Morning Meeting Notes

2023-05-23

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

제약/바이오 산업(OVERWEIGHT) 2023년 제약/바이오 하반기 전망-다시 만난 세계: 자가면역질환 새로운 TNF와 FcRn으로 대격변
한국전력(M.PERFORM/21,000) 요금인상과 에너지가격 하락
한국철강(BUY/8,600) 올해 실적 모멘텀 제한적

New Issue

뉴욕증시, 부채협상 재개에 '긴장감 팽팽' 혼조 마감...나스닥 0.5%↑
뉴욕채권, 미 국채가 하락...부채한도 재협상 우려에 단기채 매도
국제유가, 부채협상 관망 속 소폭 상승...WTI 0.6%↑

New Publication

[제약/바이오 산업] 2023년 제약/바이오 하반기 전망-다시 만난 세계: 자가면역질환 새로운 TNF와 FcRn으로 대격변(2023-05-23)
[크레딧] 2023년 하반기 크레딧 전망: 기대와 우려 사이(2023-05-22)
[건설] 2023 하반기 건설업 전망: 반전은 늘 후반부에(2023-05-19)
[채권전략] 신(新)냉전 체제 등 국제정세 변화에 따른 한국경제 양상 (2023-05-18)
[퀀트/글로벌 ETF] 2023년 하반기 퀀트/글로벌 ETF 전망 - 꿈은 이루어진다(2023-05-04)
[글로벌] 韓中美- ETF 삼국지 (2023-05-03)
[ESG] ESG 리서치 통합 보고서: 2023 ESG 동향 그리고 기업분석(2023-04-19)
[자산배분] 레버리지 시대 자산배분 전략 (2023-04-13)
[미디어/엔터] 이번에는 K-ANI다 (2023-04-10)

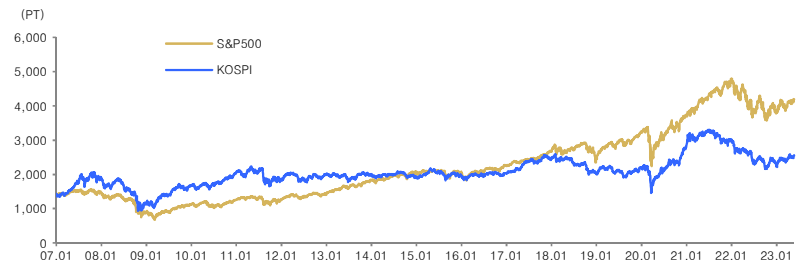
Rating, Target Price Changes

한국전력	M.PERFORM	22,000 원 ▷	M.PERFORM	21,000 원	(2023-05-23)
한올바이오파마	BUY	29,000 원 ▷	BUY	38,000 원	(2023-05-23)
셀트리온	신규재편입	▷	BUY	210,000 원	(2023-05-23)
대우건설	신규편입	▷	BUY	5,500 원	(2023-05-19)
DL이앤씨	신규편입	▷	BUY	44,000 원	(2023-05-19)
DL건설	신규편입	▷	BUY	19,000 원	(2023-05-19)
자이에스앤디	신규편입	▷	BUY	9,000 원	(2023-05-19)
금호건설	신규편입	▷	BUY	8,000 원	(2023-05-19)
SK디앤디	신규편입	▷	BUY	32,000 원	(2023-05-19)
KT&G	신규편입	▷	BUY	110,000 원	(2023-05-18)
JYP Ent.	BUY	66,000 원 ▷	BUY	110,000 원	(2023-05-16)
하이트진로	BUY	29,000 원 ▷	BUY	30,000 원	(2023-05-15)
와이지엔터테인먼트	BUY	70,000 원 ▷	BUY	90,000 원	(2023-05-15)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
에코프로	55,131	삼성전자	333,782
SK하이닉스	47,888	셀트리온	51,103
금양	45,592	NAVER	39,102
에코프로비엠	35,697	TIGER CD금리투자KIS(합성)	39,032
삼성중공업	27,591	엔씨소프트	37,947

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
메리츠금융지주	-23,003	하이브	-46,240
NAVER	-22,287	KODEX 200선물인버스2X	-20,374
LG화학	-21,499	F&F	-11,231
KODEX 레버리지	-14,125	SK하이닉스	-9,247
DB하이텍	-11,255	TIGER 차이나전기차SOLACTI	-8,548

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,557.08	+0.76	+1.33
대형주	2,549.50	+0.74	+1.86
중형주	2,757.72	+0.85	-1.64
소형주	2,373.10	+0.92	+0.30
KOSDAQ	852.04	+1.23	-0.37

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-7,879	2,995	5,330
누적순매수(D-20)	-30,147	27,294	4,396

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	165,705	193,936	255,491

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	79.53	+2.45	+2.50
금융	361.14	+0.60	+2.05
운수장비	2,192.66	+1.53	+3.73
유통	337.39	+0.65	+2.17
음식료	3,721.94	+0.75	-0.54
의약품	13,640.20	+1.40	+1.51
전기전자	26,443.78	+0.59	+3.45
철강금속	5,223.26	+1.17	-6.40
화학	5,582.76	+0.79	-4.88
유틸리티	627.81	+0.59	-12.37
통신	370.80	-0.23	+3.82

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	4,192.63	+0.02	+1.34
NASDAQ	12,720.78	+0.50	+5.68
일본	31,086.82	+0.90	+8.72
중국	3,296.47	+0.39	+0.64
독일	16,223.99	-0.32	+2.27

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.32	-1.90	+9.10
국고채 (10년)	3.40	-2.10	+9.20
은행채AAA (3년)	3.85	-2.00	+12.10
미국국채 (2년)	4.34	+7.30	+25.07
미국국채 (10년)	3.71	+3.17	+21.90

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,318.10	-0.65	-1.25
원/백 엔	951.00	-1.13	-4.36
원/위안	187.35	-1.06	-3.21
달러/유로	1.08	+0.08	-2.11
위안/달러	7.04	+0.42	+2.02
엔/달러	138.60	+0.49	+3.25
Dollar Index	103.24	+0.05	+1.87

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	71.99	+0.61	-8.60
금 (usd/oz)	1,977.20	-0.22	-1.13
BDI	1,384.00	-1.28	-7.98
천연가스(NYMEX)	2.40	-7.16	+5.59

