

2024.09.11.(수) 증권사리포트

한올바이오파마

그레이브스병, 최소 \$2bn 이상의 매출 기대

[출처] DS투자증권 김민정 애널리스트

IgG 감소율과 비례하는 효능 확인 ⇒ 경쟁사 방어 효과

이뮤노반트는 임상 2상에서 anti-FcRn의 그레이브스병 치료 효능은 IgG 감소율과 비례하며 약 70% 이상 IgG가 감소한 환자는 ATDs 중단율이 약 60%로 그 외 환자 약 23% 대비 큰 폭 증가함을 확인하였다. 현재 anti-FcRn의 경쟁사는 Argenx, J&J, UCB, 이뮤노반트(=한올바이오파마)다. IMVT-1402는 600mg 고용량 투여 시 약 74%의 IgG 감소 효능을 보이는 반면 경쟁사는 현재 임상에서 복용량 조절에 어려움을 겪고 있다. 따라서 70% IgG 감소율 진입장벽은 그레이브스병에서 경쟁사를 효과적으로 방어할 수 있는 수단이 될 것으로 판단한다.

Pivotal trial은 IMVT-1402로, IND 승인

그레이브스병 Phase 2는 기존 바토클리맵으로 진행하나 허가용 임상은 IMVT-1402로 전환하여 시행할 것임을 밝힌 바 있다. 이뮤노반트는 이번 컨퍼런스 콜에서 FDA로부터 IMVT-1402 pivotal trial에 대한 IND 승인을 최종 획득하였으며 올해 내 pivotal trial을 개시할 예정으로 밝혔다. IMVT-1402는 약 26~52주간 고용량 600mg를 투여할 예정이다. IMVT-1402 600mg IgG 감소율이 바토클리맵 680mg과 유사한 점을 감안할 때 향후 pivotal trial에서 약 60% 이상의 환자가 ATDs 중단하는 우수한 결과를 낼 것을 기대한다. 단, 승인을 받기 위해서는 총 2개의 pivotal trial이 필요할 것으로 전망된다. 난치성 그레이브스병은 임상 site 확보에 수 개월이 걸리는 점을 감안할 때 근 시일 내 추가 임상을 개시할 경우 2가지 임상에 대한 initial result 확인 시점은 '27년으로 예상한다.

출시 후 최소 약 \$2bn 매출 달성 기대

이뮤노반트에 따르면 그레이브스병 환자들은 갑상선 절제를 회피하며 약물에 대한 선호가 높다. 이에 약 88만명의 유병환자 중 약 76만명이 항갑상선약물을 투여받으며 그 중 약 33만명은 재발함에도 불구하고 치료제가 없어 계속 항갑상선 약물을 투여하고 있으며 unmet needs가 높다. 그레이브스병 하위질환인 TED에서 Tepezza가 약 20%의 환자를 대상으로 출시 2년만에 약 \$2bn의 매출을 올린 점을 감안할 때 IMVT-1402 역시 그레이브스병 단일 적응증에서만 최소 \$2bn 이상의 매출을 달성할 수 있을 것으로 예상된다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	102	110	135	143	169
영업이익	10	2	2	8	28
영업이익률(%)	9.9	1.4	1.6	5.3	16.2
세전이익	9	2	3	7	27
지배주주지분순이익	9	0	4	7	27
EPS(원)	170	5	69	131	520
증감률(%)	-55.0	-97.1	1,295.2	90.8	297.5
ROE(%)	5.2	0.2	2.0	3.8	14.5
PER(배)	123.6	3,624.5	646.5	289.5	72.8
PBR(배)	6.7	5.5	12.4	11.7	10.1
EV/EBITDA(배)	84.9	198.4	418.0	174.8	61.8

