

2024.01.04.(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2024-01-04 오전 7:31

수정한 날짜: 2024-01-04 오전 7:35

2024.01.04.(목) 증권사리포트

POSCO홀딩스

험난했던 2H23을 뒤로하고

[\[출처\] 하나증권 박성봉 애널리스트](#)

4분기에도 철강 스프레드 축소로 수익성 악화 예상

2023년 4분기 POSCO홀딩스의 매출액과 영업이익은 각각 19.2조원(YoY -0.1%, QoQ +1.4%)과 8,762억원(YoY 흑.전 QoQ -26.8%)을 기록할 전망이다. 1) 당초 하락할 것으로 예상되었던 철광석을 비롯한 탄소강 원재료 가격이 전분기대비 상승한 것으로 추정됨과 동시에 2) 내수 부진과 원/달러 환율 하락의 영향으로 탄소강 ASP 또한 당초 예상보다 큰 폭(QoQ -2.6만원/톤)으로 하락할 전망이다. 3) 판매량의 경우에도 12월에는 해외 물류 차질 영향으로 당초 예상을 하회한 842만톤 (YoY +11.6%, QoQ +1.5%)에 그칠 것으로 예상된다. 4) 글로벌 철강가격 하락에 따른 해외 철강 자회사들의 수익성 악화와 포스코인터내셔널을 비롯한 국내 주요 계열사들의 수익성도 악화되며 POSCO홀딩스의 영업이익은 시장컨센서스인 1.1조원을 크게 하회할 것으로 예상된다.

본격적인 수익성 개선은 올해 2분기부터 가능할 전망

3분기 평균 115불을 기록했던 중국의 철광석 수입가격이 4분기 평균으로는 129불을 기록했는데 특히 연말부터는 지난해 연중 최고치인 140불을 상회했다. 뿐만 아니라 원료탄가격도 3분기 중반에 급등 이후 11월 중순에 조정을 겪었지만 연말로 갈수록 재차 상승세로 전환하여 톤당 320불 이상의 높은 수준이 유지되고 있다. 그에 반해 중국 철강가격도 반등에 성공하긴 했지만 원재료 가격 상승폭에는 크게 못 미치는 상황으로 중국 철강사들은 수익성 개선을 위한 가격 인상이 필요하다. 이에 바오산과 안산강철을 비롯한 중국 주요 철강사들은 1월 대부분의 판재류 가격 100~200위안 인상을 발표했다. 바오산의 경우 11월까지의 가격 동결을 고수했는데 12월에 소폭 인상 발표 이후 2개월 연속 가격 인상 시도 중이다. 포스코의 경우에도 올해 1월부터 실수요량 열연 가격의 톤당 5만원 인상을 발표하는 등 원재료가격 상승분을 판매단가로의 전가에 주력할 것으로 예상되기 때문에 1분기 탄소강 스프레드 추가 축소 가능성은 제한적이라 판단된다. 다만 중국의 철강 수출가격 상승 전망을 감안하면 2분기부터는 탄소강 스프레드 확대에 따른 수익성 개선이 가능할 전망이다.

투자의견 BUY와 목표주가 740,000원 유지

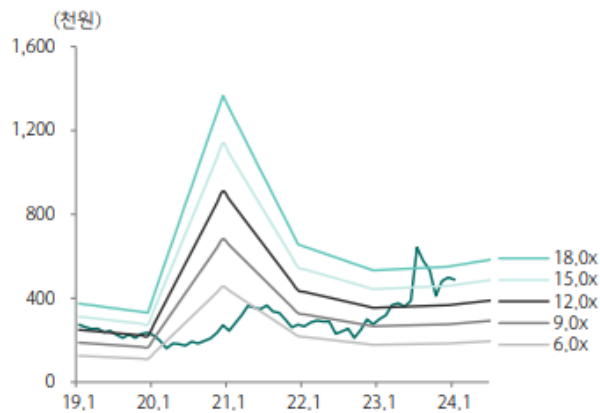
POSCO홀딩스에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 740,000원을 유지한다. 중국 철강 수요는 지난해 하반기를 바닥으로 올해 하반기로 갈수록 점진적으로 개선될 것으로 예상되기 때문에 POSCO홀딩스의 수익성 또한 올해 하반기로 갈수록 회복될 전망이다. 또한 장기적으로 2차전지 소재 산업의 성장성도 여전히 유효하다고 판단된다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

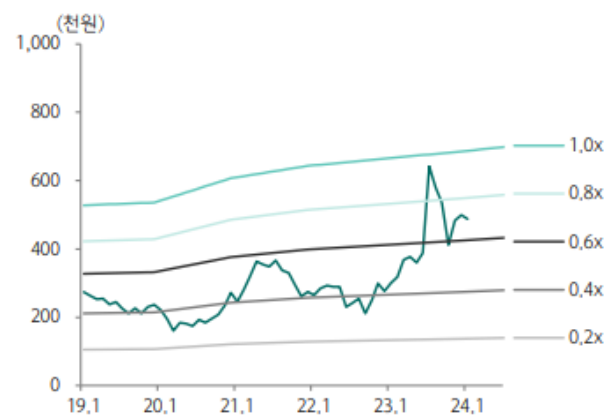
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	76,332.3	84,750.2	77,692.9	82,368.6
영업이익	9,238.1	4,850.1	4,103.3	4,307.1
세전이익	9,416.1	4,014.4	3,599.6	3,726.4
순이익	6,617.2	3,144.1	2,501.4	2,589.5
EPS	75,897	36,457	29,577	30,619
증감률	313.02	(51.97)	(18.87)	3.52
PER	3.62	7.58	16.89	15.94
PBR	0.45	0.43	0.75	0.71
EV/EBITDA	2.52	4.12	6.85	6.88
ROE	13.97	6.11	4.68	4.69
BPS	607,152	643,297	664,352	685,550
DPS	17,000	12,000	10,000	12,000

도표 2. POSCO홀딩스 PER Band



자료: 마나증권

도표 3. POSCO홀딩스 PBR Band



자료: 마나증권

밀리의서재

책도 구독하는 세상

[\[출처\] DS투자증권 안주원 애널리스트](#)

전자책으로의 독서전환과 구독시장의 부상

2021년 157억 달러이던 글로벌 전자책 판매규모는 2026년까지 연평균 4.1% 성장해 192억 달러 규모로 커질 것으로 예상되며 국내도 20~30대를 중심으로 전자책을 소비하는 비중이 높아지고 있다. 편리성이 뛰어난 전자책으로 독서 시장이 전환되고 있으며 구독 형태가 확대될 것으로 예상된다. 그 이유는 월평균 10,000원이 넘지 않는 이용료를 통해 각 업체들이 보유한 도서를 무제한으로 이용 가능하기 때문이다. 최근에는 독서 구독 플랫폼 기업들이 일반도서 외 웹소설/웹툰/창작 등 다양한 분야로 확장하며 소비자들이 누릴 수 있는 혜택도 많아지고 있다. 이와 함께 가성비가 중요시되는 소비 트렌드로 바뀌어감에 따라 도서 구매도 정기구독시장으로 재편될 가능성이 높다고 판단한다.

