

2024.08.27.(화) 증권사리포트

지아이이노베이션

면역 항암, 일할 세포가 많아야 효과적

[출처] 유안타증권 하현수 애널리스트

커져가는 면역 항암 시장, IL-2의 가치

면역 관문 억제제는 처음 허가 이후 계속적으로 암종과 병용 요법 등을 확대해 나가고 있으며, CAR-T도 3차 또는 4차 이상의 치료에서 2차 이상 치료로 치료 순위를 확대하고 있는 추세. 면역 관문 억제제는 종양의 면역 회피를 차단함으로써 면역 항암 효과를 나타냄. 따라서 면역 항암 작용을 하는 작용 T 세포, NK 세포 등의 세포 수가 많을수록 효과적이며, 투약 환자들의 하위 분석에서도 면역 세포의 수가 많은 환자에서 좋은 효과를 보임. CAR-T도 투약 이후 상당 수 환자가 재발을 겪고 있으며 이는 CAR-T 투약 이후 혈중 CAR-T 세포 수가 빠르게 줄어들기 때문.

IL-2는 면역 세포의 활성화, 증식 등을 유도하는 cytokine으로 면역 항암 효과를 높여줄 수 있을 것으로 기대를 받았으나, 높은 부작용과 짧은 반감기 등으로 인해 aldesleukin이 유일하게 상용화에 성공했으나 제한적으로 사용되고 있음. IL-2는 결합 수용체에 따라 작용 T 세포를 증식시킴으로써 면역을 활성화할 수 있으나 조절 T 세포의 수용체에 결합할 경우 면역을 억제. 이를 극복하기 위해 조절 T 세포의 수용체에 결합하지 않으면서 반감기가 긴 IL-2 agonist에 대한 미충족 수요가 높음.

CD80/IL-2v 이중 융합 단백질로 표적화와 부작용 최소화

본동사의 IL-2 파이프라인인 GI-101, GI-102 모두 CD80 단백질과 IL-2 변형체를 사용, IL-2 변형체는 일부 아미노산을 변경함으로써 조절 T 세포 표면의 IL-2R α 에 대한 결합력을 낮춤. CD80은 CTLA-4, PD-L1에 결합할 수 있는 단백질로 조절 T 세포의 작용을 억제할 수 있으며, 작용 T 세포, NK 세포로의 표적화를 가능하게 해줌.

CD80/IL-2v는 임상에서 단독 요법으로도 효과를 확인했으며, 면역 관문 억제제 병용 요법에서도 시너지 효과를 나타낼 것으로 기대. 3등급 이상 부작용 빈도도 37.1%로 aldesleukin 95.0%와 비교할 때 크게 개선. 동물 실험에서 CAR-T와의 시너지를 확인했으며 CAR-T 재발/불응 환자 대상으로 임상을 통해 효과 확인 기대.

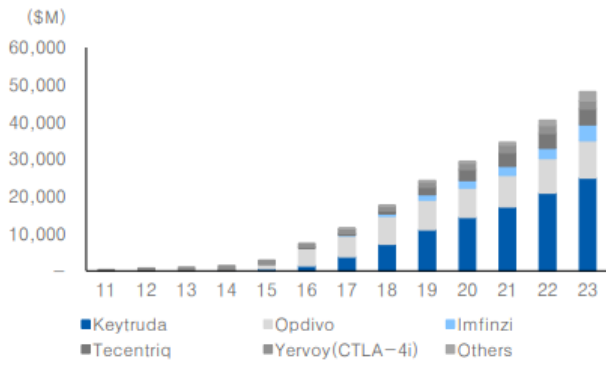
Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	11	6	4	5
영업이익	-23	-31	-68	-53
지배순이익	-76	-151	-80	-55
PER	0.0	0.0	0.0	-8.7
PBR	0.0	0.0	0.0	6.8
EV/EBITDA	0.6	4.4	0.9	-8.9
ROE	87.6	-519.2	-60.0	-66.3

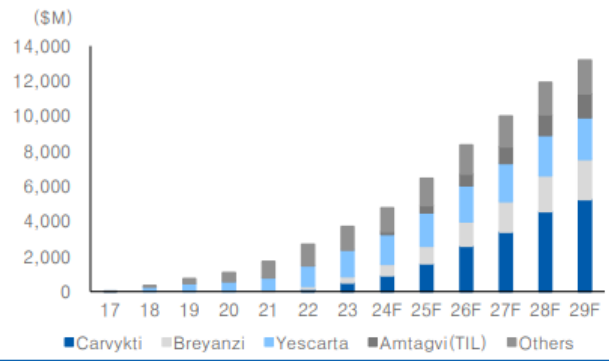
자료: 유안타증권

면역 관문 억제제(IC) 매출 추이



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

CAR-T 매출 추이 및 전망



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터



코오롱인더

유럽 성유수지 업체 철수로 인한 반사수혜 발생

[출처] IBK투자증권 이동욱 애널리스트

올해 3분기, 아라미드 기존 공장 대정수 진행

코오롱인더의 올해 3분기 영업이익은 전 분기 대비 감익될 전망이다. 펀더멘털의 훼손은 제한되지만, 패션부문의 비수기 효과가 발생될 전망이다. 산업자재부문 중 Cash Cow 제품인 아라미드의 기존 공장(7.5천톤) 대규모 정기보수에 따른 물량 감소에 기인한다. 다만 신증설한 아라미드 공장은 100% 가동, 정기보수 후 기존 플랜트 수율 개선, 아라미드 펄프 증설 완료로 올해 4분기부터 아라미드 증설 효과가 본격화될 전망이다. 또한 내년은 미주 광케이블 수요 증가, 올해에서 내년으로 이연된 일본 경쟁사의 대규모 정기보수 효과로 추가적인 실적 증가가 전망된다. 한편 폴리에스터 타이어코드의 경우 고객사 대상 평가 인상으로 3분기에도 추가적인 수익성 개선이 예상된다.

