

알테오젠 (196170)



BUY(Maintain)

목표주가 80,000원
추가(8/23) 64,000원

계약/바이오 Analyst 허혜민
02) 3787-4912/hyemin@kiwoom.com

경쟁사 할로자임의 티센트릭과 Argenx의 Vygart SC 제형 3상 성공 소식으로 SC 제형에 대한 시장 수요는 더욱 높아질 것으로 보여 동사에 대한 수혜가 전망된다. 올해 말~내년 초 SC 플랫폼 적용 물질의 글로벌 3상 진입시 마일스톤 유입이 전망된다는 점 또한 긍정적이다. 환율 상승 및 아이리야 시밀러 가치 적용에 따라 목표가 8만원으로 상향한다.

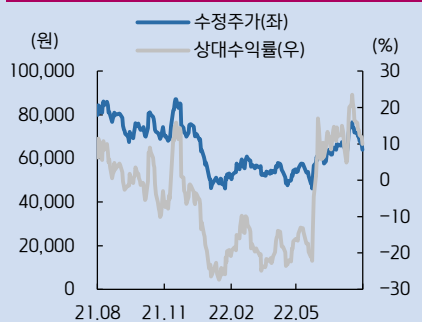
Stock Data

KOSDAQ (8/23)	783.42pt		
시가총액	27,430억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	87,100 원	46,250원	
최고/최저가 대비 등락	-26.5%	38.4%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-3.0%	-2.2%
	6M	24.0%	38.9%
	1Y	-13.3%	9.9%

Company Data

발행주식수	42,859 천주
일평균 거래량(3M)	352천주
외국인 지분율	13.6%
배당수익률(22E)	0.0%
BPS (22E)	3,122원
주요 주주	박순재 외 7 인 25.2%

Price Trend



SC 3상 진입과 기술이전 기대

>>> 연말 3상 IND 승인, 마일스톤 유입 기대

면역관문억제제 SC제형으로 추정되는 파이프라린이 연말 3상 IND 승인이 기대됨에 따라 '23년초 추가 마일스톤 유입이 전망된다. 동사의 SC 제형 플랫폼을 적용하여 글로벌 3상 진입시 가장 앞서는 파이프라인으로 임상이 빠르게 진척되고 있다는 점이 긍정적이다.

>>> SC제형에 대한 산업 수요 증가세

Halozyyme이 티센트릭(PD-L1) SC 제형 비소세포암에서 정맥(IV) 주사 제형과 비열등성 입증하여, 기존 30~60분 투여 시간 대비 3~8분 소요로 단축에 성공하였다. 특허만료 전 SC 제형으로 방어하고자 하는 **빅파마들의 본격 SC 경쟁의 수혜**가 기대된다. Halozyyme과 Argenx는 중증근무력증 치료제 Vyvgart(FcRN) SC제형 3상에서 주평가지표 달성하며 연말까지 FDA 승인 신청할 예정이다. **자가면역 질환 치료제에서도** 1분 내외로 시간이 소요되어 투약이 편리한 **SC 제형 수요가 증가할** 것으로 보인다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 8만원 상향

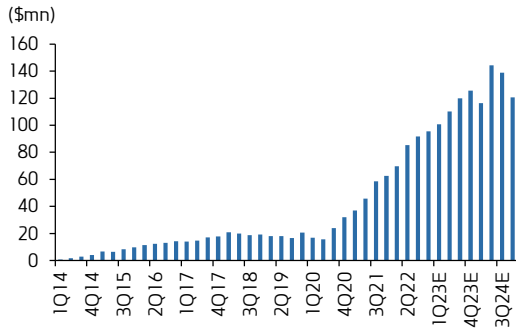
SC 제형에 대한 다국적 제약사들의 수요가 높아지고 있어, **동사의 플랫폼에 대한 추가 기술이전이 기대된다.** 기술 이전 외에도 올해말~내년초 ALT-B4 3상 진입에 따른 마일스톤 유입 및 인간 히알루로니다제 완제품 테르가제 환자 모집이 완료로 연내 결과보고서(CSR) 받아 품목허가 신청이 예상되어 향후 캐시 카우가 발생할 수 있다는 점 또한 긍정적이다.

