

## 2023.11.07(화) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-11-07 오전 4:12

수정한 날짜: 2023-11-07 오전 4:17

### 2023.11.07(화) 증권사리포트

NAVER

2024년에도 AI기반으로 견고한 성장 가능

[\[출처\] IBK투자증권 이승훈 애널리스트](#)

#### 3분기 실적 컨센서스 상회

NAVER는 3분기 매출액 2.45조원(YoY +18.9%, QoQ +1.6%), 영업이익 3,802억원(YoY +15.1%, QoQ +2.0%)를 기록하여 영업이익 컨센서스(매출액 2.46조원, 영업이익 3,681억원)를 상회. 외형은 커머스, 콘텐츠 부문이 전년 대비 각각 +41.3%, +39.5% 성장하면서 전체 성장을 견인. 수익성은 인력 통제와 마케팅 효율화로 영업이익률이 전분기 대비 +0.1%p 상승하면서 개선

서치플랫폼은 광고경기 둔화에도 플레이스 광고 성장으로 검색이 전년 대비 +3.5% 성장했으나 디스플레이는 -9.5% 감소. 커머스는 전체 거래액이 전년 대비 +14.3% 증가한 11.9조원(포쉬마크 제외 시 +8.2% 증가)을 기록. 중개 및 판매가 전년 대비 +105.0% 성장(포쉬마크 제외 시 +14.7% 성장)하고 커머스 광고는 광고 슬롯 확대 자동화로 전년 대비 +5.5% 증가. 핀테크는 결제액이 전년 대비 +22.5% 증가한 15.2조원을 기록했으며 외부 결제액 6.9조원(YoY +45.8%)을 달성. 콘텐츠는 IP영상화 작품이 흥행하고 AI추천 고도화로 글로벌 웹툰 통합 거래액이 4,794억원(YoY +5%)을 기록. 클라우드는 B2B부문 성장을 기반으로 전년 대비 +30.3% 성장. 조정 EBITDA(영업이익+상각비+주식보상비)는 전년 동기 대비 +18.7% 증가한 5,506억원을 기록. 인력 채용 통제로 인건비가 전분기 대비 감소했으며 마케팅 효율화로 마케팅은 전기 대비 +1.7%로 제한적 증가

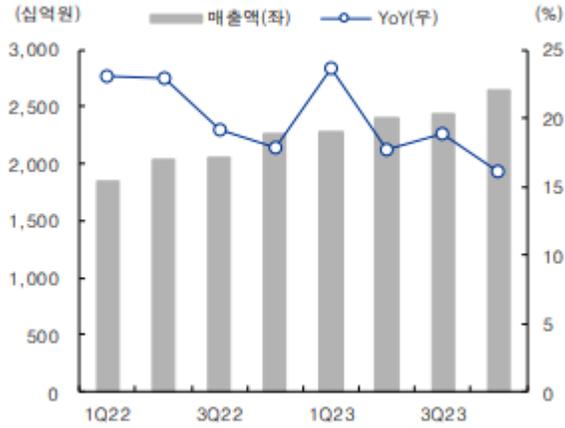
#### 인공지능 경쟁력이 고성장을 견인

글로벌 경쟁력을 확보한 인공지능 기술이 전체 서비스에 적용되면서 2024년에도 견고한 성장세를 유지할 것으로 전망. 자체 생성형 AI인 하이퍼클로바X를 기업 활동의 생산성을 향상시킬 수 있도록 개선 중. 기업용 솔루션 클로바스튜디오 등 B2B솔루션 2종을 이미 출시. 한편 신규 검색 AI인 큐(Cue) 기술을 향상 중이며 올해 11월 PC통합검색, 2024년 모바일에도 적용할 예정. 커머스, 핀테크, 콘텐츠 등 주력 서비스에 AI기능이 고도화되면서 이용자 편의 및 수익성을 개선시킬 것으로 기대

(단위:십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	6,818	8,220	9,772	10,992	12,129
영업이익	1,325	1,305	1,481	1,726	1,902
세전이익	2,126	1,084	1,401	1,781	2,145
지배주주순이익	16,490	760	971	1,277	1,538
EPS(원)	100,400	4,634	5,928	7,862	9,473
증가율(%)	1,546.6	-95.4	27.9	32.6	20.5
영업이익률(%)	19.4	15.9	15.2	15.7	15.7
순이익률(%)	241.7	8.2	9.6	11.2	12.2
ROE(%)	106.7	3.3	4.2	5.5	6.3
PER	3.8	38.3	32.2	24.3	20.1
PBR	2.6	1.3	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA	36.1	16.4	15.9	14.0	12.6

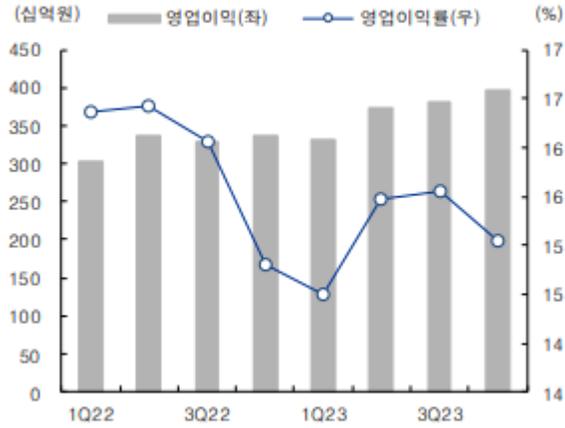
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. NAVER의 매출액 및 YoY 추이



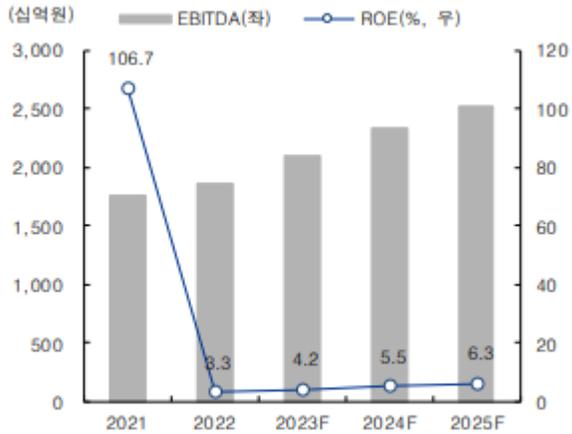
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 2. NAVER의 영업이익 및 영업이익률 추이



