Morning Meeting Notes

2023-12-22

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
한올바이오파마(BUY/70,000) Argenx 역전이 눈앞으로
가온칩스(BUY/56,000) 리밋(limit)없이 성장 중
[스타일전략] 미국 성장주의 지속적 강세 이유 및 전망

New Issue
뉴욕증시, 반발 매수세 유입과 낙관론 이어지며...나스닥 1.26%↑
뉴욕채권, 최근 상승 부담에 숨 고르며 미 국채가 보합
국제유가, 앙골라 OPEC+ 탈퇴 선언에 따른 불확실성...WTI 0.44%↓

New Publication
[글로벌] '23년 중국경제공작회의 전망-첨단산업 자립자강, 산업 업그레이드에 집중(2023-12-07)
[IT H/W 산업] 대만, 일본 기업 탐방 후기(2023-12-05)
[정유화학/태양광 산업] 고금리에도 올 것은 온다(2023-12-05)
[음식료산업] 2024년 연간전망: 꺼진 불을 다시 볼 때(2023-11-28)
[방위산업] 전쟁의 시대(2023-11-27)
[미국주식] 2024년 미국주식: 불안 속 축배를 들 때(2023-11-27)
[제약/바이오] 2024년 연간전망: 키트루다 유니버스(2023-11-24)
[AI산업] 2024 AI 산업 연간전망: 온디바이스 AI와 NPU 시장의 개화(2023-11-24)
[화장품] 2024년 연간전망: K-Beauty의 축복이 끝이 없네!(2023-11-22)
[금융] 2024년 금융업 전망: 손익과 주주환원 간의 바통터치(2023-11-21)
[건설] 2024년 연간전망: Adagio Sostenuto(2023-11-17)
[철강/비철금속] 2024년 연간전망: 제한적 회복(2023-11-16)

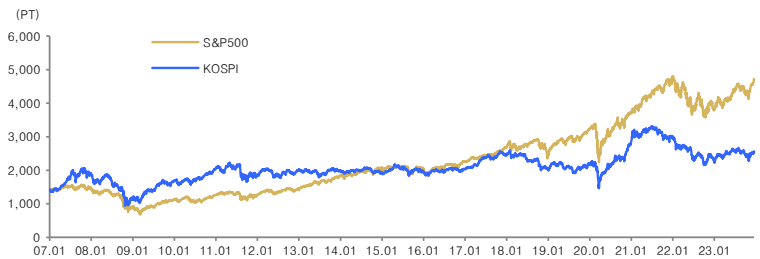
Rating, Target Price Changes

한올바이오파마	BUY	63,000 원 ▷	BUY	70,000 원	(2023-12-22)
테크윙	신규편입	▷	BUY	15,000 원	(2023-12-21)
CJ ENM	BUY	80,000 원 ▷	BUY	90,000 원	(2023-12-14)
네패스아크	신규편입	▷	BUY	34,000 원	(2023-12-13)
LIG넥스원	BUY	130,000 원 ▷	BUY	160,000 원	(2023-12-13)
고려아연	BUY	650,000 원 ▷	BUY	670,000 원	(2023-12-12)
리노공업	신규편입	▷	BUY	250,000 원	(2023-12-05)
롯데정밀화학	BUY	100,000 원 ▷	BUY	83,000 원	(2023-12-01)
한올바이오파마	BUY	49,000 원 ▷	BUY	63,000 원	(2023-11-29)
CJ제일제당	BUY	400,000 원 ▷	BUY	440,000 원	(2023-11-28)
롯데웰푸드	BUY	140,000 원 ▷	BUY	170,000 원	(2023-11-28)
코리안리	BUY	11,000 원 ▷	BUY	10,000 원	(2023-11-28)
LIG넥스원	신규편입	▷	BUY	130,000 원	(2023-11-27)
한국항공우주	신규편입	▷	BUY	72,000 원	(2023-11-27)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
삼성전자	200,604	삼성전자	150,071
포스코DX	54,393	셀트리온	38,734
알테오젠	40,024	한화솔루션	28,613
KODEX 200	38,604	HMM	25,493
HLB	19,797	포스코DX	21,278

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
두산로보틱스	-41,277	LG에너지솔루션	-45,200
삼성SDI	-34,926	LG화학	-41,790
에코프로	-29,988	TIGER CD금리투자KIS(합성)	-39,143
SK하이닉스	-29,180	에코프로비엠	-36,753
한화솔루션	-14,731	에코프로	-31,623

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,600.02	-0.55	+3.38
대형주	2,580.93	-0.53	+3.03
중형주	2,790.83	-0.52	+2.29
소형주	2,294.27	-0.40	+1.50
KOSDAQ	859.44	-0.41	+5.33

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-545	131	397
누적순매수(D-20)	-59,450	18,853	39,580

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	202,962	207,938	140,155

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	72.20	-0.58	-4.26
금융	383.51	-0.32	+2.75
운수장비	2,184.39	-0.36	+4.54
유통	368.08	-0.03	+2.85
음식료	3,695.04	-0.16	-0.77
의약품	13,241.84	-0.36	+2.25
전기전자	27,460.82	-0.34	+3.56
철강금속	5,985.17	-1.32	+2.09
화학	4,899.08	-0.95	+0.52
유틸리티	616.07	-0.04	+0.27
통신	383.83	-0.16	+1.06

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	4,746.75	+1.03	+4.17
NASDAQ	14,963.87	+1.26	+4.89
일본	33,140.47	-1.59	-0.93
중국	2,918.72	+0.57	-4.67
독일	16,687.42	-0.27	+4.33

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.24	+0.40	-40.80
국고채 (10년)	3.30	+1.70	-41.50
은행채AAA (3년)	3.71	+0.90	-40.00
미국국채 (2년)	4.33	+0.34	-55.64
미국국채 (10년)	3.89	+3.89	-52.48

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,305.10	+0.48	+0.59
원/백 엔	917.60	+1.55	+5.78
원/위안	182.83	+0.44	+0.69
달러/유로	1.10	+0.65	+0.89
위안/달러	7.14	+0.04	-0.10
엔/달러	142.23	-1.06	-4.91
Dollar Index	101.81	-0.70	-1.88

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	73.89	-0.44	-4.16
금 (usd/oz)	2,051.30	+0.18	+2.94
BDI	2,150.00	-3.11	+22.51
천연가스(NYMEX)	2.57	+5.11	-11.22

본 조사지표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Company Note
2023. 12. 22

한올바이오파마 (009420)

BUY
TP 70,000원

Argenx 역전이 눈앞으로

Analyst 엄민용
02-3787-2474 myeom@hmsec.com

현재주가 (12/21)	34,700원
상승여력	101.7%
시가총액	1,813십억원
발행주식수	52,241천주
자본금/액면가	26십억원/500원
52주 최고가/최저가	39,450원/15,450원
일평균 거래대금 (60일)	40십억원
외국인지분율	6.51%
주요주주	대웅제약 외 5 인 32.37%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-4.8	35.5	66.0
상대주가(%p)	-8.1	31.1	64.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	192	412	63,000
After	189	329	70,000
Consensus	157	226	46,750
Cons. 차이	20.4%	45.6%	49.7%

최근 12개월 주가수익률

자료: FnGuide, 현대차증권

그레이브스병 임상 2 상 성공의 의미: 아제넥스는 못하는 적응증에 대한 최초의 성공 입증

- 동사의 항FcRn 자가면역 치료제 IMVT-1401가 동종 약물 First-in-class로 그레이브스병(Graves' disease) 임상 2상에서 유효성 확보를 성공 발표, 아제넥스를 뛰어넘는 Best-in-class 증명!
- 지난 20일 경쟁사 아제넥스(Argenx)가 면역혈소판감소증(ITP)에 이어 천포창(Pemphigus)까지 연속적으로 피하주사(SC)에 실패하면서 이뮤노반트의 SC제형 또한 우려 발생
- 그러나 이뮤노반트가 21일 장 종료 직전 그레이브스병 성공 발표하며 NBI(미국 나스닥 바이오테크놀로지 인덱스) 급락했던 가운데에서도 시외 +6.4% 급등 및 금일 +7.9% 상승
- 특히 고용량 680mg 투약 후 자가항체 감소율 최대 87%로 아제넥스의 비브가르트SC가 PV에서 항체감소율 75% 관찰되었다고 발표한 것에 비해 무려 12% 수준의 차이를 보여주었음
- IMVT-1402의 그레이브스병 임상 3상 진입 또는 TNF-α 불응성 또는 휴미라 불응성 류마티스 적응증 확장 임상 성공여부에 대해 충분히 긍정적인 검토가 나올 수 있을 만큼의 결과라 판단

경쟁사 아제넥스는 왜 실패했을까? 이뮤노반트 IMVT-1402 "작은 차이가 명품을 만든다"

