

2023.08.31(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-08-31 오전 4:14

수정한 날짜: 2023-08-31 오전 8:40

2023.08.31(목) 증권사리포트

유한양행

완연한 상승세

[\[출처\] 신한투자증권 정재원 애널리스트](#)

수익성 개선의 기초는 상반기까지 순탄하게 유지 중

유한양행은 2분기 연결 기준 매출액 4,957억원(YoY +2.6%, 이하 YoY 생략), 영업이익 273억원(+61.2%, OPM 5.5%)를 달성했다. 올해 초부터 회사가 주장한 수익성 개선 기초를 2분기에도 증명했다. 이는 판매제품 중 로수바미브 등 개량 신약의 성장 및 생활유통사업 품목구조조정, 고수익성 채널로 판매 집중 등 다양한 요인들에 기인했다.

2023년 연결 기준 매출액 및 영업이익은 각각 1조 9,484억원(+9.7%) 및 946억원(+162.5%, OPM 4.9%)으로 전망한다. OTC 사업부는 안정적인 흐름으로 흘러갈 예정이며, 최근 식약처로부터 1차 치료제로 승인받은 렉라자의 보험급여 결정 시 ETC 사업부에서 빠른 매출 상승이 일어날 수 있을 것이 기대된다.

점점 앞당겨지는 증명의 시간

얀센은 10월 개최되는 ESMO 학회를 통해 레이저티닙과 아미반타맙 병용요법으로 진행되는 MARIPOSA 임상 데이터를 발표할 예정이다. 해당 임상은 안센이 전담해 진행하고 있으며, 컨콜 등을 통해 데이터 발표 시기를 지속적으로 앞당겨왔다. 기존 내년초로 예정됐던 시점이 연말로 당겨진 후 10월 ESMO까지 한번 더 단축됐다. 데이터 수치는 이후 학회를 통해 확인해야하나 안센의 코멘트 등으로 추측컨데 긍정적 시각을 유지해도 좋다는 판단이다. 해당 임상은 현재 시판 중인 타그리소와의 Head to head 임상인 점에서 데이터 우위가 관측된다면 시판제품의 영역도 넘볼 수 있을 것이다.

목표주가 상향. 하반기 Top pick 종목 제시

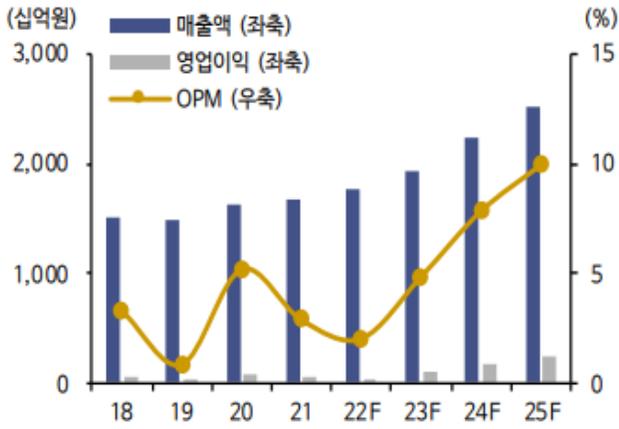
목표주가를 7만원에서 10만원으로 상향한다. 사업부 실적을 전반적으로 상향했으며 레이저티닙의 가치를 재조정했다. 이전 자료에서 1조 9,883억원의 가치로 목표주가에 반영되었던 레이저티닙은 국내가치를 추가하면서 총 3조 5,511억원의 가치로 산정했다. 이전 가치산정과의 차이점은 1) 국내 추가, 2) 해외 환율 조정 및 점유율 상향이다.

하반기부터 레이저티닙 관련 모멘텀이 발생할 예정이다. 실적에서도 수익성 개선의 기초는 그대로 유지될 전망이다. 실적과 모멘텀 모두 증명하고 있다. 하반기 제약/바이오 업종 중 Top pick으로 제시한다

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	1,687.8	48.6	102.6	1,312	24,761	45.3	40.7	2.4	5.4	(15.8)
2022	1,775.8	36.0	95.1	1,217	25,518	47.0	50.9	2.2	4.9	(12.4)
2023F	1,948.4	94.6	60.1	767	25,940	93.9	38.0	2.8	3.0	(9.1)
2024F	2,231.6	175.2	184.9	2,370	27,965	30.4	24.6	2.6	8.8	(8.6)
2025F	2,518.8	251.0	255.5	3,278	30,897	22.0	18.2	2.3	11.2	(10.8)

