

아이엠비디엑스 (461030)

'암 진단'계의 떠오르는 섯별

2024년 9월 30일

✓ 투자판단	Not Rated	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (9월 27일)	17,150 원

[핵심성장]

백지우 연구원
 ✉ jiwoo100@shinhan.com

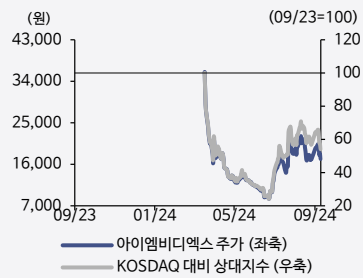
이병화 연구위원
 ✉ bh.lee@shinhan.com

Revision	
실적추정치	신규
Valuation	-

시가총액	240.4십억원
발행주식수(유동비율)	14.0백만주(63.9%)
52주 최고가/최저가	36,000 원/8,510 원
일평균 거래액 (60일)	38,006백만원
외국인 지분율	0.0%

주요주주 (%)				
김태우 외 3인				16.3
인터베스트 외 2인				13.4
수익률 (%)				
	1M	3M	12M	YTD
절대	(19.5)	64.0	-	-
상대	(20.5)	77.5	-	-

주가



신한생각 의사와 소비자의 수요를 모두 잡은 '캔서파인드'

혈액 10mL를 통해 8종암을 검사하는 '캔서파인드' 올해 상용화 시작, 현재 세브란스 검진센터, 하나로검진센터 등에서 비급여로 서비스. 다수의 대학병원검진센터에 납품 협의 중. PET CT, MRI 암 검진에 비해 저렴하며 암환자가 아닌 일반인도 쉽게 접근 가능. 의사 또한 추가 장비 도입없이 병원 수익성 개선 가능, 도입 병원의 빠른 확대 예상

재발 탐지부터 정밀 진단까지, 암 관련 제품 풀 라인업 구축

1) 알파리퀴드: 현재 국내 34개 주요 병원에서 사용(비급여, 150만원), 주요 암 유전자 분석으로 개인 맞춤형 치료 제공. 알파리퀴드 HRR은 아스트라제네카와 파트너십을 맺으며, 올라파립 동반진단 제품으로 현재 8개국에 서비스 중, 알파리퀴드100, 알파솔리드100에 대해서도 아스트라제네카 CAMCAR와 파트너십 체결, 25년 이후 본격적인 수출 매출 발생 예상

2) 캔서디텍트: 수술 후 3주 이내에 암의 재발 여부 조기 탐지, 지난 8월 혁신의료기술 심사 신청서 제출, 치료받은 암 환자의 30% 이상은 5년 이내에 재발. 재발에 대한 두려움을 해소하고자 하는 니즈를 정확히 충족한 제품으로 25년 상용화 이후 빠른 시장 침투 기대

Valuation & Risk

2024년 매출액 61억원(+51.5% YoY), 영업적자 91억원(적자지속) 추정, 연구개발비의 증가로 적자 구조 지속, 판관비율을 관리하며 영업이익률 개선 중. 아스트라제네카와의 파트너십을 기반으로 수출 비중 지속 증가

1) 캔서파인드의 대학병원 검진센터 건강검진 패키지 진입, 2) 캔서디텍트 상용화가 시작되면 본격적인 주가 재평가 기대. 다만 오버행 부담 잔존, 7월 3일 이후 해제된 의무 보유 물량은 전체 주식의 40% 이상

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	2.6	(8.7)	(10.4)	0.0	39.0	0.0	(5.0)	-
2023	4.0	(7.8)	(10.4)	0.0	91.3	0.0	0.7	-
2024F	6.1	(9.1)	(9.6)	(24.0)	(271.5)	(190.5)	(31.6)	-
2025F	12.5	(6.2)	(6.5)	(37.2)	143.9	(31.1)	(45.0)	-
2026F	23.5	0.7	0.4	553.4	(5.8)	(32.9)	223.7	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

I. 산업 분석

조직 생검의 한계를 극복한 '액체 생검'

조직생검과 비교해 1) 낮은 부작용, 2) 쉬운 검사, 3) 높은 성공률

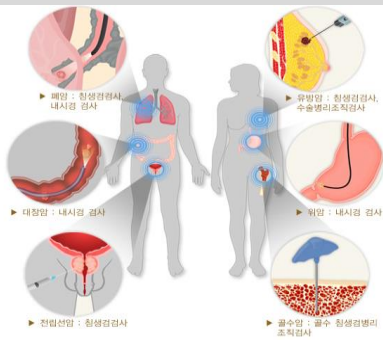
조직생검은 치료제를 선택하는 표준기준이다. 현재까지는 조직생검이 가능하다면 조직생검을 우선순위로 둔다. 액체생검은 이를 보완하거나 대안으로서 사용된다. 즉 의료진의 판단에 주는 추가정보를 제공하거나, 조직생검에 사용할 조직을 얻을 수 없을 때 사용한다. 그렇다고 액체생검의 입지가 낮은 것은 아니다. 전체 암 환자의 20~25%는 조직생검을 하기 어려운 암종이거나 충분한 양의 조직을 얻지 못하기 때문이다.

