

## 2023.02.23(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-02-23 오전 3:11

수정한 날짜: 2023-02-23 오전 11:58

## 2023.02.23(목) 증권사리포트

하이브

단기 병동성은 있겠지만 본업의 모멘텀은 올해도 좋다

[\[출처\] 하나증권 이기훈 애널리스트](#)

### 목표주가 상향

최근 SM의 주가가 공개 매수가를 상회하면서 주가가 조정받고 있지만, 이와 무관하게 BTS의 완전체 활동이 기대되는 2025년에는 4,000억원 이상의 영업이익을 통해 14조원 내외의 기업가치가 예상된다. 목표주가 적용 연도 변경을 통해 목표주가를 230,000원(+10%) 상향하며, SM 인수 관련 이슈는 미확정이기에 목표주가에 반영하지 않았다. 위버스의 다양한 기능 추가와 미국 걸그룹 데뷔를 앞둔 하반기 최선호주 의견에는 변함이 없다.

### 4Q Review: OP 517억원(-30% YoY)

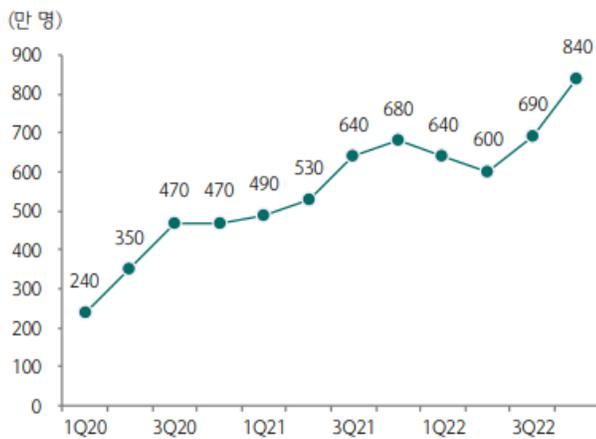
4분기 매출액/영업이익은 각각 5,353억원(+17%)/517억원(-30%)으로 컨센서스(549억원)에 부합했다. 1) BTS 솔로 앨범들과 르세라핌 컴백, 2) Love Yourself 투어 DVD 및 시즌 그리팅 판매로 간접 매출 호조가 긍정적이었다. 다만, 사상 최대 실적에 따른 1회성 인센티브와 영업외적으로 금리 상승에 따른 이타카홀딩스의 영업권 상각 및 동사의 주가 하락에 따른 전환사채 평가 손실이 합산 1,200억원 반영되면서 이익은 부진했다. 위버스 MAU는 840만명(+21% QoQ)으로 브이라이브 통합이 성공적으로 진행되었다. 2분기에는 팬들이 직접 디자인한 상품을 판매하는 byFans 기능 및 디지털재화 'Jelly'의 도입, 그리고 3분기에는 구독형 멤버십 서비스를 출시할 계획이다. 팬들이 단순히 아티스트의 콘텐츠를 수동적으로 소비하는 것을 넘어 좀 더 능동적으로 개입할 콘텐츠를 만들어 내는 것이기에 또 한번의 성장이 예상된다.

### 뉴진스의 고성장과 3팀의 신인 아티스트 데뷔

뉴진스는 최근 앨범뿐만 아니라 데뷔 앨범 마저 동시에 100만장 판매를 상회하고 있다. 매우 이례적인 점은 미국 진출 없이도 빌보드 Hot100 순위가 3~4주 가까이 지속 상승했다는 점이다. 이는 컴백 주가 고점인 타 아티스트들과는 완전히 대비되는 점으로 향후 미국에서의 엄청난 성과가 예상된다. 여기에 더해 상반기 KOZ 남자, 하반기 플레디스 남자, 그리고 4분기 미국에서 걸그룹 데뷔가 예상되는 만큼 지속적인 본업의 모멘텀을 만들어 낼 것이다

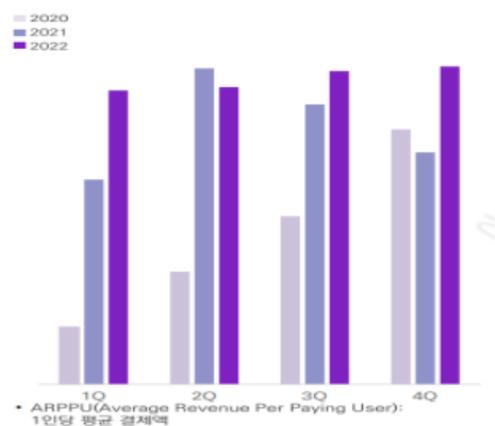
Financial Data						
투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	796.3	1,255.9	1,778.0	1,786.0	2,011.8
영업이익	십억원	145.5	190.2	237.6	211.6	271.5
세전이익	십억원	126.2	210.5	97.2	264.2	341.4
순이익	십억원	85.7	136.8	38.7	187.1	241.7
EPS	원	2,811	3,606	936	4,524	5,845
증감율	%	9.21	28.28	(74.04)	383.33	29.20
PER	배	56.35	96.78	185.36	40.25	31.15
PBR	배	4.78	5.13	2.52	2.48	2.37
EV/EBITDA	배	27.06	51.59	18.25	19.86	16.28
ROE	%	12.52	6.83	1.37	6.37	7.78
BPS	원	33,159	67,998	68,793	73,317	76,963
DPS	원	0	0	0	0	2,200

그림 3. 위버스의 MAU 추이: +21% (QoQ)



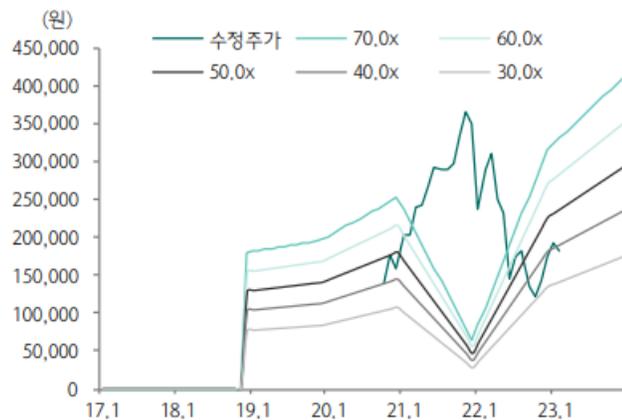
자료: 하이브, 하나증권

그림 4. 위버스의 ARPPU 추이



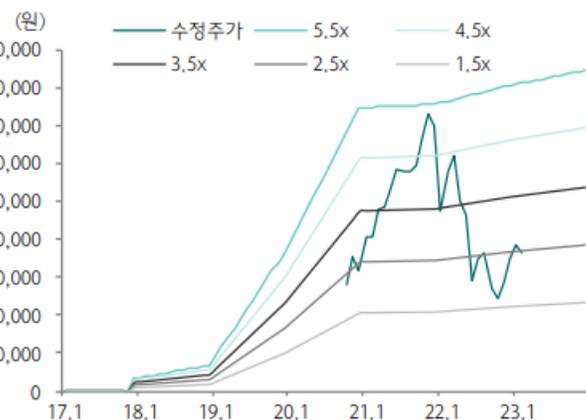
자료: 하이브, 하나증권

그림 1. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나증권

그림 2. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나증권



## BGF리테일

기저보다 구조적 부분을 보자

[\[출처\] IBK투자증권 남성현 애널리스트](#)

기저보다는 구조적 이익 성장 가능성을 봐야할 때

2023년 BGF리테일에 대한 기저에 대한 우려가 크다. 그럴 수 밖에 없는게, ▶ 지난해 진단키트 판매에 따른 이례적 수익이 일부 반영되었고, ▶ 지난해 높은 영업실적에 따른 부담이 있기 때문이다. 하지만, 당사에서는 기저에 따른 부담보다는 구조적으로 펀더멘탈이 개선될 수 있다는 점에 주목해야 할 것이다.

