

# 2024.06.07.(금) 증권사리포트

유한양행

렉라자 가치 상향조정 시그널

[출처] 하나증권 박재경 애널리스트

ASCO에서 발표한 PALOMA-3, CHRYSALIS-2 cohort 2 결과

렉라자의 파트너사 JJ는 렉라자와 리브레반트SC(subcutaneous, 피하주사) 병용 임상 3상 PALOMA-3와 CHRYSALIS-2 임상 결과를 금번 ASCO에서 발표했다. PALOMA-3 임상은 이전에 1개 이상의 치료제를 투여 받은 EGFR Ex19 Del/L858R 변이 비소세포폐암 환자를 대상으로 렉라자에 리브레반트SC(투여군) 또는 리브레반트 IV(대조군)을 투여하는 임상이다. 리브레반트 피하주사 제형의 개발 이유는 투여 편의성의 개선과 주입 관련 부작용(infusion related reaction, IRR) 완화에 있다. 금번 임상 3상 결과에 따르면 IRR의 빈도는 66% vs 13%로 확연한 차이를 보였다. 더불어 생존기간에서도 개선이 확인됐다. 전체 생존기간(Overall Survival, OS)이 확정되지는 않았지만 HR 0.62, p=0.02로 통계적으로 유의미하게 연장되는 모습이 확인되었다. Ctrough와 AUC가 유사한 수준임에도 불구하고 생존기간이 연장되는 모습이 특이적이다. CHRYSALIS-2의 비 전형적 변이(G719X, L861X, S768X 등) 환자를 대상으로 한 Cohort C 결과에 따르면 이전에 투여 받은 약물 없이(treatment naive) 환자에서는 ORR(Objective Response Rate) 57%, mPFS는 19.5개월, 2차, 3차로 투여 받은 환자에서는 ORR 48%, mPFS 7.8개월, mOS 22.8개월을 기록했다. 이는 렉라자, 리브레반트 병용 요법이 비전형 돌연변이에서도 사용될 가능성을 높이는 결과라는데 의의가 있다.

렉라자 승인, 마일스톤 수령, OS 결과 발표까지

향후 주목할 부분은 1) 렉라자, 리브레반트 병용 요법의 FDA 승인(PDUFA date 24.08.21로 추정)과 그에 따른 2) 렉라자 마일스톤 수령, 그리고 3) 마케팅에 핵심 요소가 될 전체 생존기간(Overall Survival, OS)이다. 렉라자, 리브레반트 병용요법은 우선심사가 적용돼 올해 8월 21일 이내로 FDA 승인 여부가 결정될 것으로 추정된다. 2023 ESMO에서 진행한 MARIPOSA 임상 결과 발표 후 지적을 받았던 부분은 내약성과, 향후 발표될 OS 결과다. 금번 PALOMA-3를 통해 주입반응이 조절 가능하다는 것을 확인했고, 이외에도 조갑주위염을 줄이기 위해 항생제와 피부 보습제를 함께 투여하는 임상 2상 COCOON이 진행되고 있다. OS 결과 발표 시기는 올해 말~내년 상반기로 추정된다.

목표주가 90,000원 상향, 투자의견 Buy 유지

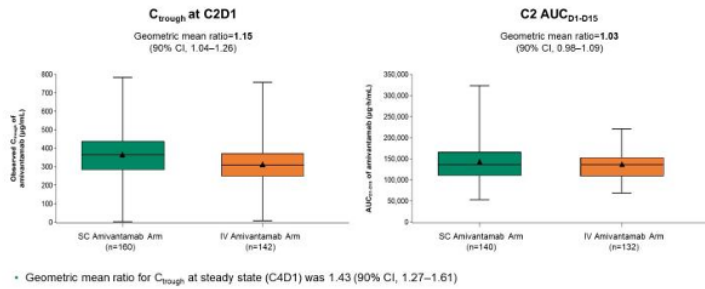
유한양행의 목표주가를 90,000원으로 상향하며, 투자의견 Buy를 유지한다. 렉라자의 파이프라인 가치를 기존의 1.95조원에서 2.5조원으로 약 25% 상향 조정했다. 렉라자, 리브레반트 병용 요법의 PFS가 약 2년 여임을 고려해 1명당 투여 약가를 조정했고, 금번 ASCO에서 발표된 희귀 돌연변이 결과를 반영해, 2차 이상 투여에 희귀 돌연변이 환자를 추가했다.

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,775.8	1,859.0	2,025.7	2,123.9
영업이익	36.0	56.8	98.1	154.2
세전이익	94.9	134.5	140.0	197.8
순이익	95.1	136.1	126.0	179.0
EPS	1,169	1,672	1,548	2,200
증감율	(7.22)	43.03	(7.42)	42.12
PER	46.83	41.15	48.45	34.09
PBR	2.03	2.47	2.59	2.44
EV/EBITDA	50.94	52.69	40.21	28.88
ROE	4.86	6.74	6.01	8.09
BPS	26,973	27,867	28,986	30,789
DPS	365	430	430	430

도표 8. Amivantamab IV vs SC(PK profile)

IV 대비 비열등한 SC의  
PK 데이터

Co-primary PK Endpoints Met Noninferiority Criteria



\* Geometric mean ratio for C<sub>2</sub> trough at steady state (C4D1) was 1.43 (90% CI, 1.27-1.61)

Note: The pharmacokinetic analysis for primary endpoints included all patients who received at least one dose without dose modification and provided the required PK samples through the first required PK sample subsequent to the endpoint. The upper and lower ends of the boxes indicate the 25th and 75th percentiles. The horizontal line within the boxes indicates the median, and the vertical line indicates the 90% CI.

