

2023.09.22(금) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-09-22 오전 5:35

수정한 날짜: 2023-09-22 오전 5:38

2023.09.22(금) 증권사리포트

셀바스헬스케어

美 FDA 승인 획득한 'AI 진단 솔루션' 독점 공급 예정

[\[출처\] 하나증권 최재호 애널리스트](#)

혁신 의료AI 사업 본격 확대로 밸류에이션 리레이팅 전망

셀바스헬스케어는 1999년 설립되었으며 체성분분석기, 전자동혈압계 등 의료진단기기와 점자정보단말기, 독서확대기 등 보조공학기기를 생산 및 판매하는 디지털 헬스케어 전문 기업이다. 기존 사업 강화를 위한 R&D와 함께 원격의료를 포함한 의료AI 시장 진출의 일환으로 지난 6월 유상증자를 통해 210억원의 자금을 확보했다. 주목할 부문은 의료AI다. 동사가 울트라사이트와 함께 추진 중인 'AI 심장 초음파 솔루션'은 실시간 안내(Real-Time Guidance) S/W로 스마트폰, 태블릿 등 디바이스만 있으면 병원뿐만 아니라 구급차, 진료소 등 다양한 환경에서 사용이 가능하다. 2027년 약 693억달러로 전망되는 세계 의료AI 시장이 아닌 2022~2027년 CAGR 26.6%, 2027년 약 2,857억달러(Markets and Markets)가 전망되는 세계 원격의료 시장을 타겟한다는 의미다. 일반적인 의료AI 진단 기업들과는 타겟 시장 규모 자체가 다르다.

초음파 진단 중 심장 초음파는 움직임이 역동적인 만큼 상당한 숙련도를 필요로 한다. 하지만 동사의 AI 심장 초음파 솔루션은 의료 전문가의 초음파 검사 숙련도와 관계 없이 경험이 전무한 비전문가까지 완벽한 결과값을 얻을 수 있다. 머신러닝 된 AI가 사용자에게 각도를 조정하는 가이드를 제공하며, 진단이 필요한 요건이 충족되면 자동으로 솔루션을 제공하기 때문이다. 범용성이 매우 넓고, 비전문가까지 사용이 가능하기 때문에 원격의료에 최적화되어 있다는 의미다. 동사는 이미 유럽, 영국, 미국 등 글로벌 승인을 획득한 AI 심장 초음파 솔루션을 국내에서 독점 공급할 예정이며, 이를 시작으로 심장 외 다양한 질병 분석 알고리즘 개발을 통해 POCT(현장진단검사) 서비스를 확대해 나갈 예정이다. 국내에서 대표적으로 거론되는 의료AI 기업들은 전부 적자인 반면, 동사는 탄탄한 기존 사업을 기반으로 유일하게 흑자를 기록하고 있다. 게다가 단순 의료AI 시장 규모보다 훨씬 큰 원격의료 시장이 타겟이다. 가장 싼 의료AI 진단 기업이라고 판단한다. 밸류에이션 리레이팅이 필요한 이유다.

美 FDA 승인 획득한 'AI 심장 초음파 솔루션'의 울트라사이트와 JV 설립

울트라사이트는 세계 5대 기초과학 연구소인 '와이즈만 연구소'와 '뉴욕대학교'가 공동 설립한기업이다. 미국의 'GE Healthcare'와 협력하여 우주에서도 정확한 심장 진단을 할 수 있는 AI솔루션을 개발할 정도로 기술적으로 검증된 기업이다. 동사는 지난 6월 울트라사이트의 지분취득에 이어 4Q23에 동사와 울트라사이트가 각각 51대 49의 비율로 공동 출자하는 JV(합작법인)를 설립하기로 결정했다. 단순 지분 관계가 아닌 울트라사이트의 AI 의료 기술을 활용해 본격 사업 확장에 나선다는 의미다. 지난 5월부터 이미 울트라사이트와 기술 및 사업 협력 파트너십을 체결했으며, 모회사인 셀바스AI와 동사의 기존 의료 네트워크를 통해 국내 병원을 대상으로 데모 투어를 진행 중이다. 울트라사이트의 AI 심장 초음파 솔루션은 지난해 유럽 CE와 영국 UKCA 마크를 획득했으며, 지난 7월에는 미국 FDA 승인까지 획득한 기술이다. 이미 글로벌로 안정성 및 유효성이 검증된 만큼, KFDA 승인 등 국내 시장 침투 또한 빠르고 순조롭게 진행될 것으로 예상된다. 우선 국내 사업권을 독점하며 동남아 등으로 지속 확대할 계획이다

AI 심장 초음파 솔루션 적용이 확대될 수 밖에 없는 이유

시장조사 기관 Statista에 따르면 글로벌 심혈관 기기 시장 규모는 2028년 약 95.8억달러에 달하며, 국내 심장질환 환자 수는 매년 늘어나는 추세로 2021년에는 연간 약 176만명을 기록하고 있다. 국가건강정보포털에 따르면 심장질환은 국내 사망 원인 2위를 차지할 정도로 심각한 질병이다. 따라서 심장 검사를 위해 선제적으로 흉부방사선 및 심전도 검사 등을 실시하지만 심장은 흉강 안에 위치한 만큼 정확한 검사 결과를 파악하기 어려워 직관적으로 평가할 수 있는 심장 초음파 검사를 실시하게 된다. 하지만 초음파 진단 중 심장 초음파는 높은 숙련도를 필요로 하는 만큼 숙련된 전공의가 필요하고, 시행

자에 따라 결과에 대한 해석이 다를 수 있으며 최고의 난이도로 꼽힌다. 이를 해결한 것이 동사의 AI 심장 초음파 솔루션이다. 비전문가도 정확하게 검사를 수행하고, 고품질의 심장 진단 이미지를 획득할 수 있기 때문이다.

건강보험심사평가원에 따르면 2021년 기준 국내 초음파 검사 진료 금액은 약 1.8조원이며, 환자 수는 약 962만명이다. CT 검사 환자 수 약 565만명, MRI 검사 환자 수 약 180만명보다 압도적으로 높다. 초음파 검사는 2017~2021년 CAGR 54%로 매우 가파른 증가 추세에 있지만 MRI 검사는 정체, CT 검사는 감소 추세에 있다. 이와 같은 배경에는 2016년부터 시작된 초음파 검사의 건강보험 급여 확대가 주된 요인으로 파악된다. 2018년 상복부, 2019년 하복부/비뇨기 등 다양한 항목의 급여화가 이뤄지고 있으며, 2021년 9월에는 심장 초음파 급여화가 적용됐다. 동사는 AI 심장 초음파뿐만 아니라 울트라사이트와 함께 추가적인 질병분석 초음파 솔루션을 개발할 예정이다. 간편한 현장 진단은 물론, 원격의료가 가능한 만큼 의료AI 초음파 시장 확대의 절대적인 수혜주다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

