

# 맥스트 (377030)

SW/SI

## 이혜인

02 3770 5580  
hyein.lee@yuantakorea.com

## 박성호

02 3770 5657  
sungho.park@yuantakorea.com

| 투자의견       | Not Rated (I) |
|------------|---------------|
| 목표주가       | -             |
| 현재주가 (8/9) | 80,000원       |
| 상승여력       | -             |

|             |                     |
|-------------|---------------------|
| 시가총액        | 6,827억원             |
| 총발행주식수      | 8,533,491주          |
| 60일 평균 거래대금 | 2,341억원             |
| 60일 평균 거래량  | 3,088,186주          |
| 52주 고       | 84,900원             |
| 52주 저       | 39,000원             |
| 외인지분율       | 0.24%               |
| 주요주주        | 박재완 외 7 인<br>34.51% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
|----------|-----|-----|------|
| 절대       | 0.0 | 0.0 | 0.0  |
| 상대       | 0.0 | 0.0 | 0.0  |
| 절대(달러환산) | 0.0 | 0.0 | 0.0  |

## 메타버스 AR기술 플랫폼 기업

### 글로벌 AR 시장 성장 본격화

글로벌 AR시장은 2019년(e) 107억달러 → 2024년(e) 727억달러로 증가해 CAGR 46.6%의 폭발적인 성장세 시현 전망. 특히, 2022년부터 AR헤드셋, AR글라스 등 AR 디바이스의 시장 보급 가속화 예상

국내 시장에서도 1) COVID-19 이후 비대면 경제활동 활성화, 2) 정부의 AR·VR 콘텐츠 개발 계획 발표, 3) 5G 통신인프라 구축에 따른 대용량/고품질 콘텐츠 유통 등으로 인해 AR시장의 본격적인 개화기에 진입 중

### AR 기반기술 확보에 따른 시장 영향력 확대 기대

동사는 자체 개발한 AR엔진을 바탕으로 한 AR솔루션 사업과 AR개발플랫폼 사업 영위. 동사는 AR산업의 기반기술인 Tracking 기술을 확보한 가운데, 가상공간 맵핑기술인 SLAM, 가상 플랫폼 구현기술인 VPS를 고도화시킨 상태. 경쟁사들 대비 차별화되는 자체 기술군을 확보한 점, 구축 기반의 라이선스 과금 모델을 보유한 점이 강점으로 평가

동사의 공모 직전 기준으로, 현대차와 만도는 동사 지분 5.2%, 6.6%씩을 확보해 상호간 협력관계 구축. 동사와 현대차는 AR 매뉴얼, Last Mile 프로젝트 등 AR기술 활용 사업 분야에 서 지속적으로 협업 중

### 매출 가이드선스 기준, 2023E PSR 27.3배

글로벌 AR산업 관련 기업들(PTC, Vuzix, SNAP)의 2021년 상반기 주가 평균 수익률(YTD)은 약 71%에 달했음. 메타버스 및 AR 산업 성장에 대한 기대감이 점증되는 가운데, 준비된 AR 기업들에 대한 관심이 급증하고 있는 것

동사는 매출 가이드선스로 2021년 77억원(YoY +31%) → 2022년 164억원(YoY +113%) 제시. 동 가이드선스 기준으로, 동사의 現 주가는 2022E PSR 41.6배, 2023E PSR 27.3배 수준. AR시장의 성장성과 동사의 기술력이 높게 평가되면서, 동사의 매출 성장 잠재력에 대한 시장 기대치가 빠르게 커지고 있는 상황

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(억원, 원, %, 배)

| 결산 (월) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액    | 20    | 77    | 164   | 250   |
| 영업이익   | -25   | -6    | 46    | 94    |
| 지배순이익  | -89   | -6    | 46    | 82    |
| PER    | -     | -     | 148.2 | 83.2  |
| PBR    | -     | 38.3  | 30.5  | 22.3  |
| ROE    | -     | -     | 20.5  | 26.8  |

주: 2021~23E 추정치는 회사 증권신고서 기준. 자료: 유안타증권

## Contents

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1. 결론: 메타버스 생태계 조성을 견인할 기술 사업자    | 03 |
| 2. 사업 및 수익구조                      | 05 |
| - 부문별 사업구조                        | 05 |
| - 수익 구조: 라이선스 기반의 과금 모델           | 07 |
| 3. 글로벌 AR 시장 및 주요 기업 Valuation 비교 | 08 |
| 4. 투자포인트                          | 12 |
| - (1) AR시장의 본격적인 성장               | 12 |
| - (2) 시장선점을 위한 기반기술 확보            | 14 |
| - (3) SLAM과 VPS로 확장될 사업모델         | 16 |

## 1. 결론: 메타버스 생태계 조성을 견인할 기술 사업자

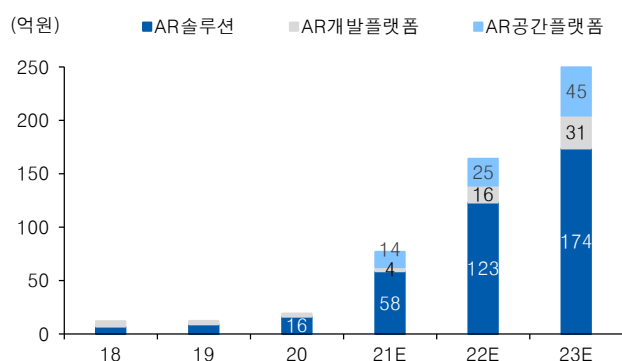
맥스트(377030)는 2010년에 설립된 AR 엔진 개발 기업이다. 동사의 매출은 2020년 기준으로 AR솔루션 사업(비중 80%)과 AR개발 플랫폼 사업(비중 20%)으로 구성된다. 동사의 외형성장을 즉각적으로 견인할 사업부문은 AR솔루션 사업이나, 궁극적으로 동사의 기업가치를 증폭시킬 사업은 AR 공간플랫폼 사업이 될 것이다. 또한, 동사는 국내에서 유일하게 AR SDK(AR앱 및 콘텐츠 저작도구)를 제공하는 플랫폼 운영기업이다. 동사는 현실세계 기반의 메타버스를 구현할 수 있는 VPS 기술(AR+AI 결합 기술)을 개발한 상태이고, 동 기술 기반의 AR공간플랫폼 사업을 준비 중에 있다. 동사는 AR 원천기술을 보유한 관계로, 향후 민간 및 공공 영역에서 메타버스 사업기회 선점이 가능할 것으로 기대된다.

동사는 2016~19년 다수의 FI 및 SI로부터 약 120억원에 달하는 투자를 유치한 바 있다. 주요 SI 중의 하나인 현대자동차는 2016년 시리즈A 단계에서 투자에 참여해 현재 동사 지분 4.6%를 보유 중에 있다. 동사는 현대자동차가 2014년에 선정했던 사외벤처 1호 기업이다. 동사와 현대자동차는 이를 계기로 AR 매뉴얼을 포함한 AR기술 사업 분야에서 지속적으로 협업 중이다. 2019년에는 만도(주)가 시리즈B 투자에 참여해 동사의 상장시점 기준으로 지분 5.2%를 확보했으나, 최근 지분 일부를 매도한 것으로 확인된다.

동사는 2021년 7월 코스닥 상장을 통해 신규 자본 155억원을 확충했다. 상장은 100% 신주 발행으로 진행됐으며, 공모가는 15,000원이었다(※공모가 기준 시가총액 1,316억원). 공모가 15,000원은 동사의 2023년 순이익 가이던스(82억원) 기준 PER 16배 수준에 해당한다.

2021년은 동사의 AR기술에 기반한 사업들의 수익화가 본격화되는 원년이 될 것이다. 구체적으로, 1) AR솔루션 고객사 확대, 2) AR콘텐츠 제작물량 증가에 따른 플랫폼 수익 증가가 기대된다. 2022년부터 AR헤드셋, AR글라스 등 AR 디바이스의 시장 보급 가속화가 예상되고 있다. 이로 인해, 핵심 AR기술을 보유한 기업들이 시장에서 부각될 가능성이 높다. 동사가 가진 기술력과 사업구조를 고려하면, AR·메타버스 산업 개화의 최대 수혜 기업 중의 하나로 부상할 것이란 판단이다.

[그림 1] 맥스트 사업부문별 실적 및 가이던스 추이



자료: 맥스트, 유안타증권 리서치센터 (주: 21E~23E 매출액은 회사 가이던스 기준)

[표 1] 맥스트 상장 당시 실적 가이던스 및 Valuation 지표

| (억원, %, 배)       | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|
| 매출액              | 77    | 164   | 250   |
| YoY(%)           | 288%  | 113%  | 52%   |
| 영업이익             | -6    | 46    | 94    |
| OPM(%)           | -8%   | 28%   | 38%   |
| 지배순이익            | -6    | 46    | 82    |
| P/E(공모가 15,000원) | -     | 27.8  | 15.6  |
| P/S(공모가 15,000원) | 16.6  | 7.8   | 5.1   |