본 조사지표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Industry Report
2023. 05. 23

제약/바이오

OVERWEIGHT

다시 만난 세계: 자가면역질환 새로운 TNF와 FcRn으로 대격변

Analyst 엄민용
02-3787-2474
myeom@hmsec.com

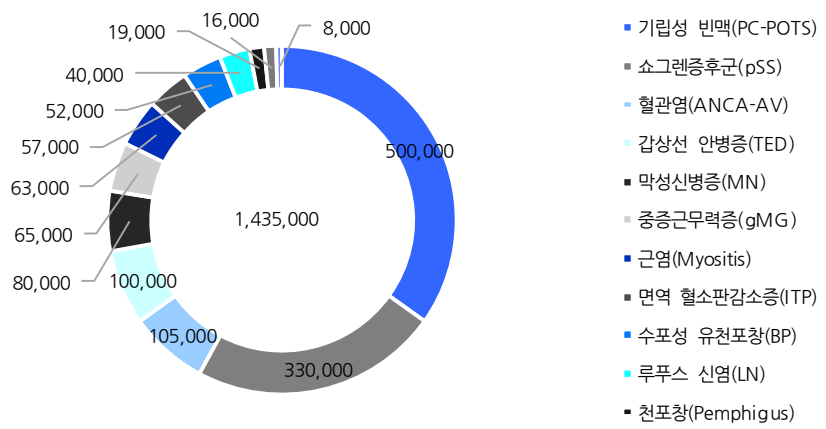
휴미라의 Next 자가면역질환 치료제 개발이 활발하다. 주목해야할 자가면역질환 치료제는?

우리는 이제 제약/바이오 산업의 큰 변화를 맞이할 예정이다. 그 중심에 있는 한올바이오파마를 업종 내 TOP PICK 기업으로 추천한다. 바로 항FcRn 치료제를 통해 새로운 자가면역질환 시장을 주도할 것으로 추정되기 때문이다. 그리고 하반기 기대되는 자가면역질환 치료제 개발 기업으로 지아이이노베이션과 에이프릴바이오를 추가로 분석했다. 산업 내용으로는 자가면역의 패러다임을 바꿀 두 가지 기전의 자가면역질환 신약에 대해 중점적으로 다뤄볼 것이다. 첫 번째로 최근 휴미라보다 높은 임상 결과를 보인 자가면역질환 치료제가 등장해 알아보았다. 그것은 바로 지난 4월 무려 14조원에 머크(MSD) 인수합병된 프로메테우스(Prometheus)의 새로운 TNF인 "TL1A 바이오마커" 기반 "동반진단" 치료제이다. 이 약물은 연간 약 300억 달러 매출을 달성할 것이라는 전망이 나오고 있어 '28년 키트루다 특허만료로 머크의 매출 감소 우려를 벗어날 제품으로 주목되고 있다. 두 번째로 한올바이오파마가 개발 중인 항FcRn 치료제 IMVT-1402 이다. 가장 주목되는 이유는 '21년 FDA로부터 최초 승인된 항FcRn 신약인 아제넥스(Argenx)의 비브가르트(Vyvgart)보다 높은 유효성과 낮은 부작용을 보일 것으로 기대되기 때문이다. 또한 1등인 아제넥스와는 일부 겹치지 않는 적응증으로 개발 중인 상태로 first mover로 진입이 예정되어 굉장히 고무적이다.

휴미라 특허 만료로 제2의 시대 맞는 바이오시밀러 시장, 미국의 심각한 경상의료비 지출 해결 방안

이번 산업보고서를 통해 바이오시밀러 산업을 분석하고 셀트리온의 커버리지를 재개한다. 미국정부는 채무상환 불이행 이슈에 놓여있고 의료비용 지출 또한 높은 상황으로 올 해 휴미라의 바이오시밀러를 이용해 큰 비용절감을 체감할 것이다. 휴미라에 이어 '28년 약 40조원의 매출을 보일 것으로 기대되는 머크의 키트루다가 특허만료를 앞두고 있어 바이오시밀러 시장은 점점 미국에게 중요해지고 있다. 미국은 '22년 국내총생산(GDP)은 20.94조 달러 중 약 18.8%가 경상의료비 지출이며 OECD 평균 9.8%대비 2배에 달한다. 유럽은 '22년 GDP 대비 의료비 지출은 11.0%로 OECD 평균 9.7% 대비 약간 높은 편으로 미국보다 유연하게 바이오시밀러를 도입해 '22년에만 300억 유로(한화 약 43조원)를 절감했던 것이 영향을 준 것으로 추정된다. '23년부터 휴미라 특허 만료에 이어 스텔라라, 졸레어, 프롤리아, 아일리아, 악템라부터 키트루다, 옵디보, 오크레부스, 다잘렉스 등 100조원이 넘는 오리지날 약물들의 특허가 지속적으로 만료되는 상황이지만 가격경쟁력이 있는 대형사들만이 바이오시밀러 시장을 선점해 나갈 것으로 보인다. 곧 셀트리온의 제2의 전성기를 가져올 수 있을 것으로 기대되어 주목하고자 한다.

항FcRn 이 타깃할 수 있는 자가면역질환 적응증 별 미국 추정 환자 수(명)



자료: argenx, 현대차증권

Executive Summary

제약/바이오 산업 내 자가면역질환 치료제 시장에서 큰 변화가 있을 예정이다. **한올바이오파마**를 업종 내 Top pick 기업으로 추천한다. 그 이유는 휴미라 특허의 만료/불응성 환자 시장의 대체제이자 새로운 자가면역질환 치료제의 등장에 있어 가장 중심에 있기 때문이다. 이번 산업자료에서는 새롭게 등장하는 두 가지 기전의 자가면역질환 치료제가 어떤 성장 가능성을 가지고 있는지 분석했다. 그리고 기존 휴미라, 스텔라라, 프롤리아, 졸레어 등 기존 자가면역질환 치료제 블록버스터들의 특허만료에 따라 미국/유럽 바이오시밀러 시장 또한 긍정적인 상황으로 국내 바이오시밀러 대표 기업 **셀트리온**을 커버리지 재개한다.

