

2024.08.09.(금) 증권사리포트

신세계

효율성이 중요한 시점

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

2분기 실적 Review

신세계 연결기준 2분기 실적은 낮아진 기대치에 부합하였다. 2분기 연결기준 총 매출액은 1조 6,044억 원(전년동기대비 +2.2%), 영업이익 1,175억 원(전년동기대비 +45.7%)를 달성하였다. 전체적으로 영업실적은 부진한 것으로 평가된다. 1) 백화점의 경우 소비경기 악화에 따라 전체적인 판매량 회복세는 크게 나타나지 않았고, 2) 저마진 상품군 비중 증가에 따른 마진을 희석, 3) 면세점의 경우 더딘 회복과 리스회계기준 변경에 따른 기저로 영업이익은 전년대비 -321억 원 감소하였다. 일부 자회사들의 실적 개선이 있었지만, 주력 사업부인 백화점이 부진하면서 전체적인 실적은 부진하였던 것으로 평가한다.

불안한 경기 → 낮아지는 소비여력 → 펀더멘탈 개선 관건은 비용

소비경기 둔화가 지속됨에 따라 하반기 실적 회복은 더디게 이루어질 것으로 전망한다. 백화점 고정비 부담이 가중되는 상황에서 하반기 실적 개선은 판촉비 감소를 통한 효과가 가장 큰 동력으로 작용할 가능성이 높다. 2분기 품목군 성장률을 보면 소비 지표로 볼 수 있는 남성/여성/스포츠/명품 등 역 성장세를 보여주었고, 기저가 낮고 저마진 상품 매출이 성장한 특징이 나타났다. 하반기 면세점은 인천공항 영업면적 확장에 따른 임차료 부담이 가중될 것으로 예상되어, 실적 개선을 저해하는 요인을 작용할 가능성이 높다. 하반기 순매출액은 전년동기대비 +5.1% 성장한 3조 3,809억 원, 영업이익 3,367억 원(전년동기대비 -0.3%)으로 추정한다.

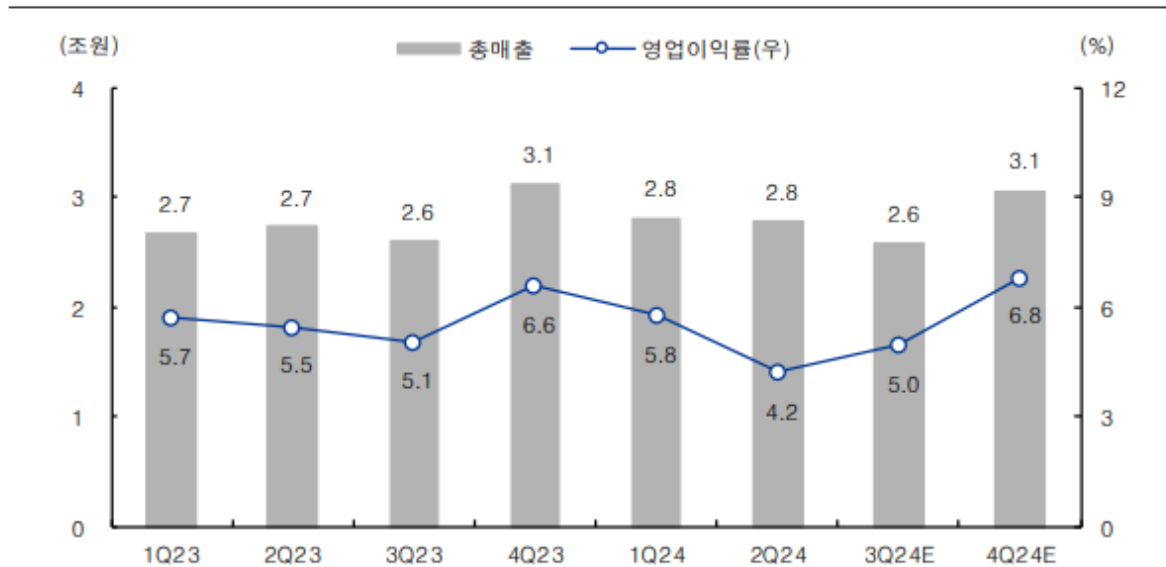
투자의견 매수, 목표주가 22만원 제시

동사에 대한 투자의견 매수를 유지하나, 목표주가는 실적 추정치 및 Target Multiple조정에 따라 22만원으로 하향한다. Target Multiple은 소비경기 둔화를 반영하여 PER 8배를 적용하였다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	7,813	6,357	6,590	6,876	7,104
영업이익	645	640	617	668	698
세전이익	522	453	523	545	641
지배주주순이익	406	225	265	265	314
EPS(원)	41,245	22,865	26,910	26,880	31,883
증가율(%)	32.3	-44.6	17.7	-0.1	18.6
영업이익률(%)	8.3	10.1	9.4	9.7	9.8
순이익률(%)	7.0	4.9	6.2	6.0	6.8
ROE(%)	10.3	5.4	6.1	5.7	6.4
PER	5.3	7.7	5.3	5.3	4.5
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.2	6.7	5.4	4.8	4.5

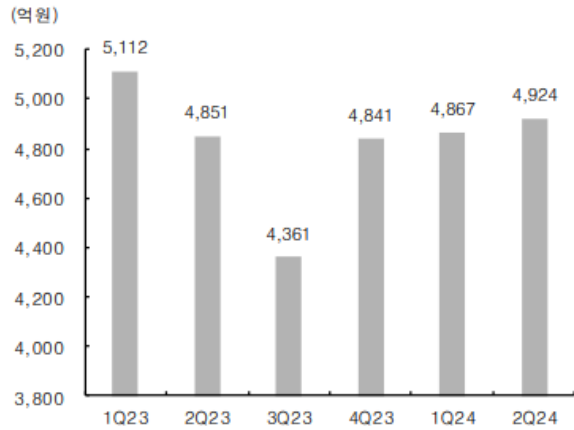
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 신세계 분기별 영업실적 추이 (연결)