화학부문, 하반기 추가적인 실적 개선 전망

동사의 화학부문 실적은 하반기에 추가적인 개선이 예상된다. 주력 제품 중 석유수지는 3분기에 평가가 3분기 연속 상승할 전망이다. 작년 Arakawa의 독일 HHCR 폐쇄에 이어, 올해 2분기에도 ExxonMobil 프랑스 석유수지 설비(C5/HHCR)가 폐쇄되었고, EUDR 영향으로 대체재인 송진/Fatty Acid 가격이 상승하였기 때문이다. 또한 올해 5월 여수 고순도 방향족계 석유수지(PMR) 플랜트 증설 완료도 석유수지 평가 개선에 긍정적인 영향을 주고 있다. 참고로 동사는 2021년 PMR 생산을 시작한 지 3년만에 세계 1위 생산능력(2.1만톤)을 확보하였다. 한편 동사의 에폭시수지 또한 하반기에 실적 개선이 전망된다. 노볼락 중간체 직접 생산으로 원가 경쟁력을 확보한 가운데, HBM 관련 PCB 수요 증가로 동사 전자재료용 제품들의 수익성 개선이 예상되기 때문이다.

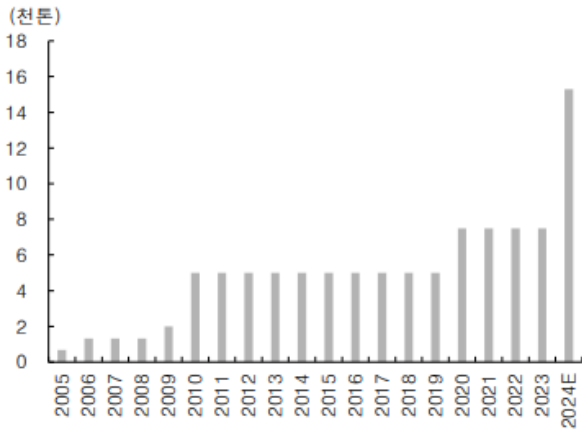
필름부문, 합작법인 설립 계약 체결

동사는 올해 8월 PET필름을 분할하여 SK마이크로웍스와 합작법인을 설립하기로 계약을 체결하였다. 동사의 지분은 18%로 필름부문의 실적은 연결 영업이익뿐만 아니라 지분법이익에서도 제거될 전망이다. 또한 필름부문 중단사업 처리로 퇴직금 등 일회성 비용이 상반기 약 70억원이 반영되었으나, 3분기부터는 제거될 전망이다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	5,367	5,061	5,267	6,324	6,882
영업이익	242	158	185	270	345
세전이익	170	90	149	222	295
지배주주순이익	180	43	105	172	229
EPS(원)	5,937	1,412	3,481	5,686	7,559
증가율(%)	-6.3	-76.2	146.6	63.4	32.9
영업이익률(%)	4.5	3.1	3.5	4.3	5.0
순이익률(%)	3.5	1.0	2.1	2.7	3.3
ROE(%)	7.1	1.6	3.7	5.7	7.2
PER	6.9	31.5	10.2	6.2	4.7
PBR	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.9	8.0	7.2	6.3	5.4

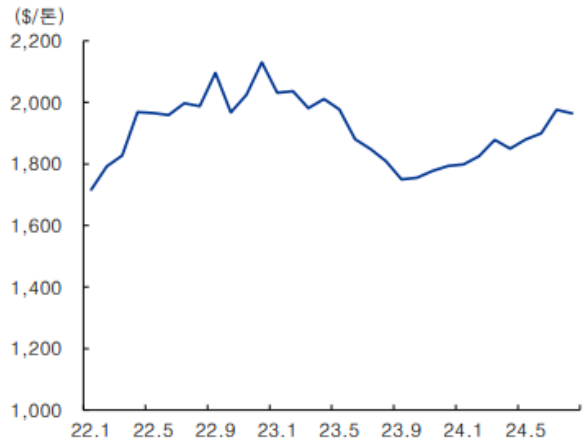
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 코오롱인더 아라미드 생산능력 추이



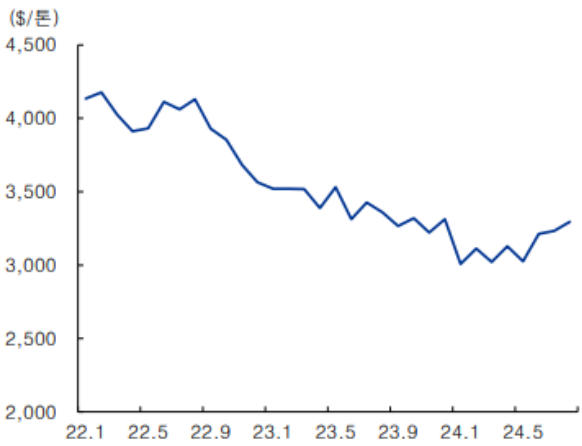
자료: 코오롱인더, IBK투자증권

그림 2. 국내 석유수지 가격 추이



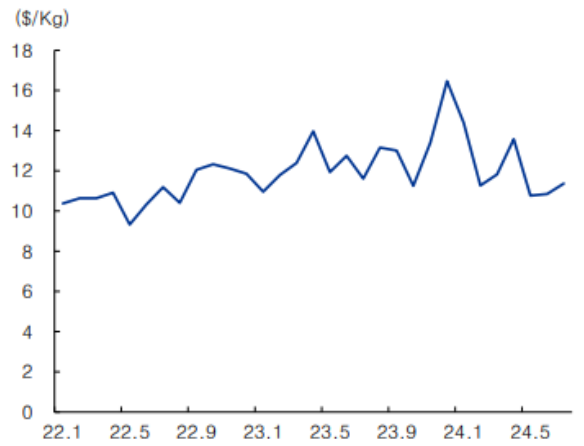
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 3. 국내 PET 타이어코드 가격 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 4. 국내 광섬유 케이블 가격 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권



피에스케이

시장이 불안할수록 상대적으로 좋은 기업에 투자

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

신장비와 중국 수출 호조로 2Q24 깜작 실적 기록

2Q24 매출액은 971억원(25%QoQ, 48%YoY), 영업이익은 228억원(7%QoQ, 1,449%YoY)을 기록, 컨센서스 대비 각각 6%, 32% 상회했다. 수익성이 예상보다 크게 좋아진 이유는 중국 수출 비중이 전 분기보다 20%pt 가량 더 상승한 점과, Bevel Etch 신장비 매출 기여가 전 분기에 이어 2Q24에도 비슷한 판매 실적을 기록했기 때문이다.

