

# 2024.11.04.(월) 증권사리포트

## 삼성전자

DS가 하반기 실적 핵심 변수

[출처] IBK투자증권 김운호 애널리스트

24년 3분기 부진, 반도체 일회성 비용이 주범

삼성전자의 2024년 3분기 매출액은 2024년 2분기 대비 6.8% 증가한 79.1조원이다. VD/가전을 제외한 전 사업부 매출액이 24년 2분기 대비 증가하였다. DS는 가격은 상승했으나 물량은 전체적으로 감소했고, 디스플레이는 고객 신제품 물량 효과로 9.1% 증가, MX는 신제품 효과에 따른 가격 상승 효과로 11.5% 증가했다. 삼성전자의 2024년 3분기 영업이익은 2024년 2분기 대비 12.1% 감소한 9.18조원이다. DS가 일회성 비용으로 큰 폭으로 감소하고 나머지 사업부는 2분기 대비 증가하였다.

24년 4분기. HBM이 성장 주도

삼성전자의 2024년 4분기 매출액은 2024년 3분기 대비 3.8% 감소한 76.09조원으로 예상된다. .IM, VD/가전을 제외한 사업부 매출액이 24년 3분기 대비 증가할 것으로 예상된다. DS는 가격 상승이 매출액을 견인할 것으로 예상하고, 디스플레이는 연말 효과를 기대하고, MX는 재고 조정에 따른 물량 감소가 예상되고, VD/가전은 가전 부진으로 감소할 전망이다. 삼성전자의 2024년 4분기 영업이익은 2024년 3분기 대비 9.9% 증가한 10.09조원으로 예상된다. DS가 영업이익 개선을 주도할 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 95,000원 유지

삼성전자에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는 발목을 잡았던 HBM 비중이 의미 있게 성장하기 시작했고, 영업이익 개선세는 4분기까지 지속될 것으로 예상하고, 4분기 계절적 부진에도 DS로 성장세를 유지할 것으로 기대하고, AI 시장 내에서 역할이 점진적으로 개선될 것으로 기대하기 때문이다. 목표주가는 95,000원을 유지한다. 공격적인 HBM 성장 전략의 성공 여부, 주요 고객사로 4분기 중 진입 여부, 2025년 물량 증가 등 다양한 변수들이 주가 움직임과 연동될 것으로 예상된다. 조금은 적극적인 관점에서 대응할 필요가 있다고 판단한다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	302,231	258,935	301,176	319,290	352,844
영업이익	43,377	6,567	36,123	40,539	54,064
세전이익	46,440	11,006	40,706	46,303	59,509
지배주주순이익	54,730	14,473	34,731	39,616	50,930
EPS(원)	8,057	2,131	5,113	5,832	7,498
증가율(%)	39.5	-73.6	140.0	14.1	28.6
영업이익률(%)	14.4	2.5	12.0	12.7	15.3
순이익률(%)	18.4	6.0	12.0	12.9	15.1
ROE(%)	17.1	4.1	9.4	10.1	12.2
PER	6.9	36.8	11.6	10.2	7.9
PBR	1.1	1.5	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.4	10.0	4.2	3.9	3.0

자료: Company data, IBK투자증권 예사





## 현대글로벌비스

실적도 좋고, 주주환원도 좋다

[출처] 하나증권 송선재 애널리스트

실적도 좋은데, 주주환원까지 좋으니 목표주가를 상향

현대글로벌비스에 대한 투자의견 BUY를 유지한 가운데, 목표주가를 기존 14.0만원에서 신규 15.0만원 (12MF 목표 P/E 8.5배)으로 상향한다. 해외 물류, 완성차해상운송(PCTC), 그리고 CKD 부문에서의 호조가 이어지고 있다. 특히, PCTC 부문은 선대 확대와 운임 조정, 그리고 사선/용선 믹스의 개선에 따른 원가 하락 등으로 높은 성장과 이익률 상승을 보여주고 있다. 핵심 사업부 위주로 사업 경쟁력이 강화되는 가운데, 주주환원 확대(배당성향 최소 25% 이상+DPS 최소 5% 증가) 및 높은 사업목표 제시(2030년 매출액 40조원 이상, 영업이익 2.6~3.0조원, ROE 15% 이상) 등으로 주주가치도 제고될 것으로 예상한다.

## 3Q24 Review: 영업이익률 6.3% 기록

현대글로벌비스의 3분기 실적은 시장 기대치를 상회했다(영업이익 기준 +10%). 매출액/영업이익은 18%/22% (YoY) 증가한 7.47조원/4,691억원(영업이익률 6.3%, +0.2%p (YoY))을 기록했다. 물류/해운/유통 매출액이 각각 15%/28%/17% (YoY) 증가했다. 물류에서는 완성차 내수 부진을 믹스 개선이 만회하면서 국내 물류가 4% (YoY) 증가했고, 해외 물류는 해외 완성차 내륙운송 물동량 증가와 환율 상승으로 18% (YoY) 증가했다. 해운에서는 벌크해상운송이 장기 가스선 및 탱커선 운항 개시 효과로 17% (YoY) 증가했고, 완성차해상운송(PCTC)은 일부 노선 운임 조정과 선대 확대에 힘입어 32% (YoY) 증가했다(1분기/2분기 +21%/+28% (YoY)). 유통 중 CKD 매출액은 해외 공장 물량 공급과 환율 상승으로 21% (YoY) 증가했고, 중고차 경매/기타유통은 물량 변동으로 각각 6%/5% (YoY) 감소했다. 전체적으로 중고차 및 기타유통을 제외한 주력 부문들에서 성장했고, 특히 해외 물류/PCTC/CKD 등에서 운임 시황의 상승과 선대 확대, 환율 효과 등으로 호조세를 이어갔다. 영업이익률은 0.2%p (YoY), 0.1%p (QoQ) 변동한 6.3%였는데, 물류/해운/유통 부문이 각각 8.2%/8.1%/4.2%를 기록했다. 외형 성장으로 영업 레버리지 효과가 수익성 상승에도 기여했다.

