

2023.09.08(금) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-09-08 오전 9:26

수정한 날짜: 2023-09-08 오전 9:39

2023.09.08(금) 증권사리포트

효성티앤씨

포착되고 있는 긍정적 시그널

[\[출처\] 신한투자증권 이진명 애널리스트](#)

업황 조정 마무리 국면

연초 리오프닝 기대감과 호실적으로 강세를 시현했던 주가는 6월 이후 급락하며 상승분을 모두 반납했다. 중국 스판덱스 수급 악화 및 가격 하락이 지속되며 높았던 실적 눈높이에 대한 실망감과 화학 업종センチ먼트 둔화 영향으로 판단된다. 다만 최근 포착되고 있는 긍정적인 시그널들을 감안할 경우 업황 조정은 마무리 국면인 것으로 파악된다.

포착되고 있는 긍정적 시그널들

- 1) 6월까지 하락세가 지속되던 중국 스판덱스 가격은 8월부터 소폭 상승하기 시작했다. 아직 유의미한 회복세는 아니지만 원가 상승과 재고 축적 기대감으로 판가가 회복된 것으로 파악된다. 특히 경쟁업체와 달리 PTMEG(원재료)를 내재화하고 있어 상대적으로 견조한 수익성을 시현하고 있으며 3분기 실적에도 긍정적으로 작용할 전망이다.
- 2) 중국 스판덱스 가동률은 수요 부진 영향으로 2분기 중 70% 초반까지 하락했다. 다만 3분기 가동률은 70% 후반까지 회복됐으며 하반기로 갈수록 수요 개선과 함께 추가적인 상승이 나타날 전망이다. 1분기 30일 수준을 기록했던 중국 스판덱스 재고는 2분기 중 42일까지 급증했다. 그럼에도 전방 다운스트림 업체들의 가동률 상승 영향 등으로 7월부터 하락세가 나타났으며 9월초 33일을 기록했다. 업황에 대한 우려에도 불구하고 Bottom up 지표는 완만한 회복세를 보여주고 있다.
- 3) 스판덱스의 전방인 의류 산업은 지속된 리오프닝 효과와 쇼핑시즌(10월 국경절, 11월 광군제) 등으로 하반기 수요 회복세가 확대될 전망이며 재고축적 수요도 점차 나타나겠다. 상반기 대규모 증설 이후 부재한 증설 영향으로 하반기 우호적인 수급이 기대된다.

목표주가 500,000원, 투자의견 '매수' 유지

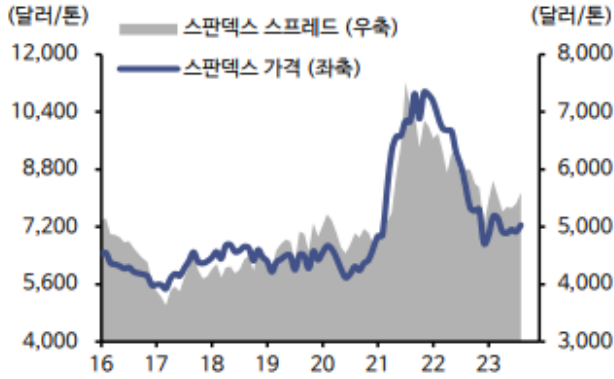
목표주가 500,000원, 투자의견 '매수'를 유지한다. 스판덱스 가격 상승 이후 동사를 비롯한 중국 스판덱스 업체들의 주가는 반등에 성공했다.

중국 경기 회복 기대감이 커지는 가운데 추가적인 부양책 도입으로 화학 업종의 투자심리는 점차 개선되겠다. 아직 유의미한 시황 회복 가능성은 제한적이나 개선되고 있는 펀더멘탈과 업종 내 중국 회복에 따른 수혜가 가장 큰 점을 감안할 경우 주가 리레이팅이 가능하겠다

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	8,596.0	1,423.7	770.4	178,008	328,240	2.9	2.3	1.6	76.2	60.4
2022	8,882.7	123.6	11.6	2,678	282,528	130.7	9.2	1.2	0.9	98.7
2023F	7,670.2	296.1	179.0	41,359	313,915	8.7	5.4	1.2	13.9	68.4
2024F	8,070.3	421.8	263.2	60,818	364,761	5.9	4.2	1.0	17.9	43.2
2025F	8,617.1	505.0	323.3	74,701	429,489	4.8	3.3	0.8	18.8	19.3

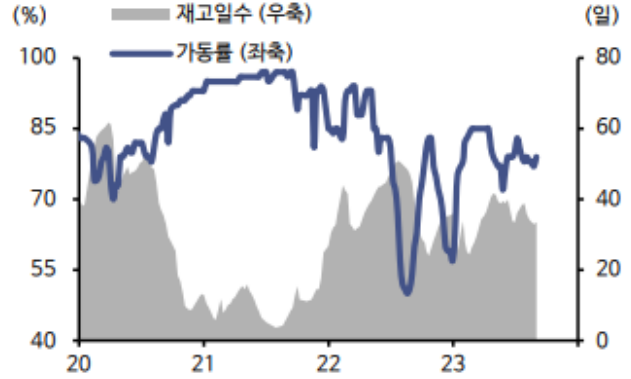
자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국 스판덱스 가격 및 스프레드(1M 래깅) 추이