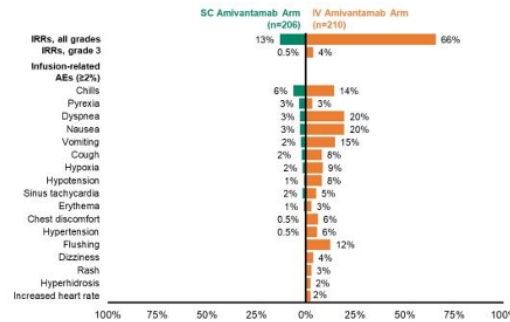
2024 ASCO ANNUAL MEETING #ASCO24 Presentation in property of the author and ASCO. Permission required for reuse. Contact permission@asco.org

자료: &J, 하나증권

도표 9. Amivantamab IV vs SC(안전성 비교)

IRR 빈도 현저히 감소

Incidence of IRR-related Symptoms



- IRRs were observed in 13% of patients in the SC arm vs 66% in the IV arm, representing a 5-fold reduction
  - There were no grade 4 or 5 IRRs
  - Most IRRs occurred during Cycle 1
- IRRs leading to hospitalization were not observed in the SC arm vs 2 events in the IV arm
- No IRR-related discontinuations occurred in the SC arm vs 4 events in the IV arm

Note: The safety population included all of the patients who had undergone randomization and received ≥1 dose of any trial treatment.

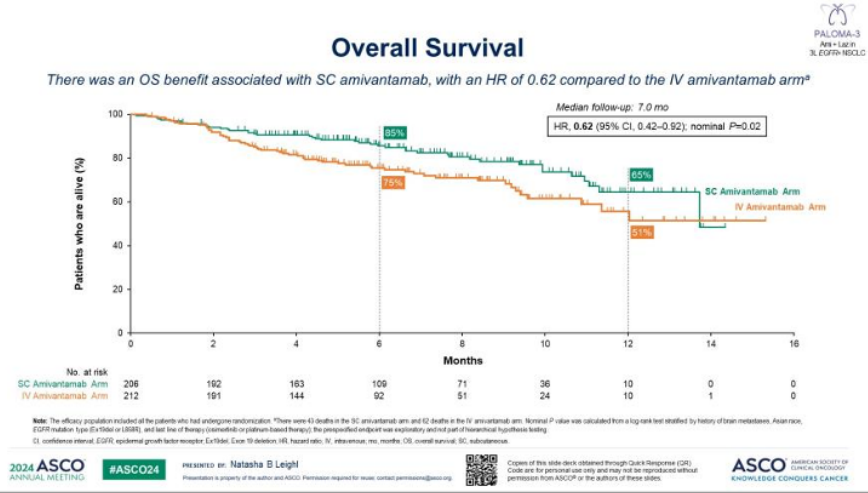
AE, adverse event; IRR, infusion-related reaction; IV, intravenous; SC, subcutaneous.

2024 ASCO ANNUAL MEETING #ASCO24 Presentation in property of the author and ASCO. Permission required for reuse. Contact permission@asco.org

자료: &J, 하나증권

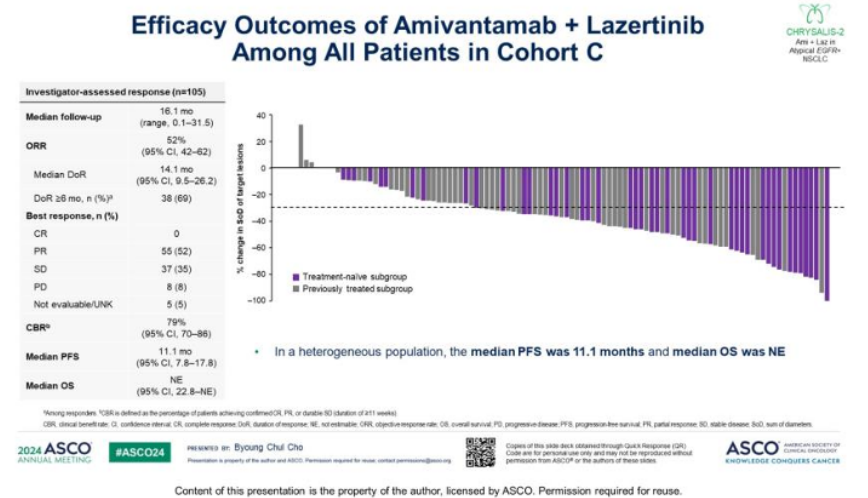
도표 10. Amivantamab IV vs SC(OS)

OS의 연장 확인



자료: J&J, 하나증권

도표 10. CHRYSALIS-2 Cohort C 결과(유효성)



자료: J&J, 하나증권



금호석유

지속되고 있는 업황 개선세

[출처] 신한투자증권 이진명 애널리스트

### 하반기로 갈수록 전 사업부 완전한 회복 전망

이미 시작된 합성고무 턴어라운드와 합성수지 저점 통과로 실적 모멘텀 점차 확대될 전망. 합성고무는 전방 수요 회복 속 제한적인 증설로 타이트한 수급 예상되며 원가 하향 안정화 기대. EPDM은 실적 호조세 지속될 전망이며 NB 라텍스도 수요 회복으로 점진적인 바텀 아웃 예상. 합성수지는 이구환신에 따른 ABS 업황 회복으로 하반기 흑자 기조 지속될 전망

### 지속되고 있는 긍정적인 시그널

5월 SBR 수출가격은 연초 대비 16% 상승하며 전방 수요 회복에 따른 상승세 지속. 4월 글로벌 교체용 (RE) 타이어 수요는 전년동월대비 8% 증가하며 완전한 회복 증명. 향후 이구환신에 따른 중국 자동차 판매 증가로 신차용(OE) 수요도 확대될 전망. 반면 5월 부타디엔(원재료) 가격은 하락 전환했으며 향후 NCC 가동률 회복 등으로 하향 안정화 예상

