

# 2024.10.21.(월) 증권사리포트

태웅

조선이 받치고 풍력이 오른다

[출처] NH투자증권 곽재혁 애널리스트

투자의견 Buy 목표주가 21,000원커버리지 개시

태웅에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가 21,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 산정했다. 1) 풍력 부문은 2025년 예상 EBITDA에 풍력 부품업체의 평균 EV/EBITDA Multiple 8.4배를, 2) 조선 부문은 2025년 예상 EBITDA에 조선 기자재업체의 평균 EV/EBITDA Multiple 3.7배를, 3) 기타 부문(산업기계 등)은 2025년 예상 EBITDA에 단조업체 Target Multiple 3.0배를 적용했다. 목표주가는 2025년 PER 9.6배에 해당하며, 풍력 부품업체 PER 평균인 14.7배를 30% 할인한 수준이다. 현 주가 기준 상승여력은 51.5%다.

최근 주가 하락은 플랜지 수요 감소우려에 기인

10월 17일 기준 태웅 주가는 2024년 4월 고점 대비 40.6% 하락한 상태다. 2024년들어 매분기 실적 발표 당일 큰 폭의 주가 하락을 경험했다. 1) 동사의 주력 제품인 플랜지의 가격 지표인 탄소강 제품 가격이 2개 분기 실적발표에서 전년 대비 하락하는 수치를 기록했고, 2) 풍력부문의 수주 둔화가 나타났으며, 3) 원재료이자 제품가격을 구성하는 철스크랩의 가격이 하락해 주가에 부담으로 작용했다.

밸류에이션 매력충분

다만, 현 주가(10/17) 기준 2025년 PER 6.4배는 향후 플랜지 수요에 대한 우려를 과도하게 반영하고 있는 수준이라고 판단한다. 2025년 태웅의 플랜지 증설에 대한 기대감이 반영되지 않은 상태의 밸류에이션이며, 밸류에이션 매력도는 충분하다고 판단한다.

우려와 달리 견조한 플랜지 시장수요-공급 상황

시장의 우려와 달리 2025년 플랜지 시장은 초과 수요 상황이 기대된다. 장기간의 단조업불황 기간을 거치며 태웅의 경쟁사는 대부분 도산했다. 그 결과 태웅은 하부구조물용 플랜지 시장에서 과점적 지위(점유율 50%)를 확보 중이다. 경쟁사의 시장 진입은 제한적이고, 과점적 지위는 최소 2027년 하반기까지 유지될 것으로 판단한다. 2025년 전 세계(중국 제외) 하부구조물용 플랜지 공급 증가(+20.0% y-y)는 제한적인 가운데, 해상풍력 설치량 증가에 따른 플랜지 수요 증가(+84.2% y-y)는 가파를 전망이다.

풍력 부문: 증설 효과 2025년반영. 수요는 충분

풍력 부문의 증설이 2025년에 예정되어 있다. 증설 이후 태웅의 2025년 플랜지 최대 생산능력은 20% 확대된다. 견조한 수요 상황하에 추가 생산 물량을 전부 판매할 것으로 판단한다. 태웅은 이미 2023년 플랜지 초과 수요 시장을 경험한 바 있다. 당시 플랜지 가동률은 90%에 달했고, 플랜지 가격은 전년 대비 20% 증가한 것으로 추정된다. 2025년에는 2023년 당시의 상황이 재현될 것으로 전망한다. 가동률 95% 달성과 플랜지 가격상승(+10% y-y)을 예상한다.

조선 부문: 판매량 증가와 단가 협상 효과

조선 부문의 판매량과 제품 가격 상승은 2024년과 2025년에도 이어질 것으로 보인다. 국내 조선사향 점유율 확대와 더불어 해외 조선사를 고객사로 추가한 효과다. 제품 단가역시 고객사와의 협상을 통해 통

상적인 기자재업체 수준으로 인상할 것으로 전망한다.

제강공장 가동률상승, 영업레버리지효과 발생

조선과 풍력 부문의 동시 성장은 제강공장 가동률을 상승시키고, 이는 영업레버리지 효과 발생을 의미한다. 2025년 제강공장 가동률은 60.8%(2017~2022년 평균 48.1%)를 기록할 것으로 전망한다. BEP(손익분기점) 수준인 가동률 50%를 상회함에 따라, 제강공장은 전사 원가 절감에 기여하는 자산으로 자리잡을 전망이다. 제강공장 가동으로 연간 130억원의 비용 감소가 기대된다. 비용 감소와 영업레버리지 효과에 힘입어 동사는 2025년 영업이익률 11.1%(2024E; 7.5%), ROE 7.8%(2024E; 4.9%)를 기록할 것으로 보인다

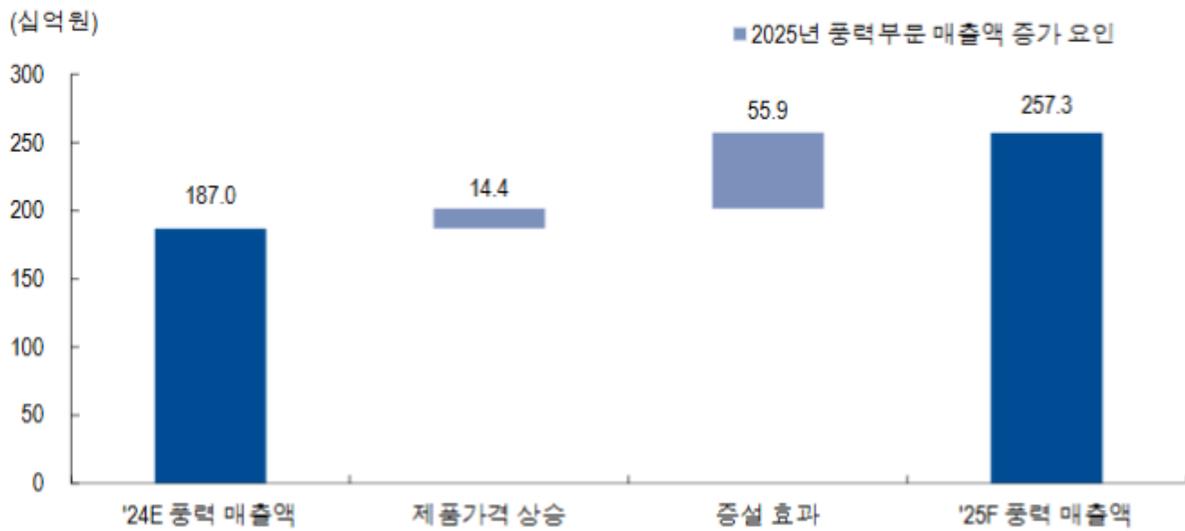
표6. 태웅 실적 전망 (IFRS 별도) (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	443.8	437.3	516.2	566.4
영업이익	39.5	32.8	57.3	69.6
영업이익률	8.9	7.5	11.1	12.3
EBITDA	59.3	53.7	78.1	90.4
(지배지분)순이익	34.2	25.9	43.6	54.8
EPS	1,707	1,294	2,177	2,738
PER	10.0	10.7	6.4	5.1
PBR	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.4	6.8	4.3	3.2
ROE	6.9	4.9	7.8	9.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

