

# 2024.06.25.(화) 증권사리포트

삼성전자

2Q24 실적 Preview와 하반기 전망

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

2Q24 영업이익 8.4조원 예상: 반도체 상향, 스마트폰 하향 조정

2Q24 매출액을 73.5조원으로 3% 상향(Memory 5% Up, SDC 14% Up), 영업이익을 8.4조원으로 8% 상향(Memory 19% Up, SDC 6% Up, MX -9% Down) 조정한다. 반도체는 메모리 가격 상승폭이 더 높아진 점을 반영한 것이며, SDC는 아이패드 생산, 점유율 상승, 환율 상승 덕분에 매출액이 기대 보다 높을 전망이다. 그러나 SDC 수익성은 YoY 하락할 전망이다, 수익성 낮은 Rigid 위주로 매출비중이 상승하였기 때문이다. 스마트폰의 경우 판매량은 5천3백만대(-12%QoQ, flat YoY) 예상되며, S24 판매가 전작 대비 1백만대 더 높아 ASP(7% YoY)가 양호하여 매출액은 YoY 성장하나, 수익성은 반도체 가격 상승에 따른 원가율 상승으로 하락 예상된다.

하반기 메모리 가격 불투명, AI 노출도 확대 여부가 관건

소비경기 악화와 고객사들 보유 재고가 이미 높은 수준이고, 현물가격이 정점을 기록했다는 점에서, 하반기 메모리 가격 추가 상승 여력은 적어 보인다. 그러나 AI 서버 인프라 투자 붐에 따라 관련 고용량 메모리 특수는 지속될 전망이어서, 동사도 HBM3E, 128GB 고용량 DRAM 매출을 언제 본격적으로 늘릴 수 있느냐, 그리고 현재 TSMC가 독점하고 있는 AI칩 수주 확보 여부가 관건이 될 전망이다.

목표주가 93,000원 유지, 하반기 저평가 국면에서 벗어나길 기대

메모리 가격 상승 덕분에 분기 실적 개선에도 불구하고, End Demand 부진이 지속됨과 전세계 AI 특수 흐름에서 상대적으로 소외된 점 때문에, 동사 주가는 Global Peers 대비 Underperform하고 있다. 최근 경영진 변경과 제조 역량 강화에 따라, 향후 경쟁력 회복을 기대하며 조심스러운 낙관을 유지한다. 투자 의견 '매수'를 유지한다.

Fig. 1: 삼성전자 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	302,231	258,935	305,740	326,584	333,116
영업이익	43,377	6,567	37,806	45,259	38,774
세전이익	46,440	11,006	42,084	50,554	44,926
순이익[지배]	54,730	14,473	35,396	37,796	33,588
EPS(원)	8,057	2,131	5,211	5,564	4,945
증감률(%)	39.5	-73.6	144.5	6.8	-11.1
PER(배)	6.9	36.8	15.4	14.4	16.2
PBR	1.1	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	3.4	10.0	5.7	4.9	4.9
ROE(%)	17.1	4.1	9.7	9.5	7.8
배당수익률	2.6	1.8	1.8	1.8	1.8

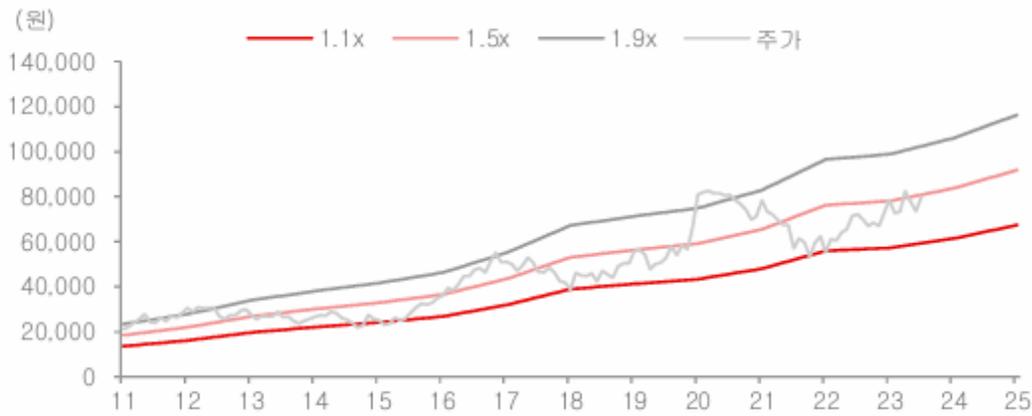
자료: 삼성전자, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 4: 삼성전자 주가와 필라델피아반도체 지수 - 괴리도 확대



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 5: 삼성전자 주가 및 P/B 밴드 - 과거 평균 이하에서 거래 중



