

2024.05.31.(금) 증권사리포트

대웅제약

24년 수익성 개선 기대

[출처] DS투자증권 김민정 애널리스트

포시가 이탈에도 불구하고, 주력품목 성장을 통해 수익선 개선 도모

대웅제약 별도기준 2024년 연간 매출액 약 1조 2,133억원(-0.7% YoY), 영업이익 약 1,373억원(+2.95% YoY, OPM 약 11.3%)를 달성하며 견조한 성장을 이어나갈 것으로 전망한다. 2월부터 연간 약 500억원의 매출액을 내는 주력 품목이었던 포시가 계약이 종료됨에 따라 탑라인에서 영향은 불가피하겠으나 현재 펙수클루, 엔블로 등 자체 개발한 제품들이 주력 품목으로 자리잡으며 이익 성장을 나타내고 있다. 2024년 내 펙수클루 763억원, 엔블로 161억원 등을 달성하며 자체 품목 고성장을 이어갈 것으로 기대한다. 특히 펙수클루 품목은 P-CAB 판매경험이 뛰어난 종근당과의 co-promotion 계약을 통해 점유율을 키워 나갈 것으로 기대한다.

2024년 나보타의 성장 기대

올해 나보타의 연간 매출액은 약 1,581억원(+7.6% YoY)으로 견조한 성장을 이어나갈 것으로 전망한다. 1분기 나보타 수출은 약 372억원을 기록하며 전분기 대비 회복하는 모습을 보였다. 북미향 선적이 약 6배 치 진행된 점을 감안하였을 때 2분기부터 북미 외 매출이 회복될 경우 성장을 이어갈 것으로 기대된다. 민사소송으로 인하여 특신 사업에 대해 일부 시장의 우려가 있으나 주가는 이미 우려를 선 반영하였다 고 판단하여 긍정적인 투자 의견을 제시한다.

투자의견 매수, 목표주가 160,000원으로 커버리지 개시

대웅제약에 대하여 투자의견 매수, 목표주가 160,000원으로 커버리지 개시한다. 별도기준 2024년 EBITDA 1,797억원에 국내 전통제약사 3사 multiple 평균 10.6배를 적용하였으며 한올바이오파마의 지분 가치를 별도로 합산하였다. 2024년 나보타를 통한 호실적이 기대되며 종근당과 펙수클루 co-promotion 계약을 통해 제품 매출 성장이 두드러질 것으로 기대한다. 현재 특신 관련 민사소송에 대한 불확실성으로 제한적인 주가흐름을 나타내고 있으나 이는 우려를 반영한 주가로 판단, 긍정적인 투자 의견을 제시한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,055	1,161	1,222	1,213	1,300
영업이익	95	106	133	137	189
영업이익률(%)	9.1	9.1	10.9	11.3	14.6
세전이익	26	45	112	107	172
지배주주지분순이익	36	49	112	84	134
EPS(원)	3,089	4,191	9,623	7,267	11,678
증감률(%)	1,040.4	35.7	129.6	-24.5	60.7
ROE(%)	6.0	7.6	15.2	9.9	14.2
PER(배)	47.9	37.8	12.1	14.7	9.1
PBR(배)	2.8	2.8	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	16.2	16.2	10.5	9.4	7.1

자료: 대웅제약, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 별도기준



해외로 가자

[출처] IBK투자증권 김태현 애널리스트

이전 분기와 유사한 실적 흐름

2분기 연결 매출액과 영업이익이 각각 8,918억원(+3.5% yoy), 294억원(+11.1% yoy)으로 전망되며, 기존 IBKS 추정치(8,643억원 / 285억원) 대비 소폭 상향했다. 베이커리 부문의 부진을 푸드와 유통 부문이 상쇄하는, 이전 분기와 유사한 실적 흐름이 이어질 전망이다. 부문별로, 베이커리 매출은 2,391억원(+3.2% yoy), 영업이익은 201억원(-9.2% yoy)으로 예상된다. 고마진 포켓몬빵 판매 실적 감소로 부문 수익성 하락세가 지속될 전망이다. 반면 크림빵 등 기타 양산빵 판매 호조세와 B2B채널 식빵, 햄버거빵 수요 증가세를 고려하면 매출은 소폭 개선될 것으로 보인다. 푸드 매출과 영업이익은 각각 2,057억원(+4.2% yoy), 12억원(흑자전환 yoy, 2Q23: 5억원 적자)으로 전망된다. 원맥 매입 비용 하락 효과가 이어지는 것으로 확인되는 바, 수익성 개선 기조가 이어지겠다. 유통 부문도 식자재 물동량이 증가하는 한편, 저수익 거래처 축소 효과로 영업마진을 개선 기대감이 유효하다.

