

2023.09.22(월) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-09-25 오전 4:20

수정한 날짜: 2023-09-25 오전 4:25

2023.09.25(월) 증권사리포트

삼성SDI

같은 업황, 다른 실적

[\[출처\] 키움증권 김지산 애널리스트](#)

전기차 수요 및 재고 우려 극복하고 자동차전지 선전 중

최근 이차전지 업종의 주가 조정 배경에는 1) 전기차 수요 둔화 및 중국 시장 중심의 재고 우려, 2) 전기차 가격 인하에 따른 배터리 판가 하락 압박 우려 등이 반영되고 있다.

실제로 8월 글로벌 전기차 시장 성장률은 32%(YoY)로 7월까지 누적 성장률 41%를 하회했으며, 중국의 성장률(26% YoY) 저하가 두드러졌다.

이에 대해 동사 자동차전지는 1) P5 배터리를 앞세워 프리미엄 BEV 모델 위주로 대응하고 있어 경기 둔화 영향에서 비켜서 있고, 2) 오히려 주요 고객사가 공급량 증대를 요청함에 따라 헝가리 2공장 신규 라인을 가동하고 있는 상황이다. 3) 장기 공급 계약을 기반으로 판가는 안정적인 상태가 이어질 것이고, 원소재 가격 하락 국면에는 일시적으로 수익성에 도움이 된다. 4) 원형전지도 Rivian, Volvo 등 주요 고객 대상으로 출하가 양호하다. 5) 전고체전지와 46파이 원형전지는 고객사에게 샘플을 공급하는 의미있는 단계에 진입함에 따라 향후 밸류에이션 상향 요인으로 작용할 것이다.

P5 배터리 비중이 3분기에 50%를 넘어서면서 제품 Mix와 함께 수익성이 향상될 것이다. 동사 배터리를 장착한 대표 프리미엄 차종은 BMW i4/7/X, Audi e-Tron 시리즈, Jeep Grand Cherokee/Wrangler 등이며, e-Tron 신모델 효과가 더해지고 있다. 점진적인 고객 다변화 성과도 점유율 상승에 기여할 것이다.

4분기 실적 개선 전망, 내년 증설 효과 및 P6 진화 주목

물론 전동공구용 원형전지와 반도체소재 등은 수요 약세 영향이 불가피하고, 3분기 실적 추정치 하향의 원인이 됐다.

4분기는 자동차전지, ESS, 전자재료가 개선되며, 재차 양호한 실적이 부각될 전망이다. 하반기 영업이익은 3분기 4,938억원(QoQ 10%, YoY -13%), 4분기 6,105억원(QoQ 24%, YoY 24%)으로 예상된다.

ESS는 4분기에 NCA 양극재 기반 신제품을 출시해 전력용 고성능 시장 공략을 강화할 계획이고, 이에 힘입어 매출이 반등할 것이다.

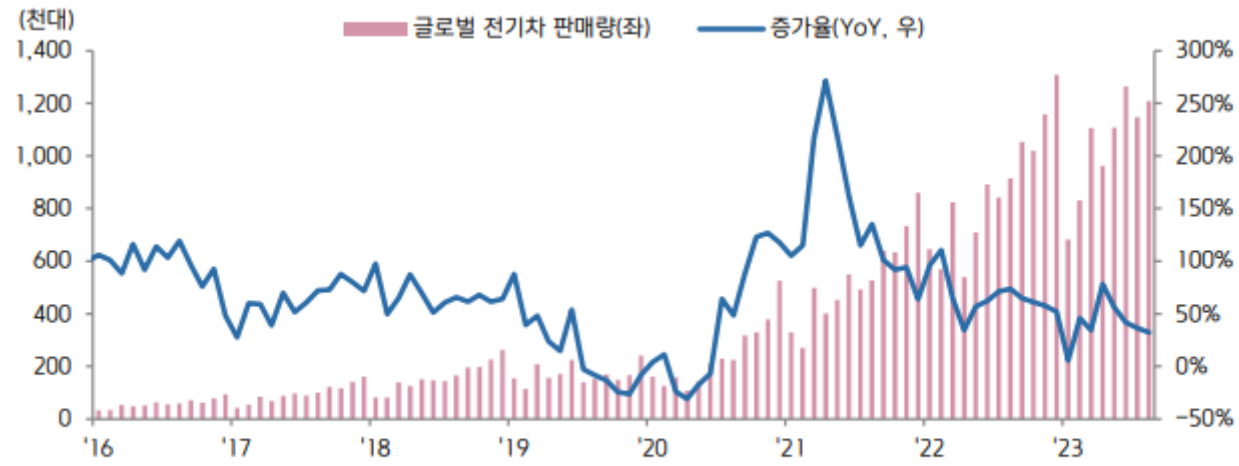
내년 관전 포인트로서 헝가리 2공장과 말레이시아 2공장 증설을 통해 성장을 뒷받침하는 한편, 프리미엄 P6 배터리를 본격 양산할 계획이다.

