

# 2024.06.13.(목) 증권사리포트

셀트리온

짐펜트라 런칭 성과 그리고 M&A

[출처] 하나증권 박재경 애널리스트

간담회의 메시지: 짐펜트라의 직판, 순항하고 있다

6/11일자로 셀트리온이 서정진 회장을 발표자로 애널리스트, 기관투자자 간담회를 진행했다. 금번 간담회의 핵심 메시지는 짐펜트라의 미국 출시 성과와 전망이다. 셀트리온은 경영진이 직접 미 전역을 돌며 IBD(Inflammatory Bowel Disease) 클리닉 및 대형 병원 2,700개를 방문하며 영업을 진행했다. 마운트 사이나이, 클리브랜드 클리닉 등이 대표적이다. 또한 올해 4월 미국 3대 PBM(Pharmacy Benefit Manager)의 하나인 Express Script의 National formulary에 선호의약품 등재를 완료했다. 보험 커버리지 확대를 위해 나머지 2개 PBM도 6월 하순부터 순차적으로 계약이 완료될 예정이다. 3대 PBM 이외의 주요 payer(군인공제회, Kaiser 등)와의 협상도 완료/진행 단계에 있다. 현재까지 목표하는 2,700개 병원 중 1/3이 처방 중이거나 처방을 확정했다. 환자 수 기준으로는 1,800명에게 투여를 시작했고, 2분기까지 10,000명 투약 시작을 목표하고 있다. 직판 영업에서 가장 중요한 부분은 의사와의 소통과 주요 의사(Key Opinion Leader, KOL) 설득이며, 광고도 활용할 수 있다. 셀트리온은 꾸준히 다수의 세미나를 개최하고 적극적으로 광고를 활용할 계획이다.

M&A를 통해서 기대되는 시너지: 유럽 직판의 점유율 확대

셀트리온이 유럽 제약사 M&A를 고려하고 있다는 내용이 5월에 언론을 통해서 공개됐다. 금번 간담회에서는 M&A를 고려하는 이유와 기대하는 효과에 대한 부분 또한 언급되었다. 유럽 제약사 M&A가 가지는 기대 효과는 번들링 영업을 통한 유럽 시장에서의 점유율 확대다. 프랑스 등 일부 유럽 국가에서 바이오시밀러의 대체 조제를 가능하게 하려는 움직임이 있다. 그렇게 된다면 제품의 선택 권한이 약사에게 있게 돼, 약국에도 영업을 필요한다. 유럽에서는 약국 영업을 위해 케미컬 의약품 포트폴리오가 필요하다는 판단에서 MA가 고려되고 있는 상황이다. 셀트리온은 케미컬 제품 150개 정도를 보유한 로컬 제약사를 인수 후 보로 고려하고 있다고 밝혔다. MA는 홀딩스가 아니라 셀트리온에서 진행할 계획이며 금액은 1조원 내외일 것으로 예상된다. 셀트리온은 현재 자사주를 약 2조원어치 보유하고 있어, MA에는 자사주가 활용될 것으로 예상된다.

셀트리온에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 250,000원 유지

셀트리온에 대해 목표주가 250,000원, 투자 의견 Buy를 유지한다. 셀트리온은 3번째 주가의 분기점을 지나고 있다. 포인트는 짐펜트라와 다수의 신규 시밀러로 급격히 성장하는 25년 실적이다. 짐펜트라의 미국 출시는 순항하고 있으며, 유럽 램시마SC의 매출 호조로 기대감은 높아지고 있다. 2개 PBM 처방목록 추가 등재, 짐펜트라 투여 환자 수 확대 등이 단기 주가의 Catalyst가 될 전망이다.

### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,284.0	2,176.4	3,478.6	4,636.8
영업이익	647.2	651.5	731.0	1,800.0
세전이익	626.2	671.1	710.3	1,732.8
순이익	537.8	535.6	582.0	1,404.2
EPS	3,677	3,639	2,678	6,471
증감율	(7.29)	(1.03)	(26.41)	141.64
PER	43.65	55.37	71.92	29.76
PBR	5.06	2.31	2.16	2.02
EV/EBITDA	26.26	34.30	34.69	18.67
ROE	13.35	5.07	3.38	7.77
BPS	31,719	87,089	89,166	95,161
DPS	361	500	500	500





## 풀어비스

### 다가오는 모멘텀

[출처] NH투자증권 안재민 애널리스트

#### 8월 게임스컴을 기대해보자

풀어비스에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 40,000원에서 50,000원으로 상향. 붉은사막의 게임스컴 출품에 따른 단기 모멘텀과 최근 판호를 발급받은 검은사막 중국 PC버전 출시를 반영하여 2025년 실적 추정치 상향. 동사의 목표주가는 2025년 EPS 2,263원에 Target PER 22배 적용  
 풀어비스는 8월 21~25일 독일에서 열리는 게임쇼 Gamescom2024에서 '붉은 사막'에 대한 플레이 버전을 시연할 예정. 시연버전의 반응이 관찮을 경우 게임스컴 어워드에서 수상을 할 가능성도 있음. 붉은사막은 11월 국내 게임쇼인 지스타에서 추가적인 공개와 함께 출시 일정도 구체화할 예정이며, 마케팅 활동도 본격적으로 시작될 것. 당사는 2025년 2분기 출시를 가정하였고, 2025년 판매량 282만장, 매출 2,007억원으로 추정

6월 중국 판호를 발급받은 검은사막 PC버전은 지난 5월 28일 텐센트의 Spark 2024 행사에서 공개된 하반기 라인업에 이름을 올린 만큼 연내 출시될 예정

#### 2분기 영업적자폭은 크지 않을 전망

풀어비스의 2분기 실적은 매출액 833억원(+6.3% y-y, -2.5% q-q), 영업이익 -26억원(적자지속)으로 영업적자는 불가피하겠지만 당사 기존 추정치 -138억원 및 시장 컨센서스 -76억원보다 적자폭은 줄어들 전망. 1분기에 나타났던 검은사막 모바일 매출 증가는 2024년까지 이어질 것이며, PC버전은 직접서비스 5주년 이벤트로 양호한 매출 성과 기대

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	333.5	335.2	534.7	547.3
증감률	-13.5	0.5	59.5	2.4
영업이익	-16.4	-15.2	136.4	99.9
증감률	적전	적지	흑전	-26.8
영업이익률	-4.9	-4.5	25.5	18.2
(지배지분)순이익	15.2	27.0	145.4	119.6
EPS	237	420	2,263	1,862
증감률	흑전	77.5	438.6	-17.7
PER	163.7	94.4	17.5	21.3
PBR	3.4	3.4	2.8	2.5
EV/EBITDA	227.8	182.8	12.8	15.5
ROE	2.1	3.7	17.6	12.5
부채비율	67.3	64.8	55.4	48.9
순차입금	-280.3	-306.8	-430.6	-543.4

단위: 십억원, %, 원, 배



모아데이터  
 디지털 헬스케어 분야로 진화 중  
 [출처] [하나증권 최재호 애널리스트](#)  
 AI 이상탐지 및 예측 솔루션 전문 기업

모아데이터는 2014년 설립되었으며, AI 기술을 활용한 이상탐지 및 예측 솔루션 제품을 제공하는 기업이다. ICT 인프라의 장애 방지를 위해 2015년 이상탐지 및 예측 솔루션 제품인 AIOps(artificial intelligence for IT operations) '페타온 포캐스터'를 국내 최초로 시장에 출시했다. 빅데이터 및 AI를 활용하여 ICT 시스템의 장애 예측, 선제 대응 해결 등을 위한 제품이며, 현재 약 300여개의 고객사를 확보하고 있다. 최근에는 신체의 이상 여부를 탐지하는 바이오 헬스케어 서비스 분야로 사업을 확장하는 중이다. 2022년 8월 AI 디지털 펫 헬스케어 기업 '세이지앤컴퍼니'를 시작으로 2023년 1월 디지털 헬스케어 전문 기업 '메디에이지'를 인수했으며, 지난 3월에는 신약개발 사업과 의약품 유통 사업을 영위하고 있는 코스닥 상장 기업 '비엘(현 모아라이프플러스)'의 지분 19.2%를 확보하며 최대주주로 올랐다. 1Q24 기준 매출액 비중은 AI 이상탐지 90.2%, 디지털 헬스케어 9.8%다.

