

2023.10.13(금) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-10-13 오전 9:15

수정한 날짜: 2023-10-13 오전 9:20

2023.10.13(금) 증권사리포트

삼성전자

우려보다 양호한 메모리 실적으로 주가 상승 요인 확보

[\[출처\] 하나증권 김록호 애널리스트](#)

3Q23 잠정 실적 Review: 메모리 부문이 우려대비 선방

삼성전자의 23년 3분기 매출액은 67.0조원(YoY -13%, QoQ +12%), 영업이익은 2.4조원(YoY -78%, QoQ +258%)을 기록. 이는 하나증권의 기존 전망치를 각각 1%, 31% 상회하는 실적

부문별 영업이익은 DS -3.5조원, SDC 1.9조원, MX/NW 3.3조원, VD/가전 0.4조원, Harman 0.3조원으로 추정. 기존 전망치 대비 상회 요인은 우호적인 환율과 메모리 반도체 부문의 적자가 선방했기 때문

메모리 부문의 적자가 예상보다 적었던 이유는 NAND의 가격이 우려대비 우호적이었기 때문으로 추정. DRAM과 NAND 모두 가격 하락을 멈춘 것으로 파악

MX/NW 부문은 가이드언스에 부합하는 출하량과 가격을 기반으로 하나증권의 기존 전망치에 부합하는 견조한 실적 달성

SDC 부문 역시 북미 고객사의 신모델 출시 대응과 경쟁사들의 불안한 수율을 기반으로 하나증권의 기존 전망치에 부합하는 실적 달성

우호적인 가격을 기반으로 4Q23 및 2024년 실적 상향 가능

삼성전자의 메모리 부문 적자폭이 우려대비 선방한 가운데, 메모리 반도체 가격의 하락이 멈춘 점은 향후 실적 전망에 있어 긍정적인 부분

특히, NAND 부문은 예상보다 부진한 수요와 그에 따른 감산으로 적자 폭에 대한 우려가 컸었는데, 3분기에 가격 하락이 멈춘 것으로 파악되어 향후 실적 상향의 주요 변수로 작용

금번 실적을 기반으로 하나증권의 23년 4분기 및 2024년 연간 실적을 기존 전망치대비 상향할 수 있을 것으로 예상

23년 4분기 영업이익은 전분기대비 유사한 수준의 증익 전망. MX/NW 부문은 플래그십 비중 축소에 따른 가격 하락으로 감익 전망. SDC 부문은 북미 고객사 신제품 출시 효과 지속되며 Flexible OLED 라인 가동률이 높은 수준 유지함에 따라 전분기와 유사한 수준의 영업이익 전망. 경쟁사 수율 저하로 인한 반사 수혜 확대 시 예상치 대비 실적 상회 가능성 상존. 반면에 DS 부문은 메모리 중심으로 실적이 개선되며, 타 사업부의 감익을 일정 부분 상쇄할 것으로 예상

23년 2분기부터 확인되었던 DRAM 실적의 바닥 통과와 NAND 실적의 바닥 근접은 실적은 물론 주가 측면에서도 우상향 방향성에 대한 가시성 확보

메모리 내에서의 경쟁력에 대한 우려가 불식되지는 않았지만, 업황 자체의 턴어라운드 가능성이 높아진 만큼 비중확대 가능한 구간이라 판단

도표 1. 삼성전자 분기 및 연간 실적 추정(수정 후)

(단위: 조원)

	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	63.8	60.0	67.0	68.7	71.3	70.4	77.9	78.3	302.2	259.5	298.0
YoY	-18%	-22%	-13%	-2%	12%	17%	16%	14%	8%	-14%	15%
QoQ	-10%	-6%	12%	3%	4%	-1%	11%	1%			
매출 원가	46.0	41.6	45.9	47.6	47.6	46.3	49.3	50.6	190.9	181.2	193.8
% Sales	72%	69%	68%	69%	67%	66%	63%	65%	63%	70%	65%
판매비	17.1	17.7	18.8	18.6	18.5	17.6	19.0	18.8	67.9	72.1	74.0
% Sales	27%	30%	28%	27%	26%	25%	24%	24%	22%	28%	25%
감가상각비	9.2	9.5	9.2	9.3	9.8	9.9	9.5	9.6	35.2	37.2	40.6
% Sales	14%	16%	14%	13%	14%	14%	12%	12%	12%	14%	14%
영업이익	0.6	0.7	2.4	2.5	5.2	6.5	9.7	9.0	43.4	6.2	30.3
영업이익률	1%	1%	4%	4%	7%	9%	12%	11%	14%	2%	10%
YoY	-95%	-95%	-78%	-41%	707%	863%	304%	255%	-16%	-86%	386%
QoQ	-85%	6%	255%	6%	104%	26%	49%	-7%			
EBITDA	9.9	10.2	11.6	11.8	14.9	16.4	19.2	18.6	78.6	43.5	70.9
EBITDA margin %	15%	17%	17%	17%	21%	23%	25%	24%	26%	17%	24%
YoY	-55%	-56%	-42%	-12%	51%	61%	66%	58%	-6%	-45%	59%
QoQ	-26%	3%	14%	2%	27%	10%	17%	-3%			
세전이익	1.8	1.7	3.2	3.3	6.0	7.2	10.3	9.6	46.4	10.0	33.1
세전이익률	3%	3%	5%	5%	8%	10%	13%	12%	15%	4%	11%
법인세	0.3	-0.0	-0.0	-0.0	0.9	2.0	2.9	2.7	-9.2	0.2	8.5
법인세율	14%	0%	0%	0%	14%	28%	28%	28%	-20%	2%	26%
순이익	1.6	1.7	3.2	3.3	5.2	5.2	7.4	6.9	55.7	9.8	24.6
순이익률	2%	3%	5%	5%	7%	7%	9%	9%	18%	4%	8%

