

## 2023.08.14(월) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-08-14 오전 4:02

수정한 날짜: 2023-08-14 오전 11:58

### 2023.08.14(월) 증권사리포트

아난티

2분기 실적은 빌라쥬드 가치

[\[출처\] IBK투자증권 남성현 애널리스트](#)

2분기 시장 기대치를 넘어서는 영업실적

아난티 2분기 실적이 발표되었다. 매출액과 영업이익은 각각 4,929억 원(전년동기대비 +766.5%), 1,844억 원(전년동기대비 +3,483.6%)을 기록하였다. 2분기 실적은 시장 기대치를 상회한 숫자였는데, 이는 빌라쥬드 분양권 잔금 지급이 일부 반영되었기 때문이다. 세부적으로 보면 분양권 수익이 약 4,500억 원, 운영수익은 약 420억 원을 기록한 것으로 분석한다. 긍정적인 실적 추세는 하반기에도 이어질 전망이다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 기 분양물량 중 잔금 납입율이 약 50% 수준에 불과하고, 2) 중장기적으로 신규 사이트 오픈이 예정되어 있다는 점과, 3) 3분기부터 잔여 분양물량 판매가 이루어지고 있기 때문이다. 다만, 3분기의 경우 아난티 옛 강남 오픈 및 계절적 성수기 진입에 따라 운영수익 증가가 기대된다. 이에 2분기를 넘어서는 실적을 기록할 가능성이 높다.

퍼블릭 사이트 확대는 운영수익 증가로 연결

3분기부터 주목해야 하는 부분은 퍼블릭 운영수익 기여도가 확대될 수 있다는 점이다. 동사는 그동안 회원제 리조트라는 점에서 시장 및 외부환경에 대한 영향이 상대적으로 제한적이었다. 하지만, 퍼블릭 사이트가 확대됨에 따라 업황 호조가 반영될 것으로 보이며, 이는 ADR을 상승시킬 것으로 예상된다. 여기에 회원제 운영수익을 증가시킬 수 있는 요인(OCC 확대 가능성)도 기대할 수 있어 긍정적이다.

사업영역 확장은 펀더멘탈 강화를 의미

동사는 이번 실적을 통해 사이트 개발을 통한 펀더멘탈 강화를 증명하였다. 여기에 Hotel & Resort 기업으로써 가치가 확대되고 있는 상황이다. 동사는 단기적으로 분양수익이 차지하는 비중이 높지만, 중장기적으로 운영수익 증가가 이루어질 것으로 판단한다. 이에 단순 분양권 수익보다는 실질적인 펀더멘탈 개선 가능성에 주목해야 할 것이다.

(단위:십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	162	143	114	220	325
영업이익	13	5	-32	60	115
세전이익	-21	-3	-50	23	58
지배주주순이익	-20	-7	-39	19	31
EPS(원)	-246	-85	-463	221	360
증가율(%)	-871.4	-65.6	448.1	-147.8	62.8
영업이익률(%)	8.0	3.5	-28.1	27.3	35.4
순이익률(%)	-12.3	-5.6	-39.5	7.7	10.5
ROE(%)	-6.2	-2.0	-11.0	5.2	7.0
PER	-76.3	-123.0	-17.4	47.6	18.5
PBR	4.8	2.3	2.0	2.4	1.1
EV/EBITDA	46.1	40.1	-80.6	13.4	6.8

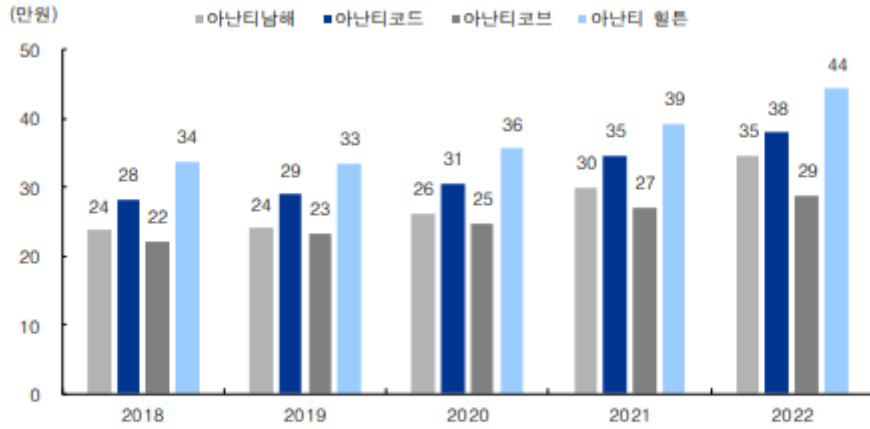
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 아난티 영업실적 추이 및 전망



자료: 아난티, IBK투자증권

그림 2. 아난티 ADR 추이



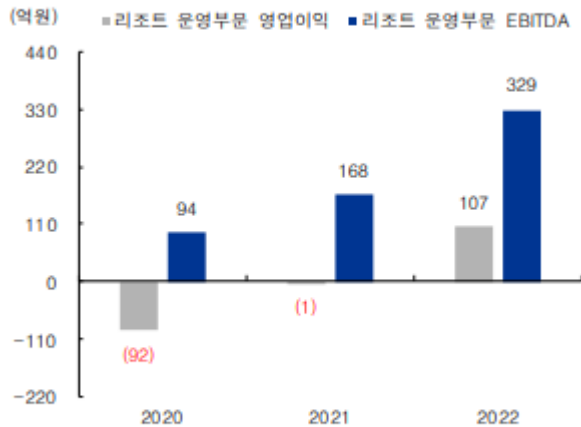
자료: 아난티, IBK투자증권

그림 4. 아난티 파이프라인

구분	VILLAGE DE ANANTI	ANANTI TOWN AT GANGNAM		LAKE DE ANANTI	VILLAGE DE JEJU
		CABINET DE E.J	BIG STAIRS		
이미지					
동영상	LTNK	-	LTNK	LINK	-
소재지	부산 기장군 기장읍	서울 강남구 논현동	서울 강남구 논현동	경기도 가평군 가평읍	제주시 구좌읍 김녕리
대지면적	4.8만평 / 4.8만평	270평 / 1,300평	56평 / 169평	2,800평 / 9,000평	8.6만평 / 17.2만평
층수	지하 2층 - 지상 12층	지하 5층 - 지상 6층	지하 2층 - 지상 5층	지하 4층 - 지상 4층	설계 중
투자비용	6,616억원	332억원	105억원	1,187억원	3,970억원
운영개시일	2023년 6월	2023년 8월 예정	2023년 8월 예정	2025년 예정	2026년 예정
분양실적	분양 중 총 4,760 구좌 중 3,884 구좌 달성 (82%)	업무시설, 근린생활시설	근린생활시설	분양 계획 중	분양 계획 중
호텔/콘도	호텔 110실 / 콘도 282실	-	-	콘도 50실	호텔 및 콘도 345실 계획 중
시설	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 인터널저니</li> <li>• 워터하우스</li> <li>• 마켓, 정원 등</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 회원 전용 라운지</li> <li>• 아이랜드 레스토랑</li> <li>• 오피스 라운지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 인터널저니</li> <li>• 모비딕마켓 (가정)</li> <li>• 라운지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 인터널저니</li> <li>• 워터하우스</li> <li>• 수상 액티비티 등</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 설계 중</li> </ul>

