

2023.11.06(월) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-11-06 오전 4:13

수정한 날짜: 2023-11-06 오전 8:36

2023.11.06(월) 증권사리포트

하이브

마지막 퍼즐들을 맞추는 내년

[\[출처\] 하나증권 이기훈 애널리스트](#)

본질보다 외부 변수에 흔들린 기업 가치

작년에 선제적으로 투자했던 아티스트 관련 비용들은 올해 강력한 글로벌 팬덤 확장으로 당사 영업이익 전망치 기준으로 연초 대비 약 1,000억원 상승하게 된 주요 요인이었다. 내년에는 미국/게임 부문에서 주요 IP의 데뷔 혹은 출시로 높은 턴어라운드 기대되며, 위버스도 IP 확장 효과 및 SM과의 시너지가 확대될 것이다. 또한, BTS는 또 한 번의 재계약을 통해 <화양연화> 10주년인 2025년의 완전체 활동을 계획하고 있으며, 주요 멤버들의 군입대 전 사전 콘텐츠 제작으로 내년도도 올해와 비슷한 수준의 매출을 예상한다고 밝혔다. 최근, 산업 내 다양한 인적 리스크(재계약, 마약, SM 관련 이슈 등)들이 발현되면서 주가가 부진한데, 동사는 내년 상반기에 다양한 성장 모멘텀들이 집중되어 있다. BTS 군입대 구간에 사상 최대 실적이 이어지고 있으며, 2025년 예상 OP 기준 20배(시가총액 10조원)도 하회하고 있는 현 주가에서는 지속 최선호주로 제시한다.

3Q Review: OP 727억원(+20% YoY)

3분기 매출액/영업이익은 각각 5,379억원(+21% YoY)/727억원(+20%)으로 컨센서스(642억원)을 상회했다. 다만, 4분기에 반영될 TXT/세븐틴/정국 등의 일부 앨범들(약 200억원대로 추정)이 9월에 선 반영된 점을 감안하면 부합 수준이다. V/뉴진스/세븐틴(일본) 등의 약 820만장 등의 앨범이 반영되었으며, 스트리밍 매출도 구조적으로 상승하면서 앨범 내 30% 내외의 비중을 차지하고 있다. 이 중 국내 레이블은 52% 수준으로, 향후 미국 신인 데뷔 및 이타카홀딩스의 주요 아티스트들 컴백, 그리고 신인 데뷔 싸이클 등을 감안할 때 구조적인 성장이 예상된다. 위버스는 SM 아티스트 입점 후 MAU가 1,050만명(+10%QoQ)을 기록했다. 4분기 예상 매출액/영업이익은 각각 5,936(+11%)/873억원(+71%)으로, TXT/세븐틴/정국/엔하이픈의 컴백과 약 52만명의 투어가 반영된다.

2023년은 멀티 레이블의 강력한 이익, 2024년은 미국/위버스/게임

2022년을 되돌아보면 르세라핌/뉴진스/미국 걸그룹 등 신인 개발비용을 적극적으로 집행하면서 실적 추정이 하향 되었지만, 글로벌 팬덤 확장이 이미 플레디스/쏘스/어도어 등의 가파른 실적 턴어라운드가 확인되고 있다. KOZ 역시 내년부터 고성장이 예상되며, 빌리프랩도 연간 300억원 내외의 영업이익 기여가 예상된다. 그런 관점에서 내년에는 미국(아메리카 + UMG)/아이엠(게임) 등 주요 적자 자회사들의 턴어라운드가 기대된다. 미국은 드림 아카데미 데뷔 및 이타카홀딩스 내 핵심 아티스트 컴백 등으로 높은 실적 상향 잠재력이 있으며, 게임도 <별이 되어라2>가 내년 서비스 예정이다. 위버스는 구독 서비스 도입 시점은 다소 늦어질 것으로 추정되나, SM 아티스트 입점 효과가 나타날 것이다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

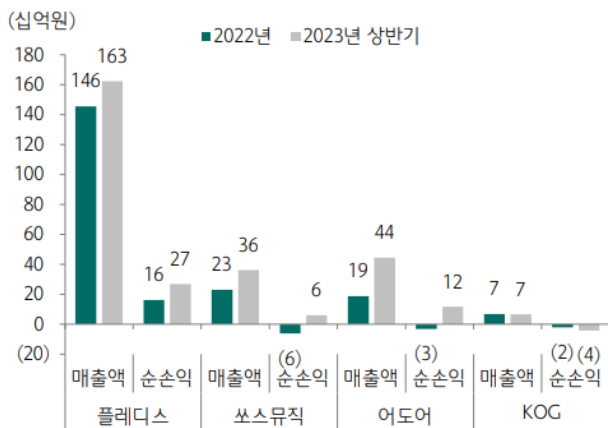
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,255.9	1,776.2	2,163.1	2,452.5
영업이익	190.2	236.9	293.8	344.6
세전이익	210.5	96.5	388.8	402.6
순이익	136.8	52.3	316.4	287.0
EPS	3,606	1,265	7,609	6,890
증감율	28.28	(64.92)	501.50	(9.45)
PER	96.78	137.15	29.90	33.02
PBR	5.13	2.59	3.07	2.85
EV/EBITDA	51.59	19.12	24.26	22.38
ROE	6.83	1.87	10.80	8.95
BPS	67,998	66,995	74,110	79,774
DPS	0	0	0	2,200

도표 3. 하이브 아티스트 활동 라인업 - 초록색은 재계약 이후

	18	19	20	21	22	23F	24F
BTS			재계약			입대	
TXT		데뷔					
세븐틴				재계약			입대
프로미스나인	데뷔						
르세라핌					데뷔		
뉴진스					데뷔		
&Team(일본)					데뷔		
BOYNEXTDOOR						데뷔	
엔하이픈			데뷔				
아일릿							데뷔
신인 남자(플레디스)							데뷔
신인 여자(미국)							데뷔

