

2023.10.31(화) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-10-31 오전 8:50

수정한 날짜: 2023-10-31 오전 8:58

2023.10.31(화) 증권사리포트

LG전자

3분기 비용 개선 효과, 4분기 수익성 정상화

[\[출처\] IBK투자증권 김운호 애널리스트](#)

23년 3분기. 비용 구조 개선

LG전자의 2023년 3분기 매출액은 2022년 3분기 대비 1.2% 증가한 16조 3,522억원이다. VS사업부는 전년 동기 대비 증가하고, 나머지 사업부는 전년 동기 대비 부진하였다. H&A 사업부는 거의 유사한 규모이다. LG전자의 2023년 3분기 영업이익은 2022년 3분기 대비 2배 이상 증가한 8,235억원이다. BS를 제외한 전 사업부 영업이익이 전년 동기 대비 증가하였다. H&A는 2배 이상, HE는 흑자 전환하였다. VS는 40% 증가하였다.

4분기는 비수기, 이익률은 정상화

LG전자의 2023년 4분기 매출액은 2023년 3분기 대비 3.8% 증가한 16조 656억원으로 예상된다. HE 사업부를 제외하 전 사업부 매출액이 지난해 대비 증가할 것으로 기대한다. LG전자의 2023년 4분기 영업이익은 2022년 4분기 대비 영업 흑자 전환한 3,451억원으로 예상된다. 전 사업부 영업이익이 전년 동기 대비 증가할 것으로 예상된다. H&A, HE 모두 전년 대비 큰 폭으로 증가할 전망이다.

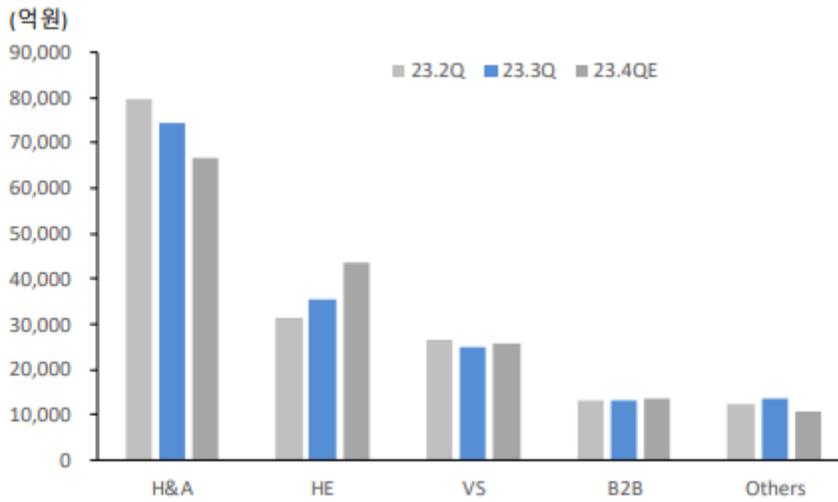
투자의견 매수, 목표주가 140,000원 유지

LG전자에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는 2023년 영업이익 규모가 3조원을 상회하는 것에 비해서 현재 주가는 아직 저평가 국면이라 판단하고, 경기 부진으로 외형 성장이 어려운 국면에서도 비용 절감과 비용 효율화로 안정적 수익성을 확보하고 있고, VS 사업부의 실적 변동성이 낮아지고 높은 성장성이 기대되기 때문이다. LG전자의 목표주가는 140,000원을 유지한다. 4분기는 계절성으로 3분기 대비 실적은 부진하겠지만 지난해 대비로는 크게 개선될 것으로 기대하고, 2024년 상반기 실적이 섹터 내에서 돋보일 점을 고려하면 투자가 매력적인 시점이라 판단한다.

(단위:십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	73,908	83,467	84,103	89,669	95,646
영업이익	4,058	3,551	4,068	4,003	4,396
세전이익	3,839	2,540	2,789	2,946	3,736
지배주주순이익	1,032	1,196	1,438	1,778	2,281
EPS(원)	5,705	6,616	7,951	9,831	12,613
증가율(%)	-47.6	16.0	20.2	23.6	28.3
영업이익률(%)	5.5	4.3	4.8	4.5	4.6
순이익률(%)	1.9	2.2	2.0	2.4	2.8
ROE(%)	6.3	6.6	7.2	8.2	9.7
PER	24.2	13.1	12.8	10.3	8.1
PBR	1.4	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.6	3.6	3.7	3.5	3.3

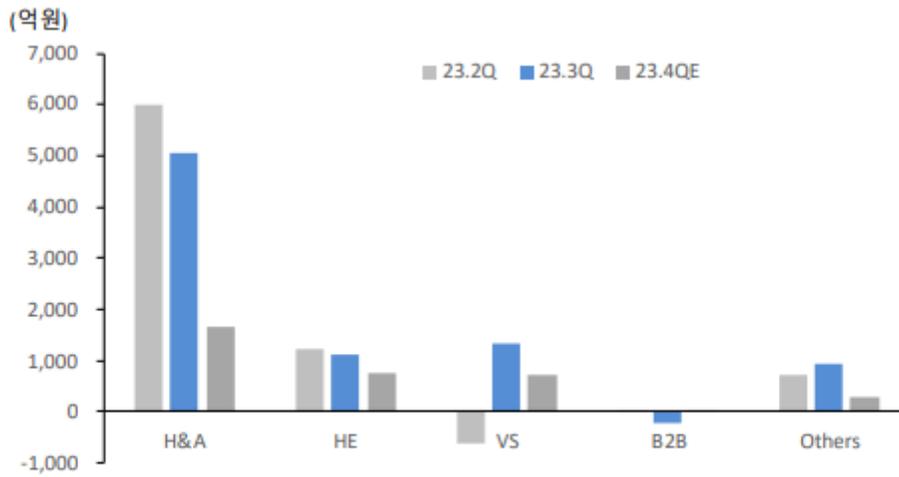
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. LG전자 사업부별 분기별 매출액 추이



