

2024.10.22.(화) 증권사리포트

바이넥스

상업용 바이오 CMO 기업 길목에 진입

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

바이오횰약품 시료생산에서 상업용 CMO 기업으로 진화

바이넥스는 합성의약품(비중 60%)과 바이오의약품(비중 40%)을 생산하는 기업으로, 미래 성장 비전은 바이오의약품에서 찾고 있다. 최근까지는 바이오의약품 임상시료를 생산(CMO)해 왔다. 그러나 많은 준비를 거쳐 2025년부터 상업용 생산이 본격화되면서 매출과 이익이 크게 증가할 것으로 전망된다. 미국의 생물보안법 수혜를 간접적으로 받으면서, 장기적으로는 중간 규모의 수주물량에 특화된 글로벌 바이오의약품 CMO업체로 진화하는 길목에 들어서고 있다.

상업용 CMO 매출이 2024년 하반기부터 발생, 2025년 대폭 증가 전망

바이넥스의 바이오 CMO사업 변화와 향후 전망을 세가지로 살펴볼 수 있다.

첫째, 송도공장을 cGMP 급으로 업그레이드 하고 있다. 계기는 셸트리온 약템라 바이오시밀러 CMO생산 준비이다. 그동안 송도공장에 대한 투자를 늘리고 가동을 줄였다. 2024년 3분기에 FDA실사를 거쳤고 2025년 1월쯤에 허가를 기대하고 있다. 이로 인해 상반기에 바이오의약품 매출은 줄어들고 인건비 등 고정비가 증가, 영업적자가 발생했다. 2024년 3분기까지는 이런 상황이 이어질 것이다.

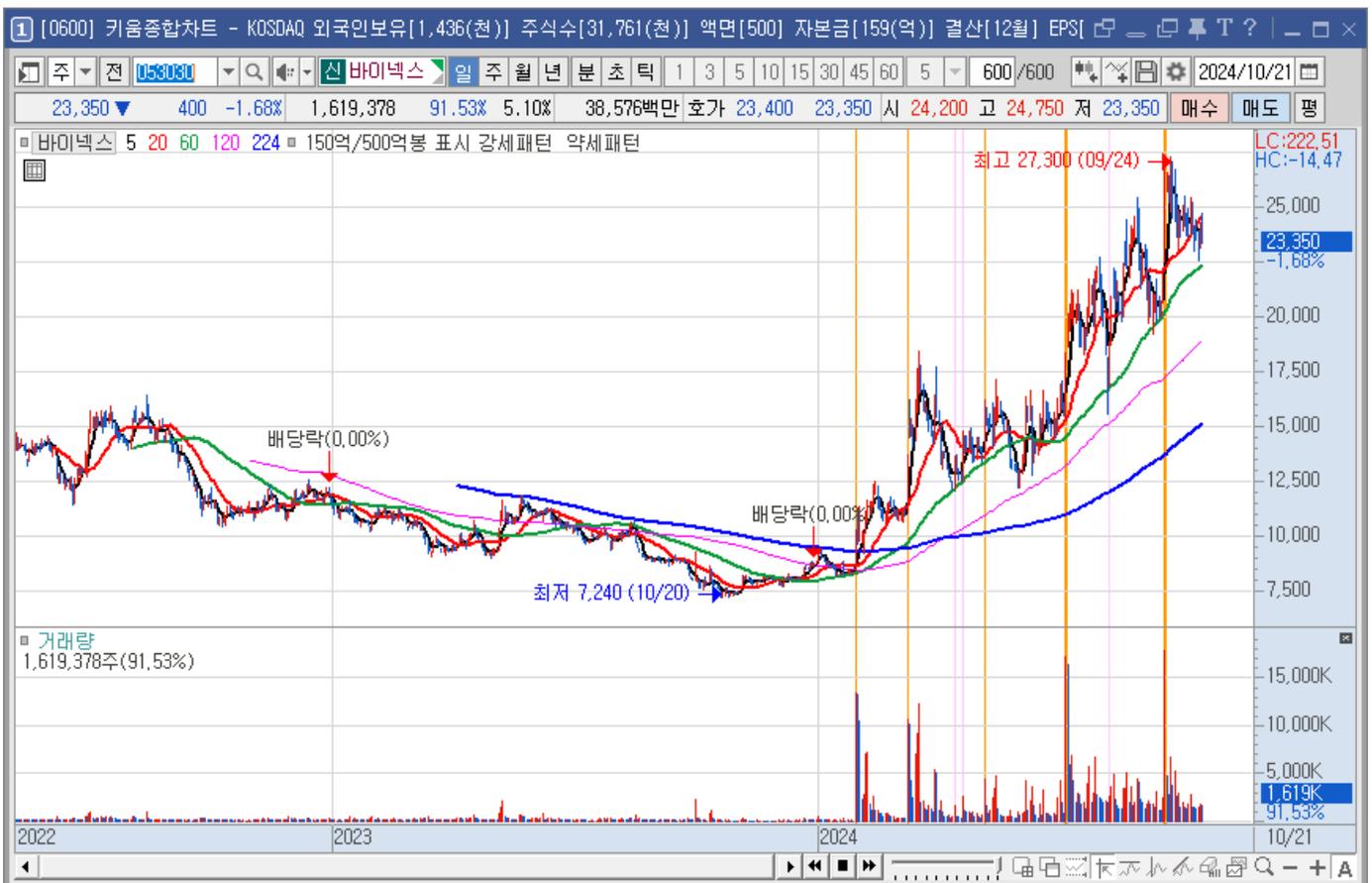
둘째, 2024년 4분기부터 상업용 바이오CMO 가동을 시작하고, 2025년에 생산물량이 대폭 증가한다. 셸트리온향 약템라 바이오시밀러가 미국 FDA허가를 받기 이전인 2024년 4분기에 유통재고용(2025년분)으로 생산, 매출이 발생할 전망이다. 이후 2025년부터는 상업용 매출이 안정적으로 발생하게 될 것이다.

셋째, 국내 대형사향 신규 PPQ 물량(174억원)이 2025년에 매출 인식될 것이다. 오송공장 5천리터 Line은 PPQ 물량(사이트 체인지물량 추정) 생산으로 가동된다. 최근 신규 상업용 CMO 수주 요청이 많아 오송 공장도 조만간 풀 가동될 전망이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	157	17	12	392	29.5	15.5	1.9	6.7	0
2023	155	1	5	147	60.9	30.1	1.6	2.5	0
2024E	136	-24	-22	-709	-32.8	-64.2	4.9	-13.2	0
2025E	171	9	7	224	104.0	43.8	4.7	4.5	0
2026E	191	21	17	539	43.3	26.7	4.3	10.1	0

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권





스튜디오드래곤

25년 용이 부활한다

[출처] [DS투자증권 장지혜 애널리스트](#)

[업데이트] 3분기 Q감소와 비용 부담으로 실적 부진 전망, 4분기 기대

스튜디오드래곤의 3Q24 실적은 연결기준 매출액 1,296억원(-40% YoY), 영업이익 32억원(-85% YoY, OPM 7.2%)으로 낮아진 컨센서스를 하회할 전망이다. 실적 부진은 방영회차가 59회(TV 38, OTT 21)로 편성이 전분기대비 증가했으나 전년비 부진했고 OTT 오리지널은 <경성크리처2>, <트렁크>, <나의 해리에게>가 인식됐는데 전년동기 <도적>, <스위트홈2>납품 대비 규모의 차이로 매출 감소가 클 전망이다. 또한 비용 측면에서 전분기 동시방영한 대작 <눈물의 여왕> 상각비 부담이 크게 작용하며 영업이익 부진이 불가피할 전망이다. 4분기에도 편성 회복은 어렵지만 비용 부담이 감소하며 실적 개선이 기대된다.

