

2023.05.08(월) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-05-08 오전 4:07

수정한 날짜: 2023-05-08 오전 4:08

2023.05.08(월) 증권사리포트

카카오뱅크

차별화된 여수신 성장세. 건전성도 우려보다 양호한 흐름

[\[출처\] 하나증권 최정욱 애널리스트](#)

컨센서스를 상회한 서프라이즈 시현. NIM 하락을 제외하고는 전 부문 양호한 실적

카카오뱅크에 대한 투자의견 매수와 목표주가 33,000원을 유지. 1분기 순익은 전년동기대비 52.5% 증가한 1,019억원으로 크게 컨센서스를 상회하는 서프라이즈를 시현. 물론 호실적의 배경이 1) 주로 금리 하락에 따른 유가증권 관련익에 기인한 바가 크지만(유가증권 관련익이 300억원으로 전분기대비 207억원 증가) 2) 높은 주택담보대출 성장률에 힘입어 1분기 총 대출성장률이 5.1%에 달했고, 3) cost-income ratio가 33.1%에 불과하는 등 판관비도 안정적이었으며, 4) 미래 경기전망 반영 추가 총당금 94억원을 적립하고도 대손비용이 526억원에 그쳐 전 부문에서 양호한 실적을 나타냄. 5) 유가증권 관련익을 제외한 Fee+ 플랫폼 수익은 여전히 부진했지만 체크카드 취급고 증가 및 광고수익 증가 등으로 전분기보다는 개선되는 모습이었음. 총대출이 전분기대비 1.4조원 증가한 반면 총수신은 7.2조원이나 늘어났고, 이 중 정기예금이 3.7조원 늘어나면서 조달코스트 상승 압박이 커진데다 업계 최저금리인 주담대 위주의 성장과 시중금리 하락 등으로 NIM이 21bp나 하락한 점은 다소 아쉬운 요인

자산건전성도 우려보다 양호한 흐름. 대손비용률 차감한 이자이익률 매우 높은 수준

카카오뱅크의 1분기 연체율은 0.58%로 9bp 상승에 그쳤고, NPL비율은 0.43%로 7bp 상승에 불과. 매·상각전 실질 연체와 NPL 순증 규모도 각각 520억원과 430억원으로 증가세를 기록하고 있기는 하지만 증가 폭은 크지 않은 모습. 물론 중저신용자대출 부문의 연체율은 약 1.2%로 40bp 가량 상승한 것으로 추정되는데 중저신용자 대출을 제외한 일반 연체율은 전분기대비 상승 폭이 매우 미미한 것으로 보임. 이는 주택담보대출 성장에 따른 모수 증가 효과 탓도 있겠지만 전반적으로 자산건전성은 우려보다는 양호한 흐름을 나타내고 있음. 적극적이고 주기적인 신용대출 튜닝정책으로 비교업권 대비로는 낮은 연체율을 유지 중. 1분기 표면 대손비용은 526억원이고, 추가 총당금을 제외한 경상 대손비용은 432억원에 불과. 경상 대손비용률은 약 60bp 수준으로 시중은행의 경상 대손비용률 30~40bp 대비 높지만 NIM이 2.6%대에 달한다는 점에서 대손비용률을 차감한 이자이익률은 매우 높은 수준임

낮은 유가증권평가손실률. 향후 신규 서비스 출시 확대로 플랫폼 가치도 제고 기대

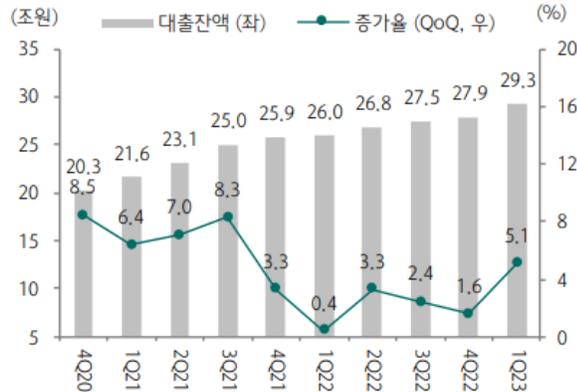
회사측은 카카오뱅크의 자본대비 유가증권평가손실률이 약 1.3%에 불과해 업계내 최저 수준을 기록하고 있다고 강조. 물론 이는 최근 미실현손실이 이슈가 되고 있는 AC(상각후원가) 금융자산은 제외한 FVPL과 FVOCI 금융자산을 대상으로 산출한 것으로서 AC까지 포함해야 의미가 더 크지만 유가증권 포트폴리오를 상대적으로 더 안정적으로 운용하고 있는 것으로 추정. 또한 광고 사업 본격화 외에도 2분기 이후 발행어음 등 투자상품 확대, 오토론, 인증서비스, 펀드판매, 대출비교 서비스 등 플랫폼 수익 확대를 위한 신규 서비스 론칭 계획. 광범위한 고객 기반과 높은 트래픽이 플랫폼 가치를 제고해 줄 것으로 기대

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

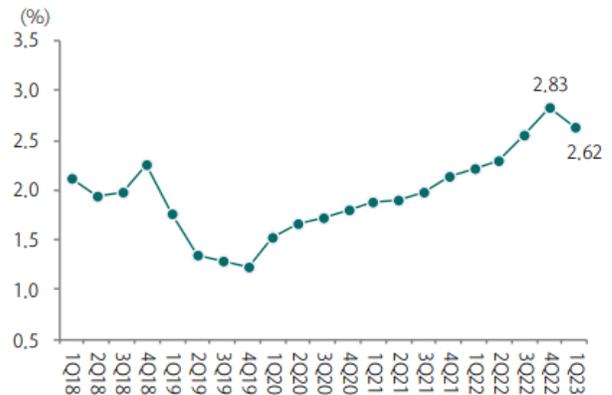
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
총영업이익	635	920	1,149	1,343
세전이익	257	352	457	550
지배순이익	204	263	342	411
EPS	462	553	718	863
(증감률)	57.2	19.5	29.8	20.3
수정BPS	11,620	11,988	12,626	13,369
DPS	0	80	120	160
PER	127.6	44.0	33.6	27.9
PBR	5.1	2.0	1.9	1.8
ROE	4.9	4.7	5.8	6.6
ROA	0.7	0.7	0.8	0.8
배당수익률	0.0	0.3	0.5	0.7