투자지표

(억원, IFRS)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	135,532	201,241	236,804	266,267
영업이익	10,676	18,080	19,298	23,070
EBITDA	23,197	32,713	36,308	46,172
세전이익	16,633	26,523	25,379	28,171
순이익	12,504	20,394	20,849	22,848
지배주주지분순이익	11,698	19,521	20,002	22,163
EPS(원)	16,621	27,736	28,420	31,489
증감률(%YoY)	103.5	66.9	2.5	10.8
PER(배)	39.4	21.3	18.9	17.1
PBR(배)	3.14	2.52	2.17	1.96
EV/EBITDA(배)	20.8	13.4	12.0	9.6
영업이익률(%)	7.9	9.0	8.1	8.7
ROE(%)	8.5	12.5	11.5	11.5
순부채비율(%)	14.2	12.0	18.3	20.5

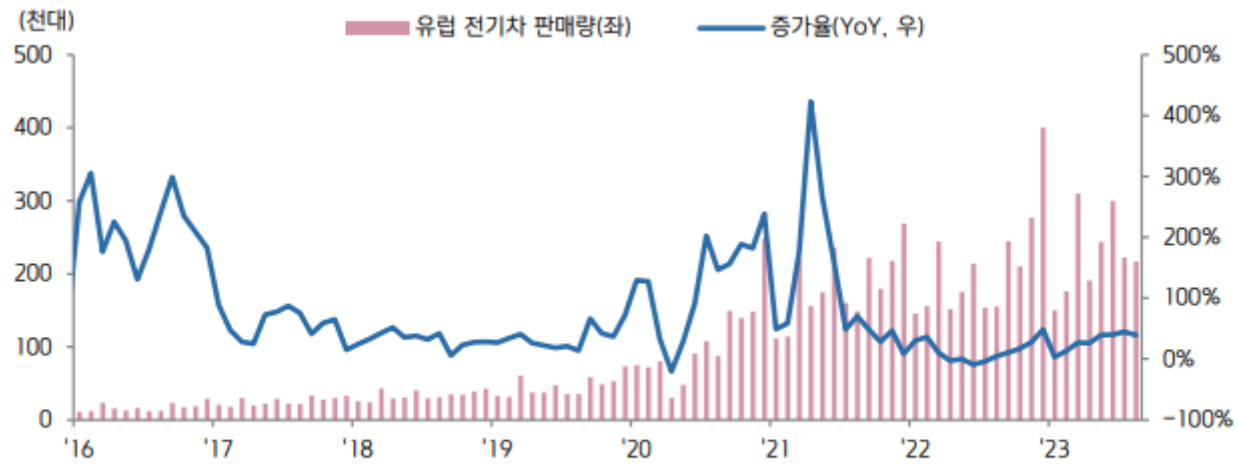
자료: 키움증권

글로벌 전기차 판매량 추이

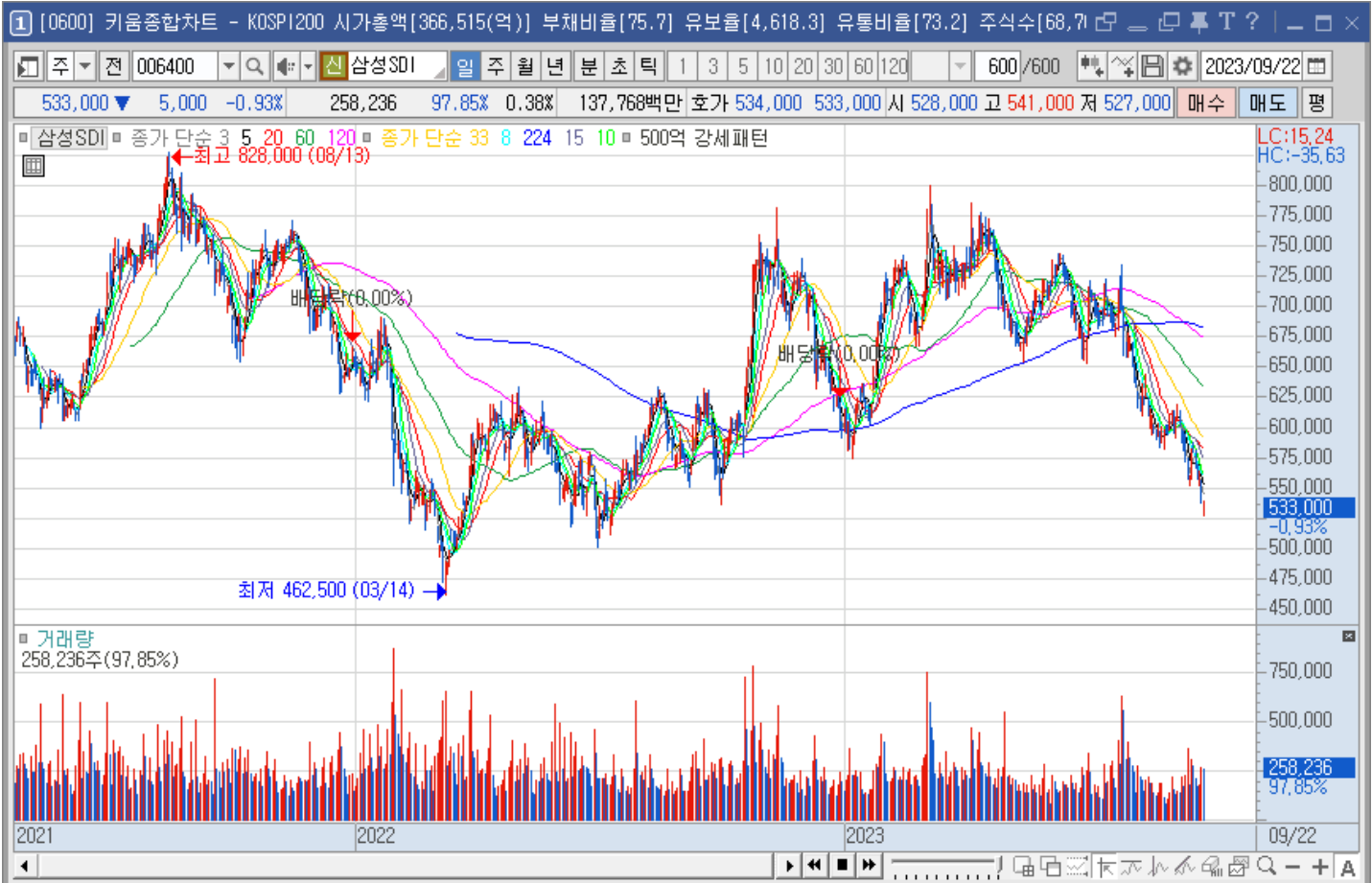


자료: MarkLines, 키움증권

유럽 전기차 판매량 추이



자료: MarkLines, 키움증권



현대건설

2029년 해상풍력 시대를 준비하며

[\[출처\] 하나증권 김승준 애널리스트](#)

