

시 장 의 별 을 찾 아 서





Y U A N T A



시 장 의 별 을 찾 아 서

SUMMARY



[2차전지] 2026년, 유럽 EV 수요 확대에 주목하자

EU가 '청정산업 국가보조금 프레임워크(CISAF)'를 전격 도입하며, 2026년부터 유럽 내 EV·2차전지 산업에 대한 대규모 투자와 보조금 지원이 본격화. 이미 유럽 현지에 생산 능력을 확보한 중국 2차전지 기업들은 급증하는 EV 수요에 대응할 준비를 마쳤으며, 특히 LFP 배터리의 적용 범위가 EV 및 ESS 시장 전반으로 빠르게 확대되고 있음. 이에 따라 글로벌 생산기지를 빠르게 확장하는 중국 2차전지 기업들이 유럽 수혜주로 부각될 전망

Top Pick:

CATL(300750 .SZ): 정치적 리스크는 이미 주가에 반영. 유럽 내 생산기지 확대와 정책 수혜로 2026년부터 본격적인 성장세가 기대되어 밸류에이션 재평가 유력

EVE ENERGY (300014 .SZ): 2025년에는 ESS 중심 큰 폭의 외형성장이 기대되며, 2026년부터는 해외 공장(헝가리, 미국, 말레이시아) 본격 가동으로 글로벌 성장세가 더욱 가속화될 전망. 테슬라 ESS 셀 공급사 편입 효과도 2026년부터 두드러질 것

SUMMARY



[제약/바이오] 자가면역질환은 전체 질환 중 시장 규모로는 암질환에 이어 2위로 주요 의약품 시장 중 하나다. 오랜 기간 자가 면역 질환 내에서 류마티스성 관절염이 가장 큰 시장을 형성해왔으나 10년대 중반 이후 **건선 치료제 시장**이 급격히 성장하고 있으며 몇 년 내에 **류마티스성 관절염 시장 규모를 추월할 것**으로 예상된다.

건선 시장 성장에는 **IL-23 억제제와 IL-17 억제제가 등장하면서 기존 치료제 대비 우수한 효과를 보이고 있기 때문**으로 증상이 완전히 사라진 상태인 PASI100을 달성하는 환자 비율도 높아지고 있다. 두 기전 약물을 중심으로 건선 시장 성장이 이어질 것으로 예상되며 **IL-23 억제제 내에서 가장 우수한 약물인 Skyrizi를 보유한 AbbVie(ABBV. NQ)를 추천**한다. 또한 IL-17 억제제에서는 **IL-17A 뿐 아니라 IL-17F까지 억제**가 가능한 **Bimzelx를 판매하고 있는 UCB(UCB. BR)을 추천** 종목으로 제시한다.

CONTENTS



이차전지/신에너지	07
2026년부터 유럽 중심 EV 수요 개선 시작	08
장기적으로 LFP 적용 어플리케이션 범위 확대 예상	11
투자전략	13
해외 추천 종목: CATL(300750. SZ)	15
해외 추천 종목: EVE Energy(300014. SZ)	17
 제약/바이오	 19
건선, 자가 면역 질환 최대 시장으로 성장	20
해외 추천 종목: AbbVie(ABBV. NQ)	28
해외 추천 종목: UCB SA(UCB. BR)	34

TOP FOCUS



이차전지/신에너지



이안나

이차전지/신에너지

02 3770 5599

anna.lee@yuantakorea.com

2026년부터 유럽 중심 EV 수요 개선 시작

청정 산업 국가보조금 프레임워크(CISAF) 공식 채택

1. EV, 2차전지 부문 CISAF 내용

2025년 6월 25일, EU 집행위원회는 청정산업 국가보조금 프레임워크(CISAF, Clean Industrial State Aid Framework)를 공식 채택하고 즉시 발효했다. 이는 기존에 진행했던 한시적 위기 및 전환 프레임워크(TCTF)를 전면 대체하면서 2030년 12월 31일까지 적용된다. CISAF의 도입으로 인해 유럽 내 EV, 2차전지 등 청정기술 제조업에 대한 국가 보조금 지원이 대폭 확대될 예정이다. 이전까지 적용되었던 TCTF는 단일시장 내 경쟁 왜곡을 방지하기 위해 자금 투입이 엄격히 제한되었으나, 이번 프레임워크는 EU 내 탈탄소화와 산업 경쟁력 강화를 위해 주요 산업군에 공공 자금 투입을 가능케 한 것이 특징이다.

EV와 2차전지 산업 중심으로 살펴보면, 신규로 추진되는 EV 및 2차전지 제조 프로젝트에 보조금이 지원된다. 2차전지에는 배터리 셀, 소재, 핵심 원자재(리튬, 니켈 등) 생산 및 가공에 필요한 투자까지 포함된다. 특히 비 지원지역에서 시행되는 프로젝트의 경우, 적격 비용의 15% 이내, 프로젝트 별 최대 1억 5천만 유로까지 국가보조금을 받을 수 있도록 상한선이 설정되어 있다. 이는 기존 TCTF에서 허용되던 수준(7,500만 유로)보다 두 배로 확대된 규모다. 보조금 지급에는 엄격한 친환경 요건이 적용된다. 예를 들어, 저탄소 연료 등 관련 설비 투자의 경우 온실가스 배출량을 최소 70% 이상 감축해야 하며, 신규 설비에 한해 지원 가능하다. 또한, 보조금을 지원받은 프로젝트는 최소 5년간 해당 분야에 대한 투자를 유지해야 하며, 중소기업의 경우 3년으로 완화되었다. 만약 투자 유지 의무를 위반할 경우, 해당 지원금은 회수될 수 있음을 명시하고 있다. 이번 프레임워크는 역내산 부품·소재(EU산 배터리 등) 사용 시, 공공 지원사업이나 입찰에서 우대받을 수 있도록 하고 있다. 이에 외부(특히 중국 등) 공급망에 대한 의존도를 단계적으로 줄여나간다는 전략이다.

유럽 내 제조 생산에 큰 고민 중 하나인 높은 전기요금도 주요 지원 대상에 포함시켰다. 해당 산업군의 기업에 대해 연간 평균 도매 전기비용의 최대 50%까지 전기요금 감면을 지원할 수 있도록 하였다. 단, 감면 후 전기요금은 메가와트시(MWh)당 50유로 이상이어야 하며, 지나치게 낮은 전기요금으로 인한 시장 왜곡을 방지하는 장치도 함께 마련했다.

CISAF · 청정 산업 딜 내 EV · 2차전지 관련 주요 내용

구분	세부 내용	비고/특징
지원대상	청정기술 제조: 전기차, 2차전지 등 탄소중립 기술 포함, 배터리 제조·재활용, 핵심 원자재 생산·가공 지원	부속서 II (탄소중립 기술) 명시
국가보조금 지원	전기차/배터리 관련 신규 제조 프로젝트, 공공 투자 허용, 주요 부품 및 소재(배터리 셀, 소재) 지원	프로젝트 별 최대 1.5억유로 상한
순환경제 강화	배터리 원자재 재사용, 재제조, 재활용 등 지원 확대, 역외(중국 등) 공급망 의존도 경감 목표	자원 안보, 공급망 안정성 강화
지원조건	지원금은 신규 설비에 한해 지급, 감축 기준(온실가스 70% 감소) 충족 필요 (저탄소 연료 생산 시)	EU 규정 (EU 2024/1788 등) 적용
EU preference	역내산 부품·소재(EU 산 배터리 등) 우대 조달 적극 권장, 공모시 사전 투명 공개 필요	배터리·전기차 조달 시 유리
투자/지원 절차	공공자금 투자 절차 간소화, 프로젝트 완료 후 5년간 투자 유지 의무(중소기업 3년)	미 이행시 지원금 회수 가능
전기요금 완화	에너지집약산업(배터리 생산 포함) 전기요금 최대 50% 감면 지원, 단, 감면 후 요금 MWh 당 50유로 이상	고비용 해소, 생산 유지 유인
정책 목적/효과	유럽 배터리·EV 제조, 공급망, 혁신기업 투자 확대, 중국 등 역외 의존도 감소, 역내 산업 경쟁력 강화	글로벌 배터리 주도권 강화

자료: 유안타증권 리서치센터

2. 유럽 내 EV 수요 증가 기대 → LFP 중심

1) 중국 2차전지 기업의 기 승인 유럽 공장 생산능력 충분

이번 프레임워크 내용에서 공급망 안정성 강화를 위한 역내 공급망 우대 요건으로 인해 중국의 EV, 2차전지 기업의 유럽 내 수요 감소에 대한 우려가 있다. 중국 EV 공장의 경우, 유럽 내 프로젝트 승인이 이미 완료된 공장이 거의 없기 때문에 점유율 확대가 제한적일 수 있다. 그러나 2차전지의 경우, 기 승인되어 진행 중인 프로젝트가 CATL 기준으로만 100GWh(2025년 현, 44GWh → 2027년 100GWh) 수준이다. 그 밖에 Gotion 60GWh(2025년 기준), SVOLT 40GWh(2025년 기준) 등으로 유럽 내 생산능력이 충분히 확보된 상황이다. 이에 유럽 OEM사 기준으로 EV 수요 증가 시, 중국 2차전지 기업들의 유럽 내 생산능력 및 가동률 확대가 기대된다.

중국 2 차전지 기업, 유럽 내 생산능력 확장 계획

기업명	국가/도시	생산능력(GWh)	비고
CATL	독일 튀링겐	14	2022년 12월 가동
	헝가리 데브레첸	100	2025년 1차 준공, 2027년 완공
	스페인 사라고사	50	스텔란티스와 합작법인
	미공개 OEM 합작	미정	새로운 유럽 JV 예고
EVE 에너지	헝가리 데브레첸	30	2027년 가동 계획
CALB	포르투갈	미정	2025년 2월 착공
선오다	헝가리 니레지하저	미공개	3600억원 투자, 2024년 10월 착공
	영국 선덜랜드	15.8	1공장 가동(1.8GWh), 2공장 건설
AESC	프랑스 두에	24	2030년 완공 목표
파라시스	스페인 나발모라 데 라 마타	30	2024년 7월 착공
	튀르키예	20	TOGG 와 합작법인
고선	독일 쾰른	20	2023년 9월 가동
	슬로바키아	미정	이노벡과 합작법인
프로로지움(대만계)	프랑스 덩케르크	48	초기 Capa 2~4GWh

자료: 유안타증권 리서치센터

2) EV 소형 및 Standard range 위주 수요 확대

2026년 유럽 출시될 대표적인 EV 신차는 BMW 3-Series EV, Mercedes-Benz CLA-class EV, Kia EV3, EV4 등으로 소형 엔트리 모델 중심 수요 확대가 예상된다. 테슬라의 경우 모델Y Juniper도 LFP 장착 모델 비중이 높아 중국에 이어 유럽에서도 EV 소형 및 Standard range 위주 수요 확대가 기대된다. 특히, EV 기업 입장에서 LFP 배터리 장착 모델의 경우, 보조금 없이도 경제성이 확보되어 있는 상황이다. 이에 EV 기업들은 유럽 내 보조금 확대, LFP배터리 적용(유럽산)을 통해 수요 증가와 수익성 확대를 동시에 기대할 수 있다.

