 건설 시 투자비를 크게 줄일 수 있으며, P타입 웨이퍼의 공급 과잉 전환으로 오히려 추가적인 원재료 가격 측면의 이득도 고려한 것으로 판단된다. 한편 동사의 미국 통합 태양광 콤플렉스(카터스빌)의 계획된 부지는 약 40만평이다. 이는 역대 통합 설비보다 덜 촘촘한 생산 라인/보관 창고/사무실 면적을 가정하더라도, 계획된 생산능력을 한번 더 증설할 수 있는 규모이다. 참고로 일반적으로 화학 산업의 묘미는 디보틀네킹/리밸런싱/신증설의 추진이다. 개인적으로는 동사의 오랜 화학 사업 영위 DNA의 고려할 경우 연간 1조원 이상의 인센티브 수취 가능 및 EBITDA가 2조원 규모에 근접한 시점에 동사의 대규모 태양광 추가 투자가 발생할 가능성도 있어 보인다.

2030년의 업황/증설 계획을 현가화하는 타 업종을 차치하더라도, 동사 태양광 콤플렉스가 완공되는 2025년까지는 20개월 정도밖에 남지 않았다. 태양광 업황의 단기적인 변동이 있겠으나, 방향성은 우상향할 것이고, 의도적으로 갇힌 미국 시장에서의 지배력을 고려하여 동사에 대해 기존 낙관적인 시각을 유지한다. 또한 중국 폴리실리콘/동남아시아 모듈의 미국향 수출 증가 움직임에도 불구하고, 미국의 대규모 투자 프로젝트가 완료되는 시점에는 미국 시장이 다시 닫힐 가능성이 클 것으로 판단된다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	10,725	13,654	11,972	12,659	13,148
영업이익	738	966	1,000	1,325	1,488
세전이익	855	569	626	1,101	1,404
지배주주순이익	619	359	478	843	1,075
EPS(원)	3,301	1,864	2,692	4,834	6,164
증가율(%)	79.4	-43.5	44.4	79.5	27.5
영업이익률(%)	6.9	7.1	8.4	10.5	11.3
순이익률(%)	5.7	2.7	4.1	6.8	8.3
ROE(%)	8.8	4.2	5.2	8.7	10.1
PER	10.8	23.1	19.7	11.0	8.6
PBR	0.8	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.2	8.6	8.7	7.4	6.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 한화솔루션/First Solar 미국 모듈 생산능력 추이/전망



자료: 각사, IBK투자증권

그림 2. 한화솔루션 미국 솔라 허브 위치



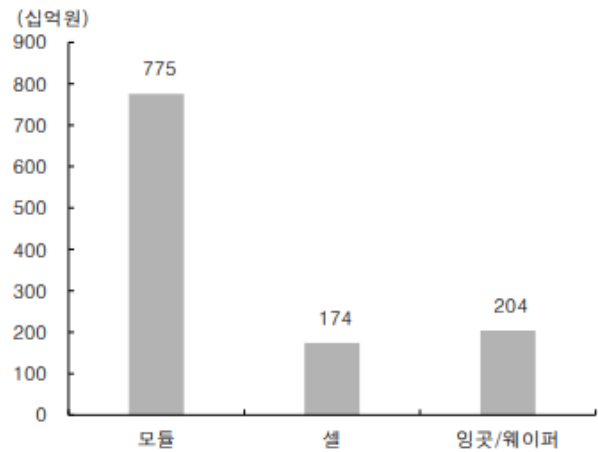
자료: 한화솔루션, IBK투자증권

그림 3. Tier-1 태양광 업체들의 생산능력과 세계 수요 추이/전망



자료: PVIL, IBK투자증권

그림 4. Full Capa 생산 가정 시 연간 최대 세금 감면액(추정치)



자료: 한화솔루션, IBK투자증권



두산

두산로보틱스 20% 이상 고성장 지속

[\[출처\] DS투자증권 김수현 애널리스트](#)

1Q23F 호실적 전망 (밥캣+에너빌리티+로봇의 성장 & 전자 BG 회복)

두산의 1Q23F 연결 매출액은 3.7조원 (+11% YoY), 영업이익은 2,380억원(+27.4%, 영업이익률 6.4%)으로 추정한다. 자체 사업부의 핵심인 전자 BG의 매출액은 IT 전방 산업 부진으로 YoY 감소세 (-11%)가 지속되지만 전분기 대비 5% 내외의 회복이 예상된다. 또한 전분기 전기차 PFC 관련 비용 인식 등으로 적자를 기록했으나 매출 회복과 수익성 개선으로 영업이익률은 한자리 중반 회복이 기대된다.

두산 테스나 1분기 실적은 다소 저조하겠으나 두산 밥캣의 실적호조에 따른 에너빌리티의 양호한 실적이 예상되어 연결 영업이익은 당사 추정치인 2,380억원을 소폭 상회할 가능성도 높아 보인다.

두산 로보틱스 20% 이상 고성장 지속 전망

북미 중소기업향 수요가 크게 증가하면서 두산 로보틱스의 1분기 매출액은 +23% YoY 증가한 113억원으로 추정한다. 동사 매출의 30% 이상을 차지하는 유럽 시장은 전쟁여파로 기업들의 투자 위축이 지속되어 역성장이 예상되는 가운데 폭발적인 북미와 국내 시장 매출 증가로 20% 이상의 고성장이 지속될 전망이다. 다만 미국향 수요 증가로 부족한 엔지니어 총원 등 선제적 투자 비용이 지속적으로 증가하여 당분간 흑자전환은 어려울 전망이다. 상장 이후인 올해 4분기 이후 수익성이 빠르게 개선될 것으로 보인다.

로보틱스 상장 시점에 주 두산 주주 보호 노력 검토되어야

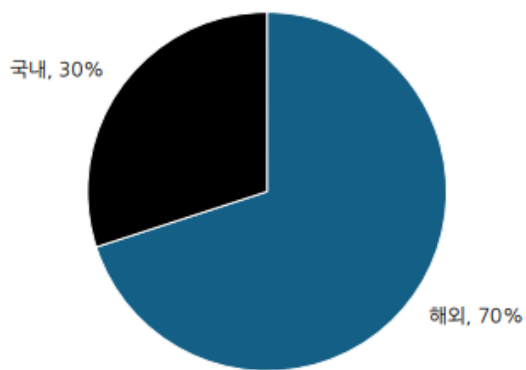
당사가 산출한 Net asset value 상의 로보틱스가 차지하는 비중은 24% 수준이다. 또한 로보틱스를 proxy로 한 투자자금 유입도 많은 것이 사실이다. 과거 SK의 바이오팜 상장과 LG에너지솔루션 상장 사례 등을 감안하면 두산 로보틱스 상장 이후 두산의 주가 하락은 볼 보듯 뻔하다. 주주 보호를 위해 로보틱스 상장 시점에 두산은 자사주 매입 후 소각 등 주주 보호 노력이 검토되어야 할 것으로 보인다. 지주사 내 Top pick과 목표주가 160,000원을 유지한다

