

2024.04.17.(수) 증권사리포트

하이브

뉴진스로 본 멀티 레이블의 가치

[출처] 하나증권 이기훈 애널리스트

최근 3년 간 9팀의 신인 그룹 데뷔

BTS의 군입대 전 다양한 사업적 레버리지를 확보해 레이블-플랫폼-솔루션의 사업 구조를 완성했고, BTS의 군입대에도 연간 증익 전망이 유지되고 있다. 특히, 그동안 쌓아온 멀티 레이블 하에서 지난 3년간 엔하이픈, 뉴진스, 투어스, 아일릿 등 총 8팀의 라인업을 추가했으며, 미국 걸그룹 KATSEYE도 곧 데뷔 예정이다. 이들의 가파른 수익화 과정과 BTS의 완전체 활동이 더해질 2025~2026년 하이브의 성장 잠재력을 가능해보고자 한다.

핵심 4개 멀티 레이블의 성장 잠재력에 대한 고민

각 레이블들의 기업 가치는 2025년~2026년 기준으로, 빅히트/플레디스/어도어/빌리프랩 각각 6.1조 원/2.7조원/2.0조원/1.3조원 수준으로 전망했다. 플레디스는 인수가 대비 약 9배, 빌리프랩은 약 4배 정도 상승할 것으로 예상된다. 아티스트의 성장을 확인하는 중요한 지표 중 음반에서는 빌보드 200 1위 달성 시점이 중요한데, 이를 달성한 그룹들은 대부분 1년 내 미주 스타디움 급 투어에 진입했다. TXT는 올해 스타디움에 진입하며, 뉴진스는 이미 1위를 달성했으며, 2023년 IFPI기준 전세계 앨범 판매량 1위를 기록한 세븐틴이나 엔하이픈 모두 TOP5로 가시권에 있다. 음원에서는 투어스/아일릿 등 신인일수록 지표 성장세가 두드러지는 현상이 관찰되었다. 이는 후속 그룹의 성장 잠재력이 높다는 의미보다는 멀티 레이블 체제 하에서 쌓인 데이터들이 시간이 지날수록 시스템적으로 이런 결과들을 만들어 내는 것으로 보인다. 투어스는 멜론 기준 하이브의 남자 그룹 중 BTS 제외 첫 월간 TOP3에 진입했으며, 아일릿은 데뷔곡이 빌보드 HOT100 102위를 기록했다. 가장 성장 잠재력이 높은 레이블은 어도어로 역대 최단 기간(1년 반) 내 연간 매출액 1,000억원을 달성한 전례 없는 속도로 성장하고 있다. 뉴진스의 현재 빌보드 100/200의 성과는 오직 BTS와 블랙핑크에서만 관찰된 것으로, 늦어도 데뷔 만 5년차에 블랙핑크의 7년차(코로나 2년 간 완전체 컴백 부재) 매출에 근접할 것이다.

신인 그룹들의 유튜브 대비 위버스 구독자 비율 상승의 의미

보이넥스트도어/투어스/아일릿 등 신인 그룹들의 높은 음반/원 성과가 나타나고 있는데, 향후 간접 매출 역시 강화될 것으로 예상된다. 이는, 유튜브 대비 위버스의 구독자 비율이 확연히 개선되고 있기 때문인데 BTS/TXT는 각각 32%/79%, 아일릿/투어스 각각 101%/119%이다. 위버스가 아티스트들의 주요 소통 채널이 되면 그만큼 간접 매출 확대 가능성이 높아지며, 어카이브화 되면서 신규 팬덤 유입이 가속화되는 선순환이 나타날 것이다. 신규 팬덤의 커뮤니티가 유튜브/인스타그램이 아닌 위버스에 집중될수록 신인 그룹들을 대상으로 한 구독 모델 서비스 역시 저항 없이 받아들여질 가능성이 높다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

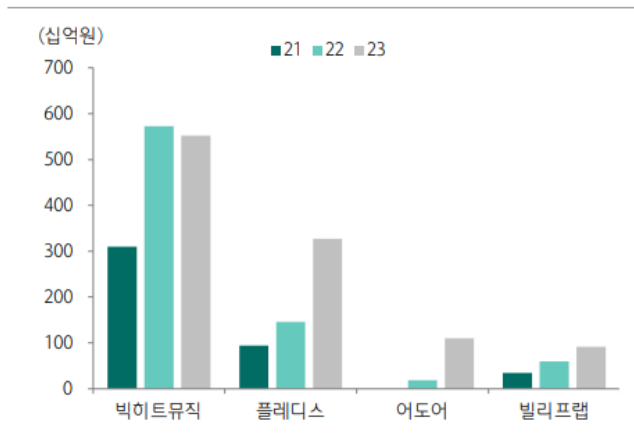
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,776.2	2,178.1	2,330.5	2,993.9
영업이익	236.9	295.6	334.2	475.6
세전이익	96.5	250.1	415.2	570.6
순이익	52.3	187.3	300.1	408.2
EPS	1,265	4,504	7,204	9,801
증감율	(64.92)	256.05	59.95	36.05
PER	137.15	51.84	29.57	21.73
PBR	2.59	3.33	2.82	2.57
EV/EBITDA	19.12	22.88	21.06	15.77
ROE	1.87	6.58	9.90	12.38
BPS	66,995	70,090	75,418	82,926
DPS	0	700	2,100	2,700

도표 2. 하이브 아티스트 활동 라인업 - 초록색은 재계약 이후

	18	19	20	21	22	23	24F
BTS			재계약			입대	
TXT		데뷔					
세븐틴				재계약			입대
프로미스나인	데뷔						
르세라핌					데뷔		
뉴진스					데뷔		
&Team(일본)					데뷔		
BOYNEXTDOOR						데뷔	
엔하이픈			데뷔				
투어스							데뷔
아일릿							데뷔
KATSEYE(미국)							데뷔