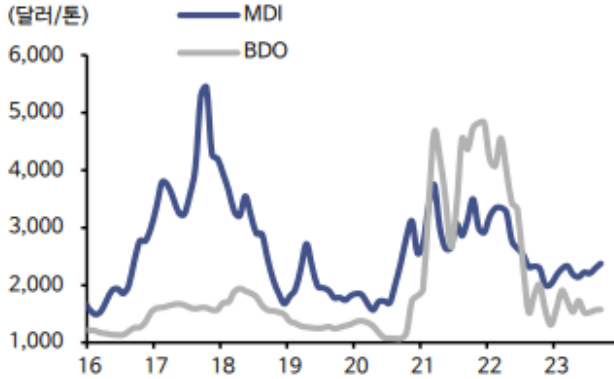
자료: KITA, Cischem, 신한투자증권

중국 스판덱스 가동률 및 재고일수 추이



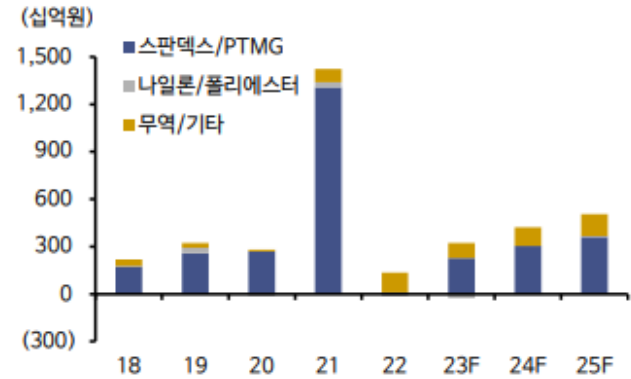
자료: CCFGroup, 신한투자증권

원재료(BDO, MDI) 가격 추이



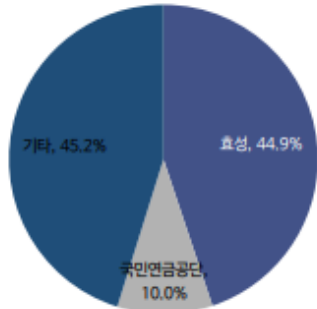
자료: KITA, Cischem, 신한투자증권

사업부별 영업이익 추이 및 전망



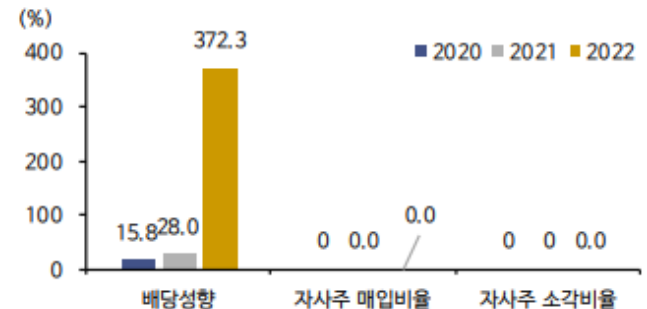
자료: CCFGroup, 신한투자증권

주주 구성



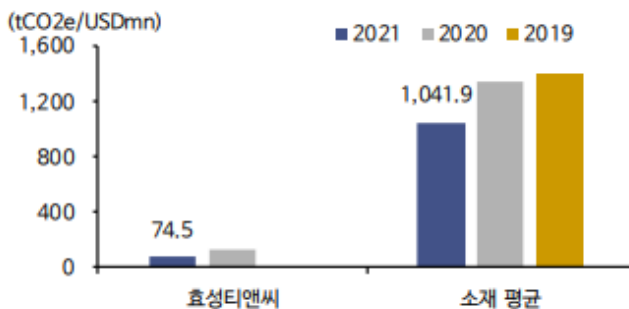
자료: FnGuide, 신한투자증권

주주 환원 관련 주요 지표



자료: FnGuide, 신한투자증권

온실가스 배출량



옥수수 원료 리젠 바이오 베이스드





신세계인터내셔널
 과거의 영광을 재현할 시기
[\[출처\] 유안타증권 이승은 애널리스트](#)

이보다 더 바닥(Bottom)일 순 없다

동사 주가는 작년 10월부터 LVMH 그룹 셀린(Celine)브랜드 직진출 소식으로 고점 대비 38% 하락하였다. 셀린 브랜드 매출 공백 부분은 이미 주가에 선반영된 것으로 보여진다. 현 주가는 저점 수준으로 예상된다. 주가 상승 포인트는 ① 하반기 신규 브랜드(패션 3개, 코스메틱 3개) 출시되면서 내년 해외 동사 매출 성장 고성장 예상, ② 8월 10일 중국인 단체 관광객 방한이 허용되면서 코스메틱 면세점 채널 매출 증가가 전망되고, ③ 자주(JAJU) 사업부 턴어라운드 기대된다.

하반기 MZ세대 겨냥한 스몰 럭셔리(Luxury) 출동한다

동사는 5월 미국 원피스 브랜드 리포메이션, 8월 미국 액티브웨어 뷰오리(Vuori), 9월 프랑스 럭셔리 브랜드 꾸레쥬(Courreges)에 이어 브랜드를 더 출시 계획에 있다. 셀린 브랜드만큼 매출액 규모가 크지 않지만 2023년 신규 출시한 7개 브랜드 효과로 내년 해외패션 부분 고성장이 예상된다. 기존 브랜드 중에서도 이탈리아 하이패션 브랜드 브루넬로 쿠치넬리(Brunello Cucinelli), 미국 명품 주얼리 브랜드 크롬하츠(Chrome Hearts), 라이프스타일 브랜드 어그(UGG) 등은 두 자릿수 고신장 중인 것으로 추정된다. 국내 명품시장이 매년 고성장하고 있는 가운데 매출 기여도가 높은 동사 해외패션 부문 역시 성장이 주목된다.

코스메틱 매출 증가 시 밸류에이션 리레이팅(Re-rating) 가능성

2019년 [별도] 기준 면세점 매출액은 2,930억원을 기록했다. 대부분 코스메틱 매출액이다. 면세점 매출 고성장 영향으로 동사 시가총액은 2.3조원까지 상승하였으며 PER은 평균 22배, 최고 32배까지 적용받았다. 2023년 상반기 면세점 매출액은 557억원을 기록하였다. 현재 동사 코스메틱 유통 브랜드 수는 18개로 수입, 국내 브랜드 다변화 되어있는 것이 강점이다. 중국 단체관광객 방한으로 코스메틱 면세점 매출 증가할 경우 동사 밸류에이션 Re-rating 가능성이 예상된다.

