

2024.03.28.(목) 증권사리포트

삼성전자

ESG 경영 활동 성과가 점차 가시화되고 있다

[\[출처\] BNK투자증권 이민희 애널리스트](#)

중장기적 ESG 경영과제 실천을 통해 지속가능경영 강화 중
지속가능성은 동사 경영의 핵심지표로서 사업 경쟁력 제고의 원천으로 삼고있다. 2022년 9월 '신환경경영전략'을 선언하고 친환경 경영으로 전환하였으며, 2030년 DX부문의 탄소중립 우선 달성에 이어, DS부문을 포함한 전사의 2050년 탄소중립을 목표로 실행할 계획이다. 2022년 기준 국내 DX 부문의 전사업장과 베트남, 인도, 브라질에 있는 제조사업장의 재생에너지 100% 전환을 완료하였으며, 재생에너지 사용량은 8,704GWh로서 재생에너지 전환율 31%(DS부문 23%, DX부문 93%)를 달성했다. 2050년까지 사업장 재생에너지 100% 전환 추진을 위해 다양한 활동이 실시되고 있다. 한편, 최근 MSCI가 발표하는 2023년 ESG 평가에서, 사회(Social)와 지배구조(Governance) 부문에서 평가점수가 크게 상승한 덕분에, AA 등급으로 한 단계 상승한 점은 동사의 글로벌 지속가능경영 실천 활동이 점차 인정받고 있다는 방증이다.

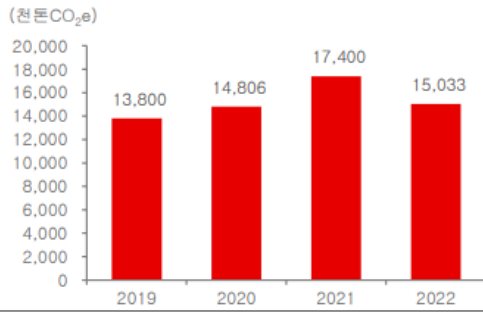
사업환경 악화에도 ESG 경영 효과는 장기적 관점에서 보아야
올해는 메모리 업황 호전에 따른 영업활동 현금흐름 개선과 설비투자 축소로 작년보다 FCF가 상당히 개선될 것으로 예상된다. 그러나 여전히 글로벌 긴축 기조와 경쟁 심화로 인해 수익성 압박이 크고, 향후 투자 자원 마련의 필요성을 고려하면 추가적인 주주환원 정책을 펼치기는 당분간 제한적일 것 같다. 그러나 동사의 ESG에 기반한 경영목표 달성과 주주가치 제고 노력은 장기적 관점에서 보아야 하며, 향후 기업 가치 상승 및 경영실적 성과로 나타날 것으로 기대한다. 한편 동사도 AI 서버향 고용량 DRAM 매출 확대에 따라, 글로벌 AI주 상승 대열에 합류할 것으로 기대하며 투자 의견 '매수'를 유지한다. 목표주가는 93,000원으로 상향 조정하였다

Fig. 1: 삼성전자 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	302,231	258,935	302,146	325,674	332,187
영업이익	43,377	6,567	27,231	34,471	36,270
세전이익	46,440	11,006	32,037	39,213	41,613
순이익[지배]	54,730	14,473	26,946	29,317	31,112
EPS(원)	8,057	2,131	3,967	4,316	4,580
증감률(%)	39.5	-73.6	86.2	8.8	6.1
PER(배)	6.9	36.8	20.1	18.5	17.4
PBR	1.1	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	3.4	10.0	6.7	5.8	5.4
ROE(%)	17.1	4.1	7.4	7.6	7.5
배당수익률	2.6	1.8	1.8	1.8	1.8

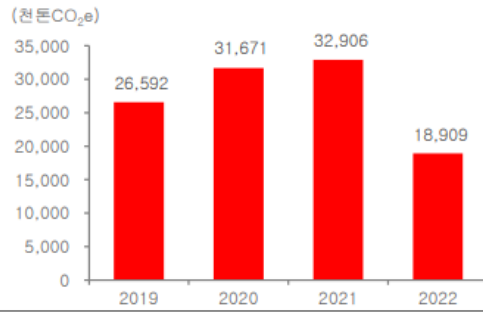
자료: 삼성전자, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 4: 삼성전자 사업장 온실가스 배출량