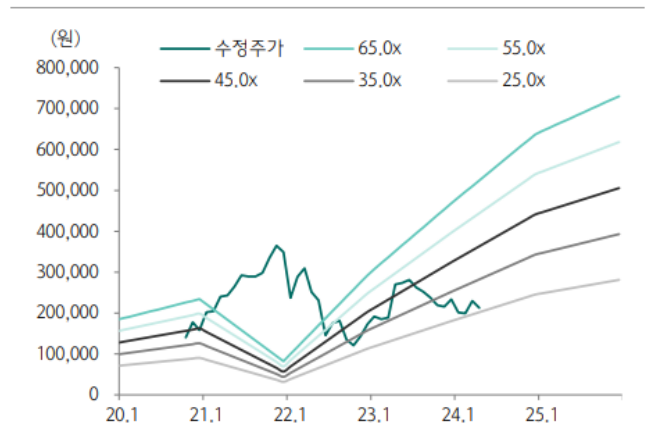
자료: 하나증권

도표 3. 하이브 주요 레이블 실적 변화



자료: 하이브, 하나증권

도표 4. 하이브 12MF P/E 차트



자료: 하나증권



효성첨단소재

1Q24 영업이익, 전 분기 대비 144% 증가 전망

[출처] IBK투자증권 이동욱 애널리스트

올해 1분기 영업이익, 시장 기대치 상회 전망

효성첨단소재의 올해 1분기 영업이익은 504억원으로 전 분기 대비 143.7% 증가하며, 시장 기대치(486억 원)를 상회할 전망이다. 주력 사업부문인 타이어보강재의 실적 개선에 기인한다.

1) 산업자재부문 영업이익은 476억원으로 전 분기 대비 117.5% 증가할 전망이다. 경쟁사들의 공급 확대로 탄소재료/아라미드 원사 등 슈퍼섬유의 증익 제한 및 지정학적 이슈로 인한 물류비 상승에도 불구하고, 전 분기 발생한 GST의 분사/일부 사업장(유럽) 구조조정 관련 일회성 비용이 제거될 전망이고, 인테리어/산업용사부문이 안정적인 가동률을 유지하고 있으며, 수출주에 우호적인 환율 효과가 지속되고 있고, 전방 타이어업체들의 고인치 타이어 수요 확대로 동사 주력 제품인 타이어코드의 판매량/수익성 개선이 예상되기 때문이다. 2) 기타부문 영업이익은 28억원으로 전 분기 대비 흑자전환할 전망이다. 필름 부문의 경우 손익 개선이 여전히 더딘 상황이나, PTMEG 가격 하락으로 동사 베트남 플랜트의 스판덱스 스프레드가 소폭 개선될 것으로 예상되기 때문이다.

올해 2분기 영업이익은 693억원으로 1분기에 이어 증익 추세가 이어질 전망이다. 성수기 효과가 발생하는 가운데, 주요 메이저 타이어업체들의 증설 확대 등으로 계약 물량의 완전한 증가가 예상되기 때문이다.

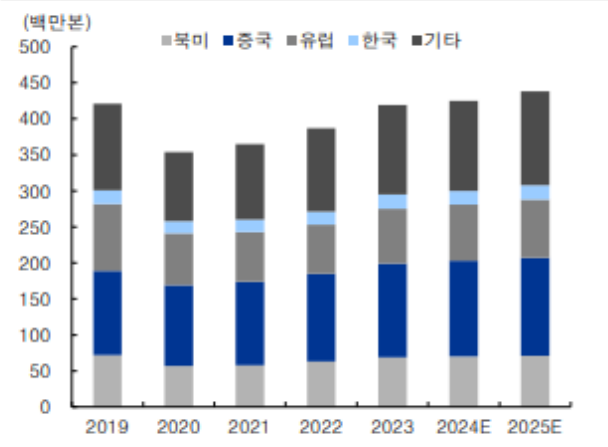
올해 세계 타이어 수요, 안정적인 성장 기록 전망

올해 세계 타이어 수요는 17.6억본으로 작년 대비 3%대의 안정적인 성장을 기록할 전망이다. 중국의 RE 타이어 수요가 증가할 것으로 예상되는 가운데, 이머징 지역의 신차 판매 증가가 전망되고, 유럽도 작년 OE 타이어 회복 이후 작년 역성장한 RE 타이어의 교체 수요 증가가 예상되며, 세계적으로 19인치 이상 고인치 타이어의 높은 성장이 예상되기 때문이다.

(단위:십억원배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,841	3,202	3,625	3,765	4,160
영업이익	315	172	261	327	395
세전이익	213	73	173	250	317
지배주주순이익	125	36	124	174	221
EPS(원)	27,978	7,936	27,624	38,852	49,261
증가율(%)	-50.0	-71.6	248.1	40.6	26.8
영업이익률(%)	8.2	5.4	7.2	8.7	9.5
순이익률(%)	4.2	1.5	3.8	5.2	5.9
ROE(%)	19.1	5.1	17.1	20.8	22.3
PER	11.9	50.3	11.8	8.4	6.6
PBR	2.1	2.6	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.4	10.3	7.8	6.4	5.4

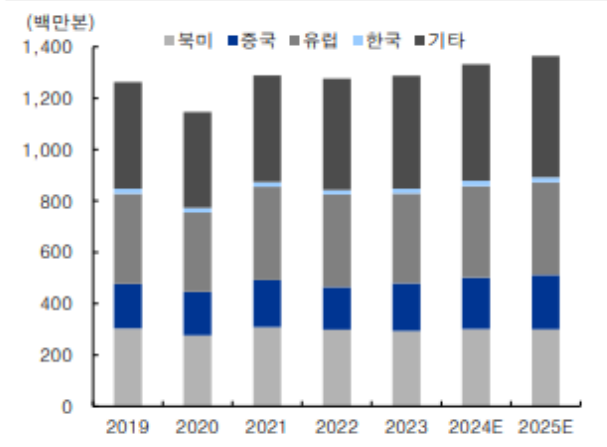
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 세계 OE 타이어 수요 추이/전망



