

2024.10.04.(금) 증권사리포트

제이엘케이

미국/일본시장 진출 추진 현황

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

CT 7종, MRI 6종 등 총 13개 뇌졸중 AI솔루션을 보유

JLK의 NDR 후기를 작성했다. 동사는 인공지능을 활용, 의료 영상 및 임상 데이터를 분석하여 질병 조기 진단, 판독 보조, 병변 검출, 예후 예측 등을 목표로 하는 인공지능 솔루션 전문 기업이다. 8종의 의료 영상 (MRI, CT, X-Ray, Mammography, 디지털 병리 영상, 내시경, 초음파, 안저 영상)을 기초로 의료 인공지능 솔루션을 개발, 특히 뇌졸중 분야에서 경쟁력을 확보하고 있다.구체적으로는 CT 7종, MRI 6종 등 총 13개 뇌졸중AI솔루션(MEDIHUB STROKE)을 보유하고 있다

국내시장 매출 발생 중, 210개 병원에 AI뇌졸중 솔루션 Set-up

동사가 개발한 MEDIHUB STROKE에 포함되어 있는 13개 솔루션 중에서 2023년 10월 말, 보건복지부 건강보험정책심의위원회에서 당사의 뇌졸중 솔루션 중 뇌경색 진단 보조 솔루션인 JBS-01K(JLK-DWI)가 AI 분야의 혁신 의료 기술 중 국내 최초(1호)로 건강보험(비급여) 적용이 결정되었다. 나머지 12개에 대해서도 혁신의료통합제도로 신청/심사를 거쳐 승인을 목표로 진행 중이다.

우선 국내시장에서 동사의 매출이 발생하고 있다. MEDIHUB STROKE는 국내 대형병원에 설치를 완료하였고 3차 병원 뿐만 아니라 2차, 1차 병원까지 도입을 확대하고 있다. 2024년 현재 210개 병원(대학병원 40개소, 종합병원 126개, 일반병원 44개)에 대해 솔루션을 Set-up한 상태이다.

현재까지 매출은 국내시장에서 발생하고 있다. 매출추이를 보면 2022년 34억원, 2023년 25억원이다. 2024년 상반기 매출을 보면 제품으로서 인공지능 의료 분석솔루션 1.1억원, 인공지능 산업, 기타 분석 솔루션에서 2.5억원으로 전체 매출액은 3.6억원이다. 2023년 연간 매출액 25억원대비 매출액이 크게 감소한 것은 바우처사업에서 발생하는 매출이 감소하고 순수한 AI솔루션 매출만 발생했기 때문이다. 또한 AI솔루션 매출증가 속도가 느린 것은 의료파업으로 비급여보험수가 등재가 늦어진 영향도 있는 분석된다.

2025년 상반기까지 해외사업 진출 관련 이벤트는 많다

국내 의료 AI솔루션시장 규모는 제한적이다. 글로벌시장에서 매출 확대가 반드시 필요할 것이다. 따라서 동사는 시장이 큰 미국과 일본시장을 타겟으로 하여 시장진출을 추진하고 있다. 2024년 하반기와 2025년 미국과 일본시장 진출 현황과 계획, 그리고 이벤트를 보면 다음과 같다.

첫째, 미국시장 진출을 본격적으로 추진 중이다. 2024년 5월에 미국 FDA에 신청한 CT기반의 JLK-LVO(대혈관폐색 검출)이 9월말에 승인되었다. 나머지 CT기반의 JLK-CTP(혈관재개통 시술결정)와 MRI기반의 JLK-PWI(혈관재개통 시술결정)의 허가 여부가 2024년내 발표될 가능성이 있다. 또한 2024년 연내 CT기반의 JLK-SDH), JLK-ICH, JLK-CTL의 3가지 솔루션에 대해 FDA 승인도 순차적으로 신청할 계획이다

둘째, 일본시장 진출도 추진 중이다. 2024년 9월에 JLK-CPT, JLK-PWI에 대해 일본 PMDA에 승인 신청을 했으며, 2024년 연내에 승인여부가 발표될 가능성이 있다. 또한 JLK-SDH, JLK-ICH, JLK-CTI에 대해 승인을 신청할 계획이다

매출이 중요하다. 2025년 미국과 일본시장에 매출 발생을 목표로 하고 있다. 향후 매출 발생 일정에 대한 목표를 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 미국시장에서 진행이 빠른 뇌졸중 솔루션 JLK-LVO에 대해 FDA승인을 거쳐 2024년 내에 미국 보험급여 신청, 2025년에 보험수가를 받아 2025년 3분기쯤에 매출을 발생시킨다는 목표이다. 나머지 4개의

뇌졸중 AI솔루션에 대해서도 순차적으로 승인과 보험급여수가를 받아 2025년 하반기와 2026년에 매출을 발생시킨다는 목표이다.

둘째, 일본시장에서도 뇌졸중 AI솔루션에 대해 순차적으로 2024년내 일본 PMDA 승인을 거쳐 2025년 상반기 비급여수가 획득 후, 2025년 3분기부터 매출을 발생시키는 것이 목표이다.

물론 이러한 목표는 일정이 순조롭게 진행될 경우에 달성 가능할 것이다. 2025년 상반기쯤에는 미국과 일본시장 진출 잠재력에 대해 어느 정도 판단할 수 있을것이다. 현재로서는 시간을 두고 사업의 진행을 지켜볼 필요가 있다.

주가는 해외사업 성공여부에 달려 있다

주가는 의료 AI서비스에 대한 기대로 2023년 8월에 36,000원대까지 상승한 후, 지속적으로 하락, 2024년 4월에 8천원대까지 하락했다. 그 이후 상승과 횡보를 거쳐 2024년 9월에 미국시장 진출에 대한 기대감으로 현재 16,000원 내외까지 상승한상태이다. 2024년 상반기 연결기준 매출액은 3.6억원, 영업적자 67억원이다. 2024년 6월말 기준 현금성 자산은 67억원, 차입성부채는 233억원(장기차입금 150억원포함)이다. 따라서 현재 유상증자(청약일 10월 7~8일, 납입일 10월 16일)가 진행되고 있다. 증자규모는 시설자금 61억원, 운영자금 430억원, 총 491억원이다. 만약 2025년 3분기나 그 이후에 미국 FDA승인과 보험수가를 받아서, 미국 병원에서 의미 있는 매출이 발생한다면 기업가치가 상향 평가될 수 있을 것이다. 그러한 2025년 상반기 또는 하반기에 실현 가능성 여부를 어느정도 확인할 수 있을 것이다.

