

2024.03.05.(화) 증권사리포트

만든 날짜: 2024-03-05 오전 4:24

수정한 날짜: 2024-03-05 오전 4:30

2024.03.05.(화) 증권사리포트

와이지엔터테인먼트

베문이 상당히 잘 해줘야 한다

[\[출처\] 하나증권 이기훈 애널리스트](#)

목표주가 하향

블랙핑크의 활동 가정을 변경하면서 2024년 약 500억원, 2025년 약 900억원으로 영업이익 전망을 조정했다. 이에 따라 목표 주가를 2025년으로 변경하면서 64,000원(-18%)으로 하향한다. 최근 최대주주가 4.2~4.4만원에 약 46.2만주(약 200억원)를 추가 매입하였는데, 주가가 많이 하락했기 때문도 있겠지만 베이비몬스터에 대한 높은 자신감을 유추할 수 있다. 단일 IP의 실적 및 주가 의존도가 높아진 상황에서 이런 기대가 현실화 된다면 실적과 밸류에이션 모두 상당히 정상화 될 수 있을 것이다. 가을 정규 앨범 계획도 있어 데뷔 초반 속도감 있는 컴백이 이어질 것이다. 주가는 2025년 기준 예상 P/E 12배 수준으로 상당히 저평가 되어 있다.

4Q OP 4억원(-98% YoY)

4분기 매출액/영업이익은 각각 1,094억원(-12% YoY)/4억원(-98%)으로 컨센서스(76억원)을 크게 하회했다. 당사의 영업이익 전망치인 47억과 비교했을 때 본업에서는 큰 이슈가 없었으나 자회사인 YG플러스가 예상보다 부진한 것으로 추정된다. 베이비몬스터가 데뷔했지만 앨범 컴백은 없었고, 트레저의 한국 및 일본 투어가 반영되면서 MD 매출은 선방했다. 1분기에도 베이비몬스터의 싱글 컴백으로 아티스트 컴백 활동은 제한적이거나 2분기 트레저 및 베이비몬스터의 앨범 컴백 및 트레저의 상반기 일본의 아레나~돔 포함 아시아투어 22회가 반영될 것이다.

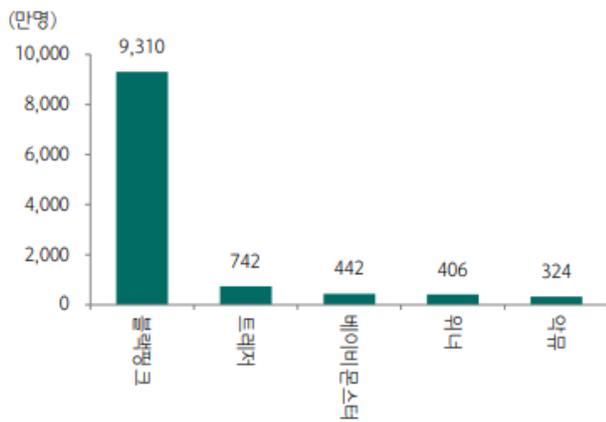
블랙핑크의 활동 유무에 따른 높은 실적 변동성

SM에서도 EXO나 슈퍼주니어는 따로 또 같이 활동의 형태를 띄고 있는데, 아시아 투어를 돌다 보니 1년 내 컴백/투어 후 개별 활동이 모두 가능하다. 다만, 블랙핑크는 월드 투어급의 대규모 투어와 긴 공백기가 반복될 것으로 추정된다. 기존 2024년 실적 전망은 올림픽 전 컴백을 가정했으나 4분기 컴백 후 2025년 월드 투어, 2026년 컴백 순으로 가정하면서 블랙핑크의 활동 유무에 따라 연간 실적 변동성이 높아질 것으로 추정된다. 블랙핑크의 실적 의존도가 높아 주가 역시 비슷한 형태의 등락을 반복할 가능성이 높다. 이를 해결하기 위해서는 결국 아현이 합류한 베이비몬스터의 완전체가 견고한 여자 아이돌의 경쟁 구도를 깰 수 있을 만큼 강력해야 할 필요가 있다. 4월 앨범 컴백의 영향력을 확인할 필요가 있겠다

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

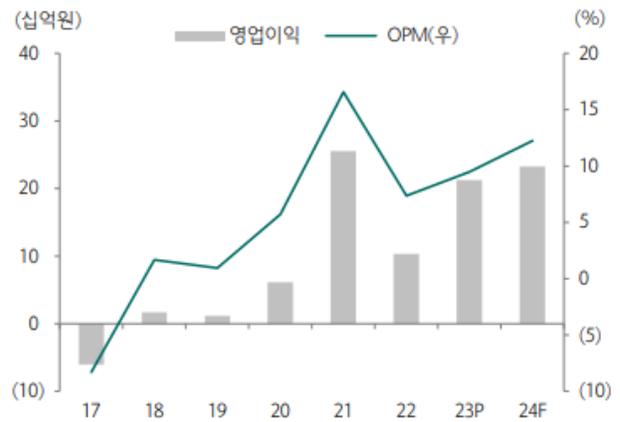
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	321.6	391.2	569.2	485.2
영업이익	47.0	46.6	86.9	48.5
세전이익	36.4	56.0	93.2	57.9
순이익	6.7	33.7	61.0	33.2
EPS	361	1,813	3,269	1,776
증감율	(29.90)	402.22	80.31	(45.67)
PER	154.29	24.19	15.57	23.03
PBR	2.68	1.97	2.00	1.50
EV/EBITDA	27.54	13.70	8.81	14.50
ROE	1.83	8.56	13.88	6.83
BPS	20,764	22,249	25,443	27,177
DPS	250	250	300	250