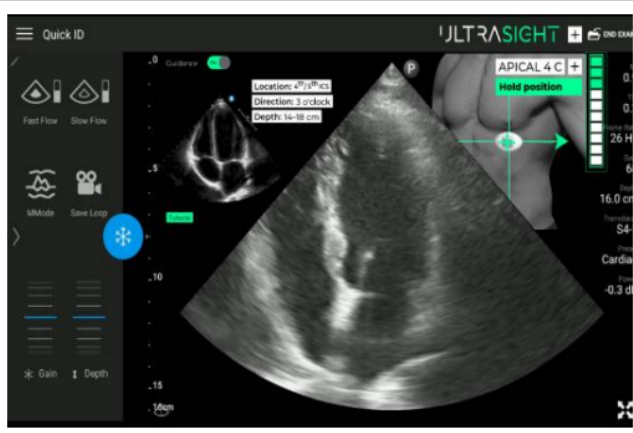
투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	22	21	29	28
영업이익	(3)	2	3	2
세전이익	(4)	1	3	3
순이익	(3)	1	2	3
EPS	(217)	34	110	118
증감율	적지	흑전	223.5	7.3
PER	(13.8)	71.2	26.4	17.1
PBR	2.8	2.2	2.3	1.4
EV/EBITDA	0.0	15.4	13.1	13.3
ROE	(13.8)	3.0	8.8	8.1
BPS	1,085	1,118	1,259	1,475
DPS	0	0	0	0

도표 1. 모든 IT 기기와 호환 가능한 솔루션

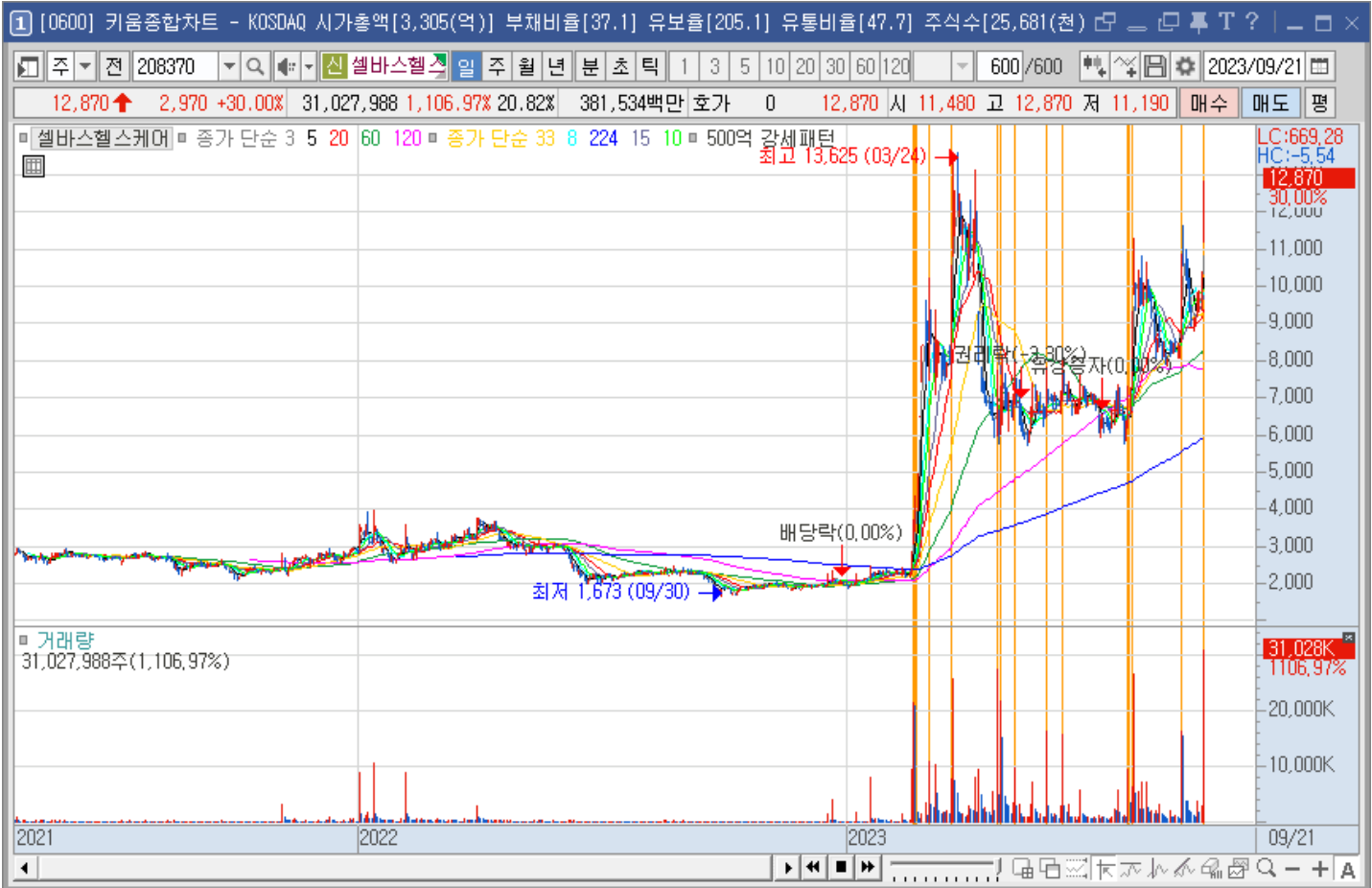


자료: UltraSight, 하나증권

도표 2. AI 심장 초음파 솔루션



자료: UltraSight, 하나증권



POSCO홀딩스

3Q23 Preview ; 불가피했던 철강재 가격 하락

[\[출처\] 유진투자증권 이유진 애널리스트](#)

3Q23 Preview: 연결 매출액 19.8조원, 영업이익 1.1조원(OPM 5.4%) 전망

원재료 투입 단가가 래깅 효과로 감소하는 데에도 불구하고(-4.4만원/톤 예상)하고 철강재 단가 하락의 폭(-5만원/톤 예상)이 더 컸고 임금 소급 등 일회성 비용으로 사업회사 포스코의 영업이익은 5,960억원으로 -30%qoq 감소 예상

이차전지 소재는 내년부터 매출액에 본격 기여될 것

- 지난 7월에 준공된 포스코HY클린메탈(CAPA: 탄산리튬 2,500톤/연)의 가동이 시작되어 매출액이 발생하고 있으며, 올해 10월에 준공될 포스코필바라리튬솔루션(CAPA: 수산화리튬 4.3만톤/연) 또한 준공 이후 가동 시작 후 매출액을 일으킬 것으로 예상. 양극재 소재 업체에 리튬 인증 절차는 1년 정도 소요될 것으로 전망되어 실제 리튬 매출액과 영업이익은 내년과 내후년에 본격적으로 실적에 기여할 것으로 판단

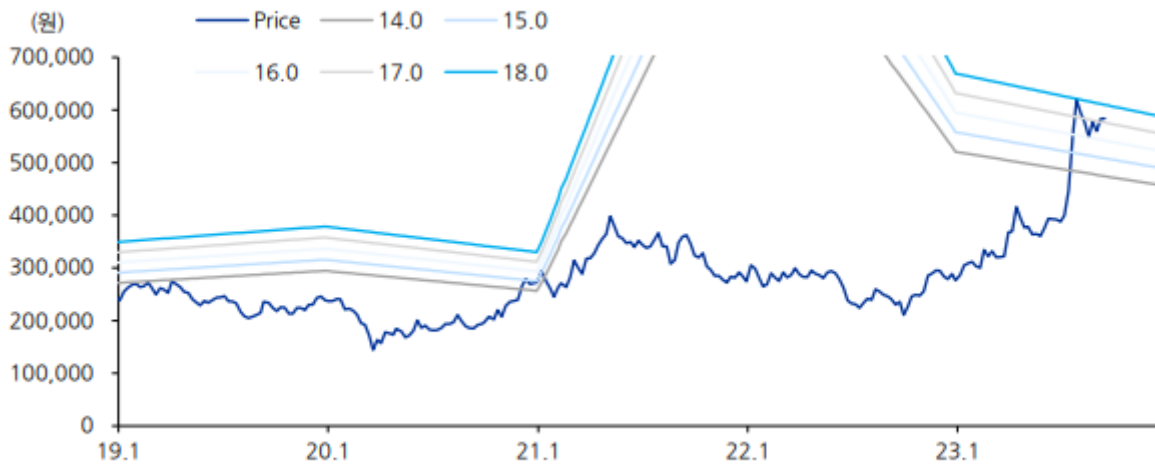
투자의견 'BUY', 목표가 740,000원 유지

- 클레이 리튬 MOU 등 비전통 리튬 자원 확보와 3Q 실적 발표 시 리튬 매출액 확인이 단기적인 주가의 트리거가 될 것이며 중국의 환경 규제에 의한 철강 바닥은 지나고 있던 판단으로 투자의견과 목표주가 유지

