

2023.08.29(화) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-08-29 오전 8:38

수정한 날짜: 2023-08-29 오후 12:01

2023.08.29(화) 증권사리포트

고려아연

니켈 제련소로 부각될 이차전지 모멘텀

[\[출처\] 키움증권 이중형 애널리스트](#)

하반기내 니켈 제련소 투자 구체화 전망

언론보도에 따르면 고려아연은 Trafigura社와 협력해 올해 하반기에 2차전지용 니켈 제련소를 착공할 계획이다. Trafigura는 22년 매출액 \$3,185억(약 423조원) 규모의 글로벌 기업으로 원유/금속/광물 등의 원자재 투자/생산/트레이딩이 핵심사업이다(고려아연에 이어 세계 2위 아연제련사인 Nyrstar 소유). 작년 11월 고려아연은 자사주 307,678주(지분율 1.55%, 2,025억원)를 Trafigura에게 넘기고, 니켈 제련 합작사업과 관련해 전략적 파트너십을 구축했다. 온산제련소 인근에 들어설 니켈 제련소의 정확한 생산규모는 아직 알려지진 않았지만 건·습식 융합 공정(Pyro-hydro process)을 통해 니켈 정광부터 니켈 매트(Matte-니켈 함량 70~75%), 산화광의 MHP(니켈 수산화 침전물) 등 모든 니켈을 함유한 원료를 처리·가공할 수 있는 커스텀(맞춤형) 설비를 갖출 계획이다.

니켈제련소 완공시 이차전지 소재 "Closed Loop" 구축

고려아연의 니켈 제련소가 완공되면 POSCO홀딩스의 광양 SNNC(2만톤, 23년말 완공)에 이어 국내에서 두번째로 이차전지용 고순도 니켈 생산능력을 갖추게 되며, 니켈 제련소(신설)의 고순도 니켈 → 자회사 KEMCO의 황산니켈(현재 8만톤에서 10만톤으로 증설 중) → KEMCO와 LG화학의 합작사 '한국전구체'의 이차전지 전구체(내년 1월 시운전, 2분기 양산목표, 추후 5만톤으로 증설 계획)로 이어지는 이차전지용 니켈 밸류체인을 완성하게 된다. 특히, 한국전구체 공장에는 전구체의 원료로 활용하기 위해 연간 6,000톤 규모의 이차전지 리사이클링 공장도 건설하고 있어, 고려아연의 온산단지는 이차전지용 니켈의 생산부터 재활용까지 전공정이 한꺼번에 이루어지는 "Closed Loop" 체계가 한곳에서 구축될 전망이다.

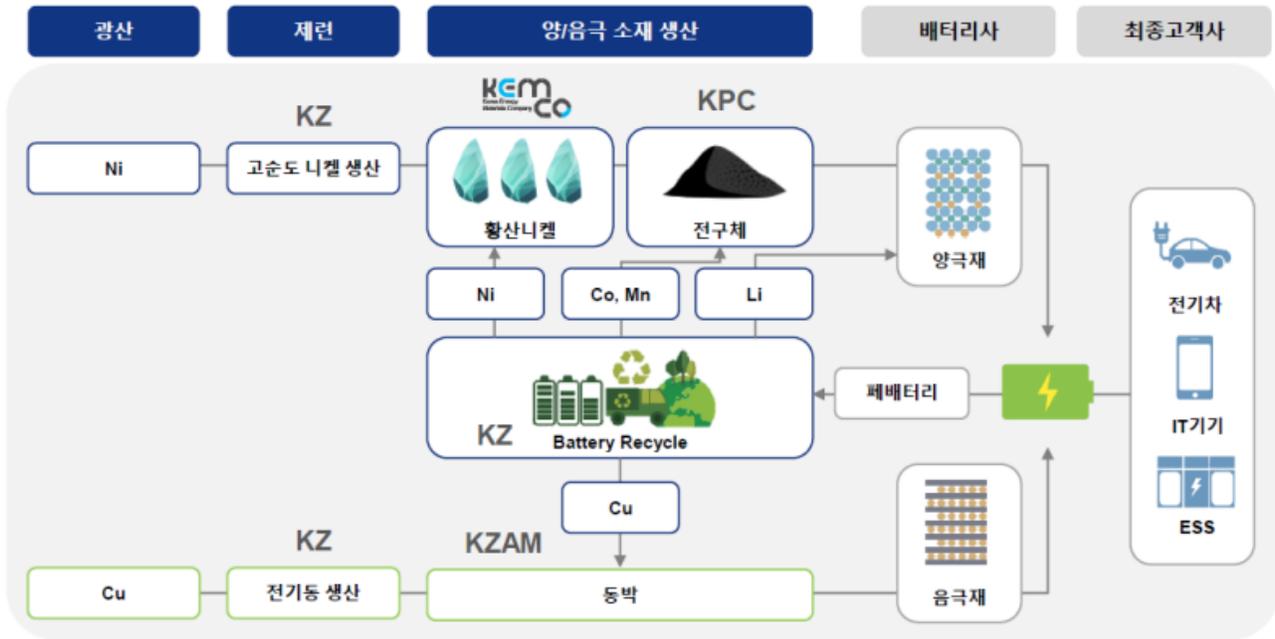
한편, 또 다른 이차전지 소재사업인 동박은 올해 4분기 고객사 인증을 획득하고 내년부터 본격적인 양산체제에 돌입할 계획이다. 현재 1.3만톤의 생산능력은 단계적 증설을 통해 27년 6만톤으로 확대되며, 현재 미국에서 증설을 진행중인 Igneo의 폐가전(E-Waste) 리사이클 공장이 완공되면 동박사업도 전기동(고려아연) → 동박(KZAM) → 리사이클(Igneo)로 이어지는 "Closed Loop" 체계가 완성될 전망이다. 업종 Top Pick으로 매수를 강조한다.

