

< 관심리포트 정리 >

삼성전기

연말까지 실적 모멘텀 부진하나 주가는 이미 바닥

[출처] [BNK투자증권 이민희 애널리스트](#)

MLCC 부진으로 기대치 소폭 하회한 3Q24 실적

3Q24 매출액은 2.62조원(1%QoQ, 11%YoY), 영업이익은 2,249억원(8%QoQ, 22%YoY)을 기록, 각각 컨센서스 대비 1%, 5% 소폭 하회했다. 사업부별로 보면 주력 사업인 컴포넌트 매출이 예상보다 7% 적은 1.2조원(3%QoQ, 9%YoY)을 기록했는데, MLCC 가동률이 당초 90% 초반을 가이던스 했던 것과 달리 전 분기와 비슷한 80% 중반을 유지했다. 그래도 산업 및 전장용 비중이 계속 늘어나면서 MLCC 출하 및 ASP는 전 분기보다 소폭 증가하였다. 광학통신과 패키지 매출은 예상보다 소폭 더 높은 매출을 기록했는데, 전자는 전략고객의 신규 폴더블폰용 2억 화소 공급 영향이며, 후자는 고부가 FC-BGA 판매 비중 확대 때문이다. 한편 3Q24 영업이익률이 기대 보다 낮아진 건 수익성 높은 MLCC 매출 부진 때문이며, 패키지 수익성은

기대보다 좋았다.

모바일 채널 재고조정 지속, 4Q24 영업이익 1,614억원(-28%QoQ) 전망

글로벌 스마트폰 OEM들의 반도체 재고조정이 연말까지 지속될 예정이어서, 동사 4Q24 매출액과 영업이익은 각각 2.37조원(-9%QoQ), 1,614억원(-28%QoQ)으로 추가 감소할 전망이다. 그러나 내년 상반기는 수급 개선으로 MLCC 시황이 다시 안정될 전망이며, 대신 서버 재고조정 영향으로 패키지는 다소 부진할 전망이다.

주가는 Valuation 바닥 수준 도달, 투자 의견 '매수' 유지

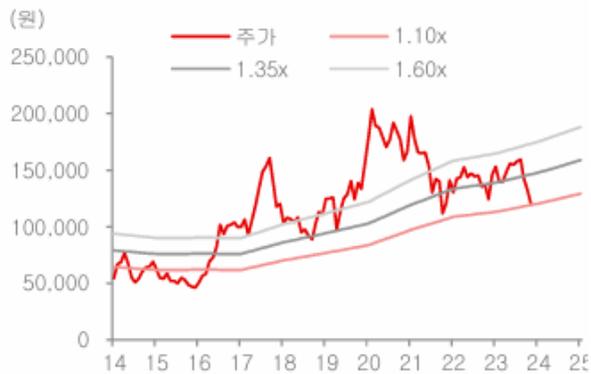
2024년과 2025년 영업이익을 각각 10%, 17% 하향 수정하고, 목표주가를 16만원(평균 P/B 1.4x)으로 하향조정한다. 그러나 동사 주가는 이미 역사적 Valuation 밴드 저점에 위치해 있으며, 내년 상반기 MLCC 시황 개선을 기대하며 투자 의견 '매수'를 유지한다.

Fig. 1: 삼성전기 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	9,425	8,909	10,191	10,675	11,956
영업이익	1,183	639	775	862	1,081
세전이익	1,187	543	732	883	1,119
순이익[지배]	981	423	584	688	841
EPS(원)	12,636	5,450	7,529	8,867	10,834
증감률(%)	9.9	-56.9	38.1	17.8	22.2
PER(배)	10.3	28.1	16.0	13.6	11.1
PBR	1.3	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.8	7.9	5.0	4.2	3.5
ROE(%)	13.8	5.5	7.2	7.9	9.0
배당수익률	1.6	0.8	0.9	0.9	0.9

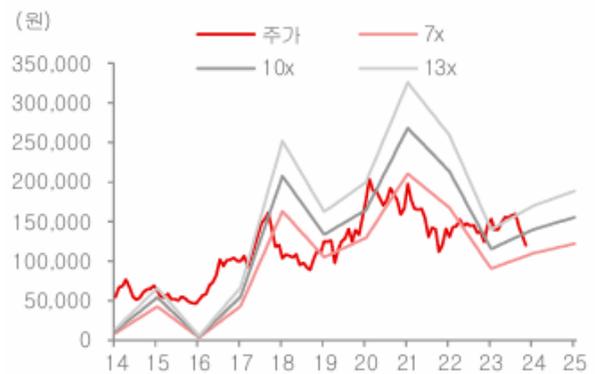
자료: 삼성전기, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: 삼성전기 P/B 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 3: 삼성전기 P/EBIT 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권



