

알테오젠 (196170)

제약/바이오



하현수

02 3770 2688
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	65,000원 (D)
현재주가 (11/23)	37,250원
상승여력	74%

시가총액	19,191억원
총발행주식수	52,415,477주
60일 평균 거래대금	189억원
60일 평균 거래량	441,014주
52주 고	72,652원
52주 저	28,694원
외인지분율	12.95%
주요주주	박순재 외 7 인 25.22%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.3	(30.2)	(37.2)
상대	1.6	(24.7)	(12.2)
절대(달러환산)	16.4	(30.5)	(44.7)

SC 제형화, 구매자도 시간에 쫓겨

ALT-B4 기술 이전 이상 없음

ALT-B4를 이용해 개발 중인 것으로 추정되는 키트루다SC의 임상 시험은 차질 없이 진행 중인 것으로 판단. ALT-B4 시료 공급 완료와 MSD의 임상 3상 IND 신청으로 곧 임상을 개시할 수 있을 것으로 기대하며 키트루다 SC 임상 순항은 ALT-B4가 상업화가 가능한 SC 제형화 플랫폼임을 확인 시켜주는 효과가 있을 것으로 기대.

추가 L/O 가능성은 여전히 높다.

22년 추가적인 L/O에 대한 기대감이 높았으나 추가 L/O가 지연되고 있는 것으로 추정. 그러나 SC 제형 필요성이 기존 자가 면역 질환 위주에서 항암제 분야로 확대되고 있다고 판단하며 항암제 시장에서 Halozyme 사와의 SC 제형화 개발이 다수 진행중. 오리지널 품목의 SC 제형화는 이후 오리지널 품목을 타겟으로 한 바이오 시밀러의 SC 제형화가 필수적일 수밖에 없을 것으로 예상되며, SC 제형화 기술 파트너가 제한적이기 때문에 오리지널과 소수 바이오 시밀러 경쟁 시장 형성과 가격 인하 경쟁 완화 기대.

Argenx의 비브가르트 SC가 BLA 신청을 했고, 이뮤노반트/한올바이오의 바토클리맵의 임상 이 다시 시작되며 FcRn 억제제에서도 SC 제형화가 필수적일 것으로 판단하며 존슨앤존슨이 개발 중인 니포칼리맵도 SC 제형화가 필요할 것으로 보이며 개발을 미루기는 어려울 것으로 판단.

투자의견 Buy, 목표주가 65,000원으로 조정

1주당 0.2주 무상 증자로 인한 주식수 증가와 리제네론의 고농도 아일리아 품목 허가가 23년 1월 예정되어 있어 아일리아 바이오시밀러 시장 점유율을 하향해 목표 주가를 조정.

SC 제형화 기술인 ALT-B4이 적용되어 개발중인 파이프라인 가치만을 반영. SC 제형에 대한 시장 수요가 견조할 것으로 기대되어 추가적인 L/O 가능성이 높으며, L/O 이후 리레이팅이 가능할 것

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	42	41	33	63
영업이익	0	-13	-26	12
지배순이익	-16	-4	-1	26
PER	-210.3	-907.8	-1,529.6	73.8
PBR	54.9	26.4	12.0	10.4
EV/EBITDA	1,678.6	-305.1	-76.3	108.9
ROE	-24.1	-3.9	-0.8	14.8

자료: 유안타증권

알테오젠 목표 주가 산정

부문		단위	비고
1. 파이프라인가치	3,220	(십억원)	A+B+C
A. ALT-B4 가치	2,400	(십억원)	L/O 3건 가치 합산
A1. 기술이전 1	203	(십억원)	25년 매출 발생, 성공률 42% 가정
A2. 기술이전 2	1,969	(십억원)	최초 품목 25년 매출 발생, 성공률 80% 나머지 5개 품목 SC 제형 성공률 35% 가정
A3: 인타스 파마	228	(십억원)	27년 매출 발생, 성공률 65% 가정
B. 아일리아 바이오시밀러	712	(십억원)	25년 매출 발생, 피크 M/S 12%, 성공률 80% 가정
C. 지속형 성장 호르몬 가치	109	(십억원)	25년 매출 발생, 피크 M/S 10%, 성공률 39%가정
2. 순차입금	(165)	(십억원)	2022년말 예상 순차입금
3. 총 가치	3,385	(십억원)	1-2
4. 총 주식수	52,415	(천주)	
5. 주당 가치	64,588	(원)	3/4
6. 목표 주가	65,000	(원)	

