

2024.04.19.(금) 증권사리포트

현대로템

수은법 개정 최대 수혜 예상

[출처] NH투자증권 이재광 애널리스트

유사기업 밸류에이션 리레이팅 및 순현금 증가 반영 목표주가 상향

목표주가 49,000원으로 기존(38,000원) 대비 28.9% 상향 조정. 디펜스 솔루션 부문의 유사기업들 (General Dynamics/Rheinmetall)의 밸류에이션 리레이팅을 반영하여 적용 EV/EBIT를 15배에서 17배로 상향 조정하였고, 순현금이 '23년 3분기 말 1,190억원에서 '23년 4분기 말 4,270억원으로 증가한 점을 반영하였기 때문

폴란드 K2 인도 증가로 디펜스솔루션 부문 실적 증가 지속

'23년 디펜스솔루션 부문 매출 1.6조원, 영업이익 1,590억원(OPM 13,8%) 기록. 폴란드 K2 전차 인도 영향이 컸을 것으로 추정. 현대로템은 '22년 폴란드 K2전차 180대 패키지를 34억 달러에 수주, '22년 10대, '23년 18대 인도하였고, '24년 56대, '25년 96대 인도 예정

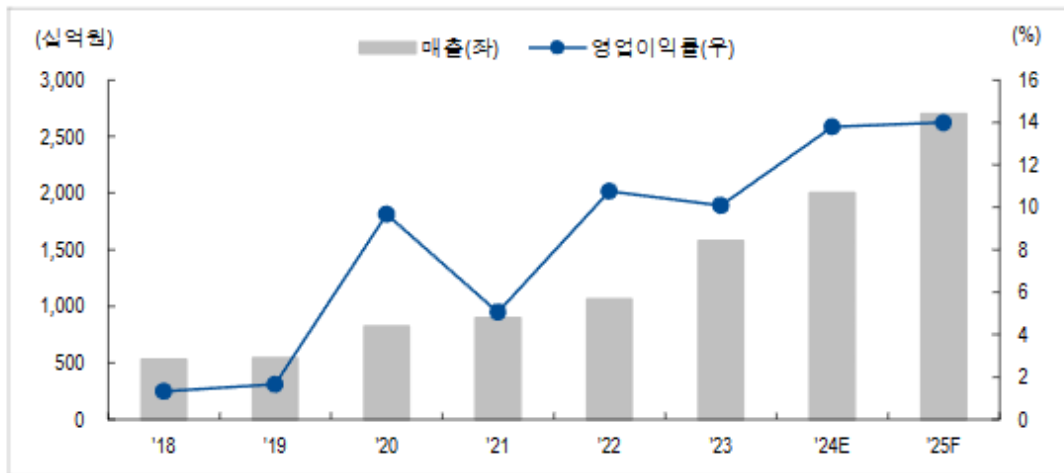
수은법 개정으로 K2 추가 수출 기대 및 국내 4차 양산 예정

2월 말 수출입은행법 개정안 국회 통과로 폴란드 2차 수주 및 루마니아 수주 기대. 언론보도에 따르면 폴란드 2차 계약은 180대, 약 7조원 규모이며 루마니아는 총 300여대 도입 예상. 또 올해 10월에는 국내 4차 양산 체결 예상되는데 방위사업청에 따르면 사업비는 약 2조원이며 '28년까지 150여대 양산 예정

	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	3,587	3,760	4,570	4,680
증감률	13.4	4.8	21.5	2.4
영업이익	210	301	412	413
증감률	42.4	43.2	36.8	0.4
영업이익률	5.9	8.0	9.0	8.8
(지배지분)순이익	161	241	324	325
EPS	1,475	2,204	2,966	2,978
증감률	-18.6	49.4	34.5	0.4
PER	18.0	18.1	13.5	13.4
PBR	1.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	9.8	10.6	7.4	6.8
ROE	10.1	13.4	15.7	13.7
부채비율	218.2	189.3	166.4	146.1
순차입금	-427	-622	-883	-1,172