자료: 삼성전자, 하나증권





SK아이이테크놀로지
 바인딩 계약을 통한 안정적인 실적 성장 기대
[\[출처\] 키움증권 권준수 애널리스트](#)

3Q23 영업이익 68억원(흑자전환 YoY) 전망

SK아이이테크놀로지 3Q23 실적은 매출액 1,912억원(+26%QoQ, +42%YoY), 영업이익 68억원(+634%QoQ, 흑자전환 YoY)으로, 시장 컨센서스에 부합할 전망이다(영업이익 컨센서스 72억원). 주요 고객사와의 바인딩 계약에 의거 안정적인 판매량 증가가 예상되는 가운데, 가동률의 경우도 지난 분기 수준을 유지한 것으로 추정된다(한국 40~50%, 폴란드 70%, 중국 90% 이상). 동시에 2분기에 선적 이슈로 매출 인식이 지연된 물량(약 1,000만m² 추정)도 3분기에 반영될 것으로 보인다. 다만, 7~8월 폴란드 공장의 정기보수로 인한 일회성 비용 및 신규 사업 관련 비용(-50억원 추정)의 발생으로 수익성 개선폭은 제한적일 것으로 예상된다.

4Q23 영업이익 138억원(흑자전환 YoY) 전망

4Q23 실적은 매출액 2,223억원(+16%QoQ, +25%YoY), 영업이익 138억원(+1,034%QoQ, 흑자전환 YoY)을 기록할 전망이다. 최근 유럽 전기차 시장을 중심으로 전방 수요 둔화 조짐이 나타나고 있으나, 동사는 Captive 고객사와의 계약상 최소 보

장 물량이 명시되어 있어 올해 출하량은 대부분 시장 기대치에 부합할 것으로 예상된다(+20~25%YoY). 4분기부터 중국 신왕다향 출하 시작 및 북미 고객사향 샘플 매출이 발생하며 실적에 일부 기여할 전망이다.

다만, 수요 둔화로 신규 고객사 확보 시점이 늦춰질 가능성이 있으며, 고정비 부담 완화를 위해 폴란드 Phase 2~4 가동 시점도 조정될 것으로 예상된다. 한편 연말에도 신규 사업 관련 비용 발생 및 기타 일회성 비용이 집중되어 있어 올해까지는 수익성 개선폭의 한계가 있을 것으로 판단한다.

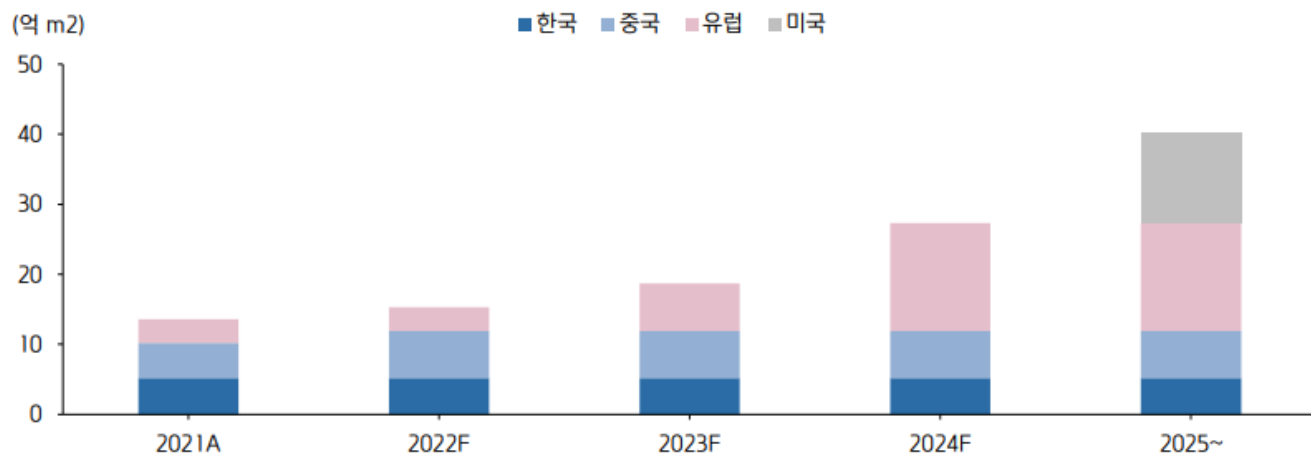
불확실성 확대되나 중장기 성장성은 유효

단기적으로는 전방 고객사의 수요 둔화 우려가 주가センチ멘트를 제한시킬 것으로 예상하나, 고객사 다변화 및 장기공급계약 비중 확대라는 변화가 올해를 시작으로 내년에 좀더 구체화될 것으로 예상된다. 최근 산업 내 구조적 변화(스팟 à 중장기 공급계약 및 IRA '배터리 부품' 분류에 따른 중국 업체 배제)로 국내 배터리를 포함한 글로벌 업체들로부터 문의가 급증하고 있다. 특히 동사는 올해 3건의 중장기 공급계약(MoU 포함)을 체결한 바 있어, 과거 대비상대적으로 물량 오더컷 리스크가 적다고 판단된다. Target Multiple 조정을 감안하여, 목표주가를 125,000원으로 하향 조정한다.

