

2023.05.25(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-05-25 오전 4:12

수정한 날짜: 2023-05-25 오전 10:16

2023.05.25(목) 증권사리포트

솔브레인

2분기 저점, 실적 턴어라운드 전망

[\[출처\] 키움증권 박유악 애널리스트](#)

2Q23 영업이익 451억원, 분기 실적 저점 통과 예상

솔브레인의 2Q23 실적이 매출액 2,331억원(-4%QoQ, -15%YoY)과 영업이익 451억원(-8%QoQ, -18%YoY)으로, 전 분기 대비 감소할 것으로 예상된다. 고객사의 감산 영향이 반영되는 반도체 부문의 실적 감소가 디스플레이와 이차전지 부문의 실적 회복을 상쇄시킬 것으로 판단하기 때문이다. 반도체 부문은 메모리 반도체의 감산 영향으로 인해서 에천트와 프리커서, CMP slurry 등 전반적인 실적 감소가 예상되며, 디스플레이는 OLED 패널의 가동률 회복효과로 전 분기 대비 소폭의 실적 개선을 이룰 것으로 보인다. 사업 부문별 매출액은 반도체 1,719억원(-7%QoQ, -5%YoY), 디스플레이 186억원(+5%QoQ, -42%YoY), 이차전지 및 기타 426억원(+7%QoQ, -29%YoY)를 각각 기록할 전망이다.

3Q23 영업이익 502억원, 실적 회복세 진입 전망

3Q23는 매출액 2,446억원(+5%QoQ, -11%YoY)과 영업이익 502억원(+11% QoQ, flat YoY)을 기록하며, 실적 회복세에 진입할 전망이다. 고객사의 1nm DRAM 및 176L NAND의 양산 비중 확대, 신규 CMP slurry의 판매 확대에 따른 반도체 소재 부문의 실적 개선이 본격화될 전망이다. 디스플레이 부문 역시 중소형 OLED의 가동률 상승과 대형 패널의 성수기 진입으로 인해, 전분기 대비 실적 개선세가 이어질 것으로 기대되고 있다. 이를 반영한 솔브레인의 영업이익은 2H23 979억원(+4%HoH)으로 회복된 뒤, 2024년에는 2,195억원(+14%YoY)의 사상 최대치를 기록할 전망이다.

반도체 소재 업종 Top Pick으로, 매수 추천 지속

솔브레인의 주가는 반도체 업황 부진과 투자センチ먼트 악화로 인해 지속된 기간 조정을 보인 후, 회복세를 보이고 있다. 당사는 반도체 부문을 중심으로 한 지속적인 실적 성장세와 삼성전자의 국내/해외 공장 증설에 대한 중장기적 수혜 등을 감안했을 때, 현재의 주가가 지나친 저평가 영역에 머물러 있다고 판단하고 있다. 또한 단기 실적에 대한 시장의 눈높이가 충분히 낮아졌기 때문에, NAND의 업황 개선과 반도체 유통재고의 정상화가 예상되는 3Q23를 지나면서 주가의 본격 반등이 나타날 것으로도 판단 중이다. 투자의견 'BUY'를 유지하고, 반도체 업종 Top Pick으로 매수 추천한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,023.9	1,090.9	975.9	1,082.9
영업이익	188.8	207.1	192.1	219.5
EBITDA	237.4	259.7	247.7	283.9
세전이익	203.2	215.4	217.7	237.3
순이익	152.2	167.7	167.8	182.8
지배주주지분순이익	148.5	162.8	162.9	177.5
EPS(원)	19,093	20,928	20,942	22,820
증감률(%YoY)	18.0	9.6	0.1	9.0
PER(배)	14.6	10.4	11.2	10.2
PBR(배)	3.41	2.18	1.97	1.68
EV/EBITDA(배)	8.6	5.8	5.4	4.1
영업이익률(%)	18.4	19.0	19.7	20.3
ROE(%)	26.3	23.0	19.1	17.7
순부채비율(%)	-20.1	-25.0	-35.3	-45.4

자료: 키움증권 리서치센터





크래프톤

인도 서비스 재개

[\[출처\] 하나증권 윤예지 애널리스트](#)

BGMI 서비스 중단 10개월만 서비스 재개

작년 7월 앱스토어 다운로드가 중단되었던 배틀그라운드 모바일 인도(BGMI)가 지난 18일 10개월 만에 차단 조치 해제를 받았다. BGMI의 서비스 재개 가능성은 연초부터 꾸준히 언급되어왔으나, 불확실성이 있는 만큼 추정치에 반영되지 못했다. 당사는 6월 초 서비스 재개를 가정하고 있으며, 연간 매출 기여액은 1,000억원으로 추정한다. 업데이트나 신규 앱다운로드는 불가했지만, 구형 빌드로 게임플레이는 가능했던 만큼 트래픽 감소는 우려 대비 크지 않다고 판단한다. 고강도의 마케팅을 통해 과거 매출 규모를 3분기 내에 달성할 수 있을 것으로 전망한다.

인도 투자도 확대

크래프톤은 중장기적인 관점에서 인도에 대한 전략적인 투자를 지속하고 있다. 투자 대상은 게임 개발사, 게임 스트리밍 플랫폼, 기타 콘텐츠 기업 등으로 광범위하며, 누적 투자금액은 1,000억원 이상이다. 지난 5월에는 인도 최대 e스포츠 기업인 '노드원 게이밍' 투자에 참여했으며, 이는 2021년에 이은 후속 투자이다. 크래프톤은 향후 인도 게임 시장이 성장함에 따라 BGMI를 통한 재무 성과뿐 아니라 투자 수익도 기록할 수 있을 것으로 예상된다.

