

2024.11.07.(목) 증권사리포트

하이브

바닥이 맞습니다. 2025년까지 최선호주

[출처] 하나증권 이기훈 애널리스트

2025년은 BTS 완전체와 위버스 유료화

산업 내 앨범 감소와 BTS/블랙핑크 부재, 그리고 어도어 이슈 외에도 동사를 둘러싼 다양한 노이즈들이 주가의 하방 압력으로 작용했다. 다만, 앨범 감소 이슈는 거의 마무리되는 수순으로 확인되며, BTS의 컴백은 하이브 뿐만 아니라 산업 전반적인 트래픽 확대를 가져다 줄 것이다. 앨범의 반등 폭이 낮다 하더라도 BTS의 컴백과 위버스의 유료화라는 강력한 2개의 성장 모멘텀이 있으며, 2팀 이상의 신인 그룹도 데뷔 예정이다. 올해 실적 기저 영향도 큰 것도 사실이지만 BTS의 완전체 활동 시 매출 1조원 이상이 예상되면서 향후 2년간 뉴진스의 활동을 보수적으로 제외하더라도 2배에 가까운 이익 성장이 예상된다. 하이브를 지속 최선호주로 제시하며, 잠재적으로 시가총액 12~13조원 수준까지는 상승 여력이 충분할 것으로 예상된다.

3Q Review: OP 542억원(-25% YoY)

3분기 매출액/영업이익은 각각 5,278억원(-2% YoY)/542억원(-25%)으로 컨센서스(565억원)에 부합했다. 올림픽으로 엔하이픈/보이넥스트도어/르세라핌 등 컴백 모멘텀이 제한적이었으며, TXT의 일본 돔 투어 등 약 52만명이 반영되었다. 미국 걸그룹 제작비가 부담이었던 것을 제외하면 특이사항은 없었으며, 영업외로는 SM 보유 지분 평가 손실이 크게 발생하면서 세전이익이 적자를 기록했으나 4분기에 이미 15% 이상의 주가 상승을 기록한 상황이다. 4분기에는 세븐틴/TXT/BTS 진/엔하이픈/아일릿/투어스 등 주요 아티스트들의 컴백과 세븐틴의 일본 돔 투어 포함 약 98만명의 투어가 반영되면서 845억원(-5%)의 영업이익을 기록할 것으로 예상된다. 또한, 12월에는 디지털 멤버십 카드, 광고 없는 영상 시청, VOD 오프라인 저장 등 위버스의 디지털 멤버십을 통한 유료화도 시작된다.

2025년은 신인 남자 2팀 이상 데뷔 및 BTS 완전체

2025년 6월 BTS의 완전체(제대)를 앞두고 이들의 팬덤이 여전히 견고한 지에 대한 질문이 많다. 단순 음원 성적 관점에서 보면, 최근 로제의 솔로곡 아파트가 글로벌 흥행에 성공하면서 빌보드 HOT100 기준 8위를 기록했는데, BTS의 지민과 정국의 입대 전 각각의 솔로 앨범이 모두 빌보드 HOT100 1위를 기록했다. 또한, 지민의 입대 후 발매 앨범인 Who는 14주 연속 빌보드에 차트인 중이다. 실적 관점에서 보면 동방신기/빅뱅의 사례와는 다른 점이 있는데, 코로나 전후로 콘서트 티켓 가격이 상당히 인상되면서 BTS 슈가의 입대 전 투어의 평균 티켓 가격은 약 20만원으로 추정된다. BTS의 연간 투어 250만명, 약 22만원의 티켓 가격을 가정하면 단순 콘서트 매출로만 약 6,000억원 이상이 가능할 것이다. 또한, 내년에는 한국/일본/라틴 등에서 2~3팀 남자 신인 그룹 데뷔도 예상된다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

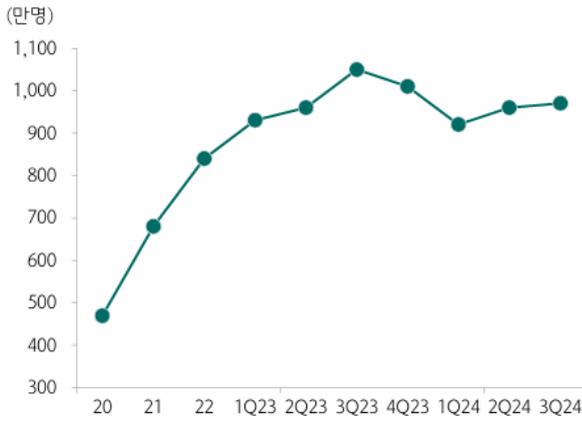
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,776.2	2,178.1	2,167.5	2,761.3
영업이익	236.9	295.6	203.3	395.8
세전이익	96.5	250.1	83.3	475.1
순이익	52.3	187.3	72.9	339.9
EPS	1,265	4,504	1,751	8,160
증감율	(64.92)	256.05	(61.12)	366.02
PER	137.15	51.84	112.68	24.18
PBR	2.59	3.33	2.82	2.54
EV/EBITDA	19.12	22.88	23.27	13.98
ROE	1.87	6.58	2.50	11.06
BPS	66,995	70,090	69,901	77,701
DPS	0	700	700	1,500

표 3. 하이브 아티스트 활동 라인업 - 초록색은 재계약 이후

	18	19	20	21	22	23	24	25F
BTS			재계약			입대		
TXT		데뷔						
세븐틴				재계약			입대	
프로미스나인	데뷔							
르세라핌					데뷔			
뉴진스					데뷔			
&Team(일본)					데뷔			
BOYNEXTDOOR						데뷔		
엔하이픈			데뷔					
투어스							데뷔	
아일릿							데뷔	
KATSEYE(미국)							데뷔	
한국 남자								데뷔
일본 남자								데뷔
라틴 남자								데뷔