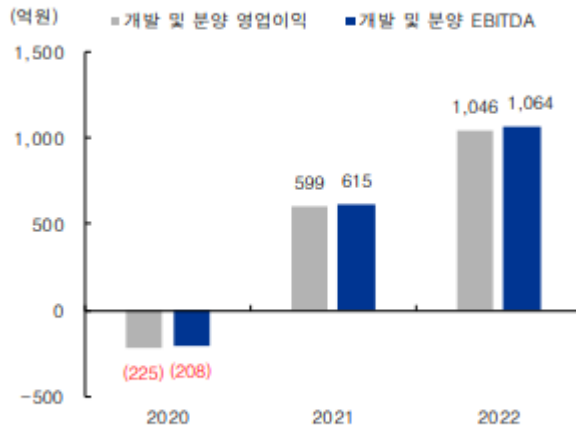
자료: 아난티, IBK투자증권

그림 5. 리조트 운영 수익 추이



자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

그림 6. 플랫폼 개발 및 분양 수익 차이



자료: 전자공시시스템, IBK투자증권



---

필어비스

붉은 사막을 차분히 기대

[\[출처\] 키움증권 김진구 애널리스트](#)

### 붉은사막의 퀄리티를 기대

동사 목표주가를 8만원으로 유지하고 게임 업종 Top pick으로 지속 제시한다. 목표주가는 동사 메인 신작인 붉은사막 출시 효과가 반영될 24E 지배주주지분 2,261억원에 타겟 PER 25배와 연간 할인율 10%를 적용한 결과이다. 동사는 이번 8월 게임스컴에서 붉은사막 인게임 영상 공개를 밝혔으며, 매니지먼트의 자신감과 퀄리티에 대한 의지가 컨퍼런스 콜을 통해 간접적으로 확인되었으며, 당사는 9년차 검은사막이 보여준 높은 게임 퀄리티와 해당 게임이 검은사막엔진을 활용한 점, 그리고 대규모 인원이 동시 플레이를 진행하는 MMORPG 특성상 개발진이 원하는 그래픽 퀄리티까지 무조건적인 업그레이드에는 한계가 존재한다는 점을 등을 종합적으로 고려할 때, 차세대 블랙 스페이스 엔진으로 개발 중인 붉은사막은 싱글플레이 기반으로 회사가 구현하고자 하는 최상단 퀄리티까지 큰 제약없이 높은 자유도로 개발 중일 것으로 관측되며, 20년 영상 공개 이후 2년 8개월이 지난 시점에서 그 동안 축적해 온 최고 개발자 중심의 장인 정신과 의지치를 모두 발현할 인게임 영상을 기대해 볼 수 있다고 총평할 수 있다. 이에 현시점은 동사에 대한 투자비중을 견고히 가져갈 필요성이 존재하며, 영상 공개 직전 이벤트에 대한 변수로 기술적인 포트폴리오 비중 조정은 염두할 수 있으나 투자자 관점에서 무게감 있는 투자 비중은 지속적으로 가져가는 것이 합리적인 구간일 것으로 제시한다.

### 검은사막의 업사이드 지속

동사가 밝힌 검은사막의 트래픽과 매출 관련 증가 수준과 관련 유저 지표 등을 종합적으로 고려할 때 당사는 3분기 검은사막 온라인의 글로벌 매출 증가폭을 251억원으로 추정치에 반영했으며, 이는 전분기대비 59.6% 증가한 수준으로, 사측이 밝힌 트래픽 증가 수준 이내 준수한 추정치로 정의할 수 있다. 3분기는 이와 함께 검은사막 콘솔의 아침의 나라 업데이트와 검은사막 모바일의 후속 콘텐츠 업데이트 등이 추가되면서 전 플랫폼에서 전분기대비 매출 증가가 전망되며, 이에 따라 동사 3분기 매출과 영업이익은 각각 1,045억원과 115억원을 기록하면서 실적 안정성을 확보할 것으로 전망된다. 검은사막은 주 업데이트와 유저 인터랙션 중심의 소통 및 주요 스트리머에 대한 케어 등을 통해 게임의 색채와 방향성이 변화하고 있는 바, 글로벌 대표 MMORPG로 지속적 입지를 다져갈 것으로 전망되며 이에 붉은사막 출시 이후에도 레벨업된 매출 안정성을 확보해 갈 수 있다는 점을 부연 제시한다

### 투자지표

(실역행, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	403.8	385.7	369.8	734.3
영업이익	43.0	16.4	-1.4	241.9
EBITDA	67.3	42.1	25.6	270.0
세전이익	77.7	-55.8	24.8	298.3
순이익	59.4	-43.0	17.4	226.1
지배주주지분순이익	59.4	-43.0	17.4	226.1
EPS(원)	897	-662	271	3,520
증감률(% YoY)	-41.9	적전	흑전	1,201.1
PER(배)	154.1	-63.4	208.9	16.1
PBR(배)	12.74	3.85	4.94	3.70
EV/EBITDA(배)	132.9	60.2	134.5	12.1
영업이익률(%)	10.6	4.3	-0.4	32.9
ROE(%)	8.8	-6.1	2.4	26.4
순차입금비율(%)	-28.8	-23.1	-25.7	-37.4





한전KPS

노무비 감소에 주목

[\[출처\] 하나증권 유재선 애널리스트](#)

목표주가 52,000원, 투자의견 매수 유지

한전KPS 목표주가 52,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 2분기 실적은 시장 기대치를 상회했다. 경영평가 등급 정상화로 인건비 부담이 일부 반영되었음에도 예방정비 물량 증가로 인한 매출 성장으로 양호한 이익을 기록했다. 연간 정비 계획상 상고하져 실적 흐름이 예상되었으나 고마진 매출 비중 상승 및 비용 효율화 달성 여부에 따라 추정치가 점차 상향될 여지가 존재한다. 2023년 기준 PER 11.2배, PBR 1.2배다.

2Q23 영업이익 489억원(YoY +71.6%)으로 컨센서스 상회

2분기 매출액은 4,100억원을 기록하며 전년대비 6.3% 증가했다. 1분기에 이어 2분기에도 계획예방정비 물량이 증가하면서 원자력/양수, 화력 부문 외형이 성장했다. 해외는 저마진 파키스탄 사업 축소와 UAE BNPP 실적 감소 영향으로 매출이

소폭 부진했다. 송변전은 완만하지만 꾸준한 성장 추세를 지속하고 있으며 대외는 삼척 및 포스코 광양 2발전 실적 반영 등으로 성장했다. 영업이익은 489억원을 기록하며 전년대비 71.6% 증가했다. 저마진 매출 감소 및 고마진 비중 확대로 이익률은 두 자리 수 흐름이 이어지고 있다. 반기와 연간 기준 성과급 관련 비용이 집중되기 때문에 4분기 실적에 일부 우려가 제기될 여지가 있다. 다만 이번 2분기 노무비 감소에서 확인할 수 있듯이 인력 및 비용 효율화로 하반기에도 안정적인 실적 흐름을 이어갈 가능성이 높다.