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	76,332	84,750	79,965	84,210
영업이익	9,238	4,850	4,655	6,120
세전손익	9,416	4,014	3,874	5,023
당기순이익	7,196	3,560	3,163	4,216
EPS(원)	75,897	37,177	32,557	43,090
증감률(%)	313.0	-51.0	-12.4	32.4
PER(배)	3.6	7.4	18.2	13.8
ROE(%)	14.0	6.1	5.1	6.4
PBR(배)	0.5	0.4	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	2.2	3.4	5.9	5.2

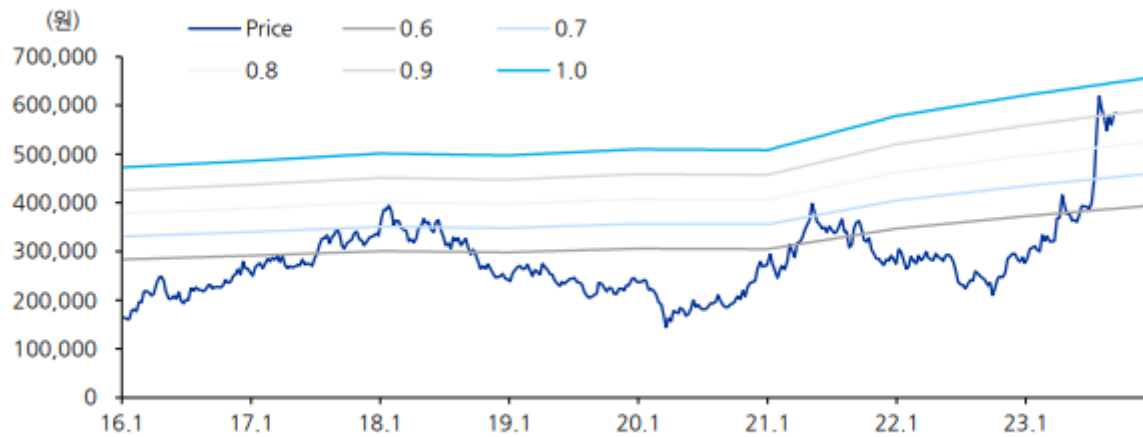
자료: 유진투자증권

도표 3. POSCO 홀딩스 PER Band



자료: 유진투자증권

도표 4. POSCO 홀딩스 PBR Band



자료: 유진투자증권



롯데정밀화학

Nature Derived Tech Asset

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

올해 3분기를 바닥으로 실적 반등 전망

롯데정밀화학의 올해 3분기 영업이익은 439억원으로 전 분기 대비 감소할 전망이다. 케미칼부문의 실적 둔화에 기인한다.

1) 케미칼부문 수익성은 전 분기 대비 크게 감소할 전망이다. 암모니아 계열은 부정적인 래깅 효과와 전 분기 일회성 이익이 제거될 것으로 예상되고, 가성소다는 내수 판가 하락이 전망되며, ECH도 역내 에폭시수지 플랜트들의 가동률이 축소된 가운데, 원재료 프로필렌 가격 상승, 경쟁 공법의 원재료인 글리세린 가격 하락 등으로 적자폭이 확대될 것으로 전망되기 때문이다. 2) 그린소재부문은 전 분기 대비 소폭 감익될 전망이다. 용해 펄프의 국제 가격과 물류비 하락으로 셀룰로스 에테르 수출 판가도 소폭 조정으로 받을 것으로 예상되기 때문이다. 다만 동사의 그린소재부문은 제품/지역 믹스 다변화로 올해 3분기에도 높은 수익성을 지속할 것으로 보인다. 한편 최근 ECH/가성소다/암모니아 등 케미칼부문의 주요 제품/상품 가격이 반등세에 있다. 올해 중순부터 발표된 중국 부양책 효과들이 수요에 점진적으로 영향을 미치고 있기 때문이다. 이에 동사의 영업이익도 3분기를 저점으로 4분기에 반등할 가능성이 크다.

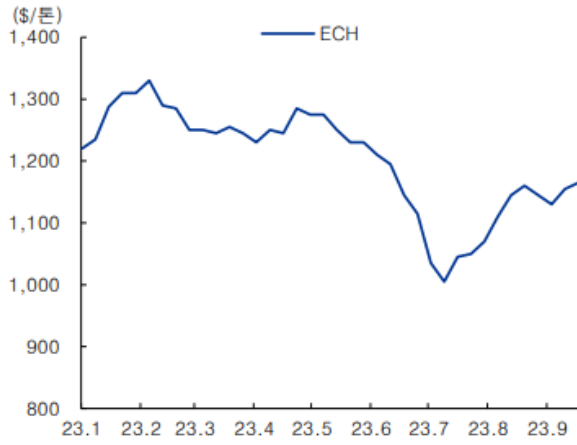
그린소재부문 영업이익, 올해 창사 최대 수치 기록 전망

그린소재부문의 올해 연간 영업이익은 1,149억원으로 창사 최대 수치를 기록할 전망이다. 인도향 M/S 확대로 산업용 판매량이 견고한 가운데, 수익성이 높은 애니코트/애니애디 등의 증산 효과에 기인한다. 또한 동사는 의약품 시장 및 판매 물량이 없어 대응하지 못했던 식품용 시장 강화를 위하여 식의약 생산라인(3천톤)을 내년 상반기까지 추가 증설할 계획이다. 경쟁사들(Ashland/IFF/Shin-Etsu/Shandong Head)의 EV/EBITDA 배수를 고려 시 동사 그린소재부문의 영업가치는 1.6조원으로 현재 시가총액을 상회한다. 당 리서치센터는 향후 ESG 경영 환경이 강화되는 가운데, 그린소재부문의 증설/다운스트림 확장 등으로 동사는 Nature-Derived Tech Asset으로서의 재평가가 발생될 것으로 판단하고 있다. 한편 세계 셀룰로스 에테르 시장은 올해 \$81억로 작년 대비 13% 이상 성장할 전망이며, 아시아 지역의 산업/도시화 강화, 제약/퍼스널 케어 등의 시장 성장으로 2028년까지 매년 10% 수준의 성장을 지속할 전망이다.