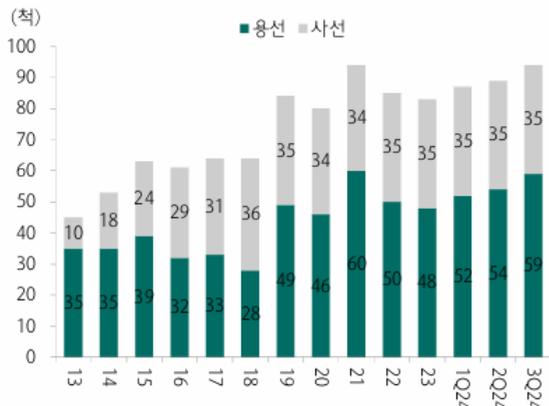
컨퍼런스 콜의 내용: 선대 확대와 운임 상승으로 PCTC 호조가 지속될 것으로 기대  
현대글로벌비스는 전년 4분기~금년 1분기에 걸쳐 일부 노선에 대해 완성차 해상운송 운임을 조정한 효과가 나타나고 있고, 관련 효과가 4분기에도 지속되며, 연말까지 주요 고객사들에 대한 장기계약 갱신도 있어 운임을 포함해 협상을 진행 중이라고 밝혔다. 선대는 2분기 89척에서 3분기 94척, 4분기 98척으로 확대되는데, 대형 중장기 노선이 순차적으로 투입되고 고비용 단기 용선의 사용 축소로 원가 개선이 있을 것으로 기대 중이다. 기발주된 선대들을 순차적으로 인수하면 용선의 반납이 지속되고, 원가 경쟁력을 갖춘 고정 선복의 비중이 확대되기 때문에 향후에도 수익성 개선이 이어질 것으로 보고 있다. 2024년 영업이익 가이드는 1.6~1.7조원이었는데, 최소 상단이 가능할 것으로 전망 중이다.

## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	26,981.9	25,683.2	28,557.9	30,061.3
영업이익	1,798.5	1,554.0	1,746.2	1,874.5
세전이익	1,597.4	1,453.4	1,769.2	1,888.0
순이익	1,189.8	1,061.1	1,287.8	1,374.2
EPS	15,864	14,148	17,170	18,322
증감율	51.97	(10.82)	21.36	6.71
PER	5.16	6.77	7.08	6.63
PBR	0.89	0.93	1.03	0.92
EV/EBITDA	2.87	3.18	3.62	3.09
ROE	18.78	14.51	15.55	14.72
BPS	91,547	103,405	117,425	131,447
DPS	2,850	3,150	4,300	4,600

