

2025.06.05.(목) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

알테오젠

PGR 심리개시결정, 호재 이벤트 기대

[출처] 하나증권 김선아 애널리스트

PGR 심리개시결정 → 12개월 후 최종 심결 확인 (2026.06.02 이내)

미국 현지시간 2025.06.02, PGR2025-00003(최초 제기된 PGR)에 대한 institution Decision (심리개시결정)이 있음을 확인하였다. 미국 특허법인 35 U.S.C §326에 따라 PGR 심리진행은 12개월 간 이루어진다. 이번 수 개의 PGR은 전부 하나의 특허출원(원출원)으로부터 분할된 패밀리이므로 나머지 PGR도 병합하여 심리될 것으로 기대할 수 있고, 그렇지 않더라도 같은 결과를 수령할 가능성이 높다. 따라서 Merck가 제기한 12개의 PGR은 모두 2026.06.02 이내에 심리 결과를 직간접적으로 확인할 수 있을 것으로 보인다.

본격적인 심리진행으로 인한 호재 이벤트 기대

PGR 타임라인에서 심리개시결정 전에는, 지금까지는 양사가 특허권과 관련된 사실, 증거, 양당사자의 현안에 대한 의견을 제출하는 것만 가능하다. 반면 심리개시결정이 있는 후로는 심판관은 양당사자에 질의, 기술심리관 자문, 당사자 출석 및 구두변론 등을 요청할 수 있다 (도표 2 참고). Merck의 모든 주장이 받아들여진 것은 아니나 가장 핵심인 §112조에 대해 의심의 여지가 없어 보이므로, 할로자임이 권리범위를 일정 수준으로 보정하지 않는 한 이번 PGR 분쟁에서 좋은 결과를 받긴 어렵다. 따라서 심리 과정에서 할로자임은 자신들에게 불리한 상황임을 인지하고 보정, 합의, 포기 등을 시도할 가능성이 높다. 또한 미국에서 전체 무효심판을 기준으로, 심사개시결정이 있으면 특허권이 완전히 무효되는 확률은 2024년 기준 70%이다. 그런데 이는 합의나 포기를 제외한 값이고, PGR은 전체 무효심판에서 3% 정도로 흔치 않은 심판인데다, 청구인(Merck)에게 매우 높은 증거제출자료의 수준을 요구하기 때문에 완전 승소 확률은 70% 보다 현저히 높게 예상할 수 있다. 따라서 이번 심리진행결정으로 분쟁 이슈로 인해 계약을 주저하는 파트너가 있다면, 추가 계약 유인요소로도 작용할 수 있을 것으로 기대한다.

침해 소송은 PGR 종료시점까지 STAY, 이후 취하/합의 예상

할로자임이 제기한 침해소송은 특허권자로서 당연히 취해야 할 액션이다. 다만 침해소송은 특허가 유효함을 전제로 진행되므로 PGR이 종료되기 전까지 소송은 STAY 상태에 있을 것으로 판단한다. PGR이 제기되지 않은 일부 특허가 있으므로 독립적으로 침해소송이 진행될 가능성도 있지만, 모두 패밀리 특허이므로 같은 증거를 두 번 심리하는 비효율성과 다른 판결이 나올 가능성 등을 고려하여 전체 STAY 될 것으로 보인다. PGR이 제기되지 않은 특허에 대해서 추가로 다룰 수 있으나, 침해소송 내에서도 §112조를 문제 삼을 수 있는 점을 고려하면 취하 또는 합의로 종료함이 할로자임에도 바람직한 판단일 것이다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	96.5	102.9	356.3	851.8
영업이익	(9.7)	25.4	272.1	769.8
세전이익	(3.6)	36.6	277.7	786.9
순이익	(3.4)	62.3	253.9	622.7
EPS	(64)	1,171	4,720	11,553
증감율	적지	흑전	303.07	144.77
PER	(1,539.06)	264.30	74.15	30.30
PBR	34.94	60.02	34.91	16.22
EV/EBITDA	(798.73)	581.19	67.11	23.11
ROE	(2.27)	29.52	62.49	73.23
BPS	2,819	5,157	10,026	21,579
DPS	0	0	0	0





CJ

올리브영과 푸드빌의 중장기 방향성은 견고

[출처] 키움증권 박상준준 애널리스트

올리브영, 인바운드 증가에 따른 수혜 기대

CJ의 1분기 연결기준 영업이익은 내수 소비심리 부진 등의 영향으로 시장 기대치 대비 다소 아쉬운 모습을 보였다. 다만, 최근 정치적 불확실성 완화로 한국 소비자심리지수가 기준선을 상회하였고(5월 101.8pt), 주력 비상장사인 올리브영과 푸드빌의 매출 성장세가 여전히 견고하기 때문에, 중장기 전망은 여전히 밝은 것으로 판단된다.