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	11,429	12,851	16,996	18,927	20,751
영업이익	-20	921	1,126	1,333	1,485
영업이익률(%)	-0.2	7.2	6.6	7.0	7.2
세전이익	-821	593	-286	1,061	1,591
지배주주지분순이익	-553	204	-696	306	459
EPS(원)	-33,925	11,812	-42,673	21,982	33,114
증감률(%)	적전	흑전	적전	흑전	50.6
ROE(%)	-34.3	10.9	-36.0	15.9	20.2
PER (배)	-1.5	10.0	-1.9	4.5	3.0
PBR (배)	0.7	1.2	1.0	1.0	0.8
EV/EBITDA (배)	16.2	5.6	3.9	3.5	3.2

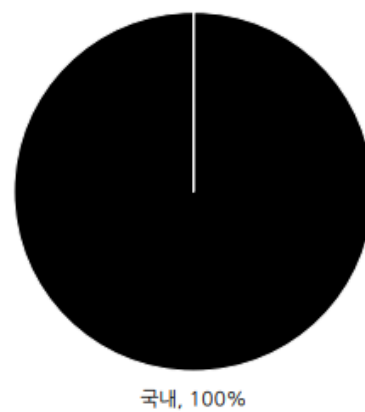
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 두산로보틱스 해외 매출 비중



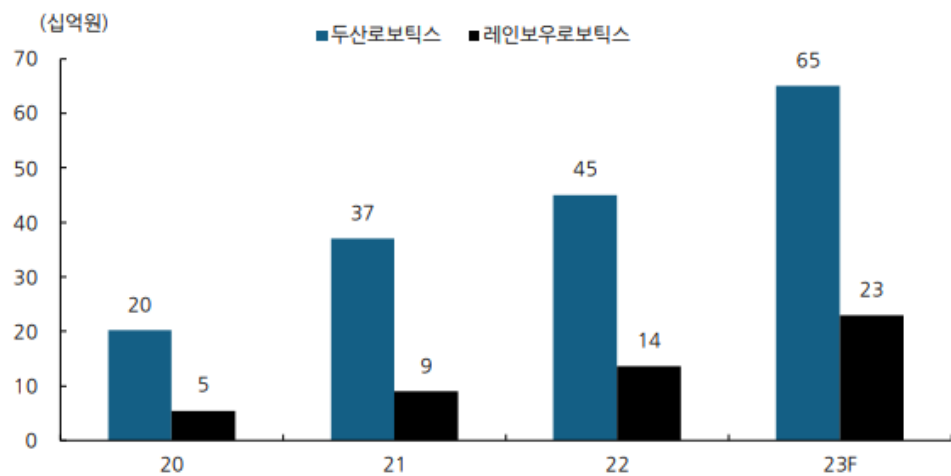
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

그림2 레인보우로보틱스 해외 매출 비중



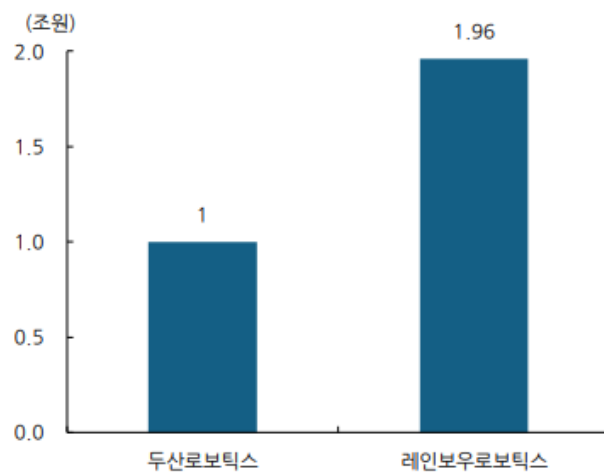
자료: 레인보우로보틱스, DS투자증권 리서치센터

그림3 매출액 추이 및 전망 비교



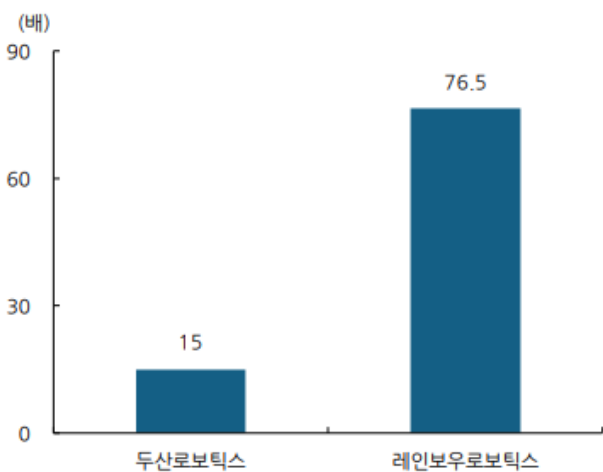
자료: 각 사, FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 두산로보틱스 및 레인보우로보틱스 기업가치



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림5 두산로보틱스 및 레인보우로보틱스 PSR (주가 대비 매출)



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



현대해상

고조되는 배당 증가 기대감

[\[출처\] 하나증권 안영준 애널리스트](#)

투자의견 BUY, 목표주가 50,000원 제시

현대해상에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 50,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2023년 예상 BVPS 90,828원에 Target PBR 0.57배를 적용해 산출하였다. 예상 BVPS와 Target PBR은 IFRS17/IFRS9 도입을 가정하여 조정 ROE를 통해 산출하였으며, 추후 가치평가 방법은 달라질 여지가 있다. 현대해상은 IFRS17 도입 시 이익의 증가율이 타 손해보험사 대비 큰데, 이는 손해율이 높은 구세대 실손보험의 가입자 비중이 높아 보험손익이 상대적으로 억눌려왔기 때문인 것으로 보인다. IFRS17 도입으로 해당 요인이 완화되어 상대적으로 수혜를 받을 것으로 기대된다.

2022년 신계약 CSM 1.9조원, 2023년 기초 CSM 8.9조원

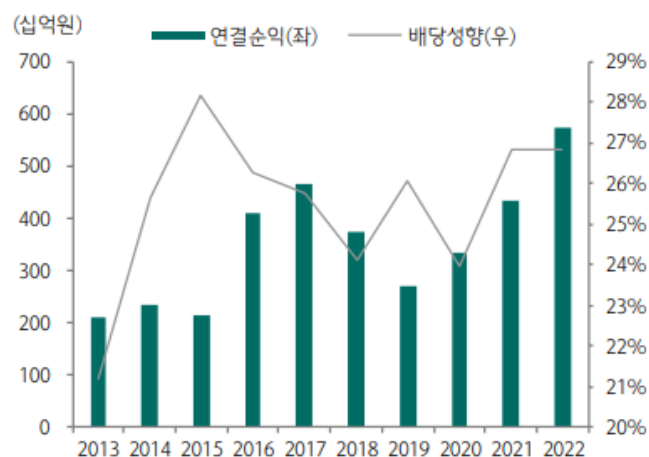
IFRS17 전환 시 별도 기준 2022년 기초 CSM은 7.6조원이었고, 연간 신계약 CSM은 1.9조원을 기록했다. IFRS17 도입 시 2022년의 연간 순이익은 5,609억원에서 1조 1,820억원으로 111% 증가하며, 기말 자본은 4.1조원에서 10.7조원으로 163% 증가하는데 IFRS9 도입 시 자본은 8조원 수준으로 감소하는 것으로 알려졌다. 2022년말 기준 CSM은 자본대비 83%, 전체 보험부채 대비 33%였는데 IFRS9 도입을 반영한 2023년말 예상 CSM의 자본 대비 비중은 118%로 IFRS17 도입 이후 수익성은 양호할 것으로 예상된다.

