

# 알테오젠 (196170)

## 이제까지 루머가 맞았던 적이 있는가?

2024년 11월 25일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	730,000 원 (유지)
✓ 상승여력	150.0%	✓ 현재주가 (11월 22일)	292,000 원

### [제약/바이오]

엄민용 연구위원

✉ my.eom@shinhan.com

정희령 연구원

✉ hr.jung@shinhan.com

### 신한생각 한 주 동안 쏟아진 루머들, 진실인 적 없다

지난 한 주 1)할로자임의 특허 침해 가능성 언급한 외사 보고서 2)2대 주주의 매도설 3)매출 로열티 논란 4)대규모 유상증자설, 키트루다SC는 3상 성공, 생산 공장 건설을 위한 조달은 호재로 판단. 2대 주주는 오히려 지분을 늘렸고 특허는 할로자임이 침해. 진실이 없었으며 주가 회복세 전망

### 할로자임과 알테오젠의 영역을 명확히 하자는 이의제기

머크와 알테오젠의 이번 이의제기는 몇 년간 준비된 것으로 할로자임 MDASE 특허가 알테오젠의 특허범위를 침해한다는 주장. 할로자임은 야생형(wild type) 히알루로니다제에 대해서만 특허권리를 주장해야 하는데 변이체(Variants)에 대한 주장이 문제가 된 것

변이체는 알테오젠의 권리로 할로자임은 변이체 특허범위를 포기하는 쪽으로 합의 예상. 할로자임은 변이체 권리를 포기하더라도 피해 부재. 할로자임의 MDASE는 야생형에서는 여전히 유지되고 로열티 감소 없이 특허 연장은 가능하기 때문. 할로자임이 특허 무효 심판에서 이긴다고 하더라도 키트루다SC 출시와는 연관성 부재. 할로자임은 BMS와 타겟독점 때문에 여전히 키트루다SC 또는 그의 시밀러를 개발하는 것은 불가능. 머크의 이의제기는 양사의 특허의 권리범위를 명확히 구분하고자 하는 것

### Valuation & Risk

지난 4년간 머크 반환 루머로 1.3조원까지 시가총액 하락, 머크가 독점제약을 할리 없거나 ADC SC는 계약이 나오지 못할 것 등 루머와 주장도 결국 사실이 아님이 공시로 모두 증명. 최근 3상으로 추가 L/O는 가속화. 변동성은 기회구간으로 판단. 동사에 대한 투자의견과 목표주가를 유지

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	28.8	(29.4)	(8.1)	(245.3)	(5.8)	13.5	(72.1)	0.0
2023	96.5	(9.7)	(3.4)	(1,534.9)	(2.3)	35.3	(798.7)	0.0
2024F	94.0	17.2	26.0	596.0	16.2	89.4	805.8	0.0
2025F	119.8	9.5	13.1	1,190.0	7.2	83.2	1,388.4	0.0
2026F	491.6	369.9	387.4	40.2	101.7	27.1	40.8	0.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	15,569.1 십억원
발행주식수(유동비율)	53.3 백만주 (79.5%)
52주 최고가/최저가	445,500 원/67,800 원
일평균 거래액 (60일)	280,281 백만원
외국인 지분율	15.9%

### 주요주주 (%)

박순재 외 3인	20.4
형인우 외 1인	5.0

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(23.9)	1.0	297.3	219.1
상대	(17.0)	15.4	378.0	314.3

### 주가



## 할로자임의 특허 연장 전략은 알테오젠의 권리 침해

일부 해석의 오해가 있는데 할로자임이 알테오젠에게 특허소송을 걸기 전에 머크와 알테오젠이 선제적으로 소송을 건 것이라는 점이다. 이는 잘못된 해석이다. 할로자임이 본인 영역을 넘어서 변이체들에 대한 특허 주장이 문제이니 본인 자리로 돌아가라는 의미의 MSD의 이의 제기다.

할로자임의 ENHANZE 기술은 야생형(wild-type), 자연에 존재하는 생물종에서 발견되는 형태의 히알루로니다제 권리만 보호받는다. 이번 할로자임의 MDASE 특허로 변이체에 대한 특허가 출원되었고, 알테오젠은 변이체(variants) 히알루로니다제의 권리를 가진다.