조직생검의 한계는 명확하다. **첫번째, 부작용이다.** 시료를 얻는 과정에서 부작용이 생긴다. 기흉(13.5%), 인공호흡이 필요한 호흡부전(5.8%), 출혈(1.5%) 등 조직생검으로 인한 부작용이 뚜렷하다.

두번째, 기간이 길다. 검사 결과가 나오기까지 최소 한달정도의 시간이 걸린다. 특히 미국의 경우 환자에게 조직생검을 하기로 결정하고 실제 검체를 채취하는 시술까지도 10일 이상이 소요된다. 진행이 빠른 암의 경우 한달은 꽤나 유의미한 기간이다. 한국의 경우도 빠르면 2주, 외국으로 조직을 보내야하는 경우는 두달까지 소요된다. **세번째, 실패율이 높다.** 조직생검 실패율은 약 30~40%다. 검체를 얻는다고 해도 해당 검체에서 충분한 종양 DNA를 못얻을 확률이 높다. 검체 부위를 잘못 선정하거나, 검체를 채취해 검사를 진행하는 과정에서 실수가 발생할 수도 있다. 뇌암, 췌장암처럼 검체를 얻는 것 자체부터 어려운 경우도 있다.

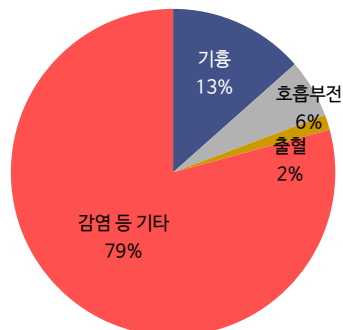
네번째, 가격이 비싸다. 미국 기준 폐암 조직생검 비용은 평균 1.5만달러다. 여기에 NGS 검사비를 더하면 2만달러를 상회한다. 미국에서는 비용 문제로 인해 조직생검을 포기하는 비율이 40%에 달한다. 이 외에도 **접근성과 이질성** 문제가 있다. 접근성의 경우, 뼈나 뇌로 암이 전이되거나 초기암의 경우 조직생검이 매우 어렵다. 이질성의 경우, 변이암을 찾기 어렵다. 그리고 암은 매우 높은 확률로 변이를 일으킨다. 한 부위에서 검체를 채취해 검사를 진행해도, 다른 곳에서 변이를 일으켰다면 정확한 값을 얻기 어렵다.

질환 및 발생부위에 따른 조직검사 유형



자료: 국가건강정보포털, 신한투자증권

조직생검 부작용



자료: 가던트헬스, 신한투자증권

조직생검의 한계를 극복/
대체하는 액체생검

여러가지 한계와 단점이 있지만 조직생검의 근본적인 한계점은 종양조직 내 이질성이다. 암은 그 자체로 ‘변이’다. 암의 병기가 진행될수록 변이는 확대되고, 공간적으로도 전이, 확대 등의 양상을 띤다. 암의 변이가 어떻게 이뤄지고 있는지 파악하기 위해서는 특정 부위의 조직을 들여다보는 것만으로는 충분하지 않다.

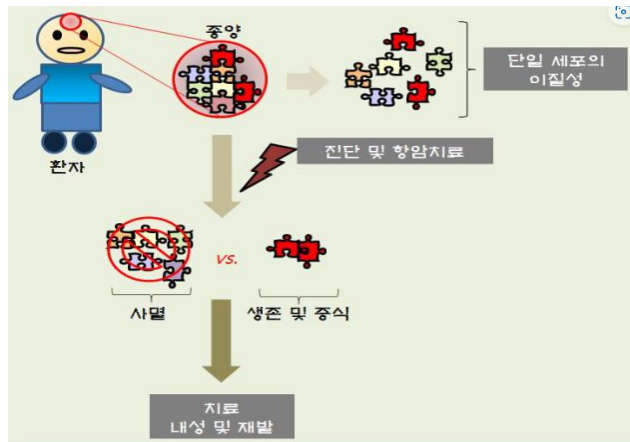
비소세포폐암 환자 100여명을 대상으로 한 연구에서 암의 변이/진화를 추적했다. 관찰 2주까지는 조직생검과 액체생검의 결과가 100% 일치했다. 그러나 6개월 후에는 60%만이 일치했다. **6개월 후에는 환자의 몸 어딘가에 새로운 종류의 변이암이 자리잡았다는 뜻이다.** 액체생검을 통해 암 변이를 계속 추적해야하는 이유이자, 액체생검이 환자를 살리는데 필요한 이유다.