(단위:십억원배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,780	2,464	1,996	2,167	2,207
영업이익	245	404	208	232	252
세전이익	747	160	374	384	411
지배주주순이익	585	146	294	300	321
EPS(원)	22,692	5,665	11,377	11,615	12,423
증가율(%)	194.5	-75.0	100.8	2.1	7.0
영업이익률(%)	13.8	16.4	10.4	10.7	11.4
순이익률(%)	32.9	5.9	14.7	13.8	14.5
ROE(%)	30.4	6.5	12.2	11.4	11.0
PER	3.3	10.0	5.3	5.1	4.8
PBR	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.7	1.7	2.4	2.5	0.9

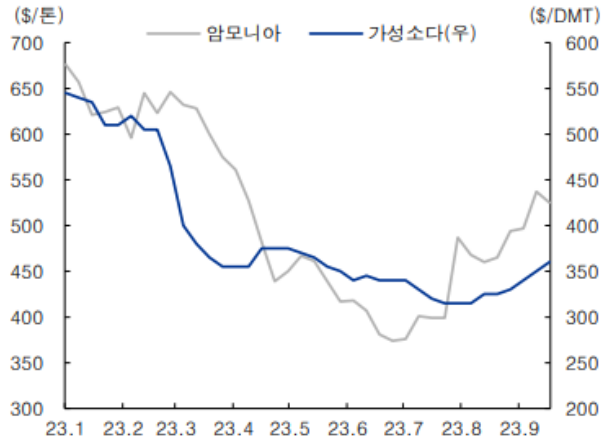
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 역대 ECH 가격 추이



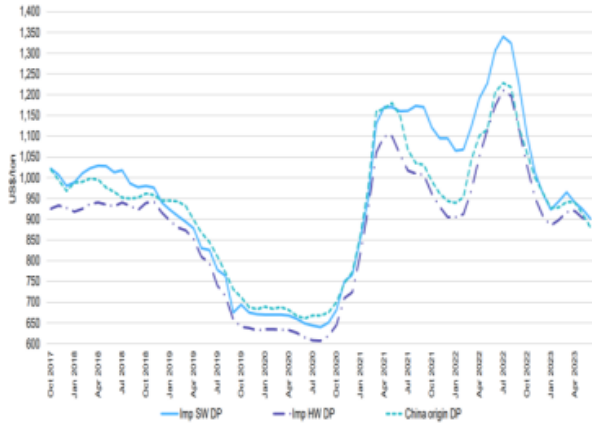
자료: 씨스캠, IBK투자증권

그림 2. 역대 암모니아/가성소다 가격 추이



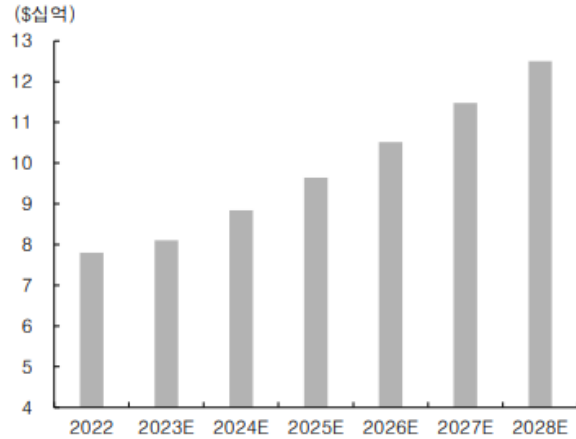
자료: 씨스캠, IBK투자증권

그림 3. 용해 펄프 가격 추이



자료: Sappi, IBK투자증권

그림 4. 세계 셀룰로스 에테르 시장 추이/전망



자료: M&M, IBK투자증권



우듬지팜

K- 농업의 미래 스마트팜

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

스마트팜 수직 계열화 구축

우듬지팜은 지난 19일 하나금융20호 스펙을 통해 상장한 스마트팜 업체이다. 동사는 스마트팜 설계, 생산, 유통까지 수직 계열화를 구축한 업체로 농업 분야의 차세대 핵심 경쟁력을 구축한 업체로 평가할 수 있다. 당사에서 동사를 주목하는 이유는 1) 스마트팜 설계 및 생산을 동시에 진행할 수 있는 역량을 가졌고, 2) 주요 농가와의 업무 협약을 통해 제품유통 홀세 일러 역할을 수행하고 있기 때문이다. 동사의 지난해 매출액은 449억 원(전년대비 -3.9%), 영업이익 37억 원(전년대비 -57.5%)을 달성하였다. 매출액 중 약 80%가 토마고로 스마트팜 생산 솔루션을 통한 시장지배력을 입증하고 있는 상황이다. 지난해의 경우 주요 스마트팜 설비 구축에 따른 생산량 차질이 영향을 미치면서 영업실적은 감소하였지만, 올해는 주력 상품 공급 확대와 2차 유통 매출 증가로 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 약 +29.2%, +35.1% 증가한 580억 원, 50억 원을 기록할 것으로 전망한다.

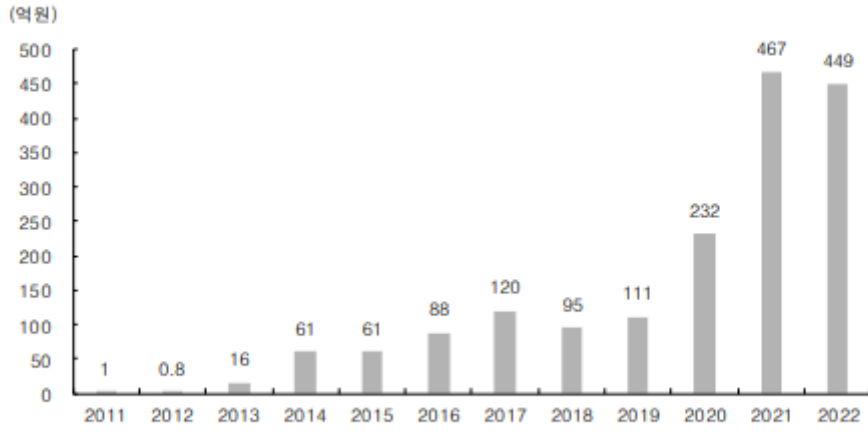
2024년 3세대 스마트팜 가동을 통한 추가 성장 동력 확보

이러한 성장세는 2024년에도 이어질 것으로 예상된다. 그렇게 생각하는 근거는 1) 2024년 3월 신형 스마트팜 준공에 따른 농작물 생산량 확대, 2) 재배작물(유리피안 채소) 다양화를 통한 2차 가공 유통 매출 성장이 기대되기 때문이다. 동사는 IT 기술력을 바탕으로 스마트팜 작물 생산이 핵심 경쟁력이다. 이와 더불어 계약농가와의 업무 제휴를 통해 대형업체에 상품을 공급할 수 있는 유통 솔루션을 수행할 수 있다는 점에서 경쟁력은 더욱 높아질 수 있다는 판단이다. 동사는 향후 전처리 시설 구축을 통해 농작물 판매 및 유통에 있어 추가적인 부가가치 창출도 계획하고 있어, 3세대 스마트팜 가동이 주는 의미는 크다고 판단한다. 동사의 2024년 매출액은 약 780억 원, 2025년에는 1,000억 원에 육박할 것으로 전망한다.

