Morning Meeting Notes

2024-02-20

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
정유 산업(OVERWEIGHT) 사우디의 추락과 정유업 반전의 기회
LG전자(BUY/140,000) Mobile이 없는 Platform은 외롭다
[미국주식] Bloom Energy-적자 기업에 대한 시장의 일희일비

New Issue
미국 대통령의 날 휴장

New Publication
[정유화학] 사우디의 추락과 정유업 반전의 기회(2024-02-20)
[퀀트] Something on your mind?(2024-02-02)
[금융] 시대의 요구에 부응할 수 있는 금융사(2024-01-31)
[투자전략] 변화, 누군가에게는 기회(2024-01-29)
[스몰캡 산업] GPT 스토어: Monetization(2024-01-24)
[모빌리티/IT 산업] CES 2024 방문 후기 및 투자 활용법(2024-01-16)
[인터넷/게임/미디어 산업] 24 Events to Watch(2024-01-08)
[ESG] ESG 리서치 보고서: 글로벌 ESG 동향 그리고 기업분석(2023-12-26)

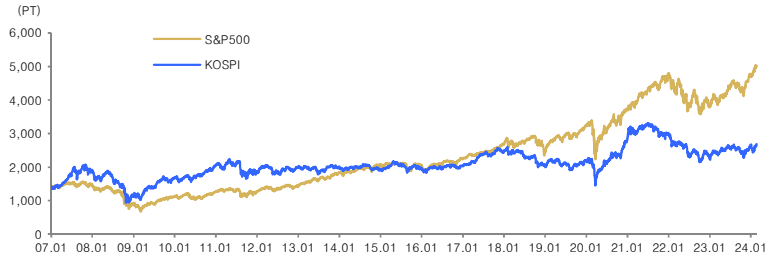
Rating, Target Price Changes

SK이노베이션	M.PERFORM	137,000 원 ▷	M.PERFORM	148,000 원	(2024-02-20)
S-Oil	M.PERFORM	77,000 원 ▷	BUY	110,000 원	(2024-02-20)
컴투스	BUY	56,000 원 ▷	BUY	51,000 원	(2024-02-19)
HPSP	BUY	59,000 원 ▷	BUY	81,000 원	(2024-02-16)
ISC	BUY	105,000 원 ▷	BUY	130,000 원	(2024-02-16)
GKL	BUY	22,000 원 ▷	BUY	17,000 원	(2024-02-16)
더블유게임즈	BUY	50,810 원 ▷	BUY	60,000 원	(2024-02-15)
한온시스템	BUY	11,000 원 ▷	BUY	8,500 원	(2024-02-15)
가온칩스	BUY	56,000 원 ▷	BUY	107,000 원	(2024-02-14)
CJ제일제당	BUY	440,000 원 ▷	BUY	410,000 원	(2024-02-14)
카카오게임즈	BUY	38,000 원 ▷	BUY	34,000 원	(2024-02-13)
엔씨소프트	BUY	330,000 원 ▷	BUY	250,000 원	(2024-02-13)
크래프톤	BUY	270,000 원 ▷	BUY	290,000 원	(2024-02-13)
신한지주	BUY	46,000 원 ▷	BUY	53,000 원	(2024-02-13)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
삼성전자	138,225	한국전력	140,994
SK하이닉스	111,098	KODEX 레버리지	93,699
HLB	59,882	현대차	84,780
엔켐	40,712	삼성전자	83,794
한국전력	38,246	LG화학	82,770

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
삼성SDI	-46,095	KODEX 200선물인버스2X	-91,390
NAVER	-33,197	LG에너지솔루션	-76,087
에코프로	-19,208	SK하이닉스	-60,856
현대차	-18,406	에코프로머티	-45,483
LG에너지솔루션	-17,947	NAVER	-39,649

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,680.26	+1.19	+8.76
대형주	2,669.42	+1.27	+8.89
중형주	2,901.24	+1.30	+10.35
소형주	2,382.12	+1.26	+6.16
KOSDAQ	858.47	+0.10	+2.24

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-10,175	6,158	4,433
누적순매수(D-20)	-101,354	82,475	21,509

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	208,024	216,670	203,692

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	74.77	+2.02	+10.00
금융	454.33	+3.07	+25.50
운수장비	2,473.94	+1.66	+21.41
유통	411.65	+2.30	+22.08
음식료	3,472.44	+0.85	+3.78
의약품	13,957.81	-0.11	+2.32
전기전자	26,855.97	+0.61	+1.13
철강금속	5,698.98	+0.82	+10.59
화학	4,827.45	+0.66	+15.93
유틸리티	754.74	+10.20	+25.10
통신	418.95	+3.73	+13.49

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	5,005.57	휴장	+3.20
NASDAQ	15,775.65	휴장	+2.70
일본	38,470.38	-0.04	+5.26
중국	2,910.54	+1.56	+5.59
독일	17,092.26	-0.15	+2.45

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.40	-0.80	+11.90
국고채 (10년)	3.47	-1.50	+9.50
은행채AAA (3년)	3.78	-1.40	+4.60
미국국채 (2년)	4.64	휴장	+25.88
미국국채 (10년)	4.28	휴장	+17.78

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,335.20	-0.01	-0.28
원/백 엔	889.31	+0.05	-1.67
원/위안	185.51	-0.08	-0.35
달러/유로	1.08	+0.03	-0.96
위안/달러	7.20	+0.06	+0.08
엔/달러	150.14	-0.07	+1.41
Dollar Index	104.25	-0.03	+0.89

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	79.19	휴장	+5.32
금 (usd/oz)	2,024.10	휴장	+0.09
BDI	1,610.00	+1.83	+7.12
천연가스(NYMEX)	1.61	휴장	-33.48

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 Note
2024. 02. 20

정유업

OVERWEIGHT

사우디의 추락과 정유업 반전의 기회

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

정유업종 투자의견 Overweight으로 상향. Top pick S-Oil 추천(TP: 110,000원)

정유업종 투자의견을 Neutral에서 Overweight으로 상향한다. 이는 1)지정학적 이슈로 인한 정제설비 생산 차질 및 신규 정제설비 투자 위축으로 석유제품 시장 타이트가 지속될 가능성이 높고, 2)중국의 석유화학 증설에 따른 강한 Feed Stock 수요로 Gasoline 수요 Peak out 수려에도 불구하고 Gasoline / Naphtha Crack이 높은 수준을 유지할 가능성이 크다고 판단했기 때문이다. 3)게다가, 고유가로 인해 심해, 심지층, 셰일 등 원가가 높은 광구들의 개발이 이어지고 있는 가운데 사우디의 영향이 낮아져 OSP가 추가 상승할 여력이 낮아질 것으로 전망되는 점 역시 국내 정유사에 긍정적인 요인으로 판단한다.

중국 석유 자급률 상승과 고유가를 바탕으로 한 고원가 석유개발 지속. 사우디 점유율 최저 수준으로 하락. OSP 하향 안정화 기대

중국은 '23년 우크라이나 전쟁발 에너지 수급 불안 심화에 대비해 국내 석유 및 천연가스 생산 증대를 통해 에너지 공급망 안정화를 모색하고 있다. 중국 국영 에너지 업체들의 Capex가 전세계 최대 수준으로 상승했으며, 자급률이 지속 높아지고 있다. 이에 따라, 향후 원유 수입 쿼터 발급이 줄어들 가능성이 있고, 이는 원유 시장 공급 경쟁을 심화시키는 요인이 될 것이다. 뿐만 아니라, 원가가 높은 브라질과 중국 Offshore, 미국 셰일, 캐나다 오일샌드 등이 고유가를 바탕으로 생산이 증대되고 있어 석유시장에서 사우디 점유율은 사상 최저 수준으로 하락했다. 향후 OSP는 구조적으로 하향 안정화될 전망이다.

