

## 2023.07.10(월) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-07-10 오전 4:14

수정한 날짜: 2023-07-10 오전 7:27

### 2023.07.10(월) 증권사리포트

SK이노베이션

2Q23 Preview - 배터리 순항 중, 정유 Bottom out

[\[출처\] 유진투자증권 황성현 애널리스트](#)

투자의견 BUY, 목표주가 216,000원 유지, 정유/화학/배터리 섹터 최선호주로 추천

2Q23 매출액 19조원(-5%yoy), 영업이익 102억원(-99%yoy), 당기순손실 1,708억원(적자yoy)으로 부진한 실적 전망. 국제유가 변동성 확대로 정유 사업의 재고 손익, 마진 급락하며 영업손실이 3,850억원으로 확대되기 때문.

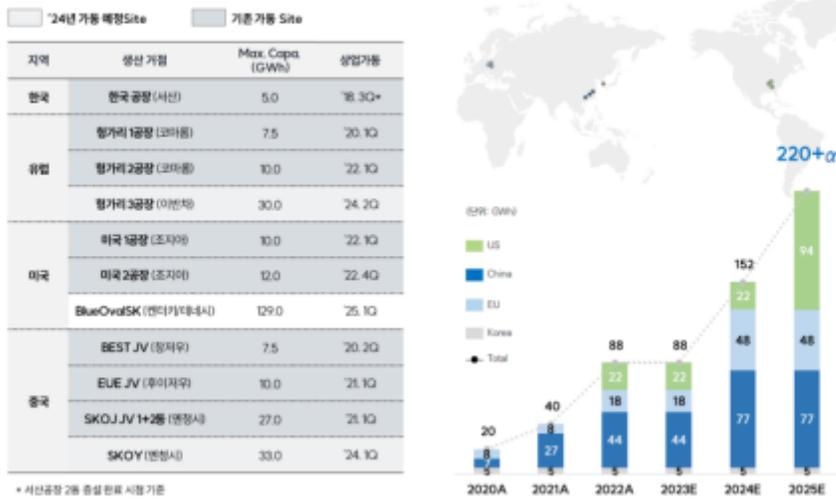
그러나 실적 부진의 원인인 유가, 정제마진 모두 하반기에는 반등을 예상. 선진국을 중심으로 주춤하던 가솔린, 디젤 수요가 다시 증가하기 시작했으며, CDU 가동률도 반등 중. 미국의 수요 회복이 강할 경우 에너지 순수출 감소, IEA 가입국 규정 충족을 위한 전략비축유 매입이 본격적으로 시작될 수 있어 유가, 석유 제품 모두 하방 지지 예상

배터리는 매출액 3.2조원(+148%yoy), 영업손실 955억원(적자yoy)으로 적자 축소 예상. 판가 하락과 원가 투입 시차 영향에도 AMPC 소급 반영으로 수익성 개선 전망. 특히 수율이 향상되며 하반기 단위 고정비가 20달러/kWh를 하회해 4분기 손익분기점 도달 예상. 기존 추정 대비 흑전 시기가 늦춰진 것은 R&D 비용을 상향 반영했기 때문

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	78,057	78,904	84,659	92,276
영업이익	3,917	1,471	3,962	5,618
세전손익	2,860	776	3,172	4,796
당기순이익	1,895	603	2,451	3,683
EPS(원)	16,969	5,237	20,219	28,870
증감률(%)	437.2	-69.1	286.1	42.8
PER(배)	9.1	31.7	8.2	5.7
ROE(%)	8.5	2.6	9.8	12.5
PBR(배)	0.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	5.3	9.1	6.0	5.3

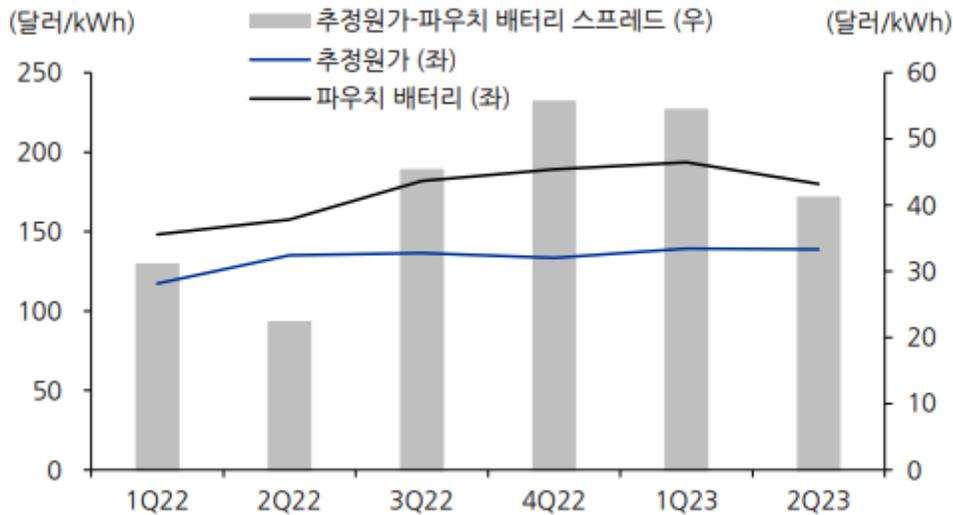
자료: 유진투자증권

도표 3. 배터리 생산능력 전망



자료: SK 이노베이션, 유진투자증권

도표 4. 파우치 배터리 가중평균 스프레드



자료: KITA, 유진투자증권



---

대웅제약

소송에 가려진 너

[\[출처\] 키움증권 허혜민 애널리스트](#)

## 2분기 실적 기대치 부합 전망

2분기 매출액은 3,146억원(YoY +7%, QoQ +8%), 영업이익 356억원(YoY +6%, QoQ +15%, OPM +11%)로 시장 컨센서스 매출액 3,187억원과 영업이익 355억원에 부합할 것으로 예상된다.

상품 제품인 포시가(당뇨, SGLT-2 억제제)의 약가 인하 집행정지 가처분신청이 인용되어 '24.2월까지 약가인하 집행정지되면서 기존 약가가 유지된다. 다만, 4월 특허 만료되어 후발 제품 출시로 인해 경쟁은 심화될 것으로 추측된다. 지난 5월 동사의 SGLT-2 억제제 계열 치료제인 엔블로가 출시되어 올해 약 100억원의 매출을 기록할 것으로 보여 이를 상쇄할 수 있을 것으로 보인다. 자체 신약이기 때문에 추후 매출 상승에 따른 마진 개선도 기대된다.

나보타는 1분기 초과 발주되면서 2분기에는 물량 감소하여 수출액은 303억원(YoY +4%, QoQ -17%)에 그칠 것으로 전망된다. 일반의약품 사업부가 제품 세대교체 등으로 332억원(YoY -3%)이 예상되나, 전문의약품 사업부 신제품 출시 효과로 2분기 2,289억원(YoY +7%)으로 양호한 성장이 지속될 것으로 전망된다. 지난 4월 미국 바탈리 바이오와 자가면역질환 신약 후보물질 DWP213388의 글로벌 판권 기술 수출하면서 계약금 1,100만 달러(약 147억원)이 유입되었다(총 4억 7700만 달러, 약 6,391억원). 2분기에는 선급금의 50%인 약 74억원이 인식될 것으로 보인다. 엔블로 등의 신제품 마케팅 효과로 비용 증가가 예상되나, 연구개발비용이 매출액 대비 11% 수준(2Q23 354억원)에 그치며 이를 상쇄할 것으로 보인다.