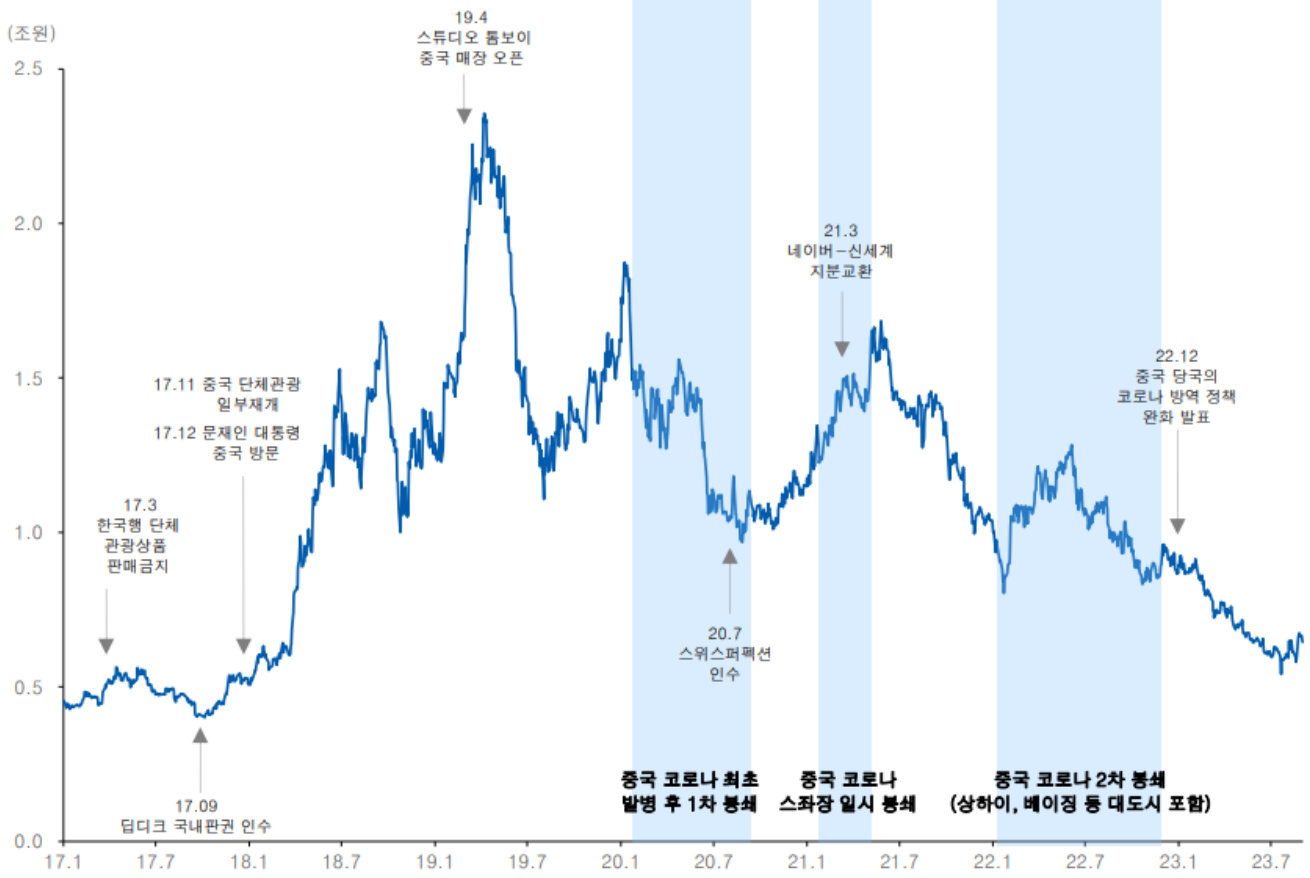
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	14,508	15,539	13,946	15,451
영업이익	920	1,153	666	1,002
지배순이익	821	1,183	731	971
PER	16.4	8.7	8.8	6.6
PBR	1.9	1.2	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.0	6.9	6.3	5.1
ROE	12.1	15.3	8.5	10.6

자료: 유안타증권

[그림 3] 신세계인터내셔널 주요 M&A 이벤트



자료: Bloomberg, 언론사, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 프랑스 럭셔리 패션 브랜드 쿠레쥬(Courrèges)



자료: 신세계인터내셔널, 허퍼스바자, KREAM, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 미국 명품 주얼리 브랜드 크롬 하츠(Chrome Hearts)



자료: 크롬하츠 홈페이지, 언론자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 이탈리아 럭셔리 패션 브랜드 브루넬로 쿠치넬리(Brunello Cucinelli)



자료: 브루넬로 쿠치넬리 홈페이지, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 미국 액티브웨어 브랜드 뷰오리(Vuori)



자료: 신세계인터내셔널, 유안타증권 리서치센터





필옵틱스

필에너지 현물 배당만 시가배당률 15% 이상

[\[출처\] NH투자증권 백준기 애널리스트](#)

필옵틱스 보유 중이라면 올해 연말 필에너지 주식을 받을 수 있다

지난 4월 당사는 필옵틱스 자료를 발간하면서 적극적인 주주친화 정책에 대해 언급한 바 있음. 올해 9월 말 기준 주주는 분기 현금 배당을, 12월 말 기준 주주는 필에너지 주식 56만주 현물 배당 수령 가능. 여기에 자사주 61만주도 내년 소각할 계획인 바 총 시가배당률 20% 수준의 주주환원 진행 예정

한편 동사 주가는 자회사 필에너지 상장 전후로 큰 변동성을 보였으나 오히려 필에너지 상장 이후에는 예전 대비 더 하락. 다만 기존 발간자료상 당사가 추정한 필에너지 시가총액은 3,000억원이었으나 현재는 오히려 2배 이상인 6,310억원에 달함

