

2023.05.24(수) 증권사리포트

만든 날짜:2023-05-24 오전 4:11

수정한 날짜:2023-05-24 오전 7:01

2023.05.24(수) 증권사리포트

이녹스첨단소재
1분기 저점으로 실적 회복
[\[출처\] IBK투자증권 김운호 애널리스트](#)

1분기, 예상된 부진

2023년 1분기 매출액은 2022년 4분기 대비 1.3% 감소한 811억원이다. 이전 전망 대비 감소한 규모이다. INNOLED는 전망 대비 개선, 나머지는 부진하였다. 모바일 부진에 따라 INNOFLEX 매출이 크게 감소하였다. 2023년 1분기 영업이익은 44억 원이다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. 매출액 감소에 따른 수익성 부진과 원/달러 환율 상승에 따른 영향이 복합적으로 작용한 것으로 분석된다. 가동률 하락에 따른 고정비 비중이 높아진 것이 수익성 악화에 절대적 영향을 미친 것으로 추정한다.

2023년 2분기부터 OLED 물량 회복 기대

이녹스첨단소재 2023년 실적은 2분기부터 성장세로 전환할 것으로 기대한다. 2분기 매출액은 1분기 대비 40% 증가할 전망이다. 1분기 부진했던 OLED 매출액이 2분기에는 749억원으로 1분기 대비 64.8% 증가할 것으로 기대하기 때문이다. 모바일도 일부 개선되고, 대형 OLED 매출액이 큰 폭으로 증가할 것으로 예상한다. 대형 OLED 국내 고객 물량이 2분기에 1분기 대비 50% 정도 증가할 것으로 기대하기 때문이다.

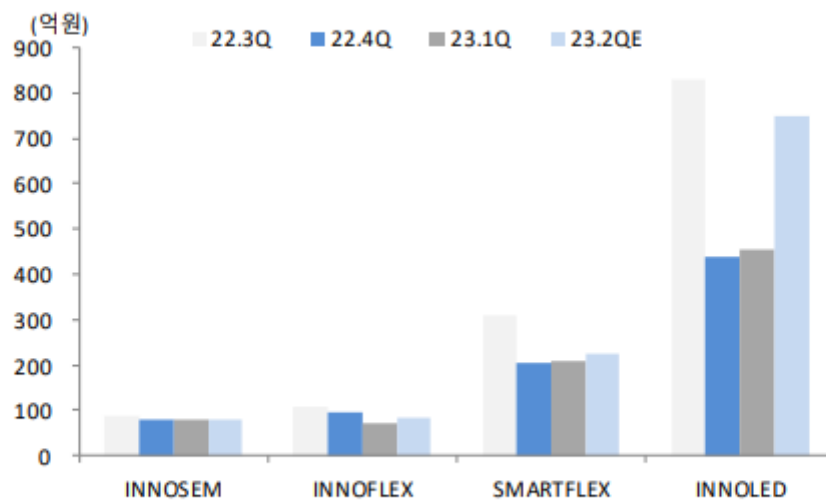
투자의견 매수 유지, 목표주가 50,000원 유지

이녹스첨단소재에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는 OLED TV 물량에 따른 수혜가 기대되고, 2024년에는 신규 고객 물량이 큰 폭으로 증가할 것으로 예상되고, 아직은 기대감에 불과하지만 이녹스리튬에 대한 기대감도 향후 주가 방향성에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대하고, 현재 주가는 매력적인 구간에 있다고 판단하기 때문이다. 목표주가는 50,000원을 유지한다.

(단위:억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	4,873	4,894	4,424	4,798	4,888
영업이익	967	971	587	881	899
세전이익	1,001	1,019	681	930	971
지배주주순이익	802	854	577	787	821
EPS(원)	4,091	4,263	2,861	3,894	4,062
증가율(%)	217.1	4.2	-32.9	36.1	4.3
영업이익률(%)	19.8	19.8	13.3	18.4	18.4
순이익률(%)	16.5	17.4	13.0	16.4	16.8
ROE(%)	31.4	24.8	14.3	16.9	15.3
PER	11.3	7.1	14.4	10.6	10.1
PBR	2.9	1.6	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	7.5	4.5	8.8	6.0	5.3

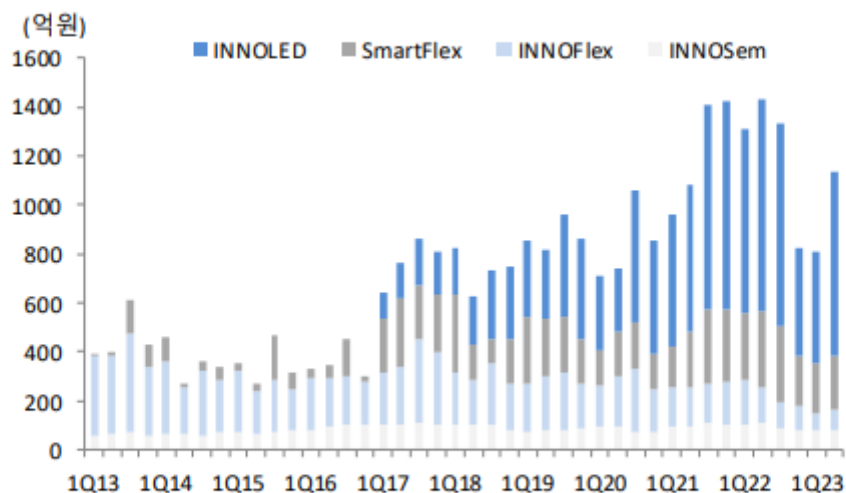
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 이녹스첨단소재 제품별 매출액 추이 및 전망