액체생검 vs. 조직생검

액체생검 (Liquid Biopsy)	조직생검 (Tissue Biopsy)
<ul style="list-style-type: none"> ctDNA CTCs EVs 	
비침습적 (최소한의 침습)	침습적
단시간 소요	장시간 소요
고감도	저감도
샘플 분리 비용 낮음	샘플 분리 비용 높음
임상적으로 검증되지 않음	임상적으로 검증됨
조직학적 평가 미제공	조직학적 평가 제공
지속적 종양진화 감시	종양진화 미감시
약물반응 실시간 감시	약물반응 실시간 감시 X
암 종양반응 이질성	암 종양반응 이질성 없음

자료: 한국바이오협회, 신한투자증권

암세포 이질성의 의미



자료: Research Gate, 신한투자증권

액체생검에서 가장 대중적으로 사용되는 cfDNA

액체생검에 사용되는 바이오마커 - cfDNA, CTC, 엑소좀

액체생검에 기반한 진단은 체액 내 암 유래성분에 대한 분석을 기반으로 한다. 암세포에서 분비된 대사산물(암항원과 같은 단백질), 순환 종양세포(CTC), 순환 세포유리(cfDNA)에 포함되는 순환 종양 DNA(ctDNA), 마이크로 RNA, 순환세포 외 소포체(엑소좀 등)와 같은 것들이 분석의 대상이 된다. 그중에서도 아이엠비디엑스는 ctDNA를 통한 액체생검을 진행하고 있다.

cfDNA(ctDNA)

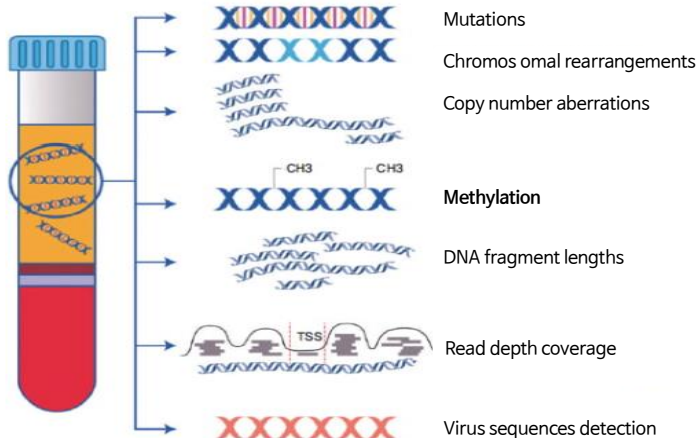
다양한 암 유래 체액 성분 중 가장 기술 개발이 활발한 분야다. 일반적으로 세포 괴사와 세포사멸에 의해 생성되고 빠르게 증식하는 암세포를 가진 암환자의 경우 정상인에 비해 혈액 내 cfDNA의 농도가 높다. CfDNA는 염증 질환 세포 뿐만 아니라 정상 세포에서도 유래된다. 주로 1) 예정된 죽음인 세포 사멸, 2) 갑작스러운 죽음인 세포 괴사, 3) 알 수 없는 이유로 살아있는 세포가 능동적으로 DNA 조각을 분비하며 cfDNA가 나온다.

순환종양 DNA(ctDNA)는 혈액에 떠다니는 DNA 조각 가운데 암세포에서 유래한 것들이다. cfDNA의 일종이지만 더 좁은 개념이다. 종양세포의 유전적 특징을 반영하고 있어 치료제를 선택하거나 재발 환자를 모니터링하는 예후 진단에 사용된다. NGS 기술이 발달하며 조기진단에 사용하려는 시도가 늘어나고 있다.

다만 전체 cfDNA 농도의 0.01% 미만만이 종양세포에서 유래한 ctDNA다. 미량의 ctDNA 검출을 위해서는 ddPCR, 표적 심층분석과 같은 고민감도 검출 방법이 요구된다. 따라서 액체생검은 분자진단 기술의 진보와 결을 같이 한다.

ctDNA가 암 조기진단의 만능열쇠는 아니다. 1) 초기 암일 경우 미량의 ctDNA 내 돌연변이를 감지하기 어렵다는 점, 2) 모든 환자가 특정 암의 전형적인 유전형질을 갖고 있지 않다는 점 등이 ctDNA의 한계로 지적된다.

