

2023.08.11(금) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-08-11 오전 4:16

수정한 날짜: 2023-08-11 오전 8:48

2023.08.11(금) 증권사리포트

엔씨소프트

트렌드의 변화를 택할 필요

[\[출처\] 키움증권 김진구 애널리스트](#)

동사 투자 판단

동사 목표주가를 기존 37만원에서 34만원으로 하향 조정한다. 신규 목표주가 산정은 TL 등 동사 주력 신작 성과가 감안된 24E 지배주주지분 3,632억원에 목표 PER 22.5배와 연간 할인율 10%를 적용한 결과다. 현재 동사 투자판단의 주요 변수는 주력 타이틀에 대한 출시 지연 변수로 이는 단기적으로 아이온2 및 LLL에 해당한다고 정의할 수 있으며 당초 사측이 올해 연내 출시 예정으로 밝힌 모바일 4종의 신작 라인업이 순차적으로 내년 하반기까지 밀리면서 주력 타이틀별 출시 타임라인에 대한 변수가 커진 상태이다. 이에 당사는 현실적인 조정을 통해 아이온2 초기 분기 매출 시점을 기존 4Q24E에서 1Q25E로 1개 분기 순연하되, 관련 일평균 매출은 20억원을 유지 반영함으로써 신작에 대한 무게감은 가져가고자 한다. 또한 LLL은 당초 사측이 24년 출시를 계획했다는 점과 동 플랫폼이 PC와 콘솔을 대상으로 한다는 점에서 아이온2 같은 모바일 플랫폼 딜레이 노이즈를 현 시점에 반영할 필요가 상대적으로 낮을 수 있기에 출시 시점을 4Q24E로 유지 반영했으며, 다만 전반적인 동사 신작 출시 타임라인과 내부 재정비 등을 고려시 일부 불확실성은 상존한다 할 수 있다. 이에 결론적으로 아이온2 성과가 24년에서 제거됨으로써 24E 지배주주지분은 기존 대비 18.6% 하향 조정했으며, 다만 이에 대한 25E 추정치가 일부 보정되고 전사적인 효율화 작업에 대한 코스트 절감 과정을 추정치에 투영한 결과 25E 지배주주지분은 기존 대비 21.5% 상향하였다. 24E 밸류에이션 적용시 부여한 타겟 멀티플을 기존 20배에서 22.5배로 상향 조정한 점은 해당 시점의 어닝볼륨은 낮아지지만 이후 연도까지 성장성을 이어갈 수 있는 점을 종합적으로 반영한 결과이다. 또한 비정량적인 사안이지만 사측이 현재 내부 위기 의식을 중대하게 인지하고 있다는 점과, 이를 통해 글로벌 트렌드의 변화를 따라갈 수 있는 트리플 A급 게임 퀄리티 개선과 합리적 BM 및 기존 라인업 유저 케어 정책의 강화로 사용자 대상의 브랜드 인지도를 높이려는 실질적 변화를 기대해 볼 수 있는 점을 조망하며, 현재 문제점을 솔직히 인정하는 자세 역시 그 동안 동사가 대형 사로서의 입지와 경쟁력을 지녀온 과정이 확인될 수 있는 긍정적 사안으로 제시할 수 있다.

단기 관전포인트는 TL 글로벌 테스트

아마존 게임을 통해 진행될 글로벌 테스트에서 국내에서 다방면으로 문제가된 사안들에 대한 개선 여부가 단기 관전 포인트로 작용할 것으로 제시한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,308.8	2,571.8	1,879.4	2,241.7
영업이익	375.2	559.0	185.1	387.9
EBITDA	468.9	664.9	297.6	504.0
세전이익	491.3	609.1	298.6	489.9
순이익	395.7	436.0	234.3	365.1
지배주주지분순이익	396.9	435.7	233.0	363.2
EPS(원)	18,078	19,847	10,611	16,545
증감률(% YoY)	-32.4	9.8	-46.5	55.9
PER(배)	35.6	22.6	24.7	15.9
PBR(배)	4.48	3.08	1.86	1.85
EV/EBITDA(배)	27.4	12.1	13.4	8.0
영업이익률(%)	16.3	21.7	9.8	17.3
ROE(%)	12.6	13.7	7.4	11.7
순차입금비율(%)	-40.9	-56.6	-57.0	-56.1





JW중외제약

2Q23 Re : 턴어라운드 입증, 앞으로의 임상 결과에 주목

[\[출처\] 하나증권 박재경 애널리스트](#)

2Q23 Re: 리바로젯, 험리브라가 견인한 성장

JW중외제약은 2Q23 별도 기준 매출액 1,835억원(+12.6%YoY, +7.1%QoQ), 영업이익 227억원(+120.3%YoY, +5.5%QoQ, OPM 12.4%)으로 컨센서스 매출액 1,837억원, 영업이익 184억원에 매출액은 부합, 영업이익은 상회하는 실적을 기록했다. 실적을 견인한 핵심 품목은 고콜레스테롤 혈증 개량신약 리바로젯(pitavastatin/ezetimibe)과 험리브라다. 리바로젯은 170억원(+146.4%YoY, +25.7%QoQ)의 매출액을 기록했으며, 21년 9월 출시 이후 순조롭게 점유율을 확대하고 있다. 5월에 급여 확대가 결정된 험리브라는 44억원(+211.1%YoY, +171.6%QoQ)의 매출액을 기록하며 성장을 견인했다.

