

2023.04.28(금) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-04-28 오전 4:11

수정한 날짜: 2023-04-28 오전 5:39

2023.04.28(금) 증권사리포트

LG에너지솔루션

실적이 좋았고 전망도 좋다

[\[출처\] DS투자증권 구성중 애널리스트](#)

AMPC 크레딧 기여로 목표주가 75만원으로 상향

LG에너지솔루션에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 75만원으로 상향한다. IRA Tax 크레딧이 영업이익에 기여하면서 추정치를 상향한 영향이다. 멀티플은 2025년 CATL의 EV/EBITDA 멀티플에 30% 프리미엄을 적용했다. 미국 IRA법안 이후 동사의 북미시장 협상력이 커지고 있고 세제 혜택에 따라 수익성도 확대 중이다. 글로벌 셀메이커 중 가장 높은 멀티플을 받고 있으나 다양한 폼팩터/고객사와 협상력을 고려할 때 프리미엄이 타당하다는 판단이다. 다만 2025년 이후 실적에 AMPC 크레딧이 기여하는 바가 크기에 북미지역의 안정적인 생산/판매도 중요하다.

1Q23: 영업이익률 7.2%(+4.5%p (QoQ)), 2Q23 매출액 +2% 전망

2023년 1분기 매출액/영업이익은 각각 8.75조원(+101% YoY)/6,332억원(+145%), 영업이익률 7.2%(+1.3%p)로 시장기대치(OP 4,850억원)를 크게 상회했다. 전분기 대비 2%/167% 증가했다. AMPC 크레딧이 1,003억원 반영된 영향이 컸고 사업부별로는 원통형 수요가 양호한 가운데 GM JV 1기의 안정적 양산이 긍정적이었다. 2Q23 매출액/영업이익은 2%/9% QoQ 증가한 8.89조원/6,920억원, 영업이익률 7.8%(+0.6%p)를 전망한다. 메탈가 하락으로 평균 ASP는 내려가지만 EV용 배터리 비중 확대로 믹스개선이 상쇄할 전망이다. 물량 증가로 수익성 개선이 예상된다.

컨콜내용: 매출액 +30% 전망. AMPC 인식. LFP도 수익성 확보 가능

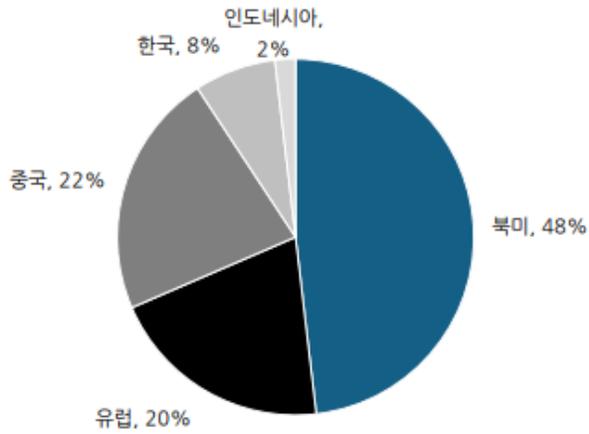
매출액 가이던스를 30% 이상 성장으로 상향했다. Tax 크레딧이 영업활동과 연계되기에 1Q23 실적에 반영했다. 향후 AMPC의 예산한도/수취방법은 변경될 수 있다. IRA 법안에서 핵심광물 대상 국가의 추가와 FEOC 정의여부도 관건이다. LFP배터리의 단위당 투자비는 삼원계 대비 높을 수 있으나 원재료비가 낮고 Tax 크레딧으로 수익성 확보가 가능할 전망이다. 최근 OEM들의 전기차 판가 인하에도 동사의 공급가격에는 영향이 없다고 밝혔다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,461	17,852	25,599	36,211	45,862
영업이익	-475	768	1,214	3,041	3,492
영업이익률(%)	-32.5	4.3	4.7	8.4	7.6
세전이익	-605	777	995	3,061	3,393
지배주주지분순이익	-456	793	767	1,936	1,643
EPS(원)	-2,278	3,963	3,279	8,271	7,017
증감률(%)	적지	흑전	-17.3	152.3	-15.2
ROE(%)	n/a	10.7	5.7	9.9	7.6
PER (배)	n/a	n/a	132.8	68.5	80.8
PBR (배)	n/a	n/a	5.4	6.5	5.8
EV/EBITDA (배)	-11.4	2.6	34.1	24.1	17.5

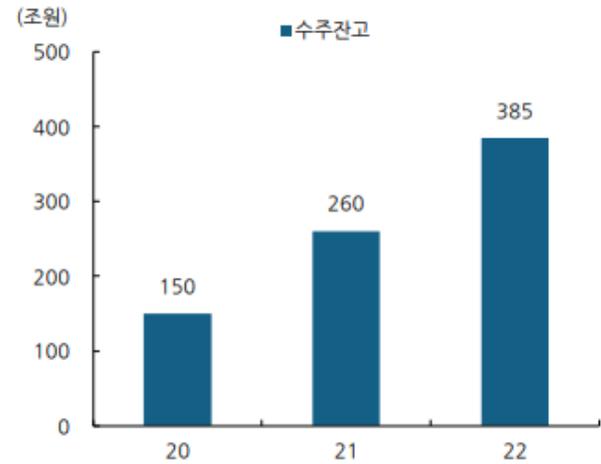
자료: LG에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림1 LGES의 2025년 CAPA 540GWh의 지역별 목표



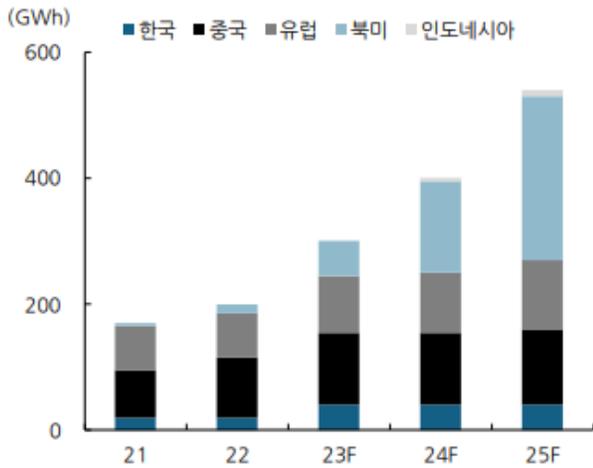
자료: LG에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터

