

2024.02.19.(월) 증권사리포트

만든 날짜: 2024-02-19 오전 4:29

수정한 날짜: 2024-02-19 오전 4:33

2024.02.19.(월) 증권사리포트

카카오

실적은 오히려 좋았다

[\[출처\] 유안타증권 이창영 애널리스트](#)

4Q23 Review

매출액 2조 1,711억원, YoY +23%(에스엠 제외 시 +10%). 영업이익 1,892억원, YoY +109%(+115%). 타파스, 멜론, 에스엠 등 영업권 손상차손 1조 3,884억원, 라이온하트 등 무형자산 손상차손(PPA 상각) 2,703억원 등으로 지배순손실 6,760억원 발생
 광고/소비경기 둔화에도 특광고 YoY +12%, 커머스 YoY +16%로 고성장 시현. 모빌리티 YoY +47%,페이 YoY +35%, 멜론 YoY +8% 성장했으나, 에스엠 YoY -3%, 스토리 YoY -4%(픽코마 YoY -1%), 미디어 YoY -15%로 역성장 기록. 매출 증가(QoQ +0.8%)에도 인건비, 마케팅비 등 비용효율화로 전체 비용은 QoQ -1.9% 기록, 영업이익 기준 시장 기대치 상회

2024년 전망

4분기 실적 개선의 주원인인 메시지 광고의 증가가 특채널 친구수 증가에 기반하여 24년에도 지속 가능하다는 판단이며 친구 탭, 오픈채팅 트랙픽 상승에 기반한 비즈보드 광고도 성장 전망. 카카오 커머스는 고가상품 판매의 성공적인 안착으로 (명품선물 4Q23 YoY +14%) 내수소비 둔화 및 중국 직구몰 급증과 무관하게 안정적인 성장 예상
 비용 측면에서 자회사 구조조정때 따른 손실 축소(뉴이니셔티브 3개사 전분기 대비 손실 214억원 개선) 및 인건비, 마케팅비 효율화도 지속될 예정, 영업이익(률) 개선 추세는 2024년에도 이어질 것으로 예상. AI는 채팅 메시지 요약, 말투 바꾸기 등 카톡을 통해 실생활에서 체험할 수 있는 AI 서비스 확대 계획

투자의견 BUY, 목표주가 71,000원 상향 조정

카카오 사업 관련 사회적으로 다양한 노이즈가 있었지만, 실적 측면에서는 변함없는 성장과 개선 가능성 보여줌. 2024년 광고 및 커머스를 중심으로 한 실적 성장과 최근 자회사 기업가치 상승분을 반영하여 목표주가를 71,000원으로 상향하고 투자의견 BUY를 유지함

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	21,711	22.4	0.5	22,147	-2.0
영업이익	1,892	88.6	34.8	1,517	24.7
세전계속사업이익	-16,836	적지	적전	1,396	-1,306.4
지배순이익	-8,356	적지	적전	830	-1,107.0
영업이익률 (%)	8.7	+3.0 %pt	+2.2 %pt	6.8	+1.9 %pt
지배순이익률 (%)	-38.5	적지	적전	3.7	-42.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

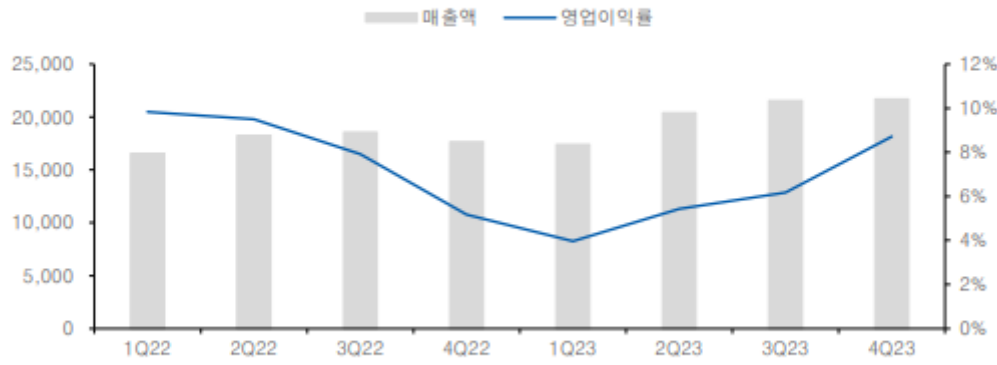
(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023P	2024F
매출액	61,367	71,068	81,148	87,312
영업이익	5,949	5,803	5,141	7,363
지배순이익	13,922	13,529	-6,677	5,868
PER	38.8	25.1	-36.2	44.9
PBR	4.7	3.3	2.4	2.6
EV/EBITDA	56.1	30.2	20.6	19.9
ROE	17.1	13.5	-6.7	5.9

