

2024.07.02.(화) 증권사리포트

삼성에스디에스

AI로의 고도화

[출처] 하나증권 이준호 애널리스트

2Q24 Pre: 클라우드 전환 이상 무

삼성에스디에스는 2분기 매출액 3조 3,537억원(+1.9%YoY, +3.3%QoQ), 영업이익 2,210억원(+7.1%YoY, -2.1%QoQ, OPM 6.6%)으로 컨센서스에 부합하는 실적을 기록할 전망이다. 전분기 대비 영업이익의 소폭 감소는 전분기에 물류 부문 23년 정산분이 일부 이연 인식된 영향이다. 당사는 클라우드를 필두로 안정적인 성장을 보이고 있다. IT서비스 부문 매출액은 1조 6,130억원(+6.8%YoY, +3.8%QoQ), 클라우드 매출액은 5,768억원(+29.8%YoY, +8.7%QoQ)으로 추정한다. 클라우드 비중 확대에 따라 IT서비스 부문의 영업이익률은 11.3%(+0.4%pQoQ)를 기록할 것으로 예상된다. 하반기부터 생성형 AI의 매출 기여가 가시화되는 시점에 이익률 개선은 더욱 가파르게 나타날 전망이다.

패브릭스, 브리티 코파일럿 레퍼런스 축적중

삼성에스디에스는 2024년 매출액 13조 5,937억원(+2.4%YoY), 영업이익 9,156억원(+13.3%YoY, OPM 6.7%)를 기록할 전망이다. IT서비스 매출액 추정치 6조 5,785억원(+7.7%YoY), 연간 클라우드 매출액은 2조 4,335억원(+29.4%YoY)을 유지한다. 5월 출시한 기업용 생성형 AI 서비스 패브릭스와 브리티 코파일럿은 관계사 외에도 KB금융, 웅진, 인천국제공항공사 등과 협력하여 레퍼런스를 축적하고 있다. 기업용 생성형 AI 서비스는 도입 초기 단계의 특성상 다양한 고객사의 피드백을 받아 개선하는 과정이 필요하다. 관계사를 초기 고객으로 안전하게 확보하고 서비스를 고도화할 수 있다는 점은 향후 관계사 외 고객사 확보에 큰 강점으로 작용할 수 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 220,000원 유지

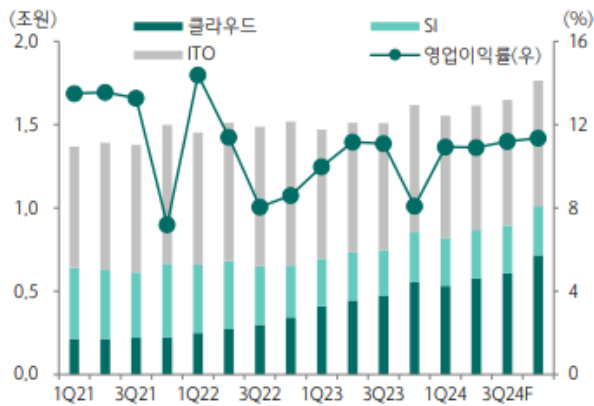
투자의견 Buy, 목표주가 220,000원 유지한다. 현재 삼성에스디에스의 기업가치는 12MF PER 기준 13.6배다. 고객사의 AI 도입이 실적으로 가시화되면서 리레이팅은 이뤄질 것으로 판단한다. 현시점 글로벌 생성형 AI 밸류체인에서 AI 반도체, 클라우드만이 수익화가 확인되고 있다. 삼성에스디에스는 국내에서 클라우드로 가장 빨리 생성형 AI로 수익화를 기대할 수 있는 기업이다. 기업용 AI 서비스는 기업들에게 비용 절감 효과를 제공한다. 과거 고객사들은 비용 효율화의 시기에 SI와 같은 인프라 투자를 일시적으로 축소하는 경향이 있었으나, 이젠 되려 AI 채택을 위해 투자를 확대할 유인이 크다고 판단한다. 이에 대한 수혜는 2025년, 2026년으로 갈수록 점차 확인될 것으로 예상된다. 또한 5.4조원의 풍부한 현금성자산역시 잠재적인 상승 요인이다. 현금성자산은 1) 글로벌 SaaS 기업 중심의 M&A, 2) 데이터센터향 투자, 3) 주주환원을 위한 재원으로 사용될 가능성이 높다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

