

2024.06.12.(수) 증권사리포트

큐리옥스바이오시스템즈

약점을 극복 중인 만화 주인공의 어린시절

[출처] 키움증권 신민수 애널리스트

판가가 높아 부담되신다면 보급형 라인을 추천 드리지요

'23년 매출액 68억 원(YoY -6.2%), 영업이익 -106억 원(YoY 적지, 영업이익률 -155.5%)를 기록했다. 동사의 비즈니스 모델(BM)은 일반적인 진단 업체와 비슷하게 장비와 소모품으로 구성되는데, 매출액이 전년 대비 감소한 이유는 장비의 매출액이 줄어들었기 때문이다. 플레이트와 부속품 등 소모품 매출액은 각각 5.3억 원과 7.3억 원으로 YoY +10.8%, +27.9% 성장하였다. 장비가 잘 팔리지 않은 이유는 고금리 상황 속에서 다국적 제약사들을 비롯한 주요 고객사들이 새로운 방식의 장비에 예산을 집행하지 않았기 때문이다. 또한, 세포 분석 완전 자동화 장비의 판가가 높아 고객사들의 구매를 유도하기가 어려웠다.

동사는 이러한 시장의 상황을 파악하고, 기존 장비보다 합리적인 수준의 가격에 판매되어 가성비를 챙긴 보급형 장비를 출시할 예정이다. 정식 출시 예정 시기는 이번 여름으로, 세포 분석 자동화 장비 Pluto LT와 대용량 세포 세척 자동화 장비 Venus HT이 시장에 공개될 전망이다. Pluto LT는 기존 AUTO-1000의 판가 대비 1/5 수준으로 시장 공략에 나설 계획이다. 이전에도 기술력에 대한 이견은 없었고 실적이 빠르게 성장하지 못한 주요 원인이 장비의 높은 가격 때문이었기에 이번 상업화 전략이 긍정적으로 작용할 것이라 전망한다. 또한, 신규 장비 출시로 제품 포트폴리오가 다양해진다는 점 또한 고무적이다. 전혈 샘플과 비전혈샘플을 모두 동사의 'C-Free' 라는 브랜드에서 처리할 수 있어 고객사마다 각기 다른 수요를 충족시킬 수 있게 되었다.

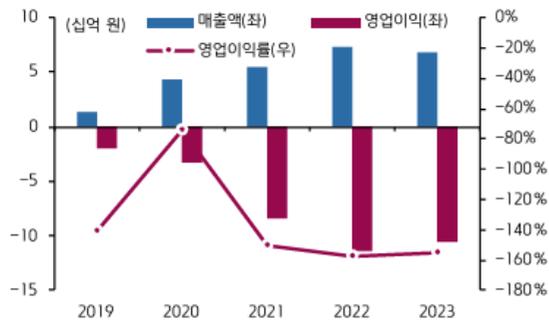
근본 있는 미국 바이오 장비 업체와의 협업 개시

지난 5월 3일, Beckman Coulter Life Sciences와 세포 분석 공정 비독점 공동 판매 계약을 체결하였다. Beckman Coulter는 시가총액 \$194.9B(약 273.6조 원)을 기록 중인 상장사 Danaher의 주요 자회사이다. 양사는 차세대 치료제, 백신의 R&D와 바이오 생산 프로세스를 가속화시킬 수 있을 것으로 기대하고 있다. 계약을 맺은 이유는 자사의 사전 건조 항체 패널 'DURAClone', 맞춤형 항체 콕테일 건조 시약 'DURA Innovation'이 동사의 층류 기반 세포 세척 기술 'C-Free'와 시너지 효과를 낼 수 있기 때문이다. 동사 입장에서 이번 계약을 통해 글로벌 판로가 열림과 동시에 세포 분석 데이터의 재현성이 제고될 여지가 크다. 또한, 비독점 구조의 계약이므로 다른 파트너사와의 협의할 때에 이번 사례를 좋은 레퍼런스로서 제시할 수 있어 추가적인 계약을 기다려볼 수 있다. 이번 계약 하에 판매되는 장비들은 동사의 브랜드가 유지되므로 큰 그림을 그려나가는 데에 도움이 될 것으로 전망한다.