5월 ABS 가격 및 스프레드는 연초 대비 17%, 35% 상승. ABS(합성수지 매출 60%)는 중국 자동차/가전 교체 수요에 따른 시황 개선으로 2분기 흑자전환 전망. 5월 NB 라텍스 수출가격은 연초 대비 21% 상승했으며 수출량은 4월부터 뚜렷한 개선세 포착. 전방 고객사 재고조정 마무리 및 수요 회복 등으로 가동률 상승 기대되며 점진적인 업황 회복세 나타날 전망

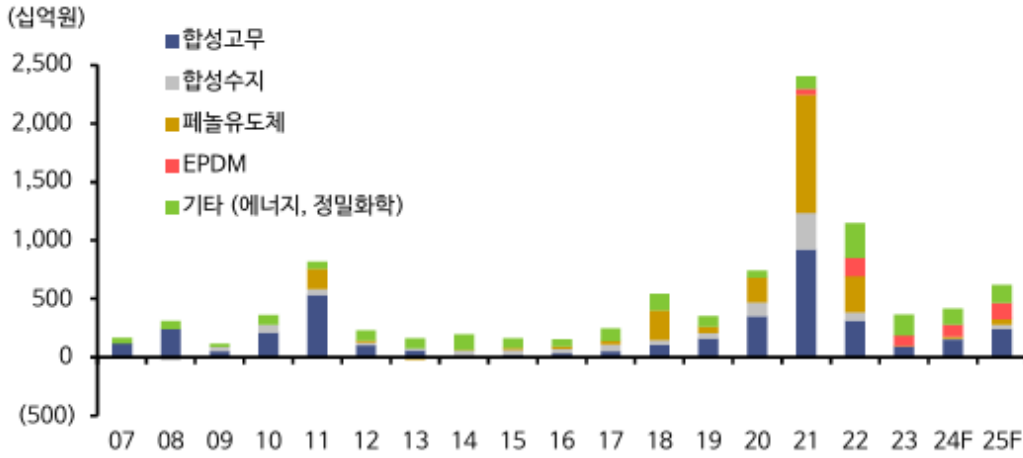
### Valuation

투자의견 '매수', 목표주가 200,000원 유지. 최근 중국 경기 회복 모멘텀 둔화로 업종 투자 심리는 다소 위축된 상황. 그럼에도 합성고무 및 합성수지 펀더멘탈 회복은 현재 진행형이며 경쟁사 대비 차별화된 실적으로 증명될 전망. 현재 PBR 0.7배로 여전히 밴드 하단 수준에 불과

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	7,975.6	1,147.3	1,019.9	4.2	19.0	0.7	2.6	4.3
2023	6,322.5	359.0	446.8	9.8	7.8	0.7	6.4	2.2
2024F	7,148.1	415.7	360.5	13.0	6.0	0.7	6.5	2.0
2025F	8,189.5	618.9	496.7	9.4	7.9	0.7	4.9	2.7
2026F	8,856.9	776.9	622.7	7.5	9.2	0.6	3.8	2.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 금호석유 사업부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정





## 효성화학

모든 사업부문에 대해 전략적 리뷰 시작

[출처] IBK투자증권 이동욱 애널리스트

베트남 자산에 대한 지분 매각 검토

효성화학의 베트남 자산에 대한 지분 매각 이슈 등이 최근 언론에서 언급되고 있다. PP 업황이 여전히 불황 사이클을 지속하고 있는 가운데, 올해 1분기 연결 기준 순차입금이 2.4조원으로 재무구조에 대한 부담이 유지되고 있기 때문이다. 중동 국영 석유업체와 산업통상자원부의 보도자료에 따르면 효성과 파트너사는 베트남 내 화학 플랜트를 기반으로 화학제품과 LPG부문의 역내 지역 사업 협력 기회를 모색하기로 공동투자 양해각서를 체결한 것으로 보인다. 외부에서 MOU의 구속력을 판단하기는 어려우나, 확정될 경우 동사는 부채의 감축과 원재료 기반의 경쟁력을 확보할 전망이다. 한편 동사의 베트남 플랜트는 역내 업체들 대비 Cavern 통합, 원료 조달의 이점, 최신 공법 적용을 통한 원단위 경쟁력, 미래 투자 부지 보유 및 베트남 LPG 수요 증가 등으로 중동의 경우 시너지를 창출할 수 있는 매력적인 자산이 될 수 있다.