22년의 턴어라운드에 이어 23년 본격적인 실적 성장이 확인될 것

JW중외제약의 23년 별도 기준 매출액은 7,543억원(+11.4%YoY), 영업이익은 948억원(+41.1%YoY)으로 전망하며 기존 추정치인 매출액 7,511억원, 영업이익 828억원을 상향조정한다. 성장 핵심 품목은 리바로젯과 험리브라다. 올해 리바로젯의 매출액은 725억원(+123.1%YoY), 험리브라의 매출액은 201억원(+244.0%YoY)으로 전망한다. 험리브라는 기존에 항체가 형성

된 중증 A형 혈우병 환자에만 급여가 적용됐으나, 올해 5월부터 비항체 중증 A형 혈우병 환자까지 급여가 확대됐다. 중증 A형 혈우병 환자의 90% 이상이 항체가 형성되지 않은 환자로, 금번 급여 결정을 통해 험리브라의 처방 확대가 이뤄질 것으로 예상된다.

목표주가 47,000원으로 상향, 다만 AI 신약개발과 관련해선 장기적 관점 필요

실적 추정치 상향 조정을 반영해, 목표주가를 47,000원으로 상향하며, JW중외제약에 대해 투자의견 Buy를 유지한다. 목표 주가는 23년 EBITDA 1,178억원에 Target multiple인 중소형 제약사 평균 EV/EBITDA 9.2배를 적용해 산출했다. JW중외제약은 7월 이후로 82.3%의 주가 수익률을 기록했다. 밸류에이션 매력이 높았던 업체인 만큼, 빠른 속도로 리레이팅이 이뤄지고 있다. 다만 최근 주가 상승을 이끌었던 AI 신약개발에 대해서는 단기적 성과 기대보다는 장기적 관점이 필요해 보인다. JW중외제약은 올해 1월 독일 머크 라이프사이언스와 AI를 활용(신시아 소프트웨어)한 신약 원료의약품 개발을 위한 업무 협약을 체결했다. 신시아는 원료의약품의 합성 공정을 분석하는 프로그램으로 신약 후보물질의 합성 연구에 활용될 예정이다. 합성연구의 속도를 높일 수 있다는 점은 긍정적이나 신약 개발에 있어 중요한 1) 의학적 미충족 수요에 맞는 타겟 선정, 2) TPP(Target Product Profile) 설정과 후보물질 도출, 3) 임상을 통한 효능, 안전성 입증은 AI로 대체될 수는 없다. 중장기적으로 AI를 기반으로 도출된 후보 물질의 성과 확인이 필요하다. 이보다 주목할 부분은 임상 결과 발표를 앞둔 파이프라인이다. Leo Pharma에 기술이전된 JW1601은 올해 하반기 임상 2상 결과 발표가 이뤄질 것으로 기대된다. 임상 결과에 따라, 파이프라인 가치를 목표주가에 추가적으로 반영할 예정이다.

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2021	2022	2023F	2024F	
매출액	601.8	676.9	754.3	847.5	
영업이익	35.5	67.2	94.8	125.7	
세전이익	25.8	49.8	91.3	124.5	
순이익	5.2	34.2	71.8	98.1	
EPS	217	1,412	2,937	4,012	
증감율	흑전	550.69	108.00	36.60	
PER	102.04	13.00	14.40	10.54	
PBR	2.47	1.73	3.20	2.51	
EV/EBITDA	11.72	5.92	4.89	3.23	
ROE	2.54	15.03	25.60	27.51	
BPS	8,972	10,637	13,213	16,863	
DPS	307	364	364	364	



효성화학

Gas, Gas, Gas

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

Gas 1. 저가 프로판 가스 투입 효과

올해 3분기 중순에서 4분기 초에는 동사 PP/DH부문의 저가 원재료 투입 효과가 발생할 전망이다. 동사의 베트남 Cavern의 저장 용량(프로판 17만톤, 부탄 7만톤)은 24만톤이다. 동사는 2분기 정기보수/설비 교체 시기에 저가 LPG를 구매하여 베트남 Cavern에 LPG를 100% 채웠다. 원단위와 베트남 PDH 생산능력을 고려(100% 가동 가정) 시 24만톤의 LPG는 동사의 베트남 PDH의 연간 사용량의 약 30% 수준이다. 참고로 현재 동사의 베트남 PDH 생산량은 일간 1,800톤으로 100% 이상의 가동률을 지속하고 있다.