[투자포인트] 25년 제작 물량 증가 + 적극적 비용 통제로 실적 개선 전망

스튜디오드래곤은 25년 적극적인 비용 통제 속 제작 물량 증가로 실적 성장이 기대된다. 비효율적인 관행을 제거하고 신인 크리에이터/배우를 육성하며 VFX와 AI 신기술을 도입해 제작비를 효율화할 계획이다. 늘어나는 드라마 제작비에 대한 방송사/OTT 등 플랫폼의 부담이 심화되는 가운데 퀄리티를 유지하며 제작비를 효율화할 수 있는 동사의 제작 능력은 경쟁력이 될 것이다. 또한 스튜디오드래곤은 텐트폴과 자체기획 드라마 2트랙 제작으로 화제성과 수익성을 모두 추구할 계획이다. 제작물량은 1)25년 하반기 tvN 수목 라인업 재개, 2)KBS와 MOU를 통한 편성 증가, 3)일본 현지 드라마 제작 등으로 늘어날 것이다. 또한 드라마 IP의 활용과 다양한 수익화 방안에 대해서도 검토 중이라고 밝혔다.

[밸류에이션] 투자의견 매수, 목표주가 6만원 유지

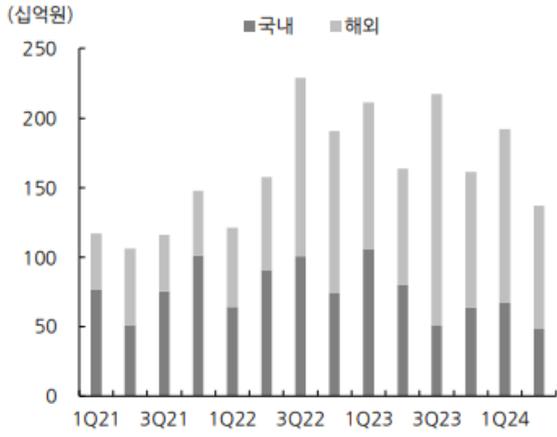
스튜디오드래곤에 대해 투자의견과 목표주가를 기존과 동일하게 유지한다. 목표주가는 실적 기간을 25년으로 변경하고 목표배수 EV/EBITDA 7배를 그대로 적용했다. 24년은 전년비 줄어든 제작 물량과 상각비 부담으로 부진한 실적을 기록했으나 25년은 제작 물량 확대와 비용 통제를 통한 수익성 개선이 기대된다. 한국 드라마 시장이 재편되는 가운데 동사의 제작비 효율화와 퀄리티 유지 능력이 주목받으며 시장 지배력 상승이 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	487	698	753	593	674
영업이익	53	65	56	46	59
영업이익률(%)	10.8	9.3	7.4	7.7	8.7
세전이익	52	59	37	47	59
지배주주지분순이익	39	51	30	33	45
EPS(원)	1,301	1,682	1,001	1,112	1,484
증감률(%)	31.8	29.3	-40.5	11.1	33.4
ROE(%)	6.0	7.5	4.4	4.4	5.4
PER(배)	69.9	51.1	51.5	32.6	24.4
PBR(배)	4.0	3.9	2.2	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	17.7	12.1	6.5	4.7	4.5

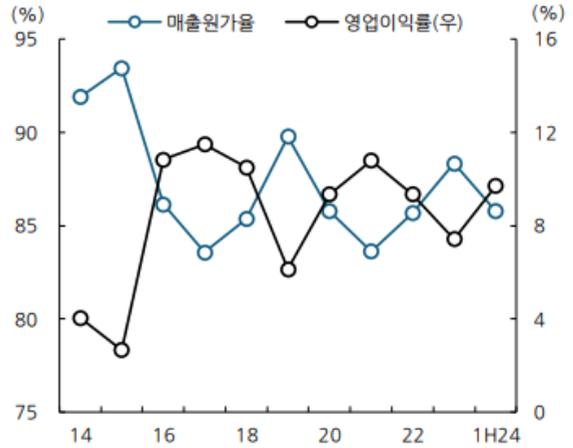
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림23 스튜디오드래곤 국내외 매출액 추이



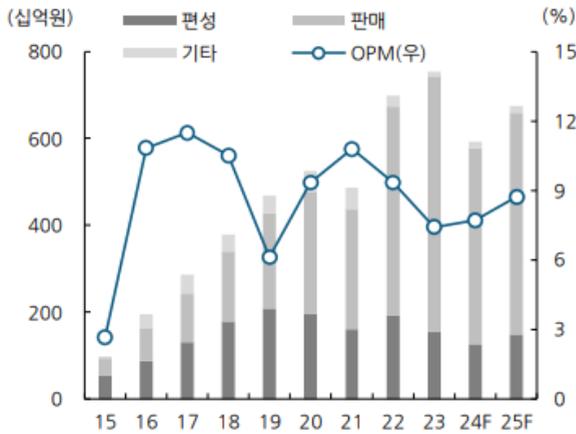
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림24 스튜디오드래곤 수익률 추이



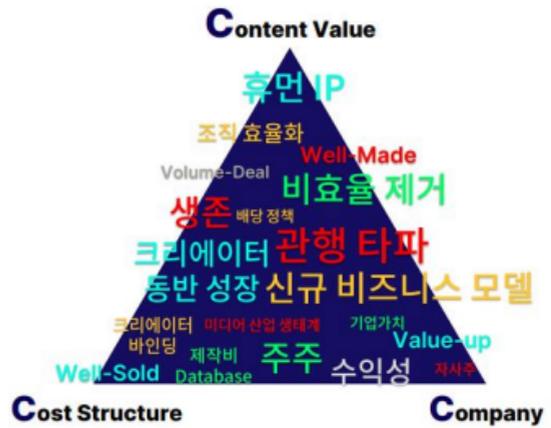
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림25 스튜디오드래곤 주요 사업부별 실적 추이 및 전망