도표 3. 카카오뱅크 대출 증가율 추이



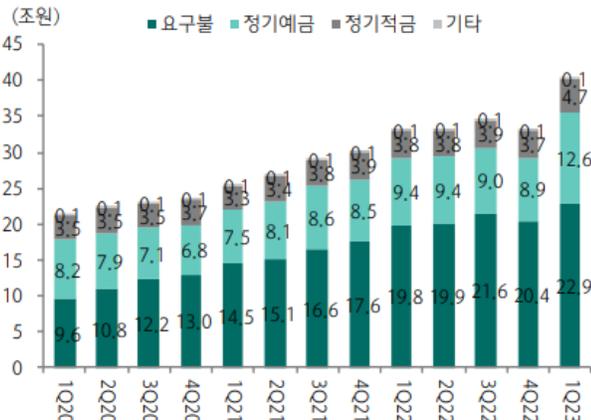
주: 전분기대비 성장률 기준
자료: 하나증권

도표 4. 카카오뱅크 NIM 추이



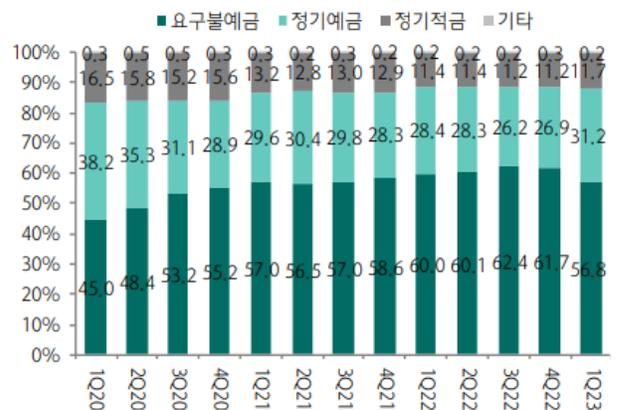
주: 분기 NIM 기준
자료: 하나증권

도표 5. 카카오뱅크 상품별 수신 추이



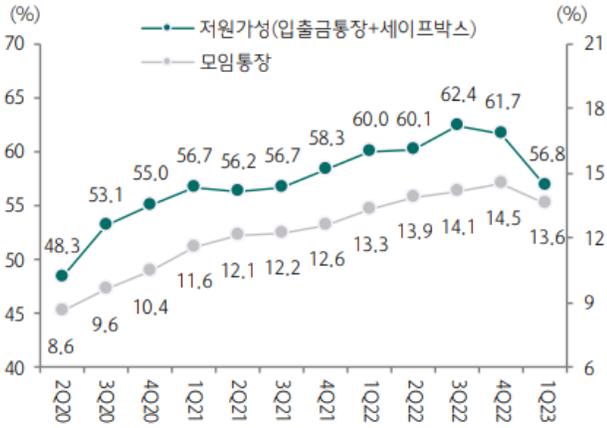
자료: 하나증권

도표 6. 카카오뱅크 상품별 수신 비중 추이



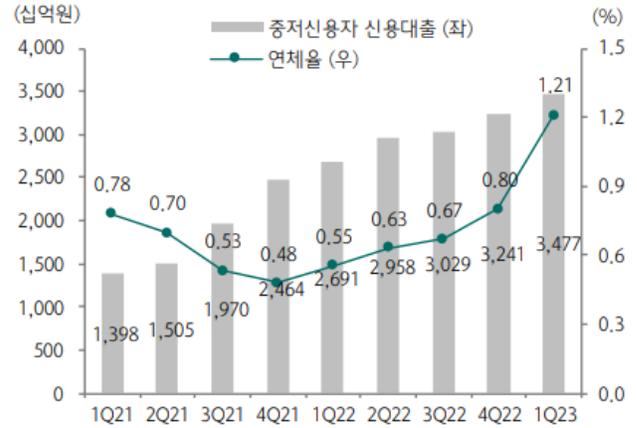
자료: 하나증권

도표 7. 카카오뱅크 저원가성 예금 및 모임통장 비중 추이



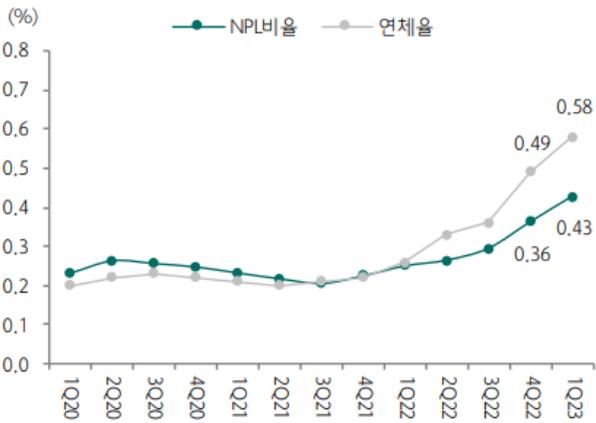
자료: 하나증권

도표 8. 카카오뱅크 중저신용자 신용대출 잔액 및 연체율 추이



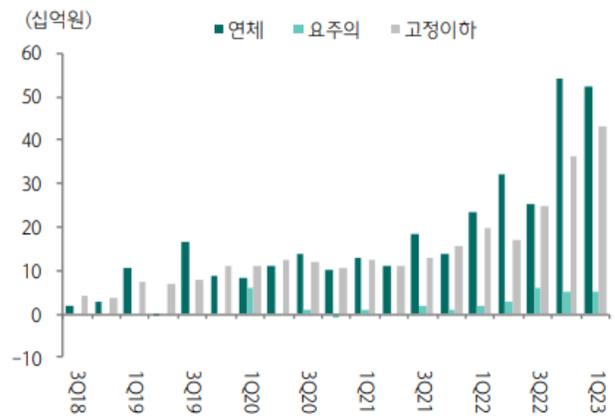
주: 3Q22~1Q23 연체율은 하나증권 추정치
자료: 하나증권

도표 9. 카카오뱅크 표면 연체율 및 NPL비율 추이



자료: 하나증권

도표 10. 카카오뱅크 실질 연체 및 실질 고정이하순증액 추이



주: 상매각 전 실질 순증액 기준, 2Q22 실질 연체 순증액에는 전월세 대위변제 지연에 따른 일시적 연체액 126억원 포함
자료: 하나증권



DL

올해 1분기 영업이익, 전 분기 대비 246% 증가

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

올해 1분기 영업이익, 일회성 비용 제거 등으로 전 분기 대비 증가

DL의 올해 1분기 영업이익은 690억원으로 전 분기 대비 246.4% 증가하였다. Kraton/Cariflex 인수를 통한 스페셜티 제품 포트폴리오 구축 및 전 분기 발생한 일회성 비용의 제거에 기인한다. 1) DL케미칼 영업이익은 161억원으로 전 분기 대비 32.1% 감소하였다. PE의 업황이 전 분기 대비 소폭 개선되었지만, 비수기 영향으로 주력 제품군인 PB의 가격과 스프레드가 감소하였기 때문이다. 2) Kraton의 영업이익은 90억원으로 전 분기 대비 흑자전환하였다. 케미칼부문의 판가 하락에도 불구하고, 전 분기 북미 한파 및 비수기에 따른 일회성 비용이 제거되었기 때문이다. 3) Cariflex 영업이익은 112억원으로 전 분기 대비 35.3% 감소하였다. 고객사 재고 조정에 따른 판매량 감소에 기인한다. 다만 여전히 견고한 수익성(영업이익률 약 20%)을 유지하였다. 4) 에너지 영업이익은 381억원으로 전 분기 대비 흑자전환하였다. 미국 발전소 자산 취득에 따른 실적 개선 때문이다. 5) 글래드 영업이익은 41억원으로 전 분기 대비 70.8% 증가하였다. 비수기임에도 불구하고, 호텔부문 수요 회복 등에 기인한다. 실적 추정치 변경으로 목표주가를 73,000원으로 하향한다.