국내 해상풍력 현황: 2028~2030년 도래

10차 전력수급기본계획에 따르면 해상풍력은 2030년부터 본격적으로 보급이 예정되어 있다. 현재 발전허가를 받은 해상풍력사업은 총 75건, 23.7GW다. MW당 사업비 50억원으로 환산하면, 약 120조원의 사업이 준비 중이다. 총 사업비의 약 80%가 EPC이며(92조원), EPC 중 기초제작 및 시공에 해당하는 비중은 35%인 것을 감안했을 때 실질적인 시공에 해당하는 규모는 약 32조원의 시장인 것으로 추정한다.

현대건설의 해상풍력 현재와 미래: 제주 한림 해상풍력과 육지 좌사리 해상풍력

현대건설은 현재 제주 한림 해상풍력 시공을 진행하고 있다. 전체 사업비는 6,300억원으로 5.56MW급 18기를 2024년 10월까지(공사기간 34개월) 짓는 작업이다. 그 중 현대건설은 기초제작설치, 터빈설치 및 해저케이블 포설을 담당한다. 전기사업허가는 2020년 8월에 받고, 착공을 2022년 1월에 시작하여 2024년 10월 완공이 목표다(허가에서 완공까지 4년). 대부분의 해상풍력은 규모에 상관없이 공사기간은 약 30~35개월 사이다. 육지 좌사리 해상풍력은 현대건설 100% 지분으로 사업비 2.5조원 규모다. 15MW급 22기 총 330MW를 공급할 예정으로, 2Q21에 발전사업허가를 받았다. 1Q26 인허가를 받고, 3Q26에 착공하여 2Q29에 완공이 목표다. 생산된 전기는 한국전력거래소에 판매하며, REC는 공급의무자와 수의계약을 맺거나 고정가격 입찰 시장에 참여할 계획이다. 이외에도 육지 좌사리를 포함하여, 개발사업으로 총 1.7GW(4건, 8.5조원)을 준비 중이며, EPC 입찰도 3건(1.5GW, 약 2조원)을 계획하고 있다.

현대건설의 경쟁력: 10MW급 설치 선박은 국내에 현대건설밖에 없음

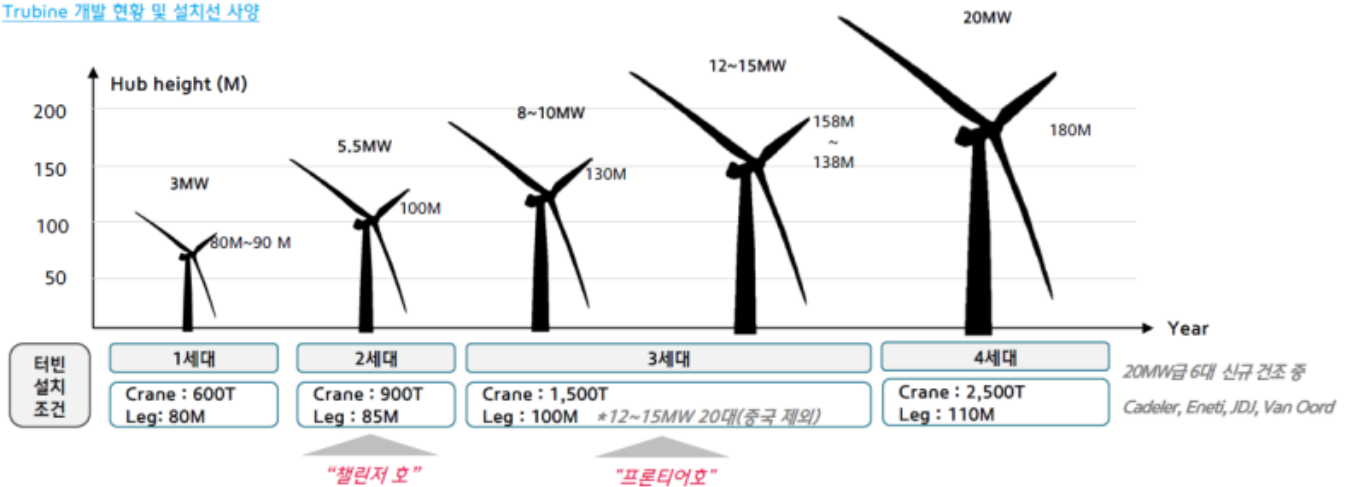
현대건설의 해상풍력 수주에 있어 경쟁력은 국내 유일의 설치 선박 보유다. 현대건설이 보유하고 있는 프론티어호는 1,500T 크레인으로 10MW~15MW(3세대 터빈) 설치가 가능하다. 기존 잭업바지선, 크레인, 예인선을 활용하여 설치하는 방식보다 작업일수 감소가 2배이상 차이가 날 정도로 효율적이다. 향후 나타날 국내 해상풍력 EPC 수주에 크게 기여할 것으로 전망한다