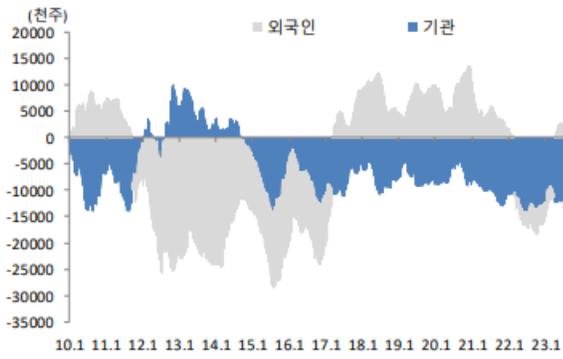
자료: LG전자, IBK투자증권

그림 2. LG전자 사업부별 분기별 영업이익 추이



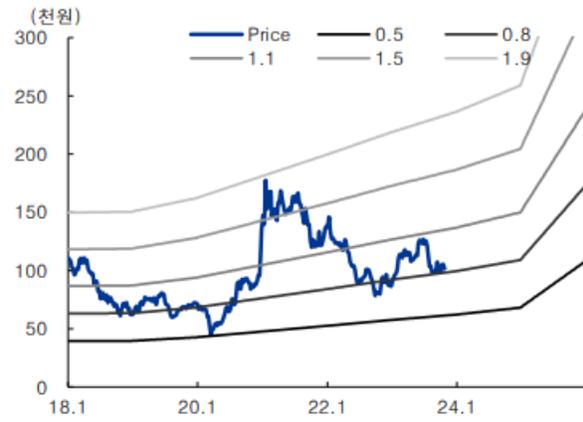
자료: LG전자, IBK투자증권

그림 3. 투자주체별 매매동향



자료: wisefn

그림 4. PBR Band



자료:





OCI홀딩스
비중국산 폴리시장에서 경쟁력 입증
[\[출처\] 키움증권 정경희 애널리스트](#)

3분기 영업이익 1,308억원(QoQ -1%), 예상치 상회

동사는 비중국 프리미엄이 유지되며 OCIMSB의 가동율이 90% 이상 유지된 가운데 MSB에서 915억원의 OP를 확보하였다. 판매량은 전기비 25% 증가하였고, 10월말 기준 약 \$13.5에 달하는 비 중국 프리미엄이 유지되었다. 자회사중 OCIE의 경우 미국 주거용 모듈 시장 침체에 따른 재고 손상인식 등에 따라 영업이익은 적자전환된 291억원의 영업손실을 기록했다. 그러나 이를 제외한 OCISE, DCRE은 모두 전기비 영업이익이 +78%, +161%로 성장하며 전체 영업이익 선전에 일조했다.

비중국산 폴리시장에서 경쟁력 증명한 분기

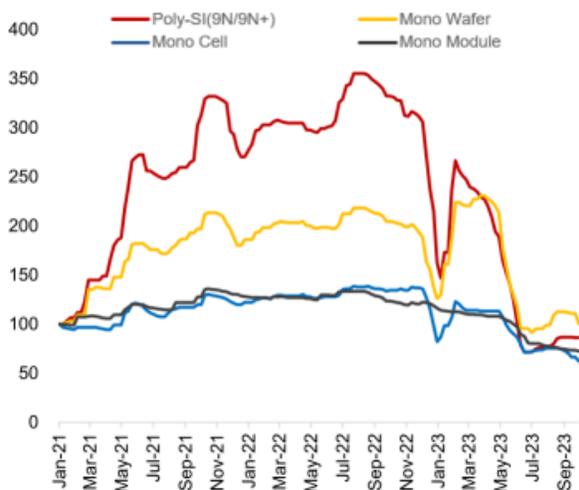
비중국산 폴리 생산사는 동사를 포함하여 Wacker, REC 등 소수의 회사가 포함되어 있다. 3분기 실적에서 Wacker는 폴리실리콘 부문에서 전기비 매출액 -33%, EBITDA -72%를 발표했다. Wacker의 경우 정기보수 영향도 있었지만, 계약 단가의 상당부분이 중국 폴리실리콘 Index에 연동된 부분과 유럽, 특히 러시아-우크라이나 사태 이후 지속되는 독일의 높은 에너지 비용 영향이 지속되고 있는 것으로 보인다. 반면 OCI홀딩스는 3분기 오히려 판매량이 전기비 25% 증가하였고, 소정비 영향으로 원가율은 증가하였지만 가동률은 90% 이상 유지하며 안정적인 생산을 한 것으로 발표했다. 4분기 전망 역시 주요 고객사들의 미국 통관이 완료되면서 비중국 가격 인덱스 연동가격 협상과 계약 논의가 진행될 것으로 밝힘에 따라 상대적으로 저렴한 에너지 비용을 근간으로 비중국 폴리제품 가격의 효과적인 가격 산정에 따른 수혜를 적극 향유하고 있는 것으로 해석된다.

BUY의견, 목표주가 157,000원 유지. Top Pick 제시

동사는 비중국 폴리 시장이 열리기 전 중국 폴리실리콘 생산사 대비 상대적으로 높은 전력비에 따라 Cost Curve 상단에 위치하고 있어 폴리실리콘의 초과공급 상황에 따라 높은 이익 변동성, 이에 따른 낮은 밸류에이션을 받는 특성을 보여왔다. 그러나 폴리실리콘 가격의 하락에도 여전히 유지되는 비중국 프리미엄과, 상대적으로 우수한 실적 증명으로 향후 동사에 대한 할인율은 해소될 것으로 전망한다. 태양광종목내 Top Pick으로 제시한다.

