

2023.09.27(수) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-09-27 오전 8:34

수정한 날짜: 2023-09-27 오전 8:43

2023.09.27(수) 증권사리포트

LG화학

2023년 3분기 실적 괜찮은데 주가는 급락

[\[출처\] 유안타증권 황규원 애널리스트](#)

2022년 시작된 감익 추세 2023년 2분기까지 지속

2022년 1분기부터 시작된 감익 국면이 2023년 상반기까지 이어졌다. 분기 영업이익은 '2022년 1분기 1조원, 2023년 1분기 7,910억원, 2분기 6,156억원'으로 낮아졌다. 부문별로 보면, 배터리(LG에너지솔루션(주))는 견조한 실적 지지선 역할을 이어갔지만, 기초소재(석화)와 첨단소재(양극재 포함) 부문에서 약세 흐름을 보였다. 특히, 기초소재는 2022년 4분기부터 3개 분기 연속 적자가 이어졌다. 첨단소재는 양극재 판매가격 하락위험에 노출되었다.

2023년 3분기 예상외로 실적 선방 전망

3분기 예상 영업이익은 8,003억원으로, 견조할 전망이다. 첨단소재는 줄어들지만, 기초소재 및 배터리 증익이 예상된다. 1) 첨단소재 예상 이익은 822억원(전분기 1,850억원)이다. 양극재는 판가하락으로 로우싱글 이익률로 낮아지지만, IT용 첨단소재 판매 호조로, 이익률 4.5%를 지지할 전망이다. 2) 기초소재 예상 이익은 682억원(전분기 △130억원)으로, 적자 탈출이 예상된다. 6~7월 원료인 나프타 및 LPG 15~20% 가격 하락과 ABS 중국 판매 회복 덕택이다. 3) 배터리부 분 예상 이익은 6,697억원(전분기 4,606억원)이다. 판매량은 소폭 줄었지만, 원재료인 양극재 등 가격 인하 효과로 하이싱글 영업이익률을 기록할 전망이다.

2023년 우려는 PBR 1.2배(바닥권)에 충분히 반영

재무부담을 고려해, 적정주가를 80만원(기존 90만원)으로 소폭 하향 조정한다. 다만, 주가 순자산 배율 1.2배로 바닥권에 근접했다. 2024년 양극재 외형성장을 감안하면 매수에 나설만하다. 1) 2024년에도 재무부담은 이어진다. 본사 설비 투자 규모 4조원(배터리 제외)과 배당액 0.8조원(주당 1만원) 등에 비해, 영업활동 현금창출 규모는 2.3조원에 그친다. 2~3조원 외부 자금조달이 필요하다. 2) 양극재 부문은 2024년 50% 외형 성장을 기대할 수 있다. 생산캐파가 2023년 10만톤에서 2024년 16만톤(구미 6만톤 증설)으로 확대된다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	134,552	-5.1	-7.5	145,776	-7.7
영업이익	8,003	-11.2	30.0	7,948	0.7
세전계속사업이익	6,849	-26.0	-12.2	7,466	-8.3
지배순이익	4,414	-28.1	-15.9	4,469	-1.2
영업이익률 (%)	5.9	-0.5 %pt	+1.7 %pt	5.5	+0.4 %pt
지배순이익률 (%)	3.3	-1.0 %pt	-0.3 %pt	3.1	+0.2 %pt

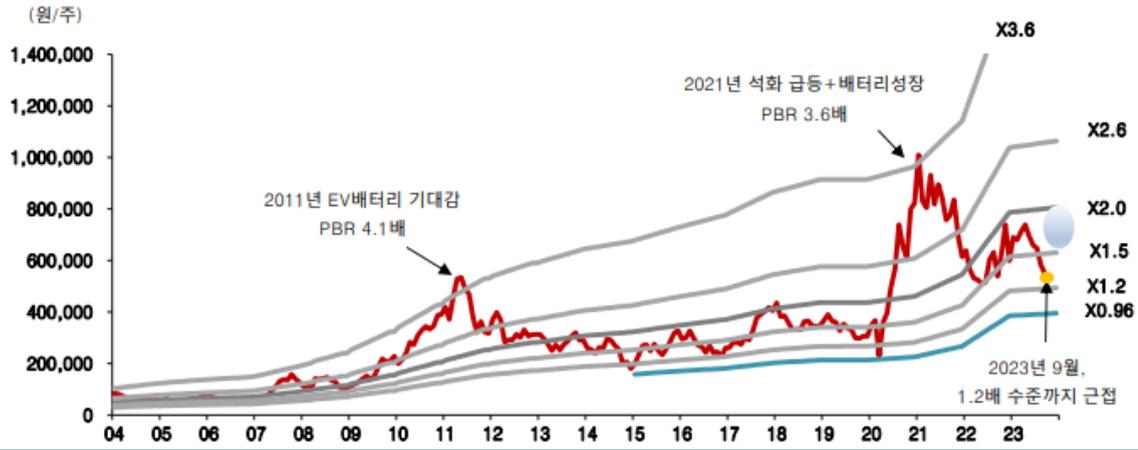
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

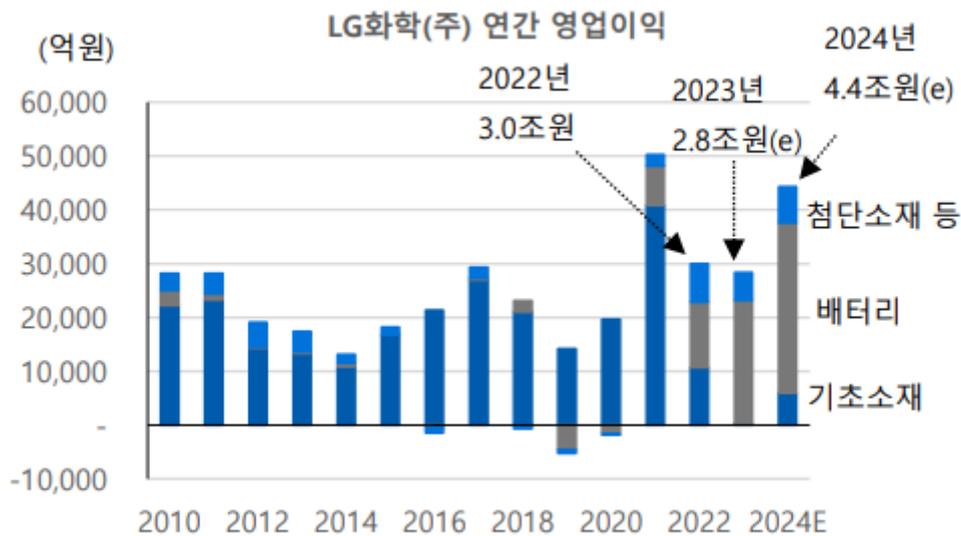
	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	425,993	518,649	569,602	793,086
영업이익	50,264	29,957	28,353	44,322
지배순이익	36,698	18,454	16,873	27,457
PER	16.4	23.7	22.3	13.5
PBR	3.0	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.4	9.0	8.6	7.7
ROE	18.5	6.9	5.2	8.1

