

알테오젠 (196170)

흔들림 없는 본질 가치

투자의견

BUY(유지)

목표주가

400,000 원(유지)

현재주가

331,000 원(11/25)

시가총액

17,649(십억원)

바이오/제약 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- **[Overreaction]** ① 2023년 9월 저점 이후 약 1.2년만에 주가는 9배 상승: 펀더멘털이 강화되는 속도보다 투자자들의 기대가 더 빠르게 주가에 선반영됨. '밸류에이션 부담이 급증'한 것에 대한 우려감 확대
② 11월 11일 고점 이후 주가 급락: 기대했던 다이이찌 산교와 앤허투스SC제형 기술 이전 계약, 키트루다SC제형의 글로벌 임상 3상 완료가 가시화된 후 경쟁사 할로자임과의 특허 소송 가능성, 생산 공장 건설을 위한 대규모 자금 조달 가능성이 제기되며 일주일간 주가 34.5% 하락, 전일(11월 25일) 반등
- **[Fair value]** 흔들림 없는 본질 가치: ALT-B4의 우수성, 높은 확장성은 변함없음. 빅파마들에게 인지도 상승
① 특허 소송에 따른 키트루다SC 제형 출시 지연은 없을 것: 공공재 성격의 의약품에 대한 판매 금지 가능성 매우 낮음. FDA 승인(3분기) 및 출시(4분기) 일정은 예상대로 진행될 것, 특허 소송 가능성도 낮다고 판단함
② 2025년부터 4개 빅파마 제품에 알테오젠의 ALT-B4 기술이 적용된 치료제 상업화 또는 개발 시작
③ 경쟁사 할로자임의 비즈니스 모델 전환 시도는 'Hybrozyme' 기술 대비 'ENHANZE' 기술의 가치 하락을 반증
④ 생산 분야로 비즈니스 모델을 확장하는 것은 알테오젠의 지속 가능한 성장에 강력한 시너지 효과를 가져올 것
- **[중장기적 관점에서 여전히 투자 매력 높음]** 2026년부터는 증가하는 현금 활용 방안에 따라 Value-Up 가능할 것
① 2026~2029년 \$1,055mn에 달하는 마일스톤 유입 예상: 4년간 누적될 최소 예상 현금 1조원 상회 기대
② 2031년 이후 4천억원 이상의 판매로열티 유입 예상: ADC SC 제형, SC제형 바이오시밀러 개발 수익 유입 기대

주가(원,11/25)	331,000
시가총액(십억원)	17,649

발행주식수	53,319천주
52주 최고가	455,500원
최저가	66,100원
52주 일간 Beta	0.93
60일 일평균거래대금	2,868억원
외국인 지분율	15.8%
배당수익률(2024E)	0.0%

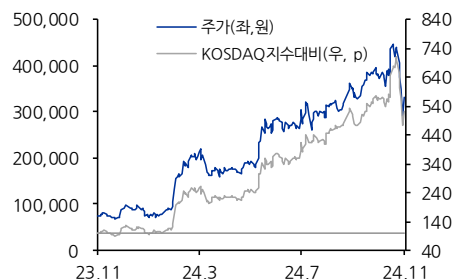
주주구성	
박순재 (외 4인)	20.4%
형인우 (외 2인)	5.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-11.5	71.4	346.7
절대기준	-7.3	88.4	361.2

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	400,000	400,000	-
영업이익(24)	11	-8	▲
영업이익(25)	38	58	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	29	97	75	98
영업이익	-29	-10	11	38
세전손익	-10	-4	20	43
당기순이익	-10	-4	20	43
EPS(원)	-158	-64	381	641
증감률(%)	na	na	흑전	68.4
PER(배)	na	na	869.5	516.3
ROE(%)	-5.8	-2.3	12.0	16.6
PBR(배)	13.5	35.3	93.6	79.2
EV/EBITDA(배)	na	na	1,237.5	441.0

자료: 유진투자증권



BUY, 목표주가 400,000 원 유지

영업가치는 2031
년 예상 판매 로열
티를 합산한 값을
현가화하여 Target
P/E 40 배 적용

알테오젠에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 40 만원을 유지한다.

목표주가는 알테오젠의 SC 제형 기술이 적용되어 출시될 키트루다 SC, 산도즈의 바이오시밀러 SC, 다이이찌산쿄의 엔허투 SC 가 모두 유입될 2031 년 예상 판매 로열티를 합산하여 현가화 한 값에 Target P/E 40 배를 적용한 값, 향후 SC 제형 개발 가능성이 높은 2019 년 및 2020 년 계약의 잔여 마일스톤 규모의 일부를 반영한 ALT-B4 의 가치, 주 1 회 제형 성장호르몬인 ALT-PH1 의 가치, 히알루로 니다아제 단독 제품인 테르가제의 가치 및 자회사 Altos Biologics 의 가치를 합산 하여 산출하였다.

도표 1. 알테오젠 목표주가 40 만원

구성요소	가치	가치 추정 근거
영업 가치	16,669	① MSD 계약: 키트루다 SC 출시 이후 2026~2029 년 중기 마일스톤, 2030 년 이후 판매로열티(키트루다 SC 매 출액의 약 1.5% 가정) 유입액 추정 ② 산도즈 계약(2024 년 7 월 29 일 신규계약 체결): 할로자임 기술이 탑재된 블록버스터 의약품(오크레부스, 다잘 렉스로 추정)의 바이오시밀러 판매액을 추정, 2031 년 판매로열티(약 2.5%가정) 유입액 추정 ③ 다이이찌산쿄 계약(2024 년 11 월 8 일 계약 체결): 엔허투의 2032 년 예상 매출액에 판매 로열티(6%가정) 유입액 추정(마일스톤 \$300mn 포함) ④ 영업가치 = ①+②+③ 추정액의 합산, 2031 년 예상 로열티 수익을 2025 년 기준 현가화(할인율 8%)한 값 X Target P/E 40 배 (당사가 셀트리온의 영업가치에 적용하는 Valuation 지표) ⑤ 당사 9 월 2 일 발간자료<진화의 시작> 중 '알테오젠: 기대가 현실로' 기업분석 부분) 참고
ALT-B4 가치	1,594	① 2019 년 1 차 계약사의 SC 제형 개발 타겟 확정될 것으로 가정, 타겟당 \$687mn 으로 추정한 가치의 30% 반영하여 2,780 억원으로 추정 ② Merck 잔여 마일스톤(\$3,250mn)의 30% 반영 가치 1.3 조원 추정
ALT-PH1 가치	473	주 1 회 제형 성장호르몬 임상 2 상 진행 중
ALT-BB4 가치	400	히알루로니다아제(완제품) 상업화 성공
Altos Biologics	300	지분율 72.56% 자회사, 아일랜드 바이오시밀러 국내 승인, 옴디보 SC 제형 개발 중 테르가제 국내 유통 담당
가치 합산	19,495	
주당 가치 (원)	365,695	
목표 주가 (원)	400,000	

자료: 유진투자증권

향후 알테오젠의 주요 이벤트들을 연도별로 예상해보면,

2025 년 키트루다 SC 출시	[2025 년] 1 분기 키트루다 SC 의 FDA 승인 신청, 상반기 내 엔허투 및 2019 년 기술이전 계약사의 2 번째 타겟에 대한 SC 제형 임상 1 상 시작, 3 분기 키트루다 SC 의 FDA 승인, 4 분기 키트루다 SC 출시 및 마일스톤 유입이 예상된다. 이로써 키트루다 SC 뿐만 아니라 산도즈, 다이이찌산코, 2019 년 계약사(사노피로 추정)를 포함한 4 개의 빅파마 핵심 제품/ 파이프라인에 ALT-B4 기술이 적용된 임상 이 진행될 예정이다. 2025 년 하반기부터는 합작 공장 건설이 가능할 것이다.
2026~2029 년 상반기 마일스톤 \$1,055mn 수취	[2026~2029 년] 키트루다 SC 판매가 본격화되며 매출 도달 마일스톤 \$1,055mn 가 유입될 것으로 예상된다. 2027 년경 엔허투 SC 제형 임상 1 상 결과가 확인 후 임상 3 상이 시작될 것을 예상한다. 2028~9 년경에는 공장 가동이 가능할 것으로 예상된다. 2029 년부터는 키트루다 바이오시밀러가 출시된다.
2029 년 하반기 이후 키트루다 SC 판매로열티 반영	[2029 년 하반기 이후] 키트루다 SC 판매 로열티(연평균 2,500 억원 추정)가 유입되며, 산도즈의 오크레부스, 다잘렉스 SC 제형이 출시되어 산도즈로부터 판매 로열티가 유입(연평균 1,000 억원 추정)될 것으로 예상된다. 엔허투 SC 는 임상 3 상 성공 여부를 확인할 수 있을 전망이다. ALT-B4 직접 생산에 따른 원료 생산 매출액이 유입될 것으로 예상된다. 당사는 보수적 관점에서 원료 생산과 관련된 수익은 아직 반영하지 않았다.
2031 년 이후 키트루다 SC, SC 바이오시밀러, 엔허투 SC 판매 로열티 유입 예상	[2031 년 이후] 키트루다 SC 판매로열티, 산도즈로부터의 오크레부스 및 다잘렉스 SC 판매로열티, 다이이찌산코의 임상 완료 후 출시를 앞둔 마일스톤 및 판매 로열티 유입이 기대된다.

