

## 2023.02.02(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-02-02 오전 2:53

수정한 날짜: 2023-02-02 오전 4:15

## 2023.02.02(목) 증권사리포트

LG생활건강

회복은 2분기부터

[\[출처\] 키움증권 조소정 애널리스트](#)

애초에 기대가 크지 않았던 4분기

LG생활건강의 4분기 매출액은 1조 8,078억 (-11% YoY), 영업이익은 1,289억 (-47% YoY, OPM 7%), 당기순손실 -1,088억 (적자전환)을 기록하여 시장예상치를 하회했다. 화장품 사업 내 중국향 채널의 부진, 생활용품 사업의 원가 부담 영향 때문에 이익이 감소했기 때문이다. 아울러 북미 자회사 뉴에이본(19년 인수), 보잉카 (21년 인수)의 영업권 관련 무형자산손상차손 인식으로 영업외비용 1,900억원 (뉴에이본 1,600억, 보잉카 300억)이 발생하면서, 당기순이익이 적자를 기록했다. 해당 브랜드사를 인수했던 시점과 현재를 비교했을 때 미국사업 환경이 크게 변하였다는 점을 고려하여, 북미 사업권에 대한 회계적 관점을 보수적으로 취했기 때문이다.

화장품: 4분기 화장품 사업 매출액은 1조 8,078억원 (-24% YoY), 영업이익은 792억원 (-58% YoY, OPM 9%)를 기록했다. 중국향 매출이 감소했기 때문이다. 면세 매출은 YoY-30%, 중국법인 매출은 YoY-34% 감소했다.

생활용품: 4분기 생활용품 사업 매출액은 5,265억원 (+5% YoY), 영업이익은 189억원 (-7% YoY, OPM 4%)를 기록했다. 오프라인 할인점, 편의점 채널과 온라인 채널을 중심으로 매출이 성장세를 보였으나, 원가 부담 영향으로 이익이 감소했다.

음료: 4분기 음료 사업 매출액은 4,112억원 (+8% YoY), 영업이익은 308억원(-8% YoY, OPM 7%)를 기록했다. 카타르 월드컵 영향으로 탄산 제품 수요가 증가하면서 매출은 견조한 성장세를 기록했으나, 원가 부담 영향으로 이익이 감소했다.

보릿고개의 끝이 보인다

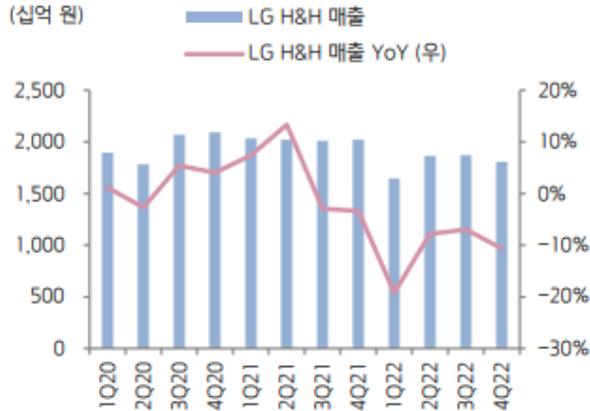
투자의견 Buy 유지, 목표주가는 900,000원으로 하향조정한다. 최근 면세 업체와 다이고 간의 수수료 협상 영향으로 1분기 면세 채널에 대한 이익 눈높이를 낮출 필요가 있기 때문이다. 한편 동사의 실적은 2분기부터 개선될 전망이다.

당사는 중국 내 화장품 수요가 1분기 말~2분기부터 증가할 것으로 예상한다. 이에 동사의 중국향 채널 실적은 2분기부터 플러스 전환되어, 본격적인 회복세를 보일 것이다.

## 투자지표

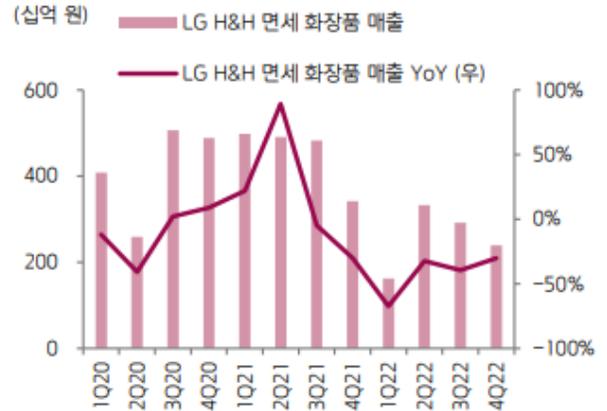
(십억 원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	7,844.5	8,091.5	7,185.8	7,387.6
영업이익	1,220.9	1,289.6	711.2	794.5
EBITDA	1,483.1	1,564.7	1,016.0	1,108.7
세전이익	1,121.1	1,187.4	612.4	693.9
순이익	813.1	861.1	258.3	479.1
지배주주지분순이익	797.6	844.5	253.3	469.9
EPS(원)	45,018	47,665	14,297	26,520
증감률(% YoY)	2.5	5.9	-70.0	85.5
PER(배)	36.0	23.0	50.5	28.0
PBR(배)	6.04	3.61	2.27	2.17
EV/EBITDA(배)	18.1	11.7	11.6	10.8
영업이익률(%)	15.6	15.9	9.9	10.8
ROE(%)	17.9	16.7	4.6	8.0
순차입금비율(%)	-0.1	-3.3	-5.0	-6.2