투자지표				
(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	603.8	585.8	708.3	1,177.3
영업이익	89.2	-52.3	17.8	153.3
EBITDA	206.9	103.6	223.7	420.3
세전이익	111.6	-34.6	72.5	179.9
순이익	95.4	-29.7	65.1	161.6
지배주주지분순이익	95.4	-29.7	65.1	161.6
EPS(원)	1,393	-416	913	2,266
증감률(%YoY)	-8.4	적전	흑전	148.2
PER(배)	120.6	-127.3	77.0	31.0
PBR(배)	5.40	1.74	2.25	2.11
EV/EBITDA(배)	56.9	41.1	25.8	14.9
영업이익률(%)	14.8	-8.9	2.5	13.0
ROE(%)	5.6	-1.4	3.0	7.0
순부채비율(%)	-9.3	22.2	33.9	52.0

자료: 키움증권 리서치센터

SK아이이테크놀로지 LiBS 생산능력 및 증설 계획



자료: SKIET, 키움증권 리서치센터



현대위아
방향은 잡았다

[\[출처\] 하나증권 송선재 애널리스트](#)

열관리 부품군 확대를 통한 사업 체질의 전환

현대위아에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 7.7만 원을 유지한다. 3분기 실적은 차량부품부문의 믹스 효과와 기계 부문의 개선으로 기존 예상치에 부합할 전망이다. 등속/열관리 부품의 매출이 증가하고, 기계 부문에서 RnA와 방산 매출액이 증가하면서 4분기 실적도 견조할 것으로 보인다. 기존 엔진/모듈 부문의 저성장으로 인한 낮은 Valuation은 2분기부터 시작한 냉각수 모듈과 2024년 냉매 통합 모듈, 그리고 2025년 이후 공조 시스템으로 이어지는 열관리 부품군 사업의 확대에 따라 점차 해소될 것이다. 기계 부문도 고정비 부담을 낮춘 상태에서 4분기부터 미국/한국 전기차 공장 건설에 따른 RnA 매출이 증가하고, 방산 부문도 성장하면서 수익성 개선으로 이어질 것이다.

3Q23 Preview: 영업이익률 3.0% 예상

3분기 실적은 기존 예상치에 부합할 전망이다. 매출액/영업이익은 전년 동기 대비 4%/15% 증가한 2.16조원/641억원(영업 이익률 3.0%, +0.3%p (YoY))으로 예상된다. 중국/멕시코 생산이 감소하고 환율이 하락(-2% (YoY), -0% (QoQ))하면서 엔진 부문은 둔화되었지만, 고객사의 글로벌 생산증가와 SUV/고급 차종 확대에 따른 믹스 효과로 등속부품/모듈 부문이 성장하면서 차량부품의 전체 매출액은 3% (YoY) 증가할 전망이다. 기계 매출액은 전년 동기의 낮은 기저와 방산 부문의 납품 증가, 그리고 RnA 부문에서 북미 전기차 공장향 대응 시작 등으로 8% (YoY) 증가할 것으로 예상된다. 외형 성장과 기계 사업의 수익성 개선으로 영업이익률은 0.3%p (YoY) 상승한 3.0%이고, 차량부품/기계 부문이 각각 3.1%/1.9%를 기록할 것으로 예상된다. 임단협 결과에 따라 인건비 증가분이 추가로 반영될 여지는 있고, 영업외 손익에서는 러시아 외환손실이 반영될 것으로 예상된다.

열관리 부품은 지속적으로 확대될 사업

현대위아는 2분기부터 냉각수 모듈을 시작으로 열관리 부품군에 본격 진입했다. 고객사 전용 전기차 모델들의 국내 생산에 대한 납품을 시작했고, 2024년 이후 예정된 해당 모델들의 북미 생산과 추가 모델들에 대한 수주뿐만 아니라 2025년 이후 적용될 전기차 전용플랫폼에 대한 수주도 성공했다. 냉매 통합 모듈에 대한 수주도 시작했는데, 2024년말 양산될 소형 모델부터 시작하여 수주 모델수를 확대한다는 목표이다. 최종적으로는 공조 시스템 수주를 목표 중인데, 2025년 모듈화 단계부터 시작하고 이후 자체 개발한 핵심부품들로 내재화 비율을 높여 나간다는 계획이다. 이를 통해 열관리 부품군의 전체 매출액은 2027년 1조원, 2030년 이후 2조원까지 달성하는 것을 사업 목표로 제시했다

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	7,527.7	8,207.6	8,874.0	9,340.7
영업이익	102.7	212.1	254.7	300.5
세전이익	100.7	86.1	170.4	334.3
순이익	62.3	65.4	113.4	250.0
EPS	2,292	2,405	4,168	9,193
증감율	2.23	4.93	73.31	120.56
PER	34.86	20.56	14.88	6.74
PBR	0.65	0.39	0.48	0.45
EV/EBITDA	8.35	4.48	4.93	4.26
ROE	1.96	1.99	3.37	7.08
BPS	123,670	125,657	129,140	137,647
DPS	700	700	700	700





대응제약

기대치 부합하는 실적 전망. 저평가의 매력

[\[출처\] 키움증권 허혜민 애널리스트](#)

3분기 실적 기대치 대체로 부합 전망

3분기 매출액은 3,167억원(YoY +5%, QoQ +3%), 영업이익 319억원(YoY +5%, QoQ -12%, OPM +10%)로 시장 컨센서스 매출액 3,209억원과 영업이익 317억원에 대체로 부합할 것으로 예상된다. 예상보다 점진적인 매출 성장과 R&D 등을 포함한 판관비용 증가를 감안하여, 기존 추정 매출액(3,251억원)과 영업이익(376억원)을 하향 조정하였다.

