

## 2023.10.26(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-10-26 오전 11:12

수정한 날짜: 2023-10-26 오전 11:19

### 2023.10.26(목) 증권사리포트

포스코인터내셔널

신사업 순항 중

[\[출처\] 하나증권 유재선 애널리스트](#)

목표주가 76,000원, 투자의견 매수 유지

포스코인터내셔널 목표주가 76,000원, 투자의견 매수 유지한다. 3분기 실적은 컨센서스에 대체로 부합했다. 철강 부문 이익이 다소 아쉬운 지점이나 상반기 호황의 기저를 감안하면 특별한 불안 요인으로 보기는 어렵다. Senex와 구동코터코아의 경우 유지보수와 품질 개선과정에 따른 일시적 부진으로 간주된다. 2023년 기준 PER 14.4배, PBR 1.7배다.

3Q23 영업이익 3,117억원(YoY +58.2%)으로 컨센서스 부합

3분기 매출액은 8.0조원으로 전년대비 11.0% 감소했다. 글로벌 부문의 철강 외형 부진이 전사 매출 감소의 주요 원인이다. 에너지 부문은 미얀마 가스전 판매량 증가 및 발전설비 이용률 상승으로 외형이 성장했다. 영업이익은 3,117억원으로 전년대비 58.2% 증가했다. 에너지 부문은 미얀마 가스전 판매량이 증가하고 판매가격이 상승하면서 투자비 회수비율 하락 영향을 극복하면서 실적이 개선되었다. SENEX는 3분기 유지보수에 따른 판매량 감소 영향으로 이익이 줄어들었다. 발전은 전년대비 감익했지만 전력수요 성수기에 이용률 상승으로 견조한 실적을 기록했다. 철강은 유럽 쿼터 소진으로 판매량이 감소하면서 전반적으로 부진했지만 친환경소재, 고품질 제품 등 Mix 개선으로 양호한 수익성을 유지하는 모습이다. 구동모터코아는 OEM사 인수 지연으로 판매량이 감소하면서 고정비 부담이 확대되었지만 멕시코 공장 증산을 감안하면 향후 점진적으로 실적이 개선될 전망이다.

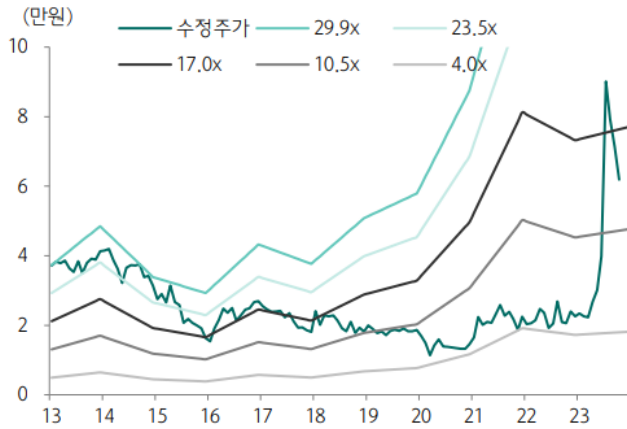
기존사업 양호한 실적 지속. 신사업 안정적으로 추진 중

친환경철강제품 비중은 지속적으로 확대되고 있다. 최근 유가 상승 기조는 미얀마 가스전 판매단가 상승에 기여할 수 있다. 발전도 특이사항 없이 양호한 실적을 기록하는 중이다. 이차전지 원료의 경우 비중국산 물량 확보 여부가 향후 관건이 될 것으로 예상되는 가운데 탄자니아, 마다가스카르 등에서 흑연 확보에 주력할 것으로 기대된다. 구동모터코아는 중국, 멕시코 등 해외 생산능력을 확대하고 있으며 향후 수주 상황에 따라 멕시코 2공장 착공도 검토되는 모습이다. 미국 CCS 사업 진출을 통해서 트랙을 확보하고 이후 동남아 지역에서 영향력을 확대할 전망이다. 팜 사업의 경우 국내 정유사와 JV를 설립했고 2024년 정제공장 착공 이후 2025년 2분기 가동 목표로 진행 중이다. 선박, 항공 등 바이오연료 생산을 위한 원료 조달이 합작사업의 주요 목적으로 판단된다.

## Financial Data (십억원, %, 배, 원)

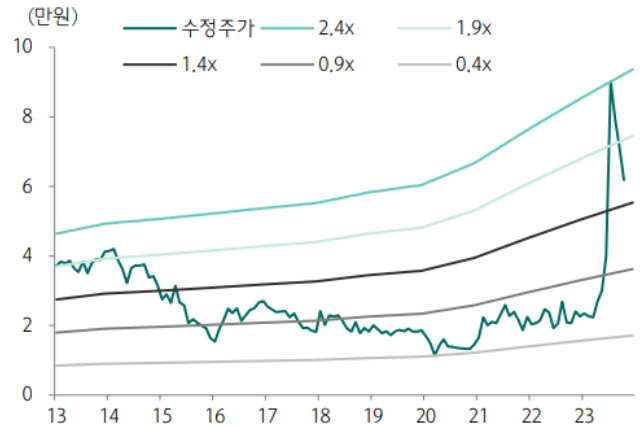
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	33,948.9	37,989.6	33,844.2	33,755.1
영업이익	585.4	902.5	1,185.4	1,193.5
세전이익	488.7	742.1	1,007.5	1,034.9
순이익	360.8	589.7	757.4	796.9
EPS	2,924	4,780	4,309	4,530
증감율	51.19	63.47	(9.85)	5.13
PER	7.68	4.73	14.37	13.66
PBR	0.79	0.70	1.71	1.56
EV/EBITDA	6.43	4.99	9.62	9.19
ROE	10.86	15.79	14.70	12.01
BPS	28,259	32,286	36,108	39,670
DPS	800	1,000	1,000	1,000