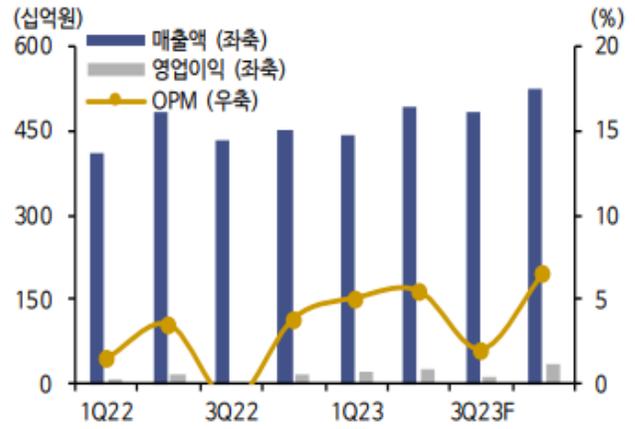
자료: 회사 자료, 신한투자증권

유한양행 연간 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

유한양행 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

유한양행 주요 파이프라인

과제명	적용종	탐색	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	출시	글로벌 파트너사	
종양	렉라자® (Lazertinib)	폐암	2차 치료제 국내 출시, 1차 치료제 허가 획득						안센
			1차 치료제 다국가 임상 3상						
			병용요법 1차 치료제 다국가 임상 3상						
			병용요법 2차 치료제 다국가 임상 3상 (Osimertinib 내성 환자 대상 3차 치료 포함)						
	YH32367	면역항암							
	YH32364	면역항암							
	YH29143	면역항암							
	YH38560	면역항암							
	YHC1103	면역항암							
	YHC1104	폐암							
	YHC2119	면역항암							
	YHC2122	면역항암							
	YHC1128	면역항암							
	YHC2124	면역항암							
YHC2138	면역항암								
YHC1143	면역항암								
YHC2141	면역항암								
섬유증질환 /비만	YH25724	비알콜성지방간염							베링거인겔하임
	YH34160	비만							
	YHC33619	비알콜성지방간염, 섬유증							길리어드
	YHC40863	비만							
	YHC1108	비알콜성지방간염							길리어드
	YHC1131	신섬유증							
	YHC1140	비만							
신경계	YH35995A	고셔병							
	YHC2133	알츠하이머병							
	YHC1135	신경퇴행성질환							
	YHC1144	알츠하이머병							
	YHC1142	신경퇴행성질환							
기타	YH14618	퇴행성디스크질환							스파인
	YH12852	위장관운동장애							프로세사
	YH35324	두드러기, 천식							
	YHC1139	역류성식도염							

자료: 회사 자료, 신한투자증권



콘텐츠리중앙

마진이 개선되는 구간

[\[출처\] NH투자증권 이화정 애널리스트](#)

업황 우려 속에서도 뚜렷하게 보이는 마진 개선 흐름

목표주가는 22,000원(기존 26,000원)으로 15% 하향. 할리우드 파업 지속으로 방송 부문 납품 지연 및 극장 부문 기대작 개봉 지연 불가피한 점을 고려, 하반기 매출 추정치를 하향한 영향. 다만, 부문 전반의 마진 개선세는 여전히 유효
투자의견 Buy 유지. 업황 관련 우려가 주가에 선반영된 만큼, 목표주가 하향에도 불구하고 업사이드는 충분. 오히려 부문 전반의 마진 개선세 본격화됨에 주목해 볼 시점. 방송 부문의 경우 유통 구조 개선(TV-OTT 동시방영 확대, 시즌2 납품), 공간 부문의 경우 리오프닝 효과로 마진 개선 흐름 지속 중. 뿐만 아니라 한한령 완화 분위기 고려 시 중국으로의 동시방영 콘텐츠 판매 재개도 시간 문제

3Q23Preview: 골고루 호실적 기대

3분기 연결 매출 2,673억원(+31% y-y), 영업이익 145억원(흑자전환 y-y)으로 컨센서스 상회 예상. 방송 및 공간(극장, 실내 놀이터) 전반의 호실적 기대

방송: 3분기 캡티브 방영횟수는 53회(+56% y-y, +33% q-q). 대작 '킹더랜드', '힙하게' 포함 총 3편(40회)이 넷플릭스를 통해 동시 방영된 만큼 마진 개선세 이어질 것. 자회사의 경우 'D.P. 시즌2' 납품 수익이 반영, 적자폭 제한적일 것
공간:극장의 경우 '엘리멘탈', '오픈하이머', '밀수', '콘크리트 유토피아' 중심의 흥행에 힘입어 성수기 효과 기대되는 가운데, '범죄도시3'의 투자 및 제작 정산수익까지 반영될 것으로 예상. 실내놀이터 역시 성수기에 힘입은 호실적 이어갈 것

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	852.1	979.4	1,046	1,091
증감률	25.8	14.9	6.8	4.3
영업이익	-71.6	2.2	68.2	73.1
증감률	적지	흑전	3,000.0	7.2
영업이익률	-8.4	0.2	6.5	6.7
(지배지분)순이익	-43.0	-35.9	41.0	42.1
EPS	-2,258	-1,721	1,918	2,185
증감률	적지	적지	흑전	13.9
PER	N/A	N/A	8.1	7.1
PBR	3.0	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA	16.4	8.3	6.0	5.6
ROE	-23.9	-21.7	24.4	20.0
부채비율	274.2	312.1	278.3	254.8
순차입금	699.2	495.6	408.3	302.1

