

2023.05.19(금) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-05-19 오전 4:08

수정한 날짜: 2023-05-19 오전 8:15

2023.05.19(금) 증권사리포트

롯데에너지머티리얼즈

하반기 실적 개선에 주목

[\[출처\] 키움증권 권준수 애널리스트](#)

1Q23 영업이익 61억원, 시장 컨센서스 하회

롯데에너지머티리얼즈의 1Q23 실적은 매출액 1,636억원(-4%QoQ, -18%YoY), 영업이익 61억원(-60%QoQ, -72%YoY)으로, 시장 컨센서스를 하회했다(영업이익 컨센서스 164억원). 1) IT 업황 둔화에 따른 주요 고객사의 재고조정으로 모바일/반도체용 ICS(회로박) 제품의 출하량이 크게 감소했고, 2) 중국 고객사 재고조정 및 중국 내 동박 Oversupply에 따른 판가 압박으로 매출이 감소했다. 또한 국내 전기료 상승, 원재료 가격의 부정적 래깅효과(2~3개월) 및 가동률 하락에 따른 고정비 부담으로 수익성이 악화됐으며(1Q23 영업이익률 3.7%), 원/유로 환율 상승에 따른 외화환산손실(-396억원)이 발생하며 당기 순손실(-429억원)을 기록했다.

2Q23 영업이익 141억원(+131%QoQ) 전망

2Q23 실적은 매출액 2,177억원(+33%QoQ, +16%YoY), 영업이익 141억원(+131%QoQ, -44%YoY)을 기록할 전망이다. 2분기는 주요 고객사들의 가동률 회복에 따라 판매량 증가세가 나타날 것으로 보이며, 구리 가격의 래깅 효과에 따라 2분기 판가도 상승할 것으로 예상된다. 다만, 1Q23 기준 재고가 여전히 높은 수준을 보이고 있어 가동률이 단기간 내 큰 폭으로 개선되기는 어려울 것으로 판단한다. 따라서 본격적인 실적 개선은 올해 하반기부터 나타날 것으로 예상되는데, 하반기부터 고객사의 가동률 회복 및 당사 재고 소진에 따른 가동률 상승이 전망되며, 수익성이 높은 말레이시아 3,4 공장의 램프업(수익성 20% 수준 추정)도 기대되기 때문이다.

고객 다변화를 통한 중장기 실적 성장 기대

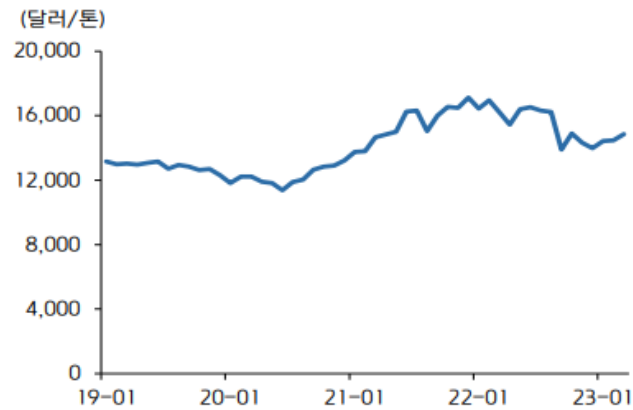
올해는 롯데에너지머티리얼즈의 고객 다변화 원년이 될 것으로 기대된다. 그동안 당사는 인수 관련 이벤트로 불확실성이 상존했으나, 최근 롯데 그룹 인수 이후 고객 다변화, 계열사간 시너지(전지소재 포트폴리오) 창출 및 CAPA 증설 등이 가속화될 것으로 기대된다. 최근 당사는 10년간의 장기공급계약(고객사 및 규모 미공개) 공시를 발표한 바 있으며, 그간 주요 고객사향 매출 비중(50~60%)이 높았으나, 향후 말레이시아, 스페인, 북미 증설을 기반으로 고객 다변화를 빠르게 추진할 계획이다. 특히 당사는 말레이시아 CAPA(총 9만톤 예정)가 높은 상황이므로 전력비 리스크에서도 상대적으로 자유로운 상황이며, 중장기 수익성 개선이 기대된다. 투자의견 'BUY', 목표주가 100,000원을 유지한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	688.9	729.4	1,007.1	1,455.6
영업이익	69.9	84.8	75.0	160.2
EBITDA	112.8	137.4	163.0	287.1
세전이익	78.2	60.5	51.2	152.8
순이익	63.2	49.0	43.5	122.2
지배주주지분순이익	62.8	43.8	38.9	103.2
EPS(원)	1,361	950	844	2,239
증감률(%YoY)	46.9	-30.2	-11.2	165.2
PER(배)	99.2	54.6	71.0	26.8
PBR(배)	6.30	1.64	1.88	1.80
EV/EBITDA(배)	54.8	16.3	17.1	11.1
영업이익률(%)	10.1	11.6	7.4	11.0
ROE(%)	7.8	3.6	2.7	6.9
순부채비율(%)	-29.9	-34.4	-25.4	-5.8

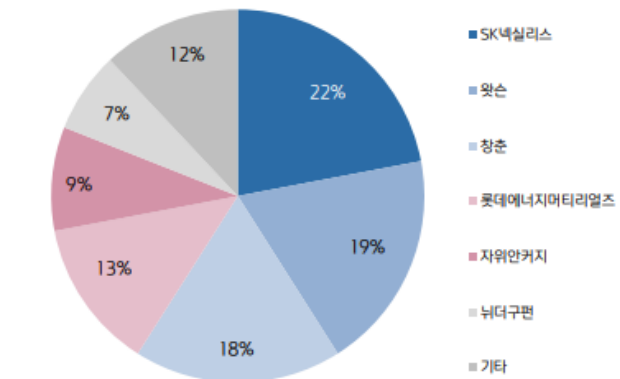
자료: 키움증권 리서치센터

국내 동박 수출 가격 추이(전북 익산시)



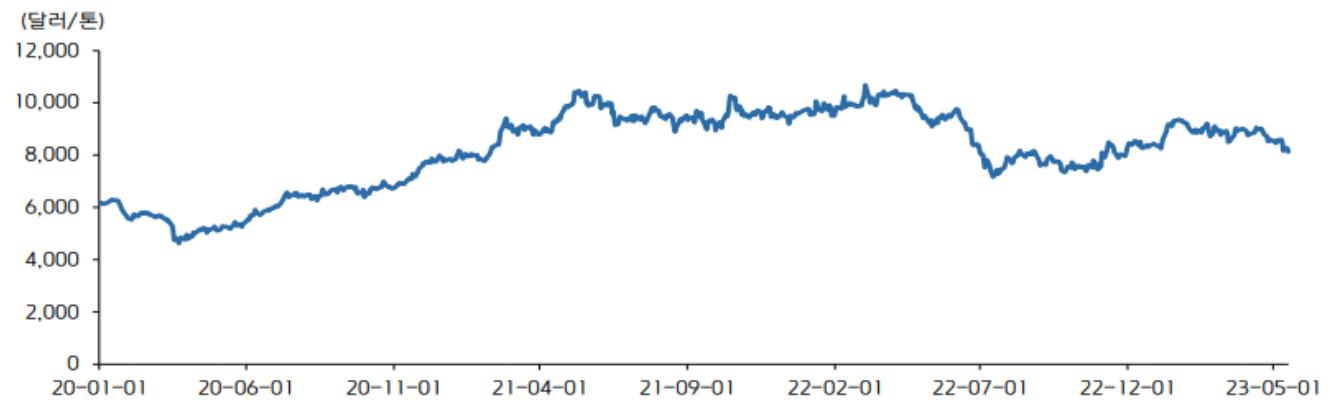
자료: KITA, 키움증권 리서치센터

전세계 동박 시장 점유율(2021년 기준)



SNE Research, 키움증권 리서치센터

구리 가격 추이(LME Copper 3M. Forward)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



CJ

비상장 자회사의 높은 성장세 지속, DPS도 상향 예상

[\[출처\] 하나증권 최정욱 애널리스트](#)

일부 상장자회사 수익성 저하로 부진한 실적. 비상장자회사의 높은 성장세는 지속

CJ에 대한 투자의견 매수와 목표주가 130,000원을 유지. 1분기 연결기준 매출액은 9.8조원으로 YoY 7.2% 증가했지만 영업이익은 3,293억원으로 YoY 33.8% 급감해 컨센서스를 약 42% 하회. 부진한 실적은 일부 상장자회사들의 수익성 악화 영향 때문. CGV는 대작 흥행과 외부활동 증가 영향으로 매출이 YoY 76.3% 증가하고 영업이익 적자폭도 축소되었으며, 프레쉬웨이드 외식·급식 회복, 대형기관 수주 영향으로 매출과 영업이익이 큰폭 증가한 반면 제일제당은 내수소비 부진, 고환율 및 원가 상승 영향으로 영업이익이 YoY 58.8% 급감.

