Morning Meeting Notes

2024-08-14

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

CJ제일제당(BUY/480,000) 2Q24 Review: 양호한 실적
JYP Ent.(BUY/70,000) 대형 쇼크 & 4Q까지도 감익 기조 예상
더블유게임즈(BUY/60,000) 콜옵션 성격에 가장 가까운 게임주
덕산네오룩스(BUY/61,000) 계절성을 극복한 상반기, 하반기는 최대 실적 예상
아이쓰리시스템(NOT RATED) 2Q24 Review: 견조한 실적, 기대되는 하반기

New Issue

뉴욕증시, PPI 오름세 둔화에 금리인하 경로 뚜렷해졌다는 인식 속 매수세 몰려... 나스닥 2.43%↑
뉴욕채권, 미국 도매물가 예상치 하회와 중동 긴장고조 따른 안전 선호 심리 강화... 美 국채가격 강세
국제유가, 단기 차익 실현 수요와 글로벌 원유 수요 약세에 하락... WTI 2.14%↓

New Publication

[지주] Armageddon : 끝과 시작의 지주회사(2024-07-29)
[스몰캡] 실리콘 포토닉스가 불러온 글라스 기판 시장의 개화(2024-07-22)
[디스플레이] 중국 DIC 2024 탐방기 - OLED 패널 방향성 재확인(2024-07-10)
[스몰캡] The Coming Big Wave: 미국 학회 참석을 통해 본 반도체 변화의 물결(2024-07-01)
[중국 주식] 중국제조2025, Y-1 Review(2) - 중국제조2035의 시작(2024-06-28)
[반도체] 대만 COMPUTEX 및 기업 방문 후기: 대만 반도체 생태계 존재감 급상승(2024-06-14)
[경제/크레딧] 2024년 하반기 경제크레딧 전망 - Falling Slowly(2024-06-05)
[에너지/화학] AI, 이번에는 에너지다.(2024-06-04)
[투자전략/시황] 6월 증시: 정중동(2024-06-04)
[음식료/화장품] 2024년 하반기 산업 전망 - 2024 하반기에도, 거세게 커져가 Ah Oh Ay!(2024-05-31)
[AI산업] 2024년 하반기 반도체 소부장 전망 - HBM 테스트 공정에 불어오는 변화(2024-05-31)

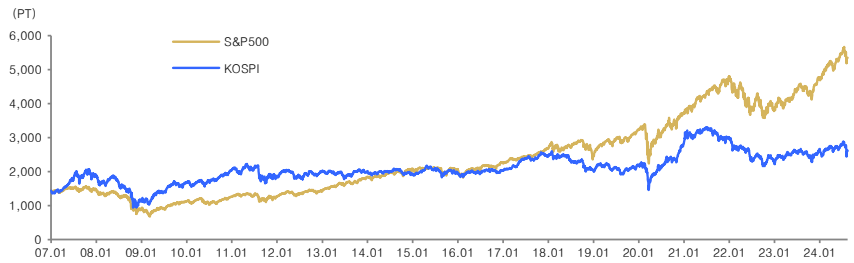
Rating, Target Price Changes

JYP Ent.	BUY	80,000 원 ▷	BUY	70,000 원	(2024-08-14)
크래프톤	BUY	340,000 원 ▷	BUY	400,000 원	(2024-08-13)
LG헬로비전	BUY	3,900 원 ▷	BUY	3,500 원	(2024-08-13)
롯데케미칼	M.PERFORM	122,000 원 ▷	M.PERFORM	90,000 원	(2024-08-13)
한샘	BUY	75,000 원 ▷	BUY	72,000 원	(2024-08-13)
KT	BUY	43,000 원 ▷	BUY	45,000 원	(2024-08-12)
파라다이스	BUY	21,000 원 ▷	BUY	15,000 원	(2024-08-12)
와이지엔터테인먼트	M.PERFORM	44,000 원 ▷	M.PERFORM	39,000 원	(2024-08-12)
한국콜마	BUY	70,000 원 ▷	BUY	80,000 원	(2024-08-12)
성광벤드	M.PERFORM	16,000 원 ▷	M.PERFORM	27,000 원	(2024-08-12)
KT&G	BUY	110,000 원 ▷	BUY	120,000 원	(2024-08-09)
넷마블	BUY	80,000 원 ▷	BUY	90,000 원	(2024-08-09)
카카오	BUY	70,000 원 ▷	BUY	65,000 원	(2024-08-09)
LIG넥스원	BUY	160,000 원 ▷	BUY	260,000 원	(2024-08-08)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
삼성전자	141,646	KODEX 레버리지	68,737
크래프톤	102,819	현대로템	35,621
SK하이닉스	93,377	KT&G	28,486
현대로템	25,114	한국가스공사	21,642
KB금융	19,074	DB손해보험	17,508

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
NAVER	-60,173	KODEX 200선물인버스2X	-32,202
셀트리온	-29,603	셀트리온	-31,165
한미반도체	-28,868	삼성전자	-31,155
코스맥스	-27,941	LS ELECTRIC	-27,238
실리콘투	-23,495	NAVER	-23,972

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,621.50	+0.12	-8.53
대형주	2,618.66	+0.31	-8.87
중형주	2,865.34	-0.79	-7.29
소형주	2,248.32	-0.53	-5.65
KOSDAQ	764.86	-1.02	-8.90

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-274	1,333	-632
누적순매수(D-20)	62,495	-39,314	-22,194

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	165,262	143,559	212,873

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	71.95	-1.80	-2.07
금융	461.89	+0.96	-2.29
운수장비	2,668.37	-0.29	-4.87
유통	352.12	-0.95	-5.31
음식료	4,204.83	+0.94	-5.46
의약품	15,159.63	-2.11	+6.85
전기전자	27,041.08	+0.66	-14.70
철강금속	4,481.02	-0.88	-11.24
화학	3,763.71	-0.80	-12.61
유틸리티	714.51	+0.26	+1.62
통신	405.56	+0.97	+3.27

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	5,434.43	+1.68	-4.11
NASDAQ	17,187.61	+2.43	-7.14
일본	36,232.51	+3.45	-12.22
중국	2,867.95	+0.34	-3.64
독일	17,812.05	+0.48	-3.81

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	2.92	-2.80	-11.70
국고채 (10년)	2.97	-2.60	-16.30
은행채AAA (3년)	3.19	-2.00	-9.20
미국국채 (2년)	3.93	-8.65	-48.75
미국국채 (10년)	3.84	-6.00	-31.40

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,370.40	-0.12	-1.05
원/백 엔	933.30	+0.13	+6.70
원/위안	191.53	+0.16	+0.52
달러/유로	1.10	+0.56	+0.87
위안/달러	7.16	-0.27	-1.56
엔/달러	146.83	-0.25	-7.26
Dollar Index	102.62	-0.50	-1.56

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	78.35	-2.14	-2.98
금 (usd/oz)	2,507.80	+0.15	+1.62
BDI	1,655.00	-0.90	-16.96
천연가스(NYMEX)	2.15	-1.87	-1.83

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Company Note
2024. 08. 14

CJ제일제당 (097950)

BUY
TP 480,000원

2Q24 Review: 양호한 실적

Analyst 하희지
02-3787-2574 1300691@hmsec.com

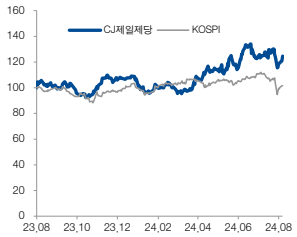
현재주가 (8/13)	370,000원
상승여력	29.7%
시가총액	5,570십억원
발행주식수	15,054천주
자본금/액면가	82십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	398,000원/274,000원
일평균 거래대금 (60일)	16십억원
외국인지분율	26.14%
주요주주	CJ 외 8 인 45.51%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-0.1	5.7	24.2
상대주가(%p)	8.8	10.0	25.5

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	34,168	40,721	480,000
After	35,578	42,757	480,000
Consensus	33,064	40,251	472,333
Cons. 차이	7.6%	6.2%	1.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- CJ제일제당 2Q24 연결 기준 매출액은 7조 2,386억원(+0.3%yoy), 영업이익 3,836억원(+11.3%yoy, OPM 5.3%)로 시장 컨센서스를 소폭 상회하는 실적을 시현
- 투자의견 BUY, 목표주가 480,000원 유지

주요이슈 및 실적전망

- CJ제일제당의 대한통운 제외 2Q24 매출액은 4조 3,314억원(-2.1%yoy), 영업이익 2,690억원(+14.1%yoy, OPM 6.2%)를 시현
- 1) 식품: 매출 -1%yoy, 영업이익 -4.8%yoy 기록. 국내 식품, 경기 위축으로 전반적인 식품 수요 둔화됨에 따라 가공식품 매출액은 +3%yoy, 소재식품은 -12%yoy. 이익 측면에서도 당분기 비비고 브랜드 리뉴얼 영향으로 인한 일회성 비용(약 100억원) 반영되며 이익 소폭 감소. 해외 식품 부문은 지상쥐 영향 지속되며 전체 매출액은 +1.1%yoy 성장하였으나, 미주 +8% yoy, 유럽 +57%yoy, 호주 +51%yoy 성장 고무적. 향후 서구권 지역 중심으로 GSP 상품 M/S 확대해 나가며 매출 성장 견인할 수 있을 것으로 전망
- 2) 바이오: 매출 +1%yoy, 영업이익 +17.4%yoy 시현. 고마진 트립토판 +38%yoy, 스페셜티 +15%yoy 견조한 성장 지속됨에 따라 믹스 개선되며 영업이익률 +1.3%p 개선. 하반기에도 고수익 아미노산, 스페셜티 집중하며 수익성 개선 흐름 지속 기대
- 3) F&C: 매출 -12%yoy, 영업이익 +288%yoy. 사료 부문 사육 두수 감소에 따른 시장 축소 및 디마케팅 영향으로 인한 매출 감소. 다만, 축산 부문 베트남 공급 개선 및 돈가 개선(2Q24 61,200 VND/kg), 제조원가 효율화로 인한 수익성 큰 폭의 개선. 3분기 우기시즌 본격화됨에 따라 가격 변동성 있을 수 있으나, 생산성 개선에 의한 원가 효율화로 현재의 수익성 유지할 수 있을 것으로 판단

주가전망 및 Valuation

- CJ제일제당 하반기 여전히 경기 위축에 의한 큰 폭의 식품 수요 반등은 기대하기 어려우나, 1) 국내 식품은 수익성 중심의 운영(비가격 프로모션 집행 등) 및 원가 개선, 2) 해외 식품 서구권(미주/유럽) 중심의 실적 기여도 확대 3) 바이오/F&C 부분 이익 변동성 축소 통한 성장 기대 가능할 것으로 기대. 매수 관점 유지

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	30,080	1,665	596	3,068	39,097	-2.9	9.7	0.9	6.2	9.3	1.4
2023	29,023	1,292	386	2,834	25,147	-35.7	12.9	0.7	6.2	5.6	1.7
2024F	29,650	1,687	543	3,303	35,578	41.5	10.1	0.8	5.8	7.3	1.4
2025F	30,412	1,854	651	3,529	42,757	20.2	8.4	0.7	5.3	8.0	1.4
2026F	31,332	1,981	690	3,717	45,337	6.0	7.9	0.7	4.9	8.0	1.4