이번 이의제기는 알테오젠과 MSD가 월 2회 머크의 빅로펌과 주기적으로 지난 몇 년간 회의를 통해 결정한 사항이다. 지금도 매주 2회 머크의 빅로펌들과 회의를 진행해 키트루다SC의 특허를 강화 중이다. 최근 알테오젠은 지난 8월 26일 미국 특허청으로부터 ALT-B4에 대한 물질 특허 등록, 그리고 20일 제조방법 특허 또한 등록을 밝혔다.

이번 이의제기는 P-TACTS(Patent Trial and Appeal Case Tracking System)을 통해 미국 특허청(USPTO)의 특허 심판 및 항소 사건 추적 시스템에서 조회해보면 아래와 같이 나온다. 여기서 할로자임의 MDASE 특허(US 11952600)에 대해 MSD가 특허 이의제기를 등록한 것을 확인할 수 있다.

### P-TACTS에서 조회된 MSD의 할로자임 MDASE 특허의 PGR 이의 제기

AIA review #	Filing date (mm/dd/yyyy)	Petitioner	PO/Respondent application #	PO/Respondent patent #	Status
PGR2025-00003	11/12/2024	MSD	18338189	11952600	Pending

자료: P-TACTS, USPTO, 신한투자증권

AIA review number란 USPTO 미국 특허청의 심판사건 번호를 뜻하며, 지난 11월 12일 이 이의제기가 제출된 이후 할로자임의 주가가 약 -25% 하락한 것으로 파악된다. Evotec 인수합병의 시너지 부족으로 우려가 있었으나 인수합병 의사를 철회한 후에 주가 회복은 7.22%에 그쳤다. 시장은 할로자임의 MDASE 특허 무효 심판에 대해 우려하고 있는 것이다. 할로자임이 MDASE 특허를 변이체에도 권리범위를 가질 수 있는 가능성은 없다고 보는 것이다.

머크는 키트루다SC의 임상 3상을 성공했고 내년 1월 미국 FDA를 포함한 전세계 허가신청을 예정하고 있고 빠르면 2025년 3분기, 늦어도 4분기 승인 및 판매될 것으로 예상된다. 불확실성이 단 1%라도 존재한다면 이를 제거하는 것이 맞다. PGR 신청은 근거가 부족할 경우 신청자체가 거절된다. PGR이 승인되었다는 것은 그 증거가 충분하다는 뜻이다.

## 할로자임이 머크로부터 이의제기 받은 MDASE 특허 (등록번호 US1195260)

[미국] PH20 polypeptide variants, formulations and uses thereof (PH20 폴리펩타이드 변이체, 포뮬레이션 및 그 용도)

상세정보	공개전문	공고전문	행정진행정보
<div> <div>서지정보</div> <div>인명정보</div> <div>청구항</div> <div>패밀리정보</div> <div>인용</div> <div>Patented US Application Data</div> <div>심사관</div> </div>			
<div> <div>(13) 구분</div> <div>B2</div> <div>국가별 특허문언코드</div> </div>			
<div> <div>(11) 등록번호/일자</div> <div>11952600 (2024.04.09)</div> </div>			
<div> <div>(65) 공개번호/일자</div> <div>20240011008 (2024.01.11)</div> </div>			
<div> <div>(21) 출원번호/일자</div> <div>18338189 (2023.06.20)</div> <div>공개전문</div> <div>공고전문</div> </div>			
<div> <div>(71) 출원인</div> <div>HALOZYME, INC.</div> </div>			
<div> <div>(30) 우선권번호(Priority No.)</div> </div>			
<div> <div>(51) IPC(Int. Cl.)</div> <div>C12N 9/26 A61K 9/00 A61K 38/00 A61K 38/28 A61K 38/47 A61K 45/06 A61K 47/10 A61P 35/00 C07K 14/47 C12Q 1/34</div> </div>			
<div> <div>(52) UPC(U.S. Cl.)</div> </div>			
<div> <div>(-) CPC</div> <div>C07K14/47 C07K2319/30</div> </div>			
<div> <div>(58) Field of Search</div> </div>			
<div> <div>(86) 국제출원번호(PCT No.)</div> </div>			
<div> <div>(87) 국제공개번호(PCT Pub No.)</div> </div>			
<div> <div>(57) 요약(Abstract)</div> <div>Modified PH20 hyaluronidase polypeptides, including modified polypeptides that exhibit increased stability and/or increased activity, are provided. Also provided are compositions and formulations and uses thereof.</div> </div>		<div> <div>요약 자동번역</div> <div>향상된 안정성 및/또는 증가된 활동을 나타내는 수식화 폴리펩타이드를 포함하는 수정된 PH20 하이알루로니다제 폴리펩타이드는 제공된다. 조성물과 포뮬레이션과 그 용도가 또한 제공된다.(자동번역)</div> </div>	

