

2023.07.04(화) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-07-04 오전 4:12

수정한 날짜: 2023-07-04 오후 12:01

2023.07.04(화) 증권사리포트

삼성바이오로직스

2Q23 Pre : 안정적인 본업 성장

[\[출처\] DS투자증권 김민정 애널리스트](#)

2Q23 Preview: 안정적인 본업 성장 유지

투자의견 매수, 목표주가 1,100,000원을 유지한다. 2Q23 삼성바이오로직스 별도기준 매출액 및 영업이익을 각 5,964억원(+18.4% YoY), 2,289억원(+33.1% YoY)으로 컨센서스 부합 전망한다. 2023년 상저하의 방향성은 하반기에 배치별 품목 전환이 적어 생긴 이슈로 큰 변화 없이 진행될 예정이다. 2023년 삼성바이오로직스 별도기준 연간 매출액은 2조 8,450억원, 영업이익은 1조 2,239억원으로 전망한다.

삼성바이오로직스의 수주활동은 3월 28일 3,278억원, 4월 26일 7,060억원, 5월 30일 1,075억원 등 원활하게 진행되고 있으며 이러한 수주 성과는 5공장 증설 결정의 근거가 되었다. 삼성바이오로직스의 주가는 경쟁사들의 신규 설비 가동 개시 시점(ex. 2023년 후지필름 12만 리터, 2024년 론자 12만 리터 등)이 다가오면서 ASP 하락 우려로 최근 하락하였다. 그러나 동사에 따르면 배치당 단가 하락은 없는 것으로 알려져 있으며 현 수주 활동이 원활함에 따라 해당 조정은 과다한 것으로 판단한다.

감가상각비 상승으로 영업이익 훼손, 단 2024년 회복 전망

2023년 연간 영업이익은 18만 리터에 대한 감가상각비가 2022년 1,800억 상당에서 2023년 2,300억으로 500억원이 추가 상승할 것으로 전망됨에 따라 다소 하향될 가능성이 높다. 그러나 이미 삼성바이오로직스는 1분기를 통해 1~3공장의 생산 효율화를 증명하였기에 4공장 매출이 본격적으로 반영될 2024년에는 영업이익이 구조적으로 회복할 것으로 전망한다.

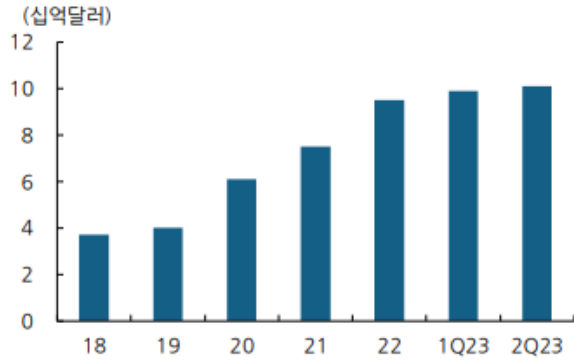
에피스는 6월 23일 3대 PBM사 중 하나인 OptumRx의 사보험 fomulary 등재에 BI와 산도즈가 추가 편입됨에 따라 OptumRx fomulary 등재 여부가 불투명해졌다. 그러나 로직스 기업가치 핵심 CDMO 사업이 공고하게 유지되고 있으며 이미 휴미라시밀러 시장은 공격적인 약가 인하(삼성바이오로직스/오가는 -85% 약가 인하) 및 경쟁 격화로 매출 및 영업이익을 보수적으로 판단하고 있어 기업가치에 큰 영향을 주지 않을 것으로 전망한다

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,568	2,437	2,845	3,220	3,867
영업이익	536	968	1,224	1,268	1,563
영업이익률(%)	34.2	39.7	43.0	39.4	40.4
세전이익	547	923	1,253	1,242	1,536
지배주주지분순이익	423	687	941	932	1,153
EPS(원)	6,320	9,649	13,216	13,099	16,197
증감률(%)	68.6	52.7	37.0	-0.9	23.7
ROE(%)	13.2	12.8	12.1	10.7	11.8
PER (배)	141.2	85.1	56.3	56.8	45.9
PBR (배)	17.3	8.0	6.4	5.8	5.1
EV/EBITDA (배)	86.9	49.8	34.3	32.2	26.3

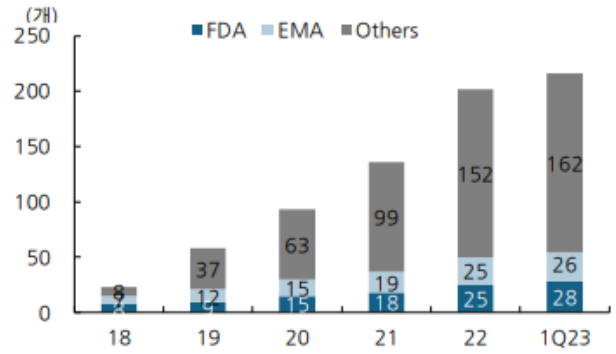
자료: 삼성바이오로직스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 별도기준

그림1 CMO 수주 금액 (누적)