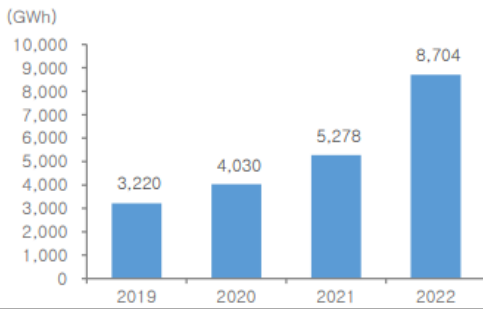
자료: 삼성전자, BNK투자증권

Fig. 5: 삼성전자 제품 사용단계 온실가스 감축량



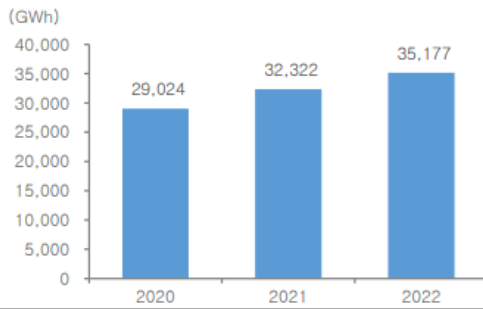
자료: 삼성전자, BNK투자증권

Fig. 6: 삼성전자 재생에너지 사용량



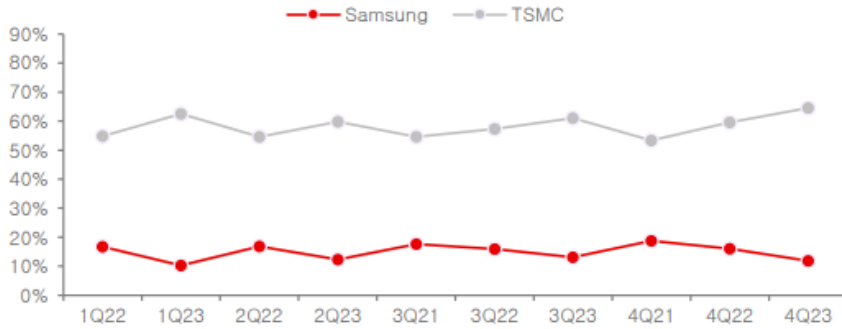
자료: 삼성전자, BNK투자증권

Fig. 7: 삼성전자 사업장 에너지 사용량



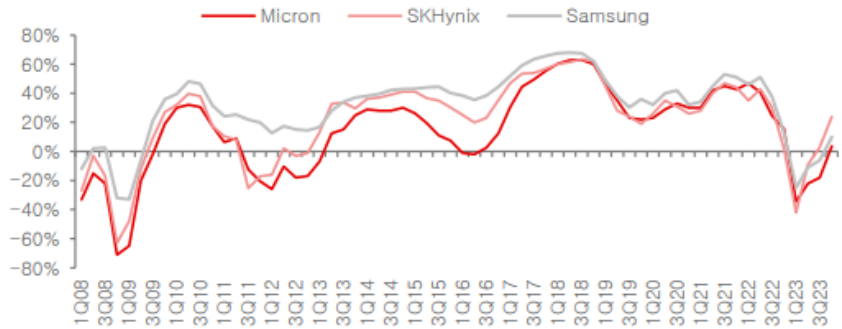
자료: 삼성전자, BNK투자증권

Fig. 29: 삼성전자와 TSMC 파운드리 시장 점유율 추이



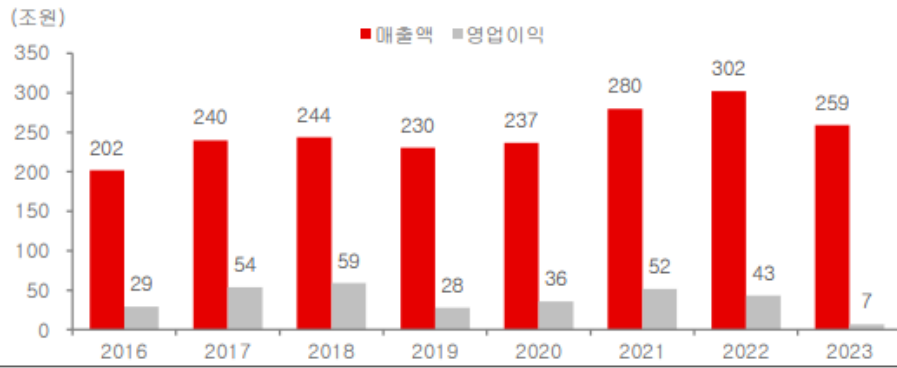
자료: TrendForce

Fig. 30: 삼성전자와 DRAM 경쟁사들 영업이익률 비교

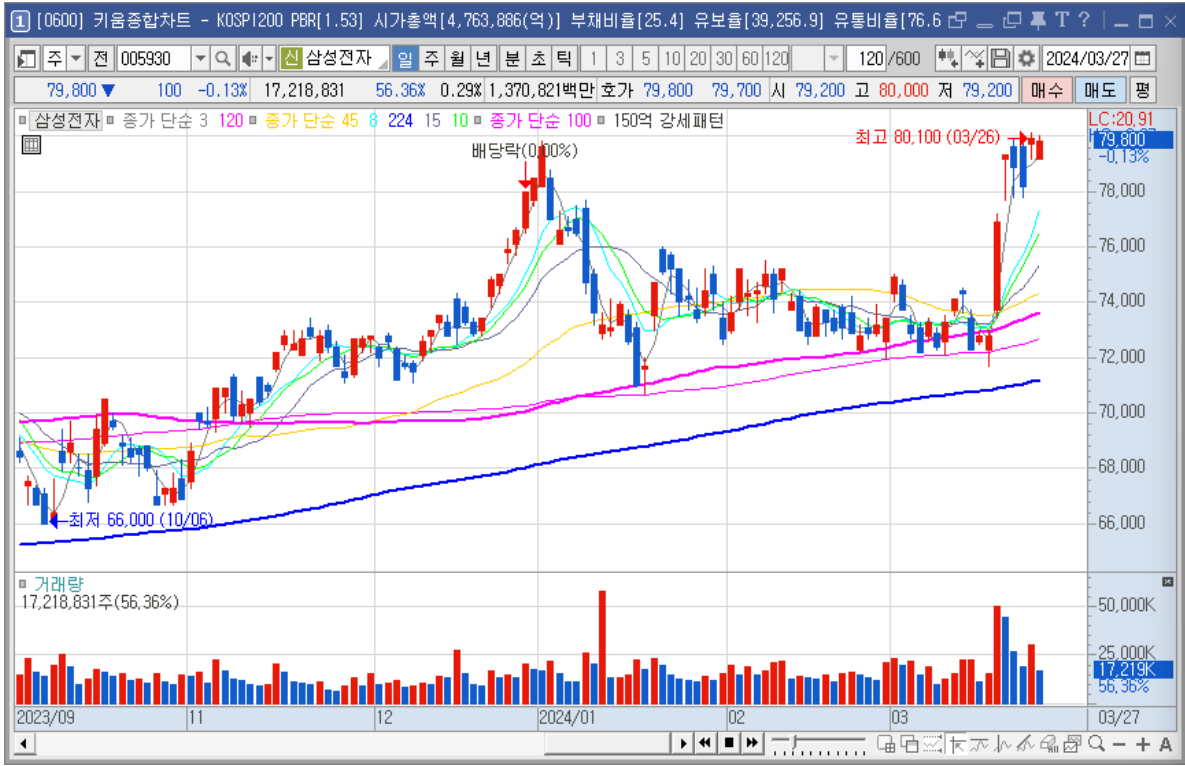


자료: 읍디아, BNK투자증권

Fig. 32: 삼성전자 연결 매출액 및 영업이익 추이



자료: BNK투자증권



삼성전기
 AI 확대로 이익 개선 시작
[\[출처\] DS투자증권 조대형 애널리스트](#)
 바닥을 확인한 판가 / 업종 내 Top pick 제시