표1, JLK의 뇌졸중 시슬루션 내용

| | | | |
|----------------|------------------------------|------------------------|--|
| CT (7개 제품) | JLK-ICH (뇌출혈 유무 및 영역 검출) | | |
| | JLK-SDH (경막하출혈 탐지) | | |
| | JLK-CTL (대혈관폐색 조기 탐지) | | |
| | JLK-CTI (뇌경색 조기 검출) | | |
| | JLK-LVO (대혈관폐색 검출) | | |
| | JLK-CTP (혈관재개통 시슬결정) | | |
| | | JLK-WMHC (백질변성 탐지 솔루션) | |
| MRI (6개 제품) | JLK-PWI (혈관재개통 시슬결정) | | |
| | JLK-DWI (뇌경색 유형분류) | | |
| | JLK-UIA (뇌동맥류 영역 검출) | | |
| | JLK-LAC (만성열공뇌경색 의심 영역 검출) | | |
| | JLK-CMB (뇌미세출혈 의심 영역) | | |
| | JLK-WMH (백질변성 의심 영역 및 부피 정보) | | |

자료: JLK

표2, 뇌졸중 시슬루션의 미국과 일본시장 진출을 위한 규제기관 허가 계획

| 미국 FDA | 2024 | | | | 2025 | | | | 2026 | | | |
|----------|------|----|----|----|------|----|----|----|------|----|----|----|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q |
| JLK-LVO | 신청 | 완료 | | | | | | | | | | |
| JLK-CTP | | 신청 | 완료 | | | | | | | | | |
| JLK-SDH | | | 신청 | | | | | | | | | |
| JLK-ICH | | | 신청 | | | | | | | | | |
| JLK-CTL | | | 신청 | | | | | | | | | |
| JLK-PWI | | 신청 | 완료 | | | | | | | | | |
| JLK-CTI | | | | 신청 | | | | | | | | |
| JLK-UIA | | | | | 신청 | | | | | | | |
| JLK-WMH | | | | | | 신청 | | | | | | |
| JLK-CMB | | | | | | | 신청 | | | | | |
| JLK-WMHC | | | | | | | | 신청 | | | | |
| JLK-DWI | | | | | | | | | 신청 | | | |
| JLK-LAC | | | | | | | | | | 신청 | | |
| 일본 PMDA | 2024 | | | | 2025 | | | | 2026 | | | |
| JLK-LVO | | | | | | | | 신청 | | | | |
| JLK-CTP | | 신청 | 완료 | | | | | | | | | |
| JLK-SDH | | | 신청 | | | | | | | | | |
| JLK-ICH | | | 신청 | | | | | | | | | |
| JLK-CTL | | | | | | | 신청 | | | | | |
| JLK-PWI | | 신청 | 완료 | | | | | | | | | |
| JLK-CTI | | | 신청 | | | | | | | 신청 | | |
| JLK-UIA | | | | | | | | | | | | |
| JLK-WMH | | | | | | 신청 | | | | | | |
| JLK-CMB | | | | | | 신청 | | | | | | |
| JLK-WMHC | | | | | | | | 신청 | | | | |
| JLK-DWI | | | | | | | 신청 | | | | | |
| JLK-LAC | | | | | | | 신청 | | | | | |

자료: JLK



리가캠바이오

다름에서 오는 경쟁력

[출처] 유안타증권 하현수 애널리스트

웃지 못하는 AZ와 Gilead

Trop-2는 다수 고형암에서 과발현되는 특성으로 표적 항원으로 높은 관심을 받아왔으나, 최근 공개된 Dato-Dxd(AZ)와 Trodelvy(Gilead)의 NSCLC 임상에서 Docetaxel 대비 통계적 유의성 확보 실패. Dato-Dxd는 하위 분석 결과를 바탕으로 NSQ NSCLC에 한정된 허가를 진행 중에 있으나 허가 가능성은 높지 않을 것으로 판단.

경쟁 ADC와 다른 LCB84 특징

동사의 β -glucuronidase linker는 우수한 혈중 안정성을 가지면서도 종양 세포 내로 internalization 된 이후에는 빠르게 페이로드를 유리. Trodelvy는 pH 의존적인 hydrazone linker를 사용함에 따라 혈중 안정성이 낮으며, Dato-Dxd는 우수한 혈중 안정성으로 인해 internalization이 필수적으로 Trop-2 ADC 효과를 예측할 수 있는 biomarker 필요성이 높음. LCB84는 linker의 특성으로 안정성 높음에도 종양 세포에서 유효 세포 독성 농도에 도달이 용이.

주요 Trop-2 ADC가 Top1i를 사용하는 반면 LCB84는 MMAE ADC로 Top1i ADC의 후속 치료 또는 LCB84 투약 후 후속 ADC로 Top1i를 사용이 가능할 것으로 예상. 이는 Enhertu, HER3-Dxd 등이 등장하면서 변화된 치료 환경에서 유리할 것으로 기대. 또한 MMAE는 EV-302(UC,1L)에서 Keytruda 병용 효과를 확인. NSCLC에서 Trop-2 ADC와 IO 병용이 주요 적응증이 될 것으로 예상하며 MMAE가 유리한 위치에 있는 것으로 판단.

