

2023.09.05(화) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-09-05 오전 4:24

수정한 날짜: 2023-09-05 오전 8:51

2023.09.05(화) 증권사리포트

삼성전기

자율주행 및 AI 수혜로 중장기 성장성 확보

[\[출처\] NH투자증권 이규하 애널리스트](#)

최근 주가 하락은 중장기 성장성 고려시 매수 기회

최근 3분기 실적 기대치 하회 가능성 및 전장용 MLCC 출하량 성장세 둔화 우려로 주가 하락. 하지만 동사는 전장용 MLCC에서 라인업 확대를 통한 물량 증가와 AI 수혜에 힘입은 고부가가치 기판 물량 증가가 중장기적으로 기대되어 최근 주가 하락을 매수 기회로 삼을 것을 권고

전장용 MLCC 라인업 확대 및 자율주행 수혜

먼저 전장용 MLCC는 과거 인포테인먼트 등 비교적 중저가 어플리케이션 비중이 높았으나 최근 자율주행과 관련된 ADAS와 파워트레인 등 고부가가치 비중이 약55% 수준까지 확대. 2024년에도 고온/고압 파워트레인 MLCC 등 하이엔드 영역까지 커버리지 넓힐 것으로 예상되어 중장기 자율주행 수혜가 클 것으로 전망

기판에서는 AI 수혜로 고객사 다변화 기대

또한 국내 고객사의 AI 관련 HBM 점유율 증가 및 패키징 턴키 프로젝트 수혜가 기대되는 가운데 자체적으로도 AI 칩/클라우드 업체들과 FC-BGA 기판 성능 테스트를 순조롭게 진행하고 있어 2024년 고객사 다변화를 통한 기판 부문 실적 확대가 기대

기존 주력사업인 IT용 MLCC도 이미 낮은 재고 수준을 유지하고 있어 4분기 이후 다시 물량이 확대될 가능성 존재. 업황 저점을 이미 통과했다고 판단하며 수요 회복이 가시화되는 경우 실적 개선 폭이 클 수 있다는 점 긍정적

| | 2022 | 2023E | 2024F | 2025F |
|-----------|--------|-------|--------|--------|
| 매출액 | 9,425 | 8,664 | 9,191 | 9,684 |
| 증감률 | -2.6 | -8.1 | 6.1 | 5.4 |
| 영업이익 | 1,183 | 777 | 1,116 | 1,231 |
| 증감률 | -20.4 | -34.3 | 43.6 | 10.3 |
| 영업이익률 | 12.6 | 9.0 | 12.1 | 12.7 |
| (지배지분)순이익 | 981 | 610 | 843 | 934 |
| EPS | 13,045 | 8,138 | 11,248 | 12,464 |
| 증감률 | 9.9 | -37.6 | 38.2 | 10.8 |
| PER | 10.0 | 17.1 | 12.4 | 11.2 |
| PBR | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 4.8 | 6.1 | 4.9 | 4.5 |
| ROE | 13.8 | 7.8 | 9.9 | 10.0 |
| 부채비율 | 42.9 | 40.9 | 37.4 | 34.3 |
| 순차입금 | -292 | -388 | -483 | -629 |

단위: 십억원, %, 원, 배



인텔리안테크

첨단 우주와 방산 부문으로의 확장

[\[출처\] DS투자증권 김수현 애널리스트](#)

A사 이원화 테스트 과정에서 동사 경쟁력 압도적 우위 확인

동사는 미국 'A'사의 지구 저궤도 통신 위성 발사 프로젝트인 'K' 프로젝트와 관련수주 306억원을 공식화했다. A사는 K프로젝트 지상 게이트웨이 안테나 관련 동사와 Comtech으로의 이원화 (Dual Source)를 위한 테스트 기간을 거치고 있는데 이 과정에서 가격 및 성능 부분에서 동사의 경쟁력이 상당한 우위에 있는 것으로 파악된다.

A사 이원화 정책에 변화는 없겠으나 사업이 본격화되는 초기 동사가 유리한 것은 분명해 보인다. 이번 수주 306억원의 계약 기간은 24년 2분기부터 25년 3분기까지로 게이트웨이 안테나와 일부 부품 및 테크니컬 서비스 매출도 포함된다. A사향 게이트웨이 안테나는 상대적으로 마진이 우수하다는 장점이 있으며 올해 하반기 프로토타입 위성 발사를 시작으로 29년 7월까지 3,236기의 위성 발사 승인을 받아 동사의 성장성 측면에서 매우 중요한 사업으로 판단된다. 향후 2~3년간 관련 매출은 최소 1,000~2,000억원 이상 달성이 가능할 것으로 보인다.

방산 부문에서의 미국뿐만 아니라 유럽 국가들의 수요 증가 중

글로벌 지정학 리스크 증가로 공격/방어 무기의 안테나 (전파 방해 등의 용도) 수요가 미국과 유럽에서 크게 증가 중에 있다. 동사는 최근 미군과 공동 개발한 해군용 위성통신 사용 인증 (제품명 ARC-M4)을 획득했으며 기존 군사용 제품도 상반기에만 전체 매출의 8%를 차지했다. 미군으로부터의 우수한 레퍼런스를 통해 최근 우크라이나 전쟁으로 인한 군용 안테나 수요가 증가 중인 유럽으로의 (독일, 이탈리아) 납품도 크게 증가할 것으로 보여 군사 매출 비중의 점진적 증가가 예상된다.