도표 3. 현대글로벌비스의 PCTC 선대 현황



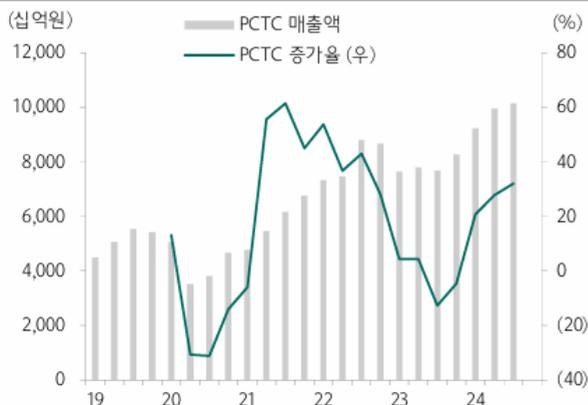
자료: 현대글로벌비스, 하나증권

도표 4. 현대글로벌비스의 PCTC 선박 적재율 추이



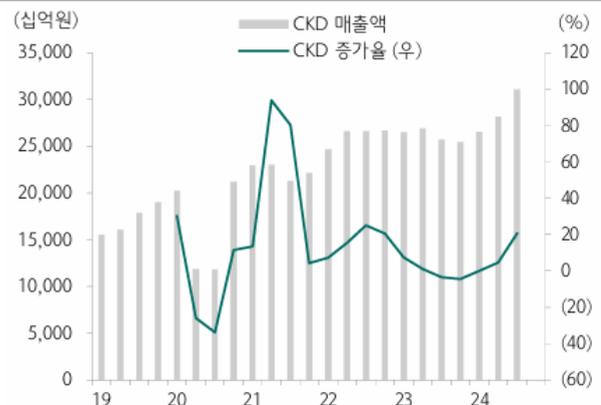
자료: 현대글로벌비스, 하나증권

도표 5. 현대글로벌비스의 PCTC 매출액 추이

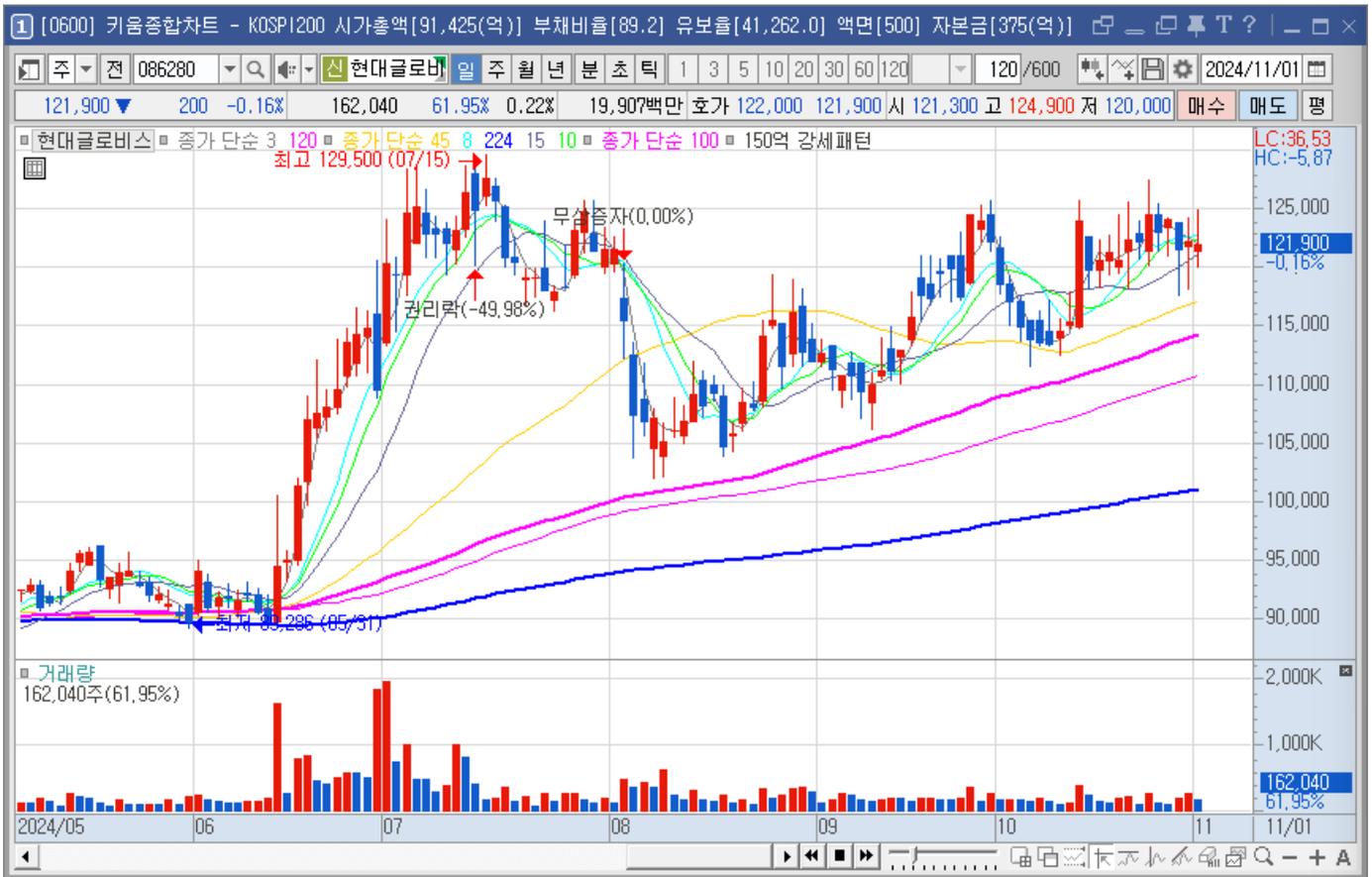


자료: 현대글로벌비스, 하나증권

도표 6. 현대글로벌비스의 CKD 매출액 추이



자료: 현대글로벌비스, 하나증권



아모레퍼시픽

이제는 서구권 채널에 집중할 때

[출처] 키움증권 조소정 애널리스트

3Q: 생각보다 양호했지만, 아쉬움도 있었다

아모레퍼시픽의 3분기 매출액은 9,772억원 (+10% YoY), 영업이익은 652억원 (+278% YoY, OPM 6.7%)으로 시장예상치를 상회했다. 코스알엑스 실적의 온기 반영 효과로 성장세를 보였고, 중국 법인 관련 비용이 예상보다 적게 반영되면서 시장기대치를 상회했다.

○ 중국향(기존): 면세 매출은 855억원 (-28% YoY), 중국법인 매출은 750억원 (-42% YoY)를 기록했다. 면세: B2B 채널 축소, 업황 부진 영향이 컸다.

중국법인: 전반적인 채널 조정 (온라인 거래구조 변경, 오프라인 매장 축소) 영향으로 매출이 크게 감소했다. 이에 영업적자를 기록하였으나, 마케팅 축소 등 영향으로 전분기 대비 영업손실이 줄어든 점은 긍정적이다. (중국법인 영업손실 300억, 일회성 비용 210억 추정)

○ 서구권(기존): 서구권 매출은 +20% 성장, 그중 미주는 +15%, EMEA는 +60% 성장을 기록했다. 브랜드 라네즈와 이니스프리가 성장을 견인했다.

○ 코스알엑스: 매출 1,506억 (+8% YoY), 영업이익 452억원 (OPM 30%)으로 추정된다. 수익성 중시로 인한 기존 이커머스 채널 내 매출 감소와 신규 해외 채널의 진출 효과가 상쇄된 것으로 파악된다. (중동, 인도 등)

Fwd PER 19배, 이 정도면 밀져도 본전

일단 글로벌 리밸런싱 전략 덕분에 중국 리스크가 점차 축소되고 있는 점이 긍정적이다. 현재 중국 법인은 사업 개편이 진행 중이다. 오프라인 매장 축소와 비용 효율화 등으로, 당장은 중국 내 영업손실이 발생할 가능성이 높으나, 내년부터는 턴어라운드 가시화될 것으로 기대된다.

한편 향후 주가의 방향성은 동사가 서구권 채널 내 성장 모멘텀을 키워갈 수 있을 지에 달려 있을 것으로 예상된다. 이번 실적에서 코스알엑스의 성장률 둔화는 아쉬웠지만, 기존 AP브랜드의 서구권 채널내 성장세는 분명 우수했다. (미국: 라네즈 +18%, 이니스프리 +20% / EMEA: 라네즈 +세 자리 수% 성장) 신규로 인수한 브랜드든, 자체 육성한 브랜드든 회사의 성장을 이어나갈 수 있을지가 가장 중요하다. 이에 향후 시장은 4분기 쇼핑 이벤트 (블랙프라이데이, 홀리데이) 결과에 주목할 것으로 전망한다.

현재 주가는 Fwd PER 19배 수준으로 밸류에이션 매력이 돋보인다. 향후 쇼핑 이벤트 내 동사 산하 브랜드들이 우수한 성과를 보일 경우 주가가 반등할 가능성이 높기에, 매수를 추천한다.

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,134.9	3,674.0	3,775.8	4,220.1
영업이익	214.2	108.2	233.7	455.8
EBITDA	502.9	360.0	473.5	658.5
세전이익	224.5	280.6	765.9	535.7
순이익	129.3	173.9	727.6	417.8
지배주주지분순이익	134.5	180.1	727.1	418.5
EPS(원)	1,947	2,608	10,530	6,061
증감률(% YoY)	-30.6	33.9	303.7	-42.4
PER(배)	70.6	55.6	11.1	19.2
PBR(배)	1.98	2.04	1.51	1.45
EV/EBITDA(배)	15.8	22.5	12.2	8.3
영업이익률(%)	5.2	2.9	6.2	10.8
ROE(%)	2.8	3.7	14.2	7.7
순차입금비율(%)	-12.3	-15.3	-25.5	-30.0





## HD현대에너지솔루션

2분기 연속 흑자

[출처] [DS투자증권 안주원 애널리스트](#)

### 24.3Q Review: 당사 추정치 상회

3분기 실적은 매출액 1,006억원(-28.6% YoY)과 영업이익 34억원(-46.9% YoY)을 달성하며 당사 추정치를 상회했다. 2분기 재고자산평가 충당금 환입 효과로 이익 규모가 컸던 만큼 3분기에는 다시 적자로 돌아설 것으로 예상했으나 모듈 부문에서의 적자 규모가 크게 줄어들었다. 주된 이유는 1) 미국/유럽에서의 모듈 가격 급락 진정에 따른 적자 축소, 2) 시장에서 수요가 많은 대형제품 판매 증가 및 3) 미국 내 신규 유통망 확장 효과 등 때문이다. 3분기 기준 지역별 매출 비중은 국내 79%, 미국 16%, 유럽/호주 5%이다.

