

2023.12.21.(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-12-21 오전 6:21

수정한 날짜: 2023-12-21 오전 6:39

2023.12.21.(목) 증권사리포트

LG전자

4분기 비용 구조 악화

[\[출처\] IBK투자증권 김운호 애널리스트](#)

23년 4분기. 비용 구조 악화

LG전자의 2023년 4분기 매출액은 2022년 4분기 대비 2.6% 증가한 15조 8,682억 원으로 예상된다. 이전 전망 대비 감소한 규모이다. HE 사업부를 제외한 전 사업부 매출액이 지난 해 대비 증가할 것으로 기대한다. LG전자의 2023년 4분기 영업이익 80억 원으로 예상된다. 이전 전망 대비 크게 부진할 전망이다. 경쟁 심화 및 제품믹스 부진에 따른 비용 구조 악화가 원인으로 추정된다. 전년 동기 대비로는 적자 규모는 줄어들 것으로 예상된다. 전 사업부 영업이익이 전년 동기 대비 증가할 것으로 예상된다.

24년 1분기 계절성과 LG디스플레이 유상증자 참여

LG전자의 1분기 계절성은 2024년에도 유효할 전망이다. 연말 재고 정리를 마무리하고 신제품 출시를 통해서 수익성 확보가 가능할 것으로 기대되기 때문이다. 글로벌 경기 부진이 변수이나 2024년에도 보급형 제품 라인 확대를 통한 성장은 유효할 전망이다. LG디스플레이 유상 증자 참여를 통해서 발생하는 현금 유출도 영업 상황에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단하고 악재 해소 차원으로 해석된다.

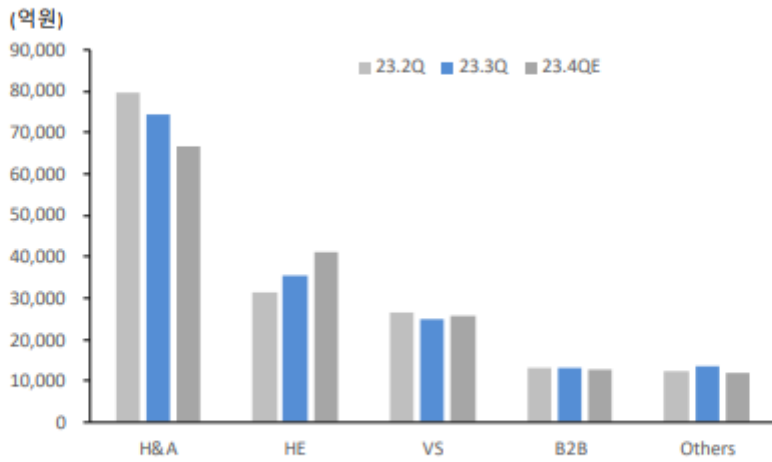
투자의견 매수, 목표주가 140,000원 유지

LG전자에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는 2023년 4분기 영업이익 규모가 예상 대비 부진한 점은 아쉽지만 최근 주가 하락이 이를 충분히 반영한 것으로 판단하고, 2024년 1분기 계절성을 고려할 때 투자하기 매력적인 구간이라 판단하고, VS 사업부의 실적 변동성이 낮아지고 높은 성장성이 기대되기 때문이다. LG전자의 목표주가는 140,000원을 유지한다. 4분기는 계절성으로 3분기 대비 실적은 부진하겠지만 지난 1해 대비로는 크게 개선될 것으로 기대하고, 2024년 상반기 실적이 섹터 내에서 돋보일 점을 고려하면 투자를 고려할 시점이라 판단한다.

(단위:억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	739,080	834,673	841,031	896,690	956,457
영업이익	40,580	35,510	40,683	40,034	43,962
세전이익	38,389	25,398	27,886	29,463	37,356
지배주주순이익	10,317	11,964	14,378	17,777	22,809
EPS(원)	5,705	6,616	7,951	9,831	12,613
증가율(%)	-47.6	16.0	20.2	23.6	28.3
영업이익률(%)	5.5	4.3	4.8	4.5	4.6
순이익률(%)	1.9	2.2	2.0	2.4	2.8
ROE(%)	6.3	6.6	7.2	8.2	9.7
PER	24.2	13.1	12.1	9.8	7.6
PBR	1.4	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.6	3.6	3.6	3.4	3.2

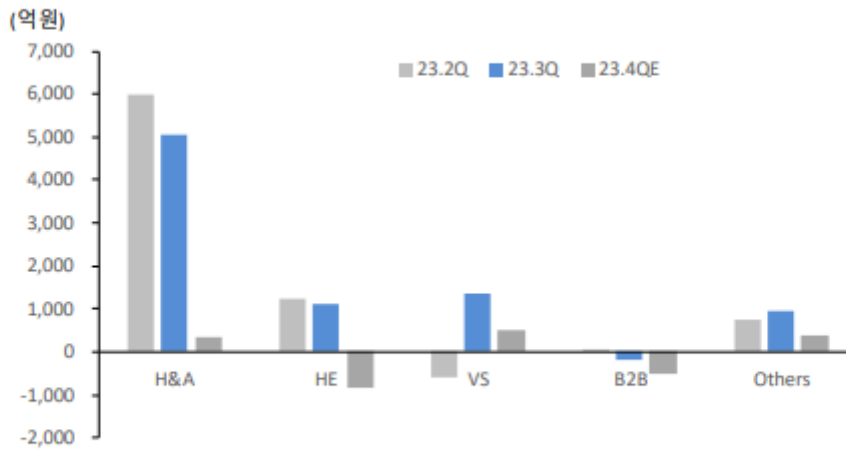
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. LG전자 사업부별 분기별 매출액 추이



