

2023.11.02(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-11-02 오전 8:49

수정한 날짜: 2023-11-02 오전 8:58

2023.11.02(목) 증권사리포트

삼성전자

3분기 MX, SDC 호조, 4분기 DS 개선

[\[출처\] IBK투자증권 김운호 애널리스트](#)

3분기, MX, SDC 호조

삼성전자의 2023년 3분기 매출액은 2023년 2분기 대비 12.3% 증가한 67.41조원이다. VD/가전 사업부를 제외한 매출액이 2분기 대비 증가하였다. 계절성에 따른 디스플레이 사업부가 가장 큰 폭으로 개선되었다. MX 매출액은 17.4% 증가, DS는 11.6% 증가하였다. VD/가전은 4.7% 감소하였다. 삼성전자의 2023년 3분기 영업이익은 2023년 2분기 대비 크게 증가한 2.43조원이다. DS의 영업적자 규모가 감소했고, MX 사업부는 2분기 대비 8.7% 증가, 디스플레이는 큰 폭으로 증가하였다. VD/가전은 50% 감소하였다.

4분기. 부품 개선 > Set 부진

삼성전자의 2023년 4분기 매출액은 2023년 3분기 대비 2.2% 증가한 68.89조원으로 예상된다. MX를 제외한 전 사업부 매출액이 3분기 대비 증가할 것으로 예상된다. DS는 가격, 물량 모두 개선될 것으로 기대하고, 디스플레이, VD/가전은 연말 성수기 효과로 실적 개선이 기대된다. MX는 연말 재고 조정 영향을 받을 전망이다. 삼성전자의 2023년 4분기 영업이익은 2023년 3분기 대비 46.7% 증가한 3.56조원으로 예상된다. DS의 영업적자 규모가 감소할 것으로 예상하고, MX 사업부가 3분기 대비 감소할 것으로 예상하고, 디스플레이는 유지, VD/가전은 감소할 것으로 예상된다.

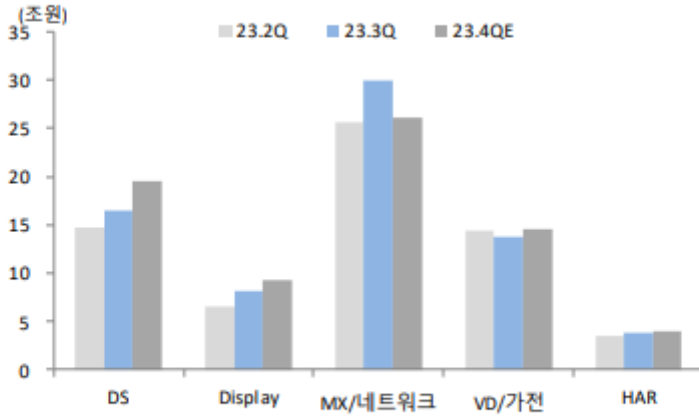
투자의견 매수, 목표주가 90,000원 유지

삼성전자에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는 최근 경쟁사들의 보수적인 투자와 동사의 감산 발표로 업황 바닥에 대한 인식이 확산되고 있고, DRAM 어플리케이션별 가격 반등은 기대하기 어렵지만 2023년 3분기부터 낙폭이 크게 줄어든 것으로 기대하고 있고, AI 관련 제품 비중에 따른 ASP 상승 반전이 가능한 상황이고, 2023년 하반기 실적이 상반기 보다는 개선될 것으로 기대하고 있기 때문이다. 목표주가는 90,000원을 유지한다.

(단위:십억원 배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	279,605	302,231	260,059	283,051	318,573
영업이익	51,634	43,377	7,306	27,959	54,837
세전이익	53,352	46,440	11,936	32,547	59,898
지배주주순이익	39,244	54,730	12,095	33,234	60,052
EPS(원)	5,777	8,057	1,781	4,893	8,841
증가율(%)	50.4	39.5	-77.9	174.8	80.7
영업이익률(%)	18.5	14.4	2.8	9.9	17.2
순이익률(%)	14.3	18.4	4.9	12.3	19.8
ROE(%)	13.9	17.1	3.5	9.3	15.8
PER	13.6	6.9	37.6	13.7	7.6
PBR	1.8	1.1	1.3	1.3	1.1
EV/EBITDA	5.0	3.4	7.8	5.1	3.1

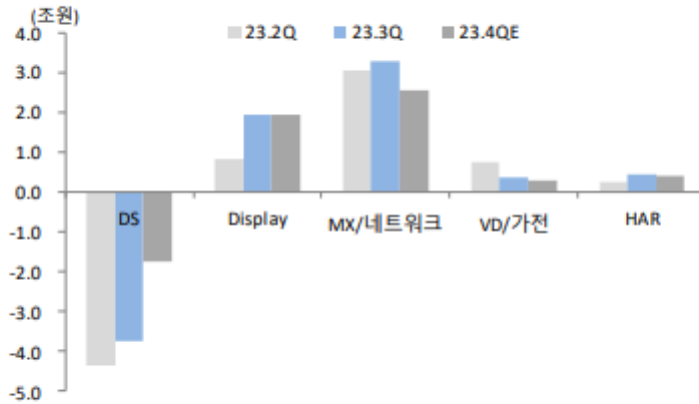
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 삼성전자 사업부별 분기별 매출액 추이 및 전망