APAO 생산으로 친환경/고부가 접착 소재 진출

동사는 자회사 디렉스폴리머를 통하여 친환경 접착제 생산을 본격화할 전망이다. 동사는 미국 렉스텍과 합작으로 4만톤 규모의 APAO의 상업생산에 돌입하였다. APAO는 산업용(자동차)/위생용(기저귀) 등에 사용되는 친환경 고부가 접착 소재이다.

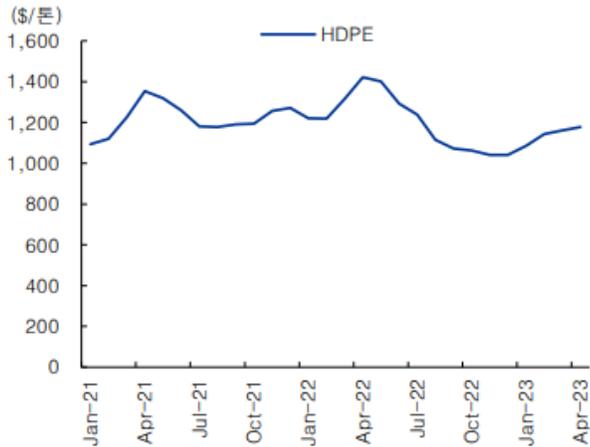
IR Latex, 세계 1위 시장 지배력 지속 전망

동사는 약 5천억원을 투자하여, Cariflex의 신 공장(싱가포르)를 건설할 계획이다. 세계 수요 증가에 선제적으로 대응하기 위해서이다. 이번 IR Latex 신설 프로젝트는 1차/2차 투자로 단계적으로 진행될 것으로 보이며, 증설 후 세계 IR Latex 생산 능력은 50% 이상 증가할 것으로 예상된다. 이번 증설로 동사의 IR Latex 시장 지배력은 더욱 확대되며, 연간 약 300억원의 영업이익 증가가 예상된다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,385	5,171	5,144	5,342	5,247
영업이익	222	281	291	430	442
세전이익	868	110	117	356	425
지배주주순이익	865	61	73	247	293
EPS(원)	41,528	2,680	3,240	10,893	12,950
증가율(%)	217.4	-93.5	20.9	236.2	18.9
영업이익률(%)	9.3	5.4	5.7	8.0	8.4
순이익률(%)	36.7	1.7	2.0	5.2	6.3
ROE(%)	26.5	1.5	1.8	5.8	6.5
PER	1.5	22.1	15.3	4.6	3.8
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	8.3	9.9	7.9	6.2	5.7

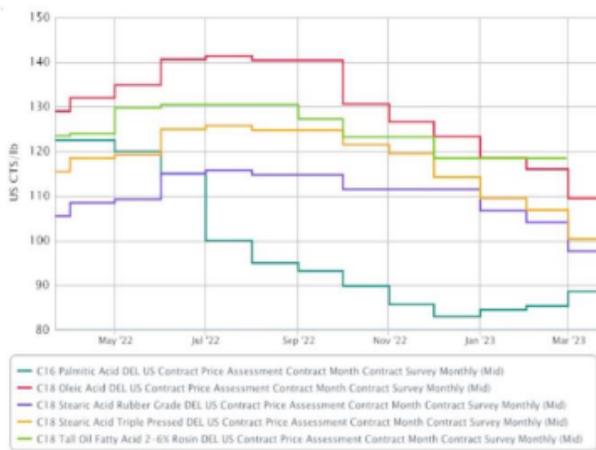
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 HDPE 가격 추이



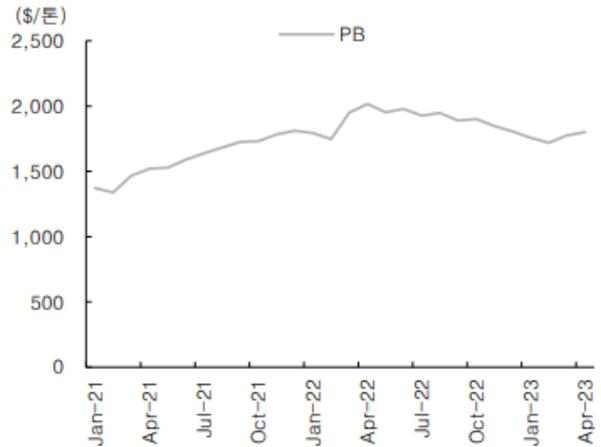
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 3. 미국 Fatty Acids 가격 추이



