

2024.01.26.(금) 증권사리포트

만든 날짜: 2024-01-26 오전 4:20

수정한 날짜: 2024-01-26 오전 4:28

2024.01.26.(금) 증권사리포트

카카오뱅크

펀더멘탈 개선 지속, 다만 주가는 금리 방향성에 더 영향

[\[출처\] 하나증권 최정욱 애널리스트](#)

4분기 추정 순익 800억원으로 컨센서스 상회 전망. 연간 순익은 36.7% 증익 예상

카카오뱅크에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 35,000원으로 상향. 목표가 상향은 실적 호조에 따른 이익추정치 상향과 총량규제 가능성 등 성장률 제약 우려로 하향했던 multiple을 다시 상향했기 때문. 4분기 추정 순익은 YoY 32.7% 증가한 800억원으로 컨센서스 상회 예상. 그 이유는 1) 4분기에도 총대출이 약 4.4% 증가하고(연간 총대출성장률은 약38.8%), 예대율 상향 전략 지속에 따라 NIM도 약 5bp 상승해 순이자이익이 YoY 13% 가량 증가할 것으로 추정되는데다 2) 성과급을 매분기 안분 인식하면서 판관비는 YoY 7% 이상 감소할 것으로 전망되며, 3) 미래 경기전망 반영 추가 총당금 적립이 4분기에도 상당규모 발생하지만 대손비용은 840억원 정도로 예상되기 때문. 4) 민생금융지원액 372억원 중 4분기에 비용으로 인식되는 규모는 약 100억원으로 추정. 2023년 연간 순익은 3,600억원으로 2022년대비 약 36.7% 증가할 것으로 예상되고, 2024년 추정 순익은 4,235억원으로 약 17.8% 증익 전망. 우리의 2024년 순익 추정치는 민생금융비용 272억원이 포함된 규모임

예대율 상향으로 4분기에도 NIM 상승 기대. 자산건전성도 안정적인 흐름 이어질 듯

4분기 NIM은 2.36%로 3분기에 이어 4분기에도 약 5bp 상승 예상. NIM 상승에는 MMF에 투자 중인 잉여수신을 대출재원으로 활용하는 예대율 상향 전략이 계속되고 있기 때문. 4분기 추정 예대율은 약 90% 내외로 2분기 83%, 3분기 87%에서 계속 상승 중. 시중은행들의 예대율이 평균 약 97% 내외라는 점에서 동사의 마진 추가 상승 여력은 여전한 상황. 4분기 중저신용자대출 잔액은 약 4,300억원으로 중저신용자대출 비중은 30.4%를 기록할 것으로 보임. 중저신용자대출의 연체율도 약 1.8% 내외에 그칠 것으로 예상되어 경쟁 인터넷전문 은행들 대비 현저히 낮은 상황이 지속될 듯. 4분기 총 연체율과 NPL비율은 각각 0.48%와 0.41%로 3분기와 유사한 수준 예상. 자산건전성도 비교적 안정적인 흐름이 이어질 전망

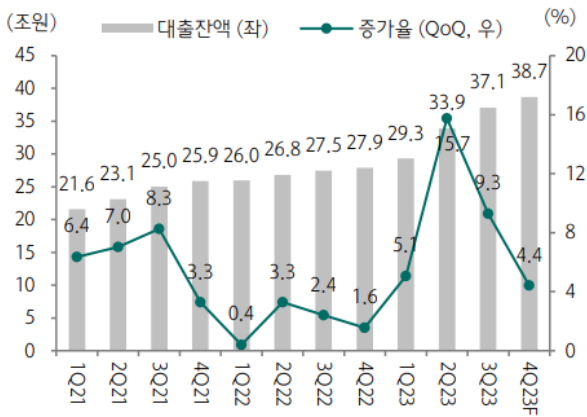
규제 변화 및 대환대출 인프라 확대 긍정적. 주가 방향성을 결정짓는 변수는 금리

금융당국의 가계부채 억제 정책 기조에 따라 총량규제 등 개별은행의 성장률이 제약될 수 있는 상황 발생 가능성을 우려했지만 아직 관련 조짐은 나타나고 있지 않으며, 인터넷전문은행의 2024~2026년 중저신용자대출 공급목표가 평잔 30% 이상으로 설정되면서 전체 신용대출의 성장 여력도 이전보다 커진 상태. 1월 9일부터 주택담보대출까지 대환대출 서비스가 확대됨에 따라 주담대 성장성도 재부각될 전망. 카카오뱅크의 대환대출 연간 취급한도는 약 9천억원 수준이지만 금리 경쟁 취지를 감안 시 추후 한도 증액 가능성은 열려 있다고 판단. 전세자금대출도 31일부터 대환대출이 가능해지는데 이는 최근 1년 이상 정체되었던 전월세대출 성장이 재개되는 계기로 작용 가능. 펀더멘탈 개선과 더불어 동사의 주가 방향성을 결정짓는 주요 변수는 금리. 성장주로 인식되는 특성상 금리 하락기에 multiple이 상승하는 경향을 보이기 때문. 하반기 중 금리 인하 가능성이 높다는 점도 주목해야 할 요인임

