

2023.10.20(금) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-10-20 오전 8:53

수정한 날짜: 2023-10-20 오전 9:04

2023.10.20(금) 증권사리포트

유한양행

막상막하 PFS 결과에 모두 되돌린 기대감

[\[출처\] 키움증권 허혜민 애널리스트](#)

높았던 기대감. 전체 생존 확인까지는 시간이 필요

레이저티닙과 아미반타맵 병용 EGFR 폐암 1차(MARIPOSA1) 결과, 무진행생존기간(mPFS) 중앙값이 23.7개월 vs 16.6개월을 기록하였다. 지난 암학회(ASCO 2023) 병용 요법에서 20명의 소그룹이었긴하나, PFS가 33.6개월에 도달하지 않았고 타그리소 화학 병용의 mPFS가 25.5개월~29.4개월을 기록하였기에 시장의 눈높이(25개월 이상)에 미달한 것이다.

시장에서는 주평가지표인 PFS에 집중했다. J&J의 실적발표 컨퍼런스콜에서도 밝혔듯이, 결국 전체 생존(OS)이 중요한데 이를 판단하기까지는 꽤나 시간이 소요될 것으로 보인다(타그리소 mOS 38.6개월). 위험비(HR 0.7)로 사망 위험을 30% 감소시켰다는 점에서 타그리소 화학 병용 대비해서도 향후 OS 데이터에 대한 기대감은 유효하다(vs 타그리소 화학 병용 HR 0.9). 타그리소 내성 환자 657명 대상으로 ami-laz-chemo 병용 임상(MARIPOSA2)에서는 mPFS가 ami-chemo 6.3개월, ami-laz-chemo 8.3개월, chemo 4.2개월을 기록하였다. 부작용 세부 공개는 초록에서는 없었으나, ami-laz-chemo에서 혈액학적 이상반응이 더 높았다고 발표하였다. 그럼에도 불구하고, 대안이 없는 내성 환자들에 기존 화학요법 대비 우수한 효능의 데이터로 MARIPOSA2가 MARIPOSA1 보다 먼저 미국 FDA로부터 승인 받을 가능성이 높을 것으로 전망한다. J&J 실적 컨퍼런스콜에서도 2025년 승인으로 언급된 바 있다. 경쟁사 타그리소 화학 병용 요법(FLAURA2)에 대해 FDA의 우선심사(Priority Review)가 주어지면서, 24.1Q PDUFA가 예상되어 경쟁사의 앞선 시장 진입이 전망된다.

3분기 실적 부진 예상. 연내 렉라자 미국 허가 제출

3분기 영업이익은 R&D 비용 증가에 따른 109억원(YoY 흑전, QoQ -60%)로 시장 기대치 188억원을 하회할 것으로 전망한다. 단기 기대되는 예상 모멘텀으로는 10/23일 본학회에서 세부 데이터 공개, 연내 허가 신청, 국내 1차 치료제 급여 확정 등이 있다. 아미반타맵이 정맥주사 제형으로 타그리소(경구) 대비 투여 불편감이 있으나, 연내 아미반타맵 피하주사(SC)제형 임상 종료로 향후 정맥제형을 대체하여 편의성 개선될 것으로 보인다.

목표주가 9만원 하향하나, 투자 의견 BUY 유지

기존 허가 마일스톤을 포함한 공격적인 영업 가치를 보수적으로 변경하였고 ('24.4Q 순이익 제외 및 '25.1Q 포함), 렉라자 1차 치료제 점유율을 기존 타그리소 점유율 대비 50%에서 41%로 변경하면서(Nature 조사자료 적용) 가치를 기존 3.29조원에서 2.86조원으로 변경하여 목표주가를 9만원으로 하향하였다(2차 치료제 점유율은 50% 수준 유지). 다만, 전일 시가총액이 약 1조원이 하락하였고, 그 동안 상승분을 모두 되돌린만큼 하방 경직이 전망된다. 타그리소 화학 병용(FLAURA2)의 PFS가 타그리소 단독 대비 9개월을 개선시켰고, 동사의 병용(MARIPOSA1) PFS는 7개월 개선으로 현재로서는 승패 여부를 명확히 알 수 없는 상황이다. 이에 따라 추후 전체 생존(OS) 결과가 중요할 것으로 판단된다

투자지표

(십억 원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,687.8	1,775.8	1,880.0	2,182.7
영업이익	48.6	36.0	73.8	140.2
EBITDA	101.3	79.0	119.3	178.8
세전이익	126.1	94.9	69.6	154.6
순이익	99.1	90.6	48.7	122.1
지배주주지분순이익	102.6	95.1	51.2	128.3
EPS(원)	1,318	1,223	657	1,649
증감률(% YoY)	-46.8	-7.3	-46.2	150.7
PER(배)	45.1	46.8	93.5	37.3
PBR(배)	2.40	2.24	2.38	2.26
EV/EBITDA(배)	40.7	50.9	38.2	25.5
영업이익률(%)	2.9	2.0	3.9	6.4
ROE(%)	5.4	4.9	2.6	6.2
순차입금비율(%)	-15.8	-12.4	-12.3	-11.1

자료: 키움증권





POSCO홀딩스

3분기 아쉬운 실적 전망

[\[출처\] 키움증권 이종형 애널리스트](#)

3분기 실적은 기존 추정치 하회 전망

3분기 영업이익은 1.06조원으로 키움증권 기존 추정치 1.21조원과 컨센서스 1.18조원 하회가 예상된다. 중국 철강업황이 2분기 약세 전환되면서 이에 후행해 POSCO의 탄소강 롤마진도 3분기부터 축소되기 시작했고, 해외 철강 자회사들의 실적도 당초 예상보다는 부진했을 것으로 추정된다. 글로벌 경기둔화와 원자재가격 하락으로 비철강 자회사들의 실적도 기대치에 다소 못 미쳤을 것으로 예상된다.