하반기도 양호한 실적 예상: Bevel Etch 침투율 상승, PR 점유율 회복

Bevel Etch 장비는 최근 DRAM 분야에서 주로 판매되고 있는데, 하반기에도 상반기 이상의 실적을 기대하고 있다. 그동안 HBM 위주로 투자했던 국내 메모리 업체들은 내년 서버 DRAM 공급부족 우려 해소를 위해, 신공장에 DRAM 위주로 CAPA를 확대할 계획이다. 내년에도 동사는 Bevel Etch 시장 내 점유율을 높이며, 올해보다 높은 침투율 달성이 예상된다. 한편 기존 주력사업인 PR은 재작년에 점유율 2위로 하락하기도 했지만, 미중분쟁 반사이익으로 작년에는 다시 1위 자리를 되찾았으며, 이 같은 흐름은 올해도 지속되어 안정된 실적 기여가 예상된다.

투자의견 '매수' 유지하나, 목표가는 33,000원으로 하향조정

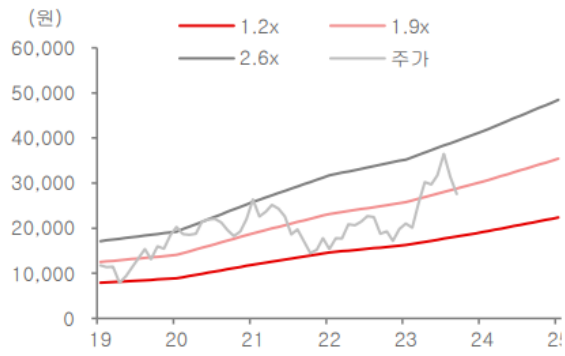
메모리 Cycle이 지표 측면에서 정점에 근접함에 따라, 최근 업종 주가 변동성이 커지고 있다. Valuation을 낮춰야 한다고 판단하여, mid-cycle P/B 1.9x를 적용한 목표주가 33,000원을 제시한다. 그러나 동사는 장비업체들 중에 신장비 침투율 상승과 미중분쟁 반사이익까지 얻으며, 업종 내 뛰어난 실적 성과를 이어가고 있음을 주목할 필요가 있다. 긴 호흡의 관점에서 접근할 필요가 있으며, 투자의견 '매수'를 유지한다.

Fig. 1: 피에스케이 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	461	352	396	429	493
영업이익	92	54	78	88	107
세전이익	100	66	87	100	122
순이익[지배]	77	53	69	78	93
EPS(원)	2,647	1,813	2,383	2,705	3,199
증감률(%)	1.9	-31.5	31.4	13.5	18.3
PER(배)	5.8	11.6	11.5	10.1	8.6
PBR	1.3	1.6	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	2.6	7.2	6.8	5.4	3.9
ROE(%)	24.1	14.1	16.2	15.6	15.8
배당수익률	2.6	1.0	0.7	0.7	0.7

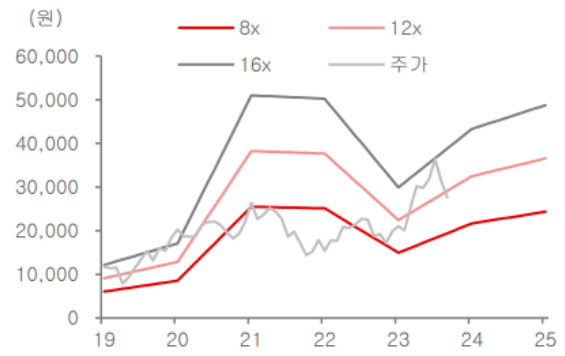
자료: 피에스케이, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: 피에스케이 P/B 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 3: 피에스케이 P/EBIT 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권



에이비엘바이오

신약 Pipeline의 잠재력에 주목한다

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

이중항체 플랫폼 기반 다양한 신약 Pipeline 개발 중

에이비엘바이오는 이중항체 플랫폼기술 Grabody™을 기반으로 현재 사노피, 유한양행 등에 6건의 L/O 계약(표3)을 체결한 바 있으며, 7개의 Pipeline을 임상 개발, 적응증 및 국가를 확장하여 15개 글로벌 임상을 진행 중이다. 2025년에는 이중항체 ADC Pipeline이 새롭게 임상에 진입할 전망이다. 특히 2024년 말까지 BBB 셔틀플랫폼, 또는 항암제 ABL503, ABL111, ABL103 중에서 1개 이상의 Pipeline에 대한 L/O 성사 가능성이 높은 상황이다. L/O계약은 의미 있는 규모로, 비중 있는 글로벌 제약사와 체결될 것으로 기대된다.

이중항체 ADC로도 확장,기대가 크다

동사의 많은 Pipeline(표2)을 4가지로 나누어 살펴보면 다음과 같다.