### 중국 태양광 기업들의 모듈 가격 인상

지난 9월 중국 태양광 기업들의 웨이퍼 가격 인상에 이어 최근에는 모듈 가격을 올리기 시작했다. Longi는 10~20% 수준으로 제품 가격을 올렸으며 Tongwei, Jinko 등 다른 기업들도 비슷한 인상률로 단가를 올릴 전망이다. 태양광은 중국 기업들의 전략이 업황에 크게 영향을 미친다. 과잉 공급으로 지난해 하반기부터 태양광 전 밸류체인에서의 가격 급락이 이루어졌고 관련 기업들도 구조조정을 단행했다. 시장 정상화를 위해 중국 정부에서도 태양광 산업에 가격 상승을 요구하고 있으며 실제 결과로 이어진 만큼 향후 추가 단가 상승을 예상한다.

### 투자의견 매수, 목표주가 33,000원 유지

2024년 실적은 매출액 4,142억원(-24.2% YoY)과 영업이익 8억원(-95.3% YoY)을 전망한다. 4분기에도 3분기와 유사한 시황이 유지될 것으로 보이며 영업이익도 전년 동기 대비 흑자 전환한 37억원으로 추정한다. 이에 따라 연간 영업이익은 기존 영업적자 62억원에서 영업이익 8억원으로 상향한다. 태양광 산업

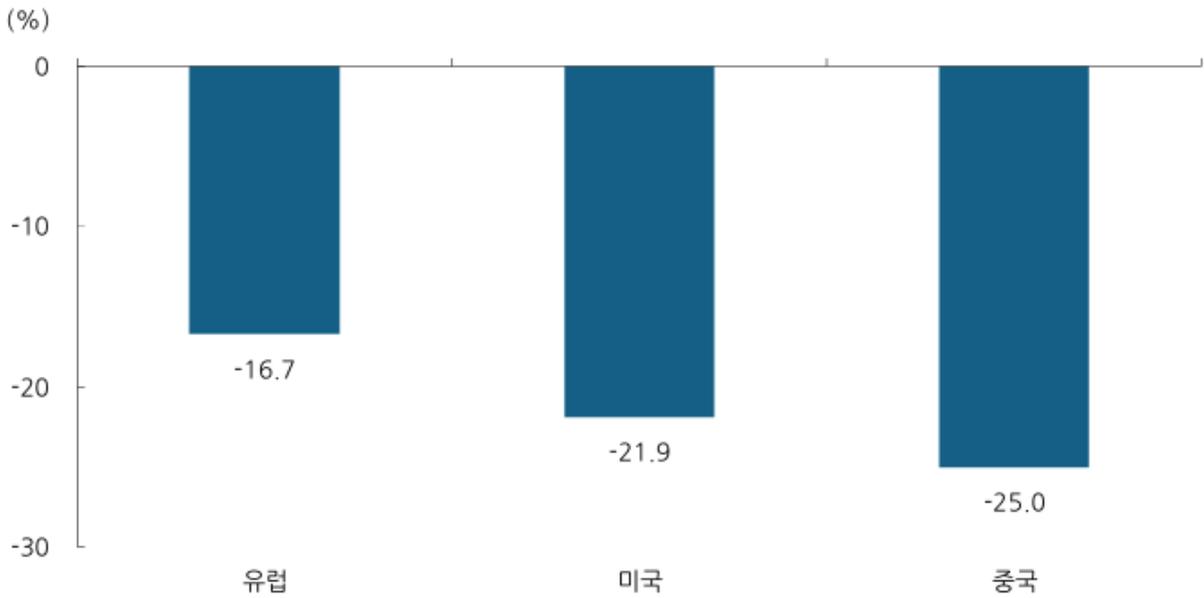
은 2000년대 이후 중국 기업들이 참여한 뒤로 공급 과잉과 축소 사이클 반복이 지속되어 왔다. 2024년 국내외 태양광 기업들은 가장 힘든 시기를 보냈고 이를 타개하기 위한 각 국가들의 노력이 시장에 반영되고 있다. 실적은 후행적으로 따라오는 만큼 가격 전쟁이 끝나가는 현 시점에서의 매수 전략을 추천하는 이유이다.