자료: 키프리스, 특허번호 US1195260, 신한투자증권

예측컨데 할로자임은 변이체에 대한 권리는 포기하는 것으로 합의할 것으로 본다. 할로자임은 이 권리를 포기하더라도 잃는 것이 없다. 할로자임은 현재 원료 특허가 만료될 경우 기존 5%에 해당하는 판매로열티를 절반 또는 아예 받지 못하게 되는 계약 조건이다.

그래서 MDASE 특허를 통해 피하주사의 원료인 히알루로니다제의 제조방법 및 조성물을 특허로 보호받아 연장하고 싶은 것이다. 기존 할로자임의 원료 물질특허의 연장 전략이며 유럽 2028년, 미국 2031년 만료될 예정이던 물질특허가 MDASE 제조방법특허로 유럽 2032년, 미국 2034년까지 연장되었다.

할로자임은 야생형(wild type)의 히알루로니다제 제조방법 특허만 주장하는 방식으로 특허 권리 범위를 축소하면 된다. 그렇다고 지금 현재 로슈, BMS, J&J, 아제맥스로부터 수령되는 로열티는 유럽 2032년, 미국 2034년이란 기간이 변경되지는 않는다.

히알루로니다제 변이체에 대한 물질과 제조방법 특허는 알테오젠이 소유 중이므로 할로자임이 이 제조방법에 대해서 알테오젠의 권리를 침해했다고 볼 수 있다. PGR로 보았을 때 기재불비(112)에 해당할 것으로 추정된다. 쉽게 풀자면 너무 많은 특허 범위를 청구해 이의제기를 한 것이다.

## PGR제도 통한 할로자임의 권리 범위 축소 요구

PGR을 받아들였다는 것은 과거부터 알테오젠과 할로자임의 특허가 저촉이 된다는 판단의 근거나 사례가 없음을 뜻한다. 또한 충분히 침해소지가 있을 수 있는 증거가 필요해야 특허 무효 심판 자체가 승인될 수 있다.

또한 특허청 심판원이 PGR 신청을 받아들일지 여부에 대해 검토할 때, 만약 이전 심사나 심판과정에서 활용된 같은 선행기술 자료 혹은 변론내용이 다시 해당 PGR 신청서에 포함된 것을 확인한다면 PGR 신청을 거절할 수도 있다. 그런데 받아들여 졌다.

Post Grant Review(PGR)은 미국 특허청에서 진행되는 특허 무효 심판 중 하나로 미국 신 특허법 개정(AIA)를 통해 새롭게 도입된 제도이다. 제 3자는 PGR을 통해 특허의 유효성에 대해 9개월 내에 문제 제기를 할 수 있다. 그리고 1년 이내에 심판을 끝내야 한다. 정당한 사유가 있는 경우 6개월까지 기간이 늘어날 수 있다. AIA 개정일 2013년 3월 16일 뒤의 출원된 특허, PGR에서는 특허 무효 주장의 근거로서 최적 실시 예(best mode)를 제외한 특허법상의 대부분의 특허 거절 근거를 무효화 주장을 위해 사용할 수 있다.