내년 고객사의 디스플레이 투자 확대될 경우 동사 수혜 가능

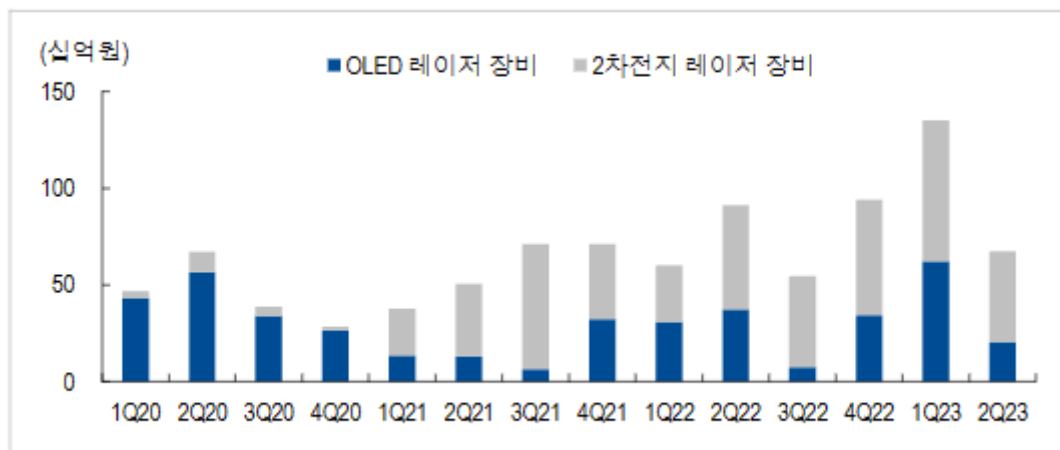
동사의 OLED 주력 장비는 레이저 커팅 장비이며 올해 주요 고객사 15K 투자로총 900억원의 수주 예상. 내년 고객사가 투자를 30K 수준까지 확대할 경우 동사 수주는 1,800억원 이상으로 늘 것. 이는 동사가 홀 커팅, 웨이프 커팅, 글래스 커팅에 모두 강점을 보유한 바 추가 수혜 가능하다고 판단되기 때문

2023년 동사 매출액 3,616억원(+18.9% y-y), 영업이익 202억원(+11.5% y-y) 예상. 동사 CAPA는 1공장 기준 필옵틱스 2,500억원, 필에너지 2,500억원이며, 필에너지 2차전지 전용 공장은 올해 12월 준공 및 내년 가동 예상

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	304.0	361.6	482.0	551.4
증감률	31.7	18.9	33.3	14.4
영업이익	18.1	20.2	45.2	55.3
증감률	흑전	11.5	124.5	22.3
영업이익률	5.9	5.6	9.4	10.0
(지배지분)순이익	1.8	1.2	23.2	26.1
EPS	81	54	995	1,119
증감률	흑전	-33.8	1753.1	12.5
PER	86.4	177.0	9.6	8.5
PBR	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.9	9.9	5.6	4.7
ROE	1.8	0.9	13.7	13.9
부채비율	218.9	144.2	130.5	119.0
순차입금	97.9	55.6	78.3	58.8

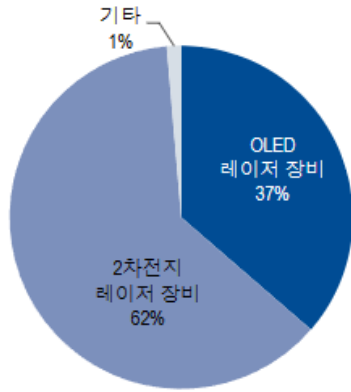
단위: 십억원, %, 원, 배

디스플레이 장비도 꾸준히 개선되고 있음



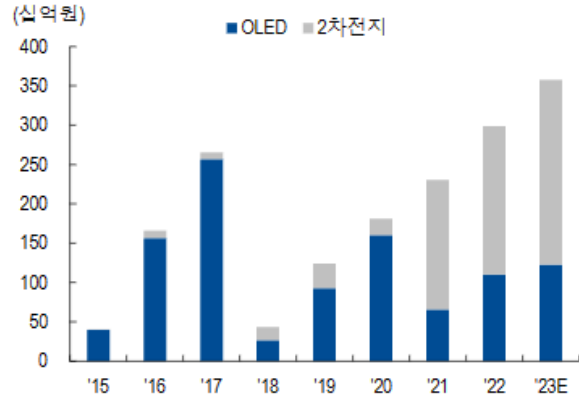
자료: 필옵틱스, NH투자증권 리서치본부

그림 1. 사업부별 매출 비중



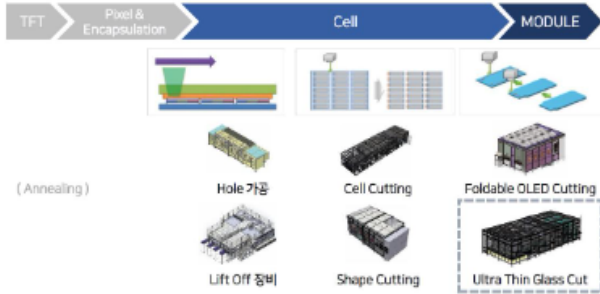
주: 2022년 연말 기준
 자료: 필옵틱스, NH투자증권 리서치본부

그림 2. 사업 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 필옵틱스, NH투자증권 리서치본부 전망

그림 3. OLED 디스플레이 장비 라인업



자료: 필옵틱스, NH투자증권 리서치본부

그림 4. 반도체 장비 라인업



자료: 필옵틱스, NH투자증권 리서치본부

그림 5. 주요 장비 라인업

<p>hiloptics OLED 디스플레이 공정용 장비</p> <ul style="list-style-type: none"> 레이저 Cutting 장비 레이저 Lift Off 장비 UTG 가공 장비 	<p>hilenergy 이차전지 공정용 장비</p> <ul style="list-style-type: none"> 레이저 Notching 장비 Stacking 장비 기타 조립 장비
<p>hiloptics 반도체 공정용 장비</p> <ul style="list-style-type: none"> 레이저 TGV 장비 레이저 Drilling 장비 DI 노광기 	<p>hilmaterials 소재 / 부품</p> <ul style="list-style-type: none"> OLED 디스플레이용 FMM 각종 Metal Mask

자료: 필옵틱스, NH투자증권 리서치본부

그림 6. 자회사 필에너지 2차전지 장비 라인업



자료: 필옵틱스, NH투자증권 리서치본부



휴온스

히알루론산 점안제 급여 축소에 따른 영향은

[\[출처\] IBK투자증권 이선경 애널리스트](#)

제9차 약평위 심의 결과 공개, 히알루론산 점안제 급여 축소

9월 6일, 23년 9차 약평위(약제급여평가위원회) 히알루론산 점안제 포함 6개 약제에 대한 재평가 심의 결과를 공개. 약 2,300억원 시장 규모의 히알루론산 점안제 대상 기존 업계에서 예상한대로 수술 등 외인성 질환에 대해서 급여 적정성 인정하지 않았으며, 쇼그렌증후군, 건성안 증후군 등 내인성 질환에 대해 급여 적정성은 있으나 총 처방량 기준 설정이 필요하다는 의견 제시