큰 폭의 이익 성장 기대, 배당 증가에도 무리가 없을 듯

IFRS17 전환 이후 1.2조원 내외의 보험이익과 0.4조원 중반대의 투자이익을 기록할 것으로 예상되고, 이에 따라 1.7조원 수준의 영업이익을 기록할 것으로 전망된다. 현대해상은 20% 중반대의 안정적인 배당성향을 유지해왔으며, 2021년/2022년 지배주주순이익이 30%/33% 증가함에 따라 DPS도 전년대비 48%/33% 증가한 바, 올해도 이익 증가에 따른 배당 확대 기조가 이어질 것으로 보인다. 향후 주안점은 자동차보험 손해율과 해약환급금준비금 규모 등인데, 손해율은 현재까지 예상보다 안정적이며 준비금은 기존의 경상적인 이익 수준을 해칠 정도는 아닐 것으로 예상되는 바 DPS 증가를 기대하기에는 무리가 없다는 판단이다.

Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020	2021	2022
보험손익	십억원	(573.1)	(1,046.8)	(856.0)	(566.3)	(428.2)
투자손익	십억원	1,087.4	1,430.1	1,335.0	1,211.1	1,251.2
영업이익	십억원	514.3	383.2	479.0	644.9	822.9
당기순이익	십억원	359.0	250.4	306.1	438.4	560.9
지배순이익	십억원	373.5	269.1	331.9	432.6	574.6
(증가율)	%	(20)	(28)	23	30	33
DPS	원	1,130	880	1,000	1,480	1,965
P/E	배	7.5	8.0	5.8	5.2	4.8
P/B	배	0.8	0.4	0.4	0.4	0.5
ROA	%	0.89	0.60	0.70	0.86	1.11
ROE	%	10.35	6.27	7.19	8.97	12.82
배당수익률	%	2.8	3.3	4.4	6.4	6.7

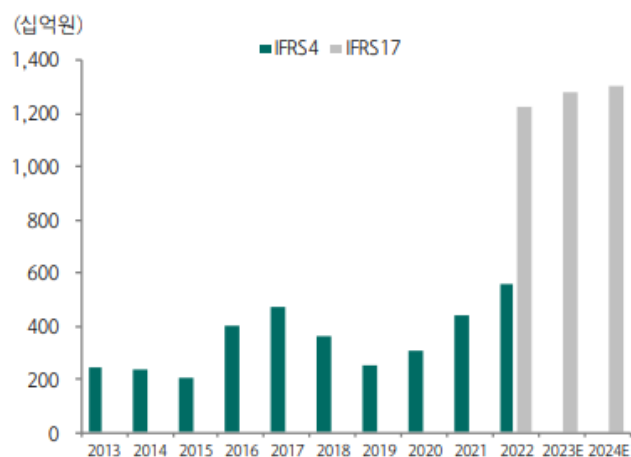
그림 1. 현대해상의 연간 연결 당기순이익 및 배당성향 추이



주: 배당성향은 배당지급액/연결당기순이익

자료: 현대해상, 하나증권

그림 2. 현대해상의 연간 별도 당기순이익 추이 및 전망



주: 2023년부터는 IFRS17 적용, 2022년 IFRS9 미반영

자료: 현대해상, 하나증권

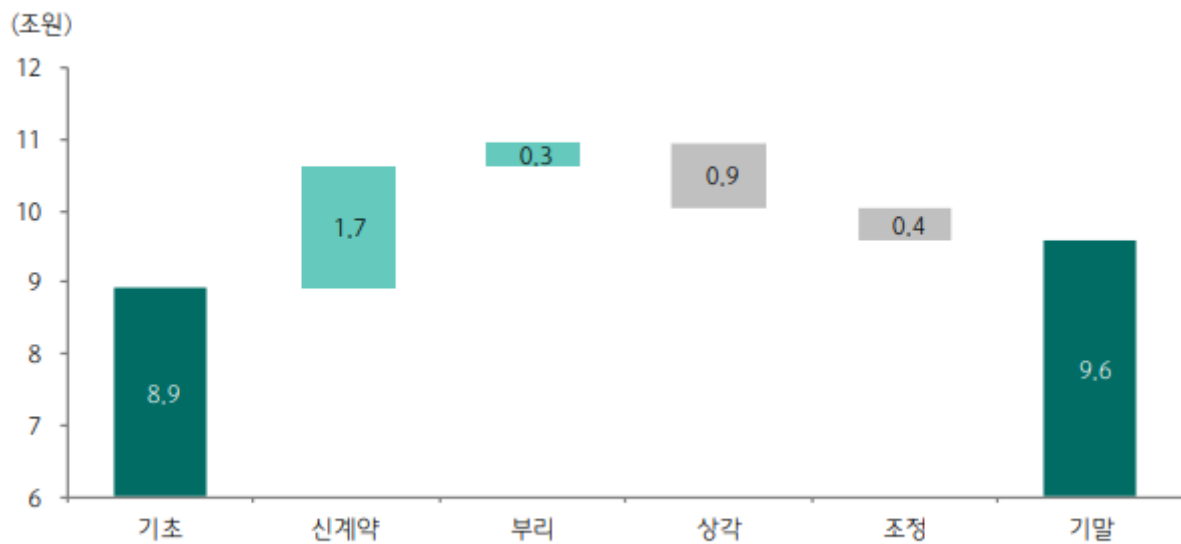
그림 3. 2022년 현대해상의 CSM 증감 추정



주: 별도재무제표 기준, IFRS9 미반영

자료: 현대해상, 하나증권

그림 4. 2023년 현대해상의 CSM 증감 추정



주: 별도재무제표 기준, IFRS9 미반영

자료: 현대해상, 하나증권



효성첨단소재

No.4 탄소섬유 증설 플랜트 본격 가동

[출처] IBK투자증권 이동욱 애널리스트

현재 탄소섬유 생산능력의 영업가치, 시가총액 약 70% 설명

올해 4월초 효성첨단소재의 No.4 탄소섬유 증설 플랜트(+2.5천톤)가 상업 가동에 들어갔다. 이에 작년 6.5천톤의 동사 탄소섬유 생산능력은 9천톤(프리커서 18천톤)으로 확대되었다. 현재 가동률은 80% 수준이며, 5월 중에 풀 가동에 들어갈 전망이다. 이번 증설로 규모의 경제 효과 및 고정비 절감 효과가 발생하며, 탄소섬유부문에서 분기 40~50억원 수준의 증익이 발생할 전망이다.

