

2023.11.17(금) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-11-17 오전 8:44

수정한 날짜: 2023-11-17 오전 9:00

2023.11.17(금) 증권사리포트

삼성바이오로직스

항체 의약품 산업의 필수 기업

[\[출처\] 유안타증권 하현수 애널리스트](#)

면역관문억제제 더 오래, 더 먼저

면역관문억제제의 수요가 지속적으로 증가할 것으로 전망한다. 면역관문억제제는 초기 암환자의 수술 전후 보조요법 관련 임상 성공을 발표하고 있으며, 허가로 이어지고 있으며 이는 기존 시장이었던 진행 및 전이성 환자들에서 수술 환자들까지 확대되면서 신규 시장 수요를 발생시킬 것으로 기대한다. 기존 시장에서는 병용 요법, 특히 ADC 관련된 병용 요법들이 다수 등장할 것으로 전망되며 ORR과 mPFS 개선은 수요 증가로 이어질 것으로 기대한다.

중장기적으로 알츠하이머병 치료제들의 성장이 항체 의약품 수요 증가를 견인할 수 있을 것으로 기대하며, amyloid PET, MRI 등에 대한 접근성 확대가 알츠하이머병 치료제 시장 성장을 가속화 할 수 있을 것으로 판단한다.

제2캠퍼스 건설 계획

동사는 현재 5공장을 건설 중이며 이후 32년까지 6~8공장을 순차적으로 건설할 계획을 발표했다. CDMO 기업들이 지속적으로 생산 시설을 확대하면서 배치 단가 하락 등에 대한 우려가 제기되었으나 동사는 2,3분기 컨퍼런스콜에서 가격 하락 움직임은 확인되고 있지 않다고 발표했으며 공격적인 시설 확장 계획은 시장내 CDMO 수요 증가 추세가 견조하기 때문으로 판단한다.

의미가 다를 ADC CDMO 수주

4공장 가동 효과와 중장기적으로 5~8공장 건설 및 수주가 이어지면서 견조한 성장 추이는 장기간 지속될 수 있을 것으로 판단하나, 동사 항체 CDMO 사업에 대한 기대치가 높아진 상황으로 더 이상 신규 공장 건설 및 대형 수주가 동사 주가를 견인하기는 어려울 것으로 전망한다. 다만, 신규 CDMO 모달리티로 선택한 ADC 관련 수주는 동사 주가의 트리거가 될 수 있을 것으로 보이며, 고성장이 예상되는 ADC에서의 동사 기술력을 평가할 수 있을 것이다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,034	7.1	0.0	1,055	-2.0
영업이익	301	-3.8	-5.6	319	-5.6
세전계속사업이익	305	-23.3	-2.9	306	-0.3
지배순이익	240	-35.1	0.6	259	-7.4
영업이익률 (%)	29.1	-3.3 %pt	-1.7 %pt	30.2	-1.1 %pt
지배순이익률 (%)	23.2	-15.1 %pt	+0.1 %pt	24.6	-1.4 %pt

자료: 유안타증권

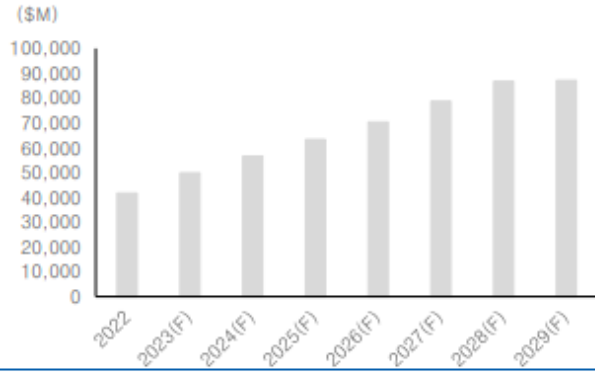
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,568	3,001	3,655	4,203
영업이익	537	984	1,064	1,309
지배순이익	394	798	805	1,003
PER	142.7	72.2	64.7	51.9
PBR	11.2	6.5	5.3	4.8
EV/EBITDA	80.2	44.0	34.4	29.5
ROE	8.2	11.4	8.6	9.7

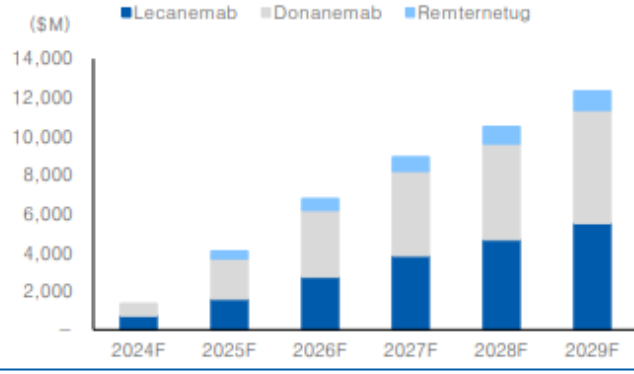
자료: 유안타증권

면역관문억제제 매출 전망



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

알츠하이머 치료제 매출 전망



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

삼성바이오에피스 시밀러 파이프라인

★ First Mover / ★ Second Mover

Indication	Original	프로젝트	Product		현황			마케팅파트너 / 출시연도	
			EU	US	Ph III	Approval	Launch	EU	US
자가 면역 질환	Enbrel® (Etanercept)	SB4	Benepali	Eticovo				Biogen('16)	TBD
	Remicade® (Infliximab)	SB2	Flixabi	Renflexis				Biogen('16)	Organon('17)
	Humira® (Adalimumab)	SB5	Imraldi	Hadlima				Biogen('18)	Organon('23)
	Stelara® (Ustekinumab)	SB17	-	-		준비중		Sandoz	Sandoz
종양 질환	Herceptin® (Trastuzumab)	SB3	Ontruzant	Ontruzant				Organon('18)	Organon('20)
	Avastin® (Bevacizumab)	SB8	Aybintio	-				Organon('20)	TBD
안질환	Lucentis® (Ranibizumab)	SB11	Byooviz	Byooviz				Biogen('23)	Biogen('22)
	Eylea® (Aflibercept)	SB15	-	-		준비중		Biogen	Biogen
혈액 질환	Soliris® (Eculizumab)	SB12	Epysqli	-				Samsung Bioepis('23)	TBD
골격계 질환	Prolia® (Denosumab)	SB16	-	-		준비중		TBD	TBD

자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터



이수페타시스

명확한 실적 방향성, 역대 최대 실적을 향하여

[\[출처\] DS투자증권 권태우 애널리스트](#)

3Q23 매출 견조, 일회성으로 수익성 부진

3분기 매출액 1,662억원(+1.5% QoQ, -2.6% YoY), 영업이익 132억원(-27.9% QoQ, -61.6% YoY)이다. 전사 매출액은 견조했다. 이는 AI 가속기 수주 지속으로 유선 물량 감소를 방어했으며 우호적인 환율 환경에서 기인했다. 다만 수익성은 부진했다. 제조원가에서의 일시적 비용과 고정비 증가 영향이 있었다. 24년 4공장 가동을 위해 선제적인 인원 총원(약 100명)으로 인건비가 증가하였다.