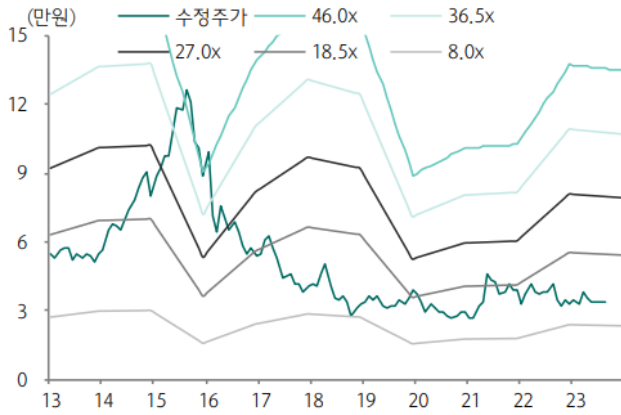
### 중장기적인 기저발전 확대 국면 대비 필요

올해 들어 기후변화 등의 요인으로 최대전력이 100GW를 상회했다. 아직은 예비율 부족에 대한 이슈는 발생하지 않았으나 데이터센터 등 중장기적인 수요 증가 요소들이 지속적으로 수급 우려 요인으로 작용할 여지가 있다. 고금리 상황과 계통 안정 조건들이 강화되는 기조에서 국내 신규 재생에너지 설비 보급 속도는 둔화될 것으로 예상된다. 따라서 신규 설비에 대한 부분은 향후 11차 및 12차 전력수급기본계획에 원자력 설비 중심 기저발전 확대 계획으로 구체화될 가능성이 높다. 2017년 이후 원자력과 유연탄 발전설비 위축 국면이 조성된 과거 흐름과 달리 확장 추세로 전환되었을 때 멀티플이 재평가될 여지는 충분하다.

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2021	2022	2023F	2024F	
매출액	1,380.6	1,429.1	1,500.5	1,475.0	
영업이익	124.0	130.6	167.5	165.4	
세전이익	135.9	134.6	175.4	173.4	
순이익	98.7	100.2	134.4	131.8	
EPS	2,193	2,226	2,987	2,929	
증감율	13.33	1.50	34.19	(1.94)	
PER	17.58	14.91	11.22	11.44	
PBR	1.56	1.23	1.19	1.13	
EV/EBITDA	8.94	7.35	6.10	6.08	
ROE	9.12	8.61	10.81	10.14	
BPS	24,711	27,016	28,236	29,525	
DPS	1,199	1,305	1,640	1,610	

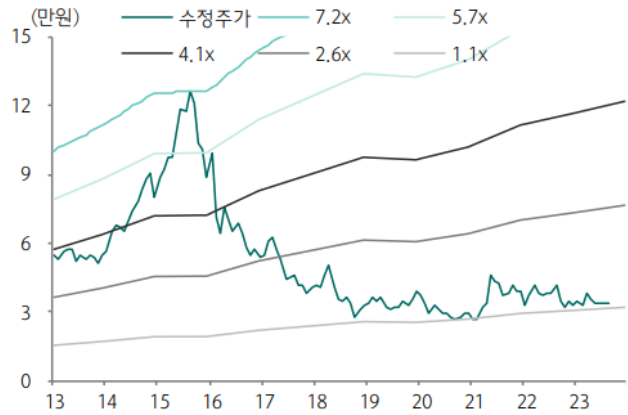


도표 2. 한전KPS 12M Fwd PER 추이



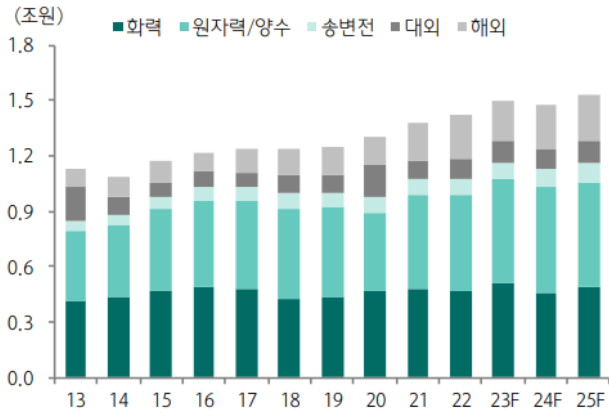
자료: 한전KPS, 하나증권

도표 3. 한전KPS 12M Fwd PBR 추이



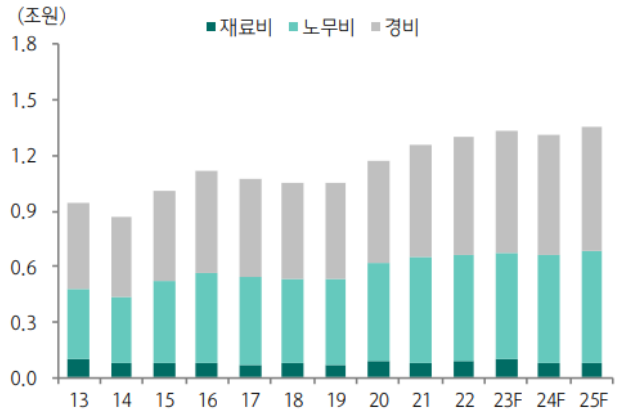
자료: 한전KPS, 하나증권

도표 4. 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 한전KPS, 하나증권

도표 5. 연간 영업비용 추이 및 전망



자료: 한전KPS, 하나증권



---

스튜디오드래곤

편성 축소에도 선방한 실적

[\[출처\] 하나증권 이기훈 애널리스트](#)

주가가 열추 바닥은 확인한 것 같다

올해 TV와 OTT의 편성 축소에 따른 드라마 제작사의 실적 및 밸류에이션 하락 흐름이 이어지고 있는데, 스튜디오드래곤과 콘텐츠리중앙 모두 편성이 축소되면서 오히려 우리가 예전에 알던 콘텐츠 경쟁력이 회복하고 있는 것처럼 보이며, 편성 축소 대비로는 실적이 선방했다. 역설적으로 경쟁력이 떨어지는 혹은 적자 나는 드라마 편성이 꽤 많았던 것으로 추정된다. 밸류에이션도 충분히 하향된 만큼 CJ ENM의 상황이나 드라마 업황 자체가 어려운 건 사실이지만 추가적인 하락 가능성도 커 보이지 않는다. 가격보다는 어느 정도의 기간 조정이 필요해 보인다.

