

## 2023.07.19(수) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-07-19 오전 4:07

수정한 날짜: 2023-07-19 오전 11:20

### 2023.07.19(수) 증권사리포트

하이브

순조로운 2분기, 하반기 모멘텀도 충분

[\[출처\] 키움증권 이남수 애널리스트](#)

2분기 영업이익 710억원(yoy -19.6%) 컨센 소폭 하회

2분기 매출액 5,527억원(yoy +7.9%), 영업이익 710억원(yoy -19.6%, OPM 12.8%)으로 컨센서스 소폭 하회를 전망한다. 세븐틴 신보 620만장 포함 합산 760만장, 슈가 135만장으로 어느 분기보다 앨범 판매량이 높았다. 2분기에는 씨클차트 Top100 기준 합산 1,358만장(신 1,116만장, 구 242만장)을 기록할 것이다. 상반기는 2,258만장(신 1,824만장, 구 433만장)으로 이미 2022년 합산 2,164만장(신 1,748만장, 구 416만장)의 기록을 넘어섰다. 또한 슈가, TXT의 투어가 반영되어 전년 BTS 라스베가스 콘서트 역기저를 극복할 것으로 판단한다. 뉴진스를 포함한 아티스트 광고 수익도 개선 추세로 BTS 부재에 의한 실적 우려는 아티스트 성장으로 괴리를 줄이고 있다. 다만, BTS 페스타, 위버스콘 페스티벌 진행으로 인한 일회성 비용, 기존 보다 감소한 영상 콘텐츠 발매로 콘텐츠 부문의 약세는 나타날 것으로 판단한다.

3분기에도 모멘텀 약화는 없다

3분기에는 시작부터 7/14 BTS 정국 디지털 싱글 발매, 7/21 뉴진스, 7월 TXT의 컴백이 이어진다. 뉴진스는 데뷔 이후 음원 차트 상승세를 유지했기에 지난 앨범 판매량 150만장을 넘을 것으로 기대한다. 1분기 씨클차트 분기 판매량 1위의 TXT는 앨범 발매 후 월드투어를 개최했다. 빌보드200 1위를 차지한 앨범 퍼포먼스까지 고려하면 글로벌 팬덤 강화에 따른 앨범 성장도 고무적으로 판단한다. 그리고 K-POP 초동 1일차 신기록을 작성한 세븐틴이 7월 서울을 시작으로 월드투어에 돌입하고, 밀리언 셀러로 성장한 르세라핌은 8월부터 서울, 일본, 방콕 등 첫 번째 단독 콘서트를 개최해 콘서트&MD 모멘텀도 풍부하다. 위버스 멤버십 플러스가 출시되는 플랫폼 영역은 DM 서비스를 포함, 국내외 아티스트 입점까지 예정되어 있어 실적 확장에 기여할 것으로 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 345,000원 유지

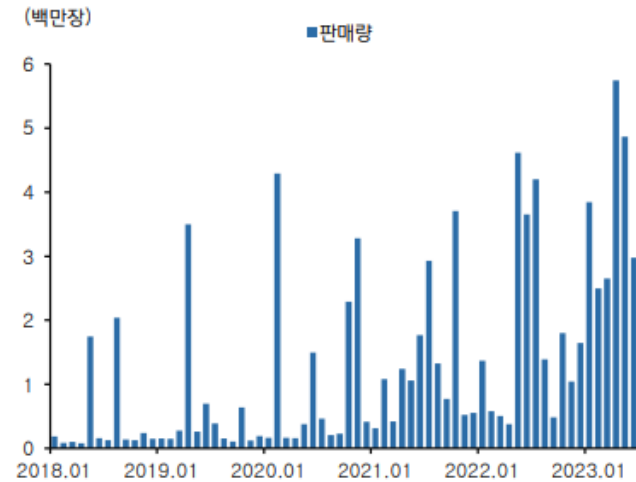
BTS 완전체 활동 부재로 인한 리스크 요인은 BTS 솔로, 세븐틴, TXT, 뉴진스 등의 아티스트 라인업 성장으로 충격을 최소화하고 있다. 멀티 레이블 체계가 구축된 동사는 신인 데뷔, 글로벌 레이블 인수 등 추가적인 성장 스토리를 지속 발표하고 있다. 따라서 하반기는 성장한 아티스트의 컴백과 월드투어, 위버스 플랫폼 서비스 확대 등으로 기저에 의한 개선 수준을 넘어설 것으로 본다. 이에 투자의견 BUY와 목표주가 345,000원은 유지한다.

## 투자지표

| (십억원, IFRS)  | 2021    | 2022    | 2023F   | 2024F   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액          | 1,255.9 | 1,776.2 | 2,110.8 | 2,514.0 |
| 영업이익         | 190.2   | 236.9   | 271.3   | 336.0   |
| EBITDA       | 273.5   | 355.8   | 386.2   | 441.4   |
| 세전이익         | 210.5   | 96.5    | 288.1   | 419.3   |
| 순이익          | 140.8   | 48.0    | 194.0   | 302.6   |
| 지배주주지분순이익    | 136.8   | 52.3    | 211.3   | 312.8   |
| EPS(원)       | 3,606   | 1,265   | 5,083   | 7,509   |
| 증감률(%, YoY)  | 28.3    | -64.9   | 301.7   | 47.7    |
| PER(배)       | 96.8    | 137.1   | 50.5    | 34.2    |
| PBR(배)       | 5.13    | 2.59    | 3.87    | 3.74    |
| EV/EBITDA(배) | 51.5    | 19.0    | 26.7    | 23.2    |
| 영업이익률(%)     | 15.1    | 13.3    | 12.9    | 13.4    |
| ROE(%)       | 6.8     | 1.9     | 7.6     | 11.1    |
| 순차입금비율(%)    | -14.8   | -19.6   | -17.7   | -19.4   |