2023년 실적 성장을 기대하는 이유는 1) 본부임차 비율 증가에 따른 수수료율 상승과, 2) 신규점 출점을 통한 성장 여력이 존재하며, 3) HMR 및 밀키트 제품군 성장, 4) 담배 비중 감소에 따른 마진을 확대, 5) 1~2인 가족 비중 확대에 따른 트래픽 증가가 기대되기 때문이다.

본부임차 비중 증가의 의미

동사는 2019년부터 공격적으로 본부임차 비중을 확대시켰다. 이러한 결실이 지금 발현되고 있으며, 이는 향후 동사의 점유율 및 수익성을 더욱 증가시킬 수 있는 요인으로 판단하고 있다. 그러한 이유는 1) 중장기적으로 상위 입지 점포를 안정적으로 유지할 수 있고, 2) 가맹수수료율 증가에 따라 이익 기여도 확대가 가능하며, 3) 감가상각비가 일정 부문 마무리되는 시점에 영업이익 증가도 기대할 수 있기 때문이다.

2022년 사용권자산 감가상각비는 약 2,500억 원 수준이며, 감가상각비는 1,600억원에 달하고 있다. 본부임차 투자에 따른 감가상각비 증가분과 실질적인 현금흐름을 감안할 때 동사의 펀더멘탈은 더욱 강화되고 있다는 판단이다.

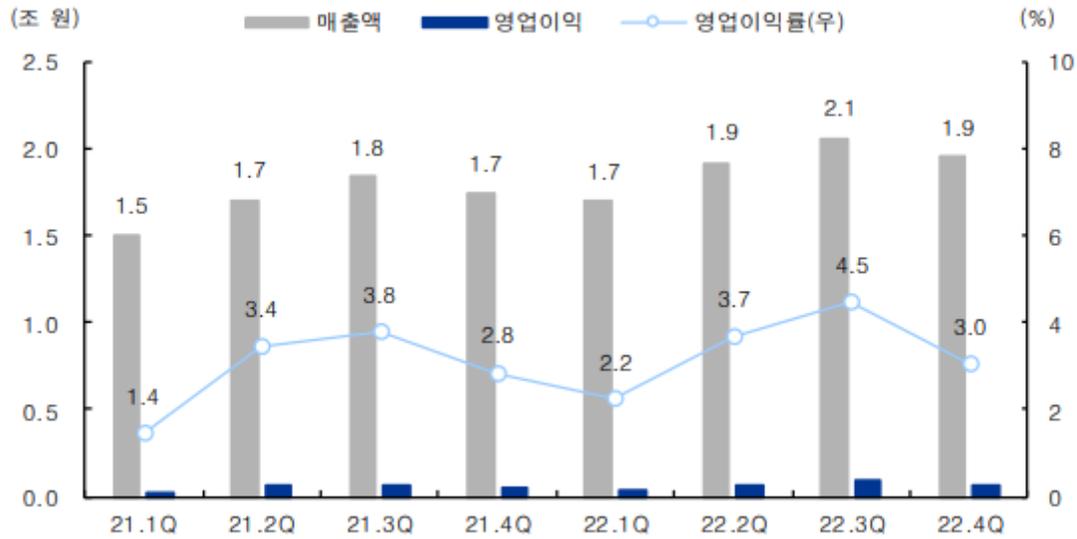
투자의견 매수, 목표주가 22만원 유지

투자의견 매수 및 목표주가 22만원을 유지한다. 2023년에도 우호적인 업황은 이어질 것으로 예상한다. 지난해 높은 기저가 있지만, 수요 및 공급 측면 모두 우호적이라는 점에서 긍정적 시각을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	6,181	6,781	7,616	7,912	8,501
영업이익	162	199	259	289	326
세전이익	163	193	259	296	345
지배주주순이익	123	148	198	228	266
EPS(원)	7,100	8,542	11,447	13,207	15,363
증가율(%)	-18.9	20.3	34.0	15.4	16.3
영업이익률(%)	2.6	2.9	3.4	3.7	3.8
순이익률(%)	2.0	2.2	2.6	2.9	3.1
ROE(%)	18.6	19.6	22.4	21.9	21.6
PER	19.1	17.0	18.4	13.8	11.8
PBR	3.4	3.1	3.8	2.8	2.4
EV/EBITDA	5.2	5.0	5.5	5.2	4.6

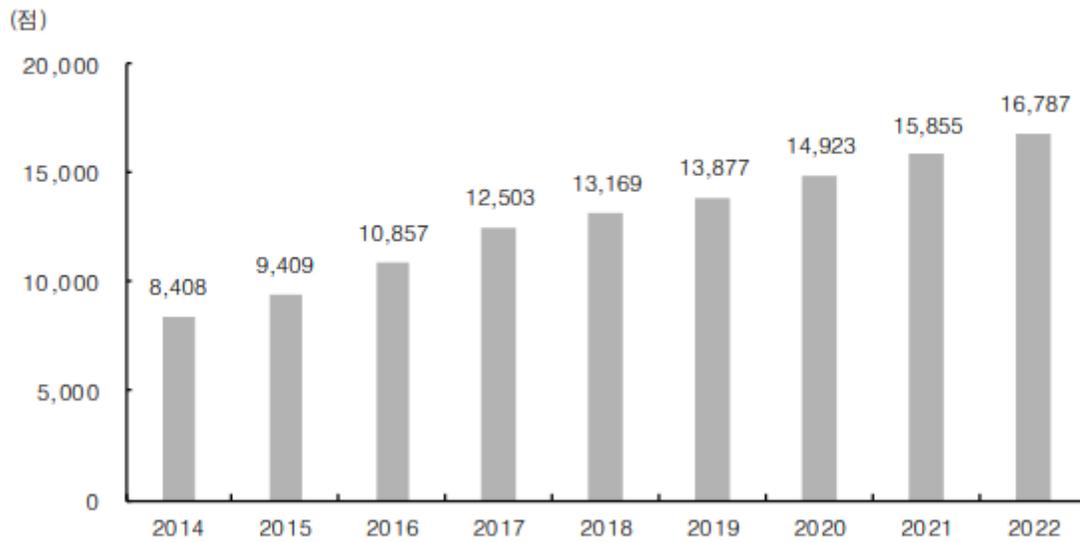
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. BGF리테일 영업실적 추이