#### 디지털 헬스케어 서비스 분야로 포트폴리오 강화 중

모아데이터는 핵심 원천 기술인 이상탐지 및 예측 서비스를 활용해 헬스케어 서비스 분야로 포트폴리오를 강화하는 중이다. 동사와 계열사인 메디에이지가 공동 개발한 '헬스케치'는 신체 센서 데이터 및 건강 검진 데이터 분석을 융합한 디지털 헬스케어 서비스 플랫폼으로 2024 CES에서 최초 공개했는데 디지털 헬스케어 분야에서 혁신상을 수상했다. 서비스 고도화를 통해 올해 하반기 헬스케어 통합 플랫폼으로 정식 론칭할 예정이다. 건강 검진 데이터와 동사가 개발한 웨어러블 디바이스 '플로핏'을 통해 실시간으로 건강 정보를 수집하고, 통합 플랫폼을 통해 검진 분석 및 개인 특화 건강 관리 솔루션을 제공할 예정이다. 개인 맞춤형 영양관리를 위해 건기식 또한 추천 및 유통할 예정이다. 동사와 메디에이지, 모아라이프플러스와의 시너지를 통해 디지털 헬스케어 분야로의 본격적인 확장이 예상되며, 기존 건강 검진 데이터와 실시간 센서 데이터의 융합된 형태로 개인화를 통한 실시간 건강 이상 탐지 및 위험도 분석이 가능하기 때문에 서비스 시장 안착 이후 새로운 성장 동력으로 자리잡을 것으로 기대된다.

#### 2024년 매출액 269억원, 영업이익 15억원 전망

모아데이터의 2024년 실적은 매출액 269억원(+9.6%, YoY), 영업이익 15억원(흑자전환, YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 예년 대비 신규 서비스 개발을 통한 R&D 비용이 추가로 집행될 예정이지만, 기존 본업인 페타온 포캐스터 수요 증가와 보험사 신규 서비스 론칭, 재난 구조 탐색 장비 등 신규 서비스 론칭에 따른 매출 볼륨 확대에 영업레버리지 효과를 누릴 전망이다. ICT 시스템 장애 증가에 따라 지속적인 고객사 저변 확대가 예상되며, 디지털 헬스케어 서비스 시장 안착 이후 성장성이 기대된다.

### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	0	0	22	25
영업이익	0	0	1	(0)
세전이익	0	0	2	(1)
순이익	0	0	2	(1)
EPS	0	0	57	7
증감율	N/A	N/A	N/A	(87.7)
PER	0.0	0.0	40.5	343.6
PBR	0.0	0.0	2.0	2.1
EV/EBITDA	0.0	0.0	15.7	26.4
ROE	0.0	0.0	4.8	0.6
BPS	0	0	1,131	1,137
DPS	0	0	0	0





## 두산

두산로보틱스로 Value Up

[출처] NH투자증권 김동양 애널리스트

Value Up 여력 충분

두산은 두산에너지빌리티, 두산퓨얼셀, 두산팍켈, 두산테스나, 두산로보틱스 등 계열사들과 함께 차세대에 너지, 기계, 반도체를 축으로 성장 모색

두산로보틱스(지분 68.2%) 주가 강세에 따라 보호예수 종료 후 일부 지분 현금화 가능성 고려하면, 밸류업 프로그램에 부응하는 미래성장 전략 제시, 자본 효율 개선, 주주환원 강화 기대. 유통성 위기 이전인 2015~2018년 별도 배당성향 평균은 64%에 달했음(vs. 2020~2022년 평균 13%, 2023년 -32%)

2025년으로 기준연도 변경, 상장자회사 주가 변동, 하반기 신규고객 매출 및 자회사 지분 일부 처분 가능성으로 NAV 대비 목표할인을 축소(55%→50%) 반영 목표주가를 190,000원에서 240,000원으로 상향 조정. 투자이견 Buy 유지

