

2023.05.30(화) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-05-30 오전 4:10

수정한 날짜: 2023-05-30 오전 4:18

2023.05.30(화) 증권사리포트

SK아이이테크놀로지

우호적인 업황 속 개선되는 실적

[\[출처\] DS투자증권 구성중 애널리스트](#)

실적도 좋아지고 업황은 더 좋아진다

SK아이이테크놀로지에 대한 투자이건 매수, 목표주가 10만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 예상 지배주 주순이익에 PER 35배를 적용했다. 실적은 3Q22를 바닥으로 회복중이고 분리막 사업은 1Q23에 흑자전환했다. 미국 IRA로 국내 셀메이커들의 협상력이 강화되고 3월 발표된 IRA 세부법안에 따라 분리막은 현지생산이 필요하면서 당사에 우호적으로 작용한다. 셀메이커 내 국내 분리막 기업들의 점유율 확대가 예상되고 SKIET는 지역별 공장과 여유 생산여력이 있어 직접적인 수혜가 기대된다. 하반기 예상되는 북미진출 계획과 더불어 고객다변화가 관건이다.

3Q23 전사 BEP, 2023년 OPM 2.9%, 2024년 OPM 10.9% 예상

SK아이이테크놀로지의 2023년 1분기 매출액/영업이익은 각각 1,430억원(+7% YoY)/-37억원(적자지속)을 기록했다. 2Q23에도 전사 예상 OPM -1.7%로 적자폭은 축소될 전망이다. 2023년 매출액/영업이익은 7,482억원(+28%)/220억원(흑자전환)을 예상한다. 2024년 매출액/영업이익은 36%/403% 증가한 1.02조원/1,108억원, 영업이익률 10.9%(+8.0%p)를 전망한다. 한국/폴란드 공장의 생산량 확대가 규모의 경제에 따른 고정비 절감효과로 이어지면서 수익성이 개선될 것이다.

국내 셀메이커 내 점유율 확대 예상. 물량 증가로 수익성 개선 긍정적

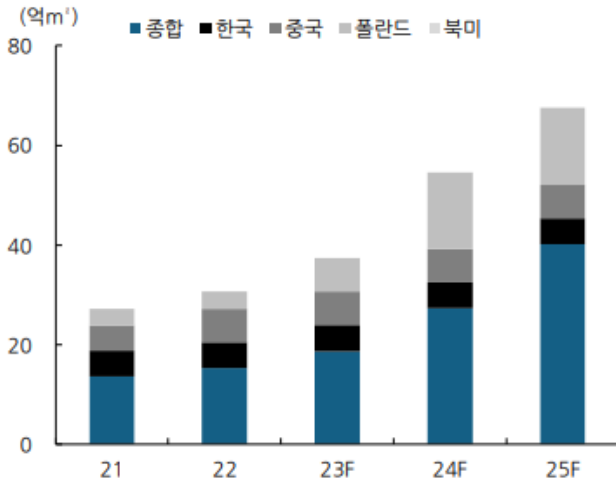
분리막에 대한 셀메이커들의 우선순위가 커지고 있다. 분리막은 양극재 대비 상대적으로 국산화 비중이 낮았으나 IRA 세부법안에 따라 분리막의 미국 현지 증설이 요구되면서 국내 셀메이커 내 점유율 확대가 예상된다. 동사는 SK온 매출비중이 높았고 고객사의 물량에 따라 실적의 변동성이 있으나 개선될 전망이다. 선제적으로 CAPA 증설을 하면서 SK온 외에 추가 고객사/물량에 대응 가능하다. 분리막의 원재료는 PE로 타소재 대비 가격변동성이 낮고 비중도 일정하다. 따라서 분리막 사업은 고정비가 높기에 가동률 향상을 통한 단위당 원가 절감이 중요하다. 고객사 다변화가 기대되는 가운데 장기공급계약 확대에 따른 수익성의 지속적인 개선이 관건이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	469	604	586	748	1,016
영업이익	125	89	-52	22	111
영업이익률(%)	26.7	14.8	-8.9	2.9	10.9
세전이익	129	112	-35	41	127
지배주주지분순이익	88	95	-30	34	102
EPS(원)	1,405	1,337	-416	481	1,363
증감률(%)	-33.8	-4.8	적전	흑전	183.6
ROE(%)	11.0	5.6	-1.4	1.6	4.1
PER(배)	n/a	125.6	-127.3	186.6	65.8
PBR(배)	n/a	5.4	1.7	2.9	2.5
EV/EBITDA(배)	0.8	56.9	41.0	32.3	20.9

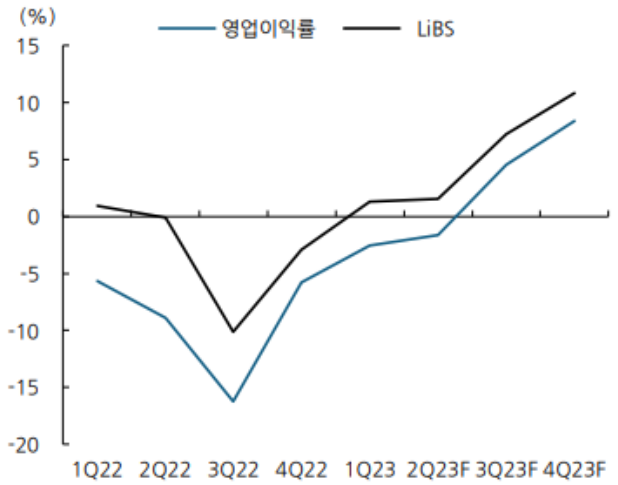
자료: SK아이이테크놀로지, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림1 SK아이이테크놀로지의 분리막 CAPA 현황



자료: SK아이이테크놀로지, DS투자증권 리서치센터 추정
 주: 북미는 27~28년 현지 양산이 예상되어 미반영

그림2 SK아이이테크놀로지의 수익성 추이



자료: SK아이이테크놀로지, DS투자증권 리서치센터 추정





POSCO홀딩스

실적 개선 이끌 철강부문

[\[출처\] 유안타증권 이현수 애널리스트](#)

중국 철강 시황, 성수기 효과 누리지 못했던 4~5월

중국 제로 코로나 정책 철회에 따라 작년 11월부터 올해 3월 중순까지 상승했던 중국 철강재가격은 상반기 성수기인 4~5월 오히려 하락. 3월 중순 이후 나타나고 있는 중국 철강 시황 둔화의 요인은 두가지 정도로 압축할 수 있어.