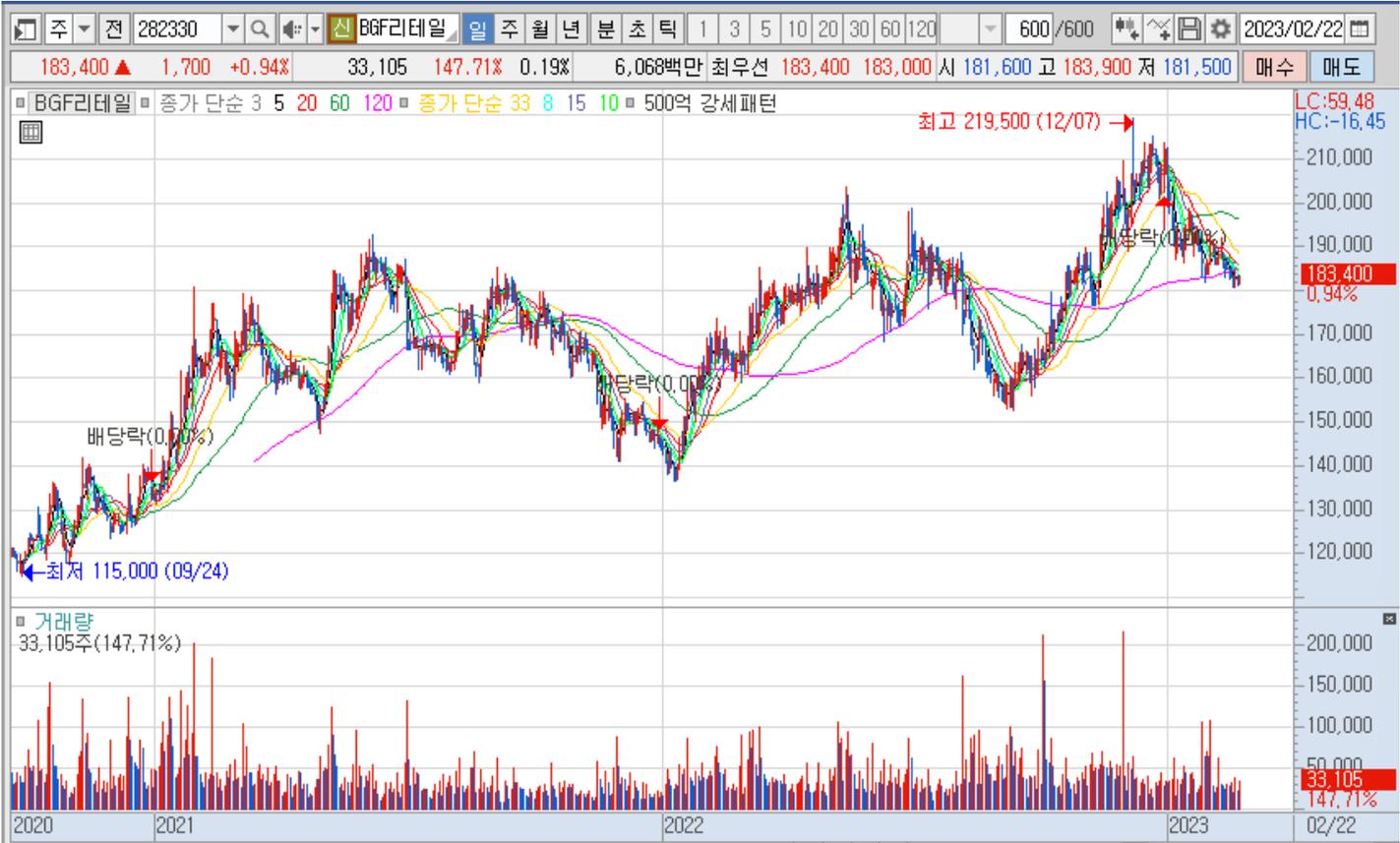


자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 2. BGF리테일 연도별 국내 점포 수



자료: BGF리테일, IBK투자증권



---

SK하이닉스

DRAM 수요, 가격, 모두 기대치 하회 예상

[\[출처\] 키움증권 박유악 애널리스트](#)

1Q23 영업적자 3.2조원, 시장 컨센서스 하회 예상

1Q23 실적이 매출액 4.8조원(-38%QoQ)과 영업적자 3.2조원(적자지속)을 기록하며, 시장 컨센서스(매출액 5.4조원, 영업적자 2.7조원)를 하회할 것으로 예상된다. 서버 고객들의 재고 조정이 우려했던 것보다 더욱 크게 나타나면서, DRAM의 총 출하량(b/g -25%QoQ)이 시장 기대치(-12%QoQ)'를 하회 할 것으로 판단하기 때문이다. 또한 분기 후반 경쟁사와의 점유율 경쟁이 격화될 가능성이 있어, 당사의 출하량 전망치 및 가격 전망치를 더욱 하회하는 수치들이 나타날 가능성도 배제할 수는 없어 보인다. 영업외적인 부문에서도 DRAM과 NAND의 재고 평가 손실, 원/달러 평균 환율 하락에 따른 환차손이 발생될 것으로 판단한다. 사업 부문별 실적은 DRAM이 매출액 2.4조원(-48% QoQ)과 영업적자 1.4조원(적자전환), NAND가 매출액 1.8조원(-25%QoQ)과 영업적자 1.6조원(적자지속)을 각각 기록할 전망이다.

2Q23 영업적자 3.6조원 전망. DRAM 가격 하락세 지속

2Q23 실적도 매출액 5.2조원(+10%QoQ)과 영업적자 3.6조원(적자지속)을 기록하며, 시장 컨센서스(매출액 5.6조원, 영업적자 2.6조원)를 하회할 전망이다. NAND의 경우 업황 개선에 따른 영업적자 폭 축소가 예상되지만, DRAM은 연초 이후 급격히 나빠진 수요와 비우호적인 가격 협상 상황 등으로 인해 전 분기 대비 적자 폭이 확대될 것으로 예상된다. 특히 DRAM은 업계 내 쌓여 있는 유통재고가 '하반기 업황 개선의 속도'를 더디게 할 것으로 판단돼, 이에 대한 시장의 기대치가 낮춰져야 할 필요도 있다. 당사는 이를 반영해 2023년 SK하이닉스의 영업적자 전망치를 기존 8.2조원에서 11.0조원으로 하향 조정한다. 시장 컨센서스(영업적자 7.7조원)의 추가 조정이 필요해 보인다.

중장기적 매수 시각 유지, 단기 주가 급등은 다소 부담

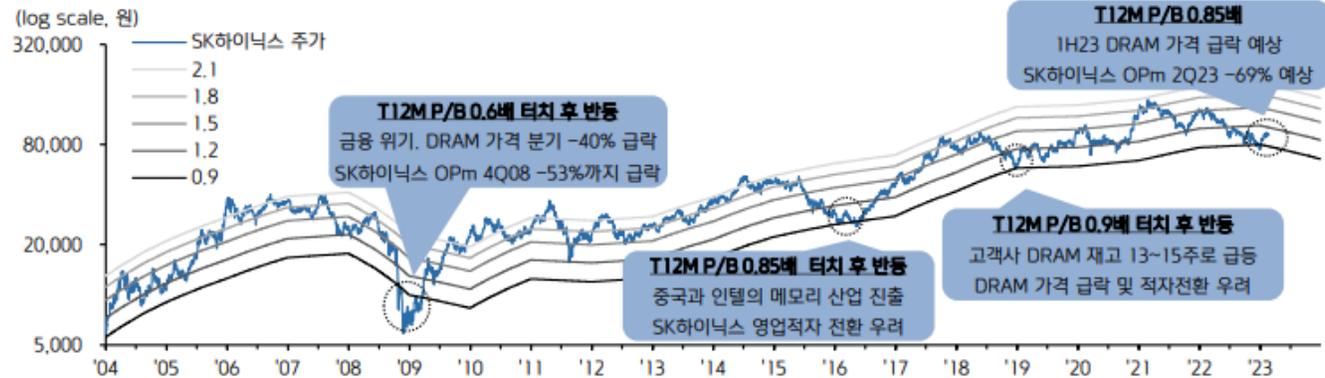
지난 연말 당사는 '시장이 간과하고 있는 것들(SK하이닉스와 삼성전자의 공급조절)'을 언급하며 SK하이닉스에 대한 저가 매수 의견을 전달했고, 주가 역시 이에 화답하며 급반등했다. 다만 현 시점에서 보면, '예상치를 하회하고 있는 서버의 수요'와 '진행되지 않을 것으로 보이는 삼성전자의 CapEx cut', 그리고 '여전히 높은 SK하이닉스의 실적 컨센서스'가 급등한 주가의 단기 하방 압력으로 작용할 수 있다고 판단된다. 특히 연초 이후 DRAM의 업황이 기대 대비 크게 부진하고, 경쟁사의 CapEx cut이 단기간 내에 진행되지 않을 것으로 예상된다는 점이 부담이다. SK하이닉스에 대한 중장기적인 매수 시각은 유효하지만, 단기적으로는 조금 더 보수적인 접근이 필요하다고 판단한다.

