

< 관심리포트 정리 >

삼성에스디에스

숫자로 보여줄 AI 비즈니스 성장

[출처] 상상인증권 최승호 애널리스트

회복된 물류마진과 클라우드의 고성장 지속, 컨센부합 예상

3Q24 실적은 매출액 3조 5,446억원(YoY+10.5%), 영업이익 2,314억원(YoY+20%)으로 컨센서스 부합 예상한다. 3분기 물류 영업이익률은 전분기 대비 개선된 1.9%수준을 전망한다. 물류는 2Q 일시적 부진 딴고 1.8%수준의 마진을 회복, 연간 2%수준 영업이익률 지키며 전년과 유사한 마진율을 지킬 전망이다. 클라우드의 경우, CSP에서의 GPU대여 서비스 확대와 MSP captive/외부(우리/KB금융 등) 수주 증가로 고성장세 이어간 6,207억원(YoY+32%)이 기대된다.

SDS SUMMIT : AI 자율화는 수익성 제고 가속화할 전망

9월행사에서 삼성AI 서비스는 유저를 보조하는(Co-Pilot) 단계에서 최종적으로는 AI스스로 업무를 자율화하는(Autonomous Agent) 단계로 나아갈 것임을 밝혔다. 결국 AI가 단순 요약 및 보조를 넘어, 업무 프로세스를 자동화하는 등, 실질적으로 업무 효율성을 제고할수록 수익화의 속도가 빨라질 것이다. SDS서밋에서 밝힌 AI 성장전략은 충분히 합리적이었고, GPU 수요는 여전히 높다. CSP/MSP 동반 고성장이어지는 와중에 Brity 유저 증가/엠로 SCM 글로벌 출시로 SaaS에서의 성장도 기대된다.

숫자로 보이는 AI비즈니스, 성장률도 가파를 전망

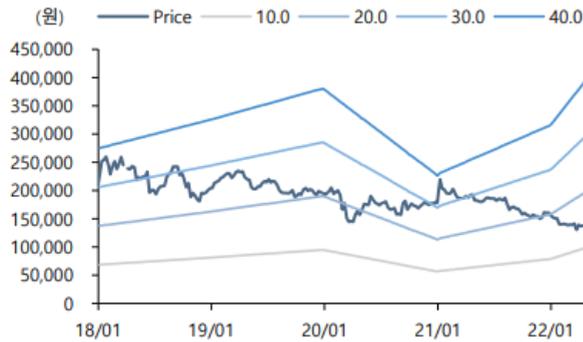
회사 핵심 성장동력은 AI 기반의 클라우드 비즈니스다. 올해 회사 가이던스인 AI 매출 천억 중반대를 무난히 달성 가능할 것으로 판단된다. 또한, AI 매출 중 비중 가장 큰 것으로 추정되는 CSP GPU 구독서비스가 내년 온기로 반영된다는 점, SaaS Brity서비스 유저 증가속도 가파르다는 점, 추가될 Fabrix PaaS 수주 감안하면, 전체 마진율이 유지되면서 내년 AI 향 매출은 약 3,100억원 수준 달성할 수 있을 것으로 전망한다. 미래성장동력 AI와 추가적인 주주환원/M&A 가능성이 살아있기 때문에, 매수접근은 계속 유효하다고 판단된다. 목표주가(25EPS*PER20)를 유지한다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	17,235	916	1,100	14,213	8.7	3.8	1.2	14.2	2.6
2023	13,277	808	693	8,962	19.0	6.0	1.5	8.2	1.6
2024E	13,897	921	736	9,517	15.8	4.5	1.3	8.3	2.0
2025E	15,126	985	741	9,573	15.7	3.9	1.2	7.8	2.2
2026E	16,597	1,096	818	10,581	14.2	3.5	1.1	8.2	2.3

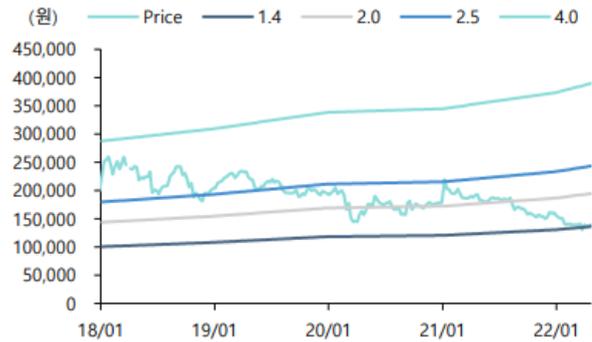
자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권