그림2 LGES의 수주잔고 추이



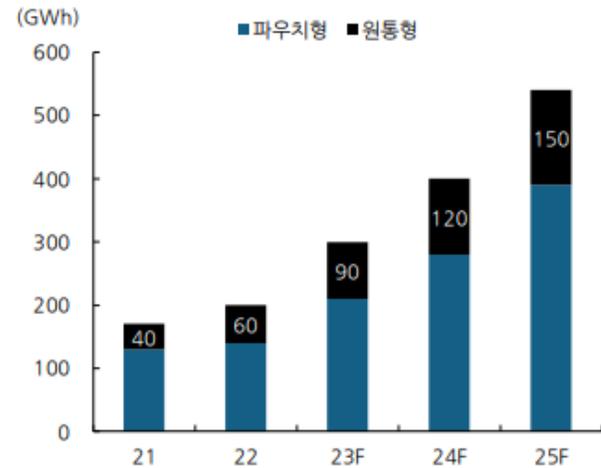
자료: LG에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터

그림3 LGES의 주요 지역별 CAPA 전망

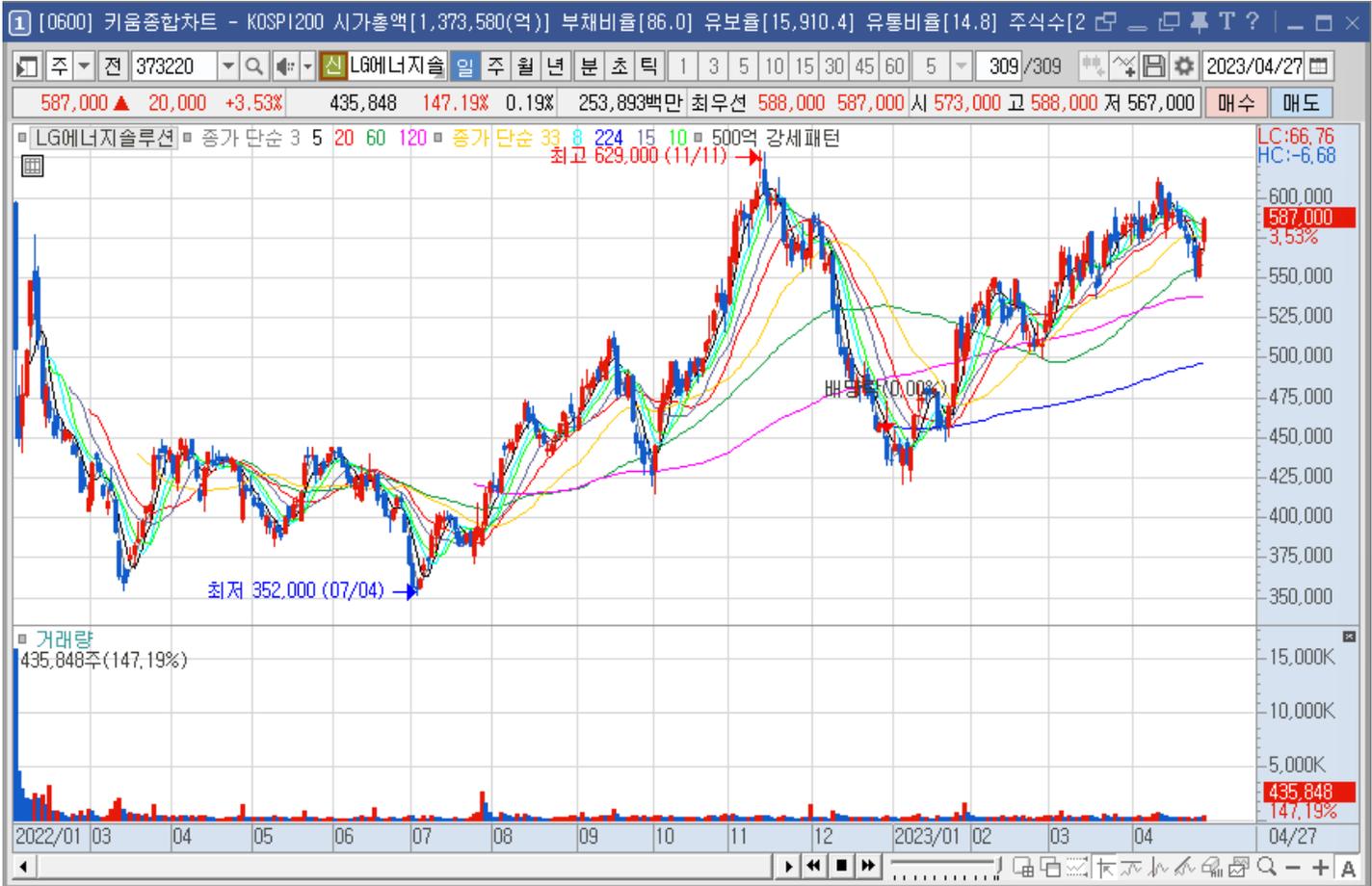


자료: LG에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터

그림4 LGES의 품팩터별 CAPA 전망



자료: LG에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터



LG화학

유럽의 계획된 전지 신증설 중 70%가 위험하다

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

먼저 진출한 자의 여유 그리고 품격

유럽은 2030년까지 50여개의 신규 기가 배터리 플랜트를 건설할 계획이다. 이 물량이 모두 현실화된다면 승용차/밴/트럭/버스 및 저장 시스템에서 필요한 배터리 수요를 모두 충족할 수 있다. 다만 미국으로 인하여 게임의 규칙이 빠르게 변하고 있다. 미국의 IRA로 Tesla/Northvolt/Iberdrola와 같은 완성차/배터리 업체들이 유럽보다는 미국에 플랜트를 건설하는데 우선순위를 두고 있고 있기 때문이다. 또한 숙련된 인력 부족, 원재료 공급 제한, 대규모 자금 조달 및 선도 업체의 해외 진출 학습 기간 등을 고려할 경우 유럽에 계획된 물량이 적시에 가동될 가능성은 희박해 보인다.

T&E에 따르면 향후 유럽의 공격적 지원이 없다면, 미국 배터리 투자 확대에 의한 제로섬 효과, 프로젝트 성숙도, 자금/원재료/인력 조달 관련 리스크로 2030년까지 유럽에 계획된 1.8TWh의 배터리 생산능력 중 약 70%가 지연되거나, 축소되거나, 미 실현될 것으로 전망된다. 먼저 진입하고 먼저 시행착오를 거친 동사 배터리부문 폴란드 Wroclaw 플랜트의 경쟁력이 향후 더욱 부각될 가능성이 크다. 또한 동사는 여전히 성장성이 큰 유럽 배터리 시장(2023년 160GWh, YoY +45%)에 대응하기 위하여 분리막/양극재 등 배터리 소재단의 경쟁력 확보도 동시에 진행하고 있다.