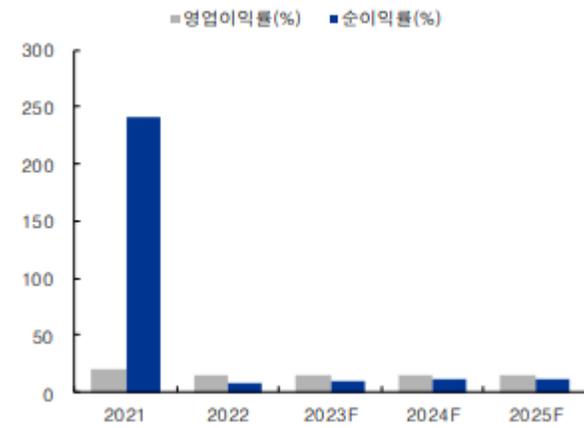
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 3. NAVER의 EBITDA 및 ROE 추이



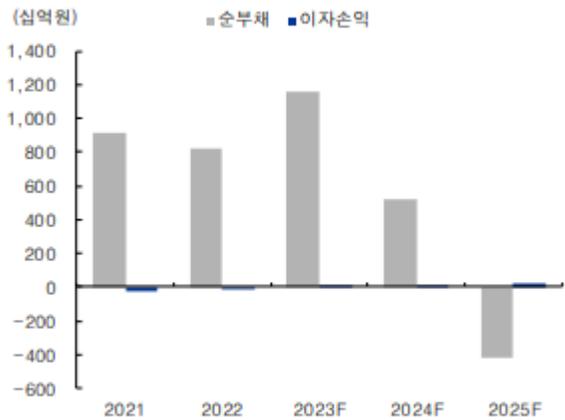
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 4. NAVER의 영업이익률 및 순이익률 추이



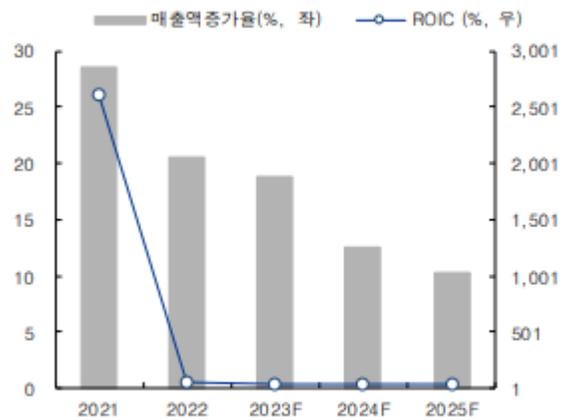
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 5. NAVER의 순부채 및 이자손익 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 6. NAVER의 매출성장률과 ROIC 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권



---

SK이노베이션

4Q23 SK온 흑자전환 가능

[\[출처\] 하나증권 유재성 애널리스트](#)

3Q23 영업이익 컨센 대폭 상회, SK온 적자폭 축소

3Q23 영업이익은 1.56조원(QoQ 흑전, YoY +122%)으로 컨센(1조원)을 약 50% 상회하는 서프라이즈였다. 전 사업부가 개선된 가운데, 석유/화학사업부의 증익폭이 눈에 띄었다. 전사에 반영된 재고관련손실환입은 총 4.7천억원(정유 4.2+화학 0.27+유탄 0.3)이었다. 정유사업 영업이익은 1.1조원으로, 재고관련손실 환입을 제외 시 약 6천억원의 높은 이익을 기록했다. SK온의 영업이익은 -861억원(QoQ +454억원)을 기록하며, 흑자전환 기대감을 높였다. 판가가 약 10% 하락하며 부정적 레깅효과가 발생했으나, 1) AMPC 2,099억원 반영 2) SKBA의 수율이 90%까지 상승 3) 가동률/출하량 증가 등 SKBA의 수익성 개선이 전사 적자폭 축소로 이어졌다. 참고로, AMPC로 역산 시 SKBA의 이론적 가동률은 65% 수준이며, 포드향이 대부분인 SKBA2의 가동률이 더 높을 것으로 추정한다.

4Q23 전사 영업이익 QoQ -41% 감익되나, SK온 BEP 달성 예상

4Q23 영업이익은 9,287억원(QoQ -41%, YoY 흑전)을 추정한다. 전분기 반영된 재고관련이익 제거, SK온의 BEP를 가정했다. SK온의 영업이익은 30억원으로 흑자전환이 예상된다. 배터리 판가 10% 하락에도 불구하고, SKBA의 추가 수율/가동률 상승을 가정했다. 10월 포드 F-150 Lightning의 판매량은 3,712대로 대폭 증가했다. 7월 2천대, 8월 1천대, 9월 300대에서 대폭 개선된 흐름이다. 전체 SKBA 라인 중 포드향 비중이 70%에 달하기에, 폭스바겐 ID.4의 판매 부진에도 불구하고 SKBA의 전체 가동률/출하량, AMPC 상승을 기대할 수 있다. 하나증권은 이론적 가동률 75%를 가정해 AMPC를 2.4천억원으로 추정했다. 8월 초 Ford가 미시간 Rouge Electric Vehicle Center의 설비를 5만대에서 15만대로 3배 확장하면서 제시한 생산량/판매량 가이던스 각각 5.2만대/3.8만대는 상반기 대비 3~4배 늘어나는 수치다. 이를 감안할 때, SK온의 가동률 상승과 실적 개선은 충분히 가능하다는 판단이다.

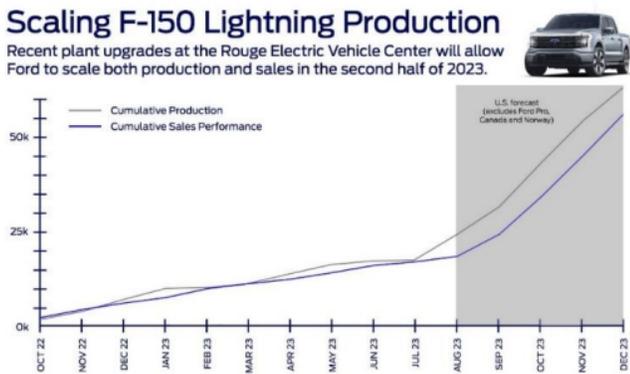
전통에너지와 신재생에너지의 조화. 정유사업 호조와 Cash Flow 개선도 긍정적

BUY를 유지하고, TP를 기존 21만원에서 22만원으로 상향한다. 정유사업 실적 추정치 상향, SKBA의 수율/가동률 개선에 근거한 SK온의 흑자전환을 반영했다. 최근 고금리에 따른 풍력/태양광 수요에 대한 우려 등을 감안할 때, 신재생에너지가 전통에너지원을 대체하기까지 생각보다 오랜 시간이 걸릴 전망이다. 최근 EXM, Chevron의 MegaDeal은 석유수요 Peak 시점에 대한 불확실성의 반증이다. SK어스온은 9월부터 중국 신규 광구를 가동(기존 생산량의 60%)하며, 정유사업 또한 높은 Cash Flow를 창출할 것이다. 현재의 강력한 Cash Flow로 SK온과의 시너지를 낼 수 있는 중장기 전략 설정이 충분히 가능하다. 신구의 조화를 통한 선순환 구조에 진입했다. 극도의 저평가라 판단한다.