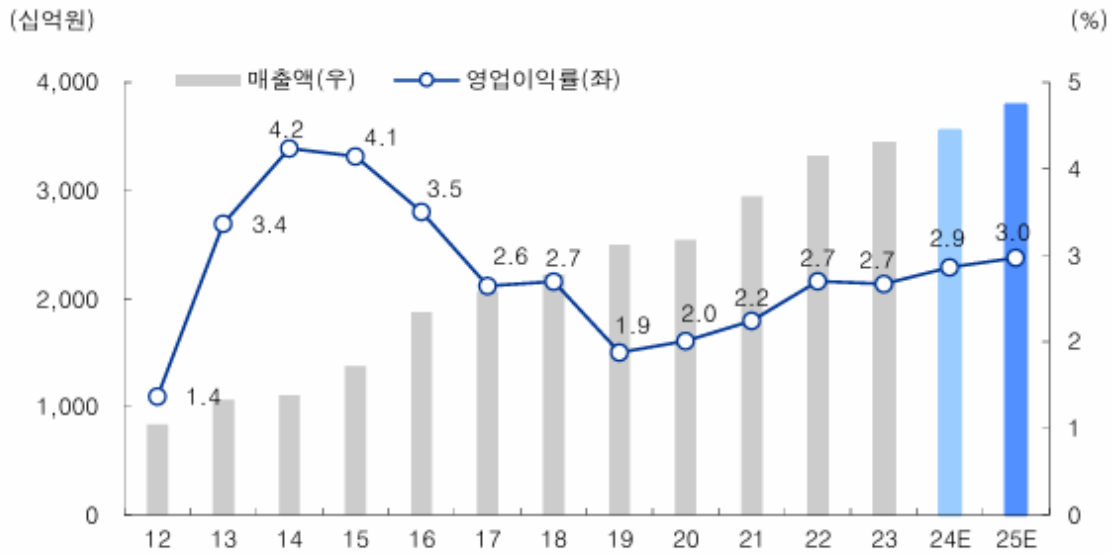
베이커리 신제품과 푸드 부문 구조조정

건강한 먹거리 소비 트렌드와 맞물려 4월 프리미엄 베이커리 브랜드 '브레드 31(밀가루 함량 낮추고 31가지 곡물 첨가)'을 론칭했다. 포켓몬빵 매출 공백 보완 측면에서 도움이 될 전망이다. 또 냉동 제품 라인업을 강화해 이커머스 채널과 해외 시장 진출을 계획하고 있다. 하반기 중 베트남 등 동남아와 중동 지역으로의 수출 성과가 나올 여지가 있고, 중기적으로는 미주 지역 진출도 준비중인 것으로 확인된다. 푸드부문도 연간 영업 흑자 전환이 가능할 전망이다. 수익성 제고 측면에서 외식 브랜드 에그슬럿과 씨티델리 사업을 6월 말 종료할 예정이다. 이와 관련해 하반기 영업이익 약 25억원 개선 효과가 있을 것으로 예상된다. 과매도 국면이라는 시각을 견지하며, 기존 매수 의견과 목표주가를 유지한다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,315	3,433	3,554	3,794	4,041
영업이익	90	92	102	113	120
세전이익	71	64	80	87	92
지배주주순이익	53	50	58	62	69
EPS(원)	6,170	5,821	6,712	7,187	8,029
증가율(%)	31.6	-5.7	15.3	7.1	11.7
영업이익률(%)	2.7	2.7	2.9	3.0	3.0
순이익률(%)	1.6	1.5	1.6	1.6	1.7
ROE(%)	14.7	12.4	13.1	12.7	12.9
PER	11.6	10.8	8.4	7.8	7.0
PBR	1.6	1.3	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.0	5.2	4.9	4.7	4.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 연결 실적 추이 및 전망



자료: SPC삼립, IBK투자증권





솔루엠

하반기 수주를 기다리며

[출처] DS투자증권 조대형 애널리스트

성장성 높은 전방을 확보한 전자부품 전문 기업

2015년 삼성전기에서 분사해 설립된 전자부품 기업이다. 사업분야는 전자부품 사업과 ICT 사업으로 나뉘며 각각 파워모듈과 3IN1 Board 및 ESL(Electronic Shelf Label, 전자식 가격표시기)을 주요 제품군으로 보유하고 있다. 특히 20년부터 ESL이 포함되어 있는 ICT 사업부의 실적이 큰 폭으로 성장하며 전사 수익성을 함께 견인했다. 같은 기간 10% 초반 수준이던 글로벌 ESL 시장 내 점유율도 28%로 확대되었다. 동사의 제품은 타사 대비 10배 이상 빠른 통신 속도와 2배 이상의 수명을 장점으로 하며 직접제조를 통해 제조원가면에서의 경쟁력도 확보했다. 향후 대형 프로젝트 수주로 성장을 이어갈 것으로 전망한다.