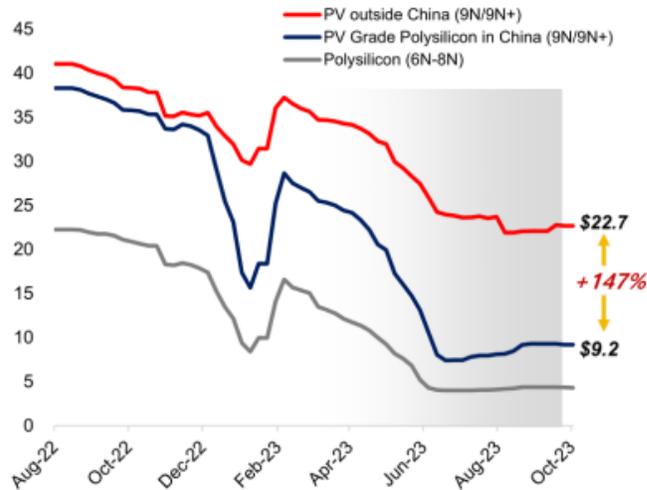
투자지표				
(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,244.0	4,671.3	2,490.5	2,132.7
영업이익	626.0	976.7	540.8	485.6
EBITDA	762.0	1,126.5	695.7	645.9
세전이익	612.0	1,001.6	599.4	554.8
순이익	652.1	877.8	533.6	493.9
지배주주지분순이익	647.6	880.3	535.1	495.3
EPS(원)	27,156	36,910	23,346	13,672
증감률(% YoY)	흑전	35.9	-36.7	-41.4
PER(배)	3.8	2.2	4.3	7.3
PBR(배)	0.81	0.49	0.58	0.54
EV/EBITDA(배)	4.3	2.3	-0.2	-1.1
영업이익률(%)	19.3	20.9	21.7	22.8
ROE(%)	23.9	25.2	10.5	7.6
순차입금비율(%)	23.0	13.7	-35.2	-41.4

태양광 밸류체인 가격 동향

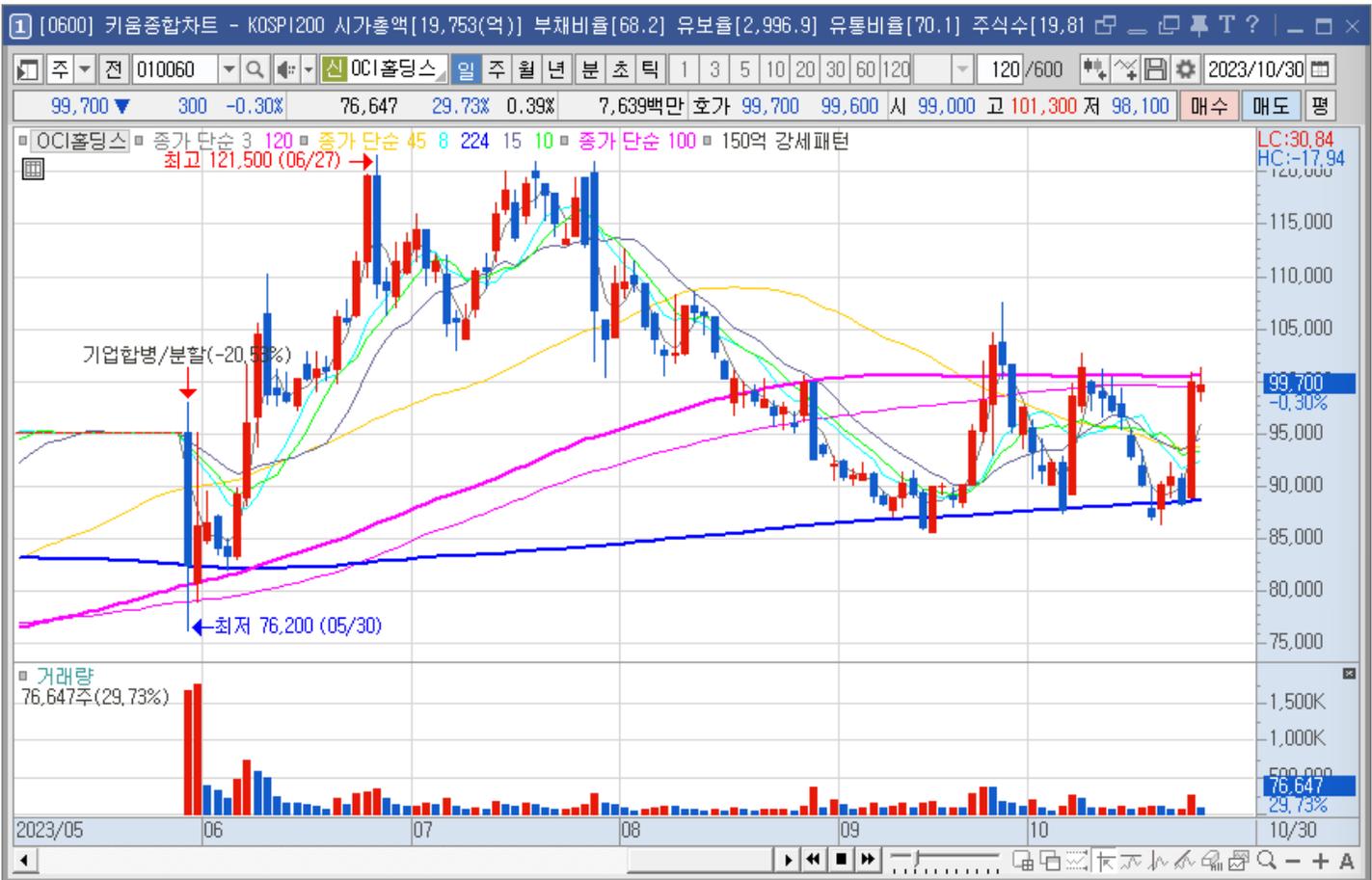


자료: Bloomberg, Cischem, Petronet, 키움증권 리서치센터

등급별 폴리실리콘 가격 동향



자료: Bloomberg, Cischem, Petronet, 키움증권 리서치센터



삼성중공업

비수기였음에도 건조한 마진

[\[출처\] 하나증권 유재선 애널리스트](#)

목표주가 12,000원, 투자의견 매수 유지

삼성중공업 목표주가 12,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 3분기 실적은 시장 기대치를 상회했다. 일부 일회성 요인을 제외한 경상적인 실적은 대체로 컨센서스에 부합했던 것으로 판단된다. 비수기임에도 이익률이 전분기대비 개선된 점이 긍정적이다. 2023년 3분기 누적 신규 수주는 63억달러로 연간 목표치 95억달러 대비 66.3%를 달성했다. 기말 수주잔고는 인도기준 327억달러로 전분기대비 개선되는 모습이다. 2023년 추정 실적 기준 PBR 1.3배다.