2024년 매출액 704억원과 영업이익 149억원 전망

신규 가입자 증가에 따른 매출액 확대 및 비용 감소에 따라 본격적인 실적 성장이 예상되며 2024년 실적은 매출액 704억원(+24.9% YoY)과 영업이익 149억원(+44.8% YoY)으로 추정한다. B2C, B2B, B2BC 채널별로 고른 가입자 성장이 나타날 것으로 보이며 영업레버리지 효과로 영업이익도 크게 증가할 것으로 보인다. 특히 B2B는 현재 24만명의 고객을 확보했으며 220만명을 타겟하고 있어 기업고객 채널에서의 빠른 가입자 성장이 기대된다. 여기에 새롭게 런칭할 신규사업들(장르사업, 출간 플랫폼)의 성과가 더해진다면 실적 증가폭은 더 커질 것으로 판단한다.

공모가 23,000원 회복 예상

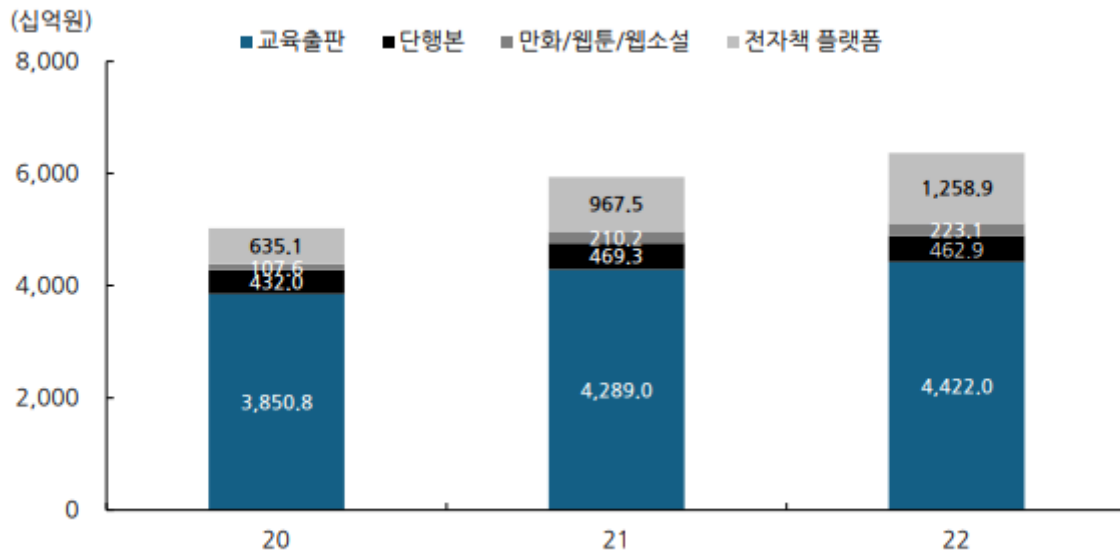
현재주가는 2024년 예상실적 기준 PER 10배이며 국내 구독형 독서 플랫폼 경쟁사가 상장되어 있지 않아 밸류에이션 비교가 어렵다. 다만 재무제표 비교 시 밀리의 서재가 유일하게 영업이익 흑자를 내고 있으며 올해에도 영업이익은 전년 대비 40% 넘게 늘어날 것으로 예상된다. 보유 콘텐츠 수, 가입자 수, 시장점유율 등의 경쟁력이 실적으로 이어지고 있는 만큼 공모가 회복을 예상한다

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	19	29	46	56	70
영업이익	-5	-15	4	10	15
영업이익률(%)	-25.5	-50.3	9.1	18.2	21.1
세전이익	-5	-35	13	11	14
지배주주지분순이익	-5	-35	13	11	12
EPS(원)	-2,203	-12,748	2,033	1,645	1,848
증감률(%)	적지	적지	흑전	-19.1	12.3
ROE(%)	-46.9	n/a	n/a	83.5	49.7
PER(배)	n/a	n/a	n/a	10.6	9.5
PBR(배)	n/a	n/a	n/a	6.3	3.8
EV/EBITDA(배)	1.1	-5.9	-2.1	10.6	7.1

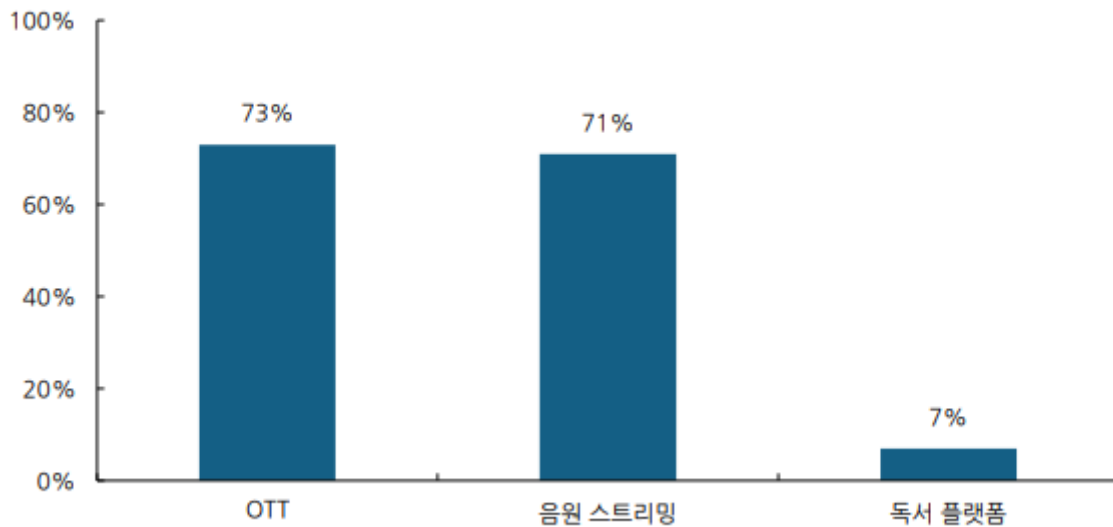
자료: 밀리의서재, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 국내 연도별 출판시장 추이