자료: 맥스트, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 맥스트 공모 전후 주주구성

(단위: 주)

| 구분   |        | 주주명                            | 공모 전      |           | 공모 후 (스톡옵션 제외 기준) |        | 상장 후   |
|------|--------|--------------------------------|-----------|-----------|-------------------|--------|--------|
|      |        |                                | 주식수       | 지분율       | 주식수               | 지분율    | 매도제한기간 |
| 유통제한 | 최대주주 등 | 박재완                            | 1,800,900 | 24.0%     | 1,800,900         | 21.1%  | 2년     |
|      |        | 김승균                            | 384,584   | 5.1%      | 384,584           | 4.5%   | 2년     |
|      |        | 권기석                            | 384,584   | 5.1%      | 384,584           | 4.5%   | 2년     |
|      |        | 최진민                            | 150,000   | 2.0%      | 150,000           | 1.8%   | 1년 6개월 |
|      |        | 조규성                            | 100,000   | 1.3%      | 100,000           | 1.2%   | 1년 6개월 |
|      |        | 허한솔                            | 70,000    | 0.9%      | 70,000            | 0.8%   | 1년 6개월 |
|      |        | 소 계                            | 2,890,068 | 38.5%     | 2,890,068         | 33.9%  | -      |
|      | 기타주주   | 현대자동차주                         | 192,300   | 2.6%      | 192,300           | 2.3%   | 1개월    |
|      |        | 주식회사 만도                        | 245,278   | 3.3%      | 245,278           | 2.9%   | 1개월    |
|      |        | 엘앤에스 신성장동력 GlobalStar 투자조합     | 382,197   | 5.1%      | 382,197           | 4.5%   | 1개월    |
|      |        | 2015 KIF-인터베스트 IT 디지털콘텐츠전문투자조합 | 189,897   | 2.5%      | 189,897           | 2.2%   | 1개월    |
|      |        | 로그 성장기여4차펀드                    | 189,795   | 2.5%      | 189,795           | 2.2%   | 1개월    |
|      |        | 와이지인베스트먼트                      | 140,000   | 1.9%      | 140,000           | 1.6%   | 1개월    |
|      |        | 파트너스8호성장지원투자조합                 | 490,557   | 6.5%      | 490,557           | 5.8%   | 1개월    |
|      |        | 소 계                            | 1,830,024 | 24.4%     | 1,830,024         | 21.5%  | -      |
|      | 소액주주   | DS 자산운용                        | 294,117   | 3.9%      | 294,117           | 3.5%   | 1개월    |
|      |        | 하나금융투자                         | 490,557   | 6.5%      | 245,278           | 2.9%   | 6개월    |
|      |        |                                |           | 245,279   | 2.9%              | 1개월    |        |
|      |        | 하나금융투자(상장주선인 의무인수분)            | -         | -         | 30,000            | 0.4%   | 3개월    |
|      |        | 기타(개인)                         | 50,000    | 0.7%      | 50,000            | 0.6%   | 1년     |
|      |        | 우리사주조합                         | -         | -         | 189,106           | 2.2%   | 1년     |
|      | 소 계    | 834,674                        | 11.1%     | 1,053,780 | 12.4%             | -      |        |
|      | 소 계    |                                | 5,554,766 | 74.0%     | 5,773,872         | 67.7%  | -      |
| 유통가능 | 기타주주   | 현대자동차주                         | 192,300   | 2.6%      | 192,300           | 2.3%   | -      |
|      |        | 주식회사 만도                        | 245,279   | 3.3%      | 245,279           | 2.9%   | -      |
|      |        | 엘앤에스 신성장동력 GlobalStar 투자조합     | 382,198   | 5.1%      | 382,198           | 4.5%   | -      |
|      |        | 2015 KIF-인터베스트 IT 디지털콘텐츠전문투자조합 | 189,898   | 2.5%      | 189,898           | 2.2%   | -      |
|      |        | 유안타증권(집합투자)                    | 265,000   | 3.5%      | 265,000           | 3.1%   | -      |
|      |        | 기타(개인)                         | 231,820   | 3.1%      | 231,820           | 2.7%   | -      |
|      |        | 소 계                            | 1,506,495 | 20.1%     | 1,506,495         | 17.7%  | -      |
|      | 소액주주   | DS 자산운용                        | 294,118   | 3.9%      | 294,118           | 3.5%   | -      |
|      |        | 기존주주                           | 148,112   | 2.0%      | 148,112           | 1.7%   | -      |
|      |        | 공모주주                           | -         | -         | 810,894           | 9.5%   | -      |
|      |        | 소 계                            | 442,230   | 5.9%      | 1,253,124         | 14.7%  | -      |
|      | 소 계    |                                | 1,948,725 | 26.0%     | 2,759,619         | 32.3%  | -      |
|      | 합 계    |                                | 7,503,491 | 100.0%    | 8,533,491         | 100.0% | -      |

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 맥스트 기관투자자 의무보유 확약기간별 배정현황

(단위: 주, %)

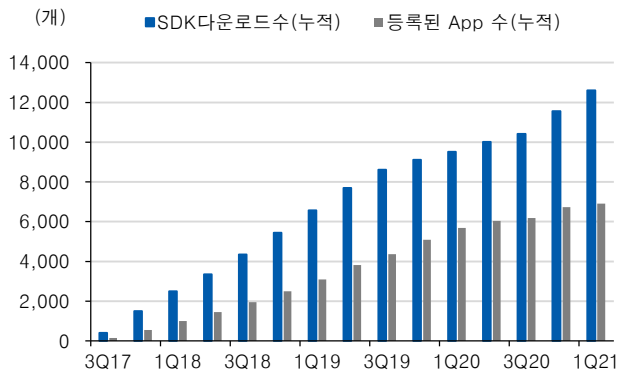
| 확약기간 | 배정수량(주) | 비중(%) | 보호예수 해제 예정일 |
|------|---------|-------|-------------|
| 6개월  | 244,596 | 43.6  | 2022-01-27  |
| 3개월  | 176,293 | 31.4  | 2021-10-27  |
| 1개월  | 29,739  | 5.3   | 2021-08-27  |
| 15일  | 5,672   | 1.0   | 2021-08-11  |
| 미확약  | 104,594 | 18.7  | -           |
| 합계   | 560,894 | 100.0 |             |

자료: 유안타증권 리서치센터



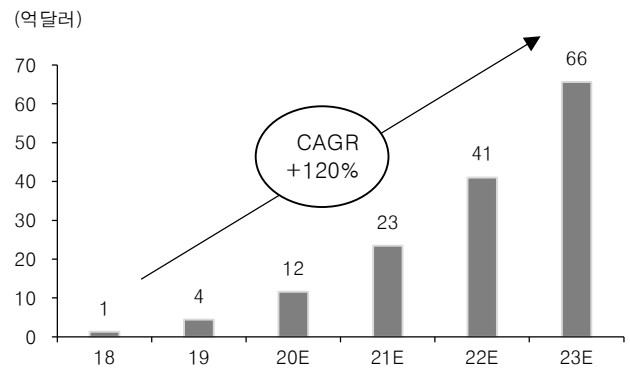
㉞ **AR 개발플랫폼**: 동사는 AR 개발플랫폼 운영사 중에 유일한 한국 기업으로 『MASXT AR SDK』를 운영하고 있다. 동 플랫폼에서는 AR 콘텐츠 저작도구를 제공한다. 동 사업모델은 App 다운로드수 또는 하드웨어 판매량에 연동하여 플랫폼 이용에 따른 라이선스 비용을 과금하는 구조이다. 최근 수년간 동사 플랫폼을 활용하는 AR 콘텐츠(앱) 개발사들이 국내와 해외에서 모두 유의미하게 증가하는 모습이 포착된다. 여기에, 스마트글라스, Light Field Display 등 하드웨어 개발이 가속화될 경우, AR 엔진 탑재 수요가 증가하면서 동 플랫폼의 수혜가 기대된다. 2020년 플랫폼 매출은 3억원으로, 전체 매출의 15%에 해당된다. AR 개발 플랫폼 시장은 기술적으로 난도가 높은 시장으로 과점적 지위를 가진 사업자가 존재해 진입이 쉽지 않다. 이러한 시장에서, 동사 점유율의 빠른 확대는 기대하기 어렵지만, AR 콘텐츠 시장 자체의 성장성이 높은만큼 유의미한 매출창출의 기회는 충분히 기대해볼 수 있다.

[그림 5] MAXST AR SDK 사용 현황



자료: 맥스트, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 글로벌 AR 개발 플랫폼 시장 규모 및 전망



자료: ARtillery Intelligence(2019), 유안타증권 리서치센터

㉟ **AR 공간플랫폼**: 동사는 자체 확보한 VPS 기술을 바탕으로 현실 공간(e.g. 쇼핑몰, 병원, 놀이시설 등)에 대한 3차원 AR 지도 제작 및 AR 콘텐츠 제작 사업을 진행하고 있다. 2H21 코엑스에서 시범 서비스를 시작하면서 동 사업부문 매출이 처음으로 발생할 예정에 있다. VPS 기술을 활용시, 광범위한 실내공간이나 도시 규모의 실외 공간에서도 AR 서비스가 가능해지는 관계로 기존 대비 사업 규모와 기회가 비약적으로 확장될 것으로 예상된다. 동사는 2021년 정부가 추진 중인 ‘XR 메타버스 생태계 구축 프로젝트’에서 플랫폼 구축 주관사로 선정되기도 했다.

## [수익 구조 : 라이선스 기반의 과금 모델]

동사는 2021년까지 적자 지속이 예상된다. 현재의 고정비성 영업비용 대비 절대 매출규모가 낮기 때문이다. 여기에, 신규 인력 채용에 따른 인건비 증가도 단기적 관점의 부담요인이다.

[표 4] 맥스트의 실적 추이 및 가이드스

(단위: 억원)

|           | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 13   | 12   | 19   | 77    | 164   | 250   |
| -AR 솔루션   | 7    | 9    | 16   | 58    | 123   | 174   |
| -AR 개발플랫폼 | 5    | 3    | 3    | 4     | 16    | 31    |
| -AR 공간플랫폼 | -    | -    | -    | 14    | 25    | 45    |
| 성장률       | -    | -5%  | 58%  | 301%  | 113%  | 52%   |
| -AR 솔루션   | -    | 28%  | 82%  | 260%  | 110%  | 41%   |
| -AR 개발플랫폼 | -    | -36% | -8%  | 40%   | 283%  | 95%   |
| -AR 공간플랫폼 | -    | -    | -    | -     | 77%   | 77%   |
| 영업비용      | 24   | 29   | 45   | 83    | 118   | 155   |
| -인건비      | -    | -    | 23   | 32    | 54    | 77    |
| 영업이익      | -11  | -17  | -25  | -6    | 46    | 94    |
| OPM       | -    | -    | -    | -     | 28%   | 38%   |
| 당기순이익     | -11  | -97  | -89  | -6    | 46    | 82    |

자료: 맥스트, 유안타증권 리서치센터

하지만, 동사의 사업모델은 구독 기반의 라이선스 과금 모델인 관계로, 고객 기반 증가가 매출로 직결되며 락인효과가 더해진다는 점에서 매력적인 것으로 평가된다. 매출은 지속적으로 우상향 흐름을 보일 것이 확실시되는 가운데, 비용단에서는 플랫폼 서비스 매출액 및 기술 라이선스(로열티) 매출과 매칭되는 추가적인 원가 부담이 적어 고정비 커버 이후 폭발적인 영업 레버리지 효과를 기대할 수 있다.