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	31,900	42,998	44,649	24,040
영업이익	5,013	12,410	7,006	-10,986
EBITDA	14,785	23,069	22,114	4,187
세전이익	6,237	13,416	4,200	-12,504
순이익	4,759	9,616	2,439	-12,087
지배주주지분순이익	4,755	9,602	2,435	-12,069
EPS(원)	6,532	13,190	3,345	-16,579
증감률(%YoY)	137.0	101.9	-74.6	적전
PER(배)	18.1	9.9	27.3	-5.5
PBR(배)	1.7	1.5	1.0	1.3
EV/EBITDA(배)	6.4	4.8	4.5	25.2
영업이익률(%)	15.7	28.9	15.7	-45.7
ROE(%)	9.5	16.8	3.8	-20.5
순부채비율(%)	16.8	25.8	30.8	47.3

자료: 키움증권 리서치센터

### SK하이닉스 12개월 Trailing P/B Ratio



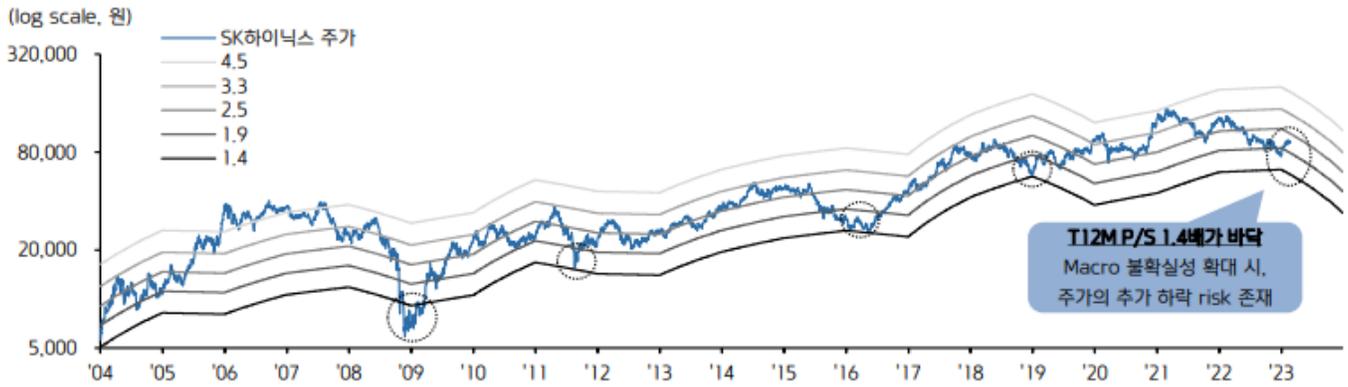
자료: 키움증권 리서치센터

### SK하이닉스 영업이익 vs. 12개월 Trailing P/B Ratio



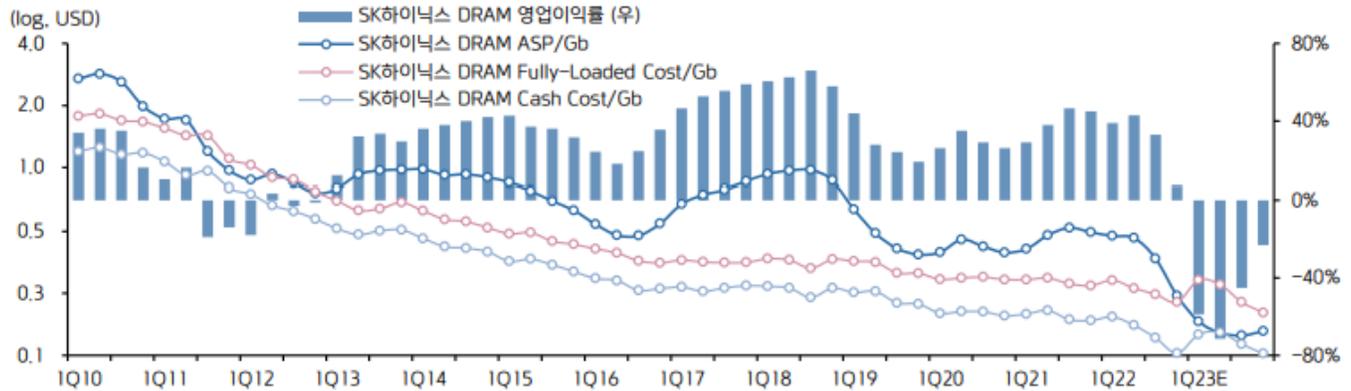
자료: 키움증권 리서치센터

## SK하이닉스 12개월 Trailing P/S Ratio: 남아있는 주가의 하방



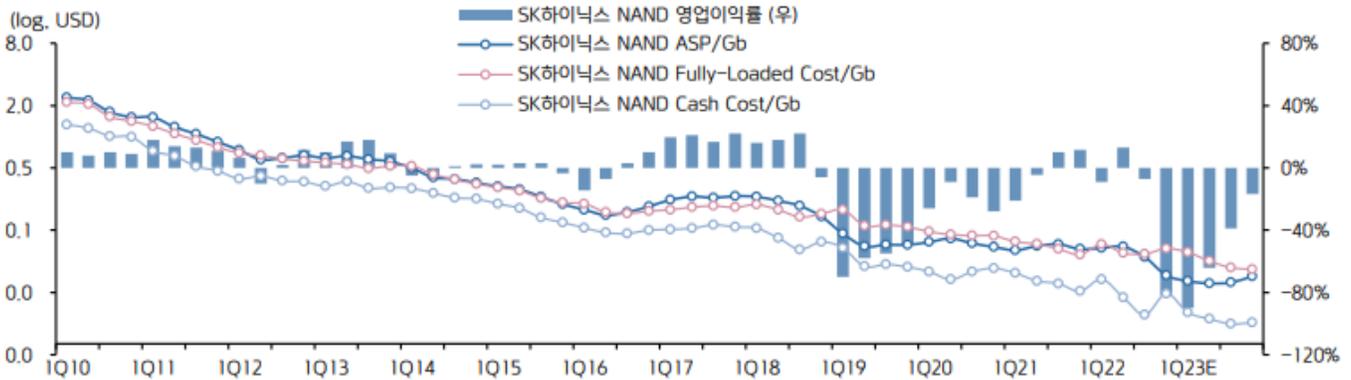
자료: 키움증권 리서치센터

## SK하이닉스 DRAM 부문 실적 추이 및 전망: 2Q23 DRAM 가격 Cash Cost 근접할 전망

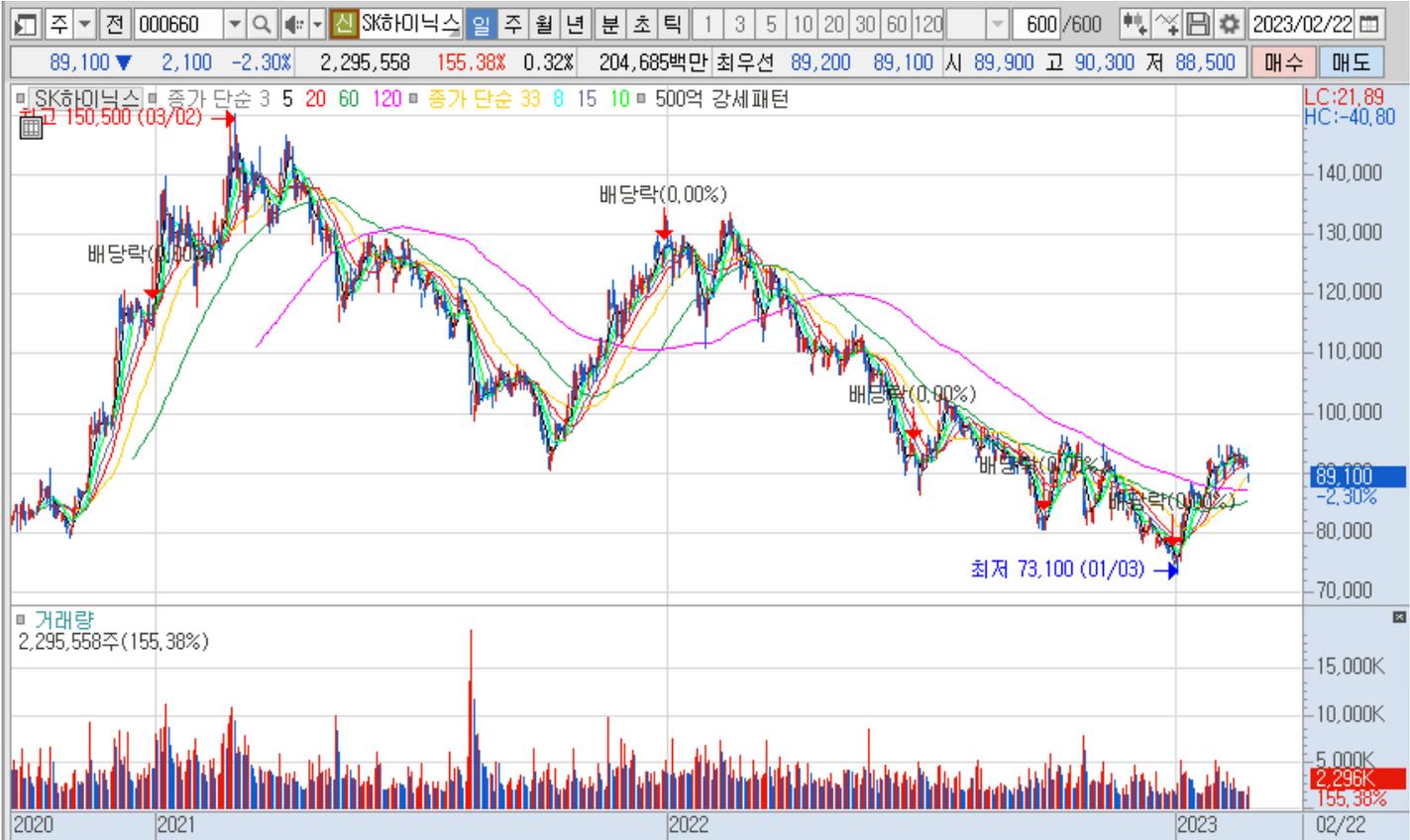


자료: 키움증권 리서치센터

## SK하이닉스 NAND 부문 실적 추이 및 전망: 4Q22 NAND 가격 Cash Cost에 근접했던 것으로 추정



자료: 키움증권 리서치센터



---

대덕전자

튼튼한 두 날개(DDR5와 FC-BGA)

[\[출처\] 하나증권 김록호 애널리스트](#)

#### 4Q22 Review: 메모리 부진과 일회성 비용

대덕전자의 22년 4분기 매출액은 2,964억원(YoY +6%, QoQ -20%), 영업이익은 484억원(YoY +82%, QoQ -38%)을 기록했다. 하나증권 및 컨센서스 영업이익 570억원을 하회했는데, 일회성 비용인 재고 관련 총당금 약 70억원을 제외하면 컨센서스에 부합하는 수준이었다. 매출액은 메모리향 패키지기판의 수량 감소로 전분기대비 부진했다. 매출액 감소폭대비 상대적으로 수익성은 선방했는데, 패키지기판 내에서 FC-BGA의 매출비중이 확대되었기 때문이다. 아울러 MLB 부문에서는 네트워크향 매출액이 전분기대비 증가하며 양호한 전방 산업을 대변했다.

#### 2023년 감익 불가피. 하반기 실적 회복 전망

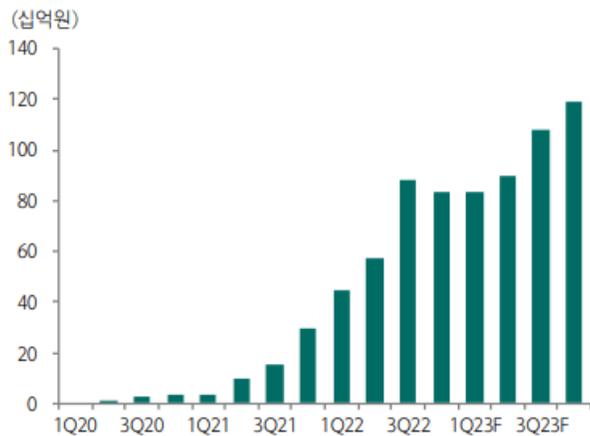
