

2024.01.31.(수) 증권사리포트

만든 날짜: 2024-01-31 오전 4:24

수정한 날짜: 2024-01-31 오전 4:30

2024.01.31.(수) 증권사리포트

금호석유

성장성이 큰 CNT 사업 강화 전망

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

작년 4분기 영업이익, 시장 기대치 하회

금호석유의 작년 4분기 영업이익은 367억원으로 전 분기 대비 56.4% 감소하며, 시장 기대치를 하회하였다. 합성고무/EPDM/에너지부문의 견고한 실적 지속에도 불구하고, 합성수지/페놀유도체부문의 실적이 여전히 부진하였고, 성과급 등 일회성 비용이 발생하였기 때문이다. 1) 합성고무부문 영업이익은 153억원으로 전 분기 대비 2.0% 증가하였다. NB Latex 공급 과잉 지속 및 저조한 전방 수요 지속에도 불구하고, SBR 등 고부가 제품 판매 확대로 수익성을 방어하였기 때문이다. 2) 합성수지부문 영업이익은 -115억원으로 전 분기 대비 적자가 확대되었다. 연말 비수기 효과로 수요가 부진한 가운데, 공급 과잉 지속으로 ABS 수익성이 둔화되었기 때문이다. 3) 페놀유도체 영업이익은 -104억원으로 전 분기 대비 적자가 확대되었다. Haiwan, Hengli, Nan Ya, Longiang 등 중국 신규 설비의 상업화로 BPA 공급 과잉이 지속되었고, 에폭시수지 또한 가격 약세가 유지되었기 때문이다. 4) 금호폴리켄(EPDM/TPV) 영업이익은 82억원으로 전 분기 대비 65.0% 감소하였다. 정기보수 진행으로 물량 측면의 감소가 있었기 때문이다. 5) 기타부문 영업이익은 350억원으로 전 분기 대비 28.1% 감소하였다. SMP 소폭 상승에도 불구하고, 정기보수 진행에 기인한다.

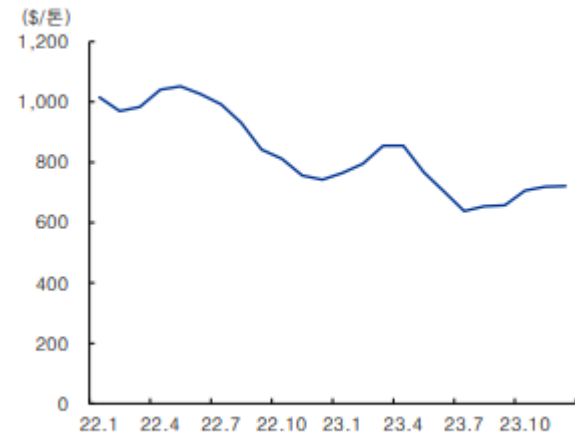
올해 CNT 증설 완료 전망

동사는 2013년 아산에 연산 50톤 규모의 플랜트를 완공하고, CNT 사업을 시작하였다. 이후 2018년 60톤 라인을 추가 증설하여 현재 총 120톤의 CNT 생산능력을 보유하고 있다. 동사는 올해 여수 울촌 산단에 360톤 규모의 플랜트를 준공하며, 생산능력을 3배로 확대할 계획이다. 동사가 아산 공장을 가동 중단하고, 울촌산단으로 이전하는 이유는 신규 360톤 외에 최대 5천톤까지 생산 인프라를 구축할 수 있는 부지를 확보하였기 때문이다. 또한 동사는 중장기적으로 음극 도전재로 활용할 수 있는 SWCNT 생산을 위하여 연구개발도 확대하고 있다.

(단위:십억원배)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	4,810	8,462	7,976	6,322	6,883
영업이익	742	2,407	1,148	359	388
세전이익	767	2,618	1,252	488	501
지배주주순이익	583	1,965	1,025	426	390
EPS(원)	17,405	58,694	31,017	13,246	12,366
증가율(%)	97.9	237.2	-47.2	-57.3	-6.6
영업이익률(%)	15.4	28.4	14.4	5.7	5.6
순이익률(%)	12.1	23.2	12.9	6.8	5.7
ROE(%)	20.2	47.8	19.1	7.4	6.6
PER	8.3	2.8	4.1	10.0	10.1
PBR	1.5	1.1	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.4	1.8	2.6	6.0	5.5

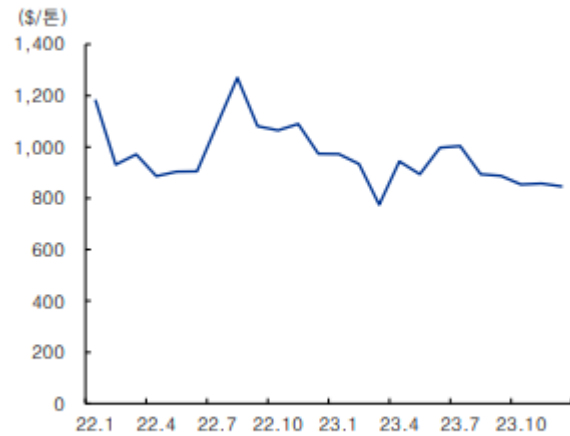
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 NB Latex 가격 추이



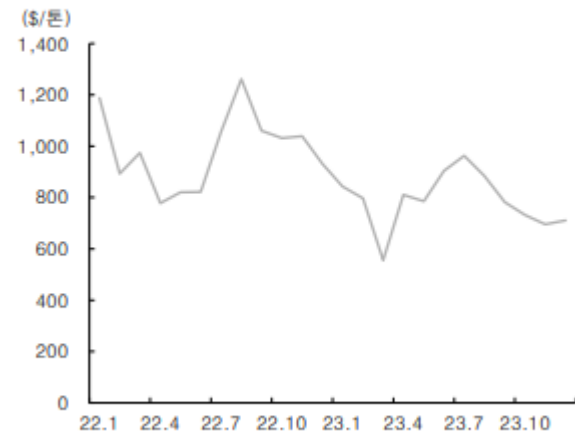
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 2. 국내 SBR 스프레드 추이



