

2024.05.02.(목) 증권사리포트

SK이노베이션

1Q24 영업이익 배터리 사업 제외 시 1.1조원

[출처] 하나증권 윤재성 애널리스트

1Q24 영업이익 컨센 57% 상회

1Q24 영업이익은 6,247억원(QoQ +761%, YoY +67%)으로 컨센(3,968억원)을 57% 상회했다. SK온/SKIET을 제외하면 석유/화학/윤활유/EP 모두 증익되었다. 유가/납사 상승에 따른 재고관련이익 약 2천억원과 긍정적 래깅 효과 덕분이다. 정유는 재고관련이익 약 1.6천억원과 정제마진 호조 덕분에 영업이익 5,911억원(QoQ +7,563억원)으로 대폭 개선되었다. EP는 중국 17-03 광구 생산량 확대로 영업이익 개선세가 지속(1,544억원, QoQ +44%)되고 있다. 화학은 벤젠 호조, 윤활기유는 물량 증가로 견조한 실적을 시현했다. SK온의 매출액은 고객사의 재고조정에 따른 판가 하락과 물량 감소 영향으로 QoQ -38% 축소되었다. 이는 SKBA의 판매량 감소에 따른 AMPC 대폭 축소(385억원, QoQ -84%)와 고정비 부담 증가의 배경이 되었다. AMPC 포함 영업이익은 -3,315억원(OPM -20%)이며, AMPC 제외 영업이익은 -3,700억원(OPM -22%)이다.

2Q24 영업이익 QoQ -26% 감익 전망

2Q24 영업이익은 4,649억원(QoQ -26%, YoY 흑전)으로 현재의 컨센서스(5,451억원) 대비 낮은 수준을 예상한다. EP, 화학, 윤활유, 배터리 모두 개선이 가능하나, 최근 정제마진 약세에 따라 정유의 감익이 예상되기 때문이다. 정유 영업이익은 2,068억원(QoQ -65%)을 추정한다. 현재의 유가와 정제마진이 분기 말까지 유지된다고 가정했다. 이에 따라, 재고관련이익 2천억원 수준, 마진을 통한 이익은 BEP를 가정했다. EP는 중국 17-03광구 생산량 지속 확대, 화학은 벤젠 마진 개선, 윤활기유는 물량 증대에 따른 소폭 증익을 추정한다. SK온의 영업이익은 -2,102억원(OPM -10%)를 예상한다. 물량 증가에 따른 AMPC 효과 1,126억원(QoQ +193%), AMPC 제외 영업이익 -3,227억원(OPM -16%)을 가정했다. 헝가리 3공장(1Q24/이반차/30GW), 중국 SKOY(2Q24/옌청/33GW) 신규 공장 수율 안정화 과정에서의 비용 발생 가능성은 여전히 감안해야 할 포인트다.

2024년 하반기에는 정유/화학 호조 vs. 배터리 부진 구도를 깰 수 있을 것인가

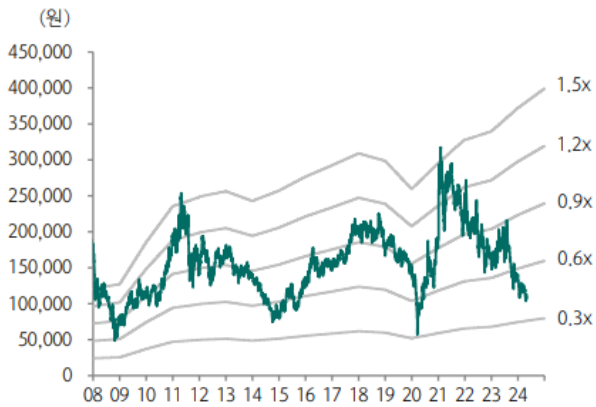
BUY, TP 13만원을 유지한다. 정제마진 조정 국면은 단기에 그칠 것으로 판단한다. 정제설비 투자 제한에 따른 석유제품, BTX/PX의 공급 부족 현상은 장기간 지속될 가능성이 높기 때문이다. OPEC+ 감산 지속과 중국 광구 생산량 증가 등에 따른 EP의 호조도 지속된다. 회사는 1) 고객사 재고조정 완료에 따른 재고 확보와 신차 라인업 확대 2) 이에 따른 AMPC 확대 반영 3) 하반기 SKBA 라인 전환에 따른 가동률 상승 효과 등에 근거해 SK온의 하반기 흑자전환 가능성을 제시하고 있다. 정유/화학 호조 vs. 배터리 부진 구도가 변화할 수 있을지 여부가 주가 관점에서 하반기의 중요한 관전 포인트라 판단된다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

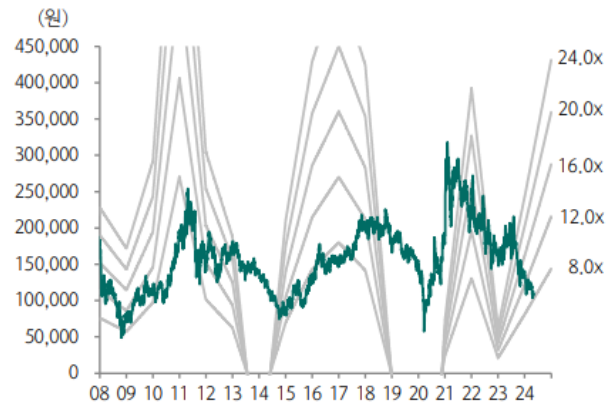
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	78,056.9	77,288.5	77,837.8	79,039.5
영업이익	3,917.3	1,903.9	2,545.6	3,267.2
세전이익	2,860.2	932.2	1,568.0	2,549.7
순이익	1,569.0	256.3	987.9	1,744.0
EPS	16,339	2,624	10,116	17,982
증감율	437.11	(83.94)	285.52	77.76
PER	9.27	53.47	11.14	6.27
PBR	0.69	0.62	0.45	0.42
EV/EBITDA	5.98	11.93	6.13	5.33
ROE	8.49	1.22	4.35	7.25
BPS	218,491	226,492	248,168	266,150
DPS	0	0	0	0