엔저 현상과 일본 주요 경쟁사와의 가격 경쟁으로 인해 하락했던 MLCC 판가는 일본의 금리 인상으로 추가적 엔화 약세 가능성은 제한적일 것으로 예상됨에 따라 바닥을 확인했다는 판단이다. 전장 중심 수주에 따른 MLCC의 Blended ASP의 상승을 전망하는 한편 온디바이스 AI 확대에 따른 스마트폰에서의 추가 개선 가능성도 상존한다. 1) 빅테크들의 서버 확대에 따른 낙수효과와 2) 옛지로 본격화되는 AI 탑재에 따른 수요 회복 및 3) 성장 방향성이 명확한 전장 시장에 대한 수혜를 모두 누릴 업체라고 판단됨에 따라 업종 내 Top Pick으로 제시한다.

제한적 평가 하락 속 상승할 가동률

1Q24F 매출액 2.4조원(+19.2% YoY), 영업이익 1,629억원(+16.3% YoY)을 전망한다. 24년은 매 분기 실적과 수익성이 함께 제고되는 해일 것으로 판단한다. 1) 컴포넌트 사업부 내 약 90%의 비중을 차지하는 것으로 파악되는 MLCC의 높은 내구성을 요구하는 전장용 MLCC 비중 확대와 함께 성장을 전망된다. 이에 따라 동사 MLCC 가동률도 4Q23을 바닥으로 점진적인 회복을 예상한다. 2) 광학통신솔루션 사업부는 고객사의 스마트폰 플래그십 모델 출시로 4Q23에 이어 QoQ 성장을 전망한다. 3) 패키징 사업부는 가장 높은 수준의 기술력을 요구하는 서버용 FC-BGA의 비중이 확대되고 있음이 고무적이다. 빅테크의 적극적인 투자 흐름 속 고부가 제품인 서버용의 공급 증가는 이익 안정성을 높일 것으로 판단된다. 24년 매출액 9.7조원(+9.3% YoY), 영업이익 8,140억원(+27.3% YoY)을 예상한다.

투자의견 '매수', 목표주가 200,000원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 200,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 24F 예상 BPS 107,901원에 18년부터 22년의 5개년 평균 PBR 배수인 1.9배를 적용해 산출했다. 인공지능 확대에 따라 상저하고의 흐름으로 평가와 가동률이 상승할 MLCC와 카메라 모듈의 회복 방향성에 주목해야 한다는 판단이다

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	9,675	9,425	8,909	9,739	10,352
영업이익	1,487	1,183	639	814	952
영업이익률(%)	15.4	12.6	7.2	8.4	9.2
세전이익	1,491	1,187	543	813	954
지배주주지분순이익	892	981	423	612	718
EPS(원)	11,866	13,045	5,617	8,154	9,566
증감률(%)	47.8	9.9	-56.9	45.2	17.3
ROE(%)	14.3	13.8	5.5	7.6	8.3
PER(배)	16.6	10.0	27.3	17.9	15.3
PBR(배)	2.3	1.3	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	6.3	4.7	7.8	6.2	5.5

자료: 삼성전기, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



유니드

Energy Transition, 현실적 대안이 될 CCS/DAC

[출처] [하나증권 유재 애널리스트](#)

Oil Major, 2050 Net Zero 달성을 위한 현실적 대안을 제시

글로벌 최대의 에너지 컨퍼런스인 CERAWEEK 2024의 메시지는 Orderly Transition(질서있는 전환)으로 요약된다. Oil Major들의 핵심 아이디어는 다음과 같다. 1) 2050 Net Zero 달성 가능성은 낮다 2) 최근의 지정학적 분쟁 요소와 금리상승 등 금융 환경의 변화, AI 데이터센터의 전력수요 급증 등을 감안할 때 급진적 Energy Transition은 에너지 안정성과 안보에 오히려 걸림돌이기 때문이다. 3) 화석연료의 퇴출보다는 기존 화석연료를 사용하면서도 탄소배출을 감축할 수 있는 현실적인 대안을 마련해야 한다. 4) Energy Transition 과정에서의 브릿지 역할을 할 수 있고 현실적인 대안이 될 수 있는 에너지원으로서 천연가스가 중요하며, CCS/CCUS(DAC 포함)를 활용한 블루수소 및 바이오연료도 좋은 대안이다. Oil Major들은 이러한 아이디어를 바탕으로 향후 수년 간 관련된 투자를 이어갈 것으로 예상된다.

Oil Major들의 주요 CCS/DAC 프로젝트 추진은 칼륨계 시장 확대의 시그널
ExxonMobil은 2023년 7월 49억\$(약 6.4조원)을 들여 미국 최대의 CO2 파이프라인을 보유한 Denbury를 인수해 본격적으로 CCUS 사업을 진행할 계획을 밝혔고, 이미 산업용 가스업체 Linde, 비료업체 CF Industries, 철강업체 Nucor 등과 CCS 계약을 맺은 바 있다. DAC 파일럿 설비는 2023년 12월부터 가동되었다. Aramco는 2027년 가동을 목표로 SLB 및 Linde와 사우디 Jubail에 세계 최대 CCUS 허브를 건설해 연간 최대 900만톤의 CO2를 포집할 계획이고, Siemens와는 DAC 파일럿 설비를 구축 계획을 세웠다. 현재 가장 큰 세계 최대의 DAC 프로젝트는 Oxy의 Stratos 프로젝트로 현재 70%가량 공장이 완성된 상태다. 1조원을 들여 CO2 50만톤을 포집할 계획이며, 이는 향후 1억톤으로 확장된다. 이러한 글로벌 트렌드 하에서 CCS/CCUS용 탄산칼륨, DAC용 가성칼륨 등 칼륨계 시장은 대폭 시장 규모가 확대될 것이며, 그 과정에서 글로벌 No.1 유니드의 수혜는 뚜렷하게 나타날 것이다.