투자지표

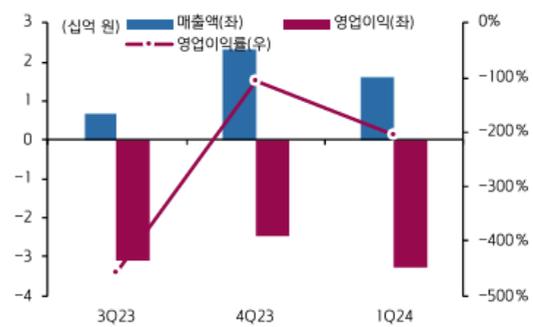
(십억 원) IFRS 연결	2020	2021	2022	2023
매출액	4.4	5.5	7.2	6.8
영업이익	-3.3	-8.3	-11.4	-10.6
EBITDA	-2.1	-7.1	-9.8	-8.6
세전이익	-6.4	-14.7	-11.3	-10.2
순이익	-6.3	-14.5	-11.5	-10.0
지배주주지분순이익	-6.3	-14.5	-11.5	-10.0
EPS(원)	-1,207	-2,747	-1,750	-1,402
증감률(% YoY)	적지	적지	적지	적지
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(배)	N/A	N/A	N/A	7.63
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A	N/A
영업이익률(%)	-75.0	-150.9	-158.3	-155.9
ROE(%)	-29.9	-127.1	-46.5	-20.8
순차입금비율(%)	79.2	476.8	-18.9	-31.9

큐리옥스바이오시스템즈 연간 실적 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

큐리옥스바이오시스템즈 분기 실적 추이



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

주요 경쟁사와의 세포 전처리 과정 비교

회사	시스템	장점	단점
큐리옥스바이오시스템즈 (Laminar Wash)	비원심분리	- 세포 보존율이 높고 일관적 - 적은 잔존물, 높은 생존력 및 검체 품질 - 배경간섭 낮은 높은 염색 해상도 - 실험자 내/간 일관성 높음	- 전혈분석 시 큰 검체 부피로 인해 실험 불가능
Beckton Dickinson (Lyse-Wash Assistant)	원심분리	- 전혈 다루기 가능 - 튜브 내로 약품 투입 가능	- 튜브 개별 원심분리가 필수적이라 작업 시간 증가 - 세척 시 시약품 과다 사용 - 상층액 제거 중 세포 손실 가능성 높음 - 추후 세포 염색 시 잔여용량 조절 어려움
Thermo Fisher (CW3)	원심분리	- 용해된 전혈 다루기 가능	- 상층액 제거 중 세포 손실 가능성 높음 - 자동 용액 추가 기능 불가능 - 시장에서 판매 중단된 것으로 추정되는 중

자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터



두산퓨얼셀

하반기 일반, 청정수소 발전 결과에 주목

[출처] NH투자증권 정연승 애널리스트

목표주가는 글로벌 Peer 기업들의 밸류에이션 상승 반영

투자의견 Buy 유지, 목표주가를 기존 24,000원에서 27,000원으로 12.5% 상향. 목표주가는 2024년 매출액에 글로벌 발전용 연료전지 기업 및 EPC 기업의 평균 PSR 5.1배를 적용하여 산출. 최근 전력 수요 증가 및 미국 중심으로 연료전지 수요 기대감으로 Peer 기업들의 밸류에이션 상향 반영

일반수소 발전시장(연간 1,300GWh 규모)이 매년 1회 실시되면서, 국내 연료전지 시장은 170~180MW 규모의 시장이 매년 형성될 전망. 24년 신규 연료전지 사업 관련 낙찰자 선정은 8~9월로 예상. 동사는 60% 이상의 점유율을 기반으로 100MW 이상의 신규 수주 예상. 청정수소 발전시장은 6,500GWh 규모로 입찰이 실시되며, 24년 11월 입찰 실시 및 12월 사업자 선정 예정

회사 개별적으로 원가 절감을 위해, (주)두산의 전극 사업 자산을 인수. 연료전지 내 연료극 및 공기극을 내재화하여, 원가 절감 시도. 수소 버스 시장에도 진출 추진. 연료전지 기업인 Ballard Power와 연계, 친환경 버스 생산 목표. 데이터센터용으로는 백업 전원으로 일부 활용될 수 있으나, 단기 수요 증가 요인은 아님. 국내 시장에서는 일반수소 및 청정수소 입찰 시장을 통한 수요 증가가 중요