스타링크의 포식자적 성장에 따른 시장 반발로 원웹도 수혜를 입는 중

스타링크의 지배력 확대에 소형 선박 안테나 등에서 동사도 일부 영향을 받는 것으로 추정된다. 다만 이러한 스타링크의 포식자적 지배력 확대에 대한 반발 심리가 거세지면서 전방 고객사들이 오히려 원웹을 선호하는 현상까지 나타나는 것으로 알려진다. 동사의 원웹향 매출은 상당 기간 속도를 내며 빠르게 증가할 것으로 보인다.

Financial Data

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 110 | 138 | 239 | 337 | 434 |
| 영업이익 | 3 | 2 | 15 | 29 | 47 |
| 영업이익률(%) | 2.9 | 1.6 | 6.4 | 8.7 | 10.9 |
| 세전이익 | -2 | 7 | 17 | 22 | 45 |
| 지배주주지분순이익 | 1 | 6 | 16 | 21 | 43 |
| EPS(원) | 73 | 652 | 1,745 | 2,309 | 4,817 |
| 증감률(%) | -92.0 | 799.3 | 167.5 | 32.3 | 108.6 |
| ROE(%) | 0.7 | 5.0 | 9.4 | 11.0 | 19.6 |
| PER (배) | 687.8 | 141.0 | 39.0 | 36.5 | 17.5 |
| PBR (배) | 4.9 | 5.2 | 3.5 | 3.9 | 3.2 |
| EV/EBITDA (배) | 33.5 | 65.0 | 24.9 | 19.8 | 14.2 |

자료: 인텔리안테크, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준





한솔케미칼

삼성전자 파운드리 GAA 양산 수혜
[\[출처\] 키움증권 박유악 애널리스트](#)

메모리 반도체 업황 저점 통과 예상

한솔케미칼의 실적 감소를 일으키고 있는 메모리 고객들의 감산 영향이 분기 후반 정점을 지나갈 것으로 예상된다. 주요 고객 중 삼성전자와 SK하이닉스가 'DDR4의 과잉 재고'와 'Enterprise SSD의 수요 부진' 등을 이유로 국내외 전공정 공장의 가동률을 크게 낮춰왔으며, 한솔케미칼의 반도체 부문 실적도 지난 2Q22를 고점으로 하락세를 보이고 있다. 그러나 4Q23를 시작으로 메모리 반도체의 업황 반등이 나타날 것으로 예상되기 때문에, 한솔케미칼의 실적도 1년여간의 하락세를 뒤로하고 점진적으로 회복되기 시작할 전망이다.

삼성전자 GAAFET 공정, 과산화수소 사용량 급증 예상

한솔케미칼의 3Q23 실적은 매출액 1,924억원(-1%QoQ)과 영업이익 349억원(+7%QoQ)을 기록할 전망이다. 당초 예상보다 부진하기는 하지만, 이차전지와 QD소재 부문이 반도체 실적 감소 영향을 상쇄시키며 전분기 대비 소폭 개선될 것이다. 반

도체 역시 삼성전자와 TSMC로의 파운드리 소재 공급량 증가가 메모리 감산 영향을 일정 부분 상쇄 시킬 전망이다. 삼성전자 파운드리의 GAA 양산에도 주목해야 한다. GAA는 Si와 SiGe의 선택적 식각(wet etching) 공정 시에 초산(CH3COOH)과 함께 대량의 과산화수소(H2O2)를 포함한 희석액을 사용할 것으로 예상되고, 희석액 내 과산화수소의 사용량도 메모리 및 기존 파운드리 공정 대비 크게 증가할 것으로 판단되기 때문이다. P3를 포함한 삼성전자의 첨단 파운드리 공장에 과산화수소를 공급하는 한솔케미칼의 실적은 2024년 매출액 8,849억원(+15%YoY)과 영업이익 1,772억원(+47%YoY)을 기록하며 큰 폭의 회복세를 보일 전망이다.