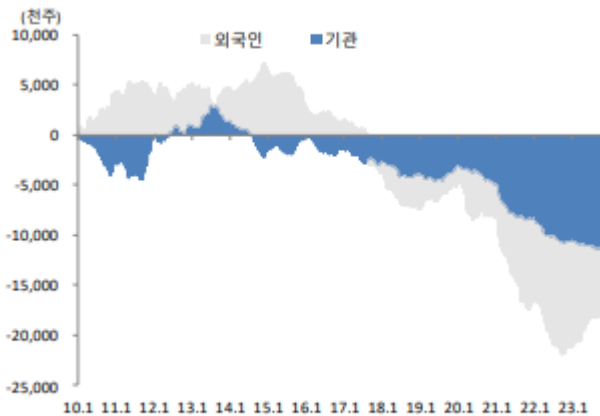
자료: 삼성전자, IBK투자증권

그림 2. 삼성전자 사업부별 분기별 영업이익 추이 및 전망



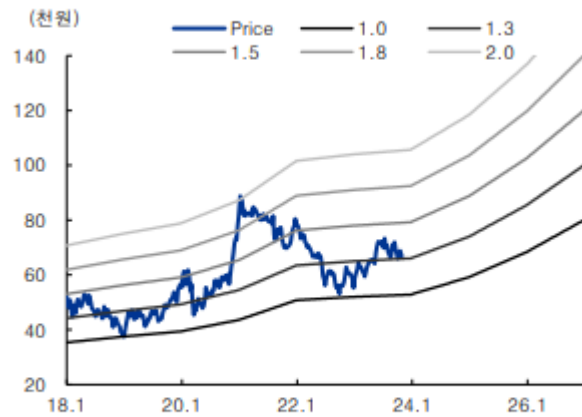
자료: 삼성전자, IBK투자증권

그림 3. 투자주체별 매매동향

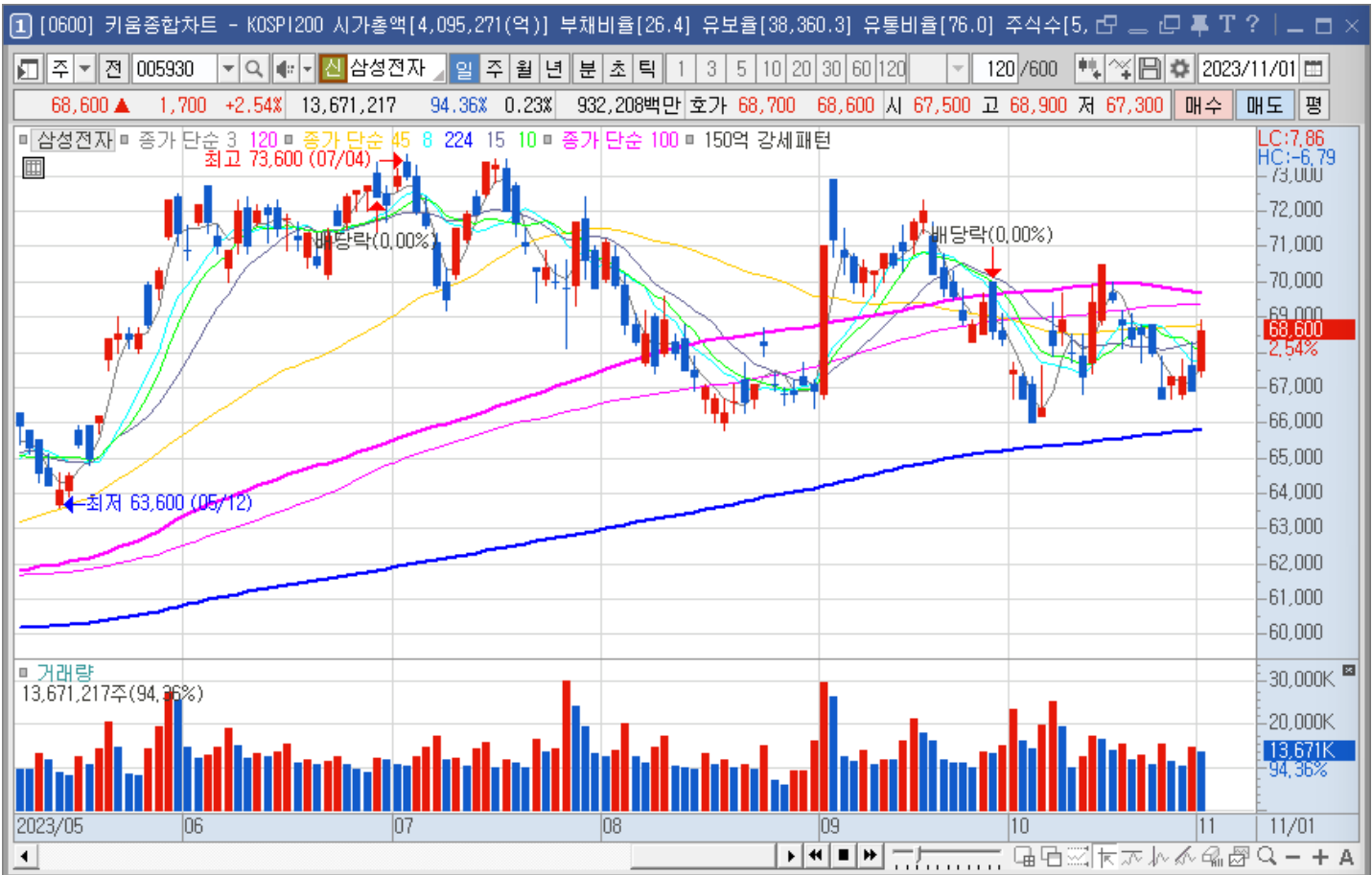


자료: wisefn

그림 4. PBR Band



자료:



비에이치

밸류에이션 하단 근접, 바텀피싱의 기회

[출처] DS투자증권 권태우 애널리스트

3Q23P 우려 대비 양호했던 실적

3분기 매출액 4,561억원(+49.4% QoQ, -3.6% YoY), 영업이익 508억원(+423.5% QoQ, -13.9% YoY, OPM 11.1%)이다. 3분기 북미향 매출액은 3,118억원으로 전년 대비 -13.2% 감소했다. 전반적인 초도 물량 지연 예상으로 실적이 저조할 것으로 예상했으나 북미 신모델향 제품 내 타 부품 대비 상대적으로 패널 단은 양호했다. 다만 레거시 물량 감소로 둔화한 실적을 시현했다. 3분기 무선충전모듈 부문은 888억원(+18.2% QoQ)로 성장세를 보였고 이익은흑자 전환된 것으로 파악된다.