자료: 대한출판문화협회, DS투자증권 리서치센터

그림2 국내 구독형 서비스 시장 침투율 비교



자료: 밀리의 서재, DS투자증권 리서치센터



에코아이
 넷제로 달성을 위해 가야 할 길
[\[출처\] DS투자증권 조대형 애널리스트](#)

온실가스 감축사업을 통한 탄소배출권 거래 기업

23년 11월 코스닥 시장에 상장한 탄소배출권 판매를 주요 사업으로 영위하는 기업이다. UN에서 인증한 온실가스 감축사업을 통해 탄소배출권을 확보한다. 감축사업을 통해 인정받은 감축량은 UNFCCC(United Nations Framework Convention on Climate Change, 기후변화협약) 및 VERRA 등의 민간 기관으로부터의 인증 절차를 거쳐 탄소배출권 형태로 발급받는다. 감축사업이 탄소배출권 발급으로 이어지기까지는 최소 3년 6개월의 시간이 소요되기 때문에 선점이 중요하다. 23년 반기 기준 14개국 17개 프로젝트를 개발 중으로 선제적으로 네트워크를 확보했다. 이에 기반해 21~23년 누적 국내 외부사업 인증실적(KOC) 점유율 13.1%, 해외 외부사업 인증실적(i-KOC) 점유율 55.3%를 달성했다.

감축사업 다변화를 통한 추가 경쟁력 확보

현재 수익이 창출되고 있는 탄소배출권이 기반하고 있는 사업은 주로 콕스토브보급 사업과 PNG 누출 방지 사업이다. 진입 장벽이 다소 낮아 보이는 사업일 수 있으나 1) 사업 등록 시 최소 10년 이상의 수익 창출이 가능하고, 2) 방글라데시 등 주요 사업 지역에서 독점적 계약을 체결하여 경쟁력을 확보했다. 폐냉매 회수 및 제작, 바이오매스 발전 및 바이오차 생산 등 신규 감축 사업 확대로 1,400만t CO2e 수준의 감축사업이 추가될 것으로 전망된다. 추가적인 진입장벽이 되어줄 것으로 예상된다.

자발적 시장 중심의 성장세 지속 전망

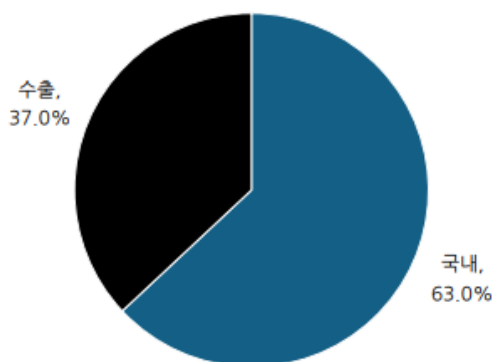
국내 규제적 시장뿐 아니라 국내외 자발적 시장으로 매출처를 다변화한 점도 긍정적이다. 정부 제공 무상 할당 배출권 비중이 100%를 차지했던 국내 규제적 시장은 해당 비중이 90%로 축소되어 시장 규모가 증가하는 추세다. 무상 할당 비중은 지속 낮아질 전망이기에 국내 규제적 시장의 성장은 필연적이다. 1H23에 발행된 감축실적물량의 41.9%인 335만t CO2e가 자발적 시장으로 판매되었는데 이는 22년 규제적 시장에 판매된 물량인 240만t CO2e를 상회한다. 빠른 성장세를 보이는 자발적 시장에 선제적으로 진출한 동사의 수혜가 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	0	0	0	27	60
영업이익	0	0	0	10	20
영업이익률(%)				37.6	33.3
세전이익	0	0	0	10	21
지배주주지분순이익	0	0	0	8	16
EPS(원)	0	0	0	1,135	2,003
증감률(%)	적지	적지	적지	적지	76.5
ROE(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	40.3
PER(배)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a	-1.3	-0.3

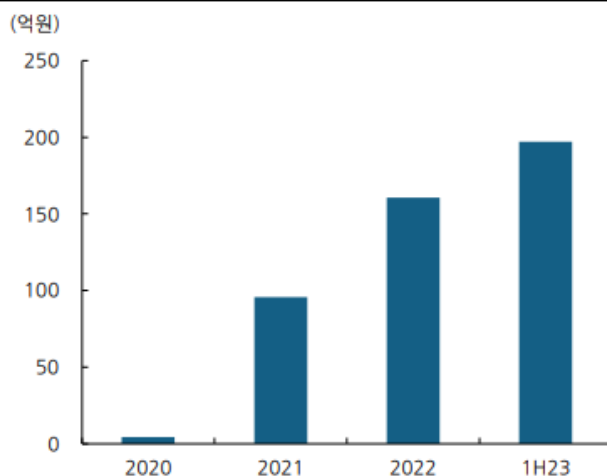
자료: 에코아이, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 수출 비중(1H23 기준)