23년 판매 영향 無, 향후 안구건조증 시장 판도 변화는 기회요인이 될 수도

1. 재평가된 급여 기준은 24년 1월부터 적용될 예정, 이에 따라 23년 점안제 판매 매출에 영향은 미치지 않으며 처방량 제한에 따른 심리적 영향으로 23년 하반기 ETC 점안제 판매에 대한 매출 상승 기대 가능. 다만, 히알루론산 점안제 수탁 매출에 일부 영향은 존재

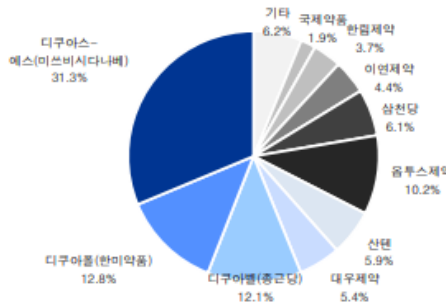
2. 24년부터 처방량 제한이 적용되면 건보공단에서 지적하고 있는 무분별한 처방에 따른 히알루론산 점안제 매출 감소는 피할 수 없을 것으로 판단 하지만 23년 2분기 휴온스 점안제 판매 및 수탁 매출은 110억원으로 전체 매출의 7.8% 수준, 이중 히알루론산 점안제 매출 비중은 60%인 65억원으로 추정되며 이는 전체 매출의 4.6% 수준에 불과

3. 안구건조증 치료제는 히알루론산(HA) 점안제 외 디쿠아포솔(오리지널: 디쿠아스)과 사이크로스포린(오리지널: 레스타시스)이 있으며, HA 점안제 처방량 제한에 따른 수요가 디쿠아포솔 및 사이크로스포린 점안제 처방 증가로 이어질 수 있다고 판단

23년 9월 기준 HA 1회용 점안제 약가는 152원~396원, 디쿠아포솔 312원~508원, 사이크로스포린 659원~ 857원으로 디쿠아포솔 및 사이크로스포린 약가는 HA 점안제 대비 최소 2배 이상 높은 상황. HA 점안제 사용량 제한에 따른 처방 감소가 디쿠아포솔 및 사이크로스포린 처방 증가로 이어질 시 전체 매출액 대비 HA 점안제 매출 비중이 적은 동사의 영향은 더욱 제한적

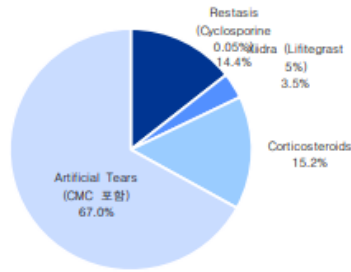
휴온스는 클레이셔(사이크로스포린)을 판매하고 있으며, 국내 디쿠아포솔 점안제 처방의 1위인 디쿠아스-에스의 위탁생산과 휴온스 메디텍에서 판매하고 있는 리쿠아스(디쿠아포솔), 리스포린(사이크로스포린)의 위탁 생산을 담당하고 있다는 점은 HA 급여 축소에 따른 안구건조증 치료제 시장 판도 변화에 긍정적 요인으로 작용 가능

그림 2. 23년 상반기 디쿠아포솔 제품별 원외처방 비중



자료: 시장자료, IBK투자증권

그림 4. 미국 안구건조증 시장 현황 (2018)



자료: 시장자료, IBK투자증권

그림 3. 디쿠아스-에스 의약품 정보(위탁생산: 휴온스)

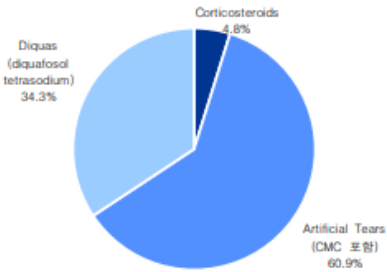
디쿠아스-에스점안액3%(디쿠아포솔나트륨)(1회용)

기본정보

제품명 : 디쿠아스-에스점안액3%(디쿠아포솔나트륨)(1회용)
 성상 : 무색 투명한 액이 무색 투명한 콜라스크 용기에 든 점안제
 업체명 : 미쓰비시사다나베(주)미쓰비시사
 위탁제조업체 : 휴온스
 전문/일반 : 전문의약품
 허가일 : 2016-11-30
 품목기준코드 : 201606595
 표준코드 : 8806533010200, 8806533010217, 8806533010224, 8806533010231, 8806533010309, 8806533010316, 8806533010323, 8806533010408, 8806533010415, 8806533010422

자료: 식약처 의약품통합정보시스템, IBK투자증권

그림 5. 일본 안구건조증 시장 현황 (2018)



자료: 시장자료, IBK투자증권





퓨처캠
 미국 1상 성공! 지금은 방사성의약품 시대
[\[출처\] 현대차증권 엄민용 애널리스트](#)

국내와 마찬가지로 미국에서도 임상 1상에서 높은 유효성과 안정성 입증, 노바티스 앞선다

- 동사의 방사성의약품 기반 전이성 거세저항성 전립선암(mCRPC) 치료제 FC705가 국내 임상 1상에 이어 미국(글로벌) 임상 1상 성공적으로 마무리하며 CSR(결과보고서) 수령 및 공시
- 이번 미국 임상 1상은 국내 임상 1상에서 얻어진 최적 용량 100mCi를 6명에게 단회투여로 진행되었으며 1차 지표였던 안정성에서 DLT(용량제한독성) 미발견, PSA 감소율도 50% 달성
- PSA는 전립선암의 표지인자로 '22년 3월 FDA 승인받은 노바티스의 플루빅토가 200mCi를 6회 반복투여하는 VISION 임상에서 PSA 감소율 46% 수준, 포인트바이오파마도 42% 수준
- 퓨처캠 FC705 총 100mCi 투여 PSA response 50% 감소 vs. 노바티스 총 1,200mCi 투여 PSA response 46% 감소로 노바티스 플루빅토 대비했을 때 동사의 FC705가 12분의 1 수준의 용량만으로 유효성 4% 높은 결과 공식적 글로벌 임상 결과 확인