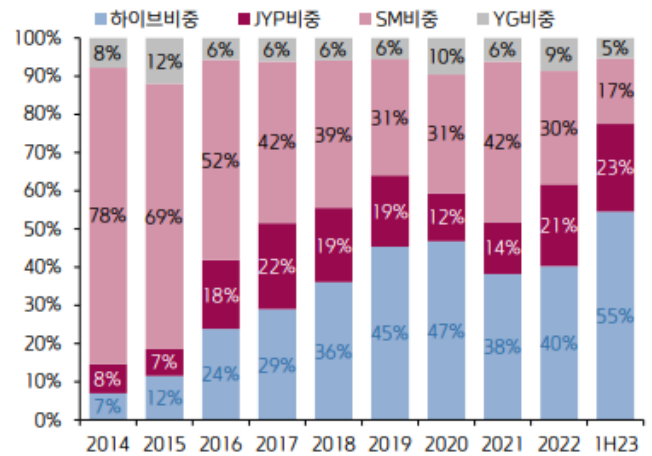
자료: 키움증권 리서치센터

### 하이브 월별 서클차트 Top100 앨범 판매량 추이



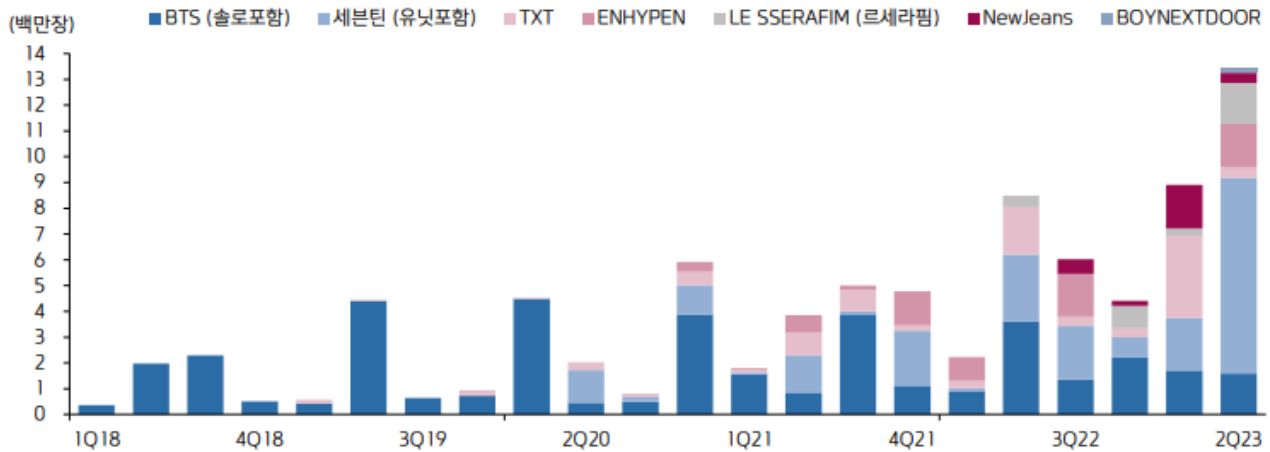
자료: 씨클차트, 키움증권 리서치센터

### 연도별 서클차트 4개 소속사 비중



자료: 씨클차트, 키움증권 리서치센터

### 하이브 아티스트별 분기 서클차트 Top100 앨범 판매량 추이



자료: 씨클차트, 키움증권 리서치센터



## TKG휴켄스

### 경제적 해자의 지속

#### [\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

### 역내 질산 지배력 강화

동사의 No.6 희질산(68%), No.2 MNB 증설 프로젝트는 순조롭게 진행 중에 있다. EPC 업체에 따르면, 질산 40만톤 증설 플랜트의 경우 핵심 설비인 흡수탑이 성공적으로 설치되었고, 8월까지 열교환기, 리액터, 베셀, 펌프 등 주요 기자재 설비 설치가 진행되고, 11월 예비 시운전을 통해 기계적 준공 후, 12월 종합 시운전이 계획되어 있다. 12월 한 달간의 시운전이 완료되면, 내년 1월 초부터 본격적인 상업 운전이 시작될 것으로 보인다. 기존 운영하던 No.2~5 질산 플랜트와 유사한 기반으로 설계되어 정상 가동에는 문제가 없을 것으로 판단된다. 또한 MNB 플랜트도 주요 기기 설치를 위한 철골 및 저장 탱크/폐수처리 설비 공사가 동시에 진행되고 있다.

이번 질산 증설로 동사의 희질산 생산능력은 148만톤으로 증가하며, 기존 대비 37% 증가할 전망이다. 절대적인 물량이 증가하는 가운데, 고정비와 유틸리티 등의 절감 효과가 발생할 것으로 예상되고, 원단위 등으로 추정하면 암모니아 구입량이 연간 12만톤 증가하는 점을 고려하면 추가적인 원재료 구매 협상력도 증가할 것으로 보인다. 또한 이번 No.6 질산 플랜트의 톤당 Capex는 37.5만원(전체 Capex는 1,500억원)이다. 이는 10년 전 증설한 동사 No.5 플랜트 증설비용과 동일한 금액이다. 인플레이션/태풍에 따른 국내 철강 업체 침수 등 투자비 상승 요인에도 불구하고, 동사의 절감 노력 및 라이선스 업체들과의 장기적인 협력 관계 구축 등에 기인한다. 한편 암모니아 장기 성장성을 고려한 국내 질산 경쟁사의 증설 추진에도 불구하고, 경쟁사 종속회사의 질산 유도체 철수 발표, 파이프라인 등 인프라 투자 필요 및 높은 Capex 등을 고려 시 동사의 역내 질산 시장 지배력이 지속될 것으로 판단된다.