자료: 유안타증권 리서치센터

파이프라인 진행 현황(10월 기준)

플랫폼	품목명	세부구 개발	공정개발	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상		
재조합 히알루로니다제 (Hybrozyme™)	ALT-B4 (SC 제형 변경)	GLOBAL TOP 10 파트너사 글로벌 임상 1상 완료							총 3개사 L/O 임상3상 시료 공급 완 료
	ALT-BB4 (단독투여)	국내 품목허가용 피보탈 임상 완료							임상1상 완료 CSR 준비
지속형 바이오베터 (NexP™)	ALT-P1 (성장호르몬)	성인 대상 국내 임상 2상 완료							알테오젠 주도 임상2상 IND 신청예정
		소아 대상 글로벌 임상 1상 완료							
	ALT-B5 (말단비대증)	전임상 준비 중							국가신약 개발과제 2021년 선정
ADC (NexMab™)	ALT-P7 (유방암/위암)	국내 임상 1상 완료							병용요법 파트너 물색 중
바이오시밀러*	ALT-L9 (습성 황반변성)	글로벌 임상 3상 진행							글로벌 12개국 대상 2024년 완료예정
	ALT-L2 (유방암/위암)	중국 파트너사(QiLu) 임상3상 종료 통지							중국 내 품목허가 준비

* 바이오시밀러 임상 2상 면제

자료: 알테오젠, 유안타증권 리서치센터

알테오젠 (196170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	42	41	33	63	95
매출원가	24	33	24	29	33
매출총이익	19	8	9	33	61
판매비	19	21	34	21	25
영업이익	0	-13	-26	12	36
EBITDA	2	-11	-23	16	38
영업외손익	-18	4	23	12	13
외환관련손익	-2	3	3	1	1
이자손익	0	1	3	3	3
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-15	0	17	8	8
법인세비용차감전순이익	-18	-8	-3	24	48
법인세비용	1	1	0	0	1
계속사업순이익	-18	-9	-3	24	48
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-18	-9	-3	24	48
지배지분순이익	-16	-4	-1	26	53
포괄순이익	-18	-9	-3	24	48
지배지분포괄이익	-16	-4	-1	26	53

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	2	-9	-10	23	36
당기순이익	-18	-9	-3	24	48
감가상각비	2	2	3	3	3
외환손익	2	-2	-2	-1	-1
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-3	-3	3	2	-9
기타현금흐름	19	3	-11	-5	-4
투자활동 현금흐름	-43	-126	10	1	0
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-5	-14	-6	0	0
유형자산 감소	3	0	0	0	0
기타현금흐름	-40	-112	15	1	0
재무활동 현금흐름	76	107	28	34	36
단기차입금	0	-1	2	4	4
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	4	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	76	107	22	30	33
연결범위변동 등 기타	0	0	-21	-24	-24
현금의 증감	35	-28	7	33	49
기초 현금	4	39	11	18	51
기말 현금	39	11	18	51	100
NOPLAT	0	-14	-28	12	36
FCF	-4	-23	-15	23	36