2분기 실적 Preview: 자체사업 개선 중

두산의 2분기 매출액과 영업이익 각각 4조8,272억원(-3% y-y), 3,891억원(-24% y-y)으로 전망

자체사업 영업이익(260억원, +14% y-y)은 전자부문 폴더블폰 신제품 양산 대응 통한 성장과 수익성 개선 전망. 하반기 신규고객 매출 확대 여부에 따라 연간 경영목표(매출액 4.7% 성장 및 고부가제품 비중 72%(+8%p y-y)) 초과달성 기대. 투자 없이 기존 설비로 대응 가능하며, 전방산업 반도체 업황 부진에 따른 감익에서 3년만에 회복 기대

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	19,130	19,198	21,257	22,358
증감률	12.6	0.4	10.7	5.2
영업이익	1,436	1,499	1,880	2,085
증감률	27.6	4.4	25.4	10.9
영업이익률	7.5	7.8	8.8	9.3
(지배지분)순이익	-388	306	559	687
EPS	-24,026	17,970	33,281	41,035
증감률	적지	흑전	85.2	23.3
PER	N/A	11.2	6.1	4.9
PBR	1.2	4.5	3.0	2.1
EV/EBITDA	6.7	7.9	6.8	6.1
ROE	-22.7	23.7	46.2	38.6
부채비율	152.4	156.0	152.4	144.5
순차입금	2,960	4,706	4,145	3,354

단위: 십억원, %, 원, 배





와이씨켄

다재다능, 팔방미인 소재업체

[출처] 현대차증권 광민정 애널리스트

투자포인트 및 결론

동사의 주요 투자 포인트는 1) HBM 공정상 선단 공정이 중요해짐에 따라 주요 고객사의 EUV 적용 layer 스텝수 증가 및 캐파 확대에 따른 독점적인 TSV PR 매출 증가, 2) AI 반도체 시장 개화에 따른 EUV와 ArF PR 시장의 성장 기대와 더불어 동사의 EUV 및 ArF 린스에 대한 글로벌 반도체 고객사들의 채택 가능성 확대, 3) 1c DRAM 양산에 MOR을 적용하려는 글로벌 메모리 업체들의 움직임에 따라 MOR PR용 신너와 현상액에 대한 실적이 2025년부터 본격적으로 반영될 것으로 기대되며, 4) 반도체 웨이퍼 특수 세정장비 및 고선택비 인산 농도 분석 장비에 대해 개발 진행 중으로 2024년내 두 장비 모두 고객사향 매출이 발생할 것, 5) 2024년 5월 미국 정부가 SKC 계열사인 애플리스 조지아 공장에 보조금을 지원하기로 함에 따라, 동사의 유리기판 관련 소재 부문 역시 향후 추가적인 실적의 리레이팅 요소가 될 것으로 기대된다는 점

주요이슈 및 실적전망

일본 TOK에 따르면, AI 반도체 시장 성장에 힘입어 EUV PR 매출이 전년대비 35% 증가하며, ArF PR 시장도 성장할 것으로 예상함. AI 반도체로 대표되는 GPU, NPU는 가장 최근 제품 기준으로 4~5nm 공정으로 생산되는데, 선단공정 제품일수록 DUV 공정 스텝수도 늘어난다는 점에서 ArF PR 역시 성장 기대. 동사는 현재 독점적으로 공급하고 있는 TSV PR 공급량 증가 및 국내 반도체 업체들의 AI 반도체 시장 성장에 따른 ArF PR용 Rinse 매출 증가 외에, 1c DRAM 양산에 MOR을 적용하려는 글로벌 메모리 업체들의 움직임에 따라 MOR PR용 신너와 현상액에 대한 실적이 2025년부터 본격적으로 반영될 것으로 기대됨. 이를 위해 동사는 지난 2023년 JSR의 자회사인 Inpria 특허에 대해 고객사들에게 팔 수 있는 global

patent license를 취득하여 EUV MOR PR용 신너와 현상액을 양산하기 시작함. 궁극적으로 AI 반도체 구현을 위한 핵심 소재업체인 동사의 역할이 매우 커질 것으로 전망됨  
 또한 반도체 웨이퍼 특수 세정장비 및 고선택비 인산 농도 분석 장비 개발 진행 중으로 2024년내 두 장비 모두 고객사향 매출이 발생할 것으로 기대되며, 텅스텐 CMP 슬러리 역시 반도체 미세화에 따라 장기적인 성장이 기대됨