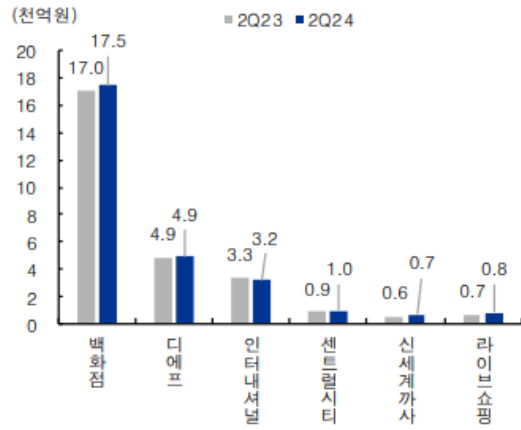
자료: 신세계, IBK투자증권

그림 2. 신세계 면세점 부문 분기별 매출 추이



자료: 신세계, IBK투자증권

그림 3. 2분기 주요 회사별 매출액



자료: 신세계, IBK투자증권





카카오뱅크

실적은 비교적 양호했지만 multiple 하향 요인 감안

[출처] [하나증권 최정욱 애널리스트](#)

예상에 부합한 2분기 순익. 수신경쟁력 재확인 긍정적, 플랫폼수익 미진은 아쉬움

카카오뱅크에 대한 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가를 기존 32,000원에서 28,000원으로 하향. 목표가 하향 배경은 지배구조 관련 불확실성과 중저신용자 대출 비율 산정방식 수정 추진 등의 규제 요인 등을 반영해 목표 PBR을 하향적용했기 때문. 2분기 순익은 전년동기대비 46.7% 증가한 1,200억원으로 우리 예상치에 부합. 1) 대출성장률이 2.9%로 예상보다 높았고, NIM은 2.17%로 1bp 하락에 그쳐 순이자이익이 크게 확대되었으며, 2) 유가증권관련이익이 큰폭 증가한데다 3) 기존 전통은행들과는 달리 PF 등 추가 적립 요인이 발생하지 않으면서 대손비용도 전분기보다 소폭 감소했기 때문. 일회성 요인으로는 민생금융 자율프로그램 비용 100억원이 있었음. 모임통장 잔액 확대 등 저원가성예금의 지속적인 증가로 독보적인 수신경쟁력이 계속 확인되고 있는 점은 긍정적이었지만 Fee/플랫폼수익이 정체 상태를 보이고 있는 점은 아쉬웠던 요인. 아이디어 상품/서비스 출시로 Fee/플랫폼수익 확대를 도모하고 있지만 해당 수익을 의미있게 확대시킬 수 있는 마이너더 및 신용카드, CB사업 등이 대주주 리스크로 인가가 지연되고 있어 단기간내 관련 모멘텀 발생이 쉽지는 않을 전망

중저신용자 목표 비중 변경시에도 추가 성장 둔화에 대한 우려는 크지 않을 듯

주요 언론에 따르면 금융당국이 인터넷은행의 중저신용자대출 목표 비중을 현재의 가계신용대출에서 차지하는 비율(평균 30% 이상) 대신 총여신 대비 일정 비율로 산정해 관리·감독하는 방안을 검토하고 있는 것으로 보도. 지금까지는 전월세 및 주담대 등의 주택대출 증가가 관련 비율에 전혀 영향을 미치지 않았지만 총여신 기준으로 관리될 경우 중저신용자대출 순증분의 일정배수만큼만 전체 여신을 증가시킬 수 있음. 현재 동사의 총여신 대비 중저신용자대출 비중은 약 11% 수준인데 목표 비율이 어느정도로 설정될지는 알 수 없지만 현수준에서 크게 상향되지 않는다면 추가 성장 둔화에 대한 우려는 크지 않을 듯. 개인사업자 신용대출액도 중저신용자대출 목표 비율 산정에 포함되고 있으며, 분기당 중저신용자대출이

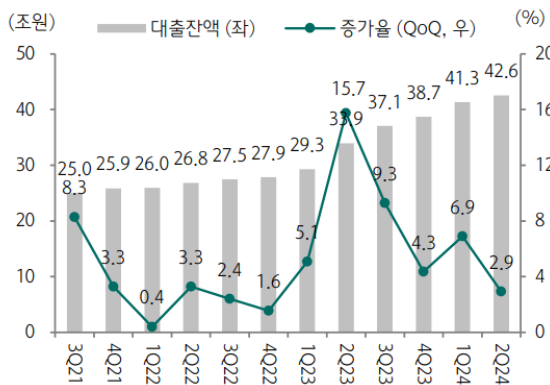
2천억원 늘어난다고 가정시 이는 총여신을 약 1.3~1.8조원(목표 비중 11~15% 가정시) 확대시킬 수 있기 때문. 1.3조원 증가는 대출성장률 약 3%에 해당하는 규모임. 다만 목표 비율이 상향될 여지가 있는데다 대출 규제가 강화된다는 측면에서는 부정적인 요인으로 판단

최종 판단까지 장기간 소요되지만 지배구조 관련 불확실성이 매우 커진 점은 분명
 대주주 카카오의 김범수 의장 구속으로 지배구조 관련 불확실성이 커진 점도 분명 리스크요인. 최종 판결까지는 수년이 소요되고, 판결 결과도 예단하기 어렵지만 만약 유죄 확정시 양벌규정에 따라 카카오가 대주주 지위를 잃을 가능성이 매우 높기 때문(유죄시 금융위 처분 명령 가능성 높음). 2대주주의 적은 출자여력과 투자금융 DNA 훼손 우려, 금융지주사 인수는 주주 설득의 어려움, 산업자본은 대주주 적격성 심사 관건 등을 감안하면 처분 지분을 인수할 수 있는 잠재인수자를 찾기도 쉽지 않아 시장 매물 출회 가능성이 있다고 판단