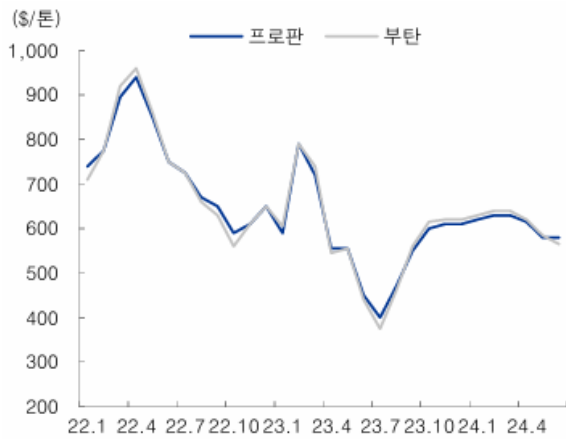
특수가스 지분 매각으로 재무구조 개선 전망

동사는 국내 NF3 등 특수가스사업부문의 지분 매각을 고려하고 있다. 매각 지분율에 따라 재무구조 개선 효과가 차이가 날 전망이다. Kanto Denka Kogyo에 따르면 작년 세계 NF3 수요는 전방 업황 둔화로 전년 대비 약 15% 감소하였으나, 올해는 반도체/디스플레이 업황 회복, 반도체 메모리 단수 증가 및 공정 단계 증가로 인한 가스 수요 증가로 재작년 수요를 회복할 것으로 보인다. 또한 NF3는 AI 시장 확대에 의한 반도체용 수요 증가로 2027년까지 매년 10% 이상의 수요 증가가 예상된다. 높은 수요 성장성, 기존 산업용 가스 M&A 사례의 높은 밸류에이션 적용, 세계 Top-Tier 전자 업체 과점 공급 등을 고려 시 시장의 예상보다 높은 매각가격이 도출될 가능성이 있다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,879	2,792	2,962	2,966	3,082
영업이익	-337	-189	-46	158	197
세전이익	-448	-372	-227	54	75
지배주주순이익	-409	-347	-188	54	58
EPS(원)	-128,166	-104,950	-49,659	14,122	15,346
증가율(%)	-799.9	-18.1	-52.7	-128.4	8.7
영업이익률(%)	-11.7	-6.8	-1.6	5.3	6.4
순이익률(%)	-14.2	-12.4	-6.3	1.8	1.9
ROE(%)	-135.4	-393.1	-943.9	1,118.4	163.2
PER	-0.8	-0.8	-1.3	4.6	4.2
PBR	2.8	5.3	-11.1	7.8	6.2
EV/EBITDA	-56.7	48.6	13.9	6.4	5.7

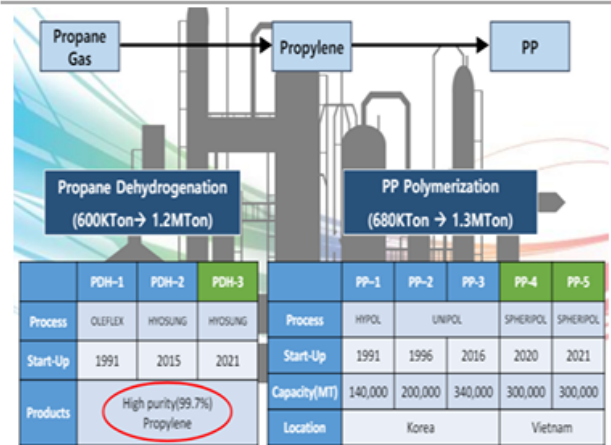
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 사우디 LPG CP 추이



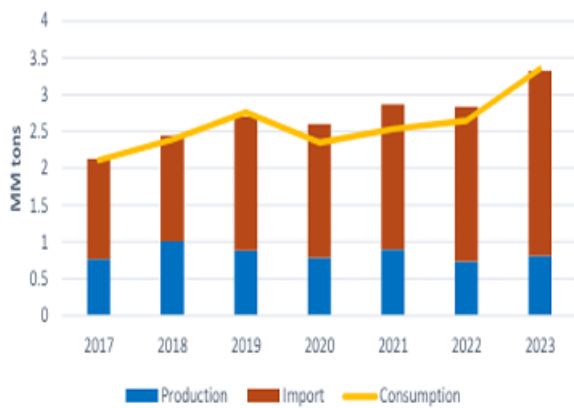
자료: 케트로넛, IBK투자증권

그림 2. 효성화학 PP 밸류 체인



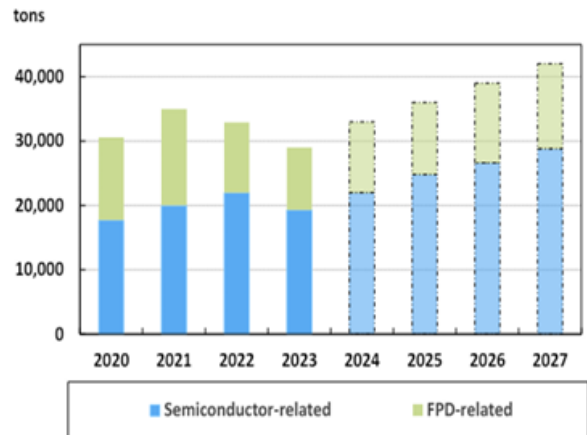
자료: 효성화학, IBK투자증권

그림 3. 베트남 LPG 수급 추이



자료: APEC, IBK투자증권

그림 4. 세계 NF3 수요 추이/전망



자료: KDK, IBK투자증권





아모센스

성장이 보인다

[출처] 신한투자증권 오강호 애널리스트

IT 수요 회복 + 신성장 동력으로 리레이팅 기대

스마트폰 수요 회복과 동시에 신규 디바이스 판매 확대가 긍정적. 자동차 전장 고사양화에 따른 수혜도 주목할 성장Key. 2024년 실적 반등이 예상됨에 따라 투자자 관심 확대 구간으로 판단. 신성장 동력인 스마트 트래커, 디지털키 등 매출 확대 → 밸류에이션 리레이팅 → 주가 우상향 전망 SDV 기반 통신, 모듈 등 IT부품 생산 업체로서 2024년 성장 전망

SDV 시장 개화 수혜 전망. SDV 1) OTA 업데이트, 2) 연결, 3) 데이터 수집 판단으로 소프트웨어 중심의 제어를 의미 → 디지털키 적용 확대에 따른 수혜 구간으로 판단. 2024년 모듈 매출액 771억원(+116% YoY) 전망

신성장 동력 스마트 트래커에 주목. UWB 기술 기반의 정밀 측위 디바이스. 홈, 로봇 등 어플리케이션 및 제품 포트폴리오 다변화로 시장 진입 가속화 기대. 2024년 디바이스&플랫폼 매출액 392억원(+110% YoY) 예상