동사는 매출 가이드스로 2021년(e) 77억원(YoY +31%) → 2022년(e) 164억원(YoY +113%)을 제시하고 있다. 매출 가이드스 부합시, 2022년 영업이익 흑자전환은 무난할 것으로 판단된다. 동사의 단기 외형 성장에 큰 기여를 할 것으로 예상되는 요인으로는 1)AR 솔루션 고객사 확대, 2)AR 콘텐츠 제작 물량 증가 등을 꼽을 수 있다.

[표 5] 맥스트의 사업 부문별 과금 체계

| 부문     | 구분                  | 상품명          | 제공방식 | 판매채널  | 수익구조      |
|--------|---------------------|--------------|------|-------|-----------|
| AR 플랫폼 | AR 개발 플랫폼           | MAXST AR SDK | SaaS | 홈페이지  | 라이선스      |
|        | 공간기반 AR 콘텐츠 서비스 플랫폼 | 미정           | SaaS | 홈페이지  | 라이선스      |
| AR 솔루션 | 산업용 AR 솔루션          | MAXWORK      | 구축형  | 직접 구축 | 구축비+ 라이선스 |
|        |                     |              | SaaS | 홈페이지  | 라이선스      |
|        | AR 디바이스솔루션          | 미정           | 구축형  | 직접 구축 | 구축비+ 라이선스 |

자료: 맥스트, 유안타증권 리서치센터

### 3. 글로벌 AR 시장 및 주요 기업 Valuation 비교

미국의 소프트웨어 기업인 PTC는 AR 개발플랫폼 겸 솔루션인 Vuforia를 보유하고 있으며, AR 개발플랫폼 시장과 AR솔루션 시장 양쪽에서 강력한 1위 사업자로서 군림하고 있다. 맥스트는 사업 초기, PTC의 Vuforia에 대한 벤치마킹을 통해 AR 시장에 진입했으며, 현재는 경쟁사들과 차별화되는 기술군을 개발해 지속적인 고객 확대를 모색하고 있다.

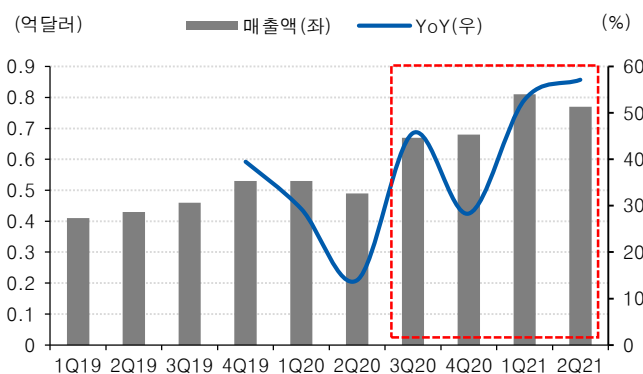
1위 사업자인 PTC의 AR플랫폼 및 솔루션 사업 매출은 PTC의 'Growth' 카테고리 사업 매출에 포함되어 있다. 동 카테고리 매출 성장 흐름을 통해 시장 성장의 강도를 간접적으로 느껴볼 수 있다. PTC의 2020년 Growth 사업군 매출은 2.2억달러(YoY +33%)로 증가했다. PTC는 1Q21 실적발표를 통해 AR사업부문의 성장이 시장 성장세와 유사한 흐름을 보이고 있다고 밝힌 바 있다. (※1Q21 Growth 사업군 매출 YoY +53%)

[표 6] Peer 기업 PTC와 맥스트 비교

|                   | PTC                          | 맥스트                           |
|-------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 설립연도              | 1985년                        | 2010년                         |
| AR 사업 진출시기        | 2015년<br>(퀄컴 자회사 Vuforia 인수) | 2012년<br>(국내 최초 AR SDK 시장 출시) |
| AR 개발플랫폼명         | Vuforia                      | MAXST                         |
| 이용 개발자 수          | 500만명                        | 1만명                           |
| 상용앱 출시 개수(누적)     | 6만개                          | 6천개(PTC 대비 10%)               |
| 관련 매출액(2020년도 기준) | 2.2억\$(*IoT 솔루션 매출액 포함)      | 20억원                          |
| 전체 매출비중           | 15%                          | 100%                          |
| 시가총액(21.08.09 기준) | 159억\$ (약 18조원)              | 6,827억원                       |

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] PTC의 Growth Product 매출 추이



주: Vuforia 관련 매출은 Growth Product 부문 매출에 포함됨  
자료: PTC, 유안타증권 리서치센터

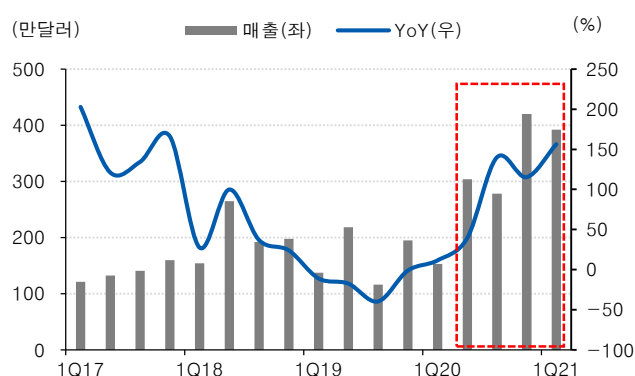
[그림 8] PTC 시가총액 및 12MF PSR 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

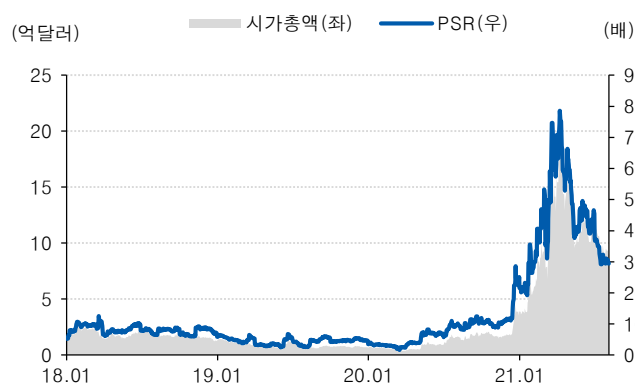
글로벌 AR 관련 기업들의 기업가치는 2021년 들어 폭발적인 상승세를 시현 중에 있다. 업종 내 주요 기업들(i.e. PTC, Vuzix, SNAP)의 1H21 평균 주가 수익률(YTD)은 71%에 달할 정도이다. AR소프트웨어 기업 PTC의 주가는 2022E PSR 기준 8.3배, AR하드웨어 제조기업 Vuzix와 AR플랫폼 Snap은 약 20배 수준이다. 이들은 2020년 COVID-19를 계기로 매출이 기존 레벨 대비 한단계 도약했다는 공통점을 갖고 있다. 메타버스 산업 성장에 대한 기대감이 어느 때보다 높아진 가운데, 시장 성장의 과실을 누리기 용이한 준비된 AR 기업들에 대한 관심이 급증하고 있다.

[그림 9] Vuzix(AR 글라스 및 헤드셋 제조기업) 매출액 추이



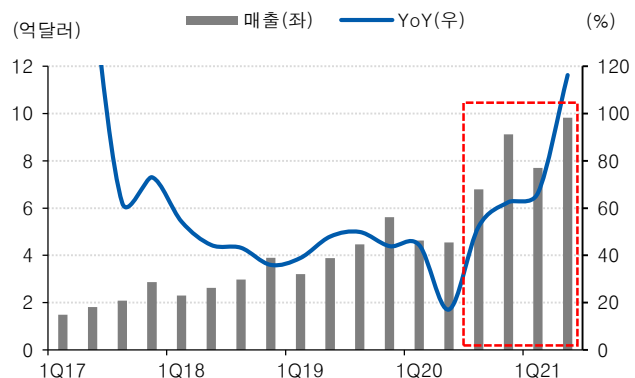
자료: Vuzix, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] Vuzix 시가총액 및 12MF PSR 추이



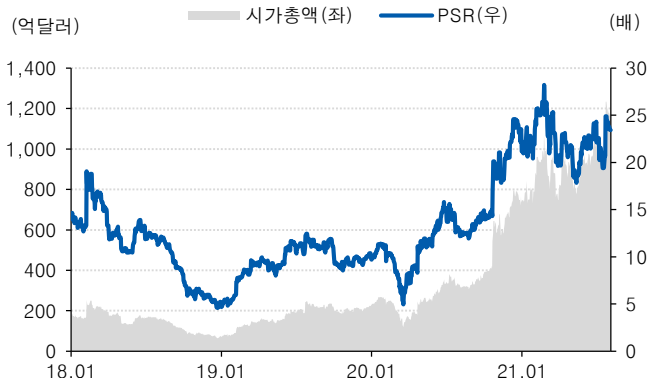
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] SNAP(AR 광고 플랫폼 기업) 매출액 추이



자료: SNAP, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] SNAP 시가총액 및 12MF PSR 추이



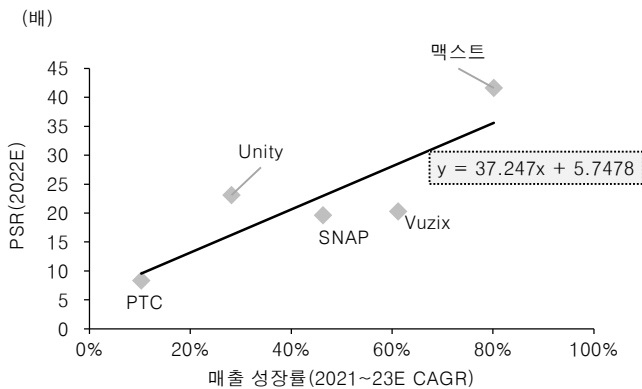
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

국내 증시에선 2021년 7월 27일, 맥스트가 AR플랫폼 기업으로 최초로 코스닥 시장에 입성했다. 동사의 주가는 공모가 기준 1.5만원 → 8.0만원(8월 9일)으로 단기 급등한 상태이다. 맥스트의 매출 가이드스 기준으로, 現 주가는 2022E PSR 41.6배에 달한다. AR시장의 성장성과 동사의 기술력이 높게 평가되면서, 동사의 매출 성장 잠재력에 대한 시장 기대치가 빠르게 커지고 있다.