장기적으로 LFP 적용 어플리케이션 범위 확대 예상

어플리케이션 별 요구 spec 고려 시, 향후 LFP 적용 비중 확대

(1) EV 내 적용 추가 확대

LFP 배터리 기술 개발과 더불어 EV 세그먼트 별 요구 사양을 고려 시, LFP 적용 세그먼트 범위는 추가로 확대될 것으로 예상된다. 삼원계 배터리가 적용되었던 준중형 및 콤팩트(C 세그먼트)뿐 아니라 중형 및 패밀리(D/E 세그먼트) 차량에서의 적용은 2023년 하반기부터 점차 확대되고 있다. C 세그먼트 차량군은 300~400km의 주행거리와 1C 이상의 빠른 충전속도, 안정적인 출력 성능이 필수적인 세그먼트로 이미 LFP를 대부분 적용하고 있다. 다만, 롱레인지는 삼원계 위주였으나 수요 자체가 적고 LFP 기술이 발전하면서 이 역시 LFP 적용이 주류다. 중형 및 패밀리(D/E 세그먼트) 차량은 스탠다드 레인지 400~500km, 롱레인지 500km 이상으로 아직까지는 삼원계 배터리 적용이 대부분이다. 다만, 스탠다드 레인지 모델(400~500km)은 가족용으로서 장거리 주행과 충전 속도 및 안정성을 중요시하기 때문에 고밀도 LFP(NCM 블렌딩 등)가 대체할 가능성이 높다. 따라서 고출력, 고가속을 요구하는 프리미엄/퍼포먼스 차량을 제외하면 대부분 LFP 배터리가 EV에 적용될 것으로 예상된다.

EV 세그먼트별 향후 적용 가능성 높은 배터리

세그먼트	주행거리 트림	향후 예상 트림	적합 배터리 (주력)	보조 배터리	근거 및 특징
A/B (소형/도심)	스탠다드 레인지	유지	나트륨이온 (Na-ion)	LFP	저비용, 안정성, 200~300km 충족
	롱레인지	X	LFP	Na-ion	저비용, 300~350km 충족, 수명/안정성 ↑
C (준중형/콤팩트)	스탠다드 레인지	유지	LFP	Na-ion, 저 Co NCM	300~400km, 가격/수명/충전성능 균형, 대량생산
	롱레인지	유지	LFP(고밀도) NCM(저밀도, 고방전 가능)	NCM	400~500km, 장거리 충족, 안정성 · 비용 최적화
D/E (중형/패밀리)	스탠다드 레인지	유지	LFP(고밀도), NCM(저밀도)	NCM	400~500km, 가족용/장거리 기본, 충전속도/안정
	롱레인지	유지	NCM(고밀도), NCA(고밀도)	LFP(고밀도)	500km+, 고속충전 · 장거리 주행
픽업/상용/트럭	스탠다드 레인지	유지	LFP(고출력/고내구성)	NCM/NCA	내구성, 저렴한 유지비, 350~450km, 저가 운송
	롱레인지	유지	NCM/NCA	LFP(고밀도)	450~600km, 고하중/장거리, 고출력 · 고신뢰성
프리미엄/퍼포먼스	스탠다드 레인지	유지	NCM/NCA(출력 강화, 안전설계)	LFP(출력 강화)	350~450km, 고출력 · 고가속, 쿨링 · 발화 억제
	롱레인지	유지	NCA/NCM(고밀도, 출력 강화)	고밀도 LFP	500km+, 첨단 쿨링/안전설계, 하이엔드 특화

자료: 유안타증권 리서치센터

(2) ESS는 이미 LFP

ESS 생태계는 에너지밀도보다도 높은 안전성, 긴 수명, 비용 효율성을 더 중시하기 때문에 이미 LFP가 대부분 적용되고 있다. 상업 및 산업용(C&I) ESS 중 데이터센터의 경우 삼원계 배터리 적용에 대한 이야기가 많았다. 그러나 순간적으로 높은 전력을 출력할 수 있는 성능($\geq 4C$ 10초, 라운드트립 효율 $\geq 93\%$)을 요구하며, 저방열과 내화성능 또한 필수적이기 때문에 고출력 LFP 배터리 기술 적용이 가능해지면서 사실상 ESS 산업에는 LFP 배터리가 전부 적용 가능하다. 오히려 나트륨 이온 배터리의 등장으로 일부 세그먼트에는 나트륨 이온 배터리 적용이 확대될 것으로 예상된다.

ESS 세그먼트 별 향후 적용 가능성 높은 배터리

세그먼트	세부	주요 용량	핵심 배터리	세부 스펙
가정용	단독주택 태양광	5~20kWh	LFP, Na-ion	- 에너지밀도 $\geq 110\text{Wh/kg}$, 라운드트립 효율 $\geq 90\%$, - C-rate 0.5C 충전/0.75C 방전, 소음 $\leq 35\text{dB}$, 원통/파우치 셀, IP54 이상
	아파트/다세대	2~10kWh	LFP	- 벽걸이형, 무게 $\leq 120\text{kg}$ /모듈, 연기·가스 없어야 (UL 9540A), $-10 \sim +45^\circ\text{C}$
	커뮤니티형	20~200kWh	LFP, VRFB	- 피크 전력 대응 1C 방전, CTP 소화 시스템 내장
	캠핑/레저	1~5kWh	Li-polymer, LFP	- 무게 $\leq 10\text{kg/kWh}$, $-20 \sim +60^\circ\text{C}$ 작동
상업/산업(C&I)	공장 피크저감	100kWh~	LFP, Na-ion	- 라운드트립 효율 $\geq 91\%$, 1C/1C 연속 가능, 열폭주 억제 분리대 장착
	대형 빌딩/소평물	50~500kWh	LFP	- $< 50\text{Wh/L}$ 발열량 기준 충족, NFPA-855 실내 설치 등급
	데이터센터/DC	100kWh~	LFP, NCM/NCA-	- 0.1초 이내 전력 인계 (UPS), Peak Power $\geq 4C$ 10s, 라운드 트립 효율 $\geq 93\%$
	병원/연구소	10~100kWh	LFP	- 99.999% 가용성(BSEN 50549-1), 고화재 등급-A enclosure
	물류/냉동창고	50~200kWh	LFP	- -25°C 성능저하 $\leq 20\%$, 0.3C 지속 충전, 1C 방전
유틸리티(Grid)	발전소 연계	20~400MWh	LFP, Na-ion,	- 저장시간 2~8h ($E/P \geq 2$), 라운드트립 효율 $\geq 88\%$, 셀 셀프소화 (NFPA 855 중점)
	주파수조정(FFR)	10~100MWh	LFP, Li-Titanate	- 4C 이상 순간 방전, 10min 지속, SOC 가변 영역 20~80%
	전력거래/Arb.	10~500MWh	LFP, Na-ion	- 일 2~3회 싸이클(1C/1C), Levelised Cost $< \$80/\text{MWh-cycle}$
	오프그리드·도서	1~50MWh	VRFB, LFP	- 45°C 환경 성능저하 $\leq 10\%$, 100% DoD 운용
통신/인프라	통신국사/5G 기지국	5~30kWh	LFP, NCM/NCA	- $-20 \sim +55^\circ\text{C}$, 5C 15s 파워, 납축 대비 40% 무게 절감
	철도·지하철 UPS	10~100kWh	LFP	- MIL-STD-810 충격·진동, 0.5C 충전, 3C 방전
이동형/특수	발전차·트레일러	10~100kWh	LFP, NCM/NCA	- 충전 2C, 방전 3C, IP65, 랫치·홀오프 내충격 설계
	군사·방폭	5~50kWh	LFP, 특수군용 Li-	- 작동 $-40 \sim +60^\circ\text{C}$, 방폭 ATEX Zone 2
마이크로그리드	도서지역	50kWh~	LFP, VRFB	- 8~12h 장주기, 현지 온습도 95% 대응
	농업·광산	10~50kWh	LFP, Na-ion	- 먼지/진동 IEC 60068-2-64, 자가 유지보수 편의

자료: 유안타증권 리서치센터

투자전략

유럽 프레임워크 수혜주: 글로벌 생산기지 본격 확장 기업에 관심

중국 2차전지 기업은 북미, 유럽 등 중국 제재 정책으로 인해 글로벌 생산기지 확장에 다소 어려움이 있었다. 이에 외형 성장 및 높은 이익률에도 불구하고 글로벌 밸류체인 대비 상대적으로 저밸류가 지속되었다. 그러나 트럼프 정부의 정책 불확실성이 일단락되었고 유럽 청정산업 국가보조금 프레임워크로 인해 2026년부터 유럽 내 EV 수요 증가에 대한 시장 기대감이 있다. 따라서 유럽 내 생산기지 확장이 본격화되는 기업 중심으로 밸류에이션 재평가가 가능한 시기다.