2024년이 다가온다

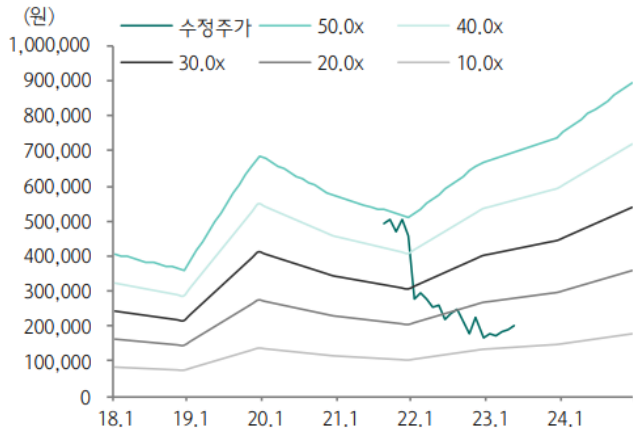
당사의 기대작들은 2024년에 출시될 예정이다. 자체 파이프라인뿐 아니라 퍼블리싱 라인업도 확장해 현재 24개의 파이프라인을 개발 중에 있다. 대형 신작 중 가장 임박한 것은 <블랙 버짓>으로, PvP 요소와 PvE 요소를 모두 갖춘 루트슈터 장르 신작으로 올해 베타서비스를 진행한 후 2024년 하반기 출시를 예상된다. <서브노티카 신작>은 기존의 솔로플레이 위주에서 멀티플레이 요소가 추가되고, 유니티에서 언리얼로 엔진 교체도 예정된 만큼 그래픽도 진일보 할 것으로 예상된다. 이외에도 북미향 샌드박스 게임인 <프로젝트 골드러쉬>, 네온자이언트의 오픈월드 FPS 게임이 내년 출시를 앞두고 있다.

목표주가 상향, 매수 의견 유지

목표주가를 기존의 250,000원에서 270,000원으로 8% 상향하며 매수의견을 유지한다. BGMI 서비스 재개로 2023년 연간 지배주주순이익 추정치를 기존 대비 7% 상향했으며, 유통주식 수에서 자기주식을 차감해 유통주식 감소효과가 있었다. 목표주가는 2023년 예상 EPS에 PER 20배를 부여해서 산출했다. 대형 신작이 예정된 2024년이 다가올수록 추가적인 추정치 상향이 가능하다고 판단하며, 게임주 최선호주로 제시한다.

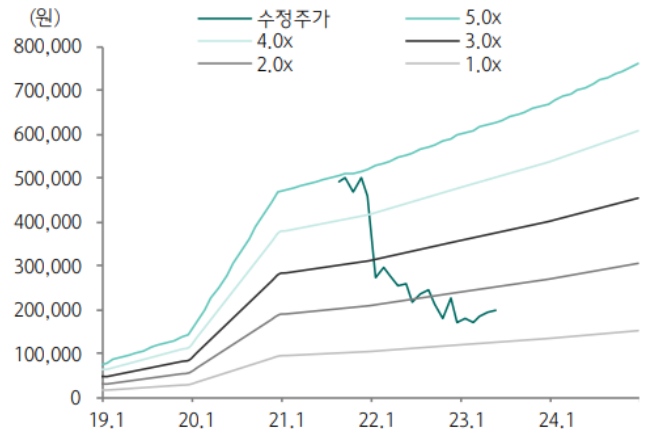
Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2021	2022	2023F	2024F	
매출액	1,885.4	1,854.0	1,900.5	2,385.1	
영업이익	650.6	751.6	785.3	871.1	
세전이익	761.2	683.9	883.0	968.9	
순이익	519.9	500.2	651.1	714.4	
EPS	11,442	10,194	13,357	14,798	
증감율	(16.54)	(10.91)	31.03	10.79	
PER	40.20	16.48	15.01	13.55	
PBR	4.89	1.61	1.68	1.49	
EV/EBITDA	27.63	6.29	5.76	4.82	
ROE	17.86	10.29	11.97	11.67	
BPS	94,107	104,151	119,373	134,171	
DPS	0	0	0	0	

도표 2. 역사적 12MF PER 밴드



자료: 하나증권

도표 3. 역사적 12MF PBR 밴드



자료: 하나증권





HD현대에너지솔루션

하반기 회복 기대, 부담 없는 밸류에이션

[\[출처\] DS투자증권 안주원 애널리스트](#)

상반기까지 쉽지 않은 영업환경 이어질 것

1분기 실적은 매출액 1,408억원(-20.0% YoY)과 영업이익 80억원(+4.0% YoY)을 달성했다. 태양광 모듈 부문은 1,269억원으로 전년 동기 대비 23% 감소했으며 주력 판매 지역인 유럽 매출액이 전년 동기 대비 62% 줄어든 영향이다. 유럽은 인버터, 설치인력 부족, 인허가 지연 등으로 태양광 설치가 원활하게 이루어지지 않으면서 중국으로부터 수입해오는 모듈 재고가 많이 쌓여 있는 상황이다. 여기에 1분기가 비수기 시즌으로 재고 소진에 한계가 있었고 이에 따라 유럽 모듈 가격도 전분기 대비 9% 하락했다. 올해 1월에 유럽이 재생에너지 확대를 가속화하기 위해 태양광 설비 설치 허가 및 승인 절차가 3개월을

초과하지 않도록 하는 규정을 만들었으나 시장에 반영되고 기존 재고가 모두 해소되기까지 시간이 필요할 것으로 보인다. 따라서 1분기에 이어 2분기 실적도 부진할 것으로 예상하며 하반기부터 회복할 전망이다.

