

2022.05.17



Daishin Research Center

# Daishin Research

## Morning Meeting Brief

### 2022.05.17



섹터	제목	작성자
Fixed Income	한국 기준금리, 올해 연말 2.25%까지 인상 전망	공동락
<b>[산업 및 종목 분석]</b>		
음식료업	[1Q22 Review] 이제부터가 진짜	한유정
연우	[1Q22 Review] 하반기를 기다려보자	한유정
한세실업	[1Q22 Review] 고마진 수주에 집중하면서 대형 벤더사로서 지배력 확대	유정현
영원무역	[1Q22 Review] 1Q22 수주 +50% 이상 급증, 대형 벤더사 통합 효과 지속	유정현
엘앤에프	[1Q22 Review] 테슬라 효과는 계속된다	전창현
인터플렉스	[1Q22 Review] 1Q 호조, 하반기 더 좋다	박강호
자화전자	[1Q22 Review] 단기 실적보다 중장기 방향이 중요	박강호
코리아씨키트	[1Q22 Review] 22년 매출, 영업이익은 최고 여전히 저평가	박강호

## Fixed Income

공동rak dongrak.kong@daishin.com

# 한국 기준금리, 올해 연말 2.25%까지 인상 전망

- 한국 기준금리 5월 인상 포함 전망치 상향, 높아진 인플레이션 압력 감안
- 한국 기준금리 올해 연말 2.25%, 이후 추가로 2.50%까지 인상 사이클 예상
- 한국 빅 스텝 여부는 아직 단언하기 어렵다, 다만 종전보다 더욱 매파적인 것은 분명해졌다

- 5월 한국은행 금융통화위원회에서 기준금리가 25bp 인상되는 것을 비롯해 올해 한국의 기준금리에 대한 전망을 일제히 상향한다. 종전까지 당사는 한국 기준금리 인상이 사이클을 형성할 정도로 지속적일 수는 있겠으나, 점진적인 속도를 유지하며 급격하게 인상 폭을 확대하거나 속도를 높일 여지는 크지 않다는 입장이었다.
- 하지만 최근 한국의 물가 여건 역시 빠른 상승세를 나타냄에 따라 지난해 기준금리를 인상할 당시 강조됐던 금융안정 이외에 물가안정에 대한 필요성이 강화되고 있다. 현재 당사는 올해 한국의 소비자물가 상승률이 연간으로 4.3%에 이를 것으로 예상하고 있으며, 적어도 올해 여름까지는 상승 국면이 이어질 것으로 전망하고 있다.
- 이에 따라 종전까지 예상했던 기준금리 수준에 대한 상향 조정했고, 당장 오는 5월 금통위에서도 기준금리가 인상될 것으로 전망치를 조정한다(5월 한은 금통위에서 기준금리 1.50%에서 1.75%로 25bp 인상 예상). 5월 인상 이후에도 금통위는 7월에도 금리를 추가로 더 인상할 것으로 전망한다.
- 물가 상승 압력이 여전히 상존할 것으로 예상되는 시기까지 금통위가 개최될 때 마다 매번 금리 인상이 가능할 것이란 전망이다. 실제 당사의 예상대로 7월까지 인상이 이뤄진다면 한국 기준금리는 4월, 5월 그리고 7월 3회 연속으로 매번 금통위가 열리는 시기마다 인상된다. 또 당사는 향후 한국 기준금리는 5월, 7월 인상 이후에 올해 11월과 내년 1월에도 추가 인상을 거쳐 최종적으로 2.50%까지 인상될 것으로 예상한다.

