

2025.03.24 (월) 증권사리포트

▶ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

HPSP

안정적인 실적 속 아쉬운 성장세

[출처] NH투자증권 류영호 애널리스트

올해는 내년을 위한 준비 기간

HPSP에 대해 투자의견 Buy를 유지하나 목표주가를 37,000원으로 하향. 전방 산업 투자 감소를 반영하여 실적 전망치를 하향 조정한데 기인. 목표주가는 과거 2년 평균 PER 32.1배를 적용. '24년 매출액은 로직 부분의 부진에도 중국을 포함한 Tier2 고객사향 확대와 메모리 부분의 선방으로 전년대비 1.3% 성장. '25년 매출액은 과거와 같은 폭발적인 성장을 기대하기 어렵지만 전년대비 11.2% 증가한 2,017억원 예상. 동사의 주요 시장인 로직은 작년에 이어 주요 3사 중 T사만 투자를 확대하고 있는 상황. 전공정 투자 비중은 높지만 여전히 전환투자 비중이 높은 상황. 신규 라인투자 확대는 올해 하반기를 시작으로 내년부터 본격화될 것으로 예상. 메모리의 경우 올해도 유사한 흐름 기대. 다만 기대했던 신규 장비 진입은 고객사 개발 일정 고려 시 내년이 될 것으로 전망

주요 고객사들의 투자 축소로 과거와 같은 높은 성장률은 제한적이나 1)고객사 다변화에 따른 매출 안정성, 2)기술 경쟁력 우위에 따른 높은 수익성, 3)향후 하이브리드 본딩을 포함한 기술 변화에 필요하다는 점을 고려 매수 의견 유지

올해 실적은 상저하고 전망

4분기 매출액은 666억원(+118.5% y-y, +33.9% q-q), 영업이익 358억원(+195.3% y-y, +36.7% q-q)을 기록. 매출액과 영업이익 모두 동사 및 시장 예상을 소폭 상회. 긍정적인 실적은 환율효과와 매출 조기 인식에 기인. 1분기 매출액은 전방 산업 동향을 감안하면 전분기대비 감소를 피할 수 없을 것으로 예상되나, 전년대비로는 3.5% 성장한 391억원을 전망. 25년 실적은 상저하고 예상

	2023	2024P	2025E	2026F
매출액	179.1	181.4	201.7	262.0
증감률	12.4	1.3	11.2	29.9
영업이익	95.2	93.9	105.9	144.9
증감률	11.7	-1.4	12.8	36.8
영업이익률	53.2	51.8	52.5	55.3
(지배지분)순이익	80.4	86.3	95.6	127.4
EPS	989	1,040	1,145	1,526
증감률	9.5	5.2	10.1	33.3
PER	44.3	25.0	24.7	18.5
PBR	13.1	6.2	5.4	4.3
EV/EBITDA	35.2	16.2	17.2	12.5
ROE	34.0	27.5	24.3	25.9
부채비율	15.7	11.2	9.5	8.2
순차입금	-230.4	-297.6	-384.9	-492.9

단위: 십억원, %, 원, 배



유의미한 컨센서스 상회

[출처] NH투자증권 이민재 애널리스트

시장 기대치를 상회할 2025년 영업이익

한국전력에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 30,000원 유지. 투자 의견과 목표주가를 유지하는 이유는 올해 1분기부터 본격적인 이익 개선이 나타나기 때문. '25년 PER 2배, PBR 0.3배로 밸류에이션 매력도 충분

'25년 영업이익은 16.1조원(+93% y-y)으로 컨센서스(13.2조원)를 큰 폭으로 상회할 것으로 추정. 유가, 천연가스 가격, 석탄 가격과 원전 이용률 모두 우호적이기 때문에 실적 가시성은 높은 상황