대덕전자의 2023년 매출액은 1조 2,384억원, 영업이익은 1,867억원으로 전년대비 각각 6%, 20% 감소할 전망이다. 메모리향 패키지기판의 수요 급감 여파는 23년 1분기까지 지속될 것으로 예상되고, 2분기부터는 FC-BGA의 신규 라인 가동에 따른 실적 증가가 가능하다. 하반기에는 메모리 업황의 회복과 더불어 FC-BGA 물량 본격화로 실적의 가파른 회복을 기대한다. 하반기 업황 회복의 강도와 무관하게 대덕전자는 FC-BGA의 실적 증가가 기대되는 만큼 여타 업체들과 차별화도 가능할 것으로 판단한다.

#### 예방 주사 접종 완료. DDR5 및 FC-BGA 기대감 유효

대덕전자에 대한 투자의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 30,000원으로 하향한다. 목표주가 하향은 2023년 및 2024년 EPS를 기존대비 각각 29%, 12% 하향했기 때문이다. 대덕전자의 실적 발표를 앞두고 해성디에스, 삼성전기의 실적 발표를 통해 메모리 패키지기판의 부진은 확인된 바 있다. 그로 인한 2023년 실적 눈높이도 충분히 낮아진 것으로 파악된다. 대덕전자의 2023년 및 2024년 실적 하향보다는 23년 하반기 업황 회복기에 본격화될 것으로 추정되는 DDR5 관련 수혜와 FC-BGA의 견조한 성장에 주목해야 한다. FC-BGA의 CAPA 증설과 그에 따른 외형 성장이 지속되며, 패키지기판 매출액 내에서 비메모리 비중은 2021년 30%, 2022년 42%, 2023년 53%로 확대된다. 이는 국내 패키지기판 업체 중에서는 확실한 차별화 포인트이며, 구조적인 레벨업 및 실적 안정화의 밑거름이라 판단한다. 12개월 선행 EPS 기준 PER은 7.76배로 동종업체대비 높은 편이지만, 충분히 할증 요인을 확보했다는 판단이다.

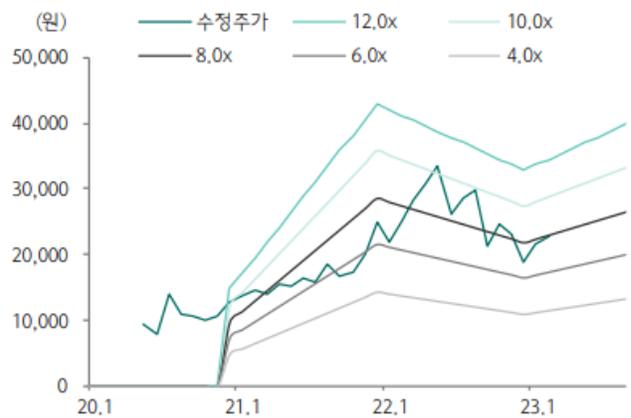
Financial Data						
투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	610.9	1,000.9	1,316.1	1,250.7	1,399.3
영업이익	십억원	8.8	72.5	232.6	186.7	240.7
세전이익	십억원	(2.7)	79.9	244.6	187.7	245.7
순이익	십억원	(8.7)	63.0	184.1	140.8	184.3
EPS	원	(253)	1,224	3,573	2,733	3,578
증감율	%	N/A	흑전	191.91	(23.51)	30.92
PER	배	(49.80)	20.34	5.29	8.34	6.37
PBR	배	1.02	1.88	1.14	1.20	1.02
EV/EBITDA	배	9.63	6.83	2.31	3.08	2.15
ROE	%	(1.37)	9.55	23.97	15.35	17.31
BPS	원	12,381	13,237	16,581	19,026	22,316
DPS	원	300	300	300	300	300

