

2024.11.05(화) 증권사리포트

에코프로비엠

주가 선행성 고려, 하방 압력 제한적

[출처] 하나증권 김현수 애널리스트

3Q24 Review : 출하 감소 지속

3분기 실적은 매출 5,219억원(YoY -71%, QoQ -36%), 영업적자 412억원(YoY 적자전환, QoQ 적자전환)으로 부진했다. 전기차 수요 둔화로 주요 고객사 2분기 배터리 부문 매출 부진한 가운데 (삼성SDI YoY -31%, QoQ -5%, SK on 예상 매출 YoY -46%, QoQ +10%), 에코프로비엠의 양극재 출하량 역시 QoQ -35% 감소 했다. 판가 역시 QoQ 약 -2% 하락(3분기 수출 판가 기준) 하락했다. 수익성의 경우, 원달러 환율이 분기말 기준 QoQ -5% 하락하고, 수산화리튬 가격 역시 분기말 기준 QoQ -23% 하락함에 따라 재고자산 평가손실 188억원이 발생하며 적자 전환했다 (OPM -7.9%, -8.4%p). 재고평가 관련 손익 제외 시 영업이익률은 -4.3%다(재고평가 제외 시 영업이익률 추이 4Q23 0.8%, 1Q24 -4.0%, 2Q24 -5.4%, 3Q24 -4.3%).

4분기 적자 지속되나 적자폭 축소

4분기 실적은 매출 4,618억원(YoY -61%, QoQ -12%), 영업적자 157억원(YoY 적자지속, QoQ 적자지속)을 전망한다. 한국 셀 메이커들의 4분기 Q 증감률 가이드스가 보수적인 상황에서 에코프로비엠의 4분기 출하량 역시 QoQ 약 -5% 감소할 전망이다. 7월 - 9월까지 리튬 가격이 약 -20% 하락하면서 3개월 후행하는 양극재 판가 역시 QoQ 약 5% 하락할 것으로 전망한다. 수익성의 경우, 가동률이 낮은 수준 머무르며 적자 지속될 것으로 전망되나, 환율 상승에 따른 원화 기준 재고 가치 평가 개선으로 인해 재고평가손실 환입 발생함에 따라 적자폭은 전분기 대비 255억원 감소할 것으로 전망한다.

주가 하방 압력 제한적

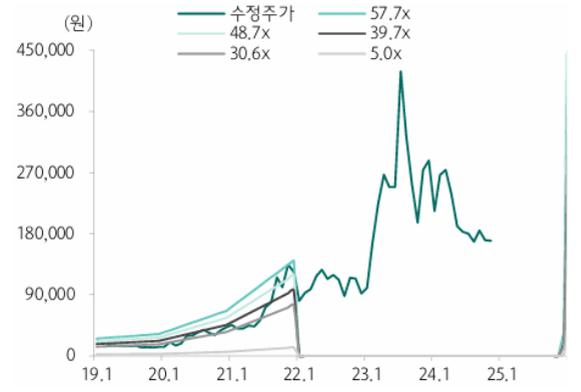
글로벌 전기차 수요 둔화 및 연비 규제 완화 반영해 전기차/셀/양극재 기업들의 장기 증설 계획 하향 조정이 이어지고 있다. 에코프로비엠의 기존 CAPA 가이드스(2027년 기준 71만톤) 역시 다음주 투자자 행사 통해 하향 조정될 가능성이 높다. 약 10% 하향 조정 가정 시 2030년 장기 Max value는 32조원, 현재가치 할인 기준으로는 24조원이다. 다만, 이는 올해 약 8만톤의 양극재 출하량이 향후 5년간 연평균 +40% 이상 성장할 때 달성 가능한 숫자로, 최근 시장 상황 변화에 따른 조사 기관들의 장기 연평균 성장률 전망치 약 +15% 고려할 때, 지나치게 공격적인 가정에 기초하고 있다. 이에 2026년 실적 예상치 기준 Valuation(6조원) 과의 평균치인 15조원을 적정 가치로 제시하고, 투자자의견 중립 및 목표주가 153,000원을 유지한다. 다만, 매출 YoY 증감률이 2025년 3분기부터 증가 전환할 가능성 높으므로, 실적 턴어라운드의 6개월 선행성 고려할 때, 추가 주가 하락 리스크는 제한적이라고 판단한다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

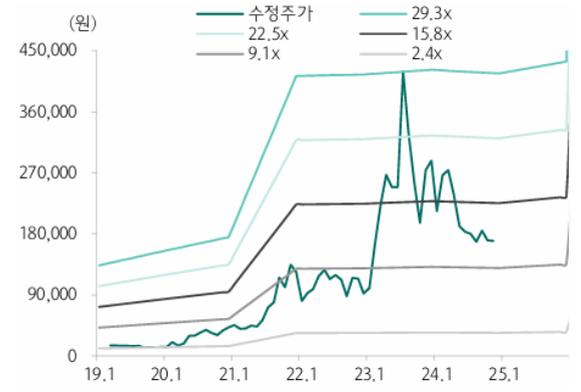
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	5,357.6	6,900.9	2,763.7	3,307.9
영업이익	380.7	156.0	(46.3)	99.8
세전이익	322.5	77.7	(142.2)	(26.8)
순이익	232.3	(8.7)	(28.5)	(18.4)
EPS	2,433	(89)	(291)	(188)
증감율	112.49	적전	적지	적지
PER	37.85	(3,235.96)	(583.16)	(902.66)
PBR	6.53	20.32	11.77	11.93
EV/EBITDA	21.84	119.45	250.31	72.44
ROE	24.26	(0.64)	(2.06)	(1.33)
BPS	14,099	14,176	14,412	14,224
DPS	450	0	0	0

