

# 알테오젠 (196170)

## ‘추가 CMO 선정’의 의미

투자의견  
**BUY**(유지)

---

목표주가  
**70,000** 원(유지)

---

현재주가  
**38,600** 원(07/07)

---

시가총액  
**1,996**(십억원)

제약/바이오 권해순\_02)368-6181\_hskwon@eugenefn.com

- 투자의견 BUY 및 목표주가 70,000원 유지
- Hybrozyme™(재조합 인간 히알루로니다아제 생산 기술)이 적용된 것으로 추정되는 키트루다 SC 제형 출시 일정 : 2023년 2월 임상 3상 진입, 2024년 9월 primary completion 예정
- 추가 CMO 선정 진행 중: 키트루다 SC 제형 출시 이후 기존 IV 제형 시장 빠르게 대체할 것
- 2025년 키트루다 SC 제형 출시 예상. 이후 약 6~7천억의 마일스톤이 5년 이내 유입될 것으로 추정
- 미국 바이오시밀러 시장 진입을 위해 산도즈는 알테오젠의 기술이 적용된 SC제형의 바이오시밀러 개발 준비 중
- 테르가제(완제품 히알루로니다아제), ALT-P1(지속형 인간성장호르몬)의 상업화 가치 상승 예상

|            |        |
|------------|--------|
| 주가(원,7/07) | 38,600 |
| 시가총액(십억원)  | 1,996  |

|              |          |
|--------------|----------|
| 발행주식수        | 51,703천주 |
| 52주 최고가      | 78,000원  |
| 최저가          | 31,950원  |
| 52주 일간 Beta  | 0.98     |
| 60일 일평균거래대금  | 282억원    |
| 외국인 지분율      | 7.3%     |
| 배당수익률(2023E) | 0.0%     |

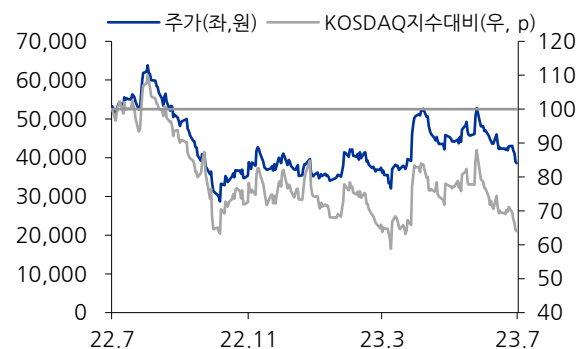
|            |  |       |
|------------|--|-------|
| 주주구성       |  |       |
| 박순재 (외 5인) |  | 24.6% |
| 형인우 (외 3인) |  | 5.9%  |

|      |        |        |        |
|------|--------|--------|--------|
| 주가상승 | 1M     | 6M     | 12M    |
| 상대기준 | -18.3% | -17.3% | -41.3% |
| 절대기준 | -19.8% | 8.6%   | -26.9% |

|          |        |        |    |
|----------|--------|--------|----|
|          | 현재     | 직전     | 변동 |
| 투자의견     | BUY    | BUY    | -  |
| 목표주가     | 70,000 | 70,000 | -  |
| 영업이익(23) | -7     | -7     | -  |
| 영업이익(24) | -21    | -21    | -  |

| 12월 결산(십억원)  | 2021A | 2022A | 2023E   | 2024E |
|--------------|-------|-------|---------|-------|
| 매출액          | 39    | 29    | 71      | 53    |
| 영업이익         | -15   | -29   | -7      | -21   |
| 세전손익         | -11   | -10   | 1       | -14   |
| 당기순이익        | -12   | -10   | 1       | -14   |
| EPS(원)       | -124  | -158  | 11      | -223  |
| 증감률(%)       | -     | -     | 흑전      | 적전    |
| PER(배)       | -     | -     | 3,436.1 | -     |
| ROE(%)       | -6.4  | -5.8  | 0.4     | -8.0  |
| PBR(배)       | 20.4  | 13.5  | 13.5    | 14.7  |
| EV/EBITDA(배) | -     | -     | -       | -     |

자료: 유진투자증권



## 1. '추가 CMO 선정'의 의미

### SC 제형 시장 확대

지난 금요일(7월 7일) 알테오젠은 협력사의 요청으로 히알루로니다제 추가 위탁 생산공장(CMO) 선정을 진행 중이라고 밝혔다.