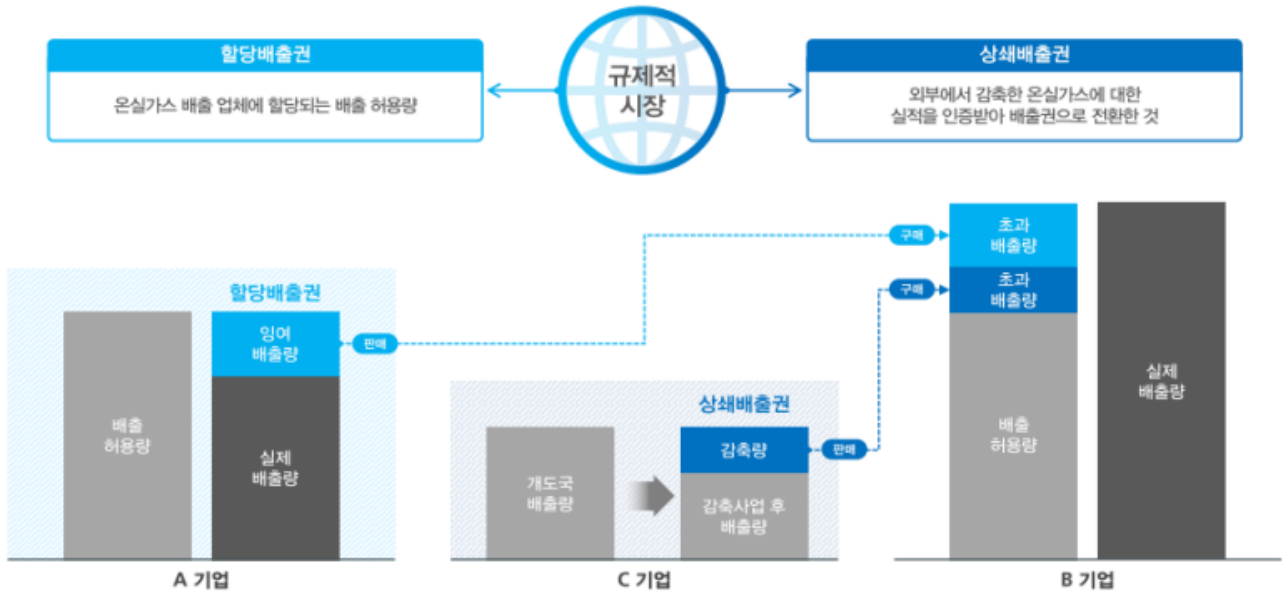
자료: 에코아이, DS투자증권 리서치센터

그림2 수출액 추이



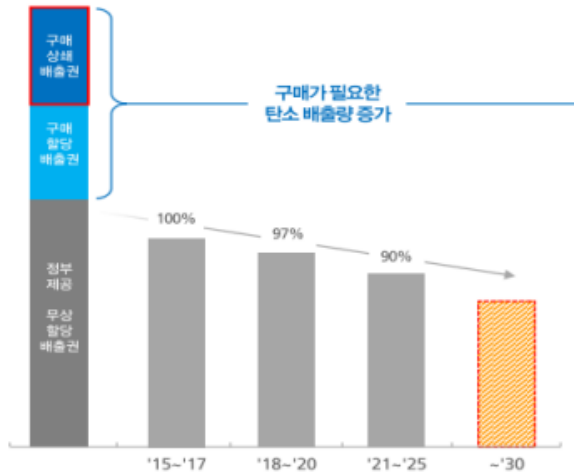
자료: 에코아이, DS투자증권 리서치센터

그림4 탄소배출권 거래제의 기본 개요



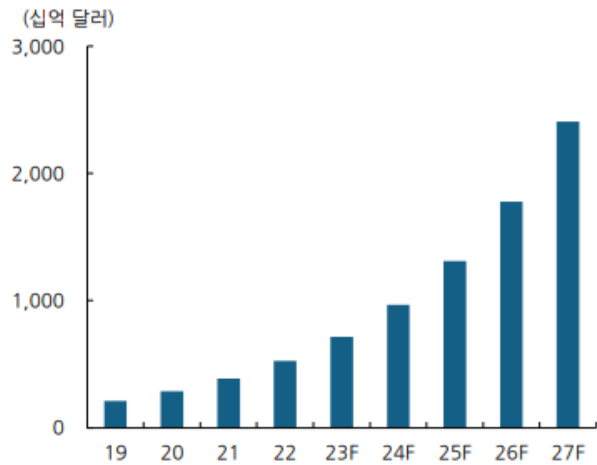
자료: 에코아이, DS투자증권 리서치센터

그림5 축소되는 국내 무상 할당 비율

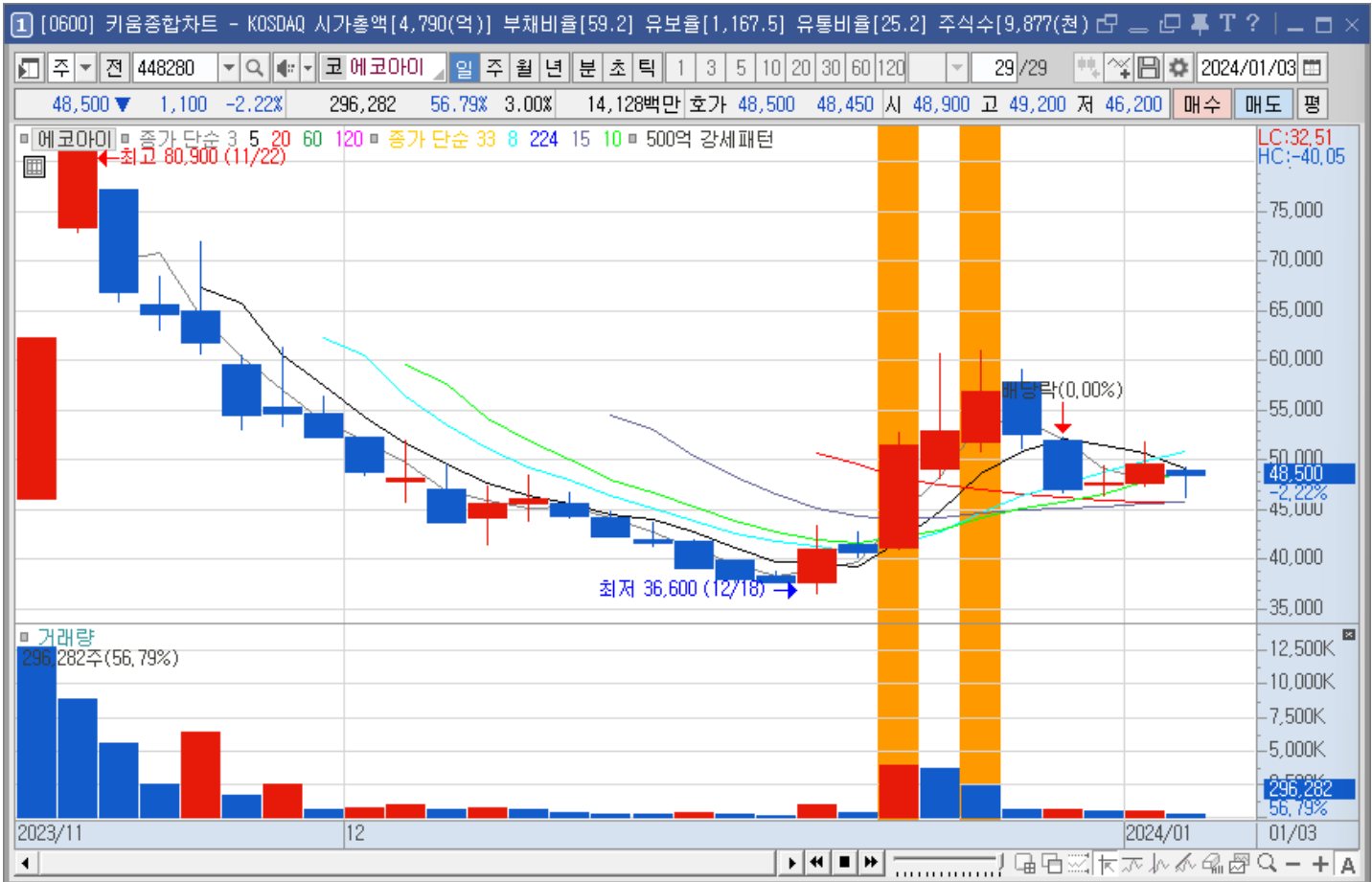


자료: 온실가스 배출권 거래제 제3차 계획기간 국가 배출권 할당계획, 에코아이, DS투자증권 리서치센터

그림6 탄소배출권 시장 전망



자료: Coherentmarketinsights, 에코아이, DS투자증권 리서치센터



하나머티리얼즈
다시 오를 때가 되었다
[\[출처\] BNK투자증권 이민희 애널리스트](#)

4개 분기 연속 매출 감소 후, 1Q24부터 다시 증가 추세로 전환

고객사 재고 조정 영향으로 4Q23 매출액은 463억원(-13%QoQ, 38%YoY)으로 4개 분기 연속 감소 예상된다. 매출 감소 영향으로 4Q23 영업이익률은 12.9%(-1.9%pt QoQ)로 추가 하락할 것으로 추정된다. 그러나 식각장비 고객사의 재고조정이 일단락 됨과 메모리 최종 고객사들이 최근 증산 움직임을 보임에 따라, 동사 1Q24 매출액은 5백억원(8%QoQ)으로 증가 예상된다. 아산 2공장이 2월경 준공 후 하반기 본격 가동할 것으로 보여 동사 매출 실적은 매분기 증가할 것으로 전망된다. 영업이익률 역시 1Q24 15.4%(2.5%ptQoQ)로 개선될 전망이며, 매출 규모 증가에 따라 수익성도 다시 정상 회복될 것으로 기대된다.

장비 고객사 재고조정 완료와 메모리 증산 수혜