단위: 십억원, %, 원, 배

폴란드 K2 전차 인도 증가로 디펜스솔루션 부문 실적 증가 지속



자료: 현대로템, NH투자증권 리서치본부 전망



술을 적용한 최초 상업 가동 플랜트(미국, 6.5만톤)의 경우 톤당 \$40 수준의 이산화탄소 가격을 고려할 경우 가장 낮은 BDO 제조원가가 예상된다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8,883	7,527	8,087	8,673	9,404
영업이익	124	213	284	418	551
세전이익	31	123	217	351	485
지배주주순이익	12	93	202	318	438
EPS(원)	2,678	21,535	46,777	73,375	101,299
증가율(%)	-98.5	704.0	117.2	56.9	38.1
영업이익률(%)	1.4	2.8	3.5	4.8	5.9
순이익률(%)	0.2	1.3	2.1	3.2	4.0
ROE(%)	0.9	7.5	14.9	20.2	23.0
PER	130.7	16.9	7.3	4.6	3.4
PBR	1.2	1.2	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA	9.2	6.7	5.8	4.2	3.1

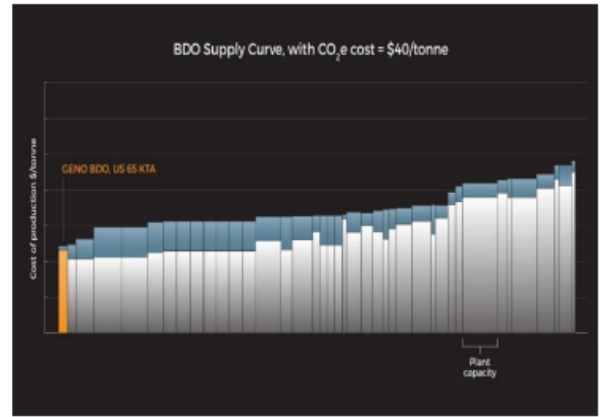
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 2. Geno BDO 기술 활용 플랜트 건설 계획



자료: Geno, IBK투자증권

그림 3. BDO Supply Curve(이산화탄소 가격 고려 Case)



자료: Geno, IBK투자증권





대상

1Q24 Pre : 올해 이익 개선 클 전망

[출처] 하나증권 심은 애널리스트

1Q24 Pre: 영업이익 YoY 70% 개선 예상

1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 272억원(YoY 3.8%), 421억원(YoY 69.2%)으로 추정한다. 별도 매출액 및 영업이익은 각각 8,459억원(YoY 3.5%), 326억원(YoY 43.2%)으로 예상한다. 기저효과와 더불어 바이오 및 연결 자회사 PT인도네시아의 실적 개선으로 전년대비 큰 폭의 연결 이익 개선이 전망된다. ① 식품(가공+B2B) 부문 매출액은 선물세트 수요 및 전반적인 물량 회복세 힘입어 YoY 7% 증가할 것으로 추정한다. 마진도 전년대비 개선이 전망된다. ② 소재 부문은 BEP~흑자전환이 전망된다. 옥수수 투입 원가 부담 완화 기인한 전분당의 견조한 이익 기여가 지속되는 가운데, 라이신 적자가 큰 폭 축소될 것으로 예상하기 때문이다. 최근 라이신 시황 개선세 감안시 QoQ 적자 폭 축소 흐름이 기대된다. 하반기 흑자전환 가능성도 열어놓을 수 있어 긍정적이다. ③ 연결 자회사 합산 영업이익은 95억원으로 추정한다. 연초 전분당 및 MSG 판가 인상과 더불어 옥수수 투입가 하락이 가시화되면서 PT인도네시아의 영업 체력이 분기 OP 90억원 내외로 Level-up 가능할 것으로 판단한다.