글로벌 무선충전 시장도 주목. CAGR(2022~30F) 25% 전망. IT, 자동차 등 무선충전 어플리케이션 진입 확장에 따른 성장 가속화. 스마트폰 글로벌 출하량 +5% YoY 전망. 2024년 소재 매출액 203억원(+31% YoY) 기대

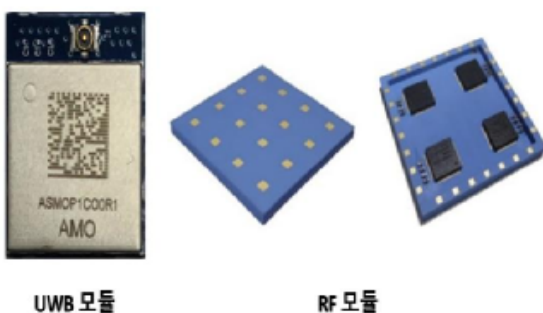
2024년 영업이익 82억원(2023년 8억원 기록) 전망

2024년 매출액 1,433억원(+64% YoY), 영업이익 82억원(+925% YoY) 전망. 영업이익률은 5.7%(+4.8%p YoY) 예상. 이익률 개선의 주요 이유는 전 사업부 매출 확대에 따른 영업 레버리지 효과로 추정. 2024년 예상 실적 기준 P/E 20.1배로 추정. Peer 대비 밸류에이션(P/E 11배) 매력은 높지 않으나 제품 수요 가속화 → 추정치 상향도 충분히 가능하다는 판단

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	63.0	0.9	(0.9)	-	(2.5)	3.6	32.7	-
2023	87.5	0.8	(1.4)	-	(3.8)	3.6	34.9	-
2024F	143.3	8.2	6.3	20.1	15.9	3.0	10.8	-
2025F	178.6	12.9	10.5	12.1	21.8	2.4	7.7	-
2026F	215.2	16.0	13.2	9.6	22.1	1.9	6.2	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 전장 및 RF 모듈 (UWB)

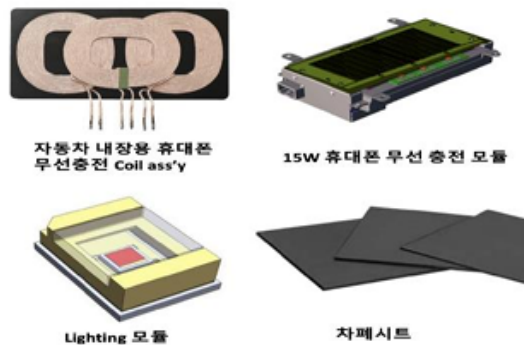


UWB 모듈

RF 모듈

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 무선 충전, IoT 및 차폐시트



자동차 내장용 휴대폰 무선충전 Coil ass'y

15W 휴대폰 무선 충전 모듈

Lighting 모듈

차폐시트

자료: 회사 자료, 신한투자증권



SK텔레콤

지배구조 이슈 부각은 배당 증대 + 주가 상승 유발할 것

[출처] 하나증권 김홍식 애널리스트

매수 유지, 목표가 7만원으로 유지, 12개월/6월 통신서비스 업종 최선호주로 제시

SKT에 대한 투자의견을 매수, 12개월 목표가를 7만원으로 유지한다. 향후 12개월 및 6월 Top pick으로 제시하는 데 추천 사유는 1) SK그룹 지배구조 개편 가능성이 다시 대두되는 양상인데 SKT의 높은 배당금이 유지됨과 동시에 사실상 SK/SKT 주가가 올라야 유리한 구조라 SKT 주가 상승 기대감이 높아질 전망이다이고, 2) 단기 이익 정체가 예상되지만 트래픽 증가를 기반으로 장기 이익 성장을 지속할 것이며, 3) 총주주이익환원 수익률을 감안할 때 절대 저평가 상황이기 때문이다.

최근 그룹 노이즈 해결 방안은 SKT를 비롯한 우량 자회사 배당 확대가 유일  
SK그룹 지배구조 개편 이슈가 재차 급부상중이다. 결국엔 배당금 지불 능력이 높은 SKT가 배당 증대에 나서며 우량 자회사들의 배당이 그룹 총수에게 직접 전달될 수 있는 구조로의 전환을 모색할 가능성이 높다는 판단이다. 따라서 낙관적으로 본다면 주주이익환원에 연간 1조원을 투입했던 지난해 SKT의 주주 이익환원 기조가 향후에도 이어질 가능성이 있다. 어찌 보면 KT/LGU+보다도 더 주주이익환원 증대에 공격적으로 나서야 할 사업자는 SKT인 셈이기 때문이다. 자사주 소각도 좋지만 배당이 재원 마련에 더 효과적이라 배당 증가 가능성을 열어두어야 할 것 같다.