올리브영은 내수 소비심리 둔화와 역기저 부담으로 인해 1분기 매출 성장률이 다소 둔화되었으나(+14% YoY), 최근 인바운드 증가(4월 전체 +17%, 중국 +8% YoY)와 하반기 중국 단체관광객 확대 기대감 등으로 인해, 전반적인 매출 성장세는 여전히 견고할 것으로 기대된다.

푸드빌, 미국 뚜레쥬르 점포 확장 기대

미국 시장에서 K-베이커리 확대를 주도하고 있는 자회사 푸드빌의 뚜레쥬르는 1분기 점포 순증이 5점으로 다소 둔화되는 모습이었다(24년 연간 순증 42점). 다만, 최근 언론보도에 따르면, 동사는 올해 조지아 주 공장을 완공하고 미국에서만 80개 이상의 점포를 오픈할 예정이기 때문에, 1분기 점포 순증 둔화를 크게 우려할 필요는 없다. 단기적으로 외형 성장을 위한 투자비 부담은 있을 수 있으나, 중장기적으로는 수익성이 높은 미국 베이커리 사업의 비중이 확대되면서, 매출 성장률과 이익 성장률이 개선될 것으로 기대된다.

한편, 주력 자회사 제일제당은 1분기에 식품 사업의 실적이 다소 부진하였다. 다만, 최근 유럽 라이신 업황 회복에 힘입어 바이오 사업부의 실적이 개선되고 있고, F&C 부문 매각을 재추진하고 있기 때문에, 재무구조 개선에 대한 기대감이 지속될 것으로 판단된다.

투자의견 BUY, 목표주가 175,000원 제시

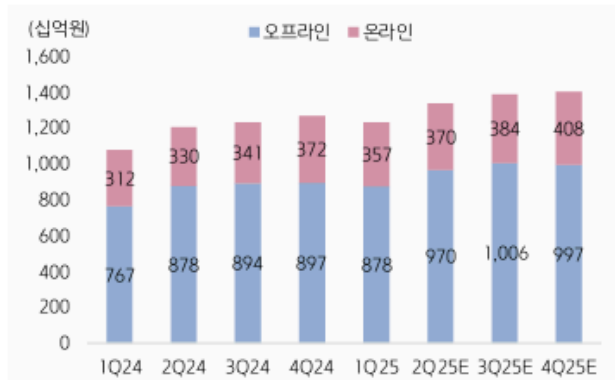
CJ에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 175,000원을 제시한다. 동사는 올리브영과 푸드빌의 견고한 성장세가 지속되는 가운데, 내수 소비심리 회복, 제일제당 재무구조 개선 기대감 등이 더해지면서, 전사 기업가

치 상승에 대한 기대감이 지속될 것으로 판단된다.

투자지표

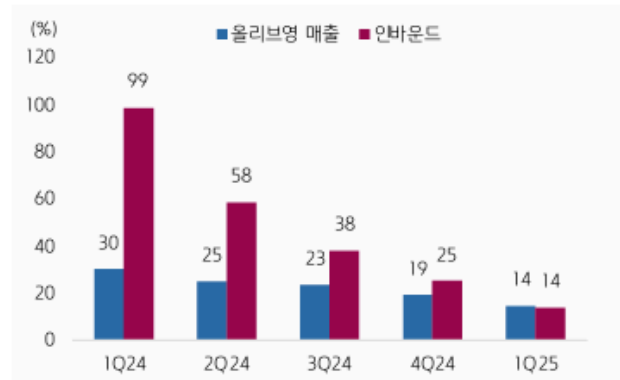
(억원, IFRS **)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	41,352.7	43,646.7	45,531.9	48,423.3
영업이익	2,039.1	2,547.5	2,740.6	3,056.8
EBITDA	4,045.9	5,150.7	5,392.8	5,595.1
세전이익	985.9	708.8	1,562.3	1,894.3
순이익	524.7	151.2	978.7	1,231.3
지배주주지분순이익	194.8	100.5	388.2	531.5
EPS(원)	5,462	2,817	10,886	14,902
증감률(%YoY)	-3.6	-48.4	286.4	36.9
PER(배)	17.3	35.2	12.4	9.1
PBR(배)	0.61	0.65	0.84	0.78
EV/EBITDA(배)	6.1	5.0	4.9	4.8
영업이익률(%)	4.9	5.8	6.0	6.3
ROE(%)	3.6	1.8	6.9	8.9
순차입금비율(%)	51.4	56.8	51.2	46.4