도표 3. YG 소속 아티스트 유튜브 구독자 수



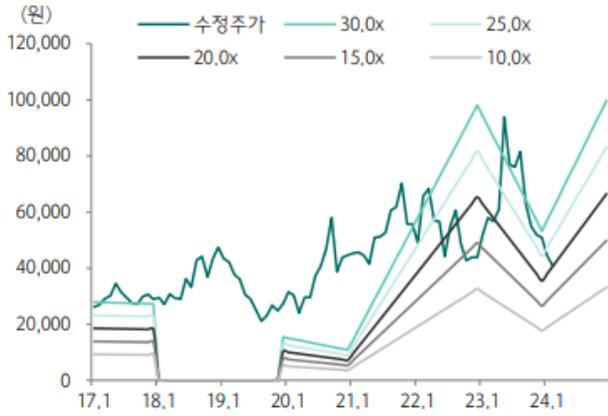
자료: 유튜브, 하나증권

도표 4. YG플러스 영업이익 추이



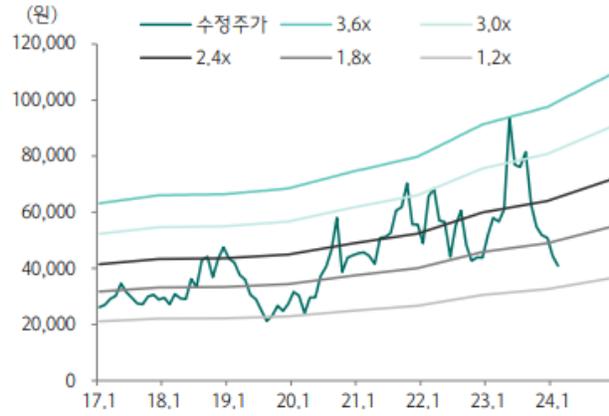
자료: YG, 하나증권

도표 5. YG 12MF P/E 밴드 차트



자료: 하나증권

도표 6. YG 12MF P/B 밴드 차트



자료: 하나증권

도표 7. YG 아티스트 활동 현황 및 재계약 여부 - 초록색은 8년차 이상

	17	18	19	20	21	22	23	24
빅뱅		입대	입대				재계약X	
위너				입대	입대			
KON						재계약X		
블랙핑크							그룹 재계약	
트레저				데뷔				
베이비몬스터							데뷔	

자료: 하나증권





롯데관광개발
기회의 영역

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

운항편수 증가에 따라 카지노 사업부 성장 본격화

롯데관광개발의 카지노 사업부 성장세는 빠르게 이어지고 있으며, 동 추세는 향후에도 지속될 전망이다. 이에 동사에 대한 관심을 가져야 할 것으로 판단한다. 카지노 사업부 성장을 예상하는 근거는 1) 항공 편수 확대에 따른 방문객 수 증가, 2) 중국 이외 고객층 증가, 3) 대규모 객실을 보유하고 있어 모객 활동을 상대적으로 수월하게 영위할 수 있기 때문이다.

동사의 1월 카지노 매출액은 239억 원(전년동월대비 +267.3%)으로 큰 폭의 성장세를 달성하였다. 리오픈 이후 점진적인 확대가 이루어지는 과정을 거친 후 빠르게 성장세가 나타나고 있는 것으로 분석한다. 지난해 12월 제주도 국제선 전체 운항편수는 123편을 기록했지만, 올 1월의 경우 135편으로 증가하고 있는 추세이다. 2024년 연말 189편까지 확대될 것으로 예상되며, 전년대비 약 53.7% 증평될 것으로 기대한다. 이와 함께 외국인 방객수도 빠르게 증가하고 있어 긍정적이라 판단한다. 2024년 동사의 카지노 매출액은 약 2,700억 원(전년대비 +76.0%), 영업이익은 약 940억 원으로 추정한다.