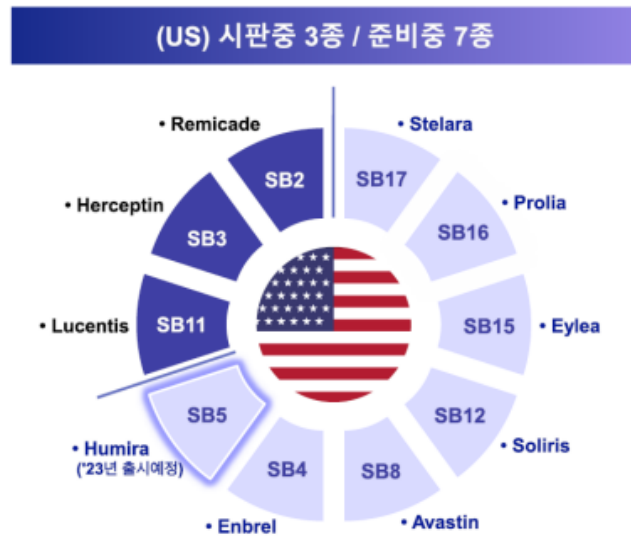
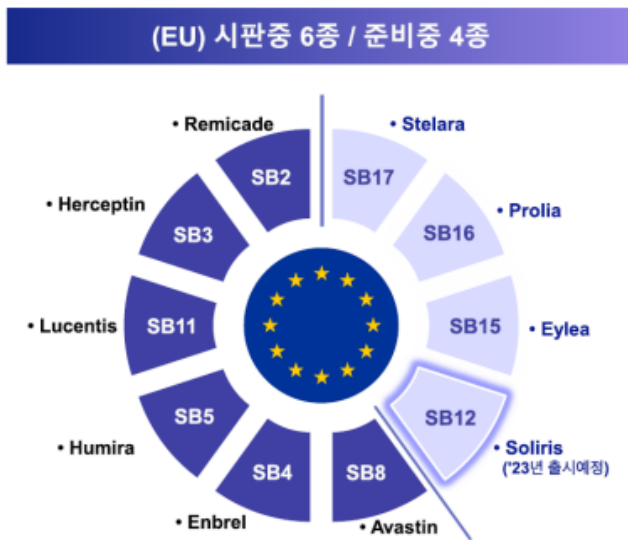
자료: 삼성바이오로직스, DS투자증권 리서치센터

그림2 CMO 승인 현황 (누적)



자료: 삼성바이오로직스, DS투자증권 리서치센터

그림4 삼성바이오로직스(에피스) 바이오시밀러 파이프라인



자료: 삼성바이오로직스, DS투자증권 리서치센터
 주: US 출시 Humira은 2023년 7월1일부로 출시되었음



효성첨단소재

올해 2분기 영업이익, 전 분기 대비 감소 전망

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

올해 2분기 영업이익, 시장 기대치 하회 전망

효성첨단소재의 올해 2분기 영업이익은 528억원으로 전 분기 대비 21.5% 감소하며, 시장 기대치를 하회할 전망이다. 역내/역외 RE 타이어 수요 저조에 따른 타이어보강재부문의 실적 둔화에 기인한다. 1) 산업자재부문 영업이익은 480억원으로 전 분기 대비 23.4% 감소할 전망이다. 성수기에도 불구하고, 여전히 전방 업체들의 높은 재고 영향으로 타이어보강재부문의 실적이 둔화되었기 때문이다. 다만 탄소섬유/아라미드 등 특수섬유의 경우 수요 호조 및 원가 하락으로 여전히 높은 수익성을 지속하고 있는 것으로 보인다. 2) 기타부문 영업이익은 48억원으로 전 분기와 유사할 전망이다. 스판덱스 가격이 하락세로 전환되었으나, 물량 증가 및 PTMEG/MDI 등 원재료 가격 하락에 기인한다.

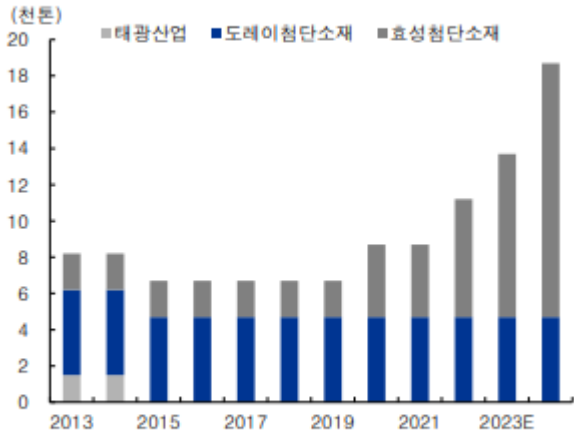
내년 상반기 탄소섬유 생산능력, 1.4만톤으로 확대 전망

동사는 성장성이 큰 탄소섬유의 시장 지배력 강화를 위하여 기존에 계획되었던 전주 No.5/No.6 탄소섬유 플랜트 건설 계획을 1년 앞당길 전망이다. 내후년 상반기까지 가동을 계획하였던 5천톤의 탄소섬유 증설분이 내년 1~2분기에 순차적으로 완공될 전망이다. 이에 동사의 탄소섬유 생산능력은 현재 9천톤에서 내년 상반기 1.4만톤으로 증가하게 된다. 동사가 기존 증설 일정을 변경한 이유는 산업용/항공용/풍력용 수요가 증가하는 가운데, 태양광 단열재 수요 확대에 의한 판가/수익성 개선으로 투자 경제성이 큰 쪽으로 개선되었기 때문으로 판단된다. 한편 올해 동사의 탄소섬유 매출액 또한 작년 No.3 플랜트 증설분의 온기 가동, 올해 4월부터 No.4 플랜트 증설분 본격 상업화 및 판가 상승으로 작년 대비 100% 이상의 성장이 예상된다. 또한 에너지 비용 상승에도 불구하고, 판가 상승, 수출주에 우호적인 환율, 미국/유럽 등 역외 수급 타이트 현상 발생, 증설에 따른 규모의 경제 효과 및 지속적인 증설 추진으로 인한 신규 라인 수율 안정화 학습 효과 등으로 작년에 이어 올해도 높은 수익성을 지속할 전망이다.