2023년 실적 매출액 9,296억원과 영업이익 790억원 전망

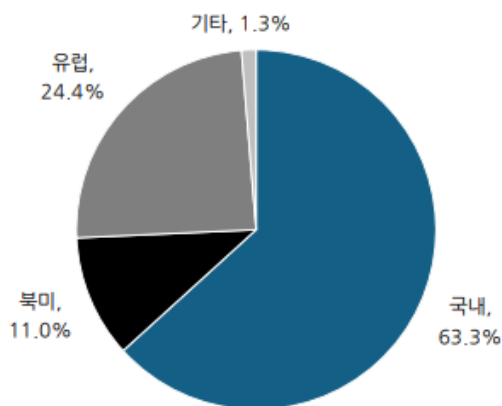
HD현대에너지솔루션에 대해 투자 의견 '매수'와 목표주가 49,000원을 제시한다. 올해 유럽과 국내 시장이 녹록하지 않음에 따라 외형과 이익 모두 감소할 것으로 예상하며 연간 실적은 매출액 9,296억원(-5.6% YoY)과 영업이익 790억원(-12.3% YoY)으로 추정한다. 반면 북미 매출액은 2022년 3분기 이후 꾸준히 증가하고 있으며 올해 1분기도 전년 동기 대비 급증한 155억원(+765% YoY)을 시현했다. 최근에는 아프리카에 500W급 고출력 모듈 제품을 공급하기로 하면서 기타 지역으로도 판매처를 넓혀가고 있다. 지난해와 달리 태양광 업황이 우호적이지 않고 기존 주요 매출 지역이었던 유럽과 국내 비중이 낮아지고 북미향 매출액이 늘어나는 과정에서 실적 및 주가흐름은 부진할 수밖에 없다. 주가 반등을 위해서는 유럽 시장 안정화에 따른 매출 회복, 분기별 북미지역 매출규모 확대가 확인되어야 할 것으로 보인다. 그럼에도 커버리지를 개선하는 이유는 중장기 재생에너지 산업 성장의 방향이 확실하며 향후 실적 개선 시 주가에 반영되는 속도도 빠르기 때문이다. 최근 주가 하락으로 현재 주가는 올해 예상 실적 기준 8배이며 부담 없는 구간이라 판단한다

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	446	394	593	985	930
영업이익	22	9	9	90	79
영업이익률(%)	4.9	2.2	1.6	9.2	8.5
세전이익	16	-12	-6	75	67
지배주주지분순이익	24	6	-7	61	55
EPS(원)	2,102	556	-594	5,412	4,896
증감률(%)	적지	-73.6	적전	흑전	-9.5
ROE(%)	n/a	1.9	-2.1	17.3	13.5
PER (배)	8.2	71.7	-36.0	9.0	8.3
PBR (배)	0.6	1.4	0.7	1.4	1.1
EV/EBITDA (배)	4.0	26.0	10.6	5.5	4.9

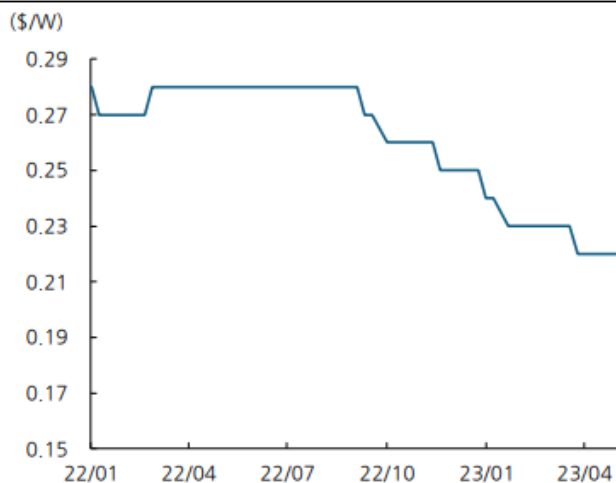
자료: HD현대에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 지역별 매출비중



자료: HD현대에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터
주: 2023년 1분기 기준

그림2 유럽 모듈 가격 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



한솔케미칼

분기 실적 턴어라운드 예상

[\[출처\] 키움증권 박유악 애널리스트](#)

2Q23 영업이익 414억원, 분기 실적 회복세 진입

한솔케미칼의 2Q23 실적이 매출액 2,080억원(+5%QoQ, -10%YoY)과 영업이익 414억원(+19%QoQ, -32%YoY)을 기록하며, 전 분기 대비 개선될 전망이다. 다만 반도체 고객들의 감산과 예상보다 부진한 TV 수요 등으로 인해서, 당초 예상치 및 시장 컨센서스(FnGuide: 영업이익 466억원)는 하회할 것으로 보인다. 그 동안 실적 감소 폭이 크게 나타났던 과산화수소의 경우 '삼성전자의 평택3 공장 가동률 상승' 효과로 판매량이 +5%QoQ 증가하고, 영업이익률도 원재료(LNG) 가격 하락이 반영되며 큰 폭의 개선을 이룰 전망이다. 그 외 프리커서와 이차전지 바인더의 출하량이 증가하면서, 반도체(과산화수소, 프리커서)와 이차전지(바인더) 중심의 실적 성장을 이룰 것으로 판단된다.

3Q23 영업이익 515억원 전망

3Q23는 매출액 2,349억원(+13%QoQ, +9%YoY)과 영업이익 515억원(+24%QoQ, +13%YoY)을 기록하며, 전 분기 및 전년 동기 대비 실적 성장세가 재개될 전망이다. 지난 분기에 이어 반도체용 과산화 수소의 수익성 개선이 크게 나타나고, 반도체용 프리커서와 이차전지 바인더 부문의 실적도 큰 폭으로 증가할 것으로 기대된다. 그 외 QD 소재와 테이팩스의 실적도 의미있는 반등을 보일 것으로 판단된다. 사업 부문별 매출액은 정밀화학 576억원(+6%QoQ), 전자 및 이차전지 소재 773억원(+15%QoQ), 제지/환경제품 250억원(+9%QoQ), 기타/연결법인 749억원(+18%QoQ)를 각각 기록할 전망이다.