### 장기공급계약 체결로 안정적인 영업실적 지속

동사는 질산/MNB 투자 확대에도 불구하고, 주요 제품들의 장기공급계약 체결로 인한 고객 락인 효과 등으로 안정적인 영업실적을 지속하며, 부의 순차입금 상태를 유지하는 등 매우 안정적인 재무구조를 지속할 것으로 예상된다.

| (단위:십억원,배) | 2021  | 2022  | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 861   | 1,236 | 1,067 | 1,267 | 1,456 |
| 영업이익       | 93    | 117   | 148   | 160   | 197   |
| 세전이익       | 105   | 106   | 163   | 168   | 207   |
| 당기순이익      | 78    | 82    | 127   | 131   | 161   |
| EPS(원)     | 1,851 | 2,001 | 3,102 | 3,199 | 3,937 |
| 증가율(%)     | 53.5  | 8.1   | 55.0  | 3.1   | 23.1  |
| 영업이익률(%)   | 10.8  | 9.5   | 13.9  | 12.6  | 13.5  |
| 순이익률(%)    | 9.1   | 6.6   | 11.9  | 10.3  | 11.1  |
| ROE(%)     | 11.1  | 11.4  | 16.1  | 14.9  | 16.3  |
| PER        | 12.5  | 10.0  | 7.4   | 7.2   | 5.8   |
| PBR        | 1.4   | 1.1   | 1.1   | 1.0   | 0.9   |
| EV/EBITDA  | 5.6   | 4.4   | 4.2   | 3.5   | 2.4   |

자료: Company data, IBK투자증권 예상





---

신성이엔지

드라이룸 고성장, 태양광은 영역 확장

[\[출처\] DS투자증권 안주원 애널리스트](#)

클린환경: 2023년 매출액 6,159억원과 영업이익 274억원 전망

외부 공기를 정화해 FAB 내부에 청정한 공기를 공급, 공장에서 발생한 휘발성 유기화합물 제거 및 공기 흐름도를 제어, 배터리 등 2차전지 제조 시 필요한 저습도 공간인 드라이룸까지 클린환경 부문의 실적 성장이 예상된다. 드라이룸 매출액은 최근 국내 2차전지 업체들의 적극적인 해외 공장 증설로 고성장 하고 있다. 클린룸도 지연되었던 주요 고객사의 국내 공장 증설 및 해외 지역에서의 생산시설 확대로 2분기부터 매출액이 증가할 것으로 보인다. 2차전지는 현재 셀에서 소재분야로 영역을 넓힐 계획으로 향후 드라이룸의 성장률이 두드러지며 클린환경의 외형확대를 견인할 전망이다. (2023년 드라이룸 매출 성장률 51%)

재생에너지: 2023년 매출액 1,062억원과 영업이익 66억원 전망

태양광은 국내 영업환경이 녹록치 않아 지난해대비 매출액은 역성장 할 것으로 예상된다. 다만 영업이익은 주요 원재료인 폴리실리콘 가격이 빠지면서 원가 개선으로 외형 축소에도 늘어날 것으로 보인다. 동사는 지난 6월 국내 고객사향 태양광 모듈 OEM계약을 종료했으며 미국 태양광 시장으로의 직수출을 고려 중이다. 태양광은 국내 보다는 해외로 시장을 개척하거나 EPC로 사업 영역을 확장하며 신규 수익을 창출하고자 한다. 지난해 11월에 체결한 국내 부사호 수상태양광 발전사업 EPC협약이 해당되며 올해 하반기부터는 관련 매출액이 반영될 것으로 예상된다. (매출액 650억원)

투자의견 매수, 목표주가 3,300원으로 상향

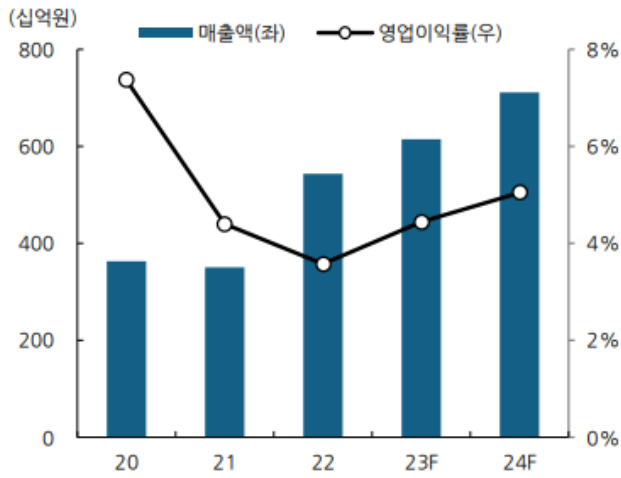
신성이엔지에 대해 투자의견 '매수'를 유지하고 목표주가는 3,300원으로 상향한다. 목표주가는 2024년 예상 EPS에 Target PER 20배를 적용했으며 드라이룸 중심의 클린환경 사업부 성장 및 동박 등 소재로의 영역 확장에 따른 높은 멀티플을 적용했다. 올해는 클린환경 실적 확대에 따른 주가 상승이 이루어지고 있으며 국내 대기업들의 해외 생산기지 확대가 계속되는 동안 신성이엔지의 성장도 이어지며 실적 및 주가 모두 좋을 것으로 판단한다.

## Financial Data

| (십억원)         | 2020  | 2021  | 2022 | 2023F | 2024F |
|---------------|-------|-------|------|-------|-------|
| 매출액           | 482   | 455   | 664  | 723   | 825   |
| 영업이익          | 19    | 2     | 21   | 34    | 43    |
| 영업이익률(%)      | 3.8   | 0.5   | 3.2  | 4.7   | 5.2   |
| 세전이익          | 3     | -18   | 47   | 36    | 41    |
| 지배주주지분순이익     | -14   | -16   | 34   | 29    | 33    |
| EPS(원)        | -68   | -78   | 166  | 142   | 164   |
| 증감률(%)        | 적전    | 적지    | 흑전   | -14.6 | 16.0  |
| ROE(%)        | -8.8  | -8.0  | 16.3 | 12.8  | 13.0  |
| PER (배)       | -50.4 | -27.5 | 9.4  | 19.1  | 16.4  |
| PBR (배)       | 3.6   | 2.1   | 1.5  | 2.3   | 2.0   |
| EV/EBITDA (배) | 26.1  | 48.9  | 17.4 | 16.1  | 12.8  |