도표 3. SK이노베이션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 4. SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권



삼성전기
 예상보다 빠른 반등
 [출처] IBK투자증권 김운호 애널리스트

삼성전기의 2024년 1분기 매출액은 2023년 4분기 대비 13.8% 증가한 2조 6,243억 원이다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. 컴포넌트는 이전 전망 대비 부진, 나머지는 예상 보다 증가한 규모이다. 패키지 매출액은 전분기 대비 3.3% 감소, 컴포넌트는 4.9% 증가, 광학통신은 32.1% 증가하였다. 삼성전기의 2024년 1분기 영업이익은 2023년 4분기 대비 63.3% 증가한 1,803억원이다. 이전 전망 대비 소폭 증가한 규모이다. 패키지는 전분기 대비 부진하고, 컴포넌트는 70% 이상 증가, 광학통신은 3배 가까이 증가하였다.

24년 2분기. MLCC가 주도

삼성전기의 2024년 2분기 매출액은 2024년 1분기 대비 8.5% 감소한 2조 4,024억 원으로 예상된다. 광학통신의 부진이 주요 원인이다. 나머지 사업부는 1분기 대비 개선될 전망이다. 패키지 매출액은 1분기 대비 2.9% 증가, 컴포넌트는 10.1% 증가, 광학통신은 28.8% 감소할 전망이다. 삼성전기의 2024년 2분기 영업이익은 2024년 1분기 대비 16.6% 증가한 2,101억원으로 예상된다. 광학통신을 제외한 사업부의 수익성이 1분기 대비 개선될 것으로 기대한다. 광학통신은 크게 부진할 전망이다.

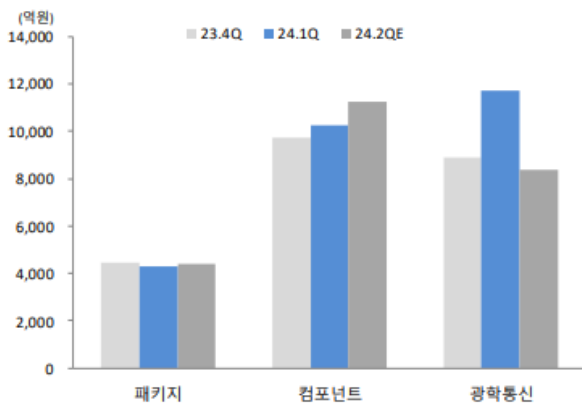
투자의견 매수, 목표주가 190,000원으로 상향

삼성전기에 대한 투자의견을 매수를 유지한다. 이는 2024년 분기 실적은 우상향할 것으로 기대하고, IT 업황 개선의 수혜가 기대되고, 하반기에는 AI 관련 매출 비중이 증가할 것으로 예상하고, MLCC Non IT 비중이 꾸준히 상승세를 보이고 있고, 신규 거래선 확보를 통한 성장이 진행 중이어서 장기적인 관점에서 안정적 성장 동력을 확보한 것으로 판단하고, 패키지 사업부는 서버 및 네트워크, 전장 부분이 주도하면서 IT 부진을 만회할 것으로 기대하기 때문이다. 삼성전기에 대한 목표주가는 190,000원으로 상향한다.

(단위:십억원배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	9,425	8,909	10,201	11,432	12,330
영업이익	1,183	639	858	976	1,036
세전이익	1,187	543	1,000	1,071	1,071
지배주주순이익	981	423	668	771	771
EPS(원)	12,636	5,450	8,609	9,940	9,939
증가율(%)	9.9	-56.9	57.9	15.5	0.0
영업이익률(%)	12.6	7.2	8.4	8.5	8.4
순이익률(%)	10.5	5.1	7.5	7.5	7.0
ROE(%)	13.8	5.5	8.2	8.8	8.3
PER	10.3	28.1	17.6	15.2	15.2
PBR	1.3	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.8	7.9	6.9	6.2	5.7

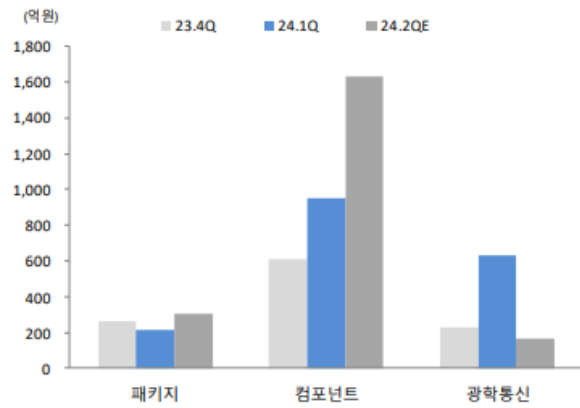
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 삼성전기 사업부별 분기별 매출액 추이

