

2022.12.29(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2022-12-29 오전 2:39

수정한 날짜: 2022-12-29 오전 10:38

2022.12.29(목) 증권사리포트

SK하이닉스

4분기, 수요 부진 + 재고 평가손실

[\[출처\] IBK투자증권 김운호 애널리스트](#)

22년 4분기. 시장 수요 실종. 재고 평가는 또 다른 변수

SK하이닉스의 2022년 4분기 매출액은 3분기 대비 31.0% 감소한 7.58조원으로 예상된다. DRAM은 3분기 대비 31.0% 감소할 것으로 예상된다. B/G는 -5.0%로 예상하고, ASP는 -25.0%로 전망한다. NAND 매출액은 3분기 대비 34.8% 감소할 것으로 예상된다. B/G는 -3.0%, ASP는 -26.0%로 예상된다. DRAM보다는 나은 상황이지만 여전히 부진할 전망이다. DRAM과 마찬가지로 원/달러 환율 약세도 3분기 대비 부진한 원인 중 하나이다. 2022년 4분기 영업이익은 2022년 3분기 대비 적자 전환한 -1.2조원으로 예상된다. DRAM 가격이 3분기 대비 하락해서 영업이익률이 3분기 대비 23%p 하락할 것으로 예상된다. NAND는 3분기 대비 영업적자 규모가 더 커질 것으로 예상된다.

2023년 여전히 보수적 여건

SK하이닉스의 2023년 매출액은 2022년 대비 33.9% 감소한 29.4조원으로 전망한다. 영업적자는 5.4조원으로 예상된다. DRAM, NAND 가격 하락이 지속될 것으로 예상하고, Bit Growth는 제한적으로 개선될 것으로 추정한다. 수요 Bit Growth는 2022년 대비 개선되겠지만 그 폭은 크지 않을 전망이다. 하반기 수요 개선을 확인하는 데는 좀 더 시간이 필요하다.

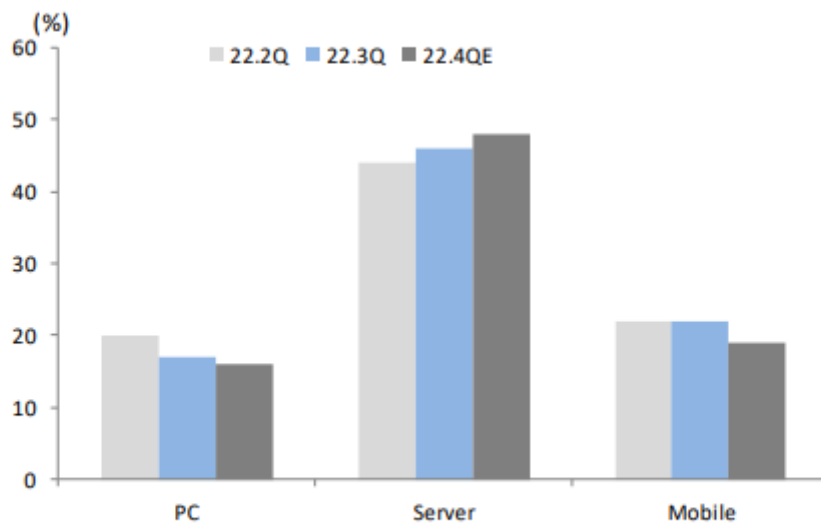
투자의견 매수 유지, 목표주가 110,000원으로 하향

SK하이닉스에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는 DRAM 수요 부진을 예상하고 있지만 가격 하락폭은 이번 4분기를 정점으로 점차 둔화될 것으로 기대하고, NAND 비용 관련 리스크는 2022년에 대부분 해소될 가능성이 높다고 판단하고, 현재 주가는 PBR 밴드 하단에 있어서 추가 하락보다는 반등의 폭이 더 클 것으로 기대하고, 공급이 줄어드는 구간에서 주가가 늘 반등했다는 점을 고려할 때 단기 반등 모멘텀은 충분하다고 판단하기 때문이다. 목표주가는 110,000원으로 하향 조정한다. 2023년 예상 BPS 84,133원에 PBR 1.3배를 적용하였다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	31,900	42,998	44,529	29,443	31,693
영업이익	5,013	12,410	7,507	-5,400	1,674
세전이익	6,237	13,416	7,434	-6,220	910
지배주주순이익	4,755	9,602	5,253	-4,473	587
EPS(원)	6,532	13,190	7,216	-6,144	807
증가율(%)	137.0	101.9	-45.3	-185.1	-113.1
영업이익률(%)	15.7	28.9	16.9	-18.3	5.3
순이익률(%)	14.9	22.4	11.8	-15.2	1.8
ROE(%)	9.5	16.8	8.1	-6.9	1.0
PER	18.1	9.9	10.7	-12.5	95.5
PBR	1.7	1.5	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA	6.5	4.7	3.7	11.9	5.6

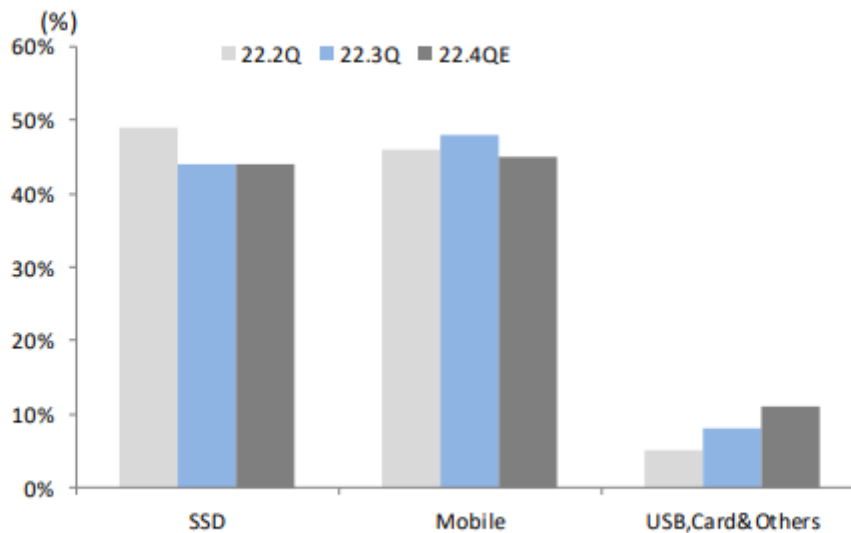
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. DRAM 제품별 매출 비중 추이



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

그림 2. NAND 제품별 매출 비중 추이(솔리다임 제외)