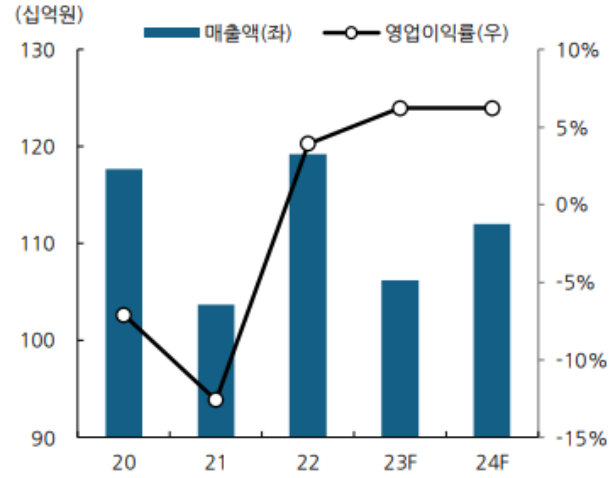
자료: 신성이엔지, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림1 클린환경 연간 실적 추이 및 전망



자료: 신성이엔지, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 재생에너지 연간 실적 추이 및 전망



자료: 신성이엔지, DS투자증권 리서치센터 추정





---

JYP Ent.

또 한번 역대급 실적

[\[출처\] 키움증권 이남수 애널리스트](#)

2분기 영업이익 498억원(yoy +105.1%) 컨센 상회

2분기 매출액 1,518억원(yoy +124.0%), 영업이익 498억원(yoy +105.1%, OPM 32.8%)으로 시장 기대치 상회를 전망한다. 주요 레버리지는 K-POP 초동 신기록을 작성한 스트레이 키즈 앨범 560만장 반영이다. 또한 스트레이 키즈와 트와이스 성장은 구보 판매량도 동반 증가시키고 있다. 2분기에는 씨클차트 Top100 기준 합산 648만장(신 538만장, 구 110만장)을 기록할 것이다. 상반기에는 948만장(신 801만장, 구 147만장)으로 전년 합산 1,149만장(신 982만장, 구 167만장)의 성적에 육박하고 있다. 트와이스 월드 투어가 개최되었기에 JYP360의 MD 실적도 순항할 것이라 판단한다. 이에 1분기에 이어 다시 한번 역대급 실적 달성이 유력하다.

3분기 미국&일본 글로벌 프로젝트 그리고 돔 투어

7/13 미국 A2K 프로젝트, 7/21 일본 Nizi 프로젝트가 연달아 런칭된다. 일본을 넘어 미국 진출이 활발해지며 외형을 넓힌 K-POP 아티스트의 수출형 모멘텀이 현지 공략으로 트렌드로 확장되는 것이다. 이미 일본에서 NiziU 데뷔를 통해 탄탄한 수익화 모멘텀을 획득하고 있는 동사는 중국 Project C까지 보유하게 되면 K-POP 팬덤이 가장 강력한 한국, 일본, 미국, 중국에서 아티스트 라인업을 모두 보유한 유일한 회사가 된다.

또한 상반기 최대 퍼포먼스를 보여준 스트레이 키즈는 8월부터 일본 8회, 국내 2회의 총 10회 돔투어를 예정하고 있다. 돔 투어 퍼포먼스는 1회 개최만으로도 티켓과 MD의 레버리지가 충분하다. 스트레이 키즈는 돔구장별 2회 공연을 개최하면서 규모의 경제까지 획득해 수익성 개선은 더욱 두드러질 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 155,000원으로 상향

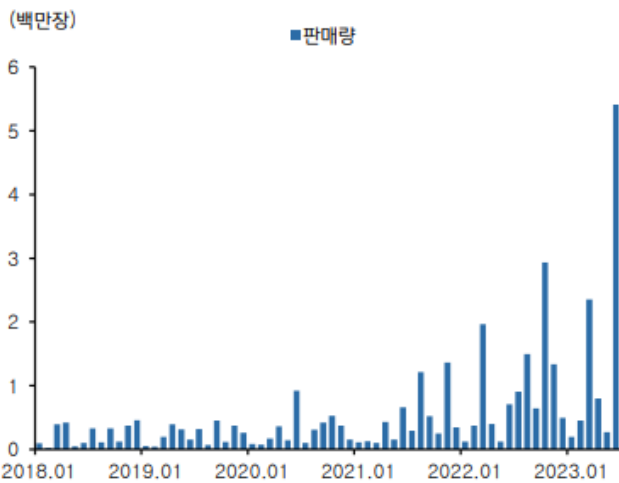
상반기 합산 영업이익 추정치는 918억원으로 단숨에 2022년 영업이익 966억원에 근접할 것으로 보인다. 리퍼블릭 레코즈와의 협업 모멘텀에 의해 신기록 작성 중인 스트레이 키즈와 트와이스의 하반기 컴백까지 고려하면 하반기 실적 전망도 상반기에 뒤질 이유가 없다. 또한 월드투어 규모의 레벨업이 투어MD는 물론 글로벌 팬덤 강화로 이어져 JYP360의 초고속 성장을 이끌고 있다. 글로벌 현지 데뷔, 아티스트 재계약 훼손 리스크 최소화 등 중장기 성장 모멘텀도 매우 밝다. 이에 투자의견 BUY를 유지하고, 12M FWD EPS에 Target P/E 34.9배를 적용해 목표주가는 155,000원으로 상향한다.

