

## 2023.08.01(화) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-08-01 오전 4:14

수정한 날짜: 2023-08-01 오전 8:13

### 2023.08.01(화) 증권사리포트

SK이노베이션

3Q23부터 드라마틱한 추정치 상향 국면 진입

[\[출처\] 하나증권 유재성 애널리스트](#)

2Q23 영업이익 컨센 하회했으나, 내용은 긍정적

2Q23 영업이익은 -1,068억원(QoQ 적전, YoY 적전)으로 컨센(1,362억원)을 하회했다. 석유 사업이 재고관련손실 -2,200억원과 역래깅 효과 반영으로 적자(-4,112억원)를 시현한 영향이다. 다만, SK온 영업이익은 -1,315억원(QoQ +2,132억원, OPM -5%)으로 적자폭을 대폭 축소했다. AMPC 1,670억원이 반영되었고, 미국 공장 수율 개선으로 AMPC를 제외한 OPM도 2%p 개선된 덕이다. 석유화학은 PX 호조로 QoQ +56% 증익되었다. 유탄기유도 전분기와 유사했다. 전반적으로 수치보다 내용이 긍정적이었다는 판단이다.

3Q23 영업이익 컨센 대비 30% 상회 전망. SK온 BEP 가능성 농후

3Q23 영업이익은 7,688억원(QoQ 흑전, YoY +9%)를 전망한다. 현재 컨센(5,940억원)을 30% 가량 상회하는 수치다. 1) SK온의 영업이익이 QoQ +1,155억원 개선되며 BEP에 근접할 것으로 추정한다. 미국 수율 상승과 출하량 증가에 따른 AMPC 추가 반영을 가정했다. 2) 정유사업 영업이익이 3,634억원(QoQ +7,746억원)으로 대폭 개선될 전망이다. 정제마진의 뚜렷한 개선과 재고손실 환입 덕이다. 3) 석유화학 영업이익은 2,002억원(QoQ +300억원)으로 추가 개선된다. PX, PE/PP 가동률 상승과 마진의 추가 개선 때문이다.

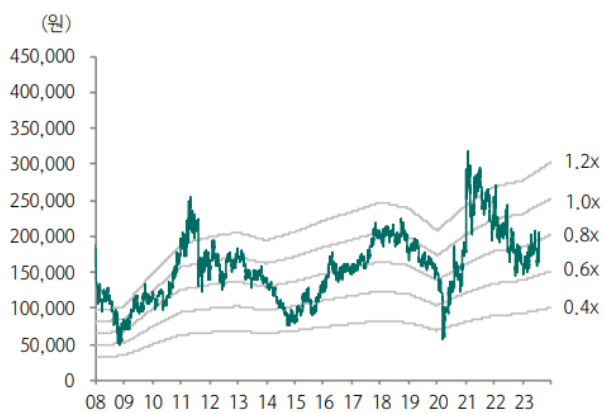
드라마틱한 추정치 상향 국면 진입. Top Pick 제시

TP를 기존 22만원에서 26만원으로 상향하며 Top Pick 제시한다. 목표 시총은 27조원이며, 정유/화학 등 기존 사업 20조원 + SK온 22조원 + SKIET 2조원 - 순차입금 18조원을 차감해 계산했다. SK온의 가치는 1) AMPC의 현재 가치 2) LGES의 EV 대비 Capa 비율을 평균했다. 최근 전기차 업체의 수요 둔화 시그널에 따른 우려에도 불구하고 회사는 기존에 제시한 SK온에 대한 "출하량 전년대비 2배 증가, 2023년 EBITDA 흑전, 2024년 영업이익 흑전" 가이드를 그대로 유지했다. 또한 미국 조지아 1~2공장 합산 수율과 가동률이 전분기 대비 뚜렷하게 개선세에 있음을 피력했다. 이에 따라, 상반기 대비 하반기의 AMPC 반영 금액도 큰 폭으로 늘어나며 고객과의 AMPC 세어링도 없을 것임을 밝혔다. 정유/석유화학/유탄기유는 2019~20년 글로벌 증설 Peak였으나, 수요는 견조해 향후에도 높은 이익을 지속할 것으로 판단한다. 특히, 미국 휘발유 재고가 턱 없이 부족하다는 점과 석유화학시황 개선 시 납사 마진이 뚜렷하게 개선될 가능성이 높다는 점을 감안하면 추가적인 실적 개선 가능성도 배제할 수 없다. 2H23 영업이익은 1.5조원으로 HoH +465% 급증하며, 2024년 영업이익은 3.5조원으로 YoY +98% 급증을 예상한다. 이제부터 드라마틱한 추정치 개선이 시작되나, 2024년 PER 8.4배, PBR 0.7배에 불과해 과도한 저평가 국면이라 판단한다

## Financial Data (십억원, %, 배, 원)

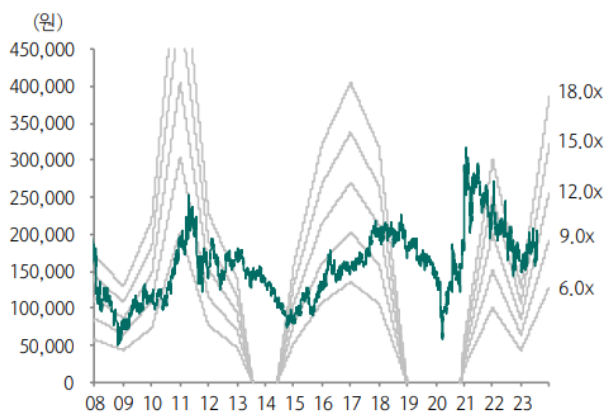
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	46,853.4	78,056.9	75,922.0	83,154.6
영업이익	1,741.7	3,917.3	1,784.0	3,536.6
세전이익	818.5	2,860.2	1,333.0	3,035.4
순이익	292.1	1,569.0	671.8	2,076.2
EPS	3,117	16,743	7,169	22,154
증감율	흑전	437.15	(57.18)	209.02
PER	76.52	9.20	26.08	8.44
PBR	1.18	0.69	0.81	0.74
EV/EBITDA	10.61	5.98	9.14	6.41
ROE	1.83	8.49	3.36	9.72
BPS	201,360	223,892	231,060	253,214
DPS	0	0	0	0

도표 3. SK이노베이션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 4. SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권



## 효성첨단소재

2Q 탄소섬유 이익, 작년 연간 수치의 77% 달성

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

### 올해 2분기 영업이익, 시장 기대치 하회

효성첨단소재의 올해 2분기 영업이익은 486억원으로 전 분기 대비 27.8% 감소하며, 시장 기대치를 하회하였다. RE 타이어 수요 부진 지속에 기인한다. 1) 산업자재부문 영업이익은 541억원으로 전 분기 대비 13.7% 감소하였다. 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 지속하였다. 특히 탄소섬유는 4호기 가동으로 인한 판매량 증가, AN 가격 하락, 연료비 감소, 높은 수출 지속으로 올해 2분기 영업이익은 작년 연간 수치의 약 77%를 달성하며, 창사 최고치를 기록하였다. 2) 기타부문 영업이익은 -54억원으로 전 분기 대비 적자전환하였다. 중국 스판덱스 업체들의 1분기 가동률 급증으로 인한 재고 확대로 스판덱스 가격이 하락하며, 수익성이 동시에 하락하였다. 또한 높은 PTMEG 가격도 원가 상승에 영향을 준 것으로 판단된다.