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

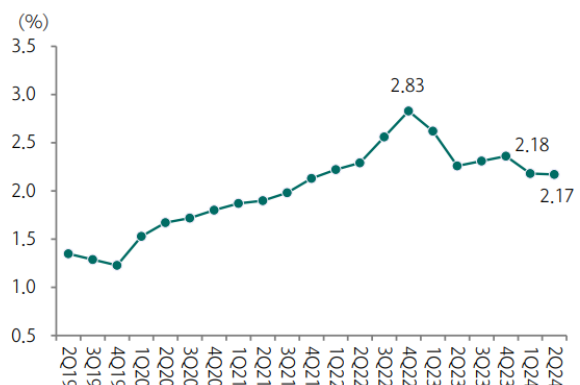
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
총영업이익	920	1,162	1,311	1,450
세전이익	352	469	560	623
지배순이익	263	355	423	470
EPS	553	744	887	986
(증감율)	19.5	34.7	19.2	11.1
수정BPS	11,988	12,829	13,566	14,343
DPS	80	150	210	270
PER	44.0	38.3	24.1	21.7
PBR	2.0	2.2	1.6	1.5
ROE	4.7	6.0	6.7	7.1
ROA	0.7	0.8	0.7	0.7
배당수익률	0.3	0.5	1.0	1.3

도표 3. 카카오뱅크 분기별 대출 증가율 추이



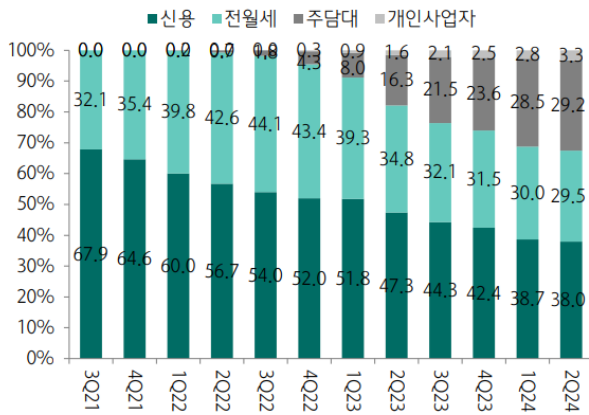
주: 전분기대비 성장률 기준
 자료: 하나증권

도표 4. 카카오뱅크 NIM 추이



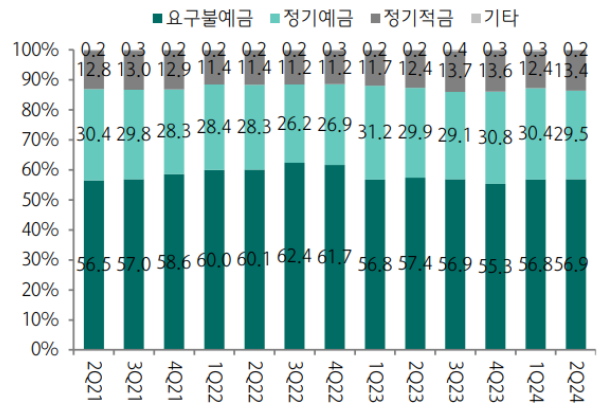
주: 분기 NIM 기준
 자료: 하나증권

도표 5. 카카오뱅크 대출포트폴리오 비중 추이



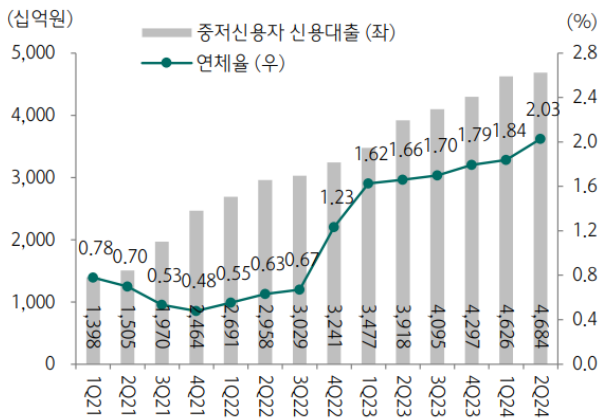
자료: 하나증권

도표 6. 카카오뱅크 수신 상품별 비중 추이



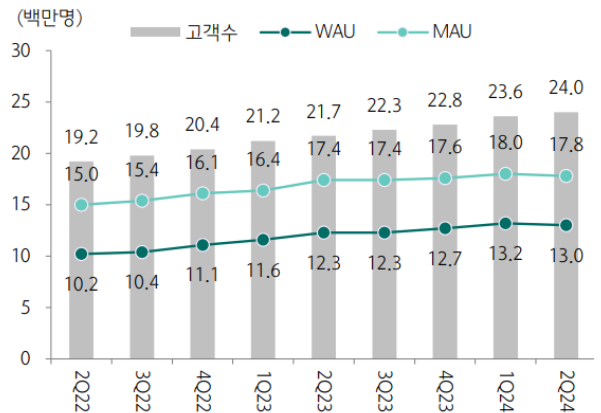
자료: 하나증권

도표 7. 카카오뱅크 중저신용자 신용대출 잔액 및 연체율 추이



주: 1Q23~2Q24 연체율은 하나증권 추정치

도표 8. 카카오뱅크 MAU/WAU 및 고객수 추이



자료: 하나증권





GS리테일

2분기 Review : 기대치 부합

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

2분기 시장 기대치 부합

GS리테일 2분기 실적은 시장 및 당사 추정치에 부합하였다. 2분기 연결기준 매출액은 2조 9,371억 원(전년동기대비 +4.4%), 영업이익 810억 원(전년동기대비 -9.4%)을 달성하였다. 2분기 전체 실적은 감소한 것처럼 보이지만, 호텔 및 후레쉬미트 인적분할 결정에 따른 중단사업 인식 효과가 반영된 결과이다. 참고로, 2분기 호텔부문 영업이익은 257억 원을 달성하였다. 이를 반영할 경우 실질 영업이익은 약 1,067억 원에 달하는 것으로 분석된다.