단위: 십억원, %, 원, 배



태웅
투자 회수기 진입

[\[출처\] 신한투자증권 이동현 애널리스트](#)

제강 품은 단조업체

태웅은 1981년 설립된 단조업체이다. 1.5만톤 단조 프레스를 보유한 몇 안되는 업체이며 세계 최대의 9,500파이 링롤링밀 (Ring Rolling Mill)을 가지고 있다. 대형 단조제품은 풍력, 조선, 발전, 산업플랜트, 산업기계 등 다양한 산업에 적용된다. 특히 풍력산업은 일찍 뛰어들어 다양한 제품을 생산하며 현재 매출비중의 42%를 차지하고 있다.

2013년 제강공장 투자를 시작해 2017년 상업생산이 시작되었다. 연간 70만톤의 생산설비를 갖추었다. 약 5천억원이 투자되었는데 단조업체가 이중산업인 제강공장을 갖고 있는 경우는 전세계적으로도 드물다.

수직계열화 성공, 투자회수기 진입

1) 투자회수기 진입: 제강공장은 원소재 생산 공정으로 매출이 내부 상계된다. 제강공장의 수율과 생산성이 완성되며 제강 공장 연간 생산량이 20~30만톤 수준에서도 손익분기점을 넘어섰다. 단조공장의 투자는 인력 충원 위주라 투자회수기에 진입했다.

2) 전략의 성공: 제강공장 보유에 따른 일관생산체제 구축으로 비규격 다품종 주문생산에서 탁월한 경쟁력을 확보했다. 대형 풍력업체와의 장기계약보다 즉납 형태의 단납기 주문 구조로 수익성을 높이고 있다. 단가가 좋은 대형 해상풍력 플랜지 비중이 높아졌다.

3) 외형 확장 시작: 풍력산업 호조로 링밀은 가동률이 가득찼다. 조선산업, 산업기계에서는 업황 회복으로 물량을 늘려갈 여지가 있다. 1H23 매출액은 2,314억원이었고 2H23 2,700억원, 2024년 6천억원, 2025년 8천억원 정도를 예상해 볼 수 있다. 수익성은 2Q23 원가(전기로 도시가스) 하락으로 opm 13%를 기록했지만 하반기 다소 하락, 중장기 하이싱글 수준이 적정해 보인다.

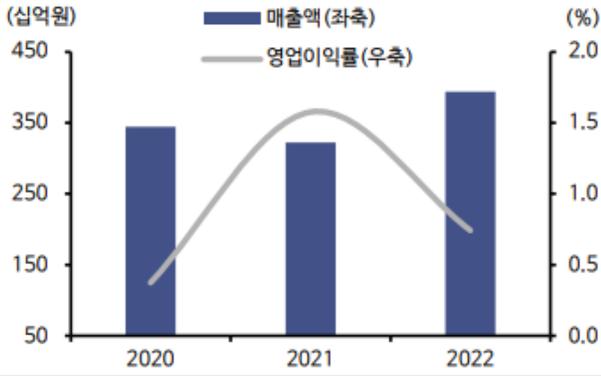
확인해 나갈 부분들과 공급자 우위 시장 확보

단납기 위주로 수주잔고에 따라 업황 해석이 어렵다. 풍력 시장의 변동성도 변수이다. 환율 익스포저는 매출의 절반 수준이고 별도의 헷지는 없다. 부채비율은 59%에 불과하다. 불황 기간동안 경쟁업체들의 도태, 제강 수직계열화로 공급자 우위 시장이 도래했다

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2018	289.5	(32.0)	(32.7)	(1,633)	30,137	(6.4)	(369.7)	0.3	(5.4)	26.1
2019	370.5	(36.4)	(40.3)	(2,012)	28,059	(4.4)	(74.5)	0.3	(6.9)	29.9
2020	344.4	1.3	(93.7)	(4,681)	23,342	(3.3)	14.1	0.7	(18.2)	29.4
2021	322.3	5.1	7.1	357	23,769	35.0	15.1	0.5	1.5	23.7
2022	393.9	2.9	0.5	27	24,061	358.2	13.7	0.4	0.1	22.8