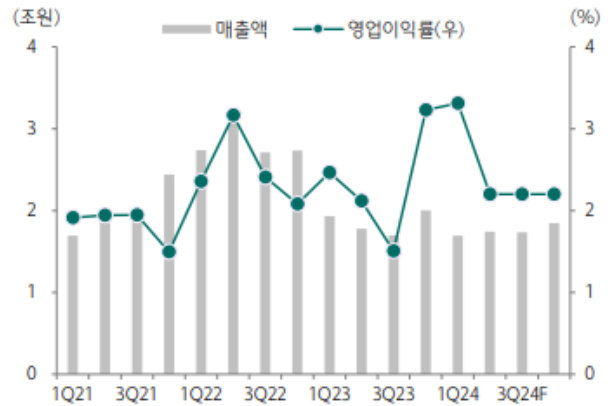
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	17,234.7	13,276.8	13,593.7	14,666.4
영업이익	916.1	808.2	915.6	1,024.2
세전이익	1,132.1	985.5	1,110.9	1,199.4
순이익	1,099.7	693.4	784.9	851.3
EPS	14,213	8,962	10,143	11,002
증감율	79.93	(36.95)	13.18	8.47
PER	8.65	18.97	14.64	13.50
PBR	1.16	1.52	1.24	1.16
EV/EBITDA	3.92	6.23	4.28	3.56
ROE	14.23	8.22	8.74	8.85
BPS	106,294	111,913	120,182	128,485
DPS	3,200	2,700	2,700	2,700