첫째, 기대를 하회한 수요. 2022년 제로 코로나 정책의 영향으로 3%에 그쳤던 GDP 성장률을 기록한 중국 정부는 2023년에는 경기 회복에 초점 맞춰. 이에 따라 건설 및 제조업 업황이 개선될 것으로 예상한 바 있으나 기대에 미치지 못한 결과 나타나.

둘째, 철광석 가격 하락. 철강재 가격과 철광석 가격은 닭과 달걀의 관계로 상황에 따라 서로닭 또는 달걀이 될 수 있어. 4~5월은 철광석 가격이 독립변수, 철강재 가격이 종속변수로 움직여. 작년 11월 초 톤당 80달러였던 중국 철광석 수입가격은 3월 톤당 130달러를 상회하며 5개월 만에 약 70% 상승. 이에 중국 정부는 높아진 철광석 가격에 불편한 감정 드러내. 또

한 2021~2022년에 이어 올해도 중국 철강업체의 조강생산량을 통제할 수 있다는 우려가 철광석 가격 하락으로 나타나. 예상보다 강하지 못했던 철강 수요 하에 철강재 가격은 철광석 가격과 방향성을 같이 할 수 밖에 없었던 환경.

하반기, 철강 시황 회복 & 실적 개선 전망

상반기 철강 실수요와 맞닿아 있는 중국 부동산 관련 지표들은 부진. 하지만 부동산 선행지표 성격을 가지고 있는 주택가격은 올해 들어 회복되고 있어. 2021년 9월 이후 16개월 연속 전월비 하락세를 이어가던 중국 70개 도시 신규주택가격은 올 1월 하락세를 멈췄으며 2~4월은 상승. 주거용 건물 매매면적은 4월 누적기준 전년비 -2% 감소했으나 2021년 대비 2022년 나타났던 두 자릿수 이상의 감소세보다는 완화. 상반기 양호한 흐름을 나타낸 부동산 선행지표들이 하반기 실수요 개선을 이끌며 철강 시황 회복에 도움을 줄 수 있을 것으로 판단. 다만, 시기적으로는 비수기 영향이 약화되는 7월 이후가 시황 회복 시점이 될 것으로 전망.

냉천 범람 영향과 철강 업황 부진으로 4Q22 영업적자를 기록했던 동사는 1Q23 흑자전환에 성공했으며 포스코 제품 판매량이 하반기까지 정상화될 것으로 예상되는 바 철강부문 영업이익은 상반기 대비 하반기 개선될 것으로 전망. 단기적으로는 2Q23 포스코 판매량 증가와 탄소강 스프레드 개선에 힘입어 철강부문 영업이익이 1조원 수준까지 회복될 것으로 판단.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	207,004	-10.0	6.8	210,396	-1.6
영업이익	13,018	-38.0	84.7	11,512	13.1
세전계속사업이익	14,075	-39.8	40.6	11,006	27.9
지배순이익	9,271	-41.6	27.6	7,324	26.6
영업이익률 (%)	6.3	-2.8 %pt	+2.7 %pt	5.5	+0.8 %pt
지배순이익률 (%)	4.5	-2.4 %pt	+0.8 %pt	3.5	+1.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	763,323	847,502	824,482	861,395
영업이익	92,381	48,501	49,154	61,273
지배순이익	66,172	31,441	33,450	39,555
PER	4.2	7.4	9.2	7.8
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	2.8	4.1	5.3	4.5
ROE	14.0	6.1	6.2	6.9