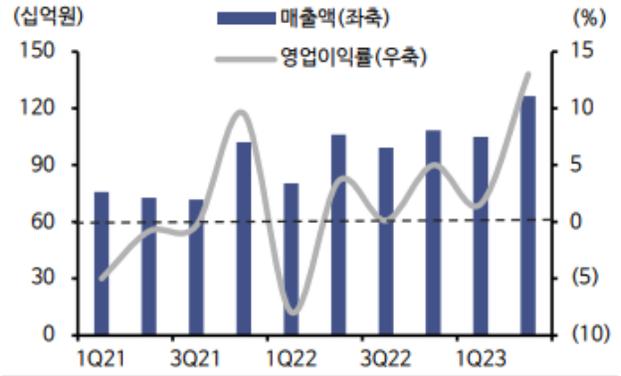
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 실적 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

단조 제품



자료: 회사 자료, 신한투자증권

해상풍력 Flange



TP Top flange



TP Bottom flange



MP flange

자료: 회사 자료, 신한투자증권



메타바이오메드

최대 실적 랠리의 서막, 초저평가된 K의료기기 업체

[\[출처\] 하나증권 조정현 애널리스트](#)

국내 최대 치과용 의료소재 및 봉합원사 제조기업

메타바이오메드는 1990년 설립된 충치 치료에 활용되는 근관충전재, 수복재 등의 치과용 의료소재와 수술 후 봉합사 사용되는 생분해성 봉합원사(녹는실) 제조전문기업이다. 주력제품인 봉합사는 에스테틱용 리프팅실, 수술용 의료기기에 주로 사용되며, 코팅/굵기/꼬임의 강도/길이/색 등의 특성에 따라 제품군이 다양하다. 생분해성 봉합원사의 경우, 동사를 포함한 글로벌 약 7개 업체가 과점하는 시장으로 진입장벽이 높은 제품이다. 동사는 1) 올해 1분기부터 봉합사 매출 확대에 따른 분기 실적 상승 및 영업레버리지 효과를 보여주고 있으며, 2) CAPA 증설에 따른 매출 성장이 지속될 것으로, 3) 해외 고객사 확대에 따라 해외 매출 성장세에 힘입어 최대 실적 랠리가 전망된다.

CAPA 증설 완료, 하반기 실적 호조세 지속 전망

메타바이오메드는 1Q23 영업이익률 14.9%를 기록하며 수익성 개선이 시작되었으며, 특히 2분기 매출액 197억원, 영업이익 37억원, OPM 18.8%를 시현하며 분기 최대 실적을 기록했다. 실적 호조는 국내 봉합사 업체로 동사와 경쟁사인 삼양홀딩스가 유일한 가운데, 코로나 이후 이연 수요 및 해외 고객사 확대에 따라 유럽/중국/미국 중심의 글로벌 고객사로부터 봉합사 오더가 급증한 것에 기인한다. 글로벌 수요 대응을 위해 동사는 작년 6월 시작된 신규공장 준공을 완료하며, 봉합사 생산능력은 22년 15만km/연→23년 20만km/연으로 약 30% 이상 확충될 전망이다. 특히 봉합사는 글리콜라이드 소재→봉합사 반제품 원사→바늘과 실이 꿰매진 완제품으로 나뉘는데, 작년 소재 회사 큐어바이오캠을 인수하며 원재료 내재화를 통한 수익성 개선이 지속되고 있다. 동사는 분기 영업이익 30억원 달성이 가능한 체력으로 레벨업 된 것으로 판단된다. 하반기 전망도 밝다. 작년부터 진행된 증설 효과가 3분기부터 일부 반영될 것으로 기대되며, 동사의 수출 비중이 약 85%를 넘어서는 만큼 우호적인 환율은 긍정적일 것으로 판단되기 때문이다.

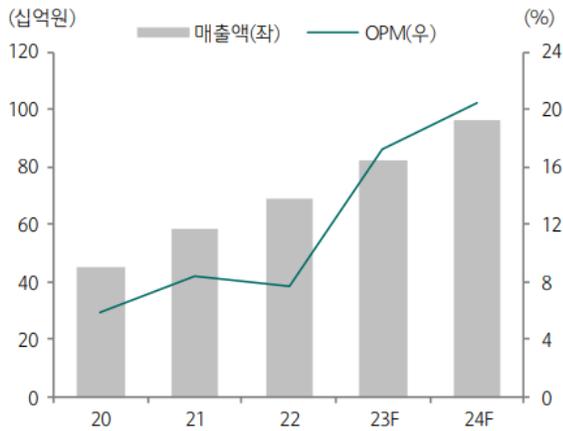
2023년 최대 실적 전망, Peer 대비 현저한 저평가

2023년 매출액 823억원(+19.3%, YoY), 영업이익 142억원(+165.9%, YoY)으로 최대 실적을 전망한다. 2024년 매출액 965억원(+17.2%, YoY), 영업이익 197억원(+38.7%, YoY)으로 전망한다. 이는 1) 내년 증설 효과 온기 반영에 따른 봉합사 매출 성장, 2) 글로벌 이연 수요 및 가격 경쟁력 기반 해외 매출 확대 등에 기인한다. 현재 주가 수준은 2024년 예상 실적기준 PER 7배에 불과하며 국내 의료기기 업체 평균 PER 17.5배 대비 저평가 매력에 부각된다

