2023.06.22(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-06-22 오전 4:14 **수정한 날짜:** 2023-06-22 오전 8:55

2023.06.22(목) 증권사리포트
LG에너지솔루션
쏠쏠한 AMPC
[출처] IBK투자증권 이현욱 애널리스트

23년 2분기 ASP 하락 시작

LG에너지솔루션의 2Q23 매출액 8조 8,960억원(QoQ +1.7%), 영업이익 7,190억원(QoQ +13.5%), OPM 8.1%(QoQ +0.8%p)으로 컨센서스에 부합할 것으로 예상한다. IRA AMPC Tax Credit 효과 제외 시 영업이익은 5,640억원(QoQ +5.8%), OPM 6.3%(QoQ +0.2%p)이다. 기존 공장 램프업으로 2분기 출하량은 1분기 대비 소폭 증가할 것으로 예상되고 본격적인 출하량 증가는 GM JV 2공장이 가동되는 하반기로 기대한다. 주요 광물 가격이 하락하며 메탈가 연동에 따라 소형전지는 2분기, 중대형전지는 3분기부터 판가가 하락할 것으로 예상한다.

OPM(%) 22년 4.7%에서 25년 13.0%로 상승

LG에너지솔루션은 25년 미국 내 250GWh의 배터리 CAPA를 계획 중이며, 이에 맞춰 AMPC에 대한 수혜도 점진적으로 증가할 것으로 기대된다. Tax Credit 수혜 CAPA는 23년 19GWh, 24년 38GWh, 25년 77GWh로 전망되며, AMPC로 인한 수혜는 연결 기준 23년 0.9조원, 24년 1.7조원, 25년 3.4조원으로 3년동안 5.9조원의 혜택이 기대된다. AMPC 수혜로 영업이익률은 22년 4.7%에서 25년 13.0%(AMPC 미반영시 7.9%)로 상승할 것으로 전망한다. 다만, 아직 AMPC에 대한 예산의 규모, 세부 지침 등이 공개되지 않아 Tax Credit 수혜 추정의 불확실성이 존재한다.

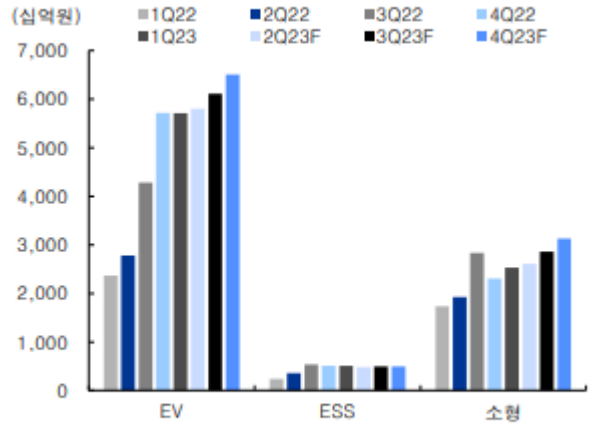
투자의견 매수, 목표주가 750,000원 유지

LG에너지솔루션에 대한 투자의견은 매수, 목표주가는 750,000원으로 유지한다. 글로벌 배터리 CAPA는 22년 200GWh에서 25년 540GWh까지 계획 중이며, 북미 OEM들의 빠른 전동화로 추가적인 북미향 CAPA 증설이 기대되며, 국내 배터리 3사 중 IRA AMPC 효과가 가장 클 것으로 전망되며, 글로벌 Top10 OEM 중 9개(JV 4개 포함) 기업을 고객사로 확보하였고, 글로벌 전기차 침투율이 상승하며 향후 수년간 구조적인 성장이 기대된다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	17,852	25,599	37,239	46,138	64,450
영업이익	768	1,214	3,153	4,988	8,370
세전이익	777	995	2,851	4,864	8,213
지배주주순이익	793	767	1,811	2,966	5,078
EPS(원)	3,963	3,305	7,741	12,674	21,700
증가율(%)	-274.0	-16.6	134.2	63.7	71.2
영업이익률(%)	4.3	4.7	8.5	10.8	13.0
순이익률(%)	5.2	3.0	6.1	8.0	9.8
ROE(%)	10.7	5.7	9.2	13.3	19.2
PER	0.0	131.8	72.5	44.3	25.9
PBR	0.0	5.4	6.3	5.5	4.5
EV/EBITDA	0.0	34.7	26.4	16.3	11.1

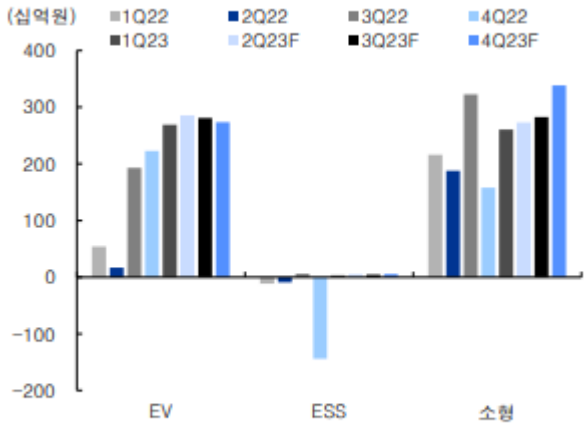
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. LG에너지솔루션 제품별 매출액 추이



