

2023.07.18(화) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-07-18 오전 4:15

수정한 날짜: 2023-07-18 오전 10:20

2023.07.18(화) 증권사리포트

솔브레인

3분기 실적 턴어라운드 전망

[\[출처\] 키움증권 박유악 애널리스트](#)

2Q23 영업이익 436억원, 분기 실적 저점 통과 예상

솔브레인의 2Q23 실적이 매출액 2,322억원(-4%QoQ, -15%YoY)과 영업이익 436억원(-11%QoQ, -21%YoY)으로, 시장 컨센서스(FnGuide 컨센서스: 매출액 2,318억원, 영업이익 432억원)에 부합할 것으로 예상된다. 고객사의 감산 영향으로 인해, 반도체 부문의 실적이 전 분기 대비 감소하지만, 그 외 디스플레이와 이차전지 부문의 실적은 전 분기 대비 회복세를 보일 것으로 예상된다. 사업 부문별 매출액은 반도체 1,708억원(-8%QoQ, -5%YoY), 디스플레이 182억원(+2%QoQ, -44%YoY), 이차전지 및 기타 432억원(+9%QoQ, -28%YoY)을 기록할 전망이다.

3Q23 영업이익 478억원, 실적 회복세 진입 전망

3Q23는 매출액 2,407억원(+4%QoQ, -13%YoY)과 영업이익 478억원(+10% QoQ, -4%YoY)으로, 분기 실적 회복세에 진입할 전망이다. 고객사의 1nm DRAM 및 176L NAND의 양산 비중 확대, 신규 CMP slurry의 판매 확대에 따른 반도체 소재 부문의 실적 개선이 본격화될 것으로 판단하기 때문이다. 수요 성수기에 진입하는 디스플레이 부문과 고객사의 공장 정상화 수혜가 예상되는 이차전지 부문의 실적도 3Q23에 추가 개선될 보일 것으로 보인다. 사업 부문별 매출액은 반도체 1,744억원(+2%QoQ, -9%YoY), 디스플레이 205억원(+13%QoQ, -23%YoY), 이차전지 및 기타 458억원(+6%QoQ, -20%YoY)을 각각 기록할 전망이다.

목표주가 35만원으로 상향. 소재 업종 Top Pick 추천 지속

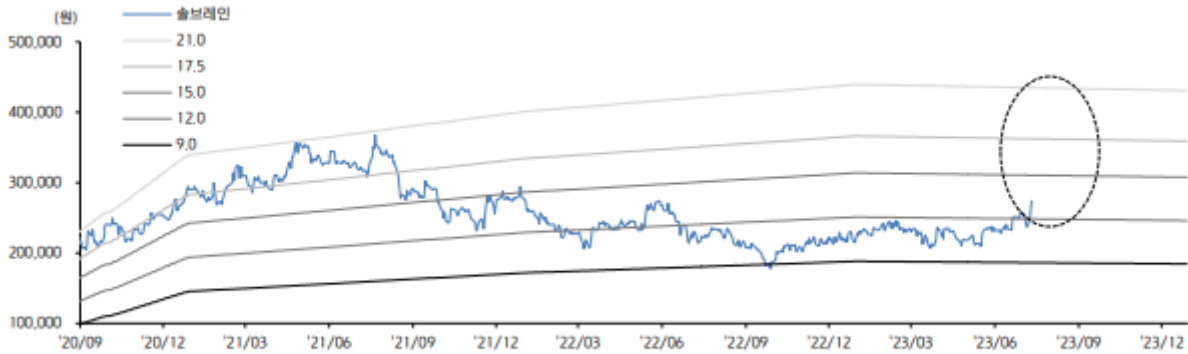
솔브레인의 파운드리 부문 실적 확대 스토리에 주목할 필요가 있다. 솔브레인은 주요 고객사의 해외 공장 증설에 대응하며, 그 동안 메모리에 국한되어 있던 반도체 부문의 실적을 파운드리 부문으로 확대해 나아갈 것이다. 이는 메모리 반도체 업황 사이클에 따른 실적 변동성이 크게 둔화됨을 의미하기 때문에, 솔브레인 주가의 multiple 상향 근거로써 작용할 것이다. 따라서 당사는 '메모리 업황 및 고객사의 가동률 회복'이 솔브레인 주가와 실적의 단기 모멘텀으로 작용하고, 파운드리 시장으로의 점유율 확대 기대감이 주가 multiple 상향의 근거로써 작용할 것으로 판단하고 있다. 중장기 실적 성장성을 반영하여 '24~'26년 EPS 전망치와 목표주가를 상향 조정하고, 반도체 업종 Top Pick으로 매수 추천을 지속한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,023.9	1,090.9	967.1	1,083.2
영업이익	188.8	207.1	187.7	222.7
EBITDA	237.4	259.7	243.3	287.1
세전이익	203.2	215.4	213.3	240.4
순이익	152.2	167.7	164.4	185.3
지배주주지분순이익	148.5	162.8	159.6	179.9
EPS(원)	19,093	20,928	20,514	23,124
증감률(%YoY)	18.0	9.6	-2.0	12.7
PER(배)	14.6	10.4	12.6	11.2
PBR(배)	3.41	2.18	2.18	1.86
EV/EBITDA(배)	8.6	5.8	5.5	4.2
영업이익률(%)	18.4	19.0	19.4	20.6
ROE(%)	26.3	23.0	18.8	18.0
순부채비율(%)	-20.1	-25.0	-35.2	-40.9