자료: 유안타증권

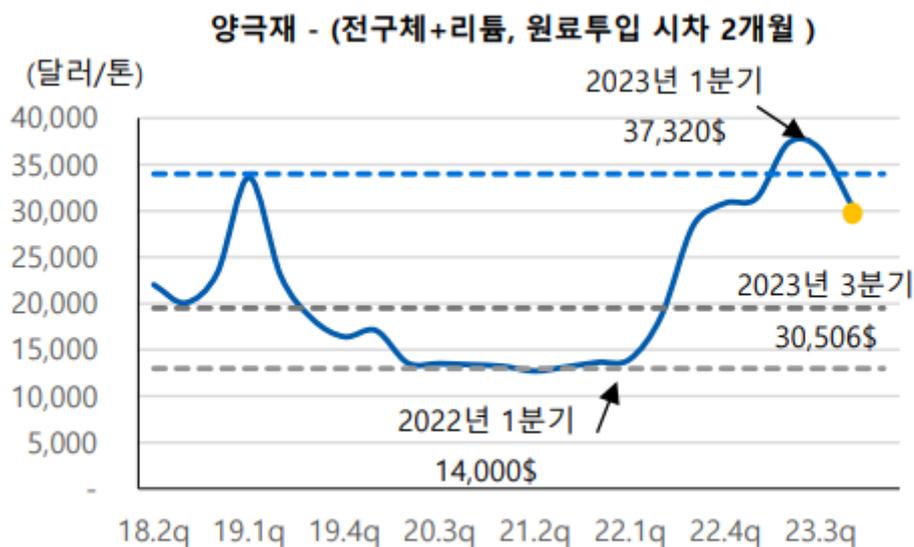
그림 1. LG 화학(주) 주가/순자산(PBR) 밴드 : 2023년 9월 PBR 1.2 배로 바닥권 터치(적정수준 2.0 배)



자료: 유안타증권 리서치센터



자료: 유안타증권 리서치센터



자료: 유안타증권 리서치센터



3분기 연결기준 영업이익 1,466억원 전망

오리온의 3분기 연결기준 매출액은 7,699억원(+4% YoY), 영업이익은 1,466억원(+20.5% YoY)으로 전망된다. 해외 법인 현지 통화의 평가절하 영향(-8% YoY)에도 불구하고, 주요 4개국에서 판매량 중심의 외형 성장이 지속되면서(현지통화 매출 성장률 +12% YoY), 전사 매출 성장세가 지속될 것으로 전망된다. 전사 영업이익률도 판매량 고성장, 한국 법인 가격 인상, 포장재 단가하향 안정화 등에 힘입어, 당사 기대치를 상회할 것으로 전망된다.

신규 투자 확대로 판매량 중심의 고성장 흐름 지속 전망

가격 인상을 둔화로 주요 음식료 업체들의 매출 성장률이 둔화되고 있으나, 동사는 탄탄한 제품력을 바탕으로 주요 5개국에서 판매량 중심의 고성장을 지속하고 있다. 이에 따라, 동사는 올해 하반기부터 신규 투자를 확대하여, 연간 투자 규모를 2~3천억원 수준까지 확대할 전망이다.

한국 법인은 올해 파이/비스킷 라인의 증설을 완료하였고, 내년에 신공장 건립을 계획 중이다. 현재 진천산업단지 내 부지 확보를 완료하였으며, 파이/비스킷/젤리 등 전 카테고리에서 신규 라인 증설을 검토하고 있다. 중국 법인은 현재 젤리 라인을 상해 공장에 증설하고 있으며, 내년에 스낵 라인 증설을 검토하고 있다.

베트남 법인은 올해 3분기에 유제품/월병 시장에 신규 진입하였고, 내년부터 3공장 건립을 위한 투자가 시작될 것으로 기대된다. 러시아 법인은 현재 파이/젤리 라인을 증설하고 있으며, 내년에는 스낵 카테고리에서도 외형 확대 기회를 모색할 예정이다.

한편, 인도 법인은 올해 스낵 라인 증설을 완료하였고, 현재 2번째 파이 라인 증설을 진행 중이다

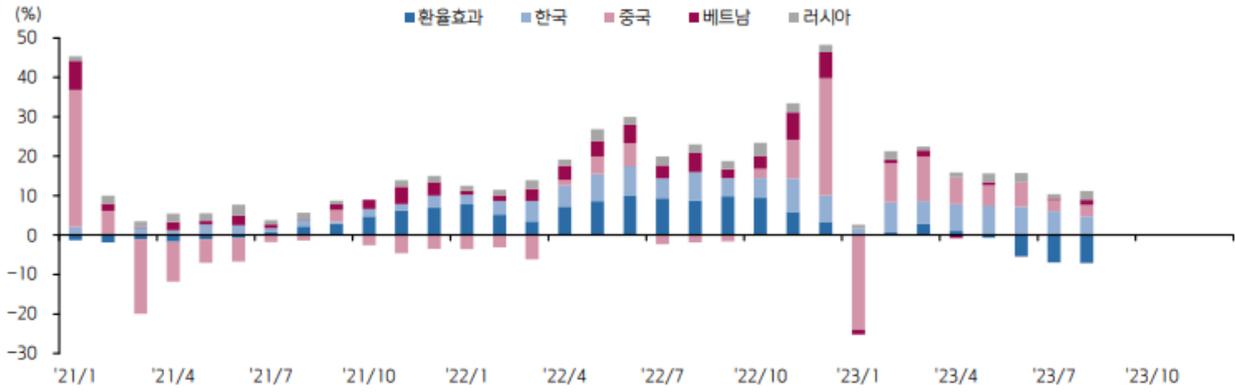
동사는 기존 MT(Modern Trade) 채널 중심에서 벗어나 TT(Traditional Trade) 채널 침투를 본격화하면서, 비스킷/스낵 등의 카테고리에서 신규 사업 기회를 모색할 예정이다

중기적으로는 원가율 개선 효과에 힘입어, 전사 수익성 개선 가시성도 높은 것으로 판단된다. 포장재 단가 중심으로 하향 안정화가 시작된 가운데, 핵심 원재료인 유지 시세가 안정화되고 있고, 감자 시세도 정점에서 하락 전환 상황이다. 따라서, 원가율 개선에 판매량 고성장에 따른 영업레버리지 효과가 더해지면서, 전사 영업이익률의 상승 추세가 지속될 것으로 전망된다

오리온에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 180,000원을 유지한다. 동사는 탄탄한 제품력과 신규 투자 확대로 주요 5개국에서 판매량 고성장이 지속되고, 전사 원가율이 점차 안정화 되면서, 꾸준한 이익 성장이 가능할 것으로 전망된다.

(억원, IFRS **)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,355.5	2,873.2	2,930.9	3,247.6
영업이익	372.9	466.7	495.0	582.8
EBITDA	522.7	628.3	665.7	768.2
세전이익	379.0	486.7	528.0	632.6
순이익	263.7	398.3	370.6	435.6
지배주주지분순이익	257.7	392.4	362.4	426.2
EPS(원)	6,518	9,924	9,165	10,779
증감률(% YoY)	-3.7	52.2	-7.6	17.6
PER(배)	15.9	12.9	13.7	11.6
PBR(배)	1.85	1.98	1.72	1.53
EV/EBITDA(배)	7.1	6.8	5.9	4.7
영업이익률(%)	15.8	16.2	16.9	17.9
ROE(%)	12.8	16.5	13.4	13.9
순차입금비율(%)	-20.5	-33.2	-38.7	-44.2