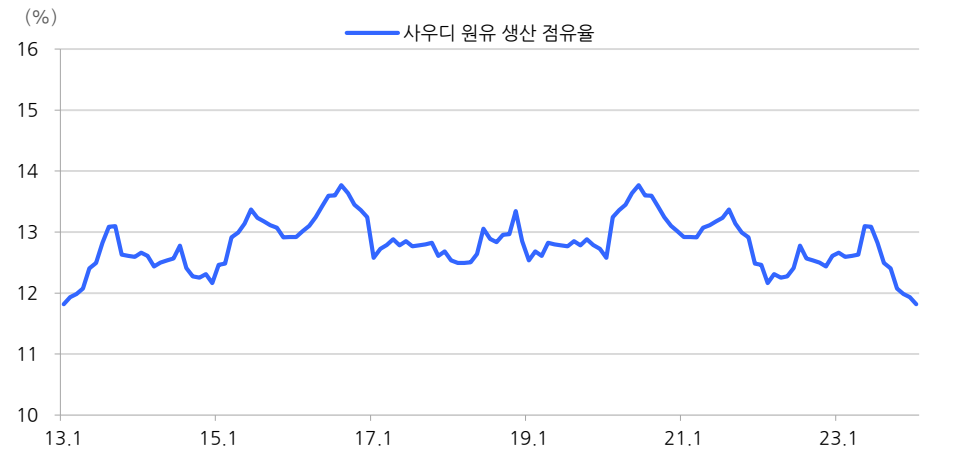
석유수요 전망치 상향 조정. 신규 정제설비 가동 지연 및 지정학적 이슈에 따른 석유제품 공급 차질

최근 IEA, EIA 등 전망기관의 석유수요 전망치가 상향되고 있다. 견고한 미국 경기와 석유화학제품향 수요가 주요 요인이다. 반면, 신규 설비의 가동이 지속 지연되고 있고, 러시아-우크라이나 전쟁 지속으로 러시아 설비들의 가동 차질이 지속면서 전반적인 석유제품 재고는 낮은 수준을 유지하고 있다. 이러한 정제설비 투자 위축은 '24년보다 '25년에 더욱 크게 시장에 영향을 미칠 것으로 판단한다. 따라서, 정유시황 강세는 장기화될 가능성이 높다는 판단이다.

유가 저점 WTI $70/bbl 수준 전망. 공급 안정화 감안 시 전쟁 시기와 같은 급등은 쉽지 않을 것

당사는 유가 저점은 $70/bbl이 공고할 것으로 판단한다. 미국은 $70/bbl 이하에서 전략비축유를 충유하고 있다. 유가가 이를 하회하면 가수요가 발생할 가능성이 높다. 반면, 고유가가 지속되면서 다양한 지역에서 석유가 생산되고 OPEC의 점유율이 낮아지면서 공급은 안정화되고 있다. 현재 유가 수준은 정유사들의 재고평가 손실 등 우려가 적은 상황으로 적절한 매수 시점으로 판단한다.

사우디 국제 석유시장 점유율 하락 중



자료: Bloomberg, Rystad Energy, 현대차증권

Company Note
2024. 02. 20

LG전자 (066570)

BUY
TP 140,000원

Mobile이 없는 Platform은 외롭다

Analyst 노근창
02-3787-2301 greg@hmsec.com

RA 윤동욱
02-3787-2370 donguk.youn@hmsec.com

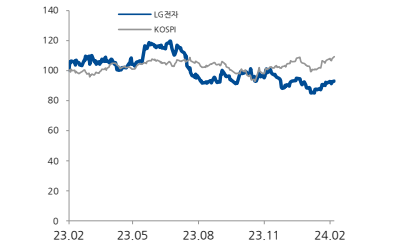
현재주가 (2/19)	99,800원
상승여력	40.3%
시가총액	16,332십억원
발행주식수	163,648천주
자본금/액면가	904십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	128,200원/91,200원
일평균 거래대금 (60일)	62십억원
외국인지분율	29.41%
주요주주	LG 외 2인 33.68%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	8.7	-5.6	1.5
상대주가(%p)	0.3	-13.0	-5.1

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	6,226	5,470	140,000
After	4,278	4,604	140,000
Consensus	8,042	11,133	135,000
Cons. 차이	-46.8%	-58.6%	3.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- LG전자에 대해 6개월 목표주가 140,000원 (24년 예상 지배주주 BPS에 P/B 1.22배 적용)에 투자의견 BUY를 유지함. 동사의 **1분기 LG이노텍 포함 연결 매출액**은 H&A와 VS사업부의 외형 신장에 힘입어 **YoY로 4.4% 증가한 21.3조원**을 기록할 것으로 예상되지만 **영업이익**은 HE와 H&A사업부의 수익성 하락으로 인해 **YoY로 24.7% 감소한 1.12조원**을 기록할 것으로 전망. VS사업부는 1분기에도 흑자를 기록하면서 3분기 연속 흑자 흐름이 이어질 것으로 보임. LG이노텍을 제외한 매출액은 YoY로 4.6% 증가할 것으로 예상되지만, 영업이익은 YoY로 25.0% 감소할 것으로 추정됨. 동사의 24년 BPS 기준 **PBR은 0.86배로 저평가** 되어있지만, ROE 하락 추세를 감안할 때 낮은 Valuation은 불가피해 보임. 특히, **2017년부터 2019년까지** OLED TV를 중심으로 **High Single 수익성을 기록한 HE사업부의 부진은 단기간에 개선되지 않을 것**으로 보임. **1) Media Contents 소비에서 TV 비중이 지속적으로 감소**하고 있는 가운데 2) Pandemic 기간 동안 대형TV 교체가 크게 진행되면서 **대형 TV에 대한 교체 수요가 향후 몇 년간은 길어질 가능성**이 크며, 3) LCD Panel의 경우 중국 Display업체들이 시장을 장악하면서 Display 가격 인하의 유연성이 과거 대비 떨어질 가능성이 크기 때문. 여기에 동사가 시장을 주도하고 있는 OLED TV도 과거와 같은 성장률을 기록하기는 어려울 것으로 보임. 결론적으로 스마트폰 사업 정리 이후에 TV까지 저성장 국면으로 진입하면서 **H&A이외의 Cash Cow는 단기간에 출현하기는 어려워 보임**