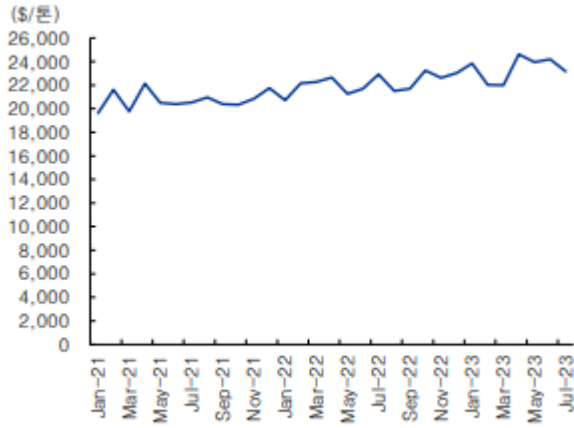
### 특수섬유, 추가적인 증설 검토 중

동사는 성장성이 큰 탄소섬유의 시장 지배력 강화를 위하여 기존에 계획되었던 전주 5~6 플랜트 건설을 1년 앞당겼다. 이에 내후년 상반기까지 가동을 계획하였던 5천톤의 탄소섬유 증설분이 내년 1~2분기에 순차적으로 완공될 전망이다. 동사가 기존 증설 일정을 변경한 이유는 산업용/항공용/풍력용 수요가 증가하는 가운데, 태양광 단열재 수요 확대에 의한 판가/수익성 개선으로 투자 경제성이 큰 폭으로 개선되었기 때문으로 판단된다. 또한 에너지 비용 상승에도 불구하고, 증설에 따른 규모의 경제 효과 및 지속적인 증설 추진으로 인한 신규 라인 수출 안정화 학습 효과 등으로 동사의 탄소섬유는 높은 수익성을 지속하고 있다. 당 리서치센터는 탄소섬유/아라미드의 높은 수익성을 고려하여, 동사의 추가적인 특수섬유 증설이 이어질 것으로 전망하고 있다.

(단위:십억원배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,598	3,841	3,394	3,858	4,211
영업이익	437	315	250	341	407
세전이익	412	213	140	256	315
지배주주순이익	251	125	92	162	199
EPS(원)	55,960	27,978	20,549	36,114	44,502
증가율(%)	318,756.6	-50.0	-26.6	75.7	23.2
영업이익률(%)	12.1	8.2	7.4	8.8	9.7
순이익률(%)	9.2	4.2	3.3	5.0	5.7
ROE(%)	54.7	19.1	12.6	20.3	21.9
PER	10.7	11.9	21.2	12.0	9.8
PBR	4.4	2.1	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	6.9	6.4	7.9	6.6	5.7

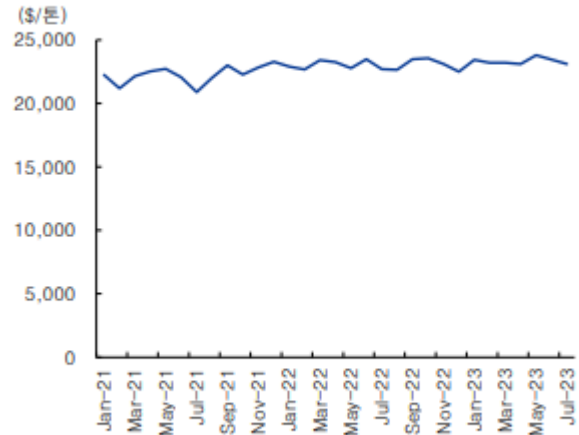
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 탄소섬유 가격 추이



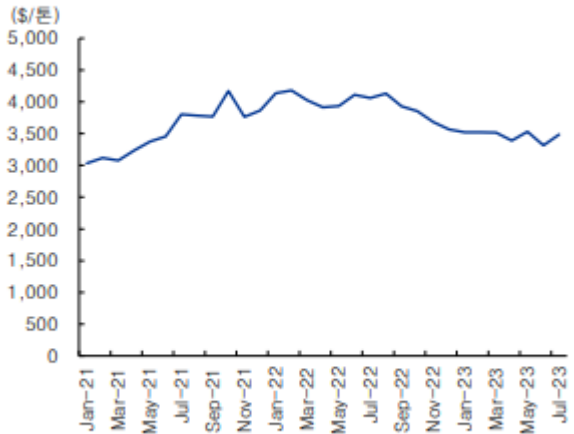
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 2. 국내 아라미드 가격 추이



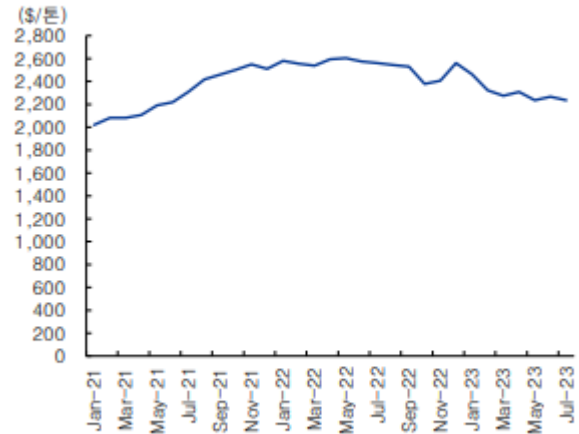
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 3. 국내 PET 타이어코드 가격 추이