하반기 ESL 수주와 전기차용 파워모듈 본격화로 상저하고 전망

24F 매출액 1조 8,995억원(-2.6% YoY), 영업이익 1,443억원(-6.6% YoY)을 전망한다. 1Q24 중동 분쟁으로 인한 선적 지연과 물류비 상승 등 ESL 사업에 영향을 미치는 비용의 증가와 매출 인식의 지연으로 24년 실적은 상저하고의 흐름을 보일 것으로 예상한다. 유럽 CE 인증을 취득한 전기차 충전기용 파워모듈의 미국 UL 인증도 앞두고 있다. 이를 위한 멕시코 공장 증설로 인한 비용도 반영되어 상반기 실적은 기대보다 저조할 수 있다. 하지만 파워모듈과 ESL 중심의 실적이 함께 추가될 하반기는 수익성도 함께 제고될 수 있다.

투자의견 '매수', 목표주가 35,000원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수'와 목표주가 35,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 24F 예상 EPS 2,086원에 ESL 글로벌 1위 사업자인 Vusion group(SES Imagetag)의 Trailing P/E 배수 33.4를 50% 할인한 16.7배를 적용해 산출했다. 비딩을 진행중인 ESL 프로젝트들의 수주가 가시화되어 점유율이 확대되는 시점에는

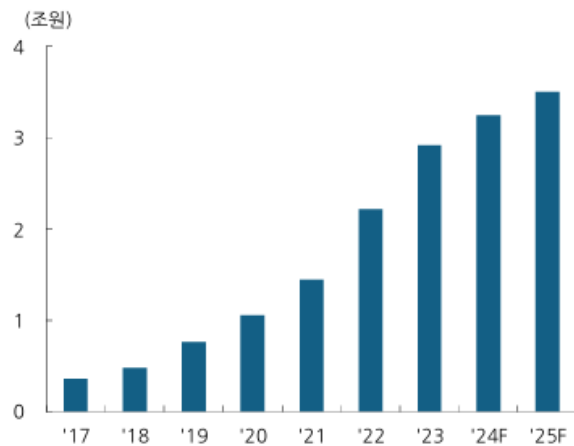
추가적인 밸류에이션 프리미엄도 가능하다는 판단이다. 현재 주가는 24F와 25F 실적 기준 각각 12배와 9배 수준이다. 전기차 충전기용 파워 모듈 및 ESL등 성장하는 전방 산업 내 다변화된 제품과 이에 따른 실적 성장성 대비 저평가라는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,153	1,695	1,951	1,899	2,115
영업이익	27	76	155	144	186
영업이익률(%)	2.3	4.5	7.9	7.6	8.8
세전이익	26	50	143	133	176
지배주주지분순이익	13	47	120	105	140
EPS(원)	267	946	2,407	2,153	2,873
증감률(%)	-75.2	254.5	154.4	-10.5	33.5
ROE(%)	6.9	16.9	34.8	23.2	24.4
PER(배)	84.1	18.4	11.3	11.5	8.6
PBR(배)	4.2	3.0	3.4	2.5	1.9
EV/EBITDA(배)	24.7	10.0	7.6	6.6	5.1

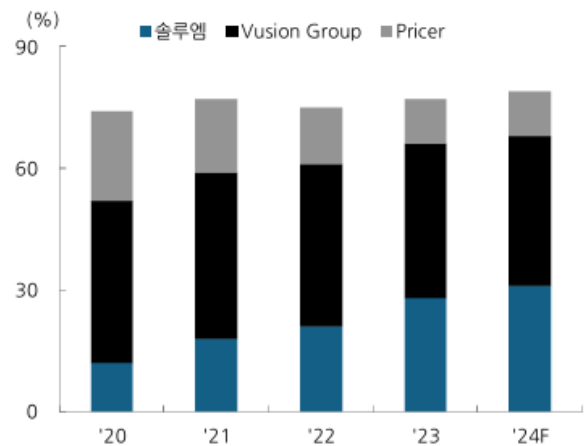
자료: 솔루엠, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림2 글로벌 ESL 시장 규모 전망