한편 이번 No.4 탄소섬유 플랜트의 톤당 Capex는 1,876만원으로 기존 No.2/3 대비 약 20~40% 절감되며 투자 경제성이 개선되었고, 생산능력이 1만톤 수준에 근접할수록 원가 절감 효과가 곡선 상에서 가장 크게 발생한다. 원재료 구입비 절감, 규모의 경제로 인한 단위 당 원가(프리커서, 안정/산화, 탄화/흑연화, 표면처리, 감기/포장 등) 감소에 기인한다.

당 리서치센터는 이번 증설로 Kg당 \$1~2의 원가 개선을 전망하고 있으며, 연산 9천톤의 탄소섬유 생산능력이 발생하는 영업가치를 비교 기업(Zhongfu Shenying Carbon Fiber, Weihai Guangwei Composites)의 평균 배수를 40% 할인하더라도 현재 동사 시가총액의 약 70%를 설명하고 있다고 판단한다.

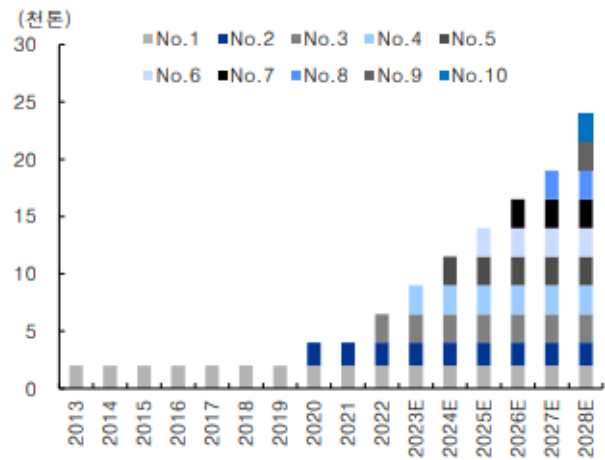
T-1000급 초강도 탄소섬유 개발 완료

동사는 2017년부터 국방부/산업자원부와 협력을 통하여 세계에서 3번째로 T-1000급 초고강도 탄소섬유 개발을 5년만에 성공하였다. 동사의 기존 주력 탄소섬유 제품(T-700급)은 인장강도 5.5Gpa, 탄성률 250Gpa로 철보다 10배 높은 강도를 지니며, 주로 CNG/수소 연료탱크, 태양광 단열재, 전선심재, 스포츠 소재 등으로 적용되었으나, 이번에 개발된 T-1000급(제품명 H3065)은 인장강도 6.4Gpa 이상, 탄성률 295Gpa로 철보다 14배 강한 강도를 지니며, 고부가가치 산업인 우주(발사체, 위성), 항공(동체, 날개 등), 방산(미사일 등)에 채용될 전망이다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,598	3,841	3,714	4,058	4,411
영업이익	437	315	320	368	433
세전이익	412	213	211	283	341
지배주주순이익	251	125	133	179	216
EPS(원)	55,960	27,978	29,585	39,934	48,132
증가율(%)	318,756.6	-50.0	5.7	35.0	20.5
영업이익률(%)	12.1	8.2	8.6	9.1	9.8
순이익률(%)	9.2	4.2	4.4	5.3	5.9
ROE(%)	54.7	19.1	17.9	21.6	22.5
PER	10.7	11.9	13.9	10.3	8.6
PBR	4.4	2.1	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	6.9	6.4	7.2	6.5	5.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 효성첨단소재 탄소섬유 생산능력 추이/전망



자료: 효성첨단소재, IBK투자증권

그림 2. 효성첨단소재 전주 탄소섬유 공장 조감도



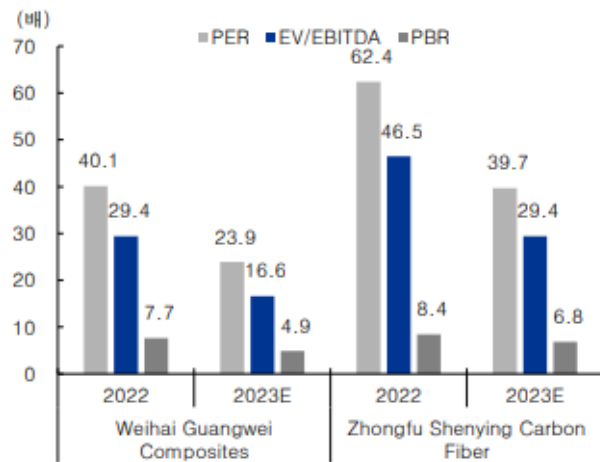
자료: 효성첨단소재, IBK투자증권

그림 3. 효성첨단소재 탄소섬유 물성

Fiber Type	Number of Filaments	Tensile Strength		Tensile Modulus		Elongation (%)	Density (g/cm ³)	Filament Diameter (μm)	Yield (g/km)	Sizing Level (%)	Remark
		SI Unit (N/tex)	US Unit (Ksi)	SI Unit (GPa)	US Unit (Msi)						
High Strength, Standard Modulus	4,000	5,516	800	250	36.3	2.2	1.80	7.0	400	1.0	
	12,000	5,516	800	250	36.3	2.2	1.80	7.0	800	1.0	
	12,000	5,516	800	250	36.3	2.2	1.80	7.0	800	Unsize	Thermoplastic
	24,000	5,516	800	250	36.3	2.2	1.80	7.0	1,600	1.0	
High Strength, Intermediate Modulus	H3055	12,000	5,516	800	290	42.1	1.9	1.80	6.6	725	1.0
	H3060	24,000	6,000	870	290	42.1	2.1	1.80	5.5	1,540	1.0
Ultra High Strength, Intermediate Modulus	H3065	12,000	6,400	928	290	42.1	2.2	1.80	5.0	510	1.0

자료: 효성첨단소재, IBK투자증권

그림 4. 중국 탄소섬유 경쟁사 Valuation



자료: MS, IBK투자증권



KT&G

금연, 오히려 좋아

[\[출처\] DS투자증권 장지혜 애널리스트](#)

1Q23Pre: 담배 원가 부담 심화, NGP사업과 KGC 견조

KT&G의 1분기 실적은 연결기준 매출액 1.4조원(+0.1% YoY), 영업이익 2,761억원(-17% YoY, OPM 19.7%)으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 국내 실적은 일반 담배 판매량 하락을 전자담배 스틱과 신제품 릴 에이블 판매 호조로 상쇄했다. 그러나 잎담배 투입단가 상승으로 전분기에 이어 담배 수익성은 부진할 것이다. 수출은 일반 궐련과 NGP 스틱 판매량 모두 견조했으나 디바이스 매출 기저차이로 외형성장은 제한적일 전망이다. 또한 고마진 수원 부동산 사업 매출 감소로 실적 감소폭이 컸다. KGC는 명절 시점차이로 성장은 제한적이나 수익성 개선이 나타나고 있다.