주력 제품인 위식도역류질환 신약 펙수클루, 당뇨병치료제 엔블로 등의 고른 성장과 일반의약품(OTC) 성장이 전망된다. 지난 4월 미국 바탈리 바이오와 자가면역질환 신약 후보물질 DWP213388의 글로벌 판권 기술 수출로 인한 계약금 1,100만 달러(약 147억원)의 일부가 3분기에도 소폭 유입될 것으로 예상되나, 이미 2분기에도 인식된 만큼 실적에 큰 영향을 줄 만한 요소는 아닐 것으로 추측된다.

나보타 수출이 '22년 기준 1,099억원(YoY +123%)으로 고성장한 이후, 천 억원대 매출로 올라온 만큼 올해는 1,384억원(YoY +26%)의 점진적 성장이 전망된다. 3분기 나보타 수출은 377억원(YoY +16%)으로 전망한다.

지속되는 실적 개선과 저평가 매력 보유

신제품이 피크 세일즈(Peak Sales)까지 도달하는데 시간이 소요(약 4~7년)되는데, 아직은 펙수클루와 엔블로의 제품 출시 초기단계로 마케팅 비용 증가가 예상된다. 다만, 그럼에도 불구하고 '22년 천억 원대 영업이익에 안착하였고, 올해 매출액 1조 2,355억원(YoY +6.4%), 영업이익 1,270억원(YoY +20%, OPM 10%)로 지속 성장이 전망된다. 이익률 또한 '20년 1%, '21년 9%, '22년 9%, '23년 10%, '24년 11%로 점진적인 개선이 예상된다.

고마진의 자체 신약 비중 증가세가 이어지고 있으며, 자회사 한올바이오파마의 지분가치 상승하는 만큼 동사의 밸류에이션은('24년 기준 PER 12배) 저평가되어 있다고 판단된다. 보툴리눔 독신제제 나보타가 내년 중국 출시가 된다면, 나보타의 추가 고성장이 이어지겠다. 또한, 뉴로가스트릭스로부터 반환 받은 펙수클루의 미국/캐나다 판권을 보유하고 있어, 다시 기술 이전도 가능하다.

투자의견 BUY, 목표주가 16만원 상향.

상위 제약사 밸류에이션(EV/EBITDA) 상승과 한올바이오파마 가치 상승(3개월평균 시가총액의 지분을 적용) 반영하여, 동사에 대한 목표주가를 16만원으로 상향한다.

투자지표

(십억 원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	1,055.2	1,161.3	1,235.5	1,336.9
영업이익	95.5	106.0	127.0	144.2
EBITDA	128.4	138.0	161.4	175.3
세전이익	25.5	44.6	113.0	140.9
순이익	35.8	48.6	88.2	109.9
지배주주지분순이익	35.8	48.6	88.2	109.9
EPS(원)	3,089	4,191	7,610	9,484
증감률(% YoY)	1,040.4	35.7	81.6	24.6
PER(배)	47.9	37.8	15.2	12.2
PBR(배)	2.79	2.78	1.81	1.58
EV/EBITDA(배)	16.2	16.2	10.0	8.3
영업이익률(%)	9.1	9.1	10.3	10.8
ROE(%)	6.0	7.6	12.6	13.8
순차입금비율(%)	60.2	61.3	36.9	12.9

자료: 키움증권

파이프라인 현황

	연구	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	NDA 제출	허가/판매
NCEs (New Chemical Entity)	DW215 ¹⁾ 난청	Enavogliflozin 당뇨병성 안구 합병증(eye disorder)	Fexuprazan 주사제	Bersiporcin(DWN12088) 특별성패혈증(PF) [US, KR]	Fexuprazan 비스테로이드성 소염진통제로 인한 위염 예방 (NSAIDs induced gastritis)	Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료 [Global 10개국]	Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료
	DWP216 항암	Bersiporcin(DWN12088) 간질성 폐질환(SSc-ILD)	DWP213388 자가면역질환 [US]	DWP305401 ²⁾ 계양성 다장염	Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료 후 유지요법	Enavo ²⁾ , +Insulin 2형 당뇨병	Fexuprazan 위염(10mg)
	DWP217 항암	Bersiporcin(DWN12088) 전신경화증	DWP17061 ¹⁾ OA pain (AU)		Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료(CN)		Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료
	DWP218 자가면역질환	Bersiporcin(DWN12088) 신염(Nephritis)	DWP306001 Obesity		Enavo ²⁾ , +Metformin 2형 당뇨병 [CN]		Enavogliflozin ³⁾ 2형 당뇨병
		DWP212525 자가면역질환			Enavo ²⁾ , +Insulin 2형 당뇨병 [CN]		Enavo ²⁾ , +Metformin 2형 당뇨병
Biologics	HL186 ⁴⁾ 불응성 고혈압	HL187 ⁴⁾ 불응성 고혈압	Furestem ⁶⁾ 크론병	Prabotinumtoxin A (AEON) 경부근긴장이상(Cervical dystonia)	HL161 ⁴⁾ MG, TED		
	DWP458 ³⁾ 골다공증	DWP457 장기지속형 인슐린	DWP710 급성포도당관종후군	Prabotinumtoxin A (AEON) Chronic migraine	HL036 ⁴⁾ Dry Eye Disease [US/CN]		
	DWP8205002 뇌졸중	DWP8205001 지매(알츠하이머)		Prabotinumtoxin A (AEON) Episodic migraine			
		DWP8205009 급성중추척염		HL161 ⁴⁾ WAHA, CIDP, Graves' Disease			
				Furestem-RA ⁶⁾ 골관절염			
			DWP706 각막손상				