### LG생활건강 매출 추이 (분기)



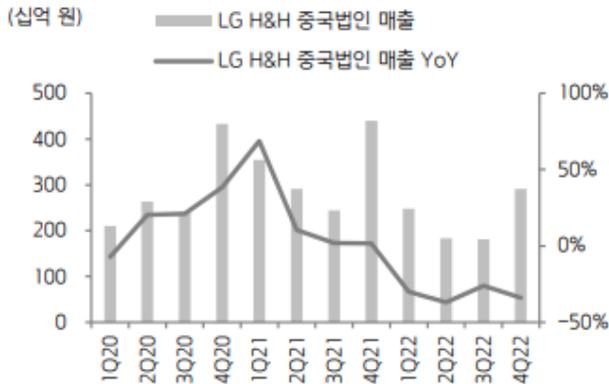
자료: LG생활건강, 키움증권리서치

### LG생활건강 면세채널 매출 추이 (분기)



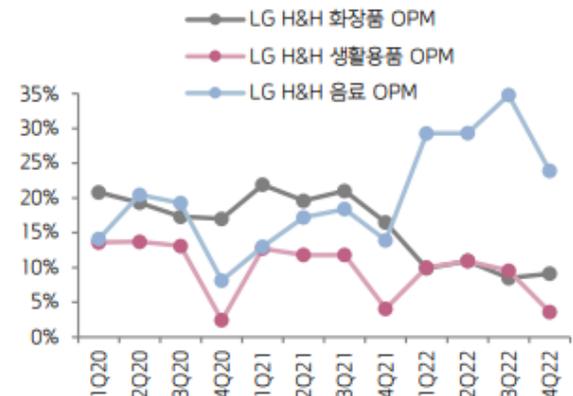
자료: LG생활건강, 키움증권리서치

### LG생활건강 중국법인 매출 추이 (분기)



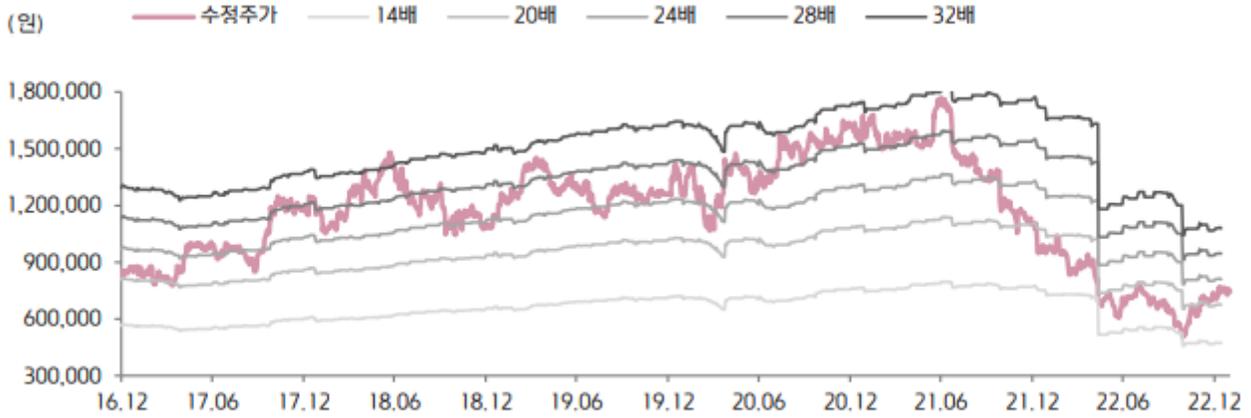
자료: LG생활건강, 키움증권리서치

### LG생활건강 사업부별 영업이익률 (분기)



자료: LG생활건강, 키움증권리서치

# LG생활건강 PER Chart



자료: FnGuide, 키움증권리서치





## 뉴로메카

중요한 건 잘 꺾이는 6축 관절 협동 로봇

[\[출처\] 하나증권 김두현 애널리스트](#)

### 협동로봇 및 F&B 솔루션 서비스 제작 전문 업체

뉴로메카는 2013년 설립된 협동로봇 및 F&B 솔루션 서비스 제작 전문 업체이다. 동사는 제어 소프트웨어를 포함한 각종 원천기술을 보유하여 협동로봇 이외의 자동화 서비스 및 솔루션 등의 RaaS(Robot as a Service) 향 다양한 사업확장이 가능하다는 장점을 가진다. 대표적으로 F&B 사업에서 2021년 10월 교촌에프앤비와 치킨 조리 로봇 개발에 대한 MOU를 체결하였으며 F&B 사업은 협동로봇과 더불어 동사의 실적 성장을 견인할 전망이다. 제품별 매출 비중은 2022년 반기 기준 협동로봇 57%, 로봇부품 12%, 물류로봇 3%, 용역 및 기타 30%이고, 사업별 비중은 일반적으로 로봇 60%, SI(서비스 및 용역) 30%, 로봇 부품 및 기타 10% 수준으로 협동로봇이 가장 큰 비중을 차지한다.

CAPA 확장과 포트폴리오 다각화에 따른 수익성 개선 기대

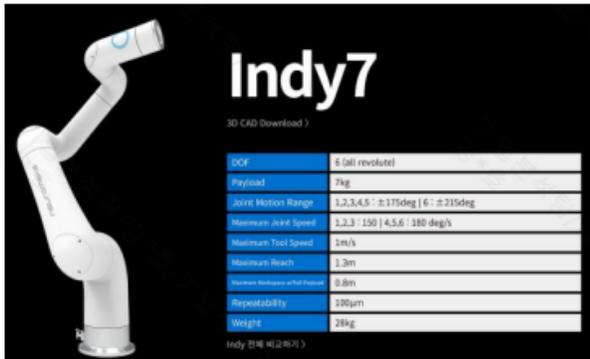
대표적인 협동로봇은 6축 관절 움직임이 가능한 Indy7이다. 현재 7kg, 12kg 전용 모델로 출시되었으며 국내 제조업 향으로 대부분의 매출이 발생한다. 동사를 비롯한 완성형 협동로봇 생산업체는 원가 절감과 CAPA 확장이 수익성 개선에 필수적이다. 원가 절감은 기술력에서 기인하는데 동사는 원천기술을 기반으로 핵심부품과 소프트웨어를 자체 생산 중이다. 감속기를 제외한 협동로봇 핵심부품을 내재화했으며 감속기는 24년 개발완료 목표로 진행 중이다. 이를 통해 원가율이 70% 이내로 낮아지는 추세이며 판가도 2,000만원 초반대로 가격 경쟁력을 가진다. CAPA는 협동로봇 기준 600대이며 증설을 통해 1H23 6,000대 à 1H24 12,000대 이상 확장될 것으로 보인다. 한편 F&B사업은 22년 교촌에프앤비 3개 매장 향 협동로봇 및 솔루션을 공급 완료했으며 23년 적용 매장 확대에 따른 외형성장이 기대된다. 지점별 차이는 존재하나 일반적으로 매장 당 협동로봇 2대가 공급되며 F&B 협동로봇은 솔루션 소프트웨어까지 포함되기에 기본 협동로봇 제품 대비 ASP가 50% 이상 높다. 외형 확대와 수익성 개선이 기대되는 이유다.