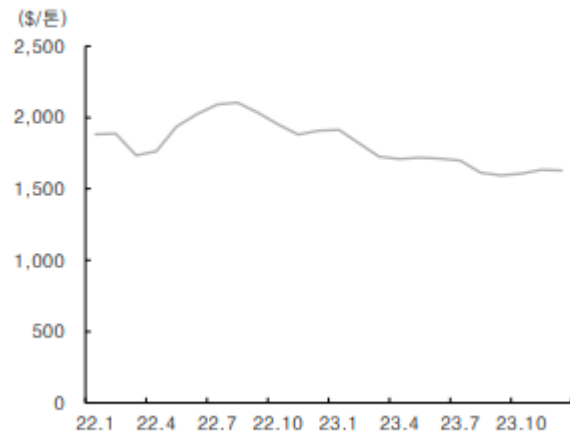
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 3. 국내 BR 스프레드 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 4. 국내 EPDM 스프레드 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권



원텍

순조롭게 성장하기

[\[출처\] 키움증권 신민수 애널리스트](#)

‘23년 매출액 YoY +47.1%, 영업이익 YoY +77.6% 전망

4Q23 실적은 매출액 345억 원(YoY +42.0%, QoQ +30.6%), 영업이익 118억 원(YoY +24.1%, QoQ +24.1%, OPM 34.3%)을 전망한다.

‘23년 실적은 매출액 1,199억 원(YoY +47.1%), 영업이익 474억 원(YoY +77.6%, OPM 39.5%)을 전망한다. 연간 매출액과 영업이익은 컨센서스 1,220억 원과 498억 원을 하회할 것이지만, ‘23년 초에 목표로 하던 바는 달성했다.

장비) 신제품 올리지오 X는 ‘23년 4분기 약 90대 계약이 성사되었다.

소모품) ‘23년 9월과 10월에는 긴 연휴로 인해 영업일이 줄면서 소모품 팁 판매 개수가 줄어들었다. 이후로 12월까지 전월 대비 성장세를 꾸준히 기록하며 소모품 매출액 개선세가 진행되었을 것이다.

비용) 국내에서는 올리지오 X 런칭 이후 옥외 광고 등을 진행했고, 해외에서는 직판 준비 및 프로모션 행사 등을 통해 광고선전비를 YoY +73.5%, QoQ +4.0% 늘어난 만큼 집행한 것으로 추정된다.

‘24년 해외 지역 성장세에 주목

‘24년 실적은 매출액 1,596억 원(YoY +33.2%), 영업이익 654억 원(YoY +38.1%, OPM 41.0%)을 전망한다. 여전히 해외 시장을 개척할 여지가 많이 남아 있는 상황 속에서 얼마큼 좋은 성과를 거두느냐가 ‘24년의 주요 포인트다. 브라질) 1Q24E ‘올리지오’ 허가 획득 후 영업을 전개할 것으로 예상된다.

태국) 1H24E ‘올리지오’ 허가 획득 및 공격적인 현지 직판 마케팅 통해 연간 200대 수준의 판매고를 기록하기 위해 준비 중이다. 작년 11월에 2일간 주요 관계자 100여 명이 참석한 킥 오프 행사를 개최해 큰 호응을 이끈 바 있다.

대만) ‘올리지오’ 연간 100대 이상 판매를 진행하여 현지에서 Thermage와 비슷한 수준의 장비 인프라를 확보할 예정이다. 말레이시아) 레이저 장비인 Picocare 등의 발주 물량을 처리하고, 2Q24E ‘원텍 월드 프리미어’ 행사 통해 적극적인 마케팅을 진행할 전망이다.

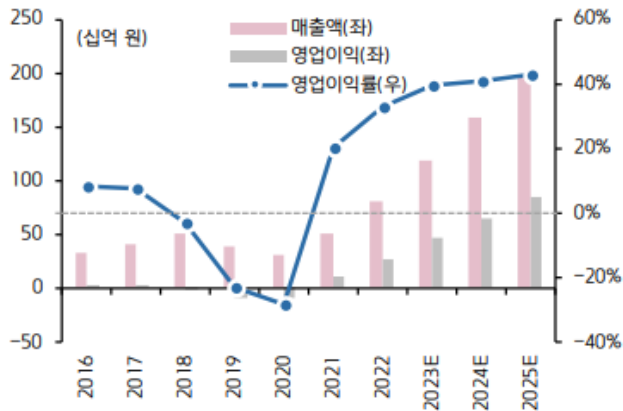
일본) 현지 덴탈 제품 제조 및 유통사 ‘SheepMedical’의 전환사채를 64억원 취득하여 일본 피부미용 시장 진입의 초석을 마련했다. 또한, 동사 일본 법인과의 협업을 통해 일본에서의 비침습 RF 장비 납품을 하기 위해 노력 중이다.

투자지표

(십억 원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	51.1	81.5	119.9	159.6
영업이익	10.4	26.8	47.4	65.4
EBITDA	12.4	28.5	49.1	66.5
세전이익	9.3	17.8	48.2	66.6
순이익	17.0	13.4	38.5	53.3
지배주주지분순이익	17.0	13.4	38.5	53.3
EPS(원)	220	154	437	604
증감률(% YoY)	흑전	-30.1	184.0	38.4
PER(배)	12.2	30.2	21.4	13.3
PBR(배)	9.02	7.16	8.63	4.78
EV/EBITDA(배)	1.2	13.5	15.6	9.0
영업이익률(%)	20.4	32.9	39.5	41.0
ROE(%)	181.6	32.3	50.6	43.7
순차입금비율(%)	1.9	-43.8	-61.2	-75.1

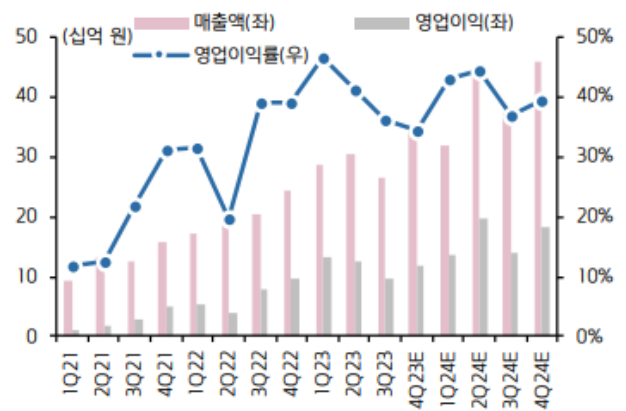
자료: 키움증권

원텍 연간 실적 추이 및 전망



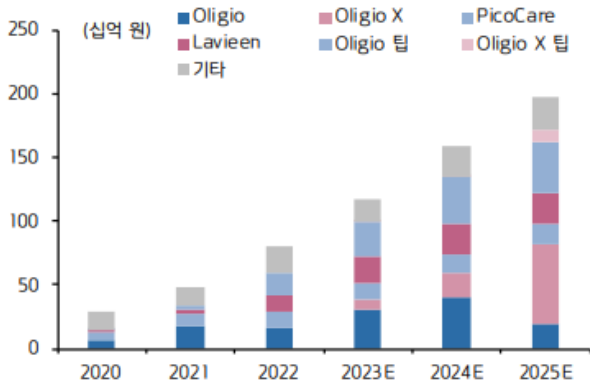
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