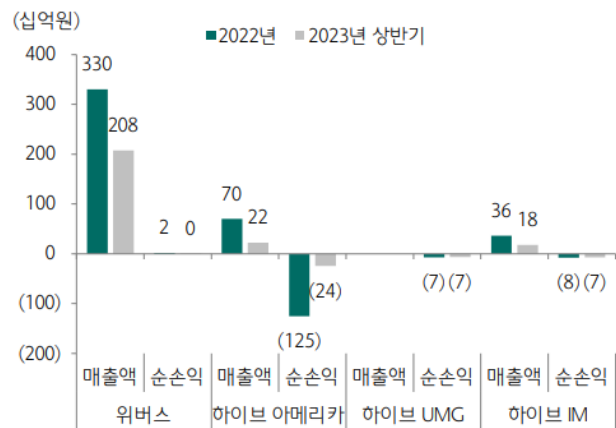
자료: 하나증권

도표 4. 하이브 주요 레이블 실적 변화



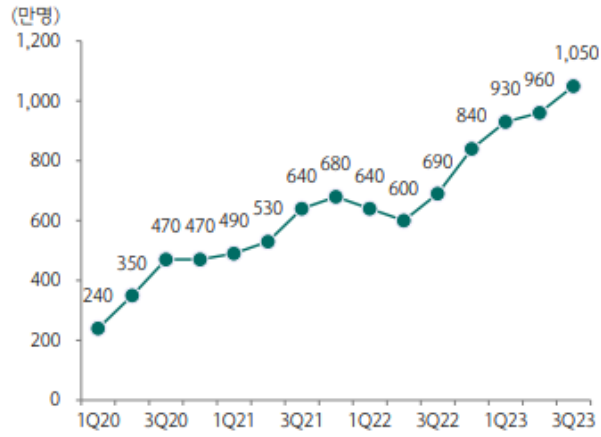
자료: 하이브, 하나증권

도표 5. 하이브 주요 종속회사 실적 변화



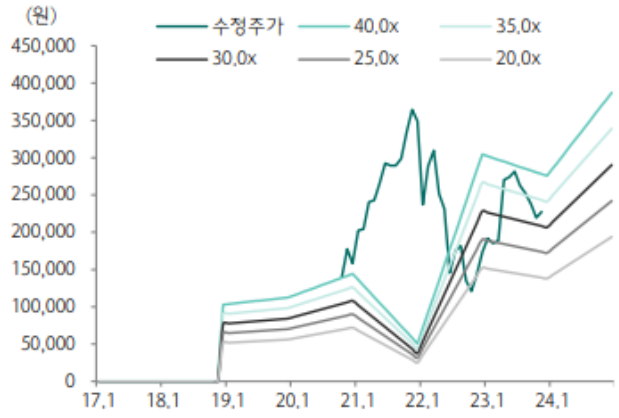
자료: 하이브, 하나증권

도표 7. 위버스의 MAU 추이: +10% (QoQ)



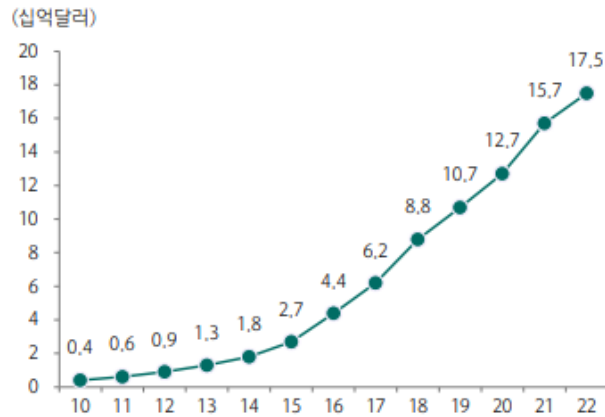
자료: 하이브, 하나증권

도표 8. 하이브 12MF P/E 차트



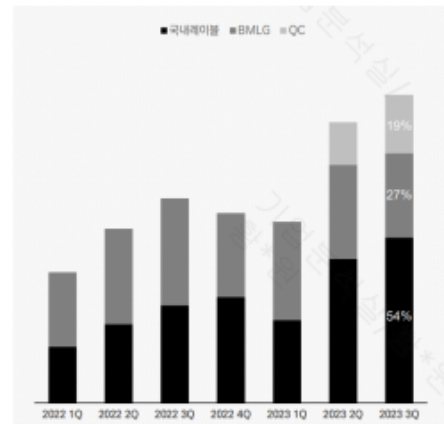
자료: 위버스, 하나증권

도표 9. 글로벌 스트리밍 시장 규모



자료: IFPI, 하나증권

도표 10. 하이브 스트리밍 매출 구분



자료: 하이브, 하나증권



에스티아이

성장 모멘텀 지속

[\[출처\] 키움증권 오현진 애널리스트](#)

HBM용 Reflow, 성공적인 장비 다변화

동사는 반도체 및 디스플레이 장비 업체로, 주로 고순도 약액 등을 공급하는 C.C.S(Central Chemical Supply System)와 일부 Wet System을 납품했다. 최근에는 동사가 개발한 HBM용 Reflow(반도체 범핑 공정 장비) 수주가 이어지면서 주목을 받고 있다. 21년 본격적으로 매출이 발생한 동사 Reflow 장비는 Flux Reflow 장비로, Flux를 활용해 HBM의 적층된 메모리 접합을 돕는다. 최근 Flux 없이 단을 쌓는 Fluxless Reflow 장비도 수주한 것으로 파악됨에 따라 고객사의 HBM 투자에 따른 수혜 강도는 높아질 것으로 예상된다. 향후 비메모리 등 적용 공정 확대도 가능하다. HBM 시장은 AI 및 초고성능 컴퓨팅 시장이 성장함에 따라 빠르게 규모가 확대 중이며, 새로운 성장 동력으로 삼으려는 국내 메모리 기업 주도로 공격적인 설비투자가 예상된다.

24년, 안정적인 본업에 신규 장비 성과 본격화

동사 23년 실적은 매출액 3,060억원(YoY -28%), 영업이익 184억원(YoY -47%)을 전망한다. 반도체 업황 둔화에 따른 고객사들의 인프라 투자 감소 및 R&D 비용 증가 영향이다. 다만, 24년에는 삼성전자의 P4 투자 및 연구용 투자 본격화가 예상되며, Intel 및 Micron 등의 인프라 투자 재개도 가능할 전망이다. 본업 외 HBM용 Reflow 및 FC-BGA 현상기 등 신규 장비 수주도 확대가 예상됨에 따라 24년 실적은 매출액 4,512억원(YoY 47%), 영업이익 493억원(YoY 168%)을 전망한다. Reflow를 포함한 신규 장비의 매출 비중은 19%를 차지할 것으로 예상된다.

성장 모멘텀 지속으로 Valuation 프리미엄 부여 가능

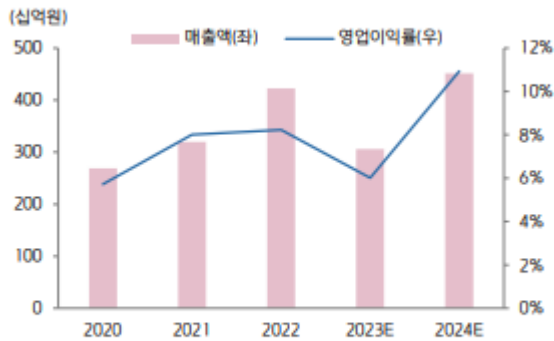
동사는 Reflow 및 FC-BGA 현상기 외에도 최근 글로벌 반도체 업체 대상 세정장비 등도 수주에 성공했다. 늘어나고 있는 매출 내 R&D 비용 비중(22년 1.71% → 23년 상반기 3.54%) 감안 시, 신규 장비 모멘텀은 지속될 가능성이 크다. 또한, 장비 다변화(인프라 장비 → 공정 장비) 뿐 아니라 기존 장비에 적용되는 기술을 활용해 전방 산업을 확장하고 있다는 점(디스플레이 →반도체 및 기판 등)을 주목한다. 높은 확장성 반영 시 동사 기업가치에 프리미엄 부여가 가능하다는 판단이다.