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

그림 5. DRAM/NAND 공정별 비중 추이

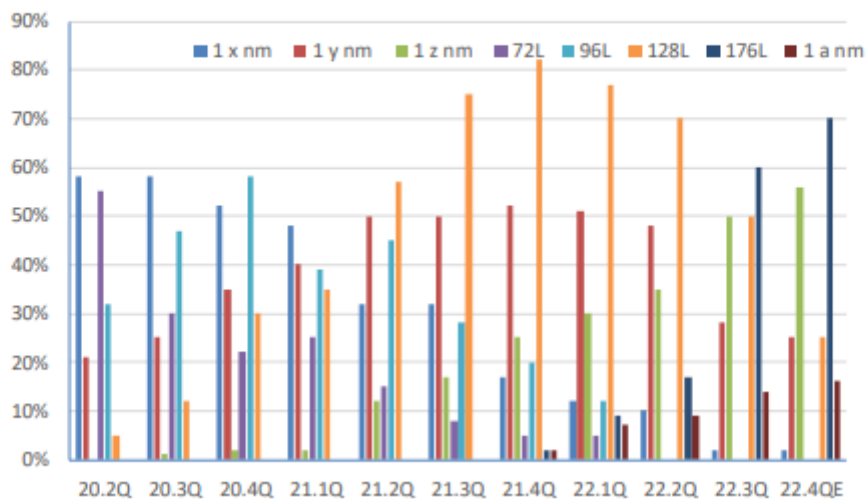
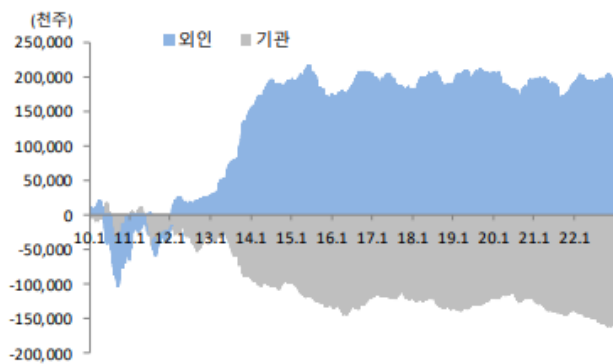
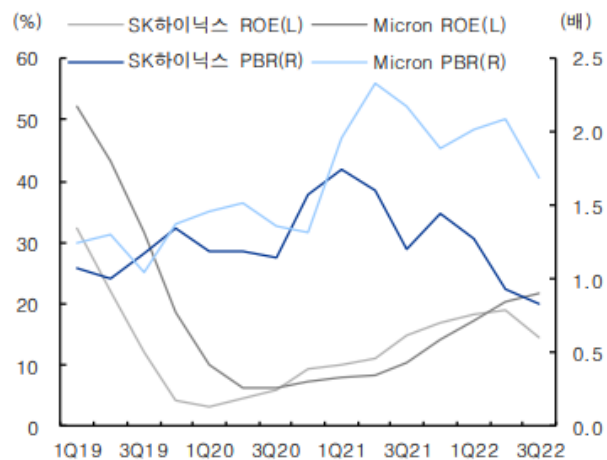


그림 6. SK하이닉스 투자자별 순매수 추이

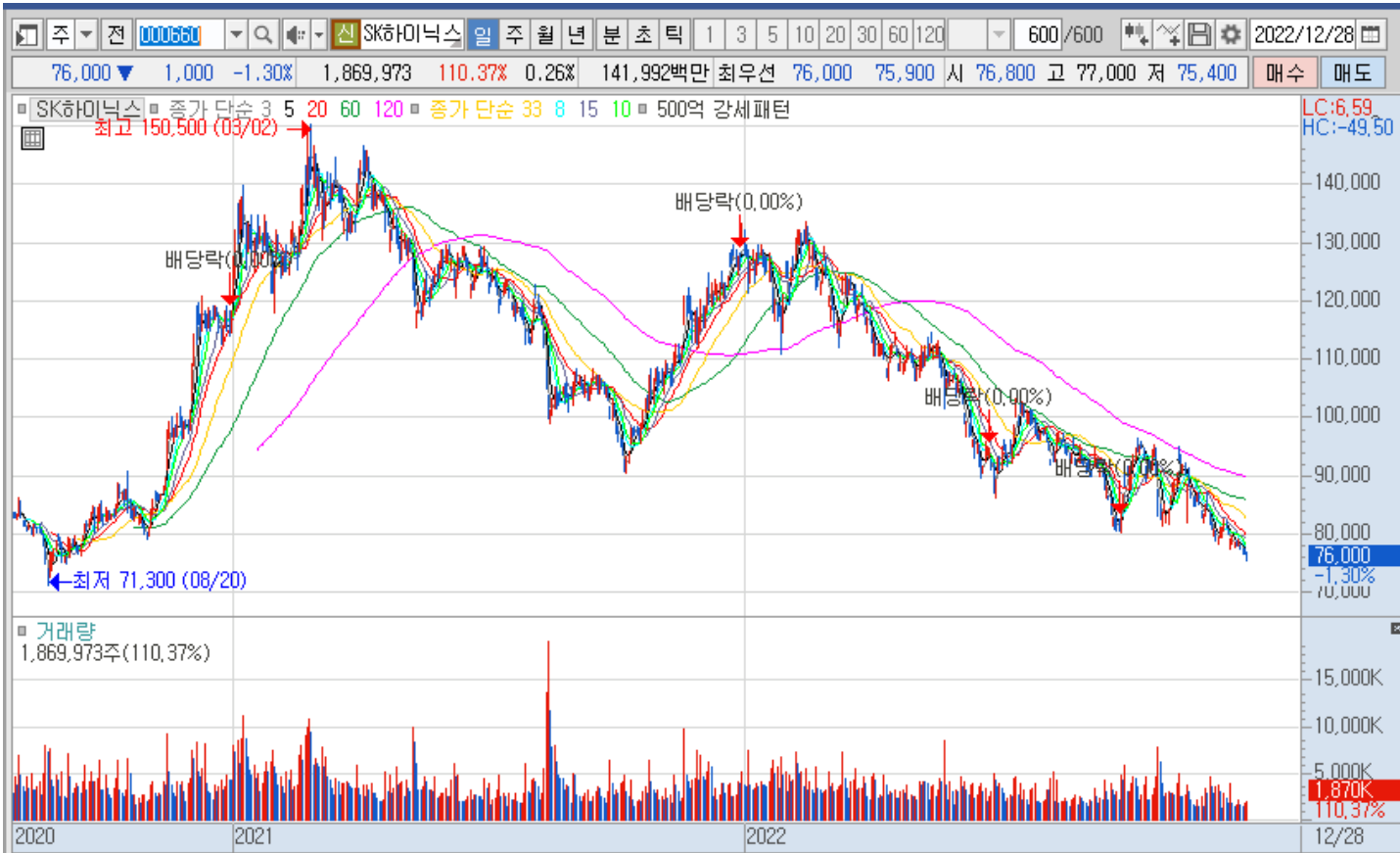


자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 7. SK하이닉스 마이크론 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권



맥스트

메타버스 플랫폼 'Tlon' 기반 마련 중

[\[출처\] 하나증권 최재호 애널리스트](#)

AR 원천 기술을 보유한 메타버스 플랫폼 기업

맥스트는 2010년에 설립된 증강현실 솔루션 및 플랫폼을 공급하는 AR 전문 업체다. Vision 트래킹 기술과 VPS(Visual Positioning Service) 기술 등 AR 구현에 필요한 원천 기술을 보유한 기업으로 제조 공정에 필요한 설비 조작 및 유지 보수를 지원하는 AR 솔루션을 삼성 및 SK 계열사에 납품한 이력이 있다. 맥스트는 현재 대기업향 B2B 솔루션 적용 확대와 메타버스 플랫폼 구축을 위한 사업 제휴에 집중하고 있다. 특히 현재 제작하고 있는 메타버스 플랫폼 Tlon은 게임, 통신, 헬스케어, 교육 관련 기업들과 제휴를 통해 론칭할 예정이다. 맥스트의 2022년 3분기 누적 기준 매출 비중은 산업용 AR 솔루션 82.2%, XR 메타버스 플랫폼 12.5%, AR 개발 플랫폼 4.4%, 도서 콘텐츠 플랫폼 0.9%다.