자료: BNK투자증권



6월 21일자로 리가켄바이오는 국내외 증권사 애널리스트들을 대상으로 ADC 산업 동향과 리가켄바이오의 중장기 사업개발 전략 등을 소개하는 간담회를 진행했다. 2021년 이전 리가켄바이오의 사업개발 전략은 초기 단계 물질과 플랫폼 기술이전에 집중되어 있었다. 하지만 초기 단계/플랫폼 기술이전을 통해 원개발사가 가져올 수 있는 이익에는 분명한 한계가 있고 플랫폼 기술이전은 한정된 타겟을 가지고 경쟁해야 하는 현 ADC 시장 상황에서 잠재적 경쟁자를 늘리는 결과를 만들 수 있다. 이러한 이유 때문에 리가켄바이오는 2021년 이후 매년 1개 이상의 자체 파이프라인을 확보하고 임상에 진입하겠다는 VISION2030을 공개했던 바 있다. 금번 애널리스트 간담회에서 리가켄바이오는 오리온 유상증자를 통해 확보한 실탄을 바탕으로 더욱 공격적으로 바뀐 VISION2030을 공개했다. 2030년까지 로열티를 수령하는 상업화 단계의 품목 5개를 확보하고(HER2 ADC, 항생제, IPF: BBT-877), 독자 임상 파이프라인은 2027년까지 5개로 늘리며, 매년 3~5개 파이프라인에 대한 IND(Investigational New Drug)를 신청한다는 계획이다. 더불어 미래먹거리로는 신규 payload를 확보하겠다고 밝혔고, 현재 항체를 도입하고, 수익을 배분하는 형태에서 항체의 완전 권리를 도입하거나, CRO를 활용하는 전략으로 전환할 계획이다. 기술이전 전략에서도, 현재는 mid-late stage 파이프라인의 기술이전과 빅파마 중심의 플랫폼 기술이전을 지향하고 있으나, 향후에는 파이프라인과 플랫폼을 결합한 Package Deal(MSD-Kelun의 딜이 대표적 예)까지 확장하려는 목표를 가지고 있다고 밝혔다.

Next Drivers: CLND18.2, L1CAM, CD20xCD22, novel targets payload

금번 애널리스트 간담회에서는 더불어 리가켄바이오의 Next Driver가 될 수 있는 파이프라인들에 대한 내용도 소개됐다. LCB02A는 Claudin18.2 항체에 BG linker, exatecan을 적용한 ADC 파이프라인이다. Claudin18.2 타겟으로는 다수의 ADC의 개발되고 있다. LCB02의 강점은 신규 링커를 기반으로 한 넓은 Therapeutic window로, 마우스 실험에서 480배까지 확인되었다. LCB97은 L1CAM 항체에 BG linker를 적용한 ADC 파이프라인이다. L1CAM은 세포 표면에 발현된 단백질로, 세포 증식과 암 전이와 관련된 EMT(Epithelial Mesenchymal Transition)을 촉진하는 것으로 알려져 있다. 신경모세포종, 췌장암, 난소암, 폐암 등의 타겟이 될 것으로 기대된다. LCB36은 CD20, CD22 이중항체에 dPBD를 적용한 ADC 파이프라인으로 CD20(+) ALL(Acute Lymphoblastic Leukemia)와 R/R NHL(non Hodgkins Lymphoma)을 적응증으로 한다. 현재 CD20, CD22를 타겟하는 ADC로는 Pfizer의 Besponsa가 승인을 받았으며, ADC Therapeutics의 ADCT-602 등의 파이프라인이 개발되고 있다. 하지만 여전히 내약성이 문제가 되고 있으며(TI가 여전히 좁음), 기존의 ALL 치료에도 재발하는 환자의 비율이 높다. CD20과 CD22는 기존 ALL 치료제의 타겟과 B-cell 내에서 발현이 겹치지 않고, CD20과 CD22는 서로 보완적인 발현을 보이고 있어 기존 치료제에도 재발한 ALL 환자를 대상으로 활용될 수 있을 것으로 기대된다. 더불어 금번 간담회에서는, 리가켄바이오의 신규 payload 개발 전략이 공개됐다. 첫 번째는 신규 TOP1 inhibitor의 개발이다. 리가켄바이오는 LCB37이라는 신규 Topo1 inhibitor payload를 개발하고 있다. 현재 다수의 파이프라인들이 특허가 만료된 Daiichi Sankyo의 Exatecan을 payload로 활용해 ADC를 개발하고 있다. 하지만 Exatecan과 Deruxtecan (Enhertu의 payload)은 핵심 스캐폴드 구조가 동일해, Enhertu의 payload로 인한 내성 환자에게는 사용하기 힘들 것으로 예상된다. 따라서 스캐폴드가 다른, 신규 Topo1 inhibitor 개발이 필요한 상황이다. 이외에도 STING agonists인 LCB39 또한 개발 단계에 있다. Mersana/GSK가 23년 STING agonist payload를 적용한 XMT-2056(HER2/STING agonist ADC)의 임상 개발을 중단하는 등 STING agonist payload를 적용한 시도의 임상 결과는 아직까지 긍정적이지 않다. 리가켄바이오의 LCB39는 STING 결합력을 높여 효능이 기존 대비 강하고, 정상세포 세포 투과도를 낮춰 안전성 부분을 개선한 payload다. 기존 STING agonist payload의 한계점을 해결할 수 있을 것으로 기대된다.

