

2023.08.04(금) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-08-04 오전 4:15

수정한 날짜: 2023-08-04 오전 8:46

2023.08.04(금) 증권사리포트

에스엠

사상 최대 실적을 앞두고 여전히 과소 추정된 컨센서스

[\[출처\] 하나증권 이기훈 애널리스트](#)

목표주가 상향

당사 추정 기준 작년 4분기부터 올해 상반기까지 약 8~9개월 간 추정치 변화가 없었던 유일한 기획사로 NCT의 컴백이 하반기에 집중되어 있어 앨범의 폭증 현상이 없었기 때문이다. NCT드림이 선주문 420만장으로 컴백하면서 서프라이즈를 기록하여 오랜만에 추정치를 상향하였으며, RIIZE의 흥행이 가장 중요한 모멘텀이 될 것이다. 실적과 흥행 모멘텀들이 집중되어 있어 지속적인 관심을 추천한다. 영업외적으로는 1) 2대 주주인 하이브의 지분이 상황에 따라 수급적 변수가 될 수 있으며, 2) 비핵심자산으로 거론되는 키이스트/C&C 등의 자회사 매각이 성공한다면 밸류에이션은 추가로 상향될 여지가 높다. 실적 추정치 상향 및 목표주가 적용 연도를 2024년으로 변경해 165,000원(+14%)으로 상향한다.

2Q OP 357억원(+84%)

2분기 매출액/영업이익은 각각 2,398억원(+30% YoY)/357억원(+84%)으로 컨센서스(312억원)를 상회했다. 별도 영업이익은 280억원(+18%)으로 1) 음반은 에스파/NCT 유닛 및 솔로의 컴백을 포함해 370만장 판매, 2) 콘서트는 NCT드림 월드 투어 및 동방신기 일본투어 등 약 60회가 반영되었다. 컴백과 연동한 팝업 스토어 진행으로 MD 매출이 423억원(+75%)으로 호조를 보인 것도 긍정적이었다. 다만, 조직 개편 및 음반/원 유통사 변경에 따른 인건비 (제작 인력 42명 증가 등) 및 음반 반품 등의 비용이 약 50억원 반영되면서 이익은 다소 부진했다. 연결 자회사들의 단순 합산 영업이익은 77억원(흑전)으로 대규모 투어에 따른 드림메이커 및 일본 법인이 각각 32억원(흑전)/30억원(+500%)을 기록했으며, 역사적 엔저 구간에도 일본 법인의 이익률(OPM 11.5%)은 긍정적이었다. C&C/키이스트는 각각 -3억원으로 광고 업황 부진 및 편성 부재로 부진했다.

하반기 NCT 3번 포함 22번의 컴백 계획

3분기에는 EXO/NCT드림/NCT 완전체 외에도 키/디오 등의 (미니) 솔로 컴백이, 4분기에는 에스파/레드벨벳/NCT127/WayV 및 태연/태민의 컴백이 계획되어 있다. 또한, 9월 신인 남자 그룹인 RIIZE가, 4분기에는 일본 남자 그룹인 NCT TOKYO의 데뷔가 예상된다. 5개의 멀티 제작 센터 출범을 통해 아티스트들의 컴백이 많아지고 있는데, 관련 비용들이 선제적으로 반영되었다. 3분기 영업이익은 기존 530억원 대비 상향된 650억원(+118% YoY), 4분기는 501억원(+121% YoY)을 전망한다. 최근, 음악 퍼블리싱 자회사인 에스엠 프렌즈를 설립해서 로열티 수입 내재화를 목표로 하고 있어 추가적인 상향도 가능하다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

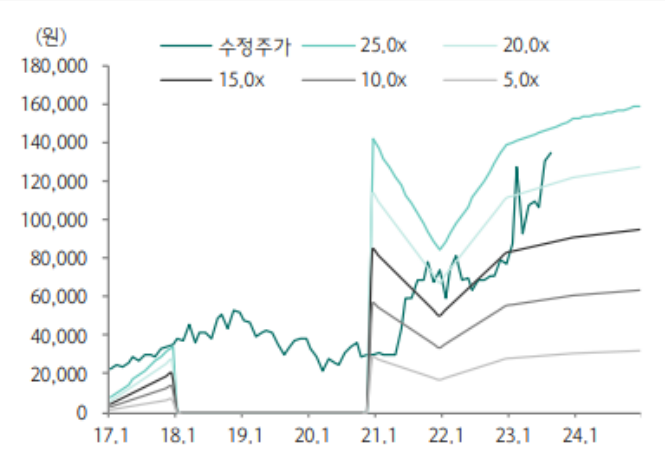
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	701.6	850.8	1,117.0	1,217.5
영업이익	67.5	91.0	169.0	190.8
세전이익	173.1	116.9	204.0	229.3
순이익	133.5	80.0	132.3	145.0
EPS	5,667	3,363	5,553	6,084
증감율	흑전	(40.66)	65.12	9.56
PER	13.09	22.81	24.26	22.14
PBR	2.81	2.60	3.99	3.55
EV/EBITDA	11.64	10.50	11.22	10.37
ROE	25.48	12.18	17.67	17.06
BPS	26,408	29,472	33,801	37,918
DPS	200	1,200	2,000	2,300

도표 3. SM 아티스트 활동 라인업 - 초록은 8년차 이상

	17	18	19	20	21	22	23F	24F
동방신기	입대							
슈퍼주니어	입대							
소녀시대								
샤이니		입대	입대					
EXO			입대	입대				
레드벨벳								
NCT								
웨이선V(중국)			데뷔					
에스파				데뷔				
RIIZE							데뷔	
NCT도쿄							데뷔	
신인 여자(한국)								데뷔