연간 실적 개선 흐름 이어질 전망

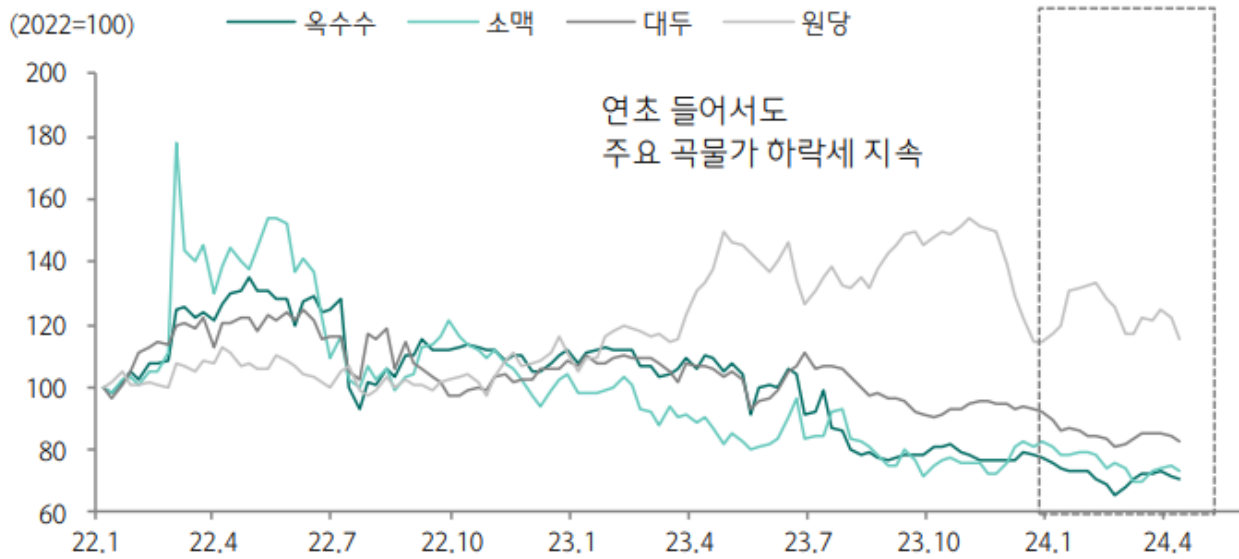
본사 매출에서 소재가 차지하는 비중은 약 30%이다. 주요 제품은 전분당이며 라이신 등 아미노산 제품도 판매한다. 지난 5년 간 소재 부문은 매년 450억원 내외의 이익 기여를 해왔다. 그러나 작년 곡물 투입가 부담 및 라이신 시황 악화 기인해 영업적자(-235억원)를 기록했다. 올해는 보수적으로 추정해도 150억원 내외 이익 기여가 가능할 것으로 예상된다. 옥수수 투입가 안정화 기인해 전분당 마진 회복이 가시화되는 가운데, 라이신은 시황 회복 및 기능성 아미노산 생산 확대가 주요할 것으로 판단되기 때문이다.

밸류에이션 매력적

올해 유의미한 스프레드 개선이 기대되는 업체이다. 현 주가는 12개월 Fwd PER 7배에 불과해 매력적인 밸류에이션을 제공한다.

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)		
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,084.1	4,107.5	4,326.9	4,543.2
영업이익	140.0	123.7	171.7	188.9
세전이익	110.9	90.2	137.7	156.9
순이익	83.1	67.1	99.5	115.8
EPS	2,306	1,862	2,761	3,215
증감율	(42.38)	(19.25)	48.28	16.44
PER	9.50	11.14	7.33	6.30
PBR	0.61	0.57	0.52	0.49
EV/EBITDA	5.79	5.48	4.34	3.93
ROE	6.57	5.11	7.33	8.07
BPS	36,185	36,679	38,639	41,054
DPS	800	800	800	800

도표 1. 곡물가 추이



자료: 블룸버그, 하나증권





대원제약

호흡기 질환에는 역시 大ONE 제약

[출처] 키움증권 신민수 애널리스트

1Q24 기존 당사 추정치, 시장 기대치 큰 폭 상회 전망

1Q24 실적은 매출액 1,480억 원(YoY +19.3%, QoQ +5.1%), 영업이익 200억 원(YoY +122.8%, QoQ +210.1%, OPM 13.5%)으로 추정한다. 기존 당사 전망치(매출액 1,362억 원, 영업이익 134억 원)와 시장 컨센서스(매출액 1,381억 원, 영업이익 122억 원) 대비 매출액은 +8.7%, 영업이익은 +53.8% 상회하는 우수한 실적을 거둘 것이다.