자료: 한올바이오파마, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준





GS글로벌

해상풍력 하부구조물로 레벨업

[출처] DS투자증권 안주원 애널리스트

해상풍력 부문 이익기여도 확대

자회사 GS엔텍을 통한 해상풍력 사업이 커지고 있다. 2023년 12월 국내 영광낙월 프로젝트에서 2,000억원의 모노파일(64기)을 수주했으며 올해부터 실적으로 반영 중이다. 2025년 9월 납품 완료를 예정하고 있으며 2024년에만 제조부문 영업이익이 전년 대비 흑자전환하며 196억원의 영업이익을 달성할 것으로 예상된다. 당사는 올해 전사 연결 영업이익을 793억원으로 추정하고 있으며 영광낙월 프로젝트 효과로 GS엔텍 이익 비중이 높아질 것으로 전망한다.

GS그룹 친환경 사업 적극적으로 진행

GS그룹이 친환경 경영에 속도를 내고 있다. 먼저 GS엔텍은 국내 해상풍력 하부구조물 수주 외에 해외 시장에서의 수주도 진행 중에 있으며 기존 수익성 낮은 플랜트 분야에서 해상풍력으로 사업을 전환하고 있다. GS칼텍스도 바이오 공정을 통해 바이오 매스 원료부터 친환경 제품을 생산하는 바이오 기술 분야로 확장 중에 있으며 GS건설은 자회사 에너지머티리얼즈를 통한 배터리 리사이클링 사업에 진출했다. GS EPS는 우드펠릿(작은 나무 알갱이)을 원료로 한 바이오매스 발전소 보유 및 전력 판매를 통한 실적을 거두고 있다. 이처럼 그룹사 전반적으로 친환경을 신성장 동력으로 삼으면서 각 분야에서 변화의 움직임들이 나타나고 있다.

2024년 예상 실적 기준 PER 4.5배

GS글로벌 2024년 실적은 매출액 3.9조원(-0.1% YoY)과 영업이익 793억원(+3.6% YoY)으로 전망한다. 전사 실적에서 80% 이상을 차지하고 있는 무역/유통은 꾸준한 매출액과 이익이 나올 것으로 예상하며 수

익성 낮은 품목들의 취급을 줄이고 있다. 제조는 2024년 매출액 2,089억원(+85.0% YoY)과 영업이익 196억원(흑자전환)이 예상되며 진행률로 인식하는 해상풍력 하부구조물 영향에 따른 실적 성장이 예상된다. 현재 주가는 올해 예상실적 기준 PER 4.5배 수준이나 성장성 높은 해상풍력 실적이 발생 중이고 추가 수주도 기대해볼 수 있는 만큼 저평가 구간이라 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	2,815	3,849	5,071	3,916	3,911
영업이익	32	39	70	77	79
영업이익률(%)	1.1	1.0	1.4	2.0	2.0
세전이익	-70	26	61	52	80
지배주주지분순이익	-80	23	70	28	60
EPS(원)	-974	283	851	336	730
증감률(%)	적지	흑전	201.0	-60.4	116.9
ROE(%)	-24.9	7.6	19.3	6.8	13.4
PER(배)	-2.0	8.4	2.6	7.6	4.5
PBR(배)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
EV/EBITDA(배)	8.5	14.4	7.6	5.3	5.7

자료: GS글로벌, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준



한국콜마

외형 성장에 수익성 향상 동반

[출처] NH투자증권 정지윤 애널리스트

계절성도 비껴가는 3분기, Sun 제품 강점 부각

투자의견 Buy 유지하며, 목표주가를 88,000원으로 +6% 상향. 별도 법인과 HK이노엔 매출 전망치 상향으로 2024E/2025F 연결 영업이익 추정치를 각각 +2%씩 조정. 3분기 현재 별도 법인 실적은 건조한 Sun 제품 비중과 수출 강세 지속되며 수익성 뒷받침. 이에 3분기 실적 기대감 유효한 구간으로 안정적인 선택지라 판단. 2024년 말 별도 법인 CAPA(5.7억개/년) 확보, 2025년 상반기 미국 2공장 가동 감안 시 성장성 비교적 명확하며 업종 내 상대 매력 부각될 전망