1Q24 영업이익 개선 예상. 주가는 여전히 절대 저평가 국면

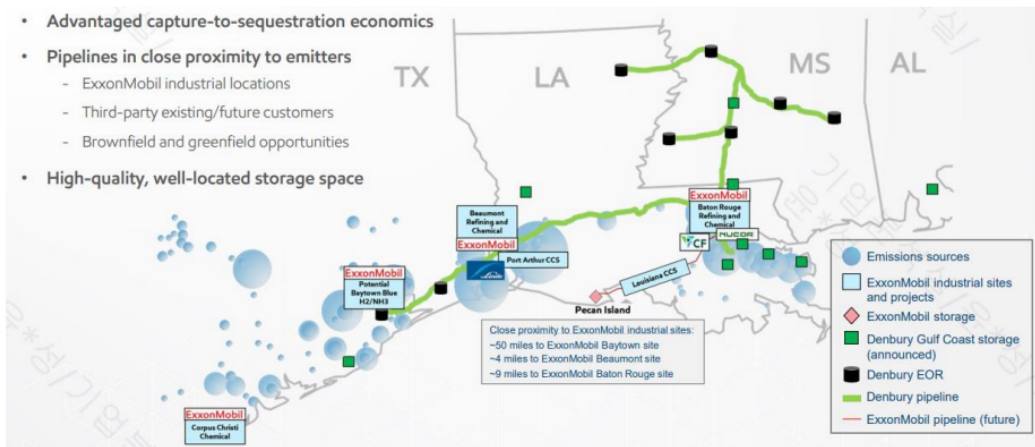
1Q24 영업이익은 233억원(QoQ +8%, YoY +1,355%)으로 실적 개선세가 이어진다. 국내는 가격 상승에 힘입어 가성칼륨 래깅 스프레드가 332.5\$/톤(QoQ +26%)으로 2022년 8월 이후 최고치를 기록했다. 중국은 춘절 비수기 영향이 있었으나, 이는 3월 들어 회복된 것으로 파악된다. 2Q24 영업이익은 289억원(QoQ +24%, YoY +250%)을 예상한다. 국내, 중국 모두 전통적인 성수기에 진입하며 판매량 증가가 기대되기 때문이다. 중국법인의 CPs 프로젝트는 계획대로 4월 완공 후 5월부터 본격 가동된다. 이를 통해 향후 염소 가격 하락 시에도 수익성 방어가 가능하다. BUY, TP 92,000원을 유지한다. 칼륨계 시장의 구조적으로 성장할 가능성과 이에 따른 회사의 밸류에이션 리레이팅 가능성에 주목해야 한다. 2024년 기준 PBR 0.5배로 여전히 절대 저평가 국면이다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,404.9	1,133.7	1,076.0	1,268.7
영업이익	147.9	32.1	105.6	122.3
세전이익	141.3	22.8	100.3	117.6
순이익	124.3	16.3	76.2	89.4
EPS	14,550	2,403	11,264	13,205
증감율	(29.15)	(83.48)	368.75	17.23
PER	5.59	28.21	6.30	5.38
PBR	0.61	0.51	0.49	0.46
EV/EBITDA	4.12	6.36	3.25	2.76
ROE	13.10	1.80	8.14	8.86
BPS	133,892	134,122	143,816	155,452
DPS	2,000	1,600	1,600	1,600

도표 1. ExxonMobil의 Denbury 인수에 따른 CCS 프로젝트 개요



자료: 아나중권



카카오뱅크

초심으로 돌아간다

[출처] [하나증권 최정욱 애널리스트](#)

공격적인 성장 정책 멈추고, 금융플랫폼으로 보다 자리매김하는 방향으로 선회

카카오뱅크에 대한 투자의견 매수와 목표주가 37,000원을 유지. 카카오뱅크는 지난 한해동안에만 약 40%에 가까운 놀라운 대출성장률을 기록. 시중은행 대비 낮은 대출금리를 무기로 주택담보대출을 8조원이나 크게 늘리는 등 전형적인 박리다매의 모습을 보였고, 이로 인해 하락하는 NIM을 예대율 상향을 통해 방어해 왔음. 그러나 이런 방식의 성장은 일시적일 수 밖에 없으며 지속가능하기 어려움. 결국 회사측은 금리 정책 등을 통해 인위적으로 성장률을 제고하는 방식의 공격적인 성장을 멈추고, 1) traffic 최우선, 2) 여신보다는 수신기반 더 중시, 3) 플랫폼 비즈니스 수익 창출 주력 등 금융플랫폼으로 평가받고 싶던 출범 초기의 경영 전략으로 되돌아 가고 있는 것으로 판단. 따라서 올해 대출성장률 가이던스는 크게 의미가 없으며, 수요가 있으면 성장은 하겠지만 목표치 달성에 대한 의지는 낮을 것으로 예상