자가면역질환 치료제 시장의 대격변을 이룰 신약 부분에서는 이번에 새롭게 등장한 두 약물 모두 기존 자가면역질환 치료제인 항TNF 기전(휴미라, 엔브렐, 레미케이드)으로 치료할 수 없는 자가면역질환을 타깃할 수 있을 것으로 기대된다. 첫 번째는 '22년 27조원의 매출을 달성 후 '23년 특허만료를 앞둔 항TNF 치료제 휴미라(Humira)와 별개로 휴미라 불응성, 그리고 휴미라 내성환자의 시장을 점령할 치료제로 꼽히는 물질이다. 최근 4월 무려 14조원에 머크(MSD) 인수합병된 **프로메테우스(Prometheus)**의 "TL1A 바이오마커" 기반 "동반진단" 자가면역질환 치료제가 그 주인공이다. 머크가 키트루다 특허만료에 따른 매출감소를 이 약물로 만회할 수 있을지 기대되고 있다.

두 번째로 '21년 FDA로부터 최초로 승인된 항FcRn 항체 신약인 아제넥스(Argenx)의 비브가르트(Vyvgart)보다 높은 유효성과 낮은 부작용을 보일 것으로 기대되는 **한올바이오파마**의 항FcRn 항체 신약 IMVT-1402의 가능성을 주목해야 한다. 경쟁사 대비 유효성이 가장 높고 부작용은 적으며, 피하주사로 투약편의성이 가장 높고 휴미라 불응성 환자 30%에게도 처방이 가능할 것으로 기대하고 있다. 한올바이오파마가 기술이전했던 **이뮤노반트(Immunovant)**는 지난 6월 임상 3상을 재개하고 부작용 없는 후속물질 IMVT-1402의 개발 계획을 발표하며 주당 가격이 3.14 달러에서 20.25 달러까지 상승했다. 그리고 IMVT-1402의 임상 1상 중간결과 발표가 3분기 예정으로 최근 글로벌 IB에서 이뮤노반트의 임상 2/3상 단계에 있는 적응증 4개만으로 미국과 유럽에서 최소 매출액 3조원 달성을 추정하는 보고서들이 발표되고 있다. 한올바이오파마 파트너사 이뮤노반트와 CSPC로부터 미국/유럽/중화권에서 peak sales 기준 수조원의 매출액에 따른 판매 로열티를 '24년 중국부터 10-15% 수준 수취할 수 있을 것으로 추정된다.

추가적으로 한올바이오파마에 이어 FDA, EMA 진출 가능성을 가진 기업으로 **지아이이노베이션**을 주목하고자 한다. 곧 로슈/노바티스의 알레르기 치료제 졸레어 불응성 환자들을 대상으로 지아이이노베이션의 GI-301 임상 1 a상 Part B의 Topline 결과가 공개될 예정으로 중요한 시점이다. 유한양행에 1.4조원 규모 기술이전을 마친 상황이기 때문에 글로벌 빅파마 기술이전 또한 기대가 굉장히 크다. 마지막으로 **에이프릴바이오**가 **룬드벡(Lundbeck)** 에 5,400억원 규모로 기술이전한 자가면역질환 치료제 APB-A1과 자체 개발 APB-R3 총 2건의 임상이 연내 마무리되며 연말 또는 내년 상반기 중으로 동사 최초의 임상 1상 결과를 확인할 수 있을 것으로 기대되어 주목하고자 한다.

Company Note
2023. 05. 23

한국전력 (015760)

M.PERFORM
TP 21,000원

요금인상과 에너지가격 하락

Analyst 강동진
02-3787-2228 dongjin.kang@hmsec.com

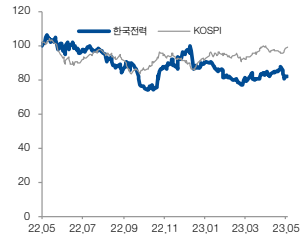
현재주가 (5/22)	18,470원
상승여력	13.7%
시가총액	11,857십억원
발행주식수	641,964천주
자본금/액면가	3,210십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	23,800원/16,650원
일평균 거래대금 (60일)	26십억원
외국인지분율	14.37%
주요주주	한국산업은행 외 2 인 51.14%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.2	1.6	-4.5
상대주가(%p)	-3.7	-3.9	-10.2

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	-13,134	-3,729	22,000
After	-13,134	-3,729	21,000
Consensus	-12,453	1,211	24,200
Cons. 차이	5.5%	-407.9%	-13.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 1Q23 실적은 컨센서스를 하회하는 실적 기록
- 최근 에너지 가격 하락 및 요금인상으로 3Q23은 흑자전환 가능할 전망이며, 2024년부터는 연간 흑자전환도 기대 됨
- 다만, 급증한 이자비용 감안하면 당기순이익 흑자전환은 현시점에서 예단하기 어려움. 에너지 가격과 SMP 하락이 진행되는 추이를 지켜볼 필요 있을 것. 보수적 시각 유지

주요이슈 및 실적전망

- 1Q23 실적은 매출액 21.6조원(+10.8% qoq, +31.2% yoy), 영업이익 -6.2조원(적지 qoq, 적지 yoy) 기록하여 컨센서스를 하회하며 대규모 적자 지속
- 최근 SMP가 150원/kWh까지 하락하였는데, 이에 선행하는 천연가스 가격은 더욱 크게 하락하여 하반기에도 SMP는 추가적으로 하락할 전망
- 1분기에 이어 2분기에도 8원/kWh 수준의 요금 인상. 이에 따라, 전기요금 상승과 에너지 가격 하락으로 하반기 중 흑자전환 가능할 것으로 전망이며, 2024년은 에너지 시장 급등락이 없다면 연간 영업이익 흑자전환도 가능할 전망
- 다만, 급증한 차입금으로 인해 이자비용 부담이 높아져 당기순이익 흑자전환까지는 시간이 더 필요할 전망. 향후 에너지 시장 추이와 SMP 추이를 지켜봐야 할 것

주가전망 및 Valuation

- 현 상황에서 에너지 가격 급등이 이어질 가능성은 높지 않을 것으로 전망. 따라서, 실적 측면에서 주가는 저점을 확인하고 있는 것으로 판단
- 다만, Valuation이 리레이팅 되기 위해서는 안정적인 순이익을 낼 수 있는 여건이 되어야 할 것

