

제약바이오 Analyst 허혜민 hyemin@kiwoom.com

알테오젠 (196170)

머크와 독점 계약 코멘트

◎ 머크의 키트루다와 독점 계약으로 변경

- >> 2/22일 MSD와 키트루다 제품군에 한정하여, 계약조건 변경 체결 공시하며 +11.82% 상승 마감
- 계약 업체와 품목 비공개 → 머크의 키트루다로 공개됨
- 기존 비독점 계약 → 독점 사용권 부여
- Signing fee \$20mn(약 267억원) 수취 (1Q24 일시 인식)
- 마일스톤 대금 증액. 기존 품목 당 \$641.5mn(약 8,500억원) → 키트루다만 \$1,073.5mn(\$432mn 증액)
- 기존 로열티無 → 로열티 有(비공개, 누적순매출 마일스톤 대금 수취 종료 후 로열티 유입)

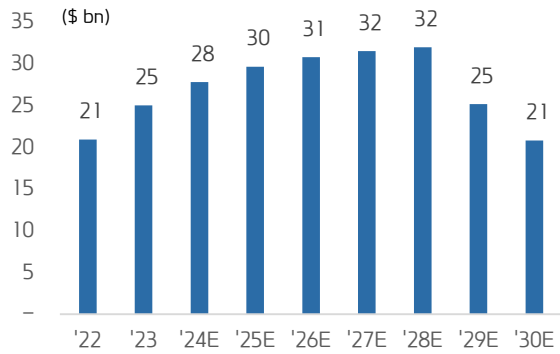
◎ 계약 내용 비공개로 가치 산정의 어려움

- >> 시장에서 어느정도 인지하고 있었으나, 글로벌 매출 1위 메가 글로벌 블록버스터인 키트루다와 독점 계약으로 변경했다는 점에서 로열티율이 설령 낮다고 할지라도 **향후 유입될 캐쉬카우에 대해 긍정적으로 평가**.
- >> 다만, 로열티율에 대해 공개된 바 없어 가치 산정하기 어렵고, 누적순매출 마일스톤 대금 수취 종료 후 로열티 유입으로 키트루다SC 제형 출시 5년내(기존 2~3년 예상) 달성 후 2029~2030년부터 로열티 유입될 수 있음. 그런 경우, 1) 키트루다 특허만료 이후로 매출 하락기에 로열티 유입, 2) 할로자임의 SC제형 기술인 ENHANZE 특허 만료가 '30년 이후라는 점 등이 가치 산정에 고려되어야 함. <키트루다 매출 전망 아래 차트 참고>

◎ 로열티율 알 수 없어, 투자심리와 수급 영향에 의지

- >> 독점 계약 변경 기대감 반영되기 이전인 지난해 9월초 대비 시가 총액 약 3.3조원 증가하며, 독점 계약 변경 기대감이 반영되어 왔음.
- 또한, 경쟁사인 미국 할로자임의 경우, 시가총액이 현재 \$5bn(약 6.7조원)을 기록하고 있어 할로자임의 시가총액을 뛰어넘을지 여부가 관건. 할로자임의 '23년 매출액 \$829mn(YoY +26%), 영업이익 \$339mn(YoY +8%, OPM 41%) 기록하였으며, 다잘렉스, 티센트릭(항PD-L1), 옴디보(항PD-1) SC 제형 등 여러 빅파마와 계약을 맺은 바 있음. (티센트릭, 옴디보, 다잘렉스 합산 '22년 매출액 \$21bn으로 키트루다 '22년 매출과 같음)
- >> 그럼에도 불구하고, 로열티율 알 수 없어 가치 산정보다는 시장의 투자심리에 따라 주가 변동성이 클 것으로 보이며, 5월 MSCI 편입 기대감과 관련 수급 효과를 기대.
- 이 외에 모멘텀으로는 테르가제 국내 출시와 오는 9월 키트루다SC 3상 종료 기대.
- 머크 파트너사로 알테오젠이 공개된 만큼 추가 ADC-SC 제형 등 기술 이전에 긍정적으로 작용 예상.

키트루다 매출 전망



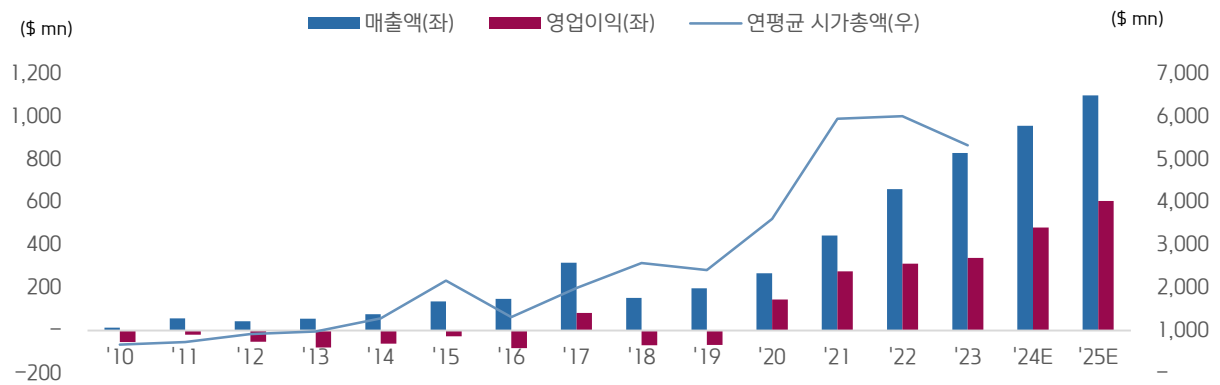
자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

알테오젠 시가총액 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

할로자임 실적과 시가총액 추이



주: 연평균 시가총액 기준

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 2월 22일 현재 상기 언급된 종목들의 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.