주가전망 및 Valuation

2024년 실적은 매출액 750억원(+20.4% yoy), 영업이익 -37억원으로 적자 축소. 2025년부터 흑자전환 기대

목표주가 36,000원, 투자의견 '매수' 제시, 목표주가는 2025~2026년 평균 EPS에 TOK 12M Forward P/E 15% 할인적용하여 산정함

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	82	5	4	10	460	흑전	24.9	1.7	12.8	8.7	0.9
2023	62	-8	-6	-3	-599	적전	NA	1.9	NA	NA	0.0
2024F	76	-3	-4	2	-421	적지	NA	4.4	145.5	NA	0.0
2025F	98	10	7	16	693	흑전	35.2	3.9	17.6	11.7	0.0
2026F	126	20	16	26	1,555	124.3	15.7	3.1	10.2	22.1	0.0

\* KIFRS 개별 기준



휴젤

긴 터널의 끝

[출처] 다올투자증권 박종현 애널리스트

## Issue

미국 USITC 메디톡스/휴젤 간 예비판결 결과 업데이트

## Pitch

USITC 예비판결에서 동사가 무역법 337조를 침해하지 않았다는 판정. 예비판정 승소에 따라 동사 북미 사업 불확실성 해소. 북미 사업 가치 4천억원 반영한 SOTP 35만원 상향(Upside +64%), 투자 의견 BUY 유지

## Rationale

6/10일 USITC는 예비 판정 결과에서 휴젤이 무역법 337조를 침해(No violation)하지 않았다는 판결을 내림. 휴젤 ITC 승소로 가닥을 잡으며, 북미 사업에 대한 불확실성이 해소. 남은 절차는 4개월 뒤 ITC 위원회의 최종 판정과 대통령 명령

휴젤 레티보는 북미에 허가받은 6번째 미용 특신. Evolus Jeuveau 대비 Revance Daxxify의 낮은 침투율은 900kDa 특신의 오랜 기간 인정받은 효과성과 안정성, 인지도에 기인. 동사는 2H24E 중 파트너십 체결 예정으로 북미 사업 가치 4,350억원 산정. 2030E 북미 MS 8% 가정하며, 신공장 및 미국 특신 개발 감가상각비에 따른 영업 레버리지로 북미 사업 EBIT Margin은 86%까지 점진적 증가 전망

북미 사업 가치 SOTP로 반영하여 적정 주가 기존 27만원 대비 상향된 35만원(Implied PER 39.5배), 투자 의견 BUY. 2024.05월 관세청 기준 중국향 특신 수출 9.4백만달러로 YoY +88% 기록하며, 1Q24 부재했던 동사 중국 매출 기대감 존재. 동사 주가는 전년 저점 대비 +100% 상승했으나, 2016 - 2018년 특신 업종의 평균 PER 대비 저평가 국면이며, 2024E EV/EBITDA는 13.9배에 불과. 과거 대비 특신 업종의 경쟁 강도 소폭 심화되었으나, Galderma/메디톡스 외 후속 업체 진출 제한적 판단하여, 특신 시장은 여전히 과점 시장으로서 안정적인 MS 확보 가능