- 아제넥스는 ITP 적응증 피하주사의 실패는 환자가 heavily treated 되어 실패했다고 해명했지만 비브가르트의 낮은 유효성 때문에 피하주사 투약 시 4% 낮아졌던 유효성이 결정적 원인 추정
  1) 보통 피하주사 주사 시 약물의 흡수 속도가 느려 혈관주사보다 고용량 투약이 필요
  2) 아제넥스는 알부민 결합에 따른 LDL수치 상승 때문에 항체 절편(fragment)으로 개발
  3) 절편 형태로 FcRn 결합력 또한 저하, 짧은 반감기로 분해 속도 빨라 유효성 더욱 떨어짐
- 기존 비브가르트 IV제형이 IgG 항체 감소율이 약 66% 인데 반해 비브가르트 SC제형은 62% 수준을 발표했고 겨우 4% 차이냐고 할 수 있겠지만, 이것이 실패의 결정적 원인일 것
- 대표적 예로 IgG 항체 감소율이 비브가르트 66% vs. IMVT-1401 76%로 약 10% 차이지만 아제넥스는 이 때문에 류마티스관절염이나 그레이브스병 진입이 불가, 그러므로 감소율 4% 차이는 성공과 실패를 좌우한 열쇠였을 것, 아제넥스는 중증근무력증(MG) 외 SC제형 모두 실패

이뮤노반트 SC 제형 우려 해소와 임상 2 상 성공으로 빠른 상업화 및 빅파마 M&A 기대

- 동사는 올해 발표 예정이었던 모든 임상 결과, 일정들을 시장에 약속했던 시기에 맞춰 신뢰성 높게 발표, 이뮤노반트 상승폭 대비 동사는 극심한 저평가 상태가 지속되는 중으로 매수 기회
- IMVT-1402에 대한 미국과 유럽의 판권은 이뮤노반트가 보유 중, 그 외 국가에 대한 판권은 아직 동사가 보유 중, 타국가 기술이전 시 동사에 직접적 가치 상승 요인될 것
- 이뮤노반트 대비 시가총액 1/3 Rock Bottom, 적정 시가총액은 1/2 수준 될 것, 동사의 목표주가 70,000원으로 상향, BUY 의견 및 코스피 제약/바이오 업종 내 Top pick 유지

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	102	10	9	13	170	-55.0	123.6	6.7	79.5	5.2	0.0
2022	110	2	0	5	5	-97.2	3,697.7	5.5	192.3	0.2	0.0
2023F	136	11	10	14	189	3,832.2	183.3	10.0	83.3	5.7	0.0
2024F	141	21	17	24	329	73.6	105.6	9.1	48.5	9.0	0.0
2025F	147	24	20	27	379	15.4	91.5	8.3	43.0	9.5	0.0

*K-IFRS 연결 기준

이제 아제넥스를 뛰어넘었다, 블록버스터 예고

아제넥스가 낮은 유효성으로 타깃하지 못했던 그레이브스병 최초 임상 성공

동사의 항FcRn 자가면역질환 치료제 Batoclimab(IMVT-1401)은 과거 갑상선안병증(TED) 임상 중 LDL 수치 상승 부작용으로 미국에서 임상이 중단되었던 이력, 그레이브스병은 갑상선호르몬이 과다분비되는 자가면역질환으로 갑상선안병증이 합병증인 적응증이다. 호르몬 관련 문제가 없었던 중증근무력증(MG)은 중국에서 임상 3상을 성공했기 때문에 그레이브스병의 기존 물질 글로벌 임상 성공은 상당한 쾌거다.

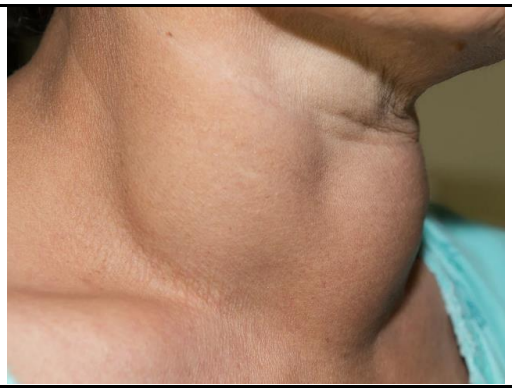
<그림1> 천포창(PV) 환자의 환부 모습

자료: MSD, 현대차증권

<그림2> 천포창(PF) 환자의 환부 모습

자료: Mayo Clinic, 현대차증권

<그림3> 그레이브스병(GD) 환자의 갑상선 비대



자료: Endocrine Society, 현대차증권

<그림4> 그레이브스병(GD) 환자의 안구돌출

자료: NEJM, 현대차증권

지난 '21년 부작용 때문에 유지요법 용량을 절반으로 줄였던 상태여서 이번 그레이브스병 임상 2상은 초기 12주 이상의 항갑상선 약물(ATD) 치료에도 불구하고 갑상선 기능 항진증이 있는 환자들을 대상(TSH-R-Ab가 140% 이상인 그레이브스병 판단된 환자)으로 IMVT-1401을 기존 고용량 680mg, 유지요법으로 1회 투약 후 12주

뒤 절반용량인 340mg을 12주동안 매주 피하주사로 투약하는 방식으로 임상 2상을 진행했다.

유효성 평가는 ATD 용량을 증량시킬 필요없이 T3, T4 호르몬 수준의 정상화가 얼마나 이루어지는지를 목표 반응률로 하여 12주차와 24주차에 측정되었다. 초기 코호트에서 680mg 투약 시 IgG 항체 감소율은 무려 최대 87%까지 측정되었으며, 치료 12주 후 평균 IgG 감소율은 81%로 340mg 절반용량으로 투약했을 때 약 4% 낮아지는 결과를 발표했다. 하지만 이는 J&J 니포칼리맙 혈관주사보다 높은 수치이며, 아제넥스 피하주사 대비했을 때 10%에서 최대 25% 수준의 차이를 나타내는 결과였다.

〈표1〉 이뮤노반트 Batoclimab(IMVT-1401) 그레이브스병 임상 2상 디자인

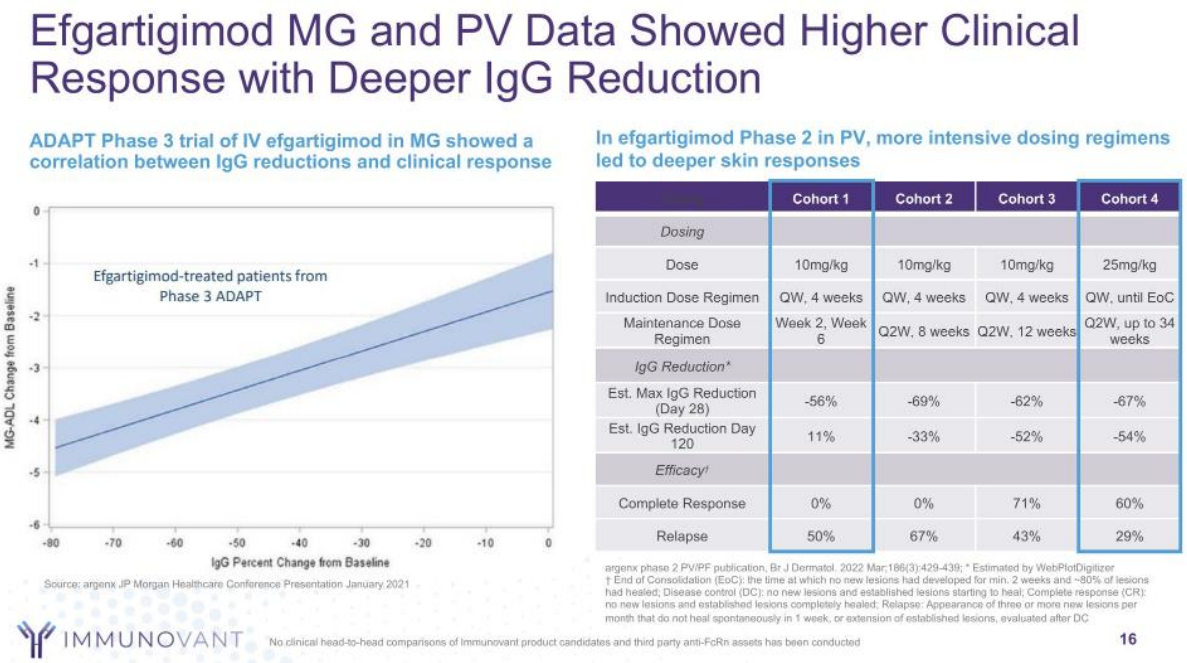
구분		내용
임상 제목		A Proof-of-Concept Study to Assess Batoclimab in Participants With Graves' Disease
NIH 임상코드		NCT05907668
임상 약물명		IMVT-1401(Batoclimab)
임상 단계		임상 2상
적응증		그레이브스병(GD)
투약방식		Batoclimab 680mg 를 12주 동안 주 1회 피하주사 이후 340mg 를 12주 동안 주 2회 피하주사
평가지표	1차 평가지표	항갑상선 치료제 증량 없이 삼요오드티로닌(FT3), 티록신(FT4) 정상화를 달성하거나 정상 하한(LLN) 미만인 참가자의 비율
	2차 평가지표	항갑상선 치료제 투여 용량 50% 미만의 상태로 24주차에 삼요오드티로닌(FT3) 및 티록신(FT4)의 정상화를 달성한 참가자의 비율
		항갑상선 치료제 중단 상태에서 삼요오드티로닌(FT3) 및 티록신(FT4)의 정상화 혹은 정상 하한(LLN) 미만인 참가자의 비율
환자 수(명)		45
임상개시일		2023-05-15
임상완료일		2025-05

자료 : Clinicaltrials.gov, 현대차증권 정리

기존 IMVT-1401로도 안정성과 내약성에 문제가 없었기 때문에 만약 IMVT-1402 부작용없는 후속물질로 고용량 투약해 임상 3상을 진행한다면 LDL수치 상승 부작용 우려가 없기 때문에 동종계열 약물 중 가장 최고의 유효성과 안정성을 획득하게 될 것이다. 아제넥스(Argenx)는 같은 날 이뮤노반트보다 빠르게 비브가르트 히트룰로(피하주사 제형)에 대한 천포창(pemphigus) 임상 3상 결과를 발표했으나 유효성 확보에 실패해 1개월 전 면역혈소판감소증(ITP)에 이어 연속적 피하주사 실패를 경험했다.