여전히 필요한 추가적인 요금 인상

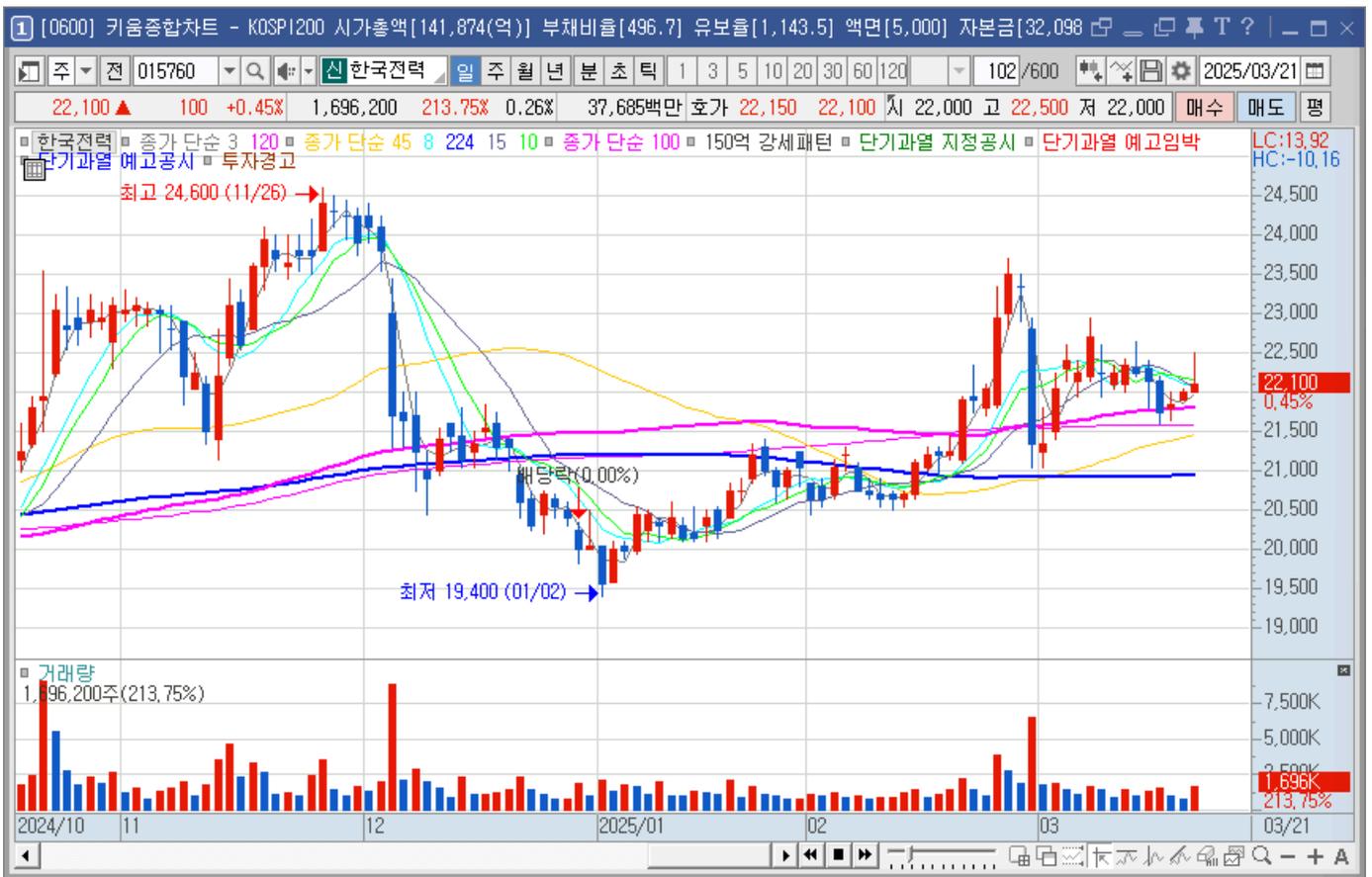
사채발행 한도는 '28년초 2배(기존 6배)로 줄어드는데, 부채비율은 '27년말 305%를 기록할 전망. 향후 한전법 개정을 통해 사채발행 한도를 유지할 계획(6배)이 아니라면 추가적인 전기요금 인상은 필수적 올해도 작년과 같은 배당성향(16%)이 적용된다면 주당배당금은 2,500원, 배당수익률은 11%로 추정