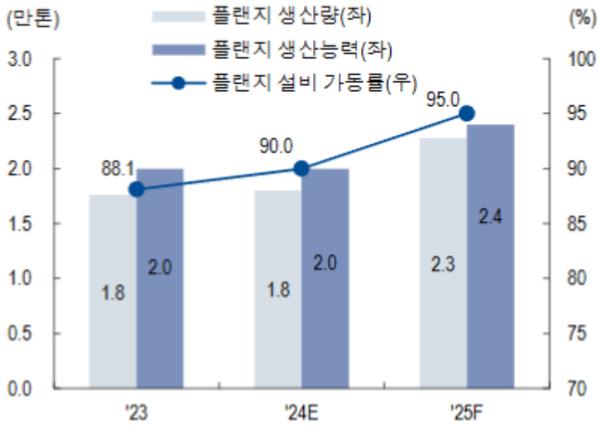
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 2025년 풍력 부문 증설에 따른 매출액 증가 전망



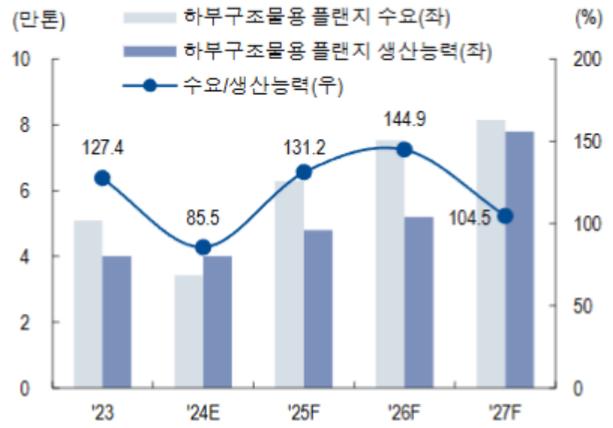
자료: 태웅, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 태웅 2025년 플랜지 생산 설비 가동률 95% 전망



자료: 태웅, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 2025년 하부구조물용 플랜지 시장 초과 수요 상황

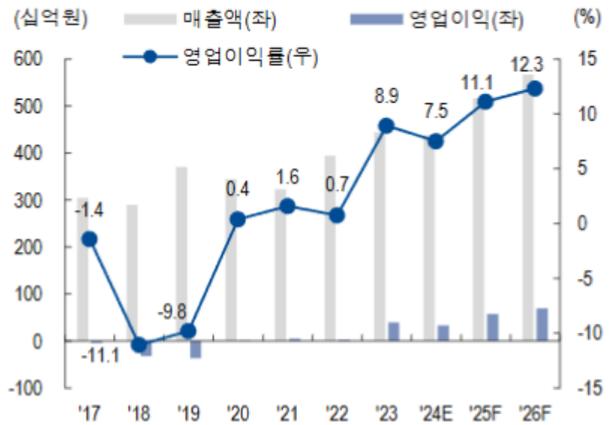


자료: BNEF, NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. 2009년 이후 13년 만에 돌아온 조선 부문 호황



그림5. 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망





## 풍산

구리보다는 방산 성장성에 주목

[출처] [하나증권 박성봉 애널리스트](#)

3분기 동가격은 하락했지만 방산 부문은 양호한 수익성 전망

2024년 3분기 풍산의 매출액과 영업이익은 각각 1.1조원(YoY +15.1%, QoQ -13.2%)과 772억원(YoY +142.0%, QoQ -52.1%)으로 영업이익은 시장컨센서스인 661억원을 소폭 상회할 것으로 예상된다. 1) 중국을 포함한 전세계 경기 둔화에 따른 신동 판매량 감소(4.3만톤: YoY -0.5%, QoQ +5.0%)가 예상되는 가운데 2) 3분기 LME 전기동 평균 가격이 9,210불/톤(YoY +10.2%, QoQ -5.6%)으로 대략 50억원에 가까운 메탈 관련 손실이 발생할 것으로 전망된다. 3) 한편, 방산의 경우 수출 확대로 2,577억원(YoY +63.9%, QoQ -23.7%)의 매출이 예상됨과 동시에 2분기보다는 낮지만 여전히 20%에 가까운 높은 수준의 이익률을 기록할 전망이다. 4) 전기동 가격 하락으로 PMX를 비롯한 해외 신동 관련 자회사들의 수익성은 2분기 대비 악화될 전망이다.

4분기는 재차 전기동 가격 상승과 방산매출 증가 전망

지난 5월 사상최고치인 10,857불/톤을 기록했던 LME 전기동 가격이 이후 약세로 전환했고 9월초에는 한때 9,000불/톤을 하회했다. 하지만 9월 24일에 중국 정부가 대규모 경기부양책(지준율 및 모기지 금리 인하와 각종 부동산 규제 완화)을 발표하자 단기간에 10,000불 가까이 상승했다가 중국 국경절 이후 소폭 조정 받으면서 10월 중순 현재는 9,000불 중반을 기록 중이다. LME 동 재고는 여전히 높은 수준을 유지하고 있지만 하반기 들어 중국내 재고가 큰 폭으로 감소했고 중국 동 수요 또한 6월을 저점으로 조금씩 회복세로 전환되었다는 점은 긍정적이다. 다만 전기동 가격이 5월 사상최고치 대비 조정을 받았지만 여전히 90%에 근접할 정도로 높은 수준이 유지되고 있다는 점을 감안하면 중국 정부의 추가 부양책 발표가 동반되지 않는 한 추가 급등 가능성은 제한적이라 판단된다. 4분기 평균 전기동 가격은 9,400불/톤(YoY +15.2%, QoQ +2.1%)로 예상되고 4분기는 내수 방산 매출이 큰 폭으로 증가함과 동시에 높은 수준

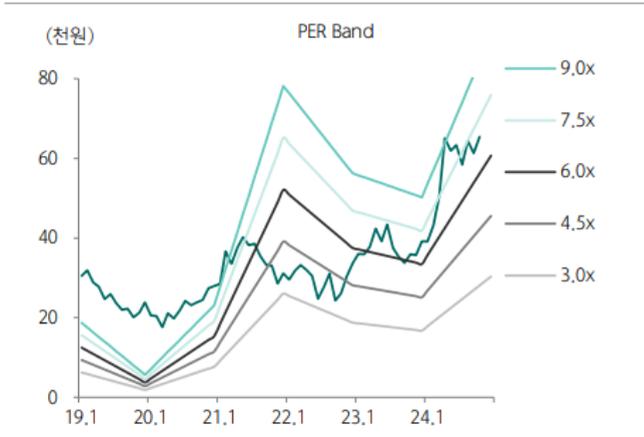
의 이익률 지속이 전망되기 때문에 풍산의 영업이익은 921억원(YoY +58.9%, QoQ +19.3%)을 기록할 것으로 예상된다.