자료: 유안타증권

매출액 & 영업이익률

(단위: 억원)



자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터





SFA반도체

4Q23 Review : 바닥은 벗어난 듯

[\[출처\] BNK투자증권 이민희 애널리스트](#)

4Q23 Review: 제품 믹스 개선으로 영업손실폭 예상보다 더 축소

4Q23 매출액은 969억원(1%QoQ, -38%YoY)으로 예상과 비슷했으나, 영업손실은 -57억원으로 전분기(-108억원) 대비 손실폭을 절반가량 축소했으며, 컨센서스(-82억원)보다 양호했다. 모바일 수요 개선에 힘입어 수익성 높은 국내 공장 가동률이 상승하면서, 제품 믹스가 개선된 덕분이다. 한편 4Q23 전사 가동률은 40% 중반 수준으로 전분기보다 소폭 상승하였으나, 여전히 BEP 수준(50%)를 하회했다.

1Q24 영업흑자 전환 기대

1Q24 매출액은 1,202억원(24%QoQ, 3%YoY)으로 예상, 이전 전망치 1,184억원(20%QoQ, 1%YoY)보다 높을 전망이다. 영업이익은 2억원으로 흑자 전환이 예상되어, 이전 전망치(-25억원)와 비교하여 흑자전환 시기가 앞당겨질 전망이다. 그러나 작년말 Restocking 수요를 주도했던 중국 OEM들의 주문이 최근 약해지는 분위기이고, 여전히 최종 수요 불확실성이 큰 점을 고려하여 연간 매출액은 기존 전망치를 유지한다.

바닥은 벗어났으나 U자형 회복 전망

모바일 수요 개선에 힘입어 국내 공장은 조기 흑자전환이 예상되나, 서버 수요 부진으로 필리핀 주력 공장은 적자 상태다. 작년에 실적 바닥은 확인한 것으로 보이나, 여전히 스마트폰, 서버 등 최종 수요 전망이 불투명하여 최근 가동률 상승의 지속성

여부는 좀 더 지켜볼 필요가 있다. 긴 호흡의 관점에서 접근을 요하며, 투자이견 '매수'와 목표주가 8,500원을 유지한다

Fig. 1: SFA반도체 연결재무제표 요약

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액(십억원)	641	699	438	557	641
영업이익	66	63	-17	28	63
세전이익	67	71	-15	31	64
순이익[지배]	53	43	-13	22	47
EPS(원)	321	261	-78	135	283
증감률(%)	216.0	-18.7	적자전환	흑자전환	109.6
PER(배)	24.0	14.7	-	48.7	23.2
PBR	3.2	1.4	2.2	2.3	2.1
EV/EBITDA	11.8	5.9	36.9	15.2	9.8
ROE(%)	14.4	10.0	-2.8	4.9	9.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: SFA반도체, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결





솔루스첨단소재
 개선되는 손익
[\[출처\] IBK투자증권 이현욱 애널리스트](#)

4Q23, 유럽 전기차 수요 감소 영향
 솔루스첨단소재의 4Q23 매출액 1,043억원(QoQ -6.2%), 영업이익 -102억원(QoQ 적자지속), OPM -9.8%(QoQ +8.4%p)로 매출액 기준 컨센서스를 하회했지만 적자폭 축소를 3개 분기 연속 기록했다. 전지박 부문은 유럽 전기차 수요 감소에 따른 고객사 가동률 감소 및 연말 재고조정 영향으로 매출액 369억원(QoQ -9.8%)을 기록했지만 수율이 67%(1Q23) 수준에서 78%(4Q23)까지 확보되며 수익성이 개선되었다. 동박 부문은 글로벌 통신장비 업황 둔화 등 전방산업 수요 감소로 매출액 384억원(QoQ -10.7%)을 기록했다.