3Q23 영업이익 758억원(QoQ +28.7%)으로 컨센서스 상회

3분기 매출액 2.0조원을 기록하면서 전분기대비 4.1%, 전년대비 44.7% 증가했다. 계절적 영향으로 조업일수가 전분기대비 감소했지만 외국인 인력 투입, 외주업체 도입물량 확대로 조업물량이 안정적으로 유지된 가운데 LNG선 건조비중이 늘어난 영향이다. 영업이익은 758억원으로 전분기대비 28.7% 증가했다. 드릴십 매각에 따른 재고자산평가이익 440억원 및 임금협상 타결 지급분 -220억원을 감안한 경상 이익은 538억원 수준이다. 보유 드릴십 4척이 모두 매각이 완료됨에 따라 2024년 2분기까지 순차적으로 인도될 예정이다. LNG선 매출 비중이 상승함에 따라 이익률은 점진적으로 개선될 전망이다.

LNG선 비중 상승에 따른 이익률 개선 확인

카타르 2차 물량과 추가 FLNG 수주가 연내 이뤄질 여지가 높은 점을 감안하면 3년 연속 연간 수주 목표를 달성할 가능성은 충분하다. 적극적인 인력 총원과 외주 생산 확대를 통해 물량 증가에 대처하는 모습이다. 시간이 지날수록 건조 물량 중 고마진 선박 건조 비중이 증가하는 만큼 이익률은 꾸준한 우상향 추세를 나타낼 전망이다. 2024년부터는 해양 매출 기여도 상승에 더해 연간 20척 가량의 LNG선 건조 체계가 구축될 것으로 예상됨에 따라 전사 실적 개선 속도는 점차 빨라질 것으로 기대된다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	6,622.0	5,944.7	8,028.2	9,832.6
영업이익	(1,312.0)	(854.4)	240.1	474.7
세전이익	(1,349.8)	(554.7)	121.9	352.8
순이익	(1,445.1)	(619.4)	122.9	282.2
EPS	(2,053)	(704)	140	321
증감율	적지	적지	흑전	129.29
PER	(2.76)	(7.26)	51.36	22.40
PBR	0.98	0.99	1.32	1.25
EV/EBITDA	(5.73)	(9.35)	16.36	10.04
ROE	(36.89)	(16.08)	3.32	7.12
BPS	5,773	5,187	5,445	5,766
DPS	0	0	0	0

도표 2. 삼성중공업 12M Fwd PER 추이



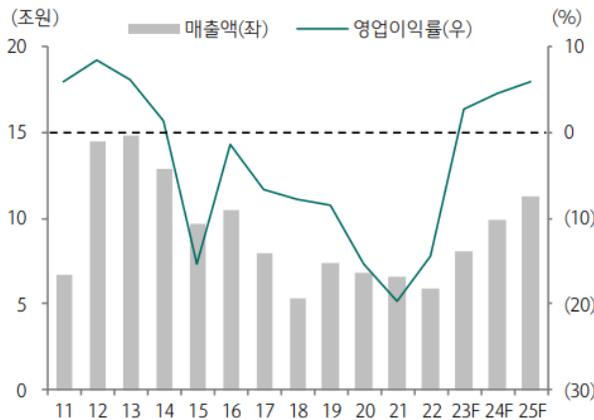
자료: 삼성중공업, 하나증권

도표 3. 삼성중공업 12M Fwd PBR 추이



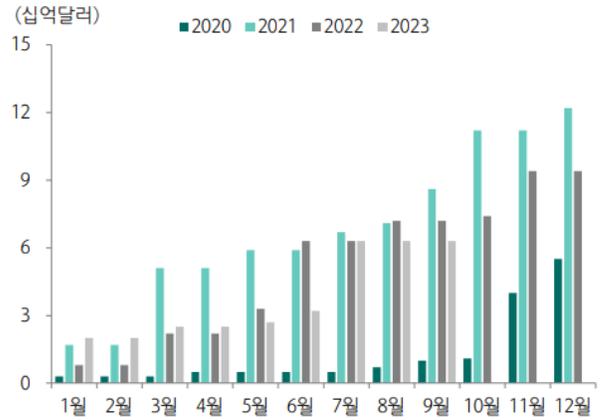
자료: 삼성중공업, 하나증권

도표 4. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: 삼성중공업, 하나증권

도표 5. 월별 누적 수주금액 추이 (2023년 9월 말 기준)



자료: 삼성중공업, 하나증권



대웅제약

3Q23 Re : 단단한 실적 흐름 지속

[\[출처\] 하나증권 박재경 애널리스트](#)

3Q23 Re: 둔화된 탑라인에도 수익성은 유지

대웅제약은 연결 기준 3Q23 매출액 3,406억원(+2.7%YoY, -2.7%QoQ), 영업이익 294억원(-2.3%YoY, -26.6%QoQ, OPM 8.6%)을 기록하며 컨센서스 매출액 3,500억원, 영업이익 339억원을 소폭 하회하고 당사 추정치(매출액 3,406억원, 영업이익 307억원)에 부합하는 실적을 기록했다. 전문의약품 부문의 매출은 2,165억원(+3.3%YoY, -1.9%QoQ)을 기록했다. 기존 품목(다이아백스, 올메텍, 크레젯 등)의 매출 둔화에도 펙수클루를 비롯한 신제품들이 매출 성장을 견인하고 있다. 일반의약품 부문의 매출액은 292억원(-16.1%YoY, +5.8%QoQ)을 기록했다. 코로나19 특수가 종료되며 전년 대비 역성장은 이어졌다. 나보타의 매출액은 380억원(-6.0%YoY, +16.2%QoQ)을 기록했다. 2분기까지 가파르게 성장했던 기타 국가항 매출 성장 속도가 소폭 둔화된 모습이다. 탑라인 둔화에도 불구하고 비용 효율화로 수익성은 꾸준히 유지되고 있다. 무형자산 손상, 대손상각 등 연간 비용 반영에도 불구하고, 매출총이익률은 48.4%, 영업이익률은 8.6%를 기록했다.

