



# 알테오젠

| Bloomberg Code (196170 KS) | Reuters Code (196170.KQ)

2023년 1월 3일

[제약/바이오]

이동건 수석연구원  
☎ 02-3772-1547  
✉ shawn1225@shinhan.com

## 개발 성과 확인 이후 재평가 기대



매수  
(유지)



현재주가 (1월 2일)  
39,600 원



목표주가  
48,000 원 (상향)



상승여력  
21.2%

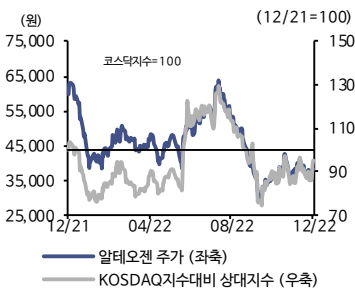
- ◆ 바이오시밀러 기업 산도즈와 1.45억달러 규모 기술이전 계약 체결
- ◆ 2023년에는 파트너사들의 개발 성과 및 테르가제 품목허가 기대
- ◆ 보수적 목표주가 산출. 기술이전 이후 개발 성과에 따른 재평가 기대



투자판단	매수 (유지)
목표주가	48,000 원 (상향)
상승여력	21.2%

KOSPI	2,236.40p
KOSDAQ	679.29p
시가총액	1,970.6십억원
액면가	500 원
발행주식수	51.5백만주
유동주식수	38.5백만주(74.8%)
52 주 최고가/최저가	63,810 원/28,694 원
일평균 거래량 (60 일)	601,151 주
일평균 거래액 (60 일)	22,960백만원
외국인 지분율	10.93%
주요주주	
박순재 외 7 인	25.22%
형인우 외 2 인	5.94%
절대수익률	
3 개월	-6.8%
6 개월	-23.6%
12 개월	-39.3%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	-7.4%
6 개월	-14.2%
12 개월	-8.1%

주가차트



바이오시밀러 기업 산도즈와 1.45억달러 규모 기술이전 계약 체결

12월 30일 바이오시밀러 기업인 산도즈(Sandoz AG)와 계약금 및 마일스톤 최대 1.45억달러(약 1,839억원) 규모의 ALT-B4 기술이전 계약 체결을 공시했다(판매에 따른 로열티는 별도). 이번 기술이전 계약은 앞선 ALT-B4 기술이전 계약들과는 달리 '단일 개발대상품목에 대한 기술 라이선싱 계약'이며, 이에 따라 향후 양사가 추가개발품목 계약을 진행할 경우 이번 계약과 유사한 계약내용으로 추가적인 계약을 진행할 전망이다.

산도즈는 이번 기술이전 계약을 통해 경쟁이 심화되고 있는 바이오시밀러 시장에서 SC제형 바이오시밀러 개발을 통한 경쟁력 확보를 추진하고 있는 것으로 판단된다. 산도즈는 현재 8개의 바이오시밀러 포트폴리오를 보유 중이며, 다수의 임상 프로그램을 진행 중이다. 앞서 상업화에 성공한 셸트리온의 레미케이드 바이오시밀러 '렘시마SC'의 매출 고성장, 그리고 연이은 오리지널 개발사들의 특허 만료 이전 SC제형 개발을 통한 바이오시밀러와의 차별화된 경쟁력 확보를 추진중인 점을 통해서 SC제형 플랫폼에 대한 높은 수요를 재확인할 수 있다.

2023년에는 파트너사들의 개발 성과 및 테르가제 품목허가 기대

2023년에는 기술이전을 기 체결한 파트너사들의 개발 성과 확인이 기대된다. 먼저, 2020년 최대 38.65억달러 규모 ALT-B4 플랫폼 기술이전을 체결한 파트너사로 유추되는 머크의 첫 타겟 임상 1상이 종료, 이르면 상반기 중 3상 진입이 예상된다. 이에 따라 마일스톤 유입과 더불어 ALT-B4 플랫폼이 적용된 첫 후보물질의 상업화 기대감도 높아질 전망이다. 또한 2021년 기술이전을 체결한 인타스 역시 상반기 중 별도 1상 없이 유럽 3상 진입이 예상된다. 한편 테르가제(ALT-BB4)의 품목허가도 순항 중이다. 12월 14일 공시를 통해 성공적인 탐라인 결과를 공개했으며, 이에 따라 1분기 중 품목허가 신청, 2~3분기 중 품목허가 획득이 기대된다. 향후 cash-cow로서의 역할이 기대된다.