## 투자지표

| (십억원, IFRS)  | 2021  | 2022  | 2023F | 2024F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 193.9 | 345.9 | 562.8 | 664.8 |
| 영업이익         | 57.9  | 96.6  | 182.8 | 209.5 |
| EBITDA       | 62.6  | 102.7 | 189.3 | 216.6 |
| 세전이익         | 85.9  | 94.1  | 199.0 | 232.8 |
| 순이익          | 67.5  | 67.5  | 146.6 | 165.2 |
| 지배주주지분순이익    | 67.5  | 67.5  | 146.6 | 165.1 |
| EPS(원)       | 1,900 | 1,901 | 4,129 | 4,652 |
| 증감률(% YoY)   | 128.4 | 0.0   | 117.2 | 12.7  |
| PER(배)       | 26.7  | 35.7  | 30.0  | 26.7  |
| PBR(배)       | 7.30  | 8.01  | 10.21 | 7.58  |
| EV/EBITDA(배) | 27.2  | 22.0  | 21.8  | 18.4  |
| 영업이익률(%)     | 29.9  | 27.9  | 32.5  | 31.5  |
| ROE(%)       | 31.4  | 24.7  | 40.1  | 32.7  |
| 순차입금비율(%)    | -41.3 | -51.0 | -63.1 | -70.3 |