(단위: 십억 원)

투자지표, IFRS 연결	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	42.4	41.1	31.8	89.6	158.6
영업이익	-0.1	-12.8	-21.1	26.9	47.2
EBITDA	1.8	-10.6	-18.0	29.7	49.6
세전이익	-17.7	-8.3	-1.9	43.5	64.2
순이익	-18.3	-9.2	-1.7	39.1	55.9
지배주주지분순이익	-15.8	-3.9	-0.7	16.5	23.6
EPS(원)	-377	-90	-17	378	541
증감율(%YoY)	적지	적지	적지	흑전	42.8
PER(배)	-	-	-	179.7	125.8
PBR(배)	82.99	23.98	21.78	19.43	16.83
EV/EBITDA(배)	2,762.5	-292.0	-157.0	94.7	56.4
영업이익률(%)	-0.2	-31.1	-66.4	30.0	29.8
ROE(%)	-24.1	-3.9	-0.5	11.4	14.3
순차입금비율(%)	-72.3	-66.0	-68.9	-72.6	-75.9

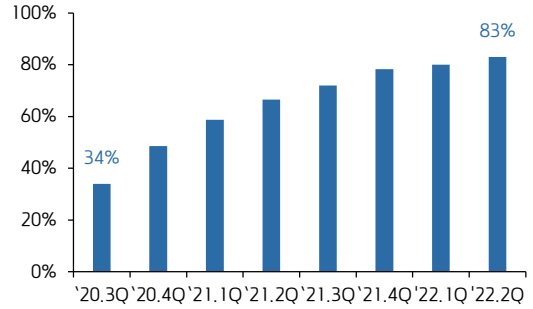
자료: 키움증권 리서치센터

할로자임 분기별 로열티 수익



주) 미래 추정치는 Bloomberg Consensus.
 자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

다잘렉스SC 제형 비중 추이



자료: Halozyne, 키움증권

할로자임 SC 제형 계약 품목

프로젝트명	적용증	1상	2상	3상	승인	비고
Herceptin SC	Her2+ 유방암					Roche
Rituxan Hycela Mabthera SC	혈액암					Roche
HYQVIA	선/후천성 면역결핍					Takeda
Darzalex Faspro	다발성 골수종 등					Janssen
Phesgo	Her2+ 유방암					Roche
Atezolizumab	NSCLC			글로벌 3상 성공		Roche
Efgartigimod	심상성천포창 등			글로벌 3상 성공		argenx
Nivolumab	투명 콩팥 세포 암종			글로벌 3상 진행		BMS
Ocrelizumab	다발성경화증			글로벌 3상 진행		Roche
N6Ls bnAb	HIV(치료제)					VRC
Cabotegravir	HIV					ViiV
TAK-881	비공개					Takeda
비공개	비공개					Roche
Rilpivirine	HIV					Janssen
비공개	비공개					Janssen
Teprotumumab	갑상선안병증					Horizon
CAP256V2LS	HIV(백신)					CAPRISA
Anti-TIM3	고형암					BMS
Nivolumab+Relatlimab	고형암					BMS
ARGX-117	다초점성 운동신경병					Argenx