목표주가 4.8만원. 기술이전 이후의 개발 성과에 따른 재평가 기대

목표주가를 4.8만원으로 상향한다. 목표주가 산출에는 앞선 2019~2020년 기술이전에서의 개발 타겟 수를 2개로 가정했으며, 향후 기대되는 신규 계약에 대한 가치를 보수적으로 별도 포함시키지 않았다. 알테오젠은 연이은 플랫폼 기술이전 성과를 보여준 대표적인 바이오텍이다. 향후 기술이전 이후의 개발 성과를 통한 주가 재평가가 이뤄질 것으로 기대된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	42.4	(0.1)	(17.7)	(15.8)	(314)	적지	1,203	-	2,763.0	83.1	(24.1)	(70.8)
2021	41.1	(12.8)	(8.3)	(3.9)	(75)	적지	2,631	-	(292.2)	24.0	(3.9)	(64.0)
2022F	22.5	(32.8)	(17.2)	(7.3)	(139)	적지	2,470	-	(69.4)	15.5	(5.5)	(50.0)
2023F	30.9	(31.5)	(16.1)	(6.8)	(129)	적지	2,341	-	(73.4)	16.3	(5.4)	(45.1)
2024F	30.0	(30.5)	(15.2)	(6.4)	(122)	적지	2,219	-	(76.2)	17.2	(5.4)	(37.3)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**알테오젠 라이선스 계약 주요 내용 정리**

제목	인간 히알루로니다제 원천 기술(ALT-B4) 라이선스 계약 체결
주요 내용	<p>1. 계약상대방: Sandoz AG</p> <p>2. 기술의 주요내용: 인간 히알루로니다제 기술로 바이오의약품의 정맥주사를 피하주사 제형으로 바꾸어 주는 원천 기술</p> <p>3. 계약조건</p> <p>1) 계약금 및 마일스톤: 145백만달러(1,839억원, 적용환율 1,268.40원/달러) 계약체결 및 제품의 개발일정에 따라 계약금 및 임상시험, 품목허가 등 개발의 주요 목표달성 및 판매 목표달성에 따른 마일스톤을 최대 145,000,000달러를 수취할 예정</p> <p>2) 판매 로열티: 각 국가별 품목허가를 득한 이후, 판매목표를 달성하면 계약지역에서 발생한 순매출의 일정 비율에 해당 하는 금액을 판매 로열티로 수취할 예정</p> <p>3) 계약 기간: 2022.12.29 - 마지막 판매 로열티 수취일</p> <p>4) 계약 지역: 전세계</p> <p>5) 주요내용</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 단일 개발대상품목에 대한 기술 라이선싱 계약임</li> <li>- 계약금, 마일스톤은 반환의무 없음</li> <li>- 옵션품목(추가개발품목)에 대하여 계약당사자간 추가적인 계약을 할 수 있으며, 본 계약과 실질적으로 유사한 계약내용으로 추가 계약을 체결할 수 있음</li> <li>- 1차 계약금은 계약체결후 45일 이내(2023년 2월 13일 이전)에 수령할 예정</li> <li>- 계약체결이후 계약상대방 회사가 개발 대상 품목에 대하여 임상을 완료하고, 판매개시후 판매 마일스톤 금액까지 당사의 계약금 및 마일스톤의 최대 수령가능 금액은 USD 145,000,000(1,839억원)이며, 일부 품목이 임상을 실패 하거나 판매금액이 적을 경우 축소될 가능성이 있습니다(판매에 따른 순매출의 일정비율의 로열티는 별도)</li> </ul>