도표 2. 포스코인터내셔널 12M Fwd PER 추이



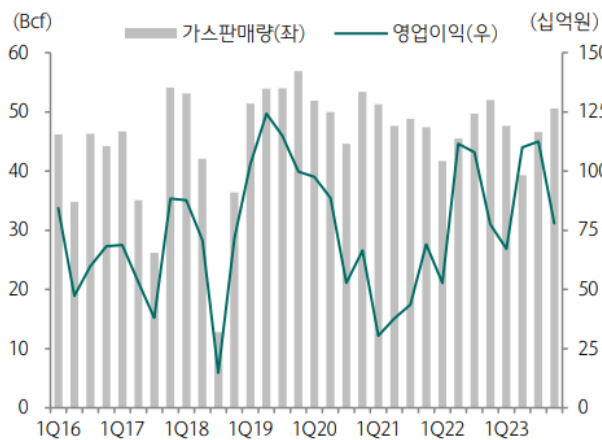
자료: 포스코인터내셔널, 하나증권

도표 3. 포스코인터내셔널 12M Fwd PBR 추이



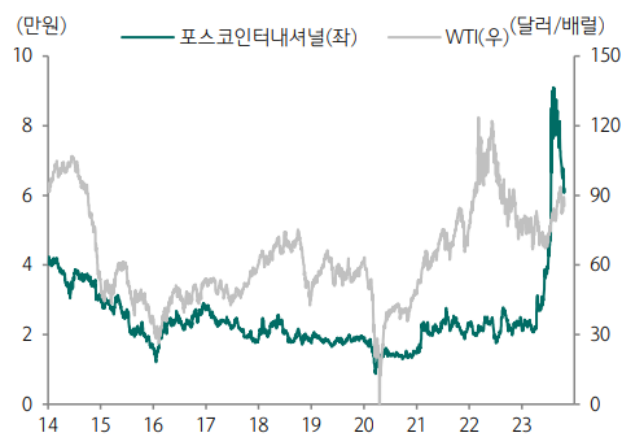
자료: 포스코인터내셔널, 하나증권

도표 4. 분기별 미안마 가스전 판매량과 영업이익 추이



자료: 포스코인터내셔널, 하나증권

도표 5. 포스코인터내셔널 주가와 국제유가 추이



자료: Thomson Reuters, 하나증권



---

강원랜드

우천으로 약화된 성수기

[\[출처\] 키움증권 이남수 애널리스트](#)

3분기 7월 우천으로 성수기 효과 반감

3분기 매출액 3,657억원(yoy -8.0%), 영업이익 833억원(yoy -29.8%, OPM 22.8%)으로 컨센서스 하회를 전망한다. 전년 동기는 사회적 거리두기 해제와 해외여행 본격화가 되지 않아 2019년 3분기에 근접했다. 올 해는 7월 한달 20일 가까이 내린 비로 우천에 따른 여행객 감소가 발생한 것으로 보인다.

3분기 카지노 입장객 635천명(yoy -2.9%, qoq +11.3%), 드랍액 1조5,325억원(yoy -8.3%, qoq +8.0%)을 예상한다. 인당 드랍액도 펜트업 디맨드 강도 하락을 반영해 전 분기 대비 5% 수준 감소할 것으로 추정한다.

부문별 매출액 카지노 3,115억원(yoy -9.3%, qoq +5.8%), 비카지노 542억원(yoy +0.2%, qoq +47.3%)을 예상한다. 계절 영향으로 워터파크는 개선되었지만, 숙박, 골프 등 전반적인 모객 감소 영향이 반영되는 부문의 개선폭은 상대적으로 저조할 것이다.

펜트업 디맨드 약화와 여전히 부진한 VIP

Mass 테이블과 슬롯머신은 2019년 대비 100%에 근접한 수요를 보이고 있다. 카지노 방문객은 2023년 241만명을 예상한다. 2019년 대비 17% 감소할 것으로 보이지만, 인당 드랍액이 같은 기간 7% 개선되며 실적을 방어하고 있다. 다만, 인당 드랍액도 펜트업 디맨드 약화로 3Q23 239만원(yoy -5.7%, qoq -3.0%)을 전망해 점진적으로 평균으로 복귀 중에 있다.

실적 개선의 키는 2019년 대비 54% 감소한 VIP의 반등이다. VIP는 불법 사도박, 해외 여행 증가 등의 영향을 받아 대규모 감소한 것으로 보인다. 다만, 코로나19 기간 유사한 수준의 실적이 발생해 VIP의 기본적인 실적 기여가 확인 되었음으로 현재 감소 상황은 충분한 수준에 이른 것으로 판단한다. 지금보다 더 큰 수요 약화로 이어지지는 않을 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 20,000원으로 하향

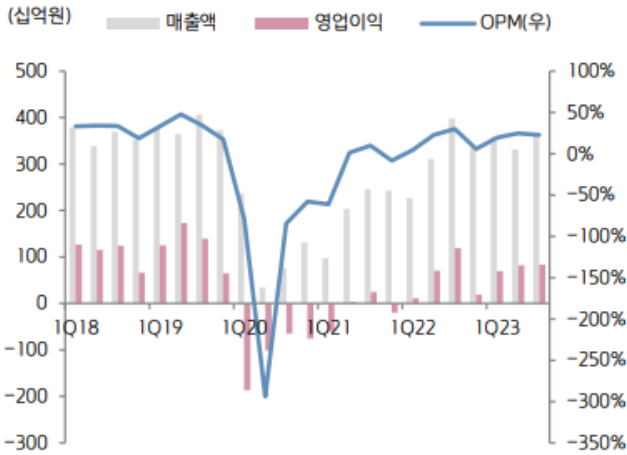
국내 유일의 오픈 카지노 강점은 훼손되기 힘든 모멘텀이다. 폐특법도 2045년까지 연장되었기에 장기간 안정적인 영업 활동을 지속할 수 있다. 그러나 펜트업 디맨드 약화와 VIP 부진 상황을 반영하여 2023년과 2024년의 추정치를 하향한다. 이에 투자의견 BUY는 유지하나, 12M FWD EPS에 Target P/E 17.2배(2015~2019년 PER 하단 평균)를 적용 목표주가는 20,000원으로 하향한다.

## 투자지표

(십억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	788.4	1,270.7	1,381.2	1,410.5
영업이익	-52.7	217.6	284.5	282.6
EBITDA	26.7	295.8	361.9	359.6
세전이익	-14.2	167.9	393.2	345.5
순이익	-10.6	115.6	286.9	245.1
지배주주지분순이익	-10.6	115.6	286.9	245.1
EPS(원)	-49	540	1,341	1,146
증감률(% YoY)	적지	흑전	148.2	-14.6
PER(배)	-486.9	42.9	11.0	12.9
PBR(배)	1.58	1.45	0.89	0.86
EV/EBITDA(배)	134.0	13.0	4.9	4.4
영업이익률(%)	-6.7	17.1	20.6	20.0
ROE(%)	-0.3	3.5	8.2	6.8
순차입금비율(%)	-48.2	-32.5	-39.0	-42.7