설비 증설에 따른 추가 증설 관련 비용이 반영되었다.

고부가 제품 중심의 믹스 개선과 생산능력 확대에 따른 구조적 성장 AI 가속기: 23년 커머리티 제품의 부진한 수요로 인해 IT시장의 CAPEX는 보수적이었다. 24년은 AI 및 서버 중심으로 회복이 전망되고 있다. 23년 AI 가속기 매출은 1개 고객사에 편중되어 의존도가 높았으나 24년 신규 고객사향(3개社 이상)으로 제품과 고객 다변화가 기대된다. AI 가속기의 수주 증가는 이를 방증하며 고부가 모델 수주 증가로 제품 믹스 개선이 예상된다.

유선 제품: 브로드컴의 신규 칩 발표 후 일부 고객사향으로 스위치와 라우터 업그레이드 수요 등 긍정적인 변화가 감지되고 있다. 다만 동사의 한정적인 생산능력으로 인해 23년 유선 고객사의 재고 소진 진행과 신규 수주가 증가에도 매출의 확대는 제한적일 것이다. 향후 24년 2분기 신규 4공장 가동 및 하반기 본격적인 양산에 따라 구조적 성장(AI 가속기 및 유선 향: Q x P)을 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 상향

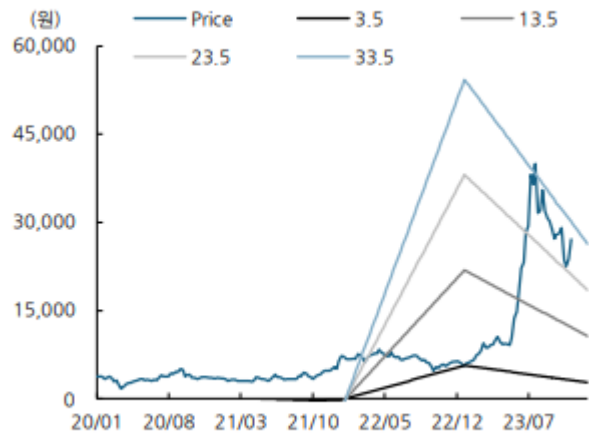
목표주가를 기존 14,000원에서 40,000원으로 상향한다. 생산능력 확대에 따른 본격 양산 시기인 25F 추정 EPS에 글로벌 동종업계 23~24F PER 평균 20배를 적용하여 산출했다. IT 업황 부진으로 전기·전자 업체들의 23F과 24F 이익 추정치가 하향 조정되고 있으나 동사의 실적은 상대적으로 강한 모습이다. AI 및 HBM의 가속화로 실질적인 수혜를 받고 있다. 이에 따라 실적의 꾸준한 개선이 기대되는 업체에 집중할 필요가 있다고 판단되며 중장기적 실적 안정성에 주목해야 한다

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	470	643	674	807	887
영업이익	47	117	66	121	158
영업이익률(%)	10.0	18.1	9.8	15.0	17.8
세전이익	43	108	59	122	158
지배주주지분순이익	-4	102	50	96	125
EPS(원)	-57	1,620	787	1,520	1,976
증감률(%)	적지	흑전	-51.4	93.2	30.0
ROE(%)	-3.8	58.9	20.4	30.6	29.4
PER(배)	-128.3	3.5	39.8	20.6	15.8
PBR(배)	3.7	1.6	7.4	5.5	4.1
EV/EBITDA(배)	10.0	4.0	26.4	15.2	11.4

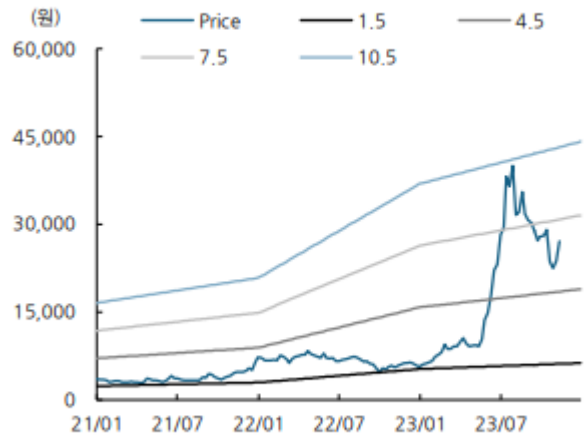
자료: 이수페타시스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림1 PER 밴드 차트



자료: Fnguide, DS투자증권 리서치센터

그림2 PBR 밴드 차트



자료: Fnguide, DS투자증권 리서치센터





CJ
 올리브영 순항 중. 과징금 관련 시장 우려도 다소 과도
[\[출처\] 하나증권 최정욱 애널리스트](#)

