

2024.03.26.(화) 증권사리포트

유한양행

작년 10월 이후, 첫 데이터 업데이트

[\[출처\] NH투자증권 박병 애널리스트](#)

ELCC 마리포사 3상 업데이트, 이상반응의 관리 가능성 확인

작년 ESMO에서 마리포사 3상 공개 후 FLAURA2 등 타 임상(같은 통제된 환경 아님)과 잘못된 PFS 비교, 이상반응 확대 해석 등으로 급락 경험, 기존 대비 새로운 데이터 없었으나 주가가 오르면서 시장 의견도 다시 우호적으로 바뀜

21일 ELCC에서 마리포사 업데이트. GRADE2 이상의 이상반응이 나타난 환자에 첫 4개월 내 아미반타맵 중단. 주요 결론: 1)전체 환자군은 첫 4개월 뒤 이상반응이 현저히 감소함, 2)이상반응이 높은 환자에서 아미반타맵 중단으로 관리 가능, 3)아미반타맵 중단 군과 유지 군의 유효성 차이 無. 한국 시장에서 확대 해석된 이상반응에 대해 관리 가능성을 증명. 올해 공개될 예정인 PALOMA-3 3상(SC제형 변경)을 통해 보다 이상반응인 주입관련 이상반응 또한 해결될 것

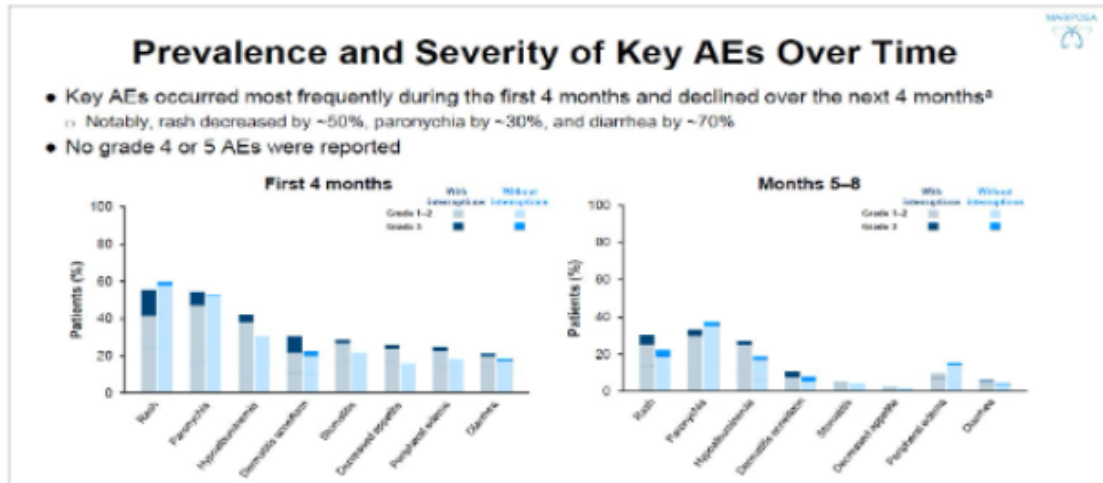
승인 시점이 다가올수록 약가에 주목할 것. 안센의 생각은?

올해 중반 FDA 가속 승인 예정, 이제는 약가에 주목. WAC 기준 타그리소 한 달 약가는 1.7만 달러, 아미반타맵은 첫 달 2만 달러, 이후 1만 달러. 기 표준치료제인 타그리소의 약가, 타그리소 대비 우월한 임상 데이터 등이 고려될 것. 안센 입장에서 1)레이저티닙 단독요법의 활용성, 2)TROP2 ADC(아미반타맵 대체) 등 레이저티닙 추가 병용 가능성은 레이저티닙 약가에 무게를 실어줄 이유. 이번 2024 ELCC 데이터 또한 레이저티닙 약가에 조금이라도 긍정적 영향 가능

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	1,859	2,125	2,547	3,037
증감률	4.7	14.3	19.8	19.3
영업이익	57	133	220	363
증감률	57.5	134.3	65.7	64.9
영업이익률	3.1	6.3	8.7	12.0
(지배지분)순이익	136	150	217	326
EPS	1,690	1,868	2,700	4,060
증감률	43.2	10.5	44.6	50.4
PER	40.7	40.8	28.3	18.8
PBR	2.7	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	52.0	32.7	21.7	13.7
ROE	6.7	7.1	9.6	13.0
부채비율	33.9	33.4	32.1	29.8
순차입금	-120	-199	-341	-587