#### Financial Data

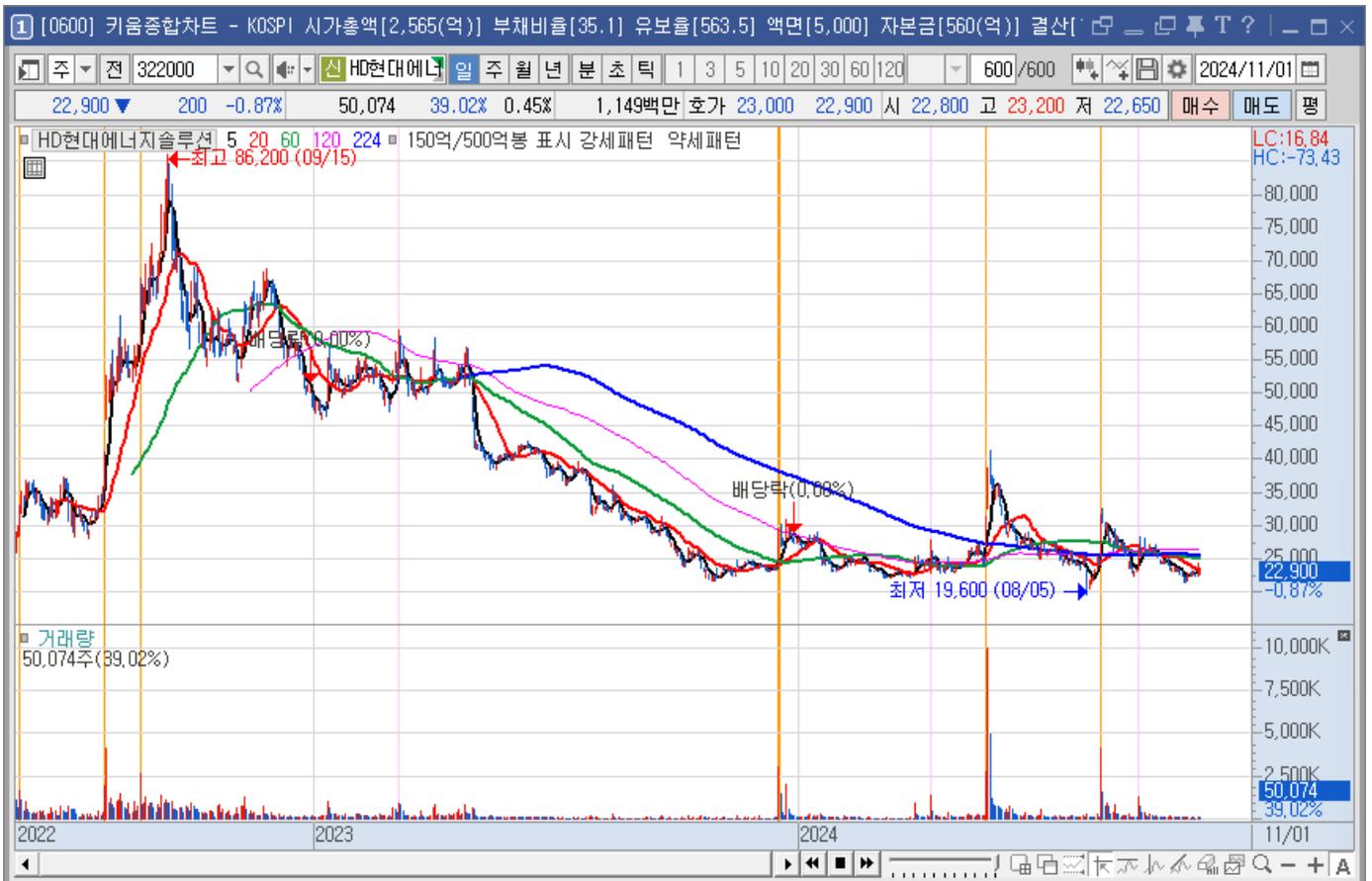
(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	593	985	546	414	461
영업이익	9	90	18	1	16
영업이익률(%)	1.6	9.2	3.2	0.2	3.5
세전이익	-6	75	-3	-13	14
지배주주지분순이익	-7	61	-3	-7	11
EPS(원)	-594	5,412	-256	-641	1,001
증감률(%)	적전	흑전	적전	적지	흑전
ROE(%)	-2.1	17.3	-0.8	-2.0	3.0
PER(배)	-36.0	9.0	-109.3	-36.0	23.1
PBR(배)	0.7	1.4	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	10.6	5.5	8.1	20.1	9.9

자료: HD현대에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터, K-FRS 연결기준

그림1 주요 지역별 연초대비 태양광 모듈 가격 하락폭



자료: Infolink, DS투자증권 리서치센터





## SOOP

연내 글로벌 SOOP 정식 출시 예정

[출처] [하나증권 이준호 애널리스트](#)

3Q24 Re: 일회성 비용으로 컨센서스 하회

SOOP은 3Q24 연결 기준 영업수익 1,100억원(+25.2%YoY, +3.3%QoQ), 영업이익 239억원(+9.0%YoY, -28.3%QoQ, OPM 21.7%)으로 영업이익 컨센서스 하회, 추정치에 부합하는 실적을 기록했다. 플랫폼 서비스 매출액은 826억원(+27.4%YoY, -0.2%QoQ)을, 별풍선 매출액은 800억원(+28.0%YoY, -0.3%QoQ)을 기록했다. 3분기 스트리머 유입으로 PU가 동반 증가하였으나 전분기 높은 기저를 갱신하진 못했다. 10월 15일 국내 SOOP 개편 이후 연말로 갈수록 추가 스트리머 유입이 예상되기에 재차 성장을 기대한다. 광고 매출은 262억원(+21.7%YoY, +15.7%QoQ)을 기록했다. 전분기 대비 증가 요인은 자회사 프리스의 프랜차이즈, E스포츠 수익이 광고 기타로 인식된 영향이다. 광고 매출의 탄력적인 성장을 위해선 가장 큰 비중을 차지하는 콘텐츠형광고의 성과가 필요하다. 광고 시장이 우호적이진 않으나 1) 스트리머, 시청자 유입이 지속적으로 나타나고 있고 2) 버추얼, E스포츠와 연계한 콘텐츠 광고를 준비하고 있기에 4분기에는 3분기 대비 유의미한 매출 증가를 기대한다.

글로벌 SOOP 정식 출시로 동시 송출 예상

SOOP은 2024년 연결 기준 영업수익 4,299억원(+23.7%YoY), 영업이익 1,154억원(+27.8%YoY, OPM 26.8%)을 기록할 것으로 전망한다. 플랫폼 서비스 매출은 3,281억원(+26.7%YoY)으로 예상하며 별풍선 매출은 3,176억원(+27.4%YoY)으로 추정한다. 광고 매출은 969억원(+17.0%YoY)으로 전망한다. 국내 SOOP은 10월 15일 리브랜딩을 마치고 스트리머 확보를 시작했다. 8월부터 국내 SOOP으로 중소형 규모의 팬덤을 지닌 발로란트와 버추얼 스트리머들이 이적해오고 있다. 스트리머 수의 증가로 시청자와 PU가 함께 늘어나는 구간이다. 글로벌 SOOP은 6월 5일 베타 서비스 이후 기술 테스트를 거치고 있으며 연내 정식 출시와 P2P 그리드 적용을 계획하고 있다. 3분기 글로벌 SOOP 서비스로 인한 회선 사용료 증분은 12억 정도로 예상하며 해당 수준에서 더 이상 확대되지 않을 것으로 추정한다. 2025년 글로벌 SOOP

이 본격적으로 트래픽을 확보하더라도 그리드 기술 적용으로 절감이 가능함을 반영했다. 연내 글로벌 SOOP 정식 출시와 함께 동시 송출을 예상하며 이는 국내 SOOP의 경쟁력 강화에도 기여할 것이라 판단한다. 스트리머와 시청자의 동반 증가는 곧 실적 성장으로 연결될 전망이다.