24년, 전지박 신규 공장 가동 기대
 솔루스첨단소재의 24년 매출액은 5,867억원(YoY +36.6%), 영업이익 -144억원(YoY 적자지속), OPM -2.5%(YoY +14.6%p)로 전망한다. 동박과 전자소재 부문의 외형은 23년과 비슷한 수준을 기록할 것으로 예상되나, 24년 내 헝가리 Phase2(2.3만톤)가 안정적으로 본격 가동되면 전지박 CAPA는 23년 1.5만톤(헝가리 Phase1)에서 24년 3.8만톤(Phase 1+2)으로 증가하며 전지박 부문 매출액이 2,943억원(YoY +90.4%)이 전망된다. 전지박 부문 수익성이 개선되며 전사 흑자전환은 4Q24, 연간 흑자전환은 25년으로 예상한다.

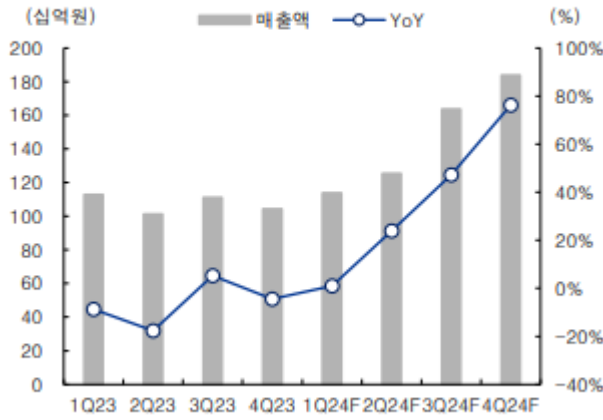
투자의견 매수, 목표주가 20,000원 유지

솔루스첨단소재의 투자의견은 매수, 목표주가는 20,000원을 유지한다. 헝가리 공장 전력비 심화와 유럽 전기차 수요 둔화로 23년 연간 영업적자를 기록했으나, 전력비가 안정화 추세로 전환 및 전지박 수율이 60%에서 80% 수준까지 확보되며 수익성 개선 흐름을 이어가고 있다. 북미향 전지박 수요 대응은 캐나다 Phase1(2.5만톤)이 25년 양산 예정이다. 동사는 24년 가이던스로 매출액 6,300억원(YoY +46.7%), 전지박 부문은 3,300억원(YoY +113.5%)을 제시했다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	380	461	429	587	868
영업이익	5	-45	-74	-14	70
세전이익	4	-37	189	-30	35
지배주주순이익	12	-11	176	-17	21
EPS(원)	289	-259	3,871	-377	463
증가율(%)	-207.6	-189.8	-1,592.8	-109.7	-222.9
영업이익률(%)	1.3	-9.8	-17.2	-2.4	8.1
순이익률(%)	0.0	-10.2	31.0	-4.6	3.5
ROE(%)	4.0	-2.7	27.4	-2.4	2.9
PER	149.0	-57.8	3.4	-30.1	24.5
PBR	5.9	1.3	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	82.1	661.3	-6,390.7	21.9	10.7

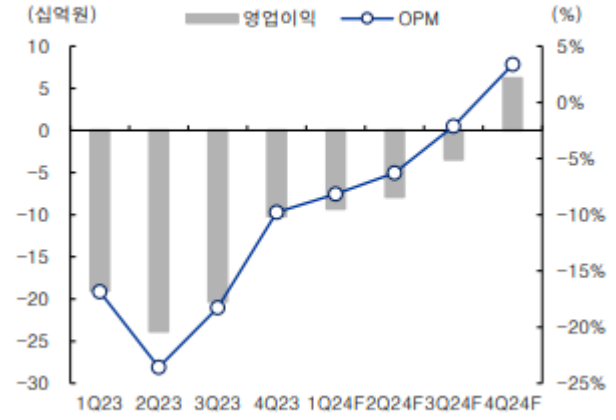
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 솔루스첨단소재 매출액 및 YoY 추이