실적 호조세의 주된 이유는 동사가 호흡기 질환 치료제 강자라는 점이다.

- 1) '펠루비': 1Q24 매출액 150억 원(YoY +54.1%, QoQ +14.7%) 류마티스 관절염 치료제로 시작하였으나, 현재는 해열소염진통제로서 주로 처방되고 있는 '펠루비'의 성장이 가팔랐다. 1Q24 매출액 150억 원(YoY +54.1%)를 기록하였는데, 이는 보건복지부가 해열 적응증에서의 경쟁 유효 성분인 '록소프로펜'에 대한 급성 상기도염 해열 적응증에 대한 보험 급여를 '23년 12월에 삭제하기로 했기 때문이다. 계절적 요인으로 인해 열을 내리고자 하는 수요는 그대로였으나, 주요 품목이 급여 항목에서 제외되며 펠루비프로펜을 유효성분으로 하는 '펠루비'의 구조적인 반사 수혜가 이뤄진 것으로 판단한다. 또한, '펠루비'는 동사가 직접 개발한 오리지널 의약품으로, 다른 품목에 비해 이익률 개선에도 긍정적인 영향을 끼쳤고, 1Q24 전사 분기 매출총이익률을 51.5%로 끌어올리며 최근 3년래 최고치를 달성할 것으로 추정한다.
- 2) '코대원포르테/에스': 1Q24 매출액 245억 원(YoY +42.7%, QoQ -10.3%)진해거담제 시장 점유율 1등의 지위를 5년째 유지 중인 '코대원포르테/에스'의 약진도 눈여겨볼 만하다. 호흡기 질환 치료제의 원외 처방액을 살펴보면, '코대원' 시리즈는 M/S 2~3등과의 격차를 꾸준히 벌리며 시장 단독 선두라는 입지를 공고히 다지고 있다.

실적 전망치 +16% 상향 조정, 중견제약사 TOP PICK 제시

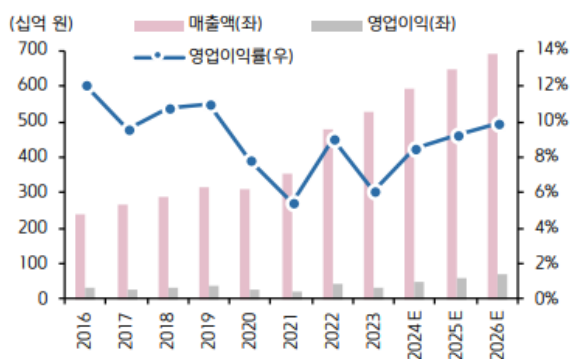
'24년 EPS 전망치 1,826원과 목표 PER 12배를 적용하여 목표주가 22,000원을 산정하였다. 실적 전망치를 기존보다 +16% 상향 조정하였고, 이에 대한 목표 PER은 이전과 동일하게 적용하였다. 이에 목표주가를 기존 19,000원 → 현재 22,000원으로 상향하였다. 4/17 종가 14,510원 기준, 목표 주가 상승 여력은 51.6%이다. 이에 동사를 1Q24 실적 호조로 인한 실적 전망치 수정 과정을 거쳐 중견제약사 최선호주로 제시한다

투자지표

(십억 원)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	478.9	527.0	595.5	645.7
영업이익	43.0	32.2	50.7	59.9
EBITDA	62.4	49.8	67.7	74.9
세전이익	38.7	25.8	50.6	61.5
순이익	30.7	23.5	40.5	49.2
지배주주지분순이익	31.9	23.9	40.5	49.2
EPS(원)	1,462	1,088	1,826	2,219
증감률(% YoY)	356.9	-25.6	67.8	21.5
PER(배)	12.8	14.4	7.7	6.3
PBR(배)	1.64	1.31	1.04	0.92
EV/EBITDA(배)	7.7	9.3	5.9	4.8
영업이익률(%)	9.0	6.1	8.5	9.3
ROE(%)	13.6	9.2	14.4	15.5
순차입금비율(%)	27.8	43.8	29.7	14.2