FC705의 가치 글로벌 기술이전 2조원 이상, 플루빅토 출시 1년만에 연매출 1조원 예정

- 노바티스 플루빅토는 출시 2년도 되지 않아 매출 '23년 1조원 이상 달성 예정, '24년까지 250,000도즈 목표로 생산시설 확장 중, 총 CAPA 8조원 추정, 전립선암 시장 30조원 규모
- 플루빅토는 1차 치료제 병용요법 임상 중, 최근 화학요법 전 환자 대상 mPFS 결과 발표해 하반기 FDA 2차 치료제 신청 예정, 플루빅토 전립선암 초기치료제로 확장 시 매출 더욱 커질 것
- PSMA 타겟 전립선암 방사성동위원소 치료제들은 2건의 글로벌 기술이전 이력이 있음, 노바티스가 '18년 Endocyte로부터 임상 2상 종료 후 무려 21억 달러(한화 2.8조원)에 L/I하여 플루빅토를 출시, '22년 11월에 Lantheus가 Pointbio의 PNT2002를 포함한 2개 약물을 18억 달러(한화 2.4조원) L/I 해 동사의 FC705의 가치 또한 수조원의 가치를 가질 수 있다고 판단됨
- 동사의 FC705는 앞선 2개의 기술이전된 파이프라인들과 비교했을 때 월등히 높은 유효성을 확보하고 있기 때문에 글로벌 판권 기술이전 시 2조원 수준의 가치로도 평가될 수 있을 것

SK도 주목하기 시작한 방사성의약품(RPT), 그리고 재조명되는 퓨처캠의 가치

- '21년 SK(주)가 빌게이츠의 소형모듈원전회사(SMR) 테라파워로부터 아시아 4개국의 방사성동위원소 물질 225Ac 독점 공급 계약, SK바이오팜이 RPT 진출을 밝혀 동사 또한 주목 중
- RPT에 대한 관심이 낮았던 부분이 해소되며 동사가 재조명되고 있는 것은 확실한 상황, 동사 또한 225Ac 파이프라인 보유, 노바티스도 현재 225Ac 임상 1상 진행 중으로 225Ac는 플루빅토(177Lu) 후 처방되는 RPT로 mCRPC에서 각 동위원소 보유는 필수적이라고 볼 수 있음
- 현재 동사는 한국/미국 임상 2상 단계, 글로벌 경쟁사들의 mCRPC 치료제들이 2상 종료 후 2조원 수준 기술이전되는 상황, 곧 9-10월 중으로 중국 HTA와 FC705 기술이전 본계약 체결 예정

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	6	-7	-12	-5	-1,072	적지	N/A	4.6	N/A	N/A	0.0
2019	8	-5	-5	-2	-474	적지	N/A	7.5	N/A	N/A	0.0
2020	11	-5	-23	-1	-1,731	적지	N/A	7.6	N/A	N/A	0.0
2021	12	-8	-3	-3	-178	적지	N/A	4.9	N/A	N/A	0.0
2022	13	-13	-14	-8	-703	적지	N/A	3.0	N/A	N/A	0.0

* KIFRS 연결 기준



범한퓨얼셀

속도가 아쉽지만 우상향은 명확하다

[\[출처\] 신한투자증권 최규현 애널리스트](#)

아쉬운 국내 잠수함용 연료전지 프로젝트 수주 지연

범한퓨얼셀은 2023년 상반기 내 장보고(KSS)-III Batch-II 3번함 연료전지(PEMFC) 프로젝트를 완료할 계획이었으나 하반기 중으로 지연됐다. 2023년 전사 매출액 및 영업이익은 각각 516억원(+2%, 이하 YoY), 4억원(-72%)이 기대된다. 수소 충전소 외형은 268억원(+17%)으로 성장하겠으나 연료전지 외형은 275억원(-1%)을 기록할 전망이다. 잠수함용 외형 성장 둔화를 건물용 외형 성장이 메꿀 것으로 예상된다. 상기 수주 지연과 외산 압축기 재고 소진 영향으로 2023년 영업이익률은 0.7%(-1.9%p)로 하락할 전망이다.

잠수함용 연료전지 사업의 견고한 펀더멘털: "군수, 독점, 교체"

- ① 군수: 군수 산업의 특성 상 잠수함용 연료전지 제조 사업은 범한퓨얼셀의 적정 매출 및 마진 창출을 보장하게 된다. 수주 지연도 결국 해소될 이슈이기 때문에 사업의 지속성은 명확하다고 할 수 있다.
- ② 독점: 장보고-III 사업부터 국산화에 성공한 범한퓨얼셀의 연료전지가 탑재되고 있다. 국내 잠수함 건조는 한화오션과 HD현대중공업이 맡고 있지만 이에 탑재되는 연료전지는 범한퓨얼셀만 제조할 수 있다.
- ③ 교체: 잠수함의 수명은 약 30년이며 약 8년을 주기로 연료전지 교체 수요가 발생한다. 장보고-II 사업에는 지멘스의 연료전지가 탑재되었으며 이를 국산화하는 과제를 범한퓨얼셀이 수주해 진행하고 있다. III 교체 사업뿐만 아니라 II 교체 사업까지 영역을 확장하고 있다.