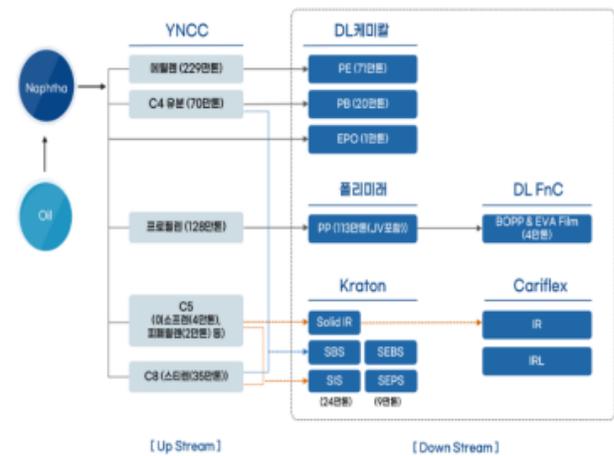
자료: ICIS, IBK투자증권

그림 2. 국내 PB 가격 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 4. DL케미칼 석유화학 밸류체인



자료: DL, IBK투자증권



카카오게임즈

1Q23 Review : 2분기 부터는 개선

[\[출처\] 하나증권 윤예지 애널리스트](#)

매출과 영업이익 모두 컨센서스 하회

카카오게임즈는 1분기 매출액 2,492억원(YoY -7%, QoQ +6%), 영업이익 113억원(YoY -73%, OPM 4.6%)를 기록하며 컨센서스를 하회했다. <오딘>과 <우마무스메>의 매출 하향 안정화가 지속되는 가운데, 매출 기여도가 높은 신작 모바일 MMORPG인 <아키에이지 워> 실적이 10 영업일 반영되는 데에 그친 것이 주요했다. 영업비용은 2,378억원(YoY +6%, QoQ +6%)로 신작 출시에 따른 마케팅비 증가, <에버소울> 개발사 향 지급수수료 증가로 전년과 전분기 대비 증가했다. 재무적인 기여도가 높은 신작 부재로 축소된 마진은 2분기를 기점으로 개선될 것으로 기대한다.

신작 및 업데이트 일정 체크

1분기 <에버소울>과 <아키에이지 워> 신작 두 종을 출시하면서 후속 신작의 일정은 연기되었다. 올해 최대 기대작인 <아레스: 라이즈 오브 가디언즈>는 기존 2분기에서 3분기로 출시 일정이 연기 되었다. 서브컬처 게임들의 선전으로 기대감을 높여가고 있는 도트 그래픽의 횡스크롤 액션 RPG <가디스오더>는 글로벌 출시를 위한 스토리 작업이 길어지면서 3분기에서 4분기로 연기된 것으로 판단한다. <에버소울>의 일본 진출 역시 기존의 3분기에서 4분기로 미뤄졌다. <오딘>은 1분기 공성전 최적화 및 작업장 정리를 진행했으며, 2분기 말 출시 2주년 대규모 업데이트를 진행할 예정이다. 2분기 일본, 4분기 북미/유럽 출시 역시 앞두고 있다. 핵심 지역은 아니지만 엔씨소프트의 <TL>의 성과에 따라 북미/유럽에 대한 기대감을 높여갈 수 있을 것으로 판단한다.

신작 모바일 MMO에 대한 수요는 견조

올해 신규로 출시한 모바일 MMORPG들은 경쟁에 대한 우려에도 불구하고 견조한 실적을 시현하고 있다. MMORPG에 대한 잠재 수요는 시장의 우려보다 높다고 판단한다. 차별화된 액션성을 게임성으로 보유한 카카오게임즈의 <아레스: 라이즈 오브 가디언즈> 출시 첫 분기 10억원 이상의 일매출을 기록할 것으로 예상된다. <아키에이지 워>는 출시 직후 구글 매출순위 2위를 기록했으며, 동기간 출시한 넥슨의 <프라시아 전기> 역시 구글 매출 순위 상위 10위권을 유지하고 있다. <나이트크로우>도 구글 매출 2위를 기록하며 선전 중이다.

목표주가 55,000원, 매수 의견 유지

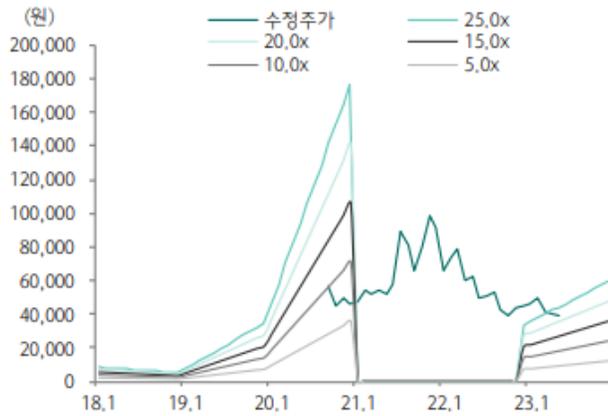
목표주가 55,000원, 매수 의견은 유지한다. 주요 일정이 일부 연기된 영향으로 올해 영업이익 추정치 하향 조정이 불가피하다. 다만, <아레스>부터 2024년 하반기 출시 예정인 <아키에이지 2>까지 대형 신작이 예정된 만큼 일부 프리미엄 부여는 정당화된다고 판단한다

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

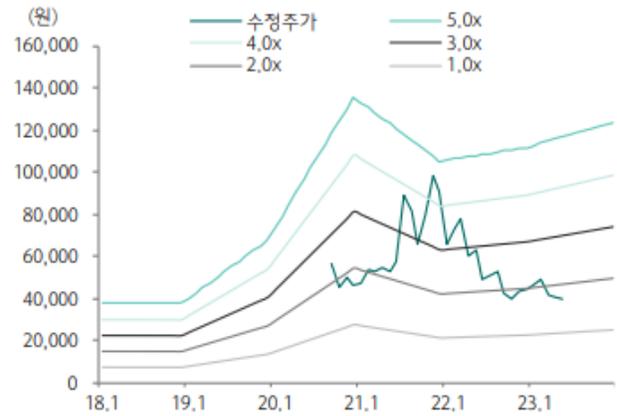
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,012.5	1,147.7	1,463.0	1,727.5
영업이익	111.9	175.8	229.9	385.2
세전이익	722.1	(194.7)	195.3	350.7
순이익	528.7	(233.6)	110.1	196.4
EPS	7,061	(2,929)	1,336	2,382
증감률	412.04	적전	흑전	78.29
PER	12.89	(15.24)	30.65	17.19
PBR	3.35	2.12	1.83	1.66
EV/EBITDA	45.59	16.63	13.17	8.48
ROE	34.06	(12.35)	6.34	10.39
BPS	27,156	21,055	22,356	24,738
DPS	0	0	0	0