4Q23F OPM 9.2%(+4.1%p YoY) 예상, 전년 대비 개선 전망

4Q23 예상 실적은 매출액 5,482억원(+20.2% QoQ, +9.1% YoY), 영업이익 503억원(-1.0% QoQ, +94.9% YoY)이다. 1) 환율은 1,300원으로 가정했다. 2) 북미향 예상 매출액은 3,769억원 +20.9% QoQ)이다. 4분기 북미향 프리미엄 물량(프로/프로맥스) 공급은 진행 중이며 연내 출하량 기조는 유지되고 있다. 변수는 패널 물동량이다. 동사의 전략 고객사의 패널 단에서는 이슈가 발생하지 않고 있다. 반면 경쟁사의 공급 차질에 대한 우려를 고려하면 동사의 반사 수혜도기대해 볼 수 있는 상황이다.

3) BH EVS의 무선충전 모듈: 상반기 인수와 인증 등의 비용 반영이 마무리되면서 3분기 흑자전환에 성공했다. 4분기 기확보한 수주 물량에 기반하여 매출액은 795억원이 예상되는 바 4분기 흑자 기조를 유지할 가능성이 높다고 판단된다.

높아지는 이익의 하방, 밸류에이션 콜

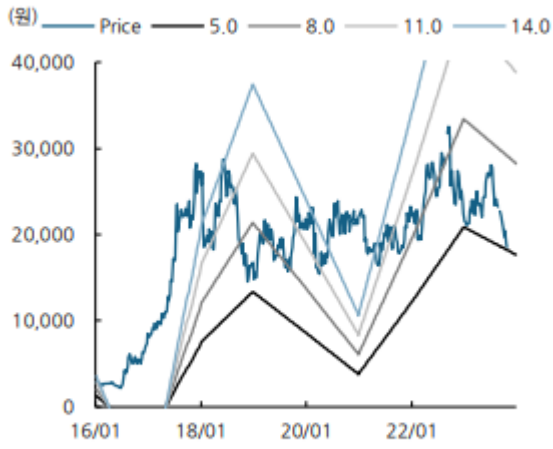
투자 의견 '매수'와 목표주가를 유지한다. 24년의 방향성을 본다면 동사의 주요포인트는 개선과 확대다. 확실한 사업 방향을 위한 전장 비즈니스 구조 확립을 바탕으로 스마트폰 변동성에 대한 리스크를 극복한다는 점에 주목해야 한다. 또한 24년 IT 기기 OLED 채용 예상으로 실적 개선이 명확해지는 기업은 드물다. 밸류에이션 관점에서 23~24년 실적 기준 PER 5배는 매수의 기회를 주고 있으며 어려운 대외 환경에서 기대되는 업체에 집중할 필요가 있다고 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,037	1,681	1,623	1,760	1,893
영업이익	71	131	120	139	156
영업이익률(%)	6.9	7.8	7.4	7.9	8.2
세전이익	104	164	129	144	159
지배주주지분순이익	82	144	112	115	127
EPS(원)	2,417	4,176	3,529	3,624	4,004
증감률(%)	212.4	72.7	-15.5	2.7	10.5
ROE(%)	22.5	29.7	18.3	16.0	15.3
PER(배)	9.6	5.4	5.3	5.2	4.7
PBR(배)	1.9	1.4	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	7.9	4.7	3.9	3.3	2.5

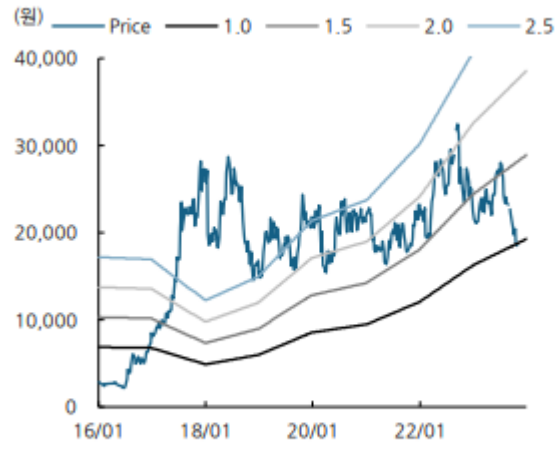
자료: 비에이치, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림1 비에이치 PER 밴드 차트



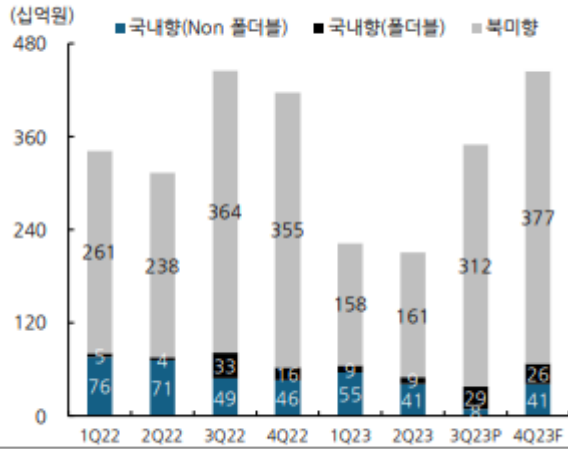
자료: Fnguide, DS투자증권 리서치센터

그림2 비에이치 PBR 밴드 차트



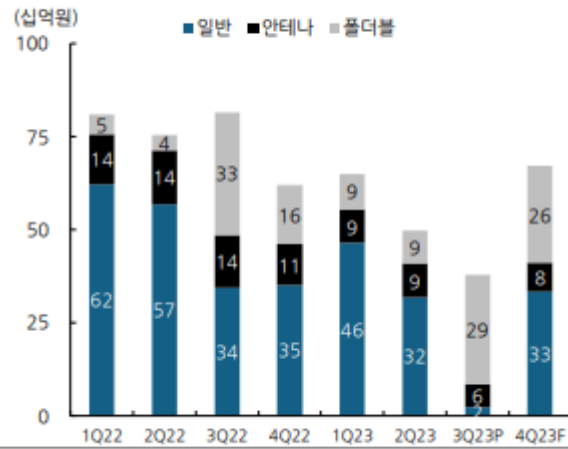
자료: Fnguide, DS투자증권 리서치센터

그림3 북미향 및 국내향 매출액 추이 및 전망



자료: 비에이치, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 국내 고객사향 매출액 추이 및 전망



