

2024.09.06.(금) 증권사리포트

HD현대미포

피크아웃을 논하기엔 아직 멀었다

[출처] DS투자증권 양형모 애널리스트

피크아웃을 논하기엔 아직 멀었다

피크아웃을 논하기엔 아직 멀었다는 판단이다. 이에 대한 근거는 다음과 같다. 1) 과거 사이클에서 동사는 2002년 적자였고, 2003년부터 턴어라운드하여 고PER가 시작됐고, 2008~2010년 영업이익 피크(저PER)를 형성했다. 이번 사이클에서 동사 실적은 올해 2분기에 턴어라운드 했다. 고PER가 이제 시작된 셈이다. 2) 이익을 창출하면서 일감이 2.5~3년 이상이기 때문에 앞으로 반년 동안 신규수주가 없어도 아무 문제가 없다. 그럴 리도 없기는 하다. 3) 선령이 15년 이상인 선박을 대상으로 수주잔고를 차감하여 교체 발주 가능 척수만 해도 초호황기 최대 발주량을 모든 선종이 상회한다. 동사가 수주 가능한 Handy 사이즈 탱커만 해도 발주 가능 척수가 1,912척(초호황기 616척), Intermediate & Feeder 컨테이너선도 2,815척(초호황기 995척)이다. 즉 이익, 수주잔고, 발주 가능량을 분석해 보면 이번 사이클은 아직 초중반에 불과하다.

향후 수주 증가 가능성 高

동사는 7월 누계로 46억 달러를 수주했다. 수주잔고는 매출 기준 87억달러, 178척이다. 교체 수요만 고려한 동사의 수주 가능 시장 규모가 탱커 1,912척, 컨테이너선 2,815척이다. 중국의 대형, 중소형을 포함한 163개 모든 조선소가 2023년 937척을 인도했다. 중국 1위 조선소인 Hudong Zhonghua도 연간 인도량이 20척을 넘지 않는다. 발주 가능한 중소형 선박이 너무 많은 상황에서 조선소는 부족하다. 이미 선주들과 선가 줄다리기는 끝났다. 선주들은 조선소가 선가를 내리지 않을 것이라는 것을 이제 알게 되었다. 이로 인해 높은 선가에 대한 저항도 끝났다. 발주가 시작되면 동사의 수주 규모는 크게 증가하겠다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 135,000원으로 상향

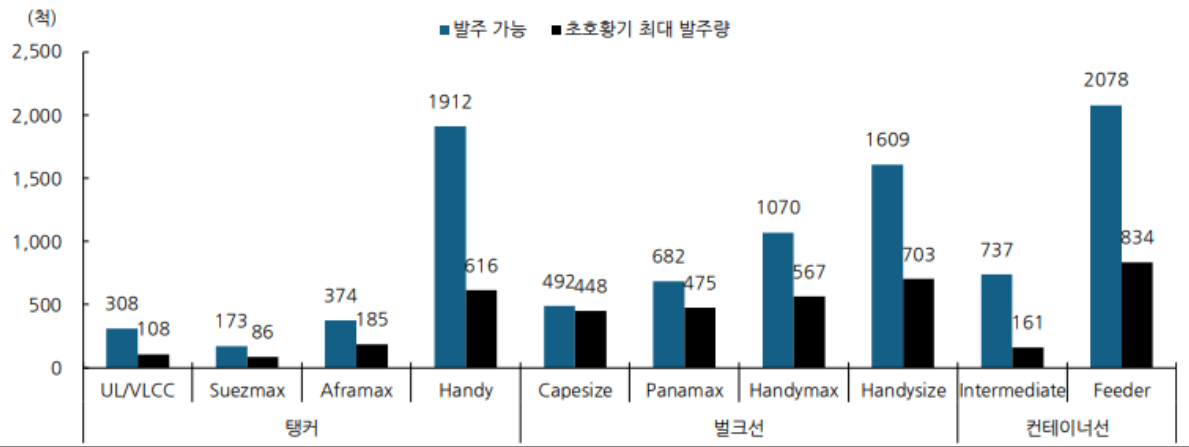
동사는 현대베트남조선을 보유한다. 벌크선도 건조하는 조선소다. Handysize 벌크선도 발주 가능 척수가 1,609척에 달한다. 향후 수주가 증가할 것으로 예상되는 동사에 대해 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 135,000원으로 상향 조정한다. 타겟 PER은 2026년 EPS 대비 15배를 적용했다

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,717	4,039	4,460	4,921	5,543
영업이익	-109	-153	46	312	507
영업이익률(%)	-2.9	-3.8	1.0	6.3	9.2
세전이익	-63	-157	82	282	494
자배주주지분순이익	-45	-143	60	203	355
EPS(원)	-1,116	-3,579	1,503	5,081	8,898
증감률(%)	적지	적지	흑전	238.0	75.1
ROE(%)	-2.1	-7.0	3.0	9.5	14.7
PER(배)	-75.7	-23.7	66.7	19.7	11.3
PBR(배)	1.6	1.7	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA(배)	-62.6	-43.9	33.0	9.9	6.1