24년~5년 다수의 파이프라인 임상 진입 결과 발표 예정

24~25년은 리가켄바이오 파이프라인의 성과가 본격적으로 확인되는 시기가 될 전망이다. JJ에 기술이전한 LCB84(Trop2 MMAE ADC)는 올해 10월 임상 1상의 환자 모집을 개시했다. 24년 1상을 종료하고 25년 2상 진입을 목표하고 있다. Cstone에 기술 이전한 LCB71(ROR1, pPBD ADC)는 작년 3월 임상 1상에 진



도표 4. Claudin 18.2 ADC 주요 파이프라인 현황

제품명(성분명)	기업명	단계	승인 적응증/임상현황	Linker	Payload
CMG901/AZD0901	Astrazeneca (KYM에서 L/I)	2상	고형암(2상). 단독요법으로 2022.4.19 FDA 패스트트랙 희귀의약품 지정.	cleavable linker	MMAE
SKB315/MK-1200	MSD/Kelun Biotech	2상	고형암(2상)	N/A	TOPOi
LM-302/BMS-986476	BMS/LaNova	3상(중국) 2상(중국)	위/위식도암(3상, 중국), 위/췌장암(2상, toripalimab 병용, 중국)	N/A	MMAE
SHR-A1904	Merck KGaA (Jiangsu HengRui에서 L/I)	1/2상	진행성 고형암(1/2상)	N/A	exatecan
SOT102	SOTIO	1/2상	위암, 췌장암(1/2상) 22년 3월 임상 1상 시작	Pentaglycine-EDA	PNU-159682

자료: 각 사, ClinicalTrials, 하나증권

도표 12. 리가켄바이오 주요 마일스톤

파이프라인	적응증	1H24	2H24	25
HER2 - MMAF ADC(복성제약)	유방암	임상 3상 진행		BLA 신청(조건부)
CD19 - pPBD ADC(Iksuda)	ALL, NHL, CLL, DLBCL 등	임상 1상 진행		
ROR1 - pPBD ADC(Cstone)	CLL, MCL, ALL 등	임상 1상 결과 발표(ASCO)	임상 1상 결과 발표 (ESMO, ASH)	임상 2상 진입(E)
HER2 - MMAF ADC(Iksuda)	유방암	임상 1a상 진행	임상 1a상 종료, 1b 시작	
Claudin18.2 ADC(자체개발)	위/위식도암 추정			임상 1상 IND 진입(E)
L1CAM ADC(자체개발)				임상 1상 IND 진입(E)
B7-H4 ADC (자체개발)			임상 1상 IND 신청(E)	임상 1상 IND 진입(E)
Trop2 - MMAE ADC(자체개발)	고형암/혈액암	임상 1/2상 진행	임상 1/2상 종료	임상 2상 진입(E)

자료: 리가켄바이오, 하나증권



에스피소프트

기업용 코파일럿 유통

[출처] IBK투자증권 이건재 애널리스트

가비아 그룹 내 가장 큰 시총 규모

동사의 최대주주인 가비아는 IT 산업내 높은 시장 레퍼런스를 보유한 기업으로 IT인프라(도메인, 호스팅, 클라우드 등) 솔루션을 공급하는 사업을 영위중이며 상장된 종속회사 3개를 보유중. 동사는 한때 가비아 그룹 중 가장 큰 시가총액을 나타냈으며 상장 이후에도 지속적인 시장 러브콜 이어지고 있음

### 2개의 핵심 사업부

동사가 영위하는 사업은 SPLA사업과 클라우드 사업으로 구분할 수 있음. SPLA(Service Provide License Agreement)사업은 마이크로소프트 서버 관리 소프트웨어를 영구 라이선스로 판매 하는게 아닌 사용기간 단위로 판매하는 사업. 국내에 마이크로소프트 서버 소프트웨어 SPLA 사업자는 2곳으로 이중 동사가 국내 시장 70%를 점유하고 있어 국내 서버시장 확대에 따른 안정적 매출 이어질 것으로 기대됨. SPLA 사업 연간 매출액은 약 200억원에 OPM은 4 ~ 6% 수준인 것으로 판단됨

