

# Morning Meeting Brief

## Strategy

### 홍해 리스크에도 한국 수출 아직 이상 無

- 홍해 리스크 부각에도 한국 수출 경기에는 상대적으로 영향 미미할 것
- 핵심 수출 비중은 유럽이 아닌 미국/중국. 특히, IT수출은 항공이 핵심
- 다만, 원유 변동성 확대시 제트유 동반 상승으로 항공 운송 수출 영향은 경계

김정윤. jungyeon.kim@daishin.com

## Global Strategy

### [글로벌전략 RA의 시선] 아르헨티나, 침체와 회복의 갈림길

- 하비에르 밀레이 신정부의 경제 회복 기대감에 상승한 아르헨티나 증시
- 초고물가와 재정 리스크에 대내외적으로 흔들리는 밀레이 정부
- 개혁 효과와 부작용이 공존하는 극악 처방, 일관되고 장기적인 이행이 필요

글로벌전략팀. namjoong.moon@daishin.com

## 산업 및 종목 분석

### [Issue Comment] 한미사이언스 최대주주 변경 이슈 코멘트

- 1월 12일 한미사이언스 OCI홀딩스에 지분 매각 공시, OCI홀딩스 한미사이언스 지분 27% 취득 후 최대주주 등극
- OCI홀딩스-한미사이언스 통합 지주회사로 도약 및 공동 경영 체제 발표
- 한미사이언스 상속세 이슈 해소는 긍정적, 향후 한미사이언스 내분 표면화 주목

이희영. Heeyoung.lee@daishin.com

### [Issue Comment] 제약/바이오 이슈 모니터링: 2024 JP 모건 헬스케어 리뷰

- 2024년 1/8~1/11일 JP모건 헬스케어 컨퍼런스: 빅파마 전략 재확인, 기술이전 및 인수합병을 통한 파이프라인 강화
- 2024 JPMH 행사 기간 빅파마 주요 M&A 계약 총 4건 발생, 신약개발 AI 라이선싱 계약도 뜨거운 주목 받음
- 국내 참가 기업도 중장기적 목표에 대해 발표, 향후 방향성 주목

이희영. Heeyoung.lee@daishin.com

### [4Q23 Preview] 진에어: 양호한 4Q23 실적 예상, 기대되는 2024~25년

- 4Q23실적 당사의 직전 추정 상회 전망으로 24년 실적 및 목표주가 상향
- 23년 4분기 국제선 수송량 및 Yield 성수기인 3분기보다 높을 것으로 추정
- 대한항공의 아시아나항공 인수 시 통합 LCC 출범으로 No.1으로 등극

양지환. Jihwan.yang@daishin.com

### [4Q23 Preview] 비에이치: 하반기가 좋다

- 4Q23 영업이익(288억원)은 종전 추정을 하회 전망
- 2024년 애플 아이패드 및 전장향 매출 확대 예상
- 2024년 밸류에이션 매력 높음, 중장기적 관점에서 비중확대

박강호. Kangho.park@daishin.com

---

**[4Q23 Preview] 인터플렉스: 갤럭시 S24 선효과, 4Q 잠작실적 예상**

---

- 4Q 영업이익은 114억원으로 40.8%(qoq) 증가 / 컨센서스 상회 추정
- 2024년 영업이익은 388억원으로 68%(yoy) 증가 추정
- 갤럭시S24(폴드/울트라) 판매 증가 전망, XR기기 시장 확대 수혜

박강호, Kangho.park@daishin.com

---

**[4Q23 Preview] GS건설: 견데내야 하는 시기**

---

- 연결 영업이익 349억원(-68.8% yoy) 전망. 컨센서스 대비 크게 하회
- 매출 진행 속도 지연, 품질원가 반영 지속, 높은 원가율 현장 비중 높음
- PF 위험은 관리 가능한 수준이며, 2월 영업정지 처분 결과가 관건

이태환, Taehwan.lee@daishin.com

---

**[4Q23 Preview] 삼성생명: 핵심지표 견조, 최근의 조정은 매수 기회**

---

- 신계약 CSM 8,510억원 소폭 감소하나 믹스 개선으로 배수는 상승
- 기말 CSM 12조원으로 3분기 대비 2,000억원 이상 증가 예상
- 최근 블록딜로 주가 약세, 핵심지표는 여전히 견조하여 최선호주 유지

박혜진, Hyejin.park@daishin.com

---

**[4Q23 Preview] 현대모비스: 4분기 Bath 후, 2024년 회복**

---

- 4Q23 품질 총당금, 인건비 일회성으로 컨센/당사 추정대비 -20% 하회 예상
- 1H24 1) BEV 수요 불확실성, 2) 서버너 공장 투자로 본업 실적 개선 지연
- 1) Capex 피크아웃, 2) 주주환원, 3) 부담 없는 밸류 => 중장기 매수 접근

김귀연, Gwiyeon.kim@daishin.com

---

**[4Q23 Preview] 스튜디오드래곤: 방영과 상각의 미스매치**

---

- 4Q23 매출 2.1천억원(+12% yoy), OP 59억원(+400% yoy) 전망
- TV 광고 회복 속도 지연에 따라 tN향 포함한 총 제작편수 추정 하향
- 글로벌 OTT향 계약 갱신 결과가 반영되면서 24년부터 마진은 개선될 전망

김화재, hojae.kim@daishin.com

---

## 홍해 리스크에도 한국 수출 아직 이상 無

- 홍해 리스크 부각에도 한국 수출 경기에는 상대적으로 영향 미미할 것
- 핵심 수출 비중은 유럽이 아닌 미국/중국. 특히, IT수출은 항공이 핵심
- 다만, 원유 변동성 확대시 제트유 동반 상승으로 항공 운송 수출 영향은 경계

### 홍해 리스크 부각에도 한국 수출 물량에는 상대적으로 영향 미미할 것

미국/영국군이 예멘 후티 반군에 대한 공습으로 대응하면서 중동 지역의 지정학적 긴장감 고조되고 있다. 특히, 수에즈 운하로 통하는 홍해를 중심으로 글로벌 물류 리스크 부각되었다. 한국의 수출 현황을 점검해 홍해 리스크의 영향력을 가늠해보고자 한다. 우선, 23년 1~11월까지 집계된 항구/항공 수출 데이터를 보면 항구 수출은 4,096억달러, 항공 수출은 1,650억달러로 해상 비중이 71.2%로 항공(28.7%) 대비 월등히 높다. 이렇게 단편적으로만 본다면 홍해 리스크를 중대한 이슈로 봐야 하지만, 디테일을 보면 과도하게 우려할 이유는 없다.