2023년 매출액 211억원, 영업이익 16억원 전망

2022년 연결 매출액 131억원(+78.2%, YoY), 영업이익 -34억원(적자지속, YoY)와 2023년 매출액 211억원(+61.1%, YoY), 영업이익 16억원(흑자전환, YoY)으로 예상한다. 인력채용과 상장 관련 비용이 발생했으며 CAPA 증설도 3Q22부터 본격 진행되었기에 22년 영업이익 적자가 예상되지만 올해는 안정적인 턴어라운드 가능성이 있을 전망이다. 1)핵심 부품 내재화와 CAPA 확장으로 가격 경쟁력을 통한 적용 고객사 확대가 예상되고, 2)F&B 로봇 적용 매장 확대가 긍정적이며, 3)협동로봇 이외에 산업용 협동로봇, 자율이동로봇 등 다양한 라인업과 국내 향 자동화 플랫폼 레퍼런스를 쌓고 있기에 추가적인 실적 성장이 가능할 것으로 판단된다.

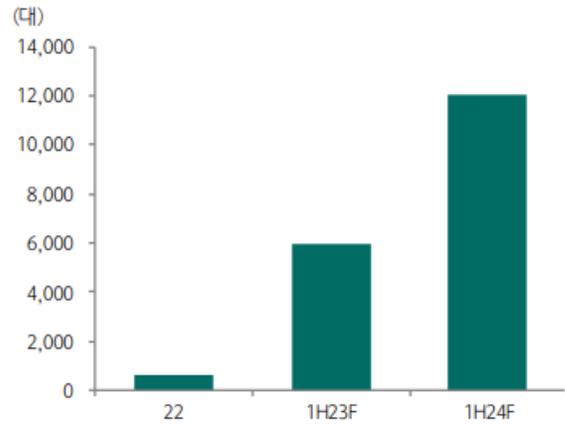
Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	십억원	0	0	7	4	7
영업이익	십억원	0	0	(5)	(8)	(3)
세전이익	십억원	0	0	(3)	(8)	(7)
순이익	십억원	0	0	(3)	(8)	(7)
EPS	원	0	0	(436)	(1,142)	(842)
증감율	%	N/A	N/A	N/A	적지	적지
PER	배	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	배	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	%	0.0	0.0	(29.1)	(378.4)	(42.4)
BPS	원	0	0	1,448	298	1,828
DPS	원	0	0	0	0	0

그림 1. Indy7 협동로봇 모델



자료: 뉴로메카, 하나증권

그림 2. 협동로봇 CAPA 현황 및 추이



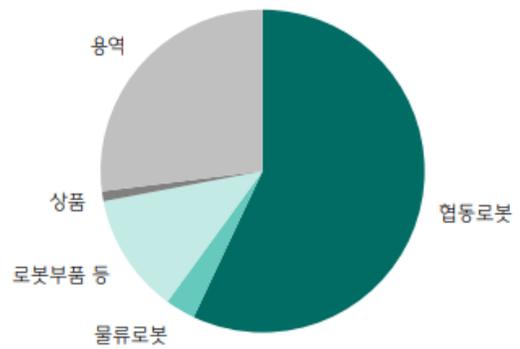
자료: 뉴로메카, 하나증권

그림 3. 뉴로메카 대표 제품 포트폴리오



자료: 뉴로메카, 하나증권

그림 4. 1H22 기준 제품별 매출 비중



자료: 뉴로메카, 하나증권



현대로템  
 전차가 주도하는 실적의 힘  
[\[출처\] IBK투자증권 이상현 애널리스트](#)

#### 4Q22 컨센서스 상회

현대로템의 4Q22 영업실적은 매출액 9,176억원(+15% yoy), 영업이익 607억원(+97% yoy), 영업이익률 6.6%(+2.7%p yoy)를 기록하면서 컨센서스 영업이익(515억원)을 18% 상회했다. 폴란드향 K2전차 초도물량이 인도되면서 양호한 실적을 달성한 것으로 추정된다. 연간으로는 2012~2015년 3조원대 매출을 기록한 이래 재차 3조원대 매출로 회복했고, 12분기 연속 흑자를 기조를 유지했다.

폴란드향 K2 전차 1차분 수주(34억 달러, 한화 4.5조원)가 반영되면서 '22년 신규수주는 6.6조원(+93% yoy)으로 연말 수주 잔고는 13.1조원(+29% yoy)을 기록했다.

K2 전차 국내외 수주 이어질 것으로 기대

폴란드향 K2 전차 1차분 180대 중 10대가 4Q22년에 반영되었고, '23년에는 18대, 이후에도 '26년까지 납품이 순차적으로 증가할 예정이다. 폴란드향 K2 전차 2차분 820대 계약에 대한 협상은 당초 '22년말 구체화될 것으로 기대되었으나 다소 지연되어 올해 2분기경 2차분에 대한 계약 건이 구체화될 것으로 기대된다. '26~33년까지 양산될 예정인데 320대는 국내에서 생산해서 납품하고 500대는 현지 제작으로 주요부품은 한국에서 조달될 예정이다.

이외에도 노르웨이 K2 전차 수주 건의 경우 1분기 중에 우선협상대상자 선정을 기대하고 있으며, K2 국내 3차 양산은 '23~24년 예정되어 있고, 4차 양산은 '24년 예산이 배정되면 '25~28년까지 양산이 이뤄질 전망이다.