- 1) NHN 바이오테크
- 2) GC녹십자
- 3) bridgebio
- 4) HANALL
- 5) 서울바이오시스
- 6) KANGSTERN BIOTECH

자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터





대성하이텍

이스라엘 최대 방산업체 향 수주 확대 전망

[\[출처\] 하나증권 조정현 애널리스트](#)

글로벌 방위산업 향 수주 본격화로 리레이팅 구간 진입

대성하이텍은 1995년 설립된 산업기계 제조 업체로, 2014년 일본 공작기계 업체인 노무라VTC를 인수하며 정밀부품을 생산하는 스위스전자동선반 제조 사업에 진출했다. 2022년부터 첨단산업(방산, 전기차, 반도체, 로봇 등) 향 정밀부품 사업을 집중 확장하고 있으며, 주요 제품으로는 스위스전자동선반, 콤팩트머시닝센터, 정밀부품 등을 보유하고 있다. 동사는 지금 이스라엘-팔레스타인 전쟁 발발로 인해 방산 부품 매출이 폭발적으로 증가할 전망이다. 이는 1) 이-팔 전쟁으로 인해 이스라엘을 포함한 중동 방산 업체들의 CAPEX 확대가 예상되는 가운데, 2) 동사는 작년 이스라엘 최대 방산 업체 향 쉐 테스트를 완료 후 정밀부품 양산을 진행중인 국내 유일 업체로, 3) 중동 분쟁 확산 시 급격한 수주 증가가 예상되기 때문이다. 리레이팅이 필요한 시점이다.

이스라엘-팔레스타인 전쟁 관련 직접 수혜 부각

지난 7일 선포된 이스라엘-팔레스타인 전쟁으로 인한 대성하이텍의 직접 수혜가 전망된다. 동사는 2022년 방위산업 향 초정밀 부품 가공 기술력 및 품질을 인정받아 이스라엘 최대 방산 업체 향으로 부품 양산에 성공했고, 현재 이스라엘 최대 방산업체 포함 총 3개의 글로벌 방산 기업들에 미사일 및 유도탄 부품 외 20여개의 부품을 공급 중이다. 2022년 방산 정밀부품 실적은 매출액 30억원을 시현한 반면, 2023년 상반기만 하더라도 매출액 50억원을 넘어서 작년 대비 2배 이상에 이르는 성장세를 보여줄 전망이다. 더구나, 2024년에는 이-팔 전쟁에 따른 수주 확대 고려 시 방산 부품 매출액의 기존 추정치 약 120억원에서 더욱 유의미한 성장이 기대된다. 러-우 전쟁 장기화에 따라 러시아를 포함한 유럽 국가의 국방비 지출 확대가 불가피하였던 것처럼 이-팔 전쟁 장기화 및 중동 지역전쟁 확산 시 이스라엘 주요 방산 업체들의 방위산업 투자 확대가 불가피한 상황이다. 이스라엘 최대 방산업체를 고객으로 두고 있어 동사에 낙수 효과가 예상된다.

실적은 2024년부터 고스란히 반영될 전망

2023년 매출액 897억원, 영업이익 19억원으로 전망한다. 2024년에는 방산 정밀부품을 포함해 다양한 전방 산업(로봇, 반도체, 폴더블폰)의 정밀부품 매출 성장이 예상되며, 올해 4분기부터 동사 장비(스위스텐자동선반, 컴팩트머시닝센터)의 수요 회복이 예상되는 만큼 고성장이 예상된다. 내년 실적은 매출액 1,365억원, 영업이익 167억원으로 전망한다.

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2019	2020	2021	2022	
매출액	80	71	113	128	
영업이익	4	(10)	12	11	
세전이익	2	(14)	9	4	
순이익	2	(14)	8	2	
EPS	186	(1,328)	725	187	
증감율	(22.2)	적전	흑전	(74.2)	
PER	0.0	0.0	0.0	45.1	
PBR	0.0	0.0	0.0	1.7	
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	11.2	
ROE	3.9	(50.7)	29.8	3.2	
BPS	4,612	2,621	2,429	4,996	
DPS	0	0	0	0	



CJ제일제당
기 모으는 중

[출처] DS투자증권 장지혜 애널리스트

3Q23 Pre: 외부 변수 부담 이어지나 4분기 개선 가능성 확인

CJ제일제당의 3분기 실적은 연결 매출액 7.6조원(-5% YoY), 영업이익 3,707억원(-23% YoY, OPM 4.9%)으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 대한통운을 제외한 실적은 매출액 4.8조원(-6.4% YoY), 영업이익 2,608억원(-33% YoY, OPM 5.4%)으로 전망한다. 일부 원자재 투입단가 하락과 국내 식품 Q감소 둔화에도 환율과 원당 가격 상승, 글로벌 경기 둔화 속 바이오와 F&C 수요 부진 등 실적 부담 요인이 당분기 더 크게 작용한 것으로 파악된다.

1) 국내식품: 가공과 소재 모두 전년비 Q감소폭은 축소되나 역성장 기조는 유지되고 있는 것으로 파악된다. 원당 가격과 환율 상승 부담으로 수익성도 하락했다. 2) 해외식품: 전년도 미주 판가 인상에 따른 외형 성장 기저부담이 존재하고 중국과 일본의 부진이 이어지며 전체 성장률은 둔화될 전망이다. 해외 수익성 개선의 기조가 이어지며 국내식품 부진을 일부 상쇄할 것이다. 3) 바이오: 주요 대형아미노산의 스팟 가격 반등이 나타났으나 계약 판가 적용 전이고 중국 경기부진과 함께 FNT도 부진한 것으로 파악된다. 4)F&C: 브라질 돈가는 소폭 상승했으나 수요 부진과 사료 가격 부담 심화로 수익 하락이 불가피할 전망이다.