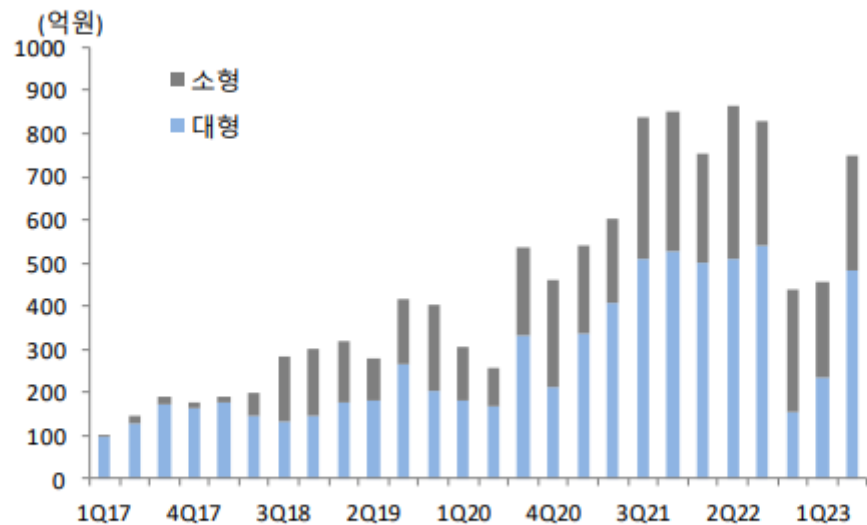
자료: 이녹스첨단소재, IBK투자증권 리서치센터

그림 2. 이녹스첨단소재 제품별 매출액 비중 추이 및 전망



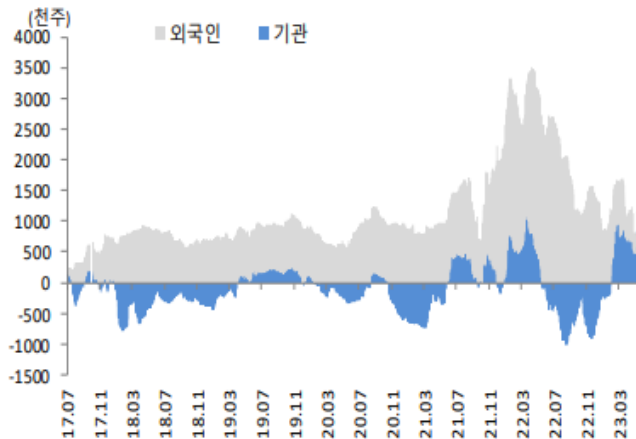
자료: 이녹스첨단소재, IBK투자증권

그림 3. INNOLED 제품별 매출액 비중 추이 및 전망



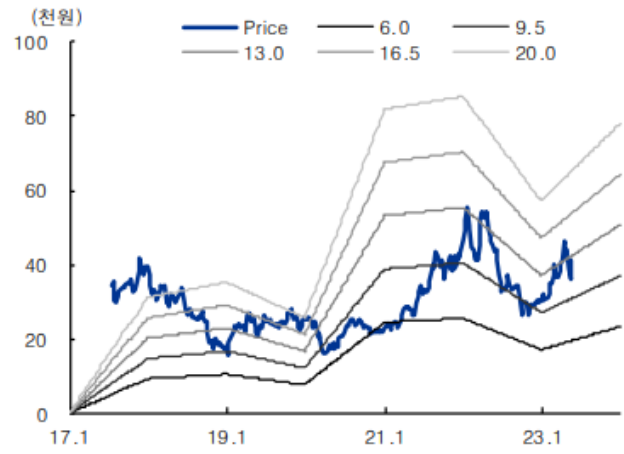
자료: 이녹스첨단소재, IBK투자증권 리서치센터

그림 5. 이녹스첨단소재 투자주체별 순매수 누계 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권 리서치센터

그림 6. 이녹스첨단소재 PER 밴드



자료: Quantiwise, IBK투자증권 리서치센터





솔루엠

ESL 견인으로 창사 최대 실적 전망

[\[출처\] DS투자증권 권태우 애널리스트](#)

캐쉬카우와 고성장 모멘텀을 확보한 IT 부품 제조 전문 업체

동사는 TV, 가전제품에 사용되는 파워모듈, 3in1보드(영상보드, 파워보드, 튜너를 통합), ESL(Electronic Shelf Label, 전자가격표시기), IoT 제품 등의 부품을 개발 및 제조/판매하는 업체이다. 22년 매출 비중은 전자부품(파워모듈, 3in1 등) 77.7%, ICT(ESL, IoT 제품 등) 22.3%로 구성되어 있다.

ESL의 거침없는 성장, 높아진 전사 수익성

23년 예상 매출액은 2.1조원(+24.1% YoY), 영업이익 1,343억원(+77.6% YoY), 영업이익률 6.4%(+1.9%p YoY)를 전망한다. 1) 전자부품(매출액 -2.9% YoY): 전방 업황의 부진으로 실적은 소폭 감소할 것으로 예상된다. 북미 데이터센터향 파워모듈의

경우 매출액 +12% YoY 예상되나 TV형 파워모듈의 부진은 불가피하겠다. 3in1의 경우 주요 고객사 내 견조한 MS 유지와 신규 초도 물량 공급이 진행되고 있다는 점은 고무적이다. 또한 전방 패널 및 세트의 유통재고가 전년 대비 우호적인 상황임으로 하반기 점진적인 개선을 기대해 본다. 2) ICT(매출액 +118.4% YoY): ESL의 괄목할 만한 성과에 주목해야 한다. 글로벌 유통업체들은 인건비 부담 가중으로 ESL 투자에 적극적인 행보를 보이고 있으며 이에 따라 글로벌 1위 ESL 업체(SESFP)의 호실적이 전망되고 있다(그림4). 동사는 22년 말 수주잔고 1.6조원을 기반으로 가파른 실적 성장이 예상된다(22P 3,564억원 → 23F 8,033억원 → 24F 9,536억원). 현재 북미 대형 고객사에 대한 입찰을 진행 중이며 올해 하반기 추가 수주가 기대되는 바 중장기 실적 상향 가능성도 상존한다. Q의 성장뿐만 아니라 P(컬러화, 대형화), C(원재료 가격 안정화)에도 우호적인 환경으로 ESL의 수익성은 더욱 견고해질 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 33,000원으로 커버리지 개시

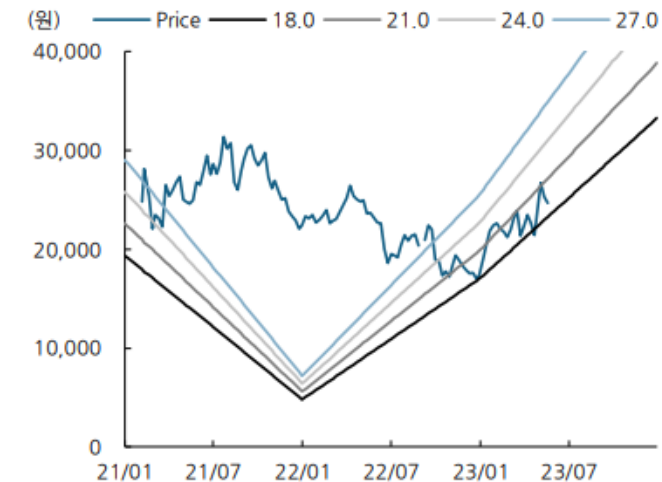
목표주가는 23F 추정 EPS에 Target PER 18배(히스토리컬 밴드 하단 값)를 적용했다. ESL 시장의 본격적인 성장세 힘입어 글로벌 1위(40배), 3위(22배) ESL 업체들의 가치는 높게 형성되어 있다. 이러한 점을 감안하면 Target PER 18배는 보수적인 수치다. 동사는 본업 개선과 ESL의 고성장이 예상되는 바 24F 기준 PER 10.6배는 부담스러운 멀티플은 아니라고 판단된다. 주가 상승 여력은 충분해 보인다

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,153	1,695	2,103	2,300	2,495
영업이익	27	76	134	174	218
영업이익률(%)	2.3	4.5	6.4	7.6	8.8
세전이익	26	50	113	153	199
지배주주지분순이익	13	47	90	115	149
EPS(원)	267	946	1,849	2,349	3,052
증감률(%)	-75.2	254.5	95.4	27.0	29.9
ROE(%)	6.9	16.9	26.9	26.1	26.1
PER (배)	84.1	18.4	13.4	10.6	8.1
PBR (배)	4.2	3.0	3.3	2.5	1.9
EV/EBITDA (배)	24.7	10.0	8.4	6.2	4.7

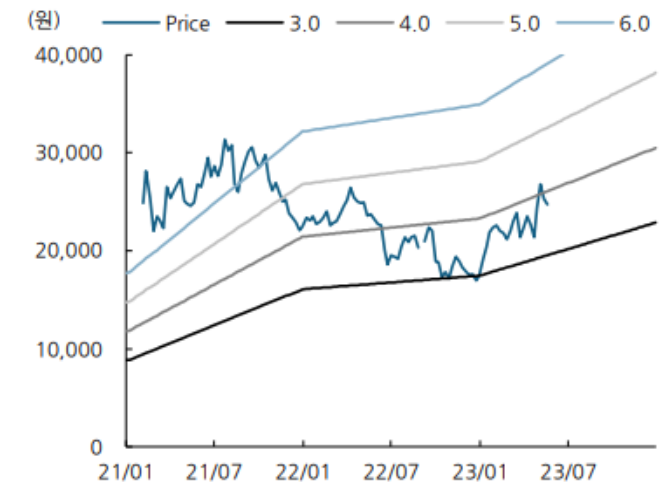
자료: 솔루엠, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 PER 밴드 차트