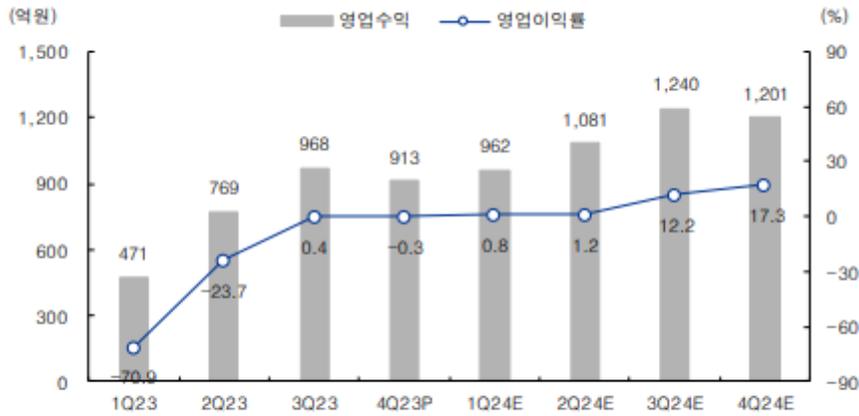
호텔사업부 성장 여력도 충분

호텔사업부 성장 가능성도 높다는 판단이다. 그러한 이유는 1) 중국인 비중이 여전히 낮고, 2) 해외 영업망(MICE 수요) 확대 노력의 결과가 예상되며, 3) 내국인 수요도 여전히 견조하며, 4) 공급물량 감소에 따른 효과도 예상되기 때문이다. 2024년 1월 제주시 호텔 객실수는 12,560개로 -1.6% 감소하였다. 제주도 호텔 공급이 제한되는 상황에서 오히려 물량이 감소하고 있어 영업환경은 더욱 긍정적이라 판단한다. 동사의 경우 카지노와 연계한 고객층 증가도 이어지고 있어, 향후 OCC도 경쟁업체대비 빠르게 상승할 것으로 전망한다. 이는 ADR 상승으로 이어질 수 있는 변수라는 점에서 주목해야 할 것이다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	107	184	312	448	582
영업이익	-131	-119	-52	38	133
세전이익	-208	-224	-199	-74	22
지배주주순이익	-201	-225	-201	-74	23
EPS(원)	-2,895	-3,136	-2,699	-978	301
증가율(%)	144.8	8.3	-13.9	-63.8	-130.7
영업이익률(%)	-122.4	-64.7	-16.7	8.5	22.9
순이익률(%)	-187.9	-122.3	-64.4	-16.5	4.0
ROE(%)	-140.4	-154.2	-127.9	-179.1	145.1
PER	-6.1	-4.6	-3.5	-9.3	30.1
PBR	21.6	4.5	9.1	159.0	25.3
EV/EBITDA	-34.8	-60.1	58.1	17.3	8.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 롯데관광개발 실적 추이 및 전망



자료: 롯데관광개발, IBK투자증권



셀트리온

4분기 실적보다는 신제품 출시 상황이 중요할 것

[\[출처\] 하나증권 박재경 애널리스트](#)

마지막 합병 전 실적, 4Q23 실적보다는 24년 이후의 실적이 더 중요

셀트리온은 연결 기준 4Q23 매출액 3,826억원(-25.1%YoY, -43.1%QoQ), 영업이익 184억원(-81.7%YoY, -93.1%QoQ, OPM 4.8%)을 기록하며 컨센서스 매출액 2,998억원, 영업이익 143억원에 부합하는 실적을 기록했다. 이번 4분기 실적은 마지막 합병 전 기존 셀트리온의 실적으로 실적 자체의 중요도는 낮다. 합병이 마무리되며 기존 수준의 공급계약이 필요하지 않아 기존 대비 작은 규모의 공급계약이 반영된 실적이기 때문이다. 셀트리온헬스케어의 4Q23 매출액은 4,241억원(21.6-%YoY, -34.5%QoQ)을 기록했다. 미국 트룩시마 변동대와 연말 합병 진행 과정에서의 영업 일수 감소가 반영됐다.

24년 실적의 변수는 변동된 회계 처리와 신제품들의 매출

24년 합병 셀트리온은 매출액 3조 2,791억원, 영업이익 4,980억원을 기록할 것으로 추정한다. 변동된 회계 처리로 인한 초기의 높은 매출원가율과 PPA(Purchase Price Allocation) 상각 영향을 반영했으며, 신규 제품(미국 짐펜트라, 유플라이마)의 24년 매출을 보수적으로 추정했다. 품목별 매출액으로는 램시마IV 9,921억원(+0.0%YoY), 램시마SC(유럽) 4,796억원(+48.5%YoY), 트룩시마 3,667억원(+35.5%YoY), 짐펜트라(미국) 1,959억원, 유플라이마 3,449억원(+139.1%YoY), 허쥬마 2,014억원(+6.7%YoY), 베그젤마 1,832억원(+305.9%YoY)으로 전망한다<도표3>. 짐펜트라의 약가는 미국 인플렉트라의 약 4배 수준을 가정했고, 주요 PBM 처방목록 등재가 2분기에 이뤄진다면 본격적인 매출은 3분기부터 발생할 것으로 예상해 infliximab 수량 점유율은 2.5%로 적용했다. 셀트리온의 매출원가율은 셀트리온 헬스케어의 재고(원가율 약 70%, 3Q23 기준 약 2.6조원)와 셀트리온 재고(원가율 약 35%, 3Q23 기준 약 0.5조원)의 비중에 따라 결정되며, 셀트리온헬스케어의 재고가 소진됨에 따라 셀트리온 재고의 원가율에 수렴한다. 총평균법을 적용한 1Q24 기준 매출원가율은 약 58.9%로, 4Q24 매출원가율은 46.6%로 추정한다. 셀트리온헬스케어의 인수프리미엄 중 영업권은 11.5조원, 판권 1,000억원, 고객관계 2,000억원으로, 판권은 24년 상반기, 고객 관계는 9년에 걸쳐(연간 약 222억원) 상각될 예정이다. 이를 반영해 24년 PPA 상각은 1,222억원으로 추정한다.