도표 5. IT 서비스 부문 분기별 매출, 영업이익률 추이



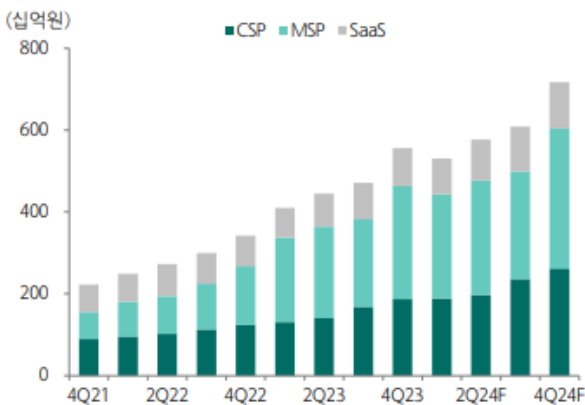
자료: 삼성에스디에스, 마나증권

도표 6. 물류 부문 분기별 매출, 영업이익률 추이



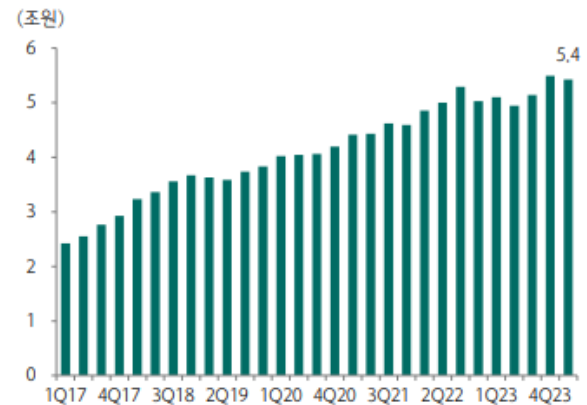
자료: 삼성에스디에스, 마나증권

도표 7. 클라우드 부문 분기별 매출 추이



자료: 삼성에스디에스, 마나증권

도표 8. 현금 및 현금성자산 보유 추이



주: 현금 및 현금성자산 + 단기금융자산
자료: 삼성에스디에스, 마나증권



에이피알

이제는 글로벌 홈뷰티다

[출처] 유안타증권 이승은 애널리스트

에이피알, 메디큐브 화장품과 디바이스 부문 동반 글로벌 성장

국내 홈뷰티 디바이스 시장에서 1위를 차지하고 있으며, 시장 점유율은 2023년 기준 약 32%로 추정된다. 이는 임상, 연구개발(R&D), 제조생산을 통합한 밸류체인 덕분에 가능했다. 에이피알은 기술개발 및 공정 최적화를 통해 합리적인 원가 구조를 달성하고 있다. 부스터프로(BoosterPro) 제품을 기준으로 기존 기술 대비 원가를 최대 32% 절감하였다. 이러한 기술력과 원가 경쟁력은 해외 시장 확장에도 큰 도움이 되고 있다. 에이피알은 실리콘투와 협업하여 글로벌 시장으로 진출하여 시장 지배력을 높이고 있다. 24년에는 신제품 라인업 확대와 캐파 증설을 통해 매출 성장이 예상된다. 디바이스 매출액은 2023년 2,160억원에서 2024년 3,800억원으로 76% 성장할 것으로 전망된다. 5월 1일 출시된 신제품 울트라튬은 기존 제품보다 높은 ASP를 가지고 있으며, 하반기에는 초음파 HIFU가 출시될 예정이다. 또한, 평택에 신설된 2공장은 연간 240만 대의 추가 생산이 가능해져 2025년까지 총 800만 대 생산을 목표로 하고 있다.

화장품 부문도 고성장을 기록하고 있다. 메디큐브 브랜드는 더마 화장품 컨셉으로 높은 성장률을 보이고 있으며, ODM 회사에 대한 투자를 통해 생산 경쟁력과 안정적인 공급을 확보하고 있다. 2024년 자사물 매출 비중은 56%로 전망되며, 소비자 충성도를 높이고 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 520,000원으로 커버리지 개시

에이피알에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 520,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M FWD EPS에 목표 PER 30배를 적용하였다. 에이피알의 목표 PER 30배는 해당 산업 내 유사기업 4개사의 평균을 기준으로 산정하였다. 유사기업으로는 아모레퍼시픽, 실리콘투, 클래시스, 제이시스메디칼이 포함되었으며, 이 기업들의 2024년 평균 PER을 바탕으로 에이피알의 적정 주가 수준을 설정하였다. 에이피알은 디바이스 국내 시장점유율 부문 1위를 유지하고 있고, 글로벌 매출 성장과 수익성 개선이 기대된다. 이 점을 고려할 때, 에이피알은 향후 주가 상승 여력이 충분히 있다고 판단된다.

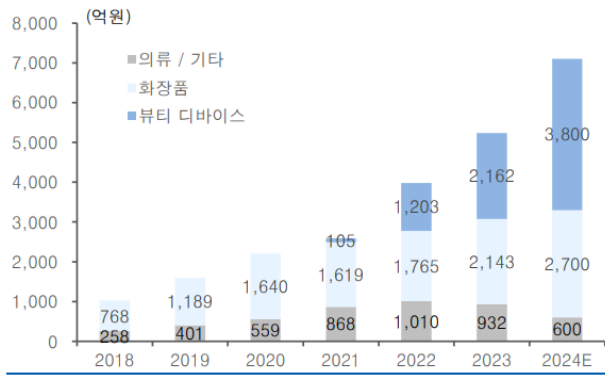
Forecasts and valuations (K-IFRS)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	3,977	5,238	7,100	8,900
영업이익	392	1,042	1,470	1,870
지배순이익	300	815	1,150	1,470
PER	-	-	25.9	20.4
PBR	-	-	11.8	7.5
EV/EBITDA	-	-	17.3	13.1
ROE	36.0	54.9	51.3	45.2