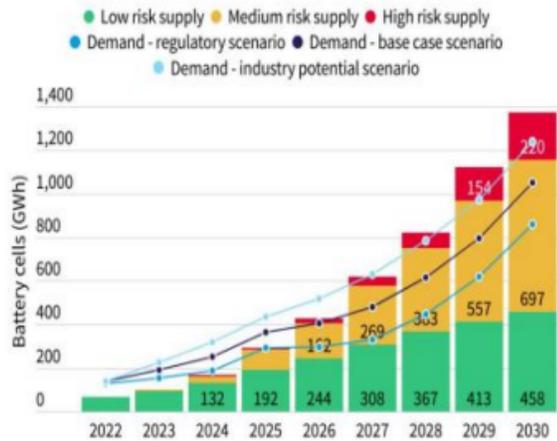
흔타해지고 있는 배터리 공급 체인에 대비하고 있다

최근 배터리/소재/완성차 업체들간의 공급 체인 및 협력 관계가 복잡해지고 있다. 가격 인하 압박과 배터리 조달 문제에 직면한 OEM 업체들이 특정 업체와의 공급 비중을 늘리는 대신 여러 배터리 업체들과의 멀티 파트너 전략을 취하고 있고, 안정적인 원재료 공급망 구축과 협상력을 위하여 소재 직납 비중을 늘리고 있기 때문이다. 동사도 공급 체인 변화 대응 및 부족했던 소재 외판 비중을 높이기 위하여 배터리 소재 직납을 포함하여 GM 및 폭스바겐 등 다른 완성차들 업체와 협력을 강화할 계획이다. 또한 동사는 하이니켈 양극재뿐만 아니라 LFP/미드니켈 양극재, 전구체, 음극재, CNT, 분리막, 방열접착제, BAS, 첨가제 등 관련 체인을 확대하고 있다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	42,599	51,865	67,332	72,253	78,680
영업이익	5,026	2,996	3,578	4,798	5,270
세전이익	4,892	2,813	3,856	5,152	5,518
지배주주순이익	3,670	1,845	1,834	2,579	2,761
EPS(원)	46,880	23,574	23,427	32,940	35,275
증가율(%)	615.9	-49.7	-0.6	40.6	7.1
영업이익률(%)	11.8	5.8	5.3	6.6	6.7
순이익률(%)	9.3	4.2	4.5	5.6	5.5
ROE(%)	18.5	6.9	5.7	7.7	7.8
PER	13.1	25.5	31.0	22.1	20.6
PBR	2.2	1.5	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	7.4	9.1	11.2	9.4	8.8

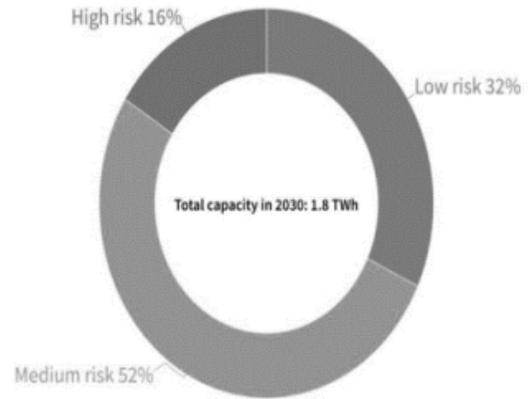
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 유럽 배터리 공급/수요 전망(시나리오별)



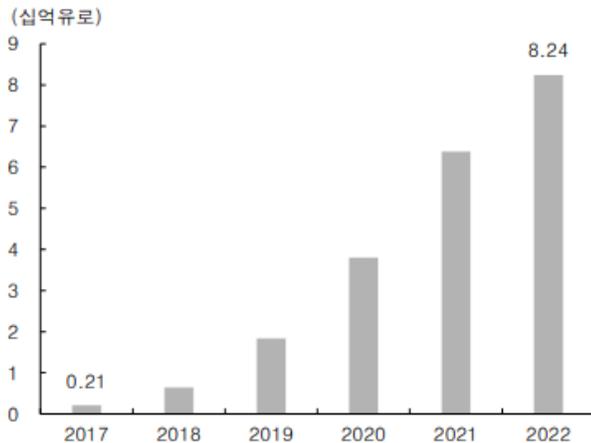
자료: T&E, IBK투자증권

그림 2. 2030년 유럽 배터리 생산능력 위험 평가



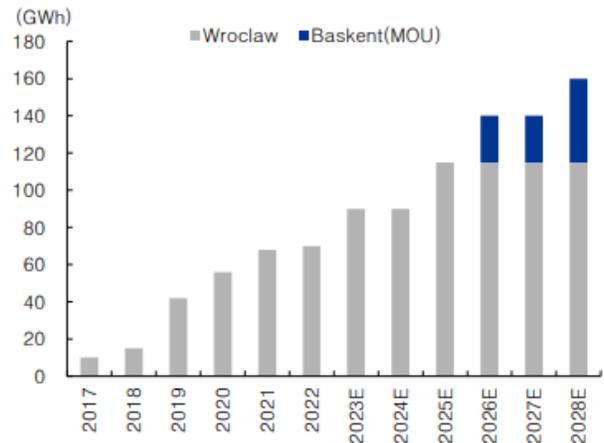
자료: T&E, IBK투자증권

그림 3. 폴란드 리튬이온배터리 수출 추이



자료: PCSO, IBK투자증권

그림 4. LG화학 배터리부문 유럽 생산능력 추이/전망(추정치)



자료: LG화학, LG에너지솔루션, IBK투자증권



LG이노텍
시간과의 싸움

[\[출처\] 키움증권 김지산 애널리스트](#)

1분기는 우려보다 양호했으나 2분기 적자전환 불가피

1분기 영업이익은 1,453억원(QoQ -14%, YoY -60%)으로 낮아진 컨센서스(1,376억원)를 충족시켰다. 아이폰 14 시리즈 판매 부진과 광학솔루션의 고정비 부담 증가, 반도체기판 업황 악화 등으로 고전했는데, 그나마 전장부품이 흑자전환하며 실적을 방어했다.