### 미국특허청의 PGR 제도 설명

항목	설명
PGR 신청을 위한 법적 근거	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 101 발명의 유용성: 특허에 부적합한 추상적 개념임을 주장</li> <li>- 102 신규성, 103 자명성: 특허 출원일 보다 앞서 공개된 선행기술이 존재하거나 혹은 타인이 수익 목적으로발명 내용과 동일한 기술을 이미 사용하였음을 증명</li> <li>- 112 기재불비: 청구항이 형식에 맞지 않거나 불분명하게 기술되어 있음을 증명, 기능 청구항(mean plus function) 방식으로 지나치게 넓은 청구범위로 기술되어있음을 증명</li> <li>- 중복 특허(double patenting)임을 증명</li> </ul>
PGR 신청서 준비요건	<p><b>PGR 신청서는 다음과 같은 내용을 반드시 구비</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 해당 PGR과 관련된 모든 이해 당사자(all real parties in interest)</li> <li>- 무효를 주장하는 각각의 청구항과 그 근거들</li> <li>- 관련 증거물의 복사본</li> </ul> <p><b>그리고, PGR 신청서는 반드시 특허청 수수료와 함께 제출, 또한 PGR 신청서에는 아래와 같은 사항을 포함시켜야 한다.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- PGR 신청자격 요건에 대한 증명</li> <li>- 무효를 주장하는 청구항 각각에 대한 해석</li> <li>- 청구항 무효 주장을 뒷받침하는 구체적인 법적 근거</li> <li>- 제출된 증거물과 무효 주장과의 관련성에 대한 구체적인 설명</li> </ul>
PGR 의 최종 판결	<p>PGR 신청이 받아들여진 후 사건이 종료(dismissed)되지 않았다면, 특허청 심판원으로부터 최종 판결이 서면으로 내려지게 된다. 최종 판결은 문제가 제기된 청구항의 무효 여부 및 PGR을 통해 새로이 추가된 청구항에 대한 언급을 포함하게 된다.</p>
합의	<p>AIA는 PGR당사자 양측이 합의로 사건을 마무리할 수 있도록 허용하고 있다. 단, 양측이 합의하더라도 특허청 심판원은 재량권을 가지고 사건을 종료하거나 계속 진행할 수 있다.</p>
재심의 신청	<p>최종 판결에 불복하는 측은 재심의(rehearing)를 신청할 수 있다.</p>

자료: 미국특허청, 신한투자증권

## 할로자임은 본인의 자리로 돌아가야 할 것

할로자임은 유럽에서 J&J가 개발한 다발성골수종 치료제 다잘렉스SC 특허에 대해 지속적으로 거절을 당하고 있다. 그로 인하여 로열티 감소에 대한 우려가 여전히 높다. 지난 10월 할로자임 발표에 따르면 2032년까지 유럽이 유지될 수 있을 것으로 발표하였고, 여기서 자사의 특허 연장 전략으로 광범위한 MDASE 특허에 대해 설명했다. ENHANZE와는 구별되는 특허로 미국 2034년, 유럽과 그 외 국가 2032년까지 연장됨을 강조했다.

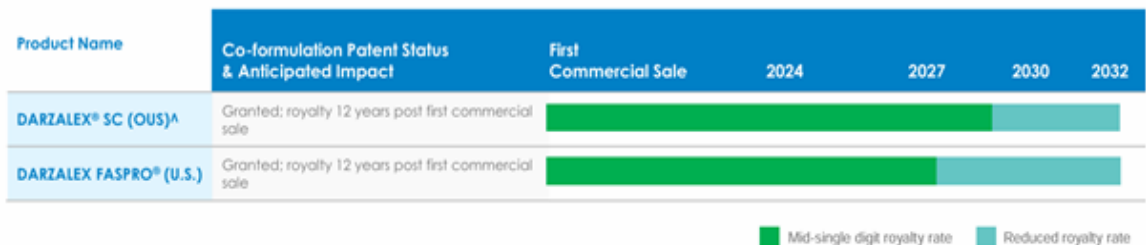
그러나 이 과정에서 MDASE 특허에 대한 변이체 권리범위가 너무 광범위하게 출원 및 등록된 상태로 PGR 제도를 통해 머크와 알테오젠이 변이체 특허에 대한 권리를 축소시키고자 함으로 추정된다.