올리브영 채널별 매출액 추이 및 전망



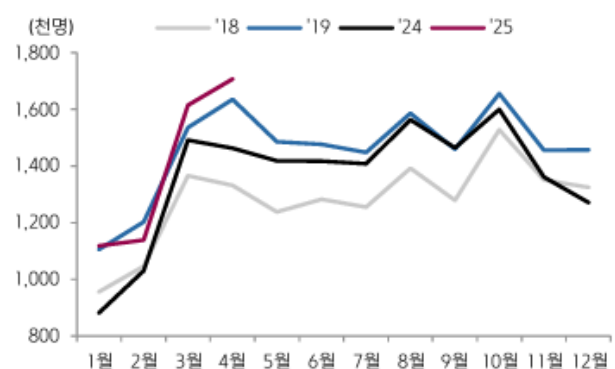
자료: CJ, 키움증권 리서치

올리브영 매출 vs 인바운드 증가율



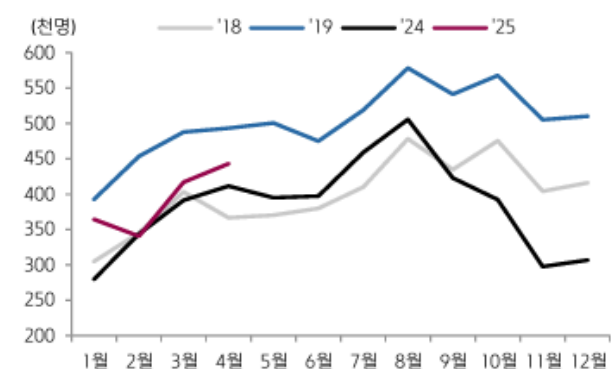
자료: CJ, 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

한국의 전체 입국자 수 추이



자료: 관광지식정보시스템

한국의 중국인 입국자 수 추이



자료: 관광지식정보시스템



RFHIC

곧 Multiple 정상화 국면으로 진입한다

[출처] 하나증권 김홍식 애널리스트

매수 유지/12개월 TP 40,000원으로 상향, 호재 많아 주가 오를 것

RFHIC에 대한 투자의견 매수를 유지하며 12개월 목표주가를 40,000원으로 상향 조정한다. TP 상향 조정 사유는 주파수 경매 기대감을 반영, Target Multiple을 PBR 3배로 적용하였기 때문이다. 1) 이미 실적 바닥을 통과하여 이익 성장 국면으로 진입하고 있으며, 2) GAN TR의 성장성을 감안할 때 너무 낮은 PBR을

형성 중이고, 3) 최근 트럼프의 미국 600MHz 주파수 할당 권고를 감안 시 올해 가을 미국 주파수 경매 이후 급격한 실적 호전 추세로 진입할 가능성이 높아졌으며, 4) 미국의 중국산 부품 제재 강화로 2025년 1분기부터 대 미국 수출 물량 증가 효과가 서서히 나타나고 있고, 5) 미국 통신장비 시장 개화의 국내 대표 수혜주라 매수 추천한다.