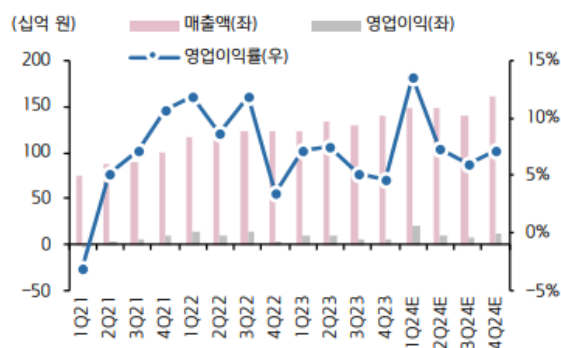
자료: 키움증권

대원제약 연간 실적 추이 및 전망



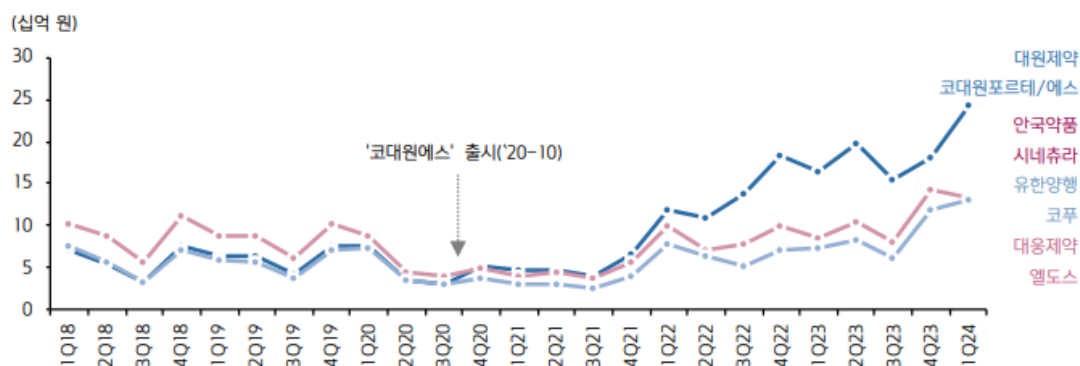
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

대원제약 분기 실적 추이 및 전망



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

월별 주요 감기약 원외처방 추이



자료: UBIST, 키움증권 리서치센터



한국가스공사

실적은 좋은데 환율이 걱정

[출처] 하나증권 유재선 애널리스트

목표주가 35,000원, 투자의견 매수 유지

한국가스공사 목표주가 35,000원, 투자의견 매수를 유지한다. 1분기 실적은 시장 기대치를 상회할 전망이다. 늘어난 미수금에 따른 이자비용 보전 규모 증가와 2023년 1분기 대규모 비용 반영의 기저를 감안할 필요가 있다. 2024년 적정투자보수는 2023년 판매실적 부진과 판매단가 하락에 요금기저 감소가 불가피하나 투자보수율 상승으로 전년과 비슷한 수준이 예상된다. 유가 강세는 해외사업 실적 개선에 긍정적이나 미수금 증가로 연결되기 때문에 재무 비율에 부담이 될 수 있고 환율 상승은 배당 기대를 낮추는 요인으로 작용하고 있다. 2024년 기준 PBR 0.2배다.