### 할로자임 MDASE 특허의 연장 발표 슬라이드



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 할로자임 다잘렉스SC 특허 보호 기간의 변화



자료: 회사 자료, 신한투자증권

할로자임의 MDASE 특허는 176페이지에 달하며 한국 키프리스에서도 검색된다. 청구항을 살펴보면 아미노산 서열을 포함하는 PH20 폴리펩타이드로서 변이체 PH20 폴리펩타이드의 아미노산 서열의 잔기가 적어도 95%는 서열번호 3 및 32-66으로 이루어진 그룹으로 선택된 히알루로니다제에 대한 특허 권리 범위를 주장한다. 또한 그 조성물 또는 제형에서 알테오젠의 ALT-B4의 변이체 히알루로니다제의 특허 범위를 침해했을 가능성이 있다.

특히 실시예1 설명 중 [0128]을 살펴보면 Exemplary human hyaluronidases include HYAL1, HYAL2, HYAL3, HYAL4, and PH20. Also included amongst hyaluronidases are soluble hyaluronidases, including, ovine and bovine PH20, and soluble PH20. Exemplary hyaluronidases include any set forth in SEQ ID NOs: 6, 7-31, 69, 70, 71, 72, 856-861, 869-921, mature forms thereof (lacking the signal sequence), or allelic or species variants thereof. Hyaluronidases also include truncated forms thereof that exhibit hyaluronidase activity, including C-terminal truncated variants that are soluble. 설명에서 변이체(variants)의 각 아미노산 서열에 대한 번호도 한정하여 권리 범위를 적어놓은 것을 볼 수 있다.

#### 할로자임의 MDASE 대표 도면 (PH20 히알루로니다제 아미노산 서열)

##### 대표도면(Representative drawing)

```

LNFRAPPVIPNVFPLWAWNAPSEFCLGKFDEPLDMSLFSFIGSPRINATGQGVITIFYVDR 60
LGYYPIYIDSI1TGVTVNGGIPQKISLQDHL2DKAKKDITFYMPVDNLGMAVIDWEEWRPTWA 120
RNWKPKDVYKNRSIELVQQQNVQLSLTEATEKAKQEFKAGKDFLVETIKLGKLLRPNHL 180
WGYYLFPPDCYNHHYKPGYNGSCFNVEIKRND3DL4SWLWNESTALYPSIYLNTQQSPVAAT 240
LYVRNRVREAIRVSKI5PDAK6SPLPVFA7YTRIVFTDQVLKFLSQDELVYTFGETVALGASG 300
IVIWGTL8SIMRSMKSC9LLLDNYMETILNPYI10INVTLAAKMCSQVLC11QEQGVCIRKNWNSS 360
DYLHLNPDNFAIQLEKGGKFTVRGKPTLE12DLEQFSEKFYCSCYSTLSCKEKADV13KD14TD15AV 420
DVCIADGVCIDAFLKPPMETEEPQIFYNASPSTLSATMFIVSILFLI16ISSVASL 474

```

자료: 키프리스, 특허번호 US1195260, 신한투자증권

할로자임은 인간 유래 구조의 히알루로니다제 HYAL1, HYAL2, HYAL3, HYAL4 그리고 PH20에 대한 권한만 특허로 보호됨에도 불구하고 변이체에 대한 특허 범위를 출원 및 등록했기 때문에 이 특허의 출원 시점이 2023년 6월 20일로 알테오젠이 출원한 원료 특허, 제형 특허, 제조방법 모두에 저촉되는 것으로 판단한다.