2분기부터 연료전지 매출 재개 예상

2분기 매출액 623억원(+26.7% y-y), 영업이익 13억원(-165.9% y-y, OPM +2.1%)을 기록할 전망. 분기당 300억원 이상의 유지보수 매출액이 발생하는 가운데, 연료전지 기기 매출액도 반영되면서 하반기로 가면서 매출 증가 예상

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	260.9	479.3	643.4	733.8
증감률	-16.4	83.7	34.3	14.0
영업이익	1.6	19.1	42.4	54.1
증감률	-77.3	1,064.7	121.9	27.6
영업이익률	0.6	4.0	6.6	7.4
(지배지분)순이익	-8.5	4.6	26.7	38.1
EPS	-130	71	408	582
증감률	적전	흑전	476.7	42.6
PER	N/A	317.9	55.1	38.7
PBR	3.7	3.6	3.4	3.2
EV/EBITDA	112.6	46.4	26.7	20.9
ROE	-1.6	0.9	5.0	6.8
부채비율	108.9	128.1	125.7	113.0
순차입금	275.0	269.0	248.2	145.4

단위: 십억원, %, 원, 배



브이엠

전공정에서 찾는 HBM 수혜

[출처] 유안타증권 백길현 애널리스트

2025년 성장 궤도 진입, 반도체 식각 장비업체의 매력에 재차 부각될 것

동사는 주력 고객사의 HBM 경쟁력 강화에 힘입어 2024년 흑자전환을 달성하고, 2025년 본격적인 성장 궤도에 진입하며, 2026년에는 사상 최대 실적을 갱신할 전망이다.

1)2024년 주력 고객사는 HBM 수요 급증을 대응하기 위해 1Bnm 전환 투자를 진행 중이며, 2025년에는 M15X 완공 시점을 앞당겨 신규 투자가 본격화될 것으로 예상하고, 2)2H26부터는 용인반도체 클러스터 신규팹향 장비 발주 모멘텀이 본격화될 전망이다라는 점이 동사 실적에 긍정적일 것으로 전망. 더불어, 3) 해외 비메모리반도체 대상 영업이 순항하고 있는 것으로 파악되어 이르면 2025년부터 양산 공급이 시작될 것으로 예상된다는 점은 향후 동사 실적 추정치 상향 조정의 근거로 작용할 것.

해외 대형 반도체 업체의 연간 식각 장비 구매액은 5~6조원에 달하는 것으로 추정하고, 국내 식각 장비사에 서둘러 관심을 갖을 수밖에 없는 이유는 1)동사가 가격 경쟁력을 기반으로 시장에 진입하게 되면 기존 독과점 하던 해외 장비사들의 판가가 낮아지는 효과가 있는데, 식각 장비는 구매액 규모가 여타 장비보다 크고 공급 업체 수가 제한적이기에 고객사 입장에서 투자비 절감 효과가 두드러질 것이며, 2)BSPDN(Backside Power Delivery Network, 후면 전력 공급) 등 신규 기술 도입 확대 → Step수 증가 → 단위당 Capex 증가에 선제적으로 대비해야 하기 때문.

투자의견 BUY, 목표주가 4만원으로 커버리지 개시

동사 2024년 매출액과 영업이익은 각각 693억원(YoY 167%), 40억원(OPM 6%)으로 흑자 전환에 성공할 전망이다. SK하이닉스가 HBM 수요 급증 대응을 위해 1Bnm 전환 투자를 진행하면서 동사 식각 장비 수요가 점진적으로 회복 중이기 때문. 올해 2분기부터 완전한 흑자 기조로 돌아설 것으로 추정.

SK하이닉스의 독점적인 HBM 경쟁력이 최소 2년 이상 지속될 것으로 전망된다는 점이 동사 실적 전망에 긍정적으로 작용할 것. 2024년에는 기존 감산을 정상화하며 일부 전환투자만 진행하고 HBM 수요에 대응하고 있지만, 2025년부터는 더욱 적극적인 투자가 집행될 가능성이 크다는 판단임. 1)2024/2025년 SK하이닉스의 EBITDA는 각각 38조원, 50조원에 달하여 인텔 NAND 솔루션 사업 인수 관련 잔금을 감안해도 금전적 투자 여력을 충분할 것으로 추정하며, 2)신규팹 M15X를 2025년 중순 조기 완공 목표로 하고 있어 투자 공간 부족 이슈도 해소될 것이기 때문.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	200	373.8	143.0		
영업이익	36	흑전	흑전		
세전계속사업이익	43	흑전	흑전		
지배순이익	34	흑전	흑전		
영업이익률 (%)	18.0	흑전	흑전		
지배순이익률 (%)	17.0	흑전	흑전		