그림 1. PER BAND



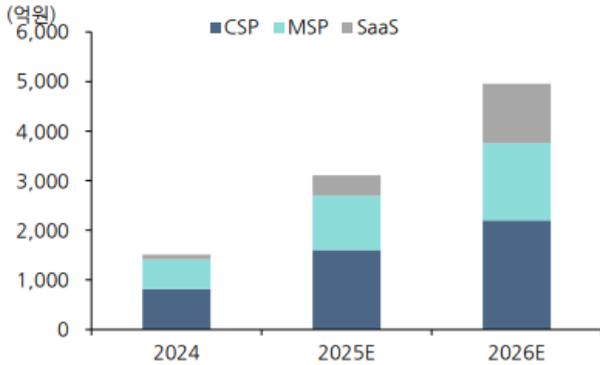
자료: 상상인증권

그림 2. PBR BAND



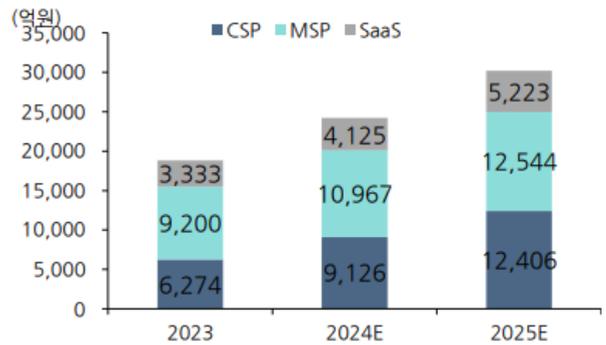
자료: 상상인증권

그림 5. AI 서비스 예상매출 추이



자료: 상상인증권 추정

그림 6. 클라우드 매출 추이 및 전망



자료: 삼성에스디에스,상상인증권 추정



전진건설로봇

북미 매출 비중 40%, 인프라 투자 수혜 기대

[출처] 하나증권 김성호 애널리스트

북미 시장 높은 매출 비중을 지닌 콘크리트 펌프카 전문 업체

전진건설로봇은 1999년 설립된 콘크리트 펌프카(CPC) 전문 업체로 북미 시장 향 매출 비중이 높기에 인프라/주택 투자 집행에 따른 수혜가 예상된다. CPC는 콘크리트 믹스를 고압으로 송출하는 건설 필수 장비로 붐(Boom), 트럭, 하부프레임으로 구성된다. 트럭 매입 후 붐, 하부프레임 제작하여 판매하며 수출 시에는 붐, 하부프레임만 제작하여 진행되기에 국내 대비 건당 매출액은 소폭 작지만 높은 수익성을 가진다. 전진건설로봇은 2023년 기준 국내 CPC 시장점유율 약 40%로 1위 업체이며 전체 매출액의 약 70% 수준이 수출 물량이다. 국가별 비중은 2023년 기준 북미 41.5%, 국내 24.9%, 유럽 18.7%, 기타 14.9%로 북미 비중이 높다. 작년 북미 시장에 판매한 CPC는 총 255대로 북미 내 M/S 약 25%로 2위를 차지했다. 점유율 1위는 독일 P사로 동사의 판매량과 유의미한 차이가 나지 않은 것으로 파악되며, 전진건설로봇은 가격 경쟁력을 통해 판매량 확대를 진행 중이다. 기대되는 포인트는 향후 북미 인프라 투자에 따른 수혜다. 현재 북미 인프라 업황은 부진하지만 미국 대선 후보 트럼프/해리스 공약에 해당되는 공통 영역이다. 트럼프 후보는 뉴시티 10곳 이상 건설/인프라 투자 확대/정부 프로젝트 확대, 해리스 후보는 4년 내 약 300만호 이상의 신규 주택 건설/인프라 투자 확대를 추진할 예정이다. 주택 건설에도 CPC가 필수 적용되어 동사의 외형 확대를 견인 중이다. 북미 매출액의 약 65%가 주택용 소형 CPC이며 인프라 투자 집행에 따라 인프라용 대형 CPC 수출이 본격화된다면 건당 높은 매출액을 통한 실적 성장이 가능할 것으로 판단된다.

유럽, 동남아 등 전방 시장 확장에 따른 CAPA 증설 추진

현재 국내 CAPA는 가동률 기준 연간 600대 수준이다(100% 가동 시 max 1,000대). 전방 시장 수요에 따라 해외 CAPA 증설이 예상되는데 베트남이 유력하다. CAPA 증설 시 내후년 실적부터 증설 효과가 본격 반영될 것으로 예상된다. 추가적으로 전체의 약 20%를 차지하는 유럽향 매출액도 확대가 기대된다. 유럽 시장에서는 독일 P사가 북미 시장 대비 점유율이 높지만 동사는 튀르키예 지진 복구 사업(60만호 주택 공급) 관련 235대 CPC 납품 레퍼런스를 가지며 250대 추가 물량 납품이 기대된다. 향후 우크라이나 재건 포함 인프라/주택 업황 사이클에서 글로벌 CPC 업체는 독일 P사, 전진건설로봇 등 과점 형태이기에 동사에게 지속적 수혜가 예상된다. 한편 오는 10월 디젤 방식이 아닌 하이브리드 방식의 CPC 1호기 생산이 예정되어있으며, 지난 7월 모트렉스를 포함한 4개사 컨소시엄을 통해 건설용 로봇인 Distribution Robot을 개발 중으로 본업 업황 회복 및 포트폴리오 다변화가 기대된다.

2024년 매출액 1,788억원, 영업이익 374억원 예상

2024년 매출액 1,788억원(YoY +12.9%), 영업이익 374억원(YoY +13.8%)로 예상한다. 북미 시장에서의 점유율을 기반으로 안정적인 매출 성장이 기대되며 향후 인프라 업황 개선 및 유럽, 동남아 포함 신규 지역 m/s 확대에 따라 추가적인 실적 성장이 기대된다

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

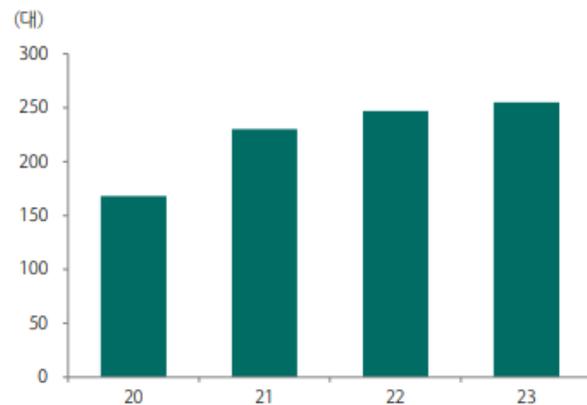
투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	91	125	141	158
영업이익	11	18	28	33
세전이익	13	24	30	37
순이익	10	19	23	29
EPS	672	1,224	1,519	1,885
증감률	(8.4)	82.1	24.1	24.1
PER	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	9.6	23.6	25.1	27.7
BPS	6,984	5,737	6,588	7,337
DPS	2,909	4,510	2,631	2,104