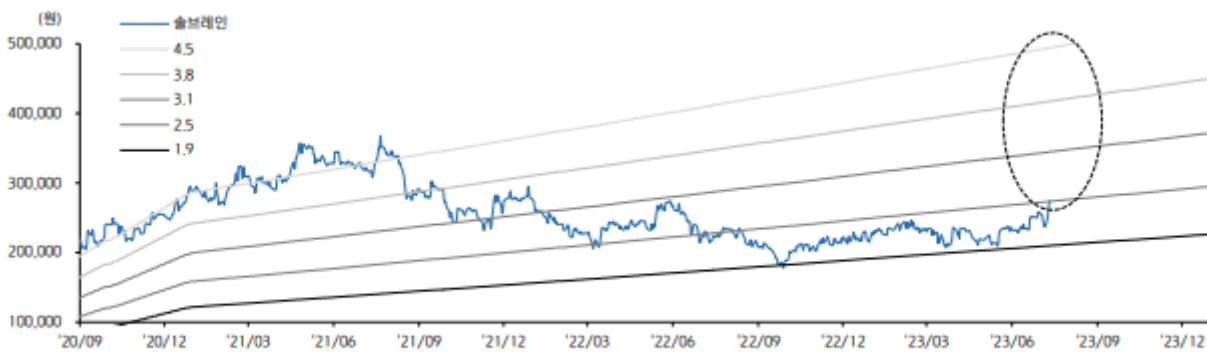
자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/E Ratio: 충분히 남아있는 주가 상승 여력



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/B Ratio: 충분히 남아있는 주가 상승 여력



자료: 키움증권 리서치센터



셀트리온

신제품 효과는 존재하지만 아쉬운 2분기

[\[출처\] NH투자증권 박병국 애널리스트](#)

신제품 효과로 이익률은 방어되나 실적 모멘텀이 쉬어가는 2분기

투자의견 Buy, 목표주가 22만원으로 8% 하향. 제품 판매사인 셀트리온헬스케어의 미국 트룩시마 약가 하락에 따른 동사의 실적 추정치 하향이 주요 근거

2분기 매출액은 5,805억원(-3% y-y), 영업이익 1,932억원(-3% y-y)으로 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 추정. 전분기 대비 줄어든 셀트리온헬스케어향 2분기 공급계약 3,737억원(-8% q-q)을 기반으로 매출액을 추정. 진단키트 매출은 더이상 발생하지 않으며 테바 수주에 따른 매출은 없는 것으로 추정함

1분기 매출에서 비중 27%였던 램시마SC는 2분기에 매우 줄어들 것으로 추정하나 허가 절차를 진행 중인 신제품 매출 비중이 늘어날 것으로 전망. 램시마SC의 좋은 수익성 효과는 부재하나 가격 하락 폭이 반영되지 않은 신제품의 수익성 효과로 매출총이익률은 전분기 대비 5%p 개선된 49.6%로 추정. 판매관리비율은 전년과 유사한 수준인 16.3%로 예상

미국 법인의 핵심은 유프라이마가 아닌 램시마SC라는 점당사는 기존 판단대로 유프라이마보다는 램시마SC가 미 법인의 핵심임을 강조. 최근 유프라이마의 경쟁제품 PBM 등재 이후 추가하락 발생, 이후 합병 뉴스로 반등. 당사 추정 '28년 미국 유프라이마의 매출은 4,180억원(헬스케어 기준) 수준에 불과, 약가 80% 인하에도 M/S 10% 시 달성 가능한 수준. 최근 낙폭은 시장이 유프라이마 PBM 등재를 합병 모멘텀으로 해석했기에 가능했던 낙폭

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	2,284	2,370	2,664	3,113
증감률	20.6	3.8	12.4	16.8
영업이익	647	774	934	1,136
증감률	-13.0	19.6	20.6	21.7
영업이익률	28.3	32.7	35.1	36.5
(지배지분)순이익	538	635	756	910
EPS	3,677	4,340	4,976	5,766
증감률	-7.3	18.0	14.7	15.9
PER	43.6	36.5	31.8	27.4
PBR	5.7	5.1	4.6	4.1
EV/EBITDA	26.2	22.8	19.6	16.5
ROE	13.4	14.3	14.9	15.6
부채비율	37.8	39.1	40.3	41.4
순차입금	176	-193	-626	-1,116

단위: 십억원, %, 원, 배



현대코퍼레이션

기대보다 좋은 상황의 연속

[\[출처\] 하나증권 유재선 애널리스트](#)

목표주가 33,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

현대코퍼레이션 목표주가를 33,000원으로 기존대비 32.0% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2023년 예상 BPS에 목표 PBR 0.8배를 적용했다. 2분기 실적은 시장 기대치를 상회할 것으로 예상된다. 석유화학과 철강을 제외한 모든 부문에서 전년대비 이익 성장이 기대되는 가운데 이번 분기도 전분기에 이어 최대 실적을 기록할 것으로 전망된다. 2023년 추정 실적 기준 PER 2.8배, PBR 0.6배로 ROE 대비 저평가다.