자료: 하나증권

그림 2. 위버스의 MAU 추이: 3Q24 970만명 (1% QoQ)



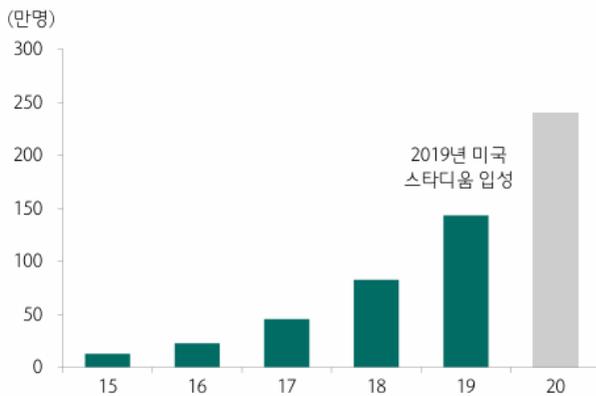
자료: 하이브, 하나증권

그림 3. 위버스 광고 화면 예시



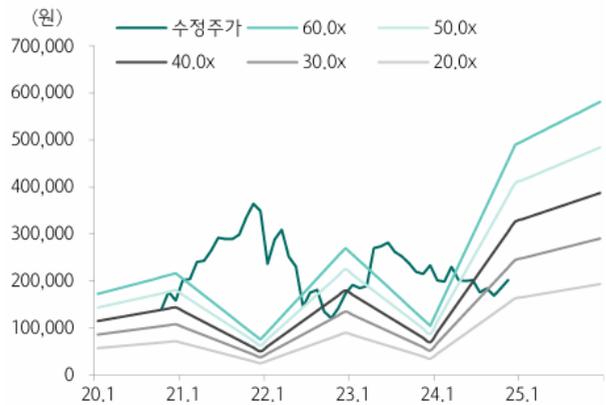
자료: 하나증권

그림 4. BTS 콘서트 관객 수



자료: 하이브, 하나증권

그림 5. 하이브 12MF P/E 차트



자료: 하이브, 하나증권





에스엠

또다시 쇼크

[출처] 하나증권 이기훈 애널리스트

과도한 저평가는 해소된 주가

올해 3개 분기 연속 실적이 컨센서스를 크게 하회할 정도로 부진했다. 산업 전반에 걸친 앨범 감소 현상을 제외하면 별도 부문은 견고했는데, 연결 자회사들의 실적이 상당히 부진한 영향이었다. 다만, 내년에는 각각의 이유로 반등을 전망하며, 신인 그룹인 라이즈/NCT Wish의 성과가 지속 확대되고 있는 와중에 내년 1분기 데뷔 예정인 신인 걸그룹마저 흥행한다면 실적과 밸류에이션 모두 확대되는 구간이 나타날 것이다. 다만, 그동안 2025년 예상 P/E 기준 15배도 하회하는 주가 흐름이 지속되면서 동사의 높은 밸류에이션 매력을 근거로 하이브에 이어 차선호주로 제시했으나, 연이은 실적 부진과 최근의 주가 상승이 맞물리면서 2025년 예상 P/E 18배로 거래되고 있어 과도한 저평가는 해소된 상황이다. 기획사 산업 및 동사에 대한 추천 의견은 지속하나, 저평가 해소로 차선호주에서는 제외한다. 신인 보이 그룹이 2025년 이 아닌 2026년으로 밀린 점도 참고해야 한다.

3Q OP 133억원(-74%)

3분기 매출액/영업이익은 각각 2,422억원(-9% YoY)/133억원(-74%)으로 컨센서스(263억원)을 크게 하회했다. 별도 영업이익은 271억원(-44%)으로 NCT127 및 Wish 등의 컴백이 반영되었으나, 자회사에서 영국 보이그룹 데뷔 관련 제작 비용이 크게 반영되면서 부진했지만 1회성으로 판단한다. 4분기에는 에스파/NMCT드림/태연/WayV 등의 컴백과 NCT드림의 월드 투어 등이 반영되면서 294억원(+225%)의 영업이익을 예상한다.

2025년 예상 영업이익은 1,184억원(+34%)

2025년 예상 영업이익은 올해 보다 개선된 1,184억원(+34%)을 예상하는데, 별도에서는 30주년 기념 프로젝트로 SM타운의 1월 고척돔을 포함한 일본/북미/유럽 등 글로벌 돔 투어 및 관련 앨범 제작 효과가

반영될 것이다. 자회사에서는 작게는 영국 보이그룹 제작비 관련한 1회성 비용의 기저효과도 있겠지만 공연 내재화 이슈로 부진했던 드림메이커는 내년 재차 반등이 예상되며, KMR의 경우 해외 저작권이 1년 뒤에도 반영되는 경우가 많아 올해 보다는 분명 개선될 것이다. 키이스트는 오랫동안 기다린 제작비 500억원 이상의 텐트폴 드라마인 이민호 주연의 가 내년 1분기 편성을 확정하면서 관련 이익이 반영될 것이다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	850.8	961.1	986.0	1,114.2
영업이익	91.0	113.5	88.3	118.4
세전이익	116.9	118.9	102.5	152.3
순이익	80.0	87.3	50.7	102.3
EPS	3,363	3,664	2,156	4,383
증감율	(40.66)	8.95	(41.16)	103.29
PER	22.81	25.14	35.85	17.64
PBR	2.60	2.91	2.33	2.14
EV/EBITDA	10.50	11.82	8.37	6.79
ROE	12.18	12.30	6.91	13.13
BPS	29,472	31,631	33,245	36,190
DPS	1,200	1,200	1,200	1,400