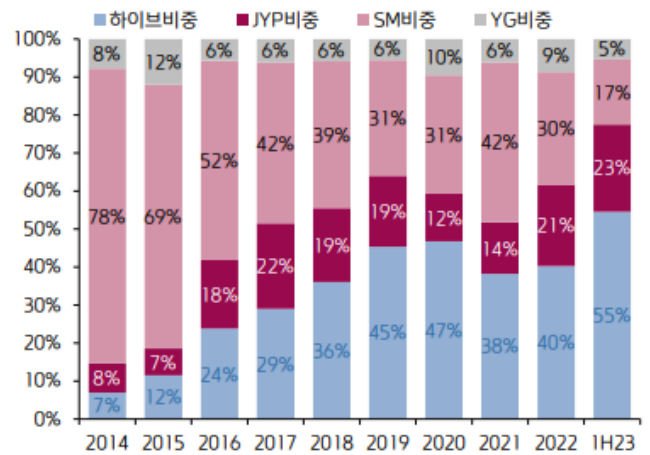
자료: 키움증권 리서치센터

### JYP Ent. 월별 서클차트 Top100 앨범 판매량 추이



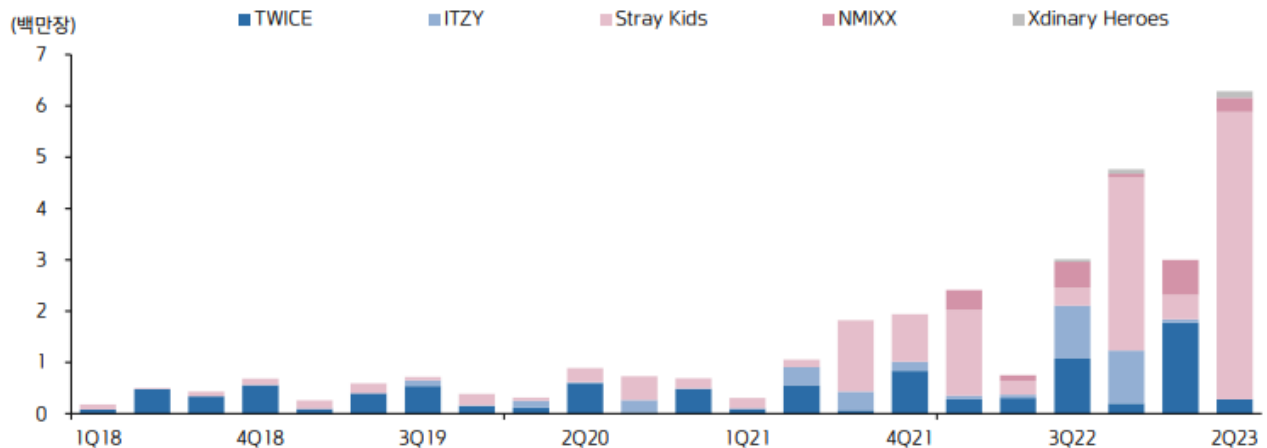
자료: 씨클차트, 키움증권 리서치센터

### 연도별 서클차트 4개 소속사 비중



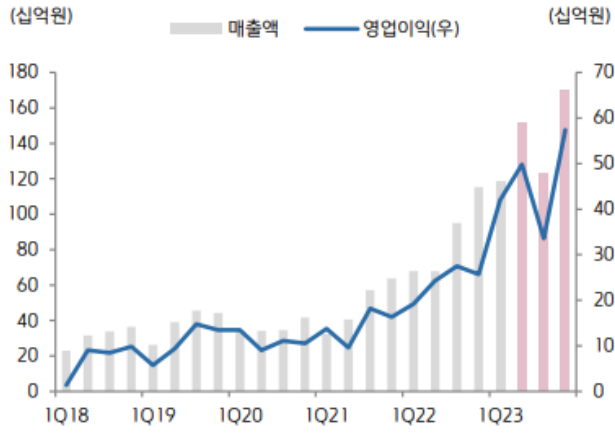
자료: 씨클차트, 키움증권 리서치센터

### JYP Ent. 아티스트별 분기 서클차트 Top100 앨범 판매량 추이



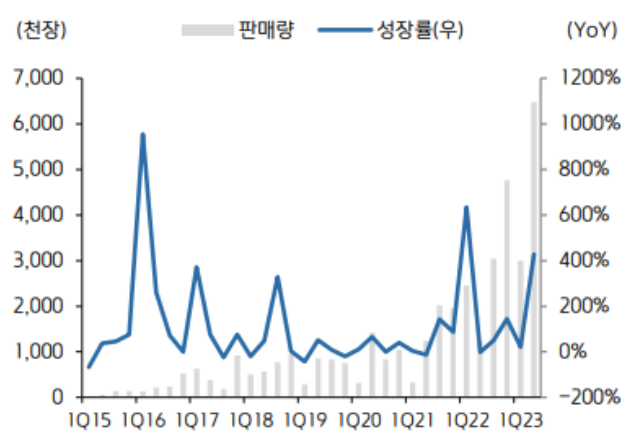
자료: 씨클차트, 키움증권 리서치센터

### JYP Ent. 매출액 및 영업이익 추이(K-IFRS 연결기준)



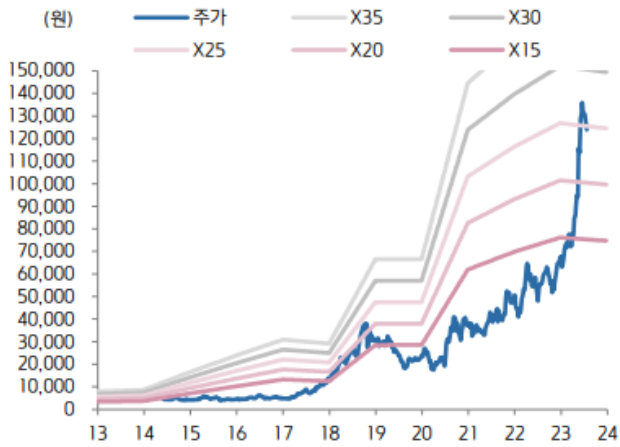
자료: JYP Ent, 키움증권 리서치센터

### JYP Ent. 분기별 앨범 판매량 추이



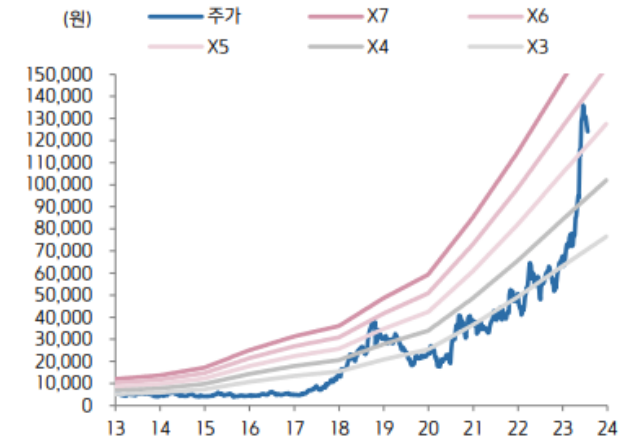
자료: JYP Ent, 키움증권 리서치센터

### 12M Forward PER Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터

### 12M Forward PBR Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터



---

SKT

8월 자사주 매입 추진 가능성 높아졌다

[\[출처\] 하나증권 김홍식 애널리스트](#)

매수/TP 8만원 유지, 통신업종 Top Pick으로 제시, 단기 적극 매수 추천

SKT에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표가 8만원을 유지한다. 12개월 통신서비스 섹터 Top Pick과 더불어 2분기 실적 시즌 최선호종목으로 제시한다. 추천 사유는 1) 현재 회사채 발행금리 및 기대배당수익률 차이를 고려하면 올해 자사주 매입이 예상되는데 시기적으로 8월 취득 결의할 가능성이 높고, 2) 2분기에 이어 3~4분기에도 통신 3사 중 YoY 가장 안정적인 이익 증가 흐름이 나타날 것이며, 3) 유동 물량이 적고 외국인 지분율이 낮아졌음을 감안시 자사주 매입 효과가 수급상 큰 영향을 미칠 전망이다, 4) 사실상 올해 DPS 감소 가능성이 희박함에도 불구하고 현재 7.2%에 달하는 기대배당수익률을 기록하고 있어 투자 매력도가 높은 것으로 판단되기 때문이다.

현재 회사채 발행 금리/배당수익률 격차 감안 시 자사주 매입 추진 가능성 높다

필자는 올해 2월부터 2023년 내에 SKT가 자사주 매입에 나설 가능성이 높다고 전망하고 있다. SKT 회사채 발행 금리가 하락할 가능성이 높은 반면 통신 규제 강화 우려로 주가 상승폭은 미미해 기대배당수익률이 과도하게 높은 상황이 지속되고 있기 때문이다. 따라서 재무정책상 경영진이 자사주 매입을 통한 배당가능주식수 감축을 추진할 가능성이 높다고 판단한다. 특히 높은 배당 성향으로 총 배당금 증액이 어려운 SKT 입장에서 자사주 매입을 통한 DPS 상승이 실질 배당 증가의 방안이 될 수 있어 관심을 가질 만하다. 연초대비 뚜렷한 금리 하락 추세에도 여전히 금리 상승을 걱정하는 투자자들이 많지만 현실적으로 SKT 자금 조달 금리가 상승할 가능성은 낮다. 새마을금고/부동산 PEF 사태까지 촉발되면서 시중 유동성 공급이 지속될 수 밖에 없는 상황인데다가 초우량채 조달 금리는 지속적으로 낮아지는 추세이기 때문이다. 이미 SKT 조달 금리는 3%대를 기록하고 있다. 조만간 SKT가 자사주 매입을 선언할 가능성이 높고 연내 취득 완료할 것임을 감안할 시 8월 발표, 8~12월 매입 진행 가능성이 높아 보인다.

유동 물량 적어 3%만 취득해도 주가 크게 오를 수 것, 1차 55,000원 달성 전망

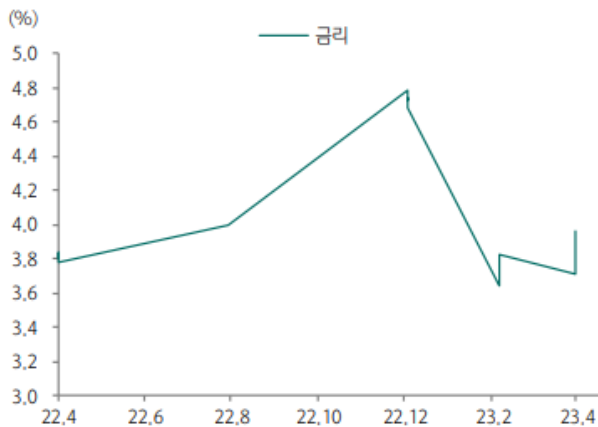
현재 SKT 지분율은 SK(주) 30%, 카카오 2%, 외국인 42%, 국민연금 8%, 기타 기관 5%, 개인 13%로 나타난다. SK(주)와 카카오 지분이 변동하지 않고 특별한 악재가 없는 한 외국인 지분율이 최소 40% 이상을 항상 유지해 왔음을 감안하면 실제 출회될 매물은 많지 않은 편이다. 특히 최근 외국인 대량 매도로 외국인 지분율이 42%로 낮아져 있음을 감안하면 자사주 매입 효과가 생각보다 더 크게 나타날 수 있다. 예측하긴 어렵지만 유의미한 재무 정책을 피한다고 가정 시 예상되는 SKT 자사주 매입 규모는 3천억원 내외로 예상된다. 현재 SKT 시가총액의 3%에 해당하는 규모이다. 이익 성장 믿음이 크다는 점에서 기대배당수익률 7% 수준에서 물량이 대거 출회될 가능성은 낮으며 6% 수준까지 1차 주가 반등이 나타날 것으로 판단한다. 55,000원까지는 보유 전략을 추천한다

## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

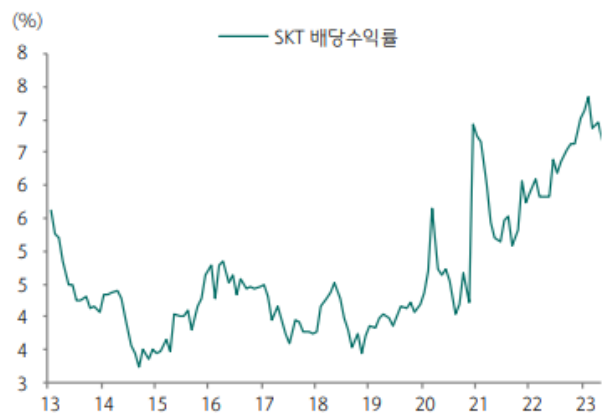
| 투자지표      | 2021     | 2022     | 2023F    | 2024F    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액       | 16,748.6 | 17,305.0 | 17,556.6 | 17,855.1 |
| 영업이익      | 1,387.2  | 1,612.1  | 1,760.7  | 1,789.7  |
| 세전이익      | 1,718.2  | 1,236.2  | 1,426.8  | 1,469.7  |
| 순이익       | 2,407.5  | 912.4    | 1,040.1  | 1,091.7  |
| EPS       | 6,841    | 4,169    | 4,753    | 4,989    |
| 증감율       | 83.60    | (39.06)  | 14.01    | 4.97     |
| PER       | 8.46     | 11.37    | 9.69     | 9.23     |
| PBR       | 1.09     | 0.91     | 0.84     | 0.82     |
| EV/EBITDA | 4.19     | 3.84     | 3.43     | 3.38     |
| ROE       | 13.63    | 7.97     | 8.96     | 9.03     |
| BPS       | 53,176   | 51,889   | 54,502   | 56,176   |
| DPS       | 6,660    | 3,320    | 3,320    | 3,600    |

도표 2. SKT 회사채 발행 금리 추이



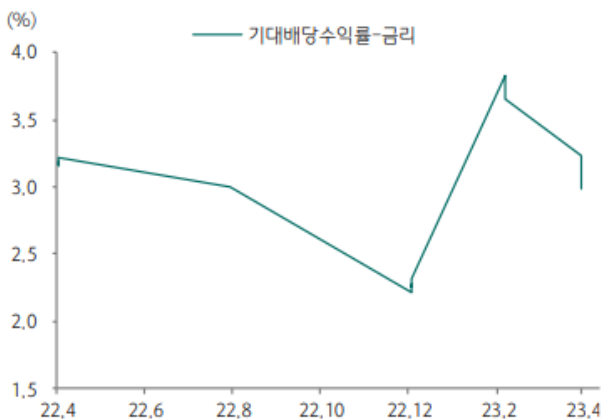
자료: Check Expert+, 하나증권

도표 3. SKT 배당수익률 추이



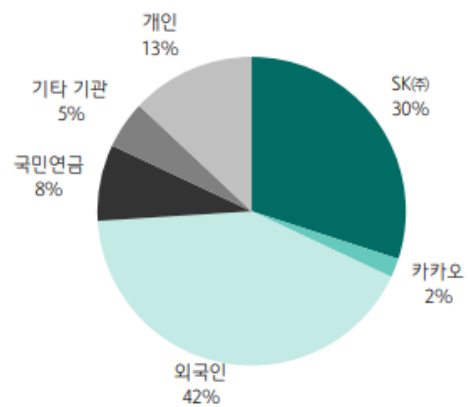
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 4. 최근 2년간 기대배당수익률-회사채 발행 금리 격차



자료: Check Expert+, Quantiwise, 하나증권

도표 5. SKT 지분률 현황



자료: SKT, 하나증권





엔씨소프트

실적 부진과 신작 우려의 이중고

[\[출처\] 유진투자증권 정의훈 애널리스트](#)

2분기 매출액 4,489억원(-28.7%yoy), 영업이익 357억원(-70.9% yoy), 컨센서스(376억원) 부합 전망

3, 4월 경쟁 신작 출시로 모바일 매출에 부정적인 영향을 미침. 특히 2M과 W의 매출 순위 하락이 두드러짐

리니지M, 리니지2M, 리니지W의 2분기 일평균 매출액 추정치는 각각 14억원, 6억원, 11억원

영업비용에서 전분기 대비 마케팅 비용 증가 및 매출 감소로 인한 마진을 훼손 전망

TL 게임성에 대한 우려 외에도 모바일 리니지의 매출 하향 안정화가 지연되고 있다는 점과 그 외 기대 신작 부재라는 요소가 주가 상승에 부담으로 작용. 3분기 중으로 글로벌 테스트를 앞둔 TL은 글로벌 유저들에게 호응을 얻기 힘들다는 약점을 어떻게 개선했느냐가 관건. TL의 24년 연간 매출은 약 3,000억원(일매출 8억원)으로 추정

2024년 실적 추정치 하향으로 목표주가를 기존 44만원에서 38만원으로 하향

| 12월 결산(십억원)  | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액          | 2,309  | 2,572  | 1,953  | 2,256  |
| 영업이익         | 375    | 559    | 216    | 373    |
| 세전손익         | 491    | 609    | 360    | 449    |
| 당기순이익        | 396    | 436    | 291    | 334    |
| EPS(원)       | 18,078 | 19,847 | 13,192 | 15,226 |
| 증감률(%)       | -32.4  | 9.8    | -33.5  | 15.4   |
| PER(배)       | 35.6   | 22.6   | 22.3   | 19.3   |
| ROE(%)       | 12.6   | 13.7   | 8.8    | 9.6    |
| PBR(배)       | 4.5    | 3.1    | 1.9    | 1.8    |
| EV/EBITDA(배) | 30.3   | 13.7   | 19.0   | 12.2   |