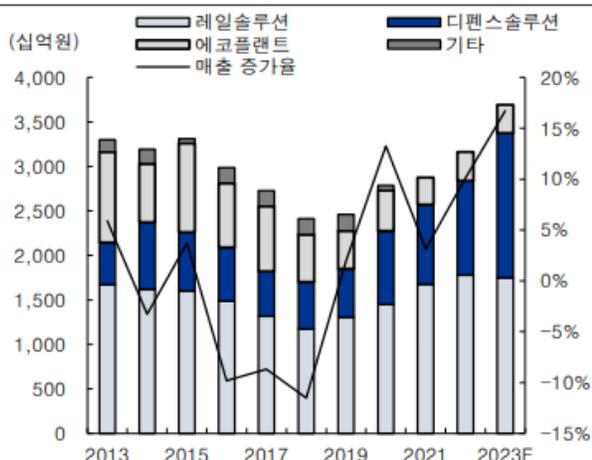
투자의견 매수, 목표주가 37,000원

현대로템에 대한 투자의견 매수와 목표주가 37,000원을 유지한다. 목표주가는 과거 5개년 PBR 배수 최고치 평균을 적용했다. '23년부터 디펜스솔루션 부문 주도로 연간 최대 실적을 경신해 나갈 것으로 기대된다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	2,785	2,873	3,163	3,692	3,952
영업이익	82	80	147	241	271
세전이익	15	35	104	210	235
지배주주순이익	31	67	198	179	201
EPS(원)	325	609	1,812	1,644	1,839
증가율(%)	-107.8	87.3	197.4	-9.3	11.9
영업이익률(%)	2.9	2.8	4.6	6.5	6.9
순이익률(%)	0.8	1.8	6.2	4.8	5.1
ROE(%)	2.8	5.0	14.2	11.3	11.3
PER	52.9	34.1	15.7	16.4	14.7
PBR	1.4	1.8	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	19.7	27.3	17.3	11.9	10.5

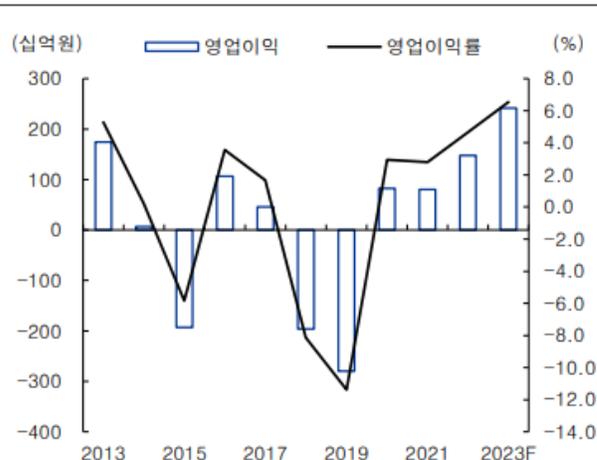
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 현대로템 매출액 및 증감률



자료: 현대로템, IBK투자증권

그림 2. 현대로템 영업이익 및 영업이익률



자료: 현대로템, IBK투자증권



에치에프알

기다리는 실적 쇼크는 오지 않는다

[출처] [하나증권 김홍식 애널리스트](#)

매수/PT 8만원 유지, 이해 불가 주가에선 매수가 정답

HFR에 대한 투자의견 매수/12개월 목표주가 8만원을 유지한다. 추천 사유는 1) 미국 5G 투자 수혜가 집중될 것임을 감안할 때 2023년 실적 전망 낙관적이고, 2) 매출처 확대 양상이 지속될 것이며, 3) 일부 투자자들의 실적 쇼크 우려가 항상 존재하지만 실현 가능성이 희박하고, 4) 현 주가는 향후 HFR 영업이익이 급감한다는 가정을 깔고 있을 정도의 극단적 저평가 상태이기 때문이다. 섹터 부진으로 주가 상승폭도 미미한 상태에서 잘못된 정보로 인해 주가가 단기간에 급락한 상황이라 적극 매수로 대응할 필요가 있어 보인다.

지속되어온 실적 피크론, 2023년엔 가능성 희박하다

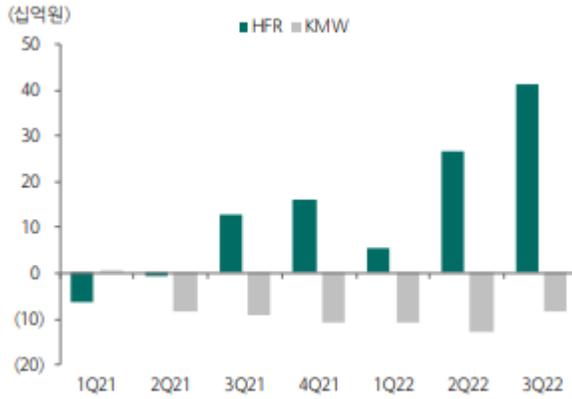
HFR은 2021년 말부터 지속적인 분기 실적 피크 가능성에 시달려왔다. 2021년 4분기엔 호실적을 기록했던 3분기가 부담으로 작용했고 2022년 1분기엔 전분기, 2022년 3분기엔 역대 분기 최고 실적이었던 2분기가 심리적 압박 요인이었다. 하지만 HFR은 지난 3분기에도 시장 기대치를 크게 뛰어 넘는 어닝서프라이즈를 기록하였고 2023년에도 시장 기대치를 뛰어 넘는 높은 이익 성장을 기록할 전망이다. 미국 통신사 5G 신규 주파수 투자 현황 및 글로벌 SI 들의 경쟁 상황을 감안하면 그렇다. HFR의 매출처는 확고하다. 보수적으로 봐도 2023년 20% 이상의 매출 성장은 무난해 보인다. 지나치게 보수적인 가이던스 제시와 일부 투자자들의 흠집내기가 HFR 주가의 과도한 저평가 국면을 조장했다는 생각이 든다.