투자지표

| (십억원, IFRS **) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 9,977 | 11,219 | 10,042 | 9,891 |
| 영업이익 | 1,096 | 919 | 725 | 905 |
| EBITDA | 1,386 | 1,223 | 1,079 | 1,262 |
| 세전이익 | 1,139 | 881 | 825 | 987 |
| 순이익 | 811 | 798 | 611 | 730 |
| 지배주주지분순이익 | 807 | 781 | 606 | 724 |
| EPS(원) | 42,755 | 40,572 | 30,491 | 36,448 |
| 증감률(%YoY) | 40.8 | -5.1 | -24.8 | 19.5 |
| PER(배) | 12.0 | 13.9 | 16.4 | 13.7 |
| PBR(배) | 1.27 | 1.24 | 1.07 | 1.04 |
| EV/EBITDA(배) | 5.9 | 8.3 | 7.9 | 6.7 |
| 영업이익률(%) | 11.0 | 8.2 | 7.2 | 9.1 |
| ROE(%) | 11.1 | 9.4 | 6.6 | 7.7 |
| 순부채비율(%) | -20.7 | -13.6 | -16.5 | -16.8 |

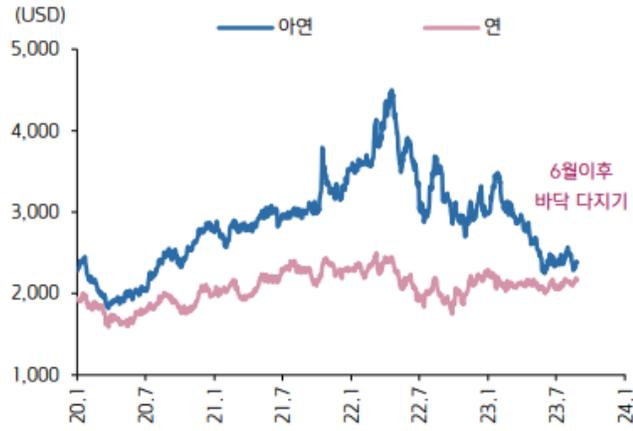
2차전지 핵심소재 Closed loop 공급 체인 구축

세계 최고의 기술력과 메탈소싱 능력을 바탕으로 2차전지 원재료 생산, 가공, 재활용에 걸친 산업 생태계 완성



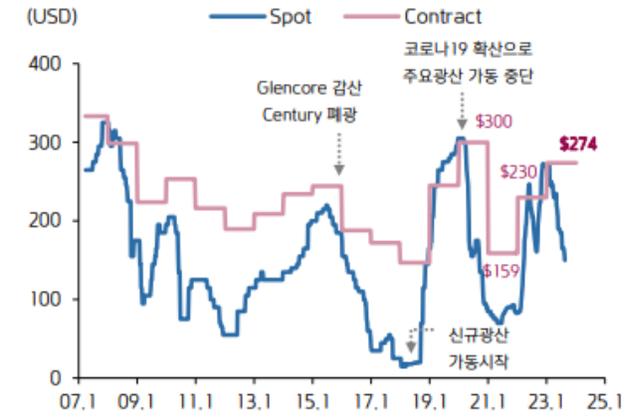
자료: 고려아연, 키움증권

아연/연가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

아연 제련수수료(TC)



주: 2023년 벤치마크 TC는 \$274(+\$44YoY)

자료: Bloomberg, 키움증권

금가격과 미국 국채금리



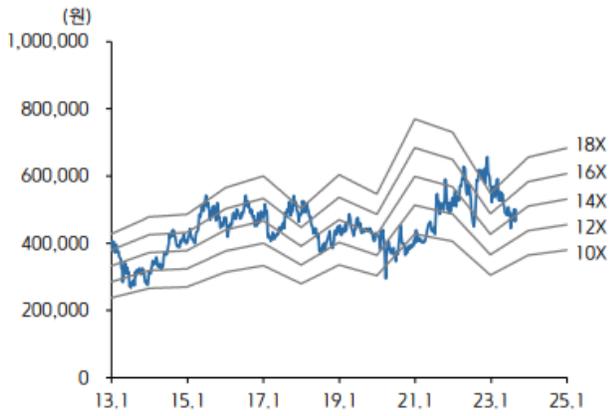
자료: Bloomberg, 키움증권

금/은가격 추이



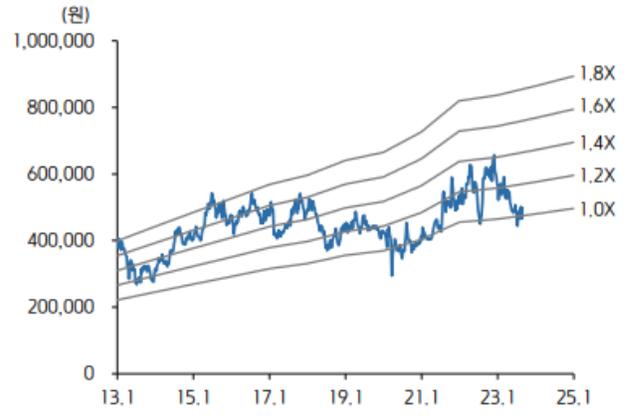
자료: Bloomberg, 키움증권

고려아연 12mf PER 밴드



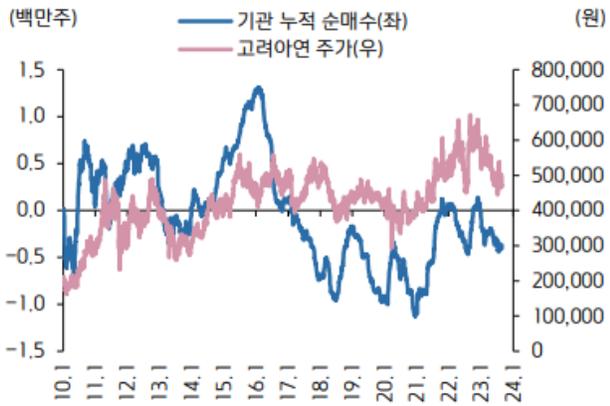
자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 12mf PBR 밴드



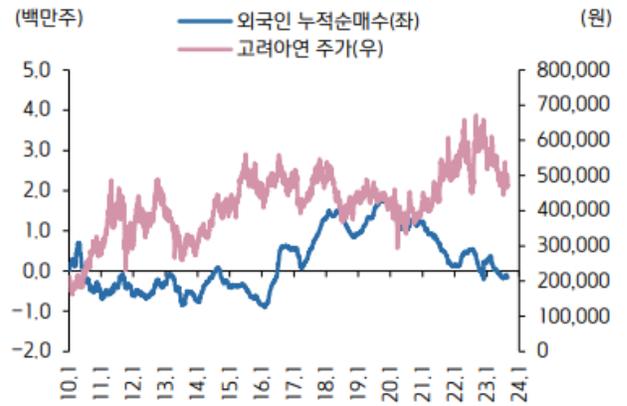
자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 기관 수급