원텍 분기 실적 추이 및 전망



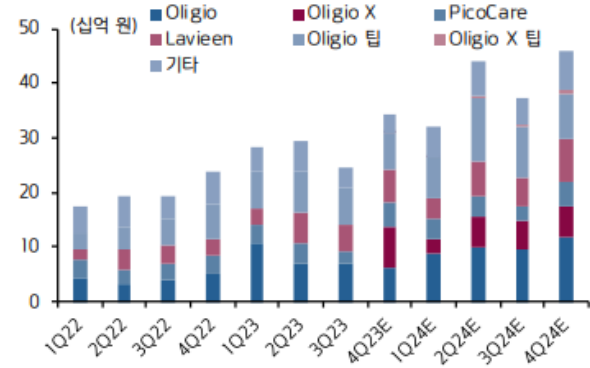
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

원텍 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



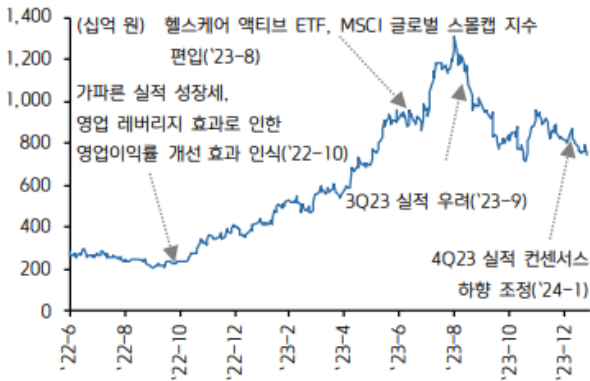
자료: 원텍, 키움증권 리서치센터

원텍 사업부별 분기 매출액 추이 및 전망



자료: 원텍, 키움증권 리서치센터

원텍 시가총액 추이 분석



자료: FnGuide, 원텍, 언론보도, 키움증권 리서치센터

원텍 목표주가 산정 내용

2024년 EPS 전망치	605 원
목표 PER	25 배
목표 주가	15,113 원
조정	15,000 원
현재 주가	8,040 원
상승 여력	86.6%

자료: 키움증권 리서치센터





SBS
 노이즈의 정상화
[\[출처\] 하나증권 이기훈 애널리스트](#)

2024년 예상 P/E 8배

어려운 업황이 이어지고 있지만, 상반기 광고 업황의 바닥을 예상하며 이를 반영해 목표주가는 2025년 예상 EPS에 시간가치를 할인하여 34,000원(-13%)으로 하향한다. 1분기 광고 업황도 여전히 부진할 것으로 예상되지만, 연간으로는 낮은 기저에 더해 총선과 올림픽 이벤트가 있는 만큼 2분기 이후에 바닥을 잡을 수 있을 것으로 기대하고 있다. 본업만 회복된다면 2021년처럼 자회사들의 실적 레버리지도 확인될 것이다. 2024년 예상 별도 기준 광고 매출은 +2% (YoY)로 확인한 상저하고를 전망하고 있다. 연초 모 그룹과 관련된 이슈가 있었지만, 워크아웃 확정 이후 주가도 정상화되면서 2024년 예상 P/E 8배 수준에 거래되고 있다. 1분기까지는 기간 조정이 이어질 것으로 예상된다.

4Q OP 206억원(-44%)

4분기 매출액/영업이익은 각각 2,708억원(-30% YoY)/206억원(-44%)으로 낮아진 컨센서스(229억원)에 부합했다. 별도 영업이익은 175억원(-47%)으로 TV광고가 -13%를 기록했지만, 협찬 수익이 331억원(+42%)으로 급증하면서 합산으로는 -2%로 상당히 선방했다. 2023년 연간으로는 드라마의 성과가 좋았지만, 4분기만 보면 과이 부진했던 것이 아쉬웠다. 2024년에는 현재 방영중인 외에도, 등이 준비되어 있다. 그 외 참고사항은 스튜디오S와 허브(드라마), 프리즘은 플러스(예능)과 합병했다. 그동안 어려운 광고 업황을 사업 수익으로 만회했는데, 향후에는 2개 제작 부문의 경쟁력을 확대하여 성장 모멘텀을 찾을 것이다.

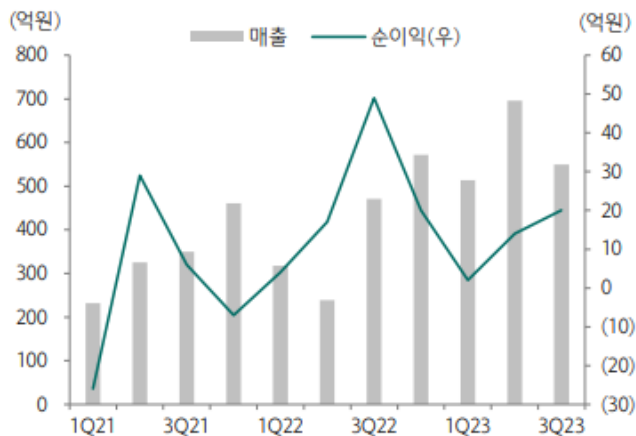
노이즈의 정상화

모회사인 태영 그룹(건설)의 어려움으로 방송법 규제 완화에 대한 기대감이 갑작스럽게 반영되면서 주가의 변동성이 높았으나 워크아웃 이후 기대감과 주가 모두 정상화되고 있다. 현재 방송법은 다양한 규제들이 있는데, 최대주주 변경의 경우 방송통신위원회의 승인을 받아야 되거나 지상파 방송사업자의 지분은 40% 이하로 제한 등이 있다. 현 정부의 방송법 개정 노력은 여전히 유효하지만, 방송법 개정은 여야 합의 사항이기에 총선 이전에는 가능성이 높지 않아 보인다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