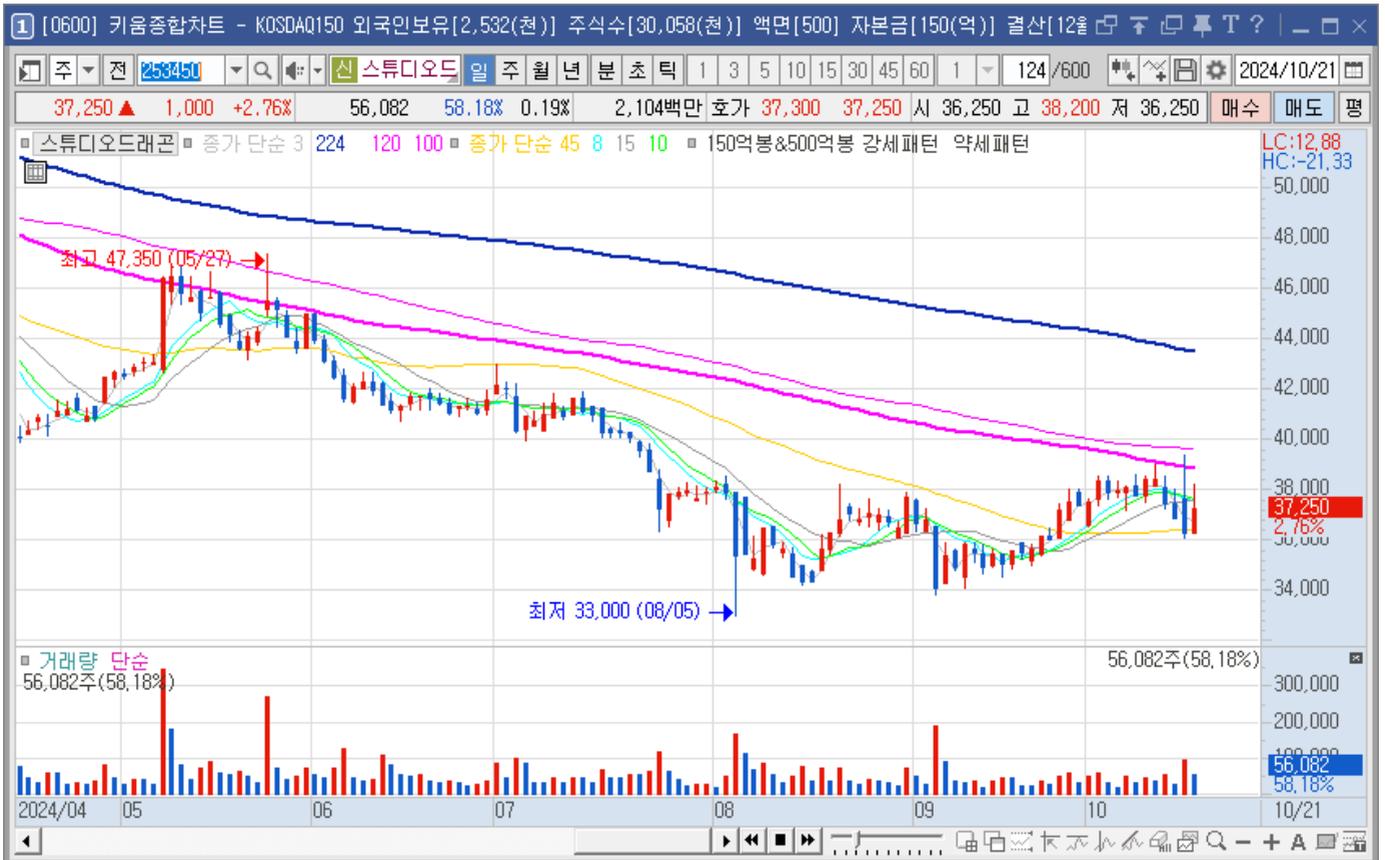
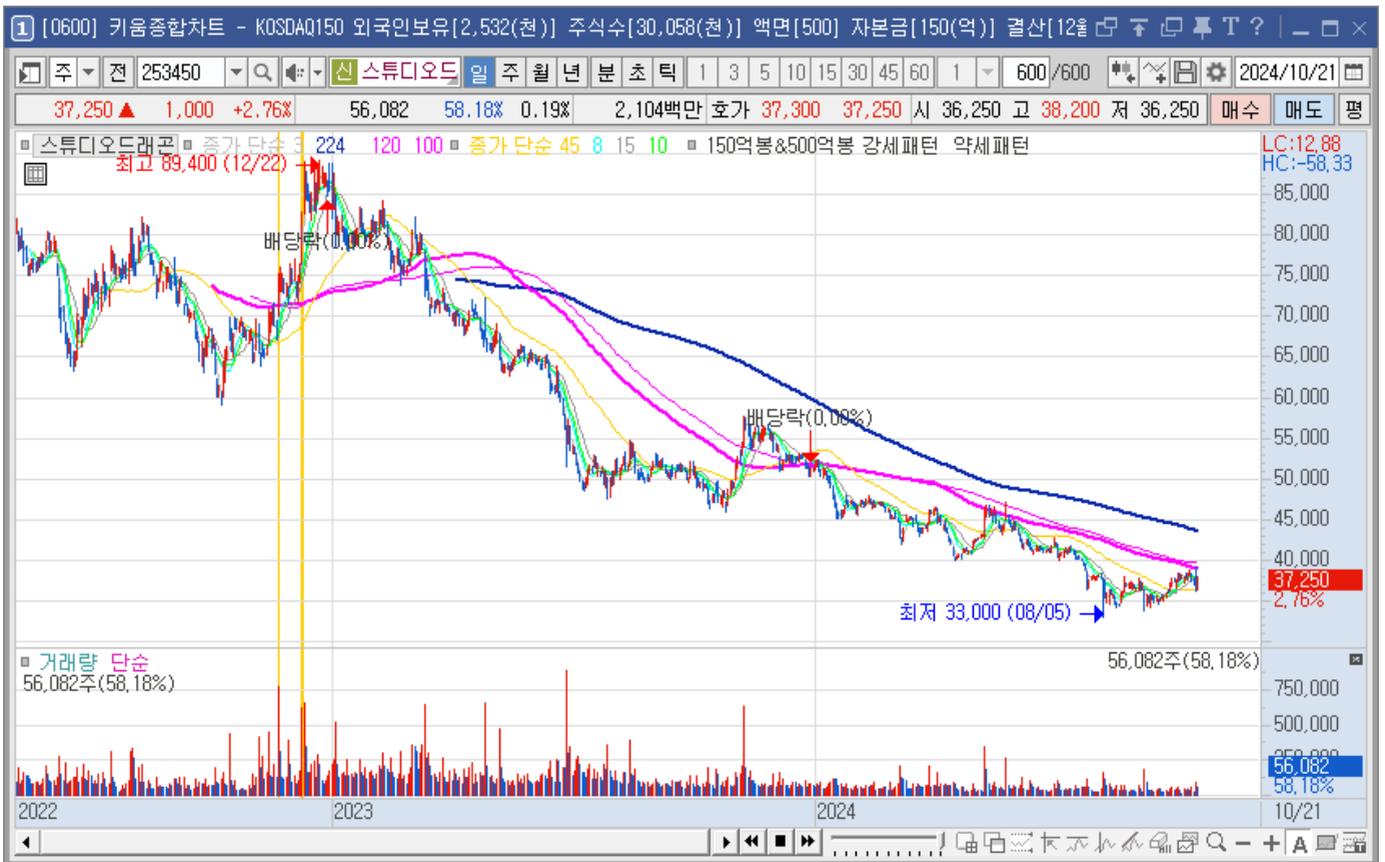