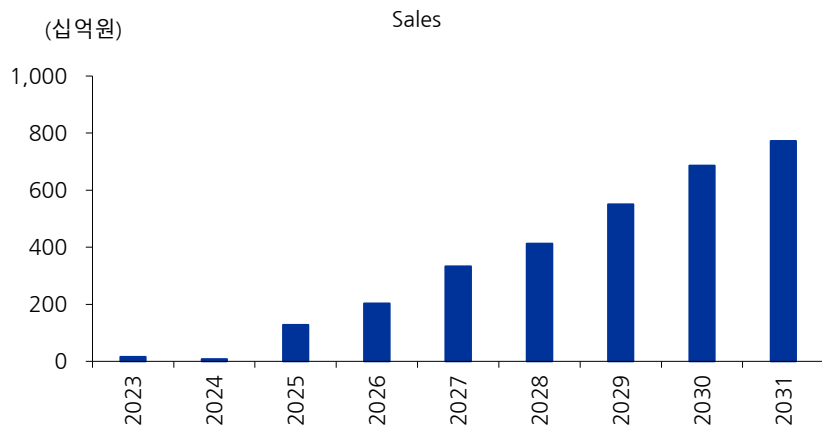
2025년 전후 SC 제형 상업화를 앞두고 있는 빅파마들 제품 중 **키트루다 SC 제형의 상업화 물량 공급을 위한 요청**으로 추정된다. 알테오젠은 이미 지난 4월 CMO로 기술이전 등을 포함해 400억 원 규모의 용역수익을 수령하였다. 이번 요청은 **SC 제형 출시 이후 기존의 IV 제형 시장을 빠르게 대체할 것을 대비해** 추가로 CMO를 확보하여 상업화 이후 안정적으로 공급받기 위한 것으로 판단된다.

### 2025년부터 이익 급증 예상

알테오젠이 체결한 주요 계약에 기반하여 추정된 마일스톤 유입액은 아래 표와 같다. **2025년부터 Hybrozyme™ 기술이 적용된 블록버스터 의약품의 판매가 시작되면서 알테오젠의 이익은 급증할 전망이다.**

당사는 **2025년 초 키트루다 SC 제형 출시를** 예상하고 있으며, 이후 **약 6~7천억의 마일스톤이 5년 이내 유입될 것으로** 추정하고 있다. 또한 키트루다 SC 제형 출시 이후 알테오젠의 하이브로자임 기술이 적용될 두 번째 타겟 선정이 가시화될 것으로 예상된다. 알테오젠은 2020년 총 6개의 타겟에 대해 약 4.5조에 달하는 마일스톤 계약을 머크와 체결한 것으로 추정된다.

도표 1. 알테오젠 주요 기술이전 관련 로열티 및 용역 예상 매출액 추정



자료: 유진투자증권 추정

## 기술이전계약 총괄표

현재까지 총 7개 기술이전 계약 체결  
 알테오젠은 2017년 이후 총 7개의 기술이전 계약을 체결하였다(글로벌 기업과 6개, 자회사 알토스바이오에게 기술이전 계약 1개). 그 중 동사의 기업가치 평가에 핵심인 기술이전 계약은 2019년과 2020년 기술이전 계약으로 각각 계약 금액이 각각 13.7억 달러, 38.7억 달러에 달한다.

도표 2. 알테오젠 라이선스 아웃 계약 총괄표

| 품목          | 계약상대방             | 대상지역            | 계약체결일                    | 총계약금액 (\$mn)            | 수취금액 (\$mn) | 진행단계           |
|-------------|-------------------|-----------------|--------------------------|-------------------------|-------------|----------------|
| 허셉틴 바이오시밀러  | Qilu 제약 (중국)      | 중국              | 2017.03.29<br>제품출시후 10년  | 1.5                     | 1.5         | 중국 임상 3상       |
| 지속형 인성장 호르몬 | Cristalia (브라질)   | 남미              | 2019.07.23<br>종료기간 없음    | 3.1                     | 3.1         | 임상 2상 준비       |
| ALT-B4      | 글로벌 제약사           | 전세계             | 2019.11.29<br>종료기간 없음    | 1,373.0                 | 16.0        | -              |
|             | 글로벌 제약사           | 전세계             | 2020.06.24<br>종료기간 없음    | 3,865.0                 | 21.5        | 임상 3상          |
|             | 인타스 (Intas, 인도)   | 전세계 (일부 아시아 제외) | 2021.01.07<br>제품출시후 10년  | 109.0<br>판매로알티 별도       | 6.0         | 임상 1상 준비       |
|             | 산도즈 (Sandoz, 스위스) | 전세계             | 2022.12.29<br>종료기간 없음    | 145.0<br>판매로알티 별도       | 5.0         | 임상 1상 준비       |
| 아일리아 바이오시밀러 | 알토스 바이오토크스(자회사)   | 전세계             | 2020.12.09<br>2032.12.09 | 80 억원<br>Profit sharing | 7 억원        | 글로벌 임상 3상 진행 중 |