도표 2. 알테오젠 연도별 이벤트

	2025	2026~2029	2030	2031
머크 키트루다 SC	- 1 분기 FDA 승인 신청 - 3 분기 FDA 승인 - 4 분기 출시(마일스톤 유입 시작)	- 4 년에 걸쳐서 \$1,055mn 의 마일스톤 유입 예상 - 2029 년부터 키트루다 바이오시밀러 출시 예정	- 판매로열티(키트루다 SC 매출액의 약 1.5% 가정) 유입, 약 1,500 억원 내외의 판매로열티 유입 예상 - 2030 년 키트루다 SC 매출액은 펄브롤리주맙 성분 추정 타겟 시장 약 \$33bn 의 35%를 가정하여 \$11.5bn(16 조원, 환율 1,400 원/\$)으로 가정함	
산도즈 바이오시밀러 SC	- 오크레부스, 다잘렉스 SC 임상	- 2028 년부터 오크레부스 SC 출시, 2030 년 말 다잘렉스 SC 출시를 예상함 - 판매로열티 2.5%를 가정, 2031 년부터 합산 판매로열티 \$110mn 예상		
다이이찌산코 엔허투 SC	- 엔허투 SC 임상 1 상	- 2027 년말~2028 년 초 엔허투 SC 임상 3 상 진입 - 2028~2030 년 글로벌 임상 3 상 진행		- 엔허투 SC 출시 예상 - 판매로열티 6% 가정 - 2032 년부터 연간 \$300mn 이상의 판매로열티 기대
1 차 계약사	- 1 차 계약사의 타겟 임상 1 상 시작 기대	- 2028 년 임상 3 상 시작 기대		- 2032~2033 년 SC 제형 글로벌 출시 예상
생산공장	- 하반기 건설 시작	- 2028~2029 년 공장 완공 후 가동 예상		
테르가제	- 국내 판매	- 글로벌 임상 미정		

자료: 유진투자증권

투자포인트: 흔들림없는 본질적 가치

알테오젠의 투자포인트는 기술의 우수성과 차별화, 현금 창출력, 지속가능한 성장 잠재력으로 판단한다.

기술의 우수성과 차별성

첫째, ALT-B4 기술의 우수성과 차별성이 2043년까지 특허로 보호되어 히알루로니다아제를 적용한 SC 제형 개발 시장을 독점할 가능성이 높을 것으로 판단된다. SC 제형들의 임상 결과가 투약의 편의성뿐만 아니라 약효와 부작용 감소에도 긍정적 영향을 미치고 있어 플랫폼 확장성이 매우 높고, 머크에 이어 산도즈, 다이이찌산쿄와 기술 이전 계약을 체결하면서 빅파마들에게 알테오젠의 인지도가 상승하고 있다. 최근 경쟁사 할로자임이 Evotec(ETR: EVT)의 인수를 통해 비즈니스 모델을 확장하려는 시도(인수합병 계획 발표 후 철회함)는 알테오젠 ALT-B4 기술 대비 ENHANZE 기술의 입지 축소를 반증하는 것으로 판단된다. 또한 당사는 할로자임의 특허 침해 소송 가능성은 낮다고 보는데 이는 할로자임과 알테오젠의 원천기술 특허 자체가 다른 것으로 분석되기 때문이다. 따라서 키트루다 SC 제형 FDA 승인 및 출시는 기존 예정일에서 지연되지 않고 2024년 3분기 승인, 4분기 판매가 가능할 전망이다.

현금 창출력

둘째, 2026년부터는 증가하는 현금 활용 방안에 따라 'Value-Up'이 예상된다. 2026~2029년 \$1,055mn의 순매출 도달 마일스톤 유입되어 4년간 누적될 최소 현금 1조원을 상회할 것으로 예상된다. 2031년 이후에는 산도즈 및 다이이찌산쿄의 SC 제형 출시로 연평균 4천억원을 상회하는 현금 창출 능력을 보유하는 바이오텍이 될 것이다.

밸류체인 확장을 통한 기업가치 성장

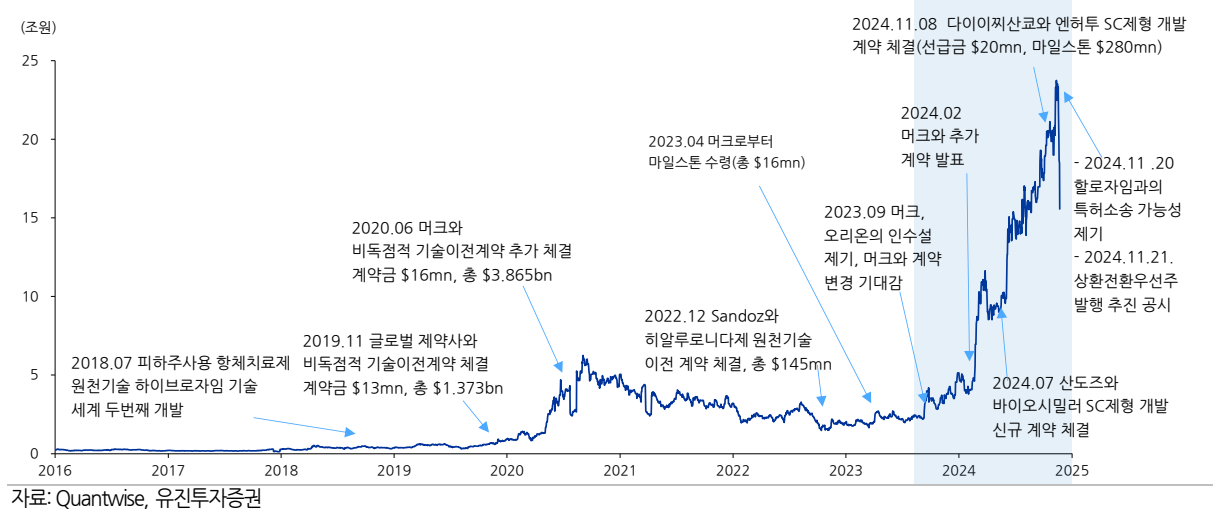
셋째, 연구개발에서 생산분야로 비즈니스 모델을 확장하여 지속 가능한 성장에 강력한 시너지 효과를 가져올 것이다. 당사는 최근에 언급된 생산공장 설립 이슈를 위한 자금 확충 방안을 긍정적으로 평가한다. 당사는 알테오젠이 제형 연구개발에서 원료 생산분야로 비즈니스 모델이 진화하면서 지속 가능한 성장성에 강력한 시너지 효과를 가져올 것으로 전망한다.

주가 9배 상승

빅파마들과의 기술
이전 기대감이 현실
화되면서 기업가치
급증

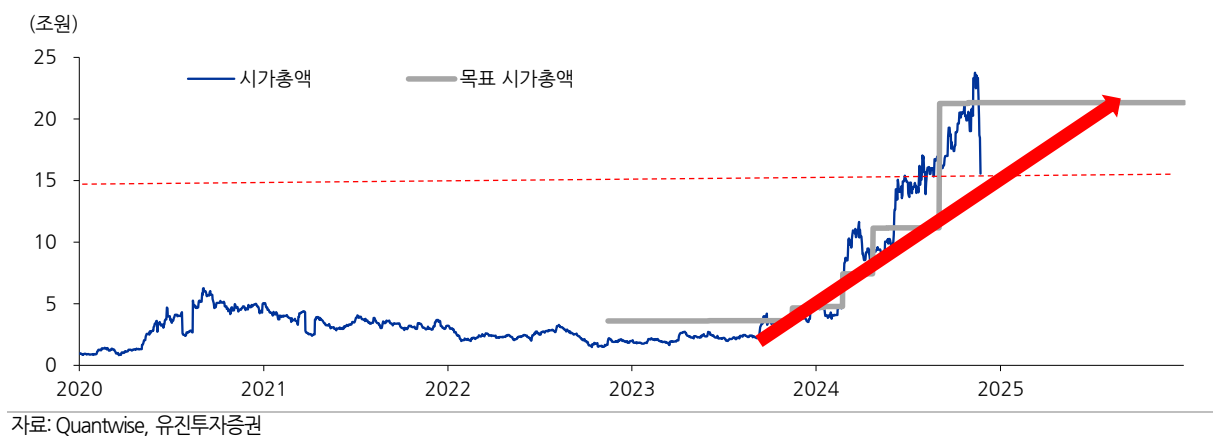
2023년 9월 초 저점 이후 약 1.2년만에 주가는 9배 이상 상승하였으며, 동 기간 당사는 3 번에 걸쳐 주가를 상향 조정하였다. 글로벌 제약사들에게 알테오젠의 SC 제형 기술이 이전될 것이라는 투자자들의 기대감이 모두 현실화되었기 때문이다. 2024년에 알테오젠은 글로벌 Top selling 치료제 키트루다의 SC 제형 임상 마무리되면서 2025년 하반기 출시가 임박하였고, 글로벌 Top selling ADC 인 엔허투의 SC 제형 개발 계약 체결, 글로벌 바이오시밀러 기업인 산도즈와의 SC제형 바이오시밀러 출시 계약 등을 체결하였다. 2025년에도 사노피로 추정되는 2019년 계약사와 타겟을 확정하여(글로벌 Top selling 면역질환 치료제로 추정) 특허권 방어를 위한 SC 제형 개발이 진행될 것으로 기대되고 있다.