단위: 십억원, %, 원, 배

ELCC 2024에서 마리포사 환자 이상반응(AE) 관리 가능 데이터 공개



자료: J&J, European Lung Cancer Congress 2024, NH투자증권 리서치본부



비율

독보적인 기술력, 독보적인 움직임

[출처] 하나증권 김성호 애널리스트

중국 NMPA 획득, 2분기 실적부터 반영될 것

비올은 지난 3월 22일 자사 공식 SNS 계정을 통해 주력 장비인 '실팜X'의 중국 NMPA 승인획득을 공개했다. NMPA 허가는 중국 시장 내에 의료기기 수출을 위한 필수 인증절차로 해당절차 승인을 통해 비올은 다가오는 2분기부터 중국 향 미용기기 장비 매출 발생이 본격적으로 시작될 예정이다. 동사는 지난 2022년 중국 시후안 제약그룹과 실팜X 관련 5년간 180억 규모의 공급계약을 체결하였으며 해당 매출이 2Q24부터 실적에 반영될 전망이다. 연 환산시 연도별 실적에 반영되는 규모는 크지 않지만 향후 중국 시장으로의 실팜X 확장 가능성에 주목해야한다. 시후안제약그룹은 과거 의약품을 주력 사업으로 운영하였으나 비올과의 공급계약 체결 후 미용의료기기 사업을 확장할 니즈가 높은 것으로 파악되기에 동사 장비에 대한 수요는 지속 상승할 것으로 기대된다. 최근 마이크로니들RF 장비를 통해 중국 NMPA 인증을 획득한 사례는 비올이 독보적이며 기술 경쟁력 입증 및 신규 국가 진출을 통해 외형 성장이 지속될 수 있을 것이라는 판단이다. 투자의견 BUY 유지하며 목표주가를 12,500 원으로 상향한다.

ITC 소송을 통한 기술적 해자 입증 중

작년 3월 마이크로니들RF 특허 침해 관련 국내외 10개 업체향 ITC 소송을 제기했으며 현재 이루다, 루트로닉을 포함한 7개 업체와 합의한 상황이다. 합의를 통해 비올은 합의금 및 라이선스료를 올해 1분기부터 수취하기 시작했으며 이루다 관련 합의금은 오는 2분기까지 수취가 마무리될 것으로 예상된다. 비올 특허의 존속기간이 2036년까지인 점을 고려하면, 동사는 향후에도 기술 관련 이슈 없이 북미 시장에서 M/S 확대를 지속할 수 있을 것으로 판단된다. 한편 소송 중인 3개 업체의 경우, 오는 4월 예비 판결이 진행될 예정이다. 결과를 예단하기는 이르지만, 중도 합의 또는 최종 판결에서 Serendia의 승소로 마무리될 경우 비올의 북미 M/S 확장에 긍정적인 것으로 기대된다. 현재 7개 업체와 중도 합의를 한 것만으로도 비올의 기술적 해자는 충분히 입증 중이라는 판단이다. 2024년 비올에 주목해야할 포인트는 중국, 브라질을 포함한 신규 국가 진출과 신제품 출시 모멘텀이다. 23년말 실팜X 인증 획득으로 브라질 시장 진출이 시작되었으며 올해 하반기부터 출하 물량이 본격화될 전망이다. 한편 오는 5월에는 비침습 고주파장비 '셀리뉴'와 HIFU 기반 '듀오타이트' 장비가 모두 출시 예정으로 마이크로니들RF 기반 장비에서 HIFU, 비침습 장비로 포트폴리오 다각화가 가능하다. 과거 동사는 탐라인 성장폭이 기대 대비 높지 않다는 인식이 존재했으나, 24년 하반기부터 신규 국가 진출과 신제품 효과가 본격 반영이 전망되기에 해당 우려는 점진적으로 해소될 것이라는 판단이다.

2024년 매출액 598억원, 영업이익 321억원 전망

2024년 매출액 598억원(YoY +40.6%), 영업이익 321억원(YoY +43.9%)로 예상한다. 향후 중국, 브라질 향 매출과 신제품 판매 추이에 따라 실적 추정치 상향 가능성 존재한다. Target P/E 25배, 24F P/E 17배로 매수 가능 구간으로 판단한다.

