

2023.08.21(월) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-08-21 오전 4:08

수정한 날짜: 2023-08-21 오전 11:53

2023.08.21(월) 증권사리포트

셀트리온

셀트리온-헬스케어 합병 코멘트

[\[출처\] 유안타증권 하현수 애널리스트](#)

셀트리온-헬스케어 합병 공시

동사와 셀트리온헬스케어의 합병을 공시했으며 합병 형식은 셀트리온이 존속법인으로 남으며 셀트리온헬스케어를 흡수 합병하는 형식이다. 합병 비율은 셀트리온 1: 셀트리온헬스케어 0.4492620이며 23년 10월 23일 주주총회를 거쳐 12월 28일이 합병 기일이다. 합병 법인의 신주 상장은 24년 1월 12일에 있을 예정이다.

기존 셀트리온 그룹 3사 합병 법인 중 하나인 셀트리온제약은 이번 2사 합병 완료 이후 6개월 내에 합병 법인이 흡수 합병하는 형식으로 진행, 기존 얘기되어온 3사 합병을 마무리할 예정이다.

관건은 이후 주가 추이

합병 성공은 소액 주주들의 주식 매수 청구권 행사 규모가 중요하게 작용할 전망이다. 약 1조원 한도 내에서 주식 매수 청구권을 수용할 수 있을 것으로 밝혔는데 이를 초과할 경우 합병이 어려움을 겪을 것으로 판단한다.

주식 매수 청구권 행사는 이후 주가 추이가 중요할 것으로 전망한다. 이후 주가가 주식 매수 청구권 가격 이하일 경우 주식 매수 청구권을 행사하려는 소액 주주들이 많아질 수 밖에 없으며, 반대의 경우 주식 매수 청구권 행사 규모는 크지 않을 것으로 판단한다. 8/17일 종가 기준 셀트리온과 헬스케어의 종가는 각각 14만3,600원과 6만4,300원으로 주식매수청구권 가격(셀트리온 15만813원, 헬스케어 6만7,251원)과 차이가 크지 않고 합병 공시에 따른 숏커버 등을 고려할 때 이후 주가는 청구권 가격보다 높게 형성될 것으로 전망한다.

30년 매출 12조원의 글로벌 빅파마로의 도약 목표

22년 매출액 2.4조원(셀트리온헬스케어매출과 셀트리온 시밀러 사업 외 매출 합)에서 30년 매출액 12조원을 목표로 제시했으며 매출 비중은 시밀러 60%와 신약 40%가 될 것으로 전망했다. 신약 외에도 디지털 헬스케어(진단, 원격 의료 등)까지 사업을 확장할 계획을 글로벌 빅파마로 도약할 계획이다.

첫 신약으로는 현재 짐펜트라(램시마SC 미국 브랜드명)가 10월 28일까지 승인 여부가 결정될 예정이며 이미 시판 중인 유럽 시장에서 확인된 시장 선호도와 유럽 대비 높은 미국 시장 약가로 추정할 때 매출 및 이익 기여도가 높을 것으로 기대한다. 또한 24년 2개의 신약 파이프라인이 임상 1상에 진입할 계획이며 25년에도 추가적인 파이프라인의 임상 진행을 목표로 하고 있다.

추후 합병 법인에 대한 투자 의견과 목표 주가 등은 합병 법인의 원가율, 판관비 변동 등을 고려해 제시할 예정이다

셀트리온 3사 2단계 합병 계획



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

지배구조 변화

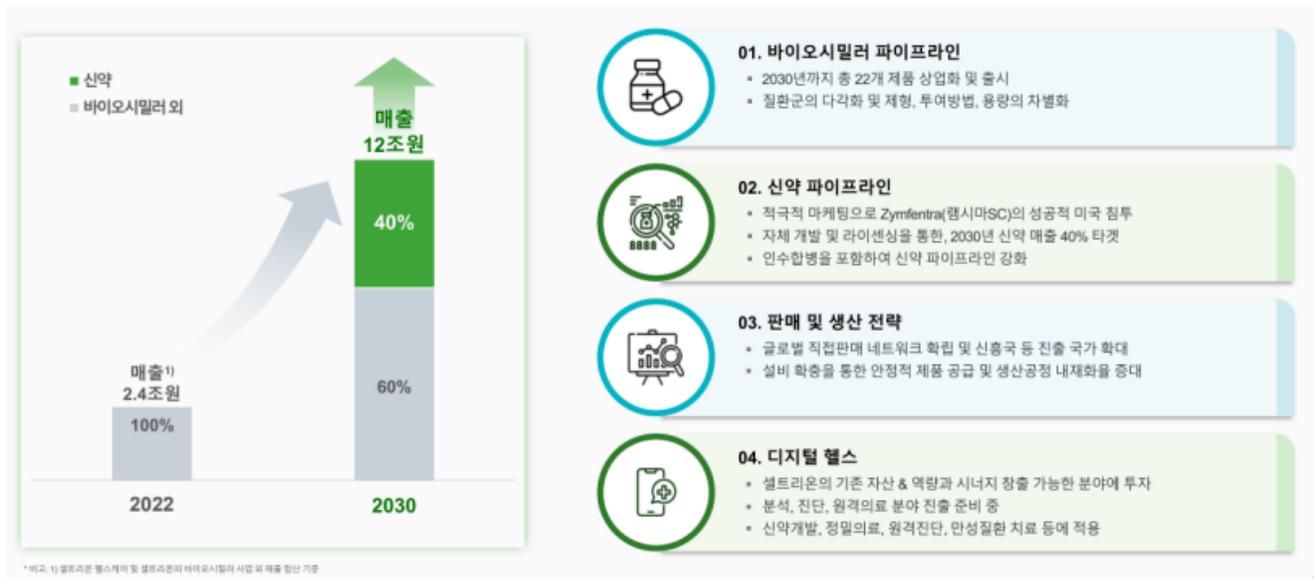


합병 기대 효과



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

합병 법인 Vision 2030



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터



SK바이오팜

2Q23 Review : Xcopri 성장 방향성에 주목

[\[출처\] IBK투자증권 이선경 애널리스트](#)

23년 2분기, Xcopri 성장으로 적자 폭 감소

SK바이오팜 23년 2분기 연결기준 잠정 매출액은 770억원(+44.1% YoY, +26.7% QoQ), 영업손실은 189억원(적지 YoY, 적지 QoQ)으로 컨센서스 매출액 788억원 및 컨센서스 영업손실 204억원에 부합하는 실적을 발표했다. 전분기 대비 판관비 증가(+71억) 영향에도 불구하고 동사의 핵심 가치인 Xcopri 미국 매출의 고성장(643억원, +57.3% YoY, +17.6% QoQ) 및 DP/API의 매출 회복(50억원, +32.9% YoY, +23,338% QoQ)에 따른 영향으로 적자 폭은 감소했다.