클라우드 사업은 동사가 영위하는 사업 중 가장 높은 영업이익률을 나타내는 사업으로 주된 고객사는 국내 웹하드 기업들임. 웹하드 고객들은 방대한 양의 데이터를 클라우 서버에 보관하고 있어 관리비용이 많이 발생하는데 동사의 클라우드 서비스를 이용할 경우 중복 데이터를 제거하고 관리할 수 있어 효율적인 서버 운영이 가능해 비용 절감 효과가 나타난다. 연간 매출액은 약 100억원 OPM은 두 자릿 수 수준

### 국내 MS Copilot 확대 첨병

동사는 MS의 AI솔루션인 코파일럿의 국내 SPLA 유통을 담당하고 있으며 향후 기업 고객들의 니즈가 강화될 가능성 있어 시장이 주목하고 있는 것으로 판단됨. 동사는 기업용 코파일럿 국내 보급 확대를 위해 MS와 관련 세미나를 개최하며 AI를 적용을 통한 업무 효율성 개선 특화 솔루션을 지속적으로 소개할 것으로 예상됨

(단위:십억원배)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	26	24	0	33	35
영업이익	2	1	0	5	5
세전이익	2	1	0	5	5
당기순이익	1	0	0	4	4
EPS(원)	223	83	0	199	207
증가율(%)	10.8	-62.8	-100.0	0.0	3.7
영업이익률(%)	7.7	4.2	0	15.2	14.3
순이익률(%)	3.8	0.0	0	12.1	11.4
ROE(%)	29.7	8.9	0.0	15.2	14.7
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	-2.6	-2.3	0.0	-1.8	-2.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상



## 에이템

소형 변압기 독보적 경쟁력 보유, 전기차 진출 기대

[출처] 하나증권 김성호 애널리스트

평판형 트랜스 제조 전문 업체, 45W 충전기 고객사 독점

에이템은 소형화, 효율 및 출력 향상이 가능한 트랜스(소형 변압기, Transformer)를 핵심 기술기반으로 제조하는 전문 업체이다. 트랜스는 충전기 내 전력을 변환시켜주는 핵심 부품으로 스마트폰을 포함해 TV 등 일반 전자기기, 전기차 산업 향으로 확장되는 상황이다. 과거 권선형 트랜스는 일정량 이상의 코일을 감아주어야 하기에 부피 증가 및 발열 문제가 존재하였다. 이에 따라 에이템은 2차 물딩 코일 기술에 기반하여 평판으로 프레스한 평판형 트랜스를 개발하여 경쟁력을 확보한 상황이다. 평판형 트랜스는 기존 제품 대비 발열 감소, 부피 감소, 전기효율성 증가 등의 장점을 가진다. 해당 장점을 기반으로 국내 S사 향 15W TA(휴대용 충전기, Travel Adaptor) 트랜스 공급을 2020년부터 시작, 25W로 제품군을 확대하였으며 45W는 독점공급 중이다. 특히 45W 충전기는 스마트폰, 노트북, 태블릿 등 공용으로 사용이 가능하며 고객사 신제품 내 45W 고속충전기능 탑재에 따라 수요가 지속 증가할 것으로 기대된다. 45W 충전기 TA를 국내 대부분의 점유율을 확보한 에이템의 낙수 효과가 예상되는 이유이다. 또한 고객사 향 레퍼런스를 고려할 때 TA 트랜스에서의 경쟁력은 향후 65W, 100W 제품에서도 유지 가능할 것으로 판단된다. 1Q24 기준 제품별 매출 비중은 TA 트랜스 26%, TV 트랜스 19%, MLCC 46%, 기타 9% 수준이다.

전기차 트랜스 시장 진출에 따른 외형 확대 기대

에이템은 TA 트랜스에서의 경쟁력을 기반으로 TV용 트랜스로 포트폴리오를 다변화하였으며 국내 L사 향 2021년부터 납품 중이다. 향후 주요 모멘텀은 전기차 트랜스 산업 진출이다. 에이템은 전기차용 OBC(On Board Charger) 트랜스, LDC(Low-voltage DC-DC Converter) 트랜스, SPMS(Switched Mode Power Supply) 등을 개발 완료하였으며 국내외 완성차 업체 향 품질테스트 통과 및 납품 마무리 단계인 것으로 파악된다. 타임라인을 고려할 때 올해 3분기부터 EV 향 트랜스 매출 발생이 가능할 것으로 기대

된다. 현재 트랜스 CAPA는 TA, TV 기준 월 700만개 수준이며 EV 트랜스 CAPA 확보를 위해 베트남 공장 라인 증설을 진행 중이다. EV 고객사 향 납품이 시작된다면 모델 특성 상 지속적인 실적 발생이 가능할 것을 기대된다. EV 트랜스 사업 성장성에 따라 향후 전사 매출 비중의 대다수가 EV 트랜스 사업에서 발생될 것으로 예상되며 기존 TA 트랜스 사업에서의 고마진 및 EV 트랜스를 통한 외형 확대가 기대된다.