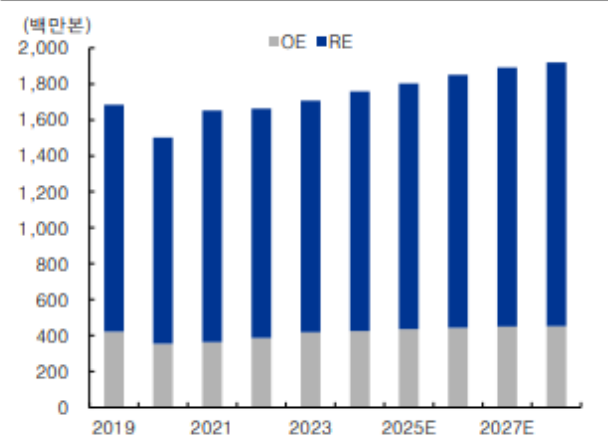
자료: GD, IBK투자증권

그림 2. 세계 RE 타이어 수요 추이/전망



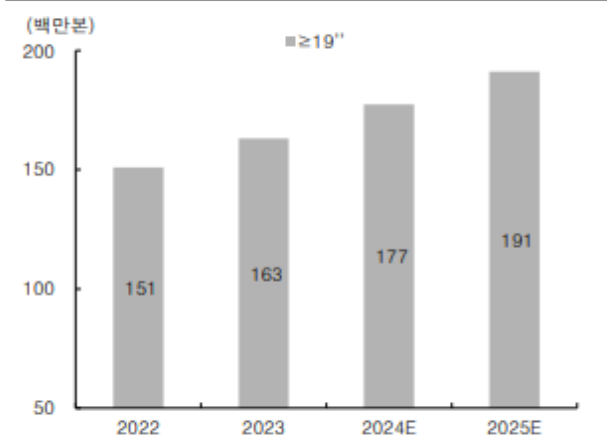
자료: GD, IBK투자증권

그림 3. 세계 타이어 장기 수요 추이/전망



자료: GD, IBK투자증권

그림 4. 세계 19인치 이상 타이어 수요 추이/전망



자료: Pirelli, IBK투자증권



한국전력
 분기 실적 시장 눈높이 상회 기대
 [출처] 하나증권 유재선 애널리스트
 목표주가 32,000원, 투자의견 매수 유지

한국전력 목표주가 32,000원, 투자의견 매수 유지한다. 1분기 실적은 시장 기대치를 상회할 전망이다. 통상 1분기는 3분기 다음 가는 성수기로 4분기보다 전력수요가 많으며 요금 인상 효과가 분기 기준으로 온전히 반영되기 때문에 외형은 확대될 것이다. 주요 변동비 지표인 평균 SMP는 4분기 대비 0.8% 상승했기 때문에 부담은 제한적이다. 통상 4분기에 비용이 많이 반영되는 점을 감안하면 증익 가능성이 높은 상황이다. 아직 시장 눈높이가 낮은 상황으로 간주된다. 2024년 추정 실적 기준 PBR 0.3배다.

1Q24 영업이익 3.5조원(흑자전환) 컨센서스 상회 전망

1분기 매출액은 23.4조원으로 전년대비 8.5% 증가할 전망이다. 전력판매실적은 전년대비 다소 부진할 것으로 예상되나 2023년 11월 전기요금 인상 효과가 반영되며 외형 성장세가 이어질 것으로 보인다. 영업이익은 3.5조원으로 전년대비 흑자전환이 예상된다. 연료비와 구입전력비는 각각 5.6조원, 7.6조원으로 전년대비 38.1%, 37.5% 감소할 것으로 전망된다. 2023년 8~9월 높았던 유가가 1분기 LNG 연료비단가에 반영되었지만 계절적인 영향으로 전분기대비 SMP 상승폭은 1% 미만의 미미한 수준에 그쳤다. 유연탄 가격도 지속 하락한 영향으로 비용 절감에 기여했을 것으로 보인다. 신한울 2호기도 2023년 12월 계통 병입 후 1분기 시운전 기간 동안 소폭이나마 실적에 기여했을 것으로 추정된다.

단기 눈높이는 아직 낮지만 연간 눈높이는 맞춰지는 중

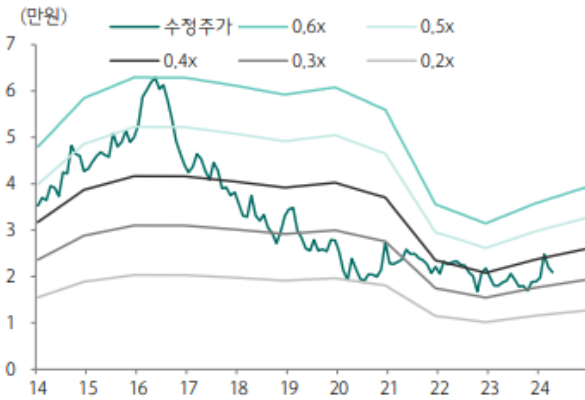
1분기에 이어 2분기도 SMP가 낮은 수준을 기록할 것으로 보임에 따라 상반기까지 실적에 대한 우려는 제한적일 전망이다. 다만 최근 들어 강세를 나타낸 유가, 원/달러 환율로 인해 늦어도 3분기부터 다시 비용 지표가 상승하는 구간에 접어들 것으로 보인다. 한편 4월 상업운전을 시작한 신한울 2호기 기여를 감안하면 연간 실적 감소폭은 크지 않을 수 있다. 또한 후속 호기로 10월 가동 예정인 새울 1호기를 고려하면 2025년 비용 증가분도 흡수가 가능하다. 당장의 심리에는 부정적일 수 있지만 비용 지표 상승이 추가적으로 진행되지 않는 한 연간 실적 눈높이는 현재 추정치 대비 하향될 여지가 많지 않다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

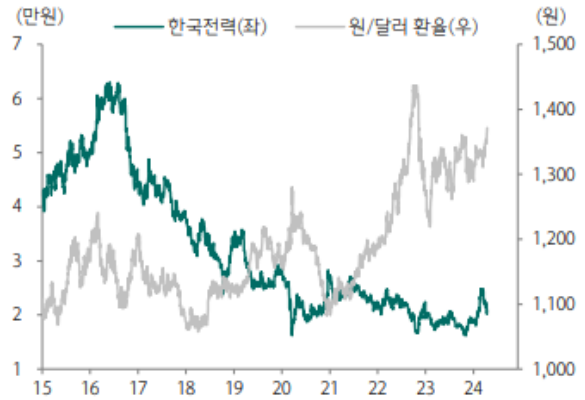
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	60,673.6	71,257.9	88,219.5	92,222.6
영업이익	(5,846.5)	(32,655.2)	(4,541.6)	10,106.5
세전이익	(7,071.6)	(33,843.6)	(7,554.0)	6,628.9
순이익	(5,304.5)	(24,466.9)	(4,822.5)	4,971.7
EPS	(8,263)	(38,112)	(7,512)	7,744
증감율	적전	적지	적지	흑전
PER	(2.67)	(0.57)	(2.52)	2.61
PBR	0.22	0.35	0.34	0.32
EV/EBITDA	15.78	(6.59)	16.95	6.25
ROE	(7.97)	(46.90)	(12.63)	12.97
BPS	99,352	63,158	55,837	63,581
DPS	0	0	0	800