투자 의견 Buy, 목표 주가 14만원 제시

매수 의견 및 목표 주가 14만원으로 커버리지 개시. 목표 주가는 LCB84, LCB14 파이프라인 가치와 Takeda, Amgen과의 플랫폼 L/O 계약 가치를 반영. ConjuALL 플랫폼의 임상 결과들에서 유효성이 높으면서도 우수한 안전성을 확인 중으로 ConjuALL 플랫폼 및 동사 파이프라인 가치 향상 전망.

| 계산 (12월) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|-----------|-------|-------|--------|-------|
| 매출액 | 33 | 34 | 128 | 198 |
| 영업이익 | -50 | -81 | -28 | 7 |
| 지배순이익 | -45 | -74 | -15 | 29 |
| PER | -22.8 | -14.1 | -223.7 | 123.0 |
| PBR | 5.3 | 7.5 | 6.0 | 5.7 |
| EV/EBITDA | -18.7 | -12.3 | -126.2 | 281.0 |
| ROE | -20.5 | -40.1 | -4.1 | 4.8 |



네오팜

판로 확대

[출처] 하나증권 박은정 애널리스트

판로 확대 = 성장 채널 진출 + 수출 확대 당사는 네오팜과 지난 26~27일 양일간 15개 국내 투자자 대상 NDR을 진행했으며, 목적은 3분기 영업 현황 공유, 사업 방향성을 확인하고자 함이다. 아래는 브랜드별 영업현황/전략과 관련한 NDR 내용을 정리했다. 요약하면, 브랜드별로 성장 채널 + 수출 확대를 통해 성장 동력 확보에 대한 보폭이 넓어졌다. 3Q24 제로이드 HB 진출, 4Q24 아토팜 코스트코 온라인 진입 등 판로 확대 등이 눈에 띈다.

①상반기: 연결 매출 588억원(YoY+22%), 영업이익 129억원(YoY-3%, 영업이익률 22%). [부문별] 수출 83억원(YoY+24%), 온/오프라인 438억원(YoY+6%), OEM 66억원(신규), [브랜드별] 아토팜 184억원(YoY+9%), 제로이드 151억원(YoY+7%), 리얼베리어 73억원(YoY-1%), 더마비 95억원(YoY+30%). 더마비 중심 수출 판로 확대 나타남. 손익 측면에서 저마진 더마비/OEM 비중 확대로 수익성 하락(영업이익률 1H23 28% 1H24 22%)

②아토팜: (매출비중) 온라인 60% 이상, 수출 10% 수준, 면세 약 5%, 그 외 오프라인 기여. 3분기 온라인/수출 중심 확대 추세. 온라인은 자사몰 트래픽 유치에 주력. 인플루언서와 유튜브 행사 등을 통한 외형 확대 도모. 수출은 미주 아마존 프라임 데이 참여, 러시아권 채널 진출 확대 중(지난해 디스트리뷰터 통해서 판로 확장 중). 4Q24 코스트코 온라인 입점 등을 앞두고 있음.

③제로이드: (매출비중) 90% 이상이 병원, 그 외 온라인 기여. 3분기 드디어 신규 채널(올리브영) 진출. 8월 말 제로이드 일반라인 올리브영 온라인 쇼케이스로 런칭, 13개 SKU 입점. 9월 현재 오프라인 매장 500개 입점. 연말까지 전 매장으로 확대 예상. 4분기 올리브영 주요 행사 참여 예정. 채널 내 경쟁 브랜드 에스트라 정도 추정. 마진은 기존 병원 채널 보다는 낮으나, 평균 이상. 올리브영 진출은 브랜드 규모 확장 측면에서 당연 긍정적. 이를 통해 추후 수출 확대까지 도모 가능. 병원은 MD라인 중심이며, 실손 보험 혜택 기반 탄탄한 충성 소비자 존재, 추가적 라인업 확대를 통해 소비자 락인 도모(올해 선MD 출시). 올리브영은 신규 고객층 확대 측면에서 유리.

④리얼베리어: (매출비중) HB 50% 수준, 수출 약 30%, 그 외 온라인 기여. 3분기 수출 중심 성장 도모. 상반기는 리뉴얼 제품 런칭 지연/런칭 전 재고소진 등의 영향으로 수출이 부진했으나, 정상화되며 견조한 성장 예상. 러시아 판매도 호조. 4Q24 일본 신규 콜라보 제품 런칭, 큐텐 메가와리 참여 등을 앞두고 있음. HB는 전년도(밸리콤 콜라보 행사 진행) 기저가 높아, 역성장 예상.

⑤더마비: (매출비중) HB 30% 후반, 기타 오프라인 10%대, 수출 20%, 그 외 온라인 기여. 미주/아시아/러시아 수출 확대 중. 미주는 아마존, 아시아/러시아는 B2B 물량 확대 중. 7월 프라임데이 더마비 선케어 제품 조기 완판 등으로 미주 성과 견조. 신규 지역 진출/라인 확대를 통해 성장 도모. 추가적으로 4Q24 올리브영 행사 참여 예정.

3Q24 Preview: 판로 확장 예열 중

네오팜의 3분기 실적은 연결 매출 273억원(YoY+25%), 영업이익 55억원(YoY+8%, 영업이익률 20%)을 예상하며, 컨센서스(54억원)를 부합할 전망이다. 제로이드의 올리브영 신규 진입, OEM 매출 더해지며 외형 성장세는 두드러지나, 저마진 OEM 매출 추가 및 대손상각비(티메프 영향) 일부 반영되며 영업이익은 하이싱글 증가 수준에 그칠 것으로 예상된다. 올해까지는 OEM 매출 추가로 전반적인 브랜드 매출 확대가 나타남에도 원가 상승 부담이 연중 존재하나, 국내 성장 채널 + 수출 지역 확대 등의 전사적 판로 확대 모색을 통해 2025년은 이익 모멘텀 확대 전망한다.