Valuation Table

글로벌 2 차전지 기업 Valuation Table

제품	사명	시가총액	OPM (%)				P/E (X)				EV/EBITDA (X)			
		(mn\$)	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
광산사														
니켈	Vale	44,018	34	32	28	28	8.4	4.6	5.6	5.4	4.2	3.6	4.0	3.7
니켈	Norilsk Nickle	-	38	-	-	-	11.6	-	-	-	5.3	-	-	-
코발트	Huayou cobalt	8,778	8	8	11	11	16.1	17.1	12.3	10.9	13.5	10.7	8.8	8.0
코발트,니켈	Glencore	49,476	4	3	2	3	17.7	15.7	25.4	13.6	6.7	5.5	6.2	5.3
코발트	Molybdenum	23,716	7	12	14	14	13.1	12.7	10.3	9.2	8.2	6.1	5.2	4.8
리튬	TianQi Lithium	7,420	82	40	39	44	12.6	-	40.8	22.6	2.7	11.5	11.6	8.5
리튬	Albemarle	8,239	3	-11	1	4	10.6	-	-	159.9	30.2	11.9	13.9	10.8
리튬	SQM	10,237	38	28	24	28	-	-	16.4	11.0	-	8.7	8.8	6.7
음극재	Hitachi Chemical	129,532	7.4	7.9	9.6	10.4	10.6	34.7	30.2	25.3	6.6	15.9	14.0	12.5
음극재,전해질	Mitsubishi chemical	7,829	3.7	6.1	5.2	5.7	11.6	9.3	16.9	7.9	6.2	6.5	7.0	7.2
음극재,양극재	포스코퓨처엠	7,404	0.8	1.2	1.7	3.5	967.7	255.0	268.8	106.0	175.3	58.9	36.4	25.2
음극재,양극재	Ningbo Shanshan	2,886	6.4	3.4	5.1	5.4	38.9	-	46.1	38.4	18.5	22.2	13.2	11.8
실리콘음극재	대주전지재료	781	3.4	13.8	13.5	16.9	1,838.3	48.6	43.6	28.7	95.9	30.5	28.0	21.5
cnt 도전재	제이오	194	10.5	-0.1	-	-	45.1	-	-	-	48.6	30.8	-	-
cnt 도전재	나노신소재	427	14.3	9.0	8.4	14.2	81.0	59.2	115.3	40.1	80.6	33.6	17.1	11.3
양극재	SMM	6,722	12.2	5.1	2.2	4.2	8.6	18.0	22.2	12.9	7.6	12.4	16.5	12.2
양극재	Umicore	4,380	3.2	12.6	14.0	9.8	15.6	14.4	12.8	12.4	6.9	6.8	6.5	6.3
양극재	에코프로비엠	7,246	2.3	-1.7	1.9	3.8	-	-	-	166.2	119.3	134.0	56.0	31.6
양극재	엘앤에프	1,396	-4.8	-22.5	-7.0	3.2	-	-	-	64.3	-	-	-	18.1
동박	롯데에너지머티리얼즈	852	1.5	-3.4	-8.1	2.3	-	545.3	-	74.1	22.8	18.2	39.2	7.8
동박	SKC	2,762	-14.3	-12.5	-7.0	2.9	-	-	-	-	-	-	106.6	27.1
동박	솔루스첨단소재	415	-17.0	-9.6	-6.6	3.0	12.9	-	-	486.6	-	88.3	41.1	14.1
분리막	SKIET	1,394	7.7	-108.1	-45.3	0.8	58.3	-	-	-	31.6	-	259.2	18.1
분리막	더블유씨피	172	15.2	-14.3	-40.3	4.4	28.0	-	-	-	17.2	26.0	-	8.0
전해액	Ube industries	1,619	3.3	3.9	3.4	4.8	-	9.6	-	8.2	9.8	10.4	11.2	8.8
전해액	동화기업	312	-1.7	1.9	4.1	5.9	-	-	21.3	13.1	35.1	21.3	15.7	11.6
전해액	Central Glass	535	9.9	8.2	7.5	6.4	2.4	6.9	11.5	10.0	4.8	4.6	5.1	4.6
전해액,리튬염	Capchem	3,437	16.2	15.0	14.8	15.1	34.8	22.9	19.6	15.6	24.6	16.4	13.8	11.1
전해액	엔켐	853	0.7	-	-	-	-	-	-	-	104.4	-	-	-
특수리튬염	천보	288	-4.4	-15.6	3.3	1.9	-	-	-	-	130.1	-	21.1	14.2
리튬염	후성	363	-8.8	-	0.8	3.8	-	-	-	55.8	256.8	-	17.5	12.0
리튬염	Nippon Shokubai	1,741	5.6	4.0	4.7	4.2	10.8	22.7	15.9	17.3	4.0	5.3	4.8	5.1
셀	CATL	169,381	11.5	16.7	17.9	18.0	16.0	22.6	18.1	15.0	-	13.1	11.4	9.5
	Panasonic	23,669	3.4	4.8	4.7	5.1	10.4	7.5	10.5	10.1	5.3	5.4	5.4	5.4
	LGES	52,498	6.4	2.2	7.2	11.9	80.9	-	206.4	49.7	24.8	27.7	17.4	12.1
	SDI	10,237	7.2	4.2	-1.4	6.7	16.4	12.1	106.3	12.5	10.6	9.7	12.3	6.8
	SKI	12,214	2.5	0.6	1.1	3.1	50.0	-	-	26.5	9.7	22.4	15.5	10.6

출처: Bloomberg



CATL (300750. SZ)

EVE Energy (300014. SZ)

CATL (300750. SZ)

N/R (I)

불확실성은 끝났다. 유럽 프레임워크 최대 수혜주

정책 불확실성은 일단락, 유럽 정책은 오히려 수혜

동사는 미국과 유럽 등 주요 해외 시장에서의 정치적 리스크가 계속되면서 높은 외형성장 및 이익률에도 불구하고 밸류에이션 저평가 (2026년 기준 P/E 15배, EV/EBITDA 9배 수준)가 지속되었다. 또한 정치적 리스크가 발생할 때마다 중국 정부의 핵심 기술 수출 규제 강화도 동시에 발생하면서 실적 변동성을 야기했다. 이번 트럼프 정부의 AMPC 2033년 유지 등으로 북미 진출에 대한 가능성은 다시 지연되었으나 이는 이미 주가에 충분히 반영되었다. 그리고 유럽 청정산업 국가보조금 프레임워크는 유럽 내 생산기지 프로젝트 승인이 이미 완료된 동사에게 수혜로 작용한다.

2026년부터 해외 생산기지 확대 본격화

동사는 2026년부터 유럽과 동남아 등 해외 생산능력 확대를 본격화한다. 2024년 말 기준 동사는 독일에서 14GWh 규모로 가동 중에 있으며 2025년 스페인 등 완공 기준 유럽 내 44GWh 생산 능력이 확보된다. 동사는 이미 프로젝트 기 승인 기준으로 2027년에는 유럽 내 100GWh 규모의 배터리 공장 양산이 가능해진다. EV 대부분 신차는 소형 및 중대형 스탠다드레인지 중심 확장으로 유럽 내 동사 배터리 적용은 더욱 확대될 것으로 기대된다.

목표주가	- (I)
직전 목표주가	- 달러
현재주가 (7/16)	263.99 달러
상승여력	- %

시가총액	1,215,800 백만달러
총발행주식수	2,046 백만주
90일 평균 거래대금	5,443.39 달러
90일 평균 거래량	21,955,610 주
52주 고	300.06 달러
52주 저	166.0 달러
주요주주	XIAMEN RUITING INVES 외 1 인 35.8%

주가수익률 (%)	1M	3M	12M
절대	7.0	19.6	47.8

Forecasts and Valuation (GAAP 연결)

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	7,300	20,212	48,864	56,616	50,282
영업이익	923	2,783	4,954	6,534	7,450
당기 순이익	810	2,470	4,570	6,313	7,227
PER	140.8	85.5	54.8	16.0	22.4
PBR	12.6	16.1	-	-	4.7
EV/EBITDA	71.6	58.5	-	-	13.2
ROE	10.9	21.4	24.7	24.7	23.4

자료: 유안타증권 리서치센터

CATL (300750. SZ) 추정재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서	(단위: 백만달러)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	7,300	20,212	48,864	56,616	50,282
매출원가	5,274	14,900	40,244	45,752	37,991
매출총이익	2,027	5,312	8,620	10,865	12,291
판매비	2,155	1,102	2,155	2,155	2,155
영업이익	923	2,783	4,954	6,534	7,450
EBITDA	1,607	3,728	6,879	9,693	10,849
영업외손익	-90	-300	-500	-1,162	-1,505
외환관련손익	17	65	173	60	-179
이자손익	-124	-180	-284	-692	-806
관계기업관련손익	1	-89	-389	-529	-520
기타	0	6	0	0	0
법인세비용차감전순이익	1,013	3,084	5,453	7,696	8,955
법인세비용	127	314	478	1,010	1,274
계속사업순이익	886	2,769	4,975	6,685	7,680
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	810	2,470	4,570	6,313	7,227

주: 이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 백만달러)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	2,618	6,532	9,102	13,109	13,472
당기순이익	810	2,470	4,570	6,313	7,227
유무형자산상각비	684	945	1,925	3,159	3,399
기타비현금손익 조정	264	452	2,607	3,637	2,846
매출채권증감	-	-	-	-	-
재고자산증감	-348	-4,474	-	-	-
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-2,187	-8,374	-9,538	-4,122	-6,789
인수 및 사업	0	-37	-1,704	238	-2,831
평잔변화(CAPEX)	-	-	-	-	-
유형자산 감소	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-257	-1,552	-664	387	363
재무활동 현금흐름	5,490	3,825	12,234	2,078	-2,017
차입금 증감	683	3,228	5,703	3,220	1,482
자본금 증감	2,845	117	-	-	-
현금배당	-70	-87	-237	-864	-3,073
기타현금흐름	2,031	566	6,767	-277	-426
현금의 증감	5,837	1,872	12,212	11,373	4,444
기초 현금	3,554	9,980	10,945	22,198	32,628
기말 현금	9,718	11,879	22,849	33,539	37,011
NOPAT	857	2,502	4,519	5,676	6,390
FCF(Free Cash Flow)	688	-254	1,932	8,360	9,141

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, OA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 백만달러)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	17,291	27,963	56,205	63,340	69,888
현금및현금성자산	9,718	11,879	27,562	36,854	40,859
매출채권	3,256	4,988	8,914	9,262	8,804
재고자산	2,026	6,325	11,114	6,398	8,197
비유동자산	6,703	20,442	30,907	37,653	37,882
유형자산	4,240	12,144	19,604	21,702	21,501
관계기업 등 지분관련자산	737	1,723	2,551	7,045	7,506
기타투자자산	56	1,159	1,339	1,394	1,238
자산총계	23,996	48,405	87,114	100,992	107,772
유동부채	8,423	23,496	42,873	40,416	43,452
매입채무 및 미지급금	3,797	9,846	16,454	20,987	23,439
단기차입금	3,366	11,096	21,419	14,022	15,033
유동성장기부채	198	523	-	-	-
비유동부채	4,971	10,337	18,595	29,612	26,856
장기차입금	3,133	5,974	11,499	11,095	12,961
부채총계	13,394	33,833	61,468	70,028	70,307
자본금	354	365	-	-	-
자본잉여금	6,277	6,503	-	-	-
이익잉여금	3,033	5,546	9,343	14,930	17,901
비지배지분	764	1,276	1,802	3,123	3,634
자본총계	10,601	14,572	25,644	30,964	37,463
순차입금	-3,509	5,583	2,419	-19,469	-22,009
총차입금	6,713	17,676	33,018	25,172	28,110

Valuation 지표	(단위: 백만달러, 배, %)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	0.2	0.6	0.6	1.4	1.6
BPS	2.4	3.2	-	-	7.7
EBITDAPS	0.6	1.6	1.2	3.0	3.1
SPS	1.8	4.8	6.3	12.9	11.5
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER(배)	140.8	85.5	54.8	16.0	22.4
PBR	12.6	16.1	-	-	4.7
EV/EBITDA	71.6	58.5	-	-	13.2
PSR	15.6	10.5	5.1	1.8	3.2

재무비율	(단위: 백만달러, 배, %)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
ROE(%)	10.9	21.4	24.7	24.7	23.4
ROIC	6.5	10.2	10.0	10.0	10.6
ROA	4.3	6.9	6.8	6.8	6.9
부채비율	63.3	121.3	128.8	81.3	75.0
순차입금/자기자본	-33.1	38.3	9.4	-62.9	-58.7
매출총이익률(%)	27.8	26.3	17.6	19.2	24.4
영업이익률	12.6	13.8	10.1	11.5	14.8
당기순이익률	11.1	12.2	9.4	11.1	14.4
EBITDA 마진율	22.0	18.4	14.1	17.1	21.6

EVE ENERGY (300014.SZ)

N/R (M)

높은 실적 모멘텀 + 글로벌 생산기지 본격화

2025년부터 실적 모멘텀 본격화

동사는 2025년부터 본격화된 중국의 Carbon Peak Action Plan으로 ESS 중심 외형 성장이 기대된다. 동사는 이미 1분기에 ESS와 파워 배터리 출하가 전년 동기 대비 각각 80.5%, 57.6% 급증하였다. 2025년 연간으로는 전년 동기 대비 ESS향 2차전지 외형 성장이 42% 이상 예상되면서 2025년 실적 모멘텀은 ESS향이 주도할 것이다.

2026년부터 해외 생산기지 본격화

동사는 2026년부터 헝가리·미국·말레이시아 등지에 현지 생산공장 양산이 본격화된다. 말레이시아 공장은 2025년 2월 양산이 시작되었고 헝가리 (28GWh), 미국 미시시피 (다임러 합작, 21GWh) 공장은 2026년부터 가동될 예정이다. 2024년 말 테슬라 ESS 셀 공급사로 공식 편입되면서 ESS 외형성장이 더욱 두드러질 것으로 예상된다. 이에 2026년부터는 중국 내 ESS 중심 성장, 해외 공장 본격 가동으로 ESS, EV 가동 확대로 큰 폭의 외형 성장이 기대된다.