한국항공우주

10년 전 추억

[출처] 하나증권 위경재 애널리스트

3Q24 Re : 수익성 양호

한국항공우주의 3Q24 실적은 매출 9,072억원(YoY -9.9%, QoQ +1.7%), 영업이익 763억원(YoY +16.7%, QoQ +2.7%, OPM 8.4%)으로 영업이익 컨센서스 733억원을 상회했다. 이라크 기지 재건 사업 지연에 따른 손실충당금 반영(55억원) 지속됐으나, 이라크 CLS 사업 예정원가 개선 및 경영효율성 제고를 통한 판관비 감소 통해 수익성 개선됐다. 1) 국내 사업은 체계 개발과 양산 모두 순항했으나, TA-50 2차 양산 사업이 잔여 물량을 끝으로 종료되는 등 일부 프로젝트 매출 소폭 감소했다. 부문 매출 비중은 48.8%로 QoQ -7.1%p 하락했다. 2) 완제기 수출은 견조했다. 폴란드, 말레이시아, 이라크, 태국 등 주요 물량의 진행 매출 인식 증가하며 부문 매출 2,434억원(YoY -21.8%, QoQ +61.6%, 매출 비중 26.8%)을 기록했다. 부문 매출 비중은 QoQ +9.9%p 상승했다. 3) 기체부품은 주요 고객사인 Boeing의 부진 불구 6개 분기 연속 매출 YoY 증가했다. 한편, 전사 신규 수주가 305억원에 그치며 수주 잔고 역시 QoQ -3.7% 감소했으나, 4분기에 주요 수출 수주 가능성 감안할 때 연간 신규 수주는 Double-digit 성장 가능할 것으로 판단한다.

수출에 대한 단상

국내 방산의 실적을 견인하는 것은 수출의 확대다. 다만, 한국항공우주는 완제기 수출 매출 비중이 높지 않다. 신규 수출 수주가 필요한 시점이다. 기대할 수 있는 국가는 필리핀, UAE, 이라크, 이집트, 우즈벡, 말레이시아, 인도네시아 등이다. 이 중 2024년 내 계약 체결이 가능한 국가는 필리핀, UAE, 이라크 정도이며 필리핀은 가능성이 높은 것으로 파악된다. FA-50 추가 도입 및 성능 개량 사업 등이 계약 골자가 될 전망이다. UAE 및 이라크 역시 연내 계약 체결에 대한 가능성 존재한다고 판단한다. 고민은 타 국가에 있다. 우즈벡 FA-50은 미국 정부 수출 승인(EL)이 지연되고 있어 계약 기대감을 2025년 1분기 이후로 미루는 것이 합리적이며, 이집트 역시 제안서 제출이 2025년으로 연기된 데 더해 포괄적 EL 대기 중인 만큼 기대감을 뒤에 두는 것이 옳다고 판단한다. 주요 수출 계약의 체결 여부가 한국항공우주의 향후 실적 방향성을 결정할 가능성이 높다. 그럼에도 기대할 수 있는 점은, 폴란드 FA-50 매출 반영 규모가 점차 확대될 것이라는 점과 KF-21 체계/양산 매출이 2025~2026년 실적을 견인할 것이라는 점이다. 2024~2026년 연간 매출 성장률을 각각 -3.0%, +12.9%, +40.3%로 전망한다.