브랜드별 3분기 전년동기비 성장률은 아토팜 +15%, 제로이드 +25%, 리얼베리어 +3%, 더마비 +10% 예상된다. ①아토팜은 온라인과 수출 중심으로 성장 예상되며, 온라인은 외부몰(비중 70%) 견조한 가운데, 자사몰 중심(비중 10% 수준) 트래픽 유치에 집중. 수출은 지난 7월 미주 아마존 프라임데이 참여, 러시아권 수출 확대를 두 자릿수 성장 기대한다. ②리얼베리어는 수출이 30% 중후반 성장하나, HB 매출 감소로 한자릿수 성장에 그칠 것으로 보인다. 수출은 일본/러시아 중심으로 판매 견조하다. 4분기는 새로운 인플루언서와 콜라보 제품 런칭, 11월 메가와리 참여 및 신제품 런칭을 앞두고 있다. 상반기 대비 하반기 성장세 강화 예상된다. ③제로이드는 올리브영 초도 물량 반영 및 병원에서의 판매 호조로 20% 이상 성장할 것으로 보인다. 8월 말 올리브영 온라인 쇼케이스를 시작으로 13개 SKU 런칭했으며 초도 물량 정

도 매출 발생했다. 현재는 올리브영 매장 500여개 입점한 상태이며, 연말까지 전 매장으로 입점 늘어날 것이다. 상저하고 매출 기대된다. ④더마비는 수출 증가되며 10% 내외 성장할 것으로 기대한다. 7월 미주 프라임데이 참여 등으로 60% 이상 수출이 증가한 것으로 파악된다. 특히 선케어 제품은 조기 완판되는 모습 나타났다. 추후 추가 라인업 런칭, 지역 확장을 통한 성장 도모할 예정이다. ⑤수익성은 올해까지 원가 부담 확대(OEM 매출 추가)로 매출 증가에도 수익성 하락은 불가피하다. 추가로 티메프 이슈로 일부 대손상각비 반영될 것으로 추정된다.

하반기, 2025년이 기대되는

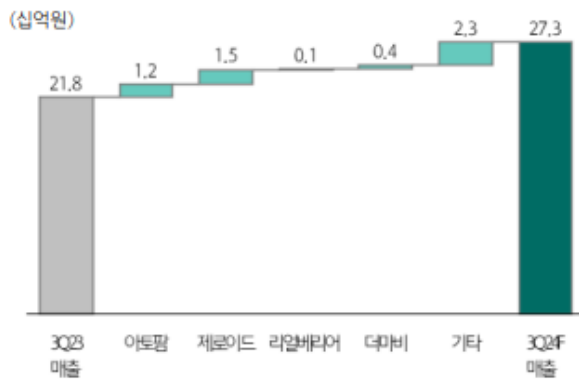
2024년 네오팜의 실적은 연결 매출 1.2천억원(YoY+24%), 영업이익 266억원(YoY+5%, 영업이익률 22%) 전망한다. 상반기는 영업이익이 감소했으나, 하반기는 +14% 이익 증가 기대된다, 또한 2025년은 브랜드 매출 확대가 본격화되며 이익 증가 효과가 두드러질 전망이다. 특히 성장에 보수적이던 동사는 지난해부터 수출 판로 확대에 주력하고 있는데(수출비중: 2022년 11% 2023년 14% 2024년F 17% 2025년F 18%, OEM 제외 비중), 2025년은 수출 브랜드 확대로 수출 비중 추가 확대 기대된다. 2023년은 리얼베리어의 일본 진출, 2024년은 더마비의 미국 진출이 성장의 중심이었다. 2025년은 아토팜의 미국 진출 추가, 더마비 라인업 강화 기대되며, 잠시 주춤했던 리얼베리어는 일본 마케팅 강화할 것으로 기대한다. 또한 탄탄한 브랜드력을 보유한 제로이드의 올리브영 진출은 신규 고객 유입 측면에서 긍정적이며, 이를 통해서 추후 수출까지 더해지는 계기가 되기를 기대한다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 82 | 88 | 85 | 97 |
| 영업이익 | 22 | 22 | 21 | 25 |
| 세전이익 | 23 | 24 | 23 | 29 |
| 순이익 | 18 | 18 | 17 | 23 |
| EPS | 2,209 | 2,158 | 2,075 | 2,828 |
| 증감율 | (9.4) | (2.3) | (3.8) | 36.3 |
| PER | 12.9 | 11.5 | 9.3 | 9.1 |
| PBR | 1.9 | 1.5 | 1.1 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 6.1 | 4.1 | 1.9 | 3.8 |
| ROE | 15.4 | 13.6 | 12.0 | 14.5 |
| BPS | 14,669 | 16,203 | 17,654 | 19,824 |
| DPS | 650 | 700 | 700 | 750 |

도표 5. 네오팜의 3Q24F 브랜드별 매출 변동 (YoY)



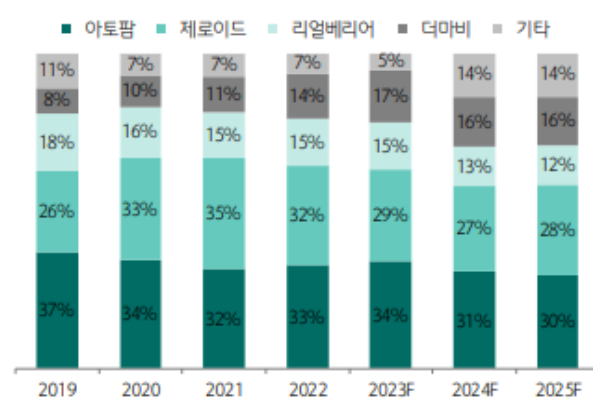
자료: 하나증권

도표 6. 네오팜의 3Q24F 채널별 매출 변동 (YoY)