** K-IFRS 연결 기준*

<표1> 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	7,071.2	7,219.4	7,443.5	7,289.4	7,216.0	7,238.6	7,618.0	7,577.3	29,023.5	29,649.9	30,411.8
YoY(%)	*1.3%*	*-4.0%*	*-7.1%*	*-3.7%*	*2.0%*	*0.3%*	*2.3%*	*3.9%*	*-3.5%*	*2.2%*	*2.6%*
대한통운 제외 매출액 (1+2)	4,408.1	4,423.3	4,673.4	4,385.7	4,444.2	4,331.4	4,704.2	4,530.2	17,890.5	18,010.0	18,481.6
YoY(%)	*2.1%*	*-3.7%*	*-9.1%*	*-7.2%*	*0.8%*	*-2.1%*	*0.7%*	*3.3%*	*-4.7%*	*0.7%*	*2.6%*
1. 식품사업부문	2,759.6	2,732.2	3,005.9	2,766.7	2,831.5	2,705.1	3,057.1	2,897.3	11,264.4	11,491.0	11,737.3
YoY(%)	*5.8%*	*4.8%*	*-1.6%*	*-2.3%*	*2.6%*	*-1.0%*	*1.7%*	*4.7%*	*1.4%*	*2.0%*	*2.1%*
1-1 국내 식품	1,405.6	1,421.8	1,670.8	1,380.0	1,456.3	1,380.7	1,654.3	1,418.0	5,878.2	5,909.3	6,066.3
YoY(%)	*-1.9%*	*2.3%*	*-0.2%*	*-3.3%*	*3.6%*	*-2.9%*	*-1.0%*	*2.8%*	*-0.8%*	*0.5%*	*2.7%*
1) 국내가공	867.9	841.0	1,054.1	941.8	1,021.7	866.8	1,093.1	977.6	3,704.8	3,959.2	4,069.9
YoY(%)	*-4.6%*	*3.3%*	*1.3%*	*5.6%*	*17.7%*	*3.1%*	*3.7%*	*3.8%*	*1.3%*	*6.9%*	*2.8%*
2) 국내소재	537.7	580.8	616.7	438.2	434.6	513.9	561.2	440.4	2,173.4	1,950.1	1,996.4
YoY(%)	*2.8%*	*0.9%*	*-2.7%*	*-18.1%*	*-19.2%*	*-11.5%*	*-9.0%*	*0.5%*	*-4.1%*	*-10.3%*	*2.4%*
1-2 해외식품	1,354.0	1,310.4	1,335.1	1,386.6	1,375.2	1,324.4	1,402.8	1,479.3	5,386.1	5,581.7	5,671.0
YoY(%)	*15.1%*	*7.7%*	*-3.4%*	*-1.4%*	*1.6%*	*1.1%*	*5.1%*	*6.7%*	*4.0%*	*3.6%*	*1.6%*
2. 바이오사업부문	1,648.5	1,691.1	1,667.4	1,619.0	1,612.7	1,626.3	1,647.1	1,633.0	6,626.0	6,519.0	6,744.3
YoY(%)	*-3.5%*	*-14.9%*	*-20.0%*	*-14.5%*	*-2.2%*	*-3.8%*	*-1.2%*	*0.9%*	*-13.7%*	*-1.6%*	*3.5%*
2-1 바이오	991.9	1,046.0	1,058.2	1,038.2	1,021.6	1,056.4	1,074.4	1,081.2	4,134.3	4,233.6	4,390.8
YoY(%)	*-8.4%*	*-20.7%*	*-19.2%*	*-9.1%*	*3.0%*	*1.0%*	*1.5%*	*4.1%*	*-14.8%*	*2.4%*	*3.7%*
2-2 F&C	656.6	645.1	609.2	580.8	591.1	569.9	572.6	551.8	2,491.7	2,285.4	2,353.5
YoY(%)	*4.8%*	*-3.5%*	*-21.4%*	*-22.8%*	*-10.0%*	*-11.7%*	*-6.0%*	*-5.0%*	*-11.7%*	*-8.3%*	*3.0%*
3. 물류사업부문(CJ 대한통운)	2,807.8	2,962.4	2,937.1	3,060.6	2,921.4	3,059.2	3,069.3	3,201.7	11,767.9	12,251.6	12,699.2
YoY(%)	*-1.7%*	*-5.6%*	*-5.7%*	*1.2%*	*4.0%*	*3.3%*	*4.5%*	*4.6%*	*-3.0%*	*4.1%*	*3.7%*
영업이익	252.8	344.6	396.0	298.3	375.9	383.6	488.3	438.9	1,291.6	1,686.7	1,854.5
OPM(%)	*3.6%*	*4.8%*	*5.3%*	*4.1%*	*5.2%*	*5.3%*	*6.4%*	*5.8%*	*4.5%*	*5.7%*	*6.1%*
YoY(%)	*-42.0%*	*-31.7%*	*-18.2%*	*24.0%*	*48.7%*	*11.3%*	*23.3%*	*47.1%*	*-22.4%*	*30.6%*	*9.9%*
대한통운 제외 영업이익 (1+2)	150.4	235.8	275.4	157.9	267.1	269.0	345.4	286.4	819.5	1,167.9	1,295.9
OPM(%)	*3.4%*	*5.3%*	*5.9%*	*3.6%*	*6.0%*	*6.2%*	*7.3%*	*6.3%*	*4.6%*	*6.5%*	*7.0%*
YoY(%)	*-58.8%*	*-40.1%*	*-28.8%*	*28.1%*	*77.6%*	*14.1%*	*25.4%*	*81.4%*	*-35.4%*	*42.5%*	*11.0%*
1. 식품사업부문	134.0	142.7	234.1	143.8	184.5	135.9	226.2	159.4	654.6	706.0	766.6
OPM(%)	*4.9%*	*5.2%*	*7.8%*	*5.2%*	*6.5%*	*5.0%*	*7.4%*	*5.5%*	*5.8%*	*6.1%*	*6.5%*
YoY(%)	*-21.0%*	*-14.9%*	*11.8%*	*86.5%*	*37.7%*	*-4.8%*	*-3.4%*	*10.8%*	*4.9%*	*7.8%*	*8.6%*
2. 바이오사업부문	16.4	93.1	41.2	14.2	82.6	133.1	119.2	127.1	164.9	461.9	529.3
2-1 바이오	63.1	84.3	47.1	56.8	97.8	99.0	86.0	99.5	251.3	382.2	409.2
OPM(%)	*6.4%*	*8.1%*	*4.5%*	*5.5%*	*9.6%*	*9.4%*	*8.0%*	*9.2%*	*6.1%*	*9.0%*	*9.3%*
YoY(%)	*-64.1%*	*-62.1%*	*-70.6%*	*-27.5%*	*55.0%*	*17.4%*	*82.5%*	*75.1%*	*-60.5%*	*52.1%*	*7.1%*
2-2 F&C	-46.7	8.8	-5.9	-42.6	-15.2	34.1	33.2	27.6	-86.4	79.7	120.1
OPM(%)	*-7.1%*	*1.4%*	*-1.0%*	*-7.3%*	*-2.6%*	*6.0%*	*5.8%*	*5.0%*	*-3.5%*	*3.5%*	*5.1%*
YoY(%)	*적전*	*158.8%*	*적전*	*적지*	*적지*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*50.7%*
3. 물류사업부문(CJ 대한통운)	99.0	112.4	124.8	144.0	109.4	125.4	135.8	151.4	480.2	522.0	585.0
OPM(%)	*3.5%*	*3.8%*	*4.2%*	*4.7%*	*3.7%*	*4.1%*	*4.4%*	*4.7%*	*4.1%*	*4.3%*	*4.6%*
YoY(%)	*30.9%*	*-3.2%*	*15.9%*	*28.2%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*16.6%*	*8.7%*	*12.1%*
세전이익	99.3	176.9	304.8	151.0	207.6	205.0	365.5	260.9	732.0	1,039.0	1,216.9
세전이익(%)	*1.4%*	*2.5%*	*4.1%*	*2.1%*	*2.9%*	*2.8%*	*4.8%*	*3.4%*	*2.5%*	*3.5%*	*4.0%*
YoY(%)	*-72.5%*	*-52.1%*	*-17.7%*	*4.4%*	*109.1%*	*15.9%*	*19.9%*	*72.8%*	*-41.2%*	*41.9%*	*17.1%*
지배주주순이익	6.6	65.9	200.9	112.5	91.9	98.1	204.7	148.2	385.9	543.0	651.0
순이익(%)	*0.1%*	*0.9%*	*2.7%*	*1.5%*	*1.3%*	*1.4%*	*2.7%*	*2.0%*	*1.3%*	*1.8%*	*2.1%*
%YoY	*-96.7%*	*-62.7%*	*19.1%*	*117.6%*	*1287.0%*	*48.9%*	*1.9%*	*31.8%*	*-35.2%*	*40.7%*	*19.9%*

자료: CJ제일제당, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	30,080	29,023	29,650	30,412	31,332
증가율 (%)	14.4	-3.5	2.2	2.6	3.0
매출원가	23,525	22,971	23,005	23,531	24,212
매출원가율 (%)	78.2	79.1	77.6	77.4	77.3
매출총이익	6,555	6,053	6,645	6,880	7,120
매출이익률 (%)	21.8	20.9	22.4	22.6	22.7
증가율 (%)	13.4	-7.7	9.8	3.5	3.5
판매관리비	4,890	4,761	4,958	5,026	5,139
판관비율(%)	16.3	16.4	16.7	16.5	16.4
EBITDA	3,068	2,834	3,303	3,529	3,717
EBITDA 이익률 (%)	10.2	9.8	11.1	11.6	11.9
증가율 (%)	10.0	-7.6	16.5	6.8	5.3
영업이익	1,665	1,292	1,687	1,854	1,981
영업이익률 (%)	5.5	4.5	5.7	6.1	6.3
증가율 (%)	9.3	-22.4	30.6	9.9	6.9
영업외손익	-448	-579	-686	-680	-732
금융수익	681	459	499	550	633
금융비용	989	911	1,007	1,036	1,303
기타영업외손익	-140	-127	-178	-194	-62
종속/관계기업관련손익	29	20	37	42	42
세전계속사업이익	1,246	732	1,039	1,217	1,290
세전계속사업이익률	4.1	2.5	3.5	4.0	4.1
증가율 (%)	2.3	-41.3	41.9	17.1	6.0
법인세비용	443	173	296	349	371
계속사업이익	803	559	744	868	920
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	803	559	744	868	920
당기순이익률 (%)	2.7	1.9	2.5	2.9	2.9
증가율 (%)	-10.0	-30.4	33.1	16.7	6.0
지배주주지분 순이익	596	386	543	651	690
비지배주주지분 순이익	207	174	201	217	230
기타포괄이익	175	57	287	0	0
총포괄이익	978	616	1,030	868	920