KOSPI와 마찬가지로 한국 수출에서 반도체(1~11월 누계 15%)가 가장 큰 비중을 차지한다. 반도체 업황이 곧 한국 수출과 증시 성적표와 직결된다는 의미이다. 주목할 점은 반도체 수출에서 항공은 비중은 98.4%, 항구는 1.6%로 사실상 항공 운송에 모두 집중되어 있다는 것이다. 홍해 리스크가 최소한 한국 반도체 수출에 미치는 직접적인 영향은 없다고 볼 수 있다. 여타 IT 수출 품목의 항구 비중을 보면 컴퓨터 9.5%, 무선통신기기 12.1%로 낮은 수준이다. 디스플레이도 약 60%가 항공 운송에 의존하고 있다.

### 핵심 수출 비중은 유럽이 아닌 미국/중국. 특히, IT수출은 항공이 핵심

한편, 시클리컬 품목들을 보면 항구 수출 비중이 모두 80%를 상회한다. 특히 석유/화학제품, 자동차/부품, 선박, 철강은 거의 100%에 육박한다. 그럼에도 불구하고 홍해 리스크가 한국 수출 물량에 영향이 제한적일 것이라고 보는 이유는 주요 수출 국가들이 홍해를 통과해야 하는 중동, 유럽이 아니라는 점 때문이다. 항구 수출 비중이 가장 높은 석유제품의 수출 상위 10개 국가 중 유럽은 네덜란드(항구 수출 비중의 2.7%)가 유일하다. 자동차(7국가), 선박/해양구조물(4개국), 2차전지(4개국) 항구 수출 상위 10위권에 중동/유럽 국가들이 다수 포진되어 있지만 비중은 각각 16.9%, 15.6%, 16.3%로 수출을 좌지우지할 정도의 비중은 아니다.

### 다만, 원유 변동성 확대시 제트유 동반 상승으로 항공 운송 수출 영향은 경계

IT 품목이 항구가 아닌 항공 수출에 집중되어 있다는 점, 시클리컬 품목들의 항구 수출 내에서 중동/유럽향 비중이 상대적으로 낮다는 점에서 홍해 리스크가 한국에 가져올 파급력이 일단 제한적일 것으로 본다. 그러나, 이 이슈를 완전히 배제하지는 것은 아니다. 글로벌 전반적인 운임지수 급등에 따라 물론 운임비용 상승도 감안해야 할 필요가 있기 때문이다. 수출 물량 자체는 리스크를 회피할 수 있겠지만 기업 비용단에서의 영향은 존재할 것이다. 이와 더불어 중동의 지정학적 긴장감 추가 고조로 원유시장 변동성 확대가 제트유 상승과 동반될 경우 IT/반도체가 중심인 항공 수출 비용 상승은 여전히 경계할 요인임은 분명하다.

# Global Strategy

Global Strategist RA 문건우  
gunwoo.moon@daishin.com

Global Strategist 문남중  
namjoong.moon@daishin.com

글로벌전략 RA의 시선

## 아르헨티나

## 침체와 회복의 갈림길

- 하비에르 밀레이 신정부의 경제 회복 기대감에 상승한 아르헨티나 증시
- 초고물가와 재정 리스크에 대내외적으로 흔들리는 밀레이 정부
- 개혁 효과와 부작용이 공존하는 극약 처방, 일관되고 장기적인 이행이 필요

### 아르헨티나 경제 회복 기대감이 만들어 낸 대통령 '하비에르 밀레이'

- 23년 11월 19일 아르헨티나 대선 결과 자유진전연합(Liberty Advances) 대표 하비에르 밀레이(이하 밀레이) 후보가 55.95%의 득표율로 당선되었다. 당선 후 첫 거래일인 11.21일 부에노스아이레스(MERVAL) 지수는 22.8% 상승한 792,443.2pt를 기록하며 경제 회복에 대한 시장의 기대감이 반영되었다.
- 밀레이 대통령 취임 이튿날인 12.12일 경제부 장관 루이스 카푸토는 자유주의 경제 회복 계획의 일환인 '정부 경제 조치 10개안'을 발표했다. 1) 정부 조직(정부부처 18개 → 9개, 사무처 106개 → 54개) 축소와 2) 재정 지출 삭감(GDP 대비 2.9%: 에너지 0.5%, 교통 보조금 0.2% 등), 3) 공식환율 조정(페소화 평가절하: 365페소 → 800페소) 등을 통한 재정적자 축소와 물가 안정화를 목표로한다.

### 밀레이 정부, 정책 시행과 동시에 물가와 재정 리스크에 직면

- 본 경제 조치가 시행되며 대내적인 하이퍼 인플레이션 우려가 고조되고 있다. 페소화의 급격한 평가절하와 보조금 삭감 소식에 항공료, 휘발유, 음식료 가격이 급등했고, 23년 12월 소비자물가지수는 211.4%(YoY 이하)로 5개월 연속 상승세(7월 113.4%, 8월 138.3%, 9월 142.7%, 10월 142.7%, 11월 160.9%)를 이어갔다. 초고금리 환경(133%) 지속에도 물가 상승률은 1989년 이후 최대치를 경신, 보조금 삭감과 고물가에 항의하는 아르헨티나 국민들의 시위가 이어지고 있다.
- 재정 악화는 대외적인 국가 신용 리스크와 외국인 투자 감소 원인으로 작용한다. 아르헨티나의 GDP 대비 국가부채 비율(21년 80.8% → 22년 84.7% → 23년 89.5%, IMF)은 지속적인 증가 추세로, 재정수지는 23년 3/4분기 -4.71%를 기록했다. 또한 밀레이 외교정책 기조(반중친미) 결과 23년 중국과 통화스와프 협정(65억 달러)이 중단되었고, 국제통화기금(IMF) 상환 자금을 위해 중남미개발은행(CAF)에서 9.6억 달러의 긴급 대출을 받는 등 재정상황이 악화일로로 걷고 있다.