1분기부터 본격적인 실적 개선

연결기준 1분기 매출 24.5조원(+5% y-y), 영업이익 4.4조원(+239% y-y)으로 컨센서스를 상회할 것으로 추정. 이는 산업용 전기요금 인상(+5% y-y)과 SMP 하락(-13% y-y) 효과 때문. 참고로 1분기 원전 이용률은 93%(+9%p y-y)로 증가해 석탄 이용률 하락(-10%p y-y)을 상쇄할 것으로 추정

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	93,399	96,702	98,713	100,440
증감률	5.9	3.5	2.1	1.7
영업이익	8,365	16,110	17,132	15,888
증감률	흑전	92.6	6.3	-7.3
영업이익률	9.0	16.7	17.4	15.8
(지배지분)순이익	3,492	8,398	10,092	9,217
EPS	5,439	13,081	15,720	14,357
증감률	흑전	140.5	20.2	-8.7
PER	3.7	1.7	1.4	1.5
PBR	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	6.4	4.9	4.6	4.6
ROE	9.2	19.4	19.8	15.6
부채비율	496.7	426.7	353.4	304.8
순차입금	128,044	129,862	125,872	122,506

단위: 십억원, %, 원, 배



코오롱티슈진
이 기세로 DMOAD 승인까지 간다
 [출처] 한국투자증권 위해주 애널리스트
 목표주가 100,000원으로 커버리지 개시

매수 의견과 목표주가 100,000원을 제시하며 분석을 개시한다. 목표주가는 DCF 밸류에이션으로 계산한 TG-C(과거 제품명 인보사) 미국 가치의 Base 시나리오 rNPV 8조원을 바탕으로 산출했다. DCF 주요 가정은 1) FDA 승인: 2028년 & 2032년 DMOAD(질병을 조절하는 골관절염(OA)치료제) 확장, 2) 약가: 도매가 기준 1.5~2만달러, 3) 환자수: 717만명, 4) 점유율: 출시 14년차 누적 53%, 5) 피크 세일즈: 2035년 출시 8년차 11.8조원, 6) NPM: 피크 세일즈 기준 45%, 7) LOA(신약 승인 확률) 90%다.