2Q OP 163억원(-40% YoY)

2분기 매출액/영업이익은 각각 1,635억원(+4% YoY)/163억원(-40%)으로 컨센서스(135억원)을 상회했다. 편성은 약 5편으로 <구미호던1938>은 아마존프라임비디오에 판매됐으며, 넷플릭스 오리지널로는 <셀레브리티> 등이 있었다. 편성 축소에도 불구하고 ASP 상승과 인센티브 축소에 따른 판관비 감소로 이익은 예상보다 좋았다. 3분기에도 편성 축소 흐름은 이어지는데, <경이로운 소문2>, <아라문의 검> 등 시즌제 2편과 넷플릭스 오리지널 <이두나!>, <도적: 칼의 소리>, 그리고 <소용없어 거짓말> 등 5편 내외의 편성이 예상된다.

편성이 줄어서 오히려 기대하는 콘텐츠 경쟁력

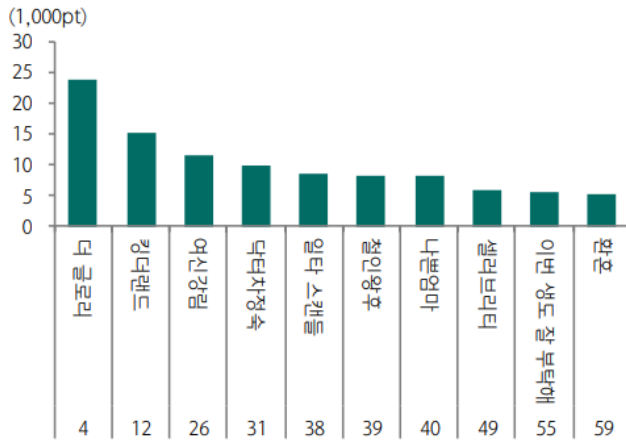
모두의 우려대로 방송사와 OTT의 동반 편성 축소/유지 흐름으로 성장 잠재력이 축소되고 있으며, 스튜디오드래곤은 전년 대비 100회차 내외의 편성 축소가 예상된다. 이로 인해 동사의 주가도 실적과 밸류에이션이 연초 대비 동반 축소되면서 부진하다. 다만, 중장기적으로는 좋은 기회로 삼을 필요가 있다. 1년에 30편 가까이 드라마를 만들면 재미 없거나 수익성이 낮은 작품을 편성할 수 밖에 없고, 예능 등으로 대체 편성된 수목드라마 슬랏의 경우 평균 시청률 2~3% 수준까지 하락했다. 그러나 당장 2분기에서 확인했듯 작품 수가 줄어든 만큼 오히려 과거의 콘텐츠 경쟁력을 회복하고 있는 것처럼 보인다. 1년에 30~40개의 드라마를 만들 수 있는 캐파가 있는 것도 충분히 알지만, 그보다는 실적과 콘텐츠 경쟁력을 동시에 유지할 수 있는 적절한 편성 수준을 찾는 것도 고민해 볼 필요가 있다

## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

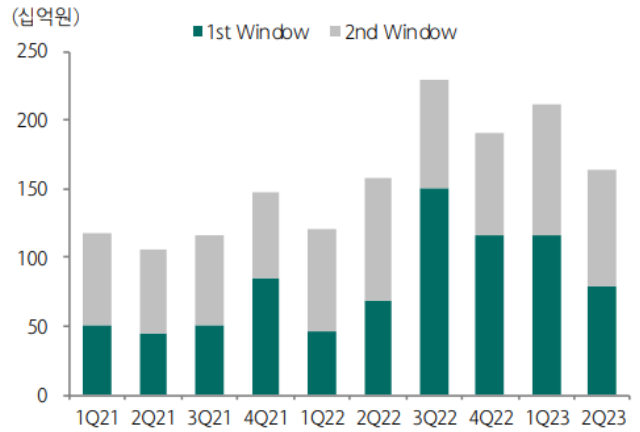
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	487.1	697.9	758.7	809.5
영업이익	52.6	65.2	75.8	87.6
세전이익	52.0	58.6	78.9	89.5
순이익	39.0	50.6	60.8	69.8
EPS	1,301	1,684	2,021	2,323
증감율	24.62	29.44	20.01	14.94
PER	69.95	51.07	26.57	23.12
PBR	3.99	3.91	2.24	2.04
EV/EBITDA	17.62	12.08	7.44	7.16
ROE	6.04	7.52	8.79	9.23
BPS	22,785	21,982	24,003	26,326
DPS	0	0	0	0

도표 2. 2023년 넷플릭스 글로벌 Top 60 내 한국 드라마



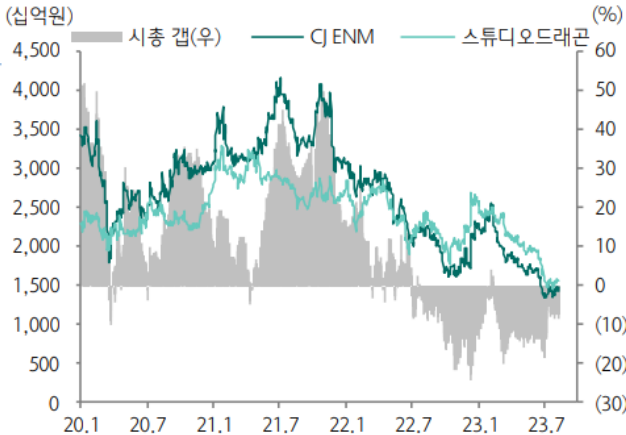
자료: FlixPatrol, 하나증권

도표 3. Window별 매출액 추이



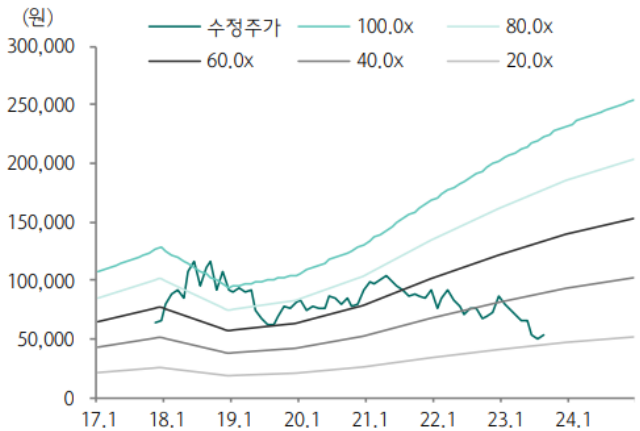
주: 1<sup>st</sup> Window는 TV 편성, OTT 오리지널, 협찬 등 / 2<sup>nd</sup> Window는 VOD, Licensing 등  
자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 4. CJ ENM/스튜디오드래곤 시가총액 갭



자료: 하나증권

도표 5. 스튜디오드래곤 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나증권



자료: 스튜디오드래곤, 하나증권





GKL

중요한 변곡점

[\[출처\] 키움증권 이남수 애널리스트](#)

2분기 홀드올 부진이 아쉽다

2분기 매출액 1,002억원(yoy +108.5%), 영업이익 111억원(흑전, OPM +11.0%)으로 컨센서스 하회를 하회했다. 실적 부진의 요인은 사업장 규모가 가장 큰 강남사업장의 5월과 6월 홀드올 하락이다. 업장별 카지노 순매출액은 강남 508억원(yoy +146.4%, qoq -17.0%), 드래곤시티 351억원(yoy +45.3%, qoq +0.8%), 부산 145억원(yoy +299.0%, qoq +26.6%)을 기록했다.