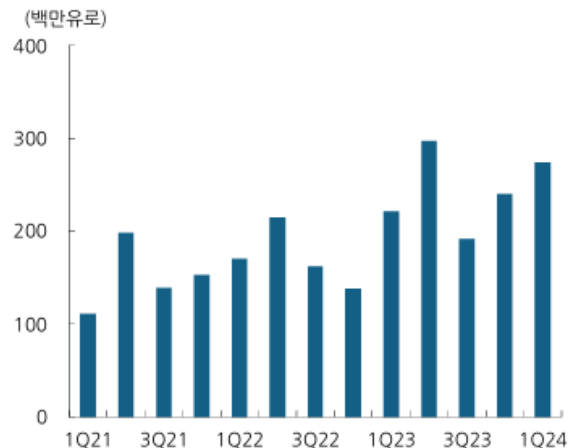
자료: 솔루엠, DS투자증권 리서치센터

그림3 글로벌 3사 점유율 전망



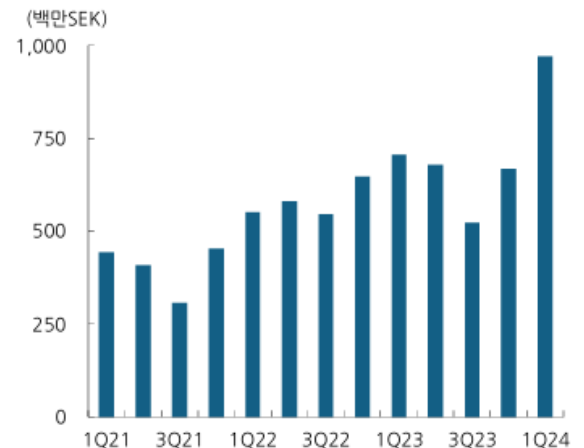
자료: 솔루엠, DS투자증권 리서치센터

그림4 Vusion Group 신규 수주 추이



자료: Vusion Group, DS투자증권 리서치센터

그림5 Pricer 신규 수주 추이



자료: Pricer, DS투자증권 리서치센터



삼성생명

불확실한 시기, 상대적으로 편안한 종목

[출처] NH투자증권 정준섭 애널리스트

보험업계에 다시 불거진 제도 불확실성

보험업계 IFRS17 관련 불확실성이 다시 커지고 있음. 최근 언론 보도에 따르면, 금융당국은 보험사 CSM(계약서비스마진) 상각률에 대해 적정성을 검토하고 있으며, 미래 상각익에 할인율을 부여하지 않는 방안 고려. 아직 구체적인 내용이나 시행 여부는 미정이며, 금융당국은 8월 이전에 구체적인 윤곽을 내놓을 계획

만약 시행되더라도 자본이나 CSM 잔액, 보험사 장래 이익의 총합은 변함없지만, 대부분 보험사는 적어도 향후 수 년간은 CSM 상각률이 이전보다 낮아져(상각익이 감소해) 회계적 순이익이 감소할 것으로 보임. 게다가 지난 2023년 IFRS17 계리적 가정 가이드라인 사례처럼, 제도 불확실성은 그 자체가 주가에 부담 요인

중장기 자본정책을 떠나, DPS 우상향 기대

장래 회계적 이익에 대한 불확실성이 해소되기 전까지는 하반기 발표 예정이었던 신 자본정책에 대해서도 기대감 희석 불가피. 이익이 불분명한 상태에서는 중장기 주주환원율의 의미가 퇴색될 수 있기 때문. 미래에 발표할 정책에 대한 기대보다 이미 발표한 정책과 이를 기초로 한 주주환원에 집중하는 게 낫다고 판단

이런 측면에서, 삼성생명 보험주 중 '상대적으로' 편안한 상황. 지난 2023년에 발표한 배당정책(성향 35~45%, DPS 매년 우상향)을 바탕으로, 설령 올해 제도 이슈로 순이익이 기존 예상을 하회하더라도 DPS 4,000원(+300원 y-y) 이상은 가능할 것으로 판단. 아울러 동사는 주요 주주 특성상 자사주 매입/소각을 통한 주가 부양 동기가 높다는 점도 긍정적 요인

	2023	2024E	2025F	2026F
보험손익	1,449	1,355	1,680	1,871
장기	1,449	1,355	1,680	1,871
PAA	0	0	0	0
투자손익	950	1,152	1,154	1,210
당기순이익	1,895	1,907	2,089	2,253
증감률	-	0.6	9.5	7.8
EPS	10,554	10,621	11,633	12,545
PER	6.5	8.1	7.3	6.8
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4
ROA	0.7	0.7	0.7	0.8
ROE	5.2	5.2	5.7	5.9
DPS	3,700	4,000	4,200	4,400
배당성향	35.1	37.7	36.1	35.1