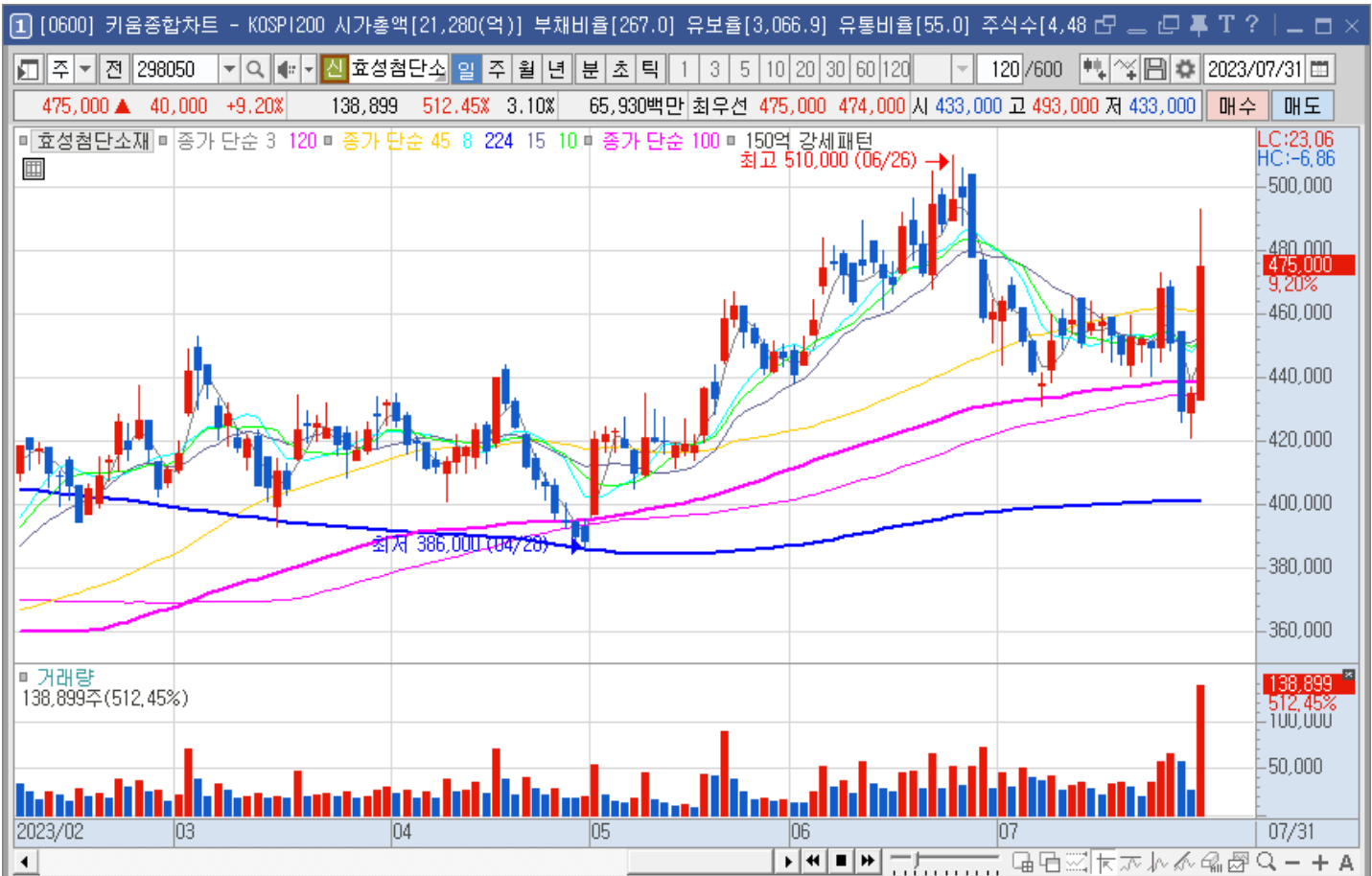


자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 4. 국내 스틸코드 가격 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권



---

## S-Oil

업황 강세에도 역사적 하단에 머물러 있는 Valuation

[\[출처\] 하나증권 유재성 애널리스트](#)

### 2Q23 영업이익 컨센 하회. 유가 하락의 여파

2Q23 영업이익은 364억원(QoQ -93%, YoY -98%)으로 컨센(1,894억원)을 대폭 하회했다. 대규모 정기보수에 따른 기회손실 -2,556억원과 유가 하락에 따른 재고관련손실 -675억원 등 총 -3,231억원의 일회성 손실이 반영된 영향이다. 다만, 긍정적인 것은 석유화학/윤활기유 모두 QoQ 증익되었다는 점이다. 석유화학은 PX 마진 호조로 영업이익 820억원(QoQ +180%)을 기록했다. 재고손실/정기보수에 따른 일회성 손실 약 900억원이 반영된 결과다. 윤활기유 영업이익은 2,465억원(QoQ +26%)으로 증익되었다.

### 3Q23 영업이익 컨센 47% 상회 전망. 정제마진 강세 영향

3Q23 영업이익은 6,016억원(QoQ +1,553%, YoY +18%)을 전망한다. 현재 컨센서스 4,104억원을 47% 상회하는 수치다. 부문별로 윤활기유는 감익되나, 정유/석유화학의 증익이 예상된다. 정유 영업이익은 2,704억원(QoQ +5,625억원)을 추정한다. 전분기 발생한 일회성 기회 손실 약 2천억원이 소멸되고 유가 상승에 따른 일부 재고손실 환입이 발생하며, 정제마진의 뚜렷한 개선에 따른 영향이다. 석유화학 영업이익은 1,315억원(QoQ +60%)을 추정한다. PX, BTX 마진 개선과 가동률 상승 등 영향이다.