2024년 매출액 324억원, 영업이익 -55억원 전망

2024년(6월 결산 법인, 2023년 7월 1일~2024년 6월 30일) 연결 매출액 324억원, 영업이익 -55억원으로 예상한다. 전방 산업 업황 부진 영향으로 다소 아쉬운 실적이 전망되지만, 2025년은 TA 부문 고수익성 확보 및 TV 모델 신제품 및 증저가 모델 향 침투율 상승으로 실적 성장 가능할 것으로 기대된다. 전기차 향 소형 변압기 시장 진출 추이에 따라 2025년에는 완전한 흑자 턴어라운드 시현이 가능할 것이라는 판단이다.

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2020	2021	2022	2023	
매출액	23	56	54	48	
영업이익	(2)	(5)	(8)	(6)	
세전이익	(6)	(22)	(11)	(9)	
순이익	(6)	(20)	(11)	(8)	
EPS	(2,264)	(4,787)	(2,569)	(1,720)	
증감률	적지	적지	적지	적지	
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	
ROE	115.3	(349.7)	(878.2)	(341.3)	
BPS	(1,963)	1,353	277	495	
DPS	0	0	0	0	



모비데이즈

자회사 사업 확장 중

[출처] 하나증권 최재호 애널리스트

마케팅 기반 종합 콘텐츠 기업

모비데이즈는 2014년 설립된 온라인 마케팅 및 광고대행업체다. 광고주의 니즈에 따라 다양한 형태의 온라인 종합 광고, 온라인 광고 제작, 온라인 광고매체대행 등을 수행하고 있다. 본업인 마케팅 사업은 게임, 보험, 증권 기업 등 주요 고객들을 대상으로 1) DA(Display Advertising)/SA(Search Advertising) 퍼포먼스 마케팅, 2) 광고 컨설팅 서비스인 미디어랩, 3) 모바일 마케팅 플랫폼 (모비커넥트, AD-Network) 및 기타 서비스를 제공한다. 동사는 2023년 7월 마케팅 전문 실무 교육 플랫폼 운영사 연플(모비커리어 에듀)을 인수해 마케팅 인력 교육 및 양성 사업도 진출했다. 이를 통한 마케팅 산업 내 경쟁력 제고 및 우수 인재 채용 등의 기회를 확대하여 마케팅 사업 강화를 위한 노력을 지속 중이다. 마케팅 사업 외에도 2022년 12월에는 자회사 모비게임즈를 통해 모바일 게임 사업에 진출했으며, 2023년 6월에는 모비콘텐츠테크를 설립하여 K-Pop 음반 및 굿즈(MD)의 온라인 판매 및 해외수출 사업을 영위하고 있다.

#### 자회사 사업 확장 중

기대되는 부분은 자회사 모비게임즈와 모비콘텐츠테크다. 게임 퍼블리싱을 주 사업으로 영위하는 1) 모비게임즈는 지난해 8월 퍼즐 어드벤처 게임 '마법의 숲'과 올해 4월 서브컬처 전략게임인 '별의 전쟁'의 글로벌 퍼블리싱을 완료했다. 별의 전쟁의 경우 본업인 마케팅 사업 노하우를 기반으로 양대 앱스토어 인기 게임 순위 1위를 기록하는 성과를 달성했다. 후속작으로추가적인 퍼블리싱도 준비 중에 있다. 2) 모비콘텐츠테크는 국내 K-Pop 스타들의 앨범, 굿즈등을 해외 고객들이 쉽게 구매할 수 있도록 구매 플랫폼을 제공하는 사업을 영위한다. 2023년 6월 B2C 기반의 K-Pop 음반, 굿즈 기획 및 유통 판매 플랫폼 '코코다이버'를 약 300억원에 인수하며 본격적으로 사업을 확장했다. 현재 '키소브라이프', '루셈블' 두 개의 아이돌그룹과 MD상품 제작 독점계약을 맺은 것으로 파악되며, 추가적으로 여러 아티스트들과 협력을 추진중인 것으로 파악된다.