3Q24 Preview: 컨센서스 상회 전망

3분기 연결기준 매출액 6,477억원(+25% y-y), 영업이익 605억원(+95% y-y)으로 영업이익 컨센서스 13% 상회하는 실적 전망

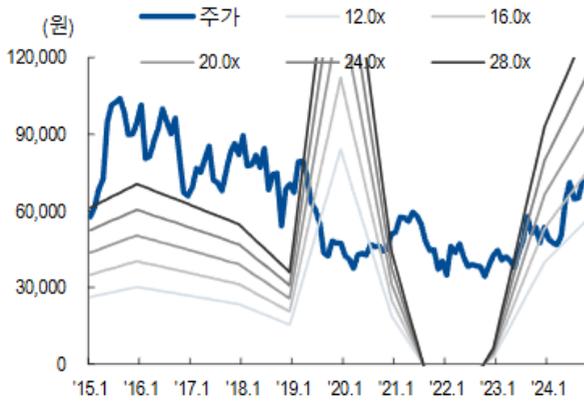
국내 매출 2,830억원(+52% y-y), 영업이익 333억원(+155% y-y) 추정. 7~8월도 2분기와 유사한 Sun 제품 비중, 수출 증대로 전분기 대비 생산일수 감소에도 양호한 매출 성장 예상되며, 인센티브 고려해도 두 자릿수 이익률 달성 전망

해외 ① 무석 매출액 397억원(+10% y-y), 영업이익 20억원(+17% y-y) 추정. 중국 경기 위축 탓에 수익성 제고 초점. ② 미국 매출액 150억원(+33% y-y), 영업적자 17억원(적자확대 y-y) 전망. 하반기 1위 고객사의 립 리뉴얼 제품 생산 안정화로 매출 증대 예상. ③ 캐나다 매출액 119억원(+13% y-y), 영업적자 11억원(적자확대 y-y) 추정. HK이노엔 매출 2,420억원(+12% y-y), 영업이익 286억원(+28% y-y) 추정. 케이캡 출시 국가 확대 및 광고선전비 정상화 예상. 연우 매출액 656억원(+8% y-y), 영업이익 20억원(+47% y-y) 추정

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	2,156	2,489	2,731	2,979
증감률	15.5	15.5	9.7	9.1
영업이익	136	215	255	287
증감률	85.8	58.0	18.4	12.8
영업이익률	6.3	8.6	9.3	9.6
(지배지분)순이익	5	78	118	142
EPS	227	3,333	4,978	5,996
증감률	흑전	1368.9	49.4	20.4
PER	236.2	21.5	14.4	12.0
PBR	1.9	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	12.0	10.1	8.7	7.8
ROE	0.8	11.5	15.5	16.3
부채비율	112.1	111.6	102.3	93.1
순차입금	768	633	465	303

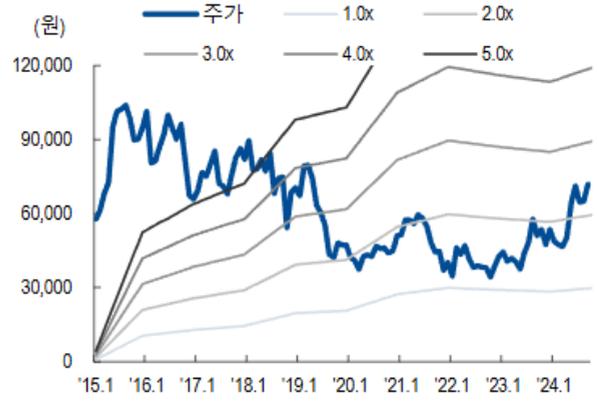
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 한국콜마 12M Fwd PER Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 한국콜마 12M Trailing PBR Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부