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

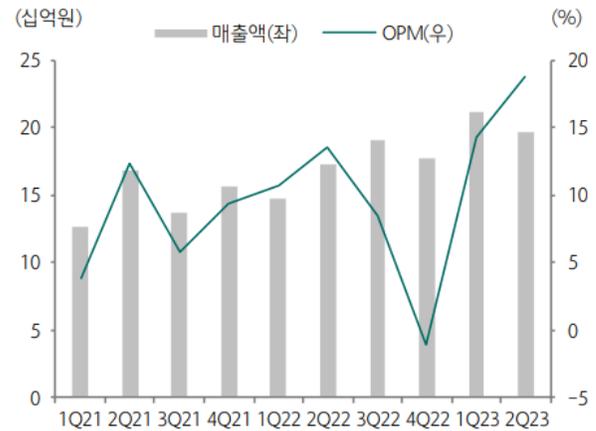
투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	59	45	59	69
영업이익	6	3	5	5
세전이익	6	(4)	8	4
순이익	3	(4)	10	4
EPS	140	(172)	399	110
증감율	흑전	적전	흑전	(72.4)
PER	19.9	(16.3)	7.2	21.0
PBR	1.2	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	10.5	14.8	10.5	9.1
ROE	6.3	(8.5)	16.3	4.3
BPS	2,321	2,127	2,561	2,658
DPS	10	10	20	20

도표 3. 연간 실적 추이 및 전망



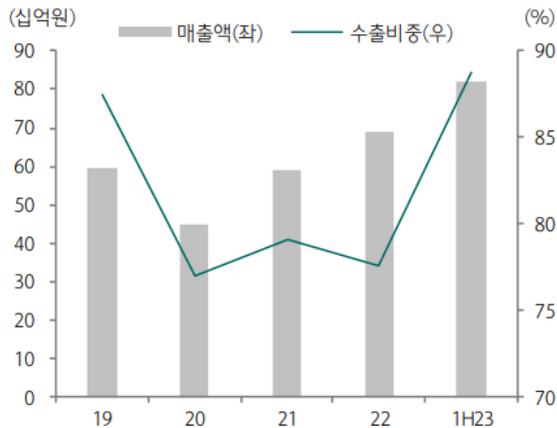
자료: 메타바이오메드, 하나증권

도표 4. 분기 실적 추이



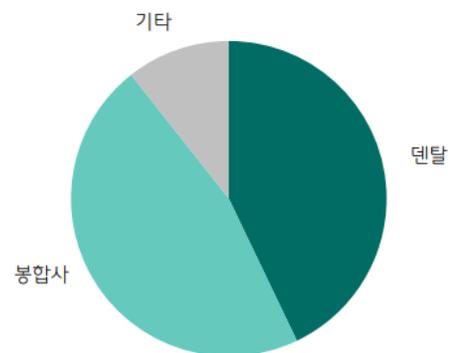
자료: 메타바이오메드, 하나증권

도표 5. 연간 매출액 및 수출 비중 추이



자료: 메타바이오메드, 하나증권

도표 6. 제품별 매출 비중(1H23)



자료: 메타바이오메드, 하나증권



현대지에프홀딩스
 현대백화점그룹을 사라
[\[출처\] IBK투자증권 남성현 애널리스트](#)

현대백화점그룹 지주사 가치

현대지에프홀딩스는 이번 대주주 현물 출자가 마무리되면 실질적 그리고 구조적으로도 지주사로 자리매김 할 것으로 보인다. 당사에서는 동사를 상당히 매력적이라 판단하는데, 그렇게 생각하는 근거는 1) 현대백화점 편입에 따라 배당수익 재원이 추가적으로 확보될 것으로 보이고, 2) 그룹내 실질적 지배력 확대를 감안할 경우 주가 수준은 저평가 영역에 머무르고 있다고 판단하며, 3) 안정적 배당금 정책 공표를 통해 주주가치 제고에 심혈을 기울일 가능성이 높으며, 4) 그룹사 사업구조가 내수를 기반으로 해외사업 확장이 빠르게 이루어지고 있기 때문이다.