자료: Halozyne, ClinicalTrials.gov, 키움증권 리서치센터

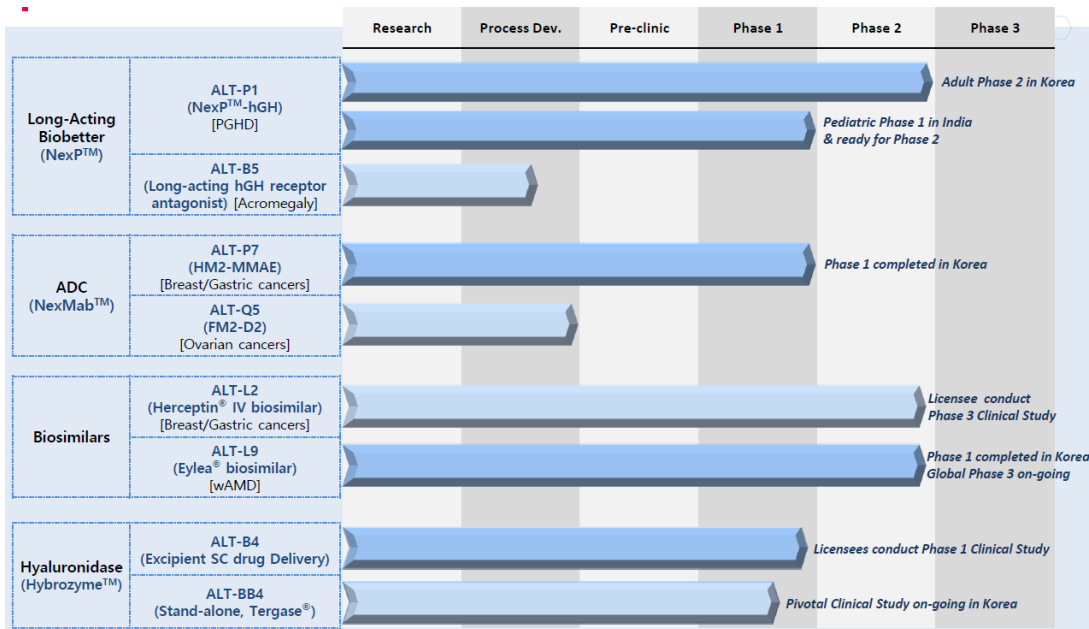
목표주가 세부 사항

(단위, 억 원, 천 주)

구분	비고
① ALT_B4 가치	34,924
- ALT_B4 기술이전 1	1,336 글로벌 10대 제약사 총 1.6 조원 L/O
- ALT_B4 기술이전 2	5,421 Intas 기술이전 총 1,200 억원 L/O
- ALT_B4 기술이전 3	26,837 글로벌 10대 제약사 총 4.7 조원 L/O
- 아일리아시밀러	1,329 성공확률 81%, 이익배분 30%, 피크 점유율 20% 가정
② 순차입금	-1,461
③ 발행주식 총수	42,255
④ 기업가치(=①-②)	33,463
⑤ 목표주가(=④/③)	80,000

주) 환율 1,200원, 세율 22% WACC 7%, 영구성장률 -1% 적용
 주2) 기술이전 1 성공확률 32%, 원료 매출 8%, 원료 마진 15~30% 적용
 주3) 기술이전 2 성공확률 81%, 로열티 수익 5~11% 적용
 주4) 기술이전 3 성공확률 72%, 원료 매출 8%, 원료 마진 15~30% 적용
 자료: 키움증권 리서치센터