23년 4분기 흑자전환 가능성에 주목

SK바이오팜은 Xcopri의 지속 성장으로 4분기 흑자전환 후 24년부터 본격적인 영업 레버리지 효과가 기대되는 가운데, 6월 30일 미래 성장 동력 확보를 위해 Proteovant의 인수를 공식화했다. Proteovant는 표적 단백질 분해 플랫폼 연구개발사이기 때문에 하반기 연결 인식 후 동사의 R&D 비용 증가는 불가피한 상황이다. 하지만 올해 초부터 확대되고 있는 신규 처방수를 기반으로 지속 상승하고 있는 Xcopri의 미국내 매출 추이를 고려했을 때 4분기 흑전 성공 기대감은 유효하다고 판단된다. 다만 판관비 통제 및 미국내 Xcopri 처방 추이가 중요한 변수인 만큼 주시할 필요가 있다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 110,000원 유지

SK바이오팜에 대한 투자의견은 매수 유지, 목표주가는 110,000원을 유지한다. Xcopri는 경쟁 약물대비 우수한 효능을 기반으로 글로벌 블록버스터로 성장이 기대되는 신약이라 판단, 긍정적인 주가 흐름을 전망한다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	419	246	338	487	652
영업이익	95	-131	-53	66	205
세전이익	71	-142	-48	70	212
지배주주순이익	65	-139	-47	66	164
EPS(원)	828	-1,780	-606	849	2,098
증가율(%)	-124.1	-315.0	-65.9	-240.0	147.1
영업이익률(%)	22.7	-53.3	-15.7	13.6	31.4
순이익률(%)	15.5	-56.5	-13.9	13.6	25.2
ROE(%)	15.8	-36.7	-16.2	21.8	39.1
PER	117.4	-40.5	-146.5	104.6	42.3
PBR	17.1	17.8	25.6	20.6	13.9
EV/EBITDA	68.4	-46.5	-156.9	95.5	32.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 3. SK바이오팜 파이프라인 현황

프로젝트	적용증	Research	IND	Phase 1	Phase 2	Phase 3	NDA	시판허가	글로벌 파트너
Cenobamate	뇌전증 - 부분 발작	[Progress Bar]							ANGELINI
	뇌전증 - 부분 발작 (소아환자 확대, 아시아 지역 확장)	[Progress Bar]							SK BIOCOP
	뇌전증 - 일차성 전신강직근대발작	[Progress Bar]							ONO PHARMACEUTICAL CO., LTD.
Solriamfetol (L/O to Axsome)	수면장애 (기면증 또는 수면무호흡증으로 인한 과도한 주간 졸림증)	[Progress Bar]							axsome (전세계, 아시아 제외)
Carisbamate	레넥스-가스트 중후군 (회귀 소아 뇌전증)	[Progress Bar]							-
SKL24741	뇌전증	[Progress Bar]							-
SKL27969	표적 항암제 (PRMT-5 선택적 억제)	[Progress Bar]							-
Relenopride	회귀 신경계 질환	[Progress Bar]							KInS (전세계/아시아 일부 제외)
SKL13865	임종적 장애	[Progress Bar]							-
SKL20540	조현병	[Progress Bar]							-
SKL-PSY	조울증	[Progress Bar]							SK BIOCOP





LX하우시스

업황 개선과 밸류에이션의 하모니

[\[출처\] 이베스트투자증권 김세련 애널리스트](#)

업황 개선과 원재료 가격 안정화로 실적 턴어라운드 시작

LX하우시스의 건자재부문 마진은 아파트 매매거래량과 연동성이 높다. 이는 ASP가 높은 개인의 인테리어 수요가 실적에 영향을 주는 것으로 추정되며, 최근 아파트 매매거래량이 저점을 지나 정상 거래 수준으로 증가했기 때문에 ASP 회복에 따른 안정적인 실적 기조가 하반기에도 유지될 것으로 기대된다. 또한, 주요 원재료인 PVC, 페놀, MMA 등의 가격 하락으로 실적 가시성이 확보된 점 역시 긍정적이다. 적자를 지속하던 자동차소재/산업용필름 역시 국내외 자동차생산량 회복과 PVC 가격 하락, 컨테이너 운임 하락에 따라 실적 개선세가 확인되면서 안정적인 펀더멘탈에 기여하고 있다.

고마진 제품인 PF단열재 매출 성장, 미국 인조대리석 호실적 지속

국내에 잇따른 대형 화재 사고와 안전에 대한 기준 강화로 건축법 시행령 개정안이 발표되면서, 샌드위치 패널의 단열재 성능에 대한 기준이 준불연급 이상으로 강화되었다. 이에 따라 LX하우시스의 고마진 제품인 PF단열재의 매출, 이익 기여가 나타나고 있는 상황이며 향후 시장 성장에 따른 이익 개선 역시 기대되는 부분이다. 더불어 글로벌 인조대리석 시장에서 단일 국가 기준 가장 큰 비중을 차지하는 미국에서의 안정적 실적이 지속되고 있는 점 역시 긍정적이다. 미국의 인테리어 고급화 수요 증가로 인해 미국 Peer 업체인 Dupont의 인조대리석을 포함한 상위 사업부의 EBITDA마진이 개선되고 있으며, LX하우시스 역시 원재료인 MMA의 가격 하락, 미국 인조대리석 수요 지속에 따라 미국법인 실적 개선이 나타나고 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 70,000원으로 커버리지 개시

LX하우시스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 70,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가에 산정된 EPS는 2023~2024년 평균 EPS를 기준으로 했으며, 목표 PER은 보수적으로 건자재 Peers 평균에서 30% 할인한 7X를 적용했다. 목표주가는 PBR 기준 과거 부동산 거래 냉각기 시점의 PBR 0.73X로 보수적인 레벨이다. 향후 LX하우시스의 구조적인 체질 개선, 실적 증가에 따라 추가 리레이팅 가능성이 높다고 판단된다. 최근 아파트거래량 회복에 따른 인테리어 종목의 관심도가 증대되는 가운데, 2024년 PER 기준 4.6X로 밸류에이션 메리트 역시 높은 종목으로 판단된다.