혈액에서 확인할 수 있는 암 유래 ctDNA의 특성



자료: 특허청, 신한투자증권

아이엠비디엑스가 NGS를 선택한 이유

NGS(Next Generation Sequencing), 차세대 염기서열분석법은 대량의 유전체 염기서열을 무수히 많은 조각으로 쪼개어 각 조각을 동시 다발적으로 분석하는 방식이다. 이전 방식의 경우 개인의 유전체 분석을 위해 많은 시간과 비용이 필요했다. 이를 극복하여 개인의 유전체를 대량으로 분석할수 있는 기법이 NGS다.

NGS를 활용하는 다양한 기업

NGS 기반 조기진단 제품 출시 확대

분자진단 검사 기술이 발달하며 액체생검에 기반한 다양한 암 조기진단 검사법이 개발되고 있다. 이 중에서 NGS기반 조기진단 제품을 출시한 회사는 대표적으로 가던트헬스와 그레일이 있다. 가던트헬스는 2022년 혈액 기반 대장암 조기진단 NGS 검사인 ‘가던트 쉘드’를 LDT 형태로 출시했다. 클리아랩에서 검사 서비스 형태로 제공되는 것이다. 가던트 쉘드는 NGS 기술을 이용해 대장암과 관련된 유전자 변이, 메틸화, cfDNA 등을 측정한다. 민감도 83%, 특이도 90% 정도로 에피프로콜론 등 기존 혈액기반 암 검사법보다 높은 수준의 정확도를 구현했다.

그레일의 ‘갤러리’검사는 50종의 다중 암 선별검사를 구현하고자한다. NGS 검사법이 다중 핵산 바이오마커 검출이 가능하다는 점을 바탕으로 다양한 암종 검사를 수행한다. 그러나 다수의 암을 한번에 확인할 수 있지만 개별 암에 대한 검출 민감도가 떨어지는 단점이 있다.

암 조기진단 제품군을 살펴보면 NGS 기반의 제품들이 PCR 기반의 제품보다 민감도, 특이도가 확연히 낮다. 그레일과 가던트 헬스의 민감도는 각각 67%, 83%로 대부분 민감도 90%를 상회하는 PCR 기반 조기진단에 비해 정확도가 낮다. 아이엠비디엑스의 경우 초기암 진단을 위해 메틸레이션 패턴, 복제수 변이 등 다양한 마커를 사용하고 있다.

업체별 암 조기진단 대표 제품군

업체	아이엠비디엑스	지노믹트리	그레인	가던트헬스	이그젝트 사이언시스	에피 지노믹스
제품명	칸서파인드	얼리텍-C	Galleri	가던트실드	콜로가드	Epi proColon
타겟 암	다중암	대장암	다중암	대장암	대장암	대장암
검체	혈액	분변	혈액	혈액	분변	혈액
플랫폼	NGS	Real Time PCR	NGS	NGS	Real-Time PCR, ELISA	Real-Time PCR
검출방법	메틸레이션, 복제수 변이, 절편화	메틸레이션	메틸레이션	메틸레이션, mutation, DNA fragmentation	메틸레이션, mutation, 단백질	메틸레이션
바이오마커	다중 유전자	단일 유전자	다중 유전자	다중 유전자	다중 유전자	단일 유전자
민감도(%)	85.6	90.2	67.6	83	92	68.2
특이도(%)	95.7	90.2	99.5	90	90	80
FDA/CLIA	-	-	CLIA(1988)	CLIA(1988)	FDA(2014), CLIA(2014)	FDA(2016)
비고		체외진단용 의료기기 3등급허가 (2018)	-	LDT	-	-

자료: 젠큐릭스, 신한투자증권

II. 투자 포인트

암 주기별 풀 라인업 구축

정밀진단, 재발 탐지, 조기진단 등 다양한 제품 보유

재발, 조기진단, 치료 등 암 발생 주기 전반에 대한 제품 라인업을 보유하고 있다. 1) 3~4기 진행암에 대한 정밀 진단, 치료제 매칭 서비스를 제공하는 ‘알파리퀴드’, 2) 암 재발을 조기에 탐지하는 ‘캔서디텍트’, 3) 혈액을 통해 다중암을 조기 진단해주는 ‘캔서파인드’가 주력 제품이다.

국내에서 유일하게 조기진단, 동반진단, 정밀의료 전 주기에 걸친 제품 상용화에 성공했다. 21년도부터 임상 처방이 시작됐으며, 현재 국내 액체생검 플랫폼 시장 점유율 1위로 성장했다.

①알파리퀴드: 국내 주요 병원 30곳 이상에 서비스 중

알파리퀴드는 현재 서울대학교병원, 삼성서울병원 등 국내 34개 주요 병원에서 사용되고 있다. 비급여 형태로 약 150만원에 서비스 중이다. 3~4기 진행암, 전이암 환자를 대상으로, 주요 암 유전자를 분석해 개인 맞춤형 치료를 가능하게 한다. 특히 폐암의 경우 표적치료제 개발이 활발히 진행되고 있어, 알파리퀴드 검사의 임상 적용이 빠르게 이뤄지고 있다.