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

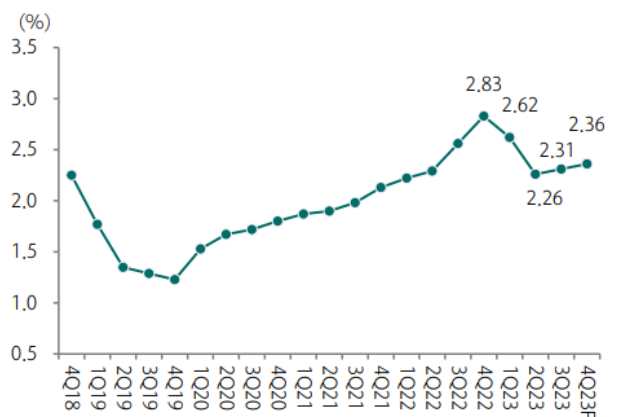
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
총영업이익	635	920	1,178	1,306
세전이익	257	352	476	557
지배순이익	204	263	360	423
EPS	462	553	754	888
(증감율)	57.2	19.5	36.5	17.8
수정BPS	11,620	11,988	12,662	13,421
DPS	0	80	130	180
PER	127.6	44.0	37.8	32.9
PBR	5.1	2.0	2.3	2.2
ROE	4.9	4.7	6.1	6.8
ROA	0.7	0.7	0.8	0.8
배당수익률	0.0	0.3	0.5	0.6

도표 2. 카카오뱅크 대출잔액 및 증가율 추이와 전망



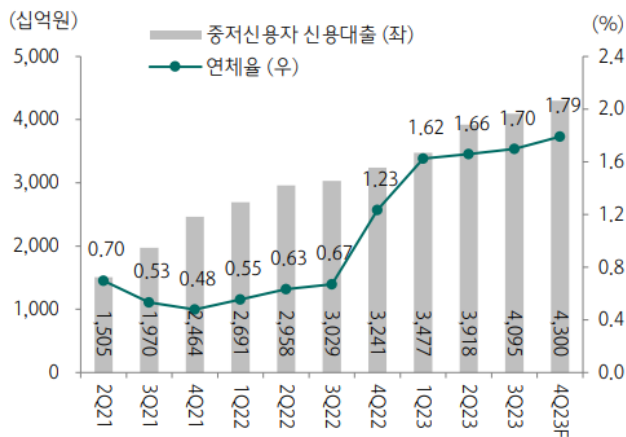
주: 전분기대비 성장률 기준
자료: 하나증권

도표 3. 카카오뱅크 NIM 추이 및 전망



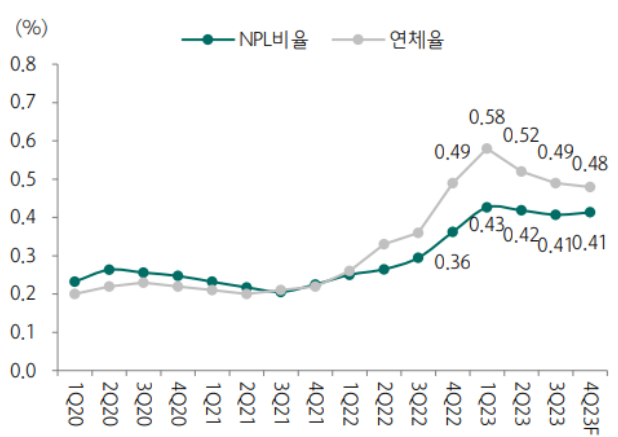
자료: 하나증권

도표 4. 카카오뱅크 중저신용자대출 잔액 및 연체율 추이와 전망



자료: 하나증권

도표 5. 카카오뱅크 총연체율 및 NPL비율 추이와 전망



자료: 하나증권



삼성바이오로직스

4Q23 Pre : 호실적 시현, 중장기 성장에 주목

[\[출처\] 하나증권 박재경 애널리스트](#)

4Q23 Re: 일회성 수익 부재로 전분기 대비 감익

삼성바이오로직스는 4Q23 별도 기준 매출액 8,279억원(+10.7%YoY, -6.2%QoQ), 영업이익3,340억원(+8.2%YoY, -12.5%QoQ, OPM 40.3%)으로 컨센서스 매출액 8,407억원, 영업이익 3,417억원에 부합하는 실적을 기록했다. 별도 기준 매출총이익률, 영업이익률은 3분기에 인식되었던 코로나 CDMO 계약 종료에 따른 정산금(약 280억원 추정) 부재로 소폭 하락했다. 연결 기준 실적은 매출액 1조 735억원(+11.2%YoY, +3.8%QoQ), 영업이익 3,500억원(+11.9%YoY, +9.9%QoQ)을 기록했다. 연결 기준 호실적의 요인은 1) 삼성바이오에피스의 호실적, 2) 내부거래와 PPA 상각 규모의 전분기 대비 축소다. 삼성바이오에피스는 매출액 2,889억원(+18.1%YoY, +10.2%QoQ), 영업이익 782억원(+29.5%YoY, +58.9%QoQ, OPM 27.1%)을 기록하며 호실적을 시현했다. 하드리마(휴미라 시밀러), 에피스클리(솔리리스 시밀러), 바이우비즈(루센티스 시밀러) 등 신규 제품 출시에 따른 매출 성장과 판관비 감소가 호실적의 주 요인이다.

24년에도 4공장 가동률 상승으로 매출액 성장 이어나갈 것

삼성바이오로직스의 24년 별도 기준 매출액은 3조 2,746억원(+11.4%YoY), 영업이익은 1조 2,409억원(+3.0%YoY, OPM 37.9%)로 전망하며, 기존 추정치 대비 매출액은 상향조정, 영업이익률은 소폭 하향조정했다. 4공장의 18만리터가 본격적으로 가동되기 시작하며 매출액 성장을 견인할 전망이다. 24년 평균 환율은 1,286원/달러(23년 평균 1,306원/달러)로 반영했다. 4공장의 매출액은 5,329억원으로 추정한다. DS 매출액에서 4공장 비중은 23년 6.6%, 24년 18.8%로 전망한다. 25년부터 가동이 시작될 5공장을 위한 인력 충원에 따른 비용 증가를 반영했다. 연결 기준 매출액은 4조 1,598억원(+12.6%YoY), 영업이익은 1조 1,774억원(+5.7%YoY, OPM 28.3%)로 전망한다. 스텔라라 바이오시밀러(SB17) 승인에 따른 마일스톤을 (2,000억원 추정) 반영해 기존 추정치 대비 삼성바이오에피스의 매출액과 영업이익을 상향 조정했다(기존 매출액 1조 2,345억원, 영업이익 2,553억원 → 1조 3,215억원, 영업이익 3,640억원). 미국 하드리마 교체 처방(Interchangeable)을 승인은 24년 3월 예정되어 있으며, 스텔라라 시밀러(SB17)의 품목 허가는 24년 중으로 완료될 예정이다.