3분기 강점탄가격 상승은 4분기이후 원가상승 요인

3분기이후 철광석가격은 \$110~120 수준에서 안정을 보인 반면 호주 spot 강점탄가격은 3분기 초 \$230에서 10월 중순 \$360 이상으로 상승했다. 호주와 중국의 생산차질 이슈와 함께 상승한 강점탄가격은 올해 4분기와 내년 1분기에 걸쳐 국내 고로업체들의 투입원가 상승으로 연결될 전망이다.

만약 4분기내에 중국 철강가격의 뚜렷한 반등 또는 spot 강점탄가격의 급락이 없다면 3분기이후 상승한 강점탄가격에 따라 국내 고로사들의 탄소강마진(평균판가-투입원가)은 올해 4분기와 내년 1분기에도 QoQ 위축될 가능성이 높아질 전망이다.

3분기 실적전망 및 최근 업황을 반영해 23E 및 24E 영업이익의 전망치를 각각 4.0조원과 5.1조원으로 기존 추정치 대비 각각 -13%, -17% 하향한다. 이를 반영해 목표주가를 590,000원(12mf PBR 0.9X)으로 기존대비 -12% 하향하고 투자의견 Outperform을 유지한다.

리튬 등 이차전지 소재 사업은 중장기 관점에서 접근 필요

동사는 2030년 리튬 생산능력 42.3만톤을 완성하고, 리튬사업 매출액과 EBITDA 목표로 각각 13.6조원과 8.5조원으로 제시한 바 있다. 첫 단계로 올해 10월 광양 광석리튬 4.3만톤 준공을 시작으로 내년 2분기 아르헨티나 염수리튬 2.5만톤 공장이 순차적으로 가동될 예정이다. 동사가 추진하고 있는 리튬/니켈/이차전지 재활용 이차전지 소재사업은 중장기 성장성 측면에서 긍정적이다. 단, 3분기들어 리튬가격이 급락해 현재 2만불대 초반에서 횡보하고 있어 이차전지 소재사업은 좀 더 긴 호흡에서의 접근이 필요할 전망이다

투자지표

(십억원, IFRS **)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	76,332	84,750	80,080	89,266
영업이익	9,238	4,850	3,965	5,086
EBITDA	12,818	8,544	7,805	9,449
세전이익	9,416	4,014	3,660	4,893
순이익	7,196	3,560	2,791	3,731
지배주주지분순이익	6,617	3,144	2,389	3,231
EPS(원)	75,897	36,457	28,253	38,206
증감률(%YoY)	313.0	-52.0	-22.5	35.2
PER(배)	3.6	7.6	17.7	13.1
PBR(배)	0.47	0.45	0.78	0.75
EV/EBITDA(배)	2.5	4.1	7.3	6.5
영업이익률(%)	12.1	5.7	5.0	5.7
ROE(%)	14.0	6.1	4.5	5.8
순부채비율(%)	7.3	10.4	12.6	18.3