동사의 PP 제품 가격은 3분기 이후 반등세를 보일 전망이다. 중국의 폴리올레핀 재고가 최근 60만톤 내외로 줄어든 상황에서 경기부양책 확대 가능성으로 공급 과잉이 완화될 전망이며, 몬순 이후 인도의 PVC 수요가 증가하며 동사의 주력 제품인 파이프향 PP의 프리미엄도 상승할 것으로 전망되기 때문이다. 참고로 8월부터 역내 PVC 업체들의 계약 가격이 인상 추세에 있다. 한편 2015년 상업 가동한 국내 PDH-2(30만톤)의 감가상각이 올해 8월 말에 종료되는 점도 동사 국내 PP/DH부문의 실적 개선에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

Gas 2. NF3, 2026년 초과 수요 상태 전환 전망

동사의 옥산 NF3 플랜트 증설분(+2천톤)은 올해 4분기에 가동에 들어갈 전망이다. 이에 단독 기준 동사의 NF3 생산능력은 8천톤으로 증가하게 된다. 전방 반도체/디스플레이 업황은 올해 2분기를 바닥으로 점진적으로 개선될 전망이며, 고객사들의 세계 최대 규모의 반도체 클러스터 건설 및 AI 반도체 시장의 확대 등으로 NF3 시장은 중장기적으로도 호조세를 지속할 전망이다. 한편 작년 84%의 세계 NF3 가동률은 내년에는 87%로 상승하고, 2026년에는 107%로 기록하며 초과 수요 상태로 전환될 전망이다.

참고로 동사는 직접불소화법(DF), 전기화학적 불소화법(ECF) 등 현존하는 NF3 공법을 모두 보유하고 있다. DF법은 NF3 반응 수율이 좋고 전력이 적게 드는 장점이 있고, ECF법은 NF3 생산에 필요한 HF와 NH3 사용량이 DF법 대비 현저히 적다는 강점이 있다. 한편 최근 무수불산 가격이 하향 안정화되는 점도 동사 NF3부문 실적에 긍정적인 영향을 미치고 있다.

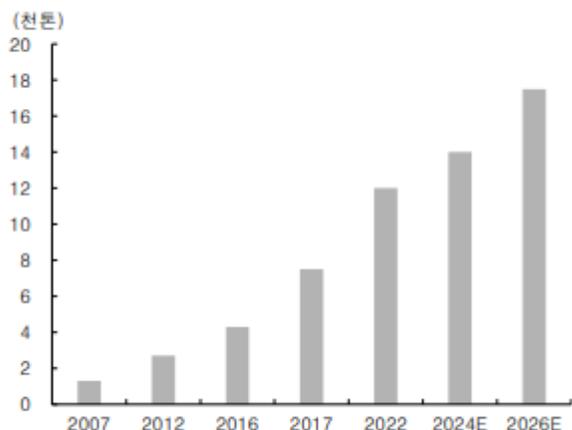
Gas 3. 그룹사 액화수소 플랜트 건설로 인한 부생수소 수익 발생

현재 동사는 프로판 탈수소화 공정을 통하여 부생수소(6,000m³/h)를 생산하는데, 파이프라인/카트리지를 통하여 SDG 등에 수소를 공급하고 있다. 다만 그룹사의 액화수소 플랜트 건설을 계기로 부생수소를 자체 밸류체인에 공급할 것으로 전망된다. 린데/효성중공업의 합작 수소 사업은 동사의 울산 공장 부지를 활용하였다. 이에 동사는 부생수소 수익뿐만 아니라 부지에 대한 사용료 수취가 있을 것으로 예상된다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,520	2,879	2,968	3,119	3,216
영업이익	137	-337	-144	167	240
세전이익	102	-448	-316	21	98
지배주주순이익	58	-409	-261	21	77
EPS(원)	18,311	-128,166	-81,767	6,598	24,079
증가율(%)	-602.9	-799.9	-36.2	-108.1	265.0
영업이익률(%)	5.4	-11.7	-4.9	5.4	7.5
순이익률(%)	2.3	-14.2	-8.8	0.7	2.4
ROE(%)	13.1	-135.4	-193.9	12.8	35.9
PER	16.6	-0.8	-1.3	15.6	4.3
PBR	2.0	2.8	2.1	1.9	1.3
EV/EBITDA	9.0	-56.7	23.2	6.1	5.1

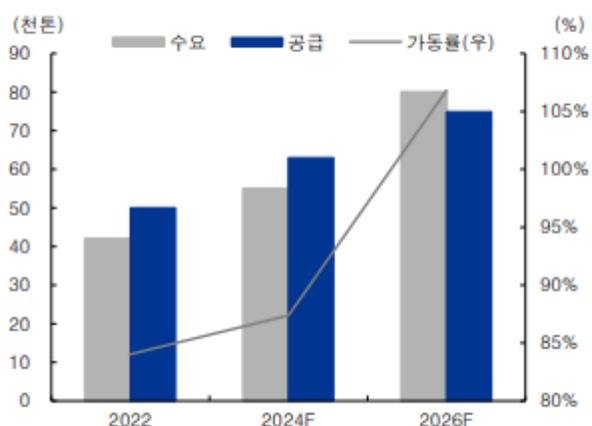
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 효성 NF3 생산능력 추이/전망(추정치)



자료: 효성화학, 효성티앤씨, IBK투자증권

그림 2. 세계 NF3 수급 전망



자료: TC, IBK투자증권



씨에스윈드

완만하게 개선되는 모습

[\[출처\] 하나증권 유재선 애널리스트](#)