미국에서 큰 시장 열릴 가능성 높아지는 상황, 대표 수혜주로 부상할 것

최근 미국에서 주파수 경매 이슈가 뜨겁다. 미국 트럼프 대통령의 1~10GHz 내 600MHz 주파수 확보 및 할당 요구도 높지만 미국 하원에서 2034년까지 FCC가 다시 주파수 경매 권한을 갖는 법안을 통과시킨 상황이기 때문이다. 미국 상원 6월 통과가 사실상 유력한 상황이라고 보면 2025년 가을 미국 5G 추가 주파수 경매 진행 가능성이 높다는 판단이다. 이제 투자자들의 관심은 주파수 할당 폭에 쏠릴 것인데 2021~2022년 총 주파수보다도 넓은 주파수 대역이 할당될 가능성이 높아 RFHIC의 큰 수혜가 예상된다. 미국 정부의 대용량 주파수 할당 의지가 워낙 크기 때문이다. 결국 2025년 하반기 통신장비 업종 화두는 미국 시장 확대가 될 것이다. 그런데 오픈랜 시장 확대 및 중국산 부품 배제에 따른 한국산 통신 부품/장비 공급 확대가 이미 2025년 1분기부터 나타나고 있는 가운데 미국에서 2025년 하반기 역대급 광대역 주파수 할당이 예견되고 있다. RFHIC의 2025년 4분기 이후 급격한 이익 성장 가능성이 높아졌다.

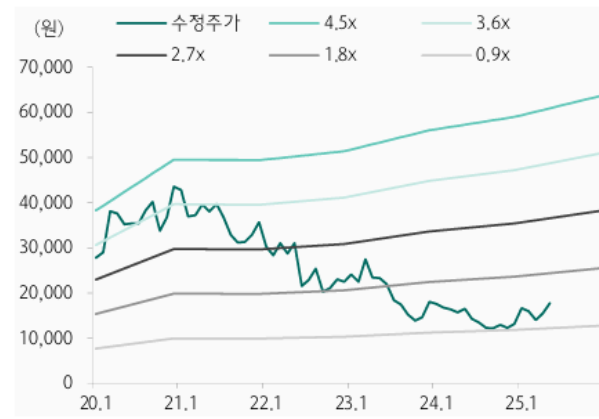
PBR 1배는 과도한 저평가, 성장주에 걸맞는 Multiple로 복귀할 것

RFHIC는 2025년 추정 실적 기준 PBR 1배 수준에서 거래되고 있다. 그런데 이러한 저평가 상황이 오래 가긴 어려울 전망이다. 3GHz 이상의 고주파수 대역 사용이 이전 전세계적으로 보편화됨에 따라 RFHIC의 GAN TR 위상이 점차 더 높아질 것이고 미국을 중심으로 2025년 하반기 이후 3~7GHz 대역 주파수 할당이 재차 본격화될 전망이다. 결국 수급 부진이 절대 저평가 상황을 초래한 셈인데 트럼프 2기에서도 트럼프 1기와 마찬가지로 5G 패권 경쟁이 펼쳐질 것이란 전망이 시장에 팽배해지면서 투자 심리 변화가 예상된다. 과거 통신장비 업체 주가는 신규 주파수 투자 가능성에 의해 등락을 거듭하였다. 머지 않아 미국 광대역 주파수 할당이 허상이 아니라는 것이 시장에서 판명 나면서 RFHIC 주가가 정상적인 Multiple 범주로 회귀할 것으로 예상된다. RFHIC의 정상적인 PBR 수준이 4~5배 수준이라고 보면 향후 주가 상승 폭이 클 것이란 판단이다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	111.4	114.9	160.3	202.5
영업이익	0.3	1.5	22.5	33.8
세전이익	7.4	25.0	25.7	36.5
순이익	17.4	25.7	20.9	29.6
EPS	652	969	790	1,117
증감율	526.92	48.62	(18.47)	41.39
PER	27.68	13.52	26.46	18.71
PBR	1.58	1.05	1.59	1.48
EV/EBITDA	52.08	24.94	14.45	10.17
ROE	6.24	8.60	6.60	8.74
BPS	11,423	12,453	13,105	14,127
DPS	100	100	100	100

도표 3. RFHIC PBR 밴드 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 4. 2025년 내 미국 주파수 경매 가능성 높은 이유

- 1 행정/의회 모두 공화당 장악, FCC 지위 강화
- 2 FCC 주파수 경매 의견 수렴 절차 진행 중
- 3 미국 통신사간 경쟁 강도 높아지는 상황
- 4 미국 통신사 신규 주파수 할당 요구

자료: 하나증권





바이오프디엔씨

원료와 제형 다양화, 성장 잠재력 있다

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

2025년 예상 수준 성장 중, 스킨부스터(화장품)에서 고성장

2025년 1분기 별도 기준 매출액이 43억원(YoY +13.8%), 영업이익 14억원(YoY +49.1%)으로 성장했다. 식물세포 배양과 화장품 소재/원료 매출에서 정체 수준이었으나 식물세포 추출과 성장인자복합체(GFX: Growth Factor Complex) 완제품 매출에서 크게 성장한 결과이다.