요약 실적 및 Valuation

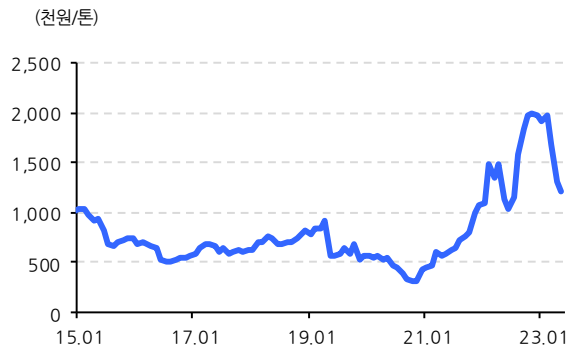
구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	60,674	-5,846	-5,305	6,096	-8,263	적전	NA	0.2	15.2	NA	0.0
2022	71,258	-32,655	-24,467	-20,194	-38,112	적지	NA	0.3	NA	NA	0.0
2023F	86,651	-7,434	-8,431	5,907	-13,134	적지	NA	0.4	22.9	NA	0.0
2024F	89,004	1,305	-2,394	14,458	-3,729	적지	NA	0.4	9.4	NA	0.0
2025F	90,811	2,124	-1,836	15,102	-2,859	적지	NA	0.4	9.0	NA	0.0