철광석과 강점탄가격



자료: Bloomberg, 키움증권

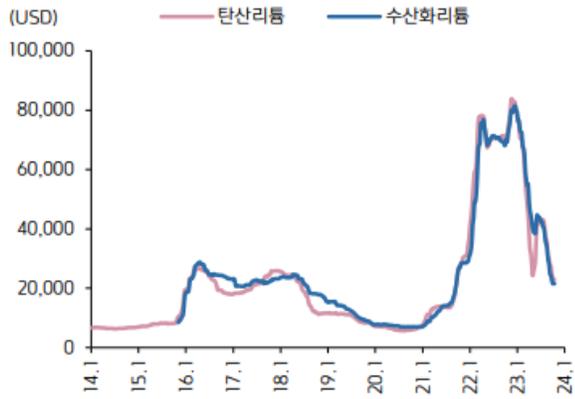
동아시아 spot 열연마진



주: 재료비는 철광석 1.6톤과 강점탄 0.75톤 가정

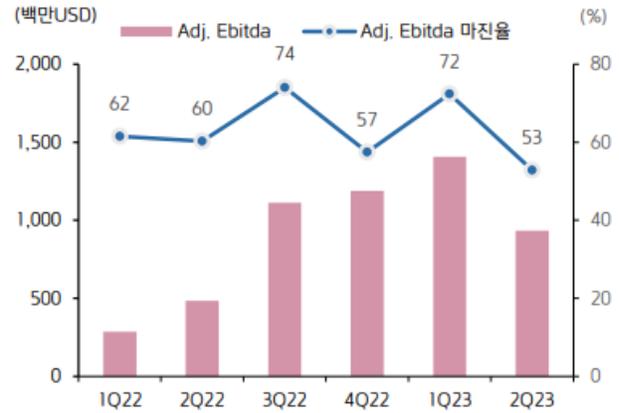
자료: Bloomberg, 키움증권

중국 탄산리튬 가격



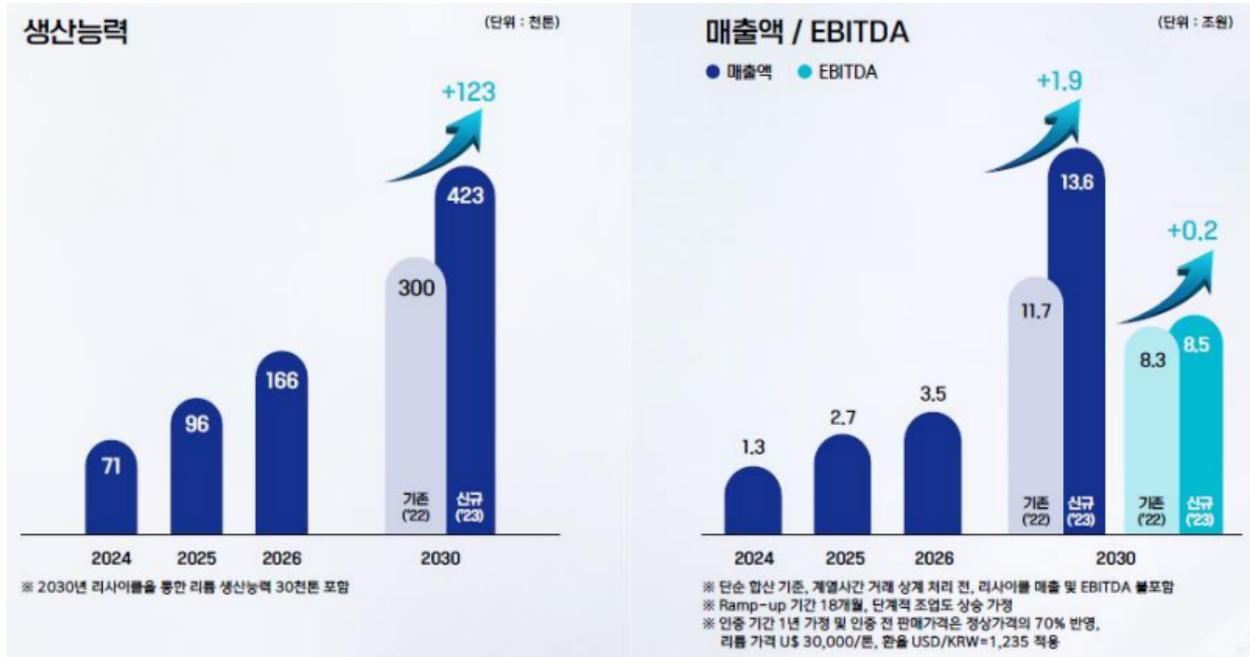
자료: Bloomberg, 키움증권

Albemarle Energy Storage(리튬)사업 수익성



자료: Albemarle, 키움증권

POSCO그룹 2030년 리튬사업 목표





세아제강

유가 강세 하에 중동의 지정학적 리스크 부각 긍정적

[\[출처\] 하나증권 박성봉 애널리스트](#)

3Q23 강관 판매 감소와 스프레드 축소로 이익률 하락 예상

2023년 3분기 세아제강의 매출액과 영업이익은 각각 3,980억원(YoY -11.0%, QoQ -22.0%)과 394억원(YoY -20.6%, QoQ -42.2%)으로 영업이익은 하나증권 기존 추정치 512억원을 하회할 것으로 예상된다.

탄소강관의 수출은 견조했으나 비수기와 내수 부진 영향으로 내수 판매량이 부진하면서 전체 강관 판매량 21.0만톤(YoY +9.5%, QoQ -16.9%)에 그칠 전망이다. 스프레드의 경우 내수와 수출 모두 전분기대비 축소된 것으로 파악되는데 수출의 경우 미국내 에너지용강관가격 하락, 내수는 수요 부진 및 원재료인 열연가격 하락의 영향으로 판가가 큰 폭으로 하락했기 때문이다. 8월 군산공장 폭발사고도 실적에 부정적으로 작용할 것으로 예상된다.

4분기는 강관 판매량 증가로 이익 확대 예상

내수 강관은 3분기 비수기 이후 계절성에 따른 수요 개선은 가능할 전망이나 건설 경기 불황이 내수 판매 증가폭을 제한할 것으로 예상된다. 3분기에 급격하게 악화된 수익성 개선을 위한 가격 인상 정책과 전분기대비 판매량 증가 전망을 감안하면 내수 강관제품의 4분기 수익성은 개선될 전망이다. 수출의 경우 3분기 들어 북미 Rig 수치가 안정화되었고 국제유가를 포함하여 최근 대외환경이 긍정적이기 때문에 마찬가지로 물량이 증가할 것으로 예상된다. 이를 감안한 세아제강의 4분기 영업이익은 555억원(YoY +48.7%, QoQ +40.9%)을 기록할 전망이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가는 220,000원으로 하향

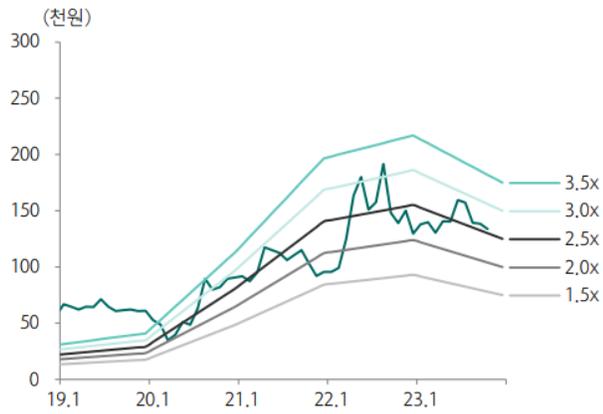
세아제강에 대해 투자의견 BUY를 유지하나 올해 실적추정치 하향으로 목표주가는 기존250,000원에서 220,000원으로 하향한다. 국제유가(WTI)가 9월 들어 반등한 이후 현재까지도 높은 수준이 유지되고 있는 가운데 최근 중동의 지정학적 리스크가 확대되면서 미국EIA(에너지정보청)가 내년 유가 전망치를 상향하는 등, 국제유가 강세 전망이 확대되고 있다. 동시에 미국내 원유 생산량이 올해뿐만 아니라 내년에도 증가할 것으로 예상된다는 점도 미국의 에너지용 강관 수요에 긍정적이다. 그러나 예상과는 달리 북미 Rig 수치는 연초대비 19% 감소한 상황에서 여전히 횡보하고 있는데 이는 북미 소재 화석연료 개발 업체들이 과거처럼 유가 상승에 기반한 공격적인 투자를 주저하고 있기 때문인 것으로 판단된다. 그럼에도 불구하고, 올해 하반기 바닥을 다진 이후 유가 강세가 장기화될 경우 내년부터는 Rig 수치 상승이 가능할 것으로 예상된다. 글로벌 경기 둔화에 따른 영업실적 Peak Out 우려로 세아제강의 현재 주가는 PER 2배, PBR 0.4배에 불과해 올해 예상 ROE 19.4% 감안 시, 여전히 과도하게 저평가되었다고 판단된다