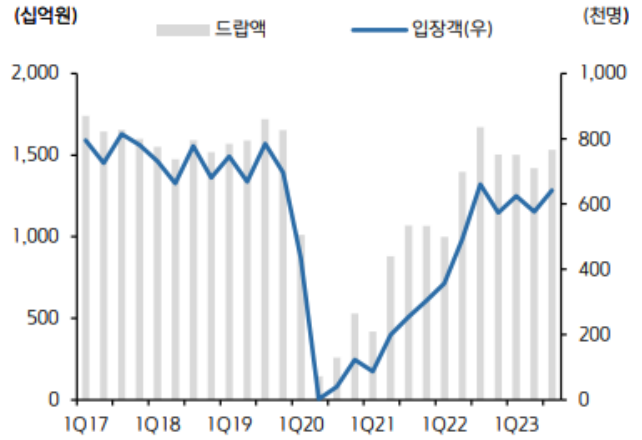
자료: 키움증권 리서치센터

### 강원랜드 매출액, 영업이익, OPM 추이 (K-IFRS 연결)



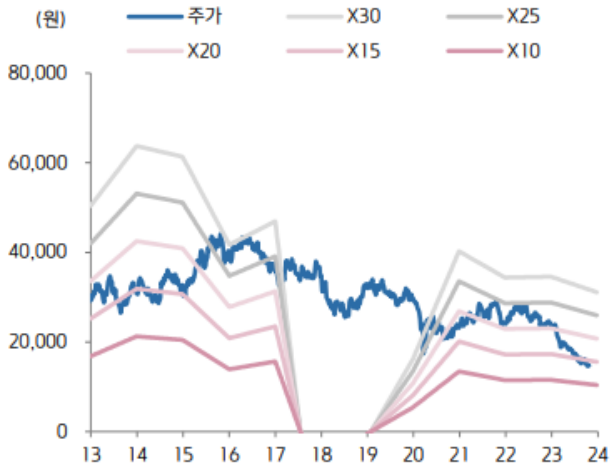
자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

### 강원랜드 카지노 드랍액 및 방문객 추이



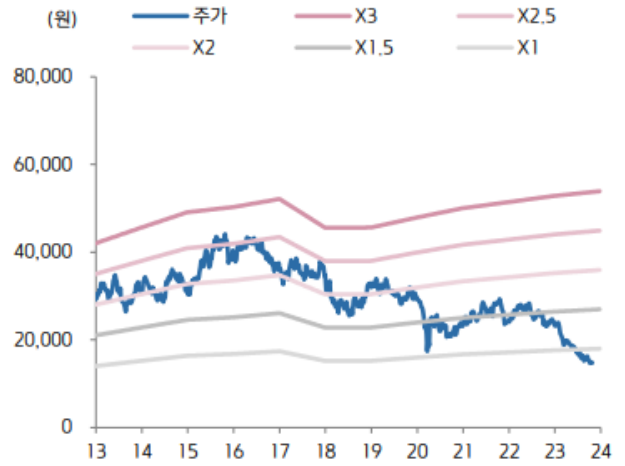
자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

### 12M Forward PER Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터

### 12M Forward PBR Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터



---

유한양행

ESMO 참관 후기 - MARIPOSA 결과에서 찾는 의미

[\[출처\] 하나증권 박재경 애널리스트](#)

MARIPOSA, MARIPOSA-2의 결과 발표 – 타그리소 대비 우월한 유효성 확인

2023년 ESMO(European Society of Medical Oncology)의 10월 23일자 Presidential Session에서 Lazertinib(이하 Laz)과 Amivantamab(이하 Ami)의 병용 3상 MARIPOSA, MARIPOSA-2의 상세 결과가 발표됐다. MARIPOSA study의 1차 지표인 BICR에 따른 mPFS(median Progression Free Survival, 무진행 생존기간 중앙값)은 Laz, Ami 병용군 23.7개월, Osimertinib 대조군 16.6개월로 통계적으로 유의하게 우월성을 확인했다(HR 0.7,  $p < 0.001$ ). OS(Overall Survival, 총 생존기간)는 아직 도달하지 않았으며, 병용 투여군과 대조군의 Hazard Ratio는 0.8,  $p = 0.11$ 로 통계적 유의성은 아직 확인되지 않았다. Laz, Ami의 안전성 부분에서, Grade 3이상 이상 반응은 75%, Serious 이상 반응은 49%에서 확인되었으며, 투여로 인한 약물 중단은 35%로 대조군인 Osimertinib 대비 전반적으로 높았다(각각 43%, 33%, 14%). MARIPOSA-2의 경우, Ami, chemo 병용군의 mPFS는 6.3개월, chemo의 mPFS는 4.2개월(HR 0.48,  $p < 0.001$ ), Ami, Laz, Chemo의 4제 병용군의 mPFS는 8.3개월(HR 0.44,  $p < 0.001$ )로 통계적으로 유의하게 화학요법 대비 유효성을 개선했다. Intracranial PFS는 Ami, Chemo 병용 12.5개월, Ami, Laz, Chemo 병용군 12.8개월로 chemo 단독의 8.3개월 대비 우월했다. 안전성 측면에서 grade 3 이상 부작용은 Ami, Laz, Chemo 병용군 92%, Ami, chemo 병용군 72%, chemo 군 48%로 병용 약물이 늘어날수록 부작용이 증가하는 모습이 확인됐다.

학회에서 이뤄진 관련 논의 그리고 앞으로 확인되어야 하는 부분

발표에 이어 진행된 Discussion에서는 Laz, Ami 병용군의 Grade 3이상 이상 반응은 75%, Serious 이상 반응은 49%에서 확인되었으며, 투여로 인한 약물 중단은 35%로 대조군인 Osimertinib 대비 전반적으로 높다는 점을 지적했다. 이러한 부분은 1차 치료제로 처방하는데 부담으로 작용할 수 있다. Laz, Ami 병용 요법을 1차로 사용하게 되면, 이후의 치료 옵션은 줄어들며, 이는 총 생존 기간을 줄이는 요인이 될 수 있다. 앞으로 중요한 부분은 OS와 환자군 선택이 될 것으로 보인다. PFS의 연장과 더불어 OS에서도 개선이 확인된다면 유효성개선을 확연히 입증할 수 있으며, Laz, Ami 병용은 예후가 좋지 않고, 내약성이 높은 환자에게 선별적으로 적용한다면 유리할 수 있다. 향후 이러한 전략을 어떻게 가져갈지 방향성에 주목하자.

파이프라인 가치와 24년 실적을 반영해 목표가 재조정할 예정

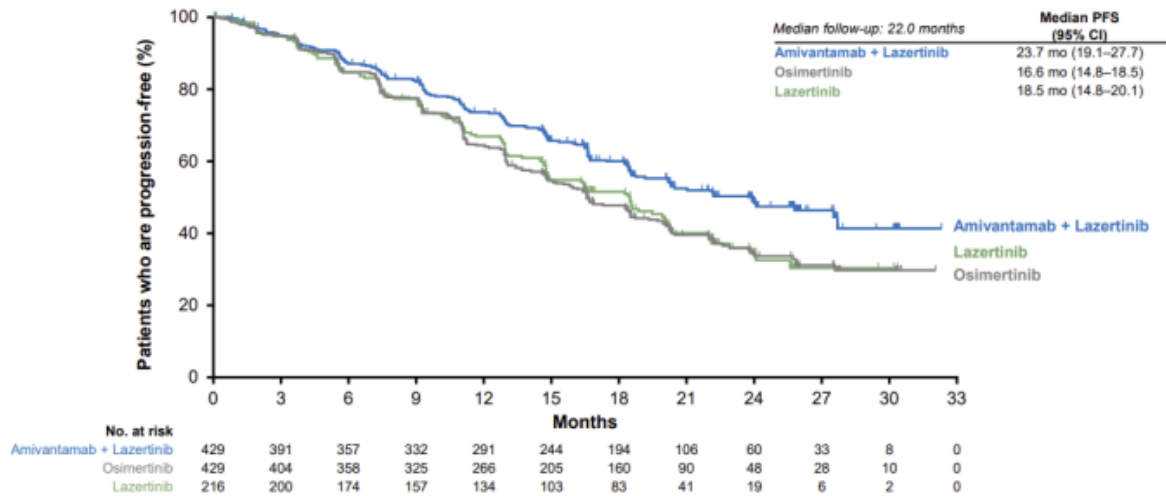
유한양행에 대해 목표주가와 투자 의견을 유지한다. Lazertinib, 알레르기 파이프라인 YH35324, NASH 파이프라인 YH25724의 가치와 24년 실적 추정치를 반영해 밸류에이션을 조정할 예정이다