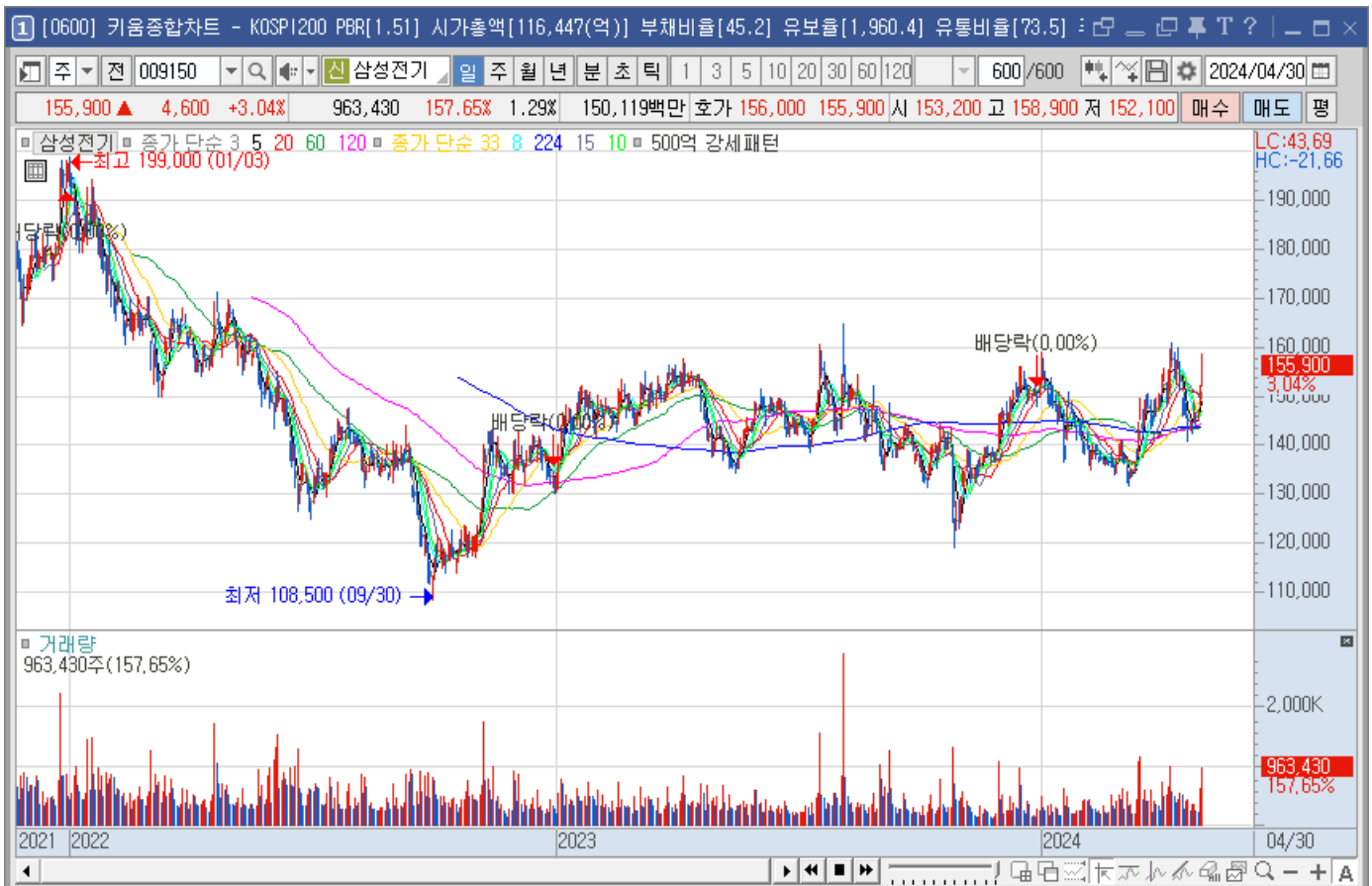


자료: IBK투자증권 리서치센터

그림 2. 삼성전기 사업부별 분기별 영업이익 추이



자료: IBK투자증권 리서치센터



HDC현대산업개발

업황탈출 넘버원

[출처] 유안타증권 장윤석 애널리스트

1Q24 영업이익, 컨센서스 -16% 하회

1Q24 매출액 9,554억원(YoY -11%, 이하 YoY 생략)을 기록하며 컨센서스에 부합. 둔촌주공 등 대형 사업장의 공정 진행 증가에 따라 외주주택 부문 매출이 +3% 증가했으나 자체공사 매출은 전년도 반영된 청주가경 5단지 준공 매출 2,525억원이 제거되며 -66% 감소. 반면, 영업이익은 416억원(-17%)으로 컨센서스를 -16% 하회. 5월 입주가 예정된 건축 현장인 의왕 스마트시티에서 돌관비용이 발생했기 때문

단기 영업이익 부진을 지워버리는 실적의 방향

1Q24 아쉬운 수익성에도 불구하고 앞으로의 실적 개선에 대한 방향을 확인할 수 있었던 점이 고무적. 우선, 동사 매출 비중의 약 50%를 차지하는 외주주택 부문의 원가율이 90.9%(-1.1%p)로 안정화되며 매출 증가에 따른 이익 성장 가시성을 확대. 또한 절대적인 이익 규모는 축소되었으나 자체공사의 매출총이익률은 21.9%(+11%p)를 기록했으며, 이는 '24년 서산센트럴아이파크와 청주가경 6단지 등 매출 증가에 따라 추가적으로 개선될 전망

외주주택 부문의 원가율이 하향 안정화되는 가운데, 자체공사의 이익 기여 규모 확인이 이후의 주가 방향성을 결정할 것으로 판단

업황탈출 넘버원

주택 다운사이클에 따라 재무적 우려가 커진 업황 속, 동사는 차입금 규모는 유지하는 가운데 6천억원 이상의 공사비 회수 및 분양수입금 유동화를 통해 '23년 말 대비 순차입금 -0.5조원 감소를 목표 [1Q24 순차입금 -0.2조원 감소]