일본VIP는 드랍액 2,361억원(yoy +2,832%, qoq +13%), 방문객 9.3천명(yoy +3,128%, qoq +17%)으로 지속 선전 중이다. 중국VIP는 드랍액 1,591억원(yoy +120.8%, qoq +50.7%), 방문객 11.3천명(yoy +14.0%, qoq +13.1%)으로 일본 VIP 보다는 상승 속도가 느렸지만 국제선 항공권 재취항에 대한 수혜가 일부 나타난 것으로 판단한다.

한-중 단체관광 재개, 중요한 변곡점

2019년 분기 평균 동사의 중국VIP 입장객은 14.8천명으로 2분기 11.3천명에서 30% 수준의 업사이드가 존재한다. 국내 거주 중국VIP에 대한 탄탄한 수요가 지금까지 실적을 뒷받침했다면, 앞으로는 인바운드 중국VIP의 효과가 발휘될 것으로 판단한다. 다만, 중국 모객 경쟁 심화에 따른 콤프 및 프로모션 등 마케팅증가 역시 배제 할 수 없다.

한-중 단체관광이 재개되더라도 해외여행 특성상 실제 입국까지는 1~3개월의 리드타임이 소요된다. 하지만 빠른 리드타임을 가지고 있는 VIP의 단기적 개선과 Mass의 본격 확장 후 홀드올 안정화가 뒤따를 것이다. 카지노 복합리조트가 아니기에 영업관련 비용 외 구조적 비용 증가는 없을 것으로 보여 매출 개선이 비용 상승 압력을 해결할 것으로 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 23,500원 유지

7월 카지노 순매출액 311억원(yoy +8.8%), 드랍액 2,462억원(yoy +56.1%), VIP방문객 10.8천명(yoy +69.4%), 홀드올 12.6%(yoy -5.5%p)로 집계되었다. 홀드올이 정상 레벨로 회복되며 실적도 안정화되고 있다.

2019년 중국VIP 드랍액은 1조639억원이었다. 상반기 현재는 2,646억원으로 연 환산 시 5천억원 레벨의 드랍액 증가를 예상할 수 있다. 평균 홀드올 12% 가정 시 매출의 추가 상승은 매우 명확하다. 이에 투자의견 BUY와 목표주가 23,500원은 유지한다.

투자지표				
(십억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	85.1	262.1	433.1	554.7
영업이익	-145.8	-13.9	77.6	114.2
EBITDA	-109.5	19.0	107.7	154.5
세전이익	-147.3	-25.1	82.1	116.5
순이익	-113.3	-22.7	62.7	88.3
지배주주지분순이익	-113.3	-22.7	62.7	88.3
EPS(원)	-1,831	-368	1,013	1,427
증감률(% YoY)	적지	적지	흑전	40.9
PER(배)	-7.2	-51.4	13.0	9.2
PBR(배)	2.12	3.06	1.75	1.42
EV/EBITDA(배)	-5.9	52.8	5.5	3.1
영업이익률(%)	-171.3	-5.3	17.9	20.6
ROE(%)	-26.0	-5.9	14.8	16.9
순차입금비율(%)	-43.7	-42.6	-49.0	-58.3

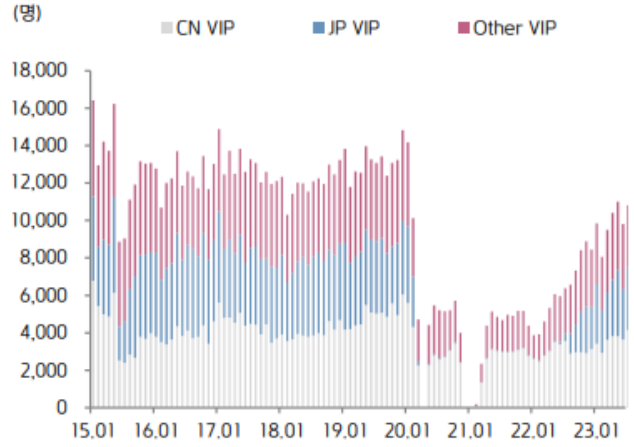
자료: 키움증권 리서치센터

### 매출액, 영업이익, OPM 추이 (K-IFRS 연결)



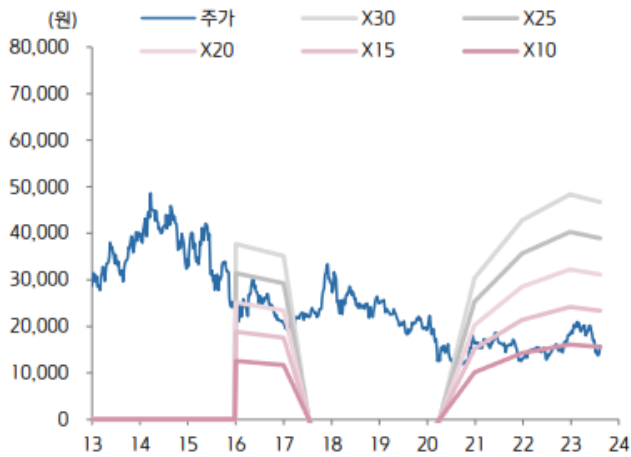
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

### 국적별 VIP 입장객 추이



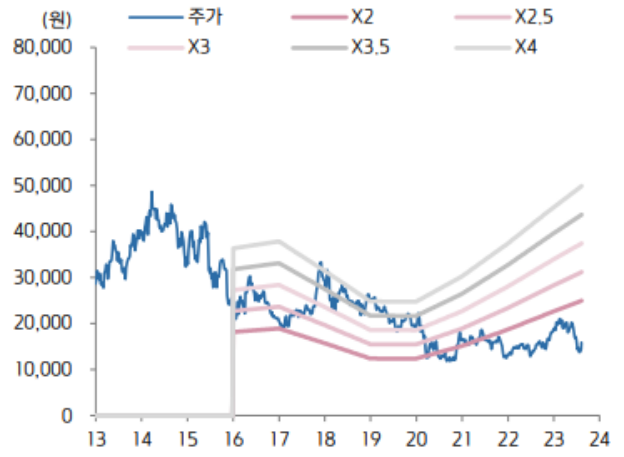
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