도표 2. 한국전력 12M Fwd PBR



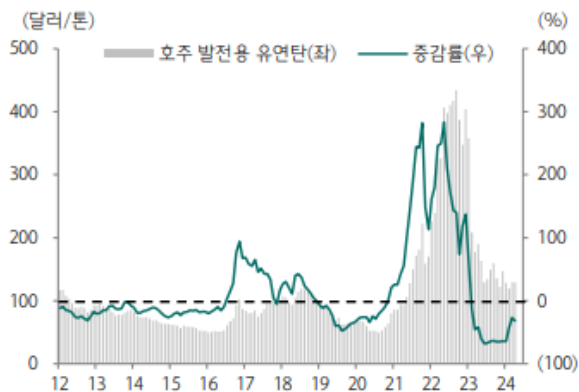
자료: 한국전력, 하나증권

도표 3. 한국전력 주가와 원/달러 환율



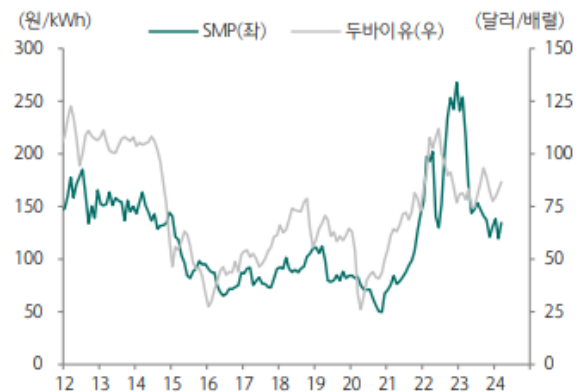
자료: 한국전력, 하나증권

도표 4. 호주 발전용 유연탄 (4월 YoY -31.9%)



자료: KOMS, 하나증권

도표 5. SMP와 국제유가 추이 (3월 SMP YoY -37.7%)



자료: EPSS, Thomson Reuters, 하나증권



삼양식품

불닭은 매콤, 실적은 달콤

[출처] IBK투자증권 김태현 애널리스트

영업이익이 시장 기대치 약 16% 상향할 듯

1분기 연결 매출액과 영업이익이 각각 3,119억원(+27.0% yoy), 430억원(+80.4% yoy)으로 추정되며, 컨센서스(3,259억원 / 371억원) 대비 내수 판매 부진으로 매출은 소폭 하회하겠지만 밀, 전분, 팜유 등 투입 원가 하락 및 원·달러 환율 상승으로 영업이익은 크게 상회할 전망

끝 모를 수출 성장세

면·스낵 매출이 2,975억원(+27.4% yoy)으로 증가할 전망. 1분기 국내 라면 수출 총액(출처: 농림축산식품부)이 30.1%(yoy) 개선된 가운데, 동사 수출액도 42.6%(yoy) 늘었을 전망. 특히 중국 수출의 경우, 3월이 가장 컸던 것으로 보이는데 이는 2월(2/1~2/17) 춘절로 인해 중단됐던 물류가 재개 됐음에 기인함. 또 미국을 비롯해 태국과 인도네시아 등 동남아 지역과 유럽에서도 수요가 확대된 것으로 파악됨 반면, 내수 매출은 2.6%(yoy) 감소할 전망. 소비 심리 위축 영향도 있지만, 추가 생산 여력이 얼마 남지 않은 상황에서 판가 및 판매 마진이 더 높은 수출 제품 생산에 선택·집중했기 때문으로 해석됨. 또 운임 보전 및 가격 할인을 축소함에 따라 내수 수익성은 더 좋았을 것으로 예상됨

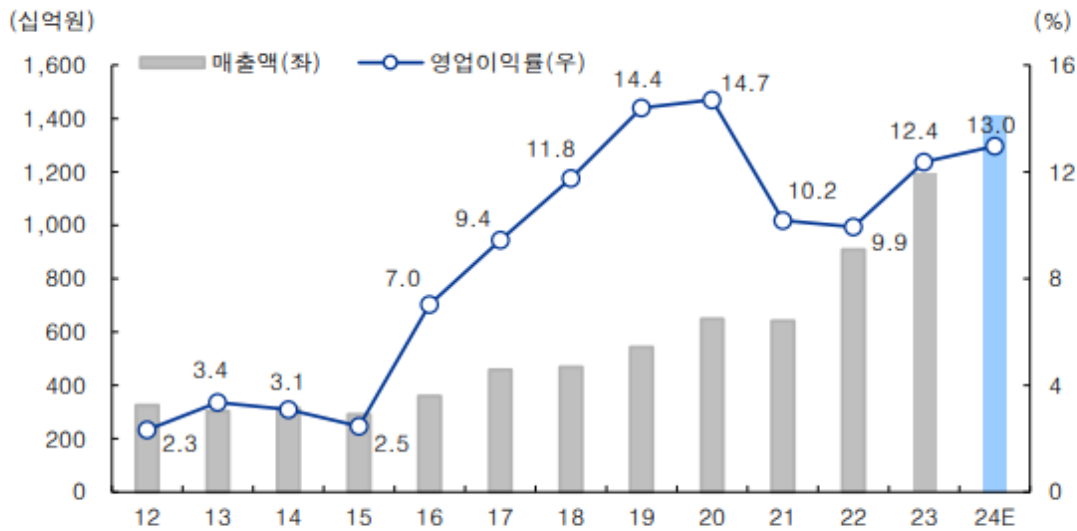
수출 제품 포트폴리오 다변화, 중장기 성장 여력 높여

올해 연결 매출액과 영업이익이 각각 1조 4,127억원(+18.4% yoy), 1,831억원(+24.1% yoy)으로 추정됨. 수출 고성장이 이어지는 한편, 제품 다각화에 따른 추가 수요 확대 기대감이 유효하다고 보여짐. 실제로 2022년까지 수출 제품 중 불닭볶음면 오리지널의 비중이 50%를 상회했지만, 작년에는 40% 수준으로 축소되는 추세. 까르보 불닭볶음면 등 수출 제품 포트폴리오가 다변화되고 있는 점은 해외 시장에서의 성장 여력 및 지속성 측면에서 긍정적으로 평가됨. 매수 의견을 유지하며 2024~25년 EPS 추정치를 상향함에 따라 목표주가를 29만원(기존 24만원)으로 21% 상향함