현실 공간 기반 메타버스 플랫폼 'Tlon'

Tlon은 맥스트에서 개발하고 있는 메타버스 플랫폼이다. 현실 공간을 기반한 가상공간에 XR 콘텐츠를 구축하여 콘텐츠 소비와 광고 시청, 공간 NFT 발행 및 매매 등이 가능하다. Tlon은 기반 사업으로 MAXVERSE와 TLONA 서비스를 계획 중인데 1) MAXVERSE는 XR 소프트웨어 개발 툴 키트(SDK)로 기술적 엔진 역할을 할 예정이며, 2) TLONA는 현실 기반 XR 콘텐츠를 체험할 수 있는 메타버스 서비스로 유저를 확보하는데 활용할 예정이다. 그리고 맥스트는 현재 과학기술정보통신부의 국책 과제를 수행 중에 있는데, 이를 통해 주요 광역 지자체 '메타버스 도시 프로젝트'에 맥스트의 MAXVERSE SDK가 활용될 예정이다. 부산-울산-경남의 '부·울·경 메가시티 해양 관광 서비스' 등 약 19개 지역에 활용 예정이며, 국책 과제를 통해 향후 Tlon 론칭에 필요한 GIS(지리 정보 데이터)를 확보할 수 있을 것으로 보인다.

AR 스마트 글라스 지속 개발 중

맥스트는 현재 AR 스마트 글라스를 개발 중이다. 예상 초도물량은 총 40세트로 예상되며, 2023년 말까지 구축 예정인 '메타버스 도시 프로젝트'는 물론, 향후 론칭될 Tlon에도 적용하여 활용될 예정이다. 2025년부터는 AR 스마트 글라스 전용 콘텐츠 제작 도구를 개발해 디바이스 기반 메타버스 플랫폼 확장에 주축으로 활용한다는 계획이다.

Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	십억원	N/A	N/A	1.2	2.0	2.4
영업이익	십억원	N/A	N/A	(1.7)	(2.5)	(4.3)
세전이익	십억원	N/A	N/A	(9.7)	(8.9)	(4.3)
순이익	십억원	N/A	N/A	(9.7)	(8.9)	(4.3)
EPS	원	N/A	N/A	(928)	(735)	(264)
증감율	%	N/A	N/A	N/A	(20.80)	(64.08)
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	N/A	N/A	0.00	0.00	37.57
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ROE	%	N/A	N/A	86.17	257.01	(43.45)
BPS	원	N/A	N/A	(936)	292	889
DPS	원	0	0	0	0	0



레고켐바이오

썰아가는 레퍼런스, 23년의 성과로

[\[출처\] 하나증권 박재경 애널리스트](#)

Amgen과 5개 후보물질에 대한 ADC 플랫폼 딜 체결

레고켐바이오는 12/23일자로 글로벌 바이오 업체 Amgen향으로 기술이전 계약을 체결했다고 공시했다. 총 계약규모는 1조 6,050억원(원/달러 환율 1,286.6원 기준)이며 계약금은 따로 공개되지 않았다. 이번 기술이전은 자사의 ADC(Antibody Drug Conjugate) 플랫폼 ConjuAll을 활용해 5개 후보물질을 발굴하는 계약이다. 레고켐바이오는 보유한 자체 linker, payload, conjugation 기술을 활용해 Amgen이 지정하는 타겟 항체에 ADC 후보물질을 도출한다. 후보물질 발굴(Discovery) 단계의 초기 딜로 계약금은 크지 않을 것으로 예상되나, 추후 개발이 진행됨에 따라(타겟 선정) 1~2년후부터 마일스톤 수령이 시작될 것으로 기대된다.

ADC 기술에 대한 니즈가 높은 상황. 추가 기술이전 기대

Enhertu가 다수의 암종에서 긍정적인 임상 결과를 발표하고 있으며, 이에 맞춰 올해 전반적으로 라이선스 딜이 줄어든 상황에도 ADC 관련 딜은 꾸준했다. 12월에만 Amgen-레고켐, MSD-Kelun 등의 빅 딜이 체결되었으며, Eli Lilly, Janssen, GSK, Amgen, MSD, 독일머크 등 빅파마들의 ADC 플랫폼 확보가 이뤄지고 있다. 레고켐바이오는 15년 이후 다수의 ADC 플랫폼 기술이전을 진행했으나, 중국 업체와 해외 NRDO 위주로 진행된 점이 한계로 지적되어 왔다. 금번 기술 이전으로 글로벌 빅파마와의 협업을 진행하며 레퍼런스를 확보했고 앞선 파이프라인에서 긍정적인 임상 결과가 확인되고 있는 만큼, 추가 기술이전에 대한 기대감은 유효하다는 판단이다.

Trop2 ADC, 순조롭게 개발 진행

향후 주력 파이프라인은 Trop2-MMAE ADC인 LCB84다. LCB84는 기존 경쟁 Trop2 ADC인 DS-1062, Trodelvy와 차별화된 항체 Epitope과 Toxin을 사용한 파이프라인으로 DS-1062, Trodelvy 불응 동물 모델(췌장 도관암, NSCLC, 대장암, 위암)에서 효능을 확인했다. 23년 상반기 IND 신청 예정이며, 글로벌 업체와의 공동 임상 개발 형태로 사업개발을 계획하고 있다.

Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	십억원	20.9	22.9	54.5	49.4	32.2
영업이익	십억원	(8.1)	(13.9)	11.8	(29.8)	(27.7)
세전이익	십억원	(8.9)	(25.3)	16.6	(8.8)	(20.5)
순이익	십억원	(8.3)	(24.9)	16.0	(7.0)	(23.4)
EPS	원	(417)	(1,165)	666	(290)	(929)
증감율	%	(44.40)	179.38	(157.17)	(143.54)	220.34
PER	배	N/A	N/A	39.65	N/A	N/A
PBR	배	7.55	6.44	5.29	15.07	5.88
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	32.26	N/A	N/A
ROE	%	(14.58)	(31.36)	14.19	(6.02)	(12.61)
BPS	원	2,667	4,403	4,992	4,651	9,497
DPS	원	0	0	0	0	0

표 1. 레고켐바이오 파이프라인 현황

구분	프로젝트	타겟/적용종	발굴	전임상	1상	2상	항체 제공	파트너사	비고
ADC 플랫폼	LCB69	고형암/혈액암					Takeda	Takeda	L/O(글로벌), 면역항암제(3개 타겟)
	LCB85	고형암/혈액암					Iksuda	Iksuda	L/O(글로벌), 3개 타겟(링커, 독신)
	LCB91	고형암/혈액암					미공개	미공개	MTA
	LCB06A	고형암/혈액암					미공개	미공개	MTA
ADC 물질	LCB14 (HER2-MMAF)	BC/GC/OC/UC					허셉틴 시밀러	Fosun Iksuda	L/O(중국), 1H22 2상 진입 <u>L/O(글로벌), 2H22 1상 IND</u>
	LCB73 (CD19-pPBD)	ALL/NHL/CLL/DLBCL					NovImmune	Iksuda	L/O(글로벌), <u>2H22 1상 IND</u>
	LCB71 (ROR1-pPBD)	CLL/MCL/ALL/TNBC/NSCLC					ABL Bio	Cstone	L/O(글로벌)
	LCB67 (DLK1-MMAE)	SCLC/HCC/NB/RD/MDS/AML					Y Biologics	Pyxis	L/O(글로벌)
	LCB84 (Trop2-MMAE)	고형암/혈액암					mediterranea	자체 진행	<u>GLP-Tox 2022</u>
	LCB70	고형암/혈액암					ABL Bio	자체 진행	-
	LCB87	고형암/혈액암					DIATHEVA	자체 진행	-
	LCB02A	고형암/혈액암					Harbour Biomed	자체 진행	-
	LCB097	고형암					미공개	자체 진행	-
	LCB98	고형암/혈액암					미공개	자체 진행	-
	LCB30	고형암/혈액암					미공개	자체 진행	-

자료: 레고켐바이오, 하나증권

표 2. 레고켐바이오 L/O 내역

(단위: 억원)