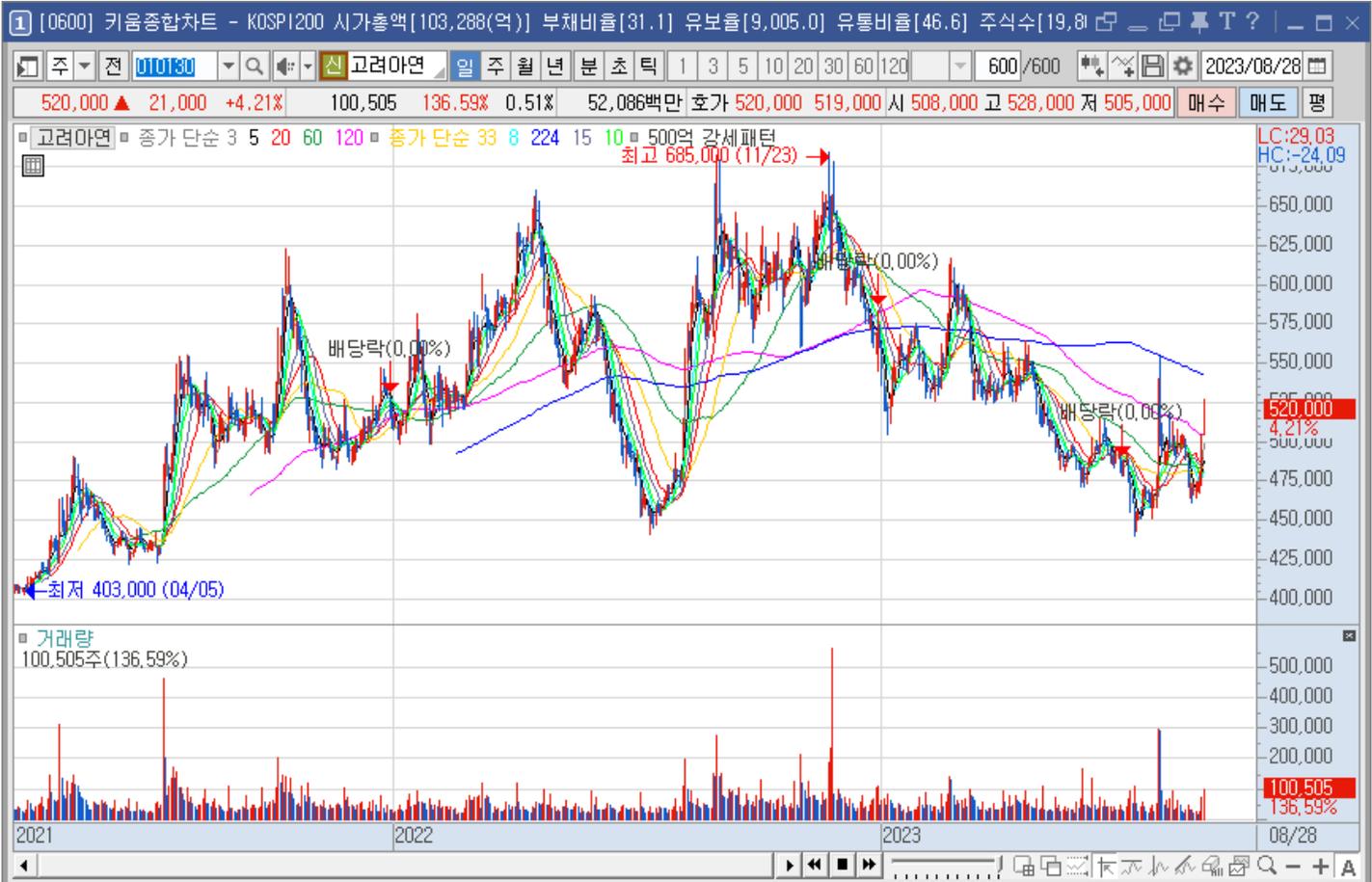


자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권



펠어비스

종합적 판단 결과 제시

[\[출처\] 키움증권 김진구 애널리스트](#)

붉은사막의 개발 완성도 신뢰

동사 목표주가 9.3만원을 유지하고 게임 업종내 Top pick으로 지속 제시한다. 게임스컴 2023에서 보여준 붉은사막 인게임 영상의 우수한 퀄리티가 개발기간 지연이라는 노이즈로 이어지고 있는데, 당사는 이것이 잘못된 판단임을 다음과 같은 근거로 짚고자 한다. 첫번째로 붉은사막 인게임 영상에서 확인된 주요 맵 표시, 조작 키 기반의 컨트롤 화면 및 QTE 표시 등을 감안할 때 이번 영상은 명확한 시연 버전의 인게임 영상으로 연관된 장시간 인게임 영상이 존재할 수밖에 없다는 점을 짚고자 하며, 두번째 붉은사막에서 공개된 조련, 승마, 돌진 및 드리프트, 양을 안아들어 옮기는 퀘스트, 피리를 붙어 쥐떼를 유인하는 것, 돌멘계를 뒤집어 무력화하는 것, 낚시, 열기구, 아침의 나라 우사와 바리 등장, 파쿠르 시스템과 마그누스 포탈 이동까지 이미 기존 검은사막에서 전부 구현된 것으로 이를 붉은사막에서 콘솔 기반의 더욱 높은 자유도에서 완벽한 퀄리티와 안정된 최적화 상태에서 구현하고자 하는 개발진의 의도를 알아차려야 한다는 점이다. 당사가 이전 리포트에서 언급하였는 바, 검은사막은 장르가 MMORPG이며 엔진이 검은사막 구형 엔진을 사용한다는 점에서 퀄리티 레벨업에 제한이 있지만 붉은사막은 싱글플레이 게임으로 출시된다는 점과 차세대 엔진인 블랙스페이스 엔진을 사용한다는 점에서 높은 퀄리티 인게임 영상이 상당부분 개발 완료되었을 것으로 관측되며 검은사막의 주요 게임 요소들과 함께 글로벌 대작 게임별 일부 요소들을 믹스해 새로운 형태 오픈월드 게임으로 재탄생할 것으로 기대한다. 다만 붉은사막의 독창적 DNA 발현을 위해 세계관, 스토리 및 기타 내러티브 요소들이 더욱 배가될 필요성은 존재한다 할 수 있다.