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2022	2023	2024F	2025F	
매출액	31.1	42.5	59.8	89.3	
영업이익	12.9	22.3	32.1	49.1	
세전이익	13.8	26.1	35.3	51.0	
순이익	11.5	21.6	29.3	40.8	
EPS	198	370	502	698	
증감률	147.50	86.87	35.68	39.04	
PER	16.29	22.97	18.61	13.38	
PBR	4.81	8.24	6.17	4.26	
EV/EBITDA	11.27	19.10	14.40	8.82	
ROE	35.06	44.89	41.15	38.74	
BPS	670	1,031	1,513	2,194	
DPS	10	18	18	18	

도표 3. 중국 NMPA 인증 획득



자료: 비움, 하나증권

도표 4. 신제품 HIFU 기반 듀오타이트(DUOTITE)



자료: 비움, 하나증권



효성티앤씨
스판덱스 전방 업체 재고 역사적 최저치
[\[출처\] NH투자증권 최영광 애널리스트](#)
원단 업체들의 재고 비축 수요 기대

중국 스판덱스 가동률은 연초 76%에서 현재 87%까지 상승하며 공급 과잉 국면 해소. 가동률 상승에도 재고일수는 연초 43.2일에서 현재 39.4일로 소폭 감소하며 견조한 수급 밸런스 방증

스판덱스의 전방인 원단 업체들의 가동률은 점진적 상승세를 보이고 있는데, 원단 최종재 재고일수는 20일에 불과하며 이는 역사적 최저치. 원재료 재고일수도 11일로 낮은 상황. 2분기에는 당해 겨울철 F/W 시즌물, 3분기에는 다음해 봄, 여름 S/S 시즌물 제작을 위한 주문이 들어오는 시기. 실제로 원단 업체의 재고일수가 낮아 점차 스판덱스 주문에 대한 논의가 증가하는 모습 포착

현재 원재료 BDO 가격은 톤당 1,290달러로 생산원가(톤당 1,200~1,500달러) 수준에 위치해 있어 추가 하락 여력 크지 않은 가운데 2분기부터 점차 증가할 스판덱스 수요로 인해 스프레드 개선 전망

1Q24 Preview: 전분기 발생한 일회성 요인 소멸 영향

매출액 1.8조원(+2.1% q-q), 영업이익 471억원(+62.6% q-q, 영업이익률 2.6%) 기록할 전망. [섬유] 영업이익 341억원(+16.3% q-q, 영업이익률 4.8%) 전망. 스판덱스 및 PTMEG 이익은 전분기 대비 소폭 감소하겠으나, 해상운임 상승 반영한 나일론 판가 인상 및 전분기 일회성 비용 소멸로 전분기 대비 이익 개선. [무역/기타] 영업이익 131억원(흑자 전환 q-q, 영업이익률 1.2%) 전망. 전분기 재고조정 등 계절적 둔화 요인 소멸로 실적 반등

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	7,527	7,401	7,609	7,891
증감률	-15.3	-1.7	2.8	3.7
영업이익	213	301	399	428
증감률	72.7	40.9	32.6	7.3
영업이익률	2.8	4.1	5.2	5.4
(지배지분)순이익	93	128	188	214
EPS	21,535	29,649	43,505	49,411
증감률	704.0	37.7	46.7	13.6
PER	16.9	10.0	6.8	6.0
PBR	1.2	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.6	4.9	4.1	3.8
ROE	7.5	9.7	13.1	13.4
부채비율	159.5	143.0	120.3	102.1
순차입금	1,190	1,177	1,039	892

단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 중국 스판덱스 가동률 - 누적된 공급 과잉 해소



자료: Mysteel Data, NH투자증권 리서치본부

그림2. 중국 스판덱스 재고일수



자료: Mysteel Data, NH투자증권 리서치본부



세경하이테크
 돋보일 필름 장인의 질주
[\[출처\] 메리츠증권 양승수 애널리스트](#)

투자포인트1) 폴더블 내 독점적인 지위에 더해질 Q, P 동시 증가에 주목

동사의 폴더블용 보호필름은 다른 폴더블 스마트폰용 부품들과 달리 기술적인 경쟁력을 바탕으로 올해도 고객사 내 독점적인 지위가 기대된다. 이에 더해 1) 중화권 및 글로벌 스마트폰 세트사의 폴더블 스마트폰 출시 확대를 통한 Q 성장과 2) 소재 변경을 통한 P 상승의 동시 수혜를 예상한다. 제한된 전방시장의 성장 속에서, 폴더블 시장 내 동사의 투자 매력도가 부각될 수 밖에 없다고 판단된다