## 음식료업

한유정 yujung.han@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

## 이제부터가 진짜

## 모두가 행복했던 시기는 지나고

- 2022년 1분기 한국 음식료 시장은 33조원으로 전년 동기 대비 +4% 성장. 팬데믹 상황에서의 내식 수요 급증과 가격 인상 랠리로 2020~2021년 연간 시장 성장률이 한자리 후반대를 기록했던 것과 달리 2022년 한국 음식료 시장 규모는 +5%로 예상. 대부분 가격 상승이 시장 성장을 주도할 전망
- 국제 곡물가격은 연말까지 강세 예상. 단기간 가파른 원재료 가격 상승으로 온전한 가격 전가는 제한적
- 1) 통합 구매, 비용 효율화 등을 통해 원가 상승 부담을 내부적으로 통제할 수 있는 기업과 2) 높은 시장지배력으로 가격 전가가 가능한 기업 그리고 3) 원화 약세 흐름으로 수입 원재료 의존도가 높은 기업들 보다는 해외 매출 비중이 높은 기업들 중심으로의 선별적 접근 필요
- 음식료 업종 최선호주로 CJ제일제당, 롯데칠성, 차선호주로 오리온 추천

## 1Q22 Review

- 2022년 1분기 음식료 13개 기업의 합산 매출액은 15조 7,432억원(+13% yoy, +2% qoq), 영업이익은 1조 2,186억원(+9% yoy, +47% qoq) 기록

## 2Q22 Preview

- 2022년 2분기 음식료 13개 기업의 합산 매출액은 15조 7,558억원(+10% yoy, +0.1% qoq), 영업이익은 1조 1,940억원(+7% yoy, -2% qoq)으로 추정

연우  
(115960)

한유정 yujung.han@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월  
목표주가

**32,000**

유지

현재주가  
(22.05.13)

**21,500**

## 하반기를 기다려보자

### 투자의견 매수, 목표주가 32,000원 유지

- 하반기 유의미한 반등이 예상되나 2분기 눈높이는 낮출 필요

### 기대치를 하회한 1분기

- 2022년 1분기 연우 매출액은 675억원(-5% yoy, -5% qoq), 영업이익은 29억원(-55% yoy, -60% qoq)으로 종전 대신증권 추정 영업이익 45억원, 컨센서스 영업이익 43억원을 큰 폭으로 하회
- [국내] 대중국 수요 감소 영향과 재고 조정 영향으로 국내 A사, L사 매출액이 각각 -8%, -63%로 부진하였고 2~3월 내부 코로나19 확진자 증가에 따른 생산 차질로 A, L사 외 국내 매출액은 -1% yoy에 그침
- [해외] 영업 조직 전환 효과로 유럽 매출액은 +108%로 크게 성장했고 물류난으로 선적이 지연되었던 물량이 1분기 약 30억원 출고되며 미주 매출액은 +14% 기록. 고객사 수주 물량 증가로 중국 매출액은 +43%를 기록하며 전체 해외 매출액은 +18% yoy 기록

### 2분기도 기대치는 낮춰야

- 2022년 2분기 연우 매출액은 731억원(-5% yoy, +8% qoq), 영업이익은 95억원(-4% yoy, +229% qoq)으로 컨센서스 영업이익 106억원 하회 전망
- 일본을 제외한 전체 해외 지역에서의 매출 성장세가 지속될 전망이나 국내 주요 고객사의 재고 조정 영향이 2분기에도 지속될 것으로 예상됨

# 한세실업 (105630)

유정현 junghyun.yu@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월  
목표주가

**44,000**

상향

현재주가  
(22.05.13)

**24,650**

## 고마진 수주에 집중하면서 대형 벤더사로서 지배력 확대

### 투자의견 BUY 유지하며 목표주가 44,000원 상향

- 투자의견 BUY와 목표주가 44,000원(12개월 Forward P/E 13배)로 10% 상향. 목표주가 상향은 2022-2023년 실적 상향 조정에 따른 것임

### 1Q22 Review: 수주도 좋았고, 환율 여건도 좋았다

- 매출액 5,812억원(+55%, yoy), 영업이익 490억원(+66%, yoy) 기록. 지난 해 3분기 베트남 lock down 당시 일부 지연됐던 수주와, 소비 회복, 그리고 재고 부족에 의한 re-stocking 수요로 1분기 매출액은 USD 기준 yoy 47% 이상 급증. 여기에 우호적인 원/달러 환율(yoy +8%) 여건으로 영업이익률은 비수기인 1분기 평균 3%대를 매우 큰 폭으로 상회하는 8.7%를 기록. 최근 원재료 가격 급등에도 수주 단가 인상으로 원가 부담이 일부 상쇄되었으나 매출원가율은 전년도 1분기 82.7% 대비 170bps 상승한 84.4% 기록함. 그러나 매출 볼륨이 커지고 환율 상승으로 국내에서 발생하는 판관비의 비중이 크게 낮아지면서(yoy -2.3%p) 수익성 개선

