

2024.02.06.(화) 증권사리포트

만든 날짜: 2024-02-06 오전 4:21

수정한 날짜: 2024-02-06 오전 4:27

2024.02.06.(화) 증권사리포트

한미약품

4Q23 Re : 안정적 실적 성장과 비만 파이프라인 개발에 주목

[\[출처\] 하나증권 박재경 애널리스트](#)

4Q23 Re: 마일스톤 수령으로 호실적 시현

한미약품은 연결 기준 4Q23 매출액 4,224억원(+20.3%YoY, +15.8%QoQ), 영업이익 701억원(+80.5%YoY, +21.9%QoQ, OPM 16.6%)으로 컨센서스 매출액 4,055억원, 영업이익 629억원을 상회하는 실적을 기록했다. 한미약품의 별도 기준 4Q23 매출액은 3,209억원(+20.3%YoY, +18.0%QoQ), 영업이익은 536억원(+111.1%YoY, +64.7%QoQ), 북경한미의 실적은 매출액 1,033억원(+22.5%YoY, +10.7%QoQ), 영업이익 191억원(+69.6%YoY, -26.8%QoQ)을 기록했다. 별도 한미약품 호실적의 이유는 1) LAPS Dual Agonist 임상 2b상 진입에 따른 마일스톤 약 180억원 수령, 2) 로수젯의 성장이다. 로수젯은 4Q23 매출액 479억원(+28.4%YoY, +5.3%QoQ)을 기록했다. 북경한미는 계절적 성수기에 더불어 최근 유행한 마이코플라스마 폐렴의 영향으로 호흡기 제품(이탄징, 이안핑)으로 매출액은 성장했으나, 주요 파이프라인 임상 진입에 따른 비용 증가로 영업이익은 전분기 대비 감소했다. 한미정밀화학은 4Q23 매출액 336억원(+13.5%YoY, +56.0%QoQ), 영업이익 16억원(+30.4%YoY, 흑전QoQ)을 기록했다. CDMO 프로젝트의 증가로 분기 흑자 전환에 성공했다.

24년에도 안정적 실적 성장 전망. 비만 파이프라인 본격화에 주목

한미약품의 연결 기준 24년 매출액은 1조 6,000억원(+7.3%YoY), 영업이익은 2,276억원(+3.1%YoY, OPM 14.2%)으로 전망한다. 한미약품 별도의 매출액은 1조 1,797억원(+7.5%YoY), 영업이익은 1,400억원(+8.0%YoY)으로 전망한다. 한미약품의 핵심 품목 로수젯의 24년 매출액은 2,074억원(+18.0%YoY)으로 추정하며, Aptose에 기술이전된 tuspetinib의 임상 진행에 따른 마일스톤 수령이 이뤄질 것으로 예상된다. R&D 부분에서 Efteglenatide는 비만 적응증 국내 임상 3상이 23년 말 시작됐다. Efteglenatide는 이미 후기 임상에서 안전성, 유효성이 이미 일부 확인되었다는 점이 강점이다. 임상 2상 BALANCE 205의 Subgroup 분석 결과를 보면, 8mg 2주 1회 투여군에서 당뇨병 전증 환자(n=24)는 7.32kg, 그 외 환자(n=34)는 6.72kg의 체중 감소 효과를 확인했다(약 -7%). 비만 임상 3상은 최대 매주 10mg 용량까지 진행되는 만큼 7% 이상의 체중 감소 효과를 기대해 볼 수 있다. 향후 가격 경쟁력과 아시아인 임상 결과를 기반으로 한 국내 점유율 확보가 기대된다. 한미약품은 이외에도 기존의 Triple Agonist와 장기 지속형 플랫폼과 구성이 다른 GLP-1/GIP/Glucagon agonist를 비만 파이프라인으로 개발할 계획이다. 올해 6월 예정된 미국 당뇨학회에서 해당 파이프라인의 전임상 결과 공개가 예정되어 있으며, 연내 임상 1상을 개시할 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 400,000원 유지

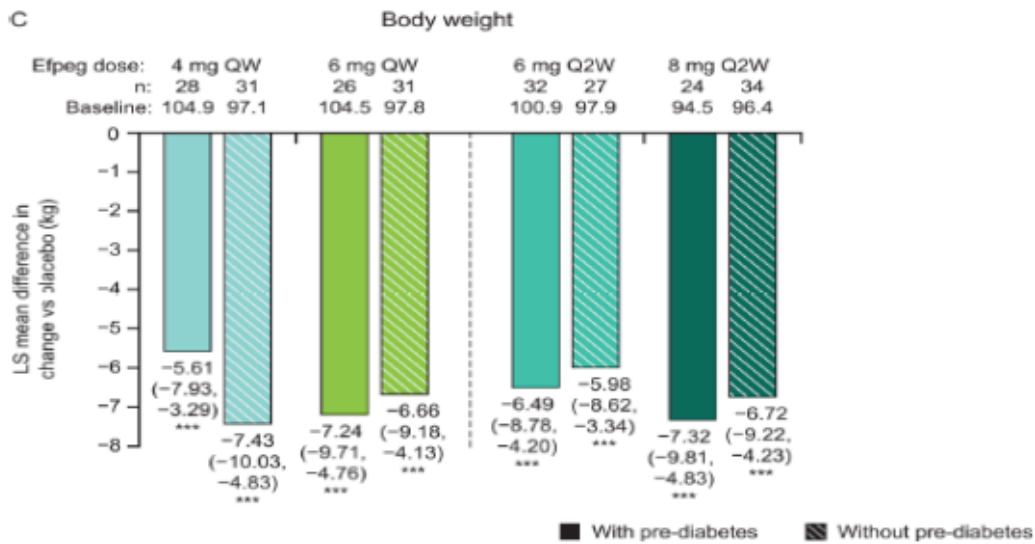
한미약품에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 400,000원을 유지한다. 최근 본업 이외의 이슈로 주가 변동성이 확대된 상황이나, 한미약품은 호실적에 더불어 비만 적응증 신규 파이프라인이 추가되고 있다는 점에 주목하자.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,203.2	1,331.5	1,490.9	1,600.0
영업이익	125.4	158.1	220.7	227.6
세전이익	103.7	121.0	194.0	197.8
순이익	67.0	82.8	139.2	151.9
EPS	5,232	6,463	10,867	11,859
증감율	460.17	23.53	68.14	9.13
PER	50.83	45.24	32.44	26.86
PBR	4.08	4.12	4.58	3.47
EV/EBITDA	18.66	16.81	15.35	14.93
ROE	8.74	9.89	15.32	14.60
BPS	65,261	70,942	76,952	91,743
DPS	471	481	481	481