## Financial Data (십억원, %, 배, 원)

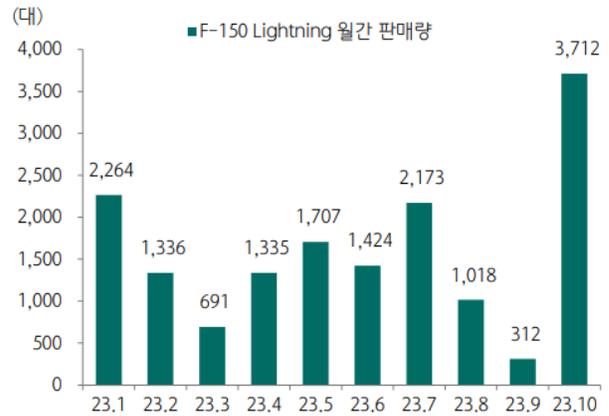
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	46,853.4	78,056.9	78,878.7	86,850.4
영업이익	1,741.7	3,917.3	2,760.0	3,930.8
세전이익	818.5	2,860.2	2,002.6	3,414.3
순이익	292.1	1,569.0	1,137.5	2,335.3
EPS	3,042	16,339	11,647	22,917
증감율	흑전	437.11	(28.72)	96.76
PER	77.14	9.27	10.96	5.57
PBR	1.19	0.69	0.59	0.53
EV/EBITDA	10.61	5.98	6.68	5.48
ROE	1.83	8.49	5.63	10.64
BPS	196,503	218,491	217,059	239,976
DPS	0	0	0	0

도표 1. 포드 F-150 Lightning 생산/판매량 가이드선스



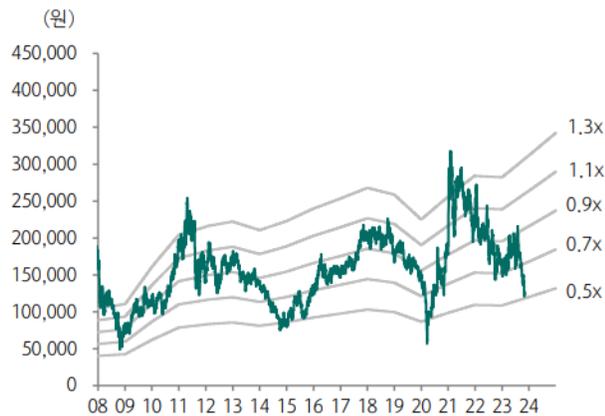
자료: Ford, 하나증권

도표 2. 포드 F-150 Lightning 월간 판매량 추이



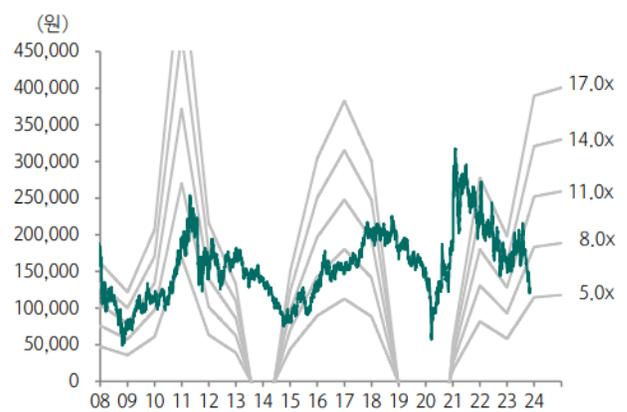
자료: Ford, 하나증권

도표 5. SK이노베이션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 6. SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권



## 삼성코퍼레이션

대륙에는 무려 두 곳의 든든한 파트너가 있다

[\[출처\] DS투자증권 김수현 애널리스트](#)

스노우피크 본사, 상해를 시작으로 중국 내 대규모 마케팅 활동 개시

중국 어페럴 시장 진출에 있어 트렌드, 디자인 및 기능성 등의 요소도 중요하지만 결국 중국 내 브랜드 인지도가 핵심이다. 동사가 중국 진출에 있어 국내 타브랜드 대비 수월할 수 있는 이유는 1) 현지 Top tier 대형 어페럴 메이커와의 파트너십 뿐만 아니라, 2) 일본 스노우피크 본사의 중국 진출 전략이 실행되고 있기 때문이다. 일본 스노우피크는 최근 중국 정부와 체결을 맺고 상해 중심부의 공원에서 면적 3.5만㎡의 대규모 캠핑 체험 사이트를 24년에 개장한다고 발표했다. 또한 올해 총 7개의 Store를 오픈했으며 남은 2개월간 추가로 5개의 store 오픈을 예정하고 있다.

상해 등의 1선 도시를 시작으로 어페럴 부문 동시 공략

상해에서 스노우피크 본사 차원의 대규모 브랜드 마케팅 활동이 벌어지는 가운데 동사의 어페럴 매장도 상해에 곧 매장을 오픈할 것으로 추정된다. 필자가 10월에만 총 두 차례 방문했던 중국에서 무인양품, 유니클로, 츠타야 등의 일본 브랜드에 대한 대규모 무차별적 불매 운동 기류는 체감하지 못했다. 오히려 다소 한산했던 10월 초 대비 10월 말 매장들의 트래픽은 상당히 증가한 것을 목격할 수 있었다. 일본 스노우피크 본사도 중국 내 일본 불매 기류를 우려해 일부 매장 오픈을 연기했으나 계획했던 매장은 모두 연내 오픈할 것으로 알려진다.