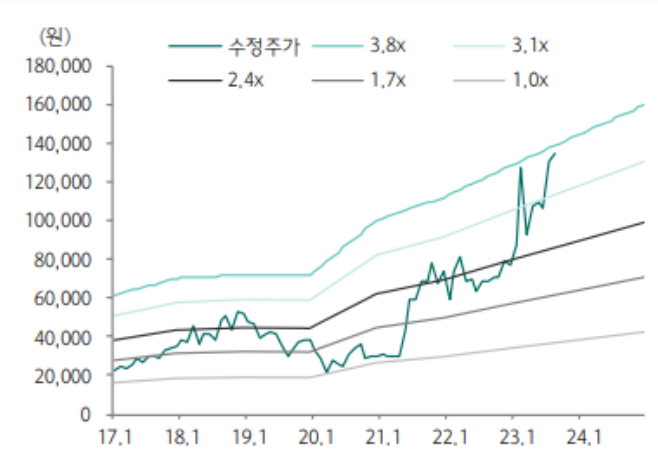
자료: 하나증권

도표 6. SM 12MF P/E 밴드 차트



자료: 하나증권

도표 7. SM 12MF P/B 밴드 차트



자료: 하나증권



카카오게임즈

트리플 A급 신작 검증 필요

[\[출처\] 키움증권 김진구 애널리스트](#)

동사 목표주가 3.6만원으로 하향 조정

동사 목표주가를 3.8만원에서 3.6만원으로 하향하고 투자의견 Outperform을 유지한다. 신규 목표주가 산정은 동사 주요 신작별 성과가 온기로 반영될 24E 지배주주지분 1,243억원 대상으로 라이온하트스튜디오 별도 이익 기준의 지배주주지분 환산분 355억원과 이를 제외한 888억원으로 구분하였다. 각각 이익기준 타겟 PER은 20배, 30배를 적용 후 연간 할인율 10%을 반영하되, 전자는 라이온하트스튜디오 IPO 전제로 이중 상장에 따른 할인율 20%를 추가로 적용하였다. 후자는 아키에이지 2 및 Path of Exile 2 국내 등 동사 차기 신작의 추가 잠재력을 감안한 우호적 밸류에이션이며, PC 및 콘솔 중심 신작에 대한 사측의 의지치가 투영된 밸류에이션 최대치임을 강조하고자 한다. 아키에이지2는 내년 하반기 개발 완료를 감안시 24년 중반 전후로 인게임 영상을 포함한 마케팅이 본격화될 것으로 기대되며, Path of Exile 2 경우 내년 6월 테스트가 예정되어 있어 동사 기업가치에 대한 탄력성은 내년 2분기를 기점으로 증가될 것으로 조망한다.

주요 게임 및 전사 추정치 점검 결과

동사의 메이저 게임인 오딘의 글로벌 일평균 매출액은 23E 8.9억원에서 24E 9.4억원으로 소폭의 증가를 가정했으나, 동종 세그먼트 내의 경쟁강도 강화에 따른 매출 하향화 압박이 상존한다 할 수 있다. 아키에이지 위 일평균 매출은 23E 5.8억원에서 24E 5.1억원으로 소폭의 감소를 추정치에 반영 했으며, 대만 및 서구권 출시에 따른 초기 매출 분기를 각각 2Q24E, 1Q25E로 기존 추정치 대비 1개 분기를 순연 가정하되, 권역별 일평균 매출은 기존 추정인 1.3억원과 2.5억원을 각각 유지하였다. 아레스 일평균 매출액은 초기 분기 기준 3Q23E 기준 10.0억원과 23E 8.6억원에서 24E 8.6억원으로 대체로 유지를 적용했고, 동 게임은 기존 중화권 지역 출시 후 서구권 지역 확장이라는 출시 전략보다는 장르의 성격을 감안시 글로벌 동시 출시 가능성을 염두할 필요가 있다고 판단하는 바, 해외 동시 출시에 따른 초기 분기를 2Q24E로 일평균 매출 5억원을 추정치에 산입했다. 이외 아키에이지 2는 현실적으로 출시를 1Q25E로 조정해 엑스엘게임즈 PC 플랫폼 기준으로 기존 게임 합산시 25E 997억원을 매출액에 반영하였다. 이외 카카오 VX 및 세나테크놀로지 매출 성장 둔화에 따른 실적 조정분을 감안한 결과 24E 지배주주지분은 기존 대비 18% 하향했으며, 25E 지배주주지분은 기존 대비 17% 상향 조정하였다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,012.5	1,147.7	1,185.7	1,400.8
영업이익	111.9	175.8	132.4	177.3
EBITDA	155.2	269.1	215.9	258.3
세전이익	722.1	-194.7	119.3	187.3
순이익	520.2	-196.1	87.6	142.0
지배주주지분순이익	528.7	-233.6	76.3	124.3
EPS(원)	7,061	-2,929	925	1,506
증감률(% YoY)	412.0	적전	흑전	62.8
PER(배)	12.9	-15.2	34.0	20.9
PBR(배)	3.35	2.18	1.68	1.77
EV/EBITDA(배)	45.5	16.6	16.2	13.9
영업이익률(%)	11.1	15.3	11.2	12.7
ROE(%)	34.1	-12.4	4.7	8.2
순차입금비율(%)	-12.4	22.7	29.5	35.1



TKG휴켄스

말복에는 닭이 아닌 배당주를 사자

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

올해 2분기 영업이익, 작년 동기 대비 41.7% 증가

TKG휴켄스의 올해 2분기 영업이익은 437억원으로 작년 동기 대비 41.7% 증가하며, 최근 높아진 시장 기대치(401억원)를 상회하였다. 판가 하락에 따른 외형 감소에도 불구하고, 주요 원재료 가격 하락으로 제품 스프레드는 오히려 개선되었기 때문이다. 1) 초안은 작년 동기 대비 생산량이 10% 이상 감소하였지만, 질산은 10% 이상 증가하였고, DNT/MNB는 국내 자동차/조선 경기 개선에 따른 주요 고객사들의 고위 가동 및 역외 경쟁 설비들의 섯다운/구조조정 확대 등으로 작년 동기 대비 40~50%의 물량이 증가하였으며, 2) 원재료인 암모니아/방향족 가격 하락으로 제조원가가 감소하였기 때문이다. 특히 질산/초안 등 NA부문은 암모니아 투입가 하락으로 작년 동기 대비 영업이익이 147% 증가하였다. 3) 또한 수익성이 높은 탄소배출권이 올해 2분기에 약 20만톤 판매된 점도 실적 개선에 긍정적으로 작용하였다.