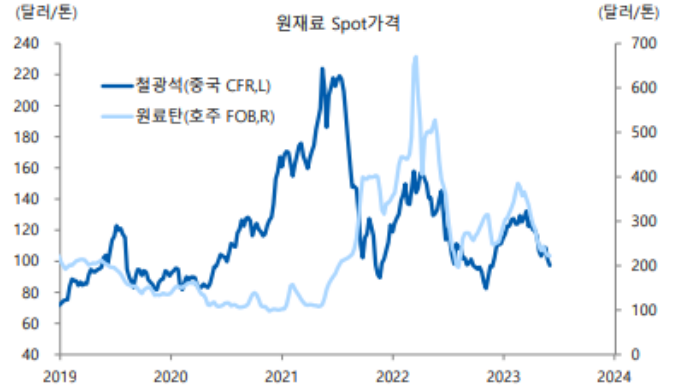
자료: 유안타증권

[그림-1] 중국 주요 제품 내수가격



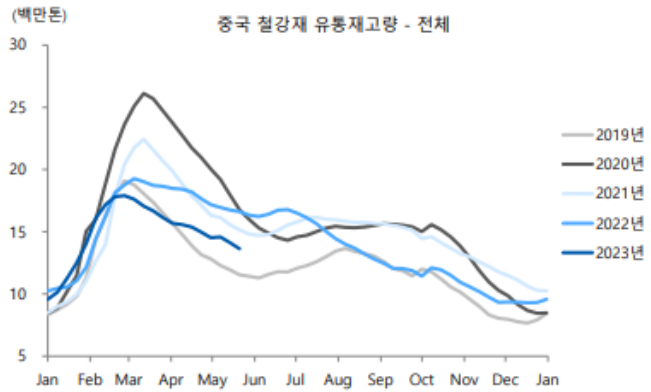
자료: Platts

[그림-2] 원재료 Spot가격



자료: Platts

[그림-3] 중국 철강재 유통재고량



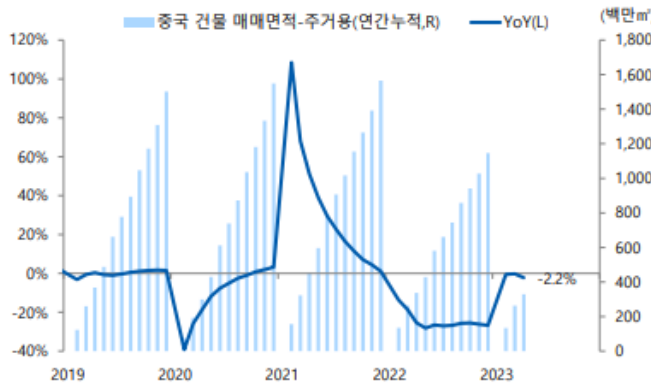
자료: SteelHome

[그림-4] 중국 신규주택가격



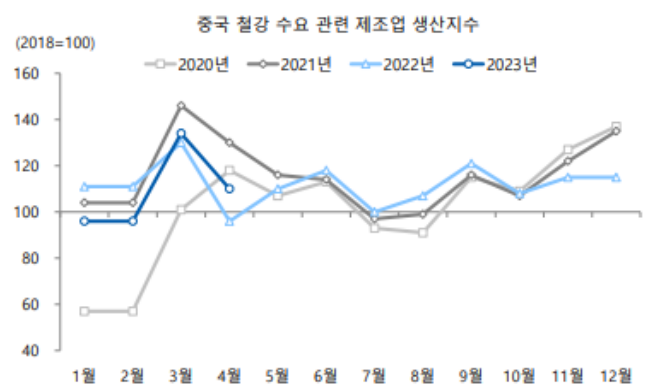
자료: National Bureau of Statistics

[그림-5] 중국 건물 매매면적 - 주거용



자료: National Bureau of Statistics

[그림-6] 중국 철강 수요 관련 제조업 생산지수



자료: S&P Global Commodity Insights



펠어비스

다가오는 붉은사막

[\[출처\] 신한투자증권 강석오 애널리스트](#)

1Q23 Review: 견고한 PC <검은사막>, 마케팅비 통제

펠어비스는 1Q23 영업수익 858억원(YoY -6.2%, QoQ -16.9%), 영업이익 11억원(YoY -78.9%, QoQ -70%, OPM 1.3%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 58억원을 하회했다. 전분기 발생했던 펠어비스캐피탈의 평가이익이 제거되며 매출이 하락했고, <검은사막> PC의 국내 '아침의 나라' 업데이트도 3월말에 진행되어 실적에 반영되지 않았으며, 모바일은 우사 등 클래스 업데이트로 전분기 대비 21% 성장했다. <이브> IP는 꾸준한 실적을 보여주고 있으며, 최근 웹3 프로젝트의 개발 및 투자유치를 발표하며 라인업이 더해졌다. 비용에서는 마케팅비를 크게 효율화했으며, 인건비는 인력이 감소했음에도 소폭 증가했다.

다가오는 <붉은사막>, 8월부터 마케팅 시작할 것으로 전망

동사는 실적발표를 통해 하반기 중 <붉은사막>의 개발을 완료하고 마케팅을 시작하겠다고 밝혔다. 최근 6월에 열릴 서머 게임페스트에 동사가 참여한다는 소식이 알려졌는데, 이 행사에서는 <검은사막> PC에서의 '아침의 나라' 글로벌 업데이트에 대한 마케팅이 진행될 것으로 예상하며, <붉은사막>의 영상공개 및 실질적인 마케팅은 세계 3대 게임쇼라 불릴 정도로 규모가 크고 영향력 있는 8월 게임스컴에서 진행될 것으로 전망한다. 그리고 하반기 말 TGA를 통해서도 마케팅을 이어나가 내년 상반기 정식 출시될 것으로 예상한다. <붉은사막>이 글로벌 유저들의 큰 관심을 받고 있고, 최근 게임 트레일러나 인게임 영상들이 주가에 영향을 미치는 경우가 많아 8월 게임스컴을 앞두고 기대감이 반영될 수 있다는 판단이다. 또한 출시를 약 1년 정도 앞둔 시점에서 마케팅이 본격화되면 하반기 게임쇼나 행사들에 대한 기대에도 주가가 반응할 수 있어 지금부터 관심을 가질 필요가 있다. 마침 관계사 빅게임스튜디오의 <블랙클로버모바일>이 25일 한국과 일본에 출시되어 지분법 인식 예정이고, 5월 주가 수익률도 준수한 상황이다.

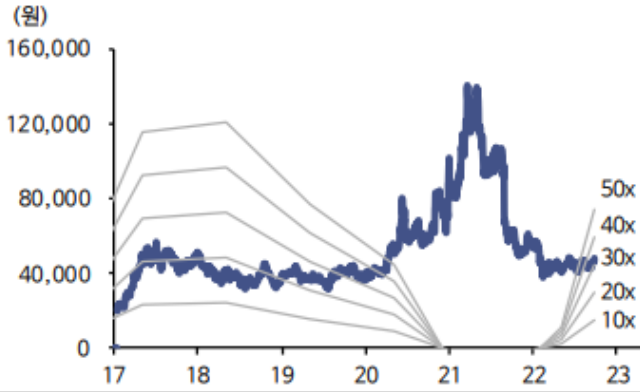
투자 의견 '매수' 및 목표주가 58,000원 유지

동사에 대한 투자 의견 '매수'와 목표주가 58,000원을 유지한다. 올해 하반기 <붉은사막>의 개발완료와 마케팅 본격화로 관심을 가질만한 시점이 되었다는 판단이다. 8월 게임스컴에서의 영상 공개를 예상하며, 여기서의 콘텐츠 차별성, 최적화, 대중성 등 게이머들의 반응 및 기대에 따라 주가의 향방이 결정될 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	403.8	43.0	59.4	897	10,857	154.1	131.5	12.7	8.8	(42.1)
2022	385.7	16.4	(43.0)	(662)	10,887	(63.4)	60.2	3.9	(6.1)	(23.1)
2023F	367.5	(17.7)	14.1	219	11,181	219.1	523.3	4.3	2.0	(21.0)
2024F	784.3	275.6	220.4	3,430	14,611	14.0	9.0	3.3	26.6	(44.2)
2025F	549.9	91.2	108.6	1,691	16,302	28.4	22.4	3.0	10.9	(53.0)