도표 3. 한미약품 BALANCE 205 임상 유효성 결과

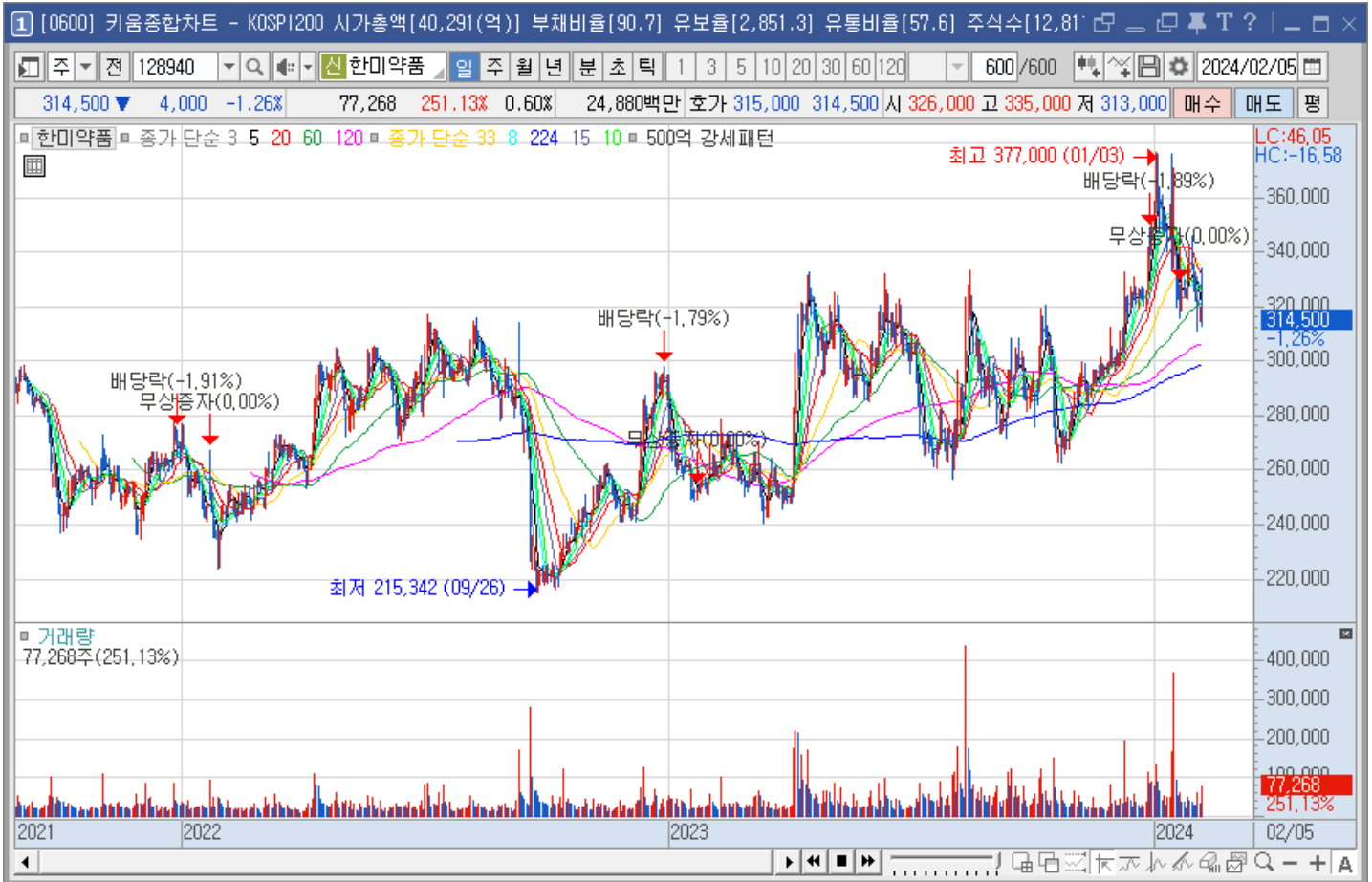


자료: BMJ Open Diab Res Care 2022, 하나증권

도표 4. 비만 임상 결과 비교

업체명	Novo Nordisk	Eli Lilly	Altimune			Boehringer Ingelheim	
임상명	Step 1(3상)	Surmount-1(3상)	Momentum (2상)			NCT04667377, 2상	
투여 약물	Wegovy(GLP-1) 2.4mg	Mounjaro(GLP-1/GIP) 15mg	Pemvidutide 1.2mg	Pemvidutide 1.8mg	Pemvidutide 2.4mg	Survodutide 3.6mg	Survodutide 4.8mg
유효성(위약군 조정 %pt)							
24주 체중감소	~9	~12	6.3	8.4	9.7	N/A	N/A
46주 체중감소	~12	~18	N/A	N/A	N/A	10.4	12.1
안전성(위약군 조정 %pt)							
구역	26.8	21.5	14.9	49.9	46.2	42.8	44.1
구토	18.2	10.5	5	15	24.4	28.6	29.9
변비	13.9	5.9	7.5	2.5	12.2	19.5	20.8
이상반응에 의한 약물 중단	3.9	3.6	4.9	7.4	24.2	20.8	24.7

주: Head-to-Head 비교 임상 아님. Wegovy 68주, Mounjaro 72주, Pemvidutide 24주 Survodutide 46주 안전성 데이터
 자료: Evaluate Pharama, 각 사, 하나증권





S-Oil

매수에 적절한 타이밍과 주가 레벨 도달

[\[출처\] 하나증권 윤재성 애널리스트](#)

4Q23 영업이익 컨센 91% 하회

4Q23 영업이익은 76억원(QoQ -99%, YoY 흑전)으로 컨센(838억원)을 91% 하회했다. Dubai가 전분기 말 대비 약 20\$ 급락했고, 환율도 하락하며 전사에 걸쳐 약 1,440억원의 재고관련손실과 역래깅 효과가 발생한 영향이다. 당기순이익은 2,099억원을 기록했는데, 이는 1) 환율 하락에 따른 환차이익 1,623억원이 발생했고 2) 사신프로젝트 관련 투자세액공제 960억원이 법인세 비용을 감소시키는 방식으로 한 번에 반영되었기 때문이다.

1Q24 영업이익 대폭 개선 예상

1Q24 영업이익은 5,404억원(QoQ +7,030%, YoY +5%)을 추정한다. Dubai를 현재와 유사한 80\$로, 정제마진은 현재의 Spot 마진 13~14\$ 유지를 가정했다. 부문별 영업이익은 정유 +2,825억원, 석유화학 +706억원, 윤활기유 +1,873억원을 추정했다.