목표주가	- (M)
직전 목표주가	- 달러
현재주가 (7/16)	44.13 달러
상승여력	- %

시가총액	90,277.69 백만달러
총발행주식수	2,046 백만주
90일 평균 거래대금	982 달러
90일 평균 거래량	21,934,290 주
52주 고	58.54 달러
52주 저	30.73 달러
주요주주	HUIZHOU YIWEI INDUS 외 1 인 36.1%

주가수익률 (%)	1M	3M	12M
절대	3.4	11.1	13.8

Forecasts and Valuation (GAAP 연결)

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	1,184	2,620	5,399	6,889	6,752
영업이익	167	227	359	626	628
당기 순이익	240	451	522	572	566
PER	91.6	76.7	47.8	21.3	23.5
PBR	10.7	12.5	5.9	2.5	2.5
EV/EBITDA	93.6	103.3	58.4	17.6	16.1
ROE	15.1	18.0	14.5	12.4	11.3

자료: 유안타증권 리서치센터

EVE ENERGY (300014, SZ) 추정재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서	(단위: 백만달러)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	1,184	2,620	5,399	6,889	6,752
매출원가	841	2,055	4,512	5,742	5,577
매출총이익	344	565	887	1,147	1,176
판매비	67	140	240	240	240
영업이익	167	227	359	626	628
EBITDA	243	353	514	833	988
영업외손익	-111	-244	-161	-55	-17
외환관련손익	1	7	-29	-13	-8
이자손익	7	12	47	39	66
관계기업관련손익	-116	-260	-205	-94	-71
기타	3	9	5	4	10
법인세비용차감전순이익	278	472	520	682	644
법인세비용	34	-17	-26	44	58
계속사업순이익	244	488	546	638	586
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	240	451	522	572	566

주: 이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 백만달러)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	222	397	426	1,167	558
당기순이익	240	451	522	572	566
유무형자산상각비	76	125	155	207	360
기타비현금손익 조정	-69	-49	-16	115	25
매출채권증감	-	-	-	-	-
재고자산증감	-81	-316	-740	276	171
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-332	-1,265	-3,030	-884	-1,059
인수 및 사업	0	0	0	0	-24
평잔변화(CAPEX)	-	-	-	-	-
유형자산 감소	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-38	-48	-973	-178	-265
재무활동 현금흐름	340	1,286	2,762	110	296
차입금 증감	65	1,204	1,483	205	523
자본금 증감	359	44	1,335	42	4
현금배당	-24	-7	-45	-46	-142
기타현금흐름	-61	45	-10	-92	-89
현금의 증감	220	415	165	380	-193
기초 현금	293	539	885	1,015	1,357
기말 현금	525	960	1,045	1,395	1,166
NOPAT	158	309	439	612	609
FCF(Free Cash Flow)	-73	-575	-1,631	461	-212

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전말치는 현재주가 기준임

3. ROE, OA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 백만달러)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	1,738	2,867	5,343	5,180	5,204
현금및현금성자산	525	960	1,045	1,395	1,166
매출채권	610	981	1,733	2,135	2,347
재고자산	263	584	1,245	889	719
비유동자산	2,200	4,140	6,781	8,107	8,618
유형자산	1,223	1,955	3,675	5,279	5,669
관계기업 등 지분관련자산	737	1,281	1,668	2,029	2,037
기타투자자산	26	89	79	69	47
자산총계	3,938	7,007	12,124	13,287	13,822
유동부채	1,097	2,345	4,665	5,336	5,458
매입채무 및 미지급금	594	1,241	2,309	3,581	3,664
단기차입금	404	931	1,745	1,031	636
유동성장기부채	15	67	305	490	795
비유동부채	286	1,454	2,652	2,599	2,747
장기차입금	169	1,208	2,355	2,318	2,475
부채총계	1,383	3,799	7,317	7,935	8,205
자본금	289	299	296	288	280
자본잉여금	736	677	1,907	1,926	1,874
이익잉여금	719	1,199	1,576	2,058	2,421
비지배지분	352	386	398	461	468
자본총계	2,554	3,208	4,807	5,352	5,617
순차입금	63	1,255	2,884	2,015	2,087
총차입금	588	2,215	4,416	3,852	3,921

Valuation 지표	(단위: 백만달러, 배, %)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
BPS	1.2	1.5	2.2	2.4	2.5
EBITDAPS	0.1	0.2	0.2	0.6	0.3
SPS	0.6	1.4	2.8	3.4	3.3
DPS	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
PER(배)	91.6	76.7	47.8	21.3	23.5
PBR	10.7	12.5	5.9	2.5	2.5
EV/EBITDA	93.6	103.3	58.4	17.6	16.1
PSR	18.5	13.2	4.6	1.8	2.0

재무비율	(단위: 백만달러, 배, %)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
ROE(%)	15.1	18.0	14.5	12.4	11.3
ROIC	6.9	7.1	6.0	6.7	6.4
ROA	7.9	8.3	5.5	4.6	4.2
부채비율	23.0	69.1	91.9	72.0	69.8
순차입금/자기자본	2.5	39.1	60.0	37.7	37.2
매출총이익률(%)	29.0	21.6	16.4	16.6	17.4
영업이익률	14.1	8.7	6.7	9.1	9.3
당기순이익률	20.2	17.2	9.7	8.3	8.4
EBITDA 마진율	20.5	13.5	9.5	12.1	14.6

TOP FOCUS



제약/바이오



하현수

제약/바이오

02 3770 2688

hyunsoo.ha@yuantakorea.com

건선, 최대 자가 면역질환으로 성장

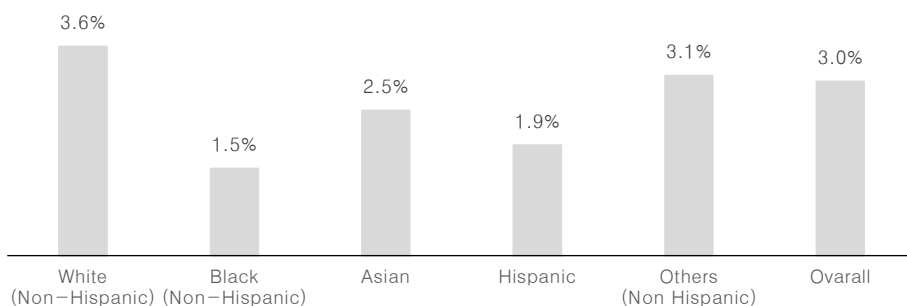
1. 건선, 높은 유병률

건선은 면역 체계 이상으로 발생하는 질환 중 하나로 붉은 발진과 각질 형성 등이 나타나는 만성 염증성 피부 질환 중 하나이다. 건선은 형태에 따라 물방울 모양 건선, 농포성 건선 등 다양하나 전체 건선의 8~90%는 판상 건선으로 피부 발진과 은백색 비늘 형태의 비정상적이며 과도한 각질 형성을 특징으로 한다. 건선 환자들의 일부는 건선성 관절염을 동반하는 경우가 많으며 외부에 노출되는 피부 질환의 특성 상 사회적, 심리적 위축 등도 동반하는 경우가 많다.

연구 결과에 따르면 미국 성인의 건선 유병률은 3.0%로 약 750만명 이상이 건선 질환을 겪고 있는 것으로 추정된다. 건선 유병률은 여성 3.2%, 남성 2.8%로 남녀 간 차이는 크지 않았으나 백인(3.6%), 비히스패닉(3.1%), 아시아인(2.5%), 히스패닉(1.9%), 흑인(1.5%)로 인종간 차이를 보였다.

대부분의 자가 면역 질환 유병률은 1% 미만인 것과 달리 건선은 높은 유병률로 환자 수가 많다. 또한 피부 염증 질환으로 외부로 드러나는 질환 특성상 치료를 받는 환자는 지속적으로 증가하며 시장 확대를 이어갈 것으로 예상된다.

인종별 건선 유병률(미국)



자료: JAMA Dermatology, 유안타증권 리서치센터

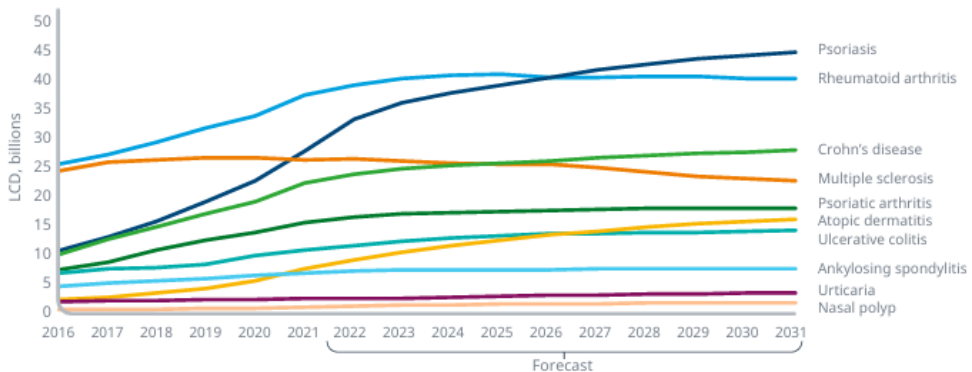
2. 최대 자가면역질환으로 성장할 전망

건선 치료제 시장은 Interleukin(IL) 억제제 등장 이후 빠른 속도로 성장 중에 있다. IQVIA는 22년 건선 치료제 시장이 26년 류마티스성 관절염 시장을 제치고 자가면역 내 최대 시장으로 성장할 것으로 전망했다.

건선은 높은 유병률에도 불구하고 아직까지 건선으로 진단받고 치료를 받는 환자 비율은 다른 자가면역 질환에 비해 낮다. IQVIA에 따르면 24년 건선 치료제 시장 규모는 약 400억 달러 규모로 추정되며 연평균 5% 씩 성장해 29년 510억 달러까지 시장이 커질 것으로 전망하였다. 같은 기간 건선 치료 환자수도 170만명에서 220만명으로 증가할 것으로 전망, 치료 환자의 증가가 치료제 시장 확대의 주요 요인으로 예상했다.

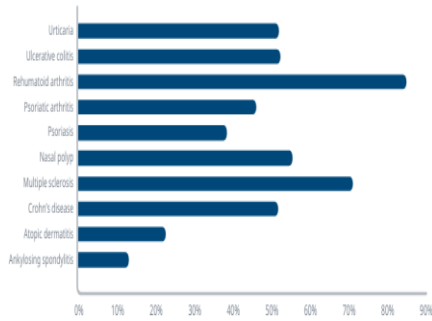
건선 치료를 받는 많은 환자들 스테로이드 등을 사용하고 있으며 고가의 바이오 의약품을 사용하는 환자 비중은 다른 자가 면역 질환에 비해 낮다. 바이오 의약품 투약 비중 증가는 추가적으로 건선 치료제 시장 성장을 촉진하는 요인이 될 수 있을 것으로 예상된다.