년월	인수	품목명	단계	총 계약금액	계약금
2015.08	Fosun	HER2 ADC	전임상	210	비공개
2019.03	Millenium(Takeda)	ADC 플랫폼	3가지 후보물질 발굴	4,548	81
2020.04	Iksuda Therapeutics	ADC 플랫폼	전임상	4,963	비공개
2020.05	Iksuda Therapeutics	CD19 ADC	전임상	2,553	58
2020.10	시스톤 파마슈티컬	ROR1 ADC	전임상	4,175	115
2020.12	Pyxis	DLK-1 ADC	전임상	3,255	105
2021.06	Iksuda	ADC 플랫폼	3개 타겟에서 6개로 확대	9,367	비공개
2021.10	Antengene	ADC 플랫폼	후보물질 발굴 옵션계약	4,265	비공개
2021.11	SOTIO Biotech	ADC 플랫폼	5가지 후보물질 발굴	12,126	348(near term 마일스톤 포함)
2021.12	Iksuda Therapeutics	HER2 ADC	전임상	11,864	593(near term 마일스톤 포함)
2022.12	Amgen	ADC 플랫폼	5가지 후보물질 발굴	16,050	비공개

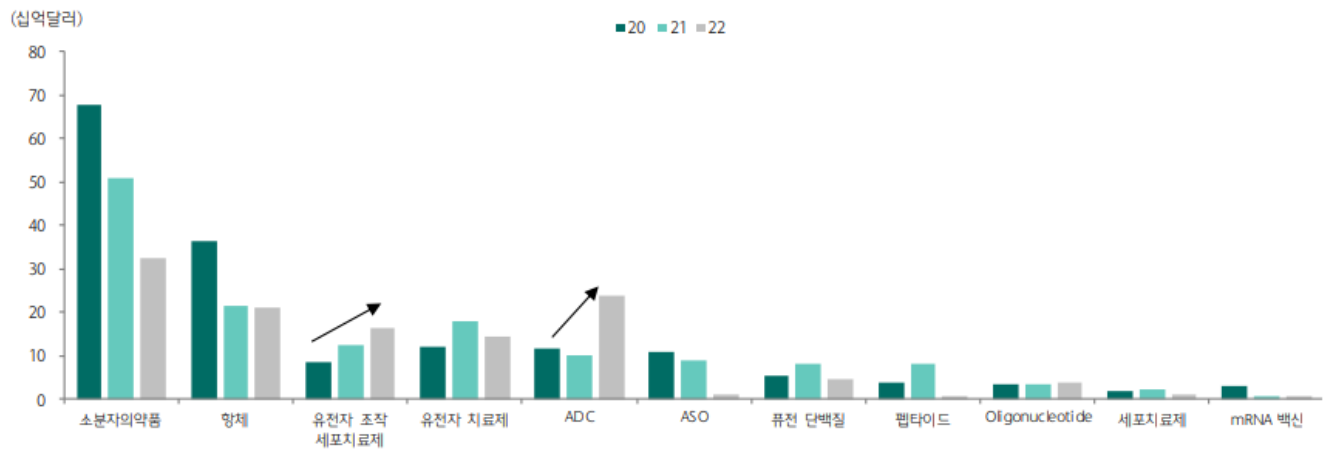
자료: 레고켐바이오, 하나증권

표 3. 레고켐바이오 23년 주요 일정

파이프라인	적용종	1H23	2H23
HER2 - MMAF ADC(복성제약)	유방암	임상 2상 진행	
CD19 - pPBD ADC(Iksuda)	ALL, NHL, CLL, DLBCL	임상 1상 진행	
ROR1 - pPBD ADC(Cstone)	CLL, MCL, ALL, TNBC, NSCLC	임상 1상 진행	
HER2 - MMAF ADC(Iksuda)	유방암	임상 1상 IND 신청	
Trop2 - MMAE ADC(자체개발)	고형암/혈액암	<u>임상 1상 IND 신청</u>	

자료: 레고켐바이오, 하나증권

그림 1. 모달리티 별 라이선스/파트너십 딜 규모 추이



자료: GlobalData, 하나증권





엔씨소프트

TL에 대한 기대감은 이제부터

[\[출처\] NH투자증권 안재민 애널리스트](#)

누구나 즐길 수 있는 'Play for All'을 표방한 TL

엔씨소프트에 대한 투자의견 Buy 및 목표주가 640,000원과 2023년 게임업종 Top-pick 유지. 엔씨소프트는 상반기 출시를 준비하고 있는 TL(Throne and Liberty)의 디렉터스 프리뷰를 공개하며, TL의 특징과 차별화 포인트를 공개. 전일 행사에서 구체적인 출시 일정과 비즈니스 모델을 공개하지 않았지만, 내년 초 추가적인 정보 공개가 모멘텀으로 작용할 전망

TL의 특징은 던전 내 분리된 공간을 하나로 연결하여 다른 층과의 경계를 허물고 날씨와 환경에 따라 달라지는 콘텐츠. 두 종류의 무기 조합이 가능하고 상황에 맞춰 무기를 바꿀 수 있으며 이에 따라 캐릭터의 역할이 달라지는 프리클래스를 표방. 정해진 지역에서의 PvP, 길드전에서 확보할 수 있는 점령석, PC와 콘솔에 맞는 전용 UI/UX 제공, 다양한 캐릭터 디자인 등 최근 MMORPG 유저가 선호하는 점을 상당부분 반영함

'Play for All'을 표방하며 기존 리니지 시리즈와 달리 가벼운 비즈니스 모델로 한국 뿐만 아니라 글로벌에서도 성공할 수 있는 MMORPG로 만들겠다는 엔씨소프트의 의지가 담겨있다고 판단

4분기 실적은 부진 예상

엔씨소프트의 4분기 실적은 매출액 5,482억원(-27.6% y-y, -9.3% q-q),영업이익 727억원(-33.6% y-y, -49.7% q-q)으로 영업이익은 기존 추정치 845억원 및 시장 컨센서스 882억원을 하회할 전망

2022년 2~3분기 내내 선전한 리니지M의 매출 감소가 불가피하고, 출시 1년이 지난 리니지W(1,774억원, -50.4% y-y)도 매출 하락 예상. 12월 지급한 전직원 100만원 특별 인센티브, 야구단 FA 계약에 따른 비용, 마케팅 비용 등 각종 영업비용도 증가하며 영업이익에 부정적 영향을 미침

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	2,309	2,572	2,757	3,371
증감률	-4.4	11.4	7.2	22.3
영업이익	375.2	584.3	637.4	768.6
증감률	-54.5	55.7	9.1	20.6
영업이익률	16.2	22.7	23.1	22.8
(자배지분)순이익	396.9	563.3	647.9	760.3
EPS	18,078	25,656	29,510	34,629
증감률	-32.4	41.9	15.0	17.3
PER	35.6	16.8	14.6	12.5
PBR	4.5	2.8	2.5	2.1
EV/EBITDA	29.8	13.2	11.6	9.3
ROE	12.6	17.4	18.0	18.3
부채비율	45.4	43.3	38.2	34.7
순차입금	-122.8	-395.0	-805.8	-1,178
단위: 십억원, %, 원, 배				