글로벌 경쟁사 제품의 경우 350만원의 가격대를 형성하고 있다. 모든 검사가 해외에서 시행되므로 접근성이 낮다. 정밀진단 프로파일링 기술력 중 가장 중요한 조직일치도도 알파리퀴드가 우수하다.

알파리퀴드 HRR의 경우 호르몬 저항성 전립선암 환자를 대상으로 한 제품이다. 글로벌 제약사 아스트라제네카와 파트너십을 맺으며, 올라파립 동반진단 제품으로 현재 8개국에 서비스 중이다. 알파리퀴드 HRR을 시작으로 알파리퀴드 100, 알파솔리드 100에 대해서도 아스트라제네카 CAMCAR(중남미 위주)와 전략적 파트너십을 체결했다. 아이엠비디엑스의 기술력을 인정받은 결과다.

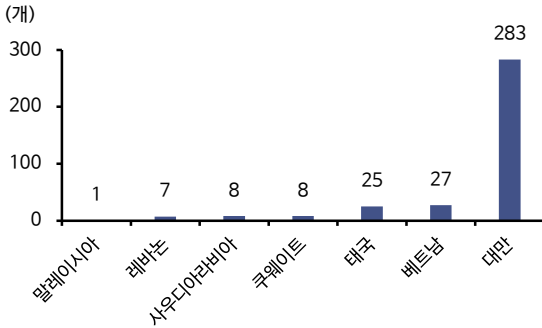
아이엠비디엑스 주요 제품

암 진단/치료 패러다임을 바꾼 아이엠비디엑스 제품 포트폴리오



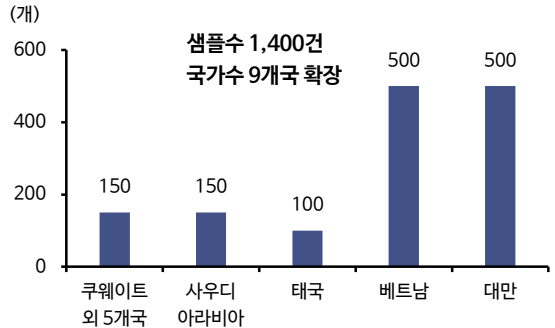
자료: 회사 자료, 신한투자증권

알파리퀴드 HRR 샘플 현황



자료: 회사 자료, 신한투자증권

알파리퀴드 HRR 향후 목표



자료: 회사 자료, 신한투자증권

알파리퀴드 비교우위

구분	알파리퀴드 100	가던트 헬스
검출 한계	SNV: 0.11% Insertion: 0.11% Deletion: 0.06%	SNV: 0.20% Insertion&Deletion(Driver): 0.11% Insertion&Deletion(Suppressor): 0.43%
조직일치도	비스소세포페암 주요 유전자: 85.3% 비스소세포페암 EGFR: 95.7% 비스소세포페암 ALK: 83.3%	비스소세포페암 EGFR, ALK: 78.6% 비스소세포페암 EGFR Exon20ins: 80.8% 전이성대장암 RAS: 74.2%
고유 분자 덱스	중간값 9,500x	5,000x

자료: 회사 자료, 신한투자증권

②캔서디텍트, 국내 유일 재발 모니터링 제품

캔서디텍트는 수술 후 3주 이내에 암의 재발 여부를 조기 탐지 할 수 있는 제품이다. 현재 혁신의료기술 심사 신청서를 제출해놓은 상태다. 혁신의료기술 평가가 완료되면 임상현장에서 조기 사용이 가능하다.

암 환자의 가장 큰 두려움은 재발이다. 치료받은 암 환자의 30% 이상은 5년 이내에 재발한다. 그러나 조기진단시 환자의 완치율은 90%까지 올라간다. 수술 후 1개월부터 바로 재발을 진단할 수 있는 캔서디텍트는 상용화 시 빠르게 매출이 올라갈 수 있는 제품이다.

미세잔존암 재발탐지 분야 경쟁사인 나테라의 경우 2Q24 매출액은 전년 동기 대비 60% 가까이 성장했다. 검사 건수 또한 12.5만건(+50% YoY)을 기록했다. 일반인을 대상으로 하는 조기진단에 비해 암환자만을 대상으로 하여 잠재 시장 규모는 적다. 그러나 재발에 대한 두려움을 해소하고자 하는 니즈를 정확히 충족한 제품으로, 실질적인 구매로 이어질 확률이 훨씬 높은 시장이다.