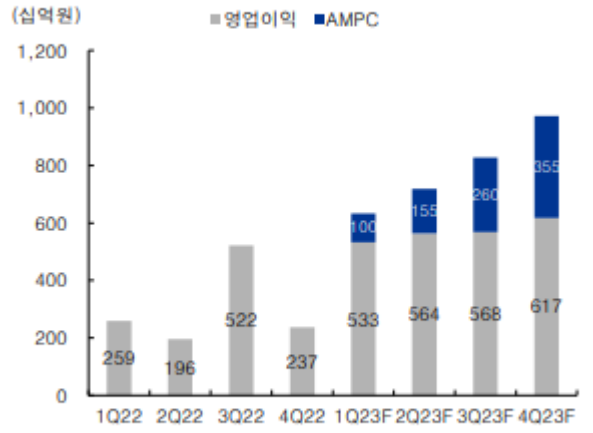
자료: LG에너지솔루션, IBK투자증권

그림 2. LG에너지솔루션 제품별 영업이익 추이



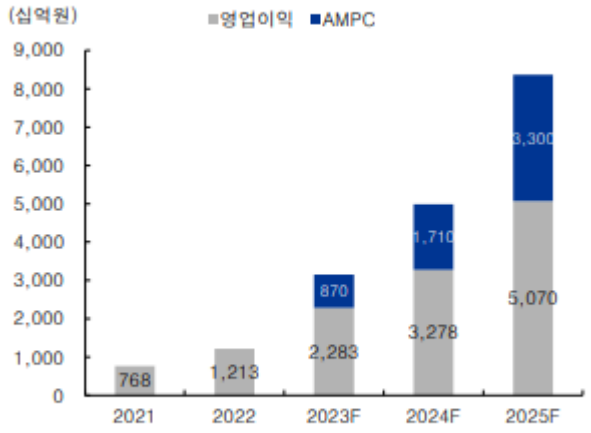
자료: LG에너지솔루션, IBK투자증권

그림 3. LG에너지솔루션 분기별 영업이익 추이



자료: LG에너지솔루션, IBK투자증권

그림 4. LG에너지솔루션 연간 영업이익 추이



자료: LG에너지솔루션, IBK투자증권

[0600] 키움종합차트 - KOSPI200 시가총액[1,305,720(억)] 부채비율[86.0] 유보율[15,910.4] 유통비율[14.8] 주식수[2
373220
LG에너지솔
344/344
2023/06/21
558,000 ▼ 3,000 -0.53% 266,204 78.83% 0.11% 148,810백만 최우선 559,000 558,000 시 563,000 고 565,000 저 556,000
매수
매도
LG에너지솔루션 종가 단순 3 5 20 60 120 종가 단순 33 8 224 15 10 500억 강세패턴
최고 629,000 (11/11)
최저 352,000 (07/04)
배당락(0.08%)
LC:58,52
HC:-11,29
600,000
575,000
558,000
-0.53%
525,000
500,000
475,000
450,000
425,000
400,000
375,000
350,000
거래량
266,204주(78.83%)
15,000K
10,000K
5,000K
266,204
78.83%
2022/01 03 04 05 06 07 08 09 10 11 12 2023/01 02 03 04 05 06 06/21

[0600] 키움종합차트 - KOSPI200 시가총액[1,305,720(억)] 부채비율[86.0] 유보율[15,910.4] 유통비율[14.8] 주식수[2
373220
LG에너지솔
120/344
2023/06/21
558,000 ▼ 3,000 -0.53% 266,204 78.83% 0.11% 148,810백만 최우선 559,000 558,000 시 563,000 고 565,000 저 556,000
매수
매도
LG에너지솔루션 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 614,000 (06/12)
최저 421,000 (01/04)
락(0.80%)
LC:32,54
HC:-9,12
600,000
575,000
558,000
-0.53%
525,000
500,000
475,000
450,000
425,000
거래량
266,204주(78.83%)
1,500K
1,000K
500,000
266,204
78.83%
2022/12 02 03 04 05 06 06/21

삼성SDI
시장은 기술을 따른다
[출처] 키움증권 김지산 애널리스트

2분기 실적 예상치 부합 할 듯, 자동차전지 선전

2분기 영업이익은 4,704억원(QoQ 25%, YoY 10%)으로 시장 컨센서스(4,674억원)에 부합할 것이다. 전자재료의 반도체 및 OLED 소재가 미흡한 대신, 자동차전지와 원형전지가 선전하고 있어 질적으로는 더욱 양호하다고 평가할 수 있다.
자동차전지의 관전 포인트로서, 1) 현재는 P5 배터리를 내세워 프리미엄 시장에서 선전하고 있는데, 2) 향후 미국 시장 공략 행보가 빨라지고, NMx와 LFP 등 코발트 프리 제품군을 내세워 보급형 시장으로 하방 전개할 계획이어서 점유율 상승세가 본격화될 것이다. 3) 전고체전지, 46파이 원형전지 등 차세대전지 기술에서 앞선 행보를 보이고 있다.

자동차전지 점유율 상승세 기대, 풀 라인업 구축 예정

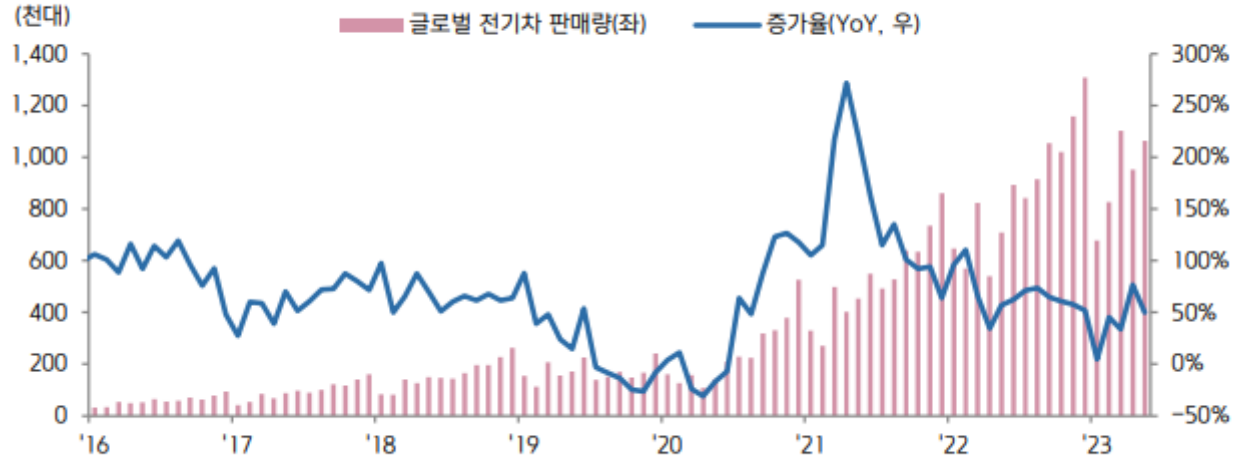
자동차전지의 매출 증가와 함께 수익성 개선이 수반되고 있다. BMW i4/7/X, Audi e-Tron 등 프리미엄 모델 대상으로 P5 배터리 출하가 호조를 이어가고 있다. 원형전지는 Rivian 픽업트럭 중심으로 출하가 증가하고 있다. 차기 프리미엄 배터리인 P6의 수주 성과가 확대되고 있다. P6 배터리는 양극재 니켈 비중 90% 이상, 음극재 실리콘 함량 증가 등의 진전을 통해 에너지밀도를 추가로 10% 이상 높일 예정이다. 내년 하반기부터 북미 합작 고객사들 위주로 공급을 시작할 계획이다.
2분기에 전고체전지와 46파이 원형전지의 시제품 생산을 시작했다. 전고체전지는 황화물계 리튬메탈 기술을 기반으로 900Wh/L 이상의 에너지밀도를 구현하며, 2027년에 상용화하고자 한다.
자동차전지는 향후 초프리미엄존에 전고체전지, 프리미엄존에 P6 배터리, 볼륨존에 NMx/LFP 등으로 풀 라인업을 구축하게 될 것이다.
5월까지 글로벌 전기차 판매량은 41% 증가한 462만대로 집계되며, 지역별 성장률은 미국이 50%로 중국 47%, 유럽 16%보다 우월하다.
자동차전지 주도로 4분기까지 우상향 실적 기조를 이어갈 것이다. 3분기와 4분기 영업이익은 각각 6,116억원(QoQ 30%, YoY 8%), 6,757억원(QoQ 10%, YoY 38%)으로 추정된다.