주요 이슈 및 실적전망

- 일반적으로 자동차 부품의 경우 5% 이상 수익성을 장기적으로 기록하기 어려우며, High Single대의 수익성은 더욱 어려움. 과거 동사의 휴대폰과 TV 수익성이 High Single대를 기록한 경우가 많았다는 점에서 VS가 수익성 관점에서 휴대폰과 TV사업을 대체할 것이라는 시각도 경계함. 동사와 자주 비교되었던 **Panasonic은 전자 사업을 구조조정하고 현재는 생활가전, B2B, 전장, 2차전지로 사업 구조를 바꾸었지만, 수익성은 3~5%대**에 머물고 있으며, **FY23년 매출액은 2007년 대비 오히려 8.0% 감소**하였음. 동사는 스마트폰 사업을 정리했지만, **23년 연결 매출액은 2009년 대비 15.5% 증가**하였음. 동사는 전기차 충전/Robotics 등 신규 사업과 렌탈/케어십/가전 구독 사업 등을 전개하지만 의미 있는 수익성을 확보하기에는 시간이 필요해 보임. 한편 동사는 **Smart Home Platform을 강화**하고 있지만 **스마트폰 사업을 정리**하면서 내부 연결 기기 부재에 대한 아쉬움도 크다는 점에서 **신규 Mobile기기에 대한 타진 가능성**도 열어둘 필요가 있음

주가전망 및 Valuation

- 상반기 계절적인 회복에 초점을 맞춘 Trading 전략 유효

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	73,908	4,058	1,032	6,787	6,210	-47.8	22.2	1.4	4.5	6.3	0.6
2022	83,467	3,551	1,196	6,536	7,232	16.5	12.0	0.8	3.6	6.6	0.8
2023F	84,228	3,549	713	6,752	4,278	-40.8	23.8	0.9	4.1	3.6	0.7
2024F	88,373	3,475	766	6,912	4,604	7.6	22.1	0.9	4.0	3.7	0.7
2025F	94,085	4,015	1,946	7,485	11,811	156.5	8.6	0.8	3.5	8.9	0.7

** K-IFRS 연결 기준*

〈표1〉 실적 추정 변경 사항 (십억원)

	변경 후						변경 전					
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	2024F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023F	2024F
매출액	20,416	19,998	20,709	23,104	84,228	88,373	20,416	19,998	20,709	23,157	84,281	88,795
영업이익	1,497	742	997	313	3,549	3,475	1,497	742	997	313	3,549	3,966
영업이익률	7.3%	3.7%	4.8%	1.4%	4.2%	3.9%	7.3%	3.7%	4.8%	1.4%	4.2%	4.5%
세전이익	934	387	649	-99	1,871	1,926	934	387	649	-121	1,850	2,465
지배주주 순이익	471	162	385	-306	713	766	471	162	385	-37	982	860

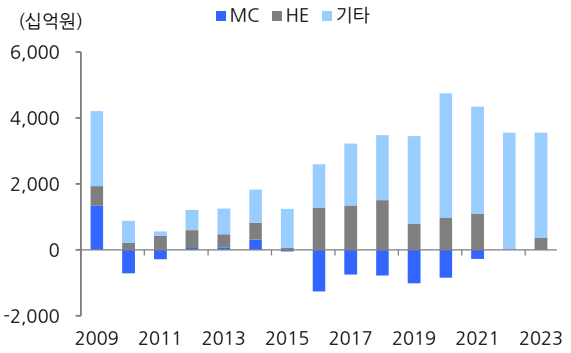
자료: LG전자, 현대차증권

〈표2〉 LG전자 분기별 실적 전망 (십억원)

IFRS 연결기준			1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024F
사업부별	HE	매출액	3,360	3,147	3,569	4,158	14,233	3,480	3,443	3,584	3,557	14,064
		영업이익	200	124	111	-72	362	90	83	117	36	326
		영업이익률	6.0%	3.9%	3.1%	-1.7%	2.5%	2.6%	2.4%	3.3%	1.0%	2.3%
	H&A	매출액	8,022	7,986	7,457	6,675	30,140	8,419	8,485	7,574	7,136	31,614
		영업이익	1,019	600	505	-116	2,008	845	647	517	-126	1,883
		영업이익률	12.7%	7.5%	6.8%	-1.7%	6.7%	10.0%	7.6%	6.8%	-1.8%	6.0%
	VS	매출액	2,387	2,665	2,504	2,593	10,148	2,582	2,670	2,875	3,060	11,187
		영업이익	54	-61	135	6	133	39	53	101	101	294
		영업이익률	2.3%	-2.3%	5.4%	0.2%	1.3%	1.5%	2.0%	3.5%	3.3%	2.6%
	BS	매출액	1,480	1,333	1,331	1,330	5,473	1,501	1,755	1,713	1,702	6,671
		영업이익	66	3	-21	-90	-42	15	18	9	9	50
		영업이익률	4.4%	0.2%	-1.5%	-6.7%	-0.8%	1.0%	1.0%	0.5%	0.5%	0.7%
	기타 및 내부조정	매출액	1,014	1,223	1,346	1,050	4,633	1,024	1,235	1,360	1,061	4,680
		영업이익	19	77	94	111	301	31	37	27	21	116
		영업이익률	1.9%	6.3%	7.0%	10.6%	6.5%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.5%
	내부 조정된 LG이노텍	매출액	4,154	3,646	4,503	7,298	19,601	4,314	3,729	4,805	7,310	20,158
		영업이익	139	0	173	474	786	108	15	201	483	807
		영업이익률	3.4%	0.0%	3.8%	6.5%	4.0%	2.5%	0.4%	4.2%	6.6%	4.0%
	합계	매출액	20,416	19,998	20,709	23,104	84,228	21,321	21,316	21,911	23,825	88,373
		영업이익	1,497	742	997	313	3,549	1,127	853	971	524	3,475
		영업이익률	7.3%	3.7%	4.8%	1.4%	4.2%	5.3%	4.0%	4.4%	2.2%	3.9%
세전이익			934	387	649	-99	1,871	641	563	671	50	1,926
지배주주 순이익			471	162	385	-306	713	354	339	285	-211	766