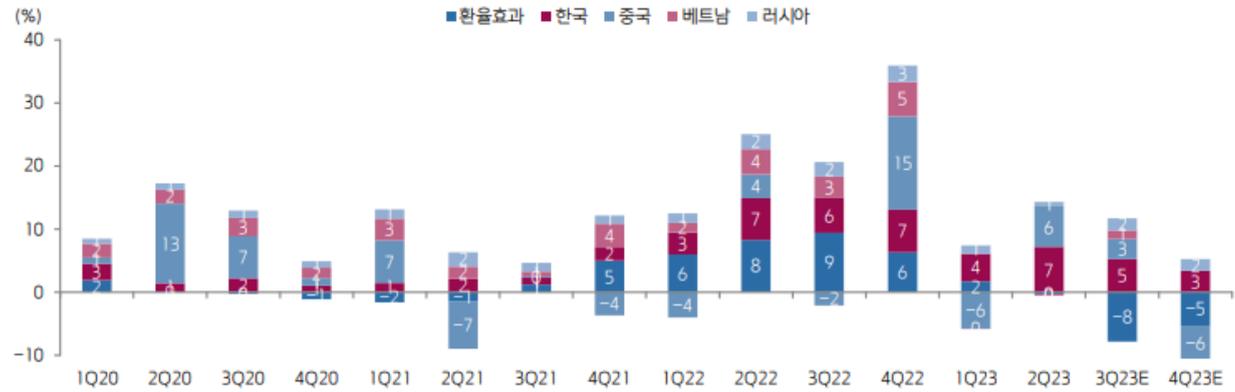
오리온 월별 매출 성장률 기여도 추이



자료: 오리온, 한국은행, 키움증권 리서치

주: 1) 한울효과는 연결기준 매출 성장률에서 주요 4개국의 현지 통화 기준 매출 성장 기여도를 차감한 수치임

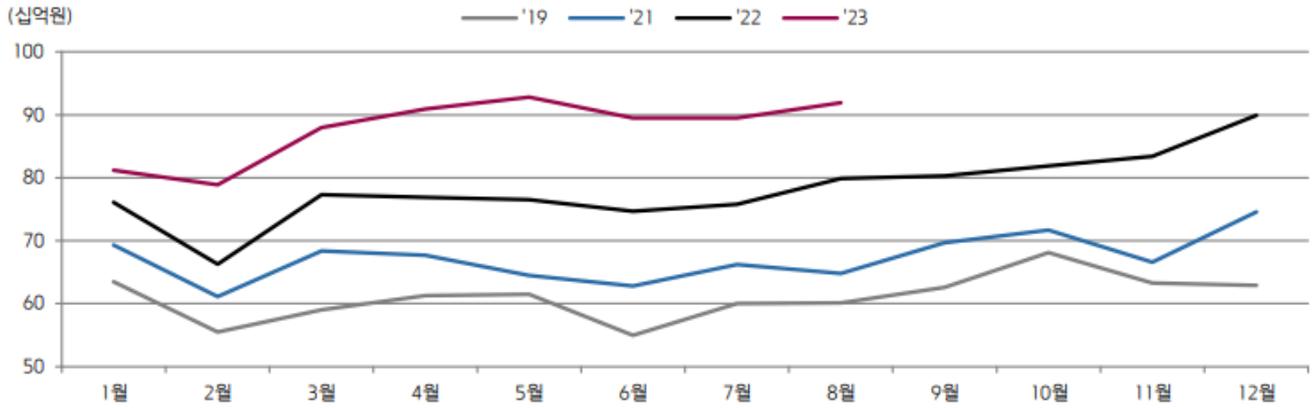
오리온 분기별 매출 성장률 기여도 추이 및 전망



자료: 오리온, 한국은행, 키움증권 리서치

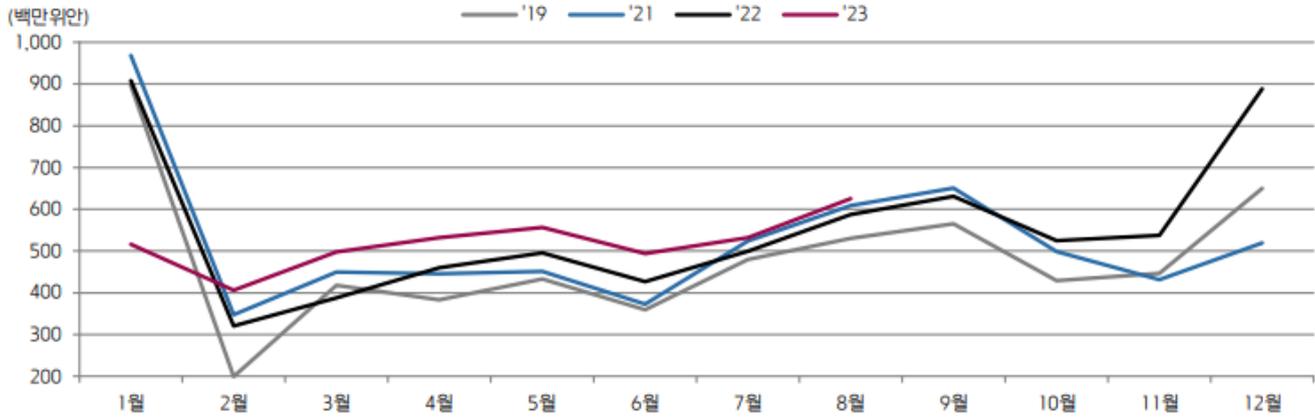
주: 1) 한울효과는 연결기준 매출 성장률에서 주요 4개국의 현지 통화 기준 매출 성장 기여도를 차감한 수치임

오리온 한국법인 월별 매출액 추이



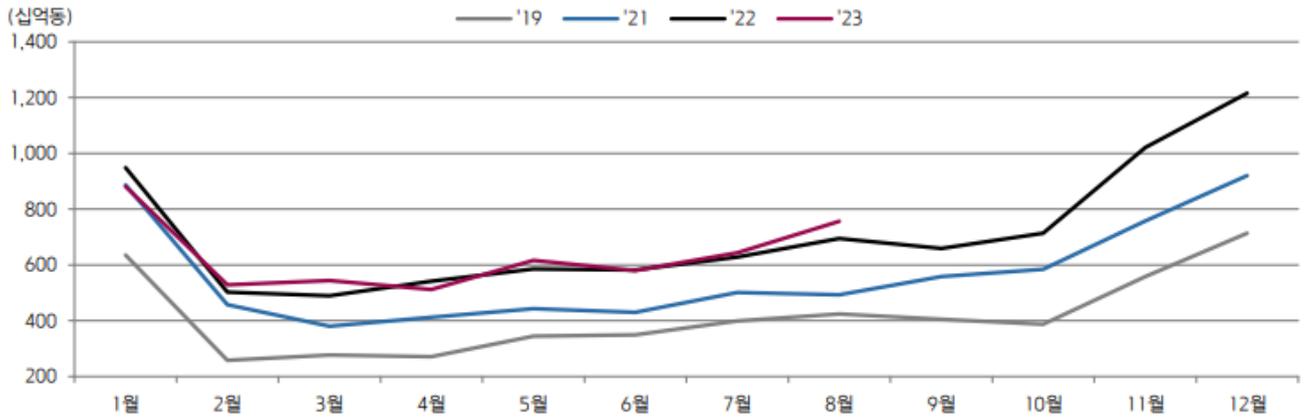
자료: 오리온, 키움증권 리서치

오리온 중국법인 월별 매출액 추이



자료: 오리온, 한국은행, 키움증권 리서치

오리온 베트남법인 월별 매출액 추이



자료: 오리온, 한국은행, 키움증권 리서치



신한지주

일회성 요인으로 인해 3분기에도 다소 부진한 실적 예상

[\[출처\] 하나증권 최정욱 애널리스트](#)