분기별 YoY 이익 증가 추세 지속, 주가 하락할 이유 없다

일부에선 2023년 1분기 영업이익이 전분기비 감소하지 않겠냐고 우려한다. 아마도 비수기 진입 영향일 것이다. 그런데 네트워크장비 업종 특성상 어닝 턴어라운드 시점이 아니고서야 1분기 실적이 지난 4분기보다 더 좋은 것이 오히려 더 이상한 것 아닌가 되묻고 싶다. 이미 HFR은 2021년 하반기에 흑자전환에 성공했고 이제 사상 최대 실적을 경신 중이다. 2023년에 전년동기비 40~50%에 달하는 분기별 이익 성장만을 기록한다고해도 충분히 주가는 급등할 수 있다. 말도 안되는 저평가 상황이 오래되긴 어렵다는 판단이다.

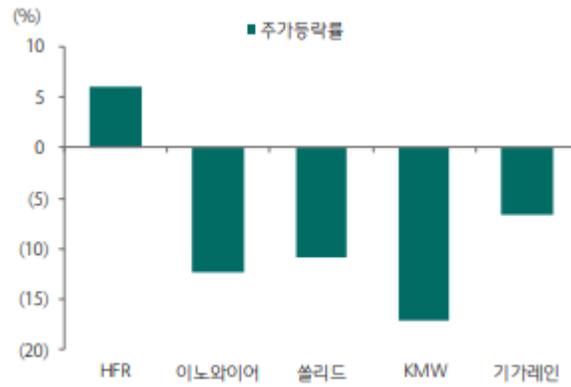
Financial Data						
투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	92.1	206.4	383.7	492.0	548.7
영업이익	십억원	(25.9)	21.8	106.2	145.1	161.3
세전이익	십억원	(28.6)	21.4	120.3	144.0	160.9
순이익	십억원	(27.8)	18.6	89.3	110.9	123.9
EPS	원	(2,294)	1,440	6,691	8,220	9,185
증감율	%	적전	흑전	364.65	22.85	11.74
PER	배	(13.71)	23.06	5.53	4.23	3.78
PBR	배	5.48	4.63	2.45	1.49	1.07
EV/EBITDA	배	(18.22)	16.21	3.54	1.83	0.97
ROE	%	(35.73)	22.30	60.26	42.77	32.89
BPS	원	5,744	7,177	15,113	23,333	32,517
DPS	원	0	0	0	0	0

그림 1. HFR과 KMW의 분기별 영업이익 추이 비교



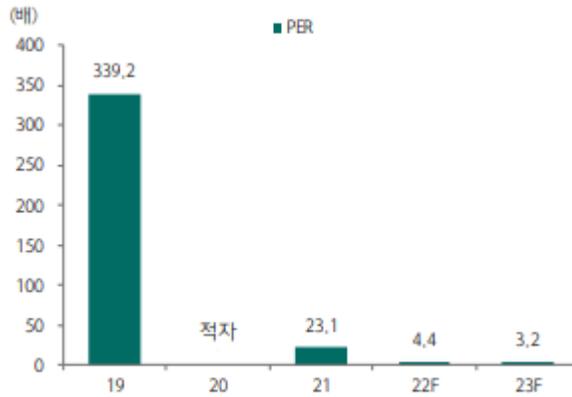
자료: 각사, 하나증권

그림 2. 최근 9개월간 국내 5G 장비 업체 추가 등락률 비교



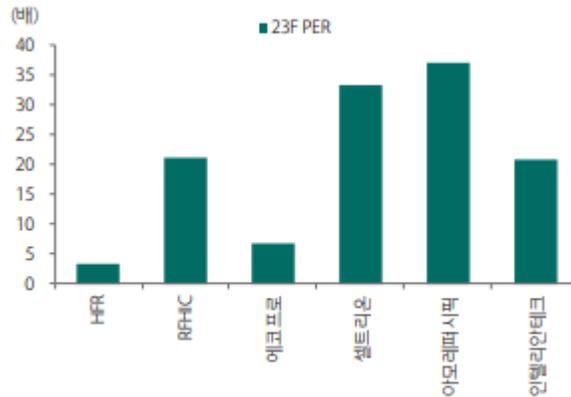
자료: Quantwise, 하나증권

그림 3. HFR 연도별 PER 추이 및 전망



자료: Quantwise, 하나증권

그림 4. 국내 주요 성장주 PER 비교



자료: Quantwise, 하나증권





현대오트모터

좋은 실적, 좋은 주가

[\[출처\] 키움증권 신윤철 애널리스트](#)

#### 4Q22 Review: 차량용 SW 중심의 수익성 제고

동사의 4Q22 실적은 매출액 8,342억 원(+29.2% YoY, +14.2% QoQ), 영업이익 580억 원(+120.7% YoY, +74.2% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 7,625억 원, 영업이익 374억 원)를 상회했다. 특히 차량용 SW 부문에서 적자가 지속되어 왔던 Mobilgene 제품군이 매출 성장에 따른 흑자 전환에 성공하면서 동사의 수익성 제고에 크게 기여했을 것으로 판단한다. 또한 수익성이 높은 미주 지역의 매출액은 Tier1 고객사의 안전재고 확보를 위한 수요 증가에 기인해 전년 동기 대비 46.4% 성장했다. '22년 R&D 인력충원에 따른 인건비 부담 상승(+29.1% YoY)에도 불구하고 연구개발비 감소로 매출액 대비 판관비율은 전년 동기 대비 1.2%p 개선되었다.

#### 2023년: 높은 전년 기저 다소 부담되나 우려는 제한적

동사는 '23년 매출액 성장률을 +4.6%로 제시했다. 하지만 당사는 해당 가이드스가 다소 보수적이라고 판단하며, '23년 매출액을 2.92조 원(+5.9% YoY)으로 추정한다. SI, ITO 부문의 높은 전년 기저가 부담스럽기는 하지만, 동사의 순정 네비게이

선 장착률이 높은 현대차/기아 BEV의 '23년 판매량 가이드스가 +58% YoY로 제시된 점을 고려하면 차량용 SW 부문의 고성장이 기대된다.

또한 '23년형 G90, EV9 등 Mobilgene AD 적용 차종들이 올해 양산 개시되기에 동사의 매출 인식도 본격화되며 수익성 방어에 기여하게 될 전망이다. 비로소 현대차그룹의 ADAS L3 통합제어기 구동을 위한 BSW를 제공하게 되며 차량용 SW 전문 계열사로서의 정체성이 한 층 강화될 것으로 판단한다.