자료: 알테오젠 사업보고서(2022), 유진투자증권

도표 3. 2019년 및 2020년 주요 계약 진행 상황

| 계약            | 날짜          | 진행 현황  | 금액 (\$mn) |
|---------------|-------------|--|-----------|
| 2019.11.29 계약 | 2019.11.29  | 계약 체결(총 계약 규모 \$1,378mn)   |           |
|               | 2019.12     | 계약금 수취   | 13.0      |
|               | 2020.04     | 1 차분   | 3.0       |
|               | 2023.04.04  | 해외 CMO 위탁 생산 계약 체결 완료  | 3.0       |
| 2020.06.24 계약 | 2020.06.24  | 계약 체결 (총 계약 규모 \$3,865mn)  |           |
|               | 2020.07     | 계약금 1 차분   | 8.0       |
|               | 2020.08     | 계약금 2 차분   | 8.0       |
|               | 2021.11     | 임상 1상 개시 (첫 번째 품목 임상 1상 개발 마일스톤 수취)  | 3.5       |
|               | 2022년 사업보고서 | 계약 상대방이 지정하는 해외 CMO로 기술 이전 및 생산 수탁용역 준비 중, 실행 시 수탁 용역에 따른 수익 발생 예정 → 2023년 용역 매출로 반영 | 40.0      |
|               | 2023.04.23  | 임상 3상 개시 (첫 번째 품목 임상 3상 개발 마일스톤 수취)  | 13.0      |
| 산도즈           | 2022.12.29  | 계약 체결(계약금 및 마일스톤 \$145mn(1,839 억원, 적용환율 W1,268.4/\$))                                | -         |
|               | 2023.       | 마일스톤 달성(기술료 수령 \$3.0mn)  | 3.0       |

자료: 알테오젠, 유진투자증권

## 2. 산도즈는 SC 제형 바이오시밀러 개발 중

인타스, 산도즈: SC 제형 바이오시밀러 시장 진출 계획

알테오젠은 바이오시밀러 제약사 중에서는 인타스, 산도즈와 하이브로자임 기술이 적용된 바이오시밀러 개발 계약을 각각 2021년 1월과 2022년 12월에 체결하였다.

도표 4에서 알테오젠의 경쟁사인 할로자임이 개발한 ENHANZE®가 적용된 SC 제형 중 상업화된 바이오의약품은 허셉틴 SC, 맵세라 SC, 페스고®, 다잘렉스 파스프로®이다. 이 제품들의 특허 만료 이후 SC 제형의 바이오시밀러들이 출시될 것으로 예상된다. 특히 다잘렉스 파스프로®는 다발성 골수종(MM: multiple myeloma) 치료제인 다잘렉스와 히알루로니다아제가 혼합된 SC 제형인데, 다잘렉스는 2030년 글로벌 예상 매출액이 10억 달러에 달할 것으로 전망되는 블록버스터이다. SC 제형의 매출 점유율이 85%를 상회하고 있어 SC 제형 바이오시밀러 시장 또한 클 것으로 예상된다.

산도즈: SC 제형 바이오시밀러 시장에서 선두를 점유하고자 알테오젠 기술 도입

산도즈는 2023년말 스위스 증권 거래소에 상장하면서 그동안 취약했던 미국 바이오시밀러 시장에 공격적으로 진입할 전략을 수립하여 실행 중이다. 따라서 산도즈는 중장기적 관점에서 바이오시밀러 산업의 3rd Wave를 견인할 다잘렉스 SC, 오크레부스 SC 제형 바이오시밀러 시장에서 선두를 점유하고자 알테오젠의 SC 제형 개발 기술을 도입한 것으로 판단된다.

도표 4. ENHANZE®와 관련된 할로자임 중장기 성장 전략

|                | Wave 1 & 2   | Wave 3  | Wave 4  | Wave 5        | 그 외   |
|----------------|--|---|---|---------------|---|
| 시기             | 2021~2022년   | 2023~2024년  | 2025~2026년  | 2027년 이후      |   |
| ENHANZE® 적용 제품 | 글로벌 상업화 5개   | 임상 3상 4개  | 임상 1상 8개<br>임상 3상 2개  | 신규 후보물질 계약 예상 |   |
| 제품 출시 예상 시기    | 2013년부터 출시   | 2023~2025년 출시 예정  | 2025~2027년 출시 예정  | 2027년 출시 예정   |   |
| 제품 및 후보물질      | <ul style="list-style-type: none"> <li>Herceptin SC</li> <li>HyQvia</li> <li>MabThera SC</li> <li>PHESGO</li> <li>DARZALEX Faspro</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Efgartigimod SC (2023)</li> <li>Tecentriq SC (2023)</li> <li>Ocrevus SC (2024)</li> <li>Opdivo SC (TPD)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Tecentriq 복합제 SC</li> <li>ARGX-117</li> <li>CAP256V2LS</li> <li>Teprotumumab-trbw</li> <li>Rybrevent</li> <li>Rllpivirine</li> <li>TAK-881</li> <li>Cabotefravir</li> <li>N6LS bn Ab</li> <li>Chugai 물질</li> <li>Roche 물질</li> </ul> | 미정            | <ul style="list-style-type: none"> <li>2022.5.24 Antares pharma 인수</li> <li>자가 주사 제형 기술 보유</li> </ul> |