자료: 유진투자증권

도표 4. 주요 모바일 게임 국내 매출순위 (플레이스토어)

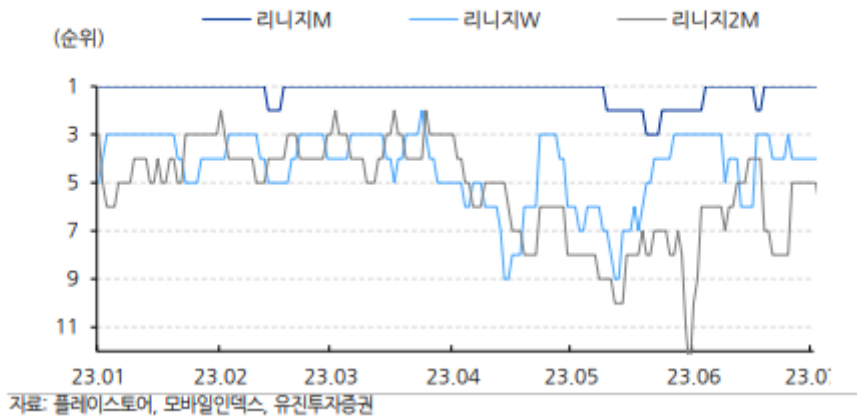
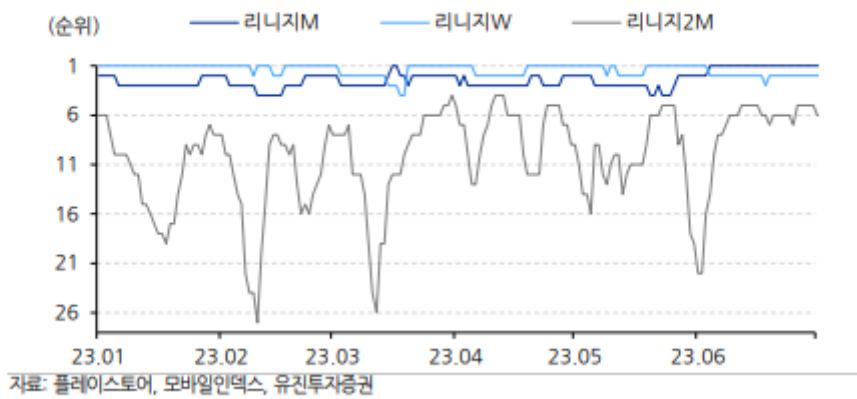


도표 5. 주요 모바일 게임 대만 매출순위 (플레이스토어)





아이에스동서  
 폐배터리로 방어하는 주택사업  
[\[출처\] NH투자증권 애널리스트](#)

주택 사업에 대한 눈높이 조절

아이에스동서에 대한 투자의견 Buy는 유지하지만, 목표주가는 45,000원(기존54,000원)으로 17% 하향 조정. 투자의견을 유지하는 이유는 대부분 자체현장은 분양을 완료했고, 아이에스TMC는 폐배터리 설비에의 신규 투자 확대에 성장이 예상되기 때문. 한편, 목표주가 하향은 1) 건설 부문에 적용하는 12개월 가중평균 EBITDA 7% 하향 조정, EV/EBITDA 배수 3.0배(기존 3.5배)로 조정, 2) 인선이엔티 등 자회사의 주가 하락 등의 반영에 기인

아이에스동서는 진행 중인 자체사업의 분양을 대부분 마무리해 부동산 업황 영향을 최소화함. 다른 건설사와 마찬가지로 원가 상승에 따른 비용 반영은 불가피하지만, 분양수익까지 누릴 수 있기 때문에 이익률 훼손 정도는 크지 않을 전망. 다만, 경산 중산과 같은 신규 자체사업 현장이 연기되고 있기 때문에 당분간 건설부문에서의 이익 성장을 기대하기는 어려움

완성된 폐배터리 리사이클링 밸류체인의 잠재력

아이에스동서는 2019년 인선이엔티 인수로 인선모터스까지 품으며 폐배터리 리사이클링 사업에 진출. 원재료 확보(인선모터스)부터 전처리(아이에스 비엠솔루션), 후처리(아이에스 티엠씨)에 이르는 밸류체인을 완성. 인선모터스(연간 3만대 해체)에서 회수한 배터리를 활용해 아이에스 비엠솔루션이 투입량 기준 연간 14,500톤 규모의 블랙파우더와 블랙매스를 생산하고 아이에스 티엠씨에서 NCM솔루션(용액 기준 연간 18,000톤), 탄산리튬(1,200톤), 인산리튬(520톤) 등을 회수. 향후 추가 투자(2,000억원 이상)를 통해 관련 설비를 지속 증설할 전망

|           | 2022  | 2023E | 2024F | 2025F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 2,278 | 2,007 | 1,492 | 2,321 |
| 증감률       | 41.7  | -11.9 | -25.7 | 55.6  |
| 영업이익      | 345.1 | 280.5 | 210.1 | 396.1 |
| 증감률       | 11.0  | -18.7 | -25.1 | 88.5  |
| 영업이익률     | 15.1  | 14.0  | 14.1  | 17.1  |
| (지배지분)순이익 | 195.7 | 172.1 | 123.7 | 259.6 |
| EPS       | 6,334 | 5,570 | 4,004 | 8,404 |
| 증감률       | 86.4  | -12.1 | -28.1 | 109.9 |
| PER       | 4.5   | 5.6   | 7.8   | 3.7   |
| PBR       | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.5   |
| EV/EBITDA | 4.7   | 5.7   | 7.1   | 3.6   |
| ROE       | 14.8  | 11.6  | 7.6   | 14.2  |
| 부채비율      | 132.7 | 123.0 | 118.4 | 107.1 |
| 순차입금      | 779.6 | 623.1 | 532.1 | 307.4 |

단위: 십억원, %, 원, 배