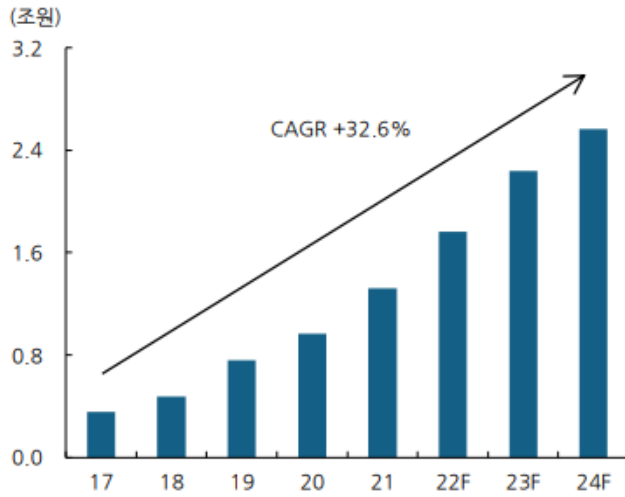
자료: 솔루엠, DS투자증권 리서치센터

그림2 PBR 밴드 차트



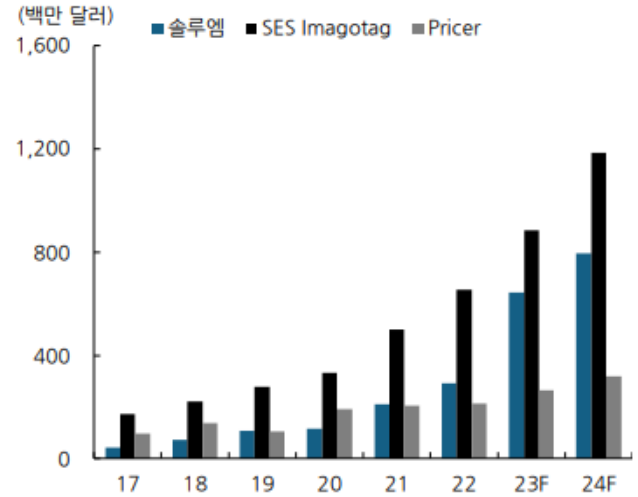
자료: 솔루엠, DS투자증권 리서치센터

그림3 ESL 시장 전망 추이



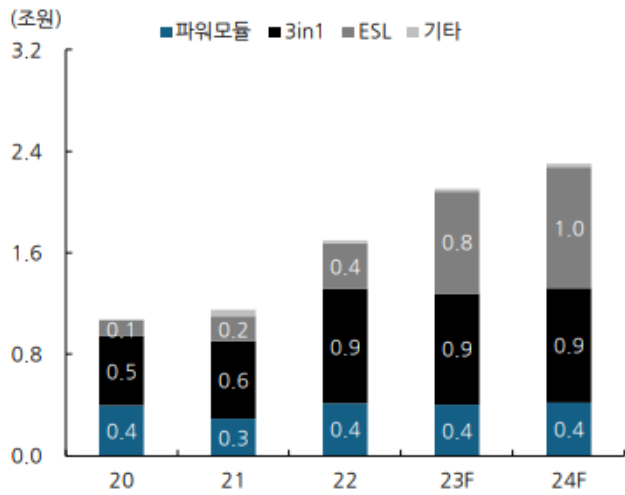
자료: 솔루엠, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 글로벌 ESL 상위 3사의 매출 추이 및 전망



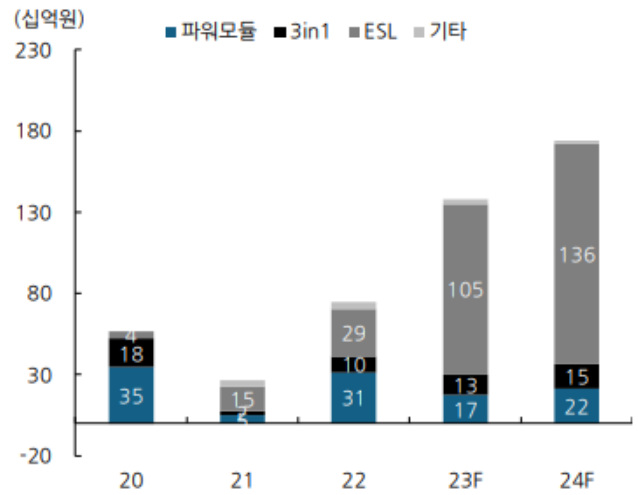
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 부분별 매출액 추이 및 전망