2분기 실적에서 주목되는 부분은 1) 편의점의 경우 경쟁사 대비 기존점 성장세가 높게 나타났고, 2) 슈퍼사업부 신규점 출점 효과가 가속화되고 있으며, 3) 홈쇼핑 체질 개선에 따른 기여도 증가이다. 편의점 기존점 성장률은 1.4%로 나쁘지 않았다. 경기 부진에도 불구하고 직영점(특수점) 매출 신장과 가격 인상 효과가 반영된 것으로 판단한다. 슈퍼사업부 2분기 점포 순증수는 25점으로 상반기 54점 오픈하였다. 가맹점을 중심으로 빠르게 확장하고 있으며, 연간 100개에 달하는 점포 순증이 가능할 것으로 판단한다. 일부 경쟁체제 심화 및 경기 악화 영향으로 기존점 성장이 제한되었지만, 가맹점 효과가 지속되고 있다는 점에서 이익 기여도는 높아질 전망이다. 동사는 전사적으로 수익성 개선 작업을 통해 이익 창출 능력을 높이고 있다. 지난해 프레스몰 사업 중단을 통해 온라인 효율화를 모색하였고, 홈쇼핑도 저마진 상품군 비중 축소와 비용 절감으로 수익성 개선에 기여하고 있다. 2분기는 편의점 사업부가 예상 대비 부진하였지만, 비편의점 사업부 이익 기여도 확대가 이어지고 있다는 점에서 긍정적이라 판단한다.

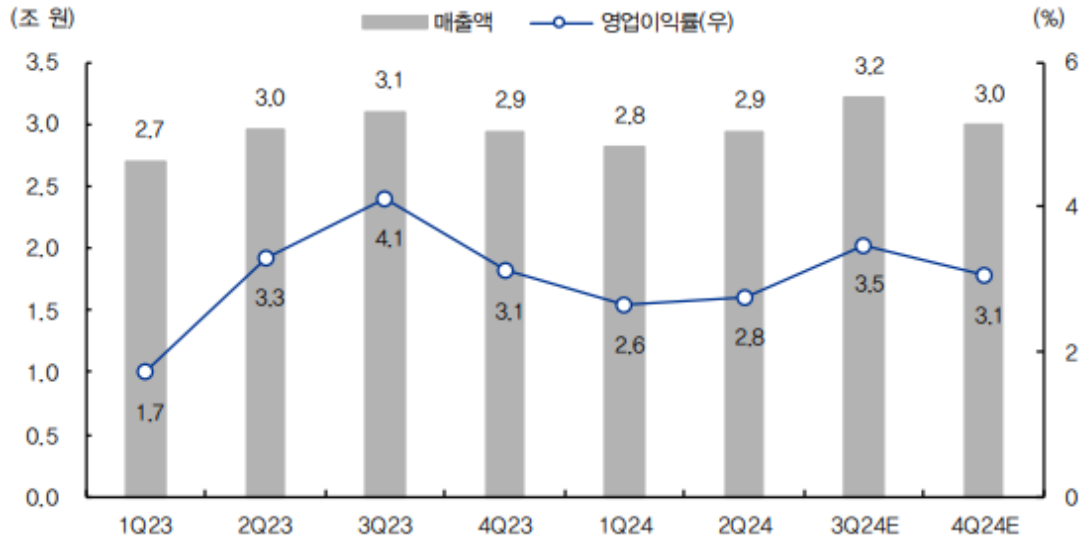
투자의견 매수, 목표주가 27,000원으로 하향

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 27,000원을 제시한다. 목표주가 조정은 파르나스호텔 분할에 따른 이익 추정치 조정을 반영하였다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	11,032	11,613	11,941	12,659	13,206
영업이익	360	394	358	380	419
세전이익	212	148	258	317	389
지배주주순이익	40	18	182	231	284
EPS(원)	386	169	1,744	2,237	2,745
증가율(%)	-95.7	-56.3	932.8	28.3	22.7
영업이익률(%)	3.3	3.4	3.0	3.0	3.2
순이익률(%)	0.4	0.2	1.6	1.9	2.2
ROE(%)	1.0	0.4	4.4	5.4	6.4
PER	72.9	136.5	12.4	9.7	7.9
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.4	4.6	4.5	3.7	3.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. GS리테일 영업실적 추이 및 전망



자료: GS리테일, IBK투자증권





하이브

예상보다 더디지만 글로벌 성과들은 곧 확인될 것

[출처] 하나증권 이기훈 애널리스트

목표주가 하향하나 최선호주 유지

2분기 실적 부진으로 목표주가를 300,000원(-5%)으로 하향하며, 올림픽 영향으로 3분기 실적 모멘텀도 제한적이다. 다만, 최근 주가 하락은 이에 더해 내부적인 인적 이슈와 산업적인 중국향 앨범 감소, 그리고 전세계적인 매크로 영향까지 모두 반영되어 있으며 4분기부터는 이런 악재들이 마무리되면서 기획사의 비중확대 및 동사를 최선호주로 제시한다. 주요 아티스트들의 앨범 판매량이 작년 상반기 대비 최대 -45%까지 감소했는데, 중국 비중(30~40%)을 감안한다면 앨범 감소 현상은 점차 마무리 될 것이다. 역사적 엔저 현상이 정상화되고 있는 것도 일본 매출 비중이 약 30% 내외로 높은 동사에 긍정적이다. 케이팝 내 미국향 모멘텀이 가장 높은 BTS와 블랙핑크 모두 내년 완전체 투어 활동이 계획되어 있어 빠르면 연말부터 주가에 반영될 수 있다. 마지막 남은 리스크가 인적 관련 이슈인데, 내년 1월이 민희진 대표의 스톱옵션 행사일이기에 늦어도 4분기에 마무리 될 가능성이 높을 것으로 판단한다. BTS의 완전체 활동이 예상되는 2026년 예상 영업이익은 약 5,000억원 내외이며, P/E 30~35배를 적용할 때 목표 시가총액은 13~15조원 내외다.

2Q Review: OP 509억원(-37% YoY)

2분기 매출액/영업이익은 각각 6,405억원(+3% YoY)/509억원(-37%)으로 컨센서스(683억원)을 하회했다. 세븐틴/TXT/RM/뉴진스/투어스/보이넥스트도어 등의 컴백으로 약 1,160만장의 앨범 판매를 기록했으며, 세븐틴/TXT/엔하이픈 등의 글로벌 투어 등으로 약 99만명을 모객하며 분기 최대 매출을 기록했다. 다만, 게임 관련 손실 약 200억원 포함 시프트/디어스 등 신사업 관련 적자가 약 250억원 내외 발생하면서 부진했다. 게임 관련 비용은 2분기에 모두 반영되었으며, 하반기에는 큰 타이틀이 없어 이 정도 규모의 손실은 없을 것이다. 3분기 예상 영업이익은 564억원(-22%, 컨센서스 720억원)으로, 지민/엔하이픈/르세라