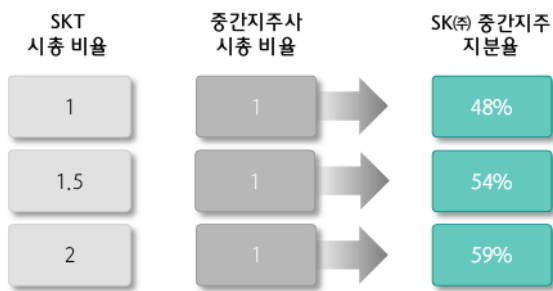
장기적으론 SK스퀘어에 SKT 주식 현물 출자, SK/SK스퀘어간 합병 가능성 존재  
필자는 10여년전부터 SK와 SK CC가 합병하고 SKT가 인적 분할한 후 SK와 SK스퀘어가 합병을 추진할 것 이란 견해를 지속적으로 밝히고 있다. 이 과정 중에 SK가 보유한 자사주를 소각할 수 있고 세금 이슈만 없다면 옵션으로 SK가 SKT 주식을 SK스퀘어에 주식 현물 출자하고 공개 매수를 통해 SK스퀘어 지분 확대에 나설 가능성도 있다고 밝힌 바 있다. 이러한 판단을 하는 이유는 1) SK스퀘어가 배당을 지급하지 못 함에 따라 그룹 총수가 하이닉스 배당금을 받을 수 있는 방법이 필요하고, 2) 설사 차후에 SK스퀘어가 배당금을 지급한다고 해도 이중 과세에 대한 부담이 크며, 3) SK 자사주 소각이 대주주 및 소액주주에게 모두 유리하고, 4) 세금 문제만 없다면 SK의 SKT 주식 현물 출자 후 SK스퀘어 공개 매수 방안이 그룹 총수의 SK 보유 지분을 하락 최소화에도 도움이 될 수 있기 때문이다. 물론 가장 중요한 것은 SK-SK스퀘어간 합병 비율일 것이다. 합병 비율이 유리하게 전개된다면 그룹 총수의 지분을 하락이 크지 않은 상황에서도 하이닉스 배당을 받을 수 있는 구조가 성립되기 때문이다. 이러한 가운데 SK그룹 지배구조 개편 스토리는 SKT 주주에게 장/단기 긍정적 영향을 미칠 전망이다. 당연한 얘기지만 하이닉스 배당은 SK-SK스퀘어간 합병 이후에나 유의미한 변화가 나타날 것인 반면 SKT 배당금은 당장 높은 수준으로 유지되어야 하기 때문이다. 모든 가능성을 열어 놓고 봐도 본 이슈는 SKT에엔 호재임이 분명하다.

## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	17,305.0	17,608.5	17,914.1	17,948.4
영업이익	1,612.1	1,753.2	1,696.1	1,677.5
세전이익	1,236.2	1,488.2	1,393.3	1,377.5
순이익	912.4	1,093.6	1,057.5	1,014.6
EPS	4,169	4,997	4,914	4,724
증감율	(39.06)	19.86	(1.66)	(3.87)
PER	11.37	10.03	10.48	10.90
PBR	0.91	0.94	0.92	0.90
EV/EBITDA	3.84	3.87	3.55	3.47
ROE	7.97	9.63	9.16	8.58
BPS	51,889	53,424	55,846	57,061
DPS	3,320	3,540	3,540	3,540