자료: DART, 신한투자증권 정리 / 주: 2022년 12월 30일 공시 내용의 요약임

**알테오젠 목표주가 산출**

(십억원, 천주, 원)		비고(주요 가정)
<b>파이프라인가치</b>	<b>2,444.7</b>	
ALT-B4	1,660.6	기존 체결 계약 4건 가치(산도즈 포함) 합산
아일리아 바이오시밀러	471.6	2025년 출시, 출시 후 5년 뒤 Peak M/S 5% 가정
ADC(유방암/위암)	186.0	2025년 출시, 출시 후 5년 뒤 Peak M/S 5% 가정
성장호르몬	126.5	2026년 출시, 출시 후 5년 뒤 Peak M/S 5% 가정
순차입금	(45.4)	2023년 추정치 기준
<b>합계</b>	<b>2,490.1</b>	
발행주식수	52,415.5	전환우선주 100% 전환 가정
<b>적정주가</b>	<b>48,000</b>	
현재주가	39,600	2023년 1월 2일 종가
<b>상승여력</b>	<b>21.2%</b>	

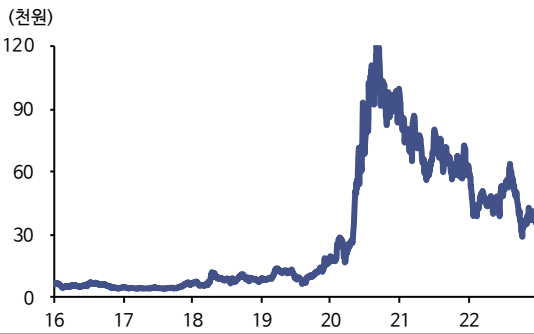
자료: 신한투자증권 추정

2018년 이후 SC 제형 변경 플랫폼 라이선스 딜 현황

Date	Licensor	Licensee	Upfront Fee (백만달러)	Total Value (백만달러)
2018.10.30	Halozyme	Roche	25	520
2019.02.04	Halozyme	Argenx	30	510
2019.12.02	Alteogen	Global Pharma	13	1,373
2020.06.24	Alteogen	Not Disclosed	16	3,865
2020.10.06	Halozyme	Argenx	-	-
2020.11.23	Halozyme	Horizon	30	190
2021.01.07	Alteogen	Intas Pharmaceuticals	6	115
2021.06.22	Halozyme	ViV Healthcare	40	215
2022.03.24	Halozyme	Chugai Pharma	25	185
2022.12.29	Alteogen	Sandoz	-	145

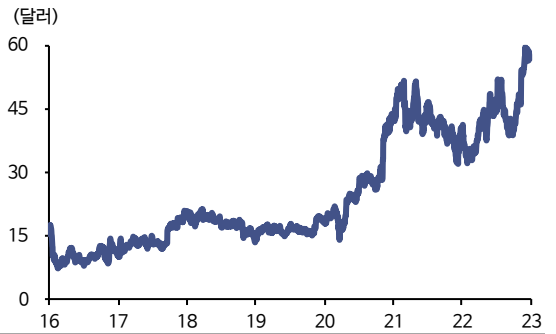
자료: Bloomberg, 신한투자증권 정리

알테오젠 주가 추이



자료: Quantwise, 신한투자증권

할로자임 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>자산총계</b>	<b>159.2</b>	<b>260.3</b>	<b>232.7</b>	<b>258.9</b>	<b>238.9</b>
유동자산	137.9	212.2	168.9	194.3	174.8
현금및현금성자산	38.9	10.5	10.1	50.8	60.6
매출채권	1.6	4.3	2.1	2.2	2.2
재고자산	0.5	1.0	0.6	0.8	0.8
비유동자산	21.3	48.1	63.8	64.6	64.1
유형자산	19.3	29.3	28.4	27.5	25.7
무형자산	1.0	11.3	28.1	29.6	31.0
투자자산	0.2	0.3	0.1	0.2	0.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>98.6</b>	<b>126.4</b>	<b>116.0</b>	<b>158.3</b>	<b>153.4</b>
유동부채	97.0	123.2	113.9	155.7	150.9
단기차입금	2.8	2.3	2.2	2.1	2.0
매입채무	0.4	1.4	0.8	1.1	1.0
유동성장기부채	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
비유동부채	1.6	3.2	2.1	2.5	2.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.8	1.1	0.9	0.9	0.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>60.6</b>	<b>133.9</b>	<b>116.7</b>	<b>100.6</b>	<b>85.5</b>
자본금	14.0	21.5	21.5	21.5	21.5
자본잉여금	74.7	146.2	146.2	146.2	146.2
기타자본	1.6	1.9	1.9	1.9	1.9
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	(29.1)	(32.9)	(40.2)	(47.0)	(53.4)
<b>지배주주지분</b>	<b>61.3</b>	<b>136.7</b>	<b>129.5</b>	<b>122.6</b>	<b>116.3</b>
비지배주주지분	(0.7)	(2.8)	(12.8)	(22.0)	(30.8)
*총차입금	90.8	117.3	105.6	144.0	139.6
*순차입금(순현금)	(42.9)	(85.8)	(58.4)	(45.4)	(31.9)