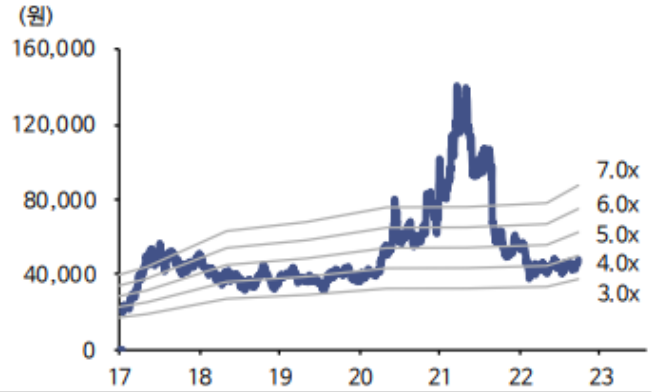
자료: 회사 자료, 신한투자증권

펼어비스 12개월 선행 PER band



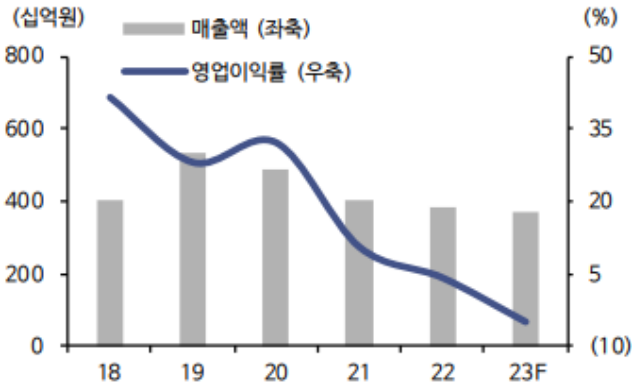
자료: QuantiWise, 신한투자증권

펼어비스 12개월 선행 PBR band



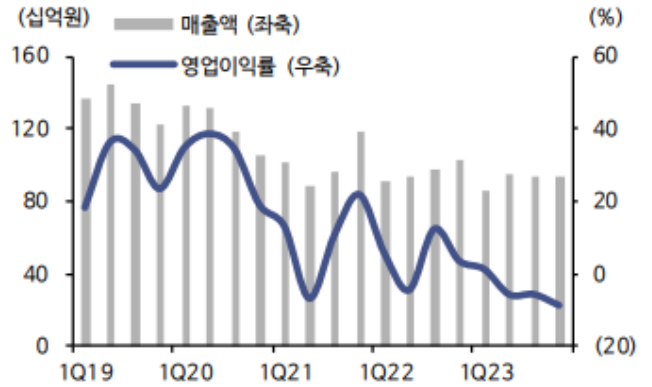
자료: QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



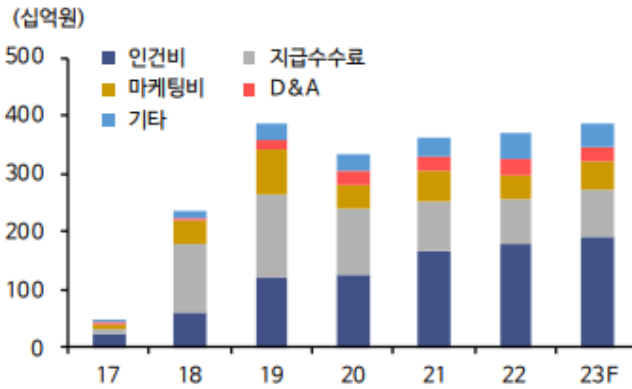
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망



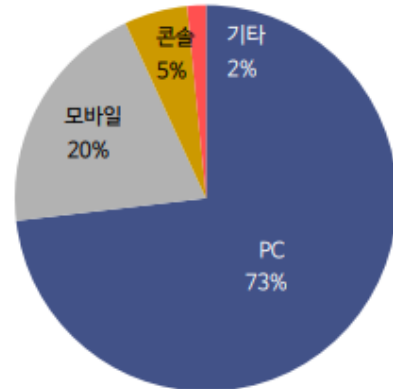
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권

매출 비중(2023F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권



BNK금융지주

돋보이는 주주가치 제고 의지

[\[출처\] DS투자증권 나민욱 애널리스트](#)

투자의견 '매수', 목표주가 8,800원으로 커버리지 개시

BNK금융지주에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 8,800원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2023년 예상 BPS 30,012원에 Target PBR 0.29배를 적용했다. Target PBR은 예상 ROE 9.0%, 자기자본비용 28.4%, 성장률 1.0%를 가정하여 산출하였다. 목표주가는 현재 주가 대비 29.4%의 상승 여력을 지니고 있다.

1Q23 순이익 2,569억원(-7.0% YoY)으로 기대치 상회

1Q23 지배순이익은 2,569억원으로 시장 기대치를 4.9% 상회한 실적을 기록했다. 양행 모두 고른 원화 대출 성장(부산 +1.2%, 경남 +1.6% QoQ)에도 그룹 NIM이 -10bp QoQ 하락하며 이자이익은 -5.3% QoQ 감소했다. 비이자이익은 PF 딜 축소에 따른 수수료이익 감소에도 유가증권 관련 이익 개선으로 +320.6% QoQ 증가했다. Credit Cost는 0.47%로 전년 동기 대비 +14bp 상승했다. 손실흡수능력 제고 차원의 추가 총당금 288억원(부산 223억원, 경남 65억원) 전입 영향이 존재했다. 특이요인으로는 대출채권 매각이익이 약 75억원 발생했다.

지역 경기 회복과 경영진의 주가 부양 의지 확인

향후 NIM 정체에 따른 수익성 둔화는 안정적인 비용 관리를 통해 일정 부분 상쇄가 가능할 전망이다. 현재 당국에서 '투뱅크' 체제의 지주사에 대한 '전산 공동 활용안건' 논의 중으로 향후 공동 사용을 넘어 전산 통합 시 최소 1,000억원 이상의 비용절감이 예상된다. 더불어 1) 조선, 자동차 중심의 제조업 경기 회복과, 2) 엑스포2030 유치 가능성에 따른 지역 경기 활성화 기대감을 감안 시 현 PBR 0.2배의 밸류에이션은 상당히 매력적이다.