그림 1. 대덕전자의 신규 FC-BGA 매출액 추이 및 전망



자료: 대덕전자, 하나증권

그림 2. 12M Fwd PER 밴드



자료: 대덕전자, 하나증권



효성티앤씨

Positive Lag Effect

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

### 올해 1분기, 전 사업부문 실적 개선 전망

효성티앤씨의 올해 1분기 영업이익은 206억원으로 전 분기 대비 흑자전환할 전망이다. 전 사업부문의 실적 개선에 기인한다. 우선 주력 제품인 스판텍스의 경우 전 분기 대비 완전한 실적 개선이 예상된다. 중국 리오프닝 효과로 중국 수요 증가 및 중국의 역내/외향 수출 감소가 발생하는 가운데, BDO/MDI 등 주요 원재료의 저가 투입 효과(래깅 1~2개월)가 발생할 것으로 전망되기 때문이다. 또한 최근 환율 반등으로 원화 환산 스프레드 개선 효과가 더욱 커지는 점과 PTMEG 가격 상승에 따른 PTMEG의 수익성이 개선되는 점도 실적 개선에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 참고로 스판텍스는 타 원사 대비 저장 기간이 상대적으로 짧아, 모노머 중 부타디엔처럼 화섬 제품 중에서 가격 변동성이 가장 큰 편에 속한다

### 올해 1~2분기, 중국/인도 증설분 본격 가동 예상

동사의 스판텍스 세계 시장 점유율(현재 32%)은 올해 추가적으로 상승하며, 세계 1위 지위를 견고히 할 전망이다. 작년 4분기 이후 동사 스판텍스 플랜트들의 가동률이 개선되고 있는 가운데, 올해 중국 No.2 Ningxia 플랜트, 인도 증설 플랜트의 가동이 예상되기 때문이다. 참고로 작년 말 증설한 중국 No.2 Ningxia 플랜트는 올해 1분기에 정상 가동이 예상되며, 인도 증설분은 4월 이후 정상 가동을 계획하고 있는 것으로 보인다. 한편 신규로 증설한 플랜트의 경우 설비 효율과 원가 경쟁력이 높아 본격 가동 시 전사 마진을 개선에 추가적으로 긍정적인 영향을 줄 전망이다.

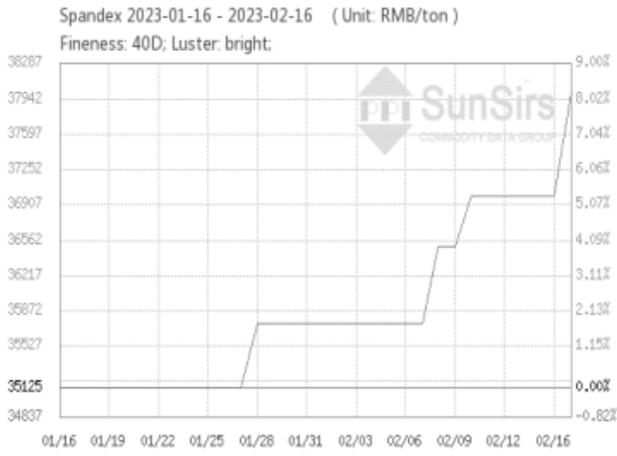
### 스판텍스 사업, 경쟁 우위 지속 전망

동사는 중국뿐만 아니라 한국/터키/브라질/인도 등 타 지역에도 생산 기지가 있는 등 지역별 포트폴리오가 중국 경쟁사 대비 훨씬 뛰어나고, AS 서비스에서도 차별화를 보이고 있으며, 원재료인 PTMEG를 통합하고 있어 중국 업체들과의 생산능력 경쟁에서도 경쟁력을 확보할 전망이다. 참고로 Asahi를 제외하고는 Huafon, Bailu, Yantai, Huahai 등 대부분의 경쟁사들은 PTMEG를 전량 외부구매하고 있다

(단위:십억원.배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	5,162	8,596	8,883	8,739	9,356
영업이익	267	1,424	124	351	595
세전이익	224	1,404	36	273	515
지배주주순이익	137	770	-7	168	314
EPS(원)	31,610	178,008	-1,561	38,798	72,514
증가율(%)	47.0	463.1	-100.9	-2,584.9	86.9
영업이익률(%)	5.2	16.6	1.4	4.0	6.4
순이익률(%)	3.3	11.7	0.2	2.5	4.4
ROE(%)	25.1	76.2	-0.5	12.3	20.2
PER	6.7	2.9	-224.2	11.6	6.2
PBR	1.5	1.6	1.2	1.4	1.2
EV/EBITDA	4.8	2.3	9.1	6.7	4.4

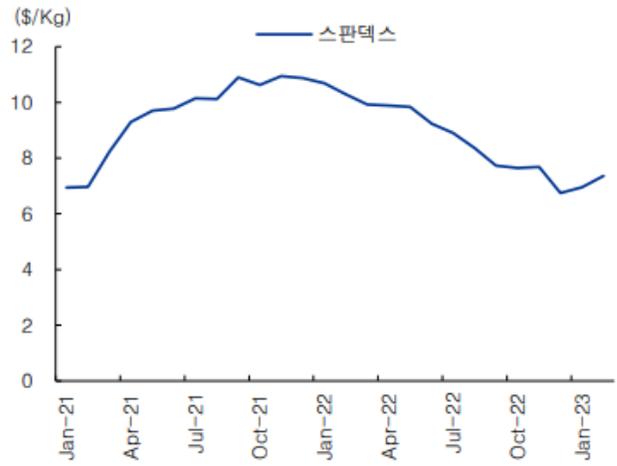
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 중국 스판덱스 가격 추이



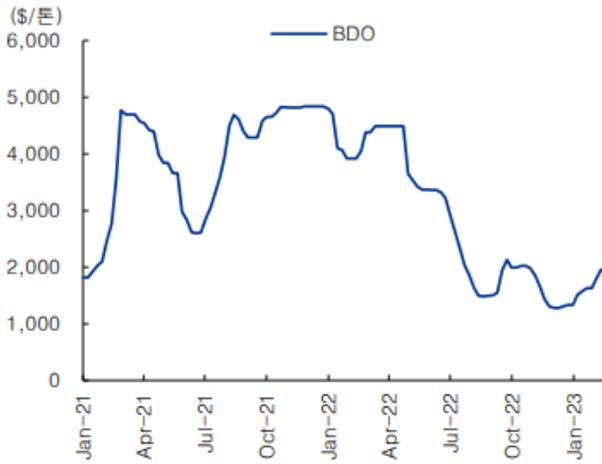
자료: SS, IBK투자증권

그림 2. 국내 스판덱스 가격 추이



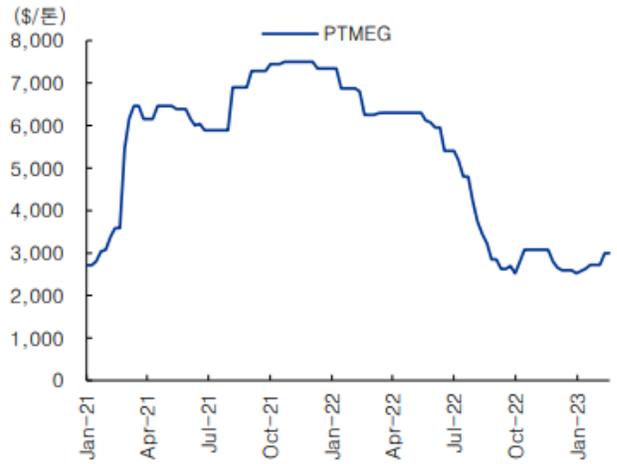
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 3. 중국 BDO 가격 추이



자료: 씨스캠, IBK투자증권

그림 4. 중국 PTMEG 가격 추이



자료: OCFG, IBK투자증권



에스티팜

RNA 치료제 고성장의 수혜 기대

[\[출처\] 유안타증권 하현수 애널리스트](#)

#### 4Q22 Review: 올리고 사업 성장 확인

22년 4분기 동사는 매출액 1,004억과 영업이익 102억원을 기록하며 분기 최대 매출액을 기록 했다. 제네릭 API와 CRO 매출 등의 고른 성장 영향도 있었지만 4분기 실적에서 올리고CDMO 사업의 높은 기여도가 호실적을 기록하는 주요 원인으로 작용했다. 22년 올리고 CDMO 매출은 1,468억원으로 전년 대비 69% 성장하며 높은 성장속도를 확인할 수 있었다.