주가 rock bottom 근접. 저가 매수 기회로 판단

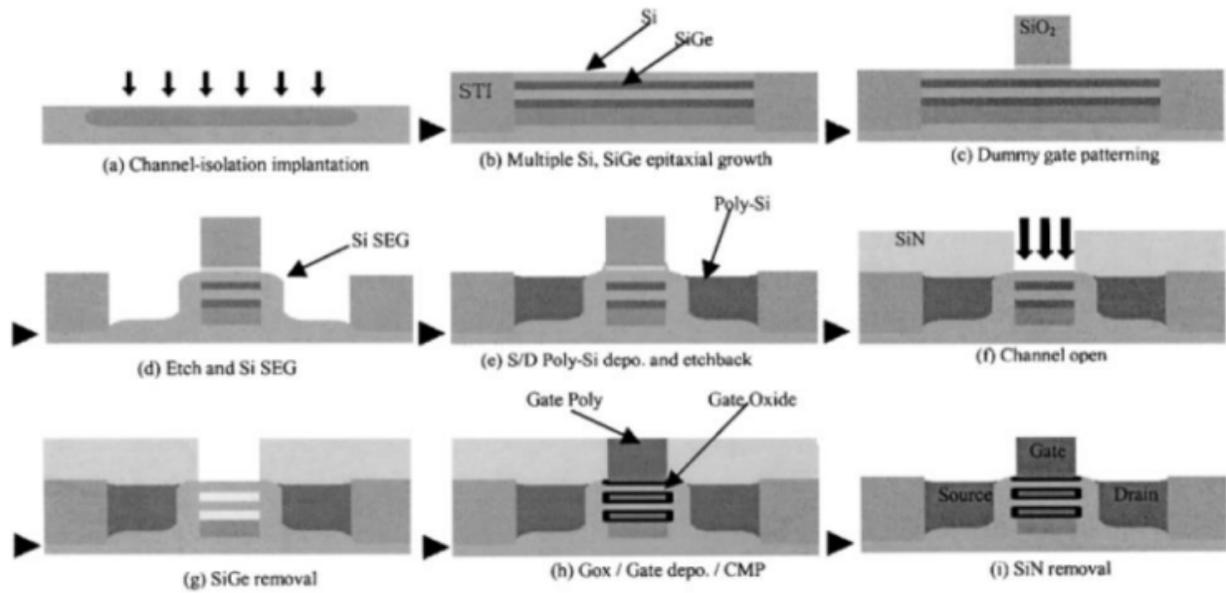
메모리 감산에 따른 한솔케미칼의 단기 수익성 하락 및 주가 조정이 예상보다 더욱 크고 길게 나타나고 있다. 다만 단기 수익성 하락 영향의 대부분이 물량 감소에 따른 고정비 부담이기 때문에, '메모리 업황 턴어라운드 및 삼성 파운드리 사업 확대'와 함께 재차 회복될 것이라는 점을 염두에 둘 필요가 있다.

주가는 메모리 감산 영향 등이 반영되며 12개월 trailing P/B 2.2배의 rock bottom 수준까지 급락해, 중장기적인 valuation 매력이 다시금 높아진 상황이다. 한솔케미칼에 대한 중장기적 저가 매수의 기회로 판단하며, 2024년 실적 턴어라운드에 투자 포인트를 맞추고 비중을 확대할 것을 추천한다

| 투자지표 | | | | |
|----------------|--------|--------|-------|--------|
| (십억원, IFRS 연결) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
| 매출액 | 768.7 | 885.5 | 772.4 | 884.9 |
| 영업이익 | 197.7 | 186.0 | 120.9 | 177.2 |
| EBITDA | 240.4 | 235.2 | 170.8 | 231.5 |
| 세전이익 | 208.7 | 194.2 | 131.8 | 188.5 |
| 순이익 | 158.7 | 167.0 | 103.0 | 149.1 |
| 지배주주지분순이익 | 148.3 | 155.1 | 97.8 | 141.7 |
| EPS(원) | 13,089 | 13,685 | 8,660 | 12,544 |
| 증감률(% YoY) | 20.5 | 4.6 | -36.7 | 44.9 |
| PER(배) | 23.3 | 13.6 | 19.2 | 13.3 |
| PBR(배) | 5.02 | 2.75 | 2.26 | 1.99 |
| EV/EBITDA(배) | 15.1 | 9.8 | 14.3 | 10.5 |
| 영업이익률(%) | 25.7 | 21.0 | 15.7 | 20.0 |
| ROE(%) | 23.9 | 21.4 | 12.3 | 15.9 |
| 순차입금비율(%) | 10.3 | 12.4 | 9.0 | 5.6 |

자료: 키움증권 리서치센터

GAA 공정: Si와 SiGe에 대한 선택적인 식각 공정 필요. 과산화수소 사용량 증가



자료: IEEE, 키움증권 리서치센터





글로벌텍스프리
조정시 매수추천

[출처] DS투자증권 김수현 애널리스트

중국인 단체 관광객 재개와 관련 가장 직접적인 수혜

중국인 단체 관광객 유입 재개의 가장 직접적인 수혜가 예상된다. 다이공과의 일부 카니발라이제이션을 고려해야 하는 면세점, 단체보다는 VIP 비중이 중요한 카지노, 업체별로 수혜가 상이한 화장품과 비교해서 텍스 리펀드 사업자는 중국인 단체 관광객 관련 가장 직관적이고 직접적인 수혜를 누린다. 최근 외국인 판매액이 폭발적으로 증가하는 CJ올리브영의 매출액 성장과 동사의 매출 성장 속도가 상당히 비례하는 것이 대표적인 사례다. 동사는 CJ올리브영을 포함하여 전국 가맹점 9,767개를 보유 중에 있으며 명동 등 주요 상권 내 시장 점유율 58~60%로 압도적 지위에 있다.