도표 3. 역사적 12MF PER 밴드

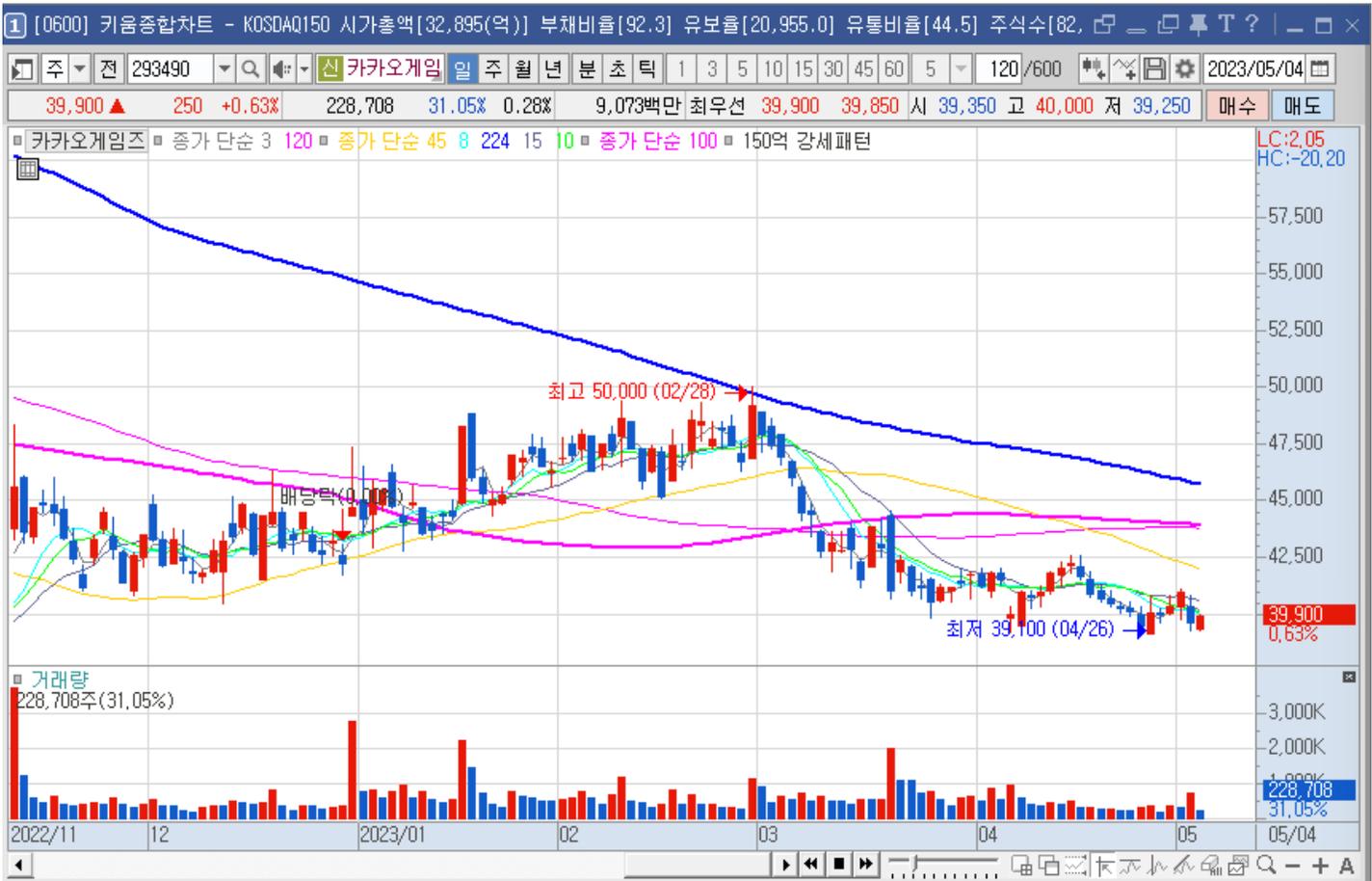


자료: 하나증권

도표 4. 역사적 12MF PBR 밴드



자료: 하나증권



세아베스틸지주
완전 서프라이즈!

[\[출처\] 키움증권 이중형 애널리스트](#)

1분기 실적은 7개분기만의 최고치로 어닝서프라이즈

연결 영업이익은 716억원(+2,076%QoQ, +72%YoY)으로 분기기준 사상 최대치였던 2Q21 939억원이후 최대실적을 기록하며 키움증권 추정치 599억원과 컨센서스 654억원을 크게 상회했다.

자회사별로 ①세아베스틸 영업이익이 294억원으로 4Q22 -269억원에서 흑자전환에 성공하며 예상보다 크게 개선되었는데, 제품가격 인상을 통한 롤마진 확대폭이 기대보다 강했기 때문이다(4분기는 통상임금관련 일회성 비용 280억원 반영).

②세아창원특수강 영업이익은 355억원(+13%QoQ, +93%YoY)으로 2개분기 연속 실적호조가 지속되었는데, 연초 제품가격 인상과 Sales Mix 개선을 통한 수익성 개선노력이 주효했다.

한편 ③ 세아항공방산소재 영업이익 17억원 등 기타 자회사들의 실적도 예상보다 좋았다.

올해는 이익체력 정상화 전망, 중장기 신사업도 주목

작년은 하반기 업황부진과 더불어 세아베스틸의 생산차질, 통상임금관련 일회성 비용 등의 비경상적 요인으로 영업이익이 1,279억원(-46%YoY)에 그쳤지만 올해는 세아베스틸의 생산 정상화와 제품가격 인상을 통한 수익성개선 노력으로 영업이익은 2,321억원(+82%YoY)으로 정상적인 이익 체력을 회복할 것으로 기대된다.