투자의견 BUY와 목표주가 80,000원 유지

풍산에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 80,000원을 유지한다. 장기적으로 방산 부문의 안정적인 성장이 기대되는 가운데 현재 주가는 PBR 0.8배 수준으로 올해 예상 ROE 13.6% 감안 시, 밸류에이션 부담이 제한적이라 판단된다.

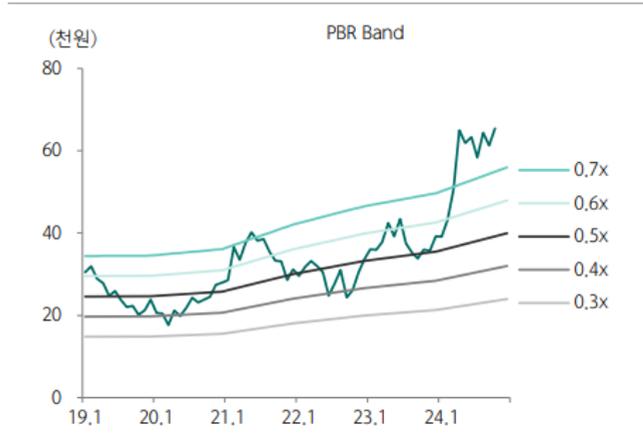
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	4,373.0	4,125.3	4,465.8	4,621.7
영업이익	231.6	228.6	384.9	351.0
세전이익	219.8	201.1	368.4	333.7
순이익	175.1	156.4	283.5	260.8
EPS	6,250	5,582	10,115	9,307
증감율	(28.01)	(10.69)	81.21	(7.99)
PER	5.38	7.02	6.47	7.03
PBR	0.51	0.55	0.82	0.74
EV/EBITDA	5.42	4.30	4.41	4.41
ROE	9.94	8.22	13.55	11.20
BPS	66,466	70,959	79,905	87,847
DPS	1,000	1,200	1,400	1,400

도표 2. 풍산 PER밴드



자료: 하나증권

도표 3. 풍산 PBR밴드



자료: 하나증권



LS에코에너지

전력이 곧 힘이다

[출처] 키움증권 김소원 애널리스트

3Q24 영업이익 125억원, 시장 기대치 부합

3Q24 매출액 2,234억원(-4% QoQ, +33% YoY), 영업이익 125억원(-15% QoQ, +14% YoY)으로 시장 기대치(123억원)에 부합했다.

LS-VINA는 베트남 내수 경기 회복과 함께 초고압 케이블 수주 확대 및 배전 물량이 증가하며 전년 대비 실적 성장이 이어졌다.

LSCV는 베트남 전력인프라 시장의 회복 및 북미향 통신 케이블(UTP) 판매증가에 힘입어 전년 대비 높은 성장세를 기록했다. 특히 지난해부터 UTP 실적 증가가 지속되고 있는데, 북미 데이터센터향 중심의 수요 확대가 나타나고 있는 것으로 추정된다. 특히 기존에는 수익성이 낮은 CAT.5 제품 중심으로 판매했으나, 최근에는 전송 속도와 대역폭을 높인 CAT.6와 CAT.7 판매가 확대되고 있다. 이에 힘입어 올해 UTP는 매출액 +28% YoY, 영업이익은 흑자전환에 성공하고, 전사 영업이익 내 비중이 20%를 상회할 것으로 전망된다.

실적 눈높이 상향. 내년 희토류 및 해저케이블 모멘텀 주목

4Q24 매출액 2,385억원(+7% QoQ, +19% YoY), 영업이익 130억원(+4% QoQ, +80% YoY)으로, 전분기에 이어 베트남 및 유럽향 초고압 케이블과 북미향 UTP 중심의 실적 성장세를 이어갈 전망이다. 이를 반영한 2024년 매출액 8,744억원(+20% YoY), 영업이익 500억원(+69% YoY)로, 당초 기대치(매출액 7,490억원, 영업이익 334억원)를 크게 상회할 것으로 판단한다.

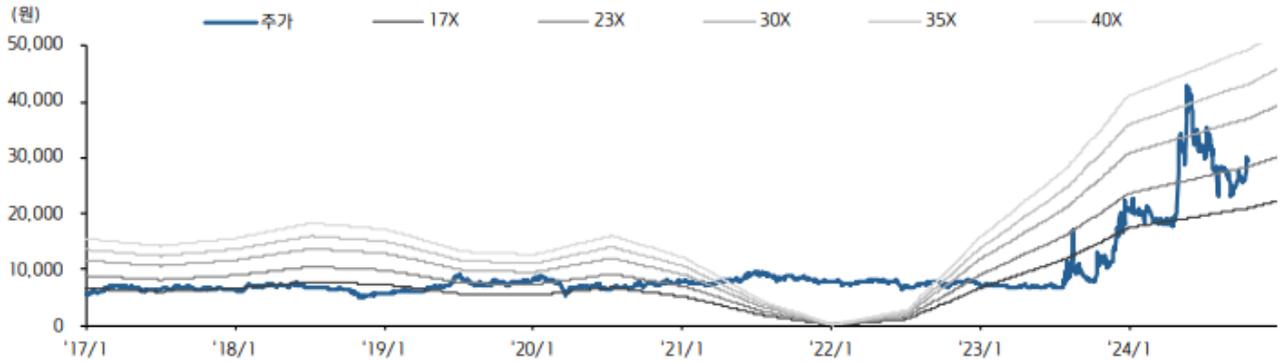
2025년은 매출액 9,513억원(+9% YoY), 영업이익 585억원(+17% YoY)으로, 시장 예상치를 상회할 것으로 전망된다. 2025년에도 베트남 제8차 국가전력 개발계획 및 AI 데이터센터 등의 수혜에 힘입어 전력 및 통신케이블의 안정적인 성장이 지속될 것이다. 더불어 그간 준비해온 희토류 신사업 실적이 본격화되고, 해저케이블 투자 계획이 가시화되며 중장기 성장 모멘텀이 강화될 것으로 판단한다. 특히 AI발 전력 수급난으로 인해 해상 풍력의 성장이 가속화 될 것으로 전망되며, 향후 동사의 해저케이블 신사업 착수는 기업가치 재평가로 이어질 수 있다. 실적 및 중장기 성장 모멘텀을 반영하여 목표주가를 36,000원으로 상향하고, 투자의견 BUY를 유지한다

## 투자지표

(억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	8,185	7,311	8,744	9,513
영업이익	275	295	500	585
EBITDA	351	372	573	665
세전이익	-51	86	376	535
순이익	-91	43	293	417
지배주주지분순이익	-19	41	283	402
EPS(원)	-63	135	923	1,312
증감률(% YoY)	적전	흑전	584.1	42.3
PER(배)	-116.5	155.0	32.6	22.9
PBR(배)	1.51	4.40	5.48	4.55
EV/EBITDA(배)	11.8	21.6	19.2	16.2
영업이익률(%)	3.4	4.0	5.7	6.1
ROE(%)	-1.3	2.8	18.0	21.7
순차입금비율(%)	114.1	98.0	93.2	67.4