부동산 PF 우발채무는 '24년 말 2조원 이하 수준으로 관리할 계획으로 보유 중인 미착공 PF 4,600억원은 연내 본PF 전환 및 착공 예정 [1Q24 PF 우발채무 2.3조원]

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	1Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	955	-11.1	-16.9	964	-0.9
영업이익	42	-17.0	-46.3	48	-13.6
세전계속사업이익	46	-20.6	-37.0	56	-17.8
지배순이익	30	-24.9	-44.8	40	-23.0
영업이익률 (%)	4.4	-0.3 %pt	-2.3 %pt	5.0	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	3.2	-0.6 %pt	-1.6 %pt	4.1	-0.9 %pt

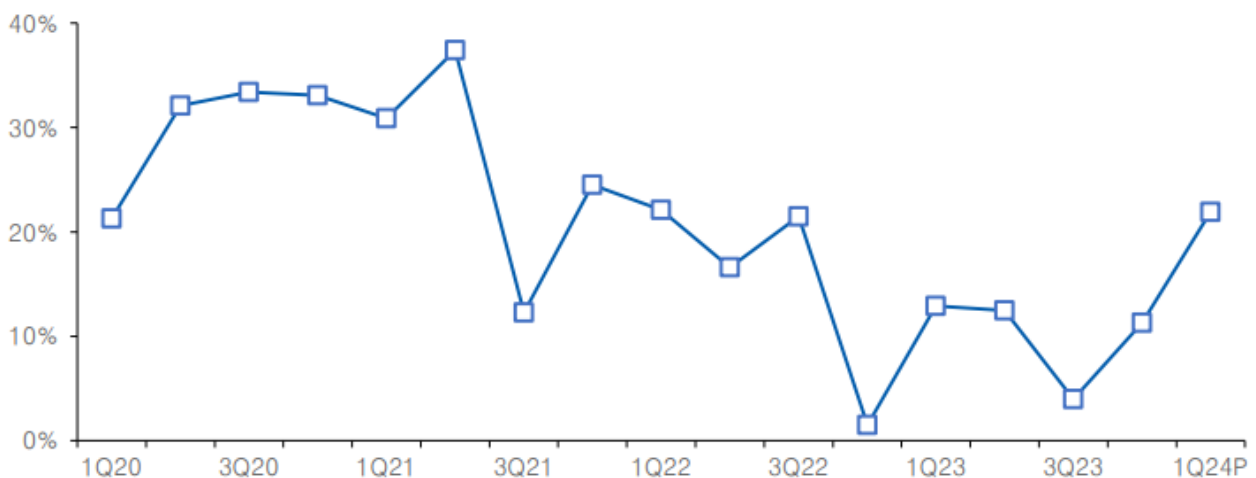
자료: 유안타증권

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

계산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	3,298	4,191	4,464	4,668
영업이익	116	195	340	412
지배순이익	50	173	282	365
PER	17.4	4.4	4.2	3.2
PBR	0.3	0.2	0.4	0.3
EV/EBITDA	9.1	7.6	3.2	2.3
ROE	1.7	5.9	9.0	10.7

자료: 유안타증권

[그림-1] HDC 현대산업개발 자체공사 매출총이익률(GPM) 추이



자료: HDC 현대산업개발, 유안타증권 리서치센터



기업은행

안정적인 이익 체력을 증명

[출처] DS투자증권 나민욱 애널리스트

1Q24 순이익 781억원(+8.4% YoY)으로 기대치 상회

1Q24 지배 순이익은 781억원(+8.4% YoY)으로 시장 기대치를 +8.1% 상회했다. 원화 대출 성장은 +1.1% QoQ로 가계 대출은 -0.9% QoQ, 중소기업 대출은 +1.5% QoQ 성장했다. 은행 NIM은 전분기 대비 -2bp 하락한 1.74%를 기록했다. 시장금리 하락으로 인한 대출 마진 감소와 창고조달 증금채 증가 영향이 존재했다. 수수료이익과 유가증권 관련손익은 각각 -3.0% QoQ, -31.5% QoQ 감소했다. 특이 요인으로는 1) 원·달러 환율 상승에 따른 비화폐성 환차손 494억원, 2) 사내복지기금 610억원, 3) 대출채권 매각익 318억원이 발생했다.

중기 특성상 표면 건전성 악화 추세는 지속

은행 기준 연체율은 0.79%, NPL ratio는 1.12%로 각각 +19bp, +7bp QoQ 상승했다. 주요 경기 취약 업종인 건설업·음식숙박업 위주로 연체율이 올라오고 있는 것으로 추정된다. 업종별 연체율은 건설업 1.76%(+62bp QoQ), 음식숙박업 1.70%(+22bp QoQ)를 기록했다. 다만 전체 여신 익스포져 대비 건설업과 음식숙박업의 비중은 각각 약 3%, 2% 수준으로 대규모 리스크로 확장될 가능성은 제한적이다. 전체 중기 여신 중 담보/보증부 비중은 81.7% 수준이다. Credit Cost는 전분기 추가 총당금 기저 효과로 0.39%(-29bp QoQ)를 기록했다.