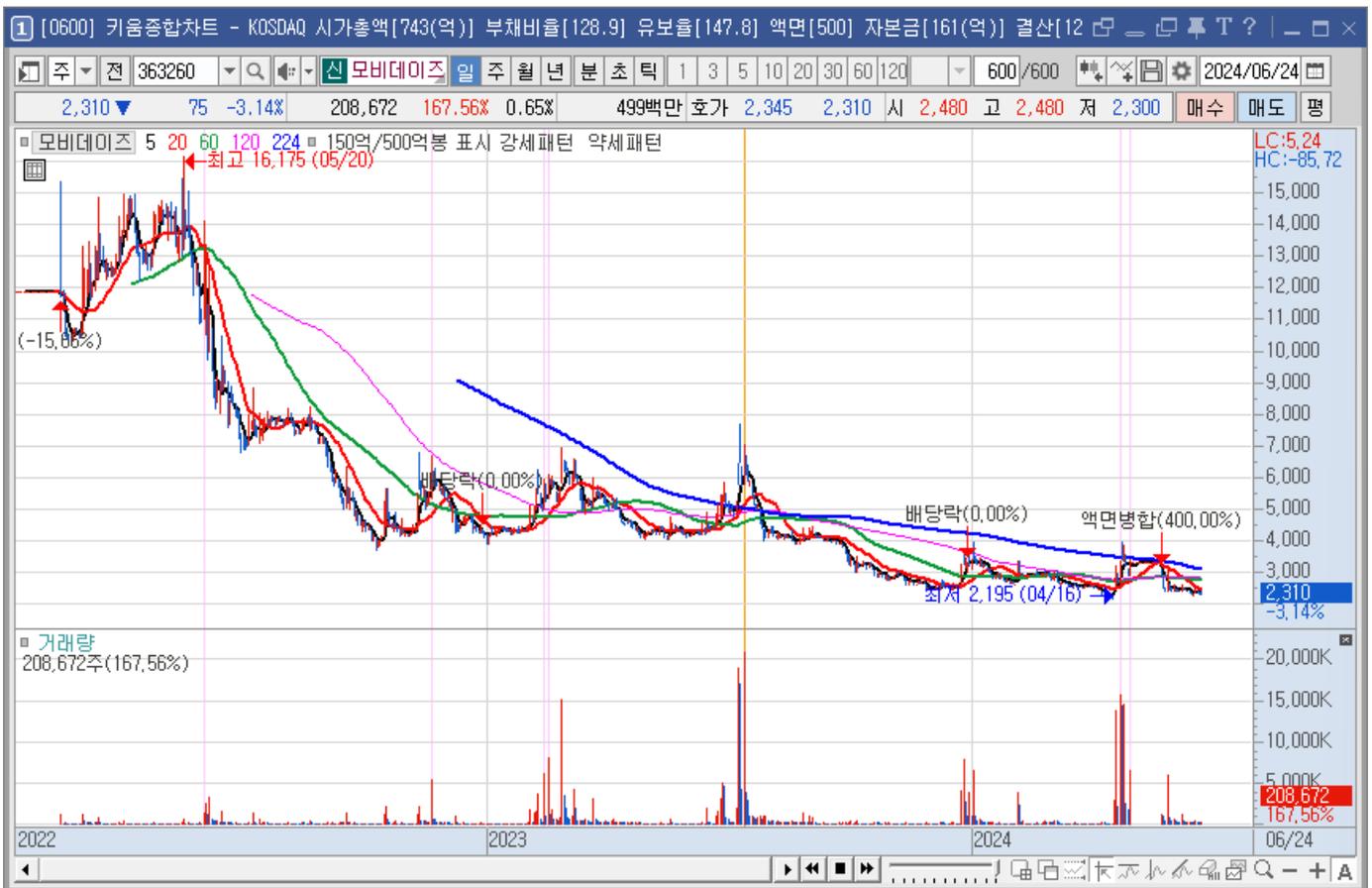
#### 하반기 실적 개선 기대

2024년 1분기 실적은 매출액 67.9억원(+72.4%, YoY), 영업이익 -4억원(적자전환, YoY)을 기록했다. 신사업을 위한 투자 비용 집행으로 다소 부진한 실적을 기록했다. 다만, 2024년 하반기에는 자회사 모비게임즈의 신규 게임 출시 및 모비콘텐츠테크의 사업 확장에 따라 상반기 대비 실적 개선세가 전망된다. 추가적으로 동사는 2021년 틱톡 공식 파트너로 선정됐기 때문에 '틱톡샵' 국내 시장 진출 가능성 여부에 따라 수혜를 예상해볼 수 있다.

### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	0.0	18.7	16.1	23.9
영업이익	0.0	10.0	4.6	(1.9)
세전이익	0.0	9.8	(6.2)	(1.9)
순이익	0.0	7.8	(6.7)	(0.9)
EPS	0	275	(209)	(28)
증감율	N/A	N/A	적전	적지
PER	0.00	51.09	(19.86)	(116.07)
PBR	0.00	19.82	3.32	2.62
EV/EBITDA	0.00	(0.09)	21.25	(106.77)
ROE	0.00	34.66	(21.34)	(2.28)
BPS	0	709	1,249	1,239
DPS	0	0	0	0





**휴림**

Healthy(건기식) & Beautiful(필러) Life를 위하여

[출처] DS투자증권 장지혜 애널리스트

[기업개요] 건기식 풀 밸류체인 확보 기업. M&A로 포트폴리오 확장

휴림은 2005년 설립된 건강기능식품 제조 및 판매 업체이다. 23년 연간 매출액은 884억원으로 부문별로는 건강식품(57%), 필러/화장품(10%), 기타(33%)로 구성돼있다. 건기식 주력 브랜드는 프리미엄 유산균 브랜드 '트루락', 식물성 에너지 건기식 '비너지' 등으로 소재 연구개발부터 자체 생산시설을 통한 생산 및 유통까지 밸류체인 통합 시스템을 구축했다. 또한 2022년과 2023년 각각 와이유와 네이처가든을 인수해 제품 포트폴리오를 필러, 홍삼까지 확장했다.

[투자포인트] 24년 연매출 1천억원 돌파 전망. 건기식 + 홍삼 + 필러 성장

휴림의 24년 연결 매출액은 창사 후 처음으로 1천억원을 돌파할 것으로 전망한다. 1)건기식 매출액은 550억원 내외로 전년도와 유사할 전망이다. 1분기 건기식매출은 169억원(+45% YoY)을 기록했는데 유통 채널 다각화와 혈관 건강 관련대마중자유 제품 판매 호조로 성장했다. 향후에도 개별인정형 기능성 신소재 개발과 수출 확대로 지속 성장할 전망이다. 2)홍삼 매출액은 250억원 내외로 기존 휴림 브랜드와 23년 7월 인수한 네이처가든의 소셜 커머스 및 오픈마켓 유통 브랜드 실적의 온기반영이 기대된다. 홍삼 물량 성장에 따른 원가 경쟁력 상승도 기대된다. 3)필러 매출액은 120~150억원 내외로 전년비 +30% 이상 성장할 전망이다. 22년 4월 필러 제조회사 와이유를 인수한 후 23년 8월 50억원 규모 투자를 유치했고 화성에 공장을 증설했으며 24년 4월 추가 확장 공사를 진행 중이다. 특히 필러 사업부는 현재 전량 수출 중이나 25년 국내 임상이 끝나고 보다 고부가가치인 구슬 제형 필러로 외형 성장 및 수익성 개선이 가속화될 것이다. 26년 매출액은 250억원 내외, 영업이익률은 30% 이상으로 상승할 전망이다.

[밸류에이션] 24년 자회사 통한 실적 성장과 기업가치 상승 기대

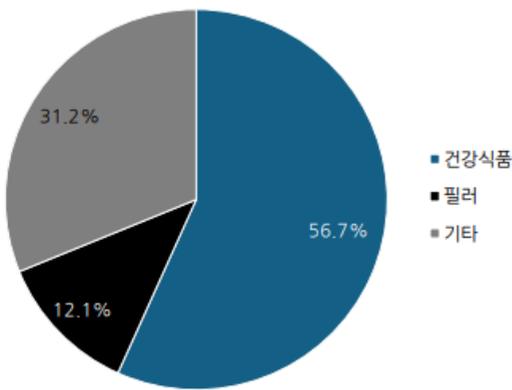
휴림의 24년 매출액은 1,090억원(+23% YoY), 영업이익 61억원(+63% YoY, OPM 5.6%)으로 전망한다. 건기식 수익성 회복과 홍삼 물량 성장과 자동화 라인 구축에 따른 수익성 개선, 마진이 높은 필러 매출 성장이 실적에 기여할 것이다. 현재 주가는 24년 실적 기준 PER 7배 수준으로 향후 필러 자회사의 기업가치 상승을 감안했을 때 밸류에이션 매력도 높다고 판단한다.

**Financial Data**

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	67	77	69	67	88
영업이익	5	7	1	-2	4
영업이익률(%)	7.6	9.7	1.8	-2.5	4.2
세전이익	4	3	-7	-1	5
지배주주지분순이익	3	2	-7	-1	3
EPS(원)	106	75	-200	-35	85
증감률(%)	적지	-29.5	적전	적지	흑전
ROE(%)	n/a	41.1	-34.8	-3.8	9.0
PER(배)	n/a	28.0	-8.5	-32.7	13.2
PBR(배)	n/a	1.3	1.8	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	2.2	2.6	25.9	-60.5	10.3