도표 2. 콘크리트 펌프카(CPC) 구조도



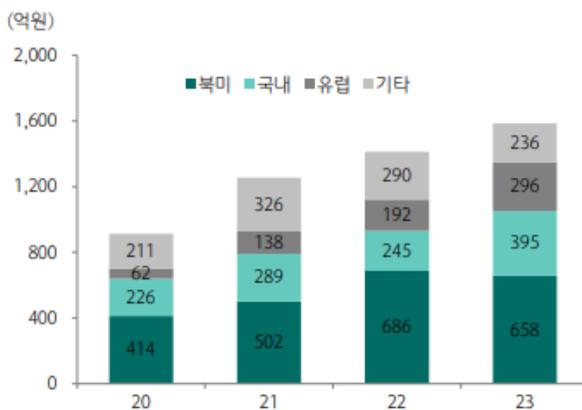
자료: 전진건설로봇, 하나증권

도표 3. 북미시장 CPC 판매 대수 추이



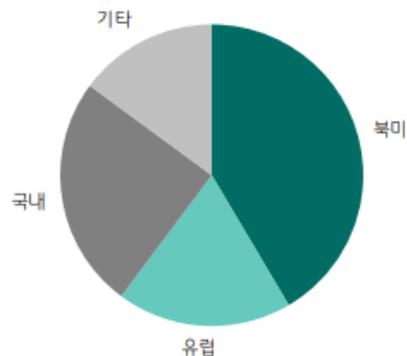
자료: 전진건설로봇, 하나증권

도표 4. 국가별 매출 비중 추이



자료: 전진건설로봇, 하나증권

도표 5. 2023년 기준 지역별 매출 비중



자료: 전진건설로봇, 하나증권



롯데에너지머티리얼즈

생각보다 긴 겨울이 될지도

[출처] IBK투자증권 이현욱 애널리스트

24년 3분기, 어색한 적자 전환

롯데에너지머티리얼즈의 3Q24 매출액 2,096억원(QoQ -20.2%), 영업이익 -94억원(QoQ 적자전환), OPM -4.5%(QoQ -5.7%p)으로 컨센서스(매출액 2,314억원, 영업이익 12억원)를 하회할 것으로 전망한다. 글로벌 전기차 수요 둔화 영향으로 기존 메인 고객사 및 북미 고객사의 공장 가동률이 모두 하락하며 3분기 전체 동박 출하량은 2분기 대비 약 20% 감소할 것으로 예상된다. 수익성은 동박 출하량 감소 및 말레이시아와 익산 공장 평균 가동률이 70% 미만으로 하락하며 고정비 부담으로 인해 3분기 적자 전환할 것으로 전망한다.

좋지 않은 전기차 시장과 지연되는 동박 CAPA

롯데에너지머티리얼즈의 수익성 악화 요인은 고객사의 실수요가 증설 대비 증가하지 않아 전체 가동률이 낮은 수준으로 하락하며 고정비 부담이 증가한 영향이다. 2024년 말부터 말레이시아 5,6공장(CAPA 2만톤, SDI 북미 공장 대응)이 본격 가동될 예정으로 전체 동박 CAPA는 6만톤에서 8만톤으로 증가할 예정이다. 다만, 전기차 수요 둔화 영향으로 스페인, 미국, 말레이시아 7,8공장 등 CAPA 증설 일정이 지연될 예정이다. 전력비와 인건비가 낮은 말레이시아 공장을 중심으로 가동률 상승을 통해 수익성은 점진적으로 개선될 것으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 60,000원 유지

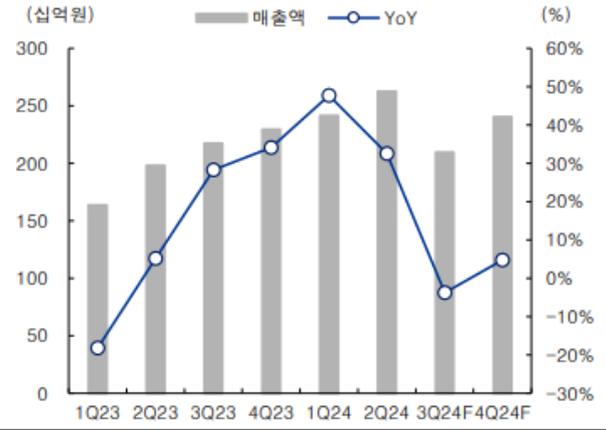
롯데에너지머티리얼즈의 투자의견은 매수, 목표주가는 60,000원을 유지한다. 당사는 동박 사업 이외에도 차세대 고부가 제품 및 포트폴리오 다각화(1. 전고체 전해질, 2. LFP 양극재, 3. AI 가속기)를 추진 중이다. 전고체 전해질 파일럿 라인은 70톤 규모로 24년 9월 완공하였으며 27년 약 1,200톤 규모로 본격 양

산할 예정이다. LFP 양극재 파일럿 라인은 1,000톤 규모로 24년말 완공될 예정이며 28년에 본격 양산할 예정이다. AI 가속기(HVLP4)는 25년부터 북미 고객향으로 판매될 것으로 기대된다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	729	809	954	1,116	1,295
영업이익	85	12	0	27	64
세전이익	61	-37	31	47	75
지배주주순이익	44	-33	19	41	67
EPS(원)	950	-706	407	880	1,445
증가율(%)	-30.2	-174.3	-157.6	116.4	64.2
영업이익률(%)	11.7	1.5	0.0	2.4	4.9
순이익률(%)	6.7	-5.6	1.6	3.3	4.6
ROE(%)	3.6	-2.2	1.4	3.0	4.8
PER	54.6	-59.6	99.8	46.1	28.1
PBR	1.6	1.4	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	21.4	23.4	21.1	17.1	12.8