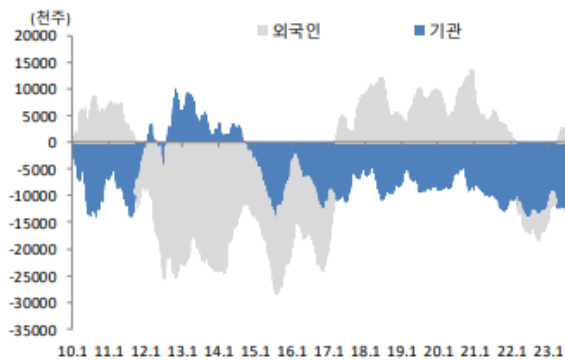
자료: LG전자, IBK투자증권

그림 2. LG전자 사업부별 분기별 영업이익 추이



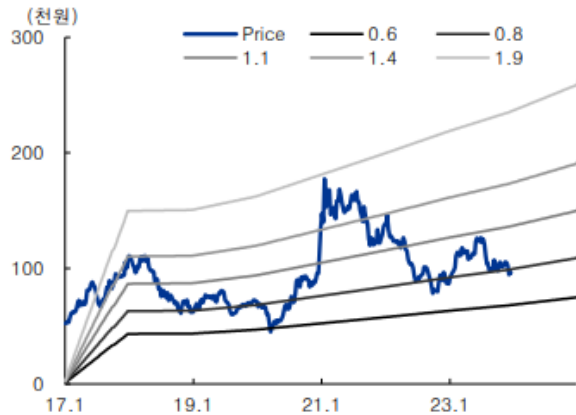
자료: LG전자, IBK투자증권

그림 3. 투자주체별 매매동향



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 4. PBR Band



자료: Quantiwise, IBK투자증권



세방전지

저도 2차전지 모듈을 합니다

[\[출처\] 하나증권 송선재 애널리스트](#)

국내 1위 납축전지 업체. 리튬전지 모듈 생산으로 확장

세방전지는 차량용/산업용 납축전지를 주력으로 생산하는 업체로 차량용:산업용:기타 비중이 각각 80%:12%:8% 비중이다. 생산 공장은 창원:광주에 있고, 생산능력 비중은 20%:80%이다(차량용 기준). 매출액 중 내수:수출 비중은 40%:60%이고, 내수 점유율은 39%로 국내 1위이다(OE용 30%대). 차량용에서는 AS:OE 비중이 75%:25%이다. 주요 원재료는 납인데, 매출액 대비 원재료율이 63%이고, 원재료 중 납의 비중은 66%(즉, 매출액 대비 41% 비율)이다. 최근 3년간 LME 기준 납 가격은 톤당 2,200달러 전후로 안정적이었다. 자회사로 리튬전지 모듈 생산업체인 세방리튬배터리(지분율 97.22%)와 납축전지 재활용업체인 상신금속(지분율 100%) 등이 있다.

AGM 전지와 리튬전지 모듈 사업의 성장

세방전지의 3분기 누적 매출액/영업이익은 11%/37% 증가한 1.18조원/817억원(영업이익률 6.9%, +1.3%p (YoY))을 기록했다. 산업용 매출액이 10% (YoY) 감소했지만, 차량용 매출액은 15% 증가했는데, 판매수량이 2% 증가한 가운데, 판매단가가 13% 상승한 덕분이다. 평균 판매가격은 3분기 누적 기준으로 약 7.1만원인데, 믹스 개선과 환율 상승으로 최근 4년간 5.0만 원에서 상승한 상태이다. 최근 납축전지 내 고성능 AGM(Absorbent Glass Mat) 비중이 높아지고 있는데, AGM 전지는 일반 MF전지에 비해 가격대가 2배 높지만, 수명이 2배 이상 길고 성능도 우수하여 내연기관차내 Start-Stop 기능 및 전기차로부터의 채택이 늘어나고 있다. 전기차 내에서도 저출력용으로 축전지가 필요한 가운데, 전자장치 사용이 많아 고성능 AGM의 수요가 많기 때문이다. 세방전지는 현재 400만개의 AGM 생산능력을 보유 중인데, 100만개 증설을 진행할 예정이다. 자회사인 세방리튬배터리의 매출액도 전년 3분기 누적 231억원에서 금년 3분기 누적 1,131억원으로 증가했다. 세방리튬배터리는 현재 배터리셀 업체(주로 삼성SDI)로부터 셀을 공급받아 BMS, 냉각장치 등을 추가한 후 광주공장에서 배터리모듈(BMA)로 조립하여 유럽 상용차로 납품하는 사업을 진행 중이다. 2022년 하반기부터 관련 프로젝트가 본격화되면서 고객 납품 물량이 증가하여 2~3분기에 걸쳐 분기 매출액이 400억원 대를 기록했다. 4분기는 500억원대로 증가하여 2023년 연간 1,700억원(vs. 2022년 402억원)으로 크게 증가할 전망이다. 2024년 상반기부터는 전기 승용차로 라인업을 확대하면서 연간 매출액 3,000억원까지 목표 중이다.

우량한 재무구조와 성장 잠재력을 감안할 때 P/E 8배는 저평가 판단

부채비율 40%와 1,900억원 이상의 순현금을 보유해 재무구조가 우량하다. 기대 배당수익률(주당배당금 600원 유지 가정)이 1%로 낮다는 것이 아쉽지만, 예상 P/E 8배로 AGM과 리튬전지를 통한 성장 잠재력의 강화를 감안할 때 주가는 저평가된 상태라는 판단이다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