### 침체와 회복의 갈림길에 선 아르헨티나, 정책의 일관성이 필요한 시점

- 아르헨티나는 40%의 빈곤율과 20년 9번째 디폴트를 겪은 만큼 경제 회복을 위한 극약 처방이 필요한 국가이다. 현 밀레이 정부의 경제 조치는 강력한 개혁인 만큼 부작용도 높은 동전의 양면성을 띄는 정책이다. 물가와 재정 압박에도 일관되고 장기적인 정부 정책이 뒷받침 되어야 향후 경제 회복을 논할 수 있다.
- 아르헨티나 중앙은행(BCRA)은 12.18일 기준금리를 단기국채금리(133%)에서 역레포 금리(100%)로 변경하며 1) 대내적으로 정부 재정 건전성을 개선하고, 2) 대외적으로 기존 차입금 상환 및 추가 차입 비용 감소라는 금리 인하 효과를 기대하게 했다. IMF도 23년 8월 경제보고서를 통해 GDP 대비 국가부채 비율(23년 89.5% → 24년 79.9% → 28년 69.4%)이 감소 할 것으로 전망하고 있다. 현 정부가 강력한 개혁이라는 일관된 정책을 고수하며 물가안정과 재정적자 축소를 이행해 간다면 아르헨티나 증시가 재평가 받는 요인으로 작용할 것이다.

# 제약/바이오 이슈 모니터링: 한미사이언스 최대주주 변경

이희영 heeyoung.lee@daishin.com

2024.01.16

한미약품 투자의견

Buy

목표주가

420,000

현재주가  
(24.01.12)

353,000

## 1월 12일 한미사이언스 OCI홀딩스에 지분 매각 공시

- 1월 12일 한미사이언스는 최대주주 변경을 수반하는 지분 양수 계약을 공시함. 이에 따라 OCI홀딩스는 한미사이언스 지분 27.0%를 취득하면서 최대주주 지위 확보함
- 지분 양수는 총 3가지 방식으로 진행됨 1) 구주양도: 송영숙 외 2인의 한미사이언스 주식 7,440,674주 (9.7%)를 OCI홀딩스에 주당 37,300원에 양도 2) 신주배정: 제 3차 배정(OCI홀딩스) 유상증자로 신주 6,434,316주 (8.4%)를 주당 37,300원에 발행 3) 지분교환: 송영숙, 임주현의 한미사이언스 주식 6,776,305주 (8.9%)를 주당 37,300원에 OCI홀딩스에 양도하고, 이와 동시에 OCI홀딩스는 현물 출자 방식으로 자사 신주 2,291,532주 (주당 110,300원) 발행. 본 건 거래 결과로 OCI홀딩스는 한미사이언스 지분 27%를 확보하고, 송영숙, 임주현은 OCI홀딩스 지분 10.4%를 취득함

표 1. 한미사이언스 주주 구성 변경

주주명	본 거래 전		본 거래 후	
	주식수	지분율	주식수	지분율
OCI 홀딩스	-	-	20,651,295	27.0%
송영숙, 임주현 외 2인	16,764,863	24.0%	2,547,884	3.3%
임종윤	6,935,031	9.9%	6,935,031	9.1%
임종훈	7,389,428	10.6%	7,389,428	9.7%
(재)가현문화재단	3,430,885	4.9%	3,430,885	4.5%
(재)임성기재단	2,101,191	3.0%	2,101,191	2.8%
주식회사 라데팡스 파트너스	4,381,590	6.3%	4,381,590	5.7%
코러스유한회사	3,860,527	5.5%	3,860,527	5.1%

자료: 전자공시시스템, 대신증권 Research Center

## OCI홀딩스-한미사이언스 통합 지주회사로 도약 발표

- OCI홀딩스와 한미사이언스는 통합 지주회사로 도약을 발표함. OCI홀딩스는 각 그룹별 대표이사과 사내이사를 선임하여 공동 이사회를 구성하고, OCI홀딩스 이우현 회장과 한미사이언스 전략기획실장 임주현 사장이 각자 대표를 맡아 상생 공동경영을 계획 중임. 다만, 현재 OCI 그룹 내 제약 바이오 비중 미미하여 두 그룹 통합 시 구체적인 시너지 발생 전략 및 R&D 방향성에 관해서는 추후 모니터링 필요함

## 한미사이언스 상속세 이슈 해소는 긍정적, 향후 한미사이언스 내분 표면화 주목

- 2020년 고 임성기 회장이 타계하면서, 약 5,000억원 규모의 상속세가 발생하였고, 현재까지도 상속세에 추가 자금이 필요했음. 지속적으로 제기되었던 상속세 우려가 해소되는 점, OCI홀딩스가 27% 최대 주주가 되면서 지배구조 개선 및 추후 현금 흐름 확보에 유리할 수 있는 점은 긍정적으로 보임
- 한미사이언스 송영숙 회장과 OCI홀딩스 간 지분 교환 공시 이후 임종윤 사장은 언론 인터뷰를 통해 본 건 거래에 대하여 고지 받은 사실이 없다며 대주주 일가에서 반대 의견이 나온다면 지분 맞교환 계약 이행이 쉽지 않을 것이라고 의견을 표명함. 고 임성기 회장 별세 후 상속세 이슈와 맞물려 지속적으로 이슈가 되었던 한미사이언스 형제 간 갈등이 표면으로 드러나게 됨. 이와 관련해서 향후 진행 상황 모니터링 필요함

# 제약/바이오 이슈 모니터링: 2024 JP모건 헬스케어 리뷰

이희영 heeyoung.lee@daishin.com

2024.01.15

## 2024년 1/8~1/11일 JP모건 헬스케어 컨퍼런스: 빅파마 전략 재확인

- JP모건 헬스케어 컨퍼런스는 글로벌 제약/바이오 기업, 투자자 및 업계 전문가들이 모이는 제약/바이오 산업의 큰 연례 행사 중 하나임. 기업 발표, 1:1 미팅, 네트워킹을 통해 기술이전과 인수합병(M&A) 등의 논의가 이루어짐. 올해 JP모건 헬스케어 컨퍼런스에서는 ADC, AI, 뇌신경질환, 비만/당뇨 분야가 주목을 받았음. 추후 관련 분야에서 추가 기술이전 및 인수합병(M&A) 소식이 기대됨.
- 본 행사와 최근 동향을 보면, 빅파마는 승인되었거나 승인 중인 파이프라인에는 대규모 투자를 진행하고, 그 외에는 50억달러 미만의 소규모 투자를 선호하는 경향을 보임. 올해도 빅파마는 기술이전 및 인수합병(M&A)을 통해 기존 파이프라인 강화와 신규 모달리티 파이프라인 확장을 지속할 것으로 보임.