표 2. SM 아티스트 활동 라인업 - 초록은 8년차 이상

	17	18	19	20	21	22	23	24	25F
동방신기	입대								
슈퍼주니어	입대								
소녀시대									
샤이니		입대	입대						
EXO			입대	입대					
레드벨벳									
NCT									
웨이선V(중국)			데뷔						
에스파				데뷔					
라이즈							데뷔		
NCT WISH(일본)								데뷔	
디어 앨리스(영국)								데뷔	
신인 여자(한국)									데뷔

자료: SM, 하나증권

그림 3. <별들에게 물어봐> 1분기 방영 확정



자료: SM, 하나증권

그림 4. SM 12MF P/E 밴드 차트



자료: 하나증권



넥스트바이오메디컬

지혈재 수출 고성장 기대

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

위/장 내시경 수술 지혈재 개발 판매, 수출 중심 매출

동사는 Nexpowder(덱스트란+폴리아민)라는 고분자를 개발했다. 산화된 다당류와 폴리아민 고분자가 수분에 의하여 점착성을 가진 겔을 형성(아민작용), 지혈작용을 하며, 위/대장에서 용종제거나 질병에 의한 출혈 발생시 내시경적 지혈재로 사용한다. 내시경 도관으로 투여하는 분사장치가 포함된 세트제품이다. 2024년 상반기 전사 매출액은 51억원, 이 중 수출비중이 91.8%이다.

위/대장 내시경 지혈재, 출혈 예방재로 수출 시장을 확대한다

동사는 Nexpowder™의 타겟시장인 글로벌 지혈시장을 약 1조원, 예방시장을 약 4조원으로 추정하고 있다(IR자료). 주요 제품별 영업현황은 다음과 같다.

첫째, 내시경용 지혈재(Nexpowder™)의 매출이 증가, 2024년 상반기 지혈재 매출액은 45억원이다. 국내 식약처, 미국 FDA, 유럽 CE, 캐나다, 싱가포르 등에서 허가를 받았다. 2020년 에 글로벌 1위의 미국 의료 기기업체인 Medtronic과 한국, 일본, 중화권을 제외한 전세계 판권계약을 체결했다. 현재 유럽, 미국 등 29개 국에서 판매 중이다. 일본에서는 CMI사와 판권계약을 완료, 2025년 출시 예정이다. 한국에서는 동아ST가 국내 판권 계약을 체결, 90여개의 종합병원에서 판매되고 있다. 둘째, 하부위장관 내시경용 지혈재(Nexpowder™)의 예방시장 진출을 위해서 시판 후 임상을 Medtronic 주도로 진행 중이다. 2025년 임상 종료, 2026년 미국 가이드라인 등재 목표이다. First in Class임으로 향후 주목할 필요가 있다. 셋째, 근 골격계 색전치료재가 있다. 간암 및 자궁근종 치료용 혈관 색전 미립구 Nexsphere 및 관절염 통증치료 색전미립구 Nexsphere-F는 국내 식약처 및 유럽CE 인증을 받았다. Nexsphere-F는 한국, 유럽에서 무릎, 팔꿈치, 손목 적응증으로 시판후 임상을 진행 중이다. 미국 FDA허가를 위한 프로세스도 진행 중이다

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	3	-6	-6	-922	n/a	-3.0	n/a	n/a	0
2023	5	-5	-8	-1,185	n/a	-4.1	n/a	244.4	0
2024E	12	-3	-3	-400	-81.6	-125.9	-35.1	38.1	0
2025E	25	4	4	529	61.6	64.5	-73.9	-71.2	0
2026E	37	12	11	1,472	22.1	22.8	35.6	n/a	0

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권, 영업실적 전망은 보수적 관점에서 접근, 추후 수정 전망 예정

표 2, Pipeline

구분	제품	설명	적응증	비임상	임상	인허가	상용화
 완제품 판매	Nexpowder™	내시경 지혈재	소화기 출혈	→			 Medtronic
	Nexsphere™	분해시간 조절 혈관 색전 치료재	간암, 자궁근종, 출혈	→			국가별 개별 영업
	Nexsphere™-F	속분해성 통증 색전 치료재	관절염 통증	→			국가별 개별 영업 (유럽) · 글로벌 판권 협의 중 (미국)
 연구 개발	Nexpowder™-S	약물탑재 내시경 지혈재	소화기 출혈 및 궤양	→			
	NexGCM™	서방형 약물방출 미립구	관절염	→			

자료: 넥스트바이오메디컬

표 3, 내시경용 지혈제 Nexpowder™

제품 소개

Nexpowder™ 경쟁품 대비 우수한 성능, 출혈 예방 및 약물 탑재 가능



일회용

기술 우위

- ① 경쟁품 대비 뛰어난 점착력
- ② 정확한 분사와 적은 흘날림 (시아화보용이)
- ③ 천공 위험 없음 (낮은 분사압력)
- ④ 출혈 예방 목적 사용 가능 (수분에 의한 겔화)
- ⑤ 위궤양 치료제 등 약물 탑재 가능