3분기 국내 어페럴 부문 80% YoY 성장 지속 전망 → 4분기 성수기 진입

3분기 매출액 359억원 (+51.3% YoY), 영업이익 46억원 (+110.2% YoY, OPM 12.9%)로 예상된다. 특히 스노우피크 (어페럴) 부문의 매출액은 320억원으로 80% YoY의 고성장을 이어갈 전망이다. 3분기 실적 초과 달성에 따른 대리점 성과급과 일부 마케팅 비용이 반영된다. 10월까지 날씨가 따뜻한 영향에도 불구하고 여성 일부 아우터 제품에서 폭발적인 성장이 나타난 것으로 파악되며 10월 매출은 250억원을 넘어선 것으로 추정된다. 성수기에 진입하는 4분기 매출액은 785억원 (+50.4% YoY), 영업이익 153억원 (+53% YoY, OPM 19.5%)의 역대 최대 실적을 경신할 전망이다. 참고로 중국은 24년부터 매출이 반영된다.

### Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	16	49	117	186	282
영업이익	-5	1	16	32	53
영업이익률(%)	-31.2	2.4	13.8	17.3	18.8
세전이익	-5	0	16	25	48
자배주주지분순이익	-5	0	15	25	47
EPS(원)	-73	4	168	275	523
증감률(%)	적지	혹진	4,576.0	63.3	90.1
ROE(%)	-25.1	1.1	37.7	39.0	47.3
PER(배)	-9.8	613.8	11.1	14.1	7.4
PBR(배)	2.1	5.9	3.3	4.6	2.8
EV/EBITDA(배)	-13.5	59.7	8.9	8.9	5.3

자료: 삼성코퍼레이션, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

## China | 중국 영업망 확장 현황

- 도매 채널 판매망을 대도시를 중심으로 확장 중
- 올해 추가로 5개의 Shop-in-Shop을 오픈할 계획

- 7월까지 Shop-in-Shop: 7개
- 2023년 내 오픈할 계획인 Shop-in-Shop: 5개



Snow Peak Beijing Xiangyun store



Snow Peak Beijing Ziyang Mountain Villa store



Snow Peak Beijing Nanyang store



Snow Peak Beijing SKP-S store



Snow Peak Suzhou Matro Department Store



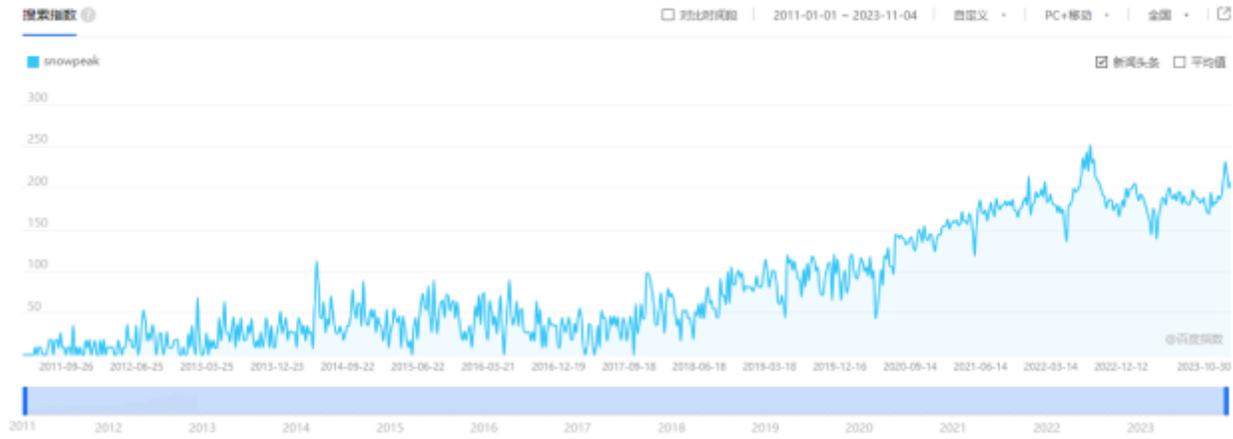
Snow Peak Hangzhou Culturehan store



Snow Peak Hangzhou Tianmuli store

자료: SnowPeak Japan, DS투자증권 리서치센터

그림5 2011년 1월 1일 ~ 2023년 11월 4일까지의 바이두 내 'Snow Peak' 검색량 추이



자료: 바이두지수, DS투자증권 리서치센터



## 이녹스첨단소재

### 밸류에이션 매력 구간

[출처] 키움증권 김소원 애널리스트

#### 3Q23 영업이익 155억원, 예상치 부합

3Q23 실적은 매출액 1,019억원(-15%QoQ, -24%YoY), 영업이익 155억원(-23%QoQ, -44%YoY)으로, 당사 추정치에 부합했다. 예상대로 Innoled 사업부가 실적 하락을 주도했다. OLED TV 수요 부진과 동사의 점유율 하락 영향이 더해지며 OLED TV용 매출액은 -60%QoQ 감소한 것으로 추정된다. 반면 고무적인 것은 중국향 모바일 OLED용 소재 매출액이 중국 모바일 수요 반등에 힘입어 세 분기 연속 증가하며 OLED TV향 수요 약세 영향을 일부 상쇄했다. 3Q23 영업이익률은 15%로, 원/달러 환율 강세 및 견고한 판가에 힘입어 예상치를 소폭 상회했다.

#### 4Q23 영업이익 119억원, 시장 기대치 하회할 전망

4Q23 실적은 매출액 912억원(-11%QoQ, +11%YoY), 영업이익 119억원(-23%QoQ, +89%YoY)으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 전 분기에 이어 OLED TV 수요 부진과 점유율 하락 영향이 지속되는 가운데 연말 재고 조정 영향 또한 더해지며 전 사업부들의 실적이 전 분기 대비 하락할 전망이다. 영업이익률은 13%(-2%p QoQ)로, 매출액 하락 영향을 원/달러 환율 강세 영향이 일부 상쇄시켜줄 것으로 예상된다. 사업부별 매출액은 Innoled 492억원(-8%QoQ, +12%YoY), Smartflex 323억원(-16%QoQ, +7%YoY), Innosem 96억원(-3%QoQ, +19%YoY)으로 각각 전망한다.