ENM도 TV 광고매출 부진과 TVING 콘텐츠 투자비 확대로 적자전환하는 등 수익성 악화로 연결 영업이익에 부정적인 영향을 미쳤음. 비상장자회사의 경우 올리브네트웍스는 인건비 증가 요인으로 순이익이 YoY 31.4% 감소했지만 올리브영과 푸드빌은 코로나 완화로 인해 호실적이 지속 중. 올리브영의 경우 온·오프라인 동반 성장과 지속적인 영업효율화를 통해 1분기 중 매출액 8,291억원, 순이익 773억원으로 각각 YoY 42.3%, 97.7% 급증했으며 푸드빌은 국내 외식 회복 및 해외 베이커리 성장 등으로 흑자전환하는 등 비상장자회사들의 성장세가 지속되고 있음. 최근 CFD 여파로 인해 CJ 주가가 급락세를 보인데다 실질 NAV 5.4조원 대비 현 시가총액도 약 2.6조원 수준에 불과해 가격 매력은 다시 높아졌다고 판단

올리브영 외형성장 지속 기대. 외국인 관광객 급증 및 통신판매중개업도 진출 예정

CJ올리브영은 1분기 운영 점포수 기준 국내 H&B 시장 M/S 71.3%를 기록하며 거의 독점체제를 굳혀 나가고 있는데 최근 사업목적에 통신판매중개업을 추가. 그동안 그룹내 올리브네트웍스를 통한 통신판매업만 영위했던 올리브영은 쿠팡·네이버·11번가 등 기존 오픈마켓 사업자처럼 판매자를 온라인몰에 입점시켜 상품 중개를 담당하는 사업까지 영역을 확장해 나가겠다는 계획. 판매중개업은 재고관리 및 유통판매에 별도로 발생하는 비용이 없을 뿐만 아니라 독점적인 입지를 통해 비교적 높은 중개수수료율을 적용시킬 수 있으며, 기존 올리브영의 온라인 사업과 시너지를 발생시킬 수 있을 것으로 판단. 올리브영은 최근 K-뷰티에 관심이 많은 일본·중국 등 외국인 관광객들이 급증하기 시작하면서 외국인 매출액도 큰폭 증가하고 있음. 문체부에 따르면 일본인과 중국인 관광객 수는 지난 3월 기준 각각 MoM 103.7%, 59.9% 급증했으며 전년대비로는 더욱 가파른 증가세를 보이고 있음. 상품 경쟁력 강화에 따른 오프라인 성장세에 더불어 O2O 전략과 오늘드림 서비스 고도화를 통한 온라인 매출 호조도 지속되는 가운데 사업영역 확대와 외국인 매출 증가까지 더해져 외형이 계속 성장할 것으로 기대. 한편 1분기말 온라인 매출 비중이 약 27.9%로 역대 최고 수준으로 올라오면서 온라인 매출 비중 정체에 대한 시장의 우려도 일거에 해소되고 있음. 향후 IPO 작업이 재개될 경우 기업가치 제고에 대한 기대감도 커질 수 있을 전망

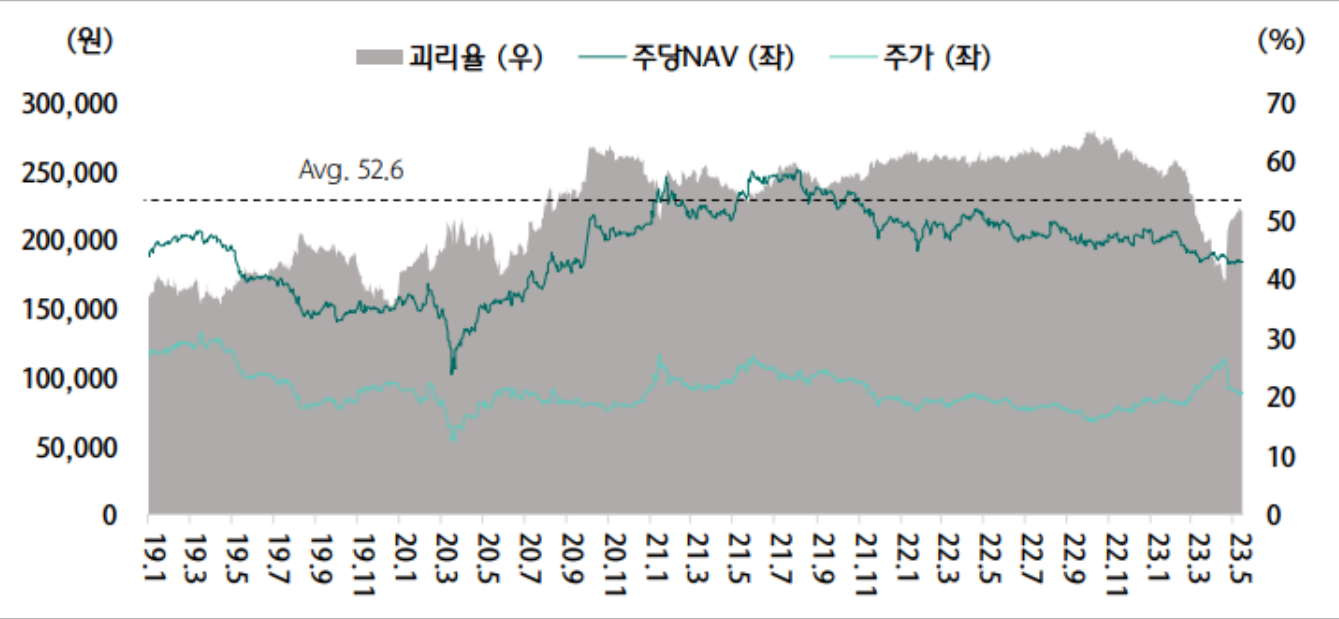
제일제당과 ENM의 수익성 회복이 관건이지만 DPS 추가 상향은 충분히 가능할 듯

주요 자회사들의 수익성 부진에도 불구하고 매출 증가에 따라 CJ의 로열티수익은 YoY 11.1% 증가. 다만 별도 수익의 큰 비중을 차지하는 자회사 배당수익이 YoY 0.6% 감소해 별도 기준 총영업수익은 YoY 1.9% 소폭 증가에 그침. 배당수익 감소의 배경은 제일제당이 실적 부진에 따라 배당을 50% 가량 축소했고, ENM이 업황 불확실성에 대비해 배당금을 미지급했기 때문. 반면 프레시웨이가 호실적을 바탕으로 배당을 추가 확대하고, 올리브영의 배당이 511억원으로 전년대비 약 3.3배 이상 증액되면서 제일제당과 ENM의 배당수익 감소폭을 대부분 상쇄. 금번 증액으로 올리브영의 배당수익 기여도가 압도적으

로 커짐. CJ측은 매년 주당배당금을 유지 또는 상향한다는 원칙 하에 2018년 이후 DPS를 매년 상향해 왔는데 제일제당과 ENM의 실적 회복 여부가 관건이겠지만 비상장자회사들이 배당 측면에서 탄탄한 버팀목 역할을 해 주고 있고, 로열티수익도 금번 1분기와 같이 증가세가 계속된다면 배당재원 확충에 따른 DPS 상승도 충분히 기대

Financial Data (십억원, %, 배, 원)				
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	34,484.0	40,924.9	42,835.1	44,816.6
영업이익	1,881.8	2,154.2	2,072.6	2,175.8
세전이익	1,300.8	1,056.2	1,167.2	1,134.4
순이익	275.0	202.1	415.1	442.3
EPS	7,710	5,666	11,640	12,401
증감율	217.28	(26.51)	105.44	6.54
PER	10.82	14.84	7.59	7.12
PBR	0.57	0.56	0.56	0.52
EV/EBITDA	6.31	5.70	5.49	5.62
ROE	5.66	3.94	7.76	7.78
BPS	146,205	149,477	158,763	168,522
DPS	2,300	2,500	2,800	3,000