**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,687.8	1,775.8	1,884.9	1,972.0
영업이익	48.6	36.0	83.4	107.4
세전이익	126.1	94.9	105.6	155.8
순이익	102.6	95.1	76.5	116.2
EPS	1,318	1,223	983	1,493
증감율	(46.79)	(7.21)	(19.62)	51.88
PER	45.07	46.77	63.07	41.53
PBR	2.18	2.03	2.26	2.17
EV/EBITDA	40.67	50.94	36.08	30.21
ROE	5.45	4.86	3.81	5.62
BPS	27,242	28,211	27,375	28,517
DPS	365	382	382	382

도표 1. MARIPOSA 임상(lazertini + amivantamab) 결과 - 유효성(PFS investigator)

**Lazertinib Monotherapy Demonstrates Meaningful Clinical Activity**

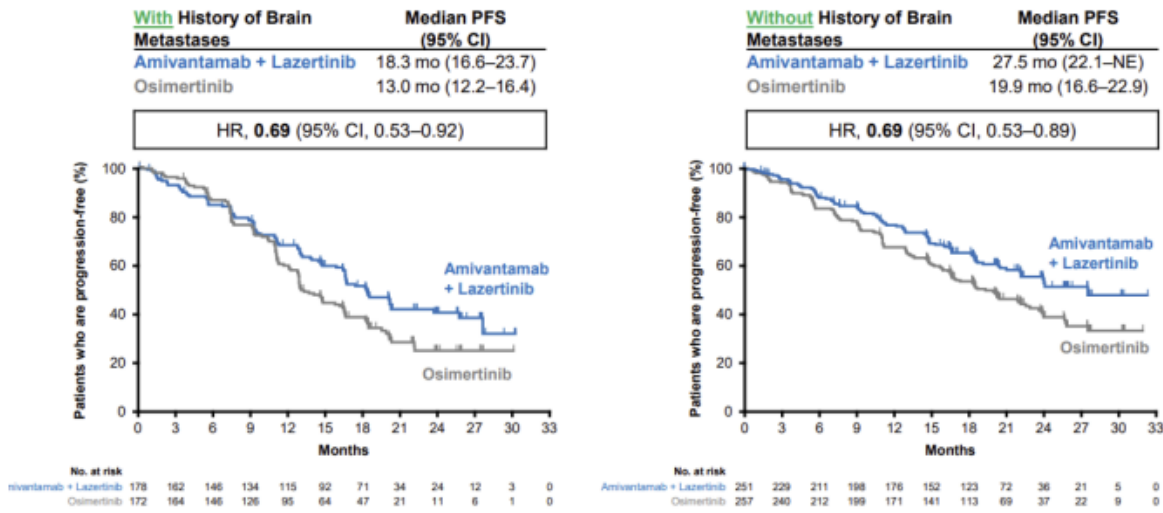


자료: ESMO(2023), 하나증권



도표 2. MARIPOSA 임상(lazertini + amivantamab) 결과 – 유효성(PFS BICR)

## Consistent PFS (BICR) Benefit With or Without Brain Metastases

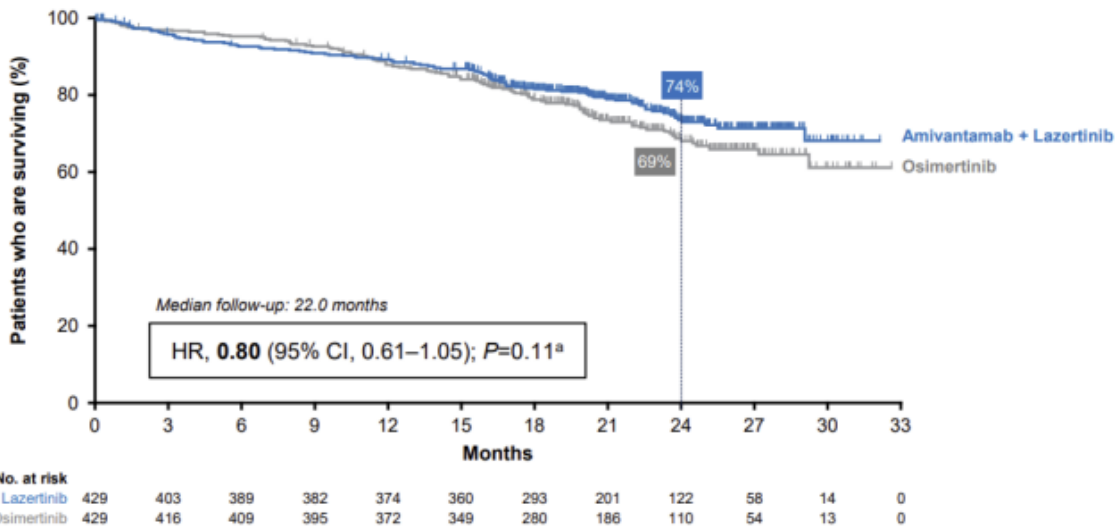


자료: ESMO(2023), 하나증권

도표 3. MARIPOSA 임상(lazertini + amivantamab) 결과 – 유효성(OS)