목표주가 90,000원, 투자 의견 매수 유지

씨에스윈드 목표주가 90,000원, 투자 의견 매수를 유지한다. 2분기 실적은 시장 컨센서스에 부합했다. AMPC 276억원을 감안한다면 본질적인 실적 회복 속도는 다소 완만한 흐름으로 보인다. 2023년 2분기 누적 신규 수주는 6.38억달러로 연초 제시된 목표치 대비 45.6%를 기록했고 수주잔고는 6.46억달러로 전분기대비 소폭 감소했으나 7~8월 수주 건과 공시에 반영되지 않은 GE향 장기공급계약을 감안하면 수주 흐름은 양호하다. 고금리로 인한 부담으로 일부 프로젝트가 지연되는 가운데 최근 터빈 제조업체 품질 이슈로 우려가 부각되고 있다. 하지만 최근 전방 수주 회복 흐름과 ASP 상승을 감안하면 연간 수주 목표 달성에는 무리가 없을 전망이다. 2023년 기준 PER 31.2배, PBR 3.0배다.

2Q23 영업이익 418억원(YoY +116.6%)으로 컨센서스 부합

2분기 매출액은 4,155억원으로 전년대비 26.9% 증가했다. 베트남, 중국 법인은 다소 부진했으나 미국, 터키, 포르투갈 법인 매출 증가와 AMPC 276억원이 수익으로 반영되며 외형이 성장했다. 베트남 법인은 하반기 정상화 이후 2024년부터는 기존 수주 물량 기반으로 회복 추세가 기대된다. 영업이익은 418억원으로 전년대비 116.6% 증가했다. 터키 법인 기능통화 변경에 따른 재고 관련 일시적 비용 인식과 AMPC 영향을 제외하더라도 전분기대비 개선 추세가 나타나고 있으나 본질적인 마진은 아직은 낮은 수준을 유지하고 있다. 다만 유럽과 미주 수요는 여전히 견조하고 주요 생산법인 증설, 공정 최적화, 인력 숙련도 제고를 통해 중장기 이익률 개선 흐름을 보여줄 것으로 기대된다.

하부구조물 시장 재진출 긍정적. Bladt 인수 이후 턴어라운드 확인 필요

유럽 해상 하부구조물 선도 업체인 Bladt 인수를 추진 중이다. 유럽 시장 생산기지 및 수주 잔고 확보로 빠른 시장 진출이 기대되며 추가적인 Capa 확장 가능성도 긍정적으로 볼 수 있다. 다만 해당 업체의 모노파일 생산이 오래되지 않은 가운데 증산 과정에서 초기 비용이 크게 반영되면서 원가가 크게 상승한 바 있다. 아직 불안 요소가 해소되지 않았기 때문에 상당히 낮은 가격으로 인수가격이 결정된 것으로 볼 수 있는 상황이며 턴어라운드 시점까지 지켜볼 필요가 있다. 매출 및 수주 잔고 규모가 유의미하기 때문에 비용구조가 정상화된다면 전사 실적 기여도는 빠르게 커질 수 있다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

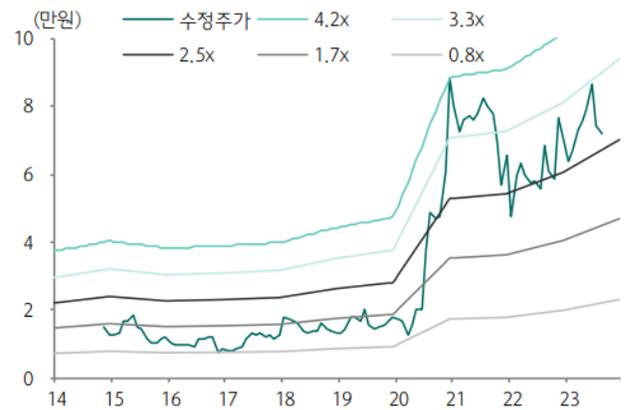
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,195.0	1,374.9	1,833.6	2,448.0
영업이익	101.1	42.1	168.2	269.4
세전이익	90.7	1.7	125.3	247.6
순이익	66.2	(1.0)	97.3	188.2
EPS	1,601	(23)	2,306	4,462
증감률	89.47	적전	흑전	93.50
PER	41.04(2,991.30)		31.22	16.14
PBR	3.10	3.16	2.96	2.55
EV/EBITDA	21.44	29.97	17.14	11.87
ROE	10.13	(0.11)	10.46	17.67
BPS	21,204	21,797	24,325	28,197
DPS	600	500	600	600