투자의견 BUY, 목표주가 15만원 하향.

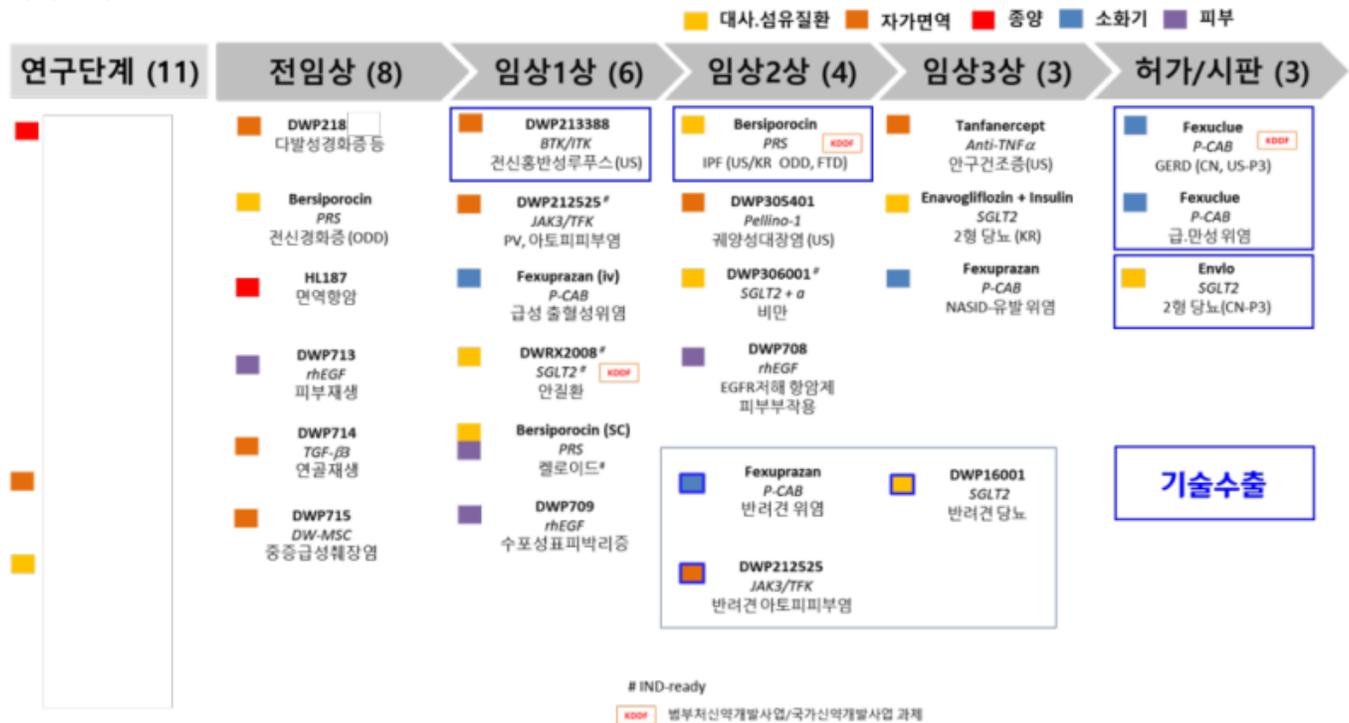
상위제약사 밸류에이션 하락 등을 반영하여 목표주가 15만원으로 하향하나, 기나긴 소송에 대한 불확실성으로 저평가되어 있어 동사에 대한 투자의견 BUY 유지한다. 과거 ITC 판결 합의에 따른 소제기 불가 조항이 있기 때문에 국내 민사 소송에 따른 생산 중지로 에볼루스가 손해를 보게 된다면 합의 계약 위반이된다. 그럼에도 불구하고, 여전히 보툴리눔 독소 제제의 제조 및 판매 금지로 나온 1심 소송 결과에 발목이 잡혀있어 '24년 기준 PER 10배 미만을 기록하고 있다. 이는 신제품 믹스 개선으로 인한 실적 개선과 기술 이전으로 인한 R&D 재평가 등으로 서서히 회복될 것으로 전망된다. 동사는 뉴로가스트릭스와 '21.6월 체결한 펙수클루 미국/캐나다 판권이 여러 적응증으로 신속하게 개발할 수 있는 파트너사가 필요해 계약을 종료한 바 있으며, 다국적 제약사와 협상에 돌입한 만큼 재기술이전이 기대된다.