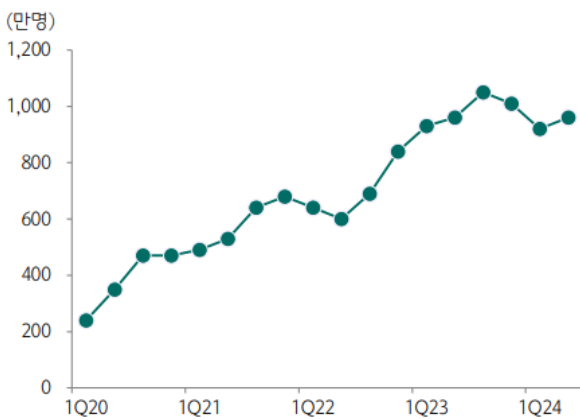
팝/보이넥스트도어 등의 컴백과 TXT 월드 및 엔하이픈/엔티의 일본 투어 등으로 약 50만명 내외의 모객이 예상된다.

오랫동안 기다려왔던 위버스의 유료화

위버스 플랫폼의 유료화가 4분기에 도입되는데 기존 멤버십과는 별도의 서비스로 디지털 멤버십 카드, 광고 없는 영상 시청, VOD 오프라인 저장, 선택적 멤버십 독점 콘텐츠 조회 및 이벤트 우선 참여 등이 포함된다. 레이블 혹은 아티스트별로 다른 형태의 서비스가 예상되는데, 시간당 매출액이 낮은 저연차 아티스트일수록 서비스 제공 범위가 커질 것으로 추정된다. 약 1,000만명 내외의 MAU를 보유한 상황이기에 향후 팬들의 유료 전환율을 높이는 방식이 상당히 중요한데, 이를 4분기에 확인하면서 모멘텀이 확대될 것이다.

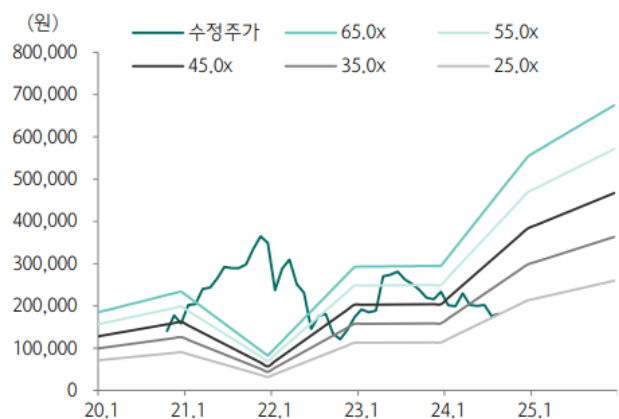
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,776.2	2,178.1	2,134.7	2,750.1
영업이익	236.9	295.6	216.1	400.9
세전이익	96.5	250.1	257.1	495.9
순이익	52.3	187.3	189.0	354.8
EPS	1,265	4,504	4,538	8,517
증감율	(64.92)	256.05	0.75	87.68
PER	137.15	51.84	40.00	21.31
PBR	2.59	3.33	2.51	2.31
EV/EBITDA	19.12	22.88	25.80	16.26
ROE	1.87	6.58	6.37	11.28
BPS	66,995	70,090	72,401	78,572
DPS	0	700	2,100	2,700

도표 5. 위버스의 MAU 추이: 2Q24 960만명(4% QoQ)



자료: 하이브, 하나증권

도표 6. 하이브 12MF P/E 차트



자료: 하이브, 하나증권



에스엠

예상치 못 한 올해 역성장

[출처] 하나증권 이기훈 애널리스트

목표주가 하향

2분기 실적 부진을 반영하면서 2025년 EPS 기준 목표주가를 100,000원(-9%)으로 하향한다. 3개 분기 연속 실적 부진과 별도 부문의 높은 원가율은 상당히 아쉬운 부분이지만, 산업 내 앨범 하향 이슈가 4분기쯤 마무리 될 것으로 예상되고 있고 기획사 주가 역시 고점 대비 45% 내외 하락해 밸류에이션 매력이 높아진 상황이다. 동사의 밸류에이션 할인 요소는 라인업 내 신인 그룹들의 비중이 낮다는 점인데, 최근 1년 내 데뷔한 라이즈/NCT WISH의 성과가 좋으며 4분기 영국 남자와 한국 여자 그룹이 데뷔를 앞두고 있다. 이들의 흥행에 따라 실적과 밸류에이션 모두 확대될 수 있는 만큼 연이은 실적 쇼크에도 눈앞에 다가온 신인 모멘텀을 근거로 현 주가에서는 매수 의견을 유지한다.

2Q OP 247억원(-31%)

2분기 매출액/영업이익은 각각 2,539억원(+6% YoY)/247억원(-31%)으로 컨센서스(324억원)을 하회했다. 별도 영업이익은 293억원(+5%)으로 1) NCT/에스파/라이즈 등의 컴백 등으로 앨범 약 416만장, 2) 콘서트는 NCT드림의 일본 돔 투어 등 약 72만명 등이 반영되었다. 다만 별도 부문의 매출원가율이 3개 분기 연속으로 67~69% 내외를 기록했는데, 앨범 판매량의 감소 현상을 감안하더라도 현재 매출 구성으로는 다소 납득하기 어려운 부분이다. 연결 자회사의 단순 합산 적자가 46억원을 기록했는데, 신설 자회사(북미/퍼블리싱 등)들의 적자 부담과 좀처럼 회복하지 못하는 일본 법인의 수익성이 누적되면서 상반기 영업이익은 403억원을 기록했다. 하반기 대규모 투어 계획과 에스파/NCT드림 등 주요 아티스트들의 컴백을 감안하더라도 연간 영업이익 레벨을 1,000~1,100억원 내외로 하향했는데, 첸백시 이슈로 엑소의 컴백 가정을 제외한 점도 참고해야 한다. 타 기획사들 역시 앨범의 하향으로 역성장이 예상되지만, 동사는 작년 상반기 경영 분쟁 이슈로 하반기에서야 활동 정상화가 되었다는 점과 투자자들의 자회사 개선 기대감이 높았다는 점을 감안하면 다소 아쉬운 부분이다.