도표 2. 씨에스윈드 12M Fwd PER 추이



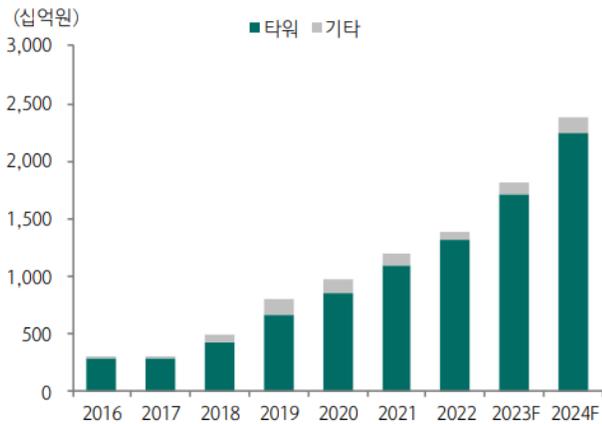
자료: 씨에스윈드, 하나증권

도표 3. 씨에스윈드 12M Fwd PBR 추이



자료: 씨에스윈드, 하나증권

도표 4. 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 씨에스윈드, 하나증권

도표 5. 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 씨에스윈드, 하나증권



휴온스

점안제와 주사제를 통한 밸류업

[출처] DS투자증권 김민정 애널리스트

점안제와 주사제에 핵심을 둔 기업

동사는 점안제와 주사제에 강점을 둔 무균 제제 생산업체이다. 점안제의 경우 HA 점안제를 포함해 다양한 원료의 점안제 생산을 하고 있으며 제약사들에 납품하고 있다. 주사제의 경우 국내에서 유일하게 FDA 승인을 받은 주사제(리도카인) 제품을 보유하고 있고 이를 통해 2018년 미국 스펙트라 메디컬, 2022년 미국 맥케슨과 리도카인 공급계약을 맺었다. 동사는 향후 점안제 / 주사제를 증설을 통해 외형성장 및 수익성 향상을 도모하고 있다.

'24년 매출액 6,241억원(+13% YoY), 영업이익 780억원(+21% YoY)

2024년은 2공장 점안제 신규 라인을 통한 물량 증가가 동사의 외형 성장을 이끌 예정이며 2025년부터는 주사제 신규 라인의 물량도 더해질 것으로 기대된다. 증설 전점안제, 주사제(바이알, 카트리지)의 가동률은 모두 100%를 상회하고 있었기에 증설 후 신규 라인 가동 시 가동률은 빠르게 올라올 것으로 판단한다. 특히 주사제의 경우 미국 내 리도카인에 대한 견조한 수요로 빠른 물량 증가와 수익성이 좋은 것으로 판단되는 미국향 주사제 믹스효과로 전사 마진을 개선에 긍정적인 영향을 줄 것으로 보인다. 2024년 점안제 매출액 590억원 +41% YoY, 마취제 매출액 762억원 +13% YoY를 전망한다. 비용 단에서는 광고선전비 둔화 및 건강기능식품 유통채널의 온라인 비중 증가로 수익성이 개선될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 60,000원으로 커버리지 개시

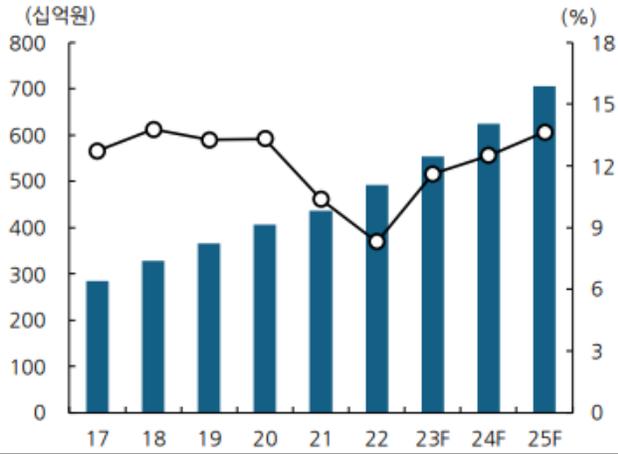
목표주가는 2024년 예상 지배순이익에 2019년 PER 12.7배를 통해 산출하였다. 2024년부터 증설로 인한 물량 증가와 미국 내 마취제에 대한 견조한 수요로 외형 성장 및 수익성 향상은 확실하다고 판단된다. 2024년 예상 지배순이익 기준 PER 8.4배로 저평가 구간이며 최근 주가 상승에도 여전히 저평가 구간이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	437	492	554	624	706
영업이익	45	41	64	78	96
영업이익률(%)	10.4	8.3	11.6	12.5	13.6
세전이익	41	40	70	75	93
지배주주지분순이익	31	22	55	58	72
EPS(원)	2,577	1,880	4,585	4,873	6,050
증감률(%)	-44.7	-27.0	143.8	6.3	24.1
ROE(%)	12.2	8.2	18.0	16.5	17.6
PER (배)	18.5	15.5	8.9	8.4	6.7
PBR (배)	1.9	1.2	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA (배)	9.2	6.6	6.1	5.0	4.0