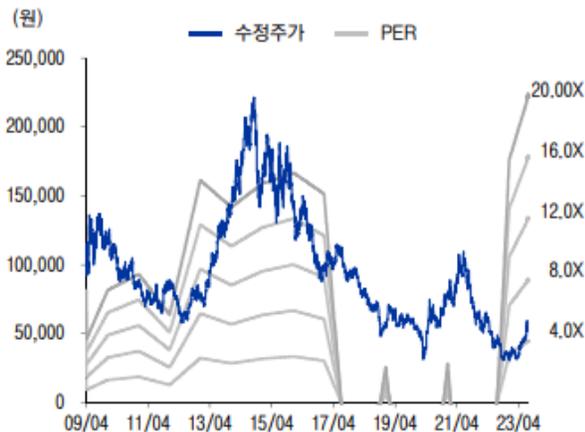
Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,460	3,611	3,571	3,611	3,711
영업이익	70	15	149	188	194
순이익	13	-118	79	100	106
EPS (원)	1,412	-13,127	8,833	11,204	11,832
증감률 (%)	흑전	적전	흑전	26.8	5.6
PER (x)	43.5	n/a	5.9	4.6	4.4
PBR (x)	0.7	0.4	0.6	0.6	0.5
영업이익률 (%)	5.1	5.7	4.3	3.8	3.3
EBITDA 마진 (%)	2.0	0.4	4.2	5.2	5.2
ROE (%)	6.9	5.4	9.2	10.1	10.0

주: IFRS 연결 기준

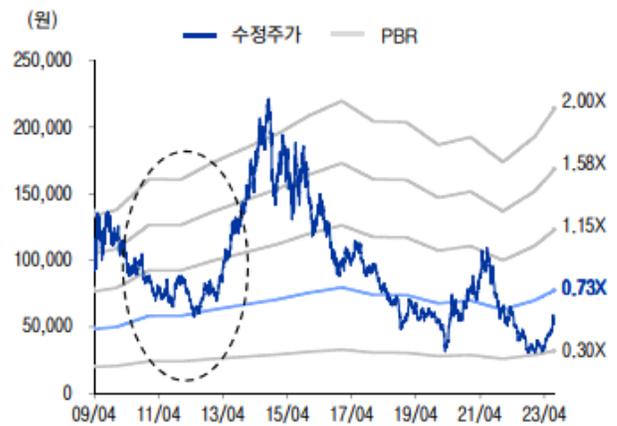
자료: LX하우시스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 LX 하우시스 Forward PER Band 추이



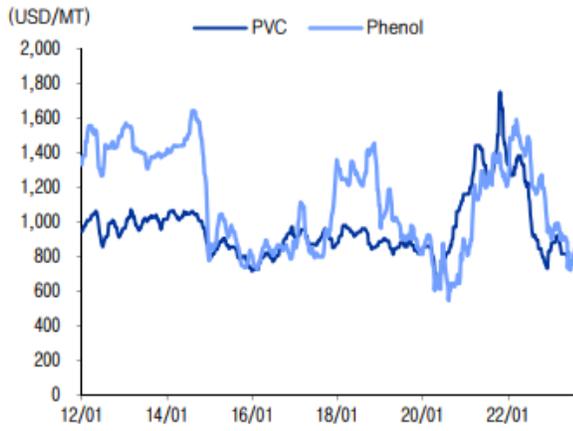
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 LX 하우시스 Forward PBR Band 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 PVC, 페놀 가격 추이



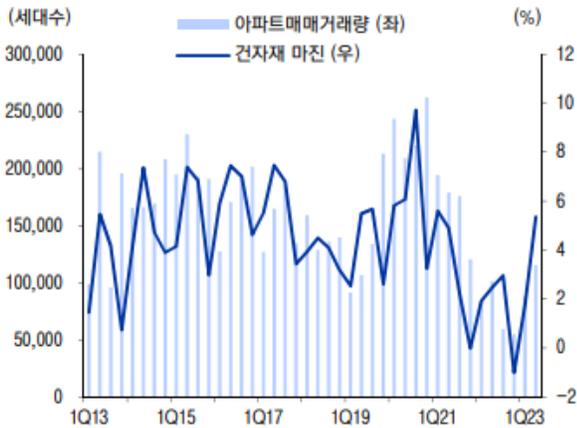
자료: Ciscem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 MMA 가격 추이



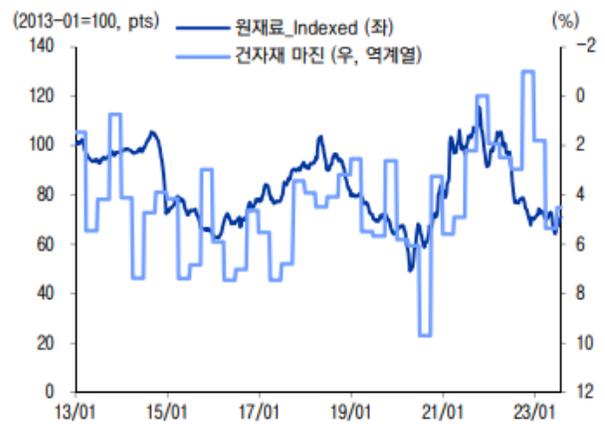
자료: Ciscem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 아파트 매매거래량과 LX 하우스 건자재 마진 비교