글로벌 유저의 압도적 관심도

붉은사막의 최근 구글트렌드 지표는 주간 잠정치 기준으로 100을 기록하면서 19년 11월 17, 20년 12월 39를 높게 상회하면서 글로벌 유저 지표의 강도를 매우 확연하게 보여주고 있다. 이런 유저의 기대에 부응하는 것은 회사의 당면과제로 판단하며 게임스컴을 기준으로 마케팅이 개시되었음을 감안할 때 유저게임성 선호도를 파악하여 장시간 기준 인게임 영상을 공개하는 것이 당연한 수순으로 판단되며 최적의 시기는 게임스컴의 여운이 남겨질 9월로 제시한다. 출시일정은 연말 Season YY 또는 MM YY 형태로 공개 후 프리오더 2~3개월 직전 정확한 출시일이 공개되는 과정으로 보이며 당사는 2Q24E 출시 가정을 공고하게 가져가고자 한다

투자지표

| (십억원, IFRS 연결) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|----------------|-------|-------|-------|---------|
| 매출액 | 403.8 | 385.7 | 369.8 | 799.9 |
| 영업이익 | 43.0 | 16.4 | -1.4 | 293.1 |
| EBITDA | 67.3 | 42.1 | 25.6 | 321.1 |
| 세전이익 | 77.7 | -55.8 | 24.8 | 349.5 |
| 순이익 | 59.4 | -43.0 | 17.4 | 263.3 |
| 지배주주지분순이익 | 59.4 | -43.0 | 17.4 | 263.3 |
| EPS(원) | 897 | -662 | 271 | 4,098 |
| 증감률(% YoY) | -41.9 | 적전 | 흑전 | 1,414.9 |
| PER(배) | 154.1 | -63.4 | 166.2 | 11.0 |
| PBR(배) | 12.74 | 3.85 | 3.93 | 2.84 |
| EV/EBITDA(배) | 132.9 | 60.2 | 105.5 | 7.8 |
| 영업이익률(%) | 10.6 | 4.3 | -0.4 | 36.6 |
| ROE(%) | 8.8 | -6.1 | 2.4 | 30.0 |
| 순차입금비율(%) | -28.8 | -23.1 | -25.7 | -38.8 |





제이시스메디칼
 새로운 성장동력 덴서티
[\[출처\] 유안타증권 권명준 애널리스트](#)

2분기 실적

2023년 2분기 매출액과 영업이익은 315.6억원, 96.5억원으로 각각 전년대비 14.3%, 7.7%, 전분기대비 20.8%, 7.7% 성장했다. 2분기 지역별로 국내, 제품별로 고주파(RF) 판매 호조가 실적 성장을 견인했다. 해외 매출처 다변화도 진행되고 있다. 소모품 매출 성장을 통해 동사의 제품 및 브랜드 인지도 역시 개선되고 있다.

23년 하반기 성장 전망

2023년에도 상저하고의 매출 추이를 보일 것으로 예상된다. 신제품인 덴서티의 국내외 판매가 본격화될 것으로 예상된다. 4분기 계절적 성수기라는 점 감안 시 동사의 ODM 판매 역시 하반기 개선될 것으로 기대된다. 원재료 가격 하락에 따른 이익률 개선도 기대된다.

새로운 성장동력 덴서티

신제품 덴서티(Density)는 2023년 4월에 식약처로부터 장비와 소모품 4종의 허가를 취득, 2분기부터 국내시장에 제품 공개 및 판매를 시작하였다. 8월 14일 미국 FDA 510k 등급을 획득, 미국 진출의 기반을 마련했다. 동사는 덴서티를 통해 고주파(RF) 제품 라인업을 확대하는 효과가 있으며, 포텐자와 같은 해외 진출 프로세스를 통해 수출 비중이 확대되는 효과도 기대된다.

목표주가 16,000원으로 상향

신제품 덴서티의 국내&해외 판매 본격화를 통해 2023년 하반기 이후 매출성장 속도가 개선될 것으로 기대되며, 2024년에는 포텐자의 중국 진출도 기대된다. 이런 상황들을 반영하여 2024년 매출액 1,821억원, 영업이익 616억원으로 전년대비 25.0%, 42.0% 성장할 것으로 전망한다. 이에 2024년 EPS 642원에 국내 Peer 기업들의 평균 PER 25.0배를 적용하여 목표주가를 16,000원으로 상향한다.

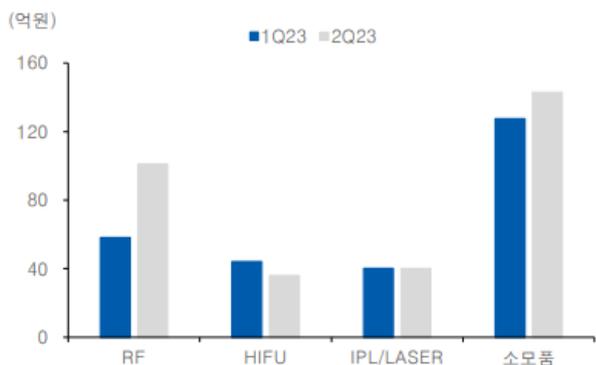
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

| 계산 (12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 813 | 1,165 | 1,457 | 1,821 |
| 영업이익 | 236 | 340 | 434 | 616 |
| 지배순이익 | 136 | 271 | 354 | 491 |
| PER | 31.6 | 20.2 | 27.8 | 20.3 |
| PBR | 9.2 | 6.9 | 8.5 | 6.0 |
| EV/EBITDA | 13.2 | 14.2 | 20.7 | 14.2 |
| ROE | 42.4 | 42.9 | 36.3 | 35.1 |

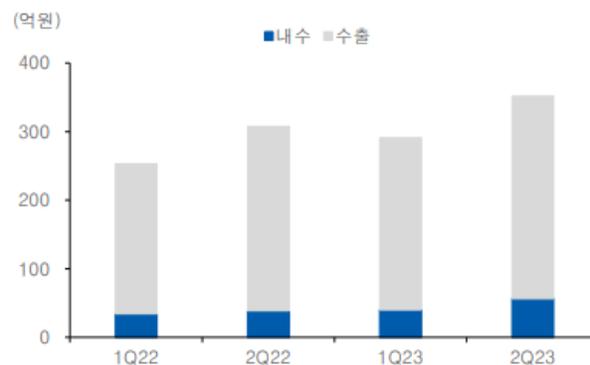
자료: 유안타증권

[그림 1] 제품별 매출액



자료: 제이시스템디칼, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 내수 vs. 수출 매출액



자료: 제이시스템디칼, 유안타증권 리서치센터



위지웍스튜디오

AI 신성장 동력 확보

[\[출처\] 신한투자증권 김병수 애널리스트](#)

AI가 불러올 VFX 산업 혁신

금번 NDR의 키워드는 AI다. AI 기술 개발을 통한 VFX 실적 개선, 중장기 디지털 휴먼 신성장 동력 확보 계획을 공개했다. VFX는 대표적인 노동집약적 비즈니스다. 2022년 별도 기준 인건비 관련 비용(급여, 퇴직급여, 복리후생비, 외주제작비)은 매출액의 82%다. AI를 활용한 획기적인 BM 개선 및 외형 확대를 기대할 수 있다.