투자의견 Buy 및 목표주가 150,000원으로 하향

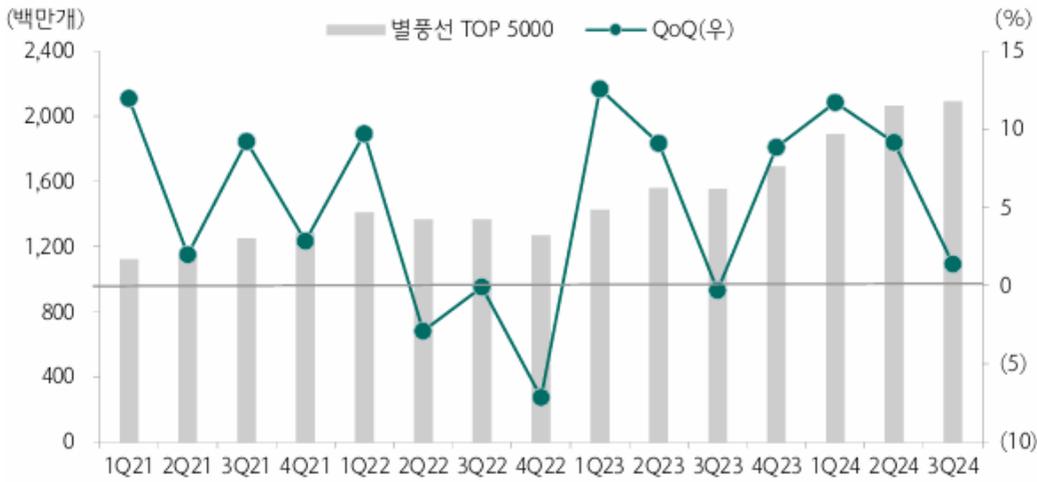
투자의견 Buy를 유지하나 목표주가는 150,000원으로 하향한다. 목표주가는 12MF EPS 8,537원에 Target Multiple 18배를 적용하여 산정했다. 이번 목표주가 하향은 별풍선 매출의 둔화를 반영하여 2025년 추정치를 하향 조정한 영향이지만 현재 주가에서 업사이드 여력은 크다고 판단한다. 글로벌 SOOP 동시 송출 트래픽 확보에 따라 리레이팅 충분히 가능하다.

**Financial Data**

(십억원, %, 배, 원)

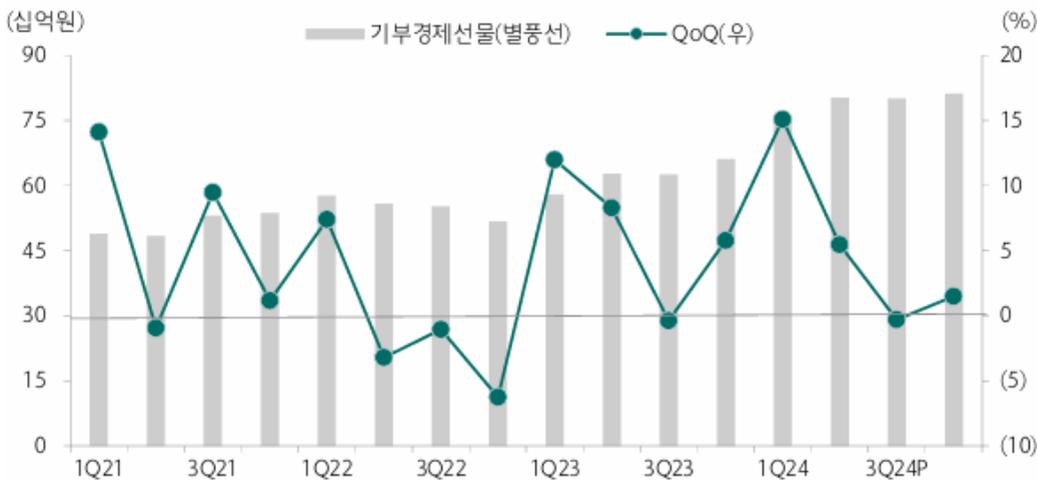
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	315.0	347.6	429.9	456.7
영업이익	82.4	90.3	115.4	127.5
세전이익	82.6	96.1	121.8	130.3
순이익	59.7	74.6	95.4	101.5
EPS	5,197	6,489	8,295	8,832
증감률	(15.89)	24.86	27.83	6.47
PER	13.68	13.19	10.85	10.19
PBR	3.05	2.94	2.44	2.00
EV/EBITDA	5.48	5.79	5.30	4.31
ROE	26.52	28.02	28.76	24.28
BPS	23,321	29,091	36,859	44,903
DPS	730	850	850	850

도표 4. 별풍선 Top 5000 합계 추이



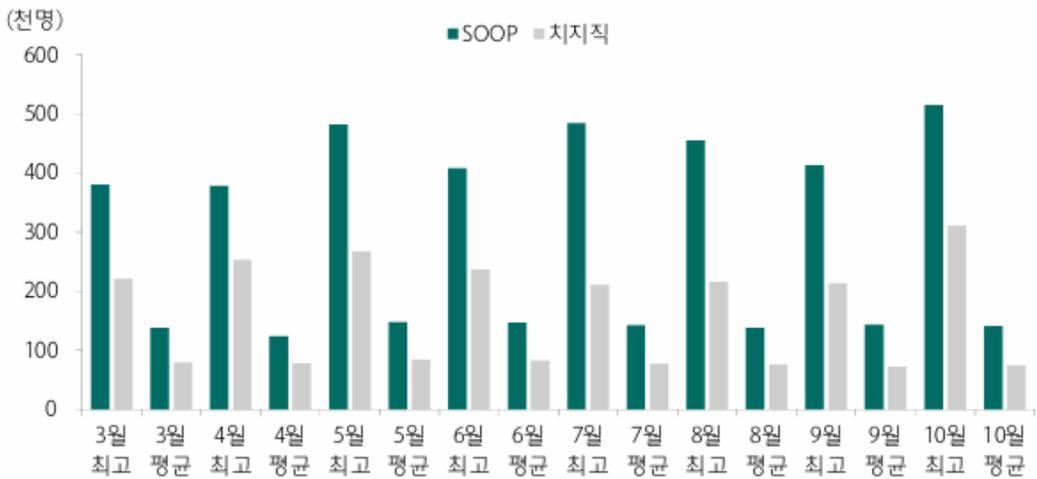
자료: 풍투데이, 하나증권

도표 5. 기부경제매출(별풍선) 추이



자료: SOOP, 하나증권

도표 6. SOOP, 치지직 최고 시청자, 평균 시청자 추이



자료: 뷰어십, 하나증권



넥센타이어

동시에 확인된 I/S, B/S 부담 확대

[출처] 키움증권 신용철 애널리스트

3Q24 Review: 물류비 증대, 현금성 자산 축소

매출액 7,085억 원(+2.3% YoY, -7.2% QoQ), 영업이익 523억 원(-25.0% YoY, -16.9% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 7,596억 원, 영업이익 664억 원) 및 당사 추정치(매출액 7,028억 원, 영업이익 724억 원)를 수익성에서 하회했다. 이는 상반기에 이어 원재료비, 해상운임 증대에 따른 실적 리스크가 해소되지 못한 결과다. 영업외단에서는 환헤지 전략이 반영되지 못한 유로화 매출채권이 외화환산손실을 일으키며 분기순손실을 기록하게 됐다.