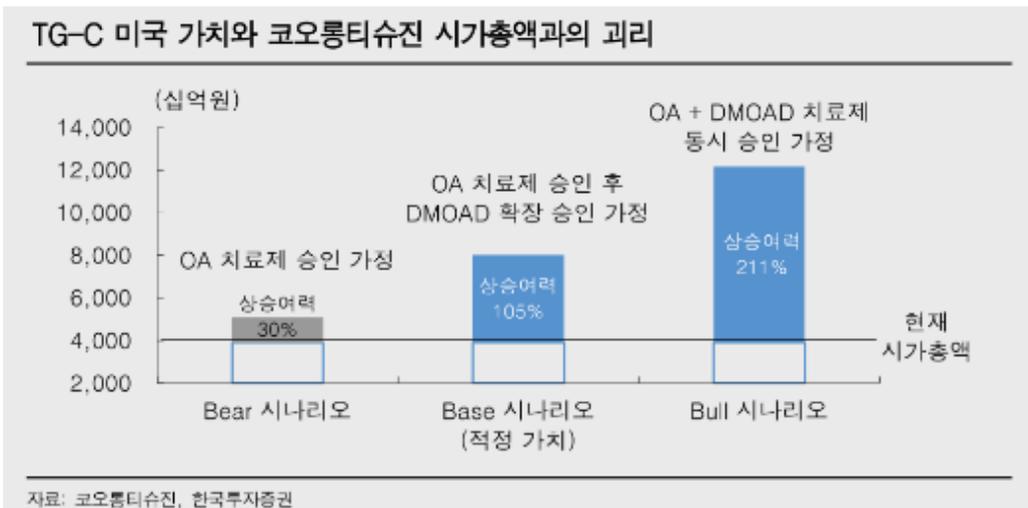
환자는 많은데 약이 없는 OA 시장

TG-C의 미래 가치가 큰 이유는 환자수가 많은 비가역적 질환인데, 승인받은 치료제 또는 잠재 경쟁 파이프라인이 없기 때문이다. 미국에서는 45세이상 성인의 최소 19%가 무릎 OA를 겪고 있으며 질환 특성상 한번 손상된 연골은 회복되지 않기 때문에 관성적으로 악화될 수밖에 없는 질병이다.

TG-C를 포함해 11개 이상의 파이프라인이 후기 임상을 진행했지만 긍정적인 임상 결과를 확보한 파이프라인은 TG-C가 유일하다.

TG-C: 세계 최초 무릎 OA DMOAD 신약 승인 전망

TG-C는 2028년 무릎 OA 치료제로 FDA 승인을 획득한 후 2032년 DMOAD로 확장할 전망이다. 임상 3상 달성 목표인 통증 감소 및 관절 기능 개선 지표는 이미 달성한 바 있어 OA 치료제로의 승인 가능성은 매우 높다. DMOAD 확장을 위해서는 연골 재생 효과를 입증하는 것이 관건이다. TG-C 연골 재생 효과를 드러내는데 유리한 분석법을 적용하고, 환자수 확대, 관찰 기간 연장을 적용해 성공 가능성을 높일 수 있다. 4월 말 공개될 장기 추적 임상 결과가 OA DMOAD 승인 기대감을 고조시킬 전망이다.





한올바이오파마

너무 늦지는 말아야

[출처] 유안타증권 하현수 애널리스트

Batoclimab, MG와 CIDP 결과 공개

19일 Immunovant는 Batoclimab의 MG(3상), CIDP(2b상) 임상 결과를 공개. 1차 지표인 MG-ADL 개선을 충족했으며 고용량(680mg) 코호트에서의 MG-ADL 변화는 -5.6으로 저용량(340mg) 코호트에서의 -4.6 대비 높은 개선 정도를 보임.

CIDP에서도 aINCAT 점수를 1.8점 개선했으며 IgG 감소율이 높은 환자군에서 높은 반응률을 보임에 따라 IgG 감소율과 유효성과의 연관성을 지지하는 결과 공개.

차이 벌리고 있는 Vyvgart

Vyvgart는 24년 약 22억 달러의 매출을 기록하며 전년 대비 2배에 가까운 매출 성장을 기록. 이는 Vyvgart의 판매 지역 및 적응증 확대에 기인. 현재 8개 적응증이 임상 3상을 진행 중으로 후발 주자들에 앞서 다수 적응증 확보가 가능할 것으로 예상.

Batoclimab과 IMVT-1402는 SC 제형으로 제형적 강점을 보유하고 있으나 Vyvgart의 PFS 허가가 4월 예상되며 27년까지 Autoinjector로 제형을 확대할 계획으로 제형에서의 경쟁력 차이는 줄어들 것으로 판단.

투자 의견 Buy, 목표 주가 4.2만원으로 하향

매수 의견을 유지하며 목표 주가는 기존 5만원에서 4.2만원으로 하향. 목표 주가 하향은 MG 적응증에 대한 Batoclimab의 상업화 중단과 Harbour Biomed와의 중국 권리 분쟁 등으로 Batoclimab 가치를 제외한 영향. MG 적응증 가치는 IMVT-1402로 개발함에 따라 포함했으나 출시 예상 시점은 기존 26년에서 28년으로 조정.