비교우위

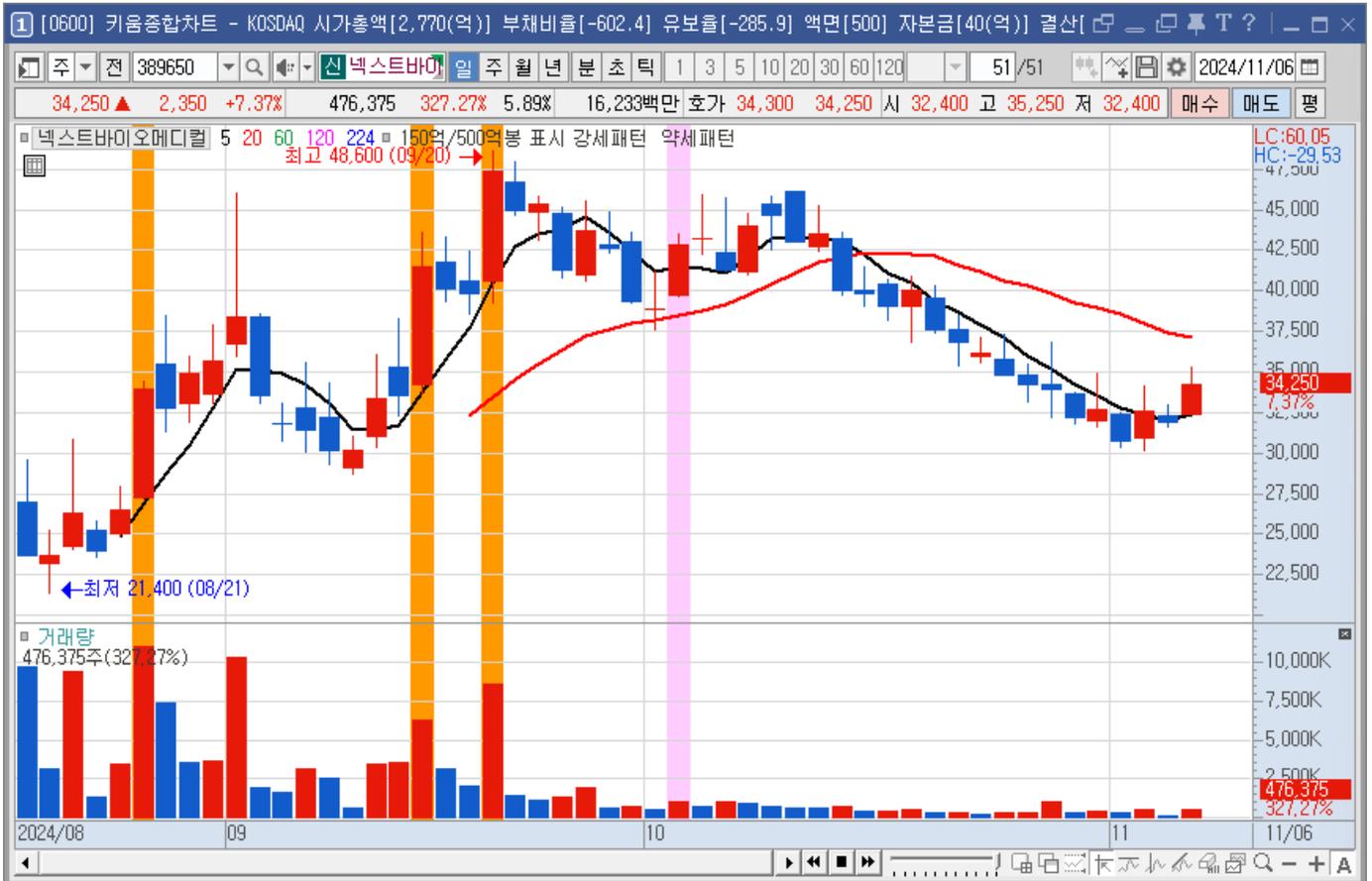
정확하고 효과적인 목표 부위 지혈

구분	Nexpowder™	A사 (미국)	B사 (미국)
제품 사진			
점착력	400> (20배)	19.1	26.9
겔화 유발	수분	혈액	혈액
출혈 예방	가능	불가능	불가능
분사 압력	낮음 (6 psi)	높음 (37 psi)	높음 (12 psi)

U.S. FOOD & DRUG ADMINISTRATION
 A사 제품 FDA MAUDE 보고('18~'23): 오작동 566건, 부상 89건, 사망 5건
 "가장 흔한 부작용으로 조직 손상과 출혈 발생, **천공 5건** 보고"
 * MAUDE: Manufacturer and User Facility Device Experience

자료: 당시 추정, US FDA MAUDE Database, Ahmed et al. Clinical Gastroenterology (2024)

자료: 넥스트바이오메디컬



디어유

엔터 멀티플을 리딩한다

[출처] 키움증권 이남수 애널리스트

TME-DEARU 협력 시사점, 후행에서 선행으로

동사는 텐센트뮤직엔터테인먼트 그룹(TME)과 사업 협력을 통해 버블 서비스의 중국 현지 런칭을 발표했다. K-POP의 가장 큰 잠재 시장인 중국에 대한 팬덤 비즈니스가 버블 서비스를 통해 이뤄지기에 그동안 가장 큰 약점으로 지적된 아티스트와의 계약 및 협업 관계에서 상당한 진전을 이룰 것으로 판단한다. 동일한 팬덤 시장을 공략하지만, 버블의 성과는 성공 후 입점이라는 후행 공식을 따랐다. 중국 시장을 직접 공략하게 되었기에, 이제는 성공을 위한 입점이라는 선행 로직을 밟아갈 것이다. 기획사의 중국 직접 진출까지 정확한 기간을 예상할 수는 없다. 그렇기에 제한적 상황에서 팬 커뮤니케이션은 미래 성공을 위한 가장 중요한 기능적 열쇠이다. 버블이 게이트 웨이를 제공하는 것이다.