자가면역질환별 매출 전망



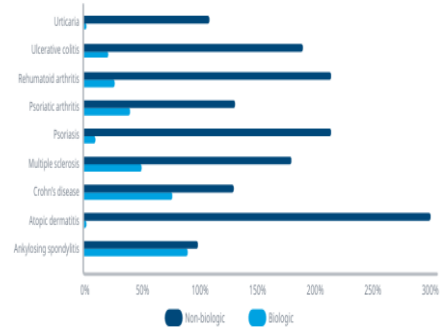
자료: IQVIA

질환별 진단/치료 환자 비율



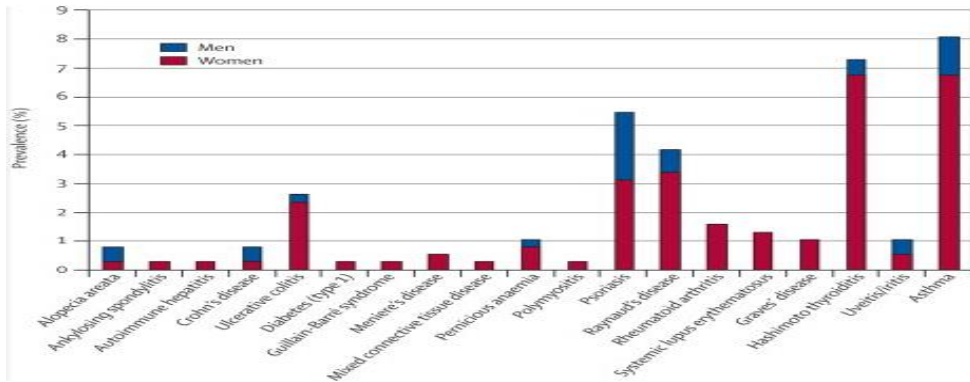
자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터

질환별 바이오/비바이오 의약품



자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터

질환별 유병률



자료: Nature

3. IL 억제제 등장하며 PASI100도 기대

건선 치료제 시장은 IL 억제제들의 허가가 늘어나면서 가파르게 성장하기 시작했으며, 이는 IL 억제제의 우수한 효과에 기인하고 있는 것으로 판단한다. 건선 치료 효과는 PASI(Psoriasis Area and Severity Index, 건선 면적 및 중등도 지수)를 통해 평가하며, PASI50, PASI75 등은 각각 PASI 점수가 50% 개선 또는 75% 개선된 환자의 비율을 의미하며 건선 치료제 임상에서 주요 지표로 사용되고 있다.

첫 IL-17A 항체 약물인 Cosentyx는 CLARITY Study에서 투약 12주차 시점에 PASI100 달성 환자가 38.1%로 비교 약물이었던 Stelara(20.1%) 대비 우수한 효과를 보였다. 같은 기전의 Taltz도 투약 12주차 시점에 39% 환자가 PASI100에 도달하면서 높은 효능을 보여주는데 성공했다. 현재 건선 치료제 시장에서 가장 높은 매출을 기록하고 있는 Skyrizi는 Cosentyx 대비 높은 PASI90 개선 비율과 오랜기간 개선 효과가 지속되는 것을 보이면서 빠른 성장을 이어가고 있다.

높은 PASI90 또는 PASI100 달성에 성공하면서 병변이 남아 있지 않은 깨끗한 피부 상태가 가능해지면서 신규 건선 환자 뿐 아니라 기존에 건선 치료를 받던 환자들에서도 IL 억제제 투약은 늘어날 것으로 예상된다.

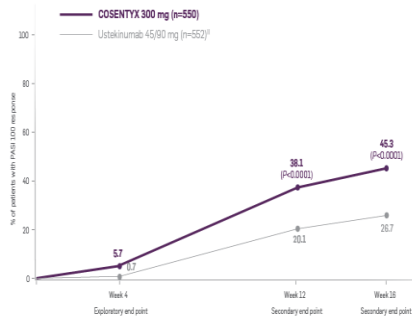
FDA 허가 건선 치료제

(단위: %)

제품명	성분명	기업	타겟	건선 적응증 허가 시점
Enbrel	Etanercept	Amgen	TNF- α	2004
Remicade	Infliximab	J&J	TNF- α	2006
Humira	Adalimumab	AbbVie	TNF- α	2008
Stelara	Ustekinumab	J&J	IL-12/23	2009
Otezla(Oral)	Apremilast	Amgen	PDE4	2014
Cosentyx	Secukinumab	Novartis	IL-17A	2015
Taltz	Ixekizumab	Eli Lilly	IL-17A	2016
Siliq	Brodalumab	Amgen/AZ	IL-17A	2017
Tremfya	Guselkumab	J&J	IL-23	2017
Cimzia	Certolizumab	UCB	TNF- α	2018
Ilumya	Tildrakizumab	Sun pharma	IL-23	2018
Skyrizi	Risankizumab	AbbVie	IL-23	2019
Sotyktu(Oral)	Deucravacitinib	BMS	TYK2	2022
Bimzelx	Bimekzumab	UCB	IL-17A/F	2023

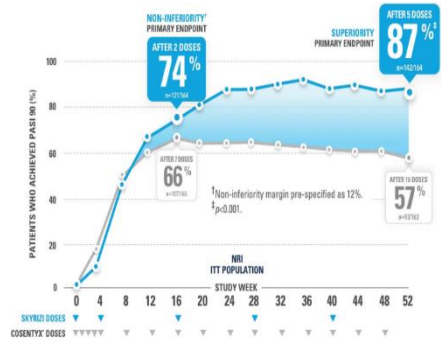
자료: FDA, 안타증권 리서치센터

Cosentyx 임상 결과(PASI100, vs Stelara)



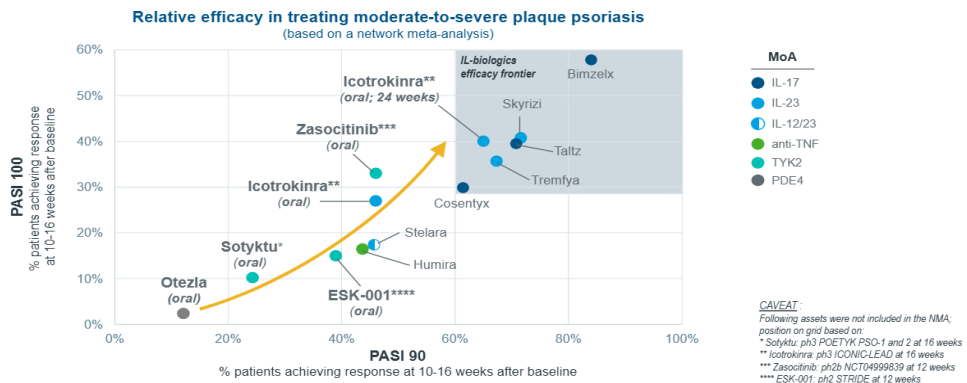
자료: Novartis, 유안타증권 리서치센터

Skyrizi 임상 결과(PASI90, vs Cosentyx)



자료: AbbVie, 유안타증권 리서치센터

간선 치료제 효과 비교(간접 비교)



자료: IQVIA

4. IL-17 억제제 vs IL-23 억제제

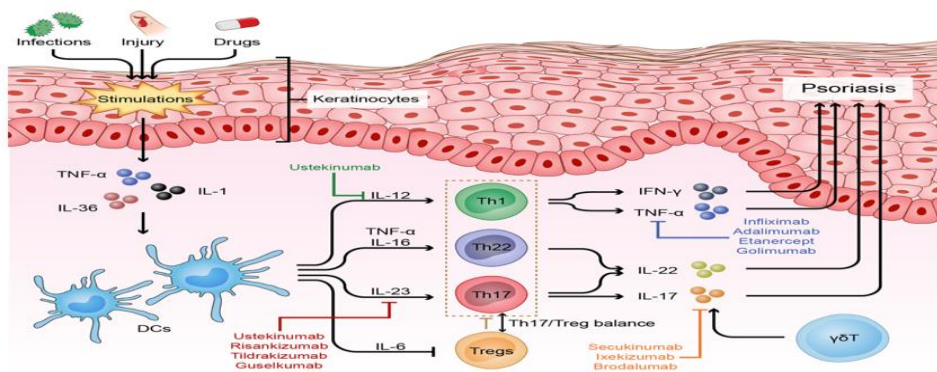
IL-23과 IL-17은 건선에서 피부 염증을 유발하는 주요 cytokine 들로 IL-23은 면역 세포인 Th17을 자극해 IL-17의 생성 및 분비를 증가시키게 된다. 결과적으로 염증 반응 및 피부 각질 세포(Keratinocyte)의 과도한 증식 등을 유발한다. IL-23/IL-17 신호 경로가 주요 건선 병리 기전으로 밝혀짐에 따라 이들 cytokine을 타겟으로 하는 IL-23 또는 IL-17 억제제들이 주요 치료제가 되고 있다.

IL-17 억제제는 IL-23/IL-17 경로에서 하위 단계의 인터류킨인 IL-17을 타겟으로 함으로써 빠르게 효과를 나타내는 것으로 보인다. 반면 IL-23 억제제는 더 상위 신호 전달 경로에 있는 IL-23을 억제함으로써 더 초기 단계의 면역 반응에 작용할 수 있는 장점이 있다.

24년 기준 건선 치료제 시장 점유율은 IL-23 억제제(40%), IL-17 억제제(24%) 및 TNF- α 억제제(14%)가 전체의 3/4 이상을 차지했으며, IQVIA에 따르면 29년에도 이들 기전 약물의 전체 점유율은 유사할 것으로 예상된다. IL-17 억제제 점유율은 26%로 소폭 증가할 것으로 예상되는 반면 TNF- α 억제제는 10%로 낮아질 것으로 전망되며 IL-23 억제제는 점유율을 유지할 것으로 예상된다.

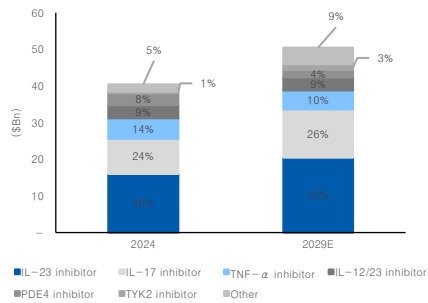
IL-23 억제제는 Skyrizi가 높은 성장을 이어가는 한편 J&J의 경구용 IL-23 억제제인 Icotrokinra(JNJ-2113)이 연내 허가를 신청할 예정으로 건선 치료제에서 주요 기전을 유지할 것으로 예상된다. 23년 허가 받은 IL-17 억제제인 Bimzelx는 기존 IL-17 억제제들이 IL-17A만을 억제하는 것과 달리 IL-17F까지 억제 가능해 더욱 강력한 효과와 함께 투약 간격도 8주로 경쟁 약물 대비 길어 IL-17 억제제 시장 내 점유율을 높여갈 것으로 전망한다.

건선 질병 기전



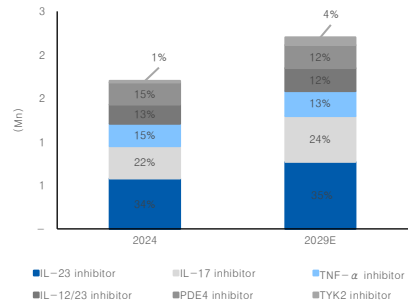
자료: Frontiers of Immunology

건선 치료제 기전별 점유율(매출 기준)



자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터

건선 치료제 기전별 점유율(환자 기준)



자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터



AbbVie Inc. (ABBV. NQ)

UCB SA (UCB. BR)

AbbVie Inc. (ABBV. NQ)

N/R (I)

무너지지 않는 면역학 강자

TNF- α 억제제 중 하나인 Humira(Adalimumab)은 22년 매출액 212억 달러를 기록. 동사 전체 매출의 36.5%를 차지했으며 03년 출시 이후 누적 매출 2,000억 달러 이상을 기록하며 동사 자가면역 질환 치료제였으나 18년 유럽 특허 만료에 이어 23년초 미국 특허 만료로 바이오시밀러와의 경쟁에 노출. 23년 Humira 매출은 144억(-32%)을 기록했으며 24년 90억 달러(-38%)까지 하락.