10년 전과 동일한 질산 플랜트 증설 비용

증설 추진으로 동사의 희질산 생산능력은 올해 말 148만톤으로 증가하며, 기존 대비 37% 증가할 전망이다. 절대적인 물량이 증가하는 가운데, 고정비와 유틸리티 등의 절감 효과가 추가될 것으로 예상된다. 또한 이번 No.6 질산 플랜트의 Capex는 1,500억원이다. 이는 10년 전 증설한 동사 No.5 플랜트와 동일한 투자 금액이다.

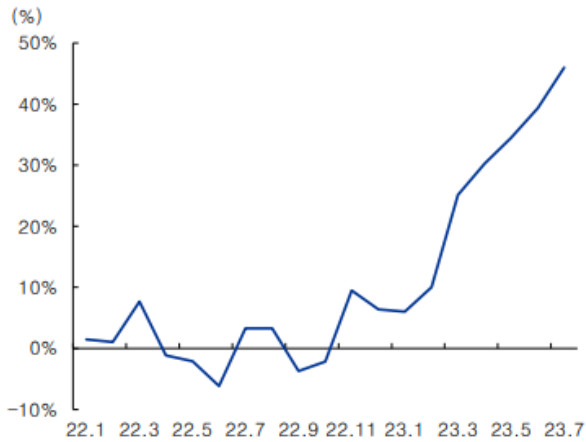
올해 배당수익률, 섹터 내에서 압도적 수치 기록 전망

12월 결산법인들의 상반기 실적이 발표되는 8월은 기업들의 연간 배당 규모/정책을 가늠할 수 있는 배당주 투자의 최적 시점 중 하나이다. 동사의 상반기 순이익은 854억원으로 작년 연간 수치를 이미 상회하였다. 올해 배당성향이 지난 6년 배당성향 중 가장 낮은 수치인 작년과 동일하다고 가정하더라도, 동사 올해 DPS는 작년 대비 60% 이상 증가할 전망이다. 또한 최근 주가 상승에도 불구하고, 배당수익률은 7.3%로 섹터 내에서 압도적일 것으로 보인다. 한편 올해 MNB/질산 투자 집행이 대부분 마무리되는 점을 고려하면, 내년에도 높은 배당성향이 유지될 가능성이 크다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	861	1,236	1,142	1,376	1,570
영업이익	93	117	156	170	197
세전이익	105	106	171	179	208
당기순이익	78	82	133	139	162
EPS(원)	1,851	2,001	3,248	3,408	3,953
증가율(%)	53.5	8.1	62.3	4.9	16.0
영업이익률(%)	10.8	9.5	13.7	12.4	12.5
순이익률(%)	9.1	6.6	11.6	10.1	10.3
ROE(%)	11.1	11.4	16.8	15.9	16.8
PER	12.5	10.0	7.0	6.7	5.8
PBR	1.4	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.6	4.4	3.8	3.3	2.5

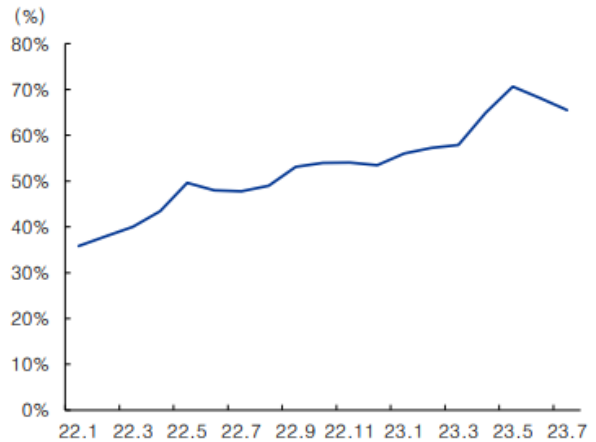
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 질산 변동마진율(스프레드/가격) 추이



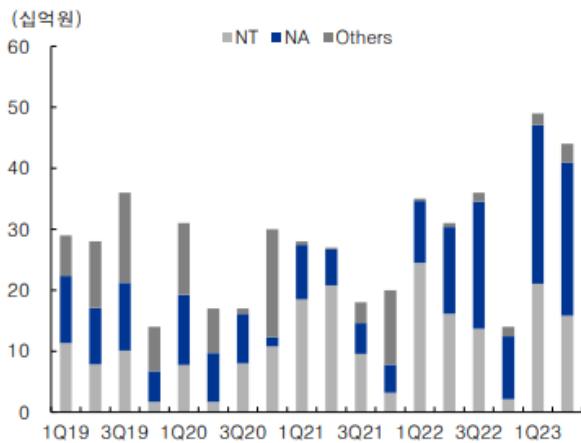
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 2. 국내 질산암모늄(초안) 변동마진율(스프레드/가격) 추이



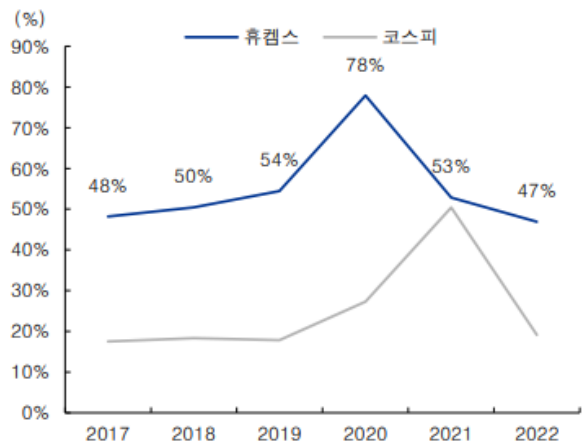
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 1. TKG휴켄스 제품군별 영업이익 추이



자료: TKG휴켄스, IBK투자증권

그림 2. TKG휴켄스/KOSPI 배당성향 추이



자료: TKG휴켄스, IBK투자증권



고려아연

하반기가 기대되는 이유

[\[출처\] 키움증권 이종형 애널리스트](#)

2분기 실적은 부진했지만 예상수준에 부합

연결 영업이익은 1,557억원(+7%QoQ, -59%YoY)으로 1분기대비 소폭 개선되며 키움증권 추정치 1,479억원과 컨센서스 1,585억원에 부합했다. ① 별도기준 영업이익 1,646억원(+6%QoQ, -53%YoY), 영업이익률 9.2%(+0.5%pQoQ, -7.1%pYoY)으로 여전히 수익성은 정상화되지 못하였는데, 아연가격이 -14%QoQ 하락한 가운데 연공장 보수로 연 판매량이 -7%YoY로 부진했기 때문이다. 또한 ② 호주 자회사 SMC는 1년 이상 기다렸던 Ferric Oxide 공장의 가동승인을 5월에 획득하였음에도 초기 가동에 따른 아연 생산량 감소로 영업이익률은 1%(-6%pQoQ) 수준에 그쳤고, ③ 페달포인트, 스틸사이클, KZAM 등 신규 자회사들의 영업적자도 여전히 지속되었다.