실적은 견조하게 유지될 것. 나보타의 출시 국가 확대가 업사이드

대웅제약의 23년 매출액은 1조 3,574억원(+6.0%YoY), 영업이익은 1,234억원(+28.8%YoY)으로, 24년 매출액은 1조 4,195억원(+4.6%YoY), 영업이익은 1,323억원(+7.2%YoY)으로 전망한다. P-CAB 제제는 빠른 작용 시간이라는 강점을 기반으로 국내에서 점유율을 높여가고 있다(19년 4%→ 23년 19%). 펙수클루의 23년 매출액은 552억원(+230.5%YoY), 24년 매출액은 878억원(+59.1%YoY)으로 전망한다. 대웅제약은 국내 의약품 영업/마케팅 역량을 기반으로 올해에 이어 내년에도 순조롭게 점유율을 확대해 나갈 것으로 예상된다. 올해 5월 출시된 당뇨 신약 엔블로는 SGLT-2 저해제 제네릭 시장 경쟁 격화로 초기 침투는 펙수클루대비 느릴 것으로 전망한다. 엔블로의 23년 매출액은 46억원, 24년 매출액은 182억원으로 기존 대비 소폭 상향 조정한다. 나보타는 견조한 국내, 미국 시장 매출액에 더불어 기타 지역에서 성장을 보이고 있다. 나보타는 3분기 특신 최초로 사각터 적응증을 확보해 말레이시아 품목 허가를 획득했으며, 호주를 비롯해 유럽 출시국을 확대할 계획이다. 더불어 중국 규제기관에서 인허가 절차를 진행하고 있다. 출시 국가 확대가 매출의 추가적인 업사이드가 될 것으로 기대한다.

투자의견 Buy, 목표주가 160,000원 유지

대웅제약에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 160,000원을 유지한다. 대웅제약은 펙수클루 등 신규 품목을 통한 실적 성장이 전망되고, R&D 부분에서도 기술 이전, 수출 공급 계약의 성과를 보여주고 있어, 긍정적인 투자의견을 유지한다

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,153.0	1,280.1	1,357.4	1,419.5
영업이익	88.7	95.8	123.4	132.3
세전이익	19.8	38.3	105.7	124.0
순이익	24.5	42.2	71.8	78.9
EPS	2,115	3,646	6,196	6,807
증감율	92.10	72.39	69.94	9.86
PER	69.98	43.47	16.30	14.84
PBR	2.92	2.93	1.62	1.48
EV/EBITDA	16.45	17.16	10.70	9.65
ROE	4.37	7.17	10.82	10.45
BPS	50,739	54,061	62,245	68,456
DPS	600	600	600	600

도표 3. 나보타(NABOTA)의 출시 현황

05 나보타 (NABOTA)

12

NABOTA

- '23.30 백신 최초 사각막 적응증 확보, 말레이시아 품목허가 승인
- 23년 유럽 시장 독일, 오스트리아에 이어 이탈리아 진출, 브랜드 인지도 및 입지 상승 기여 (연내 10여개 출시국 확대 목표)
- 호주의약품청(TGA) 품목허가 완료, 23년 하반기 출시 예상 (Evolus 파트너십)
- 80+ 국가 글로벌 파트너십, 50+개 국가 등록완료, 20+ 국가 해외 품목허가 진행 중 [Status: 전세계 63개국 품목허가 완료]
연내 싱가포르, 칠레, 페루 등 지역적 확대 기대



GAEWON

자료: 대응제약, 하나증권



신한지주

일회성 감안 시 안정적 경상 체력

[\[출처\] DS투자증권 나민욱 애널리스트](#)

3Q23 순이익 1.19조원(-26.6 % YoY)으로 기대치 부합

3Q23 지배 순이익은 1.19조원(-26.6% YoY)으로 시장 기대치를 부합했다. 원화 대출 성장은 +1.1% QoQ로 가계 대출은 -0.7% QoQ, 기업 대출은 대기업 대출 +8.2% QoQ에 힘입어 +2.6% QoQ 증가했다. 은행과 그룹 NIM은 모두 -1bp QoQ 하락했다. 4분기 고금리 예금 만기 도래에 앞서 선제적으로 자금을 조달했던 영향이다. 비이자이익은 수수료이익이 +9.7% QoQ 증가했음에도 유가증권 및 외환/파생 손익이 -36.6% QoQ 감소하며 전분기 대비 -11.6% QoQ 감소했다.

일회성 요인이 다수 존재했던 분기

예상대로 일회성 요인인 다수 반영됐던 분기 실적을 시현했다. Credit Cost는 0.50%로 전분기 대비 3bp 하락했다. 추가 총당금은 총 788억원으로 1) 신용 LGD 관련 333억원, 2) SOHO/소매 모형 변경 218억원, 3) 제주은행과 캐피탈에서 약 200억 원 전입했다. 추가총당금을 제외한 경상 기준 Credit Cost는 0.36%로 전분기 대비 1bp 하락했다.

통상 4분기 진행하던 희망퇴직프로그램을 3분기에 조기 진행하며 ERP 비용 743억원이 반영됐다. 연초 영업 정상화와 조직 개편을 감안한 조치였다. 증권에서는 젠투 사적화해 관련 총당부채가 세전 1,199억원 발생했다.