(단위:십억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,788	9,580	10,561	10,992	12,019
현금성자산	1,797	1,854	2,002	2,270	3,019
단기투자자산	603	338	355	362	373
매출채권	2,914	2,733	3,157	3,216	3,319
재고자산	3,201	2,649	3,001	3,057	3,155
기타유동자산	1,272	2,006	2,046	2,087	2,153
비유동자산	20,225	20,026	20,372	20,440	20,484
유형자산	11,913	11,875	12,040	12,143	12,259
무형자산	4,658	4,308	4,284	4,186	4,094
투자자산	1,037	1,122	1,035	1,098	1,119
기타비유동자산	2,617	2,721	3,013	3,013	3,012
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	30,013	29,606	30,933	31,432	32,504
유동부채	9,750	9,556	10,616	10,634	10,779
단기차입금	2,843	2,472	2,901	2,851	2,841
매입채무	2,562	2,169	2,296	2,339	2,414
유동성장기부채	1,991	2,235	2,679	2,676	2,668
기타유동부채	2,354	2,680	2,740	2,768	2,856
비유동부채	8,735	8,271	8,006	7,707	7,802
사채	3,529	3,476	3,582	3,468	3,468
장기차입금	1,773	1,446	1,226	1,221	1,221
장기금융부채	284	229	50	50	50
기타비유동부채	3,149	3,120	3,148	2,968	3,063
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	18,484	17,826	18,622	18,341	18,581
지배주주지분	6,756	7,152	7,811	8,374	8,976
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,129	1,223	1,223	1,223	1,223
자본조정 등	-166	-193	-205	-205	-205
기타포괄이익누계액	260	309	555	555	555
이익잉여금	5,452	5,731	6,157	6,720	7,321
비지배주주지분	4,773	4,628	4,500	4,717	4,947
자본총계	11,529	11,780	12,311	13,091	13,923

(단위:십억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	1,627	2,445	2,660	2,632	3,805
당기순이익	803	559	744	868	920
유형자산 상각비	1,254	1,380	1,379	1,417	1,485
무형자산 상각비	149	162	237	258	252
외환손익	0	0	31	80	0
운전자본의 감소(증가)	-1,134	-155	-261	-268	-18
기타	555	499	530	277	1,166
투자활동으로인한현금흐름	-1,498	-703	-1,290	-1,755	-1,535
투자자산의 감소(증가)	-309	-55	59	-62	-21
유형자산의 감소	134	108	15	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,443	-1,124	-1,238	-1,520	-1,600
기타	120	368	-126	-173	86
재무활동으로인한현금흐름	552	-1,658	-1,244	-609	-1,521
차입금의 증가(감소)	-6	-382	-399	-5	0
사채의증가(감소)	583	-53	107	-114	0
자본의 증가	13	94	0	0	0
배당금	-180	-141	-88	-88	-88
기타	142	-1,176	-864	-402	-1,433
기타현금흐름	20	-27	22	0	0
현금의증가(감소)	700	56	148	269	749
기초현금	1,097	1,797	1,854	2,002	2,270
기말현금	1,797	1,854	2,002	2,270	3,019

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	52,830	36,674	48,902	57,173	60,613
EPS(지배순이익 기준)	39,097	25,147	35,578	42,757	45,337
BPS(자본총계 기준)	703,778	719,095	751,518	799,124	849,891
BPS(지배지분 기준)	412,396	436,559	476,834	511,192	547,921
DPS	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
P/E(당기순이익 기준)	7.2	8.8	7.3	6.3	5.9
P/E(지배순이익 기준)	9.7	12.9	10.1	8.4	7.9
P/B(자본총계 기준)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.9	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(Reported)	6.2	6.2	5.8	5.3	4.9
배당수익률	1.4	1.7	1.4	1.4	1.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-10.2	-30.6	33.3	16.9	6.0
EPS(지배순이익 기준)	-2.9	-35.7	41.5	20.2	6.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	7.2	4.8	6.2	6.8	6.8
ROE(지배순이익 기준)	9.3	5.6	7.3	8.0	8.0
ROA	2.8	1.9	2.5	2.8	2.9
안정성 (%)					
부채비율	160.3	151.3	151.3	140.1	133.5
순차입금비율	71.6	67.3	67.8	60.4	51.2
이자보상배율	4.5	2.5	4.7	5.3	1.4

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2024. 08. 14

JYP Ent.
(035900)

BUY
TP 70,000원

대형 쇼크 & 4Q까지도 감익 기조 예상

Analyst 김현용
02-3787-2671 hykim@hmsec.com

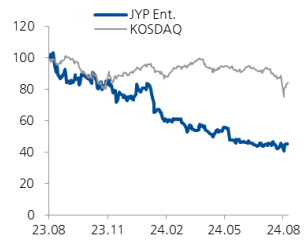
현재주가 (8/13)	54,600원
상승여력	28.2%
시가총액	19,401억원
발행주식수	35,532천주
자본금/액면가	180억원/500원
52주 최고가/최저가	129,700원/50,900원
일평균 거래대금 (60일)	236억원
외국인지분율	17.21%
주요주주	박진영 외 3 인 15.95%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-1.6	-18.3	-25.6
상대주가(%p)	8.3	-8.7	-20.4

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	3,275	3,666	80,000
After	2,295	3,167	70,000
Consensus	3,262	3,649	80,533
Cons. 차이	-29.6%	-13.2%	-13.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

2Q 매출 급감 및 신인 데뷔 등의 원가 부담이 겹치며 80% 감익의 어닝 쇼크 기록

동사 2분기 매출액은 957억원(YoY -36.9%), 영업이익은 93억원(YoY -79.6%)으로 당사 전망치 대비 매출은 18% 하회, 이익은 64% 하회한 어닝 쇼크를 기록. 매출은 음반과 콘서트 매출이 낮아진 전망치를 재차 18% 하회하였으며, 영업이익은 판관비 컨트롤이 잘 되었음에도 NEXZ 데뷔 비용을 포함하여 매출원가율이 급증(2Q 65.2%, YoY +12.9%p)하며 어닝 쇼크로 이어짐. 연말까지 프로젝트C, LOUD 등 2팀의 신인 데뷔가 예정되어 있어 활동량이 감소하는 현재 추세대로라면 하반기도 감익을 탈피하기는 어려울 것으로 예상됨

3 분기 실적 전망: 음반 14% 증가하나 공연 44% 급감함에 따라 영업이익 23% 감익

아티스트별 하반기 주요 활동 계획을 살펴보면, 우선 Twice는 7월 일본 정규5집(초동 10.4만장), 9월 쯔위 솔로, 3분기 스타디움 5회 공연 등이며 4분기 추가 앨범 가능성은 미지수. 스트레이키즈는 7월 미니9집(7월 293만장) 컴백 후 3분기 11만명, 4분기 57만명 규모의 월드투어에 돌입하며 연내 추가 스페셜 앨범의 가능성 존재. NMIXX의 8월 컴백에 이어 ITZY도 연내 앨범 컴백이 있을 것이며, ITZY의 월드투어 마무리 및 NMIXX 팬콘서트(3회차 1.5만명)가 10월 예정된 상황. 이를 대입해 보면 3분기 음반은 477만장(YoY +14%), 공연은 53만명(YoY -44%)으로 전망되며, 실적은 매출 1,448억원(YoY +3.7%), OP 336억원(YoY -23.2%)으로 예상

2025년 성장의 관건은 스트레이키즈 스케일업 & 대형 신인 탄생 여부

2025년 동사 성장 재개의 핵심은 스트레이키즈의 실적 스케일업, 그리고 대형 신인 그룹의 탄생으로 요약됨. 스트레이키즈는 내년 남미, 북미, 유럽에서 3차 월드투어를 이어갈 예정이며, 서구권인 호주에서 2회차(10월 예정)의 스타디움 투어에 입성한만큼 북미/유럽 투어에서도 스타디움 투어 입성이 기대되는 상황. 한편, 신인의 경우 NEXZ가 8월 21일 일본에서 데뷔할 예정이며 연내 프로젝트C, LOUD프로젝트도 데뷔 계획. 세 팀의 보이그룹 중 5세대 보이그룹 경쟁을 리딩하는 대형 신인이 탄생하는 경우 2025년 실적 고성장 가능할 것

어닝 쇼크 반영하여 목표주가 7 만원으로 하향

2분기 어닝 쇼크 반영 및 하반기 활동량 조정 과정을 거치며 Fwd 12M 이익 전망치를 13% 하향 조정하였으며, 그 결과 목표주가도 7만원으로 기존 대비 12.5% 하향 제시함

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	3,459	966	675	1,027	1,901	0.0	35.7	8.0	21.9	24.7	0.5
2023	5,665	1,694	1,055	1,805	2,971	56.3	34.1	9.1	18.5	30.4	0.6
2024F	4,901	1,001	816	1,121	2,295	-22.7	24.7	4.6	15.2	19.6	1.0
2025F	5,567	1,390	1,125	1,476	3,167	38.0	17.9	3.8	10.9	23.2	1.0
2026F	6,062	1,564	1,233	1,626	3,470	9.6	16.3	3.2	9.2	21.1	1.0

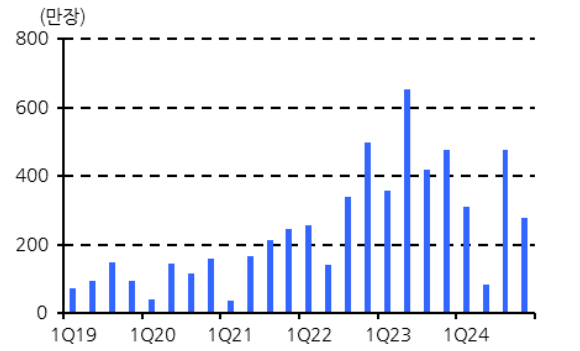
** K-IFRS 연결 기준*

<표1> JYP 부문별 실적 추정 상세 내역 (단위: 억원, %)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F
매출액	678	678	951	1,152	1,180	1,517	1,397	1,570	1,365	957	1,448	1,131	1,939	3,459	5,665	4,901
% YoY	109.9	67.3	66.2	80.6	74.1	123.9	46.8	36.3	15.6	-36.9	3.7	-28.0	34.2	78.4	63.8	-13.5
% QoQ	6.3	0.0	40.4	21.1	2.5	28.5	-7.9	12.4	-13.1	-29.9	51.3	-21.9				
음반/음원	337	294	471	645	519	866	577	666	467	264	601	364	1,128	1,747	2,628	1,696
매니지먼트	128	165	151	134	143	242	247	426	420	312	313	290	263	577	1,058	1,335
콘서트	33	100	70	43	68	144	118	302	294	141	170	159	12	246	632	764
광고	49	51	56	62	54	71	81	78	79	92	85	76	126	218	284	332
출연	46	13	25	29	21	27	48	47	47	79	58	55	124	113	143	239
기타	213	219	330	373	519	409	572	479	477	382	534	477	548	1,135	1,979	1,870
매출원가	364	303	533	693	578	794	728	880	758	624	872	666	897	1,893	2,981	2,921
매출총이익	313	375	418	460	602	723	668	690	607	333	576	465	1,041	1,566	2,683	1,981
매출총이익률(%)	46.2%	55.3%	43.9%	39.9%	51.0%	47.7%	47.8%	43.9%	44.5%	34.8%	39.8%	41.1%	53.7%	45.3%	47.4%	40.4%
영업이익	192	243	275	257	420	457	438	380	336	93	336	235	579	966	1,694	1,001
% YoY	38.9	152.8	51.1	57.6	119.1	88.3	59.2	47.8	-20.0	-79.6	-23.2	-38.2	31.3	66.9	75.3	-41.0
% QoQ	17.6	26.6	13.3	-6.6	63.5	8.8	-4.1	-13.4	-11.4	-72.2	260.1	-30.2				
영업이익률(%)	28.3%	35.8%	28.9%	22.3%	35.6%	30.1%	31.4%	24.2%	24.6%	9.8%	23.2%	20.8%	29.9%	27.9%	29.9%	20.4%