2분기 실적은 평소의 고려아연의 이익체력에는 여전히 미치지 못했지만 작년 4분기 및 올해 1분기와 비교해 점진적인 개선을 보이고 있고, 호주 SMC가 기다렸던 신규공장의 가동승인을 받았다는데 의미를 둘 수 있다.

부진했던 상반기를 뒤로 하고 하반기가 기대되는 이유

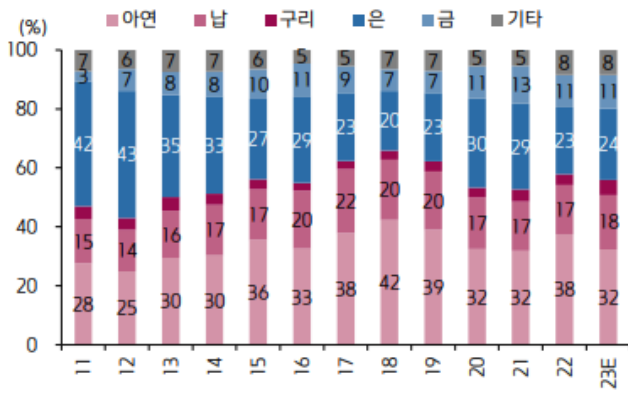
① 연공장 보수로 인해 상반기는 분기 평균 연 판매량이 9만톤 수준에 그쳤지만 하반기는 생산 정상화로 분기 판매량이 12만톤 이상으로 회복될 전망이다. 또한, ② 작년 하반기 이후 실적 부진의 원인이었던 호주 SMC도 신규설비가 가동에 들어가면서 3분기부터는 생산량 증가 및 수율 개선과 함께 실적개선이 기대된다. 한편, ③ 2분기 부진했던 아연가격도 중국의 경기부양 기대감으로 6월을 저점으로 반등을 시도하고 있다는 점도 하반기 실적에 긍정적이다. 이를 감안시 올해 분기 영업이익은 1Q 1,458억원 → 2Q 1,557억원 → 3Q 1,903억원 → 4Q 2,329억원으로 꾸준히 개선될 전망이다.

작년말 준공한 이차전지용 전해동박 1.3만톤 공장은 추진중인 인증획득이 마무리되면 올해 4분기부터 본격적인 양산이 시작될 전망이며, LG화학과의 전구체 JV 한국전구체주식회사(KPC)는 내년 2분기내 양산을 계획하고 있어 올해 주식시장을 주도하고 있는 이차전지 모멘텀이 점차 부각될 가능성이 높아지고 있다. 실적개선과 이차전지 성장모멘텀을 감안해 목표주가를 66만원(12mf PBR 1.4X)으로 상향하고 업종 대형주 Top pick으로 새롭게 제시한다.

투자지표

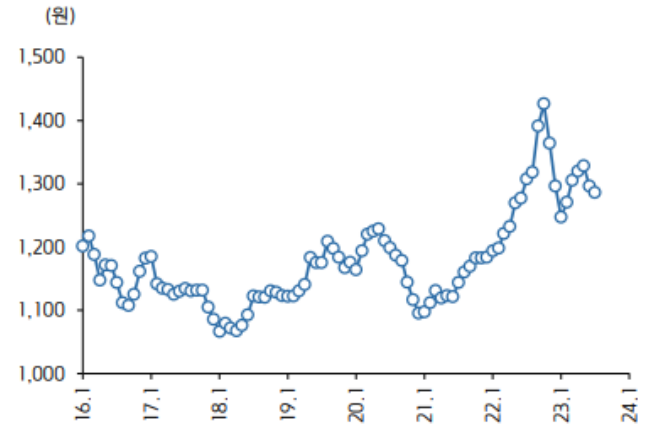
(십억원, IFRS **)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	9,977	11,219	10,042	9,891
영업이익	1,096	919	725	905
EBITDA	1,386	1,223	1,079	1,262
세전이익	1,139	881	825	987
순이익	811	798	611	730
지배주주지분순이익	807	781	606	724
EPS(원)	42,755	40,572	30,491	36,448
증감률(%YoY)	40.8	-5.1	-24.8	19.5
PER(배)	12.0	13.9	16.3	13.6
PBR(배)	1.27	1.24	1.07	1.04
EV/EBITDA(배)	5.9	8.3	7.9	6.7
영업이익률(%)	11.0	8.2	7.2	9.1
ROE(%)	11.1	9.4	6.6	7.7
순부채비율(%)	-20.7	-13.6	-16.5	-16.8

품목별 매출비중(별도기준)