자료: 유안타증권

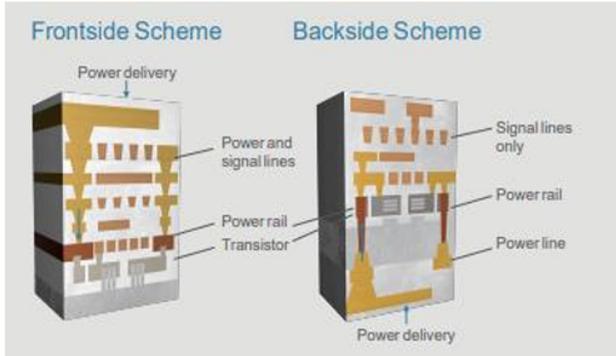
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	260	693	1,024	2,000
영업이익	-110	40	167	560
지배순이익	-70	61	150	547
PER	-47.1	57.9	23.5	6.4
PBR	2.6	2.6	2.3	1.7
EV/EBITDA	-30.2	55.5	15.8	4.0
ROE	-5.8	4.8	10.6	30.5

자료: 유안타증권

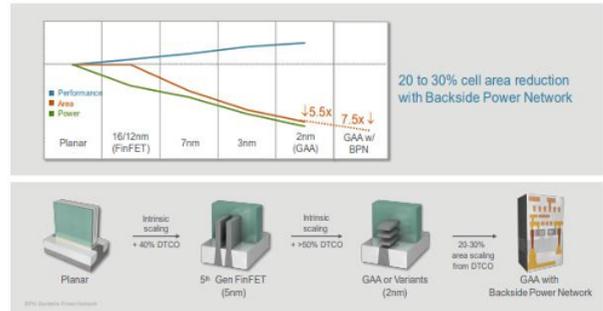
[그림 02] Backside Power Delivery Network(BSPDN) 기술 모식도



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

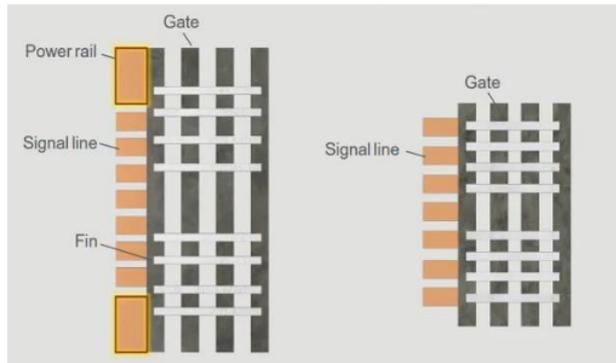
[그림 03] BSPDN 기술 도입으로 20~30% 수준의 공간 확보 가능 (1)

GAA with Backside Power Network for Additional Area Scaling



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 04] BSPDN 기술 도입으로 20~30% 수준의 공간 확보 가능 (2)



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 05] BSPDN 활용 방식 3 가지로 구분

	Buried Power Rail	Power Via	Backside Contact to S/D
Area Scaling	Good	Better	Best
Process Complexity	Low	Medium	High

자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터



팜텍코리아

글로벌 브랜드와 협력 강화

[출처] 유안타증권 이승은 애널리스트

핵심경쟁력: 자체모델금형(Free mold), 자동화, 친환경 대응

펄텍코리아는 플라스틱 기반 화장품 용기 제조업체로서, 프리몰드 방식(미리 설계되고 제작된 표준 금형을 사용하여 다양한 고객에게 동일한 용기를 제공하는 방식) (24년 1분기 누적 매출 비중 76%)을 강점으로 가진 업체이다.

프리몰드 방식은 개발 비용과 시간 절감 효과, 단가 협상 우위, 생산 효율성 극대화, 높은 고객 충성도(용기 소유권을 펄텍이 보유함) 등이 강점이다.

4공장 건설과 자동화 설비 투자로 생산 효율을 극대화하고 있으며, 친환경(재활용, 리필 가능) 제품 개발을 통해 글로벌 시장에서 지속적인 성장을 목표로 하고 있다.