단위: 십억원, %, 원, 배



화승알앤에이

자동차용 고무 제품을 생산, 성장성 개선은 필요

[출처] 하나증권 송선재 애널리스트

자동차용 고무 제품류 생산

화승알앤에이는 자동차용 고무 제품인 웨더스트립(Weather Strip, 자동차의 외부소음, 빗물, 먼지 등의 차내 유입을 막아주는 Sealing 제품, 매출 비중 40%)과 호스(Hose, 각종 오일류 및 유압원을 자동차 주요 장치에 전달하는 부품, 매출 비중 60%)을 생산하는 전문업체이다. 주요 고객사는 현대차그룹(비중 67%)과 스텔란티스(17%)/GM(10%)/VW/기타 등이다. 기존 화승알앤에이라는 회사가 화승코퍼레이션으로 이름을 바꾸고, 주요 계열사를 흡수 합병한 후 2021년 국내 사업부를 인적분할하여 설립한 회사가 현재의 화승알앤에이이다. 현재 화승알앤에이는 내수:수출 비중이 약 4:6 전후이다. 주요 원재료는 합성고무이고, 관계사인 화승네트웍스-화승소재를 통해 공급하는 구조이다.

영업이익률은 2023년 4.7% 기록, 2024년 4.6% 예상

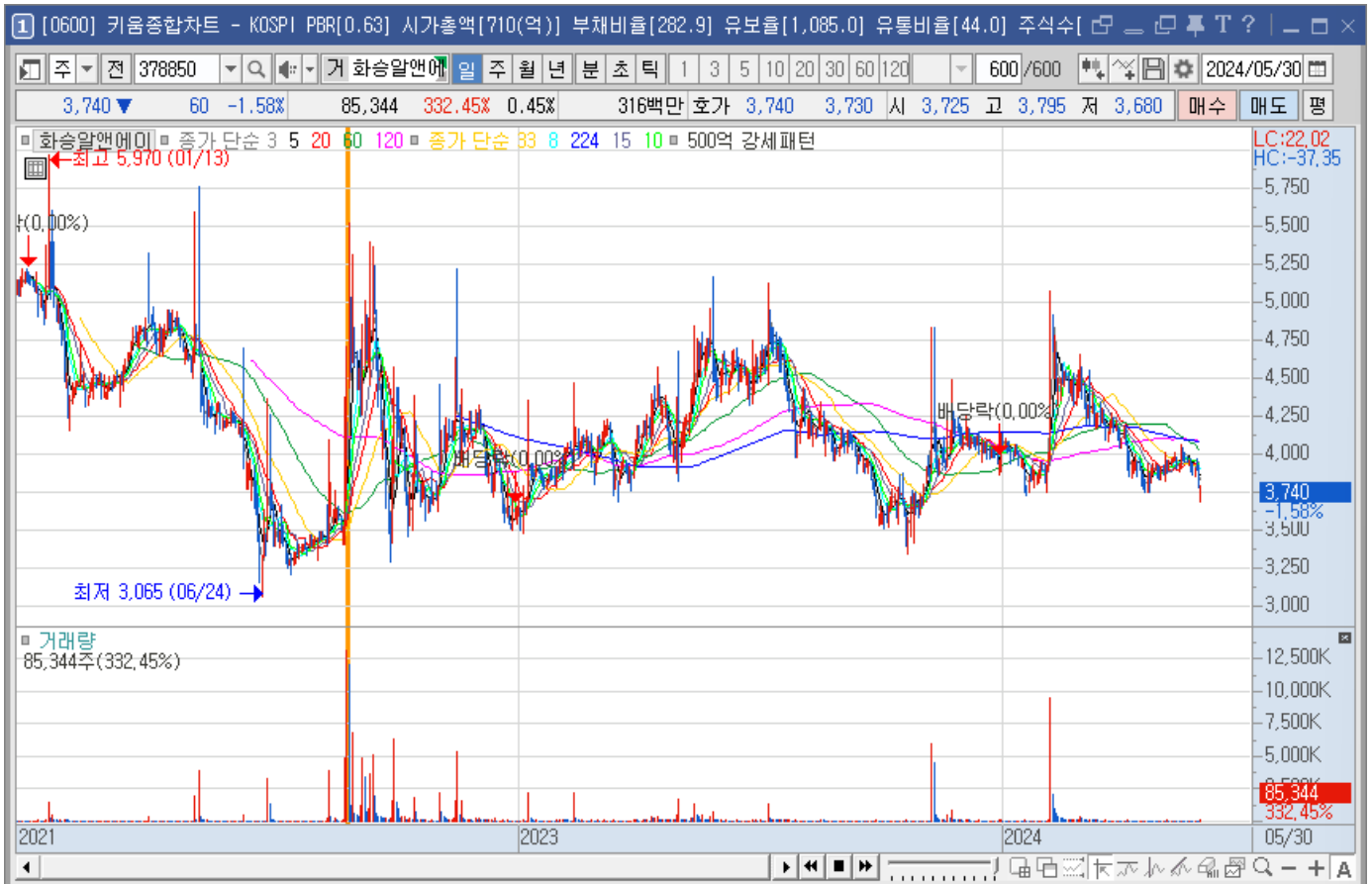
2023년 매출액/영업이익은 3%/105% 증가한 6,807억원/318억원(영업이익률 4.7%, +2.3%p)을 기록했는데, 완성차 생산증가와 주요 제품의 ASP 상승, 비용절감 활동 등에 기인한다. 저수익 제품들을 단종하고, 고객사의 차종 상향에 따라 납품단가도 동반 상승하면서 ASP가 개선되었다. 환율 상승도 기여했다(원/달러 환율 10원 상승시 영업이익률 0.1%p 개선). 2024년 1분기에는 매출액/영업이익이 3%/2% (YoY) 감소한 1,698억원/81억원(영업이익률 4.8%, +0.0%p (YoY))이었고, 2024년 연간 매출액/영업이익은 3%/5% 감소한 6,600억원/301억원(영업이익률 4.6%, -0.1%p)으로 예상한다. 고객사의 내수 생산물량이 감소하고, 저수익 제품에 대한 축소가 진행 중이며, 원재료 가격이 상승하기 때문이다(원가 상승의 판가 전이는 약 6개월 소요). 원/달러 평균환율이 상승한 것은 긍정적이다.