HK이노엔

미국 시장 공략에 나선 P-CAB

[출처] 유안타증권 하현수 애널리스트

일본과 한국에서 검증된 P-CAB 경쟁력

P-CAB은 수소-칼륨 ATPase의 칼륨 이온(K+) 결합 부위에 경쟁적으로 결합함으로써 위 내의 수소 이온(H+) 분비를 억제. Prodrug 형태의 PPI와는 달리 직접적으로 작용할 수 있으며 수소-칼륨 ATPase과 가역적으로 결합하기 때문에 약효 발현 시간이 빠르고 PPI 대비 장기간 효과가 유지. 또한 PPI와는 달리 식사에 따른 영향이 없어 복용 편의성도 높아 P-CAB의 국내 시장 점유율은 지속적인 증가 추세. 국내 보다 P-CAB 출시가 빨랐던 일본에서는 20년 P-CAB 점유율 33%를 기록했으며, Takecab(Vonoprazan)의 연간 일본 매출액은 약 7억 달러 규모.

Voquezna로 확인하는 미국 P-CAB 경쟁력

동사는 K-CAB(Tegoprazan)에 대한 복미 권리를 Sebela(Braintree)에 이전했으며 현재 비미란성 식도염(NERD)과 미란성 식도염(EE)에 대한 임상 3상을 진행 중으로 2H24와 1H25에 임상 결과 확인 가능할 전망이다이며 25년 허가 신청 예상.

현재 미국에서 허가된 P-CAB 제제는 Voquezna(Vonoprazan)이 유일. 미국은 저용량 PPI가 OTC(일반 의약품)으로 분류되어 처방전 없이 구매가 가능하며, P-CAB의 높은 가격 등으로 판매에 대한 우려가 있으나 Voquezna의 2Q24 매출액은 730만 달러(+284%QoQ)를 기록. 또한 6월 NERD 적응증을 획득했으며 보험 커버리지를 77%로 넓히면서 처방 확대 예상. Voquezna의 향후 매출 성장을 통해 K-CAB의 미국 시장 점유율 확대를 추정할 수 있을 것. Vonoprazan과 Tegoprazan 모두 PPI와 비열등성 평가 임상을 통해 승인되었으나 중증 미란성 식도염 환자(LA classification C/D)에서 PPI 대비 우수한 효과를 보임. Sebela는 EE 환자 대상 임상 3상에서 중증 EE 환자 비중을 높여 PPI 대비 P-CAB의 높은 효과를 확인할 계획이며 향후 출시 이후 강력한 마케팅 효과를 보일 것으로 기대.

투자 의견 Buy, 목표 주가 5.5만원 유지

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	229	6.2	4.4	236	-3.2
영업이익	27	20.5	10.9	28	-4.4
세전계속사업이익	24	33.1	12.3	26	-6.8
지배순이익	22	49.1	24.5	21	1.5
영업이익률 (%)	11.8	+1.4 %pt	+0.7 %pt	11.9	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	9.5	+2.8 %pt	+1.6 %pt	9.0	+0.5 %pt

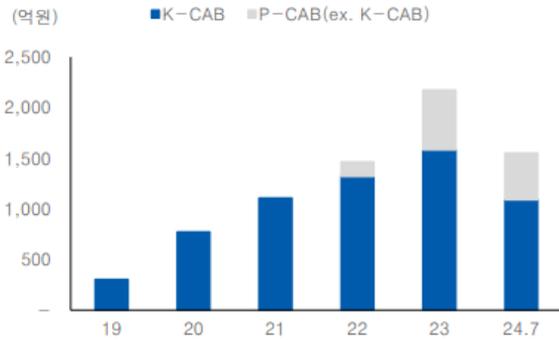
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	847	829	894	932
영업이익	53	66	97	114
지배순이익	38	47	73	90
PER	30.7	22.2	17.3	14.0
PBR	1.0	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA	17.0	13.0	10.2	8.7
ROE	3.3	4.0	5.9	6.9