일반담배는 끊고 전자담배는 피고. 그룹 내 NGP 사업 비중 확대

KT&G의 23년 연간 실적은 담배 원가 상승과 부동산 실적 감소로 부진할 전망이다. 그러나 주요 성장 동력인 NGP사업과 글로벌 CC사업, KGC의 호조는 이어질 것이며 관련 사업부 경쟁력 강화를 위한 투자도 지속될 전망이다. 지난 1월 KT&G는 27년까지 중장기 비전을 제시했으며 위의 3가지 핵심 사업을 바탕으로 그룹 매출을 22년 5.9조원에서 27년 10.2조원으로 확대할 것이라고 밝혔다. 가장 큰 성장 축인 궐련형 전자담배 등 NGP의 경우 1) 다양한 플랫폼을 출시해 소비자의 선택지를 넓히고 2) PMI와 장기 계약을 통해 글로벌 점유율을 높일 것으로 기대된다. 이에 따라 KT&G 전체 실적에서 NGP사업 매출비중은 22년 14.7%→27년 20.4%로 확대될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 11만원으로 커버리지 개시

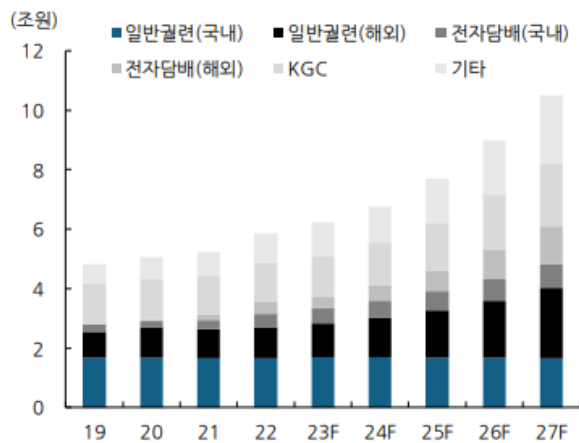
목표주가는 자사주를 제외한 23년 예상 EPS에 목표배수 13배를 적용해 산출했다. 목표배수는 글로벌 1위 전자담배 사업자인 PMI의 23F PER에서 20% 할인 적용했다. 올해 실적은 다소 부진할 전망이지만 KT&G는 PMI와 협력해 NGP 글로벌 진출 국가 수를 늘리며 다른 글로벌 담배 제조사 대비 높은 NGP 비중을 보이고 있다. 자사주 매입, 배당 증가 등 주주가치 제고에 나서고 있는 점도 긍정적이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	5,228	5,851	6,101	6,549	7,450
영업이익	1,338	1,268	1,177	1,222	1,373
영업이익률(%)	25.6	21.7	19.3	18.7	18.4
세전이익	1,440	1,430	1,297	1,342	1,493
지배주주지분순이익	977	1,016	929	958	1,061
EPS(원)	7,118	8,736	7,993	8,240	9,122
증감률(%)	-16.6	22.7	-8.5	3.1	10.7
ROE(%)	10.7	11.0	10.0	10.1	10.7
PER (배)	11.1	10.5	10.8	10.5	9.5
PBR (배)	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA (배)	6.2	7.5	7.8	7.6	7.0

자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

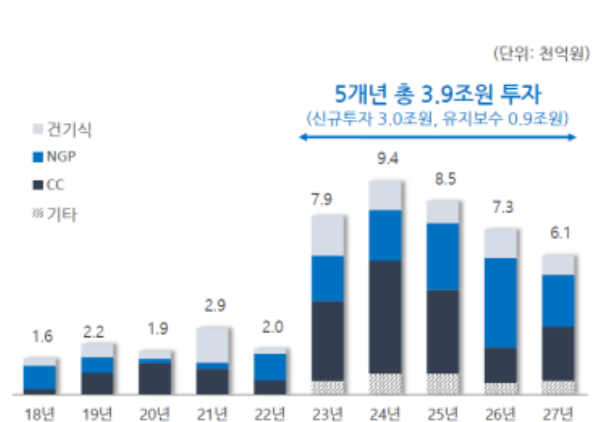
그림1 KT&G 사업부별 실적 추이 및 전망



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

주: 일반궐련(해외)의 경우 수출담배와 해외법인 실적 합산

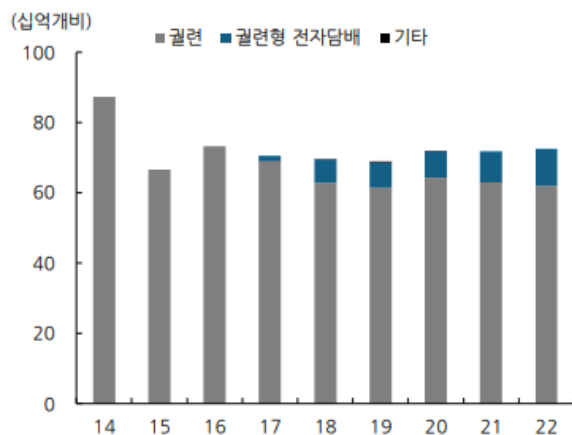
그림2 KT&G의 CAPEX 투자 계획



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

주: 18~22년 투자는 유지보수 포함

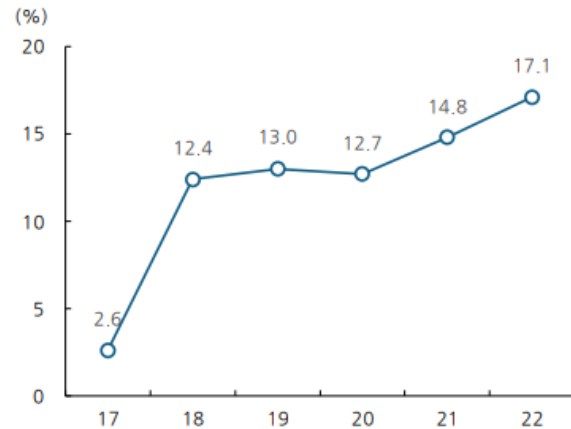
그림3 국내 연도별 담배 판매량



자료: 기획재정부, DS투자증권 리서치센터

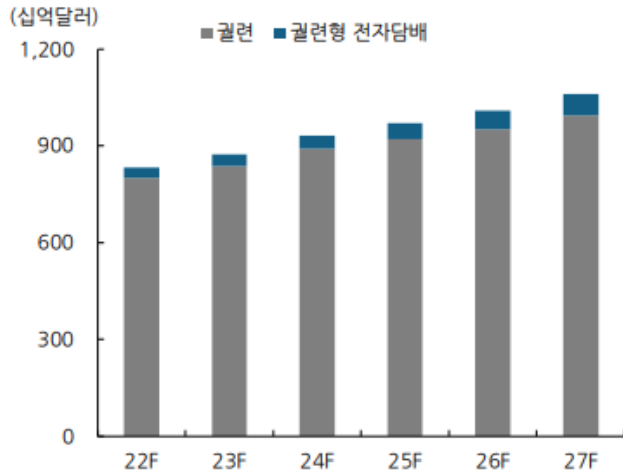
주: 궐련형 전자담배는 허츠[PM], 네오스틱[BAT코리아], 핏·믹스[KT&G]를 포함