### 2022년 2-3분기 수주 증가율 USD 기준 yoy 20% 전망

- 매우 우호적인 환율 여건이 이어지고 있어 매출 성장에 따른 비용 효율 구간 지속될 전망. 최근 면화 가격이 재차 급등세이나 환율도 급등 흐름이 지속되면서 원재료 구매 시점과 제품 출하 시점의 환 spread 효과로 원가 부담이 일부 상쇄되고 있는 상황. 또한 환율 상승으로 판관비율이 2020년 연간 9.8%에서 1Q21 9.4% → 4Q21 8.2%로 하락하였고 올해 1분기 7.1%까지 급락하는 등 수익성 개선 요인 많은 상황. 미국 소비 부진 우려 속에서도 저마진 수주 대신 고마진 수주에 집중하는 등 대형 벤더사로서 시장 지배력 확대로 올해 동사는 수주 yoy +22% 성장(USD 기준), 영업이익 yoy +59% 증가할 것으로 예상

# 영원무역 (111770)

유정현 junghyun.yu@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월  
목표주가

**80,000**

상향

현재주가  
(22.05.13)

**45,200**

## 1Q22 수주 +50% 이상 급증, 대형 벤더사 통합 효과 지속

투자의견 BUY 유지하며 목표주가 80,000원으로 상향

- 투자의견 BUY 유지하며, 목표주가 80,000원(12개월 Forward 기준 P/E 9배)으로 14% 상향 조정. 목표주가 상향은 2022-2023년 실적 상향 조정에 따른 것임

1Q22 Review: OEM 수주 +50% 이상 증가, Scott도 서프라이즈 지속

- 매출액과 영업이익은 각각 7,664억원(+35%, yoy), 1,459억원(+97%, yoy)으로 서프라이즈 기록 [OEM] USD 기준 수주액은 yoy +50% 이상 증가. 환율이 yoy +8% 상승하면서 원화 매출 증가율은 yoy +63% 기록. 동 사업부의 영업이익은 1,036억원(yoy +183%) 기록. 분기 OPM이 23.5%를 기록하면서 yoy 10.0%p 급등 [Scott] 전년도 코로나19 수혜 효과에 따른 기저 부담이 있었음에도 불구하고 매출액이 환율 영향으로 yoy +6% 증가. 영업이익도 전기 자전거의 구조적 수요 증가에 힘입어 공급망 병목 현상으로 상품 소싱에 차질이 있었음에도 불구하고 yoy +15% 증가(영업이익률 13.2% 기록)

공급망 병목 현상으로 대형 OEM사 수혜 예상 보다 매우 큰 상황

- [OEM] 글로벌 공급망 붕괴로 공급에 차질을 겪으면서 대형 OEM 기업들 수주가 더 크게 증가하는 벤더 통합 현상 지속. 러시아의 우크라이나 침공 사태와 인플레이션 등 경기침체 우려로 올해 수주 성장률에 대한 눈높이 낮아지고 있으나 연간 20% 이상(USD 기준) 수주 증가 무리가 없을 것 [Scott] 지난 해 예상 대폭 상회하는 손익 개선으로 올해 손익 감소가 불가피하지만 전기 자전거 수요 꾸준한 점 고려하면 손익 감소 소폭에 그칠 것
- 공급망 병목 현상의 장기화로 대형 벤더사들의 수혜가 예상 보다 매우 큰 상황. 우호적 환율 여건과 극심한 저평가 상태임을 고려한 투자 전략 유효

엘앤에프  
(066970)

전창현 changhyun.jeon@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월  
목표주가

**340,000**

상향

현재주가  
(22.05.16)