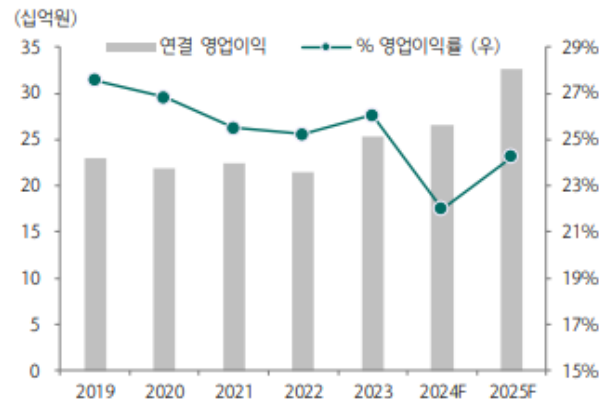
자료: 하나증권

도표 7. 네오팜의 브랜드별 매출비중 추이 및 전망










자료: 하나증권

도표 8. 네오팜의 영업이익 추이 및 전망



자료: 하나증권

도표 10. 데마비 미국 대표 제품

| 데마비 아마존 주요 제품 | | | | | | |
|---------------|---|---|---|---|---|--|
| 제품명 | 에브리데이 선블럭 SPF50 | 데일리 모이스처 바디 오일 | 데일리 모이스처 바디 로션 | 크리미 터치 바디 워시 | 마일드 모이스처 바디 로션 | |
| 용량 | 200ml | 200ml | 400ml | 400ml | 400ml | |
| 리뷰수 | 1,022개 | 377개 | 173개 | 997개 | 88개 | |
| 평점 | 4.5 | 4.4 | 4.7 | 4.1 | 4.4 | |
| 가격 | \$19.90 | \$13.18 | \$16.00 | \$11.48 | \$16.00 | |
| 이미지 |  |  |  |  |  | |
| 제품명 | 세라MD 리페어 로션 | 세라MD 리페어 바디 크림 | 울트라 모이스처 바디 크림 | 프레시 모이스처 바디 로션 | 우레아 98% 풋크림 | |
| 용량 | 400ml | 430ml | 430ml | 400ml | 80ml | |
| 리뷰수 | 62개 | 59개 | 58개 | 52개 | 30개 | |
| 평점 | 4.3 | 4.5 | 4.0 | 4.5 | 4.5 | |
| 가격 | \$17.00 | \$21.00 | \$19.55 | \$16.00 | \$9.60 | |
| 이미지 |  |  |  |  |  | |

주: 리뷰수는 출시 이후 누적 수치
 자료: 아마존, 하나증권





와이지엔터테인먼트

마지막 고비 3분기

[출처] 키움증권 이남수 애널리스트

3분기 영업손실 36억원(적전), 컨센 하회

3분기 매출액 887억원(yoy -38.4%), 영업손실 36억원(적전)을 전망한다. 아티스트 컴백 상황 고려 시 2분기와 유사한 실적 흐름을 보일 것이다.

트레저 서울 콘서트 2회, 베이비몬스터 일본과 한국 팬미팅 투어가 개최되었지만, 앨범 컴백 및 대규모 월드투어는 부재했다. 따라서 주요 아티스트 컴백을 위한 콘텐츠 준비 비용, 무형자산 상각비 등 전 분기 나타났던 비용이 수익성 악화에 여전히 영향을 미칠 것으로 예상된다. 다만 총당금 등 일회성 비용 감소로 적자폭은 줄어들 것으로 보인다.

마지막 고비를 넘어 4분기부터 실적 재정비

4분기는 베이비몬스터가 정규 앨범으로 컴백하고 투애니원의 월드투어가 시작된다. 10월 시작하는 투애니원의 월드투어는 현재 1분기까지 예정되어 있고, 투어 진행 중 공연장을 추가로 확보하여 콘서트 확장에 나설 것으로 기대한다.

트레저는 지난해 12월을 시작으로 올해 8월까지 일본 포함 아시아 콘서트를 진행했다. 장기 투어로 상반기 디지털 싱글로만 컴백했던 트레저의 피지컬 앨범 발매도 기대해 볼 수 있다. 베이비몬스터와 트레저 앨범이 동시 발매된다면 분기 300만장 수준의 판매를 예상하며, 이는 3Q22 블랙핑크 컴백 이후 부진했던 앨범 판매량의 유의미한 첫 반등 사례로 기록될 것이다.

2025년 다각화된 모습을 보일 것

블랙핑크의 컴백 및 월드투어가 예정된 만큼 2025년의 실적 개선 가능성은 다분하다. 여기에 일본 팬덤을 중심으로 아시아 확장에 나서는 트레저는 앨범 판매량과 콘서트 인원의 동시 개선을 꾀할 것이다. 따라서 2024년의 부진을 끊는 동사의 실적 개선 상수로 블랙핑크와 트레저가 기여할 것이다.

미래 성장성에 대한 관심은 베이비몬스터에 초점을 맞춘다. K-POP 걸그룹 초동 1위 기록을 달성한 베이비몬스터는 데뷔 앨범 누적 판매량 70만장 이상을 달성해 앨범 성공 및 콘서트 개최에 대한 기대를 높이고 있다. 또한 투애니원 콘서트, 신인 아티스트 추가 데뷔 등 기존보다 강화된 라인업의 활동이 예상되어 있기에 다각화된 파이프라인 효과로 실적 반등을 예상한다. 이에 투자의견 BUY, 목표주가 56,000원은 유지한다.

투자지표

| (십억원, IFRS) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 391.2 | 569.2 | 398.0 | 576.4 |
| 영업이익 | 46.6 | 86.9 | -15.8 | 49.1 |
| EBITDA | 60.1 | 106.5 | 40.0 | 103.5 |
| 세전이익 | 56.0 | 93.2 | 20.7 | 66.9 |
| 순이익 | 46.8 | 77.0 | 13.4 | 55.6 |
| 지배주주지분순이익 | 33.7 | 61.3 | 10.7 | 44.3 |
| EPS(원) | 1,813 | 3,285 | 571 | 2,370 |
| 증감률(% YoY) | 401.9 | 81.2 | -82.6 | 315.0 |
| PER(배) | 24.2 | 15.5 | 65.2 | 15.7 |
| PBR(배) | 2.00 | 2.04 | 1.47 | 1.36 |
| EV/EBITDA(배) | 13.7 | 8.7 | 13.4 | 5.5 |
| 영업이익률(%) | 11.9 | 15.3 | -4.0 | 8.5 |
| ROE(%) | 8.6 | 14.0 | 2.3 | 9.0 |
| 순차입금비율(%) | -31.7 | -35.2 | -42.7 | -40.8 |