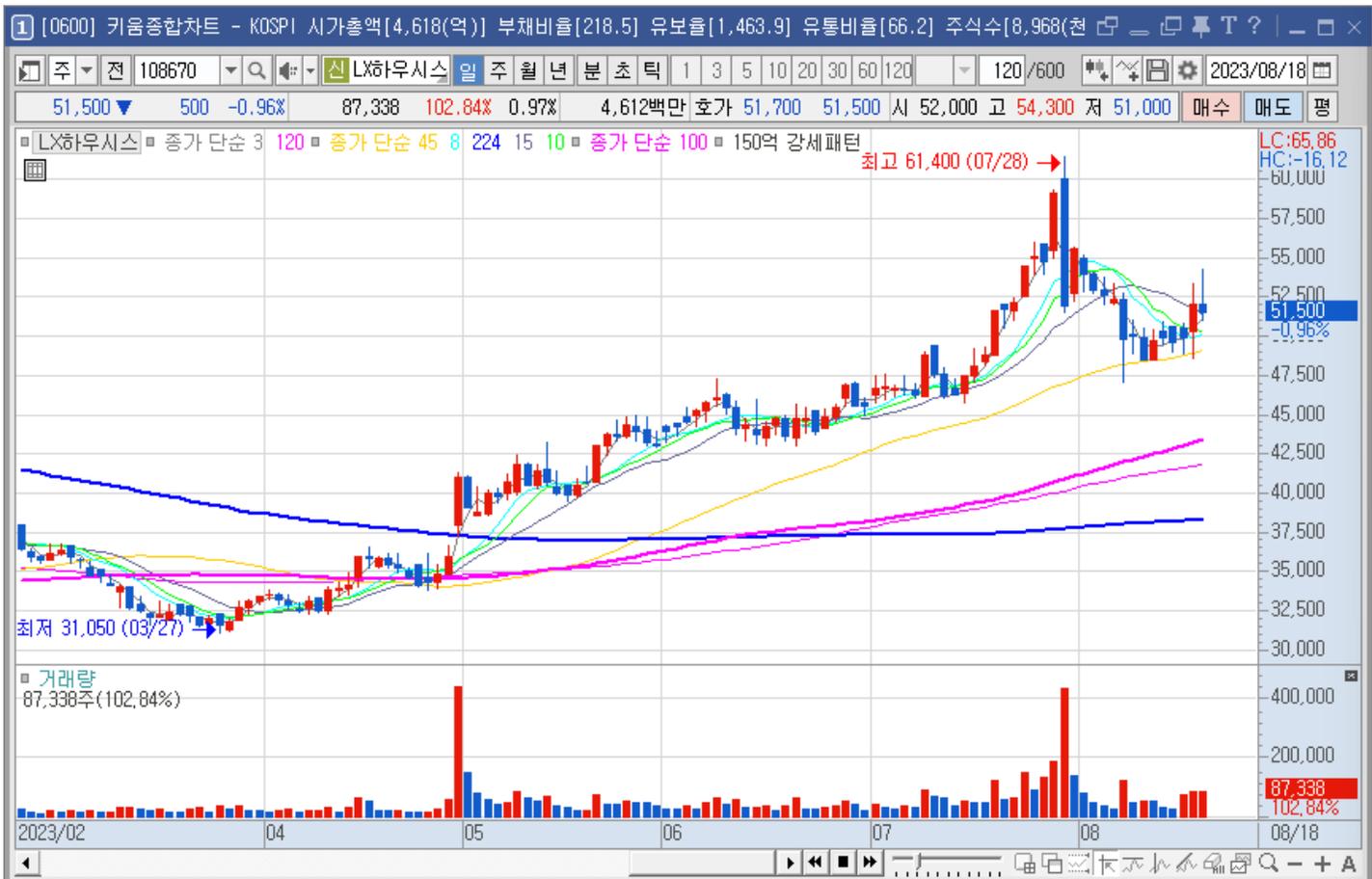
자료: 국토교통부, LX하우스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 주요 원재료 Index와 LX 하우스 건자재 마진 비교



자료: LX하우스, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 원재료 Indexed는 PVC, 페놀, MMA, 가소제를 동일 비율로 Index화 한 값임



한화생명

증명해내야 할 것이 많다

[출처] 유안타증권 정태준 애널리스트

투자의견 BUY, 목표주가 3,500원 유지

2분기 당기순이익은 1,564억원으로 전분기대비 56.2% 감소. 보험손익은 전분기대비 70.3% 증가했으나 투자손익이 적자전환했기 때문. 법인세비용 감소로 실적 부진을 상당부분 상쇄. 향후 이익 체력과 자본력의 지속성에 대한 증명이 필요하다고 판단하며, 배당에 대해서도 보수적으로 접근할 필요가 있다고 판단. 당사는 향후 처분이익 없다고 가정했을 때 동사의 올해 배당성향을 17.9%(주당 150원)으로 예상하며, 이 경우 배당수익률은 6.8%까지 상승. 다만 같은 기준으로는 내년에 이익이 감소하면서 배당성향 18.4%를 가정해도 주당배당금은 110원으로 하락할 것으로 예상하며, 이 경우 배당수익률은 5.0%로 하락. 투자의견 BUY와 목표주가 3,500원 유지.

보험손익 전분기대비 70.3% 증가. 단기납 종신보험 판매 확대에 따른 신계약 CSM 증가에 기인하며, 이로 인해 사업비 예산차가 악화되었음에도 불구하고 CSM 상각이 이를 압도하며 보험손익 증가를 견인. 다만 1) 단기납 종신보험 판매 중단 이후에도 신계약 CSM 규모를 유지할 수 있는가, 2) 단기납 종신보험 가입자들이 회사가 예상했던 계획대로 행동하는가, 3) 단기납 종신보험에 대한 적절한 ALM 운용이 가능한가에 대한 증명 필요. 여기에 3분기 실손보험 가이드라인을 전진법으로 반영했을 때 큰 폭의 CSM 조정과 손실이 발생할 수 있다는 가능성이 존재한다는 점도 우려 요인,

투자손익 FVPL 평가손익 및 금융상품 처분이익 감소로 적자전환. 3분기에는 변액보험 관련 손익이 재분류되면서 투자손익의 변동성은 감소하겠으나 처분이익을 제외하고도 경상적인 투자손익이 흑자를 유지할 수 있을지에 대한 증명도 필요.

K-ICS비율 전분기대비 1.2%pt 감소한 180.0%를 기록. 다만 향후 경제적 가정 변경 속에서도 적절한 배당이 가능한 자본비율이 유지될 수 있는가에 대한 증명 역시 필요.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