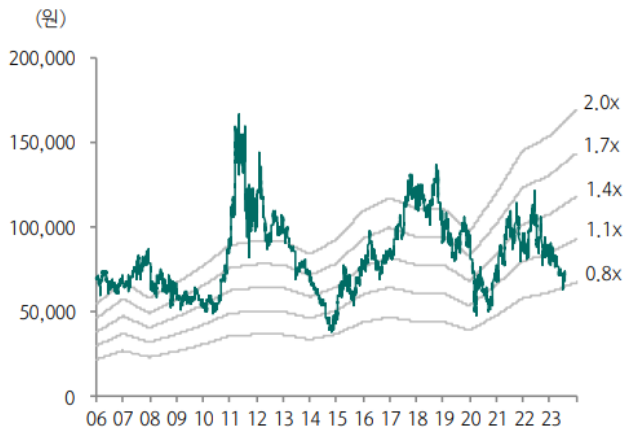
### 업황 강세에도 역사적 하단에 머물러 있는 Valuation

BUY, TP 10만원을 유지한다. 최근 복합 정제마진은 10~12\$ 수준으로 2022년 전쟁 당시를 제외하면 과거 고점을 상회하고 있다. 특히, 휘발유 마진이 강세다. 이는 글로벌 재고가 부족하기 때문이다. 미국 정제설비 가동률이 94%에 육박하나, 재고는 7년 밴드를 하향 이탈했다는 점을 통해 이를 확인할 수 있다. 중국의 리오프닝 영향 등을 감안하면 휘발유 마진 강세는 지속될 가능성이 높고, 이는 정유사의 휘발유 수출 확대를 위한 BTX, PX 생산 축소로 이어질 수 있다. 실제, 최근 BTX, PX 마진 초강세는 휘발유 강세 영향도 일부 존재하는 것으로 추정된다. 중국의 회복 가능성 등을 감안하면 추가적인 등/경유 마진 개선 또한 기대해 볼 수 있겠다. 납사 마진은 현재 매우 부진하나, 석유화학 시황 개선 시 추가적인 실적 개선의 Upside가 되어 줄 수 있다. 2H23 영업이익은 1.2조원으로 HoH +116% 개선이 예상되며, 2024년 영업이익은 2.3조원으로 YoY +33% 개선을 추정한다. 현재 주가는 12M Fwd PBR 0.9배로 과거 역사적 밴드 하단에 머물러 있다. 업황 강세를 감안하면 과도한 저평가 상태라 판단한다.

**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

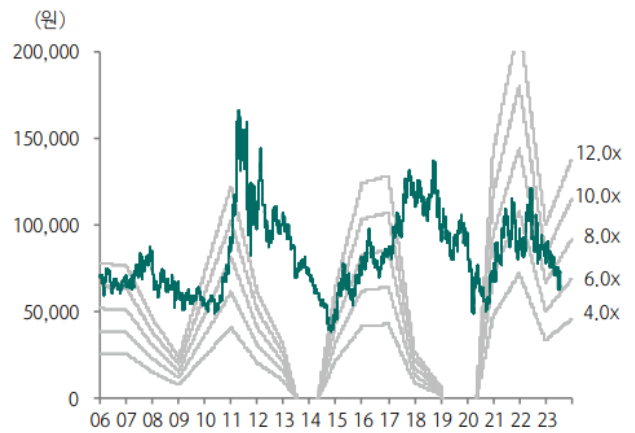
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	27,463.9	42,446.0	33,133.6	33,474.2
영업이익	2,140.9	3,405.2	1,745.2	2,324.9
세전이익	1,878.0	2,898.5	1,282.7	1,762.6
순이익	1,378.5	2,104.4	974.8	1,339.6
EPS	11,822	18,047	8,360	11,488
증감율	흑전	52.66	(53.68)	37.42
PER	7.25	4.62	8.72	6.35
PBR	1.43	1.15	0.95	0.86
EV/EBITDA	4.92	3.29	4.29	3.18
ROE	21.76	27.20	11.16	14.21
BPS	59,945	72,770	77,136	84,629
DPS	3,800	5,500	4,000	4,000

도표 3. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 4. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권





## 종근당

2Q23Re : R&D 효율화, 수익성 본격 개선

[\[출처\] DS투자증권 김민정 애널리스트](#)

### 2Q23 Review: R&D 효율화를 통한 수익성 본격 개선

2Q23 종근당 별도기준 매출액 3,918억원(+8.8% YoY) 및 영업이익 434억원(+44.4% YoY)으로 컨센서스 대비 상회하였다. R&D 파이프라인 효율화를 통한 연구개발비 감소가 이번 호실적의 주된 요인으로 평가한다. 코로나 치료제 나파벨탄, CKD-510 제형, CKD-506 특발성폐섬유증 파이프라인 등이 중단되었으며 CKD-506 관련하여 CRO에게 기 지급하였던 금액을 환불받아 연구개발비가 YoY 총 92억 감소되었다. CKD-506은 파트너십 등 다양한 방법으로 개발을 모색 중에 있다. 종근당의 '22년 연구개발비는 1,763억원으로 업계 최고 수준이나 진행 중인 개발 단계에 비해 과다한 비용 지출이라는 의견이 많았다. 당사 영업이익은 본래 연구개발비 지출 증감에 따라 크게 변화하는 추이를 보이는 바 파이프라인 효율화를 통한 영업이익 개선은 호재로 판단한다. 연구개발비 구조적 절감이 예상됨에 따라 당사는 별도기준 2023년 연간 매출 1조 5,503억원(+5.3% YoY), 영업이익 1,381억원(+28.9% YoY)로 전망 소폭 상향하였다. 이에 투자의견 매수 유지, 목표주가 105,000원으로 상향한다.

### 케이캡 수익 감소 영향은 변수, 다양한 품목 성장세로 방어 예상

케이캡은 HK이노엔과의 계약이 2023년 말 종료될 예정이다. 계약 연장 여부와 관련된 논의는 하반기에 본격화 될 것이며 당사는 재계약을 통해 수익 배분 조건이 수정 되어 수익성 하락이 불가피할 것으로 예상하고 있다. 더불어 '23년 9월 종근당 매출의 큰 비중을 차지하였던 자누비아가 특허만료되어 제네릭이 출시 될 예정이다. 관련하여 당사는 연간 약 10~15% 매출이 감소될 것으로 추정하고 있다.

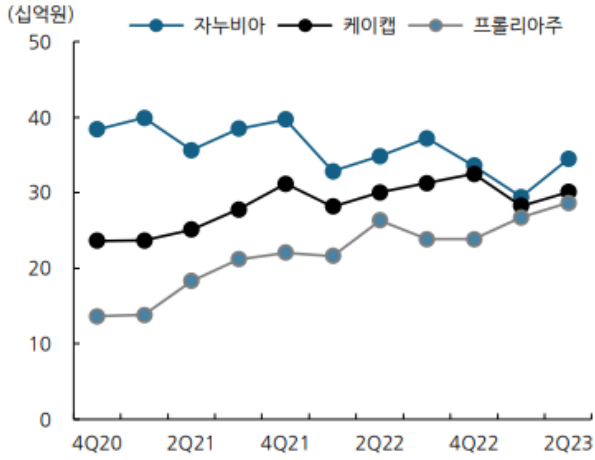
종근당은 이를 대비하여 강력한 영업력을 통해 프롤리아(+8.9% YoY), 아토젯(+13.6% YoY), 글리아티린(+11.2% YoY) 등 다양한 품목들의 성장세를 유지하여 매출 상승을 이끌었다. 특히 '22년 허가를 획득하였던 천연물 신약 지텍이 약가 협상중에 있으며 하반기에는 협상이 마무리되어 매출에 기여할 것으로 기대한다.

### Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,301	1,334	1,472	1,541	1,562
영업이익	127	94	107	120	115
영업이익률(%)	9.7	7.1	7.3	7.8	7.3
세전이익	120	77	101	115	113
지배주주지분순이익	89	39	83	127	93
EPS(원)	7,056	3,136	6,599	10,455	7,622
증감률(%)	64.6	-55.6	110.4	58.4	-27.1
ROE(%)	17.4	7.1	14.1	18.9	12.1
PER (배)	29.3	33.8	12.4	7.6	10.4
PBR (배)	4.1	2.2	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA (배)	16.6	11.4	7.8	6.8	6.6

자료: 종근당, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 별도기준

그림1 주요품목 매출 추이



자료: 종근당, DS투자증권 리서치센터

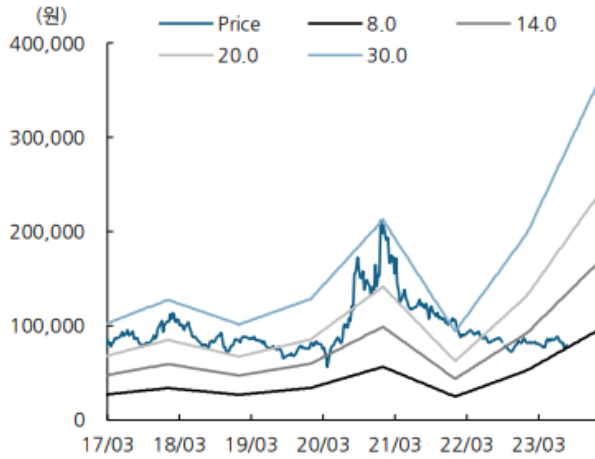
그림2 R&D 파이프라인 개발현황

※ R&D 파이프라인 개발 진행현황

- 1) CKD-510 : 프랑스 임상 1상 완료
- 2) CKD-508 : 영국 임상 1상 진행중
- 3) CKD-702 : 한국 임상 1상 진행중
- 4) CKD-701 : 루센비에스(루센티스 바이오시밀러) '23년 1월 국내 출시
- 5) CKD-495 : 위염치료제 '지택' 허가 승인

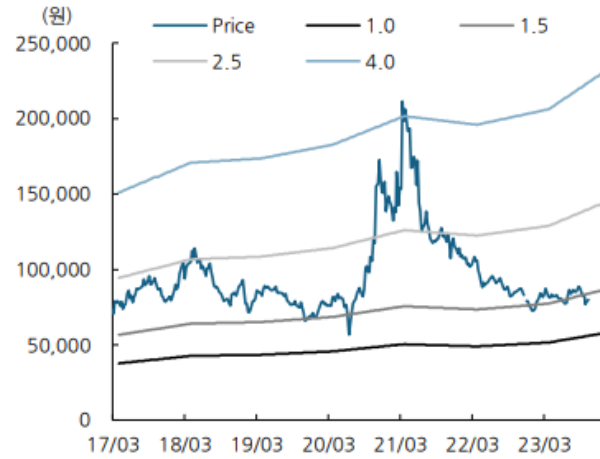
자료: 종근당, DS투자증권 리서치센터

그림1 종근당 12mFw, PER 밴드



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

그림2 종근당 12mFw, PBR 밴드



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터



---

디와이피엔에프

역대 최대 수주잔고 갱신과 2차전지 설비 사업 확장 기대

[\[출처\] 하나증권 김두현 애널리스트](#)

국내를 넘어 해외 고객사까지 확장 중인 글로벌 Top3 분체이송시스템 업체

디와이피엔에프는 1996년 설립된 분체이송시스템 설계, 제작, 설치 등을 사업으로 영위하는 엔지니어링 업체이다. 동사는 공기압을 사용하는 PCS(Pneumatic Conveying System), 컨베이어 벨트를 활용하는 MCS(Mechanical Conveying System), 고객에게 맞춤형 EPC를 제공하는 플랜트 사업, 친환경 설비를 공급하는 환경 사업 등을 영위하고 있다. 동사는 2016년부터 국내 모든 석유화학 프로젝트의 분체이송시스템을 독점하며 독보적인 국내 시장 점유율을 가지고 있다. 국내를 기반으로 2022년 진행된 발틱 프로젝트 경쟁 입찰에서 글로벌 Top-Tier 경쟁사 Z사를 상대로 승리를 거두고, 이탈리아의 대표적인 엔지니어링 업체 Tecnimont社 벤더 등록 성공, 창사 첫 미국 현지 PCS 수주, 중국 대표 화학 업체향 직수주계약 체결 등 빠르게 해외 레퍼런스를 쌓으며 확장하고 있다. 1Q23 기준 매출액 비중은 PCS 48.1%, MCS 10.0%, E&R(플랜트) 27.1%, 환경 사업 14.8%로 구성되어 있다.

약 3,000억원 이상의 신규 수주와 빠른 확장이 기대되는 2차전지 설비 사업

동사는 올해 3,000억원이 넘는 신규 수주를 목표로 역대 최대 수주잔고 갱신과 함께 전쟁으로 지연되었던 수주 매출 인식을 통한 호실적이 기대되는 상황이다. 동사는 작년 러시아 발틱 프로젝트 등 대형 석유화학 프로젝트를 기반으로 1Q23 기준 수주잔고 약 3,000억원을 달성했다. 올해 하반기에도 사힌 프로젝트, 카타르 라스라판 프로젝트 등 대형 석유화학 프로젝트들의 수주가 예상됨에 따라 올해 신규 수주만 약 3,000억원을 추가로 달성할 수 있을 것으로 기대된다. 실제로 6월, 7월 사힌 프로젝트 관련 수주 약 560억원이 발생하며 역대급의 수주잔고를 달성하고 있다. 또한 러시아로의 수출이 제한됨에 따라 지연되었던 발틱 프로젝트 수주 일부가 하반기 매출로 인식될 것으로 예상된다. 일부 핵심 품목이 산업통상자원부로부터 수출 제한 대상이 아니라고 확인됨에 따른 결과이다. 즉, 올해 지연되었던 대형 프로젝트 수주가 매출로 인식되면서 실적 턴어라운드를 달성할 것이라 판단한다. 기존 사업을 바탕으로 동사는 최근 코스모 그룹향으로 양극재 전구체, 폐배터리 설비 등 약 500억원 규모의 2차전지 관련 레퍼런스를 확보했다. 해당 레퍼런스를 바탕으로 2차전지 관련 대형 그룹사인 P사와 S사 등 Top-Tier 기업들과 함께 본격적인 2차전지 사업 확대가 예상된다.