투자의견 Buy, 목표주가 950,000원 유지

삼성바이오로직스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 950,000원을 유지한다. 5공장 풀가동 실적이 반영되는 27년의 EBITDA 2조 6,632억원을 삼성바이오로직스의 WACC(6.7%)으로 할인(discount)한 2조 1,902억원에 target EV/EBITDA 28.1배를 적용해 삼성바이오로직스 별도의 영업가치를 산정했다. 금리 인하에 따른 바이오텍 업황 회복, ADC(Antibody Drug Conjugate) 설비 증설, 신규 바이오시밀러 출시에 따른 리레이팅을 기대해 본다.

Financial Data	(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,568.0	2,437.3	2,938.8	3,274.6
영업이익	536.5	968.1	1,204.2	1,240.9
세전이익	546.9	922.9	1,224.2	1,249.4
순이익	423.2	686.8	945.9	972.6
EPS	6,320	9,820	13,291	13,665
증감율	68.62	55.38	35.35	2.81
PER	141.21	83.60	57.18	57.67
PBR	17.50	8.01	6.56	6.09
EV/EBITDA	85.65	49.67	36.63	36.24
ROE	13.20	12.82	12.18	11.14
BPS	51,003	102,518	115,789	129,454
DPS	0	0	0	0

도표 9. Stelara 바이오시밀러 경쟁 현황

오리지널	22년 매출	구분	개발사	판매파트너사	제품명(코드명)	개발 단계	출시
Stelara (Ustekinumab)	10.2	미국	Amgen	N/A	ABP 654	23년 4월 FDA 허가 신청	25년 1월 1일 출시 합의
			셀트리온	N/A	CT-P43	23년 6월 FDA 허가 신청	25년 3월 7일 출시 합의
			Formycon	Fremsenius Kabi	FYB202	23년 11월 FDA 허가 신청	25년 4월 15일 출시 합의
			동아에스티/Meiji Seika	Intas Pharma	DMB-3115	23년 10월 FDA 허가 신청	25년 상반기 합의 진행 중
			삼성바이오에피스	Sandoz	SB17	23년 12월 FDA 허가 신청	25년 2월 22일 합의
			Alvotech/Fuji Pharma	Teva	AVT04	23년 1월 FDA 승인 신청	25년 2월 21일 합의
		유럽	Amgen	N/A	ABP 654	임상 3상 완료	24년 7월 특허 만료
			셀트리온	N/A	CT-P43	23년 5월 EMA 허가 신청	
			Formycon	Fremsenius Kabi	FYB202	23년 9월 EMA 허가 신청	
			동아에스티/Meiji Seika	Intas Pharma	DMB-3115	23년 7월 EMA 허가 신청	
			삼성바이오에피스	Sandoz	SB17	임상 3상	
			Alvotech/Fuji Pharma	Stada	Uzpurvo	24년 1월 EMA 승인	

자료: 각 사, 하나증권





LG디스플레이

4분기 예상 수준, 2024년 上低下高

[\[출처\] IBK투자증권 김운호 애널리스트](#)

2023년 4분기 매출액 7조 3,960억원, 영업이익 1,320억원

LG디스플레이의 2023년 4분기 매출액은 2023년 3분기 대비 54.6% 증가한 7조 3,960억원이다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. TV는 예상 보다 부진했고, IT와 모바일은 예상 보다 높은 수준이었다. TV는 수요 부진으로 W OLED 물량이 기대치에 미치지 못한 것으로 분석한다. IT는 성수기 영향으로 모니터, 노트북& 테블릿 모두 전 분기 대비 증가하였다. 모바일은 전 분기 대비로는 2배 이상 증가했다. 2023년 4분기 영업이익은 2023년 3분기 대비 흑자 전환한 1,320억원이다. 이전 전망과 유사한 규모이다. 모바일 부분이 실적 개선을 견인하였다.

2024년 상저하고

2024년 LG디스플레이 실적 및 영업환경은 2023년 대비 크게 개선될 것으로 기대한다. LCD TV 업황은 부진하지만 국내 거래선 물량 확대로 2023년 대비 가동률이 크게 개선될 것으로 기대하고, P OLED도 2023년 대비 점유율이 크게 개선될 전망이고, W OLED도 국내 고객 물량 확대로 2023년 대비 100만대 이상 물량이 증가할 것으로 예상하기 때문이다. 다만 계절성이 큰 제품들이 많아서 상반기는 부진하고 하반기에 실적 개선이 가능할 것으로 예상한다.