(단위:십억원배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,598	3,841	3,494	3,858	4,211
영업이익	437	315	263	341	404
세전이익	412	213	151	254	312
지배주주순이익	251	125	100	161	198
EPS(원)	55,960	27,978	22,226	35,958	44,086
증가율(%)	318,756.6	-50.0	-20.6	61.8	22.6
영업이익률(%)	12.1	8.2	7.5	8.8	9.6
순이익률(%)	9.2	4.2	3.5	5.0	5.6
ROE(%)	54.7	19.1	13.6	20.1	21.6
PER	10.7	11.9	20.7	12.8	10.4
PBR	4.4	2.1	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	6.9	6.4	7.9	6.8	6.0

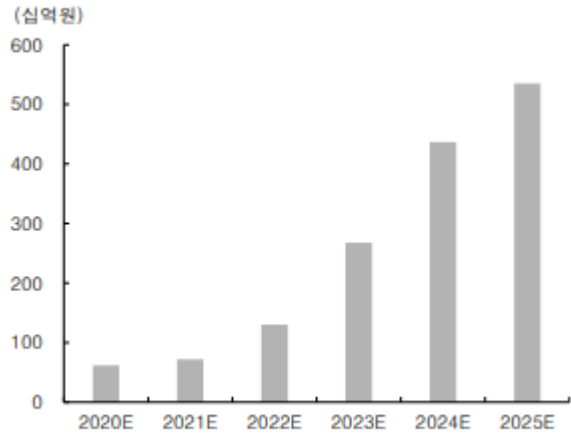
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 탄소섬유 업체 생산능력 추이



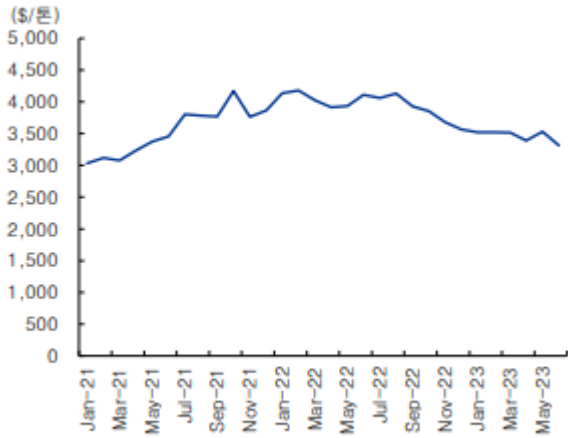
자료: 각사, IBK투자증권

그림 2. 효성첨단소재 탄소섬유 매출액 추이/전망(추정치)



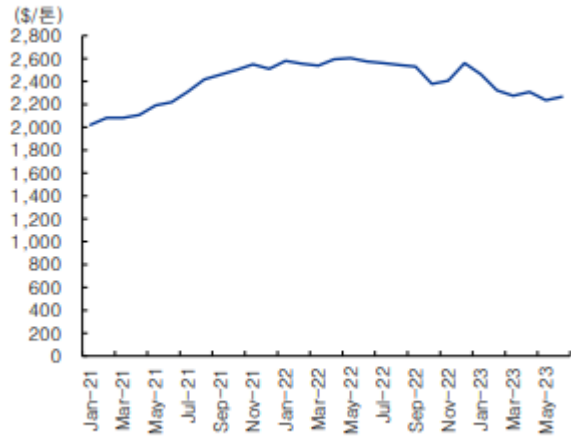
자료: 효성첨단소재, IBK투자증권

그림 3. 국내 PET 타이어코드 가격 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 4. 국내 스틸코드 가격 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권



동원F&B

2Q23 Pre : 탑라인은 견조

[\[출처\] 하나증권 심은주 애널리스트](#)

2Q23 Pre: 어려운 영업환경 속에서 선방 중

2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 977억원(YoY 13.8%), 250억원(YoY 11.5%)으로 추정한다. ① 식품 매출액은 YoY 8% 증가할 것으로 예상된다. 참치캔 매출이 판가 인상 효과 및 B2B 채널 물량 증가 기인해 여전히 견조한 것으로 파악된다. 2분기 참치 투입어가는 톤당 약 1,950불(YoY 12%)로 추정된다. 환율까지 감안시, 원화 기준 부담액은 YoY 80~100억원 증가했을 것으로 추산된다. 판가 인상으로 원가 부담을 일부 상쇄했을 것으로 판단된다. ② 1분기 연결사 실적 개선이 컸는데, 흐름이 이어지고 있는 것으로 파악된다. 동원홈푸드는 B2B 채널 회복 및 급식 식자재 수요 증가 기인해 YoY 두 자리 수 매출 성장을 지속할 것으로 전망한다. 손익도 YoY 소폭 개선될 것으로 예상한다. ③ 동원팜스는 작년 하반기 판가 인상 효과 기인해 YoY 유의미한 탑라인 성장을 시현했다. 올해 상반기까지는 기저효과를 기대할 수 있겠다.

어가, 원유 가격 등 원가 부담 상존

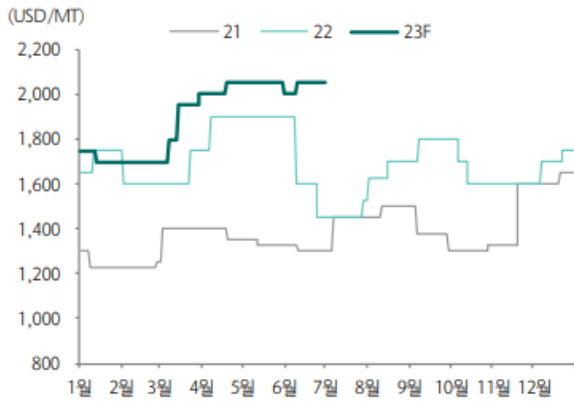
동원F&B 본업(가공식품)에서의 유의미한 매출 비중을 차지하는 카테고리는 유제품과 참치캔이다. 하반기 원유 가격 인상이 불가피할 전망이다. 더불어 글로벌 선망참치 어가도 톤당 2,000불에서 고공행진 중이다. 어가의 계절성 감안시 3분기까지 어가가 하락할 가능성은 제한적으로 판단된다. 따라서 3Q 투입어가도 2,000불 내외에서 결정될 것으로 전망한다. 고환율까지 감안하면 어가 관련된 원재료 부담만 200억원에 달할 것으로 추산된다. 일부 제품에 한하여 판가 인상을 단행하긴 했지만 이익 레버리지를 기대하기에 최근 원가 수준은 다소 부담스러운 것이 사실이다. 상기 감안시 올해 실적은 상고하저 흐름이 예상된다.