Macro 불확실성 지속에도 불구하고, 스마트폰 출하가 증가세로 전환되면서 OEM들의 메모리 Restocking 활동이 이어질 전망이다. 칩 가격 상승세도 한동안 지속될 전망이다. 여전히 칩 메이커의 DDR4, NAND 재고 수준이 높지만, 바닥은 벗어났고 개선 추세에 있다. 특히 동사는 식각장비 주요 고객사의 실적 개선에도 불구하고 지난 4Q23에 부품 재고조정을 겪었기 때문에, 향후 매출 실적 개선이 예상보다 클 수 있다. 또한 최근 최종 고객의 중국 NAND 공장으로부터 주문도 다시 증가하고 있어, SiC링 매출도 다시 성장 예상된다.

투자이견 '매수'로 상향, 목표주가 76,000원으로 상향

실적 개선이 예상되고, 전방 고객사들 주가와 괴리가 지나치게 벌어진 상태여서 투자 매력에 높아졌다. 투자이견을 '매수'로 상향하며, 목표주가가 5만원에서 76,000원(mid-to-peak cycle P/B 4.2x 적용)으로 상향 조정한다

Fig. 1: 하나머티리얼즈 별도재무제표 요약

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액(십억원)	271	307	233	248	307
영업이익	82	94	43	59	94
세전이익	81	94	42	56	92
순이익[지배]	67	80	34	46	75
EPS(원)	3,387	4,057	1,731	2,315	3,802
증감률(%)	74.7	19.8	-57.3	33.7	64.2
PER(배)	18.5	8.1	29.0	23.9	14.6
PBR	4.8	2.1	3.0	2.9	2.4
EV/EBITDA	11.3	5.7	14.4	11.5	8.0
ROE(%)	30.0	28.9	10.9	12.9	18.1
배당수익률	1.0	1.8	1.2	1.2	1.2

자료: 하나머티리얼즈, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 별도

Fig. 2: 하나머티리얼즈 제품별 매출 추이

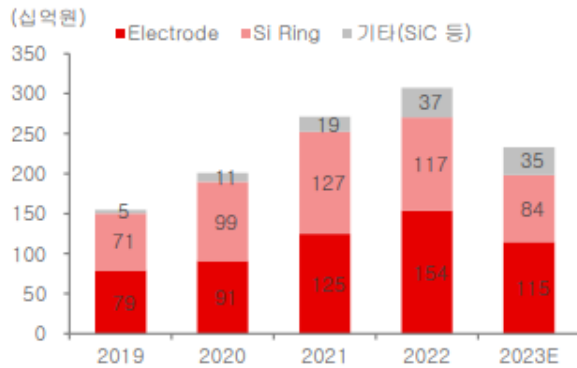
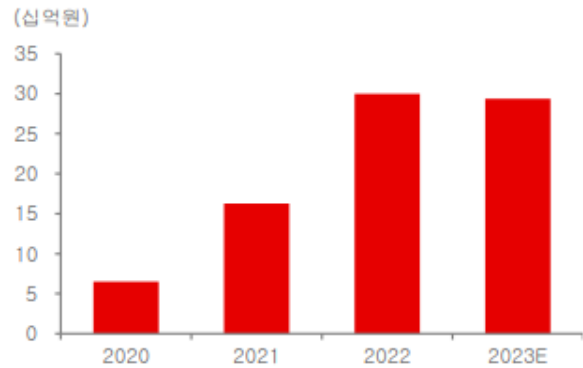