특허 만료로 인한 매출 감소를 방어하기 위해 19년 동사는 Skyrizi(Risankizumab, IL-23i)와 Rinvoq(Upadacitinib, JAKi)를 허가 받으며 자가 면역 질환 포트폴리오를 강화. Skyrizi는 우수한 치료 효과와 3개월 투약 편의성을 강점으로 시장에 먼저 출시한 Tremfya(J&J) 매출을 추월하며 24년 매출액 117억 달러를 기록하며 메가 블록버스터에 등극.

Rinvoq는 공격적인 적응증 확대를 통해 가장 많은 적응증을 확보. Skyrizi와 마찬가지로 낮은 출시에도 불구하고 JAKi 중 가장 높은 매출액을 기록하고 있으며 27년 메가 블록버스터에 도달할 것으로 전망. 동사는 Skyrizi와 Rinvoq를 통해 성공적으로 Humira 매출 빈자리를 채우면서 면역학 분야에서 최강자임을 다시 한번 입증.

목표주가	- 달러 (I)
직전 목표주가	- 달러
현재주가 (7/15)	186.39 달러
상승여력	- %

시가총액	329,240 백만달러
총발행주식수	1,765 백만주
90일 평균 거래대금	1,283,974,912 달러
90일 평균 거래량	7,436,555 주
52주 고	218.66 달러
52주 저	163.81 달러
주요주주	VANGUARD GROUP 10.0%

주가수익률 (%)	1M	3M	12M
절대	-1.5	9.5	10.2

Forecasts and Valuation (GAAP 연결)

(단위: 백만달러, 달러, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	45,804	56,197	58,054	54,318	56,334
영업이익	11,363	17,924	18,117	12,757	9,137
당기순이익	4,616	11,542	11,836	4,863	4,278
PER	13.9	14.7	15.3	19.9	23.0
PBR	14.5	15.5	16.6	26.4	94.3
EV/EBITDA	14.9	11.5	12.7	14.8	21.2
ROE	-	80.5	72.1	34.9	61.9

자료: 유안타증권 리서치센터

Skyrizi, 우수한 효과와 긴 투약 간격

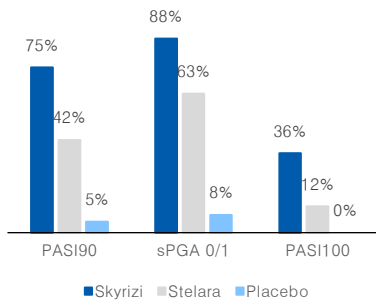
Skyrizi(Risankizumab)은 IL-23 억제제로 건선, 건선성 관절염, 크론병 및 궤양성 대장염까지 총 4개의 적응증을 확보했다. 같은 IL-23 기전의 Tremfya(Guselkumab, J&J), Ilumya(Tildrakizumab, Sun Pharma)보다 1~2년 늦게 허가를 받아 시장이 출시했음에도 불구하고 우수한 치료 효과와 경쟁 약물보다 긴 투약 간격(3개월)을 강점으로 빠른 매출 성장을 보이고 있다.

2개의 허가 임상이었었던 UltMMA-1/2에서 16주차 기준 Skyrizi 투약 환자의 PASI90 달성율은 각각 75.3%와 74.8%로 매우 높았다. PASI100 달성 비율로도 35.9%와 50.7%를 기록하며 Placebo 투약에 비해 유의미한 차이를 보였다. 임상에 포함되었던 Stelara(Ustekinumab) 투약 환자군에서 PASI90과 PASI100 달성율이 42~47%, 12~24%로 Stelara 투약군과 비교해서도 우수한 효과를 보였다. 높은 PASI 개선 효과 뿐 아니라 효과 지속성면에서도 6년간 추적 관찰 결과 PASI90과 PASI100 달성 환자 비율은 89%, 67%로 뛰어났다.

Skyrizi는 3개월(12주)마다 투약할 수 있어 4주 간격의 Cosentyx(Secukinumab)이나 8주마다 투약하는 Tremfya에 비해 투약 편의성이 높다. 이는 장기간 치료가 필요한 자가면역 질환에서 경쟁력이 되고 있다.

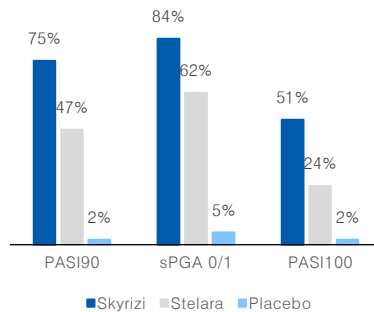
우수한 효과와 높은 편의성을 강점으로 해 Skyrizi는 출시 첫해인 19년 3.6억 달러 매출에 불과했으나 24년 117억 달러의 매출을 기록했다. 지난 해 초 동사는 27년 Skyrizi 매출이 170억 달러 이상을 성장할 것으로 전망했으며 이 중 115억 달러가 건선 또는 건선성 관절염에서 발생할 것으로 전망했다.

UltMMA-1 임상 결과(16주차)



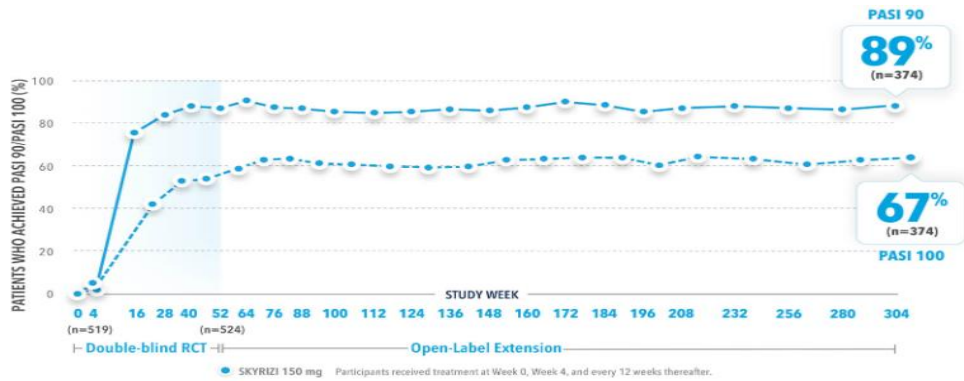
자료: AbbVie, 유안타증권 리서치센터

UltMMA-2 임상 결과(16주차)



자료: AbbVie, 유안타증권 리서치센터

Skyrizi 6년 추적 관찰 결과



자료: AbbVie

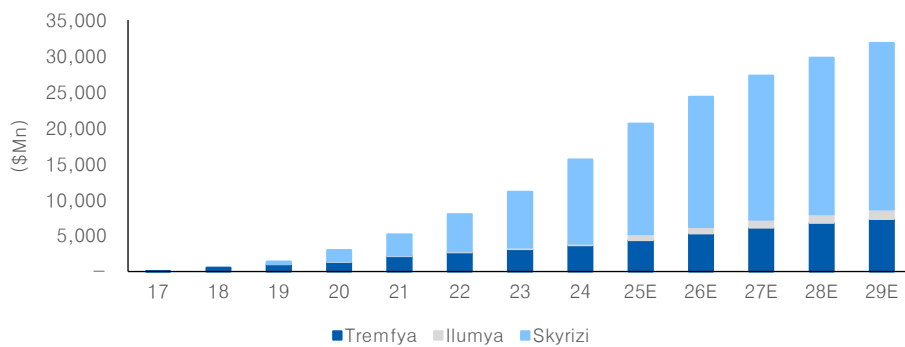
IL-23 억제제 비교

(단위: %)

	Skyrizi	Tremfya	Ilumya
허가 적응증	PsO, PsA, UC, CD	PsO, PsA, UC, CD	PsO
투약 경로	피하	피하	피하
투약 간격(유지 용법 기준)	12주 마다	8주 마다	12주 마다

자료: FDA, 안타증권 리서치센터

IL-23 억제제 매출 추이



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

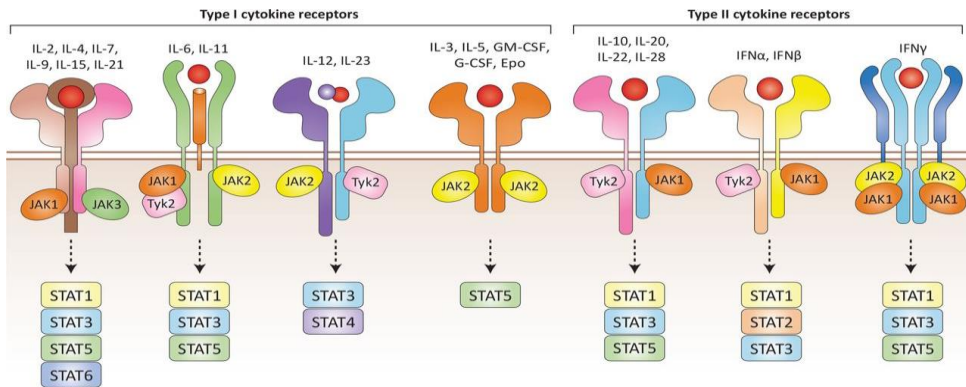
Next Humira로 기대되는 Rinvoq

Rinvoq(Upadacitinib)은 경구용 JAK(Janus kinase) 억제제로 JAK은 JAK-STAT(Signal Transducer and activator of transcription) 경로를 통해 cytokine 매개 신호를 전달하는 역할을 한다. JAK 억제제는 이러한 신호 전달 과정을 억제함으로써 면역 반응이나 염증 반응 등을 억제하게 된다.

JAK family로는 JAK1, JAK2, JAK3와 TYK2가 있으며, Rinvoq는 JAK1을 선택적으로 억제하는 약물로 개발되었다. 자가 면역 질환을 적응증으로 한 JAK 억제제로는 Xeljanz(Tofacitinib, Pfizer)와 Olumiant(Baricitinib, Eli Lilly)가 이미 시장에 있었음에도 불구하고 Rinvoq는 출시 이후 빠르게 적응증을 확대하면서 현재 8개의 적응증을 가지고 있다. SLE, 백반증 등에서도 임상 시험을 진행 중에 있어 허가 적응증은 더욱 늘어날 것으로 예상된다.

다수 적응증 확보를 통한 성장 전략은 Humira의 성장 전략과 유사한 것으로 판단한다. Humira는 TNF- α 억제제 중 가장 많은 적응증을 승인받았으며, 적응증 수가 비슷한 Remicade(Infliximab)과 달리 피하 주사가 가능하다는 점이 높은 매출을 기록한 주요 요인으로 판단한다. 적응증 확대를 통해 Rinvoq도 27년 100억 달러 이상 매출을 기록할 것으로 전망되며, 류마티스성 관절염, IBD 등 다양한 질환에서 매출이 예상된다.