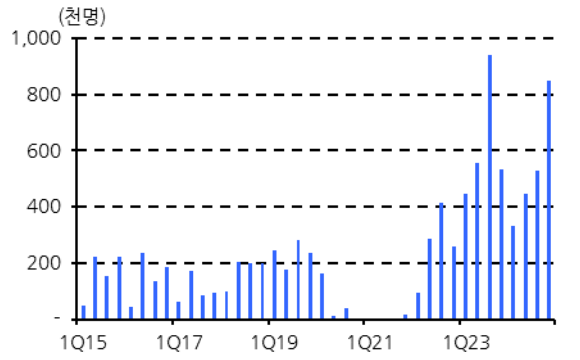
자료 : JYP, 현대차증권

<그림1> JYP 분기별 음반판매량 전망



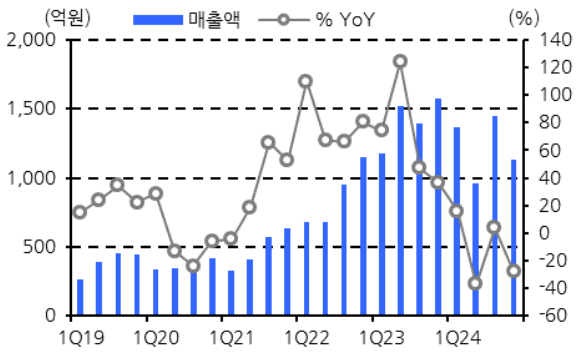
자료 : JYP, 현대차증권

<그림2> JYP 분기별 모객수 전망



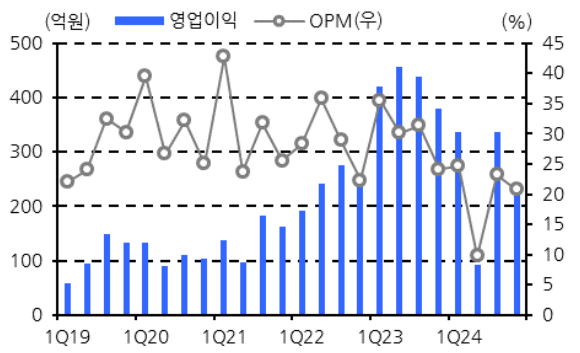
자료 : JYP, 현대차증권

<그림3> JYP 분기별 매출액 전망



자료 : JYP, 현대차증권

<그림4> JYP 분기별 영업이익 전망



자료 : JYP, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**3,459**	**5,665**	**4,901**	**5,567**	**6,062**
증가율 (%)	78.4	63.8	-13.5	13.6	8.9
매출원가	**1,893**	**2,982**	**2,921**	**3,278**	**3,570**
매출원가율 (%)	54.7	52.6	59.6	58.9	58.9
매출총이익	**1,566**	**2,683**	**1,980**	**2,289**	**2,492**
매출이익률 (%)	45.3	47.4	40.4	41.1	41.1
증가율 (%)	50.3	71.4	-26.2	15.6	8.9
판매관리비	**599**	**988**	**980**	**899**	**928**
판관비율(%)	17.3	17.4	20.0	16.1	15.3
EBITDA	**1,027**	**1,805**	**1,121**	**1,476**	**1,626**
EBITDA 이익률 (%)	29.7	31.9	22.9	26.5	26.8
증가율 (%)	64.0	75.8	-37.9	31.7	10.2
영업이익	**966**	**1,694**	**1,001**	**1,390**	**1,564**
영업이익률 (%)	27.9	29.9	20.4	25.0	25.8
증가율 (%)	66.9	75.4	-41.0	38.9	12.6
영업외손익	**-32**	**-176**	**13**	**45**	**11**
금융수익	59	61	92	51	66
금융비용	73	178	46	45	63
기타영업외손익	-18	-59	-34	39	8
종속/관계기업관련손익	7	38	14	0	0
세전계속사업이익	**941**	**1,557**	**1,027**	**1,435**	**1,575**
세전계속사업이익률	27.2	27.5	21.0	25.8	26.0
증가율 (%)	9.6	65.4	-34.0	39.6	9.8
법인세비용	266	507	217	317	350
계속사업이익	675	1,050	810	1,117	1,225
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**675**	**1,050**	**810**	**1,117**	**1,225**
당기순이익률 (%)	19.5	18.5	16.5	20.1	20.2
증가율 (%)	0.0	55.6	-22.9	38.0	9.6
지배주주지분 순이익	675	1,055	816	1,125	1,233
비지배주주지분 순이익	0	-5	-6	-8	-9
기타포괄이익	-37	-2	1	0	0
총포괄이익	638	1,049	811	1,117	1,225

(단위: 억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**2,371**	**3,688**	**3,852**	**4,967**	**6,137**
현금성자산	1,396	2,172	2,760	3,724	4,783
단기투자자산	200	456	328	374	407
매출채권	199	152	109	124	135
재고자산	24	244	176	200	218
기타유동자산	552	664	478	545	593
비유동자산	**1,740**	**2,028**	**1,815**	**1,801**	**1,792**
유형자산	378	563	552	494	448
무형자산	415	406	367	339	323
투자자산	935	973	812	885	938
기타비유동자산	13	85	84	84	84
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	**4,111**	**5,715**	**5,667**	**6,768**	**7,929**
유동부채	**1,014**	**1,543**	**1,111**	**1,266**	**1,379**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	216	375	270	308	335
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	798	1,168	841	958	1,044
비유동부채	**52**	**191**	**138**	**157**	**171**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	52	191	138	157	171
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**1,066**	**1,735**	**1,249**	**1,423**	**1,550**
지배주주지분	3,006	3,940	4,382	5,317	6,360
자본금	179	180	180	180	180
자본잉여금	770	782	791	791	791
자본조정 등	-117	-120	-123	-123	-123
기타포괄이익누계액	-2	-9	-9	-9	-9
이익잉여금	2,175	3,108	3,543	4,478	5,521
비지배주주지분	**39**	**40**	**35**	**28**	**19**
자본총계	**3,045**	**3,980**	**4,417**	**5,345**	**6,379**

(단위:억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**876**	**1,512**	**535**	**1,268**	**1,333**
당기순이익	675	1,050	810	1,117	1,225
유형자산 상각비	43	57	73	59	46
무형자산 상각비	17	53	47	28	16
외환손익	10	2	-5	0	0
운전자본의 감소(증가)	52	155	-376	64	46
기타	79	195	-14	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**171**	**-607**	**260**	**-118**	**-86**
투자자산의 감소(증가)	-53	-38	162	-73	-53
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-13	-123	-58	0	0
기타	237	-446	155	-46	-33
재무활동으로인한현금흐름	**-128**	**-131**	**-205**	**-186**	**-187**
차입금의 증가(감소)	5	15	-12	4	3
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	12	9	0	0
배당금	-122	-122	-190	-190	-190
기타	-11	-36	-13	0	0
기타현금흐름	**-14**	**1**	**-1**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**905**	**775**	**589**	**963**	**1,059**
기초현금	491	1,396	2,172	2,760	3,724
기말현금	1,396	2,172	2,760	3,724	4,783

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	1,902	2,958	2,279	3,145	3,446
EPS(지배순이익 기준)	1,901	2,971	2,295	3,167	3,470
BPS(자본총계 기준)	8,578	11,207	12,432	15,042	17,953
BPS(지배지분 기준)	8,467	11,094	12,333	14,964	17,899
DPS	369	574	574	574	574
P/E(당기순이익 기준)	35.7	34.2	24.8	18.0	16.4
P/E(지배순이익 기준)	35.7	34.1	24.7	17.9	16.3
P/B(자본총계 기준)	7.9	9.0	4.6	3.8	3.2
P/B(지배지분 기준)	8.0	9.1	4.6	3.8	3.2
EV/EBITDA(Reported)	21.9	18.5	15.2	10.9	9.2
배당수익률	0.5	0.6	1.0	1.0	1.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	0.0	55.6	-22.9	38.0	9.6
EPS(지배순이익 기준)	0.0	56.3	-22.7	38.0	9.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	24.3	29.9	19.3	22.9	20.9
ROE(지배순이익 기준)	24.7	30.4	19.6	23.2	21.1
ROA	18.5	21.4	14.2	18.0	16.7
안정성 (%)					
부채비율	35.0	43.6	28.3	26.6	24.3
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	1,069.4	640.8	825.4	1,072.9	1,103.6

** K-IFRS 연결기준*

Company Note
2024. 08. 14

더블유게임즈 (192080)

BUY
TP 60,000원

콜옵션 성격에 가장 가까운 게임주

Analyst 김현용
02-3787-2671 hykim@hmsec.com

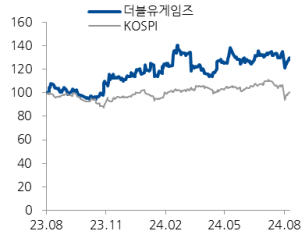
현재주가 (8/13)	46,300원
상승여력	29.6%
시가총액	9,953억원
발행주식수	21,496천주
자본금/액면가	108억원/500원
52주 최고가/최저가	48,750원/32,773원
일평균 거래대금 (60일)	22억원
외국인지분율	15.54%
주요주주	김가람 외 6 인 44.49%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.2	-1.3	5.8
상대주가(%p)	5.6	2.8	5.8

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	7,470	8,275	60,000
After	8,071	8,547	60,000
Consensus	7,967	8,363	63,750
Cons. 차이	1.3%	2.2%	-5.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

2 분기 영업이익 YoY+33% 증가한 671 억원으로 국내 상장 게임사 3 위 이익 창출력 확인

- 동사 2분기 실적은 매출액 1,631억원(YoY +13.3%), 영업이익 671억원(YoY +33.4%)으로 당사 전망치(OP 621억원)를 8% 상회하는 호실적 달성. 매출액은 소셜 카지노가 1,483억원(YoY +6.2%)으로 견조한 성장세를 이어갔고, 슈퍼네이션이 전분기 수준인 108억원을 기록하며 추가 성장에 기여. 영업이익은 소셜 카지노 마케팅비(비용률 7.9%, YoY -9.3%p)의 구조적인 감소 영향으로 전년동기대비 30%대 증익 달성

2 분기 온라인 카지노 EBITDA 플러스 & 전분기 수준 매출 동시 달성: 3 분기부터 마케팅 UP

- 2분기 온라인 카지노 매출액은 108억원으로 전분기 수준을 유지하였으며, 수익성은 플러스 EBITDA로 개선. 슈퍼네이션 관련 마케팅비 추정치가 1분기 80억원에서 2분기 절반(39억원)으로 감소하였음에도 전분기 매출 수준을 유지한 점 고무적. 3분기부터는 영국을 중심으로 다시 마케팅 투자를 늘릴 예정으로 탑라인 확대와 최소한의 수익성 확보를 모두 기대할 수 있는 상황으로 판단됨. 한편, 캐쥬얼 게임 신작의 경우 4종에 대한 소프트 론칭이 진행 중이고 턴제 수집형 RPG 신작 우리는 모두 친구의 경우 하반기 중 출시를 계획 중

상반기말 순현금 6,400 억원: 캐쥬얼 게임 개발사 & 북미 기반 Non-Game 앱 인수 지속 추진

- 상반기말 동사 순현금은 6,400억원으로 시가총액의 64%에 해당. 인수를 완료한 온라인 카지노 사업 외 캐쥬얼 게임 개발사 및 Non-Game 사업의 인수를 지속 탐색 중. 매물 가격 대비 개발력이 좋은 터키, 이스라엘 소재의 캐쥬얼 게임 개발사들을 집중적으로 태핑 중인 상황. 한편, Non-Game의 경우 북미에서 유저 기반을 갖춘 모바일 앱을 중심으로 서치. 연말까지는 가시적인 M&A 성과가 있을 것으로 기대