자료: 할로자임, 유진투자증권

### 3. Tergase 판매를 위한 유통망 구축 중

|                             |  |
|-----------------------------|--|
| <p>히알루로니다아제 자체로도 상업성 높음</p> | <p>히알루로니다아제는 바이오의약품의 투약 편의를 위한 SC 제형 개발에 적용가능하지만, 그 자체로도 제품으로 판매된다. 안과, 성형외과, 정형외과 등에서 수술 후 통증을 감소시키는 보조제로 사용될 수 있는데 최근에는 피부과 등 미용 시장으로도 확장되는 추세이다. 특히 아시아에서 미용 관련 피부과 시장에서 매출액이 성장하고 있는 추세이다. 다만 현재까지는 할로자임의 Hylenex®를 제외하고는 모두 동물 유래 제품으로 안전성이 낮아 활용이 제한적인 상황이다.</p> |
| <p>테르가제 2024년 국내 상업화 예상</p> | <p>알테오젠은 인간 유래 재조합 히알루로니다아제 제품인 테르가제(Tergaze®)를 개발하여 2023년 2월 KFDA에 승인 신청하였으며 4분기 전후 승인이 기대된다. 지역 및 적용 분야의 확장성을 감안할 때 테르가제의 상업화 가치는 매우 높을 것으로 예상된다.</p>  |
| <p>전문 판매인력 충원, 유통망 확보 중</p> | <p>테르가제는 2024년 국내에서 출시 가능할 전망이다. 알테오젠은 최근 전문 판매 인력을 충원하여 유통망을 확보하고 있는 것으로 파악된다. 국내 출시는 바로 이익에 반영될 수 있을 것으로 기대되어 당사는 제품 출시 후 판매 동향 등을 지속적으로 확인할 계획이다. 중국을 비롯한 해외 시장 진출도 계획 중에 있어 향후 관련 기업들과의 전략적 제휴 등이 있을 것으로 예상된다.</p>   |

도표 5. 글로벌 히알루로니다아제 시장 추이 및 전망



자료: grandviewresearch, 유진투자증권

## 4. 주 1회 제형 성장 호르몬 FDA 승인

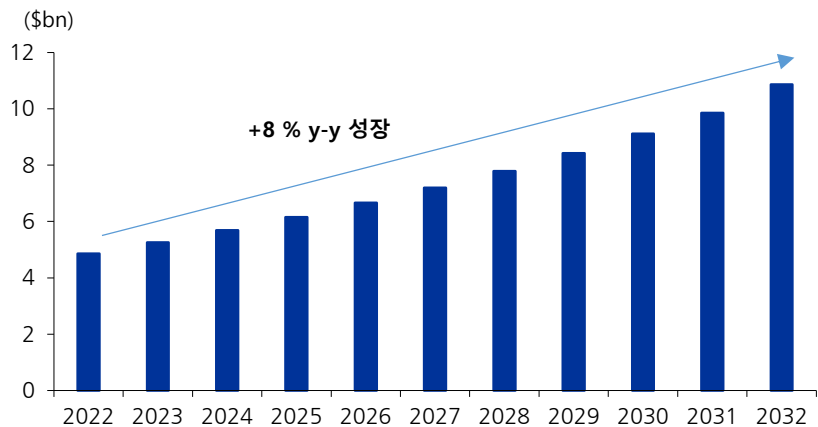
글로벌시장+8%y-y  
국내시장+17%y-y

글로벌 인간성장호르몬 시장은 2022년 48.6억 달러에서 2032년 108.7억 달러로 연평균 8%y-y 고성장이 예상된다(출처: PRECEDENCE RESEARCH). 2021년 기준 미국 시장이 40%를 점유하고 있다. 국내 시장은 지난 5년간 연평균 성장률 20%y-y를 상회하며 2022년 2,500억원에 가까운 시장을 형성하고 있다. 저신장 소아들에 대한 성장호르몬 보험급여 확대와 바이오시밀러 제품들이 출시되면서 비용 부담이 완화되며 2021년부터 적용되면서 성장호르몬 제품들의 매출이 더욱 가파르게 증가하고 있다.