## Interim Overall Survival

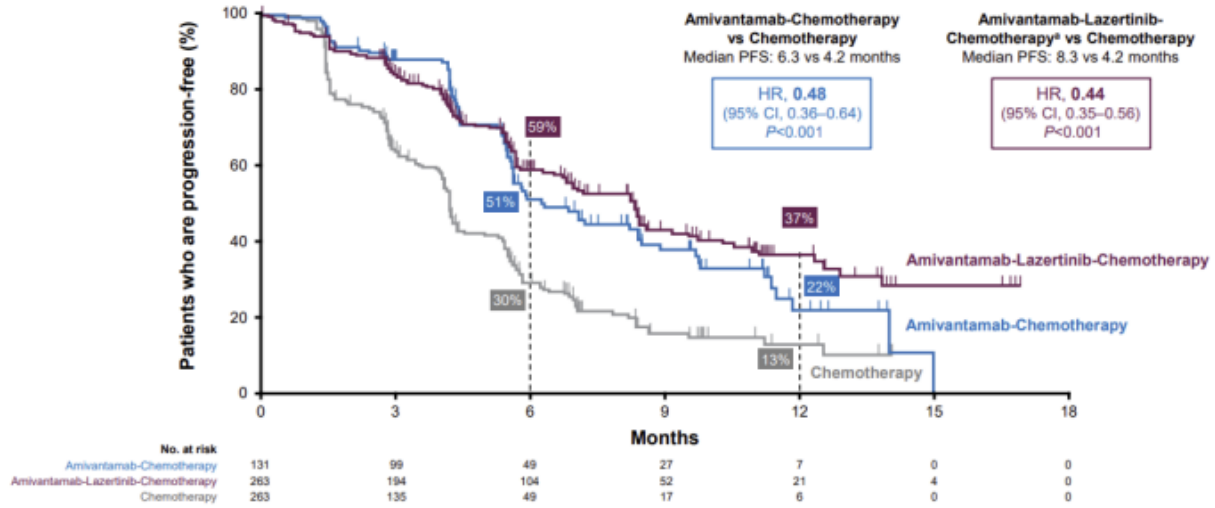
Early survival data show a trend favoring amivantamab + lazertinib vs osimertinib



자료: ESMO(2023), 하나증권

## Primary Endpoint: Progression-free Survival by BICR

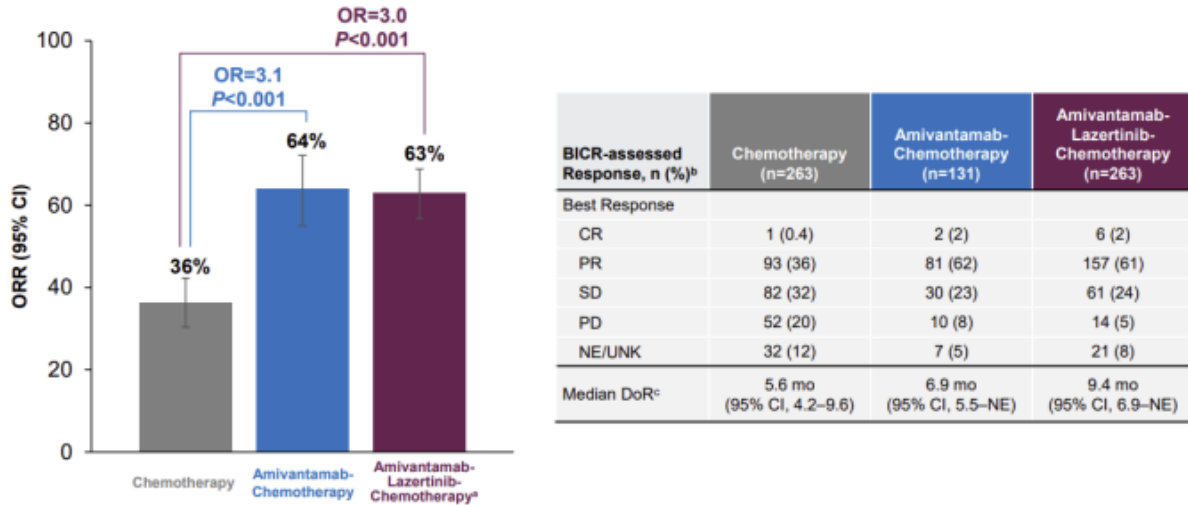
At a median follow-up of 8.7 months, amivantamab-chemotherapy and amivantamab-lazertinib-chemotherapy reduced the risk of progression or death by 52% and 56%, respectively



Consistent PFS benefit by investigator: HR, 0.41 (8.2 vs 4.2 mo; P<0.001<sup>b</sup>) & HR, 0.38 (8.3 vs 4.2 mo; P<0.001<sup>b</sup>)

자료: ESMO(2023), 하나증권

## ORR and DoR by BICR



자료: ESMO(2023), 하나증권



KB금융

일회성 손실에도 견조한 실적 유지

[\[출처\] 유안타증권 정태준 애널리스트](#)

투자의견 BUY, 목표주가 63,000원 유지

3분기 지배주주순이익은 1조 3,737억원으로 당사 추정치 1조 3,504억원과 컨센서스 1조 3,449억원 상회. 실손보험 관련 전진법 적용으로 710억원의 일회성 손실이 있었으나 경비율 개선으로 이를 상쇄. 순이자마진은 전분기대비 1bp 하락했지만 원화대출금은 전분기대비 1.8% 성장했으며, 대손비용률도 38bps로 양호. CET1비율은 13.70%로 업계에서 가장 높은 자본적정성 유지. 경영진은 높은 자본적정성에 근거한 적극적인 주주환원 개선 의지를 재확인. 투자의견 BUY와 목표주가 63,000원 유지.

이자이익 전년동기대비 5.5%, 전분기대비 3.8% 증가하며 추정치 부합. 그룹 및 은행 NIM은 전분기대비 1bp 하락, 원화대출금은 전분기대비 1.8% 증가. 가계대출은 0.6%, 중소기업 대출은 1.6% 증가한 가운데 대기업 및 기타 대출이 8.9% 증가하며 대출 성장을 견인.

비이자이익 전년동기대비 36.2% 증가, 전분기대비 33.6% 감소하며 추정치 하회. 실손보험 관련 전진법 적용으로 710억원의 일회성 손실이 발생했기 때문. 수수료이익은 거래대금 부진으로 전분기대비 5.3% 감소.

판매비와 관리비 전년동기대비 1.8% 감소, 전분기대비 2.5% 증가하며 추정치 부합. 경비율은 39.5%로 전년동기대비 3.3%pt 개선.

총당금전입액 전년동기대비 43.4% 증가, 전분기대비 31.1% 감소하며 추정치 부합. 대손비용률은 38bps로 전년동기대비 11bps 상승, 전분기대비 18bps 개선.

