2024.09.23.(월) 증권사리포트

POSCO홀딩스
길어지고 있는 기다림
[출처] 유안타증권 이현수 애널리스트
중국 철강, 어려운 업황에 감산으로 대응 중
중국 철강은 9~10월을 금구은십(金九銀十)이라 할 만큼 계절적 성수기라는 인식 있어. 하지만 혹독한 6~8월을 지내며 금구은십에 대한 기대감 낮아. 수요 측면에서는 부동산 업황 부진이 부담으로 작용. 공급 측면에서는 최근 중국 정부가 구설비를 신설비로 치환하는 정책을 중단했으나 효과를 거두기까지는 상당한 시일이 걸릴 것으로 추정.
중국 7~8월 조강생산량이 2개월 연속 전월비 감소, 전년비 -9~-10% 감소했지만 제품가격은 하락. 9월 상순 고로업체 가동률이 '22~'23년보다 낮은 수준에 머무르고 있지만 조강생산량 감소 영향에 따른 원재료가격 하락이 제품가격에 부정적 영향 미쳐. 다만, 8월 이후 원재료가격 하락 폭이 제품가격 하락보다 상대적으로 크게 나타나며 스프레드는 제품에 따라 반등세를 보이는 중.

3Q24, 철강 부문 물량 효과, 이차전지 부문 적자 확대 예상
포항 4고로 개수를 끝마친 포스코는 3Q 다시 800만톤 중반 수준의 제품 판매량을 기록하며 물량 효과를 누릴 것으로 예상. 하지만 원재료 투입원가 하락에도 불구, 분반기 계약을 하는 실수요향 판매가격과 유통향 판매가격이 동반 하락하며 당초 기대했던 바와 다르게 스프레드는 전분기비 유지 또는 악화될 가능성도 있어. 4Q 제품 판매량은 전분기비 소폭 증가가 예상되나 제품 판매가격 하락이 이어지며 원재료 투입원가 하락 효과가 제한적일 것으로 추정. 포스코 하반기 분기별 영업이익은 5천억원 내외가 될 것으로 예상.
이차전지 부문은 일부 프로젝트들이 준공에 들어가며 초기 가동에 따른 낮은 가동률이 3Q 손익에 부정적 영향을 미쳐 영업적자 규모가 전분기비 다소 증가(포스코퓨처엠 제외 시)할 것으로 전망. 이차전지 부문의 본격적인 실적 기여는 매출의 경우 '25년부터, 손익은 '26년부터 발생할 것으로 판단. 분기 영업이익은 4Q23에 저점을 확인하며 향후 실적에 대한 부담감은 낮은 상황. 저수익 사업에 대한 구조조정으로 추후 실적에 긍정적 영향을 기대해볼 수 있을 것으로 판단.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	18,485	-2.5	-0.1	18,758	-1.5
영업이익	889	-25.7	18.2	884	0.5
세전계속사업이익	657	-21.0	-8.7	819	-19.9
지배순이익	417	-14.5	-21.2	524	-20.4
영업이익률 (%)	4.8	-1.5 %pt	+0.7 %pt	4.7	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	2.3	-0.3 %pt	-0.6 %pt	2.8	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	84,750	77,127	73,197	74,101
영업이익	4,850	3,531	3,057	3,802
지배순이익	3,144	1,698	1,867	2,281
PER	7.4	21.4	16.8	13.6
PBR	0.4	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.1	6.9	7.1	6.4
ROE	6.1	3.2	3.4	4.0

자료: 유안타증권

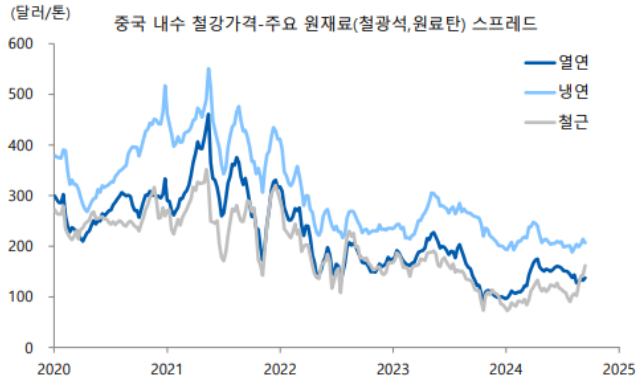
[그림-1] 중국 주요 제품 내수가격

자료: Platts

[그림-2] 원재료 Spot 가격

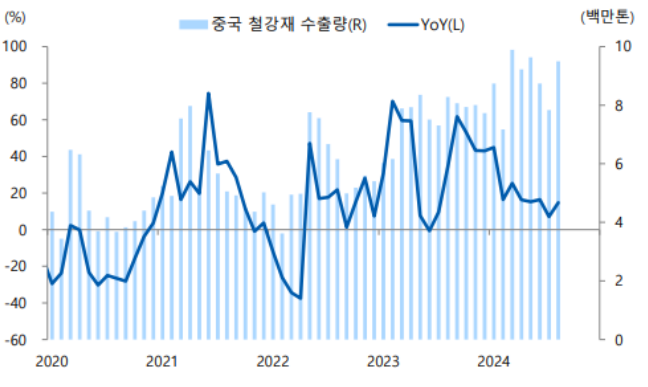
자료: Platts

[그림-3] 중국 주요 제품 스프레드(제품가격-주요 원재료가격)



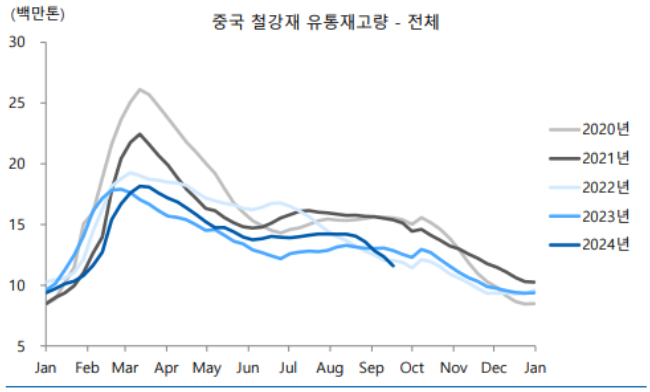
자료: Platts, 주: 주요 원재료(철광석 1.6 톤+원료탄 0.75 톤 가정)