자료: 키움증권 리서치센터



SK텔레콤

단기 이익 정체되나 주가는 대세 상승기로 진입 예상

[출처] 하나증권 김홍식 애널리스트

매수/TP 70,000원 유지, 2025년엔 리레이팅 나올 구간

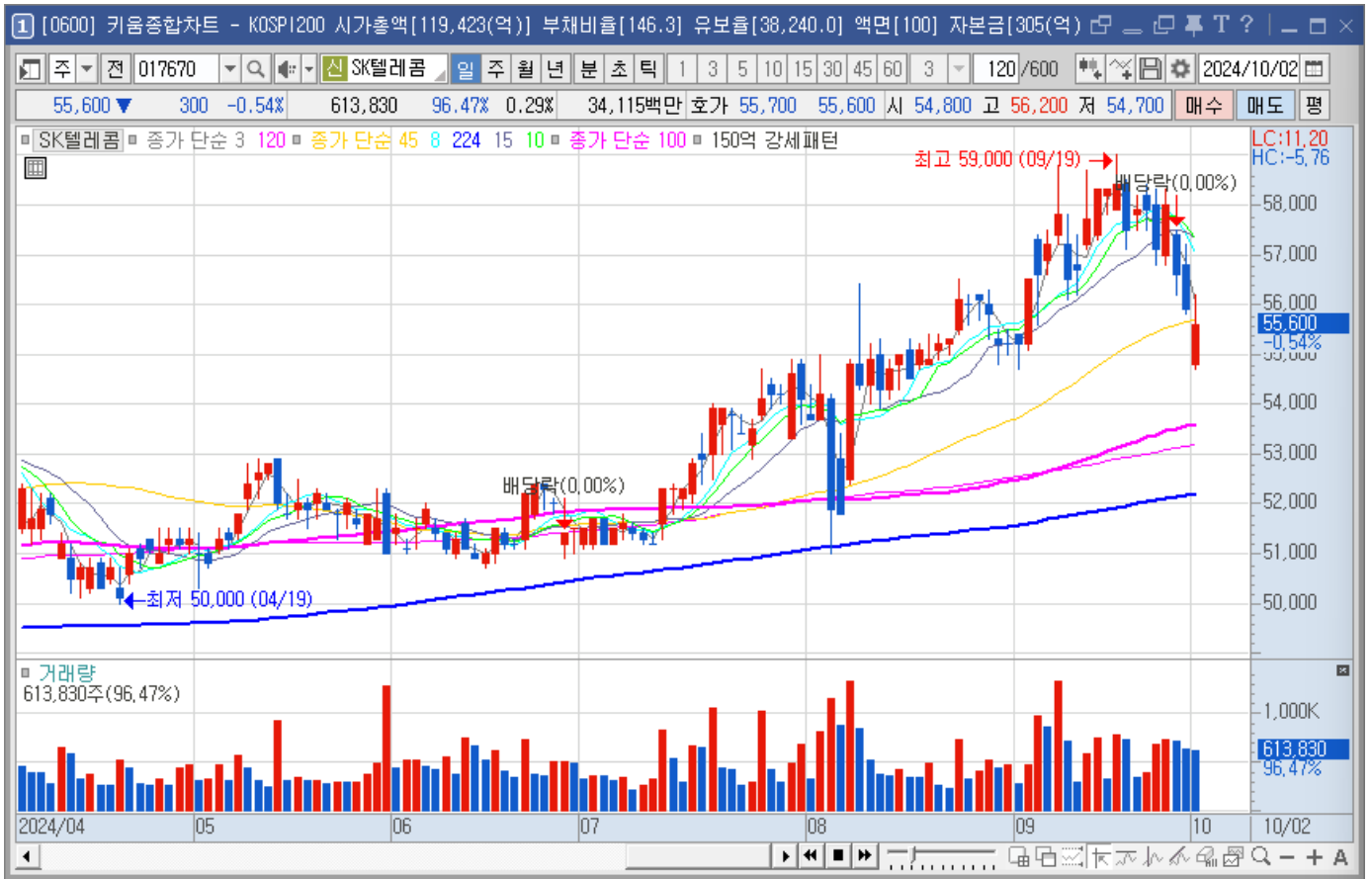
SKT에 대한 투자의견 매수, 12개월 목표주가 7만원을 유지하며 통신서비스 업종 Top Pick으로 제시한다. 추천 사유는 1) 통신 3사 중 가장 우수한 실적 흐름을 나타내고 있고, 2) 기대배당수익률로 보면 여전히 저평가 상황이며, 3) 규제 환경이 개선 추세이고, 4) 2025년 요금제 개편 가능성을 감안하면 Multiple 확장 구간이 나타날 수 있을 것으로 판단되기 때문이다. 5G 도입 이후 6년간 요금제 개편이 없었다는 점을 고려 시 시간이 지나갈수록 새로운 요금제 출시에 따른 장기 이익 성장 기대감 출현과 더불어 PER 확장, 기대배당수익률 하락 현상이 나타날 수 있을 것이란 판단이다.

2025년 이익 정체 예상, 하지만 주가는 크게 오를 수 있다

2023년~2024년 부진한 통신 업황 속에서도 나름 선전했던 SKT는 2025년엔 불가피한 실적 부진이 예상된다. 인건비 및 제반 경비 증가 폭이 둔화되겠지만 이동전화매출액 정체 속에 마케팅비용이 더 이상 감소하기 어려울 것이며 감가상각비 역시 2025년 하반기 이후엔 증가세로 반전할 가능성이 있기 때문이다. 2025년 하반기 5G 추가 주파수 경매 및 신규 주파수 투자, 마케팅 이벤트 발생 가능성을 감안할 때 그렇다. 하지만 일시적인 실적 부진에도 불구하고 2025년도엔 SKT 주가가 본격 상승 시도를 할 것으로 예상된다. 6~7년 만에 새로운 차세대 서비스 요금제가 출시될 것이란 기대감이 올라올 수 있기 때문이다. 2012년과 2018년 LTE 및 5G 요금제 출시가 SKT 주가에 어떠한 영향을 미쳤는지 상기해볼 필요가 있겠다. 결국 2025년도엔 이동전화 매출액 증가 기대감이 또 다시 SKT 주가를 대세 상승기로 진입하게 할 가능성이 높다는 판단이다.