Again 2013~2015, 목표주가 상향

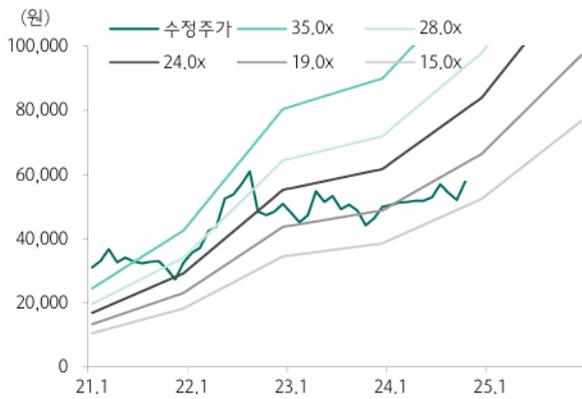
한국항공우주 주가의 전성기는 2013~2015년이다(3년 최대 상승률 +379.7%). 10년 전이다. 당시를 반추해보면, 2013년에 FA-50 양산 1호기를 납품했고, 2014년에 필리핀과 FA-50 수출 계약을 체결했다. 2015년에는 KF-21 우선협상업체로 선정되며 주가 상승 모멘텀을 더했다. 신규 기종 양산/수출에 더해 장기 프로젝트 대상자로 선정되는 등 Narrative는 충분했다. 실적 측면에서는, 동기간 연간 매출이 2.0조원, 2.3조원, 3.0조원으로 가파르게 증가하는 과정에서 영업이익 역시 707억원, 1,893억원, 3,797억원으로 큰 폭 증가했다. Number 역시 뒷받침됐다. 2024년 현재로 돌아와서, 당시 사업자로 선정된 KF-21의 개발이 마무리되어 간다. 국내 양산 계약은 체결했으며, 가시성이 확보되지는 않았으나 수출 역시 가능할 전망이다. 이에 더해, 그 동안 미진했던 수출 계약이 확대될 가능성이 높아지는 중이다. Narrative를 형성하고 있다. 실적 측면에서도, 2024~2026년 연간 매출은 각각 3.7조원, 4.2조원, 5.9조원으로 가파르게 증가할 전망이며, 영업이익 역시 3,102억원, 4,030억원, 5,643억원으로 수익성 소폭 개선될 것으로 예상된다. Number의 개선 본격화를 전망한다. 2013~2015년 당시 평균 P/E는 30~70배를 오갔으나, 해당 Multiple을 차용할 필요는 없다. 다만, Value Trap에 갇힐 필요 또한 없다고 판단한다. 한국항공우주의 목표주가를 77,000원으로 상향한다. 최근 5년 하단 P/E 평균 20.6배와 Peer 평균 P/E 23.5배의 중앙값인 22.0배를 Target P/E로 설정하며, 2025년 실적 추정치에 기초한다. 한편, 한국항공우주의 최근 5년 평균 P/E가 28.2배였던 점과 2026년 실적 성장 폭이 가파르다는 것을 고려할 때, 현 시점이 매수 적기라고 판단한다. 현재 주가는 2025년 실적 추정치 기준 P/E 16.5배, ROE 17.5%다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

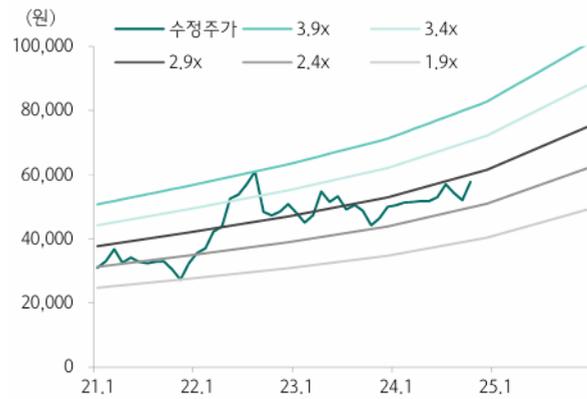
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,786.9	3,819.3	3,702.9	4,180.8
영업이익	141.6	247.5	310.2	403.0
세전이익	122.1	268.7	298.5	393.3
순이익	118.5	224.0	250.6	341.1
EPS	1,215	2,298	2,571	3,500
증감율	85.21	89.14	11.88	36.13
PER	41.89	21.76	22.48	16.51
PBR	3.47	3.05	3.13	2.69
EV/EBITDA	14.25	12.93	12.20	9.14
ROE	8.78	14.81	14.76	17.53
BPS	14,648	16,388	18,459	21,458
DPS	250	500	500	500

도표 3. 한국항공우주 12M Fwd P/E



자료: Quantwise, 하나증권

도표 4. 한국항공우주 12M Fwd P/B



자료: Quantwise, 하나증권



LG생활건강

3Q24 Review - 무색한 기저

[출처] [상상인증권 김혜미 애널리스트](#)