### 12M Forward PER Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터

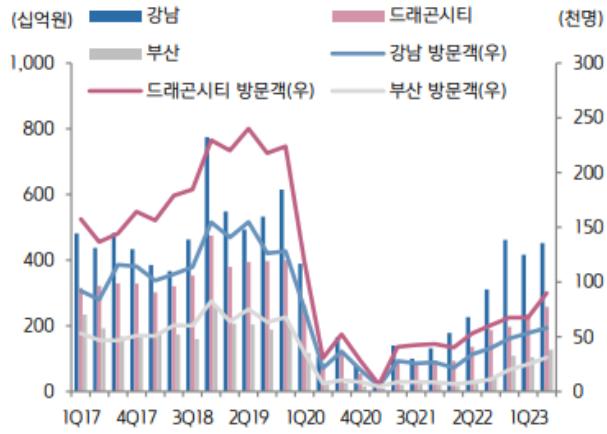
### 12M Forward PBR Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터

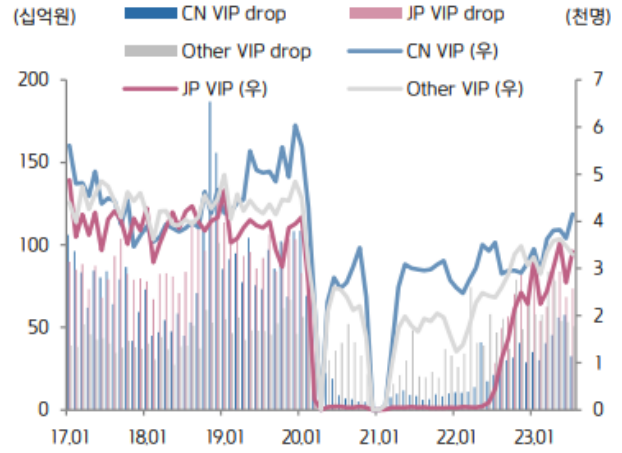


### 업장별 드랍액 및 방문객 추이



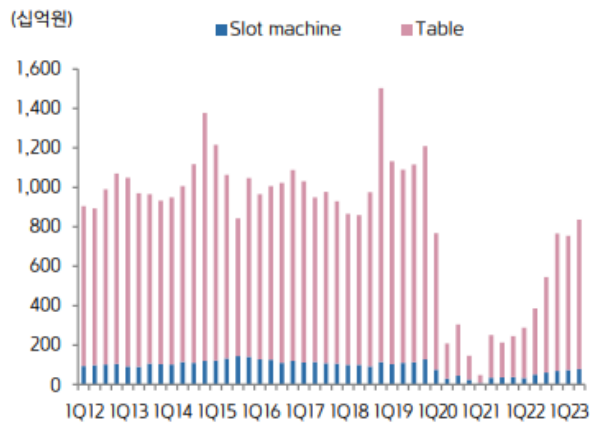
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

### 국적별 VIP 드랍액 및 방문객 추이



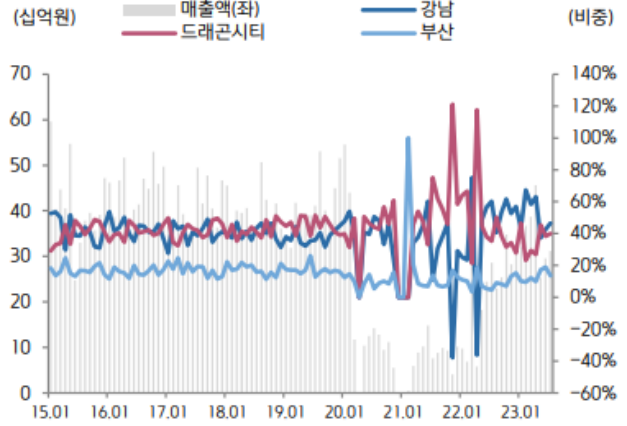
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

### 테이블 및 슬롯머신 드랍액



자료: GKL, 키움증권 리서치센터

### 업장별 카지노 매출액 비중 추이



자료: GKL, 키움증권 리서치센터



현대리바트

흑자 전환의 호실적, 이어지는 실적 기대감

[출처] 유안타증권 김기룡 애널리스트

2Q23 Review : 영업손익 기준, 흑자 전환

2023년 2분기, 현대리바트 연결 잠정 실적은 매출액 3,987억원(+10.7%, YoY), 영업이익 35억원(흑전, YoY)을 기록하며 당사 추정치(영업손익 : -27억원)를 상회했다. B2B 가구(빌트인/오피스/선박용)와 원자재 부문 매출액이 전년동기 대비 각각 37%, 30% 증가하며 당사 추정치를 200억원 이상 상회했다. 주요 원/부자재 (PB, PDF) 가격 하락에 따른 B2B 가구 부문 수익성 개선 효과는 전분기 대비 크지 않았던 것으로 파악되고 있다. 다만, 판매관리비 측면에서는 2022년 유형자산 손상평가 반영으로 인한 감가상각비 절감 효과(28억원), 광고판촉비 감소(6억원)가 전년동기 대비 영업이익 개선에 기여했다. 해외 가설공사(B2B사업) 매출액은 주요 Project 공정 막바지 과정 진입으로 전년동기 대비 감소했다 [310억원(2Q22) → 248억원(2Q23P)].

2023년 하반기, 실적 개선 흐름은 보다 본격화 전망

주요 원재료인 PB, MDF 가격 하락에 따른 가구 부문 Spread 개선 효과는 하반기 이후 점진적인 실적 개선 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 2022년 4분기, 카타르 가설 현장 비용(176억원) 반영에 따른 기저 효과는 수익 개선 폭을 보다 뚜렷하게 나타낼 전망이다. 2023년 전국 아파트 분양물량(7월 누계 기준)은 전년동기 대비 53% 감소한 약 9.2만 세대를 기록하고 있으나, 아파트 입주 세대와 Captive 물량 등을 고려한다면 동사의 B2B 빌트인 가구 'Q' 증가 효과는 이어질 전망이다.

지난 6월 현대건설이 수주한 사우디 아미랄(약 6.5조원) Project와 관련한 동사의 해외 가설공사 수주 결과는 3분기 말 정도로 예상되고 있다. 구체적인 예상 수주 규모는 알 수 없으나, 과거 사우디 마르잔과 자푸라 Project 관련 가설공사 수주 사례와 비교 시 약 1,500억원 이상의 규모가 될 것으로 추정한다.

투자의견 Buy 및 목표주가 11,000원 유지

현대리바트에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 11,000원(2023~2024년 추정 평균 BPS 22,431원 \* Target PBR 0.5x)을 유지한다. 현 주가는 2023년 기준, PBR 0.37x에 불과(2020.03월 - 코로나19, PBR 0.31x)한 수준으로 주택매매거래의 점진적 회복을 통한 B2C 부문과 뚜렷한 B2B 이익 개선, 해외 가설공사 수주 가능성 등을 고려한다면 여전히 Bottom Fishing 차원의 매수 전략이 유효하다고 판단한다.