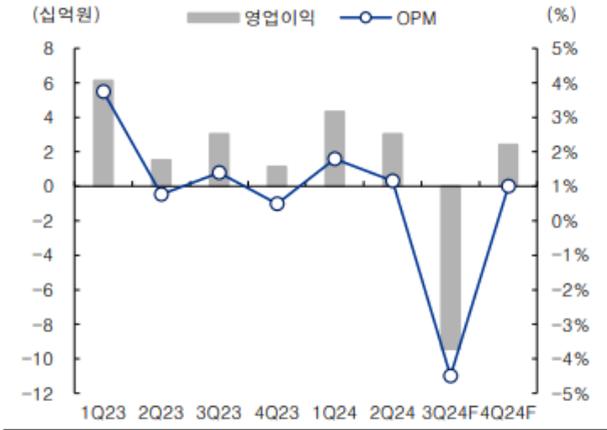
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 롯데에너지머티리얼즈 매출액 및 YoY 추이



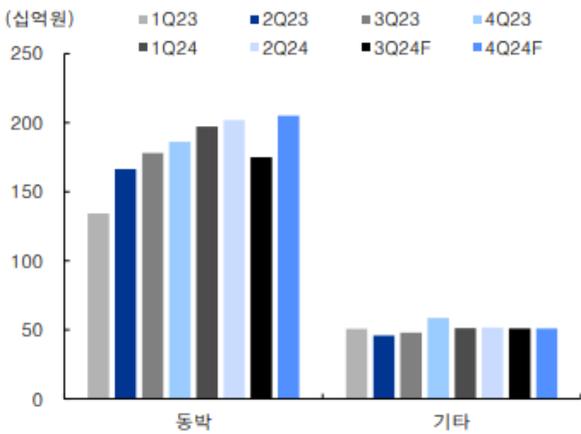
자료: 롯데에너지머티리얼즈, IBK투자증권

그림 2. 롯데에너지머티리얼즈 영업이익 및 영업이익률 추이



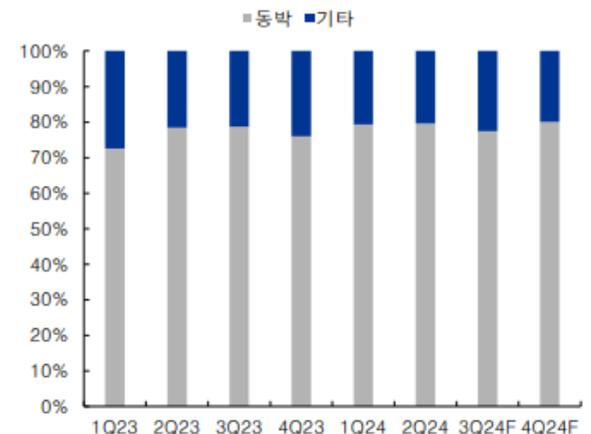
자료: 롯데에너지머티리얼즈, IBK투자증권

그림 3. 롯데에너지머티리얼즈 부문별 매출액 추이



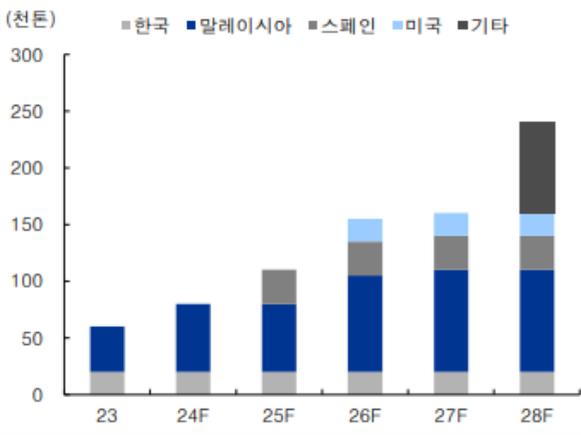
자료: 롯데에너지머티리얼즈, IBK투자증권

그림 4. 롯데에너지머티리얼즈 부문별 매출 비중 추이



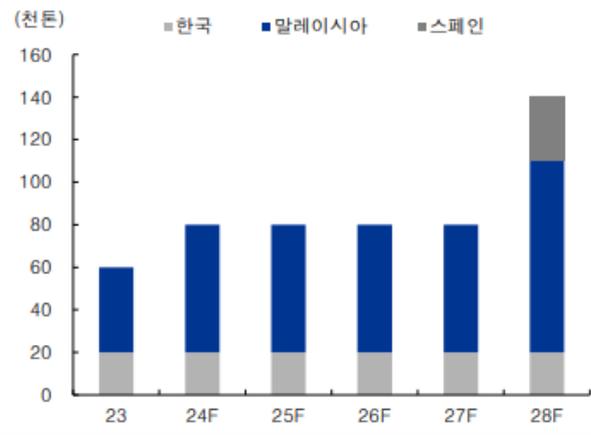
자료: 롯데에너지머티리얼즈, IBK투자증권

그림 5. 롯데에너지머티리얼즈 동박 CAPA 추이(작년 기준)



자료: 롯데에너지머티리얼즈, IBK투자증권

그림 6. 롯데에너지머티리얼즈 동박 CAPA 추이(최신 기준)



자료: 롯데에너지머티리얼즈, IBK투자증권



웹젠

25년은 리레이팅의 해

[출처] 상상인증권 최승호 애널리스트

3Q24 Preview : 컨센 소폭 하회 전망, 4Q부터 다시 증익 전망

3Q24 웹젠실적은 매출액 523억원(QoQ+9%), 영업이익 100억원(QoQ-15%)으로 컨센 소폭 하회 예상한다. 뮤모나크2는 당사의 기대치(첫분기 5억원)를 하회하고 있으나, 최근 일매출 4억원 수준 기록하며 전반적으로 순항 중이다. 뮤모나크1과 동일하게 초기 낮은순위로 시작, 구글 10위권까지 천천히 올라오고 있으며, 후반부로 갈수록 과금강도가 높아지는 점을 고려하면 타MMORPG와 달리 꾸준히 지표가 유지될 것으로 보인다. 뮤모나크1도 일매출 1억원 수준 마크하며 선방중인 것으로 예상한다. 신작출시로 마케팅비는 전분기 6억원 대비 상승한 30억원을 전망한다.