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

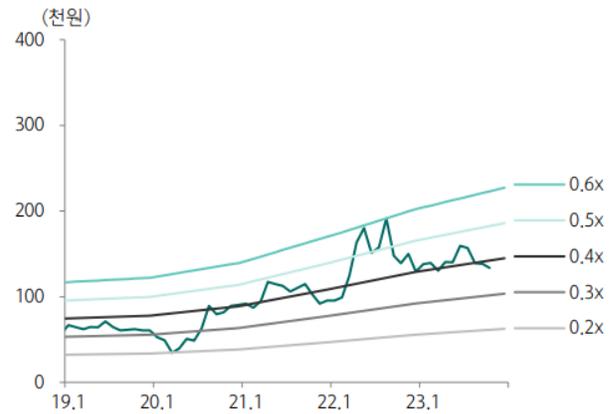
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,497.4	1,801.8	1,850.0	1,725.4
영업이익	131.9	215.2	241.6	190.2
세전이익	124.8	211.1	241.9	192.1
순이익	91.4	159.3	175.8	141.7
EPS	32,223	56,163	61,979	49,971
증감률	176.45	74.29	10.36	(19.37)
PER	2.97	2.31	2.16	2.68
PBR	0.40	0.44	0.38	0.34
EV/EBITDA	2.43	1.53	0.92	0.65
ROE	14.34	21.12	19.35	13.51
BPS	240,485	293,162	349,218	392,278
DPS	3,500	6,000	7,000	7,000

도표 2. 세아제강 PER밴드

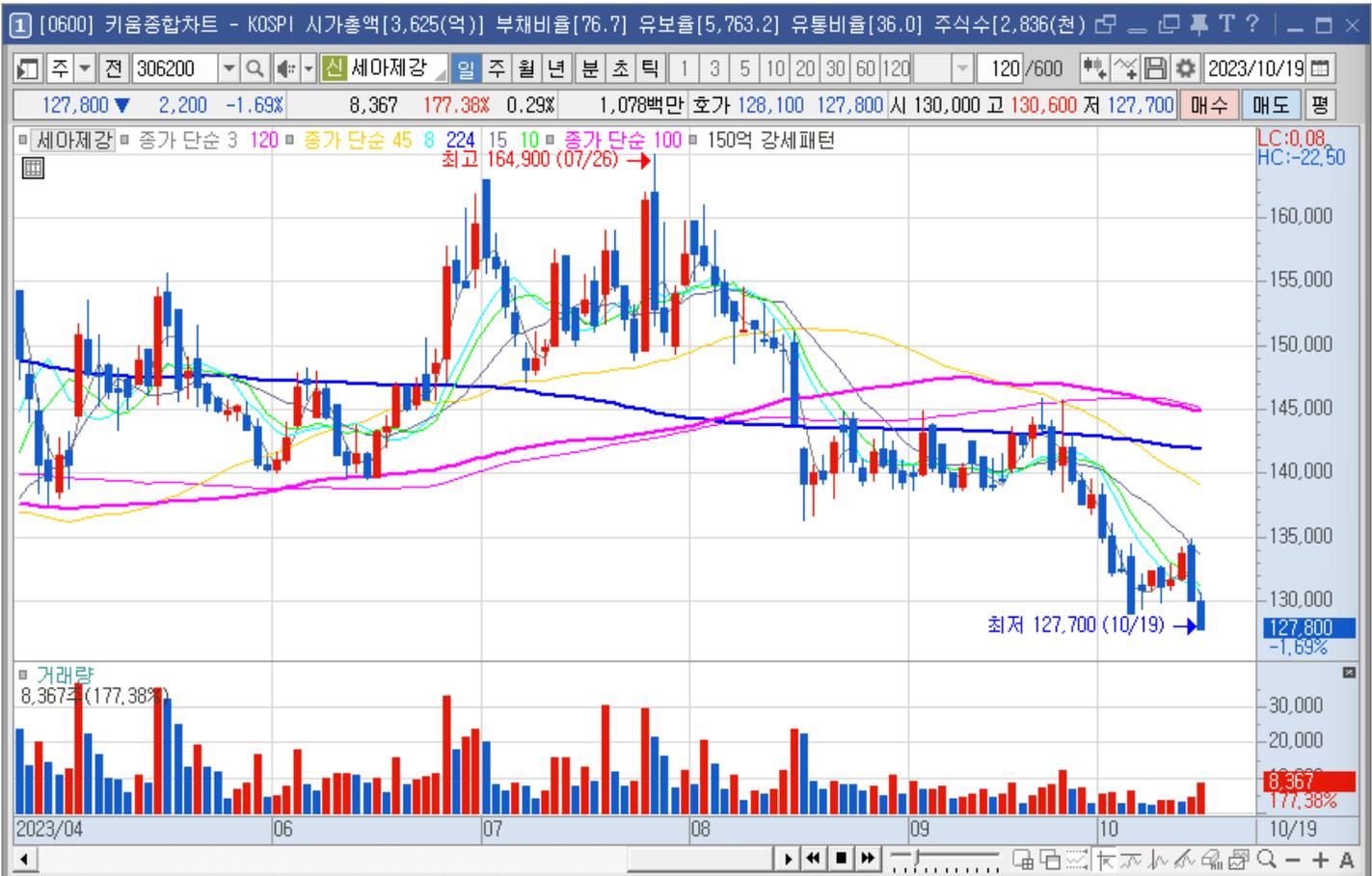


주: 2018년 사업부문 분할 재상장
자료: 하나증권

도표 3. 세아제강 PBR밴드



주: 2018년 사업부문 분할 재상장
자료: 하나증권



삼성물산

3Q23F Preview ; 실적 호조 지속

[출처] DS투자증권 김수현 애널리스트

3Q23 매출 10조 6,190억원, 영업이익 7,690억원으로 컨센 상회 예상

3Q23F 연결 매출 10조 6,190억원(+0.3% QoQ), 영업이익 7,690억원(-0.4% QoQ)으로 영업이익 컨센서스 7,300억원을 소폭 상회하는 실적이 예상된다. 건설 부문은 1) 마진이 상대적으로 높은 하이테크 발주가 지속된 효과와, 2) 여의도/성수 등 주택 정비 사업 확대, 3) 중동 등 주력 시장 내 추가 수주 등으로 매출 4조 8,110억원(+1.3% QoQ), 영업이익 2,957억원(+1.3% QoQ, OPM 6.1%)을 전망한다.