그림 1. 무기에 따라 역할이 달라지는 프리클래스



자료: 엔씨소프트, NH 투자증권 리서치본부

그림 2. 날씨에 따라 달라지는 게임 환경



자료: 엔씨소프트, NH 투자증권 리서치본부

그림 3. 점령석을 활용한 길드전



자료: 엔씨소프트, NH 투자증권 리서치본부

그림 4. 각 디바이스에 맞는 UI/UX 제공



자료: 엔씨소프트, NH 투자증권 리서치본부

그림 5. 커스터마이징이 가능한 캐릭터



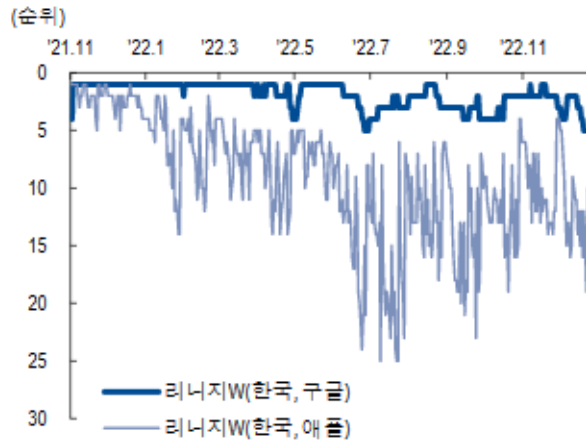
자료: 엔씨소프트, NH 투자증권 리서치본부

그림 6. 메모리얼 기능을 통해 콘텐츠 정복에 대한 유저 욕구를 자극



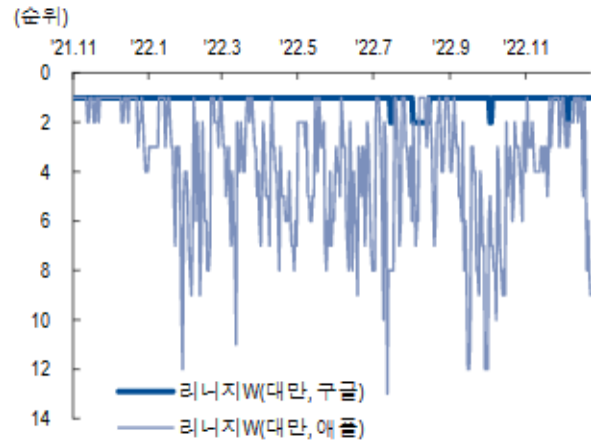
자료: 엔씨소프트, NH 투자증권 리서치본부

그림 7. 엔씨소프트 '리니지 W' 앱스토어 매출 순위 (한국)



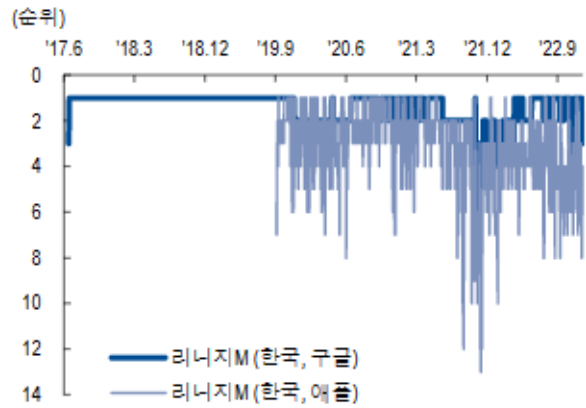
자료: 구글, 애플, NH투자증권 리서치본부

그림 8. 엔씨소프트 '리니지 W' 앱스토어 매출 순위 (대만)



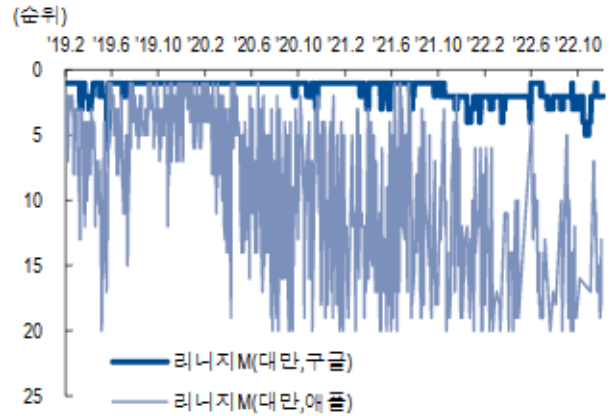
자료: 구글, 애플, NH투자증권 리서치본부

그림 9. 엔씨소프트 '리니지 M' 앱스토어 매출 순위 (한국)



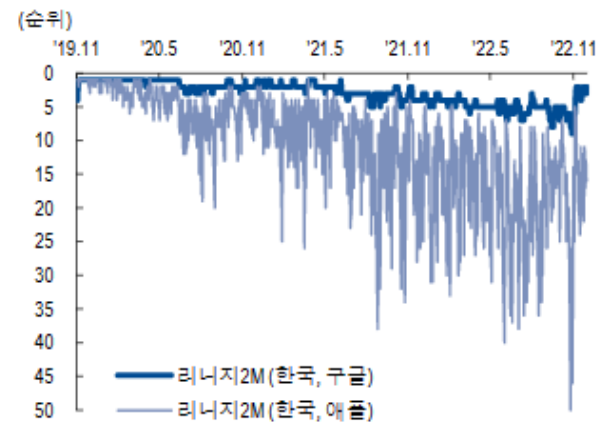
자료: 구글, 애플, NH투자증권 리서치본부

그림 10. 엔씨소프트 '리니지 M' 앱스토어 매출 순위 (대만)



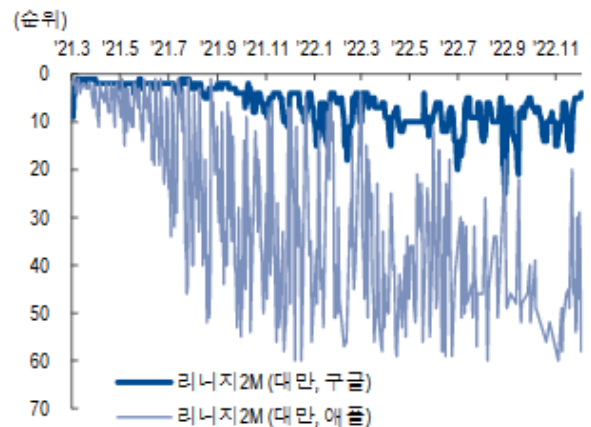
자료: 구글, 애플, NH투자증권 리서치본부

그림 11. 엔씨소프트 '리니지 2M' 앱스토어 매출 순위 (한국)



자료: 구글, 애플, NH투자증권 리서치본부

그림 12. 엔씨소프트 '리니지 2M' 앱스토어 매출 순위 (대만)



자료: 구글, 애플, NH투자증권 리서치본부



지오엘리먼트

차세대 반도체 산업 국산화를 이끄는 기업

[\[출처\] NH투자증권 심의섭 애널리스트](#)

독보적인 캐니스터 생산 기술력과 스퍼터링 타겟의 고성장

국내 최초 반도체 고순도 화합물용 캐니스터 개발·양산 판매를 시작으로 국내 최초 초음파 레벨 센서, 세계 최초 초음파 연속식 레벨 센서를 개발·양산 공급하는 등 꾸준한 R&D 성과를 지속해오고 있음. 나아가 차세대 제품으로 기존 제품(캐니스터, 초음파 레벨 센서, 기화기 등)을 모듈화한 PEB(Precursor Evaporation Box)를 출시하며 매출 확대 중

국산화에 성공하여 양산 라인 공급을 시작한 스퍼터링 타겟 매출 고성장 지속 전망. 2020년 300mm 반도체 웨이퍼용 양산 라인에 공급을 시작하여 높은 매출 성장세('20년 6억원, '21년 16억원, '1H22 16억원) 지속 중. 향후 업황 개선 시 국산화 대체 속도 가속화 전망. 또한 알루미늄, 티타늄, 구리제품 국산화에 이어 탄탈륨, 코발트, 텅스텐 등 신규 금속 제품 개발 중