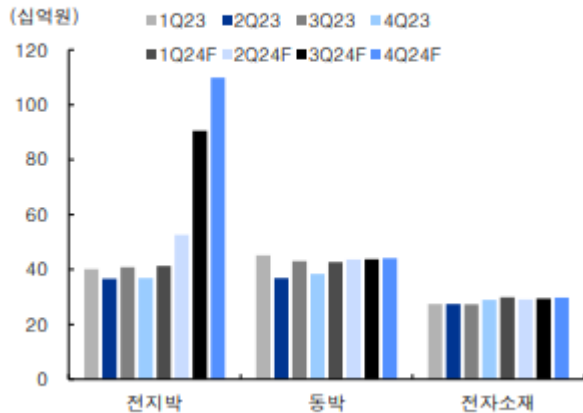
자료: 솔루스첨단소재, IBK투자증권

그림 2. 솔루스첨단소재 영업이익 및 영업이익률 추이



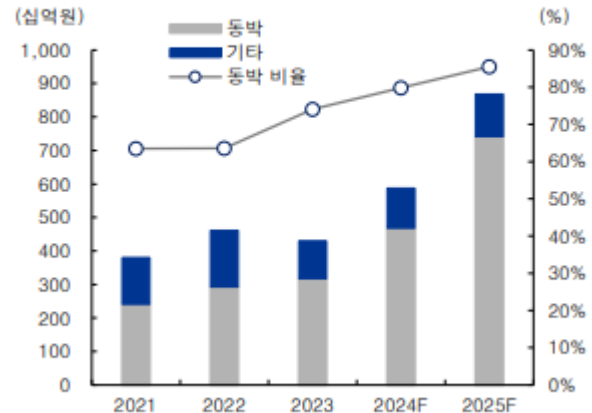
자료: 솔루스첨단소재, IBK투자증권

그림 3. 솔루스첨단소재 부문별 매출액 추이



자료: 솔루스첨단소재, IBK투자증권

그림 4. 솔루스첨단소재 동박(+전지박) 비중 추이



자료: 솔루스첨단소재, IBK투자증권





서울반도체

자동차향 매출액 성장에 주목

[\[출처\] 하나증권 김록호 애널리스트](#)

4Q23 Review: 가이드스 부합하는 매출액 달성

서울반도체의 23년 4분기 매출액은 2,719억원(YoY +11%, QoQ -4%), 영업손실 181억원(YoY, QoQ 적자확대)을 기록. 가이드스 매출액 2,600~2,800억원에 준하는 실적을 달성. 다만, 고객사 납기 긴급 대응으로 인한 제반 비용의 증가로 인해 수익성은 악화 자동차 중심으로 견조한 수요와 IT의 부진한 수요가 지속. IT는 연말 재고조정 강도가 예상보다 강했고, 자동차는 전분기에 이어 매출액 증가폭이 의미있음. 일반 조명은 가격 경쟁 심화로 인해 외형은 유지되는 수준이었지만, 수익성에 악영향을 미친 것으로 추정 전기차는 필두로 자동차 수요가 전반적으로 둔화되고 있는 상황에서도 자동차향 매출액이 견조하게 유지되고 있는 점은 긍정적

1Q24 Preview: 자동차향 매출액 증가로 전년동기대비 증가 전망

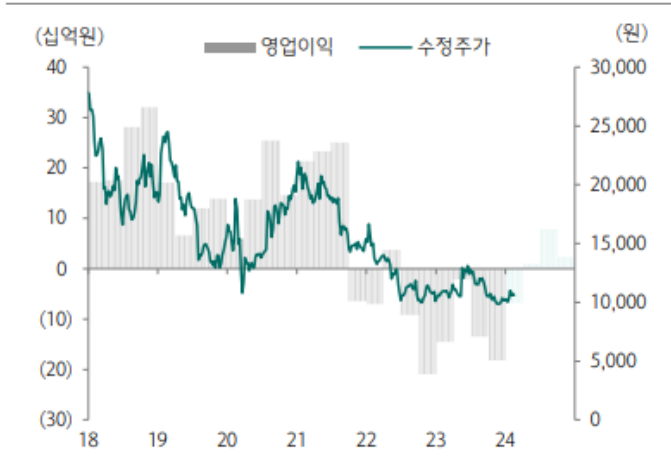
24년 1분기 매출액은 2,497억원(YoY +11%, QoQ -8%), 영업손실은 68억원(YoY, QoQ 적자 축소)으로 전망. IT 비수기 진입으로 전분기대비 매출액이 감소할 전망. 다만, 자동차향 매출액은 견조한 흐름이 유지되며, 전년동기대비비는 물론 전분기대비 증가세를 시현할 것으로 추정 최근 자동차 업체들은 외부 조명을 다양한 디자인으로 차별화하고 있음. 아울러 차량 내부의 디스플레이는 탑재 수량이 증가하고, 고해상도가 진행되며, 사이즈 역시 확대. 차량 한 대당 탑재되는 LED 개수의 증가와 더불어 슬림한 LED 모듈에 대한 수요가 증가하고 있어 Wicop 채택 비중이 확대되고 있는 것으로 파악. 23년 상반기까지 수주잔고액이 원활하게 증가한 바 있는데, 23년 하반기에 매출액으로 이를 입증