2Q23 영업이익 262억원(YoY +25.6%) 컨센서스 상회 전망

2분기 매출액은 1.6조원으로 전년대비 3.0% 증가할 전망이다. 철강, 석유화학 부문의 높은 역기저 영향으로 외형 상승 속도가 둔화될 여지가 있지만 주력 부문인 승용부품뿐만 아니라 기계선박, 상용에너지 등에서 전사 매출을 견인할 것으로 기대된다. 영업이익은 262억원을 기록하며 전년대비 25.6% 증가할 것으로 예상된다. 철강 부문에서 매출 감소에도 불구하고 수익성이 개선되는 흐름이 예상되며 승용부품도 수요 증가 등의 영향으로 이익률이 제고될 것으로 전망된다. 석유화학은 가격 하락 영향에도 마진은 안정적인 수준이 유지되고 있으며 에너지 인프라 투자 증가에 따른 수요 개선으로 과거 적자를 기록했었던 상용에너지는 흑자로 전환될 전망이다. 기계선박은 변동성이 크지 않지만 꾸준한 이익을 지속할 것으로 예상된다.

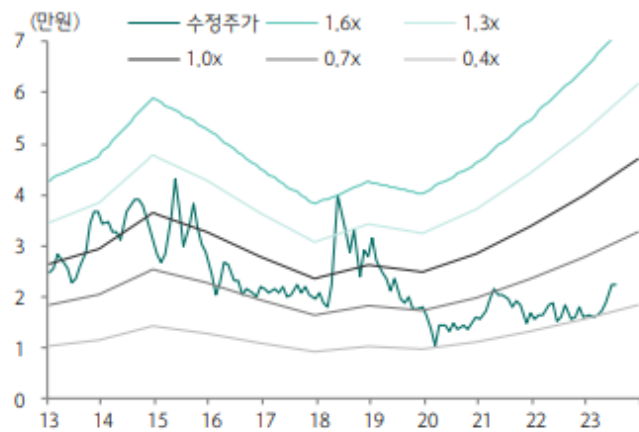
분기와 연간 최대 이익 달성 가능. 저평가 매력 보유

제품 가격 약세로 인한 외형 성장 속도 둔화에도 불구하고 마진 높은 계약들이 매출로 연결되면서 전사 실적은 개선 추세에 있다. 자동차 수요 개선으로 글로벌 판매실적이 증가하는 국면에서 승용부품 부문 중심의 견조한 이익률이 올해 연간 증익을 견인할 전망이다. 국제유가 반등 국면에서 해외 자원개발 관련 배당 수익도 안정적일 것으로 기대된다. 상사 업종 멀티플이 확대되는 구간에서 최대 이익을 경신하고 있는 현 상황을 감안하면 저평가 매력이 충분하다고 판단된다

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

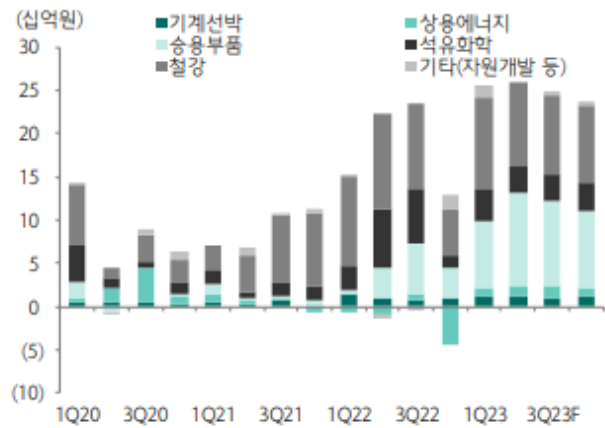
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,782.5	6,127.0	6,749.4	6,764.7
영업이익	35.1	66.8	100.3	94.3
세전이익	56.2	90.5	139.9	136.2
순이익	37.8	78.7	105.3	102.4
EPS	2,857	5,950	7,959	7,741
증감율	(23.34)	108.26	33.76	(2.74)
PER	5.88	2.72	2.80	2.88
PBR	0.58	0.47	0.55	0.47
EV/EBITDA	23.19	7.85	5.22	4.73
ROE	11.21	19.83	21.72	17.54
BPS	28,886	34,326	40,539	47,736
DPS	600	600	600	600