해외 사업 기회 증가 + 무인 잠수정 사업화 = 매출 저변 확대

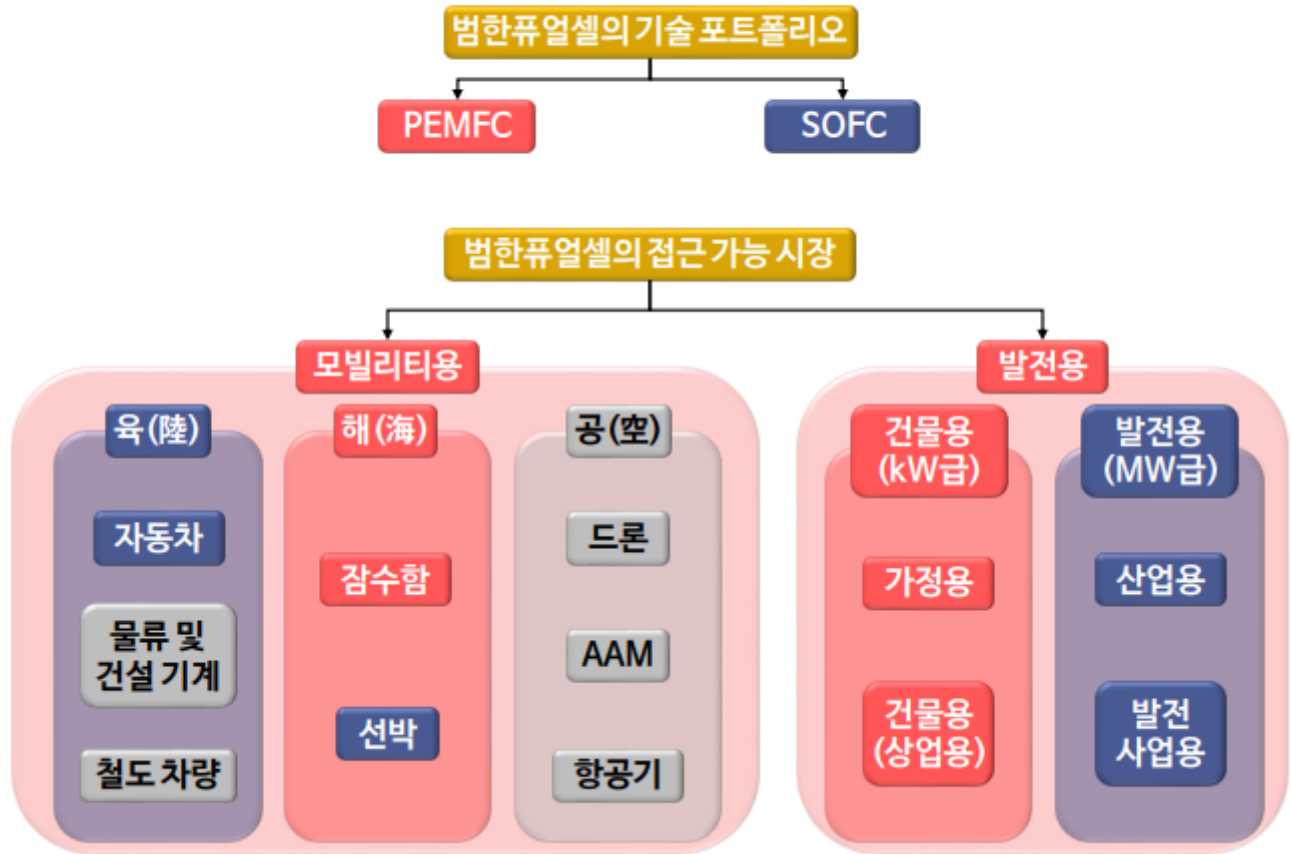
최근 한화오션, HD현대중공업이 캐나다(12척), 폴란드(4척)의 잠수함 프로젝트 수주를 준비 중인 것으로 파악됐다. 국내에서는 무인 잠수정(Q1) 전력화(2030년)가 예정되어 있으며 범한퓨얼셀은 전용 연료전지 기반 추진 체계 사업화를 준비 중이다. 먹거리가 점점 늘고 있다.

아름다운 사업 확장 구도...시스템 메이커 Top Pick 유지

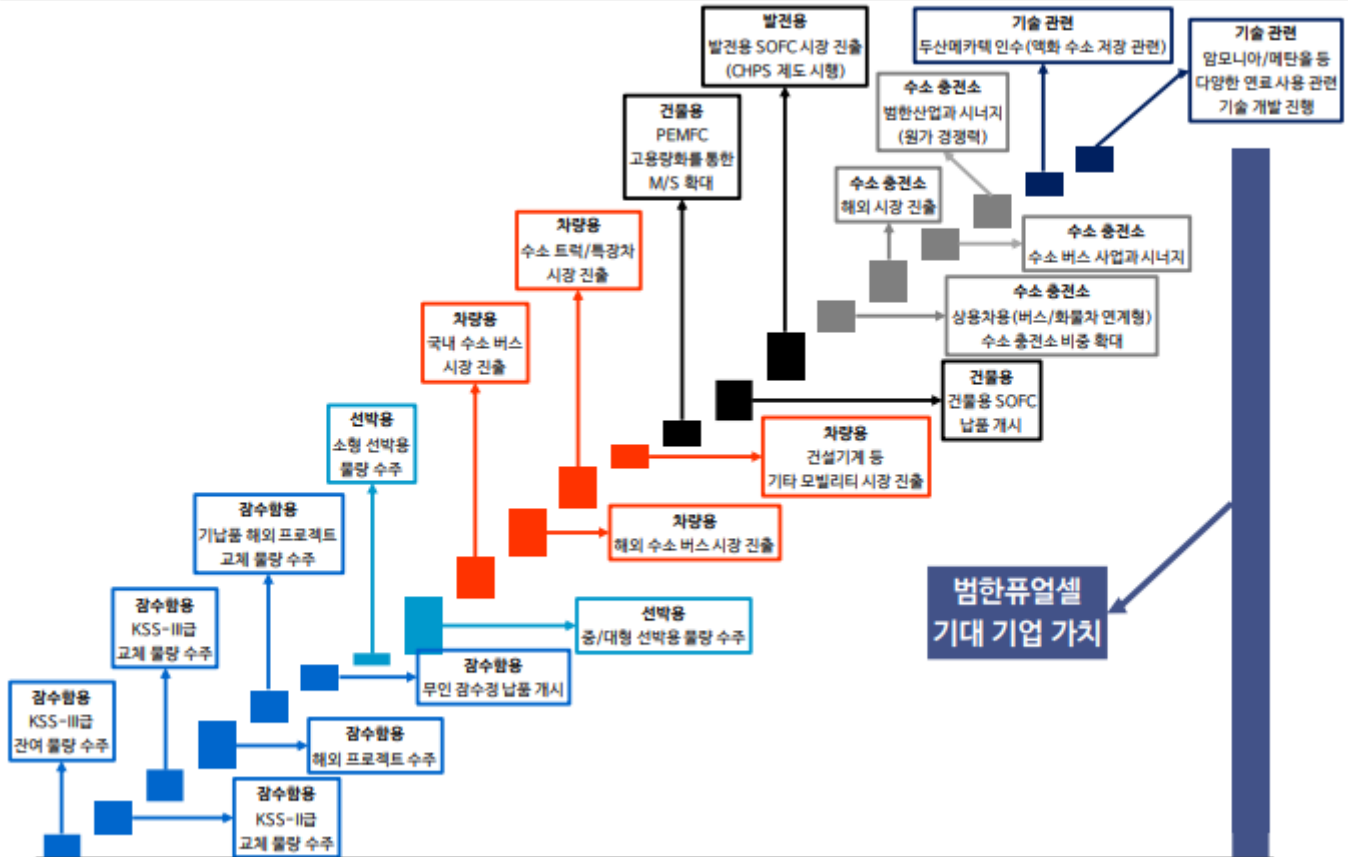
투자 의견 '매수', 목표주가 4만 원을 유지한다. 수소 선박·버스, 발전용(SOFC), 액화 수소 충전소 등 신사업 씨앗을 심고 있다. 2025~26년부터 본격적인 신사업 열매 수확이 가시권에 들어올 것으로 기대된다