그 외 성수기 진입과 리오프닝 수요 상승에 힘입어 레저 부문의 매출 증가 및 외식물가 상승에 따른 대외 급식 및 식자재 사업의 매출 호조도 지속될 전망이다. 다만 상사 부문은 2분기 고수익 거래 소멸 등의 효과로 매출과 영업이익이 QoQ 감소할 전망이며 패션 부문은 3분기 비수기 진입과 소비 심리 둔화 영향으로 실적이 다소 저조할 전망이다.

네움시티 터널 공사 매출 본격화 및 향후 네움 인프라 추가 수주 기대

네움시티 관련 1) 지하터널 공사, 2) 주택 모듈러 공사를 확보했다. 네움시티 더라인과 옥사곤, 트로제나 등을 잇는 지하터널 '스파인'의 첫 구간 12km 터널 공사를 수주했다. 1차 수주 규모는 약 6,000억원 내외로 추정되며 지난 4분기부터 매출에 반영 중이다. 향후 1) 철도 및 관련 인프라, 2) 상하수도 플랜트, 3) 후속 터널, 4) 저층 모듈러 등 추가 수주 가능성도 열려 있어 긍정적이다.

보유자산 대비 극심한 저평가 구간

보유 중인 삼성전자 지분 4.4%의 가치는 18.2조원, 삼성바이오로직스 지분 43.1% 가치는 22조원, 삼성생명 지분 19.3%의 가치는 2.8조원 등 보유 주식 규모가 총 45.4조원에 달한다. 영업가치를 제외해도(당사 추정치 8조원) 현재 동사의 시가총액 20조원은 매우 낮은 수준으로 판단된다. 향후 5년에 걸쳐 보유 자사주 12.6%를 전량 소각할 예정으로 소각 관련 구체적인 추가 발표도 기대되는 시점이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	30,216	34,455	43,162	42,203	45,047
영업이익	857	1,196	2,529	2,807	3,008
영업이익률(%)	2.8	3.5	5.9	6.7	6.7
세전이익	1,465	2,480	3,335	3,537	3,570
지배주주지분순이익	1,035	1,635	2,044	2,205	2,134
EPS(원)	5,522	8,715	12,467	13,450	13,005
증감률(%)	0.0	57.8	43.0	7.9	-3.3
ROE(%)	3.8	5.4	7.2	7.3	6.2
PER(배)	25.0	13.7	9.1	8.0	8.3
PBR(배)	0.9	0.7	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	19.0	13.3	6.7	4.7	4.1

자료: 삼성물산, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



팬오션

건화물선 운임, 3분기 약세 이후 최근 반등 성공

[\[출처\] 하나증권 박성봉 애널리스트](#)

건화물선과 컨테이너선 운임 하락이 3분기 수익성에 부정적 영향 예상

2023년 3분기 팬오션의 매출액과 영업이익은 각각 1.1조원(YoY -40.0%, QoQ -10.1%)과 949억원(YoY -57.7%, QoQ -24.1%)으로 영업이익은 시장컨센서스인 1,229억원을 하회할 전망이다.

여름철 비수기 영향과 중국의 건설용 강재 수요 둔화로 철광석을 중심으로 한 건화물 해상 물동량이 감소하면서 7~8월 건화물선 운임(BDI)는 1,000포인트 초반에서 횡보했다. 9월 들어 반등에 성공했으나 결과적으로 3분기 평균 BDI는 2분기대비 119포인트 하락한 1,194포인트를 기록하면서 팬오션의 영업실적에 부정적으로 작용했다. 또한 운임 하락에 베풀었던 전략으로 용선선대 규모를 축소시키면서 매출 감소의 원인으로 작용할 전망이다. 한편, 탱커부문의 수익성은 전분기와 유사할 것으로 예상되나 운임 하락으로 컨테이너 부문 수익성도 악화될 것으로 판단된다.

건화물선 운임, 한동안 현재와 같은 높은 수준 유지, 연말 하락 예상

9월 들어 BDI가 반등에 성공하며 10월 중순 현재 2,000포인트 초반을 기록하고 있는데 이는 중국 정부의 부동산 규제 완화에 따른 철강 수요 회복 기대감과 국경절 연휴를 대비한 철광석 재고 축적 및 중국내 석탄 광산 붕괴에 따른 호주산 석탄 수입 증가 등이 운임 상승의 원인으로 작용한 것으로 판단된다. 길었던 중국 국경절 연휴 기간 동안 철강 가동률이 높은 수준을 유지하면서 중국 철강사들의 철강제품 재고가 증가한 반면, 항만의 철광석 재고는 지속적으로 감소하면서 3년래 최저치를 기록 중이다.

중국 철강사들의 수익성이 악화된 상황에서 철강 제품 재고 소진, 연말까지 정부의 감산 규제 등의 이유로 철강 가동률을 점차 낮출 것으로 예상되기 때문에 철광석 및 원료탄 해상물동량에 부정적으로 작용할 전망이다. 다만 중국 항만의 철광석 재고가 큰 폭으로 감소했기 때문에 철강 가동률 하락에도 불구하고, 한동안은 철광석 수입이 높은 수준을 지속할 것으로 예상되어 BDI는 10월까지 높은 수준 지속 이후 연말로 가까워질수록 조정 받을 전망이다.