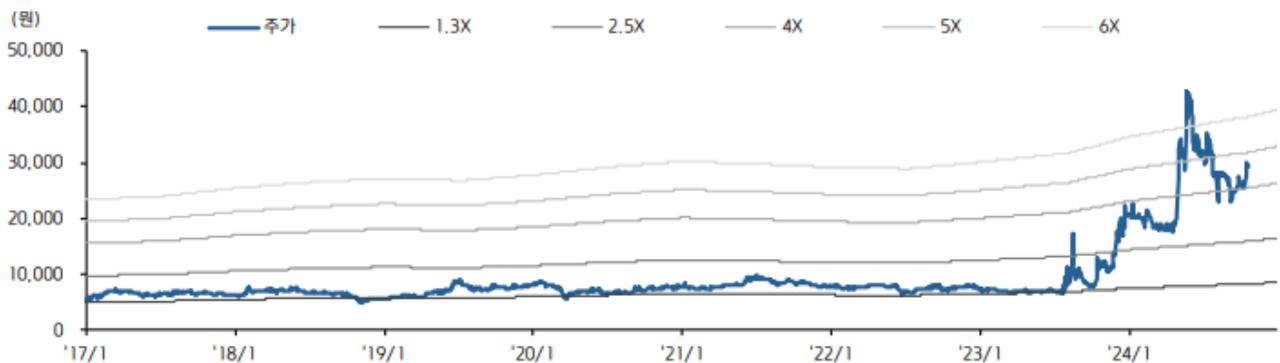
자료: 키움증권 리서치센터

### LS에코에너지 12개월 Forward P/E Chart

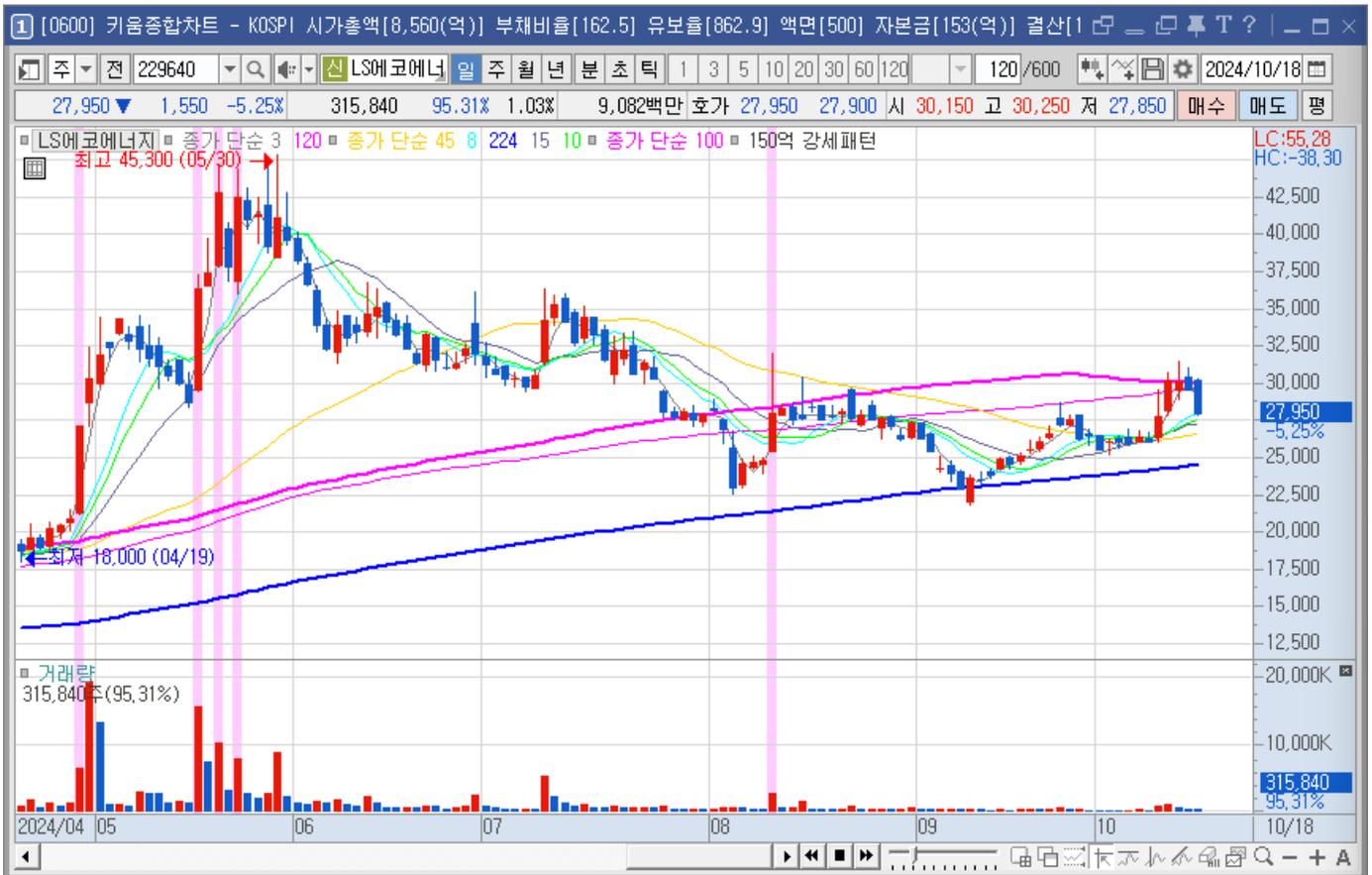
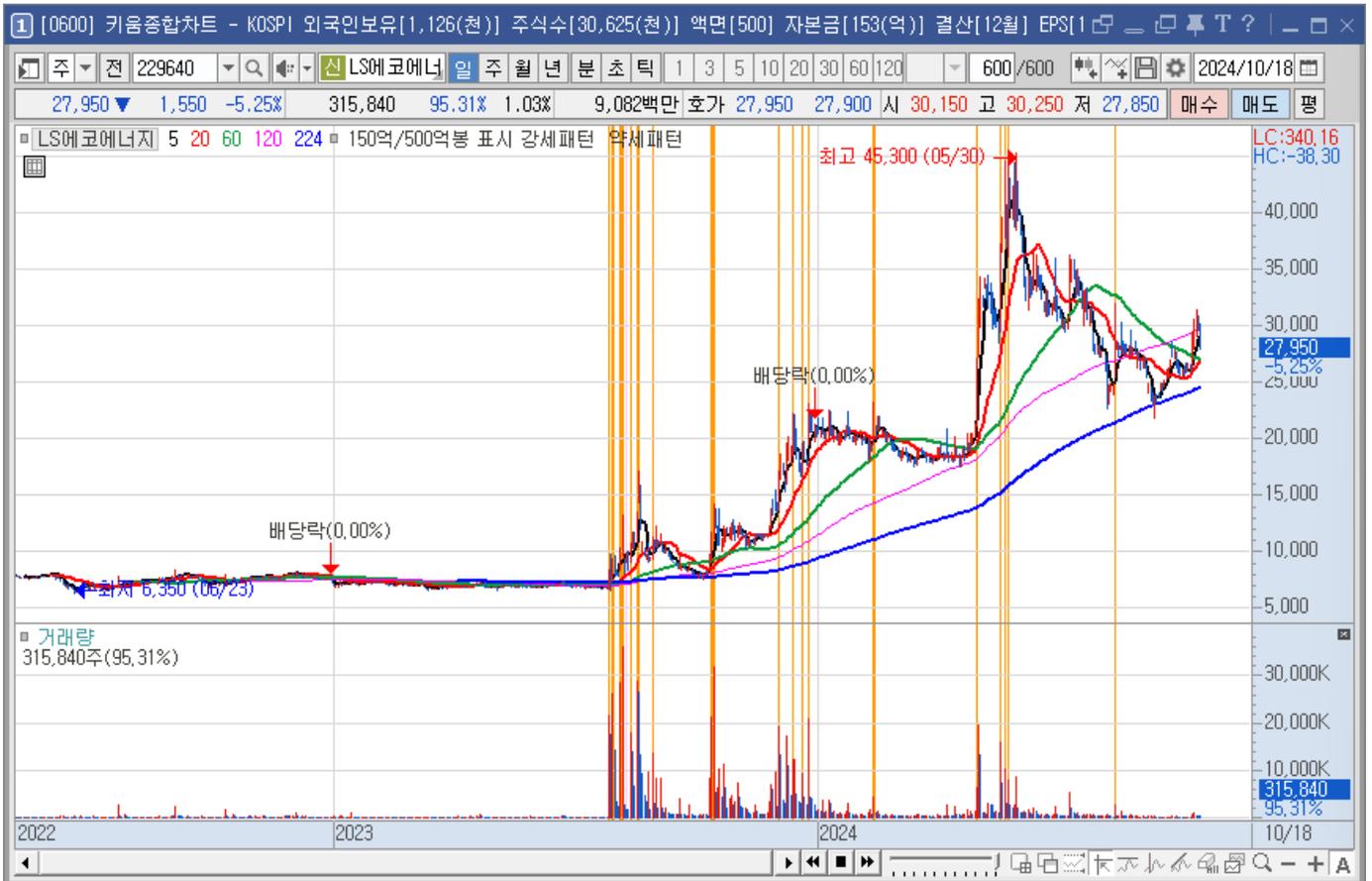