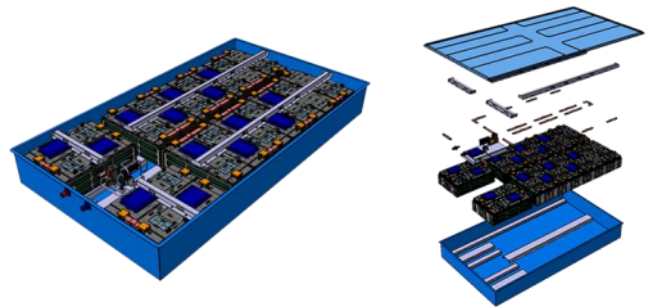
투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	1,139	1,253	1,352	1,473
영업이익	106	86	100	81
세전이익	113	88	119	70
순이익	78	66	84	43
EPS	5,597	4,733	6,022	3,059
증감율	(18.8)	(15.4)	27.2	(49.2)
PER	6.7	14.6	12.6	13.8
PBR	0.5	0.9	0.9	0.5
EV/EBITDA	2.7	4.9	6.0	3.8
ROE	7.4	6.0	7.1	3.5
BPS	76,077	80,451	85,729	88,677
DPS	500	500	600	600

도표 2. 세방전지의 차량용 납축전지



자료: 세방전지

도표 3. 세방리튬배터리의 배터리팩 구조



자료: 세방리튬배터리



나노씨엠에스

국내 독보적인 보안 소재 기업

[\[출처\] 키움증권 김학준 애널리스트](#)

보안소재 사업: 해외 매출 확대와 마진 개선

동사는 지폐, 여권, 신분증 등의 위조 여부를 감지하기 위해 필요한 보안 소재인 기능성 특수 안료를 제작하는 기업이다. 현재 이러한 보안소재는 지폐, 여권, 신분증, 보안문서 등 국가보안 영역은 물론 상표 보호, 티켓, 상품권 등 민간보안 영역에서도 널리 사용되고 있다. 첨단보안소재 적용 시장은 CAGR 6% 정도씩 꾸준히 성장하고 있는 시장이다.

그간, 동사 보안 소재 수요는 국내 수요처 확대 및 수입 소재 국산화 니즈에 따라 점진적으로 증가하였다. 그리고 최근에는 고무적이게도, 국내 뿐만 아니라 해외에서도 수요가 확대되고 있다. 2022년 해외 수출 비중이 5%에 그쳤지만, 3Q23 누적 기준 수출 비중은 29%로 크게 확대되었다. 현재 해외 화폐, 여권, 보안문서 등에 동사 소재의 적용이 확대되고 있으며, 향후 해외 시장으로의 진출 확대에 따른 지속적인 성장이 가능할 것이라 판단한다.

더불어, 리튬을 비롯한 주요 원재료 가격 상승에 따라 올해 제품 판가를 큰 폭으로 인상하였는데, 24년에는 원재료 가격 안정화에 따른 마진 확대도 가능할 전망이다.

V-Guard 222: 적용처 및 판매 지역 확대

동사는 2021년 말에 코로나 바이러스 사멸 가능한 222nm 바이러스 사멸 램프를 개발하여, 2022년부터 본격적으로 판매하고 있다. 2022년 관련 매출액은 14억원을 기록했는데, 올해는 엔데믹 국면에 진입하며 3Q23 누적 5억원의 매출을 시현하였다.

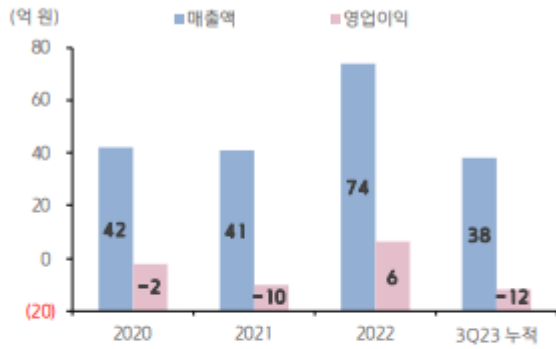
해당 제품은 코로나 바이러스 외에도, RSV(호흡기 질환 바이러스), 황색포도상구균 등 기타 여러 바이러스들의 사멸이 가능하다. 이를 기반으로, 민간 시장내 다양한 적용처 확대를 준비하고 있으며, 현재 몇 곳의 수요처에서 테스트를 진행 중이다. 다만, 해당 제품이 기존에 없던 새로운 품목이라는 점에서, 소요기간이 다소 길고 결과를 가늠하기가 쉽지만은 않다고 판단한다. 그럼에도 관련 레퍼런스 확보에 성공할 시, 추가적인 실적 성장이 가능할 전망이다. 더불어, 북미 시장을 비롯한 해외 시장으로도 판매처를 확대해 나가고 있다. 북미 지역에서는 22년부터 판매를 시작하며, 현재 학교 등에 300개 이상의 제품을 공급하였다. 이외에도 중동 등으로 추가적인 지역 확장을 계획 중이다.

투자지표

(억 원, IFRS 연결)	2019	2020	2021	2022
매출액	40	42	41	74
영업이익	-2	-2	-10	6
EBITDA	1	0	-8	9
세전이익	-17	-25	-7	2
순이익	-17	-25	-7	2
지배주주지분순이익	-17	-25	-7	2
EPS(원)	-583	-804	-166	48
증감률(% YoY)	적지	적지	적지	흑전
PER(배)	0.0	0.0	-459.8	394.4
PBR(배)	0.00	0.00	10.75	2.65
EV/EBITDA(배)			-412.9	88.1
영업이익률(%)	-5.0	-4.8	-24.4	8.1
ROE(%)	-56.7	-59.3	-3.7	0.7
순차입금비율(%)	250.0	-1.6	-31.3	-15.8

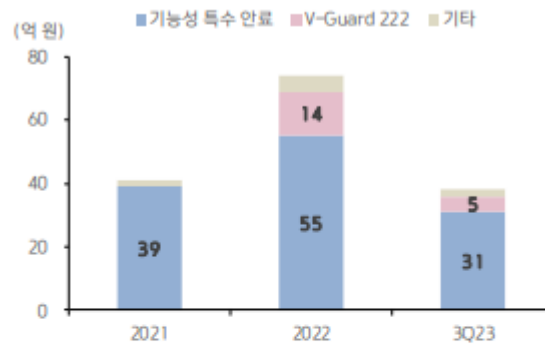
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