투자의견 'BUY' 유지, 목표주가는 6,800원으로 하향

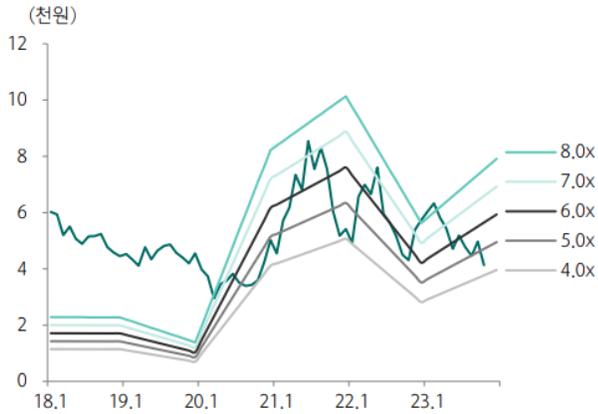
팬오션에 대해 투자의견 BUY를 유지하나 올해 실적추정치 하향으로 목표주가는 기존 7,600원에서 6,800원으로 하향한다. 3분기 운임하락에 따른 실적악화 우려로 현재 주가는 PBR 0.4배로 밴드 하단 수준에 머무르고 있는 반면 4분기는 운임 상승으로 양호한 영업실적이 기대된다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

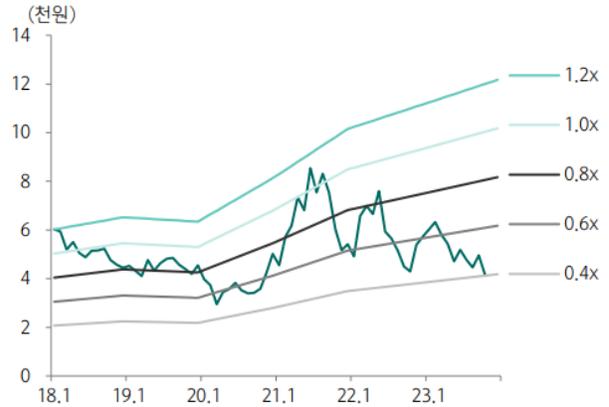
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	4,616.1	6,420.3	4,555.7	4,991.3
영업이익	572.9	789.6	470.0	610.3
세전이익	550.4	688.0	378.0	531.7
순이익	549.3	677.1	375.9	528.7
EPS	1,028	1,267	703	989
증감률	494.22	23.25	(44.51)	40.68
PER	5.26	4.52	5.86	4.17
PBR	0.80	0.68	0.45	0.41
EV/EBITDA	4.91	2.99	8.05	6.07
ROE	17.16	16.74	7.97	10.24
BPS	6,728	8,404	9,236	10,075
DPS	100	150	150	150

도표 2. 팬오션 PER밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나증권

도표 3. 팬오션 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나증권



위메이드

로열티 수위에 따른 영업이익 흑자 전환 기대

[\[출처\] NH투자증권 안재민 애널리스트](#)

중국 미르의전설 2, 3 라이선스 계약에 따른 로열티 확보

위메이드에 대한 투자의견 Buy 및 목표주가 52,000원 유지. 동사는 최근 액토즈소프트와 미르의전설 2, 3에 대한 중국 라이선스 계약을 체결하였고, 향후 5년간 총 5천억원, 매년 1천억원의 로열티를 받기로 함. 매년 3분기에 로열티 매출을 수취하게 될 예정이며, 관련하여 실적 추정치 상향. 다만, 목표주가는 최근 낮아진 게임주センチ먼트를 반영하여 2024년 당기순이익에 Target PER 17배 적용

11월 국내 최대 게임쇼 지스타 2023의 메인 스폰서인 위메이드는 내년 공개될 '레전드오브이미르(MMORPG)'와 야구게임 '판타스틱4 베이스볼(스포츠)'을 출품할 예정. 이외에도 나이트크로우의 글로벌 P2E 버전이 연말에 출시될 것이고, 내년에는 '러브레시피(SNG)', '미르의 전설2:기연(MMORPG)', '발키리어스(수집형RPG)', '어비스리움오리진(캐주얼)', '던전앤스톤즈(퍼즐RPG)' 준비 중최근 SK플래닛에 투자를 결정하며 12.4%의 지분을 확보하였고, OK캐시백 및모바일지갑 'Syrup'과의 시너지를 통해 블록체인 사업 확대도 지속할 것

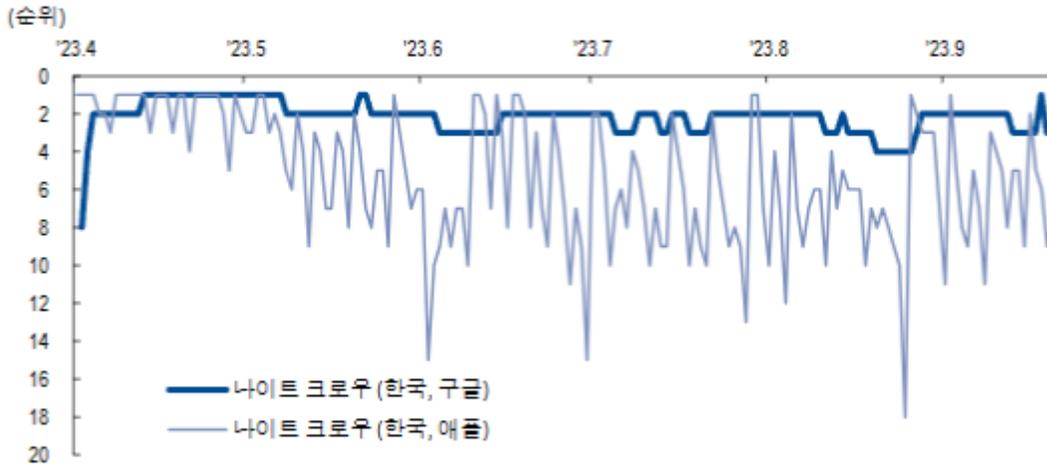
로열티 수취로 3분기 영업이익 흑자 전환 기대

위메이드의 3분기 실적은 매출액 2,394억원(+121.1% y-y, +50.3% q-q), 영업이익 534억원(흑자전환)으로 영업이익은 기존 추정치 -297억원 및 시장 컨센서스 -278억원을 상회할 것. 미르의전설2, 3의 로열티 수취에 따른 라이선스 매출이 3분기 실적에 반영. 반면, 나이트크로우는 안정적 매출 순위를 유지하고 있으나, 시간이 지남에 따라 매출 하향화가 나타나고 있음