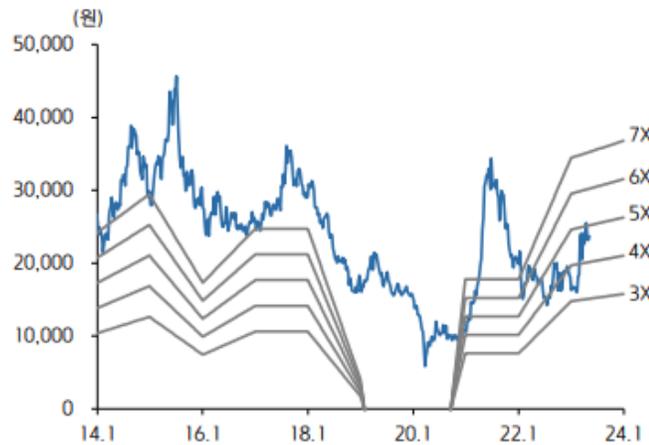
한편, 동사는 ①세아베스틸의 사용후핵연료 건식저장용 CASK 사업진출, ②세아창원특수강의 사우디 스테인리스 무계목강관 공장 투자(사우디 아람코와 합작해 1H25 2만톤 캐파 완공계획, 투자비 2.3억달러), 스페이스X항 특수합금 계약 추진 등 신성장 사업을 적극적으로 추진하고 있어 이와 관련된 진행상황도 주목이 필요한 시점이다.

1분기 실적과 최근 업황을 반영해 2023E 연결 영업이익 및 지배주주순이익 전망치를 기존대비 각각 +25%, +24% 상향한다. 실적전망 상향을 반영해 목표주가를 35,000원(12mf PBR 0.6X 적용)으로 기존대비 +25% 상향하고 투자의견 Buy를 유지한다.

투자지표

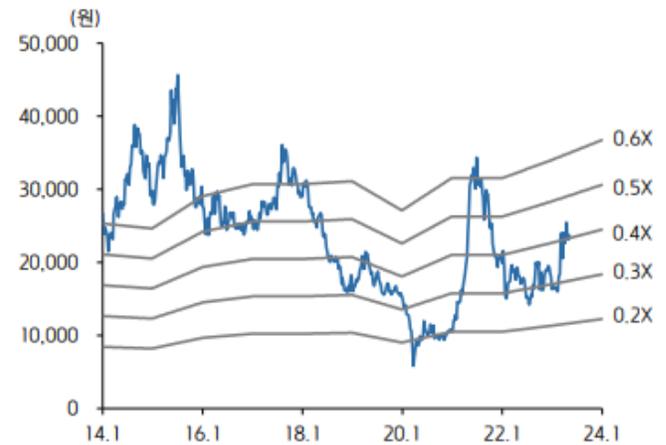
(십억원, IFRS **)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	3,651	4,386	4,529	4,704
영업이익	238	128	232	248
EBITDA	353	238	346	362
세전이익	233	116	233	248
순이익	184	88	175	186
지배주주지분순이익	186	91	176	188
EPS(원)	5,183	2,537	4,920	5,253
증감률(%YoY)	흑전	-51.1	93.9	6.8
PER(배)	3.8	6.4	4.8	4.5
PBR(배)	0.39	0.31	0.42	0.39
EV/EBITDA(배)	4.2	6.4		
영업이익률(%)	6.5	2.9	5.1	5.3
ROE(%)	10.8	4.9	9.0	8.9
순부채비율(%)	36.7	43.2	34.6	27.3

세아베스틸지주 12mf PER 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

세아베스틸지주 12mf PBR 밴드



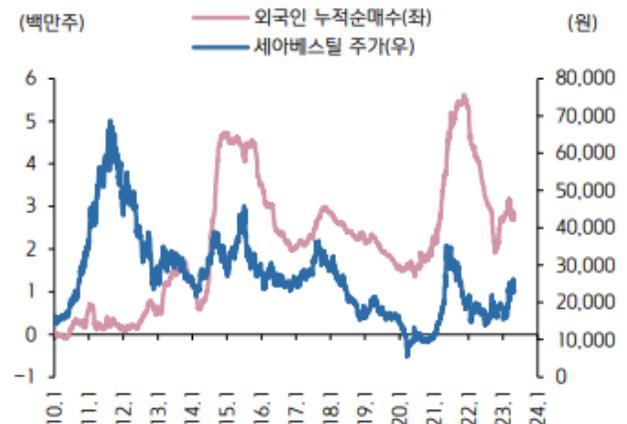
자료: Fn가이드, 키움증권

세아베스틸지주 기관 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

세아베스틸지주 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권



대덕전자

미흡한 상반기, 개선될 하반기

[\[출처\] 키움증권 김지산 애널리스트](#)

메모리 반도체 업황 부진으로 1분기 기대치 하회

1분기 영업이익은 103억원(QoQ -79%, YoY -77%)으로 시장 컨센서스(253억원)를 크게 하회했다. 글로벌 Set 수요 둔화에 따른 고객사 재고 조정 및 시장경쟁 심화로 매출이 감소하면서 고정비 부담이 가중됐다.

1) 메모리 반도체 업황의 부진으로 인한 메모리용 기판 출하량 감소와 판가 하락이 가장 큰 원인이었고, 특히 PC향 출하가 부진했다. 2) 비메모리용 기판 또한 스마트폰 시장 침체 영향으로 모바일향 출하량 감소폭이 컸다. 3) FC-BGA는 비교적 견조했는데, 소비재 및 산업용 출하량은 감소했지만 전장향이 양호한 덕분이었다. FC-BGA의 수익성은 전분기와 유사했다. 4) MLB 기판은 네트워크 시장 주요 고객의 재고 증가 영향으로 전분기 대비 소폭 부진했지만, 반도체 테스트향은 양호했다.

2분기 감익 전망, 3분기부터 실적 회복세 기대

올해 실적 추정치를 매출액 1조 148억원(YoY -23%), 영업이익 972억원(YoY -58%)으로 하향한다. 2분기 영업이익은 99억원(QoQ -4%, YoY -84%)으로 추정한다. 당초 1분기 실적을 저점으로 2분기부터 개선될 것으로 예상했지만, 주요 고객사의 생산 영향으로 2분기에도 실적 둔화가 불가피해 보이며, 3분기부터 메모리 반도체 업황과 함께 회복 국면에 진입할 것으로 전망한다. 메모리용 기판내에서 DRAM향 출하량은 1분기보다 개선될 것으로 예상하지만, 노트북용 SSD를 포함한 NAND향 출하량은 여전히 부진할 것이다.