#### 1Q24부터 점유율 재차 확대 예상. 밸류에이션 매력 주목

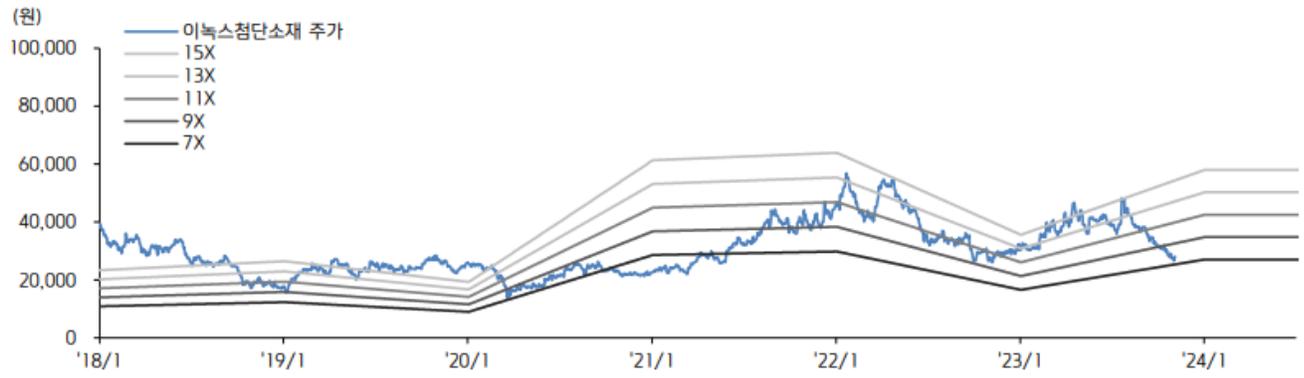
현재 주가는 12개월 Forward P/E 7.7배로, 전방 수요 부진과 동사의 점유율 하락에 대한 우려만 반영된 수준이다. 동사의 2H23 점유율 하락은 일시적인 것으로 파악되며, 1Q24부터 점유율 반등이 재차 나타나며 2H23 약 40% 수준에서 2024년 약 75% 수준까지 강한 반등을 예상한다. 이를 반영한 실적은 2024년 5,154억원(+31%YoY), 영업이익 939억원(+80%YoY)으로 큰 폭의 성장이 나타날 전망이다. 더불어 수산화 리튬 신사업을 위한 신규 공장 건설이 예정대로 준비 중에 있고, 안정적인 고객사 확보 또한 예상됨에 따라 밸류에이션 매력이 부각되는 시점이다. 투자자의견 BUY, 목표주가 45,000원을 유지한다

### 투자지표

(억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	4,873	4,894	3,946	5,154
영업이익	967	971	520	939
EBITDA	1,146	1,179	754	1,143
세전이익	1,001	1,019	600	980
순이익	802	854	479	782
지배주주지분순이익	802	854	479	782
EPS(원)	4,091	4,263	2,374	3,871
증감률(% YoY)	217.1	4.2	-44.3	63.0
PER(배)	11.3	7.1	11.8	7.3
PBR(배)	2.9	1.6	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	7.5	4.5	5.5	3.3
영업이익률(%)	19.8	19.8	13.2	18.2
ROE(%)	31.4	24.8	12.0	17.1
순차입금비율(%)	-15.8	-20.5	-35.8	-38.6

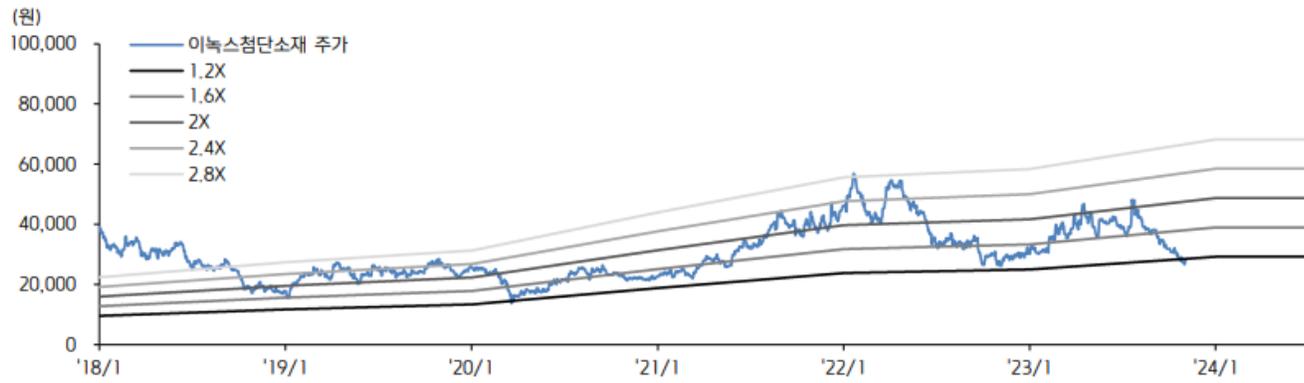
자료: 키움증권 리서치센터

### 이녹스첨단소재 12개월 Forward P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

### 이녹스첨단소재 12개월 Forward P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터



---

심텍  
더딘 실적 회복

[\[출처\] 하나증권 김록호 애널리스트](#)

### 3Q23 Review: 적자 지속

심텍의 23년 3분기 매출액은 2,872억원(YoY -39%, QoQ +13%), 영업손실은 56억원(YoY 적자전환, QoQ 적자축소)을 기록했다. 회사 측의 가이던스 및 컨센서스인 흑자 전환에 실패했다. 가동률 상승으로 인해 매출액이 전분기대비 증가한 부분은 긍정적이었지만, 제품믹스 측면에서 개선점이 없어 적자 축소에 그친 것으로 추정된다. 모듈PCB는 DDR5 수혜로 인해 PC향, 서버향 모두 전분기대비 매출액이 증가했다. 패키지기판은 모든 제품의 매출액이 전분기대비 증가했는데, FC-CSP와 SiP는 당초 예상했던 물량보다는 수요가 약했던 것으로 파악된다. GDDR6향 BoC 기판은 전분기에 이어 견조한 수요가 확인되었고, DDR5향 BoC는 당초 기대했던 매출액에는 미달했지만 매출액이 일부 발생했다. 일본 법인인 심텍그래픽스는 매출액 증대와 함께 흑자 전환에 성공했다.