투자포인트2) IT OLED 시장 확대의 숨은 수혜주

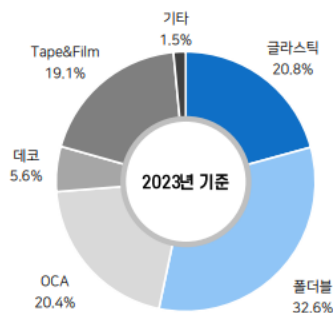
동사의 OCA 필름은 올해부터 스마트폰 외 고객사의 OLED 적용 태블릿에 추가 공급될 전망이다. 1) 다른 OLED 밸류체인 업체들과 일본 고객사로 납품되기 때문에 11인치, 12.9인치 물량 전부를 공급하고 2) 태블릿용 OLED의 경우 스마트폰과 달리 투스택 탠덤이 적용되기 때문에 2배의 OCA 필름이 사용될 전망이다. 즉 동사는 향후에도 국내 디스플레이 업체들의 엔드 유저 내 점유율 변화에 관계 없이 IT OLED 전환 사이클에서 안정적인 Q 성장이 기대된다. 또한 태블릿용 제품은 기존 제품 대비 면적 증가를 통한 3배 이상의 단가 상승이 예상된다

투자포인트3) 2차전지 자회사 '세스멧'의 성장성에 주목

동사는 작년 1월 26일 18억원을 투자, 2차전지용 단열화합소재 전문기업 세스멧의 지분 70%를 인수해 자회사에 편입시켰다. 기술적인 장점을 바탕으로 세스멧은 현재 국내·글로벌 다수의 배터리 셀 고객사와 적합성 테스트를 진행 중이다. 현재 긍정적인 피드백을 바탕으로 상반기 내 승인 가능성이 높아진 것으로 파악된다

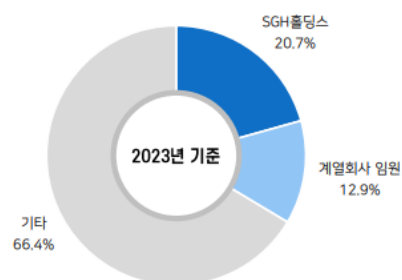
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	260.7	8.0	16.5	465	-27.6	4,896	8.5	0.8	3.4	10.0	19.9
2023	304.5	36.2	35.0	859	83.7	4,064	7.5	1.6	3.0	18.7	50.7
2024E	384.8	54.1	44.0	1,244	44.8	4,744	7.9	2.1	3.3	20.3	54.8
2025E	414.0	60.5	50.2	1,419	14.0	5,549	6.9	1.8	2.6	19.8	50.4
2026E	446.3	64.9	53.5	1,513	6.6	6,422	6.5	1.5	2.0	18.1	47.0