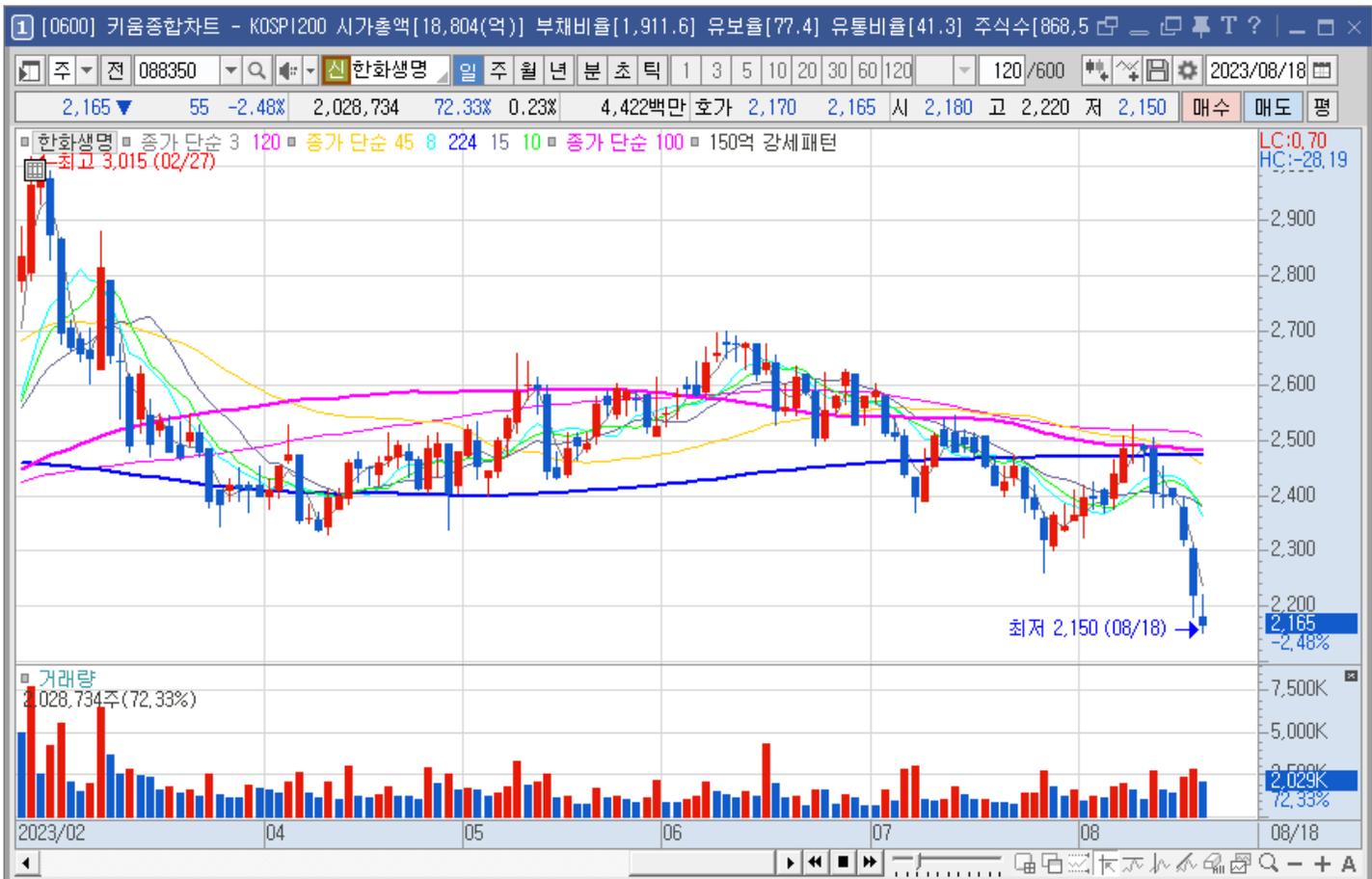
	2Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험손익	195		70.3	-	-
투자손익	-41		N/A	-	-
영업이익	154		-66.8	-	-
영업외손익	5		131.6	-	-
세전이익	159		-65.9	-	-
당기순이익	156		-56.2	-	-

자료: 유안타증권 리서치센터

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도) (십억원, 배, %)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023E	2024E
영업이익			923	702
세전이익			941	723
당기순이익			745	532
PER (배)		IFRS4	2.8	4.1
PBR (배)			0.16	0.15
배당수익률 (%)			6.8	5.0

자료: 유안타증권 리서치센터



CJ

올리브영 성장성은 매력적이지만

[\[출처\] 하나증권 최정욱 애널리스트](#)

상장자회사들은 실적이 부진했던 반면 비상장자회사들은 성장이 지속되면서 선방

CJ에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 110,000원으로 하향. 목표가 하향은 주요 상장자회사들의 실적 부진 및 주가 하락에 따른 지분가치 하락을 반영했기 때문. CJ의 2분기 연결 매출액은 10.3조원으로 YoY 0.2% 감소, 영업이익은 4,989억원으로 YoY 27.5% 감소해 컨센서스를 하회. CJ ENM은 1분기에 이어 2분기에도 적자가 지속됐는데 미디어플랫폼 사업에서의 상각비 부담 및 광고매출 부진이 이어졌기 때문. CJ제일제당 또한 매출액과 영업이익이 각각 YoY 4%와 31.7% 감소했는데 대한통운을 제외한 영업이익은 YoY 40.1% 감소했음. 대한통운의 경우 영업이익 감소 폭이 미미했으며 건설부문 일회성 원가 요인 50억원을 제외시 준수한 영업이익률을 기록한 것으로 추정. 반면 CGV의 경우 영업이익 158억원을 시현하면서 드디어 흑자전환했음. CJ올리브영은 2분기 매출액과 순이익이 9,675억원과 1,024억원을 달성해 YoY 41.1%와 76.9% 증가한 호실적을 기록. 국내 H&B 스토어 시장점유율이 빠르게 상승하고 있고, 엔데믹으로 외국인관광객의 소비 또한 증가하고 있기 때문.

올리브네트웍스와 푸드빌 또한 매출 성장세가 이어지고 있으며 순익도 나름 양호. 전반적으로 상장자회사들은 실적 부진이 지속되고 있는 반면 비상장자회사들은 선방하는 모습

올리브영의 고성장세는 중국인 단체관광 허용을 촉매로 보다 가속화될 전망

CJ올리브영은 2분기에도 고성장이 지속. 코로나 시기에 랄라블라(GS리테일), 룩스(롯데쇼핑) 등의 경쟁사 폐점으로 오프라인 H&B스토어 시장에서 시장점유율을 빠르게 높였으며 2분기에는 80% 이상을 달성한 것으로 추정. 2분기말 점포수는 1,320개로 전년동기대비 45개 증가. 점포수 확장과 더불어 점포당 매출액도 약 7.3억원으로 전년동기대비 36.2% 증가해 이상적인 성장 곡선을 보여주는 중. 오프라인채널뿐만 아니라 온라인채널 또한 매출이 증가중이며 온라인채널 매출 비중은 25.2%로 상승. 외국인관광객들의 소비 또한 가파른 증가세를 보이고 있는데 명동·강남·성수 일대의 외국인 고객 비중이 전년동기대비 대폭 상승하면서 매출에 기여하고 있는 중. 지난 8월 10일에 중국이 5년만에 단체관광 금지령을 해제하면서 중국인 단체관광객들이 하반기에 급증할 것으로 예상되는 상황에서 H&B스토어 시장에서 독점적인 지위를 가지고 있는 CJ올리브영의 매출 성장세가 보다 가속화될 것으로 전망