도표 3. 에코프로비엠 12M Fwd P/E



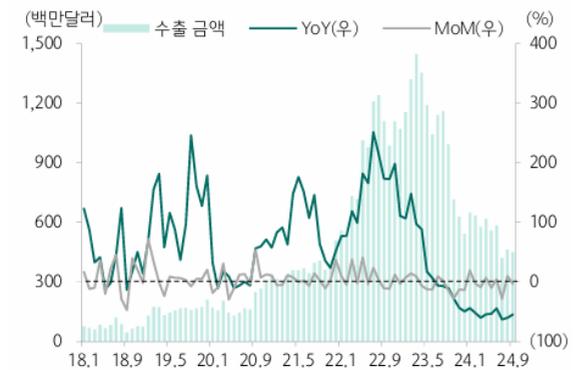
자료: 하나증권

도표 4. 에코프로비엠 12M Fwd P/B



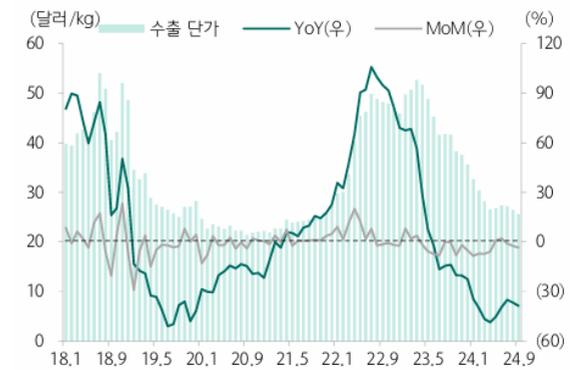
자료: 하나증권

도표 5. 한국 양극재 수출 금액 추이



자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 6. 한국 양극재 수출 단가 추이



자료: 산업통상자원부, 하나증권





엘앤에프

Tesla 기대감 유효하나 단기 실적 부진은 지속

[출처] 키움증권 권준수 애널리스트

3Q24 영업이익 -724억원, 시장 컨센서스 부합

엘앤에프의 3Q24 실적은 매출액 3,516억원(-37%QoQ, -72%YoY), 영업이익 -724억원(적자지속 QoQ, 적자전환 YoY)으로, 시장 컨센서스(영업이익 -705억원)에 부합했다. 리튬 가격 하락에 따른 ASP 하락과 고객사 재고조정으로 인한 출하량 감소로(전체 출하량 -39%QoQ) 매출이 전분기 비 크게 감소했다. Tesla의 모델 체인지로 인한 재고 조정 영향(NCMA90), 유럽 고객 판매 회복 지연 및 고객사 ESS 케미스트리 변화(NCM523 → LFP)로 양극재 수요가 당초 기대치에 못 미친 것으로 파악된다. 수익성의 경우 매출 감소 외 높은 원가가 반영된 NCM 523 제품의 출하량 증가 및 가동률 하락에 따른 고정비 부담 상승으로 적자를 지속했다.

4Q24 영업이익 -823억원(적자지속 YoY) 전망

4Q24 실적은 매출액 3,439억원(-2%QoQ, -48%YoY), 영업이익 -823억원(적자지속 QoQ, 적자지속 YoY)을 기록할 전망이다. 4분기 판매량의 경우 NCMA 90 제품의 판매 회복으로 전분기 대비 소폭 증가가 예상된다. 다만, 2170 신제품 향 NCMA 95 제품의 출하 지연과 ESS 향 물량 감소 여파로 인한 NCM 523 제품의 판매 부진으로, 당초 시장 기대치 대비 판매량 증가는 제한적일 전망이다. 4분기 수익성은 재고 소진을 위한 가동률 조정과 상당액의 재고평가손실 반영이 예상되며 전분기비 적자폭이 확대될 전망이다.

기대감은 확대되나, 실적 부진 지속은 불가피

2024년 실적은 매출액 1조 8,860억원(-59%YoY), 영업이익 -4,427억원(적자지속 YoY)으로 전망한다. 최근 동사의 주가는 Tesla 실적발표 이후 전방 고객사의 공격적인 25년 가이던스

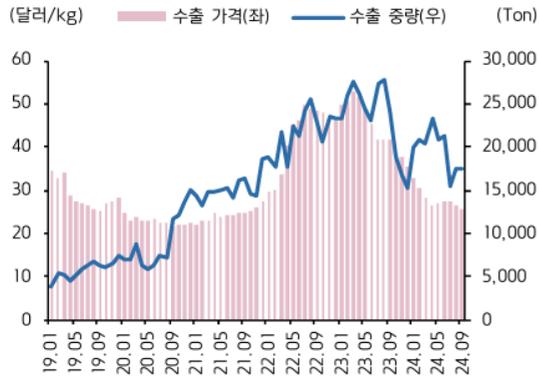
(+20~+30%YoY) 및 4680 양산 소식에 힘입어 반등세를 보였다. 그러나 금번 실적발표에서도 파악된 바와 같이, 높은 단일 고객사 비중 및 재고 조정 영향으로 당분간 부진한 실적이 지속될 것으로 보이며, 그 결과 흑자전환 시점은 내년 2분기 이후로 지연될 것으로 전망한다. 그러나, 25년부터는 주요 전방 고객사의 신차 출시 효과로 인한 판매량 확대 및 재고 평가 손실 반영 가능성 해소 등으로 점진적인 실적 개선이 예상되는 만큼, 동사를 주목할 필요가 있다고 판단한다. 실적 추정치 변경 반영하여 목표주가는 160,000원으로 하향 조정하나, 중장기 성장성 관점에서 투자 의견은 'BUY'를 유지한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023	2024F
매출액	970.8	3,887.3	4,644.1	1,886.0
영업이익	44.3	266.3	-222.3	-442.7
EBITDA	64.7	297.5	-175.8	-363.8
세전이익	-125.6	340.5	-295.7	-431.5
순이익	-112.3	271.0	-194.9	-381.5
지배주주지분순이익	-113.1	270.0	-194.3	-380.3
EPS(원)	-3,526	7,526	-5,372	-10,481
증감률(%YoY)	적지	흑전	적전	적지
PER(배)	-63.1	23.1	-38.0	-11.1
PBR(배)	12.49	4.88	6.74	5.90
EV/EBITDA(배)	117.3	23.5	-51.0	-14.8
영업이익률(%)	4.6	6.9	-4.8	-23.5
ROE(%)	-27.4	28.3	-16.4	-42.0
순부채비율(%)	-24.5	58.2	140.0	161.7