도표 3. 알테오젠 시가총액 및 이벤트 차트



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 4. 알테오젠 시가총액 및 유진투자증권 목표주가 변동 차트



자료: Quantwise, 유진투자증권

글로벌 바이오제약사로 도약하기 위한 역량 강화 필요함

글로벌 바이오제약
사 시가총액 기준
40~60 위권 내에서
높은 주가 변동성
보임

알테오젠은 시가총액 기준 코스닥 1 위 기업이다. 글로벌 바이오제약 기업들 중에서는 2024년 11월 초에는 글로벌 시가총액 기준 45위 수준이었다. 이후 22일까지 주가가 하락하면서 60위 권에 머무르고 있다. 이는 글로벌 바이오제약 시장에서 알테오젠이 높은 기술 경쟁력으로 빠르게 기업가치가 상승할 수도 있지만 외부 요인에 의해 가치의 변동성도 높아질 수 있다는 것을 의미한다.

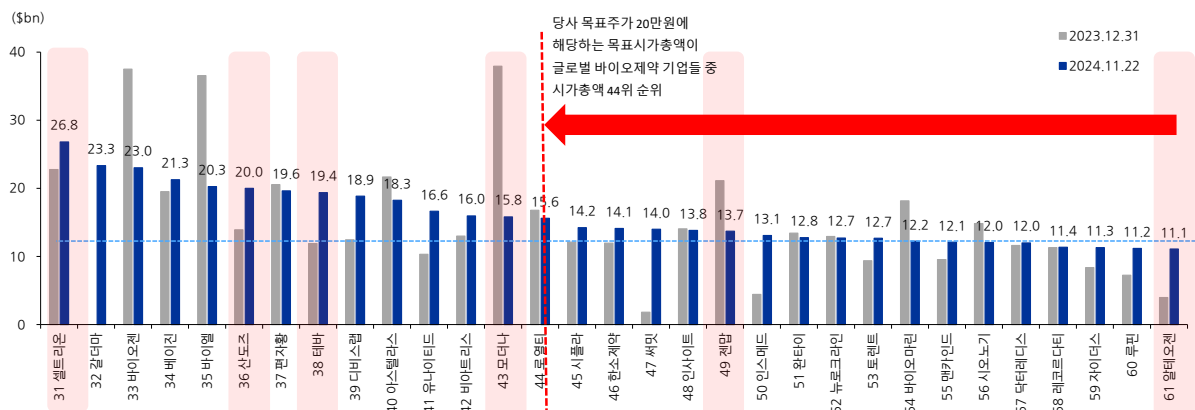
글로벌 40 위권에
진입하기 위해서는
기술력뿐만 아니라
물리적 확장 및
조직역량 강화도 필
요

알테오젠 기술력의 우수성은 확실하게 인정받고 있으며 이로 인해 기업가치도 꾸준히 상승할 것으로 예상된다. 하지만 글로벌 시가총액 40위권의 기업으로 자리잡기 위해서는 기술력뿐 아니라 물리적 확장과 조직역량 강화도 동반되어야 할 것으로 판단된다. 생산시설 확대, 글로벌 네트워크 구축, 전문 인력 확보 등 다각적인 노력이 뒷받침되어야 할 것이다. 이 과정은 단기간에 이루어지기는 쉽지 않을 것이며, 지속적인 투자와 강력한 실행력을 통해 가능할 것이다.

글로벌 기업으로서
운영 능력을 강화해
나가야 할 것

즉, 알테오젠이 글로벌 시장에서의 입지를 더욱 공고히 하기 위해서는 기술력과 함께 글로벌 기업으로서 운영 능력을 강화해 나가야 할 것이다. 이러한 방향으로 나아간다면, 글로벌 시장에서 장기적인 성장을 이룰 잠재력을 충분히 갖춘 국내 대표 바이오기업으로 자리잡을 수 있을 것이다.

도표 5. 알테오젠은 시가총액 기준 글로벌 60위 권에서 40위권으로 상승하기 위한 토대를 갖춰야 할 것



자료: Bloomberg, 유진투자증권

Upside potentials: 플랫폼의 높은 확장성

알테오젠 주가가 당사의 목표주가에 도달하는 시기가 예상보다 빠를 수 있을 가능성은 다음과 같은 경우이다.

빅파마와의 신규 계약 체결 발생	첫째, 빅파마와의 신규 계약 체결이 발생하는 경우이다. 알테오젠의 ALT-B4 의 확장성은 높기 때문에 현재에도 다수의 제약사들이 SC 제형 플랫폼의 적용 가능성을 배제하지 않고 알테오젠과 협력 가능성을 열어두고 있는 것으로 파악된다. 지난 11월 11일에 있었던 알테오젠 대표 간담회에서 박순재 대표는 2019년 계약사인 빅파마가 타겟을 확정하여 2025년부터 확정 품목에 대해 임상 1상을 진행할 가능성이 있다고 밝혔다. 2019 년 제약사는 사노피로 추정되고 있으며 SC 제형 개발이 확정될 것으로 추정되는 품목은 듀피젠트의 고용량 SC 제형 개발인 것으로 추정된다. 듀피젠트가 2030 년 예상 매출액 \$25bn 에 달할 것으로 예상되고 있는 블록버스터 의약품이라는 점에서 향후 듀피젠트의 고용량 SC 개발은 알테오젠의 2030 년 이후 실적 상향 조정이 가능하다.
긍정적 이벤트들이 심리적인 주가 상승 모멘텀으로 작용할 가능성	둘째, 2025 년에도 알테오젠의 기업가치를 높일 수 있는 여러가지 긍정적 이벤트들이 발생할 것이다. 2025 년에도 키트루다 SC 제형의 FDA 승인 신청 및 승인, 시장 출시, 사노피와 타겟 확정 후 마일스톤 유입이 기대된다. 2025 년 4 분기부터는 키트루다 SC 출시에 따른 마일스톤 유입이 본격화될 전망이다. 이러한 이벤트들이 심리적인 주가 상승 모멘텀으로 작용할 가능성이 높다
당사의 가정을 상회하는 판매로열티 유입 가능성	셋째, 장기적으로 당사의 실적 추정을 상회할 가능성도 있다. 키트루다 SC 출시에 따른 마일스톤 유입 및 판매로열티 유입액을 당사는 2026~2029 년 중기까지 \$1,055mn 의 마일스톤 유입, 2029 년 하반기 이후 키트루다 SC 의 글로벌 판매액(펄브롤리주맙 성분 시장 \$30mn 으로 추정. SC 제형 대체율 30%)에 대한 판매 로열티를 1.5%로 가정하였다. 그러나 2029년 이후 키트루다 SC 의 글로벌 판매로 알테오젠에 유입되는 판매로열티가 당사의 추정을 상회할 수도 있다.