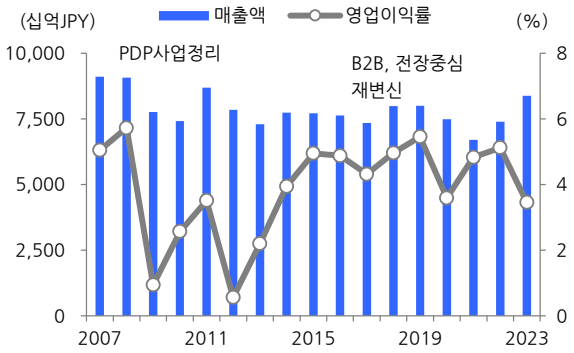
자료: LG전자, 현대차증권

<그림1> LG전자 사업부별 연결 영업이익 추이



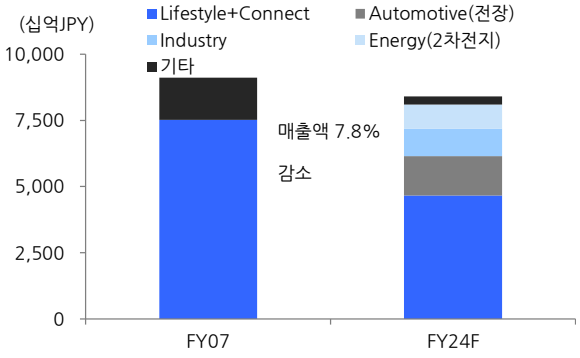
자료: LG전자, 현대차증권

<그림2> Panasonic Holdings Corp 실적 추이



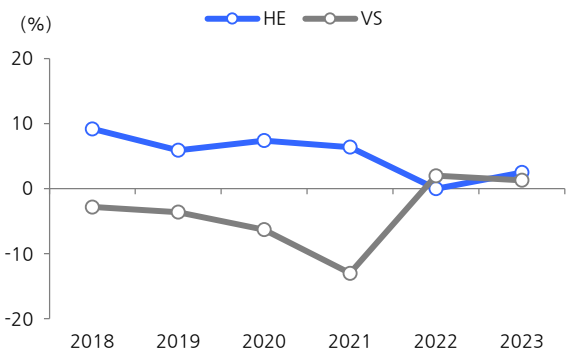
자료: Panasonic Holdings Corp

<그림3> Panasonic Holdings Corp 영업이익 비교



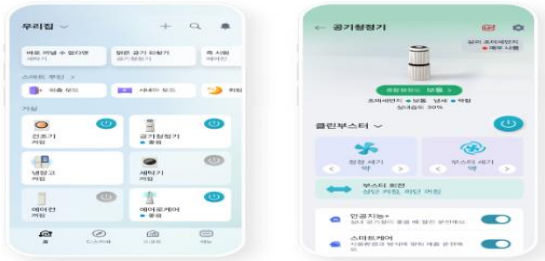
자료: Panasonic Holdings Corp

<그림4> LG전자 HE와 VS영업이익률 추이



자료: LG전자, 현대차증권

<그림5> LG전자 Smart Home Platform ThinQ



자료: LG전자

<그림6> ThinQ와 Mobile 기기간의 관계

스마트폰 사업 정리로 다양한 기기 제어를
위한 자체 개인용 Mobile 기기 부재 (?)

스마트폰 사업 정리

현재 Mobile기기

미래 Mobile기기 ?

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	73,908	83,467	84,228	88,373	94,085
증가율 (%)	27.3	12.9	0.9	4.9	6.5
매출원가	55,011	63,231	64,425	67,820	71,158
매출원가율 (%)	74.4	75.8	76.5	76.7	75.6
매출총이익	18,897	20,236	19,803	20,553	22,926
매출이익률 (%)	25.6	24.2	23.5	23.3	24.4
증가율 (%)	21.8	7.1	-2.1	3.8	11.5
판매관리비	14,839	16,685	16,254	17,077	18,911
판관비율(%)	20.1	20.0	19.3	19.3	20.1
EBITDA	6,787	6,536	6,752	6,912	7,485
EBITDA 이익률 (%)	9.2	7.8	8.0	7.8	8.0
증가율 (%)	5.7	-3.7	3.3	2.4	8.3
영업이익	4,058	3,551	3,549	3,475	4,015
영업이익률 (%)	5.5	4.3	4.2	3.9	4.3
증가율 (%)	3.9	-12.5	-0.1	-2.1	15.5
영업외손익	-668	157	-635	-1,371	-40
금융수익	589	1,038	1,296	1,324	532
금융비용	661	1,232	1,484	1,475	572
기타영업외손익	-596	351	-447	-1,220	0
종속/관계기업관련손익	449	-1,168	-1,045	-179	45
세전계속사업이익	3,839	2,540	1,870	1,926	4,021
세전계속사업이익률	5.2	3.0	2.2	2.2	4.3
증가율 (%)	14.8	-33.8	-26.4	3.0	108.8
법인세비용	1,058	532	720	622	1,251
계속사업이익	2,781	2,008	1,149	1,303	2,770
중단사업이익	-1366	-144	1	0	0
당기순이익	1,415	1,863	1,151	1,303	2,770
당기순이익률 (%)	1.9	2.2	1.4	1.5	2.9
증가율 (%)	-31.4	31.7	-38.2	13.2	112.6
지배주주지분 순이익	1,032	1,196	713	766	1,946
비지배주주지분 순이익	383	667	438	537	824
기타포괄이익	904	746	740	0	0
총포괄이익	2,319	2,609	1,891	1,303	2,770

(단위: 십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	27,488	27,488	29,455	31,027	34,564
현금성자산	6,052	6,322	7,009	7,883	8,423
단기투자자산	175	199	210	217	1,736
매출채권	8,166	8,217	8,685	8,956	9,535
재고자산	9,754	9,389	9,924	10,234	10,895
기타유동자산	3,338	3,361	3,553	3,664	3,900
비유동자산	25,994	27,668	30,822	31,139	31,768
유형자산	14,701	15,832	17,127	17,756	18,452
무형자산	2,443	2,455	2,557	2,100	1,725
투자자산	5,558	4,597	4,873	5,017	5,325
기타비유동자산	3,291	4,785	6,266	6,266	6,266
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	53,481	55,156	60,277	62,166	66,331
유동부채	23,620	22,333	23,664	24,324	25,737
단기차입금	330	886	694	694	694
매입채무	8,742	8,212	8,681	8,952	9,530
유동성장기부채	1,566	1,402	1,781	1,781	1,781
기타유동부채	12,982	11,833	12,507	12,898	13,731
비유동부채	9,764	10,332	12,464	12,516	12,626
사채	4,893	4,173	5,104	5,104	5,104
장기차입금	3,143	4,585	5,687	5,687	5,687
장기금융부채	60	10	21	21	21
기타비유동부채	1,668	1,563	1,653	1,704	1,814
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	33,383	32,664	36,128	36,840	38,363
지배주주지분	17,231	18,992	20,238	20,878	22,697
자본금	904	904	904	904	904
자본잉여금	3,044	3,048	3,028	3,028	3,028
자본조정 등	-45	-45	-45	-45	-45
기타포괄이익누계액	-1,107	-750	-99	-99	-99
이익잉여금	14,434	15,834	16,449	17,089	18,908
비지배주주지분	2,867	3,500	3,911	4,447	5,272
자본총계	20,098	22,492	24,149	25,325	27,968

(단위: 십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	2,677	3,108	5,642	4,930	6,218
당기순이익	1,415	1,863	1,151	1,303	2,770
유형자산 상각비	2,238	2,507	2,686	2,981	3,095
무형자산 상각비	491	478	516	457	375
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-5,415	-3,723	-1,283	11	23
기타	3,948	1,982	2,572	179	-45
투자활동으로인한현금흐름	-2,466	-3,228	-6,608	-3,940	-5,572
투자자산의 감소(증가)	-53	2,105	884	-323	-263
유형자산의 감소	311	320	39	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,648	-3,117	-3,607	-3,610	-3,791
기타	-76	-2,536	-3,924	-7	-1,519
재무활동으로인한현금흐름	-282	448	1,544	-117	-105
차입금의 증가(감소)	-366	1,961	939	10	22
사채의증가(감소)	-48	-720	931	0	0
자본의 증가	121	4	-20	0	0
배당금	-291	-240	-228	-127	-127
기타	301	-557	-78	0	0
기타현금흐름	226	-58	109	0	0
현금의증가(감소)	155	271	686	874	541
기초현금	5,896	6,052	6,322	7,009	7,883
기말현금	6,052	6,322	7,009	7,883	8,423

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	8,552	11,306	6,953	7,885	16,848
EPS(지배순이익 기준)	6,210	7,232	4,278	4,604	11,811
BPS(자본총계 기준)	111,141	124,379	133,542	140,046	154,663
BPS(지배지분 기준)	95,284	105,025	111,916	115,452	125,511
DPS	850	700	700	700	700
P/E(당기순이익 기준)	16.1	7.7	14.6	12.9	6.0
P/E(지배순이익 기준)	22.2	12.0	23.8	22.1	8.6
P/B(자본총계 기준)	1.2	0.7	0.8	0.7	0.7
P/B(지배지분 기준)	1.4	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(Reported)	4.5	3.6	4.1	4.0	3.5
배당수익률	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-31.5	32.2	-38.5	13.4	113.7
EPS(지배순이익 기준)	-47.8	16.5	-40.8	7.6	156.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	7.5	8.7	4.9	5.3	10.4
ROE(지배순이익 기준)	6.3	6.6	3.6	3.7	8.9
ROA	2.8	3.4	2.0	2.1	4.3
안정성 (%)					
부채비율	166.1	145.2	149.6	145.5	137.2
순차입금비율	20.2	21.6	26.2	21.5	12.2
이자보상배율	17.0	9.8	6.5	6.1	7.0

** K-IFRS 연결기준*

Company Note Overseas
2024. 02. 20.