자료: 고려아연, 키움증권

원달러 환율



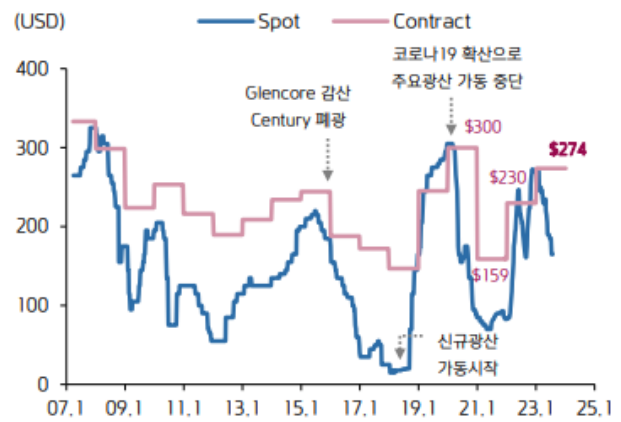
주: 원달러환율 상승시 수익성 개선
자료: Bloomberg, 키움증권

아연/연가격 추이



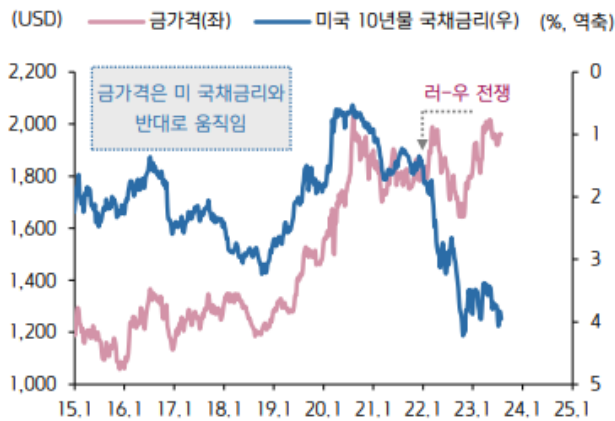
자료: Bloomberg, 키움증권

아연 제련수수료(TC)



주: 2023년 벤치마크 TC는 \$274(+\$44YoY)
자료: Bloomberg, 키움증권

금가격과 미국 국채금리



자료: Bloomberg, 키움증권

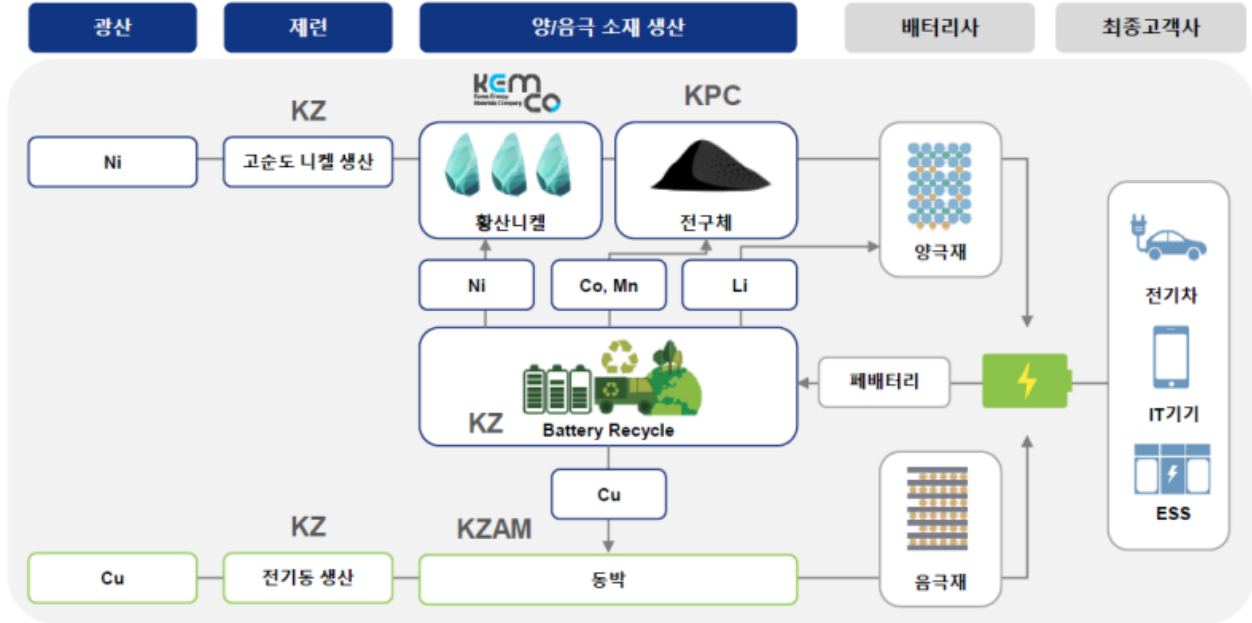
금/은가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

2차전지 핵심소재 Closed loop 공급 체인 구축

세계 최고의 기술력과 메탈소싱 능력을 바탕으로 2차전지 원재료 생산, 가공, 재활용에 걸친 산업 생태계 완성

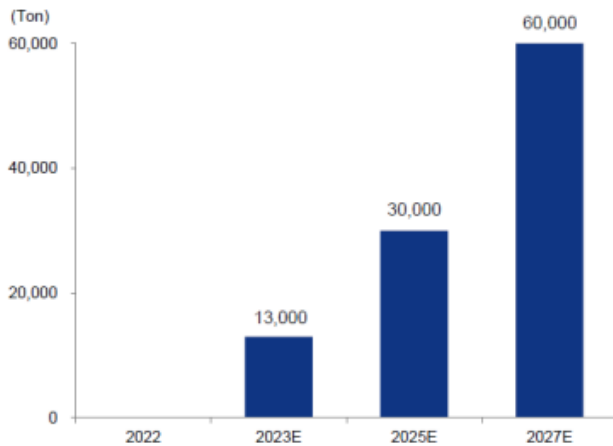


자료: 고려아연, 키움증권

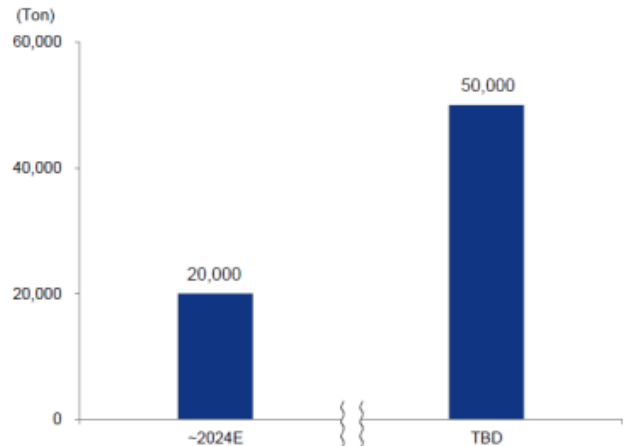
고려아연 동박 및 전구체 증설 계획

자체생산 및 재활용 원재료를 활용한 2차전지 핵심소재 양산

2차전지 동박 생산능력 (KZAM)