매수에 적절한 타이밍과 주가 레벨 도달

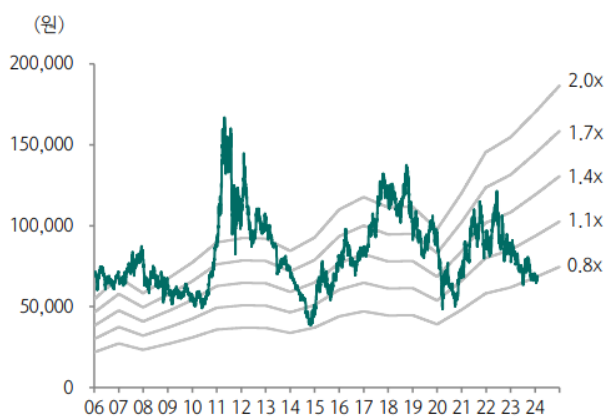
BUY를 유지하고, TP를 기존 10만원에서 11만원으로 상향한다. 1) Spot 정제마진이 4Q23 11\$에서 현재 13~14\$ 상승한 점과 2) 투자세액공제로 인한 법인세 비용 절감효과를 반영해 2024년 영업이익/순이익 추정치를 각각 +14%/+26% 상향한 영향이다. 회사 내부 요인과 외부 환경의 긍정적 변화에 따라 2024년 영업이익은 2.27조원(YoY +60%)으로 대폭 증가할 것으로 예상

한다. 실적 턴어라운드 시현되는 1Q24가 적절한 매수 타이밍이며, 현 주가는 추정 ROE 14% 대비 PBR 0.8배의 절대 저평가 상태로 매수에 적절한 가격대이기도 하다. 투자 포인트는 다음과 같다. 1) 전년의 대규모 정기보수에 따른 기회손실 -4.6천억원 효과가 소멸된다. 올해 정기보수는 No.1 CDU, No.1 윤활기유가 유일하다. 2) OSP 하향 효과가 대폭 반영된다. 이미 2월 사우디 OSP(Arab Light)는 1.5\$로 2023년 평균 3\$ 대비 낮다. 원유 시장의 분절화에 따른 사우디의 아시아 M/S 축소는 OSP의 구조적 하향을 견인할 것이다. 3) 2024~26년 사한PJ 관련 투자세액공제는 현재 600~800억원이나, 임시투자세액 공제 연장이 국회 승인 시 2024년 600억원은 1,700억원으로 급증한다. 4) 2024년 글로벌 PX/벤젠, 윤활기유의 증설은 급감하며 건조한 시황이 예상된다. 현재 S-Oil의 각 설비 가동률은 2023년 평균 대비 10%p 높아져 시황 호조의 수혜가 가능하다. 5) 2022~24년 누적 Capex는 5.5조원이며, 누적 EBITDA는 9.5조원이다. 2024년 Capex 3조원도 충분히 EBITDA 내에서 감당 가능하며, 업황 추가 개선 시 배당성향 상향 가능성도 배제할 수 없다. 6) 인도의 폭발적 Motorization, 중국의 정제설비 증설 제한 규제는 2024년 인도와 중국을 석유제품 순수입국으로 전환시킬 요소다. 이는 아시아 정제마진 강세를 전망하는 이유다. 미국/인도 정유사의 역사적 신고가 행진의 온기가 아시아 정유사에 전해질 날이 얼마 남지 않았다고 판단하며, 저점 매수를 권한다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