보수적으로 24F 텍스 리펀드 사업 매출 876억원, 영업이익 263억원

중국인 입국자는 22년 23만명, 23년 상반기 55만명, 23F 연간 120만명, 24F 350만명, 25F 550만명으로 추정된다. 다소 약화된 한중 관계를 고려하여 단체 관광객 peak 시기인 16년 대비 회복률을 24F 40%, 25F 70%로 보수적으로 가정했다. 그럼에

도 불구하고 1) 중국인과 기타 외국인 1인당 소비액이 각각 1.5배, 2배 이상 증가, 2) 24년 올림픽이 개최되는 프랑스는 물론 싱가포르 자회사의 안정적 매출과 높은 영업이익률 (약 75%), 3) 정부의 정책 지원 (최저 환급 금액 3만원 → 1.5만원, / 즉시 환급 한도 건별 50만원 → 70만원) 등을 실적 추정에 고려할 필요가 있다. 이 경우 보수적으로도 24년 국내 월평균 매출액은 57억원, 프랑스 포함 해외 월평균 매출액은 16억원이 가능하다. 24F 텍스 리펀드 사업 부문의 매출 876억원 (+33% YoY), 영업이익 263억원 (+53% YoY, OPM 30%)을 전망한다.

보수적인 관점에서 목표주가 9,300원으로 상향

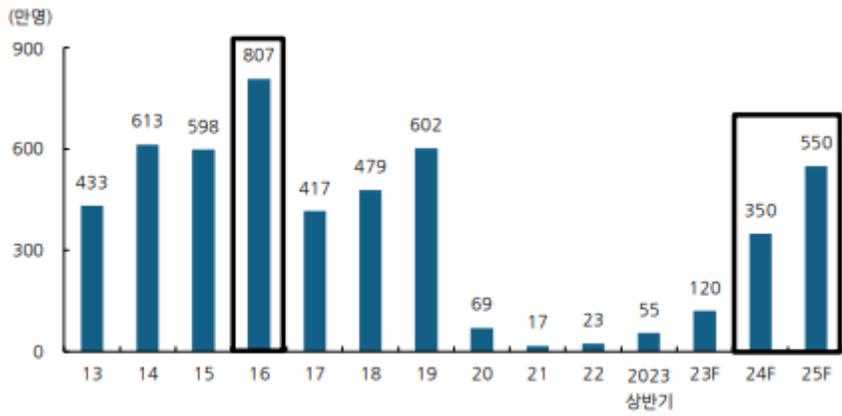
단기 주가 상승에 따른 기간 조정 가능성은 있으나 조정 시 매수 추천한다. 우리가 보수적으로 추정된 중국인 입국자 (회복률 40%)기반으로 한 적정 기업가치는 약 5,400억원, 1주당 9,300원이다. 다만 최근 반일 감정 증가로 중국인 단체 관광객의 한국으로 유입이 우리 추정치를 상회할 가능성도 배제할 수 없다.

Financial Data

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액 | 10 | 38 | 49 | 96 | 118 |
| 영업이익 | -11 | -14 | -3 | 19 | 28 |
| 영업이익률(%) | -112.2 | -36.1 | -5.5 | 19.6 | 24.1 |
| 세전이익 | -6 | -25 | -14 | 14 | 29 |
| 지배주주지분순이익 | -6 | -26 | -11 | 14 | 23 |
| EPS(원) | -142 | -531 | -210 | 272 | 425 |
| 증감률(%) | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | 56.4 |
| ROE(%) | -7.7 | -35.3 | -13.8 | 15.4 | 20.1 |
| PER (배) | -22.1 | -5.6 | -14.6 | 24.7 | 15.8 |
| PBR (배) | 1.7 | 1.9 | 1.9 | 3.5 | 2.9 |
| EV/EBITDA (배) | -15.3 | -15.6 | -632.5 | 14.9 | 9.7 |

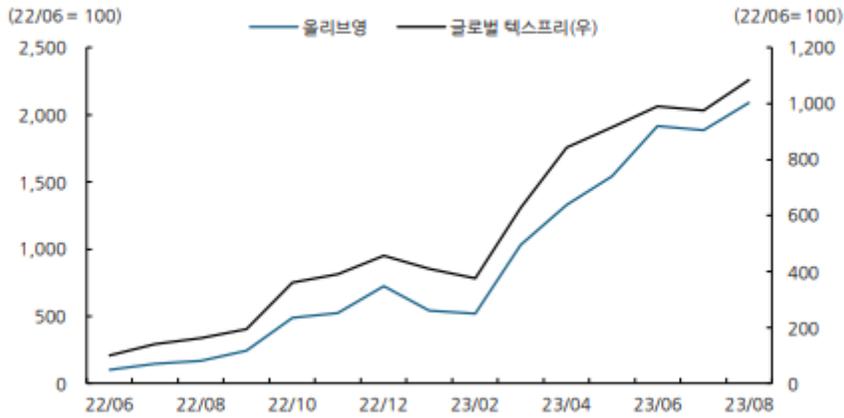
자료: 글로벌텍스프리, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림1 중국인 입국자 추이 및 전망