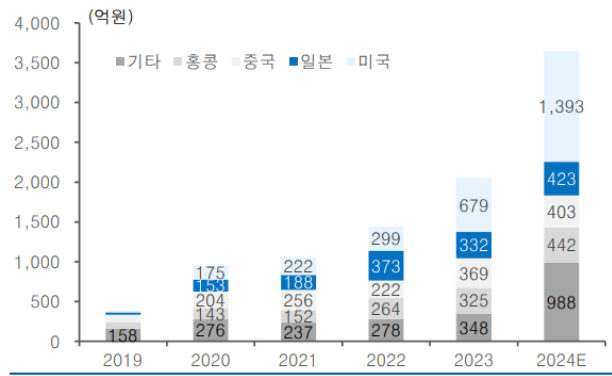
자료: 유안타증권

[Fig. 9] 에이피알 사업부별 매출액 추이



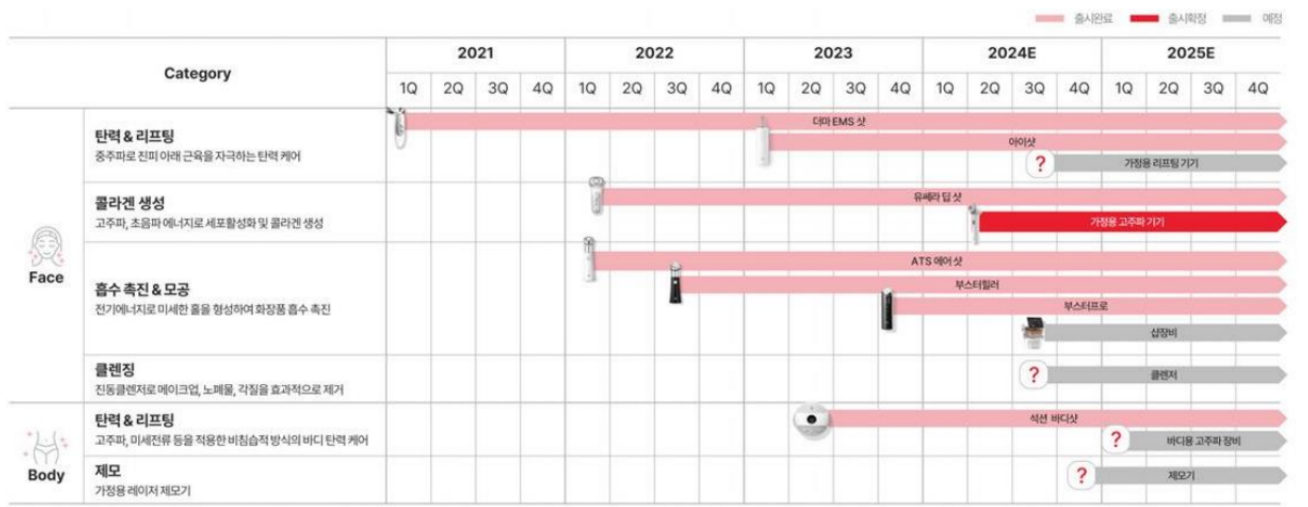
자료: 에이피알, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 10] 에이피알 글로벌 국가별 매출액 추이



자료: 에이피알, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 13] 에이피알 디바이스 라인업



자료: 에이피알 유안타증권 리서치센터



이수페타시스

중국 공장 탐방 리뷰 ; 조연에서 주연으로

[출처] 키움증권 김소원 애널리스트

중국 후난 법인, 고부가 제품 중심의 성장 지속될 전망

이수페타시스의 중국 공장 탐방을 통해 P↑, Q↑, C↓ 사이클이 지속될 것을 확인할 수 있었으며, 향후 중다층 이상의 고부가 제품 비중 확대와 함께 중국법인의 성장성 또한 두드러질 것으로 전망된다.

① P: 미주 고객사 중심의 고부가 제품 공급 확대를 통해 중국 법인의 Blended ASP는 '19년 \$173 → '22년 \$307 → 현재 약 \$450 까지 상승. 2H24부터 G사를 고객사로 확보 후 신규 제품 공급이 예상되며, 해당 제품의 가격은 약 \$900 ~ \$1,500로 Blended ASP 상승세 지속될 전망

② Q: 현재 고객사의 수요는 공급을 크게 상회하고 있으며 생산 라인 효율화 및 설비 보완 투자를 통해 Capa 확대 중. 더불어 현재 중국법인은 1공장만 활용 중이며, 동일한 규모(30,000m²)로 2공장 공간이 준비되어 있어 필요 시 설비 투자 가능