도표 2. CJ 실질 NAV와 주가 및 할인율 추이



자료: Quantiwise, 하나증권

도표 3. CJ 및 상장 계열사 2021년초 대비 주가 추이

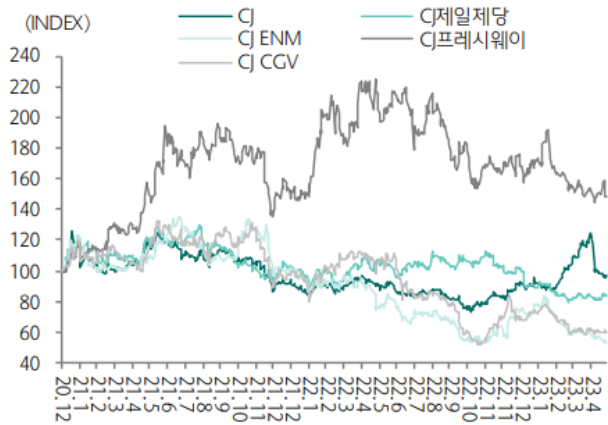


도표 4. CJ 상장 계열사 영업이익 추이 및 전망

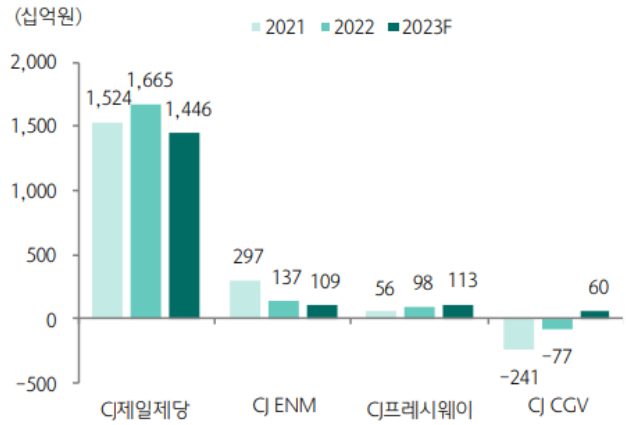


도표 5. 외국인 입국자 증가 추이

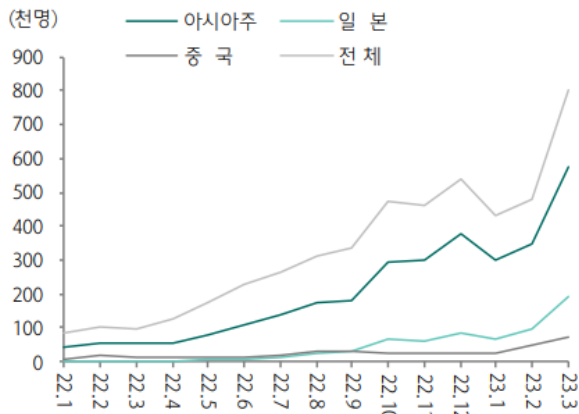
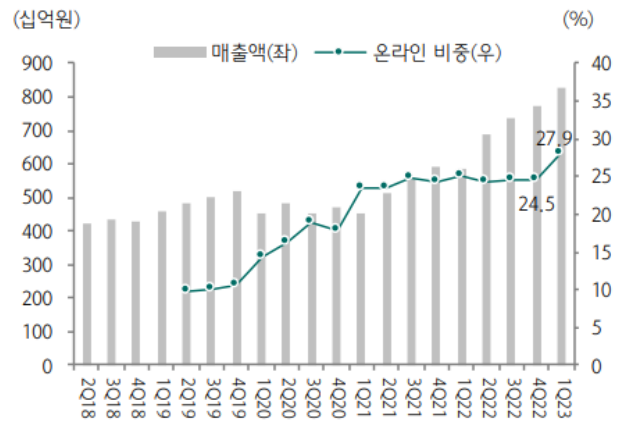


도표 6. CJ올리브영 분기별 매출액 및 온라인 비중 추이





SKT

UAM 테마주 편승 가능할까?

[\[출처\] 하나증권 김홍식 애널리스트](#)

매수/TP 8만원 유지, 5월에 이어 6월에도 통신업종 Top Pick으로 제시

SKT에 대한 투자의견 매수/12개월 목표주가 8만원을 유지한다. 또 5월에 이어 6월에도 통신서비스 월간 Top Pick으로 제시한다. 1) 1Q에 이어 2~3Q에도 YoY 높은 이익 성장을 지속할 전망이고, 2) 이익 전망치 상향 조정이 지속되고 있어 외국인 패시브 자금 유입이 예상되며, 3) 시중 금리 하락과 더불어 UAM 등 신사업 성과 도출 기대감이 생겨날 수 있다는 점을 감안 시 현재 기대배당수익률이 6.7%로 과도하게 높은 상황이기 때문이다.

무인 네트워크 기반 UAM 2027년 도입 예상, 단 2024년부터 관심은 높아질 것

최근 UAM 행사가 많아지면서 국내 UAM(Urban Air Mobility) 관련주에 대한 관심이 높아지고 있다. UAM 사업을 전개하기 위해선 기체 제조 및 운영, 운항/관제/통신 서비스 제공, 버티포트 구축 및 운영 업체 선정은 물론 노선 허가/사업권 부여 등 규제 기관과의 협력도 필요하다. 현재 상용서비스를 위한 민관 합동 실증 작업이 진행 중이며 2025년 상용서비스 개시 예정이다. 물론 도입 초기엔 무인이 아닌 유인 UAM으로 운영될 것이며 네트워크도 주행보다는 탑승자 엔터테인먼트 목적으로 구축될 가능성이 높다. 하지만 2027년부터는 무인 UAM 체제로 돌입할 것이며 상용 네트워크도 주행용으로 구축될 전망이다.

높은 파일럿 인건비를 감안할 때 비상 시에만 사람이 개입하면서 사전 입력된 일정 궤도를 주행하는 UAM 체제가 인기를 끌 가능성이 높다. UAM용 주파수 대역으로는 5~7GHz가 사용될 것으로 예상된다. 물론 아직 무인 UAM이 상용화되려면 4년이나 남았다. 하지만 5G/6G의 궁극적 목표인 IoT로의 진화, 모빌리티의 혁신을 실현할 수 있다는 점에서 곧 투자자들의 관심을 끄는 이슈로 부상할 전망이다. 이미 10억원 내외의 우수한 해외 UAM 기체들이 등장하고 있고 요금도 1km에 3천원 수준으로 낮아졌다. 2025년 상용화를 앞두고 2024년엔 UAM 관련주가 각광을 받을 가능성이 있다.

토털 서비스 가능한 몇 안되는 국내 업체 중 하나, 장기 재료 부상은 가능할 것

UAM 사업을 전개하기 위해선 항공기 운항 및 관리, 버티포트, 교통 관리, 운항정보 제공이 필수이다. 현재 국내엔 6~7개의 UAM 컨소시엄이 존재하며 대다수 컨소시엄 업체들은 이중 1~2개 분야에 참여하고 있다. 하지만 SKT는 교통 및 기상 정보 외 모든 분야에서 직접 UAM 사업에 참여한다. 미국 UAM 기체 제조 업체인 조비사와 티맵모빌리티가 기체 운항 관련하여 협력 중이며 버티포트 및 교통 관리는 SKT가 직접 한다. 국내 컨소시엄 업체 중 사실상 유일한 UAM 토털 서비스 업체이다. MAAS(Mobility as a Service : 다양한 이동 수단에 대한 정보를 통합해 사용자에게 최적의 루트를 제공하는 새로운 모빌리티 서비스) 기술상 우위는 이미 입증된 바 있고 5G/6G UAM 상용 네트워크 경쟁 우위도 당연히 보장될 것이다. 현재 SKT는 몇 안 되는 입증된 UAM 업체이며 관련주로서 손색이 없을 것이란 판단이다