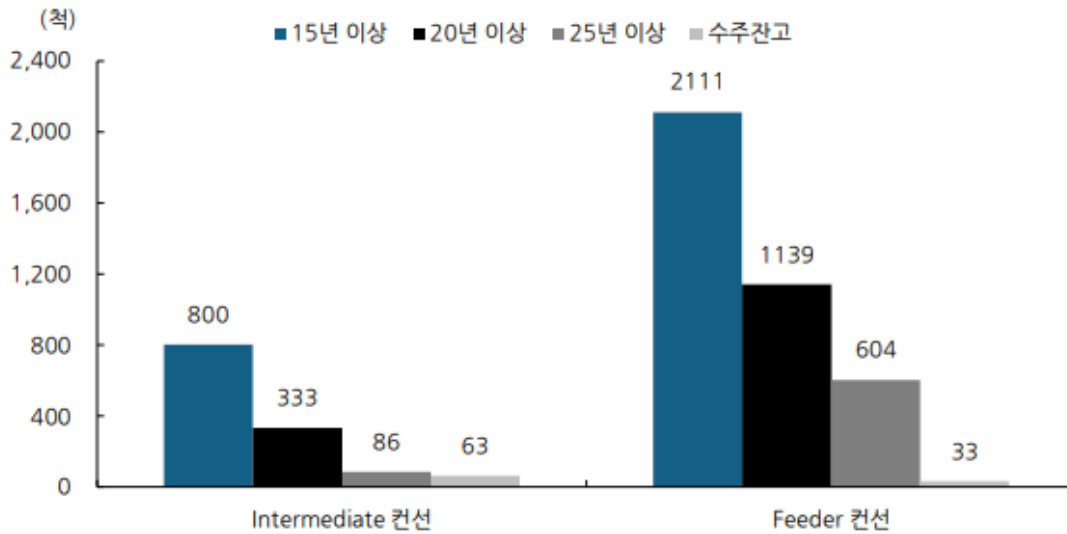
자료: HD현대미포, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 선종별 발주 가능 척수와 초호황기 최대 발주량



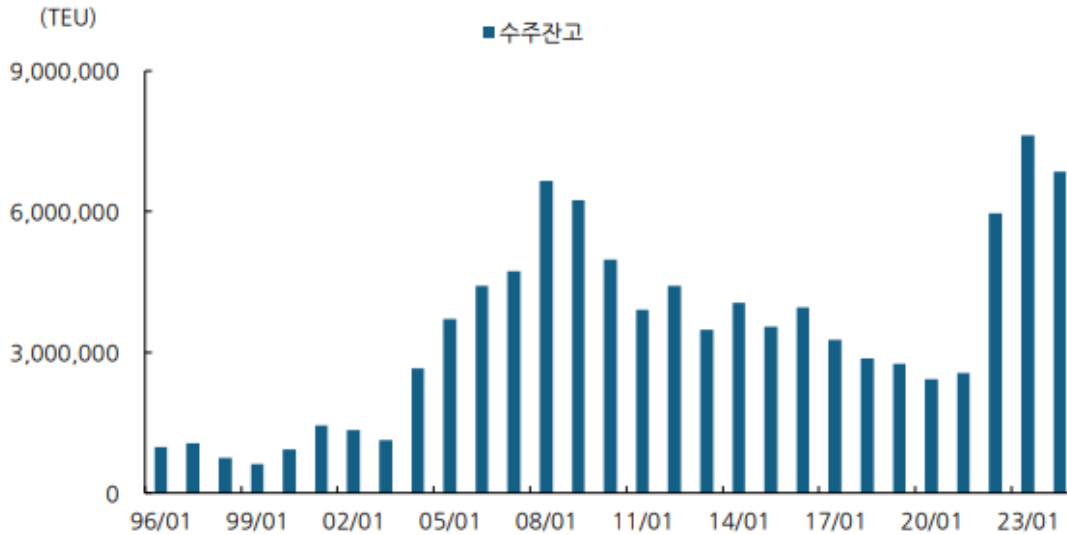
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림4 컨테이너선 선령 및 척수와 수주잔고