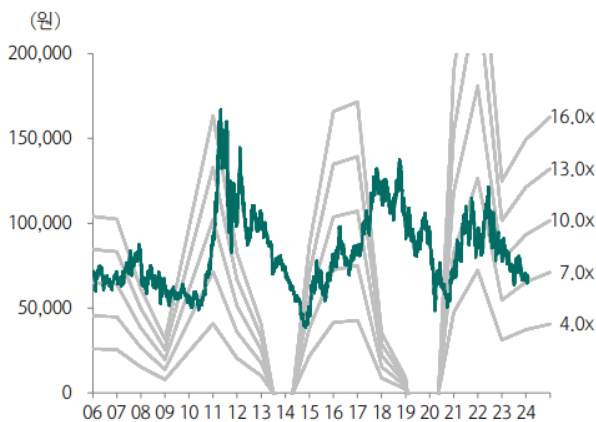
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	27,463.9	42,446.0	35,727.2	39,148.9
영업이익	2,140.9	3,405.2	1,418.5	2,276.0
세전이익	1,878.0	2,898.5	1,195.8	1,707.5
순이익	1,378.5	2,104.4	998.2	1,366.0
EPS	11,822	18,047	8,561	11,714
증감율	폭전	52.66	(52.56)	36.83
PER	7.25	4.62	8.13	5.79
PBR	1.43	1.15	0.90	0.80
EV/EBITDA	4.92	3.29	4.83	3.21
ROE	21.76	27.20	11.41	14.43
BPS	59,945	72,770	77,337	85,057
DPS	3,800	5,500	4,000	4,000

도표 3. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 4. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권



NAVER

실적을 통한 검증 단계

[\[출처\] 키움증권 김진구 애널리스트](#)

인터넷/게임 업종 Top pick

동사에 대한 목표주가 34만원을 유지하고 인터넷/게임 업종 내 Top pick으로 지속 제시한다. 동사의 적정가치는 55.2조원으로, 이는 서치플랫폼/클라우드 중심 사업부문 적정가치 11.7조원, 네이버 AI 내재가치 11.0조원, 네이버쇼핑 사업부문 적정가치 10.5조원, 일본 이커머스 솔루션 적정가치 1.5조원, 네이버파이낸셜 지분가치 5.2조원, Webtoon Entertainment 지분가치 7.2조원과 LY Corporation 지분가치 8.2조원을 반영해 산출하였다. 국내 이커머스 경쟁강도 증가 등을 감안해 네이버쇼핑 기업가치를 기존 대비 1.6조원 하향 조정하였고, 웹툰 매출 구조 다변화에 따른 손익 개선 등을 감안 Webtoon Entertainment 기업가치를 기존 대비 1.1조원 상향 적용했다.

데이터 기반 경쟁력 증가가 필수

동사 지속 성장을 위해 가장 중요한 것은 플랫폼 내부 데이터를 활용한 AI 및 커머스 사업 등에서 경쟁력 유지 및 확대에 요약할 수 있다. AI 사업은 글로벌 주요 빅테크 사업자들의 투자, 서비스 개선 및 사용자 점점 강화가 공격적으로 나타나고 있으며, 커머스 사업은 중국 이커머스 사업자의 국내에 대한 저가형 침투 전략이 공격적으로 나타나고 있기에 해당 사안은 동사 주요 사업영역에서 경쟁강도를 높일 리스크로 작동할 수 있다. 이에 동사는 AI 사업에서 사용자 기반 부가가치를 높이는 다수 시도를 적극적으로 가져가야 하며, 상반기 큐의 모바일 버전 출시 등을 통해 부가가치를 높이고 사용자 락인 효과를 창출해야 할 것이다. 또한 커머스 사업은 저가 기반 사용자 부가가치만 존재하는 시장이 아니기에 유저의 구매 히스토리를 감안한 최적의 상품 추천 및 셀러 입장에서 AI 기반 다수 솔루션 탑재 등을 바탕으로 판매 전략 구축 및 재고관리 솔루션 확보 등이 필수적으로 선결되어야 하며 해당 부가가치를 통해 동사의 서드파티 셀러의 풀을 넓혀 커머스 광고사업의 성장성을 재차 높여야 할 것이다.