투자지표

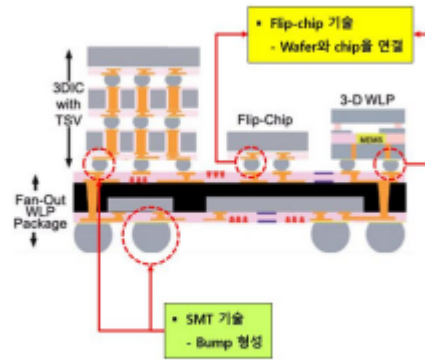
(십억원, IFRS)	2019	2020	2021	2022
매출액	318.9	269.1	319.5	422.4
영업이익	27.1	15.4	25.6	34.8
EBITDA	31.0	20.0	30.2	39.4
세전이익	28.5	10.4	30.2	36.5
순이익	23.0	10.7	23.2	29.8
지배주주지분순이익	23.2	10.9	23.2	29.8
EPS(원)	1,466	689	1,466	1,885
증감률(%YoY)	14.3	-53.0	112.6	28.7
PER(배)	14.0	26.3	14.5	6.3
PBR(배)	1.95	1.66	1.72	0.86
EV/EBITDA(배)	9.1	11.4	11.3	3.5
영업이익률(%)	8.5	5.7	8.0	8.2
ROE(%)	14.6	6.4	12.6	14.4
순차입금비율(%)	-26.1	-33.8	2.4	-24.2

자료: 키움증권

에스티아이 실적 추이 및 전망



Reflow 장비 기술



자료: 에스티아이, 키움증권

에스티아이 HBM용 플렉스 리플로우 장비

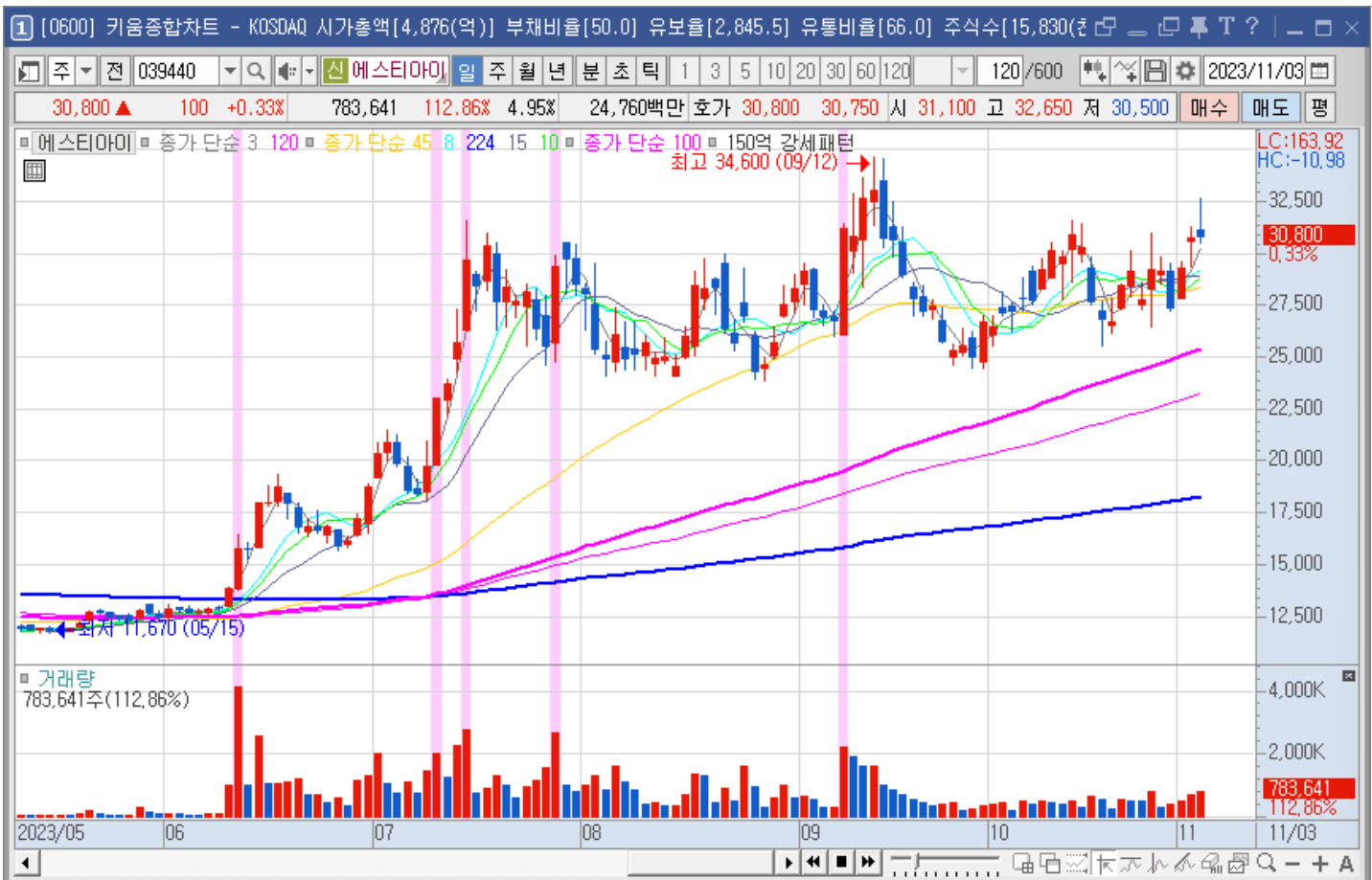


자료: 에스티아이, 키움증권

에스티아이 HBM용 플렉스리시 리플로우 장비



자료: 에스티아이, 키움증권



BGF리테일

소비경기를 피해가는 실적

[\[출처\] IBK투자증권 남성현 애널리스트](#)

3분기 예상치 부합

2023년 3분기 BGF리테일 실적은 상반기 대비 다소 부진하였지만, 예상치에 부합하는 실적을 달성하였다. 3분기 연결기준 매출액은 2조 2,068억 원(전년동기대비 +7.3%), 영업이익 870억 원을(전년동기대비 -4.9%) 달성하였다. 3분기 실적이 전년 대비 감소한 이유는 1) 지난해 높은 기저에 따른 부담과, 2) 강우 여파에 따라 영업환경이 부진하였으며, 3) 소비경기 둔화에 따른 집객력 하락이 나타났기 때문이다. 3분기 영업실적은 질적으로 긍정적이라 판단한다. 그렇게 생각하는 근거는 ▶ 주요 종속회사 영업실적 개선이 빠르게 이루어지고 있고(BGF로지스 +11억 원, BGF푸드 +18억 원 등), ▶ 식품 및 HMR 등 고마진 제품군 비중 확대가 이루어지고 있고, ▶ 본부임차 비중 확대에 따라 기초 체력이 확대되고 있는 것으로 분석되기 때문이다. 3분기 기존점 성장률은 0.9% 수준에 불과하며, 고정비(인건비 + 기타 유틸리티 비용 등) 증가가 빠르게 이루어지고 있다는 점을 감안하면 3분기 영업실적은 긍정적이라 분석한다.