## 투자지표

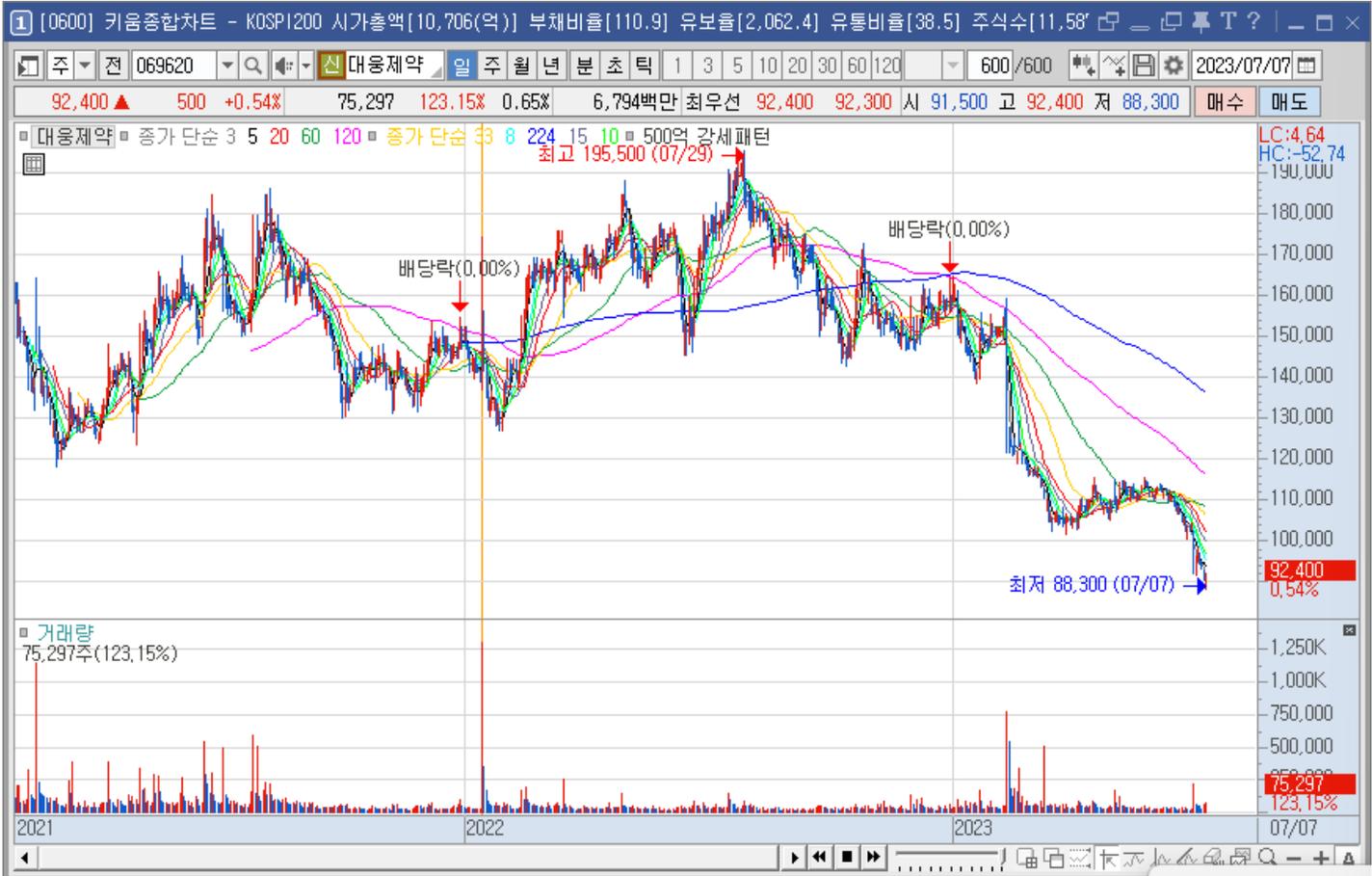
(십억 원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	1,055.2	1,161.3	1,257.0	1,361.3
영업이익	95.5	106.0	133.2	151.2
EBITDA	128.4	138.0	167.6	182.3
세전이익	25.5	44.6	119.1	147.6
순이익	35.8	48.6	89.3	110.7
지배주주지분순이익	35.8	48.6	89.3	110.7
EPS(원)	3,089	4,191	7,706	9,556
증감률(% YoY)	1,040.4	35.7	83.9	24.0
PER(배)	47.9	37.8	12.1	9.8
PBR(배)	2.79	2.78	1.45	1.27
EV/EBITDA(배)	16.2	16.2	8.1	6.6
영업이익률(%)	9.1	9.1	10.6	11.1
ROE(%)	6.0	7.6	12.7	13.9
순차입금비율(%)	60.2	61.3	37.3	13.2

자료: 키움증권

## 파이프라인 현황



자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터



---

디아이씨

미국 공장이 2023년 하반기 완공

[\[출처\] 하나증권 송선재 애널리스트](#)

자동차용 변속기/감속기 부품 전문업체

디아이씨는 자동차부품(매출비중 81%, 기어/샤프트/변속기/감속기 등), 중장비부품(16%, 변속기/드라이브액슬 등), 모터 사이클부품(3%, 엔진 등)을 생산하는 제조회사이다. 주요 고객으로는 자동차부품에서 현대트랜시스(비중 59%)/현대차기아(7%)/GM(5%) 등이고, 중장비부품에서는 두산산업차량(11%)/클라크(3%) 등이다. 본사 디아이씨가 국내 자회사인 대일 이노텍(지분 47.5%)/대호기계(지분 58.0%)/제인모터스(지분 100%), 해외법인들인 대일USA(미국, 지분 100%)/대일기배(중국, 지분 100%)/Custom Chrome(독일, 지분 47.5%) 등을 보유하고 있다.

미국 공장의 완공이 성장 동력으로 작용할 전망

동종 자동차부품 업체들과 마찬가지로 2021년 이후로 완성차의 생산증가와 고객다변화, 그리고 신규 제품의 추가 등으로 실적이 개선 중이다. 2022년 매출액/영업이익이 18%/15% 증가한 6,959억원/313억원(영업이익률 4.5%, -0.1%p)였고, 2023년 1분기에는 15%/-3% (YoY) 변동한 1,798억원/92억원(영업이익률 5.1%, -1.0%p (YoY))였다. 모터사이클부품 위주인 미국이 정체되었지만, 한국에서 현대차/기아/현대트랜시스 위주로 물량 증가와 단가 인상 등이 성장을 주도했다. 향후 성장동력은 크게 세 방향이다. 첫째, 가장 큰 동력은 미국 공장의 완공이다. 대일USA가 켄터키주에 2019년부터 공장을 건설 중인데, 금년말 설비투자가 완료된 후 시범생산을 거쳐 내년 2분기 이후 양산을 시작한다. 내연기관차용 변속기 기어 부품(2분기)을 현대트랜시스를 통해 글로벌OE에 납품하고, 현대모비스향으로 감속기와 전자식변속시스템(SBW) 부품을 공급(3분기)할 계획이다. 정상적으로 진행된다면 연간 500억원 이상의 매출기여가 가능하다. 둘째, 중국 대일기배의 회복이다. 현대차/기아/지리기차 등으로 변속기부품을 공급하고 있는데, 지리기차 물량이 축소되면서 매출액이 2019년 604억원에서 2021년 469억원으로 감소했었다. 2022년부터 현대트랜시스를 통해 수출물량을 수주하면서 488억원을 증가했고, 2023년 이후 추가 회복을 기대 중이다. 셋째, 전동화 부품군으로의 확장이다. 내연기관차용 변속기 부품 위주에서 전기차용 감속기와 전자식변속시스템을 개발했고, 전자식 오일펌프/워터펌프 등도 개발하고 있다. 2022년 관련 매출액이 약 850억원에서 2023년에는 1,150억원을 기대 중이다.

현재 주가는 P/E 7배, P/B 1.5배 수준

2023년 매출액/영업이익은 13%/25% 증가한 7,860억원/393억원(영업이익률 5.0%, +0.5%p)으로 예상된다. 고객사들의 생산 증가와 중국법인의 매출/수익성 개선, 그리고 전동화 부품들의 성장에 기인한다. 현재 주가는 P/E 7배, P/B 1.5배 수준으로 2023년 실적 회복이 반영되어 있고, 2024년 이후 미국 공장의 성장 기대감이 추가 동력이 될 수 있다. 높은 부채비율(309%)과 전기차 생산 자회사인 제인모터스의 실적 부진은 단점이다

**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	538	493	590	696
영업이익	(32)	(71)	27	31
세전이익	(58)	(118)	26	15
순이익	(52)	(122)	29	3
EPS	(1,659)	(3,134)	745	78
증감율	적지	적지	흑전	(89.5)
PER	(1.2)	(0.9)	7.5	43.2
PBR	0.5	3.0	2.3	1.3
EV/EBITDA	42.1	0.0	7.2	5.1
ROE	(33.5)	(341.7)	31.1	3.0
BPS	4,016	965	2,440	2,664
DPS	0	0	0	0