당사는 동사에 대한 Valuation 참고지표로 PSG(PSR/3개년 예상 매출 CAGR)를 제시한다. 산업성장 초기의 폭발적인 매출성장성을 반영해 peer 기업들과 비교하기 위함이다. 동사의 現 주가는 2022E PSG 0.5배(회사 매출 가이드스 기준)로, 글로벌 Top-tier 소프트웨어 peer인 PTC와 Unity의 0.8배 수준과 AR하드웨어(Vuzix) 및 AR플랫폼(Snap)의 0.3~0.4배 수준의 중간 지점에서 거래되고 있다.

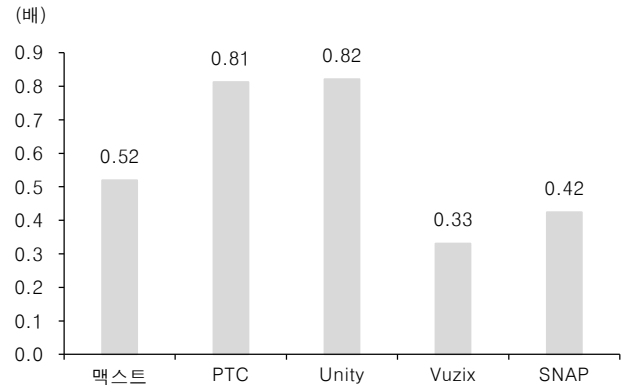
AR소프트웨어 엔진 기업인 맥스트는 하드웨어 기업 대비 사업모델의 확장성이 크고 수익성 확보에도 우위가 있다는 장점이 있다. 다만, 동사는 AR시장이 태동 단계에 불과한 한국의 사업자로, 매출 성장의 가시성이 확보된 글로벌 엔진 기업 Unity 대비론 Multiple Discount 요인이 존재한다는 판단이다.

[그림 13] AR 관련 기업들의 2022E PSR - 매출 성장률 비교



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] AR 관련 기업들의 PSG(2022E PSR/매출 CAGR(2021~23E)) 비교



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 7] 맥스트 Peer 및 참고기업 Valuation

|       |      | AR 소프트웨어 |      |        | 게임엔진   | AR H/W |        | 플랫폼     |        |           | 콘텐츠 제작 |
|-------|------|----------|------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|-----------|--------|
|       |      | 맥스트      | 버넥트  | PTC    | Unity  | Vuzix  | KOPN   | SNAP    | Roblox | Facebook  | 자이언트스텝 |
|       |      | (억원)     | (억원) | (백만달러) | (백만달러) | (백만달러) | (백만달러) | (백만달러)  | (백만달러) | (백만달러)    | (억원)   |
| 시가총액  |      | 6,827    | 비상장  | 15,890 | 29,898 | 854    | 535    | 120,132 | 44,401 | 1,024,896 | 8,429  |
| 2018  | 매출액  | 13       | 23   | 1,242  | 381    | 8      | 24     | 1,180   | 325    | 55,838    | 205    |
|       | 영업이익 | -11      | 7    | 73     | -130   | -22    | -40    | -1,268  | -88    | 24,913    | -25    |
|       | 순이익  | -11      | 6    | 52     | -132   | -22    | -35    | -1,256  | -88    | 22,111    | -22    |
|       | PER  | -        | -    | 232.2  | -      | -      | -      | -       | -      | 17.3      | -      |
|       | PBR  | -        | -    | 14.3   | -      | 4.4    | 1.7    | 3.1     | -      | 4.4       | -      |
|       | ROE  | -        | -    | 5.9    | -      | -91.4  | -54.8  | -47.4   | -      | 27.9      | -21.3  |
|       | PSR  | -        | -    | 10.0   | -      | 16.2   | 3.3    | 6.1     | -      | 6.8       | -      |
| 2019  | 매출액  | 12       | 27   | 1,256  | 542    | 7      | 30     | 1,716   | 508    | 70,697    | 212    |
|       | 영업이익 | -17      | 3    | 63     | -151   | -27    | -26    | -1,103  | -76    | 23,986    | -27    |
|       | 순이익  | -97      | 0    | -27    | -163   | -26    | -30    | -1,034  | -71    | 18,485    | -31    |
|       | PER  | -        | -    | 228.4  | -      | -      | -      | -       | -      | 31.9      | -      |
|       | PBR  | -        | -    | 6.5    | -      | 2.7    | 1.2    | 10.2    | -      | 5.8       | -      |
|       | ROE  | -        | -    | -2.6   | -46.0  | -103.9 | -77.2  | -45.2   | -      | 20.0      | -37.6  |
|       | PSR  | -        | -    | 6.4    | -      | 9.1    | 1.1    | 13.1    | -      | 8.3       | -      |
| 2020  | 매출액  | 20       | 22   | 1,458  | 772    | 12     | 40     | 2,507   | 924    | 85,965    | 202    |
|       | 영업이익 | -25      | -15  | 211    | -275   | -19    | -5     | -862    | -266   | 32,671    | -15    |
|       | 순이익  | -89      | -15  | 131    | -282   | -18    | -4     | -945    | -253   | 29,146    | -14    |
|       | PER  | -        | -    | 55.0   | -      | -      | -      | -       | -      | 27.1      | -      |
|       | PBR  | -        | -    | 6.7    | 20.6   | 8.6    | 8.3    | 32.3    | -      | 6.1       | -      |
|       | ROE  | -        | -    | 9.9    | -23.2  | -55.2  | -15.5  | -41.2   | -      | 25.4      | -13.1  |
|       | PSR  | -        | -    | 6.6    | 33.8   | 29.9   | 5.7    | 29.1    | -      | 9.1       | -      |
| 2021E | 매출액  | 77       | -    | 1,750  | 1,012  | 22     | 44     | 4,160   | 2,434  | 118,805   | 352    |
|       | 영업이익 | -6       | -    | 572    | -291   | -23    | -12    | 396     | 538    | 48,257    | 40     |
|       | 순이익  | -6       | -    | 418    | -102   | -23    | -12    | 459     | 521    | 45,416    | 39     |
|       | PER  | -        | -    | 38.2   | -      | -      | -      | 265.7   | 237.6  | 22.5      | 137.1  |
|       | PBR  | 38.3     | -    | 8.0    | 16.8   | -      | -      | 39.5    | 79.5   | 6.6       | 16.3   |
|       | ROE  | -        | -    | 18.7   | -18.5  | -      | -35.8  | -6.1    | -172.1 | 27.5      | 16.3   |
|       | PSR  | 88.7     | -    | 9.1    | 29.5   | 38.8   | 12.1   | 28.9    | 18.2   | 8.6       | 11.9   |
| 2022E | 매출액  | 164      | -    | 1,907  | 1,294  | 42     | 50.8   | 6,126   | 3,057  | 142,233   | 472    |
|       | 영업이익 | 46       | -    | 623    | -331   | -17    | -12    | 1,086   | 433    | 55,910    | 121    |
|       | 순이익  | 46       | -    | 450    | -47    | -17    | -10    | 1,206   | 555    | 51,025    | 114    |
|       | PER  | 148.2    | -    | 34.4   | -      | -      | -      | 118.9   | 227.8  | 19.6      | 46.5   |
|       | PBR  | 30.5     | -    | 7.8    | 17.3   | -      | -      | 29.0    | 101.9  | 5.2       | 12.1   |
|       | ROE  | 20.5     | -    | 16.6   | -19.1  | -      | -38.3  | 8.6     | -58.3  | 24.2      | 29.8   |
|       | PSR  | 41.6     | -    | 8.3    | 23.1   | 20.3   | 10.5   | 19.6    | 14.5   | 7.2       | 8.9    |
| 2023E | 매출액  | 250      | -    | 2,128  | 1,662  | 57     | -      | 8,899   | 3,709  | 167,142   | 560    |
|       | 영업이익 | 94       | -    | 715    | -382   | -13    | -      | 2,529   | 644    | 66,024    | 178    |
|       | 순이익  | 82       | -    | 532    | 59     | -13    | -      | 2,353   | 746    | 56,054    | 140    |
|       | PER  | 83.2     | -    | 29.0   | 629.4  | -      | -      | 56.0    | 124.5  | 17.2      | 37.9   |
|       | PBR  | 22.3     | -    | 7.1    | 16.3   | -      | -      | 19.2    | 83.3   | 4.1       | 9.2    |
|       | ROE  | 26.8     | -    | 20.2   | -17.7  | -      | -      | 24.7    | -58.4  | 22.7      | 27.5   |
|       | PSR  | 27.3     | -    | 7.5    | 18.0   | 14.9   | -      | 13.5    | 12.0   | 6.1       | 7.5    |

주: 자이언트스텝은 유안타 추정치 기준. 맥스트는 회사 투자설명서 추정치 기준. 글로벌 기업은 블룸버그 컨센서스 기준.

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 4. 투자포인트(1): AR시장의 본격적인 성장

### 현실과 가상의 융합을 만들어내는 기술, AR

메타버스 형태 中 하나인 AR(Augmented Reality; 증강현실)은 현실환경을 기반으로 가상의 물체를 겹쳐(증강하여) 보여준다. 반면, VR에선 모든 콘텐츠가 100% 가상 공간에서 구현된다. 이러한 차이로 VR은 게임 및 엔터테인먼트 분야에서 주로 사용되고, AR은 주변 현실 경험을 풍부하게 해주는데 우위가 있다.