한한령 해제에 따른 입국자 수 급증은 없었지만 올리브영의 성장성은 여전히 견고

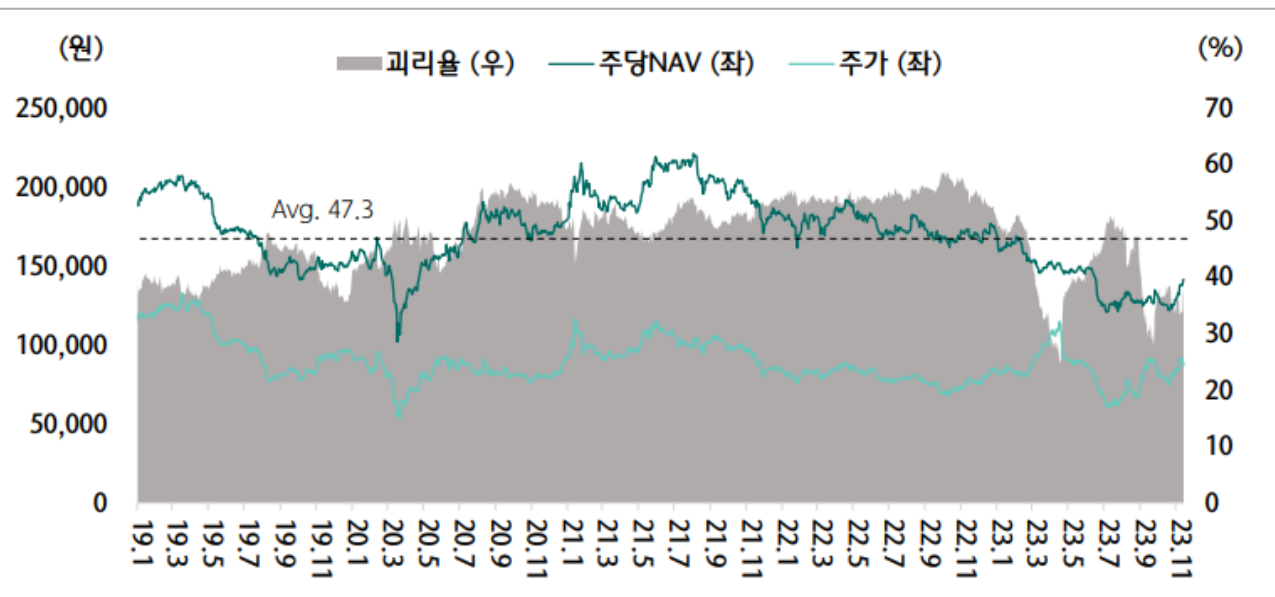
CJ에 대한 투자의견 매수와 목표주가 120,000원을 유지 - CJ 3분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 10.6조원과 6,375억원으로 YoY 2.5%와 0.4% 감소했지만 QoQ로는 3.2%와 27.8% 증가해 실적 개선세가 지속. 이는 상장 자회사들의 이익 증가에 주로 기인하는데 대외환경 악화에도 식품사업부문과 엔터테인먼트미디어부문의 역성장 폭이 완화되고, 유통부문의 성장세는 유지되었기 때문 - CJ제일제당의 3분기 영업이익은 3,960억원으로 전분기대비 상당폭 추가 개선되었고, 우려가 컸던 CJ ENM은 피프스시즌 손실 축소 및 인건비 감축 등을 통해 영업이익이 74억원으로 흑자전환하는 모습을 보였으며 CJ CGV는 305억원의 영업이익을 시현해 서프라이즈 수준으로 대폭 개선되는 모습이었음. CGV의 이익 확대는 국내 부문에서는 고마진 매출 구성비 개선 및 비용효율화의 영향, 해외부문에서는 중국 및 튀르키예 박스오피스 증가 때문으로 추정됨 - CJ 올리브영의 경우 한한령 해제에도 불구하고 방한 중국인 관광객 수가 아직 빠르게 증가하고 있지는 않지만 내국인 매출 증가 및 일본인 관광객 증가 등에 힘입어 분기 매출이 1조원을 상회하면서 YoY 35.5% 증가했고, 순이익도 945억원으로 YoY 70% 증가하는 등 순항 중. 온라인 비중 상승에 따른 비용효율화로 인해 영업이익률이 12%대를 기록하고 있으며, 3분기 외국인 매출은 약 860억원으로 QoQ로도 20% 이상 증가하면서 전체 매출 중 외국인 매출의 비중은 약 8.6%대로 상승한 것으로 추정

올리브영의 독점거래 강요 관련 과징금에 대한 시장 우려도 다소 과도하다고 판단

최근 공정위는 CJ올리브영의 시장지배적지위 남용 행위 및 대규모 유통업법 위반 행위에 대한 건 심사보고서에서 이를 매우 중대한 불법 행위로 판단해 독점적사업자 지위 남용으로 제재해야 한다는 의견을 낸 것으로 알려짐 - 주요 언론에 따르면 CJ올리브영의 시장지배적 지위가 인정될 경우 최대 과징금은 2014년부터 발생한 관련 매출액 9.8조원에 과징금 부과율 상한인 6.0%를 곱할 경우 최대 5,800억원 수준이 될 수도 있다고 보도 - 다만 CJ올리브영의 시장점유율 산정에 있어서 시장 확정에 대한 쟁점이 있는 상황이며(온오프라인을 합쳐서 시장을 확정할 경우 대형온라인 쇼핑몰이 포함되어 CJ올리브영의 시장점유율은 12% 수준에 불과. 이 경우 대규모 유통업법 위반 혐의만 적용되면서 과징금 급감 가능성), 설령 시장지배적 독점사업자로서의 지위가 인정된다고 하더라도 독점거래 강요 의혹이 제기된 실제 기간과 관련 상품군으로 매출액을 한정할 경우 부과 과징금 수준은 언론에서 보도되고 있는 수천억원보다는 크게 낮은 수십억원 수준에 그칠 수도 있다고 판단 - 또한 공정위 제재 여부와 수위가 결정된다고 하더라도 행정소송 절차를 밟을 가능성이 높기 때문에 최종 소송 결과를 지켜볼 필요가 있음

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2021	2022	2023F	2024F	
매출액	34,484.0	40,924.9	41,788.9	45,198.9	
영업이익	1,881.8	2,154.2	2,052.9	2,638.6	
세전이익	1,300.8	1,056.2	1,023.7	1,471.8	
순이익	275.0	202.1	190.8	282.5	
EPS	7,710	5,666	5,351	7,922	
증감율	217.28	(26.51)	(5.56)	48.05	
PER	10.82	14.84	15.72	10.62	
PBR	0.57	0.56	0.54	0.52	
EV/EBITDA	6.31	5.70	6.02	5.19	
ROE	5.66	3.94	3.61	5.15	
BPS	146,205	149,477	155,367	160,647	
DPS	2,300	2,500	2,800	3,000	

도표 2. CJ 실질 NAV와 주가 및 할인율 추이



자료: Quantiwise, 하나증권



SK오션플랜트

연말 수주모멘텀 본격화

[\[출처\] 키움증권 이종형 애널리스트](#)

3분기 일회성 비용 제외시 예상치 부합

3분기 영업이익은 164억원(-46%QoQ, -25%YoY)으로 키움증권 추정치 225억원과 컨센서스 234억원을 하회했다. 반면, 매출액은 2,370억원(-8%QoQ, +28%YoY)으로 예상에 부합했다.

매출액은 예상 수준이었음에도 불구하고 영업이익이 부진했던 이유는 11월 1일 인도된 Barossa FPSO를 위한 일회성의 추가 공사비 집행 있었기 때문이다. Barossa FPSP는 동사가 21년 4월에 3,477억원 규모의 선체(Hull) 건조 계약을 체결한 후 2년 6개월만에 성공적으로 인도를 완료했다. 3분기 발생한 추가 공사비는 추후 Change Order를 통해 정산될 시 영업이익으로 인식될 수 있다. 이를 감안하면 3분기 실적은 예상수준으로 판단한다.