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	18,065.5	21,239.1	26,835.0	27,357.8
영업이익	753.5	574.9	785.4	890.8
세전이익	854.1	753.8	861.7	900.4
순이익	407.5	408.9	523.3	519.3
EPS	3,651	3,637	4,655	4,620
증감율	232.82	(0.38)	27.99	(0.75)
PER	12.17	9.60	8.03	8.10
PBR	0.69	0.51	0.51	0.48
EV/EBITDA	3.73	3.54	2.74	2.07
ROE	5.89	5.49	6.56	6.12
BPS	64,200	68,380	73,468	77,487
DPS	600	600	600	600

도표 8. 터빈별 설치 조건: 현대건설 5.5MW, 8~15MW 설치 가능 선박 보유(자회사)

Trubine 개발 현황 및 설치선 사양



자료: 현대건설



LX인터내셔널
 석탄가격 하락의 영향
[\[출처\] NH투자증권 김동양 애널리스트](#)

녹색 전환 노력은 여전

LX인터내셔널은 물류 운임 약세, 석탄가격 하락에도 인도네시아 및 중국 석탄 증산 한국유리공업 및 포승그린파워 실적은
 기 반영 통해 실적 변동성 축소 중

HMM 인수 관련 불확실성 있으나, 니켈광산 및 제련소 인수, 탄소배출권 사업확대 등 '친환경 & 웰니스' 사업 전환 노력은
 여전. 2024년 친환경플라스틱(PBAT) 법인(지분 20%) 생산 개시와 함께 점진적으로 현재의 저평가(배당수익률 6.7%, PER
 3.9배, PBR 0.4배) 해소 기대

실적전망 하향 조정(2024년 영업이익 -6%), 사업가치 적용배수 변경(EV/EBITDA 3.1배→3.0배), 순차입금 확대 등 반영하여
 목표주가를 49,000원에서 41,000원으로 하향 조정. 투자의견 Buy 유지

3분기 실적 Preview: 석탄 가격 하락의 영향

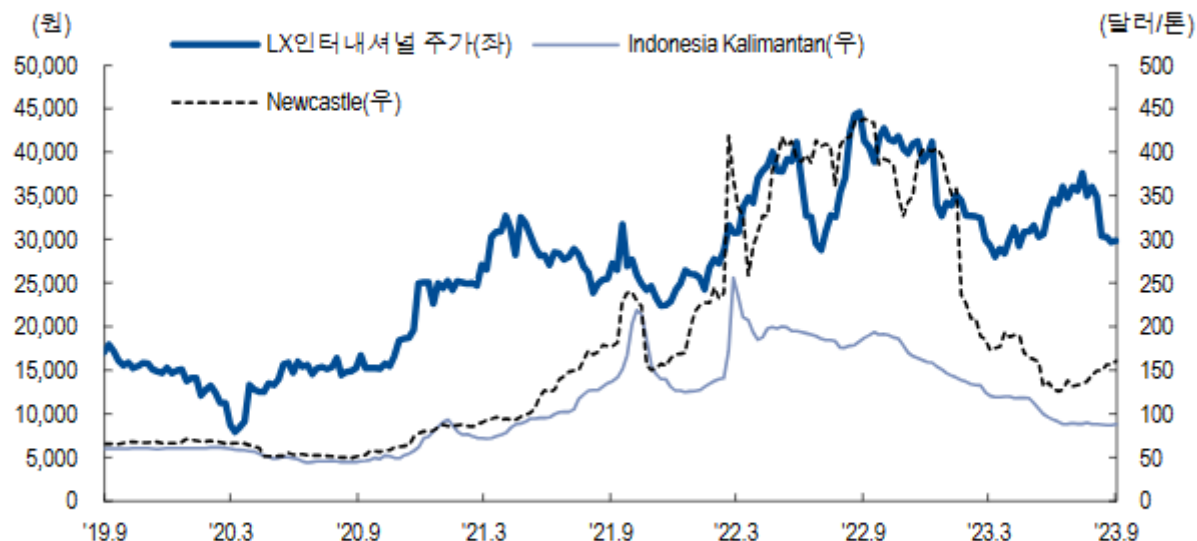
LX인터내셔널의 3분기 실적은 매출액 3조7,677억원(-20% y-y), 영업이익 1,194억원(-56% y-y)으로 시장 컨센서스 하회 전
 망

자원(영업이익 416억원, -57% y-y)은 석탄가격 하락(인도네시아탄-22% q-q, 뉴캐슬 -10% q-q) 영향이 인도네시아 GAM 석
 탄 증산효과(+11% q-q) 상회 전망. 석탄 트레이딩이 포함된 트레이딩/신성장(380억원, -54% y-y)은 석탄가격 약세 지속에
 도 LCD패널 시황 개선, 신규 인수기업 수익성 개선으로 전분기 수준 전망. 물류(398억원, -57% y-y)도 운임 하락 마무리로
 전분기 수준 전망

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	18,760	14,643	14,936	15,119
증감률	12.4	-21.9	2.0	1.2
영업이익	966	561	596	646
증감률	47.1	-41.8	6.2	8.4
영업이익률	5.1	3.8	4.0	4.3
(지배지분)순이익	515	263	297	321
EPS	13,293	6,792	7,655	8,274
증감률	47.2	-48.9	12.7	8.1
PER	2.6	4.4	3.9	3.6
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	2.0	3.0	3.2	3.3
ROE	25.5	11.2	11.6	11.5
부채비율	154.2	125.4	116.4	107.8
순차입금	325	426	441	449