자료: 비에이치, DS투자증권 리서치센터 추정



한화솔루션

결국, 미국 판가의 방향성이 추세 반전의 핵심

[\[출처\] 하나증권 유재성 애널리스트](#)

3Q23 영업이익 컨센 20% 하회

3Q23 영업이익은 983억원(QoQ -49%, YoY -71%)으로 컨센(1,219억원)을 20% 하회했다. 지배순이익은 59억원을 기록했는데, 이는 지분법 자회사의 흑자전환에도 불구하고 조달금리 상승에 따른 금융비용 866억원이 반영된 영향이다. 케미칼/첨단소재는 선방했으나, 태양광 영업이익이 347억원(QoQ -75%)으로 큰 폭 감익된 점이 컨센 하회의 주된 요인이었다. 태양광 영업이익은 1) 모듈 영업이익 75억원(OPM +0.9%, QoQ -1천억원) 2) AMPC 350억원(QoQ +71억원) 3) 발전사업/EPC 영업이익 -78억원(OPM -2%)로 구성되었다. 모듈의 OPM은 전분기 8%에서 -7.2%p 하락했다. 이는 물량 감소(QoQ -10% 수준)와 판가하락(QoQ -20% 이상), 높은 원가의 웨이퍼 투입에 따른 역래깅 효과가 발생한 영향이다.

4Q23 영업이익 QoQ +33% 개선 전망. 모듈 이익 개선폭 미미할 것으로 가정

4Q23 영업이익은 1,306억원(QoQ +33%, YoY -22%)를 전망한다. 케미칼은 정기보수 영향으로 감익되나, 태양광은 개선이 가능하다. 태양광 영업이익은 1,075억원(QoQ +210%)을 추정한다. 1) 모듈 영업이익 90억원(OPM +0.9%) 2) 발전사업 매출+EPC 관련 매출액 1조원/영업이익 600억원 3) AMPC 385억원을 가정했다. 모듈 OPM이 전분기와 유사할 것으로 전망하는 것은 1) 높은 원가의 웨이퍼 재고 소진에 따른 원가 절감 효과에도 불구하고 2) 미국의 모듈 판가 하락이 본격화되며 회사 판가에 영향을 미칠 것으로 전망하기 때문이다.

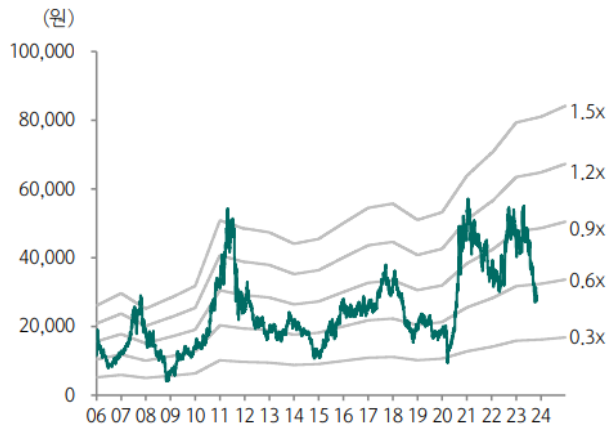
중장기 성장전략 긍정적. 다만, 단기 업황과 금융비용 증가 우려

투자의견 Neutral, TP 3.4만원을 유지한다. 한화솔루션의 미국 내 증설과 수직계열화 노력 등 중장기 성장성을 의심하지는 않는다. 최근 미국 모듈 3.4GW 설비 가동이 시작되고 TOPCON 설비가동 등에 따른 한국공장 수율 개선 등을 반영해 회사는 공칭 Capa를 기존셀 10GW/모듈 12.4GW에서 셀 12GW/모듈 17.8GW로 상향했다. 향후 1) 미국향 모듈 판가 하락세 진정 2) 미국 내 경쟁 강도 완화 3) 2024년 하반기 미국의 동남아 우회 수출 중국 물량에 대한 관세 부활 4) 2025년 수직계열화 완성 및 페로브스카이트 탠덤 전지 상용화 경과에 따라 투자의견은 상향될 수 있다. 다만, 단기적인 문제는 태양광 밸류체인 전반의 공급과잉에 따른 제품가격 하락세가 지속되고 있다는 점이다. 특히 유럽 가격이 급락하면서, 한화솔루션을 비롯한 글로벌 플레이어들이 가격이 두 배 이상 높은 미국향 비중을 높이기 위한 전략을 실행 중이다. 이에 따라, 미국 모듈 가격은 본격적인 하락 국면에 진입했다. 회사의 판가는 시장 대비 견조하겠지만, 여전히 미국 시장 가격 약세가 우려 요인으로 작용할 것이다. 조달비용 증가로 금융비용이 2021년 1.3천억원 → 2022년 1.7천억원 → 2023년 3천억원(추정)으로 큰 폭 증가하고 있다는 점도 경계해야 할 부분이다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

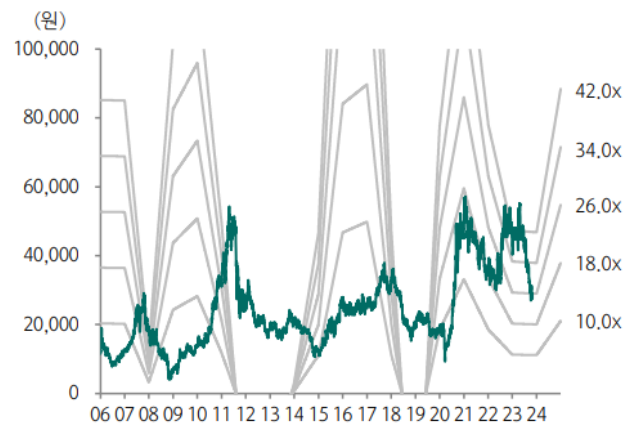
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	10,725.2	13,653.9	13,179.2	11,485.6
영업이익	738.3	966.2	694.4	484.8
세전이익	855.3	569.2	336.7	284.0
순이익	619.1	359.1	200.0	194.3
EPS	3,301	1,864	1,127	1,114
증감율	79.40	(43.53)	(39.54)	(1.15)
PER	10.75	23.07	24.58	24.87
PBR	0.84	0.92	0.52	0.51
EV/EBITDA	8.29	8.78	8.08	8.37
ROE	8.79	4.21	2.22	2.11
BPS	42,466	46,887	52,917	54,031
DPS	0	0	0	0

도표 3. 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나증권

도표 4. 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나증권



하이트진로

소주 출고가 7% 인상 발표, 맥주는?