그림4 국내 CVS 궐련형 전자담배 시장 침투율



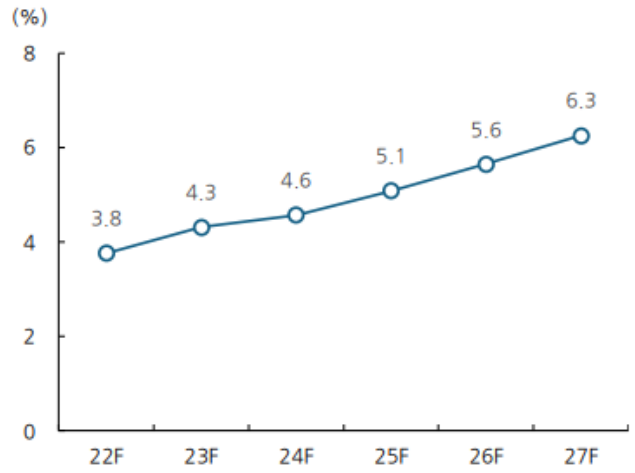
자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

그림5 글로벌 담배 시장 규모 전망



자료: KT&G, 유로모니터, DS투자증권 리서치센터

그림6 관련형 전자담배 매출 비중 전망



자료: KT&G, 유로모니터, DS투자증권 리서치센터





SK아이이테크놀로지
 이제는 고객 다변화에 주목
[\[출처\] NH투자증권 주민우 애널리스트](#)

수익성 회복은 기정사실, 이제는 고객 다변화에 따른 리레이팅 기대

투자의견 Buy 유지하고, 목표주가는 105,000원으로 상향. 실적 추정치 가정에는 변화 없으나 Target multiple을 상향조정(9배→11배). 기존 Target multiple(9배)은 중국 경쟁사 Yunnan Energy의 멀티플을 10% 할증(IRA 수혜)한 수치. 신규 Target multiple(11배)는 국내 경쟁사 WCP의 멀티플

중국 경쟁사 Yunnan Energy는 Capa 기준 세계 1위지만 향후 가장 빠르게 성장할 미국 시장 진출에 대한 불확실성으로 국내 WCP 대비 밸류에이션 디스카운트를 받고 있음. IRA 법안이 시행되는 상황에서 동사의 정확한 비교 대상은 Yunnan Energy가 아니라 WCP라고 판단돼 peer를 변경

동사 매출의 80~85%를 차지하는 캡티브 고객 SK On의 수율과 가동률 개선이 예상돼 매분기 실적은 개선될 것으로 기대. 분리막 기준 흑자전환은 2Q23, 전사기준 흑자전환은 3Q23 예상. 수익성 회복을 넘어 당사는 고객다변화에 따른 리레이팅 가능성에도 주목이 필요하다고 판단. IRA Section30D 규정에 의거해 분리막은 배터리 부품으로 분류되기 때문에 북미 생

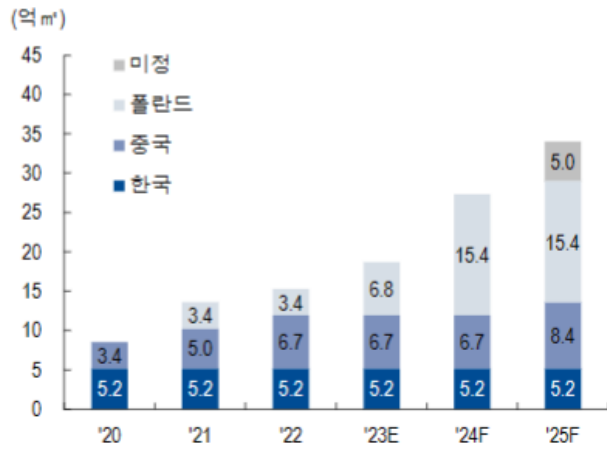
산이 필수적. 배터리 부품 현지화 요구비율이 2023년 50%에서 2029년 100%까지 확대되기 때문에 늦어도 2028년까지는 북미 진출 완료해야 함. 북미에서 배터리 셀/모듈을 생산하는 모든 업체들은 국내, 일본 업체들과의 협력이 필수적인 상황에서 동사의 고객 다변화는 순조롭게 진행될 것으로 예상. 당사는 2025년 동사의 Capa를 34억㎡로 전망하고 있는데 북미 Capa 구체화될 경우 Capa는 40억㎡ 이상으로 최소 18% 이상 상향 예상

1Q23preview: 비수기 영향으로 수익성 개선 미미하나 2Q부터 개선

1Q23 전사 매출액은 1,453억원(+8% y-y, -18% q-q)으로 컨센서스 6% 하회, 영업적자 -94억원으로 컨센서스(-81억원) 소폭 하회 예상. 분리막매출액은 1,450억원, 영업적자 -43억원(OPM -3.0%) 추정. 폴란드 공장가동률은 1Q23 70%로 4Q22 기록했던 수준 유지

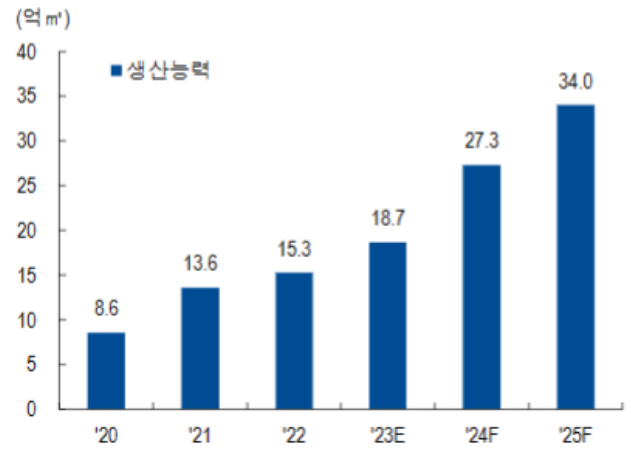
	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	586	807	1,234	1,965
증감률	-3.0	37.7	52.9	59.3
영업이익	-52	22	245	437
증감률	적전	흑전	1041.3	78.2
영업이익률	-8.9	2.7	19.9	22.2
(지배지분)순이익	-30	7	175	323
EPS	-416	93	2,449	4,535
증감률	적전	흑전	2525.0	85.1
PER	N/A	969.8	36.9	20.0
PBR	1.7	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	41.0	39.6	15.7	9.6
ROE	-1.4	0.3	7.7	12.8
부채비율	60.8	87.1	105.1	99.4
순차입금	474	991	1,402	1,407
단위: 십억원, %, 원, 배				