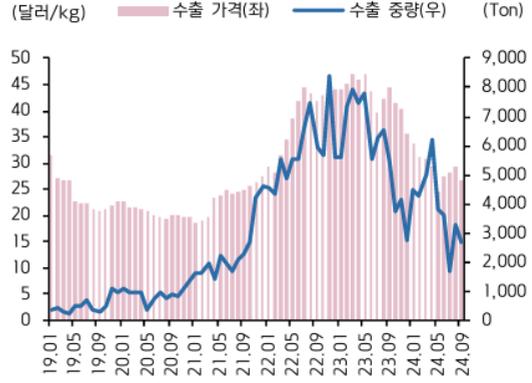
자료: 키움증권 리서치센터

양극재(NCM) 수출 데이터



자료: KITA, 키움증권 리서치센터

대구 달서구 기준 양극재 수출 데이터(엘앤에프)



자료: KITA, 키움증권 리서치센터





PI첨단소재

모바일 수요 감소 영향, 실적 부진 지속

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

모바일 수요 감소로 기대치 하회한 3Q24 실적

3Q24 매출액은 707억원(-4%QoQ, 15%YoY), 영업이익은 121억원(-32%QoQ, 185%YoY)을 기록, 각각 컨센서스 대비 4%, 26% 하회했다. 연초 대규모 장기계약 영향이 지속되며 방열시트 매출은 예상보다 12% 높은 266억원(18%QoQ, 57%YoY)을 기록한 반면, FPCB는 북미 고객 수요 감소로 기대 보다 12% 적었으며, 첨단산업 매출도 14% 낮았다. 특히 첨단산업 매출에서 EV/이차전지 필름은 34%QoQ 급감하며, 최근 배터리 산업 수요 감소 영향을 보여주고 있다. 제품 믹스 악화로 영업이익률은 17.1%(-6.9%pt QoQ)로 하락하였다.

4Q24 매출액 -10%QoQ, 영업이익 -40%QoQ 감소율 보일 전망

북미 스마트폰 고객사 수요 감소 영향으로 그동안 좋았던 방열시트 매출이 4Q24에는 25%QoQ 감소 예상된다. 또한 EV 수요 둔화로 배터리 고객사의 신규 프로젝트가 지연되며, 첨단산업용 필름 매출은 당분간 현 수준에서 지지부진할 것 같다. 이에 4Q24 매출액은 635억원(-10%QoQ, 19%YoY)으로 예상되며, OPM은 11.4%로 예상된다.

목표주가 22,000원으로 하향조정, 투자의견 '보유' 유지

2024년, 2025년 EPS를 각각 37%, 39% 하향수정하며, 목표주가를 22,000원(최근 디레이팅된 P/B 밴드 평균 1.8x 적용)으로 하향조정한다. 투자의견 '보유'를 유지한다. 내년 초 이후 중화권 모바일 시장 개선 가능성이 있으나, 좀 더 구체적인 시그널이 보일 때까지 인내할 필요가 있어 보인다.

Fig. 1: PI첨단소재 별도재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	276	218	260	277	310
영업이익	52	-4	39	42	51
세전이익	54	-7	36	39	49
순이익[지배]	46	-2	31	33	40
EPS(원)	1,557	-61	1,056	1,135	1,375
증감률(%)	-28.6	적자전환	흑자전환	7.5	21.1
PER(배)	18.6	-	18.7	17.4	14.3
PBR	2.5	2.8	1.7	1.5	1.5
EV/EBITDA	12.0	39.3	9.3	8.2	7.3
ROE(%)	13.7	-0.5	9.4	9.2	10.4
배당수익률	2.7	0.0	0.0	0.0	0.0

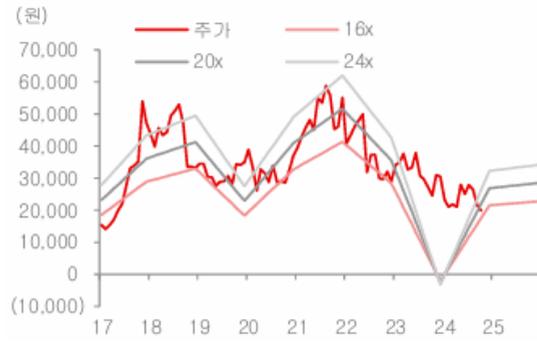
자료: PI첨단소재, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 별도

Fig. 2: PI첨단소재 P/B 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 3: PI첨단소재 P/EBIT 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권