목표주가 30만원으로 상향, 업종 top pick 매수 추천

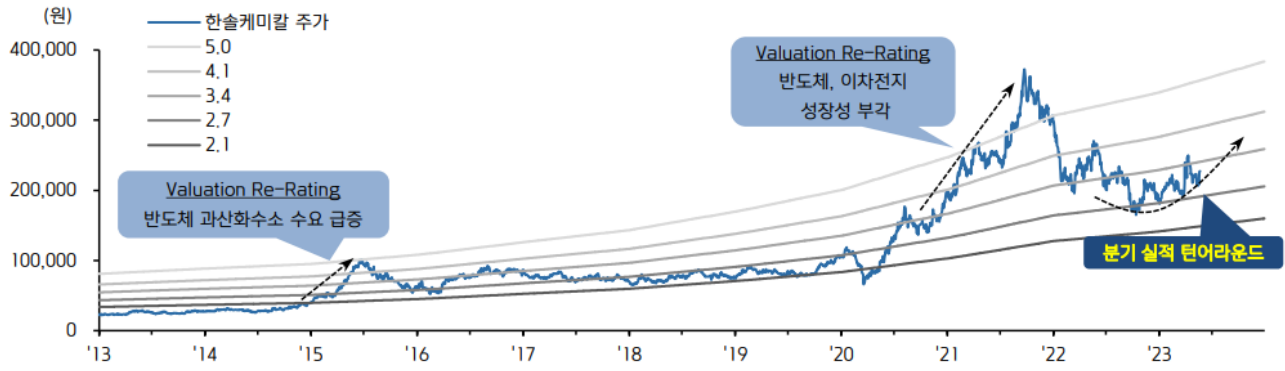
한솔케미칼의 분기 실적이 저점을 통과하고 있는 만큼, 중장기 실적 성장성에 다시 주목해야 할 시점이라고 판단한다. 한솔케미칼의 영업이익은 올 하반기 914억원(+20%HoH, +28%YoY)으로 회복된 뒤, 2024년에는 2,041억원(+22%YoY)의 사상 최대치를 기록할 것으로 전망되기 때문이다. 또한 1년여의 기간 조정을 거치면서 한솔케미칼에 대한 투자자들의 눈높이가 상당히 낮아졌기 때문에, 현 시점부터는 '과산화수소 수익성 회복, 신규 프리커서 공급, QD소재와 이차전지 부문의 성장 재개' 등이 주가 상승 모멘텀으로 작용하기 시작할 것으로 판단한다. EPS, 베타, 국채수익률 등의 변경치를 반영하여 목표주가를 30만원으로 상향하고, 반도체 소재 업종 top pick을 유지한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	768.7	885.5	873.2	951.0
영업이익	197.7	186.0	167.6	204.1
EBITDA	240.4	235.2	217.5	258.4
세전이익	208.7	194.2	174.2	211.4
순이익	158.7	167.0	132.1	160.3
지배주주지분순이익	148.3	155.1	125.5	152.3
EPS(원)	13,089	13,685	11,110	13,483
증감률(% YoY)	20.5	4.6	-18.8	21.4
PER(배)	23.3	13.6	20.5	16.9
PBR(배)	5.02	2.75	2.99	2.62
EV/EBITDA(배)	15.1	9.8	11.2	9.6
영업이익률(%)	25.7	21.0	19.2	21.5
ROE(%)	23.9	21.4	15.5	16.5
순차입금비율(%)	10.3	12.4	7.9	9.8

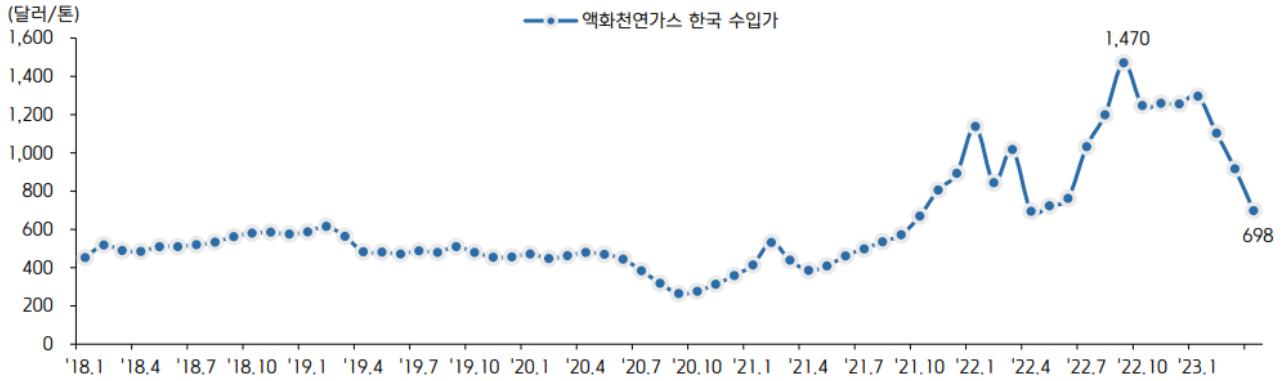
자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 12개월 Trailing P/B Ratio



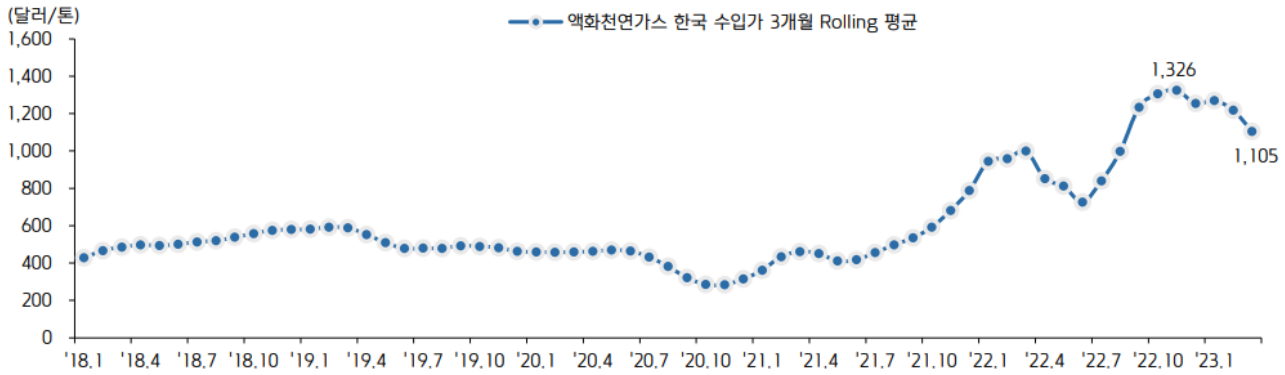
자료: 키움증권 리서치센터

LNG 수입 가격 추이: 지난 연말 이후 급락세



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

LNG 3개월 rolling 평균 가격 추이: 한솔케미칼의 수익성 개선은 이제 시작



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터



리노공업

여전히 높은 시장의 눈높이가 부담

[\[출처\] 키움증권 박유악 애널리스트](#)