도표 2. 현대코퍼레이션 12MF PBR 추이



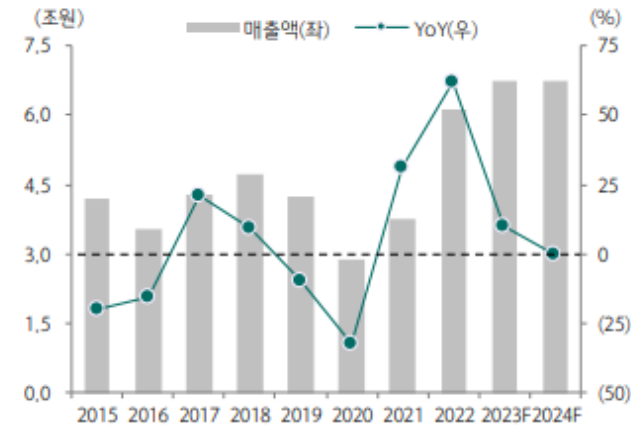
자료: 현대코퍼레이션, 하나증권

도표 3. 분기별 부문별 영업이익 추이 및 전망



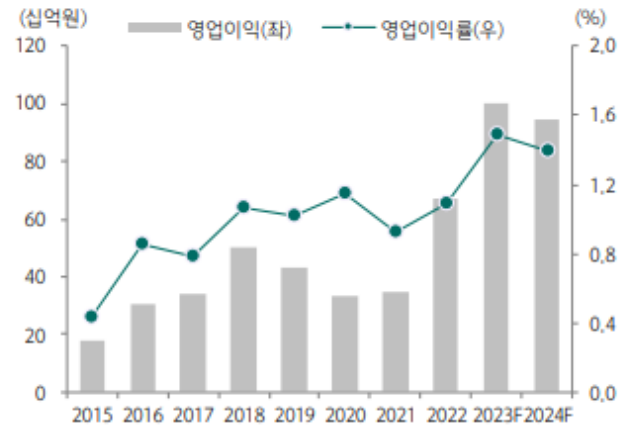
자료: 현대코퍼레이션, 하나증권

도표 4. 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 현대코퍼레이션, 하나증권

도표 5. 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 현대코퍼레이션, 하나증권



KT

가시권에 들어온 정상화

[\[출처\] 이베스트투자증권 이승웅 애널리스트](#)

2Q23 Preview: 그룹사 이익기여 회복

2Q23 연결 영업수익은 6.5조원(+2.7% YoY), 영업이익은 5,093억원(+10.9% YoY)으로 시장 컨센서스(6.5조원, 5,059억원)에 부합할 것이다. 영업이익의 두 자릿수 성장은 2Q22 반영됐던 일회성 인건비(411억원)의 기저효과와 비용 효율화에 기인한다. 1분기와 유사하게 유무선 통신의 견조한 실적이 지속된 가운데 연결 자회사 실적이 개선된 것으로 파악된다. 2Q23말 5G 가입자수는 935만명(+41만명 QoQ)으로 추정한다. 플래그십 단말기 출시 부재로 인한 계절적 영향으로 5G 순증 속도는 다소 둔화됐지만 외국인 유입과 해외여행 증가로 로밍 매출이 코로나 이전 수준 이상으로 회복하며 무선 수익 성장에 기여한 것으로 분석된다. 이번 분기 주목할 부분은 그룹사 실적이다. 1Q23 감소했던 그룹사의 이익기여가 1,200억원 수준으로 회복할 것으로 예상된다. 외국인 관광객 증가로 비씨카드의 매입액과 에스테이트의 호텔 매출이 증가한 것이 주효했다.

23년 영업이익 1.7조원(+2.5% YoY)으로 소폭 상향

23년 연결 영업수익은 26.3조원(+2.6% YoY), 영업이익은 1.7조원(+2.5% YoY)으로 전망한다. 그룹사의 이익 기여 증가를 반영해 영업이익 추정치를 기존 대비 225억원 상향했다. 5G, IPTV와 인터넷의 안정적 성장이 유지되는 가운데 비용 통제 기조가 이어질 것이다. 더불어 B2B는 21-22년 DX 수주를 기반으로 매출 인식이 본격화되고 있다. 금융권 중심의 AICC와 공공기관 등에서 급증하는 클라우드 수요를 바탕으로 고성장이 예상된다.

가시화되는 경영 정상화

23년 지속됐던 CEO 부재로 인한 불확실성이 8월말 해소될 전망이다. 동사는 지난 6/30 임시주총을 통해 이사회 구성을 마무리하고 차기 CEO 선임 절차를 본격화했다. 8월초 최종 후보가 결정 후 8월말 주총을 통해 차기 CEO 선임이 마무리될 예정이다. 지배구조 관련 불확실성 해소가 가시화되고 실적 성장세가 지속된다는 점에서 향후 주가 우상향 가능성에 무게를 둔다. 동사에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 43,000원을 유지한다.

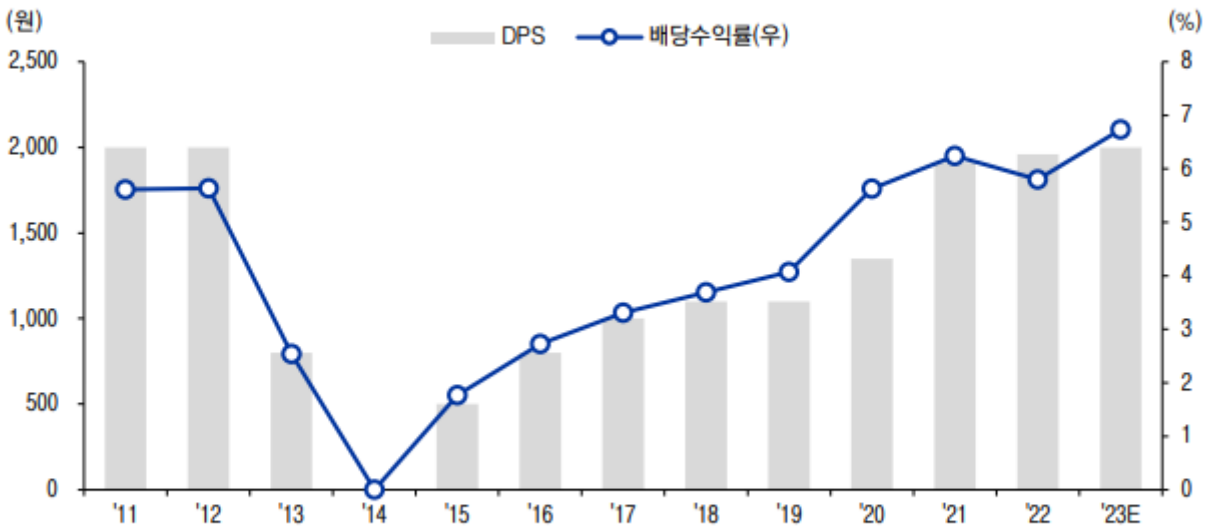
Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	24,898	25,650	26,328	26,869	27,455
영업이익	1,672	1,690	1,732	1,786	1,840
순이익	1,459	1,388	1,293	1,357	1,367
EPS (원)	5,754	4,931	4,840	5,284	5,321
증감률 (%)	111.2	-14.3	-1.8	9.2	0.7
PER (x)	5.3	6.9	6.2	5.6	5.6
PBR (x)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
영업이익률 (%)	6.7	6.6	6.6	6.6	6.7
EBITDA 마진 (%)	21.4	21.1	20.7	20.1	20.6
ROE (%)	9.4	8.0	7.4	7.5	7.2