비에이치

최대 실적에도 극심한 저평가

[출처] 하나증권 김록호 애널리스트

3Q24 Review: 컨센서스 하회

비에이치의 24년 3분기 매출액은 4,992억원(YoY +9%, QoQ +7%), 영업이익은 526억원(YoY +4%, QoQ +68%)을 기록. 매출액과 영업이익 모두 하나증권의 전망치 및 컨센서스를 10% 이상 하회. 이는 국내 주요 거래선향 물량 감소와 전기차 시장 둔화가 주요인 북미 고객사향 매출액은 하나증권의 기존 추정치에 부합하는 수준이었음. 국내 주요 고객사향 OLED향은 물론 배터리/안테나/카메라모듈향 모두 예상보다 부진한 매출액을 시현. 차량용 무선충전모듈 매출액도 818억 원으로 기존 추정치를 하회했는데, 상반기 평균 900억원을 초과했던 것과 비교됨. 이는 북미 고객사의 연초 의욕적인 계획대비 저조한 차량 출하로 인해 재고 조정을 겪는 것으로 추정. 컨센서스를 하회하는 실적에도 불구하고 3분기 기준 최대 매출액을 경신했음

4Q24 Preview: 연말 비용 발생 예상

24년 4분기 매출액은 5,127억원(YoY -1%, QoQ +3%), 영업이익은 402억원(YoY +162%, QoQ -24%)으로 전망. 전분기대비 매출액 증가는 국내 고객사의 25년 연초 신모델 출시를 위한 물량이 준비되기 때문. 북미 고객사향 매출액은 전분기 수준을 유지할 것으로 추정 북미 고객사의 물량 및 매출액은 4분기에 극대화되는데, OLED향 RFPCB는 공급 시기가 이른 편이어서 2분기부터 공급을 시작하기 때문에 3분기와 4분기가 유사한 수준인 경우가 많음. 통상적인 수준의 흐름으로 이해할 수 있음. 외형 확대에도 불구하고 영업이익이 감소하는 이유는 연말에 성과급 및 제반 비용 반영을 가정했기 때문

최대 이익 경신 vs 연초 이후 주가 하락률 22%

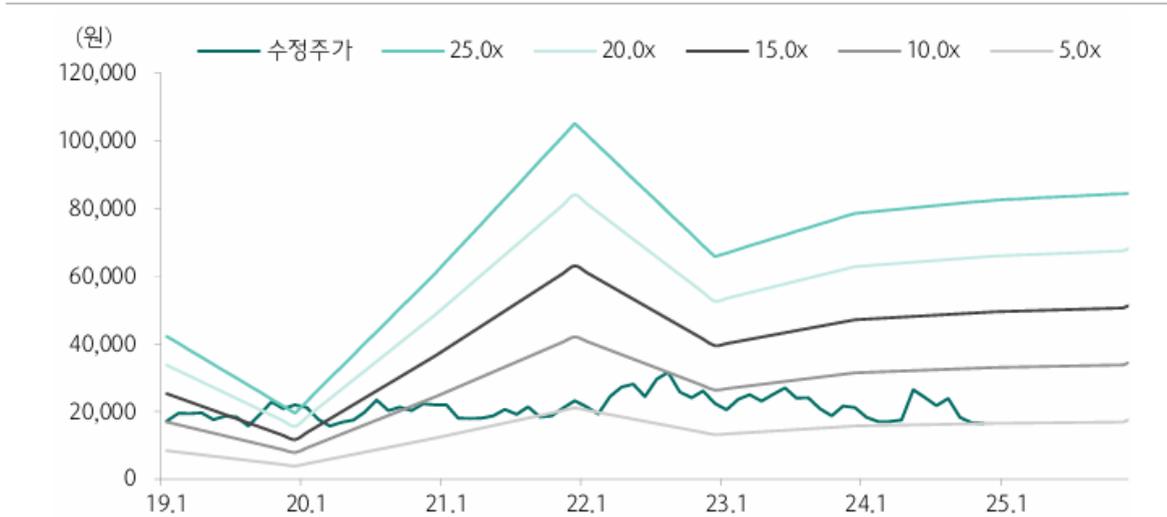
비에이치에 대한 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 33,000원으로 하향. 2024년 및 2025년 EPS를 기존대비 각각 8%, 11% 하향했음. 비에이치의 2024년과 2025년 영업이익은 각각 1,325억원, 1,452억원으로 최대 실적 경신이 전망. 종전 최대 영업이익은 2022년 1,313억원인데, 당시 연중 최고가는 33,900원이었음. 2024년 연중 최고가는 27,400원이었고, 연초 이후 주가 수익률은 -22%로 부진. 북미 고객사향 견조한 실적과 전기차 비중 20% 초과로 당시보다 사업 포트폴리오가 개선되었음에도 불구하고 극심한 저평가 영역이라 판단. 단기 실적 모멘텀은 없지만, PER 5.0배에 불과한 것이 투자포인트가 될 수 있음. 북미 고객사향 IT용 OLED 사업 본격화는 2025년 외형 성장에 기여할 가능성이 높음. 아울러 자동차향 사업도 북미 전기차 업체들을 고객으로 확보하는 등의 성과가 기대되고 있음