그림1 세경하이테크 매출액 구성



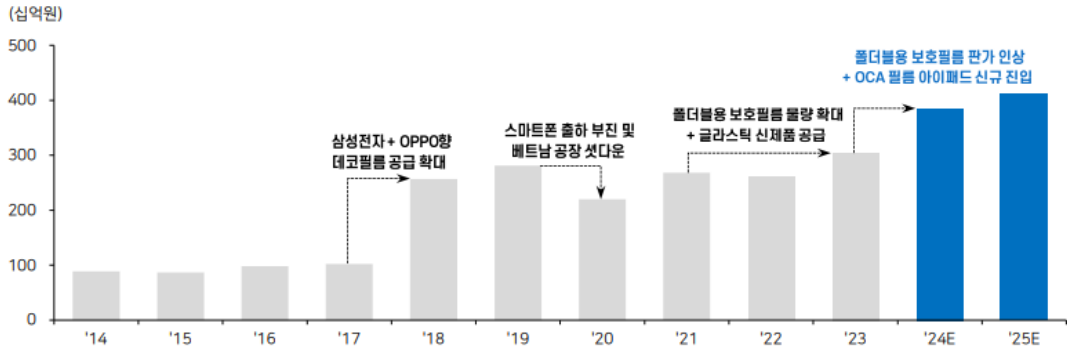
자료: 세경하이테크, 메리츠증권 리서치센터

그림2 세경하이테크 주주 구성



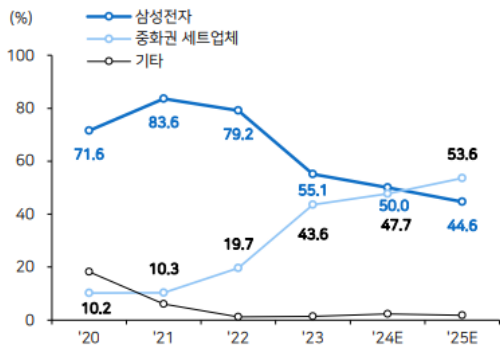
자료: 세경하이테크, 메리츠증권 리서치센터

그림3 세경하이테크 매출액 추이



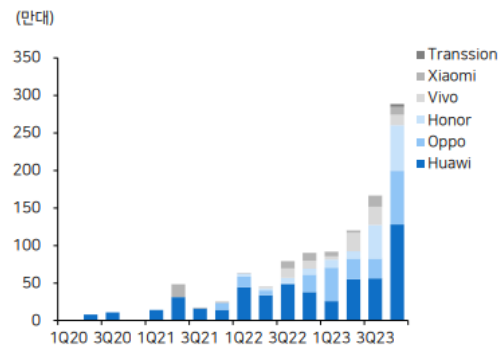
자료: 세경하이테크, 메리츠증권 리서치센터

그림6 삼성전자 폴더블 시장 점유율 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 중화권 세트업체 폴더블 출하량 추이



자료: DSCC, 메리츠증권 리서치센터





마녀공장

신규 마법이 시작된다

[출처] 유안타증권 이승은 애널리스트

2024년 신규 채널 매출 200억원 예상, 2023년 매출액의 20%

당사는 지난 3월 20일, 22일 동사 NDR을 진행하였다. 2024년 동사 실적은 매출액 1,500억원(+43% YoY), 영업이익 340억원(+114% YoY)이 전망된다. ① 한(韓)?미(美)?일(日) 신규 채널 확대에 따른 매출액 +200억원(한국 110억원, 미국 50억원, 일본 40억원) 증가 예상되고, ② 국내 온라인 유통채널 변화에 따른 국내 온라인 영업이익 개선 효과가 전망된다.

국내 투자 포인트: ① 신규채널, ② 채널 변경

2024년 국내 신규채널 매출액은 네고왕 80억원, 홈쇼핑 30억원이 전망된다. 전사 실적 기여도가 높은 채널은 네고왕이다. 2024년 2월 15일 네고왕 시즌6 에피소드1 매출액은 80억원, 영업이익 20억원(OPM 25%)이 예상된다. 2022년 네고왕 매출액은 108억원, 영업이익 34억원(OPM 31%)을 기록하였으나, 네고왕 화제성이 하락하면서 2022년 수준의 매출은 기대하기 어려울 것으로 예상된다. 홈쇼핑은 올해부터 처음 진출하였다. 2024년 3월 16일 GS홈쇼핑 1차 방송을 시작하여 완판 기록하였다. 현재 월 2회 방송 예정되어 있다.

2023년 8월 동사는 쿠팡과 거래를 중단하고 SSG닷컴, 네이버쇼핑 공식몰로 전환하였다. 공정거래위원회에서 발표한 온라인채널별 실질 수수료율은 쿠팡이 27.5%,

SSG닷컴이 9.1%로 18.4%p 차이가 발생한다. 온라인 채널 변경에 따른 온라인 부분 영업이익 개선 효과가 기대된다.

해외 투자 포인트: 미국 & 일본 신규 유통 채널 확대

미국 매출 비중은 2023년 5%에서 2024년 10%까지 상승할 것으로 예상된다. 미국 Costco 30억원, Ulta Beauty 20억원 예상된다. Amazon US에서 동사 클렌징 제품이 주목받으면서 미국 Costco 오프라인, Ulta Beauty 온+오프라인 입점이 확정되어 올해 7월부터 매출 발생 예정이다. 매출의 29%를 차지하는 일본 신규 채널 매출액은 편의점 30억원, 일본 Costco 온라인 10억원이 예상된다. 올해 하반기 일본 편의점 시장점유율 1위(44%) 세븐일레븐에 입점할 것으로 예상된다. 일본 Costco는 오프라인에 이어 온라인 입점 예정이다. 동사 클렌징 제품은 3월 큐텐 메가와리 및 라쿠텐 슈퍼세일 주력 제품으로 판매되었다.