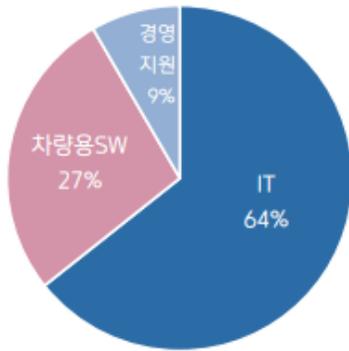
투자의견 BUY, 목표주가 140,000원으로 상향

동사에 대한 BUY 투자의견을 유지하며 목표주가는 140,000원으로 상향한다. Target Multiple은 최근 밸류에이션 부담 완화로 30.0배로 하향 조정했으나 동사의 2023년 EPS 추정치를 기존 대비 30.8% 상향 조정했다. 전통적인 제조업 부품주 관점에서는 여전히 부담스러운 밸류에이션으로 보일 수 있으나, IT업계의 DNA를 지니고 있는 동사는 향후 현대차, 기아의 SDV(Software Defined Vehicle)를 Captive 물량으로 가져가게 될 것이다. 게다가 차량용 SW 부문의 매출 성장은 이제 막 걸음마를 댄 단계다. Mobilgene의 확대 적용에 기인한 중장기적인 수익성 체질 개선 역시 동반될 것으로 기대된다

### 투자지표

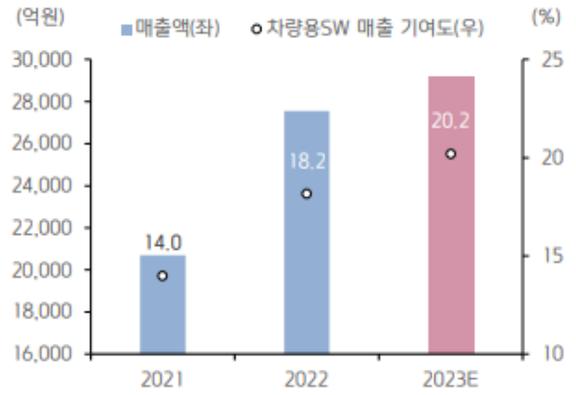
(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	1,562.6	2,070.4	2,754.5	2,916.3
영업이익	86.8	96.1	142.4	149.0
EBITDA	144.4	184.6	469.3	464.5
세전이익	84.4	97.3	154.8	174.2
순이익	60.8	71.4	116.2	131.4
지배주주지분순이익	59.0	69.8	113.9	128.8
EPS(원)	2,809	2,702	4,154	4,695
증감률(% YoY)	5.1	-3.8	53.8	13.0
PER(배)	44.0	51.1	23.0	22.3
PBR(배)	4.67	2.77	1.79	1.82
EV/EBITDA(배)	16.8	17.7	4.4	4.9
영업이익률(%)	5.6	4.6	5.2	5.1
ROE(%)	11.1	7.3	8.0	8.5
순차입금비율(%)	-32.3	-37.9	-36.9	-38.5