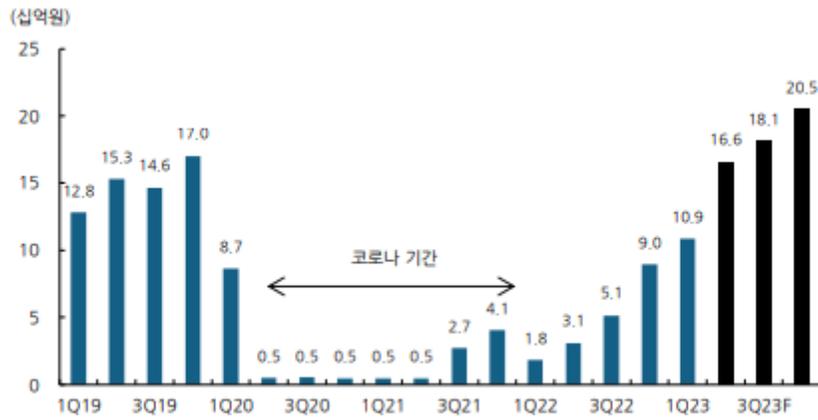
자료: 관광지식정보시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 올리브영과 글로벌 텍스프리 매출 흐름



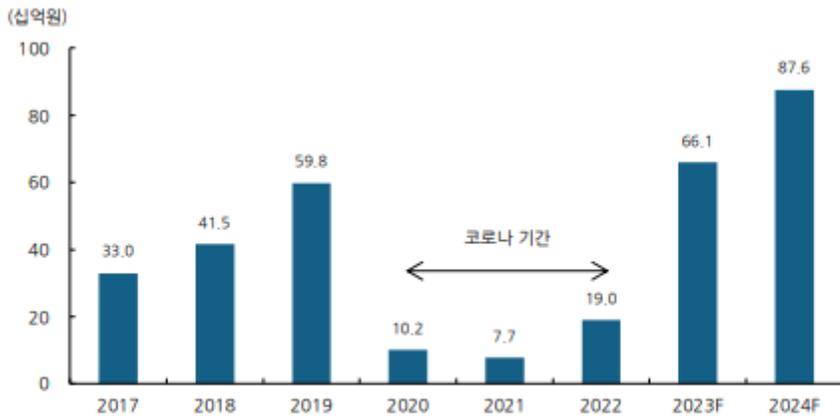
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

그림9 글로벌 텍스 리펀드 실적추이 및 전망



자료: 글로벌텍스프리, DS투자증권 리서치센터 추정

그림10 연간 매출액 추이 및 전망 (텍스 리펀드 사업부문 only)



자료: 글로벌텍스프리, DS투자증권 리서치센터 추정

주: 국내만 포함할 데이터로 프랑스 / 싱가포르 제외





디와이피엔에프

폭발적인 신규 수주를 기반으로 견재한 성장 여력 확인

[\[출처\] 하나증권 김두현 애널리스트](#)

8월 신규 수주 금액 1,100억원을 돌파하며 올해 수주 목표 3,000억원 달성 유력

디와이피엔에프의 수주 추이를 살펴보았을 때 올해 신규 수주 목표액 3,000억원을 돌파가 유력한 상황이다. 2023년 8월 한화와 에버그린 프로젝트향 공급 계약을 통한 약 245억원과 한국서부발전의 태안 5,6호기 환경 설비 개선 공사 관련 계약을 통한 약 905억원을 추가 수주하는데 성공하며 8월에만 약 1,100억원이 넘는 신규 수주를 확보했다. 8월의 신규 수주액을 합산하면 올해 신규 수주액은 이미 약 2,100억원을 상회하는 수준으로 동사의 금년 목표액인 3,000억원을 목전에 두고 있는 상황이다. 동사의 사업 구조 상 신규 수주 확보 여부가 향후 실적에 큰 영향을 주는 만큼 중장기적인 성장성을 확보한 상황이라 판단된다.

하반기 기대되는 대형 수주 및 2차전지 설비 사업 확장을 통한 추가 성장 기대

동사의 추가적인 성장 여력은 1) 올해 연말까지 추가적으로 기대되는 국내외 신규 대형 수주와 2) 코스모 그룹향 레퍼런스를 기반으로 하는 2차전지 설비 사업의 본격적인 수주 시작이 존재한다. 국내에서는 Top-Tier 석유화학 그룹 계열사와의 추

가적인 대형 수주가 연말이내에 공시될 것으로 기대되는 상황이다. 총 투자 규모가 약 4,500억원에 육박하는 프로젝트로 동사가 해당 프로젝트의 수주를 받을 경우 최대 2,000억원 수준의 수주까지도 가능할 것으로 예상된다. 해외의 경우에도 올해 안에 카타르 라스라판 프로젝트향 수주가 기대되는 상황이다. 동사는 라스라판 프로젝트 수주를 따낸 업체 중 이탈리아의 Tecnimont의 벤더사로 최근 선정된 만큼 수주가 임박한 상황으로 추정된다. 국내외의 대형 프로젝트 관련 수주가 연내에 공시될 경우 동사의 올해 목표 신규 수주액 3,000억원은 무난하게 돌파할 것으로 판단된다. 또한 동사는 올해부터 2차 전지 설비 사업의 본격적인 확장이 기대된다. 코스모 그룹향으로 양극재, 전구체, 폐배터리 설비 등의 다양한 레퍼런스를 확보한 것을 바탕으로 국내 Top-Tier 그룹인 P사와 S사와의 신규 수주 기대감이 지속되며, 사업 환경에 따라 연내에 관련 수주 가능성이 존재하기 때문이다. 해당 수주를 확보할 경우 2차전지 설비 관련사업 또한 동사의 성장의 주요한 축으로 작용해 실적 개선을 견인할 것으로 판단한다.

