



☑ 기술 이전 코멘트

BUY(Maintain)

목표주가: 55,000원

주가(12/30): 38,250원

시가총액: 19,706억 원



제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (12/30)		679.29pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	63,810 원	28,694원
등락률	-40.1%	33.3%
수익률	절대	상대
1M	4.4%	12.1%
6M	-24.9%	-17.6%
1Y	-39.4%	-7.8%

Company Data

발행주식수	51,519 천주
일평균 거래량(3M)	601천주
외국인 지분율	10.9%
배당수익률(2022E)	0.0%
BPS(2022E)	2,573원
주요 주주	박순재 외 7 인 25.2%

투자지표

(십억 원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	42.4	41.1	24.2	48.5
영업이익	-0.1	-12.8	-36.0	-21.5
EBITDA	1.8	-10.6	-32.8	-18.7
세전이익	-17.7	-8.3	-16.9	-5.4
순이익	-18.3	-9.2	-15.2	-4.9
지배주주지분순이익	-15.8	-3.9	-6.4	-2.1
EPS(원)	-314	-75	-123	-39
증감률(% YoY)	적지	적지	적지	적지
PER(배)	-	-	-	-
PBR(배)	83.07	24.00	14.86	15.10
EV/EBITDA(배)	2,762.5	-	-	-
영업이익률(%)	-	-	-	-
ROE(%)	-	-	-	-
순차입금비율(%)	-72.3	-66.0	-67.4	-65.2

자료: 키움증권

Price Trend



알테오젠 (196170)

플랫폼 가치 상승과 열린 결말의 기술이전



30일 장 마감 후, 글로벌 업체 Sandoz에 약 1,800억원 규모로 SC 제형 플랫폼(ALT-B4)을 기술 이전 하였습니다. ALT-B4 플랫폼의 4번째 기술 이전 계약으로 기술 이전이 지속 이어지고 있으며, 제품 당 기술 수출 금액 또한 증가하였습니다. 산도즈와는 추가 개발 품목 옵션 계약이 기대되며, '23.1Q 임상 진척에 따른 마일스톤과 계약금 유입 등으로 인한 호실적도 기대됩니다.

>>> 시밀러 제품 당 기술이전 금액 증가

지난 12/30일 인간 히알루로니다제 원천 기술(ALT-B4) 플랫폼을 Sandoz에 단일 품목에 대해 최대 마일스톤 \$145mn(약 1,839억원)에 기술 이전하였다. 산도즈는 노바티스의 제네릭/시밀러 사업부가 분사하여 설립된 업체로 **바이오 시밀러 SC 제형 개발을 위한 기술 이전일 것으로 추측된다**. 시밀러이기 때문에 다른 10대 글로벌 제약사의 신약을 접목한 ALT-B4 플랫폼 계약 대비 제품 당 금액은 적은 것으로 보인다. 다만, 지난 '21.1월 **바이오시밀러 전문업체 Intas에 기술 이전 금액보다 증가**하였다. 인타스에 2개 제품을 최대 \$109mn으로 제품 당 \$55mn에 기술 이전 한 것 대비 **산도즈에는 +166% 상승한 \$145mn에 기술 이전** 한 것이다. 파트너사 또한 '21년 매출액 \$9.6bn(YoY -2%), 15개 이상의 자산 포트폴리오를 갖춘 글로벌 업체 산도즈로 유통망과 생산시설, 매출액, 인지도가 더 높다. 제품의 특성과 시장성 등에 따라 다르게 책정되었으나, 이는 **ALT-B4에 대한 긍정적인 레퍼런스와 안전성 임상 데이터 확보 등에 따라 가치가 상승한 것으로 추측된다**.