그래도 눈앞에 다가온 신인 모멘텀

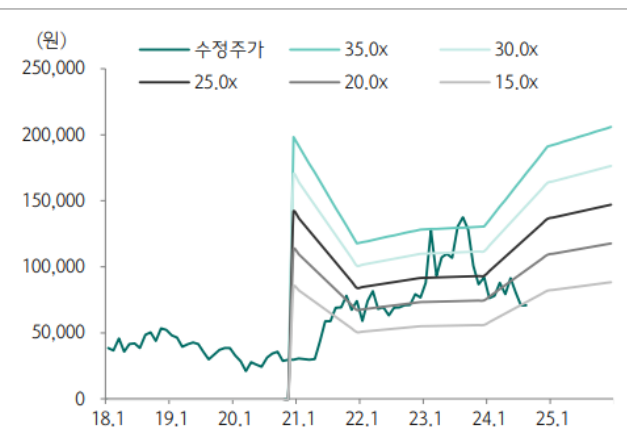
작년과 올해 데뷔한 라이즈와 NCT WISH(일본)과 빠르게 흥행하고 있는 가운데, 8월에는 영국 보이 그룹 디어 엘리스의 데뷔 다큐멘터리가 8월 BBC를 통해 방영될 예정이며, 4분기에 데뷔가 예상된다. 4분기에는 한국 여자, 2025년에는 한국 남자 신인 그룹의 데뷔도 예정되어 있다. 최근 데뷔한 그룹들의 성과가 좋았던 만큼 신인 그룹들의 데뷔 및 흥행은 동사의 밸류에이션 확대에 중요한 역할을 해 줄 것으로 기대한다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

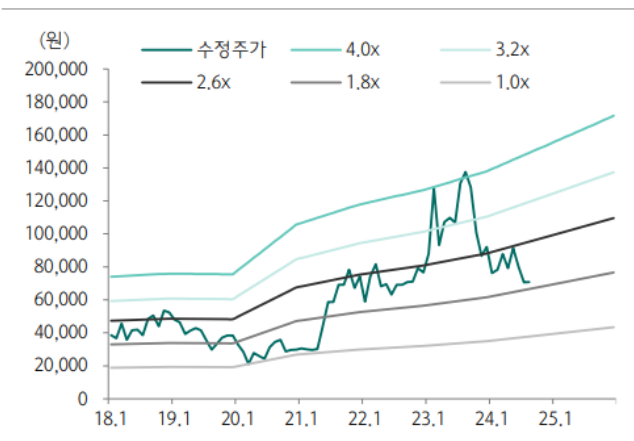
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	850.8	961.1	985.0	1,113.7
영업이익	91.0	113.5	103.6	149.0
세전이익	116.9	118.9	134.7	183.7
순이익	80.0	87.3	88.0	128.7
EPS	3,363	3,664	3,726	5,457
증감율	(40.66)	8.95	1.69	46.46
PER	22.81	25.14	19.03	12.99
PBR	2.60	2.91	2.06	1.83
EV/EBITDA	10.50	11.82	11.30	8.54
ROE	12.18	12.30	11.70	15.48
BPS	29,472	31,631	34,494	38,674
DPS	1,200	1,200	1,400	1,800

도표 4. SM 12MF P/E 밴드 차트



자료: 하나증권

도표 5. SM 12MF P/B 밴드 차트



자료: 하나증권



아모레퍼시픽

비용에서도 탈-중국이 필요

[출처] 키움증권 조소정 애널리스트

2Q: 생각보다 너무 컸던 중국발 비용 리스크

아모레퍼시픽의 2분기 매출액은 9,048억원 (-4% YoY), 영업이익은 42억원 (-29% YoY, OPM 0.5%)으로 시장예상치를 하회했지만 (시장예상치: 매출 1조 342억원, 영업이익 695억원), 순이익은 5,306억원 (+2648% YoY)을 기록했다.

- 매출/영업이익: 5월부터 코스알엑스의 연결 실적 편입에도 불구하고, 면세와 중국 법인 부진으로 매출과 영업이익이 예상보다 부진했다.

- 순이익: 영업이익은 감소했으나, 영업외 수익이 크게 늘면서 순이익은 증가했다. ①코스알엑스와의 인수 합병 과정에서 회계상 코스알엑스에 대한 지분가치를 재산정하면서 발생한 차익 약 4,200억과 ② 기존에 보유하고 있던 코스알엑스에 대한 콜옵션 가치와 실제 지급 금액 간의 차익 860억이 반영되었다. 중국향 채널: 부진했다. 면세 매출은 819억 (-29% YoY), 중국법인 매출은 759억원 (-52% YoY)을 기록했다.

- 면세: 면세는 B2B 채널 업황 부진 영향으로 감소했다.

- 중국법인: 중국 사업 개편으로 온라인 거래선을 재점검하면서 신규 재고 매입이 크게 축소되었고, 기존 재고들도 일부 환입 (150억 규모)되면서 부진할 수 밖에 없었다. (영업손실 약 420억 추정)

서구권 채널: 기존 AP브랜드의 견조한 성장세와 코스알엑스의 편입 효과로 높은 성장률을 기록했다. 북미 매출 1,218억원 (+65% YoY), EMEA 373억원(+183% YoY)을 기록, 수익성도 두 자리 수를 유지했다.