단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. LX인터내셔널 주가 및 원산지 별 석탄 가격 추이



자료: Bloomberg, 한국자원정보서비스, NH투자증권 리서치본부





OCI홀딩스

불확실성은 해소되고, 투자 매력은 높아지고

[\[출처\] 현대차증권 강동진 애널리스트](#)

투자포인트 및 결론

- 신주 발행은 전체 발행주식수 대비 20.7%. OCI사업회사 연결 편입으로 EPS 하락 크지 않을 것
- 3Q23 실적은 컨센서스를 상회하는 호실적 기대. 비중국산 폴리실리콘 프리미엄 지속
- 최근 Tongwei의 폴리실리콘을 사용해 미국 통관에 실패한 Longi가 동사의 폴리실리콘을 사용하여 미국 통관에 성공. 기존 물량 중 비중국산 가격을 받지 못했던 물량들의 판가가 상승할 것
- 전반적인 Mix 개선을 감안하면 3Q23대비 4Q23 OCIMB 실적은 개선될 전망이며, 2024년에도 증익 가능할 전망
- 회사는 보유중인 1.52% 규모 자사주 소각 의지 이미 밝혔음. 향후 추가적인 이익 소각 가능성도 지난 지주회사 전환 설명회에서 밝혔기 때문에 주주환원 강화될 것. 화학업종 Top pick 유지

주요이슈 및 실적전망

- OCI홀딩스 신주 발행은 3,400,073주. 기존 발행주식수 16,412,642주대비 20.7%. 향후 OCI사업회사 편입으로 인한 연결 지배주주 순이익 증가 감안하면 EPS 희석 크지 않을 것

- 3Q23 실적은 매출액 6,169억원(+3.8% qoq), 영업이익 1,348억원(OPM 21.9%)로 컨센서스를 상회할 전망이다, Spot 폴리실리콘 가격 하락에도 불구하고 전분기 대비 유사한 수준 이익 전망
- 최근 동사의 폴리실리콘을 사용한 Longi의 태양광 모듈이 미국 세관을 통과. 미국으로 셀/모듈을 수출하려는 기업들의 수요가 증가함에 따라, 그간 비중국산 프리미엄 가격에 팔지 못했던 동사 제품의 가격이 비중국산 제품 수준인 \$20/kg을 상회하는 수준까지 상승할 전망이다. 이에 따라, ASP가 개선될 것으로 전망됨에 따라, 2024년까지 이익이 감소하지는 않을 것으로 판단
- 비중국산 폴리실리콘을 제조하는 업체는 Wacker와 OCI홀딩스 정도이며, 향후 REC실리콘등이 추가될 전망이다, 미국 태양광 설치 수요가 증가함에 따라 여전히 타이트한 상황은 지속될 것
- 또한, 향후 유럽 역시 공급망 실사법 등을 통해 공급망에서의 환경 및 인권 이슈에 대한 관리 감독 의무가 강해질 것으로 전망됨에 따라, 비중국산 제품에 대한 수요는 증가할 전망

주가전망 및 Valuation

- 최근 인적분할 및 주식 스왑 과정에서의 주가 하락으로 Valuation 매력 매우 높음. 또한, 이익 전망치 상향이 이어질 것으로 전망되며, 주식 소각에 따라 과도한 저평가는 벗어날 것

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	3,244	626	648	762	27,156	흑전	3.8	0.8	4.3	23.9	1.9
2022	4,671	977	880	1,127	36,910	35.9	2.2	0.5	2.3	25.2	3.1
2023F	2,560	614	834	729	41,248	11.8	2.4	0.6	0.9	22.5	3.1
2024F	2,781	754	606	873	28,583	-30.7	3.4	0.5	0.5	16.0	3.1
2025F	2,967	836	687	971	32,426	13.4	3.0	0.4	NA	15.7	3.1

* KIFRS 연결 기준





티에스아이

개별 모멘텀 충분

[\[출처\] 신한투자증권 심원용 애널리스트](#)

숫자로 증명할 수 있는 하반기

하반기 신규 수주 증가와 실적 회복이 예상된다. 3Q23 중 합산 1,281억원 상당 신규수주를 공시했다. Ultium Cells 미시간을 포함한 최대 고객사 북미 JV 물량으로 추정된다. 해당 물량 일부가 하반기부터 매출 인식이 시작될 것으로 예상하며 3Q23과 4Q23 각각 매출액 519억원(+21% QoQ, +135% YoY), 722억원(+39% QoQ, +81% YoY)으로 추정한다. 2023년 믹싱 시스템 추정 신규 수주액은 3,189억원이다. 리드타임을 고려 시 2024년 매출액 3,283억원(+% YoY)을 전망한다.

고객사 확장이 가장 큰 버팀목

2차전지 전방 수요 및 정책 변동성 확대 구간이다. 그럼에도 각각 최소한의 배터리 자국화, 내재화 니즈로 신규 셀사 양산 진입 기조가 확인된다. 믹싱 공정은 턴키 시스템 구축 전문 업체들의 해자가 존재하는 공정이다. 신규 셀사에 대한 턴키 공급 형태 확대로 장기 파트너십과 수익성 개선을 예상하는 근거다.