아제넥스가 혈관주사는 성공했던 반면 피하주사에서 임상 3상을 실패했기 때문에 항FcRn 치료제 자체가 피하주사가 어렵다는 우려로 이뮤노반트 또한 -15% 수준 주가 하락이 있었으나 그레이브스병 임상 성공 발표로 모든 우려를 해소시켜 주었다. 아제넥스가 타깃하지 못하고 이뮤노반트만 타깃하고 있는 여러 적응증 (류마티스관절염, 전신홍반성루프스, 그레이브스병, 섬유근육통, 근염, 루프스신염, 혈관염 등) 중 처음으로 그레이브스병 유효성을 보여준 것이다.

〈그림5〉 아제넥스 Efgartigimod SC 천포창 최대 IgG 감소율, -56%에서 -67% 수준으로 낮은 유효성



	Cohort 1	Cohort 2	Cohort 3	Cohort 4
Dosing				
Dose	10mg/kg	10mg/kg	10mg/kg	25mg/kg
Induction Dose Regimen	QW, 4 weeks	QW, 4 weeks	QW, 4 weeks	QW, until EoC
Maintenance Dose Regimen	Week 2, Week 6	Q2W, 8 weeks	Q2W, 12 weeks	Q2W, up to 34 weeks
*IgG Reduction**				
Est. Max IgG Reduction (Day 28)	-56%	-69%	-62%	-67%
Est. IgG Reduction Day 120	11%	-33%	-52%	-54%
Efficacy†				
Complete Response	0%	0%	71%	60%
Relapse	50%	67%	43%	29%

자료: Immunovant, 현대차증권

특히 희망적인 부분은 IMVT-1401 그레이브스병 680mg 고용량 투약에서 IgG 항체감소율이 최대 -87%까지 확인된 부분인데, IMVT-1402는 고용량에서도 부작용 없이 피하주사가 가능하므로 임상 3상 진입 시 유지용량을 고용량으로 투약한다면 압도적인 유효성 차이를 낼 수 있을 것으로 예상된다는 점이다. 이로써 그레이브스병만 아니라 류마티스 관절염 임상결과 또한 더욱 기대를 가져볼 수 있게 되었다. 항체 형태를 유지해 유효성은 높지만 혈관주사이면서 알부민 결합에 따른 LDL수치 상승 부작용이 과제로 남아있는 J&J의 니포칼리맙(nipocalimab)이 류마티스관절염(RA)에서의 항체감소율 -75% 수준이었음에도 불구하고 기대에 부응하지 못하였던 임상적 유효성 결과를 발표했엇다. 그러나 이뮤노반트와 한올바이오파마는 더욱 높은 항체감소율로 충분히 TNF-α 억제제인 휴미라, 엔브렐,

레미케이드 불응성 환자들을 대상으로 성공적 치료효과를 거둘 수 있을지 주목해 볼만 하다.

동종 항FcRn 계열약물 중 현존 유일한 자가투여 피하주사 제형이며 가장 높은 유효성과 안정성으로 Best-in-class 임은 완전히 입증되었으며, 그레이브스병과 같은 기존 치료제가 없는 자가면역질환에서의 First-in-class까지 증명되었기 때문에 아제넥스 시가총액 40조원 수준을 넘어설 수 있는 모습이 눈앞에 그려지고 있다. 또한 아제넥스가 피하주사 제형으로 중증근무력증 외 성공하지 못하면서 이 시장은 더욱 공고히 한올바이오파마와 이뮤노반트가 잠식할 수 있는 시장으로 변화하고 있음을 느끼기 바란다.

〈표2〉 한올바이오파마 목표주가 산정 (억원, 천주, 원)

① 영업가치	882	'24년 Fwd EBITDA * 중소형제약사 '12M Fwd EV/EBITDA (JW 중외, 보령제약, 동국제약, 환인제약, 휴온스)
② 비영업가치	33,996	
이뮤노반트 기술이전 가치 IMVT-1401,1402(미국, 유럽)	26,788	IMVT-1402 그레이브스병 미국/유럽 '26년 판매 개시 가정, 임상 성공률 적용
하버바이오메드, CSPC 기술이전 가치 HL161(중화권)	7,208	'23년 6월 중국 허가신청 완료, '24년 상반기 품목 허가 및 하반기 시판 가정
③ 순차입금	(783)	'24년 예상 순차입금
④ 주주가치	35,661	
⑤ 유통주식수	50,960	
⑥ 적정주가	69,979	
⑦ 목표주가	70,000	

자료 : 현대차증권

전세계 의약품 시장은 미국과 유럽 시장이 주요국가 의약품 시장에서 약 70%를 차지하고 있고 이뮤노반트는 미국과 유럽에 대한 IMVT-1402에 대한 판권을 보유 중으로, 한올바이오파마는 나머지 30% 시장에 대한 판권을 보유 중이다. 이뮤노반트의 시가총액은 예상 순이익에 멀티플이 곱해진 가치라고 볼 수 있기 때문에 이익을 기준으로 보면 미국과 유럽에서 발생되는 전체 매출액의 로열티 약 10-15%를 한올바이오파마가 수취하고, 미국과 유럽 매출의 절반에 해당하는 나머지 국가에서 기술이전을 통해 추가적으로 로열티를 수취하게 된다.

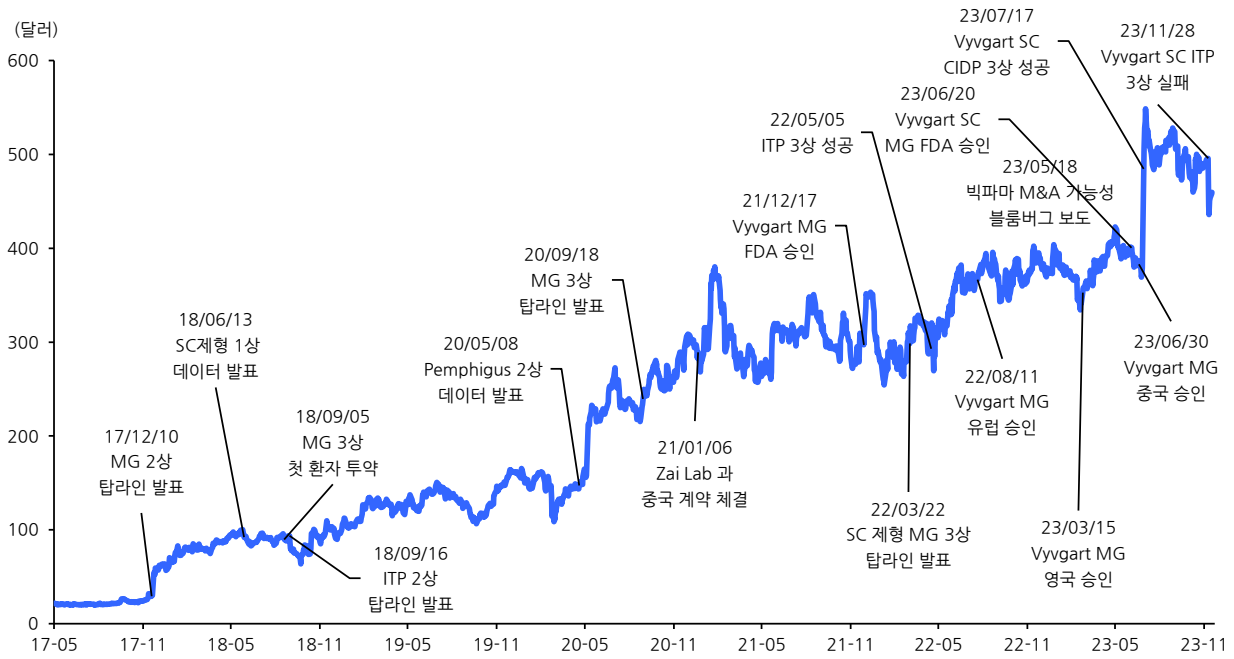
이는 이뮤노반트 이익의 절반 수준을 한올바이오파마가 수취하게 되는 것으로 볼 수 있어 동사의 이뮤노반트 시가총액은 약 7.4조원 대비 약 1/2 수준으로 한올바이오파마의 현재 가치는 3.7조원이 넘는 것으로 볼 수 있다. 현재 판권계약이 이루어진 미국과 유럽시장에서의 매출액에 따른 로열티 수취만 따져보더라도 한올바이오파마의 Rock bottom 가격은 이뮤노반트의 시가총액의 최소 1/3인 2.4조원 수준은 유지되어야 한다고 본다. 극심한 저평가 상태로 판단되며 동사를 적극 매수 추천하며 동사의 투자의견 BUY, 그레이브스병 임상 2상 성공에 따른 임상성공률 조정 및 매출 성장률 조정하여 목표주가 70,000원으로 상향하였다.