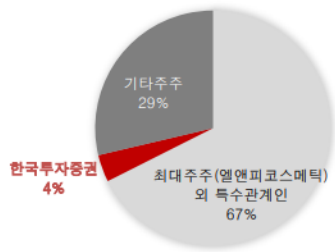
Forecasts and valuations (K-IFRS)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	1,018	1,050	1,500	1,750
영업이익	245	159	340	470
지배순이익	173	116	260	360
PER	-	39.1	12.6	9.1
PBR	-	4.9	2.7	2.1
EV/EBITDA	-	23.8	6.5	4.1
ROE	40.7	15.6	23.6	25.5

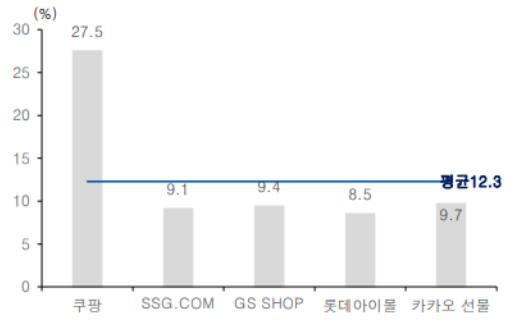
자료: 유안타증권

[Fig. 2] 마녀공장 지분구조(2024.2.19)



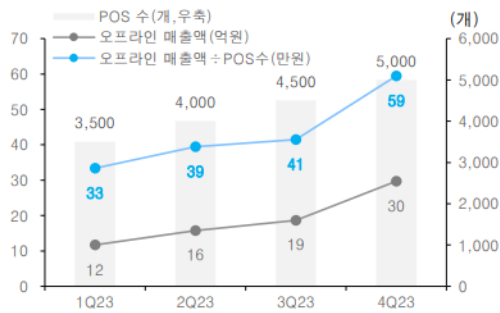
주: 주식매수선택권 571,200주 포함, 24년6월부터 행사 가능
 자료: 마녀공장, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 3] 온라인쇼핑몰 실질수수료율



자료: 공정거래위원회, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 4] 마녀공장 일본 POS 개수 및 일본 오프라인 매출액



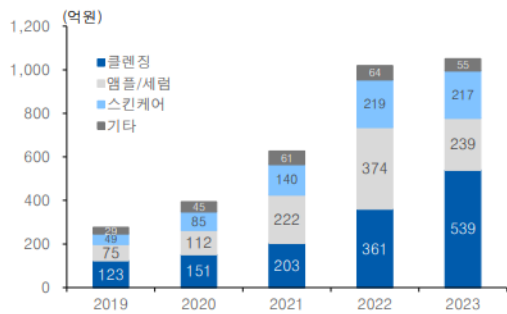
자료: 마녀공장, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 5] 일본 편의점 매출액 순위

순위	회사명	매출액(억엔)	점포수(점)	점유율(%)
1	세븐일레븐	51,487	24,402	44
2	패밀리마트	31,517	15,606	27
3	로손	27,429	14,631	23
4	미니스톱	2,869	1,907	2

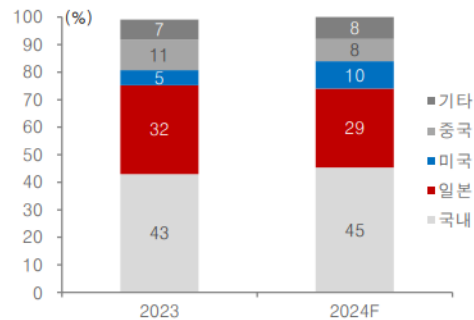
자료: 일본편의점협회, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 6] 마녀공장 제품 카테고리별 매출



자료: 마녀공장, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 7] 국기별 매출 비중



자료: 올리브영, 유안타증권 리서치센터



하나금융지주
 지금은 할인을 축소 구간
[\[출처\] NH투자증권 정준섭 애널리스트](#)
 할인을 조정해 목표주가 상향

하나금융지주 목표주가를 기존 65,000원에서 80,000원으로 상향. ELS 투자자 손실 배상 추정액(1,500억원)을 반영해 2024년 실적 추정을 하향했지만, 기업 밸류업 기대감을 반영해 할인율은 55%에서 45%로 축소. 목표주가는 '24년 BPS 134,638원에 타깃PBR 0.59배를 적용해 산출

지금은 실적보다는 밸류업 프로그램 정책 기대에 따른 할인율 축소가 주가에 더 크게 반영되는 시기. 최근 원/달러 환율 상승 영향으로 CET1비율이 전년 말보다 하락할 수 있지만, 현재 예상하는 규모의 주주환원 이행에는 문제가 없을 전망

최근 주가 상승에도 주주환원 수익률 7.6%

환율, ELS 불확실성이 있음에도, 하나금융지주의 2024년 주주환원 규모는 2023년보다 증가할 전망. 당사 예상 하나금융지주 2024년 DPS는 3,660원(1~3분기 610원, 4분기 1,830원)이며, 자사주 매입/소각 예상 규모(3,500억원)를 포함한 총 주주환원율은 38% 수준