국내 3사 제외 신규 및 잠재 고객사로 ACC, ONE, Morrow 및 기타 OEM사를 확보했다. ACC(최종 120GWh)는 투자 단위 13GWh당 400~500억원 내외 수주를 예상한다. 양극 믹서를 납품하는 삼성SDI와 더불어 2대 고객사 지위를 유지할 전망이다. 파일럿 납품 이력이 있는 Morrow는 2024년 양산 발주 계획이며 초기 LFP 배터리를 포함해 총 43GWh Capa를 구축할 전망이다. 초기 라인 장비를 공급한 추가 고객사 수주 시 2025년 영업이익률 10.8%(+1.4%p YoY) 달성 가능성이 높다고 판단한다. 2025년 매출액은 3,576억원으로 추정한다.

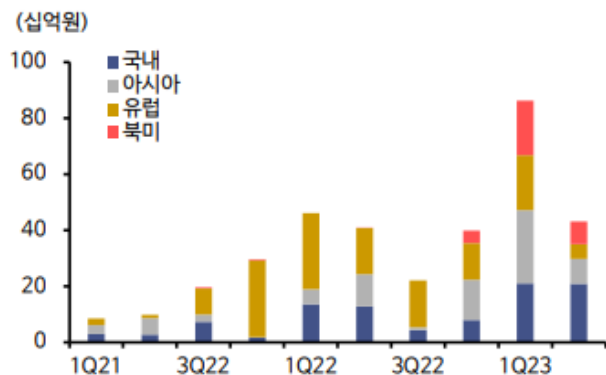
투자 의견 '매수', 목표주가 16,500원

목표주가를 19,000원에서 16,500원으로 13% 하향한다. 24F EPS 780원에 Target P/E 21.2배를 적용했다. EPS는 제3회차 제외 제2~6회차 전환사채 2024년 중 전환을 가정한 수치다. Target P/E는 전극공정 Peer 씨아이에스와 윤성에프앤씨 24F P/E 평균이다. 최근 시장 및 2차전지 섹터 멀티플 하락을 반영했으나 수주 가시성 측면에서 개별 모멘텀은 충분하다. 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	67.3	(0.1)	1.2	63	2,193	165.1	362.1	4.7	3.0	109.3
2022	148.8	4.9	3.1	169	2,416	52.6	38.9	3.7	7.3	133.8
2023F	253.3	12.7	1.2	52	4,168	222.7	20.4	2.8	1.7	60.1
2024F	328.3	30.9	20.4	780	5,460	14.9	8.1	2.1	15.9	25.3
2025F	357.6	39.0	27.0	966	6,426	12.0	5.6	1.8	16.3	2.5

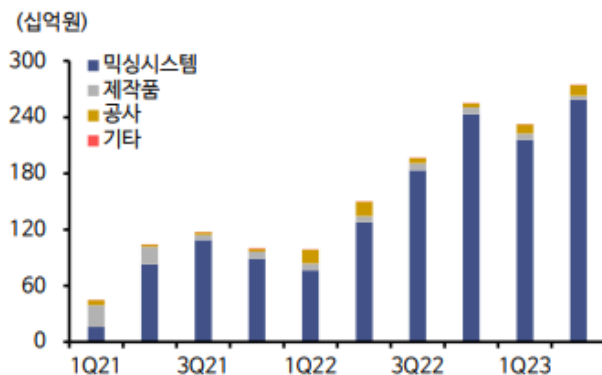
자료: 회사 자료, 신한투자증권

지역별 매출액 인식



자료: DART, 신한투자증권

수주잔고



자료: DART, 신한투자증권



고려아연

3Q23 Preview : 업황은 아직, 이차전지는 대기 중

[\[출처\] 유진투자증권 이유진 애널리스트](#)

3Q23 Preview: 연결 매출액 2.6조원, 영업이익 1,665억원(OPM 6.5%) 전망

- 3분기 평균 아연 가격이 2,157달러/톤(-21.4%qoq)으로 하락했고 Spot TC의 동반 하락으로 고려아연 별도 영업이익은 1,393억원(-15.4%qoq, -32.5%yoy)으로 전망

Spot TC의 하락세 지속, 그러나 4분기 동박과 전구체 모멘텀 주목

- TC: 70% 정도의 비중을 차지하는 Benchmark TC는 여전히 274\$/톤이나, 정광의 수급을 반영하는 Spot TC는 연초 270\$/톤에서 -50% 하락한 135\$/톤으로 아연 제련 업황은 쉽지 않은 상황

- 이차전지 소재: 4분기부터 국내 이차전지 업체에 동박 양산 물량이 공급될 예정이며, 전구체 또한 24년 2만톤 증설이 계획되어 있어 내년부터 가시화될 것

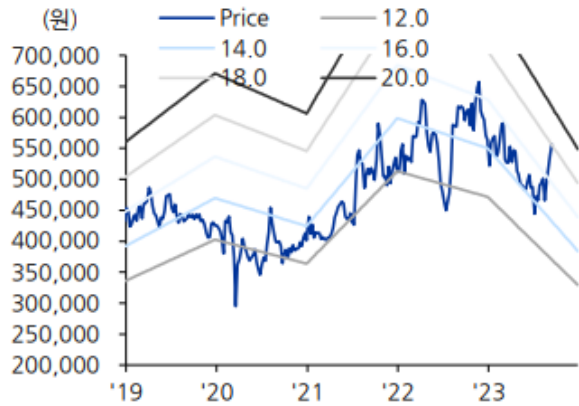
투자의견 'BUY'와 목표가 640,000원 유지

- KEMCO 지분율 확대(>60%이상)가 구체화될 시 업황 부진에도 불구하고, 동박과 황산니켈, 전구체 등으로 이차전지 소재가 견인하는 주가의 단기적 모멘텀은 기대되어 P/B 1.1~1.2x내 트레이딩 관점에서 접근 유효