VFX부터 디지털 휴먼까지

AI 기반 중장기 사업 계획은 1) Text to Previsual, 2) EXR Blow-UP, 3) Easy SFX, 4) Auto asset library, 5) 콘텐츠 성공률 예측 모델, 6) 디지털 휴먼이다. 1) Text to Previsual: VFX 프리비주얼 영상을 텍스트로 제작하는 기술이다. 보유 영상, 콘티 데이터로 AI를 학습시키고 있다.

2) EXR Blow-UP: 4K 영상 렌더링에 투입되는 시간과 비용을 절감한다. 현재 기술 개발이 완료되어 적용 중이다. 렌더링 작업은 프로젝트 예산의 20~30%이 투입될만큼 많은 자원을 소모한다. AI를 적용해 기존 대비 1/10 수준으로 4K 렌더링 비용 절감이 기대된다.

3) Easy SFX: 영상 속 특수 효과, 사물, 인물을 쉽게 교체하는 기술이다. 4) Auto asset library: 기존에 작업한 VFX 오브젝트를 분류해 재활용할 수 있게 한다. 5) 콘텐츠 성공률 예측 모델: 트렌드를 파악해 콘텐츠 기획 방향을 추천한다. 6) 디지털 휴먼: 제작/유지 비용을 효율화하고, 계열사 아티스트와 연계한 디지털 휴먼 출시를 준비 중이다.

2Q23 Review: 계속되는 외형 성장

2Q23 매출액 624억원(+34.9% YoY), 영업손실 11억원(적지 YoY)을 기록했다. 업황 둔화에도 불구하고, 매출액은 당사 추정치 대비 +13.1% 상회했다. 콘텐츠 생태계 구축 기반 외형 성장 전략이 유효했다. AR/VR, 메타버스에 AI까지 주요 중장기 성장동력으로 자리잡았다. 기술 개발 완료 시 인력 재배치를 통한 매출 증대 및 비용 감소가 동시에 발생할 수 있다. AI로 VFX 산업의 고성장과 함께 업계 개편이 예상되는 만큼 밸류에이션 리레이팅도 가능할 전망이다

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 지배순이익 (십억원) | EPS (원) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순차입금비율 (%) |
|--------|--------------|---------------|----------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|---------------|
| 2021 | 120.3 | (4.0) | (8.4) | (57) | 1,127 | (173.6) | 356.0 | 8.8 | (6.7) | (20.3) |
| 2022 | 186.3 | (24.9) | (12.3) | (72) | 1,054 | (60.0) | (80.3) | 4.1 | (6.6) | 13.6 |
| 2023F | 244.4 | 3.3 | 16.5 | 97 | 1,151 | 30.2 | 35.5 | 2.5 | 8.8 | 15.9 |
| 2024F | 316.2 | 16.1 | 21.2 | 124 | 1,265 | 23.6 | 20.5 | 2.3 | 10.3 | 17.3 |
| 2025F | 363.1 | 27.8 | 33.6 | 197 | 1,451 | 14.9 | 14.3 | 2.0 | 14.5 | 12.9 |

자료: 회사 자료, 신한투자증권



우리금융지주

종금, 벤처 완전자회사화

[출처] 키움증권 김은갑 애널리스트

주식교환으로 2 개 자회사 지분율 100%화

우리종합금융과 우리벤처파트너스 2 개사에 대해 주식교환을 통해 지분율 100%인 완전 자회사로 전환, 이 과정에서 발행하는 우리금융 신주가 8/28 상장된다. 주식교환 전 우리종합금융의 지분율은 58.7%, 우리벤처파트너스의 지분율은 55.5%였고, 우리종합금융은 1 대 0.0624, 우리벤처파트너스는 1 대 0.2234 의 교환비율이 적용됐다. 28 일 상장되는 신주는 약 3,247 만주로 발행주식수의 4.46%에 해당한다.

향후 연결순이익 2% 증가 전망

주식 수가 증가하지만 지분율 상승으로 증가하는 연결순이익과 자본비율 상승 등의 긍정적 효과도 있다. 우리종합금융은 2023 년 실적이 상당히 부진하고, 2023 년 1 분기 편입된 우리벤처파트너스도 예년 수준에 크게 못 미치는 실적을 보이고 있어 2024 년 이후를 기준으로 이익변화를 가늠해 본다. 우리종합금융은 2021 년 800 억원, 2022 년 918 억원의 당기순이익을 기록했는데, 2023 년 상반기 누적 순이익은 122 억원으로 부진하다.

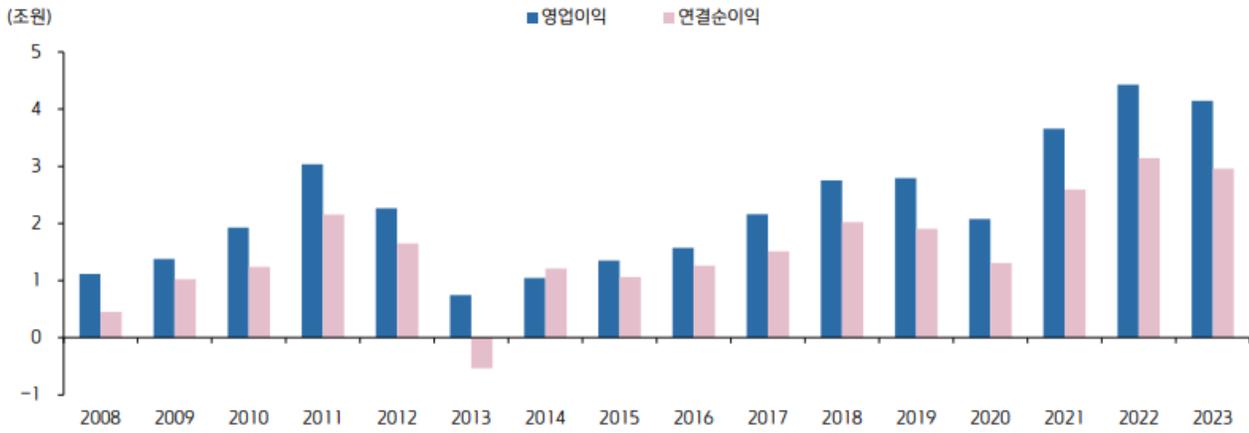
총당금비용 증가가 원인이다. 자산증가 등 수익은 꾸준히 증가하고 있기때문에 향후 총당금비용이 안정화되면 2022 년 보다 다소 증가한 1 천억원 이상의 순이익을 기대할 수 있을 것이다. 우리벤처파트너스 순이익은 2021 년 648 억원, 2022 년 133 억원, 2023 년 상반기 누적 20 억원으로 벤처 특성 상 변동성이 크다. 최근 3 개년 평균은 379 억원이다. 이러한 가정 하에 2024 년 연결순이익 증가분은 약 618 억원으로 이익전망치의 약 2.0% 정도이다.