### 4Q23 Preview: 흑자 전환

23년 4분기 매출액은 3,083억원(YoY -6%, QoQ +7%), 영업이익은 43억원(YoY, QoQ 흑자전환)으로 전망한다. 9~10월 약했던 수요가 11~12월에는 일부 회복되며 가동률이 상승하며 흑자 전환에 성공할 것으로 추정된다. 모듈PCB 부문에서 DDR5 전환 수혜가 지속되며 전분기대비 매출액이 증가할 전망이다. 패키지기판에서는 23년 3분기에 수요가 예상보다 약했던 비메모리 부문이 4분기에도 지속되며 전분기대비 매출액이 감소할 것으로 예상된다. 반면에 메모리향 패키지기판인 MCP, DDR5, GDDR6는 견조한 수요가 지속되며 전사 외형 성장을 견인할 것으로 기대된다. 심텍은 GDDR6향 메인 공급 업체로서 최근에 수요가 집중되는 AI 관련 GPU 수혜를 누리고 있는 것으로 추정된다. 아울러 DDR5향 BoC 기판은 고객사들로부터 수요가 강한 상황으로 여타 업체들과 마찬가지로 해당 수혜를 누려나갈 것으로 전망한다.

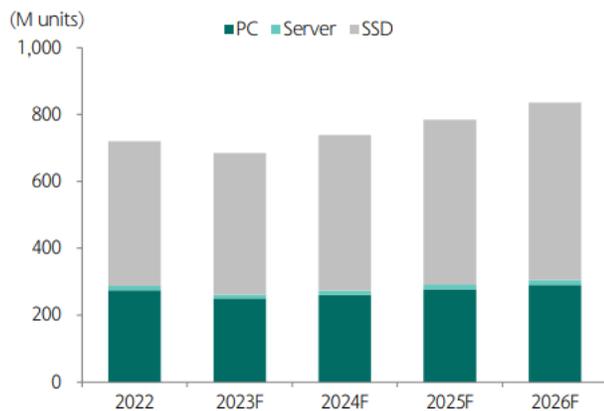
### 2024년 실적 상황 가능성은 상존

심텍에 대한 투자이견 'BUY', 목표주가 41,000원을 유지한다. 심텍은 패키지기판 업체 중에서도 메모리향 매출비중이 절대적으로 높은 업체다. 모듈PCB는 전부 메모리 업황에 연동되고, 패키지기판 내에서 SiP 기판 및 FC-CSP 중 20% 내외 정도만 전방 산업이 모바일 및 비메모리향이다. 전사 매출액의 90% 내외가 메모리 업황에 연동되어 있어 실적 변동성이 상대적으로 클 수밖에 없다. 현재 메모리 반도체 업황은 DRAM 중심으로 안정화 및 회복 방향성을 보이고 있어 심텍의 실적 역시도 현재 추정치에서 상향 여력이 상존한다는 판단이다. 2024년 기준 PER 11.37배로 기판 업체 중에서는 상대적으로 밸류에이션 매력이 높지 않아 보이지만, 앞서 언급한 실적 상황으로 인해 매력적인 주가 수준이 될 가능성을 열어두고 접근할 필요가 있다.

## Financial Data (십억원, %, 배, 원)

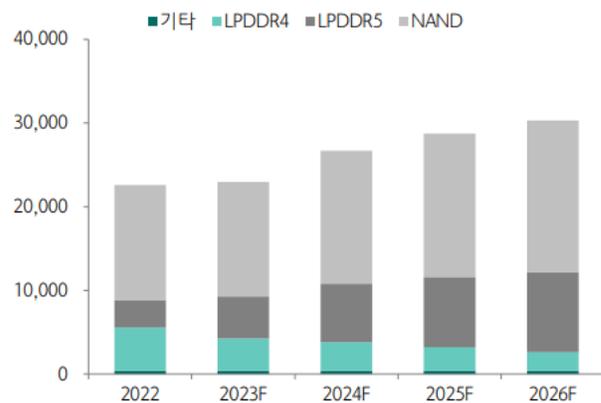
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,365.8	1,697.5	1,053.2	1,348.7
영업이익	174.3	352.4	(55.1)	135.6
세전이익	154.0	346.3	(57.6)	129.6
순이익	117.2	245.8	(44.8)	101.0
EPS	3,616	7,717	(1,408)	3,170
증감율	86.10	113.41	적전	흑전
PER	12.62	3.43	(25.60)	11.37
PBR	3.83	1.38	2.10	1.81
EV/EBITDA	6.33	1.76	50.17	4.93
ROE	35.13	49.67	(7.74)	17.10
BPS	11,910	19,169	17,204	19,874
DPS	500	500	500	500

도표 3. SSD, Server, PC 성장 전망



자료: 심텍, 하나증권

도표 4. NAND/M-DRAM 성장 전망



자료: 심텍, 하나증권



SKC

2024년 PO 및 동박 공급과잉 이어져

[\[출처\] 유안타증권 황규원 애널리스트](#)

2023년 3분기 잠정 영업손실 △447억원

2023년 3분기 잠정 실적(10.31일 발표)은 '매출액 5,506억원, 영업손실 △447억원(영업손실률 △8.1%), 지배주주 순손실 △564억원' 등이다. 영업손익은 2022년 4분기 △243억원으로 적자전환 이후 4개 분기 이어지고 있으며, 적자폭이 확대되었다. 특히, 2차전지 동박 부문은 2020년 인수 이후 최초로 적자전환 했다. 부문별 이익은 '정밀화학 △89억원, 2차전지 동박 △130억원(제조 △40억원 + 재고손실 △90억원), 반도체소재/기타 △228억원' 등이었다.

2024년 여전히 동박 및 PO 공급과잉

2024년 예상 영업이익은 321억원으로, 2023년 예상치 △1,242억원 적자에서 소폭 흑자 전환을 기대해 본다. 1) 동박부문 예상 이익은 534억원(영업이익률 5.5%)이다. 말레이시아 5.7만톤 증설로, 총 캐파는 10.9만톤으로 확대된다. 그러나, 글로벌 시장이 공급과잉(2023년 3만톤, 2024년 2만톤, 2025년 11만톤)으로 전환되었다. 이익률 회복이 가능할지 조심스럽다. 2) 정밀화학부문 영업이익은 74억원(전년 추정 △335억원)이다. 주력제품인 PO(프로필렌 옥사이드) 글로벌 증설 규모가 2023년 165만톤, 2024년 106만톤으로 연간 수요 증분 35만톤(총수요 1,060만톤)을 넘어서고 있어, 아직도 사이클 회복 기대는 이른다.

