

## 2023.10.12(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-10-12 오전 4:28

수정한 날짜: 2023-10-12 오전 4:35

### 2023.10.12(목) 증권사리포트

LG전자

군계일학(群鷄一鶴)

[\[출처\] 키움증권 김지산 애널리스트](#)

불경기 차별적 이익 모멘텀 입증, B2B 성과 확대

3분기 잠정 영업이익은 9,967억원(QoQ 34%, YoY 33%)으로 시장 컨센서스(8,084억원)를 크게 상회했다. 단독(LG이노텍 제외) 영업이익은 8,236억원(QoQ 11%, YoY 164%)으로 추정된다. 고금리 환경에서 IT Set 수요 약세를 극복하고, 효과적인 비용 관리를 통해 놀라운 이익창출력을 보여줬다.

가전이 업계 최고 수준의 수익성을 유지한 가운데, 자동차부품이 깜짝 실적을 주도했다. B2B 성과가 확대되면서 이익의 질도 향상되고 있다. 불경기에 차별적인 이익 모멘텀을 감안하면 저평가 매력 커 보인다.

자동차부품 수익성 개선 추세 고무적

가전은 주택 경기 악화 영향을 받고, B2B 및 볼륨존 성과 확대에 힘입어 전년 수준의 매출액을 유지하고 있으며, 수익성 면에서는 원재료, 물류비 등 원가 구조가 하향 안정화되고 있다. 모터, 컴프레서 등 부품 사업도 B2B 성과에 일조하고 있다. 빌트인, 시스템에어컨, 칠러 등 B2B 매출 비중이 커지면서 연간 상고하자 실적 트렌드가 완화될 것이다.

TV는 프리미엄 제품 수요 부진 장기화 속에서도 우려보다 양호한 수익성을 달성했다. 재고 상태가 건전해 졌고, 마케팅 비용을 효율적으로 집행하고 있으며, 플랫폼 사업의 이익 기여가 확대됐다. 패널 가격은 4분기부터 재차 하락 전환해 TV 업체들에게 우호적일 것이다.

자동차부품의 수익성 개선 추세가 고무적이다. 일회성 비용 우려를 불식시키기에 충분했으며, 안정적인 공급망 관리 성과가 뒷받침되고 있고, 특히 e파워트레인 부문의 개선 속도가 빠르다. 신규 멕시코 공장이 4분기부터 본격 가동되고, 헝가리 공장 설립도 진행하고 있어 북미와 유럽에서 전기차 부품의 고객 대응력과 수주 경쟁력이 향상될 것으로 기대된다.

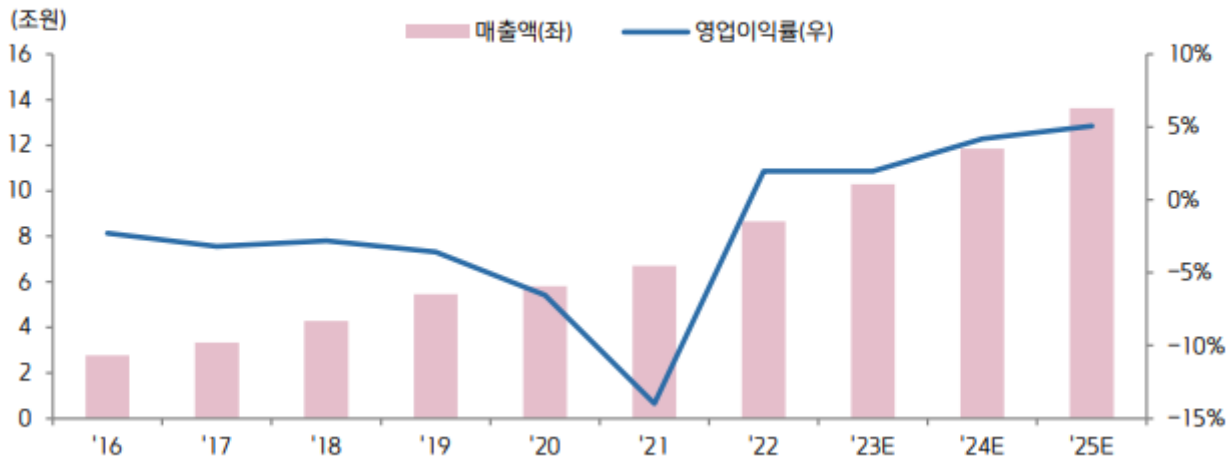
비즈니스솔루션은 올해 로봇, 전기차 충전 인프라 등 육성 사업의 토대 마련에 의미를 뒤야 할 것이다. IT 부문의 본격적인 실적 개선은 내년 상반기를 기대한다

### 투자지표

| (억원, IFRS)   | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액          | 739,080 | 834,673 | 841,701 | 878,453 |
| 영업이익         | 40,580  | 35,510  | 42,574  | 44,768  |
| EBITDA       | 67,873  | 65,361  | 74,271  | 77,061  |
| 세전이익         | 38,389  | 25,398  | 30,060  | 43,491  |
| 순이익          | 14,150  | 18,631  | 19,374  | 31,894  |
| 지배주주지분순이익    | 10,317  | 11,964  | 15,405  | 27,856  |
| EPS(원)       | 5,705   | 6,616   | 8,519   | 15,404  |
| 증감률(%YoY)    | -47.6   | 16.0    | 28.8    | 80.8    |
| PER(배)       | 24.2    | 13.1    | 12.3    | 6.8     |
| PBR(배)       | 1.45    | 0.82    | 0.90    | 0.78    |
| EV/EBITDA(배) | 4.6     | 3.7     | 3.3     | 2.8     |
| 영업이익률(%)     | 5.5     | 4.3     | 5.1     | 5.1     |
| ROE(%)       | 6.3     | 6.6     | 7.7     | 12.2    |
| 순부채비율(%)     | 23.3    | 25.0    | 9.5     | -2.4    |

자료: 키움증권

# 자동차부품 사업부 실적 전망



자료: LG전자, 키움증권





기아  
 3분기 실적은 예상치 부합할 전망  
[\[출처\] 하나증권 송선재 애널리스트](#)

실적은 기존 예상치 부합할 듯. P/E 4배 이하. 배당수익률 6% 이상

기아에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 12.0만 원을 유지한다. 3분기 실적은 인건비/품질비용이 증가함에도 불구하고, 가격 환경(믹스+환율)이 수익성을 견인하면서 예상치에 부합할 전망이다. 판매대수 증가율 둔화와 인센티브 상승은 아쉽지만, 높아진 기저와 시장 정상화 과정에서 자연스러운 현상이라 펀더멘털 훼손이라 판단하지 않는다. 제품 믹스와 환율이 기존 예상보다 높은 수준을 유지하면서 4분기 실적도 견조할 것이다. 현재 주가는 P/E 4배 이하의 낮은 Valuation을 기록 중이고, 기대 배당수익률은 6% 중반에 이른다.