#### 올리고 CDMO 성장성

전방 시장인 RNAi 치료제 시장에서 다수 파이프라인이 임상 3상을 진행 중으로 상업화 품목들이 빠르게 증가할 것으로 예상된다. RNAi 치료제의 높은 임상 성공률과 간 이외 장기로의 약물 전달 기술 확보가 가시화되고 있어 RNAi 치료제 파이프라인의 증가를 예상된다. RNAi 치료제 개발이 Alnylam, Ionis와 같은 바이오테크 중심으로 이루어지고 있어 항체, 펩타이드 CDMO에 비해 높은 CDMO 의존도를 보일 것으로 예상되며 올리고 CDMO도 전방 시장 성장에 동반해서 이루어질 것으로 예상된다.

상업화 품목이 가시화 되면서 연간 올리고 생산 배치에서 상업화 물량 비중이 증가할 것으로 보이며, 상업화 배치는 대량 생산 및 다수 배치 생산으로 수율 개선 및 이익률 향상을 기대한다.

동사는 선제적인 CAPA 증설로 현재 6.4mole의 생산 능력을 보유하고 있으며, 26년까지14.0mole로 2배 이상 생산 능력을 확대할 예정이다. 경쟁사인 애질런트, 니토펜코 아베시아도 CAPA 투자를 늘리고 있다는 점은 빠른 수요 증가 전망을 확인해주고 있으며 렉비오 생산을 통한 상업화 배치 생산 경험 및 대규모 생산 CAPA 보유는 동사에 대한 수주 매력도를 높여줄 수 있을 것으로 판단한다.

투자 의견 Buy, 목표주가 12만원으로 커버리지 개시

투자 의견 매수와 목표주가 12만원으로 동사에 대한 커버리지를 개시한다. 목표 주가 12만원은 DCF(현금흐름 할인법)으로 산정한 영업가치 2.3조에 23년 예상 순차입금을 포함하여 산정하였다.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	100	94.1	65.1	78	28.2
영업이익	10	흑전	124.6	9	12.9
세전계속사업이익	4	흑전	-66.9		
지배순이익	3	흑전	-71.2	7	-58.4
영업이익률 (%)	10.2	흑전	+2.7 %pt	11.5	-1.3 %pt
지배순이익률 (%)	2.9	흑전	-13.9 %pt	9.0	-6.1 %pt

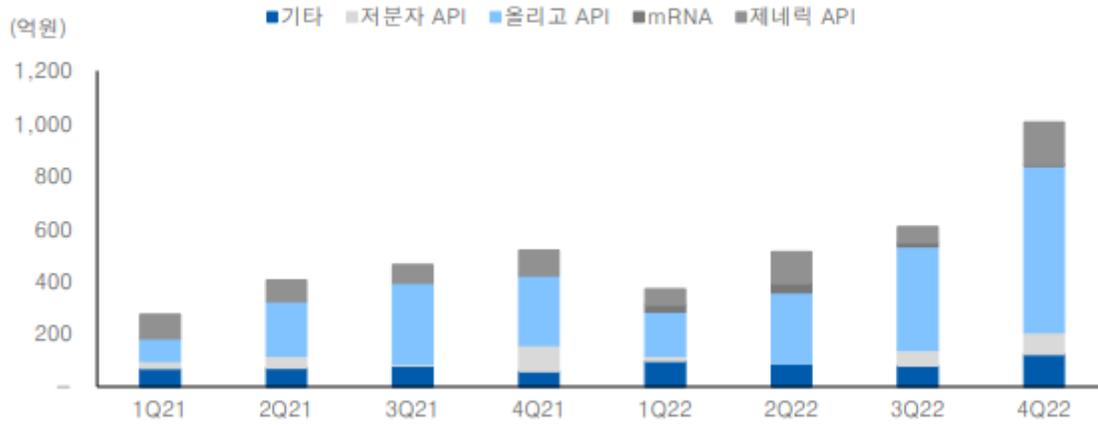
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	124	166	249	274
영업이익	-19	6	19	26
지배순이익	-12	3	18	19
PER	-78.9	577.8	89.4	82.3
PBR	3.2	6.0	4.9	4.3
EV/EBITDA	-199.1	96.5	48.8	33.8
ROE	-4.1	1.1	5.6	5.4

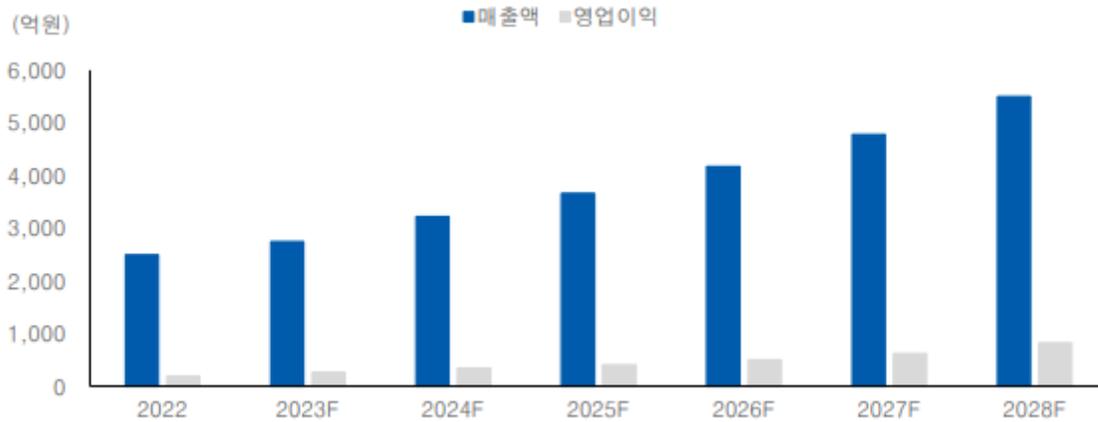
자료: 유안타증권

## 분기별 매출 추이



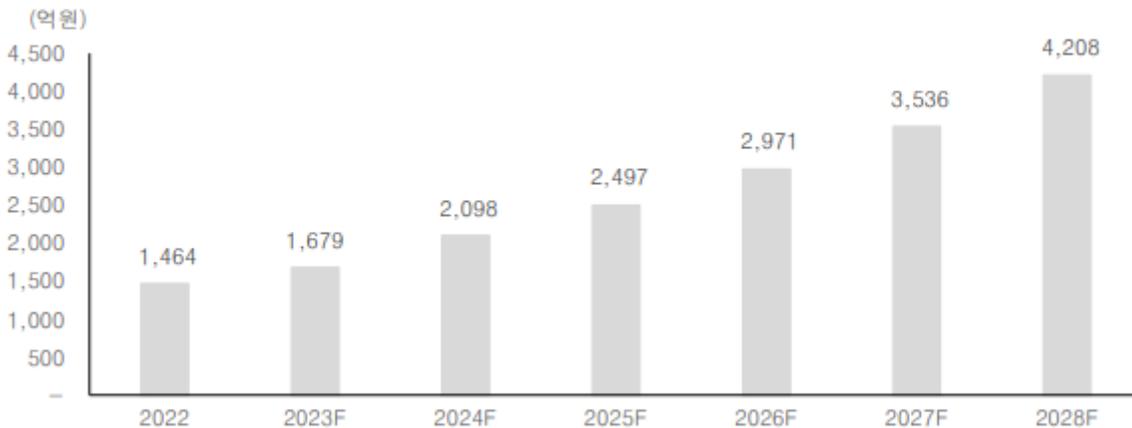
자료: 에스티팜, 유안타증권 리서치센터

## 에스티팜 매출 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

## 올리고 CDMO 매출 전망



자료: 유안타증권 리서치센터



보로노이

약물 설계에 특화된 바이오테크

[출처] 유안타증권 하현수 애널리스트

### 빅데이터와 거대 AI로 신약 개발 타겟 발굴 빨라질 것

유전체와 단백질 분석 등 생체 분석 가능 기술들이 빠르게 발전하며 생물학적 빅데이터가 빠른 속도로 증가하고 있고, chatGPT와 같은 트랜스포머 모델을 적용한 거대 AI 등장은 빅데이터들을 분석할 수 있는 강력한 도구가 될 것으로 예상된다.