<표3> IMVT-1401/1402 미국, 유럽 밸류에이션

항목			2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	…	2034F
유럽 인구수(천명)			750,499	751,249	752,000	752,752	753,505		758,038
유럽 MG 환자수(14 명/10 만)			105,070	105,175	105,280	105,385	105,491		106,125
유럽 ITP+PV+CIDP 환자수(16.1 명/10 만)			120,830	120,951	121,072	121,193	121,314		122,044
유럽 CIDP+TED 환자수(28.6 명/10 만)			214,643	214,857	215,072	215,287	215,503		216,799
유럽 GD 환자수(20.3 명/10 만)			152,351	152,504	152,656	152,809	152,962		153,882
미국 인구수(천명)			335,475	335,810	336,146	336,482	336,819		338,845
미국 MG 환자수(20 명/10 만)			67,095	67,162	67,229	67,297	67,364		67,769
미국 ITP+PV+CIDP 환자수(22.9 명/10 만)			76,824	76,901	76,978	77,055	77,132		77,596
미국 CIDP+TED 환자수(34.6 명/10 만)			116,074	116,190	116,307	116,423	116,539		117,240
미국 GD 환자수(29.0 명/10 만)			97,288	97,385	97,482	97,580	97,678		98,265
미국 유럽 MG 환자수(명)			172,165	172,337	172,509	172,682	172,855		173,894
미국 유럽 ITP+PV+CIDP 환자수(Argenx)			197,654	197,852	198,050	198,248	198,446		199,640
Argenx 총 환자수(명)			369,819	370,189	370,559	370,930	371,301		373,534
미국 유럽 CIDP+TED 환자수(IMNT)			330,717	331,048	331,379	331,710	332,042		334,039
미국 유럽 GD 환자수(IMVT)			249,639	249,889	250,139	250,389	250,639		252,147
이뮤노반트 총 환자수(명)			752,521	753,274	754,027	754,781	755,536		760,080
글로벌 MG 시장(백만달러)			2,178	2,552	2,996	3,146	3,303		4,426
yoy			4.5%	17.2%	17.4%	5.0%	5.0%		5.0%
Vyvgart MG 처방 환자수(명)			5,280	8,422	11,320	13,584	16,301		48,674
Vyvgart MG 약가(달러)			225,000	225,000	225,000	225,000	225,000		225,000
Vyvgart MG 처방 환자 비중			3.1%	4.9%	6.6%	7.9%	9.4%		28.0%
Vyvgart 시장 (백만달러)			1,188	1,895	2,547	2,674	2,808		3,763
Vyvgart 성장률(%)			120%	60%	34%	5%	5%		5%
IMVR-1401 MG 매출 (백만달러)			53	160	320.76	642	706		988
IMVT-1401 CIDP+TED 매출 (백만달러)			-	88	264	527	1,055		1,626
IMVT-1402 GD 매출 (백만달러)			-	-	66	199	399		2,166
이뮤노반트 총 매출 (백만달러)			53	248	651	1,368	2,159		4,702
IMVT-1401 약가(달러)			202,500	202,500	202,500	202,500	202,500		202,500
한올바이오파마 로얄티(백만달러)	15%		8	37	98	205	339		735
한올바이오파마 매출인식(억원)			96	447	1,172	2,463	4,066		8,816
EBIT	80%		77	358	937	1,970	3,253		7,053
FCF	20%	법인세율	62	286	750	1,576	2,602		5,642
PV 이자요소	12.0%	WACC	100%	89%	80%	71%	64%		32%
PV			61.6	255.4	597.8	1,122.0	1,653.8		1,816.7
Time factor			0	1	2	3	4		10
Terminal growth	4.5%								
Net present value			15,711						
Terminal value			25,313						
Total value			41,023						
성공확률	65.3%	3 상	26,788						

자료 : 현대차증권

<그림6> 아제넥스의 주요 마일스톤 달성에 따른 주가 추이



자료 : Bloomberg, 현대차증권

시장에 출시될 수 있는 시점을 명확하게 그려볼 수 있는 그레이브스병 임상 3상 진입이 확실해진다면, 그리고 류마티스관절염 임상 2/3상 진입 또한 여부가 결정되면 동사와 이뮤노반트의 가치는 지금과는 전혀 다른... 아제넥스를 뛰어넘는 수준의 기업이 될 수 있을 것으로 기대한다. 이뮤노반트는 이제 아제넥스의 '18년 9월 16일 ITP 2상 발표 수준의 시가총액에 와 있다. 이뮤노반트가 그레이브스병으로 최초로 2상을 성공했기 때문에 아제넥스의 ITP 2상을 성공한 시점과 유사하다고 볼 수있으며 시가총액 또한 유사하다. 어마어마한 성장을 기대한다.

<표4> IMVT-1402 임상 결과 포함 항-FcRn 치료제 경쟁사 파이프라인 결과 비교표

	이뮤노반트	이뮤노반트	아제넥스	얀센	UCB
의약품명	IMVT-1402	batoclimab	efgartigimod	nipocalimab	rozanolixizumab
물질	mAB-human IgG1		FC Fragment-human IgG1	mAB-human IgG1	mAB-human IgG4
투약방식	피하주사 10초 이내 (유일 자가 투여 가능)		혈관주사 + 피하주사 60-90초 (병원 방문)	혈관주사	피하주사 (병원 방문)
투여량	300mg 600mg	340mg 680mg	10mg/kg QW	30mg/kg QW	7mg/kg QW
IgG 최대 감소율	63% (300mg SC) 74% (600mg SC)	62% (340mg SC) 76% (680mg SC)	66% (IV) 62% (SC)	76% (IV)	70%(IV)
LDL 증가	X	O	X	N/A	X

자료 : 각 사, 현대차증권 정리

〈표5〉 항-FcRn 치료제 파이프라인 임상 주요 이벤트

개발사	의약품명	주요 이벤트	일자
이뮤노반트	IMVT-1402	임상 1상 결과(단일/다중용량상승시험-300mg) 발표	9월 26일
이뮤노반트	IMVT-1402	임상 1상 결과(다중용량상승시험-600mg) 발표	11월 29일
아제넥스	비브가르트 SC	면역 혈소판 감소증 임상 3상 결과 실패 발표	11월 29일
아제넥스	비브가르트 SC	천포창(Pemphigus) 임상 3상 중간 결과, 유천포창 GO/NO-GO 결정	12일 20일
이뮤노반트	IMVT-1401	그레이브스병(GD) 임상 2상 중간 중간 결과 발표	12월 21일
이뮤노반트	IMVT-1401	만성 염증성 다발성신경병증(CIDP) 임상 2b 상 중간 결과 발표	1H24
아제넥스	비브가르트	쇼그렌증후군, COVID19 기립성 빈맥 증후군 PoC 데이터 발표	1H24
이뮤노반트	IMVT-1401	중증근무력증(gMG) 임상 3상 탑라인 데이터 발표	2H24
J&J	니포칼리맙	만성 염증성 다발성신경병증(CIDP) 임상 2/3상 stage B 데이터 발표	2H24
이뮤노반트	IMVT-1401	만성 염증성 다발성신경병증(CIDP) 임상 2b 상 탑라인 데이터 발표	2H24/1H25
이뮤노반트	IMVT-1401	갑상선안병증(TED) 임상 3상 탑라인 데이터 발표	1H25
J&J	니포칼리맙	만성 명증성 다발성신경병증(CIDP) 2/3상 탑라인 데이터 발표	1H26

자료 : 각 사, 현대차증권 정리

〈표6〉 IMVT-1402 임상 결과 포함 항-FcRn 치료제 경쟁사 파이프라인 결과 비교표

	이뮤노반트	이뮤노반트	아제넥스	얀센	UCB
의약품명	IMVT-1402	batoclimab	efgartigimod	nipocalimab	rozanolixizumab
물질	mAB-human IgG1		FC Fragment-human IgG1	mAB-human IgG1	mAB-human IgG4
투약방식	피하주사 10초 이내 (유일 자가 투여 가능)		혈관주사 + 피하주사 60-90초 (병원 방문)	혈관주사	피하주사 (병원 방문)
투여량	300mg 600mg	340mg 680mg	10mg/kg QW	30mg/kg QW	7mg/kg QW
IgG 최대 감소율	63% (300mg SC) 74% (600mg SC)	62% (340mg SC) 76% (680mg SC)	66% (IV) 62% (SC)	76% (IV)	70%(IV)
LDL 증가	X	O	X	N/A	X

자료 : 각 사, 현대차증권 정리

〈표7〉 항FcRn 경쟁사 개발 중 또는 예정 중인 적응증 타깃 비교표

적응증	Immunovant (Batoclimab)	Argenx (Efgartigimod)	Janssen (Nipocalimab)	UCB (Rozanoliximab)
중증근무력증(MG)	O (+China)	O	O	O
용혈성 빈혈(WAIHA)	O (+China)	X	O	X
다발성 신경병증(CIDP)	O	O	O	O
면역 혈소판감소증(ITP)	O	O	X	O
전신 홍반성 루푸스(SLE)	**O**	**X**	**O**	**X**
피부 홍반(CLE)	X	X	X	X
루푸스콩팥염(LN)	**O**	**X**	**X**	**X**
류마티스 관절염(RA)	**O**	**X**	**O**	**X**
유천포창(BP)	X	O	X	X
천포창(PV&PF)	X	O	X	X
섬유근육통(Fibromyalgia)	**O**	**X**	**X**	**X**
자가면역뇌염(AE)	X	X	X	O
갑상선 안병증(TED)	O (+China)	O	X	X
시신경척수염(NMO)	X	X	X	X
근염(Myositis)	X	O	O	X
루푸스신염(LN)	X	O	O	X
그레이브병(GD)	**O**	**X**	**X**	**X**
쇼그렌증후군(pSS)	O	O	O	X
막성신병증(MN)	O	O	X	X
항체매개거부반응(AMR)	O	O	X	X
혈관염(ANCA-AV)	**O**	**X**	**X**	**X**
기립성 빈맥(PC-POTS)	X	O	X	X