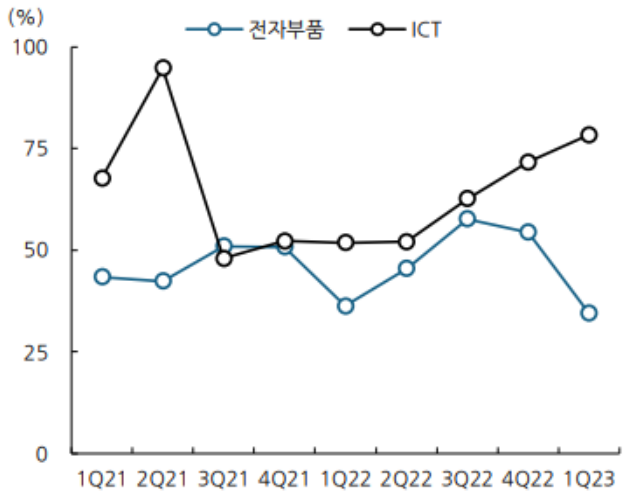
자료: 솔루엠, DS투자증권 리서치센터 추정

그림6 부분별 영업이익 추이 및 전망



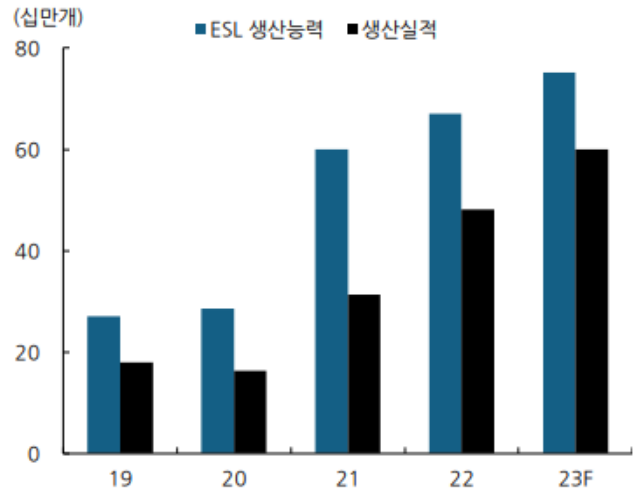
자료: 솔루엠, DS투자증권 리서치센터 추정

그림7 부문별 가동률 추이



자료: 솔루엠, DS투자증권 리서치센터

그림8 ESL 생산능력 및 생산실적 추이 및 전망

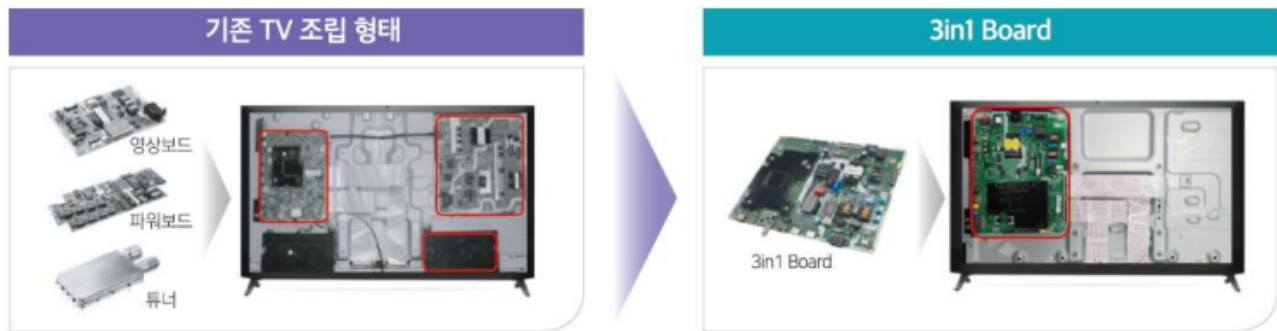


자료: 솔루엠, DS투자증권 리서치센터 추정



자료: 솔루엠, DS투자증권 리서치센터

그림2 3in1보드 캐쉬카우 사업



자료: 솔루엠, DS투자증권 리서치센터



연우

1분기를 저점으로 상저하고 예상

[\[출처\] 하나증권 박은정 애널리스트](#)

1Q23 Re: 실적 저점 통과 중

연우의 1분기 실적은 연결 매출 505억원(YoY-25%, QoQ-3%), 영업손실 25억원(적자전환) 기록했다. 동사의 매출은 3Q21부터 하향 흐름 나타나며, 현재는 상장했던 시점인 2015년 수준까지 분기 매출 규모가 하락했다. 부진의 주요인은 국내 대형사의 대중국 매출 감소와 북미 고객사의 재고조정 영향으로 핵심 3개사로의 수주 감소가 수익성 급감에 기여했다.

▶국내 매출은 283억원(YoY-13%, QoQ+10%) 시현했다. ①국내 대형사 매출이 110억원(YoY-33%, QoQ-2%)으로 대형사 매출 감소가 이어졌으나, L사 매출은 전분기비 소폭(2억원) 개선된 점은 긍정적이다. ②중소형사 매출은 173억원(YoY+8%, QoQ+18%) 시현하며, 현재 시장 흐름과 유사하게 중소형 브랜드사로의 수주 확대가 지속되고 있다. 품목별로 리오프닝에 따른 선제품 물량 더해지며 튜브 국내 매출이 70억원(YoY+24%, QoQ+22%) 분기 최대 매출 기록했다. 펌프 매출은 197억원(YoY-14%, QoQ+15%) 이다.

▶수출 매출은 222억원(YoY-37%, QoQ-15%) 기록했다. 지난해 3분기부터 수출 내 주요 지역인 북미향 매출이 재고조정 영향으로 물량이 감소하며, 실적 부진 트렌드가 이어졌다. 지역별 매출은 ①북미 108억원(YoY-50%, QoQ-3%), ②유럽 53억원(YoY+4%, QoQ+15%), ③일본 23억원(YoY+25%, QoQ+8%), ④중국 13억원(YoY-65%, QoQ-67%) 기록했다. 수출도 부진했는데, 핵심 지역인 미국이 중국 감소가 주요했다. 북미는 워드 코로나 전환되며 산업이 기초 보다는 색조 수요가 2년 연속 강세 나타났다. 동사는 펌프/튜브 등의 기초 중심 포트폴리오로 고객사의 수주 회복이 밋밋했다. 다만, 지난해 3분기부터 현재까지 3개 분기 동안의 재고조정은 일단락 된 것으로 파악된다. 중국의 경우 주요 고객사의 물량 감소가 주요했는데, 지난해 광군제 이후 수요 부진 & 재고 소진 미진 등으로 수주가 급감한 것으로 파악된다. 상반기 재고 소진이후 하반기에는 수주 트렌드 개선 예상된다.

▶전년동기비 이익률이 9.3%p 하락했는데, 가동률 하락이 주요인으로 원가율이 (94.9%) 전년동기비 6.6%p 악화되었으며, 판매 관리비 절대액은 유사하게 관리되었으나, 매출 감소 영향으로 판관비율은 전년동기비 2.7%p 증가되었다.

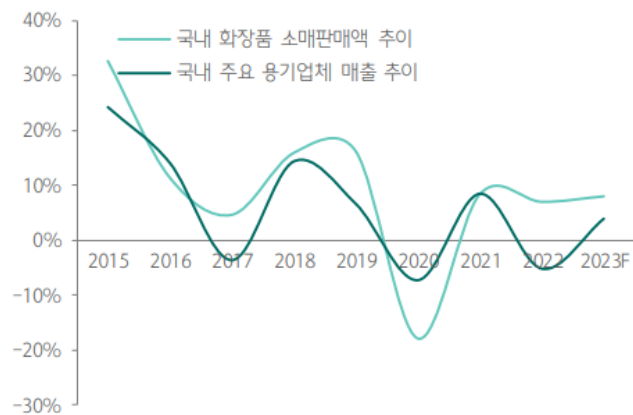
2분기는 회복 조짐 나타나는 중

리오프닝 과정에서 수요 회복이 색조 중심으로 나타나며 동사의 매출 회복 속도가 산업 보다는 더딘 모습이다. 추가적으로 주요 고객사의 매출 부진도 기여했다. 긍정적인 점은 2분기 북미 수출, L사향 수주 등이 전분기비 각각 30%, 43% 개선되며 회복 조짐이 나타나고 있다는 것이다. 이에 따라 연우의 2분기 실적은 연결 매출 583억원(YoY-5%, QoQ+15%), 영업이익 9억원(YoY-76%)으로 손익분기점 돌파 전망하며, 1분기를 저점으로 상저하고 성과 이어갈 것으로 보인다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

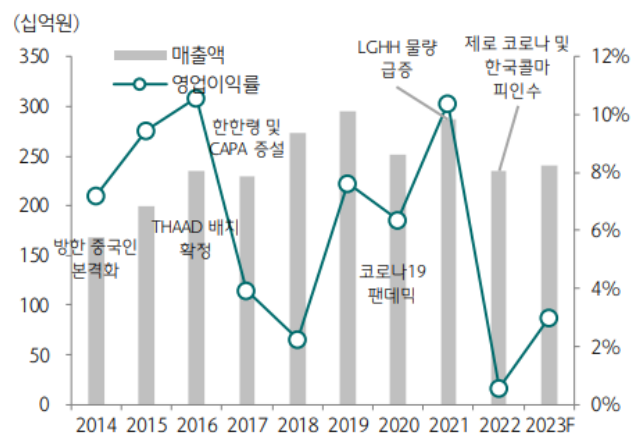
투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	295	251	287	235
영업이익	22	16	30	1
세전이익	23	14	34	1
순이익	17	11	26	0
EPS	1,355	917	2,128	30
증감율	128.1	(32.3)	132.1	(98.6)
PER	17.2	20.9	10.2	608.3
PBR	1.4	1.1	1.1	0.9
EV/EBITDA	7.6	6.6	4.9	9.2
ROE	8.0	5.2	10.8	0.1
BPS	16,906	17,635	19,695	19,945
DPS	160	190	190	0