2023년 예상 매출액 2,044억원, 영업이익 217억원 전망

디와이피엔에프의 2Q23 실적은 매출액 412억원(+152.9%, YoY), 영업이익 8억원(흑자전환, YoY)으로 전망하며, 2023년 연간 매출액 2,044억원(+80.7%, YoY), 영업이익 217억원(흑자전환, YoY)으로 전망한다. 동사는 올해 1) 러시아 우크라이나 전쟁으로 지연되었던 매출 인식과 함께 2) 해외 대형 석유화학 프로젝트 수주를 통한 호실적 추이가 기대되는 상황이며, 3) 2차전지 관련 신사업 확장이 본격화됨에 따라 Re-Rating이 필요한 시점이다.

### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	165	208	99	114
영업이익	28	32	6	(11)
세전이익	27	31	8	(15)
순이익	21	25	6	(13)
EPS	1,982	2,306	585	(1,172)
증감율	88.6	16.3	(74.6)	적전
PER	6.0	8.5	68.4	(34.7)
PBR	1.6	2.1	4.1	3.8
EV/EBITDA	3.9	6.1	62.9	0.0
ROE	30.1	26.9	6.4	(11.7)
BPS	7,210	9,203	9,736	10,613
DPS	350	420	100	100





기아  
 제품력/브랜드 개선에 의한 수익성 상승  
[\[출처\] NH투자증권 조수홍 애널리스트](#)

2023년 APEAL, 가장 많은 Best 차종 배출

동사에 대한 투자이견 Buy 및 목표주가 12만원 유지

동사는 미국시장 내구성 평가(VDS: Vehicle Dependability Study)에서 최근 3년 연속 일반브랜드 1위를 기록. 또한, 2023년 JD Power 상품성 지수인 APEAL(Automotive Performance, Execution and Layout) Study 에서는 가장 많은 Best 차종(24개 차급 중 7개 차급)을 배출한 메이커

하반기 EV9 글로벌 출시 본격화에 따른 전동화 모멘텀 확대 기대. 최근 여러가지 우려요인(매크로/전기차 경쟁심화) 있지만, 제품력과 브랜드 개선에 기반한 안정적인 실적 성장세 유지될 것으로 판단

2분기 Review: 분기 영업이익 3조원 상회

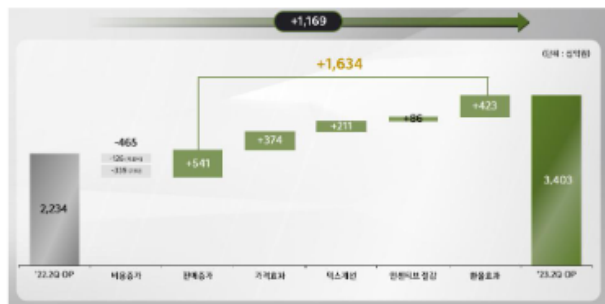
2분기 매출액과 영업이익은 각각 26조 2,442억원(+20.0% y-y), 3조 4,030억원(+52.3% y-y, 영업이익률 13.0%)으로 당사 예상치 및 컨센서스 상회. 글로벌 가동률 상승 및 제품믹스 개선 우호적인 환율 등이 실적개선 주요 요인. 2분기 영업이익 주요 증감요인은 판매증가 +5,410억원, 가격/제품믹스개선+5,850억원, 환율효과 +4,230억원 등임

제품믹스 개선 및 평균판매가격(ASP) 상승추세 지속. 2분기 RV(SUV+van) 판매 비중은 68%(vs 2Q22 65.4%)로 상승. 2분기 연결/내수기준 자동차 ASP는 각각 34.6백만원(+10.3% y-y), 32.1백만원(+3.4% y-y)으로 상승추세 지속

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	86,559	99,559	104,646	110,748
증감률	23.9	15.0	5.1	5.8
영업이익	7,233	11,798	11,015	11,197
증감률	42.8	63.1	-6.6	1.6
영업이익률 (지배지분)	8.4	11.9	10.5	10.1
순이익	5,409	9,116	8,637	8,886
EPS	13,345	22,611	21,482	22,102
증감률	13.6	69.4	-5.0	2.9
PER	4.4	3.7	3.9	3.8
PBR	0.6	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	1.8	1.6	1.4	0.9
ROE	14.6	21.1	17.0	15.4
부채비율	87.4	76.0	68.8	63.8
순차입금	-6,367	-10,488	-15,050	-21,373

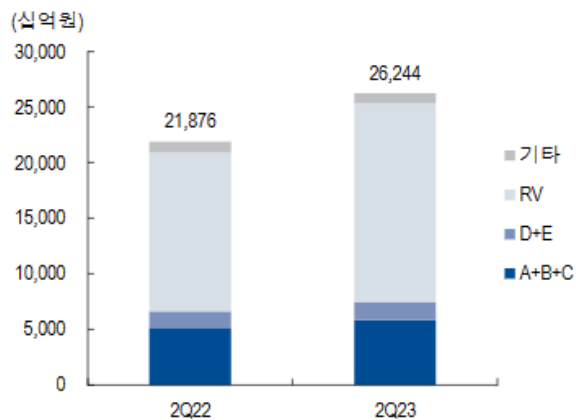
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 영업이익 증감 분석