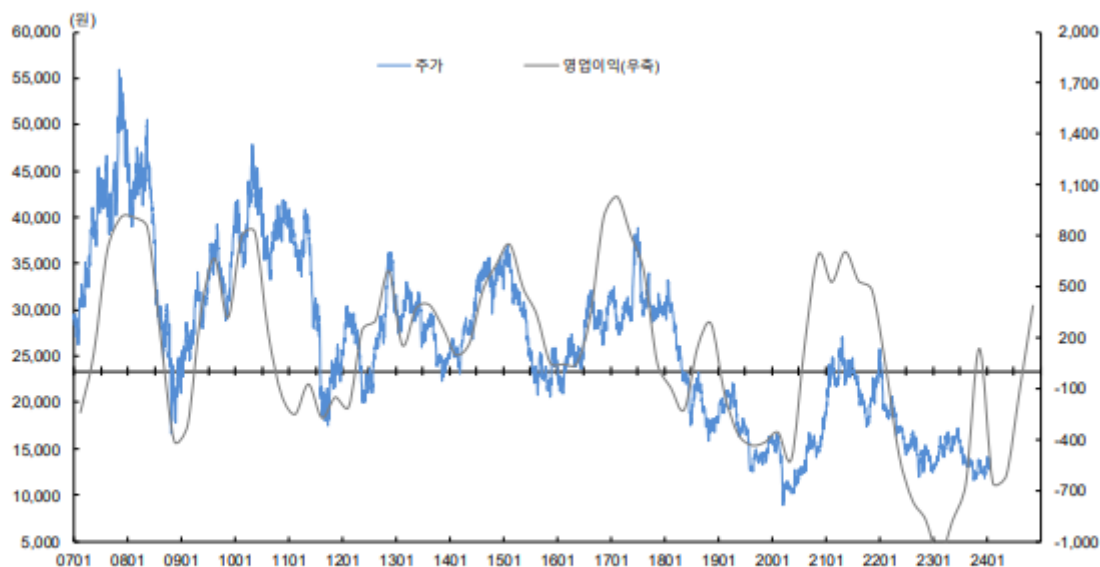
투자의견 Trading Buy, 목표주가 15,000원 유지

LG디스플레이에 대한 투자의견은 Trading Buy를 유지한다. 이는 2024년 상반기에는 영업적자 상황이 지속될 것으로 예상하지만, 하반기에는 큰 폭의 이익 개선이 가능할 것으로 전망하고, 2023년 4분기 크게 증가했던 P OLED는 계절성으로 2024년 상반기까지는 부진할 전망이나 하반기에는 큰 폭의 성장이 가능할 것으로 예상하고, 대형 OLED도 신규 거래선 효과로 물량이 증가할 것으로 예상하고, 매각 진행 중인 광저우 LCD TV 라인도 국내 고객 물량 확대로 가동률이 상승하면서 수익성이 개선될 것으로 예상하기 때문이다. 목표주가는 15,000원을 유지한다.

(단위:십억원.배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	29,878	26,152	21,331	24,994	24,377
영업이익	2,231	-2,085	-2,510	-1,009	272
세전이익	1,719	-3,433	-3,305	-1,755	-601
지배주주순이익	1,186	-3,072	-2,657	-1,492	-510
EPS(원)	3,315	-8,584	-7,427	-3,199	-1,021
증가율(%)	-1,350.5	-358.9	-13.5	-56.9	-68.1
영업이익률(%)	7.5	-8.0	-11.8	-4.0	1.1
순이익률(%)	4.5	-12.2	-11.6	-5.6	-2.0
ROE(%)	9.7	-26.7	-30.7	-20.1	-7.2
PER	7.4	-1.5	-1.7	-4.3	-13.5
PBR	0.7	0.5	0.6	0.9	1.0
EV/EBITDA	2.8	7.0	12.0	6.0	4.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 2. LGD 영업이익 및 주가 추이



자료: IBK투자증권 리서치센터



비율
올해도 고성장, 상저하고
[\[출처\] 키움증권 신민수 애널리스트](#)

장비 발주 지연 인식, 성과급으로 수익성 일시적 하락

4Q23 실적은 매출액 123억 원(YoY +16.2%, QoQ +12.5%), 영업이익 63억 원(YoY +30.2%, QoQ -2.0%, OPM 51.0%)을 전망한다. 성수기로 인식되었던 4Q23 매출액의 일부는 1Q24에 인식될 예정이다. 연말 공장 마감 이후 들어올 발주를 해가 바뀐 연초에 처리했기 때문이다.

소모품 매출 비중은 4Q23 33.3%, '23년 연간 30.6%로 증가하며 수익성 측면에서의 긍정적인 기여가 예상된다. 그러나, 일회성 성과급이 4분기 실적에 반영되며 영업이익률은 3분기 58.5%에 비해서는 감소할 전망이다.

'23년 실적은 매출액 433억 원(YoY +39.1%), 영업이익 228억 원(YoY +76.7%, OPM 52.7%)을 전망한다.

'24년 매출액 YoY +45.1%, 수익성은 상저하고

'24년 실적은 매출액 628억 원(YoY +45.1%), 영업이익 335억 원(YoY +46.9%, OPM 53.3%)을 전망한다.

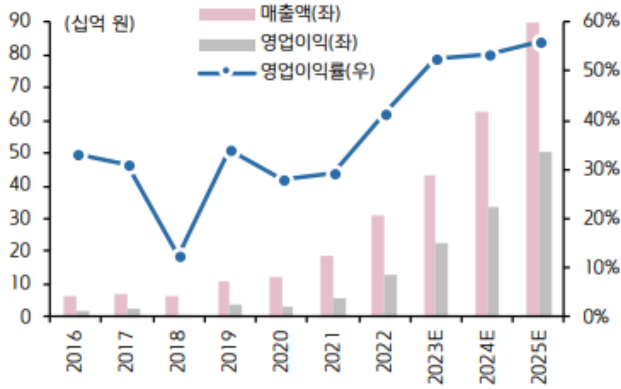
동사는 작년 연말에 주력 장비인 마이크로 니들 RF 장비 'Sylfirm X' 브라질 현지 인증을 획득했다. 제품 영업을 개시하고 브라질에서 1월부터 장비 발주가 들어오기 시작하였다. 시간이 지날수록 수요가 본격화되고, 통상적으로 장비 사용 이후 3개월의 시차를 두고 발생하는 소모품 매출액이 추가될 것으로 전망한다. '24년 브라질 장비와 소모품 합산 연간 매출액을 28억 원(전사 매출 비중 4.5%)으로 전망한다. 일본, 동남아 등지에서 수요가 늘어나고 있는 아시아 지역에서도 전년 대비 51.8% 성장한 175억 원의 매출액을 기록할 것으로, 미국과 더불어 동사 성장을 이끄는 주요 거점이 될 예정이다. 소모품 매출 비중은 '24년에 33.0%로 증가하여 연간 영업이익률이 전년 대비 +2.3%p 상승할 것으로 전망한다. 전반적으로 우수한 성장세를 보이는 가운데, 수익성은 상저하고의 모습을 나타낼 것으로 전망한다. 비침습 RF 장비 'Cellinew'와 HIFU 장비 'Duotite'가 각각 1분기와 2분기에 출시될 예정인데, 이에 따른 신제품 프로모션 비용이 상반기에 반영되기 때문이다. 2024년 EPS 전망치 459원에, 가파른 성장세를 보이던 4Q20~2Q21의 InMode 12MF PER 25배를 적용하였다. 이전 보고서보다 실적 전망치를 낮추어 목표주가도 11,000원으로 하향 조정하였다