도표 2. 국내 화장품 소매판매액 및 용기업체 매출 추이 및 전망



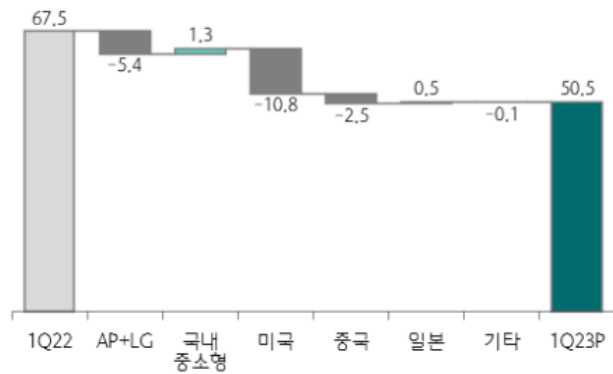
주: 통계청, 전자공시시스템
자료: 하나증권

도표 3. 연우의 연결 매출 및 이익률 추이



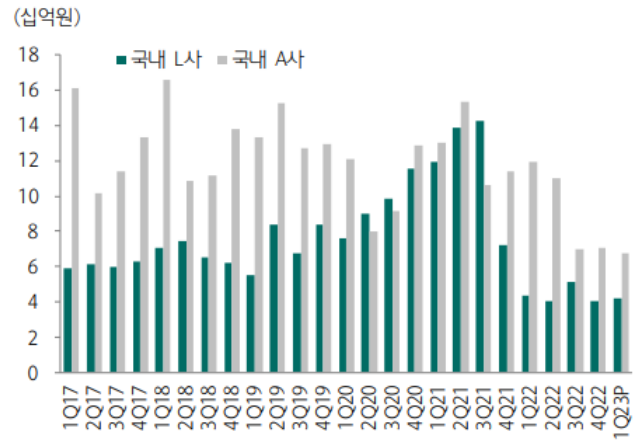
주: 전자공시시스템
자료: 하나증권

도표 4. 연우의 1Q23P 연결 매출 변동 (YoY)



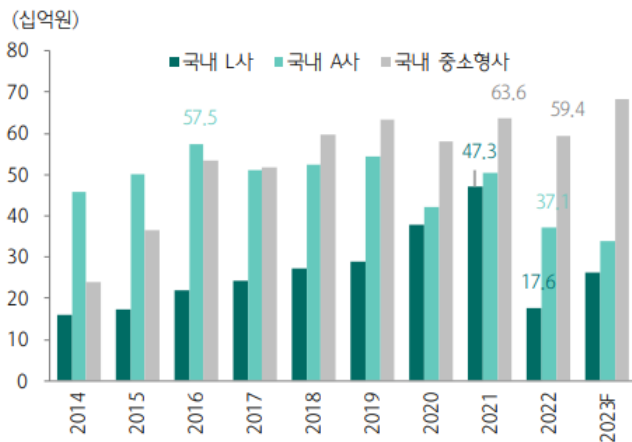
주: 전자공시시스템
자료: 하나증권

도표 5. 연우의 주요 고객사 매출 추이 (분기)



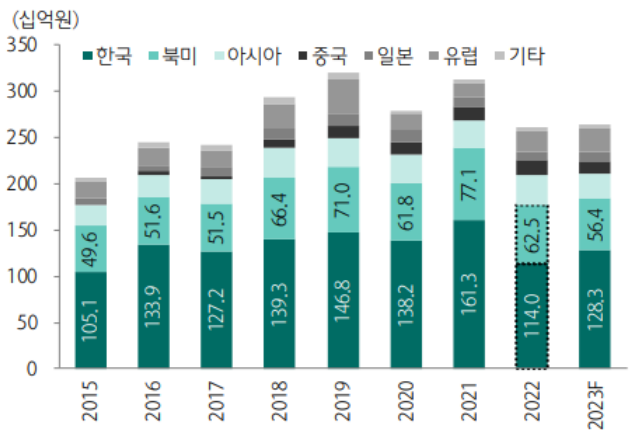
주: 전자공시시스템
자료: 하나증권

도표 6. 연우의 주요 고객사 매출 추이 (연간)



주: 전자공시시스템
자료: 하나증권

도표 7. 연우의 지역별 매출 추이



주: 전자공시시스템
자료: 하나증권



DGB금융지주

우려는 어느 정도 반영

[\[출처\] DS투자증권 나민욱 애널리스트](#)

투자의견 '매수', 목표주가 9,000원으로 커버리지 개시

DGB금융지주에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 9,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2023년 예상 BPS 31,723원에 Target PBR 0.28배를 적용했다. Target PBR은 예상 ROE 8.8%, 자기자본비용 28.5%, 성장률 1.0%를 가정하여 산출하였다. 목표주가는 현재 주가 대비 27.3%의 상승 여력을 지니고 있다.

1Q23 순이익 1,680억원(+3.5% YoY)으로 기대치 상회

1Q23 지배 순이익은 1,680억원으로 시장 기대치를 큰 폭으로 상회한 실적을 기록했다. 원화 대출 성장은 +Flat QoQ로 가계 대출은 +1.9% QoQ 증가한 반면 기업 대출은 -1.3% QoQ 감소했다. 은행과 그룹 NIM은 1) 높은 변동금리 대출부 비중 영향과, 2) 핵심 저비용성 예금 감소로 각각 -17bp 하락했다. 비이자이익은 유가증권 관련 이익 개선과 IFRS17 도입에 따른 계정 재분류 효과로 +256.6% QoQ 증가했다. Credit Cost는 0.76%로 전년 동기 대비 +45bp 상승했다. 주로 1) PF 관련 충당금 343억원(증권 305억원, 캐피탈 38억원)과, 2) 은행 부문 PD값 조정에 따른 충당금 250억원 등 추가 충당금 전입 영향이 존재했다. 특이요인으로는 1) 대출채권 매각익 129억원과, 2) 증권 이연 성과급 환입이 약 102억원 발생했다.

향후 실적 차별화의 Key는 '생명보험사'

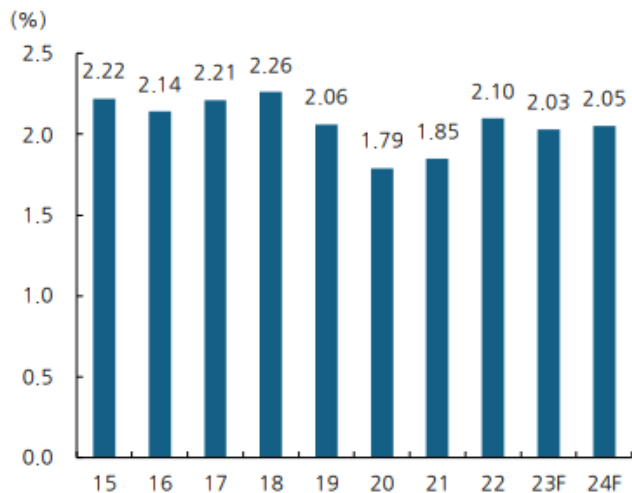
최근 대구/경북 지역 미분양 급증에 따른 PF 부실 우려가 존재하나 하이투자증권의 대구/경북 지역 PF 익스포저 비중은 약 5%에 불과하다. 더불어 타행 대비 낮은 NPL Coverage Ratio(1Q23 기준 119.8%)는 높은 담보 대출 비중(총여신 기준 약 78%)에 기반한다. 지방은행 중 유일하게 보험사를 보유하고 있어 IFRS17 도입에 따른 이익 개선 효과가 올해 그룹 실적 방어에 기여할 것으로 기대된다. 2023F 기대 배당수익률 10.3%와 지주사 설립 이래 첫 자사주 매입 실시 등 적극적인 주주환원행보를 감안 시 현 PBR 0.2배의 밸류에이션은 매우 매력적인 수준이다