캔서디텍트 경쟁력 비교

구분	캔서디텍트	가던트헬스	나테라
혈액량	20ml	40ml	20ml
진단시간	4~5주	2주	4주
ctDNA 검출한계	0.001%	0.01%	0.01%
항암전	민감도	63.6%	-
	특이도	90.8%	-
항암후	민감도	64.7%	50.0%
	특이도	100.0%	94.7%
가격	\$1,600	\$3,500	\$3,900

자료: 회사 자료, 신한투자증권

③캔서파인드, 10ml로 찾아 내는 8종암

캔서파인드는 10ml의 혈액을 통해 8개의 암종(대장, 위, 간, 췌장, 폐, 유방, 난소, 전립선)을 동시에 검사하는 제품이다. 암 검진 정확도는 86%, 암 위치 예측 정확도는 84%에 달한다. 질병관리청에 유전자검사 항목으로 등록되어 있으며, 비급여로 서비스 중이다. 가격은 80만원대로 경쟁사 대비 60~70% 수준이다. 23년 11월부터 하나로 의료재단, 효신의료재단, 세브란스 등에서 검사가 가능하다.

조기진단에서 가장 중요한 지표인 민감도와 특이도를 보면 글로벌 경쟁사 그레일에 못지 않은 수치를 기록했다. 대장암 100%, 간암 90.9%, 폐암 89.7% 등으로 그레일은 암종이 더 많긴 하지만 상용화 제품의 민감도가 50% 수준이다. 다만 특이도의 경우 96.1%로 그레일의 99.5%보다 낮다. 특이도는 정상인 데이터 확보가 핵심인데, 향후 더 많은 데이터 확보를 통해 특이도를 높혀갈 예정이다.

캔서파인드 글로벌 비교 우위

구분	캔서파인드	가던트(실드)	그레일(갤러리)
혈액량	10ml	-	20ml
기본기술	NGS	NGS	NGS
유전적 특징	메틸레이션, 복제수 변이, 절편화	메틸레이션, 단백질 마커, 제세포 변이	메틸레이션
진단 시간	7일 이내	-	7일 이내
대상 암종	8종	대장암	>50종
민감도/특이도	85.6%/95.7%	83%/90%	51.5%/99.5%
가격	\$610	\$895	\$949

자료: 회사 자료, 신한투자증권

캔서파인드 국내 비교 순위

구분	캔서파인드	A사	B사
혈액량	10ml	7ml	분변검사
기반기술	NGS(WGMS)	NGS(WGS)	PCR
유전적 특징	메틸레이션, 복제수 변이, 절편화	돌연변이, 절편화	메틸레이션
대상 암종	8종	6종	대장암
민감도/특이도	85.6%/95.7%	91.1%/95%	90.2%/90.2%
가격	80만원	100만원	15~20만원

자료: 회사 자료, 신한투자증권

캔서파인드와 기타 암 스크리닝 기술 비교

구분	캔서파인드	MRI	PET-CT	암정밀 검진	종양표지자
비용	80만원	42~200만원	151만원	190만원	항목당 3만원
대상 암종	8종암	간암, 두경부암, 유방암, 난소암, 자궁경부암	주요 고형암	주요 고형암	4~6 암종
검사시간	5분 이내	20~90분	90~120분	3~5시간	5분 이내
진단시간	7일 이내	3일 내외	3~5일	15일 이내	7일 이내
민감도	85.6%	50~90%	46~93%	-	8~57%
특이도	95.7%	93~95%	81~96%	-	8~57%
특징	한번의 채혈로 다중암 진단 가능	고비용, 부위마다 따로 검사 필요	고비용, 작은 크기 병변 탐지 불가	암종마다 다른 검사 방법 사용, 긴 검사 시간	작은 혈액, 간편한 검사, 낮은 민감도와 특이도

자료: 회사 자료, 신한투자증권

캔서파인드 성장 로드맵



자료: 회사 자료, 신한투자증권

III. 실적 추정

2024년 매출액 61억원(+51.5% YoY) 추정

2024년 매출액 61억원(+51.5% YoY), 영업이익자 91억원(적자지속)을 추정한다. 24년 상반기 21억원의 매출을 기록했다. 매출비중은 알파리퀴드 58%, 캔서디텍트 18%, 캔서파인드 21% 이다. 아스트라제네카 프로젝트 등으로 알파리퀴드 수출이 증가하며 전반적인 매출 성장을 견인했다. 연구개발비의 지속 증가로 판관비가 늘어나며 적자가 계속되고 있다. 매출성장률 대비 판관비율을 관리하며 영업이익률 개선을 위해 노력 중이다.