실적 통한 검증 단계가 필요할 것

데이터 기반 부가가치 확대 및 지속 경쟁력 여부는 동사의 실적을 통해 검증이 필요할 것으로 판단한다. 24E 동사의 서치플랫폼과 커머스 매출 성장성은 각각 5%와 18% 증가를 추정치에 산입했고 인건비와 마케팅비의 효율적 집행 지속 등을 감안해 영업이익률은 16.0%로 전년대비 0.6%p 개선을 적용했다. 당사가 부여 중인 동사 AI 내재가치는 이용자 점점 등을 점검해 재정할 예정이다

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	6,817.6	8,220.1	9,670.6	10,796.2
영업이익	1,325.5	1,304.7	1,488.8	1,724.3
EBITDA	1,758.9	1,865.6	1,886.6	2,170.2
세전이익	2,126.4	1,083.7	1,486.0	1,816.9
순이익	16,477.6	673.2	988.4	1,208.5
지배주주지분순이익	16,489.8	760.3	1,012.6	1,238.7
EPS(원)	100,400	4,634	6,210	7,627
증감률(% YoY)	1,546.6	-95.4	34.0	22.8
PER(배)	3.8	38.3	36.1	29.0
PBR(배)	2.64	1.28	1.54	1.46
EV/EBITDA(배)	35.8	16.1	19.9	17.1
영업이익률(%)	19.4	15.9	15.4	16.0
ROE(%)	106.7	3.3	4.4	5.1
순차입금비율(%)	1.7	1.0	1.9	1.9





SK아이이테크놀로지
일회성 요인으로 실적 기대치 큰 폭 상회
[\[출처\] 키움증권 권준수 애널리스트](#)

4Q23 영업이익 269억원, 시장 컨센서스 큰 폭으로 상회

4Q23 실적은 매출액 1,725억원(-5%QoQ, -3%YoY), 영업이익 269억원(+241%QoQ, 흑자전환 YoY)으로, 시장 컨센서스(영업이익 86억원) 및 당사추정치(영업이익 91억원)를 상회했다. 최근 전방 수요 둔화로 4분기 판매량이 전분기 대비 소폭 감소하며(-7%QoQ) 매출액은 전분기 대비 줄었다(가동률 한국 35%, 폴란드 65%, 중국 90% 추정). 그러나 전분기에 진행된 폴란드 공장 정기보수의 기저효과 및 비용 개선 효과(+93억원)와 중국법인 인센티브(+124억원) 등 일회성 요인으로 수익성이 크게 개선됐다. 한편 동사는 FCW사업 중단을 발표했으며, 24년부터 그로 인한 손익 개선 효과가 기대된다.

1Q24년 영업이익 14억원(흑자전환 YoY) 전망

1Q24 실적은 매출액 1,314억원(-24%QoQ, -8%YoY), 영업이익 14억원(-95%QoQ, 흑자전환 YoY)을 기록할 전망이다. 1분기의 경우 주요 Captive 고객사의 재고조정이 예상됨에 따라 판매량이 크게 감소할 것으로 예상된다.

4Q23 연말 재고조정이 크지 않았던 만큼, 1Q24에 기존 재고 소진이 이루어질 것으로 예상됨에 따라 매출 감소가 불가피할 전망이다. 한편 북미향 고객사 제품 출하는 3월부터 진행될 예정이나, 하반기부터 공급 물량 확대가 본격화될 전망이다. 1분기 수익성은 일회성 요인(중국법인 인센티브) 제외 외에도 최근 전방 수요 불확실성 감안하여 동사가 재고 소진을 위해 가동률 조정에 나설 가능성이 높아 보여 수익성 악화가 나타날 것으로 예상된다.

연내 북미향 신규 고객 확보로 성장 모멘텀 확보될 전망

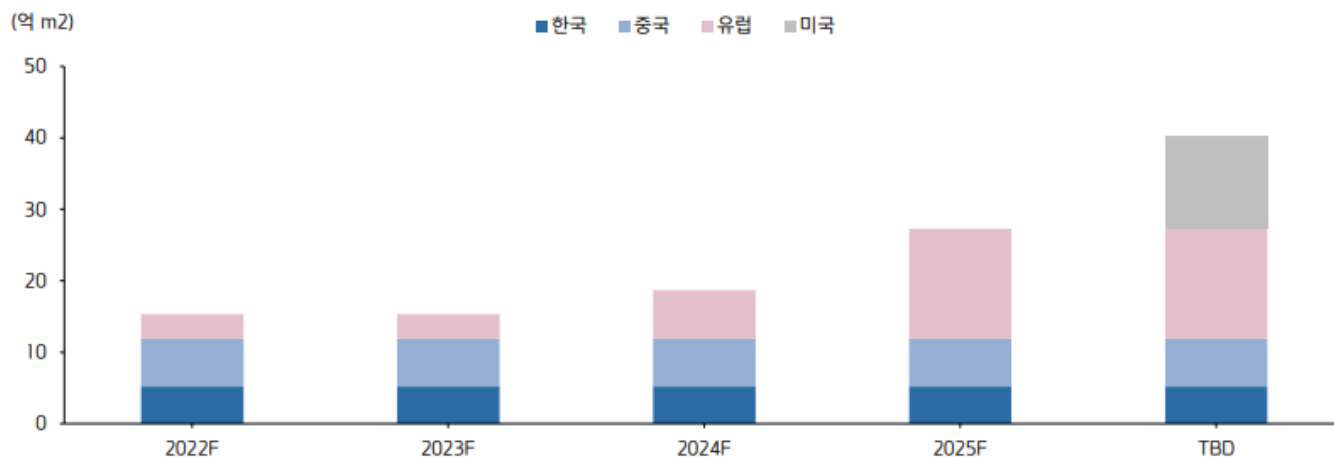
금번 실적발표를 통해 동사는 24년 판매량 flat YoY로 보수적인 가이드스를 제시했다. 이는 전방 시장 불확실성 및 예상 대비 낮아진 전기차 판매를 반영한 기조이다. 연간으로는 상반기에 고객사 재고조정이 예상되어 실적은 상저하고가 될 것으로 보이며, 금년까지는 두 개의 고객사를 중심으로 판매가 이루어질 전망이다. 이번 컨퍼런스 콜을 통해 해외우려기관(FEOC) 가이드스 발표 직후 북미에 진출한 배터리/OEM 업체들의 문의가 크게 늘어난 것으로 파악된다. 일부 논의 및 테스트가 진행 중에 있어, 신규 고객 확보가 연내 구체화될 전망이다. 다만, 4M 승인 절차 기간(6개월) 감안 시 실질적인 물량 공급은 25년 이후 나타날 것으로 추정된다. 이에 따라 폴란드 Phase 2~4 공장가동 시점도 탄력적으로 운영될 전망이다. 실적 추정치 변경을 반영하여 목표주가는 92,000원으로 하향 조정하나, 중장기 성장성 관점에서 투자 의견은 'BUY' 유지한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	603.8	585.8	649.6	625.5
영업이익	89.2	-52.3	32.0	48.7
EBITDA	206.9	103.6	187.0	275.3
세전이익	111.6	-34.6	98.7	70.2
순이익	95.4	-29.7	80.4	65.1
지배주주지분순이익	95.4	-29.7	80.4	65.1
EPS(원)	1,393	-416	1,127	913
증감률(%YoY)	-8.4	적전	흑전	-19.0
PER(배)	120.6	-127.3	70.0	83.2
PBR(배)	5.40	1.74	2.51	2.36
EV/EBITDA(배)	56.9	41.1	33.4	21.3
영업이익률(%)	14.8	-8.9	4.9	7.8
ROE(%)	5.6	-1.4	3.6	2.9
순부채비율(%)	-9.3	22.2	27.4	19.2