2Q23 영업이익 237억원, 시장 기대치 크게 하회 예상

리노공업의 2Q23 실적이 매출액 657억원(+34%QoQ, -28%YoY)과 영업이익 237억원(+37%QoQ, -43%YoY)으로, 시장 기대치(FnGuide 컨센서스: 매출액 753억원, 영업이익 294억원)를 크게 하회할 것으로 전망된다. 계절적 성수기 진입에 따른 분기 실적 회복이 예상되기는 하지만, 회복의 강도는 '주요 고객들의 재고조정 여파가 지속'되면서 시장의 기대치를 밑돌 것이라는 판단이다. 2Q23 사업 부문별 매출액도 Leeno Pin 231억원(+30%QoQ, -23%YoY), IC Test Socket 339억원(+35%QoQ, -37%YoY)으로, 전년 대비 큰 폭의 감소세가 지속될 전망이다.

3Q23 영업이익 280억원 전망

3Q23 실적은 매출액 769억원(+17%QoQ, -15%YoY)과 영업이익 280억원(+18%QoQ, -33%YoY)으로 전 분기 대비 개선은 되지만, 시장 컨센서스(FnGuide 컨센서스: 매출액 917억원, 영업이익 386억원)를 크게 하회할 것으로 전망된다. 지난 연말부터 시작된 고객사의 재고조정 강도가 줄어들고, 북미 고객사의 신규 스마트폰이 출시되면서 리노공업의 분기 실적 회복세가 이어질 것으로 예상된다. 다만 스마트폰 시장의 수요 부진과 경기 침체 우려로 인한 신규 IT 제품의 출시 지연 등이 리노공업의 실적 회복 속도에 부정적인 영향을 끼칠 것이다. 3Q23 사업 부문별 매출액은 Leeno Pin 224억원(-3%QoQ, -13%YoY), IC Test Socket 468억원(+38%QoQ, -19%YoY)으로, 전년 대비 큰 폭의 감소세가 지속될 전망이다.

목표주가 16만원으로 하향 조정

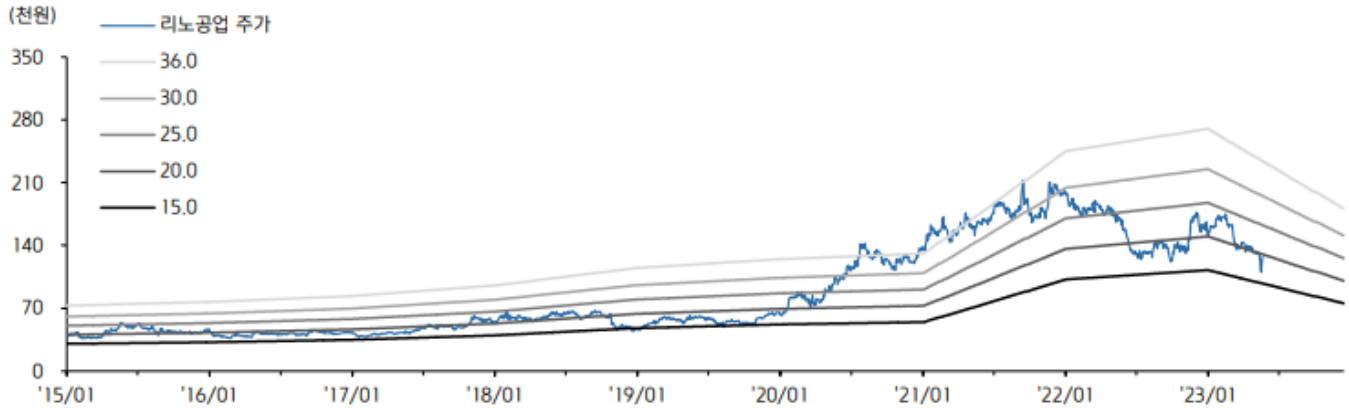
당사의 우려와 같이, 리노공업은 '경기 침체 우려 확대와 주요 고객들의 재고조정의 영향'으로 인해서 단기적인 실적 부진을 겪고 있다. 그러나 지난 1Q23 실적 쇼크에도 불구하고 실적 컨센서스가 여전히 높게 형성되어 있는 점을 감안하면, 시장 참여자들이 이러한 업황의 흐름을 크게 간과하고 있는 것으로 보인다. 리노공업의 확고한 기술 경쟁력이 향후 '3nm 이하 파운드리 공정과 6G 통신 기술' 도입 시에 수혜로 작용할 것이라는 의견은 유지하지만, 주가의 추세 반등을 위해서는 '업황 부진 속에서 실적 컨센서스의 하향 조정'이 한차례 더 진행되어야 할 것으로 판단한다. 투자 의견 'BUY'는 유지하지만, '23~'24년 EPS 전망치 조정을 반영하여 목표주가를 16만원으로 하향한다

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	280.2	322.4	249.2	301.8
영업이익	117.1	136.6	88.6	115.7
EBITDA	129.4	150.7	101.2	130.9
세전이익	138.9	154.1	99.8	129.0
순이익	103.8	114.4	74.9	97.5
지배주주지분순이익	103.8	114.4	74.9	97.5
EPS(원)	6,810	7,503	4,917	6,397
증감률(%YoY)	87.4	10.2	-34.5	30.1
PER(배)	29.1	20.7	25.7	19.7
PBR(배)	7.24	4.81	3.58	3.22
EV/EBITDA(배)	21.2	13.6	16.0	12.3
영업이익률(%)	41.8	42.4	35.6	38.3
ROE(%)	27.5	25.1	14.5	17.2
순부채비율(%)	-67.7	-64.3	-67.4	-63.5