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

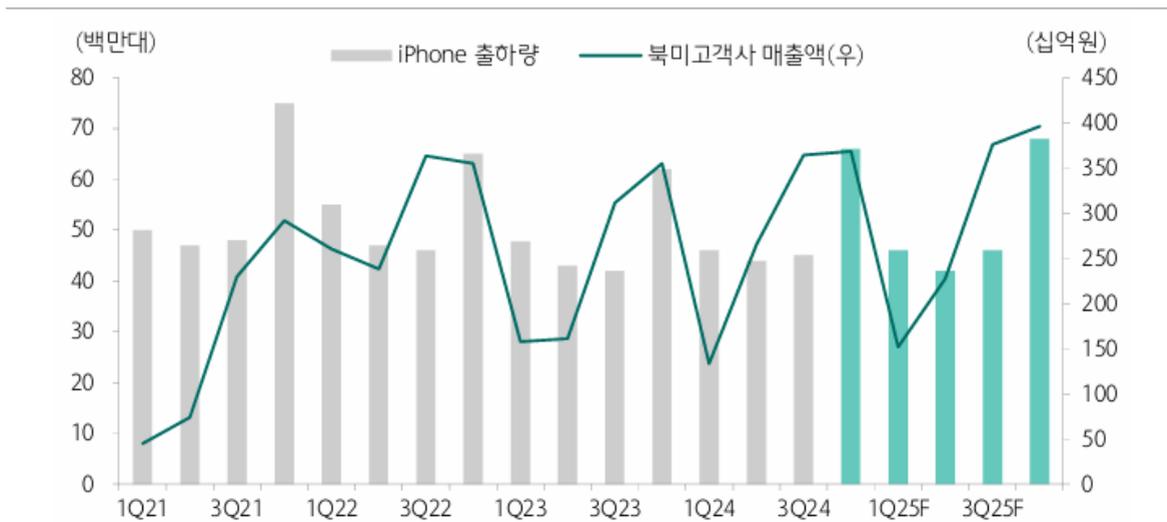
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,681.1	1,592.0	1,779.3	1,906.2
영업이익	131.3	84.8	132.6	145.2
세전이익	164.5	97.1	143.7	151.2
순이익	143.9	90.7	108.3	113.7
EPS	4,206	2,631	3,142	3,300
증감율	73.23	(37.45)	19.42	5.03
PER	5.34	8.04	5.32	5.07
PBR	1.26	1.05	0.72	0.64
EV/EBITDA	4.80	5.81	3.04	2.33
ROE	29.71	15.11	15.74	14.41
BPS	17,852	20,155	23,109	26,181
DPS	250	250	250	250

도표 4. 비에이치의 12MF PER 밴드



자료: WSEfn, 하나증권

도표 5. 애플 iPhone 출하량 vs 비에이치 복미 고객사향 매출액



자료: Counterpoint, 하나증권



현대지에프홀딩스

Value up

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

진정한 밸류업을 시현하는 그룹

현대지에프홀딩스는 현대백화점그룹의 지주회사로 지난해 현대그린푸드 인적 분할 후 주요 종속회사 지분을 편입하면서 현 체제를 구축하였다. 당사는 현대백화점 30%, 현대홈쇼핑 50%, 현대그린푸드 38% 등 주요 종속회사를 지배하고 있는 순수 지주회사이다. 당사에서는 동사에 대해서 주목할 것을 권고하는데, 그러한 이유는 1) 국내 유통사업을 중심으로 제조 및 서비스 등 영역 확장이 지속적으로 이루어지고 있고, 2) 주요 자산가치 및 그룹내 매출을 고려할 경우 기업가치는 저평가 구간으로 판단하며, 3) 해외매출 비중이 점진적으로 높아지고 있다는 점에서 확장 가능성이 높다고 분석되기 때문이다.

현대백화점그룹은 글로벌 그룹으로 확장 중

현대백화점그룹은 수년간 글로벌 확장을 진행하고 있고, 최근 관련 비중은 높아지는 추세이다. 내수사업을 기반으로 해외사업 확장을 통해 그룹내 경쟁력과 지속 가능성을 타진하고 있다. 현대백화점그룹이 영위하는 글로벌사업 영역은 다양하다. 현대그린푸드를 통한 단체급식, 외국인을 상대로하는 면세점, 건설 및 자재 사업(현대리바트 및 현대L&C, 현대에버다임), 자동차 부품 대원강업 등이다. 유통과 의류 내수업체가 아닌 글로벌 그룹으로 진화할 수 있는 기반을 마련하고 있는 전략을 취하는 것으로 판단한다. 2023년 기준 해외매출 비중은 약 13.8%로 추산되고, 동 비중은 중장기적으로 증가할 것으로 전망한다.

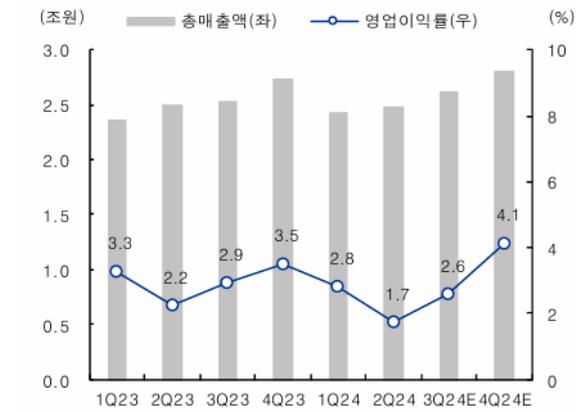
주주환원 비율 확대 기대

주주환원도 기대할 수 있는 부분이다. 그렇게 판단하는 이유는 1) 현대홈쇼핑 지분 추가 편입에 따른 효과와, 2) 주요 종속회사 실적 개선이 이루어지고 있으며, 3) 종속회사 추가적인 지분 편입이 이루어질 가능성이 높기 때문이다. 당사는 지난해 약 312억 원을 배당했는데, 향후 동 수치는 위에 이유로 증가할 것으로 전망한다.