주 1회 제형 제품  
들로 시장 대체될  
전망

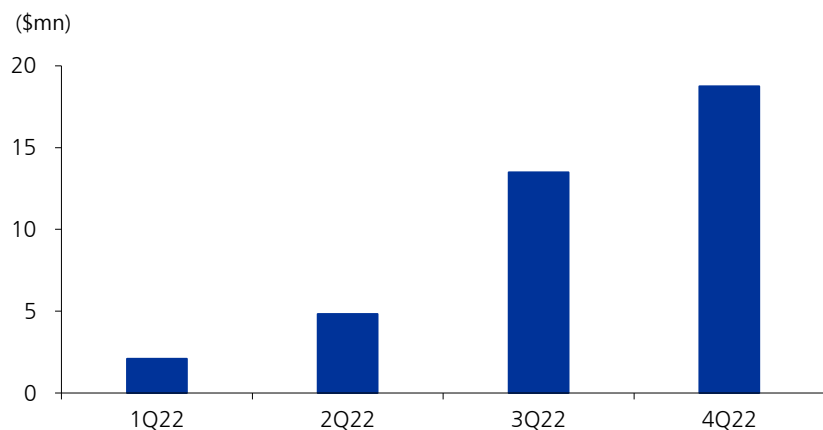
당사는 고성장하는 성장호르몬 시장이 투여 편의성이 높은 주 1회 제형들의 출시로 기존 일 1회 제형 시장들을 빠르게 대체될 것으로 전망한다.

도표 6. 글로벌 성장호르몬 시장 추이



자료: 아이큐비아(2023), 유진투자증권

도표 7. 주 1회 제형 성장호르몬 스카이트로파® 매출액 추이



자료: Asendis Pharma, 유진투자증권

화이자 2 번째 주 1 회 제형 출시, 1 번째 출시된 스카이트로파®는 출시 첫해 약 500 억 매출 기록

2023년 6월 말 주 1회 제형 성장호르몬인 엔젤라®가 FDA 승인을 받았다. 엔젤라™(NGENLA™)는 화이자 2014년 OPKO Health(옵코헬스)과의 제휴를 통해 2억 9500만 달러에 사들인 성장 호르몬 제형이다. 엔젤라 외에 FDA 승인을 받았거나 임상 중인 파이프라인은 Ascendis Pharma(어센디스 파마)의 Skytrofa®(2021년 8월 FDA 승인, 판매 중), 노보노디스크의 파이프라인(임상 3상 진행 중)이 있다. **첫번째로 출시된 Skytrofa®는 미국에서 2022년 초에 출시되어 출시 첫 해인 2022년 매출액은 약 4000만 달러(약 500억원 상회)를 기록하였다.** 향후 빅파마인 화이자 제품의 상업화로 주 1회 제형의 시장 침투가 빨라질 것으로 예상된다.

알테오젠 글로벌 임상 2상 진입 예정

알테오젠이 개발하고 있는 지속형 성장 호르몬은 한국과 인도에서 임상 1상을 완료하고 브라질 크리스탈리아에 기술 이전 계약을 체결하여 글로벌 임상 2상 진입을 준비 중이다. 임상은 알테오젠이 진행하고 관련된 임상 비용은 크리스탈리아가 부담할 예정이다(약 500억원 예상). 일정대로 진행된다면 2027년경 제품 출시가 가능할 것으로 예상된다. 글로벌 4번째 출시이나 특화된 시장을 겨냥한 제약사에게 판권이 매각된다면 상업화 가치는 크다고 판단된다. 남미 판권은 크리스탈리아가 가져갔으나 미국, 유럽, 중국, 일본 등 큰 시장 판권은 아직 알테오젠이 보유하고 있어 향후 기술 이전 계약이 가능한 상태이다.

도표 8. 성장호르몬 의약품 비교

| Drug                                 | Company          | Status   |
|--------------------------------------|------------------|--|
| 1 ALT-P1                             | 알테오젠             | <ul style="list-style-type: none"> <li>한국과 인도에서 임상 1상 완료, 연내 글로벌 임상 2상 시작 예정</li> <li>브라질 크리스탈리아가 임상 2상 비용 부담. 남미 판권 이전</li> <li>미국, 중국, 일본 판권은 알테오젠이 보유</li> </ul>  |
| 2 Skytrofa® (lonapegsomatropin-tcgd) | 어센디스 파마          | <ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌 1번째 출시. 주 1회 투약 소아성장호르몬 주사제</li> <li>TransCon technology 적용, 2021년 8월 26일 FDA 허가</li> <li>임상 3상 height, 52주, 1일 제형 제노트로핀과 비교, N=161</li> </ul>  |
| 3 NGENLA™ (somatrogon)               | 화이자/ OPKO Health | <ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌 2번째 출시</li> <li>FDA 허가 2023.6 (2022.2 승인 거절 이후 두번째 승인 신청), 캐나다, 일본, 유럽에서는 판매 중</li> <li>기존 1일 제형 제품 제노트로핀</li> </ul>  |
| 4 Sogroya (somapacitan-beco)         | 노보노디스크           | <ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌 3번째 출시 예상</li> <li>소아 대상 피하주사제 임상 2상, 3상 진행 중</li> <li>임상 2상 진행(다국가, N=74): 2016.05.23 시작, 2024.08.26 종료 예상(NCT 0261562)</li> <li>임상 3상 진행 중(중국, N=108): 2021.7.22 시작, 2023.12.31 종료 예상 (NCT 04970654)</li> <li>성인 대상 FDA 승인 2020.8.28</li> <li>기존 제품 1987년 FDA 승인(국내 2004 허가): 노디트로핀, 노디플렉스 주</li> </ul> |