[그림-4] 중국 철강재 수출량



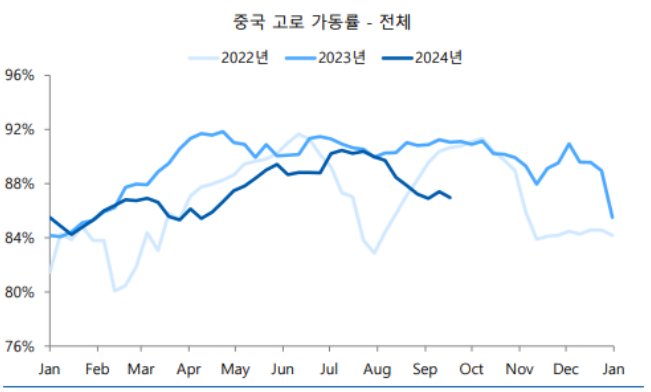
자료: General Administration of Customs

[그림-5] 중국 철강재 유통재고량



자료: SteelHome

[그림-6] 중국 고로업체 가동률



자료: Bloomberg

대한유화
2024년 3분기 부진 터널 통과해야
[출처] 유안타증권 황규원 애널리스트
2024년 3분기 예상 적자 △87억원으로 약보합

2024년 3분기 예상 실적은 '매출액 7,417억원, 영업손실 △87억원(영업손실률 △1.2%), 지배주주 순이익 △54억원' 등이다. 영업손익은 전분기 △63억원에서 적자폭이 조금 더 늘어나는 수치이다. 범용 석화업황 회복이 더디게 진행되면서, NCC(나프타분해설비) 가동률은 85% 전후에 정체되어 있다. 게다가, 스페셜티 제품인 2차전지 분리막용 폴리에틸렌(습식용 분리막에 사용)/폴리프로필렌(건식용 분리막) 레진 판매량도 부진한 것으로 알려지고 있다. 주요 거래처인 중국 배터리업체에서 분리막 재고를 낮게 가져가려는 움직임이 커졌기 때문이다.

석화업황 더디지만, 희망은 있어...
석화제품 업황지표인 NCC 스프레드는 '2023년 3분기 185$ 바닥 후, 2024년 3분기 230$'로 회복되고 있다. 다만, 평균치 340$에 비교하면, 회복 속도가 더딘 편이다. 3가지 업황 변수(수요, 증설, 원가)는 조금씩 호전되고 있다. 1) 2024년 1 ~ 7월 한국 주요 석화제품의 중국 수출량이 전년대비 6.6%(전년 △7.9%) 증가하면서, 수요 여건은 나아지고 있다. 2) 글로벌 에틸렌 증설도 2022년 1,011만톤, 2023년 768만톤, 2024년 613만톤, 2025년 520만톤으로, 부담이 줄어들고 있다. 3) 2024년 9월부터 국제유가도 하락하고 있다. 두바이유가가 70$ 이하로 하락해도, PE/PP 가격이 덜 떨어지면서 스프레드 개선효과를 기대할 수 있다.

느린 회복 속도 반영해, 목표주가 하향
2024년 예상보다 업황회복 속도가 더디게 진행되고 있다는 점을 반영해, 목표주가를 21만원(기존 25만원)으로 하향조정 한다. 업황 사이클에 상관없이 평균적으로 만들 수 있는 EBTIDA 3,010억원에 석화업황 사이클 위치를 반영한 배율 5.8배를 적용했다. 평균 석화업황에서 적용받을 수 있는 EV/EBITDA 6.6배에서 12% 정도 낮추었다. 다만, 현재 주가 지표인 PBR(주가/순자산) 0.33배로 Covid19 수준 0.21배에 근접해 있어, Buy의견은 유지한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

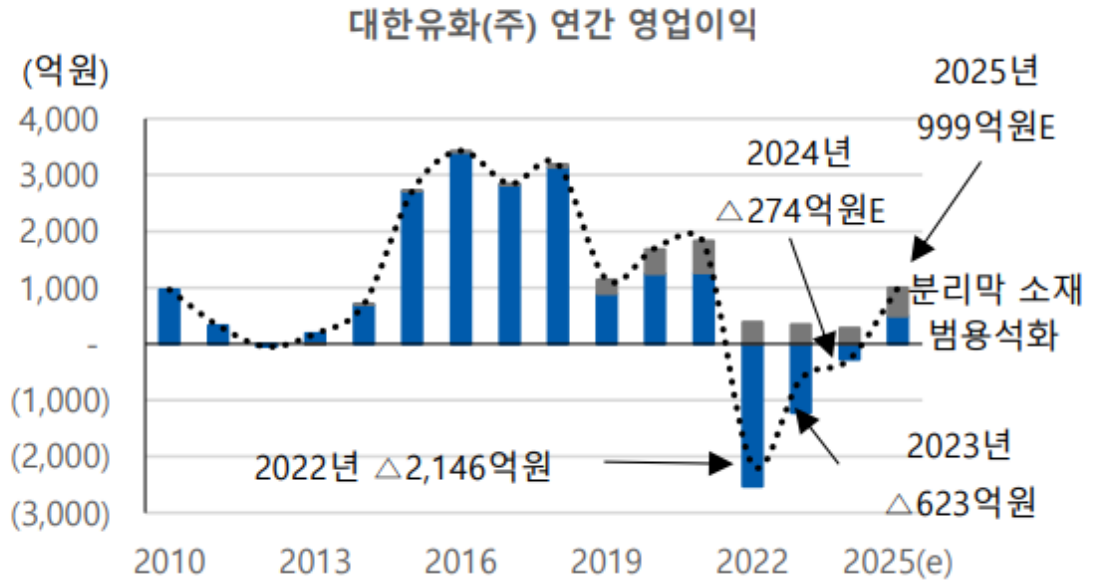
	3Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,417	11.3	0.0	7,275	2.0
영업이익	-87	적전	적지	64	-236.5
세전계속사업이익	-77	적전	적지	62	-225.5
지배순이익	-54	적전	적지	70	-176.7
영업이익률 (%)	-1.2	적전	적지	0.9	-2.1 %pt
지배순이익률 (%)	-0.7	적전	적지	1.0	-1.7 %pt