밸류에이션은 부담 없어

현 주가는 12개월 Fwd PER 5배에 거래 중인 만큼 밸류에이션은 매력적이다. 다만, 현 시점에서 하반기 갈수록 실적 모멘텀이 둔화될 것으로 전망되는 만큼 하반기 가공식품 수요 회복 속도 및 글로벌 어가 추이가 중요해 보인다.

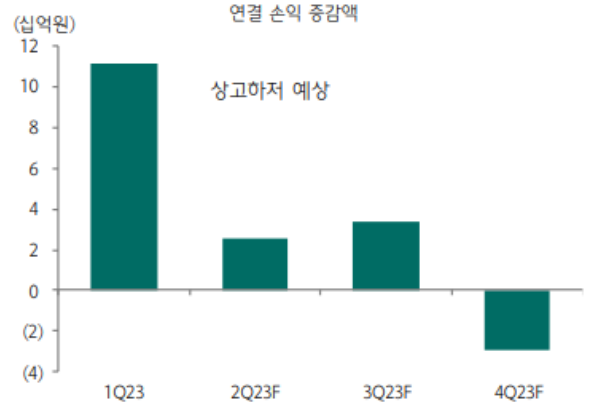
Financial Data	(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,490.6	4,023.6	4,478.9	4,770.1
영업이익	130.4	128.7	142.9	169.8
세전이익	95.9	118.6	125.2	153.6
순이익	69.5	90.8	94.8	115.1
EPS	3,602	4,707	4,911	5,964
증감율	(10.82)	30.68	4.33	21.44
PER	10.80	6.67	5.68	4.68
PBR	0.94	0.69	0.56	0.50
EV/EBITDA	6.20	5.24	4.68	3.85
ROE	8.99	10.80	10.25	11.33
BPS	41,399	45,803	50,014	55,279
DPS	700	700	700	700

도표 1. 글로벌 선망참치 어가 추이



자료: A Tuna, 마나증권

도표 2. 올해 실적은 상고하저 예상



자료: 마나증권





아모레G

2Q23 Pre : 아모레P 부진 지속

[\[출처\] 하나증권 박은정 애널리스트](#)

2Q23 Preview: 컨센서스 대비 30% 하회 예상

아모레G의 2분기 실적은 연결 매출 1조원(YoY-1%), 영업이익 514억원(YoY 흑자전환, 영업이익률 5%)으로 컨센서스를 30% 하회할 전망이다. 하회의 주요인은 핵심 자회사 아모레퍼시픽의 중국 손익 부진 및 미국 비용 확대에 기인한다. 반면에 에뛰드/이니스프리/에스쁘아 등 아모레 제외 뷰티 자회사의 합산 영업이익은 전년동기비 53% 성장 예상하며, 수익성 개선 기대된다. 아모레 제외 뷰티 계열사의 이익 비중은 2022년 20%에서 2분기 기준 30%까지 기여할 것이다.

▶아모레퍼시픽은 연결 매출 9,276억원(YoY-2%), 영업이익 344억원(YoY 흑자전환, 영업이익률 4%) 전망한다. 국내와 해외 매출 성장률은 각각 16% 감소, 25% 성장 예상한다. 면세는 전년동기비 35% 감소 전망하며, 채널의 송객 수수료율 인하 영향 이어지고 있다. 면세외 매출은 9% 감소 예상하며, 백화점/방판/이커머스/아리따움 성장률은 각각 +5%/-5%/-10%/-20% 추산한다. 해외 법인별 성장률은 중국/아세안/북미/EMEA 각각 +25%/+10%/+75%/+20%으로 전범인 낮은 기저에 따른 회복 추세 나타나고 있다. 다만, 중국 구재고페이백 및 설화수 중심 마케팅 확대/미국 일회성 행사 비용 집행 및 인센티브 지급 등으로 중국과 미국 손익 악세로 해외 합산 이익은 손익분기점 이하 지속될 것으로 보인다.

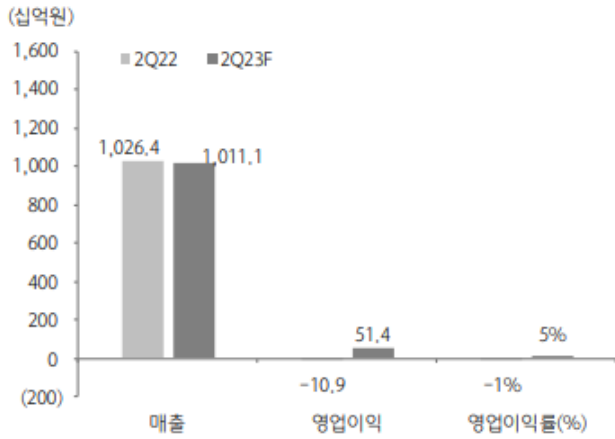
▶ 이니스프리는 매출 721억원(YoY Flat%), 영업이익 77억원(YoY+39%) 예상한다. 로드샵은 하이싱글 감소 예상된다. 매장 수가 10% 이상 감소되나, 트래픽 증가로 매장당 매출은 회복 추세이다. 이커머스는 역직구는 하락하나 국내 이커머스가 소폭 성장함에 따라 flat 예상한다. 면세는 10%대 역성장 추정한다. 수출은 아모레퍼시픽 해외법인의 이니스프리 매출 회복 등으로 두자릿수 성장 전망한다. ▶ 에뛰드는 매출 301억원(YoY+11%), 영업이익 46억원(YoY+412%) 전망한다. 이커머스/MBS 채널(합산 비중 70% 이상) 중심으로 두 자릿수 성장함에 따라 매출과 수익성 개선 흐름 이어졌다. ▶ 에스쁘아는 매출 150억원(YoY+12%), 영업이익 9억원(YoY+72%) 예상한다. 에뛰드와 유사하게 이커머스/MBS 채널(비중 70% 초반) 중심 두자릿수 성장세 이어지고, 수출은 비중국 중심으로 확대되며 10% 수준 성장한 것으로 파악된다.