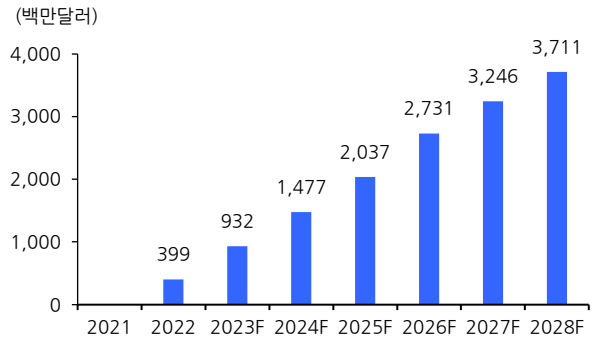
자료 : 각 사, 현대차증권

〈표8〉 Immunovant(IMVT) 목표주가 및 글로벌 증권사 보고서 발간 이력

Date	Coverage	Rating	Price target
12/21	Bank of America	Buy	$26 → $28 → $49 → $51
12/21	HC Wainwright	Buy	$29 → $47 → $51
12/12	Deutsche bank	Buy	(Initiated) $50
12/01	UBS	Neutral → Buy	$18 → $55 → $56
11/15	Truist Financial	Buy	$30 → $30 → $30 → $48
10/24	Piper Sandler	Overweight	(Initiated) $28 → $57
10/16	Cantor Fitzgerald	Overweight	$30 → $30 → $45
9/27	Guggenheim	Buy	$30 → $32 → $48
9/27	Citigroup	Buy	(Initiated) $28 → $33 → $50
9/27	Wells Fargo	Overweight	(Top pick) $27 → $33 → $48
9/26	Raymond James	Outperform	$40
07/18	Stifel Nicolaus	Overweight	$28 → $34
02/06	SVB Leerink	Outperform	$14 → $21

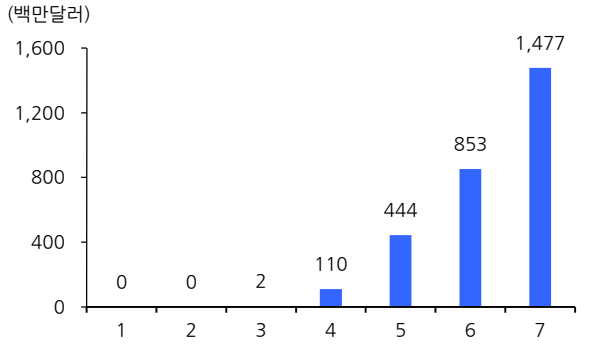
자료 : 현대차증권 정리

<그림7> 아제넥스 비브가르트 매출 전망



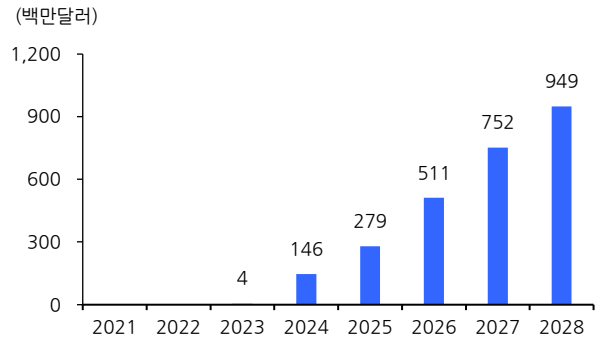
자료: EvaluatePharma, 현대차증권

<그림8> 한올바이오파마 바토클리맙 매출 전망



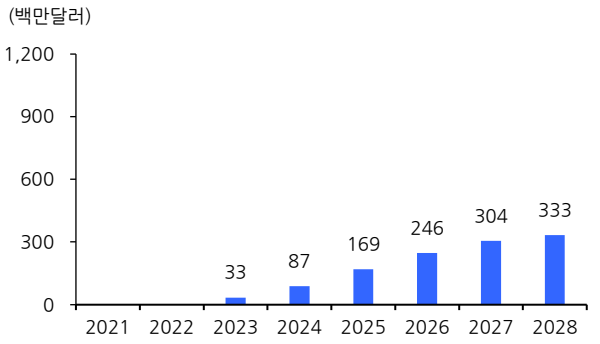
자료: EvaluatePharma, 현대차증권

<그림9> 얀센 니포칼리맙 매출 전망



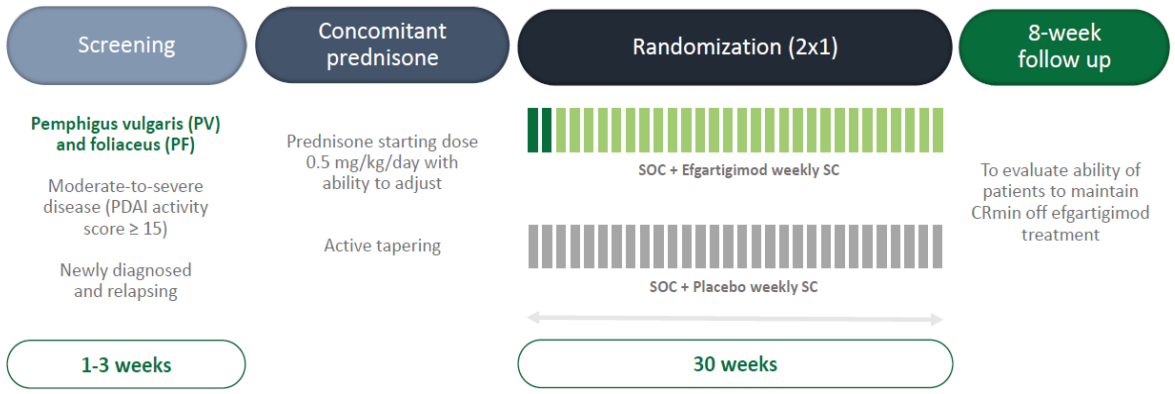
자료: EvaluatePharma, 현대차증권

<그림10> UCB 로자놀릭시주맙 매출 전망



자료: EvaluatePharma, 현대차증권

〈그림11〉 아제넥스 Efgartigimod SC 천포창 임상 3상 디자인



자료: Argenx, 현대차증권

〈표9〉 아제넥스 Efgartigimod SC 천포창 임상 3상 디자인

구분		내용
임상 제목		A Study to Assess the Efficacy and Safety of a Subcutaneous Formulation of Efgartigimod PH20 SC in Adults With Pemphigus (ADDRESS)
NIH 임상코드		NCT04598451
임상 약물명		Efgartigimod PH20 SC
임상 단계		임상 3상
적응증		천포창(Vulgaris 또는 Foliaceus)
투약군	임상약물군	Efgartigimod PH20 SC + 프레드니손(Prednisone)
	위약군	프레드니손(Prednisone)
평가지표	1차 평가지표	30주 치료 기간 동안 최소 프레드니손 요법으로 완전관해(CR)를 달성한 심상성 천포창(PV) 환자의 비율
	2차 평가지표	30주 치료 기간 동안 최소 프레드니손 요법으로 완전관해(CR)를 달성한 심상성 천포창(PV) 및 폴리세우스 천포창(PF) 환자의 비율
		심상성 천포창(PV) 환자를 대상으로 투여한 누적 프레드니손 용량
		심상성 천포창(PV) 환자가 완전관해(CR)까지 도달하는 시간
		심상성 천포창(PV) 환자가 질병통제(DC)까지 도달하는 시간
환자 수(명)		222
임상개시일		2020-12-01
임상완료일		2023-08-22