목표가 미제시, 짐펜트라 처방목록 등재와 향후 신규 시밀러 출시에 주목

셀트리온 합병 실적이 발표되지 않아 기존 DCF(Discount Cash Flow) valuation의 적용이 어려워 목표 주가를 제시하지 않는다. 셀트리온의 짐펜트라는 2분기 주요 PBM 처방목록 등재를 앞두고 있으며, 25년부터는 스텔라라, 악템라, 졸레어, 프롤리아 시밀러의 출시가 계획되어 있다. 짐펜트라의 매출 성장, 신규 시밀러들의 출시 진행 상황에 따른 주가 흐름을 전망한다

Financial Data	(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	1,128	1,849	1,893	2,284
영업이익	382	719	744	647
세전이익	382	657	739	626
순이익	301	518	579	538
EPS	2,070	3,552	3,966	3,677
증감율	22.1	71.6	11.7	(7.3)
PER	81.2	95.6	48.1	43.6
PBR	8.3	14.2	6.7	5.1
EV/EBITDA	43.4	54.6	28.1	26.3
ROE	10.9	15.7	14.8	13.0
BPS	20,177	23,986	28,340	31,719
DPS	0	0	750	375



팜트론

동사 밸류를 높일 요인 주목

[\[출처\] 키움증권 오현진 애널리스트](#)

차세대 반도체 검사 장비 진출 통한 밸류업 가능성 주목

동사 성장의 핵심은 반도체 검사 장비 비중 확대이다. 기존 주력 제품인 ZEUS(와이어 본딩 검사 장비)외에 패키지 자동 검사 장비 등으로 제품 라인업을 확대 중이며, 향후 HBM 등 차세대 반도체 검사 장비 납품까지 이어질시 추가적인 밸류업이 가능하다는 판단이다.

최근 HBM 수요가 증가함에 따라 안정적인 공급망 확보를 위한 국내 IDM 업체는 장비 국산화를 추진 중인 것으로 파악된다. 장비 국산화는 웨이퍼 검사뿐 아니라 본딩, TSV 계측 등 다양한 공정에서 진행될 계획이다. 동사의 '8800WI' 장비는 웨이퍼 표면 검사 장비로 현재 성능 평가를 진행 중이며, 연내 양산이 가능할 것으로 전망한다.

HBM 수율 경쟁이 심화됨에 따라, 패키징 공정 내 MR-MUF(Mass Reflow Molded Underfill) 주목도가 높아지고 있다. TSV 공정 후 반도체 사이를 수직 연결할 때 MUF, NCF(비전도성 접착 필름) 방식 등이 쓰이며, 최근 국내 IDM 업체가 HBM 생산성 향상을 위해 칩 제어 및 열 방출 문제를 개선한 Advanced MR-MUF를 도입한 것으로 파악된다. 글로벌 IDM 업체들 또한 HBM 생산성 향상을 위한 투자를 확대하고 있는 만큼, MR-MUF에 대한 관심 증가가 예상된다. 동사는 MUF 작업 시, 보호재의 적정 도포 여부 등을 검사하는 기술을 보유 중인 것으로 파악된다. 향후 관련 기술을 활용한 검사 장비 라인업 확대도 가능하다는 판단이다.

전방 산업 확대 통한 성장 본격화, 높은 투자 매력 보유

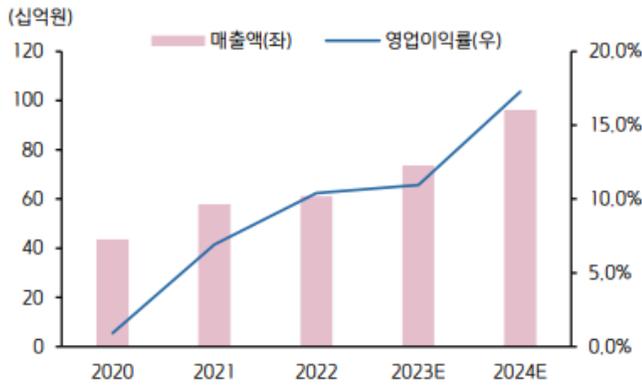
동사의 24년 실적은 매출액 962억원(YoY 31%), 영업이익 166억원(YoY 106%)을 전망한다. 차세대 반도체 검사 장비는 전망에서 제외하였으며, 상대적으로 매출 가시성이 높은 SMT 검사 장비의 신규 고객사향 납품 증가 및 차량용 반도체 업체향 신규 검사 장비 납품 등을 반영한 수치이다. 향후 차세대 반도체 검사 장비로의 라인업 확대 시, 추가적인 외형 성장 뿐 아니라 동사 기업 가치의 밸류업이 가능할 것으로 판단된다. SMT, 반도체 외에 이차전지 및 X-Ray 검사 장비 등으로의 전방 산업 다변화도 주목한다