3Q24 매출액 yoy -1.9%, 영업이익 yoy -17.4%

LG생활건강의 3Q24 연결 실적은 매출액 1조7,136억원, 영업이익 1,061억원을 기록하며 시장 컨센서스를 크게 하회하는 어닝쇼크를 기록하였다. 각 부문의 매출 감소가 이어지며 영업이익도 감소하였다. 화장품 부문의 영업이익은 성장했으나, 전년동기 구조조정 등의 여파로 어닝쇼크를 시현했던 점을 감안하면 기대했던 회복은 이번에도 사실상 부재한 수준이었다. 부문별로, 1) 화장품은 매출 yoy -3%, 영업이익 yoy +43%를 시현하였다. 중국 현지 및 국내 육성 채널(H&B, 온라인) 매출은 증가했으나, 면세 등 국내 전통 채널 매출 감소와 전년도 해외 사업 효율화 영향으로 부문 전체 매출은 감소하였다. 한편, 수익성은 마케팅 투자 확대 및 국내 매출 감소에도 불구하고, 북미/일본 등 흑자전환과 중국 적자 폭 축소 등 해외 개선에 힘입어 소폭 향상되었다. 주요 채널별 매출로는, 면세, 백화점, 방판 각각 yoy -24%, -3%, -33% 기록했으며, 중국은 시장 부진에도 불구하고 온라인 채널 및 후 브랜드 매출 선방으로 yoy +18% 성장하였다. 세그먼트별로는 럭셔리 yoy -8%(후 12%), 매스 yoy +13% 각각 기록하였다. 2) 생활용품은 매출 yoy -1%, 영업이익 yoy 12%를 기록하였다. 계속해서 프리미엄 브랜드 중심으로 국내 매출은 견조했으나, 전년도 북미 사업 효율화 영향으로 부문 매출은 감소하였으며, 영업이익도 상반기까지 나타났던 구조조정 효과가 약해진 가운데 고정비 부담이 확대되어(전사 공통비 배분 증가) 감소하였다. 3) 음료는 매출 yoy -1%, 영업이익 yoy -28%를 기록하였다. 경기 둔화에 따른 전반적인 음료 수요 감소와 시장 경쟁 심화, 원부자재 가격 상승 등으로 매출 및 이익 모두 감소하였다. 카테고리별로도 탄산과 비탄산 각각 yoy -1% 역성장하였다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 53만원 -> 50만원 하향

기저효과가 본격화될 것으로 기대했던 분기였음에도 부진한 실적을 시현한 점이 못내 아쉽다. 중국 소비 부양책과 11월 소비 이벤트가 부각될 가능성이 높은 4Q에도 마케팅 확대 등으로 제한적인 이익 개선이 전망되는 만큼 당분간 주가는 횡보할 것으로 예상된다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	7,186	711	237	14,604	49.4	11.9	2.4	4.4	0.6
2023	6,805	487	143	8,664	41.0	7.3	1.2	2.7	1.0
2024E	6,906	473	302	20,064	17.4	7.0	1.1	5.5	1.0
2025E	7,100	553	375	25,062	14.0	5.9	1.0	6.5	1.0
2026E	7,356	596	406	27,181	12.9	5.2	1.0	6.7	1.0

자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권



코스메카코리아

하반기 K-뷰티 성장 모멘텀 지속

[출처] 유안타증권 이승은 애널리스트

3Q24 Preview: 영업이익 시장기대치 소폭 하회 전망

한국 법인의 3분기 매출액은 800억원, 영업이익은 115억원으로 추정되며, 상반기 대비 개선된 실적을 기록할 것으로 예상됨. 이는 주요 고객사들의 블랙프라이데이 준비 물량 확대에 따른 것으로, 4분기에는 더욱 큰 폭의 성장이 기대됨. 특히, 신규 고객사 매출 성장은 Top 브랜드 의존도를 낮추고 안정적인 성장 기반을 구축하는 데 기여할 것으로 판단됨.

미국 법인 턴어라운드 가능성

미국 법인은 2분기 일회성 요인으로 부진한 실적을 기록했으나, 3분기에는 회복세를 보일 것으로 전망됨. 한국 법인의 생산 지원을 통한 생산량 부족 문제 해결, 미국 현지 공장 가동률 상승 (50% 중반), OTC 제품 출시 등이 긍정적인 요인으로 작용할 것으로 예상됨. 미국 법인의 주요 브랜드 매출 비중은 2분기 기준 5% 이하로 감소했으며, OTC 제품으로 대체되고 있음. 한국 인디 브랜드의 OTC 제품 수요 증가는 미국 법인 실적 개선에 긍정적인 요인으로 작용할 전망.

미국 현지 브랜드들은 신제품 출시 시기를 조율 중이며, RTG(Ready-To-Go) 제품을 통해 빠른 시장 대응이 가능할 것으로 예상됨. 미국 시장에서의 성공적인 안착은 글로벌 ODM 기업으로 도약하는 데 중요한 발판이 될 것. 미국 시장 확대는 중장기적인 성장 동력 확보에 기여할 것으로 기대됨.