### 현대오토에버 본사 인력 구성 현황



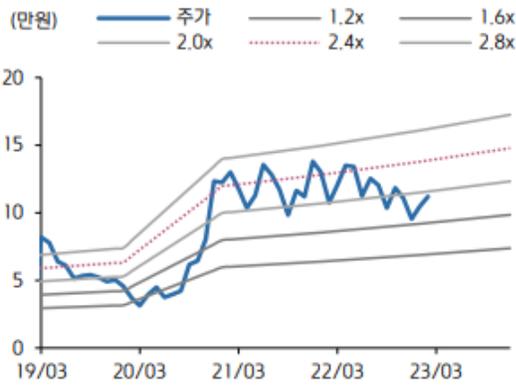
자료: 현대오토에버, 키움증권 리서치  
주: 4Q22 기준

### 연결 매출액과 차량용SW 매출 기여도 추이 및 전망



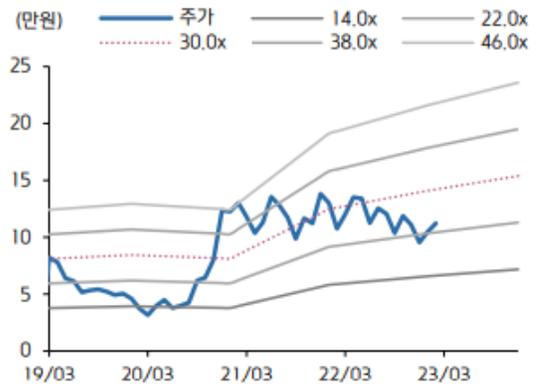
자료: 현대오토에버, 키움증권 리서치

### 현대오토에버 12M Fwd P/B Chart

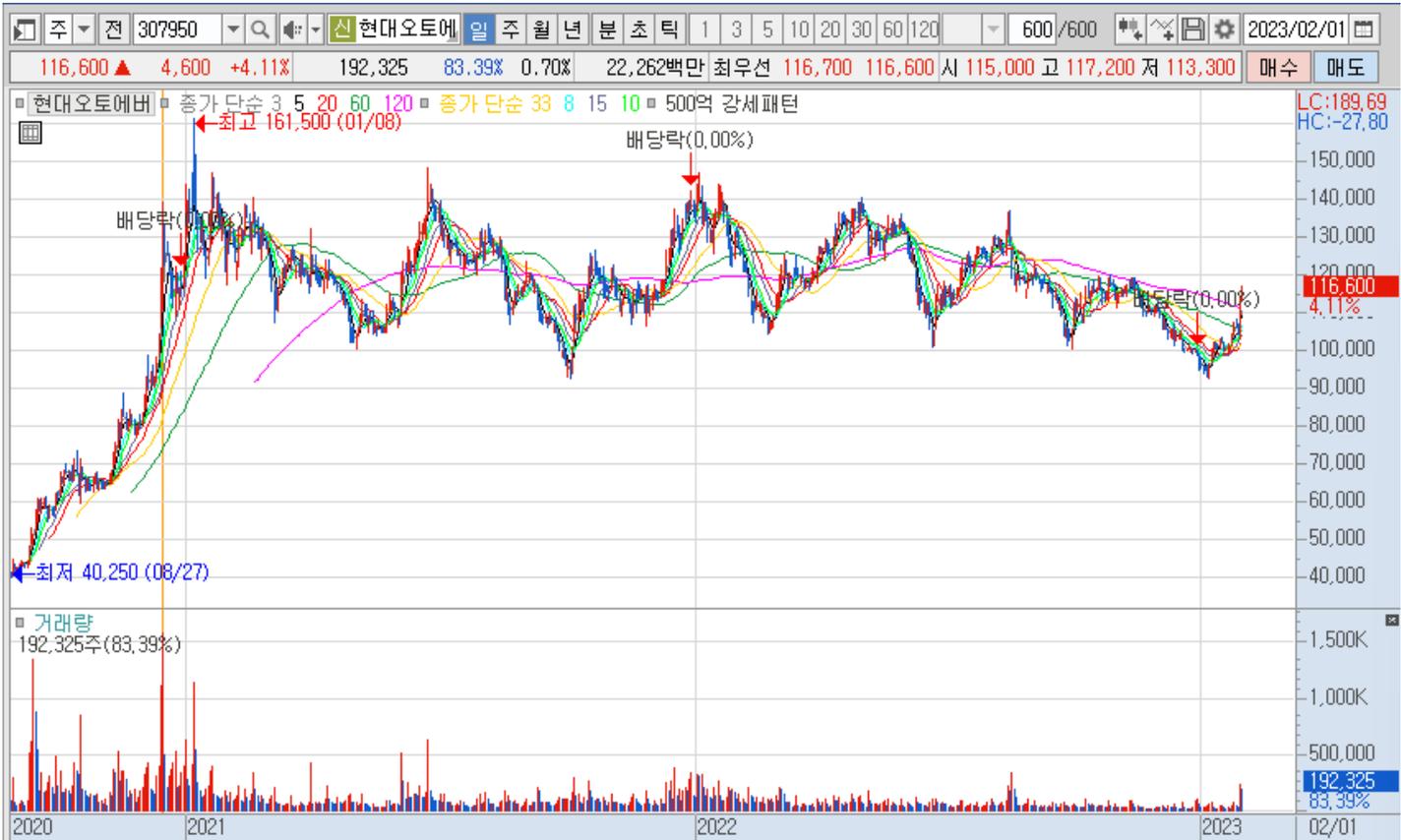


자료: FnGuide, 키움증권 리서치

### 현대오토에버 12M Fwd P/E Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치



자이에스앤디

양날의 검, Captive

[\[출처\] 이베스트투자증권 김세련 애널리스트](#)

건축부문 Captive, 지금은 좋고 나중은 걱정

자이에스앤디의 4분기 매출액은 8,882억원으로 전년동기대비 658.1% 증가, 당사 추정치 6,536억원 대비 35.9% 상회했다. 이는 연결 자회사 (건축부문) 자이C&A의 4분기 LG그룹사 공사 집행 집중 효과로 일시적 매출 상승에 크게 기인한다. 영업이익은 644억원으로 전년동기대비 438.4% 증가, 당사 추정치 400억원 대비 60.8% 상회하는 어닝서프라이즈를 기록했다. 이익 호조 역시 자이C&A의 4분기 LG그룹사 Captive현장의 준공정산이익 반영에 따른 효과이다. 문제는 2022년 자이C&A의 수주가 2조원 이상을 기록한데 반해, 고금리 여파로 인한 그룹사 CAPEX의 더딘 집행이 예상되며 2023년 수주 목표치가 1.3조원으로 감소했다는 점이다. 그룹사 공사 특성상 수주 인식 후 곧바로 매출화 되는 점을 고려할 때, 2023년 건축부문의 역성장에 이어 2024년 큰 폭의 역성장이 불가피해진다. 별도 기준 주택 매출 역시 주택시장 PF 리스크 확대에 따른 신규 착공 부진, 건자재 여파 및 일부 미분양 현장에 대한 원가 조정 등으로 공사진행률이 감소하여 기대 대비 성장성 증가가 더디게 나타나는 모습이다. 2023년 입주물량 증가로 H/I 부문의 실적 개선이 나타날 것으로 기대되는 점은 긍정적이다.

주택의 매출 성장, 마진 안정화를 확인해야 하는 시점

자이에스앤디의 2023년 이익은 H/I 실적 호조를 고려하여 기존 추정치 대비 소폭 증익 했으며, 반면 2024년은 건축 부문 연간 최소 Captive 2조원의 수주를 가정했었기 때문에 해당 부분을 재조정하여 기존 추정치 대비 16% 감익으로 추정치를 변경했다. 자이에스앤디의 주요 투자 포인트가 되는 1) 주택 부문의 매출액 성장성 회복과 이익 정상화, 2) 건축 부문의 Captive향 신규수주 회복, 3) 강점 공종인 가로주택정비 등의 수주 모멘텀 확대가 확인이 되어야 하는 시점으로 판단된다. 주택 마진은 상반기 원가 조정 이슈 이후 하반기부터 점진적 개선세를 나타낼 것으로 기대된다. 현 주가는 2023년 이익 기준 PER 2X에 그치지만, 밸류에이션 메리트를 판단하기에 앞서 성장성, 이익 개선 양방향의 확인이 우선 필요한 시점이다.