주: IFRS 연결 기준

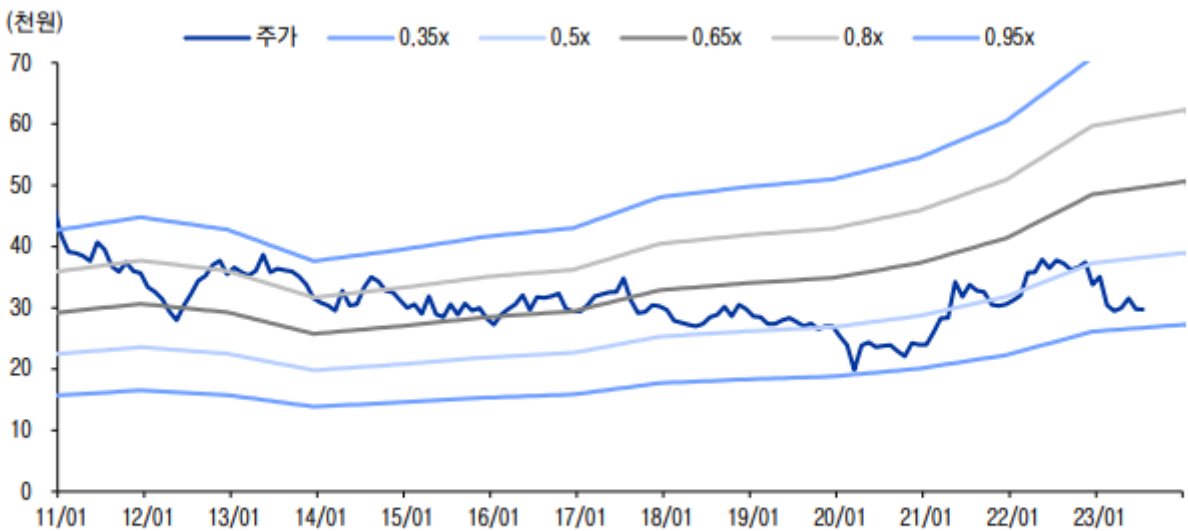
자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 KT DPS 및 배당수익률 추이



자료: KT, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 KT 12M Fwd PBR 밴드



자료: KT, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터



케이피에스

국내 최초 LFP, NCM 모두 대응 가능한 리사이클링 업체

[\[출처\] 하나증권 김두현 애널리스트](#)

투자 의견 'BUY', 목표주가 16,500원 제시

케이피에스에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 16,500원을 제시한다. 목표주가는 SOTP 밸류에이션을 활용해 독립적인 사업 부문들의 가치를 평가하였다. SOTP 밸류에이션을 활용한 이유는 1) 주요한 사업인 디스플레이 장비 사업과 배터리 리사이클링 사업은 서로 독립적인 사업이며, 2) 사업 부문들이 각기 유의미한 매출과 이익을 발생시키기 때문에 분리하여 가치를 산정하였다. Target P/E의 경우 배터리 리사이클링 사업은 22년 주요 국내 경쟁사들의 평균 P/E를 적용해 보수적으로 산정하였고, 디스플레이 사업 부문과 의료기기 사업의 경우 2023년 추정치가 존재하는 각각 산업의 평균 P/E인 27.7배, 18.8배를 적용해 산출하였다.

LFP 사업화, NCM 기술 확보, 산업용 배터리 사업 진출로 현실화된 청사진

동사는 1) 정부출연 연구기관과의 협력을 통해 국내 최초로 유효한 LFP 전문 리사이클링 공장을 가동할 예정이며, 2) 지속적인 교류로 NCM 리사이클링 기술까지 성공적인 개발이 기대되는 상황이다. 3) 삼성전자와의 UPS(무정전전원공급장치) 재활용 계약을 통해 납축전지를 벗어나 성공적인 산업용 배터리 사업으로의 진출이 시작됐다. 동사의 기술과 연구기관이 가진 LFP 리사이클링 기술을 접목해 정부출연연구기관과 LFP 배터리 재활용 사업화 연구가 결정되어 기술 이전이 예정되어 있다. 올해 연말에는 동사의 허가 부지 내부 600평의 공장을 활용해 파일럿 공장을 가동할 것으로 예상되며, 추후 후처리를 포함해 배터리팩 기준 약 만 톤 수준의 배터리를 처리할 수 있을 것으로 기대된다. 동사의 특허는 NCM 계열 배터리에도 소재 회수율을 높일 수 있기 때문에 지속된 연구 협업을 통해 NCM 기술도 성공적으로 개발하고 있다. 동사는 허가 받은 유희 부지가 5,000평이 존재함에 따라 NCM 파일럿 라인을 기술 이전과 동시에 증설 가능하다. 추후 CAPEX 투자를 통해 선두 주자에 버금가는 CAPA를 확보할 수 있을 것으로 기대된다. 마지막으로 삼성전자와의 산업용 배터리 재활용 계약을 통해 성공적인 산업용 배터리 재활용 사업 진출을 알렸다. 해당 계약을 시작으로 다수의 대기업과 추가 계약이 논의 중인 단계로 파악된다. 계약 대상인 UPS는 화재에 민감한 특성상 LFP로 대체되고 있는 배터리로 추후 유사한 특성을 가진 ESS 재활용 사업 진출에 있어 주요한 레퍼런스로 작용할 것으로 판단된다.