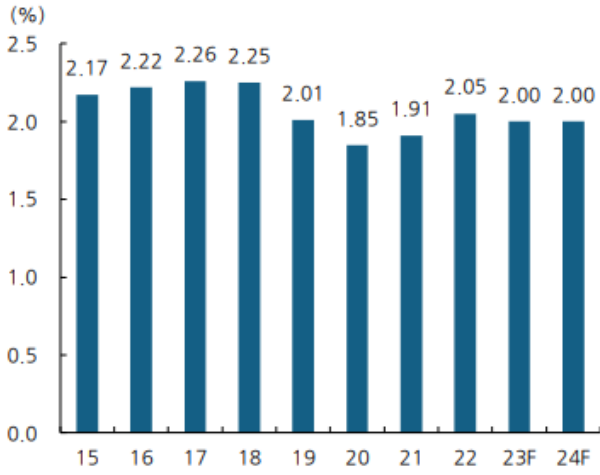
지난 3월 매입 완료한 자사주(약 160억원)는 하반기 전량 소각할 계획이며 이를 포함한 2023F 주주환원율은 27.7%, 배당수익률은 10.0%로 예상된다. 중장기 주주환원책 발표에 이어 하반기 중간배당 도입 추진 및 향후 분기배당 검토 등 적극적인 주주환원 기조에 기반한 주가 제고 노력이 돋보인다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
순이자이익	2,185	2,572	2,924	2,931	2,999
영업이익	748	1,092	1,159	1,185	1,255
당기순이익	519	791	811	849	888
EPS(원)	1,593	2,427	2,487	2,623	2,745
BPS(원)	24,243	26,075	27,790	30,012	32,077
PER (배)	4.3	2.8	2.7	2.6	2.5
PBR (배)	0.28	0.26	0.24	0.23	0.21
ROA(%)	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
ROE(%)	6.7	9.6	9.2	9.0	8.8
배당수익률(%)	5.6	6.7	9.6	10.0	10.8
BIS비율(%)	13.2	13.6	13.7	14.3	14.9
NPL비율(%)	0.80	0.45	0.45	0.50	0.49

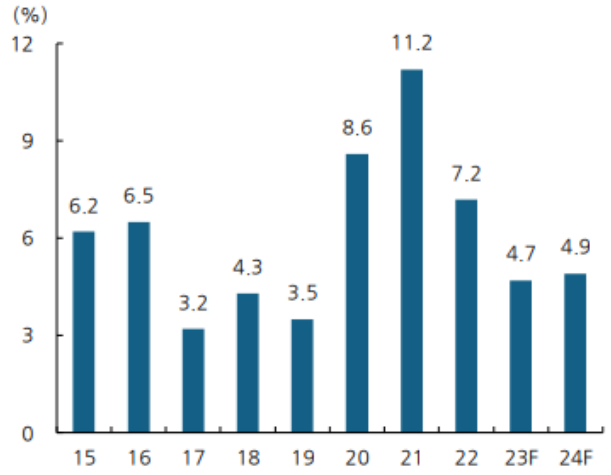
자료: BNK금융지주, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림1 연간 NIM 추이 및 전망



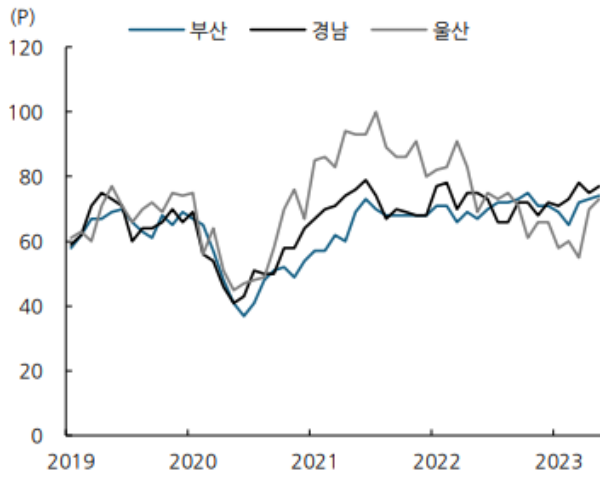
자료: BNK금융지주, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 연간 대출성장률 추이 및 전망



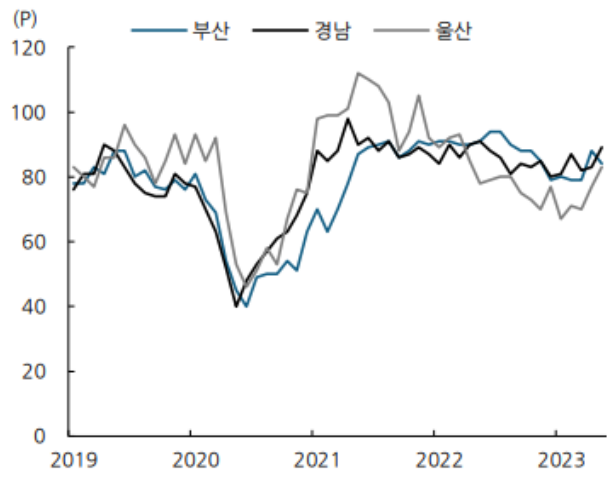
자료: BNK금융지주, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 제조업 BSI 지수 추이(업황)



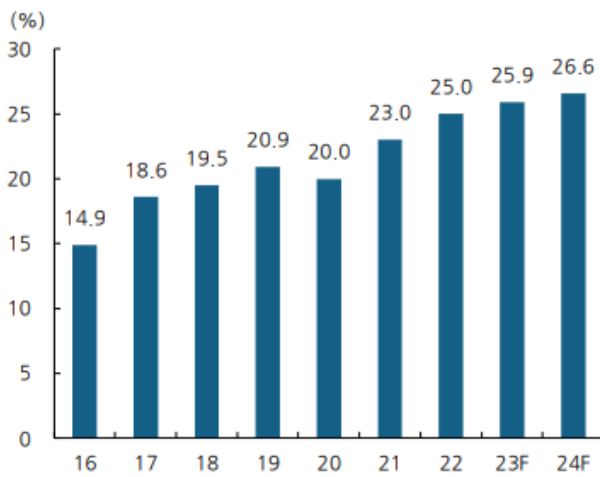
자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

그림4 제조업 BSI 지수 추이(신규수주)



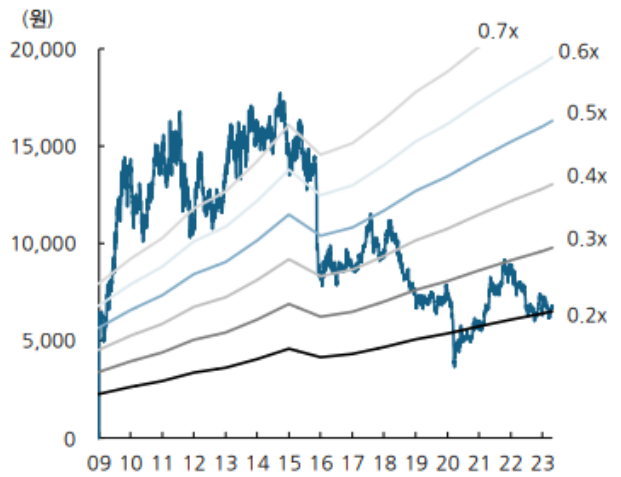
자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