도표 2. 다이이씨의 연결대상 종속회사 현황



자료: 다이이씨

도표 3. 디아이씨의 주요 생산품목 현황



자료: 디아이씨

도표 5. 디아이씨의 전기차용 부품 개발 현황

감속기	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 트럭용, 전기차용 감속기 개발 및 양산</li> <li>✓ GM, 테슬라 등에 납품 중</li> <li>✓ 로봇 감속기 개발 후 시제품 생산 예정</li> </ul>	
전자식 변속 시스템 (SBW)	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2020년 국산화 성공</li> <li>✓ K8, 투싼, 스포티지 등에 적용</li> <li>✓ 친환경차 라인업 선제적 구축</li> </ul>	
전자식 오일 펌프 (EOP)	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 중형 HEV 차량용 선행 개발 완료</li> <li>✓ 소형·대형 EV 차량용 개발 중</li> <li>✓ GV80 전기차 탑재 예정</li> </ul>	
전기 구동 시스템 (e-Axle)	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 중형버스용 e-Axle 개발 완료</li> <li>✓ 중형버스 및 트럭에 탑재 계획</li> <li>✓ 군용 소형 전기차용 개발 돌입</li> </ul>	

자료: 디아이씨

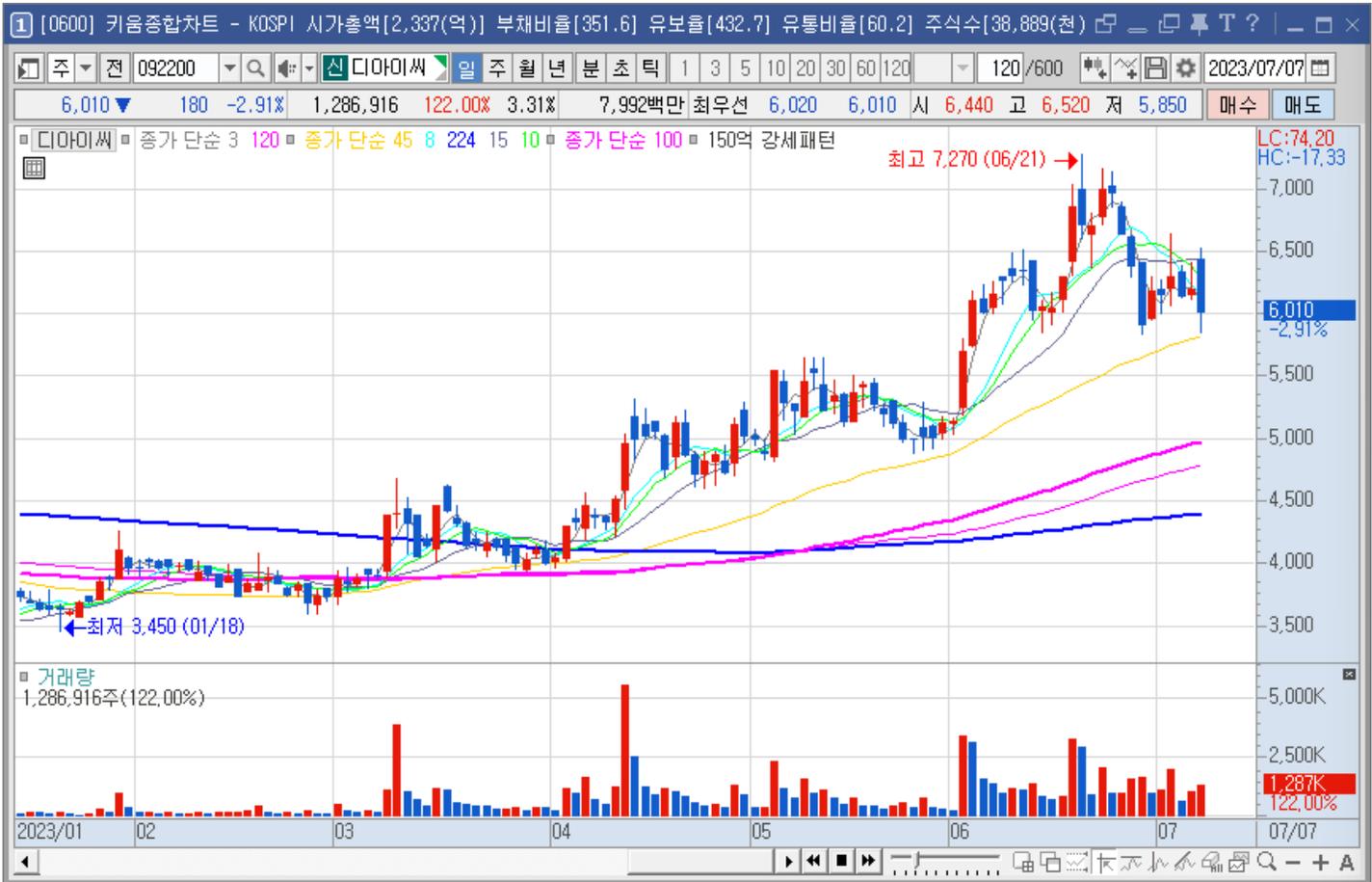
도표 5. 다이이씨의 미국 켄터키 공장 개요

위 치	112 Robert Young Blvd Murray (미국 켄터키주)
부 지	165,289㎡ (약 50,000평)
생산 제품	변속기 부품, 감속기 부품, 감속기 완제품, EV 구동 모듈 등
전 경	



자료: 다이이씨





GS건설  
사고 후유증

[\[출처\] NH투자증권 이민재 애널리스트](#)

8월 최종 결과가 나오기까지는 어려울 수밖에 없는 흐름

GS건설에 대해 투자의견 Hold를 유지하며, 목표주가는 16,500원(기존 23,000원)으로 28% 하향 조정. 목표주가를 하향 조정하는 주된 이유는 인천 검단 붕괴 사고와 관련된 비용(약 3,500억원)을 감안해 1) 건설부문에 적용하는 12개월 이동평균 EBITDA를 17% 하향, 2) 건설부문에 적용하는 EV/EBITDA배수를 2.0배(기존 2.2배)로 하향 조정하고, 3) 사고 관련 최종 결과가 나오기 전까지 높은 불확실성 고려해 할인율을 38%(기존 30%)로 확대 적용했기 때문

2023년 영업이익은 인천 검단 붕괴사고 비용(약 3,500억원)을 감안해 2,563억원(-54% y-y)으로 추정. 다만, 구체적인 비용이 확정되지 않았고, 비용 반영시점 역시 정해지지 않았기 때문에 제반 사항이 결정된 후 추정치 추가 조정이 필요할 전망

## 주택사업에 대한 의심과 어려운 부동산 시장

2022년 HDC현대산업개발의 광주 화정아이파크 붕괴 사고에 이어 발생한 GS건설의 인천 검단 붕괴 사고로 인해 국내 주택 사업에 대한 의구심은 커질 수밖에 없음. 게다가 부동산 역시 하반기 분양물량 감소, 미분양 확대, 역전세 등으로 어려운 상황이 이어질 전망이다. 2010년대 해외 현장에서의 대규모 손실로 건설업의 밸류에이션이 근본적으로 조정되었듯, 이번 이슈도 건설업 밸류에이션을 현재PER 5배 내외보다도 낮은 수준에서 형성되게 만들 가능성이 높다고 판단