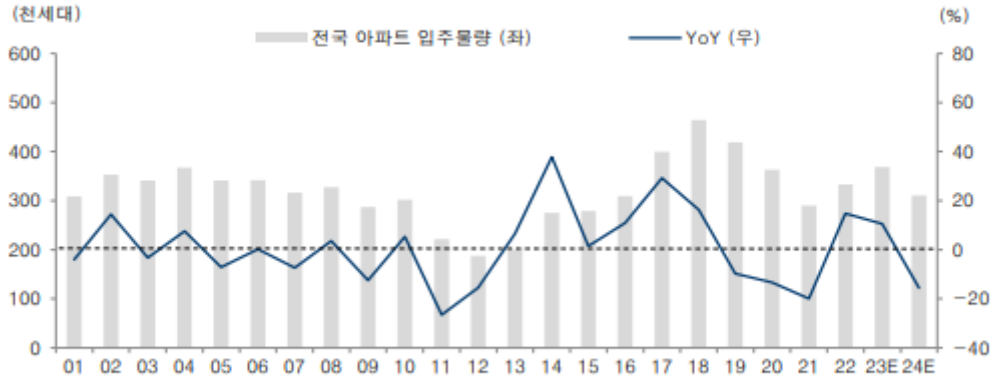
	2Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,987	10.7	7.7	3,720	7.2
영업이익	35	흑전	흑전	-30	215.9
세전계속사업이익	24	흑전	흑전	-30	180.8
지배순이익	20	흑전	흑전	-20	200.4
영업이익률 (%)	0.9	흑전	흑전	-0.8	+1.7 %pt
지배순이익률 (%)	0.5	흑전	흑전	-0.5	+1.0 %pt

자료: 유안타증권

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	14,066	14,957	15,465	16,063
영업이익	202	-279	93	216
지배순이익	135	-508	44	160
PER	26.5	-4.9	37.9	10.4
PBR	0.7	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.2	26.9	6.4	4.5
ROE	2.8	-10.9	1.0	3.6

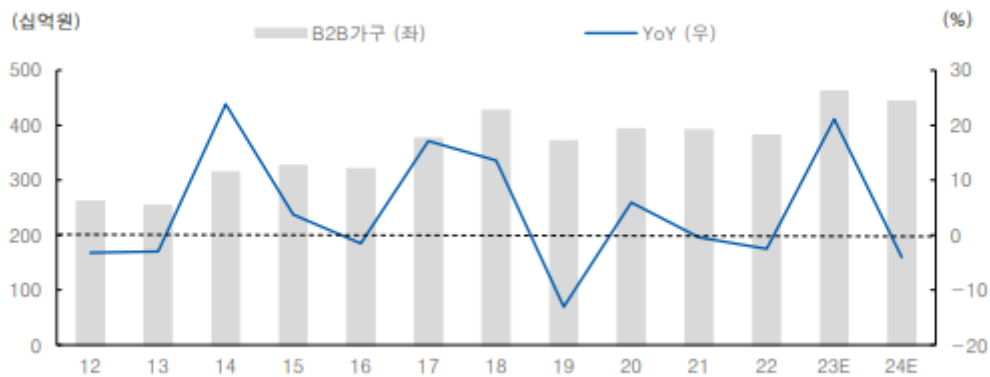
자료: 유안타증권

### 연간 아파트 입주물량 추이 및 전망



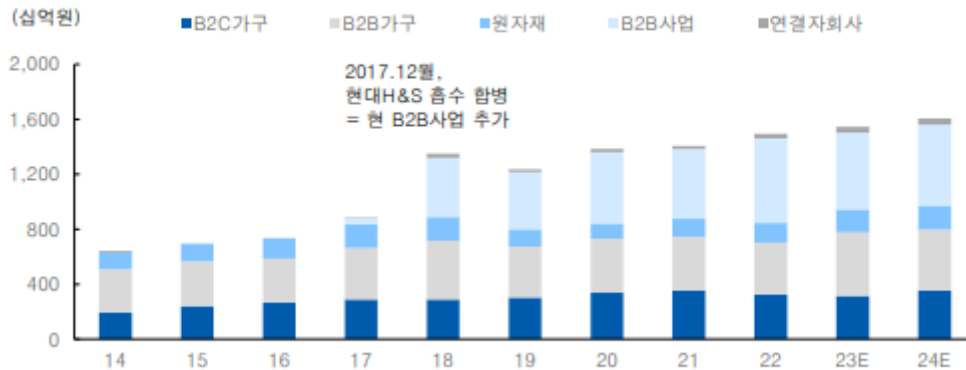
자료: REPS, 유인타증권 리서치센터

### B2B 가구 부문 매출액 및 YoY 증감률 추이, 전망



자료: 현대리바트, 유인타증권 리서치센터 추정

### 현대리바트 사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 현대리바트, 유인타증권 리서치센터 추정



신세계

2Q23 Review : 3분기부터 좋아지는 이유

[\[출처\] 이베스트투자증권 오린아 애널리스트](#)

2Q23 Review: 3분기부터 좋아지는 이유

신세계의 K-IFRS 연결 기준 2023년 2분기 매출액은 전년동기대비 16.0% 감소한 1조 5,759억원, 영업이익은 전년동기대비 20.2% 감소한 1,495억원으로 시장 기대치는 소폭 하회하고 당사 추정치에는 부합하는 실적을 기록했다. 전년 높은 기저 및 해외여행 증가에 따른 국내 소비 감소 등의 영향에도 면세점 실적은 양호한 흐름이었다. 2Q23 별도 백화점 총매출액은 YoY 2.3% 감소한 1조 2,420억원, 영업이익은 베이스 영향 및 고정비성 비용 부담으로 YoY 34.2% 감소한 543억원을 기록했다. 신세계DF 매출액은 YoY 40.3% 감소했지만 영업이익은 전년대비 115억 개선된 402억원을 기록했는데, 대량구매 관련 수수료 정상화 노력과 함께 FIT 고객 위주 사업 안정화로 수익성 개선 추세를 이어가고 있다. 신세계인테리어는 주요 브랜드의 전개 종료 영향 및 골프 브랜드 부진 등으로 매출액이 YoY 13.1% 감소했고, 영업이익도 YoY 51.6% 감소한 184억원을 기록해 부진했다.

올해 하반기는 상반기보다 나은 흐름을 전망한다. 올해 7월 백화점 총매출액 성장률은 1.7%로, 높은 베이스는 9월까지 영향이 있겠으나, 전년 연휴 시점 차이 및(2022년 추석 9월 초 à 올해 9월 말) 판촉비 절감 노력이 예상된다. 지난 해 3분기부터 판촉비가 크게 증가한 바 있어 올해는 추가 절감이 가능하고, 이는 매출 대비 2% 이하로 통제 될 계획이다. 면세점 부문 또한 2Q23 대량구매 관련 매출액은 YoY 34% 감소했지만 FIT 매출액이 3배 증가하는 등 건전한 성장이 기대되고, 대량구매 관련 수수료도 YoY 3%p 수준 하락한 것으로 추정돼 긍정적이다. 더불어 4분기 중국 쇼핑 행사가 있는 만큼 대량구매 수요 또한 점진적으로 증가할 것을 예상해, 매출액 또한 하반기로 갈수록 회복세를 전망한다.