24 년 배당수익률 3% 기대되고, 3 년간 매년 최소 1% 자기주식 소각 계획

- 동사 2024년 예상 EBITDA 2,671억원(YoY +20%)을 배당 산식(기본 재원 60억원 + 초과달성 EBITDA에 특정 요율을 곱한 특별 재원)에 대입하면 예상 주당 배당금은 최소 1,290원(YoY +29%)으로 전망되는데, 이는 배당수익률 약 3%에 해당. 이와 더불어 3년간 매년 최소 1%의 자기주식을 소각할 계획이며 올해의 경우 특별하게 연말까지 M&A/투자 공시가 없을 경우 보유 자기주식의 50%(83.2만주로 발행주식총수의 3.87%에 해당)를 소각할 예정

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	6,173	1,839	-1,322	1,962	-6,090	적전	N/A	1.2	3.5	NA	1.3
2023	5,823	2,133	1,491	2,220	6,915	흑전	5.8	1.0	3.2	18.6	2.1
2024F	6,541	2,547	1,735	2,837	8,071	16.7	5.6	0.9	2.2	18.2	2.9
2025F	7,208	2,695	1,837	3,000	8,547	5.9	5.3	0.8	1.5	16.5	3.3
2026F	8,088	2,908	1,997	3,199	9,288	8.7	4.8	0.7	0.8	15.6	3.3

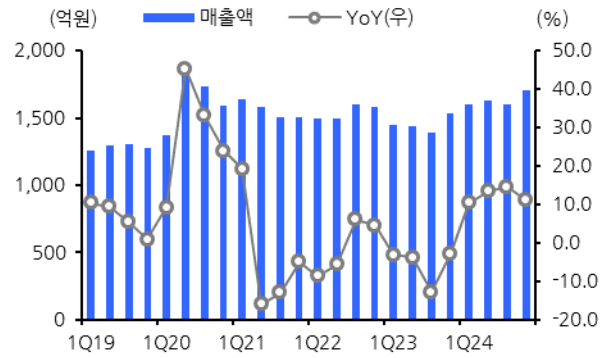
*K-IFRS 연결 기준

<표1> 더블유게임즈 분기별 실적 추이 (단위: 억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F
매출액	1,499	1,496	1,600	1,578	1,453	1,439	1,396	1,535	1,605	1,631	1,600	1,705	6,241	6,173	5,823	6,541
DDC	974	981	1,024	1,010	961	966	938	1,020	1,038	1,080	1,019	1,070	4,075	3,989	3,885	4,207
DUC	465	455	515	513	442	430	418	417	414	403	402	435	2,042	1,948	1,707	1,654
슈퍼네이션	-	-	-	-	-	-	-	56	111	108	140	160	-	-	56	519
YoY(%)	-8.5	-5.6	6.1	4.6	-3.1	-3.8	-12.8	-2.7	10.5	13.3	14.6	11.1	-5.2	-1.1	-5.7	12.3
DDC	-9.4	-5.7	4.5	3.1	-1.3	-1.5	-8.4	1.0	8.0	11.8	8.6	4.9	-3.5	-2.1	-2.6	8.3
DUC	-17.2	-15.8	9.3	9.5	-5.0	-5.5	-18.8	-18.7	-6.3	-6.3	-3.9	4.3	-13.1	-4.6	-12.4	-3.1
영업비용	1,073	1,078	1,121	1,062	992	936	855	906	988	960	960	1,086	4,337	4,334	3,689	3,994
플랫폼	444	446	475	450	416	414	401	430	436	444	436	464	1,854	1,815	1,661	1,780
마케팅	332	334	351	347	282	247	184	153	210	159	184	239	1,266	1,364	866	792
인건비	172	175	181	180	182	178	180	219	192	218	221	227	591	708	759	858
기타	125	123	114	85	112	97	90	104	150	139	120	156	626	447	403	565
영업이익	426	418	479	516	461	503	541	628	617	671	640	619	1,904	1,839	2,133	2,547
EBITDA	471	455	499	536	480	522	560	658	650	702	670	649	2,180	1,961	2,220	2,671
OPM(%)	28.4	27.9	29.9	32.7	31.7	35.0	38.8	40.9	38.4	41.1	40.0	36.3	30.5	29.8	36.6	38.9
EBITDA(%)	37.5	38.5	36.3	34.0	33.0	36.3	40.1	42.9	40.5	43.0	41.9	38.1	37.2	31.8	38.1	40.8

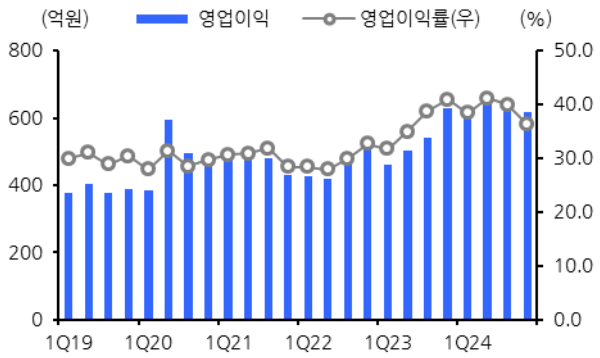
자료 : 더블유게임즈, 현대차증권

<그림1> 분기별 매출액 & YoY 전망



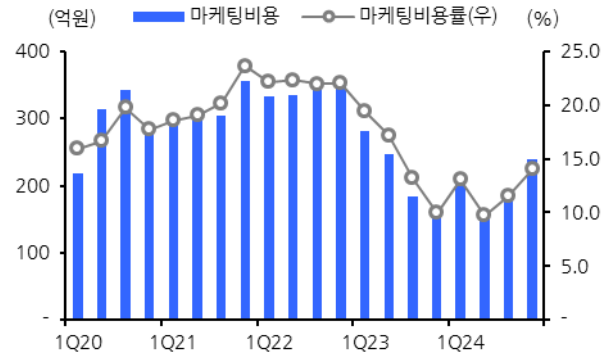
자료 : 더블유게임즈, 현대차증권

<그림2> 분기별 영업이익 & OPM 전망



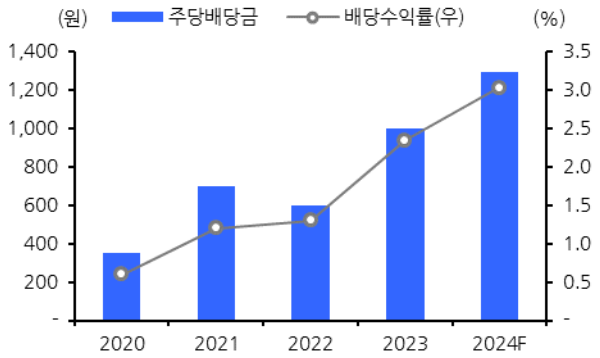
자료 : 더블유게임즈, 현대차증권

<그림3> 분기별 마케팅비용 및 비용률 전망



자료 : 더블유게임즈, 현대차증권

<그림4> 배당금 및 배당수익률 전망



자료 : 더블유게임즈, 현대차증권

(단위:억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**6,173**	**5,823**	**6,541**	**7,208**	**8,088**
증가율 (%)	-1.1	-5.7	12.3	10.2	12.2
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**6,173**	**5,823**	**6,541**	**7,208**	**8,088**
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	-1.1	-5.7	12.3	10.2	12.2
판매관리비	**4,334**	**3,690**	**3,994**	**4,514**	**5,180**
판관비율(%)	70.2	63.4	61.1	62.6	64.0
EBITDA	**1,962**	**2,220**	**2,671**	**2,731**	**2,977**
EBITDA 이익률 (%)	31.8	38.1	40.8	37.9	36.8
증가율 (%)	-10.0	13.1	20.3	2.2	9.0
영업이익	**1,839**	**2,133**	**2,547**	**2,695**	**2,908**
영업이익률 (%)	29.8	36.6	38.9	37.4	36.0
증가율 (%)	-3.4	16.0	19.4	5.8	7.9
영업외손익	**-4,762**	**310**	**283**	**307**	**354**
금융수익	298	495	340	298	382
금융비용	165	183	42	27	28
기타영업외손익	-4,896	-1	-15	36	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**-2,924**	**2,443**	**2,830**	**3,002**	**3,262**
세전계속사업이익률	-47.4	42.0	43.3	41.6	40.3
증가율 (%)	적전	흑전	15.8	6.1	8.7
법인세비용	-713	514	605	646	702
계속사업이익	-2,211	1,929	2,225	2,356	2,560
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-2,211**	**1,929**	**2,225**	**2,356**	**2,560**
당기순이익률 (%)	-35.8	33.1	34.0	32.7	31.7
증가율 (%)	적전	흑전	15.3	5.9	8.7
지배주주지분 순이익	-1,322	1,491	1,735	1,837	1,997
비지배주주지분 순이익	-888	438	490	519	564
기타포괄이익	709	121	387	0	0
총포괄이익	-1,502	2,050	2,612	2,356	2,560

(단위:억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**5,726**	**5,825**	**8,296**	**10,778**	**13,434**
현금성자산	3,027	2,985	4,678	6,931	9,285
단기투자자산	1,031	874	1,426	1,571	1,763
매출채권	515	564	655	722	810
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	108	131	164	180	202
비유동자산	**6,630**	**7,053**	**6,959**	**6,657**	**6,371**
유형자산	18	18	0	0	0
무형자산	5,824	6,364	6,383	6,077	5,786
투자자산	44	67	69	72	77
기타비유동자산	744	605	507	507	507
기타금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**12,356**	**12,878**	**15,255**	**17,435**	**19,804**
유동부채	**2,057**	**624**	**690**	**738**	**801**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	300	200	200	200	200
기타유동부채	1,758	424	490	538	602
비유동부채	**236**	**287**	**318**	**351**	**394**
사채	200	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	36	287	318	351	394
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**2,293**	**911**	**1,008**	**1,089**	**1,195**
지배주주지분	7,294	8,716	10,377	11,958	13,658
자본금	92	92	108	108	108
자본잉여금	2,985	2,985	2,968	2,968	2,968
자본조정 등	-641	-617	-620	-620	-620
기타포괄이익누계액	867	945	1,204	1,204	1,204
이익잉여금	3,991	5,312	6,716	8,297	9,997
비지배주주지분	**2,769**	**3,251**	**3,869**	**4,388**	**4,951**
자본총계	**10,063**	**11,967**	**14,246**	**16,346**	**18,609**

(단위:억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**1,188**	**959**	**2,444**	**2,649**	**2,835**
당기순이익	-2,211	1,929	2,225	2,356	2,560
유형자산 상각비	76	79	40	0	0
무형자산 상각비	48	8	250	306	291
외환손익	35	89	-61	0	0
운전자본의 감소(증가)	-642	-1,487	-116	-13	-17
기타	3,882	341	106	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**861**	**-458**	**-579**	**-149**	**-197**
투자자산의 감소(증가)	31	-23	-2	-4	-5
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-11	-6	-1	0	0
기타	842	-429	-576	-145	-192
재무활동으로인한현금흐름	**-855**	**-527**	**-172**	**-246**	**-285**
차입금의 증가(감소)	-488	12	9	10	13
사채의증가(감소)	-299	-200	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-119	-100	-165	-256	-297
기타	51	-240	-16	0	0
기타현금흐름	**-6**	**-17**	**0**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**1,188**	**-42**	**1,693**	**2,253**	**2,353**
기초현금	1,839	3,027	2,985	4,678	6,931
기말현금	3,027	2,985	4,678	6,931	9,285