지상위에 이어 셀렉타 매각. 포트폴리오 선택과 집중

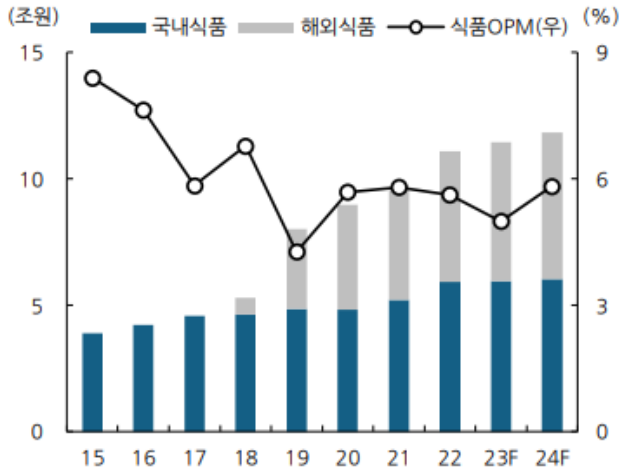
최근 CJ제일제당은 주력 제품과 사업 위주로 포트폴리오를 재편하고 있다. 지난 7월 중국 식품 자회사 지상위의 지분 60%를 3,000억원에 매각한 데 이어 전일(10/10) 브라질 바이오 자회사 CJ셀렉타의 지분 66%를 4,800억원에 매각한다고 공시했다. 지상위는 중국식 반찬류와 장류 제조업체로 K-Food 중심의 해외식품 사업 강화 전략에 맞지 않았다. 셀렉타 역시 대두를 가공한 고단백 사료와 부산물인 대두유를 판매해 글로벌 대두 가격에 따라 변동성이 크고 고부가가치 제품을 통한 바이오 사업부 경쟁력 강화에 맞지 않아 정리한 것으로 보인다. 22년 기준 지상위의 매출은 2,090억원, CJ셀렉타의 매출은 1조원이었다. 각각의 지분 매각을 통한 주요 사업부의 경쟁력 강화가 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	24,246	26,289	30,080	29,352	29,285
영업이익	1,360	1,524	1,665	1,306	1,446
영업이익률(%)	5.6	5.8	5.5	4.4	4.9
세전이익	1,179	1,218	1,246	744	966
지배주주지분순이익	686	613	596	264	349
EPS(원)	45,184	40,267	39,097	17,495	23,235
증감률(%)	360.1	-10.9	-2.9	-55.3	32.8
ROE(%)	13.5	10.8	9.3	3.9	4.9
PER(배)	8.4	9.6	9.7	16.1	12.1
PBR(배)	1.2	1.0	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	5.3	5.3	5.1	5.4	5.0

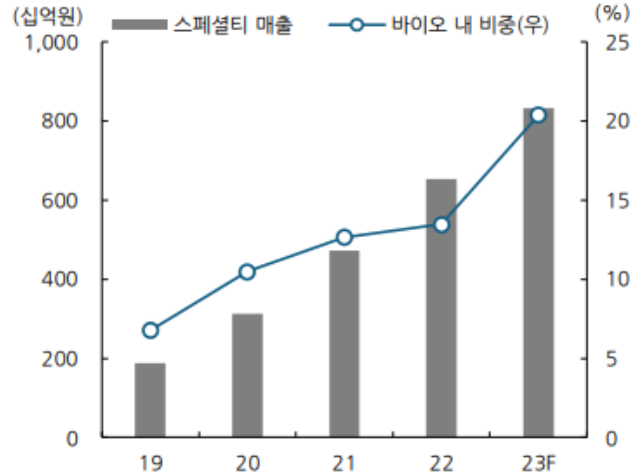
자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림1 CJ제일제당 식품 실적 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터 추정

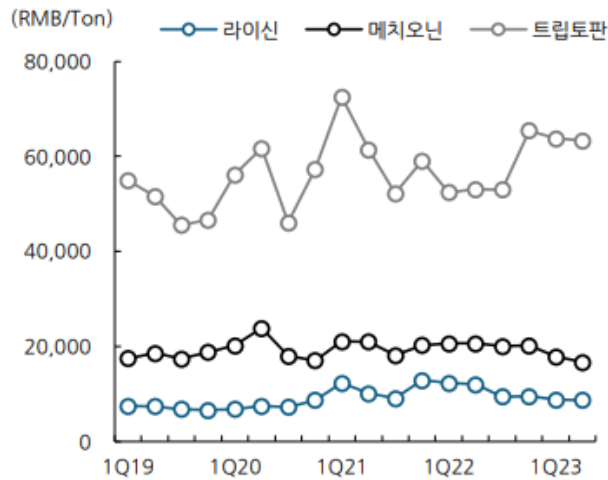
그림2 바이오 스페셜티 매출 비중 추이



자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터

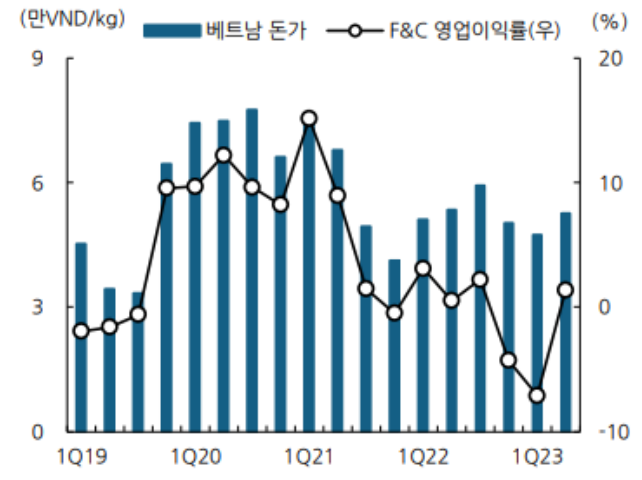
주: 스페셜티는 발린, 알지닌, 히스티딘, 이소류신, 시스테인, 시트룰린, TasteNrich 포함