자료: 키움증권 리서치센터

### LS에코에너지 12개월 Forward P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터



효성중공업

중공업 두 자리 수 마진을 향해

[출처] 하나증권 유재선 애널리스트

목표주가 520,000원으로 상향, 투자 의견 매수 유지

효성중공업 목표주가를 520,000원으로 기존대비 30% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2025년 예상 EPS에 목표 PER 17배를 적용했다. 3분기 실적은 시장 기대치에 부합할 것으로 전망된다. 계절적 비수기지만 2분기 건설 부문에서 인식한 일회성 비용이 해소되고 중공업 부문의 이익률이 두 자리 수로 회복되며 양호한 실적이 기대된다. 북미, 중동, 유럽 등 해외 수주와 매출 비중이 확대되는 만큼 안정적인 마진 추세가 이어질 수 있을 것으로 예상된다. 2024년 추정치 기준 PER 20.3배, PBR 3.0배다.

#### 3Q24 영업이익 1,040억원(YoY +9.9%) 컨센서스 부합 전망

3분기 매출액은 1조1,777억원으로 전년대비 13.3% 증가할 전망이다. 중공업 부문은 매출은 7,217억원으로 전년대비 21.6% 증가, 전분기대비 -3.1% 감소할 것으로 예상된다. 계절적 영향에 따른 조업일수 감소로 전분기대비 외형 감소가 불가피하나 홍해 물류 이슈로 이연된 중동항 매출이 이번 분기에 반영될 전망이다기 때문이다. 당분간은 물류로 인한 납기 변경 및 공사 차질 등의 이슈는 제한적일 것으로 추정된다. 건설은 성장 속도는 제한적이나 안정적 매출 흐름이 이어질 것으로 보인다. 영업이익은 1,040억원으로 전년대비 9.9% 증가할 전망이다. 중공업 부문 이익은 900억원으로 전년대비 23.6% 증가가 예상되며 마진은 전년대비 소폭 개선된 12.5%로 추정된다. 지난 분기에서 이연된 매출 반영에 더해 수익성 높은 수주 잔고를 기반으로 두 자리 수 이익률이 가능할 전망이다. 건설은 일회성 이슈 해소로 다시 흑자로 전환될 것으로 예상되며 이익률은 전년대비 소폭 낮아진 한 자리 수 초반 수준으로 예상된다.

#### 중공업 이익 비중 증가로 멀티플 상향 근거 확보 가능

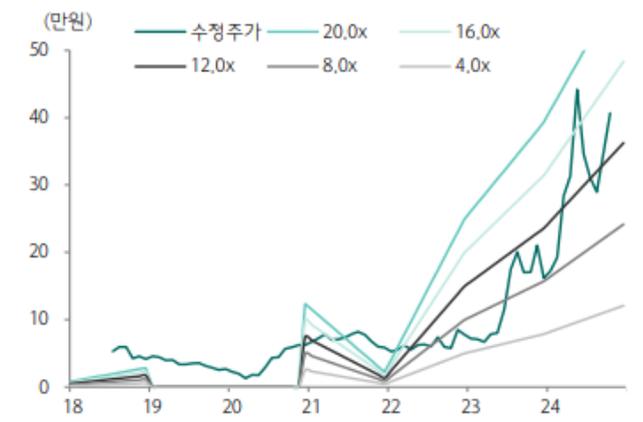
2023년 4분기 이후 분기 마진의 상승 추세가 지속되는 모습이다. 물론 올해 4분기 실적을 확인할 필요가 있겠으나 높은 수주 마진이 실적으로 연결되는 흐름은 자체는 유효한 투자 포인트로 작용할 수 있는 상황이다. 현재 이익률이 높은 전력 부문에서 본사의 국내 매출 비중이 높아 전사 마진은 상대적으로 높지 않은 수준으로 형성되는 모습이지만 점차 해외 매출이 확대되는 과정에서 마진도 우상향 추세가 뚜렷해질 것으로 전망된다. 본사와 미국 공장의 증설이 2025년에 이어 2026년까지 순차적으로 진행되는 과정에서 실적 성장 속도는 더욱 빨라질 수 있을 것으로 기대된다.

## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

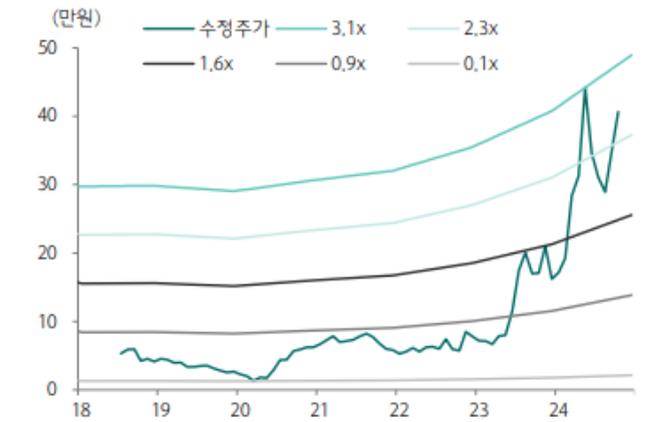
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	3,510.1	4,300.6	4,861.7	5,388.4
영업이익	143.2	257.8	336.8	472.6
세전이익	59.8	169.7	234.8	375.5
순이익	10.2	116.0	183.3	281.7
EPS	1,096	12,438	19,657	30,205
증감율	(82.26)	1,034.85	58.04	53.66
PER	71.17	13.02	20.30	13.21
PBR	0.75	1.40	3.00	2.50
EV/EBITDA	9.91	7.74	11.65	8.41
ROE	1.07	11.29	15.79	20.62
BPS	104,593	115,933	133,181	159,891
DPS	0	2,500	3,500	5,400

도표 2. 효성중공업 12M Fwd PER 추이



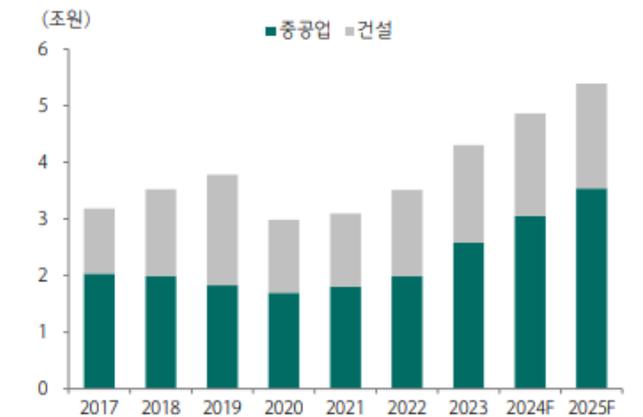
자료: 효성중공업, 하나증권

도표 3. 효성중공업 12M Fwd PBR 추이



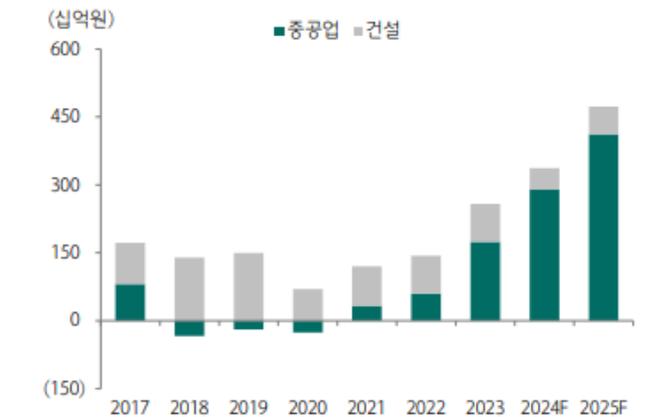
자료: 효성중공업, 하나증권

도표 4. 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 효성중공업, 하나증권

도표 5. 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 효성중공업, 하나증권



심택

실적 부진이 충분히 반영된 주가

[출처] 키움증권 김소원 애널리스트

3Q24 영업이익 74억원, 시장 기대치 하회할 전망

3Q24 매출액 3,175억원(+2% QoQ, +11% YoY), 영업이익 78억원(+120%QoQ, 흑전 YoY)으로, 시장 기대치(영업이익 139억원)를 하회할 전망이다. 세트 업체들의 높아진 메모리 재고 수준과 PC를 비롯한 IT 기기 수요 부진이 맞물리며, 제품 출하와 수주 모두 예상 대비 부진한 상황이다. 3분기 가동률은 모듈 PCB 83~86%, Substrate 70~73% 정도로, 2분기와 유사한 수준으로 파악된다. 제품별 매출액은 모듈 PCB 784억원(+5% QoQ), Substrate 2,379억원(+3% QoQ)을 예상한다. 3분기에도 Substrate 대비 모듈 PCB 출하 비중이 높아짐에 따라, Blended ASP는 약 2~3% 하락할 전망이다.

#### 2025년까지 완만한 실적 회복 기대

4Q24 매출액 3,190억원(Flat QoQ, +7% YoY), 영업이익 77억원(-2% QoQ, 흑전 YoY)을 전망한다. 1분기를 저점으로 매 분기 계단식으로 실적이 회복될 것이라는 당초 전망과 달리, 3분기와 4분기 실적은 기대치를 하회할 전망이다.

2024년 MCP 매출액은 견조한 스마트폰과 서버용 SSD향 수요에 힘입어, 전년대비 22% 성장할 것으로 예상한다. 반면, 올해 큰 폭의 성장을 기대했던 FC/CSP 매출 성장률은 기존 예상(+86% YoY) 대비 낮아진 36%로 전망한다. 신규 수요처로 기대했던 가전제품 SoC향 제품 수요 등이 부진한 영향이다.

2025년 매출액 1조 3,379억원(+8% YoY), 영업이익 447억원(+974% YoY, OPM 3.3%)을 전망한다. 당초 기대했던 System IC향 제품 CAPA 확장이 지연되면서, 매출 성장 폭은 제한될 것으로 판단한다. 영업이익은 고부가 MSAP 제품 중심의 매출 성장에 힘입어, Mix 개선 및 영업레버리지 효과 발생하며 전년대비 큰 폭의 개선이 기대된다.

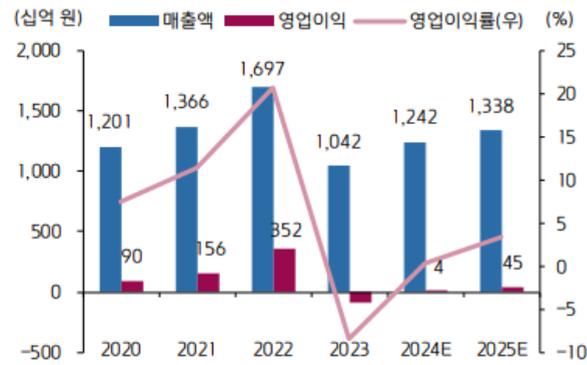
#### 투자의견 BUY 유지. 목표주가 28,000원으로 하향

투자의견은 'BUY'로 유지하나, 실적 추정치와 Target P/B(2.4→1.8배)를 하향조정하며 목표주가는 28,000원으로 하향한다. 1) 고객사 내 점유율 등을 미뤄볼 때 동사가 가진 경쟁력이 훼손되지 않았으며, 2) IT 기기 수요 회복에 따른 내년 실적 개선 기대감이 여전히 유효하다는 점에서 매수 의견을 유지한다. 동사 주가는 적자를 기록했던 2019년을 제외하면, 12개월 선행 P/B 1~1.2배 수준에서 저점을 형성해 왔다. 현재 주가는 12개월 선행 P/B 1.1배로, 실적 전망치 하향에 따른 주가 조정은 이미 상당 부분 진행되었다고 판단한다.