3Q23 Preview: 영업이익률 10.3% 예상

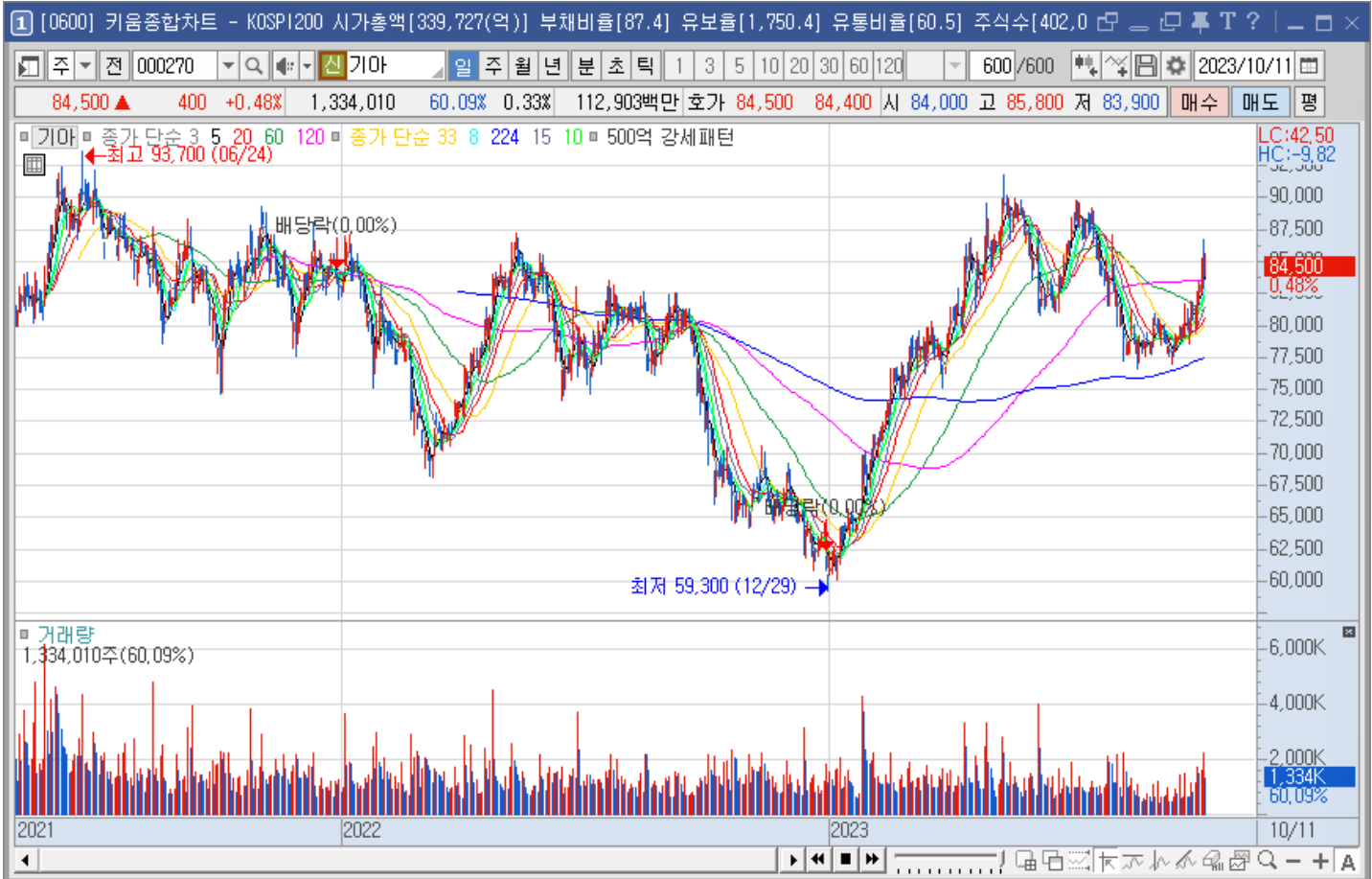
기아의 3분기 실적은 시장 기대치를 달성할 전망이다. 도매판매는 3% (YoY) 증가한 77.8만 대였고, 중국/인도가 11%/16% 감소했지만 한국/북미/유럽에서 각각 1%/13%/11% 증가했다. 중국을 제외한 글로벌 도매판매는 4% (YoY) 증가한 75.8만 대를 기록했다. 시장내 인센티브가 상승했지만, 리스사/딜러사 차원의 상승이라 기아 수익성으로 직접 연결되는 인센티브

상승폭은 그보다 낮다. 원/달러 환율도 1,313원으로 2% (YoY), 0% (QoQ) 하락했지만, 기존 우려보다는 높은 수준이었다. 평균판매가격과 수익성이 좋은 북미 비중이 2%p (YoY) 상승했고, RV 차종의 여전히 호조를 보이고 있다는 점에서 지역/판매믹스는 긍정적 영향을 주었다. 이에 따라 3분기 매출액/영업이익은 7%/231% (YoY) 증가한 24.8조원/2.54조원(영업이익률 10.3%, +6.9%p (YoY))을 기록할 전망이다. 전년 동기에 1회성 품질비용(1.54조원)이 있었다는 점을 감안하면 실질 영업이익 증가율은 10% (YoY)이다. 원부자재 투입원가의 하락으로 매출총이익률은 22%를 상회하고, 아직 교섭이 끝나지 않은 임단협 결과에 따라 일회성 인건비가 추가 반영되고, HECU 리콜 관련 품질비용은 금액/시기가 정해지지 않았으나 3분기 중 반영될 가능성이 클 것으로 보인다.