업황 개선 시 더욱 뚜렷해질 성장세

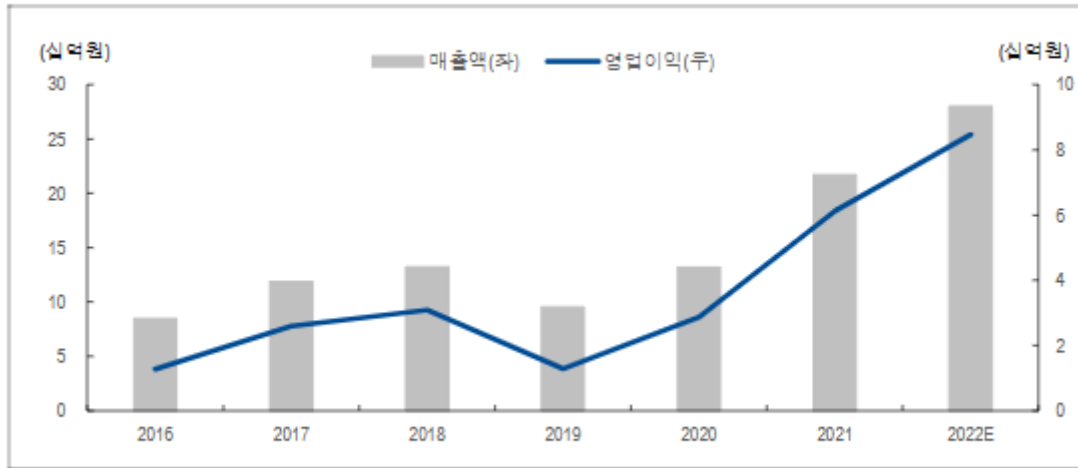
'22E 매출액 280억원(+29.0% y-y), 영업이익 85억원(+38.3% y-y) 전망유지. 스퍼터링 타겟의 높은 성장과 ALD 제품 포트폴리오 확대, CAPA 증설 효과로 2023년에도 고성장 지속 전망. 반도체 업황 부진에도 불구하고, 동사 캐니스터와 초음파 레벨 센서가 국내 전자소자 시장의 표준품으로 자리잡고 있으며, 100여개 고객사에 제품을 납품하는 등 단일 고객사 매출 비중이 높지 않아(3Q22기준 최대 12.1%) 큰 타격은 없을 것으로 전망

지난 12/14 1:1 무상증자 공시로 주가 변동성이 확대된 상황으로 중장기적 실적 성장 관점에서 접근 권고

	2019	2020	2021	2022E
매출액	9.5	13.2	21.7	28.0
증감률	-27.8	38.2	64.7	29.0
영업이익	1.3	2.9	6.1	8.5
증감률	-58.2	123.9	112.9	38.3
영업이익률	13.5	21.8	28.2	30.2
(자배지분)순이익	1.4	2.5	5.3	6.9
EPS	298	534	1,096	1,097
증감률	-53.9	79.0	105.2	0.1
PER	N/A	N/A	33.9	18.9
PBR	N/A	N/A	5.5	2.7
EV/EBITDA	-4.8	-3.3	30.2	10.9
ROE	7.5	12.2	16.8	15.3
부채비율	11.2	15.4	11.5	11.1
순차입금	-8.4	-11.6	-28.8	-32.3