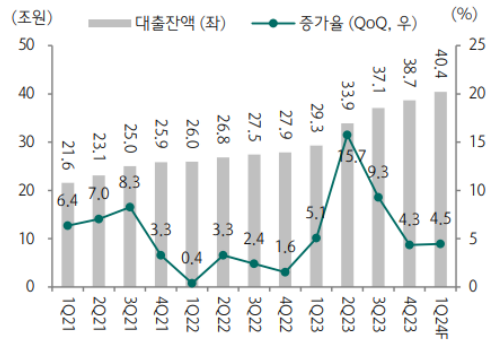
1분기 대출성장률 4.5% 예상되지만 연간 15% 수준 전망. 플랫폼수익 확대에 주력
1분기 대출성장률은 약 4.5%로 예상되지만 금융당국의 가계대출 억제 정책 등에 따라 2분기 이후 성장률은 더 둔화될 공산이 큼. 최근 동사는 주택담보대출 대출금리도 올리고 있는 상황. 따라서 연간 대출성장률이 15%를 크게 넘어서기는 다소 어려울 듯. 1분기 NIM은 약 9~10bp 하락할 것으로 예상되는데 대출 성장보다 수신이 더 크게 늘어나면서 예대율이 오히려 하락하고 있기 때문. 따라서 순이자이익이 급증하는 현상은 1분기에는 나타나지 않을 전망. 다만 Fee와 플랫폼수익은 다소 확대될 것으로 추정되는데 광고수익이 계속 증가하고 있는데다 주식시장 거래대금 증가에 따른 연계계좌수입수수료 확대, 여기에 신용대출 비교하기 서비스 런칭 이후 연계대출 수입수수료도 늘어날 것으로 예상. 1월 펀드판매 시작에 이어 2분기부터는 공모주 청약, 외환상품 등 신규 서비스들도 계속 대기 중에 있어 플랫폼수익이 다변화되고 확대되는 계기로 작용할 것으로 예상. 최근 연체율과 NPL비율이 전년말 수준에서 크게 상승하지 않고 있어 1분기 경상 대손비용은 550~600억원 내외를 기록할 전망. 따라서 카카오뱅크의 1분기 순이익은 YoY 11.1%, QoQ 49.6% 증가한 1,130억원으로 예상

밸류업 모멘텀에서 소외되어 있지만 펀더멘털은 양호. 하반기 금리 방향성도 기대
최근 기업 밸류업 프로그램 도입에 대한 기대로 전통은행들의 주가가 강세를 보이고 있는 반면 카카오뱅크는 여기에서 소외 중. 현 PBR이 2.1배로 저 PBR주라고 보기 어렵고, 주주환원율이 상당기간내 시중은행 수준으로 크게 상향되기를 기대하기도 쉽지 않기 때문. 다만 2023년 35%의 이익 성장에 이어 올해도 20%에 가까운 이익 증가가 기대되는 등 펀더멘털은 양호한 흐름이 예상되고 있으며 플랫폼수익 확대가 본격화되는 모습을 보여줄 경우 PBR 상승이 나타날 가능성이 높음. 게다가 성장주로 인식되는 특성상 금리 하락기에 multiple이 상승하는 경향이 있는데 하반기 중 금리 인하가 시작될 경우 주목받을 공산이 크다고 판단

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

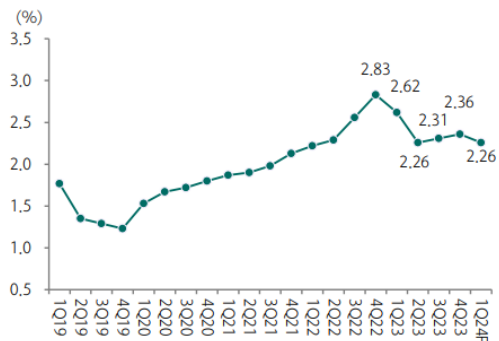
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
총영업이익	920	1,162	1,306	1,472
세전이익	352	469	557	632
지배순이익	263	355	423	480
EPS	553	744	887	1,008
(증감율)	19.5	34.7	19.2	13.6
수정BPS	11,988	12,833	13,568	14,366
DPS	80	150	210	270
PER	44.0	38.3	32.5	28.6
PBR	2.0	2.2	2.1	2.0
ROE	4.7	6.0	6.7	7.2
ROA	0.7	0.8	0.7	0.7
배당수익률	0.3	0.5	0.7	0.9

도표 2. 카카오뱅크 대출잔액 및 증가율 추이와 전망



주: 전분기대비 성장률 기준

도표 3. 카카오뱅크 NIM 추이 및 전망



자료: 하나증권



텔레칩스

묵묵히 진행 중인 포트폴리오 다변화

[출처] [DS투자증권 조대형 애널리스트](#)

신규 칩 매출 본격화에 따른 피봇팅 전 숨고르기

24년 매출액 2,028억원(+6.1% YoY), 영업이익 193억원(+15.0% YoY)을 전망한다. 23년은 고객사 다변화 및 제품 믹스 개선 효과로 역대급 실적을 달성했다. 제품 믹스가 Dolphin 대비 판가와 이익률이 높은 Dolphin+와 897X 등으로 개선되었고 그 효과는 24년에도 지속될 전망이다. 다만 신규 개발이 완료된 칩의 양산이 본격화되기까지는 1년 이상의 시간이 소요되기에 23년에 보여줬던 실적 성장세를 24년에도 기대하기는 어려울 수 있다. 하지만 Dolphin5를 포함한 다수의 칩 개발이 연내 완료되어 25년부터 매출 발생이 전망된다. 24년 높아진 이익률 수준을 확고히 해 25년 포트폴리오 다변화에 따른 성장을 기대한다.

대량 공급 계약 추가로 25년 실적 레벨업 전망

AI 알고리즘 자회사 마인드인과의 협력을 통해 개발 중인 ADAS용 칩 N□Dolphin은 24년 상반기 중으로 개발이 마무리 될 전망이다. 인포테인먼트용 MCU로 확보한 레퍼런스는 바디와 샤시용 MCU의 개발 완료 시 빛을 발할 전망이다. 차량용 AI 가속기 A2X와 게이트웨이칩 AXON 등 인포테인먼트용 AP 중심의 포트폴리오가 본격적으로 다변화되는 원년이다. 인포테인먼트 AP도 대형프로젝트 수주를 늘려가며 성장 중이다. 23년 컨티넨탈과 체결한 Dolphin3 공급계약은 25년 말부터 매출 기여 전망이다. 기존 주요 고객사 연간 공급량의 40% 수준 물량을 공급할 것으로 예상되어 상당한 실적 기여가 전망된다.