파이프라인 현황



자료: 알테오젠, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	42.4	41.1	31.8	89.6	158.6
매출원가	23.7	33.0	25.6	26.9	28.0
매출총이익	18.8	8.2	6.2	62.7	130.6
판관비	18.8	21.0	27.3	35.7	83.4
영업이익	-0.1	-12.8	-21.1	26.9	47.2
EBITDA	1.8	-10.6	-18.0	29.7	49.6
영업외손익	-17.6	4.5	19.2	16.5	17.0
이자수익	0.9	2.1	2.1	2.4	2.9
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	14.0	14.0
법인세차감전이익	-17.7	-8.3	-1.9	43.5	64.2
법인세비용	0.6	0.9	-0.2	4.3	8.3
계속사업손손익	-18.3	-9.2	-1.7	39.1	55.9
당기순이익	-18.3	-9.2	-1.7	39.1	55.9
지배주주순이익	-15.8	-3.9	-0.7	16.5	23.6
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	45.1	-3.1	-22.6	181.8	77.0
영업이익 증감률	흑전	12,700.0	64.8	-227.5	75.5
EBITDA 증감률	흑전	-688.9	69.8	-265.0	67.0
지배주주순이익의 증감률	흑전	-75.3	-82.1	-2,457.1	43.0
EPS 증감률	적지	적지	적지	흑전	42.8
매출총이익율(%)	44.3	20.0	19.5	70.0	82.3
영업이익률(%)	-0.2	-31.1	-66.4	30.0	29.8
EBITDA Margin(%)	4.2	-25.8	-56.6	33.1	31.3
지배주주순이익률(%)	-37.3	-9.5	-2.2	18.4	14.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	1.5	-9.4	1.1	32.0	46.8
당기순이익	-18.3	-9.2	-1.7	39.1	55.9
비현금항목의 가감	22.3	2.1	0.1	3.9	7.0
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	-3.1	1.1	4.7
영업활동자산부채증감	-3.2	-2.8	1.1	-8.5	-10.1
매출채권및기타채권의감소	-1.1	-2.7	1.4	-8.8	-10.5
재고자산의감소	0.4	-0.6	0.2	-1.5	-1.8
매입채무및기타채무의증가	-0.6	1.0	-0.6	1.8	2.2
기타	-1.9	-0.5	0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	0.7	0.5	1.6	-2.5	-6.0
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	108.2	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	0.1	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	108.1	108.1	108.1
기타현금흐름	-0.2	0.0	-102.5	-102.6	-102.5
현금 및 현금성자산의 순증가	34.5	-28.4	2.7	91.0	75.1
기초현금 및 현금성자산	4.4	38.9	10.5	13.2	104.3
기말현금 및 현금성자산	38.9	10.5	13.2	104.3	179.3

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	137.9	212.2	213.3	256.8	317.2
현금 및 현금성자산	38.9	10.5	13.2	104.3	179.3
단기금융자산	94.8	192.5	192.5	134.7	107.8
매출채권 및 기타채권	2.7	6.2	4.8	13.6	24.1
재고자산	0.5	1.0	0.8	2.3	4.0
기타유동자산	1.0	2.0	2.0	1.9	2.0
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	258.2	299.0	357.1
유동부채	97.0	123.2	122.6	124.4	126.6
매입채무 및 기타채무	2.9	3.5	3.0	4.7	6.9
단기금융부채	89.1	113.5	113.5	113.5	113.5
기타유동부채	5.0	6.2	6.1	6.2	6.2
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	125.8	127.6	129.8
지배지분	61.2	136.7	136.1	152.6	176.2
자본금	14.0	21.5	21.7	21.7	21.7
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	-33.7	-17.2	6.4
비지배지분	-0.7	-2.8	-3.8	18.8	51.1
자본총계	60.6	133.9	132.3	171.4	227.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	-377	-90	-17	378	541
BPS	1,444	3,157	3,122	3,501	4,041
CFPS	95	-164	-37	986	1,442
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-	-	-	179.7	125.8
PER(최고)	-	-	-	-	-
PER(최저)	-	-	-	-	-
PBR	82.99	23.98	21.78	19.43	16.83
PBR(최고)	105.30	39.72	24.98	-	-
PBR(최저)	12.73	21.06	14.70	-	-
PSR	118.58	79.53	92.98	33.11	18.70
PCFR	1,259.6	-460.2	-1,814.0	69.0	47.2
EV/EBITDA	2,762.5	-292.0	-157.0	94.7	56.4
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	-0.7	14.0	17.0
ROE	-24.1	-3.9	-0.5	11.4	14.3
ROIC	2.8	-39.5	-41.9	52.7	77.8
매출채권회전율	18.7	9.2	5.7	9.7	8.4
재고자산회전율	63.3	54.5	34.2	57.9	50.1
부채비율	162.8	94.4	95.1	74.4	57.1
순차입금비율	-72.3	-66.0	-68.9	-72.6	-75.9
이자보상배율	-0.1	-21.2	-34.9	44.6	78.1
총차입금	89.9	114.6	114.6	114.6	114.6
순차입금	-43.8	-88.4	-91.1	-124.4	-172.5
NOPLAT	1.8	-10.6	-18.0	29.7	49.6
FCF	-3.8	-37.5	-14.8	18.5	33.4