1Q24 영업이익 1.1조원(YoY +95.4%) 컨센서스 상회 전망

1분기 매출액은 12.0조원으로 전년대비 32.8% 감소할 전망이다. 가스가격이 하락한 가운데 판매실적도 감소했기 때문이다. 월별 공시에 따르면 판매량은 도시가스용이 전년대비 5.5% 증가, 발전용은 13.6% 감소로 추정된다. 영업이익은 1.1조원으로 전년대비 95.4% 증가가 예상된다. 별도는 전년동기 반영된 발전용 원료비 정산 등 여러 일회성 비용의 기저효과와 미수금 증가에 따른 이자비용 보전 규모 확대를 감안하면 특별한 변수가 나타나지 않는 한 전년대비 100% 이상 개선이 가능할 전망이다. 호주 Prelude는 LNG 2척 물량이 실적으로 반영되나 아시아 LNG 가격 약세로 전년대비 감익이 예상된다. 호주 GLNG는 전분기대비 소폭 증익이 예상되며 유가에 후행하는 판가 구조 상 하반기로 갈수록 마진이 개선될 전망이다.

실적은 양호하지만 요금 조정 여부와 환율 상승은 부담

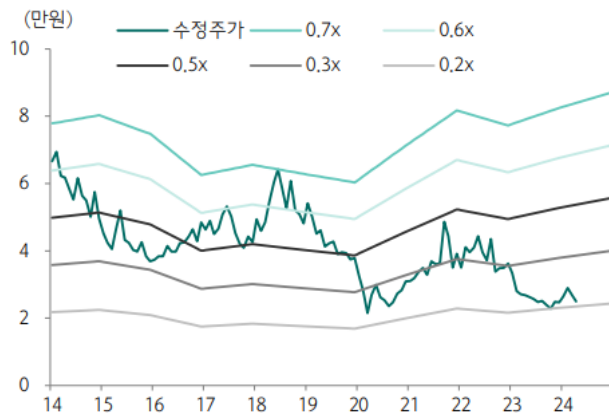
2023년에는 규제에 보장된 예산 바깥에서 집행된 비용들이 실적을 깎아내리는 상황을 조성했었다. 2024년에는 해당 요소들이 영업비용으로 인정되어 실적의 불확실성이 대폭 개선될 수 있을 전망이다. 미수금에서 발생하는 이자비용도 보전되기 때문에 전년대비 실적 성장은 명확하다. 다만 상반기 공공요금 동결 기조 하에서 5월 총괄원가 정산 및 요금 인상이 제때 이뤄질 것인지 다소 불확실성이 존재한다. 또한 원/달러 환율 약세로 별도 외화환산손실에 따른 DPS 감소도 부담으로 작용할 여지가 있다. 물론 요금 조정의 경우 지연되더라도 연간 이익에 미치는 영향이 없고 환율은 기말 기준으로 적용되기 때문에 지금은 상대적으로 낮은 시장 눈높이에 관심을 가질 시점이다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	51,724.3	44,556.0	37,372.0	37,946.4
영업이익	2,463.4	1,553.4	2,295.7	2,250.5
세전이익	1,945.2	(861.9)	875.5	916.9
순이익	1,493.1	(761.2)	656.6	687.7
EPS	16,174	(8,246)	7,113	7,449
증감율	57.04	적전	흑전	4.72
PER	2.24	(3.00)	3.61	3.44
PBR	0.32	0.23	0.23	0.22
EV/EBITDA	11.45	12.36	9.78	9.61
ROE	15.67	(7.68)	6.60	6.51
BPS	112,005	105,937	113,051	119,198
DPS	0	0	1,400	2,100