신규 수주 매출과 지연된 발틱 프로젝트 매출 인식을 통해 턴어라운드는 확정적

디와이피엔에프의 2023년 연간 매출액 2,044억원(+80.7%, YoY), 영업이익 217억원(흑자전환, YoY), 2024년 연간 매출액 2,620억원(+28.2%, YoY), 영업이익 455억원(+109.3%, YoY)으로 전망한다. 올해의 역대급 신규 수주의 대부분이 4분기부터 본격적으로 매출로 반영될 것으로 판단하므로 내년 실적에 크게 기여할 것으로 예상된다. 올해의 경우 1) 러시아 전쟁으로 인해 지연되어온 발틱 프로젝트 수주의 일부가 매출로 인식되기 시작하였고, 2) 상반기 확보한 신규 수주의 영향으로 턴어라운드할 것으로 기대된다.

| 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 | |



잉글우드랩

미국에서 K-Made 화장품이 뜬다

[\[출처\] 이베스트투자증권 오지우 애널리스트](#)

전방 산업: 미국 Indie & Mass 트렌드

최근 미국 화장품 시장을 대변하는 트렌드는 Indie와 Mass다. 소비자들의 취향이 다양화됨에 따라 새로운 브랜드에 대한 니즈가 끊임없이 발생하고 있으며, 셀럽부터 일반인까지 뷰티 브랜드 론칭이 늘어나고 있다. 또한, 소비자들의 지갑이 얇아지면서 합리적인 가격대가 장점인 Mass 브랜드의 성장이 미국 전체 화장품 시장 성장을 견인하고 있다.

1)E.L.F.는 가성비 전략으로 성공한 대표적인 브랜드다. Prestige 가격대의 비슷한 제품대비 1/3 가격에 불과해 대체품으로 큰 인기를 끌고 있다. Dupes(저렴이) 찾기 게시물에도 자주 언급되면서, 미국 10대가 사랑하는 브랜드 1위에 등극하기도 했다. 2)미국의 올리브영이라 불리는 ULTA도 Mass 화장품의 인기로 실적이 고공행진 중이다. 동사는 미국 전역의 1,362개 매장에서 500여개의 브랜드를 취급하고 있으며, Sephora 대비 중저가 제품의 비중이 높아 최근 점유율 상승이 나타나고 있다.

투자 포인트: FDA OTC & 넉넉한 CAPA

미국은 자외선 차단제가 OTC Drug으로 분류되기 때문에, FDA 심사를 통과한 제조시설만이 OTC 제품 등록, 수출이 가능하다. 1)잉글우드랩은 미국 내 20년이 넘는 오랜 업력과 우수한 R&D 역량을 바탕으로 FDA OTC 승인을 받은 몇 안 되는 기업이다. 미국의 토토와 공장, 잉글우드랩코리아의 인천 공장 모두 FDA 승인을 취득했기 때문에, 선케어 시장 성장에 빠르게 대응할 수 있다는 점이 메리트다. 2)CAPA도 넉넉하다. 2023F 생산 CAPA는 2.41억개, 1H23 가동률은 토토와 40%, 인천 60~70% 수준으로 파악된다.

토토와는 아직 캐파 여유가 있어, 신규로 거래를 시작하는 고객사들의 선호도가 높다.

Earnings Forecast: 높아지는 이익 레벨

잉글우드랩은 올해 매출액 2,016억원(+33%), 영업이익 260억원(+163%, OPM 13%)으로 역대 최대 실적을 달성할 전망이다. 미국 현지 인디 브랜드의 수주 증가로 동사의 고객사 포트폴리오가 변하고 있다. 2Q23 잉글우드랩코리아의 상위 3개 고객사는 모두 인디 고객사였으며, 특히 뷰티 플랫폼의 PB 브랜드 대량 수주가 매출 성장을 견인했다.

1)영업 레버리지 효과, 2)수출 확대에 따른 계절성 완화, 3)OGM 증가에 따른 마진 개선이 두루 나타나면서 이익 레벨은 '22년 7% à '23E 13%로 크게 높아질 전망이다.