주요 경쟁사와의 차별화 전략은 다양한 포트폴리오와 높은 자동화율(약 70% 수준)로, 특히 친환경 제품 개발에서 앞서가고 있는 것으로 파악된다.

2분기 Preview: 매출액 830억원, 영업이익 115억원 예상

2분기 실적은 매출액 830억원(+9.4% YoY), 영업이익 115억원(+11.1% YoY, OPM 13.9%)이 예상된다. 2분기는 동사 성수기 시즌으로 선제품류 생산이 증가하는 시기다. 색조(립) 부분 매출 비중도 상승할 것으로 예상된다. 타 화장품사 대비 성장률이 다소 낮은 이유는 동사 전년도 성장 베이스가 높기 때문인 것으로 판단된다. 하반기 글로벌 고객사 수주량이 증가하면 성장률은 상승할 것으로 기대된다.

하반기 전망: 해외 고객사 협력 강화 기대

- ① 글로벌 시장 확장: 향후 유럽 및 북미 시장을 공략하여 글로벌 브랜드 고객사 비중이 증가할 것으로 기대된다.
- ② 신규 공장 및 생산 능력 확대: 4공장 준공(2025년 준공) 예정이다. 순현금으로 토지 254억원, 건축 180억원, 시설장치 100억, 별개로 2023년 하반기 매입한 건물 87억원을 투자하였다.
- ③ 친환경 제품 비중 확대: 친환경 제품 PP 기술을 통해 재활용 가능 용기를 개발하였다. 글로벌 대형사 물량이 증가할 것으로 예상된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	2,220	2,366	2,845	3,215
영업이익	261	265	353	440
지배순이익	177	191	270	345
PER	14.6	10.9	9.9	12.6
PBR	1.3	1.0	1.1	1.6
EV/EBITDA	6.8	4.6	4.8	6.4
ROE	9.6	9.5	12.0	13.7

자료: 유인타증권

[그림 5] 친환경 제품 개발 방향성 및 적용



- 유해물질(포름알데히드) 배제된 펌프 (상용화)
- 금속 스프링이 배제된 All PLASTIC 펌프 (상용화)



- 재활용 등급이 높은 소재인 PET 적극 활용
- 단일 소재 또는 재활용 소재(PCR) 적용한 제품 개발 진행 중



- 재활용 등급이 높은 단일소재(HDPE)로 제품 개발 진행 중
- 지속 가능 재료인 종이 재질을 사용하여 플라스틱 사용량을 대폭 줄인 제품 개발 진행 중



샤넬 - 드로퍼파트 PET소재 사용



어뮤즈-ABS 소재 사용 배제



드림크렐리먼트 - 용기파트 all PP 재질 사용



라네즈, 구달 - Metal-less 펌프 사용



키엘 - all PP 사용



오리진스 - PCR소재 사용

자료: 펌텍코리아, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 펌텍코리아 생산시설



자료: 펌텍코리아, 유안타증권 리서치센터



피에이치에이
 나도 이젠 성장주
 [출처] 하나증권 송선재 애널리스트
 목표주가를 1.8만원으로 상향

피에이치에이에 대한 투자의견 BUY를 유지한 가운데, 목표주가를 기존 1.5만원에서 신규 1.8만원으로 상향한다. 최근 탐방을 통해 2024년 중순 완공될 미국 조지아 공장의 매출 기대치가 기존 예상 대비 높고, 추가적으로 인도 푸네 공장도 2025년 중순 예정된 바 2025년~2028년에 걸쳐 지속적인 매출 증가로 이어질 것으로 전망되기 때문이다. 이에 우선 2025년/2026년 실적 추정치를 상향하고, 이에 따른 성장성 강화를 반영하여 Valuation을 조정했다(목표 P/E 5배6배). 더불어 회사 측이 주주가치 제고를 위한 고민을 시작한 바 향후 구체적인 주주환원 정책이 발표되면(현재 추정치에는 주당 배당금 250원 유지로 가정해 놓은 상태), 자본배분 개선에 따른 Valuation 상향의 여지가 존재한다.