연말부터 시작될 수주 모멘텀 주목

연말부터 국내외 신규 수주모멘텀이 본격화될 전망이다. 우선 국내는 11월 10일 총 1,500MW 규모의 고정가격 입찰이 마감되었다. 이 중 안마 해상풍력 프로젝트(설비용량 532MW, 14MW용 Jacket 38 기)는 동사가 이미 우선공급계약(PSA, Preferred Supplier Agreement)을 체결한 상태로 낙찰자 선정이 확실시되며, 12 월 내로 본계약을 체결할 예정이다. 한편, 신안우이 해상풍력과 완도금일 해상풍력 등 여타 프로젝트들도 수주 가능성이 있다.

해외는 예상보다 조금 늦어졌지만 2030년 이후까지의 대규모 수주가 기대되는 15GW급 메가 프로젝트인 대만 'Round 3' 발주가 내년 초부터 시작될 전망이다. 가장 빠른 'Round 3 - Stage 1' 단계 3GW는 총 192개의 재킷이 발주될 전망이다. 이 중 해외 업체가 직접 수주 가능한 76기(40%)와 Up scoping 물량 44기를 포함해 최대 120기가 동사가 수주 가능한 물량이다. 또한 대만 'Round 2' 단계의 Hai Long 프로젝트 up-scoping 물량 Jacket 21기도 내년 초 동사의 수주 가능성이 높다.

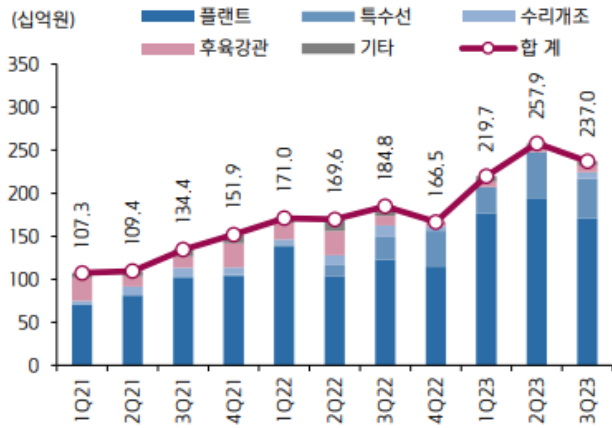
한편, 동사는 50만평 규모의 신야드가 완공되는 26년말까지 "생산능력 정체"라는 한계(14MW급 Full Jacket 40기)를 극복하기 위해 국내 아웃소싱 업체들과 'SK오션플랜트 해상풍력 얼라이언스'를 구성해 총 185만㎡(약 56만평) 규모의 사외 제작 부지를 추가 확보하고 기존 공장의 50% 수준의 생산능력을 추가로 구축했다. 2025년부터 얼라이언스를 통한 추가 매출이 기대된다.

① 고금리 기조 장기화에 따른 일부 풍력 프로젝트의 지연 및 취소, ② 기자재 공급난에 따른 생산차질과 품질문제, 수익성 악화 이슈로 글로벌 풍력기업 주가가 급락하면서 최근 동사의 주가도 부진했다. 하지만 10월 미국 CPI가 예상보다 빠른 속도로 하락하고 이에 미국 국채금리가 급락하면서 동사의 주가도 향후 수주모멘텀과 함께 반등이 시작될 것으로 판단한다. 3분기 실적을 반영해 23E, 24E 실적 전망치 하향과 함께 목표주가를 25,000원(12mf PER 25X)으로 하향하지만 투자의견 Buy를 유지한다.

투자지표

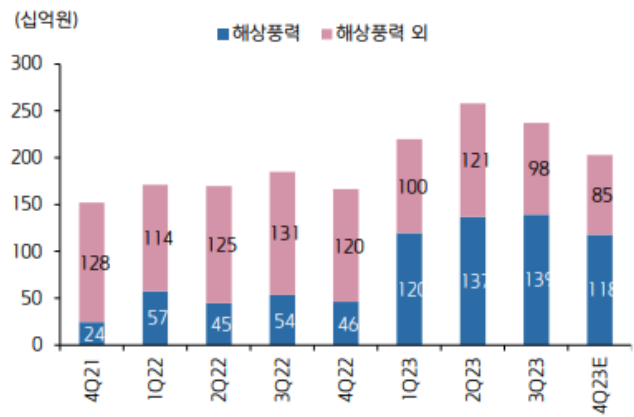
(십억원, IFRS **)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	503.1	691.8	917.5	1,009.2
영업이익	26.4	71.9	80.0	95.9
EBITDA	45.7	83.3	91.9	107.1
세전이익	-81.7	34.8	61.6	75.8
순이익	-86.8	28.0	54.8	60.7
지배주주지분순이익	-50.5	22.3	54.5	60.4
EPS(원)	-1,404	524	941	895
증감률(%YoY)	적전	흑전	79.3	-4.9
PER(배)	-15.2	38.3	15.9	16.7
PBR(배)	5.57	2.05	1.36	1.25
EV/EBITDA(배)	21.9	12.8	7.9	6.3
영업이익률(%)	5.2	10.4	8.7	9.5
ROE(%)	-32.7	6.7	8.6	7.8
순차입금비율(%)	97.9	-0.8	-22.4	-26.6