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	-10,181	8,948	10,349	10,960	11,910
EPS(지배순이익 기준)	-6,090	6,915	8,071	8,547	9,288
BPS(자본총계 기준)	46,345	55,672	66,274	76,044	86,570
BPS(지배지분 기준)	33,595	40,547	48,275	55,631	63,536
DPS	508	846	1,290	1,500	1,500
P/E(당기순이익 기준)	N/A	4.5	4.3	4.1	3.8
P/E(지배순이익 기준)	N/A	5.8	5.6	5.3	4.8
P/B(자본총계 기준)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5
P/B(지배지분 기준)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(Reported)	3.5	3.2	2.2	1.5	0.8
배당수익률	1.3	2.1	2.9	3.3	3.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	15.7	5.9	8.7
EPS(지배순이익 기준)	적전	흑전	16.7	5.9	8.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-20.2	17.5	17.0	15.4	14.6
ROE(지배순이익 기준)	-16.8	18.6	18.2	16.5	15.6
ROA	-16.9	15.3	15.8	14.4	13.7
안정성 (%)					
부채비율	22.8	7.6	7.1	6.7	6.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	50.6	92.8	96.4	98.8	103.7

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2024. 08. 14

덕산네오룩스 (213420)

BUY
TP 61,000원

계절성을 극복한 상반기, 하반기는 최대 실적 예상

Analyst 김종배
02-3787-2074 kjb6551@hmsec.com

현재주가 (8/13)	32,800원
상승여력	86.0%
시가총액	814십억원
발행주식수	24,831천주
자본금/액면가	5십억원/200원
52주 최고가/최저가	47,750원/29,750원
일평균 거래대금 (60일)	7십억원
외국인지분율	9.90%
주요주주	이준호 외 11 인 47.55%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-17.7	-9.4	-6.6
상대주가(%p)	-8.5	1.2	3.3

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	1,964	2,498	61,000
After	2,007	2,511	61,000
Consensus	1,871	2,442	58,667
Cons. 차이	7.3%	2.8%	4.0%

최근 12개월 주가수익률

자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2분기 연결 매출액 527억원(YoY +23%), 영업이익 100억원(YoY +12.8%, OPM 19.2%)로 컨센서스(105억) 및 당사 추정치에 부합하는 실적 기록
- 2분기에도 1분기에 이어 계절적 비수기임에도 불구하고, Rigid OLED 판매 확대 효과에 힘입어 매출액은 500억 이상을 달성. iPhone 15의 판가 인하로 인한 판매 확대도 일부 영향을 준 것으로 보임. 다만, 수익성이 매출 증가폭 대비 저조했던 이유는 1) 1분기에 이어 Rigid OLED향 소재 매출 비중이 컸고(GPM 33.6%, YoY -3.7%p), 2) 판관비가 전년동기대비 9% 증가하여 수익성 측면에서 부정적이었음. 특히 판관비 증가분은 신소재 개발 팀 신설, 작년 4월 CP(Conductive Particle)사업부 충원, R&D 비용 증가 등에 기인하였음
- **다만, 하반기부터는 북미 Flagship향 Flexible OLED 소재 매출이 본격화되면서 높은 수익성을 기대. 새로운 재료구조로 인한 P 상승 효과, 매출 성장으로 인한 레버리지 효과를 고려하였을 때, 하반기에는 작년 하반기 이상의 수익성을 기록할 수 있을 것으로 판단됨.** 하반기 및 향후 개선될 흐름을 감안하여 투자의견 Buy, 목표주가 61,000원 제시

주요이슈 및 실적전망

- 3분기 매출액은 570억원, 영업이익 157억원(OPM 27.5%) 예상. 상반기 국내 A Series 판매 호조로 인한 Rigid OLED향 소재 매출 비중이 높았기에 수익성이 예상보다 저조하였음. 다만, **하반기부터는 북미 Smartphone향 Flexible OLED 패널 양산이 본격화되면서 높은 수익성을 기록할 것.** 또한, 하반기 Green Prime 매출이 추가적으로 확보됨에 따라 전분기 대비 매출 역시 상승하며 계절성 효과를 누릴 것으로 판단. 추가적으로 고객사 8.6세대 A6라인이 하반기에 파일럿 가동되면서 IT OLED향 매출 역시 일부 발생할 것으로 보임

주가전망 및 Valuation

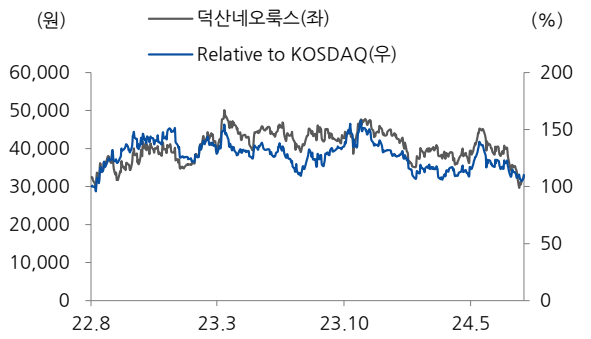
- 최근 기술주 투자심리 약세로 인한 주가 조정은 적극적인 비중확대 구간으로 판단됨. 동사의 주가는 현재 Peer인 UDC와의 괴리가 매우 큰 상황이고, 역사적으로 봤을 때도 저점 구간. **Valuation 매력뿐 아니라 OLED up-cycle로 인해 성장 동력은 충분한 상황.** IT OLED향 매출은 올해 하반기부터 일부 인식되어 2026년이 되면 본격적으로 반영될 것. 2026년 Black PDL, CP, 중국향 매출 증가는 동사의 성장 동력으로 작용할 것. 2026년 IT OLED로 인한 Big-cycle의 최대 수혜주로 판단됨. 투자의견, 목표주가 유지 및 업종 내 Top-pick 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	177	45	39	53	1,567	-19.4	24.9	3.0	16.0	12.8	0.0
2023	164	33	36	42	1,442	-8.0	30.9	3.1	25.7	10.6	0.0
2024F	218	51	50	72	2,007	39.2	16.0	2.0	13.2	13.2	0.0
2025F	247	65	62	88	2,511	25.1	12.8	1.7	10.2	14.4	0.0
2026F	315	88	78	112	3,159	25.8	10.2	1.5	6.2	15.5	0.0

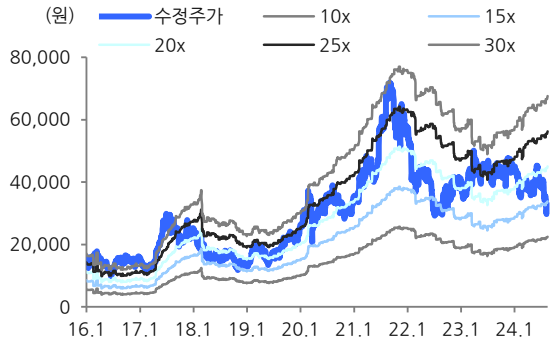
** K-IFRS 연결 기준*

<그림1> 덕산네오룩스 주가 추이



자료: 현대차증권

<그림2> 덕산네오룩스 12M Fwd. P/E Band



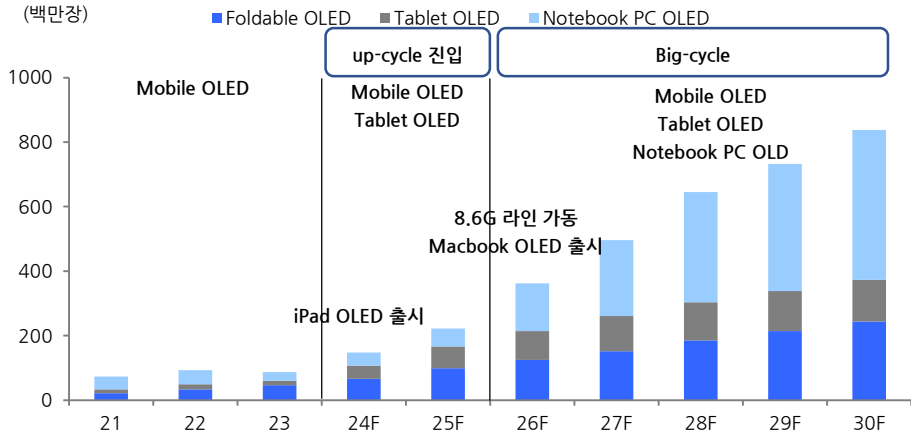
자료: Bloomberg, 현대차증권

<표1> IT OLED로 인한 국내 소재 시장 확대 규모(연간 fully 생산 가정)

구분	물량	비고
iPad OLED 탑재모델 연간 출하량(대)	8,000,000	연간 출하량 5,000 만대 중 Pro 라인업 비중 20%, 800 만대로 보수적 추정, SDC 는 11 인치, LGD 는 11 인치, 12.9 인치 모두 대응. LGD 와 SDC 물량 6:4 로 예상
iPhone 대비 iPad 면적(배)	4	iPad Pro 11 인치(178.5mm x 247.6mm) iPhone 6.1 인치(71.6mm x 147.6mm)
기존 패널 대비 OLED 소재 투입량(배)	2	Two-stack tandem 기술 적용으로 공통층부터 발광층까지 OLED 소재를 두 번 쌓는 구조였으나 두께 등을 고려하면 실질적인 소재 소요량은 2 배 수준
iPad OLED 소재 시장(Mobile 기준)(대)	64,000,000	기존 Mobile(iPhone) 기준
국내 패널사 OLED Mobile 시장(대)	370,000,000	국내 패널사는 사실상 삼성전자, Apple 이 주 고객사 연간 OLED 탑재 모델 출하량 Galaxy 1.5 억대, iPhone 2.2 억대 23 년 기준 약 SDC 3.2 억장, LGD 5,200 만장
iPad OLED로 인한 소재업체 증가효과	17.2%	기존 시장(Mobile)에서 새로운 증분(Tablet) OLED 발광층 소재 증가 효과

자료: 현대차증권

<그림3> IT OLED 출하량 전망(Mobile 기준 환산)



주: 패널 출하량을 면적을 기반으로 Mobile로 환산, Foldable 7.5", Tablet 11", Notebook PC 15"으로 하였을 때 각각 Mobile 6인치 대비 면적은 2배, 4배, 8배 수준