Bloom Energy
(BE.US)

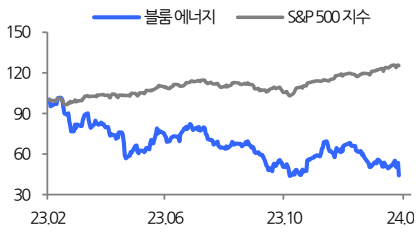
N/R

미국/선진국주식 정나영
02-3787-2609 ny.jeong@hmsec.com

블룸버그 목표주가	USD 17.37
현재주가(02/16)	USD 9.88
GICS 산업분류	산업재
S&P 500(02/16)	5,005.6
시가총액(백만USD)	2,222.7
유통주식수(백만)	225
52주 최고가/최저가	23.4/8.98
일평균 거래량(3M)	4,953,369

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-13.3	-21.4	-31.8
상대주가(%p)	-16.2	-29.1	-40.5

주가 추이 (23.02.21=100)



자료: Bloomberg, 현대차증권

적자 기업에 대한 시장의 일희일비

4Q23(2023.10.01~2023.12.31) 실적 리뷰

- **매출액**: 3 억 5,700 만 달러로 YoY 22.8% 감소 및 컨센서스를 24.5% 하회
- **희석 EPS**: 0.07 달러로 YoY 로 흑자전환에 성공했으나, 컨센서스를 30.7% 하회
- 지난 해 한국 수소발전 입찰제 도입으로 기존 수주 프로젝트의 설치가 지연됨에 따라 매출액과 EPS 가 각각 컨센서스 대비 24.5%, 30.7% 밑도는 부진한 실적을 발표
- 영업이익 및 순이익 흑자전환에 성공에도 불구, 시장은 동사 매출 감소 및 CFO 사임 등에 주목하며 실적 발표 다음날(2 월 16 일, 현지시간) 장 초반 일시적으로 23% 하락. 이후 주가 일부 회복하며 전일 대비 -17.5%인 9.88 달러로 마감

변동성 완화 기대

- 동사를 비롯한 수소 관련 업체들은 지난 해 고금리 여파 속 프로젝트 취소 및 지연 등 피해를 입은 바 있으나, 올해는 미국을 중심으로 기준금리 인하 기대감이 높아져가고 있는 바 추가적인 프로젝트 지연은 적을 것으로 전망
- '22~'23 년에 동사는 PPA 3, 4, 5 에 대해 지분 매입 후 재가동 계약과 매각하는 절차를 진행. 이에 따라 해당 분기에 일시적으로 매출 및 손상차손(영업비용 인식)이 증가해 실적 변동성이 크게 나타남. 4Q22 PPA 4 매각에 따른 일회성 매출로 기고효과가 작용, 4Q23 매출 감소폭이 크게 나타나게 됨. '23 년 8 월 PPA 5 매각 이후 '24 년 2 월 현재 추가 매각할 PPA 는 없는 것으로 파악되는 바 향후 관련 실적 변동성이 재현될 가능성은 적음

성장 및 수익성 향상 대비 낮은 밸류에이션

- 판매 및 설치 지연에도 불구하고 '23 년 연간 매출액은 11.1% 성장했고, 컨센서스 및 가이던스 상 '24 년 매출액은 각각 16.0%, 12.5% 성장이 예상됨. '23 년 수주금액 121 억 달러로 YoY 21% 증가한 점도 향후 두 자릿수 성장 기대를 높여주는 부분
- 꾸준한 R&D 투자로 제품의 단위당 평균 원가는 ASP 대비 빠르게 우하향하는 추세로, 제품 마진 개선이 이어지고 있음
- 4Q23 실적 발표 후 12M Fwd PSR 은 1.39 배까지 하락. 양호한 중장기 이익모멘텀 대비 밸류에이션 낮다 판단됨

컨센서스 및 Valuation

구분	매출액 (백만USD)	영업이익 (백만USD)	순이익 (백만USD)	EBITDA (백만USD)	EPS (USD)	증감율 (%)	P/S (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
FY 2022 (22.12.31)	1,199	-261	-301	-174	-1.62	-70.53	2.96	11.54	3.49	N/A	N/A
FY 2023 (23.12.31)	1,333	N/A	-302	-96	-1.42	12.35	2.36	6.60	N/A	N/A	N/A
FY 2024F (24.12.31)	1,546	19	-50	148	-0.23	84.08	1.44	4.48	1.73	7.31	N/A
FY 2025F (25.12.31)	1,937	128	48	253	0.24	203.98	1.15	3.79	1.38	24.11	N/A

자료: Bloomberg, 현대차증권 주1) 2024년 2월 19일 블룸버그 컨센서스 기준 주2) GAAP 기준

〈표1〉 Bloom Energy 4Q23 실적 요약

(백만달러)	분기실적			성장률		컨센서스	
	4Q22	3Q23	4Q23	YoY	QoQ	최근	대비)
매출액	462.6	400.3	356.9	-22.8%	-10.8%	472.6	-24.5%
영업이익	-40.6	-103.7	12.9	흑자전환	흑자전환	23.4	-44.9%
순이익 (Non-GAAP)	-47.2	-169.0	4.5	흑자전환	흑자전환	28.6	-84.3%
희석 EPS (Non-GAAP, 달러)	-0.20	0.15	0.07	흑자전환	-53.33%	0.10	-30.7%

자료: Bloom Energy, Bloomberg, 현대차증권 주: 별도 표기 없는 경우 GAAP 기준

〈표2〉 Bloom Energy 4Q23 I/S 요약

(백만달러)	분기실적			성장률	
	4Q22	3Q23	4Q23	YoY	QoQ
매출액	462.6	400.3	356.9	-22.8%	-10.8%
- 매출원가	391.2	405.5	264.5	-32.4%	-34.8%
매출총이익	71.4	-5.2	92.4	29.4%	-1872.0%
- 영업비용	111.9	98.5	79.5	-29.0%	-19.3%
+ 판매 및 마케팅 비용	25.9	20.0	16.0	-38.0%	-19.9%
+ 일반관리비	47.8	43.4	29.9	-37.5%	-31.1%
+ 연구개발 (R&D)	38.3	35.1	33.6	-12.4%	-4.5%
영업이익 (손실)	-40.6	-103.7	12.9	-131.9%	-112.5%
- 영업외 (이익) 손실	10.0	63.7	14.6	45.6%	-77.1%
+ 순 이자비용	10.0	60.6	8.4	-15.3%	-86.1%
+ 기타 영업외 (이익) 손실	0.0	3.1	-0.9	-2577.1%	-127.9%
세전이익	-50.6	-167.4	4.9	-109.7%	-102.9%
- 법인세 비용(수익)	0.2	0.6	0.8	288.0%	25.5%
계속사업 이익 (손실)	-50.8	-168.1	4.1	-108.1%	-102.4%
순이익	-47.2	-169.0	4.5	-109.6%	-102.7%
희석 EPS	-0.23	-0.80	0.02	-108.5%	-102.5%
희석 EPS, Non-GAAP	-0.20	0.15	0.07	-135.0%	-53.3%