Vyvgart의 가파른 매출 성장을 통해 FcRn inhibitor의 시장성은 증명되고 있다고 판단. 다만 IMVT-1402의 늦은 출시 시점은 출시 이후 경쟁에서 불리한 측면이 있다는 점에서 임상 개발 속도를 높일 필요가 있을 것으로 판단.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	135	139	154	163
영업이익	2	0	6	9
지배순이익	4	-2	23	47
PER	358.5	-1,056.6	66.3	32.8
PBR	6.6	11.0	8.6	7.4
EV/EBITDA	220.3	562.1	171.5	128.1
ROE	2.0	-1.0	13.6	25.0

자료: 유인타증권



한화에어로스페이스

필요한 투자, 불꽃 같은 자본조달

[출처] 다올투자증권 최광식 애널리스트

Issue

증자비율 13.05%, 3.6조원 유상증자 발표. 희석 요인으로 적정주가 하향

Pitch

유럽과 중동 방산 현지화 및 JV를 위한, 미국 전투함 시장 진출을 위한 투자 당위성은 공감하지만, 자금 조달 방식은 아쉬움. 향후 5년간의 CAPEX는 2025년 연결 영업이익 3.5조원(지상방산 1.9조원)과 이후의 꾸준한 이익에서 충분히 조달 가능해 보이기 때문

이 투자 재원을 차입하지 않고, 주주에게 요청하는 바 회사가 제시하는 긴박한 투자 환경과 전략의 성공 가능성에 동의한다면, 유상증자 충격에 따른 주가하락을 기회로 삼을 수 있을 것임. 당사는 단순 희석 요인을 반영해서 적정주가를 70만원(기존 78만원)으로 하향

멀티플 유지를 위해서는, 급락 시 주가 회복을 위해서는, 구체적으로 밝히지 않은/못한 해외방산/조선 투자 내용들을 업데이트하고, 평가받아야 할 것이지만, 공개하기 어려운 단계의 사업들이 많을 것

Rationale

유증 내용: 60.5만원(할인율 15%)에 5,950,500주(증자 비율 13.05%) 신주발행으로 3.6조원 증자. 조달 재원은 해외방산 투자 1.6조원, 국내방산 CAPEX 0.9조원, 해외조선 투자 0.8조원, 무인기 엔진 0.3조원에 사용

선공표 후유증: 국내 방산 CAPEX 0.9조원에서 기존에 공표한 MCS 스마트팩토리 0.6조원. 그리고 해외 조선 투자 0.8조원에서 오스탈 조선지분 9.9% 인수 + TRS 9.9%도 포함된 점은 '선 액션, 후 유증'

구체적인 투자 내용 공개는 어려움: 해외생산능력 확보 1.0조원('25~'29), JV 투자 등 0.6조원('25~'29)에서는 여러 논의가 활발히 진행 중이지만, 당연히 구체적인 내용은 밝히지 않음. 투자가 3년 내외에 집중되기에 빠르게 윤곽이 드러나기를 바람

아쉬운 자본조달 방식: 동사의 2024년 연결 영업이익 1.7조원, 2025년에 한화오션 포함 2.8조원에 비해 유상증자에서 밝힌 투자들의 기간 2025~2030년에서 (연율화) 최대 1조원/년에 불과하고, 3~4년에 집중된다고 가정해도 다른 자본조달 방식은 불가했는가 의문

투자전략: 다만, 1) EU의 국방투자 증가, 현지화 요구에 화답하는 현지공장 설립, JV, 해외 방산회사 인수 등을 기대한다면, 2) 한화의 미국 특수선 사업 진출에 빠른 투자를 격하게 찬성하는 투자자라면 4월 22일까지 매수해서 유상증자에 참여하는 장기투자 전략이 맞을 것