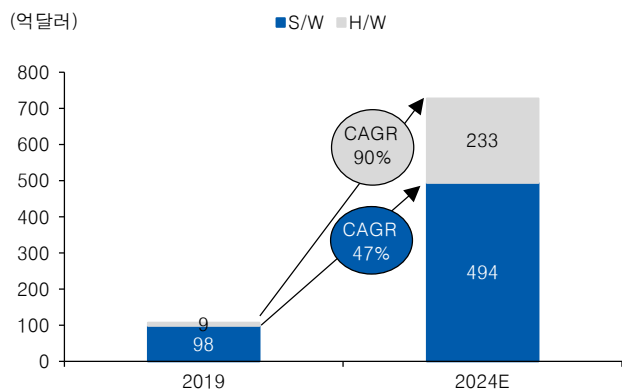
[그림 15] 인터넷 시대의 한계와 메타버스 시대 비교 - AR(증강현실) 기술 활용 증가 전망



자료: SPRI(2021), 유안타증권 리서치센터

AR 시장은 2016년 <포켓몬고>의 성공 이후, 2020~21년 다시 새로운 성장 모멘텀을 부여받고 있다. 그 배경으로는 1) COVID-19 이후 비대면 경제활동 활성화, 2) 정부의 AR·VR 콘텐츠 개발 계획 발표, 3) 5G 통신인프라 구축에 따른 대용량/고품질 콘텐츠 유통 등이 있다. 글로벌 시장조사기관 Markets and Markets('20)에 따르면, 글로벌 AR시장은 2019년 107억달러 → 2024년(e) 727억달러로 증가해 CAGR 46.6%의 높은 성장세를 시현할 전망이다.

[그림 16] 글로벌 AR 시장 규모 및 전망



자료: Markets and Markets(2020), 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 메타버스의 4가지 유형



자료: SPRI(2021), 유안타증권 리서치센터

[표 8] 맥스트 정부과제 수행 실적 - 증강현실 관련 정부 발주 프로젝트 증가

(단위: 억원)

| 연구과제명                                                | 주관부서    | 연구기간              | 정부출연금 | 관련제품    | 비고  |
|------------------------------------------------------|---------|-------------------|-------|---------|-----|
| IoT 기반 CSF 플랫폼 연계를 통한 작업자 중심 <b>증강현실</b> 스마트툴 개발     | 과기부     | 2015.06 ~ 2018.05 | 6     | MAXWORK |     |
| 3차원 사물인식 및 화상통화 방식의 <b>증강현실</b> 매뉴얼 플랫폼 개발           | 중소벤처기업부 | 2016.04 ~ 2018.03 | 5     | MAXWORK |     |
| <b>실내외 임의공간 실시간 영상 합성</b> 을 위한 핵심 원천기술 및 개발툴킷 개발     | 과기부     | 2017.08 ~ 2020.12 | 5     | VPS     |     |
| <b>증강현실</b> 기반 스마트공장 관리/작업 지원을 위한 서비스 플랫폼 기술 개발      | 중소벤처기업부 | 2019.06 ~ 2020.06 | 1     | MAXWORK |     |
| 5G 기반 저지연 디바이스-엣지클라우드 인터랙션 기술 개발                     | 과기부     | 2020.04 ~ 2022.12 | 6     | AR SDK  | 진행중 |
| 비전 기반의 위치 측위 기술(VPS)을 활용한 실내외 <b>증강현실</b> 콘텐츠 플랫폼 개발 | 과기부     | 2020.04 ~ 2021.12 | 23    | VPS     | 진행중 |
| 자율주행 차량 기반 다수 시나리오 실시간 <b>인터랙티브 콘텐츠 및 플랫폼 기술</b> 개발  | 문체부     | 2020.07 ~ 2022.12 | 10    | 모빌리티    | 진행중 |
| 제조현장의 통합 작업지원을 위한 산업용 <b>AR 지원 플랫폼 기술</b> 개발         | 산업통상자원부 | 2020.07 ~ 2023.12 | 16    | MAXWORK | 진행중 |
| <b>증강현실</b> 기반 스마트공장 관리/작업 지원을 위한 서비스 플랫폼 기술사업화      | 중소벤처기업부 | 2020.11 ~ 2021.10 | 1     | MAXWORK | 진행중 |

자료: 맥스트, 유안타증권 리서치센터

## 4. 투자포인트(2): 시장선점을 위한 기반기술 확보

### AR Tracking 기술 특화 기업

AR의 구현 원리는 인식-계산-합성-추적 과정으로 요약된다. AR엔진이 ①센서나 렌즈를 통해 현실세계(사용자, 사물, 환경)를 **인식**, ②3차원 가상공간 좌표로 **계산·변환**, ③타겟에 움직임이 있거나 변화가 생기더라도 가상의 콘텐츠를 정확한 위치에 **합성**, ④증강(합성)한 콘텐츠를 계속 정교하게 **추적** 하는 기능을 제공한다. 전술한 모든 AR 구현 과정은 **Tracking** 기술의 세부요소들이다.

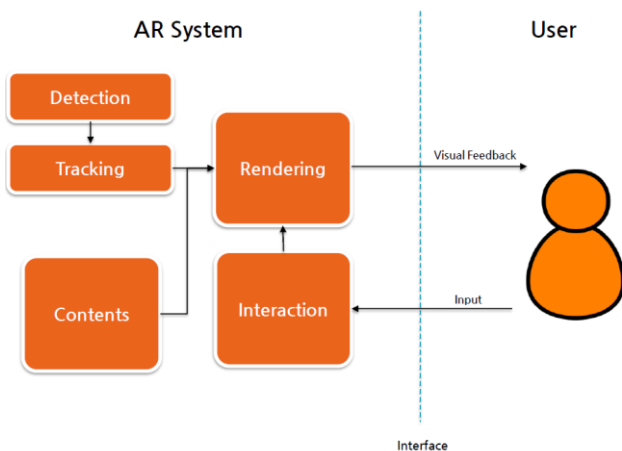
맥스트는 2010년 설립 이후 10여년간 AR기술 연구개발 및 상용화에 집중한 결과, 고도화된 Tracking 기술을 다수 확보할 수 있었다. 이를 기반으로, 상용화된 개발플랫폼까지 구축한 국내 유일 기업이다. 실감형 콘텐츠 제작업체들이 여러 소프트웨어 엔진을 활용해 AR·VR 콘텐츠를 만든다면, 동사는 그 소프트웨어 엔진을 제공하는 기업인 것으로 볼 수 있다. 동사의 이러한 기술력은 AR과 연계된 다양한 미래사업 기회(메타버스 플랫폼 구축 등)를 선점하는데 있어 핵심 경쟁력으로 작용할 수 있다.

[표 9] AR·VR 공통 핵심 기술 요소

| 공통 기술 요소           | 세부 기술                                                       |
|--------------------|-------------------------------------------------------------|
| Display            | 고농축 패널 기술, 고 투명/제로 Latency 디스플레이 기술, 프로젝터 기술 등              |
| Tracking           | 2D/3D 물체 인식 및 Position Tracking 기술, Visual SLAM(지도 작성) 기술 등 |
| Graphics Rendering | 3D 렌더링 기술, 실시간 렌더링 및 3D Effects 표현 기술                       |
| Interaction        | 제스처 인식/추적 기술, 눈동자 시선 추적 기술, 음성 인식 기술                        |
| Contents(Platform) | 3D 게임 엔진, VR/AR 콘텐츠 개발 지원 기술(SDK 등) 등                       |
| H/W                | 3D/360도 카메라, HMD(Head Mounted Display), IMU 센서(인체 평형 감각 센서) |

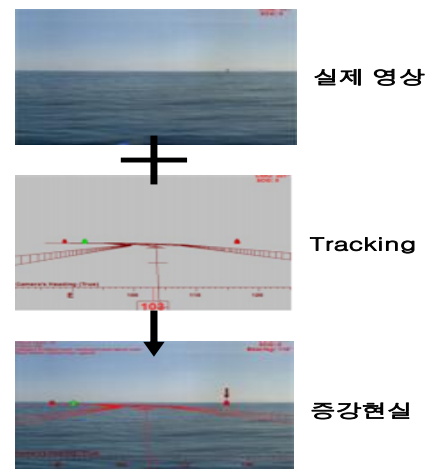
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 18] 증강현실 Workflow