나노씨엠에스 매출액, 영업이익 추이



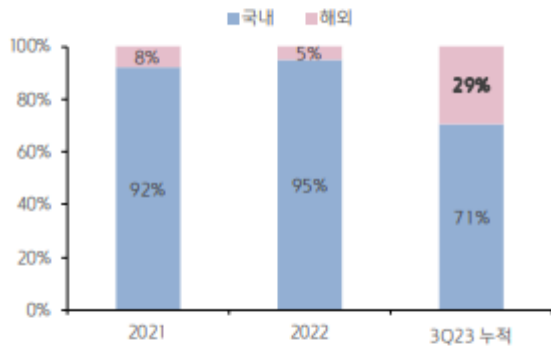
자료: 나노씨엠에스, 키움증권 리서치센터

제품별 매출액 추이



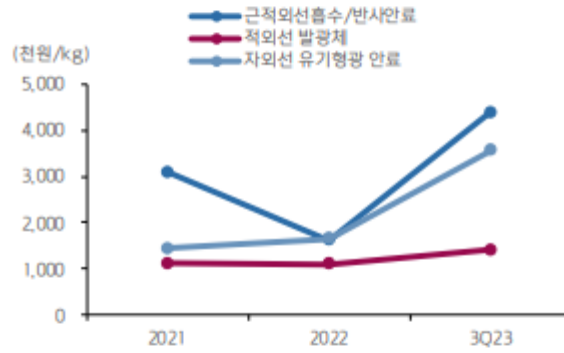
자료: 나노씨엠에스, 키움증권 리서치센터

국내, 해외 매출 비중



자료: 나노씨엠에스, 키움증권 리서치센터

제품별 가격 변동 추이



자료: 나노씨엠에스, 키움증권 리서치센터

첨단보안소재 적용 시장 규모



자료: Smithers Pira, 키움증권 리서치센터

Brand Protection 시장 규모



자료: Smithers Pira, 키움증권 리서치센터

보안소재 적용 사례 예시

[자연광 아래]

[자외선 아래]



자료: 나노씨엠에스, 키움증권 리서치센터



오리온

예견됐던 부진, 앞날을 기약하며

[\[출처\] DS투자증권 장지혜 애널리스트](#)

23년 11월: 국내 호조 속 명절 시점차이로 인한 주요 국가 부진

오리온의 11월 주요 법인별 합산실적은 매출액 2,516억원(-5% YoY), 영업이익 492억원(-7% YoY, OPM 19.6%)을 기록했다. 각 법인별 매출은 국내 +11% YoY, 중국 -13.5%(로컬 -9%), 베트남 -5%(-3%), 러시아 -26%(+14%) 성장했다. 명절 시점 차이와 중국의 일부 채널 경소상 전환에 따른 매출 공백으로 외형 성장은 부진했으나 국내가 두 자릿수 매출 성장을 이어갔고 전 법인 원가부담 완화와 판촉비 효율화 노력으로 수익성을 방어했다. 중국은 전년비 매출액이 -137억원 감소했는데 이 중 34%는 환율 하락, 40%는 춘절 시점차이, 26%는 경소상 전환 영향으로 파악된다. 국내는 신제품과 채널별 전략을 통해 견조한 외형 성장을 이어갔고 미국과 중국 주요 유통 채널향 수출 성장으로 물량 성장을 통한 레버리지가 나타나고 있다. 러시아는 현지통화 기준으로는 제품 카테고리 확대와 수출 증가로 두 자릿수 매출 성장을 이어가고 있다.

24년은 긍정적 명절 효과와 CAPA, SKU를 확대하며 성장 전망

23년은 중국과 베트남의 소비 둔화 속 명절 시점차이로 더욱 부진한 실적을 기록했다. 반면 24년은 명절 시점차이가 긍정적으로 작용할 것이며 이외에도 주요 카테고리별 CAPA확대와 신제품 출시를 통해 두 자릿수 외형 성장을 시현할 전망이다. 중국은 11월 젤리 생산 라인을 증설했으며 신규 성장 채널(간식점)향 제품 확대, 비건 육포 등 카테고리 확대가 기대된다. 베트남은 3분기 출시한 유음료의 분포 지역 확대와 CAPA 증설을 통한 성장이 기대된다. 러시아는 4분기 젤리와 파이 라인 증설을 완료해 성장을 이어갈 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 18만원 유지

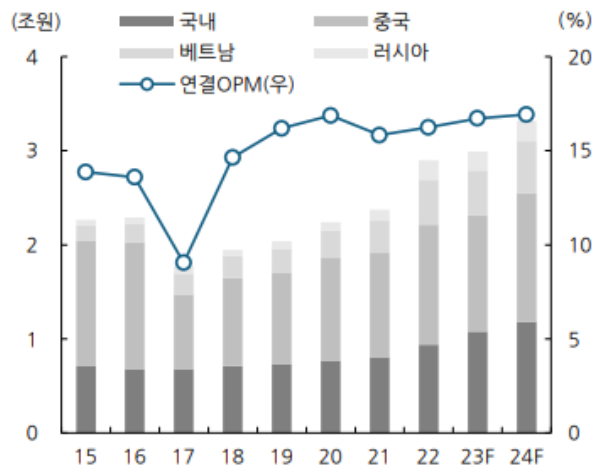
오리온의 목표주가는 24년 EPS에 목표배수 18배를 적용해 산출했다. 목표배수는 음식료 기업 평균 12배 대비 높은 해외 비중을 감안해 프리미엄을 적용했다. 글로벌 제과업체의 23년 PER 평균 20배 대비 10% 할인한 수준이다. 명절 시점 차이로 인한 4분기 예견된 실적 부진을 감안해도 오리온의 최근 주가하락은 과도한 수준으로 중국과 베트남 성장에 따른 주가 반등이 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,230	2,355	2,873	2,977	3,299
영업이익	376	373	467	498	559
영업이익률(%)	16.9	15.8	16.2	16.7	16.9
세전이익	397	379	487	527	579
지배주주지분순이익	268	258	392	378	415
EPS(원)	6,768	6,518	9,926	9,556	10,504
증감률(%)	24.1	-3.7	52.3	-3.7	9.9
ROE(%)	15.5	12.8	16.5	13.8	13.4
PER(배)	18.3	15.9	12.9	11.6	10.5
PBR(배)	2.7	1.9	2.0	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	9.2	7.0	6.7	5.0	4.1