자료: 키움증권 리서치센터

SK아이이테크놀로지 LiBS 생산능력 및 증설 계획



자료: SKIET, 키움증권 리서치센터



HD현대인프라코어

실적 우려와 멀티플 하단부 그리고 주주환원

[\[출처\] 하나증권 유재선 애널리스트](#)

목표주가 11,000원, 투자의견 매수 유지

HD현대인프라코어 목표주가 11,000원과 투자의견 매수 유지한다. 4분기 실적은 컨센서스를 하회했다. 신항지역의 건설기계 수요가 전년대비 둔화되는 가운데 통상 4분기에 반영되는 일성 비용이 컸다. 한편 건설기계 수요 강도는 지역별로 차별화되는 모습이다. 고금리에 따른 경기 둔화 여파로 유럽과 아시아는 부진한 모습을 보인 반면 인프라투자가 지속되고 있는 북미와 중동, 남미지역 일부는 견조한 성장세가 이어지고 있다. 향후 고금리 해소가 전제된다면 유럽과 아시아 지역의 수요는 시차를 두고 개선될 여지가 있다. 이를 감안하면 2024년 매출액은 상저하고 패턴이 전망된다. 2024년 기준 PER 6.1배, PBR 0.8배다.

4Q23 매출액 9,816억원(YoY -20.6%), 영업이익 140억원(YoY -78.9%) 기록

4분기 매출액은 9,816억원으로 전년대비 20.6% 감소했다. 제품 라인업 다각화를 기반으로 엔진 부문 성장세가 지속되는 가운데 건설기계 부문이 부진했다. 전년도 높은 실적 기저가 부담으로 작용했고 일부 신항지역의 수요 부진이 부정적인 영향을 미쳤다. 지역별 매출액은 선진과 신항지역 모두 전년대비 각각 9.8%, 37.7% 감소했다. 선진은 유럽의 부진을 북미가 일부 상쇄했지만 신항은 남미와 중동 등 일부 지역을 제외하고 대부분 국가들에서 수요가 둔화된 것으로 보인다. 영업이익은 140억원으로 전년대비 78.9% 감소했다. 건설기계 수요부진으로 매출이 둔화되는 가운데 사명 변경에 따른 브랜드 교체 비용, 개발비 등 300억원 가량의 비용이 일시적으로 반영된 것에 기인한다.

실적 우려와 멀티플 하단부 그리고 주주환원

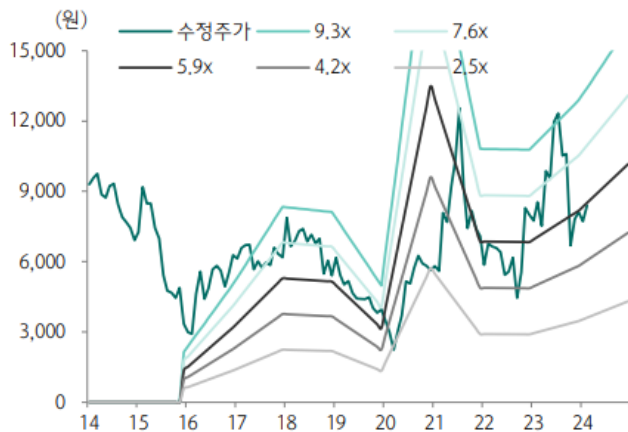
PBR 멀티플은 과거 20년간 밴드 하단부에 위치해있다. 현재의 멀티플을 하회했던 시기들은 대부분 글로벌 경기선행지표 하강 국면 진입으로 건설기계 수요가 둔화됐었다. 또한 당해 또는 다음년도 연간 매출액 역성장이라는 공통점이 존재한다. 다만 글로벌 경기선행지표는 여전히 상승세에 있다. 또한 2024년 증익 가이던스를 고려하면 현재 PBR 멀티플은 우려가 과하게 반영되어 있을 여지가 있다. 한편 2월 2일 정규장 마감 이후 560억원 규모 자사주 취득과 소각 결정이 공시됐다. 시가총액 대비 3.3%에 해당하는 물량이다. 지난해에 2008년 이후 처음으로 배당을 결정한 것과 더불어 추가적으로 주주환원 정책이 확대됐다는 점에서 의의가 있다. 저PBR 종목들의 리레이팅이 진행되는 가운데 적극적인 환원 정책을 기반으로 하단부 위치한 멀티플은 재평가 될 여지가 있다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