동박 60% 가치 2.6조원, 목표주가 8.4만원으로 하향

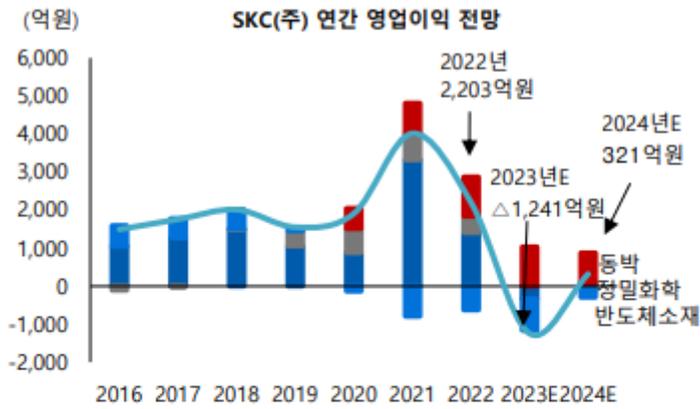
사업재편과 동박 이익률 하락을 반영해, 목표주가를 8.4만원(기존 10만원)으로 하향조정한다. 1) 2022년 PET필름, 2023년 말 포리올 화학(SK피유코어㈜), 파인세라믹(SK엔펄스㈜) 일부 사업부문 등을 매각한 반면, 2022년 글라스기판(Absolics㈜), 반도체 테스트 소켓(ISC㈜)을 인수했다. 2024년 매각으로 줄어드는 실적과 인수로 증가하는 이익 규모가 비슷할 것으로 보인다. 2) 동박부문 2024년 영업이익률을 추정치를 기존 9.6%에서 5.5%로 낮추었으며, SK넥실리스(주) 지배주주 지분을 60%에 해당하는 사업가치도 2.6조원(기존 3.6조원)으로 조정했다

	3Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,506	209.6	-12.7	6,348	-13.3
영업이익	-447	적전	적지	-181	-147.0
세전계속사업이익	-796	적지	적지	-357	-122.8
지배순이익	-564	적지	적지	-128	-340.0
영업이익률 (%)	-8.1	적전	적지	-2.9	-5.2 %pt
지배순이익률 (%)	-10.2	적지	적지	-2.0	-8.2 %pt

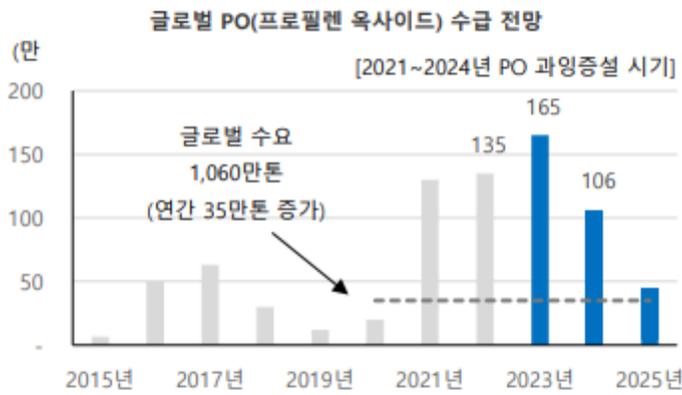
자료: 유안타증권

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	22,642	31,389	23,923	23,895
영업이익	4,015	2,203	-1,242	321
지배순이익	2,209	-684	-1,918	-500
PER	25.6	-72.1	-16.4	-63.0
PBR	2.7	2.6	1.8	1.9
EV/EBITDA	13.3	15.4	133.0	35.2
ROE	11.6	-3.7	-11.7	-3.3

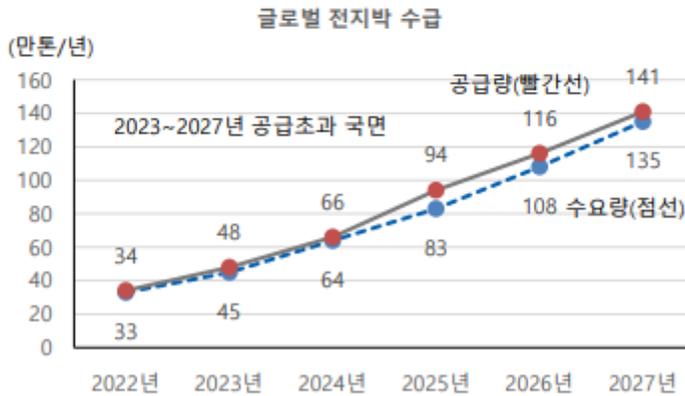
자료: 유안타증권



자료: 유안타증권 리서치센터



자료: SKC, 유안타증권 리서치센터



자료: BCG 컨설팅, 롯데에너지머티리얼즈, 유안타증권 리서치센터



## 콘텐츠리중앙

2개 분기 연속 흑자 전환 성공

[\[출처\] 유안타증권 이환욱 애널리스트](#)

3Q23 Review: 매출액 +31.4% yoy, 영업이익 흑자전환 yoy

3Q23 연결 기준 매출액 2,688억원(+31.4% yoy), 영업이익 64억원(흑자전환 yoy)으로 시장 컨센서스(매출액: 2,479억원, 영업이익: -14억원) 대비 매출액, 영업이익 모두 상회하는 호실적을 달성하였다.

[방송\_SLL(별도)] 매출액 1,053억원(+77.0% yoy), 영업이익 172억원(흑자전환 yoy)을 기록하였다. Captive 작품의 해외 OTT 향 선판매 후편성 전략으로 큰 폭의 수익성 개선을 달성하였으며, 범죄도시3의 제작 및 투자 정산 수익이 반영된 결과이다.

[극장] 매출액 716억원(-6.8% yoy), 영업이익 -17억원(적자전환 yoy)을 기록하였다. 흥행 콘텐츠 부재에 따른 더딘 관람객 수 회복에 기인하며, 특별관 비중 하락에 따른 ATP(3Q23: 9,581원, -9.3% yoy) 하락한 결과이다. 더욱이 비거점 지역 패점 및 핵심 거점 지역 신규 오픈 등의 일회성 비용과 2Q23 투자/배급 작품 손실분까지 반영된 영향으로 적자 전환 불가피하였다.

## 수익성 위주 전략적 콘텐츠 공급

동시 방영 비중 확대에 따른 수익성 개선이 검증된 만큼, 수익성 위주의 전략적인 콘텐츠 생산 및 유통은 지속될 전망이다. 또 유통 파이프라인을 추가적으로 발굴하여 Up-side를 창출할 예정인데, 오는 12월 공급 확정된 OTT향 오리지널 작품에 대해선 해외 유통 권한을 획득해 기존 확정 마진 + @를 창출하였다.