본부 임차가 주는 의미

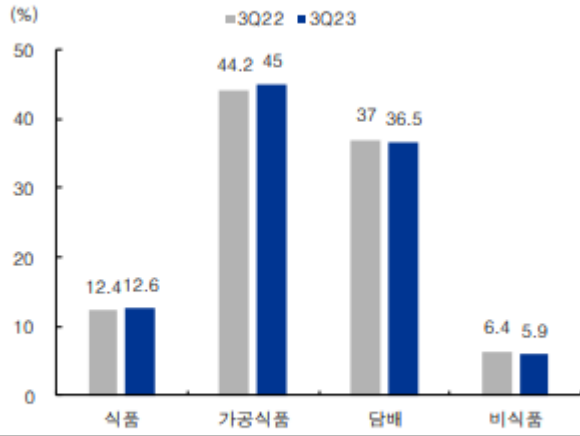
동사의 본부 임차 비중 증가가 주는 의미를 파악할 필요가 있다. 일시적으로 고정비(감가상각비) 증가가 부담될 수 있는 부분이지만, ▶ 투자에 따른 고정비 증가분(현금흐름) 제외할 경우 펀더멘탈이 더욱 강화되고 있고, ▶ 평균가맹수수료율 증가에 따라 기초체력이 상승하고 있으며, ▶ 장기적으로 점포망 운영을 유지할 수 있어 경쟁심화에 따른 영향은 제한적으로 전환되고 있다. 동사는 향후 본부 임차 감가상각비 마무리에 따라 영업실적은 구조적으로 개선될 가능성이 높다. 단순 영업이익 보다는 현금흐름상 구조를 이해할 필요가 있다.

투자의견 매수, 목표주가 22만원 유지

(단위:십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	6,781	7,616	8,266	8,820	9,334
영업이익	199	252	260	299	324
세전이익	193	254	257	308	345
지배주주순이익	148	194	199	237	266
EPS(원)	8,542	11,198	11,504	13,725	15,382
증가율(%)	20.3	31.1	2.7	19.3	12.1
영업이익률(%)	2.9	3.3	3.1	3.4	3.5
순이익률(%)	2.2	2.5	2.4	2.7	2.8
ROE(%)	19.6	21.8	19.4	20.2	19.7
PER	17.0	18.8	12.2	10.2	9.1
PBR	3.1	3.8	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	5.0	5.8	4.3	3.7	3.8

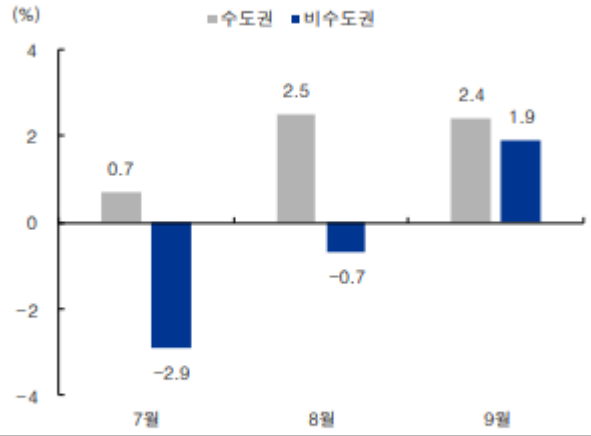
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. BGF리테일 상품 MIX



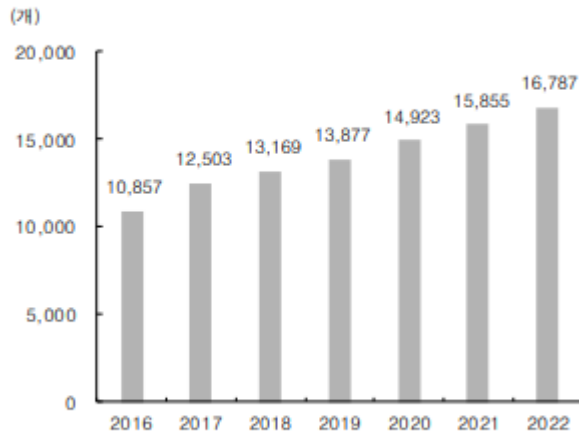
자료: BGF리테일, IBK투자증권
 *식품: FF, HMR
 *가공식품: 주류, 스낵, 유제품 등
 *비식품: OTC Drug, 잡화 등

그림 2. BGF리테일 지역별 동일점 성장률



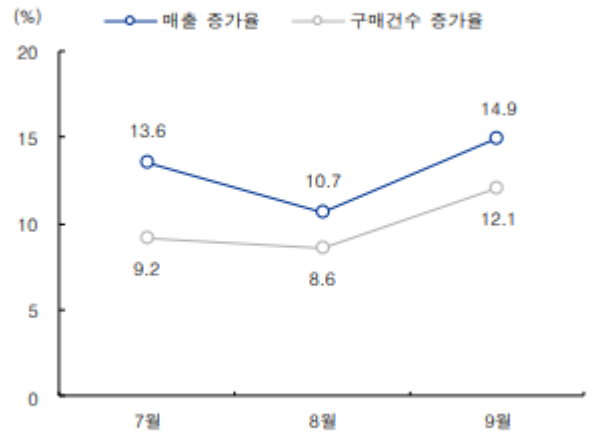
자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 3. BGF리테일 연도별 국내 점포 수



자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 4. BGF리테일 간편식 카테고리 성장률



자료: BGF리테일, IBK투자증권



디티앤씨알오

업황의 그늘은 내년 1분기까지

[\[출처\] 키움증권 허혜민 애널리스트](#)

피할 수 없었던 전방산업의 그늘

동사는 국내 유일한 Full Service CRO 업체로 '17.4월 설립되어, 효능 평가센터/ 안전성 평가센터/ 분석 센터를 보유하고 있다. 바이오텍과 제약사가 활발한 연구개발을 할수록 실적이 개선되는 구조이다. 의약품 판매 등으로 실적을 보유하고 있는 제약사의 경우, R&D 투자 증가 폭은 줄었을지언정 R&D 투자 자체는 지속 성장세를 이어가고 있다. 코스피 의약품 지수 구성 종목들의 연구개발비 합산은 1Q23 3,504억원(YoY +27%), 2Q23 3,601억원(YoY +14%)를 기록하였다.