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	12,299	14,404	13,549	12,937
증감률	36.1	17.1	-5.9	-4.5
영업이익	554.8	256.3	529.8	483.5
증감률	-14.2	-53.8	106.7	-8.7
영업이익률	4.5	1.8	3.9	3.7
(지배지분)순이익	339.3	162.5	370.2	333.1
EPS	3,964	1,899	4,326	3,893
증감률	-17.3	-52.1	127.8	-10.0
PER	5.3	7.7	3.4	3.7
PBR	0.4	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	4.8	6.3	4.0	3.9
ROE	7.2	3.3	7.3	6.3
부채비율	216.4	236.9	215.8	203.3
순차입금	1,388	1,371	1,329	906.1

단위: 십억원, %, 원, 배





고려아연

한동안 실적에 대한 눈높이를 낮춰야

[\[출처\] 하나증권 박성봉 애널리스트](#)

2Q23 아연가격 급락으로 아쉬운 영업실적 예상

2023년 2분기 고려아연의 연결 매출액과 영업이익은 각각 2.7조원(YoY -6.5%, QoQ +5.4%)과 1,432억원(YoY -62.5%, QoQ -1.8%)으로 영업이익은 시장컨센서스인 1,778억원을 하회할 것으로 예상된다.

1) 2023년 아연정광 벤치마크 제련수수료(T/C)가 지난해 톤당 230불에서 상승한 274불에 타결되면서 이 부분이 2분기부터 1분기 일부 물량까지 소급 적용되어서 반영되었고 2) 원/달러 환율이 상승(QoQ +3.0%)했고 3) 귀금속 판매가격 또한 전분기 대비 소폭 상승(금 +6.5%, 은 +2.6%)했음에도 불구하고, 4) 아연가격 급락(-13.9%)이 본사 수익성에 부정적으로 작용했다. 5) 아연가격 급락은 호주 SMC를 비롯한 주요 계열사 실적에도 부정적으로 작용한 것으로 판단된다.

아연가격 약세로 3분기 영업환경도 우호적이지 않아....

지난 1분기 평균 톤당 3,000불 초반을 기록했던 LME 아연가격이 하락세를 지속하며 7월초 현재 2,370불을 기록 중이다. 지난 3월 중국 전인대에서 특별한 경기부양책 발표가 부재한 가운데 4~5월 부진한 경기지표가 발표되면서 가격 하락 압력이 발생된 것으로 판단된다. 동시에 중국 철강사들이 5월까지 급격한 감산에 돌입한 것도 아연 수요에 부정적으로 작용했고 유럽의 전력난 해소에 따른 제련소 가동률 상승도 아연 가격 하락 요인으로 작용했다.

3분기 전망도 다소 어두운 상황으로 계절적 비수기 돌입으로 중국 철강 수요 둔화가 예상됨과 동시에 철강 감산도 지속되면서 3분기에도 아연가격의 의미있는 반등 가능성은 제한적이라 판단된다. 다만 고려아연은 2분기 연공장 정기보수 영향으로 일부 판매 차질이 있었다는 점을 감안하면 3분기는 연 판매량 증가가 일부 수익성 악화를 상쇄시켜 줄 전망이다.

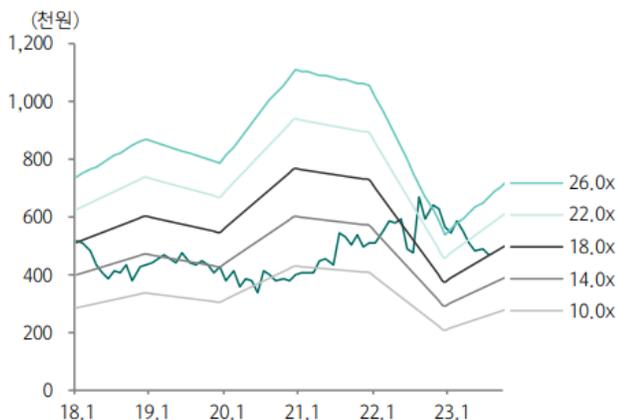
투자 의견 'BUY' 유지, 목표주가는 630,000원으로 하향

고려아연에 대해 투자 의견 BUY를 유지하나 목표주가는 기존 780,000원에서 630,000원으로 하향한다. 기존과 동일하게 SOTP(Sum Of the Parts) 방식 하에 신성장 사업 매출이 의미있는 수준으로 인식될 것으로 예상되는 2026년을 기준 시점으로 설정했고 국내 아연제련업과 호주 SMC에 대해서는 글로벌 아연제련업체 평균 EV/EBITDA Multiple 6.5배에 30% 할증 적용했고 주력 2차전지 소재(동박, 황산니켈, 전구체) 사업 또한 글로벌 업체 평균 Multiple에 일부는 소폭 할인 적용했다. 최근 호주 SMC가 정부 승인으로 하반기 정상 가동이 예상되는 가운데 현재 주가는 PBR 1.0배에 불과한 상황으로 밸류에이션 부담이 제한적이라 판단된다.

**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

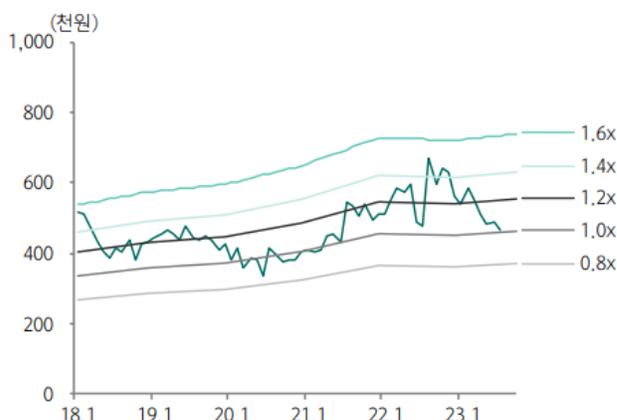
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	9,976.8	11,219.4	10,570.0	9,996.6
영업이익	1,096.1	919.2	636.4	801.9
세전이익	1,139.1	881.5	544.0	747.9
순이익	806.8	780.6	412.3	583.3
EPS	42,755	40,572	20,758	29,366
중감률	40.81	(5.11)	(48.84)	41.47
PER	11.95	13.90	22.40	15.83
PBR	1.26	1.24	1.03	1.00
EV/EBITDA	5.91	8.28	9.11	7.42
ROE	11.07	9.38	4.58	6.41
BPS	405,202	455,251	451,009	465,375
DPS	20,000	20,000	15,000	15,000

도표 2. 고려아연 PER밴드



주: IFRS 연결 기준  
자료: 하나증권

도표 3. 고려아연 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준  
자료: 하나증권



## 한화솔루션

고성장하는 미국 태양광 시장, 1등은 걱정 안 해

[\[출처\] 이베스트투자증권 이주영 애널리스트](#)

### 2Q23 Preview: 컨센서스 부합 예상

2Q23 연결 실적은 매출액 2조 9,470억원(-4.9% QoQ, -9.6% YoY), 영업이익 2,522억원(-7.1% QoQ, -7.3% YoY)으로 컨센서스 영업이익(2,514억원)에 부합할 전망이다. 태양광 영업이익은 2,293억원(-6.4% QoQ, OPM 16.9%)으로 모듈 판매량과 AMPC 손익 증가에도 불구하고 프로젝트 매각 수익 감소(1Q23 650억원 → 2Q23E 100억원)에 따른 감익이 예상된다.