JAK-STAT 신호 경로



자료: Annals of the Rheumatic Diseases

TNF- α 억제제 적응증 비교

적응증	Adalimumab	Certolizumab	Etanercept	Golimumab	Infliximab
RA	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Crohn's disease	Yes	Yes	—	—	Yes
Crohn's disease(Pediatric)	—	—	—	—	Yes
Ulcerative colitis	Yes	—	—	Yes	Yes
Ulcerative colitis(Pediatric)	—	—	—	—	Yes
Juvenile arthritis	Yes	—	Yes	—	—
AS	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Psoriatic arthritis	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Plaque Psoriasis	Yes	—	Yes	—	Yes

자료: Healto, 유안타증권 리서치센터

Rinvoq 적응증 개발 현황

RINVOQ
PHARMACEUTICAL

POTENTIAL INDICATION	PHASE 1	PHASE 2	PHASE 3	STATUS
Alopecia Areata	_____	_____	_____	
Ankylosing Spondylitis	_____	_____	_____	APPROVED
Atopic Dermatitis	_____	_____	_____	APPROVED
Axial SpA	_____	_____	_____	APPROVED
Crohn's Disease	_____	_____	_____	APPROVED
Giant Cell Arteritis	_____	_____	_____	APPROVED
Hidradenitis Suppurativa	_____	_____	_____	
Psoriatic Arthritis	_____	_____	_____	APPROVED
Rheumatoid Arthritis	_____	_____	_____	APPROVED
Systemic Lupus Erythematosus (SLE)	_____	_____	_____	
Takayasu Arteritis	_____	_____	_____	
Ulcerative Colitis	_____	_____	_____	APPROVED
Vitiligo	_____	_____	_____	

자료: AbbVie

AbbVie Inc. (ABBV. NQ) 재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서	(단위: 백만달러)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	45,804	56,197	58,054	54,318	56,334
매출원가	15,387	17,446	17,414	20,415	16,904
매출총이익	30,417	38,751	40,640	33,903	39,430
판매비	11,299	12,349	15,260	12,872	14,752
영업이익	11,363	17,924	18,117	12,757	9,137
EBITDA	18,026	26,671	26,785	21,644	17,719
영업외손익	7,965	4,935	4,640	6,507	5,421
외환관련손익	71	51	148	146	21
이자손익	2,280	2,384	2,044	1,684	2,160
관계기업관련손익	-	-	-	-	-
기타	5,614	2,500	2,448	4,677	3,240
법인세비용차감전순이익	3,398	12,989	13,477	6,250	3,716
법인세비용	-1,224	1,440	1,632	1,377	-570
계속사업순이익	4,622	11,549	11,845	4,873	4,286
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,616	11,542	11,836	4,863	4,278

주: 이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 백만달러)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	17,588	22,777	24,943	22,839	18,806
당기순이익	4,616	11,542	11,836	4,863	4,278
유무형자산상각비	6,471	8,521	8,467	8,698	8,386
기타비현금손익 조정	6,395	4,036	4,898	6,465	8,924
매출채권증감	-929	-1,321	-1,455	66	207
재고자산증감	-40	-142	-686	-417	-319
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-37,557	-2,344	-623	-2,009	-20,820
인수 및 사업	-39,610	-1,902	-794	-1,223	-20,517
유형자산 취득(CAPEX)	-798	-787	-695	-777	-974
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	2,851	345	866	-9	671
재무활동 현금흐름	-11,501	-19,039	-24,803	-17,222	-5,211
차입금 증감	-2,683	-8,414	-12,433	-4,149	7,350
자본금 증감	-769	-690	-1,225	-1,792	-1,494
현금배당	-7,716	-9,261	-10,043	-10,539	-11,025
기타현금흐름	-333	-674	-1,102	-742	-42
현금의 증감	-31,475	1,297	-545	3,613	-7,290
기초 현금	39,924	8,449	9,746	9,201	12,814
기말 현금	8,449	9,746	9,201	12,814	5,524
NOPAT	10,832	15,801	15,741	9,670	8,287
FCF(Free Cash Flow)	16,790	21,990	24,248	22,062	17,832

자료: 유인타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전일치는 현재주가 기준임

3. ROE, OA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 백만달러)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	24,173	27,928	28,463	33,002	25,582
현금및현금성자산	8,449	9,746	9,201	12,814	5,524
매출채권	8,822	9,977	11,254	11,155	10,919
재고자산	3,310	3,128	3,579	4,099	4,181
비유동자산	126,392	118,601	110,342	101,709	109,579
유형자산	6,143	5,872	5,672	5,733	5,857
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	3,262	3,116	3,864	6,683	6,174
자산총계	150,565	146,529	138,805	134,711	135,161
유동부채	28,661	35,194	29,538	37,841	38,749
매입채무 및 미지급금	19,844	22,484	25,134	30,350	31,732
단기차입금	34	14	1	0	0
유동성장기부채	8,460	12,472	4,118	7,176	6,787
비유동부채	108,807	95,899	91,980	86,473	93,048
장기차입금	77,533	64,164	59,118	52,167	60,317
부채총계	137,468	131,093	121,518	124,314	131,797
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	17,384	18,305	19,245	20,180	21,333
이익잉여금	1,055	3,127	4,784	-1,000	-7,900
비지배지분	21	28	33	37	39
자본총계	13,097	15,436	17,287	10,397	3,364
순차입금	78,584	67,745	54,962	47,470	62,464
총차입금	87,063	77,575	64,191	60,286	68,019

Valuation 지표	(단위: 달러, 배, %)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	2.7	6.5	6.7	2.7	2.4
BPS	7.4	8.7	9.8	5.9	1.9
EBITDAPS	10.6	12.9	14.1	12.9	10.6
SPS	27.5	31.7	32.8	30.7	31.8
DPS	4.8	5.3	5.7	6.0	6.2
PER(배)	13.9	14.7	15.3	19.9	23.0
PBR	14.5	15.5	16.6	26.4	94.3
EV/EBITDA	14.9	11.5	12.7	14.8	21.2
PSR	3.9	4.3	4.9	5.0	5.6

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
ROE(%)	-	80.5	72.1	34.9	61.9
ROIC	13.5	16.2	17.9	12.3	11.1
ROA	3.9	7.8	8.3	3.6	3.2
부채비율	664.8	502.6	371.3	579.8	2,022.0
순차입금/자기자본	600.0	438.9	317.9	456.6	1,856.8
매출총이익률(%)	66.4	69.0	70.0	62.4	70.0
영업이익률	24.8	31.9	31.2	23.5	16.2
당기순이익률	10.1	20.5	20.4	9.0	7.6
EBITDA 마진율	39.4	47.5	46.1	39.8	31.5

UCB SA (UCB. BR)

N/R (I)

떠오르는 면역학 강자

동사는 Bimpat(Lacosamide), Keppra(Levetiracetam) 등을 주요 품목으로 CNS 질환 등이 중심이었으나 점차 면역 질환에서 입지를 넓혀 나가고 있는 중.

주요 면역 질환 약물로는 Cimzia(TNF- α 억제제), Bimzelx(IL-17 억제제)이 있으며, gMG 적응증 약물로 Rystiggo(FcRn 억제제), Zilbrysq(C5 억제제)를 승인받으며 포트폴리오 확대.

특히 Bimzelx는 기존 IL-17 억제제들이 IL-17A 억제 효과만 가지던 것과는 달리 IL-17A/F 모두 억제가 가능. 이는 임상 시험에서도 기존 약물 대비 높은 PASI90, PASI100 달성율을 보였으며 투약 4주차에도 빠르게 건선이 개선되는 모습을 확인. Cosentyx, Humira 등 기존 약물들과 Head to Head로 진행한 임상에서도 뛰어난 효과를 보이면서 IL-17 억제제 중 Best Class 약물로 판단. Bimzelx는 24년 약 6.6억 달러의 글로벌 매출을 기록했으며 향후 50억 달러 이상까지 매출이 성장할 것으로 예상.

Bimzelx가 견조한 동사 매출을 견인할 것으로 예상되며 Rystiggo, Zilbrysq 등 신약들도 성장을 뒷받침할 것으로 판단.

목표주가	- 유로 (I)
직전 목표주가	- 유로
현재주가 (7/15)	170.7 유로
상승여력	- %

시가총액	33,786 백만유로
총발행주식수	190 백만주
90일 평균 거래대금	39,456,720 유로
90일 평균 거래량	280,621 주
52주 고	198.95 유로
52주 저	129.35 유로
주요주주	피낭시에르 드 36.0%

주가수익률 (%)	1M	3M	12M
절대	7.1	26.5	21.6

Forecasts and Valuation (GAAP 연결)

(단위: 백만유로, 유로, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	5,347	5,777	5,517	5,252	6,152
영업이익	971	1,284	585	604	1,324
당기순이익	732	1,058	418	343	1,065
PER	21.8	18.0	33.3	43.6	34.3
PBR	2.3	2.3	1.5	1.7	3.6
EV/EBITDA	13.5	12.7	13.6	13.2	19.3
ROE	10.2	13.5	4.8	3.8	11.2

자료: 유안타증권 리서치센터

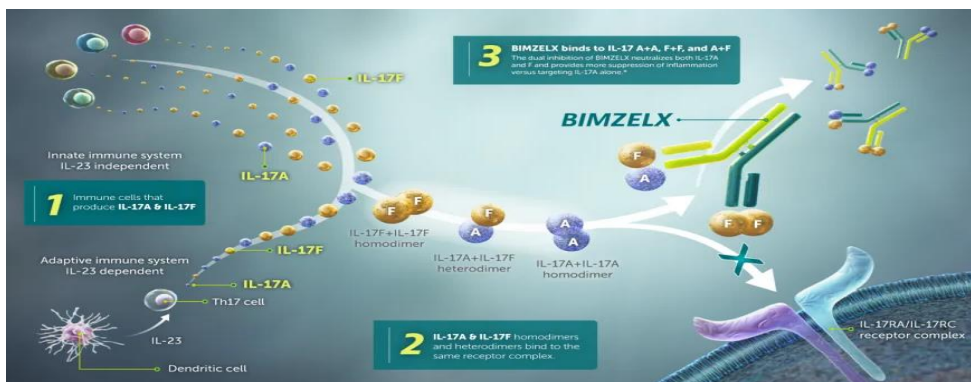
Bimzelx, 유일한 IL-17 A/F 억제제

Bimzelx(Bimekizumab)은 이전에 허가 받은 IL-17 억제제가 IL-17A에만 결합하는 것과 달리 IL-17A 뿐만 아니라 IL-17F에 결합해 억제가 가능하다. 건선 등에서 주요 염증 반응을 초래하는 수용체인 IL-17RA/RC에는 IL-17 이합체가 결합하면서 신호 전달을 초래하게 된다. 이때 결합 가능한 IL-17 이합체로는 A+A 뿐만 아니라 A+F, F+F도 작용하게 되며 기존 IL-17 억제제들은 A+A 또는 A+F는 억제가 가능했으나 F+F를 억제하지 못하는 한계가 있었다.

Bimzelx의 IL-17A/F 이중 억제 기전은 임상 결과에서도 뛰어난 효과로 확인 가능하다. 두 개의 임상에서 16주차 시점에 PASI90 달성 환자는 91%, 85%였으며, PASI100 달성도 68%,59%로 매우 우수했다. IL-17 억제제인 Cosentyx와 비교 임상에서도 Bimzelx는 더 우수한 건선 치료 효과를 보였으며 이는 Cosentyx가 A+A 이합체에는 높은 결합력을 가지는 반면 A+F에는 결합력이 약하며 F+F에는 작용하지 못하기 때문으로 판단한다.