문제는 자금조달에 어려움을 겪고 있는 바이오텍이다. 코스닥 바이오텍 업체들의 1Q23 연구개발비 합산 3,516억원(YoY +8%), 2Q23은 3,153억원(YoY -8%)로 감소하였다. 아직 3분기 실적 발표가 마감되지 않았으나, 금리 상승으로 인한 이와 같은 추세는 '24년 1분기까지도 이어질 것으로 전망한다.

동사의 고객 비중이 지난해 제약사 40%, 바이오벤처 60% 였으나, '23년 현재 약 절반으로 바이오벤처 비중이 감소하였다. 바이오텍 비용 통제에 대동물보다는 소동물 위주로 위탁하거나 독성검사 진척이 과거 대비 소극적으로 되면서 '23년 매출액은 '22년 대비 소폭 감소가 전망된다.

반면, 효능평가센터 사업 확장 등으로 최근 반기 기준으로 인력은 261명으로 상장전보다 약 70명 가량 증가하였다. 업황 부진 및 고정비 부담으로 올해 적자는 불가피할 것으로 전망된다.

'24년에는 업황 개선을 기대

이번달 우리사주 물량(84,000주) 보호예수가 해제되나, 현재 주가가 공모가(당시 17,000원, 100% 무상증자 적용하면 8,500원)보다 낮은 주가 수준이기 때문에 오버행은 크지 않을 것으로 추측된다.

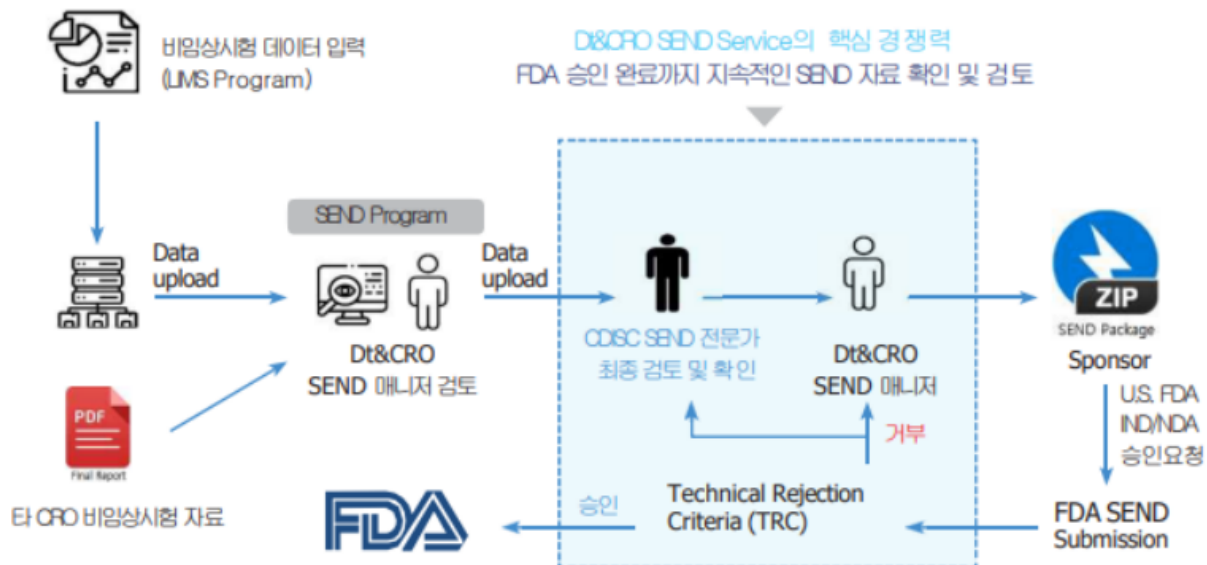
동사의 차별화된 경쟁력으로 미국 FDA에 임상시험계획(IND) 또는 신약 허가(NDA) 신청시에 비임상 데이터를 전자문서 형식으로 제출하는 전자 양식인 SEND(Standard for Exchange of Nonclinical Data) SEND 솔루션을 제공하고 있으며, 계약 사례 중 2건이 미국 FDA 신청되어 있다. 올해 준공된 효능센터 CAPA가 확장되어, 효능센터사업부의 매출액이 올해 25~30억 원 수준이 될 것으로 보이며 '24년에는 약 50억원으로 개선될 것으로 기대한다.