### 고성장하는 미국 태양광 시장, 1등은 걱정 안 해

태양광 밸류체인 전반에 걸친 대규모 증설로 금년 지속적인 가격 하락은 불가피할 것으로 보이나, 최근 업스트림 중심으로 이어진 큰 폭의 가격 하락으로 인해 2H23에는 오히려 스프레드 개선에 따른 수익성 개선이 예상된다. 또한 발전사업이 이미 또 하나의 메인 비즈니스로 자리잡아 매 분기 추가적인 수익원으로 기여하고 있으며, 향후 미국 태양광 시장 내 대부분의 성장을 견인할 유틸리티 및 상업용 시장으로까지 타겟을 확장하고 있다는 점에서 긍정적이다. 한화솔루션은 미국 주거용과 상업용 태양광 m/s 1위 기업으로 상업용 시장 점유율의 경우 2022년 17.7%에서 1Q23 35.3%로 대폭 상승했다(주거용: 22년 33.7% → 1Q23 35.0%). 미국 태양광 시장은 2022년 140GW에서 2024년 210GW로 성장할 전망이기에 시장 규모 확대에 따른 실적 증가가 기대된다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 66,000원 유지

투자의견 Buy와 목표주가 66,000원을 유지한다. 현 주가는 12M Fwd P/E 12.1x, P/B 0.8x로 밴드 평균을 하회하고 있다. 모듈 가격 하락과 미국 주택용 태양광 시장 수요 위축 우려가 과도하게 반영되었으며, 12M Fwd 실적을 고려할 때 현저하게 저평가되었다. 미국 정부의 중국 기업에 대한 제재가 기존 예상 대비 강하지 않다는 점은 아쉽지만 여전히 동사에게 우호적인 환경이 지속될 것이며, 다수의 중국 기업들의 미국 시장 진출 랠리에도 불구하고 2025년 기준 미국 내 모듈 공급 부족이 예상된다는 점에서도 수익성 방어는 충분히 가능할 것으로 보인다. 또한 CAPA와 AMPC 측면에서 유사한 First Solar(12M Fwd 기준 P/E 26.3x, P/B 3.1x) 대비 지나치게 할인받고 있어 재평가가 필요하다고 판단한다.

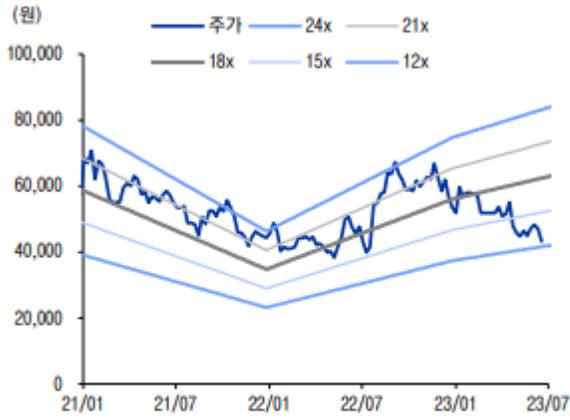
#### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	10,725	13,654	12,076	12,872	13,515
영업이익	738	966	1,057	1,356	1,386
순이익	616	366	539	651	673
EPS (원)	3,248	1,904	3,109	3,824	3,948
증감률 (%)	74.1	-41.4	63.3	23.0	3.2
PER (x)	10.9	22.6	13.5	11.0	10.7
PBR (x)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7
영업이익률 (%)	6.9	7.1	8.7	10.5	10.3
EBITDA 마진 (%)	12.9	12.0	14.5	16.9	17.6
ROE (%)	8.8	4.2	5.9	7.1	6.9

주: IFRS 연결 기준

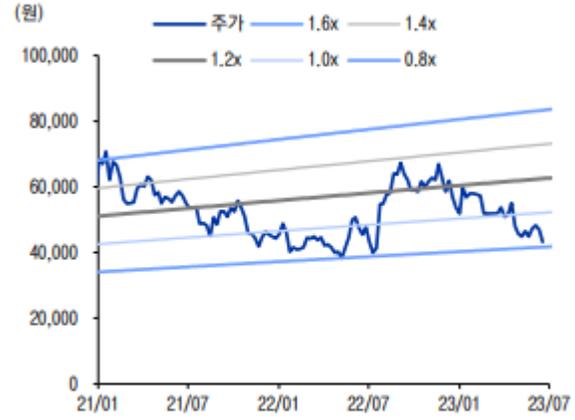
자료: 한화솔루션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 한화솔루션 12M Fwd P/E band



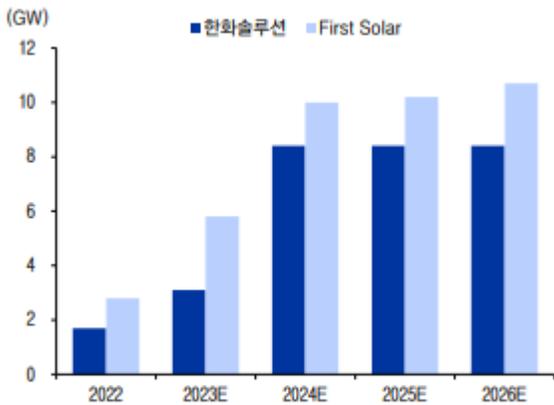
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 한화솔루션 12M Fwd P/B band



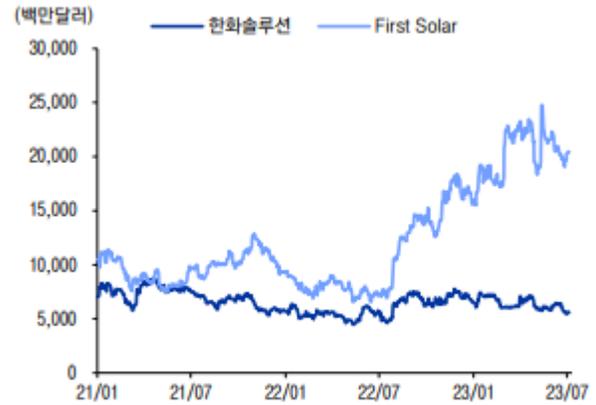
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 미국 내 한화솔루션과 First Solar 모듈 CAPA



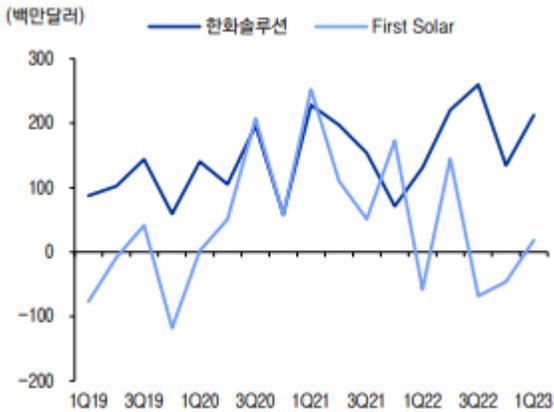
자료: 한화솔루션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 한화솔루션과 First Solar 시가총액 비교