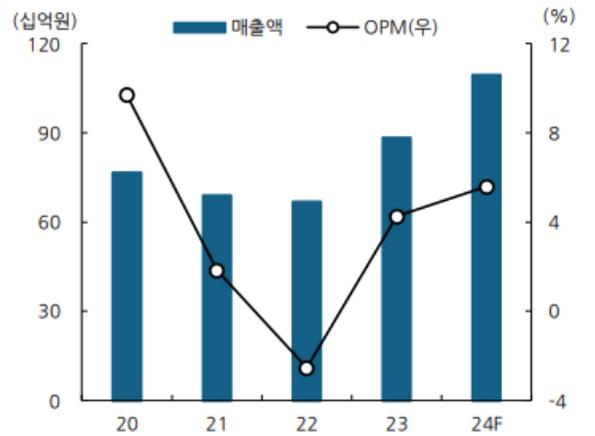
자료: 휴림, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림57 휴림 매출 비중(2023)



자료: 휴림, DS투자증권 리서치센터

그림58 휴림 연결 실적 추이 및 전망



자료: 휴림, DS투자증권 리서치센터

그림56 휴럼 건강기능식품 제품 포트폴리오



자료: 휴럼, DS투자증권 리서치센터





## 신성이엔지

풀리기 시작한 엉켰던 실타래

[출처] 유안타증권 권명준 애널리스트

지연되었던 수주의 본격화

23년에 기대되었던 국내 고객사향 매출인식이 24년 이후 본격화되고 있다. 삼성전자 평택4공장과 미국 테일러 공장이 대표적이다. 메모리반도체 업황 개선과 가격 반등이 동반되고 있어 2025년에도 투자가 지속 & 확대될 것으로 기대된다. SK하이닉스의 용인 클러스터 관련 투자가 구체화될 경우 성장속도가 상향될 전망이다. 2차전지/동박 Fab 드라이룸 관련 매출 또한 꾸준한 성장세가 기대된다. JV로 진행되는 2차전지 Fab은 정해진 Time Line으로 인해 진행될 가능성이 높다. Fab의 규모가 확대되고 있어 드라이룸의 안정적인 구축 및 A/S가 가능한 동사에게 우호적 환경이다. 하반기 이후 2차전지 산업이 회복될 경우 추가적인 상승도 가능하다.

해외 진출 통한 성장성 확대

클린룸의 고객사가 국내에서 해외기업으로 확대되고 있다. 해외 진출 확대시 매출 확대와 더불어 이익률 개선이 기대된다. TI(텍사스 인스트루먼트)의 말레이시아 공장 클린룸 설비를 작년엔 수주했다. 기존 FFU 등 장비를 납품했던 경험은 존재했지만, 해외기업 대상 공장 클린룸 구축은 처음이다. 향후 마이크론 진출도 기대된다. 밴더등록을 마쳤으며, 현재 제품 및 SPEC 협의 중이다.

투자의견 매수, 목표주가 2,600원으로 커버리지 개시

2025년 EPS 223원에 PER 11.9배를 적용하여 목표주가 2,600원을 산출하였다. 현재 진행되고 있는 주요한 프로젝트들이 2024년에 이어 2025년까지 이어질 것으로 전망되며, 해외 고객사 확보를 통한 성장세 역시 2025년에도 이어질 것으로 된다. PER 11.9배는 2022년 PER이다. 2022년 대비 2025년 매출처 확대,

매출품목 확대, 해외 고객사 확보를 통해 매출액 성장과 더불어 이익률 개선도 기대된다는 점에서 2022년 PER 대비 높은 밸류에이션이 가능하다고 판단된다.

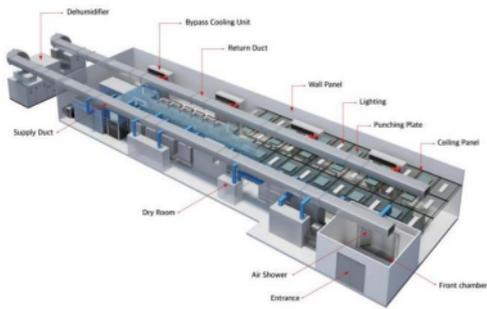
**Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)**

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	6,641	5,765	6,515	7,296
영업이익	210	74	315	463
지배순이익	341	162	332	459
PER	11.9	26.8	12.7	9.2
PBR	1.9	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	20.5	32.0	12.8	8.5
ROE	16.3	7.1	12.4	14.2

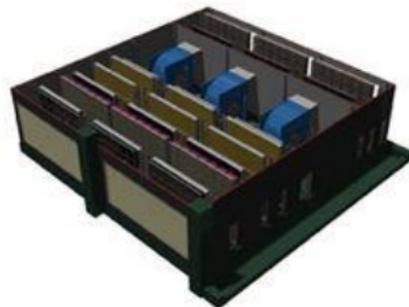
자료: 유안타증권

[그림 3] 드라이룸



자료: 신성이엔지, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] OAC(Outdoor Air Control Unit, 외조기)



자료: 신성이엔지, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 퓨어게이트



자료: 신성이엔지, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 퓨어클로젯



자료: 신성이엔지, 유안타증권 리서치센터