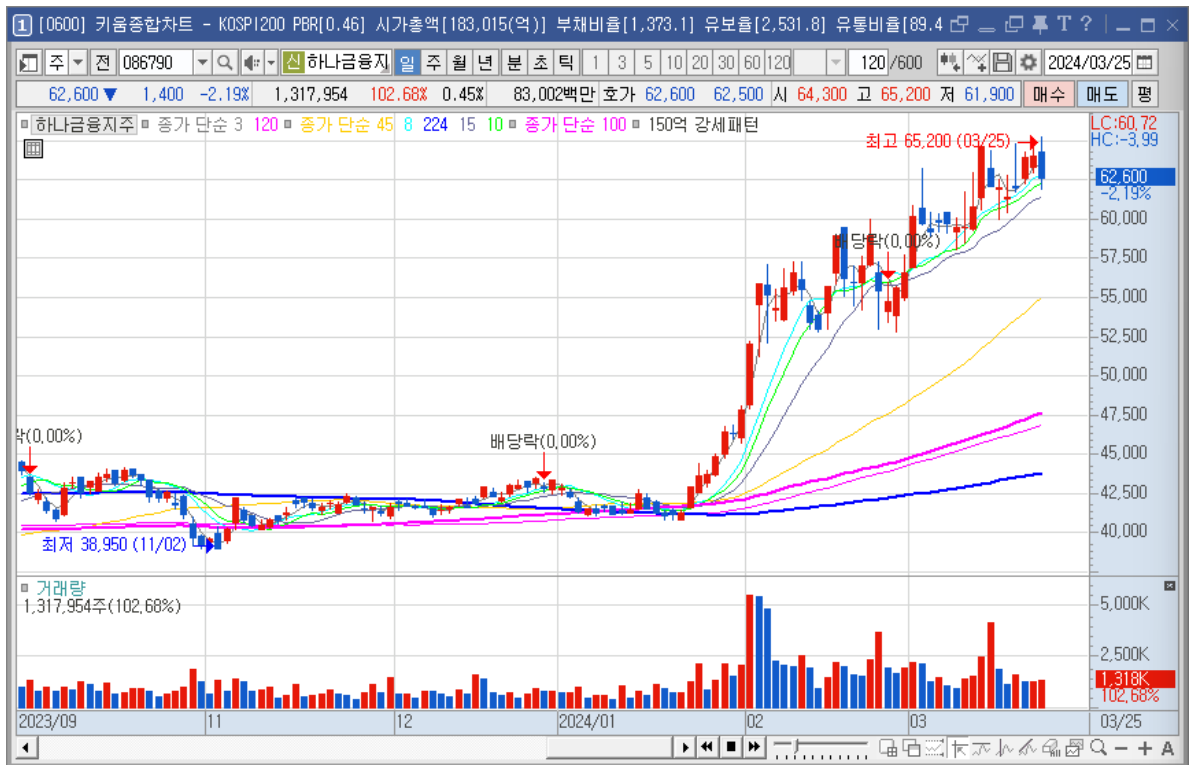
최근 주가 상승에도 주주환원 수익률(자사주 매입/소각을 배당에 포함한 수익률)은 여전히 7.6%에 달함. 여전히 주주환원 매력에 주가에 반영될 수 있는 구간

1Q24 지배순이익 9,432억원, -14.4% y-y 전망

하나금융지주 1분기 지배순이익은 9,432억원 전망. 비경상적 요인(환율 상승에 따른 평가손실 약 500억원, ELS 배상액 500억원 가정) 제외하면 전반적으로 무난한 실적. NIM 2bp 상승, 대출성장 1.3%(가계 +1.1%, 기업 +1.4%) 전망

	2023P	2024E	2025F	2026F
순이자이익	8,953	10,040	10,069	10,186
비이자이익	1,907	1,567	2,042	2,106
CIR	40.6	41.5	41.3	41.4
Credit Cost	0.4	0.4	0.4	0.4
지배순이익	3,452	3,609	3,998	4,098
증감률	-3.3	4.6	10.8	2.5
EPS	11,911	12,634	14,249	14,918
PER	3.6	5.1	4.5	4.3
PBR	0.3	0.5	0.4	0.4
ROA	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	10.0	9.8	10.1	9.7
DPS	3,400	3,660	3,720	3,780
배당성향	28.4	28.7	25.9	25.1