하반기 점진적 개선 기대

아모레P의 추정치 하향(11%)으로 2023년 아모레G의 이익 추정치를 직전대비 9% 하향 조정했다. 이에따라 2023년 아모레G의 실적은 연결 매출 4.3조원(YoY-3%), 영업이익 3.3천억원(YoY+23%) 전망한다. 중국 관련 기대를 상당히 낮췄다. 내수 회복, 비중국 수출 증가 등으로 아모레P 제외 자회사(이니스프리/에뛰드/에스쁘아)의 이익 회복이 돋보이나, 여전히 아모레P 이익 기여도가 70%에 육박함에 따라 대중국 부진의 영향권이다. 다만, 해당 기대감을 상당히 낮췄으며, 중국 소비가 더디나 나아지고 있어, 하반기는 더 이상 나빠지기 어려워 보인다. 투자의견 매수 유지, 추정치 하향에 기인 목표주가는 4만원으로 하향한다.

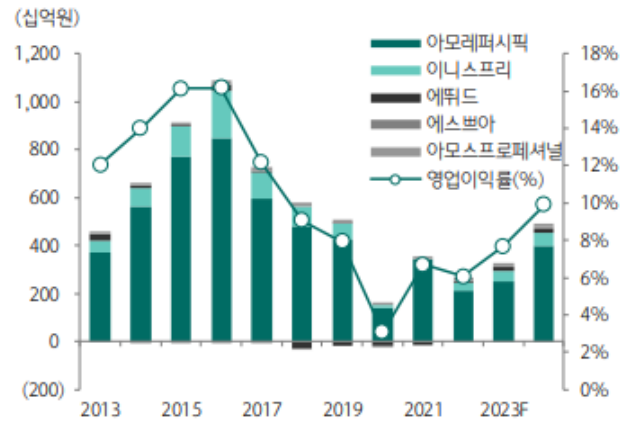
Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2021	2022	2023F	2024F	
매출액	5,326.1	4,495.0	4,343.1	5,049.8	
영업이익	356.2	271.9	333.7	500.3	
세전이익	429.6	288.4	446.1	599.1	
순이익	180.0	62.2	152.8	186.6	
EPS	1,875	648	1,592	1,944	
증감율	1,636.11	(65.44)	145.68	22.11	
PER	23.65	53.86	16.55	13.55	
PBR	1.22	0.94	0.68	0.63	
EV/EBITDA	7.26	8.42	7.65	5.79	
ROE	5.49	1.87	4.43	5.07	
BPS	36,421	36,939	38,973	41,666	
DPS	450	205	205	205	

도표 2. 아모레G 2Q23F 연결 실적 전망



자료: 하나증권

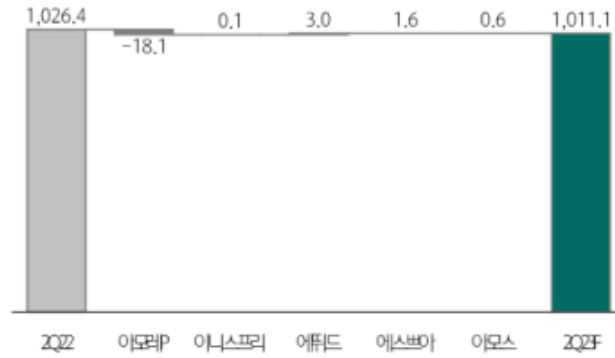
도표 3. 아모레G 법인별 영업이익 추이 및 전망



자료: 하나증권

도표 4. 아모레G 2Q23F 연결 매출 변동(YoY)

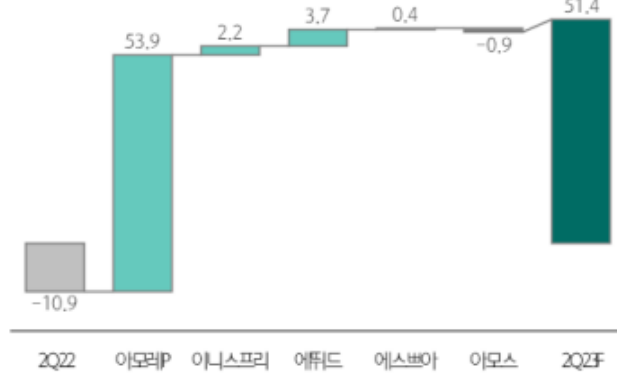
: 아모레P -181억원, 이니스프리 +1억원, 에뛰드 +30억원 기여 추정



주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권

도표 5. 아모레G 2Q23F 연결 영업이익 변동(YoY)