올해 실적에서 긍정적인 점을 살펴보면, FC-BGA가 매출액 3,228억원(YoY 15%)으로 성장세를 이어갈 것이다. 전장향으로 양호한 수요가 뒷받침되고, 하반기에는 고성능 컴퓨팅용(HPC) 시장 진입을 목표로 하고 있다. 서버향 메모리용 기판의 비교적 견조한 실적을 이끄는 DDR5의 비중도 증가할 것이다.

실적 추정치 하향과 함께 목표주가를 28,000원으로 조정하지만, 동사의 실적이 반도체 업황을 따라 하반기에 개선세가 이루어질 것이라는 점에서 투자의견 Buy를 유지한다

투자지표

(십억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,000.9	1,316.2	1,014.8	1,117.9
영업이익	72.5	232.5	97.2	112.9
EBITDA	173.5	337.3	239.8	217.5
세전이익	79.9	244.5	106.9	127.2
순이익	63.0	183.9	80.4	95.7
지배주주지분순이익	63.0	183.9	80.4	95.7
EPS(원)	1,224	3,570	1,561	1,857
증감률(%YoY)	흑전	191.8	-56.3	19.0
PER(배)	20.4	5.3	14.5	12.2
PBR(배)	1.88	1.14	1.27	1.16
EV/EBITDA(배)	6.8	2.4	3.0	6.6
영업이익률(%)	7.2	17.7	9.6	10.1
ROE(%)	9.6	23.9	9.1	10.0
순차입금비율(%)	0.0	-17.0	-53.0	-75.7

자료: 키움증권



솔루엠

1Q23 Review : 서프라이즈

[\[출처\] IBK투자증권 채윤석 애널리스트](#)

2023년 1분기 놀라운 실적

솔루엠의 2023년 1분기 실적은 매출액 5,796억원(+57.2%, yoy), 영업이익 502억원(+234.1%, yoy), 영업이익률 8.7% (+4.6%p, yoy)를 기록

① ICT

매출액 3,065억원(+392.2%, yoy), 영업이익 496억원(+1,488.2%, yoy), 영업이익률 16.2%(+11.2%p, yoy) 기록. 2022년 연간 매출의 80% 이상을 1분기 만에 달성함. 유럽향 매출이 외형 성장을 견인하였고 규모의 경제 효과로 마진율도 개선됨. ESL이 유럽지역에서 임금 인플레이션의 솔루션으로 지속 주목받고 있는 것으로 판단되며 하반기 신규 고객 확보 및 수주 잔고 확대 가능성도 존재

② 전자부품

매출액 2,731억원(-10.9%, yoy), 영업이익 5.7억원(-95.2%, yoy), 영업이익률 0.2%(-3.7%p, yoy) 기록. 동 사업부의 전방 산업인 TV와 서버 시장의 부진이 3in1 보드와 파워 모듈의 매출과 마진에 영향을 미친 것으로 분석됨. 2분기부터 전방 시장 회복에 따른 실적 개선 가능성 있으나 그 폭은 제한적일 것으로 판단

목표주가 35,000원으로 상향

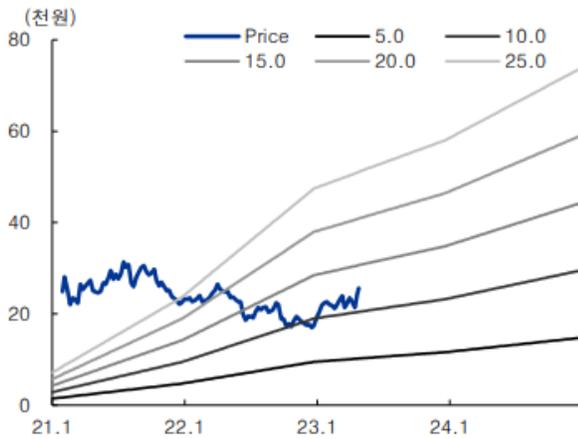
투자의견 매수 유지, 목표주가 35,000원(기존 31,000원)으로 상향. 목표주가 35,000원은 2023년 추정 EPS 1,899원에 Historical PER 18.4x를 적용하여 산출

향후 Re-Rating에 따른 목표주가 추가 상향 가능성도 존재함. 동사의 경쟁사인 SES-Imagotag의 주가가 2023년 실적 기준 PER 45x 수준에서 형성되어 있다는 점을 고려하면 상대적 할인 요소를 감안하더라도 PER 18.4x 적용은 보수적인 수준이라 판단되기 때문

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,153	1,695	2,028	2,281	2,526
영업이익	27	76	133	164	203
세전이익	26	50	117	149	189
지배주주순이익	13	47	95	116	147
EPS(원)	273	946	1,899	2,321	2,947
증가율(%)	-72.2	246.9	100.7	22.2	27.0
영업이익률(%)	2.3	4.5	6.6	7.2	8.0
순이익률(%)	1.1	2.7	4.7	5.1	5.8
ROE(%)	6.9	16.9	28.9	27.4	26.5
PER	82.3	18.4	13.5	11.0	8.7
PBR	4.2	3.0	3.5	2.7	2.0
EV/EBITDA	24.7	10.0	9.4	7.6	5.9

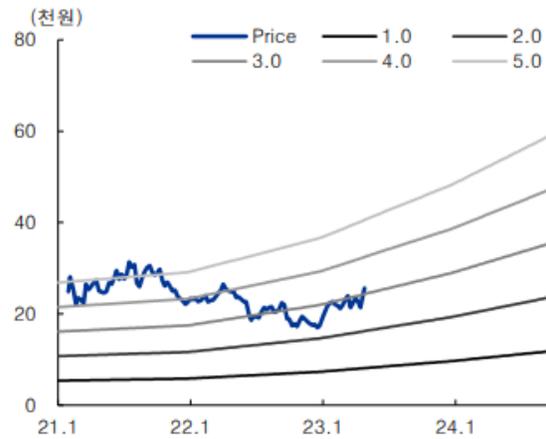
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 12M Forward PER Band



자료: IBK투자증권

그림 2. 12M Forward PBR Band



자료: IBK투자증권



HK이노엔

1Q23Re : 시간이 지날수록 좋아질 흐름

[출처] 유안타증권 하현수 애널리스트

1Q23Re: 다소 부진한 실적

연결기준 매출액 1,849억원(+2.6%), 영업이익 56억원(+33.3%)를 기록. 프로디악스(폐렴구균 백신) 계약 종료로 인한 MSD 백신 매출 감소와 슈가논(당뇨 치료제)의 코프로모션 계약 종료 등으로 매출액은 시장 기대치를 하회.