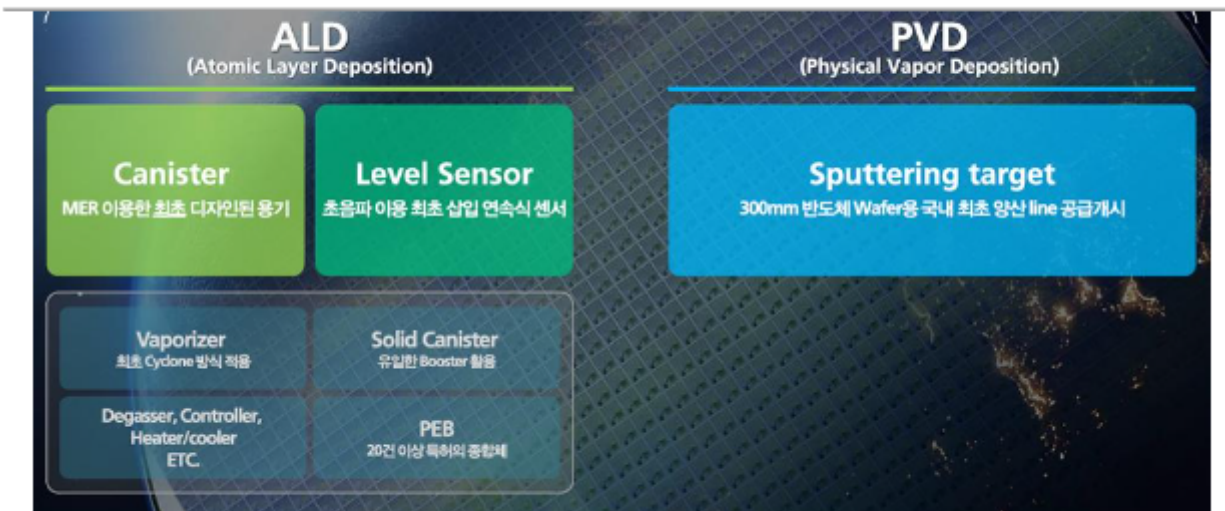
단위: 십억원, %, 원, 배

지오엘리먼트 실적 추이 및 전망



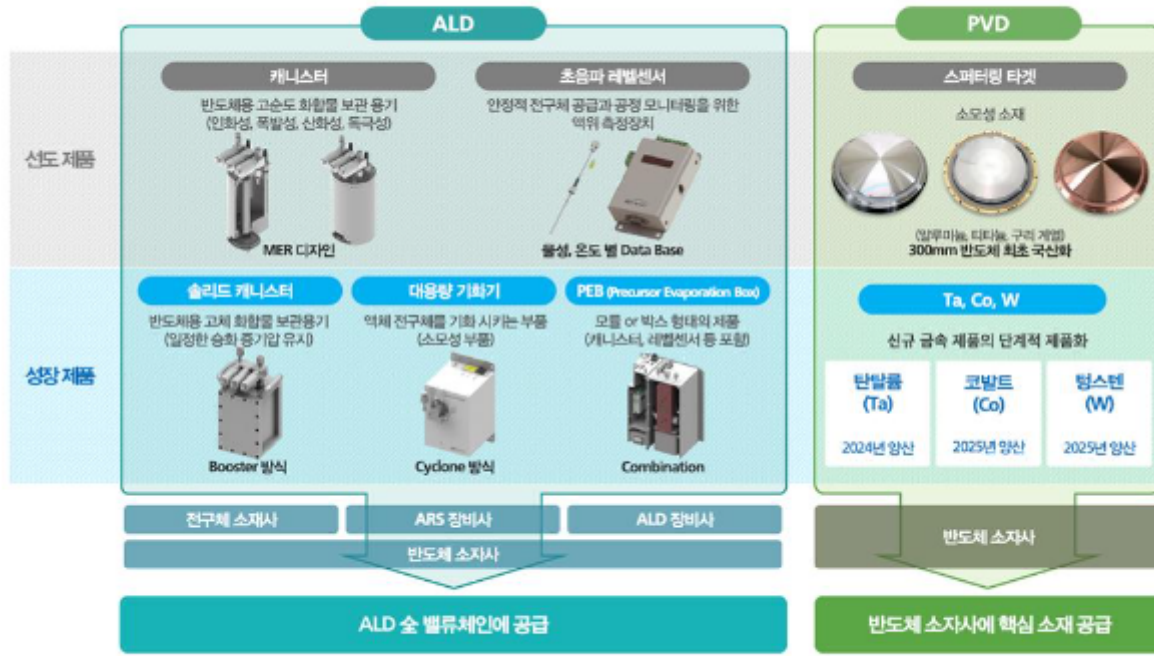
자료: 지오엘리먼트, NH투자증권 리서치본부

그림1. 사업 영역



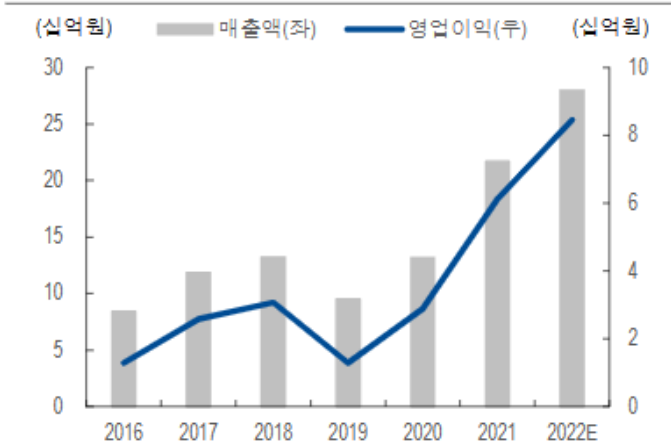
자료: 지오엘리먼트, NH투자증권 리서치본부

그림2. 주요 제품



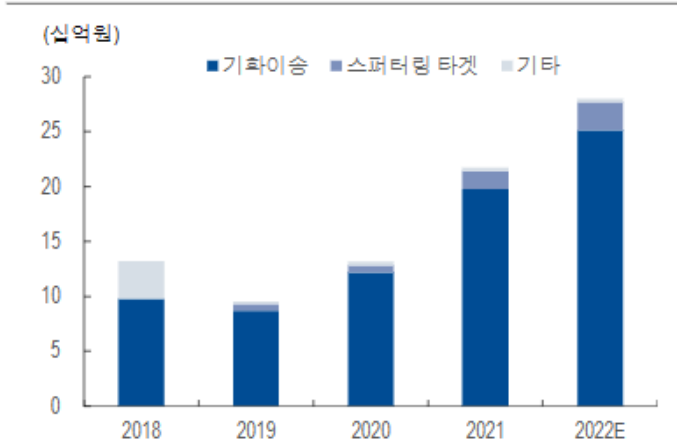
자료: 지오엘리먼트, NH투자증권 리서치본부

그림3. 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 지오엘리먼트, NH투자증권 리서치본부

그림4. 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 지오엘리먼트, NH투자증권 리서치본부



위더스제약

노인을 위한 제약사, 탈모 치료제까지

[\[출처\] NH투자증권 박병국 애널리스트](#)

노인성 질환 제네릭 기업, 안정적인 실적 성장 중

고령화 시대의 수혜인 노인성 질환 위주의 전문의약품(ETC) 포트폴리오구성 및 CMO로 건조한 실적 성장세 지속 중. 기허가 제네릭 의약품 공동생동 규제로 인해 자사 생동 능력 보유 제약사 성장 기회 발생. 12월 현재까지 총 20개 중 16개 제품 자사 생동 완료. '23년 7월까지 자사 생동 의약품 매출 비중 90%까지 확대 계획

탈모 치료제 등 신규 파이프라인이 기업 가치 결정

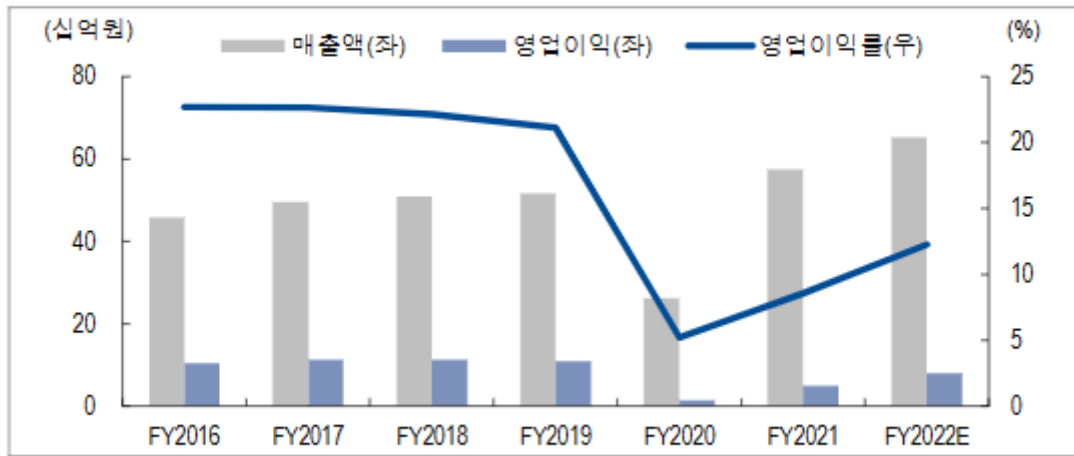
동사 중장기 성장 두 축은 1) 장기 지속형 주사제(탈모, 전립선비대증) 및 2) 이중정 기반 개량신약(노인성 질환 품목 강화) 탈모 및 전립선비대증 적응증 타깃 Microfluidic 전용공장(연간 250만 바이알 생산 케파) 완공시기가 비용 상승(195억원 -> 270억원) 및 설계변경에 따라 '23년 2월로 연기. 장기지속형 탈모치료제(IVL3001)는 '23년 초3상 진입 및 4Q23 출시 예정, 대응제약이 임상, 동사는 위탁 생산만 담당 예정. 호주 1/2상에서 대조약인 프로페시아 대비 동등한 효능 및 안전성 확인. 아직 MOU 단계로 구체적인 수익 분배에 대해 논의된 사항 없음. 국내 탈모치료제 시장 1,400억원, 해외 수 조원으로 추정, 경쟁사 M/S 확보하며 '24년부터 실적 반영 기대. IVL3013(전립선비대증) 23년 초 IND 제출 계획. 두타스테리드 제형 변화로 임상 간단하며, '25년 출시 전망

이중정 개량신약 WU-18001LF(골관절염) '23년 4월 국내 1상 개시 계획. 이중정 기술 기반 첫 파이프라인으로 노인성 질환 파이프라인 강화 기대

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022E
매출액	51.7	26.2	57.4	65.2
증감률	1.5	-49.3	119.0	13.5
영업이익	10.9	1.4	4.9	8.0
증감률	-3.0	-87.5	258.6	64.0
영업이익률	21.1	5.2	8.5	12.3
당기순이익	8.7	1.9	4.3	6.5
EPS	745.1	141.6	323.3	494.3
증감률	2.0	-81.0	128.3	52.9
PER	N/A	101.5	32.5	18.1
PBR	N/A	2.5	1.7	1.4
EV/EBITDA	0.2	76.9	21.8	12.2
ROE	17.9	2.9	5.4	7.8
부채비율	45.5	38.1	47.1	48.1
순차입금	2.4	-8.6	0.7	-0.1

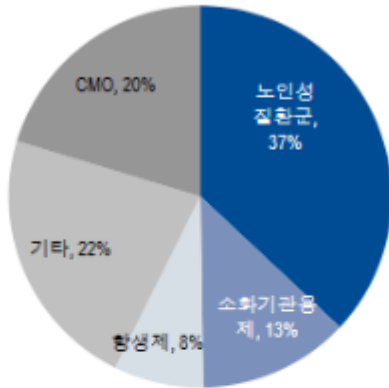
단위: 십억원, %, 원, 배

위더스제약 영업실적 추이



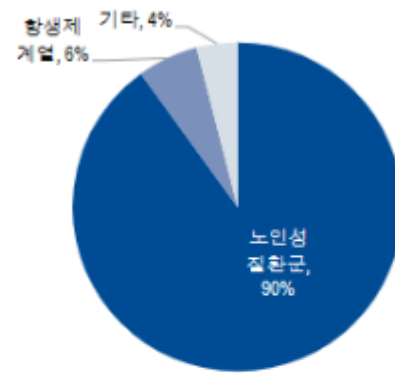
주: 6월 결산법인, 2020년부터 결산기 12월 말로 변경; 자료: 위더스제약, NH투자증권 리서치본부 전망