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
순이자이익	1,429	1,601	1,830	1,541	1,626
영업이익	490	749	607	653	740
당기순이익	332	503	401	451	501
EPS(원)	1,966	2,976	2,374	2,665	2,962
BPS(원)	27,741	29,579	28,883	31,723	33,875
PER (배)	3.5	3.2	2.9	2.7	2.4
PBR (배)	0.24	0.32	0.24	0.22	0.21
ROA(%)	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	7.3	10.4	8.1	8.8	9.0
배당수익률(%)	5.7	6.7	9.3	10.3	11.5
BIS비율(%)	12.4	14.9	13.9	13.5	13.5
NPL비율(%)	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6

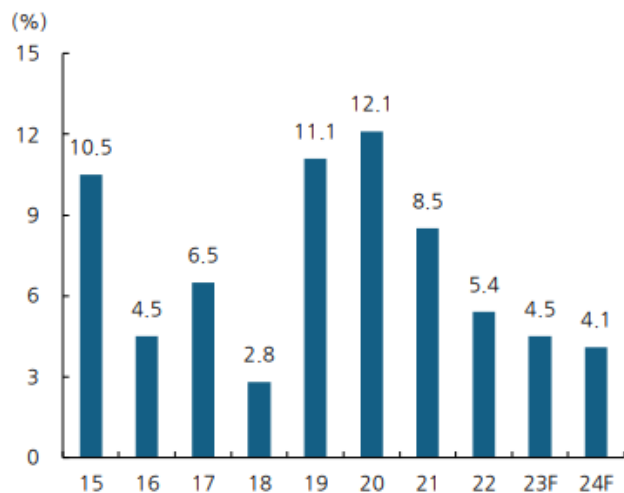
자료: DGB금융지주, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 연간 NIM 추이 및 전망



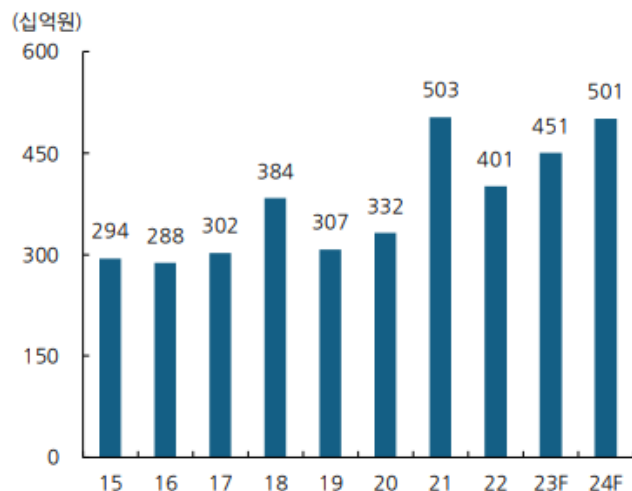
자료: DGB금융지주, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 연간 대출성장률 추이 및 전망



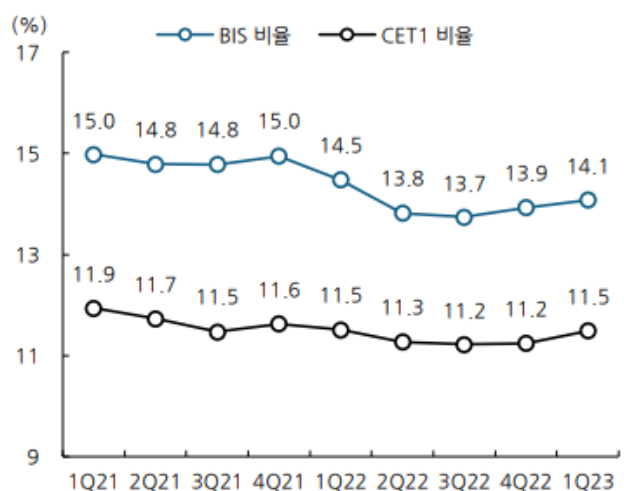
자료: DGB금융지주, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 연간 지배주주 순이익 추이 및 전망



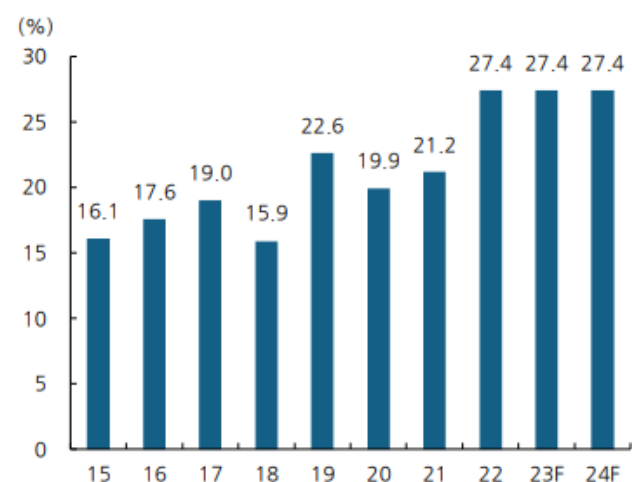
자료: DGB금융지주, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 BIS 총자본 및 보통주자본비율 추이



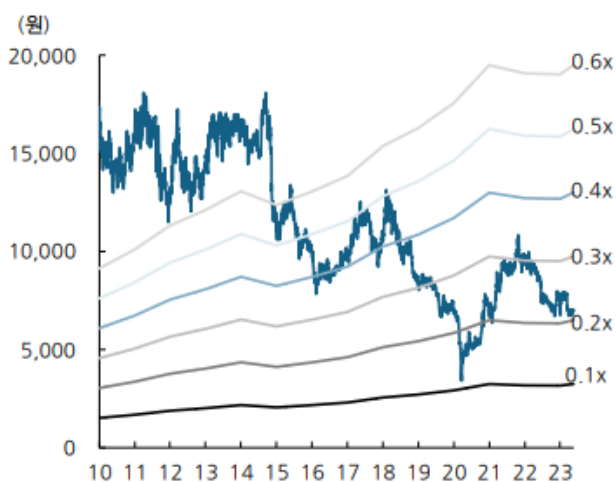
자료: DGB금융지주, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 배당성향 추이 및 전망



자료: DGB금융지주, DS투자증권 리서치센터 추정

그림6 DGB금융 1yr Forward PBR 밴드 차트



자료: DGB금융지주, DS투자증권 리서치센터 추정



빙그레

2분기도 호실적 기대, 추가 상승 여력 높아

[출처] IBK투자증권 김태현 애널리스트

11년만에 1분기(비성수기) 4%대 영업이익률 기록

1분기 연결 매출액과 영업이익이 각각 2,935억원(+14.8% yoy), 127억원(+702.7% yoy)을 기록, 시장 기대치를 큰 폭으로 상회함. 호실적은 빙그레(별도) 주력제품 가격 인상 효과 및 수출 호조에 기인하며, 자회사 해태아이스크림은 매출이 19% (yoy) 증가한 반면 마케팅 확대 영향으로 영업이익은 감소함. 비성수기인 1분기에 4%대 영업이익률(연결 기준)은 지난 2012년 이후 11년만이라는 점에서 고무적으로 평가됨

부문별로, 냉장류(별도_유음료 등) 매출액이 10.8%(yoy) 증가함. 소비심리가 위축돼 판매량이 줄었지만 바나나맛우유와 요플레 등 주력 제품 가격 인상 효과로 외형 성장 기조 이어짐. 냉동류(별도_빙과류+스낵, 더단백 등 기타 상온 제품) 매출은 19.1%(yoy) 증가함. 봉어싸만코, 메로나 등 제품 가격을 인상했고, 3월 이른 더위에 따른 수요 증가세가 더해짐. 상온커피와 더단백 판매도 양호했음