2023년 연결 매출액 992억원, 영업이익 104억원 전망

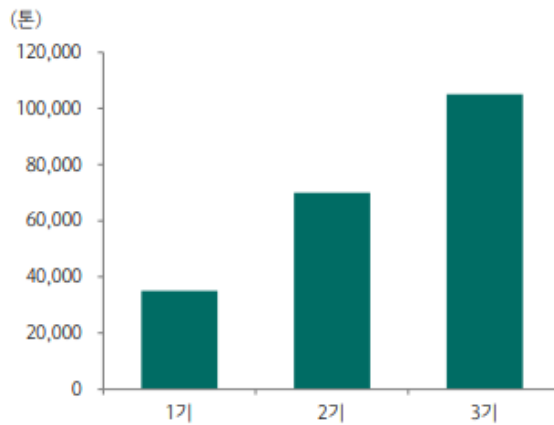
케이피에스의 연간 연결 실적은 2023년 매출액 992억원(+578.3%, YoY), 영업이익 104억원(흑자전환, YoY)으로 2024년 매출액 1,802억원(+81.7%, YoY), 영업이익 238억원(+128.9%, YoY)으로 전망한다. 동사는 올해 3월 세기리텍을 100% 자회사로 인수하며 계획한 리튬이온 배터리로의 사업 전환을 성공적으로 현실화하고 있다. 기존 디스플레이 역량과 함께 2차전지 리사이클링 업체로의 재평가가 필요한 시점이다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

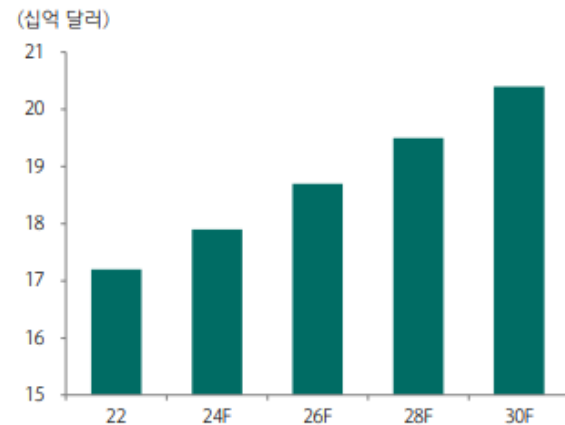
투자지표	2020	2021	2022	2023F
매출액	15.2	4.3	14.6	99.2
영업이익	(0.4)	(12.3)	(8.6)	10.4
세전이익	(2.3)	(17.3)	(13.9)	10.2
순이익	(2.4)	(15.3)	(11.4)	8.1
EPS	(164)	(884)	(607)	433
증감율	적지	적지	적지	흑전
PER	(122.87)	(14.82)	(11.24)	25.06
PBR	6.16	3.98	2.41	3.32
EV/EBITDA	1,360.63	(19.44)	(16.44)	20.02
ROE	(5.98)	(27.55)	(19.94)	14.19
BPS	3,270	3,292	2,831	3,273
DPS	0	0	0	0

도표 3. 회전로 당 CAPA 추이



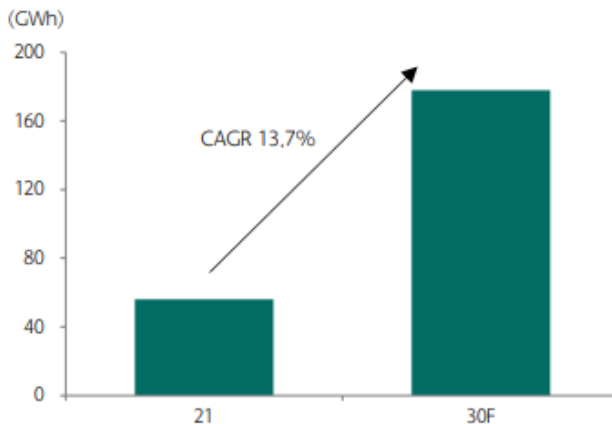
자료: 케이피에스, 하나증권

도표 4. 글로벌 재활용 연 시장 전망 및 추이



자료: 케이피에스, 하나증권

도표 5. 전 세계 ESS 시장 규모 전망



자료: BloombergNEF, 하나증권

도표 6. 무정전원공급장치(UPS)



자료: 이화전기, 하나증권



컴투스

아쉽지만 흑자 전환은 3분기로

[\[출처\] NH투자증권 안재민 애널리스트](#)