그림 1. 제품별 매출 비중(2022년 3분기 기준)



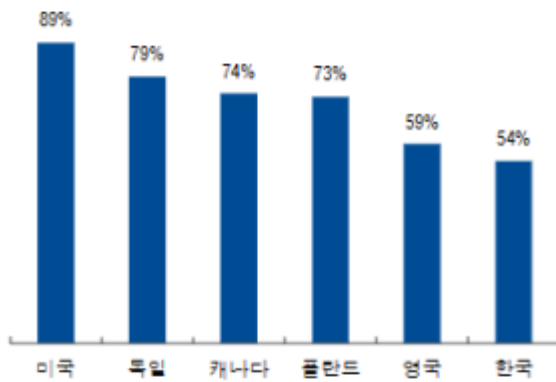
자료: 위더스제약, NH투자증권 리서치본부

그림 2. 제품 구분별 CMO 매출 비중



자료: 위더스제약, NH투자증권 리서치본부

그림 3. 주요 국가별 제네릭 의약품 사용 비중



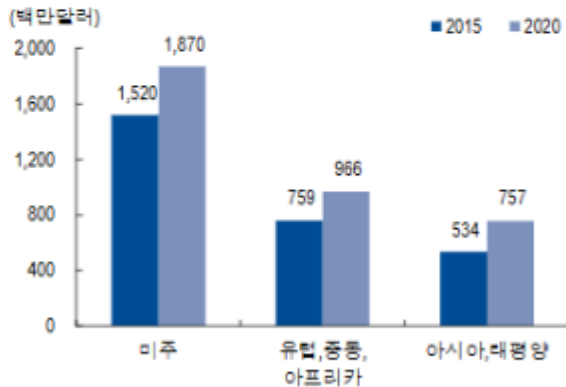
자료: IMS Health, 보건산업진흥원, NH투자증권 리서치본부

그림 4. 위더스제약 노인성질환군 약물 처방액 및 점유율



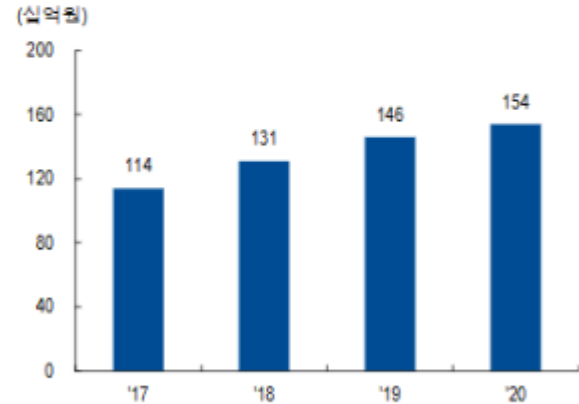
자료: UBIST, 위더스제약

그림 5. 글로벌 지역별 달모 치료제 시장 전망



자료: TechNavio, Global Alopecia Drugs Market, NH투자증권 리서치본부

그림 6. 국내 경구용 달모치료제 매출 추이



자료: IQVIA, 위더스제약, NH투자증권 리서치본부



RFHIC

4Q 실적 소폭 개선에 그칠 전망, 하지만 주가는 오를 것

[\[출처\] 하나증권 김홍식 애널리스트](#)

매수/목표가 6만원 유지, 통신부문 장기 성장성에 주목

RFHIC에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표주가 6만원을 유지하며 네트워크 장비업종 내 Top Picks로 제시한다. 추천 사유는 1) 2022년 하반기 흑자 전환에 이어 2023년에는 2018년을 뛰어넘는 사상 최대 실적 달성이 예상되고, 2) 전력용 반도체 합작사 설립을 통한 MMIC 사업 진출 및 28GHz 주파수 대역 본격 상용화에 대비한 선제적 대응은 높은 Multiple을 형성시킬 것이며, 3) 미국 버라이즌 3.7~4.0GHz 주파수 대역 투자가 본격화 될 2023년에는 삼성전자형 매출이 급증할 전망이고, 4) 최근 실적 개선으로 국내 5G 네트워크 장비업체 주가 상승이 본격화되고 있어 RFHIC 주가에도 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단되기 때문이다.

방산부문 일회성 이슈로 4Q 실적 소폭 개선에 그칠 전망

RFHIC는 2022년 4분기에 연결 매출액 307억원(-1% YoY, +5% QoQ), 영업이익 17억원(+6% YoY, +89% QoQ)으로 만족스럽진 못하지만 전분기비 다소 개선된 실적을 기록할 전망이다. 방산 부문이 성수기임에도 불구하고 2021~2022년 매출 정산 이슈로 외견상 부진하게 발표될 것이란 점이 가장 큰 아쉬움으로 다가온다. 여기에 3분기와 마찬가지로 전력 반도체 관련 인력 유입 증가로 인한 개발비 부담이 가속된 점도 이익 측면에서는 부담 요인으로 꼽힌다. 하반기 들어 개발비 부담이 지난해 대비 분기별 30억원 가량 증가한 상황이라는 점에서 그렇다. 하지만 주력인 통신부문 체력은 분명히 개선되는 양상이다. 만약 방산 부문 정산 이슈로 인한 매출 감소/영업이익 감소 영향이 없었고 개발비가 예년 수준이었다고 가정하면 4분기 RFHIC 영업이익은 70~80억원 수준으로 나타났을 것이기 때문이다.

2023년 호재 만발, 기대감 높아 Multiple 높게 형성될 전망

2023년 RFHIC 주가 전망은 밝다. 연초부터 관심을 높일 필요가 있겠다. 2022년엔 합작사 설립으로 영업비용이 급증하는 상황에서 미국 수출 매출 증가 폭이 더디게 나타나는 흐름이었는데 2023년엔 이와 반대로 영업비용이 완만히 증가하는 양상에서 매출액 증가 폭이 커질 것이기 때문이다. 따라서 이익 증가폭이 가파르게 나타날 공산이 크다. 여기에 2023년에는 28GHz 상용화가 주식 시장에서 빅 이슈로 자리 잡을 공산이 큰데 본 이슈에 투자자들의 관심이 높아진다면 RFHIC가 핵심 수혜주로 부상할 가능성이 높다. 3.5GHz 대역 주파수 상용화를 통한 Gan TR이 2018~2020년 핵심 부품으로 떠올랐다면 2024년 이후엔 결국 28GHz 주파수 대응용 MMIC가 시장의 화두일 것이기 때문이다. 경쟁 구도를 감안 시 높은 Multiple이 지속되는 가운데 추가적인 Multiple 확장이 나타날 수 있어 관심이 요구된다.

Financial Data						
투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	70.5	101.6	107.0	176.5	213.6
영업이익	십억원	(3.0)	4.4	1.2	30.6	50.9
세전이익	십억원	0.5	5.4	3.5	32.6	52.9
순이익	십억원	2.0	6.0	4.5	27.5	44.7
EPS	원	83	237	167	1,026	1,670
증감율	%	(90.06)	185.54	(29.54)	514.37	62.77
PER	배	524.86	150.42	146.11	23.78	14.61
PBR	배	5.27	3.24	2.20	2.04	1.81
EV/EBITDA	배	407.77	78.14	71.61	15.18	9.26
ROE	%	1.02	2.53	1.62	9.61	14.06
BPS	원	8,274	11,014	11,076	11,956	13,481
DPS	원	98	150	150	150	150