GFX ◦애플형 매출 고성장, 하반기에 마이크로니들 패치 출시 예정

첫째, 고마진 GFX 애플형(피부와 성형외과 소재) 제품이 고성장 중이다. 2025년 1분기 GFX 매출액은 전년 동기 대비 40.0% 증가한 24억원을 기록했다. GFX 매출 증가가 전사 매출성장을 견인하고 있다. GFX의 고성장은 피부과와 성형외과향 애플(스킨부스터 성격) 매출이 증가한 결과이다. 최근에 국내에서 스킨부스터 제품 수요가 급성장 중이다. 동사도 상피세포 및 진피세포 성장인자(EGF, FGF), 식물세포복합체(PCX)가 포함된 애플형 완제품(OEM, ODM) 매출이 고성장 중이고 향후에도 고성장세가 이어질 전망이다. 또한 식물 세포 배양에 기반한 다양한 스킨부스터용 유효 물질을 개발할 잠재력이 있어 성장 잠재력이 높아 보인다.

둘째, 2025년 하반기부터 마이크로니들 패치 제형과 식물성 PDRN 완제 ODM 매출이 시작될 것이다. 이들 제품이 출시되어도 당장에는 적은 규모로 매출이 발생할 전망이어서 제품 포트폴리오가 확장된 것에 의미가 커 보인다. 그러나 기본적으로 이들 제품에 대한 국내 수요가 많아서 장기적으로 매출이 꾸준히 발생하며, 성장할 수 있을 것이다.

2025년 2분기에도 매출이 24.3% 증가한 49억원, 영업이익은 31.3% 증가한 16억원으로 추정된다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	16	5	6	642	22.0	13.4	2.1	10.0	n/a
2024	16	5	5	518	26.7	12.4	1.9	7.4	n/a
2025E	19	6	7	778	21.4	13.0	2.2	10.2	n/a
2026E	23	8	8	930	17.9	9.7	1.9	11.2	n/a
2027E	27	10	9	1,100	15.2	7.4	1.7	11.8	n/a

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권





LS

Long & Strong Growth

[출처] 키움증권 이종형 애널리스트

투자의견 Buy, 목표주가 20만원으로 커버리지 재개

LS에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 20만원으로 커버리지 재개한다. 목표주가는 Sum of the parts 밸류에이션을 통해 산정했으며 12mf PER 15.8X, PBR 1.3X 수준이다. 4월까지 박스권에서 등락을 거듭하던 동사 주가는 5월 들어 LS ELECTRIC 등 자회사 주가상승과 대선 후보들의 주식시장 활성화 공약 등에 힘입어 약 1년래 최고 수준으로 상승했다. 최근 주가 상승에도 불구하고 Valuation 부담은 크지 않으며 여전히 상승여력은 충분하다는 판단이다.

투자포인트

①주요 자회사들의 업황 호조에 따른 실적 개선

1Q25 영업이익은 3,045억원(+2%QoQ, +24%YoY)으로 분기 기준 역대 최고치였던 2Q24 3,816억원 다음으로 좋은 실적을 기록했다. LS ELECTRIC를 중심으로 LS전선 등 주요 자회사의 실적호조에 따라 올해 동사의 연간 영업이익은 1조 2,354억원원(+15%YoY)으로 6년 연속 가파른 성장세가 이어질 것으로 예상된다. 특히 작년 사상 첫 연간 1조원대 영업이익에 진입한 이후 올해부터 조단위의 이익체력이 본격적으로 유지/확대되는 구간에 진입했다.

②비상장 자회사들의 중장기 성장성

LS전선은 국내(동해 5공장)와 미국(채서피크시)에서 동시에 해저케이블 증설을 진행중에 있으며 두 공장의 증설에 따라 해저케이블 매출은 2024년 0.5조원에서 2027년 1.1조원, 2029년 1.7조원 수준으로 가파른 확대가 예상된다. 또한 LS MnM을 중심으로 진행 중인 이차전지 소재사업이 계획대로 모두 투자될 경우 생산능력은 황산니켈 약 55만톤, 전구체 12만톤에 달하는데, 대략적으로 황산니켈 매출액 약 2.8조원, 전구체 매출액 2.4조원 등 최소 5.2조원 이상의 매출이 가능한 규모로 추정된다.