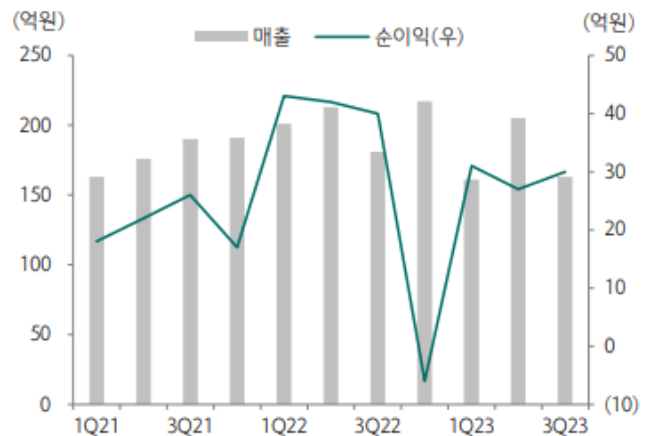
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,049.0	1,173.8	997.9	1,043.6
영업이익	172.3	185.6	59.8	70.7
세전이익	179.5	177.6	61.9	77.4
순이익	136.1	152.5	45.0	56.8
EPS	7,456	8,357	2,461	3,018
증감율	흑전	12.08	(70.55)	22.63
PER	6.62	4.13	11.89	8.05
PBR	1.34	0.75	0.64	0.50
EV/EBITDA	3.92	2.84	4.20	3.49
ROE	23.21	20.64	5.39	6.51
BPS	36,839	45,809	45,844	48,462
DPS	1,000	1,000	400	500

도표 5. 스튜디오S 분기 매출액 및 순이익 추이



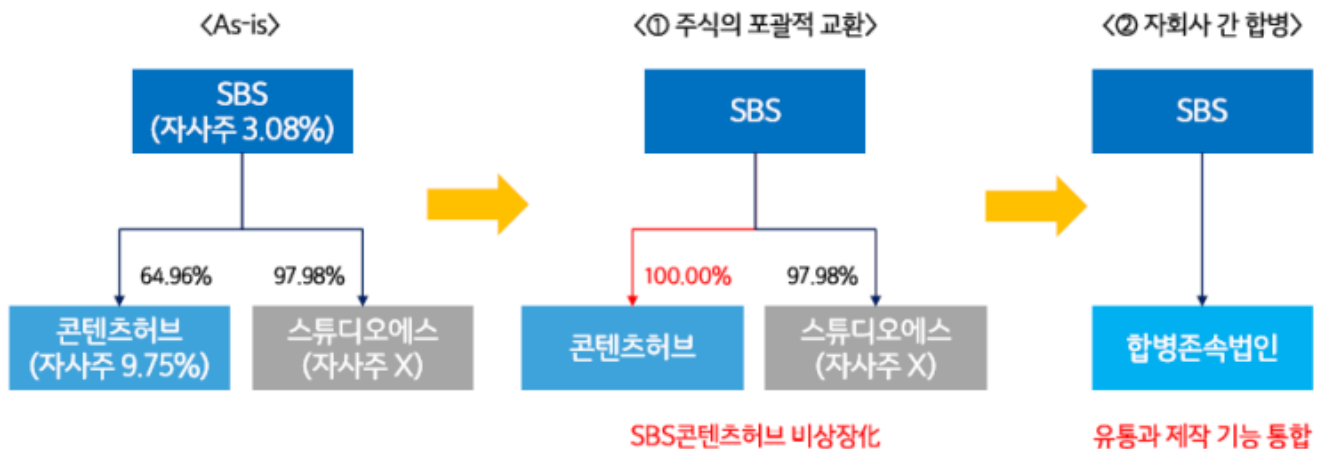
자료: SBS, 하나증권

도표 6. 플러스 분기 매출액 및 순이익 추이

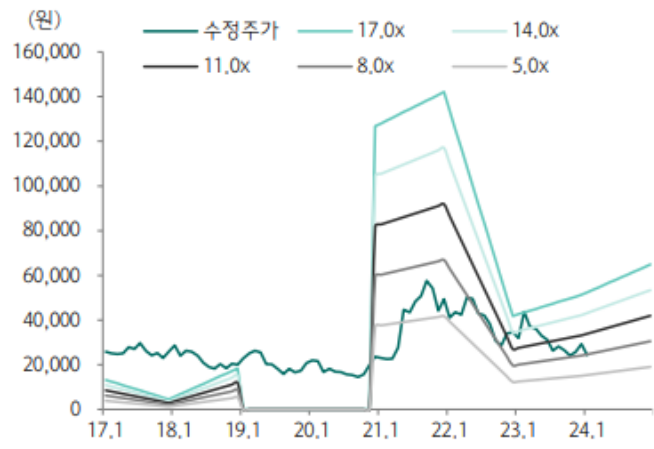


자료: SBS, 하나증권

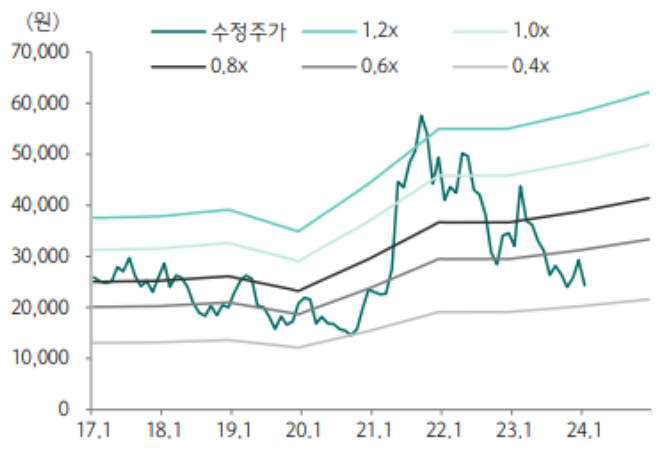
도표 7. SBS 지배구조 개편 개요



자료: SBS, 하나증권



자료: SBS, 하나증권



자료: SBS, 하나증권



SK바이오팜

4Q23 Re : 용역비 증가로 흑자전환 시현

[\[출처\] 하나증권 박재경 애널리스트](#)

4Q23 Re: 엑스코프리 일시 둔화, 용역비 증가로 흑자전환 시현

SK바이오팜은 4Q23 연결 기준 매출액 1,268억원(+101.9%YoY, +40.3%QoQ), 영업이익 152억원(흑전YoY, 흑전QoQ)으로 컨센서스 매출액 1,091억원, 영업이익 20억원을 상회하는 실적을 기록했다. 호실적의 요인은 용역 매출의 증가다. 미국 엑스코프리 매출액은 777억원(+56.2%YoY, +2.7%QoQ)으로, 전 분기 대비 낮은 성장률을 기록했다. 4분기의 계절적 특성(Co-pay 지원 프로그램 집중 등)에 따른 Gross to Net 비율 하락이 주 요인이다. API/완제 매출액은 53억원(-28.7%YoY, +333.8%QoQ), 용역 매출액은 438억원(+679.7%YoY, +225.4%QoQ)을 기록했다. 1) 중국, 일본 지역 엑스코프리 임상 진행에 따른 마일스톤 인식 집중(합계 약 100억원), 2) Proteovant의 미인식 매출, 3) 공시되지 않은 세노바메이트, 수노시 관련 마일스톤이 인식되며 용역비가 크게 증가하며 매출 성장을 시현했다.