### 인도 판매는 연말 이후 개선될 것

기아의 인도 판매는 2021년/2022년 30%대 증가를 기록한 후 2023년 9월 누적 2% (YoY) 감소했다. 특히, 2분기/3분기 각각 6%/17% (YoY) 감소했는데, 이는 인도 판매차종이 3개(쏘넷/셀토스/카렌스MPV, 비중은 34%/37%/28%)로 집중되어 있어 각 모델의 노후화와 신차 일정의 영향이 크기 때문이다. 셀토스 판매는 2022년~2023년 1분기 월평균 7천대 이상이었으나, 신모델이 나오기 직전인 2분기에는 5천대대로 감소했다. 신모델 출시 후 8월/9월에는 평균 1만대 이상으로 회복되었다. 쏘넷은 연말에 신모델이 출시될 예정인데, 2023년 상반기까지 평균 7천대 이상에서 3분기에는 5천대대로 하락했다. 쏘넷의 판매 둔화는 신모델 전까지 이어지겠지만, 신모델 출시 후 판매가 증가할 것이다. 즉, 인도 둔화는 주력 모델 3개 중 2개가 신모델로 출시되는 과정에서 구모델에 대한 판매 지연의 결과이고, 교체가 완료된 2024년에는 해소되면서 재차 글로벌 판매에 기여할 것이다.

| Financial Data |          | (십억원, %, 배, 원) |          |           |  |
|----------------|----------|----------------|----------|-----------|--|
| 투자지표           | 2021     | 2022           | 2023F    | 2024F     |  |
| 매출액            | 69,862.4 | 86,559.0       | 98,553.6 | 100,023.5 |  |
| 영업이익           | 5,065.7  | 7,233.1        | 11,373.6 | 10,702.0  |  |
| 세전이익           | 6,393.8  | 7,502.0        | 12,491.4 | 12,072.6  |  |
| 순이익            | 4,760.5  | 5,409.4        | 9,119.5  | 8,813.7   |  |
| EPS            | 11,744   | 13,345         | 22,620   | 22,056    |  |
| 증감율            | 220.00   | 13.63          | 69.50    | (2.49)    |  |
| PER            | 7.00     | 4.44           | 3.72     | 3.81      |  |
| PBR            | 0.95     | 0.61           | 0.72     | 0.63      |  |
| EV/EBITDA      | 3.47     | 1.26           | 0.95     | 0.53      |  |
| ROE            | 14.69    | 14.57          | 21.11    | 17.51     |  |
| BPS            | 86,692   | 97,658         | 116,939  | 133,696   |  |
| DPS            | 3,000    | 3,500          | 5,700    | 5,700     |  |



---

데브시스터즈

창립 사상 최초 중국 진출 임박, 주목이 필요한 시점

[\[출처\] 하나증권 최재호 애널리스트](#)

## 다수 신작 라인업 및 흥행 보증 쿠키런 IP 기반 밸류에이션 리레이팅 전망

데브시스터즈는 2007년 설립되었으며, 대표적으로 '쿠키런: 오븐브레이크', '쿠키런: 킹덤' 등 2013년부터 출시한 쿠키런 IP 기반 게임을 통해 지속 성장하고 있는 게임 기업이다. 독자적으로 개발한 쿠키런 IP 외에도 다양한 장르의 게임 개발을 통해 포트폴리오를 다변화시키고 있다. 동사를 올해 연말부터 내년까지 주목해야 한다. 성장에 대한 다양한 모멘텀이 상존해 있기 때문이다. 우선 첫번째로 출시 예정 신작이다. 연간 출시 신작을 살펴보면 2021년 1개 à 2022년 0개 à 2023년 1개에서 2024년은 '쿠키런: 오븐스매시', '쿠키런: 모험의 탑', '쿠키런: 마녀의 성' 등 최소 4개 이상의 게임이 출시 예정이다. VR 게임 '쿠키런: 더 다키스트 나이트'의 경우 메타 퀘스트 스토어 입점이 확정된 상황으로 Line-up이 더욱 풍부해질 전망이다.

두번째는 동사의 킬러 IP인 쿠키런: 킹덤 중국 시장 출시가 머지 않았다는 점이다. 이미 검증된 IP의 중국 시장 진출을 통해 다시 한번 실적 퀀텀 점프가 기대되는 상황이다. 쿠키런: 킹덤이 출시된 1Q21 당사를 살펴보면 일평균 매출액은 약 12억원 이상을 기록했으며, 출시일부터 마케팅을 시작한 시점의 고점까지 주가는 1,056.5% 상승, 시가총액은 2.2조원을 기록한 바 있다. 2024년은 쿠키런: 킹덤 중국 출시, 신규 게임 출시가 예정되어 있기 때문에 역대 최대 실적을 달성했던 2021년 실적을 훌쩍 상회할 것으로 전망한다. 게다가 퍼블리셔가 마케팅 비용을 전폭 지원할 예정인 만큼 수익성 역시 2021년보다 개선될 전망이다. 중국 모바일 게임 시장 규모는 2022년 기준 약 423억 달러 수준으로 세계 M/S 약 39%를 차지하는 거대한 시장이다. 2024년은 역대 최대 실적을 기록할 전망이다. 밸류에이션 리레이팅이 필요하다.