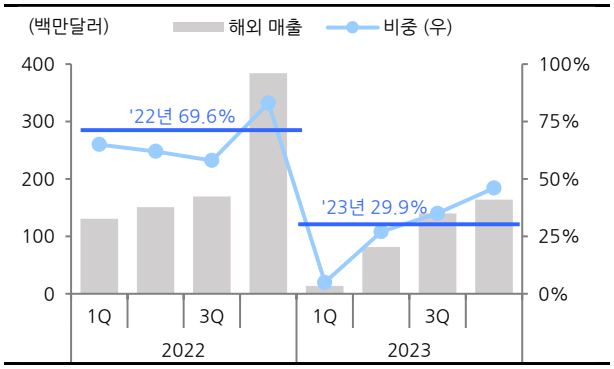
자료: Bloom Energy, Bloomberg, 현대차증권 주: 별도 표기 없는 경우 GAAP 기준

<표3> Bloom Energy 4Q23 부문별 실적

(백만달러)	분기실적			성장률	
	4Q22	3Q23	4Q23	YoY	QoQ
매출	462.6	400.3	356.9	-22.8%	-10.8%
제품	360.2	305.0	261.8	-27.3%	-14.2%
서비스	39.9	47.5	52.6	31.7%	10.7%
설치	43.2	21.9	26.0	-39.8%	18.6%
전기	19.2	25.8	16.5	-14.2%	-36.1%
매출원가	391.2	405.5	259.0	-33.8%	-36.1%
제품	222.8	182.8	169.7	-23.8%	-7.2%
서비스	43.8	57.4	53.7	22.5%	-6.4%
설치	46.3	25.9	26.5	-42.7%	2.3%
전기	78.2	139.4	9.1	-88.4%	-93.5%
매출총이익	71.4	-5.2	97.9	37.2%	흑자전환
제품	137.4	122.1	92.1	-33.0%	-24.6%
서비스	-3.9	-9.8	-1.1	-71.8%	-88.8%
설치	-3.1	-4.0	-0.5	-84.0%	-87.5%
전기	-59.0	-113.5	7.4	흑자전환	흑자전환

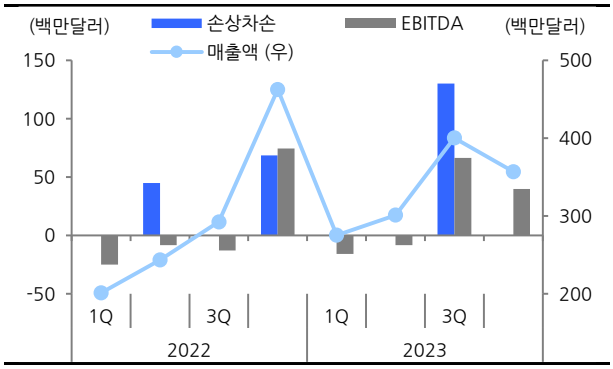
자료: Bloom Energy, Bloomberg, 현대차증권 주: 별도 표기 없는 경우 GAAP 기준

<그림1> Bloom Energy 해외 매출액 및 비중
- 한국 수소발전 입찰제 도입에 따른 판매 지연



자료: Bloom Energy, 현대차증권

<그림2> PPA 관련 손상차손 및 실적 변동성

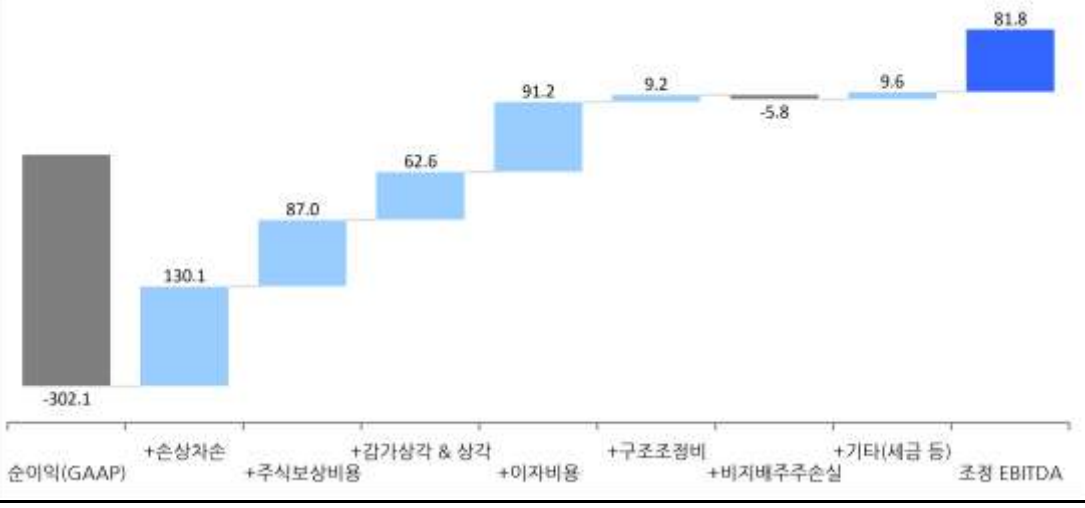


자료: Bloom Energy, 현대차증권

<그림3> Bloom Energy 조정 EBITDA 구성 항목 - 2022

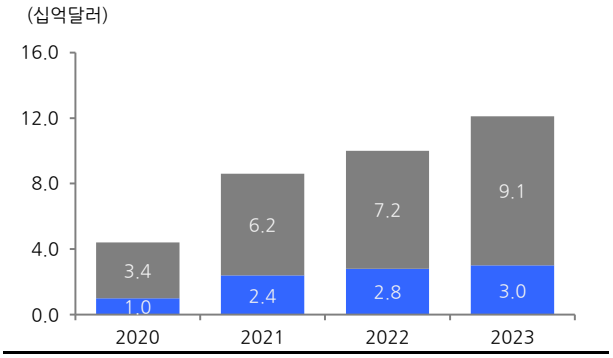
자료: Bloom Energy, 현대차증권

<그림4> Bloom Energy 조정 EBITDA 구성 항목 - 2023



자료: Bloom Energy, 현대차증권

<그림5> Bloom Energy 수주금액 추이
- '23년 21% 증가



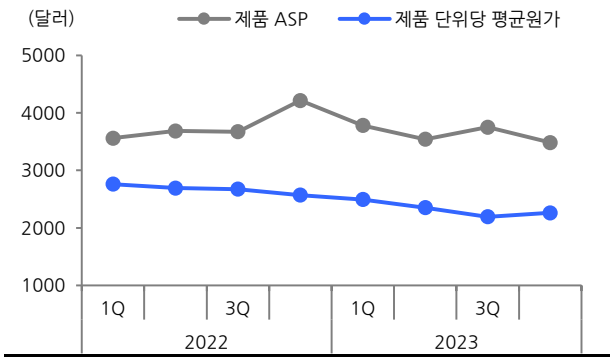
자료: Bloom Energy, 현대차증권

<표4> Bloom Energy '24년 가이던스
- 두 자릿수 성장 기대

기준	2023	2024 가이던스	성장률 (YoY)
매출액 (백만달러)	1,333.5	1,400~,1600	+12.5%
매출총이익률 (Non-GAAP)	25.8%	28.0%	+2.2%p
영업이익 (Non-GAAP, 백만달러)	19.2	75.0~100.0	+355.7%

