

2023.06.21(수) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-06-21 오전 4:12

수정한 날짜: 2023-06-21 오전 11:25

2023.06.21(수) 증권사리포트

엔씨소프트

먼저 맞은 매

[\[출처\] NH투자증권 안재민 애널리스트](#)

언급된 단점을 최대한 보완해서 나오길 기대

엔씨소프트에 대한 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가를 기존 530,000원에서 400,000원으로 하향. TL에 대한 국내 베타테스트의 평가가 좋지 못한 부분을 반영하여 관련 실적 추정치를 낮추었고, 이번 CBT에서 나온 평가를 토대로 보완이 필요해 출시가 미뤄질 수 있음을 감안하여 차기 신작에 대한 일정을 미룸

다만, 회사는 이번 테스트에서 언급된 전투의 타격감, 퀘스트 실행의 불편함, 초반 전투의 지루함 등 부정적 요인들을 최대한 수정하여 연내 출시하겠다는 계획은 현재로서 변함없음

베타테스트 이후 주가는 23% 정도 하락한 상황. 이미 CBT의 부정적 평가는 주가에 어느 정도 반영되었다고 판단. 언급된 단점을 보완해서 출시하면 오히려 낮아진 기대감이 주가에 긍정적으로 반영될 예정. 물론 이번에도 게이머의 기대치를 충족하지 못할 경우에는 valuation de-rating도 나타날 수 있으나, 현재 시점에서 최악의 시나리오는 가정하지 않고 있음

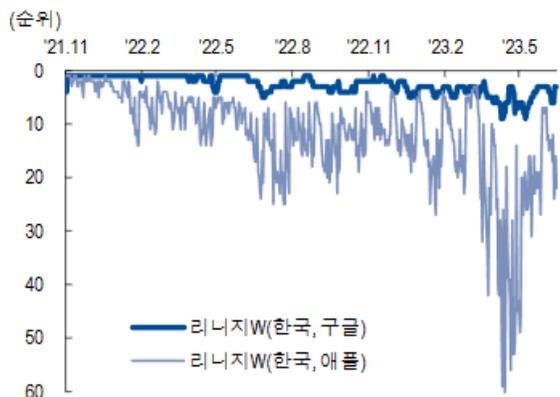
신작 성과에 따른 실적 성장은 2024년에 본격화

기존 게임 노후화로 2023년 엔씨소프트의 실적은 역성장 불가피. 다만, TL을 비롯한 다른 신작의 성과가 나타나는 2024년에는 반등세를 피할 전망. 2024년 매출액 2.37조원(+26.7% y-y), 영업이익 4,364억원(+79.1% y-y)으로 추정. 2024년 PER은 14.3배 수준으로 valuation은 역사적 하단에 진입

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	2,572	1,869	2,368	3,102
증감률	11.4	-27.3	26.7	31.0
영업이익	559.0	243.7	436.4	674.9
증감률	49.0	-56.4	79.1	54.7
영업이익률	21.7	13.0	18.4	21.8
(지배지분)순이익	435.7	324.6	464.9	655.6
EPS	19,847	14,786	21,175	29,860
증감률	9.8	-25.5	43.2	41.0
PER	22.6	20.4	14.3	10.1
PBR	3.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	13.3	15.7	9.7	6.4
ROE	13.7	9.8	13.0	16.5
부채비율	38.7	31.3	29.5	27.5
순차입금	-966.8	-994.1	-1,133	-1,379

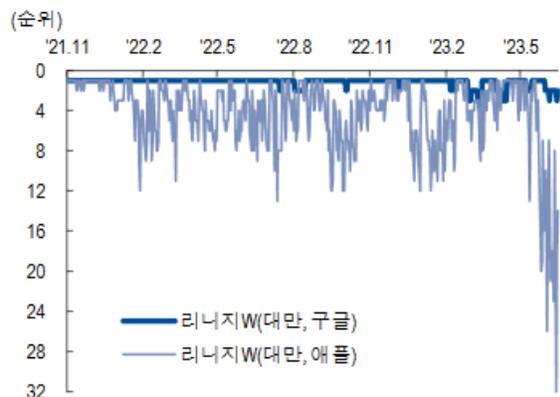
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 엔씨소프트 '리니지W' 앱스토어 매출 순위 (한국)