실적으로 보여줄 때

서울반도체에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 16,000원을 유지. 서울반도체는 2022년~2023년 2년 연속 적자를 시현 코로나 이후 IT 수요가 전반적으로 부진했고, 일반 조명은 가격 경쟁으로 인해 어려운 환경이 지속. 다만, 2023년 자동차향 매출액은 전년대비 30% 이상 증가하며 전사에서 차지하는 비중이 17%에서 24%까지 확대 2024년에도 해당 기조는 유지될 것으로 추정되어, 자동차향 비중은 32%에 달할 것으로 전망. 매출액에서 절반을 차지하는 IT 부진으로 인해 전사 외형 및 수익성이 부진하지만, 자동차향 실적만 보면 유의미한 변화가 일어나고 있음. 자동차향 성장 가능성을 2023년 매출액으로 보여줬고, 2024년에도 재차 실적으로 입증한다면, 주가 측면에서 기회는 올 것으로 판단

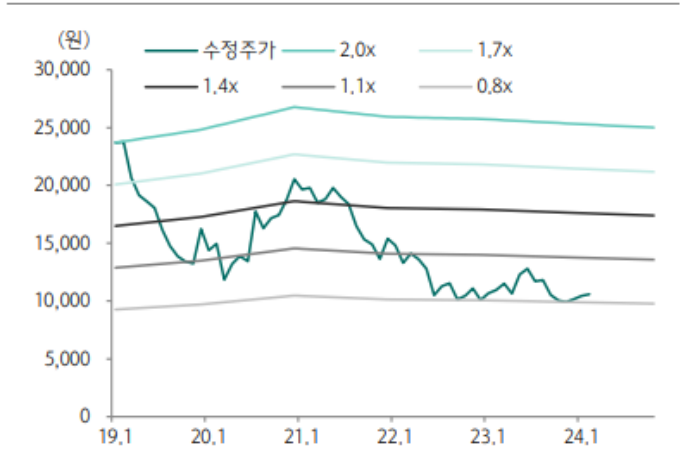
투자지표	(십억원, %, 배, 원)			
	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,301.0	1,109.4	1,033.7	1,082.3
영업이익	63.2	(33.4)	(48.2)	4.3
세전이익	75.8	(30.8)	(62.1)	2.2
순이익	49.7	(1.1)	3.1	0.1
EPS	852	(19)	54	2
증감율	179.34	적전	흑전	(96.30)
PER	18.08	(531.58)	188.15	5,295.00
PBR	1.17	0.79	0.80	0.85
EV/EBITDA	8.87	16.04	18.58	8.80
ROE	7.03	(0.15)	0.45	0.02
BPS	13,208	12,792	12,706	12,495
DPS	460	220	220	220

도표 3. 영업이익 vs 주가



자료: 서울반도체, 하나증권

도표 4. 12M Fwd PBR 밴드



자료: WSEfn, 하나증권



아프리카TV

트위치 효과 본격 반영

[\[출처\] 유안타증권 이창영 애널리스트](#)

4Q23 Review

매출액 1,004억원(QoQ +14%, YoY +26%), 영업이익 264억원(QoQ +21%, YoY +71%), 지배순이익 159억원(QoQ -18%, YoY +395%)

트위치 스트리머 및 시청자 이전에 따른 결제사용자 및 ARPPU(객단가) 증가로 플랫폼 매출액 685억원(QoQ +6%, YoY +26%), 지스타 게임사 오프라인 행사 광고 등 콘텐츠 광고 급증, 연결 편입된 CTTD 효과로 광고 매출액 299억원(QoQ +39%, YoY +21%). 콘텐츠 제작비 전분기 대비 33억원 감소하며 시장기대치 상회

2024년 전망

[플랫폼서비스] 트위치에서 이동하는 시청자는 충성도 높은 유료사용자가 많아 플랫폼 매출 및 광고 매출 증가 전망. 2/27 한국 운영 종료 이후 더욱 본격화될 것으로 전망