Fig. 3: 하나머티리얼즈 SiC Ring 매출 추이





필에너지

고객사 미국 JV 조기 가동 수혜

[\[출처\] 하나증권 김규상 애널리스트](#)

고객사 미국 JV 조기 가동, 필에너지 수혜 전망

연초부터 필에너지의 고객사는 미국 JV 1공장을 조기 가동한다는 소식이 있었다. 33GWh 규모로 알려진 1공장은 1Q25 가동 목표였으나, 이번 방침에 따라 2024년 내 대량 생산체제를 갖출 전망이다. 조기 가동은 IRA에 따른 AMPC(첨단제조세액 공제)를 받기 위한 것으로 추정된다. 고객사는 최근 북미 투자에 가장 적극적으로 임하고 있다. JV 1공장은 23GWh에서 33GWh로 확대하고, 비슷한 규모의 2공장도 2027년 초 가동을 목표로 하고 있다. 필에너지는 이미 1공장 향으로 Advanced Stacker(노칭+스태킹) 총 2,600억원을 수주한 바 있으며, 조기 가동 방침에 따라 관련 수주가 1Q24로 앞당겨질 전망이다.

고객사 투자 가속화, 1조원 규모 수주 전망

필에너지의 주요 고객사는 미국에 총 3개의 합작공장을 세울 계획이다. S사와 총 67GWh 2개 공장, G사와 30GWh 공장을 계획 중으로 미국에만 총 100GWh 이상의 생산능력을 갖출 전망이다. 북미 지역 외 헝가리 공장도 4분기 기초 공사를 시작으로 증설이 예정되어 있다. 최근 앞당겨진 미국 JV와 헝가리 증설 스케줄을 감안하면, 필에너지는 2025년까지 예정된 총 1조원 이상의 수주를 예상보다 빨리 받을 수 있을 예정이다. 구체적으로는 S사 JV 1공장 1개 라인, 2공장 4개 라인, G사 합작 공장 4개 라인, 헝가리 2개라인 등이며, 각 공장의 가동 계획 시점이 앞당겨짐에 따라 2024년에 수주가 집중될 전망이다.

전고체 UHP Stacking, 46파이 와인더 등 신규 장비 개발 박차

국내 배터리 3사 중 전고체 배터리 개발에 가장 적극적인 필에너지의 고객사는 지난 7월 처음으로 전고체 배터리 파일럿 라인을 구축했다. 필에너지는 전고체 배터리 장비 시장을 선점하기 위해 UHP(Uniform & High Pressure) Stacking 장비를 개발했다. 해당 장비는 스태킹을 통한 Bi-cell 및 Full-cell 제작을 가능하게 한다. 필에너지는 레이저노칭이 탑재된 차세대 Z-Stacking 장비 Advanced Stacker 2와 46파이 원통형 배터리 와인딩 장비도 개발 중이다. 특히 차세대 배터리로 꼽히는 46파이 배터리 와인딩 장비는 탭리스 설계로 미세한 노칭이 필요하여 레이저노칭이 반드시 탑재되어야 한다. 향후 전고체, 46파이 등 차세대 배터리 장비 공급에 따른 밸류에이션 상승이 예상된다.

2024년 매출액 3,425억원, 영업이익 280억원 전망

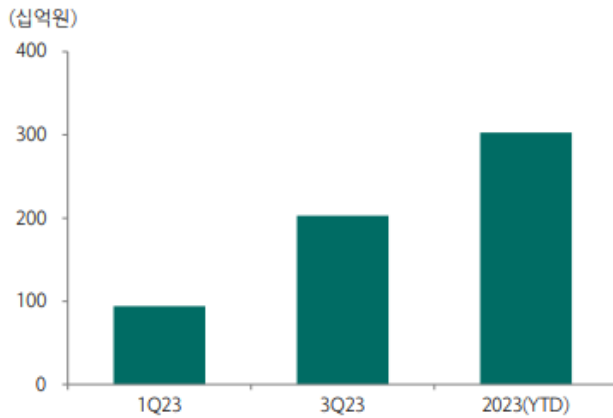
2024년 매출액 3,425억원(YoY 76.4%), 영업이익 280억원(YoY 117.1%)을 전망한다. 조기가동 방침에 따라 2024년에는 수주 잔고는 가파르게 늘어날 전망으로, 수주 사이클 초입에 있는 필에너지에 주목할 필요가 있다

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	0	0	0	190
영업이익	0	0	0	17
세전이익	0	0	0	7
순이익	0	0	0	4
EPS	0	0	0	248
증감율	N/A	N/A	N/A	N/A
PER	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.0	0.0	0.0	15.2
BPS	0	0	0	1,637
DPS	0	0	0	0

도표 1. 필에너지 수주잔고 추이



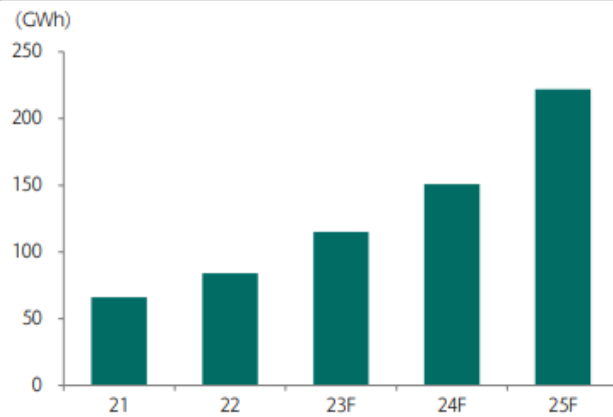
자료: 필에너지, 하나증권

도표 2. 필에너지 Advanced Stacker



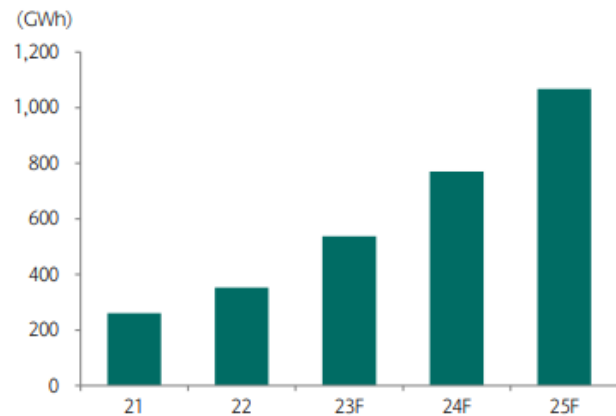
자료: 필에너지, 하나증권

도표 3. S사 배터리 생산능력 추이



자료: 언론 종합, 하나증권

도표 4. 국내 배터리 3사 전체 생산능력 합계



자료: 언론 종합, 하나증권



씨에스윈드

Vestas 미국 수주 급증과 Bladt 흑자전환 가시화

[\[출처\] 유진투자증권 한병화 애널리스트](#)