>>> 단순한 기술이전을 넘어 전략적 KEY 파트너

노티스로부터 분사 계획을 발표한 산도즈는 점차 치열해지는 시밀러 경쟁에서 차별화 전략으로 시밀러 SC 제형을 선택한 것으로 추측해볼 수 있다. 노바티스는 산도즈를 **상장 독립 기업으로 전환하여 스위스 SIX Swiss Exchange에 상장될 예정**이며, **유럽 최대의 제네릭 회사를 만들 계획**이라고 밝힌 바 있다. 시밀러 SC 제형을 접목시키는 등의 차별화 전략을 내세워 **분사 이후 가치를 상승시킨 뒤 매각을 진행할** 가능성이 높다.

동사의 ALT-B4 플랫폼 기술이전 계약은 이번이 4번째로 지속 기술 이전 계약이 체결되고 있으며, **산도즈와 추가 개발 품목 옵션 계약이 가능**하다는 점에서 열린 결말의 기술 이전으로 볼 수 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 5.5만원. 추가 기술 수출 기대

금리 상승에 따른 할인을 증가(기존 7% → 10%) 등으로 목표주가는 하향하나, 동사에 대한 투자의견 BUY 유지한다. 이번 **기술 이전 한 파이프라인은 포함되지 않은 보수적인 수치**이며, 산도즈로 추가 기술이전 계약 모멘텀 또한 보유하고 있다. '23년초 기술 이전 품목의 3상 진입으로 마일스톤과 산도즈로부터의 계약금 유입 등으로 '23.1Q 매출액은 274억원(YoY +288%), 이익 69억원(YoY 흑전)의 호실적이 예상된다. 점도 긍정적이다.

목표주가 산정 내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	비고
① ALT_B4 가치	27,502
- ALT_B4 기술이전 1	1,181 글로벌 10대 제약사 총 1.6 조원 L/O
- ALT_B4 기술이전 2	3,917 Intas 기술이전 총 1,200 억원 L/O
- ALT_B4 기술이전 3	21,505 글로벌 10대 제약사 총 4.7 조원 L/O
- 아일리아시밀러	898 성공확률 81%, 이익배분 30%, 피크 점유율 20% 가정
② 순차입금	(793)
③ 발행주식 총수	51,510
④ 기업가치(=①-②)	28,295
⑤ 목표주가(=④/③)	55,000

주: 환율 1,250원, 세율 22%, WACC 10%, 영구성장률 -1% 가정. 기술이전 1 성공확률 32%, 기술이전 2 81%, 기술이전 3 72% 가정.
 자료: 키움증권 리서치센터

파이프라인 현황

플랫폼	품목명	세포주 개발	공정개발	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상
제조합 히알루로니다제 (Hybrozyme™)	ALT-B4 (SC 제형 변경)	GLOBAL TOP 10 파트너사 글로벌 임상 1상 완료					총 3개사 L/O 임상3상 시료공급 완료
	ALT-BB4 (단독투여)	국내 품목허가용 피보탈 임상 완료					피보탈 임상 완료 품목허가 준비
지속형 바이오베터 (NexP™)	ALT-P1 (성장호르몬)	성인 대상 국내 임상 2상 완료					알테오젠 주도 임상2상 IND 신청예정
	ALT-B5 (말단비대증)	전임상 준비 중					
ADC (NexMab™)	ALT-P7 (유방암/위암)	국내 임상 1상 완료					병합요법 연구 중
바이오시밀러*	ALT-L9 (습성 황반변성)	글로벌 임상 3상 진행					글로벌 12개국 대상 2024년 완료예정
	ALT-L2 (유방암/위암)	중국 파트너사(QiLu) 임상3상 완료					중국 임상3상 완료 품목허가 준비