자료: 각사 자료, 업계 자료, clinical trials, 유진투자증권

## 투자의견 BUY 및 목표주가 70,000 원 유지

플랫폼 및  
파이프라인  
예상 현재가치 합산

알테오젠(196170.KQ)에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 70,000 원을 유지한다. 플랫폼 가치의 확장성 및 시장 확대성을 감안할 때 알테오젠의 기업가치는 지속적으로 증가할 전망이다. 목표주가는 2025년 ALT-B4 기술이 적용된 파이프라인들이 상업화되어 알테오젠에 반영되는 이익을 현가화하여 산출한 값 2.6 조원, ALT-BB4(재조합 인간 히알루로니다아제)와 ALT-H1 의 가치 0.2 조원 및 0.47 조원, EYLEA® 바이오시밀러 파이프라인 가치 0.3 조원, 및 기타 기술이전 계약 가치를 합산하여 산출하였다.

도표 9. 알테오젠 목표주가 산정: 파이프라인 가치 합산하여 산정

|      | 가치(십억원)   | 주당가치(원) | 가정     |   |
|------|-----------|---------|--------|---|
| 1    | ALT-B4    | 2,604   | 49,681 | 2019 기술이전 계약 \$13.7bn, 2020 기술이전 계약 \$3.87bn 규모 ALT-B4가 적용된 SC 제형 제품 출시로 2025~2040년 마일스톤 발생으로 유입될 이익을 현가화                                   |
| 2    | ALT-PH1   | 473     | 9,030  | 글로벌 성장 호르몬 시장 억 달러, +10%y-y 고성장 예상<br>글로벌 판권 아직 매각되지 않아 점유율 보수적으로 가정<br>1주 제형 시장 점유율 80%, ALT-PH1 시장 점유율 12%가정,<br>2027~2040년 발생할 예상 이익 현가화 |
| 3    | ALT-BB4   | 200     | 3,809  | 글로벌 히알루로니다아제(완제품) 시장 2023년 약 1조원 가정<br>2030년 시장 점유율 15%, 2025~2040년 발생할 예상 이익 현가화<br>글로벌 판권 아직 매각되지 않아 점유율 보수적으로 가정                         |
| 4    | 바이오시밀러 기술 | 300     | 5,724  | EYLEA® 바이오시밀러 가치<br>자회사 알토스바이오로직스에 이전   |
| 5    | 기타 가치     | 88      | 1,660  | 산도즈, 인타스, 치루 제약과 기술이전 계약 규모의 30% 반영   |
| 합산   |           | 3,664   | 69,903 |   |
| 목표주가 |           |         | 70,000 | 총 주식 수 52,415,178 주 (우선주 약 1.7% 포함)   |