자료: 산업자료, 현대차증권

<표2> 덕산네오룩스 분기별 매출 추정

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
매출액	**28**	**43**	**47**	**45**	**52**	**53**	**57**	**56**	**177**	**164**	**218**
매출원가	**22**	**27**	**29**	**28**	**34**	**35**	**35**	**35**	**117**	**106**	**138**
매출원가율	*78.1%*	*62.7%*	*61.3%*	*62.4%*	*64.4%*	*66.4%*	*61.0%*	*62.0%*	*66.2%*	*64.9%*	*63.4%*
매출총이익	**6**	**16**	**18**	**17**	**19**	**18**	**22**	**21**	**60**	**57**	**80**
YoY	*-60.1%*	*8.8%*	*23.6%*	*15.9%*	*198.9%*	*11.1%*	*22.4%*	*25.0%*	*-11.9%*	*-3.9%*	*39.2%*
GPM	*21.9%*	*37.3%*	*38.7%*	*37.6%*	*35.6%*	*33.6%*	*39.0%*	*38.0%*	*33.8%*	*35.1%*	*36.6%*
판관비	**6**	**7**	**6**	**5**	**8**	**8**	**7**	**6**	**15**	**25**	**29**
판관비율	*21.6%*	*16.3%*	*12.8%*	*11.8%*	*16.0%*	*14.4%*	*11.5%*	*11.0%*	*8.4%*	*15.0%*	*13.2%*
영업이익	**0**	**9**	**12**	**12**	**10**	**10**	**16**	**15**	**45**	**33**	**51**
YoY	*-99.3%*	*-17.8%*	*5.5%*	*16.2%*	*11877.2%*	*12.8%*	*29.0%*	*29.6%*	*-12.0%*	*-26.6%*	*55.7%*
OPM	*0.3%*	*21.0%*	*25.9%*	*25.7%*	*19.6%*	*19.2%*	*27.5%*	*27.0%*	*25.4%*	*20.1%*	*23.5%*
영업외손익	**4**	**4**	**2**	**-2**	**0**	**2**	**1**	**6**	**0**	**9**	**8**
세전이익	**4**	**13**	**14**	**10**	**10**	**12**	**16**	**21**	**45**	**42**	**59**
법인세비용	1	1	3	1	1	2	3	3	6	6	10
당기순이익	**4**	**12**	**11**	**9**	**9**	**10**	**14**	**18**	**39**	**36**	**50**
YoY	*-65.9%*	*20.3%*	*-9.3%*	*59.6%*	*122.1%*	*-16.9%*	*27.6%*	*89.6%*	*-16.9%*	*-8.0%*	*39.2%*
당기순이익률	*13.6%*	*27.9%*	*22.7%*	*20.5%*	*16.4%*	*18.8%*	*23.8%*	*31.5%*	*22.0%*	*21.9%*	*22.8%*
지배주주순이익	**4**	**12**	**11**	**9**	**9**	**10**	**14**	**18**	**39**	**36**	**50**
YoY	*-65.9%*	*20.3%*	*-9.3%*	*59.6%*	*122.1%*	*-16.9%*	*27.6%*	*89.6%*	*-16.9%*	*-8.0%*	*39.2%*
지배주주순이익률	*13.6%*	*27.9%*	*22.7%*	*20.5%*	*16.4%*	*18.8%*	*23.8%*	*31.5%*	*22.0%*	*21.9%*	*22.8%*

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**177**	**164**	**218**	**247**	**315**
증가율 (%)	-7.3	-7.3	32.9	13.3	27.5
매출원가	**117**	**106**	**138**	**154**	**194**
매출원가율 (%)	66.1	64.6	63.3	62.3	61.6
매출총이익	**60**	**57**	**80**	**93**	**121**
매출이익률 (%)	33.9	34.8	36.7	37.7	38.4
증가율 (%)	-11.8	-5.0	40.4	16.3	30.1
판매관리비	**15**	**25**	**29**	**28**	**33**
판관비율(%)	8.5	15.2	13.3	11.3	10.5
EBITDA	**53**	**42**	**72**	**88**	**112**
EBITDA 이익률 (%)	29.9	25.6	33.0	35.6	35.6
증가율 (%)	-7.0	-20.8	71.4	22.2	27.3
영업이익	**45**	**33**	**51**	**65**	**88**
영업이익률 (%)	25.4	20.1	23.4	26.3	27.9
증가율 (%)	-11.8	-26.7	54.5	27.5	35.4
영업외손익	**0**	**8**	**8**	**10**	**6**
금융수익	5	10	11	11	7
금융비용	5	2	3	1	1
기타영업외손익	0	-0	0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**45**	**42**	**59**	**75**	**94**
세전계속사업이익률	25.4	25.6	27.1	30.4	29.8
증가율 (%)	-19.6	-6.7	40.5	27.1	25.3
법인세비용	6	6	10	12	15
계속사업이익	39	36	50	62	78
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**39**	**36**	**50**	**62**	**78**
당기순이익률 (%)	22.0	22.0	22.9	25.1	24.8
증가율 (%)	-17.0	-7.7	38.9	24.0	25.8
지배주주지분 순이익	39	36	50	62	78
비지배주주지분 순이익	-0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익	1	0	0	0	0
총포괄이익	40	36	50	62	78

(단위: 십억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**189**	**101**	**137**	**193**	**410**
현금성자산	133	40	68	114	310
단기투자자산	12	15	19	21	27
매출채권	13	9	9	11	13
재고자산	29	31	34	38	48
기타유동자산	3	6	8	9	11
비유동자산	**172**	**303**	**324**	**336**	**208**
유형자산	92	105	117	118	118
무형자산	38	58	67	77	68
투자자산	36	128	35	37	42
기타비유동자산	6	12	105	104	-20
기타금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**362**	**404**	**461**	**528**	**618**
유동부채	**16**	**24**	**27**	**30**	**38**
단기차입금	1	3	0	0	0
매입채무	5	7	10	11	14
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	10	14	17	19	24
비유동부채	**25**	**27**	**31**	**32**	**36**
사채	18	19	19	19	19
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	1	1	1
기타비유동부채	7	8	11	12	16
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**41**	**51**	**58**	**63**	**74**
지배주주지분	320	353	403	466	544
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	141	141	141	141	141
자본조정 등	-7	-10	-10	-10	-10
기타포괄이익누계액	0	-0	0	0	0
이익잉여금	181	217	267	329	408
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**320**	**353**	**403**	**466**	**544**

(단위: 십억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**49**	**50**	**103**	**84**	**98**
당기순이익	39	36	50	62	78
유형자산 상각비	7	7	14	15	15
무형자산 상각비	1	2	6	9	9
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	2	5	28	-2	-4
기타	0	0	5	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-38**	**-141**	**-65**	**-37**	**98**
투자자산의 감소(증가)	-5	-91	93	-2	-5
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-14	-16	-28	-15	-15
기타	-19	-34	-130	-20	118
재무활동으로인한현금흐름	**-8**	**-2**	**-10**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	0	0	1	0	0
사채의증가(감소)	1	1	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-9	-3	-11	0	0
기타현금흐름	**-4**	**-0**	**0**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**-1**	**-93**	**28**	**46**	**196**
기초현금	134	133	40	68	114
기말현금	133	40	68	114	310

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	1,567	1,442	2,007	2,511	3,159
EPS(지배순이익 기준)	1,567	1,442	2,007	2,511	3,159
BPS(자본총계 기준)	12,900	14,224	16,237	18,749	21,907
BPS(지배지분 기준)	12,896	14,220	16,233	18,745	21,904
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	24.9	30.9	16.0	12.8	10.2
P/E(지배순이익 기준)	24.9	30.9	16.0	12.8	10.2
P/B(자본총계 기준)	3.0	3.1	2.0	1.7	1.5
P/B(지배지분 기준)	3.0	3.1	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA(Reported)	16.0	25.7	13.2	10.2	6.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-19.4	-8.0	39.2	25.1	25.8
EPS(지배순이익 기준)	-19.4	-8.0	39.2	25.1	25.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	12.8	10.6	13.2	14.4	15.5
ROE(지배순이익 기준)	12.8	10.6	13.2	14.4	15.5
ROA	11.1	9.3	11.5	12.6	13.7
안정성 (%)					
부채비율	12.9	14.5	14.3	13.4	13.6
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	57.8	41.8	63.0	78.5	100.8

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2024. 08. 14

아이쓰리시스템 (214430)

NOT RATED

2Q24 Review: 견조한 실적, 기대되는 하반기

Analyst 곽민정

02-3787-2160 jessica.kwag@hmsec.com

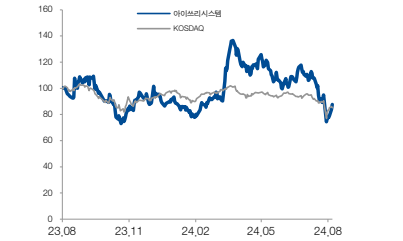
현재주가 (8/13)	31,450원
상승여력	NA
시가총액	224십억원
발행주식수	7,107천주
자본금/액면가	십억원/500원
52주 최고가/최저가	49,000원/26,210원
일평균 거래대금 (60일)	3십억원
외국인지분율	1.90%
주요주주	정한 외 7 인 37.29%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-17.6	-25.8	4.8
상대주가(%p)	-8.3	-17.1	15.8

※ K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	N/A	N/A	N/A
Consensus	N/A	N/A	N/A
Cons. 차이	N/A	N/A	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 동사의 2Q24 실적은 매출액 299억원 (-5.7%qoq, +7.6% yoy), 영업이익 41억원(+0.0% qoq, +71.6% yoy)을 기록
- 방산 부문 매출이 1H24 슬로우해지면서 매출액은 전분기대비 감소하였으나, 냉각형 모듈의 민수, 산업용 부문의 수출이 지속되면서 영업이익은 견조한 흐름을 보였음

주요이슈 및 실적전망

- **지난 2004년 6월 SPIE 학회에서, 동사는 우주 위성용 T2SL (Type Ⅱ Super Lattice)에 대한 적외선 검출 테스트 결과를 발표. T2SL은 중파장과 장파장 적외선 탐지에 주로 적용됨. 현재 HOT MWIR 디텍터가 부피가 작고 저전력 구현이 가능하여 위성 어플리케이션에 주로 적용됨**
- 화학물질 식별, 대기 모니터링, **유도 무기 및 감시 정찰 시스템 등 다양한 민간 및 군사용으로** 사용되고 있는 **중파장 적외선 디텍터는 각각 고온 및 저온 표적을 탐지하는데 유리함. 하나의 디텍터로 두 개 이상의 대역을 감지할 수 있는 듀얼 밴드 또는 멀티 밴드 디텍터는 대상 인식 및 식별 능력이 뛰어남. 동사는 2024년 SPIE학회에서** 20㎛ 640x512 듀얼밴드 중파장 및 장파장 적외선 영상 센서를 발표, **고해상도 및 주야간 구분없이 정찰 가능한 성능을 보여 향후 유도 무기 및 군 감시 정찰 위성시스템에 채택될 가능성이 높은 것으로 판단**

주가전망 및 Valuation

- 2023년 실적은 매출액 1,215억원 (+45.0% yoy), 영업이익 122억원(+114.6% yoy), 영업이익률 10%를 기록하며 동사 추정치를 상회. 2024년 실적은 매출액 1,320억원(+8.6% yoy), 영업이익 173억원(+41.8% yoy)을 기록할 것으로 전망
- 캐파 증설에 따른 신규 사업에 대한 추가 성장이 가능할 것으로 기대되어, 향후 추가적인 밸류에이션 리레이팅 가능하다고 판단

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2019	52	-2		3	25	-98.2	865.4	2.3	56.5	0.3	0.3
2020	67	1	3	6	424	1,574.5	51.0	2.2	18.6	4.3	0.5
2021	80	1	3	7	472	11.5	41.2	1.9	16.7	4.7	0.5
2022	84	6	6	10	870	84.2	21.3	1.7	12.0	8.1	1.1
2023	122	12	13	17	1,768	103.2	18.0	2.5	12.0	14.9	1.1

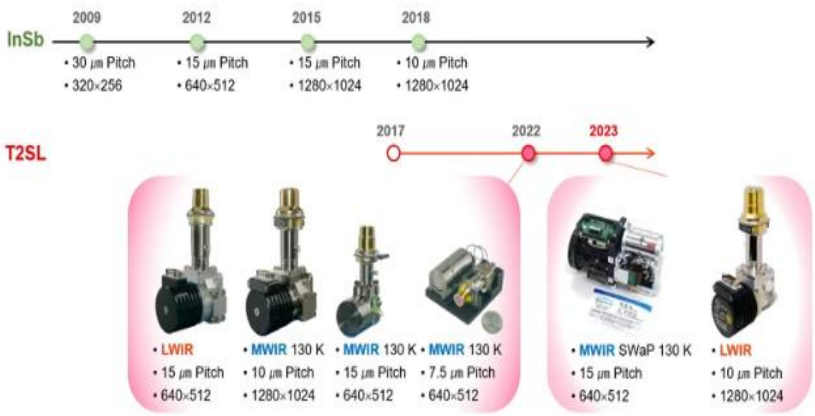
** K-IFRS 연결 기준*

<그림1> 우주 위성용 T2SL 디바이스

Item	MWIR	VLWIR
TRL	6	6
EMI/EMC	MIL-STD-461F	MIL-STD-461F
ESCC 9020	F2/F3	F2/F3
Spectral Range	3 ~ 5.2 um	10 ~ 12.5 um
Format/Pitch	2048 x 2048 / 10um	1024 x 1024 / 20um
Linearity	< 5%	< 5%
NETD	≤ 25 mK at 80 K	≤ 35 mK at 65 K