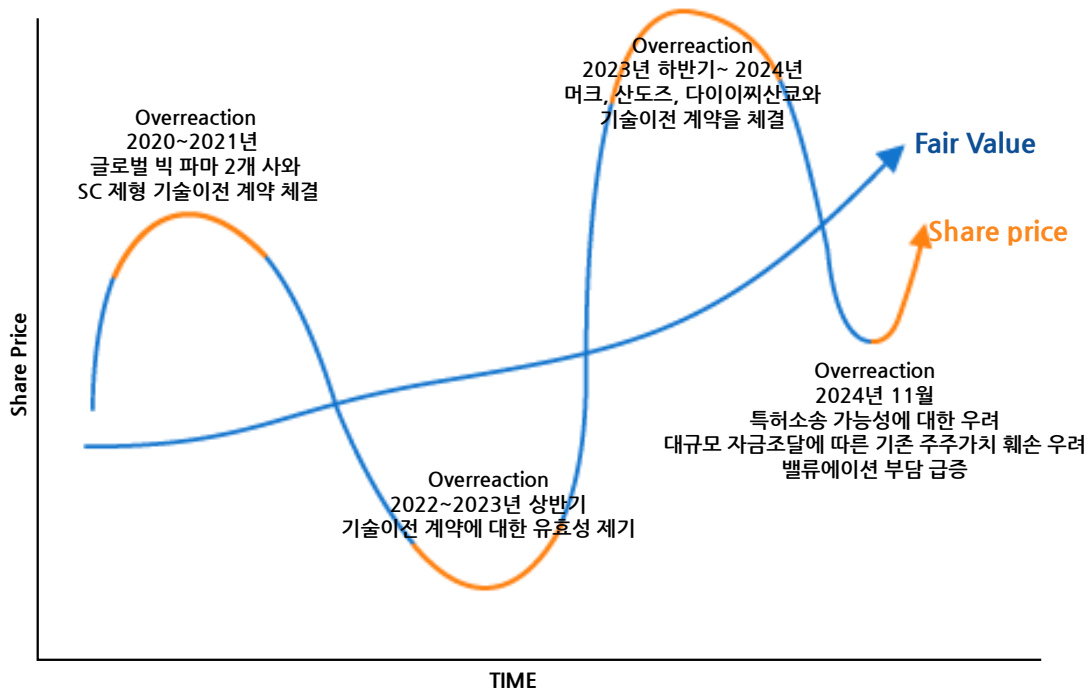
투자 리스크: 밸류에이션, 높은 주가 변동성

높은 주가 변동성에 유념할 것

지난 2023년 하반기부터 알테오젠 주가는 폭발적인 상승세를 보이며, 11월 11일 최고점에 도달하였다. 그러나 이후 일주일간 주가는 34.5% 하락하였다. 이는 투자자들이 기대했던 긍정적 이벤트들이 현실화된 후, 키트루다의 SC 제형 출시가 임박해지면서 경쟁사 할로자임과의 특허 소송 가능성이 제기되고, 생산 공장 건설을 위한 대규모 자금 조달 우려가 부각된 데 기인한다. 특히 이 두 가지 우려로 인해 예상 실적 성장이 지연될 것이라는 투자자들의 걱정이 주가 급락의 주요 요인으로 작용하였다. 더불어, 기대감이 빠르게 선반영되며 상승했던 밸류에이션에 대한 부담감이 알테오젠의 주가 하락을 더욱 가속화시킨 것으로 보인다.

당사는 알테오젠의 펀더멘털이 지속적으로 강화될 것으로 예상한다. SC 제형 기술의 우수성, 독창성, 확장성은 글로벌 빅파마들과의 계약 체결을 증가시키는 중요한 요인으로 작용하고 있다. 중장기적으로는 밸류체인 확장이 기업가치 상승에 시너지 효과를 창출할 것으로 기대된다. 다만 높은 미래 성장성에 대해 투자자 기대감의 반영 속도와 밸류에이션 수준, 그리고 예상 실적을 창출하는 시기의 변동에 따라 알테오젠의 주가 변동성도 상당히 높아질 것으로 보인다.

도표 6. Overreaction 구간이 반복되고 있는 알테오젠 주가



자료: 유진투자증권

특허소송으로 키트루다 SC 출시 지연은 없을 것

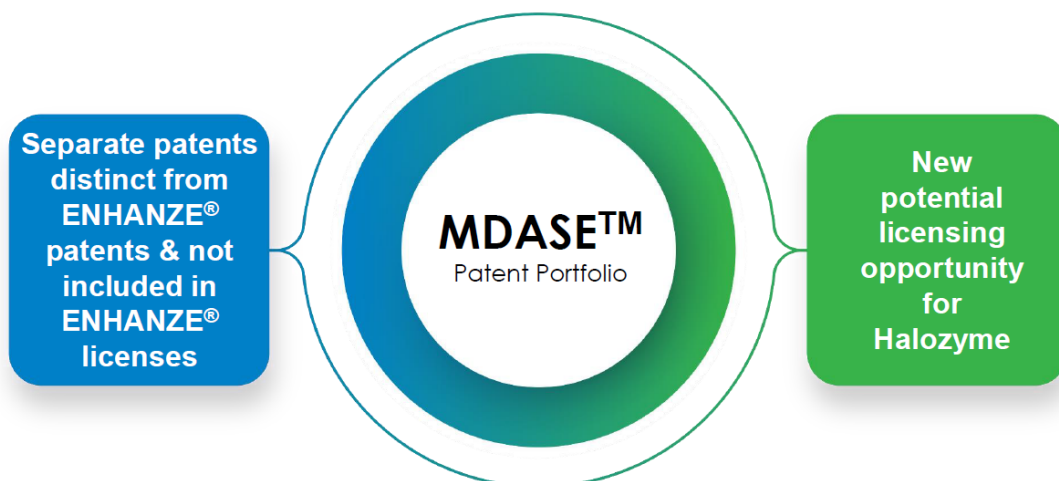
머크는 할로자임의
SC 제형 특허 확장
에 이견 신청함

투자자들의 당초 우려와 달리 할로자임이 아니라 알테오젠의 기술을 도입한 미국 머크(미국 외 지역에서는 MSD)가 키트루다 SC 출시를 앞두고 할로자임의 MDASE(Modified Recombinant Hyman Hyaluronidase Enzyme) 특허에 대해 이견 신청을 한 사실이 공개되었다. 할로자임의 ENAHZE 기술은 rHuPH20 이라는 재조합 인간 히알루로니다제 기술을 개발하면서 자연적으로 존재하는 인간 히알루로니아제(PH20)을 기반으로 재조합하여 개발된 효소로 특정 구조적 특징이 없는 자연 상태에 가까운 효소를 기반으로 한 것으로 이에 대해 2022 년 특허 청구를 한 것으로 파악된다. 반면 알테오젠은 ALT-B4라는 인간 히알루로니다제의 변형체를 개발하여 효소의 효능, 열적 안정성을 향상시킨 형태로 특정 변형된 아미노산 서열을 포함하는 효소의 구조적 특징에 대해 특허 청구를 한 것으로 파악된다. 따라서 둘 사이에 특허 청구 범위가 겹칠 가능성은 낮아 할로자임이 알테오젠에 대해 특허 침해 소송을 제기할 가능성 또한 매우 낮은 것으로 분석된다. 다만 지난 4월 9일 기존 특허와 다르게 PH20 효소를 단백질 공학 기술로 변형한 형태로 안정성과 활성 등이 개선된 효소를 중심으로 특허를 등록(U.S. Patent No. 11,952,600)하고 10월 16일에 이와 관련하여 'MDASE'라는 상표를 출원하였다. 이것은 할로자임이 알테오젠의 SC 제형 기술이 키트루다 SC 제형 출시로 상업화되는 것에 대한 방어전략으로 판단된다.

도표 7. 할로자임의 MDASE™ Patents 소개 (2024년 3분기 실적 자료)

Introducing Halozyme's MDASE™ Patents

MDASE™ patents broadly cover modified human hyaluronidases for potential use in enabling subcutaneous delivery of drugs and biologics



자료: 할로자임(2024.3Q), 유진투자증권

머크는 할로자임의
특허권 남용에
이익을 제기한 것

2024년 11월 12일 머크(MSD)는 할로자임의 MDASE에 대해 '등록 후 특허취소심판(PGR, Post-Grant Review)'을 제기했다. PGR은 특정 특허가 등록된 이후에 제기되는 법적 절차로 부당하게 등록된 특허를 조기에 검토하고 무효화 할 기회를 제공하여 공공의 이익과 특허 제도의 신뢰성 유지를 위해 특허의 유효성을 신속히 검토하고 필요시 취소할 수 있도록 설계된 절차이다. 이는 MDASE 기술이 할로자임이 개발한 PH20의 변이체를 여러 분야에 응용하기 위해 만든 포괄적 특허라는 점에서 특허 무효 소송을 제기한 것으로 보인다. 즉, MDASE 특허 등록 이전에 선행 기술이 존재했다는 점, 비자명성이 부족한 점, 해당 기술의 구현이 가능하지 않은 점, 특허 에버그리닝 전략을 위한 특허권이 남용되었다는 점 등을 제기할 것으로 보인다.

특허 이견 소송 결
과는 2025년 11
월 이전에 나올 것

머크가 제기한 MDASE 특허 이견 소송 결과는 2025년 11월 12일 이전에 나올 예정이다. PGR은 신청이 받아들여진 이후 반드시 1년 이내 심판이 끝나야 하기 때문이다. 이 시기는 키트루다 SC 시장 출시 시기 전후가 될 것이라는 점에서 내년 4분기 이전에는 모든 것이 명확하게 결정될 것으로 보인다.

MDASE 특허는 무
효로 판명될 가능성
이 높다고 판단됨

법적 절차를 거쳐 확정이 되어야 할 사항이나 당사는 이미 알테오젠의 ALT-B4의 물질 특허, 제형 및 제법 특허가 등록되어 있고, 할로자임의 MDASE 특허가 아직 구현되지 않았고, 비자명성(진보성)이 부족하다는 점에서 할로자임의 MDASE 특허의 무효 가능성이 높다고 판단한다.