그림5 배당성향 추이 및 전망



자료: BNK금융지주, DS투자증권 리서치센터 추정

그림6 BNK금융 1yr Forward PBR 밴드 차트



자료: BNK금융지주, DS투자증권 리서치센터 추정



더네이처홀딩스

그 많은 매출은 어디서 왔을까

[\[출처\] NH투자증권 정지윤 애널리스트](#)

글로벌 진출 드라이브

1분기 NG 해외 매출액 71억원(+343% y-y), 2분기는 글로벌 사업 가속화. ①대만: 4월 타이중 라라포트 쇼핑몰 1호점 오픈. 해당 매장은 주말 일매출 1,200만원 상당으로 한국 평균 대비 1.5~2배인 것으로 추정. 연간 누적 5~6개점 예상. ②홍콩: 4월 몽콕과 쿤통 쇼핑몰 2개점 오픈해 총 8개점 운영 중이며, 연간 누적 9~10개점 예상. 홍콩 리테일은 전년 6개점으로 연간 매출액 80억원 기록했으며, 올해 1분기는 34억원 기록. 점포 순증 감안 최소 150% 이상 매출 성장 전망. ③중국: 4월 북경 합슨 쇼핑몰 팝업 매장 오픈. 연간 누적 6~8개점 예상. 2분기 오픈한 대만과 홍콩 직영점의 소비자 반응으로 보아, 중화권 기대감 유효하다는 판단. ④호주: 5월 멜버른 시드니 2개점 오픈. 연간 누적 8개점 예정

목표주가 40,000원(기존 43,000원)으로 하향. NG 해외 매출 성장과 여행용 캐리어 판매 급증으로 2023년 매출액 추정치를 기존 대비 +10% 조정했으나, 백화점/홈쇼핑 채널 지급 수수료율 및 해외 법인 사업 초기 단계임을 감안 원가율 상승 탓에 영업이익 변동폭은 매출 성장률 대비 미미할 것으로 추정. 결국 속도의 차이일 뿐, 중화권 비롯 글로벌 저변 확대는 변함없어 투자의견 Buy 유지

상반기, 성장을 위한 투자 비용 확대 구간

1분기 별도기준 매출액 1,163억원(+27% y-y), 영업이익 130억원(-11% y-y), 영업이익률 11.2%(-4.7%p)로 외형 성장 대비 부진한 수익성 기록. 특히, 매출 원가율이 1.4%p 상승했는데, 저마진 캐리어 비중(별도 13%)이 높았고, NFL 과재고 충당금 설정에 기인. 그 외 판관비 증가분은 수수료율이 높은 백화점/홈쇼핑 채널 mix 악화, 신규 신발 광고 및 신규 브랜드 인건비 증가도 한 몫

2분기 현재 면세와 외국인 관광 상권 매출 흐름 긍정적. 코엑스물점은 작년 동기간 대비 매출 80%가량 증가하고 있음. 면세 채널 또한 1분기 성장 흐름 이어가는 중. 5월 신세계면세점 본점에 입점, 하반기 인천공항 1터미널 입점을 통해 면세 6개점까지 확대할 계획. 향후 브랜드파워 입증에 중요한 채널로 작용할 것

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	498	642	703	771
증감률	34.4	29.0	9.4	9.7
영업이익	91	113	128	145
증감률	31.8	24.7	13.5	13.2
영업이익률	18.2	17.6	18.3	18.9
(지배지분)순이익	69	83	94	107
EPS	4,717	5,726	6,487	7,344
증감률	17.7	21.4	13.3	13.2
PER	6.8	4.6	4.0	3.6
PBR	1.7	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA	5.8	3.6	2.8	2.0
ROE	27.1	25.6	23.2	21.4
부채비율	77.5	68.8	48.5	32.8
순차입금	88	52	-21	-111

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망





골프존

탄탄한 내수 바탕으로 해외 진출 박차

[\[출처\] 신한투자증권 이병화 애널리스트](#)

1Q23 Re: 외형 성장 대비 아쉬운 수익성

1Q23 연결 기준 매출액은 1,870억원(+21.5% YoY), 영업이익은 415억원(-18.1% YoY)을 기록했다. 시장 컨센서스 대비 매출액은 3.5% 상회, 영업이익은 23.1% 하회했다. 국내 가맹사업 부문 940억원(+22.5% YoY), 비가맹 부문은 257억원(+2.4% YoY)을 시현했다. 라운드수는 2,437만회로 전년동기 대비 10.6% 증가했다. 1Q23 해외매출은 165억원(+52.3% YoY)을 시현했다. 외형 성장 대비 표면적으로 드러난 수익성은 다소 아쉽다. 1Q23 영업이익률은 22.2%로 전년비 10.7%p 하락했다. 미국 직영점 신규 출점비용 영향이 크다.

잘 나가는 내수, 해외 사업 확장이 중요

가맹사업 중심의 내수 실적은 견조한 실적 흐름을 예상한다. 가맹사업은 고성장(19~22년 CAGR +40.3%) 중이다. 당사는 가맹사업의 23~25년 CAGR을 +11.9%로 추정했다. 과거 4년대비 성장률은 둔화 되겠지만, 비수도권을 중심으로 매년 10% 이상의 견조한 성장세는 실현 가능성이 높다. 1Q23 누적 기준 가맹점수 2,310개, 회원수 450만명은 골프존 내수 실적의 탄탄한 버팀목이다.

해외 사업 확장이 중요한 체크 포인트다. 2023년 해외 매출 비중은 전년대비 1.8%p 오른 14.1%를 추정한다. 1) 북미 골프웨어 사업을 2022년 1개에서 2023년 4개로 확대한다. 2022년 초부터 운영을 시작한 코네티컷 매장은 연간 매출액 20억원을 달성할 것으로 기대된다. 2) 중국은 스크린골프장 출점 재개와 시뮬레이터 판매망 확장이 예상된다. 팬데믹 기간 지연된 수요가 1H23부터 회복기조로 돌아설 전망이다.