Counterpoint에 따르면, 1~2월 아이폰 14 시리즈 판매량은 2,772만대로 지난해 같은 기간 아이폰 13 시리즈 판매량을 15% 밑돌았다.

반도체기판이 예상보다 더욱 부진했다. FC-CSP, RF-SiP, AiP 등 모바일 주력 제품군의 수요 약세가 이어지며 수익성이 큰 폭으로 하락했다. 신규 FC-BGA 사업화 비용이 더해지고 있다.

이에 비해 전장부품은 원재료 상승을 판가에 반영하는 한편, 원가 개선 활동을 병행하며 턴어라운드 성공했다.

2분기는 488억원의 영업손실이 예상되고, 컨센서스를 하회할 것이다. 당초 아이폰 15 시리즈향 광학솔루션의 조기 출하를 기대했지만, 스마트폰 시장 침체와 아이폰 14 시리즈 판매 부진 상황을 감안해야 할 것이고, 예년과 유사하게 3분기에 신규 출하가 시작될 것으로 예상된다.

Tape Substrate, 포토마스크 등 디스플레이 제품군은 고강도 재고조정을 딛고 회복 국면에 진입할 것이다.

하반기 실적 모멘텀 유효, 신형 아이폰 P와 Q 개선 기대

상저하고의 진폭이 더욱 확대된 모습으로 하반기 실적 모멘텀은 유효할 것이다. 아이폰 15 시리즈의 사양 면에서 최상위 모델의 폴드드롭 카메라 채용, 4800만화소 카메라 전 모델 확대, 전면 3D 모듈 구조 변화 등이 변함없이 추진되고, 판가가 의미있게 상승할 것이다.

아이폰 15 시리즈의 연내 출하량은 9,000만대로 추정되며, 전작 대비 10% 가량 증가할 전망이다. Pro 시리즈 차별화 전략에 따라 Pro 시리즈의 판매량 우위 기조가 이어질 것이다.

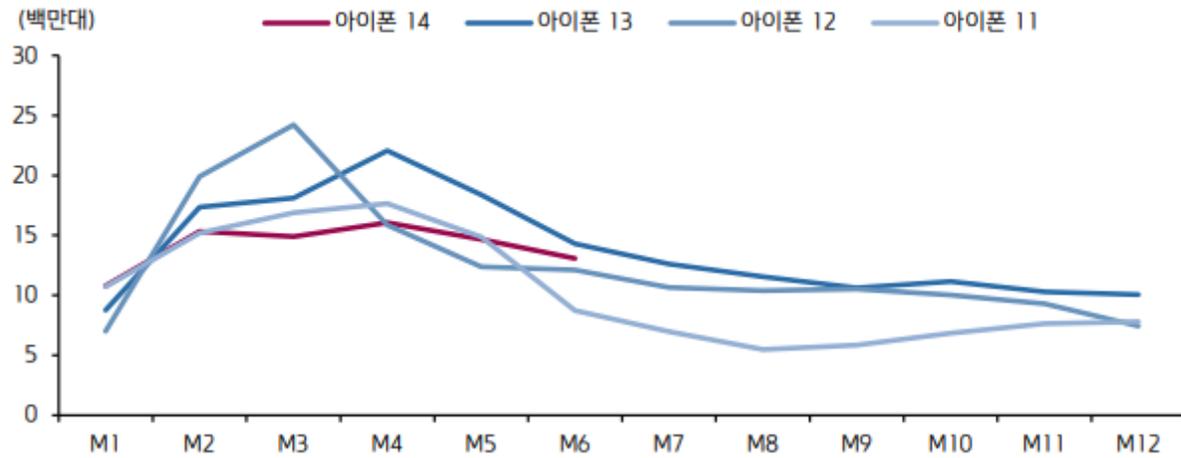
반도체기판도 하반기에는 전방 Set 수요 회복과 함께 전략 고객 신모델 효과에 힘입어 RF-SiP와 AiP 중심으로 반등할 것이다.

투자지표

(억원, IFRS)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	149,456	195,894	201,467	214,470
영업이익	12,642	12,718	9,257	11,255
EBITDA	20,338	21,575	20,661	25,563
세전이익	11,932	11,351	8,403	10,694
순이익	8,883	9,798	6,303	8,021
지배주주지분순이익	8,883	9,798	6,303	8,021
EPS(원)	37,532	41,401	26,630	33,889
증감률(%YoY)	276.2	10.3	-35.7	27.3
PER(배)	9.7	6.1	9.7	7.6
PBR(배)	2.60	1.40	1.27	1.11
EV/EBITDA(배)	4.7	3.4	3.8	2.9
영업이익률(%)	8.5	6.5	4.6	5.2
ROE(%)	30.9	25.9	13.9	15.6
순부채비율(%)	28.3	33.9	38.5	26.2

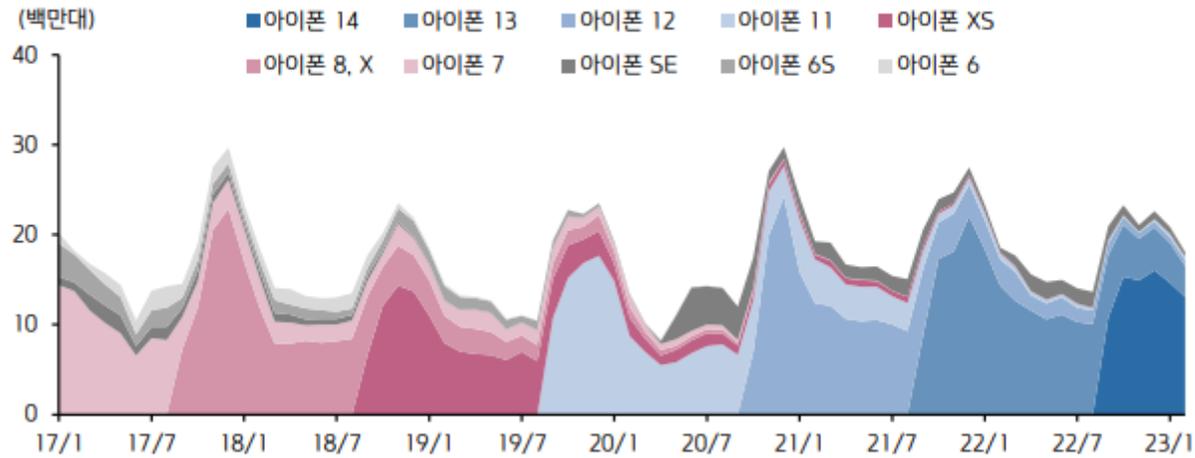
자료: 키움증권

아이폰 시리즈별 판매량 비교(출시 후 12개월)