자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림26 스튜디오드래곤의 3C 전략



자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터



에이치브이엠

첨단금속의 확장성은 우주로

[출처] 하나증권 김성호 애널리스트

우주 첨단금속 향 매출비중 확대 기대

에이치브이엠은 2003년 설립된 첨단금속 전문 업체로 니켈(Ni), 티타늄(Ti) 등 비철 금속 및 신소재를 통한 우주, 항공, 방위, 디스플레이 FMM 산업 향 확장이 진행 중이다. 과거 첨단금속 시장은 글로벌 업체들이 독과점하였으나 에이치브이엠은 고정정진공용해 기술, 합금화 공정기술, 금속 특성 제어기술 등 핵심 기술을 국산화하였다. 한국우주항공연구원과 공동개발을 통해 나로호, 누리호 발사체 향 특수강 및 Cu계 첨단금속 납품 레퍼런스를 보유하며 2022년부터 북미 우주 업체 A사 향 첨단금속 납품 중이다. 북미 A사 내 밸류체인에서 동사가 Sole-Vendor는 아닌 것으로 파악되지만 우주 첨단금속 시장의 독과점적인 성격을 고려해볼 때 우주선 발사 증가에 따른 낙수효과가 예상된다. 글로벌 경쟁사로 Materion, ATI Specialty Materials가 존재하지만 우주 첨단금속 매출 대비 타 산업 비중이 높은 편이다. 최근 5개 분기 ATI Specialty Materials의 우주 첨단금속에 해당되는 'Airframes' 매출 비중은 평균 8% 수준이며 Materion의 'Aerospace&Defense' 매출 비중 또한 11%로 높지 않다. 에이치브이엠은 경쟁사 대비 가격 경쟁력(약 30% 수준)과 짧은 리드 타임을 통해 우주 향 매출을 확대하는 추세다. 연간 매출액 2022년 344억원 → 2023년 415억원 중 우주 첨단금속 실적 10억원 → 51억원으로 증가하였다. 매출 확대의 배경으로 A사 향 납품이 주된 요인으로 파악되며 고객사 발사 추이에 따라 향후 우주 매출 비중이 30%를 상회할 수 있을 것으로 기대된다. 1H24 기준 전방 산업별 매출 비중은 우주 21.4%, 항공방위 12.4%, 석유화학/반도체 등 66.2%이며 고마진인 우주, 항공방위 비중증가에 따른 수익성 확대가 기대된다.

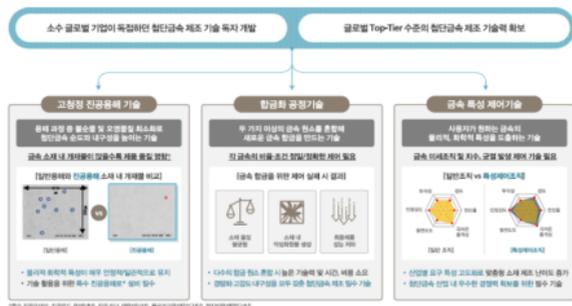
첨단금속의 확장성을 감안한 CAPA 증설

첨단금속 및 신소재에 대한 수요는 다양한 산업 내에서 지속될 것으로 전망된다. 항공방위 산업으로는 균질화 열처리 기술을 기반으로 한화에어로스페이스, KAI 향 공동연구개발 및 소재 납품을 진행 중이며 이스라엘 항공방산 업체 향 Fe계 첨단금속 수주가 지속되는 상황이다. 한편 OLED 증착 시 사용되는 FMM 소재 향 확대가 기대된다. FMM 밸류체인은 일본 DNP와 Proterial이 독점 중이지만 에이치브이엠이 개발한 FMM 소재가 고객사 쉘 테스트 통과 시 25년도부터 관련 실적이 본격 발생할 전망이다. FMM 소재에 대한 국산화 니즈가 높은 편이기에 양산이 현실화된다면 높은 수익성 확보가 예상된다. 첨단금속 CAPA는 현재 5,420톤(매출액 기준 약 500억원)이며 전방 시장 수요 확대에 따라 2.2만톤까지 증설을 계획하였으나 지난 9월 신규시설투자 공시를 통해 2025년 하반기 약 4만톤까지 확대될 예정이다. 우주뿐만 아니라 항공방위, FMM 향 수요 확대에 대비한 증설인 것으로 판단된다. 1H24 매출액 237억원(YoY +23.2%), 영업이익 6억원(YoY +0.5%)으로 고객사 향 첨단금속 납품 증가에 따라 외형 확대를 시현하였으나 2분기 스톡옵션, 상장 관련 일시적 비용 반영으로 인해 OPM은 소폭 하락했다. 2024년 매출액 507억원(YoY +22.5%), 영업이익 46억원(YoY +23.4%)로 예상한다. 우주 산업 매출 비중 확대에 따른 외형 확대가 기대되며 2025년 FMM 소재 양산 본격화된다면 추가적인 수익성 개선 예상된다

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

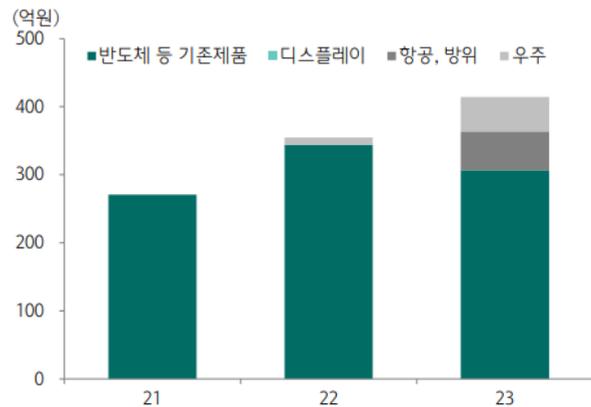
투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	24.8	30.4	35.5	41.5
영업이익	0.4	3.3	1.2	3.7
세전이익	1.8	2.6	(0.6)	(6.2)
순이익	1.5	2.3	(0.4)	(6.1)
EPS	184	269	(47)	(661)
증감률	371.79	46.20	적전	적지
PER	0.00	0.00	0.00	0.00
PBR	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	9.22	4.60	15.99	4.91
ROE	9.20	13.00	(3.14)	(32.73)
BPS	1,827	2,274	736	3,216
DPS	0	0	0	0