투자지표

(십억 원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	18.4	31.1	43.3	62.8
영업이익	5.7	13.4	22.8	33.5
EBITDA	6.3	14.3	23.7	34.0
세전이익	4.9	14.2	26.4	34.3
순이익	4.4	11.9	21.9	26.8
지배주주지분순이익	4.4	11.9	21.9	26.8
EPS(원)	80	207	375	459
증감률(% YoY)	흑전	159.1	81.8	22.2
PER(배)	28.4	15.6	22.6	17.8
PBR(배)	4.89	4.76	8.16	5.49
EV/EBITDA(배)	17.4	10.9	18.8	11.9
영업이익률(%)	31.0	43.1	52.7	53.3
ROE(%)	19.2	36.2	43.7	36.2
순차입금비율(%)	-72.5	-80.2	-83.9	-84.1

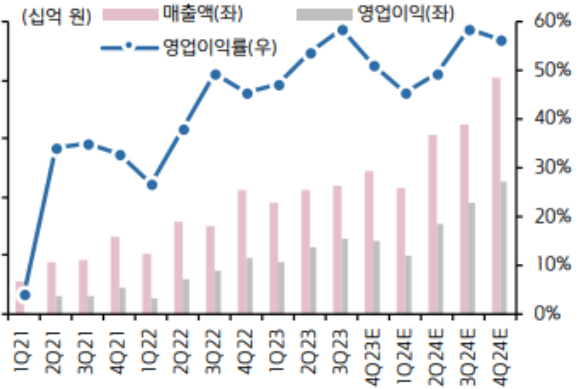
자료: 키움증권

비율 연간 실적 추이 및 전망



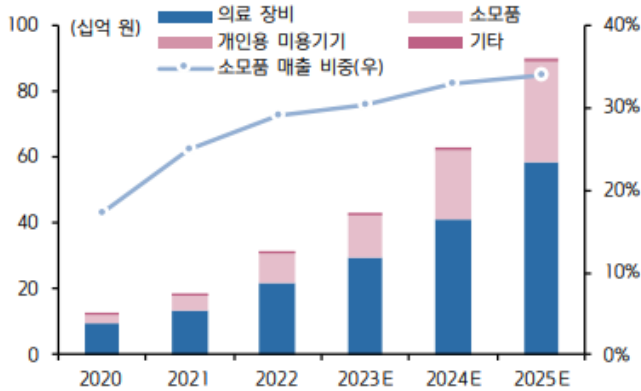
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

비율 분기 실적 추이 및 전망



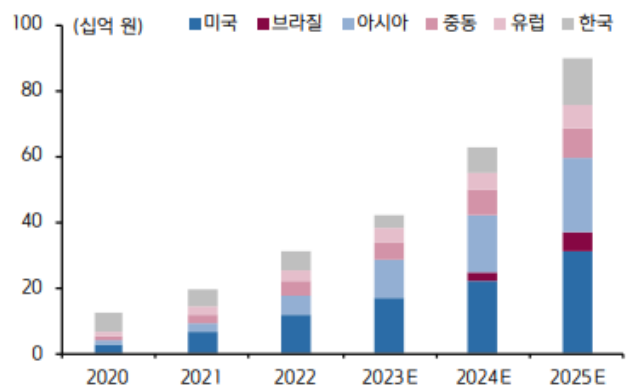
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