Vestas 미국 수주 6.7GW로 전년대비 254% 급증. 사상 최대치였던 2019년 5.4GW 넘어서
금리 안정화되면서 IRA와 인프라부양안 효과 현실화되고 있어. 금리 피크 아웃한 4분기에 4.5GW 수주 집중

씨에스윈드의 미국 법인 Vestas 매출비중 지난 해 60%대에서 80%대로 상승 예상. 수율 낮은 GE향 타워 매출 비중 감소하
면서 미국법인의 이익 턴어라운드 가시화

Bladt, 고객사와의 판가 인상 효과로 2024년 매출 8,730억원 영업이익 430억원 예상

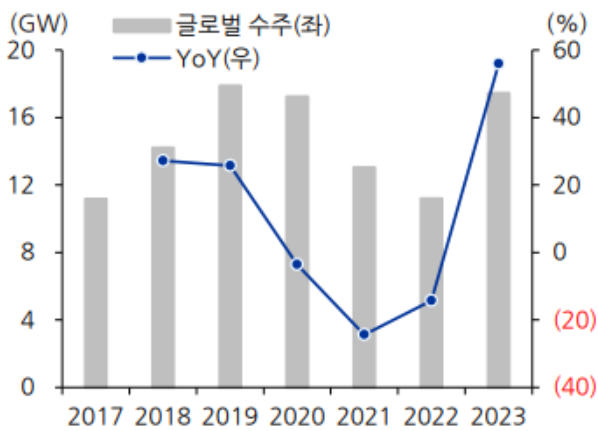
Bladt의 골칫거리였던 모노파일 생산과 인도가 씨에스윈드가 인수한 이후 단계적으로 정상화되어 가는 중

2024년 씨에스윈드 연결 매출, 영업이익 2.69조원, 2,428억원으로 전년대비 72%, 68% 급증 예상

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	1,374.9	1,566.0	2,690.0	3,257.4
영업이익	42.1	144.9	242.8	314.7
세전손익	1.7	82.5	189.3	264.7
당기순이익	(9.8)	66.6	147.5	206.4
EPS(원)	(23)	1,579	3,498	4,893
증감률(%)	적전	흑전	121.5	39.9
PER(배)	n/a	44.5	20.1	14.3
ROE(%)	(0.1)	7.4	15.0	18.1
PBR(배)	3.3	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA(배)	29.6	15.1	10.5	8.6