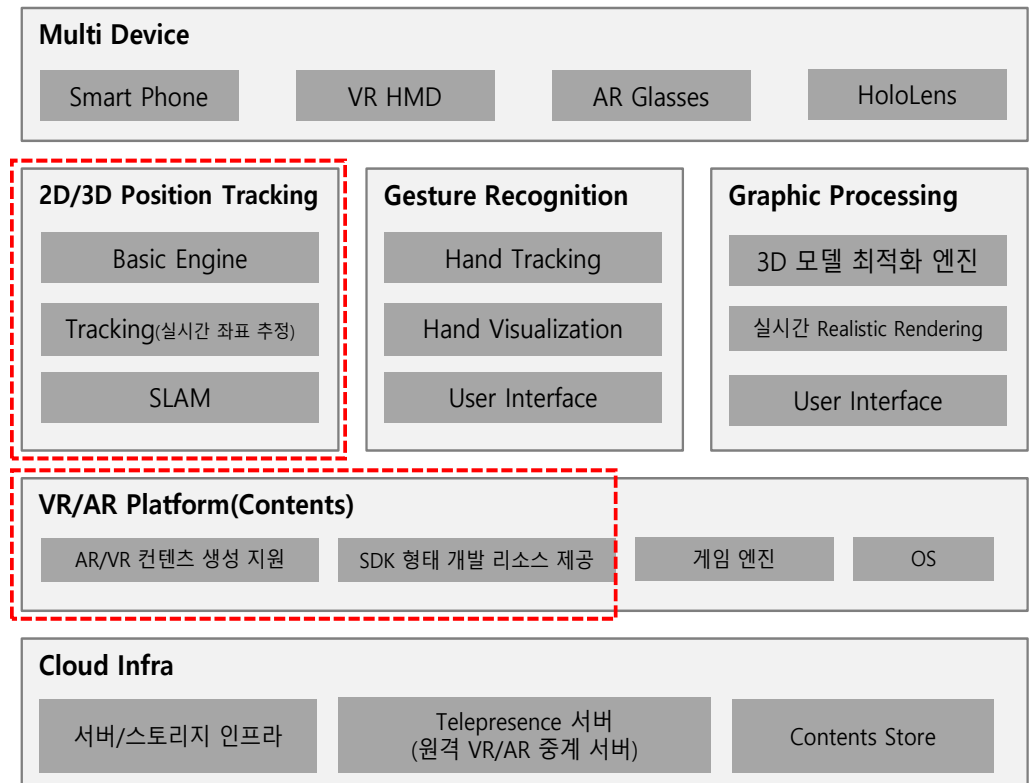
자료: LG 전자기술원 미래 IT 융합연구소, 유안타증권 리서치센터

[그림 19] AR Tracking 구현 예시



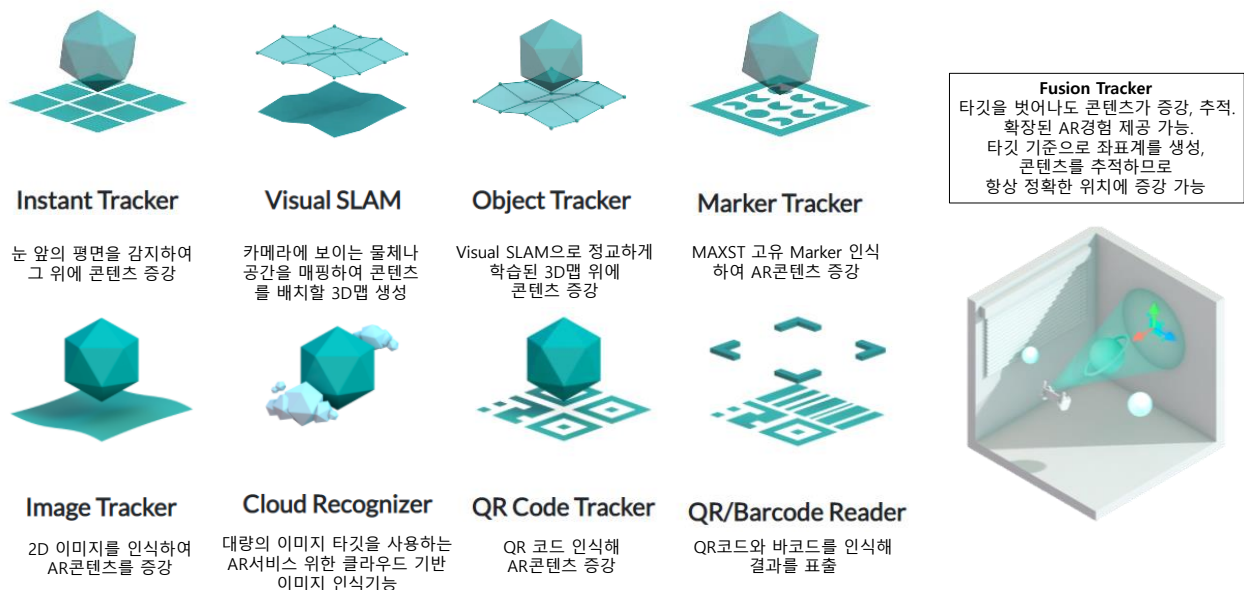
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 20] AR·VR Value Chain (기술 세부 아키텍처)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 21] MAXST AR SDK 기본 기능



자료: 맥스트, 유안타증권 리서치센터

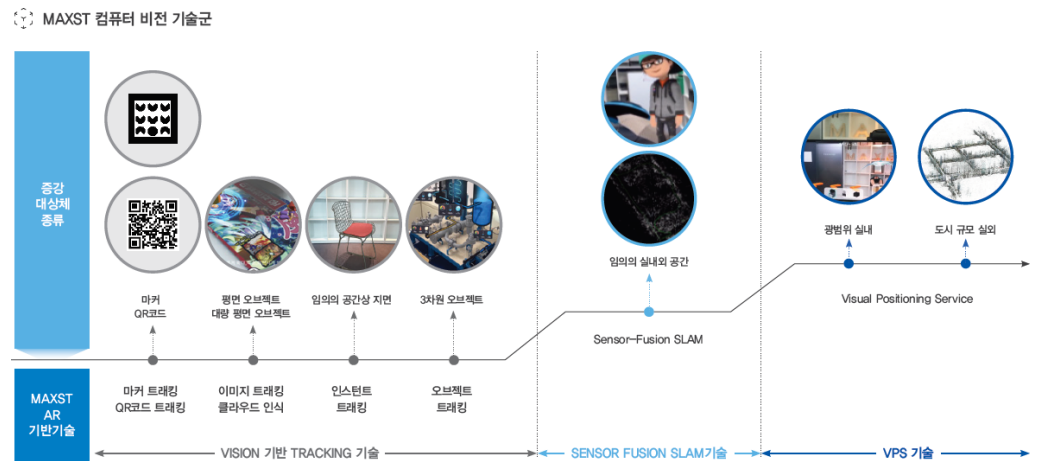
## 4. 투자포인트(3): SLAM과 VPS 기술로 확장될 사업모델

### AR 기술로 구현되는 메타버스 플랫폼

AR기술력의 핵심은 Tracking의 낮은 측위 오차율과 짧은 프로세싱 시간으로 요약되며, 이는 증강현실에서의 몰입도를 결정짓게 된다. XR Live 등에서 사용되는 실시간 3D 가상 콘텐츠 렌더링도 AR Tracking 기술을 기반으로 한다.

동사는 AR Tracking 기술을 약 10여년간 개발해 오면서, 다양한 요소기술을 보유하고 있다. AR은 증강 대상 범위에 따라 적용될 수 있는 기술이 상이하다. 동사는 ①Object 인식 수준을 목표로 하는 Vision 기반 Tracking 기술, ②실내외 공간을 인식·매핑하는 Sensor Fusion SLAM 기술, ③도시 규모의 더 광범위한 실외 공간까지도 증강 대상으로 삼는 VPS(Visual Positioning Service) 기술 등을 모두 확보하고 있다. 인식 범위가 ①→②→③의 순서로 넓어지면서, 적용될 수 있는 사업모델도 다양해진다. 동사가 기술 우위를 점하고 있는 ②SLAM과 ③VPS는 향후 현실기반 메타버스 플랫폼을 구현하기 위한 필수 기술이 될 것으로 전망된다.

[그림 22] 증강 대상체 종류에 따른 맥스트 AR 기반 기술



자료: 맥스트, 유안타증권 리서치센터

[표 10] 맥스트 주력 AR 기반기술

| 기술 구분                                                       | 내용                                                                                    |
|-------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| ①Vision 기반의 Tracking                                        | 카메라를 통해 실제 환경의 대상체(target)들을 실시간 인식하고 추적할 수 있는 기술. 인공지능 및 패턴인식 기술 집약. 주력기술의 기반이 되는 기술 |
| ②Sensor Fusion SLAM (Simultaneous Localization And Mapping) | 미지의 환경에 놓인 컴퓨팅 기기가 카메라를 비롯한 여러 센서 정보를 이용하여 현재 위치를 계산하고 동시에 주변 환경의 3차원 맵을 만들어 나가는 기술   |
| ③VPS (Visual Positioning Service)                           | 광범위한 실내외 공간에 대해 3차원 공간 맵을 만들고 비전 기반 영상 인식을 통해 3차원 공간상에서 모바일 기기의 3차원 자세를 계산하는 기술       |

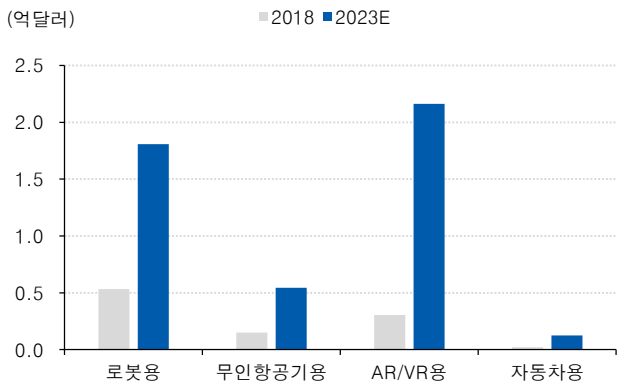
자료: 맥스트, 유안타증권 리서치센터

▷Sensor-Fusion SLAM 기술: 가상 공간 ‘맵핑’ 기술

SLAM(Simultaneous Localization and Mapping)은 컴퓨팅 기기가 주변 환경에 대한 ①위치 계산 작업과 ②가상의 2,3차원 지도 작성을 실시간으로 동시에 하는 기술이다. 동 기술은 기존 Vision 기반 Tracking 보다 상대적으로 넓은 범위의 실내외 공간에 대한 타겟팅을 가능하게 하기 때문에, AR 활용 범위가 확장된다는 장점이 있다. 동사가 개발한 **Sensor Fusion SLAM** 기술은 카메라와 IMU(관성측정장치; Inertial Measurement Unit) 센서를 결합한 형태로, 영상에만 의존하는 기존 Visual SLAM 대비 측위 정확도가 높다.

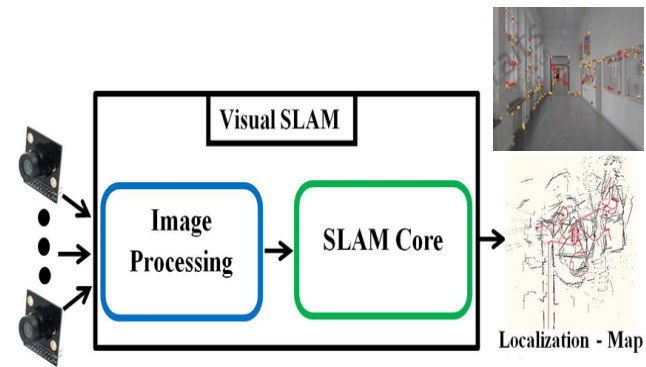
SLAM 기술은 AR 뿐만 아니라, 자율 주행, 무인 로봇, 드론 등 다양한 산업분야에서의 기반 기술로 활용된다. 동사가 개발한 Sensor-Fusion SLAM 기술은 현재 동사의 AR 개발 플랫폼에서 SDK 형태로 배포되고 있다. 향후 스마트 안경, 로봇, 드론 등의 디바이스 보급이 확대되면서, 동 기술에 대한 수요처가 늘어날 것으로 기대된다.