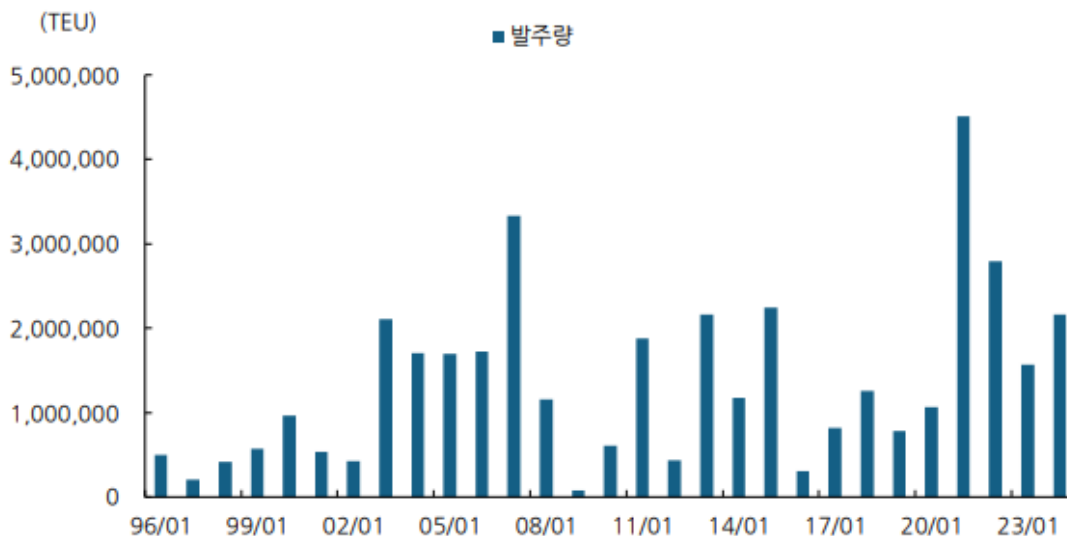
자료: 클락슨, DS투자증권 리서치센터

그림5 컨테이너선 수주잔고 추이 - 이번 사이클에서 초호황기를 상회

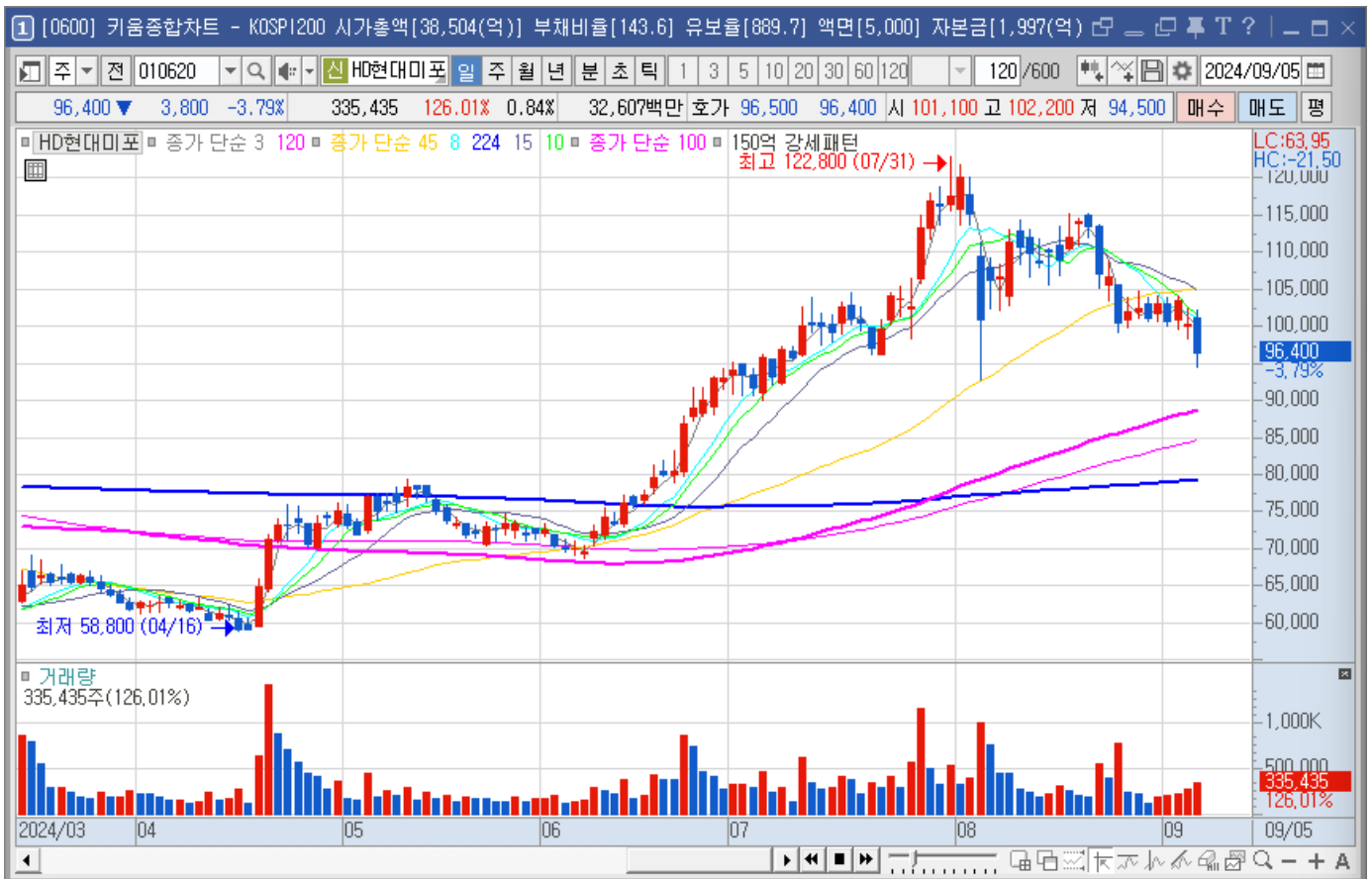


자료: 클락슨, DS투자증권 리서치센터

그림6 컨테이너선 발주량 추이 - 이번 사이클에서 초호황기를 상회



자료: 클락슨, DS투자증권 리서치센터



슬루엠

기지개를 켜는 중

[출처] IBK투자증권 이건재 애널리스트

실적 조정 마무리

지난해 4분기부터 시작된 실적 하락세 마무리 단계에 돌입한 것으로 판단.