## 중국 최대 게임 기업 '텐센트'의 기대작 '쿠키런: 킹덤', 출시 임박

데브시스터즈는 창립 사상 최초로 중국 시장 진출을 목전에 두고 있다. 대표 히트작인 '쿠키런: 킹덤'이다. 지난 3월 중국에서 판호를 발급 받았으며, 중국 최대 규모의 게임 기업인 '텐센트'와 퍼블리싱 계약을 맺었다. 타 국내 게임의 경우 중국 판호 발급 이후 텐센트를 통한 중국 출시일이 늦어도 약 8개월 정도 소요된 점을 감안했을 때, 쿠키런: 킹덤 출시일은 올해 11월이 될 가능성이 높다. 지금부터 주목이 필요한 이유다. 중국에서 먼저 출시한 '메이플스토리M'의 사례를 살펴볼 필요가 있는데, 올해 7월까지 사전 예약자 약 3백만명을 확보한 이후 8월 17일 출시일까지 약 한달 만에 사전 예약자 1천만명을 돌파했다. 출시 첫 달 약 7백억원 이상의 매출액을 달성한 것으로 파악된다. 쿠키런: 킹덤 역시 텐센트 연례 컨퍼런스인 'SPARK 2023'에서 소개한 기대작이다. 현재까지 마케팅 없이 비공개 테스트와 입소문만으로 이미 사전 예약자 약 3백만명을 돌파한 상황이며, 출시일 공개와 마케팅이 동반되면 사전 예약자 1천만명 돌파는 무난할 것으로 예상된다. 쿠키런: 킹덤 중국 출시 이후 일평균 매출액은 약 8~10억원 이상을 기록할 것으로 전망하며, 현재 서비스 중인 타국가 매출액과 합산하면 과거 2021년 이상의 매출액을 충분히 달성할 것으로 예상된다. 중국에서 게임 출시 전 출시일 공개는 통상적으로 약 3~4주 전이다. 11월 출시를 가정하면 출시일 공개가 임박했다는 뜻이다.

### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

| 투자지표      | 2019    | 2020   | 2021   | 2022   |
|-----------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 38      | 71     | 369    | 214    |
| 영업이익      | (22)    | (6)    | 57     | (20)   |
| 세전이익      | (13)    | (9)    | 68     | (10)   |
| 순이익       | (13)    | (6)    | 60     | (7)    |
| EPS       | (1,181) | (526)  | 5,279  | (566)  |
| 증감율       | 적지      | 적지     | 흑전     | 적전     |
| PER       | (6.2)   | (27.5) | 19.9   | (98.8) |
| PBR       | 0.6     | 1.1    | 6.1    | 3.0    |
| EV/EBITDA | 0.0     | 0.0    | 18.4   | 0.0    |
| ROE       | (12.7)  | (5.7)  | 36.5   | (3.7)  |
| BPS       | 12,810  | 12,638 | 17,312 | 18,478 |
| DPS       | 0       | 0      | 500    | 0      |





넷마블

4분기 다수의 신작 기대

[\[출처\] NH투자증권 안재민 애널리스트](#)

3분기 중 출시한 게임 성과 양호

넷마블에 대한 투자이견 Buy 유지. 3분기 중 출시한 국내 신작의 성과가 양호하고, 4분기 중 출시될 신작으로 인하여 4분기 중 영업이익 흑자 전환 기대

6월 '스톤에이지(중국)', 7월 '신의탑: 새로운세계', 9월 '세븐나이츠키우기'의 성과로 3분기 영업적자 폭을 상당히 줄일 것으로 전망. 특히 4분기에는 판호를 발급받은 3종의 신작 게임(일곱개의 대죄, 제2의 나라, 스톤에이지:각성)이 중국 텐센트를 통해 퍼블리싱 될 것으로 기대되며, 국내에서는 '아스달연대기', '나혼자만레벨업:ARISE'도 출시될 것

다만, 목표주가는 기존 60,000원에서 53,000원으로 하향 조정. 동사의 기업가치는 게임 사업의 가치와 투자자산의 가치를 합산하여 산정하는데, 최근 주식시장 하락에 따른 투자자산의 가치 하락에 기인

영업적자 폭을 줄인 3분기 실적 추정

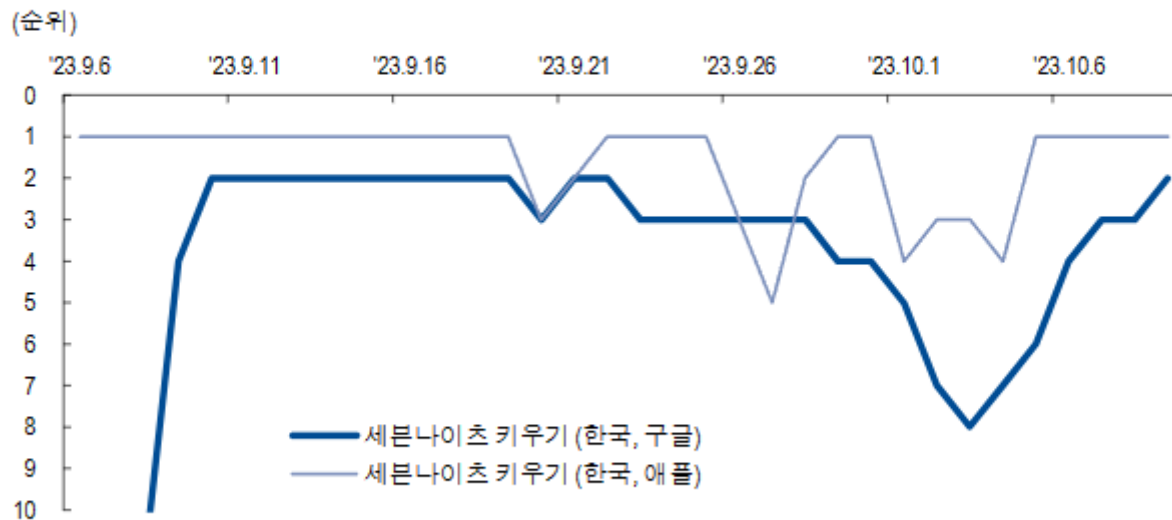


넷마블의 3분기 실적은 매출액 6,670억원(-4.0% y-y, +10.6% q-q), 영업이익 -118억원(적자지속)으로 영업이익은 당사 기존 추정치 -116억원 및 시장 컨센서스 -138억원을 충족할 것. 3분기 중 출시한 '스톤에이지', '신의탑: 새로운세계', '세븐나이츠키우기'의 성과로 영업이익 적자 폭을 상당히 줄이고 있으며, 이들 게임의 성과가 양호하게 유지되고 있어 4분기 중에는 영업이익 흑자 전환도 가능할 전망. 4분기 영업이익 91억원 추정