투자지표

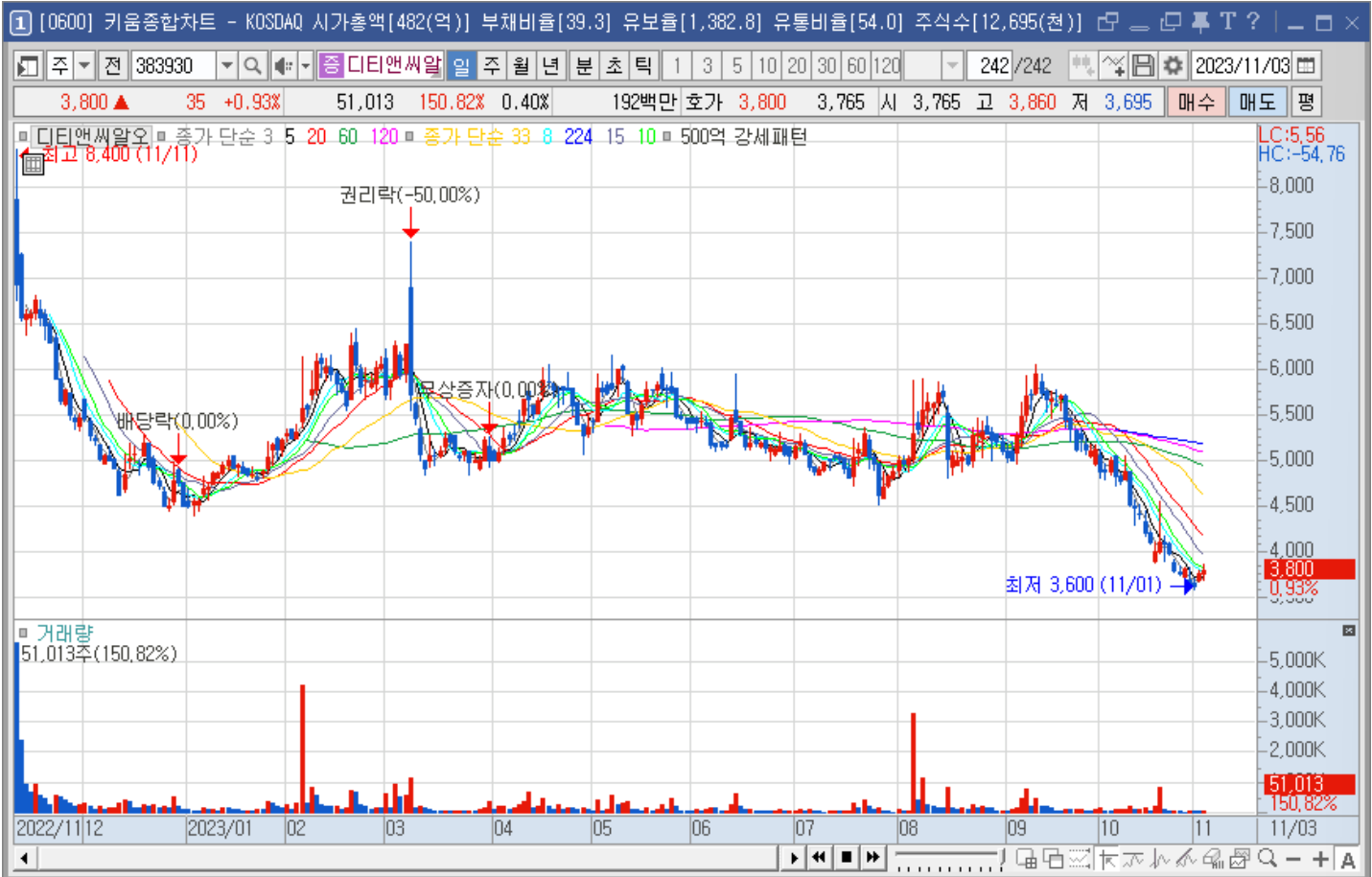
(억 원) 별도기준	2019	2020	2021	2022
매출액	10.6	20.1	32.7	44.0
영업이익	-2.0	0.1	4.9	5.3
EBITDA	-1.6	1.1	7.5	8.6
세전이익	-2.1	0.2	4.4	5.3
순이익	-2.1	0.2	4.3	5.3
지배주주지분순이익	-2.1	0.2	4.3	5.3
EPS(원)	-299	21	513	516
증감률(% YoY)	NA	흑전	2,391.5	0.7
PER(배)	0.0	0.0	0.0	8.7
PBR(배)	0.00	0.00	0.00	1.23
EV/EBITDA(배)				4.8
영업이익률(%)	-18.9	0.5	15.0	12.0
ROE(%)	-84.5	2.8	32.5	16.3
순차입금비율(%)	-20.8	-36.0	-12.2	-33.9

자료: 키움증권

SEND Solution Process



자료: 디어앤씨알오, 키움증권 리서치센터



세아베스틸지주

3분기 수익성 악화, 그에 따른 주가 조정

[\[출처\] 하나증권 박성봉 애널리스트](#)

3Q23 판매 부진으로 수익성 악화

2023년 3분기 세아베스틸지주의 매출액과 영업이익은 각각 9,604억원(YoY -11.0%, QoQ -13.3%)과 412억원(YoY +111.6%, QoQ -49.9%)으로 영업이익은 시장컨센서스인 495억원을 크게 하회했다.

1) 주요 자회사인 세아베스틸은 특수강 ASP가 1.0만원/톤 하락(평균 철스크랩 매입단가 -2만원/톤)하면서 스프레드가 소폭 확대되었다. 그럼에도 불구하고, 2) 전방산업 수요 부진과 비수기 영향으로 세아베스틸과 세아창원특수강의 판매량이 각각 전분기대비 12.9%와 18.3% 급감했다. 3) 또한 여름철 높은 전력단가에 따른 에너지 비용 상승 부담까지 확대되면서 수익성이 크게 악화되었다.

전방산업 수요 부진이 4분기에도 부정적으로 작용할 전망

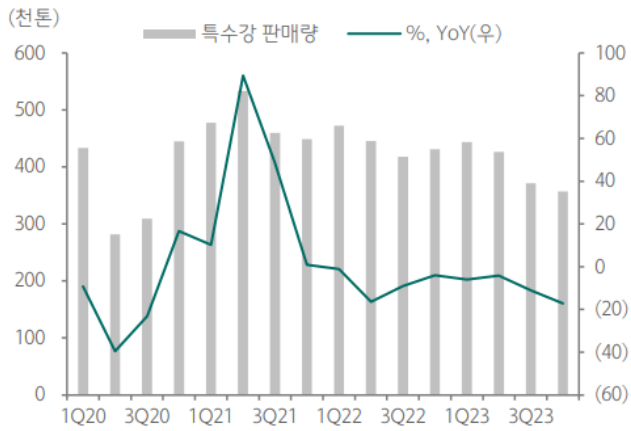
4분기는 계절적 비수기가 끝나지만 전방산업 수요 부진이 여전히 부정적으로 작용하며 세아베스틸의 특수강 판매량은 35.7만톤(YoY -17.1%, QoQ -3.9%)으로 감소할 것으로 예상된다. 특수강 스프레드의 경우에도 고철가격은 약보합세가 예상되는 가운데 자동차항 가격인하 등으로 ASP 하락의 영향으로 3분기대비 소폭 축소될 전망이다. 다만 전력단가 하락에 따른 에너지 비용은 축소될 전망이다. 한편, 최근 중국 정부가 1조위안 규모의 특별국채 발행을 결정하는 등 경기 부양에 대한 강한 의지를 피력한 상황으로 연말로 갈수록 중국 철강수급 개선이 예상되기 때문에 내년 1분기 중국산 수입가격 상승이 국내 특수강 가격 상승을 견인할 수 있을 것으로 기대된다.

투자의견 'BUY'와 목표주가 35,000원 유지

세아베스틸지주에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 35,000원을 유지한다. 하반기 영업상황 악화에 따른 실적 부진이 부담스럽지만 3분기 주가 조정으로 어느 정도 선반영되었다고 판단된다. 현재 주가는 PBR 0.4배 수준으로 밸류에이션 부담이 제한적인 가운데 장기적으로는 세아베스틸의 CASK(사용후핵연료처리장치)사업과 세아창원특수강의 사우디 스테인리스 무게목 강관 공장이 새로운 성장동력으로 작용할 전망이다.