주주환원과 경상 이익 수준은 이상 無

투자의견 '매수', 목표주가 48,000원을 유지한다. 이번 분기 다수 존재했던 일회성 요인을 감안한 경상 순이익은 안정적인 수준이다. 예상대로 주당 525원의 분기배당과 4분기 1,000억원의 자사주 매입·소각을 결의했다. 원·달러 환율 상승과 기업 중심의 대출 성장에 따른 RWA 증가에도 불구하고 보통주 자본비율은 전분기 대비 9bp 하락한 12.9%를 기록했다. 2023년 연간 총 5,000억원의 자사주 매입·소각 규모와 배당성향 22.8%를 감안한 총주주환원율은 33.4%로 전년대비 약 3.4%p 상향 될 것으로 예상된다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
순이자이익	9,883	10,769	12,464	10,844	11,530
영업이익	4,930	5,952	5,889	6,456	6,809
당기순이익	3,415	4,019	4,642	4,691	4,790
EPS(원)	6,611	7,780	9,124	9,221	9,415
BPS(원)	81,099	91,543	95,987	105,864	113,138
PER (배)	4.8	4.7	3.8	3.8	3.7
PBR (배)	0.40	0.40	0.36	0.33	0.31
ROA(%)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	8.6	9.0	9.7	9.2	8.7
배당수익률(%)	4.7	5.3	5.9	6.0	6.3
BIS비율(%)	13.9	15.7	16.2	16.1	15.7
NPL비율(%)	0.36	0.27	0.25	0.29	0.31



에이프릴바이오

풍부한 현금 보유, 임상 순항 중

[\[출처\] DS투자증권 김민정 애널리스트](#)

SAFA 플랫폼 입증 가시화

에이프릴바이오는 SAFA 플랫폼을 기반으로 자가면역질환 치료제 APB-A1, APB-R3 등 2가지 파이프라인에 대해 임상을 진행하고 있다. APB-A1은 anti-CD40L scFc에 SAFA 플랫폼을 결합한 CD40L 표적치료제이다. CD40/CD40L은 글로벌 빅파마(사노피, GSK, Horizon 등)들이 다발성 경화증, 쇼그렌 증후군 등 다양한 적응증을 대상으로 유효성을 입증하고 있는 타겟이다. 에이프릴바이오는 APB-A1에 대해 2021년 10월 룬드백과 기술수출계약(총 계약금 약 5,400억원, Upfront 240억원, 비중 약 3.6%)을 체결하였으며 현재는 임상 1상을 완료하였다. 내년 초 임상 결과발표가 예상되며 이러한 임상 1상 결과를 통해 최초로 human에서 SAFA 플랫폼의 효능을 검증할 예정이다. 성공적인 결과를 확인하였을 경우 적응증을 확정하여 내년 상반기 임상 2상 진입이 기대된다.

APB-R3는 SAFA 플랫폼을 적용한 IL-18 binding protein(IL-18BP)으로 현재 스틸병 등 다양한 자가면역질환을 대상으로 임상 1상을 진행하고 있다. 2023년 9월 호주 1상에 대한 환자 투약이 완료되었으며 내년 초 임상 결과가 발표될 것으로 전망된다. 더불어 에이프릴바이오는 향후 GLP-1, ADC 등을 타겟으로 하여 SAFA 플랫폼 비즈니스를 진행하고자 하고 있다.

투자 포인트: 상장 시점 대비 진척된 임상 진행

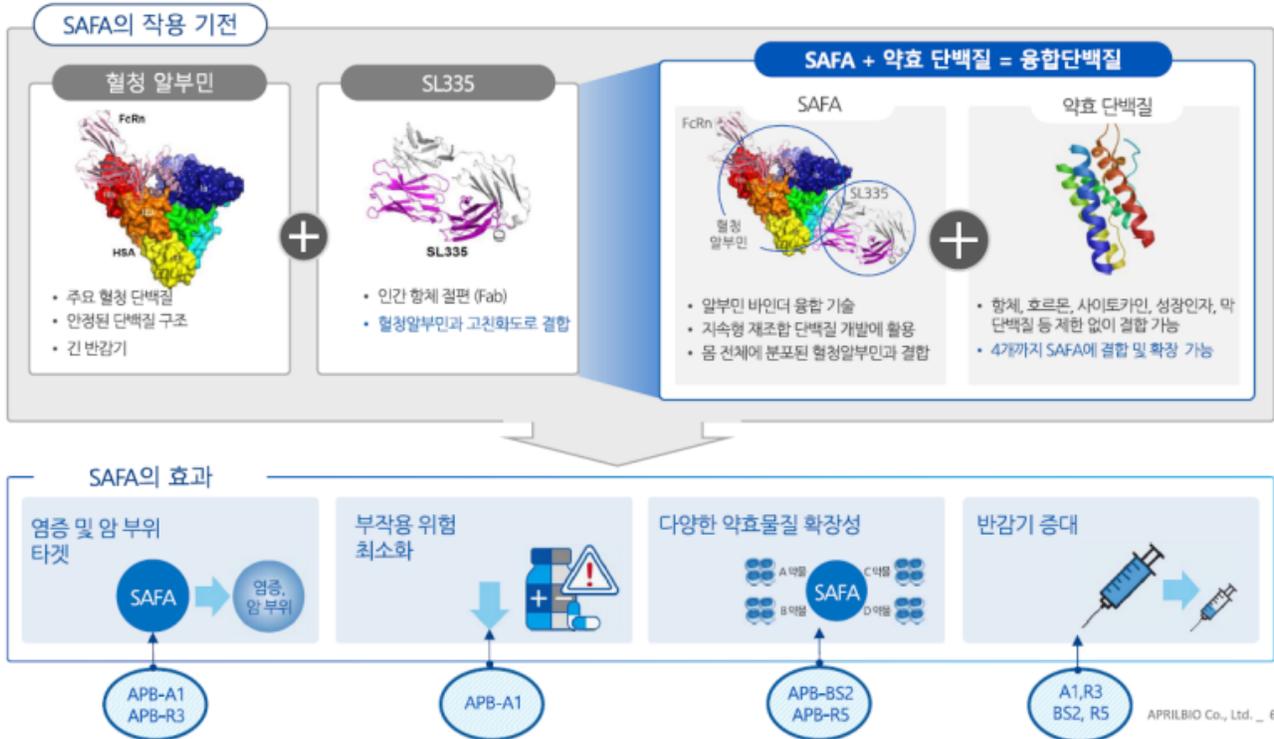
에이프릴바이오는 2022년 7월 APB-A1 1상, APB-R3 전임상 시점에 상장하였다. 2023년 10월 현재 에이프릴바이오는 2가지 파이프라인 모두 올해 내 1상 종료에 예상되는데 불구하고 시가총액은 2,307억원으로 상장 당시 약 1,700억원 대비 607억원 증가한 수준에 그친 상태이다. 2024년 에이프릴바이오는 APB-A1 및 APB-R3 임상 2상을 진입할 것으로 예상된다. 원활한 임상 진행 및 고금리 시대에 약 현금성 자산 약 700억원을 보유하고 있다는 점을 감안하였을 때 에이프릴바이오에 대해 긍정적인 투자 의견을 유지한다. 10월 17일에 단행한 1,071만주 무상증자는 거래량 측면에서 에이프릴바이오 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망한다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	0	0	0	23	0
영업이익	-1	-3	0	4	-9
영업이익률(%)	-574.8	-1,947.9		19.0	-2,186.6
세전이익	-1	-5	0	-53	-7
자배주주지분순이익	-1	-5	0	-53	-8
EPS(원)	-219	-1,383	0	-5,742	-719
증감률(%)	적지	적지	적지	적지	적지
ROE(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	-12.1
PER(배)	n/a	n/a	n/a	n/a	-27.4
PBR(배)	n/a	n/a	n/a	n/a	3.1
EV/EBITDA(배)	0.8	-1.8	n/a	-11.0	-17.0