|           | 2022   | 2023E  | 2024F | 2025F |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 매출액       | 2,673  | 2,594  | 2,999 | 3,112 |
| 증감률       | 6.6    | -3.0   | 15.6  | 3.8   |
| 영업이익      | -108.7 | -68.2  | 103.3 | 122.4 |
| 증감률       | -      | -      | -     | 18.5  |
| 영업이익률     | -4.1   | -2.6   | 3.4   | 3.9   |
| (지배지분)순이익 | -819.2 | -98.5  | 50.4  | 98.5  |
| EPS       | -9,531 | -1,146 | 586   | 1,146 |
| 증감률       | -      | -      | -     | 95.6  |
| PER       | N/A    | N/A    | 71.1  | 36.3  |
| PBR       | 1.0    | 0.7    | 0.7   | 0.7   |
| EV/EBITDA | 56.3   | 45.7   | 20.0  | 18.7  |
| ROE       | -14.6  | -1.8   | 0.9   | 1.8   |
| 부채비율      | 58.9   | 56.7   | 60.1  | 61.4  |
| 순차입금      | 1,607  | 2,168  | 2,409 | 2,508 |

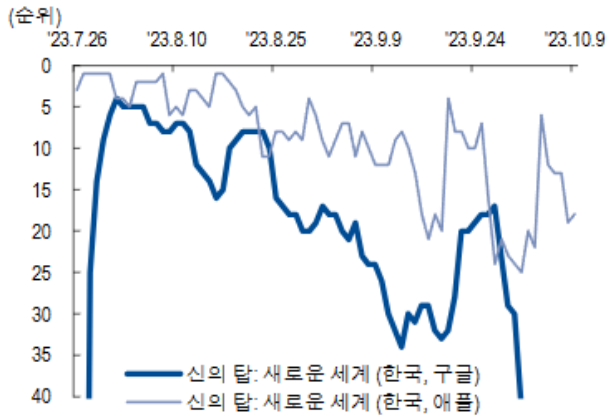
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 세븐나이츠키우기 앱스토어 매출 순위 (한국)



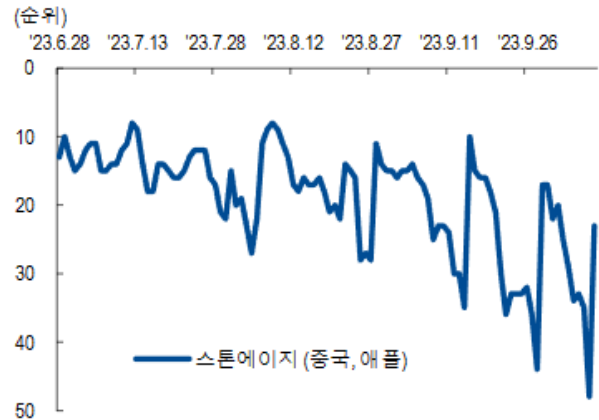
자료: 구글, 애플, data.ai, NH투자증권 리서치본부

그림2. '신의탑: 새로운세계' 앱스토어 매출 순위 (한국)



자료: 구글, 애플, data.ai, NH투자증권 리서치본부

그림3. 스톤에이지 애플 앱스토어 매출 순위 (중국)



자료: 애플, data.ai, NH투자증권 리서치본부





## 네오위즈

대박은 아니지만, 나쁘지 않은 성과

[\[출처\] NH투자증권 안재민 애널리스트](#)

## 글로벌 콘솔 시장에서 의미 있는 성과

네오위즈에 대한 투자 의견 Buy를 유지하나, 목표주가를 기존 50,000원에서 36,000원으로 하향. P의 거짓이 9월 19일에 출시하면서 모멘텀이 소멸되었고, 평가가 나쁘지 않았지만 소울라이크 장르의 특성과 어려운 초반 난이도, 마이크로소프트의 게임패스 영향으로 초기 판매량이 많지 않은 점을 감안하여 기존 P의 거짓 판매량을 첫 해 241만장에서 168만장으로 하향 조정하였기 때문

다만, 현재 P의 거짓 판매 추이는 꾸준한 것으로 파악되며, Steam Chart 자료에 따르면 동시접속자 수도 출시 초기에 비해 크게 빠지지 않았다는 점에서 고무적. 내년 이후 DLC(Downloadable Contents)가 추가되면서 지속적인 판매가 기대되며 누적 180만장은 달성할 것으로 기대

한국 게임 회사가 글로벌 콘솔 시장에서 처음으로 의미 있는 성과를 거두었다고 판단하며, 이후 나올 신작 게임에 있어서도 긍정적인 영향을 미칠 것. 금색의 갓슈벨, 던전에서 만남을 추구하면 안되는 걸까, 고양이와 스프 등 2024년 출시할 IP에 대한 신작 기대감과 추후 파트너사들과의 계약 조건도 좋아질 것