③ C: 2Q24 생산 수율 개선이 지속 중이며, 중국 법인에 ESS 구축을 확대 중에 있어 전기료 절감 효과 또한 기대

실적 추정치 및 목표주가 상향. 업종 Top Pick 유지

2Q24 연결 매출액 2,074억원(+4% QoQ, +27% YoY), 영업이익 260억원(+13% QoQ, +43% YoY)으로 시장 예상치(242억원)를 상회할 전망이다. 네트워크와 AI 가속기용 제품 중심의 실적 성장이 예상되며, 2H24는 국내 Capa 증설 효과와 중국 법인의 G사항 제품 공급이 본격화될 것이다. 한편 미국 법인은 2Q는 BEP 수준의 실적이 예상되나 생산 라인 효율화 등을 통해

2H24부터 안정적인 손익 구조를 갖출 전망이다. 이를 반영한 전사 영업이익은 2024년 1,221억원(+96% YoY), 2025년 1,847억원(+51% YoY)으로, 향후 수 년간 최대 실적 랠리가 이어질 것으로 전망한다.

한편 최근 데이터 전송 속도를 높이기 위해 MLB와 HDI 공법을 결합한 신기술 적용이 확대되고 있다. 이는 고사양 MLB의 공급 부족 심화와 ASP 상승을 이끌고, 기술 진입 장벽을 더욱 높여 동사의 기업가치 재평가로 이어질 것이다. 동사는 해당 공법을 일부 생산에 이미 적용 중에 있으며, 향후 신공법을 고려한 Capa 증설을 추진할 것으로 전망된다. 실적 추정치를 반영하여 목표주가를 75,000원으로 상향하고, 전기전자 업종 내 Top Pick을 유지한다

투자지표

(십억원)	2022	2023	2024	2025F
매출액	642.9	675.3	886.5	1,029.3
영업이익	116.6	62.2	122.1	184.7
EBITDA	129.6	77.5	150.3	217.6
세전이익	107.8	54.7	117.2	177.8
순이익	102.5	47.7	94.2	142.9
지배주주지분순이익	102.5	47.7	94.2	142.9
EPS(원)	1,620	755	1,490	2,259
증감률(% YoY)	흑전	-53.4	97.5	51.6
PER(배)	3.5	39.0	34.8	22.9
PBR(배)	1.60	6.98	9.29	6.77
EV/EBITDA(배)	3.9	26.4	22.9	15.6
영업이익률(%)	18.1	9.2	13.8	17.9
ROE(%)	58.9	19.5	30.4	34.2
순차입금비율(%)	69.7	67.8	48.8	26.3





CJ ENM

선순환의 좋은 예

[출처] NH투자증권 이화정 애널리스트

개선이 보이기 시작한 사업자

투자의견 Buy 및 목표주가 110,000원 유지. 티빙(OTT) 이용자 지표 성장 및 피프스 시즌(美 제작사) 하반기 납품 확대에 하반기로 갈수록 실적 점증이 기대되는 사업자. 비사업자산 유동화를 통한 재무건전성 제고 노력도 이어지고 있음

티빙이 보여주는 선순환

티빙의 5월 말 기준 MAU 730만명 돌파. 무료 프로모션으로 유입되었던 이용자들의 유료 전환 흐름 지속. 이용자 증가에 힘입어 광고주 집행도 꾸준히 늘어나는 추세. 말 그대로 선순환. 구독 및 광고 양쪽이 견인하는 성장세에 힘입어 하반기 중 분기 턴어라운드 가능성. 티빙-웨이브 합병의 경우 복잡한 이해관계 탓에 진행이 다소 더디나, 결국 시간 문제로 판단. 합병 이후의 시너지도 기대해볼 만

2Q24 Preview: 골고루 좋아지는 중

2분기 연결 매출액 1.3조원(+22% y-y), 영업이익 481억원(흑자전환 y-y)으로 컨센서스 상회 예상. 광고 부문 제외한 전 부문의 안정적인 회복 흐름 기대