SK오션플랜트 사업부별 매출 추이



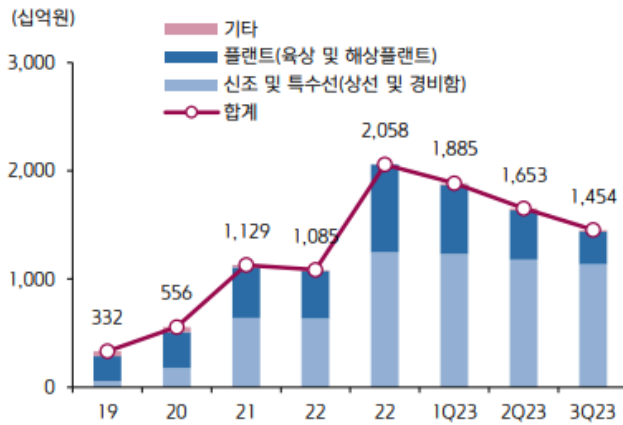
자료: SK오션플랜트, 키움증권

SK오션플랜트 해상풍력 매출 추이



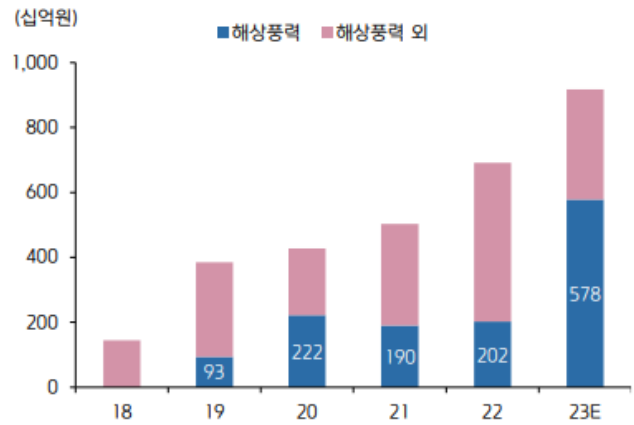
자료: SK오션플랜트, 키움증권

SK오션플랜트 수주잔고



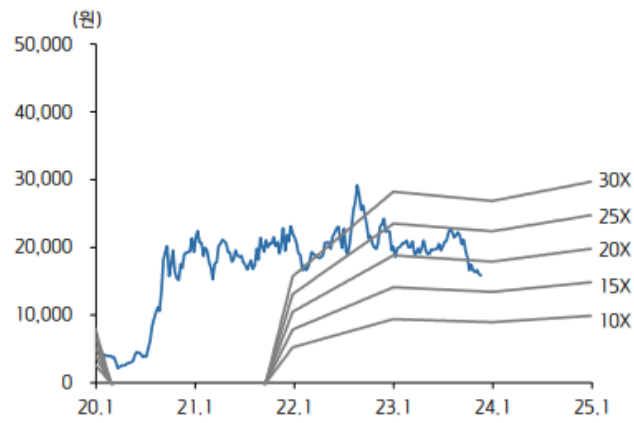
자료: SK오션플랜트, 키움증권

SK오션플랜트 연도별 해상풍력 매출 추이



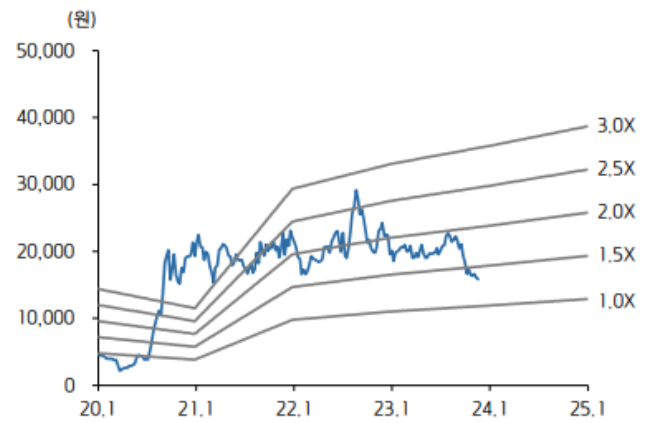
자료: SK오션플랜트, 키움증권

SK오션플랜트 12mf PER 밴드



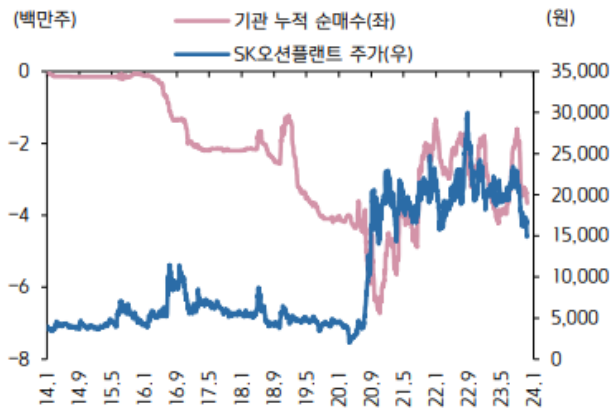
자료: FN가이드, 키움증권

SK오션플랜트 12mf PBR 밴드



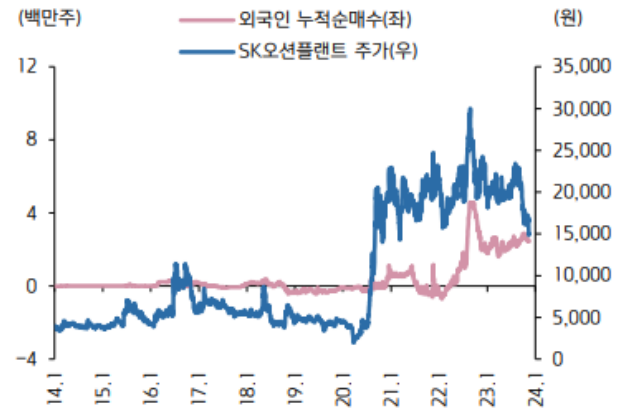
자료: FN가이드, 키움증권

SK오션플랜트 기관투자자 수급동향



자료: FN가이드, 키움증권

SK오션플랜트 외국인투자자 수급동향



자료: FN가이드, 키움증권



한화생명

3Q23 Re : 투자이익 부진, 신계약 호조 지속

[\[출처\] 하나증권 안영준 애널리스트](#)

분기 적자 기록했지만 배당 재개에는 문제 없을 것으로 예상

한화생명에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 4,000원을 유지한다. 투자의견과 목표주가를 유지하는 이유는 분기 적자를 기록했지만 계리적 가정 가이드라인 적용으로 상반기의 실적이 증가하면서 이를 일부 상쇄시켰으며, 안정적인 자본비율을 유지하고 있어 연간 실적이 부진하더라도 배당 재개에는 큰 무리가 없을 것으로 예상되기 때문이다. 계리적 가정 가이드라인 반영으로 이전 대비 상반기 순이익은 1,054억원이 증가하였다. 향후 DPS 300원을 가정하더라도 배당 총액은 2,254억원으로 실적 및 자본의 여력은 충분하다고 판단되며, 배당 지급 시 K-ICS 비율에 대한 영향은 3~4%p 수준일 것으로 보인다. 3분기 예상 K-ICS 비율은 182%로 계리적 가정 가이드라인 적용에도 안정적인 수준을 유지하고 있으며, 신계약 확대 기초를 고려하면 향후에도 안정적인 자본비율을 기록할 수 있을 것으로 판단한다.

3분기 순이익은 -408억원 (적자전환 (QoQ)) 기록

3분기 별도 기준 순이익은 전분기대비 적자전환한 -408억원을 기록했는데, 보험이익과 투자이익이 각각 -21%/적지 (QoQ) 변동한 1,726억원/-2,525억원이었다. 투자이익의 적자폭이 심화된 것이 실적 부진의 원인이었는데, 3분기 중 시중금리 상승에 따라 유가증권과 대체투자자산 등 보유자산에 대한 평가손실이 반영되었기 때문이다. APE(연납화보험료)는 6% (QoQ) 감소했는데, 보장성/저축성이 각각 -8%/+49% (QoQ) 변동했다. 신계약 CSM은 12% (QoQ) 증가한 6,916억원을 기록했는데, 보장성/저축성이 각각 11%/40% (QoQ) 증가했다. 신계약 CSM 증가에도 8,897억원의 CSM 조정이 발생하면서 기말 CSM은 3% (QoQ) 감소한 9조 7,991억원을 기록했는데, 3분기중 실손보험 관련 계리적 가정 가이드라인 반영으로 약 7,500억원의 CSM 조정이 발생한 영향이며 해당 영향은 일회성 요인인 것으로 판단된다. 투자이익률은 0.5%p (QoQ) 하락한 3.3%를 기록했는데(헷지자산 제외), FVPL 자산에서 평가손실이 발생하였기 때문이다. 금리 상승에도 3분기말 예상 K-ICS 비율은 182%로 안정적인 수준을 유지하고 있다.