(단위:십억원배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,957	2,629	7,536	8,958	9,244
영업이익	-31	-11	199	315	356
세전이익	-60	763	600	394	470
지배주주순이익	59	1,127	598	284	340
EPS(원)	602	11,170	3,835	1,819	2,178
증가율(%)	35.3	1,755.9	-65.7	-52.6	19.7
영업이익률(%)	-1.6	-0.4	2.6	3.5	3.9
순이익률(%)	2.3	41.9	8.5	3.3	3.9
ROE(%)	3.2	49.8	19.8	8.2	9.1
PER	11.2	0.3	1.2	2.4	2.0
PBR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	26.8	33.4	10.5	7.0	5.9

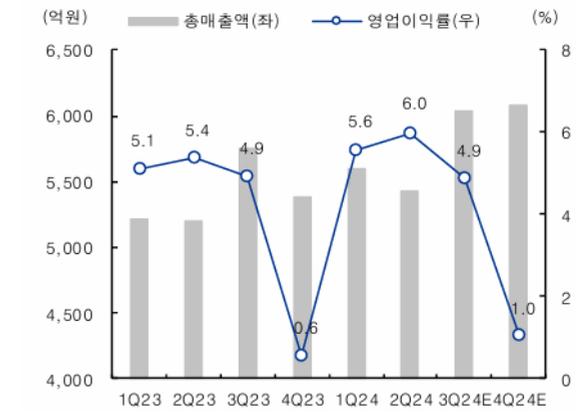
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 5. 현대백화점 영업실적 추이



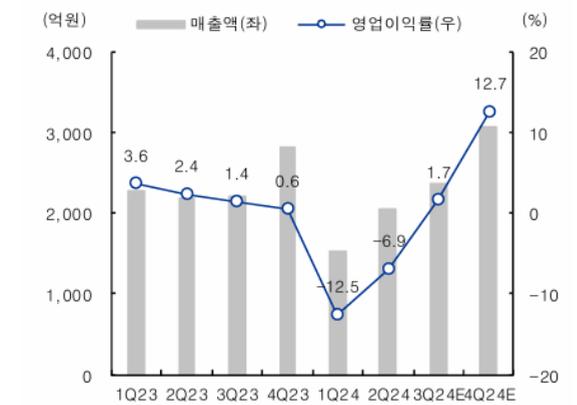
자료: 현대백화점, IBK투자증권

그림 6. 현대그린푸드 영업실적 추이



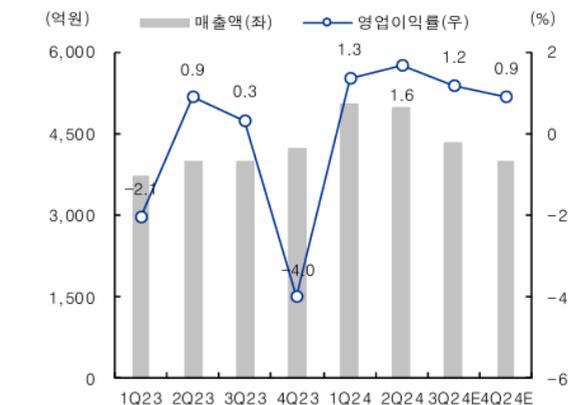
자료: 현대그린푸드, IBK투자증권

그림 7. 지누스 영업실적 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권
주: 3Q24, 4Q24 추정치는 시장 컨센서스

그림 8. 현대리바트 영업실적 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권
주: 3Q24, 4Q24 추정치는 시장 컨센서스



대응제약
 다가오는 펙수클루와 나보타의 중국행 모멘텀
 [출처] 키움증권 허혜민 애널리스트
 기대치 부합한 실적

3분기 매출액은 3,159억원(YoY +4%, QoQ -3%), 영업이익 411억원(YoY +20%, QoQ -17%, OPM +13%)로 시장 컨센서스 매출액 3,172억원에 부합, 영업이익 393억원을 5% 상회하였다. 주요 제품인 펙수클루 226억원(YoY +57%)와 나보타 수출액 403억원(YoY +32%)이 성장을 이끌었다. 동사의 3Q24 제품 매출 비중은 59.4%로 전년동기(3Q23) 53.7% 대비 +5.7%p 개선되었다.

2025년 중국행을 예고하는 쌍두마차

4분기 별도 매출액은 3,115억원(YoY -2.5%), 영업이익 332억원(YoY +4%)가 전망된다. 2024년 매출액 1조 2,496억원(YoY +2.3%), 영업이익은 1,552억원(YoY +16%)으로 무난한 성장이 전망된다.

당사의 자체 제품이자 고성장 품목인 펙수클루와 나보타는 지난 3분기에 중국 승인을 위한 공장 실사를 완료하여, 올해말~내년초 승인 및 내년 상반기 출시가 전망된다. 펙수클루의 중국 판매 파트너사는 양쯔강의약그룹 자회사 상하이하이이다.

반면, 나보타의 중국 판매 파트너사는 아직 밝혀진 바가 없어, 승인 전후로 파트너사 선정 및 공급 계약 소식이 기대된다. 아직 중국 허가 승인 전으로 2025년 실적에는 펙수클루와 나보타의 중국 진출 추정치를 미포함 하였다. '25년 매출액은 1조 3,600억원(YoY +9%), 영업이익 1,744억원(YoY +12%)로 추정하였다.