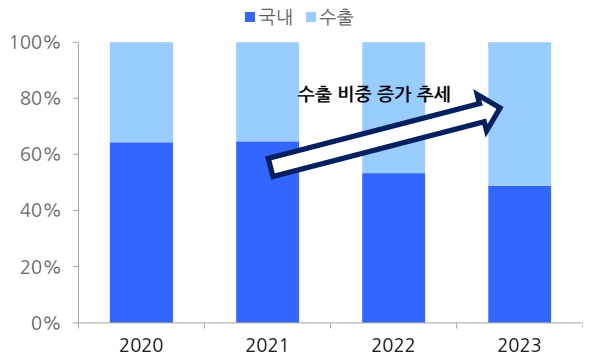
자료 : SPIE, 현대차증권

<그림2> SPIE에서 발표한 아이쓰리시스템의 제품군들



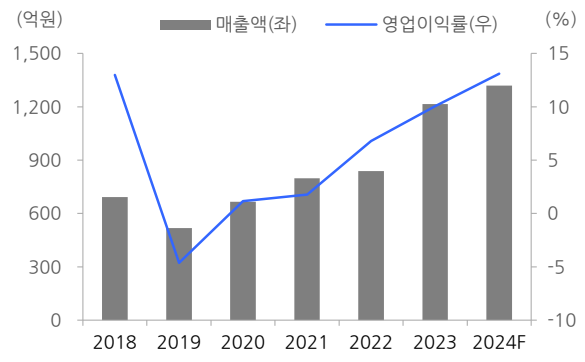
자료 : SPIE, 현대차증권

<그림3> 적외선 영상센서의 국내 및 수출 매출 비중



자료 : 아이쓰리시스템, 현대차증권

<그림4> 아이쓰리시스템 실적 추이 및 전망



자료 : 아이쓰리시스템, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**52**	**67**	**80**	**84**	**122**
증가율 (%)	-25.0	28.3	19.8	5.2	45.0
매출원가	**47**	**56**	**69**	**69**	**97**
매출원가율 (%)	90.9	84.3	86.9	81.9	80.0
매출총이익	**5**	**10**	**10**	**15**	**24**
매출이익률 (%)	9.1	15.7	13.1	18.1	20.0
증가율 (%)	-70.9	121.3	0.2	45.4	60.1
판매관리비	**7**	**10**	**9**	**10**	**12**
판관비율(%)	13.7	14.5	11.3	11.3	10.0
EBITDA	**3**	**6**	**7**	**10**	**17**
EBITDA 이익률 (%)	5.1	9.7	9.3	12.1	14.0
증가율 (%)	-80.8	145.9	14.3	37.3	67.1
영업이익	**-2**	**1**	**1**	**6**	**12**
영업이익률 (%)	-4.6	1.2	1.8	6.8	10.0
증가율 (%)	적전	흑전	83.5	303.1	114.6
영업외손익	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**
금융수익	1	1	1	0	1
금융비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	1
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**-2**	**1**	**2**	**6**	**13**
세전계속사업이익률	-3.4	1.9	2.9	7.4	10.9
증가율 (%)	적전	흑전	81.1	168.5	113.8
법인세비용	-2	-2	-1	0	1
계속사업이익	0	3	3	6	13
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**0**	**3**	**3**	**6**	**13**
당기순이익률 (%)	0.3	4.5	4.2	7.4	10.3
증가율 (%)	-98.2	1,574.5	11.5	84.2	103.2
지배주주지분 순이익	0	3	3	6	13
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	0	3	3	6	13

(단위: 십억원)

재무상태표	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	**51**	**74**	**64**	**68**	**85**
현금성자산	12	11	9	15	19
단기투자자산	0	0	0	0	1
매출채권	9	5	6	6	6
재고자산	24	27	33	44	47
기타유동자산	1	3	5	2	5
비유동자산	**41**	**43**	**44**	**46**	**47**
유형자산	34	33	33	32	36
무형자산	0	0	0	0	0
투자자산	1	1	1	1	1
기타비유동자산	6	8	9	12	9
기타금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**92**	**117**	**108**	**113**	**131**
유동부채	**16**	**30**	**31**	**29**	**38**
단기차입금	2	0	0	0	0
매입채무	3	3	5	7	6
유동성장기부채	1	1	2	2	2
기타유동부채	10	26	24	20	30
비유동부채	**6**	**16**	**3**	**6**	**3**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	6	4	2	4	2
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	12	1	2	1
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**23**	**46**	**34**	**35**	**41**
지배주주지분	69	71	73	79	90
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	26	26	26	26	26
자본조정 등	-3	-4	-4	-4	-4
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	42	45	47	53	64
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**69**	**71**	**73**	**79**	**90**

(단위: 십억원)

현금흐름표	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동으로인한현금흐름	**1**	**33**	**-12**	**-1**	**22**
당기순이익	0	3	3	6	13
유형자산 상각비	5	6	6	4	5
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-2	26	-21	-12	3
기타	-2	-1	-1	1	2
투자활동으로인한현금흐름	**-3**	**-29**	**12**	**5**	**-14**
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-10	-5	-6	-4	-7
기타	7	-24	18	9	-6
재무활동으로인한현금흐름	**2**	**-5**	**-2**	**1**	**-4**
차입금의 증가(감소)	4	-4	-2	2	-2
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-2	0	-1	-1	-1
기타	0	-1	0	0	-1
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	**0**	**-1**	**-2**	**6**	**4**
기초현금	11	12	11	9	15
기말현금	12	11	9	15	19

(단위: 원,배,%)

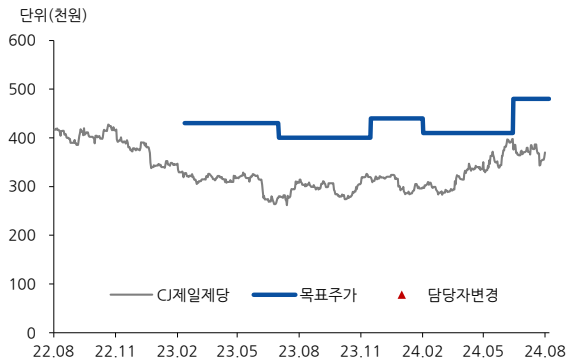
주요투자지표	2019	2020	2021	2022	2023
EPS(당기순이익 기준)	25	424	472	870	1,768
EPS(지배순이익 기준)	25	424	472	870	1,768
BPS(자본총계 기준)	9,715	9,948	10,306	11,068	12,637
BPS(지배지분 기준)	9,715	9,948	10,306	11,068	12,637
DPS	70	100	100	200	350
P/E(당기순이익 기준)	865.4	51.0	41.2	21.3	18.0
P/E(지배순이익 기준)	865.4	51.0	41.2	21.3	18.0
P/B(자본총계 기준)	2.3	2.2	1.9	1.7	2.5
P/B(지배지분 기준)	2.3	2.2	1.9	1.7	2.5
EV/EBITDA(Reported)	56.5	18.6	16.7	12.0	12.0
배당수익률	0.3	0.5	0.5	1.1	1.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-98.2	1,574.5	11.5	84.2	103.2
EPS(지배순이익 기준)	-98.2	1,574.5	11.5	84.2	103.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	0.3	4.3	4.7	8.1	14.9
ROE(지배순이익 기준)	0.3	4.3	4.7	8.1	14.9
ROA	0.2	2.9	3.0	5.6	10.3
안정성 (%)					
부채비율	32.6	65.5	47.0	44.1	46.1
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	NA	11.0	34.1	205.8	428.0

** K-IFRS 개별기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.02.24	BUY	430,000	-28.11	-23.60
2023.07.14	BUY	400,000	-25.95	-18.50
2023.11.28	BUY	440,000	-30.54	-26.36
2024.02.14	BUY	410,000	-19.72	-2.93
2024.06.27	BUY	480,000	-22.95	-19.48
2024.08.14	BUY	480,000		

▶ 최근 2년간 CJ제일제당 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

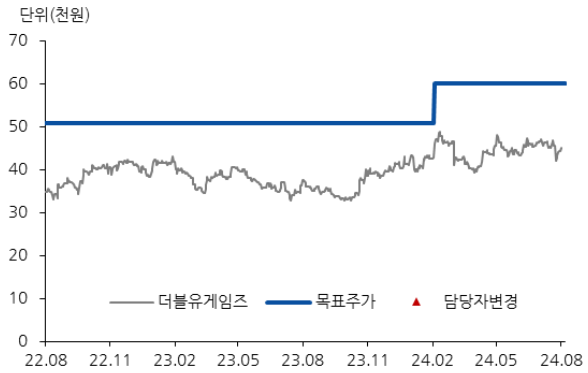
일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.04.11	M.PERFORM	63,000	-9.39	-24.68
2022.10.11	AFTER 6M	63,000	-12.58	-8.89
2022.10.31	BUY	66,000	5.95	36.67
2023.05.01	AFTER 6M	66,000	41.78	39.24
2023.05.16	BUY	110,000	10.10	2.09
2023.06.12	M.PERFORM	120,000	-1.73	-18.67
2023.11.14	BUY	120,000	-31.60	-12.17
2024.04.25	BUY	90,000	-23.88	-22.22
2024.05.13	BUY	80,000	-28.64	-24.25
2024.08.14	BUY	70,000		

▶ 최근 2년간 JYP Ent. 주가 및 목표주가

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.05.12	BUY	50,810	-28.54	-18.92
2022.11.12	AFTER 6M	50,810	-22.04	-4.05
2024.06.28	BUY	60,000		

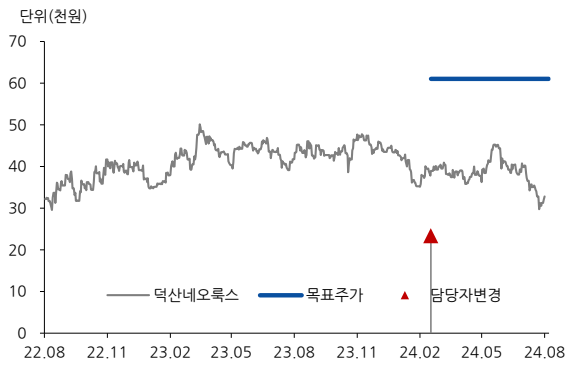
▶ 최근 2년간 더블유게임즈 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.02.24	BUY	53,000	-23.57	-5.47
2024.02.29	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2024.02.29	BUY	61,000	-35.84	-25.82
2024.08.02	BUY	61,000	-48.92	-46.23
2024.08.14	BUY	61,000		

▶ 최근 2년간 덕산네오룩스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.08.14	NOT RATED	-		

▶ 최근 2년간 아이쓰리시스템 주가 및 목표주가

▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2023.07.01~2024.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156건	91.2%
보유	15건	8.8%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.