주식 증가로 주당 주주환원율이 낮아지지는 않을 것

우리금융에 대한 투자의견 매수와 목표주가 16,000 원을 유지한다. 주식 수 증가와 이익증가를 감안하면 EPS 는 2.4% 희석되지만 향후 자회사 이익증가시 희석효과를 점차 만회할 여지가 있다. 보통주자본비율 20bp 상승의 효과도 있다. DPS 의 경우 주식 수 증가에도 최소한 작년 수준을 유지할 것으로 기대하고, 10/24 까지 취득 후 소각예정인 지분율 약 1.2%의 자기주식을 감안하면 주당 주주환원율이 낮아지지는 않을 것이다. 당장의 주식 수 증가는 수급 상 다소 부담일 수 있지만 중장기적인 긍정적 효과가 이를 만회할 수 있을 것으로 보인다.

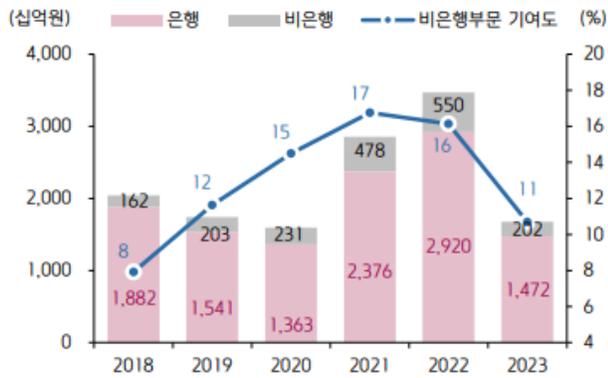
| (십억원, 배) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 순영업수익 | 8,345 | 9,848 | 10,276 | 10,563 |
| 이자이익 | 6,985 | 8,697 | 8,888 | 9,018 |
| 비이자이익 | 1,359 | 1,151 | 1,388 | 1,545 |
| 영업이익 | 3,660 | 4,431 | 4,148 | 4,514 |
| 연결순이익 | 2,593 | 3,141 | 2,962 | 3,136 |
| ROE (%) | 10.6 | 11.5 | 9.8 | 9.6 |
| ROA (%) | 0.6 | 0.7 | 0.61 | 0.62 |
| EPS | 3,561 | 4,314 | 3,894 | 4,123 |
| BPS | 35,494 | 39,543 | 41,499 | 44,393 |
| PER | 3.3 | 2.7 | 3.0 | 2.8 |
| PBR | 0.33 | 0.30 | 0.28 | 0.26 |
| 배당수익률 (%) | 10.2 | 10.6 | 10.0 | 10.4 |

우리금융 영업이익 및 연결순이익 추이



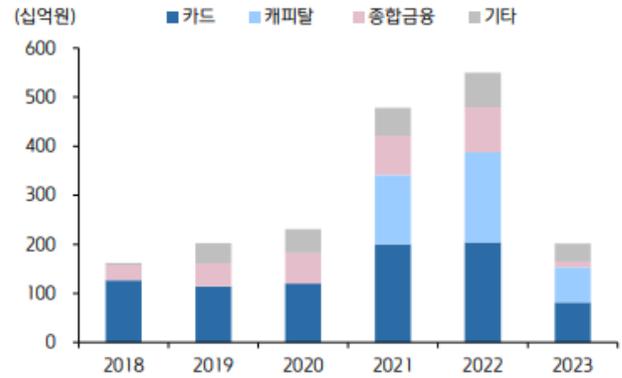
자료: 우리금융, 키움증권 리서치센터

은행/비은행 이익 비중



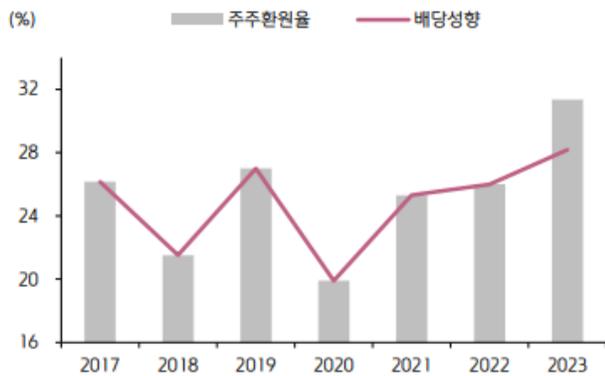
자료: 우리금융, 키움증권 리서치센터

비은행 순이익



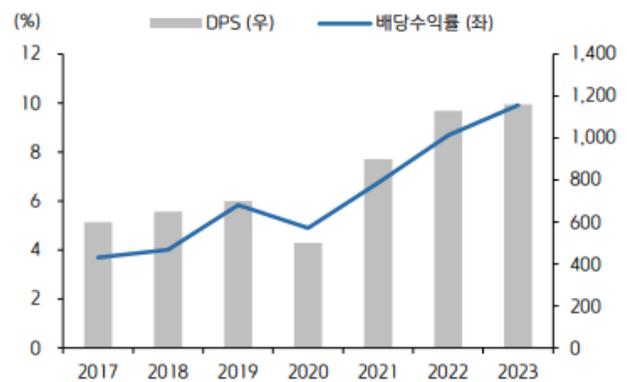
자료: 우리금융, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



자료: 우리금융, 키움증권 리서치센터

배당수익률과 DPS



자료: 우리금융, 키움증권 리서치센터



인크로스

상반기는 잊기로 해요

[\[출처\] 신한투자증권 이병화 애널리스트](#)

2Q23 Re: 기대치를 크게 하회한 실적

2Q23 연결 매출액과 영업이익 모두 기대치를 크게 하회했다. 어느정도 예견된 실적 부진이지만, 시장의 신뢰는 크게 훼손된 상태다. 매출액과 영업이익 각각 당사 추정치 대비 -34%, -46.8%를 기록했다.