투자지표

(억원, IFRS)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	135,532	201,241	241,377	273,156
영업이익	10,676	18,080	21,331	24,814
EBITDA	23,197	32,713	38,341	45,996
세전이익	16,633	26,523	27,889	30,664
순이익	12,504	20,394	22,686	24,718
지배주주지분순이익	11,698	19,521	21,892	23,976
EPS(원)	16,621	27,736	31,105	34,066
증감률(%YoY)	103.5	66.9	12.1	9.5
PER(배)	39.4	21.3	22.6	20.6
PBR(배	3.14	2.52	2.68	2.39
EV/EBITDA(배)	20.8	13.4	13.7	11.5
영업이익률(%)	7.9	9.0	8.8	9.1
ROE(%)	8.5	12.5	12.5	12.3
순부채비율(%)	14.2	12.0	14.8	14.0

자료: 키움증권

글로벌 전기차 판매량 추이

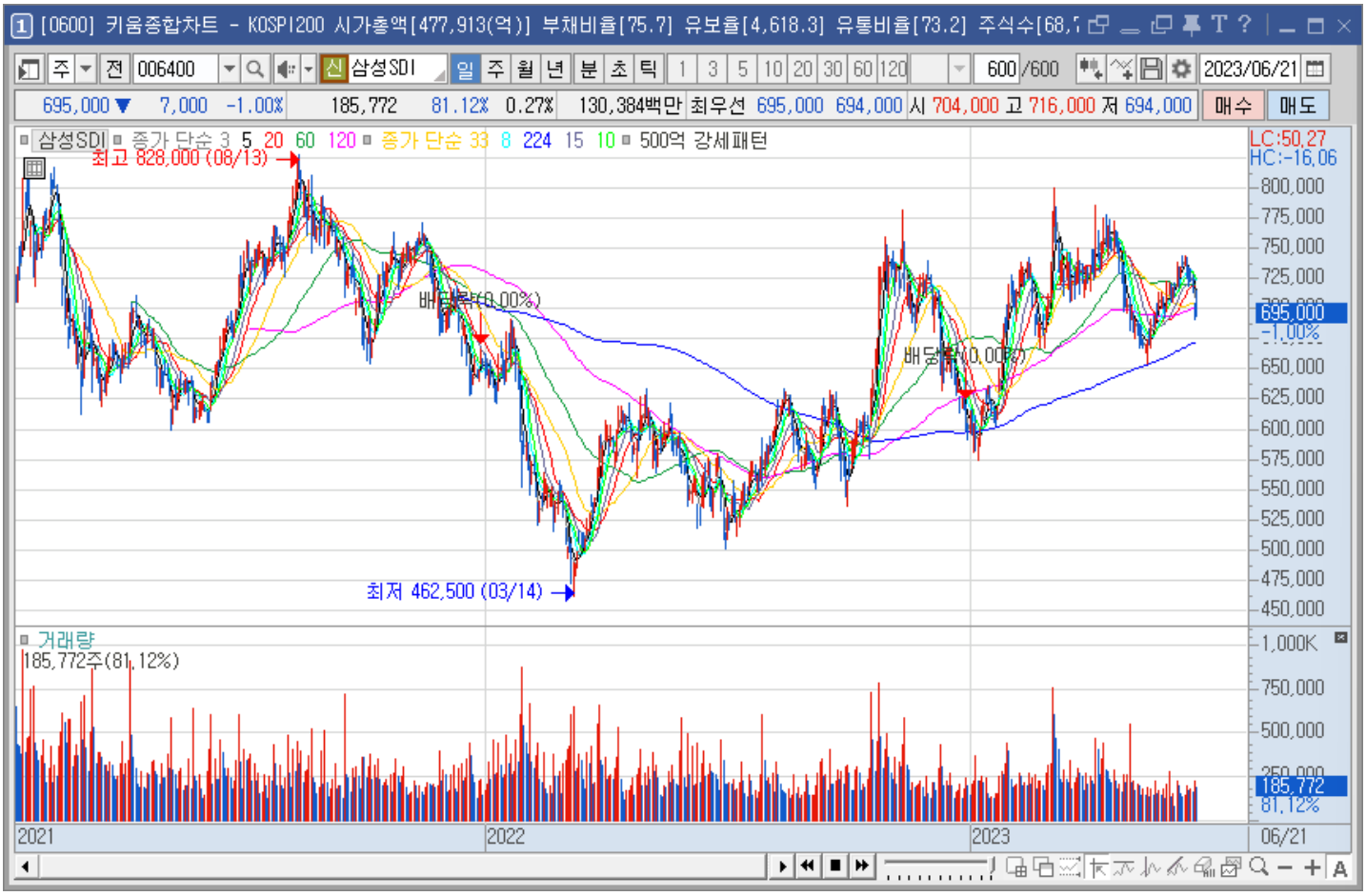


자료: MarkLines, 키움증권

글로벌 자동차 업체와 배터리 업체간 파트너십

	CATL	BYD	LGES	Panasonic	SK On	SDI
TESLA				북미		
VW						
TOYOTA		중국시장	북미시장	Global(PPES)		
HKMC			북미/Asia		북미	
STELLANTIS	중국시장		북미			북미
BYD						
GM	중국시장		북미			북미
FORD		중국시장	유럽		북미	
HONDA	중국시장		북미			
GEELY						

자료: SNE Research


[0600] 키움종합차트 - KOSPI200 시가총액[477,913(억)] 부채비율[75.7] 유보율[4,618.3] 유통비율[73.2] 주식수[68,7
006400
삼성SDI
2023/06/21
695,000 ▼ 7,000 -1.00% 185,772 81.12% 0.27% 130,384백만 최우선 695,000 694,000 시 704,000 고 716,000 저 694,000
매수
매도
삼성SDI 증가 단순 3 5 20 60 120 증가 단순 33 8 224 15 10 500억 강세패턴
최고 828,000 (08/13)
최저 462,500 (03/14)
LC:50,27
HC:-16,06
695,000
-1.00%
거래량
185,772주(81.12%)
1,000K
750,000
500,000
185,772
81.12%
2021
2022
2023
06/21

[0600] 키움종합차트 - KOSPI200 시가총액[477,913(억)] 부채비율[75.7] 유보율[4,618.3] 유통비율[73.2] 주식수[68,7
006400
삼성SDI
2023/06/21
695,000 ▼ 7,000 -1.00% 185,772 81.12% 0.27% 130,384백만 최우선 695,000 694,000 시 704,000 고 716,000 저 694,000
매수
매도
삼성SDI 증가 단순 3 120 증가 단순 45 8 224 15 10 증가 단순 100 150억 강세패턴
최고 801,000 (03/07)
최저 574,000 (01/06)
LC:21,08
HC:-13,23
695,000
-1.00%
거래량
185,772주(81.12%)
750,000
500,000
185,772
81.12%
2022/12
02
03
04
05
06
06/21