[\[출처\] 하나증권 심은주 애널리스트](#)

소주 출고가 7% 인상

하이트진로가 11월 9일부터 참이슬 출고가 평균 6.95% 인상을 발표했다. 지난 4월 주정 가격 9.8% 인상 이후, 약 6개월 만에 판가 인상이 가시화되었다. 주정은 소주 원가에서 22%를 차지하는 가장 비중 큰 원재료이다. 과거 전례를 보면 주정 인상 후, 한 분기 내로 소주 판가 인상이 가시화되었다. 참이슬 연간 매출액은 약 1조원으로 파악된다. 초기 물량 저항 등 감안 시, 내년 연결 영업이익은 기존 추정치 대비 25.0% 증가하는 효과가 있을 것으로 추정한다. 지난 달 오비맥주가 맥주 판가를 인상한 만큼, 차후 맥주 가격 인상 가능성도 열어놓을 수 있다. 참고로 맥주 판가 7% 인상 가정시, 하이트진로의 내년 손익은 기존 추정치 대비 17% 증가하는 효과가 있을 것으로 추정된다.

3분기 실적은 안 좋을 수 밖에 없지만...

3분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6,718억원(YoY 2.2%), 350억원(YoY -38.6%)으로 추정한다. B2B 시장 총수요 부진이 지속되면서 탑라인 성장은 다소 제한적일 것으로 전망한다. 지난 4월 주정 가격 인상에 따른 원가 부담 가중 및 신제품 관련 광고판촉비 증가로 손익도 YoY 큰 폭 감소가 불가피할 것으로 예상된다. 판관비 집행 정도에 따라 손익은 하나증권 추정치를 하회할 공산도 크다. ① 7~8월 누계 맥주 매출액은 YoY 5% 내외 증가한 것으로 추정한다. 전반적으로 시장 총수요 부진이 지속되고 있으나, '캘리' 신제품 출시 효과로 YoY (+) 성장을 유지 중이다. '캘리' 4월/5월/6월 매출액은 각각 100억원/140억원/170억원 수준으로 파악되는데, 7~8월에도 170억원 수준의 월매출 기여를 한 것으로 추정된다. 맥주 점유율은 YoY 소폭 상승한 것으로 판단된다. ② 7~8월 누계 소주 매출액은 YoY -2.0% 감소한 것으로 추산된다. 총수요도 부진하지만 주정 등 주요 원재료 투입가격 인상이 부담이다. 2분기 소주 마진이 YoY 하락했는데, 3분기도 YoY 3%p 내외 하락할 것으로 예상된다. ③ 전년 광고판촉비는 630억원이 집행되었다. 2분기 광고판촉비가 YoY 270억원 증가했던 점 감안시 맥주 적자는 3분기에도 이어지겠다.

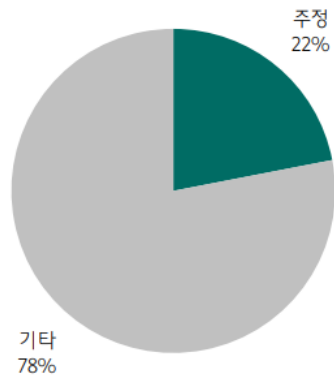
내년 수익성 개선 가능할 전망

하이트진로의 2023년 연결 손익은 1,100억원 내외로 예상된다. 참고로, 지난 3년 간 평균이익은 1,800억원 수준이었다. ① 주류 총수요 부진, ② 원가 부담(맥아, 주정 등), ③ 신제품 출시에 따른 판관비 증가가 맞물리면서 부진한 실적 흐름이 이어지고 있었다. 그러나 이번 소주 판가 인상으로 내년 손익은 지난 3년 평균 수준까지 회복 가능할 것으로 예상된다. 차후 맥주 판가 인상까지 열어둘 수 있는 만큼 저가 매수가 유효하다. 현 주가는 역사적 밴드 최하단에 위치한다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

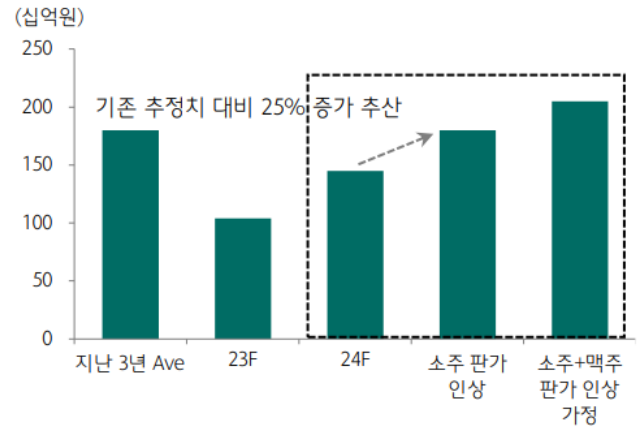
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,202.9	2,497.6	2,537.7	2,645.6
영업이익	174.1	190.6	104.6	145.7
세전이익	103.2	121.4	68.7	108.8
순이익	71.7	87.0	45.4	75.2
EPS	1,007	1,221	638	1,055
증감율	(17.19)	21.25	(47.75)	65.36
PER	29.94	20.93	32.92	19.91
PBR	1.84	1.47	1.23	1.22
EV/EBITDA	7.85	7.14	7.89	6.72
ROE	6.62	7.72	3.95	6.57
BPS	16,409	17,363	17,069	17,193
DPS	800	950	950	950