## 2024 JPMH 행사 기간 빅파마 주요 M&A 계약 총 4건 발생

- 글로벌 최대 제약/바이오 투자 행사인 제 42회 JP모건 헬스케어 컨퍼런스가 1/8~1/11일 동안 개최됨. 글로벌 빅파마들의 여러 인수합병(M&A) 뉴스가 행사 기간 중 발표됨.
- 1) 존슨앤존슨은 항체약물접합체(ADC) 기업 Ambrox를 20억달러 (약 2,600억원) 규모로 인수. Ambrox는 전립선 치료제 후보물질 ARX517 (임상 1/2상 진행중)과 HER2 양성 유방암 치료제 후보물질 ARX788 (임상)을 보유함.
- 2) 머크는 삼중항체 개발기업 Harpoon Therapeutics를 6.8억달러 (약 8900억원) 규모로 인수. Harpoon은 소세포폐암(SCLC) 치료제 후보물질 HPN328 (임상 1/2상 진행중)을 보유함.
- 3) 노바티스는 면역 항체치료제 개발사 Calypso Biotech을 4.25억달러 (약 5600억원)에 인수. Calypso는 자가면역질환을 타겟하는 IL-15 항체치료제 CALY-002 (셀리악별 임상 1b상 진행중)를 보유함.
- 4) GSK는 면역질환치료제 개발사인 Aiolos Bio를 14억달러 (약 1,800억원) 규모로 인수. Aiolos는 천식 알레르기 염증반응의 주요 원인 TSLP를 표적하는 항체치료제 AIO-001 (천식 임상 2상 예정)을 보유함.
- 작년에 이어 올해도 ADC가 빅파마의 주목을 받고 있음. ADC, 삼중항체와 같은 신규 모달리티 및 IL-15, TSLP 타겟 항체치료제 개발 니즈도 확인할 수 있었음.

## 2024 JPMH 떠오른 섯별 신약개발 AI

- 제 42회 JP모건 헬스케어 컨퍼런스에서 뜨거운 관심을 받은 또 하나의 분야는 신약개발 AI였음.
- 구글이 설립한 AI 신약개발회사 Isomorphic은 행사 기간 중 글로벌 빅파마 일라이릴리와 노바티스와 공동개발 계약을 발표함. 일라이릴리는 저분자 합성 약물 공동 개발을 위해 Isomorphic과 17억달러(약 2,200억원) 규모로 계약함. 노바티스는 저분자 합성 약물 3개 공동 개발을 위해 Isomorphic과 12억달러(약 1,500억원) 규모로 계약함.
- 글로벌 반도체 기업인 엔비디아도 JP모건 헬스케어 행사에 참여하였음. 엔비디아는 자사의 신약 개발 플랫폼 '바이오니모(BioNeMo)'를 소개하며, 글로벌 빅파마 암젠이 이를 도입했다고 발표함.
- 구글, 엔비디아와 같은 빅테크 기업이 신약개발 AI에 선제적으로 투자했고, 최근 빅파마들은 신약개발 AI와 조단위 공동개발 계약을 맺음. 글로벌 빅파마들은 AI를 통한 신약개발 가능성에 높은 관심을 보이고 있음.

# 진에어 (272450)

양지환 jhwan.yang@dashin.com  
이지니 jin.lee@dashin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

17,500

상향

현재주가

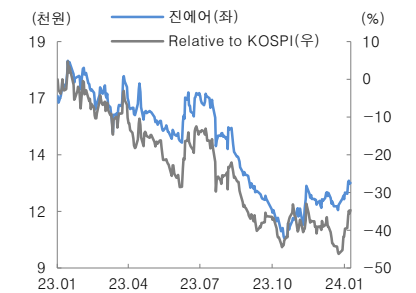
(24.01.15)

12,640

운송업종

KOSPI	2,525.99
시가총액	660십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	52십억원
52주 최고/최저	18,150원 / 10,310원
120일 평균거래대금	16억원
외국인지분율	2.76%
주요주주	대한항공 외 3 인 54.93% 국민연금공단 8.28%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.6	14.4	-23.7	-25.6
상대수익률	4.1	11.2	-20.6	-29.8



## 양호한 4Q23실적 예상 기대되는 2024~25년

- 4Q23실적 당사의 직전 추정 상회 전망으로 24년 실적 및 목표주가 상향
- 23년 4분기 국제선 수송량 및 Yield 성수기인 3분기보다 높을 것으로 추정
- 대한항공의 아시아나항공 인수 시 통합 LCC 출범으로 No.1으로 등극

### 투자의견 매수, 목표주가 17,500원으로 9.4% 상향

목표주가 상향은 1)2023년 4분기 동사의 실적이 당사의 직전 추정을 약 20% 상회, 2)유가 하향 안정화 및 견고한 국제여객 수요로 2024년 실적이 기존 추정 대비 양호할 것으로 예상됨에 따라 2024년 영업이익 추정치를 약 27% 상향한데 따른 것임. 목표주가는 2024년 추정 EPS에 Target PER 10x 적용하여 산출

### 4Q23 실적 매출액 3,309억원, 영업이익 232억원으로 직전 추정 상회 전망

진에어의 2023년 4분기 실적은 매출액 3,309억원(+47.1% yoy), 영업이익 232억원(+99.8% yoy)로 당사의 직전 추정을 약 20% 상회할 것으로 예상됨. 4분기 급유 단가 상승에도 10월과 12월 일본과 동남아 노선의 여객수요가 견고한 증가세를 시현함에 따라 성수기인 3분기보다 국제여객 수송 및 Yield가 증가한 것으로 추정. Airportal Data에 따르면 동사의 2023년 4분기 국제선 공급좌석수는 1,584천석(+101% yoy, +4% qoq), 수송객수는 1,401천명(+111.1% yoy, +3.1% qoq)로 집계되어 성수기인 3분기보다 사업량이 오히려 증가한 것으로 판단. 진에어의 23년 4분기 국제선 매출액은 2,390억원(+92% yoy), ASK 29.5억Km(+89% yoy), RPK 25.5억Km(+94.5% yoy), L/F 86.4%(+2.4%p yoy), Yield 93.7원/Km(-1.3% yoy)으로 추정

### 대한항공 아시아나항공 인수 완료 시 에어부산 등 합병으로 No.1 LCC 등극

대한항공 아시아나항공 인수에 대한 EU, 미국, 일본의 승인 시 대한항공과 아시아나항공의 통합, LCC인 진에어와 에어부산 등의 통합으로 No.1 LCC로 등극 전망

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	직전추정	당사추정	4Q23(F)			1Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	225	322	325	331	47.1	2.6	323	352	-0.2	6.3
영업이익	12	33	19	23	99.8	-28.9	30	45	-47.3	92.7
순이익	51	21	22	25	-51.0	19.8	15	30	-49.4	20.6

자료: 진에어, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	247	593	1,265	1,339	1,362
영업이익	-185	-67	159	138	137
세전순이익	-221	-90	154	120	109
총당기순이익	-134	-49	117	91	82
지배자분순이익	-134	-49	117	91	82
EPS	-2,815	-947	2,240	1,740	1,578
PER	NA	NA	5.3	7.3	8.1
BPS	3,640	2,089	4,323	6,055	7,623
PBR	4.6	7.9	2.9	2.1	1.7
ROE	-98.6	-35.1	69.9	33.5	23.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배자분 기준으로 산출