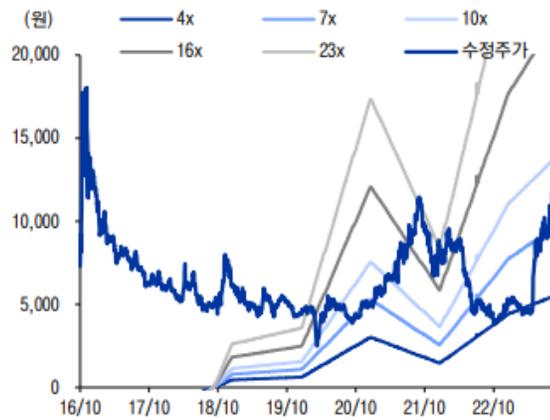
Financial Data

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 161 | 152 | 202 | 237 | 260 |
| 영업이익 | 17 | 10 | 26 | 32 | 36 |
| 순이익 | 15 | 7 | 22 | 27 | 31 |
| EPS (원) | 755 | 366 | 1,106 | 1,378 | 1,559 |
| 증감률 (%) | 386.6 | -51.6 | 202.5 | 24.6 | 13.1 |
| PER (x) | 11.4 | 13.9 | 10.3 | 8.2 | 7.3 |
| PBR (x) | 2.1 | 1.1 | 1.9 | 1.5 | 1.3 |
| 영업이익률 (%) | 10.5 | 6.5 | 12.9 | 13.6 | 13.9 |
| EBITDA 마진 (%) | 13.2 | 9.4 | 15.1 | 15.5 | 15.8 |
| ROE (%) | 21.2 | 8.4 | 20.8 | 20.7 | 19.2 |

주: IFRS 연결 기준

자료: 잉글우드랩, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 잉글우드랩 PER 밴드 차트



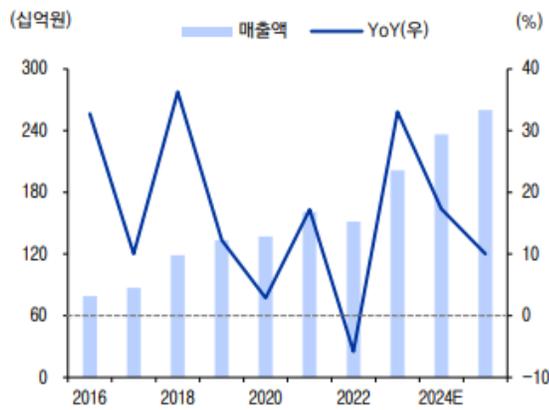
자료: 잉글우드랩, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 잉글우드랩 PBR 밴드 차트



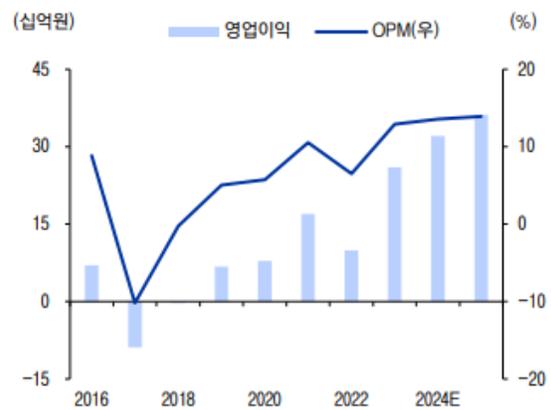
자료: 잉글우드랩, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 잉글우드랩 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 잉글우드랩, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 잉글우드랩 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 잉글우드랩, 이베스트투자증권 리서치센터



원준

지난 실적보다 다가올 수주를 보자

[\[출처\] 신한투자증권 심원용 애널리스트](#)

2Q23 Review: 영업적자 73억원 기록

2Q23 매출액 374억원(+806% YoY, +22% QoQ), 영업적자 73억원(적지 YoY)을 기록했다. 당사 추정치인 영업이익 23억원을 크게 하회하는 쇼크다. 주요 프로젝트 단가, 신규 제품군 양산 안정화를 위한 원가 투입, 타임라인 지연 등이 수익성 악화를 초래한 것으로 추정한다. 이에 2023년 연간 영업이익, 영업이익률 추정치를 126억원, 7.4%로 기존 대비 23.2%, 2.8%p 하향 조정한다.

양극재 투자 Cycle 본격화로 수주 규모 확대

양극재향 수주 가시성이 매우 높다. 최대 고객사가 포항 2-1, 2-2단계, 광양 5단계 투자를 발표했다. 총 136,000톤(이하 연산) 1.69조원 투자 규모로 소성로 투자액은 2,535억원으로 추정한다. 단기간 내 발표가 예상되는 추가 투자는 Ultium CAM 2단계(30,000톤), 인도네시아 LG컨소시움(30,000톤) 등이다. 투자 발표 후 2~3개 분기 내에 소성로 발주가 이어진다. 중장기 로드맵 기반 2026년 목표 Capa 445,000톤은 2024년 215,000톤 대비 230,000톤 증분으로 소성로 시장 규모 환산 4,485억원 내외로 추정한다.