자료: Counterpoint, 키움증권

아이폰 시리즈별 판매량 추이



자료: Counterpoint, 키움증권



JB금융지주

유의미한 대손비용률 상승

[\[출처\] 유안타증권 정태준 애널리스트](#)

투자의견 HOLD 유지, 목표주가 10,000원으로 하향

1분기 연결 이익은 1,634억원으로 당사 추정치 1,519억원 상회. 컨센서스 1,585억원 부합. 주요 특이요인으로는 1) 캐피탈 총당금 환입 168억원, 2) 은행 선제 총당금 적립 44억원, 3) 희망퇴직비용 187억원, 4) 특수채권 매각익 119억원 등임. 이번 실적에서 주목할 점은 대규모 총당금 환입이 있었음에도 불구하고 대손비용률이 전년동기대비 크게 상승했다는 점인데, 이는 동사의 자산건전성 우려가 수면 위로 나타나고 있음을 시사. 이에 더불어 동사도 이번 분기에는 은행 순이자마진이 하락하며 중금리 대출 및 PF 확대를 통한 기존의 수익성 방어 전략의 효과 역시 감퇴하고 있음 점을 방증. 올해와 내년 이익 추정치를 하향 조정하며 목표주가를 기존 11,000원에서 10,000원으로 하향. 투자의견 HOLD 유지.

이자이익 전년동기대비 17.4% 증가, 전분기대비 1.4% 감소하며 추정치 부합. 그룹 NIM은 전분기대비 3bps 상승했지만, 은행 NIM은 전분기대비 1bp 하락. 원화대출금은 전분기대비 0.2% 감소.

비이자이익 전년동기대비 2.6%, 전분기대비 653.3% 증가하며 추정치 상회. 수수료이익은 전년동기대비 11.2%, 전분기대비 333.1% 증가.

판매비와 관리비 전년동기대비 13.7% 증가, 전분기대비 12.4% 감소하며 추정치보다 양호. 희망퇴직비용이 발생했음에도 경비율은 37.9%로 전년동기대비 0.8%pt 개선.

총당금전입액 전년동기대비 147.4% 증가, 전분기대비 17.0% 감소하며 추정치 상회. 대규모 총당금 환입이 있었음에도 불구하고 대손비용률이 78bps를 기록하며 전년동기대비 46bps 상승. 기존의 중금리 대출 및 PF 확대 전략의 영향이 반영되는 것으로 판단.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

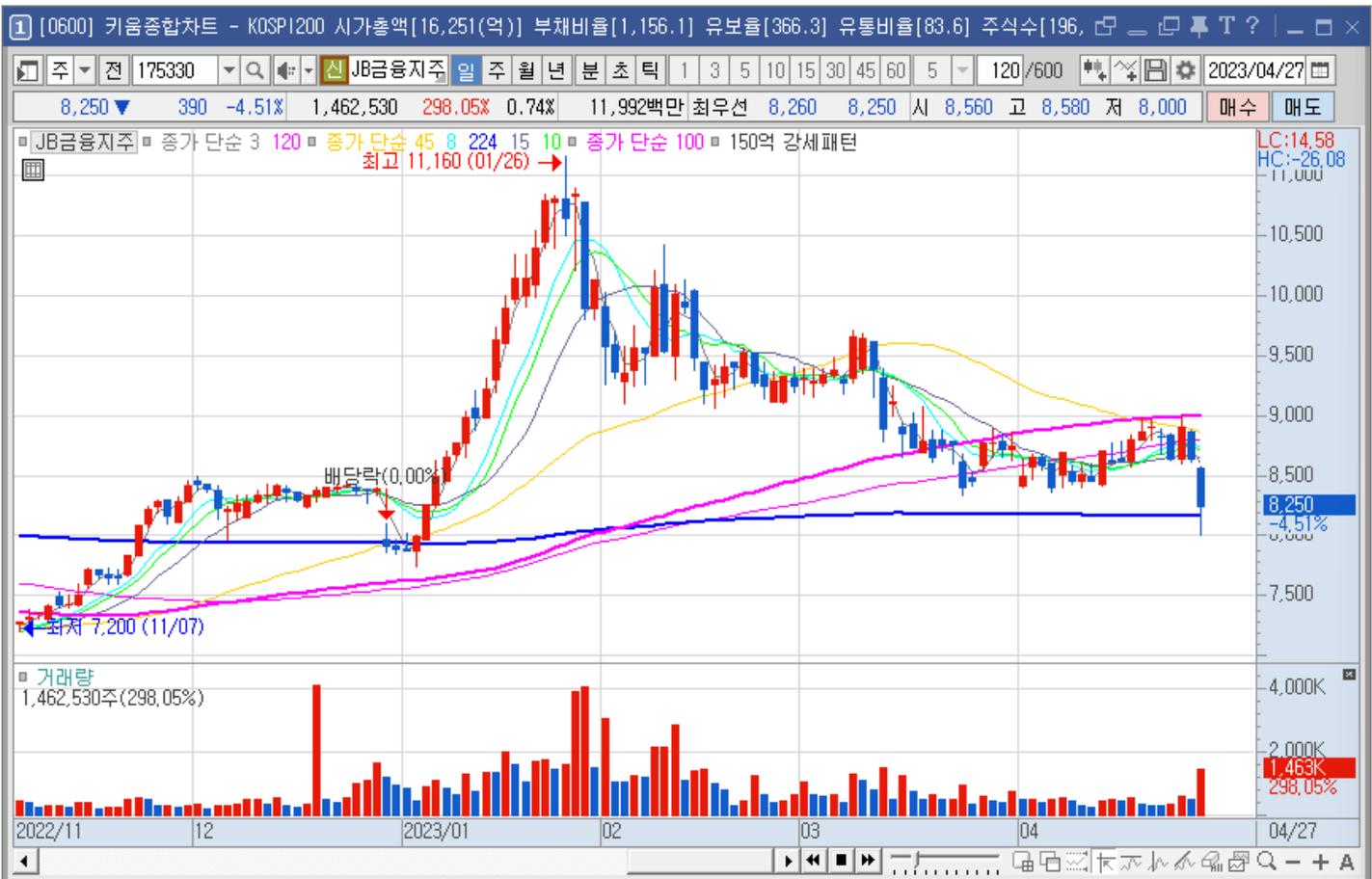
	1Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
순영업수익	505	16.2	5.1	487	3.8
총전영업이익	314	17.8	19.7	290	8.0
영업이익	223	-2.8	45.7	224	-0.3
세전이익	223	-3.3	42.7	223	0.3
연결순이익	167	-2.4	41.8	164	1.8
지배주주순이익	163	-2.1	43.4	159	3.1