자료: 진에어, 대신증권 Research Center



# 비에이치 (090460)

박강호  
kangho.park@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

27,000

하향

현재주가

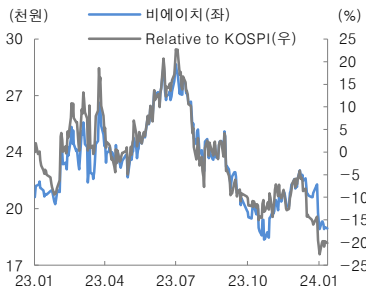
(24.01.15)

19,110

가전 및 전자부품업종

KOSPI	2525.99
시가총액	659십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	17십억원
52주 최고/최저	28,550원 / 18,460원
120일 평균거래대금	92억원
외국인지분율	9.53%
주요주주	이경환 외 3 인 21.05% 국민연금공단 7.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.5	-6.3	-31.1	-10.7
상대수익률	-11.2	-8.9	-28.3	-15.6



## 하반기가 좋다

- 4Q23 영업이익(288억원)은 종전 추정을 하회 전망
- 2024년 애플 아이패드 및 전장향 매출 확대 예상
- 2024년 밸류에이션 매력 높음, 중장기적 관점에서 비중확대

### 투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 27,000원으로 하향(15.6%)

투자 의견 매수(BUY) 유지하나 목표주가는 27,000원(2024년 목표 P/E 8.6배(업종 평균 하단 적용)으로 하향(15.6%). 2024년 4Q 매출과 영업이익은 종전 및 컨센서스를 하회 전망. 2023년/2024년 주당순이익(EPS)을 종전대비 각각 11.9%, 20.4%씩 하향. 주요 고객사인 애플 아이폰15 판매 둔화 및 삼성디스플레이의 출하량이 종전 추정을 하회하였기 때문. 2024년 애플 아이폰 16(9월 출시 추정)의 교체 수요 및 고객 사내 점유율 증가 예상, 밸류에이션의 매력을 감안하면 중장기 관점에서 비중확대 전략을 제시

### 2024년 아이패드향 및 전장향 매출 확대 전망

2023년 4Q 매출과 영업이익은 각각 5,278억원(5%yoy/15.7% qoq), 288억원(11.7% yoy/-43.3% qoq)으로 종전 추정대비 각각 4%, 39.1%씩 하향. 4Q에 OLED 디스플레이 공급 차질로 애플향 R/F PCB 추가 공급 등 긍정적인 요인도 존재하였으나 아이폰15의 수요 및 생산 둔화가 부담으로 작용. 아이폰15 수요 둔화는 2024년 상반기 실적 부진으로 이어질 전망. 또한 2023년 4Q에 글로벌 스마트폰의 재고조정이 진행, 삼성디스플레이 중소형 OLED 공급 둔화도 가동율 하락으로 연결

2024년 긍정적인 요인은 존재. 1) 차량용 무선충전기(BH EVS) 부문의 흑자전환(yoy)을 예상. 인수 관련한 부대 비용의 반영이 마무리 및 매출 확대에 연간 5~6% 영업이익률은 가능 판단. 2024년 매출은 3,503억원(9% yoy) 추정

2) 아이폰16(2024년 9월 출시 추정)에 비에이치의 점유율 증가를 예상. 프로/프로맥스 비중이 확대 가운데 비에이치의 경쟁력 우위가 점유율 증가로 연결 예상. 아이폰 16이 아이폰13(2021년) 판매 호조 이후에 교체 수요가 존재 판단. 2024년 하반기 영업이익은 908억원으로 14%(yoy) 증가 추정

3) 신규로 애플의 아이패드(태블릿PC)향 PCB(HDI, 경성) 공급 시작, 2025년 매출 확대가 본격화 전망. 경성PCB 설비투자 확대에 아이패드내 점유율이 지속적으로 증가 예상. 경성PCB 투자 확대는 전장용 케이블 매출 확대에 연결, 전장향 매출이 동반하여 증가, 전장향 매출 비중은 2022년 6%에서 2023년 22.9%, 2025년 25% 상회할 전망

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	직전추정	당사추정	4Q23(F)			1Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	503	456	550	528	5.0	15.7	541	325	3.4	-38.5
영업이익	26	51	47	29	11.7	-43.3	49	10	10.9	-65.7
순이익	14	49	42	28	104.8	-42.5	36	15	-41.6	-47.3

자료: 비에이치, FnGuide, 대산증권 Research Center



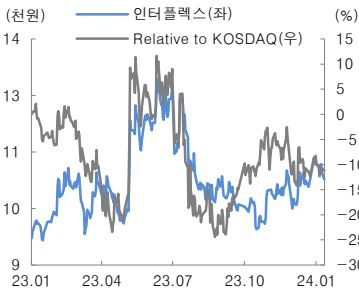
# 인터플렉스 (051370)

박강호  
kangho.park@daishin.com

투자 의견 BUY  
매수, 유지  
6개월 목표주가 15,000  
유지  
현재주가 10,650  
(24.01.15)  
가전 및 전자부품업종

KOSDAQ	859.71
시가총액	248십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	13,040원 / 9,190원
120일 평균거래대금	8억원
외국인지분율	5.91%
주요주주	코리아씨티 외 4인 47.72%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.4	4.5	-15.1	10.9
상대수익률	-1.1	0.0	-11.5	-8.1



## 갤럭시S24 선호과, 4Q 감작실적 예상

- 4Q 영업이익은 114억원으로 40.8%(qoq) 증가 / 컨센서스 상회 추정
- 2024년 영업이익은 388억원으로 68%(yoy) 증가 추정
- 갤럭시S24(폴드/울트라) 판매 증가 전망, XR기기 시장 확대 수혜

### 투자 의견 매수(BUY) 및 목표주가 15,000원 유지

2024년 주당순이익(EPS)에 목표 P/E 8.6배(2024년 업종평균 하단) 적용하여 목표주가 15,000원 및 투자 의견 매수(BUY) 유지. 갤럭시S24(2024년 1월 17일 공개 및 1월 말 출시)의 선행 생산으로 디지털라이저(연성, 양면PCB) 매출 증가 및 믹스 효과로 영업이익(114억원)은 종전 추정(64억원)을 큰 폭으로 상회 전망. 2024년 주당순이익(EPS)을 종전대비 25% 상향