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	46.1	6.2	3.3	498	3,756	-	-	-	72.1	(46.5)
2022	50.7	1.3	2.3	290	12,146	90.1	63.2	2.1	3.4	(66.3)
2023F	51.6	0.4	1.9	216	12,362	106.5	59.7	1.9	1.8	(68.3)
2024F	68.2	3.1	4.0	457	12,819	50.4	23.9	1.8	3.6	(58.7)
2025F	84.3	6.2	6.2	711	13,530	32.4	13.8	1.7	5.4	(50.6)

범한퓨얼셀의 기술 포트폴리오 및 접근 가능 시장 현황



범한퓨얼셀 기업 가치 상승 요인 요약



자료: 신한투자증권/주: 막대의 크기는 기업 가치 상승에 미치는 영향력의 크기를 나타냄



동아에스티

당뇨약의 심장질환 진출, 한국엔 동아에스티가 있다

[\[출처\] 한양증권 오병용 애널리스트](#)

당뇨약의 심장질환 진출이 바이오 업계의 핫 이슈다.

노보노디스크가 지난 8월 자사의 당뇨약 위고비(세마글루타이드)가 심혈관질환위험(MACE)과 심부전에 효과가 있다는 임상결과 두건을 연달아 발표했다. 따라서 주가도 신고가를 계속 경신 중이다. 지난 5월에는 아스트라제네카의 SGLT-2 계열 당뇨약 '포시가'가 FDA로부터 박출률 무관 심부전 적응증을 추가로 허가 받으면서 당뇨약들의 심장질환 빅마켓 진출에 대한 기대감이 점점 커지고 있다. 최근 당뇨 치료에 주로 쓰이는 당뇨약은 크게 4가지 계열로 나뉜다. (1)메트포민, (2)GLP-1 작용제, (3)DPP-4 억제제, (4)SGLT-2 억제제다. 2000년대 유명 당뇨약인 GSK의 아반디아는 심혈관 위험을 증가시켜 허가범위가 축소된 이후, 최신 당뇨약들(DPP-4, GLP-1, SGLT-2)의 심장질환에 대한 수많은 임상시험들이 진행되었다. 최근 그 결과물들이 나오고 있다.

동아에스티의 당뇨약 '슈가논' 심장질환 임상 2상 결과 발표 예정.

한국의 동아에스티도 당뇨약의 심장질환 진출 분야에서 거대한 이정표를 앞두고 있다. 동아에스티는 자체 개발 DPP-4 계열 당뇨 신약 '슈가논(에보글립틴)'을 보유하고 있으며, 관계사 레드엔비아(지분율 20.05%, 2대주주)를 통해서 '슈가논'을 대동맥판막협착증 치료제로 개발 중이다. 현재 국내 임상 2상과 미국 임상 2b/3상이 진행 중이며, 국내 임상 2상의 경우 올해 10월 결과발표가 예정되어 있다. 국내 임상 2상은 총 225명 대상이며, 슈가논 5mg 투약군, 슈가논 10mg 투약군, 위약군으로 구성되어 있다. 참여자들의 심장판막석회화 정도(Calcium Score)를 평가하는 임상이다.

동아에스티는 해당 임상시험의 CRO(임상대행)와 CMO(위탁생산)를 맡고 있다. 슈가논이 심장질환 적응증 확장에 성공한다면 당연히 슈가논의 생산은 크게 늘어날 것이고 동사가 큰 수혜를 입는다. 또한 동아에스티는 수출품목들의 생산을 위해 '20년부터 약 810억원을 들여 송도 신공장을 건설했으며, 올해부터 상업생산에 들어간다. 생산시설까지 이미 모든 준비는 끝난 셈이다.

대동맥판막협착증은 약이 없다. 슈가논이 기대주로 부상할 것.

대동맥판막협착증은 고혈압과 관상동맥질환(협심증, 심근경색 등)에 이어 세번째로 흔한 심장질환이나, 아직까지 치료제가 없어 블루오션이다. 더 특별한 것은 레드엔비아가 모든 DPP-4 억제제의 대동맥판막협착증 치료제 개발에 대한 글로벌 용도 특허를 보유하고 있어, 다른 DPP-4 억제제가 시장에 진입하는 것이 불가능하다는 것이다. 뿐만 아니라 DPP-4 억제제는 기본적으로 체내에서 GLP-1의 분해를 지연시키는 기전의 경구용 약이다. 따라서 '위고비'와 같은 GLP-1 작용제들의 심혈관질환 임상에 성공할수록 DPP-4 당뇨약의 심장질환 진출 기대감도 높아질 가능성이 있다.

(십억원,연결)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	587	593	635	655	704
영업이익	34	16	17	24	31
영업이익률	5.8%	2.6%	2.6%	3.6%	4.4%
순이익[지배]	27	13	14	20	28
EPS(원)	3,147	1,488	1,573	2,280	3,276
PER(배)	27.6	47.2	38.6	25.1	17.5
PBR	1.2	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EVITA	12.8	16.5	12.3	10.3	8.5
ROE(%)	4.2%	2.0%	1.9%	2.8%	3.9%

자료: 동아에스티, 한양증권



62,400 ▲ 3,800 +6.48% 203,610 197.17% 2.36% 12,601백만 호가 62,500 62,400 시 58,700 고 63,600 저 58,700 매수 매도 평