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

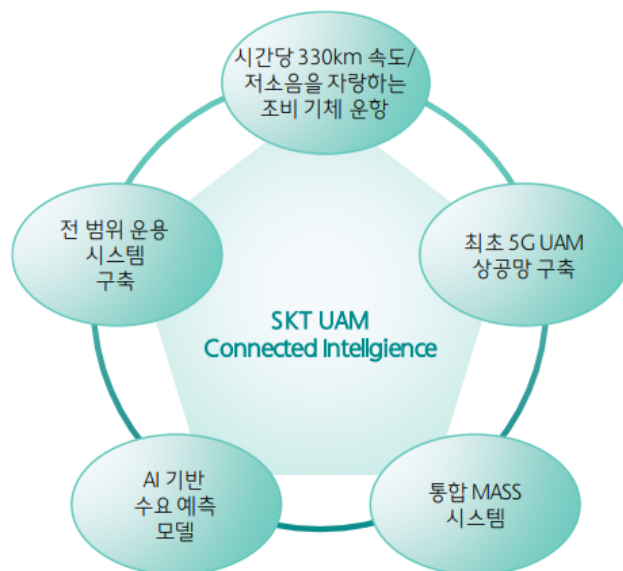
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	16,748.6	17,305.0	17,584.6	17,855.1
영업이익	1,387.2	1,612.1	1,783.8	1,789.7
세전이익	1,718.2	1,236.2	1,449.9	1,469.7
순이익	2,407.5	912.4	1,057.8	1,091.7
EPS	6,841	4,169	4,834	4,989
증감율	83.60	(39.06)	15.95	3.21
PER	8.46	11.37	10.26	9.94
PBR	1.09	0.91	0.91	0.89
EV/EBITDA	4.19	3.84	3.46	3.50
ROE	13.63	7.97	9.14	9.09
BPS	53,176	51,889	54,239	55,913
DPS	6,660	3,320	3,320	3,600

도표 2. 국토부 K-UAM 그랜드 챌린지 컨소시엄 동향

K-UAM 드림팀	SKT	미국 조비	티맵모빌리티	한화시스템	한국국토 정보공사	기상산업기술원
대한항공 컨소시엄	대한항공	인천국제 공항공사	한국항공우주 연구원			
카카오 LGU+ 컨소시엄	카카오모빌리티	LGU+	GS건설	버티컬 VX4		
현대차 KT 컨소시엄	현대차	KT	현대건설	한국항공우주 연구원		

자료: 언론보도, 하나증권

도표 3. SKT UAM 커넥티드 인텔리전스



자료: SKT, 하나증권



SK스퀘어

Harvest and Return 30~50%

[\[출처\] DS투자증권 김수현 애널리스트](#)

투자 회수와 주주 환원 정책에 대해서 주목할 시점이라고 판단

동사는 상장 회사 중 유일하게 주주환원 정책을 투 트랙으로 진행하는 기업으로 1) 자회사들로부터 수취하는 배당 수입의 최소 30%를 주주환원에 활용하는 것, 2) 자회사를 매각한 후 그 성과를 주주들과 Share하는 방식이다. 이 두 가지 이벤트가 최근 동시에 발생했는데 지난 3월 31일 1,100억원의 자사주 취득 신탁 계약을 체결 후 현재 약 57% 자사주 매입을 진행 중에 있다. 이는 전년도 수취한 자회사로부터의 배당 수입을 주주환원에 활용한 첫 사례이다. 눈에 띄는 점은 핵심 자회사인 SK하이닉스로부터 수취한 전년도 배당 수입은 1,760억원 (분기당 438억원) 이며 이를 환원율로 계산하면 30%를 크게 초과한다.

매각이 진행 중인 SK실더스의 예상 매각 금액은 두 차례에 걸쳐 23F 4,160억원, 24F~25F 4,500억원으로 추정되는데 이 중 23년 수취 금액의 약 50%인 2,000억원으로 자사주 매입 후 전량 소각하는 것을 고려 중에 있다. 실제 동사는 Deal closing 이후 이사회를 통해 규모와 시기를 결정하겠다고 밝힌 바 있다. Deal closing 시점은 9월 이후가 될 것으로 보여 연내 추가적인 자사주 매입 소각도 가능할 전망이다.

반도체 분야 추가 투자

국내 최초로 투자형 지주회사 구조를 띄고 설립된 회사이며 투자 회수는 3차례 진행중에 있다 (SK M&A 서비스 720억원, 나노엔텍 580억원, 실더스 약 8,600억원). 24~25F 실더스 매각 대금 4,500억원 포함 추가적인 투자 회수가 가능한 포트폴리오가 포진되어 있어 지속 가능한 주주환원 정책이 가능할 전망이다. 여기에 SK하이닉스와 시너지 창출이 가능한 M&A를 통해 주주이익을 극대화할 수 있는 구조이다.

상장 자회사 지분가치 70% 넘게 할인해도 목표가 55,000원

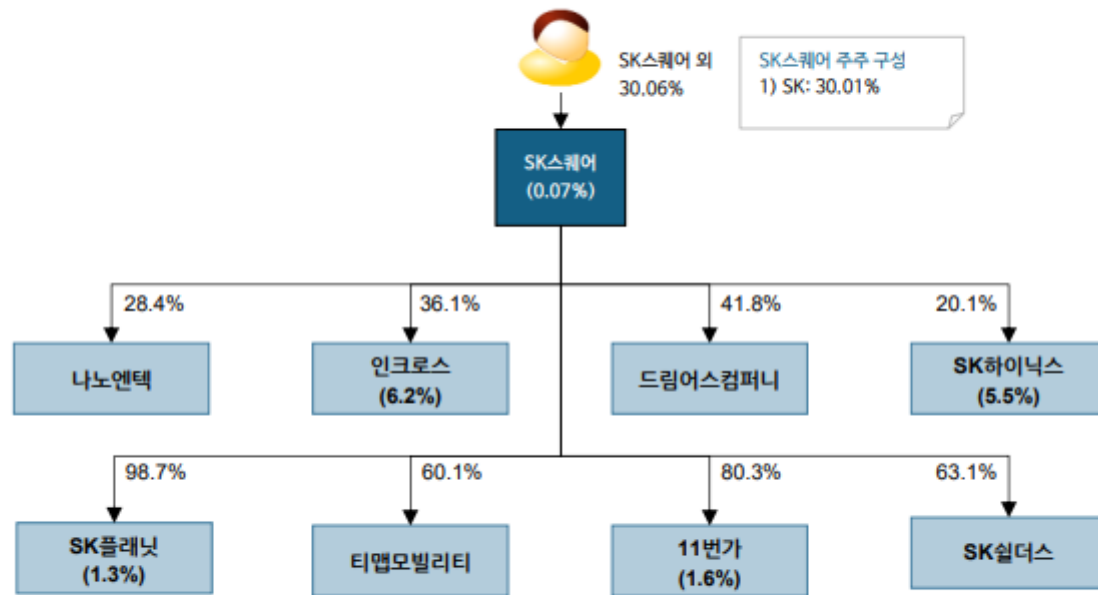
목표주가는 산출 방식을 최대한 보수적으로 적용했다. 1) 상장 자회사 가치 70% 할인, 2) 비상장 자회사 가치도 20% 할인 하여 목표가 55,000원을 유지한다

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	0	0	1,146	4,511	2,592
영업이익	0	0	420	163	-600
영업이익률(%)			36.6	3.6	-23.1
세전이익	0	0	364	101	-485
지배주주지분순이익	0	0	375	260	-454
EPS(원)	0	0	2,652	1,838	-3,214
증감률(%)	적지	적지	적지	-30.7	적전
ROE(%)	n/a	n/a	n/a	1.6	-2.7
PER (배)	n/a	n/a	25.0	18.3	-13.3
PBR (배)	n/a	n/a	0.6	0.3	0.4
EV/EBITDA (배)	n/a	n/a	21.5	11.0	-15.2

자료: SK스퀘어, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 SK스퀘어 지배구조도



자료: SK스퀘어, DS투자증권 리서치센터





인텔리안테크
 과거는 미래를 비추는 거울이다
[\[출처\] NH투자증권 심의섭 애널리스트](#)

대우주시대의 개막

VSAT 위성통신 안테나 글로벌 1위 기업으로 VSAT 사업에서의 안정적인 실적성장과 더불어 MEO/LEO 위성통신 안테나로 사업 영역을 확장하였으며 글로벌 기업들의 공격적인 LEO 사업 진출이 진행되며 동사 수혜 또한 확대 중. 올해부터 위성통신 서비스 개시 지역에 늘어남에 따라 동사의 공급 물량 증가 전망

우리는 답을 찾을 것이다. 늘 그랬듯이...