(단위:십억원배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,413	1,672	1,989
영업이익	90	148	183	208	253
세전이익	102	156	198	227	268
지배주주순이익	80	126	157	180	211
EPS(원)	10,593	16,761	20,818	23,872	28,044
증가율(%)	41.6	58.2	24.2	14.7	17.5
영업이익률(%)	9.9	12.4	13.0	12.4	12.7
순이익률(%)	8.8	10.6	11.1	10.8	10.7
ROE(%)	18.9	24.8	24.8	23.2	22.4
PER	12.0	12.9	11.6	10.2	8.6
PBR	2.1	2.9	2.6	2.1	1.8
EV/EBITDA	9.8	9.6	9.4	8.2	6.8

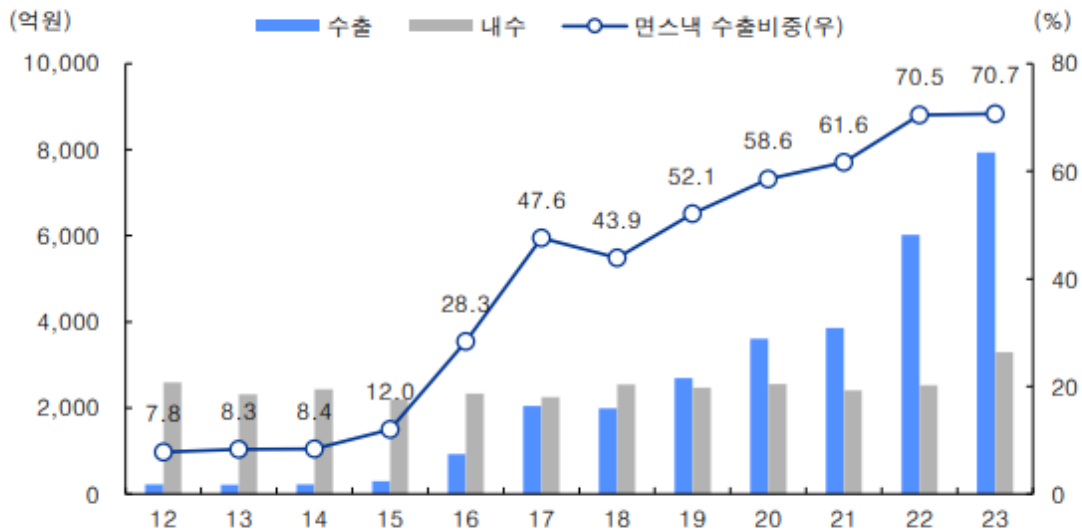
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 3. 삼양식품 연결 실적 추이 및 전망