투자의견 Buy, 목표주가 110,000원 유지

코스메카코리아에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 110,000원을 유지함. 3분기 영업이익은 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 예상되지만, 한국 법인의 견조한 성장세와 미국 법인의 턴어라운드 가능성, 그리고 중장기적인 성장 모멘텀을 고려했을 때 현재 주가는 저평가되었다고 판단

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	3,994	4,707	5,463	6,400
영업이익	104	492	698	900
지배순이익	27	223	394	490
PER	44.7	10.3	19.9	16.0
PBR	0.8	1.4	3.7	3.0
EV/EBITDA	10.1	5.7	10.5	8.4
ROE	1.8	14.1	20.8	20.8





SNT다이내믹스

맞춰져가는 퍼즐

[출처] [하나증권 김성호 애널리스트](#)

K2전차 4차 양산 사업 국산 변속기 적용 확정

지난 28일 방위사업청은 제164회 방위사업추진위원회 결과를 발표하며 현대로템 K2전차 4차 양산사업에 국산 변속기 적용을 확정했다. 이를 통해 전차 내 핵심 부품인 파워팩의 구성 요소인 엔진, 변속기는 완전 국산화될 전망이며 국내 전차용 변속기 양산에 경쟁력을 가진 SNT다이내믹스의 외형 확대가 기대된다. K2전차는 과거 국내 양산사업에서도 국산 변속기 채택을 고려하였으나 당시 내구도 문제로 인하여 독일 R사의 변속기가 채택되어왔다. 그러나 최근 국산 변속기 성능이 과거 대비 개선되는 추세로 판단된다. 실제로 SNT다이내믹스는 2023년 1월 '튀르키예 향 Altay전차용 자동변속기 구매공급 계약 922억원'을 공시하였다. Altay전차는 초기 시제품에는 독일 R사의 변속기가 탑재되었으나 가격 등의 이슈로 인해 SNT다이내믹스가 수주 물량을 확보하였으며 해외 고객사 향 최초 직납 계약인 만큼 과거 대비 변속기 성능이 상승 중임을 유추해볼 수 있다. K2 4차 양산 물량은 총 180대 수준으로 예상되며 내수용 K2는 수출용 대비 판가는 소폭 낮은 것으로 보인다. '2020.12.22 현대로템에서 공시한 K2전차 3차양산(54대) 수주 계약은 5,330억원'이며 대당 약 100억원 수준으로 산출된다. 금번 4차 예상 물량 고려 시 전체 계약 금액은 1.8조원~2.0조원 형성될 것으로 가정하며 변속기가 지니는 원가 비중에 따라 SNT다이내믹스의 기대 가능한 계약 규모가 도출될 것이다. 추가 품질보증 대책 등 계약 조건에 따른 변동성은 존재하지만, 파워팩 내 엔진과 더불어 변속기가 핵심 부품으로 자리매김한 만큼 SNT다이내믹스의 추가 실적 모멘텀으로 작용할 전망이다. 4차 양산 일정이 2025년도부터 시작되며 변속기는 3~6개월 정도 선행하여 납품되기에 납품 현실화 시에 관련 변속기 매출은 빠르면 연내부터 일부 반영 가능성 존재한다고 판단한다. 현재 CAPA는 약 9,000억원 수준으로 향후 생산 설비 확장 및 가동률 상승에 따라 증가할 전망이다.