3분기 순익은 컨센서스 하회해 부진 예상. 사모펀드 불확실성은 드디어 해소 전망

신한지주에 대한 투자의견 매수와 목표주가 45,000원을 유지. 3분기 순익은 전년동기대비 24.7% 감소한 약 1.2조원으로 컨센서스를 하회해 다소 부진할 것으로 예상. 이는 주로 일회성 비용 요인 때문인데 신한증권 젠투파트너스/라임국내펀드 고객과 사적화해를 결정하면서 약 1,000억원 내외의 영업외손실이 발생하고, 은행 희망퇴직에 따라 약 800여억원의 명예퇴직비용이 인식되기 때문. 그 외에 신용대출 LGD(부도시손실률) 상향에 따른 총당금도 몇백억원 정도 추가 적립될 것으로 전망. 3분기 은행 대출성장률은 1.2%로 예상되지만 NIM이 약 2bp 하락해 순이자이익이 크게 개선되지 못하는데다 시중금리 상승으로 인해 유가증권관련익도 전분기대비 다소 축소될 것으로 추정. 다만 신용대출 LGD 상향에 따른 추가 총당금을 제외한 경상 총당금은 2,500억원 내외에 그치면서 총당금 증가 추세는 한풀 꺾일 것으로 보임. 2020년부터 시작된 사모펀드 관련 손실 처리가 드디어 완전히 마무리단계에 접어들었다는 점은 불확실성 해소 측면에서 긍정적으로 판단

CET 1 비율 13% 상회 여부에 주목. 자사주 매입·소각 규모 1,500억원 회복 기대

신한지주는 2월과 4월에 각각 1,500억원씩의 자사주 매입·소각을 발표한 반면 7월에는 기대와 달리 자사주 매입·소각 규모가 1,000억원에 그치면서 시장의 우려를 자아냈는데 이는 그룹 보통주자본비율의 내부 관리 목표치를 13%로 상향한 것과 관련성이 있는 것으로 추정. 따라서 3분기 중 CET 1 비율이 13%를 상회할 수 있을지가 시장의 주요 관심사항. 현금배당과 자사주 매입·소각 등이 약 15bp 내외의 자본비율 하락 요인으로 작용하지만 이익 증가에 따른 자본 증가분을 감안시 13%를 상회할 수 있을 것으로 기대. 따라서 3분기 자사주 매입·소각 규모는 다시 1,500억원으로 회복될 것으로 전망. 한편 금융당국이 스트레스완충 자본을 최대 2.5% 정도 부과할 가능성이 높아지고 있는 가운데 D-SIBs 추가 자본 1%와 보수적 관점에서의 경기대응완충자본 max 2.5%, 스트레스완충자본 max 2.5%까지 감안할 경우 감독당국이 대형은행들에 대해 충분한 손실흡수능력을 갖추고 있다고 판단하는 자본력은 CET 1 비율 기준 약 13% 내외일 것으로 추정됨

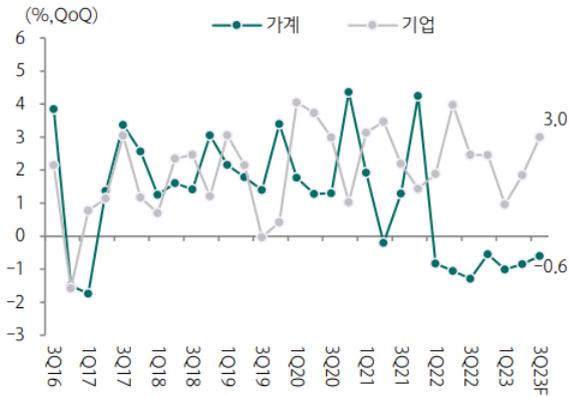
경쟁사와의 자본비율 및 순익 차이는 총주주환원율에도 영향. 자본비율 개선 필요

경쟁은행인 KB금융의 2분기말 CET 1 비율은 13.78%로 동사와는 자본비율 차이 외에 순익도 계속 차이가 벌어지고 있는 상황. KB금융의 2023년 추정 순익은 4.95조원인 반면 신한지주는 4.61조원. 이에 따른 영향으로 PBR도 0.39배와 0.36배로 확대되고 있는데 자본비율과 순익 차이에 따라 2023년 회계연도 기준 총주주환원율은 각각 37.0%와 34.3%로 예상. 최근 총주주환원율 관점에서 자본력의 중요성이 한층 강화되고 있는 만큼 양사간의 multiple 차이를 근본적으로 축소시키기 위해서는 보다 적극적인 자본비율 개선 노력이 수반될 필요

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

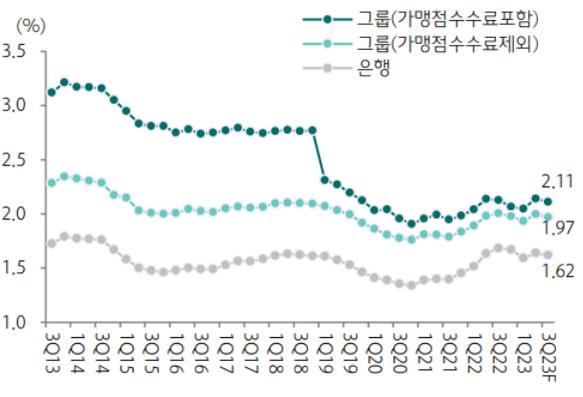
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
총영업이익	12,692	13,207	14,255	14,892
세전이익	5,584	6,349	6,376	6,674
지배순이익	4,019	4,642	4,611	4,827
EPS	6,956	8,145	8,134	8,514
(증감률)	17.7	17.1	-0.1	4.7
수정BPS	86,474	89,939	103,423	110,548
DPS	1,960	2,065	2,100	2,300
PER	5.3	4.3	4.6	4.4
PBR	0.4	0.4	0.4	0.3
ROE	9.0	9.9	9.1	8.6
ROA	0.6	0.7	0.7	0.7
배당수익률	5.3	5.9	5.7	6.2