자료: 유안타증권

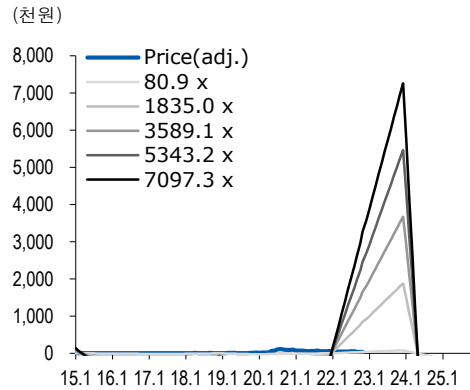
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	138	212	179	212	270
현금및현금성자산	39	11	18	51	100
매출채권 및 기타채권	3	6	4	4	8
재고자산	0	1	2	3	8
비유동자산	21	48	77	73	70
유형자산	19	29	32	29	26
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	159	260	256	285	341
유동부채	97	123	95	98	102
매입채무 및 기타채무	3	4	6	6	6
단기차입금	3	2	4	8	12
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2	3	2	2	1
장기차입금	1	1	1	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	99	126	96	100	104
지배지분	61	137	162	188	241
자본금	14	22	26	26	26
자본잉여금	75	146	168	168	168
이익잉여금	-29	-33	-34	-8	45
비지배지분	-1	-3	-3	-3	-4
자본총계	61	134	160	185	237
순차입금	-130	-199	-165	-194	-240
총차입금	4	4	5	9	12

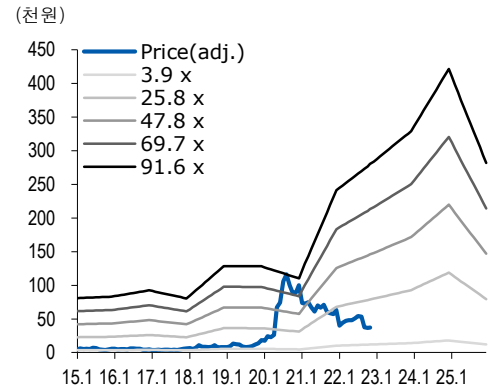
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-314	-77	-24	505	1,023
BPS	1,203	2,632	3,097	3,593	4,599
EBITDAPS	65	-246	-438	302	731
SPS	842	793	629	1,198	1,803
DPS	0	0	0	0	0
PER	-210.3	-907.8	-1,529.6	73.8	36.4
PBR	54.9	26.4	12.0	10.4	8.1
EV/EBITDA	1,678.6	-305.1	-76.3	108.9	43.7
PSR	78.5	87.7	59.2	31.1	20.7

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	45.1	-3.1	-19.8	90.4	50.5
영업이익 증가율 (%)	-97.4	21,898.1	적지	흑전	190.3
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	102.8
매출총이익률 (%)	44.2	19.9	26.0	53.3	64.6
영업이익률 (%)	-0.1	-31.1	-78.5	19.5	37.7
지배순이익률 (%)	-37.3	-9.4	-3.8	41.4	55.8
EBITDA 마진 (%)	4.3	-25.9	-69.7	25.2	40.6
ROIC	-0.4	-48.0	-48.0	17.0	48.2
ROA	-12.9	-1.8	-0.5	9.6	16.8
ROE	-24.1	-3.9	-0.8	14.8	24.6
부채비율 (%)	162.8	94.4	60.3	53.9	43.7
순차입금/자기자본 (%)	-212.1	-145.8	-101.5	-103.2	-99.4
영업이익/금융비용 (배)	-0.1	-21.2	-76.7	18.9	37.2

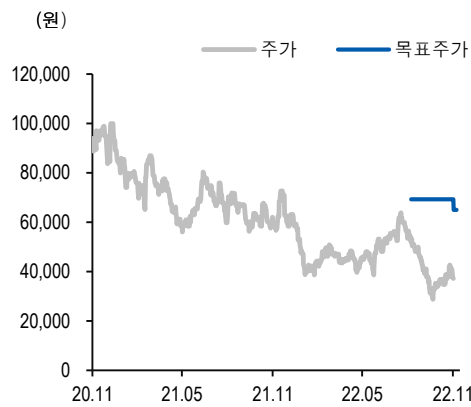
P/E band chart



P/B band chart



알테오젠 (196170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-24	BUY	65,000	1년		
2022-08-30	BUY	69,232	1년	-42.96	-23.25

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	95.2
Hold(중립)	4.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-21

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 하현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.