투자지표

(십억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	57.9	61.2	73.7	96.2
영업이익	4.0	6.4	8.1	16.6
EBITDA	5.8	7.7	9.9	18.2
세전이익	4.0	5.8	7.8	16.5
순이익	4.5	5.2	7.1	14.9
지배주주지분순이익	4.5	5.3	7.1	15.0
EPS(원)	236	271	334	703
증감률(%YoY)	1,671.8	14.9	23.0	110.7
PER(배)	0.0	10.2	31.0	14.7
PBR(배)	0.00	2.27	6.56	4.06
EV/EBITDA(배)		8.1	8.7	10.6
영업이익률(%)	6.9	10.5	11.0	17.3
ROE(%)	51.0	28.0	23.8	34.1
순차입금비율(%)	93.0	10.7	-29.8	-52.9

자료: 키움증권

팜트론 실적 추이 및 전망



자료: 팜트론, 키움증권

팜트론 고객사 현황

기존 글로벌 고객 현황		신규 글로벌 고객 네트워크 확대 계획	
SMT	Huawei, Kimbell, sumida, flex	SMT	SAMSUNG, SIEMENS, FOXCONN, Continental, JABIL
반도체	Amkor, SFA, SCC, JCET	반도체	SAMSUNG, SK hynix, nanya, Powerchip, BEPI
2차 전자	LG, LG이노텍	2차 전자	BOSCH, SAMSUNG, LG MAGNA

자료: 팜트론, 키움증권

팜트론 실적전망

(단위: 십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	43.5	57.9	61.2	73.7	96.2
%YoY	-1.0	33.1	5.6	20.5	30.5
영업이익	0.4	4.0	6.4	8.1	16.6
%YoY	-73.3	900.0	60.0	26.9	106.1
영업이익률(%)	0.9	6.9	10.5	11.0	17.3

자료: 키움증권

MR-MUF(Mass Reflow Molded Underfill)

MR-MUF (Mass Reflow-Molded Underfill)

다수의 칩을 집착할 때 한번에 포장하는 기술로, 칩을 하나씩 씌울 때보다 밀봉형 소자를 같이주는 방식 대비 공정이 효율적이고 열 방출에 효과적임

에폭시 밀봉재(EMC)를 주입하여 '언더필(Underfill)' 작업과 함께 인부분부터 보호하는 '몰딩(Molding)'까지 동시에 진행

MR-MUF (Molded Underfill)

EMC (Epoxy Molding Compound)
칩(Chip)
로직 다이(Logic Die)

자료: SK하이닉스, 키움증권

Advanced MR-MUF

세계 최초 12단 HBM3를 만든 기술 혁신.

Advanced MR-MUF

- 임시 접합을 통해 칩이 휘는 현상 제어, 40% 얇은 칩 생산 가능
- 신규 에폭시 밀봉재로 열 방출 36% 개선 (기존 방식 대비)
- 언더필과 몰딩 작업을 동시에 진행하며 생산성 3배 개선 (기존 방식 대비)

자료: SK하이닉스, 키움증권



아이톡시

게임만 봐도 저평가인데 상상초월 우크라이나 사업까지

[\[출처\] 하나증권 최재호 애널리스트](#)

죽은 게임의 심장을 되살리는 리퍼블리싱 강자

아이톡시는 1997년에 설립되었으며, 현재는 신작 및 기존 출시 게임의 퍼블리싱을 주력 사업으로 영위하고 있다. 기존 퍼블리셔와는 다른 독보적인 생존 전략으로 가파른 성장을 이루고 있다는 점을 주목해야 한다. 1) 우선 동사의 자체 마케팅 플랫폼인 '인플링커'를 활용해 마케팅 비용 최소화는 물론, 오히려 실적 성장에 시너지를 주고 있으며, 2) 기존 개발된 게임에 자체 IP를 입혀 퍼블리셔의 한계를 극복한 추가적인 로열티 수익 구조를 만들었고, 3) 자체 마케팅 플랫폼+게임의 패키지 연계로 해외 판매 역시 가속화 중이다. 동사의 현재 시가총액은 1천억도 안되는 시점에서 게임 기업들의 2024년 평균 P/E 20배에 한참 못 미치는 수준이다. 게임 부문만 놓고 봐도 업사이드가 2배 이상 있는 상당히 저평가되어 있다는 의미다. 여기에 우크라이나 지원 및 재건 사업에 대한 실적까지 기대감이 고조되어 있는 상황이다. 아이톡시를 지금부터 주목해야 하는 이유다.