투자의견 BUY, 목표주가 20만원 상향

'25년 당기순이익 기준 PER 15.5배로 여전히 밸류에이션 부담이 낮은 가운데, 올해말~내년초 펙수클루와 나보타가 중국 신약 승인이 된다면 내년 하반기 실적 추가 상향이 가능하다는 점에서 밸류에이션 매력은 더욱 부각될 것으로 보인다. 나보타의 중국 판매 파트너사가 선정되어 공개되는 것 또한 관전포인트이다.

투자지표

(십억 원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,161.3	1,222.0	1,249.6	1,360.0
영업이익	106.0	133.4	155.2	174.4
EBITDA	138.0	169.1	193.5	208.9
세전이익	44.6	111.6	102.4	152.2
순이익	48.6	111.5	71.6	118.7
지배주주지분순이익	48.6	111.5	71.6	118.7
EPS(원)	4,191	9,623	6,184	10,245
증감률(% YoY)	35.7	129.6	-35.7	65.7
PER(배)	37.8	12.1	25.7	15.5
PBR(배)	2.78	1.69	2.13	1.89
EV/EBITDA(배)	16.2	10.5	11.3	10.1
영업이익률(%)	9.1	10.9	12.4	12.8
ROE(%)	7.6	15.2	8.6	12.9
순차입금비율(%)	61.3	52.1	40.7	27.2

자료: 키움증권

파이프라인 현황

	연구	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	NDA 제출	허가/판매
NCEs (New Chemical Entity)	DWJ215 ¹⁾ 난청	Enavogliflozin 당뇨병성 안구 합병증(eye disorder)	Fexuprazan 주사제	Bersiporocin(DWN12088) 특별성패섬유증(IPF) [US, KR]	Fexuprazan 비스테로이드성 소염진통제로 인한 위양 예방 (NSAIDs induced gastritis)	Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료 [Global 10개국]	Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료 위약
	DWP216 항암	Bersiporocin(DWN12088) 간질성 폐질환(SSc-ILD)	DWRX2008 당뇨성 망막병증	DWP306001 비만	Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료 후 유지요법	Enavo²⁾ +Insulin 2형 당뇨	Fexuprazan 위약(10mg)
	DWP217 항암	Bersiporocin(DWN12088) 전신경화증	DWP213388 자가면역질환 [US]		Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료 [CN]		Fexuprazan 미란성 위식도역류질환 치료
	DWP218 자가면역질환	Bersiporocin(DWN12088) 신염(Nephritis)	DWP17061¹⁾ OA pain [AU]		Enavo²⁾ +Metformin 2형 당뇨 [CN]		Enavogliflozin²⁾ 2형 당뇨
		DWP212525 자가면역질환	DWP307399 파킨슨병 [US]		Enavo²⁾ +Insulin 2형 당뇨 [CN]		Enavo²⁾ +Metformin 2형 당뇨
	DWP219 Post-operative pain			Enavo²⁾ 중등증 신경예		Enavo²⁾ +Met. +DPP4i 2형 당뇨	
Biologics	DWP458 ⁴⁾ 골다공증	DWP457 광기 지속형 인슐린	Furestem⁵⁾ 크론병	Prabotulinumtoxin A (AEON) 경부근긴장이상(Cervical dystonia)	HL161³⁾ MG, TED		
	DWP8205002 뇌졸중	DWP8205001 치매(알츠하이머)	DWP710 급성호흡곤란증후군	Prabotulinumtoxin A (AEON) Chronic migraine	HL036³⁾ Dry Eye Disease [US/CN]		
		DWP8205009 급성중증해장염		Prabotulinumtoxin A (AEON) Episodic migraine			
				HL161³⁾ WAIHA, CDP, Graves' Disease			
				Furestem-RA⁵⁾ 골관절염			
				DWP706 각막손상			

- 1) 아이젠 테라퓨틱스
- 2) GC녹십자
- 3) HANALL BIOVENTURE
- 4) 서울이산병원
- 5) KANG STEM BIOTECH

자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터



한화에어로스페이스

글로벌 베스트셀러 K9 자주포의 힘

[출처] 키움증권 이한결 애널리스트

3분기 영업이익 4,772억원, 어닝 서프라이즈

3분기 매출액은 2조 6,312억원(yoy +62%), 영업이익 4,772억원(yoy +458%, OPM 18.1%)으로 어닝 서프라이즈를 시현하였다.

지상방산 부문에서 매출 1조 6,560억원(yoy +117%), 영업이익 4,399억원(yoy +715%)를 달성하며 방산 부문의 실적 호조세가 지속되고 있다. 국내 매출은 6,829억원(yoy +21%)으로 수익성이 높은 국내 양산 물량들의 납품이 본격화됨에 따라 성장세가 지속되었다. 해외 매출은 9,731억원(yoy +396%)를 달성하였다. 3분기 폴란드향 K9/천무 인도 물량이 각각 24문, 19대로 지난 분기 대비 증가한 것으로 추정된다. 3분기 누적 기준 천무의 인도 물량은 37대로 연초 가이던스인 30대를 넘어서며 조기 납품이 진행되고 있다. 4분기 인도 스케줄을 감안하면 올해 연간 40대 이상의 납품이 기대된다. K9의 연간 인도 예정 물량은 60문으로 현재 남은 30문은 4분기에 납품될 것으로 전망한다.

항공우주 부문은 매출 4,779억원(yoy +22%), 영업손실 60억원(적자전환)을 기록하였다. GTF RSP 엔진 판매 대수가 증가한 영향으로 RSP 영업손실이 약 233억원 발생하며 수익성이 둔화된 것으로 판단한다.