자료: 유안타증권

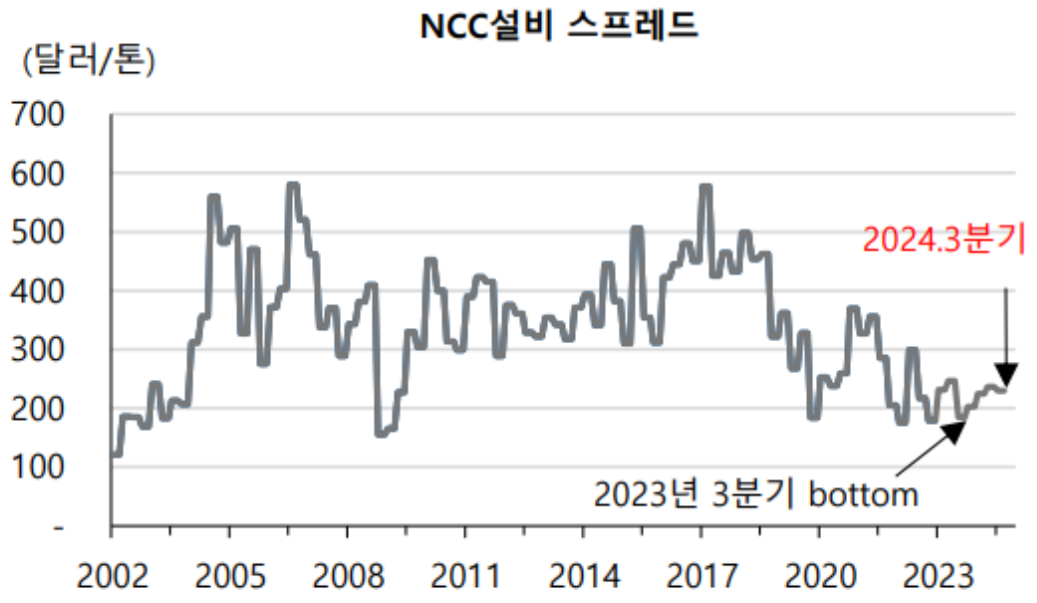
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	22,221	25,000	28,704	30,956
영업이익	-2,146	-623	-274	999
지배순이익	-1,491	-290	-90	828
PER	-6.3	-33.8	-69.5	7.6
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3
EV/EBITDA	-18.5	9.2	3.9	1.7
ROE	-7.7	-1.6	-0.5	4.5

자료: 유안타증권



자료: 유안타증권 리서치센터



자료: 유안타증권 리서치센터

팬오션
모멘텀 부재와 아쉬운 배당 성향
[출처] NH투자증권 정연승 애널리스트
운임 상승 동력이 부재한 벌크선

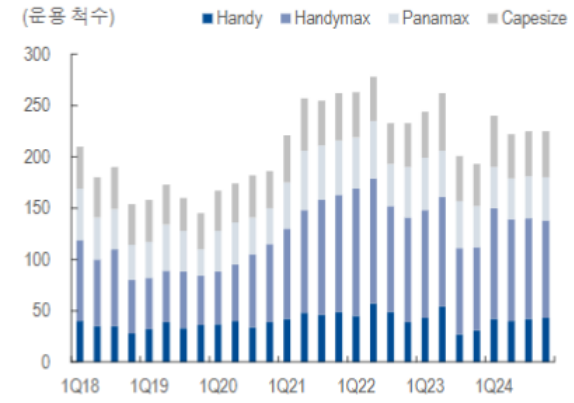
투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가를 기존 6,000원에서 5,300원으로 12% 하향 조정. 중장기 벌크선 운임 전망치 조정에 따른 적용 ROE를 기존 7.8%에서 7.5%로 4% 하향 조정. 글로벌 벌크선사(24년 평균 배당수익률 8.5%) 대비 팬오션의 낮은 배당수익률을 고려하여 밸류에이션 할인율을 상향 조정
9월 18일 기준, BDI 지수는 1,890p로 전년대비 19.3% 높은 수준이나, 중국 경기 부진, 충분한 철광석 항구 재고(9월 13일 기준, 1.49억톤, +31.5% y-y)로 인해 추가 상승 동력 부재. 중국 철강 기업들은 철강 가격 하락에도 불구하고, 철광석 가격 약세를 활용하여, 철강 생산량을 유지하고 있으나, 지속가능한 전략으로 보이지 않음. 3분기 팬오션 벌크선 운용 선대 규모를 230척 정도로 2분기 대비 소폭 증가 예상하나, 단기 용선 중심의 전략으로 선대 확장 중임. 장기 용선 확대를 통한 이익 레버리지를 기대할 수 있는 시황이 아님

3분기 시장 컨센서스 소폭 하회 예상. 4분기 운임 하락 영향 불가피
24년 3분기, 매출액 1조2,233억원(+10.0% y-y), 영업이익 1,261억원(+58.7% y-y, 영업이익률 10.3%) 기록하여 시장 컨센서스 4% 하회할 전망. 운임 상승 영향으로 벌크, 탱커, 컨테이너 모두 양호한 실적 예상하나, 환율 하락으로 실적 추정치 소폭 조정. 4분기는 컨테이너, 탱커 운임 하락 영향이 불가피함
주가는 PBR 0.38배로 역사적 저점. 하지만 이익모멘텀 둔화로 인해 밸류에이션 반등이 쉽지 않음. 비교기업 대비 배당 성향도 낮아, 현재 양호한 벌크선 운임을 투자자가 누리기에는 한계. 사업 다각화를 위한 LNG선 인도(9척 예정)가 24년 3분기부터 시작되며 이익 체력은 높아지나, 이익의 핵심은 벌크선이라고 판단