할로자임은 이번 MDASE 특허를 연장하고, 알테오젠처럼 향후에 비독점 L/O 사업방향도 가져가겠다는 뜻이지 이 특허가 할로자임이 다른 바이오시밀러 기업 또는 다국적 제약사에게 키트루다SC에 대한 판매 권리를 넘길 수는 없다. 할로자임은 여전히 BMS에게 PD-1에 대한 사용권한을 모두 넘기는 타겟독점 계약을 체결했고 로슈에게 HER2 약물에 대한 사용권한을 모두 넘겨버려 알테오젠이 머크 키트루다(PD-1 타겟약물), 다이이찌 산쿄 엔허투(HER2 타겟약물)를 계약 하계끔 하여 사업의 구조가 굉장히 제한된 상태이고 이는 변함이 없다.

앞으로 일어날 L/O는 알테오젠처럼 비독점 계약구조를 가져가겠다고 의미한 것일 뿐이다. 키트루다SC의 시밀러와 관련된 권리는 지난 2월 22일 독점계약으로 머크에게만 개발 권한이 있다. 이 특허 무효 심판으로 바뀌는 것은 할로자임의 권리 범위 축소만 될 것으로 예상된다. 과도한 우려로 판단되며 머크의 빅로펌들과 알테오젠이 수년간 준비한 일이다.



## 이번 변동성을 보며 드는 생각... 루머는 루머였다

알테오젠은 수많은 루머와 싸워오며 여기까지 왔다. 그리고 그것이 진실이었던 적은 단 한번도 없다. 2022년 키트루다SC의 머크 반환 루머, 2023년부터 키트루다SC 독점 불가할 것이란 반대 의견, 2024년 ADC SC 제형 변경의 계약불가 의견, 최근 5,000억원 수준의 주주배정 유상증자나 2대 주주 매도관련 부분들 모두 말이다.

키트루다SC는 반환없이 임상 3상을 성공발표 했고, 지난 2월 22일 독점계약으로 변경되었으며 다이이찌산쿄와 전세계 1등 ADC 제품인 엔허투를 독점 계약했다. 그리고 유상증자는 사유가 중요한데 임상 3상을 성공했고 앞으로 물량이 확보된 공장을 증설하는 것이므로 호재로 판단해야 한다. 2대 주주는 지난주 장내매수를 공시하며 매도에 대한 루머가 진실이 아님을 보여주었다.

루머는 한 번도 진실인 적이 없었다. 동사는 추가 기술이전 계약에 대한 문의와 그 체결 속도도 임상 3상 발표 및 다이이찌산쿄 계약으로 탄력을 받았다는 설명이다. 올해만 3건의 계약을 체결했고 특히 문제가 있는 기업을 왜 계약하겠는가? 머크와 다이이찌산쿄는 지난해 29조원의 ADC 개발 계약을 체결한 파트너사다.

산도즈는 빅파마들의 오리지널 특허를 깨는 전문 로펌이나 다름이 없다. 이 기업이 지난 7월 30일 알테오젠과 다품목 피하주사 시밀러에 대한 계약을 체결했다. 그것도 무려 할로자임과 빅파마가 개발한 오리지널SC의 시밀러SC를 개발하기 위해서 말이다. 특허에 문제가 있었다면 산도즈는 절대 알테오젠과 계약하지 않았을 것이다. 상식적으로 생각해야 할 때이다. 동사에 대한 투자의견매수 목표주가 730,000원, 업종 내 최선호주 (Top pick) 의견 모두 유지한다.



## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>245.5</b>	<b>256.1</b>	<b>280.9</b>	<b>323.3</b>	<b>1,144.2</b>
유동자산	145.1	144.1	171.0	215.0	1,037.3
현금및현금성자산	45.8	30.2	60.0	74.9	478.2
매출채권	7.3	14.3	13.9	17.8	72.9
재고자산	1.6	1.1	1.0	1.3	5.4
비유동자산	100.4	112.0	110.0	108.3	106.9
유형자산	27.0	18.8	17.1	15.7	14.6
무형자산	47.3	89.3	89.0	88.7	88.4
투자자산	20.3	1.2	1.2	1.2	1.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>100.1</b>	<b>108.3</b>	<b>105.4</b>	<b>133.9</b>	<b>543.2</b>
유동부채	94.3	100.4	97.8	124.7	511.4
단기차입금	3.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.2	1.0	1.0	1.3	5.2
유동성장기부채	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	5.8	7.8	7.7	9.3	31.8
사채	0.0	1.2	1.2	1.2	1.2
장기차입금(경기금융부채 포함)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>145.4</b>	<b>147.8</b>	<b>175.5</b>	<b>189.4</b>	<b>601.0</b>
자본금	26.2	26.5	26.5	26.5	26.5
자본잉여금	102.2	103.3	103.3	103.3	103.3
기타자본	2.3	3.7	3.7	3.7	3.7
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	18.0	14.6	40.7	53.7	441.1
<b>지배주주지분</b>	<b>148.8</b>	<b>148.1</b>	<b>174.1</b>	<b>187.2</b>	<b>574.7</b>
비지배주주지분	(3.4)	(0.3)	1.4	2.2	26.3
*총차입금	88.1	85.2	83.0	105.3	426.0
*순차입금(순현금)	(39.4)	(25.4)	(55.4)	(68.2)	(440.9)