기존의 홀세일 위주 판매전략을 리테일 중심으로 개편하는 과정에서 해외 현지에 직접 창고를 운영하게 됐으며 창고에 재고자산이 쌓이고 있다. 또한 리테일 고객은 홀세일 고객 대비 상대적으로 매출채권 만기가 길기 때문에 재고자산 회전을, 매출채권 회전이 모두 악화되며 현금 및 현금성자산이 축소됐다. 경영전략 변화에 따른 환헤지 및 현금 유동성 관리가 필요할 것으로 보인다.

2024년 실적 눈높이 하향조정 필요

넥센타이어는 올해 연간 실적 가이드스(매출액 2.9조 원, 영업이익률 10%)를 달성하기 어려울 전망이다. 10월 현재 기준 체코 2공장의 가동률이 40%를 초과하기 시작했기에 유럽 자동차 산업수요 부진에도 불구하고 OE 물량을 중심으로 매출액은 목표치 달성 가능성이 높겠으나 손익구조 악화가 수반되고 있음이 아쉽다. 다만 최근 미국 주요 거래선의 경영난으로 인해 기존에 미국 배정 예정이었던 물량을 4분기에 유럽으로 신규 배정함으로써 해상운임에서 일부 유리한 요소가 발굴될 수 있으며, 미국 반덤핑 관세 2차 물량 판정결과에 따라 총당부채의 일부 환입 가능성 역시 존재하기에 투자의견은 유지한다.

목표주가 12,000원 → 9,700원으로 하향

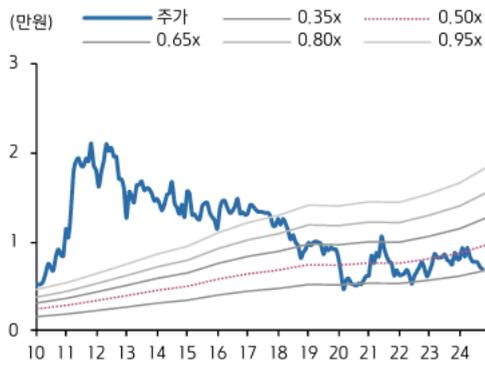
주요 경쟁사와 북미 실적이 엇갈렸으며 투자 매력도 축소 구간으로 판단하며 목표주가를 하향한다. 또한 체코 2공장을 확보함으로써 유럽 고객사로의 다변화에 베풀었던 넥센타이어에게는 최근 대두되고 있는 유럽 자동차 산업수요 둔화 역시 주가에 부담으로 작용할 수밖에 없다. 유럽 OE 침체를 RE 침투로 대응한다는 전략은 유효해보이나 이를 실적으로써 증명하기까지 시간이 소요될 것이며, 오히려 유럽 내 신공장 건설을 추진하고 있는 중국 친환경차 메이커들을 신규 OE 고객사로 확보해낼 경우 이는 매력적인 투자포인트가 될 것이다.

## 투자지표

(십억원, IFRS)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,597.4	2,701.7	2,910.2	3,281.9
영업이익	-54.3	187.0	218.2	283.1
EBITDA	142.2	383.4	456.3	518.8
세전이익	-40.3	149.7	201.3	319.3
순이익	-27.5	103.1	136.2	231.6
지배주주지분순이익	-27.8	102.8	135.0	229.1
EPS(원)	-267	987	1,296	2,200
증감률(% YoY)	적전	흑전	31.4	69.7
PER(배)	-23.0	8.1	5.3	3.2
PBR(배)	0.40	0.49	0.39	0.35
EV/EBITDA(배)	13.8	5.9	4.8	3.9
영업이익률(%)	-2.1	6.9	7.5	8.6
ROE(%)	-1.7	6.3	7.7	11.8
순차입금비율(%)	83.6	84.9	81.1	64.9