인플루언서 마케팅 플랫폼 '인플링커'+자체 IP 확보=글로벌 시장 진출

아이톡시의 성장 동력 1) 첫번째는 독자적으로 개발한 인플루언서 마케팅 플랫폼 '인플링커'다. 인플링커의 활용은 매출 성장에 매우 높은 기여도를 보여주고 있다. 동사가 리퍼블리싱 서비스 중인 드래곤라자 오리진의 경우 서비스 이관 이전 2022년 11월에는 월 매출액이 1.1억원에 불과했으나 서비스 이관 이후 12월에는 43.9억원으로 전월대비 389.1% 성장했다. 2) 두번째는 게임과 방송 콘텐츠를 결합한 자체 IP 확보다. 국내 최초로 게임과 콘텐츠융합을 통해 새로운 비즈니스 모델을 창출했다. 인플링커와 자체 IP를 통해 해외 진출이 가속화되고 있다. 베트남은 올해부터 서비스를 시작하고, 타국 또한 논의가 활발한 상태다.

우크라이나 지원 및 재건 사업이 가장 큰 성장 모멘텀

아이톡시는 우크라이나-러시아 전쟁 이후 지원 및 재건 사업을 위해 국내 기업 최초로 2023년 10월 아이톡시 우크라이나 JV를 설립한 상태다. 지난 1월에는 법무법인 율촌의 '우크라이나 재건 사업팀', 우크라이나 주요 정치인들과 함께 재건 사업 간담회 역시 마쳤다. 우크라이나 조달청은 픽업트럭의 구매 의사를 밝히고 있는데, 동사가 메인 딜러 역할을 담당할 것으로 파악된다. 이에 따라 픽업트럭 3년간 약 3만대에 대한 FCO(Full Corporate Offer)를 제출한 것으로 파악되며, 1차적으로 약 1천대 이상의 공급 결과를 앞두고 있는 것으로 추정된다. 국내 픽업트럭의 수출 단가가 약 2만불인 점을 감안하면 1천대 수출 시 약 267억원의 매출액이 발생한다. 이는 아이톡시의 연간 매출액 수준이다. 1차 수출 물량 소화이후 순차적인 프로세스 진행이 예상되며, 계약대로 성사된다면 픽업트럭으로만 연 1만대 공급, 1년에 약 2,600억원 이상의 매출액이 발생한다. 상당히 주목이 필요한 시점이다

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

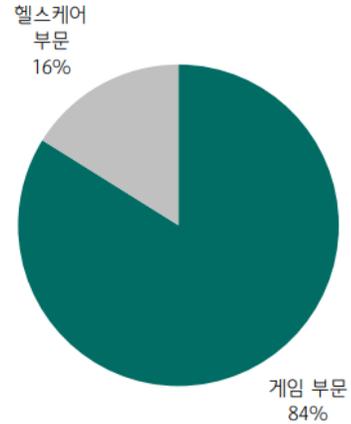
투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	4	9	12	28
영업이익	(2)	(0)	(5)	1
세전이익	(2)	(1)	(8)	(0)
순이익	(2)	(1)	(8)	(0)
EPS	(940)	(181)	(587)	(20)
증감율	적지	적지	적지	적지
PER	(4.7)	(24.6)	(3.6)	(104.3)
PBR	6.3	8.2	7.8	6.2
EV/EBITDA	0.0	135.3	0.0	29.4
ROE	(43.6)	(22.4)	(149.3)	(5.6)
BPS	703	545	267	339
DPS	0	0	0	0

도표 2. 아이톡시의 신규 기대작 '라살라스'



자료: 아이톡시, 하나증권

도표 3. 2023년 기준 아이톡시 매출액 비중



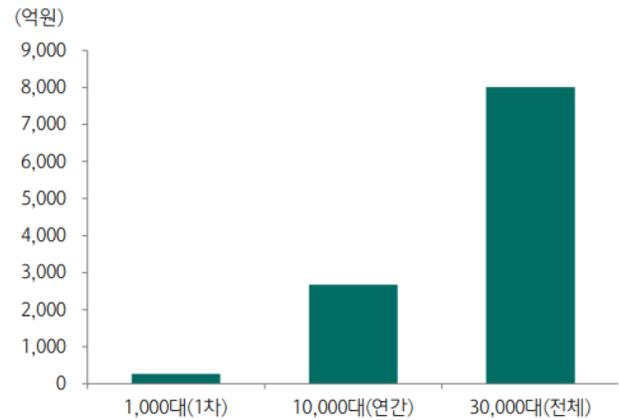
자료: 아이톡시, 하나증권

도표 7. 우크라이나 조달 예상 픽업트럭



자료: 언론보도, 하나증권

도표 8. 조달 대수 당 아이톡시 기여 매출액 전망



자료: 아이톡시, 하나증권



골프존

Bottom Fishing

[\[출처\] NH투자증권 백준기 애널리스트](#)

올해 골프산업 둔화 반영해 목표주가 100,000원으로 하향 조정

4Q23 매출액 1,665억원(+17.8% y-y), 영업이익 147억원(+97.7% y-y)으로 예상 상회. '24년 매출액 6,855억원(+0.1% y-y), 영업이익 1,168억원(+1.9% y-y) 예상. 올해 양호한 라운드 매출이 가맹 출점 감소분을 상쇄할 것으로 전망