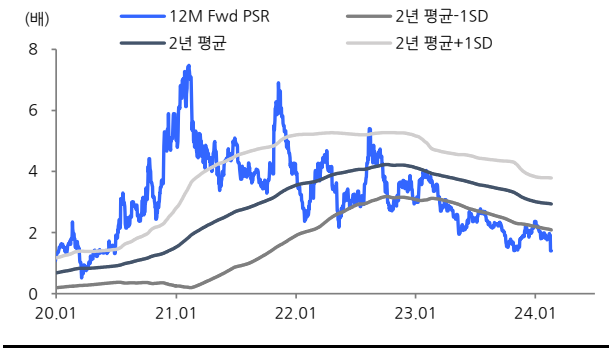
자료: Bloom Energy, 현대차증권 주: 성장률은 가이던스 중간값으로 계산

<그림6> Bloom Energy 제품 ASP 및 단위당 평균원가
- R&D 투자에 다른 원가 절감



자료: Bloom Energy, 현대차증권

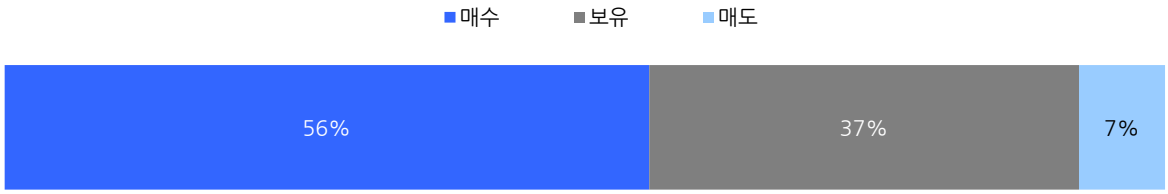
<그림7> Bloom Energy 12M Fwd PSR
- 4Q23 실적 발표 후 1.4배 하회



자료: Bloomberg, 현대차증권

해외 기관 투자의견

투자의견 비중



자료 : Bloomberg, 현대차증권 주) 2024년 2월 19일 블룸버그 컨센서스 기준

최근 30개 기관별 투자의견 및 목표주가

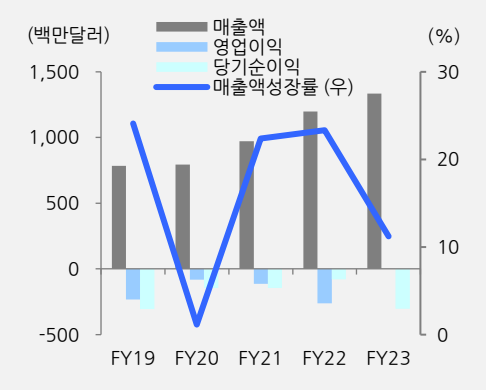
기관명	투자의견	5점 척도 점수 주2)	목표주가 (USD)	발표일
Jefferies	buy	5	20	2024-01-29
Johnson Rice	buy	5	32	2024-01-29
Cowen	market perform	3	10	2024-01-26
BTIG	buy	5	21	2024-01-25
Northland Securities	outperform	5	32	2024-01-24
Mirae Asset Securities	buy	5	20	2024-01-23
Truist Securities	sell	1	9	2024-01-23
Wolfe Research	peerperform	3	-	2024-01-23
CL King & Associates	buy	5	15	2024-01-22
Baird	outperform	5	22	2024-01-18
Raymond James	outperform	5	20	2024-01-18
RBC Capital	outperform	5	21	2024-01-12
Susquehanna	Positive	4	21	2024-01-11
Morningstar	hold	3	14	2024-01-09
Wells Fargo	equalweight	3	17	2024-01-08
Haitong International Research Ltd	outperform	5	28	2024-01-04
KeyBanc Capital Markets	overweight	5	20	2024-01-03
Morgan Stanley	Overwt/Attractive	5	22	2023-12-26
Piper Sandler & Co	neutral	3	14	2023-12-18
JP Morgan	overweight	5	19	2023-12-12
Sadif Investment Analytics	buy	5	16	2023-11-24
BMO Capital Markets	market perform	3	13	2023-11-09
HSBC	buy	5	20	2023-11-09
Oppenheimer	market perform	3	-	2023-11-09
BM Pekao	buy	5	20	2023-10-20
ISS-EVA	sell	1	-	2023-05-23
HALLGARTEN & COMPANY	neutral	3	13	2020-02-24
-	-	n/a	-	-
-	-	n/a	-	-
-	-	n/a	-	-

자료 : Bloomberg, 현대차증권 주) 2024년 2월 19일 블룸버그 컨센서스 기준, 주2) 5점 척도(1~5)는 점수가 높을수록 긍정적

손익계산서

(백만 USD)	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23
매출액	**785**	**794**	**972**	**1,199**	**1,333**
매출원가	688	628	775	1,051	1,136
매출총이익	**98**	**166**	**198**	**148**	**198**
판관비	226	163	209	259	—
R&D 비용	104	84	103	151	156
기타영업비용	0	0	0	0	—
영업이익	**-233**	**-81**	**-115**	**-261**	**—**
영업외손실	90	98	78	53	108
세전이익	**-323**	**-179**	**-192**	**-314**	**-306**
법인세비용	1	0	1	1	2
당기순이익	**-304**	**-144**	**-145**	**-79**	**-302**
보통주 순이익	**-307**	**-158**	**-164**	**-301**	**-302**
EPS	**-2.67**	**-1.14**	**-0.95**	**-1.62**	**-1.42**

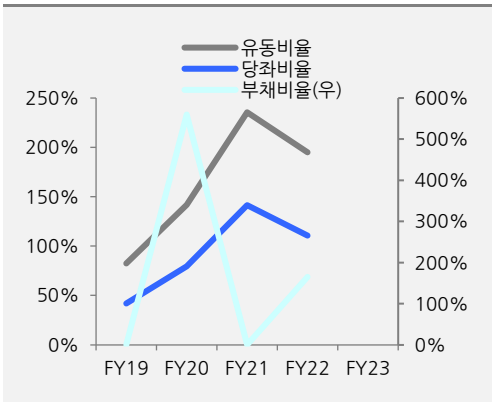
이익 추이



재무상태표

(백만 USD)	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23
자산총계	**1,323**	**1,454**	**1,726**	**1,947**	**—**
현금, 현금성자산, 단기투자	203	247	396	348	—
매출채권	38	100	88	251	—
재고자산	110	142	143	268	—
유형자산	607	636	711	727	—
무형자산	0	0	2	—	—
부채총계	**1,490**	**1,313**	**1,519**	**1,568**	**—**
유동부채	574	436	342	542	—
비유동부채	916	877	1,176	1,026	—
자본총계	**-168**	**141**	**207**	**379**	**—**
자본금	0	0	0	0	—
자본잉여금	2,687	3,183	3,219	3,906	—
이익잉여금(결손금)	-2,946	-3,104	-3,263	-3,564	-3,867