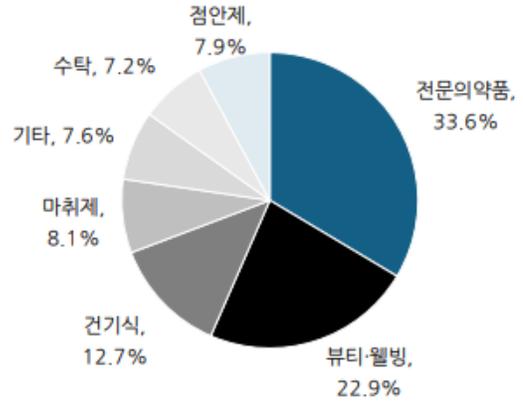
자료: 휴온스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 휴온스 실적 추이 및 전망



자료: 휴온스, DS투자증권 리서치센터 추정

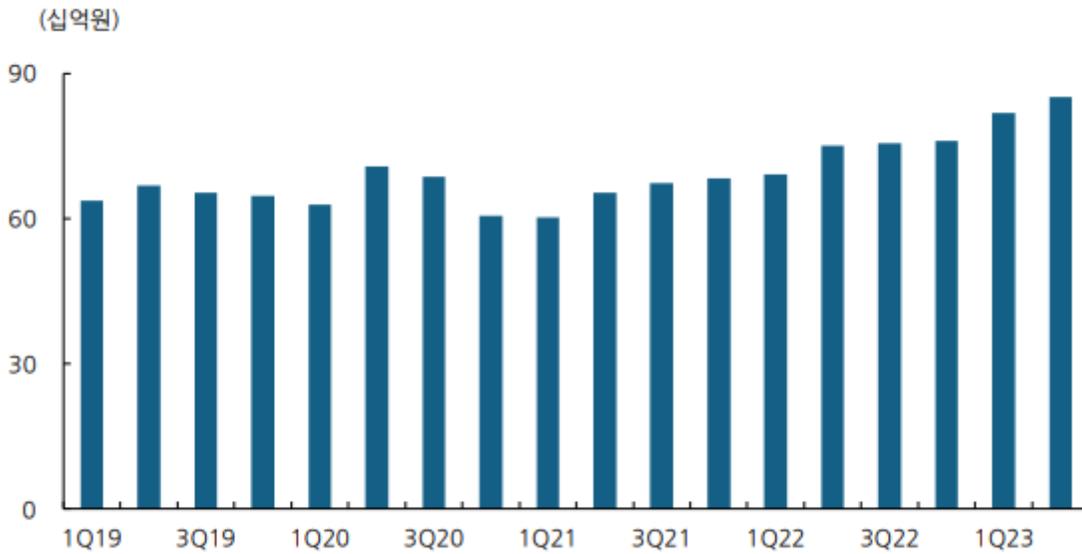
그림2 2022년 휴온스 사업부별 매출 비중



자료: 휴온스, DS투자증권 리서치센터

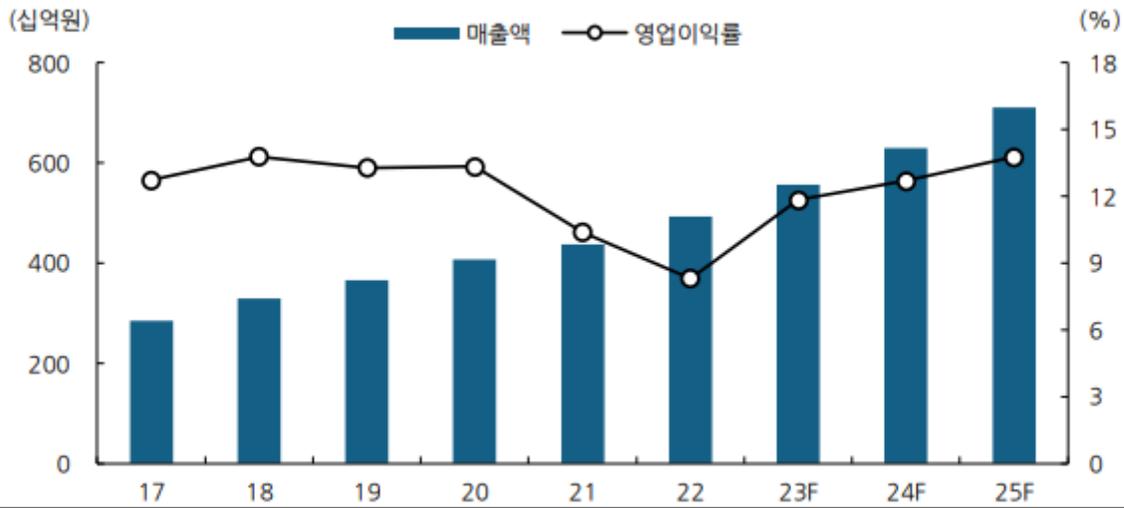
주: 전문의약품: 마취/점안제 제외 / 점안제: 자체, 수탁 포함 / 뷰티-웰빙: 건기식 제외