Proteovant의 인수로 약 120억원 수준의 판관비가 추가로 지출돼, 판관비는 976억원(+8억원YoY, +33억원QoQ)을 기록했다. 흑자 실적이 온기로 반영되는 24년에는 매출액 4,606억원(+29.8%YoY), 영업이익 419억원(흑전YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 미국 엑스코프리 매출액은 3,918억원(+44.7%YoY), API/완제 매출액은 170억원(+45.4%YoY), 용역 매출액은 518억원(-28.6%YoY)으로 추정한다.

단기 실적 모멘텀보다 장기 방향성에 주목

SK바이오팜의 밸류에이션은 24년 실적이 아니라 향후 10년동안의 미래 현금 흐름에 기반DCF(Discount Cash Flow) 방식으로 산출되고 있다. 흑자 전환 자체보다는 업체의 장기적인value add에 주목해야 한다. 가치를 높일 수 있는 가시성이 높은 전략은 1) 신규 품목 도입과 2) 엑스코프리의 매출 확대를 위한 노력(적응증 확대 등)이다. SK바이오팜은 미국 내에 영업/마케팅 조직을 갖추고 있으며, 이는 고정비를 높인다. 기존 뇌전증 영업/마케팅 인력을 활용할 수 있는 품목을 도입한다면, 추가적인 고정비 지출 없이 매출액을 높이고 레버리지효과를 활용할 수 있다. SK바이오팜은 상장 이후 꾸준히 이러한 품목에 대한 도입 계획을 밝히고 있다. 24년 ~ 25년 품목 도입 가시화를 기대한다. 엑스코프리의 적응증 확장을 위한 개발은 꾸준히 진행되고 있다. 전신 발작(generalized tonic clonic seizures, GTCS) 임상 3상은 24년 임상 종료되고 25년 적응증 확장 예정이며, 소아, 청소년(2 ~17세) 부분 발작 역시 25년 적응증 확장이 기대된다.

24년 이후의 현금 흐름을 반영해 목표주가 100,000원 유지

SK바이오팜에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 100,000원을 유지한다. 엑스코프리의 매출액 J-curve, 신규 제품 확보에 따른 추가 업사이드를 기대해 본다.

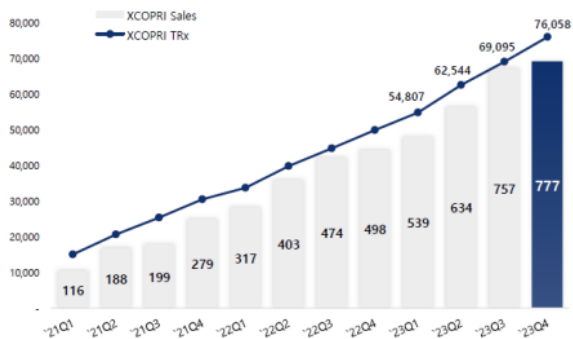
Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	418.6	246.2	354.9	460.6
영업이익	95.0	(131.1)	(37.1)	41.9
세전이익	71.3	(142.5)	(42.6)	42.3
순이익	64.8	(139.4)	(33.8)	26.2
EPS	828	(1,780)	(431)	335
증감율	흑전	적전	적지	흑전
PER	117.39	(40.51)	(232.95)	262.69
PBR	17.14	17.84	26.97	21.69
EV/EBITDA	68.42	(46.53)	(346.27)	133.89
ROE	15.75	(36.66)	(11.11)	8.62
BPS	5,672	4,042	3,722	4,057
DPS	0	0	0	0

도표 3. 엑스코프리 US 분기별 처방 및 매출

XCOPRI® US 분기별 처방 및 매출

(단위: 억원, 1 TRx)

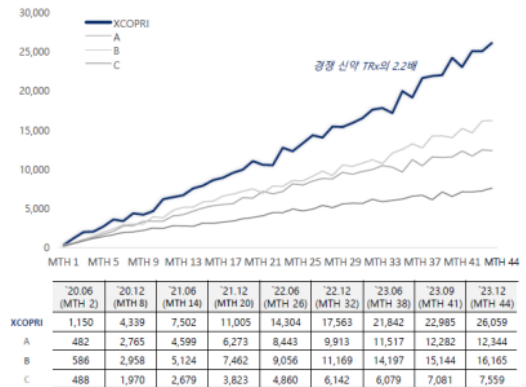


주: SK바이오팜, 하나증권

도표 4. 경쟁 신약 대비 엑스코프리 출시 후 TRx

경쟁 신약 대비 출시 후 TRx

(3세대 뇌전증 신약, 단위: 1 TRx)



주: SK바이오팜, 하나증권

SK바이오팜 증가 단순 3 5 20 60 120 증가 단순 33 8 224 15 10 500억 강세패턴
최고 126,500 (09/03) 배당락(0.00%) 배당락(0.00%) 배당락(0.00%)



SK바이오팜 증가 단순 3 120 증가 단순 45 8 224 15 10 증가 단순 100 150억 강세패턴
최고 104,800 (01/03) 배당락(0.00%)



효성티앤씨

올해 1분기, 스판덱스 재고 감소세

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

작년 4분기 영업이익, 시장 기대치 하회

효성티앤씨의 작년 4분기 영업이익은 290억원으로 전 분기 대비 42.7% 감소하며, 시장 기대치를 하회하였다. 주력 제품인 스판덱스의 스프레드가 축소되었고, 무역부문의 비수기 영향 등에 기인한다.