Quarterly earning Forecasts (십억 원, %)

	3Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
순영업수익	3,966	11.0	-7.7	4,001	-0.9
총전영업이익	2,402	17.3	-11.2	2,369	1.4
영업이익	1,953	12.6	-4.9	1,898	2.9
세전이익	1,910	3.3	-2.6	1,819	5.0
연결순이익	1,342	-1.3	-10.8	1,361	-1.4
지배주주순이익	1,374	0.4	-8.4	1,345	2.1

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억 원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
순영업수익	14,484	13,738	16,464	16,236
영업이익	6,098	5,247	7,256	6,902
지배순이익	4,410	4,122	5,198	5,079
PER (배)	5.2	1.1	4.3	4.4
PBR (배)	0.45	0.39	0.38	0.36
ROE (%)	9.8	8.2	9.4	8.7
ROA (%)	0.69	0.61	0.74	0.69

자료: 유안타증권



## TKG휴켄스

올해 3분기 영업이익, 시장 기대치 상회 전망

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

### 올해 3분기 실적, 견조세 유지 전망

TKG휴켄스의 올해 3분기 영업이익은 274억원으로 시장 기대치를 소폭 상회할 전망이다. 올해 상반기 발생한 긍정적인 레깅 효과는 상당부분 제거되었지만, 8월 이후 암모니아 가격 반등으로 매출액의 훼손이 예상보다 제한적이었고, 역외 이소시아네이트 업체들의 가동률 저하 및 국내 조선/자동차 업황의 견조세로 동사 DNT/MNB 플랜트의 고율 가동이 지속되었으며, 탄소배출권 판매가 발생하였기 때문이다. 한편 올해 4분기 영업이익은 작년 동기 대비 개선될 전망이다. 비수기 영향, 정기보수에 따른 물량 감소, 성과급 등 일회성 비용 반영 예상 등에도 불구하고, 작년 화물연대 파업에 따른 기저효과가 발생할 전망이고, 올해 3분기 암모니아 가격 반등에 따른 판가 개선이 발생할 것으로 예상되며, 중국 등 역내 경쟁 플랜트들의 정기보수 진행으로 견고한 이소시아네이트 업황이 전망되기 때문이다. 한편 탄소배출권 판매가 발생하면 당사 추정치를 상회할 가능성도 있는 점도 반영할 필요가 있다.

### 세계 Top-Tier 공업용 질산 업체 지위 지속 예상

동사는 약 2.5천억원을 투자하여 No.6 희질산 플랜트(40만톤)와 No.2 MNB 플랜트(30만톤)를 증설 중에 있다. 내년에 순차적으로 상업 가동될 전망이다. MNB는 장기공급계약을 체결한 국내 MDI 업체의 증설 분에 공급될 것으로 예상되고, 희질산은 대부분 MNB 제조에 자가소비되고, 잉여분은 동남아시아 이소시아네이트 업체에 판매될 것으로 보인다. 이번 증설로 규모의 경제 효과가 추가되는 가운데, Yara, LSBI, CFI, DFPC 등과 함께 세계 선도 질산 업체 지위를 지속할 전망이다.

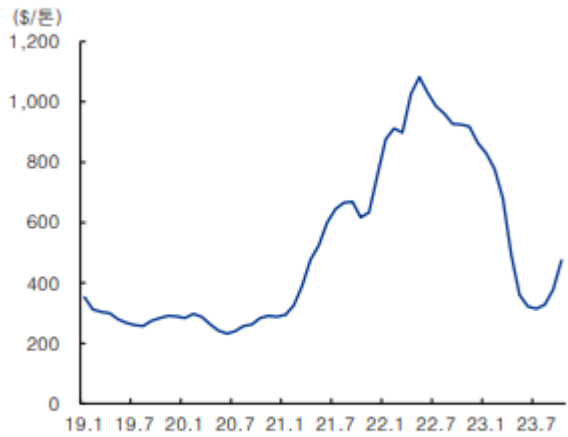
### 노르웨이 BCS와 CNT 사업 MOU 연장

동사는 노르웨이 BCS와 CNT 사업을 위한 MOU를 내년 9월까지 연장하였다. 양사는 한국에 공장을 지어 연간 1만톤 CNT를 생산하는 한편 역내 배터리 셀 업체에 공급을 할 계획이다. BCS에 따르면 양사는 제품 검증/고객 테스트 완료 이후 제품 유통, 기술 라이선스, 합작 투자 방안 등에 대해 협의 중에 있는 것으로 보인다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	861	1,236	1,142	1,376	1,570
영업이익	93	117	148	170	197
세전이익	105	106	171	194	228
당기순이익	78	82	134	153	179
EPS(원)	1,851	2,001	3,288	3,731	4,377
증가율(%)	53.5	8.1	64.3	13.5	17.3
영업이익률(%)	10.8	9.5	13.0	12.4	12.5
순이익률(%)	9.1	6.6	11.7	11.1	11.4
ROE(%)	11.1	11.4	17.0	17.1	17.8
PER	12.5	10.0	6.6	5.9	5.0
PBR	1.4	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.6	4.4	3.9	3.1	2.2

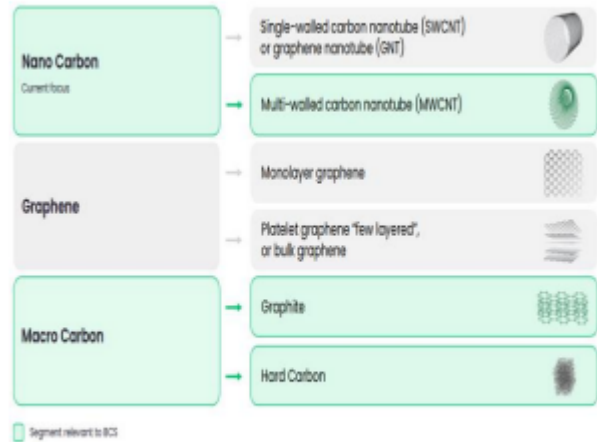
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 암모니아 가격 추이



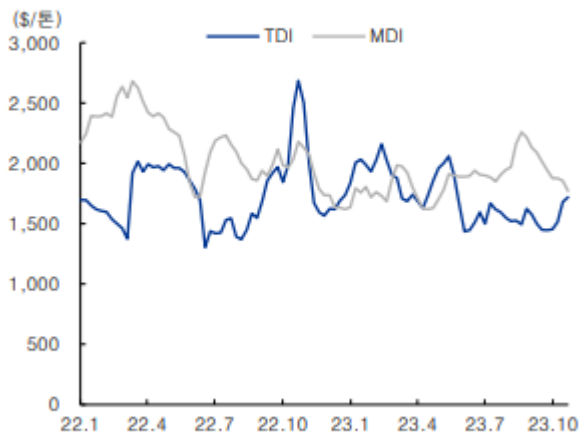
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 2. 노르웨이 BCS 사업부문 현황



자료: BCS, IBK투자증권

그림 3. 역대 TDI/MDI 스프레드 추이



자료: 씨스켈, IBK투자증권

표 1. 역대 TDI 업체 4분기 정기보수 일정

업체	정기보수 일정
Juli Chemical	9 월 25 일 이후 40 일
Wanhua Chemical	10 월 6 일 이후 15 일
Yinguang Chemical	10 월 9 일 가동 정지
Hanwha	10 월 13 일 이후 25 일
Cangzhou Dahua	10 월 20 일 이후 한달
Covestro Shanghai	11 월 중순 이후 40 일
BASF Korea	11 월 17 일 이후 25 일
Mitsui Japan	10 월 13 일 이후 21 일

자료: ICIS, PUD, IBK투자증권





---

휴메딕스

고성장 근거는 분명. 업사이드는 2배

[\[출처\] SK증권 이동건 애널리스트](#)

### 3Q23 Pre: 외국인 인바운드 증가 및 진출 시장 확대로 필러 고성장

3Q23 연결 매출액 및 영업이익을 각각 399 억원(+25.2%YoY, 이하 YoY 생략), 116 억원(+48.4%, OPM 29.2%)으로 추정한다. 기존 당사 추정치에 부합, 시장 컨센서스 대비로는 영업이익이 약 10% 상회한 호실적이 기대된다.