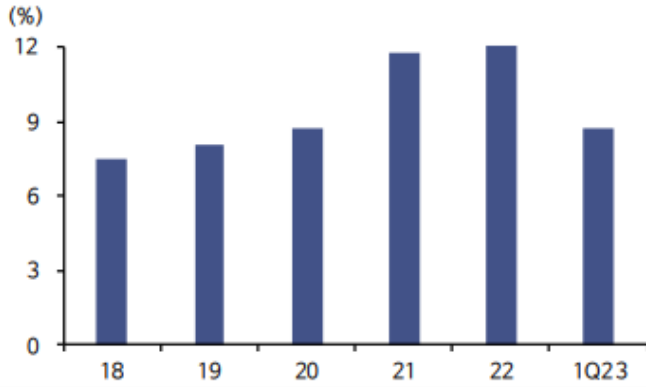
투자의견 '매수', 목표주가 148,000원 유지

투자의견 '매수'. 목표주가 148,000원을 유지한다. 목표주가는 2023년 예상 EPS 18,911원의 Target PER 7.8배다. 4년 평균 PER 하단에서 15% 할증한 수준이다. 2023년 실적은 매출액 6,995억원(+13.3%, YoY), 영업이익 1,599억원(+7.5%, YoY)을 전망한다. 1) 국내 가맹점, 라운드수의 증가 2) 미국과 중국 중심의 해외사업 전개속도가 중요하다. 탄탄한 내수를 바탕으로 해외 성장세가 확인된다면 주가 재평가 가능성이 높다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	440.3	107.7	76.3	12,161	45,869	14.4	6.8	3.8	29.8	(39.5)
2022	617.5	148.7	113.7	18,123	57,682	6.2	3.1	2.0	35.0	(36.4)
2023F	699.5	159.9	118.7	18,911	72,198	6.3	2.7	1.6	29.1	(40.9)
2024F	787.1	185.8	136.8	21,793	89,596	5.4	2.2	1.3	26.9	(43.9)
2025F	871.6	205.4	151.7	24,181	109,382	4.9	1.7	1.1	24.3	(46.0)

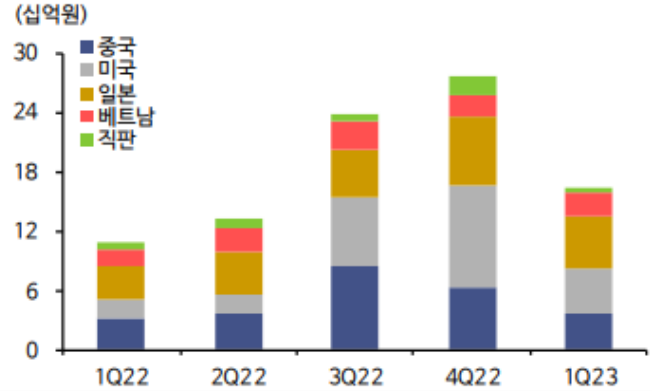
자료: 회사 자료, 신한투자증권

전체 매출액 대비 해외 매출 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

해외 지역별 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

1Q23 글로벌 매장수 현황

국가	상업매장	직영매장	계	비고
중국	230	4	234	
미국	138	3	141	
일본	394	1	395	
베트남	41	14	55	
기타	85	-	85	20개국
계	888	22	910	

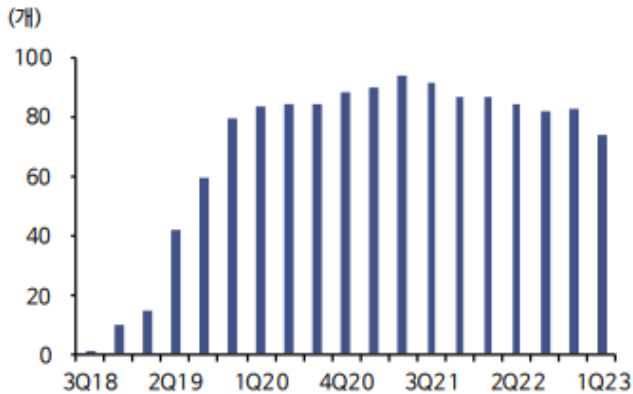
자료: 회사 자료, 신한투자증권

누적 가맹점수 추이



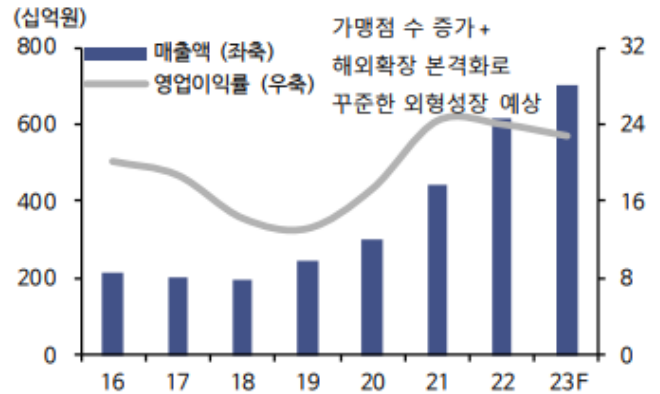
자료: 회사 자료, 신한투자증권

누적 직영점수(GDR) 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

연도별 매출액 영업이익률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정



원익IPS

단기 수주 모멘텀 둔화 구간 진입

[\[출처\] 키움증권 박유악 애널리스트](#)

2Q23 영업 흑자전환 예상

원익IPS 2Q23 실적이 매출액 1,984억원(+32%QoQ)과 영업이익 141억원 (흑자전환)을 기록하며, 영업 흑자전환 될 전망이다. 삼성전자의 평택3공장 장비 반입이 진행됨에 따라 반도체 부문의 실적이 크게 회복될 것으로 판단하기 때문이다. 또한 반도체 장비의 파츠(부품) 판매량도 전 분기 대비 성장하면서, 실적 안정성에 큰 기여를 하기 시작할 것이다. 다만 디스플레이 부문은 수주 공백기가 이어지면서, 전 분기 대비 -33% 감소한 120억원의 매출액을 기록할 것으로 보인다.