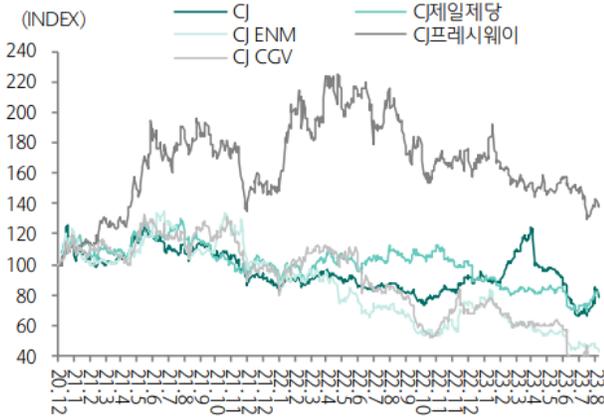
CJ ENM의 실적 개선이 여전히 불투명하다는 점은 디스카운트 요인

CJ ENM은 하반기에도 수익성 개선이 불투명해지면서 연간 영업이익자를 시현할 것으로 전망. 하반기 제작비 축소에 따른 상각비 부담 완화를 기대했지만 미국내 작가·배우 파업이 시작되며 피프스시즌의 딜리버리 시점이 불확실해진 상황이기 때문. 미디어플랫폼 광고매출 부진과 티빙의 자체 제작 드라마 상각비 부담 또한 실적에 부정적인 영향을 미치고 있음. 피프스 시즌 편성 재개가 당장 해결되기는 어려워 단기적으로 실적 개선이 쉽지 않을 전망

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

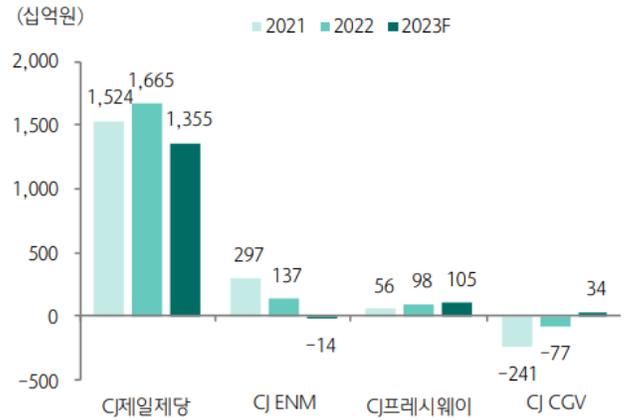
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	34,484.0	40,924.9	42,021.1	44,004.4
영업이익	1,881.8	2,154.2	1,944.8	2,009.8
세전이익	1,300.8	1,056.2	1,030.1	941.2
순이익	275.0	202.1	248.8	257.8
EPS	7,710	5,666	6,976	7,228
증감율	217.28	(26.51)	23.12	3.61
PER	10.82	14.84	11.04	10.65
PBR	0.57	0.56	0.49	0.47
EV/EBITDA	6.31	5.70	6.15	5.95
ROE	5.66	3.94	4.66	4.62
BPS	146,205	149,477	158,436	163,022
DPS	2,300	2,500	2,800	3,000

도표 3. CJ 및 상장 계열사 2021년초 대비 주가 추이



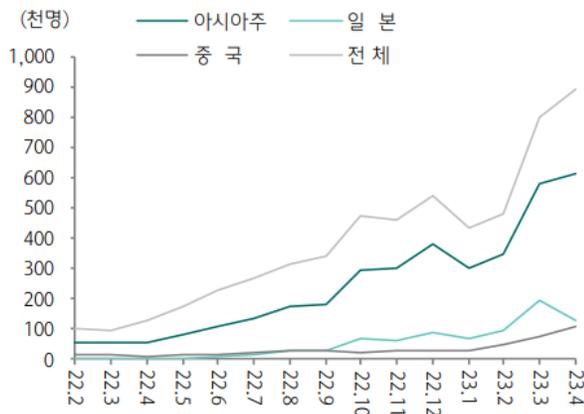
주: 2020년 12월 30일 주가를 100으로 한 상대지수 기준
자료: Quantivise, 하나증권

도표 4. CJ 상장 계열사 영업이익 추이 및 전망



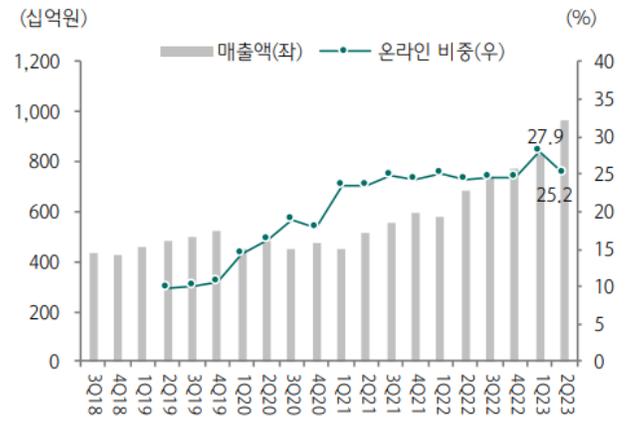
자료: Quantivise, 하나증권

도표 5. 외국인 입국자 증가 추이



자료: 문화체육관광부, 하나증권

도표 6. CJ올리브영 분기별 매출액 및 온라인 비중 추이



주: 올리브영의 온라인 매출액 비중은 2Q19부터 공시
자료: CJ, 하나증권



씨에스베어링
열려 있는 성장

[출처] DS투자증권 안주원 애널리스트

2분기에도 이어진 매출 및 이익 확대

2분기 실적은 매출액 281억원(+54.1%, YoY)과 영업이익 22억원(흑자전환)을 달성하며 1분기에 이어 호실적을 기록했다. 매출액의 90% 이상을 차지하고 있는 GE향으로의 매출액이 증가하면서 외형과 이익 모두 늘어났다. 2분기 GE의 터빈 수주 규모는 2.9GW로 전년 동기 대비 222%, 전분기 대비 81% 증가했다. 북미지역에서의 육상과 해상풍력 수주 환경이 모두 좋았고 IRA로 가장 큰 수혜를 받고 있는 것으로 나타났다. GE의 수주실적은 씨에스베어링 실적의 바로미터로 하반기에도 좋은 실적이 이어갈 것으로 보인다.