도표 2. 신한지주 대출성장률 추이 및 전망



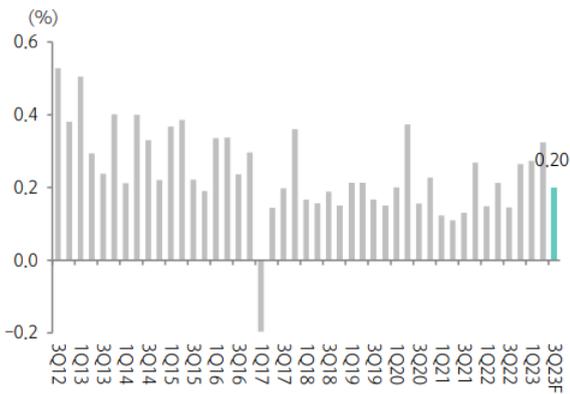
주: 전분기대비 성장률 기준
자료: 하나증권

도표 3. 신한지주 NIM 추이 및 전망



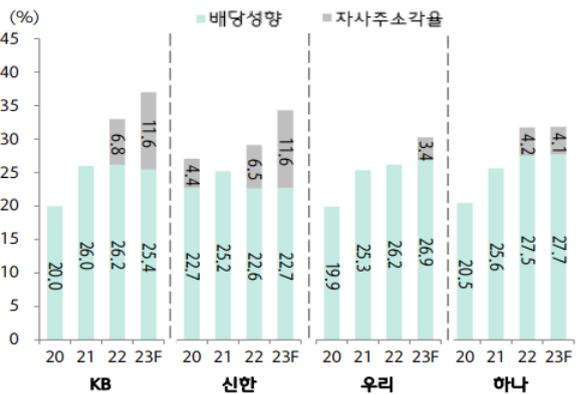
주: 분기 NIM 기준
자료: 하나증권

도표 4. 신한지주 총자산대비 대손비용률 추이 및 전망

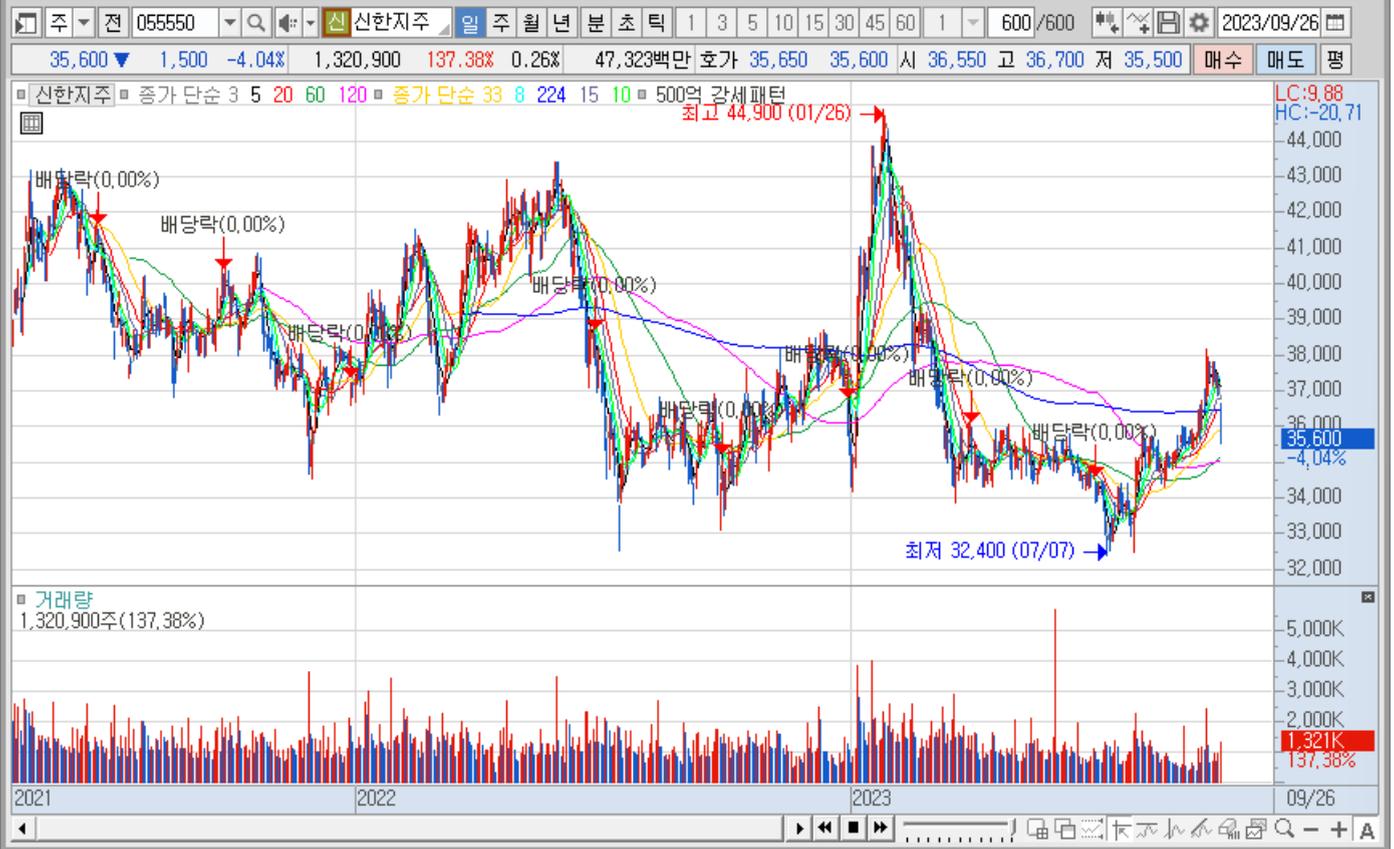


주: 총자산대비, 분기 기준, 분기 연율화 기준
자료: 하나증권

도표 5. 주요 4대 금융지주사 주주환원을 추이 및 전망



주: 회계연도 기준, 신한지주 2023F 자사주매입-소각 규모는 5,500억원 가정
자료: 하나증권



한화시스템

제주 한화우주센터가 의미하는 것

[\[출처\] NH투자증권 이재광 애널리스트](#)

저궤도용 소형 위성 관련 생산기지로 육성할 것

동사는 제주 한화우주센터를 '25년 완공 목표로 준비 중이며 저궤도 소형 위성관련 생산기지로 육성할 계획. 현재 생산 예정인 저궤도용 소형 위성은 두 가지

첫째는 초소형위성체계 사업에 사용될 관측위성, '26년 성능 검증, '28년 다수 위성을 발사할 계획. 총 사업규모는 약 1.4조원이나 저궤도 위성은 수명이 짧아 주기적인 교체가 필요하며, 중장기적으로는 민간 관측 위성 시장 진출도 가능할 것

둘째는 원웹의 통신 위성. 원웹은 634개의 1세대 군집위성을 구축 완료한 상황. 9월 말 유텔샷과 합병 예정. 위성수명 및 성능개선을 위해 2세대 위성도 발사해야 하는데, 동 생산시설 활용 전망. 동사 개발 중인 ISL(위성간 레이저를 통해 데이터를 주고받는 기술)을 활용하면 고용량의 데이터를 처리할 수 있기 때문

3Q23 Preview: ICT 정상화로 전년비 크게 개선될 전망

3분기 영업이익 220억원(영업이익률 4.4%)으로 전년동기 5.4억원(영업이익률 0.1%) 대비 크게 개선될 전망. 한화생명의 차세대 시스템 구축 사업 연기로 부진했던 전년도 ICT부문 실적이 정상화된 영향. 목표주가는 19,000원으로 기존대비 13.6% 하향 조정. 중복상장된 관계회사 한화오션의 주가 하락 반영한 영향. 대규모 유증 발표 영향 등으로 8월 이후 한화오션 주가는 약 30% 하락

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	2,188	2,379	2,560	2,774
증감률	4.7	8.7	7.6	8.3
영업이익	24	96	136	162
증감률	-78.6	299.7	41.7	18.8
영업이익률	1.1	4.0	5.3	5.8
(지배지분)순이익	-77	298	89	116
EPS	-405	1,575	470	612
증감률	적전	흑전	-70.1	30.0
PER	N/A	7.9	26.4	20.3
PBR	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	6.8	4.8	4.2	3.8
ROE	-3.6	14.0	3.9	5.0
부채비율	95.4	84.7	83.5	81.5
순차입금	-1,141	-1,401	-1,402	-1,414

단위: 십억원, %, 원, 배



제이스텍

지분 취득의 의미 = 대규모 수주 기대

[\[출처\] DS투자증권 권태우 애널리스트](#)

디스플레이 및 바이오에 이어 2차전지 솔루션 영역 확대

제이스텍은 워터젯 커팅 머신 기술로 시장에 진출한 반도체 및 디스플레이 후공정 장비 전문 업체이다. 주요 고객사는 국내 1위 디스플레이 업체이며 디스플레이 분당장비가 주력 부문이다. 동사는 레이저커팅, 반도체 리드프레임 세정 및 도금, 바이오 자동화 설비 등 각 분야에 필요한 공정장비를 양산하고 있으며 현재 2차전지 신규사업을 진행 중(어셈블리, AGV, 공정 솔루션)이다.

10GWh 설비투자 계획을 감안했을 때 1조원 수주 가능

1) 어셈블리: 동사는 22년 8월 제이스필씨전(舊상아피에스: 판금 가공/금형 전문업체) 인수를 통해 2차전지 시장에 진출했으며 빠르게 내재화를 진행했다. 고객사는 유럽 및 북미 완성차 업체로 추정되며 2분기 신규 매출 발생 → 23F 43억 원 예상된다.