할로자임의 키트루
다 SC 판매 금지 신
청 가능성은 매우
낮음

한편, 투자자들은 머크와 할로자임의 특허 소송 결과에 대한 불확실성뿐만 아니라 키트루다 SC 제형 출시가 지연되어 알테오젠에게 마일스톤 유입이 늦어질 것을 우려하고 있다. 할로자임이 머크와의 특허 소송 기간이라도 할로자임이 키트루다 SC의 판매 금지 조치를 요청할 수는 있을 것이다. 그러나 당사는 현실적으로 판매 금지 신청 가능성은 매우 낮다고 판단하는데, 이는 항암치료제 있어서 키트루다 SC 제형으로 환자들이 누릴 효용을 감안하면 판매 금지 시 환자들의 치료 접근성이 낮아지기 때문이다. 2019~2024년에 걸쳐 진행된 다이나피산교와 시젠의 특허소송 기간에도 엔허투는 계속 환자들에게 공급되고 있었다.

제약사간 특허 소송 사례

제약사간의 특허 침해 소송은 흔한 일이다. BMS/오노와 머크의 특허 소송(2014~2017 년 1 월)과 다이이찌 산교와 시젠의 소송(2019 년 11 월~2024 년 7 월)의 사례를 살펴보도록 한다.

[사례 1] BMS와 머크의 특허 소송

2014.09~2017.01
BMS/오노와
머크의 특허 소송

머크와 BMS/오노간의 PD-1 항체 특허 소송은 2014 년 9 월에 시작되었다. 미국에서 BMS/오노는 미국 특허 번호 9,073,994 를 기반으로 소송을 제기했는데 암 치료 시 PD-1 경로를 차단하여 면역계를 활성화시키는 메커니즘을 통한 머크의 키트루다(Keytruda) 작용 기전이 BMS/오노가 개발한 오피디보(Opdivo)와 유사하다는 점에 근거하였다. 즉, 머크가 암을 치료하는 용도와 관련된 BMS/오노의 특허를 침해했다고 주장했다.

BMS와 머크는 합의, 그러나 머크가 키트루다의 판매액에 대해 BMS에게 로열티를 지급

소송은 2017 년 1 월에 양사가 합의하면서 모든 특허 침해 소송이 철회하였다. 합의 내용은 머크가 BMS/오노에게 \$625mn 를 선지급하며 2017 년 1 월 1 일부터 2023 년 12 월 31 일까지 키트루다의 글로벌 매출에 대해 6.5%, 2024 년 1 월 1 일부터 2026 년 12 월 31 일까지 2.5%의 로열티를 지급하는 것이었다. 그리고 BMS와 오노는 선지급금과 로열티를 각각 80%, 20% 분배하기로 하였다.

여기서 당사는 머크가 BMS/오노에게 지급하는 용도 특허와 관련된 로열티를 6.5%, 2.5% 지급했다는 점을 감안하여 키트루다 SC 에 판매액에 대한 알테오젠의 로열티 수수료를 2.5% 이하보다 낮은 1.5%로 가정하였다.

도표 8. BMS/오노와 머크의 소송 기간 중 머크 시가총액 추이



[사례 2] 시젠(Seagen)과 다이이찌산쿄(Diichi Sankyo)의 특허 소송

ADC 링커 특허와
관련된 소송

시젠과 다이이찌산쿄간의 ADC 링커 기술 관련 특허 분쟁은 다이이찌산쿄가 시젠을 상대로 2019년 11월 4일에 제기되어 2024년 1월 4년 3개월동안 진행되었으며 다이이찌산쿄가 승소하였다.

2019.11~2024.07
다이이찌 산쿄가
승, 소송기간에도
엔허투 판매가 금지
되지는 않았음

시젠과 다이이찌산쿄는 2008년 7월 ADC 개발을 위한 글로벌 협력 계약을 체결하였고 2015년 5월 종료되었다. 그런데 다이이찌 산쿄가 엔허투의 글로벌 출시를 앞두고 2019년 11월 4일 델라웨어주 연방지방법원에 시젠에 대해 특허 침해를 확인 소송을 제기하였다. 특허침해 확인 소송(Declaratory Judgement of Non-Infringement)은 당사자가 특허 침해의 위험을 사전에 제거하기 위해 법원에 자신이 해당 특허(미국 특허 번호 10,808,039)를 침해하지 않았음을 확인해달라고 요청하는 소송이다. 이에 시젠 또한 2020년 10월 '엔허투(Enhertu)'가 자사의 특허를 침해했다고 주장하며 텍사스주 동부지방법원에 소송을 제기하였다. 이후 2022년 4월 8일 텍사스주 동부지방법원은 다이이찌산쿄가 시젠의 특허를 침해했다고 판결하였으며, 다이이찌산쿄는 4,180만 달러의 손해배상과 2024년 11월 4일까지 엔허투 미국 매출의 8%를 로열티로 지급하라는 명령을 받았다. 그러나 2022년 8월 미국중재협회가 다이이찌산쿄의 ADC 기술에 대한 지적재산권을 인정하는 중재 판정을 내리면서 2024년 1월 17일 미국 특허청은 시젠의 특허에 대해 무효 결정을 내렸다. 최종적으로 2024년 7월 시젠은 대법원에 항고하지 않고, 다이이찌산쿄에 약 4,700만 달러를 배상하며 중재 소송이 종결되었다. 동 특허 소송 기간에도 엔허투는 판매 금지되지는 않았다.

도표 9. 다이이찌산쿄와 시젠의 소송이 진행된 2018~2024년 다이이찌산쿄의 시가총액 이벤트 차트



자료: Bloomberg, 유진투자증권

할로자임 update

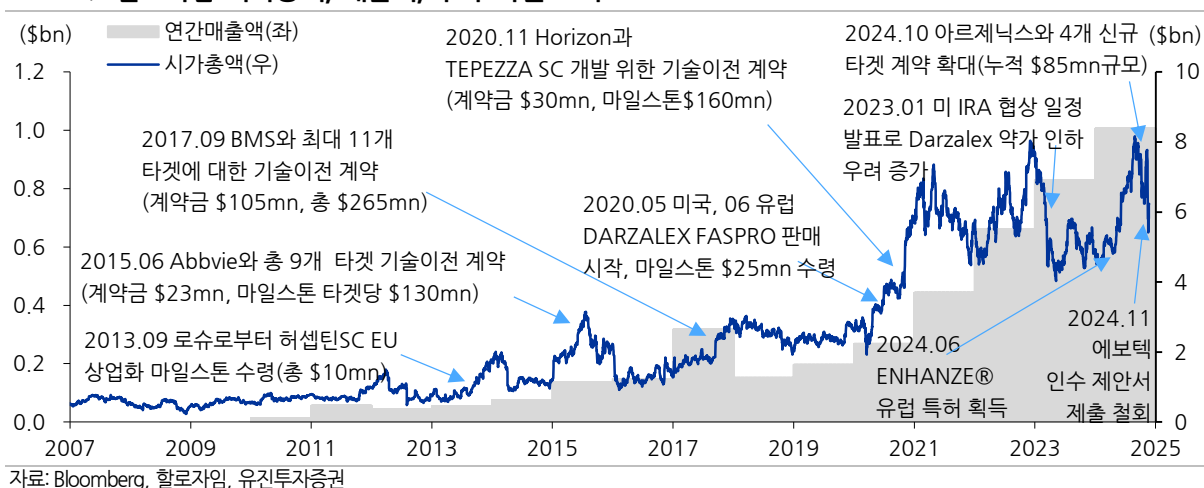
할로자임은 알테오젠의 글로벌 경쟁사

할로자임은 알테오젠의 경쟁사로 1998 년에 설립된 후 2004 년 나스닥에 상장한 설립 20 년차인 SC 제형 개발 기술인 ENHANZE 를 보유한 바이오회사이다. 2024 년 11 월 25 일 시가총액 기준 \$6.23bn(약 8.7 조원, 환율 1,400 원/달러 기준), 12m Fwd P/E valuation 기준 12.4 배로 거래된다. 2002 년부터 인체 내 히알루로니다아제를 이용한 SC 제형 개발을 시작하여 2005 년에 출원, 2007 년에 미국에서 등록하였으며 2027 년 9 월 23 일에 특허가 만료될 예정이다. 미국 외에서는 2024 년 초에 만료될 예정이었으나 신규 생산방법과 관련된 특허(EP 4269578)가 등록되면서 2029 년 3 월 6 일까지 특허를 연장하였다. 이후 2024 년 4 월 히알루로니다제 효소 변형을 이용하여 광범위한 범위로 특허를 등록하여 특허 기간을 2034 년까지 추가 연장하였다. 이에 머크는 알테오젠 기술이 탑재된 키트루다 SC 출시를 1 년 앞두고 2024 년 11 월 특허무효소송을 신청하였다.