*K-IFRS 연결 기준

<그림1> LNG 연료비 단가 추이

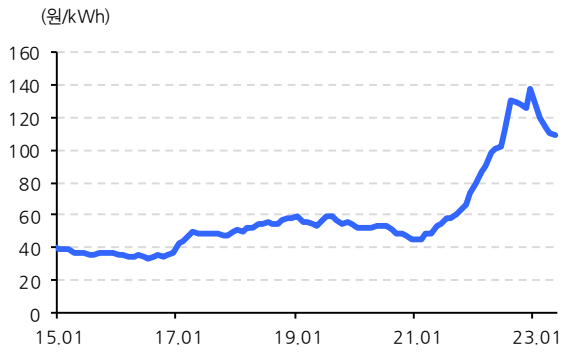
자료: 전력통계정보시스템, 현대차증권

<그림2> LNG 연료단가 추이



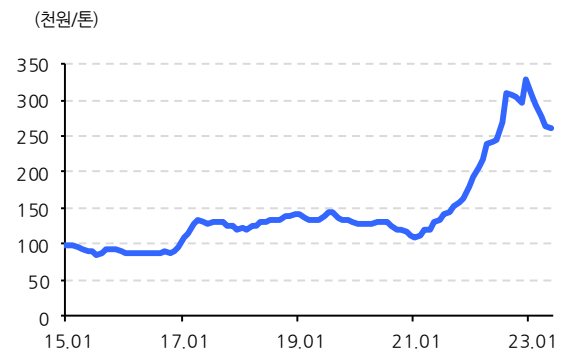
자료: 전력통계정보시스템, 현대차증권

<그림3> 유연탄 연료비 단가 추이



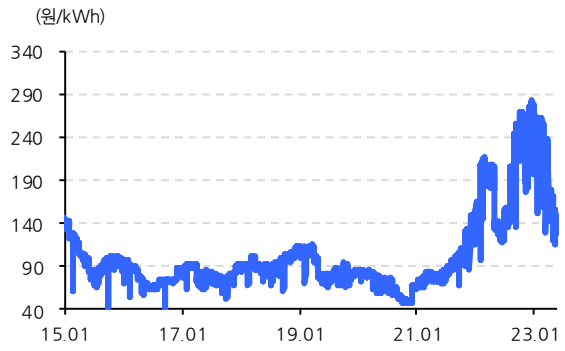
자료: 전력통계정보시스템, 현대차증권

<그림4> 유연탄 연료단가 추이



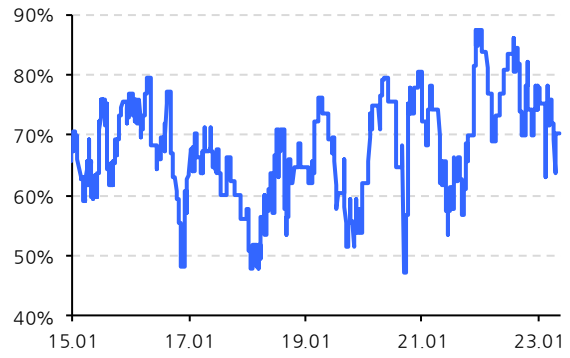
자료: 전력통계정보시스템, 현대차증권

<그림5> SMP 추이



자료: 전력통계정보시스템, 현대차증권

<그림6> 원전 가동률 추이



자료: 한수원, 현대차증권

<표1> 상세 실적 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액 (십억 원)	**16,464**	**15,528**	**19,773**	**19,507**	**21,594**	**20,280**	**23,856**	**20,921**	**71,272**	**86,651**	**89,004**
전력판매수입	**15,378**	**14,090**	**18,488**	**18,242**	**20,259**	**18,275**	**22,051**	**19,425**	**66,199**	**80,009**	**81,869**
전력판매량 (GWh)	143,180	128,979	144,012	131,762	143,210	131,559	146,892	134,397	547,933	556,058	567,179
LNG	14,226	12,005	12,557	14,832	13,534	9,884	12,188	12,188	53,620	47,795	47,432
석탄	41,269	36,699	46,660	39,644	38,560	36,795	46,978	38,925	164,271	161,258	159,239
원자력	43,960	42,721	45,757	43,616	44,460	49,505	52,982	49,176	176,054	196,123	207,782
(yoy, %)	4.5%	3.4%	3.1%	-0.1%	0.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.7%	1.5%	2.0%
한전발전 Mix											
원자력	42.5%	45.2%	42.0%	43.0%	44.6%	49.8%	45.7%	47.4%	43.1%	44.6%	48.5%
석탄	39.9%	38.8%	42.8%	39.1%	38.6%	37.0%	40.5%	37.5%	40.2%	38.6%	37.1%
LNG	13.7%	12.7%	11.5%	14.6%	13.6%	9.9%	10.5%	11.8%	13.1%	13.6%	11.1%
기타	3.9%	3.2%	3.7%	3.3%	3.2%	3.2%	3.4%	3.3%	3.5%	3.2%	3.4%
영업비용	24,251	22,044	27,304	30,276	27,772	21,290	22,355	22,668	103,875	94,085	87,700
전력구입비	10,583	8,414	11,080	11,841	12,171	7,091	6,470	6,087	41,917	31,819	27,399
연료비	7,648	7,080	9,605	10,336	9,083	7,455	9,075	8,201	34,669	33,814	31,368
석탄	3,722	4,150	5,714	5,869	4,409	4,135	5,170	4,331	19,454	18,044	17,632
LNG	3,220	2,248	3,056	4,506	4,066	2,746	3,329	3,043	13,029	13,183	11,085
유류	228	237	275	103	91	128	91	379	844	688	762
원자력	348	331	378	348	393	439	470	437	1,405	1,739	1,844
수선유지비	525	607	629	979	594	625	648	1,008	2,739	2,875	2,961
감가상각비	2,697	2,717	2,713	2,659	2,813	2,798	2,788	2,778	10,785	11,177	10,984
기타	2,798	3,227	3,278	4,463	3,111	3,322	3,374	4,594	13,765	14,400	14,988
영업이익	**-7,787**	**-6,516**	**-7,531**	**-10,769**	**-6,178**	**-1,010**	**1,501**	**-1,748**	**-32,603**	**-7,434**	**1,305**
OPM	-47.3%	-42.0%	-38.1%	-55.2%	-28.6%	-5.0%	6.3%	-8.4%	-45.7%	-8.6%	1.5%
(yoy, %)	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	흑전
세전이익	-8,105	-6,812	-8,123	-10,803	-6,855	-2,199	307	-2,926	-33,844	-11,673	-4,751
지배주주순이익	**-5,953**	**-4,837**	**-5,905**	**-7,771**	**-4,947**	**-1,590**	**222**	**-2,118**	**-24,467**	**-8,431**	**-2,394**
NPM	-36.2%	-31.2%	-29.9%	-39.8%	-22.9%	-7.8%	0.9%	-10.1%	-34.3%	-9.7%	-2.7%

자료 : 한국전력, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	60,674	71,258	86,651	89,004	90,811
증가율 (%)	3.6	17.4	21.6	2.7	2.0
매출원가	63,644	100,904	90,129	83,636	84,541
매출원가율 (%)	104.9	141.6	104.0	94.0	93.1
매출총이익	-2,971	-29,646	-3,478	5,369	6,270
매출이익률 (%)	-4.9	-41.6	-4.0	6.0	6.9
증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	16.8
판매관리비	2,876	3,009	3,956	4,064	4,146
판관비율(%)	4.7	4.2	4.6	4.6	4.6
EBITDA	6,096	-20,194	5,907	14,458	15,102
EBITDA 이익률 (%)	10.0	-28.3	6.8	16.2	16.6
증가율 (%)	-61.0	적전	흑전	144.8	4.5
영업이익	-5,846	-32,655	-7,434	1,305	2,124
영업이익률 (%)	-9.6	-45.8	-8.6	1.5	2.3
증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	62.8
영업외손익	-1,719	-2,499	-4,239	-4,614	-4,660
금융수익	1,403	1,833	438	674	638
금융비용	3,246	4,747	5,012	5,288	5,298
기타영업외손익	124	415	335	0	0
종속/관계기업관련손익	495	1,310	0	0	0
세전계속사업이익	-7,072	-33,844	-11,673	-3,309	-2,537
세전계속사업이익률	-11.7	-47.5	-13.5	-3.7	-2.8
증가율 (%)	적전	적지	적지	적지	적지
법인세비용	-1,856	-9,415	-3,301	-932	-714
계속사업이익	-5,216	-24,429	-8,371	-2,377	-1,823
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-5,216	-24,429	-8,371	-2,377	-1,823
당기순이익률 (%)	-8.6	-34.3	-9.7	-2.7	-2.0
증가율 (%)	적전	적지	적지	적지	적지
지배주주지분 순이익	-5,305	-24,467	-8,431	-2,394	-1,836
비지배주주지분 순이익	89	38	60	17	13
기타포괄이익	600	1,247	0	0	0
총포괄이익	-4,616	-23,182	-8,371	-2,377	-1,823

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	22,051	29,751	33,199	33,779	36,062
현금성자산	2,635	3,235	5,248	4,948	6,279
단기투자자산	1,553	1,154	1,154	1,154	1,154
매출채권	7,540	9,504	9,845	9,748	9,617
재고자산	7,608	9,931	10,437	10,699	10,915
기타유동자산	2,338	2,728	3,316	4,031	4,900
비유동자산	189,073	205,054	203,373	201,574	199,938
유형자산	173,135	177,865	176,080	174,272	172,632
무형자산	1,150	1,057	993	939	894
투자자산	10,381	12,329	12,497	12,559	12,610
기타비유동자산	4,407	13,803	13,803	13,804	13,802
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	211,124	234,805	236,572	235,353	236,001
유동부채	31,732	44,519	47,596	47,498	47,937
단기차입금	2,821	8,820	11,820	11,820	11,820
매입채무	4,780	7,530	7,608	7,149	7,293
유동성장기부채	11,109	13,839	13,839	13,839	13,839
기타유동부채	13,022	14,330	14,329	14,690	14,985
비유동부채	114,065	148,286	155,347	156,603	158,634
사채	64,221	94,969	101,969	101,969	102,969
장기차입금	2,278	2,977	2,977	2,977	2,977
장기금융부채	71	388	388	388	388
기타비유동부채	47,495	49,952	50,013	51,269	52,300
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	145,797	192,805	202,943	204,101	206,571
지배주주지분	63,781	40,545	32,114	29,720	27,885
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,075	2,112	2,112	2,112	2,112
자본조정 등	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
기타포괄이익누계액	-58	497	497	497	497
이익잉여금	45,258	21,431	13,000	10,606	8,771
비지배주주지분	1,546	1,455	1,515	1,532	1,545
자본총계	65,327	42,000	33,629	31,252	29,430