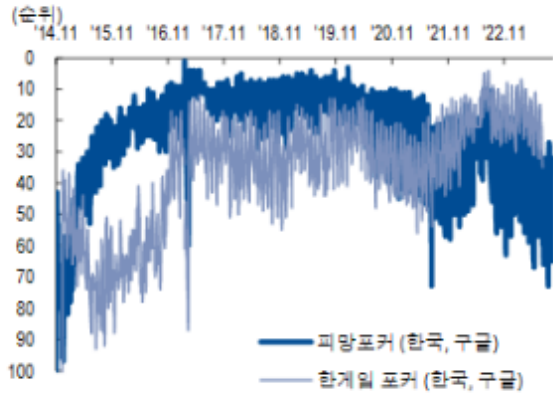
조금 아쉽지만, 흑자 전환이 기대되는 3분기 실적

네오위즈의 3분기 실적은 매출액 1,055억원(+40.8% y-y, +50.4% q-q), 영업이익 202억원(+285.9% y-y, 흑자전환 q-q)으로 영업이익은 기존 추정치 697억원 및 시장 컨센서스 600억원을 하회하겠지만, P의 거짓 성과로 흑자전환에 성공한 것으로 판단. 다만, 마케팅비용은 201억원(+63.9% q-q)으로 증가

|           | 2022  | 2023E  | 2024F  | 2025F  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 294.6 | 342.5  | 371.8  | 421.3  |
| 증감률       | 12.8  | 16.3   | 8.6    | 13.3   |
| 영업이익      | 19.6  | 30.8   | 40.0   | 58.4   |
| 증감률       | -7.5  | 57.1   | 29.9   | 46.0   |
| 영업이익률     | 6.7   | 9.0    | 10.8   | 13.9   |
| (지배지분)순이익 | 13.1  | 53.4   | 36.4   | 50.6   |
| EPS       | 593   | 2,422  | 1,652  | 2,298  |
| 증감률       | -77.0 | 308.4  | -31.8  | 39.1   |
| PER       | 62.3  | 10.1   | 14.7   | 10.6   |
| PBR       | 1.8   | 1.1    | 1.0    | 0.9    |
| EV/EBITDA | 18.9  | 8.7    | 7.0    | 4.9    |
| ROE       | 2.9   | 11.2   | 7.0    | 9.0    |
| 부채비율      | 22.1  | 23.5   | 26.3   | 27.8   |
| 순차입금      | -97.9 | -116.3 | -130.2 | -158.9 |

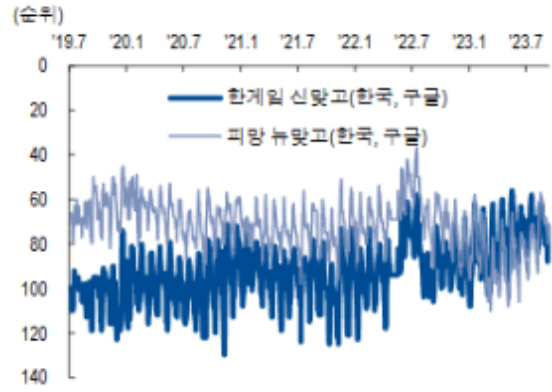
단위: 십억원, %, 원, 배

그림2. '피망 포커' 앱스토어 매출 순위 (구글)



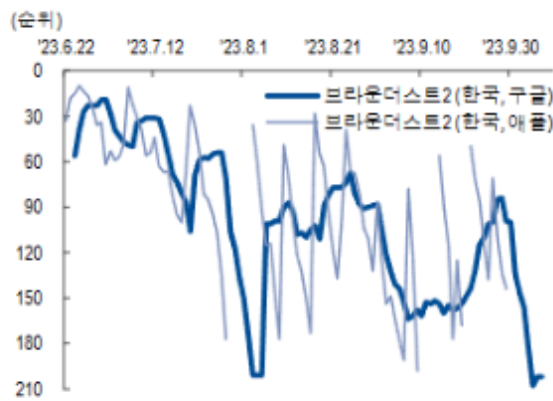
자료: data.ai, 구글, NH투자증권 리서치본부

그림3. '피망 뉴맛고' 앱스토어 매출 순위 (구글)



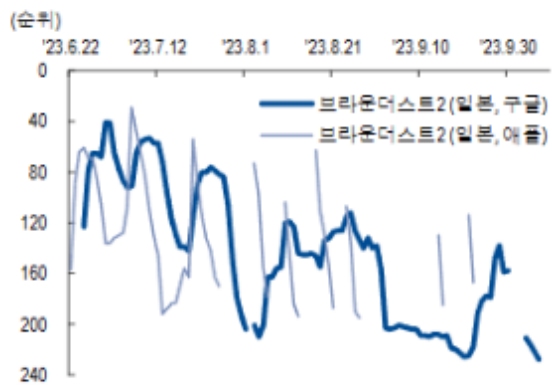
자료: data.ai, 구글, NH투자증권 리서치본부

그림4. 네오위즈 '브라운더스트2' 앱스토어 매출 순위 (한국)



자료: data.ai, 구글, 애플, NH투자증권 리서치본부

그림5. 네오위즈 '브라운더스트2' 앱스토어 매출 순위 (일본)



자료: data.ai, 구글, 애플, NH투자증권 리서치본부



삼성SDI

점점 부각될 매력

[\[출처\] 유안타증권 이안나 애널리스트](#)

### 3Q23 Preview: 컨센서스 상회하는 실적 예상

동사는 2023년 3분기 매출액 6.1조원(+5% qoq, +14% yoy) 영업이익 5,484억원(OPM 9%, +22% qoq, -3% yoy)으로 컨센서스(매출액 6.0조원, 영업이익 5,329억원) 대비 상회하는 실적 예상. 이는 파워툴 등 소형전지 출하량 감소에도 불구하고, EV 전지의 견조한 수요로 인한 것

부문별로 살펴보면 소형전지는 파워툴의 저조한 수요로 매출액 1.9조원 (-1% qoq, -15% yoy), 영업이익 1,892억원(OPM 10%, +1% qoq, -27% yoy) 예상. ESS는 4분기 신제품(140Ah) 출시 전 영향으로 매출액 6,242억원(-12% qoq, +13% yoy), 영업이익 125억원(OPM 2%, -1% qoq, -81% yoy)에 그칠 것으로 예상. 다만, EV 전지는 유럽 수요 영향에도 불구하고, 고객사 프리미엄 차종의 견조한 수요로 매출액 3조원(+12% qoq, +44% yoy), 영업이익 2,756억원(OPM 9%, +46% qoq, +73% yoy)이 예상됨. 전자재료는 편광필름의 견조한 수요에도 불구하고 반도체, OLED 수요 둔화로 매출액 6,176억원(+8% qoq, +16% yoy), 영업이익 712억원(OPM 12%, +15% qoq, -12% yoy) 예상