현재 글로벌 블록버스터 7 개에 대해 SC 제형 기술 적용

할로자임의 ENHANZE®는 재조합 인간 히알루로니다제(rHuPH20)을 이용하여 약물의 피하주사 제형화를 가능하게 하는 약물 전달 기술로 로슈의 허셉틴 SC 개발에 적용되어 첫 SC 제형으로 2019 년 2 월에 출시되었다. 2024 년 3 분기 기준 다케다 제품 1 개(HYQVIA®), 로슈 제품 4 개(허셉틴 SC, 리툭산 SC, 페스고 SC, 티센트릭 SC), J&J 제품 1 개(다잘렉스 SC), 아르제닉스 제품 1 개(비브가르트 SC) 등에서 마일스톤과 판매 로열티를 받고 있다. 할로자임은 이 외에도 BMS, 비브, 주가이 등과도 SC 제형 개발을 위해 협업 중이다. 또한 테바, Otter Pharmaceuticals 등과 함께 자동 인젝터 기술을 활용하여 자동 주입기 제품을 상용화하고 있다.

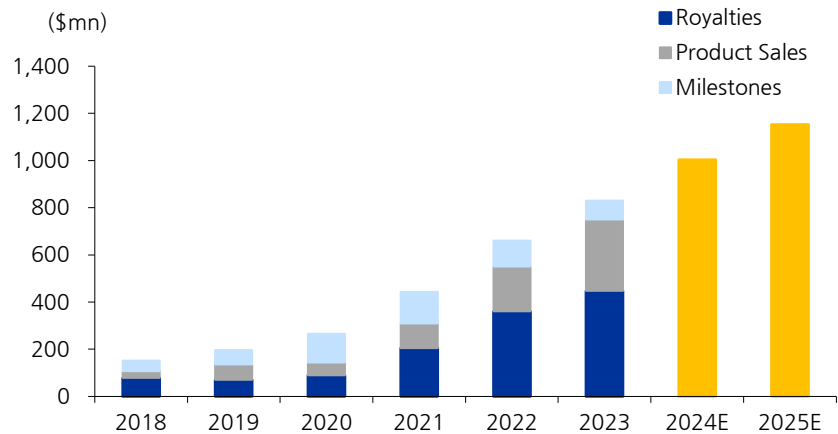
도표 10. 할로자임 시가총액, 매출액, 주가 이벤트 차트



2028년까지 25%yoy에 달하는 이익 성장 전망

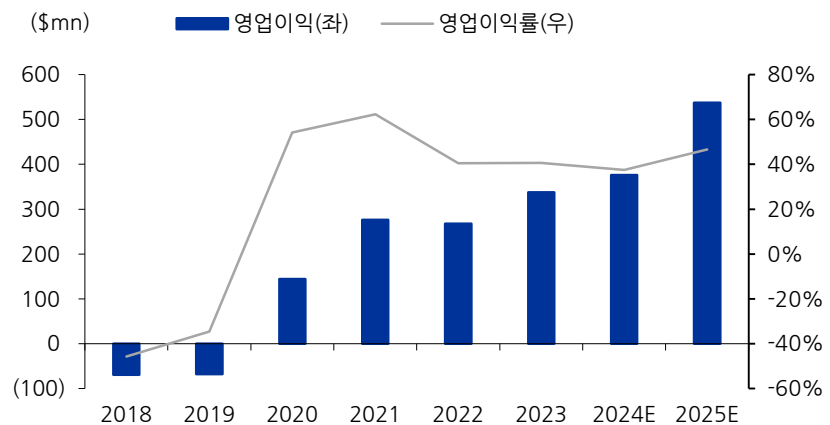
할로자임은 2024년 연초 이후 8월 말 최고점 기준 주가가 약 70% 상승했는데 이는 수익의 높은 비중을 차지하는 다잘렉스 SC의 유럽 특허가 연장되며 2034년까지 판매 로열티 및 마일스톤을 수취할 수 있게 되었기 때문이다. 할로자임은 2024년 매출액 \$970~1,020mn, 조정 EBITDA \$595~625mn 2023년 대비 각각 17~23%yoy, 40~47%yoy 증가하는 실적 가이던스를 제시하고 있다. 또한 신제품 출시와 특허 연장을 통해 2023~2028년까지 매출액과 조정 EBITDA가 연평균 16%yoy, 25%yoy로 고성장이 지속되는 중장기 성장 전략을 강조하고 있다. 2024년 하반기부터 티센트릭 SC, 오크레부스 SC, 옴디보 SC, 아미반타맵 SC 등 블록버스터 치료제들에 할로자임 기술이 이용된 SC 제형이 순차적으로 출시되면서 로열티 수입이 지속적으로 증가할 것으로 전망하고 있기 때문이다.

도표 11. 할로자임 매출액 추이 및 전망



자료: 할로자임, 유진투자증권

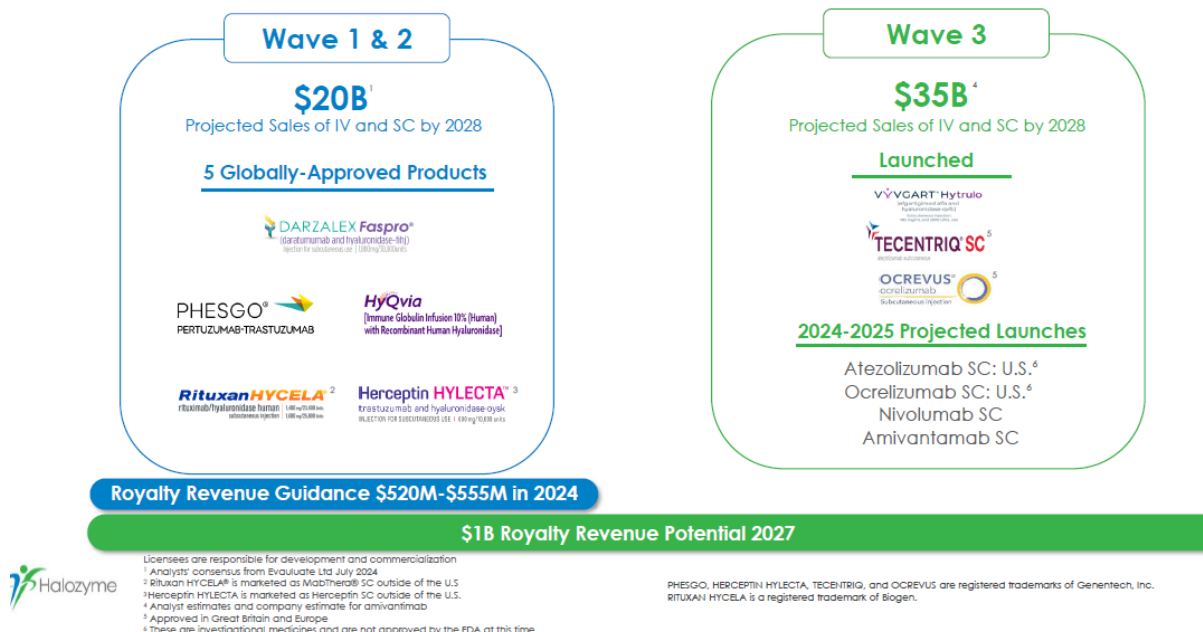
도표 12. 할로자임 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 할로자임, 유진투자증권

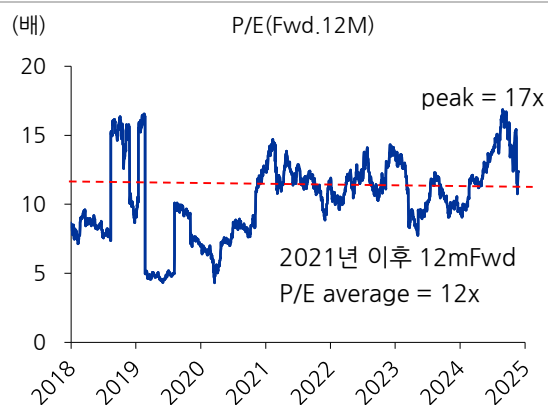
도표 13. 할로자임 로열티 수입 가이드스

Projecting \$1B of Royalty Revenue in 2027



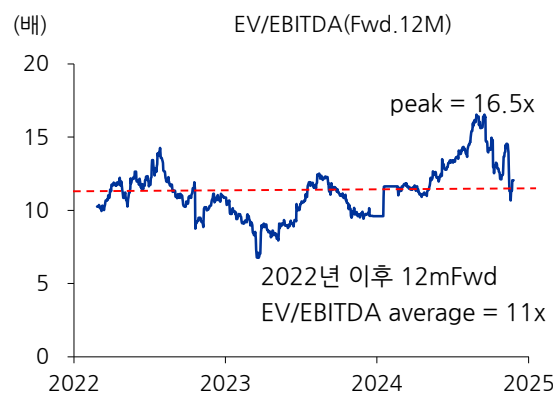
자료: 할로자임, 유진투자증권

도표 14. 할로자임 P/E valuation



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 15. 할로자임 EV/EBITDA valuation