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	463.5	623.6	1,008	1,100
증감률	38.4	34.5	61.6	9.1
영업이익	-84.9	-87.6	94.5	147.6
증감률	-	-	-	56.2
영업이익률	-18.3	-14.0	9.4	13.4
(지배지분)순이익	-185.4	-57.5	104.7	157.3
EPS	-5,510	-1,700	3,097	4,654
증감률	-	-	-	50.3
PER	N/A	N/A	11.3	7.5
PBR	2.8	3.8	2.9	2.1
EV/EBITDA	N/A	-21.6	4.6	2.2
ROE	-37.1	-16.7	29.2	32.8
부채비율	167.6	276.4	285.8	244.7
순차입금	-171.9	-408.1	-677.7	-896.7

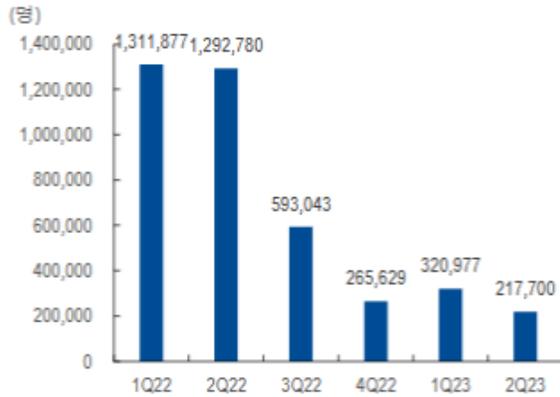
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 나이트크로워 매출 순위 (한국)



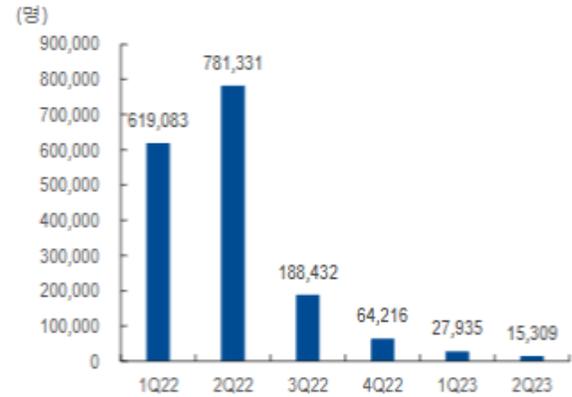
자료: data.ai, 구글, 애플, NH투자증권 리서치본부

그림2. 플레이엘렛 MAU



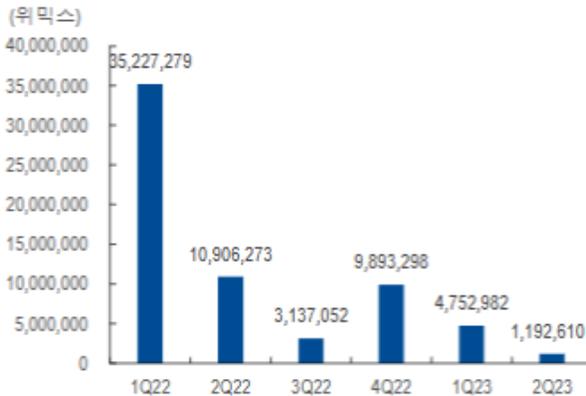
자료: 위메이드, NH투자증권 리서치본부

그림3. 플레이 월렛 DEX MAU



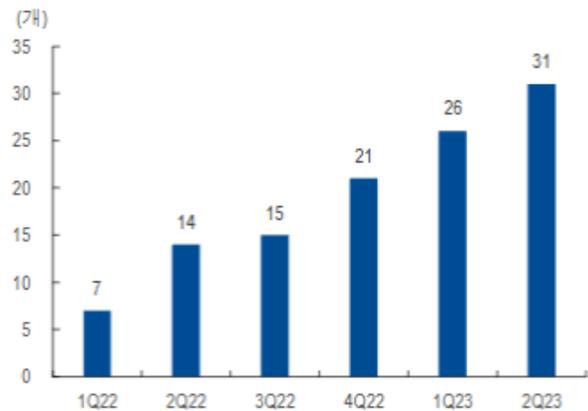
자료: 위메이드, NH투자증권 리서치본부

그림4. 플레이 월렛 DEX 분기별 거래 금액



자료: 위메이드, NH투자증권 리서치본부

그림5. 위믹스 플레이 온보딩 게임수



자료: 위메이드, NH투자증권 리서치본부



에스엠

빠른 정상화, 업그레이드로 증명

[\[출처\] 키움증권 이남수 애널리스트](#)

3분기 레벨업의 신호탄, 영업이익 496억원

3분기 매출액 2,959억원(yoy +24.3%), 영업이익 496억원(yoy +66.7%, OPM 16.8%)으로 컨센서스 부합을 전망한다. 3분기 앨범은 기대했던 대로 900만장에 육박할 것이다. NCT드림 460만장, 엑소 190만장, NCT 100만장, 라이즈 104만장 등 기존 탑 스타와 신인이 모두 선방한 것으로 보인다. 에스파 월드투어 18회, NCT 투어 5회, 태연 8회 등이 반영되고, 2분기 실적 개선 포인트였던 앨범과 동시 개최된 팝업스토어 및 해외 팬미팅 MD도 실적 개선을 도운것으로 판단한다. 또한 에스엠 브랜드마케팅 인수에 따른 연결 편입 시작으로 광고와 콘텐츠 부문 약세를 방어할 것으로 보인다.

아티스트 컴백 정상화가 가져온 실적 확대

경영권 문제로 인해 동사는 2020~2022년 경쟁사들이 월드 스타로 도약한 아이돌 보유, 신인 그룹 런칭, 현지화 그룹 데뷔 등 파이프 라인 강화에 성공했던 것과 대비된 행보를 보였다. 하지만 최대주주 변경 이후 멀티 프로덕션 체계를 기반으로 IP 창출력 및 적시성 확보에 노력을 기울였다. 차츰 제작센터별 독자적 프로듀싱 체계를 갖추며 아티스트 가동이 정상화되고 있다. 아티스트 컴백이 정상화되면 실적 개선 가능성이 있다는 것을 3분기 역대 최대 실적으로 보여줄 전망이다. 또한 그 동안 약점으로 지적된 월드투어와 북미 공략 등도 드림메이커와 브랜드마케팅을 완전 인수하며 내년에는 점프업 할 것으로 판단한다. 그리고 데뷔앨범 104만장을 기록한 라이즈를 시작으로 현지화 그룹 모멘텀을 책임질 NCT 도쿄, 내년 신인 걸그룹까지 신인 데뷔 모멘텀도 내년이 가장 크다.