오리온
지금 오리온을 더 주목하는 이유
[출처] DS투자증권 장지혜 애널리스트

23년 5월: 국내외 실적 호조 지속

오리온의 5월 지역별 합산실적은 매출액 2,531억원(+14.9% YoY), 영업이익 445억원(+22.6% YoY, OPM 17.6%)을 기록했다. 각 법인은 국내 +21.3% YoY, 중국 +13.1%(로컬 +12.4%), 베트남 +8.4%(+5.3%), 러시아 +8.9%(+26.2%) 성장했다.
1) 국내는 전 채널 및 카테고리별 고른 성장 속 간편대용식 및 건강기능성 제품 판매 호조로 두 자릿수 성장이 지속되고 있다. 2) 중국은 지역별 경소상 출고 정상화로 파이/비스켓 중심 호실적을 이어가고 있다. 3) 베트남은 소비둔화 흐름 속 북부 지역 중심으로 매출이 회복하며 성장 전환했다. 증량 파이 제품 출시와 신제품 판매호조로 매출 성장이 가능했다. 4) 러시아도 파이 카테고리 강세가 이어지고 있어 신공장 라인 이설로 추가성장이 기대된다. 주요 국가들은 감자 등 원재료 단가 상승과 제품 증량으로 제조원가율 상승이 있었으나 판가 인상, 원재료 통합 구매 및 비딩 확대로 원가 압박을 최소화하고 있으며 판매량 증가에 따라 수익성 개선이 나타나고 있다.

우려는 실적으로 불식. 오리온의 차별적 매력 상승

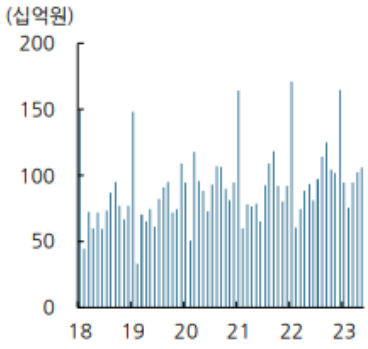
최근 오리온의 투자심리를 약화시킨 요인들은 중국 경기 둔화 우려, 베트남 성장률 둔화, 러시아 환율 기저 부담, 4분기 명절 시점차이에 따른 기저 부담 등이 있다. 그러나 오리온은 매월 실적 성장으로 각각의 우려를 불식시켜가고 있다. 중국은 스낵 기저부담에도 파이, 비스켓 회복이 가파른 상황이며 여름 시즌 스낵의 적극적인 출고와 신제품 및 채널 특화 상품 판매 확대, 비건 육포 카테고리 진출로 성장을 이어 갈 것이다. 베트남은 소비 부진 속 경쟁사 대비 빠르게 실적을 회복하며 성장 중이다. 판매 촉진을 위해 단순히 프로모션 비용을 투입하는 것이 아니라 제품 증량을 통한 가성비 제품 출시, 신제품 확대로 성장해 긍정적이다. 러시아는 CAPA확대를 통한 매출 증대로 환율부담을 상쇄할 전망이다. 러시아 신공장은 라인 이설을 완료해 기존 3개 라인에서 5개로 늘었고 3분기 젤리, 4분기 파이라인을 추가할 예정이다. 4분기 기저부담은 24년 1분기 모멘텀으로 이어질 것이며 오히려 음식료 업체의 내수 실적 불확실성이 확대된 상황에서 해외 비중이 큰 오리온의 매력이 부각될 것이다

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,355	2,873	3,084	3,288	3,543
영업이익	373	467	495	542	586
영업이익률(%)	15.8	16.2	16.0	16.5	16.6
세전이익	379	487	514	562	606
지배주주지분순이익	258	392	385	424	457
EPS(원)	6,518	9,926	9,748	10,723	11,568
증감률(%)	-3.7	52.3	-1.8	10.0	7.9
ROE(%)	12.8	16.5	14.1	13.6	13.0
PER (배)	15.9	12.9	12.9	11.7	10.8
PBR (배)	1.9	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA (배)	7.0	6.7	5.9	4.9	4.1

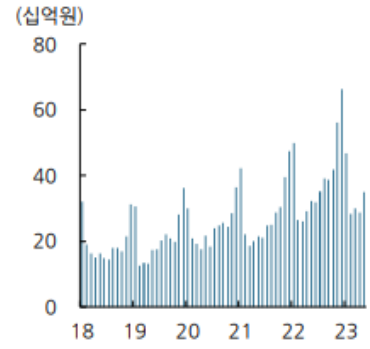
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 중국 월매출 추이



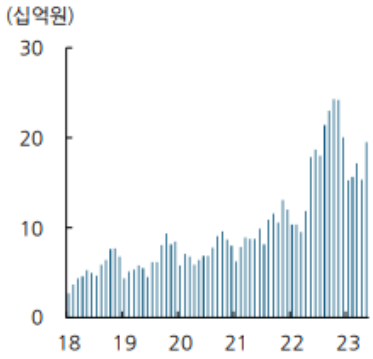
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림2 베트남 월매출 추이



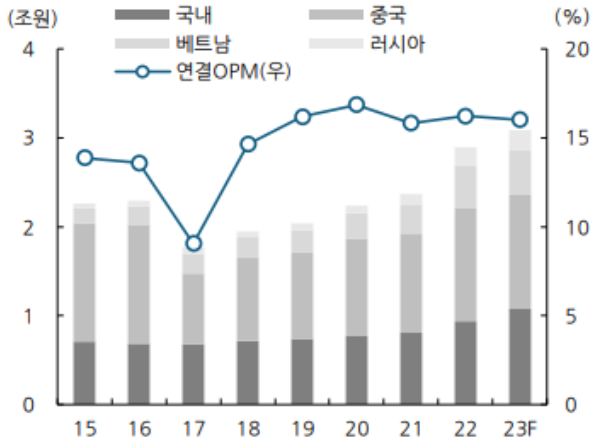
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림3 러시아 월매출 추이



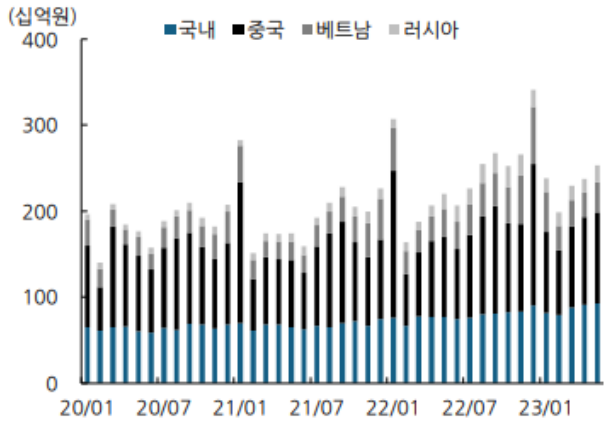
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림4 오리온 지역별 매출액 추이 및 전망