IP파워에 힘입어 여전히 국내 게임사 중 가장 효율적인 비용집행이 이뤄지고 있다. 뮤모나크2 온기반영되고, 신작 동화풍 MMOPRG 용과전사 출시되는 4Q부터 실적 탄력 받을 것으로 전망한다.

5년만의 자체개발 신작, '25년은 자체개발 신작들로 리레이팅/EPS증가 예상

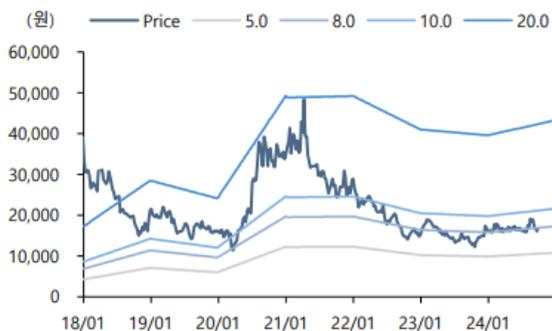
'25년에는 R2M(2020.08출시) 이후 5년만에 자체개발 신작 2종 출시되며 리레이팅 이루어질 것으로 분석한다. 2D 서브컬처 수집형 RPG인 테르비스(1H25전망), 언리얼엔진5 신규 모바일 MMORPG(2H25전망) 두 종이 기대작이다. MMORPG는 웹젠이 가장 잘하는 장르에서의 출시로, 첫분기 매출 300억원 수준 발생시키며 캐시카우로서 자리매김할 것이 기대된다. 테르비스는 일본,대만,한국 동시 출시하며 성공적인 장르확대와 글로벌 매출 확대를 예상한다. 이로써 내년에는 EPS,PER 모두 재평가 받을 가능성이 높다. 그외 지분 25.6%를 보유한 하운드13의 모바일 오픈월드RPG 드래곤소드(2H25전망) 등 무게감 있는 퍼블리싱 신작 출시도 많다. 작년에 이어 올해도 지스타 참가를 확정지은 점을 고려하면, 연기된다 해도 출시시점의 큰 변동이 있지 않을 것이다. '25년부터 동사는 오픈월드,MMO,서브컬처 등 다양한 장르를 커버하며 다양성을 확보할 전망이다. 5년 간의 퍼블리싱에서 벗어나, 자체개발로 매출 다변화를 꾀하고 있어, 신작 출시 시점에 리레이팅의 가능성이 매우높다. 목표주가('25EPS*PER8) 26,000원 유지한다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	242	83	72	2,050	7.4	4.5	0.9	13.5	2.4
2023	196	50	58	1,979	8.3	8.0	0.9	9.7	1.8
2024E	236	60	63	2,162	7.9	7.5	1.0	10.3	2.3
2025E	337	101	98	3,365	5.1	4.0	0.9	15.3	3.2
2026E	400	192	168	5,768	3.0	1.6	0.7	22.2	3.2

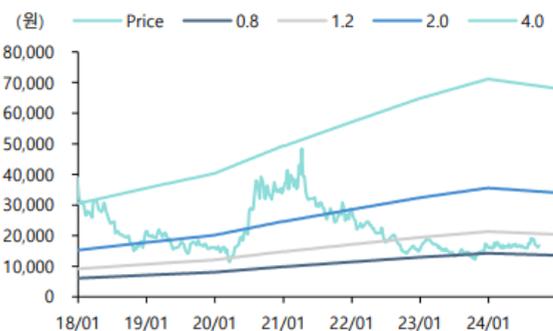
자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권

그림 1. PER BAND



자료: 상상인증권

그림 2. PBR BAND



자료: 상상인증권



오리온

3Q24 Pre : 중국 아직 부진하나 개선 기대감은 유효

[출처] 하나증권 심은주 애널리스트

3Q24 Pre: 시장 기대 소폭 하회 예상

3분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 7,760억원(YoY 1.3%), 1,404억원(YoY -0.2%)으로 추정한다. 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 예상된다. 참고로, 7~8월 누계 연결 매출액 및 영업이익은 각각 5,136억원(YoY 3.1%), 907억원(YoY -1.8%)을 시현했다.

7~8월 누계 국가별 성장률은, 국내 YoY 0.6%/ 중국 0.2%/ 베트남 6.3%/ 러시아 29.0%을 기록했다. 로컬 통화로 환산시, 중국 YoY -4%/ 베트남 9%/ 러시아 20% 증가한 것으로 추정된다. ① 국내는 높은 베이스가 여전히 부담이다. 국내 소비 경기 부진으로 편의점 및 대리상 등 주요 채널 출고량이 전년동월대비 감소한 것으로 파악된다. ② 중국은 전년 역기저 및 소비 둔화 영향이 실적에 부정적 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다. 경소상 교체 및 유통 영업 방식 전환에 따른 매출 공백 영향도 3분기까지 이어지겠다. ③ 베트남은 쌀과자 라인업 확대 효과가 주효했다. 인니 향 수출도 견조한 것으로 파악된다. ④ 러시아는 일부 유통 업체와의 중단 이슈가 마무리된 것으로 판단된다. 8월부터 빠르게 매출 공백이 정상화되고 있다.