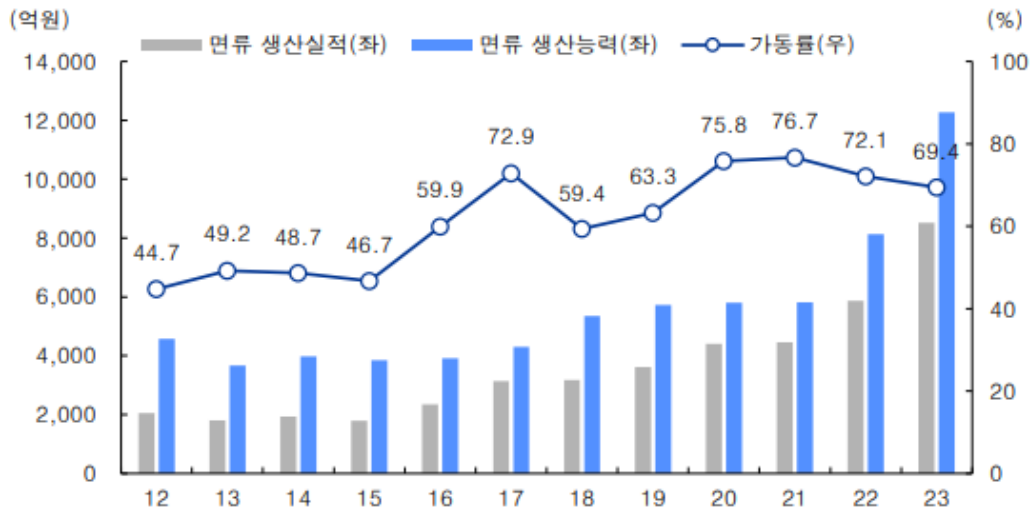
자료: 삼양식품, IBK투자증권

그림 4. 먼스넥 수출액 및 수출 비중 추이



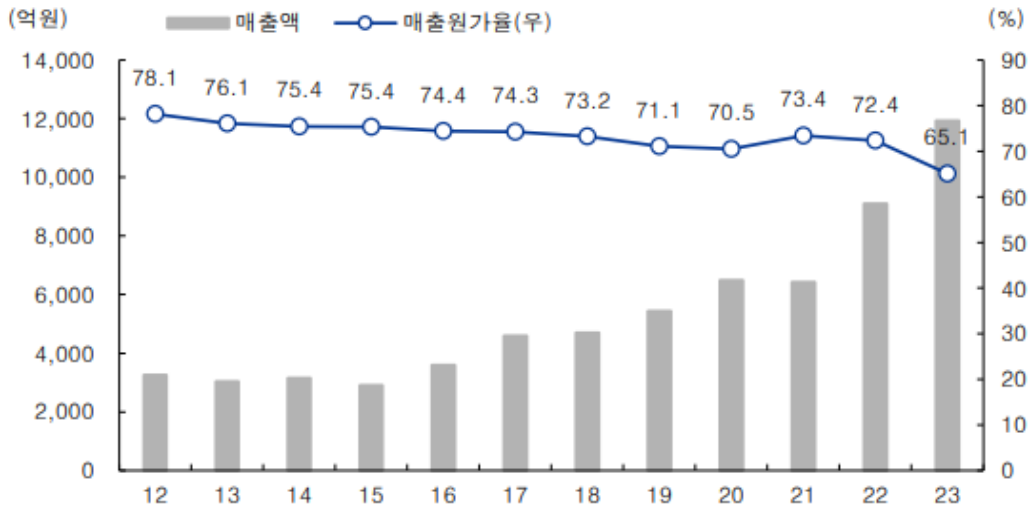
자료: 삼양식품, IBK투자증권

그림 7. 면류 생산능력 및 생산실적, 가동률 추이



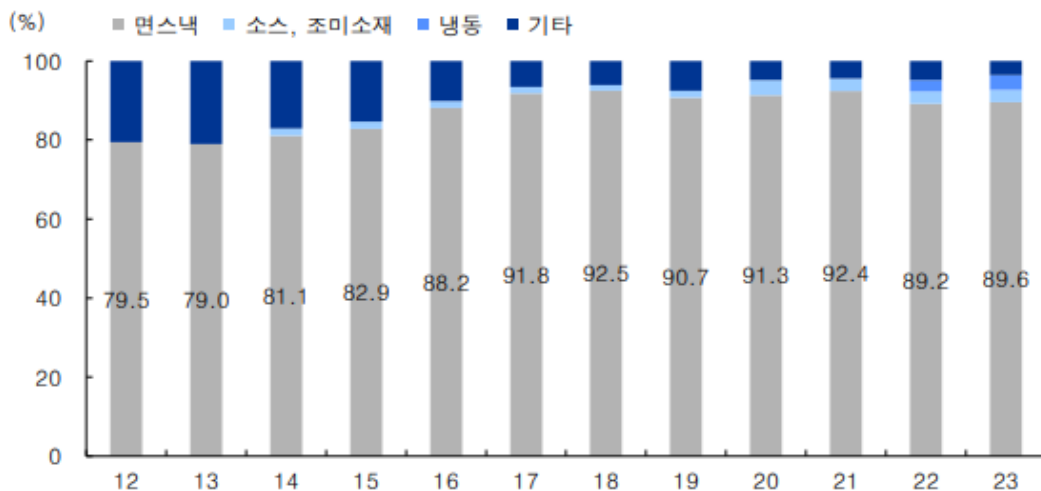
자료: 삼양식품, IBK투자증권

그림 8. 매출원가율 추이



자료: 삼양식품, IBK투자증권

그림 9. 품목별 매출 비중(에너지 제외)



자료: 삼양식품, IBK투자증권



디앤디파마텍
 경구용 비만 치료제 개발 기업 입성
 [출처] 키움증권 허혜민 애널리스트

비만/당뇨 타겟인 GLP-1 계열 신약 개발 기업

비만/당뇨 치료제로 잘 알려진 GLP-1 계열 펩타이드 기반 치료제 개발사이다. 주력 치료제로는 파킨슨 치료제 NLY01-PD(GLP-1, 주사)이었으나, 지난해 2상을 완료 후 통계적 유의성을 확보하지 못하면서 우선순위 파이프라인이 Metsera에 기술 이전한 경구용 비만 치료제 DD02S(GLP-1), NASH 치료제, 파킨슨 병 치료제 순이 되었다.

올해 임상 진척, 내년 경구 데이터 기대

올해에는 주요 임상 발표 일정보다는 임상 진척이 예정되어 있으며, 주력 제품인 경구용 비만 치료제 DD02S(GLP-1)의 1상이 종료되는 '25년 하반기에 약동학(PK) 및 생체이용률(Bioavailability) 확인이 가능할 것으로 보인다. 전임상에서 동사의 물질의 경구 흡수율은 5% 이상으로 노보노디스크의 0.05~0.6%보다 높아, 인체 대상에서도 경구 흡수율이 높을지 여부가 관건이다. 높은 경구흡수율이 낮은 생산 단가로 이어지기 때문이다.

단기 주요 모멘텀;

- 2H24, 경구용 비만 치료제 DD02S(GLP-1) 1상 개시
- 24년 중순, 주사용 비알콜성지방간염 DD01(GLP-1/GCG) 2상 개시
- 1H25, 주사용 비만/NASH DD15(GLP-1/GCG/GIP) 1상 개시
- 2H25, 경구용 비만 치료제(GLP-1/GCG/GIP) 1상 개시

Metsera는 글로벌 투자기관인 Population Health와 ARCH Venture Partners에 의해 설립되었으며, 노바티스가 '20년 \$10bn에 인수한 The Medicines 회사의 CEO인 Clive Meanwell가 CEO 역할을 다시 맡았다. 지난 4월초 Metsera는 \$350mn(약 4,800억원) 규모의 자금 조달 소식이 알려진 바있어, 임상 자금 확보에 나선 것으로 보인다.

기간별 오버행 부담 있으나, 프리IPO 대비 할인된 가치

프리IPO 당시 기업가치 약 6,000억원으로 보도된 바 있다. 동사의 보호예수비중 73%로 높고, 예상 시가총액이 2,295억원~2,712억원으로 프리IPO 당시 기업가치보다 낮아 상장 직후 오버행 부담이 적을 것으로 추측된다. 다만, 상장 후 1개월에는 17.35%, 2개월에는 17.03%, 3개월에는 17.34%씩 보호 예수가 해제된다. 유사 해외 기업으로는 나스닥에 상장된 Terns Pharma가 경구용 GLP-1 치료제 TERN-601이 1상중으로(2H24 1상 톱라인 데이터 공개 예정)시가총액 \$332mn(약 4,600억원)으로 형성되어 있다.

공모개요

예상시가총액	2,295~2,712억 원
공모가액	22,000~26,000원
공모예정금액	242~286억 원
공모주식수	1,100,000 주
상장 후 주식수	10,431,929 주
보호예수 주식수	7,635,035 주
유통가능 주식수	2,796,894 주

보호예수 현황

최대주주	13.55%	5년
최대주주 등	7.72%	3년
전문투자자 및 기존주주	17.03%	3개월
전문투자자 및 기존주주	17.03%	2개월
전문투자자 및 기존주주	17.36%	1개월
우리사주조합	0.19%	1년
상장 주선인	0.32%	3개월

공모 후 주주구성

최대주주	13.55%
최대주주 등	7.65%
벤처금융	32.38%
기타주주	34.97%
공모주	10.54%
한국투자증권	0.90%
상장예정주식수	10,431,929 주

공모일정

수요예측일	2024.04.12~2024.04.18
청약일	2024.04.22~2024.04.23
환불/납입일	2024.04.25
상장예정일	2024.05.02