투자의견 '매수', 목표주가 16,000원 유지

투자의견 '매수', 목표주가 16,000원을 유지한다. 표면 건전성 지표는 상승 추세이나 전체 여신 대비 비중이 낮고 대부분 담보/보증부 여신으로 대규모 총당금 확대 가능성은 제한적이다. 홍콩 H지수 ELS 잔액 200억원은 하반기 만기도래분으로 이번 분기 총당부채 반영은 없었다. H지수가 6,470pt를 상회할 경우 전액 수익권으로 현 지수(6,285pt)를 감안 시 추가적인 리스크는 제한적이다. 당국의 밸류업 움직임에 맞춰 다양한 주주환원책을 검토 중인 것으로 파악된다. 5월 초 발표될 밸류업 가이드라인을 감안하여 연내 변화된 주주환원책을 발표할 계획이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
순이자이익	5,615	6,128	7,444	7,927	7,964
영업이익	2,126	3,231	3,647	3,432	3,750
당기순이익	1,536	2,412	2,668	2,670	2,855
EPS(원)	2,079	3,241	3,346	3,348	3,580
BPS(원)	29,727	32,340	31,963	34,515	36,045
PER (배)	4.3	4.3	4.2	4.2	3.9
PBR (배)	0.32	0.44	0.40	0.39	0.00
ROA(%)	0.45	0.64	0.64	0.61	0.62
ROE(%)	7.3	10.5	10.8	10.1	10.1
배당수익률(%)	5.3	5.6	6.9	7.1	7.6
BIS비율(%)	14.8	14.8	14.7	14.9	14.5
NPL비율(%)	1.08	0.85	0.81	1.05	1.04

자료: 기업은행, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준



SKT
 5월 전략 - 단기 호재가 많아질 시점입니다

[출처] 하나증권 김홍식 애널리스트

매수 유지, 목표가 7만원으로 유지, 12개월/5월 통신서비스 업종 최선호주로 제시
SKT에 대한 투자 의견을 매수, 12개월 목표가를 7만원으로 유지한다. 추천 사유는 1) 연간 2%에 달하는 자사주 소각과 7%에 달하는 기대배당수익률이 예상된다는 점에서 장/단기 투자 매력도가 높고, 2) 2024년 일시적인 실적 부진이 예상되지만 차세대 요금제 출시를 통해 2025년엔 매출 성장, 2026년엔 이익 성장 국면을 다시 맞이할 공산이 크며, 3) 단기 이익 정체에도 불구하고 현재 배당금이 유지되는 가운데 장기 배당금 우상향 기초가 유지될 것이고, 4) 하반기 이후엔 규제 상황도 점진적인 개선 추세를 나타낼 전망이다기 때문이다. 비록 이익 모멘텀이 부재하고 올해 DPS 성장이 쉽지 않지만 현재 기대배당수익률 수준에서는 강한 주가 하방 경직성을 갖출 것으로 보이고 자사주 매입을 통한 수급 개선을 바탕으로 주가 상승이 예상되는 바 장/단기 투자 유망하다는 판단이다.

1분기 실적보단 자사주 매입/소각이 부상할 것, 실제 수급에 큰 보탬이 될 전망
SKT는 5/8일(수) 2024년 1분기 실적을 발표할 예정이다. 1분기 연결 영업이익이 4,938억원(-0% YoY, +63% QoQ)으로 전년동기 수준의 영업이익 기록과 컨센서스에 부합하는 영업 실적을 달성할 전망이다. 사실상 1분기엔 실적이 크게 이슈화 되진 않을 것으로 보인다. 경쟁업체와는 달리 SKT는 지난해 매 분기 안정적인 이익 증가 모습을 보여준 바 있어 기저/역기저 효과가 없는 데다가 올해 연초 보수적인 가이던스 제시로 실적 기대감이 높지 않은 상황이기 때문이다. 따라서 실적보다는 자사주 매입/소각 이벤트가 주가에 미칠 영향이 큰데 조만간 2,000억원에 달하는 자사주 매입/소각을 발표할 것으로 보여 실제 수급 개선에 큰 도움이 될 전망이다. 현재 SKT 유동 물량을 감안하면 그렇다. 특히 수개월에 걸쳐 외국인 지분율이 크게 낮아진 상태라 부담이 없다.

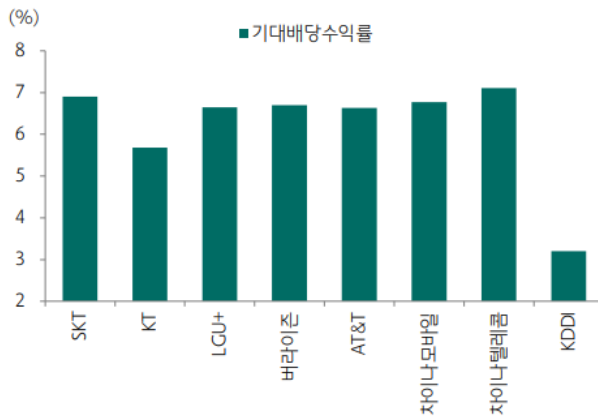
기대배당수익률 감안한 롱/숏 플레이 추천, 50,000원~65,000원 주가 등락 예상
과거 이익 모멘텀이 부재한 구간에서도 높은 통신사 기대배당수익률은 주가 바닥을 설명하는 유용한 지표로 작용하였다. SKT 역시 동일한데 배당 감소 리스크가 존재하지 않는 상황에서는 기대배당수익률 7% 수준에서 주가 바닥을 형성하였으며 기대배당수익률 6% 수준까지는 무난한 주가 반등이 나타났다. 5만원 수준에서 주가 바닥을 형성할 가능성이 높고 자사주 매입/소각이 발표된다면 주주가치 증대 기대감으로 기대배당수익률 6% 선인 6만원까지 주가 상승이 기대된다. 낙관적으로 본다면 기대 배당수익률 5.5% 선인 65,000원까지도 SKT 주가 상승이 나타날 수 있을 것이란 판단이다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