판가 인상 효과와 우호적인 날씨로 2분기도 호실적 기대

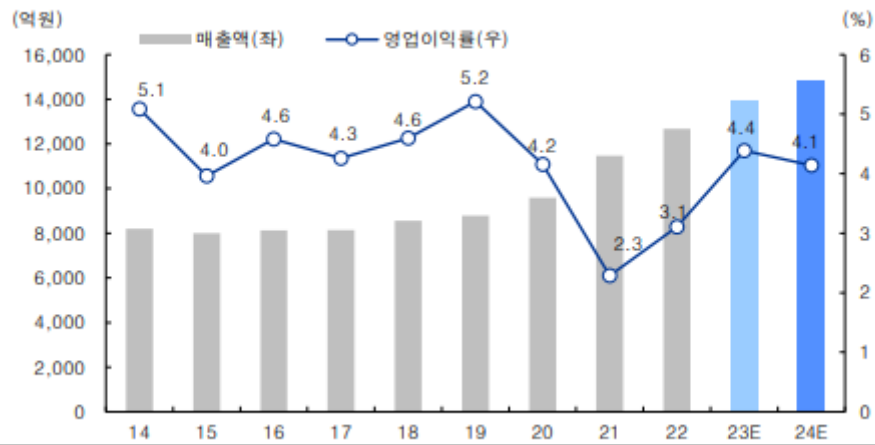
2분기 연결 매출액은 4,007억원(+10.0% yoy), 영업이익은 268억원(+27.4% yoy)으로 추정되며, 컨센서스(매출액: 3,934억원, 영업이익: 235억원)를 상회할 전망. 4월에도 좋은 판매 실적이 이어진 것으로 파악됨. 1분기 실적을 보듯이 원유 가격 상승에 대한 부담은 제품 판가 인상을 통해 상쇄됐으며, 5월 평균(5/1~5/21 서울 지역) 기온이 작년 대비 0.6도 높았고, 6월 중하순 날씨도 평년보다 더울 가능성이 높아 성수기 빙과류 수요가 확대될 것으로 기대됨. 또 작년 부진했던 중국 법인 실적이 1분기 개선됐는데, 리오프닝 효과 지속되며 2분기도 견조한 회복세가 예상됨

올해와 내년 EPS 추정치를 상향 조정함에 따라 목표주가를 71,000원(기존 63,000원)으로 상향함. 1분기 호실적 발표 이후 주가 반등세가 이어지고 있지만, 현 주가는 12M fwd EPS(4,290원)의 11.6배 수준으로, 빙그레 과거 4년(2019~22년, 일회성 비용 발생한 21년은 제외) 평균 PER 16.7배보다 낮아 추가 상승 여력이 높다고 판단됨

(단위:십억원배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,147	1,268	1,394	1,485	1,584
영업이익	26	39	61	61	64
세전이익	-12	37	58	62	67
지배주주순이익	-19	26	40	44	47
EPS(원)	-1,962	2,607	4,102	4,424	4,794
증가율(%)	-155.4	-232.9	57.3	7.8	8.4
영업이익률(%)	2.3	3.1	4.4	4.1	4.0
순이익률(%)	-1.7	2.1	2.9	3.0	3.0
ROE(%)	-3.4	4.5	6.9	7.1	7.3
PER	-27.1	15.1	11.8	11.0	10.1
PBR	0.9	0.7	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.4	3.2	2.4	2.3	2.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 연결 실적 추이 및 전망



자료: 빙그레, IBK투자증권





두산밥캣
2분기도 분위기 이어진다
[\[출처\] IBK투자증권 이상현 애널리스트](#)

1분기 영업이익률 15.4%, 분기 역대 최고치 경신

두산밥캣의 2023년 1분기 영업실적은 매출액 18억86백만달러(+38.5% yoy), 영업이익 2억9천만달러(+79.6% yoy), 영업이익률 15.4%(+3.5%p yoy)를 기록하며 어닝 서프라이즈를 기록했다. 원화기준으로는 매출액 2조 4,051억원(+46.6% yoy), 영업이익 3,697억원(+90.2% yoy)을 기록했다. 매출액 증감요인을 보면 볼륨 및 믹스 영향이 가장 큰 +38.0% 기여도를 보였다. 그 외 가격 및 프로모션(PSD) 영향 +1.5%, 환율영향 -1.0% 등이 있었다. 사업부별 매출 증감률은 컴팩트장비 +37%, 포터블파워 +42%, 산업차량 +43%를 기록해 고르게 성장했는데 모든 사업부의 물량이 증가한 것으로 파악된다. 지역별 매출 증감률은 북미(NA) +55%, 유럽중동(EMEA) +12%, 아시아/라틴아메리카/오세아니아(ALAO) -5%를 기록했다. 가장 높은 매출비중을 차지하고 있는 북미에서 공급자 우위의 시장이 유지되고 있다. 영업이익도 북미시장 호조에 재료비, 운송비 부담 완화로 개선폭이 크게 나타났다. 영업이익 규모와 영업이익률 모두 상장 이래 분기 역대 최고치를 경신했다.