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023E	2024E
순영업수익	1,570	1,813	1,957	1,957
영업이익	708	826	801	792
지배순이익	507	601	588	583
PER (배)	3.2	2.6	2.9	2.9
PBR (배)	0.39	0.34	0.33	0.32
ROE (%)	12.8	13.8	12.4	11.7
ROA (%)	0.92	1.03	0.97	0.93

자료: 유안타증권



백광산업

새만금 양극재 전구체 투자 최대 수혜주

[\[출처\] 하나증권 조정현 애널리스트](#)

전구체 제조 핵심 소재, 수산화나트륨 공급 업체

백광산업은 1954년에 설립된 무기화학 소재업체로 염소, 수산화나트륨(가성소다), 염산, 특수가스 등을 제조하고 있다. 2022년 매출 비중은 CA(염소, 수산화나트륨) 68%, 소재(반도체용 특수가스) 13%, 식품 15%, 기타 4%이다. 동사의 주력 제품인 수산화나트륨은 최근 2차전지 산업에 쓰임이 확대되고 있다. NCM 및 NCA 양극재 전구체 제조시 분순물을 제거하는 공침 공정에 수산화나트륨이 필수적으로 사용된다. 현재 동사를 포함한 국내 주요 4사(한화솔루션, LG화학, 백광산업, 롯데정밀화학)의 과거 3년 평균 가동률은 95% 수준으로, 국내 업체들의 공격적인 전구체 증설 계획을 고려하면, 현재 공급량은 턱없이 부족한 실정으로, 수급 미스매치에 따른 스프레드 확대가 지속될 전망이다.

2028년까지 국내 전구체 생산능력 65만톤으로 확대

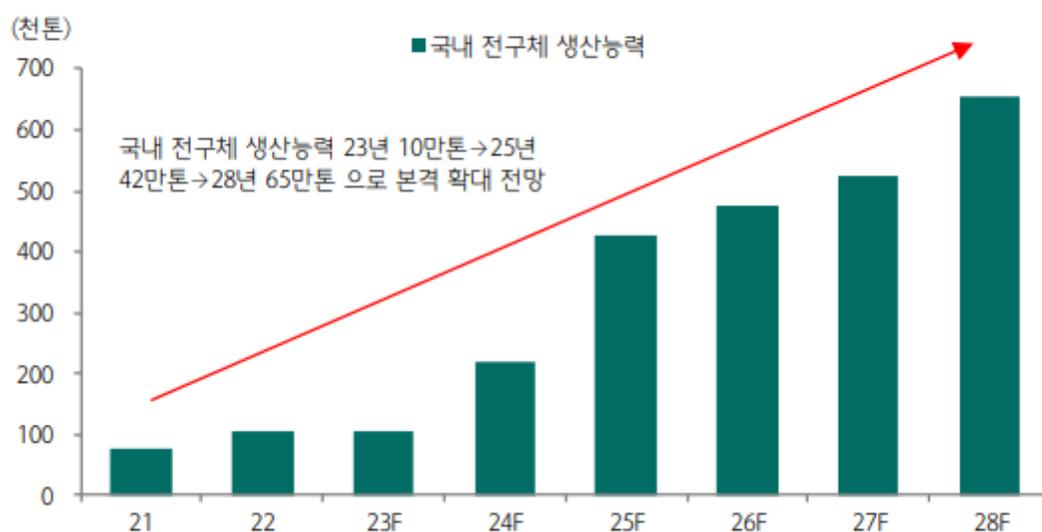
새만금 산단을 중심으로 2차전지 전구체 증설이 폭증할 전망이다. 1) IRA법안에 따라 중국 의존도 95% 수준인 양극재 전구체 내재화 및 공급망 재편이 불가피하며, 2) 올해를 기점으로 새만금 산단의 세액공제 혜택(5년간 100% 세율 면제)에 따른 투자 유치가 지속되고 있으며, 3) 중국 메이저 전구체 업체들의 JV를 통한 국내 투자가 본격화되고 있기 때문이다. 이 가운데, 백광산업은 국내 수산화나트륨 업체 중 새만금 산단 내 최대 CAPA를 보유한 업체로 구조적 수혜가 전망된다. 작년 동사는 이미 100% 수산화나트륨 CAPA를 기존 15만톤에서 18만톤으로 확대하였으며, 올해부터 실적에 본격 반영될 전망이다. 국내 전구체 생산능력은 2023년 10만톤에서 2028년 65만톤으로 대폭 확대될 전망으로, 약 55만톤의 추가 수산화나트륨이 필요할 것으로 판단된다. 수산화나트륨은 제품 물성의 민감도로 인해 수출입이 제한적인 내수 시장이기 때문에 국내 Top 3 생산능력을 보유한 동사의 반사 수혜가 예상된다.

2023년 매출액 2,607억원, 영업이익 317억원 전망

2023년 매출액 2,607억원(+12.0%, YoY), 영업이익 317억원(+13.7%, YoY)으로 최대 실적을 전망한다. 이는 1) 수산화나트륨 증설 효과 본격화, 2) 반도체 향 고순도염화수소 소재 공급 확대에 기인한다. 작년 여수공장 신설비교체를 통한 생산효율성 증대로 수산화나트륨 성장이 지속될 전망이다. 고순도염화수소는 반도체 식각 공정에 사용되는 국산화 소재이며, 백광산업이 국내 유일 양산 중으로 신규 고객사 확보가 가능할 것으로 예상된다. 올해 기존 1,500톤에서 3,000톤으로 증설을 목표로 향후 외형 성장을 견인할 것으로 전망된다

Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	십억원	175	168	171	191	233
영업이익	십억원	27	21	13	18	28
세전이익	십억원	23	17	10	15	24
순이익	십억원	22	16	10	15	22
EPS	원	497	357	226	332	482
증감율	%	252.5	N/A	(36.7)	46.9	45.2
PER	배	5.0	6.9	14.7	15.5	8.9
PBR	배	0.7	0.6	0.8	1.2	0.9
EV/EBITDA	배	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE	%	14.5	9.6	5.7	7.9	10.4
BPS	원	3,532	3,831	3,961	4,235	4,676
DPS	원	50	75	50	50	60