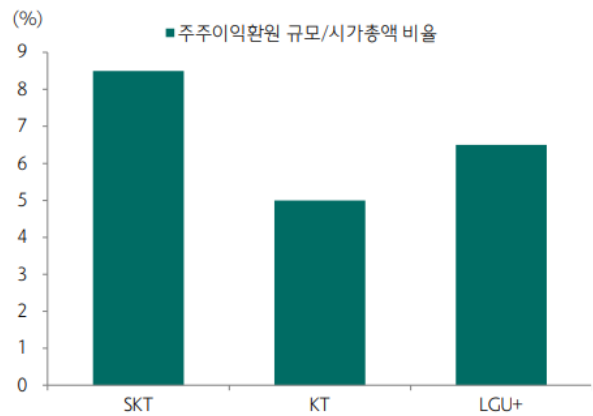
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	17,305.0	17,608.5	17,592.0	17,781.7
영업이익	1,612.1	1,753.2	1,696.0	1,718.4
세전이익	1,236.2	1,488.2	1,376.0	1,418.4
순이익	912.4	1,093.6	1,019.6	1,046.2
EPS	4,169	4,997	4,738	4,871
증감율	(39.06)	19.86	(5.18)	2.81
PER	11.37	10.03	10.83	10.53
PBR	0.91	0.94	0.92	0.90
EV/EBITDA	3.84	3.87	3.53	3.43
ROE	7.97	9.63	8.85	8.87
BPS	51,889	53,424	55,669	57,031
DPS	3,320	3,540	3,540	3,540

도표 2. 전세계 통신사 기대배당수익률 비교



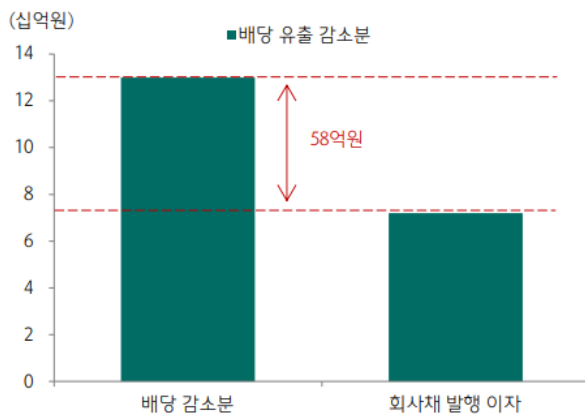
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 국내 통신 3사 주주이익환원 규모/시가총액 비율



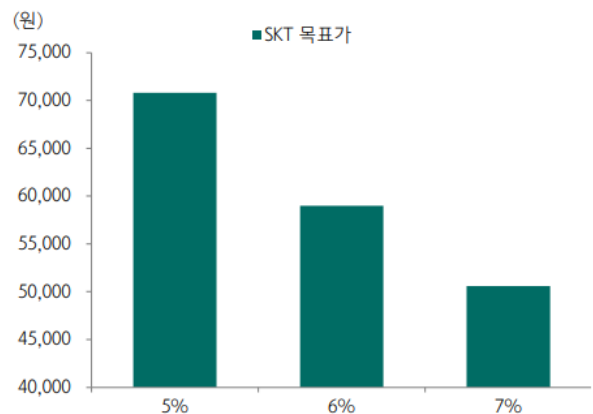
자료: 각 사, 하나증권

도표 4. 2천억원 자사주 매입에 따른 SKT 배당 유출 감소분 추정



주: DPS는 3,540원, 회사채발행금리는 3.6%로 가정
자료: SKT, 하나증권

도표 5. 기대 배당수익률 변화에 따른 SKT 목표가 산정



자료: 하나증권



LIG넥스원

건조한 실적 성장세와 해외 수주 모멘텀

[출처] 키움증권 이한결 애널리스트

1분기 영업이익 670억원 달성, 시장 기대치 상회

1분기 매출액 7,635억원(yoy +39.6%), 영업이익 670억원(yoy -1.7%, OPM 8.8%)을 시현하며 시장 기대치를 상회하였다. 이번 분기에는 일부 양산 사업의 원가 관련 소송 결과 등이 반영되면서 일회성 이익이 발생하였다. 일회성 요인을 제거 시 영업이익률은 7.8% 수준이다. 인도네시아 무전기 사업에서 2,559억원의 매출이 발생하면서 지휘통제 부문 매출 성장세를 이끌었다. 다만, 인도네시아 사업의 경우 평균적인 해외 사업 대비 수익성은 낮은 것으로 추정된다. 정밀타격 부문은 현궁과 천궁의 양산 차수 전환에 따른 영향으로 매출이 일시적으로 감소하였다. 이외에 감시정찰, 항공전자 등 전반적인 사업 부문에서 주요 사업들이 원활하게 진행되면서 견조한 성장세가 지속적으로 나타나고 있다.

추가 해외 수주 기대감 지속

지난 23일 한국과 루마니아의 정상 회담이 진행되면서 K-방산에 대한 관심이 확인되었다. 루마니아는 대공 방어망 구축 사업을 진행하면서 동사의 유도 무기에 대한 관심이 증가하고 있는 상황이다. 언론 보도에 따르면 약 54기의 신궁 도입을 검토 중인 것으로 파악된다. 이 외에도 오는 7월 미국과 비공 수출을 위한 4차 테스트를 진행할 예정이다. 해당 테스트까지 통과한다면 수출 가능성이 더욱 올라갈 것으로 판단한다. 현재 3차까지의 테스트 결과는 만족스러웠던 것으로 파악된다. 지난해부터 중동 지역의 지정학적 긴장감 고조에 따라 국내 유도 미사일 체계에 대한 관심이 증가하고 있다. 이라크, 말레이시아 등이 천궁II에 관심을 가지고 있고 사우디는 천궁II 추가 도입이 기대된다. 해외수주 확대에 힘입어 실적 성장세가 지속될 것으로 전망한다.