신계약 실적 확대에 주목

고금리 기조가 지속된다면 투자이익의 부진이 향후에도 이어질 가능성이 있다는 점은 부담이다. 그럼에도 불구하고 신계약 실적이 개선되고 있다는 점은 긍정적인데, 신계약이 확대되면 예상 보험이익이 증가할뿐 아니라 CSM 증가, BEL 감소로 자본비율이 개선되며 이에 따라 배당여력이 높아지기 때문이다. 3분기 실적은 다소 아쉬지만, 설계사 조직 확보의 효과가 점진적으로 나타나고 있다는 점에서 배당 재개 및 중장기적으로도 긍정적인 흐름이 예상된다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
보험손익	(628.2)	(544.7)	(553.4)	(1,179.7)
투자손익	3,161.8	3,328.2	3,507.4	2,770.4
영업이익	(829.9)	(610.3)	(330.2)	(353.1)
당기순이익	114.6	196.9	410.6	354.3
지배순이익	100.4	202.1	1,191.3	733.4
증감률	(76)	101	489	(38)
DPS	30	30	0	0
P/E	7.68	9.21	6.62	6.01
P/B	0.16	0.14	0.2	0.32
ROA	0.09	0.16	0.93	0.57
ROE	0.92	1.68	10.73	8.89
배당수익률	1.2	1.0	0.0	0.0





엘앤씨바이오
 메가카티 효과 확인한 3Q
[\[출처\] IBK투자증권 이건재 애널리스트](#)

역대 최대 실적 달성한 3Q

어려운 사업환경 속에서도 동사는 역대 최대 3분기 실적 달성으로 올해 연간 실적도 전년 대비 안정적 성장세 유지 할 것으로 전망됨. 어제 공시한 동사 실적은 매출액 206억 원(+60.9%, YoY), 영업이익 48억 원(+118.2%, YoY), 당기순이익 494억 원(+24,600%, YoY)으로 양과 질 모든 부분에서 만족스러운 성과를 나타냄. 매출과 영업이익 모두 전년 동기 대비 큰 폭으로 상승했지만 당기순이익 성장이 +24,600%로 가장 큰 폭을 나타냈음. 놀라운 당기순이익 성과는 관계 기업이었던 코스닥 상장사 큐렉소 지분을 전량 매도해 발생한 일회성 투자 수익으로 연속성은 없지만 금번 수익이 향후 회사 성장 동력에 투입되어 미래 성장의 밑바탕이 될 것으로 판단됨.

확인해야 할 두 가지 이슈

앞으로 투자자들이 확인해야 할 이슈는 두 가지로 1. 신규 성장 동력으로 준비한 메가카티(인체조직 기반 무릎 연골 치료제) 사업부의 성장 속도와 2. 메가카티 매출로 이익률이 개선되는 레버리지 강도.

메가카티는 10월 1일부터 비급여 처방으로 전국 73개 병원에서 시술 가능한 것으로 확인되지만 아직 사업 초기라 명확한 매출 데이터를 공시된 자료로 확인하기는 어려움. 하지만 3분기 사업별 매출 Break down을 보면 위에 언급한 두 가지 당면 과제에 대한 해답을 찾을 수 있는 것으로 보임. 메가카티 매출이 반영된 의료기기 사업부 매출은 전년대비 +137% 성장한 83억 원으로 가파른 성장세를 나타내고 있고 별도 기준 영업이익률도 31.5%로 전년대비 +12.9%p 증가해 메가카티 사업이 동사의 신규 성장 동력으로 투자자들 기대에 우선은 부흥하고 있는 것으로 분석됨. 동사 4분기 실적은 메가카티의 24년 연간 실적을 가능할 수 있는 중요한 이정표가 될 것으로 판단되어 메가카티 시술 병원 수 증가 추이가 투자자들의 의사 결정에 도움을 주는 중요 지표가 될 것이라 전망함.

(단위: 억원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	212	292	330	457	526
영업이익	55	90	73	132	95
세전이익	59	99	129	171	46
지배주주순이익	52	73	108	138	45
EPS(원)	276	331	492	618	200
증가율(%)	0.0	20.0	48.6	25.7	-67.6
영업이익률(%)	25.9	30.8	22.1	28.9	18.1
순이익률(%)	24.1	29.1	36.7	34.1	10.8
ROE(%)	9.9	13.1	18.6	19.3	5.0
PER	23.7	25.8	70.2	59.2	115.3
PBR	2.7	3.2	13.1	9.8	5.3
EV/EBITDA	20.5	17.7	84.2	51.5	43.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