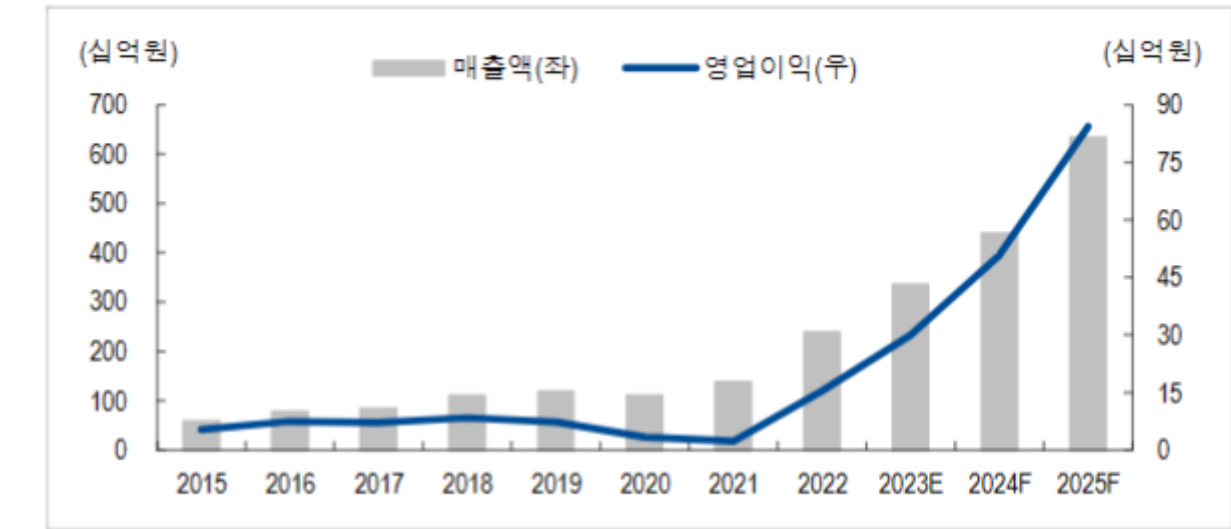
지난 4/21 약 1,000억원 규모 유상증자 공시. R&D, 원재료 매입, 채무상환을주 사용 목적으로 기재. 연구개발에 집중하고자 하는 분야인 평판형 안테나는 LEO 시장 개화와 맞물리며 각광받고 있으며 시장 진입자들 또한 점차 늘어나고있어 시장 선점을 위한 선제적 투자 전략으로 판단

동사가 신규로 개발하여 내년부터 본격적인 매출 발생이 기대되는 게이트웨이용 안테나 공급사 “Company A”는 Amazon으로 추정. 매출 규모 및 시점 추정이 어려워 구체적인 실적 추정에는 어려움이 있으나, 중장기적 성장에 기여 전망
유상증자 및 R&D 투자 확대로 단기적 성과는 기대에 미치지 못할 수 있으나, 여전히 성장 초입 단계인 전방 산업과 더불어 고객사 및 제품 개발 성과를 지속적으로 보여주고 있는 동사에 새로운 기대를 할 수 있는 시점이라 판단

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	239.5	335.0	440.0	633.0
증감률	73.5	39.9	31.3	43.9
영업이익	15.3	30.0	50.8	84.3
증감률	588.0	95.5	69.3	66.0
영업이익률	6.4	9.0	11.5	13.3
(지배지분)순이익	16.0	30.3	46.9	72.1
EPS	1,745	3,302	5,110	7,854
증감률	145.7	89.2	54.7	53.7
PER	39.0	22.7	14.7	9.5
PBR	3.5	3.3	2.7	2.1
EV/EBITDA	24.7	17.1	11.6	7.1
ROE	9.4	15.7	20.3	24.9
부채비율	107.3	146.1	190.8	245.6
순차입금	76.7	97.3	52.8	-15.7

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

인텔리안테크 장기 실적 추이 및 전망



자료: 인텔리안테크, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 주요 사업 영역 및 제품



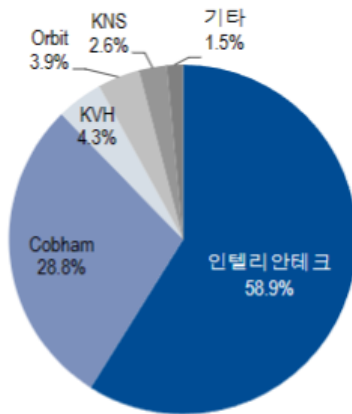
자료: 인텔리안테크, NH투자증권 리서치본부

그림2. 주요 고객사



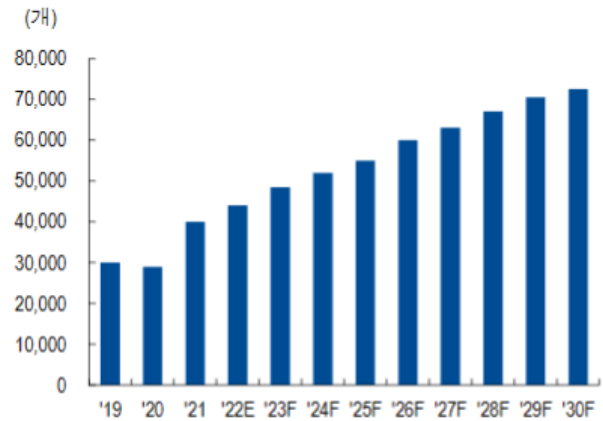
자료: 인텔리안테크, NH투자증권 리서치본부

그림3. 해상용 위성통신 안테나 시장 점유율



자료: Valour Consultancy, July 2022, NH투자증권 리서치본부

그림4. VSAT 탑재 선박 추이 및 전망



자료: Valour Consultancy, July 2022, NH투자증권 리서치본부



SK오션플랜트

사상 최대 매출, 성장가도 순항

[\[출처\] 키움증권 이종형 애널리스트](#)

1분기 실적은 분기 최대 매출 경신하며 호조

1분기 영업이익은 186억원(+48%QoQ, +9%YoY)으로 컨센서스 182억원에 부합했고 키움증권 추정치 160억원은 상회했다. 매출액이 2,197억원(+31% QoQ, +29%YoY)으로 사상 최대치를 기록한 가운데 대형 하부구조물 제작을 위한 약 30억원의 일회성 야드 보강비용 등으로 인해 영업이익률은 전년동기 10.0%에서 8.5%로 하락했지만, 당초 예상보다는 일회성 비용이 적게 발생해 키움증권 영업이익률 추정치 7.5%는 상회했다. 1분기 해상풍력관련 매출비중은 54%로 작년 4분기 28%, 전년동기 34% 보다 대폭 높아지며 올해부터 진정한 풍력 하부구조물 업체로 재탄생했다.

한편, 과거 세무조사 과세부과처분에 대한 경정청구로 76억원의 일회성 법인세 환급을 받아 당기순이익은 키움증권 예상치 및 컨센서스를 100% 이상 상회했다. 동사는 1분기말 기준 올해 연간 유효법인세율 7.53%로 전망했다.

실적은 하반기로 갈수록 개선, 3분기부터 수주모멘텀 기대

상반기에는 ①기존 야드 보강, ②SK오션플랜트로의 사명변경 등에 따른 일회성 비용들이 발생해 영업이익률은 8~9% 수준이 예상되지만, 하반기는 일회성 비용들이 소멸되고 해상풍력 매출비중이 점차 증가하면서 영업이익률은 9~10% 수준으로 개선될 전망이다.

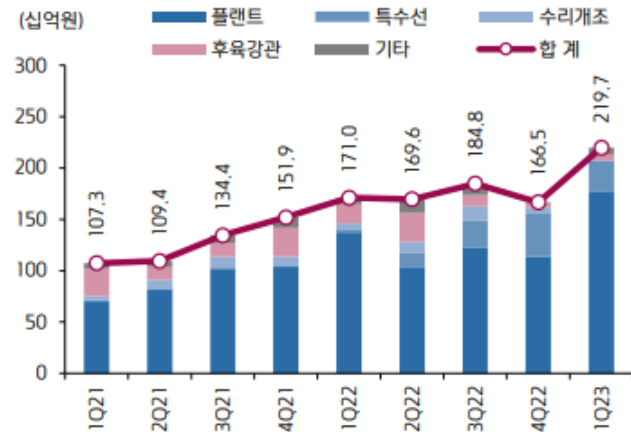
한편, 3분기부터는 2030년 이후까지의 대규모 수주가 기대되는 15GW급 메가 프로젝트인 대만 'Round 3' 발주가 시작됨을 주목해야 한다. 가장 빠른 'Round 3 - Stage 1' 단계 3GW는 총 192개의 재킷이 발주될 전망인데, 이 중 해외 업체가 직접 수주 가능한 76기(40%)와 Up scoping 물량 44기를 포함해 최대 120기가 동사가 수주 가능한 물량이다. 동사는 이미 24년 상반기까지 일감이 'full'로 차 있는 관계로 24년 하반기이후 제작분을 중심으로 수주에 나설 계획이며 'Round 1, 2' 단계에서 동사가 수주했던 비중(44%)을 감안하면 'Round 3 - Stage 1' 단계에서도 상당한 물량의 수주가 기대된다. 올해 동사의 수주 목표 9,000억원 중 해상풍력은 8,700억원이다.