도표 2. 한국가스공사 12M Fwd PBR 추이



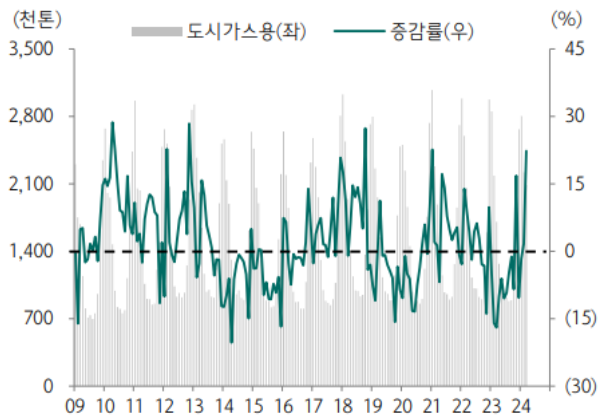
자료: 한국가스공사, 하나증권

도표 3. 한국가스공사 주가와 유가 추이



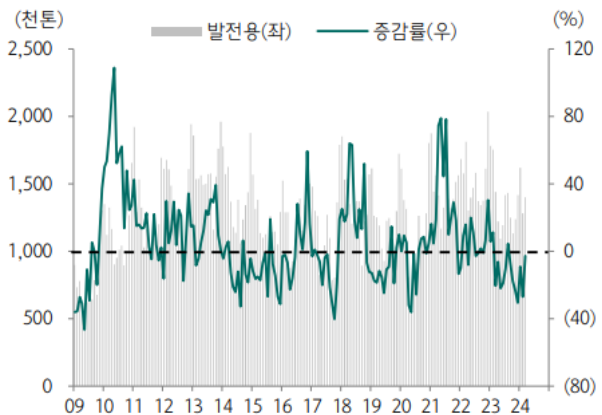
자료: 한국가스공사, 하나증권

도표 4. 도시가스용 판매량 (2024년 1분기 YoY +5.5%)



자료: 한국가스공사, 하나증권

도표 5. 발전용 판매량 (2024년 1분기 YoY -13.6%)



자료: 한국가스공사, 하나증권



디아이티

Advanced Tech node와 PKG는 디아이티 함께

[출처] 유안타증권 백길현 애널리스트

2025년 전사 영업이익 383억원으로 사상 최대 실적을 기록할 전망

보수적인 가정에도 불구하고, 동사 Laser annealing 장비 예상 매출액과 영업이익은 2024~2026년 각각 500억원/155억원(OPM 31%), 900억원/360억원(OPM 40%), 1500억/600억원(OPM 40%)에 달하며 기존 예상치를 상회할 것으로 추정. 메모리 전공정 투자 재개에 따른 수혜가 동사에 집중될 것. 동사의 선단공정향 장비 수요는 시장 성장을 Outperform 할 것으로 예상하기 때문.

2025~2026년 메모리반도체 Capex 재개가 본격화되는 가운데, 2H24 전공정 발주 모멘텀이 강화될 것으로 전망. 당사 리서치센터는 SK하이닉스가 선단공정 중심으로 투자를 집행할 것으로 예상하며,

2025~2026년 DRAM 1b/c node 증산 규모가 각각 100/150K에 달할 것으로 추정.

당사 채널 체크에 따르면 200단대 3D NAND부터 레이저 어닐링 장비 활용이 가시권에 진입한 것으로 조사됨. 더불어 동사의 주력 고객사는 2025년부터 200단대와 300단대로의 3D NAND 전환투자를 집행할 것으로 예상된다는 점에도 주목해야 한다는 판단임. 2025~2026년 NAND 전환투자도 집행된다면 레이저 어닐링 장비 수요가 급증하면서 동사 실적 모멘텀이 부각될 것. 더불어 2024년 하반기부터는 미국 고객사 대상으로도 레이저 어닐링 장비 공급이 본격화되면서 주가 모멘텀 요인으로 작용할 것으로 기대됨.

2025년에는 신규 반도체 장비인 Laser cutting 장비 상용화에 성공할 것으로 전망. 이는, 메모리반도체 Advanced Package 투자 트렌드에 따른 수혜로 이어질 것.

투자의견 BUY & 목표주가 4만원으로 커버리지 개시

최근 동사 반도체 어닐링 장비의 특허 관련 이슈가 제기되면서 주가가 급락한 바 있음. 당사 채널 체크에 따르면, 이에 따른 리스크는 극히 제한적인 것으로 조사되기 때문에 저가매수 기회라 판단됨. 투자 포인트는 다음 두가지로 요약됨.