1) 섬유부문 영업이익은 293억원으로 전 분기 대비 28.7% 감소하였다. NY/PET는 중국 경쟁사 제품의 저가 공세 영향으로 적자를 지속하였고, 스판덱스는 수요 증가가 제한된 가운데, 원재료 BDO 공급 과잉으로 인한 판가의 동반 하락으로 수익성이 전 분기 대비 하락하였기 때문이다. 다만 경쟁 스판덱스 업체들의 가동률이 부진한 가운데, 동사의 경우 원재료 통합, 높은 차별화 제품 비중 등으로 90% 이상의 높은 가동률을 유지하였다. 2) 기타부문 영업이익은 -3억원으로 전 분기 대비 적자전환하였다. 베트남 타이어보강재의 경우 작년 3분기를 저점으로 실적이 회복되었으나, NF3가 중국 내 전방업체들의 재고조정으로 이익이 소폭 감소하였고, 철강/화학 수요 둔화 등으로 무역부문의 경제성이 훼손되었기 때문이다.

중국 스판덱스 재고, 고점 대비 20% 이상 감소

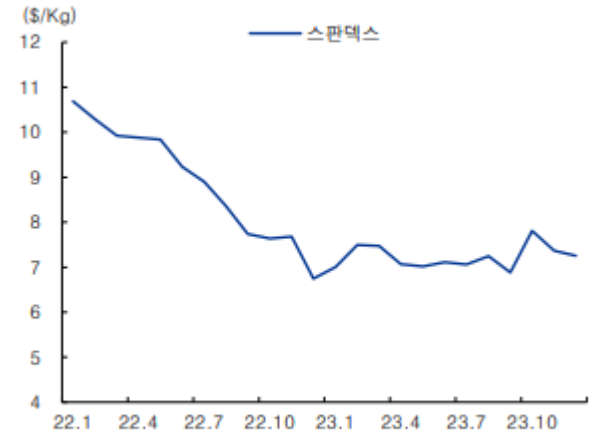
올해 1분기 중국 스판덱스 재고가 고점에서 점진적으로 감소하고 있다. 동사를 비롯한 Top-Tier 업체들은 판촉 가격을 소폭 인하하며 원가 우위를 확보하였고, 중소 업체들은 낮은 가동률 속에 재고가 서서히 감소하는 모습을 보이고 있기 때문이다. 한편 중국 내 스판덱스 수급은 춘절 이후 회복될 가능성이 높아 보인다. 요가복과 자외선 차단복용 붐/여름 원단 판매가 증가할 전망이다. 스판덱스 첨가 비중도 확대되는 등 수요는 견고한 가운데, 재작년/작년 대비 유효 증설이 급감할 것으로 전망되기 때문이다.

참고로 지난주 중국 스판덱스 재고는 33일로 고점 대비 20% 이상 감소하였다.

(단위:십억원배)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	5,162	8,596	8,883	7,527	7,960
영업이익	267	1,424	124	213	250
세전이익	224	1,404	31	124	241
지배주주순이익	137	770	12	89	228
EPS(원)	31,610	178,008	2,723	20,499	52,577
증가율(%)	47.0	463.1	-98.5	652.7	156.5
영업이익률(%)	5.2	16.6	1.4	2.8	3.1
순이익률(%)	3.3	11.7	0.2	1.3	2.5
ROE(%)	25.1	76.2	0.9	7.0	16.5
PER	6.7	2.9	128.5	17.8	6.2
PBR	1.5	1.6	1.2	1.2	1.0
EV/EBITDA	4.8	2.3	9.2	6.4	5.6

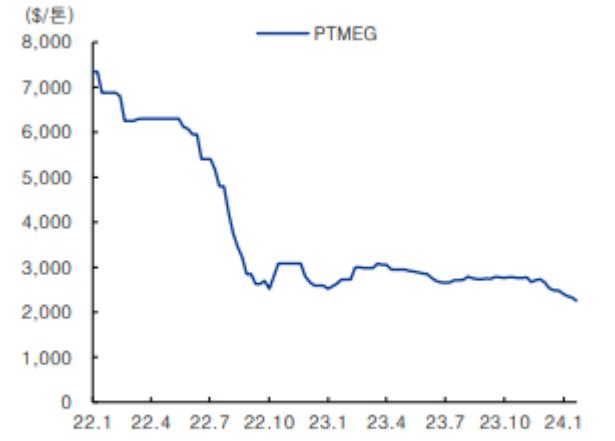
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 스판덱스 가격 추이



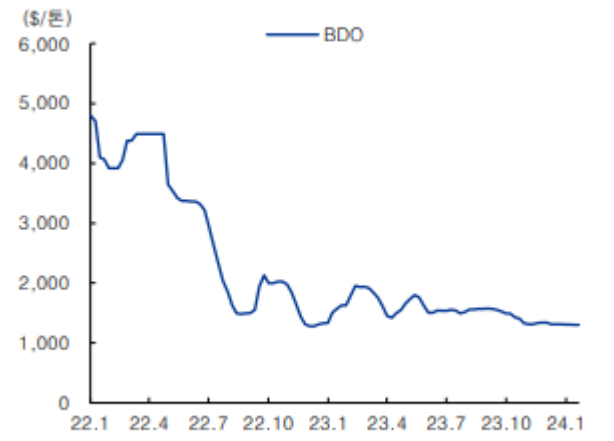
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 2. 중국 PTMEG 가격 추이