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	9,977	11,219	10,123	10,543
영업이익	1,096	919	678	874
세전손익	1,139	881	759	928
당기순이익	811	798	546	658
EPS(원)	42,755	39,299	27,442	33,015
증감률(%)	40.8	-8.1	-30.2	20.3
PER(배)	12.0	14.4	19.9	16.5
ROE(%)	11.1	9.4	5.9	7.0
PBR(배)	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	6.8	9.3	10.7	9.0

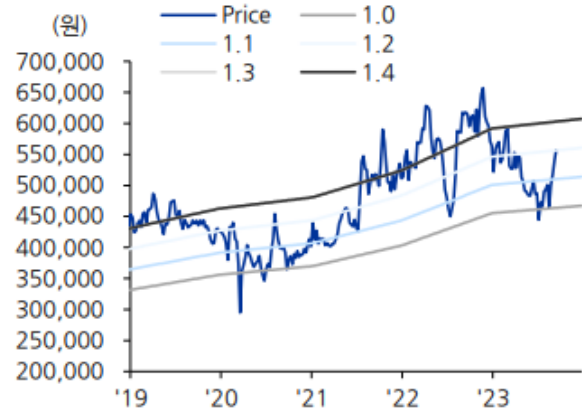
자료: 유진투자증권

도표 3. 고려아연 PER Band

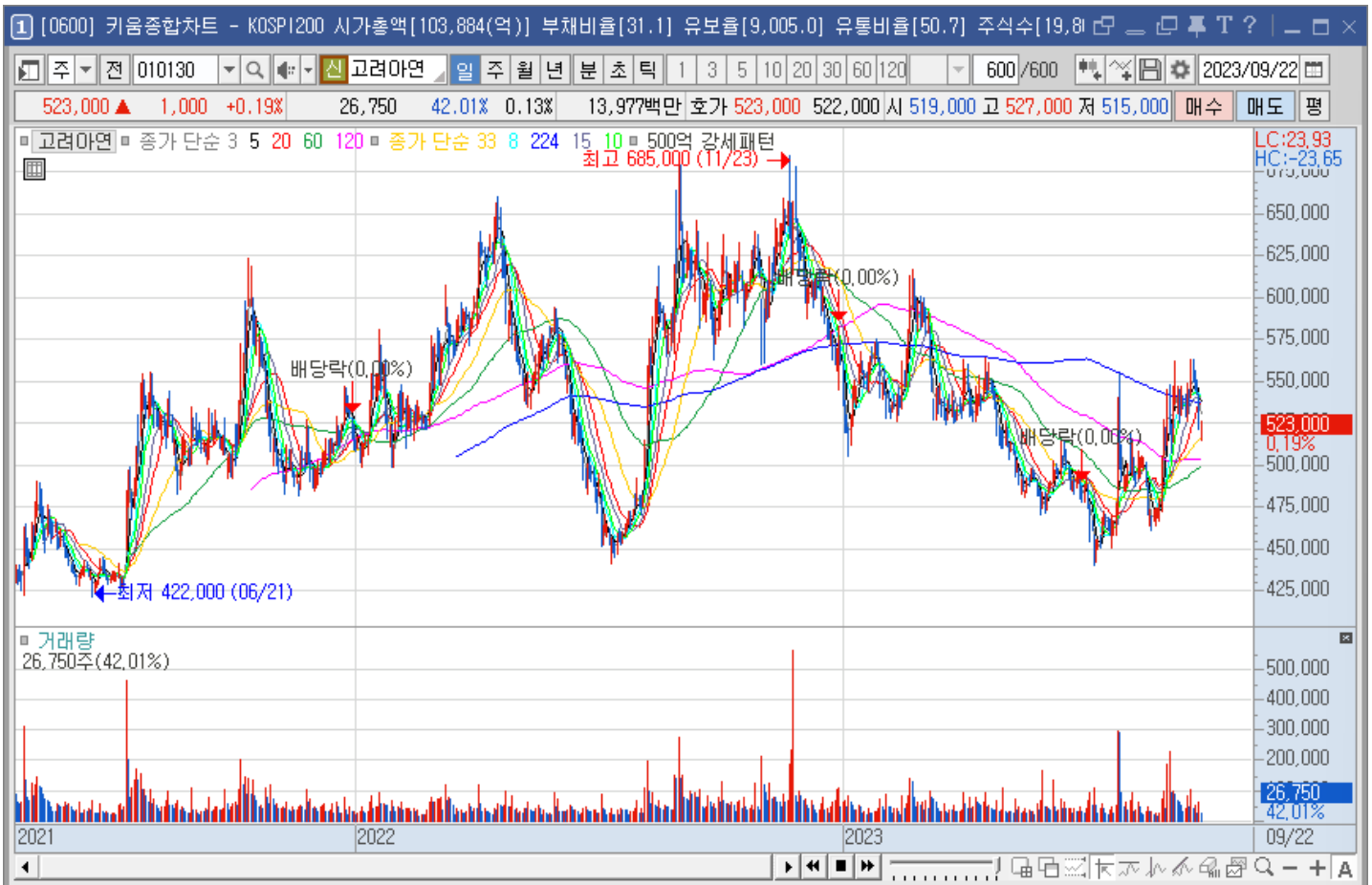


자료: 유진투자증권

도표 4. 고려아연 PBR Band



자료: 유진투자증권





디어유

해외 신규 플랫폼 런칭 임박

[\[출처\] 유안타증권 이환욱 애널리스트](#)

2023E 매출액 +59.5% yoy, 영업이익 +75.4% yoy

2023 예상 매출액과 영업이익은 각각 785억원(+59.5% yoy), 286억원(+75.4% yoy)을 전망한다. 최근 입점한 대형 신인 IP '제로베이스원'과 버추얼 아이돌 '플레이브(입점 예정)' 그리고 미스트롯 시즌2 참가자를 주축으로 한 트로트 버블 런칭 효과에 기인한 4Q23 구독자 수 증가는 약 14만명 수준으로 추정되며, 연말 기준 구독수는 255만에 달할 전망이다. 외형 고성장에 따른 수익성 개선(OPM: 36.4%, +3.3pt yoy)도 지속될 전망이다.