: 아모레P +539억원, 이니스프리 +22억원, 에뛰드 +37억원 기여 추정



주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권

도표 6. 아모레G 법인별 매출 비중 추이

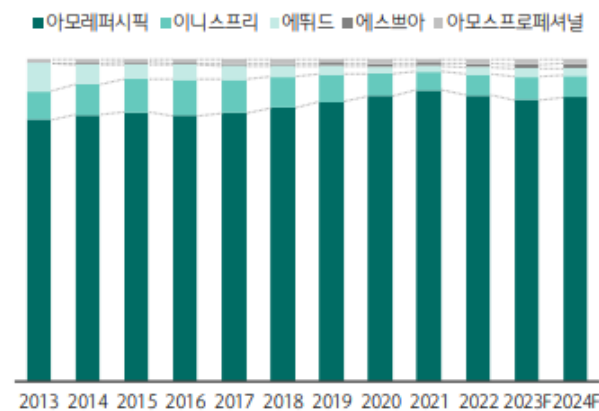
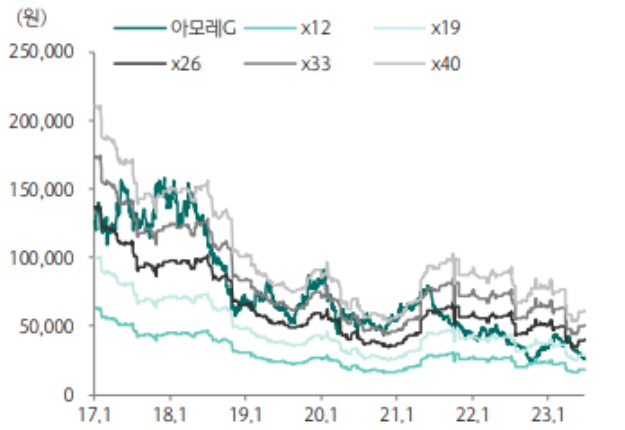


도표 7. 아모레G의 12MF P/E Band Chart





천보

아직은 기다림이 필요한 구간

[\[출처\] 키움증권 권준수 애널리스트](#)

2Q23 영업이익 18억원, 시장 컨센서스 하회 예상

2Q23 실적은 매출액 484억원(+2%QoQ, -26%YoY), 영업이익 18억원(+11%QoQ, -85%YoY)으로, 시장 컨센서스를 하회할 전망이다(영업이익 컨센서스 62억원). LiPO2F2를 중심으로 한 2차전지 소재 부문의 경우 상반기 중국 시장의 공급과잉에 따라 판매량이 평년 수준 대비 감소한 것으로 보인다.

또한, IT 업황 부진으로 전자소재 부문 매출도 전분기에 이어 부진한 것으로 파악된다. 단, 전분기 대비 출하량이 증가하여 기존에 높은 제조원가로 생산된 재고가 상당 부분 소진된 것으로 파악되는 점은 긍정적인 부분이다. 원재료인 LiPF6 가격의 하락으로 인한 제품 판가 하락 및 기존 재고의 부정적 효과, 신규 라인의 초기 가동 비용이 반영되며 수익성이 악화된 것으로 추정된다.

3Q23, 점진적인 실적 개선 기대

3Q23 실적은 매출액 687억원(+42%QoQ, -19%YoY), 영업이익 58억원(+219% QoQ, -62%YoY)을 기록할 전망이다. 2분기를 저점으로 3분기부터 점진적인 실적 개선이 예상된다. 올해 하반기 중국 전기차 시장 회복 및 LiPF6 가격 반등(5~6월)에 따른 판가 상승이 예상됨에 따라 판매량, 판가 모두 상승할 것으로 보인다. 또한 3분기부터 주력 제품인 P 전해질(1,000톤/년)과 첨가제(VC/FEC, 각 5,000톤/년)의 증설 물량이 일부 출하될 것으로 예상되며, 중국 외 지역에 대한 판매도 늘어날 것으로 기대되기 때문이다. 다만 중국 내 여전히 높은 배터리/소재 재고는 부담으로 작용할 전망이다. 한편 증설에 따른 고정비 부담의 지속 및 전자소재 부문의 부진한 실적이 3분기까지 이어질 것으로 예상되는 점은 수익성 개선의 한계 요인이 될 것으로 보인다.

목표주가 270,000원, 투자 의견 'BUY' 유지

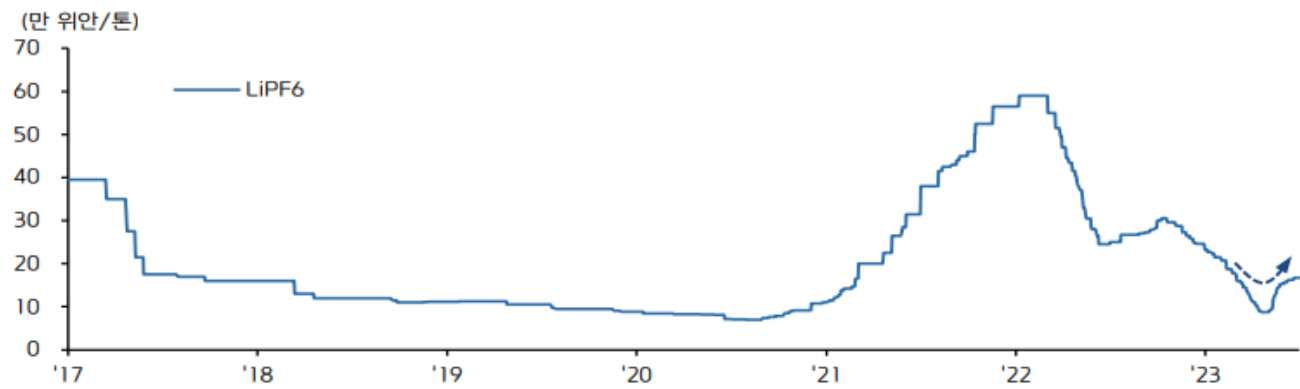
동사는 내년부터 본격적인 성장세에 돌입할 예정이다. 전기차 시장 업황 개선, CAPA 증설, 고객사 확대가 모두 기대되기 때문이다. 1) 공격적인 CAPA 증설(기존 품목 기준 23년 2.5만톤에서 27년 7.9만톤), 2) 중국 외 지역으로의 본격적인 제품 출하(유럽/미국), 3) 전해질/첨가제의 중요성 증대(LFP/하이니켈 양극재), 4) 신공법 및 저가 원료 투입을 통한 뚜렷한 수익성 개선(F/P 전해질 Target OPM 25%)이 가능할 전망이다. 실적 전망치를 반영하여 목표주가를 270,000원으로 하향하나, 중장기 성장성을 고려하여 투자 의견 'BUY'를 유지한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	271.6	328.9	275.1	641.5
영업이익	50.6	56.5	21.0	108.7
EBITDA	66.8	75.5	40.3	153.2
세전이익	54.9	36.1	11.8	95.5
순이익	48.0	42.8	10.3	83.5
지배주주지분순이익	43.8	37.4	9.0	72.8
EPS(원)	4,377	3,736	902	7,280
증감률(%YoY)	60.1	-14.6	-75.9	707.5
PER(배)	79.6	58.4	213.6	26.5
PBR(배)	12.24	6.36	5.54	4.63
EV/EBITDA(배)	52.6	30.6	54.2	15.2
영업이익률(%)	18.6	17.2	7.6	16.9
ROE(%)	17.2	11.9	2.6	19.1
순부채비율(%)	3.1	20.0	51.2	70.5