투자 의견 '매수', 목표주가 38,000원으로 상향

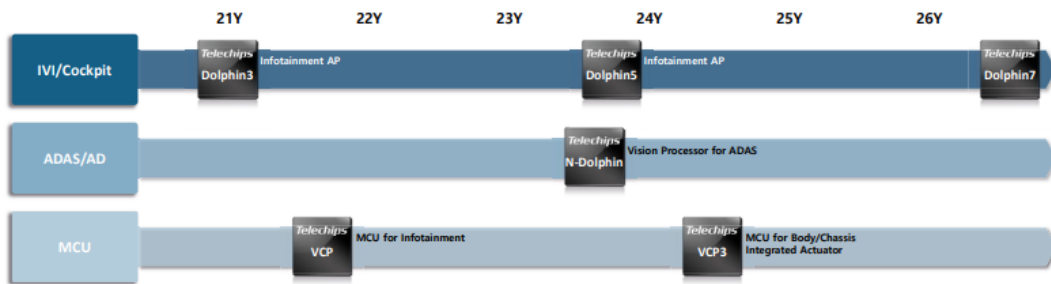
투자 의견 '매수'를 유지하고 목표주가를 38,000원으로 상향한다. 25년 추정 실적으로 기존 실적을 변경 및 유사기업의 25년 예상 실적 기준 PER을 적용함에 기인한다. 전방 완성차 기업의 생산량 확대 기조가 유지되고 있고 이 효과는 24년까지 지속된다는 판단이기에 실적과 주가의 하방은 제한적이라는 판단이다. 상향된 스펙의 AVN용 AP의 적용 비중 추가 확대와 대량 양산 고객사의 추가 효과가 본격화될 25년 하반기 이후에는 또 한번의 실적 레벨업이 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	136	150	191	203	246
영업이익	8	9	17	19	25
영업이익률(%)	5.9	6.1	8.8	9.5	10.1
세전이익	8	48	65	23	28
지배주주지분순이익	7	46	63	19	22
EPS(원)	521	3,312	4,521	1,364	1,557
증감률(%)	흑전	536.3	36.5	-69.8	14.1
ROE(%)	7.1	33.3	31.3	7.9	8.4
PER(배)	33.4	3.3	6.2	20.7	18.1
PBR(배)	2.2	0.9	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	13.0	8.6	12.8	11.5	9.8

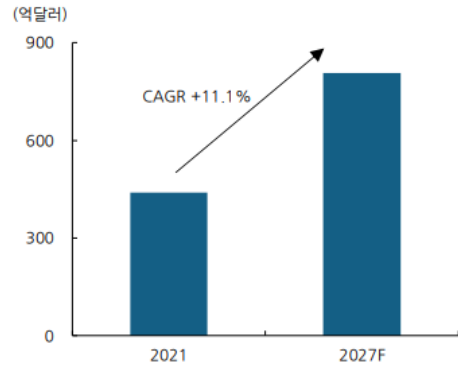
자료: 텔레칩스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림128 신규 칩 개발 예상 타임라인



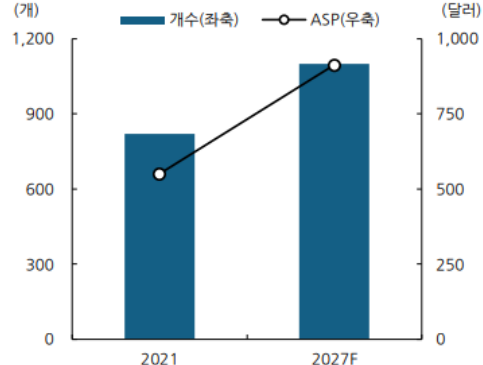
자료: 텔레칩스, DS투자증권 리서치센터

그림129 글로벌 차량용 반도체 시장 전망



자료: YoleIntelligence, DS투자증권 리서치센터

그림130 대당 탑재되는 반도체 수 및 평가 전망



자료: YoleIntelligence, DS투자증권 리서치센터



삼양식품

미국 수출 레벨업으로 글로벌 확장성 강화 전망

[\[출처\] 키움증권 박상준 애널리스트](#)

중국 수출 정상화로 실적 개선 가시성 상승세

삼양식품은 중국 온라인 채널 사업 준비가 완료되면서, 월별 중국 수출이 회복세를 보이고 있다. 따라서, 2분기 해외 매출액은 1) 중국 수출 정상화에 따른 Re-Stocking 효과, 2) 6.18 쇼핑 행사 선수요 등에 힘입어, QoQ 증가 가시성이 높은 것으로 판단된다.

전사 수익성의 방향성도 긍정적으로 전망된다. 1) 판매량 증가에 따른 영업레버리지 효과, 2) 원재료 투입단가 안정화 등이 기대되기 때문이다. 특히, 작년 하반기에는 광고선전비 등 마케팅 투자를 확대했기 때문에, 전사 수익성의 기저가 낮은 편이고, 글로벌 판매량 성과에 따라 영업이익률이 한 단계 상향될 가능성도 열려 있는 상황이다.

미국 수출 Level-up으로 글로벌 확장성 강화 전망

중기적으로는 내년 5월 Capa 증설(+30% 이상)을 앞두고, 미국 시장에서 신규 거래선 확보에 주력할 전망이다. 동사는 1) Costco와 Wal-mart 내 판매 성과를 통해, 미국 메인스트림 채널에서의 확장 가능성을 보여주고 있고, 2) YouTube/Tiktok 등에서의 다양한 마케팅 활동을 통해, 신규 소비 저변 확대에 힘쓰고 있는 상황이다.

특히, 동사의 최근 미국 수출 증가는 他 K-Food 대비 빈약한 교민 시장 기반에서 만들어진 성과이기 때문에, 미국 메인스트림 채널과 유사 문화권인 유럽 시장에서도 비교적 높은 성장 잠재력을 지닌 것으로 평가된다. 따라서, 지역적 확장성이 강화되면서, 메인 브랜드인 불닭볶음면의 TAM(Total Addressable Market)이 추가로 확장될 가능성이 있다.