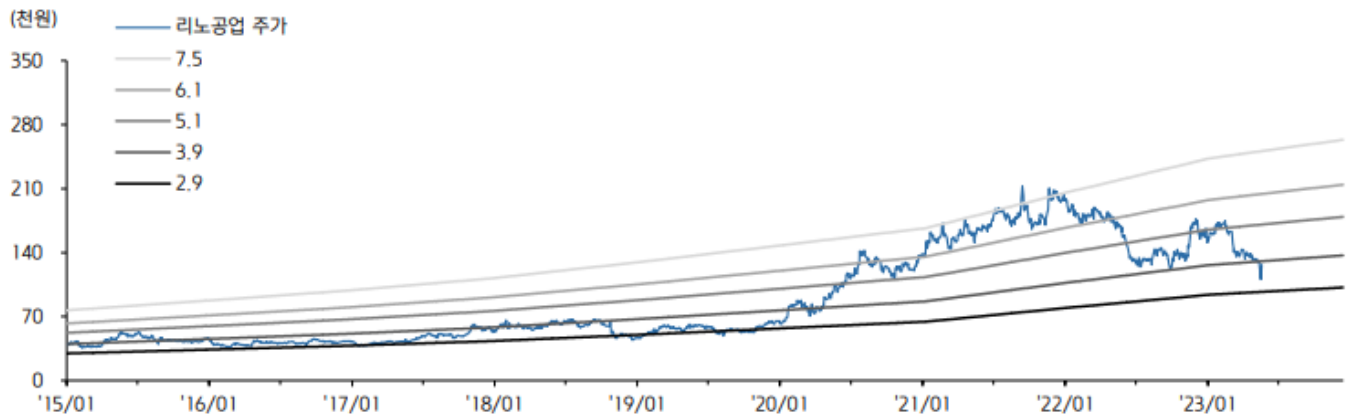
자료: 키움증권 리서치센터

리노공업 12개월 Trailing P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

리노공업 12개월 Trailing P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터



지니언스

1Q23 Review: 역대 1분기, 최고 매출 및 영업이익 최근 6년만에 흑자전환 성공

[\[출처\] 유진투자증권 박종선 애널리스트](#)

1Q23 Review: 역대 1분기, 최고 매출 및 영업이익 최근 6년만에 흑자전환 성공

1분기 실적(연결 기준)은 매출액 91억원, 영업이익 13억원으로 전년동기 대비 매출액은 59.9% 증가했고, 영업이익은 큰 폭으로 증가하며 흑자전환에 성공함. 시장 기대치(매출액 69억원, 영업이익 3억원) 대비 매출액은 31.4%, 영업이익은 344.2% 상회하며 어닝 서프라이즈를 시현함.

1분기 실적에서 긍정적인 것은 역대 1분기 최대 매출액을 달성하였고, 최근 6년만에 1분기 영업이익이 흑자전환에 성공했다는 것임. 최근 실적이 크게 증가한 요인은 ① NAC(Network Access Control) 부문이 공공, 금융 중심에서 일반 기업의 수요가 증가하면서 성장을 견인했고, ② 대형 은행에 공급했던 EDR(Endpoint Detector & Response) 부문이 제2 금융권 수요 확대 및 국방 관련 분야에서 수주가 지속적으로 증가하고 있기 때문임.

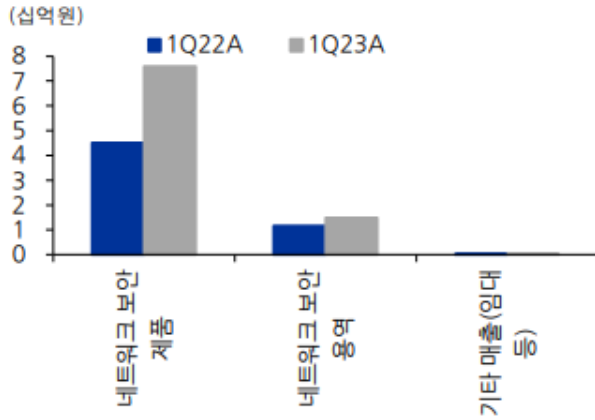
2분기 예상실적(연결 기준)은 매출액 111억원, 영업이익 19억원으로 전년동기 대비 매출액은 13.9% 증가 예상.

현재 주가는 2023년 실적 기준 PER 13.6배로, 국내외 동종업체 평균 PER 38.9배 대비 할인되어 거래 중임

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	31.9	38.5	47.6	58.0
영업이익	5.9	6.9	9.6	12.4
세전손익	7.2	7.8	9.7	13.4
당기순이익	6.2	7.1	8.7	11.9
EPS(원)	654	757	919	1,256
증감률(%)	80.3	15.8	21.5	36.6
PER(배)	19.4	10.9	13.6	10.0
ROE(%)	16.2	16.1	16.8	19.6
PBR(배)	2.9	1.6	2.1	1.8
EV/EBITDA(배)	15.0	5.8	6.2	5.0