미국 조지아 및 인도 푸네 공장이 각각 2024년/2025년 완공

피에이치에이의 시설투자 금액은 2021년/2022년 200억원/166억원에서 2023년 664억원으로 증가했고, 2024년~2026년에 걸쳐 연평균 700억원 정도가 계획되어 있다. 주된 투자는 미국 조지아주 서베너시에 건설 중인 공장(PHA Georgia)인데, 금년 3분기 중 완공되어 시범 양산을 거쳐 2025년부터 매출이 본격화될 것이다. 현대차 전기차 공장인 HMGMA향으로 도어 모듈, 테일게이트 래치, 후드 래치 등을 공급할 예정이다. 매출액 기여는 2024년 100억원 미만으로 작지만 HMGMA의 생산량이 늘어남에 따라 2025년에는 700억원, 2026년에는 1,000억원 이상으로 동반 증가하고, 2027년/2028년에는 2,000억원 이상까지 확대될 것으로 예상된다. 2023년 기준 피에이치에이의 연결 매출액이 1.13조원, 이 중 미국 법인(PHA America)의 매출액이 2,356억원이었다는 점을 감안할 때 내년 이후 연결 및 미국 매출액에 큰 기여를 할 전망이다. 인도 법인(PHA India)의 푸네 공장은 2025년 중순 완공되는데, 현대차가 GM으로부터 인수한 푸네 공장향으로 도어 래치를 위주로 공급할 예정이다. 연간 200억원 수준의 매출액이 예상된다. 조지아 및 푸네 공장은 모두 주 고객사를 중심으로 현지 자동차 업체들로 영업을 확대한다는 계획이다.

자본배분 활동의 개선을 기대

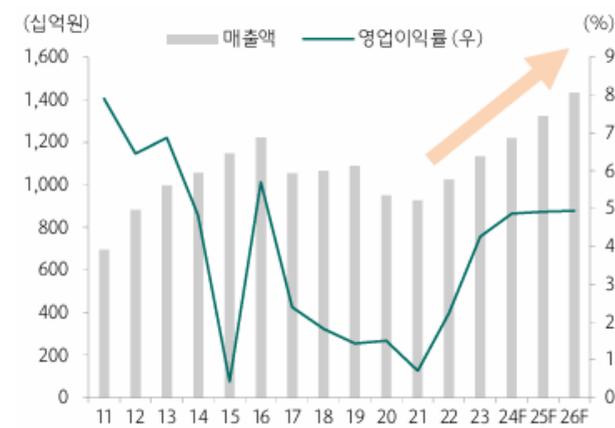
피에이치에이는 1분기말 기준으로 유동성 순현금성자산이 1,524억원이고, 연간 1,000억원 수준의 EBITDA를 창출하는 것에 비해 자본배분에는 적극적이지 않았다. 최근 3년간 주당 배당금은 180원/200원/250원이었고(기대 배당수익률 1.9%), 현금배당금총액은 37억원/41억원/50억원으로 배당성향이 9.8%/14.5%/8.1%였다. 다행히 회사 차원에서 주주가치 제고를 위한 고민을 시작한 것으로 파악된다. 2024년 이후 성장성이 보강된 것과 동시에 주당 배당금 상향과 같이 개선된 주주환원이 발표된다면 현재 P/B 0.35배의 낮은 Valuation이 재평가되는 계기가 될 것이다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

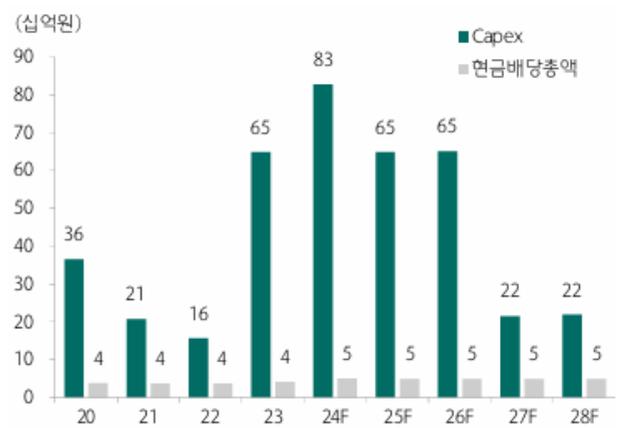
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,024.4	1,134.6	1,220.7	1,324.2
영업이익	22.9	48.3	59.4	65.1
세전이익	40.4	69.3	83.3	87.1
순이익	28.3	61.5	64.1	67.1
EPS	1,346	2,929	3,053	3,193
증감율	(24.80)	117.61	4.23	4.59
PER	5.23	3.40	4.36	4.17
PBR	0.22	0.29	0.35	0.33
EV/EBITDA	(0.05)	0.38	1.12	0.80
ROE	4.29	8.82	8.54	8.27
BPS	32,195	34,733	37,548	40,509
DPS	200	250	250	250