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	4,491	-23,478	3,673	11,038	11,660
당기순이익	-5,216	-24,429	-8,371	-2,377	-1,823
유형자산 상각비	11,776	12,305	13,186	13,007	12,841
무형자산 상각비	166	156	156	146	138
외환손익	997	523	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-2,313	-3,513	-1,297	261	505
기타	-919	-8,520	-1	1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-12,373	-14,954	-11,660	-11,354	-11,343
투자자산의 감소(증가)	-1,374	-1,400	-168	-62	-51
유형자산의 감소	278	630	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-12,687	-12,347	-11,400	-11,200	-11,200
기타	1,410	-1,837	-92	-92	-92
재무활동으로인한현금흐름	8,435	38,998	10,000	17	1,014
차입금의 증가(감소)	-985	1,016	0	0	0
사채의증가(감소)	7,820	30,648	7,000	0	1,000
자본의 증가	7	37	0	0	0
배당금	-826	-56	0	0	0
기타	2,419	7,353	3,000	17	14
기타현금흐름	52	33	0	0	0
현금의증가(감소)	606	600	2,013	-300	1,331
기초현금	2,030	2,635	3,235	5,248	4,948
기말현금	2,635	3,235	5,248	4,948	6,279

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	-8,124	-38,054	-13,040	-3,702	-2,839
EPS(지배순이익 기준)	-8,263	-38,112	-13,134	-3,729	-2,859
BPS(자본총계 기준)	101,761	65,425	52,384	48,682	45,843
BPS(지배지분 기준)	99,352	63,158	50,025	46,296	43,437
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	-2.7	-0.6	-1.4	-5.0	-6.5
P/E(지배순이익 기준)	-2.7	-0.6	-1.4	-5.0	-6.5
P/B(자본총계 기준)	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(Reported)	15.2	-6.4	22.9	9.4	9.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	적지	적지	적지	적지
EPS(지배순이익 기준)	적전	적지	적지	적지	적지
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-7.7	-45.5	-22.1	-7.3	-6.0
ROE(지배순이익 기준)	-8.0	-46.9	-23.2	-7.7	-6.4
ROA	-2.5	-11.0	-3.6	-1.0	-0.8
안정성 (%)					
부채비율	223.2	459.1	603.5	653.1	701.9
순차입금비율	117.3	271.6	362.9	391.6	414.7
이자보상배율	NA	NA	NA	0.2	0.4

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2023. 05. 23

한국철강 (104700)

BUY
TP 8,600원

올해 실적 모멘텀 제한적

Analyst 박현욱
02-3787-2190 hwpark@hmsec.com

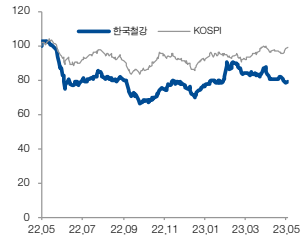
현재주가 (5/22)	6,680원
상승여력	28.7%
시가총액	284십억원
발행주식수	42,450천주
자본금/액면가	46십억원/1,000원
52주 최고가/최저가	8,730원/5,590원
일평균 거래대금 (60일)	십억원
외국인지분율	9.99%
주요주주	KISCO홀딩스 외 6 인 57.13%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-5.6	-11.2	6.0
상대주가(%p)	-6.1	-16.0	-0.3

* K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	1,835	1,942	8,600
After	1,670	1,692	8,600
Consensus	1,952	2,125	9,275
Cons. 차이	-14.4%	-20.4%	-7.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 23년 1분기 영업이익은 169억원으로 당사 추정치 하회, 컨센서스에 부합
- 전방산업 부진에 따른 올해 철근 수요 감소로 실적 모멘텀은 제한적이나 Valuation 매력 관점에서 투자의견 BUY 및 목표주가 8,600원 유지

주요이슈 및 실적전망

- 1분기 매출액 2,330억원, 영업이익 169억원, 세전이익 188억원을 기록하여 영업이익은 전년동기대비 -26%, 전분기대비 -43%. 1분기 국내 철근 수요는 245만톤으로 전년동기대비 -5% 감소
- 2분기 영업이익은 207억원으로 전년동기대비 -53%, 전분기대비 +22% 예상. 계절적 성수기로 철근 수요는 전분기대비 증가하고 4월 철근 기준 가격도 톤당 95.3만원에서 97.4만원으로 인상을 하였음
- 주택경기 부진으로 올해 국내 철근 수요는 997만톤, 전년대비 -4% 감소할 것으로 예상됨. 올해 매출액 9,680억원, 영업이익 740억원으로 각각 전년대비 -9%, -39% 감소할 것으로 전망됨
- 면적당 철근 사용량이 과거보다는 증가를 하였지만 상당히 긴 시점에서 보면 인구 감소에 후행하여 국내 철근 시장 규모는 줄어들 가능성이 높다고 판단됨. 동사를 포함한 국내 철근업체들은 우수한 재무구조를 배경으로 신성장 동력에 대한 고민은 필요

주가전망 및 Valuation

- 단기적으로는 전방산업인 주택경기에 대한 우려로 인하여 주가의 상승 모멘텀은 제한적. 중기적인 접근을 추천함

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	887	103	97	115	2,112	흑전	3.7	0.5	N/A	13.7	3.2
2022	1,064	121	80	134	1,844	-12.7	3.3	0.3	N/A	10.5	4.9
2023F	968	74	71	86	1,670	-9.5	4.0	0.3	N/A	8.6	4.4
2024F	977	77	72	89	1,692	1.3	3.9	0.3	N/A	8.2	4.4
2025F	1,015	79	74	91	1,750	3.5	3.8	0.3	N/A	7.9	4.4

K-IFRS 개별 기준

<표1> 한국철강 2023년 1분기 별도 실적

(단위: 십억원)

	분기실적			증감		당사 전망치		컨센서스	
	1Q22	4Q22	1Q23	(YoY)	(QoQ)	1Q23F	차이	1Q23F	차이
매출액	241	274	233	-3%	-15%	216	8%	223	5%
영업이익	23	30	17	-26%	-43%	21	-19%	17	-3%
세전이익	30	40	19	-37%	-53%	20	-5%	21	-10%
당기순이익	23	30	15	-35%	-50%	15	0%	16	-5%