초기 안착, 지속 가능성 및 확장성 그리고 포텐셜

신규 비즈니스에 대한 잠재 리스크는 언제나 존재한다. 기대를 모았던 일본과 미국 버블의 초기 성과가 부진한 점에서도 확인 가능하다. 다만, 이번 중국 진출은 다른 글로벌 지역과는 전개 양상이 다를 것으로 판단한다. 우선, QQ뮤직 내 입점으로 앱 설치에 대한 마케팅 부담이 없다. 플랫폼 설치 및 프로그램 접근성에 있어 일본과 미국의 신규 앱과는 시작부터 다르다. 가장 중요한 회원가입과 설치에 대한 부담이 매우 낮아진다. 그리고 버블은 커뮤니케이션에만 집중한다. 버블이 국내 다른 팬덤 플랫폼과 다른 점이다. 따라서 QQ뮤직의 여러 서비스 카테고리와의 겹치지 않는다. 슈퍼 팬 확보로 동사와 TME가 동시 수혜를 얻을 뿐이다. 마지막으로 SM과 JYP의 역할로 국내 최대 팬덤 플랫폼으로 성장한 공식을 중국에 적용할 수 있을 것이다. K-POP 아티스트 버블이 중국 스타의 버블 개설에 마중물 역할을 하여 포텐셜의 크기를 확대할 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 55,000원으로 상향

2Q25 중국 서비스 런칭으로 2025년 해당 로열티 매출 118억원을 예상한다. 안드로이드 이용자 비중 감안 K-POP의 50% 성장, TME 뮤직 서비스 통합 유료회원 1.2억명 중 1~2%의 가입율을 단계적으로 가정했다. 2026년은 TME 가입률 및 K-POP 추가 확대, 버블 Japan 안착과 미국 버블의 글로벌 스타 입점까지 기대할 수 있을 것이다. 엔터 산업 멀티플을 리딩하는 기업으로 도약을 예상한다. 이에 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 12M FWD 순이익에

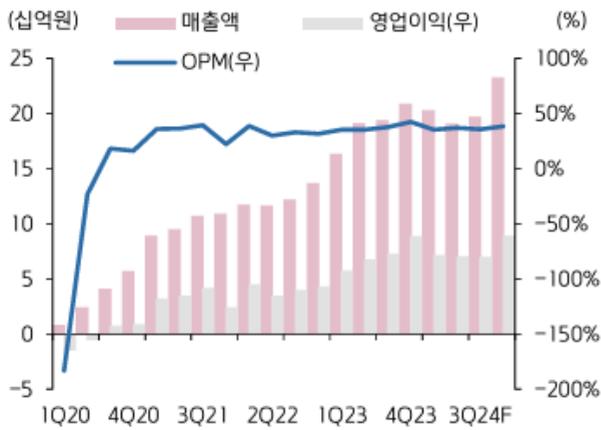
Target P/E 30배를 적용하여 55,000원으로 상향한다.

투자지표

(십억원, IFRS)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	49.2	75.7	78.8	97.0
영업이익	16.3	28.6	28.1	44.1
EBITDA	16.8	30.5	30.9	46.6
세전이익	16.9	32.7	38.3	59.8
순이익	16.4	26.2	29.7	45.3
지배주주지분순이익	16.4	26.2	29.7	45.3
EPS(원)	732	1,104	1,250	1,909
증감률(% YoY)	흑전	50.9	13.2	52.7
PER(배)	39.4	29.1	27.6	18.1
PBR(배)	4.81	4.50	4.12	3.36
EV/EBITDA(배)	32.9	21.0	21.7	13.5
영업이익률(%)	33.1	37.8	35.7	45.5
ROE(%)	12.4	16.9	16.1	20.5
순차입금비율(%)	-89.2	-71.8	-74.9	-76.9