그림1. SK아이이테크놀로지 지역별 분리막 생산능력



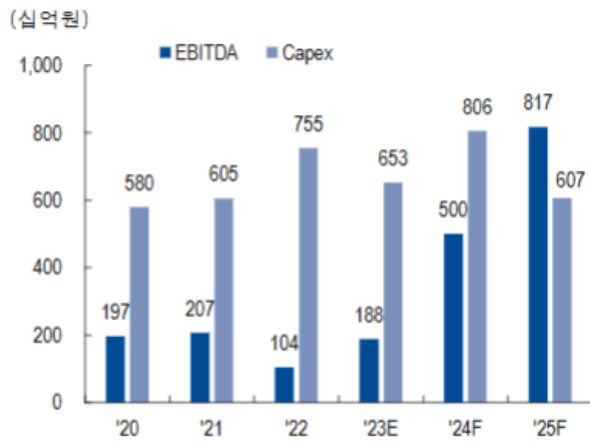
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. SK아이이테크놀로지 분리막 생산능력



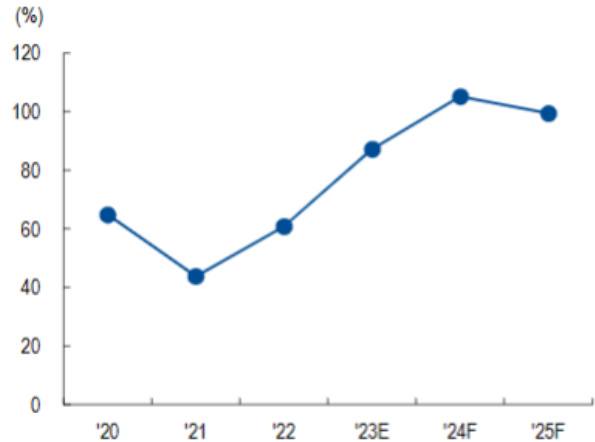
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. EBITDA vs Capex



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. 부채비율



자료: NH투자증권 리서치본부 전망



하나머티리얼즈
Oxide Etcher 시장 구도 변화에 따른 수혜 집중
[출처] 유안타증권 백길현 애널리스트

SiC Ring 압도적인 성장 지속될 것

동사 2023/2024년 SiC Ring(실리콘 카바이드 링)의 예상 영업이익은 각각 88억원(OPM 19%, YoY 167%), 187억원(OPM 28%, YoY 111%)으로, 압도적인 성장이 지속될 것으로 전망한다.

2H23~2024년 주력고객사의 'Oxide Etcher 시장 점유율 확대 à SiC Focus Ring 수요 증가'에 따른 수혜가 동사에 집중 될 것으로 예상한다. 현재 국내 Oxide Etcher 시장 내 미국 Lam Research(LRCX US)의 점유율이 지배적인 것으로 파악되지만, 올해 하반기 지나면서 Tokyo Electron(8035 JP)의 입지가 강화될 것으로 전망한다. Tokyo Electron은 최근 가스레시피 개발을 통해 신규 Oxide Etcher 장비 효율성을 극대화 시킨 것으로 파악된다.

1) 주력고객사향 SiC Ring 시장점유율은 지속 높아질 것으로 기대되는 가운데, 2) 2023년을 지나면서 SiC Ring 생산 수율이 보다 안정화될 것으로 예상된다는 점을 감안하면 향후 영업이익 Leverage는 가속화될 것으로 전망한다. 동사 SiC Ring의 영업이익 기여도는 2022년 4% 수준에서, 2023/2024년 각각 11%, 15%으로 지속 높아지며 전사 성장을 견인할 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 65,000원으로 커버리지 개시

2023년 예상 영업이익은 779억원(OPM 28%, YoY -17%)으로 시장 컨센서스(898억원)를 하회할 것으로 추정한다. 1H23 메모리반도체 가격 하락과 수요 회복이 지연되는 가운데, 주요 기업들의 감산 영향으로 동사 Si Parts(실리콘 파츠)에 대한 단기 실적 부담은 불가피 할 것으로 예상하기 때문이다.

그럼에도 불구하고, 1)2H23부터 200단 이상의 3D NAND 고단화 트렌드가 재차 본격화되며 실리콘 파츠 수요가 회복되는 가운데, 2)주력 고객사의 'Oxide Etcher 시장 점유율 확대 à SiC Ring 수요 증가'에 따른 수혜가 동사에 집중될 것으로 예상된다.

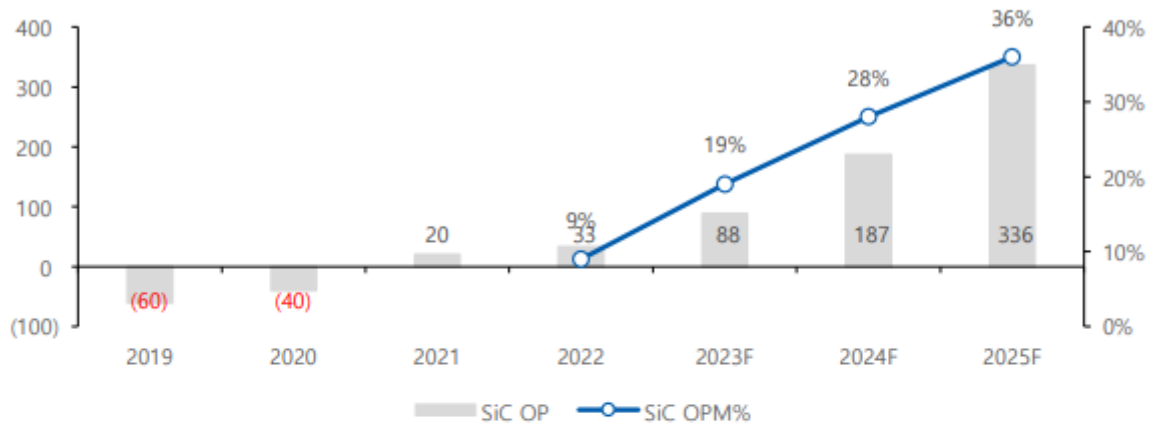
2024년 전사 예상 영업이익을 1,274억원(OPM 33%, YoY 64%)로 추정하며, 시장 성장을 Outperform할 것으로 예상된다는 점이 긍정적이다. 동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 6.5만원(2023~2024F 평균 EPS 기준 PER 15배 적용)으로 커버리지를 개시한다.

Quarterly earning Forecasts						Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)				
	1Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	677	-15.8	-10.0	712	-5.0	매출액	2,711	3,073	2,757	3,809
영업이익	184	-24.6	-18.6	202	-8.7	영업이익	823	937	779	1,274
세전계속사업이익	181	-23.7	-13.5	193	-6.3	지배순이익	667	801	631	1,042
지배순이익	149	-24.6	-31.7	159	-6.2	PER	13.4	11.4	13.4	8.1
영업이익률 (%)	27.2	-3.2 %pt	-2.9 %pt	28.3	-1.1 %pt	PBR	3.4	3.0	2.4	1.8
지배순이익률 (%)	22.0	-2.6 %pt	-7.0 %pt	22.3	-0.3 %pt	EV/EBITDA	8.3	7.8	8.4	5.5
						ROE	30.0	28.9	19.3	25.7