부채비율 개선 중. 낮은 성장성을 극복할 필요

분할 직후인 2021년말 순차입금과 부채비율이 각각 2,024억원/510%였는데, 이익 증가와 차입금 상환을 통해 2024년 1분기말 1,436억원/271%로 개선되었다. 현재 주가는 2024년 예상 실적으로 기준으로 P/E 3배 대, P/B 0.6배 수준의 Valuation에서 거래되고 있다. 한국 생산으로 한정되어 성장률이 낮은 편이고, 부채비율이 개선되었지만 여전히 200% 중반으로 높다는 점이 할인 요인인 바 해당 부분에서의 개선이 필요하다는 판단이다. 한편, 제품 특성상 웨더스트립은 전기차 전환의 영향이 없고, 호스는 엔진/연료 계통이 없어지지만 배터리/모터/열관리 계통에서에서는 추가되기 때문에 전체적으로 차량 1대당 납품하는 단가는 약 10% 상승하는 것으로 파악된다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	0	506	658	681
영업이익	0	8	16	32
세전이익	0	11	15	32
순이익	0	8	13	24
EPS	0	525	668	1,275
총감율	N/A	N/A	27.2	90.9
PER	0.0	9.8	5.4	3.3
PBR	0.0	1.4	0.7	0.7
EV/EBITDA	0.0	11.4	6.8	4.3
ROE	0.0	12.3	13.7	21.5
BPS	0	3,550	4,880	5,925
DPS	0	25	50	50



보령

24년 내 성장이 예상되는 전통제약사

[출처] DS투자증권 김민정 애널리스트

카나브 패밀리의 굳건한 성장

2024년 보령의 매출액 및 영업이익을 각 1조 168억원(+18.3% YoY), 921억원(+34.8% YoY, OPM 9.1%)로 전망한다. 카나브 단일제 제네릭 출시로 인하여 약 30%의 약가 인하가 있었음에도 불구하고 HK이노엔과 co-promotion 계약을 통해 카나브 패밀리는 견조한 성장세를 유지하고 있다. 위의 공동판매계약을 통해 들어온 신약 케이캡은 1Q24에도 약 282억원의 매출을 달성하였으며 향후 고성장세를 이어갈 것으로 기대된다.

LBA 품목 성장 확인

보령은 LBA(Legacy Brand Acquisition) 모델을 통해 회사의 외형성장과 이익을 도모하고 있다. '20년 5월 약 340억원에 인수한 쟈자는 현재 인수 5년차로서 3Q22부터 자체생산을 진행하여 이익성장에 직접 기여하고 있다. 쟈자는 올해 연말 기존 동결건조분말에서 액상형으로 제형을 변경할 예정이다. 제형변경이 완료될 경우 투약편의성이 개선되어 매출 상승 폭이 더욱 커질 것으로 예상된다.