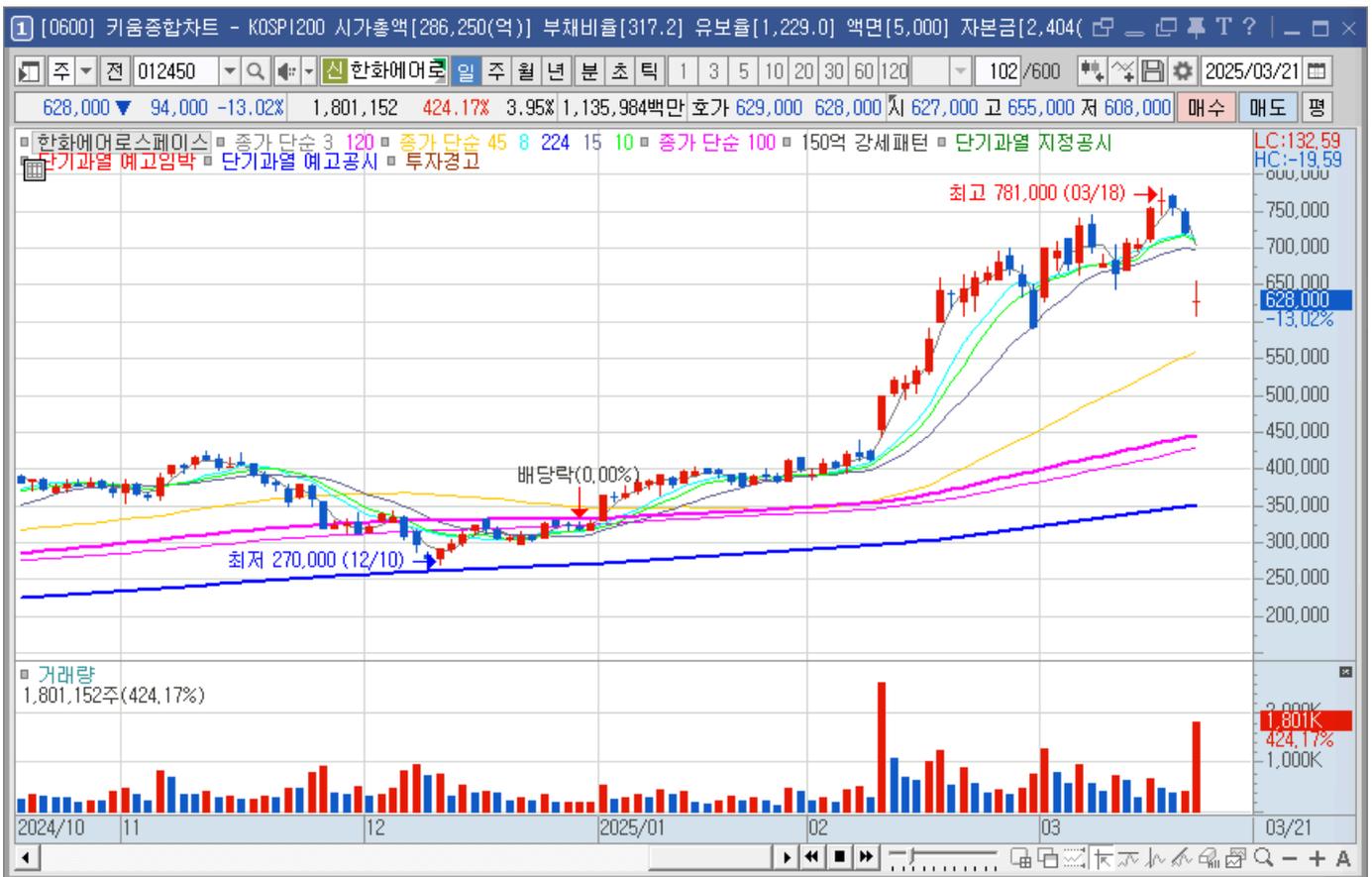
그러나, 3) 자본조달 방식에 대한 의문과 실망감을 느끼거나, 4) 과거 한화의 투자실패 사례(오버에어, 페이지 등)를 곱씹는 리스크에 민감한 주주라면 동사의 멀티플(당사 적정PER 20배)보다 낮추어보고 기다리는 전략을 권고