영업이익은 케이캡의 미국 파트너사에 대한 조기 기술 이전 비용(약 30억원) 발생과 마케팅 비용 증가로 인한 HB&B 사업 부 적자 전환으로 전체 영업이익률은 3.1%로 부진.

차질 없이 진행중인 케이캡 글로벌 진출

3월부터 중국에서 급여 적용이 시작되었으며 현재 중국 주요 종합 병원(약 700여개) 중 20%에 품목 리스팅을 완료. 연말까지 80% 이상의 주요 병원에 침투할 수 있을 것으로 전망. 중국 소화성 궤양용제 시장은 약 4조원 규모로 추정되며 중국 보험 약가는 국내(1,300원)보다 높은 2천원 초반대로 추정. 케이캡은 빠른 onset을 강점으로 국내 시장 초기 M/S(2%후반) 이상의 첫해 중국 M/S 예상.

미국 파트너인 Braintree사(Sebela)는 작년 10월부터 임상 3상 투약을 시작. 1H24에 임상결과 확인이 가능할 것으로 기대하며 허가 시점은 25년으로 예상. 조기 제조 기술 이전을 진행중에 있어 허가 후 빠른 출시 기대. 파트너사는 소화기계 전문 제약사로 미국 내 대장 내시경 시장 점유율 1위 품목인 SUTAB을 보유하고 있고, 높은 소화기계 커버리지를 보유하고 있어 케이캡의 미국 출시 이후 가파른 시장 침투 기대.

몽골, 필리핀에 이어 2분기부터 멕시코, 싱가포르등으로 수출을 확대해 나갈 예정. 연말까지 현재 파트너사가 확정되지 않은 유럽 시장에 대해서도 파트너사 계약 체결을 목표로 협의 중.

매수 의견, 목표주가 45,000원 유지

매수 의견과 함께 목표주가 유지. 티로그(아이스티 제로)의 초반 판매량 증가가 가파르며, 건조한 컨디션 매출이 지속되면서 건기식 사업 철수 영향은 단기에 그칠 것으로 전망. 케이캡OD 정 비중 증가와 중국 로열티 유입으로 하반기로 갈수록 이익 개선을 전망하며, 24년부터케이캡 수수료가 대폭 개선될 것으로 예상됨에 따라 큰 폭의 이익 성장 기대.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	1Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	185	2.6	-14.5	196	-5.5
영업이익	6	33.3	-32.7	6	0.0
세전계속사업이익	2	292.3	-23.5	5	-53.7
지배순이익	3	-60.2	28.4	3	12.2
영업이익률 (%)	3.1	+0.8 %pt	-0.8 %pt	2.9	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	1.6	-2.5 %pt	+0.5 %pt	1.3	+0.3 %pt

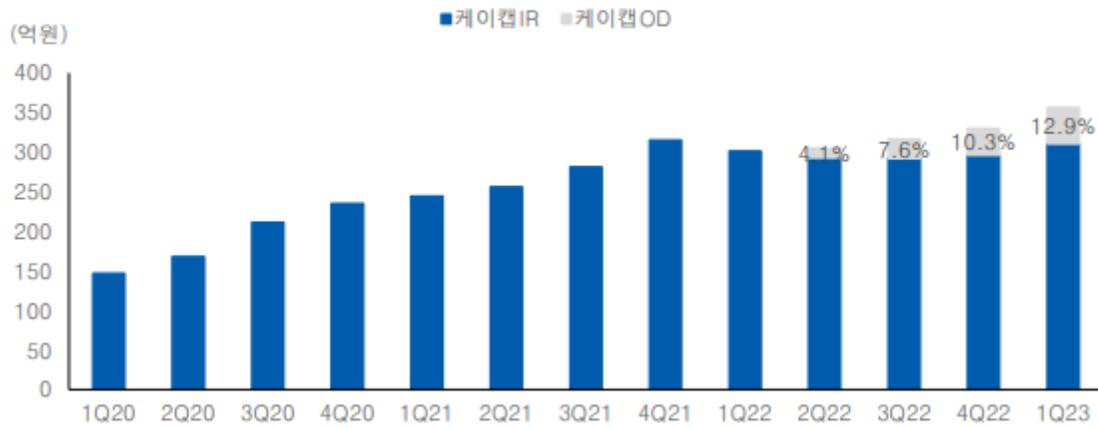
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	768	847	848	894
영업이익	50	53	62	86
지배순이익	25	38	38	56
PER	51.5	30.7	24.0	16.5
PBR	1.5	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	24.1	16.9	11.7	9.0
ROE	2.6	3.3	3.2	4.6

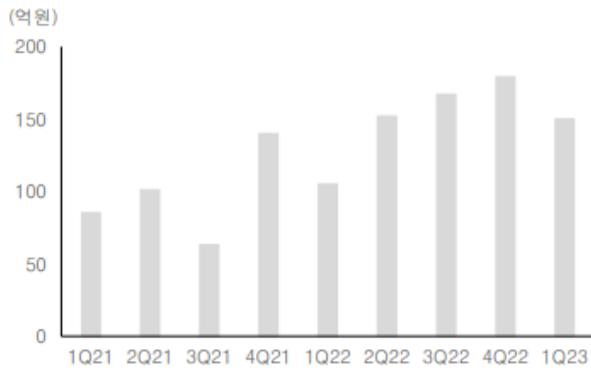
자료: 유안타증권

케이캡 분기별 처방 추이



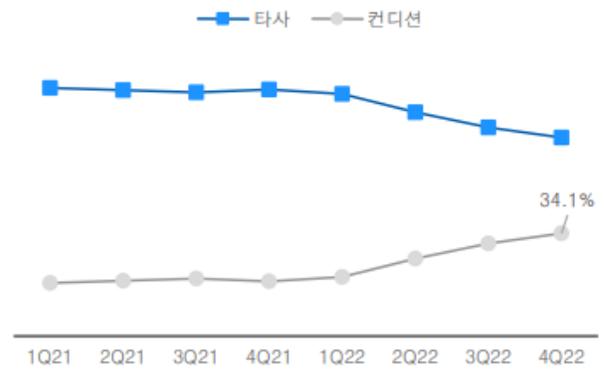
자료: HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

컨디션 분기별 매출 추이



자료: HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

Non-Drink 숙취해소제 시장 점유율 추이



자료: HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