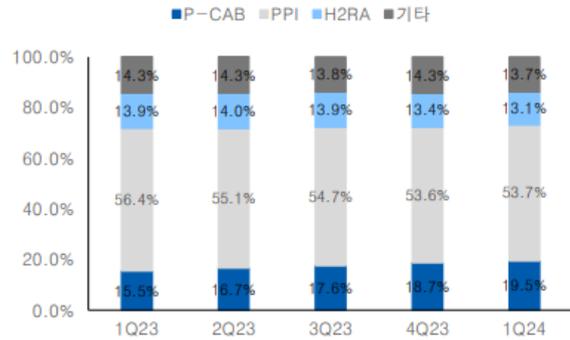
자료: 유안타증권

국내 P-CAB 약물 매출 추이



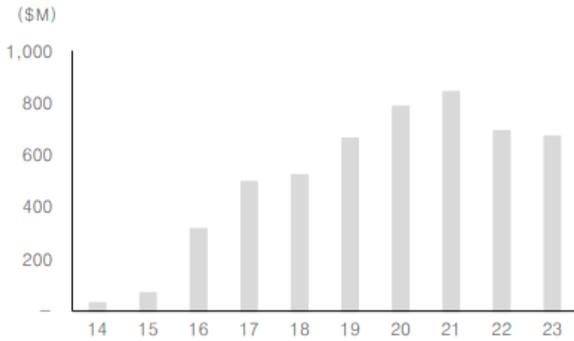
자료: HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

국내 소화성 궤양용제 점유율 추이



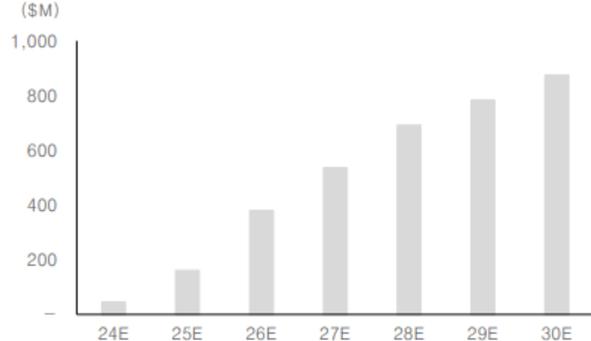
자료: HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

Takecab(Vonoprazan) 일본 매출 추이



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

Voquezna(Vonoprazan US) 매출 전망



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터



나스미디어

성장할 준비는 마쳤다

[출처] NH투자증권 이화정 애널리스트

필요한 것은 '좋은 때'뿐

투자의견은 Buy 유지. 6월 이후 전년 동월 대비 KAI(광고경기전망지수)가 줄곧 100을 하회하는 비우호적 업황 하에서도 신규 매체(OTT) 및 신규 광고주(커머스) 확보를 통해 안정적인 실적 기록 중인 사업자. 구글 파트너십 기반 SSP(광고지면 판매 플랫폼) 및 AI 고도화에 따른 모바일 플랫폼 강화 등 중장기 성장동력 유효. 배당수익률 예상치 역시 4.6%로 매력적. 긴 호흡의 접근 유효한 시점
 목표주가 22,000원(기존 27,000원)으로 19% 하향. Target PER을 12.5배(기존15배)로 17% 하향한 영향. 동사 넷플릭스 광고 대행 독점 및 구글 파트너십 기반 SSP 론칭, 풍부한 옥외광고 커버리지 등에서 경쟁사 대비 차별화. 다만 해당 역량을 발휘하기에는 아직 외부 환경이 비우호적. 향후 광고 경기 회복에 탄력이 붙어, 동사의 강한 역량이 두드러질 때 멀티플 상향을 재고할 계획