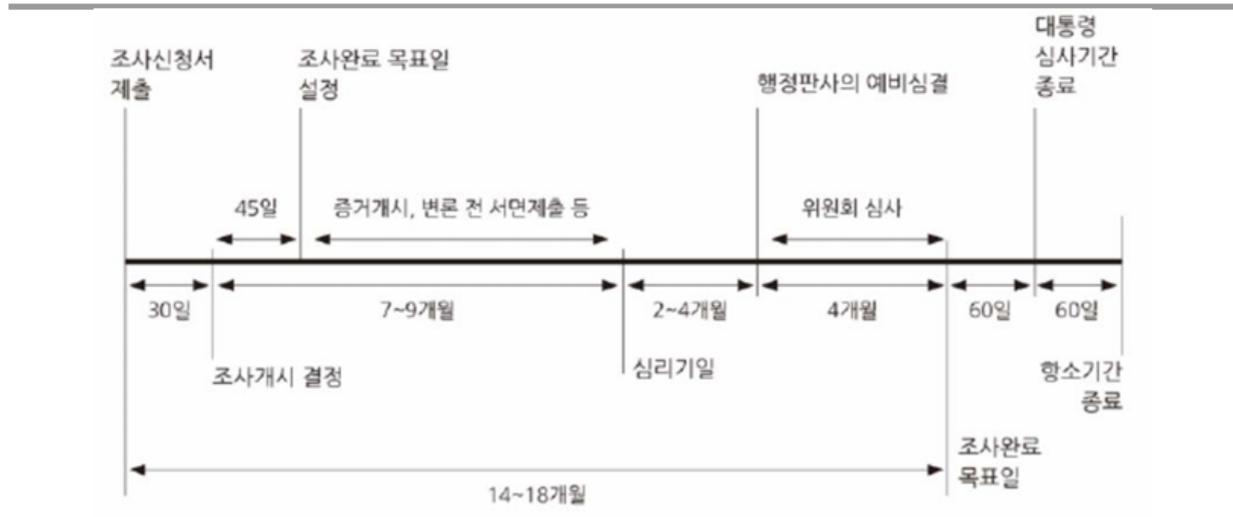
Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	282	320	368	430	484	545	613
영업이익	101	118	137	171	193	218	245
EBITDA	115	132	153	189	213	240	269
지배주주순이익	57	93	106	134	149	166	184
자산총계	1,050	929	1,036	1,175	1,328	1,499	1,688
자본총계	849	780	886	1,020	1,169	1,335	1,519
순차입금	(411)	(386)	(439)	(519)	(611)	(716)	(836)
매출증가율	21.5	13.5	15.2	16.9	12.5	12.5	12.6
영업이익률	36.0	36.8	37.2	39.7	39.9	39.9	39.9
지배순이익률	20.4	29.1	28.9	31.1	30.8	30.4	30.0
EPS증가율	(0.7)	67.4	14.3	25.9	11.4	11.0	11.0
ROE	7.7	12.7	14.1	15.3	14.8	14.3	13.9

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 1: USITC의 일반적인 특허침해조사 절차



Source: 대법원 사법정책연구원, 다올투자증권



에스티아이  
 위만 볼 수 있는 자리 (25E P/E 6.9배)  
 [출처] [다올투자증권 고영민 애널리스트](#)

Issue

2H24/25년 전망 및 단기 투자전략 제시

Pitch

2H24 중 대규모 인프라 프로젝트 시작과 더불어 Reflow의 신규 고객사 확대, 세정 장비의 신규 퀵 및 수주가 확인될 전망. 인프라 만으로도 현재의 주가(P/E, 24E 9.6배/25E 6.9배)는 극심한 저평가 수준임을 주목. Reflow와 세정 장비의 신규 수주는 25년 추정치 업사이드 요인임을 감안할 때, 6월은 강한 비중확대가 유효한 타이밍. 적정주가 5.3만원, 소부장 최선호주 유지

Rationale

24년 매출액 4,853억원(+52%, 이하 YoY), 영업이익 588억원(+146%) 전망. 2분기부터 전방 인프라 투자 지연 없이 진행될 예정이며, 2H24로 갈수록 가파른 계단식 회복세. 다수의 신규 인프라 프로젝트 수주 유력