투자의견 Buy 및 목표주가 310,000원 유지

신세계에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 310,000원을 유지한다. 올해 3분기부터 회복이 기대되는 이유는 1)백화점 부문의 높은 베이스 소멸 및 2)비용 절감 노력, 3)면세점의 체질 개선 및 FIT 증가에 따른 회복 등이다. 견고한 실적에도 주가는 12MF 실적 기준 현재 4.8배에 거래되고 있어 밸류에이션 부담 또한 작다.

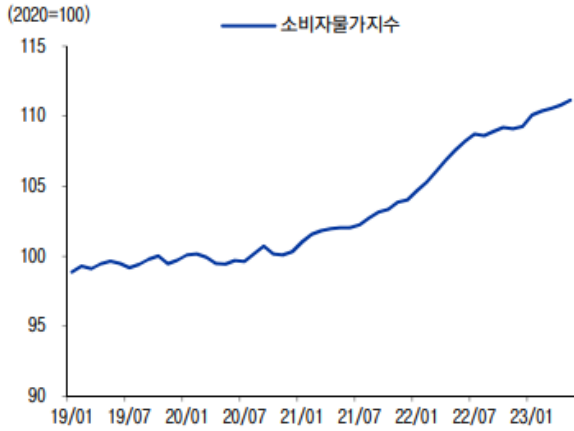
### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,316	7,813	6,851	7,861	8,703
영업이익	517	645	704	829	916
순이익	389	548	479	530	589
EPS (원)	31,193	41,282	36,969	40,700	45,219
증감률 (%)	흑전	32.3	-10.4	10.1	11.1
PER (x)	8.1	5.3	5.2	4.7	4.3
PBR (x)	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
영업이익률 (%)	8.2	8.3	10.3	10.5	10.5
EBITDA 마진 (%)	18.5	15.7	18.5	17.8	17.0
ROE (%)	8.5	10.3	8.6	8.8	9.0

주: IFRS 연결 기준

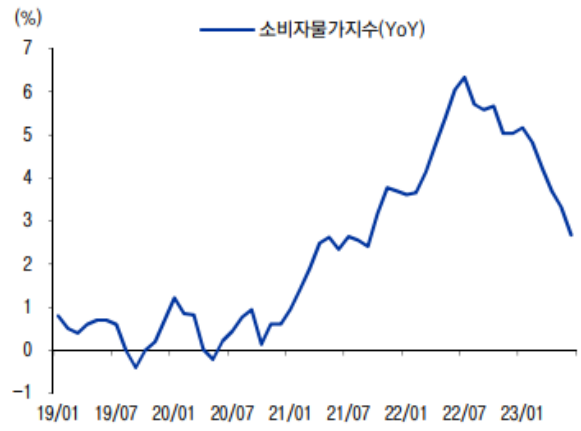
자료: 신세계, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 소비자 물가지수 추이



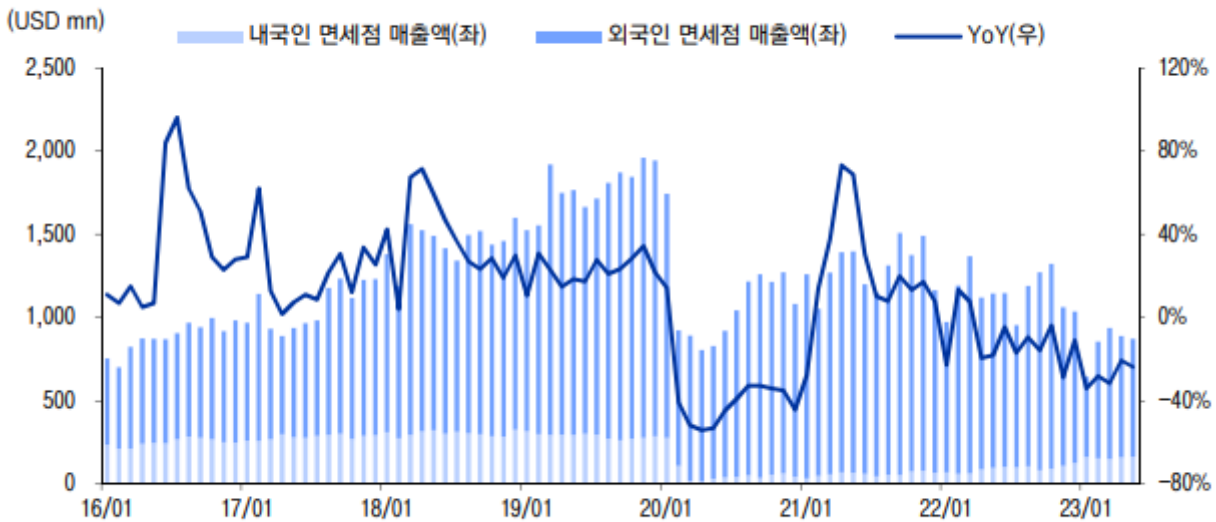
자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 소비자 물가지수 YoY 변동폭



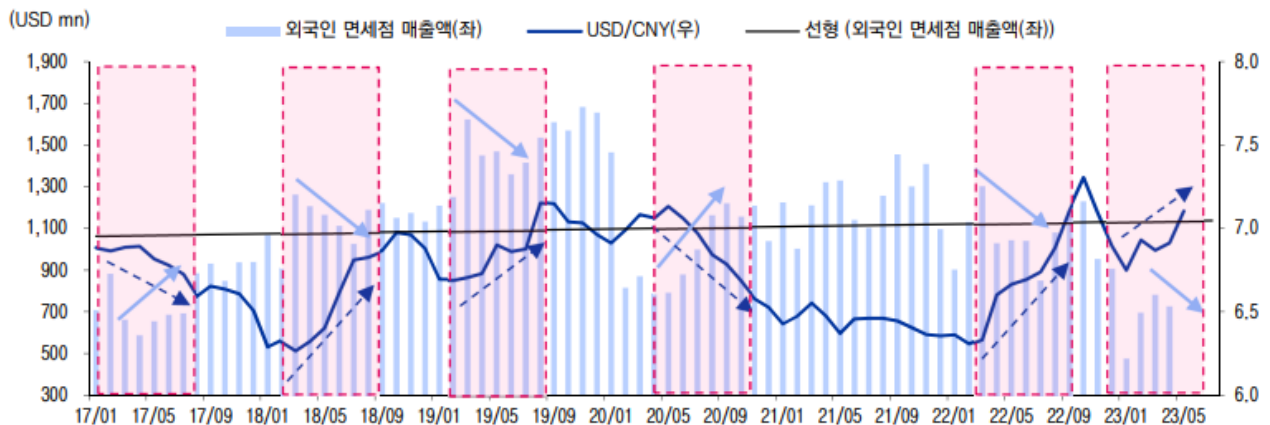
자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 한국 면세점 내/외국인별 월 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 외국인 면세점 매출액 vs. USD/CNY



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