투자의견 BUY, 목표주가 210,000원 상향

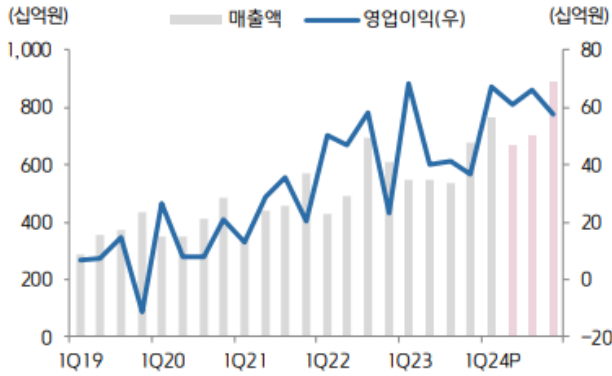
2024년 매출액 3조 128억원(yoy +30.5%), 영업이익 2,512억원(yoy +34.8%, OPM 8.3%)을 전망한다. 전반적인 국내 개발 및 양산 사업들의 수익성이 개선될 것으로 기대한다. 또한, 올해부터 본격적으로 해외 매출 비중이 확대되면서 중장기 매출 및 이익 성장세가 나타날 것으로 전망한다. 국내 유도 무기체계에 대한 글로벌 관심이 증가하고 있는 부분도 긍정적이다. 투자의견 BUY를 유지하고 실적 추정치 상향 조정에 따라 목표주가는 210,000원으로 상향한다

투자지표

(십억원, IFRS)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,220.8	2,308.6	3,012.8	3,431.4
영업이익	179.1	186.4	251.2	323.5
EBITDA	232.8	255.2	325.4	399.8
세전이익	157.8	185.0	256.4	327.0
순이익	122.9	175.0	209.2	260.0
지배주주지분순이익	122.9	175.0	209.2	260.0
EPS(원)	5,588	7,953	9,510	11,817
증감률(% YoY)	17.0	42.3	19.6	24.3
PER(배)	16.5	16.4	17.8	14.3
PBR(배)	2.17	2.73	3.12	2.69
EV/EBITDA(배)	9.1	10.6	11.1	8.7
영업이익률(%)	8.1	8.1	8.3	9.4
ROE(%)	14.5	17.6	18.6	20.1
순차입금비율(%)	10.0	-16.2	-8.9	-17.9

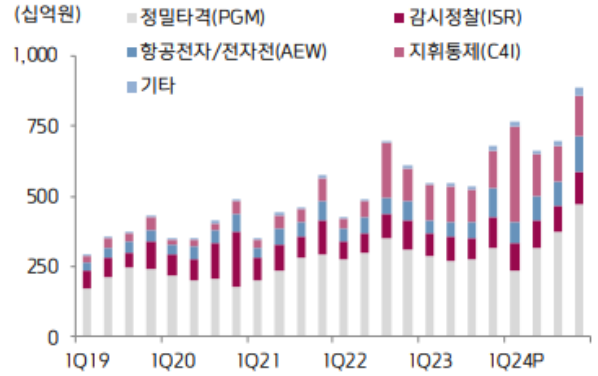
자료: 키움증권 리서치센터

LIG넥스원 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



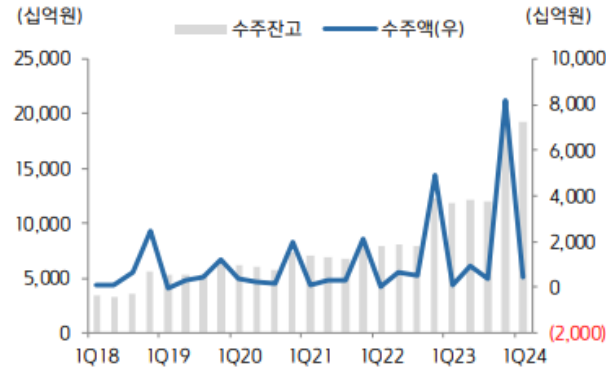
자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치센터

LIG넥스원 부문별 매출 추이 및 전망



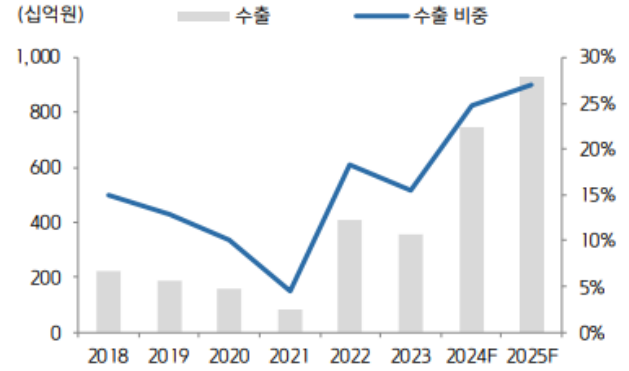
자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치센터

LIG넥스원 신규 수주 및 수주 잔고 추이



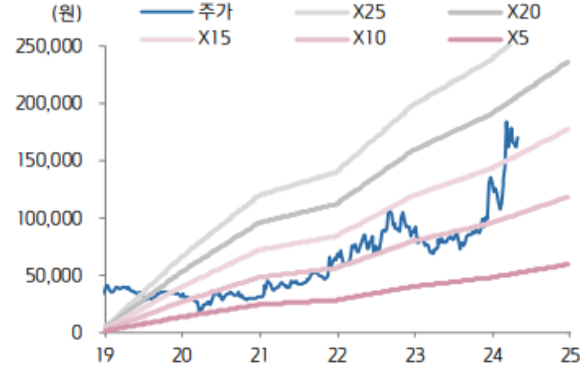
자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치센터