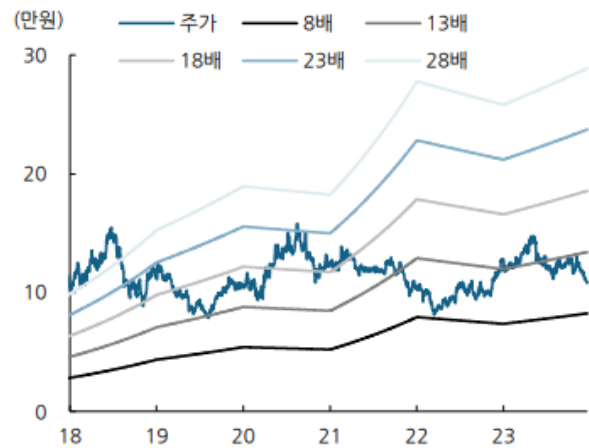
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림4 오리온 연결 실적 추이

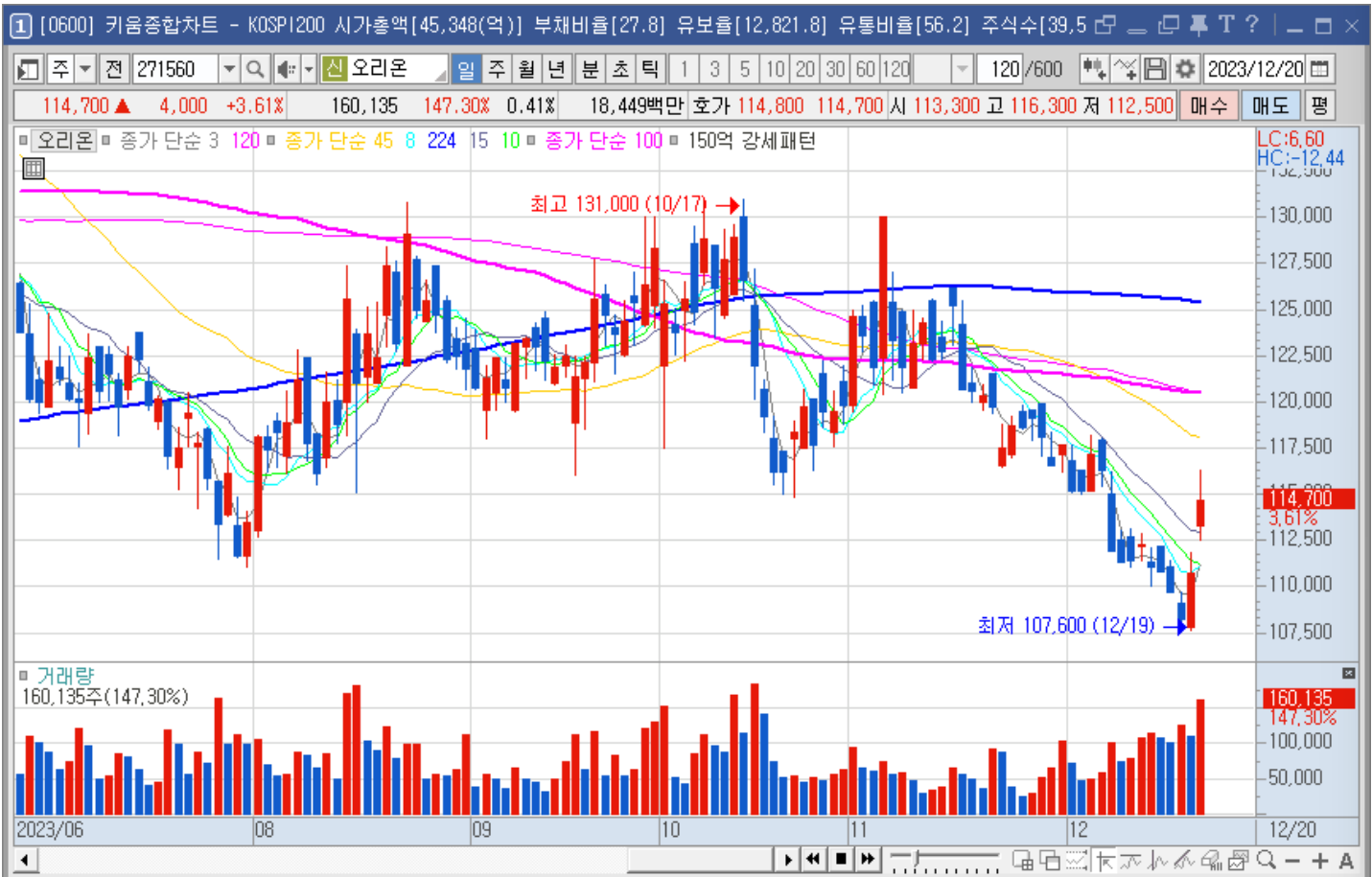


자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 오리온 PER 밴드 차트



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터



비트나인

관계형 DB 시장 진출 가속화

[\[출처\] 하나증권 김성호 애널리스트](#)