도표 2. 소주 COGS에서 주정이 차지하는 비중



자료: 하나증권

도표 3. 하이트진로 평가 인상에 따른 손익 추정



자료: 하나증권



BNK금융지주

자본비율 회복은 긍정적

[출처] DS투자증권 나민욱 애널리스트

3Q23 순이익 2,043억원(-20.8% YoY)으로 기대치 하회

3Q23 지배 순이익은 2,043억원(-20.8% YoY)으로 시장 기대치를 -3.9%, 당사 추정치를 -0.6% 하회했다. 원화 대출 성장은 부산 +2.4% QoQ, 경남 +3.4% QoQ로 양행 모두 고른 성장을 기록했다. 부산과 경남은행의 NIM은 각각 -4bp, -9bp QoQ로 그룹 기준 -6bp QoQ 하락했다. 1) 금융사고 관련 경남은행에서 선제적 고금리 기관성 수신 조달과, 2) PF 중단에 따른 저원가성 수신 감소영향이 존재했다. 비이자이익은 기타부문의이익이 적자로 전환되며 -34.0% QoQ 감소했다. 특히 요인으로는 대출채권 매각이익이 양행 합산 349억원(부산 268억원, 경남 99억원)이 발생했다.

건전성 부담과 자회사 실적 부진은 지속

그룹 기준 NPL ratio와 연체율은 각각 0.58%(+1bp QoQ), 0.58%(+5bp QoQ)를 기록했다. 1) 양행 합산 신용 LGD 추가 총당금 74억원(부산 15억원, 경남 59억원)과, 2) 이를 포함해 손실흡수능력 제고 차원의 367억원(부산 268억원, 경남 99억원) 전입 영향이 존재했다. 상매각 규모를 감안 시 부산은행의 연체율이 빠르게 상승 중인 것으로 추정된다.

한편 증권과 캐피탈은 순이익 기준 각각 적지 QoQ, -18.4% QoQ 감소했다. 특히 이번 분기 증권사의 적자 규모는 확대되었는데(2Q -2억원, 3Q -31억원) 주로 PF론 취급 중단에 따른 금융자문료가 -75.6% QoQ 감소함에 기인한다.

자본비율 회복은 긍정적이거나 향후 실적 회복이 관건

이번 분기 양행 모두 견조한 대출 성장에도 RWA 관리를 통해 보통주 자본비율은 전분기 대비 +11bp QoQ 상승했다. 이에 기반해 지난 7월 기매입 자사주 전량 소각과 주당 100원의 중간 배당을 실시했다. 향후 자회사의 실적 회복이 우선적인 과제이나 현 시점에서 지난 4분기와 같이 급격한 이익 훼손 가능성은 제한적이다. 올해 예상 배당 수익률 9.3%를 감안 시 현재 PBR 0.23배는 상당히 매력적인 수준이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
순이자이익	2,185	2,572	2,924	2,889	2,926
영업이익	748	1,092	1,159	1,046	1,151
당기순이익	519	791	811	771	811
EPS(원)	1,593	2,427	2,487	2,383	2,505
BPS(원)	24,243	26,075	27,790	29,547	31,422
PER (배)	4.3	2.8	2.7	2.8	2.7
PBR (배)	0.28	0.26	0.24	0.23	0.22
ROA(%)	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5
ROE(%)	6.7	9.6	9.2	8.3	8.2
배당수익률(%)	5.6	6.7	9.6	9.3	9.7
BIS비율(%)	13.2	13.6	13.7	13.9	14.4
NPL비율(%)	0.80	0.45	0.45	0.50	0.48

자료: BNK금융지주, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



유니드

예상대로 4Q부터 강력한 턴어라운드 가시화

[출처] DS투자증권 김수현 애널리스트

3Q23 매출 2,507억원, 영업이익 8억원으로 기대치 부합

3Q23 매출액 2,507억원(-36% YoY), 영업이익 8억원(-98% YoY)으로 당사 추정치 영업적자 1억원 대비 소폭 선방했다. 이번 3분기 실적은 소위 big bath로 평가할 수 있다. 국내 법인은 높은 단가의 재고 관련 손실이 전부 반영된 분기이다. 중국 법인의 경우도 고가 재고가 대부분 소진되었다. 이를 입증하기 위해 사측에서는 월별실적을 공개했는데 국내 법인의 영업이익은 7월 4억원, 8월 적자 12억, 9월 21억원으로 크게 개선됐다. 중국 법인은 8월부터 실적 턴어라운드가 시작되면서 10개월 연속 적자가 중단됐다. 중국 법인의 영업이익은 7월 적자 47억원, 8월 6억원, 9월 38억원으로 큰 폭 실적 턴어라운드가 진행 중이다.

4Q23 매출 3,077억원(+22.7% QoQ), 영업이익 190억원 전망

4분기 영업이익은 190억원으로 큰 폭의 턴어라운드가 예상된다. 지난 1년 가까이 문제가 된 중국 법인은 고가 재고가 모두 소진되면서 판가-원가 스프레드가 3분기 대비 확대된 것으로 추정되며 국내 법인 또한 저가 원재료 투입으로 4분기 큰 폭의 흑자 전환이 예상된다. 특히 이스라엘-하마스 전쟁으로 인한 비료 가격의 upside potential이 더욱 커지면서 동사 가성칼륨에 대한 가격 상승과 수요 증가 가능성도 상당히 높아지는 구간에 들어섰다.

중국 법인의 적자 요인 중 하나였던 염소(가성칼륨 생산에서 발생하는 부산물)의 가격도 안정화되고 있어 긍정적이다. 3분기 중국 법인의 연차 정비로 인한 가동률 하락(85%)도 4분기 경상 수준인 88%까지 회복한 것으로 파악된다.