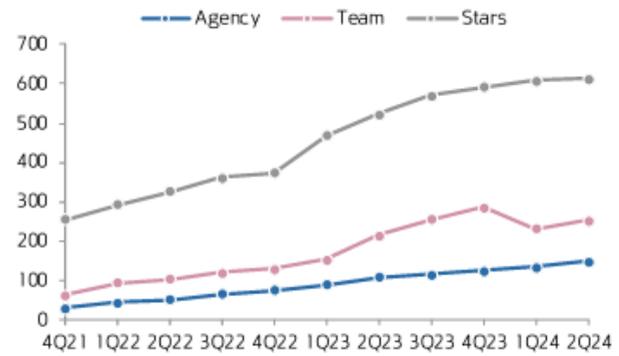
자료: 키움증권 리서치센터

분기별 매출액, 영업이익, OPM 추정



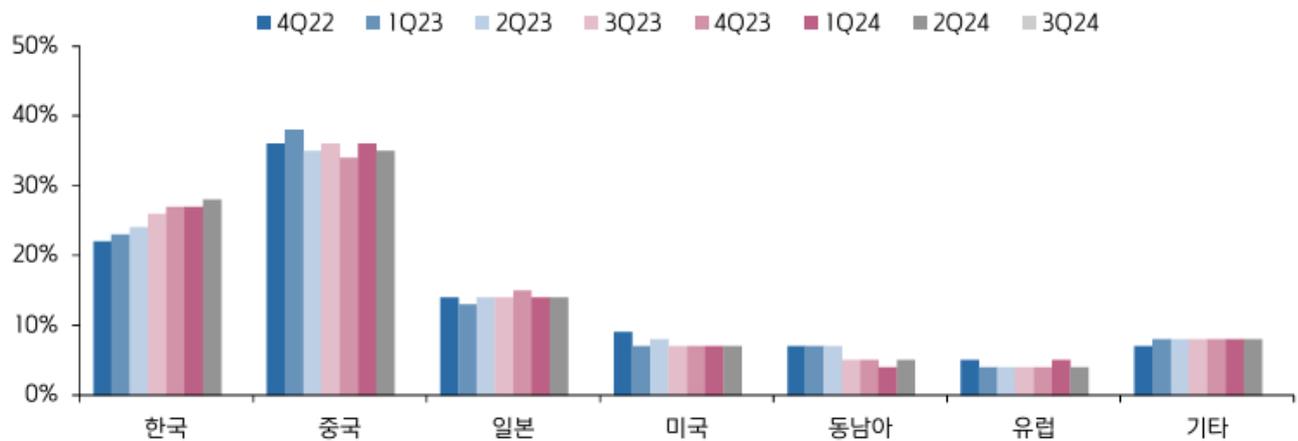
자료: 디어유, 키움증권 리서치센터

분기별 입점 아티스트 추이



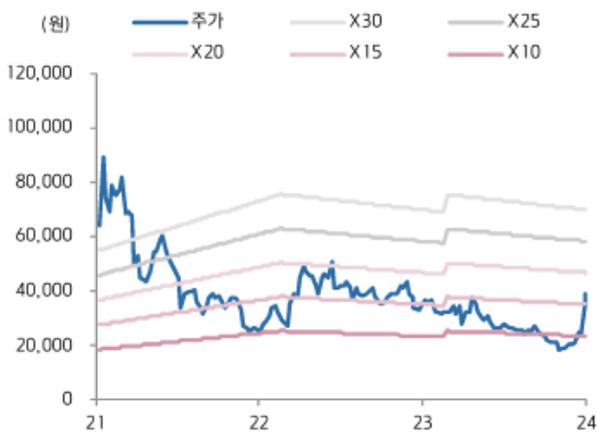
자료: 디어유, 키움증권 리서치센터

분기별 글로벌 구독수 비중 추이



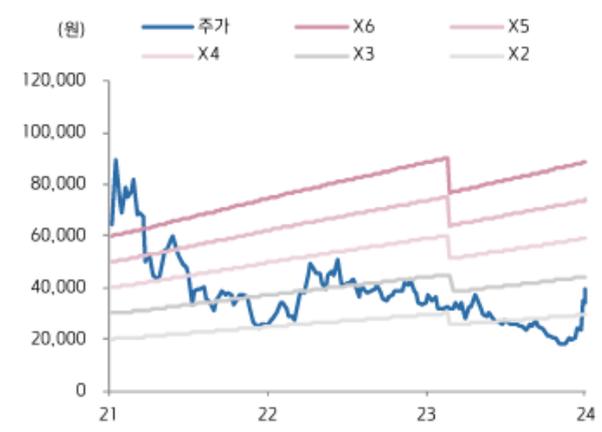
자료: 디어유, 키움증권 리서치센터

디어유 12M Forward PER Band 추이



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터

디어유 12M Forward PBR Band 추이



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터



카카오페이

열려 있는 성장 동력

[출처] DS투자증권 나민욱 애널리스트

3Q24 매출액 1,862억원, 영업손실 75억원 기록

3Q24 매출액 1,862억원(+17.1% YoY), 영업손실 75억원(적지 YoY)으로 시장 기대치에 부합하는 실적을 기록했다. 결제 매출액은 편의점, F&B 등 오프라인 TPV 성장과 해외결제 서비스 매출 성장으로 +8.3% YoY 증가했다. 온/오프라인 결제액은 각각 +3%, +131% YoY 증가했다. 금융 서비스 매출은 보험 자회사 매출 성장에 힘입어 +46.0 YoY를 기록했다. TPV와 Revenue TPV는 각각 +16.7%, 18.3% YoY로 두 자릿수 성장세를 지속 중이다.

티메프 관련 손실 312억원 반영

3Q24 영업비용은 1,937억원(+15.0% YoY)을 기록했다. 오프라인 결제 확장에 따른 프로모션 영향으로 광고선전비는 +18.4% YoY 증가했다. 인건비는 +10.3% YoY로 보험 사업 확대에 따른 자회사 인원 증가에 기인한다. 이번 분기 특이 요인으로는 티몬, 위메프 관련 손실 312억원이 반영됐다. 현재 해당 기업들은 회생 절차 진행 중으로 향후 관련 채권의 회수가능성에 대해 지속적으로 검토할 계획이다. 한편 보험 자회사 매출은 114.6억원(+377% YoY)으로 장기해외여행보험, 골프보험, 초중학생보험 등 상품 라인업을 확대하며 순항 중에 있다.

향후 열려 있는 M&A 기회

티몬 & 위메프 사태로 인한 결제업センチ먼트 하향에 따른 할인을 확대 적용으로 목표주가를 32,000원으로 하향한다. 다만 그럼에도 투자의견 '매수'를 제시하는 이유는 1) 금리 인하 기조에 따른 해외 Peer 그룹의 멀티플 상승과, 2) 보험 자회사 매출 확대에 따른 향후 연결 적자 축소 가능성, 3) 1.6조원의 보유 현금을 활용한 M&A 기회이다. 티몬/위메프 사태 후 PG업의 등록 및 제제 요건 강화를 앞두고 상당 수의 PG사가 사업 철수를 고려하고 있는 가운데 자금 여력이 있는 동사의 Inorganic 성장 가능성을 염두할 필요는 있다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	284	459	521	615	743
영업이익	-18	-27	-45	-57	-37
영업이익률(%)	-6.3	-5.9	-8.7	-9.2	-5.0
세전이익	-26	-26	-8	-6	-21
지배주주지분순이익	-21	-23	54	3	-22
EPS(원)	-185	-174	406	19	-165
증감률(%)	적지	적지	흑전	-95.4	적전
ROE(%)	-18.0	-2.4	3.1	0.1	-1.2
PER(배)	n/a	-1,003.4	133.5	2,630.5	-147.8
PBR(배)	n/a	13.6	4.0	3.5	1.8
EV/EBITDA(배)	177.7	-2,759.0	-829.4	-457.4	86.7