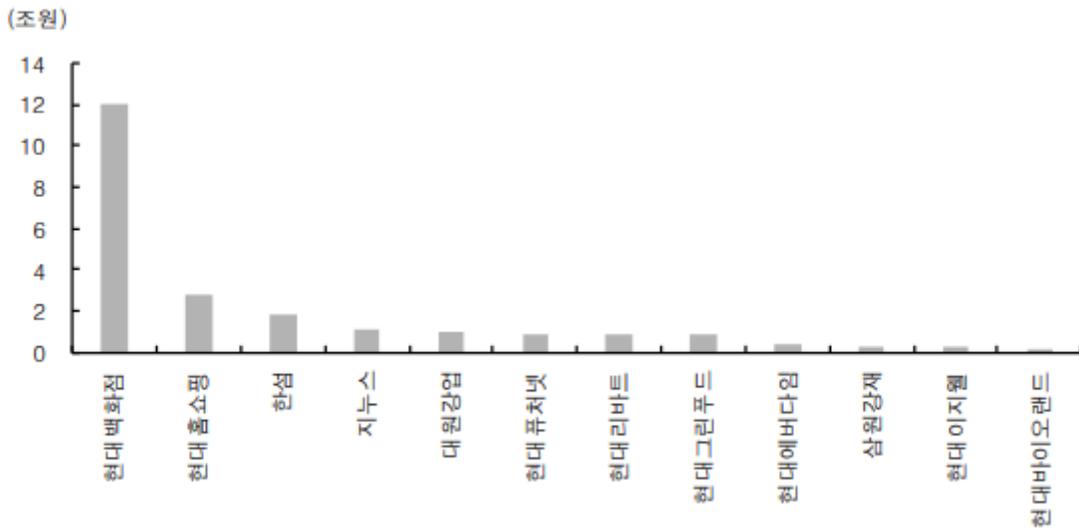
매력적인 포인트 3가지 1) 밸류에이션, 2) 해외사업, 3) 주주 환원 정책

동사는 지주사 요건에 따라 주요 종속회사 지분율은 상장사 30%, 비상장사 50% 이상을 보유해야 한다. 현대백화점그룹의 순자산가액이 약 20조원을 상회하는 것으로 파악되는데, 현 주가 수준이 유지될 경우 현물출자가 마무리되는 시점 동사의 시가총액은 약 5,000억 원 수준에 불과할 것으로 분석한다. 지주사는 자산가치 대비 할인되어 거래되는 것이 일반적이긴 하나, 현대백화점그룹사 규모를 감안할 경우 과도한 저평가 구간으로 해석할 수 있다. 주요 사업부 중 해외비중 확대도 이루어지고 있어 긍정적이다. 지누스, 대원강업, 현대L&C, 현대그린푸드, 현대H&S 등 해외사업을 영위하고 있다. 또한, 주주 환원 정책도 주목해야 할 부분으로 판단한다. 동사는 현대그린푸드와 인적분할 당시 자사주 약 10%를 소각한다고 밝혔고, 최소 150억 원의 배당금을 지급한다고 공시하였다. 이번 지주사 체제가 마무리 된 이후 주주 환원 정책의 정확한 가이드라인을 제시할 가능성이 높으며, 현대백화점 편입에 따라 동 수치는 상향될 것으로 전망한다.

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	1,515	1,543	1,513	1,671	1,924
영업이익	69	67	45	43	75
세전이익	105	80	50	74	95
당기순이익	81	62	38	61	78
EPS(원)	829	631	386	621	802
증가율(%)	-19.9	-23.9	-38.8	61.0	29.0
영업이익률(%)	4.6	4.3	3.0	2.6	3.9
순이익률(%)	5.3	4.0	2.5	3.7	4.1
ROE(%)	6.1	4.6	2.7	4.2	5.3
PER	17.3	18.8	22.7	13.8	8.4
PBR	1.0	0.8	0.6	0.6	0.4
EV/EBITDA	16.5	13.8	13.2	12.8	6.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 현대백화점그룹 자산총계(상장 13개사)



자료: Quantiwise, IBK투자증권





코웨이

저평가 해소를 위한 해외 성장

[\[출처\] 신한투자증권 조상훈 애널리스트](#)

투자자들의 주요 관심은 세 가지로 압축

- 1) 2Q23 국내 렌탈 판매량은 39.5만대를 기록하며, 2개 분기 연속 두자리 수 성장을 달성했다. 렌탈 계정 순증은 5.2만대 (+935% YoY, +1.5% QoQ)로 양호했다. 5년 전 판매 계정에 대한 소유권 도래가 늘었지만, 혁신 제품 출시를 통해 신규 고객을 창출하며 이를 극복했다.
- 2) 말레이시아 매출은 3.9% 증가하는데 그쳤고, 영업이익은 7.4% 감소했다. 현지 정수기 보급률이 상승하고, 경쟁업체들이 저가 제품을 출시하며 이에 대응하고 있다. 특히 영업이익률이 전년대비 2%p 하락했는데, 1%p는 청정기 필터를 고사양으로 교체함에 따른 것이고, 나머지 1%p는 판관비 이슈(물류비 등)이다.
- 3) 해외 사업에서 Next 말레이시아는 태국이 될 것이라 판단한다. 태국 법인은 2003년 설립되었으나, 금융 인프라가 낙후되어 성장이 더뎠다. 하지만 최근 금융 인프라 발달과 판매 인력 강화로 빠르게 성장하고 있다. 2Q23 태국 렌탈 계정은

15.5만(+47% YoY)을 기록했다. 통상적으로 렌탈 계정이 10만을 돌파하면 BEP를 기록하지만, 동사는 브랜드 인지도를 높여 매출을 더 키우는 데 집중할 계획이다.