자료: 유진투자증권

도표 10. 알테오젠의 주가 및 이벤트 차트



자료: Quantwise, 유진투자증권



## 알테오젠(196170.KQ) 재무제표

## 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2021A      | 2022A      | 2023F      | 2024F      | 2025F      |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>자산총계</b> | <b>258</b> | <b>245</b> | <b>249</b> | <b>236</b> | <b>260</b> |
| 유동자산        | 210        | 145        | 118        | 72         | 62         |
| 현금성자산       | 203        | 128        | 100        | 56         | 42         |
| 매출채권        | 4          | 9          | 9          | 7          | 10         |
| 재고자산        | 1          | 2          | 3          | 2          | 3          |
| 비유동자산       | 48         | 100        | 131        | 164        | 198        |
| 투자자산        | 7          | 26         | 27         | 28         | 29         |
| 유형자산        | 29         | 27         | 22         | 20         | 19         |
| 기타          | 11         | 47         | 81         | 116        | 150        |
| <b>부채총계</b> | <b>127</b> | <b>100</b> | <b>103</b> | <b>102</b> | <b>104</b> |
| 유동부채        | 123        | 94         | 97         | 96         | 98         |
| 매입채무        | 4          | 4          | 7          | 6          | 8          |
| 유동성이자부채     | 116        | 87         | 87         | 87         | 87         |
| 기타          | 3          | 3          | 3          | 3          | 3          |
| 비유동부채       | 4          | 6          | 6          | 6          | 6          |
| 비유동이자부채     | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          |
| 기타          | 3          | 5          | 5          | 5          | 6          |
| <b>자본총계</b> | <b>132</b> | <b>145</b> | <b>146</b> | <b>134</b> | <b>155</b> |
| 지배지분        | 134        | 149        | 149        | 138        | 159        |
| 자본금         | 22         | 26         | 26         | 26         | 26         |
| 자본잉여금       | 146        | 102        | 102        | 102        | 102        |
| 이익잉여금       | (35)       | 18         | 19         | 7          | 28         |
| 기타          | 2          | 2          | 2          | 2          | 2          |
| 비지배지분       | (3)        | (3)        | (3)        | (3)        | (3)        |
| <b>자본총계</b> | <b>132</b> | <b>145</b> | <b>146</b> | <b>134</b> | <b>155</b> |
| 총차입금        | 117        | 88         | 88         | 88         | 88         |
| 순차입금        | (86)       | (39)       | (12)       | 32         | 47         |

## 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2021A        | 2022A       | 2023F       | 2024F       | 2025F       |
|-----------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>영업현금</b>           | <b>(9)</b>   | <b>(18)</b> | <b>8</b>    | <b>(8)</b>  | <b>21</b>   |
| 당기순이익                 | (12)         | (10)        | 1           | (14)        | 26          |
| 자산상각비                 | 2            | 3           | 5           | 2           | 1           |
| 기타비현금성손익              | (0)          | (12)        | 0           | 3           | (5)         |
| 운전자본증감                | (0)          | (1)         | 2           | 1           | (1)         |
| 매출채권감소(증가)            | (1)          | (5)         | (0)         | 2           | (3)         |
| 재고자산감소(증가)            | (1)          | (1)         | (1)         | 1           | (1)         |
| 매입채무증가(감소)            | 2            | (1)         | 3           | (2)         | 2           |
| 기타                    | (1)          | 6           | (0)         | (0)         | (0)         |
| <b>투자현금</b>           | <b>(126)</b> | <b>50</b>   | <b>(39)</b> | <b>19</b>   | <b>(37)</b> |
| 단기투자자산감소              | (95)         | 111         | (3)         | 54          | (1)         |
| 장기투자증권감소              | 0            | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 설비투자                  | 14           | 6           | 0           | 0           | 0           |
| 유형자산처분                | 0            | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 무형자산처분                | (10)         | (36)        | (34)        | (34)        | (34)        |
| <b>재무현금</b>           | <b>107</b>   | <b>3</b>    | <b>(0)</b>  | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| 차입금증가                 | (0)          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 자본증가                  | 0            | 2           | (0)         | 0           | 0           |
| 배당금지급                 | 0            | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>현금 증감</b>          | <b>(28)</b>  | <b>35</b>   | <b>(31)</b> | <b>10</b>   | <b>(16)</b> |
| 기초현금                  | 39           | 11          | 46          | 15          | 25          |
| 기말현금                  | 11           | 46          | 15          | 25          | 9           |
| Gross Cash flow       | (10)         | (19)        | 6           | (9)         | 22          |
| Gross Investment      | 31           | 62          | 34          | 35          | 37          |
| <b>Free Cash Flow</b> | <b>(40)</b>  | <b>(82)</b> | <b>(28)</b> | <b>(44)</b> | <b>(15)</b> |