첫째, BBB 셔틀 플랫폼 그래프바디-B를 이용한 ABL301 가능성에 주목한다. 파킨슨치료제 신약 Pipeline으로, 뇌혈류장벽(BBB) 통과를 개선한 알파시뉴클레인(Alpha-synuclein) 축적을 억제하는 기전이다. 2022년 사노피에 기술이전(표3) 했으며, 현재 에이비엘바이오와 사노피가 미국 임상 1상(안정성,투과성 중심)을 진행 중이다. 2025년 상반기에 임상 1상 데이터가 발표될 예정이며, 최초로 나오는 휴먼 데이터가 좋을 경우, 임상 2상에 진입할 것이다. 임상 2상 진입시 약 400억원 내외의 추가 마일스톤도 기대된다. Grabody-B의 BBB투과 셔틀능력이 데이터로 입증될 경우, 파킨슨뿐만 아니라 알츠하이머치료제 등 뇌질환치료제 셔틀 플랫폼으로의 확장(추가 L/O 등으로) 가능성이 높아질 것이다.

둘째, 이중항체 기반, 신생혈관억제 플랫폼으로 개발된 Pipeline ABL001

(VEGf/DLL4)의 임상 발표가 임박하고 있다. 이전에 치료받은 적이 있는 전이성 또는 국소 진행성 담도암 치료제로 파클리탁셀과의 병용요법을 진행 중이다. ABL001은 2018년에 파트너사인 콤파스 테라퓨틱스(Compass Therapeutics)에 L/O되었다. 현재 담도암에 대해서 미국/한국에서 임상 2/3상이 진행 중이며 8월초에 환자 등록을 완료한 상태이다. 대장암에 대해서는 미국에서 임상 2상, 중국에서 임상1/2상이 진행 중이다. Compass는대장암(단독 투여요법)에 대해 미국 임상 2상 Top line결과를 2024년 연말이나 2025년초에 발표할 예정이다. 담도암에 대해서는 2024년 4월에 미국 FDA으로부터 Fast Track 지정을 받아 추후 가속 승인의 가능성을 높였고,미국임상 2/3상Toplinedata데이터를 2025년 중순에발표할 가능성이 높다.

셋째, 이중항체 타겟 4-1BB 기반 그래프바디-T 플랫폼으로 개발된 Pipeline으로 ABL 503(PD-L1), ABL111(claudin18.2), ABL105(HER2), ABL103(B7-H4) 등이 있다.

1) 이중에서 ABL503(고형암)은 PD-L1과 4-1BB를 동시에 타겟하는 이중항체 면역항암제이다. 파트너사인 I-MAB과 공동으로 개발하고 있다. 에이비엘바이오 주도로 미국과 한국에서 임상 1상을 진행 중이다. 에이비엘바이오는 2024년 ASCO에서 ABL503(PD-L1x4-1BB)의 임상1상중간데이터를 발표한 바 있다. 2) ABL111(claudin18.2)은 I-MAB 주도로 미국과 중국에서 임상 1상을 진행 중이며 2023년 ESMO에서 임상 1상 중간 결과를 발표한 바 있다. claudin18.2 단일항체 졸베크시맵(zolbetuximab) 대비 효능, 안정성, 발현도에서 우수하다는 것이다. 3) ABL105는 유한양행에 L/O 되었으며, HER2와 4-1BB를 동시에 타겟하는 이중항체이며, 임상1상 결과를 2025년에발표할 계획이다. 4) 이중항체 타겟 4-1BB 기반 Pipeline 중에서 특히 ABL103(B7-H4)은 2025년 ESMO에서 임상 중간 데이터를 발표할 예정이다. PD1과 PD-L1 미발현 환자에 효과가 있을 수 있어 기대가 크다.

넷째, 이중항체 ADC 중심, 신약 Pipeline 개발에 주목해야한다. 2023년 9월

네덜란드 바이오 기업 시나픽스(Synaffix)로부터 ADC와 관련한 약물 접합 기술을 도입하는 계약을 체결, 이 기술을 활용해 최대 3개 신약후보 물질을 개발할 수 있게 되었다. 에이비엘바이오는 현재 단일항체 ADC와 이중항체ADC를 개발하고 있다. 1) 단일항체 ADC에는 ABL202(ROR1/ProPBD)가 있는데, 리가캠 바이오와 공동개발했다. 중국 CSTONE에 L/O했으며, CSTONE이 미국, 호주, 중국에서 임상1상을 진행 중이다.2024년 ASCO에서 임상1상 데이터를긍정적으로 발표한 바 있다. 2024년 12월에 ASH에서 후속 데이터를 발표할 예정이다.

2) 이중항체ADC로ABL-206,ABL-209,ABL-210가 있다. 아직 비공개 타겟 Pipeline이며, 2025년까지 미국 임상 1상 IND를 신청한다는 목표이다. 임상은 미국법인 에이비엘바이오 USA에서 진행할 계획이다. 최근

들어 아스트라제네카, 다이이찌산쿄 등 항암제에 집중하는 빅파마와 바이오텍들이 이중항체 ADC개발에 집중하는 경향이 있다. BMS와 SystImmune 이중항체ADC 계약에서 전체 계약금액 약 12조원, 계약금액만 약 1조원이 넘었다. 특히 미국 머크(MSD)도 다이이찌산쿄에서 약 30조원으로ADC후보 물질 3개를 계약했다. 다이이찌산쿄는 업프런트로 약 5조원을 받았다. 글로벌 항암제 시장에서이중항체 ADC에 대한 관심이 크게 높아진 상황이다. 에이비엘바이의 이중항체 ADC 개발은 아직 초기이기 때문에 임상 1상에 진입하는 2025년 이후에 관심이 집중될 수 있을 전망이다. 아직 시간은 좀 필요한 상황이지만 가능성과 잠재력이 큰 시장이어서 향후 주목할 필요가 커 보인다

신약 Pipeline의 잠재력이 확장, 주가는 아직도 우상향 여지 크다

주가는 금리인하 기대감으로 전체 바이오주가와 동반 상승하는 부분도 있고, 2024년 3월에 로슈의 이중항체 BBB 셔틀에 대한 긍정적인 임상 데이터 발표로 동사의 BBB셔틀에도 기대감이 모아지며 30,000원 대까지 상승하기도 했다. 그 이후 조정권에 진입하다 7월에 대규모 자금조달과 신약개발 비전 발표로 상승국면에 진입 현재 31,000원대까지 상승 중이다.