3Q23 영업 흑자 기초 유지될 전망

3Q23 실적은 매출액 2,018억원(+2%QoQ)과 영업이익 101억원(-28%QoQ)을 기록하며, 영업 흑자 기초를 유지할 전망이다. 다만 시장의 컨센서스(FnGuide 컨센서스: 매출액 2,135억원, 영업이익 149억원)는 하회할 것으로 예상되는데, 이는 거둬들인 수요 전망치 하향 조정에 따른 고객들의 CapEx 추가 조정 영향이 반영될 것으로 판단하기 때문이다. 또한 스마트폰과 서버의 수요 부진으로 인해서 삼성전자 및 파운드리 업체들의 장비 투자 스케줄이 지연될 수 있기 때문에, 원익IPS의 하반기 실적이 당사의 추정치를 더욱 하회할 가능성도 있다고 판단하고 있다.

중장기적인 매수 관점은 유효

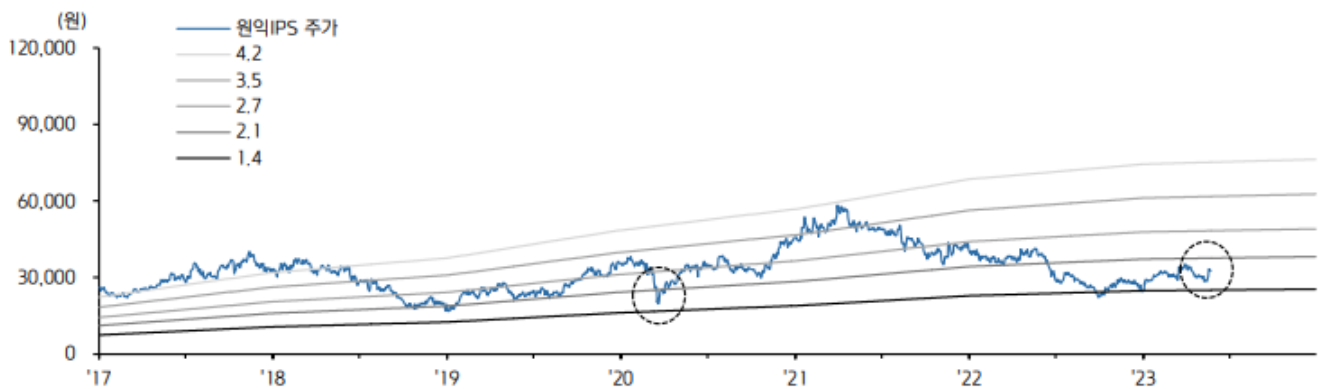
당사의 예상과 같이 최근 들어 NAND의 업황 회복이 목격되기 시작해, 올 하반기를 시작으로 삼성전자의 NAND 투자 확대가 재개될 가능성이 높아지고 있다. 특히 이번 NAND의 up-cycle에서는 유동성이 풍부한 삼성전자가 '수요의 증가분을 독식'할 것으로 예상되는데, 해당 기간 원익IPS는 ALD와 CVD 장비 국산화를 통해 큰 폭의 실적 성장을 이룰 것으로 기대되고 있다. '부진한 실적 흐름'과 '고객사의 CapEx 추가 하향 조정' 등이 단기 주가 흐름에 부담으로 작용할 수 있겠지만, 12개월 trailing P/B 1.9배의 valuation은 원익IPS의 중장기 성장성을 감안할 경우 여전히 매력적인 수준이다. 하반기부터 본격화될 것으로 예상되는 'NAND 산업의 턴어라운드와 삼성전자의 NAND 점유율 상승', '원익IPS의 장비 국산화' 등에 투자 포인트를 맞추는, 중장기적인 시각에서의 비중 확대 전략이 유효하다고 판단한다

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,232.3	1,011.5	763.4	899.1
영업이익	164.1	97.6	15.6	66.0
EBITDA	202.0	138.2	67.5	119.1
세전이익	189.3	117.3	37.1	84.8
순이익	145.1	89.4	27.1	64.9
지배주주지분순이익	145.1	89.4	27.1	64.9
EPS(원)	2,957	1,822	553	1,322
증감률(%YoY)	48.4	-38.4	-69.7	139.1
PER(배)	14.3	13.6	58.0	24.2
PBR(배)	2.59	1.40	1.76	1.65
EV/EBITDA(배)	9.4	7.8	23.0	12.5
영업이익률(%)	13.3	9.6	2.0	7.3
ROE(%)	19.8	10.7	3.1	7.0
순부채비율(%)	-22.5	-15.3	-14.6	-20.0

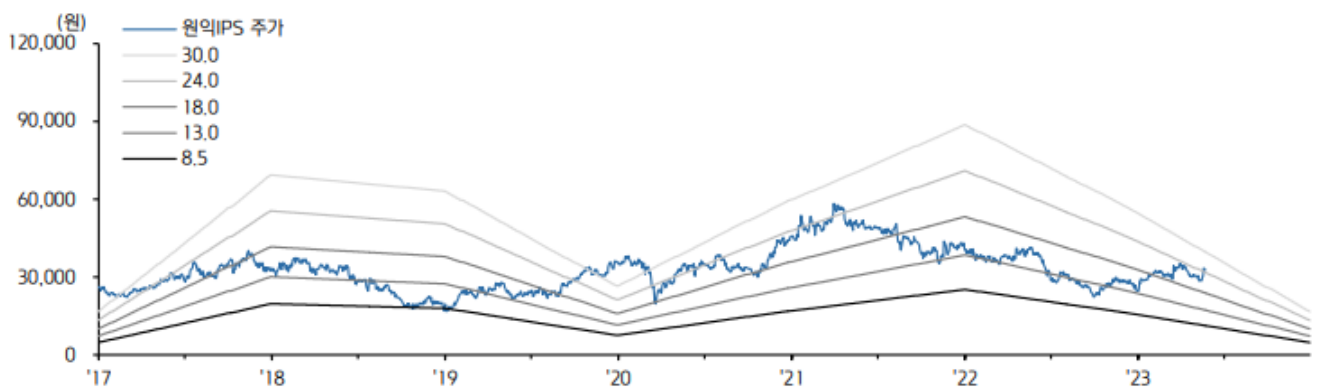
자료: 키움증권 리서치센터

원익IPS 12개월 Trailing P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터

원익IPS 12개월 Trailing P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