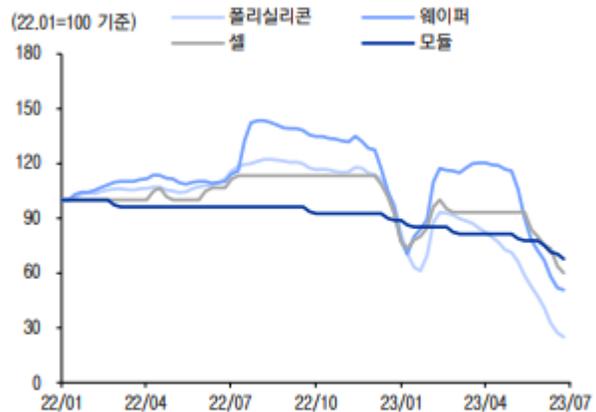
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 한화솔루션과 First Solar 영업이익 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 태양광 제품 가격 추이



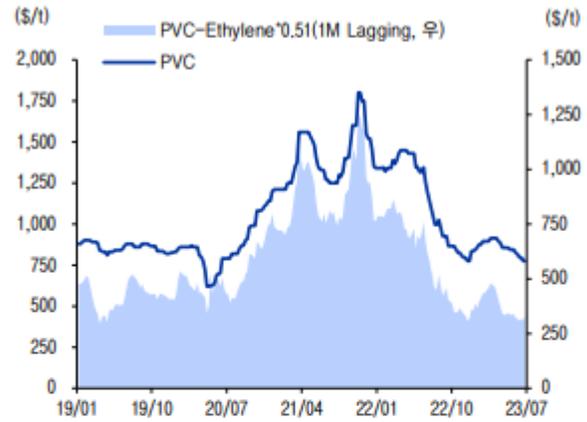
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 미국향 모듈 수출량 및 가격



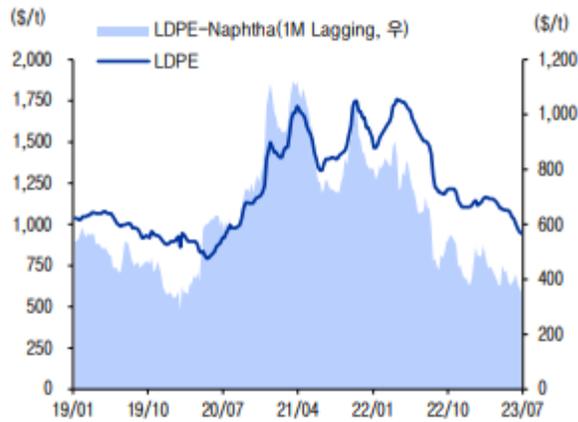
자료: KITA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 PVC 가격 및 스프레드 추이



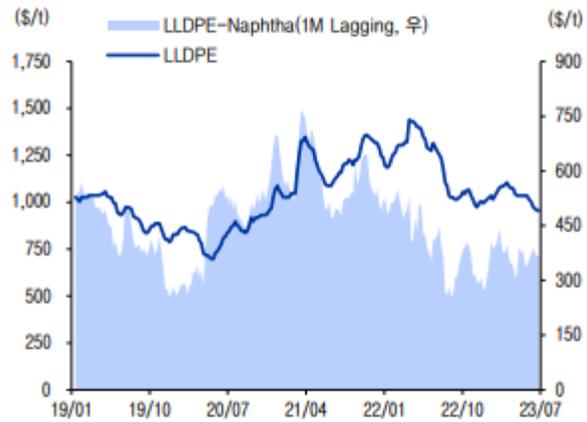
자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 LDPE 가격 및 스프레드 추이



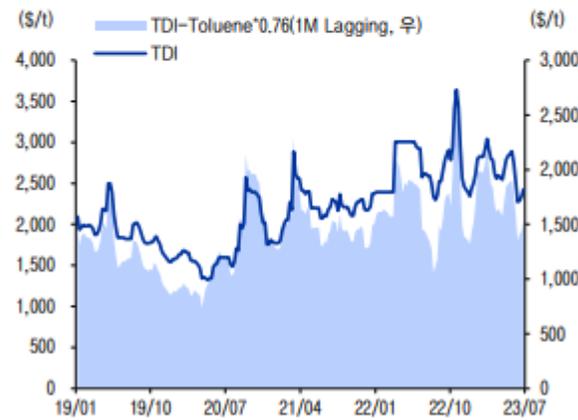
자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 LLDPE 가격 및 스프레드 추이



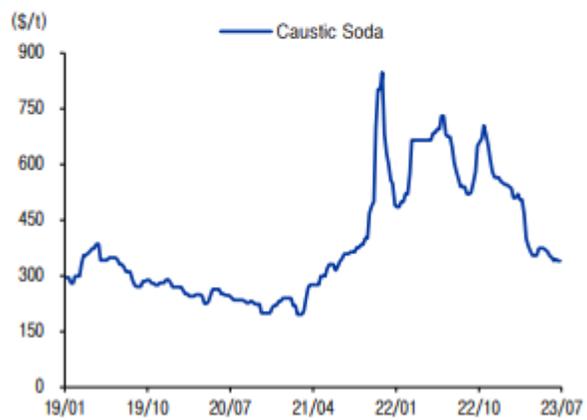
자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 가성소다 가격 추이



자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터



---

삼성바이오로직스

2Q23 Preview: 요즘은 성장하는 대장이 대세

[\[출처\] 이베스트투자증권 강하나 애널리스트](#)

2Q23 Preview: 신뢰의 아이콘

2Q23 실적은 연결 기준 8,082억원(+24.1% yoy, +12.1% qoq), 영업이익 2,301억원(+35.6% yoy, +20.0%qoq)으로 컨센서스(매출액 8,003억원, 영업이익 2,264억원)를 소폭 상회할 것으로 전망한다. 컨센서스 상회의 이유는 1)지속적인 비용 통제, 2) 수익성이 좋은 제품의 매출인식(DS 생산 90~120일 이후) 부분 인식인 것으로 추정되기 때문이다. 그러나 2H23에 고마진 제품들이 대량 반영되고, 하드리마 보험 등재 여부도 알수 있으며, 생각보다 빠른 4공장 가동률 상승, 빅파마들과의 대규모 수주 증가로 상저하고를 유지하며, 2024년은 4공장 가동률 상승과 PPA상각 감소, 5공장 모멘텀이 부각됨에 따라 추가 업사이드가 가능할 전망이다.

2023년은 상저하고, 2024년은 봄!