성장 중인 지상방산 부문의 글로벌 경쟁력

2024년 매출은 11조 998억원(yoy +18.6%), 영업이익 1조 4,459억원(yoy +109.2%, OPM 13.0%)을 전망한다. 4분기에도 폴란드향 K9/천무의 인도 물량 및 국내 양산 물량의 증가로 지상방산 부문의 매출과 이익 성장세가 지속될 것으로 판단한다. 또한, 내년 폴란드향 K9/천무 인도가 올해 대비 증가할 예정이기 때문에 실적 성장 흐름이 지속될 것으로 판단한다. 수주 측면에서도 수출 지역 다변화 및 무기 체계 파이프라인 확대에 힘입어 추가 수주에 대한 기대감은 유효한 상황이다. 루마니아가 차세대 보병전투장갑차(IFV) 사업 후보군으로 동사의 레드백에 관심을 표명하고 있다. 최근, 미 육군의 자주포 현대화 사업에도 라인메탈 등을 포함한 후보 5개사에 선정되면서 11월 시험 평가를 앞두고 있다. 동사는 앞서 올해 4월 미국 현지에서 K9과 미국산 탄약의 호환성을 검증하는 시험 평가를 통과한 바가 있어 긍정적인 결과가 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 450,000원 상향

투자지표

(십억원, IFRS)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	7,060.4	9,359.0	11,099.8	11,763.2
영업이익	400.3	691.1	1,445.9	1,723.0
EBITDA	663.1	1,030.2	1,800.0	2,072.7
세전이익	195.4	1,214.8	1,123.7	1,774.2
순이익	146.6	976.9	912.7	1,344.9
지배주주지분순이익	195.4	817.5	850.2	1,225.3
EPS(원)	3,858	16,147	17,360	26,882
증감률(% YoY)	-22.7	318.5	7.5	54.8
PER(배)	19.1	7.7	21.2	13.7
PBR(배)	1.30	1.79	4.17	3.42
EV/EBITDA(배)	8.0	9.5	11.4	9.5
영업이익률(%)	5.7	7.4	13.0	14.6
ROE(%)	6.8	25.6	22.5	27.5
순차입금비율(%)	12.7	50.0	47.7	26.5

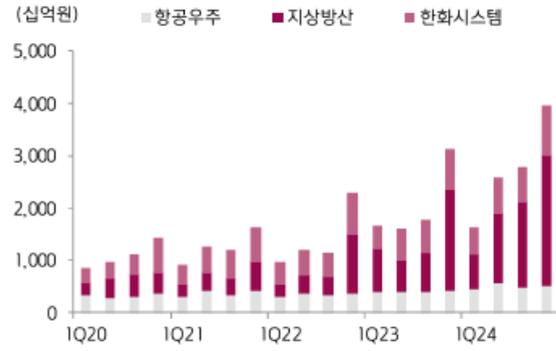
자료: 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



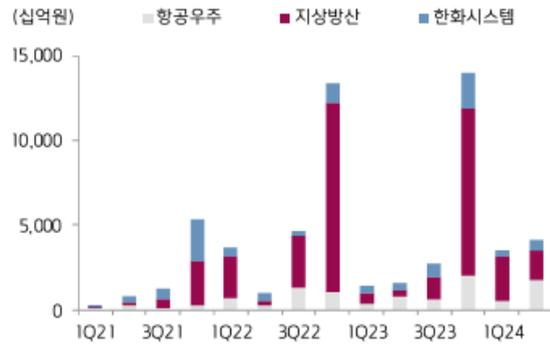
자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 부문별 매출 추이 및 전망



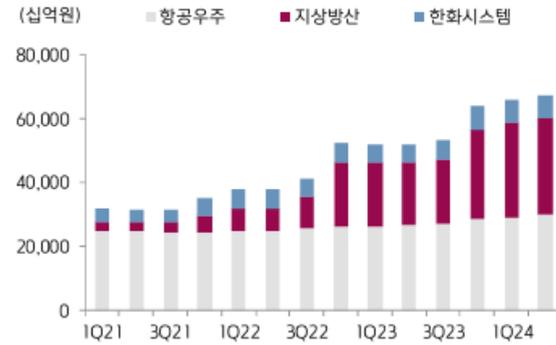
자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 부문별 신규 수주 추이



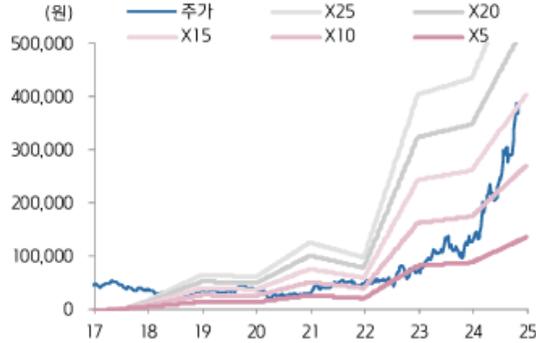
자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 부문별 수주 잔고 추이



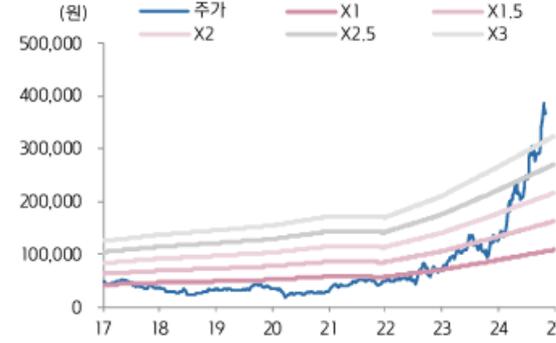
자료: 한화에어로스페이스, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