(단위:십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	9	11	23	47	45
영업이익	-1	1	5	9	4
세전이익	-2	0	3	5	4
당기순이익	-2	0	4	3	4
EPS(원)	-74	-2	165	124	91
증가율(%)	-1.4	-97.1	-7,753.5	-25.0	-26.6
영업이익률(%)	-11.1	9.1	21.7	19.1	8.9
순이익률(%)	-22.2	0.0	17.4	6.4	8.9
ROE(%)	-85.1	-4.4	464.1	26.6	15.6
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	-18.6	6.5	2.1	0.0	0.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 우듬지팜 매출액 추이



자료: 우듬지팜, IBK투자증권

그림 2. 우듬지팜 스마트팜 Phase 1, 2



한국형 반밀폐 유리온실 Phase 1
(3.4ha, 10,800평/2019/충남 부여)



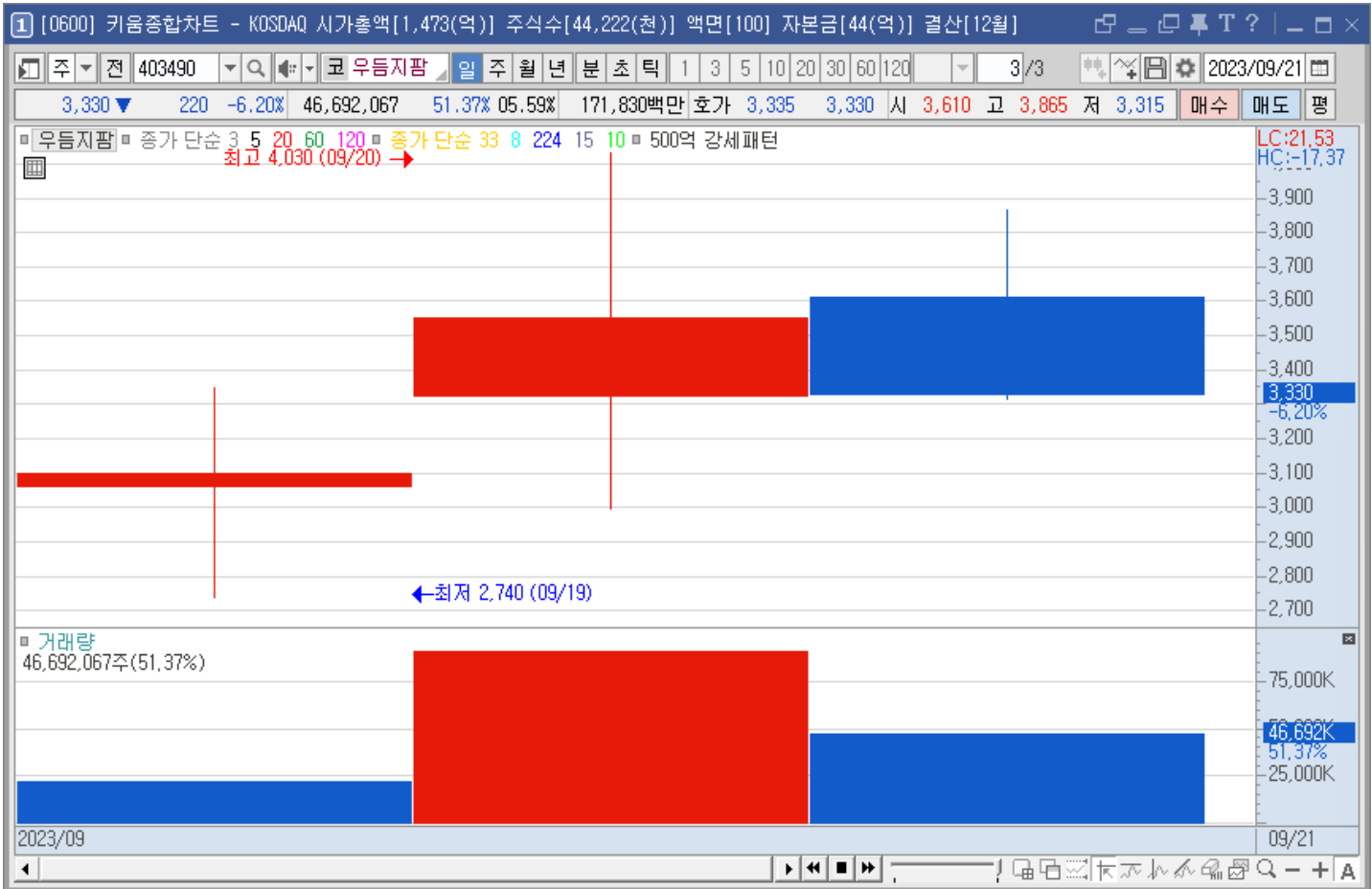
한국형 반밀폐 유리온실 Phase 2
(3.2ha, 9,800평/2020/충남 부여)

자료: 우듬지팜, IBK투자증권

그림 3. 우듬지팜 스마트팜 Phase 3 (2024년 완공 예정)



자료: 우듬지팜, IBK투자증권



BNK금융

경남은행 PF 횡령 사건 순손실액은 약 190억원 수준

[\[출처\] 하나증권 최정욱 애널리스트](#)

회수가가능규모 감안시 횡령 순손실액은 190억원 수준. 이 외에 100억원의 우발채무

BNK금융에 대한 투자의견 매수와 목표주가 8,000원을 유지. 전일 금감원은 경남은행 PF 횡령 사고에 대한 현장검사 실시 결과 총 2,988억의 횡령 사실을 확인했다고 밝힘. 다만 이는 돌려막기 등에 사용된 전체 규모로서 실제 은행 손실액은 595 억원으로 지난 8월초에 관련이슈가 처음 제기되었을 때의 규모와 큰 차이가 없는 수준임. 595억원의 손실액 중 105억원은 올해 이슈 발생 이전에 이미 부실 발생에 따라 상각처리된 특수채권으로서 이를 제외시 490억원 정도가 금번 사건으로 손 실로 반영해야 하는 규모임. BNK금융측은 이미 공시를 통해 이를 2022년 실적에 소급 적용해 490억원(세후 360억원)을 손 실로 반영한 상황. 이 외에 2023년 2분기 실적에도 100억원(세후 75억원)을 손실 처리했는데 이는 손해배상 청구가능성 등 을 대비해 우발채무를 인식한 것임. 지난해 실적에 손실 처리한 490억원 중 약 300억원은 회수가 가능할 것으로 예상되 는 데 경찰에서 골드바 등 현금성자산을 약 150억원정도 확보했고, 은행측에서도 부동산·회원권 등 은닉자산 약 150억원에 대 해 가압류 신청을 해 놓은 상태이기 때문. 결론적으로 금번 경남은행 PF 횡령 사건에 따른 순손실액은 약 190억원 수 준으로 추정. 이 외에 소송 가능성에 대비한 우발채무 100억원 정도임. 손실액은 2022년 및 2023년 2분기 실적에 소급 반영했