2) AGV(무인 물류 로봇) 성과 기대: 국내 셀메이커와 MOU 체결 이후 생산라인에 필요한 AGV를 개발한 것으로 파악된다. 올해 초도 공급 계약은 약 200억원(=1개 라인)으로 예상되며 24년 실적에 반영될 전망이다. 본격적인 물류 로봇 영역 확대가 예상된다. 또한 고객사의 조원 단위 투자 계획(미국 + 유럽 = 약 25개 라인)을 감안하면 지속적인 수주가 가능할 것으로 판단된다.

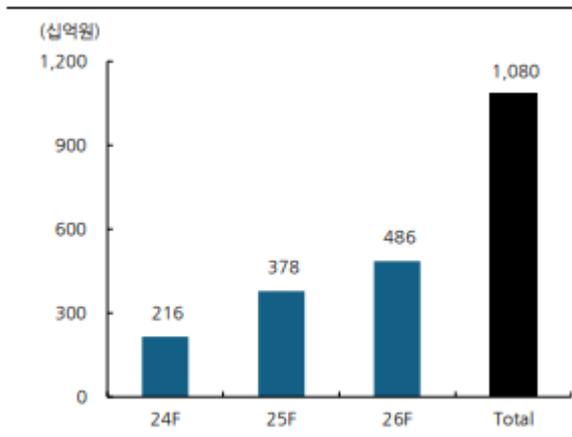
3) 2차전지 공정 솔루션: 당사는 동사가 고객사와 함께 설비 개발 및 검증까지 개발/제품화를 진행해 추후 대규모 수주로 이어질 수 있다는 점을 주목했었다. 동사의 강점인 자동화 설비 제작 경험을 바탕으로 전극/조립/화성 공정에 장비 내재화를 통해 Coater, Laser Notching, Stacking 등 장비 개발을 완료했다. 현재 배터리 생산을 위한 파일럿 라인을 구축 중이다. 반기보고서에 따르면 동사는 IBC 지분을 20%(183억원)를 취득했으며 외신에 따르면 IBC(International Battery Company)는 인도 카르나타카 주에 28년까지 10GWh 배터리 생산 라인 구축 계획을 보도했다. 인도 프로젝트를 통해 동사는 1조원 이상의 수주를 기대할 수 있으며 또한 이익률 측면에서도 유리한 입지를 확보할 전망이다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	126	127	114	82	144
영업이익	6	0	-10	-1	37
영업이익률(%)	5.0	0.3	-9.0	-1.8	26.0
세전이익	8	1	-18	7	37
지배주주지분순이익	8	2	-14	6	28
EPS(원)	552	107	-974	419	1,887
증감률(%)	-89.1	-80.6	격전	혹전	350.4
ROE(%)	6.2	1.2	-11.6	5.1	20.2
PER (배)	9.6	129.1	-8.0	15.5	4.1
PBR (배)	0.6	1.6	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA (배)	8.0	75.5	-15.3	84.8	2.1

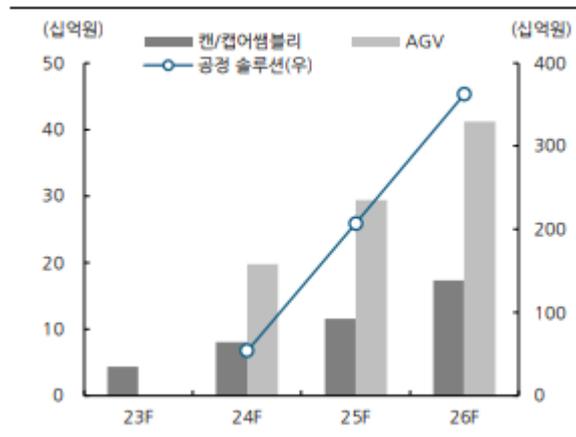
자료: 제이스텍, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림1 공정 솔루션 예상 수주 규모



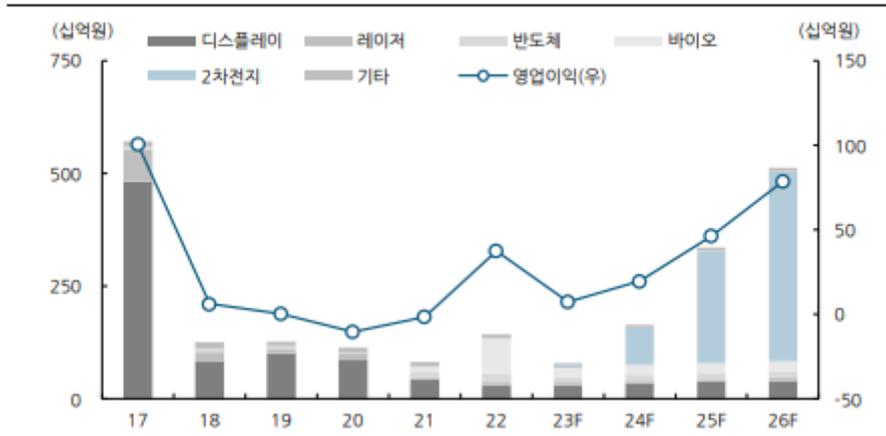
자료: 제이스텍, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 2차전지 사업 예상 실적



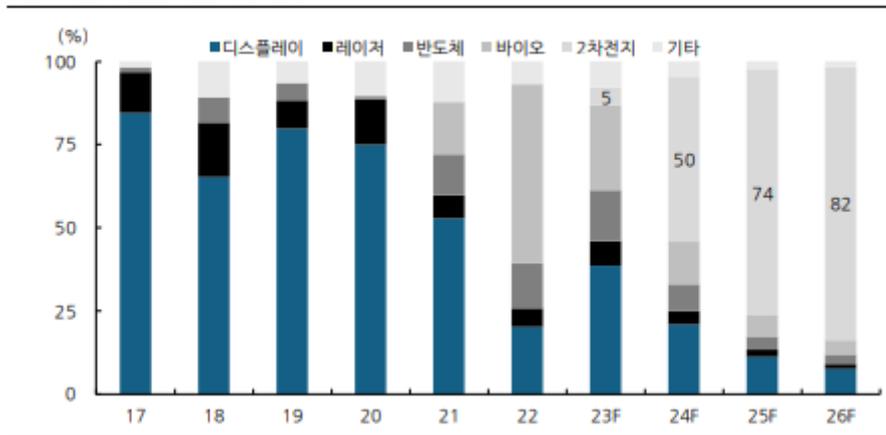
자료: 제이스텍, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 IBC 증설 계획에 따른 제이스텍 부문별 연간 실적 추정