[그림 23] 글로벌 SLAM 시장의 서비스별 시장 규모 및 전망



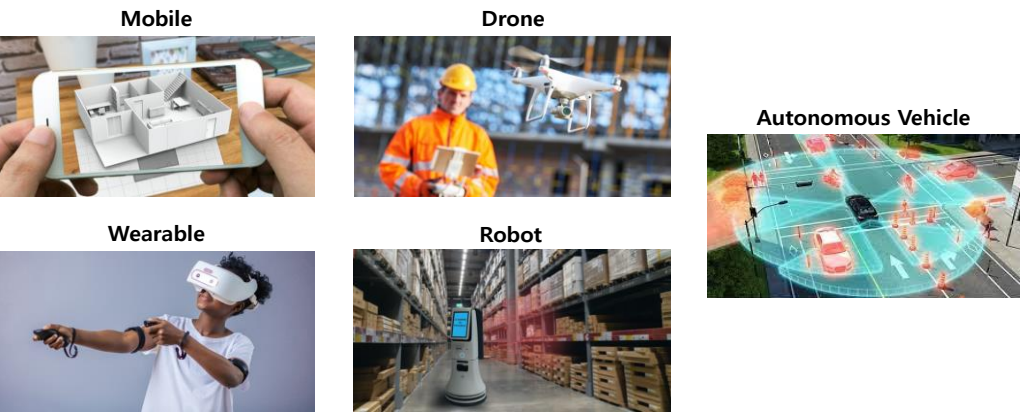
자료: Markets and Markets(2018), 유안타증권 리서치센터

[그림 24] SLAM 구현 원리



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 25] Sensor Fusion SLAM 적용 가능 산업



자료: 유안타증권 리서치센터

## ▷VPS: 가상 플랫폼 구현 기술

VPS(Visual Positioning Service) 기술은 SLAM 보다 더 광범위한 실내외 공간에 대한 3차원 AR 정밀 지도를 만드는 기술이다. Vision 기반 Tracking 기술, Sensor-Fusion SLAM, 인공지능 기술 모두가 결합되어 있다. 동사는 국내에서 유일하게 VPS 전체 원천기술을 보유하고 있는 기업이다.

VPS의 장점은 도시 규모의 AR 구현이 가능하다는 점이다. GPS 기반의 AR은 실내에서는 작동이 안 되고, 실외에서도 위치 측위 오차가 존재하며, 사용자의 정확한 방향 및 위치 정보 계산이 어렵다는 한계가 있다. VPS를 활용할 경우, 실내외에서 정확한 사용자의 위치 측위가 가능해져 사용자의 이동성 및 공간 제약이 존재하던 기존 AR 경험을 크게 개선시킬 수 있다. 공간 제약 없이 AR 내비게이션, AR 광고, AR 게임 등과 같은 다양한 실감형 콘텐츠 제공이 가능해진다. 현재까지 AR 시장은 B2B 시장을 중심으로 성장해 왔으나, 향후엔 VPS를 통해서 B2C 시장으로 확장되는 변곡점이 형성될 수 있다.

동사는 2021년 5월 과학기술정보통신부가 디지털뉴딜 사업의 일환으로 추진 중인 「XR 메타버스 프로젝트」의 주관사로 선정됐다. 맥스트는 이 프로젝트를 통해 총 8가지 다양한 XR 서비스를 제공할 계획이다[표 11].

[그림 26] 맥스트 AR 공간플랫폼 구축 계획



자료: 맥스트, 유안타증권 리서치센터

[표 11] 「XR 메타버스 프로젝트」 제공 예정 서비스

|   |                                        |
|---|----------------------------------------|
| ① | 관광 및 여행 정보를 제공하는 AR 도시정보 서비스           |
| ② | 청각 및 시각 사회적 약자를 위한 AR 공간안내 서비스         |
| ③ | 매장별 맞춤형 정보를 서비스하는 AR 광고 서비스            |
| ④ | 사용자 체험형 AR 전시 서비스                      |
| ⑤ | 지역 맞춤형 스토리텔링 체험인 AR 투어&리뷰 서비스          |
| ⑥ | 이동형 AR 미션 게임 서비스                       |
| ⑦ | AR 내비게이션 서비스                           |
| ⑧ | 가상현실과 증강현실 사용자가 동시에 참여하는 XR 텔레프레즌스 서비스 |

자료: 맥스트, 유안타증권 리서치센터

아직까지 AR 플랫폼 사업은 국내에선 낯설게 받아들여지고 있지만, 해외에서는 SNAP 이 AR 광고플랫폼 사업모델의 시장성을 증명한 바 있고[그림 29], 구글의 경우 VPS 기술을 기반으로 한 Last Mile 사업모델을 개발 중에 있다[그림 30]. 동사도 VPS 기술의 확장성을 바탕으로 AR 내비게이션, 광고, 게임 등 플랫폼 사업 모델을 [그림 27~28]과 같이 준비하고 있다.

[그림 27] 맥스트 AR 공간 플랫폼 사업 중장기 로드맵



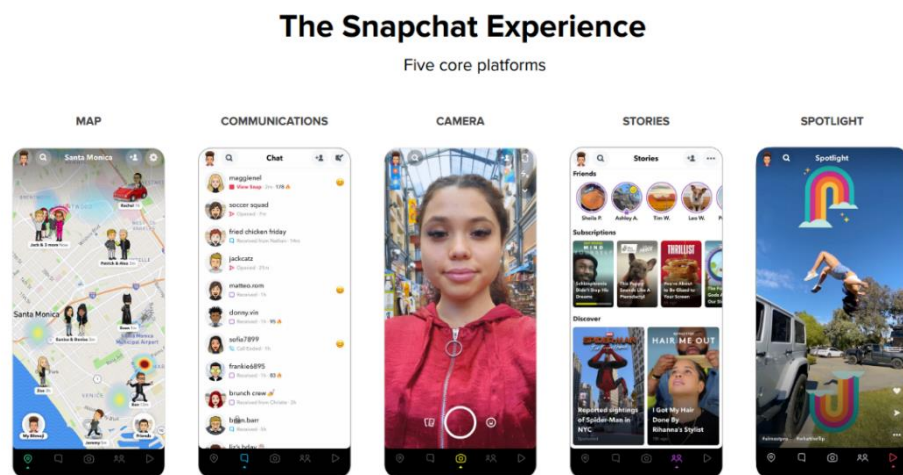
자료: 맥스트, 유안타증권 리서치센터

[그림 28] 맥스트 AR 플랫폼 서비스 영역



자료: 맥스트, 유안타증권 리서치센터

[그림 29] AR 플랫폼 사업모델 성공 사례: SNAP 의 AR 서비스



자료: Snap, 유안타증권 리서치센터

[그림 30] VPS 기술 기반 사업모델 사례: 구글 라스트 마일 프로젝트 - 동사는 주주사인 현대차의 &lt;Last Mile&gt; 프로젝트 참여중



자료: Artilery Intelligence, 유안타증권 리서치센터

## ※ Appendix – 주요 용어 모음

[표 12] 주요 용어 모음

| 용어      | 영문 용어                                 | 설명                                                                                                                                                                                                                               |
|---------|---------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 증강현실    | AR (Augmented Reality)                | - 현실 세계에 3차원 가상의 이미지를 겹쳐서 하나의 영상으로 보여주는 기술                                                                                                                                                                                       |
| 가상현실    | VR (Virtual Reality)                  | - 컴퓨터로 만들어 놓은 가상의 세계에서 사람이 실제와 같은 체험을 할 수 있도록 하는 기술                                                                                                                                                                              |
| 확장현실    | XR (eXpended Reality)                 | - VR, AR, MR 을 아우르는 기술<br>- 현재의 가상, 증강, 혼합 현실 영상 기술뿐 아니라 미래에 나타날 새로운 기술도 포괄                                                                                                                                                      |
| 메타버스    | Metaverse                             | - 가공, 추상을 의미하는 메타(Meta)와 현실 세계를 의미하는 유니버스(Universe)의 합성어                                                                                                                                                                         |
| SDK     | Software Development Kit              | - 소프트웨어 개발자가 특정 운영체제용 응용프로그램을 만들 수 있게 해주는 소스(Source)와 도구 패키지                                                                                                                                                                     |
| 스마트팩토리  | Smart Factory                         | - 설계 · 개발, 제조 및 유통 · 물류 등 생산과정에 디지털 자동화 솔루션이 결합된 정보통신기술(ICT)을 적용하여 생산성, 품질, 고객만족도를 향상시키는 지능형 생산공장                                                                                                                                |
| 스마트글래스  | Smart Glass                           | - 컴퓨터를 탑재한 안경 형태의 디바이스를 일컫는 말로, 착용 가능한 컴퓨터의 일종                                                                                                                                                                                   |
| SLAM    | Simultaneous Localization and Mapping | - 로봇이 미지의 환경을 돌아다니면서 로봇에 부착되어 있는 센서만으로 외부의 도움 없이 환경에 대한 정확한 지도를 작성하는 작업으로 자율주행을 위한 핵심기술                                                                                                                                          |
| VPS     | Visual Positioning Service            | - 광범위한 실내외 공간에 대해 3차원 공간 맵을 만들고 비전 기반 영상 인식을 통해 3차원 공간 상에서 모바일 기기의 3차원 위치와 자세를 계산하는 기술                                                                                                                                           |
| 언리얼 엔진  | Unreal Engine                         | - 미국의 EPIC GAMES 에서 개발한 3차원 게임 엔진, 1994년부터 현재까지 꾸준한 개량을 통해 발전되고 있음. Unity 엔진과 함께 대표적인 멀티플랫폼(PC, 콘솔, 모바일)용 게임 엔진으로 사용되고 있음                                                                                                        |
| 유니티3D   | Unity3D                               | - 3D 및 2D 비디오 게임의 개발 환경을 제공하는 게임 엔진<br>- 3D 애니메이션과 건축 시각화, 가상현실(VR) 등 인터랙티브 콘텐츠 제작을 위한 통합 저작 도구                                                                                                                                  |
| 렌더링     | Rendering                             | - 2차원의 화상에 광원 · 위치 · 색상 등 외부의 정보를 고려하여 사실감을 불어넣어, 3차원 화상을 만드는 과정을 뜻하는 컴퓨터 그래픽스(CG) 용어                                                                                                                                            |
| 실감형 콘텐츠 | Immersive Contents                    | - 정보통신기술(ICT)을 기반으로 인간의 오감을 극대화하여 실제와 유사한 경험을 제공하는 차세대 콘텐츠<br>- 소비자와 콘텐츠의 능동적 상호작용성과 오감을 만족시키는 경험 제공, 이동성이 특징으로 가상현실(VR), 증강현실(AR), 홀로그램, 오감 미디어 등이 대표적인 실감형 콘텐츠의 예<br>- 실감형 콘텐츠는 게임, 영화를 넘어 교육, 의료, 자동차 등 다양한 분야에서 적용 · 발전되고 있음 |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 맥스트 (377030) 추정재무제표 (K-IFRS)