자료: 알테오젠, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	42.4	41.1	24.2	48.5	79.1
매출원가	23.7	33.0	19.6	23.4	24.1
매출총이익	18.8	8.2	4.7	25.1	55.0
판관비	18.8	21.0	40.7	46.5	58.5
영업이익	-0.1	-12.8	-36.0	-21.5	-3.5
EBITDA	1.8	-10.6	-32.8	-18.7	-1.2
영업외손익	-17.6	4.5	19.1	16.0	16.1
이자수익	0.9	2.1	2.0	2.0	2.0
이자비용	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
외환관련이익	0.4	3.1	0.8	0.8	0.8
외환관련손실	2.8	0.1	0.1	0.1	0.1
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-15.3	0.0	17.0	13.9	14.0
법인세차감전이익	-17.7	-8.3	-16.9	-5.4	12.6
법인세비용	0.6	0.9	-1.7	-0.5	1.6
계속사업손익	-18.3	-9.2	-15.2	-4.9	10.9
당기순이익	-18.3	-9.2	-15.2	-4.9	10.9
지배주주순이익	-15.8	-3.9	-6.4	-2.1	4.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	45.1	-3.1	-41.1	100.4	63.1
영업이익 증감율	흑전	12,700.0	181.3	-40.3	-83.7
EBITDA 증감율	흑전	-688.9	209.4	-43.0	-93.6
지배주주순이익 증감율	흑전	-75.3	64.1	-67.2	-319.0
EPS 증감율	적지	적지	적지	적지	흑전
매출총이익률(%)	44.3	20.0	19.4	51.8	69.5
영업이익률(%)	-0.2	-31.1	-148.8	-44.3	-4.4
EBITDA Margin(%)	4.2	-25.8	-135.5	-38.6	-1.5
지배주주순이익률(%)	-37.3	-9.5	-26.4	-4.3	5.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	1.5	-9.4	-11.2	-7.2	7.4
당기순이익	-18.3	-9.2	-15.2	-4.9	10.9
비현금항목의 가감	22.3	2.1	-1.3	-0.5	1.2
유형자산감가상각비	1.8	2.1	2.0	1.7	1.4
무형자산감가상각비	0.1	0.1	1.2	1.1	0.9
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	20.4	-0.1	-4.5	-3.3	-1.1
영업활동자산부채증감	-3.2	-2.8	2.2	-3.7	-4.6
매출채권및기타채권의감소	-1.1	-2.7	2.6	-3.7	-4.6
재고자산의감소	0.4	-0.6	0.4	-0.6	-0.8
매입채무및기타채무의증가	-0.6	1.0	-0.8	0.6	0.9
기타	-1.9	-0.5	0.0	0.0	-0.1
기타현금흐름	0.7	0.5	3.1	1.9	-0.1
투자활동 현금흐름	-42.9	-126.0	-4.2	53.5	22.7
유형자산의 취득	-5.1	-13.6	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.4	-10.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-37.3	-97.6	0.0	57.7	26.9
기타	-2.5	-4.3	-4.2	-4.2	-4.2
재무활동 현금흐름	76.1	107.0	112.6	108.1	108.1
차입금의 증가(감소)	-0.4	-0.3	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	4.6	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-0.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	76.5	108.1	108.0	108.1	108.1
기타현금흐름	-0.2	0.0	-102.5	-102.6	-102.5
현금 및 현금성자산의 순증가	34.5	-28.4	-5.3	51.8	35.7
기초현금 및 현금성자산	4.4	38.9	10.5	5.3	57.1
기말현금 및 현금성자산	38.9	10.5	5.3	57.1	92.7