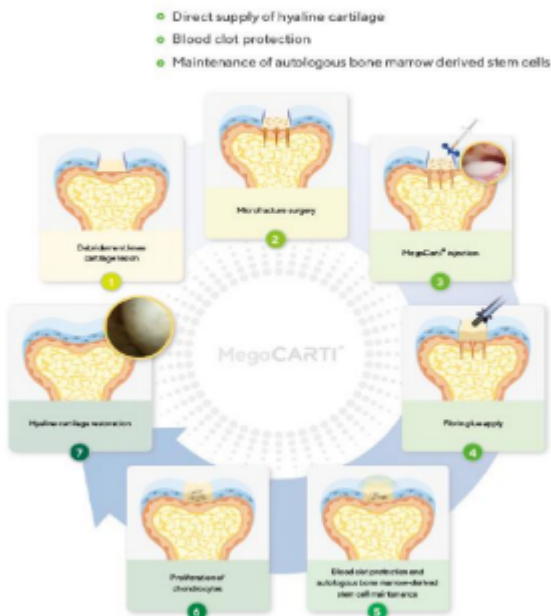
그림 1. MegaCARTI 상품 개요



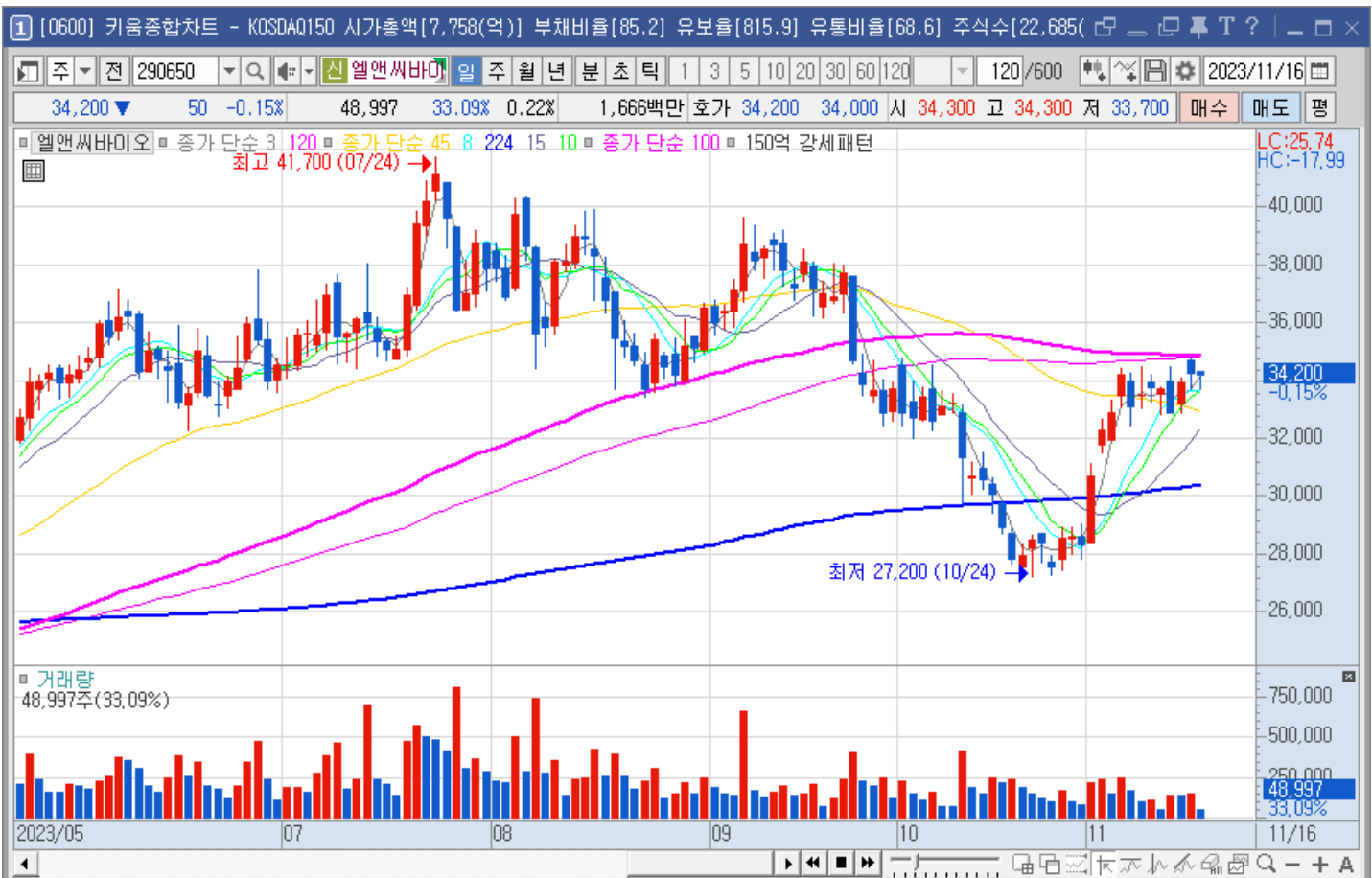
자료: 엘앤씨바이오, IBK투자증권

그림 2. MegaCARTI 매커니즘

Mechanism of Action



자료: 엘앤씨바이오, IBK투자증권



한국가스공사

내년 총선이후 요금인상 기대

[\[출처\] 키움증권 이종형 애널리스트](#)

3분기는 일회성 비용과 해외사업 부진으로 기대치 하회

3분기 세전이익은 -2,068억원 적자로 컨센서스 -874억원보다 적자폭이 확대되며 부진했다. ① 'KC-1 탑재 LNG운반선' 결함 관련 소송 패소에 따른 배상금 -1,264억원이 일회성 비용으로 반영되었고, ② 이자비용도 3,898억원으로 전년동기대비 약 1,500억원 증가했으며, ③ 호주 Prelude와 모잠비크 Coral South 등 일부 해외사업에서 적자가 발생했기 때문이다.

별도기준 당기순이익은 3분기 -2,694억원, 3분기 누계기준 -3,742억원을 기록했다(전년 3분기 누계 -1,179억원).

한편, 3분기 민수용 도시가스 원료비 미수금은 2분기 대비 2,767억원 증가한 12.5조원으로 증가세가 지속되었지만 증가속도는 확연히 둔화되고 있다. 한때 MJ당 16.6원까지 벌어졌던 상업용과 민수용 원료비 차이가 11월에는 0.5원까지 축소됨에 따라 향후 민수용 미수금은 현재 수준에서 크게 증가하지는 않을 것으로 예상된다. 다만, 폭발적으로 증가한 미수금의 의미 있는 감소를 위해서는 원료비 상승을 반영하지 못하고 있는 민수용 요금인상 또는 유가하락이 필요한데 요금인상의 경우 내년 4월 총선이후로 예상된다.

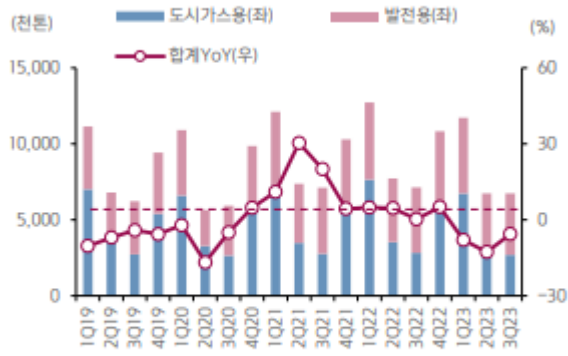
내년 상반기 요금인상을 주목해 보자

미수금 급증과 재무구조 악화에 따른 배당 매력 소멸로 올해 연중 내내 부진했던 주가는 현재 3년래 최저치로 하락했다. 올해 4분기로 주가하락의 1차적 원인이었던 미수금 증가가 상당부분 마무리되고 있고 현재 PBR 0.2X 수준에 불과한 Valuation을 감안시 주가가 추가적으로 하락할 가능성은 높지 않다고 판단한다. 다만, 주가의 상승반전을 위해서는 무엇보다 요금 인상이 필요한 만큼 내년 4월 총선이후 우호적인 환경으로의 변화를 염두에 두고 매수 관점으로 접근하는 것이 합리적이다. 절대적인 PBR Valuation 매력을 감안해 투자의견 Buy와 목표주가 35,000원(12mf PBR 0.3X)를 유지한다.