도표 1. 첨단금속 핵심 제조 기술 국산화



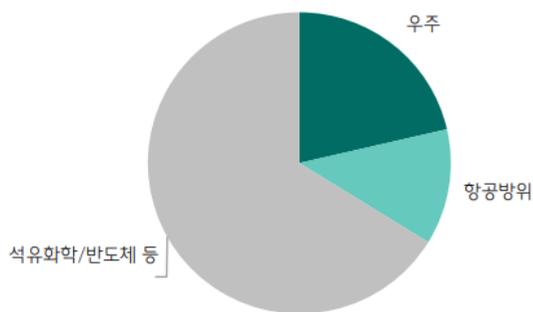
자료: 에이치브이엠, 하나증권

도표 2. 전방 산업별 매출 비중 추이



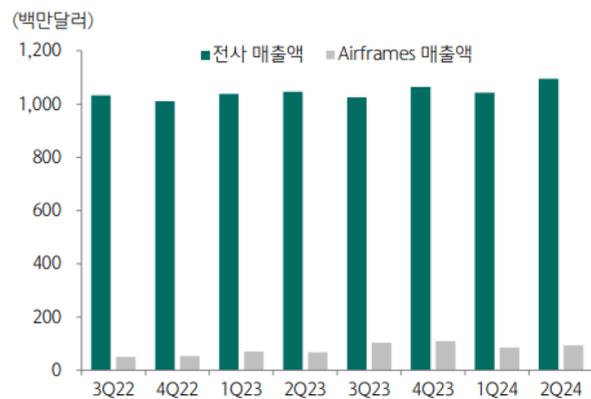
자료: 에이치브이엠, 하나증권

도표 3. 1H24 기준 사업별 매출 비중



자료: 하나증권

도표 4. ATI Specialty Materials 방산 첨단금속 매출액 추이



자료: Bloomberg, 하나증권



콘텐츠리중앙

오랜 기다림의 끝이 보인다

[출처] [DS투자증권 장지혜 애널리스트](#)

[업데이트] 3분기 적자 불가피, 4분기도 쉽지 않을 것

콘텐츠리중앙의 3Q24 실적은 연결기준 매출액 2,209억원(-18% YoY), 영업적자 -104억원(적전 YoY, OPM -4.7%)으로 낮아진 컨센서스를 하회할 전망이다. 1)방송부문 적자는 -89억원으로 <범죄도시4>의 투자/제작 수익 기여에도 불구하고 별도의 편성 회차가 32회로 올해 중 가장 부진했고 동시방영도 줄었으며, 연결 자회사 Wiip의 작품 부재 영향이 실적 부진에 영향을 미쳤을 것으로 판단한다. 2)극장부문 적자는 -18억원으로 전체 영화 시장 관람객수는 증가했으나 광고 수익 감소로 부진할 전망이다 3)플레이타임 이익은 13억원으로 국내 입장객수가 감소하며 전년비 부진할 전망이다. 4분기는 편성 회차가 38회로 소폭증가하고 <지옥2> 공개 등 넌캡티브 물량 성장에 따라 전분기대비 실적 개선이 기대되지만 Wiip과 공간 사업 비수기 영향으로 부진할 전망이다.

[투자포인트] 25년 상각비용 부담 완화 + 방송부문 실적 개선 전망

콘텐츠리중앙의 연결 영업이익은 25년 5년만에 흑자 전환할 전망이다. 우선 방송부문은 글로벌 OTT 선 판매 전략을 유지하며 편성 부담을 줄이고 수익을 극대화해 경쟁력있는 K-콘텐츠 공급자로서 글로벌 OTT와 협력이 늘어날 것으로 전망한다. 또한 Wiip의 작품 딜리버리 재개로 수익 기여, 연결 자회사 PPA 상각 비용 부담 완화 등 방송부문의 영업 흑자 전환이 기대된다. 극장은 비용 효율화 기조가 유지되며 영화 관람객 수 성장에 따른 영업 수익 회복이 기대되고, 플레이타임은 실적 부진 지점 폐점 효과와 고마진 브랜드 비중 확대, 해외 성장에 따른 실적 성장을 전망한다.

[밸류에이션] 투자의견 매수, 목표주가 1.7만원 유지

콘텐츠리중앙에 대해 투자의견과 목표주가를 기존과 동일하게 유지한다. 목표주가는 실적 기간을 25년으로 변경하고 목표배수 EV/EBITDA를 방송 7배, 극장 6배, 플레이타임 7배를 그대로 적용했다. 한국 드

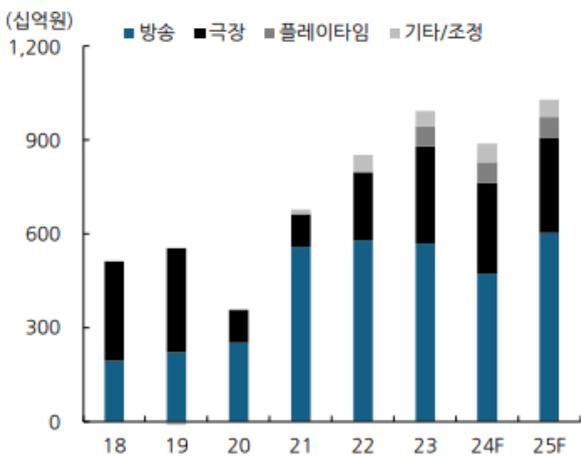
라마 시장 재편과 글로벌 OTT의 K-콘텐츠 수급 필요성이 커지는 가운데 동사의 콘텐츠 제작 능력이 주목받을 것이며 25년은 실적 개선의 원년으로 주가 반등이 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	677	852	993	887	1,029
영업이익	-57	-72	-68	-35	6
영업이익률(%)	-8.5	-8.4	-6.9	-4.0	0.6
세전이익	-62	-82	-158	-107	-54
지배주주지분순이익	-53	-40	-123	-82	-49
EPS(원)	-2,871	-2,104	-6,445	-4,308	-2,590
증감률(%)	적지	적지	적지	적지	적지
ROE(%)	-28.4	-25.4	-129.4	n/a	46.1
PER(배)	-19.0	-13.6	-2.4	-2.4	-4.0
PBR(배)	5.7	3.9	6.0	-2.4	-1.5
EV/EBITDA(배)	16.7	15.6	12.6	9.2	8.5

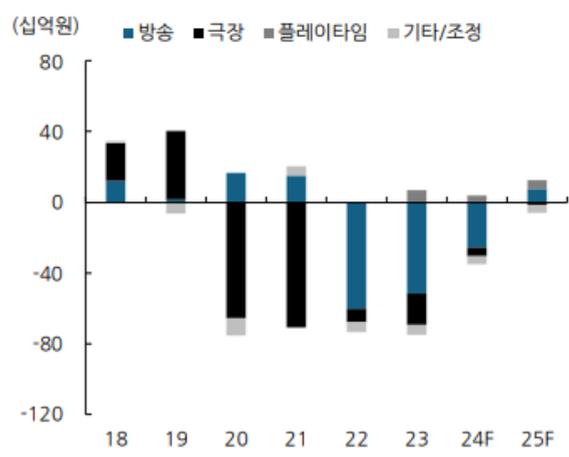
자료: 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림27 콘텐츠리중앙 부문별 매출액 추이