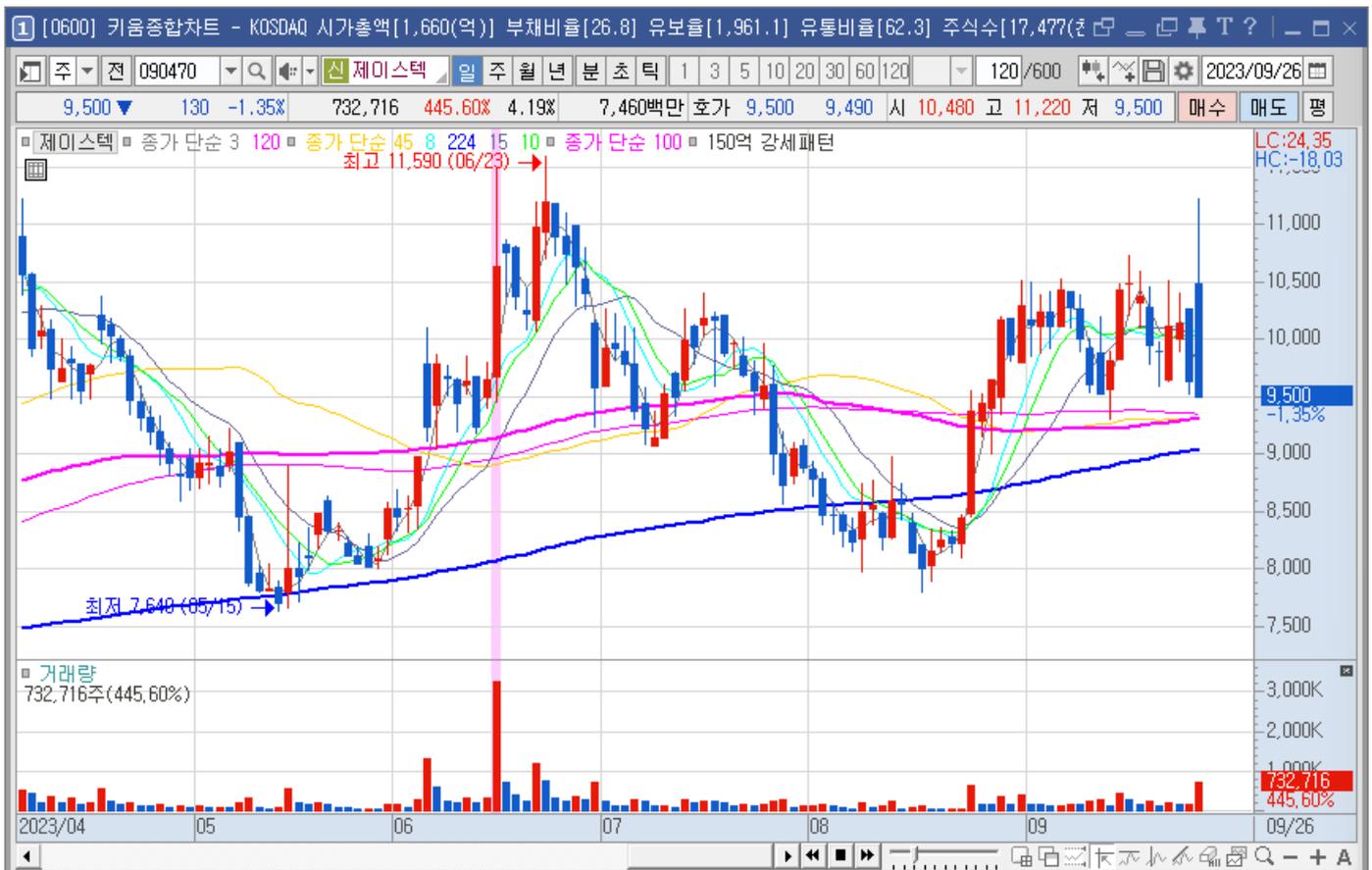


자료: 제이스텍, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 사업 부문별 매출 비중 전망



자료: 제이스텍, DS투자증권 리서치센터 추정



판가 하락 반영해 실적 하향, 리튬 가격 안정화에

[\[출처\] 유진투자증권 한병화 애널리스트](#)

3분기 매출액, 영업이익 각각 2조원, 842억원 예상, 전년대비 매출 31% 증가하나 영업이익 41% 감소 예상

전동공구용 양극재는 수요 부진, 전기차용 양극재는 물량 증가 불구 판가하락으로 예상보다 낮은 이익률 기록 추정

리튬 가격 급락 불구 의미 있는 반등 당분간 어려워, 재고 증가와 중국, 유럽의 전기차 수요 증가 폭 낮아지기 때문

국내 양극재 업체들 공격적인 증설로 증장기 마진을 상승 제한될 것

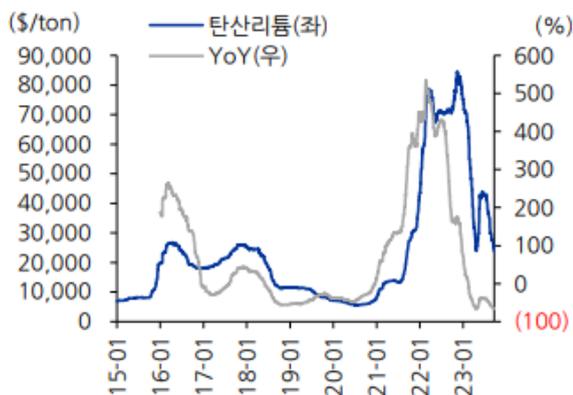
내년 유럽향 수요는 부진, 미국의 전기차 판매 성장 속도에 따라 실적 가시성 여부 달려있어

투자이견 'REDUCE', 목표가 200,000원 유지. 현 주가 수준은 지나치게 낙관적인 시나리오에 따른 과매수 영역

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	1,486	5,358	8,199	10,645
영업이익	115	381	412	617
세전손익	114	323	369	582
당기순이익	98	273	300	477
EPS(원)	1,084	2,376	2,469	3,735
증감률(%)	97.3	119.2	3.9	51.3
PER(배)	114.2	38.8	116.2	76.8
ROE(%)	20.3	24.3	16.5	18.9
PBR(배)	5.1	6.6	17.9	12.2
EV/EBITDA(배)	72.1	21.6	57.2	39.5

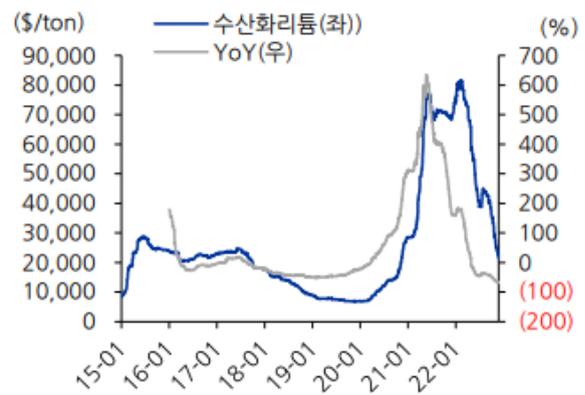
자료: 유진투자증권

도표 5. 탄산리튬 가격 추이



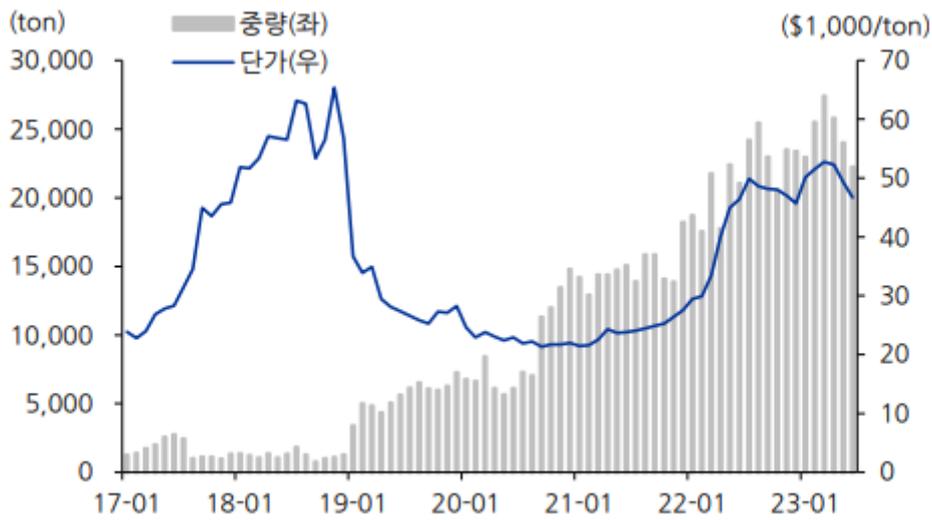
자료: Bloomberg, 유진투자증권
* China Lithium Carbonate 99.5 DEL 가격