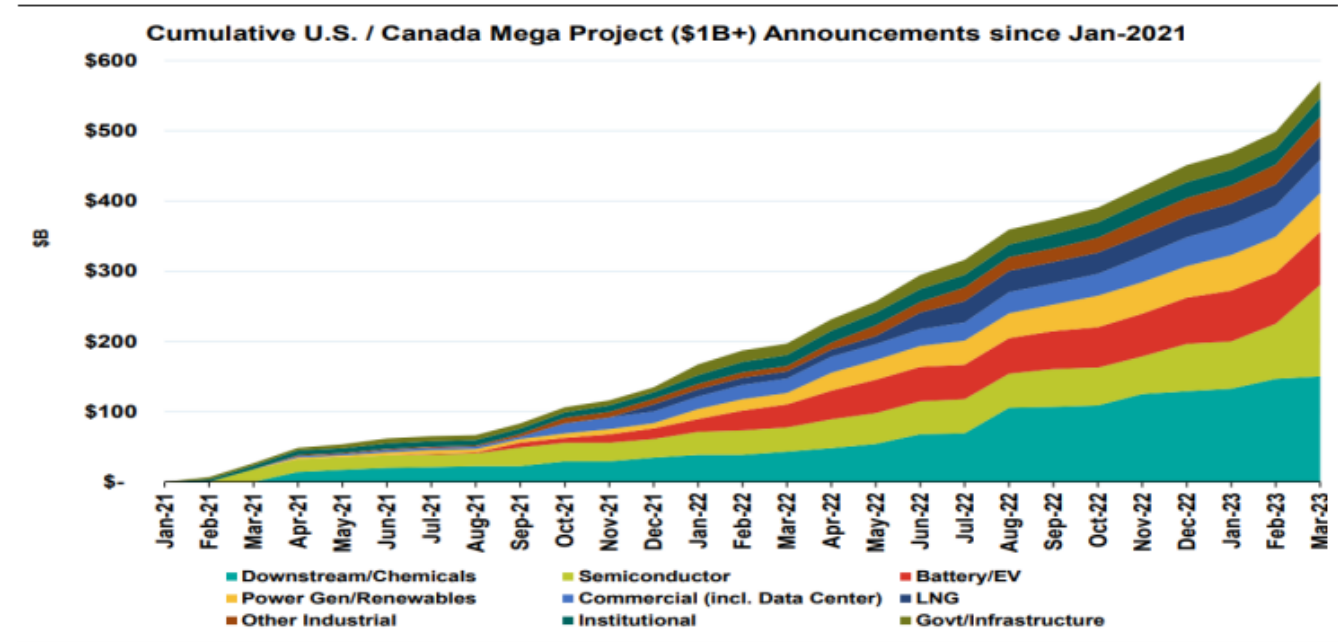
2분기도 분위기 이어진다

북미 수요가 좋아서 콤팩트장비와 산업차량 모두 10개월 정도의 백로그가 유지되고 있는 것으로 파악된다. 2분기에도 달러기준 매출과 영업이익 모두 최고치를 경신할 가능성이 높은 것으로 추정된다. 실제로 1~4월 미국 건설 착공 통계를 보면 주거용 건물은 기준 금리인상 등의 영향을 받고 있으나 비주거용 건물(공장 등), 비건축공사(인프라 등 토목공사) 등은 증가세를 기록하고 있다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	5,816	8,622	9,594	10,257	10,897
영업이익	595	1,072	1,325	1,355	1,416
세전이익	521	886	1,218	1,286	1,359
지배주주순이익	386	644	860	900	951
EPS(원)	3,849	6,425	8,576	8,978	9,490
증가율(%)	55.9	66.9	33.5	4.7	5.7
영업이익률(%)	10.2	12.4	13.8	13.2	13.0
순이익률(%)	6.6	7.5	9.0	8.8	8.7
ROE(%)	9.2	13.8	15.7	14.3	13.6
PER	10.6	5.4	6.1	5.8	5.5
PBR	0.9	0.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.4	3.3	3.1	2.6	2.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 2. 전례없는 수의 메가 프로젝트(21년 이래 북미 10억달러 이상 프로젝트 누적 추이)



자료: Dodge Data & Analytics, Eaton Economics, IBK투자증권



금호석유
Top Tier 장갑 업체 주가, 급등 중
[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

부타디엔 가격 하락에 따른 반사수혜 전망

금호석유는 원재료 가격 하락에 따른 반사수혜가 발생할 전망이다. 중국 NCC발 증설 확대에 의한 기초유분/중간제품 등의 물량 증가로 동사의 주요 원재료인 부타디엔/벤젠/SM/AN/프로필렌/에틸렌/ECH/PO 등의 가격 하락 효과가 올해도 나타날 것으로 예상되기 때문이다. 이에 크래커를 보유하지 않은 다운스트림 업체들의 이점이 올해에도 유지될 가능성이 크다. 참고로 당사 추정 동사의 기초유분/중간제품 외부 구입량은 연간 250~300만톤으로 \$100/톤의 가격 하락 시 연간 3~4천억원의 원재료 비용이 감소한다. 한편 지난주 국내 부타디엔 스팟 가격은 \$905/톤으로 지난 3월 초 대비 40% 이상 하락하였다.

올해 전방 수요, 작년 대비 개선 전망

동사의 주요 전방 산업인 자동차/타이어의 올해 수요는 작년 대비 개선될 전망이다. 중국은 작년 구매세 인하에 따른 기고 효과가 올해 발생한 전망이나, 미국/유럽/이머징 지역의 회복세가 예상되고, 차량용 반도체 공급 개선으로 3년간의 공급 차질이 해소되며, 2020년부터 누적된 대기 수요가 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 또한 동사는 장갑/자동차용 고무의 수급 밸런스를 고려하여 Swing Plant의 생산 비율을 수익성 위주로 조정하고 있고, 양호한 수익성을 유지하고 있는 SBR, BR, SSBR, NBR, EPDM의 증설/생산성 향상을 진행하고 있는 점도 동사 합성고무 실적 개선에 영향을 줄 것이다.

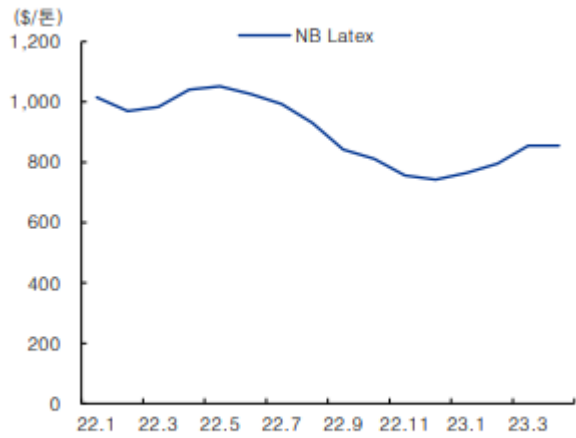
Top Tier 장갑 업체, 실적 하락세가 멈춤

말레이시아 Top-Tier 장갑 업체인 Top Glove/Hartalega의 주가가 올해 3월초 대비 70~80% 가량 반등하였다. 여전히 적자가 지속되고 있으나, 분기 실적의 하락세가 멈추었고, 장갑 신증설 철회 움직임과 유통업체들의 재고 처리 등이 발생하였기 때문이다. 이에 동사의 NB Latex 가격도 최근 반등이 나타나고 있다.

(단위:십억원배)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	4,810	8,462	7,976	7,039	7,808
영업이익	742	2,407	1,148	601	764
세전이익	767	2,618	1,252	718	894
지배주주순이익	583	1,965	1,025	560	697
EPS(원)	17,405	58,694	31,017	17,316	21,553
증가율(%)	97.9	237.2	-47.2	-44.2	24.5
영업이익률(%)	15.4	28.4	14.4	8.5	9.8
순이익률(%)	12.1	23.2	12.9	8.0	8.9
ROE(%)	20.2	47.8	19.1	9.6	11.0
PER	8.3	2.8	4.1	7.7	6.1
PBR	1.5	1.1	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.4	1.8	2.6	4.4	3.4

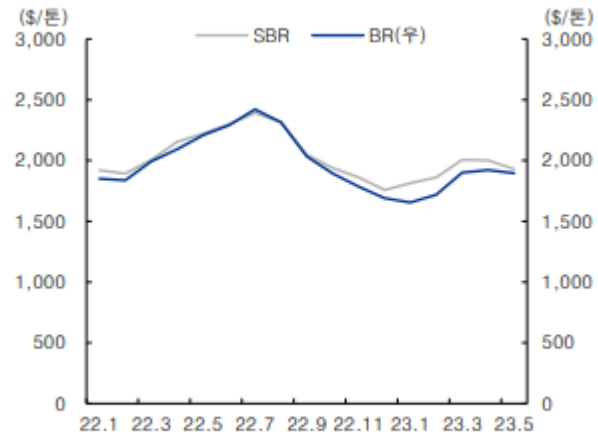
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 NB Latex 가격 추이



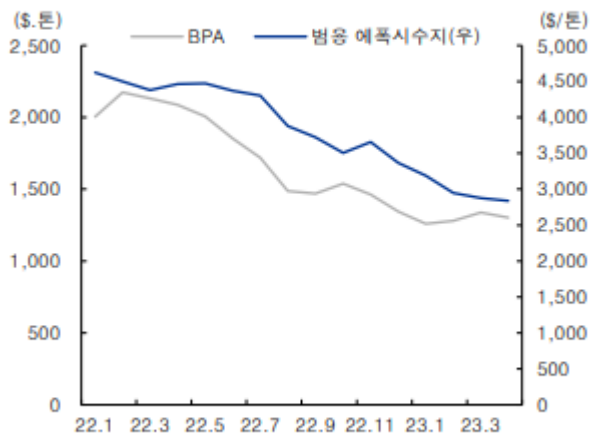
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 2. 국내 SBR/BR 가격 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 3. 국내 BPA/에폭시수지 가격 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 4. 말레이시아 주요 장갑 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