자료: 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터

그림28 콘텐츠리중앙 부문별 영업이익 추이



자료: 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터



휴메딕스

3Q24 Preview : 일시적 부진, 여전히 기회

[출처] 하나증권 최재호 애널리스트

투자의견 'BUY', 목표주가 53,000원 유지

휴메딕스에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 53,000원을 유지한다. 1) 3Q24 컨센서스 하회의 주요인인 국내 에스테틱 제품 영업은 10월부터 다시 정상화 되고 있고, 2) 3Q24 러시아 -> 4Q24 동남아(베트남, 태국 등)로 안면필러 수출 국가가 확대되고 있으며, 3) 연내에 출시 예정인 브라질 바디필러(안면필러 1~2cc, 바디필러 200~1,000cc)는 필러 수출액 볼륨을 극대화 시켜줄 수 있는 요인이다. 4) 추가적으로 미국 시장 진출을 위해 2025~2026년 필러 제품 美 FDA 임상을 시작할 예정이며, 5) 2026년부터는 현재 고성장 중인 CMO 사업과 함께 CDMO 사업 부문에서도 본격적인 매출 발생이 기대된다. 6) 신규 취임한 국내 Top-tier 에스테틱 업체 출신 인사를 통해 중국 영업망까지 확대될 것으로 전망한다. 결론적으로 Multiple 상향 요인이 다수 존재하는 가운데 현재 주가는 12M Fwd P/E 8.1배로 Peer 기업들 대비 여전히 저평가 국면이다.

3Q24 Preview: 컨센서스 하회 전망하나 일시적 요인

휴메딕스의 3Q24 실적은 매출액 424억원(+6.8%, YoY), 영업이익 110억원(-3.1%, YoY)으로 컨센서스 매출액 473억원, 영업이익 133억원 대비 모두 하회할 것으로 전망한다. 주 요인은 주요 인사교체에 기인한다. 지난 8~9월 주요 영업 관련 인사들이 교체 되면서 국내 필러/보톡스 유통이 정상적으로 이뤄지지 않았다. 이를 반영해 필러 매출액 기존 추정치 163억원 -> 129억원, 상품 매출액 기존 추정치 91억원 -> 74억원으로 하향한다. 현재 국내 Top-tier 보톡스/필러 출신 영업본부장을 필두로 주요 팀장급 인사가 합류했으며, 10월부터 정상적으로 유통이 재개되고 있는 것으로 파악된다. 따라서 4Q24부터는 매출 정상화가 이루어질 전망이다. 일시적으로 국내는 부진하지만 수출은 순항 중이다. 당초 4Q24부터 100억원을 상회할 것으로 예상했던 필러 수출액은 당장 3Q24부터 상회할 전망이다. CMO 부문은 항생제 및 순환기 계열 수요 증가로 전문의약품 102억원(+52.1%, YoY)을 기록할 것으로 전망하고, 원료의약품 27억원(+46.5%, YoY), 관절염 치료제 32억원(+16.1%, YoY)으로 부문별 고른 성장이 전망된다. CMO 전체 매출액은 201억원(+28.6%, YoY)을 기록할 전망이다. 결론적으로 일시적인 국내 에스테틱 부분을 제외 시 고른 성장 이어갈 전망이다.

2024년 매출액 1,801억원, 영업이익 501억원 전망

휴메딕스의 2024년 실적은 매출액 1,801억원(+18.3%, YoY), 영업이익 501억원(+34.3%, YoY)을 기록할 전망이다. 필러 부문은 1) 예상보다 빠른 수출 물량 증가, 2) 러시아, 동남아(태국, 베트남) 등 수출 국가 확대, 3) 브라질 바디필러 출시 계획까지 순항 중이다. 수출 판가는 국내대비 2배 이상 높다. 따라서 필러 수출 물량 확대에 전사 OPM은 27.8%(+3.3p, YoY)을 기록하며 수익성 개선을 이끌어갈 전망이다. 신임 영업본부장은 해외(특히, 중국 사업)에서 굴직한 영업네트워크를 보유하고 있는 것으로 파악된다. 따라서 향후 동사의 중국 시장 판로가 더 확대될 것으로 예상된다. 코트라 중국 창사무역관에 따르면 2021년 기준 '중국 합법 히알루론산 필러 시장'에서 LG 점유율 1위(23%), 앨러간 2위(17%)에 이어 동사는 3위(12%)를 기록한 이력이 있다. 중국경기 부양에 따라 중국 소비가 살아나면 유의미한 중국 향 매출 확대가 기대된다

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	123.2	152.3	180.1	203.5
영업이익	26.0	37.3	50.1	60.2
세전이익	29.0	32.4	52.0	63.4
순이익	21.1	24.8	41.5	49.1
EPS	2,121	2,314	3,694	4,375
증감율	135.14	9.10	59.64	18.44
PER	13.06	14.59	8.78	7.42
PBR	1.66	1.68	1.40	1.20
EV/EBITDA	6.46	6.18	4.30	3.26
ROE	16.09	14.72	19.35	19.48
BPS	16,688	20,064	23,228	27,075
DPS	500	525	575	575





금호석유

예상보다 더딘 업황 회복

[출처] 키움증권 정경희 애널리스트

3분기 영업이익 전기비

동사 3분기 매출액 약 1.9조(YoY +25%, QoQ +2%), 영업이익 약 800억원(YoY -6%, QoQ -33%)를 추정한다. 이는 Consensus인 976억원을 약 18% 하회하는 수준이다. 주요 원재료인 부타디엔 강세를 합성고무 및 주요제품 ASP에 모두 반영하지 못한 것이 주요한 원인으로 보인다.

- 1) 합성고무: 투입기준 Lagging된 BD가격은 급등했지만, 고무 및 Latex 가격은 이를 모두 반영하지 못하며 Spot Spread대비 손익마진은 낮은 수준
- 2) 합성수지: 3분기 ASP 가격 유지 등 중국 이구환신 정책 영향은 있었지만 원재료 가격 상승분에 미달하며, 소폭의 흑자 예상
- 3) 페놀체인 및 EPDM/TPV: 1분기이후 페놀체인 및 EDPM의 호실적 지속, 전기와 유사한 영업이익률 각각 2%, 11% 예상함

R/E 타이어 수요 개선, Latex 가격 개선 등 업황 개선세

당사는 글로벌 R/E 타이어 판매량 개선에 따른 합성고무 시황의 점진적인 회복을 예상했다. 그러나 O/E 타이어의 부진이 지속되고 있고, R/E 역시 지역별 시장 온도차가 있어 동사의 주력 시장인 서남아시아를 포함한 아시아 시장의 개선은 예상대비 더욱 느리게 나타나고 있는 것으로 보인다. 합성수지는 여전히 저조한 수익성을 나타내고 있는 점도 추가 실적 개선에 다소 장애가 될 것으로 보인다.