향후에도 신규 수주 확보가 관건

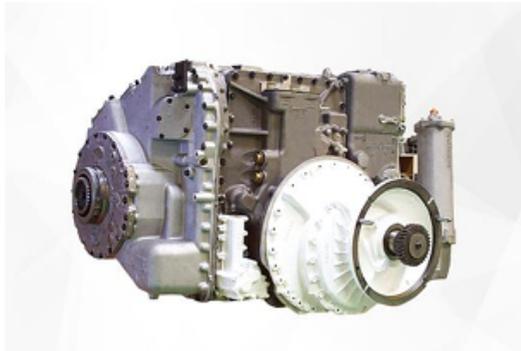
현재 SNT다이내믹스의 실적은 한화에어로스페이스를 포함한 수주 물량이 견인 중이며 향후 실적 성장을 위해서는 신규 수주 확보가 중요하다. 금번 K2 4차 물량을 제외하고 기대 가능한 추가 수주는 과거 수주 내역을 통해 유추 가능하다. SNT다이내믹스는 한화에어로스페이스 등 국내 고객사 향 담당 변속기를 독점 공급 중이다. 지난 7월 한화에어로스페이스는 루마니아 국방부 향 1.4조원 규모 K9 자주포 수주 계약을 체결하는 등 K9 해외 수출이 지속됨에 따라 동사가 확보 가능한 추가 수주는 이어질 전망이다. 현대로템 또한 국내 K2 4차 양산 포함 폴란드 향 수출, 루마니아 진출 기대감 등 해외 수출이 지속되는 상황이기에 동사에게 기대 모멘텀으로 작용할 전망이다. 3Q24 매출액 163억원(+21.8%, YoY), 영업이익 184억원(+19.7%, YoY)을 시현했다. 2분기 총당부채 환입 425억원 효과 제외 시 QoQ 매출액 +12.8%, 영업이익 +23.8%로 방산 매출 비중 상승이 실적 견인했다. 2024년 매출액 6,014억원(+23.7%, YoY), 영업이익 972억원(+133.7%, YoY) 예상한다. 2분기 일회성 이슈 제외 시 예상 영업이익 547억원(+31.5%, YoY)이며 향후 K2 4차 물량 관련 납품 구체화 여부에 따라 변동 가능성 존재한다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

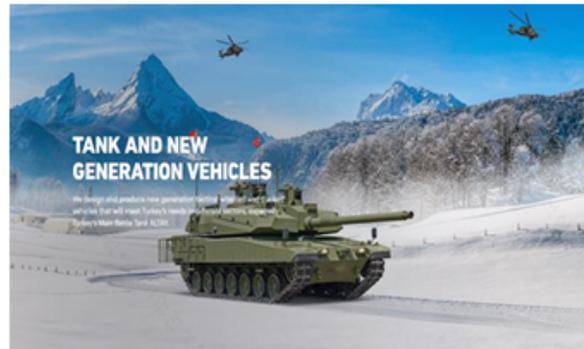
투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	302	336	408	486
영업이익	14	21	26	42
세전이익	13	81	29	58
순이익	8	59	23	50
EPS	251	1,774	692	1,489
증감률	(49.9)	606.8	(61.0)	115.2
PER	23.5	5.1	13.5	9.7
PBR	0.3	0.4	0.4	0.6
EV/EBITDA	0.0	0.0	1.3	2.4
ROE	1.4	9.0	3.5	7.1
BPS	20,182	22,173	22,356	23,609
DPS	300	400	500	700

도표 1. X1100-5A3(K9자주포, K10 탄약운반장갑차 적용)



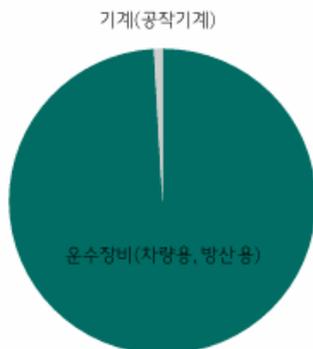
자료: SNT다이내믹스, 하나증권

도표 2. 튀르키예 New Altay 전차



자료: BMC Otomotiv, 하나증권

도표 3. 1H24 기준 사업별 매출 비중



자료: Dart, 하나증권

도표 4. 현대로템 K2 전차



자료: 현대로템, 하나증권



강원랜드

안정감은 확실히 찾았다

[출처] 키움증권 이남수 애널리스트

3분기 별도 영업이익 930억원

3분기 별도기준 매출액 3,755억원, 영업이익 930억원(OPM 24.8%)을 달성했다. 부문별 매출액은 카지노 3,204억원(yoy +0.1%), 비카지노 551억원(yoy +2.4%)을 기록했다.

카지노는 방문객 646.9천명(yoy +0.7%), 드랍액 1조4,987억원(yoy +2.0%), 홀드율 23.6%(yoy -0.2%p)를 기록했다. Mass 영업장 방문과 드랍액이 소폭 약세를 나타냈지만, VIP 반등으로 실적을 안정화시켰다. 리조트 및 호텔 OCC는 65.1%, ADR은 179천원으로 전년과 비슷했다. 7월 우천 영향에도 불구하고 8~9월 영업 환경 회복으로 실적은 소폭 개선된 결과를 나타냈다.