자료: 씨스렘, IBK투자증권

그림 3. 중국 BDO 가격 추이



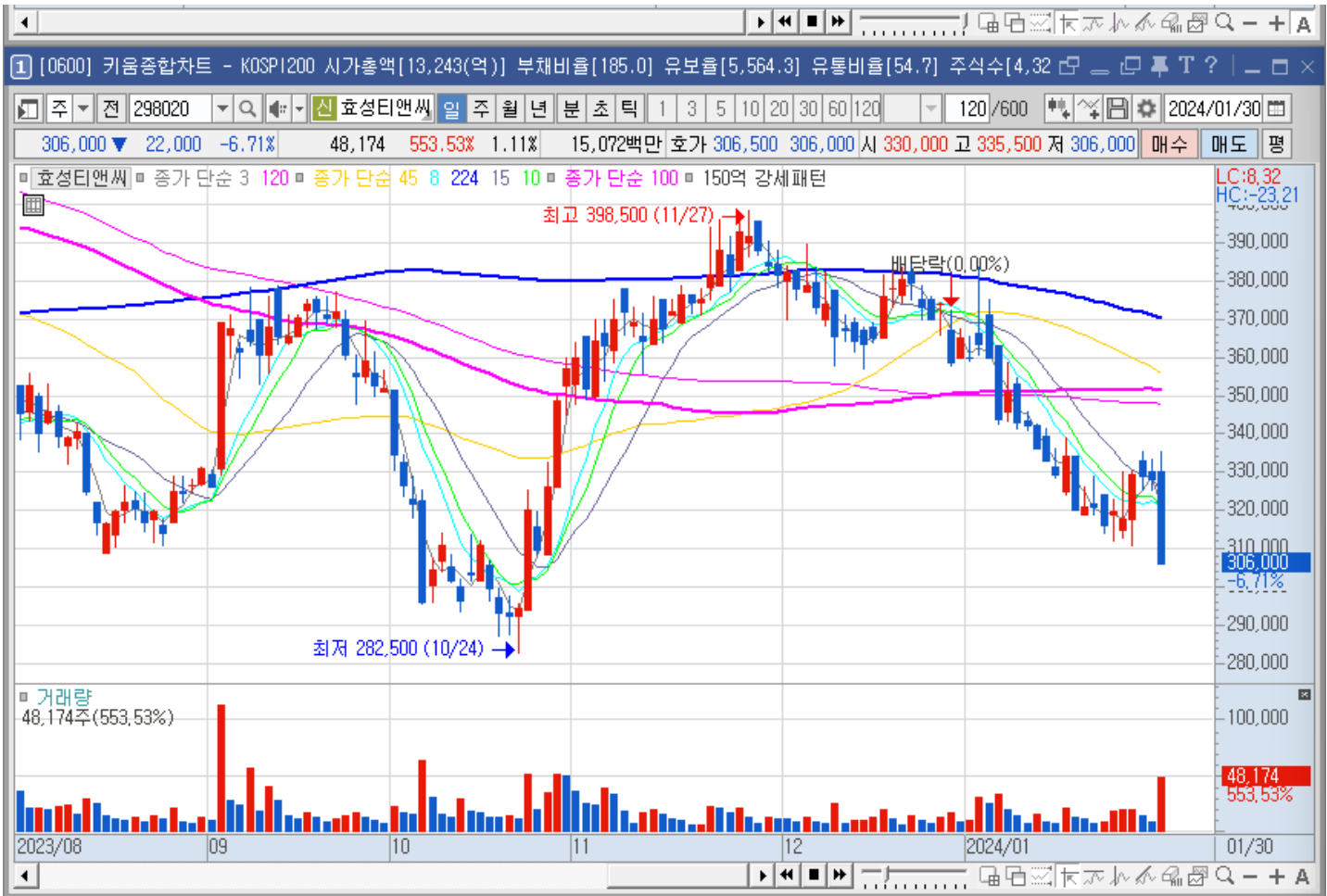
자료: 씨스렘, IBK투자증권

그림 4. 중국 BDO 증설 계획

Company	Location	Capacity (Thousand tonnes)	Estimated Start Date
Inner Mongolia Sanwei	Wuhai	Phase 2: 150	Currently on trial run
Inner Mongolia Husheng	Wuhai	Phase 2 and 3: 104 each line	Phase 2 line on trial run
Xinjiang Blue Ridge Tunhe Chem	Changji	104	Already completed, start time depending on market conditions
Hengli Petrochemical	Changqing	150 each line in four phases	First phase planned to start trial run in late Dec 2023
Wenhua Chemical	Meishan	50 (expansion)	Jan 2024
Huizhou Yuxen Chemical	Huizhou	120	Q1 2024
Shanxi Tongde	Xinzhou	240	Q2 2024
Inner Mongolia Jincheng Chemical Industry	Wuhai	300	Q2 2024
Ningxia Welyuan	Ningxia	120	Q2 2024
Ningxia Guanning New Material	Ningxia	272	Q2 2024
Xinjiang Xinye	Xinjiang	140	H2 2024
Zhongting Petrochemical	Fuzing	300	H2 2024
Xinjiang Shuguang Lihua	Xinjiang	100	H2 2024
Wuhai Guangjin New Material	Wuhai	300	Q4 2024
Sichuan Yongying New Material	Nanchong	Phase 1: 150	End of 2024

자료: ICIS, IBK투자증권





호텔신라
 아쉬운 마무리
[\[출처\] 키움증권 박상준 애널리스트](#)

4분기 영업이익 -183억원으로 시장 컨센서스 하회
 호텔신라의 4Q23 연결기준 영업이익 -183억원으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 매출액은 해외점 도매 매출 감소로 시장 기대치를 하회하였고, 영업이익은 해외공항면세점 임차료 혜택 축소, 호텔/레저부문 상여충당금 추가 반영등으로 인해 시장 기대치를 하회하였다.
 TR 부문(면세점)의 매출은 QoQ -9% 감소하였다. 해외 여행 수요 회복에 따른 그룹투어 및 소매 고객 매출 증가에도 불구하고, 해외점 도매 매출이 전분기 대비 크게 감소하였기 때문이다. 호텔/레저 부문의 매출은 YoY +4% 증가하였다. 전년동기 내국인 스테이케이션 수요 호조로 역기저 부담이 있었으나, 서울점과 스테이의 수요가 상대적으로 견조한 흐름이 지속되었기 때문이다.

1분기 실적 반등 기대되나, 연감 눈높이 하향은 필요할 듯
 1Q24 전사 실적은 코로나 시기에 대량 입고된 재고가 어느 정도 정리된 가운데, 그룹투어 및 계절적 수요 회복이 이어지면서, 전분기 대비 반등할 것으로 전망된다. 다만, 해외공항 면세점 임차료 감면 혜택이 과거대비 축소되고있는 점을 감안하여, 연감 실적 눈높이는 하향 조정이 필요할 것으로 판단된다.
 향후 관전포인트는 2월 추점 이후 중국 인바운드 회복 강도로 판단된다. 중국소비심리 둔화로 과거 대비 약해진 럭셔리 세그먼트의 수요 흐름을 극복하려면, 중국 인바운드 회복 강도가 강하게 나타날 필요가 있다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 80,000원으로 하향

호텔신라에 대해 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가를 80,000원으로 하향한다(실적 추정치 하향). 해외공항 면세점 임차료 감면 혜택의 축소를 감안하여, 전사 실적 눈높이를 하향 조정하나, 해외 여행 수요 회복에 따른 전사 실적 개선 흐름은 여전히 유효한 것으로 판단된다