그림 3. 국내 전구체 생산능력 추이 및 전망



자료: 언론보도, 하나증권



천보

상반기 실적 부진 국면, 하반기 개선 전망

[\[출처\] 하나증권 김현수 애널리스트](#)

1Q23 Review : P 하락과 Q 감소

1분기 실적은 매출 470억원(YoY -50%, QoQ -44%), 영업이익 164억원(YoY -91%, QoQ -85%)으로 컨센서스 하회했다. 1) 2차전지 소재 부문(매출 비중 58%)이 매출 272억원(YoY -58%, QoQ -58%), 영업이익 9억원(YoY -93%, QoQ -92%)으로 크게 부진했다. 리튬 가격 하락으로 주력 제품인 LiPO2F2 판가가 고점 대비 -55% 하락한 가운데(3월 수출 가격 기준), 출하량 역시 1분기 중국 전기차 수요 부진 및 고객사들의 주문 연기(판가 추가 하락 전망에 기반한 주문 지연)로 인해 크게 감소했다(1분기 LiPO2F2 수출 QoQ -70% 감소). 이에 따라 2차전지 제품 매출 비중 역시 기존 76%에서 58%로 하락했다. 한편, 리튬 가격 하락폭이 분기말에 더욱 확대되며 역 래깅에 따른 수익성 악화 심화된 가운데, 신규 첨가제 라인 순차 완공에 따른 점진적 고정비 부담 증가까지 겹치며 부문 영업이익률은 전분기 대비 -12.9%p 하락(3.1%)했다. 2) 반도체 및 디스플레이 소재 부문(매출 비중 42%) 역시 PC 및 TV 수요 부진으로 패널 메이커들의 가동률이 낮은 수준에 머물면서 부문 매출 YoY -46%, QoQ -19%로 부진했다. 전사적으로 가동률 하락에 따른 고정비 부담 확대되며 전사 영업이익률 3.5%(QoQ -9.6%p) 기록했다.

2분기 실적 소폭 개선 전망

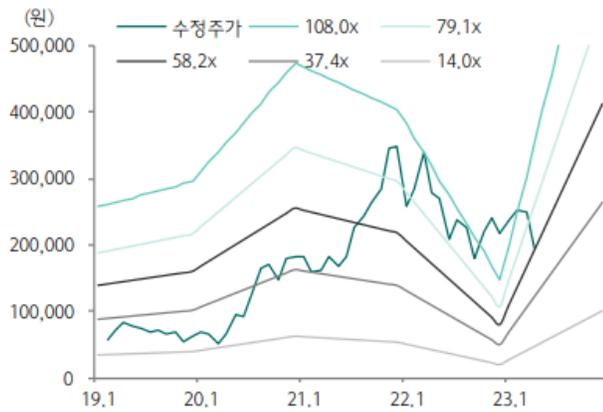
2분기 실적은 매출 512억원(YoY -22%, QoQ +9%), 영업이익 31억원(YoY -74%, QoQ +90%)을 전망한다. 중국 배터리용 탄산리튬 가격이 톤당 9만달러 수준에서 1.9만달러까지 하락한 이후 최근 횡보세 진입함에 따라 고객사들의 LiPO2F2 주문 재개되며 분기 실적은 1분기가 저점일 것으로 전망한다. 특히 배터리 발화 안정성 향상 및 저온 방전 억제에 기여하는 신제품 LiFSI의 CAPA가 기존 1,000톤에서 2023년 말 기준 1만톤으로 증가하며 4분기부터 본격 가동될 것으로 예상됨에 따라 하반기 및 2024년 실적 성장세 가파를 전망이다. 해당 제품은, 최근 국내 셀 메이커들이 준비중인 LFP 배터리의 태생적 문제인 저온 방전 문제 해결에 기여하고, CTP 구현 시의 발화 위험을 줄여줄 수 있다는 점에서 신규 CAPA 가동에 따른 평균 제조 단가 하락 및 가격 경쟁력 확보 시 가파른 매출 증가 전망된다.

2023년 4분기 및 2024년 가파른 실적 성장 전망

투자의견 BUY를 유지한다. 다만, 신규 라인 가동에 따른 비용 증가 반영해 2024년 및 2025년 실적 추정치를 하향 조정, 목표주가 역시 31만원으로 하향한다(2025년 예상 EPS 및 Target P/E 20배 적용). 당분간은 상반기 실적 부진 국면에서 주가 조정 불가피하나 조정 시 매수 전략 유효하다고 판단한다

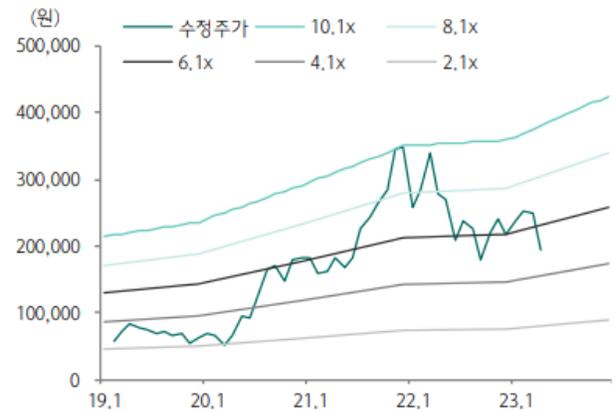
Financial Data						
투자지표	단위	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	십억원	271.6	328.9	279.6	669.1	1,107.7
영업이익	십억원	50.6	56.5	21.7	117.2	234.4
세전이익	십억원	54.9	36.1	18.7	99.3	215.8
순이익	십억원	43.8	37.4	13.6	70.8	154.0
EPS	원	4,377	3,736	1,360	7,084	15,396
증감율	%	60.10	(14.64)	(63.60)	420.88	117.33
PER	배	79.64	58.43	143.38	27.53	12.67
PBR	배	12.07	6.29	5.48	4.62	3.42
EV/EBITDA	배	52.67	31.17	50.94	17.60	10.21
ROE	%	17.19	11.90	3.92	18.42	31.29
BPS	원	28,886	34,714	35,578	42,165	57,064
DPS	원	300	500	500	500	500

그림 1. 천보 12M Fwd PER 추이



자료: 하나증권

그림 2. 천보 12M Fwd PBR 추이



자료: 하나증권



알테오젠

아이들에게 선물해야 할 주식

[\[출처\] 유진투자증권 권해순 애널리스트](#)

HybrozymeTM 가치가 상승하고 있다

고용량 바이오의약품들의 SC 제형 전환 추세는 지속될 전망이며, 알테오젠의 플랫폼 기술인 HybrozymeTM 이 적용되는 시장은 현재 초기 성장 단계로 판단된다. 환자의 투약 편의성 뿐 아니라 사회에서 부담해야하는 의료 비용 감소를 위해 바이오의약품의 SC 제형 전환은 지속될 전망이다.