기업가치 제고 계획 발표

10/10 공시를 통하여 향후 기업가치 제고 계획에 대하여 발표했다. 2026년까지 PBR 1.2배 달성, 총주주 환원을 60% 달성, 기업지배구조 핵심지표 100% 준수를 목표로 삼았다. 이에 구체적으로 자기주식 매입 계획도 알렸는데, 2024년 400억원, 2025~2026년 600억원 등 총 1,000억원의 규모로 발표했다. 배당성향은 최소 50% 이상 유지하여 주주가치 제고 전략에 힘을 보탬 것으로 보인다.

이와 같은 기업가치 제고 계획은 향후 일본 신규 카지노 복합리조트 건설, 아시아 카지노 경쟁 심화, 마카오 카지노 Mass 비중 확대 등과 맞물려 더욱 촘촘하게 시행될 것으로 판단해 향후 기업가치에 우호적으로 작용할 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 22,000원 유지

3분기까지 카지노 방문객 및 비카지노 운영은 전년대비 큰 부침 없이 진행 중이다. 안정된 매출 가운데 매출원가 및 판관비 통제도 적절하게 유지되고 있고, 부가세 부과처분소송 승소 등 순이익 개선과 관련된 일회성 요인도 확보하였다.

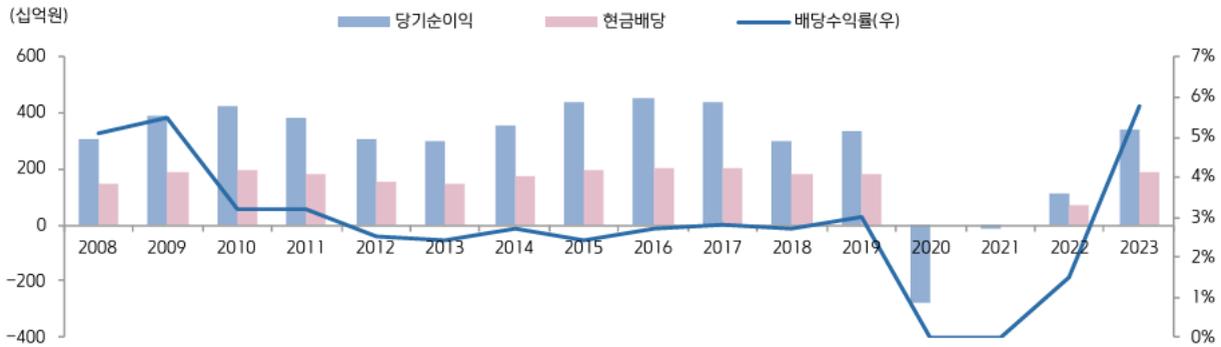
기업가치 제고 계획과 문체부 카지노 영업 환경 규제 완화가 발표되며 향후 우호적 영업환경에 대한 기대가 높아지고 있다. 4분기 부가세 부과처분 관련 경정청구 환급도 가능하여 배당 등 주주가치 제고 재원으로 활용도 충분할 것이다. 이에 투자의견 BUY와 목표주가 22,000원은 유지한다.

투자지표

(십억원, IFRS)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,270.7	1,388.6	1,409.1	1,460.2
영업이익	217.6	282.3	290.9	311.6
EBITDA	295.8	362.7	372.3	375.8
세전이익	167.9	457.2	486.3	439.2
순이익	115.6	340.9	387.6	327.6
지배주주지분순이익	115.6	340.9	387.7	327.6
EPS(원)	540	1,593	1,812	1,531
증감률(% YoY)	흑전	194.9	13.7	-15.5
PER(배)	42.9	10.0	9.3	11.0
PBR(배)	1.45	0.93	0.93	0.90
EV/EBITDA(배)	12.6	5.9	5.4	4.8
영업이익률(%)	17.1	20.3	20.6	21.3
ROE(%)	3.5	9.6	10.3	8.3
순차입금비율(%)	-36.1	-35.2	-40.8	-44.7

자료: 키움증권 리서치센터

강원랜드 배당금 지급 내역 추이



자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터



유한양행

효자 렉라자의 마일스톤 유입으로 호실적 기록

[출처] 키움증권 허헤민 애널리스트

마일스톤 유입으로 호실적 기록

3분기 연결 매출액은 5,988억원(YoY +24%, QoQ +13%), 영업이익은 476억원(YoY +5,287%, QoQ +157%)으로 시장 기대치 매출액 5,484억원과 컨센서스 영업이익 317억원을 각각 9%, 50%씩 상회하였다. Lazcluze (레이저티닙)의 미국 출시로 6,000만불(약 800억원)의 마일스톤이 유입되었는데, 이 부분이 컨센서스와 당사 추정치에 미반영되면서 상회한 요인이 가장 크다. 오스코텍 이익배분(40%)를 제외한 60% 부분인 약 480억원 가량이 동사에 반영되었다. 다만, 지난 7/1일 유빅스로부터 전립선암 치료제 라이선스 인 계약 체결로 인한 계약금(50억원)이 반영 및 활발한 R&D 선투자가 진행되며 R&D 비용이 851억원(YoY +148%, QoQ +81%) 증가하였다.