또한 2024년 연간 영업이익은 388억원으로 2023년(231억원 추정)대비 67.9% 증가(yoy) 등 실적 호조 예상. 현 주가의 밸류에이션(2024년 기준)은 P/E 6.1배, P/B 0.9배로 매력적인 구간, 삼성전자가 새로운 XR기기 출시를 준비, 인터플렉스가 연성PCB를 공급 전망. 비중 확대 유지

### 영업이익은 4Q23 114억원(378% yoy)/2024년 388억원(68% yoy) 추정

2023년 4Q 매출과 영업이익은 각각 1,212억원(40.1% yoy/3.6% qoq), 113.6억원(378% yoy/40.8% qoq) 추정. 종전대비 매출은 6.2%, 영업이익은 77.5% 상향. 갤럭시S24의 선행 생산으로 디지털라이저 매출이 반영. 갤럭시Z폴드5(2023년 8월 출시) 공급 속에 추가로 갤럭시S24 선행이 포함, 디지털라이저 관련 가동률 확대로 영업이익률(9.4%)이 종전 추정(5.6%)을 상회할 것으로 분석. 갤럭시S24가 최초로 온디바이스 AI 기능을 채택, 교체 수요로 연결되면 2024년 1Q 및 연간 수익성의 추가 개선도 가능 판단. 2024년 매출(4,962억원)과 영업이익(388억원)은 전년대비 각각 7.3%, 67.9% 증가로 추정. 2024년 하반기도 갤럭시Z폴드6(2024년 8월 출시 추정)의 슬림화 추구로 디지털라이저의 사양 변화로 반사이익이 기대

2024년 2월 애플이 비전프로(MR기기)를 출시 예정 및 이후에 관련한 생태계 가 확장, 신규수요가 본격적으로 발생 전망. 삼성전자도 2024년 3Q 전후로 새로운 XR기기를 출시 예상 가운데 인터플렉스가 수혜를 볼 것으로 전망. 삼성전자는 온디바이스 AI를 다양한 IT기기(폴더블폰, XR기기, 컴퓨터, 프리미엄 가전)에 적용 확대로 예상, 교체 수요로 연결되면 추가적인 매출 상향도 기대. 2024년 실적 호조 및 밸류에이션의 저평가 속에 신규 매출(XR기기)이 추가되면서 다시 성장의 구간으로 진입 판단

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	4Q23(F)					1Q24		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	86	117	114	121	40.1	3.6	114	117	4.9	-3.3
영업이익	2	8	6	11	377.7	40.8	6	9	812.4	-24.2
순이익	-10	11	6	3	흑전	-70.7	6	10	491.4	199.2

자료: 인터플렉스, FnGuide, 대산증권 Research Center

GS 건설  
(006360)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견

6개월 목표주가

현재주가

(24.01.12)

## Marketperform

시장수익률, 유지

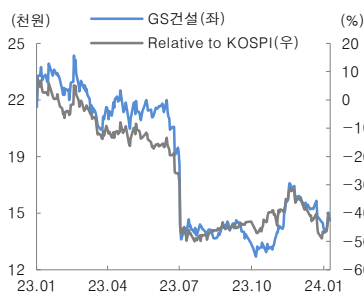
14,000

유지

14,820

건설업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
KOSPI							2525.05
시가총액							1,268십억원
시가총액비중							0.07%
자본금(보통주)							428십억원
52주 최고/최저							24,300원 / 12,750원
120일 평균거래대금							103억원
외국인지분율							18.20%
주요주주							허창수 외 16 인 23.64% 국민연금공단 7.41%
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M			
절대수익률	-6.5	11.2	4.2	-35.3			
상대수익률	-6.1	9.2	6.3	-39.4			



## 견뎌내야 하는 시기

- 연결 영업이익 349억원(-68.8% yoy) 전망. 컨센서스 대비 크게 하회
- 매출 진행 속도 지연, 품질원가 반영 지속, 높은 원가율 현장 비중 높음
- PF 위험은 관리 가능한 수준이며, 2월 영업정지 처분 결과가 관건

## 투자의견 시장수익률, 목표주가 14,000원 유지

목표주가는 2024E BPS 53,898원에 타깃 PBR 0.26배 적용. 타깃 PBR은 20224E ROE를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 40% 할인. 단기 수익성 저하 및 영업정지 처분 가능성으로 인한 실적 불확실성 반영

## 4Q23 Preview 견뎌내야 하는 시기

4Q23 연결기준 매출액 3.4조원(+5.2% yoy), 영업이익 349억원(-68.8% yoy), opm 1.0%(-1.9%p yoy) 전망. 당사 전망치는 시장 컨센서스 대비 크게 하회

건축/주택 부문은 전분기와 유사하게 시공현장 안전점검 이슈로 인해 매출 진행이 다소 더뎠을 것으로 추정되며, 품질원가 반영 가능성이 높아 수익성 개선도 아직 기대를 갖기 어려움. 매출 현장 믹스 구성상 당분간 높은 원가율 유지

4분기 주수는 건축/주택 중심으로 획득한 것으로 파악되며, 신사업 부문에서 이니마 schweihat 4 O&M 계약(3,500억원)이 12월 중으로 반영되면서 '23년 연간 주주금액은 10.5조원 내외로 마감한 것으로 추정. 연간 목표치(14.5조원)에는 미달

연간 공급세대수는 22,098세대로 파악. 어려운 환경에서도 업계 최상위 분양 성과

베트남법인은 뚜띠엠 3-1 인허가 지연으로 일부 매출이 '25년으로 이연될 전망

## 털어내야 할 불확실성

미착공 PF우발채무는 1.7조원 내외로, 이 중 0.6조원이 1분기 만기 도래하지만착공 전환할 계획. 보유 현금과 유동성 확보 능력 감안하면 부담스럽지 않음

2월 중 영업정지 처분 최종 결정 발표 예정. 당초 최대 10개월(국토부장관 직권 8개월+서울시 2개월) 처분이 발표되었으며, 감경 여부는 예단하기 어려운 상태

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	직전추정	당사추정	4Q23(F)			1Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,922	3,108	3,529	3,427	-12.6	10.3	3,515	3,333	-5.1	-2.8
영업이익	112	60	62	35	-68.8	-41.9	70	57	-64.0	63.5
순이익	-91	0	44	25	흑전	8,007.0	7	56	-59.1	124.5