동사는 이중항체 중심의 신약개발 플랫폼을 구축하고, 다양한 신약 Pipeline를 개발할 수 있는 능력이 있다. 사노피와 대형 L/O 계약을 포함해서 6건의 L/O 건을 성사시켰으며, 꾸준히 임상 결과를 발표하며 기업가치를 제고시켜 오고 있다. 대규모 자금확보와 이중항체 ADC에서 신약개발 비전 발표로 기업가치 증가에 대한 기대가 더 커졌다.

무엇보다 첫째, 2024년말이나 늦어도 2025년 초쯤에 의미 있는 규모의 L/O이 추진되고 있는 것은 중/단기 주가 상승모멘텀으로 작용할 것이다. 둘째, 2025년 상반기로 예정되어 있는 그랩바디-B의 BBB투과 셔틀능력과 관련된 임상 데이터발표에서 투과능력이 입증될 경우, 뇌질환치료제 셔틀 플랫폼으로의 가치가 더 확장될 여지가 있다. 그랩바디-T 플랫폼 기반의 면역항암제에서도 향후 가능성을 보여 줄 것으로 기대된다.

셋째, 2025년에 이중항체ADC Pipeline이 미국 임상에 진입할 경우 기업가치 증가에 대한 기대도 커질 것이다.

앞으로 진행될 임상에서 이러한 Pipeline 가치가 구체적인 데이터로 증명되어야 하겠지만, 시간의 경과와 함께 신약개발 기술과 임상 데이터가 축적되면서 에이비엘바이오의 기업가치는 꾸준히 상승할 수 있을 것으로 평가된다. 참고로 2024년 6월말 연결기준 현금성 자산은 364억원이며, 차입성 부채는 511억원(장기 차입금 430억원포함)이었다. 7월의 유상증자로 2024년 8월 현재 현금성자산은 약 1,800억원 내외로 추정된다. 2024년 상반기 연결기준 매출액은 84억원, 영업손실 113원이다.

동사의 신약Pipeline 임상도 아직 초기국면이어서 기업가치를 현시점에서 의미 있게 밸류에이션 하기는 어렵다. 그러나 이중항체 플랫폼을 기반으로 하는 다양한 Pipeline의 잠재적 가치가 꾸준히 상승할 것으로 평가된다. 이를 기반으로 기업가치도 꾸준히 우상향 할 수 있을 전망이다. 최근 주가가 많이 상승, 단기 조정 가능성을 배제할 수 없지만 동사의 기업가치 성장 잠재력을 평가하면, 장기 관점에서 주가의 우상향 여지(변동성)가 아직도 큰 것으로 기대된다

표1. 에이비엘바이오 향후 임상 및 임상 데이터 발표 일정

시기	신약 Pipeline 임상 및 학회 발표 일정
2024년 2분기	- ABL407(LILRB4x4-1BB), ABL112(TIGITx4-1BB) : AACR 비임상 포스터 발표(2024년 4월 발표) - ABL503(PD-L1x4-1BB) : 임상 1상 중간데이터 발표 (ASCO)
2024년 하반기	- ABL001(VEGFxDLL4, 대장암) : 미국 임상2상 Top line data 데이터 발표 (2024년말 2025년 초) - ABL202(ROR1 ADC) : 임상 1상 데이터 학회 발표 (ASH)
2025년 상반기	- ABL001(VEGFxDLL4, 담도암) : 미국 임상 2/3상 Top line data 발표/마일스톤 수령 - ABL105(HER2x4-1BB) : 임상 1상 발표 - ABL301 : 임상 1상 데이터 발표 / 임상2상 진입 / 마일스톤 수령
2025년 하반기	- ABL103 : 임상 1상 데이터 발표

자료: 에이비엘바이오

표3. 에이비엘바이오 L/O현황

계약상대방	대상지역	계약일	총계약금액	수취금액	임상 진행단계
유한양행	전 세계	2018.09.10	59,000,000 (로열티 별도)	1,100,000 (반환의무 없음)	ABL104: 비임상 ABL105: 임상 1/2상(한국/호주)
Compass Therapeutics	항암 분야: 한국을 제외한 전 세계 /안구질환 분야: 한국과 일본을 제외한 전 세계	2018.11.30	항암 분야: USD 410,000,000 /안구질환 분야: USD 185,000,000 (로열티 별도)	USD 11,000,000 (반환의무 없음) /재실시권 (sublicense) 부여 기술료 (반환의무 없음)	임상 2/3상 (담도암, 미국) 임상 2상(담도암, 한국) 임상 2상(대장암, 미국) 임상 1/2상(대장암, 중국)
CStone Pharmaceuticals (제3자 기술이전)	한국을 제외한 전 세계	2020.10.28	USD 363,500,000 (로열티 별도) 리가캠바이오와 양사 합의된 비율로 배분	비공개	임상1상(미국/호주/중국) 동사의 연구개발 의무 종료
티에스디 라이프사이언스 한독	전세계 한국	2018.04.29 2020.12.08	비공개 비공개	비공개 비공개	기술이전후 동사 연구개발 중단 (2019년) ABL001: 임상 2상(담도암, 한국) ABL103: 임상 1상(한국) ABL501: 임상 1상(한국)
Sanofi	전세계	2022.01.11	USD 1,060,000,000 (로열티 별도)	USD 120,000,000 (반환의무 없음)	임상 1상(미국)