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	137.9	212.2	204.0	202.3	216.4
현금 및 현금성자산	38.9	10.5	5.3	57.1	92.7
단기금융자산	94.8	192.5	192.5	134.7	107.8
매출채권 및 기타채권	2.7	6.2	3.7	7.4	12.0
재고자산	0.5	1.0	0.6	1.2	2.0
기타유동자산	1.0	2.0	1.9	1.9	1.9
비유동자산	21.3	48.1	45.0	42.3	39.9
투자자산	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
유형자산	19.3	29.3	27.3	25.7	24.3
무형자산	1.0	11.3	10.2	9.1	8.2
기타비유동자산	0.8	7.2	7.2	7.2	7.1
자산총계	159.2	260.3	248.9	244.5	256.3
유동부채	97.0	123.2	122.4	123.0	123.8
매입채무 및 기타채무	2.9	3.5	2.7	3.3	4.2
단기금융부채	89.1	113.5	113.5	113.5	113.5
기타유동부채	5.0	6.2	6.2	6.2	6.1
비유동부채	1.6	3.2	3.2	3.2	3.2
장기금융부채	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1
기타비유동부채	0.8	2.1	2.1	2.1	2.1
부채총계	98.6	126.4	125.6	126.2	127.0
지배자본	61.2	136.7	134.9	132.8	137.4
자본금	14.0	21.5	26.1	26.1	26.1
자본잉여금	74.7	146.2	146.2	146.2	146.2
기타자본	1.6	1.9	1.9	1.9	1.9
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-29.1	-32.9	-39.4	-41.4	-36.8
비지배자본	-0.7	-2.8	-11.6	-14.4	-8.1
자본총계	60.6	133.9	123.3	118.4	129.3
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	-314	-75	-123	-39	88
BPS	1,203	2,631	2,573	2,534	2,622
CFPS	79	-137	-316	-103	231
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-	-	-	-	434.5
PER(최고)	-	-	-	-	-
PER(최저)	-	-	-	-	-
PBR	83.07	24.00	14.86	15.10	14.59
PBR(최고)	105.39	39.75	25.28	-	-
PBR(최저)	12.74	21.08	10.84	-	-
PSR	118.69	79.60	82.42	41.36	25.35
PCFR	1,260.8	-460.7	-121.1	-370.1	165.3
EV/EBITDA	2,762.5	-	-	-	-
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-14.9	-4.4	-6.0	-2.0	4.4
ROE	-24.1	-3.9	-4.7	-1.5	3.4
ROIC	2.8	-39.5	-72.4	-45.4	-7.0
매출채권회전율	18.7	9.2	4.9	8.8	8.2
재고자산회전율	63.3	54.5	29.1	52.3	48.6
부채비율	162.8	94.4	101.9	106.6	98.2
순차입금비율	-72.3	-66.0	-67.4	-65.2	-66.4
이자보상배율	-0.1	-21.2	-59.5	-35.5	-5.9
총차입금	89.9	114.6	114.6	114.6	114.6
순차입금	-43.8	-88.4	-83.1	-77.2	-85.9
EBITDA	1.8	-10.6	-32.8	-18.7	-1.2
FCF	-3.8	-37.5	-27.1	-20.3	-5.3

Compliance Notice

- 당사는 12월 30일 현재 '알테오젠(196170)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

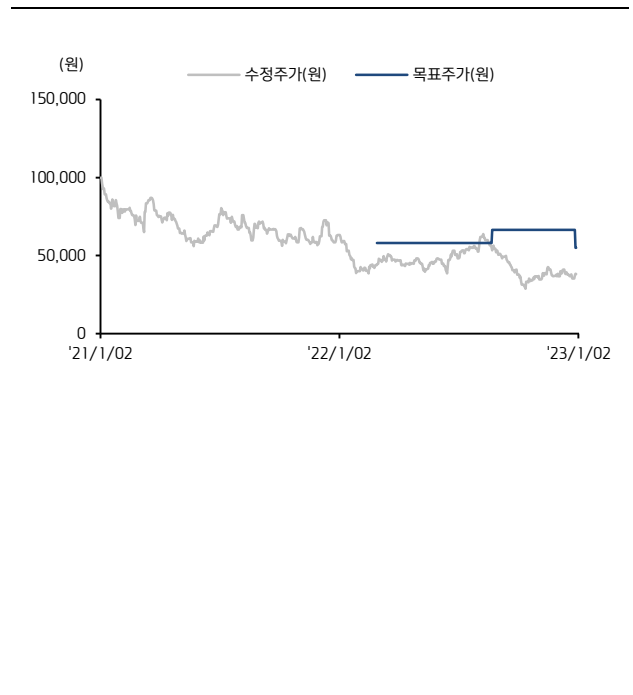
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
알테오젠	2022-02-28	Buy(Initiate)	58,100원	6개월	-15.57	9.83
(196170)	2022-08-23	Buy(Maintain)	66,400원	6개월	-39.71	-14.95
	2023-01-02	Buy(Maintain)	55,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/01/01~2022/12/31)

매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%