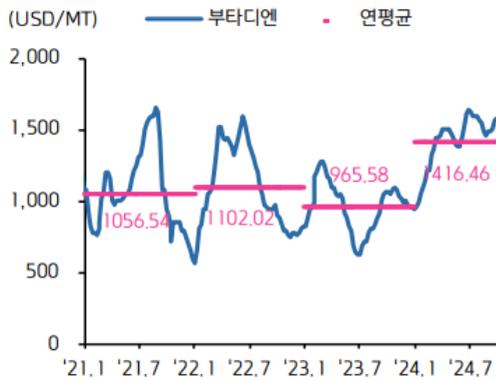
목표주가 180,000원으로 하향

우리는 NB-Latex, 합성수지, 페놀체인 등 동사 주요 제품군이 2~3년의 수급 약세를 거쳐 급격하진 않지만 점진적인 회복 단계에 들어선 것으로 판단했다. 그러나 기대했던 R/E 타이어 사이클 선회는 O/E 부진으로 그 영향이 반감되며, 턴어라운드가 더 느리게 진행되고 있는 것으로 보인다. 사이클 산업에서 저점

통과는 곧 Valuation 할증을 의미하므로 기존 Valuation에서 여타 화학사 대비 높은 수준, PBR 1x를 적용했다. 그러나 '24년 하반기 및 '25년 이후 추정치 변경 및 PBR 0.8x로 변경하여 목표주가를 181,000원으로 하향한다. 상승 여력이 20%를 상회함에 따라 BUY를 유지한다.

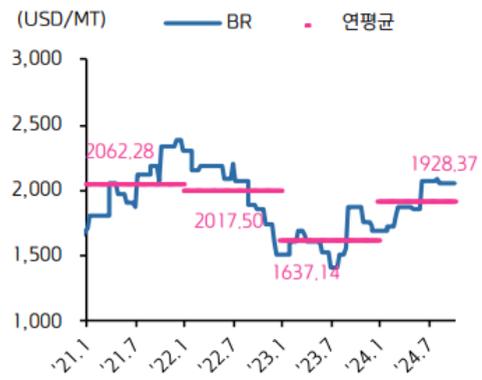
투자지표				
(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	7,975.6	6,322.5	7,209.0	7,793.2
영업이익	1,147.3	359.0	330.1	390.9
EBITDA	1,391.1	610.2	591.4	644.3
세전이익	1,254.4	485.1	412.4	483.9
순이익	1,020.1	447.0	315.4	370.1
지배주주지분순이익	1,019.9	446.8	315.2	369.9
EPS(원)	30,848	13,880	11,334	13,938
증감률(% YoY)	-47.4	-55.0	-18.3	23.0
PER(배)	4.1	9.6	12.0	9.8
PBR(배)	0.72	0.72	0.60	0.57
EV/EBITDA(배)	2.6	6.4	6.5	5.6
영업이익률(%)	14.4	5.7	4.6	5.0
ROE(%)	19.0	7.8	5.3	6.0
순차입금비율(%)	-6.2	-1.8	-2.1	-6.0

부타디엔 가격 추이



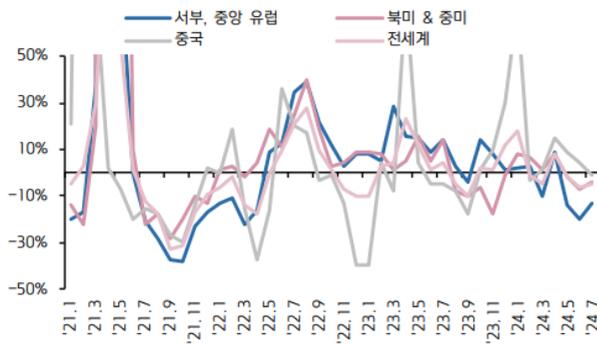
자료: 시스켈, Bloomberg, 키움증권

BR 가격 추이



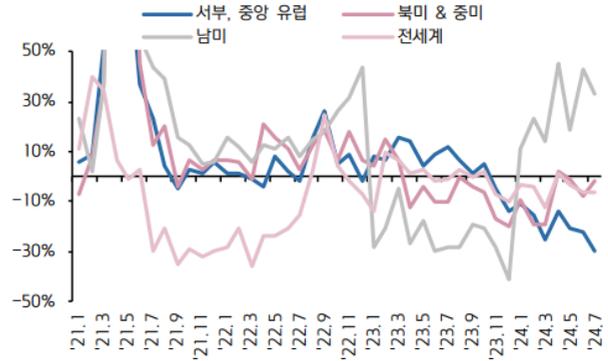
자료: 시스켈, Bloomberg, 키움증권

O/타이어 추이(Passenger Car & Light Truck)



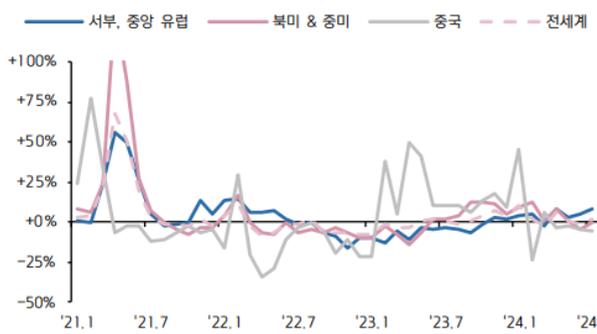
자료: 미쉐린, 키움증권

R/타이어 추이(Truck & Bus)



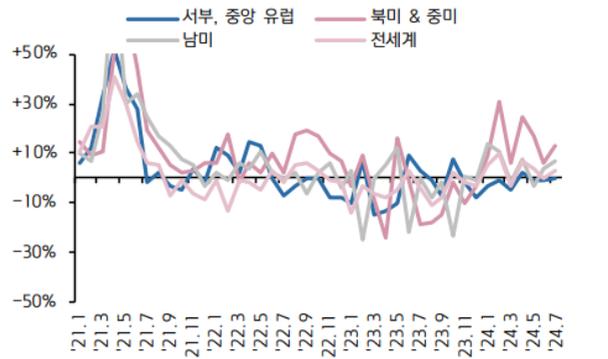
자료: 미쉐린, 키움증권

R/타이어 추이(Passenger Car & Light Truck)



자료: 미쉐린, 키움증권

R/타이어 추이(Truck & Bus)



자료: 미쉐린, 키움증권





한미반도체

TCB글로벌 1위 업체로서 보여준 실적

[출처] 현대차증권 광민정 애널리스트

투자포인트 및 결론

3Q24 실적은 매출액 2,085억원(+68.9% qoq, +568.4% yoy), 영업이익 993억원(+79.1% qoq, +3,321% yoy)을 기록하며 시장 컨센서스 상회하는 영업이익률 시현

해외 주요 고객향 Dual TCB에 대해 2Q24부터 출하가 시작되었으며, 3Q24부터 본격적인 납품이 이루어지면서 높은 영업이익률을 시현. 4Q24는 일시적으로 HBM3E 8단에서 12단으로 설계 변경으로 인한 출시 계획 조정에 따라 고객사향으로 동사의 본딩 장비 납품이 1H25로 지연됨에 따른 매출 감소세가 예상되나, 해외 주요 고객사향 Dual TCB에 대한 높은 수요를 고려할 때 연간으로 성장세는 유지될 것