자료: 에이비엘바이오, 상상인증권



씨어스테크놀로지
 돌아온 팬데믹 속 하반기에 꼭 봐야할 의료 AI 기업
 [출처] 하나증권 김두현 애널리스트

코로나 확산으로 원격 진료 솔루션에 가시적 성과 기대

씨어스테크놀로지는 2009년 설립된 디지털 헬스케어 전문 기업이다. 병원을 대상으로 웨어러블 기기와 AI를 결합한 심전도 분석 및 원격 환자 모니터링 솔루션을 구독 상품으로 제공하는 b2h(business to hospital) 사업을 영위한다. 최근 코로나 및 전염병 유행과 전공의 이탈에 따른 의료 공백의 영향으로 검증된 원격 진료 솔루션에 대한 수요가 급증하고 있다. 원격 진료 솔루션 업체에 수혜가 있을 전망이다. 씨어스테크놀로지의 'thynC'의 경우 이미 순환기병동, 호흡기병동, 신경과병동, 암병동 등 다양한 병동에서 범용성을 검증 받았으며, 현재 원격 진료를 넘어 재택 환자 모니터링, 원격 협진에 대한 실증을 진행 중에 있다. 합리적 비용에 신뢰할 수 있는 원격 진료 솔루션에 대한 니즈가 부각되는 시기로 글로벌 표준 제품과의 동등성이 입증된 씨어스테크놀로지의 차별적 수혜가 예상된다.(thynC 예상 실적: 2023년 5억원->2024년F 14억원-> 2025년F 48억원)

KMI 검진센터 진입을 통한 본격적인 성장 시작

씨어스테크놀로지는 건강검진 수검자 대상 '부정맥 스크리닝 서비스'의 실시간 생체 데이터 전송의 강점과 진단 부분의 우수성을 인정 받아 지난 2월 KMI한국의학연구소, 7월 건강관리협회와 웨어러블 진단 업체 최초로 공급 계약을 체결하며 건강검진 시장에 진입했다. 국내 건강검진 수검자 수는 연간 약 1,400만명이며, 건강관리협회는 250만명, KMI 검진자 수는 140만명 수준이다. 건강검진 사업은 초기 시작 단계이지만 건강검진 센터 별 의료장비, 네트워크 장비, 서버 시스템 및 웨어러블 의료기기 설치율이 상승함에 따라 검진 환자 수가 지속 증가하고 있다. 향후 건강검진에서 연간 300억 이상의 매출이 가능할 것으로 파악된다. 성수기인 4분기를 기점으로 검진 환자 수 증가에 따른 외형성장이 본격적으로 시현될 전망이다. 최근 고혈압 당뇨 환자 적정성 평가에 심전도 검사가 필수 항목으로 지정되며 도입하는 병원 수가 빠르게 증가하는 추세이다. 추가적인 센터 확보에 따른 가파른 성장도 가능할 전망이다.

해외 진출을 통한 추가적인 모멘텀 확보

2024년 실적은 매출액 74억원(+295.1% YoY), 영업적자를 기록할 것으로 예상되나, 초기 비용 발생이후의 영업레버리지 효과, 건강검진 실적 성장으로 인한 수익성 개선과 빠르게 성장할 해외 매출반영의 영향으로 2025년부터 흑자전환하여 매출액 206억원(+176.8%), 영업이익 23억원을 기록할 것으로 예상된다. 씨어스테크놀로지는 해외의 현지 파트너사들과의 협력 및 계약을 통해 해외 시장 진입을 앞두고 있다. 2024년과 2025년에 걸쳐 몽골, 홍콩, 카자흐스탄, 베트남, UAE, 태국과 미국 등으로 진출을 준비하고 있다. 주요국으로 카자흐와 UAE가 있으며 지역별 주요 의료기기 거점의 역할을 할 전망이며, 미국 진출의 경우 2024년 FDA 승인 이후 미국 원격 진료 사업까지 진출할 예정이다

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	1	1	1	2
영업이익	(3)	(4)	(8)	(10)
세전이익	(3)	(4)	(8)	(10)
순이익	(3)	(4)	(8)	(10)
EPS	(416)	(476)	(741)	(905)
증감율	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	(70.3)	(23.5)	(44.4)	(122.3)
BPS	514	1,794	1,644	740
DPS	0	0	0	0

도표 1. 씨어스테크놀로지 mobiCARE

mobiCARE™		
	기존 방식	mobiCARE™
도입비용	높음	낮음
환자 편의성	낮음 (무겁고 착용이 불편함)	높음 (가볍고 착용이 간편함)
의료진 편의성	기기 관리 어려움 환자 데이터 관리 불편함	간편한 기기 관리 편리한 소프트웨어
전문의 의존도	병원 내 부정맥 전문의 필요	전문의 없는 병원 도입 가능 (전문의 분석리포트 제공)
수가 대응	24시간 검사 수가처방만 가능	24시간 및 장기 수가 처방 가능