동사는 성장동력인 ESL사업의 글로벌 흥행에 맞춰 2023년 본격적인 실적 성장을 나타냄. 하지만 4Q23부터 실적 하락이 나타나 24년 상반기까지 시장 기대치를 충족하지 못한 실적을 도출함. 이는 주요 고객사 프로젝트의 연기와 수에즈운하에서 활동중인 후티 반군 때문에 상승한 해상 물류 비용이 원인이었음. 후티 반군 활동이 여전해 해상운임 부담은 지속되고 있으나 주요 고객사의 ESL사업 재개로 신규 프로젝트 수주가 예상되고 있어 투자자들의 관심 높아질 가능성 존재하는 것으로 판단.

25년 본격적 실적 성장 나타날 것으로 예상

23년 보여준 실적 성장 대비 아쉬운 24년을 보내고 있지만 낮아진 기저로 인해 25년 성과는 더욱 눈부실 것으로 기대됨. 오프라인 유통 채널들의 변화는 선택이 아닌 필수가 되어가는 시점에서 보다 발전된 ESL의 적용은 경영 효율성 제고의 필수조건이 되어가고 있음. 동사는 이미 글로벌 ESL 시장에서 경쟁력을 보여준 이력이 있고 트렌드에 앞선 기술의 추가적인 개발도 준비하고 있어 다가오는 대규모 고객사 비딩에서 의미있는 모습 나타낼 것으로 전망됨.

투자의견 매수 목표주가 27,000원

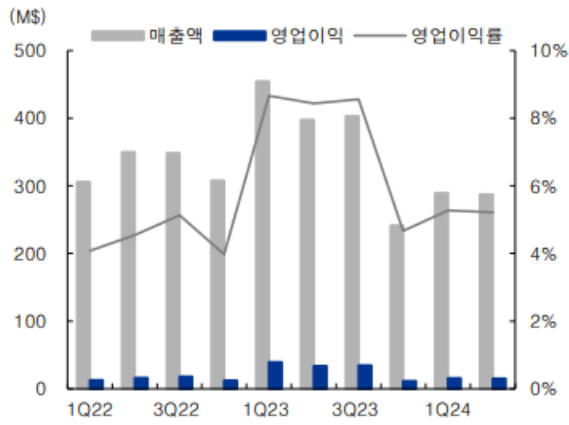
동사에 대한 투자의견 매수 목표주가 27,000원으로 조정.

동사 목표주가는 12M Forward EPS 1,777원에 Target Multiple 15배를 적용한 것으로 동사가 보유한 비즈니스 모델은 향후 성장이 확실시되고 최근 이슈가 되고 있는 밸류업 프로그램에도 적합한 사업모델을 보유하고 있어 시장 관심 높아질 것이라 판단.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,153	1,695	1,951	1,649	1,885
영업이익	27	76	155	93	119
세전이익	26	50	143	89	117
지배주주순이익	13	47	120	69	95
EPS(원)	273	946	2,407	1,379	1,909
증가율(%)	-72.2	246.9	154.4	-42.7	38.4
영업이익률(%)	2.3	4.5	7.9	5.6	6.3
순이익률(%)	1.1	2.7	6.1	4.1	4.9
ROE(%)	6.9	16.9	34.8	15.7	18.2
PER	82.3	18.4	11.3	14.4	10.4
PBR	4.2	3.0	3.4	2.1	1.7
EV/EBITDA	24.7	10.0	7.6	8.2	6.9

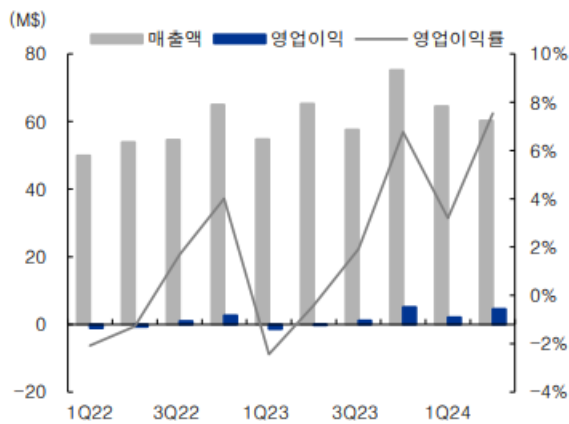
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 4. 솔루엠 분기별 실적 추이



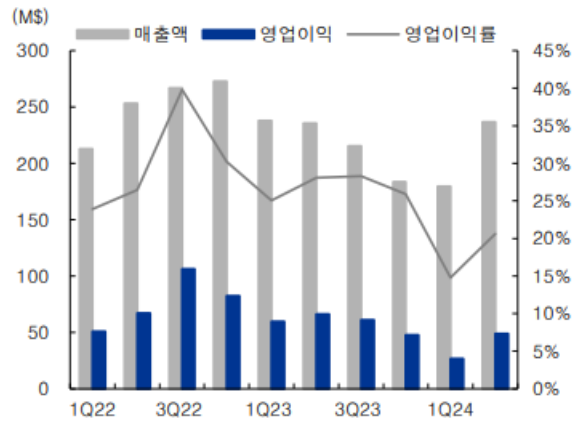
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 6. Pricer 분기별 실적 추이