그래프 데이터베이스 개발 및 연구 전문업체

비트나인은 2013년에 설립된 국내 유일의 그래프 데이터베이스(DB) 기술을 보유한 기업이다. 동사는 세계 최초로 관계형 DB와 그래프 DB를 혼합한 형태의 멀티 모델 DB인 AgensGraph를 보유 중이다. 동사의 핵심기술인 그래프 DB는 개체들의 관계를 직관적으로 파악하여 개체들 간에 상호 관계를 유의미하게 표시해준다는 장점이 있으며 기존 제품군 대비 빠른 연산 속도와 높은 활용도를 지닌다. 또한 DB 산업 내에서 그래프 DB의 기술 진입장벽이 높은 편이기에 타사 대비 기술적인 경쟁력을 동사가 보유한 것으로 판단된다. 현재 인텔, 삼성SDI 등 50여개의 글로벌 고객사를 확보하였으며 최근에는 국내 관계형 DB 시장으로의 진출도 활발히 진행 중이다. 관계형 DB 시장은 그래프 DB 대비 시장 규모가 더 큰 분야이며 국내 시장은 과거 글로벌 업체의 점유율이 높은 편이었으나, 최근 비트나인을 비롯한 국내 업체들의 점유율이 상승하고 있기에 동사의 사업확장에 우호적인 환경 조성이 가능할 것으로 기대된다. 2023년 3분기 기준 제품별 매출 비중은 AgensGraph License 31.4%, Professional Service 17.2%, AgensGraph Service 14.2%, SI 및 기타 37.2%이다.

국내 관계형 DB 시장 진출 진행 중, 외형 확대 기대

데이터의 다양화 및 개인화로 인해, 개인의 특성 및 관계 분석에 효율적인 그래프 DB의 활용도가 높아지는 추세이다. 동사는 국내 상장사 중 유일하게 그래프 DB 관련 기술을 내재화한 업체이며, 관계형 DB 기술력도 보유 중이다. 현재 국내는 그래프 DB 대비 관계형 DB시장 규모가 크기에 동사도 관계형 DB 시장 진출을 적극적으로 추진 중이며, 기술 경쟁력을 통한 시장 점유율 확보가 기대된다. 기존 국내 관계형 DB 시장은 오라클 등의 해외업체들의 점유율이 대부분이었으나 높은 가격으로 인해 국산화에 대한 니즈가 존재해왔다. 동사의 제품은 내재화된 기술력을 토대로 제품 시현이 가능하기에 경쟁사 대비 가격 경쟁력을 가지며 고객사 향 레퍼런스 확보를 통해 국내 점유율이 상승하고 있는 상황이다. 한편 동사는 올해 상반기 글로벌 IT 업체인 한국레노버와 T1 파트너십 계약을 체결하였다. 해당 파트너십 계약을 통해 차세대 데이터 관리 및 분석 솔루션 분야 공동 개발이 진행될 예정이며 동사에게는 레노버 제품을 기반으로 한 솔루션 공급 등의 상품 매출이 가능하기에 향후 매출 외형 확대가 가능할 것으로 기대된다.

2023년 3분기 누적 매출액 198억원, 영업이익 -79억원

2023년 3분기 누적 기준 매출액 198억원, 영업이익 -79억원을 기록했다. 글로벌 사업확대를 위해 해외 법인 인건비 및 기타 비용이 발생 중이며, 향후에도 지속적인 연구개발비 발생이 불가피하다. 그러나 그래프 DB 산업에서 기술 경쟁력을 지니며 해외 고객사 향 레퍼런스를 보유한 점을 고려할 때 향후에도 신규 고객사 확보를 통한 탑라인 성장이 가능하며, 인력 충원 등 선제적인 투자를 진행하였기에 2024년에는 실적 개선이 기대된다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	14	12	16	19
영업이익	(7)	(1)	1	2
세전이익	(10)	(10)	1	0
순이익	(10)	(10)	1	(0)
EPS	(1,817)	(1,803)	139	(42)
증감률	N/A	적지	흑전	적전
PER	0.0	0.0	109.4	(163.3)
PBR	0.0	0.0	4.7	2.1
EV/EBITDA	0.0	0.0	74.0	26.5
ROE	52.6	250.2	3.5	(1.3)
BPS	(3,377)	(597)	3,227	3,236
DPS	0	0	0	0





워트

환경 제어 중요도 증가 수혜주

[\[출처\] 키움증권 오현진 애널리스트](#)

반도체 및 디스플레이 공정 환경 제어 설비 업체

동사는 반도체 및 디스플레이 공정에서 온습도, 가스 등 전반적인 환경 제어역할을 위한 설비를 전문으로 제조하는 업체이다. 최근 제조공정 기술 고도화에 따라 공정의 환경 제어가 수율에 끼치는 영향이 커지고 있으며, 동사 설비의 기술 난이도와 중요도 또한 높아지고 있다. 매출 내 비중은 1H23 기준 THC(초정밀 온습도 제어 장비)가 63%, FFU(공기 정화 장치)가 21%, TCU(항온기장치)가 4%를 차지한다.

동사의 주력 장비인 THC는 주로 반도체 포토 공정에 도입되는 트랙 설비에 대 당 1대 이상씩 도입되는 것으로 파악되며, 온습도 제어 및 안정화 시간 등에서 높은 기술 경쟁력을 보유하고 있다. 이에 기존 해외 업체 의존도가 높았던 국내 주요 IDM 업체들 대상으로 국산화에 성공했으며, 국내 시장 내 선도적인 입지를 차지하고 있는 것으로 판단된다.