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>(17.9)</b>	<b>(7.8)</b>	<b>24.3</b>	<b>7.1</b>	<b>367.1</b>
당기순이익	(10.1)	(3.6)	27.7	13.9	411.6
유형자산상각비	2.5	3.2	1.7	1.4	1.1
무형자산상각비	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
외화환산손실(이익)	(0.2)	0.4	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(1.5)	(10.7)	0.3	(2.8)	(40.2)
(법인세납부)	(0.7)	(0.1)	0.1	0.0	19.0
기타	(7.9)	2.9	(5.7)	(5.6)	(24.6)
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>50.2</b>	<b>(9.3)</b>	<b>7.6</b>	<b>(14.6)</b>	<b>(284.6)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(6.4)	(1.2)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	0.2	5.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(36.1)	(42.2)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	(6.2)	5.6	5.6	5.6
기타	92.5	35.3	2.0	(20.2)	(290.2)
<b>FCF</b>	<b>(43.4)</b>	<b>(13.4)</b>	<b>19.7</b>	<b>6.8</b>	<b>326.4</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>2.9</b>	<b>1.7</b>	<b>(2.2)</b>	<b>22.3</b>	<b>320.7</b>
차입금의 증가(감소)	0.6	(2.4)	(2.2)	22.3	320.7
자기주식의처분(취득)	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.7	4.1	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
연결법위반등으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	(0.3)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>35.3</b>	<b>(15.6)</b>	<b>29.8</b>	<b>14.9</b>	<b>403.3</b>
기초현금	10.5	45.8	30.2	60.0	74.9
기말현금	45.8	30.2	60.0	74.9	478.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>28.8</b>	<b>96.5</b>	<b>94.0</b>	<b>119.8</b>	<b>491.6</b>
증감률 (%)	(25.7)	235.1	(2.6)	27.5	310.2
<b>매출원가</b>	<b>24.3</b>	<b>65.3</b>	<b>41.6</b>	<b>69.8</b>	<b>58.9</b>
<b>매출총이익</b>	<b>4.5</b>	<b>31.2</b>	<b>52.4</b>	<b>50.1</b>	<b>432.7</b>
매출총이익률 (%)	15.7	32.3	55.7	41.8	88.0
<b>판매관리비</b>	<b>33.9</b>	<b>40.9</b>	<b>35.2</b>	<b>40.6</b>	<b>62.8</b>
<b>영업이익</b>	<b>(29.4)</b>	<b>(9.7)</b>	<b>17.2</b>	<b>9.5</b>	<b>369.9</b>
증감률 (%)	적지	적지	흑전	(44.9)	3,802.9
영업이익률 (%)	(102.0)	(10.1)	18.3	7.9	75.3
영업외손익	19.4	6.2	7.1	5.1	23.3
금융손익	3.4	4.6	5.1	3.1	21.3
기타영업외손익	16.0	1.6	2.0	2.0	2.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>(10.0)</b>	<b>(3.6)</b>	<b>27.6</b>	<b>13.9</b>	<b>392.5</b>
법인세비용	0.1	0.0	(0.1)	0.0	(19.0)
계속사업이익	(10.1)	(3.6)	27.7	13.9	411.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(10.1)</b>	<b>(3.6)</b>	<b>27.7</b>	<b>13.9</b>	<b>411.6</b>
증감률 (%)	적지	적지	흑전	(49.7)	2,861.1
순이익률 (%)	(35.0)	(3.7)	29.4	11.6	83.7
(지배주주)당기순이익	(8.1)	(3.4)	26.0	13.1	387.4
(비지배주주)당기순이익	(1.9)	(0.2)	1.6	0.8	24.2
<b>총포괄이익</b>	<b>(10.1)</b>	<b>(3.6)</b>	<b>27.7</b>	<b>13.9</b>	<b>411.6</b>
(지배주주)총포괄이익	(8.1)	(3.4)	26.0	13.1	387.4
(비지배주주)총포괄이익	(1.9)	(0.2)	1.6	0.8	24.2
<b>EBITDA</b>	<b>(26.7)</b>	<b>(6.4)</b>	<b>19.3</b>	<b>11.2</b>	<b>371.3</b>
증감률 (%)	적지	적지	흑전	(42.0)	3,225.2
EBITDA 이익률 (%)	(92.8)	(6.6)	20.5	9.3	75.5