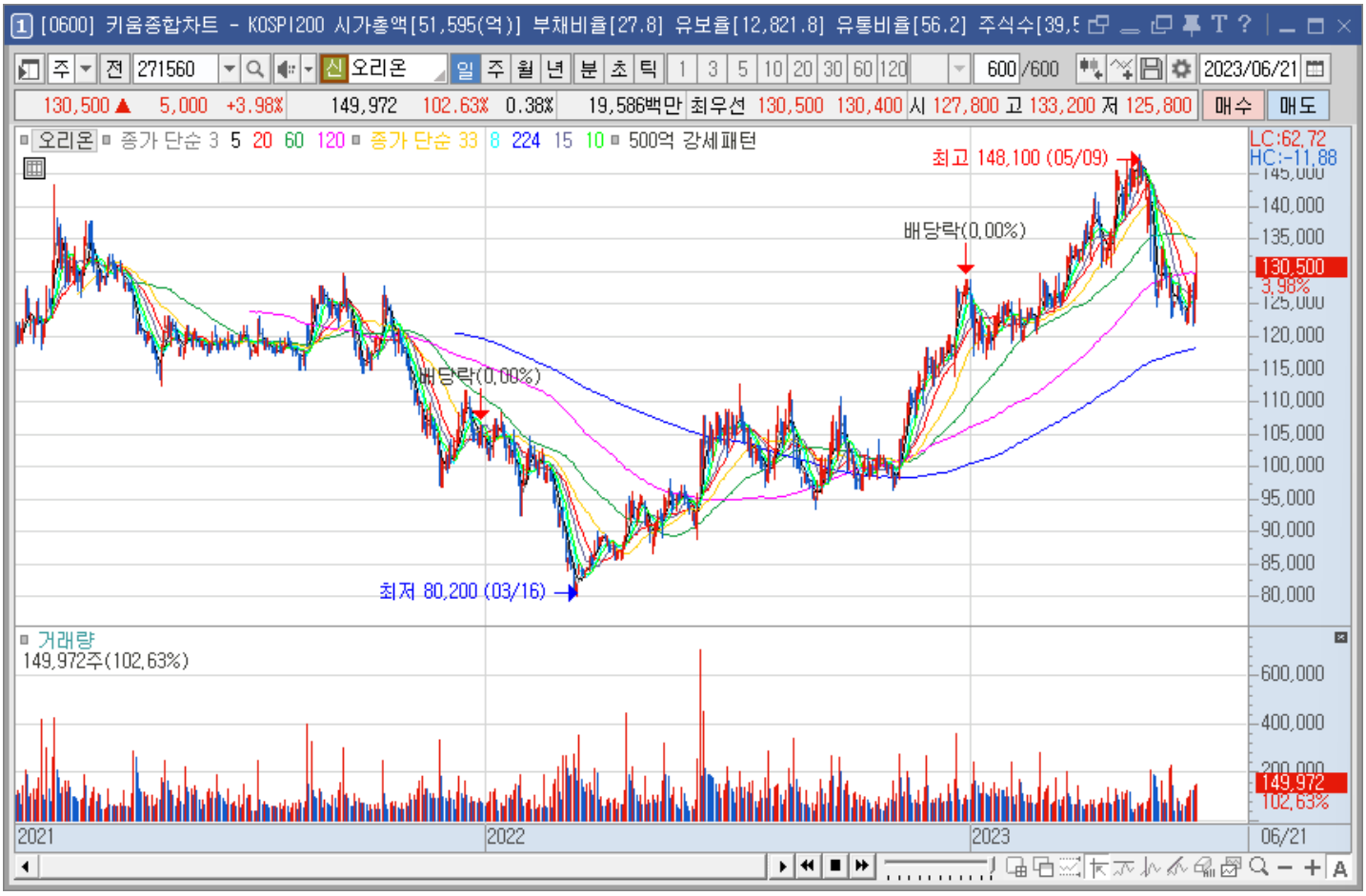


자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 오리온 지역별 월매출 추이



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터 추정


[0600] 키움종합차트 - KOSPI200 시가총액[51,595(억)] 부채비율[27.8] 유보율[12,821.8] 유통비율[56.2] 주식수[39,5
271560
오리온
2023/06/21
130,500 ▲ 5,000 +3.98% 149,972 102.63% 0.38% 19,586백만 최우선 130,500 130,400 시 127,800 고 133,200 저 125,800
매수
매도
오리온 종가 단순 3 5 20 60 120 종가 단순 33 8 224 15 10 500억 강세패턴
최고 148,100 (05/09)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
최저 80,200 (03/16)
LC:62.72
HC:-11.88
거래량
149,972주(102,63%)
2021
2022
2023
06/21

[0600] 키움종합차트 - KOSPI200 시가총액[51,595(억)] 부채비율[27.8] 유보율[12,821.8] 유통비율[56.2] 주식수[39,5
271560
오리온
2023/06/21
130,500 ▲ 5,000 +3.98% 149,972 102.63% 0.38% 19,586백만 최우선 130,500 130,400 시 127,800 고 133,200 저 125,800
매수
매도
오리온 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 148,100 (05/09)
락(0.00%)
최저 116,500 (01/12)
LC:12.02
HC:-11.88
거래량
149,972주(102,63%)
2022/12
02
03
04
05
06
06/21

한국금융지주
정상화를 위한 수순
[출처] NH투자증권 윤유동 애널리스트

자본건전성 지표 구NCR 주목

증권 및 계열사의 PF 포함 투자자산은 연간으로 동사 실적의 발목을 잡을 전망. 2분기에 1) 해외 대체자산 중 상업용 부동산, 2) CFD 미수채권 충당금 반영 예정이며 향후 지속적인 충당금 설정 가능성 높음. 2023E 및 2024F BPS 하향 조정, ROE 산정시점을 변경하여 목표주가를 65,000원에서 58,000원으로 하향
7월부터 금융당국의 지침에 따라 한국투자증권 보유 PF ABCP 일부를 대출로 전환예정. ABCP 대출 전환 시 자본건전성 지표인 NCR(순자본비율)의 위험값이 상승하여 추가적인 자기자본이 필요. 이에 따라 지난 16일, 동사는 자회사 한국투자증권의 자본확충을 위한 4,000억원 유상증자에 참여. 구NCR 비율 권고 기준은 150%인데 한국투자증권의 1분기 비율은 158%