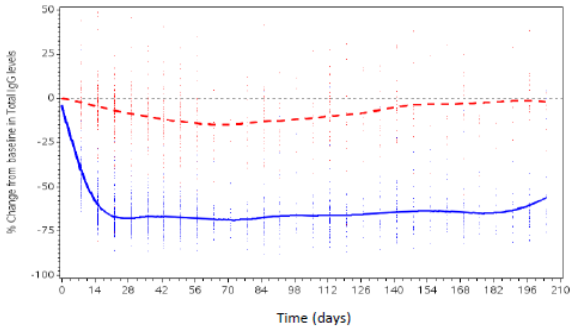
자료 : Clinicaltrials.gov, 현대차증권 정리

〈표10〉 아제넥스 Efgartigimod SC 천포창 임상 3상 주요평가지표 분석

임상약물군	위약군
35.5%	30.3%
44/124	20/60

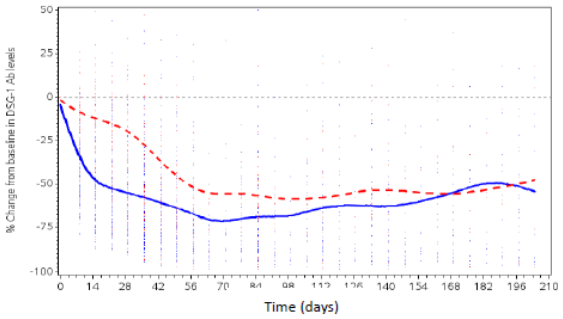
자료 : Argenx, 현대차증권 정리

<그림12> Efgartigimod SC 천포창 임상 3상 IgG 감소



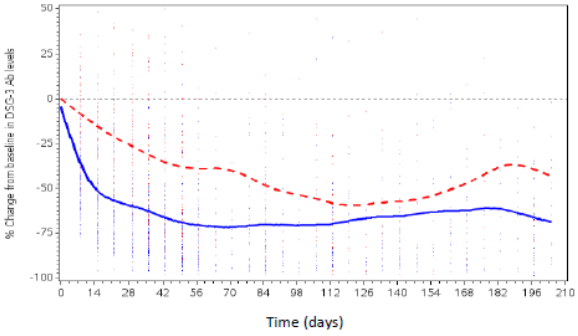
자료: Argenx, 현대차증권
주) Efgartigimod-파란선, 위약-빨간선

<그림13> Efgartigimod SC 천포창 임상 3상 Dsg-1 감소



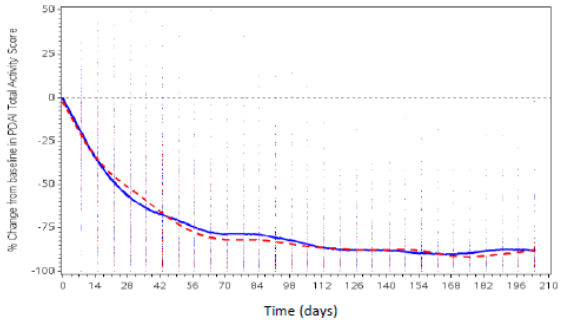
자료: Argenx, 현대차증권
주) Efgartigimod-파란선, 위약-빨간선

<그림14> Efgartigimod SC 천포창 임상 3상 Dsg-3 감소



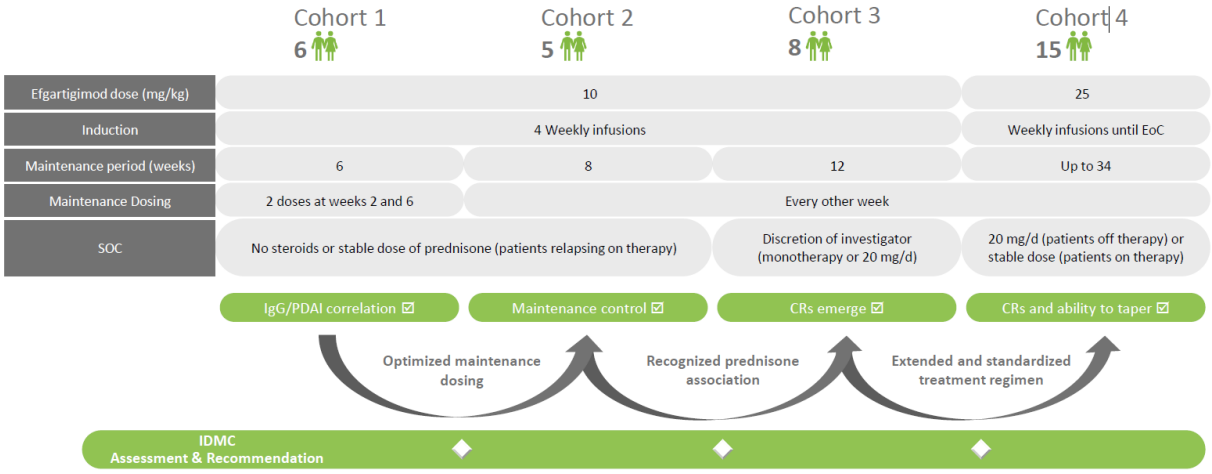
자료: Argenx, 현대차증권
주) Efgartigimod-파란선, 위약-빨간선

<그림15> Efgartigimod SC 천포창 임상 3상 PDAI 점수 감소



자료: Argenx, 현대차증권
주) Efgartigimod-파란선, 위약-빨간선

<그림16> 아제넥스 Efgartigimod IV 천포창 임상 2상 디자인



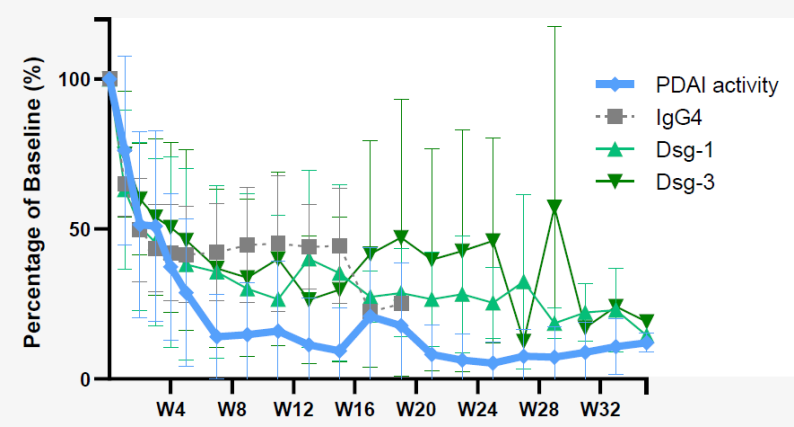
자료: Argenx, 현대차증권

〈표11〉 아제넥스 Efgartigimod IV 천포창 임상 2상 디자인

구분		내용
임상 제목		A Study to Evaluate the Safety, PD, PK and Efficacy of ARGX-113 in Patients With Pemphigus
NIH 임상코드		NCT03334058
임상 약물명		Efgartigimod
임상 단계		임상 2상
적응증		천포창(Vulgaris 또는 Foliaceus)
투약군		Efgartigimod 혈관주사
평가지표	1차 평가지표	내약성 및 안전성
	2차 평가지표	총 IgG 및 하위 유형(IgG1, IgG2, IgG3, IgG4) 혈중 농도
		Dsg-1/3 자가항체의 혈중 농도
		PDAI(Pemphigus Disease Area Index) 점수
		질병통제(DC)까지 걸리는 시간
환자 수(명)		34
임상개시일		2017-10-18
임상완료일		2020-10-28

자료 : Clinicaltrials.gov, 현대차증권

〈그림17〉 아제넥스 Efgartigimod IV 천포창 임상 2상 유효성 결과



자료: Argenx, 현대차증권

〈표12〉 아제넥스 Efgartigimod IV 천포창 임상 2상 안전성 결과

Grade 2이상 이상반응	Efgartigimod 10mg/kg (N=19)	Efgartigimod 25mg/kg (N=15)
총 이상반응	**16(84%)**	**12(80%)**
기관지염	2(11%)	0
비염	0	2(13%)
비인두염	0	2(13%)
유사독감	1(5.3%)	2(13%)
복통	1(5.3%)	2(13%)
설사	2(11%)	2(13%)
구토	2(11%)	1(6.7%)
두통	**1(5.3%)**	**3(20%)**
어지럼증	2(11%)	0
빈혈	1(5.3%)	2(13%)
간수치 증가	0	2(13%)
임상약물 관련 이상반응	**5(26%)**	**6(40%)**
유사독감	1(5.3%)	2(13%)
두통	0	2(13%)
간수치 증가	0	2(13%)

자료 : Argenx, 현대차증권 정리

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	102	110	136	141	147
증가율 (%)	14.6	7.8	23.2	4.2	4.0
매출원가	41	48	55	54	52
매출원가율 (%)	40.2	43.6	40.8	38.4	35.5
매출총이익	60	62	80	87	95
매출이익률 (%)	58.8	56.4	59.2	61.6	64.5
증가율 (%)	17.6	3.3	29.5	8.3	9.0
판매관리비	50	60	69	66	71
판관비율(%)	49.0	54.5	51.2	46.7	48.1
EBITDA	13	5	14	24	27
EBITDA 이익률 (%)	12.7	4.5	10.5	17.0	18.1
증가율 (%)	44.4	-61.5	211.0	69.0	10.9
영업이익	10	2	11	21	24
영업이익률 (%)	9.8	1.8	8.0	14.8	16.4
증가율 (%)	66.7	-80.0	622.6	92.7	14.7
영업외손익	-1	0	1	1	1
금융수익	1	2	2	1	1
금융비용	0	2	1	0	0
기타영업외손익	-2	-0	0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	9	2	12	22	25
세전계속사업이익률	8.8	1.8	9.0	15.6	17.3
증가율 (%)	-52.6	-77.8	534.5	79.7	15.4
법인세비용	-0	2	2	5	6
계속사업이익	9	0	10	17	20
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	0	10	17	20
당기순이익률 (%)	8.8	0.0	7.3	12.2	13.5
증가율 (%)	-55.0	-100.0	3,832.2	73.6	15.4
지배주주지분 순이익	9	0	10	17	20
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-29	13	2	0	0
총포괄이익	-20	13	12	17	20