적정주가 하향: 당사는 희석요인을 반영해 적정주가를 70만원으로 하향해서 투자의견을 HOLD로 낮추고, 현 적정PER 20배를 유지할만한 대단한 투자가 집행되는지 지켜보려 함

Fig. 3: 희석 요인 반영해서 적정주가 기존 78만원에서 70만원으로 하향

PER VALUATION	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년
주식수(백만주)	50.6	50.6	50.6	50.6	45.6	51.5	51.5	51.5
EPS 유증전	2,398	4,989	3,858	16,147	49,810	34,907	40,945	41,773
유증전/유증후					100%	91%	88%	88%
EPS	2,398	4,989	3,858	16,147	49,810	31,700	36,217	36,949
YoY	-6%	108%	-23%	318%	208%	-36%	14%	2%
PER(고)	15.2	11.3	22.5	9.4	8.5	24.6		
PER(저)	6.2	5.7	10.6	4.1	2.5	10.4		
적정PER			15	10	20	적정 20	20	20
주당 적정가치2			57,877	161,467	996,200	634,003	724,332	738,989
Weighting						33%	33%	33%
						2025~2027의 FWD 3년		
주당 적정가치1						699,108		
적정주가						700,000		
종가(03월 20일)						722,000		
상승여력						(3.0%)		

Source: 다올투자증권
 Note: 2025년 EPS에는 기말 주식수를 사용



팜텍코리아

K-뷰티에 용기를

[출처] KB증권 성현동 애널리스트

투자의견 Buy, 목표주가 61,000원으로 커버리지 개시

펄텍코리아에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가 61,000원으로 커버리지를 개시
목표주가는 2025년 예상 EPS 3,119원에 Target P/E 19.5배를 적용하여 산출

2024년 매출액 3,375억원, 영업이익 484억원 기록

펄텍코리아는 플라스틱 펌프 및 용기류, 튜브류, 콤팩트류, 스포이드류, 스틱류 등의 용기를 생산하는 기업

2024년 연간 실적은 매출액 3,375억원 (+18.6% YoY), 영업이익 484억원 (+37.1% YoY, OPM 14.3%)을 기록

펌프사업부 2,536억원 (+19.3% YoY), 튜브사업부 781억원 (+20.6% YoY)을 기록하여 고성장 제품 및 고객 포트폴리오 확장에 따라 Sun Care 제품군 판매가 늘어나는 2분기에 매출이 집중되는 계절성이 사라지고 있음

2025년 실적은 연결 매출액 3,786억원 (+12.2% YoY), 영업이익 567억원 (+17.1% YoY, OPM 15.0%)로 전망

연초부터 양호한 수주 흐름이 지속되고 있으며, 7~8월 4공장 준공 및 가동이 예정

투자포인트

1. 인디브랜드 중심의 K-뷰티 트렌드 수혜

펄텍코리아는 K-뷰티 산업의 트렌드 변화의 수혜를 입고 있음

SNS 및 영상 플랫폼의 영향력이 확대됨에 다양한 인디브랜드들이 등장하였으며 수출 국가 또한 다변화되고 있음

인디브랜드는 생산과 유통을 외주에 의존하고 있기 때문에 펄텍코리아의 수혜로 이어지는 중

2. 다양한 제품/고객 포트폴리오

펄텍코리아는 다양한 제품 및 고객 포트폴리오를 보유 중

2024년 기준 제품별 매출 비중은 펌프 및 용기류 41%, 튜브류 23%, 콤팩트류 16%, 스틱류 14% 등으로, 고객별로는 인디브랜드 59%, 국내 대형사 13%, 일본 외 해외고객사 23%, 일본 4% 등으로 다변화