더불어 '21년 10월 인수한 자이프렉사는 올해 3월 자체생산으로 전환되어 1분기 기존 재고를 전량 납품하여 일시 매출액이 발생하였다. 이에 2분기 자이프렉사 매출은 저조할 것으로 예상되나 3분기부터는 보령의 이익 상승에 기여할 것으로 전망한다. 알림타는 내년 중 자체생산으로 전환될 예정이다.

투자의견 매수, 목표주가 16,000원으로 커버리지 개시

보령에 대해 투자의견 매수와 목표주가 16,000원으로 커버리지 개시한다. 12m Fw. EBITDA에 multiple 8.4배를 적용하였다. 의사 파업으로 인하여 일부 제품 판매가 영향을 받을 가능성이 있으나 2024년 하반기 실적개선에 대한 기대감이 유효하며 고 마진 품목의 성장이 지속되고 있음에 주목할 것을 제안한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	627	760	860	1,017	1,119
영업이익	41	57	68	92	113
영업이익률(%)	6.6	7.4	7.9	9.1	10.1
세전이익	71	59	56	81	102
지배주주지분순이익	43	42	40	71	77
EPS(원)	627	610	585	1,074	1,169
증감률(%)	48.2	-2.7	-4.0	83.5	8.8
ROE(%)	10.6	8.5	7.6	12.2	11.9
PER(배)	23.3	14.9	20.3	9.8	9.0
PBR(배)	2.1	1.2	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	13.8	8.6	8.9	6.1	5.1

자료: 보령, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



한미반도체

HBM의 승부사

[출처] DS투자증권 이수림 애널리스트

TC본더 수요 증가와 고객사 확장의 콜라보

TC본더는 열과 압력을 이용하여 칩을 적층하고 전기적으로 연결하는 장비로 HBM 생산의 핵심 장비이다. 식각 공정에서 TSV를 뚫으면 TC본더는 형성된 TSV를 통해 칩을 적층/연결한다. 동사는 주요 메모리 업체향으로 TSV TC본더를 메인 벤더로 납품 중이다. 메모리 업체들의 공격적인 HBM Capa 증설과 스택 수 증가가 지속될 것으로 전망하며 이에 따라 TC본더 수요 역시 증가한다는 판단이다. 또한 HBM 선두 업체향 공급 레퍼런스를 기반으로 후발 업체들의 장비 요청이 증가하고 있어 글로벌 고객사 확장 역시 기대된다.

HBM4 이후에도 경쟁력 유지 전망

HBM4는 기존 720μm 높이에서 16단 적층이 요구되어 하이브리드 본딩 도입이 불가피할 것으로 예상했으나 JEDEC에서 적층 높이를 775μm로 완화함에 따라 1) Advanced MR-MUF와 NCF 방식 모두 적용 가능하며, 2) 수율이 높고, 3) 하이브리드 본딩 대비 해당 장비 단가가 낮은 TC본딩 방식을 유지할 가능성이 높다. 전체 HBM TC본더 시장 점유율 약 65% 이상을 차지하는 동사의 수혜가 지속될 것이다. 궁극적으로 더 높은 스택 수와 더 낮은 높이를 구현하기 위해 하이브리드 본딩 방식에서의 진화는 불가피하다. 하지만 기술 난이도 감안 시 27~28년까지도 TC본딩 방식을 병행할 것으로 전망하며 동사 역시 하이브리드 본더 개발을 지속하고 있어 장비 수요 감소 우려는 이르다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 190,000원으로 커버리지 개시