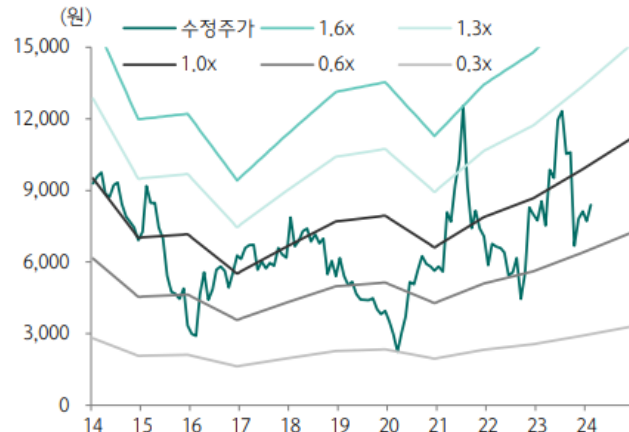
투자지표	2021	2022	2023P	2024F
매출액	4,593.7	4,756.1	4,659.6	4,816.9
영업이익	264.5	332.5	418.3	427.8
세전이익	174.0	278.7	342.3	368.9
순이익	461.5	229.8	230.7	276.7
EPS	2,287	1,163	1,158	1,386
증감율	327.48	(49.15)	(0.43)	19.69
PER	3.10	6.88	7.01	6.06
PBR	1.02	0.97	0.89	0.81
EV/EBITDA	3.73	4.72	3.24	2.98
ROE	24.63	15.29	13.37	14.23
BPS	6,948	8,276	9,106	10,382
DPS	0	240	110	350

도표 2. HD현대인프라코어 12M Fwd PER 추이



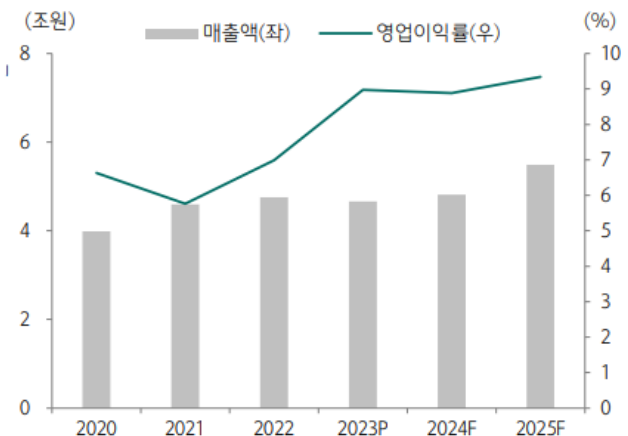
자료: HD현대인프라코어, 하나증권

도표 3. HD현대인프라코어 12M Fwd PBR 추이



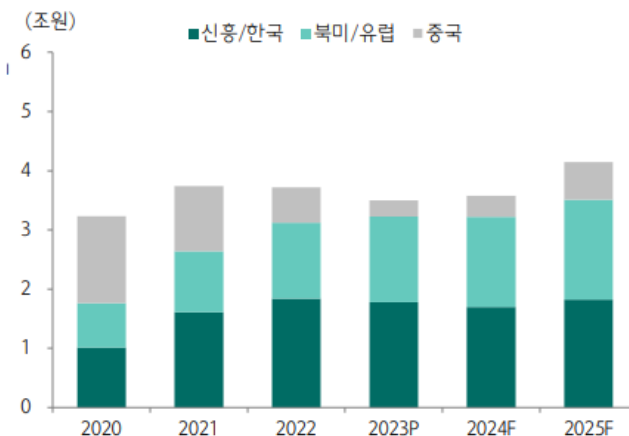
자료: HD현대인프라코어, 하나증권

도표 4. 연간 영업실적 추이 및 전망



자료: HD현대인프라코어, 하나증권

도표 5. 건설기계 부문 연간 지역별 매출액 추이 및 전망



자료: HD현대인프라코어, 하나증권



LS

해저케이블 매출 증가와 0.3조원 이익의 MnM

[출처] DS투자증권 양형모 애널리스트

경쟁력 있는 비상장 자회사를 보유하고 있는 중공업 지주

동사는 전선업을 영위하는 LS전선 92%, 전력기기의 LS일렉 47%, 과거 니코동제련이었던 MnM 100%, 트랙터 사업을 영위하는 엠트론 100% 등을 보유하고 있다. LS전선은 매출액 6조원 수준에 OPM 4%를 기록할 전망이나 향후 매출 증가 및 마진 개선 가능성이 크다. LS일렉트릭은 상장사로 시가총액 2조원이기 때문에 47%의 지분가치는 약 0.9조원이다. 그리고 MnM은 매출액 10조원, 영업이익률 2~4% 수준의 동 제련 비즈니스를 영위하며 올해 기준 2,500억원 이상의 영업이익을 달성할 것으로 전망된다. 엠트론과 I&D도 합산 매출액 5조원, 영업이익 0.1조원이 가능한 비즈니스다. 경쟁력 있는 비상장 자회사의 지분율은 90 ~ 100% 보유하고 있다.