환경 제어 설비의 확장성 주목

글로벌 THC 장비 시장 규모는 23년 1,535억원에서 28년 2,266억원으로 연평균 6.7% 성장을 예상한다. 다만, 최근 HBM(High Bandwidth Memory) 생산 공정 내에도 트랙 설비가 필요해짐에 따라 THC 및 FFU 장비의 더 빠른 사업영역 확장도 가능하다. EUV 등 새로운 노광 기술 발달에 따른 공정 내 환경 제어 중요성 증가도 향후 동사 장비의 수요 증가로 이어질 것으로 전망한다. 산업 내 공정 확대 뿐 아니라 신규 산업으로의 진출도 주목한다. 다양한 온도 테스트가 가능한 동사의 테스트 Chamber 등을 통해 이차전지 산업진출도 가능하다. 늘어나는 수요를 대비해 동사는 공모 자금 등을 활용해 현재 기준 약 2배의 생산 능력을 갖출 계획이다.

높은 기술 경쟁력을 통한 성장성에도 불구하고, 올해 반도체 업황 부진의 영향으로 23년 실적은 매출액 140억원(YoY -39%), 영업이익 20억원(YoY -71%)을 전망한다. 다만, 시장 내 공고한 입지 및 높은 사업 확장성을 감안할 시, 내년 업황 개선에 따른 동사의 가파른 성장이 가능하다는 판단이다.

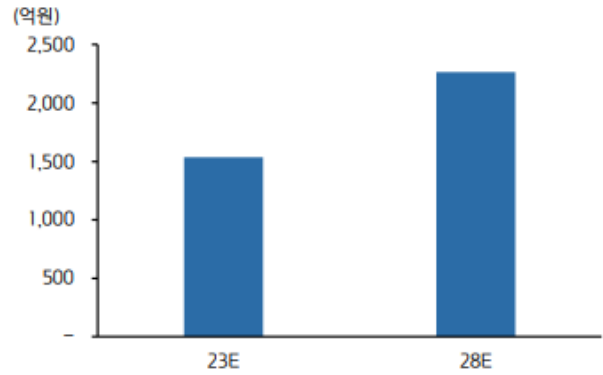
투자지표				
(십억원, IFRS)	2019	2020	2021	2022
매출액	-	-	26.7	22.8
영업이익	-	-	6.0	6.7
EBITDA	-	-	6.2	6.9
세전이익	-	-	6.2	7.1
순이익	-	-	5.1	5.9
자배주주지분순이익	-	-	5.1	5.9
EPS(원)	-	-	583	489
증감률(%YoY)	-	-	NA	-16.1
PER(배)	-	-	0.0	0.0
PBR(배)	-	-	0.00	0.00
EV/EBITDA(배)	-	-	-	-
영업이익률(%)	-	-	22.5	29.4
ROE(%)	-	-	19.2	19.8
순차입금비율(%)	-	-	-77.2	-66.3
자료: 키움증권				
Price Trend				

워트의 THC 장비



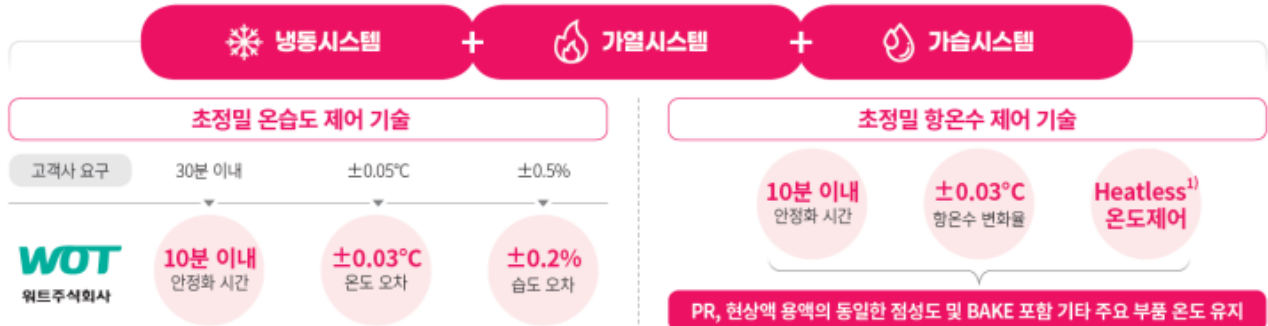
자료: 워트, 키움증권

글로벌 THC 시장 추정 규모



자료: Gartner, Market Analysis and Insights, 워트

THC 핵심 기술력



※ 1) Heatless: 장비내에 히터를 제거하고 THC 냉동시스템에서 불기피하게 발생하는 폐열만을 이용하여 온도제어 가열시스템을 적용한 기술

자료: 워트, 키움증권



SAMG엔터

한계를 뛰어넘을 티니핑

[\[출처\] 하나증권 이기훈 애널리스트](#)

한국 캐릭터 기업의 한계를 넘을 수 있을까?

국내 주요 캐릭터 기업 중 하나인 아이코닉스(뽀로로)는 영업이익 100억원을 상회한 적이 없고, 더핑크퐁컴퍼니(아기상어)는 2019년 고점 이후 올해 적자 전환했다. 모두 신규 IP를 만드는 과정에서 마진이 축소됐는데, 이미 성숙 단계에 있는 해외 주요 캐릭터 기업과는 다르게 한국에는 매년 안정적인 매출 기여를 할 수 있는 IP를 여러 개 보유한 회사가 아직 없다. 또한, 뽀로로는 IP 저작권을 나눠 갖고 있어 IP 사업을 통한 수익 내재화에 한계가 있고, 핑크퐁은 타깃 연령층이 영아(1-3세)이다 보니 팬덤 형성을 통한 MD 매출 극대화에도 다소 어려움이 있다. SAMG엔터는 유행 민감도가 높은 4-7세 유아를 타깃으로 자체 IP를 개발해 부모님이 아닌 아이들이 직접 선택하는 팬덤 비즈니스가 가능해졌다. 애니메이션 제작팀과 완구팀이 내재돼 있어 IP 기획 단계부터 MD 매출을 극대화하기 위해 수집형 요소를 도입했고, 올해 신규 시즌부터 국내는 유통대행사를 거치지 않고 마트에 직납하는 구조로, 중국은 로열티에서 유통법인(JV)을 통한 직접 매출 인식 구조로 바꿨다. 중국은 특히 미국이나 일본 대비 메가 히트 IP가 없어 시장 점유율을 키우기 용이할 것으로 기대된다.