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>1.5</b>	<b>(9.4)</b>	<b>(19.5)</b>	<b>(20.0)</b>	<b>(21.8)</b>
당기순이익	(18.3)	(9.2)	(17.2)	(16.1)	(15.2)
유형자산상각비	1.8	2.1	2.2	2.1	1.9
무형자산상각비	0.1	0.1	3.3	3.5	3.6
외환환산손실(이익)	2.4	(2.3)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(3.2)	(2.8)	5.6	3.8	1.2
(법인세납부)	(0.0)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
기타	18.6	3.5	(13.4)	(13.3)	(13.3)
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(42.9)</b>	<b>(126.0)</b>	<b>30.7</b>	<b>22.4</b>	<b>36.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(5.1)	(13.6)	(1.3)	(1.2)	0.0
유형자산의감소	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.4)	(10.5)	(20.0)	(5.0)	(5.0)
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	13.4	13.3	13.3
기타	(39.9)	(101.9)	38.6	15.3	27.7
<b>FCF</b>	<b>(3.8)</b>	<b>(30.6)</b>	<b>(22.1)</b>	<b>(23.8)</b>	<b>(23.8)</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>76.1</b>	<b>107.0</b>	<b>(11.6)</b>	<b>38.4</b>	<b>(4.4)</b>
차입금의 증가(감소)	(0.4)	(0.3)	(11.6)	38.4	(4.4)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	76.5	106.5	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.2)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>34.5</b>	<b>(28.4)</b>	<b>(0.5)</b>	<b>40.8</b>	<b>9.8</b>
기초현금	4.4	38.9	10.5	10.1	50.8
기말현금	38.9	10.5	10.1	50.8	60.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**포괄손익계산서**

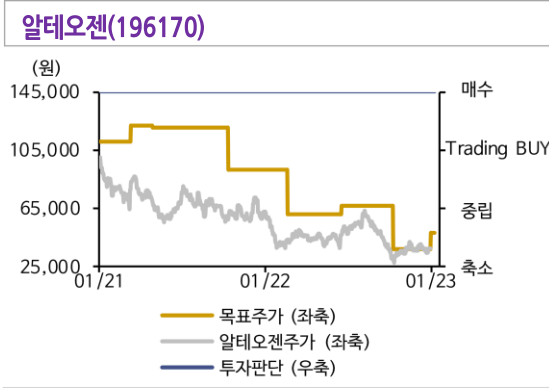
12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>42.4</b>	<b>41.1</b>	<b>22.5</b>	<b>30.9</b>	<b>30.0</b>
증감률 (%)	45.1	(3.1)	(45.3)	37.6	(3.1)
<b>매출원가</b>	<b>23.7</b>	<b>33.0</b>	<b>21.0</b>	<b>33.0</b>	<b>32.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>18.8</b>	<b>8.2</b>	<b>1.5</b>	<b>(2.1)</b>	<b>(2.0)</b>
매출총이익률 (%)	44.2	19.9	6.8	(6.6)	(6.6)
<b>판매관리비</b>	<b>18.8</b>	<b>21.0</b>	<b>34.3</b>	<b>29.4</b>	<b>28.5</b>
<b>영업이익</b>	<b>(0.1)</b>	<b>(12.8)</b>	<b>(32.8)</b>	<b>(31.5)</b>	<b>(30.5)</b>
증감률 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률 (%)	(0.1)	(31.1)	(145.8)	(101.7)	(101.7)
<b>영업외손익</b>	<b>(17.6)</b>	<b>4.5</b>	<b>15.6</b>	<b>15.4</b>	<b>15.4</b>
금융손익	0.1	1.5	1.6	1.4	1.4
기타영업외손익	(17.7)	3.0	14.0	14.0	14.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>(17.7)</b>	<b>(8.3)</b>	<b>(17.2)</b>	<b>(16.1)</b>	<b>(15.2)</b>
법인세비용	0.6	0.9	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	(18.3)	(9.2)	(17.2)	(16.1)	(15.2)
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(18.3)</b>	<b>(9.2)</b>	<b>(17.2)</b>	<b>(16.1)</b>	<b>(15.2)</b>
증감률 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
순이익률 (%)	(43.1)	(22.4)	(76.6)	(51.9)	(50.5)
(지배주주)당기순이익	(15.8)	(3.9)	(7.3)	(6.8)	(6.4)
(비지배주주)당기순이익	(2.5)	(5.3)	(10.0)	(9.3)	(8.8)
<b>총포괄이익</b>	<b>(18.3)</b>	<b>(9.2)</b>	<b>(17.2)</b>	<b>(16.1)</b>	<b>(15.2)</b>
(지배주주)총포괄이익	(15.8)	(3.9)	(7.3)	(6.8)	(6.4)
(비지배주주)총포괄이익	(2.5)	(5.3)	(10.0)	(9.3)	(8.8)
<b>EBITDA</b>	<b>1.8</b>	<b>(10.6)</b>	<b>(27.4)</b>	<b>(25.9)</b>	<b>(25.0)</b>
증감률 (%)	흑전	적전	적지	적지	적지
EBITDA 이익률 (%)	4.3	(25.9)	(121.6)	(83.8)	(83.5)