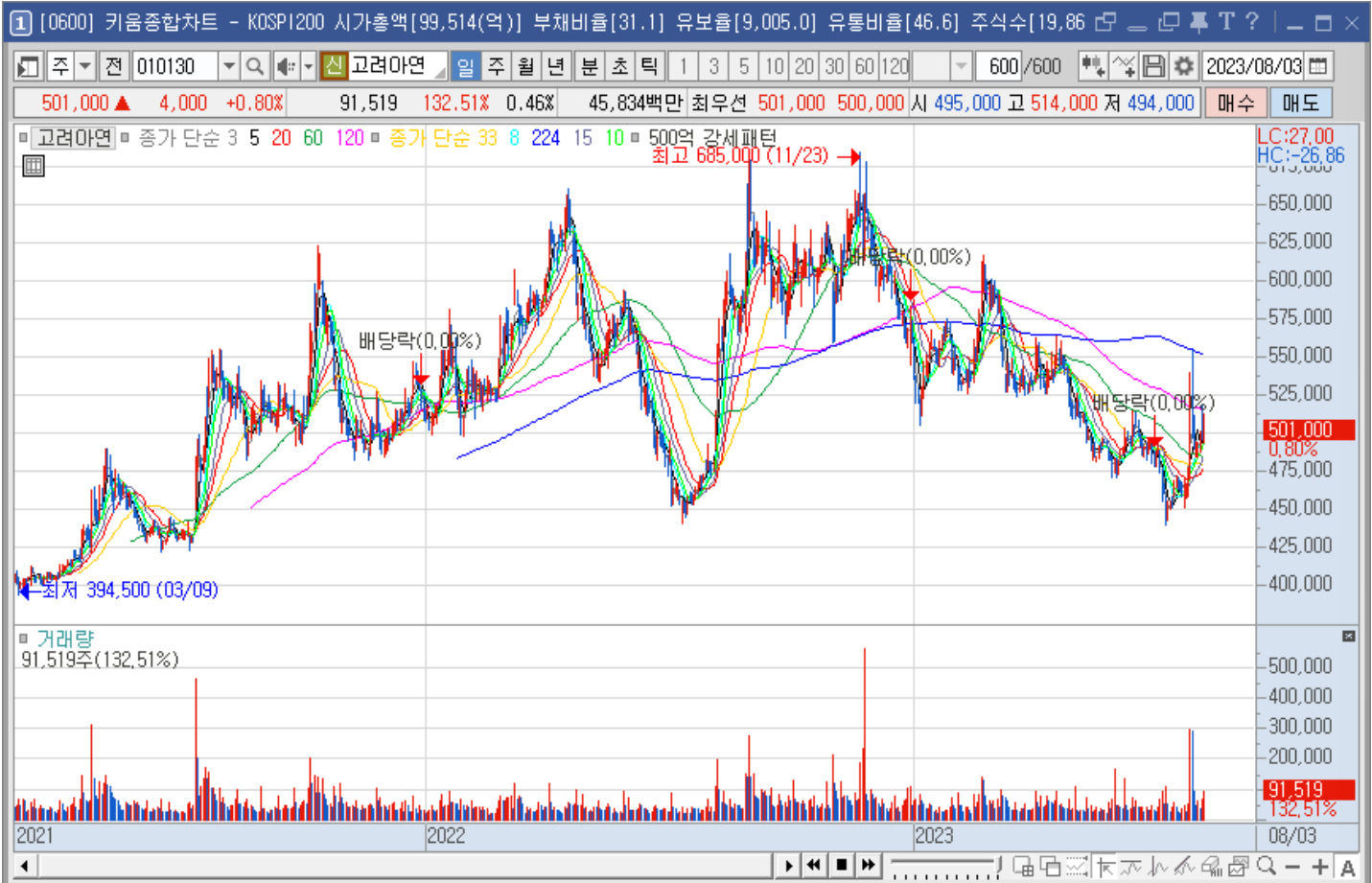


전구체 생산능력 (KPC)



주: 동박은 고려아연 100% 자회사 KZAM, 전구체는 고려아연이 35% 지분 보유한 KEMCO와 LG화학의 JV 한국전구체주식회사(KPC)

자료: 고려아연, 키움증권



유아이엘

글로벌 No.1 전자담배 기업 PMI에 국내에서 단독 공급

[\[출처\] 하나증권 최재호 애널리스트](#)

전자담배로 고성장 기반 마련, Peer 대비 현저한 저평가

유아이엘은 1982년 설립된 플라스틱 사출, 금속 가공 업체로 현재 스마트폰, 전장, 전자담배에 이르는 다양한 부품을 제조하는 기업이다. 국내, 베트남, 인도 등에 생산 공장을 확보하고 있으며, 현지에 필요한 부품을 빠르게 공급하고 있다. 동사의 생산 CAPA는 파주 생산공장 약 1,000억원, 베트남 생산공장 약 3,500억원, 인도 생산공장 약 1,000억원으로 총 5,500억원 규모의 생산 설비를 확보하고 있다. 플라스틱부터 금속까지 다양한 품목을 아우르며, 사출부터 조립까지 이르는 모든 공정에 대응할 수 있기 때문에 신규 제품 포트폴리오 다각화가 가능하다. 동사의 전자담배 부문을 주목해야 한다. 글로벌 담배 기업 PMI(Philip Morris International)를 신규 고객사로 확보하면서 실적 퀀텀 점프의 기반을 마련했다. 2022년 기준 PMI의 글로벌 전자담배 시장 점유율은 약 70%로 압도적인 1위를 차지하고 있으며, PMI에 대응하는 국내 전자담배 고객사는 동사가 유일한 것으로 파악된다. 국내 전자담배 Peer 기업은 이랜텍, 이엠텍 등이 존재하는데, 전자담배 기업은 글로벌 고객사 확보시 P/E 20배 이상으로 확장되며 고성장에 대한 밸류에이션을 부여 받는다. 특히, 이엠텍의 경우 글로벌 담배 기업 BAT(글로벌 M/S 약 15%, 2위)를 고객사로 확보하고 있어 시가총액 6천억원 이상의 고평가를 받고 있다. 동사는 글로벌 M/S 1위 고객사를 확보했다. 2024년 예상 P/E는 5배 수준이다. 매우 저평가되어 있다는 의미다. 유아이엘을 주목해야 한다.