자료: GS건설, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,037	12,299	13,542	13,288	12,843
영업이익	646	555	-160	298	458
세전순이익	658	665	-134	365	532
총당기순이익	429	441	-80	265	387
지배지분순이익	408	339	-136	257	375
EPS	4,793	3,964	-1,583	3,006	4,384
PER	8.3	5.3	NA	4.9	3.4
BPS	54,274	56,457	52,979	53,898	55,940
PBR	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
ROE	9.3	7.2	-2.9	5.6	8.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: GS건설, 대신증권 Research Center

# 삼성생명

(032830)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자 의견

Buy

매수, 유지

6개월 목표주가

100,000

유지

현재주가  
(24.01.15)

69,800

보합업종

## 핵심지표 견조, 최근의 조정은 매수 기회

- 신계약 CSM 8,510억원 소폭 감소하나 믹스 개선으로 배수는 상승
- 기말 CSM 12조원으로 3분기 대비 2,000억원 이상 증가 예상
- 최근 블록딜로 주가 약세, 핵심지표는 여전히 견조하여 최선호주 유지

### 투자 의견 매수, 목표주가 100,000원 업종 내 최선호주 유지

전일 진행한 기관 대상 오픈 컨퍼런스콜에서 동사가 강조한 점은 1) 2023년 9월 말 K-ics비율 220.5% 확정되었는데 금리 하락에도 동 비율 오히려 4분기 상승 전망, 2) 신계약 CSM 당초 가이던스 3~3.5조원 상회 예상(4분기 8,510억원 반영 시 연간 3.62조원 달성), 3) 배당성향 최소 35% 유지였음

신계약 CSM 경성적인 수준을 연간 3~3.2조원으로 사측은 예상하고 있는데 신임 대표이사가 화재 출신으로 내정됨에 따라 '24년 건강보험 판매 목표 수준을 다소 공격적으로 설정, 전체 상품포트폴리오 믹스 개선으로 신계약 CSM배수는 상승하여 '23년 수준이 유지될 가능성도 배제할 수 없음

'23년 DPS는 3,700원 예상하는데(배당성향 36.7%) 배당수익률 5.8%로 높지 않으나 최소수준에서 시작하는 것임을 감안하면 향후 좀더 공격적인 숫자를 기대해볼 도 있을 것. 참고로 동사 배당 기산일은 아직 변경하지 않았음. 최근 진행된 블록딜로 주가 낙폭 컸는데 핵심지표는 여전히 견조함을 감안하면 조정은 매수 기회로 판단

### 4Q23 연결 순이익 3,597억원(QoQ -24.4%, YoY -65.7%) 기록 전망

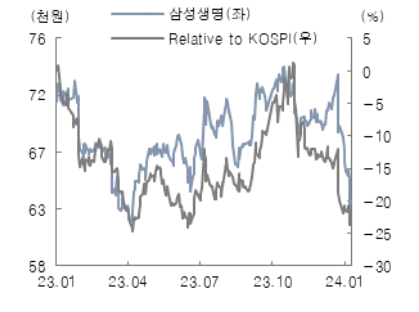
4분기 순이익은 컨센서스 3,763억원에 거의 부합할 전망. 4분기 비시장성 자산 재평가 있으나 보유 투자자산 손상리스크 미미한 것으로 파악되며 금리 하락, 지수 상승 등으로 FVPL 평가이익 발생하는 등 투자이익 견조하게 유지되나 연말 계리적 가정 세부 내역 변경에 따라 손실 예상 계약 일부 파락되고 계절적으로 사업비 집행 증가함에 따라 보험손익은 3분기 대비 감소 예상

강점인 신계약 CSM 8,510억원(QoQ -11%)으로 2, 3분기 대비 감소하나 여전히 높은 수준이 유지될 전망. 건강보험 중심 판매 전략 유지되어 전체 포트폴리오 믹스 개선됨에 따라 신계약 CSM배수 3분기 15배보다 상승 예상. 전체 신계약 CSM 중 건강보험 비중 3분기 40%였는데 당 분기 상승 전망

기말 CSM은 11.96조원으로 3분기 대비 2,500억원 가량 증가 예상. CSM 상각액 -3,320억원 및 보유계약 현금흐름 측정에 따른 손실계약 유출액 반영으로 CSM 조정액 -2,000억원 차감되는데 기인

KOSPI	2,525.05
시가총액	12,640십억원
시가총액비중	0.66%
자본금(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	73,800원 / 61,500원
120일 평균거래대금	138억원
외국인지분율	18.07%
주요주주	삼성물산 외 6 인 45.30% 신세계 외 1인 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.1	-12.5	-11.0	-10.6
상대수익률	-9.7	-14.0	-9.2	-16.3



### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
보험손익	-653	-4,371	1,509	1,712	1,971
투자손익	8,183	7,755	52	179	214
순이익	1,469	1,587	1,809	2,016	2,243
YoY	16.1%	8.0%	14.0%	11.4%	11.2%
기말 CSM			11,964	14,183	16,144
ROE	3.89	8.33	4.09	4.37	4.65
PBR	0.30	0.64	0.26	0.25	0.24
PER	7.83	7.65	6.29	5.65	5.08
DPS	3,000	3,000	3,700	4,440	5,328

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

# 현대모비스

(012330)

김규연

gwyeon.kim@daishin.com

투자 의견

6개월 목표주가

현재주가

(24.01.12)

BUY

매수, 유지

310,000

유지

214,500

자동차업종

## 4분기 Bath후, 2024년 회복

- 4Q23 품질 총당금, 인건비 일회성으로 컨센/당사 추정대비 -20% 하회 예상
- 1H24 1) BEV 수요 불확실성, 2) 서버너 공장 투자로 본업 실적 개선 지연
- 1) Capex 피크아웃, 2) 주주환원, 3) 부담 없는 밸류 => 중장기 매수 접근

### 투자의견 매수, 목표주가 310,000원 유지

TP 31만원은 2024년 EPS 43,161원에 Target PER 7.0배 부여. 목표 배수는 HMG투자 확대기였던 '05~09년의 평균 적용(vs 피어그룹 평균 9.6배). 그룹사 전동화 전략 확대에 따라 해외 투자 지속되고 있으나, 1) 2024~25년 기점으로 Capex 집행 피크아웃(투자회수기 도래), 2) A/S 사업의 안정적인 실적/CF 바탕으로 주주환원 지속, 3) 추가/밸류 부담 제한적. 이에, 중장기 매수 접근 유효하다는 판단