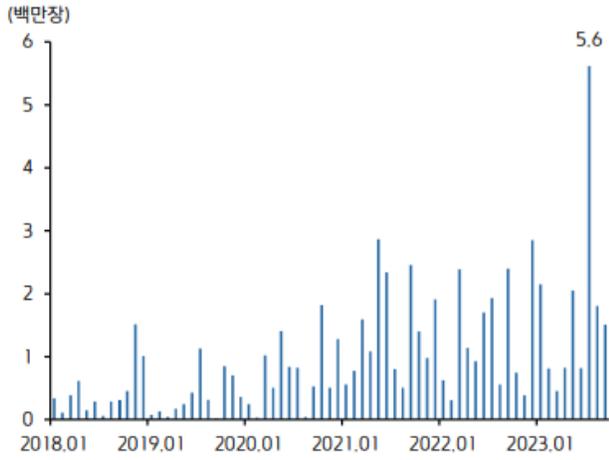
내년 상반기까지 영업이익 호조 지속

4분기에도 에스파와 라이즈, 레드벨벳, 태민, 태연, 동방신기 등 3분기 못지 않은 활동이 예상된다. 특히 전세계 21개 도시 월드투어를 마친 에스파의 성장세가 시장의 주목을 받을 전망이다. 10/6 앨범을 발매한 NCT 127도 초기 부진한 시작을 보 이긴 했지만 165만장의 커리어 하이를 달성했다. 내년 상반기까지는 2023년 실적 기저 모멘텀도 반영되어 엔터사 중 가장 안정적인 실적 개선을 이룰 전망이다. 스타트는 늦었지만 정상화에 대한 제대로된 평가가 반영될 시점이다.

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
(십억원, IFRS)				
매출액	701.6	850.8	1,017.8	1,149.2
영업이익	67.5	91.0	136.2	163.4
EBITDA	131.5	151.8	193.4	224.0
세전이익	173.1	116.9	152.3	185.2
순이익	133.2	82.0	109.4	130.0
지배주주지분순이익	133.5	80.0	104.0	123.5
EPS(원)	5,667	3,363	4,364	5,184
증감률(% YoY)	흑전	-40.7	29.8	18.8
PER(배)	13.1	22.8	27.8	23.4
PBR(배)	2.86	2.62	3.76	3.37
EV/EBITDA(배)	11.6	10.5	13.9	11.8
영업이익률(%)	9.6	10.7	13.4	14.2
ROE(%)	25.5	12.2	14.2	15.2
순차입금비율(%)	-51.1	-48.2	-42.1	-42.4

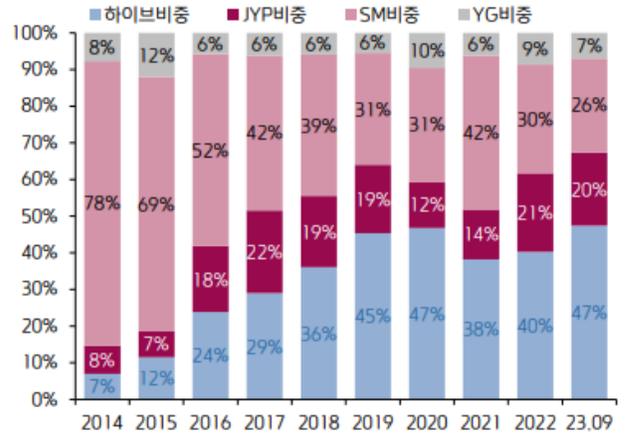
자료: 키움증권 리서치센터

에스엠 월별 서클차트 Top100 앨범 판매량 추이



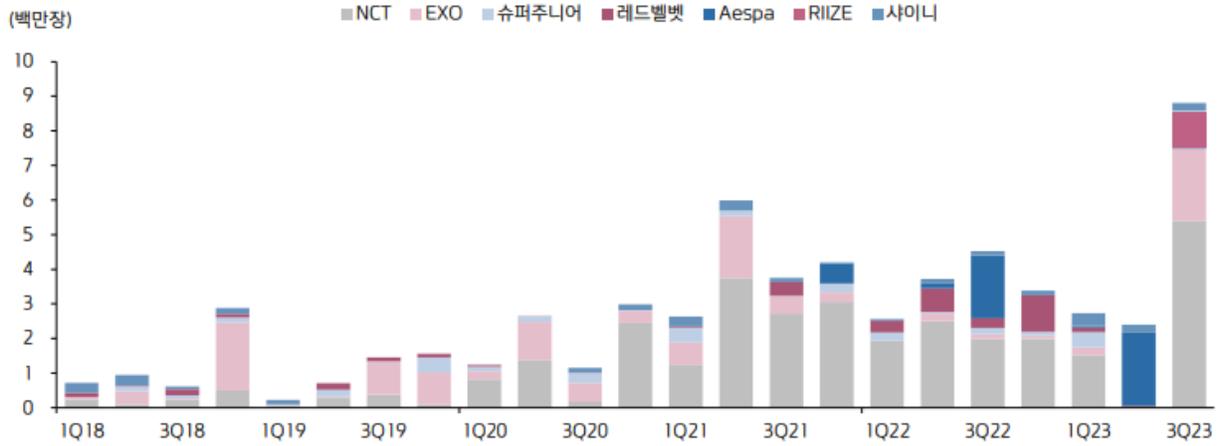
자료: 씨클차트, 키움증권 리서치센터

연도별 서클차트 4개 소속사 비중



자료: 씨클차트, 키움증권 리서치센터

에스엠 아티스트별 분기 서클차트 Top100 앨범 판매량 추이



자료: 씨클차트, 키움증권 리서치센터

주: 유닛 및 솔로 포함