2Q23 Preview: 시장금리 반등으로 운용손익 제한

2Q23 연결 지배순이익 1,742억원(+76.1% y-y, -42.2% q-q)으로 당사 기존 추정치 및 시장 컨센서스 하회 전망
IB: 부동산 PF 부문과 달리 전통 IB(ECM, DCM) 영업은 양호한 것으로 파악. 상장주관을 맡은 '마녀공장'의 프리IPO 투자 손익 인식 예정
트레이딩/기타:손실 24억원(적자전환 q-q) 전망. 트레이딩 부문은 1분기 대비 2분기말 시장금리가 상승하는 추세를 예상해 채권운용손익 감소(국고채 3년4Q22 3.72% → 1Q23 3.27% → 6.19기준 3.58%) 예상. 기타부문은 해외상업용 부동산 익스포저 4,000억원 및 CFD 미수채권에 대한 충당금 반영 예정

	2022	2023E	2024F	2025F
순영업수익	1,753	2,020	1,993	2,037
판관비	1,208	1,078	1,074	1,082
판관비율	*68.9*	*53.3*	*53.9*	*53.1*
영업이익	546	942	920	955
지배순이익	637	794	738	752
증감률	*-63.8*	*24.6*	*-7.0*	*2.0*
EPS	10,906	13,590	12,633	12,883
PER	4.9	4.0	4.3	4.2
PBR	0.4	0.4	0.3	0.3
ROA	0.8	0.9	0.7	0.7
ROE	8.4	9.8	8.4	8.0
DPS	2,300	3,000	3,000	3,000
배당성향	21.1	22.1	23.8	23.3

단위: 십억원, %, 원, 배

[0600] 키움종합차트 - KOSPI200 시가총액[29,869(억)] 부채비율[1,020.1] 유보율[2,410.3] 유통비율[73.9] 주식수[55
071050
한국금융지
2023/06/21
53,600 ▼ 600 -1.11% 163,715 210.01% 0.29% 8,786백만 최우선 53,600 53,500 시 54,300 고 54,300 저 53,200
매수
매도
한국금융지주
최고 121,000 (04/28)
배당락(0.00%)
배당락(0.00%)
최저 46,250 (10/12)
LC:15,89
HC:-55,70
110,000
100,000
90,000
80,000
70,000
60,000
53,600
-1.11%
거래량
163,715주(210,01%)
2,000K
1,500K
1,000K
163,715
210,01%
2021
2022
2023
06/21

[0600] 키움종합차트 - KOSPI200 시가총액[29,869(억)] 부채비율[1,020.1] 유보율[2,410.3] 유통비율[73.9] 주식수[55
071050
한국금융지
2023/06/21
53,600 ▼ 600 -1.11% 163,715 210.01% 0.29% 8,786백만 최우선 53,600 53,500 시 54,300 고 54,300 저 53,200
매수
매도
한국금융지주
최고 64,800 (02/08)
최저 50,800 (01/03)
LC:5,51
HC:-17,28
64,000
63,000
62,000
61,000
60,000
59,000
58,000
57,000
56,000
55,000
53,600
-1.11%
52,000
51,000
거래량
163,715주(210,01%)
163,715
210,01%
2022/12
02
03
04
05
06
06/21

에치에프알
실적 부진 이어질 것, 주식 모으기 운동 주가 영향 미미
[출처] 하나증권 김홍식 애널리스트

매수 유지, TP 3만원으로 하향, 장기 매수 전략 추천

HFR에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 초장기적으로 연 평균 매출액 2,000억원, 영업이익이 200억원 이상을 달성할 수 있는 체력을 갖춘 회사이고, 네트워크장비 산업의 성장성을 감안하면 시가총액 4천억원 이상에서 형성될 수 있는 펀더멘탈을 갖추었다고 평가되기 때문이다. 하지만 향후 12개월 Forward 이익 추정치 변화를 감안하여 목표 주가는 30,000원으로 하향 조정한다. 이전 자료에서 언급했듯이 상반기 실적이 부진할 전망인데다가 하반기 수주 성과가 도출된다고 해도 매출로 반영되는 시기는 2024년일 가능성이 높아 보인다. 단기 관망, 장기 매수 관점으로의 전환을 추천한다.

2분기에도 적자 각오해야, 하반기 수주 성과 점검 필요

HFR은 2023년 1분기에 이어 2분기에도 부진한 실적을 기록할 전망이다. 연결 매출액 334억원(-65% YoY, -9% QoQ), 연결 영업이익 -13억원(적전 YoY, 적확 QoQ)이 예상되는데 실적 부진의 주된 요인은 미국 프론트홀 매출 급감 때문이다. 하반기엔 수년째 지속 발생하고 있는 전통적인 일본/국내 PON 매출 및 일부 DAS 매출이 발생하면서 계절적 매출 증가 효과가 나타나겠지만 적자를 탈피하는 수준에 그칠 것으로 판단된다. 결국 후찌쯔를 통한 미국 AT&T/버라이즌 매출 정상화와 더불어 디씨네트워크로의 신규 진입, 오픈랜 시장 확대가 이루어져야 실적 회복이 가능할 것이다. 하반기 미국 수주 성과에 주목할 필요가 있겠다.

주식 모으기 운동이 빛을 발하기엔 어려운 환경으로 평가

최근 HFR 소액주주들의 지분 모으기가 활발하다. 경영진에게 압력을 행사함으로써 주가 부양에 나서겠다는 취지인 것 같다. 하지만 과거 유비쿼스홀딩스와 같은 성과를 내긴 쉽지 않아 보인다. 유비쿼스는 내수 시장을 기반으로 안정적인 이익 창출을 지속하였고 기업 분할이 주주들의 불만을 폭발시키는 계기가 되었지만 HFR은 사정이 다르기 때문이다. HFR은 이익 변동성이 커 배당 성향 조정만으로는 안정적 배당을 기대하기 어렵고 자사주 매입 소각 외엔 주주이익환원정책 개선 여지가 크지 않다. 비핵심 분야로의 경영 누수, 자회사 불법 지원, 회사 분할/합병을 통한 소액주주 권익 침해 행위도 포착되지 않는다. 결국 경영 개선 소지가 많아야 소액주주 결집이 큰 효과를 볼 텐데 현 상황으로만 보면 행동주의 펀드가 백기사로 나설 가능성이 낮다. 취지는 좋지만 소액주주들이 기대하는 결과가 도출되긴 쉽지 않아 보인다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	206.4	366.3	179.4	383.2
영업이익	21.8	90.2	8.6	84.3
세전이익	21.4	86.1	13.6	83.9
순이익	18.6	68.3	11.1	64.6
EPS	1,440	5,118	820	4,789
증감율	흑전	255.42	(83.98)	484.02
PER	23.06	7.23	26.89	4.60
PBR	4.63	2.81	1.57	1.17
EV/EBITDA	16.21	4.23	12.65	1.75
ROE	22.30	50.63	6.03	29.12
BPS	7,177	13,151	14,053	18,842
DPS	0	0	0	0

아스플로
작지만 성장 잠재력이 큰 기업
[출처] 이베스트투자증권 남대종 애널리스트

기업개요

반도체 장비 및 고순도 특수가스 라인에 사용되는 고청정 소재 부품을 제조하는 기업으로2001년 설립되었으며, 2005년 삼성전자, SK하이닉스에 튜브, 피팅류 부품을 공급하기 시작했고, 2018년 글로벌 장비업체 A사, 2023년 L사로 고객이 확대되고 있다.