고, 회수 예상액 300억원은 앞으로 발생할 것이라는 점에서 관련 이슈에 따른 향후의 실적 관련 부담은 거의 없을 것으로 전망

횡령 사건 여파를 염려한 조달 규모 확대로 경남은행 3분기 NIM은 큰폭 하락 전망

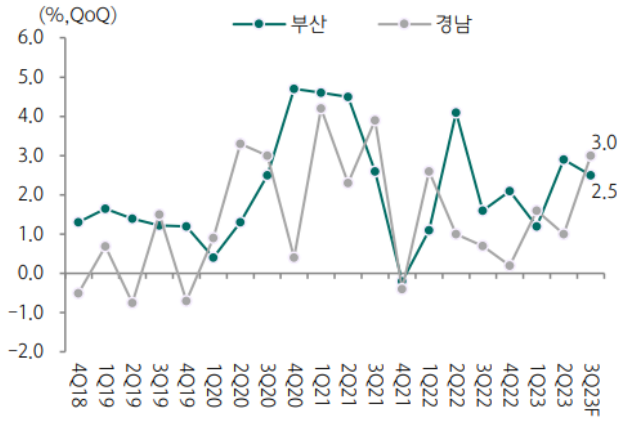
문제는 올해 들어 큰폭으로 하락하고 있는 그룹 NIM이 3분기에도 크게 하락할 것으로 예상된다는 점임. 특히 경남은행은 3분기 NIM이 10bp 이상 하락할 것으로 추정되는데 횡령 사건 발생에 따라 자금 이탈을 걱정한 경남은행측이 조달 규모를 크게 확대하면서 8월 이후 NIM이 급락하고 있는 것으로 보임. 부산은행도 3분기 중 NIM이 4bp 이상 하락해 양행 합산 그룹 NIM은 3분기 중 7bp 가량 하락 예상. 따라서 은행 중 하락 폭이 가장 클 것으로 전망. 3분기 3%에 육박하는 높은 대출성장률에도 마진 하락으로 인해 순이자이익은 크게 개선되지 못할 듯. 3분기 추정 순익은 약 2,320억원으로 전분기대비 10.3% 감소하지만 시장컨센서스를 소폭 상회할 것으로 예상. 경남은행 횡령 관련 회수 예상액이 연내 반영될지 여부가 관건이겠지만 올해 추정 순익은 7,860억원으로 8,000억원을 하회할 가능성이 높음

2023년 기대배당수익률은 약 9.1%로 은행 중 가장 높은 상황. 배당매력은 상존

BNK금융의 2022년 배당성향은 약 25%로 타 지방금융지주사들 대비 다소 낮았는데 올해는 적어도 26% 수준까지는 상향 가능하다고 판단. 중간배당 100원을 포함한 올해 총주당배당금은 635원으로 추정. 현 주가 기준 기대배당수익률은 약 9.1%로 은행 중 가장 높은 배당수익률 전망. 횡령 사건 등으로 투자심리가 많이 위축되어 있지만 배당매력은 높다고 판단

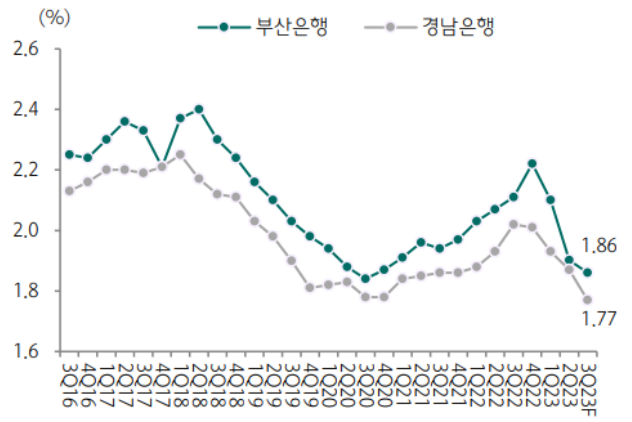
Financial Data		(십억원, %, 배, 원)		
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
총영업이익	3,104	3,231	3,257	3,409
세전이익	1,123	1,159	1,093	1,154
지배순이익	791	810	786	822
EPS	2,427	2,486	2,430	2,539
(증감률)	52.3	2.4	-2.2	4.5
수정BPS	28,612	30,358	31,591	34,130
DPS	560	625	640	680
PER	3.5	2.6	2.9	2.8
PBR	0.29	0.21	0.22	0.21
ROE	8.8	8.4	7.8	7.7
ROA	0.7	0.6	0.6	0.6
배당수익률	6.7	9.6	9.1	9.7

도표 2. 은행 원화대출 성장률 추이 및 전망



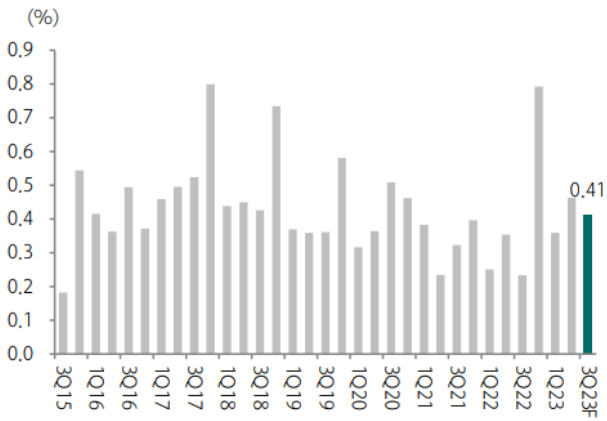
주: 전분기 대비 증가율
자료: 하나증권

도표 3. 은행 NIM 추이 및 전망



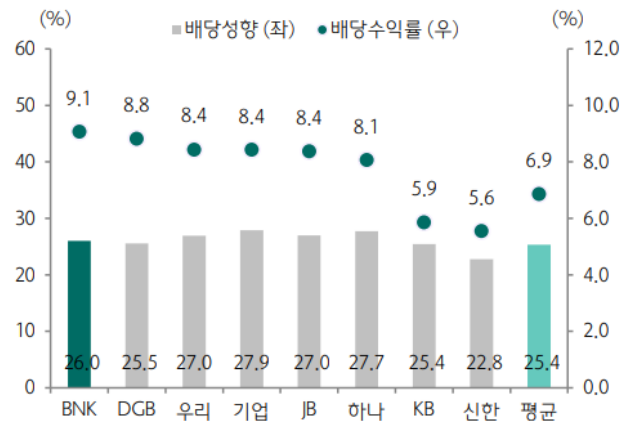
주: 분기 NIM 기준
자료: 하나증권

도표 4. 그룹 총자산대비 대손비용률 추이 및 전망



자료: 하나증권

도표 5. 금융지주사별 2023F 예상 배당수익률



주: 중간배당을 포함한 총배당 기준, 배당수익률은 2023년 9월 20일 종가 기준
자료: 하나증권



포스코퓨처엠
 양극재/음극재 Tech-Tour 후기
[\[출처\] 메리츠증권 노우호 애널리스트](#)

포스코퓨처엠의 Tech-Tour 후기

동사는 전일 애널리스트 대상 양극재/음극재에 Tech-Tour 기술 세미나를 진행했다. 지난 7월 Posco홀딩스의 Value-Day는 그룹사 측면의 이차전지 산업 전략(Upstream, 소재, Recycling 등), 이번 기술 세미나는 동사의 양극재/음극재의 기술개발 Road-map이 공유되었다.