자료: 에이프릴바이오, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

혈청 알부민과 결합하는 인간 Fab 항체절편(SL335)을 이용한 약효 단백질의 반감기 증가 항체의 Fc를 대체하여 알부민의 반감기(19일)를 활용하여 체내에서 체류



자료: 에이프릴바이오, DS투자증권 리서치센터

그림3 에이프릴바이오 파이프라인

Pipeline	적응증	타겟 물질	탐색	후보물질 도출	전임상시험	임상시험	진행 현황
자체 개발	자가면역질환 다수	CD40L	Progressing	Progressing	Progressing	임상 1상 완료	파트너사 '룬드백'
	자가염증질환 스틸병 등 다수	IL18	Progressing	Progressing	Progressing	임상1상 진행중	2023년 3월 개시
	자가면역질환 다수	IL2	Progressing	Progressing	Progressing		비임상 예비독성시험 진행중
	고형암	XX	Progressing	Progressing	Progressing		비임상 독성시험 진행 예정(2024년)
	자가면역질환 다수	XX	Progressing	Progressing	Progressing	L/O	최적 후보 물질 도출 중
	고형암	XX	Progressing	Progressing	Progressing		최적 후보 물질 도출 중
공동 개발	남성불임	FSH	Progressing	Progressing	Progressing		
	내분비질환	XX	Progressing	Progressing	Progressing	세브란스 연구중심병원 정부과제 선정 수행중	
	고형암	XX	Progressing	Progressing	Progressing	L/O	파트너사 '유한양행' 최적 후보 물질 도출 중

자료: 에이프릴바이오, DS투자증권 리서치센터



SK하이닉스

DRAM 흑자전환 & 2024년 방향성에 집중

[\[출처\] 유안타증권 백기리현 애널리스트](#)

3Q23 Review & 4Q23 Preview

전사 매출액과 영업적자는 각각 9.1조원(YoY -16%, QoQ +24%), -1.8조원(OPM -20%, YoY 적전, QoQ 적지)으로 시장 컨센서스를 하회.

DRAM 매출액과 영업이익은 각각 6.1조원(YoY -13% QoQ +34%), 5,720억원(OPM 9%, YoY -67%, QoQ 흑전)을 기록: 1)재고조정이 마무리된 일부 모바일 고객 중심으로 Build-up 수요가 발생했고, 2)HBM/DDR5를 포함한 고부가 제품 위주의 견조한 수요가 이어졌으며, 3)감산 활동에 대한 영향이 본격화되며 DRAM 가격 상승에 기반한 재고평가손환입이 수익성 개선에 기여했기 때문. 참고로 DRAM ASP 및 Bit Shipment는 전분기대비 각각 12%, 20% 증가한 것으로 추정.

Solidigm을 포함한 NAND부문 매출액과 영업적자는 각각 3.4조원(YoY +10%, QoQ -27%), -2.0조원(OPM -82%, YoY 적지, QoQ 적지)을 기록. 1)3Q23 지나면서 Legacy 중심으로 감산 강도를 재차 높임에 따라 예상대비 비용 증가가 컸고, 2)AI 수요 증가에 따른 영향이 제한적인 가운데 DRAM 대비 업황 회복이 더디기 때문. 참고로 NAND ASP 및 Bit Shipment는 전분기 대비 각각 Flat, 6% 증가한 것으로 추정.

4Q23 전사기준 예상 영업적자는 5,560억원으로 QoQ 적자폭은 크게 감소할 것으로 기대. 1)DRAM 가격이 재차 상승하며 재고평가손실금액 환입 등으로 수익성은 전분기대비 6%pt 개선될 것으로 추정하며, 2)NAND 시장내 감산 활동에 대한 영향으로 소폭의 가격 상승을 전망하기 때문. DRAM/NAND ASP는 전분기대비 각각 7%, 2% 증가할 것으로 추정.