**주요 투자지표**

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	(363)	(177)	(330)	(307)	(289)
EPS (지배순이익, 원)	(314)	(75)	(139)	(129)	(122)
BPS (자본총계, 원)	1,190	2,577	2,227	1,920	1,631
BPS (지배지분, 원)	1,203	2,631	2,470	2,341	2,219
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(275.5)	(356.1)	(116.1)	(124.8)	(132.3)
PER (지배순이익, 배)	(318.3)	(843.9)	(275.0)	(295.6)	(313.5)
PBR (자본총계, 배)	84.0	24.5	17.2	19.9	23.5
PBR (지배지분, 배)	83.1	24.0	15.5	16.3	17.2
EV/EBITDA (배)	2,763.0	(292.2)	(69.4)	(73.4)	(76.2)
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 (%)	4.3	(25.9)	(121.6)	(83.8)	(83.5)
영업이익률 (%)	(0.1)	(31.1)	(145.8)	(101.7)	(101.7)
순이익률 (%)	(43.1)	(22.4)	(76.6)	(51.9)	(50.5)
ROA (%)	(14.9)	(4.4)	(7.0)	(6.5)	(6.1)
ROE (지배순이익, %)	(24.1)	(3.9)	(5.5)	(5.4)	(5.4)
ROIC (%)	2.8	(47.0)	(69.0)	(62.0)	(62.8)
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	162.8	94.4	99.4	157.3	179.5
순차입금비율 (%)	(70.8)	(64.0)	(50.0)	(45.1)	(37.3)
현금비율 (%)	40.1	8.6	8.8	32.6	40.2
이자보상배율 (배)	(0.1)	(21.2)	(50.6)	(43.4)	(37.0)
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	(13.8)	(132.3)	(20.9)	(5.1)	(3.6)
재고자산회수기간 (일)	5.8	6.7	13.2	8.0	9.5
매출채권회수기간 (일)	11.0	25.8	51.8	25.7	26.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2020년 12월 01일	매수	111,216	(24.2)	(10.1)
2021년 03월 12일	매수	122,338	(36.9)	(28.9)
2021년 04월 29일	매수	120,948	(45.1)	(33.6)
2021년 10월 13일	매수	91,754	(37.6)	(20.8)
2022년 02월 21일	매수	60,891	(25.5)	(16.6)
2022년 06월 20일	매수	66,730	(23.9)	(4.4)
2022년 10월 12일	매수	36,701	1.4	16.3
2023년 01월 03일	매수	48,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

### Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이동건)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 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 투자 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	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

### 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 12월 30일 기준)

매수 (매수)	95.80%	Trading BUY (중립)	2.10%	중립 (중립)	2.10%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------