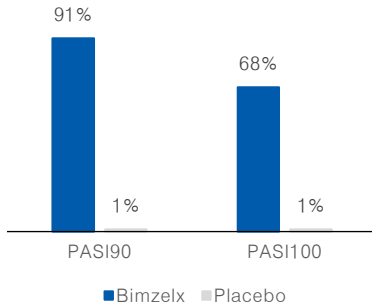
IL-17A는 IL-17F보다 더 생리학적으로 활성이 한 반면, 건선 병변에서는 IL-17F가 높게 존재하는 경우가 많은 것으로 알려져 있다. 이로 인해 건선 치료에서는 IL-17A와 IL-17F를 모두 억제하는 것이 중요해 지고 있으며 Cosentyx와의 비교 임상, 임상에서의 높은 PASI100 달성 등을 통해 Bimzelx가 현재 승인된 IL-17 억제제 중 Best Class로 판단하며 동사 매출 성장을 이끌 수 있을 것으로 전망한다.

Bimzelx 작용 기전



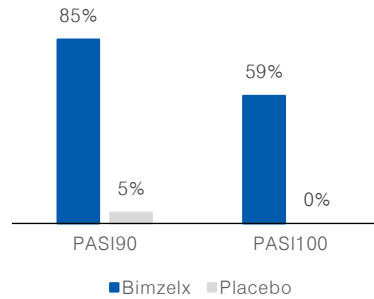
자료: UCB

BE READY 임상 결과(16주차)



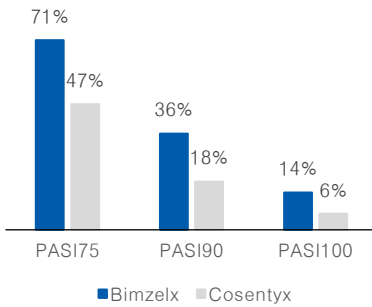
자료: UCB, 유안타증권 리서치센터

BE VIVID 임상 결과(16주차)



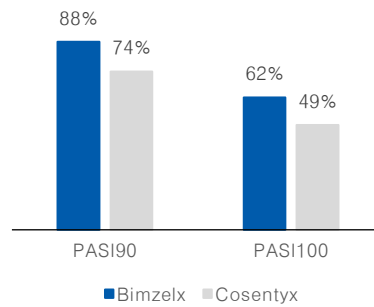
자료: UCB, 유안타증권 리서치센터

BE RADIANT 임상 결과(vs Cosentyx, 4주차)



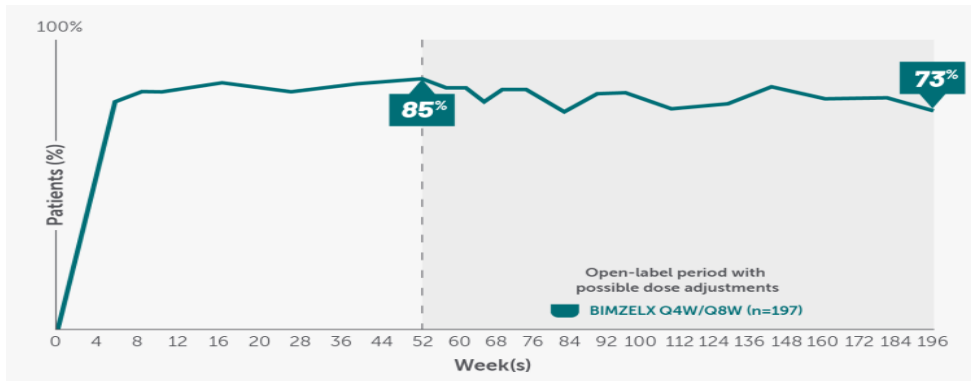
자료: UCB, 유안타증권 리서치센터

BE RADIANT 임상 결과(vs Cosentyx, 16주차)



자료: UCB, 유안타증권 리서치센터

Bimzelx 장기 추적 데이터(4년)



자료: UCB

주요 IL-17 억제제 비교

Taltz® (ixekizumab)	Bimzelx® (bimekizumab)	Cosentyx® (secukinumab)
Binding affinity for IL-17A K_D 1.8 pM Also binds to IL-17A/F K_D <3 pM	Binding affinity for IL-17A K_D 3.2 pM Also binds to IL-17A/F K_D 26 pM Also binds to IL-17F K_D 23 pM	Binding affinity for IL-17A K_D 60 pM - 90 pM Also binds to IL-17A/F K_D 2400 pM
Humanized IgG4 monoclonal antibody	Humanized IgG1 monoclonal antibody	Fully human IgG1 monoclonal antibody

자료: Eli Lilly

UCB SA (UCB. BR) 재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서	(단위: 백만유로)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	5,347	5,777	5,517	5,252	6,152
매출원가	1,363	1,438	1,674	1,707	1,752
매출총이익	3,984	4,339	3,843	3,545	4,400
판매비	1,417	2,347	2,347	1,824	2,347
영업이익	971	1,284	585	604	1,324
EBITDA	1,325	1,607	1,174	1,295	1,965
영업외손익	91	58	74	163	161
외환관련손익	38	19	-26	54	10
이자손익	54	36	59	117	119
관계기업관련손익	-2	0	-	0	0
기타	1	3	41	-8	32
법인세비용차감전순이익	880	1,226	511	441	1,163
법인세비용	119	171	91	98	98
계속사업순이익	761	1,055	420	343	1,065
중단사업순이익	0	-3	2	0	0
당기순이익	732	1,058	418	343	1,065

주: 이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일함. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 백만유로)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	1,011	1,490	1,045	637	1,082
당기순이익	732	1,058	418	343	1,065
유무형자산상각비	354	323	589	691	641
기타비현금손익 조정	-156	-44	94	-170	-792
매출채권증감	-105	-247	162	-96	-258
재고자산증감	-72	-24	-29	-124	-278
매입채무증감	258	431	-173	-88	623
투자활동 현금흐름	-2,228	-487	-1,580	-440	282
인수 및 사업	-1,911	15	-1,212	-109	619
유형자산 취득(CAPEX)	-256	-282	-252	-238	-234
유형자산 감소	1	1	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	1,247	-1,056	144	-164	-658
차입금 증감	1,438	-756	433	128	-237
자본금 증감	-106	-60	-42	-40	-162
현금배당	-235	-240	-247	-252	-259
기타현금흐름	150	0	0	0	0
현금의 증감	15	-60	-385	22	712
기초 현금	1,288	1,303	1,244	859	861
기말 현금	1,303	1,244	859	861	1,573
NOPAT	873	1,012	492	269	1,101
FCF(Free Cash Flow)	755	1,208	793	399	848

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전일치는 현재주가 기준임

3. ROE, OA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 백만유로)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	3,582	3,710	3,304	3,444	4,788
현금및현금성자산	1,336	1,263	899	861	1,573
매출채권	751	890	701	759	1,028
재고자산	854	878	907	1,031	1,309
비유동자산	9,737	10,500	12,564	12,095	12,559
유형자산	1,035	1,275	1,434	1,595	1,754
관계기업 등 지분관련자산	-	-	0	0	0
기타투자자산	120	170	24	24	25
자산총계	13,319	14,210	15,868	15,539	17,347
유동부채	2,814	2,824	3,112	2,616	3,529
매입채무 및 미지급금	2,095	2,339	2,341	2,225	3,138
단기차입금	383	19	222	0	1
유동성장기부채	13	2	1	1	1
비유동부채	3,233	3,000	3,692	3,948	3,789
장기차입금	2,244	1,985	2,637	2,942	3,028
부채총계	6,047	5,824	6,804	6,564	7,318
자본금	-	-	-	-	-
자본잉여금	-	-	-	-	-
이익잉여금	5,463	6,294	6,445	6,578	7,395
비지배지분	1	0	0	0	0
자본총계	7,272	8,386	9,064	8,975	10,029
순차입금	1,414	878	2,054	2,179	1,419
총차입금	2,750	2,141	3,000	3,102	3,091

Valuation 지표	(단위: 유로 배, %)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	3.9	5.6	2.2	1.8	5.6
BPS	37.4	43.1	47.8	47.3	52.8
EBITDAPS	5.3	7.9	5.5	3.4	5.7
SPS	28.3	30.6	29.0	27.6	32.4
DPS	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
PER(배)	21.8	18.0	33.3	43.6	34.3
PBR	2.3	2.3	1.5	1.7	3.6
EV/EBITDA	13.5	12.7	13.6	13.2	19.3
PSR	3.0	3.3	2.5	2.9	5.9

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
ROE(%)	10.2	13.5	4.8	3.8	11.2
ROIC	9.8	10.0	4.4	2.2	8.9
ROA	6.0	7.7	2.8	2.2	6.5
부채비율	37.8	25.5	33.1	34.6	30.8
순차입금/자기자본	19.4	10.5	22.7	24.3	14.1
매출총이익률(%)	74.5	75.1	69.7	67.5	71.5
영업이익률	18.2	22.2	10.6	11.5	21.5
당기순이익률	13.7	18.3	7.6	6.5	17.3
EBITDA 마진율	24.8	27.8	21.3	24.7	31.9

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
(작성자: 이인나, 하현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.







Head of Research Center **윤여철**
 3770-3522 / ycyoon@yuantakorea.com

부센터장 2차전자/신에너지 **이안나**
 3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com		
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com	Research Assistant	박성철 3632 seongcheol.park@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com	Research Assistant	임지윤 3527 jiyeon.lim@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	김혜원 3526 hyewon.kim@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com	Research Assistant	김세빈 3646 sebin2.kim@yuantakorea.com
Quant/ETF Analyst	신현웅	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com		

기업분석

팀장 2차전자/신에너지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com		
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com	금융	우도형 5589 dohyeong.woo@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com	전기전자	고선영 3525 sunyoung.kou@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com	방산/AI/로보틱스	백종민 5598 jongmin.baik@yuantakorea.com
철강/비철금속	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com	운송	최지운 3640 jiyeon.choi@yuantakorea.com
화장품/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	박현주 2672 hyunjoo.park@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com	Research Assistant	김도엽 5580 doyeub.kim@yuantakorea.com
통신/지주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	서석준 5585 seokjun.seo@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	조해빈 5594 hevin.cho@yuantakorea.com
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	한동우 3647 dongwoo.han@yuantakorea.com
음식료/전력기기	손현정	5595	hyunjeong.son@yuantakorea.com	Research Assistant	임석민 3648 seokmin.lim@yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com	Research Assistant	김고은 3649 koeun2.kim@yuantakorea.com
건설/기계	장운석	5583	yoonseok.chang@yuantakorea.com	Research Assistant	배종성 3643 jongsung.bae@yuantakorea.com

채권분석

팀장 Credit Analyst	유태인	3770-5571	taein.yoo@yuantakorea.com		
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com	Credit Analyst	공문주 5586 moonju.kong@yuantakorea.com
Credit Analyst	김현수	5582	hyunsoo.kim@yuantakorea.com	Credit Analyst	이소윤 5572 soyeon.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	신연화	5721	yeonhwa.shin@yuantakorea.com	Credit Analyst	황태웅 5578 taewoong.hwang@yuantakorea.com