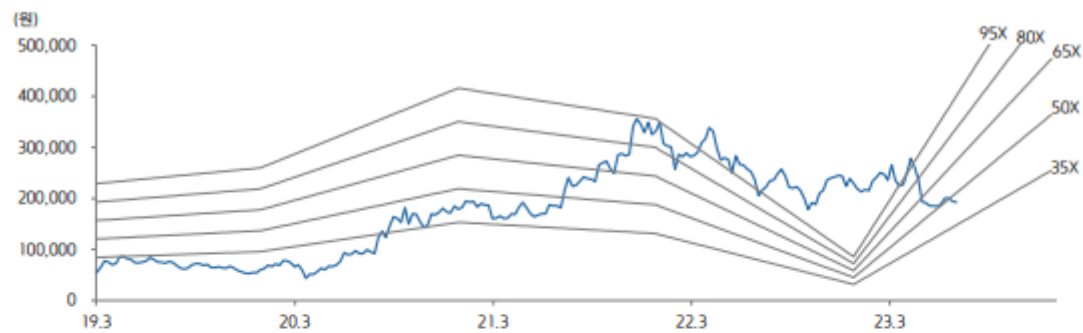
자료: 키움증권 리서치센터

LiPF6 가격 추이



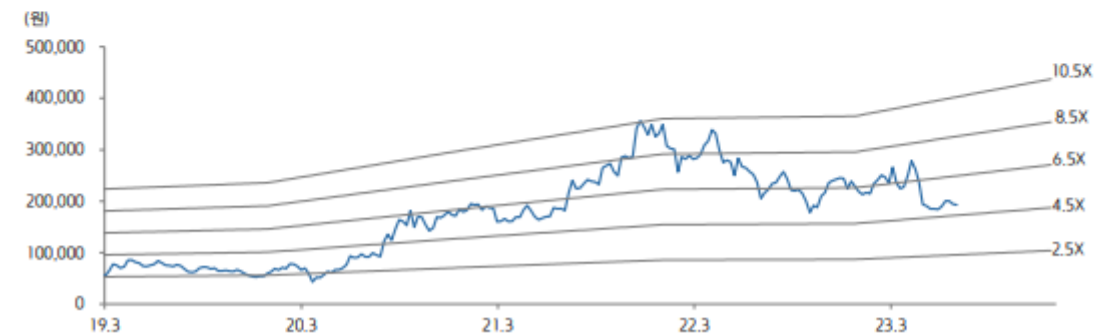
자료: Wind, 키움증권 리서치센터

전보 12M Fwd. P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

전보 12M Fwd. P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터



솔브레인

하반기부터 실적 개선

[\[출처\] NH투자증권 도현우 애널리스트](#)

2024년 GAA 공정 양산

솔브레인에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가를 기존 270,000원에서 300,000원으로 상향. 목표주가 상향 근거는 밸류에이션 기준년도를 2023년에서 2024년으로 변경. 고객사 3nm 파운드리 공정 양산이 2024년 이후 솔브레인 실적에 수혜 3nm GAA(Gate All Around) 공정에 솔브레인이 개발한 식각액이 사용. GAA 구조는 Si와 SiGe 스택을 핀 어레이로 식각한 후 등방성 식각으로 핀에서 SiGe를 제거해서 와이어 혹은 시트를 남기는 공정이 적용. 이 공정에서 SiGe와 Si를 선택적으로 제거하기 위한 정밀한 식각 공정이 필요

하반기 반도체 수급 개선

2Q23 실적은 부진할 것으로 예상. 고객사의 감산이 본격화되며 감산 영향이 1Q23보다 2Q23에 심화될 것으로 전망. 디스플레이도 업황이 좋지 않아 2Q23 실적에 영향. 중국 스마트폰 업황이 반등하지 않아 TG 매출 개선 부진한 것으로 추정. 매출의 상당 부분이 LCD라 고객사 Capa 축소 영향이 지속

2023년 하반기부터 반도체 수급이 개선되며 실적이 반등할 것으로 예측. 최근 감산을 기점으로 일부 고객사들의 재고 축적 수요가 다시 시작되고 있음. 3D NAND가 200단 이상에서 적층 수를 늘리는 속도가 느려지고 피쳐 스케일링이 가속화되는 방향으로 집적도가 높아질 것으로 전망되는 점도 솔브레인에 장기적으로 수혜

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	1,091	969	1,236	1,476
증감률	6.5	-11.1	27.5	19.4
영업이익	207	194	257	342
증감률	9.6	-6.2	32.1	33.3
영업이익률	19.0	20.0	20.8	23.2
(지배지분)순이익	163	152	197.7	263
EPS	20,928	19,500	25,416	33,747
증감률	9.6	-6.8	30.3	32.8
PER	10.4	12.8	9.8	7.4
PBR	2.2	2.1	1.8	1.4
EV/EBITDA	5.7	6.2	4.5	2.9
ROE	23.0	17.9	19.7	21.5
부채비율	17.0	12.9	13.6	13.3
순차입금	-231	-401	-578	-822