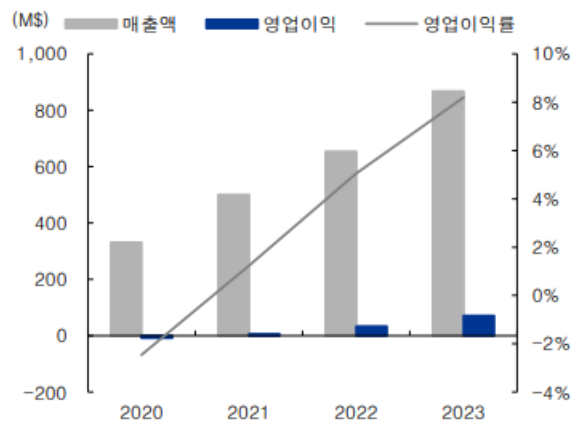
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 5. E Ink Holdings 분기별 실적 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 7. VusionGroup 연도별 실적 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권





고려아연

귀금속 가격 강세 수혜 이어질 전망

[출처] NH투자증권 이재광 애널리스트

하반기 귀금속 가격 강세 전망

경제 둔화 우려, 금리 인하 기조, 불안정한 국제 정세 등을 감안했을 때 하반기에도 귀금속 가격 강세 지속 전망. 특히 금 가격 대비 역사적으로 저렴한 영역에 있는 은 가격에 주목. ('00년 이후 금/은 비율 평균 68배 vs. 현재 85배 수준) 은은 연 정광 공급 부족으로 공급 증가 제한적인 상황 속에 태양광 생산 확대 등 신규 수요가 증가하고 있어 상승 가능성 높다고 판단

중장기 성장은 구리/니켈 제련 생산능력 증가가 이끌 것

'23년 기준 3.1만톤의 구리 제련능력을 '28년까지 15만톤으로 늘려갈 계획. 현재 구리 가격 및 환율 적용 시 매출 약 1.9조원 예상. 니켈은 '28년까지 6.3만톤의 제련능력을 갖출 계획. 현재 니켈 가격 및 환율 적용 시 매출 약 1.4조원 예상. 동사는 구리/니켈 제련에 그치지 않고 상당 부분을 동박/황산니켈로 가공할 것이기 때문에 실제 매출 증가는 이를 상회할 수 있을 것으로 판단

3Q24 Preview: 2분기와 유사한 견조한 실적 지속 예상

3분기 영업이익은 2분기와 유사한 수준 예상. 금/은/아연 가격 3~5% 정도 오를 것으로 보이고, 연/구리 가격은 2분기와 유사할 것으로 보이나, 달러/원 환율이 하락할 것으로 전망되기 때문. 하지만 전년비로는 2분기에 이어 50% 수준의 증가세가 지속될 것으로 전망

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	9,705	12,158	13,415	13,582
증감률	-13.5	25.3	10.3	1.2
영업이익	660	969	982	1,037
증감률	-28.2	46.8	1.3	5.6
영업이익률	6.8	8.0	7.3	7.6
(지배지분)순이익	527	655	708	746
EPS	26,127	31,509	34,193	36,034
증감률	-35.6	20.6	8.5	5.4
PER	19.1	17.0	15.6	14.8
PBR	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.8	8.9	8.8	8.1
ROE	5.7	6.8	7.1	7.2
부채비율	24.9	26.7	26.8	25.8
순차입금	-72	355	340	-37

단위: 십억원, %, 원, 배



한중엔시에스
 냉각 시스템 기대감은 동사에게
 [출처] 유안타증권 이안나 애널리스트
 수냉식 시스템의 최강자

동사는 ESS 액체 냉각 시스템에 있어서 글로벌 최고의 기술력을 보유하고 있음. 설계 경쟁력뿐 아니라 인건비가 높은 이 산업에서 완전 자동화 설비로 비용 경쟁력도 보유. 또한 액체 냉각 파이프는 15년 이상 냉매를 버텨야 하기 때문에 구리와 같은 소재를 사용해야 함. 이를 저렴하고 내구성 높은 EP 소재로의 변경을 통해 또 한 번의 비용 절감 효과 존재. 글로벌 ESS 액체 냉각 대량 양산 기업은 Sungrow(中), CATL 자회사 Envicool(아직 대량 양산 안 함) 정도 밖에 없음

ESS뿐 아니라 다양한 산업군에 적용될 것

동사는 ESS 산업에서 먼저 수냉식 시스템 채택 흐름이 시작되면서 외형성장 본격화. 다만, ESS뿐 아니라 데이터센터, 전기차, 자율주행차까지 수냉식 시스템 채택에 대한 산업 내 니즈가 높은 상황. 특히, 전기차는 발화 위험, 자율주행차는 다양한 환경 조건에서의 시스템 안정화 측면에서 열관리는 중요함. 이들 시스템에 있어서 액체 냉각이 각광받는 이유는 1) 뛰어난 방열 효과, 2) 기존 시스템과의 호환성, 3) 다양한 내부 구성요소로의 확장성 측면에 있음. 따라서 동사는 ESS 내 고객사 다변화뿐 아니라 장기적으로 다양한 산업으로의 확대까지도 기대해볼 수 있음