그림3 주요 사료첨가제 가격 추이



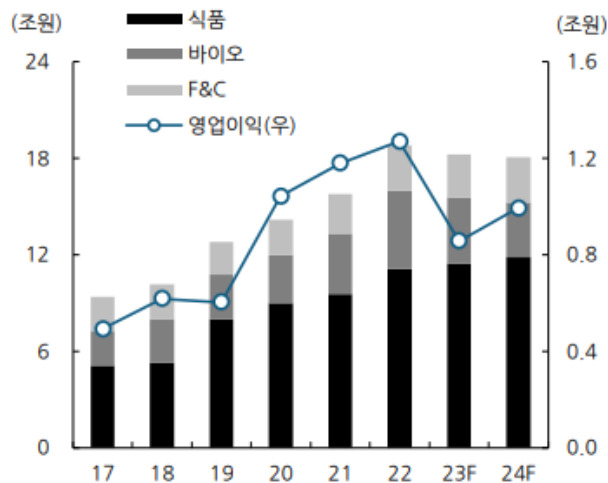
자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터

그림4 F&C사업부 이익률과 베트남 돈가 추이



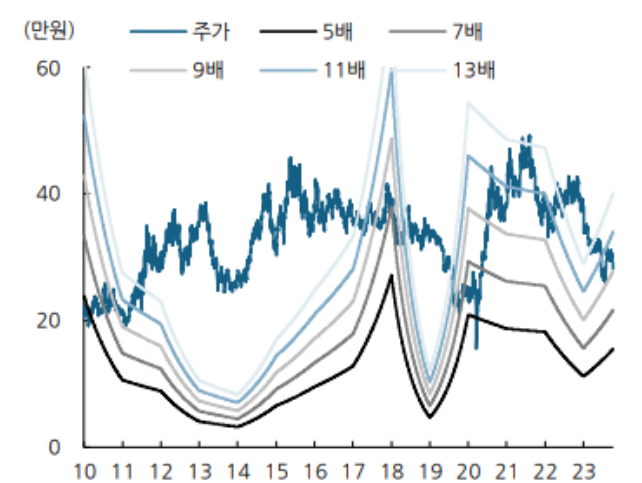
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림5 대한통운 제외 CJ제일제당 실적 추이



자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터

그림6 CJ제일제당 PER밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정



POSCO홀딩스

성장에 초점을 맞추고 바라보자

[\[출처\] 유안타증권 이현수 애널리스트](#)

3Q23(E): 영업이익 1조 1,210억원 전망 (yoy +22%, qoq -16%)

포스코 영업이익은 전분기비 -23% 감소한 6,500억원으로 추정. 냉천 범람 영향으로 판매량은 4Q22 755만톤을 기록한 이후 1Q23 816만톤, 2Q23 835만톤으로 회복. 이번 3Q는 850만톤을 상회할 것으로 당초 기대했으나 일부 압연공장 대수리가 진행되며 생산량이 감소한 것으로 파악. 이와 함께 시황 부진 등에 따라 3Q 판매량은 전분기비 소폭 감소한 것으로 추정. 주요 원재료 투입원가는 전분기비 약 -1만원/톤 수준 하락한 것으로 예상. 하지만 제품 판매단가 하락이 더 크게 나타나며 스프레드는 악화된 것으로 판단. 해외 철강 자회사 역시 시황 부진 등에 따라 영업이익이 전분기비 감소했을 것으로 예상.

철강업, 업황 저점일 수 있으나 개선 기대감은 높지 않아

중국 정부가 부동산 시장 회복을 위해 우호적인 정책(금리 인하, 규제 완화 등)을 하반기에 내놓으며 일시적으로 주택 거래량이 증가한 것으로 알려지고 있지만 다른 한편으로는 중국 부동산 개발업체들의 파산 리스크가 쉽사리 수그러들지 않는 중. 4Q23 철강업체들의 감산에 대한 기대감이 존재하지만 연말 비수기에 감산이 몰아서 진행될 경우 그 효과는 미미할 수 있어. 당사 추정 중국 열연 스프레드가 2011년 이후 최저점을 기록하며 업황 저점을 논할 수는 있겠으나 추후 개선에 대한 기대감은 높지 않아.

2차전지 소재사업, 단기적 가격 변동성보다 중장기적 성장에 초점

22년말 톤당 8만달러를 상회했던 탄산리튬 가격은 9월 하순 2만달러 중반 수준까지 하락. 이에 동사 2차전지 소재사업 중 큰 비중을 차지하는 리튬 부문 수익성에 우려 대두. 그러나 리튬 관련 투자 및 사업이 중장기적으로 진행되는 만큼 점차 확대되는 생산능력에 초점 맞춰야. 철강업은 성장성이 낮지만 안정적인 캐시카우 역할은 가능하다고 판단되며, 2023년 이후 증가한 상장 자회사 지분 가치와 비상장 자회사 등을 통한 2차전지 소재사업의 성장성을 반영하여 목표주가를 500,000원에서 660,000원(PBR 0.90x)으로 상향.