NAV 대비 할인율 30~40%(자사주 14.7% 보유)

동사는 자사주 14.7%를 보유하고 있다. 또한 지속적인 주주환원정책의 일환으로 지난해 11월 자사주 100억원 추가 매입을 공시한 바 있다. NAV에서 항목별 보유가치는 현재 시가총액 기준 자사주 0.4조원, LS전선 OPM 기준 Price Ratio 8배 적용 1.7조원, MnM도 PBR 1배 적용 2.5조원, LS일렉트릭 상장가치 0.9조원, 엠트론+I&D 0.5조원이다. 순차입금을 차감한 NAV의 주당 가치는 16.4만원이다. BPS는 15.3만원이다. 할인율은 30~40% 수준이다.

해저케이블 매출 증가와 최소 영업이익 2,500억원의 MnM

1) LS전선의 해저케이블 상황은 여전히 견조하다. 수주잔고는 3조원이다. 해저1~3동 기준 매출액 캐파는 4,000억원이었고 지난해 4동이 준공되면서 매출액 2~3,000억원이 증대됐다. 현재 동해 5동을 증설하고 있고 북미 생산 공장을 증설할 계획이다. 궁극적으로 두 자릿수 마진의 해저케이블 부문 향후 매출액만 연 1조원이 가능할 전망이다. 2) MnM은 매출액 10조원 비즈니스다. 최소 마진은 2.5% 수준으로 추정하며 만약 2022년과 같이 황산 손실(500억원 수준)이 줄어들면 3~4,000억원까지 이익이 증가한다. LS전선과 MnM만으로도 현재 동사의 밸류에이션은 부담 없는 수준이다

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	10,152	10,444	12,829	17,491	24,922
영업이익	270	337	470	562	942
영업이익률(%)	2.7	3.2	3.7	3.2	3.8
세전이익	160	303	392	658	598
지배주주지분순이익	25	127	278	452	284
EPS(원)	787	3,939	8,627	14,024	8,813
증감률(%)	-93.7	400.8	119.0	62.6	-37.2
ROE(%)	0.8	3.9	8.2	12.0	6.6
PER(배)	60.8	18.1	6.3	5.0	10.3
PBR(배)	0.5	0.7	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	8.0	8.1	6.9	8.4	6.7

자료: LS, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



티로보틱스

기대되는 장미빛 미래

[\[출처\] 유안타증권 권명준 애널리스트](#)

디스플레이 투자 확대

디스플레이 진공로봇과 진공이송모듈 개발 및 제조사업을 영위하고 있다. 국내 최초로 OLED용 진공로봇을 개발했으며, OLED 6세대, 8세대 제품 라인업을 보유하고 있다. 24~25년 국내/중국 디스플레이 기업들이 OLED 투자할 것으로 예상됨에 따라 동사의 진공로봇/이송모듈의 매출 성장이 기대된다. 반도체로의 영역 확대도 진행 중이다. 2022년 해외 고객사향 수주 및 납품한 레퍼런스를 보유하고 있다.

물류이송로봇 AMR

동사는 2023년 4월에 2건의 공급계약을 체결하였다. 2차전지 기업향 물류이송로봇(AMR)으로 계약종료시점은 2025년 6월과 11월이다. 2023년 3분기부터 실적에 반영되기 시작하였고, 2024년에 상당부분 반영될 것으로 기대된다. AMR은 레이더/라이더/카메라를 통해 스스로 인식하고 상호간의 정보교환을 통해서 움직이는 로봇이다. AMR의 가격과 수주금액을 감안하면 동사의 2023년 계약은 건당 수백대의 규모로 추정되며, 안정적으로 구동 시 인건비/리쇼어링 등의 이슈에 좋은 대안으로 주목받을 수 있다. AMR은 2차전지에 국한되지 않고 다양한 산업 영역으로 확장 가능하다는 점에서 성장 가능성이 높다고 판단된다.

헬스케어 로봇도 준비

한국뿐 아니라 다수의 국가에서 고령화로 인해 헬스케어 로봇에 대한 관심이 높다. 스위스 로봇 기업인 마이오스위스(Myoswiss)와 공동 기술개발을 통해 헬스케어 로봇 제품도 구축 및 확대하고 있다. 고관절 보조용 웨어러블 로봇인 Healbot, Hybrid-Type 웨어러블 로봇인 Myosuit 제품을 보유하고 있다. 지속적으로 제품 라인업을 확대해 나갈 계획이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액	516	664	441	567
영업이익	-40	35	-66	-23
지배순이익	-32	-11	-110	-10
PER	-20.3	-55.4	-10.7	-107.0
PBR	2.2	1.9	5.1	4.6
EV/EBITDA	-80.6	9.7	-56.2	72.9
ROE	-10.4	-3.4	-37.9	-4.0

자료: 유안타증권