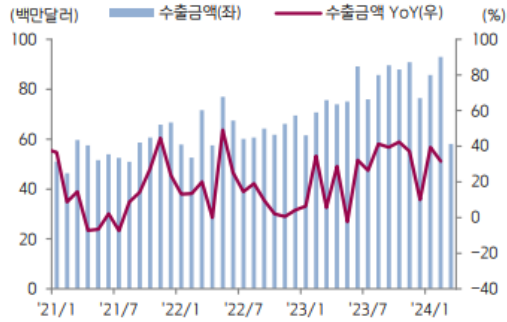
투자의견 BUY, 목표주가 270,000원 유지

삼양식품에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 270,000원을 유지한다. 동사는 메워 브랜드인 불닭볶음면의 글로벌 확장성을 앞세워, 판매량 고성장이 지속되고 있다. 중기적으로 실적 반등 가시성이 높고, 미국 시장 중심으로 신규 거래선 확대가 지속되고 있기 때문에, 전사 실적 우상향 흐름이 지속될 것으로 전망된다.

투자지표

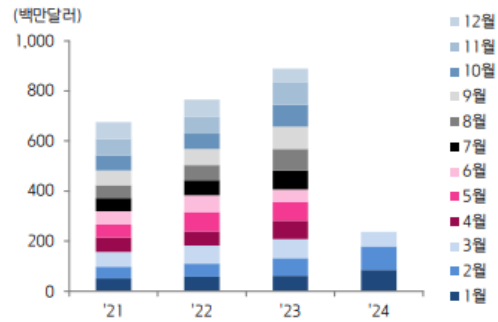
(억원, IFRS **)	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	909.0	1,192.9	1,375.5	1,538.3
영업이익	90.4	147.5	177.8	197.0
EBITDA	115.3	178.2	209.7	238.1
세전이익	102.0	156.3	177.0	197.0
순이익	80.3	126.6	134.1	149.3
자배주주지분순이익	79.8	126.3	133.7	148.9
EPS(원)	10,593	16,763	17,753	19,770
증감률(%YoY)	41.6	58.3	5.9	11.4
PER(배)	12.0	12.3	11.6	10.4
PBR(배)	2.11	2.75	2.28	1.92
EV/EBITDA(배)	9.6	9.3	8.0	6.8
영업이익률(%)	9.9	12.4	12.9	12.8
ROE(%)	18.9	24.8	21.5	20.0
순차입금비용(%)	32.8	15.9	15.2	5.8

한국의 글로벌 라면 수출액 추이 (1)



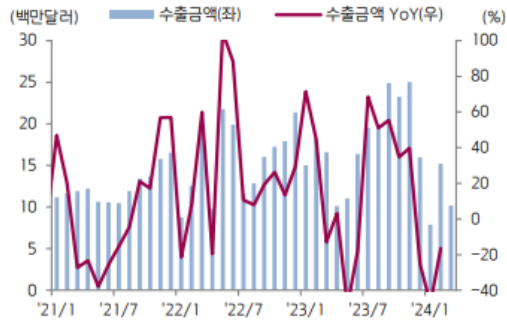
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/3은 '24. 3. 1~20 기준

한국의 글로벌 라면 수출액 추이 (2)



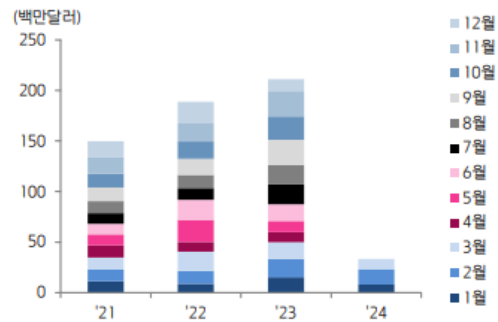
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/3은 '24. 3. 1~20 기준

한국의 중국향 라면 수출액 추이 (1)



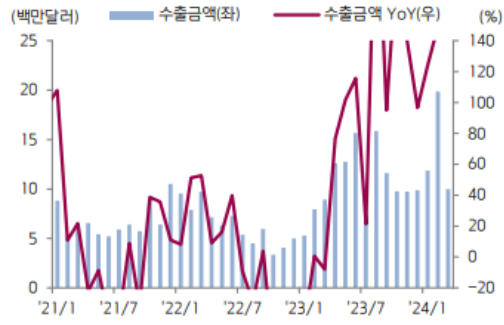
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/3은 '24. 3. 1~20 기준

한국의 중국향 라면 수출액 추이 (2)



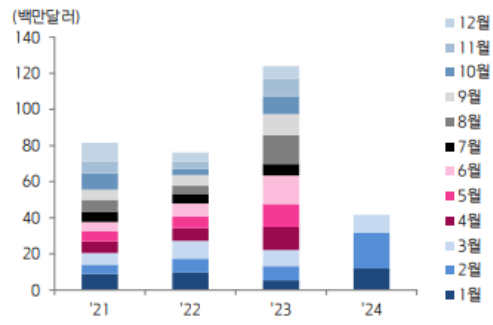
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/3은 '24. 3. 1~20 기준

한국의 미국向 라면 수출액 추이 (1)



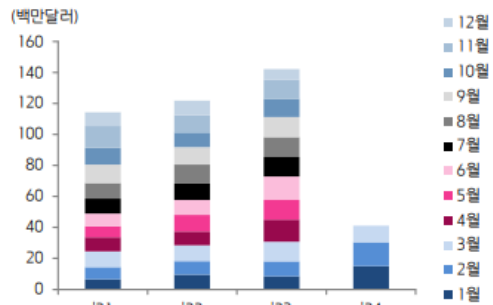
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/3은 '24. 3. 1~20 기준

한국의 미국向 라면 수출액 추이 (2)