준비된 사업자라 여기는 이유

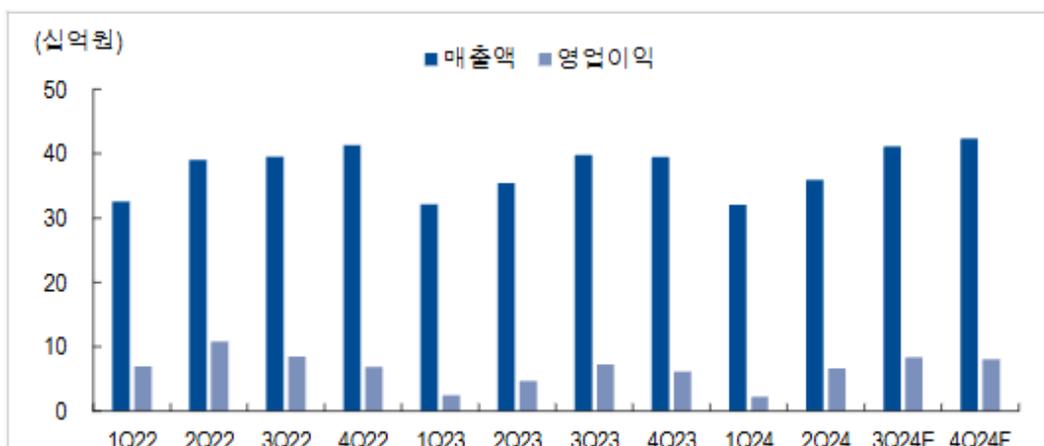
넷플릭스 광고: 국내 광고요금제 이용자의 우상향 추세에, 광고주 수요의 점진적 유입까지 더해지면서 관련 실적 수혜가 점차 가시화되는 중. 이 가운데 하반기에 넷플릭스 기대작(지옥2, 오징어게임2) 편성이 몰림. 해당 시점을 기점으로 넷플릭스가 국내 광고 매체로서 자리잡을 수 있을 전망. 동사의 수혜 역시 기대

모바일 플랫폼: 구글 파트너십 기반의 AdMixer SSP 론칭 및 대형 커머스 사업자 CPS(매출연동형) 확대를 통한 수익성 제고. K-Deal 대행 종료로 단기적 외형 축소 불가피하나, 중장기적으로는 인건비 효율성 개선이 기대됨

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	146.8	151.5	163.5	173.3
증감률	-3.7	3.2	7.9	6.0
영업이익	20.5	25.2	32.3	36.8
증감률	-38.1	22.9	28.2	13.9
영업이익률	14.0	16.6	19.8	21.2
(지배지분)순이익	16.7	20.4	23.6	26.5
EPS	1,445	1,766	1,888	2,119
증감률	-37.6	22.2	6.9	12.2
PER	15.4	8.7	8.1	7.2
PBR	1.2	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.8	3.2	2.9	2.2
ROE	8.0	9.3	10.1	10.6
부채비율	104.5	87.3	80.2	74.1
순차입금	-128.7	-108.6	-112.1	-127.5

단위: 십억원, %, 원, 배

나스미디어 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 나스미디어, NH투자증권 리서치본부 전망



디앤디파마텍

먹는 비만 치료제가 온다

[출처] 다올투자증권 이지수 애널리스트

Issue

펩타이드 경구화 플랫폼 기술 보유한 기업. 기업 현황 및 파이프라인 업데이트

Pitch

경구 제형 전환 플랫폼 ORALINK 적용해 다수의 GLP-1 기반 치료제 개발 중. 약물을 위가 아닌 소장까지 도달하게 해 경구흡수율 증대. DD02S(비만; 경구) 연내 임상1상 IND 신청, 2025년 데이터 발표.