도표 2. 피에이치에이의 매출액과 영업이익률 추이



자료: 피에이치에이, 하나증권

도표 3. 피에이치에이의 연간 Capex 및 현금배당금 총액 추이



자료: 피에이치에이, 하나증권

도표 4. 피에이치에이의 Door Module



자료: 피에이치에이

도표 5. 피에이치에이의 Tailgate Latch와 Hood Latch



자료: 피에이치에이



카카오게임즈

콘솔 경쟁력 검증 요구

[출처] 키움증권 김진구 애널리스트

동사 목표주가 2.4만원으로 하향

동사 목표주가를 2.7만원에서 2.4만원으로 하향하고 투자의견 Outperform을 유지한다. 신규 목표주가는 동사 주력 신작의 성과가 대다수 반영될 25E 지배주주지분 1,137억원을 대상으로 라이온하트스튜디오 별도 이익 기준 지배주주지분 환산 305억원과 이를 제외한 832억원으로 구분하였다. 각각의 이익 기준 타겟 PER은 20배를 동일하게 부여하고 연간 할인율 10%를 적용하되, 전자는 라이온하트스튜디오 IPO 전제로 이중 상장에 따른 할인율 20%를 추가로 적용

했다. 타겟 멀티플은 아키에이지 2 및 라이온하트스튜디오 신작 게임성 검증시 추가 상향의 여지가 존재하지만, 당사가 동사의 24E 및 25E 신작 성과에 대해 대체로 중립 이상의 성과를 추정 반영하였으므로, 현시점에서 기업가치 산정은 대체로 합리적 수준으로 총평한다.

동사 주요 신작 게임 추정치 분석

동사의 메이저 게임인 오딘의 글로벌 일평균 매출액은 24E 7.9억원에서 25E 7.9억원으로 유지를 가정했고, 아키에이지 워 일평균 매출은 24E 3.0억원에서 25E 4.4억원으로 증가를 반영했으며, 아레스 일평균 매출은 24E 1.0억원에서 25E 4.5억원으로 증가를 반영했다. 아키에이지 워와 아레스는 출시지역 확장에 따른 증가를 반영한 것으로 동 장르에서 경쟁강도 심화에 따른 감소 여지 등을 감안할 때 중립 이상의 추정치로 정의내릴 수 있다. 가디스오더 일평균 매출은 초기 분기 기준 3Q24E 5.0억원과 24E 4.4억원 및 25E 2.8억원을 추정 반영했으며, 롬 일평균 매출은 24E 2.2억원과 25E 1.2억원을 추정치에 반영했다.

Path of Exile 2 초기 성과는 25E 440억원을 신규 반영했으며, 아키에이지 2 초기 성과는 26E 881억원 추정치로 기존과 동일하게 유지했다.

콘솔 중심 신작 게임성 검증 필요

현재 동사의 최고 기대작이라고 볼 수 있는 아키에이지 2가 콘솔 플랫폼에서 유저 기대를 충족시킬 수 있는지에 대한 여부가 중기적으로 가장 중요한 투자포인트로 작용할 것으로 판단한다. 특히 장르가 MMORPG이기에 유저 트래픽 부하에 따른 로드를 제어하면서 트리플 A급 게임 퀄리티 및 최적화를 담보할 수 있는지에 대한 평가가 필요하고, 순수 인게임 영상을 통한 경쟁 게임 대비 차별적 게임성 확보 여부도 관건일 것으로 판단하며, 이에 대한 종합적인 유저 판단이 동사 콘솔 경쟁력과 타겟 멀티플 수준을 결정할 것으로 제시한다.