[광고] 아프리카 플랫폼 광고 매출(단가)이 꾸준히 증가하는 가운데, 최근 이스포츠 행사, 게임사 오프라인 프로모션 행사 등 새로운 광고 매출 형태의 수요가 증가하고 있고, 24년은 게임시장 전체적으로 신작 출시가 증가될 것으로 전망되는 바, 광고 경기 둔화에도 동사 광고 성장성은 증가할 수 있을 것으로 예상

[해외사업] 24년 2분기(5월)부터 태국을 중심으로 새로운 글로벌 브랜드 'SOOP', 글로벌 스트리밍 서비스 론칭. 동남아 이스포츠 성장 수혜로 동사 플랫폼 외연 확대 기대

투자의견 BUY, 목표주가 14만원 상향 조정

트위치 철수에 따른 동사 플랫폼의 사용자 증가, 실적 증가 및 콘텐츠광고 매출 증가를 반영하여 목표주가를 14만원으로 상향 조정하고 투자의견 BUY를 유지함

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,004	25.7	14.2	942	6.6
영업이익	264	70.9	20.6	232	13.8
세전계속사업이익	224	79.5	-8.8	244	-8.1
지배순이익	159	395.4	-17.6	179	-11.6
영업이익률 (%)	26.3	+7.0 %pt	+1.4 %pt	24.6	+1.7 %pt
지배순이익률 (%)	15.8	+11.8 %pt	-6.1 %pt	19.0	-3.2 %pt

자료: 유안타증권

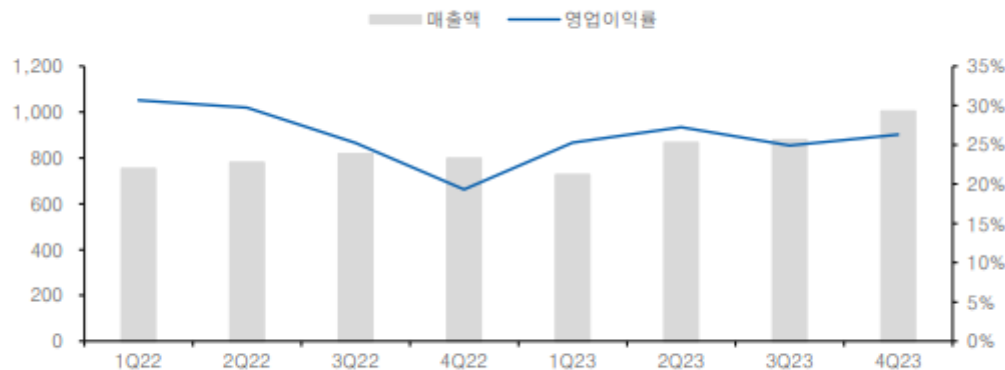
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023P	2024F
매출액	2,723	3,150	3,476	3,990
영업이익	888	824	903	1,144
지배순이익	710	597	745	934
PER	20.5	20.3	13.2	15.0
PBR	6.7	4.8	3.1	3.5
EV/EBITDA	11.9	9.5	5.8	7.0
ROE	39.9	26.5	28.0	27.9

자료: 유안타증권

매출액 & 영업이익률

(단위: 억원)



자료: 아프리카 TV, 유안타증권 리서치센터



네오위즈

우리도 자사주 많아요

[\[출처\] NH투자증권 안재민 애널리스트](#)

2분기부터 다시 신작 모멘텀 기대

네오위즈에 대한 투자의견 Buy 및 목표주가 36,000원 유지. 'P의 거짓'에 대한 모멘텀은 소멸되었으나, 2024년 상반기 중 200만장 판매에 도달할 것으로 기대. 하반기 중 DLC(Downloadable Contents)가 추가되면서 매출은 다시 상승할 전망. 무엇보다 콘솔 시장에 대한 개발 노하우가 쌓이고 있다는 점에서 동사의 차기작 경쟁력은 상승할 수 있을 것

최근 판호를 발급받은 '고양이와 스프'는 자극적이지 않은 게임 장르(방치형 시뮬레이션)의 특성상 중국 시장 내에서도 매출이 기대됨. 글로벌 누적 가입자 5천만명 이상을 확보하고 있고, 연매출이 200억원 이상 발생하고 있어 중국 시장에서도 성과 기대. 2분기 출시 예상