투자의견 BUY, 목표주가 16만원 유지

2H23 단기적인 IT 수요 부진에 대한 우려는 기우일 것. 4Q23부터 메모리반도체 기업들의YoY 실적 개선이 두드러질 것으로 예상된다는 점에 주목해야 할 것. DRAM 3사 YoY 매출액 증감율은 4Q23F +11%, 1Q24F 71%. 무엇보다 2024년 전 응용처 중심으로 메모리 채용량 증가에 대한 가시성이 재차 높아진다는 점을 고려하면 "재고 Build-up 수요 (실수요의 본격 반등)"이 이어지고, 4Q23부터는 메모리반도체 가격 상승에 탄력도는 재차 높아질 것으로 전망. 1A/1Bnm 및 238단 선단공정 중심의 투자를 확대하는 가운데, HBM/DDR5와 같은 고부가 제품 시장내에서 지속 Outperform할 것으로 기대된다는 점에 주목. 동사에 대한 투자의견 BUY 유지.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	90,700	-17.4	24.1	80,649	12.5
영업이익	-17,880	적전	적지	-16,402	-9.0
세전계속사업이익	-18,398	적전	적지	-19,676	6.5
지배순이익	-16,293	적전	적지	-15,449	-5.5
영업이익률 (%)	-19.7	적전	적지	-20.3	+0.6 %pt
지배순이익률 (%)	-18.0	적전	적지	-19.2	+1.2 %pt

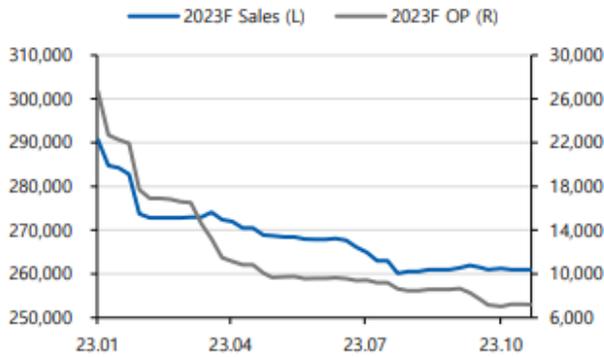
자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	429,978	446,216	314,257	548,481
영업이익	124,103	68,094	-86,286	95,181
지배순이익	96,023	22,296	-79,333	68,297
PER	9.2	33.3	-11.0	12.8
PBR	1.3	1.1	1.5	1.4
EV/EBITDA	4.3	4.4	20.7	4.3
ROE	16.8	3.6	-13.5	11.9

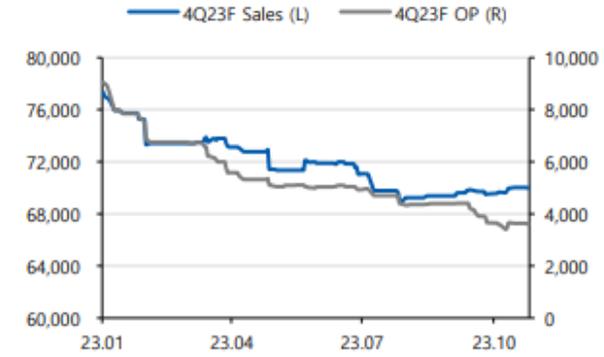
자료: 유안타증권

[차트 01] 삼성전자 연간 실적 컨센서스 변화 추이



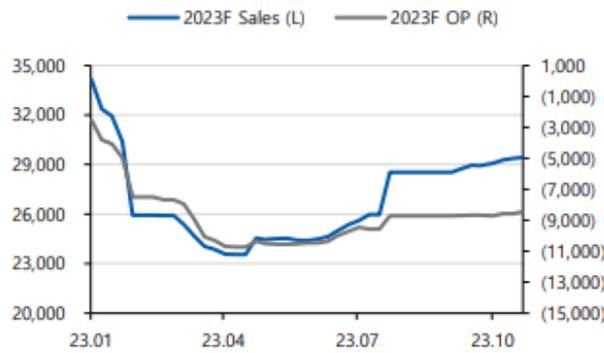
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원

[차트 02] 삼성전자 분기 실적 컨센서스 추이



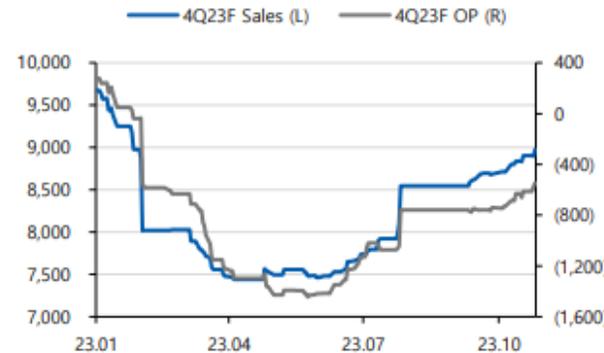
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원

[차트 03] SK 하이닉스 연간 실적 컨센서스 변화 추이



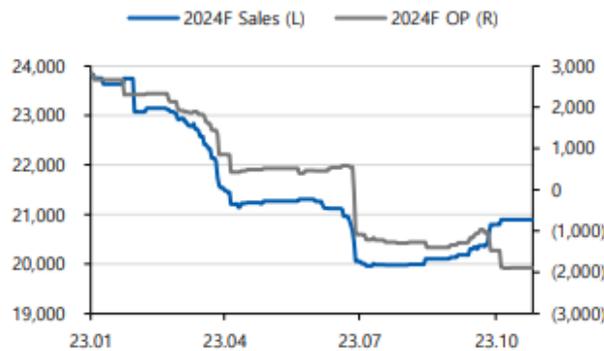
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원

[차트 04] SK 하이닉스 분기 실적 컨센서스 추이



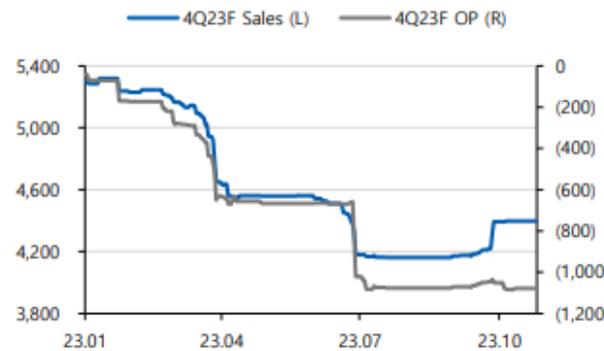
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원

[차트 05] Micron 연간 실적 컨센서스 변화 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 백만달러, FY 기준

[차트 06] Micron 분기 실적 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 백만달러, FY 기준 차기 분기(CY4Q23) 반영