LIG넥스원 해외 매출 및 비중 추이 전망



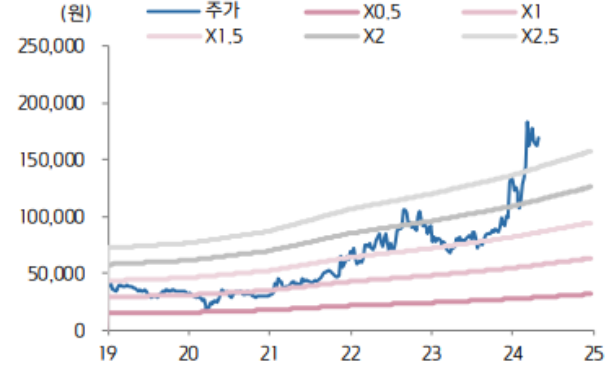
자료: LIG넥스원, 키움증권 리서치센터

LIG넥스원 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

LIG넥스원 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터



밀리의서재

1Q24 Preview : 구독자 수 급증세로 호실적 전망

[출처] [하나증권 최재호 애널리스트](#)

모든 지표가 성장세, 성장 동력 또한 다수로 투자매력도 높다고 판단

밀리의서재의 높은 성장세를 예상할 수 있는 이유는 다양한 지표를 통해 확인할 수 있다. 2023년 6월 기준 독서 플랫폼 잠재 이용자 1,437만명 중 현재 이용자는 약 100만명으로 침투율이 약 7%에 불과해 성장 잠재력이 높은 상황이다. 동사는 독서 플랫폼 시장 내 약 63%로 M/S 1위를 차지하고 있으며, 이에 기인한 콘텐츠 및 베스트셀러 확보 능력은 경쟁사들을 압도하는 수준이다. 이에 따라 신규 구독자 수가 급증하는 추세에 있는데 2020년 27만명 → 2021년 39만명 → 2022년 52만명 → 2023년 78만명 → 1Q24에는 85만명으로 추정되며, 올해 연말에는 100만명을 무난히 돌파할 것으로 예상된다. 게다가 올해는 웹소설 플랫폼 론칭 및 유저 참여형 AI 콘텐츠 제작까지 계획 중이다. OSMU의 근간은 텍스트로부터 시작된다. 동사는 웹소설 및 도서 → 웹툰 → 영상 및 게임 등 N차 콘텐츠 생산 밸류체인 내에서 킬러 콘텐츠 확보의 가장 우위에 있는 포식자다. 경쟁사들(24년 P/E 34배) 대비 가장 높은 성장 및 수익을 보여주고 있음에도 2024년 P/E 13배 수준으로 매우 저평가되어 있다고 판단한다.

1Q24 Preview: 신규 유입 구독자 수 급속도로 늘어나는 중

밀리의서재의 1Q24 실적은 매출액 170억원(+31.9%, YoY), 영업이익 28억원(+40.0%, YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 신규 구독자 수 증가 추세가 가파른 것으로 파악되어 성장을 견인할 전망이다. 1Q24 신규로 유입된 구독자 수는 약 7만명으로 실 구독자 수는 약 85만명을 넘어선 것으로 파악된다. 보유 콘텐츠 수는 약 1천개 이상 증가(총 16.2만개) 했으며, 제휴 출판사 수 역시 약 150곳 늘어난 것(총 약 2,150개)으로 파악된다. 채널별로 살펴봐도 고른 성장이 예상된다. 지속적인 신간 도서 확보에 따라 1) B2C 매출액은 90억원, 비중은 53%로 가장 높은 비율을 차지할 전망이며, 2) B2B는 기업, 공공기관 등 신규 고객사 증가에 따라 제공 가능 기업 고객이 2023년 약 24만명에서 현재 약 35만명까지 늘어난 것으로 파악된다. 따라서 매출 비중은 11%(2023년 9%)를 기록할 전망이다. 3) 통신사 번들링 매출을 담당하는 B2BC는 알뜰 요금제 프로모션 효과로 매출액 규모가 커지면서 35%(2023년 31%)로 비중이 확대될 전망이다.

2024년 매출액 762억원, 영업이익 140억원 전망

밀리의서재의 2024년 연간 실적은 매출액 762억원(+34.6%, YoY), 영업이익 140억원(+35.9%, YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 실 구독자 수의 가파른 증가 추이가 현재 추세대로라면 올해 연간 누적 실 구독자 수는 100만명을 무난히 돌파할 것으로 예상된다. 신규 콘텐츠, 구독자 확보를 통한 양적 성장은 물론, 올해는 새롭게 론칭하는 웹소설 플랫폼과 AI 서비스 고도화로 전반적인 플랫폼의 질적 고도화가 예상된다. 따라서 신규 고객들의 유입 및 충성도 높은 고객들의 Lock-In 효과는 지속 발생할 것으로 보인다. 결론적으로 실적 성장의 핵심 지표인 유료 전환율 (약 39%)과 재구독률(약 88%) 역시 높은 수준을 유지하면서 점진적인 상승이 예상된다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	19	29	46	57
영업이익	(5)	(15)	4	10
세전이익	(5)	(35)	13	11
순이익	(5)	(35)	13	15
EPS	(800)	(5,658)	2,033	2,059
증감율	적지	적지	흑전	1.3
PER	0.0	0.0	0.0	8.4
PBR	0.0	0.0	0.0	2.5
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	8.2
ROE	(61.3)	42.0	177.1	25.2
BPS	1,305	(12,638)	1,148	6,881
DPS	0	0	0	0