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	119	112	123	147	174
현금성자산	13	17	21	40	59
단기투자자산	0	10	11	12	13
매출채권	10	27	29	31	34
재고자산	20	25	28	30	32
기타유동자산	8	6	7	7	8
비유동자산	80	102	107	104	102
유형자산	18	18	16	13	11
무형자산	19	24	28	28	28
투자자산	24	39	43	43	43
기타비유동자산	19	21	20	20	20
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	198	213	231	252	276
유동부채	22	29	31	34	37
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	2	5	5	6	6
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	20	24	26	28	31
비유동부채	13	17	18	20	21
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	13	17	18	20	21
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	35	45	49	53	58
지배주주지분	163	168	181	198	218
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	113	113	114	114	114
자본조정 등	0	-8	-8	-8	-8
기타포괄이익누계액	-2	8	10	10	10
이익잉여금	26	29	39	56	76
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	163	168	181	198	218

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	1	25	11	19	21
당기순이익	9	0	10	17	20
유형자산 상각비	2	3	3	3	2
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-0	0	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-15	15	-4	-1	-1
기타	5	7	3	0	0
투자활동으로인한현금흐름	8	-11	-6	-1	-1
투자자산의 감소(증가)	0	-5	-2	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-5	-3	-1	0	0
기타	13	-3	-4	-1	-1
재무활동으로인한현금흐름	-0	-11	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	2	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	0	-11	-2	0	0
기타현금흐름	0	0	1	0	0
현금의증가(감소)	9	4	5	18	20
기초현금	4	13	17	21	40
기말현금	13	17	21	40	59

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	170	5	189	329	379
EPS(지배순이익 기준)	170	5	189	329	379
BPS(자본총계 기준)	3,130	3,221	3,467	3,796	4,175
BPS(지배지분 기준)	3,130	3,221	3,467	3,796	4,175
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	123.6	3,697.7	125.5	72.3	62.6
P/E(지배순이익 기준)	123.6	3,697.7	125.5	72.3	62.6
P/B(자본총계 기준)	6.7	5.5	6.8	6.3	5.7
P/B(지배지분 기준)	6.7	5.5	6.8	6.3	5.7
EV/EBITDA(Reported)	79.5	192.3	83.3	48.5	43.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-55.0	-97.2	3,832.2	73.6	15.4
EPS(지배순이익 기준)	-55.0	-97.2	3,832.2	73.6	15.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	5.2	0.2	5.7	9.0	9.5
ROE(지배순이익 기준)	5.2	0.2	5.7	9.0	9.5
ROA	4.3	0.1	4.5	7.1	7.5
안정성 (%)					
부채비율	21.4	26.9	27.3	26.8	26.7
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	396.4	68.8	168.9	282.9	309.6

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2023. 12. 22

가온칩스 (399720)

BUY
TP 56,000원

리밋(limit)없이 성장 중

Analyst 곽민정
02-3787-2160 jessica.kwag@hmsec.com

RA 김유진
02-3787-2658 gimyujin216@hmsec.com

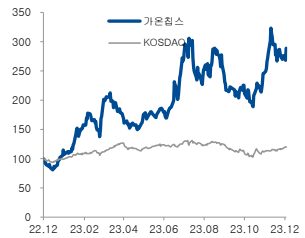
현재주가 (12/21)	48,250원
상승여력	16.1%
시가총액	554십억원
발행주식수	11,488천주
자본금/액면가	6십억원/500원
52주 최고가/최저가	54,000원/13,500원
일평균 거래대금 (60일)	14십억원
외국인지분율	2.64%
주요주주	정규동 외 9 인 56.83%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	13.7	33.1	67.0
상대주가(%p)	8.1	33.3	70.1

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	674	1,049	56,000
After	674	1,049	56,000
Consensus	422	831	56,000
Cons. 차이	59.7%	26.2%	0.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 동사는 2023년 12월 21일 2건의 공시를 통해 총 301억원 규모의 ASIC 설계 계약을 체결하였다고 밝힘. 이는 HPC와 관련되어 적용되는 반도체로, 삼성파운드리를 이용한 최첨단 공정을 적용할 예정. 이번 수주를 통해 동사가 국내 디자인하우스 업체 중 가장 높은 기술 경쟁력을 확보하였음을 다시 입증하였음.

주요이슈 및 실적전망

- 당사가 지난 11월 7일 '초격차 디자인하우스'와 11월 16일 발간한 'I'm Top of Top' 등 2번의 보고서를 통해 지속적으로 언급하고 있다시피, 팹리스들이 삼성전자 파운드리에 반도체 위탁생산을 맡기기 위해서는 후반부 설계를 거쳐야 함. 따라서 이러한 프로젝트를 팹리스로부터 수주하는 건 디자인하우스 차원에서도 큰 의미를 지님. 디자인하우스의 매출 구조는 디자인하우스가 직접 수주하는 'DSP 매출'과, 삼성전자로부터 설계 프로젝트 일감을 받는 '용역 매출'로 나뉘어 지며, DSP 매출이 부가가치가 높다는 점에서 이번 12월 21일의 수주 공시 역시 동사의 높은 경쟁력을 보여주고 있다고 판단. 또한 텔레칩스가 개발한 A2X 반도체 역시 동사가 디자인하우스로서 후반 설계를 맡게 되어, 차량용 라인업 역시 지속적으로 확대되고 있음. 이번 수주 프로젝트들은 2025년 동사의 실적에 크게 기여할 것으로 기대됨.
- NPU는 GPU와 마찬가지로 병렬 연산에 특화된 반도체임. 하지만, 처음부터 그래픽 처리를 위해 개발된 GPU와 달리, NPU는 AI 학습 및 추론에 적합하게 설계됨. 최근 출시되는 대부분의 스마트폰에는 NPU가 AP 내에 구현되어 있으며, 데이터센터용 서버에는 NPU가 AI 가속기 형태로 탑재되는 추세임. 그 외에도 자동차, 로봇, CCTV 등 AI 기능 구현이 필요한 엣지 디바이스에 NPU가 탑재됨. 빅테크 업체들이 자사에 특화된 반도체 칩을 구현하기를 원하고 있어, 필수적으로 디자인하우스의 중요성은 더욱 증가할 수 밖에 없는 구조임.

주가전망 및 Valuation

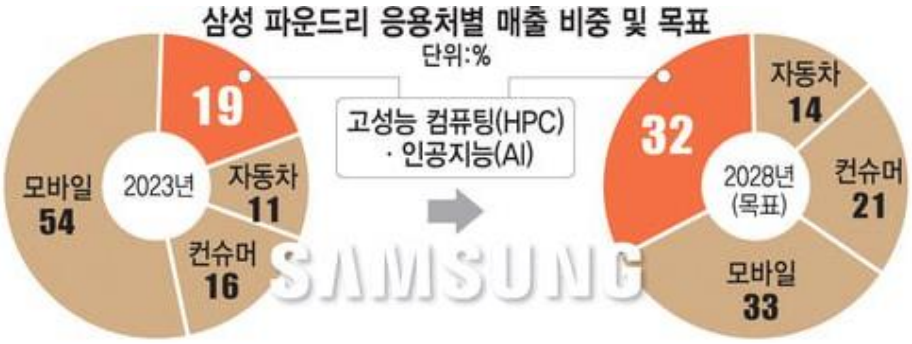
- 동사는 반도체 성능 향상과 관련하여 IP Hardening 솔루션과 Off-Chip PSI 시뮬레이션 솔루션을 통해 타사 대비 높은 기술적 진입장벽을 확보하고 있으며, 성장성이 높은 미세 공정을 이용한 차량용과 AI 반도체 위주의 매출 포트폴리오를 보유하고 있어 국내 디자인하우스 중 대장으로서 높은 밸류에이션을 받는 것이 타당하다고 판단. 양산 매출이 개발 매출을 넘어서는 2025년부터는 본격적인 실적 퀀텀 점프가 가능할 것으로 판단.

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 (%)
2021	32	6	6	7	677	N/A	0.0	0.0	NA	28.3	N/A
2022	43	4	4	6	412	-39.2	34.5	3.0	20.8	11.6	0.0
2023F	62	5	8	10	674	63.6	71.6	8.9	35.7	13.3	0.0
2024F	101	10	12	14	1,049	55.7	46.0	7.5	23.7	17.7	0.0
2025F	168	16	17	21	1,492	42.2	32.3	6.1	16.0	20.7	0.0

** K-IFRS 연결 기준*

〈그림1〉 삼성 파운드리 응용처별 매출 비중 및 목표



자료 : 언론사, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	32	43	62	101	168
증가율 (%)	N/A	34.4	44.2	62.9	66.3
매출원가	22	32	47	72	116
매출원가율 (%)	68.8	74.4	75.8	71.3	69.0
매출총이익	11	12	14	30	51
매출이익률 (%)	34.4	27.9	22.6	29.7	30.4
증가율 (%)	N/A	9.1	16.7	114.3	70.0
판매관리비	4	8	9	20	35
판관비율(%)	12.5	18.6	14.5	19.8	20.8
EBITDA	7	6	10	14	21
EBITDA 이익률 (%)	21.9	14.0	16.1	13.9	12.5
증가율 (%)	N/A	-14.3	66.7	40.0	50.0
영업이익	6	4	5	10	16
영업이익률 (%)	18.8	9.3	8.1	9.9	9.5
증가율 (%)	N/A	-33.3	25.0	100.0	60.0
영업외손익	1	0	1	2	2
금융수익	1	1	2	2	2
금융비용	0	1	1	0	0
기타영업외손익	0	0	-0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	7	4	7	11	18
세전계속사업이익률	21.9	9.3	11.3	10.9	10.7
증가율 (%)	N/A	-42.9	75.0	57.1	63.6
법인세비용	0	-0	-1	-1	1
계속사업이익	6	4	8	12	17
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	6	4	8	12	17
당기순이익률 (%)	18.8	9.3	12.9	11.9	10.1
증가율 (%)	N/A	-33.3	100.0	50.0	41.7
지배주주지분 순이익	6	4	8	12	17
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-0	-0	-0	0	0
총포괄이익	6	4	8	12	17