DD01(MASH; 주사)은 임상2상 진행 중. 연내 환자 모집 완료 예상. R&D 모멘텀 유효

Rationale

GLP-1 기반 대사성질환 치료제 개발 기업. 경구 제형 전환 플랫폼 보유. 그 외 주사 제형으로 MASH, 퇴행성 뇌질환, 섬유화질환 등 다양한 치료제 개발 중

동사 기술은 펩타이드 지질화와 리간드화를 통해 약물 반감기 증대. 위에서 분해되지 않고 소장에서 흡수되게 만들어 생체이용률 높여줄 수 있음

빅파마는 성공적인 주사 제형 비만 치료제 개발 이후 편의성 증대와 비용 절감을 위해 경구 제형에 대한 니즈 증대 중. 펩타이드 기반 약물이 풀어야할 숙제는 낮은 생체이용률(흡수율). 동사의 기술이 적용된 비만 임상에서 높은 생체흡수율 입증한다면 추가 L/O 가능할 전망

Earnings Forecasts

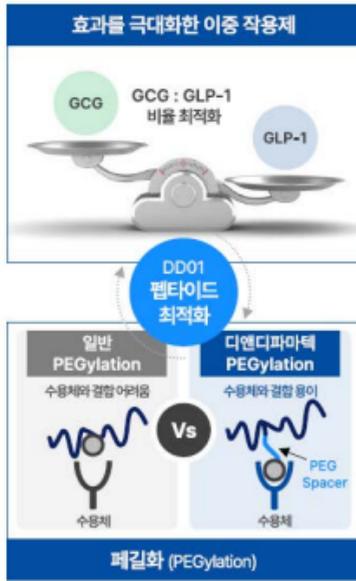
(단위: 십억원,%)

	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	0.0	0.0	1.4	0.6	18.7
영업이익	(31.1)	(69.1)	(75.7)	(68.7)	(13.5)
EBITDA	(23.3)	(57.8)	(63.8)	(54.9)	(9.1)
지배주주순이익	(6.4)	(63.4)	(68.2)	(136.1)	3.9
순차입금	111.0	(54.8)	(10.7)	26.7	(7.4)
매출증가율	n/a	n/a	n/a	(55.2)	2,959.0
영업이익률	n/a	n/a	(5,547.7)	(11,244.2)	(72.2)
지배주주순이익률	n/a	n/a	(5001.4)	(22285.3)	21.1
EPS증가율	적지	적지	적지	적지	흑전
ROE	n/a	(62.2)	(44.6)	(193.6)	12.2

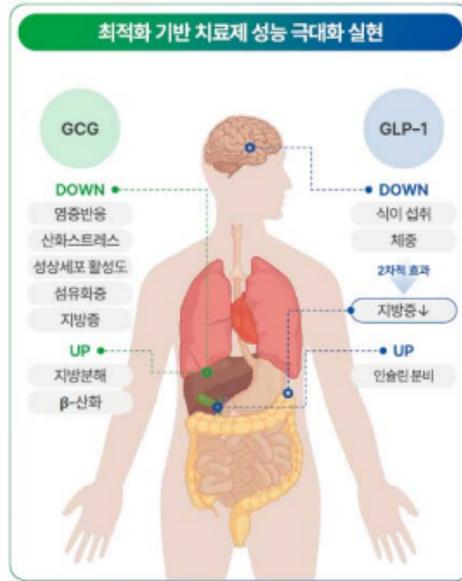
Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 116: DD01 작용기전

DD01 기술력



작용 기전



Source: 디엔디파마텍, 다음투자증권



비에이치

회복의 출사표

[출처] 신한투자증권 오강호 애널리스트

2024년 회복, 2025년 성장 가속화로 레벨업

2023년 실적 부진 이후 2024년 2분기 호실적 발표. 1) IT디바이스 수요 회복, 2) 사업 포트폴리오 확대로 중장기 성장 모멘텀에 관심 확대 구간으로 판단. 주가 우상향 방향성을 전망하는 이유는 AI 시장 개화 → IT디바이스 출하량 확대 → IT부품 수요 증가로 이어지며 실적 성장(EPS) 기대. 기술 경쟁력을 바탕으로 시장 내 입지 확대는 밸류에이션(PER) 재평가로 연결