고객사들로부터 몰려오는 러브콜

GE 및 신규로 유입될 고객사들로부터 2024~2026년 장기공급계약 요청이 동시에 들어오고 있다. 미국을 중심으로 풍력 프로젝트가 많이 진행되고 있는 가운데 베어링 등 주요 부품에 대한 공급부족 우려에 따라 물량을 선제적으로 확보하고자 하는 것이다. 풍력 베어링의 경우 미국에는 생산업체가 없으며 한국 기업들의 가격 경쟁력이 가장 높고 특히 씨에스베어링은 생산시설 확장으로 급증하는 주문에 유일하게 대응 가능한 기업이다. 동사는 하반기 베트남 2공장 증설을 시작해 내년 상반기 마무리할 예정이며 2공장까지 고려 시 연간 CAPA는 현재 8,000개에서 약 14,000개까지 늘어난다.

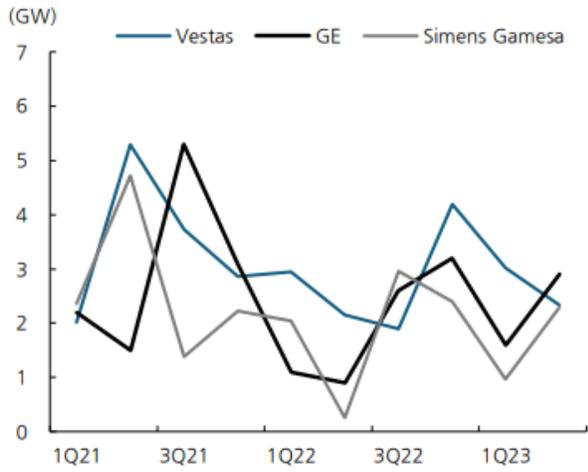
또한 현재 터빈사들의 공통적인 이슈인 비용 절감도 중요하다. 적자폭을 줄이기 위한 체질개선을 하고 있으며 부품업체 선정 시 가격이 민감하게 작용하고 있다. 이에 따라 생산원가에서 우위가 있고 문제 없이 제품을 만들어 줄 수 있는 업체들에게 수주가 몰리는 구조로 변해가는 중이다. 동사는 베트남에 위치한 생산시설을 기반으로 글로벌 경쟁사 대비 이미 높은 가격 경쟁력을 갖추고 있으며 제작 난이도가 높은 GE와 오랜 협업을 해왔다. 품질, 납기, 가격 등 모든 면에서 상위권인 동사에게 러브콜이 몰려오는 이유이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	104	96	49	119	228
영업이익	10	0	-9	8	27
영업이익률(%)	9.2	0.5	-18.0	6.7	12.0
세전이익	6	0	-19	5	25
지배주주지분순이익	6	-1	-17	5	19
EPS(원)	276	-55	-644	172	706
증감률(%)	-7.5	적전	적지	흑전	310.2
ROE(%)	11.8	-2.1	-24.3	5.0	17.8
PER (배)	56.9	-154.3	-12.6	76.3	18.6
PBR (배)	2.9	1.5	2.5	3.6	3.0
EV/EBITDA (배)	28.2	49.6	-53.7	30.3	11.4

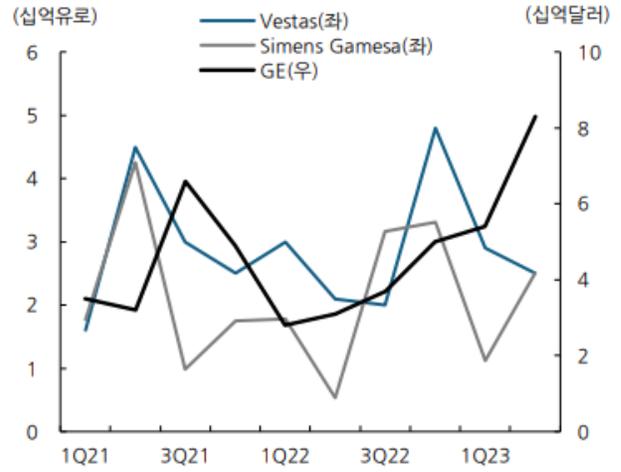
자료: 씨에스베어링, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 터빈사 분기별 수주규모 추이



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림2 터빈사 수주금액 추이



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터





NHN

NDR 후기 : 순조로운 '선택과 집중'

[\[출처\] 신한투자증권 강석오 애널리스트](#)

클라우드 고성장 지속: 광주 AI 데이터센터 경쟁력 기대

NHN클라우드는 2021년 +65%, 2022년 +45% 성장하며 NHN의 주요 성장동력으로 자리매김했다. 특히 국내 3대 CSP 사업자로서 공공부문 수주에서의 최상위 점유율을 보여주고 있으며, 향후 완공될 데이터센터의 서버 수용량, 설비 품질 및 정부/지자체와의 우호적인 협업 관계를 고려하면 2028년까지 클라우드 전환 정책 내에서 높은 점유율을 유지가능할 수 있다고 판단한다. IDC가 위치한 지역의 지자체는 바로 입점이 시작될 것으로 보여 가동률도 빠르게 올라올 수 있다.

공공부문뿐만 아니라 민간부문에서의 성과도 기대된다. 10월 가동이 시작될 광주AI데이터센터에는 엔비디아의 H100 GPU 서버가 아시아 최초로 도입된다. 전 세계적으로 생성 AI 개발 수요가 급증한 반면 고성능 GPU 공급은 부족한 상황인데, AI 학습 속도가 GPU 성능으로 결정되는 만큼 민간 기업 수요도 충분할 전망이다. 또한 유지보수의 용이성이 높아 국내 금융/게임 기업들 중심으로 NHN클라우드의 수요가 확산되고 있다. 솔루션을 보유한 CSP 사업자로서 R&D가 진행되고 기능이 많아질수록 향후 단가 상승의 가능성도 충분하다는 판단이며, 동사는 클라우드 부문의 대규모 투자 이후 이익률이 정상궤도에 올랐을 때엔 15% 이상의 OPM을 목표하고 있다.