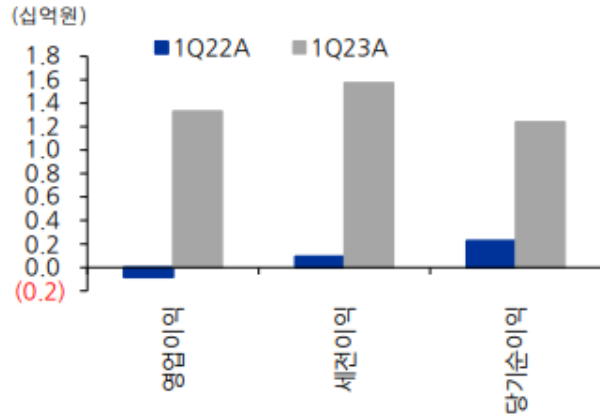
자료: 유진투자증권

도표 3. 부문별 매출액 증감 내역



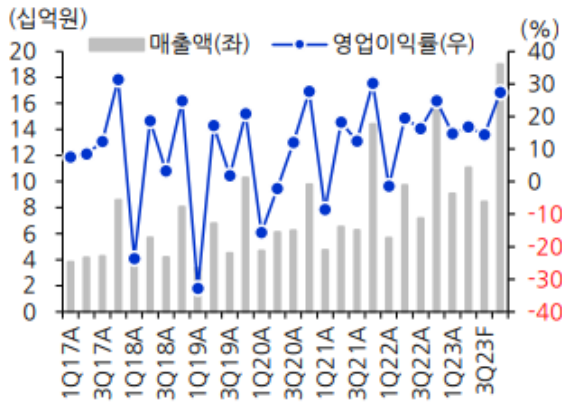
자료: 유진투자증권

도표 4. 수익성 증감 현황



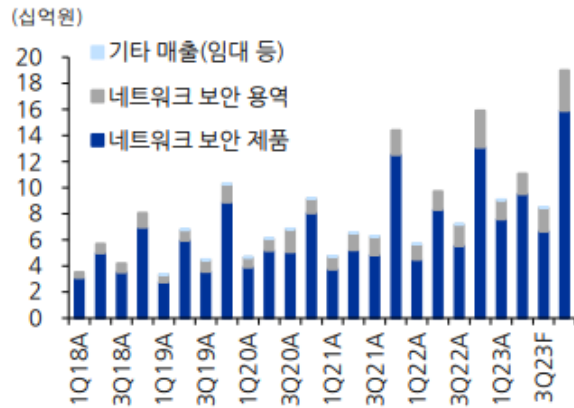
자료: 유진투자증권

도표 6. 분기별 매출 및 영업이익률 추이



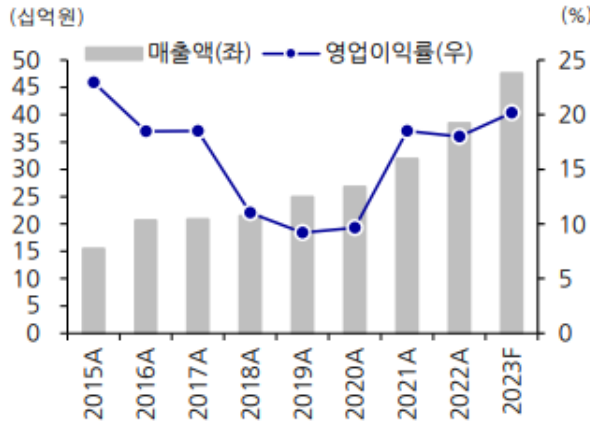
자료: 유진투자증권

도표 7. 분기별 사업별 매출 추이 및 전망



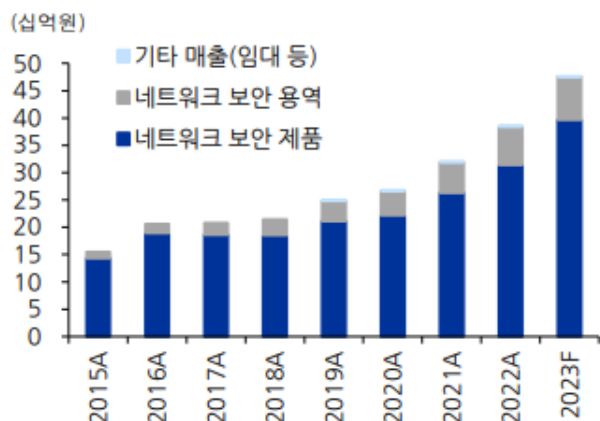
자료: 유진투자증권

도표 9. 연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 10. 연간 사업별 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권



한화솔루션

EVA, 세계 1위 업체 지위 등극 전망

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

올해 발전사업 매출액, 작년 대비 약 70% 증가 전망

한화솔루션의 신재생에너지부문 발전사업 매출액은 작년 5,900억원에서 올해 1조원으로 약 70% 증가할 전망이다. 이는 태양광 미드스트림부문의 AMPC 효과가 올해 2분기부터 본격적으로 반영되는 가운데, 동사 신재생에너지부문 실적 개선에 긍정적인 영향을 줄 전망이다. 특히 동사의 발전사업 매각은 올해 상반기 보다는 하반기(70% 이상)에 집중될 것으로 보인다. 한편 동사의 발전사업 자회사인 Q ENERGY는 20년이 넘는 업력을 바탕으로 유럽 등에서 12GW의 개발 포트폴리오(포르투갈 2GW, 스페인 4GW, 프랑스 5GW, 독일 1GW 등)를 보유하고 있다.

성장성이 큰 페로브스카이트 탠덤 전지 양산 계획 발표

동사는 충북 진천 공장에 1,365억원을 투자하여 내년 말까지 페로브스카이트 탠덤 셀/모듈 양산을 위한 파일럿 생산 라인을 구축할 전망이다. 동사는 이번 파일럿 설비와 큐셀이 참여한 유럽 PEPPERONI 컨소시엄과 협력(기존 Q.ANTUM 실리콘 기술 사용) 등을 통하여 2026년 하반기까지 본격 양산/상업화를 계획하고 있다. 참고로 M&M 리서치에 따르면 세계 페로브스카이트 태양전지 시장은 2024년 \$2.7억에서 2028년 \$22.7억로 매년 70% 이상의 높은 시장 성장률을 기록할 전망이다.