비율 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



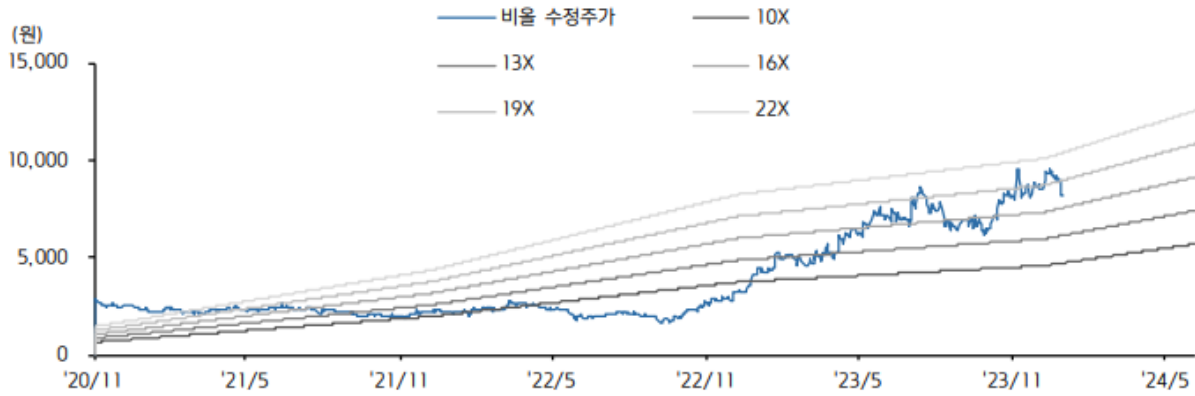
자료: 비율, 키움증권 리서치센터

비율 지역별 연간 매출액 추이 및 전망



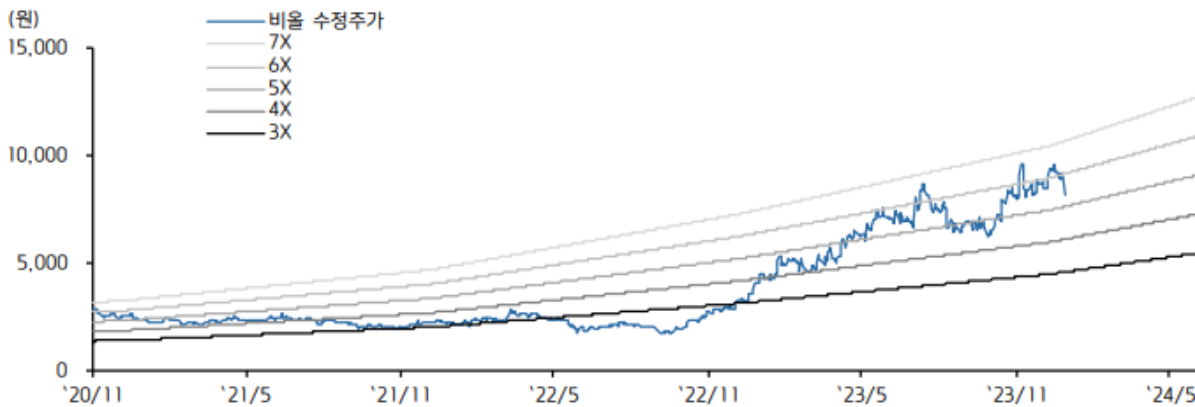
자료: 비율, 키움증권 리서치센터

비율 12개월 선행 PER BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

비율 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터





메가스터디교육

경제적 해자

[\[출처\] NH투자증권 정지윤 애널리스트](#)

2024년 전망: 조용히 강할 것

2024년 연결기준 매출액 1조192억원(+8% y-y), 영업이익 1,550억원(+19% y-y) 추정. 연간 매출액 1조원 돌파하며, 재차 영업이익 성장 구간에 접어들 것. 팬데믹 기간 저학년 온라인 교육 수요 급증에 따른 역기저효과와 중등 EBS 프리미엄 강의 무료화 영향으로 초중등 부문 성장률은 보수적으로 추정하나, 고등 부문 실적은 또 한번 Level up 가능할 것. 1월 현재 '2025 메가패스' 누적 결제액은 전년 동기간 대비 +10% 신장하며 '경제적 해자' 입증. 지난 2년간 기숙학원과 지방 거점 도시 러셀학원 선투자를 통해 오프라인 성장세 또한 두드러질 전망

손해 볼 것 없는 주가

투자의견 Buy 유지하며, 목표주가를 80,000원으로 5% 상향. 밸류에이션 산정 시점을 2024년으로 변경, Target Multiple은 동사의 최근 2개년(2022~2023) 평균 PER 8배 유지. 2024F 실적 추정치 조정 폭은 미미하나, 주식 소각으로 총 발행주식 수 감소분 반영. 에스티유니타스 합병 승인 시 공무원 사업부 적자 개선 가능성 및 중장기 영유아 플랫폼 안착이 가져올 업사이드 또한 남아있는 상황

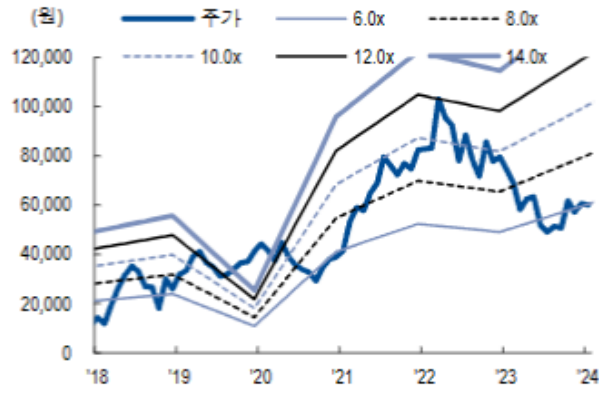
4Q23 Preview: 휴식 기간

4분기 연결기준 매출액 2,140억원(+13% y-y), 영업이익 40억원(-52% y-y)으로 비수기임에도 고등 오프라인 매출 증가로 외형은 컨센서스 상회 추정하나, 이익은 하회 예상. 하반기 영유아 플랫폼 론칭, 고등 부문 러셀학원 개원 관련 인건비 및 감가상각비 증가, 공정위 과징금 감안 시 순이익은 기대 이하일 것

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	836	940	1,019	1,106
증감률	18.8	12.4	8.4	8.5
영업이익	135	130	155	183
증감률	36.7	-4.0	19.3	17.8
영업이익률	16.2	13.8	15.2	16.5
(지배지분)순이익	104	97	116	136
EPS	8,734	8,181	9,911	11,643
증감률	27.6	-6.3	21.2	17.5
PER	9.1	7.4	6.1	5.2
PBR	2.2	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	4.8	3.0	2.3	1.7
ROE	27.3	21.2	21.6	21.6
부채비율	108.6	94.6	79.1	66.2
순차입금	33	-53	-159	-281