도표 2. SKT/중간지주 시총 변화 시 SK(주) 중간지주 지분을 변화

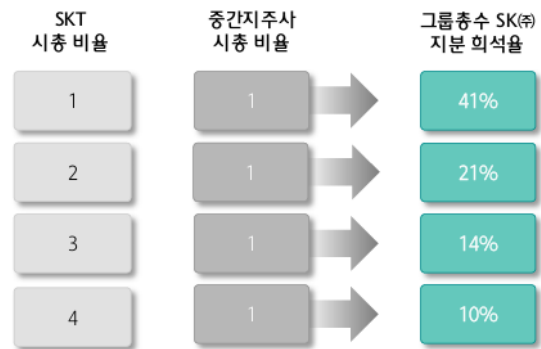


주1: SK 중간 지주사는 SK스퀘어로 가정

주2: SKT대비 중간지주사 시가총액 비율 변화로 산정

자료: 하나증권

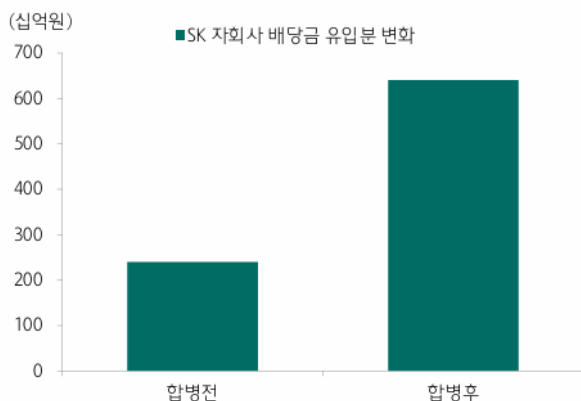
도표 3. SK(주)/중간지주사 합병 시 그룹 총수 지분 희석을 추정



주: SK(주)대비 중간지주사 시가총액 비율 변화로 산정

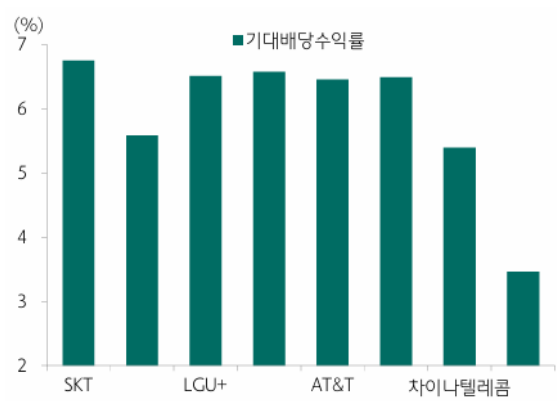
자료: 하나증권

도표 4. 스퀘어 합병에 따른 SK(주) 자회사 배당금 유입분 변화

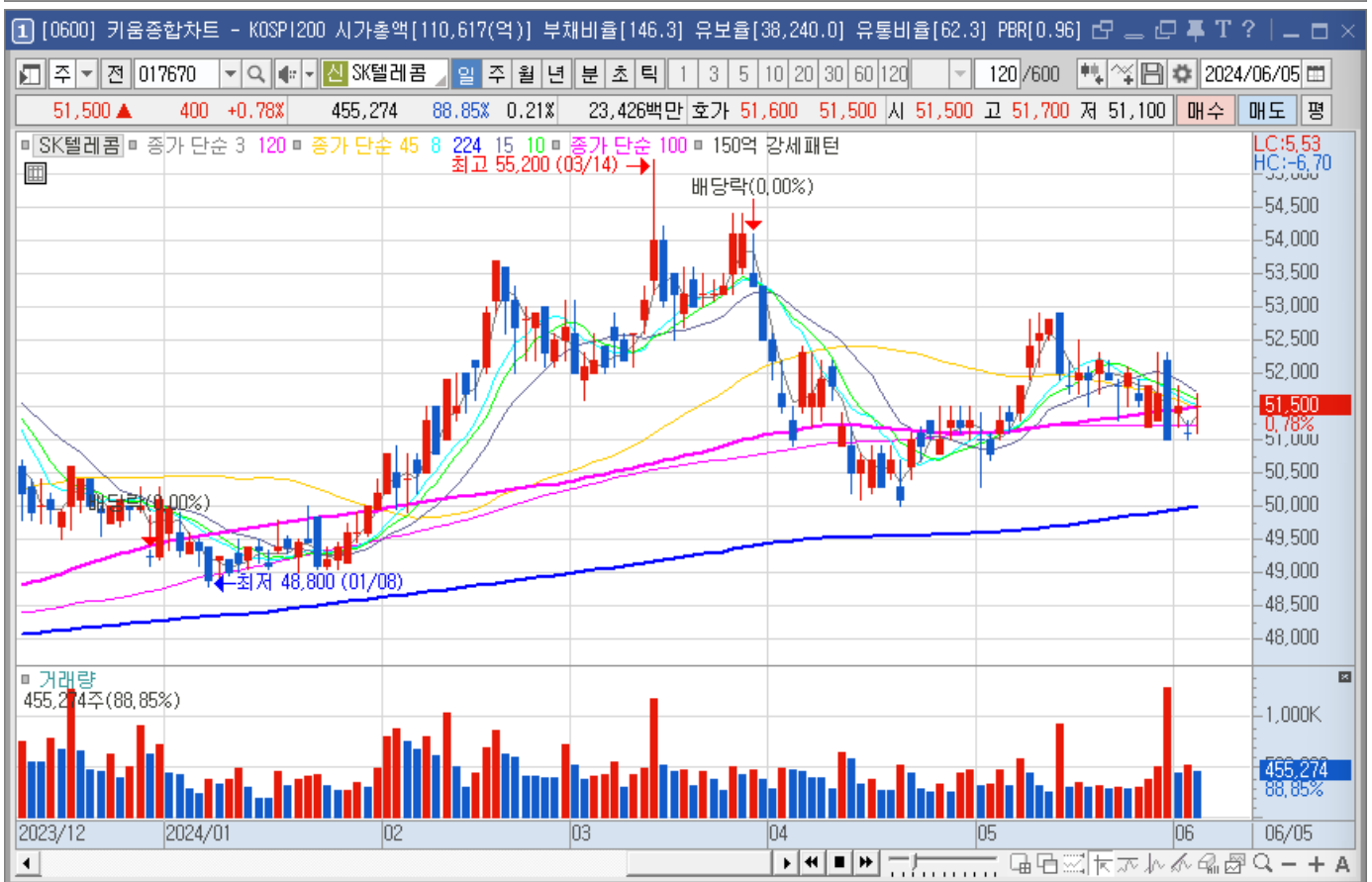


자료: 하나증권

도표 5. 글로벌 주요 통신사 기대배당수익률 비교



자료: Bloomberg, 하나증권



두산  
 투자에 긍정적 시각은 여전히 유효  
 [출처] BNK투자증권 김장 애널리스트  
 업황 부진 이전 수준으로 회귀한 자체사업

자체사업은 2023년 매출이 10% 감소했고, 영업이익은 46.2% 감소했다. 가장 큰 비중을 차지하는 전자 BG가 매출이 14.3% 감소했으며, 반도체와 네트워크용 보드 같은 하이엔드 소재 부진으로 수익성이 크게 나빠졌다. 그렇지만 반도체의 생산성이 올라온 2024년 1분기에는 전자BG 매출이 전년동기대비 9.6% 증가하고, 수익성 좋은 제품 비중이 늘어 자체사업 영업이익은 전년동기대비 46% 증가하여 업황부진 이전 수준으로 회귀했다.

실적 기저효과에 고수익 제품과 매출처 다변화 효과가 있을 전자BG  
 전방산업이 지난해 감산에서 벗어나고, 금년 하이엔드 제품 비중이 지난해 1분기대비 4%p 상승하여 2023년 부진에서 벗어난 전자BG는 반도체용 차세대 제품 매출 확대 기반 마련과 AI 가속기 등 네트워크용 신제품 중심의 매출 구성으로 실적이 개선될 전망이다. 두산의 전자BG는 PCB와 CCL이 5G 무선통신, 초고속네트워크장비, AI, 자율주행&전기차, 로봇 등 다양해지는 사업영역에서 높은 지배력을 유지하며 고부가가치 제품의 비중 증가로 수익성도 높아질 전망이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 250,000원 상향  
 자체사업외에도 두산모빌리티와 두산로지스틱스라는 제2의 두산로보틱스가 비상장으로 존재하며, 주력 자회사가 원전사업 정상화로 수혜가 예상되는 등 기업가치가 더 좋아질 여건이 형성되어 있다. 목표주가를 두달여만에 상향 조정하는데, 주가의 가파른 상승세에도 더 강화될 가능성이 큰 자체사업의 실적 모멘텀과 자회사의 성장가치로 긍정적 시각이 유지될 전망이다.