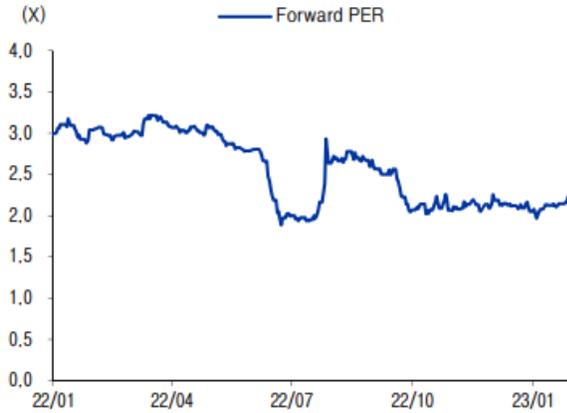
## Financial Data

(십억원)	2021	2022P	2023E	2024E	2025E
매출액	436	2,479	2,407	1,968	2,158
영업이익	51	199	193	164	182
세전계속사업손익	49	195	189	160	178
순이익	37	152	144	122	135
EPS (원)	942	3,098	2,937	2,483	2,759
증감률 (%)	20.7	228.9	-5.2	-15.5	11.1
PER (x)	9.8	2.2	2.3	2.7	2.4
PBR (x)	1.2	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	4.4	0.7	0.6	0.9	0.8
영업이익률 (%)	11.7	8.0	8.0	8.3	8.4
EBITDA 마진 (%)	13.4	8.3	8.3	8.7	8.8
ROE (%)	12.0	21.9	17.4	12.9	12.6
부채비율 (%)	77.6	138.1	105.8	86.3	79.5

주: IFRS 연결 기준

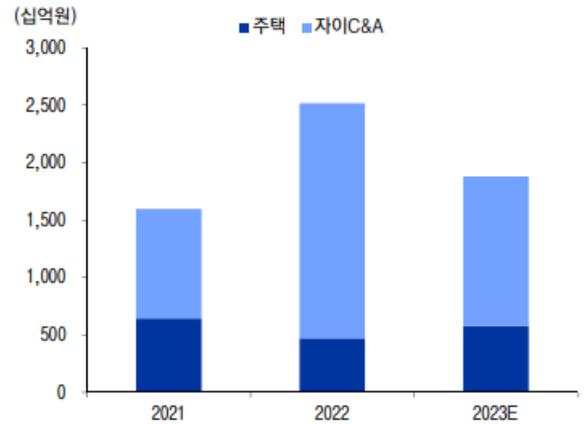
자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 자이에스앤디 Forward PER 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 자이에스앤디 신규수주 추이 및 전망



자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터





엔씨소프트  
 성공은 전략적 의사결정의 문제  
[\[출처\] 키움증권 김진구 애널리스트](#)

TL 성공 가능성 및 기존 사업 영향에 대한 판단

동사 목표주가 50만원을 유지하고 투자의견으로 Marketperform을 지속 제시한다. 목표주가는 23E 지배주주지분 3,971억 원에 목표 PER 27.5배를 적용한 결과치로 해당 멀티플은 게임 섹터 커버리지 종목 중 최고 수준을 적용하였다. TL은 모두를 위한 MMORPG 슬로건을 전제로 할 때 F2P 또는 B2P 전제시 트리플A급 게임의 베이직 프라이스인 60불 대비 절반 정도의 수준을 타겟할 가능성이 열려 있는 것으로 관측되며, 무료로 가까울수록 인게임 BM의 상대적 강도는 커질 것으로 판단한다. 동 게임의 핵심 콘텐츠는 PvP, 보스전, 공성전 등이 될 것이며, 안전 지대에서 파밍할 수 있는 아이템의 희귀도가 제한적일 수 있기에 유저들은 경쟁적인 전투 지역에 진입해야 리미티드 아이템을 파밍할 수 있다는 점을 인지하게 될 것이며 동 과정에서 과금에 대한 암묵적인 P2W 부담을 느낄 개연성이 있다. 특히 서구권은 플레이 과정의 공정성과 게임성에 기반한 컨트롤 요소를 중요하게 여기기에 동 과금요소는 성공에 장애물로 작용할 수 있다는 판단이다. 한편 당사는 국내 및 아시아 지역에서 성공 가능성은 유의미하게 보나, 유저들이 TL을 바라보는 인식이 기존 리니지 계열 게임들과 카니발라이제이션을 유발할 수 있는 여지가 있으며, 기존 리니지식 게임 대비 상대적으로 라이트한 BM도 기존 게임에서 유저 이전을 촉진할 여지를 제공해 준다 할 수 있겠다. 이에 TL이 성공한다 해도 기존 게임과 합산한 전체 매출의 증분을 감안할 때 현재 추

정치를 상향할 여지는 제한적이라고 판단한다. 다만 BMI가 확정되지 않았는 바, 우호적인 추정 가정에 근간한 기존 풀 프 라이스 기준 B2P BM을 유지해 기존 게임과 카니발라이제이션 없이 23E TL 매출액 1,658억원을 추정치에 반영하였다.

동사의 가장 큰 경쟁력이 무엇인지 복기할 필요

동사는 글로벌 게임사 중에서 멀티 플레이 기반 MMORPG를 가장 잘 서비스 할 수 있는 최고 티어의 회사이다. 해당 요소가 동사의 경쟁력을 그 누구도 부정할 수 없다. 기존 MMORPG를 서비스하며 체득한 대규모 트래픽 및 서버관리 운영 노하우를 결합해 멀티 플레이 기반 게임을 B2P BM을 통해 출시해 인게임 BM을 제거하고 NFT를 결합하여 게임 자산의 가치를 유저에게 되돌려주고, 트랜잭션 기반 막대한 트래픽을 통해 블록체인 기축통화와 에코시스템을 구축하는 변화가 향후 전제된다면 동사 투자의견은 탄력적으로 상향될 여지가 있음을 투자자들에게 밝히고자 한다.

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	2,416.2	2,308.8	2,578.8	2,496.9
영업이익	824.8	375.2	572.1	414.5
EBITDA	890.6	468.9	718.2	547.9
세전이익	803.3	491.3	734.6	534.0
순이익	586.6	395.7	534.1	397.1
지배주주지분순이익	587.4	396.9	534.3	397.1
EPS(원)	26,756	18,078	24,339	18,086
증감률(% YoY)	63.9	-32.4	34.6	-25.7
PER(배)	34.8	35.6	18.4	25.6
PBR(배)	6.51	4.48	2.78	2.69
EV/EBITDA(배)	21.0	27.4	11.4	15.2
영업이익률(%)	34.1	16.3	22.2	16.6
ROE(%)	20.8	12.6	16.0	10.9
순차입금비율(%)	-56.7	-40.9	-45.7	-48.0