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023P	2024F
매출액	3,779.1	4,922.0	3,568.5	4,605.5
영업이익	118.8	78.3	91.2	208.4
EBITDA	161.4	121.4	136.1	253.4
세전이익	47.9	-59.6	107.4	187.8
순이익	27.1	-50.2	86.0	142.4
지배주주지분순이익	27.1	-50.2	86.0	142.4
EPS(원)	677	-1,254	2,151	3,559
증감률(% YoY)	흑전	적전	흑전	65.5
PER(배)	115.3	-66.3	27.9	16.9
PBR(배)	5.41	6.16	3.95	3.23
EV/EBITDA(배)	23.0	31.5	21.9	11.7
영업이익률(%)	3.1	1.6	2.6	4.5
ROE(%)	4.5	-9.0	15.0	21.1
순차입금비율(%)	102.9	96.0	102.0	80.5





넥슨게임즈

숫자를 뛰어넘는 투자포인트가 있다

[\[출처\] 상상인증권 최승호 애널리스트](#)

4Q23 Preview : 예상된 비수기

4Q23 실적은 매출액 404억원, 영업이익 -64억원으로, 당사 최근 예상치를 하회할것으로 전망한다. 중국 블루아카이브에서의 반전은 아직 없었으며, 히트2 매출 하락폭이 예상보다 더 컸다(일 2억원 추정). 여기에 신작개발을 위한 인력 충원까지 진행, 인건비 상승 유지되며 영업 적자 폭이 커질 것으로 보인다. 예상되었던 비수기이며, 인건비 증가는 미래를 위한 투자이기 때문에 마냥 나쁘게 볼 수는 없다.

롱텀IP의 기로를 닦은 블루아카이브, 애니메이션으로 뺨기 박는다

4월 경 블루아카이브 애니메이션이 방영될 예정이다. 물론 애니메이션을 출시한다고 해서 즉각적으로 매출이 뛰는 효과는 일반적으로 크지 않고, 단순 IP만을 빌려준 것으로 추정되므로 수익쉐어 부분도 크게 기대하기는 어렵다. 그러나 새로운 팬덤의 유입과, 충성도 부분에서는 긍정적이며, 애니메이션 출시는 곧 IP가치 상승으로 이어져, 장기적인 매출흐름에는 매우 긍정적 일 것으로 판단한다.

게임에 진심인 개발자들이 걱정없이 개발한다는 점, 그것이 주요 투자포인트

24년보다는 25년에 기대작이 몰려있는 만큼, 올해 추정치가 장밋빛이거나 12MF Valuation이 저렴한 상황은 아니다. 그러나 숫자가 말해주지 않는 투자지표도 있다. 한국 최고의 서브컬처 IP를 보유하고 있다는 점, 업계 최다 수준인 800명의 개발인력

이 구조조정과 같은 걱정없이 자유롭게 게임을 개발하고 있다는 점, 게임개발에 대한 노하우와 Hit ratio가 높은 헤드(박용현, 김용하 등)가 프로젝트를 진두지휘하고 있다는 것이 그 예시다. 여기에 넥슨 산하 핵심 개발사로 던파와 같은 IP로 신작을 개발하고 있음은 덤이다. 향후 나올 신작을 기대해볼만한 국내 탑급 개발 스튜디오임에는 이견이 없다. 투자의견과 목표주가를 유지한다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	132	5	6	92	140.3	70.1	3.6	n/a	n/a
2023E	192	16	12	177	87.0	36.0	4.4	5.0	n/a
2024E	223	31	24	368	42.0	22.0	4.0	10.0	n/a
2025E	269	57	44	664	23.2	14.1	3.4	15.8	n/a

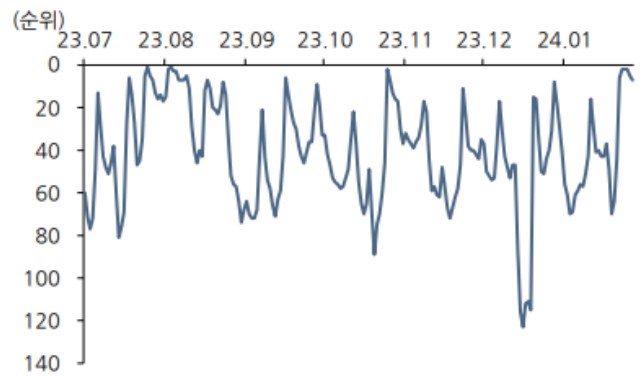
자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권

그림 1. 블루아카이브 애니메이션 4월 방영



자료: 넥슨게임즈,상상인증권

그림 2. 블루아카이브 일본 IOS 매출순위 추이



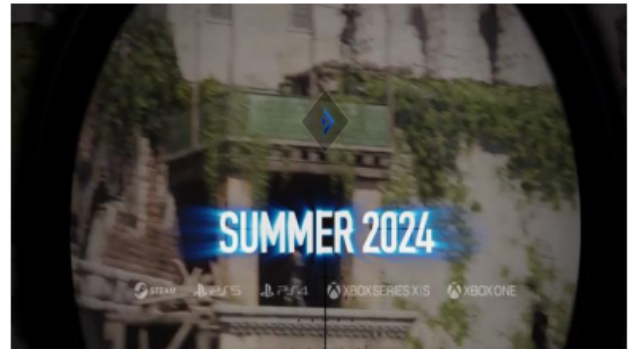
자료: Apple,상상인증권

그림 3. 블루아카이브2(가제) 채용은 계속 진행 중

모집부문	
모집부문	주요업무
사나리오 라이터	<ul style="list-style-type: none"> - 신규 세계관 구축 - 캐릭터 설정 기획 - 사나리오 라이팅
	<ul style="list-style-type: none"> - 관련 직무 경력 2년 이상 - 남성향 서브컬처 컨텐츠 제작 능력 - 원활한 협업과 커뮤니케이션 능력
	* 서브컬처 포트폴리오 제출 필수
무대사랑	<ul style="list-style-type: none"> - 서브컬처에 대한 관심이 높으신 분 - 게임 개발에 참여할 경험이 있으신 분 - 평소실 연애 및 출판 경력

자료: 넥슨게임즈,상상인증권

그림 4. 퍼스트 디센던트 전 플랫폼 여름출시



자료: 넥슨게임즈,상상인증권