자료: Bloomberg, 유진투자증권

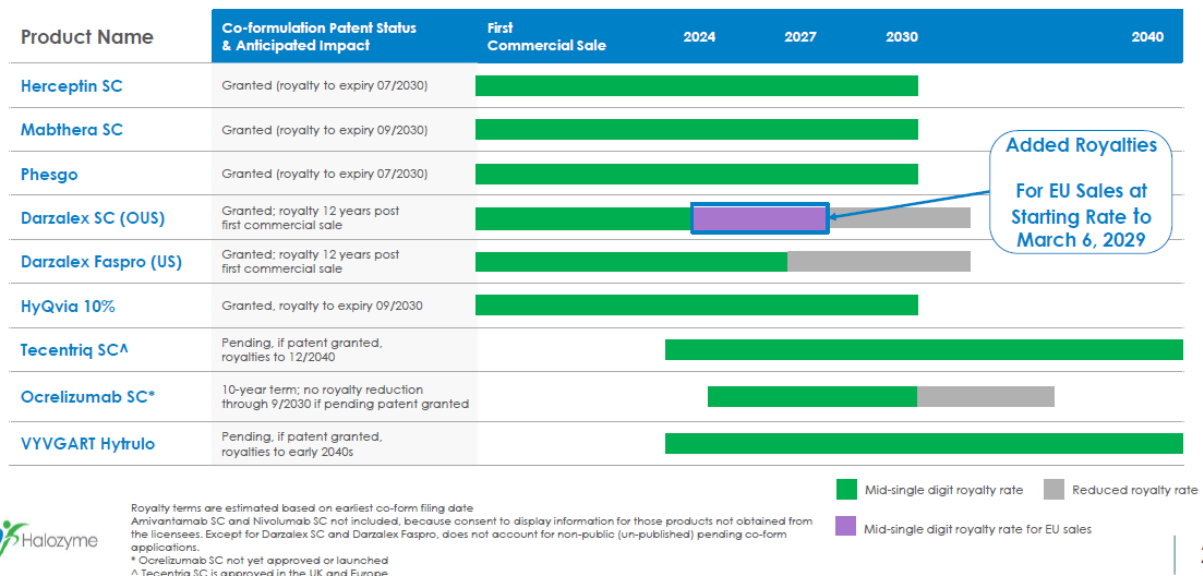
할로자임은 특허 만료와 알테오젠의 등장으로 사업 다각화를 추진 중

할로자임은 ENHANZE 특허 만료가 다가오고, 경쟁자 알테오젠이 등장하면서 사업 다각화를 추진하고 있다. 2022 년 5 월에는 수익원 다각화와 약물 전달 기술 강화를 위해 자동주사기 기술을 보유한 안타레스를 \$960mn 에 인수하였다. 2024 년 4 월에는 ENHANZE 특허 만료를 방어하기 위해 MDASE 특허를 등록하며 SC 제형 기술과 관련된 지적 재산권 포트폴리오를 강화하면서 특허 기간을 2034 년까지 연장하였다. 2024 년 11 월 14 일에는 신약 개발 기업인 Evotec 인수를 발표하였다. 그러나 인수 발표 이후 막대한 인수 비용(약 \$2.1bn), 합병 후 통합 리스크, 기존 사업과의 시너지 효과에 대한 우려를 표명하면서 할로자임의 주가는 8% 급락하였다. 결국 11 월 22 일에 할로자임은 인수 결정을 철회하였고, 주가는 7.5% 반등하였다.

도표 16. 할로자임 제품별 특허 만료 예상 시기

Licensed Partner Products

Anticipated Royalty Term and Rate for Waves 1, 2, 3



자료: Bloomberg, 유진투자증권

Appendix

알테오젠과 머크 계약 정리

2026~2029 년 상반기까지 \$1,055mn 마일스 톤 유입 예상	2024 년 2 월 22 일 공시를 통해 알테오젠은 머크(NASDAQ: MRK)와 키트루다 SC 에 대해 독점적 라이선스 사용권을 부여하는 계약에 합의한 대가로 signing fee \$20mn(267 억원)와 마일스톤 추가 최대 \$432mn(6,048 억원, 환율 1,400 원/\$), 상업판매에 따른 로열티를 수취하기로 하였다고 밝혔다. 향후 수취가능한 잔여 마일스톤은 2020 년에 계약 잔여 마일스톤(\$623mn, 8,722 억원, 환율 1,400 원/\$)과 2024 년 계약에 따른 추가 마일스톤(\$432mn, 6,048 억원, 환율 1,400 원/\$)을 감안하면 예상되는 마일스톤 수익은 2025 년 약 \$50mn(700 억 원), 2026~2029 년 연평균 약 \$301.4mn(약 4,300 억원) 내외이며, 2029 년 하반기부터 판매 로열티 수익이 유입될 것으로 예상된다. 당사가 2024 년 초 추정했을 때보다 환율이 상승하면서 원화 추정 금액은 모두 상향 조정되었다.
--	---

도표 17. 알테오젠과 머크 계약 정리

		\$ mn	원화 (향후 수취 금액은 1,400 원/\$ 가정)	
2020 년 계약	총 계약금	3,865.0	5 조 245 억원	
	선금금(1 차 및 2 차 계약금) 수취	(16.0)	(208 억원)	
	잔여 마일스톤(품목 6 개 합산)	3,849.0	5 조 37 억원	
	품목 1 개(키트루다 SC) 마일스톤	641.5	8,340 억원	
	키트루다 SC 임상 1 상 개발 마일스톤	(3.5)	(45.5 억원)	2021.11 수취
	키트루다 SC 임상 3 상 개발 마일스톤	(13.0)	(175.5 억원)	2023.04 수취
	GMP 물질 배치 생산 완료	(2.0)	(26 억원)	2022 년 수취
	(1) 키트루다 SC 잔여 마일스톤	623.0	8,722 억원 (품목허가 마일스톤 ¹ 및 순매출 마일스톤 ² 포함, 환율 1,400 원/\$ 적용)	
2024 년 추가 계약	Singing fee	20.0	267 억원	2024 년 1 분기 수취
	(2) 키트루다 SC 추가 마일스톤	432.0	604.8 억원 (환율 1,400 원/\$ 적용)	(1)과 (2)를 합산 \$1,055mn(약 1.48 조 원)하여 2026~2029 년 상반기까지 연평균 \$301.4mn(약 4 천억원) ⁴ 유입 예상
	판매 로열티	1.5%로 가정	잔여 마일스톤 수취가 완료 후 2029 년 하반기부터 키트루다 SC 판매액 의 1.5% ⁵ 가 로열티로 유입될 것으로 추정. 연평균 4.3 천억원 ⁶ 으로 추정	
	* 마일스톤 대금 수취 이후 판매 로열티 수취 예상액 가정 근거	2029 년 키트루다 SC 순매출액의 약 1.5% ⁵ 로 예상함 머크는 2017 년 BMS 와 특허침해 소송에서 키트루다 매출액의 6.5% (2017~2023 년) 및 2.5%(2024~2026)를 지급하기로 합의한 바 있음. 이를 감안하여 머크가 알테오젠의 SC 제형에 대한 판매 로열티를 2029 년부터 1.5% 수 준에서 지급하는 것은 가능할 것으로 당사는 판단함. 2030 년경 키트루다 SC 제형 매출액이 IV 예상 매출액(약 40 조원)의 50%까지 대체 가능 할 것으로 추정하고 1.5% ⁵ 의 판매 로열티(연간 4 천억원)를 예상함 (회사는 미공개).		