③新정부의 주식시장 활성화 정책

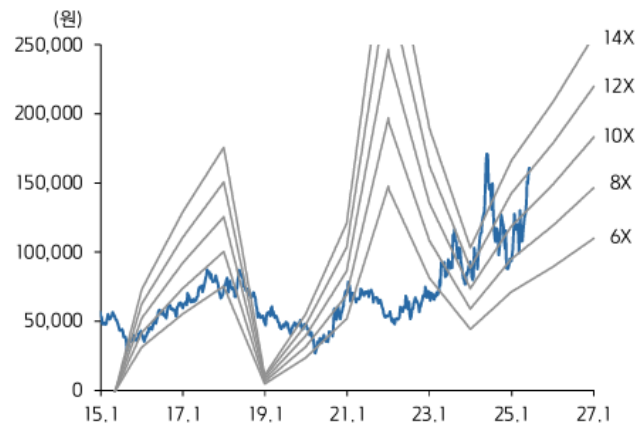
21대 대통령으로 당선된 이재명 당선자는 대선후보로 선거활동을 시작할 때부터 한국 주식시장의 주주 가치 향상과 저PBR 해소를 위한 '자사주 소각 의무화'를 핵심 정책으로 내세웠다. 동사는 6월 현재 전체

발행주식수의 14.5%에 달하는 자사주를 보유하고 있어 '자사주 소각 의무화'가 제도적으로 도입될 경우 이에 따른 중장기 주주가치 및 주가 상승이 기대된다.

투자지표

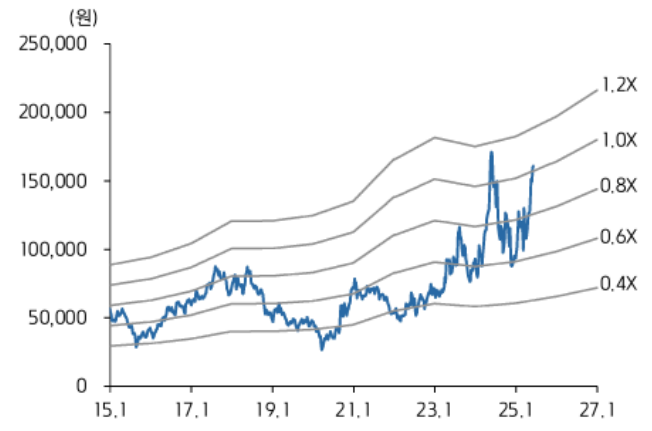
(십억원, IFRS **)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	26,233.7	29,517.0	32,268.8	33,495.7
영업이익	964.1	1,149.8	1,323.8	1,533.1
EBITDA	1,398.6	1,665.5	1,906.3	2,199.5
세전이익	686.9	606.8	910.3	1,143.1
순이익	611.5	419.5	664.5	834.5
지배주주지분순이익	467.2	254.3	409.5	514.3
EPS(원)	13,539	7,371	11,867	14,903
증감률(%YoY)	-45.0	-45.6	61.0	25.6
PER(배)	6.9	12.8	13.5	10.8
PBR(배)	0.63	0.66	1.06	0.98
EV/EBITDA(배)	8.2	7.7	8.3	7.4
영업이익률(%)	3.7	3.9	4.1	4.6
ROE(%)	9.6	5.1	8.1	9.4
순차입금비율(%)	84.7	97.6	96.4	88.7