그림7 국내 분기별 HA 점안제 처방액 추이



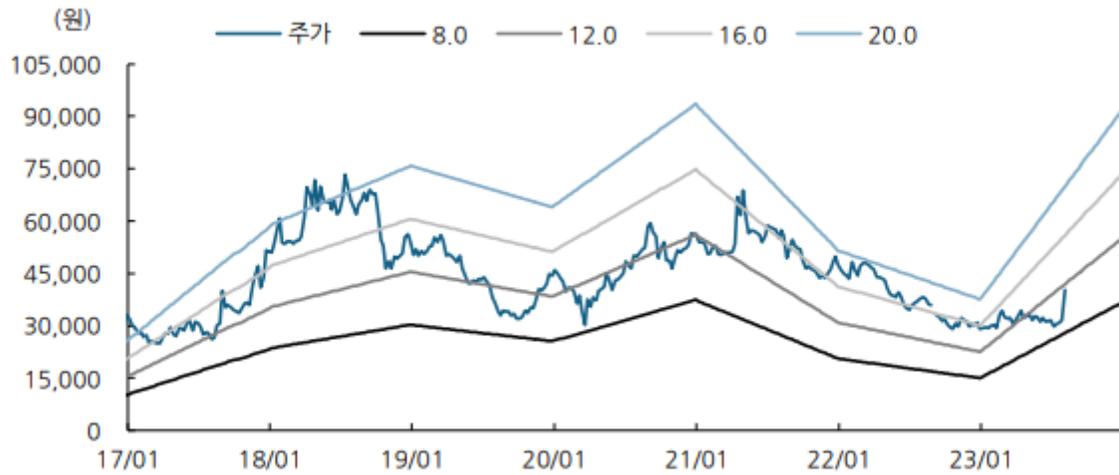
자료: 유비스트, DS투자증권 리서치센터

그림15 휴온스 매출액 / 영업이익률 추이 및 전망



자료: 휴온스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림16 휴온스 PER 밴드



자료: Quantivise, DS투자증권 리서치센터



웹젠
차근차근 준비 중

[\[출처\] NH투자증권 안재민 애널리스트](#)

하반기 라인업 다시 회복

웹젠에 대한 투자 의견 Hold와 목표주가 16,500원 유지. 하반기 퍼블리싱 게임을 출시하며 상반기 부재했던 신작 모멘텀과 실적 회복 기대

사전 예약 중인 '라그나돌'(개발사 그램스, 서브컬처 장르)은 9월 중 출시를 앞두고 있음. 지난해 일본에서 높은 순위를 기록했고, 최근 국내에서 서브컬처 장르가 인기가 좋은 만큼 성과 기대해 볼만 함