자료: 현대차증권

<표2> 한국철강 분기 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	241	289	260	274	233	266	218	251	1064	968	977
영업이익	23	44	25	30	17	21	16	20	121	74	77
세전이익	30	13	30	40	19	23	18	33	113	92	94
당기순이익	23	6	22	30	15	17	14	25	80	71	72
영업이익률	9%	15%	9%	11%	7%	8%	7%	8%	11%	8%	8%
세전이익률	12%	4%	12%	15%	8%	9%	8%	13%	11%	10%	10%
순이익률	9%	2%	8%	11%	6%	7%	6%	10%	7%	7%	7%

자료: 현대차증권

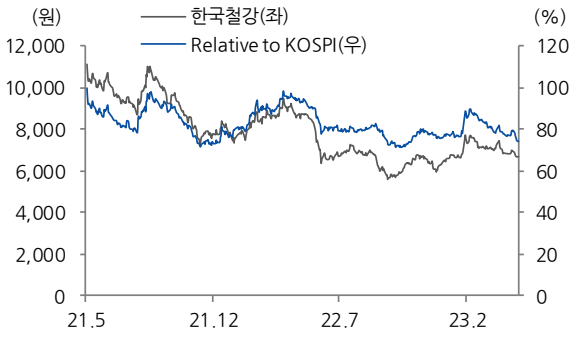
<표3> 한국철강 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	968	977	927	975	4%	0%
영업이익	74	77	96	101	-23%	-24%
세전이익	92	94	104	110	-11%	-15%
당기순이익	71	72	78	82	-9%	-12%

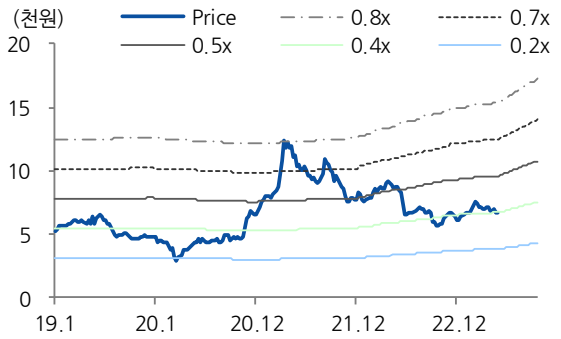
자료: 현대차증권

<그림1> 한국철강 주가 추이



자료: 현대차증권

<그림2> 한국철강 P/B 밴드 추이



자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	887	1,064	968	977	1,015
증가율 (%)	40.1	20.0	-9.0	0.9	3.9
매출원가	743	901	852	857	891
매출원가율 (%)	83.8	84.7	88.0	87.7	87.8
매출총이익	144	163	117	120	124
매출이익률 (%)	16.2	15.3	12.1	12.3	12.2
증가율 (%)	54.8	13.2	-28.2	2.6	3.3
판매관리비	40	42	43	43	45
판관비율(%)	4.5	3.9	4.4	4.4	4.4
EBITDA	115	134	86	89	91
EBITDA 이익률 (%)	13.0	12.6	8.9	9.1	9.0
증가율 (%)	144.7	16.5	-35.8	3.5	2.2
영업이익	103	121	74	77	79
영업이익률 (%)	11.6	11.4	7.6	7.9	7.8
증가율 (%)	194.3	17.5	-38.8	4.1	2.6
영업외손익	22	-9	19	17	18
금융수익	4	12	11	11	12
금융비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	18	-21	8	6	6
종속/관계기업관련손익	1	1	0	0	0
세전계속사업이익	127	113	92	94	97
세전계속사업이익률	14.3	10.6	9.5	9.6	9.6
증가율 (%)	3,075.0	-11.0	-18.6	2.2	3.2
법인세비용	29	33	21	22	23
계속사업이익	97	80	71	72	74
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	97	80	71	72	74
당기순이익률 (%)	10.9	7.5	7.3	7.4	7.3
증가율 (%)	흑전	-17.5	-11.3	1.4	2.8
지배주주지분 순이익	97	80	71	72	74
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-5	-1	0	0	0
총포괄이익	92	78	71	72	74

(단위: 십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	612	637	690	765	840
현금성자산	7	21	13	15	17
단기투자자산	325	340	343	384	401
매출채권	116	120	134	143	140
재고자산	80	68	112	134	193
기타유동자산	2	4	3	4	4
비유동자산	297	302	295	290	284
유형자산	273	266	260	254	248
무형자산	0	0	0	0	0
투자자산	17	15	14	15	15
기타비유동자산	7	21	21	21	21
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	909	939	985	1,055	1,124
유동부채	166	130	119	127	132
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	119	41	37	40	42
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	47	89	82	87	90
비유동부채	20	18	17	18	19
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	20	18	17	18	19
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	187	148	135	145	151
지배주주지분	722	791	850	910	973
자본금	46	46	46	46	46
자본잉여금	553	553	553	553	553
자본조정 등	-63	-32	-32	-32	-32
기타포괄이익누계액	1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	186	225	284	344	407
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	722	791	850	910	973

(단위: 십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	52	36	2	49	24
당기순이익	97	80	71	72	74
유형자산 상각비	12	12	12	12	12
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	-0	-0	0
운전자본의 감소(증가)	-71	-85	-69	-23	-50
기타	14	29	-12	-12	-12
투자활동으로인한현금흐름	-44	-13	2	-36	-11
투자자산의 감소(증가)	-1	1	0	-0	-0
유형자산의 감소	7	9	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-12	-6	-6	-6	-6
기타	-38	-17	8	-30	-5
재무활동으로인한현금흐름	-69	-10	-12	-12	-12
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-9	-10	-12	-12	-12
기타	-60	0	0	0	0
기타현금흐름	-0	-0	0	0	0
현금의증가(감소)	-61	13	-7	2	2
기초현금	68	7	21	13	15
기말현금	7	21	13	15	17

(단위: 원, 배, %)