1) 레이저 어닐링 공정은 DRAM과 NAND의 선단공정에 새롭게 적용되는 공정이기 때문에, 향후 신규투자가 아닌 전환투자만 진행된다는 가정에서도 해당 Tech node의 증산분만큼 장비 수요가 늘어나는 구조. 따라서 여타 반도체 전공정 장비 업체 대비 차별화된 수주 모멘텀이 기대되는 바임. 2) 국내 반도체 주력 고객의 후공정 투자에 따른 주가 모멘텀도 기대됨. 2H24 지나면서 Laser annealing 외 Advanced PKG향 신규 Laser 장비 납품이 가시화될 것으로 기대하기 때문.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q23A	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	354	-23.1	14.9	-	-
영업이익	59	39.5	14.8	-	-
세전계속사업이익	70	17.4	-0.3	-	-
지배순이익	63	51.8	1.4	-	-
영업이익률 (%)	16.7	+7.5 %pt	-0.1 %pt	-	-
지배순이익률 (%)	17.7	+8.8 %pt	-2.3 %pt	-	-

자료: 유인타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,071	960	1,370	1,970
영업이익	86	173	383	618
지배순이익	132	192	384	599
PER	16.0	21.3	10.7	6.8
PBR	1.1	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	8.8	12.6	4.1	1.2
ROE	7.2	9.9	17.5	22.6

자료: 유인타증권

국내 1위 LPG 사업자. 10년 기다림 끝에 전환점을 맞다
동사는 국내 1위 LPG 수입, 유통 사업자다. 지난 10년 간 LNG 사업으로의 진출을 준비 끝에, 2024년 9월부터 LNG발전소(울산GPS)와 LNG터미널(KET) 운영이 시작된다. 2025~2026년부터는 국내 연료전지와 미국 ESS 프로젝트도 운영을 시작한다. 더 이상 LPG 사업자라고 부르기 어려운 사업구조로 진화하고 있다.

2025년 세전이익 5,000억원 가이드언스에 100% 동의
동사는 2025년 세전이익 5,000억원 가이드언스를 제시했다(LNG 신사업 2,300억원포함). 시장은 이에 대해 반신반의하고 있으며, 컨센서스도 가이드언스 대비 13% 낮다. 그러나 비슷한 LNG 직도입 발전사들의 사례를 분석한 결과 당사는 충분히 달성 가능한 수준이라는 결론을 내렸다. 특히 최근 유가, 환율 상승세는 LNG발전 이익에 도움이 된다. 종합적으로, 2025년 순이익은 3,658억원(+140.8% YoY)를 예상한다. 신사업 확대에 따른 멀티플 Re-rating 없이 5~6배 PER을 적용하더라도 Upside가 충분하다. 최근 유가, 환율 상승세는 실적 전망에 긍정적이고, LNG 가격도 급등한다면 Optionality(LNG 재판매) 추가 수익을 기대해볼 수 있다.

4Q24 실적이 전환점. 매수는 지금부터
투자의견 Buy, 적정주가 220,000원을 제시한다. 울산GPS의 실적은 4Q24부터 확인 가능하지만 지금 시점부터 점진적인 비중 확대가 필요하다. 계절적으로 LPG 가격이 상승하는 하절기가 다가오고 있고 그간 LPG 가격과 동사의 주가는 동행하는 경향을 보여왔기 때문이다. 2024년은 감익이지만, 2025년부터는 이익 확대, 투자 감소로 현금흐름이 크게 개선된다. 재무구조 개선과 배당 확대를 동시에 기대할 수 있다. 2025년 기준 예상 배당수익률은 6.5%다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	8,066.2	390.5	257.1	27,852	3.1	253,611	4.1	0.5	6.2	11.5	149.1
2023	6,992.3	303.6	316.3	34,267	23.0	279,632	4.3	0.5	7.9	12.9	135.0
2024E	8,230.4	315.1	167.6	18,158	-47.0	290,140	8.4	0.5	9.1	6.4	147.8
2025E	9,128.7	543.7	355.4	38,504	112.1	322,070	3.9	0.5	5.3	12.6	132.0
2026E	9,216.6	548.2	388.5	42,085	9.3	354,171	3.6	0.4	5.0	12.4	120.1