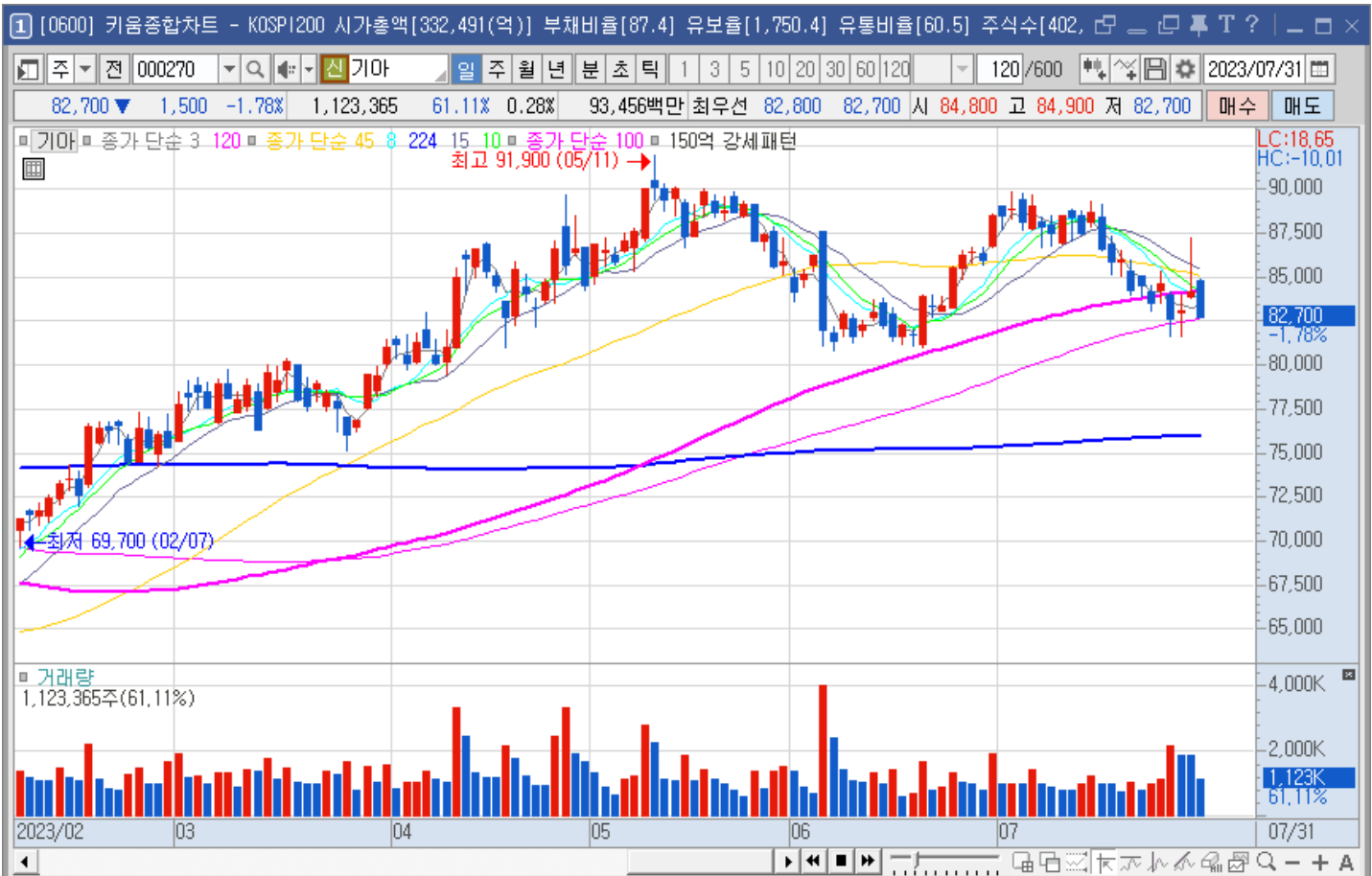
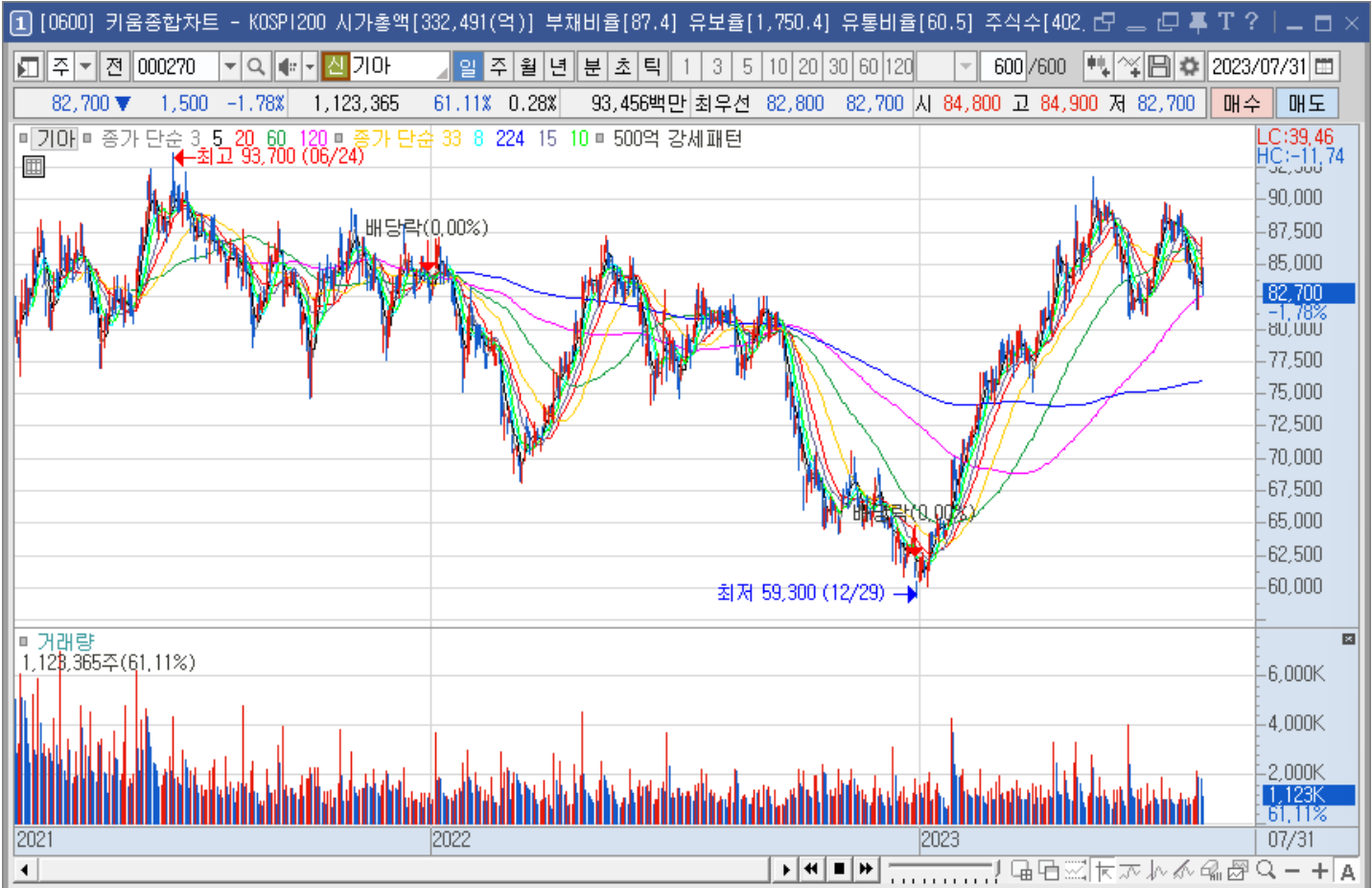
자료: 기아, NH투자증권 리서치본부