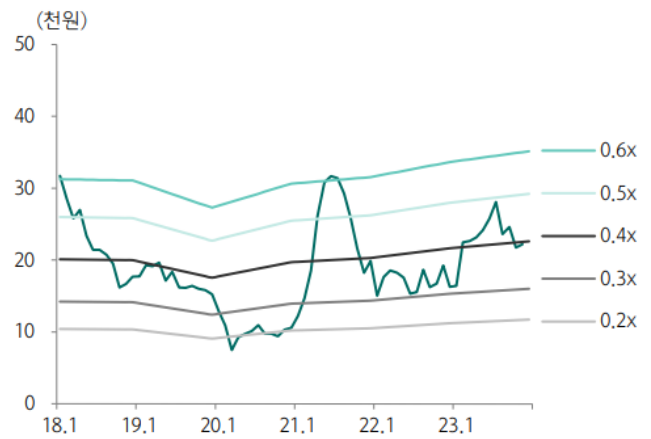
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,651.1	4,386.3	4,104.9	4,022.1
영업이익	238.4	127.9	226.1	191.4
세전이익	232.8	115.7	205.0	179.7
순이익	185.9	91.0	164.1	143.8
EPS	5,183	2,537	4,576	4,009
증감률	흑전	(51.05)	80.37	(12.39)
PER	3.84	6.42	4.85	5.54
PBR	0.39	0.31	0.40	0.38
EV/EBITDA	4.25	6.41	4.73	4.95
ROE	10.81	4.91	8.42	6.99
BPS	51,053	52,580	56,081	58,590
DPS	1,500	1,200	1,500	1,500

도표 2. 세아베스틸지주 특수강 판매량 추이



자료: 하나증권

도표 3. 세아베스틸지주 PBR밴드



자료: 하나증권





동원F&B

불황에 강하다

[\[출처\] 키움증권 박상준 애널리스트](#)

3분기 영업이익 630억원으로 시장 컨센서스 상회

동원F&B의 3Q23 연결기준 영업이익은 630억원(+40% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 참치캔 판매량 고성장, 주력 제품 가격 위상, 자회사(홈푸드/팜스)의 부진 거래처 디마케팅 등으로 인해, 별도법인과 자회사 모두 호실적을 기록한 것으로 추산된다.

별도기준 매출액과 영업이익은 각각 YoY +9%(선물세트 제외 기준 +10% 이상), +24% 증가하였다. 1) 주력 제품 가격 인상에 따른 ASP 상승(+4~5%), 2) 참치캔 판매량 고성장(+20% 중반), 3) 돈육 원재료 투입단가 안정화 등에 기인한다. 특히, 핵심 제품인 참치 카테고리는 소비 양극화에 따른 가성비 내식 수요 트렌드가 심화되면서, 올해 내내 +20%대 성장세가 지속되고 있다. 연결자회사 영업이익도 전년동기 대비 개선되었다(+98억원 YoY). 1) 홈푸드/팜스부진 거래처 디마케팅에 따른 손익 개선, 2) 소스(삼조셀택) 원재료 단가 안정화, 3) 쿠팡 등 온라인 채널 고성장, 4) 축육 명절 수요 호조 등에 기인한다.

수요 호조 속에 마진 스프레드 개선 기대

인플레이션 이후 소비 양극화가 심화되면서, 가성비 내식 수요가 강세를 보이고 있는 것으로 판단된다. 고단가 간편식의 수요가 상대적으로 위축되고, 참치캔과 같은 요리 소재 품목의 수요가 상대적으로 호조를 보이고 있기 때문이다.

동사의 참치 카테고리는 상대적으로 수익성이 높은 품목이고, 원재료 투입단가(참치원어)도 정점에서 하락 전환하면서 원가율 개선 여력도 높아지고 있기 때문에, 중기적으로 별도 법인의 실적 개선이 지속될 것으로 전망된다.

한편, 가공식품 시장의 경쟁강도도 안정적인 수준에서 유지되고 있다. 주력 경쟁사의 수익성 악화되면서, 국내 가공식품 시장 내 판촉 경쟁이 축소되고 있기 때문이다. 따라서, 동사 별도 법인의 판매량과 수익성 개선 가시성은 상대적으로 높은 편으로 판단된다.

또한, 자회사 동원홈푸드(식자재유통 등)도 부진 거래처를 디마케팅 하고 있고, 과당을 중심으로 소스의 원재료 단가가 안정화 되고 있기 때문에, 손익개선 흐름이 지속될 것으로 전망된다

투자의견 BUY, 목표주가 50,000원

동원F&B에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 50,000원을 유지한다. 동사는 참치 카테고리의 판매량 증가 및 마진 스프레드 개선, 국내 가공식품 시장 내 경쟁강도 완화 등에 힘입어, 중기적으로 안정적인 이익 증가가 전망된다. 동사의 FW12M PER은 4.8배 수준으로 음식료 업종 내에서 가장 낮은 수준이고, 절대적인 밸류에이션 매력도도 높은 수준으로 판단된다.

투자지표				
(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,490.6	4,023.6	4,409.7	4,698.6
영업이익	130.4	128.7	168.0	192.3
EBITDA	193.0	194.4	236.0	266.2
세전이익	95.9	118.6	148.2	172.0
순이익	69.5	90.8	114.5	130.4
지배주주지분순이익	69.5	90.8	114.5	130.4
EPS(원)	3,602	4,707	5,932	6,756
증감률(% YoY)	-10.8	30.7	26.0	13.9
PER(배)	10.8	6.7	5.3	4.6
PBR(배)	0.94	0.69	0.62	0.56
EV/EBITDA(배)	6.4	5.5	4.3	3.6
영업이익률(%)	3.7	3.2	3.8	4.1
ROE(%)	9.0	10.8	12.3	12.7
순차입금비율(%)	61.3	51.6	42.0	32.6



PI첨단소재

어려운 시황, 수요 회복이 관건

[\[출처\] DS투자증권 권태우 애널리스트](#)

3Q23P 부진한 수요 지속

3분기 매출액 614억원(+1.9% QoQ, -12.6% YoY), 영업이익 42억원(+71.7% QoQ, -69.9% YoY, OPM 6.9%)이다. 기대했던 성수기 효과는 크지 않았고 스마트폰 수요 둔화로 실적은 부진했다. FPCB용 필름은 전방 고객사의 보유 재고 최소화 정책을 유지했다. 방열 시트 장기공급계약 물량도 60% 수준으로 감소했으나 중화권 중심의 고후도 시트 공급 확대는 고무적이었다고 볼 수 있다.

관전 포인트: 1) 적정 재고 수준 유지, 2) 포트폴리오 강화

1) 재고 레벨: 동사의 자체 재고는 4Q22 1,080톤 → 1Q23 660톤 → 2Q23 540톤 → 3Q23 562톤이다. 북미 및 중화권의 신제품 출시로 3분기 가동률은 66.7%로 전분기 대비 +22.3%p 개선되었다. 동시에 현재 재고는 적정 수준을 유지 중이다. 단기적으로 4분기까지 판가 상승을 기대하기 어려운 환경이나 원부재료의 안정화 등 추가적인 실적 하락의 근거들은 해소되고 있다.