투자지표				
(십억 원, IFRS 연결)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,697.5	1,041.9	1,242.0	1,337.9
영업이익	352.4	-88.1	4.2	44.7
EBITDA	434.3	-7.5	85.2	126.0
세전이익	346.3	-144.7	-11.9	37.7
순이익	246.1	-115.1	-9.3	29.4
지배주주지분순이익	245.8	-114.9	-9.2	29.3
EPS(원)	7,717	-3,606	-290	823
증감률(% YoY)	113.4	적전	적지	흑전
PER(배)	3.4	-10.7	N/A	21.2
PBR(배)	1.38	2.62	1.20	1.10
EV/EBITDA(배)	1.7	-191.1	N/A	6.7
영업이익률(%)	20.8	-8.5	0.3	3.3
ROE(%)	49.7	-21.3	-2.0	5.6
순차입금비율(%)	-16.7	42.4	77.9	49.9

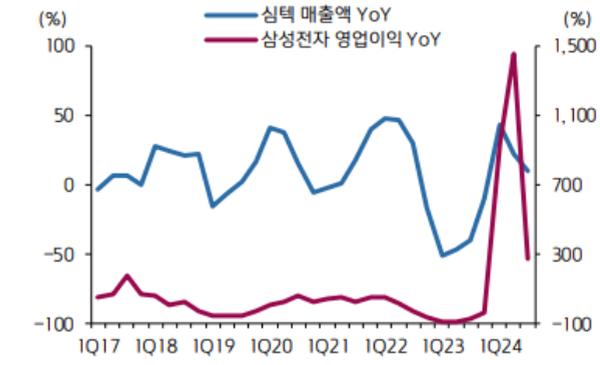
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

### 심텍 매출액, 영업이익, 영업이익률



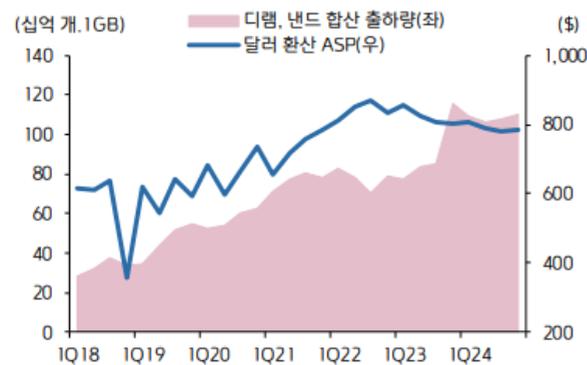
자료: 심텍, 키움증권 리서치센터

### 동사 매출 YoY, 삼성전자 영업이익 YoY



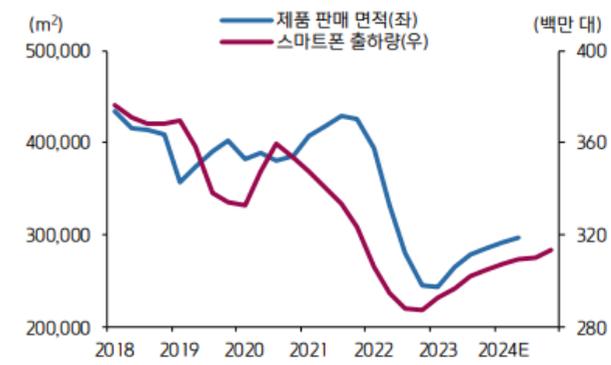
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

### 동사 ASP, 삼성전자 메모리 출하량



자료: 심텍, 키움증권 리서치센터

### 동사 제품 판매 면적, 글로벌 스마트폰 출하량



자료: 심텍, Counterpoint, 키움증권 리서치센터  
주: 4개 분기 평균 추이





## 아이마켓코리아

### 배당 받고 미국가자

#### [출처] IBK투자증권 이근재 애널리스트

#### 예금 수익률을 압도하는 배당 수익률

아이마켓코리아는 분기 배당을 실시하는 몇 안되는 국내 기업으로 매 분기 주당 150원, 연간 600원의 배당을 실시하고 있음. 글로벌 금리인하 기조에 맞춰 한국은행도 최근 기준금리를 3.5%에서 → 3.25%로 38개월만에 0.25% 인하해 동사가 보유한 배당주로서의 매력력이 이전보다 높아질 것으로 판단됨. 아이마켓코리아의 현재 주가는 8,420원으로 연간 600원의 배당 수령시 약 7.2%의 배당수익률이 기대됨.

#### 26년 하반기 완공될 미국 산업 단지

최대 고객사의 미국 진출 확대 전략에 따라 동사도 텍사스에 위치한 테일러시에 한국기업 최초로 부지 26만평을 매입, 한국형 산업단지 개발을 추진하고 있음.

동사가 매입한 26만평 부지는 글로벌 기업들의 텍사스 이전으로 이미 상당한 가치 상승 나타났지만 단순 토지 분양이 아닌 직접 개발 및 운영으로 동사 신규 성장동력이 될 것으로 기대됨. 미국 산업단지 개발 프로젝트는 올해 12월 착공에 들어가 26년 하반기 완공될 것으로 계획 중이며 배당주로서의 매력 외에도 잠재 성장 동력에 대한 프리미엄 부여 가능한 것으로 판단됨.

#### 투자의견 매수, 목표주가 12,000원 유지

동사의 올해 실적은 최대 고객사의 P4, P5 공사 지연으로 건자재 매출이 2, 3분기 실적에 부정적 영향을 주었지만 4분기부터는 다시 정상화 될 것으로 기대됨. 또한 핵심 자회사인 안연케어 또한 의료대란 문제가 장기간 해결되고 있지 않아 기존 두 자릿수 성장세를 유지하지 못하고 한 자릿수 성장세 보여질 것으로 전망됨.

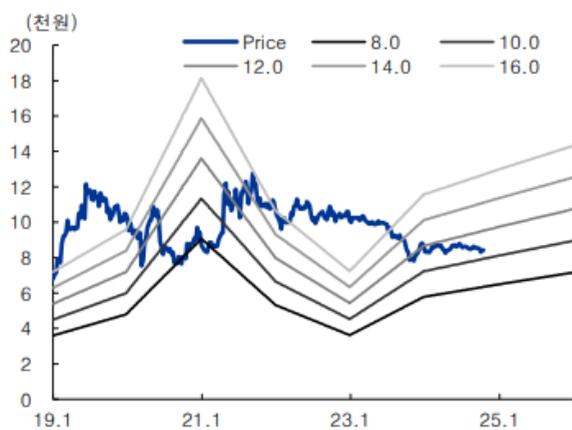
하지만 이 두가지 약재는 이미 주가에 선반영 되어있기 때문에 추가적인 주가 하락으로 이어지진 않을 것으로 분석됨. 동사가 강화해야할 주요 투자 포인트인 배당 매력과 미국 산업 단지 개발 이슈가 향후 주

가의 주요 결정 요인이 될 것이라 판단함.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,588	3,426	3,542	3,895	4,183
영업이익	56	51	46	62	67
세전이익	37	30	48	53	61
지배주주순이익	22	15	24	27	30
EPS(원)	665	453	723	810	895
증가율(%)	-41.3	-31.9	59.7	12.1	10.5
영업이익률(%)	1.6	1.5	1.3	1.6	1.6
순이익률(%)	0.8	0.7	0.9	0.9	1.0
ROE(%)	6.2	4.3	7.0	7.8	8.7
PER	15.2	19.0	11.7	10.4	9.4
PBR	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.0	3.1	2.6	2.1	1.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 2. 12MF PER Band