자료: 카카오페이, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



보령

무난한 실적의 3분기, 신성장을 위한 유상증자

[출처] 키움증권 신민수 애널리스트

Co-promotion, LBA 장단점이 섞이며 시장 기대치 부합

3Q24 잠정 실적은 매출액 2,710억 원(YoY +30.1%, QoQ +6.1%), 영업이익 195억 원(YoY +5.4%, QoQ -3.3%, OPM 7.2%)을 기록했다. 국내 여러 제약사들과 co-promotion을 진행하며 외형을 키우는 데에는 성공했다. 다만, 해당 파이프라인들은 동사에게는 상품으로서 마진을 끌어올리는 측면에서는 큰 도움이 되지 않아 단기적인 이익률 수준은 전년보다 낮게 유지되고 있다.

'카나브' 패밀리: 3Q24 매출액 343억 원(YoY +4.3%)을 기록했다. 이번 분기에는 경상적인 성장률을 밑도는 성적을 거두었다. co-promotion을 진행 중인 제약사에서의 재고를 선제적으로 처리하며 동사가 출하하는 양이 3Q24에 줄어들었기 때문이다. '25년에는 신제품 3종, '26년에는 기존 적응증과는 차별점을 둘 수 있는 신제품 1종 출시가 예정되었다. 앞으로도 동사의 외형과 마진을 모두 개선시키는 주력 제품으로서의 역할을 다할 것으로 전망한다.

'자이프렉사': 3Q24 매출액 40억 원(YoY +3.2%)을 기록했다. 3월부터 LBA 자체 생산 전환이 완료되어 기존 상품 재고를 모두 처리하는 과정을 2Q24에 마무리하였다. 그로 인해 2Q24 매출액 11.2억 원(YoY -25.9%)으로부터 크게 반등하는 모습을 보였고, 이익률 측면에서도 상품이 아닌 자체 제품이기 때문에 시간이 지날수록 전사 실적에 기여하는 바가 커질 전망이다.

'젬자': 3Q24 매출액 51억 원(YoY +12.7%)을 기록했다.

'알림타': 3Q24 매출액 195억 원(YoY +262.5%)을 기록했다. 2Q24 '자이프렉사', 2Q22 '젬자'가 겪었던 LBA 자사 생산 전환에 따른 일시적 매출액 증가세를 시현하였다. 약 2개분기에 걸쳐 상품 재고를 시장에서 처리하고, 2Q25부터 본격적으로 자사 제품 형태로 출하가 진행되어 매출액을 기록할 것으로 전망한다. 2Q25E 매출액 71억 → 3Q25E 79억 → 4Q25E 91억 원의 성장세를 통해 LBA 전략의 본격적인 효과가 발휘될 것이다.

1,750억 제3자배정 유상증자 결정, 목표주가 -6.4% 하향

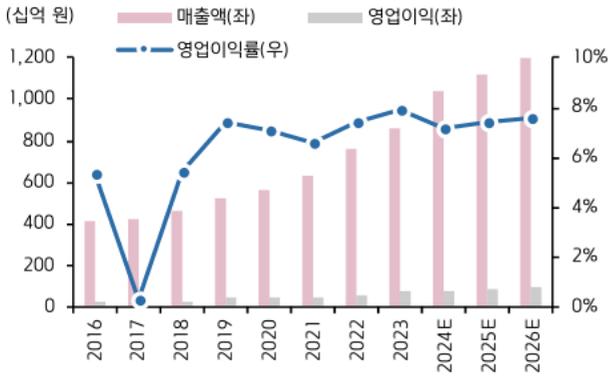
'25년 EPS 전망치 870원에 목표 PER 15배를 적용하여 목표주가 13,100원을 제시한다(기존 14,000원 대비 -6.4% 하향 조정). 어제 1,750억 규모의 제3자배정 유상증자를 결정하였다고 공시했다. 제3자배정 대상자는 보령파트너스로, 신주 주당 발행가는 9,670원(기존 주가 10,740원 대비 -10% 할인)이다. 공정 효율화, CDMO/LBA 사업 검토, 필수약품 및 유통망 확보, 신사업 발굴 등에 자금을 활용할 전망이다. 신주 발행 규모는 현재 발행주식총수 68,690,000주 대비 26.3%이고, 납입일은 11월 13일, 신주 상장예정일은 11월 29일이다

투자지표

(십억 원) IFRS 연결	2022	2023	2024E	2025E
매출액	760.5	859.6	1,038.1	1,121.2
영업이익	56.6	68.3	74.5	82.9
EBITDA	94.2	112.7	117.4	120.0
세전이익	58.9	56.3	77.5	79.7
순이익	41.9	40.2	83.0	59.8
지배주주지분순이익	41.9	40.2	82.9	59.8
EPS(원)	610	585	1,207	870
증감률(% YoY)	-6.7	-4.0	106.3	-27.9
PER(배)	14.9	20.3	8.8	12.2
PBR(배)	1.21	1.49	1.18	1.09
EV/EBITDA(배)	8.6	8.9	6.6	5.9
영업이익률(%)	7.4	7.9	7.2	7.4
ROE(%)	8.5	7.6	14.2	9.2
순차입금비율(%)	36.8	33.0	7.5	-3.4