다만 2024년 전방산업인 골프산업 부진에 따른 영향이 예상되어 Target PER을 기존 9.8배에서 7배로 조정. 한편 골프 산업 위축에도 불구하고 동사는 스크린골프 사업을 영위해 부정적 영향이 제한적. 이는 올해 1분기 라운드 수가 전년대비 6.3% 성장할 것으로 예상되기 때문. 지속된 주가 하락으로 23E 배당수익률이 6%에 달하고 비즈니스 모델의 매력도 여전히 높아 투자의견 BUY를 유지함

신제품 투비전NX로의 전환이 동사 실적에 지속적으로 긍정적일 것으로 전망. 작년 4분기 3,070대의 업그레이드 수요가 발생. 신제품 효과는 하드웨어 판매 매출 외에도 라운드 매출 증가로 이어지기 때문에 동사 이익 성장에 긍정적

올해 해외 사업의 주요 포인트는 일본 Lawson과의 프랜차이즈 사업 진전과 미국법인의 하드웨어 판매 성장. 특히 미국법인은 4분기 매출액 151억원(+45.7% y-y)으로 대폭 성장했으며, 미국 실내골프 호황 따른 수혜가 올해도 지속 예상

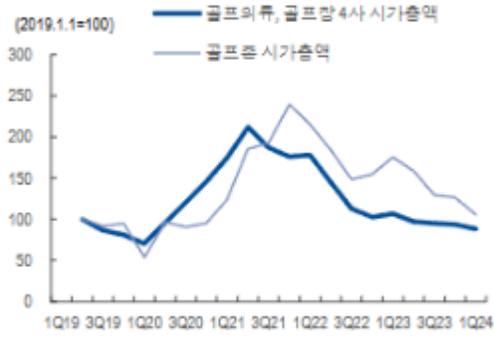
얕아진 지갑의 영향으로 필드보다 스크린을 가는 추세 지속

주가는 타 골프 기업들과 함께 하락했으나, 동사의 매출 추이는 타 플레이어들과 다르게 성장하는 모습. 이는 스크린골프가 필드골프의 높은 비용 부담을 덜어줄 대안이기 때문. 올해 라운드 수는 1억회(+6.3% y-y)를 돌파할 것으로 예상

	2022	2023P	2024E	2025F
매출액	617.5	685.1	685.5	736.0
증감률	40.2	10.9	0.1	7.4
영업이익	148.7	114.6	116.8	128.1
증감률	38.1	-23.0	1.9	9.7
영업이익률	24.1	16.7	17.0	17.4
(지배지분)순이익	113.7	77.7	90.3	101.2
EPS	18,123	12,387	14,390	16,128
증감률	49.0	-31.6	16.2	12.1
PER	6.2	7.4	5.3	4.7
PBR	2.0	1.4	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.3	2.5	1.7	1.1
ROE	35.0	20.1	20.4	19.8
부채비율	58.0	58.6	56.1	53.7
순차입금	-83.0	-131.2	-171.7	-254.5

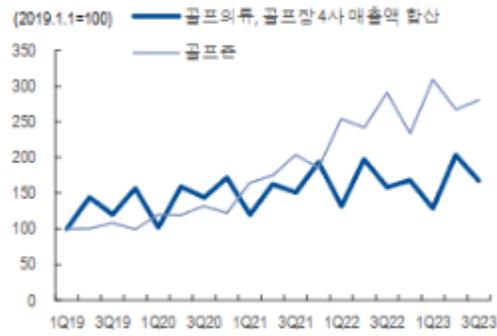
단위: 십억원, %, 원, 배

그림 1. 주가는 골프산업 부진으로 타사와 같은 하락 추세



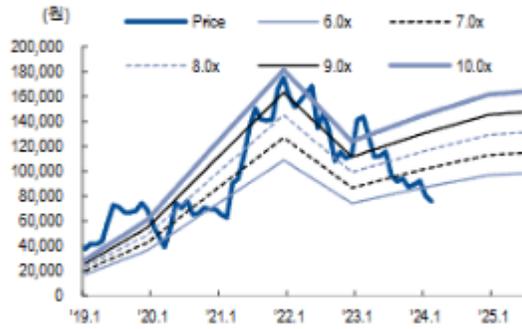
자료: 골프존, NH투자증권 리서치본부
주: 4사는 가스탈바락, 크리스티프렌치, 베뉴지, KXX