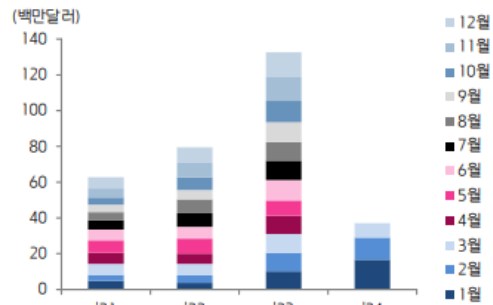
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/3은 '24. 3. 1~20 기준

한국의 동남아 Top 5 向 라면 수출액 추이



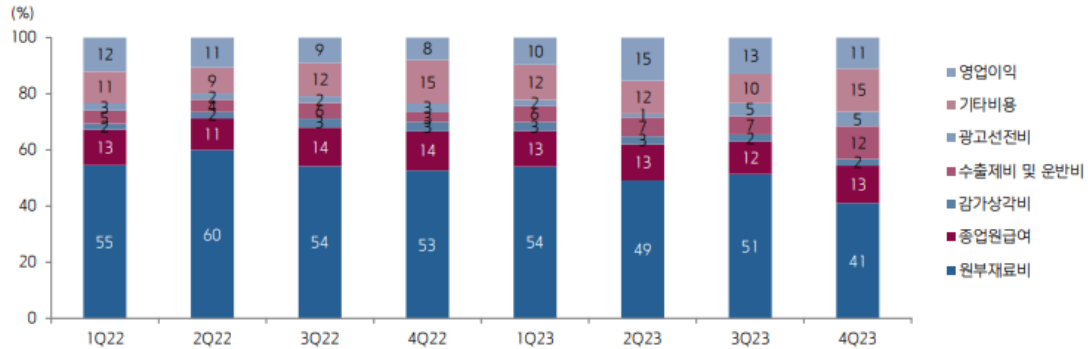
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/3은 '24. 3. 1~20 기준
2) 동남아 Top 5: 말레이시아, 태국, 필리핀, 베트남, 인도네시아

한국의 유럽 Top 5 向 라면 수출액 추이



자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/3은 '24. 3. 1~20 기준
2) 유럽 Top 5: 네덜란드, 영국, 독일, 스웨덴, 프랑스

삼양식품 연결기준 매출액 대비 비용 추이



자료: 삼양식품, 키움증권 리서치
주: 1) 4Q23은 비용 계정 변경에 따라, 원부재료비 항목 일부가 수출제비 및 운반비 항목으로 변경되었음



제이오

CNT 중심 성장, 이제 시작이다

[\[출처\] 유안타증권 이안나 애널리스트](#)

지금 이 시점 동사에 주목하는 이유

동사는 4nm~6nm 직경의 CNT Powder 글로벌 독점 기업이며, 러시아 옥시알이 독점하고있는 2.5nm 이하 CNT Powder도 2024년 내 양산이 시작될 것으로 예상. 동사의 6nm 이하급 CNT Powder는 최근 OEM사들의 채택률이 확대되고 있는 LFP 배터리 양극 도전재(탄소코팅), 실리콘 음극재가 적용되는 삼원계 배터리 음극 도전재로 관심이 높아지고 있음. LFP 배터리는 그동안 양극 도전재로 카본블랙+MWCNT, 카본블랙+글루코스 등을 혼합하여 사용하고 있었으나 급속 충전하에서는 여전히 저온 특성 개선 효과가 미미했음. 이에 동사의 4nm~6nm 직경의 CNT Powder에 대한 관심이 높아지고 있음. 실리콘 음극재 적용 배터리도 그동안 kg 당 \$1,000 이상 가격인 2.5nm 이하 CNT Powder를 적용하고 있었으나 물성이 유사하면서 가격도 1/10수준인 동사 제품으로 교체하려는 움직임이 있음

CNT 중심 성장 2024년부터 본격화되다

동사는 2024년 국내 및 유럽 고객사 수요 부진으로 CNT 사업부문 성장 둔화 예상. 다만, 중국 고객사 향 수요 확대가 본격화될 것. 고객사 매출 비중으로 4분기 중국 고객사 향 물량을 추정하면 2024년에 중국 고객사가 필요한 물량은 채운 것으로 예상. 따라서 2024년 하반기에 중국 고객사향 공급 확대될 것. 2024년 4분기에는 중국 고객사뿐 아니라 일본 고객사향 SWCNT 양산도 시작될 것으로 기대. 또한 2025년에는 신규 국내 고객사향 양산이 시작될 것. LFP 및 실리콘 음극재 적용 차종 확대로 추가 고객사에 대한 수주 기대감도 여전. 이에 2026년에는 TW, SWCNT의 CNT 내 매출비중이 50% 수준으로 확대될 것

동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 42,000원 제시

동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 42,000원으로 커버리지 개시. 이는 2026년 EBITDA에 2024E~2026E CNT 부문 연평균 성장률 EV/EBITDA multiple 40배를 적용한 것. 2024년 LMFP-NCM 혼합 배터리 등장으로 2026년에는 LFP 비중이 글로벌 47% 이상 차지할 것. 이에 LFP 관련주에 주목해야 하며 동사는 국내 유일 LFP 고객사 보유 기업임

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	17	-26.7	-47.5	25	-33.6
영업이익	1	-69.1	-47.4	3	-62.0
세전계속사업이익	1	-75.4	-44.3	3	-64.0
지배순이익	2	-42.0	-79.5	3	-29.2
영업이익률 (%)	6.2	-8.5 %pt	0	10.8	-4.6 %pt
지배순이익률 (%)	10.7	-2.8 %pt	-16.7 %pt	10.0	+0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	68	114	98	117
영업이익	-2	12	10	17
지배순이익	-6	17	15	20
PER	-	51.2	59.9	43.6
PBR	-	6.3	5.5	4.8
EV/EBITDA	-	54.6	55.7	38.1
ROE	-13.3	18.0	10.3	12.7

자료: 유안타증권