①아시아 해상풍력 재킷(Jacket) 선두업체로서의 입지, ②글로벌 해상풍력 시장의 구조적 성장, ③50만평 규모의 부유식 전용 신공장 증설을 통한 중장기 성장모멘텀 관점에서 투자의견 Buy와 목표주가 28,000원을 유지한다.

투자지표

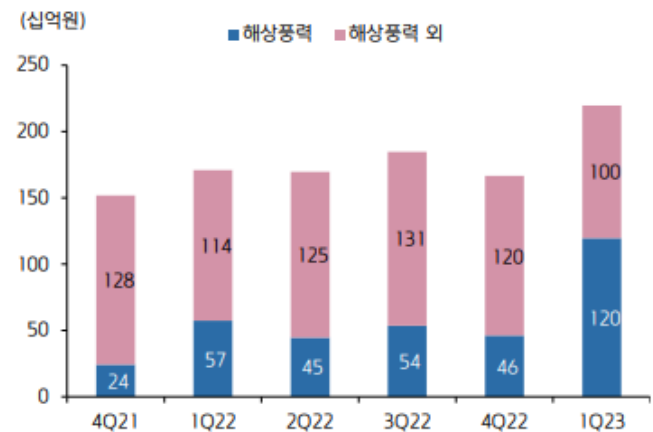
(십억원, IFRS **)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	503.1	691.8	906.1	973.4
영업이익	26.4	71.9	80.1	96.9
EBITDA	45.7	83.3	91.9	108.1
세전이익	-81.7	34.8	65.6	84.0
순이익	-86.8	28.0	60.7	67.2
지배주주지분순이익	-50.5	22.3	60.7	67.2
EPS(원)	-1,404	524	1,084	1,091
증감률(%YoY)	적전	흑전	106.6	0.7
PER(배)	-15.2	38.3	17.8	17.7
PBR(배)	5.57	2.05	1.59	1.46
EV/EBITDA(배)	21.9	12.8	9.4	7.5
영업이익률(%)	5.2	10.4	8.8	10.0
ROE(%)	-32.7	6.7	9.6	8.6
순차입금비율(%)	97.9	-0.8	-22.7	-27.4