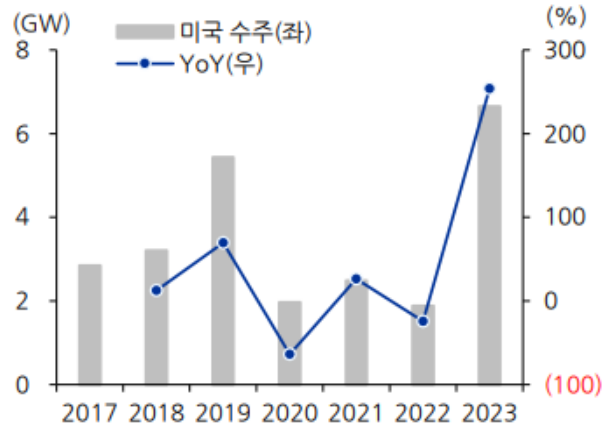
자료: 유진투자증권

도표 1. VESTAS의 글로벌 연간 터빈 수주

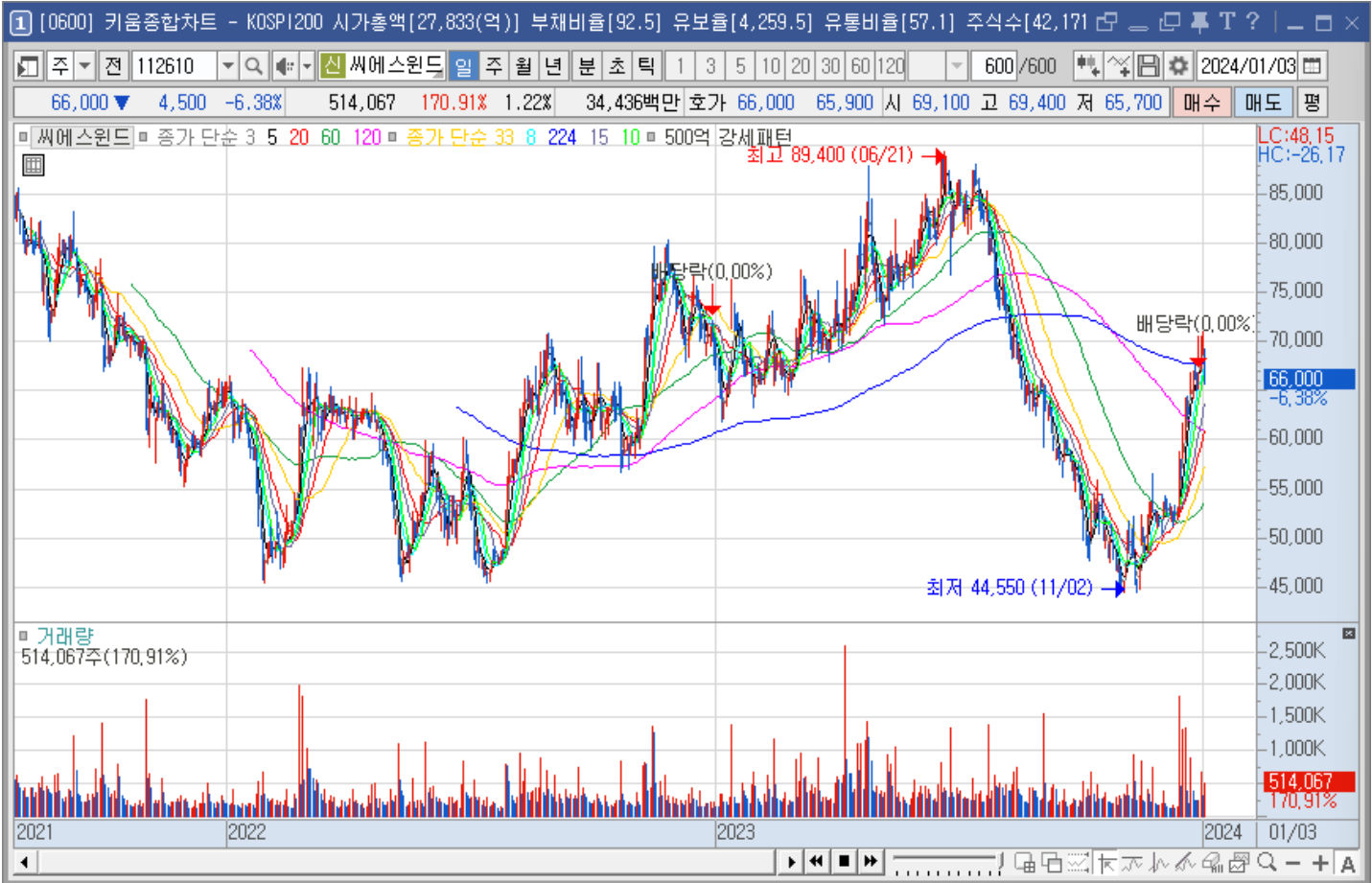


자료: VESTAS, 유진투자증권

도표 2. VESTAS의 미국 수주는 사상 최대 기록



자료: VESTAS, 유진투자증권



TYM

달라지는 2024년

[\[출처\] 유안타증권 손현정 애널리스트](#)

조지아 공장 증설 & 중대형 라인업 강화

2024년 하반기 미국 조지아 공장 증설 완공 예정. 조지아 공장 생산 CAPA는 트랙터 기준 2만대로, 연간 1.1조원 매출 가능한 규모. 2023년 하반기 중대형 트랙터 라인업 강화. 2024년에는 조지아 공장 증설과 중대형 트랙터 출시에 따른 외형 성장과 함께 점유율 확대도 가능할 전망. 중대형 모델은 중소형대비 3~5배 높고, 수익성이 높아 매출 증가에 따른 이익 증가폭이 더 클 것으로 예상

자율주행 및 텔레매틱스 기술력

동사는 자체 개발한 자율주행 및 텔레매틱스 기술로 신성장 동력 확보. 자회사 TYMICT에서 자율주행 정밀 작업이 가능한 RTK GNSS 기술 개발. 2023년 5월 RTK GNSS 기술 적용한 자율주행 3단계 트랙터와 이양기 국가 시험 통과, 2024년 양산 및 출시 계획. 텔레매틱스 기술 적용한 'MYTYM' 앱 보유. 빅데이터 체계 형성과 작물 수확 정보 등 정밀농업 서비스로 확장할 계획.

투자의견 BUY, 목표주가 8,100원으로 커버리지 개시

2024년 매출액 1조 159억원(YoY +25.6%), 영업이익 1,061억원(YoY +37.1%, OPM 10.4%) 전망. 국제종합기계 흡수합병 및 우수 딜러망 통합에 따른 시너지 효과와 2024년 미국 조지아공장 증설 효과 등을 고려하면 중장기 실적 성장성이 기대되는 상황. 목표주가는 2024년 예상 EPS 1,904원에 국내 경쟁사 2024년 PER 7.1배의 40% 할인 적용해 산출. 현재 주가는 2024년 기준 PER 2.9배로 Peer 대비 과도한 저평가 수준

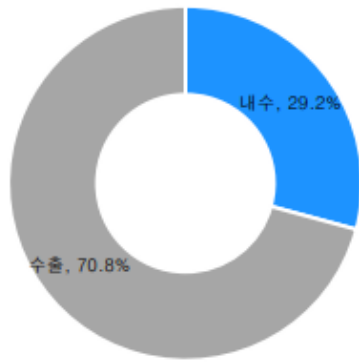
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	8,415	11,661	8,086	10,159
영업이익	353	1,220	774	1,061
지배순이익	269	982	671	858
PER	9.8	3.6	3.7	2.9
PBR	1.1	1.0	0.6	0.5
EV/EBITDA	8.5	3.9	4.6	3.2
ROE	14.3	33.5	18.5	20.2

자료: 유안타증권

TYM 매출 비중



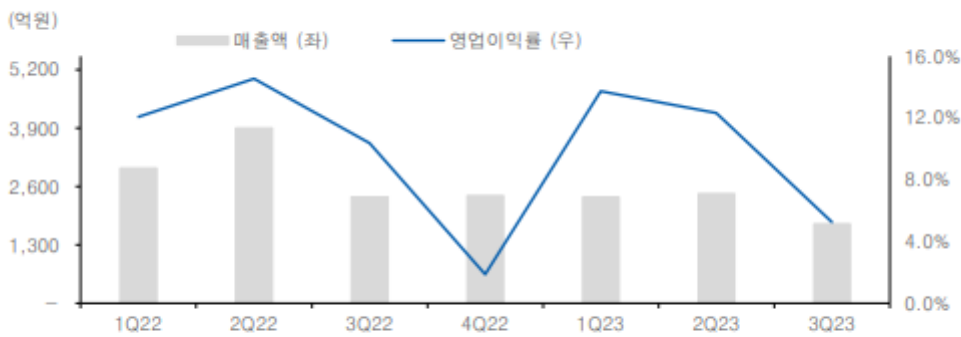
자료: TYM, 유인타증권 리서치센터

TYM 중대형 트랙터 T115



자료: TYM, 유인타증권 리서치센터

분기 매출액, 영업이익률 추이



자료: 유인타증권 리서치센터