Fig. 1: 두산 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	16,996	19,130	19,545	20,145	20,828
영업이익	1,126	1,436	1,590	1,699	1,848
세전이익	-286	451	1,147	1,353	1,550
순이익[지배]	-696	-388	88	137	261
EPS(원)	-32,522	-18,133	4,122	6,392	12,204
증감률(%)	적자전환	적자지속	흑자전환	55.1	90.9
PER(배)	-	-	48.5	31.3	16.4
PBR	0.9	1.1	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	8.8	7.2	7.8	7.7	7.4
ROE(%)	-36.0	-22.7	5.3	7.9	13.8
배당수익률	2.4	2.1	1.0	1.0	1.0

자료: 두산, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결



비즈니스온  
 실적 성장만 보아도 매력적인 Valuation



[출처] NH투자증권 심의섭 애널리스트

전자세금계산서 사업을 기반으로 영역을 확장중인 B2B SaaS 기업

국내 1위 전자세금계산서 '스마트빌'을 기반으로 재무, 인사, 전자계약, 데이터 등 기업 활동 전반을 아우르는 다양한 솔루션을 제공하는 B2B SaaS 기업. 2019년 PEF 피인수 이후 적극적인 M&A 전략을 통해 사업 확장을 하였으며, 이후 사업적 시너지 확대를 통한 유기적 성장 지속 중

외형 확대 이후 시작된 사업적 시너지로 전사 실적 고성장

Bolt-on 전략을 통해 기업 활동 전반을 아우르는 SaaS 솔루션 라인업을 갖추었으며, 이후 흡수합병 등을 통한 경영 효율화, Cross-Selling 등 시너지 확대를 통해 사업 전반 성장 지속. 이에 전자세금계산서 사업 외에도 근태관리 솔루션, 전자계약 등 다양한 사업 분야에서 시장점유율 1위 사업자로 성장

고정비성 비용을 넘어서는 매출액만큼 수익성이 높아지는 SaaS 기업 특성 상 매출 성장에 따른 영업레버리지 효과가 지속되며 영업이익률 또한 꾸준히 증가

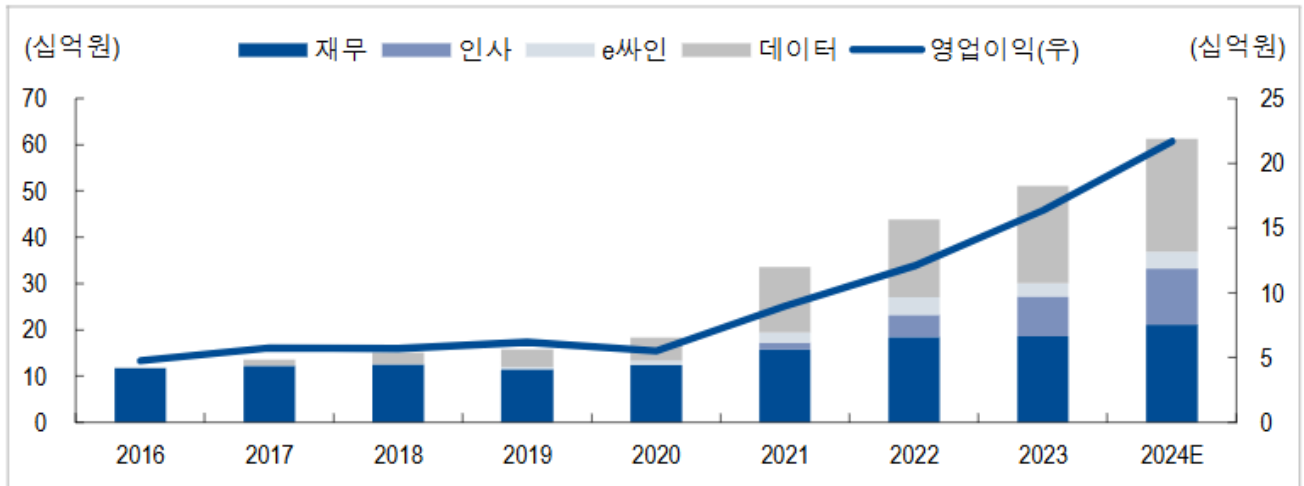
팬데믹 이후 인건비 증가 및 경기 침체 영향 등으로 대부분의 B2B SaaS 기업들이 부진한 실적을 나타내며 업종 전반적으로 de-rating이 지속되고 있으나, 올해에도 최대 실적 경신이 전망되며, 향후에도 안정적인 사업 구조를 바탕으로 꾸준한 성장이 기대되는 바, Valuation Re-rating이 필요한 시점이라 판단

PEF 인수 5년차에 접어들며 매각 가능성 또한 보도되고 있으나, 펀더멘탈 측면에서만 보더라도 실적 성장성 대비 소외되어 있어 관심이 필요한 시점이라 판단

	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	51.1	61.3	72.7	85.4
증감률	16.3	20.0	18.5	17.5
영업이익	16.4	21.7	28.3	36.1
증감률	35.8	32.6	30.3	27.3
영업이익률	32.1	35.4	39.0	42.2
(지배지분)순이익	10.3	15.2	22.4	28.5
EPS	458	675	993	1,264
증감률	-6.1	47.5	47.0	27.3
PER	27.6	20.8	14.2	11.1
PBR	4.0	3.7	2.9	2.3
EV/EBITDA	15.3	13.7	9.9	7.1
ROE	14.9	19.4	23.0	23.2
부채비율	36.9	32.9	28.4	24.7
순차입금	5.0	-11.2	-34.5	-63.2

단위: 십억원, %, 원, 배

## 비즈니스온 사업 부문별 매출액 영업이익 추이 및 전망



자료: 비즈니스온, NH투자증권 리서치본부 전망