투자지표

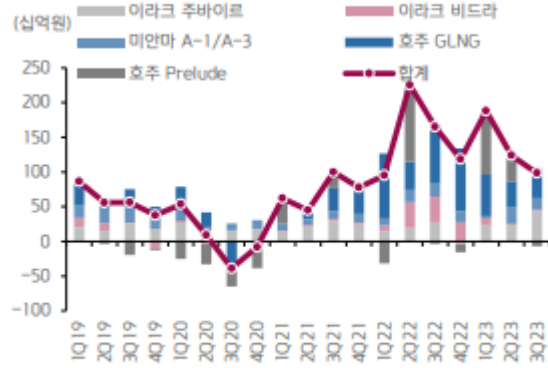
(십억원, IFRS **)	2021	2022A	2023E	2024E
매출액	27,521	51,724	45,533	40,440
영업이익	1,240	2,463	1,514	2,446
EBITDA	2,962	4,215	3,207	4,094
세전이익	1,367	1,945	-60	940
순이익	965	1,497	-71	686
지배주주지분순이익	951	1,493	-83	674
EPS(원)	10,299	16,174	-896	7,306
증감률(%YoY)	흑전	57.0	적전	흑전
PER(배)	3.8	2.2	-26.1	3.2
PBR(배)	0.41	0.33	0.22	0.20
EV/EBITDA(배)	10.6	11.3	13.7	10.1
영업이익률(%)	4.5	4.8	3.3	6.0
ROE(%)	11.6	15.7	-0.8	6.6
순부채비율(%)	302.7	423.0	406.9	361.4

분기별 가스 판매량



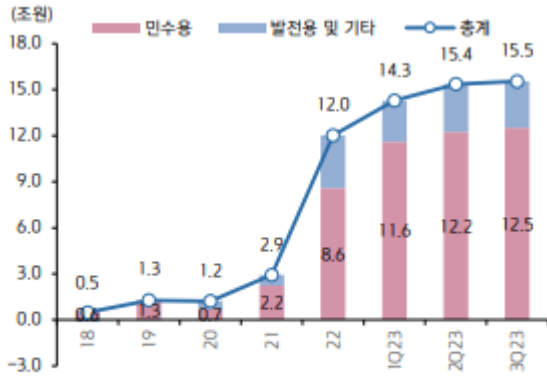
자료: 한국가스공사, 키움증권

주요 해외사업 영업이익



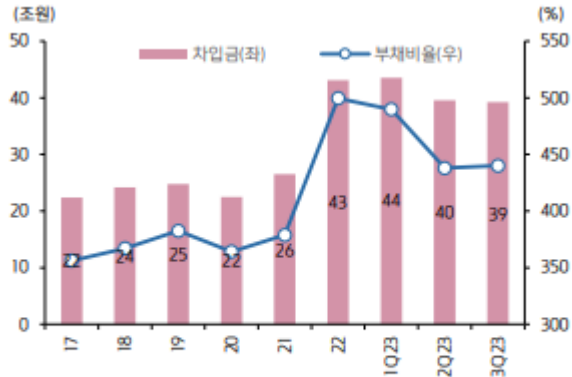
자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 미수금(민수용)



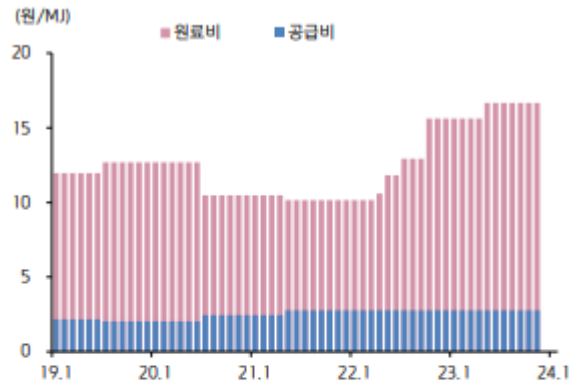
주1: 미수금은 원료비 연동제에 의거하여 원가보다 낮은 가격에 공급시 보장된 가격과 실제 공급가의 차이를 미수금으로 계상 후 추후 정산단가를 통해 회수
자료: 한국가스공사, 키움증권

한국가스공사 연결기준 차입금과 부채비율



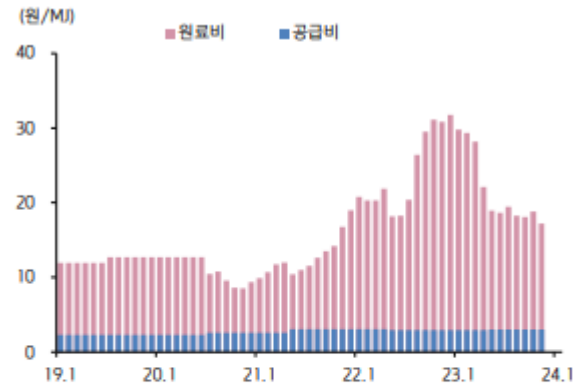
자료: 한국가스공사, 키움증권

민수용(주택용) 천연가스 요금



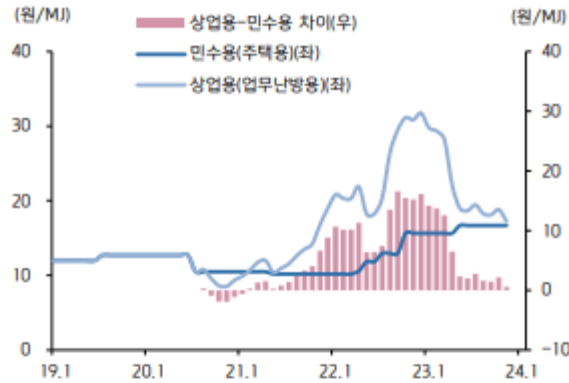
주: 최근 인상은 5/16
 자료: 한국가스공사, 키움증권

상업용(업무난방용) 천연가스 요금



주: 민수용 외 요금은 연료가격 변동 반영에 월별 조정
 자료: 한국가스공사, 키움증권

상업용과 민수용 원료비 차이



주: 차이가 +영역은 미수급이 확대되고 있는 국면을 의미
 자료: 한국가스공사, 키움증권

한국 LNG수입가격과 발전용 천연가스 원료비



주: LNG수입가격 하락으로 연료비도 빠르게 하락
 자료: 수출입무역통계, 한국가스공사, 키움증권

두바이유와 JCC(Japan Crude Cocktail) 가격



천연가스가격