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	4,361	4,504	4,946	5,282
증감률	*-32.1*	*3.3*	*9.8*	*6.8*
영업이익	386	465	492	591
증감률	*-51.1*	*20.6*	*5.7*	*20.1*
영업이익률	*8.8*	*10.3*	*9.9*	*11.2*
(지배지분)순이익	245	363	416	543
EPS	458	679	779	1,015
증감률	*-63.8*	*48.2*	*14.7*	*30.3*
PER	8.1	5.2	4.5	3.5
PBR	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	3.8	3.3	3.2	2.7
ROE	5.3	7.5	8.0	9.8
부채비율	66.6	63.4	60.8	54.1
순차입금	1,343	1,544	1,634	1,404

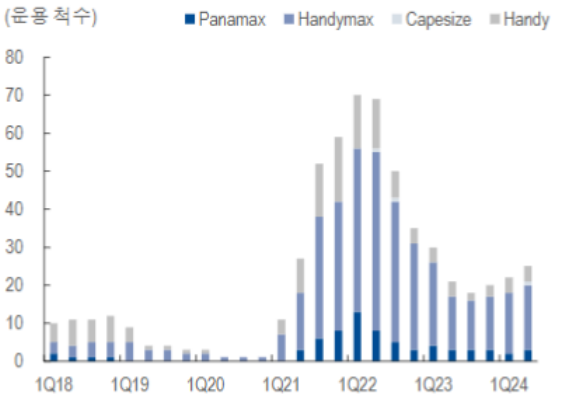
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 팬오션 벌크선 운용 선대



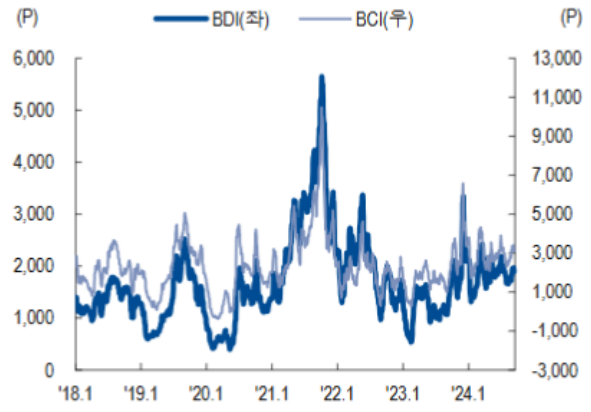
자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 벌크선 장기 용선 계약 규모



자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. Baltic Dry Index 및 대형선 Index 추이

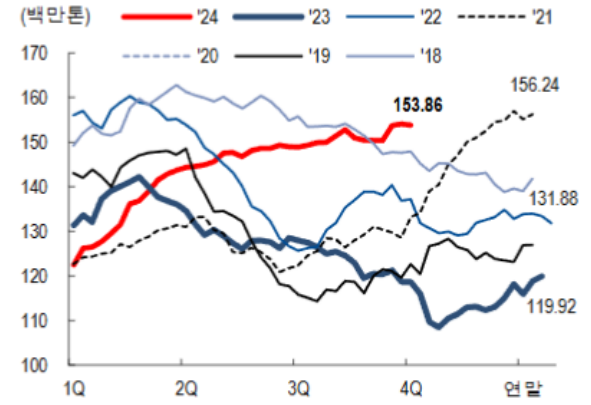


자료: Baltic Exchange, NH투자증권 리서치본부

그림4. 철광석 및 열연 가격 추이

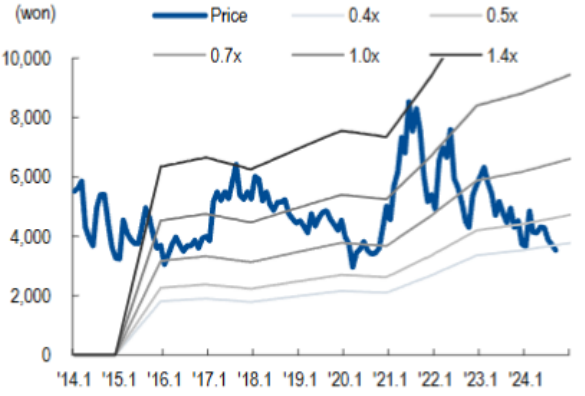
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림5. 중국 철광석 항구 재고 추이



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

그림6. 팬오션 PBR Valuation Band



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

에코프로에이치엔
소재전문 기업으로의 전환 예고
[출처] 하나증권 조정현 애널리스트

국내 유일 환경 토탈 솔루션 전문 기업

에코프로에이치엔은 2021년 에코프로의 환경사업부문 분할을 통해 설립된 회사이다. 현재 국내 유일의 친환경 토탈 솔루션 전문 기업으로, 대기오염 방지 및 사후처리 분야의 화학물질 분석 및 분해 기술 부문 노하우를 기반으로 환경 진단, 소재 설계 및 개발, 유지보수와 솔루션 제공을 융합한 종합 환경시스템 사업을 영위 중이다. 주요 사업은 ①미세먼지저감 솔루션(각종 산업 현장의 VOCs 제거), ②온실가스 감축 솔루션(반도체·디스플레이 산업 온실가스 분해), ③케미컬 필터(반도체·디스플레이 공정의 클린룸 유해가스 제거), ④수처리 사업(원료 회수, 통합 폐수 처리, 무방류)으로 구성된다. 수처리 사업의 경우 올해 4월 에코프로머티와 1,045억원 규모 폐수처리장 납품 계약을 체결로 2차전지 영역으로 진입에 성공하며 사업을 본격화했다. 올해 상반기 기준 사업 부문별 매출액 비중은 온실가스 34.0%, 미세먼지 6.6%, 케미컬 필터 24.3%, 수처리 35.0%이다.