광고 부문의 경우 비우호적 업황 탓에 더딘 성장세 불가피. 다만 티빙의 경우 가입자수 증가 및 광고 집행 본격화에 따른 매출 성장, 콘텐츠의 경우 해외 판매 호조(선재 업고 튀어, I-LAND2) 및 신작 영화 부재에 따른 비용 부담 완화, 음악의 경우 ZB1 신보 발매 및 공연 대행 활성화(KCON, 임영웅 등) 효과 두드러질 것. 커머스의 경우 포트폴리오 효율화 효과 지속되고 있는 것으로 파악됨

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	4,368	5,248	5,509	5,774
증감률	-8.8	20.1	5.0	4.8
영업이익	-14.6	289.3	449.8	521.1
증감률	적전	흑전	55.5	15.9
영업이익률	-0.3	5.5	8.2	9.0
(지배지분)순이익	-315.9	28.1	72.0	95.8
EPS	-14,405	1,283	3,284	4,370
증감률	적지	흑전	156.0	33.1
PER	N/A	65.6	25.6	19.3
PBR	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.7	3.4	3.1	3.1
ROE	-9.3	0.9	2.2	2.8
부채비율	138.2	126.1	126.1	116.2
순차입금	1,971	1,616	1,456	1,105

단위: 십억원, %, 원, 배



파마리서치

리쥬란 성장 잠재력 크다

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

2분기 매출과 영업이익 고성장 추정

파마리서치의 실적성장 전망이 긍정적이다. 2024년 2분기 연결 기준 매출이 전년동기대비 14.7% 성장한 766억원, 영업이익이 16.7% 증가한 276억원으로 추정된다. 여전히 의약품, 의료기기 내수와 화장품 중심으로 성장 중이다.

리쥘란 의료기기와 화장품 중심 고성장 전망

최근 부문별 영업실적 내용은 다음과 같다.

첫째, 의약품(리엔톡주 포함)도 크게 성장했다. 2분기 의약품 부문이 27.2% 성장한 171억원으로 추정되고, 내수와 수출 모두 고성장했다. 특신은 수출중심으로 성장해 왔지만, 리엔톡주 100단위 국내 품목허가(2024년 2월)와 리쥘란과 사업시너지로 국내 매출이 좀 더 성장할 것으로 전망된다.

둘째, 의료기기부문은 내수 중심 성장, 하반기에 수출 증가도 기대된다. 2분기에 의료기기는 15.0% 성장한 398억으로 추정된다. 이중 내수에서 25.0% 성장한 289억원으로 추정된다. 수출은 상반기까지는 전년 수준을 유지했다. 현재 중국, 일본, 태국 등에 수출 중이며, 2023년 하반기에 호주, 칠레시장에 신규 진출했고, 2024년에 남미 3개국(멕시코 등), 대만에 진출할 것으로 예상된다. 의료기기부문은 2024년에 18.3% 성장한 1,643억원으로 전망된다.

셋째, 화장품 성장도 지속될 전망이다. 홈쇼핑 비중 축소로 감소했던 화장품 매출이 2024년 1분기부터 증가하고 있다. 면세점과 올리브영 등에서 매출이 증가한 결과이다. 2분기에도 이러한 트렌드가 이어지며, 보수적 관점에서 4.8% 증가한 176억원으로 추정된다. 전분기대비 성장세도 지속되는 것으로 예상된다. 현재 베트남, 홍콩, 일본 등에 수출이 진행 중이고, 향후 수출지역 확대가 가능할 것이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	195	66	41	4,013	17.4	8.3	2.1	12.5	0.9
2023	261	92	77	7,417	14.8	9.9	2.6	19.7	0.9
2024E	316	109	89	8,690	17.5	11.8	3.1	18.8	0.5
2025E	362	124	106	10,383	14.6	9.9	2.6	19.0	0.5
2026E	415	143	121	11,816	12.8	8.2	2.2	18.2	0.5

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권





한섬

밸류 트랩

[출처] NH투자증권 정지윤 애널리스트

결국 필요한 건 성장

목표주가를 21,000원으로 하향. 장기화되는 소비경기 부진과 더딘 실적 회복으로 인해 2024E/2025F 영업이익 추정치를 각각 -11%, -15% 조정한 데 기인