그림 2. 독자형형 중인 스크린골프 산업



자료: 골프존, NH투자증권 리서치본부
주: 4사는 가스탈바락, 크리스티프렌치, 베뉴지, KXX

그림 3. 12M Fwd PER Band Chart



자료: 골프존, NH투자증권 리서치본부
주: 4사는 가스탈바락, 크리스티프렌치, 베뉴지, KXX

그림 4. Trailing PBR Band Chart



자료: 골프존, NH투자증권 리서치본부
주: 4사는 가스탈바락, 크리스티프렌치, 베뉴지, KXX



덴티움

간만에 서프라이즈

[출처] NH투자증권 박병국 애널리스트

러시아 수출 호조와 대손상각비 환입으로 서프라이즈

투자의견 Buy, 목표주가 18만원 유지. 4분기 매출액 1,248억원(+33% y-y), 영업이익 479억원(+32% y-y)으로 컨센서스 상회하는 실적 발표. 중국은 574억원(+37% y-y)으로 성수기 효과 여전히 부재(4Q22는 코로나 재유행으로 부진). 러시아는 물류 이슈로 저조했던 전 분기(27억원)의 강한 이연 효과로 231억원(+89% y-y) 기록. 국내는 패키지 효과로 242억원(+33% y-y) 일회성: 재고자산 평가손실 40억원 발생, 원가율 33%로 상승. 장비 비중이 증가하면서 4분기부터 장비 재고평가 시작. '23년 재고 평가손실 분기 평균은 19억원으로 1회성은 약 20억원으로 판단. 대손상각비 62억원 환입으로 판관비율 29%로 개선. 매출채권 대비 총당금 설정률은 30% 내외였으나 회전을 개선으로 설정률 하향, 총당금 일부 환입. 대손상각비 환입이 이익률 상승에 큰 영향

여전히 밸류에이션 부담 낮다. 중국 회복 시 PER 15배 이상은 무난

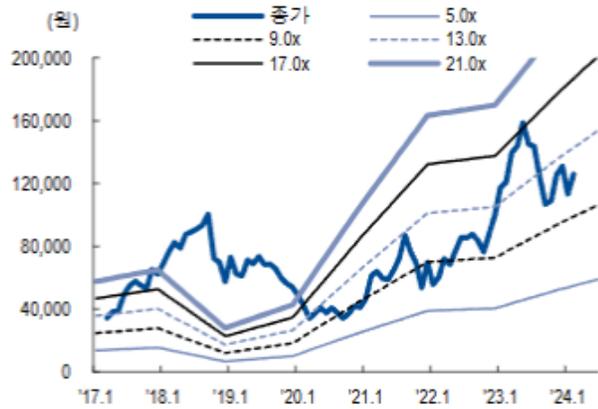
'24년 매출 4,647억원(+18% y-y), 영업이익 1,625억원(+23% y-y) 추정(가이던스: 성장 15%, OPM 33~35%). 1분기 중국 VBP 가격 하락 완료, 최근 중국 치과 영업은 소폭 반등하여 성장률 19% 성장 전망. 러시아는 물류 정상화로 성장률 18% 전망. 2개 국가의 경기 반등이 나올 시 큰 폭의 리레이팅 가능

경쟁사 스트라우만은 4분기 아시아에서 +41%(y-y) 성장했으며 향후 18~24개월 내 중국 성장률은 15~20% 수준 전망, VBP 가격 인하 종료 강조. VBP로 인한 Q 확장은 30~40% 달성, 지속 증가 추세 전망(컨콜 주요 내용 본문 참고)

	2022	2023P	2024E	2025F
매출액	355.9	393.8	464.7	548.1
증감률	22.1	10.7	18.0	17.9
영업이익	125.7	131.9	162.5	198.4
증감률	79.9	4.9	23.2	22.1
영업이익률	35.3	33.5	35.0	36.2
(지배지분)순이익	86.1	89.5	117.4	142.6
EPS	7,776	8,088	10,608	12,886
증감률	55.1	4.0	31.2	21.5
PER	12.9	16.2	11.9	9.8
PBR	3.0	3.2	2.4	2.0
EV/EBITDA	8.5	9.9	7.4	5.5
ROE	25.9	21.5	22.7	22.1
부채비율	80.8	62.0	47.1	35.9
순차입금	127.5	46.5	-48.7	-196.4

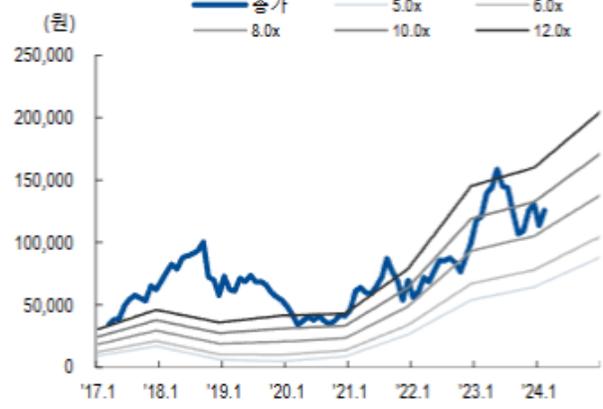
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 덴티움 12개월 FwdPER 추이



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 덴티움 EV/EBITDA 추이



자료: NH투자증권 리서치본부



139,000 ▼ 5,200 -3.61% 223,508 26.89% 2.02% 31,312백만 호가 139,600 139,000 시 142,700 고 145,700 저 137,500 매수 매도 평

덴티움 증가 단순 3 120 증가 단순 45 8 224 15 10 증가 단순 100 150억 강세패턴