4분기는 중국 순성장 전망

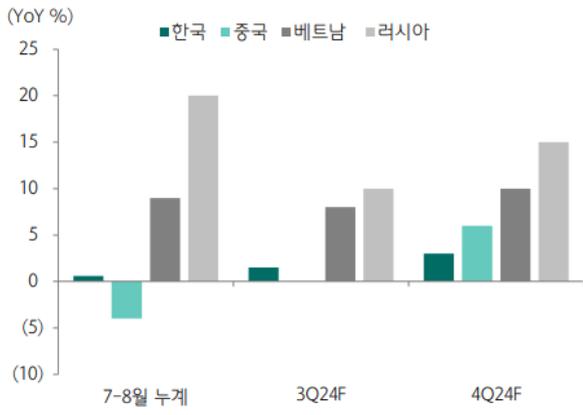
3분기 중국 매출 성장률은 전년대비 역성장이 불가피할 것으로 전망된다. 그러나 4분기는 YoY 순성장이 예상된다. ① 경소상 교체 및 유통 영업 방식 전환이 마무리되었고, ② 춘절 효과가 반영되기 때문이다. ③ 채널용 특화 제품 및 예감, 후레쉬베리 등 제품 라인업 확장도 예정되어 있다.

중장기 측면 저가 매수 유효

지난 달 중국 정부는 대규모 부양책을 발표했다. 부양책의 실효성 여부는 판단하기 이르나 오리온의 투자심리 측면에서는 긍정적으로 판단한다. 오리온의 중국 비중은 40%로 업종 내 중국 익스포저가 가장 큰 업체이기 때문이다. 현 주가는 12개월 Fwd PER 8배 내외에 불과해 중장기 측면에서 저가 매수 전략은 유효해 보인다.

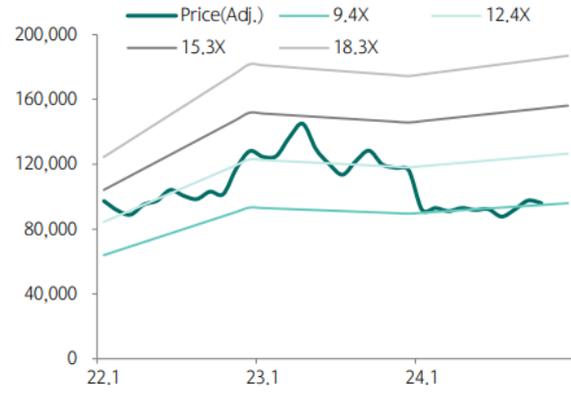
Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2022	2023	2024F	2025F	
매출액	2,873.2	2,912.4	3,074.5	3,286.2	
영업이익	466.7	492.4	548.8	609.1	
세전이익	486.7	520.0	552.9	633.7	
순이익	392.4	376.6	404.0	456.9	
EPS	9,924	9,527	10,220	11,556	
증감율	52.26	(4.00)	7.27	13.07	
PER	12.90	12.19	9.38	8.30	
PBR	1.98	1.60	1.18	1.05	
EV/EBITDA	6.79	5.51	4.20	3.39	
ROE	16.47	13.91	13.29	13.36	
BPS	64,609	72,415	81,385	91,691	
DPS	950	1,250	1,250	1,250	

도표 1. 법인별 로컬 통화 매출 성장률 추정



자료: 하나증권

도표 2. 밸류에이션 매력적



자료: 하나증권



하이브
 안정을 찾아가는 중
 [출처] 키움증권 이남수 애널리스트

3분기 영업이익 609억원, 컨센 부합

3분기 매출액 5,080억원(yoy -5.6%), 영업이익 609억원(yoy -16.2%, OPM 12.0%)을 전망한다. K-POP의 전반적인 앨범 다운 사이징에도 불구하고 엔하이픈은 컴백 초동 234만장으로 전작 보다 성장했다. 여기에 3분기 주요 앨범초동으로 BTS 지민 솔로 81만장, 르세라핌 67만장이 더해져 분기 합산 앨범판매 650만장 이상을 예상한다. 투바투 일본 돔투어, 엔하이픈 일본 및 인도네시아 콘서트 등도 실적에 기여할 것이다. 3분기는 전 분기 대비 감소한 앨범과 콘서트, MD 감소로 매출은 줄어들 가능성이 높다. 하지만 게임 퍼블리싱 비용약재 소멸, 대규모 컴백이 없었던 점을 감안한 콘텐츠 경비 및 마케팅 비용 효율화로 수익성은 지난 분기보다 개선될 것으로 예상한다.

BTS가 없었던 상반기 방어 성공

상반기는 어도어 이슈 부각, BTS 솔로 앨범 기여 부재가 포인트이다. 관련되어 일시적인 위버스 MAU 하락도 나타났다. 하지만 위버스는 6월 BTS 진의 제대후 MAU 회복, 페이징 유저 확대로 인당 결제액 감소에도 불구하고 전체 결제액은 개선되고 있는 것으로 파악된다. 소액 결제 사용자 증가가 위버스 입점 아티스트로 확장되며 라이트 팬덤 성장에 대한 시사점을 제시하고 있다. BTS의 전역 시계는 10월 제이홉, 나머지 5명의 멤버는 내년 6월이다. 전역일 고려 시 25년 하반기 컴백과 월드투어 개최가 유력할 것이다. BTS는 21년 말 LA, 22년 서울과 라스베가스에서 연속 공연을 개최했다. 코로나19 상황에도 불구하고 11회 공연 평균 회당 5~6만명을 모객했다. 컴백 후 진행될 월드투어는 기존 콘서트보다 충분한 업그레이드 상황에서 시작할 것으로 판단한다.