자료: 알테오젠, 유진투자증권, 주: 위 표의 1~6 에 해당하는 예상 유입금액은 모두 당사 추정치에 기반함

기술이전계약 총괄표

도표 18. 알테오젠 라이선스 아웃 계약 총괄표

품목	계약 상대방	대상지역	계약체결일	총계약금액 (\$mn)	수취금액 (\$mn)	진행 단계
허셉틴 바이오시밀러	Qilu 제약 (중국)	중국	2017.03.29 제품출시후 10년	1.5	1.5	2025년 중국 출시 예정
지속형 인성장호르몬	Cristalia (브라질)	남미	2019.07.23 종료기간 없음	3.1	3.1	임상 2상 중
ALT-B4	글로벌 제약사 S	전세계	2019.11.29 종료기간 없음	1,373.0	16.0	2025년 개발 시작
	머크 (Merck, 미국)	전세계	2020.06.24 종료기간 없음	3,865.0	21.5	임상 3상 진행
	인타스 (Intas, 인도)	전세계 (일부 아시아 제외)	2021.01.07 제품출시후 10년	109.0 판매로열티 별도	6.0	Pivotal 임상 진입
	산도즈 (Sandoz, 스위스)	전세계	2022.12.29 종료기간 없음	145.0 판매로열티 별도	8.0	2025년 개발 시작
			2024.07.29 로열티 기간 만료일	마일스톤, 로열티 비공개		
	다이이찌산쿄 (Daiichi Sankyo, 일본)	전세계	2024.11.08	300.0 판매로열티 별도	20.0	2025년 개발 시작
아일리아 바이오시밀러	알토스 바이오로직스 (자회사)	전세계	2020.12.09 2032.12.09	80 억원 Profit sharing	7 억원	개발 완료

자료: 알테오젠 사업보고서(2022), 유진투자증권

주요 계약 4개 진행 상황

도표 19. 주요 계약 4개 진행 상황

계약	날짜	진행 현황	수취한 마일스톤 (\$mn)
2019.11.29 계약	2019.11.29	계약 체결: 총 계약 규모 \$1,378mn. 2개 타겟 비독점, 품목 독점	
	2019.12	계약금 수취	13.0
	2020.04	1 차분	3.0
	2023.04.04	해외 CMO 위탁 생산 계약 체결 완료	3.0
	2025년 예상	SC 제형으로 개발될 타겟 확정 및 임상 1상 진행	
머크 (2020.06.24)	2020.06.24	계약 체결: 총 계약 규모 \$3,865mn, 6개 타겟 비독점, 품목 독점	
	2020.07	계약금 1 차분	8.0
	2020.08	계약금 2 차분	8.0
	2021.11	마일스톤 수취: 키트루다 SC 임상 1상 개발 마일스톤 수취	3.5
	2022년	계약 상대방이 지정하는 해외 CMO로 기술 이전 및 생산 수탁용역 준비 및 실행 되어 수탁 용역에 따른 수익 발생 → 2023년 용역 매출로 반영	40.0
	2023.04.23	마일스톤 수취: 키트루다 SC 임상 3상 개발 마일스톤 수취	13.0
	2024.02.22	키트루다 SC의 독점적 권리 판매로 추가 마일스톤 및 판매 로열티 확정 계약 체결 - 계약 변경 signing fee 수취 \$20mn - 추가 마일스톤 \$432mn: 누적 순매출 기준 마일스톤 수취 예상 - 판매 로열티 미공개: 마일스톤 대금 수취 이후 정해진 비율의 판매로열티(미공개) 를 수취	20.0
	2024.11	글로벌 임상 3상 완료	
	2025년	1분기 FDA 승인 신청 예상, 3분기 FDA 승인, 4분기 출시 예상	
	2026~ 2029년 상반기	목표 순매출 금액에 도달에 따른 마일스톤 수취 예상 2028년 키트루다 IV 미국 특허 만료로 바이오시밀러 시장 진입 예상	
	2029년 하반기 이후	순매출액에 연동하여 판매로열티 수취 예상	
다이이찌산쿄 (2024.11.08)	2024.11.08	엔허투를 SC 제형으로 변환시켜 주는 재조합 히알루로니다제 원천 기술 독점적 기 술 이전 2024.12 계약금 \$20mn 수취 예상	20.0
	2025년 예상	엔허투 SC 글로벌 임상 1상 시작 예상 → 개발 마일스톤 수취 예상	
	2027년 예상	엔허투 SC 글로벌 임상 1상 완료 예상	
	2028년 예상	엔허투 SC 글로벌 임상 3상 시작 예상	
	2032년 예상	엔허투 SC 시장 출시 예상	
산도즈 (2024.07.29)	2022.12.29	계약 체결(계약금 및 마일스톤 \$145mn(1,839억원, 적용환율 W1,268.4/\$) → 계약금 \$5mn, 2023년 3월 (1분기 매출액)에 일부 반영	-
	2023.05	1차 마일스톤 달성 → 기술료 수령 \$3.0mn. 2023년 05월 수취, 2분기 반영	3.0
	2024.07.29	다수 품목에 독점적 기술 이전 → 2025년 1월 이전 첫번째 마일스톤 수령 예정	
	2029년 예상	SC 바이오 시밀러 출시 예상	

자료: 알테오젠, 유진투자증권

알테오젠(196170.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	245	256	314	351	583
유동자산	145	144	178	216	448
현금성자산	128	106	147	177	404
매출채권	9	17	10	16	21
재고자산	2	1	1	2	2
비유동자산	100	112	136	135	135
투자자산	26	4	5	5	5
유형자산	27	19	16	15	15
기타	47	89	115	115	115
부채총계	100	108	126	129	131
유동부채	94	100	114	116	118
매입채무	4	17	19	21	23
유동성이자부채	87	83	95	95	95
기타	3	0	0	0	0
비유동부채	6	8	13	13	13
비유동이자부채	1	2	7	7	7
기타	5	6	5	6	6
자본총계	145	148	188	222	452
지배지분	149	148	188	222	452
자본금	26	27	27	27	27
자본잉여금	102	103	122	122	122
이익잉여금	18	15	35	69	299
기타	2	4	4	4	4
비지배지분	(3)	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	145	148	188	222	452
총차입금	88	85	102	102	102
순차입금	(39)	(20)	(45)	(75)	(302)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	(18)	(8)	26	30	227
당기순이익	(10)	(4)	20	43	288
자산상각비	3	3	3	2	0
기타비현금성손익	(12)	(1)	(11)	(8)	(57)
운전자본증감	(1)	(11)	5	(6)	(3)
매출채권감소(증가)	(5)	(7)	9	(6)	(4)
재고자산감소(증가)	(1)	(0)	1	(1)	(0)
매입채무증가(감소)	(1)	1	6	2	2
기타	6	(4)	(10)	(0)	(0)
투자현금	50	(9)	(73)	(4)	(6)
단기투자자산감소	111	20	(45)	(4)	(5)
장기투자증권감소	0	0	0	(0)	(0)
설비투자	6	1	1	0	0
유형자산처분	0	5	0	0	0
무형자산처분	(36)	(42)	(26)	0	0
재무현금	3	2	35	0	0
차입금증가	0	(3)	10	0	0
자본증가	2	2	2	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	35	(16)	(12)	26	222
기초현금	11	46	30	18	44
기말현금	46	30	18	44	266
Gross Cash flow	(19)	(1)	20	36	231
Gross Investment	62	40	23	6	3
Free Cash Flow	(82)	(42)	(3)	30	227

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	29	97	75	98	354
증가율(%)	(25.7)	235.1	(22.3)	30.4	262.3
매출원가	24	65	26	20	35
매출총이익	5	31	49	78	319
판매 및 일반관리비	34	41	38	40	44
기타영업손익	62	21	(6)	5	10
영업이익	(29)	(10)	11	38	275
증가율(%)	적지	적지	흑전	251.1	620.4
EBITDA	(27)	(6)	14	40	275
증가율(%)	적지	적지	흑전	180.1	590.6
영업외손익	19	6	10	4	13
이자수익	4	5	5	4	12
이자비용	0	1	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	16	2	6	2	2
세전순이익	(10)	(4)	20	43	288
증가율(%)	적지	적지	흑전	108.2	575.0
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	(10)	(4)	20	43	288
증가율(%)	적지	적지	흑전	108.2	575.0
지배주주지분	(8)	(3)	20	34	230
증가율(%)	적지	적지	흑전	68.4	575.0
비지배지분	(2)	(0)	0	9	58
EPS(원)	(158)	(64)	381	641	4,328
증가율(%)	적지	적지	흑전	68.4	575.0
수정EPS(원)	(158)	(64)	381	641	4,328
증가율(%)	적지	적지	흑전	68.4	575.0

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(158)	(64)	381	641	4,328
BPS	2,838	2,794	3,536	4,177	8,504
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	869.5	516.3	76.5
PBR	13.5	35.3	93.6	79.2	38.9
EV/ EBITDA	n/a	n/a	1,237.5	441.0	63.0
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	900.5	489.2	76.3
수익성(%)					
영업이익률	(102.0)	(10.1)	14.5	39.0	77.6
EBITDA이익률	(92.8)	(6.6)	19.0	40.7	77.7
순이익률	(35.0)	(3.7)	27.3	43.5	81.1
ROE	(5.8)	(2.3)	12.0	16.6	68.3
ROIC	(28.1)	(6.1)	5.9	19.3	135.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(27.1)	(13.7)	(23.8)	(33.6)	(66.8)
유동비율	153.9	143.5	156.3	186.3	380.2
이자보상배율	(69.0)	(14.5)	12.4	32.3	232.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.1	0.4	0.3	0.3	0.8
매출채권회전율	4.4	7.6	5.7	7.6	19.4
재고자산회전율	22.0	73.0	93.5	87.1	181.9
매입채무회전율	7.2	9.0	4.2	5.0	16.3

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 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: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.09.30 기준)