2분기부터 실적 기저 부담은 상당 부분 완화되나, 회복의 강도가 눈높이를 하회할 전망. 현재 PER 5배 수준의 밸류 트랩을 탈피하기 위해서는 성장이 필요. 5월 말 오픈한 미국 스트리트 브랜드 'KITH'의 국내외 모객 효과가 큰 점은 긍정적. 다만, 캐주얼 브랜드 '시스템'의 글로벌 진출을 시작으로 해외 매출 볼륨 증가 등 성장 모멘텀 필요. 현재 주가(6/27, 17,570원)는 2024E PER 5.4배, PBR 0.3배에 불과, 업사이드 여력 감안해 투자의견 Buy 유지

2Q24 Preview: 컨센서스 하회 추정

2분기 연결기준 매출액 3,406억원(-1% y-y), 영업이익 65억원(+12% y-y)으로 컨센서스 하회하는 실적 예상

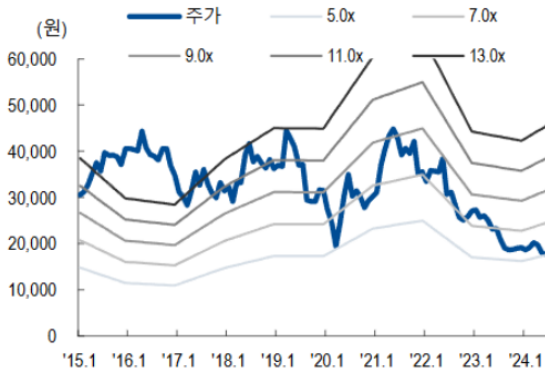
채널별 매출액 성장률(y-y)은 온라인 -1%, 오프라인 -2% 추정. 6월 들어 매출은 소폭 개선 시그널을 보이고 있으나, 백화점 등 주요 판매 채널 부진 상쇄하기에는 역부족. 4~5월 국내백화점 카테고리별 매출 평균 성장률(y-y)은 여성정장 -6%, 여성캐주얼 flat, 남성리류 -9% 기록하며 대체로 감소 흐름 보였음

2분기 영업이익률 1.9%(+0.2%p y-y) 추정. 내수 소비 전반의 침체에 따른 고가 브랜드 한섬 자체 수요 감소 및 저마진 아웃렛 매출 증가 때문

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	1,529	1,531	1,570	1,603
증감률	-0.9	0.1	2.5	2.1
영업이익	100	92	105	117
증감률	-40.3	-8.7	14.1	11.8
영업이익률	6.6	6.0	6.7	7.3
(지배지분)순이익	84	77	87	98
EPS	3,405	3,252	3,739	4,177
증감률	-31.8	-4.5	15.0	11.7
PER	5.6	5.4	4.7	4.2
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	2.9	1.9	1.1	0.3
ROE	6.1	5.4	5.9	6.3
부채비율	23.7	27.0	29.0	31.2
순차입금	17	-93	-212	-345

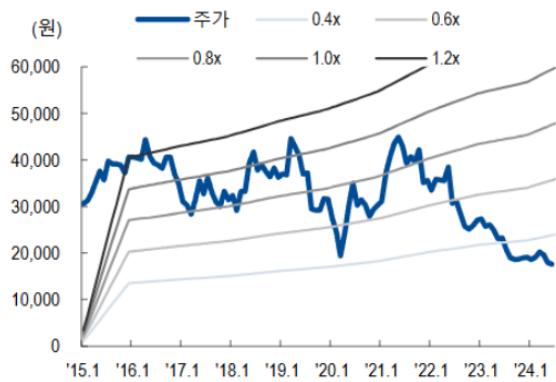
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 한섬 12M Fwd PER Band Chart



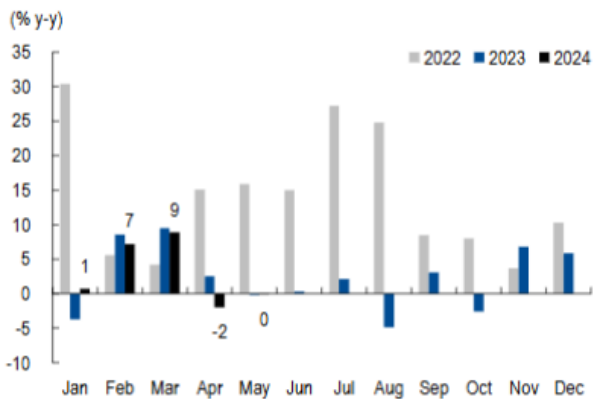
자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 한섬 12M Trailing PBR Band Chart