**231,300**

## 테슬라 효과는 계속된다

### 투자의견 매수, 목표주가 340,000원으로 상향

– 목표주가는 22년 EPS 6,386원에 22~24년 평균 EPS증가율 적용한 PEG 1배 기준 멀티플 53.9배 적용해 산출. 목표주가 상향은 조정된 실적 추정치에 근거

### 압도적인 성장을 보여준 1분기

– 1Q22 매출액 5,536억(YoY+283%), 영업이익 530억원(YoY흑전)으로 컨센대비 매출은 +7% 상회, 영업이익은 +28% 상회하는 호실적 기록

– 글로벌 차량용 반도체 부족에도 불구하고, 건조한 테슬라(LGES)향 하이엔드 NCMA 양극재 수요로 판매 증가하며 분기 최대 매출액 기록. NCMA 매출 비중은 60% 이상으로 추정. 니켈 등 주요 광물 가격 상승에 따른 판가 이전으로 ASP는 전분기 대비 상승. 다만, EV/ESS향 로우엔드 NCM523 실적은 부진. 수익성은 하이니켈 판매비중 확대로 제품 믹스 개선, 구지 1공장 풀가동으로 생산효율 증대되며 분기 최대 OPM 9.6%(QoQ+2.2%p) 기록

### 2분기 사상 최대 실적 전망, 22년 전반 주가 모멘텀 다수

– 2Q22 매출액 8,408억(YoY+309%), 영업이익 720억원(YoY+1,153%)으로 매출과 이익 모두 사상 최고치 예상. 최근 상해 테슬라 셋다운에도 불구하고, 니켈 함량 90% NCMA 수요는 지속 확대. 재고 확보 등 고객사의 요구 물량 대응 위해 구지 2공장 조기가동 예정. 원자재 가격 상승에 따른 판가 상승 지속

– 향후 1) 북미 레드우드 머티리얼즈와의 양극재/전구체/리사이클링 협력 구체화, 2) 해외 캐파 증설 발표, 3) LGES향 기존 계약(21.1월~22.12월, 1.4조) 만료에 따른 중장기 추가 계약 체결 등의 주가 모멘텀 다수 기대



# 인터플렉스 (051370)

박강호 kangho.park@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월  
목표주가

**25,000**

유지

현재주가  
(22.05.16)

**15,450**

## 1Q 호조, 하반기 더 좋다

### 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 25,000원 유지

- 연결, 2022년 1분기 매출(1,316억원 61.9% yoy/-5.9% qoq), 영업이익(74억원 흑자전환 yoy/-41.4% qoq)은 종전 추정에 부합 동시에 전년동기대비 큰 폭의 실적 개선을 시현. 2021년 3분기에 시작된 호실적의 연속으로 평가
- 1분기 실적 호조 배경으로 삼성전자의 갤럭시S22 중 S펜이 적용된 울트라 모델의 판매 확대로 인터플렉스의 디지털라이저(연성PCB) 매출 증가에 기인. 갤럭시S22 울트라 모델의 생산 비중은 약 60%내외로 추정, 2021년 갤럭시S21 울트라와 비교시 약 25%~30%p 높아진 것으로 분석. 소비자가 프리미엄, 대화면 및 S펜 기능을 선호하면서 수혜를 받음
- 2022년 2분기 매출은 1,366억원(67.5% yoy/3.8% qoq), 영업이익은 81억원으로 전년동기대비 흑자전환(8.9% qoq) 추정, 2분기보다 하반기 실적 확대에 주목. 폴더블폰 중 갤럭시Z폴드4(S펜 기능을 적용) 판매량 증가로 디지털라이저 매출 증가가 예상
- 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 25,000원(2022년 주당순이익 x 목표 P/E 16.4배 적용) 유지, 현 시점이 비중 확대로 시기로 판단
- 투자포인트는 1) 2022년 하반기 매출과 영업이익은 각각 3,805억원, 284억원으로 전년동기대비 각각 33.9%, 26.3%씩 증가 예상. 2) 연간 영업이익은 2022년 439억원(1,272% yoy), 2023년 604억원(38% yoy)으로 폴더블폰(갤럭시Z폴드) 시장 확대와 동반하여 고성장 전망. 3) 2023년 포트폴리오의 다각화 추진, XR기기향 R/F PCB 매출을 예상