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	30	55	64	84	120
현금성자산	6	11	10	14	18
단기투자자산	9	28	28	31	36
매출채권	2	7	7	10	17
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	14	9	18	29	49
비유동자산	7	18	23	24	25
유형자산	5	11	15	17	19
무형자산	1	6	5	3	2
투자자산	0	1	1	1	2
기타비유동자산	1	0	2	3	2
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	37	73	87	108	145
유동부채	14	14	19	28	46
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	6	2	5	5	9
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	8	12	14	23	37
비유동부채	1	4	5	6	8
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1	3	4	4	4
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	1	1	2	4
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	15	19	24	34	54
지배주주지분	22	54	62	74	91
자본금	5	6	6	6	6
자본잉여금	1	28	28	28	28
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	-0	-0	-0	-0
이익잉여금	16	21	29	41	58
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	22	54	62	74	91

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	3	6	8	11	15
당기순이익	6	4	8	12	17
유형자산 상각비	1	1	2	3	3
무형자산 상각비	0	1	2	2	1
외환손익	-0	-0	-0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-4	-1	-3	-5	-7
기타	0	1	-1	-1	1
투자활동으로인한현금흐름	-8	-32	-9	-8	-11
투자자산의 감소(증가)	0	-1	-0	-0	-1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-6	-8	-5	-5
기타	-5	-25	-1	-3	-5
재무활동으로인한현금흐름	1	31	-0	0	0
차입금의 증가(감소)	1	2	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	5	28	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-5	1	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-4	5	-1	4	4
기초현금	9	6	11	10	14
기말현금	6	11	10	14	18

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	677	412	674	1,049	1,492
EPS(지배순이익 기준)	677	412	674	1,049	1,492
BPS(자본총계 기준)	2,319	4,734	5,416	6,465	7,957
BPS(지배지분 기준)	2,319	4,734	5,416	6,465	7,957
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	0.0	34.5	71.6	46.0	32.3
P/E(지배순이익 기준)	0.0	34.5	71.6	46.0	32.3
P/B(자본총계 기준)	0.0	3.0	8.9	7.5	6.1
P/B(지배지분 기준)	0.0	3.0	8.9	7.5	6.1
EV/EBITDA(Reported)	-1.7	20.8	35.7	23.7	16.0
배당수익률	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	-39.2	63.6	55.7	42.2
EPS(지배순이익 기준)	N/A	-39.2	63.6	55.7	42.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	28.3	11.6	13.3	17.7	20.7
ROE(지배순이익 기준)	28.3	11.6	13.3	17.7	20.7
ROA	16.7	8.0	9.7	12.4	13.5
안정성 (%)					
부채비율	69.2	34.6	39.1	45.6	59.1
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	66.9	73.9	17.3	24.6	39.1

** K-IFRS 연결 기준*

HYUNDAI MOTOR GROUP

2023.12.22

글로벌 Style 전략 :

미국 성장주의 지속적 강세 이유 및 전망

투자전략팀장 김중원
02) 3787-2290
simon@hmsec.com

RA 이진청
02) 3787-2191
Jincheong.lee@hmsec.com

내일의 차이 현대차증권

Executive Summary

1. 미 성장주 10년 상승의 비결은?

- 금융위기 이후 미 증시는 10년 이상의 상승 추세를 지속하는 Secular Cycle 증시로 이는 금융위기 이후 미 기업의 ROE가 추세적으로 개선되며 가능했던 것으로 해석됨
- 애플이 아이폰을 출시하면서 "모바일 혁명"이 시작됐고, FAANG 기업의 자본 대비 높은 수익 창출 능력은 R.O.E 상승으로 이어져 궁극적으로 미 증시의 R.O.E가 지속 상승할 있었음

2. 미 성장주의 혁신은 끝이 없어라!

- 올해 화두가 되고 있는 빅테크 기업들을 일컫는 M7(Magnificient 7, 애플, 마이크로소프트, 구글, 아마존, 엔비디아, 메타, 테슬라)은 그 성장성으로 주목받는 7종목
- '22년 M7의 평균 ROE는 44.9%. S&P500의 경우 19.4%로 펀더멘탈 측면에서 확실한 격차를 보임
- 즉 빅테크 기업은 일각의 고평가 우려에도 불구, 지속적으로 펀더멘탈 제고를 통해 밸류에이션을 정당화 해왔음

3. 스타일 프리미엄과 기대수익률

- S&P 미국 전체(1500), 가치(Value), 성장(Growth), 대형(500), 소형(600), 배당(HYDA)에 대해 과거 역사적 수익률, 선행주가배수, 잔여이익모형(Residual Income Model) 등과 같은 다양한 방법을 통해 스타일별 Risk Premium 크기를 검증하고 기대수익률을 추정
- 과거 역사적 수익률('10년~'22년)에 기초한 미국 및 스타일 기대수익률은 미국 10.9%, 가치주 9.0%, 성장주 12.7% 등
- 동기간 선행PER를 통해 코스피 및 스타일 기대수익률을 산출했으며 미국 6.2%, 가치 7.1%, 성장 5.4% 등을 기록
- 동기간 RIM모형을 통한 기대수익률은 미국 7.5%, 가치 8.1%, 성장 8.4% 등을 기록

4. 2024년 미국 스타일 지수 전망

- 효율적 시장 이론에 따르면 밸류에이션 낮은 가치주의 투자성과가 밸류에이션이 높은 성장주 대비 장기적으로 높아야 함
- 하지만, 2010년부터 현재까지 미국 주식시장에서 저 PER과 저 PBR 주식인 가치주 대비 성장주가 강세를 기록했는데 특히 2023년 금리 상승에도 불구 성장주가 강세는 지속
- 이는 무엇보다 미국 성장주의 R.O.E가 금리 상승보다 더 빠르게 상승해 시간이 지날 수록 투자매력이 높아진 영향으로 해석됨
- R.I.M 모형으로 2024년 미국 스타일 지수의 상승여력을 분석한 결과 미국 성장(11.9%), 순수성장과(9.0%) 대형(8.1%) 순으로 높게 나타났음

Contents

1. 미 성장주 10년 상승의 비결은? 6

2. 미 성장주의 혁신은 끝이 없어라! 16

3. 스타일 과거 수익률, 프리미엄과 기대수익률 22

4. R.I.M 모형으로 분석한 기대수익률 29

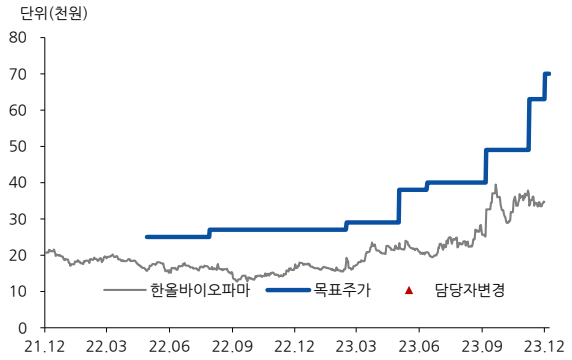
5. 미국, 대형, 소형과 배당 기대수익률 추정 44

6. 2024년 미국 스타일 지수 전망 55

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.05.19	BUY	25,000	-33.15	-27.80
2022.08.19	BUY	27,000	-42.89	-33.33
2023.02.19	AFTER 6M	27,000	-40.46	-34.41
2023.03.07	BUY	29,000	-30.74	-19.14
2023.05.23	BUY	38,000	-43.17	-36.97
2023.07.03	BUY	40,000	-41.78	-29.25
2023.09.27	BUY	49,000	-29.88	-19.49
2023.11.29	BUY	63,000	-45.28	-42.62
2023.12.22	BUY	70,000		

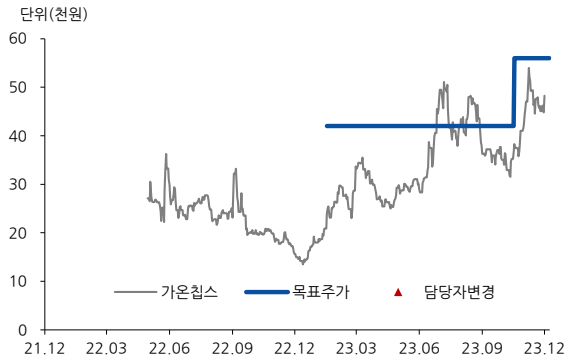
▶ 최근 2년간 한올바이오파마 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.02.06	BUY	42,000	-24.81	21.67
2023.08.06	AFTER 6M	42,000	-6.18	14.88
2023.11.07	BUY	56,000	-20.00	-3.57
2023.12.22	BUY	56,000		

▶ 최근 2년간 가온칩스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.10.01~2023.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	89.1%
보유	18건	10.9%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.