2천억원 유상증자 결정, 종합 소재 기업으로 도약

에코프로에이치엔은 에코프로 그룹 內 특수/차세대 신소재 개발 및 양산 특화 기업으로 포지셔닝하고 있다. 본격적인 종합 소재 기업으로의 전환을 위해 2차전지와 반도체 소재 등 신사업 관련 시설투자와 연구개발 설비 투자 목적으로 2,000억원 유상증자를 진행할 예정이다. 차세대 환경기술 개발, 기존 사업 역량 고도화, 신규사업 추가 투자 및 본격 양산을 위한 생산시설 증설에 투자할 계획이다. 시설 자금은 신사업: 전해액 첨가제 생산라인 조성 및 반도체 소재 사업 시설 투자 900억원, 환경사업: 온실가스 처리용 허니컴 촉매생산설비 증설 및 차세대 케미컬 필터 생산설비 라인 투자 600억원, R&D 및 관련 설비투자: 200억원, 운영자금 및 원재료 구입: 302억원으로 구분된다. 2차전지 소재의 경우 1차투자 마무리 단계로 연내 생산 시작을 앞두고 있으며, 2차 투자 재원 마련을 통해 IRA 대응 가능한 신규 소재 확보에 집중적으로 투자할 예정이다. 반도체 소재 사업의 경우 전문인력 및 기술 확보를 통해 HBM 등의 고성능 반도체 관련 소재, 기술 개발, 생산 시설 확보에 집중할 예정이다. 기존 사업의 경우 차세대 케미컬 필터 기술 고도화 및 허니컴 촉매 등의 하이엔드 기술 도입에 집중적으로 투자할 계획이다.

신규 사업 확대 및 업황 개선으로 실적 회복 전망

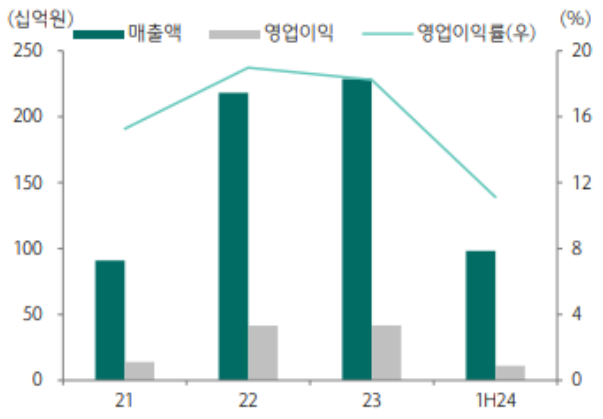
2024년 2분기 실적은 매출액 468억원(-17.2%, YoY), 영업이익 36억원(-67.9%, YoY)을 기록했다. 전방 산업인 반도체, 디스플레이, 석유화학, 제철, 조선 등의 산업 둔화 및 감산 등의 영향으로 미세먼지 저감 솔루션, 온실가스 감축 솔루션 사업부 실적이 부진했다. 다만, 1) 올해 화학 및 제철 산업의 회복세가 감지되고 있고, 2) 반도체 대형 파트사의 미국진출에 따른 투자 확대와 미국 법인 11월 운영 및 영업 개시를 앞두고 있으며, 3) 추가적인 고객사 확보를 통한 실적 회복 가능성이 확대되고 있다. 또한 4) 신규 사업인 수처리 사업의 2차전지 전방시장 확대 및 추가적인 신규 프로젝트 수주 가능성도 있어 내년 상반기까지 실적 회복세가 시현될 것으로 전망한다

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

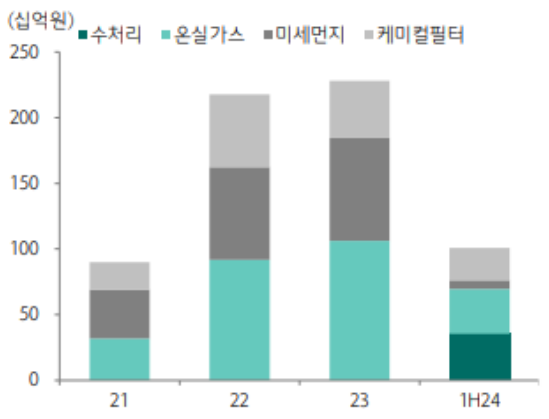
투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	N/A	91	218	229
영업이익	N/A	14	41	42
세전이익	N/A	14	40	40
순이익	N/A	11	32	34
EPS	N/A	1,127	2,115	2,192
증감율	N/A	N/A	87.7	3.6
PER	N/A	68.5	21.4	31.4
PBR	N/A	18.8	7.7	9.3
EV/EBITDA	N/A	68.8	15.2	22.9
ROE	N/A	18.3	37.4	30.3
BPS	N/A	4,101	5,885	7,434
DPS	N/A	330	600	600

도표 1. 에코프로에이치엔 실적 추이



자료: 에코프로에이치엔, 하나증권

도표 2. 에코프로에이치엔 사업부별 매출액 추이



자료: 에코프로에이치엔, 하나증권

도표 3. 에코프로에이치엔 주주구성 및 지분도

자료: 에코프로에이치엔 , 하나증권

롯데렌탈

롯데렌탈의 쏘카 지분 추가취득 당분간 중단

[출처] 하나증권 안도현 애널리스트

롯데렌탈의 SK와의 쏘카 주식매매계약은 연기

롯데렌탈은 최근 공시를 통해 SK와의 쏘카 주식 매매 계약(2차)이 연기되었음을 알렸다. 롯데렌탈의 카쉐어링 자회사 롯데렌터카 G car(그린카)의 지분 10%(롯데렌탈의 지분율은 84.71%)를 보유한 GS칼텍스가 롯데렌탈을 대상으로 쏘카 주식 추가 취득 금지 가처분 신청을 제기했고 승소했기 때문이다. 법원은 롯데렌탈의 쏘카 주식 취득이 경업금지 조항에 해당되고, 이 경우 GS칼텍스가 회복이 어려운 손해를 입을 것으로 판단했다. 따라서 롯데렌탈의 쏘카 주식 추가 취득은 당분간 어려울 것으로 예상한다.