SK오션플랜트 사업부별 매출 추이



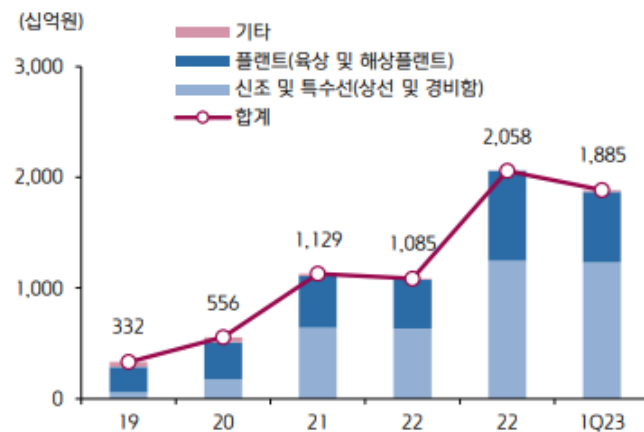
자료: SK오션플랜트, 키움증권

SK오션플랜트 해상풍력 매출 추이



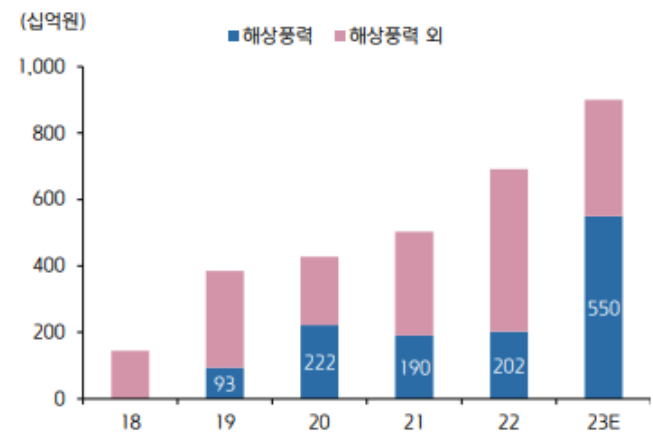
자료: SK오션플랜트, 키움증권

SK오션플랜트 수주잔고



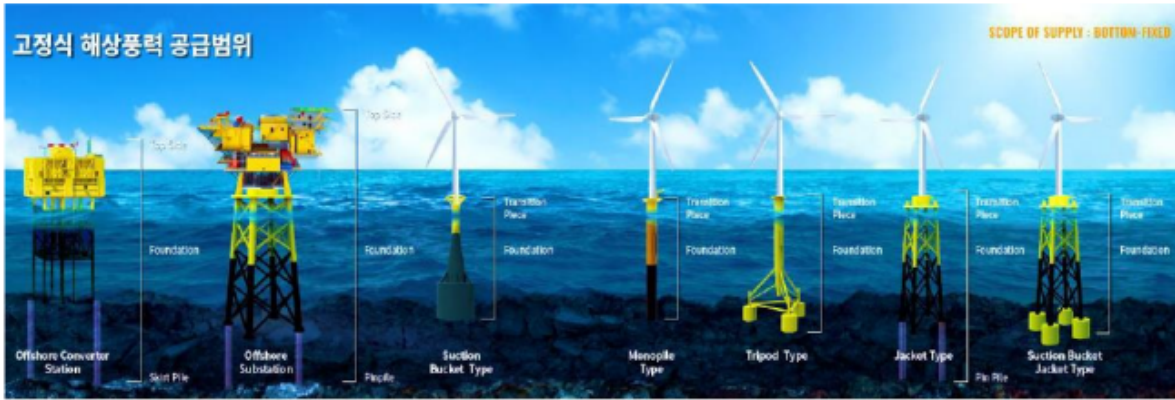
자료: SK오션플랜트, 키움증권

SK오션플랜트 연도별 해상풍력 매출 추이



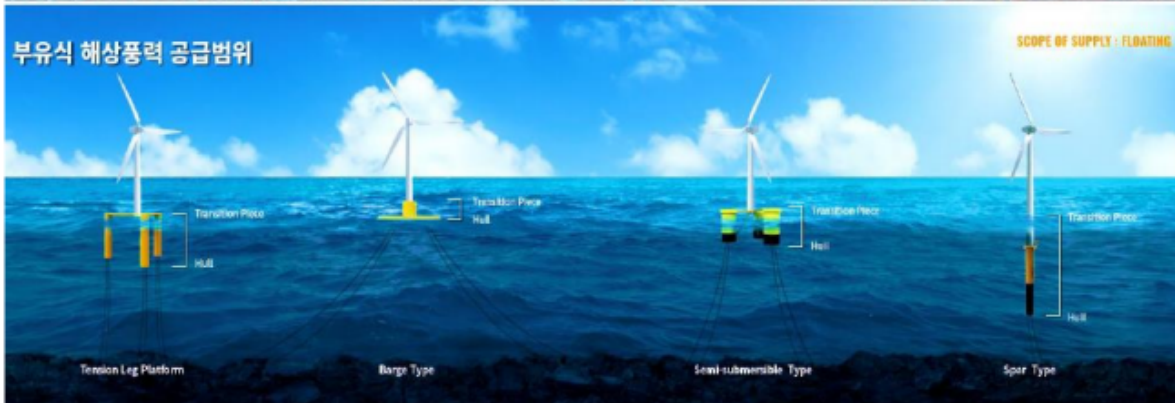
자료: SK오션플랜트, 키움증권

SK오션플랜트의 하부구조물 공급범위



삼강 공급범위

Topside
⋮
Transition Piece
⋮
Jacket
⋮
Pin Pile



Transition Piece
⋮
Hull

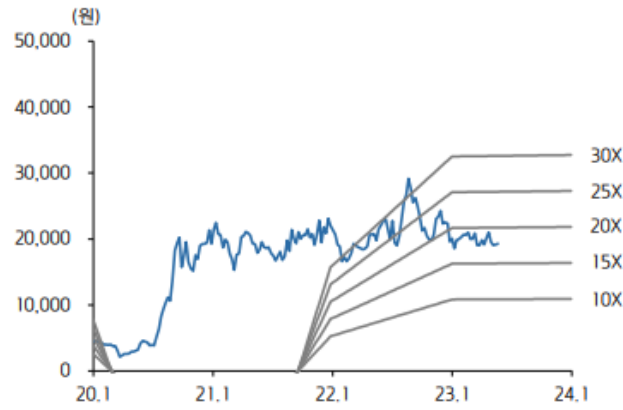
자료: SK오션플랜트, 키움증권

SK오션플랜트의 신아드 조감도



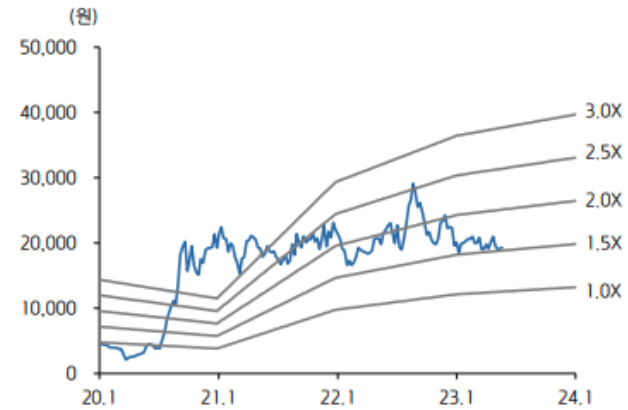
자료: SK오션플랜트, 키움증권

SK오션플랜트 12mf PER 밴드



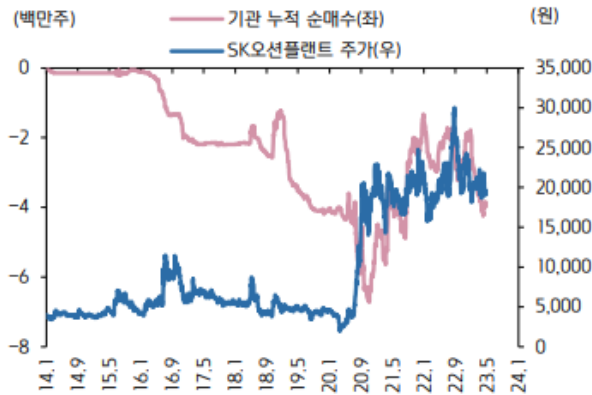
자료: FN가이드, 키움증권

SK오션플랜트 12mf PBR 밴드



자료: FN가이드, 키움증권

SK오션플랜트 기관투자자 수급동향



자료: FN가이드, 키움증권

SK오션플랜트 외국인투자자 수급동향



자료: FN가이드, 키움증권





한올바이오파마
 바이오 섹터 내 확실한 알파를 찾는다면
[\[출처\] NH투자증권 한승연 애널리스트](#)

투자의견 Buy, 목표주가29,000원으로커버리지 개시

한올바이오파마에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 29,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP(부문별 가치합산) 방식으로 1)영업가치(EV/EBITDA), 2)파이프라인가치(DCF), 3)순차입금을 합산하여 산출하였다. 신약개발 바이오택인 한올바이오파마의 기업가치 대부분은 파이프라인에서 나오며 이에 대한 올바른 가치 평가가 밸류에이션의 핵심이다. 한올바이오 두 개의 3상 파이프라인을 보유 중이나, 임상 및 시장 상황 고려하여 자가면역질환 파이프라인만을 가치에 반영하였다

명확한 저평가 관측,투자 매력도 높음

파이프라인 밸류에이션은 DCF로 진행하였으나, 절대가치평가 방식의 단점을 보완하기 위해 글로벌 파트너사 Immunovant(IMVT.US)와 한올바이오 시가총액의 상대적인 비중을 추가 고려하였다. 나스닥 상장사인 Immunovant는 독특하게도 동사의 자가면역파이프라인 글로벌 개발·상업화 권리만을 자산으로 보유하고 있다. 즉, 한올바이오 기업가치는 나스닥 시장에 상장된 Immunovant를 통해 간접적인 산출 가능하다. 당사는 파이프라인 귀속 영업이익률 비교를 통해 Immunovant 대비 한올바이오의 적정 시가총액비중을 최소 50%로 제시한다. 현재 해당 비중은 약 34% 수준으로, DCF로 평가한 파이프라인 가치 대비하여 더 높은 수준의 업사이드가 확인된다.

투자 포인트:자가면역질환 내차세대 블록버스터타깃 기전

한올바이오의 FcRn 타깃 기전 자가면역질환 파이프라인은 큰 시장 규모와 확장 가능성 관점에서 매우 매력적이다. 자가면역은 항암에 이어 두 번째로 큰 시장으로, 종래의 TNF- α , 인터루킨(IL) 특허 만료에 따라 새로운 치료제가 필요한 상황이다. Anti-FcRn은 항체매개라는 자가면역질환 내 새로운 기전으로 향후 류마티스와 같은 새로운 적응증 확장을 통한 블록버스터급으로 성장이 기대된다. 또한, 기존 batoclimab(IMVT-1401)의 업그레이드 버전인 IMVT-1402를 개발하며 Anti-FcRn 내 최고의 치료제(Best In Class) 지위를 노리고 있다. IgG 항체 매개 자가면역질환은 약 100개 존재하며, 그중 22개에 대한 치료제만이 개발 중이다. 결국 장기 레이스에서는 최초보다는 최고의 치료제가 더 중요하다고 판단한다.

안구건조증 가치는 밸류에서 제외

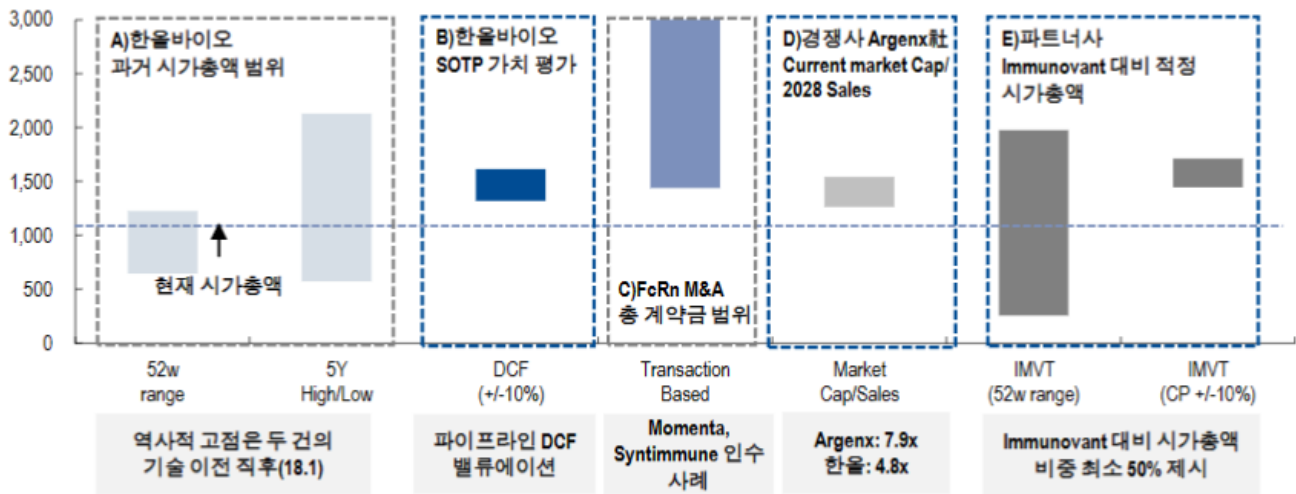
안구건조증 치료 후보물질 tanfanercept(HL036)는 올해 상반기 두 번의 3상 데이터(글로벌, 중국) 발표가 예정되어 있다. 해당 안구건조증 임상 결과는 보수적으로 기다려야한다고 판단한다. 기존 임상 데이터 및 최근 허가 및 상업화 난이도 상승을 고려하였다. 이에 당사는 기업 가치 평가시 tanfanercept 파이프라인 가치는 미반영하였다

탄탄한 재무구조와 영업현금흐름을 갖춘 K-바이오텍

동사는 '23년 1분기 기준 현금성자산 및 단기금융자산을 299억 보유하고 있다. 또한 최대주주 대용제약(지분율 32%)의 안정적인 지원을 통해 국내 제약 영업에서 작년 영업현금흐름 252억원 유입되었다. 다른 바이오텍과 달리 지속가능한 R&D 모델 확보하며, 불확실한 외부환경 속에서도 탄탄한 재무·영업구조 오히려 부각될 것으로 판단한다. 한편 '24년 중국에 이어 '26년 미국에서 FcRn 타깃 치료제로 첫 로열티 매출 발생을 예상한다. 특히, 미국에서 대형 로열티 매출 기대되는 선두 K-바이오텍으로, 로열티 매출이라는 바이오신약으로서는 새로운 사업 모델을 보여줄 수 있을 것으로 기대한다.