### 2024년 투자 매력도 높아질 것

2024년, 2차전지 셀, 양극재 기업들의 대규모 수주 가능성 낮음. 셀 기업들의 수주 모멘텀은 주로 4680, 46파이 등 새로운 폼팩터 향. 따라서 2024년에는 수주 공백기에 접어들면서 높은 수익성이 지속되는 기업에 대한 투자 매력도가 높아질 것. 동사는 EV향 P5 비중 확대가 지속되는 가운데, ESS 신제품 효과도 4분기부터 본격화될 것으로 기대. 2024년에는 P6 출시 등 고부가 제품 비중 확대로 중대형 중심 외형 성장 및 높은 수익성 지속될 것

### 동사에 대한 투자의견 및 목표주가 유지

동사에 대한 투자의견 및 목표주가 유지. 동사는 밸류에이션(2024E EV/EBITDA 9배) + 높은 수익성 + 수주 모멘텀(46파이) + 높은 기술력(전고체 등)까지 투자매력도 높다는 판단

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

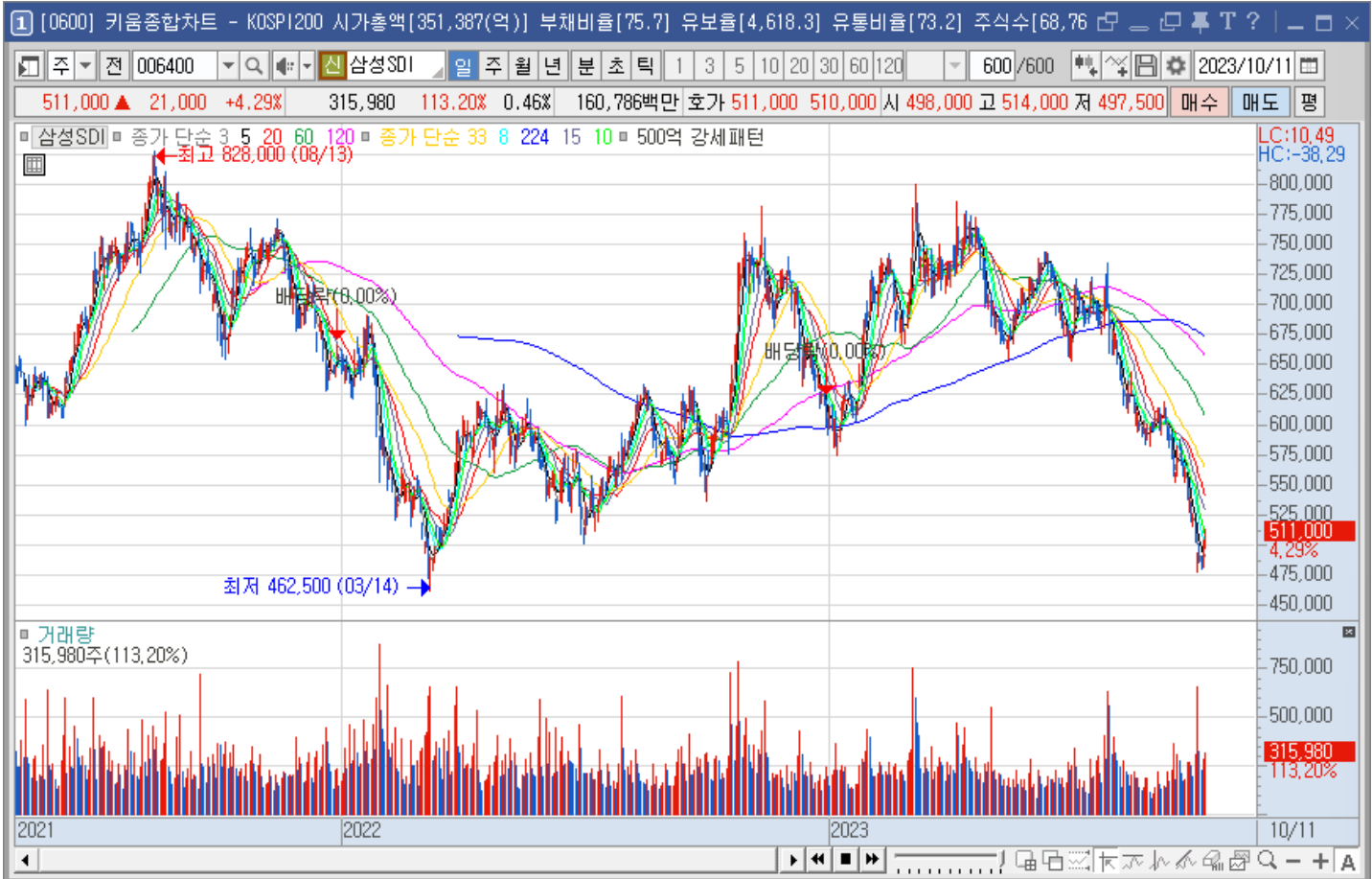
|            | 3Q23E  | 전년동기대비   | 전분기대비    | 컨센서스   | 컨센서스대비   |
|------------|--------|----------|----------|--------|----------|
| 매출액        | 61,195 | 14.0     | 4.8      | 59,852 | 2.2      |
| 영업이익       | 5,484  | -3.1     | 21.8     | 5,161  | 6.3      |
| 세전계속사업이익   | 7,435  | -14.2    | 27.5     | 6,911  | 7.6      |
| 지배순이익      | 5,608  | -7.0     | 21.8     | 5,266  | 6.5      |
| 영업이익률 (%)  | 9.0    | -1.5 %pt | +1.3 %pt | 8.6    | +0.4 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 9.2    | -2.0 %pt | +1.3 %pt | 8.8    | +0.4 %pt |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

| 계산 (12월)  | 2021A   | 2022A   | 2023F   | 2024F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 135,532 | 201,241 | 243,265 | 278,641 |
| 영업이익      | 10,676  | 18,080  | 20,201  | 23,279  |
| 지배순이익     | 11,698  | 19,521  | 21,045  | 24,565  |
| PER       | 41.6    | 21.2    | 15.7    | 13.5    |
| PBR       | 3.2     | 2.4     | 1.7     | 1.5     |
| EV/EBITDA | 22.4    | 13.6    | 9.9     | 8.8     |
| ROE       | 8.5     | 12.5    | 12.0    | 12.4    |