글로벌 반도체 업체들의 Capex 축소에도 불구하고
2H22 이후 급격한 반도체 시장의 냉각기를 겪으면서 반도체 장비 업체들의 실적은 부진을 면치 못하고 있다. 메모리 반도체 업체들의 Capex는 2023년 DRAM $21.0 Bil., NAND $19.4 Bil.으로 각각 -30%YoY, -40%YoY 축소될 것으로 예상된다. 그러나 아스플로의 1Q23 실적은 매출액 223억원(-14%QoQ, +57%YoY), 영업이익 30억원(-10%QoQ, 흑전 YoY / opm 13%)로 양호한 실적을 기록했으며, 2023년 연간 실적은 매출액 1,200억원, 영업이익 200억원을 목표로 하고 있다.

성장 잠재력은 글로벌 고객 확보에서부터

글로벌 반도체 장비업체를 고객으로 확보했다는 것은 반도체 시장뿐만 아니라 OLED 시장에도 공급이 가능하다는 의미이다. 삼성전자는 평택 4라인 건설을 추진하고 있고, 삼성디스플레이는 8.7세대 대형 OLED 라인 건설을 검토하고 있다. 아스플로의 Capa는 매출액 기준 1,800억원에서 2023년말 3,000억원으로 확대될 것이므로 고객 확대와 함께 성장 잠재력이 돋보인다 할 수 있다.

Valuation보다는 성장성

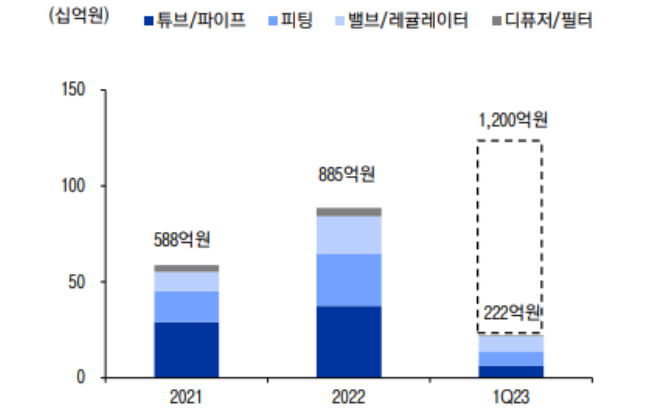
현 주가는 59%YTD 상승했으나, 컨센서스 실적 기준 2023년 P/E 10.7x, 2024년 P/E 7.5x이며, 2024년 EPS growth 44%, ROE 30%인 점을 고려할 때 여전히 높은 상승 여력을 보유하고 있는 것으로 판단한다

재무데이터

(십억원)	2019	2020	2021	2022
매출액	41	45	59	89
영업이익	3	5	4	11
순이익	3	7	4	9
ROE (%)	14.5	28.7	10.8	18.0
PER (x)	n/a	n/a	51.0	22.1
PBR (x)	n/a	n/a	1.5	3.8

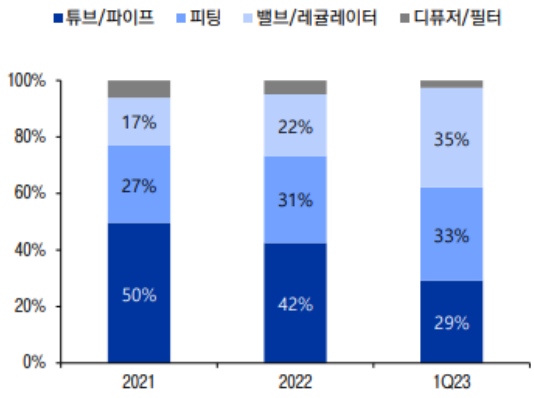
자료: 아스플로, 이베스트투자증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결 기준

그림1 제품별 매출액 추이



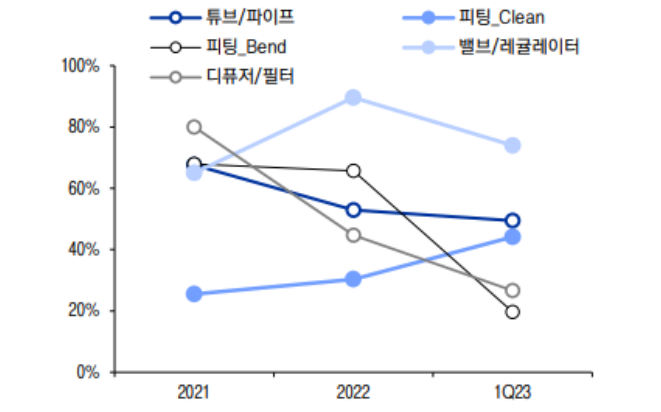
자료: 아스플로, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 제품별 매출 비중 추이



자료: 아스플로, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 제품별 가동률 추이

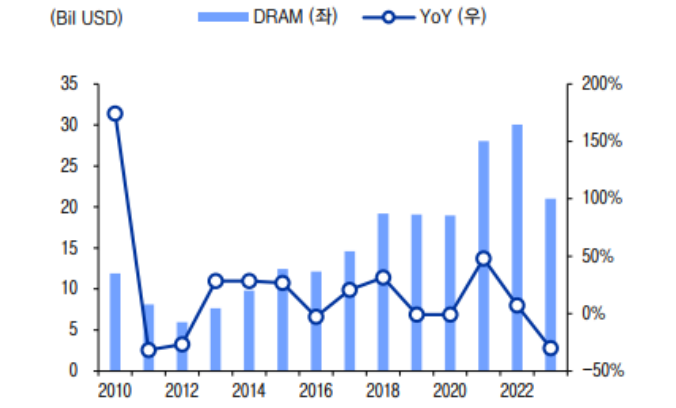


자료: 아스플로, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 아스플로_튜브/파이프

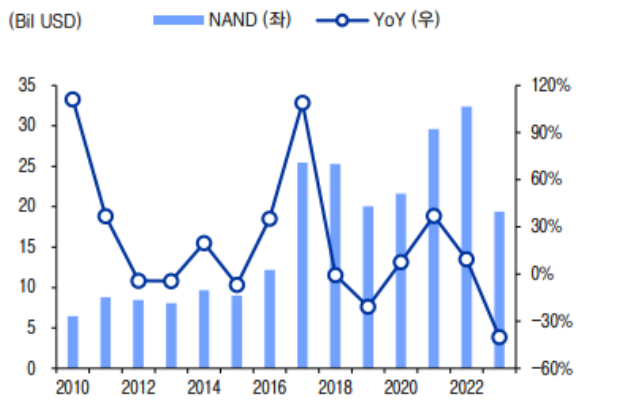
자료: 아스플로, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 글로벌 DRAM Capex 추이