SK의 지분 취득 여부와 상관 없이, 롯데렌탈이 쏘카의 최대주주가 되기는 어려움

롯데렌탈은 쏘카 지분의 25.73%를 보유한 2대주주이다. SK는 기존 보유 쏘카 주식(총17.9%)을 2차례에 걸쳐 롯데렌탈에 매각하기로 결정한 바 있고, 1차 지분 매각(지분율 기준 9.00%, 매매대금 660억원)은 2024년 2월 종결되었으며 2차 지분 매각(지분율 기준 8.95%, 매매대금 660억원)이 중지 된 것이다. 쏘카의 실질 최대주주인 이재웅 대표가 자기주식을 매입하며 현재 최대주주 및 특수관계인의 합산 지분율은 44.27%로, 롯데렌탈과의 지분율 격차는 18.53%까지 벌어진 상태이다. SK의 나머지 지분(8.95%) 취득 여부와 상관 없이, 롯데렌탈이 쏘카의 최대주주가 되기는 어려운 상태라고 판단한다. 최대주주(우호지분 포함) 지분율이 이미 44.27%로 너무 높기 때문이다. 설령 롯데렌탈의 2차 지분 매입이 진행되었다고 해도 여전히 최대주주와의 지분율 격차는 9.58%p 나 되는 것이다.

롯데렌탈의 주가 영향은 제한적

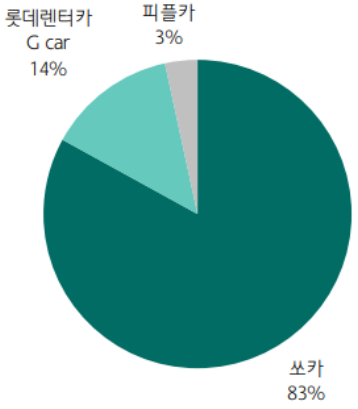
쏘카는 카쉐어링 시장의 MS 1위 사업자로, 카쉐어링과 모빌리티 플랫폼 사업을 영위하고 있다. 다만 롯데렌탈은 카쉐어링 서비스도 이미 보유하고 있기 때문에 쏘카의 지분 취득을 통해서는 플랫폼 측면 협력 강화를 목적한 것인데, 롯데렌탈은 이미 국내 렌터카 시장에서 인지도와 점유율을 겸비한 1위 업체이

므로 현재로서는 플랫폼 시너지가 밸류에이션 측면에서는 부가적인 요인이라고 판단한다. 쏘카와의 시너지 효과를 배제하더라도, 롯데렌탈의 렌터카 시장 선도적 지위 및 렌탈 본업 위주의 성장세를 감안하면 롯데렌탈의 주가 영향은 제한적일 전망이다. 롯데렌탈에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 4만원을 유지한다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

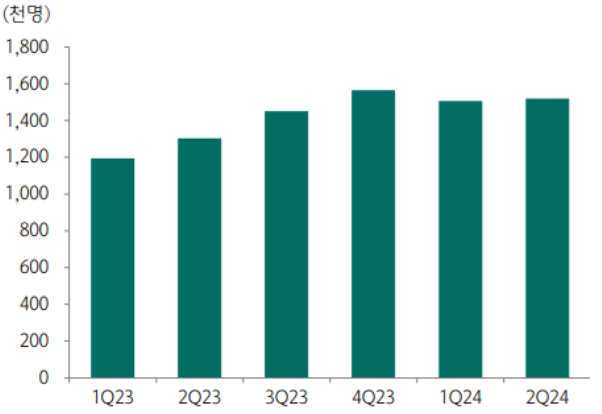
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,738.9	2,752.3	2,817.1	3,080.3
영업이익	308.4	305.2	296.3	367.3
세전이익	137.6	161.4	148.5	211.6
순이익	94.4	120.0	114.9	163.8
EPS	2,577	3,275	3,140	4,510
증감율	(30.07)	27.09	(4.12)	43.63
PER	10.73	8.47	9.71	6.76
PBR	0.78	0.74	0.77	0.71
EV/EBITDA	4.02	3.78	4.14	3.94
ROE	7.48	9.01	8.19	10.92
BPS	35,333	37,351	39,640	42,956
DPS	900	1,200	1,200	1,200

도표 3. 쏘카의 카쉐어링 시장 점유율



주) 현대카드 결제 데이터 기반 추정
자료: 현대카드, 하나증권

도표 4. 쏘카 회원수 추이



자료: 쏘카, 하나증권

삼화전기

흔들리지 않는 성장 기대

[출처] 메리츠증권 양승수 애널리스트

[회사개요]

삼화전기는 1973년 설립, 1986년 코스피 시장에 상장한 전해콘덴서 단일품목 생산 기업. 전해콘덴서는 전해질을 유전체로 사용하는 콘덴서로 하이엔드(반도체, 자동차, 신재생 등)와 로우엔드(TV, 생활가전 등)로 시장이 구분. 삼화전기는 로우엔드 영역에서 중국 기업들과 경쟁하며 성장해 왔으나, 올해를 기점으로 반도체, 자동차, 신재생 영역의 하이엔드 콘덴서가 신규 성장 동력이 될 전망