그림2. 매출분석: 차급별 판매 비중



자료: 기아, NH투자증권 리서치본부





LX하우시스

전 사업부문에 걸쳐 고른 수익성 개선

[\[출처\] NH투자증권 이은상 애널리스트](#)

전 사업부문에 걸친 수익성 개선

LX하우시스에 대한 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 71,000원(기존52,000원)으로 37% 상향. 목표주가를 상향한 이유는 PVC 가격 하락, 제품 믹스 개선, 고객사의 자동차 판매량 증가 등으로 전 사업부문에 걸친 수익성 개선을 반영해 12M Fwd EBITDA를 13% 상향 조정했기 때문. 다만, 불확실한 주택시장 상황을 반영해 밸류에이션 멀티플에 적용하는 할인율은 45%(기존 40%)로 확대해 기존 4.5배를 유지. 현 주가와 목표주가 기준 2023년 PBR은 0.7배

2Q23 Review: 외형은 소폭 축소, 이익률은 대폭 개선

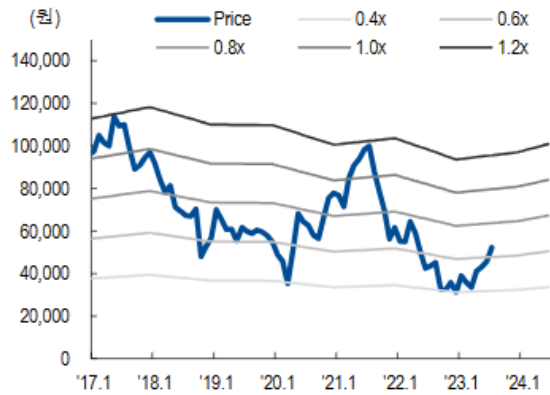
연결기준 2분기 실적은 매출 9,385억원(-1% y-y), 영업이익 494억원(+776% y-y)을 기록해 컨센서스와 당사 추정치를 크게 상회. 건축자재 사업부는 PVC 가격 하락으로 창호의 이익률이 개선되었고, 고수익성 제품에 해당하는 PF단열재의 매출 회복으로 영업이익 366억원(+218% y-y, OPM 5.3%) 기록. 소재부품 사업부는 미국 향 산업용필름(데코필름) 매출 증가와 고객사의 자동차 판매량 증가로 영업이익 129억원(흑전 y-y, OPM 5.1%) 기록

다만, 주요 원자재인 PVC 가격이 7월에 소폭 반등했는데, 하반기에 중국 향 수요 증가로 가격 증가 위험 있음. 2022년부터 감소하기 시작한 착공물량 또한 리스크 요인. 착공으로부터 약 2년의 시차를 두고 매출이 발생하는 점을 감안하면 2024년 이후 외형 감소 불가피

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	3,611	3,633	3,388	3,220
증감률	4.4	0.6	-6.7	-5.0
영업이익	14.9	140.1	131.1	118.7
증감률	-78.9	840.3	-6.4	-9.5
영업이익률	0.4	3.9	3.9	3.7
(지배지분)순이익	-117.1	101.2	84.7	74.6
EPS	-13,086	11,262	9,418	8,288
증감률	적전	흑전	-16.4	-12.0
PER	-	5.2	6.3	7.1
PBR	0.4	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.8	3.8	3.6	3.5
ROE	-14.2	12.1	9.1	7.3
부채비율	218.5	183.7	156.8	137.7
순차입금	817.7	697.0	593.3	504.9

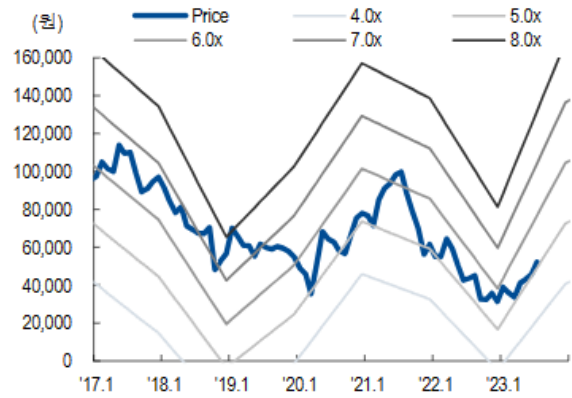
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. LX하우시스 12MT PBR Band Chart



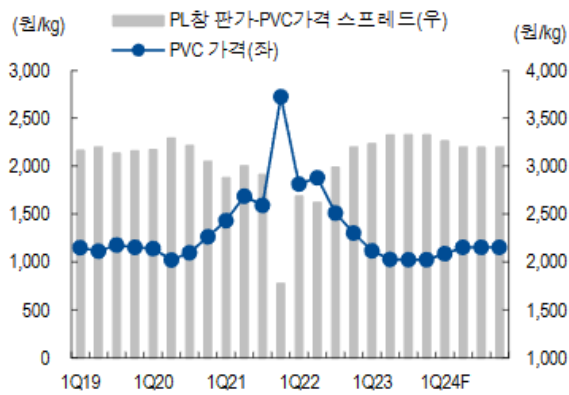
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. LX하우시스 EV/EBITDA Band Chart



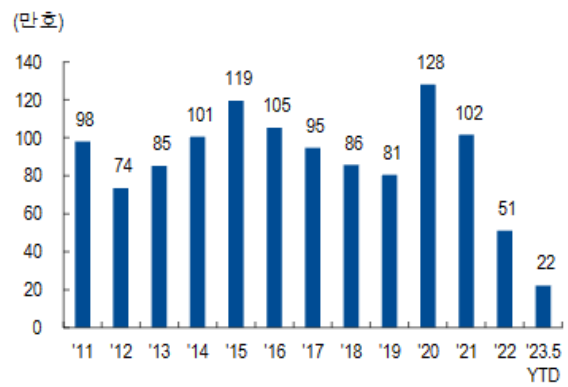
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. PVC 가격 및 PL창 판가 스프레드



자료: Platts, Dart, NH투자증권 리서치본부

그림4. 국내 주택 매매거래량 추이



자료: 한국부동산원, NH투자증권 리서치본부 전망