기술, 물량 대응력은 충분하다. 양극재 업체들은 단결정 제품 확대를 강조하고 있다. 포스코퓨처엠과 에스엠랩에 단결정 양극재 설비 공급했고 안정적인 생산에 접어들고 있다. 55m 이상 길이와 다수의 도가니 투입 구성으로 고객사 라인당 Capa를 늘려왔다. SiC 실리콘음극재 설비는 제품 예상 대비 지연되고 있으나 안정화 시 추가 수주가 기대된다. 설비 제작 Capa도 4,000억원 이상으로 확보했다.

2025년 영업이익 451억원 전망

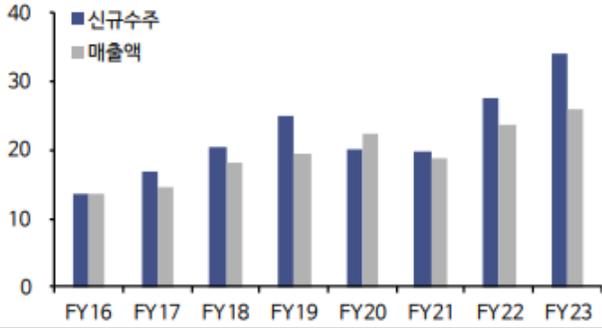
2025년 매출액 3,141억원(+37% YoY), 영업이익 451억원(+83% YoY)을 전망한다. 2024년 신규 수주를 3,825억원으로 가정했다. 고객사 기발표 스케줄, 예비 계약 등에 기반한 수치다. 향후 프로젝트에 안정적 마진 확보가 예상된다. 목표주가 29,000원을 유지한다. 25F EPS 2,433원에 Target P/E 12배를 적용했다. 멀티플은 Noritake FY26 예상 P/E 6.6배와 outlier 제외 국내 양극재 25F 21배의 평균에 섹터 전망 수요 우려를 반영해 10% 할인했다. 투자 의견 '매수'를 유지한다.

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 지배순이익 (십억원) | EPS (원) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순차입금비율 (%) |
|--------|--------------|---------------|----------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|---------------|
| 2021 | 62.1 | 12.3 | 6.7 | 525 | 6,382 | 64.0 | 34.6 | 5.3 | 11.0 | (63.1) |
| 2022 | 143.2 | 10.9 | 15.2 | 1,008 | 7,400 | 16.4 | 17.9 | 2.2 | 14.6 | (34.5) |
| 2023F | 170.1 | 12.6 | 11.0 | 720 | 7,488 | 30.4 | 22.7 | 2.9 | 9.7 | (6.7) |
| 2024F | 229.6 | 24.7 | 21.8 | 1,426 | 8,715 | 15.4 | 11.8 | 2.5 | 17.6 | (11.6) |
| 2025F | 314.1 | 45.1 | 37.2 | 2,433 | 10,850 | 9.0 | 6.3 | 2.0 | 24.9 | (19.2) |

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Noritake 엔지니어링 사업부 실적

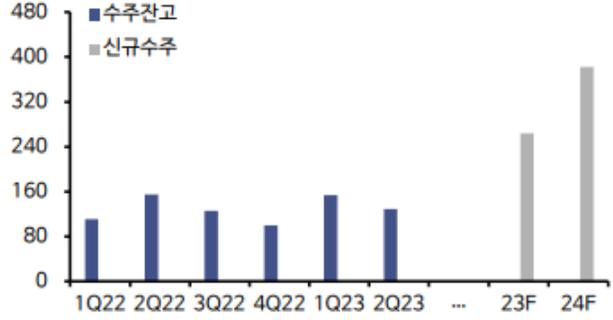
(십억엔)



자료: Noritake, 신한투자증권 / FY23은 23년 3월 결산

수주잔고 및 신규수주 전망

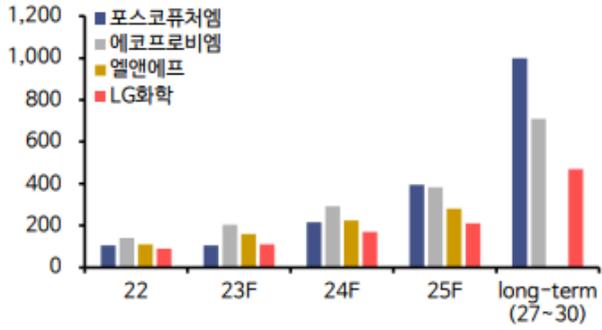
(십억원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

국내 양극재 Capa 전망

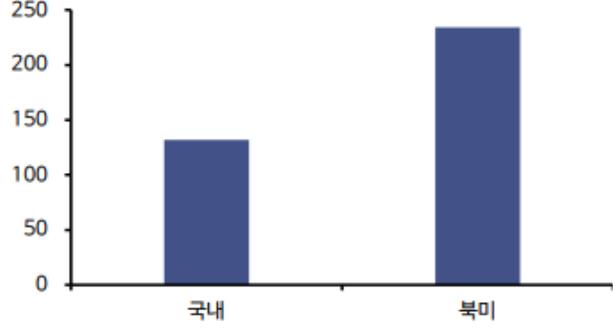
(천톤)



자료: 각사 자료, 신한투자증권

최근 2년 투자 공시 기반 양극재 1만톤당 CapEx

(십억원)



자료: DART, 신한투자증권