자료: 유안타증권





삼성바이오로직스  
잘하고있다

[\[출처\] 유안타증권 하현수 애널리스트](#)

### 3Q23 Pre: 효율적인 생산과 달러 강세

연결 기준으로 3Q23 실적은 매출액 1조 274억원(+17.7%yoy) 영업이익 3,096억원(-4.6%yoy, OPM 30.1%)로 컨센서스를 상회하는 호실적을 기록할 전망이다. 생산 효율화에 따른 생산 배치수 증가와 달러 강세 효과에 기인. 별도 실적으로도 매출액 8,126억원(+20.5%yoy), 영업이익 3,396억원(+9.1%yoy, OPM 41.8%)를 기록할 것으로 전망.

3Q23까지 수주 규모는 약 20.9억 달러로 4공장 가동을 위한 수주 계약 확보도 마무리 단계에 있는 것으로 판단. 또한 5공장 건설도 25년 4월 완공 목표로 앞당기며 5공장과 연계된 수주 계약 체결도 가능할 것으로 전망. 라이프사이언스 펀드를 통해 아라리스 바이오, 에임드 바이오에 투자하며 ADC 관련 기술 확보도 이어가고 있는 중.

투자 의견 Buy, 목표주가 95만원으로 하향

매수 의견을 유지하며, 목표 주가는 95만원으로 하향. 동사 성장은 급격한 성장 시기를 지나 안정적인 성장 시기에 접어들었다고 판단하며, 목표 주가 산정 방식을 기존 DCF 추정 방식에서 EV/EBITDA를 통한 글로벌 피어 멀티플을 적용하여 산출. EBITDA는 4공장 완전 가동 매출이 반영되는 25년 EBITDA를 할인하여 target multiple 29.4배(론자, 우시, 캐털란트 23년 평균에 50% 할증) 적용하여 산출.

주요 경쟁사인 론자 CEO 사임, 우시 바이오의 실적 가이던스 하향 등의 영향으로 동사 주가도 하락 추세. 그러나동사는 빅 파마 중심으로 고객사를 보유하고 있으며 수주 품목의 대부분이 상업화 또는 후기 임상 파이프라인으로 구성되어 있어 바이오테크들의 개발 파이프라인 감축 영향 등에서 벗어나 있다고 판단. 10/4에 23년 매출 가이던스를 기존 15~20% 성장에서 20% 이상 성장으로 상향 조정하며 시장 우려를 잠식시켰다고 판단. 시장우려로 낮아진 현재 주가는 좋은 매수 기회로 판단.

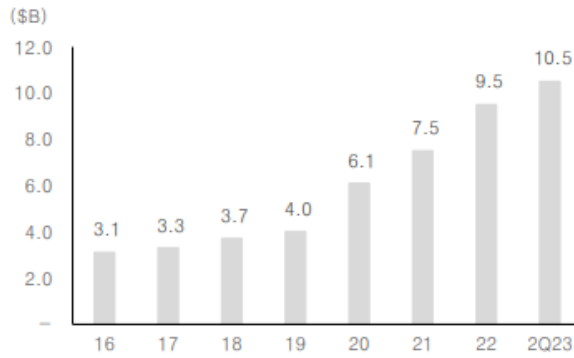
|            | 3Q23E | 전년동기대비   | 전분기대비    | 컨센서스 | 컨센서스대비   |
|------------|-------|----------|----------|------|----------|
| 매출액        | 1,027 | 17.7     | 18.6     | 941  | 9.2      |
| 영업이익       | 310   | -4.7     | 22.2     | 286  | 8.4      |
| 세전계속사업이익   | 291   | 46.9     | 16.0     | 307  | -5.2     |
| 지배순이익      | 221   | 71.4     | 19.7     | 231  | -4.0     |
| 영업이익률 (%)  | 30.1  | -7.1 %pt | +0.8 %pt | 30.3 | -0.2 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 21.5  | +6.7 %pt | +0.2 %pt | 24.5 | -3.0 %pt |

자료: 유안타증권

| 결산 (12월)  | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 1,568 | 3,001 | 3,655 | 4,365 |
| 영업이익      | 537   | 984   | 1,078 | 1,408 |
| 지배순이익     | 394   | 798   | 810   | 1,062 |
| PER       | 142.7 | 72.2  | 64.2  | 49.0  |
| PBR       | 11.2  | 6.5   | 5.3   | 4.8   |
| EV/EBITDA | 80.2  | 43.8  | 35.2  | 27.8  |
| ROE       | 8.2   | 11.4  | 8.6   | 10.3  |

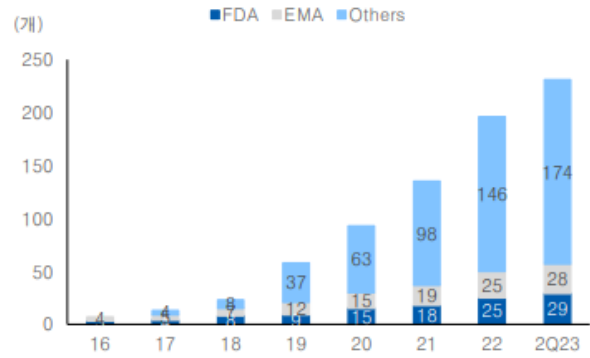
자료: 유안타증권

삼성바이오로직스 CMO 수주 추이



자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

삼성바이오로직스 CMO 허가 현황



자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터



주 전 207940 삼성바이오 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 120/600 2023/10/11

725,000 1,000 -0.14% 31,535 57.93% 0.04% 22,971백만 호가 726,000 725,000 시 730,000 고 735,000 저 723,000 매수 매도 평

삼성바이오로직스 증가 단순 3 120 증가 단순 45 8 224 15 10 증가 단순 100 150억 강세패턴