+ 구독기반 분석서비스로 미충족 진단 수요 해결 +

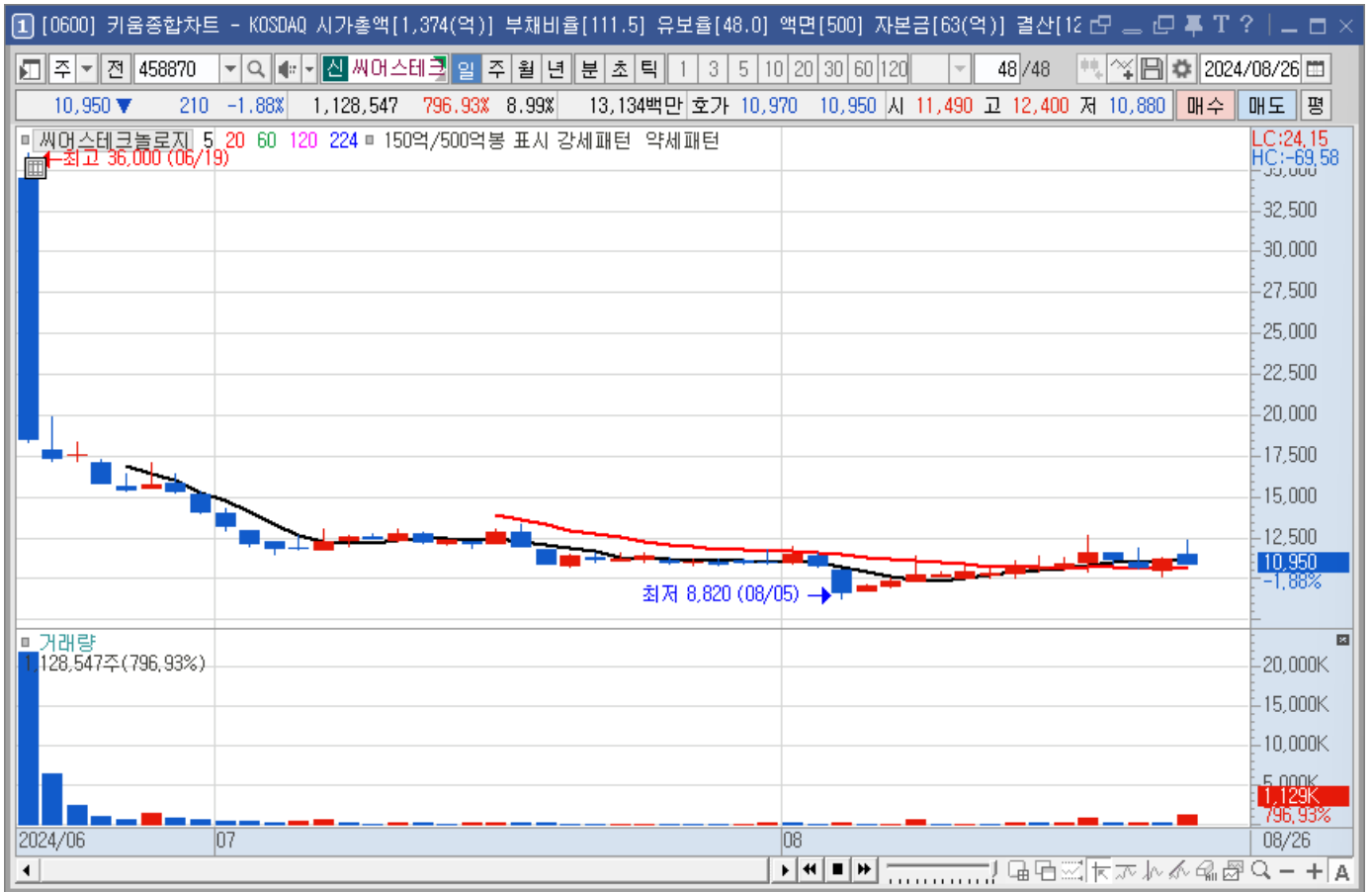
자료: 씨어스테크놀로지, 하나증권

도표 2. 씨어스테크놀로지 thynC

thynC™		
	기존 방식	thynC™
도입비용	높음	낮음 (구독서비스 병행)
환자 편의성	낮음 (유선 케이블 센서)	높음 (무선 웨어러블 센서)
의료진 편의성	기기 관리 어려움 (고가의 장비 부담)	간편한 기기 관리 (기기 리프레시 서비스)
솔루션 확장성	낮음 (중증 입원환자 중심)	높음 (입원 및 퇴원, 응급환자로 확대)
도입 대상	중환자실 중심	일반병동 중심

+ 임상 효용성 검증과 도입부담 최소화로 일반병동 도입 확대 +

자료: 씨어스테크놀로지, 하나증권



더블유에스아이

안정적 캐시카우 기반 미래 성장동력 확보

[출처] 대신증권 한승협 애널리스트

의약품 유통 강점 기반, 고성장 사업모델 전환 추진

2016년 설립, 2020년 12월 스펙 합병을 통해 코스닥 상장. 의약품 및 의료기기 유통 전문기업으로 척추 관절 의약품 및 의료기기를 취급. 기존 유통사업의 강점은 글로벌 탐티어 업체 및 국내 총판과의 장기계약 체결로, 매출의 대부분은 국소지혈제. 국내 M/S 1위 B사의 국소지혈제가 총 매출의 77%로 주력 상품 (연간 180억원 이상 매출)

안정적인 기존 유통사업을 토대로 성장 잠재력이 높은 신사업에 진출 계획. 제약 자회사를 인수하여 의약품의 자체 개발 및 제조 역량을 확보. 수술로봇, 심혈관기기 등 첨단 의료 분야에서 선도적 지위를 확보하기 위해 노력. 현재 고성장 사업모델로의 전환점에 있다고 판단

상반기 매출 소폭 성장, 제약사 인수로 하반기 실적 개선 기대

24년 상반기 매출액 163억원(YoY+7%), 영업이익 20억원(YoY-9%) 기록. 24년 3분기부터 인수한 제약사 매출 반영 예정

지난 6월, 총 188억원을 투자해 인트로바이오파마 지분 67% 인수 완료. 순환계 및 대사성 치료제에 강점을 가진 제약사로 23년 매출 236억원(YoY+46%), 영업이익 16억 원(YoY+155%) 기록

의료로봇 및 심혈관 사업 확대로 2029년까지 고성장 목표

[의료로봇] 자회사 이지메디봇 21년 설립, 서울대, 두산로보와 파트너십. 산부인과용 수술 로봇 '유봇' 식약처 허가 후 25년 출시 예정. 뇌신경, 심혈관 로봇까지 개발 확대 계획. '29년 로봇사업 매출액 385억원 목표

[심혈관 중재 사업] 인구 고령화에 따른 심혈관 질환 증가로 성장 가능성 높은 분야. 영국 키말, 중국 선건테커 등과 국내 총판계약 체결. 급성장하는 시장 선점 목표. '29년 관련 매출액 322억원 목표