중국 태양광 EVA 수요, 매년 25% 이상 성장

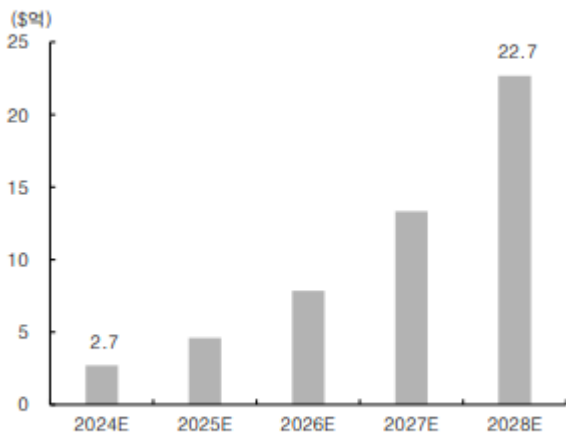
동사는 GS에너지와 합작으로 EVA 플랜트(에이치앤지케미칼)를 건설할 계획이다. 신설 플랜트의 생산능력은 30만톤으로 2025년 하반기에 상업화가 전망된다. GS칼텍스/롯데이네오스화학로부터 에틸렌/VAM을 공급 받아 EVA를 생산할 것으로 보이며, 합작사의 동사 지분율은 51%로 연결 실적에 편입될 전망이다. 이에 동사를 비롯한 한화그룹 관련 케미칼 업체들의 합산 EVA 생산능력은 92만톤으로 세계 1위 EVA 업체 엑슨 모빌(79만톤)을 상회하게 된다.

한편 EVA는 중국/한국의 증설 확대 움직임에도 불구하고, 세계 태양광 시장의 급성장으로 최근 수요가 급증하고 있다. 중국의 명목 EVA 수요는 2015년 118만톤에서 2022년 276만톤으로 증가하며 연평균 11.3% 성장을 지속하였다. 특히 2015년 21.2만톤에 불과하였던 중국의 태양광 필름용 EVA의 수요는 작년 130만톤으로 매년 25% 이상 증가한 점이 전체 EVA 수요 증가에 가장 큰 영향을 미친 것으로 보인다. 참고로 EVA는 Swing 제품인 LDPE의 포장용 수요 둔화 및 원재료 에틸렌/VAM 가격의 하락으로 최근 가격이 하락세를 기록하고 있으나, 동사의 EVA는 High VAM 그레이드의 고부가 제품 비중이 높아 여전히 범용 PE 대비 높은 가격/수익성을 기록하고 있다.

(단위:십억원.배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	10,725	13,654	12,196	12,694	13,184
영업이익	738	966	1,106	1,577	1,584
세전이익	855	569	688	1,325	1,480
지배주주순이익	619	359	484	990	1,102
EPS(원)	3,301	1,864	2,725	5,674	6,315
증가율(%)	79.4	-43.5	46.2	108.2	11.3
영업이익률(%)	6.9	7.1	9.1	12.4	12.0
순이익률(%)	5.7	2.7	4.2	8.1	8.8
ROE(%)	8.8	4.2	5.5	10.7	10.7
PER	10.8	23.1	17.1	8.2	7.4
PBR	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.2	8.6	7.8	5.9	5.5

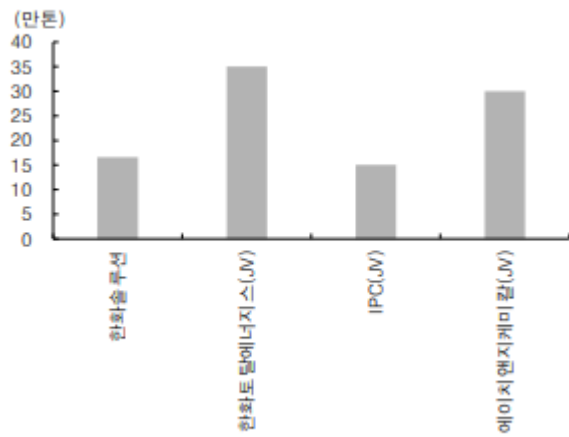
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 세계 페로브스카이트 태양전지 시장 전망



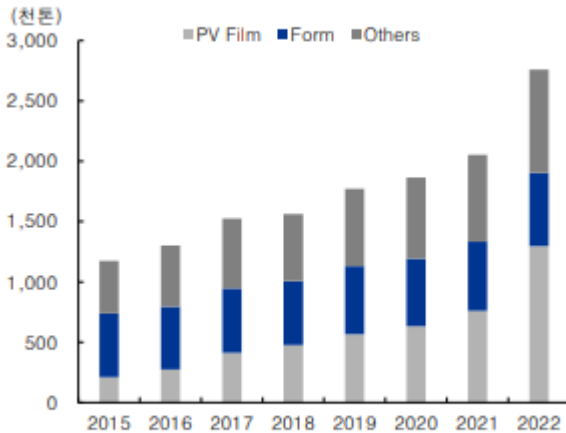
자료: M&MR, IBK투자증권

그림 2. 한화그룹 관련 EVA 생산능력 전망(2025년 추정치)



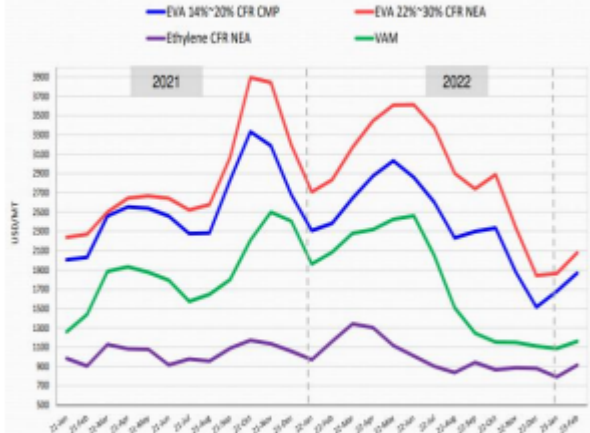
자료: 각사, IBK투자증권

그림 3. 중국 EVA 수요 추이



자료: Chem99, IBK투자증권

그림 4. 역내 EVA 가격 추이



자료: ICIS, IBK투자증권