자료: TrendForce, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 글로벌 NAND Capex 추이



자료: TrendForce, 이베스트투자증권 리서치센터

루닛
블록버스터의 파트너
[출처] 유안타증권 하현수 애널리스트

중장기 성장은 루닛 스코프가

루닛 스코프는 아직까지 연구용 매출 수준에 머물러 있으며 대부분 가던트 헬스를 통해 발생. 연초에 PD-L1 분석 솔루션 시판을 시작했으며, HER2 등의 바이오마커로 확대할 예정. ADC 파이프라인들이 빠르게 증가하면서 IHC 분석이 증가할 것으로 예상되는 반면, 병리과 전문의 수는 감소중에 있어 AI 솔루션 보조 판독에 대한 수용도 높을 것으로 기대.
스코프 IO는 현재 빅파마 2곳과 사용 계약을 체결했으며 임상 단계에서 사용중. 기존 PD-L1에 비해 높은 정확도를 보여주면서 TMB/MSI-H 등에 비해 다수 환자 선별이 가능해 면역항암제의 동반진단 바이오마커가 될 것으로 예상.

판매 지역 확대 시작, 루닛 인사이트

루닛 인사이트는 AI 진단 솔루션으로 판매 지역 확대에 따라 견조한 매출 증가 예상. 현재 해외 매출의 대부분은 후지 필름을 통해서 발생하며 일본, 동남아 및 남미 매출 비중이 높음. 23년 하반기부터 GE 헬스케어, 필립스 등의 의료 장비에 솔루

션이 포함되어 판매될 것으로 예상되며 미국, 유럽 등에서 매출 확대 기대.
유방암 진단시 영상의학 전문의 2인의 이중 판독을 권고하는 유럽 시장의 특수성은 루닛 인사이트 MMG가 빠르게 침투할 수 있을 것으로 기대되는 시장. RWD 임상 등에서 동사 솔루션 활용시 이중 판독 대비 비열등함을 증명. 유럽 가이드라인 변경 시점은 25~26년 경으로 예상하며 동사 솔루션이 활용될 것으로 전망.

목표주가 14만원, 매수 의견 제시

목표주가 14만원, 매수 의견으로 커버리지 개시. 루닛 스코프IO 출시 3년차인 27년 예상 순이익 1,211억원을 현가화한 후 글로벌 동반 진단 기업 12MF P/E 평균인 22.8을 적용하여 산출.
AI 테마에 대한 관심과 1분기 호실적으로 인한 기대감으로 단기에 주가가 빠르게 상승했으나 인사이트와 스코프 관련 모멘텀이 유효하다고 판단. 다만, 1분기 실적은 1회성 이익과 비용 절감 영향으로 2분기 실적 하락은 불가피하며 주가 하락시 매수 기회로 판단.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	2Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4	71.3	-60.9	9	-51.9
영업이익	-13	적지	적지	-6	-118.0
세전계속사업이익	-13	적전	적지		
지배순이익	-13	적전	적지	-6	-116.2
영업이익률 (%)	-300.2	적지	적지	-66.3	-233.9 %pt
지배순이익률 (%)	-302.7	적전	적지	-67.4	-235.3 %pt

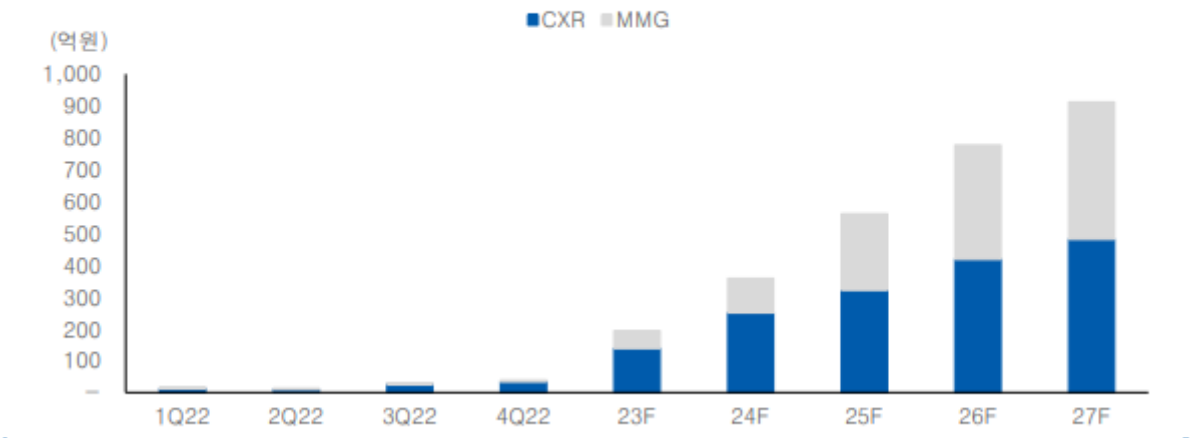
자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	7	14	30	50
영업이익	-46	-51	-34	-15
지배순이익	-74	-39	-34	-17
PER	-	-8.0	-36.6	-75.2
PBR	-	5.3	34.4	63.4
EV/EBITDA	-	-6.3	-39.8	-90.0
ROE	114.6	-110.3	-64.7	-59.3

자료: 유안타증권

루닛 인사이트 매출 추이 및 전망



자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

[0600] 키움종합차트 - KOSDAQ 시가총액[16,783(억)] 부채비율[41.0] 유보율[1,027.1] 유통비율[59.4] 주식수[12,341(
328130
루닛
227/227
2023/06/21
136,000 ▲ 5,300 +4.06% 2,139,792 73.51% 17.34% 287,509백만 최우선 136,000 135,900 시 134,800 고 139,800 저 126,800
매수
매도
루닛 종가 단순 3 5 20 60 120 종가 단순 33 8 224 15 10 500억 강세패턴
최고 139,800 (06/21)
배당락(0.00%)
최저 18,900 (10/13)
거래량
2,139,792주(73.51%)
2022/07
09
10
11
12
2023/01
02
03
04
05
06
06/21

[0600] 키움종합차트 - KOSDAQ 시가총액[16,783(억)] 부채비율[41.0] 유보율[1,027.1] 유통비율[59.4] 주식수[12,341(
328130
루닛
120/227
2023/06/21
136,000 ▲ 5,300 +4.06% 2,139,792 73.51% 17.34% 287,509백만 최우선 136,000 135,900 시 134,800 고 139,800 저 126,800
매수
매도
루닛 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 139,800 (06/21)
락(0.00%)
최저 26,400 (12/26)
거래량
2,139,792주(73.51%)
2022/12
02
03
04
05
06
06/21