2023년말 기준 245원의 주당배당을 결정하였고, 자사주 7.5%와 현금성자산 1,300억원을 보유하고 있어 향후 M&A 등에 활용할 수 있을 것

무난한 4분기 실적 기록

네오위즈의 4분기 실적은 매출액 1,095억원(+50.5% y-y, -6.8% q-q), 영업이익 151억원(흑자전환 y-y, -25.3% q-q)으로 영업이익은 당사 기준 추정치 142억원을 충족하였으나 시장 컨센서스 209억원을 하회. 'P의 거짓'의 판매량이 온전히 반영되어 PC/콘솔 매출(613억원, +96.5% y-y, +11.9% q-q)은 성장하였으나, 6월 출시한 '브라운더스트2'의 초기 성과가 제거되고 '고양이와 스프'의 매출 하향으로 모바일 게임 매출(361억원, +1.7% y-y, -32.2% q-q) 부진

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	294.6	365.6	404.8	447.8
증감률	12.8	24.1	10.7	10.6
영업이익	19.6	31.7	44.5	56.9
증감률	-7.5	61.7	40.4	27.9
영업이익률	6.7	8.7	11.0	12.7
(지배지분)순이익	13.1	48.5	40.5	50.4
EPS	593	2,201	1,837	2,287
증감률	-77.0	271.2	-16.5	24.5
PER	62.3	12.1	13.9	11.1
PBR	1.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	18.9	8.6	5.9	4.4
ROE	2.9	10.0	7.5	8.7
부채비율	22.1	27.3	31.7	34.8
순차입금	-97.9	-156.9	-183.4	-218.2

단위: 십억원, %, 원, 배



두산
 밸류업에 대한 기대
[\[출처\] NH투자증권 김동양 애널리스트](#)

두산로보틱스 일부 지분 현금화 통한 밸류업 가능성

두산은 두산에너지빌리티, 두산퓨얼셀, 두산밥캣, 두산테스나, 두산로보틱스 등 계열사들과 함께 차세대에너지, 기계, 반도체를 축으로 성장 모색
 두산로보틱스(지분 68.2%) 성공적 성장에 불구, 투자수요 이탈, 연결 실적 모멘텀 약화, 시장 변동성 확대 등으로 NAV 대비 할 인율은 75%까지 확대. 그러나, 보호예수 종료 후 일부 지분 현금화 가능성 고려하면, 밸류업 프로그램에 부응하는 미래성장 전략 제시, 자본 효율 개선, 주주환원 강화 기대. 실제로 지주회사 CVC 통한 사업포트폴리오 강화 진행 중이며, 두산그룹 유동 성 위기 이전인 2015~2018년 별도 배당성향 평균은 64%에 달했음(vs. 지난 3년 평균 13%)
 상장자회사 주가 변동, 실적 전망 조정 등 반영하고 목표할인율 유지하여(60%) 목표주가를 110,000원에서 140,000원으로 상 향 조정. 투자의견 Buy 유지

4분기 실적: 예상 하회했으나, 2024년 전자부문 회복 기대

두산의 4분기 매출액과 영업이익은 각각 5조2,719억원(+8% y-y), 2,664억원(+15% y-y)으로 예상 하회
 자체사업 영업이익(65억원, 흑전 y-y)은 4Q22 영업손실로부터 회복 진행 중이나, 가장 낮은 수준으로 하락. 전자부문 전방산 업인 반도체 및 모바일 시장 동반 부진 때문. 그러나, 2024년 전방시장 업황 개선과 신제품 본격 양산 통한 개선 기대. 전자부 문 매출액 4.7% 성장 및 고부가제품 비중 72%(+8%p y-y) 목표

	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	16,996	19,130	17,298	18,193
증감률	32.2	12.6	-9.6	5.2
영업이익	1,126	1,436	1,184	1,336
증감률	22.3	27.6	-17.6	12.8
영업이익률	6.6	7.5	6.8	7.3
(지배지분)순이익	-696	218	250	339
EPS	-42,673	12,644	14,585	19,989
증감률	적전	흑전	15.4	37.1
PER	N/A	7.4	6.3	4.6
PBR	1.0	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	8.2	7.0	7.9	7.3
ROE	-36.0	14.0	17.6	20.2
부채비율	155.5	165.8	154.2	150.4
순차입금	4,199	4,928	4,403	4,036

단위: 십억원, %, 원, 배