아직은 만만한 주가 수준, 큰 기대없이 매수해 대세 상승기로 진입할 수도 있다

SKT 현재 기대배당수익률은 6.2%, PBR은 0.9배에 불과하다. 시중 금리와 ROE를 감안해도 아직은 부담 없는 주가 수준이다. 그런데 운이 따른다면 단기 매수 전략으로 접근해 장기 상승 흐름을 탈 가능성도 존재한다는 판단이다. 2025년 요금제 개편을 앞두고 SKT 주가가 본격 대세 상승기로 진입할 가능성이 충분하기 때문이다. 과거에도 SKT 주가는 요금제 개편을 계기로 주가가 급등하는 경향을 자주 보였다. 당연한 얘기지만 요금제가 향후 SKT 매출액을 결정하며 차후 이익이 후행적으로 증가하는 모습을 나타내기 때문이다. 저렴할 때 사서 기대감이 올라올 때 줄여 나가는 전략을 펼 필요가 있겠다는 판단이다.



동국제약

매출액 두자릿수 성장세 전망

[출처] 키움증권 신민수 애널리스트

튼튼한 의약품 사업부, 신성장동력 헬스케어 사업부

3Q24 실적은 매출액 1,972억 원(YoY +11.8%, QoQ -2.6%), 영업이익 167억 원(YoY +17.8%, QoQ -9.6%, OPM 8.5%)으로 추정한다.

OTC: 3Q24 매출액 407억 원(YoY +11.5%)으로 추정한다. '24년 들어 마데카솔연고제와 분말제 판가를 10% 이상 인상하면서 외형과 마진 개선을 동시에 도모할 수 있는 상황이 되었다.

ETC: 3Q24 매출액 520억 원(YoY +11.8%)으로 추정한다. 대형병원보다는 병의원급 네트워크를 기반으로 전문의약품 사업을 영위하던 동사의 체질 전환이 진행 중이다. '24년에는 공동 판매 계약(co-promotion)을 통한 대형병원의 매출채널 비중을 늘릴 전략을 세우고 있다. 중장기 ETC 사업부 연간 매출액 목표를 5,000억 원으로 설정하고 이러한 계획들을 실천할 예정이다.

헬스케어(화장품): 3Q24 매출액 382억 원(YoY +10.0%)으로 추정한다. 국내는 물론 해외 지역 진출을 적극적으로 진행하고 있다. 일본 오프라인 매장 입점건수는 1H24 1,600개 → 2H24 3,000개로 늘리는 과정을 겪고 있다. 장기적으로 해당 사업을 바라보았을 때, '뷰티'라는 하나의 키워드 아래에서 홈뷰티 디바이스와의 사업 시너지를 기대할 여지가 남아 있다.

헬스케어(가정용 피부미용 기기): 3Q24 매출액 82억 원(YoY +11.5%)으로 추정한다. '24년 5월 24일에 미용기기 가전제품 업체 '위드닉스'의 지분 50.9%를 약 22억 원에 인수하였다. 홈뷰티 디바이스 사업을 기존에 OEM사에 위탁하여 만들던 체제에서 R&D와 생산 역량을 내재화하기 위함이었다. 오는 10월 신제품 출시가 예정되어 있고, '25년에도 새로운 컨셉의 장비를 런칭하기 위해 연구개발을 진행 중이다.

점진적인 이익률 상승세 유지 전망, 목표주가 상향

선행 4개분기 EPS 전망치 1,712원에 목표 PER 13.0배를 적용하여 목표주가 22,000원으로 상향한다(기존 21,000원 대비 +4.8%). '24년 연간 실적은 매출액 8,129억 원(YoY +11.2%), 영업이익 809억 원(YoY

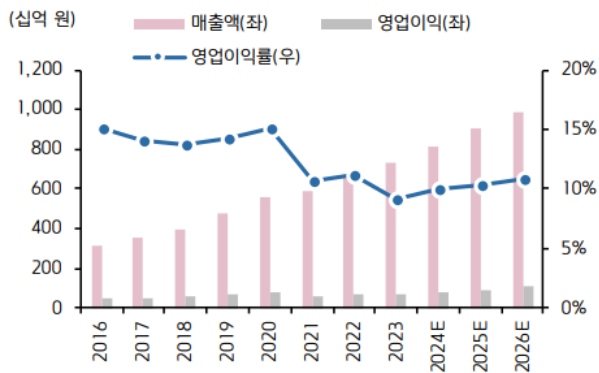
+21.0%, OPM 10.0%), '25년은 매출액 9,061억 원(YoY +11.5%), 영업이익 943억 원(YoY +16.5%, OPM 10.4%)으로 전망한다. 지난 9월 24일에 발표된 '코리아 밸류업 지수' 기업 목록에 동사가 포함되었다. 이에 관련된 수급 수혜 등을 기대해볼 수 있게 되었다.

투자지표

| (십억 원) IFRS 연결 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 661.6 | 731.0 | 812.9 | 906.1 |
| 영업이익 | 73.9 | 66.9 | 80.9 | 94.3 |
| EBITDA | 93.1 | 88.0 | 112.1 | 119.5 |
| 세전이익 | 68.6 | 60.8 | 86.4 | 103.1 |
| 순이익 | 54.8 | 48.9 | 69.4 | 82.8 |
| 지배주주지분순이익 | 52.9 | 47.2 | 69.4 | 82.8 |
| EPS(원) | 1,169 | 1,043 | 1,535 | 1,832 |
| 증감률(% YoY) | 5.1 | -10.8 | 47.2 | 19.3 |
| PER(배) | 14.2 | 15.5 | 11.1 | 9.3 |
| PBR(배) | 1.50 | 1.34 | 1.27 | 1.13 |
| EV/EBITDA(배) | 8.1 | 8.6 | 6.6 | 5.7 |
| 영업이익률(%) | 11.2 | 9.2 | 10.0 | 10.4 |
| ROE(%) | 11.1 | 9.0 | 12.1 | 12.9 |
| 순차입금비율(%) | -3.0 | 1.8 | -7.1 | -14.7 |