도표 6. 수산화리튬 가격 추이



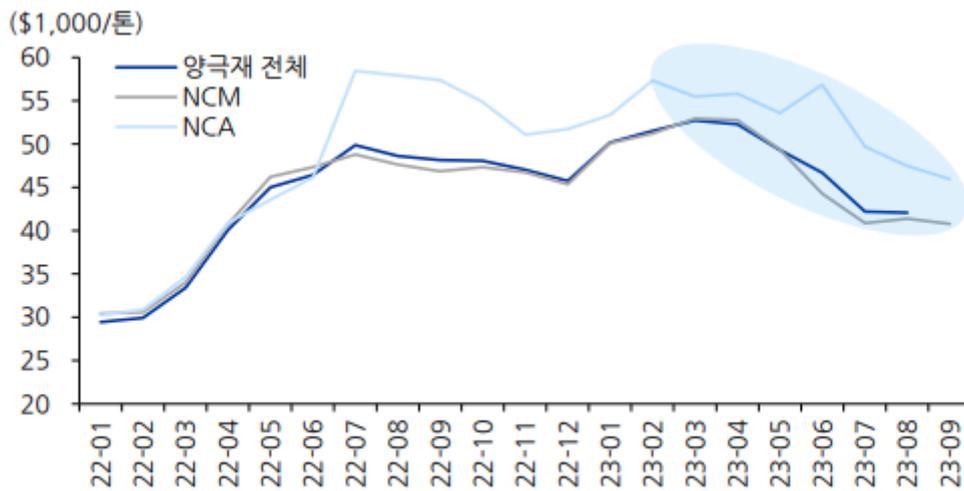
자료: Bloomberg, 유진투자증권
* China Lithium Hydroxide Monohydrate 56.6% DEL 가격

도표 7. 양극재 전체 월별 수출중량과 판매단가



자료: 관세청, 유진투자증권
* HS 코드: 28419090 집계 확정치

도표 8. 양극재 월별 단가 추이



자료: 관세청, 유진투자증권
* 양극재 전체(28419090), NCM(2841909020), NCM(2841909030)
* NCM 과 NCA 의 9월 단가는 20 일까지의 잠정치를 적용



LG에너지솔루션
여전히 기대되는 이유

3Q23 Preview: 컨센서스 대비 하회하는 실적 예상

동사는 2023년 3분기 매출액 8조 2,863억원(-5.6% qoq, +8.3% yoy), 영업이익 6,701억원(OPM 8.1%, AMPC 제외 OPM 6.5%, +91.6% qoq, +28.4% yoy)으로 컨센서스(매출액 8.4조원, 영업이익 6,990억원) 대비 하회하는 실적 예상. 이는 1) 리튬 등 핵심 원재료 급락으로 인한 ASP 하락, 2) 테슬라 'Highland' 출시로 인한 가동 중단 영향 등으로 인한 것. 소형전지는 매출액 2.8조원(-3% qoq, -19% yoy), 영업이익 2,502억원(OPM 9%, -1% qoq, -25% yoy) 예상. 이는 ASP 하락 및 테슬라 'Highland' 출시로 인한 일시 가동 중단 등 영향. EV 전지는 매출액 5.1조원(-9% qoq, +34% yoy), 영업이익 2,877억원(OPM 6%, +200% qoq, +57% yoy) 예상. 이는 ASP 하락에도 불구하고, 원재료 하락 및 얼티엄셀즈 수율 정상화로 인한 가동률 상승 효과, 2분기 GM 일회성 리콜 비용(1,510억원) 소멸로 인한 것. ESS는 매출액 3,685억원(+20% qoq, -4% yoy), 영업이익 3억원(OPM 0%, 흑전 qoq, -93% yoy) 예상. ASP 하락에도 불구하고, 30% 이상 출하량 증가로 전분기 대비 20% 이상 외형성장 가능할 것

여러 불확실성에도 불구하고 여전히 기대되는 이유

최근 2차전지 섹터 내 불확실성 확대로 주가 조정 지속. 글로벌 EV 수요 둔화, 저가 배터리 적용 확대, IRA 정책 불확실성 등으로 동사 외형성장에 대한 의구심도 높아진 상태. 다만, 테슬라, BYD 중심 점유율 확대, LFP 배터리 적용 OEM사 증가 가정 시에도 LFP 배터리 에너지밀도를 적용하기에 유리한 OEM사(Ni 60~70% 배터리 위주 적용)를 고객사로 두고 있는 후발 배터리 기업들이 어려워질 수 있음. 따라서 삼원계는 동사 중심으로 수요가 집중될 것으로 예상

동사에 대한 투자의견 및 목표주가 유지

동사에 대한 투자의견, 목표주가 유지. 동사는 미국 내 점유율 확대, 4680 수주 기대감, LFP 중심 ESS 전력망 수주 확대까지 셀 내 투자매력도 높다는 판단

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	82,863	8.3	-5.6	84,302	-1.7
영업이익	6,701	28.4	91.6	6,990	-4.1
세전계속사업이익	5,588	131.3	-13.5	6,157	-9.2
지배순이익	3,990	114.8	-7.7	4,322	-7.7
영업이익률 (%)	8.1	+1.3 %pt	+4.1 %pt	8.3	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	4.8	+2.4 %pt	-0.1 %pt	5.1	-0.3 %pt

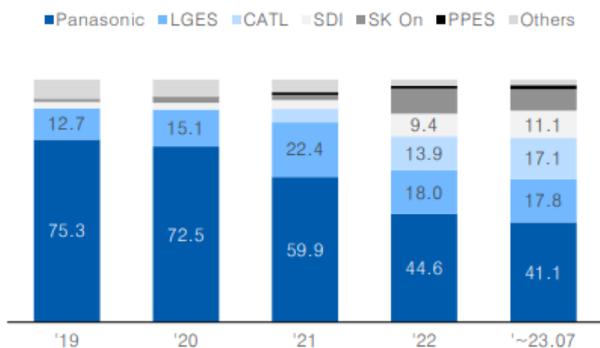
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

	결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액		178,519	255,986	348,433	457,703
영업이익		7,685	12,137	23,008	33,918
지배순이익		7,925	7,672	17,108	23,235
PER		-	138.5	67.2	49.4
PBR		-	5.7	5.5	4.9
EV/EBITDA		-	36.4	26.7	21.0
ROE		10.7	5.7	8.6	10.5

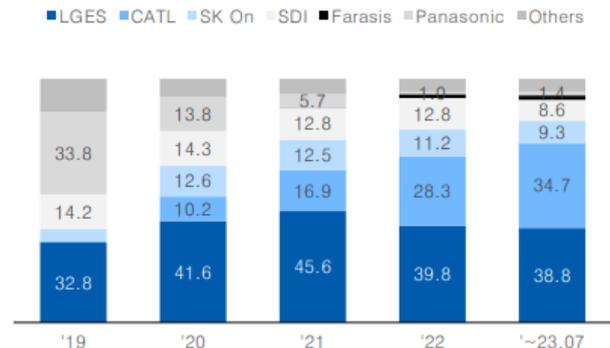
자료: 유안타증권

[그림 1] 북미 배터리 셀 기업 M/S 추이 (%)



자료: SNE Research, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 유럽 배터리 셀 기업 M/S 추이 (%)



자료: SNE Research, 유안타증권 리서치센터