주요이슈 및 실적전망

HBM시장이 AI 데이터센터에서 자율주행차, 모바일 HBM, 전력 그리드와 같은 영역으로 확장되고 있음. SK하이닉스는 지난 9월 HBM이 자율주행차에도 적용될 것이라고 밝힌 바 있으며, MS 역시 국내 반도체 기업들과 협업을 하는 등 자체적으로 HBM을 채택하려는 움직임이 큰 상황으로 최근 AI 반도체는 범용에서 전용으로 변화하고 있음 '커스텀 HBM 시장의 개화에 따른 동사의 입지 강화

지난 10월 8일 폭스콘이 멕시코에 엔비디아를 위한 공장을 건설 중이며 2025년 가동을 목표로 한다고 밝혔는데, 이는 모바일용 HBM 시장 개화를 알리는 신호탄이라고 판단. 지속적으로 언급하였듯, 애플의 2026년 신규 출시 디바이스에서는 GPU와 CPU를 각각 분리하여 배치하는 설계 변경을 계획하고 있어, 모바일용 HBM(또는 LLW)의 신규 수요 창출 기대됨. ' 이르면 2H25부터 동사의 모바일 HBM향 TCB의 신규 수요가 새로운 매출 기대됨

주가전망 및 Valuation

최근 7월 이후 지속적으로 제기되었던 AI 버블에 대한 의구심 등으로 인해 동사의 주가도 큰 폭으로 조정됨. 그에 따른 괴리율 편차로 인해 목표주가를 BESI와 DISCO의 12M Forward P/E 32.8x에 35% 프리미엄 부여하여 170,000으로 하향함

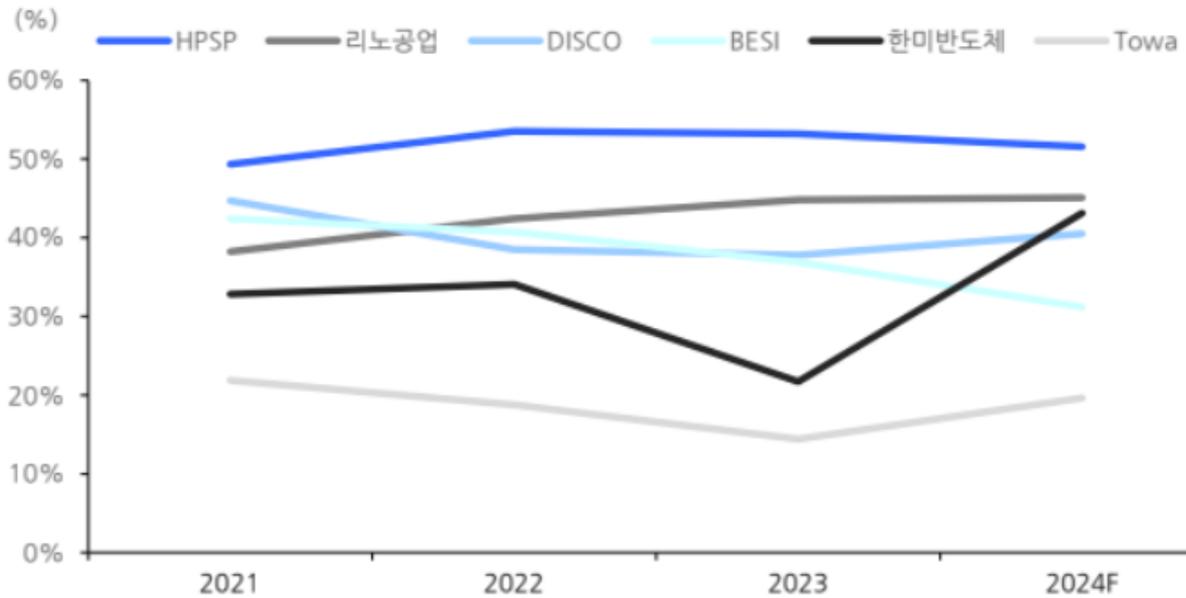
그러나 동사의 펀더멘털에 영향을 주기는 어렵고, 2025년에 신규로 출시되는 2.5D Big Die TCB의 글로벌 OSAT업체들향 매출 발생과, 마일드하이브리드 본더, 하이브리드 본더에 대한 고객사 협업 관계는 지속되고 있어 투자의견 유지함

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	328	112	92	121	934	-10.9	12.3	2.9	8.4	25.0	1.7
2023	159	35	267	43	2,745	193.9	22.5	10.5	134.8	55.5	0.7
2024F	551	247	160	257	1,652	-39.8	70.4	16.8	43.1	25.8	0.4
2025F	954	447	371	458	3,820	131.2	30.4	11.3	23.9	44.3	0.4
2026F	1,671	819	672	831	6,932	81.4	16.8	6.9	12.7	51.0	0.4

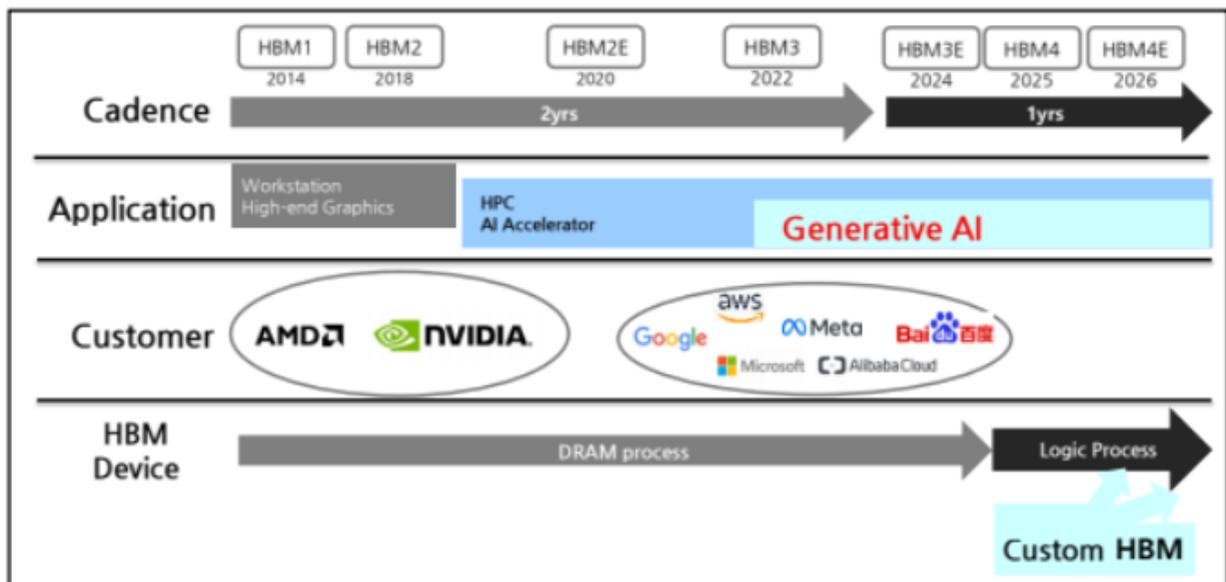
* K-IFRS 연결 기준

<그림4> 주요 글로벌 장비업체들의 영업이익률 비교



자료 : 현대차증권

<그림5> SK하이닉스 HBM 로드맵



자료 : 현대차증권