삼성전자와 SK하이닉스 모두 과거 대비 현 시점에서의 인프라 공간 여력을 계산했을 때, 현재 수준의 공간은 2H25부터 캐파 확대의 어려움을 겪을 수 있는 상황. 신규 인프라 기획이 2H24부터 시작되면, 진행률 기준 매출 인식인 동사의 경우 25년부터 빠르게 수주 및 매출 인식 시작. 25년 인프라(CCSS) 매출액 4,720억원 전망(최대치 경신)

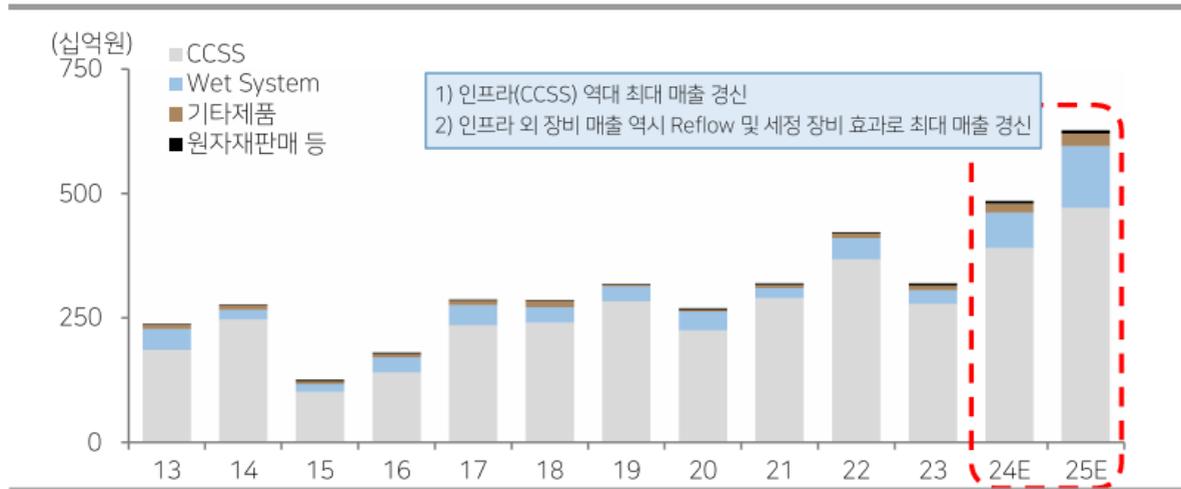
Reflow의 경우, 기존 국내 고객사의 HBM3E 캐파 확대 과정에서 23년 대비 많은 규모의 추가 수주 예정 (24년 매출액 357억원 추정, 23년 88억원). 더불어 해외 비메모리 OSAT향 신규 타입 Reflow 수주와 해외 메모리 고객사향 첫 수주 시점도 3Q24로 가시성 높은 상황. 세정 장비 또한 국내 메모리 고객사향 3개 아이템 동시 공급 가능성 기대

25년 매출액 6,274억원(+29%), 영업이익 901억원(+53%) 전망. 국내외 고객사향 가능성 높은 인프라 추가 수주(1,500억원 이상 규모로 추정)는 아직 추정치에 미반영. Reflow와 세정 장비 역시 첫 수주 확인 이후 추정치 반영 예정이라는 점에서 큰 폭의 추정치 업사이드 요인 존재

Earnings Forecasts		(단위: 십억원,%)					
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	320	422	319	485	627	740	844
영업이익	26	35	24	59	90	97	132
EBITDA	30	39	28	63	95	101	136
지배주주순이익	23	30	24	56	78	81	109
자산총계	337	329	316	367	436	514	636
자본총계	195	219	238	276	351	429	535
순차입금	6	(16)	(19)	(38)	(92)	(166)	(294)
매출증가율	18.7	32.2	(24.4)	51.9	29.3	18.0	14.0
영업이익률	8.0	8.2	7.5	12.1	14.4	13.1	15.6
지배순이익률	7.3	7.1	7.5	11.6	12.4	11.0	12.9
EPS증가율	112.6	28.7	(19.3)	134.2	37.9	4.4	33.7
ROE	12.6	14.4	10.5	22.0	24.8	20.8	22.5

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 1: 부문별 매출액 추이 및 전망



Source: 에스티아이, 다올투자증권 추정