제노니아, MLB9이닝스라이벌의 성과로 3분기는 흑자전환 기대

컴투스에 대한 투자의견 Hold를 유지하고, 목표주가는 기존 72,000원에서 65,000원으로 하향. 글로벌에 출시한 '서머너즈 워:크로니클'이 초기 양호한 성과를 기록하였으나 오래 유지하지 못했고, 신작 출시에 따른 마케팅 비용 증가 등으로 2분기 흑자전환은 쉽지 않은 것으로 추정. 또한, 미디어/콘텐츠 사업의 적자가 지속되고 있어 부담스러운 상황. 참고로 동사의 목표주가는 2024년 Target PER 15배를 적용

6월 27일 출시한 '제노니아'는 7월 13일 기준 구글앱스토어 매출순위 10위를 기록 중. 최근 다수의 MMORPG 게임 출시에도 불구하고 양호한 성과를 기록. 동사의 지속적인 이슈인 매출 순위 유지가 관건이겠지만, 초기 출발은 나쁘지 않은 상황. 또한, 7월 5일 출시한 'MLB9이닝스라이벌'은 일본, 대만의 애플앱스토어 매출 순위가 각각 27위, 46위를 기록하고 있어 초기 성과 양호. 3분기 영업이익의 turn around 기대

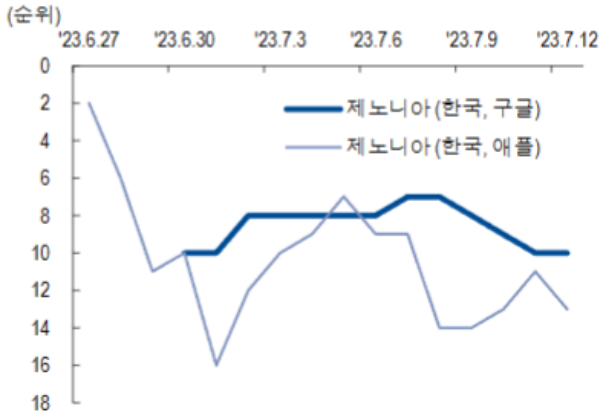
2분기에도 영업이익 적자는 불가피할 것

컴투스의 2분기 실적은 매출액 2,203억원(+13.9% y-y, +14.3% q-q), 영업이익 -48억원(적자지속)으로 영업이익은 기존 추정치 121억원 및 시장 컨센서스 134억원을 하회할 전망. 야구시즌 돌입에 따라 야구 게임의 매출이 양호하고, '서머너즈 워: 크로니클'의 성과에도 불구하고, 미디어/콘텐츠 사업의 적자가 지속되고 있으며, 신작 출시에 따른 마케팅비용(309억원, +5.9% q-q)도 증가

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	717.1	875.3	972.0	1,031
증감률	28.4	22.1	11.0	6.1
영업이익	-16.7	-5.6	31.7	56.8
증감률	-	-66.5	-666.1	79.2
131.7				
영업이익률	-2.3	-0.6	3.3	5.5
(지배지분)순이익	33.4	67.9	55.7	74.8
EPS	2,593	5,275	4,328	5,815
증감률	-74.2	103.4	-18.0	34.4
PER	23.0	11.0	13.4	10.0
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	51.0	18.1	7.3	4.9
ROE	2.9	5.1	3.6	4.7
부채비율	43.2	37.3	38.5	38.4
순차입금	-97.3	-433.4	-455.2	-489.4

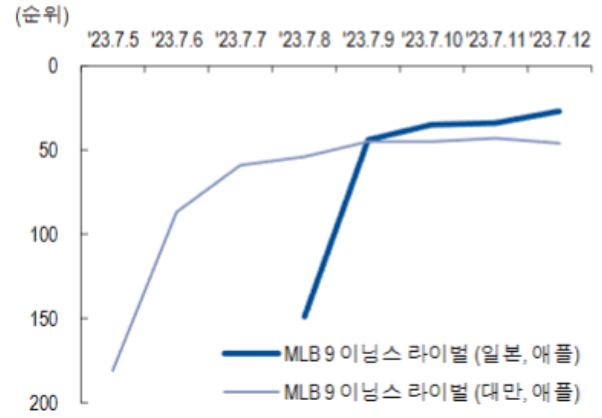
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 제노니아 앱스토어 매출 순위 (한국)



자료: 구글, 애플, data.ai, NH투자증권 리서치본부

그림2. MLB 9이닝스 라이벌 앱스토어 매출 순위 (일본, 대만)