저평가를 해소하기 위한 해외 성장이 절실

지난 10년동안 고성장했던 말레이시아의 성장성이 둔화되고 있다. 말레이시아 정수기 보급률은 50% 정도로 추산되는데, 주 고객의 소득계층은 상위 20%+중위 30%이다. 즉, 향후 성장을 위한 관건은 1) 정수기의 고객 저변을 넓히거나, 2) 홈케어 (에어컨, 안마의자 등) 신제품의 시장 확대이다. 코웨이는 4월부터 중저가 제품을 출시하며 점유율이 상승하고 있고, 홈케어 제품 출시를 통해 성장성을 높이고자 한다.

대주주 불확실성보다는 실적 안정성에 주목

최근 대주주의 보유자산 유동화 계획으로 동사에 대한 불확실성도 높아지고 있다. 당사가 도출한 적정가치에 부여하던 디스카운트폭을 기존 10%에서 20%로 상향하고, 이에 목표주가도 17% 하향한다. 다만, 대외적인 경기와 무관하게 안정적인 현금흐름을 창출하는 사업모델은 최대주주의 변화에 크게 구애받지 않고 매력적이라 긍정적인 투자의견을 유지한다. 결국 기업가치의 key driver는 해외인데, 올해 해외 법인이 매출과 영업이익에서 차지하는 비중은 31%, 29%로 예상한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	3,237.4	606.4	404.9	5,486	20,207	13.3	5.0	3.6	31.5	22.1
2021	3,664.3	640.2	465.7	6,310	25,825	11.8	5.0	2.9	27.4	16.8
2022F	3,856.1	677.4	458.2	6,208	31,353	9.0	3.9	1.8	21.7	16.2
2023F	4,031.7	726.0	485.0	6,572	36,741	6.4	2.9	1.1	19.3	11.2
2024F	4,277.8	762.5	546.1	7,400	42,824	5.7	2.9	1.0	18.6	8.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권



에어부산

중국 단체 관광 재개에 따른 수혜 기대

[\[출처\] 키움증권 이한결 애널리스트](#)

2분기 영업이익 339억원으로 호실적 달성

2분기 매출액은 1,983억원(yoy +136.3%), 영업이익 339억원(흑자전환, OPM 17.1%)을 기록하며 당사 추정치를 상회하는 호실적을 달성하였다. 2분기 호실적이 가능했던 이유는 수익성이 좋은 일본 노선의 비중이 훨씬 높았던 부분이 영향을 미친 것으로 판단한다. 1H23 기준 에어부산의 일본 노선 비중은 약 60%, 동남아 노선은 약 28%로 경쟁사가 각각 48%, 43%인 점을 감안할 때 일본 노선의 이익 기여가 높았던 것으로 추정한다. 또한, 김해공항에서 에어부산의 노선 점유율이 40% 수준으로 가장 높아 항공 운임의 방어가 인천공항에 비해 용이했던 점도 수익성 개선을 이끈 주요 요인이었다.

3분기는 LCC 최대 성수기

3분기 매출액은 2,385억원(yoy +102.6%), 영업이익 505억원(흑자전환, OPM 21.2%)으로 성수기 효과에 따라 역대 분기 최대 실적 달성을 기대한다. 7, 8월 여름 휴가 시즌과 9월말 추석 연휴 효과가 여행 수요 상승을 이끌며 실적 성장세가 나타날 것으로 전망한다. 비수기였던 2분기 국제선 항공권 평균 판매가는 약 163천원으로 여행 수요가 급증했던 1분기 약 179천원 대비 8% 하락하며 견조한 수준을 유지하였다. 3분기는 성수기 여행 수요에 수익성 위주의 노선 증편 및 부산발 노선의 판가 방어 효과로 항공 운임이 1분기에 근접한 수준으로 회복하는 흐름이 나타날 것이다. 다만, 최근 유가 상승에 따라 항공유 가격이 1분기 수준까지 회복하면서 비용 증가에 대한 우려가 있으나 유류할증료 부과로 일부 보전할 수 있을 것으로 판단한다.