단위: 십억원, %, 원, 배



CJ대한통운

인프라 경쟁력 기반으로 성장 사이클 진입

[출처] NH투자증권 정연승 애널리스트

택배 물동량 증가세 전환, 물류 위탁 수주, 풀필먼트 고객 동반 증가

투자의견 Buy, 목표주가 167,000원 유지. 실적 추정치 조정은 제한적. 목표주가는 24년 실적 기준으로 PER 8.7배, PBR 0.7배 수준

통계청에서 발표한, 1월 온라인 쇼핑 거래액은 20.3조원으로 전년대비 12.1% 증가. E-commerce 플랫폼 간의 경쟁 과정에서 할인 확대 등으로 온라인 소비 및 물동량 증가. 동사의 1분기 택배 물동량은 5% 성장 예상. 기업들이 기존 오프라인 중심에서 온라인 판매를 시작한 것도 기회 요인. 크룩스가 온라인 판매를 확대하면서 오프라인 매장 지원 및 온라인 배송을 동시에 할 수 있는 통합 물류 센터 구축이 주요 사례. 이에 계약물류 사업의 신규 수주가 증가. 풀필먼트 파트너도 1,600개사를 넘어서면서 23년말 1,000개사에서 빠르게 증가

1분기, 시장컨센서스 충족 예상, 알리 계약도 큰 변화 없을 전망

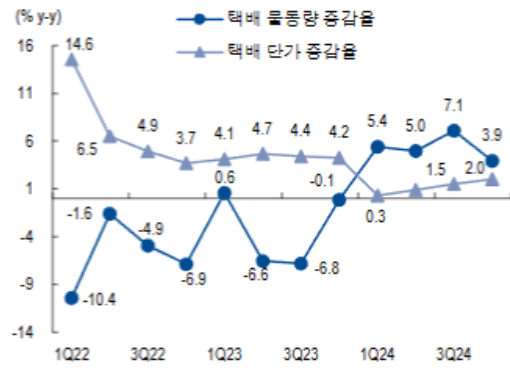
1분기 매출액 2조9,484억원(+5.0% y-y), 영업이익 1,217억원(+22.8% y-y, 영업이익률 4.1%)로 추정하며, 컨센서스 충족 예상. 사업부문별 예상 영업이익: 택배-이커머스 574억원(+16.5% y-y), 계약물류 365억원(+4.2% y-y) 전망

알리익스프레스의 연간 물류 계약 경쟁입찰 예정. 해외 직구는 택배와 통관 역량이 모두 필요하며, 물동량 증가를 감안하면, 설비 역량 부족한 사업자는 참여 한계. 알리 관련 계약은 이미 독점 계약도 아님. 최근 플랫폼사의 배송 서비스 제고를 위해, 배송 지연에 따른 페널티 강화되는 추세. 가격 경쟁 심화 가능성은 제한적. 2024년에도 CJ대한통운이 알리익스프레스 물량의 과반 이상을 담당 전망

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	11,768	12,375	12,992	13,256
증감률	-3.0	5.2	5.0	2.0
영업이익	480	559	628	656
증감률	16.6	16.4	12.4	4.4
영업이익률	4.1	4.5	4.8	4.9
(지배지분)순이익	225	315	371	412
EPS	9,854	13,800	16,268	18,079
증감률	23.8	40.0	17.9	11.1
PER	12.9	8.7	7.4	6.6
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.4	3.8	3.5	3.1
ROE	6.3	8.5	9.3	9.5
부채비율	131.4	119.3	102.0	88.4
순차입금	1,349	1,003	858	451

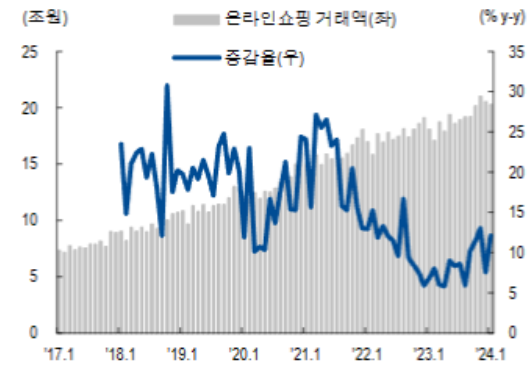
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 분기별 택배 물동량 및 단가 증감률 추이(y-y)



자료: CJ대한통운, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 온라인 쇼핑 거래액 및 증감률 추이



자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