그림1. LS 12mf PER 밴드



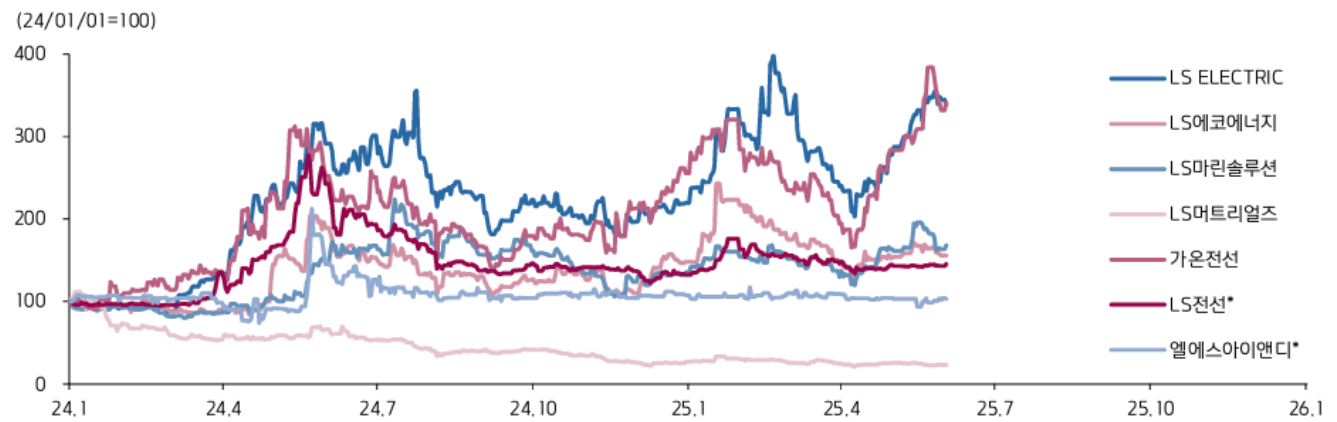
자료: Fn가이드, 키움증권

그림2. LS 12mf PBR 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

그림3. LS 자회사 및 손자회사들의 주가 추이



자료: Fn가이드, 키움증권

주: LS전선과 엘에스아이앤디는 K-OTC 상장





네오위즈

P의 거짓 DLC를 통한 IP가치 제고

[출처] DS투자증권 최승호 애널리스트

투자의견 매수, 목표주가 33,000원 커버리지 개시

목표주가 33,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 25년 예상 EPS에 P의거짓 출시 기대감 고조되었던 23년 Fwd P/E 17배 적용해 산출했다. 25년 예상 매출액 3,893억원(YoY+6.1%), 영업이익 468억원(YoY+42%)를 전망한다.

P의거짓:서곡, 난이도 추가 등으로 폭 넓은 유저 타겟전망

P의거짓은 콘솔 불모지였던 대한민국에서 나왔다고 믿기 어려운 퀄리티를 보인 바 있다. 실제로 당시 추정치였던 2Y 200만장을 Beat하며 흥행에 성공했다. 그러나 주가와 이익은 그렇지 못했는데, 이는 더 높았던 시장 기대와 낮은 오프라인 패키지 마진에 따른 기대이익하회 때문이다. 이번 DLC는 오프라인 패키지 판매가 없어 공헌영업이익률 70%에 육박할 것으로 전망한다. 퀄리티 또한 메타스코어 80점 이상 수준으로 훌륭할 것으로 예상된다.

이에 DLC 판매량 반기 50만장 수준을 예상한다. 관전포인트는 DLC 판매 후 본편 판매량이다. 쉬움 난이도를 추가하며 게임의 장르가 소울라이크 -> 액션RPG로 확장되었다. 더 많은 유저를 타겟할 수 있게 됨으로서 본편 판매량도 유의미한 증가세가 예상된다.

아직까지는 모멘텀 트레이딩 구간, 리레이팅은 시리즈화 성공 시 가능

이번 P의거짓 DLC는 단기간의 이익보다도 P의거짓 IP를 관리하고 가치를 제고하는 측면에서 의미가 있다고 생각한다. IP의 확장성도 좋아 시리즈화 성공 시 안정적인 Cashflow를 창출할 것이 기대된다. 다만 아직은 신규 IP로, 출시 3년차인 현재 해당 게임의 가치만으로 리레이팅을 논하기는 다소 어렵다고 판단된다. 아직까지는 P의거짓 DLC 모멘텀을 보고 트레이딩하는 구간으로 판단한다. 밸류에이션 리레이팅은 P의거짓 2 출시시기가 될 것으로 예상된다. 콘솔 게임 전문사로 시장에 차별화된 포지셔닝을 한 점은 매우 긍정적이다. 현재 네오위즈는 한국의 캡콤으로 나아가는 초입에 서있어 긍정적이다.