인기 캐릭터 기업의 수익화 공식을 대입해 보면

이미 다수의 흥행 캐릭터 라인업을 보유한 디즈니나 산리오의 경우 기존 캐릭터 IP를 기반으로 MD나 테마파크 등에서 안정적인 수익을 창출해 신규 IP 개발 비용을 충분히 감당할 수 있는 구조를 구축했다. SAMG엔터는 주력 IP인 캐치! 티니핑을 중심으로 캐릭터 유니버스를 구축하는 과정에 있으며 이를 감당할 수 있는 수익 구조를 만드는 것이 중요한 과제이다. 티니핑은 포켓몬처럼 메인 캐릭터를 중심으로 캐릭터가 확장되고, 매년 후속작이 만들어지고 있으며, 유튜브/넷플릭스/아이치이 등 여러 플랫폼을 통해 글로벌 인지도를 쌓고 있다. 무엇보다 콘텐츠부터 MD까지 한번에 소비할 수 있도록 70만명 구독자를 보유하고 있는 유튜브 채널뿐만 아니라 연내 가입자 30만명을 목표로 하는 자체 플랫폼을 강화하고 있으며, 오프라인 테마 공간을 오픈해 온/오프라인에서 팬덤을 모아 줄 공간도 구축했다.

2025년 본격적인 영업 레버리지 효과 기대

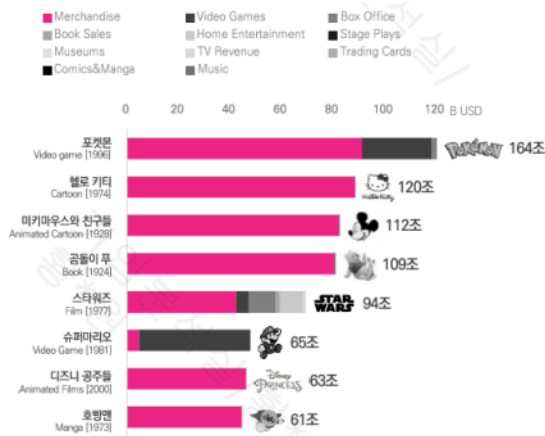
동사의 2023년 매출액/영업이익은 1,051억원(YoY +57%)/-40억원(적지)으로 전망한다. 4분기는 신규 시즌 공개와 크리스마스로 연간 매출의 약 40%가 발생하는 극성수기이다. 12월 판교 티니핑월드 오픈과 전국 10개 팝업스토어를 통한 대규모 프로모션으로 MD 및 FB 매출이 크게 증가할 것으로 기대된다. 중국에서도 12월 티니핑 신규 시즌 공개가 예정돼 있다. 다만 유통구조 변경 및 신사업 관련 비용 반영으로 영업이익은 다소 부진할 것으로 예상된다. 관련 비용이 안정화될 2024년 제품 부문 GPM은 30%대로 상승할 것이며, 오프라인 공간 사업 확장과 MD 유통 내재화, 자체 플랫폼 생태계 구축에 따른 레버리지 효과가 본격화될 2025년 매출액은 2,036억원(+37%), 영업이익은 202억원(+157%)으로 예상된다. 중국에서의 고성장 테마파크의 안정적인 수익 기여가 확인되면 추가 상향 여지가 있다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

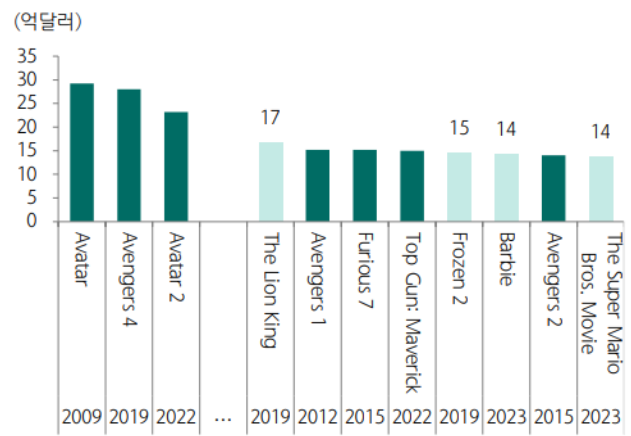
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	38.4	68.3	105.1	149.0
영업이익	3.4	(0.4)	(4.0)	7.9
세전이익	(11.1)	(22.3)	(5.6)	7.0
순이익	(11.1)	(23.0)	(4.5)	5.6
EPS	(2,550)	(3,534)	(519)	649
증감율	N/A	적지	적지	흑전
PER	0.00	(7.16)	(44.70)	35.75
PBR	0.00	4.62	4.68	4.14
EV/EBITDA	7.01	56.79	(280.38)	18.32
ROE	48.89	(188.31)	(9.95)	12.29
BPS	(5,215)	5,478	4,959	5,609
DPS	0	0	0	0

도표 1. 역대 캐릭터 매출 순위



자료: SAMC엔터, 하나증권

도표 2. 역대 박스오피스 Top 16 - 애니메이션 하늘색 표시



자료: 박스오피스, 하나증권

도표 54. 시즌1~시즌3 로열 티니핑 - 하츠펙을 중심으로 확장되는 로열 티니핑 라인업



자료: SAMC, 하나증권

도표 55. 수집형 캐릭터 및 MD 제작을 통한 매출 극대화 전략



자료: SAMC, 하나증권