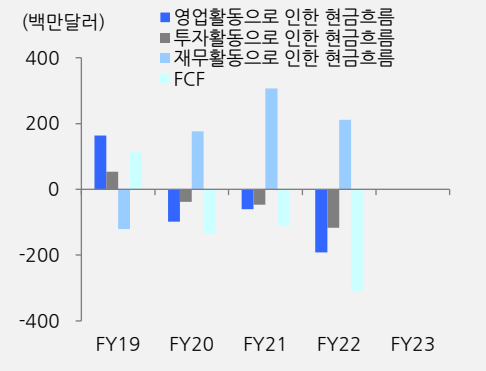
재무 지표 추이



현금흐름표

(백만 USD)	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23
영업활동으로 인한 현금흐름	**164**	**-99**	**-61**	**-192**	**—**
감가상각&무형자산상각	79	52	53	62	63
운전자본 변동	89	-69	0	-177	—
투자활동으로 인한 현금흐름	**53**	**-38**	**-47**	**-117**	**—**
고정/무형자산 변동	-51	-38	-50	-117	-84
장기투자	0	0	0	0	—
인수&매각	0	0	0	0	—
재무활동으로 인한 현금흐름	**-120**	**176**	**306**	**211**	**—**
지급배당금	0	0	0	0	—
차입금의 증가(감소)	-49	-163	-120	-153	—
자사주매입	13	353	298	15	—
현금증가	**97**	**39**	**198**	**-97**	**—**
FCF	**113**	**-137**	**-110**	**-309**	**—**

현금흐름 추이

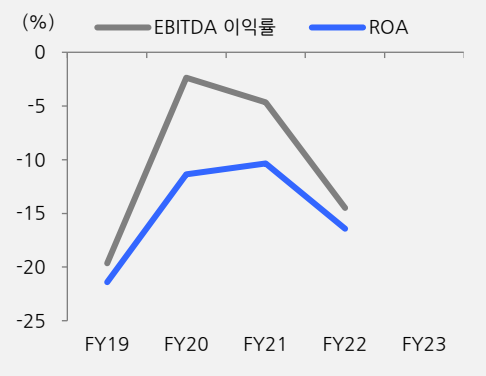


수익성, 유동성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23
영업이익률	34.14	37.03	41.59	42.06	41.77
EBITDA 이익률	44.78	47.41	49.81	50.59	49.67
ROE	42.41	40.14	47.08	47.15	38.82
ROA	14.39	15.07	19.30	20.82	18.63
ROIC	21.47	22.99	28.87	31.74	28.29
부채비율	84.49	69.41	57.95	47.08	38.52
현금비율	2.53	2.52	2.08	1.78	1.77
유동비율	2.35	2.33	1.90	1.57	1.54
당좌비율	1.93	1.89	1.47	1.10	1.07
PER	28.60	35.09	34.20	28.02	34.69
PBR	10.01	13.02	14.35	11.51	12.27
EV/EBITDA	17.33	21.92	23.75	18.85	23.74
배당수익률(T12M)	1.34	0.98	0.81	0.94	0.78

자료: Bloomberg, 현대차증권　주: FY23 데이터는 추후 반영될 예정

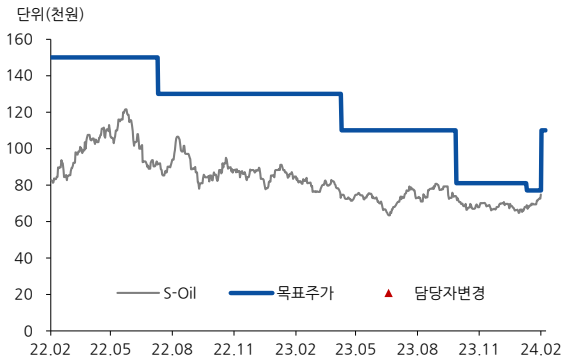
기타 지표 추이



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.10.08	BUY	150,000	-38.55	-25.00
2022.04.08	AFTER 6M	150,000	-30.11	-19.00
2022.07.29	BUY	130,000	-32.03	-18.08
2023.01.29	AFTER 6M	130,000	-37.43	-31.00
2023.04.28	BUY	110,000	-33.27	-26.64
2023.10.16	M.PERFORM	81,000	-15.73	-10.12
2024.01.29	M.PERFORM	77,000	-8.87	-2.86
2024.02.20	BUY	110,000		

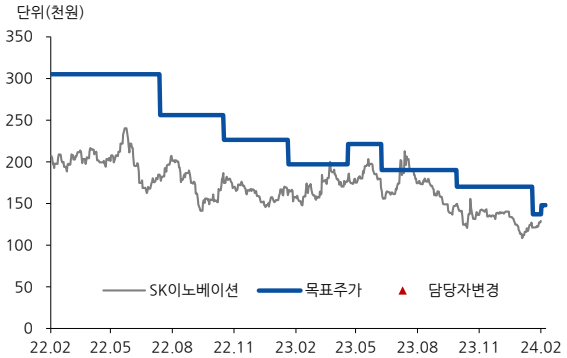
▶ 최근 2년간 S-Oil 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.02.03	BUY	305,025	-34.17	-21.29
2022.08.01	BUY	255,827	-31.74	-19.04
2022.11.04	BUY	226,309	-27.72	-19.57
2023.02.08	BUY	196,790	-14.07	1.50
2023.05.08	BUY	221,389	-16.79	-8.22
2023.06.27	M.PERFORM	189,903	-10.14	11.92
2023.10.17	M.PERFORM	170,000	-22.30	-8.53
2024.02.07	M.PERFORM	137,000	-9.45	-5.91
2024.02.20	M.PERFORM	148,000		

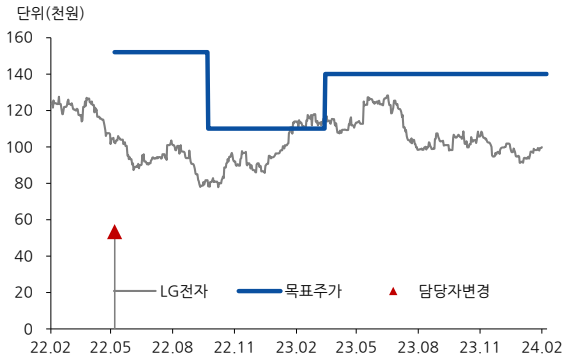
▶ 최근 2년간 SK이노베이션 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.05.25	BUY	152,000	-38.40	-30.26
2022.10.11	BUY	110,000	-11.28	7.18
2023.04.03	BUY	140,000	-19.62	-8.43
2023.10.03	AFTER 6M	140,000	-28.48	-22.50
2024.02.20	BUY	140,000		

▶ 최근 2년간 LG전자 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 (2023.01.01~2023.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	154건	91.1%
보유	15건	8.9%
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.