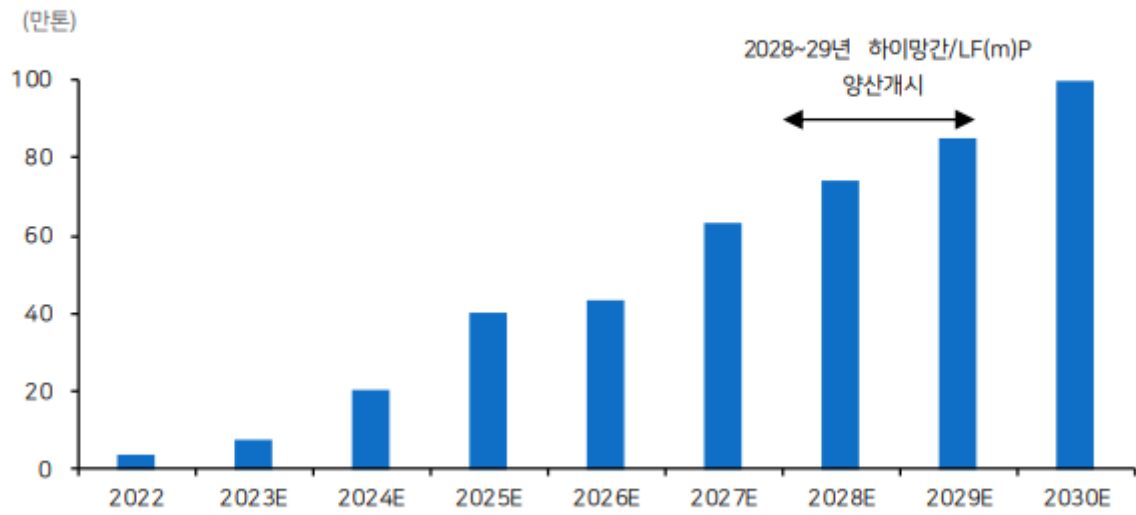
동사의 양극재 생산규모는 2030년 100만톤에 달한다. 동사는 완성차/배터리 셀 고객사와의 연계를 통한 Gen1~3까지의 Spec변화와 포트폴리오 다변화를 추진한다. 2023년 주력 고객사 Ultium Cells 1공장에 Gen1 제품(N65/N83) 출하와 세계 최초 N86 단결정 양극재(Gen2) 양산 성공을 기반으로 Gen3는 100% 단결정 양극재로 진화, 포트폴리오는 Mn-Rich/LF(m)P 등으로 확장되겠다. 동사는 Energy/Safety/Cost에 초점을 둔 제조 경쟁력으로 양극재 Top-tier로 진화 중이다. 음극재 포트폴리오는 흑연(천연/인조) 및 실리콘(SiC, Pure)로 확장되겠다. 동사의 음극재 사업에 여전히 프리미엄 평가가 필요한 배경은 권역별 자체 공급망/Ex-China 기조에서 소수의 음극재 기반 사업을 보유한 점이다. 동사의 흑연 음극재는 그룹사간 연계된 원재료 조달능력(포스코인터, Posco MC Materials, P&O케미칼) 및 가공능력으로 Commodity 이상의 사업성과를 실현할 전망이다.

고객사와 연계된 생산Capa/기술 Road-map→ 궁극적 사업가치 44조원

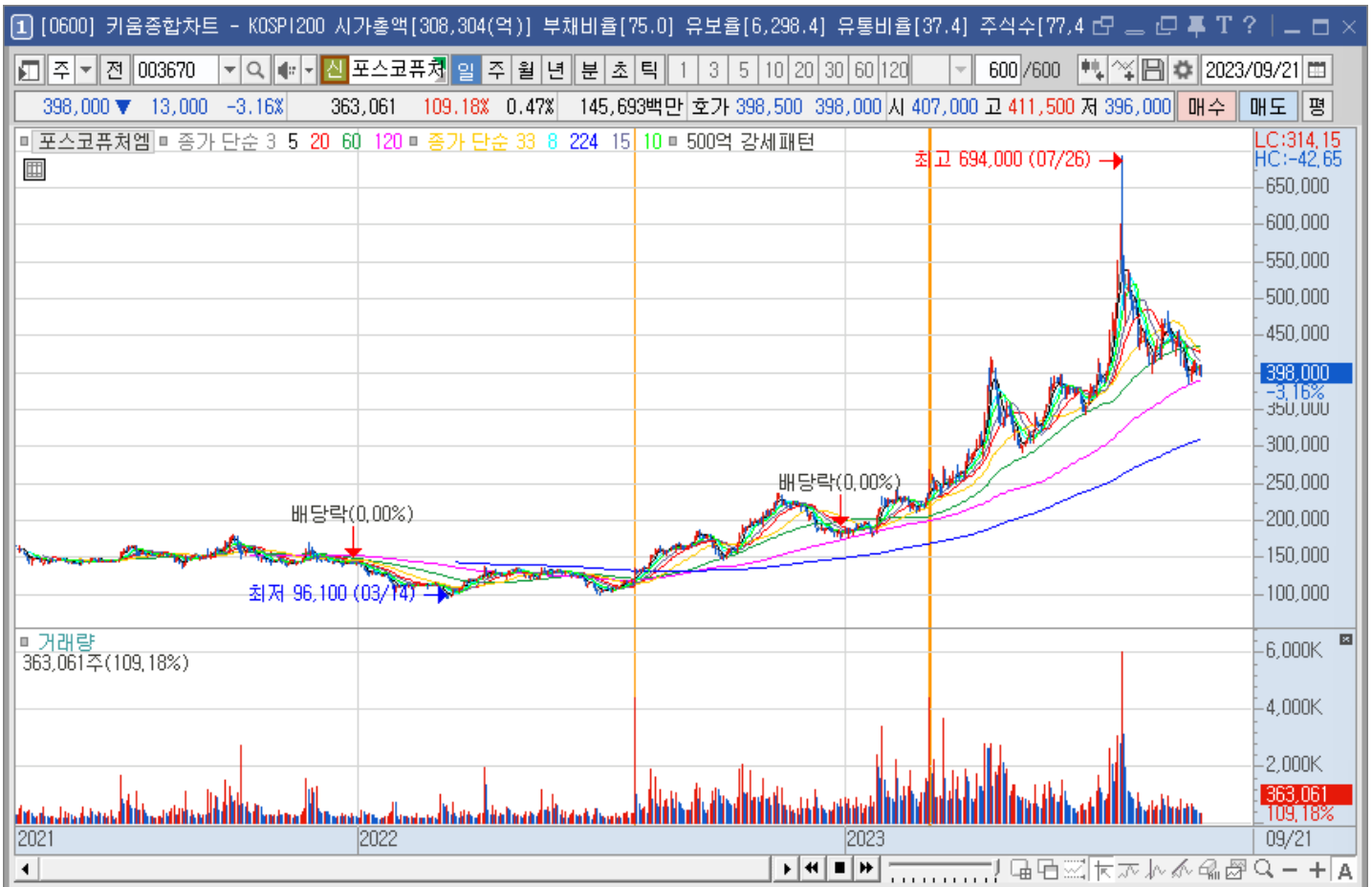
동사의 전지소재 중장기 성장성과 이를 뒷받침하는 수주잔고/재무여력/그룹사 역량 등에 궁극적인 사업가치는 44조원으로 추정한다. 국내 배터리 3개사, 특히 올 하반기 LGES와 삼성SDI의 신규 투자규모 확대 가능성은 결국 동사의 추가 수주로 직결될 수 있음을 예상한다. 상반기 기준 수주잔고 106조원에서 신규 수주 등으로 사업성과의 상향 조정 시, 기존 투자 의견에 상향 가능성에 의견을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,989.5	121.7	134.2	1,763	279.3	30,845	81.7	4.7	54.0	7.9	60.9
2022	3,301.9	165.9	118.3	1,527	-10.4	31,899	117.9	5.6	57.3	4.9	75.0
2023E	5,386.0	290.1	182.1	2,351	54.8	33,648	168.7	11.8	70.8	7.2	149.4
2024E	10,875.8	777.7	448.2	5,786	146.1	39,134	68.5	10.1	31.6	15.9	215.7
2025E	15,321.3	1,203.1	742.0	9,579	65.8	48,413	41.4	8.2	21.3	21.9	224.3

그림1 포스코퓨처엠의 양극재 생산Capa 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터





에스에프에이
 역대급 수주잔고 vs 아쉬운 수익성
[\[출처\] 키움증권 김소원 애널리스트](#)