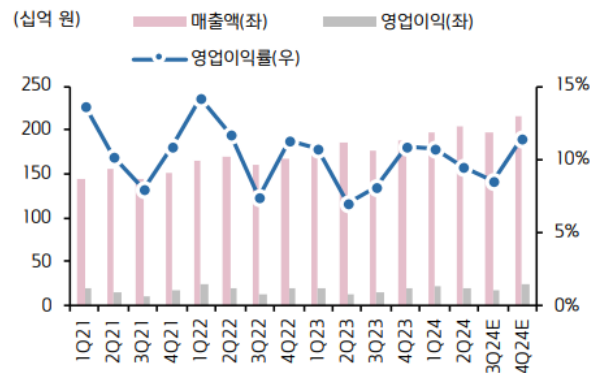
자료: 키움증권

동국제약 연간 실적 추이 및 전망



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

동국제약 분기 실적 추이 및 전망



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터



우리금융지주

포트폴리오 다변화에 따른 이익 개선과 더욱 강화된 주주환원정책 매력적

[출처] BNK투자증권 김인 애널리스트

3Q24 Preview: 대손비용 역기저효과로 지배주주순이익 -5%YoY 예상

3Q24 지배주주순이익 -5.2%yoy(-8.5%qoq)인 8,523억원 예상. 이자이익증가와 시장금리 큰 폭 하락에 따른 채권 관련 유가증권이익 증가 및 환율하락에 따른 외환환산이익 250억원 가정으로 비이자이익(+32.4%yoy)도 양호할 전망. 다만 전년동기 금호타이어 환입 700억원에 따른 역기저효과와 경상적 대손비용 4,000억원 수준에서 국내 부동산PF 추가 총당금 400억원을 가정함에 따라 대손충당금전입(+67.9%yoy)은 큰 폭으로 증가할 전망

3Q24 이자이익 +1.9%yoy(+1.4%qoq)인 2조 2,285억원 예상. 대기업 및 우량 중소기업 중심의 성장은 양호한 가운데 주택담보대출 수요 증가로 원화대출성장(+11.1%yoy, +4.0%qoq)은 큰 폭으로 증가할 전망이다, 높은 성장과 시장금리 하락에 따른 대출금리 하락으로 분기 NIM은 -5bpqoq 예상

투자의견 매수 및 목표주가 18,000원 유지

지배주주순이익 1H24 +14.1%yoy 실현하였으며, 보수적 총당금적립 가정에도 4Q24 대손충당금전입 큰 폭 감소로 2024년(E) +16.8%yoy인 2.9조원 예상(미반영된 상생금융비용 1,100억원 중 4Q24 550억원 반영 가정)

더욱 강화된 주주환원정책 제시. 현재수준인 보통주자본비율 11.5~12.5%에서는 총주주환원율 35%, 2025년~2026년 예상되는 12.5% 상회시 40%까지 확대(총주주환원율 40% 이내에서는 현금배당 30% 실시) 공시. 자사주 매입 및 소각을 제외하여도 배당수익률만으로 7% 중반 상회

이익 확대 및 포트폴리오 다변화도 진행 중. 포스증권 및 종금 합병으로 증권사 출범. 더불어 염가매수차익 발생으로 자본비율 하락은 최소화하는 가운데 동양 및 ABL생명 지분인수 MOU 체결(25년 초 확정 예상)로 2023년 당기순이익 및 지분율 기준으로 2,900억원 이익 증가 효과

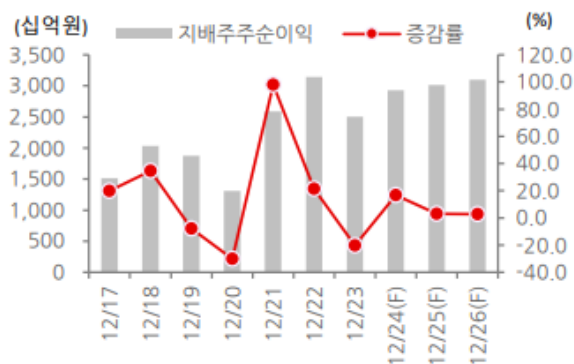
밸류업 지수 특례 편입에 따른 수급개선 가능성 보다는 포트폴리오 다변화에 따른 이익 개선과 주주환원정책 강화, 낮은 Valuation(PBR 0.4배 및 PER 4.0배) 감안하여 투자의견 BUY 및 목표주가 18,000원 유지함

Fig. 1: 우리금융지주 연결재무제표 요약

| (십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 순영업수익 | 9,846 | 9,836 | 10,325 | 10,413 | 10,624 |
| 영업이익 | 4,431 | 3,505 | 4,056 | 4,168 | 4,280 |
| 총전이익 | 5,316 | 5,400 | 5,812 | 5,786 | 5,882 |
| 지배주주순이익 | 3,142 | 2,506 | 2,928 | 3,013 | 3,097 |
| NIM(%) | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| 원화대출성장 | 2.5 | 5.7 | 8.5 | 4.5 | 4.5 |
| EPS(원) | 4,315 | 3,333 | 3,943 | 4,057 | 4,171 |
| BPS(원) | 35,219 | 37,299 | 40,884 | 43,731 | 46,652 |
| ROE(%) | 12.3 | 8.9 | 9.6 | 9.3 | 8.9 |
| PER(X) | 2.6 | 3.9 | 4.0 | 3.9 | 3.8 |
| PBR(X) | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |

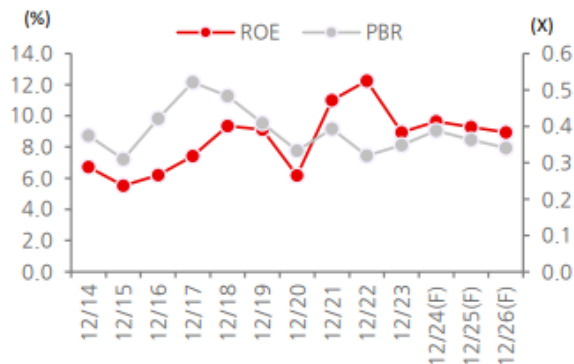
자료: 우리금융지주, BNK투자증권

Fig. 2: 우리금융 연간 지배주주순이익 및 증감률 추이



자료: 우리금융지주, BNK투자증권

Fig. 3: 우리금융 ROE 및 PBR 추이



자료: 우리금융지주, BNK투자증권