중국 노선 운항 회복으로 피크아웃 우려 완화 기대

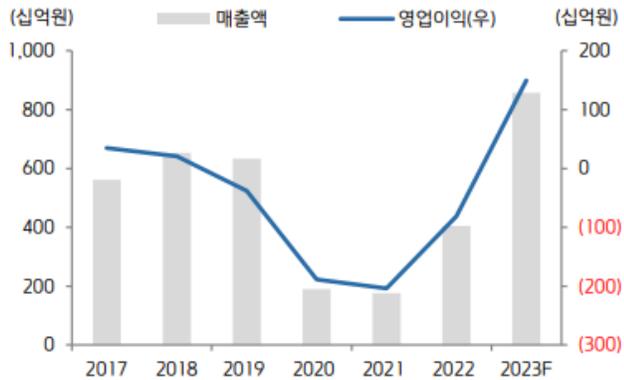
2023년 매출액 8,570억원(yoy +111.6%), 영업이익 1,494억원(흑자전환, OPM 17.4%)으로 역대 최대 실적 달성을 기대한다. 중국 단체 관광이 재개됨에 따라 올해 10월 이후부터 국내 항공사들의 중국 노선 증편이 본격적으로 시작될 것으로 기대한다. 항공사들의 기재 도입이 빠르게 이루어지기 힘든 상황인 것을 감안하면 중국 노선의 증편을 위해서 일본, 동남아 노선에 대한 조정이 불가피할 것으로 판단한다. 2017년 사드 이슈 이전 5년간 중국 노선의 비중은 30% 수준으로 높은 편이었기 때문에 중국 노선 증편이 일본, 동남아 노선의 운임 회복을 이끌며 LCC 업황 피크아웃 우려를 완화시킬 것으로 기대한다.

투자지표

(십억원, IFRS)	2020	2021	2022	2023F
매출액	189.9	176.5	405.0	857.0
영업이익	-188.7	-204.0	-81.3	149.4
EBITDA	-53.2	-56.0	51.3	266.5
세전이익	-169.8	-352.6	-153.1	87.8
순이익	-128.5	-266.0	-150.4	68.5
지배주주지분순이익	-128.5	-266.0	-150.4	68.5
EPS(원)	-4,240	-5,374	-1,753	587
증감률(% YoY)	적지	적지	적지	흑전
PER(배)	N/A	N/A	N/A	5.0
PBR(배)	2.60	3.49	2.51	1.70
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	15.1	2.3
영업이익률(%)	-99.4	-115.6	-20.1	17.4
ROE(%)	-117.7	-220.9	-117.0	41.8
순차입금비율(%)	429.7	371.3	360.8	129.8

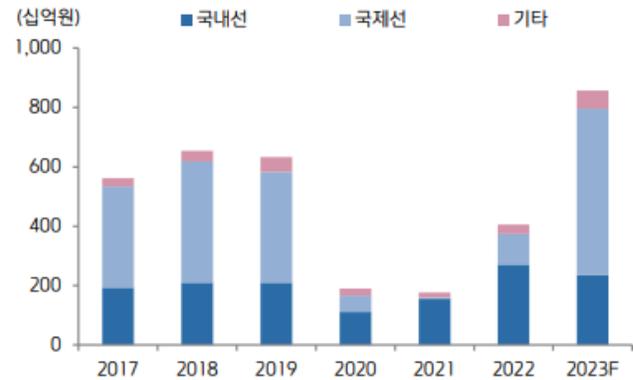
자료: 키움증권 리서치센터

매출액 및 영업이익 추이 전망



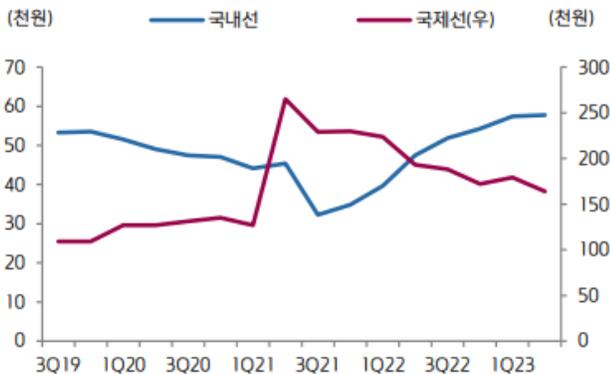
자료: 에어부산, 키움증권 리서치센터

부문별 매출 추이 및 전망



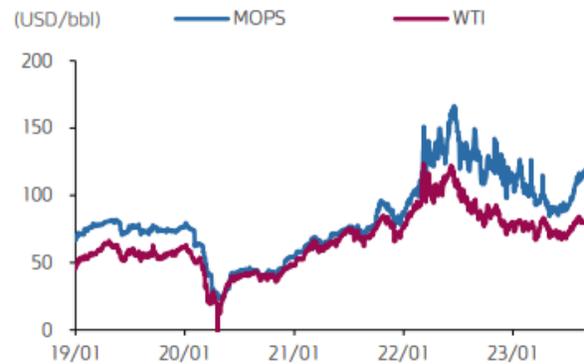
자료: 에어부산, 키움증권 리서치센터

국내선 및 국제선 ASP 추이



자료: 에어부산, 키움증권 리서치센터

항공유 및 WTI 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