글로벌 No.1 전자담배 기업을 국내에서 단독으로 고객사 확보

유아이엘은 2022년 3월부터 국내 K社 향으로 전자담배 디바이스와 카트리지 부품을 납품하고 있는데, 현재 K社 향 물량은 주로 국내 대응 제품으로 연간 매출 약 200~300억원 수준이 기대된다. 동사는 국내 기업의 전자담배 부품 대응 레퍼런스를 기반으로 글로벌 No.1 전자담배 기업인 PMI를 신규 고객사로 확보했다. 국내를 넘어 이제 글로벌로 진출한다는 의미다. PMI에 대응하기 위한 생산라인 세팅은 올해 6월 끝난 상황으로 올해 3분기부터 양산, 4분기부터 본격적인 매출이 발생할 것으로 전망된다. PMI 향 매출은 4분기에만 약 120억원이상 발생할 것으로 전망하며, 내년은 최소 약 700억원+@의 매출이 발생할 것으로 전망한다. 휴대폰 부품 대비 고부가가치인 전자담배 부품 사업 비중(23E 9.4% à 24E 21.9%)이 늘어남에 따라 수익성 또한 지속적으로 개선될 것으로 전망한다.

2024년 매출액 4,442억원, 영업이익 283억원 전망

유아이엘의 2023년 예상 실적은 매출액 3,567억원(+7.1%, YoY), 영업이익 176억원(+205.7%, YoY), 2024년 예상 실적은 매출액 4,442억원(+24.5%, YoY), 영업이익 283억원(+60.3%, YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 동사는 글로벌 담배 기업 PMI 향 물량을 확보하면서 신사업이 본격적으로 확장되고 있다. 실적 퀀텀 점프의 해가 도래했다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	408	299	267	333
영업이익	9	(12)	(7)	6
세전이익	13	(12)	(15)	11
순이익	8	(11)	(16)	7
EPS	380	(494)	(751)	316
증감율	(11.8)	적전	적지	흑전
PER	13.7	(7.9)	(3.6)	10.5
PBR	0.6	0.5	0.4	0.5
EV/EBITDA	2.7	57.1	4.8	2.2
ROE	4.9	(7.2)	(11.7)	4.6
BPS	8,007	7,151	6,656	7,048
DPS	400	0	0	0





넥센타이어

매출원가율 +10.4%p 개선

[\[출처\] 키움증권 신용철 애널리스트](#)

2Q23 Review: 원재료비 부담의 완화 흐름 확인

동사의 2Q23 실적은 매출액 6,915억 원(+5.8% YoY, +8.1% QoQ), 영업이익 371억 원(흑자전환, +129.6% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 6,971억원, 영업이익 347억 원)에 부합했다. 1Q23 동사의 주요 수익성 악화 요인으로 작용했던 원재료비 부담이 비로소 완화되는 흐름이 확인됐다. 이는 작년 2~3분기에 가장 높은 매입가를 형성했던 합성고무 등의 주요 원자재 재고가 약 2개 분기의 시차를 두고 1Q23까지 반영되며 대부분 소진되었기 때문이다.

동사의 주요 시장별 고인치타이어 판매비중은 전년 동기 대비 북미: +2.1%p, 유럽: +4.5%p, 한국: +7.2%p 확대되며 수익성 개선을 견인했다. 특히 유럽시장에서는 가처분 소득 감소 및 전쟁 장기화에 따른 Destocking이 지속되고 있음에도, 동사의 유럽시장 매출은 +31.2% YoY, +24.8% QoQ 성장했다.

하반기 실적 컨센서스 상향조정 기대

동사에 대한 기존 2023년 연간 실적 컨센서스는 매출액 2.8조 원, 영업이익 1,597억 원, 영업이익률 5.7%에 형성되어 있었다. 이는 동사가 제시한 매출액 가이드스에는 부합하나 영업이익률 가이드스 6~8%의 하단을 하회하는 수준이다. 1Q23 어닝쇼크의 부담이 따르는 상황인 만큼 영업이익 단에서의 보수적인 시각이 반영되어 있는 것으로 보인다.

다만 단일품목 기준 가장 높은 원재료비를 구성하는 합성고무의 상반기 평균 시세가 4Q22 대비 추가적인 하향안정화를 기록한 것으로 확인된다. 이에 따라 동사의 매출원가율 개선세는 하반기에도 지속될 것으로 기대되며, 연간 영업이익률 가이드스 달성 가능성 역시 높을 것으로 판단한다.

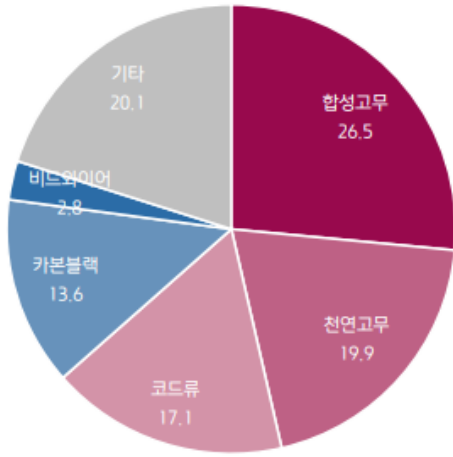
운반비 정상화 추세 지속

전년 영업적자 전환의 주요 원인으로 꼽히는 운반비의 정상화 추세 역시 고무적이다. 동사의 Pre-pandemic 매출액 대비 운반비는 6% 내외 수준이었다. 올해는 내륙운송비의 하향안정화 지연으로 Pre-pandemic 수준까지의 회복은 어렵겠으나 전년 대비로는 7%p 내외 수준의 개선이 기대된다. 최근 미주를 제외한 주요국의 교역량이 약세를 보이고 있어, 컨테이너 물동량 부진 지속에 따른 하반기 추가적인 해상운임 하락 가능성 또한 존재한다.