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2021A        | 2022A        | 2023F      | 2024F        | 2025F      |
|---------------|--------------|--------------|------------|--------------|------------|
| <b>매출액</b>    | <b>39</b>    | <b>29</b>    | <b>71</b>  | <b>53</b>    | <b>107</b> |
| 증가율(%)        | (8.7)        | (25.7)       | 144.9      | (24.7)       | 101.0      |
| 매출원가          | 33           | 24           | 44         | 37           | 53         |
| <b>매출총이익</b>  | <b>6</b>     | <b>5</b>     | <b>27</b>  | <b>16</b>    | <b>53</b>  |
| 판매 및 일반관리비    | 21           | 34           | 34         | 37           | 40         |
| 기타영업손익        | 12           | 62           | (1)        | 10           | 8          |
| <b>영업이익</b>   | <b>(15)</b>  | <b>(29)</b>  | <b>(7)</b> | <b>(21)</b>  | <b>13</b>  |
| 증가율(%)        | 적지           | 적지           | 적지         | 적지           | 흑전         |
| <b>EBITDA</b> | <b>(13)</b>  | <b>(27)</b>  | <b>(2)</b> | <b>(19)</b>  | <b>15</b>  |
| 증가율(%)        | 적전           | 적지           | 적지         | 적지           | 흑전         |
| <b>영업외손익</b>  | <b>4</b>     | <b>19</b>    | <b>8</b>   | <b>7</b>     | <b>12</b>  |
| 이자수익          | 2            | 4            | 7          | 6            | 12         |
| 이자비용          | 1            | 0            | 1          | 1            | 1          |
| 지분법손익         | 0            | 0            | 0          | 0            | 0          |
| 기타영업외손익       | 3            | 16           | 1          | 1            | 1          |
| <b>세전순이익</b>  | <b>(11)</b>  | <b>(10)</b>  | <b>1</b>   | <b>(14)</b>  | <b>26</b>  |
| 증가율(%)        | 적지           | 적지           | 흑전         | 적전           | 흑전         |
| 법인세비용         | 1            | 0            | (0)        | 0            | (0)        |
| <b>당기순이익</b>  | <b>(12)</b>  | <b>(10)</b>  | <b>1</b>   | <b>(14)</b>  | <b>26</b>  |
| 증가율(%)        | 적지           | 적지           | 흑전         | 적전           | 흑전         |
| 지배주주지분        | (6)          | (8)          | 1          | (12)         | 21         |
| 증가율(%)        | 적지           | 적지           | 흑전         | 적전           | 흑전         |
| 비지배지분         | (5)          | (2)          | 0          | (3)          | 5          |
| <b>EPS(원)</b> | <b>(124)</b> | <b>(158)</b> | <b>11</b>  | <b>(223)</b> | <b>403</b> |
| 증가율(%)        | 적지           | 적지           | 흑전         | 적전           | 흑전         |
| 수정EPS(원)      | (124)        | (158)        | 11         | (223)        | 403        |
| 증가율(%)        | 적지           | 적지           | 흑전         | 적전           | 흑전         |

## 주요투자지표

|                    | 2021A  | 2022A   | 2023F   | 2024F  | 2025F |
|--------------------|--------|---------|---------|--------|-------|
| <b>주당지표(원)</b>     |        |         |         |        |       |
| EPS                | (124)  | (158)   | 11      | (223)  | 403   |
| BPS                | 3,102  | 2,838   | 2,849   | 2,630  | 3,026 |
| DPS                | 0      | 0       | 0       | 0      | 0     |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |        |         |         |        |       |
| PER                | n/a    | n/a     | 3,436.1 | n/a    | 95.7  |
| PBR                | 20.4   | 13.5    | 13.5    | 14.7   | 12.8  |
| EV/ EBITDA         | n/a    | n/a     | n/a     | n/a    | 139.3 |
| 배당수익률              | 0.0    | 0.0     | n/a     | n/a    | n/a   |
| PCR                | n/a    | n/a     | 341.4   | n/a    | 90.4  |
| <b>수익성(%)</b>      |        |         |         |        |       |
| 영업이익률              | (39.2) | (102.0) | (10.1)  | (39.7) | 12.4  |
| EBITDA이익률          | (33.7) | (92.8)  | (2.7)   | (35.3) | 13.7  |
| 순이익률               | (29.9) | (35.0)  | 1.0     | (27.1) | 24.3  |
| ROE                | (6.4)  | (5.8)   | 0.4     | (8.0)  | 14.0  |
| ROIC               | (34.7) | (28.1)  | (4.3)   | (10.2) | 5.2   |
| <b>안정성 (배, %)</b>  |        |         |         |        |       |
| 순차입금/자기자본          | (65.2) | (27.1)  | (8.0)   | 23.8   | 30.0  |
| 유동비율               | 171.3  | 153.9   | 121.9   | 75.7   | 62.9  |
| 이자보상배율             | (25.1) | (69.0)  | (8.9)   | (26.5) | 16.7  |
| <b>활동성 (회)</b>     |        |         |         |        |       |
| 총자산회전율             | 0.2    | 0.1     | 0.3     | 0.2    | 0.4   |
| 매출채권회전율            | 11.1   | 4.4     | 8.0     | 6.7    | 12.7  |
| 재고자산회전율            | 51.4   | 22.0    | 34.5    | 23.6   | 44.4  |
| 매입채무회전율            | 12.1   | 7.2     | 12.1    | 8.3    | 15.6  |

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.  
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

|                  |                            |     |
|------------------|----------------------------|-----|
| · STRONG BUY(매수) | 추천기준일 증가대비 +50%이상          | 0%  |
| · BUY(매수)        | 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 94% |
| · HOLD(중립)       | 추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 5%  |
| · REDUCE(매도)     | 추천기준일 증가대비 -10%미만          | 1%  |

(2023.6.30 기준)