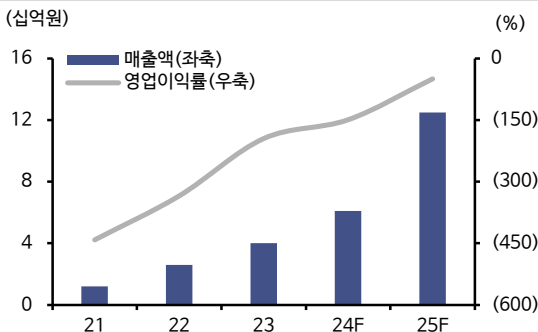
아스트라제네카와의 협업을 위주로 해외 시장 진출에 박차를 가하고 있다. 현재 총 23개국에 진출했으며, 수출비중이 50%에 육박한다. 23년도 말부터 캔서파인드의 비급여가 시작되며 올해부터 매출 발생이 본격화되고 있다. 30여개의 중소형 병원과 계약이 완료됐으며 대학병원 이외의 1, 2차 병원에서도 캔서파인드 이용이 가능할 예정이다. 1) 캔서파인드의 대학병원 검진센터 건강검진 패키지 진입, 2) 캔서디텍트 상용화 등이 시작되면 본격적인 주가 재평가가 기대된다.

아이엠비디엑스 연간 매출액 추이 및 전망

	21	22	23	24F	25F
매출액	1.2	2.6	4.0	6.1	12.5
알파리퀴드100	0.4	1.5	2.2	3.1	5.1
알파리퀴드HRR	-	-	0.2	0.8	2.4
캔서디텍트	-	0.4	0.6	0.8	1.2
캔서파인드	0.1	0.2	0.6	1.0	3.1
기타	0.7	0.4	0.3	0.4	0.7
YoY	500.0	113.3	53.4	51.5	104.9
영업이익	(5.3)	(8.7)	(7.8)	(9.1)	(6.2)
OPM	(441.7)	(330.2)	(192.9)	(148.6)	(49.9)

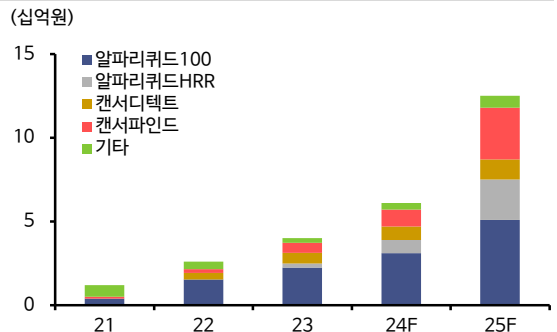
자료: 신한투자증권 추정

매출액 및 영업이익률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

사업부별 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	17.4	9.8	4.2	3.9	8.7
유동자산	13.1	6.4	1.9	2.3	7.5
현금및현금성자산	5.4	4.4	(0.4)	(0.3)	4.7
매출채권	0.5	1.0	1.2	1.4	1.5
재고자산	0.6	0.3	0.4	0.4	0.5
비유동자산	4.2	3.5	2.2	1.6	1.2
유형자산	3.5	2.8	1.5	0.8	0.4
무형자산	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
투자자산	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	48.5	1.5	5.4	11.6	16.0
유동부채	48.2	1.2	2.6	5.8	9.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.3	0.2	0.3	0.7	1.3
유동성장기부채	0.2	0.3	1.2	3.0	4.2
비유동부채	0.3	0.3	2.8	5.8	6.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	0.0	0.0	2.4	4.9	4.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	(31.1)	8.3	(1.3)	(7.7)	(7.3)
자본금	0.5	1.1	1.1	1.1	1.1
자본잉여금	1.5	50.9	50.9	50.9	50.9
기타자본	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	(35.4)	(45.8)	(55.4)	(61.9)	(61.4)
지배주주지분	(31.1)	8.3	(1.3)	(7.7)	(7.3)
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*충차입금	47.5	0.3	3.6	7.9	9.1
*순차입금(순현금)	36.1	(4.0)	4.0	8.2	4.5

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	(6.3)	(6.2)	(8.0)	(4.1)	3.8
당기순이익	(10.4)	(10.4)	(9.6)	(6.5)	0.4
유형자산상각비	1.5	1.6	1.3	0.7	0.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(0.8)	(0.1)	0.3	1.6	3.0
(법인세납부)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	3.4	2.7	(0.0)	0.1	0.0
투자활동으로인한현금흐름	(7.4)	5.5	(0.1)	(0.0)	(0.0)
유형자산의증가(CAPEX)	(1.7)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(0.1)	(0.0)	(0.0)
기타	(5.7)	6.0	0.0	0.0	0.0
FCF	(9.7)	(6.7)	(7.6)	(4.3)	3.3
재무활동으로인한현금흐름	(0.2)	(0.3)	3.3	4.3	1.2
차입금의증가(감소)	0.0	0.0	3.3	4.3	1.2
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.2)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(14.0)	(1.0)	(4.8)	0.1	4.9
기초현금	19.3	5.4	4.4	(0.4)	(0.3)
기말현금	5.4	4.4	(0.4)	(0.3)	4.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