3Q23 영업이익 305억원, 시장 기대치 부합할 전망

에스에프에이의 3Q23 연결 실적은 매출액 4,580억원(+9%QoQ, +10%YoY), 영업이익 305억원(+43%QoQ, -34%YoY)으로, 시장 기대치에 부합할 전망이다. 에스에프에이의 별도 매출액은 2,568억원(+7%QoQ, +27%YoY)으로 성장이 전망되나, 자회사 SFA 반도체의 매출액은 1,397억원(+9%QoQ, -24%YoY)으로 반도체 업황 부진에 따른 전년 대비 실적 약세가 지속될 전망이다. 한편 1H23 에스에프에이의 별도 매출액 내 이차전지 장비 사업부의 비중은 약 60%(+24%p YoY)까지 대폭 확대되고, 씨아이에스 인수 영향 또한 반영되는 등 이차전지 장비 업체로의 체질 변화가 지속되고 있다. 다만 상대적으로 수익성이 낮은 이차전지 장비 매출액의 비중 확대 및 자회사 SFA 반도체의 실적 부진으로 인해 3Q23 영업이익률은 7%(+1.6%p QoQ, -4.4%pYoY)로 예년 대비 여전히 부진할 전망이다.

4Q23 영업이익 464억원, 예상치 하회할 전망

4Q23 연결 실적은 매출액 5,430억원(+19%QoQ, +20%YoY), 영업이익 464억원(+52%QoQ, +109%YoY)으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 에스에프에이의 별도 매출액은 3,308억원(+29%QoQ, +31%YoY)으로 성장이 예상되나, 이차전지 장비 매출액 비중 증가 및 신규 장비 공급 확대에 따른 원가 부담이 이어지며 영업이익률의 개선이 예상 대비 더딜 것으로 전망된다. 한편 2023년 별도 기준 신규 수주액은 1.6조원(+38%YoY)으로 삼성디스플레이의 8.7세대 투자 및 이차전지 고객사의 신규 투자 효과 등이 맞물리며 역대 최대치를 기록할 전망이다, 2024년도 수주 모멘텀이 이어질 것으로 예상된다.

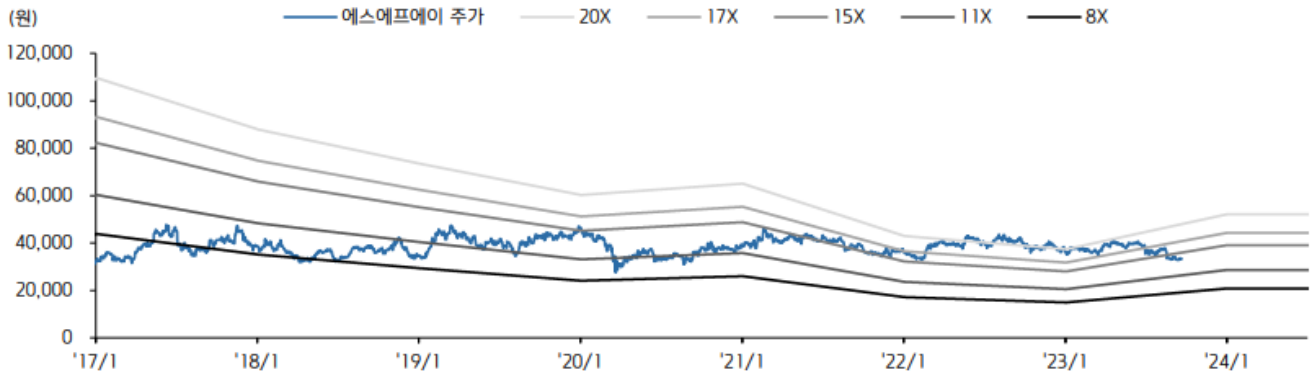
밸류에이션 매력 및 안정적인 수주 모멘텀 주목

동사의 주가는 수익성 악화 및 삼성디스플레이의 지분 축소 영향 등으로 인해 12개월 Forward P/B 1.0배까지 하락했다. 그러나 2Q23말 기준 자회사 씨아이에스를 포함한 동사의 연결 수주 잔고는 약 2.1조원이며, 향후 이차전지를 포함한 신규 장비의 원가 안정화 및 고부가가치 장비 수주 확대와 함께 점진적인 손익 개선을 예상한다. 조정된 실적 전망치를 반영하여 목표주가를 46,000원으로 하향하나, 밸류에이션 매력 및 안정적인 수주 모멘텀을 전망하며 투자의견 BUY를 유지한다.

투자지표				
(십억원)	2020	2021	2023F	2024F
매출액	1,564.9	1,684.4	1,796.4	2,036.7
영업이익	188.9	160.9	124.1	185.2
EBITDA	242.9	215.9	180.2	241.1
세전이익	179.8	152.2	117.5	183.8
순이익	148.3	106.0	92.2	144.2
지배주주지분순이익	116.9	77.2	67.1	105.0
EPS(원)	3,254	2,149	1,870	2,925
증감률(% YoY)	7.9	-34.0	-13.0	56.4
PER(배)	11.1	16.9	17.8	11.4
PBR(배)	1.2	1.2	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	5.8	7.2	6.0	5.3
영업이익률(%)	12.1	9.6	6.9	9.1
ROE(%)	10.9	7.0	6.0	8.8
순차입금비율(%)	-11.8	-5.2	-8.2	-8.1

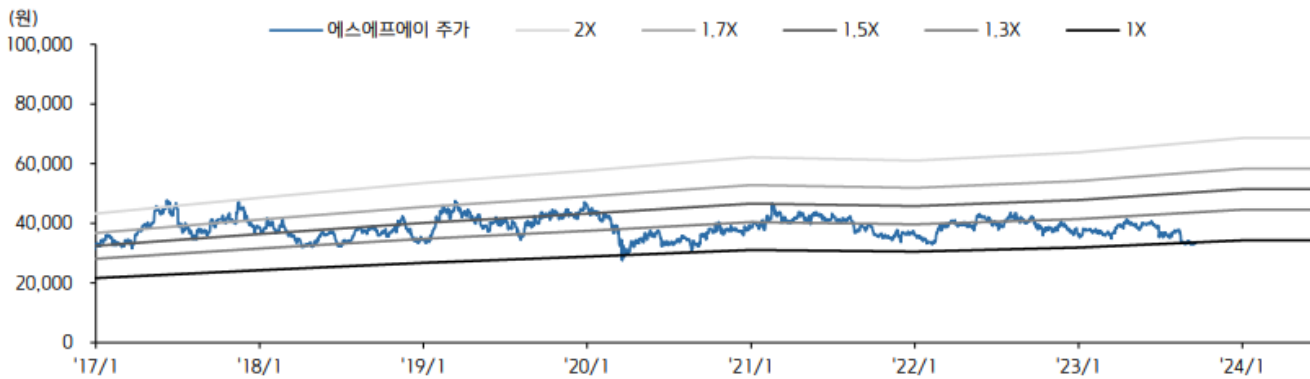
자료: 키움증권 리서치센터

에스에프에이 12개월 Forward P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

에스에프에이 12개월 Forward P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터



주 전 056190 신에스에프에 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 120/600 2023/09/21

32,450 ▼ 1,000 -2.99% 130,987 250.42% 0.36% 4,270백만 호가 32,450 32,400 시 33,450 고 33,450 저 32,250 매수 매도 평

에스에프에이 증가 단순 3 120 증가 단순 45 8 224 15 10 증가 단순 100 150억 강세패턴
←최고 42,000 (04/19)