투자지표				
(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,147.7	1,025.1	1,047.3	1,273.5
영업이익	175.8	74.5	74.1	144.1
EBITDA	269.1	170.5	177.9	251.1
세전이익	-194.7	-365.1	72.1	149.1
순이익	-196.1	-322.4	49.6	114.7
지배주주지분순이익	-233.6	-228.7	50.9	113.7
EPS(원)	-2,929	-2,774	616	1,376
증감률(% YoY)	적전	적지	흑전	123.6
PER(배)	-15.2	-9.3	33.4	14.9
PBR(배)	2.18	1.53	1.19	1.12
EV/EBITDA(배)	16.6	16.8	13.5	9.4
영업이익률(%)	15.3	7.3	7.1	11.3
ROE(%)	-12.4	-14.9	3.6	7.7
순차입금비율(%)	22.7	30.6	28.8	25.2



카카오

전략적 의사결정 요구

[출처] 키움증권 김진구 애널리스트

동사 목표주가 5.6만원으로 하향

동사 목표주가를 기존 6.9만원에서 5.6만원으로 하향한다. 동 목표주가 산출은 본사 및 기타 사업부문 적정가치 3.6조원, 커머스 사업부문 적정가치 7.1조원,페이 지분가치 1.5조원, 은행 지분가치 1.5조원, 모빌리티 지분가치 2.8조원, 엔터테인먼트 지분가치 5.8조원, Kakao Piccoma 지분가치 2.0조원 및 게임즈 지분가치 0.6조원을 합산했다. 동사 특비즈 및 버티컬 사업부문을 포괄하는 AI 경쟁력 약화 우려를 반영해 본사 및 기타 사업부문 적정가치 산정 목표 PER을 기존 22.5배에서 20배로 하향 조정했으며, 유료 콘텐츠 사업부문의 GMV 성장 둔화 및 서구권 시장에서의 경쟁력 약화 등을 감안하여 카카오엔터테인먼트 및 Kakao Piccoma 가치를 기존 대비 하향 조정하였다.

AI 사업을 면밀히 챙겨야 할 시점

동사는 특비즈 및 주요 버티컬 사업부문을 관통하는 AI 전략 및 세부 액션플랜 수립에 있어서 매니지먼트 교체 후에도 가시적인 변화를 보여주고 있지 못하고 있으며, 유저 부가가치 증대를 위한 실질적인 결과물 창출 및 제시에도 적극적 모습을 보이고 있다고 판단하기 어려운 상황이다. 글로벌 빅테크가 중기적으로 유저들의 자발적인 데이터 이전을 통해 데이터를 학습하고 해당 과정을 통해서 추론과 예측 기반의 유저 부가가치를 높일 구독경제 확산이 가시적으로 나타날 것으로 전망된다는 점에서, 동사가 확보한 다양한 세그먼트에서 유저 데이터를 무기로 글로벌 빅테크와 전략적 사업 제휴를 신속히 이끌어내지 못한다면 동사 데이터 가치는 시간이 지날수록 희석되고 AI 경쟁력을 놓칠 확률이 체증적으로 증가할 수 있음을 매니지먼트는 인지할 필요가 있다.

창의적 조직으로 변모할 필요 존재

최근 동사가 다양한 이해관계자와의 관계 정립 및 내부 체계 개선을 위해 조직 관리에 집중하려 하는 점은 심분 이해가 되나, 인터넷 비즈니스는 기본적으로 매우 유연한 조직 관리 체계 하에서 창의적이고 새로운 서비스 기반으로 유저 커버리지를 넓혀야 하는 과정이 필수적인 바, 현재 관리 중심 하에서 동사가 기존 서비스 중심의 성과 향유에 집중한다면 중장기적으로 밸류에이션에 대한 프레셔가 발생할 수 있음을 짚고 넘어가고자 한다. 단기적으로는 유저 트래픽 기반 광고 및 관계형 장점을 활용한 커머스 중심의 실적 개선은 가능하겠지만 상기 조건이 전제되어야 의미있는 기업가치 레벨업이 가능할 것으로 판단한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	6,798.7	7,557.0	8,535.6	9,398.7
영업이익	569.4	460.9	656.7	860.2
EBITDA	1,150.8	1,221.5	1,515.6	1,715.3
세전이익	1,268.9	-1,648.2	751.4	1,004.2
순이익	1,067.0	-1,816.7	525.3	749.0
지배주주지분순이익	1,358.0	-1,012.6	541.9	686.0
EPS(원)	3,049	-2,276	1,221	1,547
증감률(% YoY)	-2.3	적전	흑전	26.7
PER(배)	17.4	-23.9	36.3	28.6
PBR(배)	2.37	2.47	1.89	1.76
EV/EBITDA(배)	21.5	20.9	13.6	11.7
영업이익률(%)	8.4	6.1	7.7	9.2
ROE(%)	13.6	-10.3	5.4	6.4
순차입금비율(%)	-17.9	-19.2	-21.2	-23.9