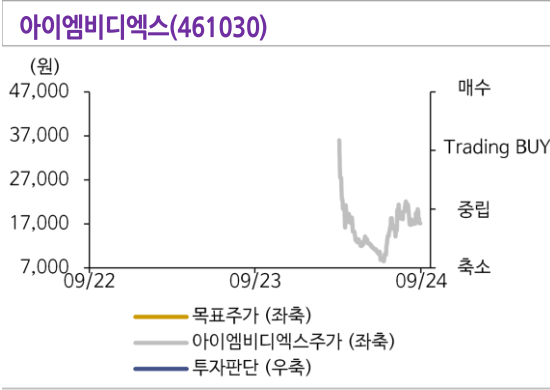
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2.6	4.0	6.1	12.5	23.5
증감률 (%)	113.3	53.4	51.5	104.9	88.0
매출원가	2.3	2.6	4.1	6.1	7.5
매출총이익	0.4	1.4	2.0	6.4	16.0
매출총이익률 (%)	14.2	35.2	32.8	51.2	68.1
판매관리비	9.0	9.2	11.1	12.6	15.3
영업이익	(8.7)	(7.8)	(9.1)	(6.2)	0.7
증감률 (%)	적지	적지	적지	적지	흑전
영업이익률 (%)	(330.2)	(192.9)	(148.6)	(49.9)	3.0
영업외손익	(1.8)	(2.6)	(0.5)	(0.2)	(0.3)
금융손익	(2.1)	(2.7)	(0.5)	(0.2)	(0.3)
기타영업외손익	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	(10.4)	(10.4)	(9.6)	(6.5)	0.4
법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	(10.4)	(10.4)	(9.6)	(6.5)	0.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(10.4)	(10.4)	(9.6)	(6.5)	0.4
증감률 (%)	적지	적지	적지	적지	흑전
순이익률 (%)	(397.6)	(258.7)	(157.1)	(51.8)	1.8
(지배주주)당기순이익	(10.4)	(10.4)	(9.6)	(6.5)	0.4
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(10.4)	(10.4)	(9.6)	(6.5)	0.4
(지배주주)총포괄이익	(10.4)	(10.4)	(9.6)	(6.5)	0.4
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	(7.2)	(6.1)	(7.7)	(5.5)	1.1
증감률 (%)	적지	적지	적지	적지	흑전
EBITDA 이익률 (%)	(273.0)	(152.0)	(126.9)	(44.2)	4.7

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(914)	(912)	(715)	(462)	31
EPS (지배순이익, 원)	(914)	(912)	(715)	(462)	31
BPS (자본총계, 원)	(2,727)	729	(90)	(552)	(521)
BPS (지배지분, 원)	(2,727)	729	(90)	(552)	(521)
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	0.0	0.0	(24.0)	(37.2)	553.4
PER (지배순이익, 배)	0.0	0.0	(24.0)	(37.2)	553.4
PBR (자본총계, 배)	0.0	0.0	(190.5)	(31.1)	(32.9)
PBR (지배지분, 배)	0.0	0.0	(190.5)	(31.1)	(32.9)
EV/EBITDA (배)	(5.0)	0.7	(31.6)	(45.0)	223.7
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	(273.0)	(152.0)	(126.9)	(44.2)	4.7
영업이익률 (%)	(330.2)	(192.9)	(148.6)	(49.9)	3.0
순이익률 (%)	(397.6)	(258.7)	(157.1)	(51.8)	1.8
ROA (%)	(50.4)	(76.7)	(137.1)	(161.4)	6.9
ROE (지배순이익, %)	39.0	91.3	(271.5)	143.9	(5.8)
ROIC (%)	(225.6)	(181.5)	(279.4)	(402.0)	(101.6)
안정성					
부채비율 (%)	(155.7)	18.0	(429.2)	(149.9)	(219.3)
순차입금비율 (%)	(116.0)	(48.5)	(319.4)	(105.9)	(61.3)
현금비율 (%)	11.1	366.1	(15.5)	(4.4)	49.2
이자보상배율 (배)	(6.5)	(8.2)	(116.1)	(27.3)	2.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.4	3.8	5.9	35.6	(17.4)
재고자산회수기간 (일)	45.8	43.2	21.2	11.4	6.7
매출채권회수기간 (일)	68.0	71.5	68.0	38.0	22.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 백지우, 이병화)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 27일 기준)

매수 (매수)	93.92%	Trading BUY (중립)	4.18%	중립 (중립)	1.90%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------