### 4Q23 매출 15조(-1% 이하 YoY), OP 5,747억(-13%), OPM 3.9% 예상

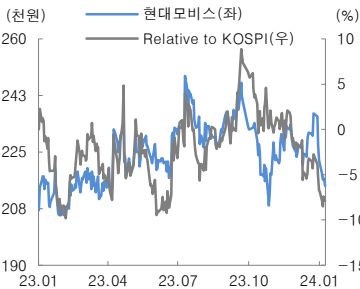
4Q23 OP 컨센(7,378억) 부합/당사 추정(7,457억) 대비 -20% 하회하는 부진한 실적 전망. 기존에 예상했던 4분기 회계 결산 계절성 대비 일회성 품질 총당금 규모 클 것으로 예상. [모듈/부품] 매출 12조(-1%), OP -415억(적전). 4Q23 현대/기아 관련 물량 YoY +6.5%로 양호했을 것으로 예상. 하지만, 배터리 Cell 가격 하락에 따른 전동화 ASP 하락 및 모듈 부문 기저 부담으로 외형 둔화. 여기에 ICCU 포함한 총당금(-550억)/임금협상 타결금(-750억) 일회성 비용 반영 예상. [A/S] 매출 2.7조(-2.4%), OP 6,162억(+28%), OPM 23.2%. 2022년 기저효과 및 4Q 계절성(휴가) 영향으로 외형 둔화되나, 운임 하락에 따른 실적 개선세는 유효

### 2024년 매출 62조(+5%), OP 3.2조(+35%), OPM 5.1% 예상

최근 흥해 리스크로 인한 운임 불확실성 확대되고 있으나, 글로벌 공급망 차질 이후 계약물량 지속 확대. 이에 따라 단기 영향은 제한적이며, 이후 전개 살펴볼 필요. 1H24 1) BEV 수요 불확실성 및 2) 미 서버너 공장(PE시스템 생산) 투자에 따른 본업 실적 개선 다소 지연. 이후, 가동률 상승에 따른 수익성 개선 예상

KOSPI	2525.05
시가총액	20,089십억원
시가총액비중	1.05%
지분금(보통주)	488십억원
52주 최고/최저	248,500원 / 205,500원
120일 평균거래대금	342억원
외국인지분율	39.05%
주요주주	기아 외 6 인 31.68% 국민연금공단 8.56%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.7	-8.3	-7.7	0.5
상대수익률	-5.3	-10.0	-5.9	-5.9



(단위: 십억원 %)										
구분	4Q22	3Q23	작전추정	당사추정	4Q23(F)			1Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	14,994	14,230	15,468	14,847	-1.0	4.3	15,546	15,079	2.8	1.6
영업이익	660	690	746	575	-13.0	-16.7	699	747	78.6	29.9
순이익	642	998	754	617	-3.8	-38.1	838	972	15.5	57.5

자료: 현대모비스, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	41,702	51,906	59,429	62,495	67,010
영업이익	2,040	2,027	2,347	3,158	3,564
세전순이익	3,195	3,363	4,590	5,476	5,920
총당순이익	2,362	2,487	3,395	4,051	4,379
자배지분순이익	2,352	2,485	3,388	4,042	4,370
EPS	24,818	26,301	35,973	43,161	46,659
PER	10.3	7.6	6.6	5.0	4.6
BPS	372,147	400,026	433,115	474,552	517,045
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE	6.9	6.8	8.6	9.5	9.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 현대모비스, 대신증권 Research Center

스튜디오  
드래곤  
(253450)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

78,000

하향

현재주가

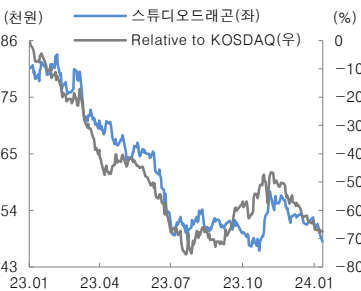
(24,01,15)

47,800

미디어업종

KOSDAQ	859.71
시가총액	1,437십억원
시가총액비중	0.36%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	83,400원 / 46,100원
120일 평균거래대금	55억원
외국인지분율	8.08%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.5	1.4	-6.5	-39.3
상대수익률	-11.7	-3.0	-2.5	-49.8



## 방영과 상각의 미스매치

- 4Q23 매출 2.1천억원(+12% yoy), OP 59억원(+400% yoy) 전망
- TV 광고 회복 속도 지연에 따라 tVN항 포함한 총 제작편수 추정 하향
- 글로벌 OTT항 계약 갱신 결과가 반영되면서 24년부터 마진은 개선될 전망

투자 의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 78,000원으로 -12% 하향

목표주가 78천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출  
23, 24년 EPS 추정을 각각 -10%, -8% 하향 적용하면서 목표주가 하향

### 4Q23 Preview: 방영과 상각의 미스매치

매출 2.1천억원(+12% yoy, -2% qoq), OP 59억원(+400% yoy, -73% qoq) 전망

총 제작 회차는 76회(-32회 yoy, +4회 qoq). <아라문의 검>의 매출과 상각비용이 3Q~4Q23에 걸쳐서 반영. 제작비가 300억원대의 대작으로 추정되고, 프로젝트 마진은 BEP를 상회한 것으로 추정되나, 4Q23에 OTT 동시방영은 <무인도의 디바> 1편 이고 규모가 상대적으로 작아서, 증가하는 상각비를 상쇄하기에는 다소 부족

대작 방영 다음 분기에 유사한 규모의 대작이 없을 경우 항상 발생하는 이슈

TV 광고가 회복 중이긴 하지만 회복 속도가 다소 지연되고 있어서 24년 tVN항을 포함한 총 제작편수를 기존 35편 추정에서 29편 추정으로 하향

글로벌 OTT항 제작 편수는 유지되고(동시방영 4편, 오리지널 2편 수준), 23년에 갱신된 계약 조건이 24년에 온전히 반영되기 때문에, 마진은 개선될 것으로 전망

23E OP 656억원(+0.5% yoy), OPM 8.1%(-1.2%p yoy)

24E OP 804억원(+23% yoy), OPM 9.3%(+1.2%p yoy)

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	직전추정	당사추정	4Q23(F)			1Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	190	217	218	213	11.6	-2.2	185	196	-7.1	-7.8
영업이익	1	22	14	6	400.1	-73.0	10	23	6.9	291.5
순이익	-8	18	11	5	흑전	-70.1	9	19	2.7	247.9

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	487	698	805	867	997
영업이익	53	65	66	81	94
세전순이익	52	59	70	88	102
총당순이익	39	51	52	67	77
지배자분순이익	39	51	52	67	77
EPS	1,301	1,684	1,736	2,213	2,567
PER	69.9	51.1	29.7	22.2	19.1
BPS	22,790	22,010	26,280	28,493	31,060
PBR	4.0	3.9	1.8	1.7	1.5
ROE	6.0	7.5	7.2	8.1	8.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배자분 기준으로 산출 / 자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.