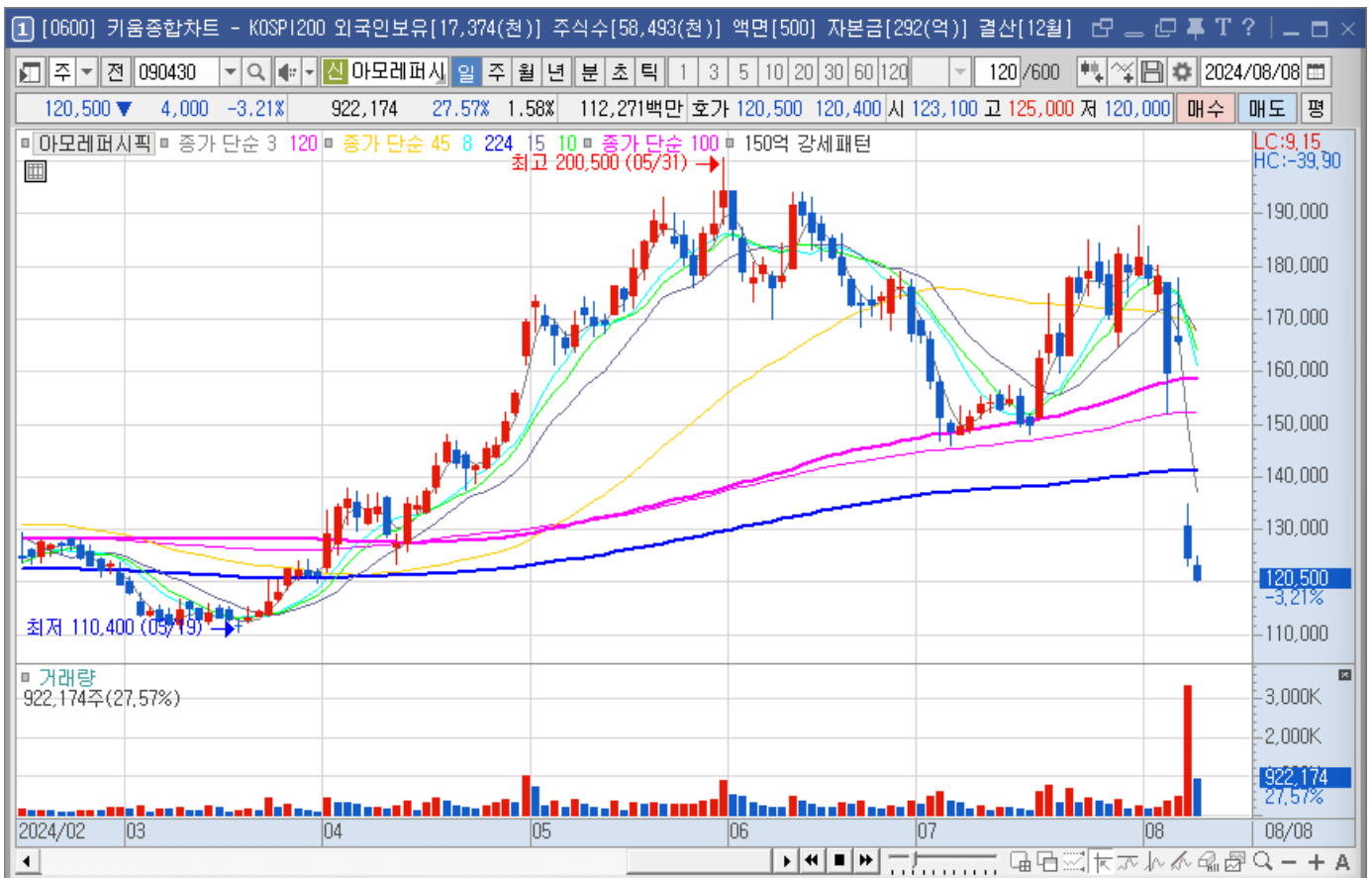
중국 의존도는 줄었지만, 비용이 문제

글로벌 리밸런싱 전략으로 중국향 비중이 계속 축소되고 있지만, 중국 법인의 비용 리스크는 당분간 동사의 연결 실적에 영향을 미칠 전망이다. 중국 법인의 경우 당분간 사업 개편 움직임이 지속될 수 밖에 없고, 이 과정에서 영업손실이 발생할 가능성이 높기 때문이다. (중국 법인 영업 손실 3분기 500억, 4분기 200억 전망)

동사의 글로벌 리밸런싱 전략, 서구권향 성장 모멘텀은 분명 긍정적이거나, 중국 관련 비용 리스크가 단기 내 해소되기 어렵다는 점이 아쉽다. 아모레퍼시픽의 완전한 '탈-중국'을 기다려보자. 투자 의견 Marketperform, 목표주가 170,000원으로 하향조정한다

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,134.9	3,674.0	3,601.8	4,099.4
영업이익	214.2	108.2	197.1	367.8
EBITDA	502.9	360.0	436.8	570.4
세전이익	224.5	280.6	727.3	425.2
순이익	129.3	173.9	709.4	331.6
지배주주지분순이익	134.5	180.1	696.0	325.4
EPS(원)	1,947	2,608	10,079	4,712
증감률(% YoY)	-30.6	33.9	286.4	-53.2
PER(배)	70.6	55.6	16.4	35.2
PBR(배)	1.98	2.04	2.16	2.10
EV/EBITDA(배)	15.8	22.5	20.2	15.0
영업이익률(%)	5.2	2.9	5.5	9.0
ROE(%)	2.8	3.7	13.7	6.1
순차입금비율(%)	-12.3	-15.3	-26.0	-29.7



코오롱인더

2024년 하반기. 펀더멘탈 개선된다

[출처] 유안타증권 황규원 애널리스트

글로벌 무역전쟁에 방어적인 장점

2024년 하반기, 무역전쟁 불안에 사로잡혀 있다. 2018 ~ 2019년 미/중 3차례 관세인상으로, 글로벌 경제 성장을 $\Delta 0.8\%p$ 하락(3.6% \rightarrow 2.8%), 한국 화학/정유업체 영업이익 $\Delta 43\%$ 감소 경험 때문이다. 반면, 코오롱인더(주)는 방어적인 특징을 보였다.(2018년 1,669억원, 2019년 1,729억원) 내수의 패션, 과점인 석유수지(산업용 접착제), 고마진 아라미드(초강력 섬유) 덕택이었다. 특히, 2024년 아라미드 증설, 적자 PET 필름 정리로, 영업이익은 2023년 1,576억원, 2024년 2,246억원, 2025년 2,491억원으로 단단한 회복이 기대된다.