1) 필러 매출액은 129 억원(+32.7%)을 기록하며 전분기에 이어 사상 최대 필러 매출 경신이지속될 전망이다. 내수 필러 매출은 59 억원(+30.0%, +10.6% QoQ)을 예상하는데, 이는 리오프닝 이후 중국, 일본 등 외국인 관광객 입국자 수 증가에 따른 국내 미용 시술 건수 증가에 기인한다. 수출은 70 억원(+35.0%, +15.2% QoQ)을 전망한다. 기존 주요 시장에서의 성장과 브라질을 포함한 남미 등 신규 진입 시장들에서의 매출 고성장도 지속 중인 것으로 파악된다. 특히 수출 필러 매출 증가는 높은 ASP 에 따른 수익성 측면에서도 긍정적 기여가 기대된다. 2) 전문의약품 및 안과용제 매출액은 118억원(+36.2%)을 예상한다. 견조한 1회용 점안제 CMO 수요를 바탕으로 높은 성장세를 이어갈 전망이다. 3) 영업이익률은 전분기대비 0.5%p 상승한 29.2%를 전망한다. 화장품 홈쇼핑 확대에 따른 관련 비용 소폭 증가가 예상되나, 수익성이 좋은 필러 매출 비중 확대를 바탕으로 영업이익률 상승이 이어질 전망이다.

### 4Q23, 그리고 2025 년까지도 이어질 필러 고성장과 수익성 개선

호실적을 견인하고 있는 필러 매출 고성장세는 남은 하반기뿐만 아니라 2024 년, 그리고 2025 년까지도 이어질 전망이다. 지난해 브라질을 비롯해 남미 시장에 신규 진출하며 본격적인 수출 고성장을 기록한 휴메딕스의 필러 매출은 2H23~1H24 동남아, 러시아 및 CIS 국가들, 중동 시장에 신규 진출을 순차적으로 진행함에 따라 지역 확장을 기반으로 한 매출 고성장이 기대된다. 또한 브라질 등 남미 시장 역시 진출 초기인 만큼 추가적으로 매출 고성장 가능성은 높다. 그 외에도 2H24~1H25 중 PDRN/PN 복합제 필러의 국내 출시도 기대되는 만큼

이후에는 지역 확장 효과와 더불어 신제품 출시 모멘텀까지 가세함에 따라 성장세는 지속될 전망이다. 참고로 필러 수출 비중의 확대는 전사 수익성의 유의미한 개선으로까지 이어지는 만큼 매출 고성장과 더불어 영업이익률 역시 2024년 이후로는 30%대를 이어갈 전망이다.

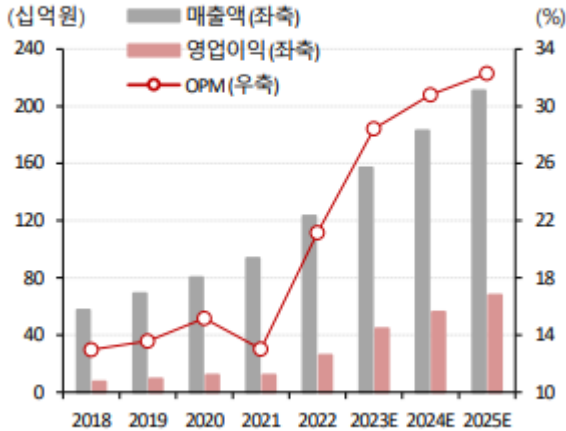
목표주가 유지. 2024 년 예상 PER 6 배 수준까지 하락, 상승여력 2 배

목표주가 6.6만원을 유지한다. 상승여력은 105%다. 최근 주식시장 약세, 국내 미용의료 기기 Peer 주가 약세 등에 따른 부정적 외부 요인들로 휴메딕스의 주가 역시 약세를 지속했다. 하지만 펀더멘탈의 훼손 요인은 없고, 오히려 2H23~2024 년 까지도 실적 고성장을 위한 모멘텀은 풍부하다. 현 주가 역시 2024년 예상 PER 6.7배로 밸류에이션 매력 역시 독보적이다.

영업실적 및 투자지표

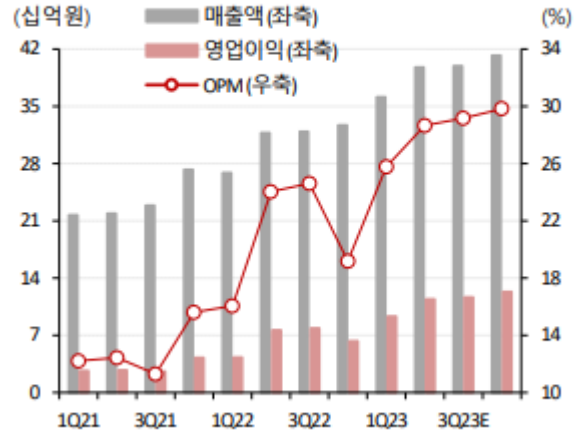
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	80	94	123	157	183	211
영업이익	십억원	12	12	26	45	56	68
순이익(지배주주)	십억원	13	9	21	38	53	63
EPS	원	1,332	902	2,116	3,390	4,786	5,680
PER	배	17.8	26.6	13.1	9.5	6.7	5.7
PBR	배	1.7	1.6	1.7	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	배	10.2	10.1	6.5	5.4	3.8	2.5
ROE	%	11.5	7.4	16.1	24.4	27.6	25.9