투자의견 매수, 목표주가 18,000원으로 하향

투자의견 매수, 목표주가 18,000원으로 하향한다. 전방 산업(유통 플랫폼 및 광고) 업황 부진을 고려하여 편당 가치 하락과 극장 관객수 회복 부진에 따른 멀티플 하향 조정에 따른다. 다만, 수익성 중심의 사업 전략을 통해 2개 분기 연속 흑자 전환에 성공하였고, 동시 방영 작품 확대에 따른 점진적인 실적 개선세가 예상되는 바, 투자의견 매수 유지한다

Quarterly earning Forecasts	(십억원, %)				
	3Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	269	31.4	-3.8	248	8.4
영업이익	6	흑전	-17.9	-3	347.1
세전계속사업이익	-9	적지	적지	-3	-257.2
지배순이익	-8	적지	적지	-1	-808.7
영업이익률 (%)	2.4	흑전	-0.4 %pt	-1.0	+3.4 %pt
지배순이익률 (%)	-3.2	적지	적지	-0.4	-2.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)	(십억원, 원, %, 배)				
	결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액		677	852	1,032	1,104
영업이익		-57	-72	-8	8
지배순이익		-53	-43	-59	13
PER		-16.1	-18.3	-4.1	19.4
PBR		5.1	4.3	2.3	2.2
EV/EBITDA		20.0	21.8	11.9	13.6
ROE		-28.4	-23.9	-40.9	11.5

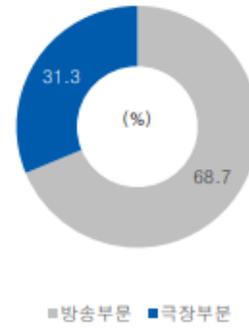
자료: 유안타증권

전사 부문별 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



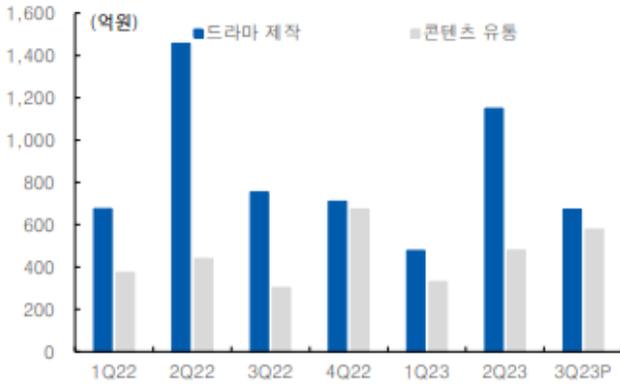
자료: 콘텐츠리중앙, 유안타증권 리서치센터

사업부별 매출 비중 현황(2023E)



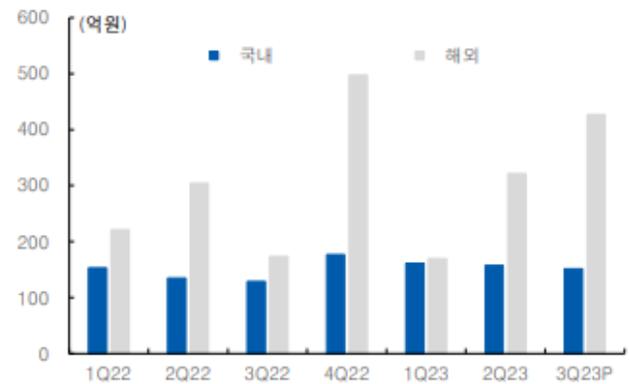
자료: 콘텐츠리중앙, 유안타증권 리서치센터

분기별 방송 부문 매출 추이



자료: 콘텐츠리중앙, 유안타증권 리서치센터

분기별 국내외 콘텐츠 유통 추이



자료: 콘텐츠리중앙, 유안타증권 리서치센터

2023 콘텐츠 라인업

	1H23		2H23		
	Title	제작사	Title	제작사	
CAPTIVE	JBC	대행사	SLL, 디즈니퍼니머스, 카툰네이션	JBC	일화계
	JBC	산양현, 여운	SLL	JBC	합천이웃 장남순
	JBC	약의 지붕서	SLL	JBC	이 연애는 불가역계
	JBC	청담동도	SLL, nPo	JBC	말한우 식당
	JBC	나쁜 딸	SLL, 디즈니퍼니머스, 텔레프렌즈		
	JBC	귀여운 딸	SLL		
NON CAPTIVE	SBS	방탄	유사제작사	TVING	아름, 곧 속눈썹
	SBS	역자	S.A.	ENA	역인연기
	NETFLIX	White House Plumbers	wip	NETFLIX	정신병원에도 사랑이 따로
	넷플릭스	카지노 시공 2	S.A.	NETFLIX	D.P. 2
FEATURE FILM	NETFLIX	말이	클라우드팩스	MApple	1947 보스톤
	NETFLIX	대연	S.A.	NETFLIX	별명
	MApple	소울메이트	클라우드팩스	MApple	콘크리트 유토피아
	MApple	경이후도	S.A.	MApple	오른 다 도어
	NETFLIX	별명	S.A.	MApple	가인

자료: 콘텐츠리중앙, 유안타증권 리서치센터

2024 예상 콘텐츠 라인업

**wip**

- <The Summer I Turned Pretty S3>
- <On Record S1>
- <Task>
- <Undertow>

**Captive**

- <더티 솔질교> 박형식, 박신혜
- <리어워는 어딴디건?> 정가을, 전우희
- <남과 딸이 다른 그녀> 정윤지, 여정용
- <육박부인전> 김민경

**SLL**

**Feature Film [OTT Film included]**

- <별피도시> 이봉선, 김우열
- <리안 차를 탄 여자> 정래원
- <라이프> 허정우, 성동일
- <로기안> 송중기, 최정원
- <무도실무관> 김우빈, 김성균

**Non-Captive**

- <기생수 더 그레이> 정소니, 구교환
- <라이드> 이보영, 이우성
- <준화> 김민경, 고아라, 정종
- <미스티 콜링프론트> 유도환, 이유미
- <어무도 없는 숲 속에서> 김윤식, 유재남
- <사크: 더 스톤> 김한석, 이연숙

자료: 콘텐츠리중앙, 유안타증권 리서치센터