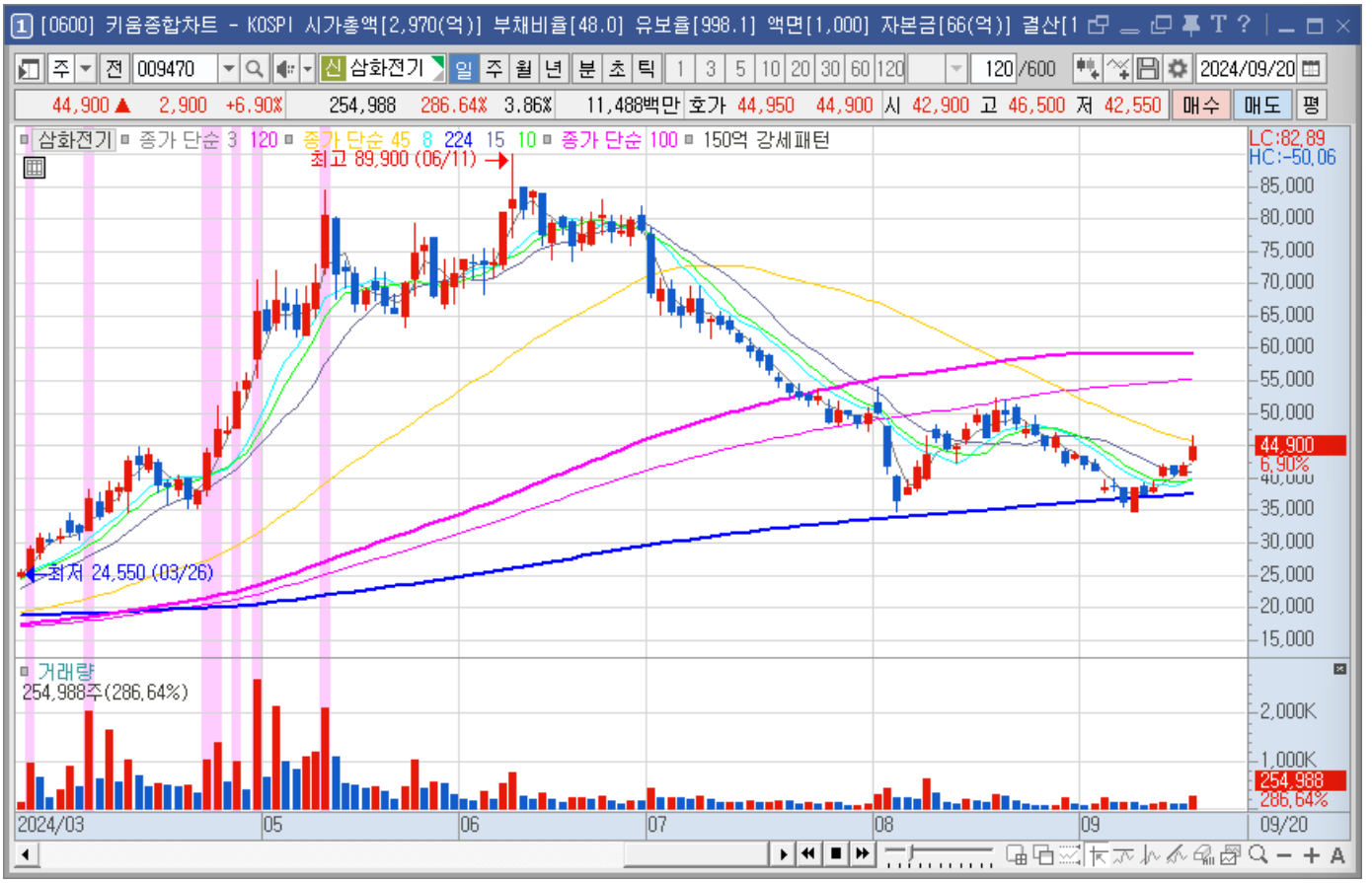
[투자 포인트]
1) 데이터센터향 S-CAP 성장 시작
S-CAP은 전해콘덴서의 일종으로 일본 파나소닉의 탄탈 콘덴서를 대체하는 역할로 SSD에 탑재 중. SSD 내 S-CAP은 정전(전력이 끊어졌을 때)시 전력을 유지하는 역할을 담당. 국내 반도체 고객사와 2년간의 공동 개발 후 공급을 시작했으며 올해 고객사 확대로 인한 추가 증설을 완료. 기존 고객사 외 추가 고객사 확대 과정에서도 독점적인 지위를 유지
Q 측면에서 S-CAP은 AI 애플리케이션용 대용량 SSD에 대한 수요 급증과 함께 상승 추세에 진입. Trendforce는 AI용 수요 증가로 인해 3분기까지 eSSD의 공급 부족이 지속될 걸로 예상 중. 또한 S-CAP은 통상적으로 SSD 내 2~4개가 탑재되나, 최근 일부 고객사와는 최대 9개까지 들어가는 제품도 논의중인 상황. P 측면에서 동사는 최근 고객사 요청으로 용량을 2배 늘린 S-CAP을 개발, 양산 테스트를 마무리. 또한 상용화 시점은 정해지지 않았으나 고객사 요청으로 액침 냉각이 가능한 제품을 자체 개발 개발 후 테스트 진행 중. 결론적으로 동사의 S-CAP은 AI용 수요 증가 및 고용량화로 인한 구조적인 P,Q 성장 Cycle에 진입했다고 판단
2) 하이엔드 Hybrid-Cap 장착 완료
차량의 디지털화와 함께 자동차 내 다양한 종류의 콘덴서 탑재량이 증가 추세에 진입. 이 중 Hybrid Cap은 기존 전해콘덴서 대비 뛰어난 내구성으로 자동차내 알류미늄 콘덴서나 MLCC로 대응 할 수 없는 영역에 사용되는 하이엔드 콘덴서. 현재 일본의 케미콘, 니치콘, 파나소닉, 선전자 4개업체가 과점하는 시장으로 2023년 기준 일본 업체 점유율은 90%로 추정. 동사의 경우 2017년 11월 개발 후 2019년 11월 첫 양산에 성공했으나 작년 기준 시장 내 점유율은 1% 안팎을 기록. 다만 올해 북미 신규 고객사와 7년간 약 5,600만불 공급 계약을 체결함에 따라 월 1,000만개 수준으로의 Capa 확대를 위한 증설을 진행중. 또한 국내 고객사의 국산화 니즈에 맞춰 일부 소량 납품을 시작. 신규 고객사 확보 및 국산화에 대한 수혜 지속으로, 동사의 경우 현재 1% 안팎의 Hybrid-Cap 시장 내 점유율을 약 8%까지 확대할 계획
3) EDLC, 느리지만 확실한 성장 모멘텀 확보
EDLC(전기이중층커패시터)는 일반 전해콘덴서 대비 고용량의 제품으로 현재 풍력, 태양광 발전소 등 신재생 영역에 전력을 저장하는 역할로 사용. 방전 문제로 인한 자동차 내 탑재 실패로 성장세가 둔화되었으나 최근 에어컨 화재로 인해 유럽 에어컨 내 EDLC 신규 탑재가 의무화. 이로 인해 국내 가전 고객사의 유럽향 에어컨으로 3분기부터 납품을 시작. 시점은 알 수 없으나 북미, 아시아지역에서도 의무화가 진행될 경우 추가적인 매출 업사이드 존재