기술 경쟁력+산업 확대력+밸류에이션 매력도까지

동사는 ESS 수냉식 사업 부문에서 2분기 호실적에 이어 이미 2025년까지 기확보된 수주만 하더라도 50% 이상의 외형성장 가능. 여기에 높은 기술 경쟁력, 비용 경쟁력, 산업 확대력까지 갖추고 있음. 또한 기확보된 수주 기준 실적 추정 시, 2025년 기준 PER 7배에 불과하기 때문에 밸류에이션 매력도도 높은 상황. 이에 투자매력도 높다는 판단

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	71	90	89	122
영업이익	-4	2	-14	-13
지배순이익	-4	-2	-20	-16
PER	-4.2	-16.6	-3.0	-6.2
PBR	1.1	2.2	3.1	7.6
EV/EBITDA	75.7	12.3	-12.4	-20.8
ROE	-21.6	-10.3	-91.5	-83.2

자료: 유안타증권



SBS

콘텐츠 맛집의 귀환

[출처] DS투자증권 장지혜 애널리스트

24년 상반기는 광고 부진과 드라마 축소에 따른 연결 실적 부진

SBS의 24년 2분기 실적은 연결 매출액 2,750억원(+1.4% YoY), 영업이익 96억원(-63% YoY, OPM 3.5%)을 기록하며 상반기 영업이익은 -25억원(적전YoY)에 그쳤다. 내수 부진에 따른 매스 마케팅 수요 감소와 드라마 흥행 부진으로 광고 수익 감소 영향이 컸는데 상반기 별도 기준 방송 광고 수익이 1,446억원(-13% YoY)에 그쳤기 때문이다. 또한 상반기 전년비 드라마 편성이 축소되며 판권 수익이 감소했고 스튜디오S와 미디어넷 등 연결 자회사 실적도 부진했다.

24년 하반기도 어려운 광고와 올림픽 비용 부담. 콘텐츠 경쟁력은 강화 중 하반기는 3분기 올림픽 관련 높은 비용 부담과 광고 수익 감소로 부진한 실적을 전망한다. 중계권 재판매 수익을 감안해도 별도 이익은 적자 전환할 전망이다. 다만 5월말부터 방영한 <커넥션>에서 <굿파트너>로 이어진 금/토 드라마 흥행으로 콘텐츠 경쟁력을 입증해 광고 단가 상승이 기대된다. 또한 콘텐츠 공개편수 증가에 따른 사업수익 증가와 자회사 실적 개선을 전망하는데 스튜디오S의 공개 콘텐츠는 상반기 3편, 하반기 5편이 예정돼 있다.

SBS의 콘텐츠 관련 모멘텀은 하반기~25년으로 갈수록 확대될 전망이다. 1)최근 콘텐츠 흥행에 따른 향후 방송 광고비 점유율 증가가 기대되고, 2)웨이브와 지상파 3사의 콘텐츠 독점 공급계약 만료를 앞두고 있으며, 3)25년에는 스튜디오S의 콘텐츠 제작 편수 증가, 4)스튜디오S와 콘텐츠허브의 합병으로 제작과 유통의 본격적인 시너지가 기대되기 때문이다.

투자의견 매수, 목표주가 2.2만원 제시

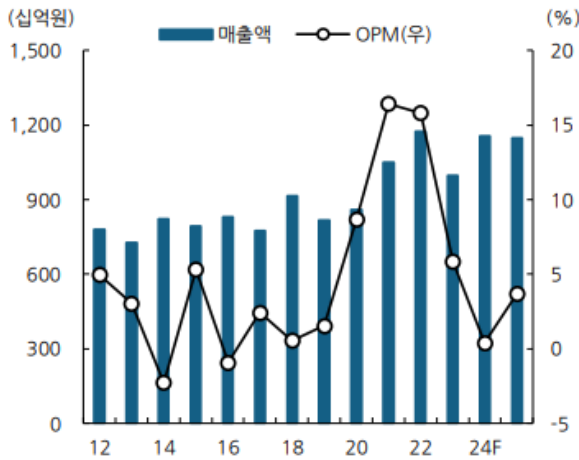
SBS에 대해 투자의견은 유지하나 목표주가를 기존 3.5만원에서 2.2만원으로 -37% 하향한다. 목표주가 하향은 실적 추정치 하향에 기인하며 목표배수는 기존과 동일한 12배를 적용했다. 현재 주가는 TV 광고 부진 및 올림픽 관련 비용부담이 모두 반영된 주가이다. 25년 실적 기저 효과 및 콘텐츠 경쟁력 강화를 감안했을 때 SBS의 25F Fwd PER 7배에 불과해 밸류에이션 매력이 높다

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,049	1,174	997	1,155	1,147
영업이익	172	186	58	4	46
영업이익률(%)	16.4	15.8	5.9	0.4	4.0
세전이익	180	178	62	25	50
지배주주지분순이익	136	153	46	16	39
EPS(원)	7,456	8,623	2,497	880	2,084
증감률(%)	흑전	15.7	-71.0	-64.7	136.8
ROE(%)	23.2	20.6	5.4	1.9	4.3
PER(배)	6.6	4.0	11.7	17.4	7.3
PBR(배)	1.4	0.8	0.6	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	5.0	2.8	7.0	5.8	2.6