| 손익계산서 (단위: 억원) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (월)         | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A |
| 매출액            | -     | -     | 13    | 12    | 20    |
| 매출원가           | -     | -     | 0     | 0     | 0     |
| 매출총이익          | -     | -     | 13    | 12    | 20    |
| 판매비            | -     | -     | 24    | 29    | 45    |
| 영업이익           | -     | -     | -11   | -17   | -25   |
| EBITDA         | -     | -     | -     | -16   | -21   |
| 영업외손익          | -     | -     | 0     | -80   | -64   |
| 외환관련손익         | -     | -     | 0     | 0     | 0     |
| 이자손익           | -     | -     | 0     | 0     | 0     |
| 관계기업관련손익       | -     | -     | 0     | 0     | 0     |
| 기타             | -     | -     | 0     | -80   | -64   |
| 법인세비용차감전순이익    | -     | -     | -11   | -97   | -89   |
| 법인세비용          | -     | -     | 0     | 0     | 0     |
| 계속사업순이익        | -     | -     | -11   | -97   | -89   |
| 중단사업순이익        | -     | -     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익          | -     | -     | -11   | -97   | -89   |
| 지배지분순이익        | -     | -     | -11   | -97   | -89   |
| 포괄순이익          | -     | -     | -11   | -97   | -89   |
| 지배지분포괄이익       | -     | -     | -11   | -97   | -89   |

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 (단위: 억원)  |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (월)          | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A |
| 영업활동 현금흐름       | -     | -     | -33   | -12   | -16   |
| 당기순이익           | -     | -     | -11   | -97   | -89   |
| 감가상각비           | -     | -     | -     | 1     | 3     |
| 외환손익            | -     | -     | 0     | 0     | 0     |
| 중속, 관계기업관련손익    | -     | -     | 0     | 0     | 0     |
| 자산부채의 증감        | -     | -     | 1     | 2     | 3     |
| 기타현금흐름          | -     | -     | -     | 81    | 68    |
| 투자활동 현금흐름       | -     | -     | 3     | -6    | -8    |
| 투자자산            | -     | -     | -     | 0     | 0     |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -     | -     | -     | 1     | 5     |
| 유형자산 감소         | -     | -     | -     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | -     | -     | -     | -8    | -14   |
| 재무활동 현금흐름       | -     | -     | 19    | 68    | -2    |
| 단기차입금           | -     | -     | 0     | -1    | 0     |
| 사채 및 장기차입금      | -     | -     | 0     | 0     | 0     |
| 자본              | -     | -     | 0     | 31    | 0     |
| 현금배당            | -     | -     | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | -     | -     | 19    | 39    | -2    |
| 연결범위변동 등 기타     | -     | -     | 0     | 0     | 0     |
| 현금의 증감          | -     | -     | -11   | 50    | -27   |
| 기초 현금           | -     | -     | 26    | 14    | 64    |
| 기말 현금           | -     | -     | 14    | 64    | 38    |
| NOPLAT          | -     | -     | -11   | -17   | -25   |
| FCF             | -     | -     | -     | -12   | -13   |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

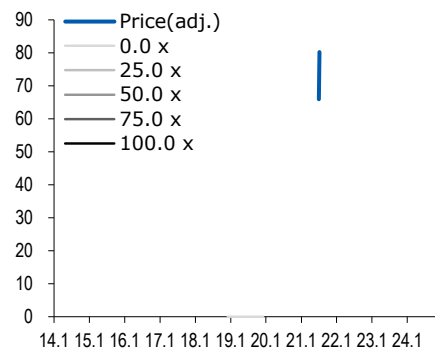
| 재무상태표 (단위: 억원) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (월)         | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A |
| 유동자산           | -     | -     | 16    | 67    | 41    |
| 현금및현금성자산       | -     | -     | 14    | 64    | 38    |
| 매출채권 및 기타채권    | -     | -     | 2     | 2     | 2     |
| 재고자산           | -     | -     | 0     | 0     | 0     |
| 비유동자산          | -     | -     | 4     | 9     | 29    |
| 유형자산           | -     | -     | 2     | 3     | 18    |
| 관계기업 등 지분관련자산  | -     | -     | 0     | 0     | 0     |
| 기타투자자산         | -     | -     | 1     | 2     | 4     |
| 자산총계           | -     | -     | 20    | 76    | 70    |
| 유동부채           | -     | -     | 5     | 7     | 12    |
| 매입채무 및 기타채무    | -     | -     | 1     | 2     | 4     |
| 단기차입금          | -     | -     | 2     | 1     | 1     |
| 유동성장기부채        | -     | -     | 0     | 0     | 0     |
| 비유동부채          | -     | -     | 62    | 182   | 14    |
| 장기차입금          | -     | -     | 0     | 0     | 0     |
| 사채             | -     | -     | 0     | 0     | 0     |
| 부채총계           | -     | -     | 67    | 189   | 26    |
| 지배지분           | -     | -     | -47   | -113  | 43    |
| 자본금            | -     | -     | 4     | 5     | 36    |
| 자본잉여금          | -     | -     | 10    | 40    | 251   |
| 이익잉여금          | -     | -     | -63   | -160  | -250  |
| 비지배지분          | -     | -     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계           | -     | -     | -47   | -113  | 43    |
| 순차입금           | -     | -     | 48    | 117   | -25   |
| 총차입금           | -     | -     | 62    | 181   | 12    |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |       |       |       |        |        |
|----------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 결산 (월)                     | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A  | 2020A  |
| EPS                        | -     | -     | -290  | -2,357 | -1,919 |
| BPS                        | -     | -     | -848  | -1,550 | 597    |
| EBITDAPS                   | -     | -     | -     | 23     | 51     |
| SPS                        | -     | -     | 232   | 167    | 272    |
| DPS                        | -     | -     | 0     | 0      | 0      |
| PER                        | -     | -     | -     | -      | -      |
| PBR                        | -     | -     | -     | -      | -      |
| EV/EBITDA                  | -     | -     | -     | -      | -      |
| PSR                        | -     | -     | -     | -      | -      |

| 재무비율 (단위: 배, %) |       |       |        |        |       |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 결산 (월)          | 2016A | 2017A | 2018A  | 2019A  | 2020A |
| 매출액 증가율 (%)     | -     | -     | -      | -5.3   | 63.0  |
| 영업이익 증가율 (%)    | -     | -     | -      | 적지     | 적지    |
| 지배순이익 증가율 (%)   | -     | -     | -      | 적지     | 적지    |
| 매출총이익률 (%)      | -     | -     | -      | -      | -     |
| 영업이익률 (%)       | -     | -     | -      | -      | -     |
| 지배순이익률 (%)      | -     | -     | -      | -      | -     |
| EBITDA 마진 (%)   | -     | -     | -      | -      | -     |
| ROIC            | -     | -     | -      | -      | -     |
| ROA             | -     | -     | -      | -      | -     |
| ROE             | -     | -     | -      | -      | -     |
| 부채비율 (%)        | -     | -     | -142.3 | -167.6 | 59.9  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -     | -     | -      | 57.0   | -86.9 |
| 영업이익/금융비용 (배)   | -     | -     | -      | -      | -     |

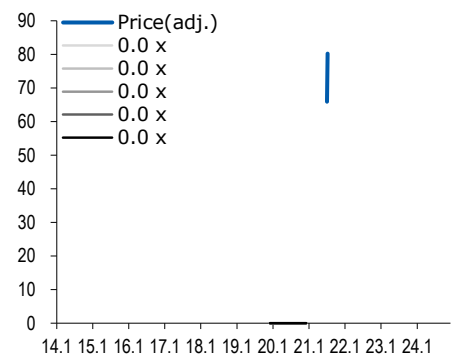
P/E band chart

(천원)

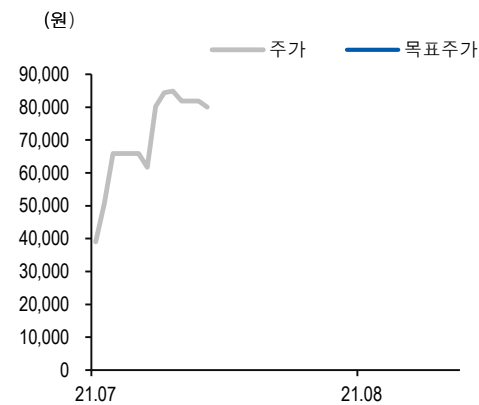


P/B band chart

(천원)



맥스트 (377030) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자<br>의견  | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율        |                 |
|------------|-----------|------------|--------------|------------|-----------------|
|            |           |            |              | 평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
| 2021-08-10 | Not Rated | -          | 1년           |            |                 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0.0        |
| Buy(매수)        | 93.6       |
| Hold(중립)       | 6.4        |
| Sell(비중 축소)    | 0.0        |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2021-08-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이혜인, 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.