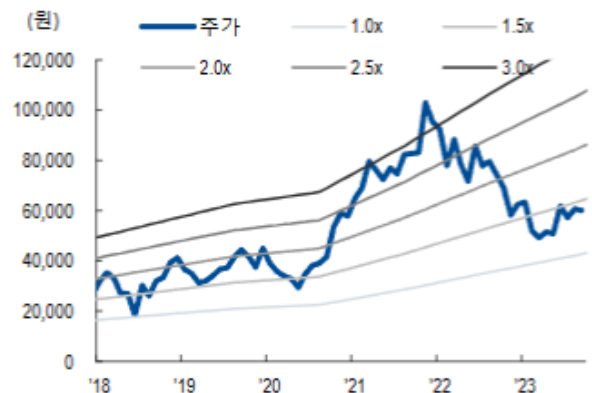
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 메가스터디교육 12M Fwd PER Band Chart

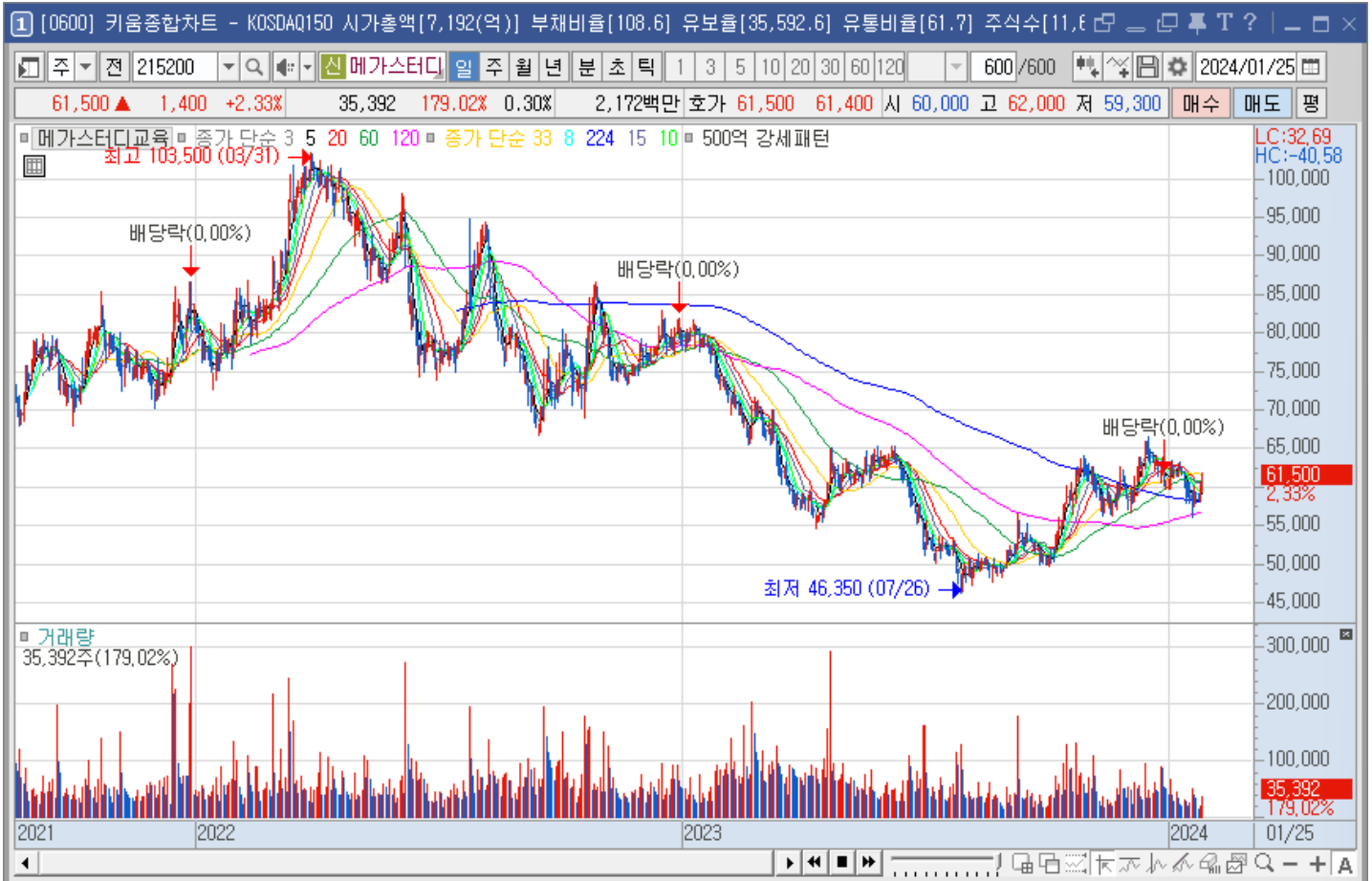


자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 메가스터디교육 12M Trailing PBR Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부





코세스

온디바이스 AI 도입에 따른 변화에 주목

[\[출처\] 유안타증권 백길현 애널리스트](#)

2023년 연간 영업이익 149억원(OPM 16%, YoY 75%) 추정

글로벌 IT 수요 및 국내/OSAT 반도체 기업들의 투자 감소로 실적 부진 불가피 했으나, 2023년 2차전지 장비 초도 매출 350억 원 수준이 반영되며 전사 실적은 전년대비 증가했기 때문.

2024, 2025년 사상 최대 실적 기록 전망

동사 2024년, 2025년 연간 영업이익은 각각 304억원(OPM 22%, YoY 104%), 423억원(OPM 24%, YoY +39%)으로 추정. 반도체 OSAT 업체들의 Capex 정상화가 기대되는 가운데, 1) 북미 고객사가 온디바이스AI를 도입하면서 동사의 반도체 장비 제품 다변화 가능성이 커지고 있으며, 2) 중화권 고객의 Cutting 방식 변화에 따른 Laser 장비 수요 증가를 예상하고, 3) 1H24 지나면서 해외 고객향 이차전지 장비 공급 증가를 기대하기 때문.