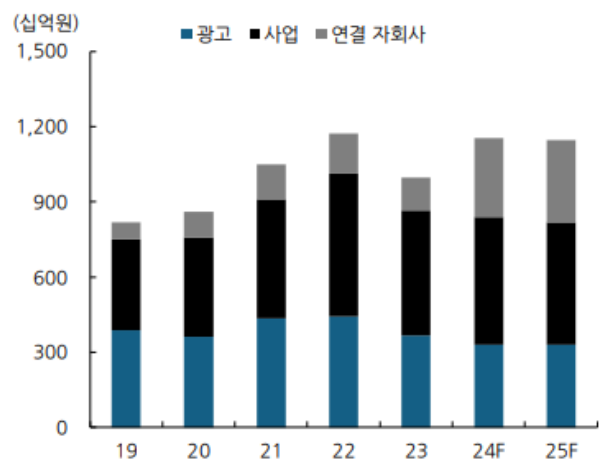
자료: SBS, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 SBS 연결 실적 추이 및 전망



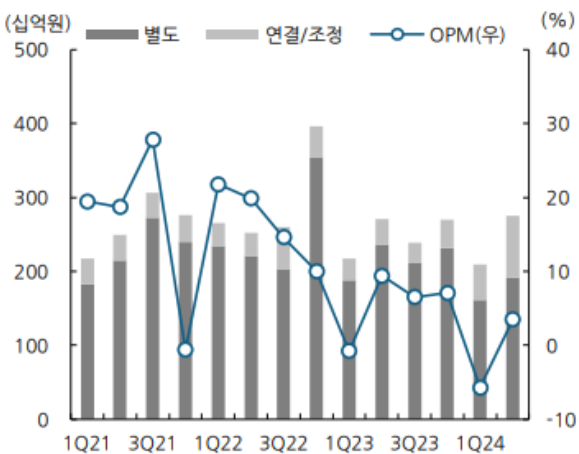
자료: SBS, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 SBS 연결 매출액 추이



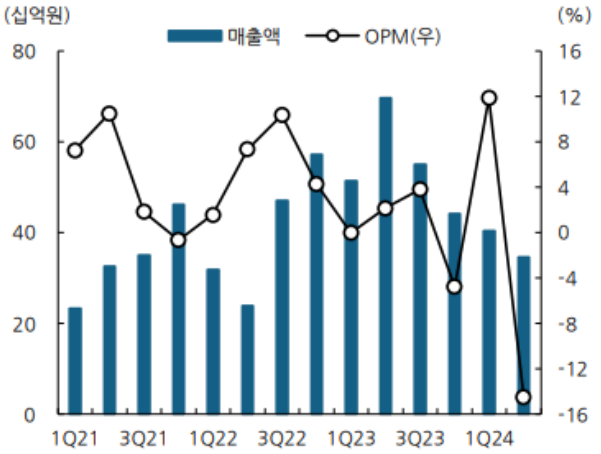
자료: SBS, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 SBS 연결 분기 실적 추이



자료: SBS, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 스튜디오에스 실적 추이



자료: SBS, DS투자증권 리서치센터



현대차

EV캐즘으로 HEV 잘 팔리니 수익은 더 긍정적

[출처] SK증권 윤혁진 애널리스트

HEV 붐으로 수익성은 더 좋은 상황. 다음은 PHEV

- ① 우수한 HEV 기술력으로 일본 자동차 기업들 다음으로 가장 많은 HEV 판매 중. EV 수요의 급격한 감소를 HEV 판매 확대로 전화위복 그랜저, 투싼, 쏘나타페, 코나 등 대부분의 모델에 HEV 공급 중
- ② PHEV도 투싼, 쏘나타페 등을 해외시장을 중심으로 판매하고 있으며, 모델 확장 예상
- ③ EV캐즘에 따라 낮은 한자리수 흑자인 EV모델이 이익률 10% 내외인 HEV로 대체되고 있어 전체 이익 측면에서는 오히려 긍정적
- ④ 자율주행은 모셔널(글로벌 부품사 애틀브와의 JV. 현대차 그룹 지분율 67%)을 통해서 준비 중. 최근 3년간 모셔널의 누적 영업적자 약 1.5조원에 달하는 것은 부담요인

PER 4.6배의 낮은 밸류에이션과 주주환원 강화로 주가 상승 기대

- ① CEO Investor Day에서 주주환원 강화 발표. 글로벌OEM들은 EV수요 부진으로 투자를 축소하고 있으며, 투자자들의 주주환원 강화 요구에 직면. 도요타와 GM 등 OEM들은 강력한 주주환원 정책 제시. 현대차도 높아진 수익성과 강화된 브랜드 경쟁력을 바탕으로 총 주주환원율 35%의 정책 제시(SK증권은 '25년 배당 14,500원과 자사주 매입 1.5조원 예상)
- ② 올해 상장이 기대되는, 현대차 인도법인의 가치는 20조원 이상. 지분법 가치 10조원 이상으로 현대차 시총(우선주 포함 63조원)에 10조원 이상 업사이드 요인 발생
- ③ 양호한 차량판매와 HEV 판매 호조로 3분기 실적은 매출액 44.5조원 (+8.6%YoY, -1.1%QoQ), 영업이익 4.1조원(+8.6%YoY, -3.0%QoQ)의 호실적을 기록할 것으로 전망