미디어랩 취급고를 보수적으로 추정했음에도 당사 추정치 1,235억원을 크게 하회하는 911억원(-18.9% YoY)에 그쳤다. SK 그룹사 물량을 비롯해 고객사들의 광고비 집행 실적이 회복되지 않았다. 검색광고 매출 성장세(+46.3% QoQ)는 뚜렷하지만, 실적 악화를 막기에는 역부족이다.

티딜은 총거래액 기준 분기 최대 실적을 경신했지만 다소 아쉽다. 2Q23 총거래액은 542억원(+77.1% YoY, 일평균 5.9억원)으로 당사 추정치 632억원(일평균 7억원)을 14.2% 하회했다. 총거래액 대비 매출인식율은 4.4%로 전분기 대비 0.5%p 상승한 점은 긍정적이다.

하반기, 분위기 반전을 기대

상반기 불확실성과 실적 악화 원인들이 사라지고 있다. 7월 신임 대표선임으로 SK그룹과의 시너지 및 성장 전략에 대한 우려가 해소됐다. 미디어랩의 그룹사 물량 회복과 티딜의 광고 및 마케팅 행보가 정상화됐다. AI광고의 경우 주요 그룹사와 협업하여 추진 동력이 강화될 것이다.

3Q23 연결 매출액 144억원(+3.6% YoY, +18.0% QoQ), 영업이익 59억원(-2.1% YoY, +73.5% QoQ)를 추정한다. 하반기 디지털 광고 시장의 회복을 속단할 수는 없지만, 인크로스의 회복기조는 뚜렷할 것이다.

3Q23 미디어랩 취급고는 979억원(-14.7% YoY, +20.4% QoQ)을 예상한다. 역기저효과로 전년대비 성장률은 감소하지만 분기별로 실적 회복세를 확인할 것이다. 티딜 총거래액은 591억원(+60.0% YoY, +9.0% QoQ, 일평균 6.4억원), 매출 인식률은 4.2%을 반영했다.

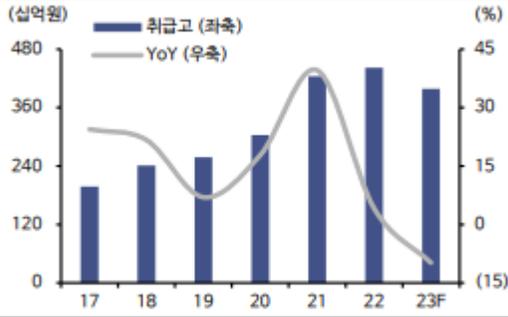
투자의견 '매수', 목표주가 17,000원으로 하향

목표주가는 실적 추정치 하향 조정을 반영해 17,000원으로 15% 하향한다. 목표주가는 2023년 예상 EPS 1,263원의 13.5배다. 4년 평균 PER 하단에서 20% 할증한 수준이다. 티딜의 분기 실적이 최대치를 경신하는 가운데 미디어랩의 경쟁력 회복을 기다릴 때다

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 지배순이익 (십억원) | EPS (원) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순차입금비율 (%) |
|--------|--------------|---------------|----------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|---------------|
| 2021 | 51.8 | 21.4 | 21.1 | 1,644 | 7,242 | 20.2 | 16.7 | 4.6 | 25.2 | (51.3) |
| 2022 | 53.3 | 19.6 | 15.4 | 1,200 | 8,250 | 12.7 | 6.7 | 1.8 | 15.5 | (52.0) |
| 2023F | 55.9 | 18.3 | 16.2 | 1,263 | 9,148 | 9.5 | 4.5 | 1.3 | 14.5 | (54.9) |
| 2024F | 74.9 | 25.9 | 21.7 | 1,693 | 10,475 | 7.1 | 3.1 | 1.1 | 17.3 | (50.9) |
| 2025F | 76.1 | 27.4 | 22.5 | 1,750 | 11,860 | 6.8 | 2.4 | 1.0 | 15.7 | (56.2) |

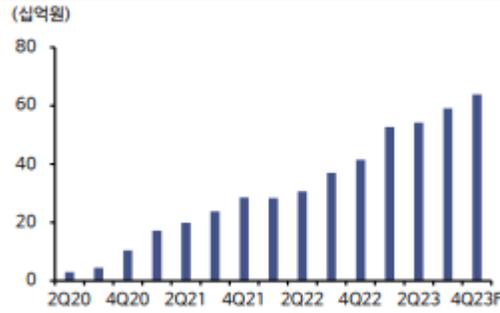
자료: 회사 자료, 신한투자증권

미디어랩 취급고 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

티딜 GMV 추이 및 전망



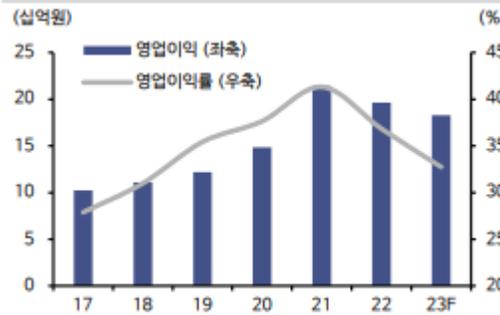
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정





보령
 미들급 ETC 오마카세
[\[출처\] 신한투자증권 정재원 애널리스트](#)

다채로운 제품 라인업을 통한 외형 성장이 돋보이는 중견 제약사

1963년 설립된 대표적인 중견 제약사다. 자체 개발한 고혈압치료제인 카나브 패밀리를 보유했다. ETC 라인업에서 카나브 패밀리 외에 항암사업부도 주목할만하다. 동사의 항암사업 경쟁력은 국내 탑 수준이다. LBA 제품, 시밀러 등 추가적인 라인업을 다각화하고 있다. OTC에도 겔포스, 용각산 등 스테디셀러 제품을 보유했다. 작년 기준 ETC와 OTC의 매출 비중은 각각 79.7%, 9.2%으로, 전반적으로 ETC 사업비중이 높지만 ETC 내 영역별 비중은 고르게 분포되어 있다.