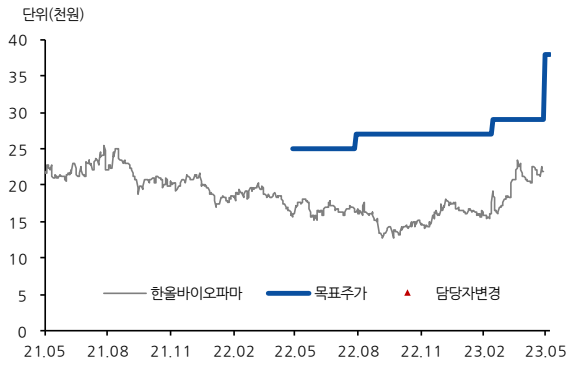
주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	2,112	1,844	1,670	1,692	1,750
EPS(지배순이익 기준)	2,112	1,844	1,670	1,692	1,750
BPS(자본총계 기준)	15,683	18,632	20,027	21,444	22,920
BPS(지배지분 기준)	15,683	18,632	20,027	21,444	22,920
DPS	250	300	300	300	300
P/E(당기순이익 기준)	3.7	3.3	4.0	3.9	3.8
P/E(지배순이익 기준)	3.7	3.3	4.0	3.9	3.8
P/B(자본총계 기준)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(Reported)	-0.5	-1.4	-1.8	-2.2	-2.4
배당수익률	3.2	4.9	4.4	4.4	4.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	-12.7	-9.5	1.3	3.5
EPS(지배순이익 기준)	흑전	-12.7	-9.5	1.3	3.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	13.7	10.5	8.6	8.2	7.9
ROE(지배순이익 기준)	13.7	10.5	8.6	8.2	7.9
ROA	10.9	8.6	7.4	7.0	6.8
안정성 (%)					
부채비율	25.8	18.7	15.9	15.9	15.5
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	256,932.0	9,824.4	94,285.7	99,116.6	98,222.7

** K-IFRS 개별 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.05.19	BUY	25,000	-33.15	-27.80
2022.08.19	BUY	27,000	-42.89	-33.33
2023.02.19	AFTER 6M	27,000	-40.46	-34.41
2023.03.07	BUY	29,000	-30.84	-19.14
2023.05.23	BUY	38,000		

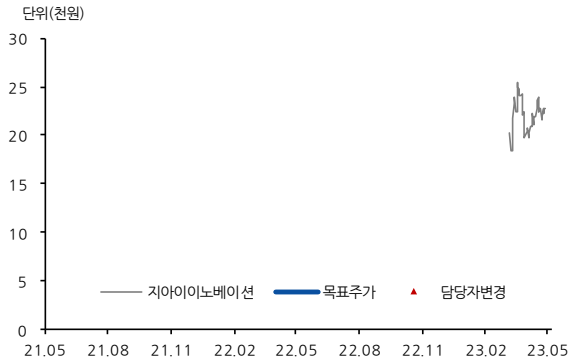
▶ 최근 2년간 한올바이오파마 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.03.30	NOT RATED	-		
2023.05.23	NOT RATED	-		

▶ 최근 2년간 지아이이노베이션 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

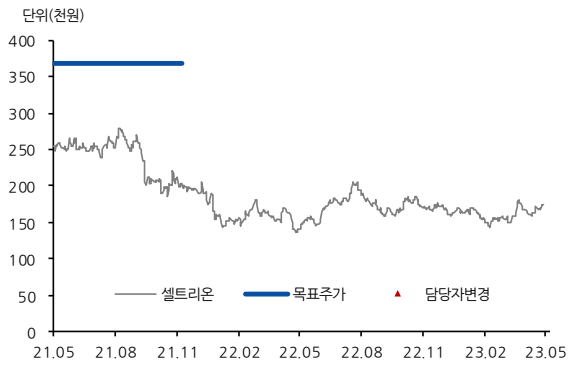
일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.05.23	NOT RATED	-		

▶ 최근 2년간 에이프릴바이오 주가 및 목표주가

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.05.18	BUY	368,721	-34.15	-24.49
2021.11.18	AFTER 6M	368,721	-44.84	-42.31
2023.05.23	BUY	210,000		

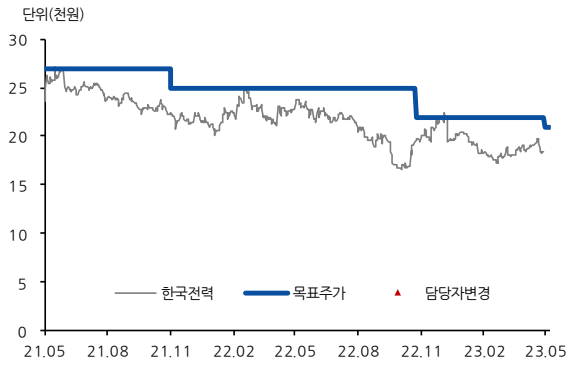
▶ 최근 2년간 셀트리온 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.02.22	M.PERFORM	27,000	-9.25	0.56
2021.08.22	AFTER 6M	27,000	-13.72	-9.26
2021.11.23	M.PERFORM	25,000	-11.20	-1.00
2022.05.23	AFTER 6M	25,000	-17.59	-4.80
2022.11.16	M.PERFORM	22,000	-12.45	2.05
2023.05.16	AFTER 6M	22,000	-16.58	-16.05
2023.05.23	M.PERFORM	21,000		

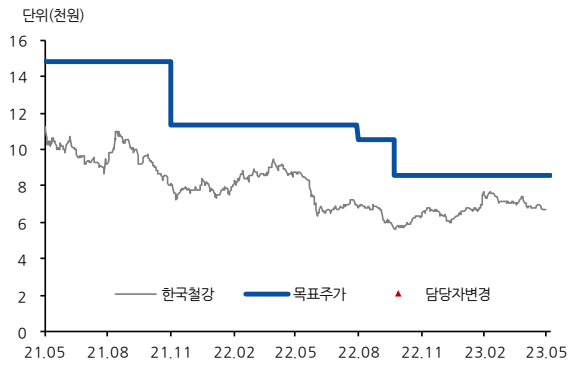
▶ 최근 2년간 한국전력 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.05.18	BUY	14,800	-34.18	-22.64
2021.11.18	AFTER 6M	14,800	-45.88	-45.88
2021.11.22	BUY	11,300	-27.06	-16.28
2022.05.22	AFTER 6M	11,300	-35.99	-22.74
2022.08.22	BUY	10,500	-37.68	-33.52
2022.10.14	BUY	8,600	-22.82	-10.35
2023.04.14	AFTER 6M	8,600	-19.49	-13.49
2023.05.23	BUY	8,600		

▶ 최근 2년간 한국철강 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.04.01~2023.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160건	91.4%
보유	15건	8.6%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.