주요 경구용 비만 치료제 개발 현황

기업명	약물명	임상단계	타깃	비고
Novo Nordisk	Rybelsus	상용화	GLP-1	'23년 매출액 \$2.7bn(YoY +56%) 기록. 생체 이용률 1% 이하
Eli Lilly	Orforglipron	3상	GLP-1	ADA2023에서 2상 26주째 체중 8.6~12.6% 감소. 3상 결과 '25년 공개
Pfizer	Danuglipron	2b상	GLP-1	2b상에서 1일 2회 투여 참가자 부작용으로 임상 중단 1일 1회 서방형 약동학 연구 '24.1H 발표 예정
Structure	GSBR-1290	2a상	GLP-1	2a상 결과, 8주 후 체중 4.7% 감소 주가 -45%. 12주 결과 2Q24 공개
AZ	ECC5004	1상	GLP-1	중국 Eccogene로부터 계약금 \$185mn 최대 \$2bn 도입('23.11)
Roche/Carmot	CT-996	1상	GLP-1	'23.12월 \$2.7bn에 Carmot 인수
Viking	VK-2735	1상	GLP1/GIP	28일 복용 후, 평균체중 최대 5.3% 감소
Terns Pharma	TERN-601	1상	GLP-1	2H24 28일 PoC 타라인 발표 예정

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

Terns pharma 파이프라인 현황

PROGRAM	MECHANISM	INDICATION	PRECLINICAL	EARLY STAGE CLINICAL DEVELOPMENT	LATE STAGE CLINICAL DEVELOPMENT	STATUS
Oncology						
TERN-701	Allosteric BCR-ABL Inhibitor	CML	PHASE 1	CARDINAL	Anticipated registrational trial following Ph1 trial	Ph 1 CARDINAL Trial initiated Interim data from initial cohorts in 2H24
Metabolic						
TERN-601	Oral GLP-1R Agonist	Obesity	PHASE 1			Phase 1 initiated Top-line data (28-day PoC) 2H24
TERN-501 Combination	THR-β Agonist Metabolic Agent	Obesity	Preclinical			Preclinical activities underway
TERN-800 Series	GIPR Modulators	Obesity	Lead optimization			Lead optimization underway Candidate nomination & IND-enabling activities ongoing

자료: Ternspharma, 키움증권 리서치센터

파이프라인 현황

질환	적응증	프로젝트	타겟	개발 단계				비고	기술이전 파트너
				전임상	IND-Enabling	임상 1상	임상 2상		
대사성 질환	NASH (비알콜성 지방간염)	DD01	GLP-1 / GCG	[Progress bar]				주사용 임상 1상 완료 (원자대상)	[Logo]
	비만	DD02S	GLP-1	[Progress bar]				경구용	
	비만	DD07	Amylin	[Progress bar]					
	비만	DD14	GLP-1 / GIP	[Progress bar]					
	비만 / NASH	DD03	GLP-1 / GCG / GIP	[Progress bar]					
	비만 / NASH	DD15	GLP-1 / GCG / GIP	[Progress bar]					주사용
	당뇨	NLY12	GLP-1	[Progress bar]				주사용 (월1회)	
퇴행성 뇌질환	파킨슨 알츠하이머	NLY01	GLP-1	[Progress bar]				주사용 임상 2상 완료 (60세 미만 유효성확인)	英 Cure Parkinson's 재단과 추가 분석 및 공동 연구 진행 중
섬유화 질환	전신경화증 간섬유화	TLY012	DR5	[Progress bar]				주사용 美 FDA 1상 IND 승인	
기타	이미징 바이오마커	PMI07	FAP	[Progress bar]				주사용 고형암 PET 조영제	글로벌 A사

■ Best-in-Class ■ First-in-Class

자료: 디앤디파마텍, 키움증권 리서치센터

엘앤씨바이오

과도한 우려감 반영을 기회로

[출처] IBK투자증권 이근재 애널리스트

전공의 파업으로 인한 실적 감소는 제한적

엘앤씨바이오 주가는 23년 7월 24일 41,700원을 최고가로 지속적인 하락세 나타내며 지난주 금요일 20,850원으로 마감, 정확히 -50%의 주가 하락을 나타냄. 주가 하락은 신제품 메가카티 출시 이벤트 종료에 따른 매도세와 2월 중순부터 시작된 전공의 파업으로 수술 횟수 감소 우려감이 반영된 것으로 분석됨. 하지만 동사는 세미종합병원 및 2차 병원향 매출이 안정적으로 발생하고 있어 1분기 실적은 전년대비 +10% 성장을 나타낼 것으로 예상됨

예정대로 진행되고 있는 중국 시장 진출

메가카티 이후 동사 매출을 빠르게 확대 시킬 것으로 기대되는 중국 시장 진출은 회사가 계획한 대로 무난히 진행되고 있는 것으로 확인. 엘앤씨바이오는 2Q24 중 메가실드, 메가카티에 대한 중국 수입 인허가 접수를 진행할 예정이고 메가덤 플러스가 올해 하반기 중국 수입 허가를 획득, 25년부터 본격적인 중국 시장 매출 발생할 것으로 기대됨

하반기, 신제품 3개 출시

올해 하반기 메가필 퍼티(MegaFill Putty), 텐더필(TendonFill), ES Fill로 명명한 신제품 3개를 출시할 예정. 유방 부분재건 시장 진입을 위해 개발된 메가필 퍼티, 건/인대 치료를 위해 사용될 텐더필, 보습, 콜라겐 재생 및 항노화 효과로 성형용으로 사용하게 될 ES Fill 출시를 준비하고 있음

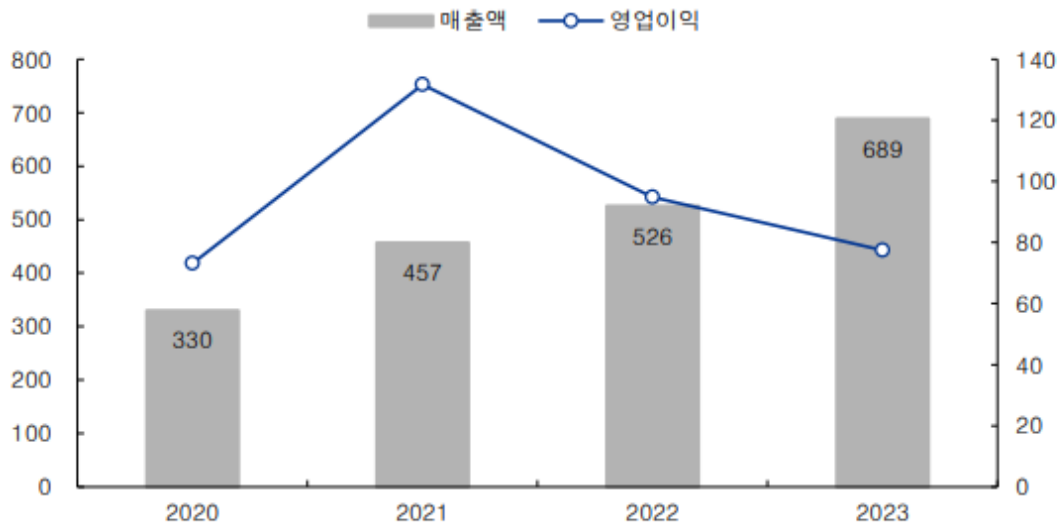
동사는 강점을 보유하고 있는 인체조직 가공기술을 바탕으로 상장 이후 꾸준히 제품을 세분화하고 특화시켜 사업영역 확대가 나타나고 있음. 중국 시장 본격 진출이 나타나는 올해 하반기부터 동사 경쟁력은 한단계 더 성장 할 것으로 기대되어 투자자들의 관심이 필요한 시점이라 판단됨.