3. 차별화된 비즈니스모델

펄텍코리아는 5천여 개의 자체모델금형 (Free Mold) 보유 중

자체모델금형으로 제작한 모델은 용기 IP가 펄텍코리아에 귀속되기 때문에 다양한 고객사에 판매 가능함

Earnings Forecast & Valuation

계산기말	2023A	2024P	2025E	2026E
매출액 (십억원)	284	337	379	439
영업이익 (십억원)	35	48	57	66
지배주주순이익 (십억원)	27	33	39	45
EPS (원)	2,177	2,640	3,119	3,617
증감률 (%)	41.1	21.3	18.1	16.0
P/E (x)	11.0	16.5	14.9	12.9
EV/EBITDA (x)	5.4	8.1	7.3	6.3
P/B (x)	1.2	2.0	1.9	1.7
ROE (%)	12.0	13.0	13.7	14.1
배당수익률 (%)	1.6	1.0	1.0	1.2





금호석유

올해 1분기부터 날카로운 실적 반등

[출처] IBK투자증권 이동욱 애널리스트

올해 1분기 영업이익, 전 분기 대비 746.0% 증가 전망

금호석유의 올해 1분기 영업이익은 844억원으로 전 분기 대비 746.0% 증가하며, 시장 기대치를 크게 상회할 전망이다. 일회성 비용이 제거되었고, 전 사업부문의 실적 개선에 기인한다.

1) 합성고무 영업이익은 350억원으로 전 분기 대비 90.0% 증가하며, 큰 폭의 증익이 예상된다. 긍정적인 래킹 효과가 발생하고 있는 가운데, 동남아시아 타이어업체들의 생산능력 확대 등으로 합성고무 판가가 상승세를 기록하고 있기 때문이다. 2) 합성수지 영업이익은 27억원으로 전 분기 대비 흑자전환할 전망이다. 지난 몇 년 동안 지속되었던 중국의 ABS 증설이 상당부분 마무리되었고, 중국의 이구환신 정책 추진으로 자동차/가전/전자제품 수요의 개선이 예상되기 때문이다. 3) 페놀유도체부문 영업이익은 -102억원으로 전 분기 대비 적자가 감소할 전망이다. 전 분기 대정수 진행으로 1분기에는 판매량 증가가 예상되고, 역내 업체들의 가동율 조정으로 수급이 소폭 개선되고 있기 때문이다. 4) EPDM과 에너지부문 또한 고객사들의 재고 확보 및 전 분기 정기보수 진행에 따른 기저효과로 전 분기 대비 실적 반등이 예상된다.

연간 영업이익, 3년만에 증익 추세로 전환

올해 연간 영업이익은 4,190억원으로 작년 대비 53.6% 증가하며, 3년만에 증익 추세로 전환될 전망이다. 중국 이구환신 정책과 고인치 타이어 침투율 확대로 전반적인 수요가 상승하는 가운데, 천연고무 수급 타이트 현상 지속, 합성고무 순증 물량 제한 및 역내 스팀 크래커 신증설로 원재료 가격 안정화가 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 또한 중국 자동차용 ABS컴파운드 판매 증가 및 금호미쓰이화학 MDI 증설분(+20만톤) 가동으로 올해도 세전이익이 영업이익을 상회할 전망이다. 한편 동사의 작년 BD 플랜트 가동률은 16%까지 하락하며, 외부 BD 구매 비중이 95% 수준까지 증가한 것으로 추정된다. 풍부해진 BD 공

급으로 자체 생산보다 외부 구입이 경제적이기 때문이다. 또한 중국과 S-Oil(+20만톤)의 BD 신증설로 동사 원가 측면의 호조세가 중기적으로 이어질 전망이다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	6,323	7,155	7,897	8,620	8,999
영업이익	359	273	419	538	823
세전이익	485	408	533	689	1,002
지배주주순이익	447	349	415	538	781
EPS(원)	13,880	11,321	13,997	18,237	26,495
증가율(%)	-55.0	-18.4	23.6	30.3	45.3
영업이익률(%)	5.7	3.8	5.3	6.2	9.1
순이익률(%)	7.1	4.9	5.3	6.2	8.7
ROE(%)	7.8	5.9	6.7	8.1	10.8
PER	9.6	8.0	8.1	6.2	4.3
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.3	5.1	4.4	3.3	1.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