빅데이터와 거대 AI의 활용은 멀티 오믹스 연구를 활성화 시킬 것으로 기대하고, 질병과 관련된 분자 생물학적 이해와 질환과 관련된 유전자 변이, 돌연변이 단백질 등에 대한 정보를 제공할 것으로 판단하며 신약 개발 타겟으로 활용될 것으로 기대한다.

### 높은 선택성과 BBB 투과도 중심의 후보 도출

동사는 AI 알고리즘을 활용한 신약 개발 플랫폼인 보로노믹스를 활용한 약물 설계로 기존 임상까지 소요되는 평균 4.5년의 시간을 1.5년으로 단축시킬 수 있어 빠른 신약 후보 물질 도출이 가능하다.

신약 후보 물질은 표적 kinase에 대한 높은 선택성과 뇌혈관 장벽(BBB) 투과도를 기준으로 해서 선정한다. 높은 선택성은 높은 약물 효과를 기대할 수 있으며, 표적 kinase 이외에 결합할 가능성이 부작용이 낮다. 암 환자들의 생존 기간이 증가하고, 표적 돌연변이들이 암 세포의 전이를 촉진하는 경우가 많아 BBB를 통과하는 약물에 대한 수요는 지속적으로 증가할 것으로 전망한다.

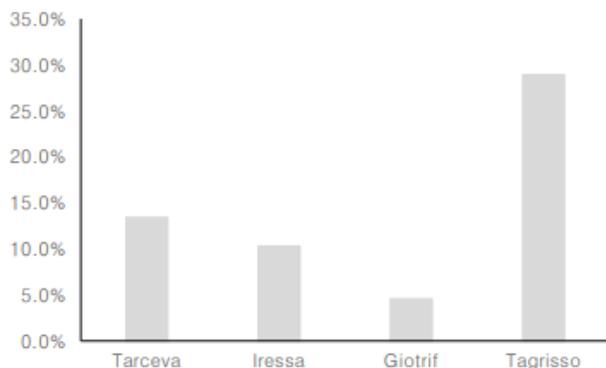
### 주요 파이프라인 성과 기대

VRN07(EGFR exon20ins 표적)은 동사의 파이프라인 중 가장 개발 속도가 빠른 물질로 오릭(미국)에 기술 이전했다. VRN07은 전임상 시험에서 켈리번 온콜로지의 CLN-081과 동등 이상의 결과를 보였다. CLN-081은 임상 1/2a상에서 38%의 ORR로 현재 승인된 엑스키비티의 ORR 28%보다 고무적인 결과를 확인해 VRN07도 엑스키비티 이상의 유효성을 기대한다.

VRN10(HER2 표적), VRN11(EGFR C797S 변이 표적)는 높은 선택성과 BBB 투과 프로파일을 보여줬다. HER2 표적 항암제 시장은 여전히 뇌전이에 효과적인 약물에 대한 미충족 수요가 높으며, 미국, 유럽 등 주요 선진국을 중심으로 타그리소가 1차 치료제로 사용됨에 따라 타그리소 주요 내성 변이인 C797S 표적 항암제에 대한 관심과 수요가 높아질 것으로 전망한다.

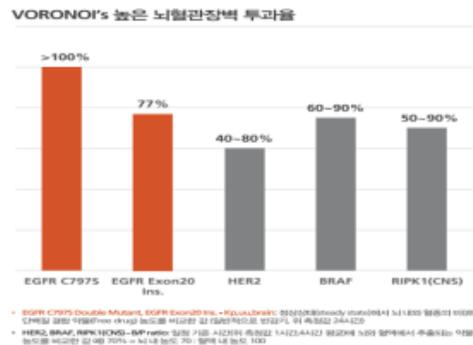
VRN10과 VRN11에 대한 권리는 동사가 모두 소유하고 있어 향후 L/O 가능성이 높은 것으로 예상된다. 빅파마와의 L/O 계약시 동사 주가의 리레이팅이 가능할 것으로 판단한다

주요 EGFR 표적 치료제 BBB 투과율



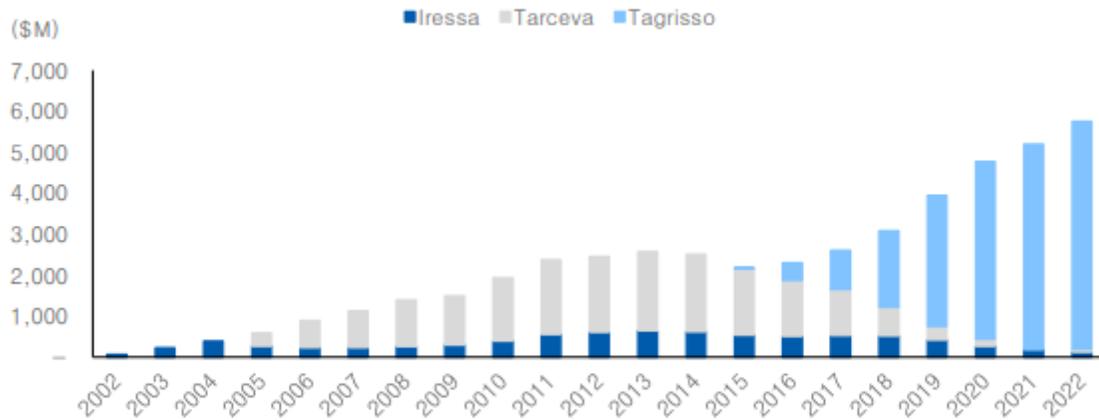
자료: 보로노이, Drug metabolism and disposition, 유안타증권 리서치센터

보로노이 파이프라인 BBB 투과율



자료: 보로노이, 유안타증권 리서치센터

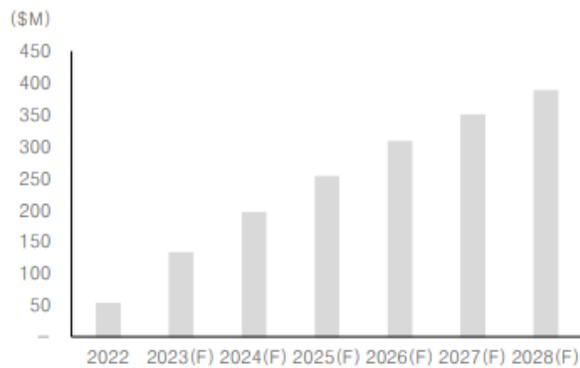
## 주요 EGFR 표적 항암제 매출 추이



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

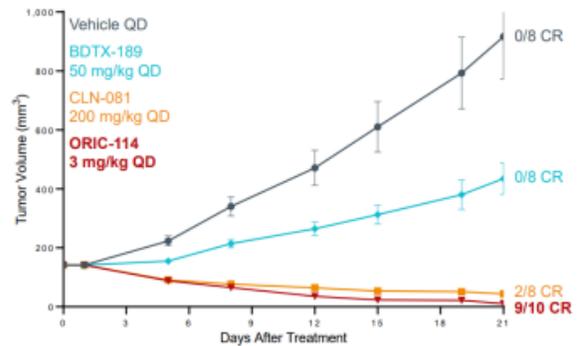
## 뇌전이 발생률 추이

### Exkivity 매출 전망



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

### Exon 20 개발 약물 전임상 비교 결과



자료: AACR, Oric pharmaceuticals, 유안타증권 리서치센터