	Quarterly earning Forecasts					(억원, %)
	3Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	
매출액	200,213	-5.4	-0.5	203,665	-1.7	
영업이익	11,211	21.9	-15.5	12,676	-11.6	
세전계속사업이익	11,041	76.0	7.2	12,298	-10.2	
지배순이익	7,285	42.9	5.6	8,750	-16.7	
영업이익률 (%)	5.6	+1.3 %pt	-1.0 %pt	6.2	-0.6 %pt	
지배순이익률 (%)	3.6	+1.2 %pt	+0.2 %pt	4.3	-0.7 %pt	

자료: 유안타증권

	Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)					(억원, 원, %, 배)
	결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	
매출액		763,323	847,502	800,696	859,096	
영업이익		92,381	48,501	43,874	57,656	
지배순이익		66,172	31,441	28,164	37,917	
PER		4.2	7.4	14.8	11.0	
PBR		0.5	0.4	0.7	0.6	
EV/EBITDA		2.8	4.1	6.9	5.9	
ROE		14.0	6.1	5.2	6.7	

자료: 유안타증권

[그림-1] 중국 주요 제품 내수가격



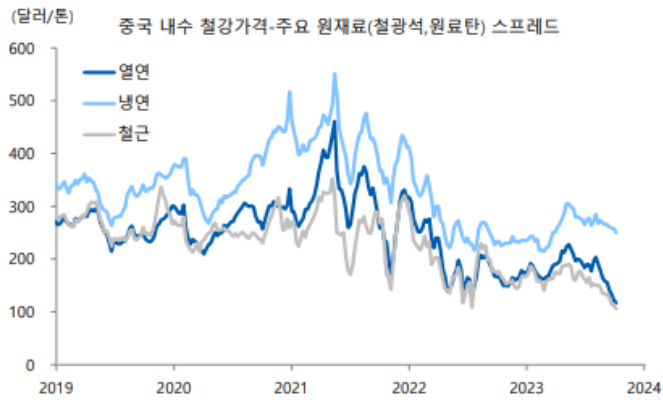
자료: Platts

[그림-2] 원재료 Spot 가격



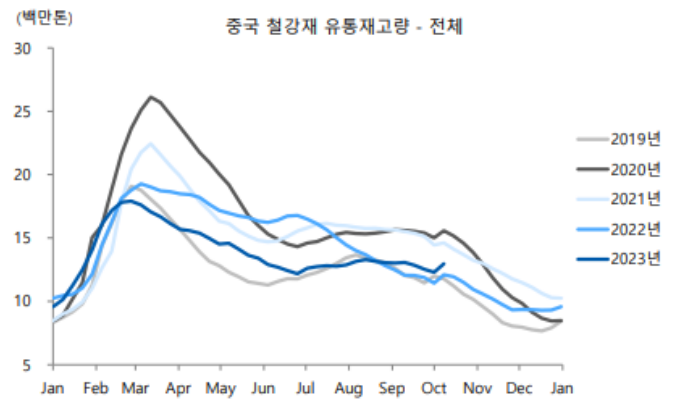
자료: Platts

[그림-3] 중국 주요 제품 스프레드(제품가격-주요 원재료가격)



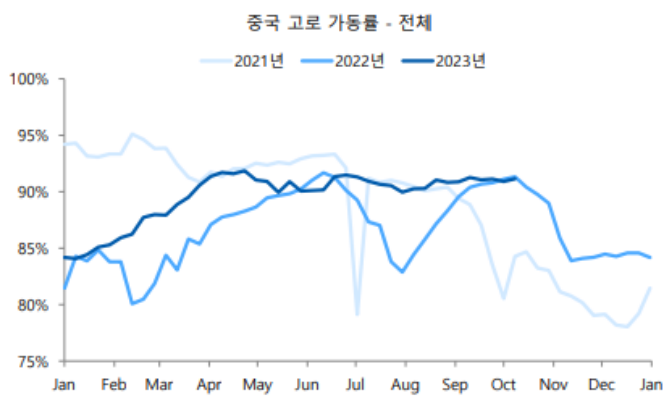
자료: Platts, 주: 주요 원재료(철광석 1.6톤+원료탄 0.75톤 가정)

[그림-4] 중국 철강재 유통재고량



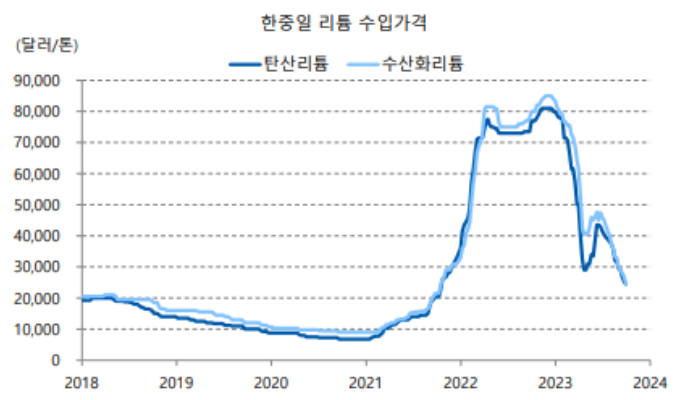
자료: SteelHome

[그림-5] 중국 고로 가동률



자료: SteelHome

[그림-6] 한중일 리튬 수입가격



자료: Refinitiv