2024년 3분기 아라미드 증설 효과 기대

2024년 1분기, 산업자재에서 성장축인 아라미드 섬유(초강력 섬유, 주요 용도 : 5G통신 케이블 피복재/전기차 타이어코드/자동차 브레이크패드/방탄소재) 설비가 완공되었다. 캐apas는 7,500톤에서 1.5만톤으로, 104% 늘어났다. 1분기 수출 문제, 2분기 기존설비 정기보수 등으로 인해, 상반기에 이익 개선효과가 미미했다. 9월부터 수혜가 예상된다. 아라미드 펄프 1,500톤(원사를 숨털처럼 짧게 가공해 브레이크패드 소재로 납품) 설비가 추가되어 양산을 시작한다. 게다가, 글로벌 업황도 점차 개선될 전망이다. 2024년 코오롱인더(주) 7,800톤, 중국 Sinochem(주) 3,000톤, 한국 태광산업(주) 3,500톤(2025년 초) 가동 이후 증설 압박이 줄어든다.

2024년 하반기, PET필름 조인트벤처 임박

2024년 하반기, 적자사업이던 PET필름(포장재, 광학용필름)에 대한 구조조정이 마무리될 전망이다. 국내 PET필름 양대 생산축인 SK마이크로웍스(한앤코머티리얼즈홀딩스(주)의 100% 자회사)의 수원/진천공장과 코오롱인더(주)의 김천/울산 공장을 통합해, 공동회사를 설립하게 된다. 코오롱인더(주)의 PET필름 사업부문(매출액 2,488억원, 영업손실 $\Delta 296$ 억원, 세후 순손실 $\Delta 366$ 억원, 자기자본 562억원) 등이 지분법 회사로 바뀌는데, 연간 350억원의 순이익 개선 효과가 기대된다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	12,445	-7.6	7.2	12,727	-2.2
영업이익	664	0.9	116.7	650	2.1
세전계속사업이익	425	-30.9	37.9	507	-16.1
지배순이익	229	-35.4	27.8	369	-37.8
영업이익률 (%)	5.3	+0.4 %pt	+2.7 %pt	5.1	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	1.8	-0.8 %pt	+0.3 %pt	2.9	-1.1 %pt

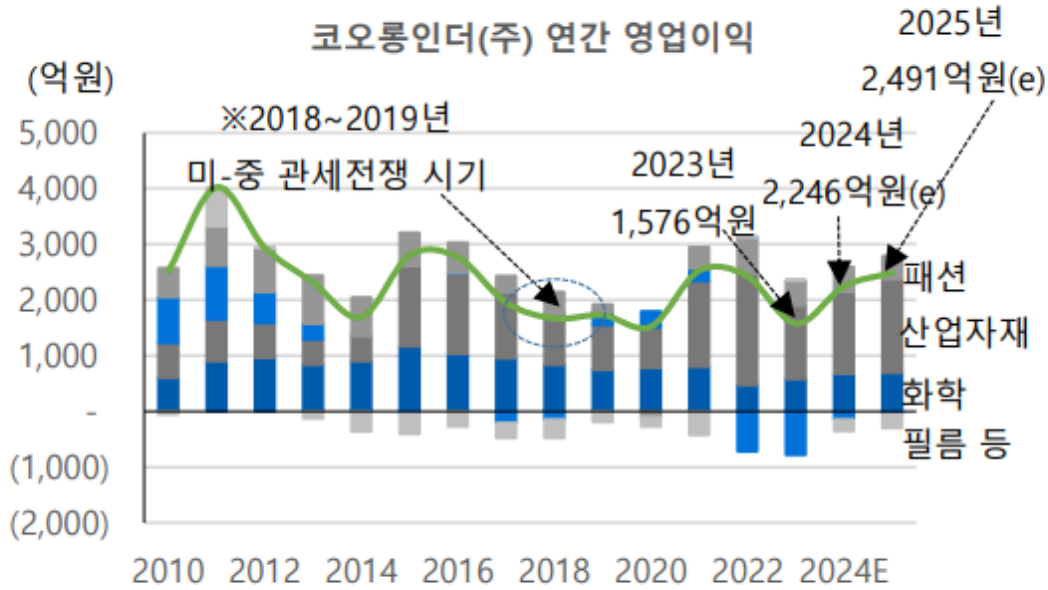
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

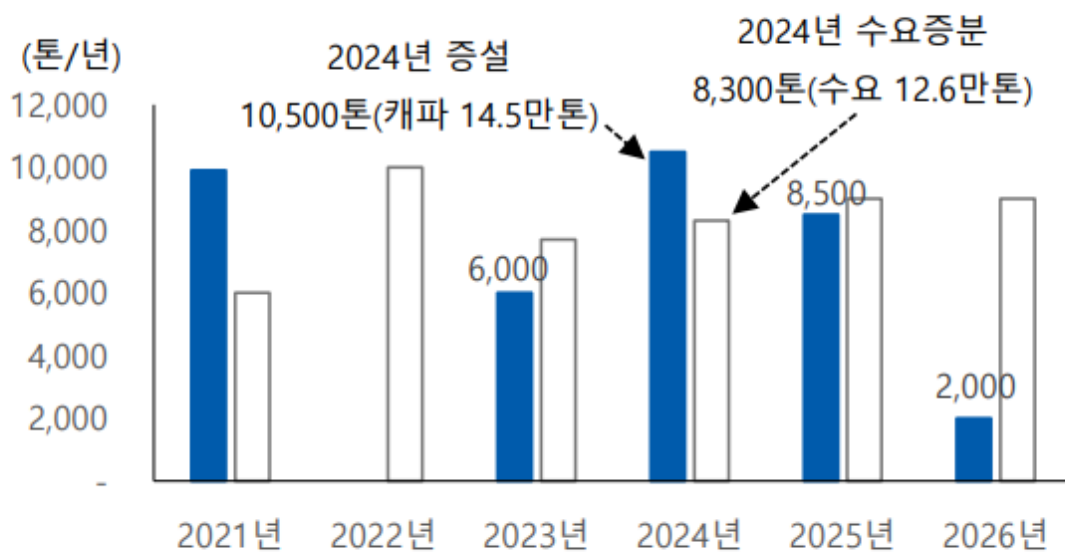
결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	53,675	50,612	49,276	49,466
영업이익	2,425	1,576	2,246	2,491
지배순이익	1,798	428	1,091	1,488
PER	8.6	32.4	8.7	6.3
PBR	0.6	0.5	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.9	8.4	5.9	5.5
ROE	7.1	1.6	3.7	4.8

자료: 유안타증권



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 아라미드 수급



자료: 유안타증권 리서치센터