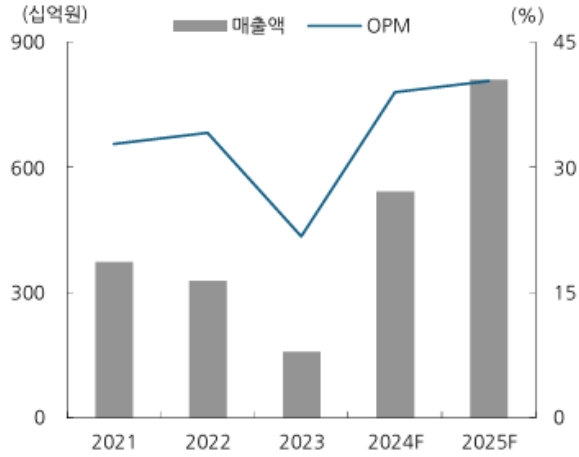
2024년 매출액 5,418억원(+241% YoY), 영업이익 2,113억원(+511% YoY, OPM 39%)을 전망하며 2025F 추정 EPS 3,146원에 Target P/E 60배를 적용하여 목표주가 190,000원으로 커버리지를 개시한다. Target P/E는 글로벌 후공정 장비업체 DISCO, BESI 12M Fwd P/E 평균에 HBM TC본더 시장점유율 감안하여 20% 프리미엄 적용했다. TC본더 매출은 SK하이닉스, Micron 수주에 힘입어 23년 약 100억원에서 24년 3천억대 후반 이상으로 대폭 증가를 기대하며 추가적인 고객사 확장 가능성 감안할 때 25년 전사 매출 8천억원 이상 기대한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	257	373	328	159	542
영업이익	67	122	112	35	211
영업이익률(%)	25.9	32.8	34.1	21.7	39.0
세전이익	66	136	128	345	276
지배주주지분순이익	50	104	92	267	217
EPS(원)	487	1,056	948	2,745	2,239
증감률(%)	189.2	116.9	-10.2	189.6	-18.4
ROE(%)	21.0	34.6	25.0	55.5	32.3
PER(배)	18.6	17.9	12.1	22.5	72.8
PBR(배)	1.8	2.7	2.9	10.5	20.6
EV/EBITDA(배)	11.7	14.1	8.4	134.8	70.4

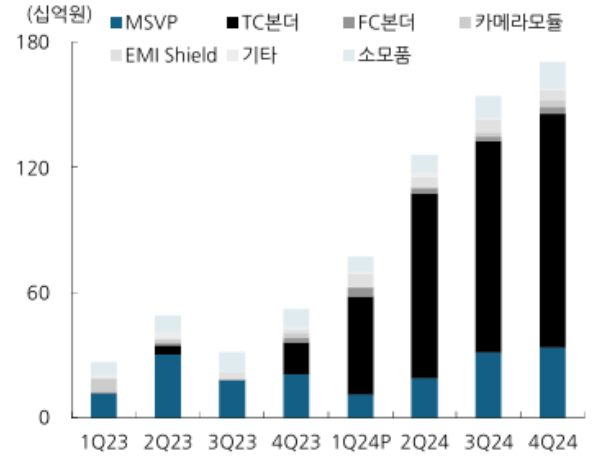
자료: 한미반도체, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림1 한미반도체 연간 실적 추이 및 전망



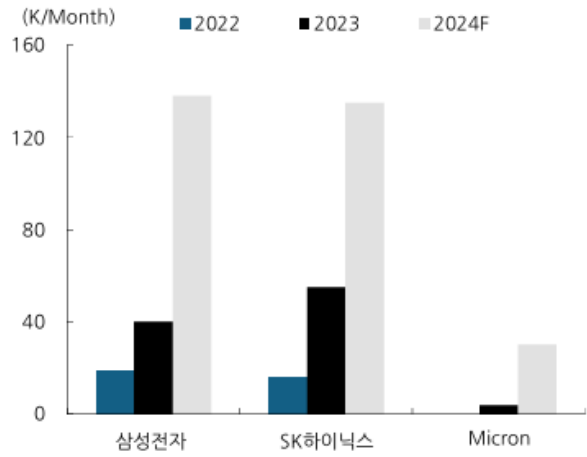
자료: 한미반도체, DS투자증권 리서치센터

그림2 한미반도체 제품별 실적 추이 및 전망



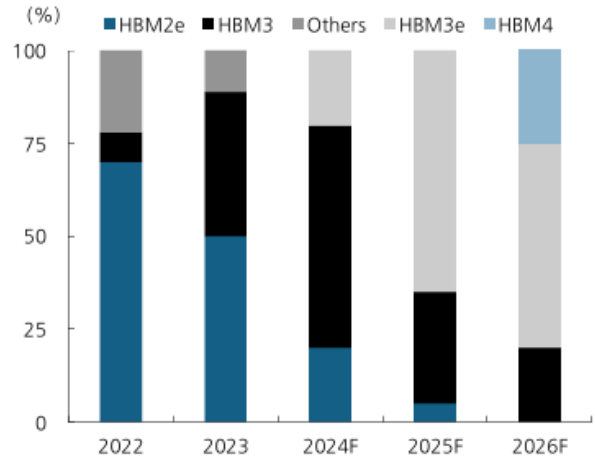
자료: 한미반도체, DS투자증권 리서치센터

그림3 메모리 3사 TSV/Capa 증설 전망



자료: DS투자증권 리서치센터

그림4 HBM 제품별 비중 추이 및 전망



자료: DS투자증권 리서치센터