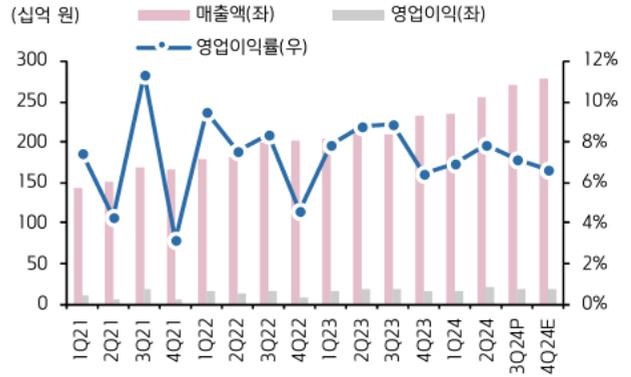
자료: 키움증권

보령 연간 실적 추이 및 전망



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

보령 분기 실적 추이 및 전망



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터





SK이노베이션

배터리 흑자전환 vs 정유 대규모 적자

[출처] 신한투자증권 이진명 애널리스트

펀더멘탈 개선세는 유효하나 낮아지는 눈높이

정유는 유가 약세에도 겨울철 난방 수요 성수기 및 타이트한 공급으로 정제마진 회복 예상. SK온은 4분기 적자전환 예상되나 내년부터 북미 중심 EV 시장 회복 등으로 펀더멘탈 개선 가능할 전망. E&S 합병을 통해 불황기를 견딜 수 있는 이익 체력을 확보했다는 점도 긍정적

3Q24 Review: 배터리 흑자전환에도 정유 대규모 적자로 컨센 하회

3Q24 영업이익 -4,233억원으로 컨센서스 -2,928억원 하회. 정유는 유가 하락에 따른 재고평가손실(4,466억원) 및 운송용 제품 위주의 정제마진 하락으로 대규모 적자(-6,166억원) 기록. 화학은 PX 스프레드 하락(-18%) 및 폴리머 시황 약세로 적자전환. 윤활유는 원가 하락에 따른 스프레드 상승(+8%)으로 증익(+14%) 시현. E&P는 유가 하락 및 판매량 감소 등의 영향으로 감익(-8%)

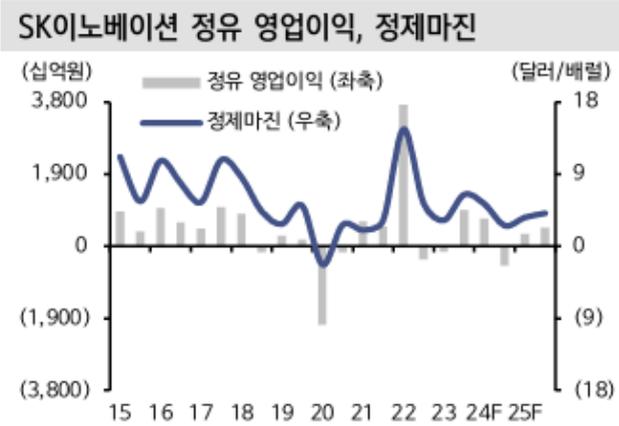
배터리 매출액은 판가 상승에도 전방 수요 둔화에 따른 주요 공장(미국/유럽 등) 가동률 하락으로 1.4조 원(-8%) 기록. 영업이익은 고정비 감소 효과 등으로 분기 첫 흑자전환 달성했으나 실제 펀더멘탈 개선은 제한적. AMPC는 美 출하량 둔화로 감소(608억원, -510억원 QoQ)했으며 고객사 정산활동(보상금)에 따른 일회성 이익(약 2,100억원) 반영된 영향

Valuation & Risk

투자의견 '매수', 목표주가 150,000원 유지. 배터리 흑자전환에도 비우호적인 영업환경과 Carbon 사업 펀더멘탈 둔화로 동종업체(정유/배터리) 대비 부진한 주가 흐름 지속. 정유와 배터리 모두 저점은 통과했다는 판단이며 합병 이후 높아질 이익 체력까지 감안할 경우 주가 재평가 가능할 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	78,056.9	3,917.3	1,569.0	9.3	8.5	0.7	6.0	-
2023	77,288.5	1,903.9	256.3	53.5	1.2	0.6	10.1	-
2024F	72,882.3	497.7	(1,598.8)	-	(7.5)	0.6	13.7	-
2025F	71,294.2	2,722.0	409.4	28.7	2.0	0.6	7.2	-
2026F	82,852.1	4,420.1	1,514.9	7.8	7.0	0.5	4.9	-

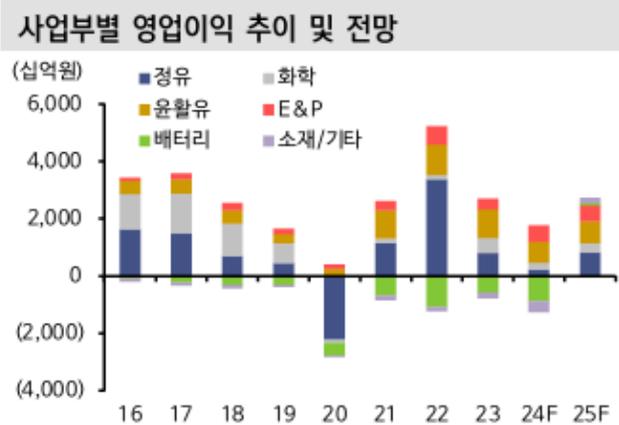
자료: 회사 자료, 신한투자증권



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