알테오젠의 HybrozymTM은 비독점적 계약에 기반한 확장성이 높다. SC 제형으로 개발될 신규 오리지널 의약품 뿐 아니라 이미 SC 제형으로 판매되고 있는 글로벌 블록버스터들에 대한 바이오시밀러 개발도 시작될 것으로 예상된다. 그런데 알테오젠의 경쟁사인 할로자임이 인간유래 재조합 단백질인 히알루로니다아제를 이용하여 SC 제형을 개발하고 초기 시장을 창출했지만, 독점적 계약을 통해 그 확장성이 제한적이다.

경쟁사 할로자임 ENHANZE®가 적용된 치료제들의 특허가 만료될 예정이다. ENHANZE® 특허는 유럽 2024 년, 미국 2027 년까지인데 최근 유럽 특허청이 할로자임의 신규 특허를 인정하지 않으면서 다잘렉스 SC 의 특허 연장이 쉽지 않을 전망이다. 반면 HybrozymeTM 특허는 2040 년까지 지속되기 때문에 가치가 상승할 것으로 판단된다.

알테오젠이 체결한 주요 계약에 기반하여 추정된 마일스톤 유입액은 아래 표와 같다. 2025 년부터 HybrozymeTM 기술이 적용된 블록버스터 의약품의 판매가 시작되면서 알테오젠의 이익은 급증할 전망이다.

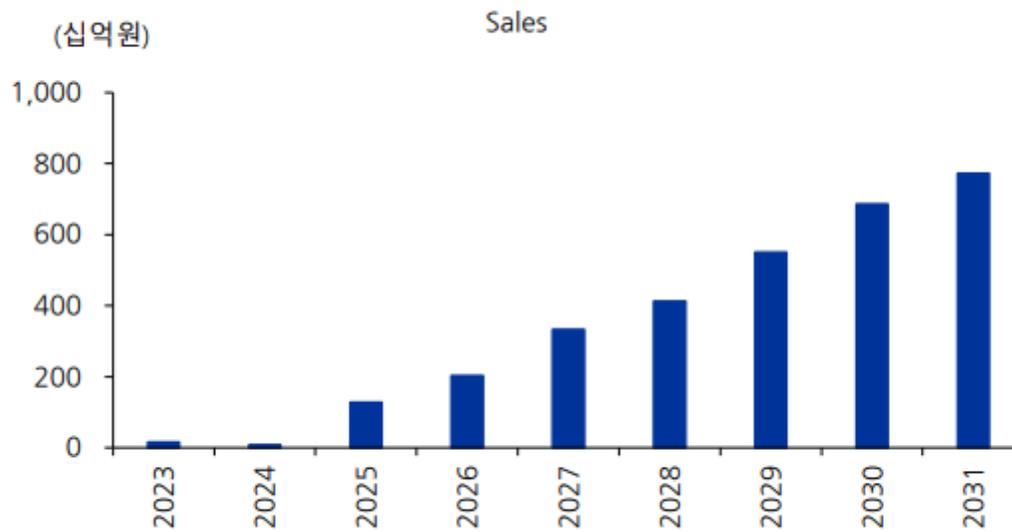
투자의견 BUY 및 목표주가 70,000 원 유지

알테오젠(196170.KQ)에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 70,000 원을 유지한다. 플랫폼 가치의 확장성 및 시장 확대성을 감안할 때 알테오젠의 기업가치는 지속적으로 증가할 전망이다. 목표주가는 2025 년 ALT-B4 기술이 적용된 파이프라인들이 상업화되어 알테오젠에 반영되는 이익을 현가화하여 산출한 값 2 조원, ALT-BB4(재조합 인간 히알루로니다제)와 ALT-H1 의 가치 0.12 조원 및 0.56 조원, EYLEA® 바이오시밀러 파이프라인 가치 0.3 조원, 및 기타 기술이전 계약 가치를 합산하여 산출하였다.

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	41	36	36	39
영업이익	-13	-23	-17	-11
세전손익	-8	-4	-11	-4
당기순이익	-9	-4	-11	-4
EPS(원)	-92	-242	-630	-241
증감률(%)	-	-	-	-
PER(배)	-	-	-	-
ROE(%)	-3.9	-7.3	-20.1	-8.9
PBR(배)	24.0	13.1	16.0	17.5
EV/EBITDA(배)	-	-	-	-

자료: 유진투자증권

도표 1. 알테오젠 주요 기술이전 관련 로열티 및 용역 예상 매출액 추정



자료: 유진투자증권 추정

도표 3. 알테오젠의 주가 및 이벤트 차트



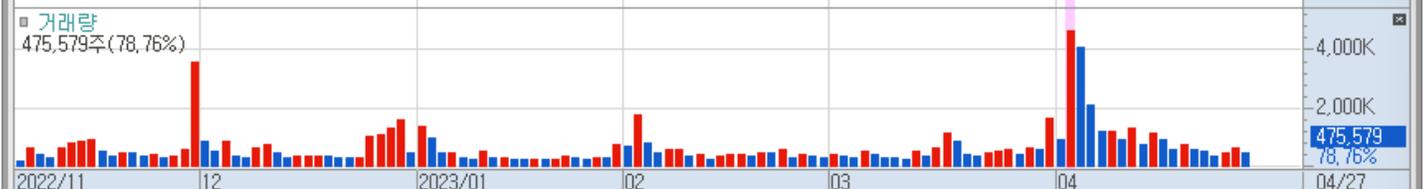
자료: Quantwise, 유진투자증권



주 전 196170 알테오젠 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 15 30 45 60 3 120/600 2023/04/27

44,300 ▼ 1,000 -2.21% 475,579 78.76% 0.92% 21,051백만 최우선 44,350 44,300 시 45,650 고 45,800 저 43,700 매수 매도

알테오젠 □ 증가 단순 3 120 □ 증가 단순 45 8 224 15 10 □ 증가 단순 100 □ 150억 강세패턴



거래량 475,579주 (78.76%) 2022/11 12 2023/01 02 03 04 04/27