# 자화전자 (033240)

박강호 kangho.park@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월  
목표주가

**33,000**

유지

현재주가  
(22.05.16)

**29,700**

## 단기 실적보다 중장기 방향이 중요

### 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 33,000원 유지

- 연결기준으로 2022년 1분기 매출(776억원 -17.7% yoy/-20.8% qoq)과 영업이익(38억원 -30.3% yoy/-56.5% qoq)은 종전 추정을 하회
- 2022년 1분기 실적 둔화는 국내 고객사 및 중국향 OIS 공급이 예상대비 감소하여 전반적으로 고정비 부담이 높아진 것으로 분석
- 2022년 2분기 매출은 709억원(-4.1% yoy/-8.7% qoq), 영업이익 32억원(흑자전환 yoy/-15.7% qoq)으로 추정. 국내외 고객사향 OIS 공급 둔화, 저가 비중 증가로 믹스 악화 예상
- 자화전자는 2023년 하반기, 북미 스마트폰 업체로 손떨림보정부품(OIS)을 신규 공급할 예정. 관련 투자(공시/2022.04.13. 카메라모듈 부품 사업에 1,910억원)가 2022년 하반기에 진행, 2023년 하반기에 매출과 영업이익의 성장에 초점을 둔 장기적으로 비중확대 전략 유지
- 투자포인트는 1) 2022년 연간 매출은 2,982억원(-14.3% yoy), 영업이익은 137억원(-15.8% yoy) 추정. 글로벌 스마트폰 시장의 성장 정체 및 OIS 부문에서 경쟁 심화가 예상
- 2) 2023년 신규 고객사를 확보, 하반기에 손떨림보정부품(OIS)을 공급하면 연간 매출은 5,234억원으로 전년대비 75.5% 증가 추정. 신규 매출은 약 3,400억원으로 예상

# 코리아써킷 (007810)

박강호 kangho.park@daishin.com

투자의견	<b>BUY</b> 매수, 유지
6개월 목표주가	<b>38,000</b> 유지
현재주가 (22.05.16)	<b>29,600</b>

## 22년 매출, 영업이익은 최고 여전히 저평가

### 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 38,000원 유지

- 연결, 2022년 1분기 영업이익은 311.7억원(304%(yoy), -24.7%(qoq))으로 종전 추정(364억원), 컨센서스(335억원)을 하회. 매출은 4,108억원(38.5% yoy/-1.1% qoq)으로 종전 추정 및 컨센서스 상회, 전반적 반도체 패키지 호황 속에 연결 대상인 인터플렉스의 실적 호조로 전년동기대비 큰 폭의 개선 추세 유지
- 2022년 1분기 실적 호조의 특징은 1) 주기판(HDI)이 국내 고객사의 스마트폰향 공급 감소로 영업이익률이 2021년 하반기대비 소폭 낮아졌지만 반도체 패키지의 매출 증가, 믹스 효과로 전체 영업이익률은 7.6%로 2021년 하반기(9.4%) 수준을 유지 2) 별도 기준의 매출(1,952억원)과 영업이익(213억원)은 전년대비 각각 40.6%, 211%씩 증가 등 호조 3) 연결 대상인 인터플렉스의 영업이익(74억원)은 S 펜이 적용된 갤럭시S22 울트라 모델의 판매 호조로 전년동기대비 큰 폭의 성장을 시현
- 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 38,000원(2022년 주당순이익 X 목표 P/E 9.3배 적용) 유지
- 투자포인트는 1) 별도기준의 2022년 매출(8,804억원)과 영업이익(989억원)은 각각 36.1%, 68%씩 증가 등 최고 실적을 예상
- 2) 연결 기준의 2022년 매출(1.87조원)과 영업이익(1,573억원)은 각각 31.6%, 84.9%씩 증가 등 최고 실적 예상. 인터플렉스도 폴더블폰(갤럭시Z폴드4)향 디지털타이저 공급 증가로 매출과 영업이익의 높은 증가 예상

## Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.