2) 포트폴리오 강화: EV향(절연용 중대형, 바니쉬)의 공급 물량 확대 계획, 제품력이 진행 중인 OLED 기판용 바니쉬, 상위 고객사의 MR향 제품 문의 등 비스마트폰과 비필름에 Q 확대 가능성은 향후 실적 향상의 기회 요인이다. 또한 IRA 반사 수혜를 기대할 수 있는데 1) EV 절연용 필름의 경우 국내 고객사의 중국산 필름 배제가 예상되며, 2) EV 바니쉬는 2H24 완성차 OEM의 북미 공장 중심의 물량 증대가 예상됨에 따라 24년 동사의 실적 개선을 기대해 본다.

단기보다는 중장기적 접근 필요

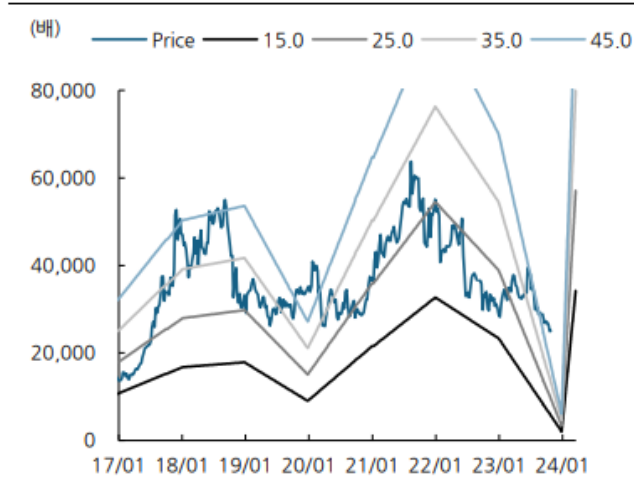
이익추정치 조정에 기인하여 목표주가를 30,000원으로 하향한다. 목표주가는 전방 수요 개선 시점의 추정 EPS와 과거 5개년 평균 PER을 적용했다. 글로벌 화학회사 아케마(ARKEMA)로의 경영권 이전으로 사업 확대 기대감은 높으나 2H23 재고 조정과 고객사의 보수적인 리스터킹(Restocking)을 고려하면 단기적인 주가 상승을 논하기 어렵다. 24년 중화권 스마트폰 업체의 출하량 확대 계획 포함 글로벌 스마트폰 물동량 상승 예상과 EV향 제품의 본격적인 공급을 앞두고 있다. 24년 회복을 기대하며 중장기적 매수 전략이 필요하다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	302	276	225	257	296
영업이익	76	52	-1	33	57
영업이익률(%)	25.1	18.9	-0.4	12.9	19.3
세전이익	83	54	2	33	57
지배주주지분순이익	64	46	4	26	44
EPS(원)	2,179	1,557	135	883	1,514
증감률(%)	53.4	-28.6	-91.3	555.7	71.5
ROE(%)	21.0	13.7	1.2	8.0	13.2
PER(배)	25.3	18.6	193.5	29.5	17.2
PBR(배)	5.0	2.5	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA(배)	15.8	12.0	31.4	14.6	10.3

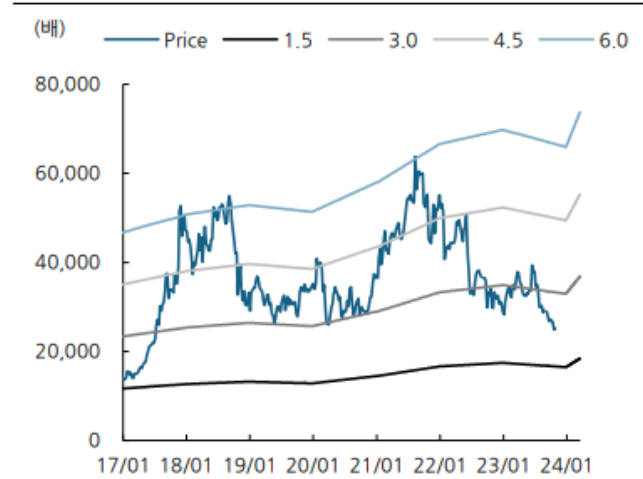
자료: P침단소재, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 P침단소재 PER 밴드 차트



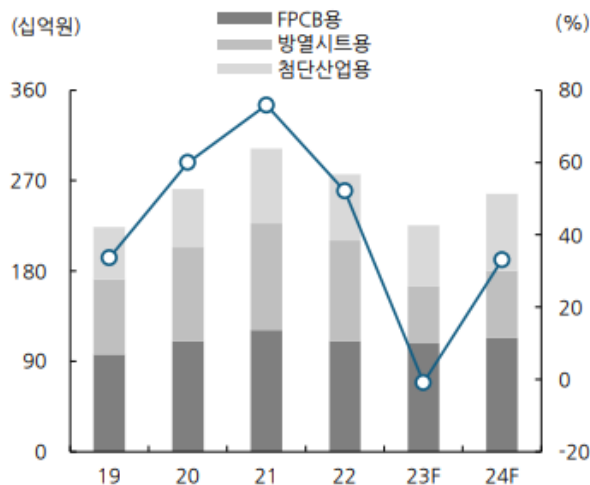
자료: Fnguide, DS투자증권 리서치센터

그림2 P침단소재 PBR 밴드 차트



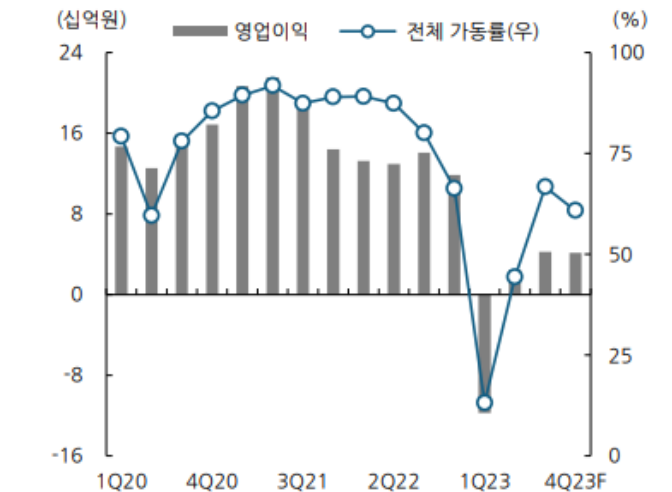
자료: Fnguide, DS투자증권 리서치센터

그림3 연간 부문별 매출액 및 전사 영업이익률 추이 및 전망



자료: 업계자료, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 분기별 가동률 및 영업이익 추이 및 전망



자료: P침단소재, DS투자증권 리서치센터 추정