SC제형 미국 승인과 유럽 등 기타 국가 출시 기대

렉라자 관련 주요 모멘텀으로는 1) 국가별 출시 마일스톤 수령, 2) 리브리반트SC 병용 승인, 3) 전체생존(OS) 데이터 발표가 남아있다. 유럽 출시 마일스톤 \$30mn, 중국 \$45mn 수령 가능하며, 연말 유럽 승인 및 연초 출시가 전망된다 (실적 추정치 미반영). 리브리반트 SC제형은 지난 8월 FDA로부터 우선심사 지정 받아, 늦어도 '25.2.15일 이전 FDA 승인 받을 수 있으나, 리브리반트와 렉라자가 이미 FDA 승인을 받은 상태로 연내 수월한 승인이 기대된다.

이 외에 모멘텀으로는 알리지 치료제 YH35324의 만성특발성두드러기 환자 대상 1b상이 미국 알레르기, 천식 및 면역학회 (AAAAI/WAO, '25.2.28~3.3)에서 공개될 것으로 기대한다.

투자의견 BUY, 목표주가 19만원 상향

최근 발표된 세계폐암학회에서 렉라자 병용 MARIPOSA 연구의 전체 생존(OS)데이터가 시간이 지날수록 개선되는 것을 확인하였고(HR 0.80에서 0.77로 개선 중), 시장에서 렉라자의 높은 시장 침투율을 가정하고 있다는 점 등을 감안하여 타겟 점유율을 41%에서 87%로 상향 적용하였다. 2027년 실적을 현가화하여 미국 진출 상위 제약사(셀트리온, SK바이오팜, 녹십자)의 평균 Fw12M PER에 20% 할증 적용하여 목표주가를 19만원으로 상향하였다. 미국 시장을

직접 개척하여 판매해야하는 직판업체 대비 동사는 미국 다국적제약사가 대신 판매하며, 국내 첫 기술이 전 한 제품의 매출 로열티 유입 선두주자라는 점도 감안하였다.

투자지표

(십억 원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,775.8	1,859.0	2,054.3	2,252.9
영업이익	36.0	56.8	102.0	154.7
EBITDA	79.0	101.4	154.4	199.4
세전이익	94.9	134.5	138.7	208.0
순이익	90.6	134.0	111.0	166.4
지배주주지분순이익	95.1	136.1	112.7	168.9
EPS(원)	1,169	1,672	1,384	2,076
증감률(% YoY)	-7.3	43.0	-17.2	50.0
PER(배)	46.8	41.1	108.6	72.4
PBR(배)	2.24	2.73	5.78	5.47
EV/EBITDA(배)	50.9	52.7	79.1	61.0
영업이익률(%)	2.0	3.1	5.0	6.9
ROE(%)	4.9	6.7	5.4	7.8
순차입금비율(%)	-12.4	-2.5	-2.6	-4.5

자료: 키움증권

J&J/유한양행 마일스톤 내역 정리



주: 최대 \$1.255bn 규모에서 4세대 EGFR 공동연구개발 종료하며 최대 \$950mn으로 변경됨 (2024/9/20)

자료: 키움증권 리서치센터

렉라자 관련 향후 주요 예상 이벤트

2024.2.22	2024.6.17	2024.8.15	2024.8월내
렉라자 병용 우선심사 지정	6개월내 리브리반트SC+렉라자 허가 신청		렉라자 병용 미국 FDA 승인 6개월내
		리브리반트SC+렉라자 우선심사 지정	

2024.3Q	2024년말	2025.1월	2025.2Q
렉라자 출시 마일스톤 유입 미국 6,000만불	유럽 EMA 렉라자 병용 승인 리브리반트SC+렉라자 FDA 승인	J.P.모건 헬스케어 컨퍼런스 J&J 발표 유럽 렉라자 병용 출시	렉라자 병용 전체생존(OS) 공개 NCCN 가이드라인 업데이트

자료: 키움증권 리서치센터