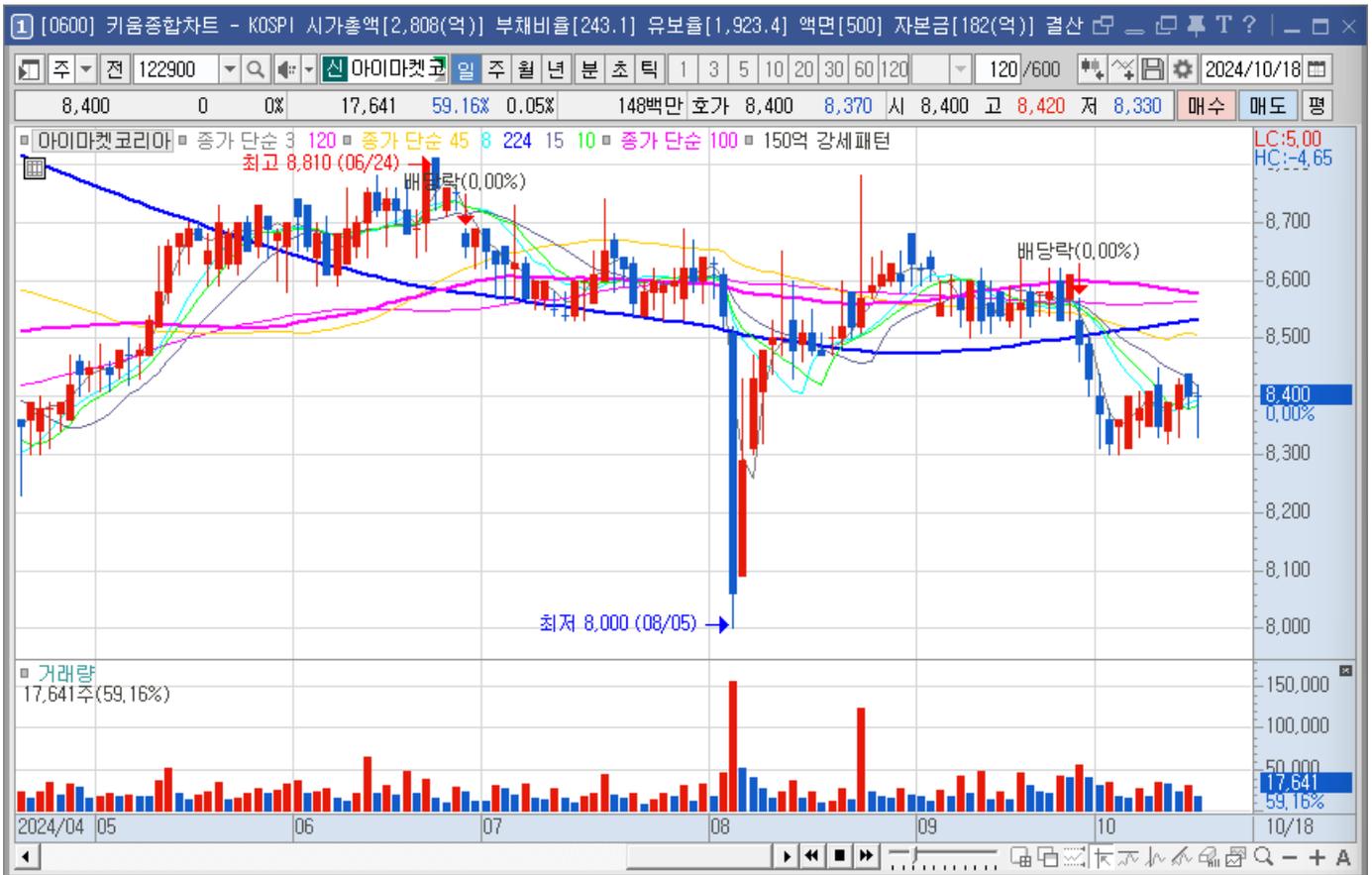


자료: Quatwise, IBK투자증권

그림 3. 12MF PBR Band



자료: Quatwise, IBK투자증권



에이비엘바이오  
Best in Class로 기대하는 ABL103

[출처] 유안타증권 하현수 애널리스트

빅파마가 주목하는 타겟: B7-H4

B7-H4는 PD-L1(B7-H1)과 같은 B7 family 단백질로 난소암, 유방암, 자궁 내막암 등의 암종에서 과발현.

PD-L1과는 상호 배타적으로 발현되는 경향을 보이며 빅파마들의 관심이 높음

B7-H4 항체 외에도 ADC, 이중 항체 등이 현재 임상 단계에 있으나, 단일 항체 경쟁력은 높지 않은 것으로 판단. 단일 항체로 개발 중이던 Nextcure는 B7-H4 ADC로 공동 개발 중. 반면 ADC, 이중 항체 등은 임상 결과 발표, 기술 이전 등이 이루어지고 있는 추세.

기대할 만한 ABL103

ABL103은 현재 임상 1상을 진행 중으로 전임상 결과에서 B7-H4 의존적으로 4-1BB를 자극함에 따라 간독성 발생은 높지 않을 것으로 판단. 또한 B7-H4 발현에 비례해서 종양 억제 효과를 보였으나, 발현량이 낮은 종양에서도 60% 종양 억제 효과를 확인. 4-1BB 자극으로 인해 활성화된 T 세포의 방관자 효과로 보이며, B7-H4 저발현 환자군에서도 효과를 보일 수 있을 것으로 예상.

MSD와 키트루다 공급 계약을 체결하며 병용 요법 임상을 진행할 예정으로 PD-L1과 B7-H4의 배타적인 발현 특성으로 인해 상호 보완적인 효과 기대. 최근 MK-6070(DLL3 TCE)와 I-Dxd 병용 요법 개발은 향후 TCE와 ADC간 병용 요법 확대 가능성을 확인할 수 있을 것으로 판단.

매수 의견 유지, 목표 주가 6만원으로 상향

매수 의견을 유지하며 목표 주가를 기존 3.6만원에서 6만원으로 상향. 기존 ABL111과 ABL301의 가치에 ABL103 가치를 추가 반영. B7-H4 이중 항체인 ABL103은 다수 암종으로 개발이 가능하나 이번 가치 산정에서는 난소암, TNBC만 포함했으며, IHC3+ 이상으로 한정. 항암제 파이프라인의 임상 결과 확인이 지속되며 Grabody-T 적용 파이프라인 전반적인 가치 향상 전망.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	67	66	37	77
영업이익	1	-3	-32	-29
지배순이익	3	-3	-32	-29
PER	353.4	-369.4	-60.1	-67.6
PBR	16.4	13.2	12.2	14.6
EV/EBITDA	339.3	-34,773.3	-59.9	-64.9
ROE	4.6	-3.7	-25.6	-17.6