1) IT수요 개선, 2) 사업 다각화, 3) 계절적 실적 안정화에 주목

IT 핵심 부품인 FPCB(플렉시블 인쇄회로기판) 생산 업체. 전방 시장은 글로벌 스마트폰 출하량, 전기차 IT 부품 수요와 연결. 1) 2024년 글로벌 스마트폰 출하량 +5%(이하 전년대비)로 추정. AI 기능 강화에 따라 성장 가속화 전망. 2) OLED(디스플레이 기술)적용 디바이스 포트폴리오 확장도 긍정적. 전기차(EV) 관련 수주 확대로 2024년 EVS 매출액 +18% 전망. 3) 사업모델 다변화로 안정적인 분기별 실적 기록 전망. 연 500~600억원 규모의 설비 투자(IT, 전장) 진행 중. 2024년 영업이익 +63% 고성장 전망

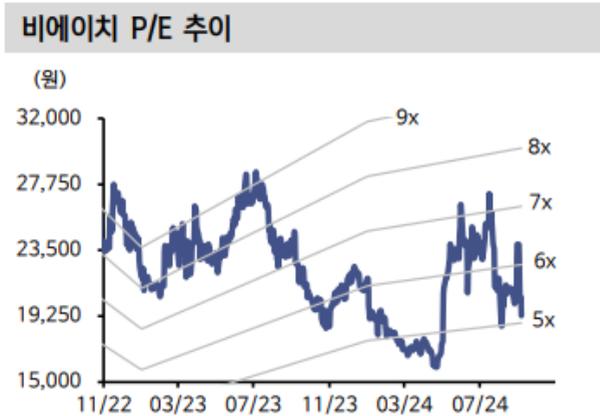
Valuation & Risk

목표주가 30,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 2024F EPS(주당순이익) 3,533원에 과거 2개년 P/E(주가수익비율) High에 7% 할인. 2020년 전년대비 영업이익 감소 이후 2021년, 2022년 성장에 성공. 현재 주가 기준 2024년 예상 P/E 5.5배 수준으로 과거 3개년 Low 평균보다 저평가 구간

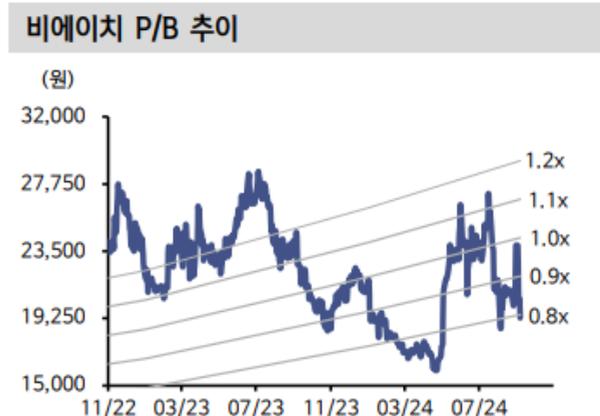
리스크 요인으로 글로벌 IT디바이스 출하량 부진시 실적 추정치 조정 불가피하나 AI 기능 강화, 품팩터 업그레이드로 수요 부진은 제한적일 전망. 국내 대표 IT부품 업체로서 실적 성장 및 높은 밸류에이션 매력에 주목

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	1,681.1	131.3	143.9	5.3	29.7	1.4	4.8	1.1
2023	1,592.0	84.8	90.7	8.0	15.1	1.1	5.8	1.2
2024F	1,909.8	138.5	121.8	5.5	17.5	0.9	3.5	1.2
2025F	2,074.5	155.5	133.3	5.0	16.3	0.8	3.0	1.2
2026F	2,219.9	168.7	141.7	4.7	15.0	0.7	2.6	1.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권



자료: QuantiWise, 신한투자증권



자료: QuantiWise, 신한투자증권