자료: 유안타증권

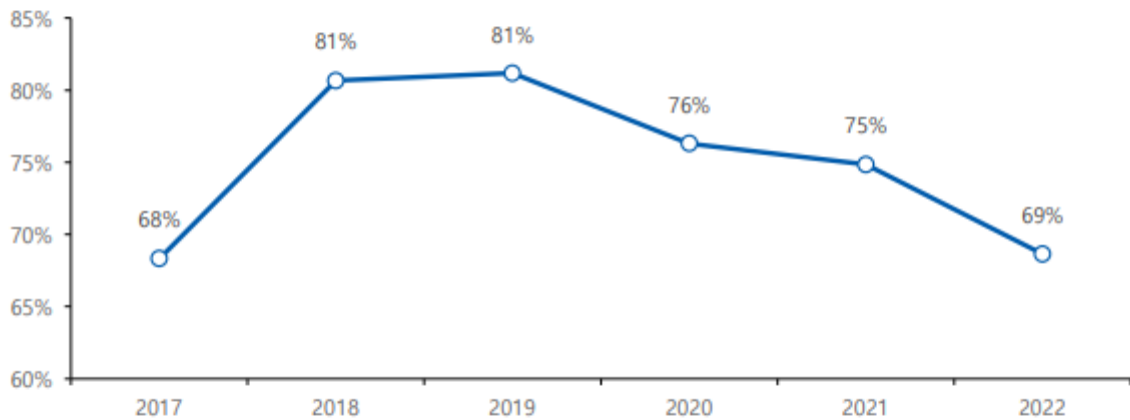
자료: 유안타증권

[차트 01] 하나머티리얼즈 SiC 관련 실적 추이 및 전망



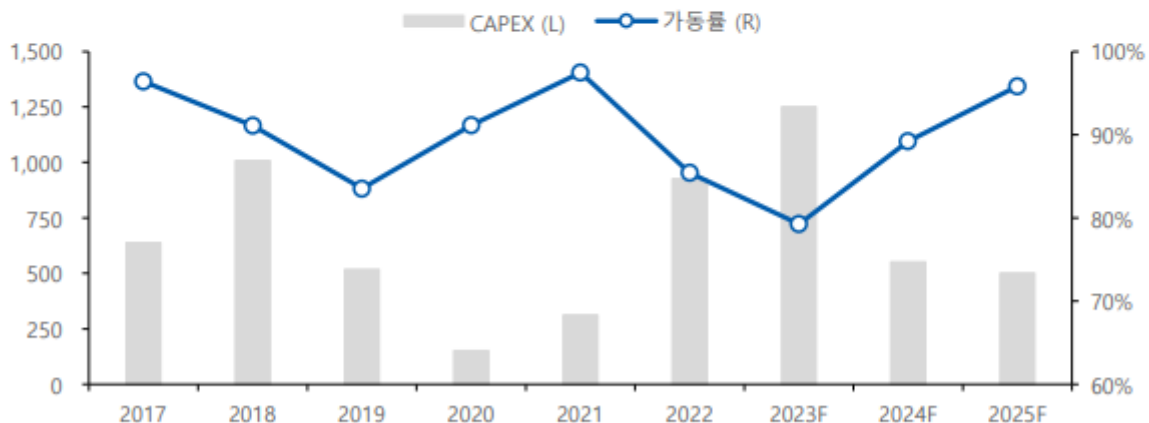
자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 억원 기준

[차트 02] 하나머티리얼즈 주력 고객사 매출 비중 추이



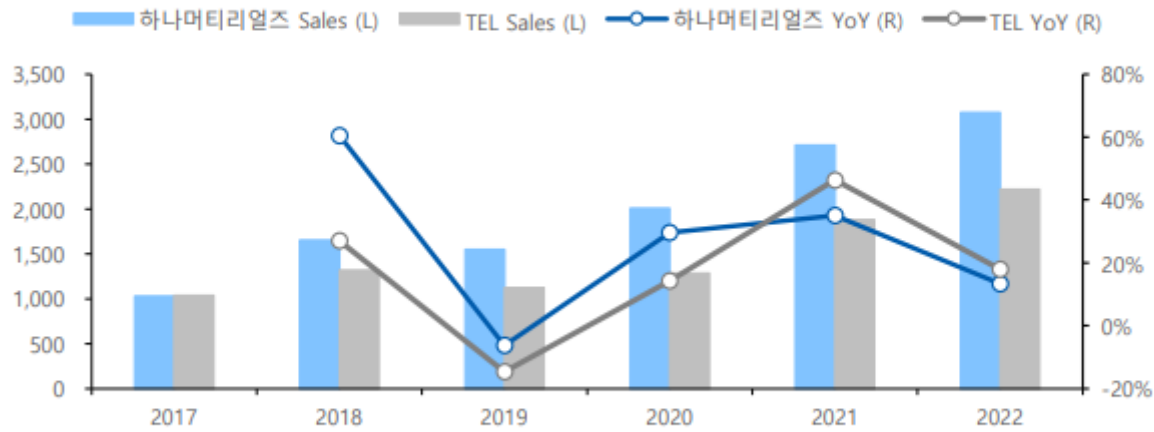
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

[차트 03] 하나머티리얼즈 CAPEX 및 가동률 추이 및 전망



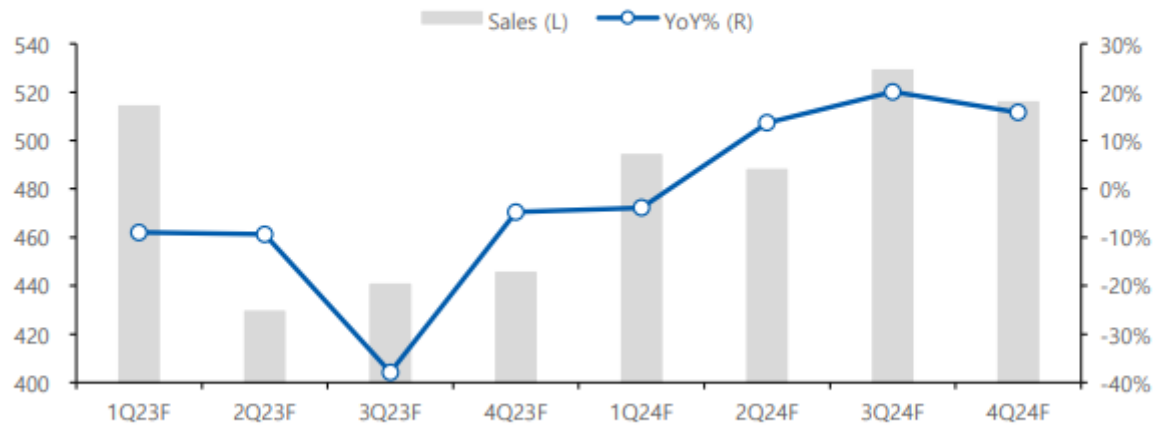
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 억원 기준

[차트 04] 하나머티리얼즈, TEL 실적 추이



자료: 하나머티리얼즈, TEL, 유안타증권 리서치센터, 주: 하나머티리얼즈 단위는 억원, TEL 단위는 십억엔 기준

[차트 05] TEL 2023~2024년 분기별 컨센서스 변화 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억엔 기준