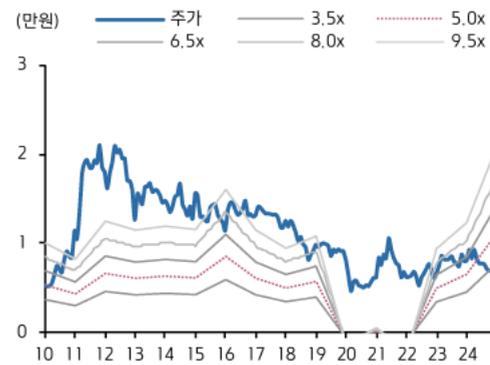
자료: 키움증권 리서치센터

넥센타이어 12M Fwd P/B Band Chart



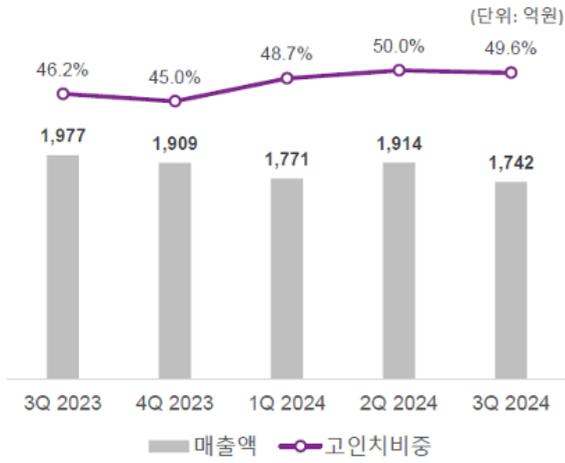
자료: 키움증권 리서치

넥센타이어 12M Fwd P/E Band Chart



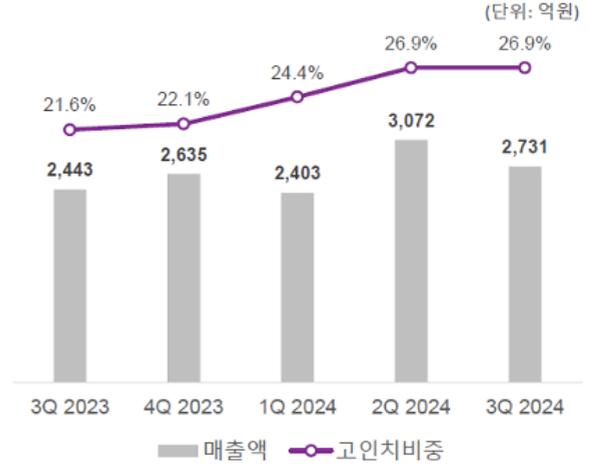
자료: 키움증권 리서치

### 북미 매출 및 고인치 타이어 판매 비중 추이



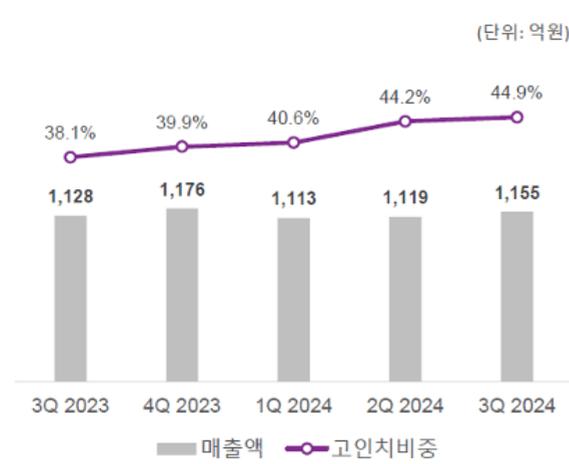
자료: 넥센타이어, 키움증권 리서치

### 유럽 매출 및 고인치 타이어 판매 비중 추이



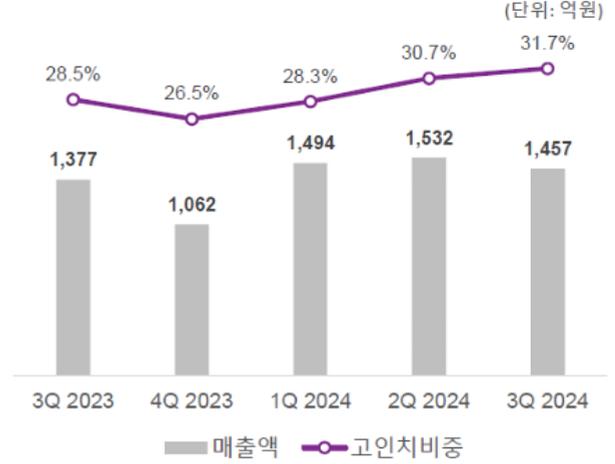
자료: 넥센타이어, 키움증권 리서치

### 한국 매출 및 고인치 타이어 판매 비중 추이



자료: 넥센타이어, 키움증권 리서치

### 기타지역 매출 및 고인치 타이어 판매 비중 추이



자료: 넥센타이어, 키움증권 리서치  
주: 멕시코, 중국 등



넷마블  
 유연한 전략이 요구  
 [출처] 키움증권 김진구 애널리스트

## 동사 목표주가 하향 조정

동사에 대한 목표주가를 기존 6.4만원에서 5.7만원으로 하향하고, 투자의견을 Marketperform으로 유지한다. 목표주가는 25E 지배주주순이익 2,137억원에 목표 PER 25배와 연간 할인율 10%를 적용한 결과다. 타겟 밸류에이션은 동사 다작 중심의 신작 라인업에 대한 추정치 미반영에 대한 반대급부로서, 기존 22.5배에서 상향 적용한 결과로, 신작 출시 이후 매출 지속성에 약점을 보이는 동사 상황을 고려할 때 우호적 밸류에이션을 적용한 것임을 강조한다.

## 신작 추정치 및 3Q 프리뷰

동사 주요 출시 게임인 나 혼자만 레벨업, 레이븐2 24E 일평균 매출은 각각 15억원, 5억원으로 추정치를 조정했으며, 동 게임별 25E 일평균 매출은 각각 7억원, 2.7억원으로 추정 반영하였는 바, 동사의 주요 약점인 PLC 관리 문제가 해당 게임별 투영되었다고 할 수 있다. 당사가 내년 동사 메인 신작으로 감안 중인 일곱개의 대죄 오리진은 초기 분기 기준 3Q25E 일평균 매출 15억원과 25E 일평균 매출 13.1억원을 추정치로 유지하고 있는 상황이다. 3Q24E 동사 매출액과 영업이익은 각각 7,048억원과 612억원을 전망한다. 2분기 출시작인 나 혼자만 레벨업과 아스달 연대기 매출이 전분기대비 각각 26%, 66% 감소될 것으로 예상하고, 여기에 기존 라인업의 자연 감소 등이 추가되면서 총 매출은 전분기대비 10% 감소할 것으로 전망된다. 비용단에서는 인건비와 마케팅비의 효율적 관리 기제가 지속되고 있긴 하나 탐라인 감소 등 영향으로 영업이익은 전분기대비 45% 감소하면서 이익 지속성과 가시성이 떨어진 상황이다.

## 콘솔 플랫폼 역량 강화 요구

동사는 오랜 시간 동안 모바일 위주 신작과 사업 전략을 구사해 왔지만 인게임 BM을 중심으로 매출 지속성을 유지하지 못하는 등 PLC 관리에 여러 문제점을 노출해 왔으며, 향후 시장의 메인 세그먼트로 자리잡을 콘솔 플랫폼 개발 역량 강화에 소극적인 모습을 보이고 있다. 동사 내외부 멀티 IP를 활용해 게임성을 중심으로 유저에게 인정받을 수 있는 콘솔 신작 공개를 하여 브랜드 이미지를 제고하고 IP별 마일스톤에 대한 누적을 통해 실적의 안정성을 높여나갈 필요가 명확한 바, 이제는 모바일에 집중한 과거와 달리 콘솔 플랫폼 중심으로 유연한 개발 전략을 구사해 기업가치에 대한 레벨업을 만들어낼 필요성이 존재한다 할 수 있다

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,673.4	2,502.1	2,782.9	2,826.2
영업이익	-108.7	-68.5	229.9	191.9
EBITDA	123.7	117.0	393.7	350.6
세전이익	-941.5	-158.6	252.4	241.5
순이익	-886.4	-303.9	178.7	185.7
지배주주지분순이익	-819.2	-255.7	210.4	213.7
EPS(원)	-9,531	-2,975	2,447	2,487
증감률(% YoY)	적전	적지	흑전	1.6
PER(배)	-6.3	-19.5	23.4	23.0
PBR(배)	0.95	1.00	1.01	1.04
EV/EBITDA(배)	58.9	57.1	16.1	17.4
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	8.3	6.8
ROE(%)	-14.6	-4.9	4.3	4.4
순차입금비율(%)	34.4	31.3	27.4	23.5