삼성바이오에피스의 하드리마는 휴미라 시장의 80%이상을 차지하는 고농도 제형에 대해 FDA 승인을 받았으며 대체처방 임상을 진행 중이다. 삼성바이오에피스는 휴미라 바이오시밀러 고농도와 저농도 제형을 모두 승인 받은 유일한 기업이라는 점과 오가논(머크에서 분사)이 하드리마의 판매를 담당하고 있다는 점을 고려했을 때 PBM 등재에 유리한 위치에 있다. 특히 유럽에서 이미 m/s 2위를 기록한 바 있어 브랜드 밸류가 높다는 강점도 있다. 휴미라 바이오시밀러로 인한 성장은 2024년 이후 두드러질 것이다. 4공장은 2024년부터 본격적인 매출, 2025년 말에는 풀가동을 전망하고, 5공장은 1H23 착공, 2025년 가동을 목표 중이다. 5공장은 알츠하이머 치료제 수요를 고려하지 않은 기존 파트너사들의 수요로 인한 증설이기 때문에 가동률 상승 리스크는 크지 않을 것이라고 예상한다. 최근 뉴저지 오피스에서 공격적인 마케팅을 시작해 글로벌 top20 빅파마중 13곳이 거래처로 자리 잡았으며 최근 화이자와의 장기 대규모 수주 계약과 같은 공시를 또다시 기대해볼 만 하다.

투자의견 Buy, 목표주가 1,100,000원 유지

삼성바이오로직스의 2023년 가이던스는 매출액 10~15%성장에 영업이익 소폭 하락, 삼성바이오에피스는 마일스톤 부재로 10% 성장을 제시했다. 4공장의 빠른 가동률 상승에 휴미라 바이오시밀러 하드리마의 보험등재여부는 2024년에 확실해지면서 외형성장을 이끌 것이다. 휴미라 바이오시밀러 시장에서 가장 경쟁력을 가진 의약품이 하드리마라는 점에서 삼성바이오에피스의 Express Script 혹은 공보험 등재는 기대해볼 만 하며, 5공장의 착공과 꾸준한 증설에서 나오는 자신감은 장기 성장을 증명해주고 있으므로 투자의견 Buy, 목표주가 1,100,000원을 유지한다

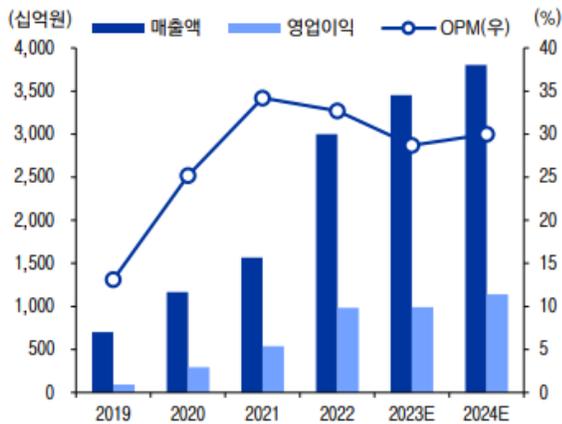
## Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,568	3,001	3,453	3,803	3,896
영업이익	537	984	992	1,141	1,251
순이익	394	798	801	926	989
EPS (원)	5,878	11,467	11,254	13,006	13,893
증감률 (%)	63.3	95.1	-1.9	15.6	6.8
PER (x)	151.8	67.4	66.3	57.4	53.7
PBR (x)	11.8	6.1	5.4	5.0	4.5
영업이익률 (%)	34.3	32.8	28.7	30.0	32.1
EBITDA 마진 (%)	44.6	54.2	43.3	41.5	47.1
ROE (%)	8.2	11.4	8.5	9.0	8.8

주: IFRS 연결 기준

자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 삼성바이오로직스 매출액 및 영업이익 추이



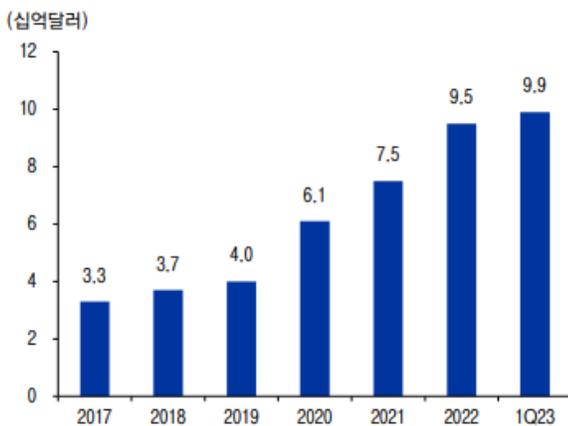
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 삼성바이오로직스 연간 CMO, CDO 수주 현황 (누적)



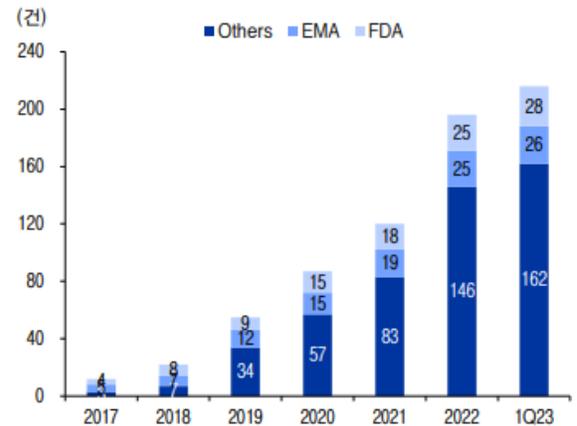
자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 CMO 수주 금액 (누적)



자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 CMO 승인 현황 (누적)



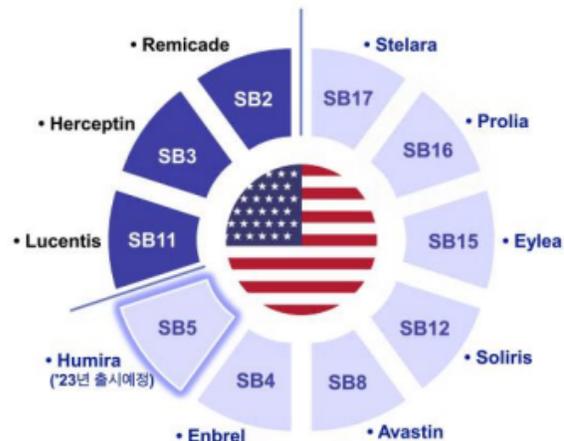
자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 삼성바이오에피스 바이오시밀러 파이프라인

- 루센티스(SB11) 바이오시밀러, 독일·영국·캐나다(3월) 출시
- 솔리리스(SB12) 바이오시밀러, EMA 산하 약물사용 자문위원회(CHMP)로부터 판매 허가 긍정 의견 획득(3월)

(EU) 시판중 6종 / 준비중 4종

(US) 시판중 3종 / 준비중 7종



자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터



719,000 ▼ 30,000 -4.01% 124,068 251.62% 0.17% 90,323백만 최우선 719,000 718,000 시 745,000 고 749,000 저 715,000 매수 매도

삼성바이오로직스 증가 단순 3 120 증가 단순 45 8 224 15 10 증가 단순 100 150억 강세패턴