해외 신규 플랫폼 런칭 임박

연내 日 엠업 홀딩스와 함께 런칭할 '버블 for JAPAN'은 내년도 추가적인 실적 성장으로 이어질 전망이다. 엠업 홀딩스가 현재 보유중인 日 아티스트 IP(아이?, 요루시카 등) 수는 300명, 페이유저 수만 200만명에 달한다. 서비스 런칭 시 JV 매출액의 10%(RS)와 44%에 해당하는 지분법 이익이 내년도 본격 실적 반영될 예정이다.

보수적인 접근에서 매출액 증분은 43억원(로열티 매출 성격으로 별도 비용 없음), 지분법 이익도 43억원 수준이 예상된다. 2024년 예상 매출액은 1,107억원(+41.1% yoy), 영업이익은 459억원(+60.6% yoy), 영업이익률 41.5%(+5.0%pt yoy)를 예상

한다.

투자 매력도 상승 구간 진입, 투자의견 매수, 목표주가 55,000원 제시

현재 주가는 12개월 선행 PER 기준 25배 수준으로 역사적 밴드 하단에 위치하고 있으며, 향후 2년간(24~25년) 연평균 EPS Growth가 37%의 높은 성장률을 달성할 것으로 전망되는 바 주가 하방 리스크 현저히 낮다고 판단된다.

더욱이 '버블 for JAPAN' 런칭을 통한 신규 성장 모멘텀이 주가에 긍정적으로 반영될 시점이 근접한 상황이다. 연내 출시가 가시화된 것으로 파악된다. 내년도 예상 EPS 1,837원에 Target PER 30배(유니버스향 IP 입점 소식에 따른 주가 상승 기간 평균 12개월 선행 PER 배수)를 적용하여 산출한 55,000원을 목표주가로 제시하며 커버리지 개시한다.

	3Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	201	65.2	5.2	205	-1.8
영업이익	77	93.5	14.8	77	0.6
세전계속사업이익	88	11.9	12.9	97	-9.6
지배순이익	66	-15.2	39.7	87	-23.1
영업이익률 (%)	38.6	+5.7 %pt	+3.3 %pt	37.6	+1.0 %pt
지배순이익률 (%)	33.1	-31.3 %pt	+8.2 %pt	42.2	-9.1 %pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액		400	492	785	1,107
영업이익		132	163	286	459
지배순이익		-252	164	275	411
PER		-53.3	55.2	33.2	22.2
PBR		13.6	6.7	5.7	4.6
EV/EBITDA		111.2	45.9	27.8	16.5
ROE		-41.6	12.4	17.7	21.7

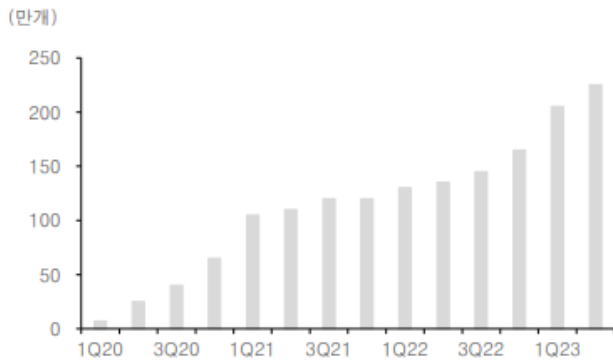
자료: 유안타증권

버블 입점 아티스트 IP 현황(107 개사/174 팀/523 명_23.06 말 기준)



자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

분기별 버블 구독 수 추이 (1Q20~2Q23)



자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

분기별 디어유 매출액 및 영업이익 추이 (1Q20~2Q23)



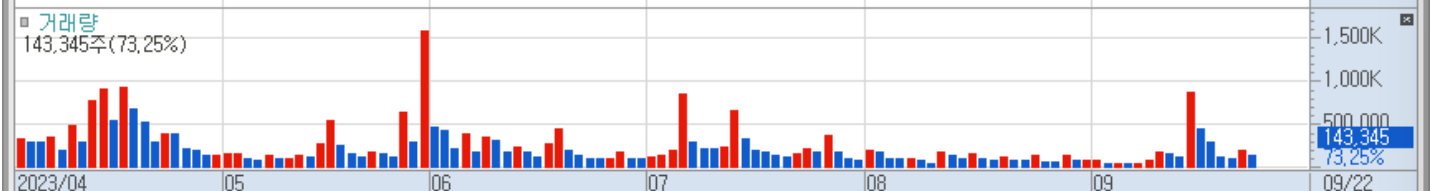
자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터



주 전 376300 신 디어유 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 120/465 2023/09/22

41,300 ▼ 450 -1.08% 143,345 73.25% 0.60% 5,970백만 호가 41,450 41,300 시 41,750 고 42,600 저 40,200 매수 매도 평

디어유 증가 단순 3 120 증가 단순 45 8 224 15 10 증가 단순 100 150억 강세패턴
최고 52,800 (04/14)



거래량 143,345주 (73.25%) 2023/04 05 06 07 08 09 09/22