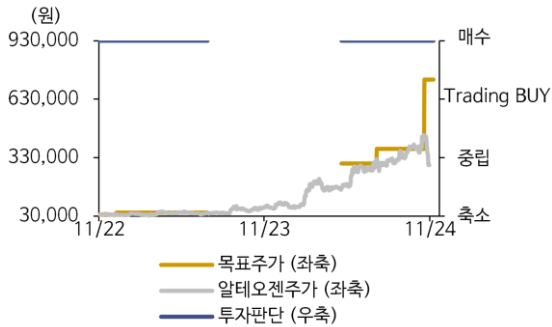
## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(193)	(68)	520	261	7,719
EPS (지배순이익, 원)	(156)	(64)	490	245	7,266
BPS (자본총계, 원)	2,774	2,789	3,292	3,552	11,271
BPS (지배지분, 원)	2,838	2,794	3,266	3,512	10,777
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(198.3)	(1,444.7)	561.0	1,120.1	37.8
PER (지배순이익, 배)	(245.3)	(1,534.9)	596.0	1,190.0	40.2
PBR (자본총계, 배)	13.8	35.3	88.7	82.2	25.9
PBR (지배지분, 배)	13.5	35.3	89.4	83.2	27.1
EV/EBITDA (배)	(72.1)	(798.7)	805.8	1,388.4	40.8
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	(92.8)	(6.6)	20.5	9.3	75.5
영업이익률 (%)	(102.0)	(10.1)	18.3	7.9	75.3
순이익률 (%)	(35.0)	(3.7)	29.4	11.6	83.7
ROA (%)	(4.0)	(1.4)	10.3	4.6	56.1
ROE (지배순이익, %)	(5.8)	(2.3)	16.2	7.2	101.7
ROIC (%)	(47.1)	(9.4)	14.0	7.7	249.6
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	68.9	73.2	60.1	70.7	90.4
순차입금비율 (%)	(27.1)	(17.2)	(31.5)	(36.0)	(73.4)
현금비율 (%)	48.6	30.1	61.4	60.1	93.5
이자보상배율 (배)	(69.0)	(14.5)	26.4	13.0	179.9
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	5.1	7.2	5.8	6.6	9.5
재고자산회수기간 (일)	16.6	5.0	4.1	3.6	2.5
매출채권회수기간 (일)	59.4	40.9	54.8	48.3	33.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이

### 알테오젠(196170)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 10월 12일	매수	36,701	1.5	16.3
2023년 01월 03일	매수	48,000	(13.1)	10.0
2023년 07월 24일	커버리지제외	-	-	-
2024년 05월 14일	매수	300,000	(16.0)	6.8
2024년 07월 31일	매수	375,000	(8.8)	18.8
2024년 11월 13일	매수	730,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 엄민용, 정희령)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 11월 22일 기준)

매수 (매수)	90.87%	Trading BUY (중립)	7.98%	중립 (중립)	1.14%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------