단위: 십억원, %, 원, 배



금호석유

2,3분기 수익성 스팟대비 저조할 수 있어

[\[출처\] 키움증권 정경희 애널리스트](#)

2분기 영업이익 전기비 하락, 당분간 약세 지속 예상

동사는 1분기 매출액 약 1.63조(QoQ -6%, YoY -28%), 영업이익 826억원(QoQ -37%, YoY -77%)로 당사 기존 추정치 및 컨센서스를 하회하는 다소 실망스러운 실적이 예상된다. 정기보수로 전사 제품군의 가동율 감소, 이와 연결된 기타 부분의 가동율 조정 뿐 아니라, 2분기 업황 개선에 대비해 구매했던 원재료 부담으로 영업이익이 영향을 받은 것으로 보인다. 즉 주요 원재료인 Butadiene의 경우 Spot 합성고무(SBR, BR)기준 1분기 대비 2분기 마진이 약 50%대로 증가한 것으로 나타나지만, 1분기 고가의 Butadiene가 일부 투입되며, Spot 마진 대비 합성고무 이익률은 저조한 것으로 예상되며 이 영향은 3분기까지 지속될 수 있다

수익성 정체와 별개로 긍정적 요인 3가지

동사는 수익성 측면에서는 당초 기대를 하회할 가능성이 있지만, 영업외 측면에서는 긍정적인 내용들이 있다. 1)'23년말 기준 부채비율 32%, 현금성자산 약 4900억원 수준의 양호한 재무건전성으로 금리 변화기에 유리한 상황이며, 2)현재 합성고무, NB-Latex, 합성수지, Phenol chain 등 주요 제품군이 모두 약세로 향후 수익성 하방보다 상방 가능성이 크다고 볼 수 있기 때문이다. 또한 3) 9월 20일 기한의 자사주 1000억 매입, 3세 경영시작을 감안시 이후 동사의 신성장 전략이 구체화될 것으로 기대한다. 상대적으로 비교하면 순수화학군에서 NCC대비 감익 폭은 크지 않고, 재구조는 탄탄하며, 신성장 스토리가 하반기 혹은 내년 상반기에 가시화되는 시점으로 볼 수 있다.

목표주가 136,000원 하향, MARKETPERFORM 유지

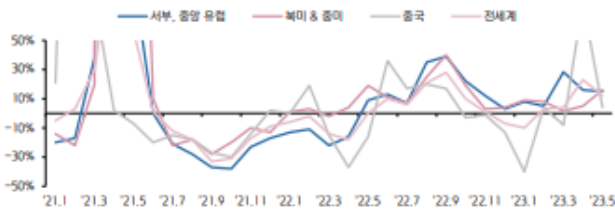
동사의 '23년 영업이익은 여타 국내 기초화학사 대비 비교적 견조한 수준의 3,695억원(YoY -68%)을 추정하며, 재무구조 또한 순현금 약 400억원('23년말)로 양호하다. 다만 전방 수요 약세 및 고가의 Butadiene 투입 영향이 3분기까지 지속될 것으로 예상함에 따라 이익 추정치 변경 및 이를 반영한 PBR 0.7x(ROE 하락에 대한 할인율 적용)를 적용하여 목표주가 136,000원을 제시한다. 투자 의견은 현재 주가와 괴리율이 10% 이내로 기존의견 Marketperform을 유지한다

투자지표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	8,461.8	7,975.6	6,556.0	6,339.6
영업이익	2,406.8	1,147.7	369.5	385.3
EBITDA	2,615.0	1,391.6	611.3	656.6
세전이익	2,618.1	1,251.6	481.4	503.5
순이익	1,965.6	1,025.7	394.5	412.7
지배주주지분순이익	1,965.5	1,025.4	394.4	412.6
EPS(원)	58,694	31,017	12,197	12,758
증감률(% YoY)	237.2	-47.2	-60.7	4.6
PER(배)	2.8	4.1	11.0	10.5
PBR(배)	1.09	0.72	0.74	0.71
EV/EBITDA(배)	1.8	2.6	6.7	5.9
영업이익률(%)	28.4	14.4	5.6	6.1
ROE(%)	47.8	19.1	6.8	6.9
순차입금비율(%)	-14.4	-6.3	-0.7	-4.6

O/E 타이어 YoY 변화:

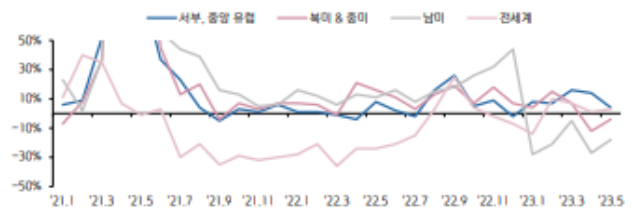
Passenger Car 및 Light Truck



자료: 미쉐린, 키움증권 리서치
주: '21년 1월 이후 월별 data

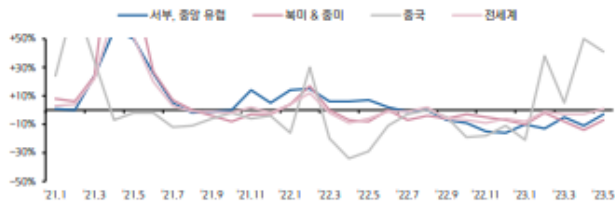
O/E 타이어 YoY 변화:

Truck 및 Bus



R/E 타이어 YoY 변화:

Passenger Car 및 Light Truck



자료: 미쉐린, 키움증권 리서치
주: '21년 1월 이후 월별 data

R/E 타이어 YoY 변화:

Truck 및 Bus