온디바이스AI와 Copper Pin Attach

최근 온디바이스 AI 시장 성장이 본격화되는 가운데, 기존 PC/스마트폰뿐만 아니라 XR/Wearables로의 전방 다변화도 예상대로 빨라지고 있음. 디바이스 내 신호 처리 속도에 대한 중요성이 지속 부각될 것. Fan out WLP, 2.5D, 3D 등과 같은 고부가 반도체 패키징에서, Solder Bump -> Copper Pillar -> Copper Pin으로 기술 고도화가 진행중. Copper pin은 현재 mainstream인 Copper Pillar Plating 방식 대비 신호 전달 속도가 크게 개선되고 집적도를 높일 수 있기 때문. 참고로 Copper pin 장비는 기존

동사의 주력 제품 대비 단가가 2~3배 높을 것으로 추정됨. 동사는 북미 고객사 대상으로 Wearable 디바이스향 SiP Laser Cutting 장비를 공급을 개시한 바 있으며, 2024년부터는 XR 디바이스향 Laser Cutting 장비 수요 또한 늘어날 것으로 예상. 이에 더해 1H24 지나면서 동사의 Copper Pin Attach 장비 공급 가시성이 높아지고 있다는 점을 감안하면, 매출 증가에 따른 수익성 개선도 크게 나타날 것으로 기대됨.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	4Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	39	89.3	63.7		
영업이익	6	714.5	39.9		
세전계속사업이익	7	흑전	16.7		
지배순이익	0	흑전	-98.8		
영업이익률 (%)	16.0	+12.3 %pt	-2.7 %pt		
지배순이익률 (%)	0.2	흑전	-23.8 %pt		

자료: 유인타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	73	95	136	173
영업이익	9	15	30	42
지배순이익	8	10	28	34
PER	21.5	17.0	7.1	5.8
PBR	2.8	2.5	2.0	1.5
EV/EBITDA	16.7	9.0	4.3	2.3
ROE	14.2	16.1	33.4	29.5

자료: 유인타증권



엔씨소프트

좁혀지지 않는 평생선

[출처] [키움증권 김진구 애널리스트](#)

동사 목표주가 24만원으로 하향

동사 목표주가를 기존 34만원에서 24만원으로 하향 조정한다. 신규 목표주가 산정은 24E 지배주주지분 2,335억원에 목표 PER 22.5배를 적용한 결과치다. 동사는 최근 TL 국내 성과가 부진하면서 올해 신작에 대한 기대는 모바일 3종 수준에 머물면서 이에 따른 재무적 성과가 기존 대비 제한적으로 작용할 점을 감안할 때 타겟 멀티플은 중립 이상 수준을 적용했다고 정의할 수 있다.

주요 신작별 추정치 조정 및 결과

당사는 총매출 기준 TL 4Q23E 및 24E 매출액을 각각 79억원과 474억원으로 추정치에 적용했으며, 최근 국내 유저 반응과 글로벌 기대치에 대한 저감 등을 감안시 중립적 추정치로 정의한다. 또한 LLL 경우 타격감 등 일부 게임성 보정 필요성 등을 감안해 초기 분기 기준 1Q25E와 향후 4년간 합산 누적 판매고를 200만장으로 조정함으로써 현실적 목표를 추정치에 반영했다. 아이온2는 초기 분기 기준 2Q25E와 25E 일평균 매출을 각각 13억원과 10억원으로 추정치에 반영했다. 아이온2에 대한 재무적 판단은 현재 게임성이 공개되지 않은 상황을 감안해 기존 대비 보수적 레벨로 조정하였다. BSS와 배틀크러쉬 합산 일평균 매출을 2Q24E 7.5억원으로 추가했으며, 프로젝트 G의 일평균 매출을 4Q24E 5억원으로 반영했다. 이외 불소2 중국 출시에 따른 로열티 매출을 총매출 기준 3Q24E 일평균 5억원과 수익배분율 30%를 가정해 추정치에 반영을 개시했다.

전략에 대한 냉정한 재검토가 필요

당사는 향후 동사가 지속가능한 성장성을 보여주기 위해선 현 전략을 원점에서 재검토하는 구조적인 개편이 필요할 것으로 제시한다. 동사는 기본적으로 F2P 기반의 P2W 과금에 다소 집중하는 BM을 가져가고 있으나, 현재 게임 시장의 주요 기제가 B2P 기반의 고퀄리티 콘솔 게임으로 무게감있게 이전하고 있다는 점을 고려할 때 현 BM 구조가 중기적으로 작동하지 않을 리스크를 염두하며, 동사의 주요 고객군이 젊은 세대에 포진된 것으로 보이지 않는 상황은 시간이 지날수록 동사 고객군의 커버리지를 악화시킬 리스크로 상존한다. 동사의 가장 큰 장점인 멀티플레이를 콘솔에 연결해 B2P 기반의 지속가능한 경제 시스템을 구축하고 이를 블록체인 기반으로 확장해 관련한 이코노미 밸류를 높일 필요가 여전히 존재함을 강조한다. 동사 4Q23E 영업이익은 TL 중심 마케팅비 증가 등으로 전분기대비 51% 감소한 81억원을 전망한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,308.8	2,571.8	1,778.5	1,950.1
영업이익	375.2	559.0	141.5	224.8
EBITDA	468.9	664.9	254.0	340.9
세전이익	491.3	609.1	255.7	310.8
순이익	395.7	436.0	210.7	235.3
지배주주지분순이익	396.9	435.7	209.1	233.5
EPS(원)	18,078	19,847	9,524	10,635
증감률(% YoY)	-32.4	9.8	-52.0	11.7
PER(배)	35.6	22.6	25.3	18.4
PBR(배)	4.48	3.08	1.72	1.44
EV/EBITDA(배)	27.4	12.1	13.9	7.8
영업이익률(%)	16.3	21.7	8.0	11.5
ROE(%)	12.6	13.7	6.7	7.7
순차입금비율(%)	-40.9	-56.6	-57.1	-55.1