4분기 회복, 내년 상반기까지는 안정성이 최우선

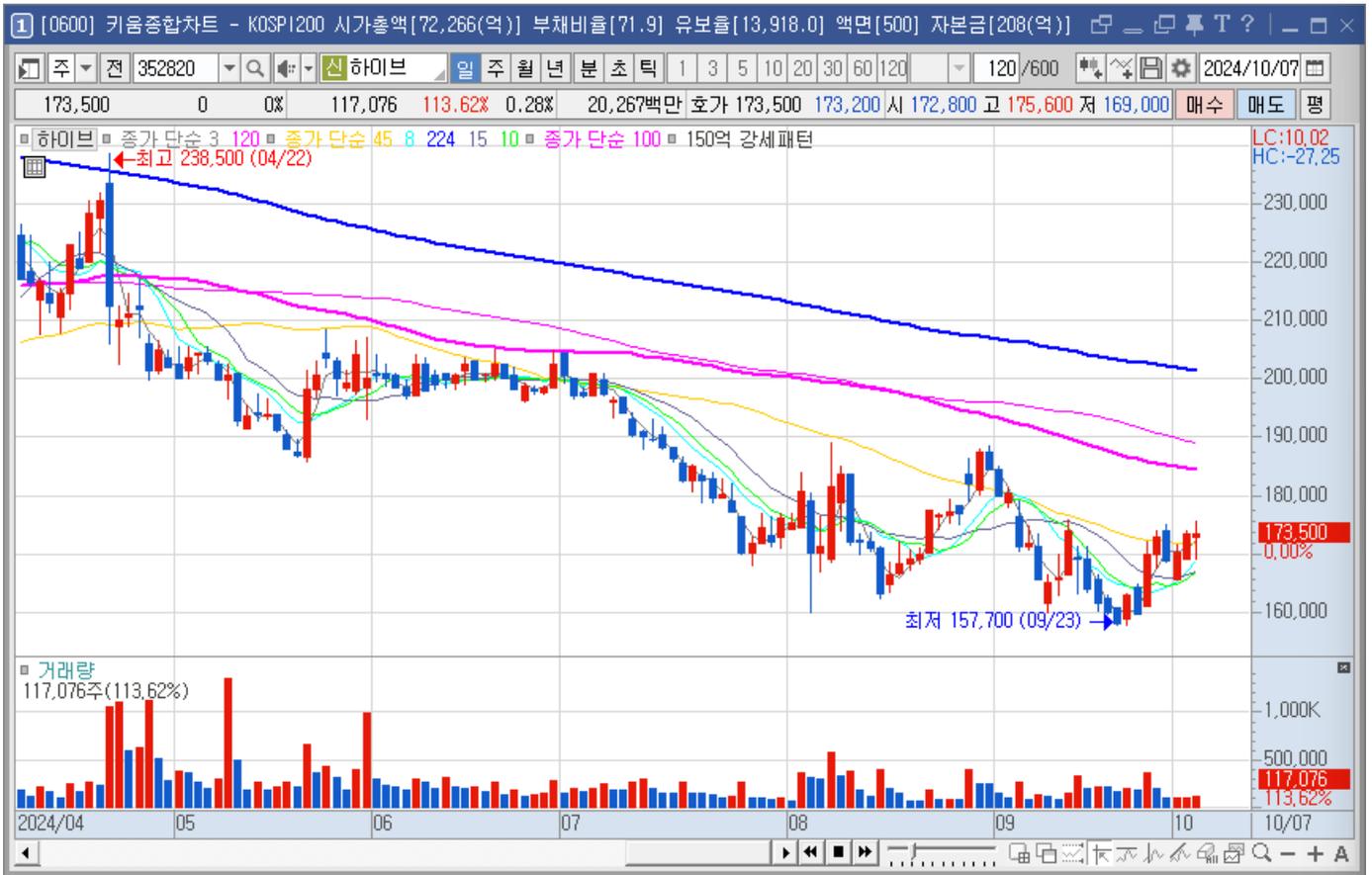
아직까지 뉴진스 활동 등 어도어 이슈가 명확히 제거되지 않았고, 내년 상반기까지는 BTS 솔로의 대규모 실적 기여가 어려운 점도 사실이다. 그러나 2분기와 같은 대형 게임 퍼블리싱은 당분간 없을 것으로 보이고, 2분기 아티스트 활동 감안 시 4분기 대규모 컴백이 가능하기에 실적 바닥은 잡은 것으로 판단한다. 4분기는 세븐틴과 투바투 컴백으로 앨범 매출 레버리지 효과로 마진까지 동반 성장하고, 위버스는 구독 모델 도입으로 실적 다각화 측면을 강화할 것으로 보인다. 뉴진스, 투어스, 보이넥스트도어, 아일릿 등 신인 IP의 컴백까지 순차적으로 이뤄진다면 상반기 부진했던 수익성까지 정상화될 것으로 판단한다. 이에 투자의견 BUY와 목표주가 290,000원은 유지한다.