4분기 중에는 '뮤 모나크(MMORPG)'가 출시를 준비하고 있으며, '르모어:인페스티드킹덤(전략RPG)'도 스팀 플랫폼으로 출시할 예정

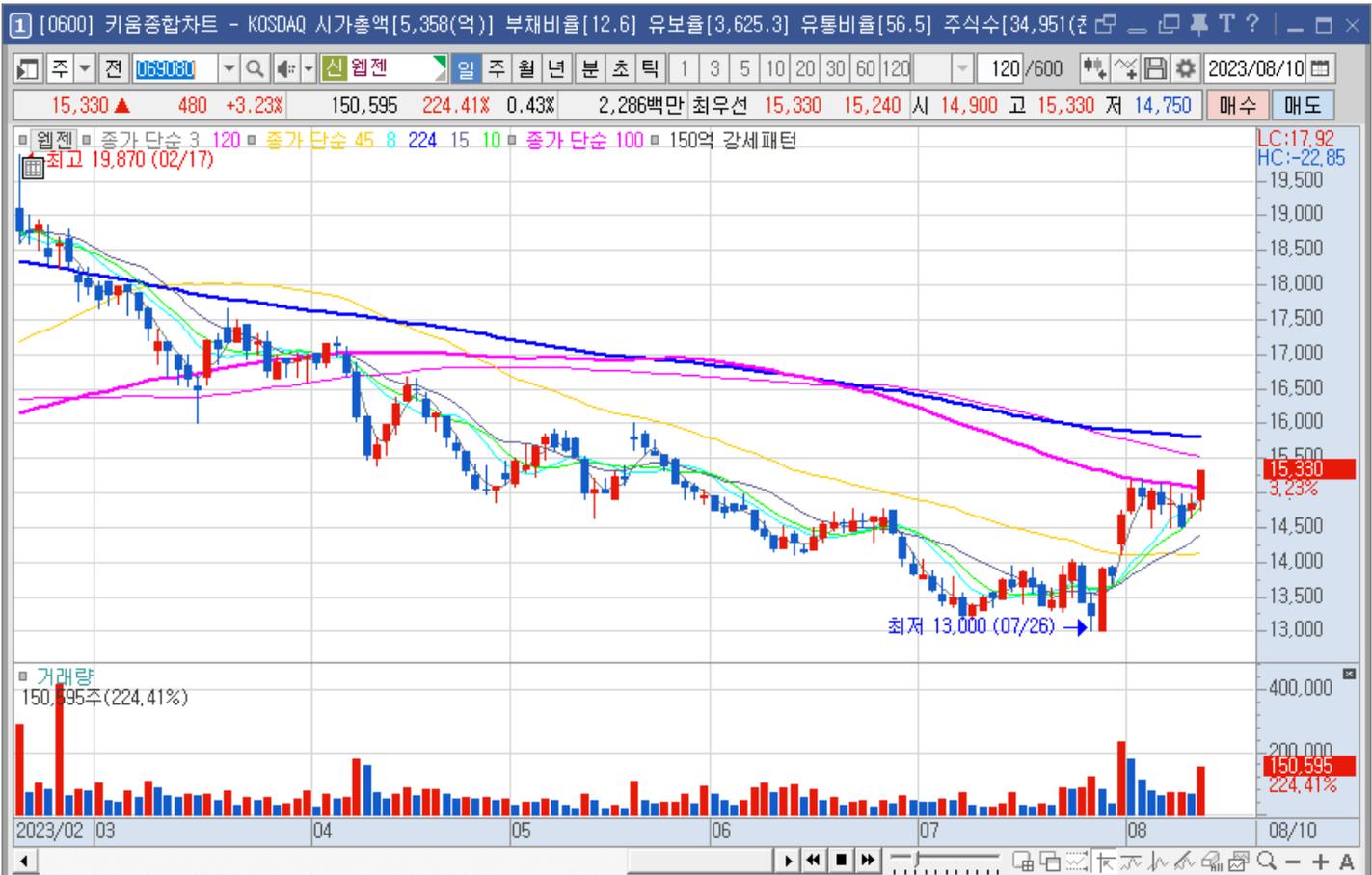
양호한 2분기 실적 기록

웹젠의 2분기 실적은 매출액 425억원(-38.9% y-y, -0.7% q-q), 영업이익 118억원(-53.8% y-y, +21.6% q-q)으로 영업이익은 기존 추정치 77억원 및 시장 컨센서스 92억원을 상회. 2022년 2월 출시한 '뮤오리진3'의 높은 기저 효과로 매출은 전년동기 대비 큰 폭의 감소세를 보였으나, 전분기대비 감소폭을 줄이며 하향 안정화 구간에 진입했다고 판단. 참고로 뮤 IP 매출액은 251억원(-52.7% y-y, -5.5% q-q) 기록

비용은 상당히 안정화됨. 지난 분기 발생했던 일회성 인건비도 소멸하며 인건비는 155억원(-3.2% y-y, -11.7% q-q)을 기록. 마케팅비용은 2억원(-90.6% y-y, -40.7% q-q)으로 신작 게임이 없어 크게 감소. 3분기는 다시 상승할 것

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	242.1	196.7	292.2	341.8
증감률	-15.0	-18.8	48.6	17.0
영업이익	83.0	49.6	73.0	101.0
증감률	-19.4	-40.2	47.2	38.4
영업이익률	34.3	25.2	25.0	29.5
(지배지분)순이익	72.4	57.3	76.6	99.4
EPS	2,050	1,638	2,192	2,844
증감률	-16.7	-20.1	33.8	29.7
PER	7.4	8.9	6.6	5.1
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.5	4.9	2.8	1.3
ROE	13.5	9.5	11.5	13.2
부채비율	12.6	10.3	11.6	11.1
순차입금	-145.3	-232.6	-282.4	-371.8

단위: 십억원, %, 원, 배



롯데케미칼

2Q23 Review - 중국 환경규제 수혜 기대감

[출처] 유진투자증권 황성현 애널리스트

'23~'24년 실적을 하향 조정하나, 중국 환경규제로 인한 공급 조정 가정해 '25~'26년 석유화학 시황 개선을 전망하며, 역사적 저점의 밸류에이션을 고려할 때 현 주가는 바닥이라 판단. 투자의견 BUY와 목표주가 240,000원 유지

2Q23 매출액 5.0조원(+1%qoq, -6%yoy), 영업손실 770억원(적지qoq, 적지yoy), 당기순손실 1,403억원(적전qoq, 적전yoy)으로 당사 추정 영업이익(1천억원)을 크게 하회하는 실적. 중국 리오프닝 수요 회복이 더뎠고 석유화학 과잉 재고로 시황 턴어라운드 시작되지 않은 영향. 또한 원재료 급등락으로 부정적인 투입 시차 효과 확대

3Q23 매출액 4.6조원(-7%qoq, -18%yoy), 영업이익 139억원(흑전qoq, 흑전yoy) 전망. 화학 적자를 연결 자회사(정밀화학, 에너지머티리얼즈)가 만회하며 흑전 전망. 6월 발표된 중국 NDRC의 에너지효율 개선 권고 정책 참고시, '25년 말부터 중국 화학 설비 퇴출이 본격화될 것이라 판단. 연간 에너지효율 -1%p 가정 시, 1천만톤(세계 설비의 5%) 규모의 화학 설비 퇴출 예상. 단기 실적보다 '24년부터 이어질 화학 시황 개선 가능성에 주목할 필요

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	22,276	19,535	20,160	20,986
영업이익	-763	69	301	607
세전손익	-393	109	430	753
당기순이익	28	84	333	584
EPS(원)	1,709	1,490	6,047	10,811
증감률(%)	-95.4	-12.8	305.7	78.8
PER(배)	104.4	103.0	25.4	14.2
ROE(%)	0.4	0.4	1.5	2.6
PBR(배)	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	48.0	6.7	5.7	4.7

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