(십억원, IFRS)	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액	2,022.3	1,698.1	2,079.4	2,597.4
영업이익	207.4	39.4	4.4	-54.3
EBITDA	372.5	226.6	189.1	132.0
세전이익	184.3	-12.7	16.5	-40.3
순이익	118.5	-16.6	4.6	-27.5
지배주주지분순이익	118.2	-16.8	4.8	-27.8
EPS(원)	1,135	-161	46	-267
증감률(% YoY)	14.2	적전	흑전	적전
PER(배)	8.0	-	147.5	-
PBR(배)	0.61	0.42	0.45	0.40
EV/EBITDA(배)	5.0	6.9	8.4	14.8
영업이익률(%)	10.3	2.3	0.2	-2.1
ROE(%)	7.9	-1.1	0.3	-1.7
순차입금비율(%)	59.5	61.3	55.6	83.6

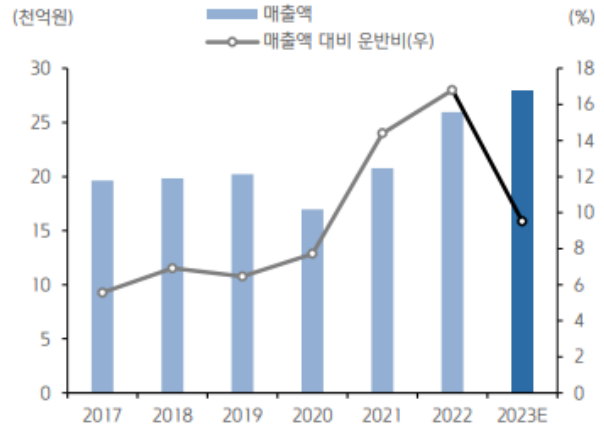
자료: 키움증권 리서치센터

넥센타이어 제품 원재료 구성비



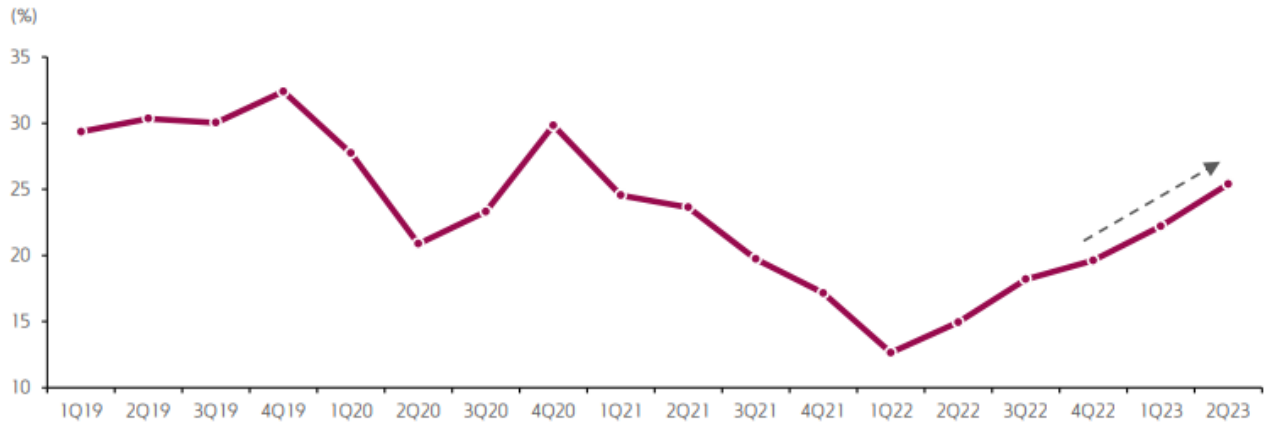
자료: 넥센타이어, 키움증권 리서치

넥센타이어 매출액 대비 운반비 추이 및 전망



자료: 넥센타이어, 키움증권 리서치

넥센타이어 매출총이익률 추이



자료: 넥센타이어, 키움증권 리서치



녹십자

묵묵히 할 일을 해 나가는 중

[\[출처\] NH투자증권 박병국 애널리스트](#)

2분기는 호실적이나 3분기는 쉬어 갈 전망

투자의견 Buy, 목표주가 155,000원으로 유지. 연결 기준 2분기 매출액 4,329억원(+2% y-y), 영업이익 237억원(+81% y-y)으로 양호한 실적 달성

1)국내 백신 매출 395억원(+145% y-y)과 2)건기식사업 비용 통제(전 분기대비 70억원 절감)로 호 실적 기록. 2분기 국내 백신은 비수기('21, '22년 10억원대)이나 금 분기는 성수기 3분기 물량이 미리 반영, 3분기 국내 백신은 역 성장 추정. 해외 백신은 578억원(-15% y-y), 코로나 이후 백신 수요 감소 영향

연결 기준 3분기 매출액은 4,448억원(-3% y-y), 387억원(-21% y-y) 추정

내년 1월 IVIG 10% FDA 승인 결정, 어떻게 팔 지가 더 중요지난 7월 14일 동사는 차세대 기대 품목인 IVIG-SN 10%의 미국 FDA BLA 제출 완료. 내년 1월 13일 즈음 결과 공개, 승인 시 하반기에 출시할 계획. 당사는 1)FcRn과 SCIG(피하주사)의 영향을 고려, 2)후발 주자로 진입한 경쟁사 BPL社의 사례 참고하여 '29년 미국 매출액 1,829억원(IV+SCIG M/S 1.4%, IVIGM/S 3%) 등 기존 추정치 유지, 현가로 3,688억원의 가치 산정

미국 IVIG는 녹십자 미국 법인을 통해 직접 판매할 계획, 최소 M/S로 추정. 미국 직판 인력 공개 및 PBM 등재 등의 뉴스를 통해 M/S 추정치 변경 가능

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	1,711	1,656	1,783	1,947
증감률	11.3	-3.2	7.6	9.2
영업이익	81	35	61	107
증감률	10.3	-57.0	75.1	74.6
영업이익률	4.7	2.1	3.4	5.5
(지배지분)순이익	65	9	51	85
EPS	5,601	787	4,333	7,234
증감률	-46.9	-85.9	450.6	66.9
PER	23.1	141.3	25.7	15.4
PBR	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	14.4	18.1	14.0	9.9
ROE	5.0	0.7	3.8	6.1
부채비율	61.2	65.8	69.0	70.9
순차입금	357	375	378	340

단위: 십억원, %, 원, 배