여전히 저평가 구간 / 지정학적 리스크로 인한 수혜도 기대

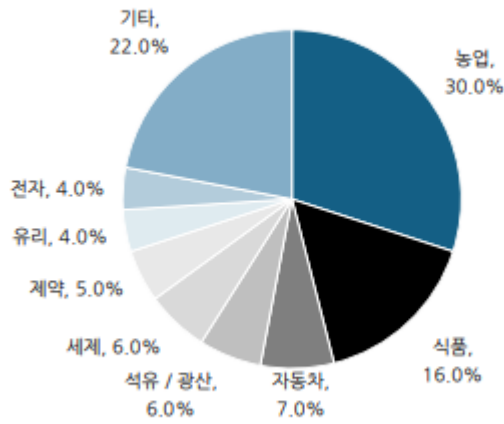
투자 포인트는 1) 원재료 염화 칼륨 가격 반등으로 4Q부터 본격적인 스프레드 개선, 2) 이스라엘-하마스 전쟁에 따른 전방 시장(비료 등) 가격 상승, 3) 중장기적으로 동사 가성 칼륨이 탄소포집 흡수제로 채택될 가능성을 꼽을 수 있다. 주가는 24F 실적 기준 PER 6.2배에 불과해 여전히 저평가 구간이라고 판단된다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	890	877	1,405	1,194	1,297
영업이익	96	149	148	29	109
영업이익률(%)	10.8	17.0	10.5	2.5	8.4
세전이익	91	212	141	21	88
자배주주지분순이익	77	183	124	18	76
EPS(원)	8,656	20,535	18,362	2,775	11,456
증감률(%)	13.9	137.2	-10.6	-84.9	312.8
ROE(%)	10.3	20.5	13.1	2.0	8.1
PER(배)	5.6	4.9	4.4	25.8	6.2
PBR(배)	0.5	0.9	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	3.6	4.6	4.1	6.5	3.3

자료: 유니드, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

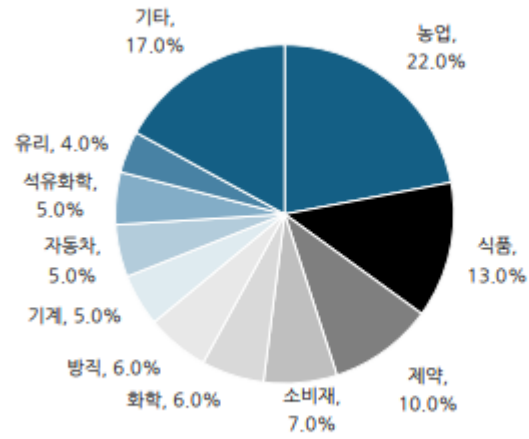
그림1 국내 법인의 주요 수요별 판매비중



자료: 유니드, DS투자증권 리서치센터

주: 자동차: SBR, 브레이크패드, 금속처리 / 전자: 반도체, 태양광

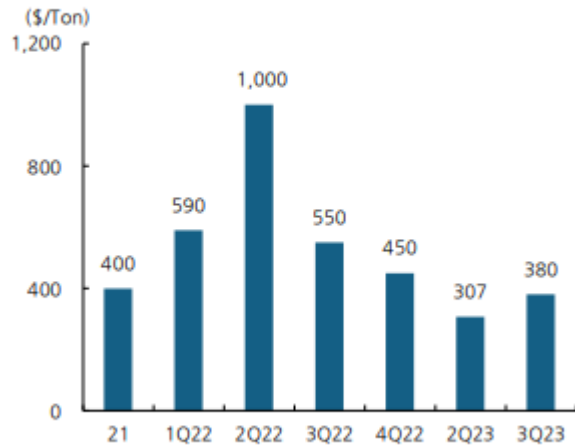
그림2 중국 법인의 주요 수요별 판매비중



자료: 유니드, DS투자증권 리서치센터

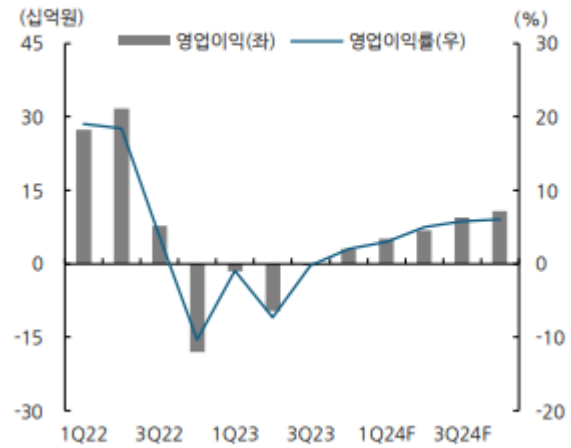
주: 소비재: 세척제, 폭죽, 필름, 건전지 / 방직: 가죽처리, 염료 / 기계: 표면처리, 용접봉

그림3 영화 칼럼 가격 추이



자료: Sunsis, 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

그림4 중국 법인 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유니드, DS투자증권 리서치센터 추정



LS ELECTRIC

쉬어 갈 뿐, 전력인프라 모멘텀 지속

[\[출처\] 키움증권 김지산 애널리스트](#)

3분기 실적, 예상치 하회했지만 전력인프라는 견고한 성장

3분기 영업이익은 701억원(QoQ -33%, YoY 15%)으로 시장 컨센서스(831억원)를 하회했다.

큰 폭의 이익 성장을 이끌어 온 전력인프라는 매출액이 51%(YoY) 증가하며 모멘텀을 이어간 반면, 경기 민감도가 큰 자동화솔루션과 중국 법인이 부진의 원인이었다.

자동화솔루션은 국내 설비 투자 수요 감소로 인해 유통 재고가 증가했고, 일시적으로 R&D 비용까지 집중되며 적자 전환했다. 중국 무석 법인의 전력기기는 부동산 경기 침체 영향이 불가피했고, 대련 법인의 전력인프라는 한국 기업들의 중국 투자 수요가 감소했다.

이에 비해 전력인프라는 1) 3분기에도 북미 중심으로 3,350억원의 신규 수주가 더해졌고, 2) 대만 내 도시철도 관련 대규모 전력시스템 수주가 잇따르고 있으며, 3) 국내에서도 한전향 변전소 수주가 증가했다.

북미에서는 IRA 환경에서 배터리 합작법인 대상으로 수주 성과가 뒷받침될 것이고, 배전뿐만 아니라 초고압 변압기 수요에도 적극 대응할 계획이다.