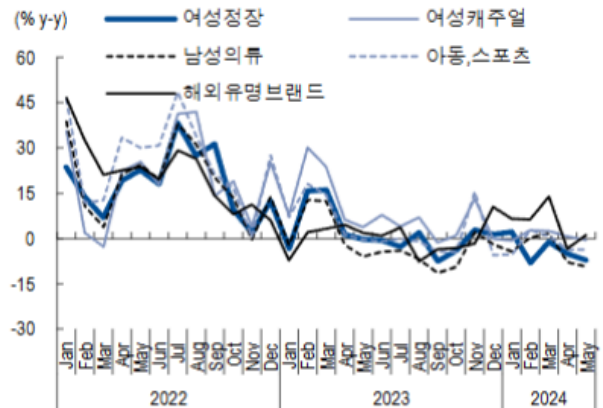
자료: NH투자증권 리서치본부

그림3. 국내 백화점 기준점 성장률(y-y) 추이



자료: 산업통상자원부, NH투자증권 리서치본부

그림4. 국내 백화점 월별 의류 카테고리 성장률(y-y) 추이



자료: 산업통상자원부, NH투자증권 리서치본부



에스엠

정상궤도로 회복 중

[출처] NH투자증권 이화정 애널리스트

역성장의 굴레에서 탈출

투자의견 Buy 및 목표주가 120,000원 유지. 주요 아티스트의 초동 반등 및 글로벌 음원 흥행에 힘입어 투자심리 회복의 단초가 마련된 가운데, 저연차 라인업(라이즈, NCT WISH)의 성장세 두드러지는 사업자. 하반기 신인 기대감도 유효

특히 한동안 투자심리에 가장 큰 걸림돌로 작용해오던 초동 역성장의 굴레에서 벗어나고 있다는 점에 주목. 전작 초동 역성장(170만→109만장)을 겪었던 에스파의 5월 신보의 초동은 115만장으로 반등. 데뷔 앨범 초동 흥행(102만장)으로 기저 부담이 높았던 라이즈 역시 6월 신보 초동 126만장으로 성장세 이어감. NCT 127의 7월 신보 역시 전작 초동(165만장) 대비 역성장폭 제한적일 것

2Q24 Preview: 컨센서스 부합 예상

2분기 연결 매출액 2,410억원(+0% y-y), 영업이익 383억원(+7% y-y)으로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 예상. 신보흥행 및 투어 확대에 따른 효과

매출: 주요 활동은 에스파, 라이즈 신보 및 NCT 드림 월드투어(15회; 27,000명/회). 여기에 NCT 드림 앨범 이연분 반영 및 응원봉 리뉴얼 수혜 더해지며 별도 매출 +13% y-y 성장 기대. 다만 공연 대행에 자회사(드림메이커)가 아닌 외부 업체를 활용하는 비중 늘어나고 있어, 연결 매출은 -1% y-y 역성장 추정
비용: 성과급 회계 처리 변경(분기 안분) 및 신사업 인력 확대(퍼블리싱, 북미)에 따른 인건비 상승 영향은 1분기와 유사한 수준일 것

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	961.1	1,014	1,100	1,221
증감률	13.0	5.5	8.5	11.0
영업이익	113.5	142.4	185.8	211.7
증감률	24.7	25.5	30.5	13.9
영업이익률	11.8	14.0	16.9	17.3
(지배지분)순이익	87.3	108.9	142.9	155.7
EPS	3,664	4,610	6,058	6,598
증감률	9.0	25.8	31.4	8.9
PER	25.1	16.5	12.6	11.6
PBR	3.0	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	11.3	8.9	6.5	5.2
ROE	12.3	14.3	16.6	15.8
부채비율	69.4	58.5	52.8	47.5
순차입금	-442.7	-484.5	-621.8	-764.0

단위: 십억원, %, 원, 배