자료: 애플, data.ai, NH투자증권 리서치본부

표3. 컴투스 예상 게임 라인업

게임명	장르	개발사	출시시기
OOTP Baseball 22 (PC/모바일)	스포츠	OOTP	2021년 3월 26일
서머너즈워: 백년전쟁	RTS	컴투스	2021년 4월 29일
NBA NOW 22	스포츠	컴투스	2021년 10월 20일
발키리러쉬	슈팅방치형 RPG	컴투스	2021년 11월 19일
컴투스프로야구V22	스포츠	컴투스	2022년 4월 5일
서머너즈워: 백년전쟁	실시간대전	컴투스	2022년 4월 14일(글로벌)
크리티카 글로벌(PC)	액션 RPG	컴투스	2022년 6월 8일
아이돌 루카	수집형 RPG	컴투스	2022년 7월 26일
서머너즈워: 크로니클	MMORPG	컴투스	2022년 8월 16일(국내) 2022년 11월 10일(북미) 2023년 3월 9일(글로벌)
제노니아	MMORPG	컴투스	2023년 6월 27일
MLB 9 이닝스 라이벌	스포츠	컴투스	2023년 7월 5일(글로벌)
낙시의 신: 크루	스포츠	컴투스	2023년 7월 20일(글로벌)
미니게임천국	캐주얼	컴투스	2023년 7월 27일(글로벌)
워킹데드: 매치3	퍼즐전략 RPG	컴투스	2023년 8월
사신키우기	방치형 RPG	다에리소프트	2023년 8월
크리처	턴제 RPG	컴투스	2023년 3분기
BTS 쿠킹은: TinyTAN 레스토랑	쿠킹 시뮬레이션	그램퍼스	2023년 4분기
1945	방치형 RPG	컴투스	2023년 4분기
거상M 징비록	MMORPG	알피지리퍼블릭	2023년 4분기
골프스타 챔피언십	스포츠	컴투스	2024년 상반기
프로젝트TS	MMORPG	게임테일즈	미정

자료: 컴투스, 언론보도 재인용, NH투자증권 리서치본부



JW중외제약

2Q23 Pre: 밸류에이션 메리트에 바이오와 AI의 업사이드

[\[출처\] 이베스트투자증권 강하나 애널리스트](#)

2Q23 Preview: 높아진 컨센서스에도 컨센서스 상회 예상

2Q23 실적은 연결 기준 1,892억원(+14.7% yoy, +9.1% qoq), 영업이익 191억원(+103.2% yoy, -5.9% qoq)으로 컨센서스(매출액 1,856억원, 영업이익 174억원)를 상회할 것으로 전망한다. 이유는 1)고마진 의약품인 리바로 패밀리와 영양수액제의 고성장, 2)헴리브라의 보험등재로 인한 매출 급증, 그리고 3)일반의약품의 견조한 성장세 덕분이다. 파이프라인들의 연구 개발 비용 반영 시점에 따른 영업이익 변동폭은 존재할 수 있다. 2023년에는 주요 신약 파이프라인에 있어서도 중요하다. 1)아토피치료제 2b상 완료에 따른 마일스톤(약 200억원) 유입 가능성, 2)탈모치료제 JW0061의 GLP-TOX 완료 후 라이선스 아웃 가능성, 3)STAT3 항암제 전임상 데이터 확인이 가능하다.

실적은 물론이고 AI로 찾아낸 신약; 통풍, 탈모, 아토피

본업 실적만으로도 연간 고성장을 기록하고 있고, 헴리브라의 2월 건보 급여 확대에 따라 기존 항체 환자에서 혈우병 비항체(A형 혈우병 환자의 92%)와 항체 환자 모두가 건보 적용을 받게 되어 2H23부터는 +100% yoy 이상의 매출 성장세가 예상된다(2022년 매출 58억원, 6월만 20억원, 2023년 예상 매출액 183억원). 또한 핵심 의약품인 리바로젯은 1Q23에만 매출액 135억원을 달성, 현재 월간 60억원을 달성하였고, 리바로 단일제는 스타틴 계열에서 15년만에 2위로 등극하며 리바로 패밀리의 입지를 다지고 있다. 타 제약사에서 리바로의 제네릭을 출시하는 것 또한 예상 대비 지연되고 있으며 만성질환에 있어서는 오리지널 충성도가 높다는 점을 고려했을 때 매출 타격은 적을 것이다. 더불어 독일 머크(국내 최초)와의 신약개발 협력, AI 플랫폼을 활용한 후보물질 도출 및 임상 진전이 눈에 띄는 모습이다. AI 플랫폼을 몇 십 년간 구축하여 자체적으로 주얼리와 클로버를 개발해 10개 이상의 신약 후보물질을 도출, 그 중 2개를 라이선스아웃(심시어, 레오파마)한 이력이 있으므로 AI 플랫폼에도 주목해볼 만하다.

투자의견 Buy, 목표주가 39,000원으로 상향

리바로 패밀리와 헴리브라, 전문의약품의 고성장과 영양수액제(위너프 등)의 성장세로 올해도 ETC부문이 견조할 것이다. 2023년 추정 EBITDA를 941억원으로 조정, 목표주가를 33,000원에서 39,000원으로 +18.2% 상향한다. 현재 주가는 2023년 기준 EV/EBITDA 8.1X로 PEER 대비 여전히 밸류에이션 메리트가 있고 마일스톤 유입 가능성과 추가 기술이전이 기대되므로 투자의견 Buy를 유지한다

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	607	684	750	795	835
영업이익	31	63	80	88	98
순이익	-1	30	54	63	74
EPS (원)	-64	1,376	2,489	2,932	3,426
증감률 (%)	적지	흑전	80.8	17.8	16.8
PER (x)	-355.2	20.2	11.3	9.6	8.2
PBR (x)	2.6	2.7	2.2	1.8	1.6
영업이익률 (%)	5.1	9.2	10.7	11.1	11.7
EBITDA 마진 (%)	7.8	11.3	12.5	12.8	13.3
ROE (%)	-0.5	13.6	19.9	19.4	19.1

주: IFRS 연결 기준

자료: JW중외제약, 이베스트투자증권 리서치센터



주 전 001060 신 JW중외제약 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 120/600 2023/07/17

34,950 ▲ 1,050 +3.10% 1,047,140 60.83% 4.59% 36,861백만 최우선 34,950 34,900 시 35,300 고 36,000 저 33,900 매수 매도