[실적 전망 및 결론]
2024년 매출액 2,401억원(+18.6% YoY), 영업이익 288억원(+267.1% YoY, OPM: 12.0%) 전망. 고부가제품 매출 확대로 상반기에 이어 하반기도 양호한 실적모멘텀이 지속될 전망. 다만 성과급 등 일회성 비용 이슈로 하반기 영업이익은 상반기 대비 소폭 둔화될 것으로 예상 2025년 매출액 2,934억원(+22.2% YoY), 영업이익 403억원(+39.9% YoY)로 최대 실적 달성 예상. 1) S-CAP 신제품 출시와 Hybrid-CAP 공급 확대를 통한 고부가 제품의 매출 성장 2) 원재료인 알루미늄 호일 가격의 하락으로 인한 본업인 전해콘덴서의 안정적인 수익성 유지로 2025년 실적 상승의 가시성이 높다고 판단. 삼화전기 현 주가는 올해 고점(2024년 6월 13일 84,100원) 대비 -51.7% 하락하며 당사 추정치 기준 2024년 PER 10.6배, 2025년 PER 7.5배에 거래 중. 사업체질 변화와 그로 인한 동사의 질적, 양적 성장성을 감안 시, 현 주가는 저평가 국면에 재진입했다고 판단. 밸류에이션 매력이 확보된 현 주가에서는 AI에 대한 투자 심리개선 시, 구조적인 성장에 기반한 추세적인 주가 상승 기대

표1 **삼화전기 실적 전망 (가이던스 참고)**

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	**247.1**	**239.1**	**202.5**	**240.1**	**293.4**
YoY (%)	*24.0%*	*-3.2%*	*-15.3%*	*18.6%*	*22.2%*
기존 사업	231.3	212.1	189.5	206.1	226.8
S-CAP	11.1	18.8	6.0	22.5	35.0
Hybrid-Cap		2.4	2.6	5.0	23.5
EDLC	4.7	5.9	4.4	6.5	8.1
영업이익	**21.8**	**13.7**	**7.8**	**28.8**	**40.3**
YoY (%)	*70.5%*	*-37.4%*	*-42.6%*	*267.1*	*39.9*
영업이익률 (%)	8.8%	5.7%	3.9%	12.0%	13.7%
지배순이익	14.1	10.7	5.6	25.3	35.8
주식수(백만주)	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
EPS(원)	2,130	1,610	839	3,829	5,418

자료: 삼화전기, 메리츠증권 리서치센터



리가켐바이오
높아지는 얀센의 옵션 행사 가능성
[출처] 메리츠증권 김준영 애널리스트

경쟁 약물의 애매한 성공 속 높아지는 LCB84의 가치
WCLC(세계폐암학회) 2024를 통해 공개된 AstraZeneca의 Dato-DXd 임상 결과는 반쪽짜리 성공을 거뒀다. 기존 치료제 대비 OS(전체 생존 기간) 개선을 이뤄내지 못하였고 비소세포폐암 종류에 따라 결과가 상이한 양상을 보이며 폐암 시장에서의 성공 가능성에 의구심을 품게 만들었다. 다만 EGFR 변이가 해당되는 AGA 비소세포폐암에서의 가능성을 일부 보여주며 Tagrisso 병용 요법 임상(TROPION-Lung14, 15) 성공 가능성을 예상해볼 수 있다. Janssen과 계약한 LCB84는 동일하게 TROP2를 타겟하는 경쟁 물질이며 전임상 연구에서 Dato-DXd 대비 효능과 부작용 결과가 긍정적으로 나올 가능성을 보였다. 최근 Rybrevant/Lazcluze 병용요법을 통해 폐암 시장에 도전장을 내민 Janssen은 폐암 시장 강자인 AstraZeneca의 전략을 참고하여 대비할 가능성이 높다. Dato-DXd와 Tagrisso를 병용하는 임상 연구를 진행 중이기에 Janssen 또한 LCB84와 Lazcluze를 병용하는 요법 임상을 진행할 가능성이 존재한다. 25년 확인 예정인 LCB84의 임상 1상 결과가 중요한 순간이다.

투자의견 Buy, 적정주가 15만원으로 상향, Top-Pick
리가켐바이오에 대해 기존 적정주가 10만원에서 50% 상향한 적정주가 15만원을 제시한다. LCB84의 임상 1상 결과에 따라 단독 개발 옵션을 행사할 경우 2,600억원을 수령한다. CLDN18.2, B7H4를 타겟하는 파이프라인은 전세계적으로 관심이 많은 타겟이기에 라이선스 계약 가능성은 높은 상황이며 매년 라이선스 계약을 체결한 만큼 하반기에도 계약 체결 가능성은 존재한다. 12월 ASH(미국혈액학회)를 통해 LCB71의 추가적인 결과를 확인할 것으로 예상하며 결과에 따라 신약 성공 가능성을 더 면밀히 파악할 수 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	33.4	-50.4	-45.1	-1,850		7,937	-23.2	5.4	-20.2	-20.5	15.0
2023	34.2	-80.8	-73.7	-2,775	적지	5,215	-23.4	12.5	-22.2	-40.1	27.9
2024E	124.3	-5.2	15.6	454	흑전	17,465	196.6	5.1	0.0	4.0	6.6
2025E	144.5	26.1	50.0	1,367	201.3	18,832	65.3	4.7	82.3	7.5	6.1
2026E	151.0	30.0	56.1	1,534	12.2	20,366	58.2	4.4	71.6	7.8	5.7

[0600] 키움종합차트 - KOSDAQ150 시가총액[38,359(억)] 부채비율[27.9] 유보율[977.4] 액면[500] 자본금[183(억)] 결
주 전 141080 증 리가켐바이 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 120/600 2024/09/20
104,900 ▲ 8,000 +8.26% 1,621,573 164.34% 4.43% 165,060백만 호가 105,000 104,900 시 96,100 고 105,000 저 95,500 매수 매도 평
리가켐바이오 종가 단순 3 120 종가 단순 45 8 224 15 10 종가 단순 100 150억 강세패턴
최고 105,000 (09/20)
최저 58,800 (04/17)
LC:78.40
104,900
8.26%
100,000
95,000
90,000
85,000
80,000
75,000
70,000
65,000
60,000
55,000
50,000
45,000
거래량
1,621,573주(164.34%)
2,000K
1,622K
164.34%
2024/03
05
06
07
08
09
09/20