수익성 개선: 가이드نس 이상으로 순조롭게 진행 중

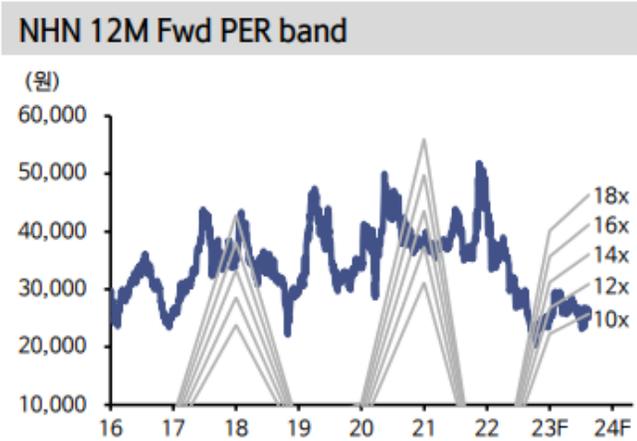
적자인 사업들은 과감히 정리하고 있다. 웹툰(코미코) 부문은 로맨스 판타지 중심의 안정적인 인기가 지속되는 일본을 제외한 나머지 국가들에서의 사업을 철수 중이며, 하반기 주요 신작들에도 공격적인 마케팅비는 집행되지 않을 전망이다. 페이코는 작년 영업적자를 올해 절반 수준으로 축소하는 것이 목표였는데, 상반기 기준 64% 개선되어 가이드نس를 넘어선 상황이다. 작년 말부터 B2C향 마케팅비를 크게 축소했음에도 거래액 성장이 이어지고 있으며, 수익성 높은 식권/복지솔루션 사업에 초점을 두어 하반기 수익성 개선은 가속화될 전망이다.

커머스 부문은 작년 중국의 상해 봉쇄로 인한 충격 후 회복 중이다.

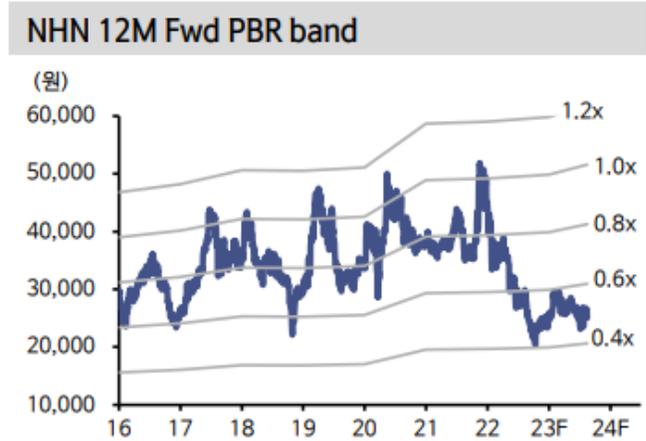
하반기 성수기 진입 및 광군제로 회복세가 지속될 전망이다. 미국 B2B 플랫폼은 Take rate을 높이고 있고, 이번에 인수한 이탈리아 명품 편집샵 콜토티도 판매 채널과 상품 다양화로 사업에 기여할 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	1,923.7	97.9	116.9	3,115	48,891	14.4	2.1	0.9	6.8	(37.4)
2022	2,114.9	39.1	(32.1)	(869)	47,006	(28.7)	4.6	0.5	(1.8)	(32.6)
2023F	2,304.4	96.8	78.4	2,228	49,840	11.2	3.4	0.5	4.6	(30.7)
2024F	2,545.2	128.8	97.2	2,781	52,622	9.0	2.6	0.5	5.4	(33.4)
2025F	2,772.9	152.9	108.9	3,116	55,738	8.0	1.6	0.4	5.8	(39.4)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

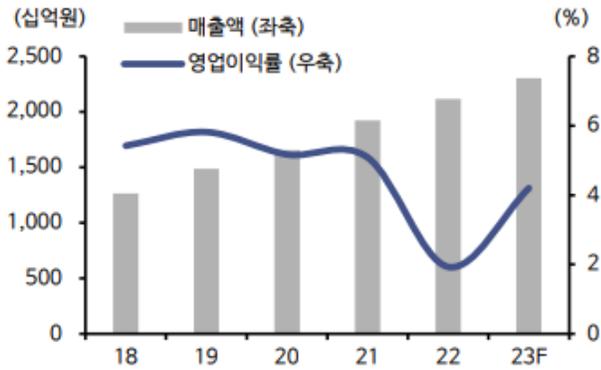


자료: QuantiWise, 신한투자증권



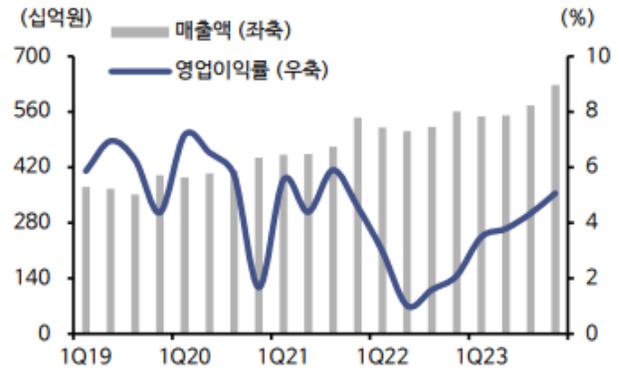
자료: QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



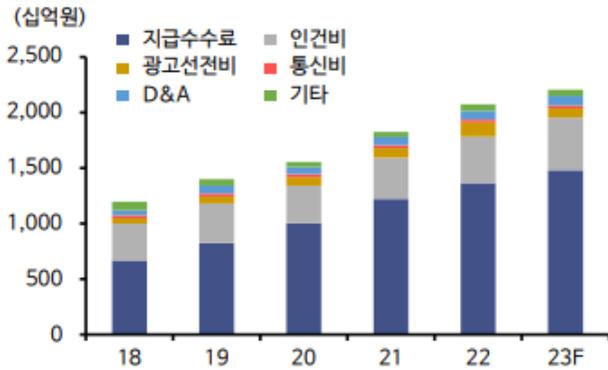
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망



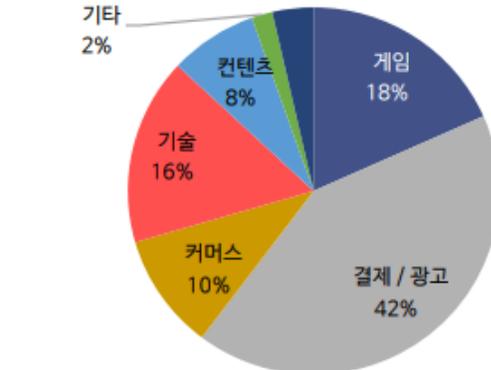
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권

매출 비중(2023F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권