영업실적 및 투자지표							
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	117,611	142,151	162,664	176,438	186,975	195,909
영업이익	십억원	6,679	9,825	15,127	15,954	17,093	17,909
순이익(지배주주)	십억원	4,942	7,364	11,962	14,578	15,649	16,477
EPS	원	17,846	27,382	46,254	53,710	57,656	60,704
PER	배	11.7	5.5	4.4	4.6	4.3	4.1
PBR	배	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	12.0	8.5	7.8	7.9	7.0	6.2
ROE	%	6.8	9.4	13.7	14.9	14.3	13.5



기아

강력한 수익성을 기반으로 확장 가능성 풍부

[출처] SK증권 윤희진 애널리스트

EV 원가 경쟁력 글로벌 Top!

- ① 완성차 업체들의 EV OPM(2Q24 기준) 추정치: 기아 HS%, 현대차 LS%, Tesla 2.8%(탄소 크레딧 제외한 OPM), 포드 1조원 적자 기아의 EV 원가 경쟁력은 글로벌 탑 수준
- ② 전기차 캐즘 & 배터리 가격하락에 따른 수혜: 2Q에도 셀 & 양극재 15~20% 하락에 따라 전기차 원가 개선 & 프로모션 비용 확보 배터리 가격 하락과 조지아공장 가동시 IRA 보조금 \$7500 수령에 따른 인센티브 급감으로 하반기 전기차 수익성을 더욱 개선 전망

HEV, PHEV 다 준비된 포트폴리오

- ① HEV 판매량은 일본기업들, 현대차 다음 7위 기록 중이며, EV 수요 급감을 HEV 판매량 확대로 흡수 중. 낮은 한 자리 수 흑자인 EV모델이 이익률 10% 내외인 HEV로 대체되고 있어 전체 이익 측면에서는 오히려 긍정적
- ② 니로, 스포티지, 소렌토 등 모델에 HEV와 PHEV 파워트레인 다 공급 중
- ③ 자율주행은 모셔널(글로벌 부품사 애틀브와의 JV, 현대차 그룹 지분율 67%)을 통해서 준비 중. 최근 3년간 모셔널의 누적 영업적자 약 1.5조원에 달하는 것은 부담요인

PER 4.3배의 낮은 밸류에이션과 주주환원 강화로 주가 상승 기대

- ① 양호한 차량판매와 HEV 판매 호조로 3분기 실적은 매출액 27.4조원(+7.2%YoY, -0.6%QoQ), 영업이익 3.0조원(+6.0%YoY, -16.7%QoQ)의 호실적을 기록할 것으로 전망

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	69,862	86,559	99,808	108,559	114,342	117,773
영업이익	십억원	5,066	7,233	11,608	12,805	12,813	13,223
순이익(지배주주)	십억원	4,760	5,409	8,777	9,797	9,993	10,471
EPS	원	11,744	13,345	21,831	24,501	24,991	26,187
PER	배	7.0	4.4	4.6	4.3	4.2	4.1
PBR	배	0.9	0.6	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	3.5	1.3	1.7	1.4	0.9	0.2
ROE	%	14.7	14.6	20.4	19.5	17.2	15.9

기아 전기차 스펙 정리

	Ray EV	Niro EV	EV3	EV6	EV9
브랜드 내 역할	[엔트리] 도심 엔트리 EV	[전동화 외연 확장] 친환경성 + 실용적 가치	[볼륨 메이커 & 브랜드 Amplifier] 실질적인 엔트리: 접근성 강화	[이미지 메이커] 전동화 선도 브랜드 구축	[플래그십] EV 시대의 프리미엄 제시
상품 포인트	공간성 및 효율성, 가격	친환경, 경제성, 공간성	최소 소형 SUV 전용 전기차	당사 최초 전용 전기차	3열 대형 EV SUV
차급	경형	소형	소형	준중형	대형
E-GMP	-	-	E-GMP	E-GMP	E-GMP
제원(mm)	3,595×1,595×1,710 2,520	4,420×1,825×1,570 2,720	4,300×1,850×1,560 2,680	4,695×1,880×1,550 2,900	5,015×1,980×1,780 3,100
최대 배터리 (종류/kWh)	리튬인산철(LFP) / 35.2	리튬이온(NCM) / 64.8	리튬이온(NCM) 58.3 / 81.4 (롱레인지)	리튬이온(NCM) / 84.0	리튬이온(NCM) / 99.8
성능 (kW/Nm)	64/147	150/255	150/283	239/605	283/650
최대 AER	205km	401km	350km(스탠다드) / 501km(롱레인지)	494km	501km
급속 충전시간 (10% → 80%)	40분	45분	29분(스탠다드) / 31분(롱레인지)	18분	24분

자료: 기아, SK증권