투자지표

(십억원, IFRS)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,776.2	2,178.1	2,102.1	2,372.9
영업이익	236.9	295.6	208.0	280.6
EBITDA	355.8	423.0	346.0	416.0
세전이익	96.5	250.1	271.6	353.0
순이익	48.0	183.4	180.4	259.0
지배주주지분순이익	52.3	187.3	183.4	265.3
EPS(원)	1,265	4,504	4,403	6,370
증감률(% YoY)	-64.9	256.0	-2.3	44.7
PER(배)	137.1	51.8	38.6	26.7
PBR(배)	2.59	3.33	2.29	2.11
EV/EBITDA(배)	19.0	22.7	19.3	15.4
영업이익률(%)	13.3	13.6	9.9	11.8
ROE(%)	1.9	6.6	6.1	8.2
순차입금비율(%)	-19.6	-9.6	-17.9	-24.0

자료: 키움증권 리서치센터





엠게임

신작도 나온다

[출처] 키움증권 오현진 애널리스트

건조한 기존 게임 성장세

동사는 20년 이상 된 온라인 게임 라인업을 갖춘 1세대 온라인 게임 전문 업체이다. 23년 매출 기준 300억 원 이상 매출을 내고 있는 주요 라인업도 장수게임인 '열혈강호 온라인'과 '나이트 온라인'이다. 최근 해외 매출의 증가가 실적 성장을 견인하고 있다. '열혈강호 온라인'은 2019년 공성전 업데이트 이후 중국 내 성장세가 뚜렷하며, '나이트 온라인'은 신규 서버를 오픈한 이후 북미와 유럽 중심의 높은 성장세를 유지하고 있다. 이에 매출액 737억 원(YoY 32%)을 기록한 22년에 이어 23년에도 연간 최대 매출액인 816억 원(YoY 11%)을 기록하며 외형 성장을 지속 중이다.

신작 모멘텀 본격화

최근 사전 예약을 시작한 '귀혼M'을 통한 신작 모멘텀을 주목한다. 동사의 대표 MMORPG '귀혼' IP를 기반으로 개발한 모바일 게임으로, 높은 IP 인지도를 통한 유저 유입이 기대되며 빠른 레벨업 및 디자인 최적화 등의 게임성 강화도 신작 성공 가능성을 높일 것으로 판단한다. 이에 5월 진행한 원스토어 베타 테스트에서 평균 대비 2배 이상의 테스트 참여 접속자 수와 높은 평점(5점 만점 기준 4.6점)을 기록하였다. 9월 26일 시작한 사전예약 참여자는 10월 2일 기준 50만명을 넘어선 것으로 파악되며, 정식 출시 예정일은 11월이다. 또한 '열혈강호 온라인' 기반 모바일 게임 '전민강호'의 국내 퍼블리싱 서비스도 하반기 내 출시할 예정이다. 동사는 향후에도 퍼블리싱 게임 라인업을 매년 확장할 것으로 기대한다.

추가 성장 가능성 + 높은 밸류에이션 매력 주목

동사의 24년 실적은 매출액 845억 원(YoY 3%), 영업이익 205억 원(YoY -4%)을 전망한다. 2분기 1회성 비용이 반영되었지만, 중국의 계절적 성수기로 인한 '열혈강호 온라인' 매출 성장 등 하반기 실적 모멘텀이

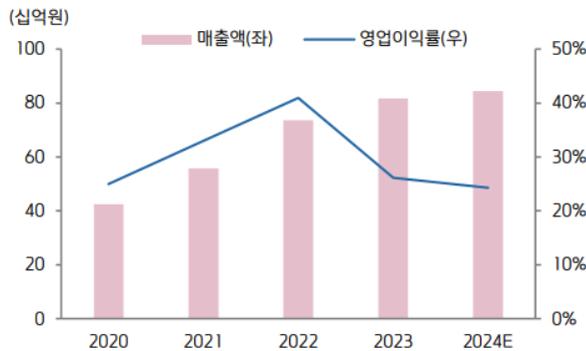
유효하다는 판단이다. 신작 '귀혼M'은 자체 개발 게임으로 성과에 따른 이익 기여도가 높아질 것으로 판단되며, 25년 실적에 본격 반영될 전망이다. 모바일 게임 라인업 강화 뿐 아니라 향후 동남아 등 글로벌 진출이 가능하다는 점에서 동사에 대한 높은 Multiple 부여도 가능하다. 그럼에도 동사 현재 주가는 24년 기준 PER 5.3배로 현저한 저평가 국면에 있다고 판단된다.

투자지표

(십억원, IFRS)	2020	2021	2022	2023
매출액	42.4	55.7	73.7	81.6
영업이익	10.6	18.4	30.1	21.3
EBITDA	12.8	20.1	31.8	23.1
세전이익	8.1	25.3	28.7	25.1
순이익	6.9	21.5	22.6	21.8
지배주주지분순이익	6.8	21.4	22.6	21.9
EPS(원)	348	1,097	1,159	1,119
증감률(%YoY)	-14.4	215.6	5.6	-3.5
PER(배)	15.3	11.1	6.4	5.5
PBR(배)	2.24	3.24	1.55	1.06
EV/EBITDA(배)	6.5	9.7	2.2	1.2
영업이익률(%)	25.0	33.0	40.8	26.1
ROE(%)	15.7	35.7	27.2	21.1
순차입금비율(%)	-44.6	-60.2	-80.7	-81.7

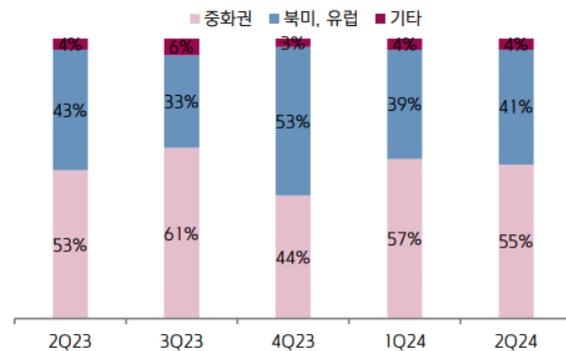
자료: 키움증권

엠게임 실적 추이 및 전망



자료: 엠게임, 키움증권

엠게임 해외지역 매출 분포



자료: 엠게임, 키움증권

열혈강호 온라인



자료: 엠게임, 키움증권

귀혼M



자료: 엠게임, 키움증권