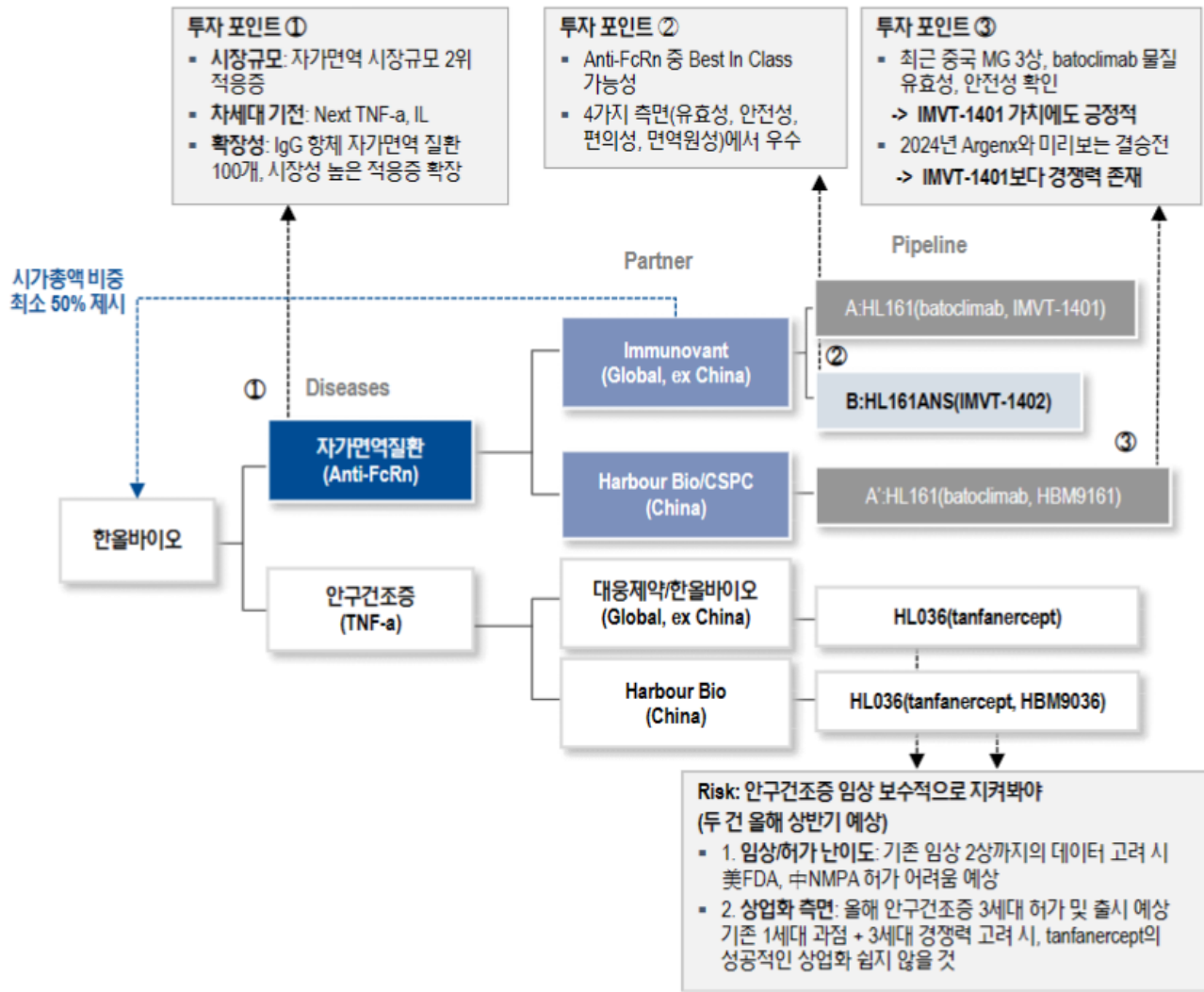
그림1. 보고서 첫번째 결론: 한올바이오파마 다양한 밸류에이션 통해 저평가 확인

(단위: 십억원)



자료: Bloomberg, Cortellis, NH투자증권 리서치본부

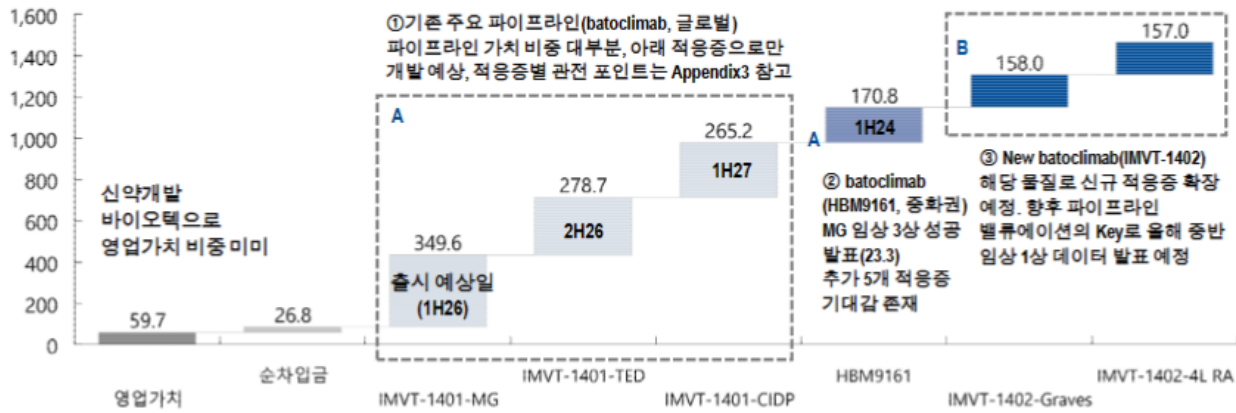
그림2. 보고서 두번째 결론: 시장 규모가 매우 큰 FcRn 타겟 시장에서 최고 의약품 가능성 제시



자료: 한국은행, 한국부동산원, NH투자증권 리서치본부

그림3. 한올바이오파마 Valuation 기여분 상세 분석

(단위: 십억원)



자료: NH투자증권 리서치본부

표2. 한올바이오파마 R&D 개발 파이프라인

파이프라인	파트너사(지역)	질환군	연구/전임상	1상	2상	3상	내용
HL161 (batoclimab)	Immunovant (IMVT-1401) (Global-ex Asia)	①중증근무력증(MG)					3상 결과 예상(2H24)
		갑상선 안병증(TED)					3상 결과 예정(1H25)
		온난항체 용혈성빈혈(WAIHA)					
		만성염증성 다발성 신경병증(CIDP)					오픈라벨 데이터 예정(1H24)
		그레이브스병(GD)					이후 IMVT-1402로 임상 예상
	Harbour Biomed (HBM9161) (CSPC sub L/O) (China)	②중증근무력증(MG)					3상 결과 발표(1Q23)
		갑상선 안병증(TED)					2/3상 진행 중
		면역 혈소판감소증(ITP)					2상 완료
		만성 염증성 다발성 신경병증					2상 준비 중
		시신경 척수염(NMOSD)					
HL161ANS (IMVT-1402)	Immunovant (Global-ex Asia)	심상성 천포창(PV)					
		중증근무력증(MG)					일본 3상 승인(22.9)
HL036 (tanfanercept)	Harbour Biomed (China) 대용제약 (Global-ex China)	갑상선 안병증(TED)					3상 예정(2023)
		③류마티스, 혈액학(Graves, RA)					1상 결과 예정(3~4Q23)
		안구건조증(DED)					3상 결과 예정(2Q23)
HL189		포도막염(NIU)					
HL186	대용제약	불응성 고형암(TIM3 타깃)					
HL187	대용제약	불응성 고형암(TIGIT 타깃)					임상 IND 제출 예정(2023)
IM156	Immunomet	대사조절 항암제					
		폐섬유화증(IPF)					

주1: HL161, HL161ANS의 글로벌 판권은 미국 Immunovant(Roivant), HL161 중화권 판권은 Harbour Biomed(CSPC Pharmaceuticals)에 라이선스 아웃

주2: ①HL161의 글로벌 판권IMVT-1401, ②HL161의 중화권 판권HBM9161, ③HL161ANS의 글로벌 판권IMVT-1402

자료: 한올바이오파마, Immunovant, NH투자증권 리서치본부