휴메딕스 연간 실적 추이 및 전망



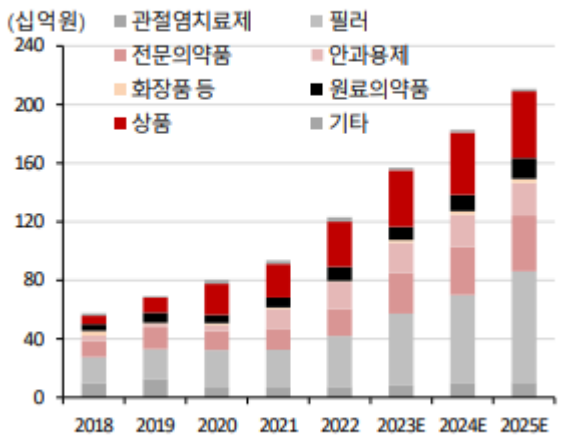
자료: 휴메딕스, SK 증권 추정

휴메딕스 분기 실적 추이 및 전망



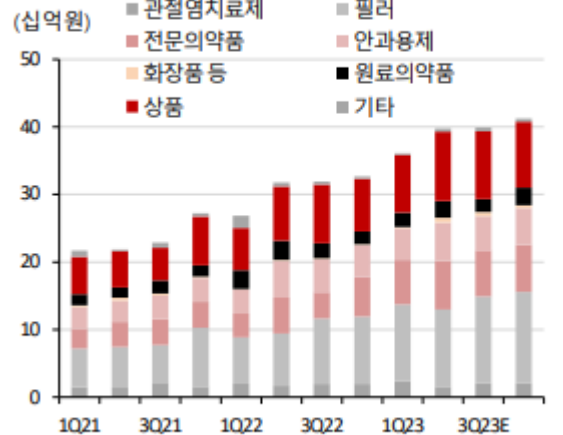
자료: 휴메딕스, SK 증권 추정

휴메딕스 연간 품목별 매출 추이 및 전망



자료: 휴메딕스, SK 증권 추정

휴메딕스 분기 품목별 매출 추이 및 전망



자료: 휴메딕스, SK 증권 추정



## 아비코전자

반가운 DDR5, 아쉬운 업황

[출처] SK증권 이동주 애널리스트

### DDR5 인덕터 공급 시작

DDR5용 메탈 파워 인덕터 공급이 4Q23부터 시작된 것으로 파악된다. 100-200만개 수준의 초도 물량을 시작으로 점차 늘 어날 계획이다. 예상대로 모듈당 판가와 수익성도 DDR4 대비 압도적으로 높은 것으로 추정된다. 초기 대량 양산의 경우 보통 수율 최적화에 시간이 필요하기에 이익 기여는 1Q24 부터 시작될 것으로 예상된다. 다만, 물량 측면에서는 다소 아쉬운 부분이 감지된다. DDR5 대응 증설 규모가 예상보다 줄어 들었다. 주요 고객사의 DDR5 시장 진입이 늦어진 점과 고객사 내 벤더 확대가 주요 원인이다. DDR5 물량 가정에 대한 하향 조정이 불가피하다.

### 메모리 감산 여파

통상 동사의 매출 비중 중 30% 이상이 반도체항(본사 기준)이다. 최대 고객사의 감산이 최근까지도 영향을 미치고 있는 것으로 파악된다. 이외에도 모바일, 가전, TV 등 세트항 공급도 부진하다. 9 월부터 세트항 부품 restocking 수요가 감지되면서 4Q23 부터 점진적인 회복이 예상된다. 2024 년 본사 차원에서의 기대 요인은 수동 부품의 낮은 기저에 따른 반등과 DDR5 실적 반영이다. 연결 자회사인 아비코테크도 최근까지 재고 조정 영향이 지속되며 영업 환경이 터프하다. 다만, MLB 신규 고객사 확보와 고부가 제품 다변화 동향은 긍정적이다. 이에 따른 신규 설비 투자도 진행 중이다. 중장기 수동부품 시장의 성장을 둔화를 MLB 가 채워갈 것으로 기대된다.

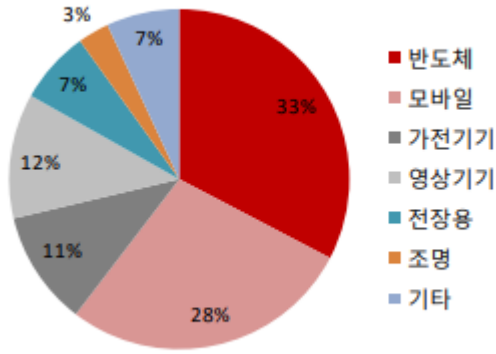
### 투자의견 매수 유지, 목표주가 2 만원으로 하향

감산 영향과 DDR5 물량 가정 변경에 따라 2024 년 실적 추정치를 하향 조정하였다. DDR5 향 인덕터 추가 증설 여부에 따라 실적 반영이 달라질 수 있지만 보수적 관점에서 1 차 증설분만 반영하였다. 그럼에도 여전히 2024 년 실적 성장의 중요한 축임에는 변함이 없다. 투자의견은 매수를 유지하며 목표주가는 2 만원으로 조정한다.

#### 영업실적 및 투자지표

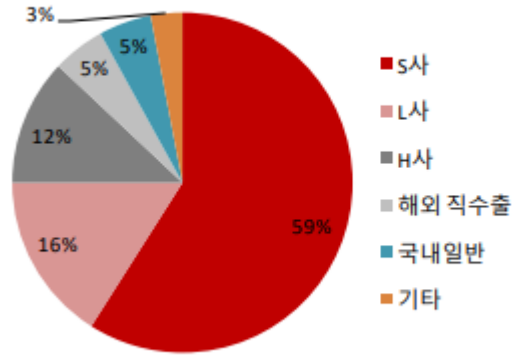
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	124	148	165	134	170	192
영업이익	십억원	-2	3	11	-1	19	25
순이익(지배주주)	십억원	-3	4	9	-2	15	20
EPS	원	-226	279	704	-145	1,160	1,499
PER	배	-38.1	44.1	14.3	-107.4	13.5	10.4
PBR	배	1.1	1.6	1.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	배	21.3	16.1	5.6	35.1	6.5	5.0
ROE	%	-2.6	3.6	8.4	-1.7	12.6	14.4

### 아비코전자 Application 별 매출 비중



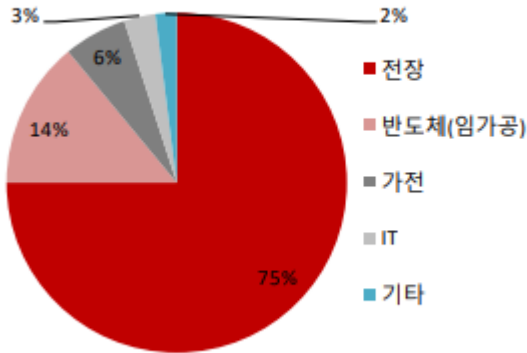
자료: 아비코전자

### 아비코전자 고객사별 매출 비중



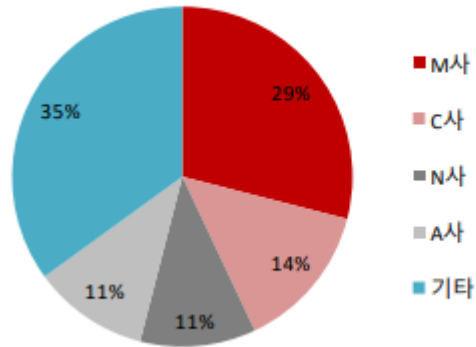
자료: 아비코전자

### 아비코테크 Application 별 매출 비중



자료: 아비코전자

### 아비코테크 고객사별 매출 비중



자료: 아비코전자