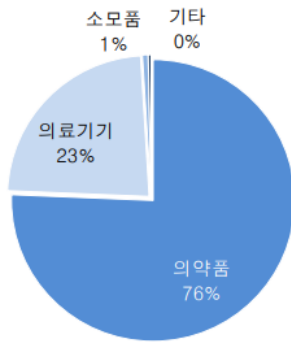
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	264	278	271	309	343
영업이익	56	60	37	33	52
세전순이익	-5	93	56	36	44
총당기순이익	-16	72	43	28	34
지배지분순이익	-16	72	44	29	34
EPS	-58	245	145	96	114
PER	NA	9.9	12.9	23.1	15.0
BPS	877	1,131	1,259	1,339	1,412
PBR	3.9	1.5	1.4	1.3	1.2
ROE	-8.8	24.7	12.3	7.4	8.5

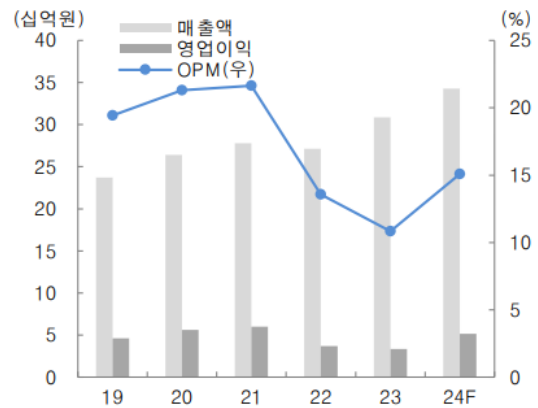
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 더블유에스아이, 대신증권 Research Center

그림 1. 매출액 비중



주: 2023년 기준
자료: 더블유에스아이, 대신증권 Research Center

그림 2. 매출액 및 영업이익 추이



자료: 더블유에스아이, 대신증권 Research Center



상아프론테크
 2차전지가 이끌고 수소로 레벨업
 [출처] 대신증권 박장욱 애널리스트

슈퍼엔지니어링 플라스틱 원천기술 기반의 소재 & 부품 업체

슈퍼엔지니어링 플라스틱* 제조 원천기술을 활용하여 2차전지용 부품 및 반도체 장비 등을 제조 및 납품 중. 2Q24기준 매출액 비중 부품 45.6%, 소재 39.7% 장비 6.1%, 기타 8.6%로 구성. 부품은 2차전지 Cap ASSAY용 GASKET, 의료기기 등으로 구성. 소재는 프린터 BELT, 멤브레인, 반도체 패키징 등임. 장비는 태양광 및 반도체 웨이퍼 이송장비 등임

수소 사회와 함께 성장이 기대되는 PEM**

동사는 PEM 고분자 이온교환막을 활용해 신성장 사업분야에 진출을 준비중. 진출 분야는 4곳. 1)수소연료전지발전기, 2)RFB***, 3)수소차, 4)PEM방식 수전해. 수소연료전지발전기는 국내 고객사향으로 꾸준하게 매출 발생중. RFB는 일본고객사향 샘플매출 발생. 수소차 및 수전해는 각각 유럽 및 미국 기업과 협력 진행 중

24년 매출액 1,918억원(yoy +4.4%), 영업이익 103억원(yoy +14%)

동사의 실적은 25년부터 27년까지 삼성SDI향 미국법인 증설 효과로 매년400 ~ 500억원 규모의 매출 성장이 나타날 전망. 예정대로 증설 진행시, 27년 매출액 3,400억원 영업이익 220억원 수준에 이를 것으로 예상. 2차전지 성장분 모두 반영하여도 27년 시점에서의 예상 P/E는 20배로 현 시점 밸류에이션 부담 존재. 다만, 동사의 주가 트리거는 신규사업인 PEM 부문으로 판단. 아직 사업 초기로 구체적인 성장폭 가늠이 어려우나, 수소시장 성장에 따른 수혜 기대. 중장기적인 관점에서 관심 필요

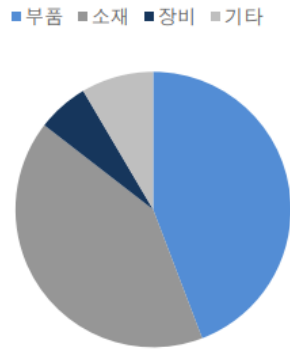
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	1,533	1,785	1,812	1,836	1,918
영업이익	74	120	129	90	103
세전순이익	71	108	89	170	50
총당기순이익	23	93	74	120	48
지배지분순이익	23	93	74	120	48
EPS	149	589	464	750	300
PER	307.0	88.8	58.4	29.7	46.3
BPS	9,627	11,502	11,570	12,072	12,372
PBR	4.7	1.9	1.9	1.8	1.1
ROE	1.6	5.6	4.1	6.3	4.8

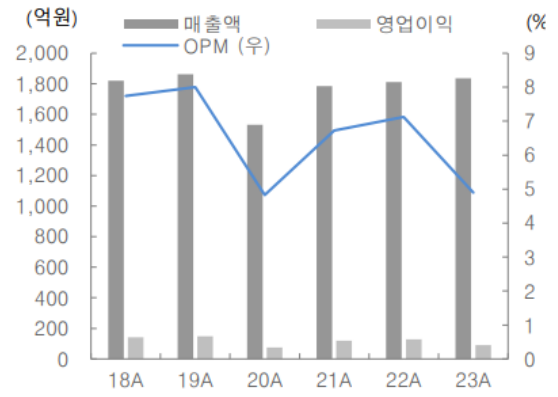
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 상이프론테크, 대신증권 Research Center

그림 1. 매출액 비중



자료: 상아프론테크, 대신증권 Research Center
 주: 2024 기준

그림 2. 매출액 및 영업이익 추이



자료: 상아프론테크, 대신증권 Research Center