제품 다각화를 통한 외형, 수익성 동반성장과 신성장동력 확보 기대

단기적으로 카나브 패밀리, LBA 사업을 통한 외형 성장, 구축한 항암네트워크를 통한 포트폴리오 다각화에 따른 외형, 수익성의 동반성장을 기대해볼 수 있다. 포트폴리오의 다각화를 통해 계절적 이슈 소거, 매출 내 제품 비중 상승효과를 예상한다. 이를 통해 외형과 수익성을 동시에 잡는 모습을 보여줄 수 있을 것으로 전망한다.

중장기적 관점에서 당사는 적극적인 투자를 진행하고 있다. 면역세포 치료제 전문기업인 바이젠셀에 전략적 투자자로 참여하기도 했으며 최근 민간 우주정거장 건설을 진행 중인 엑시옴 스페이스에도 투자를 진행했다. 단기적 성과보단 미래 유망 분야에 대한 선제적 대비 차원에서 신성장동력을 확보하겠다는 움직임으로 파악된다.

투자의견 '매수', 목표주가 13,000원으로 커버리지 개시

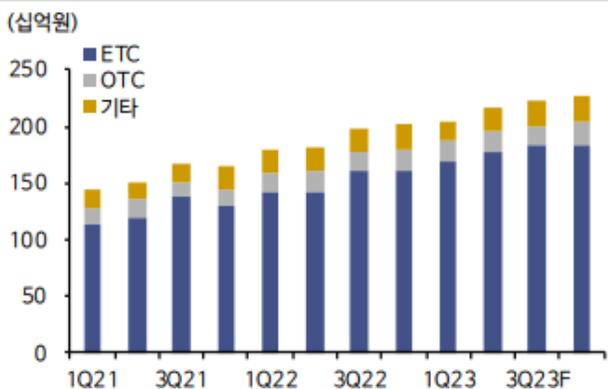
목표주가는 보령의 연결 영업가치 9,535억원과 비영업가치 1,303억원을 합산해 산출했다. 영업가치는 12개월 선행 EBITDA 1,333억원에 Target EV/EBITDA 7.2배를 적용했다. Target EV/EBITDA 값은 국내주요 중견 제약사들의 12개월 선행 값 평균이다.

2023년 연결 기준 매출액 및 영업이익은 각각 8,693억원(YoY +14.3%), 772억원(YoY +27.5%, OPM 8.3%)을 전망한다. 카나브 패밀리의 견조한 추세에 힘입어 항암분야에서 LBA 도입제품 및 바이오시밀러 2종을 주목한다. 매분기 성장하는 그림은 하반기에도 지속될 전망이다. 회사가 공시한 연간 가이드스(매출 8,100억원, 영업이익 610억원)은 큰 무리없이 달성 가능한 것으로 판단한다.

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 자배순이익 (십억원) | EPS (원) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순차입금비율 (%) |
|--------|--------------|---------------|----------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|---------------|
| 2021 | 627.3 | 41.4 | 43.0 | 653 | 6,899 | 22.3 | 13.8 | 2.1 | 10.6 | 3.0 |
| 2022 | 760.5 | 56.6 | 41.9 | 610 | 7,511 | 14.9 | 8.6 | 1.2 | 8.5 | 36.8 |
| 2023F | 869.3 | 72.1 | 48.4 | 705 | 8,120 | 12.5 | 6.2 | 1.1 | 9.0 | 27.4 |
| 2024F | 968.2 | 88.8 | 58.0 | 845 | 8,869 | 10.4 | 5.1 | 1.0 | 9.9 | 16.6 |
| 2025F | 1,072.1 | 115.9 | 76.9 | 1,119 | 9,893 | 7.9 | 3.8 | 0.9 | 11.9 | 4.1 |

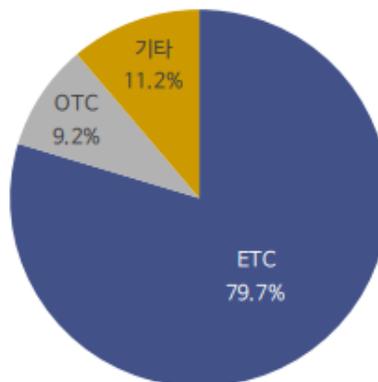
자료: 회사 자료, 신한투자증권

사업부별 분기 실적 추이 및 전망



자료: 회사자료, 신한투자증권 / 주: 연결 기준

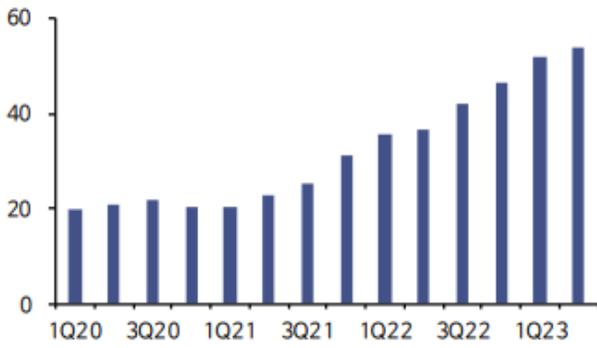
2022년 매출 비중



자료: 회사자료, 신한투자증권 / 주: 연결 기준

항암제 사업부 분기별 매출 추이

(십억원)



자료: 회사자료, 신한투자증권

주요 제품 매출 분기별 추이

(십억원)



자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

바이젠셀 R&D 파이프라인 현황

| 구분 | 플랫폼 | 파이프라인 | 적응증 | 임상단계 | | | | | 비고 |
|-------|----------|-------------|------------|------|-----|-------|-------|-------|--------------------------------|
| | | | | 연구 | 전임상 | 임상 1상 | 임상 2상 | 임상 3상 | |
| 면역항암제 | ViTier | VT-EBV-N | NK/T세포 림프종 | | | | | KR | 임상 2상 환자 등록 완료 |
| | | VT-EBV-L | EBV 양성 림프종 | | | | | | |
| | | VT-Tri(1)-A | 급성골수성 백혈병 | | | | | KR | Cohort 1 투약 완료 |
| | ViRanger | VR-GDT-단독 | 간암 | | | | | | |
| | | VR-GDT-병용 | 고형암 | | | | | | |
| | | VR-CAR | - | | | | | | |
| 면역억제제 | ViMedier | VM-GD | 이식편대숙주질환 | | | | | KR | 24년 임상 1/2a상 예정. 제조소 변경 이슈로 지연 |
| | | VM-AD | 아토피피부염 | | | | | | |

자료: 회사 자료, 신한투자증권