Financial Data

(억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,946	3,656	3,668	3,893	3,932
영업이익	196	316	329	468	495
영업이익률(%)	6.6	8.6	9.0	12.0	12.6
세전이익	195	438	49	445	490
지배주주지분순이익	131	487	24	386	432
EPS(원)	593	2,209	110	1,937	2,170
증감률(%)	-77.0	272.5	-95.0	1,668.2	12.0
ROE(%)	2.9	10.4	0.5	8.0	8.8
PER(배)	62.3	12.1	172.5	13.2	11.8
PBR(배)	1.8	1.2	0.8	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	18.7	8.1	3.8	5.9	5.2

자료: 네오위즈, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준





넷마블

연이은 헤드샷, 아직 5발 남았다

[출처] DS투자증권 최승호 애널리스트

게임주 차선호주 유지, 목표주가는 상향

넷마블 목표주가를 70,000원으로 상향하고, 투자의견 매수, 게임주 차선호주의견을 유지한다. 목표주가 상향이유는 신작 추정 변경 때문이다. 세븐나이트 리버스는 초기 일매출 20억원 상회하는 호실적을 거둔 것으로 추정된다. 해당게임은 RF온라인에 이어 연속 히트하며 넷마블의 높은 퍼블리싱 역량을 증명하고 있다. 하반기 최고 기대작인 7대죄 오리진은 국내사 올해의 게임에 등극할 수 있는 퀄리티를 보일 것으로 전망한다

7대죄 오리진: 올해의 한국게임에 등극할 것으로 예상

7대죄 오리진이 서머게임페스트 출점 확정지으면서 글로벌 마케팅에 본격적으로 나서고 있다. 전작인 7대죄 그랜드크로스는 일본/미국 합해서 누적 1조원에 달하는 매출 발생시킨 것으로 추정된다. 올해 넷마블은 RF/세나리/몬길/7대죄가 연이어 성공하며 연간 영업이익 규모가 54% 증가한 3,320억원에 달할 것으로 전망한다. 넷마블이 글로벌 퍼블리싱 역량은 작년 출시된 나혼자만 레벨업의 초기 흥행에서 증명된 바 있다. 이번엔 나혼렘보다 스케일이 큰 오픈월드 신작 7대죄 오리진으로 더 큰 흥행을 구가할 것으로 예상한다. 해당 게임은 PS/PC/모바일 지원하는 크로스 플랫폼으로, 최근 콘솔까지 확대되는 글로벌 트렌드에 부합한다는 점도 큰 장점이다. 사실상 전세계 모든 게이머를 타겟하며 최근 가장 큰 히트 거두었던 나혼자만 레벨업의 초기 성과를 상회하는 매출 발생시킬 것으로 전망한다. 오픈월드 게임 장르 특성 상 매출 유지도도 기존 대비 높을 것으로 분석한다.

밸류에이션/이익정상화 구간 진입, 밸류에이션 방법 SOTP->PER 변경

동사는 지속적인 적자로 EPS/PER로 설명하기 어려운 회사였다. 그러나 24년 이익 턴어라운드와 함께 이익/밸류에이션이 정상적인 레벨로 회귀를 시도하고 있다. 밸류에이션 방법을 SOTP에서 PER로 변경한다.

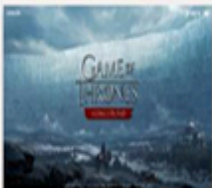
목표주가는 25년 EPS에 국내 최고의 퍼블리셔인 점을 감안, 게임주 Historical 상단수준 PER 20 적용해 산출했다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,664	2,867	3,123
영업이익	-109	-68	216	332	372
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	8.1	11.6	11.9
세전이익	-941	-159	76	368	425
지배주주지분순이익	-819	-256	26	278	319
EPS(원)	-9,531	-2,975	298	3,398	3,891
증감률(%)	적전	적지	흑전	1,039.1	14.5
ROE(%)	-14.6	-4.9	0.5	5.2	5.9
PER (배)	-6.3	-19.5	173.3	15.0	13.1
PBR (배)	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (배)	58.1	54.2	14.7	11.0	8.5

자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림33 넷마블 출시예정 신작

25년 상반기		25년 하반기		
 RF 온라인 넥스트 한국 / MMORPG 📱📺	 왕좌의 게임: 킹스로드 글로벌 / 오픈월드 액션 RPG 📱📺	 The RED: 피의 계승자 한국 / MMORPG 📱📺	 일곱 개의 대죄: Origin 글로벌 / 오픈월드 RPG 📱📺🎮	 몬걸: STAR DIVE 글로벌 / 액션 RPG 📱📺
 세븐나이츠 리버스 글로벌 / 턴제 RPG 📱📺	 킹 오브 파이터 AFK 글로벌 / 수집형 AFK RPG 📱	 프로젝트 SOL 글로벌 / MMORPG 📱📺	 나 혼자만 레벨업: ARISE 글로벌 / 액션 RPG 🎮📱 (스팀)	

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