(단위:십억원배)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	25	28	36	42	56
영업이익	7	5	8	7	8
세전이익	8	6	8	4	63
당기순이익	6	6	8	4	49
EPS(원)	287	256	359	182	2,155
증가율(%)	1.6	-11.1	40.5	-49.2	1,081.9
영업이익률(%)	28.0	17.9	22.2	16.7	14.3
순이익률(%)	24.0	21.4	22.2	9.5	87.5
ROE(%)	11.3	9.7	11.9	5.0	43.8
PER	29.7	135.0	101.9	126.7	13.5
PBR	3.2	13.4	10.7	6.0	4.9
EV/EBITDA	23.6	133.0	84.5	61.6	54.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1, 실적 추이

(단위: 억원)



자료: L&C바이오, IBK투자증권



녹십자

1Q 적자이나, 2Q 회복과 PBM 등재 기대

[출처] 키움증권 허혜민 애널리스트

1분기 영업적자로 기대치 하회 전망

1분기 매출액은 3,560억원(YoY +2%, QoQ -12%), 영업이익 -105억원(YoY적지, QoQ 적지)로 시장 컨센서스 매출액 3,714억원과 영업이익 51억원을 하회할 것으로 전망된다.

의료 파업 영향은 국소지혈제 그린플라스트 품목 정도로 약 10억원 내외의 영향만 있었을 것으로 예상되어, 처방 실적에 미치는 영향은 제한적이었을 것으로 보인다. 이 보다도 배리셀라 수두 백신이 하반기로 이연되었고, 남반구 독감 백신 또한 2분기에 집중 및 IMG 해외 공급 물량 조절 등으로 인한 매출 성장 둔화 영향이 있었을 것으로 추측된다.

매출 성장이 제한되면서, 녹십자 별도 기준으로 전년동기 대비 적자 폭은 줄었을 것으로 보이나 여전히 적자 지속이 전망된다. 알리글로(IVIG)의 미국 직접판매를 위한 인건비 및 마케팅 비용 증가로 미국 법인 또한 적자가 예상되면서 1분기 영업적자가 지속될 것으로 보인다.

1분기 실적 분기 저점. 2Q부터 회복과 PBM 등재 기대

2분기부터는 남반구 독감 백신 매출 집중되면서 수익성 회복이 기대되고, 하반기에는 면역글로불린 제제 알리글로(Alyglo)가 미국에 출시되면서 만성적인 4분기 적자를 탈피할 수 있을 것으로 기대한다. 올해 연결 매출액은 1조 7,607억원(YoY +8%), 영업이익 665억원(YoY +92%, OPM +4%)가 전망된다.

알리글로의 미국 출시는 7월이며, 올해 알리글로의 매출액 \$30mn(약 416억원)을 목표로 하고 있다. 출시전인 2분기 중에 대형 PBM(약국급여관리자) 계약하여 7/1일 포뮬러리(Formulary) 등재가 예상된다. R&D 모멘텀으로는 한미약품과 공동 개발하는 파브리병 치료제 LA-GLA가 하반기 미국 1상 진입, 산필리포증후군 치료제(MPS III A) 미국 1상 진입, 미국 관계사인 큐레보의 대상포진 백신 3상이 연말 중 진입하는 등 데이터 발표 보다는 임상 진척이 진행될 것으로 보인다.

투자의견 Buy, 목표주가 14만원 유지

투자지표

(십억 원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,711.3	1,626.6	1,760.7	1,887.4
영업이익	81.3	34.4	66.5	109.9
EBITDA	146.4	110.3	148.5	184.7
세전이익	85.7	-27.1	28.7	75.2
순이익	69.4	-19.8	22.4	58.6
지배주주지분순이익	65.5	-26.6	21.3	55.7
EPS(원)	5,601	-2,279	1,821	4,766
증감률(% YoY)	-46.9	적전	흑전	161.6
PER(배)	23.1	-55.1	60.8	23.2
PBR(배)	1.14	1.13	0.98	0.94
EV/EBITDA(배)	15.1	21.5	14.7	11.5
영업이익률(%)	4.8	2.1	3.8	5.8
ROE(%)	5.0	-2.0	1.6	4.1
순차입금비율(%)	29.5	43.3	41.3	36.5

자료: 키움증권

R&D 파이프라인

	Preclinical	Phase I	Phase II	Phase III	Registration/Approved
Plasma Derivative	GC5125 vWF 결핍증 치료제 (FDA pre-IND 미팅)			GC51070 미국 PID 치료제 (소아)	GC51078 미국 PID 치료제 (허가 신청 → 승인)
Vaccine	GC4002 mRNA Flu 백신 (1가 → 4가) GC3111 Tdap 백신		MG1120/CRV-101 대상 포진 백신 Cureyo GC1109 탄저 백신 MG1111C 수두 백신 (2 dose)		MG1111 수두 백신 GC1109 탄저 백신 (NDA 제출) GC3107 BCG 백신 (NDA 제출)
Innovative medicine	GC1126A TTP 치료제 GC1134 파브리병 치료제 GC1130 MPS IIIA 치료제 (FDA pre-IND 미팅)	MG1113 혈우병 A/B 치료제 GC1123 한국 중증 헌터증후군 치료제		GC1138 글렌즈만 혈소판무력증 치료제	GC2127 알라질 증후군 치료제 (허가 신청 → 승인) GC1101 중국 재조합 혈우병A 치료제 GC1111 헌터증후군 치료제 (조건부 허가 → 정식 허가)

자료: 녹십자, 키움증권 리서치센터