북미 전력인프라 주도 성장 모멘텀 유효

4분기 영업이익은 716억원(QoQ 2%, YoY 174%)으로 예상된다.

전력기기는 동남아와 중동에서 경기 둔화 영향을 받고 있지만, 북미 전력망 투자와 유럽 신재생 투자 수요가 견조할 것이다.

신재생 사업부의 매출은 비금도 태양광과 영국 Botley ESS 등 2개의 대형 프로젝트에 집중되고 있다. 프로젝트 라인업이 단순화된 만큼, 4분기에 반복되던 일회성 비용의 재발 가능성이 낮아 보인다.

자동화솔루션은 수요 저점을 지나는 과정이라고 판단된다. 내년에 회복 탄력성이 클 것이고, 배터리, 물류 등 High-end 시장 공략을 강화할 계획이다.

LS이모빌리티솔루션은 누적 수주액이 1조원을 넘어섰고, 신규 멕시코 공장의 가동을 서두르고 있다.

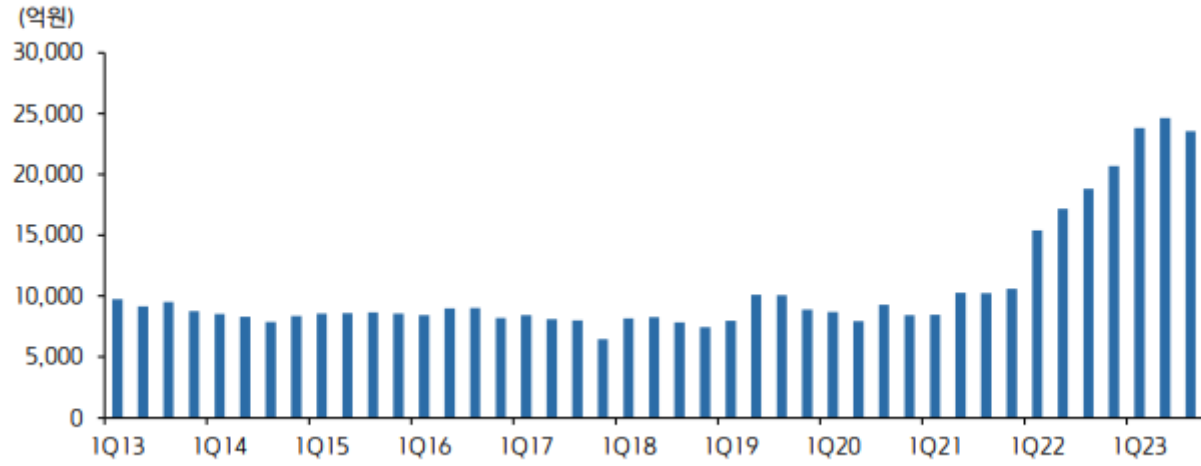
목표주가를 11만원으로 하향하지만, 수주잔고에서 확인하듯 북미 전력인프라 중심의 성장 모멘텀은 여전히 유효하다. 향후 전기차 충전 인프라, 신재생 중심 마이크로그리드 등을 위한 배전망 주도의 변화 가능성을 주목해야 한다.

투자지표

(억원, IFRS)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	26,683	33,771	42,407	46,080
영업이익	1,551	1,875	3,283	3,531
EBITDA	2,566	2,897	4,317	4,567
세전이익	1,107	1,270	2,823	3,314
순이익	853	912	2,129	2,486
지배주주지분순이익	847	903	2,123	2,461
EPS(원)	2,825	3,010	7,077	8,203
증감률(%YoY)	-0.5	6.6	135.1	15.9
PER(배)	19.8	18.7	10.1	8.7
PBR(배)	1.13	1.09	1.23	1.09
EV/EBITDA(배)	6.5	7.0	5.8	5.2
영업이익률(%)	5.8	5.6	7.7	7.7
ROE(%)	5.9	6.0	12.9	13.3
순부채비율(%)	0.6	22.3	20.2	11.4

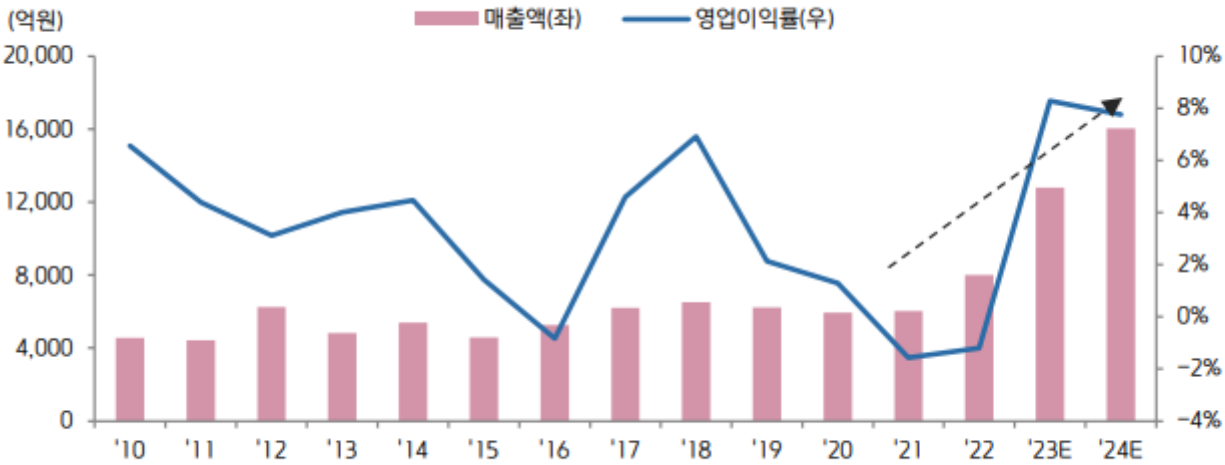
자료: 키움증권

LS ELECTRIC 수주잔고 추이



자료: LS ELECTRIC, 키움증권

LS ELECTRIC 전력인프라 실적 추이 및 전망



자료: LS ELECTRIC, 키움증권