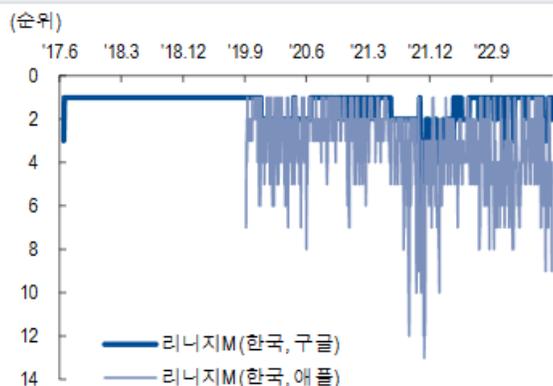
자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 엔씨소프트 '리니지W' 앱스토어 매출 순위 (대만)



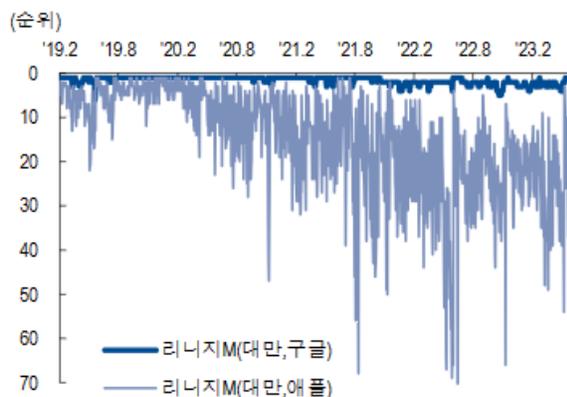
자료: NH투자증권 리서치본부

그림3. 엔씨소프트 '리니지M' 앱스토어 매출 순위 (한국)



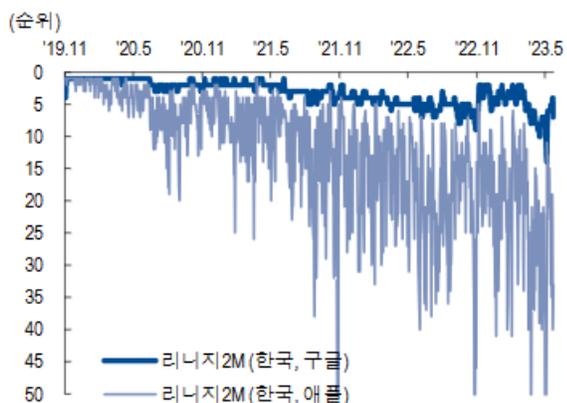
자료: NH투자증권 리서치본부

그림4. 엔씨소프트 '리니지M' 앱스토어 매출 순위 (대만)



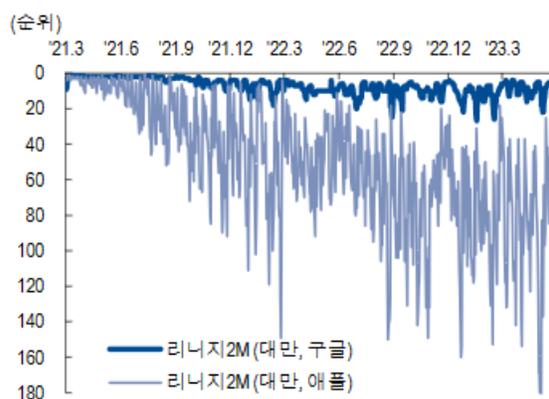
자료: NH투자증권 리서치본부

그림5. 엔씨소프트 '리니지2M' 앱스토어 매출 순위 (한국)



자료: NH투자증권 리서치본부

그림6. 엔씨소프트 '리니지2M' 앱스토어 매출 순위 (대만)



자료: NH투자증권 리서치본부



금호석유

올해 3분기부터 스프레드 확대 전망

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

올해 2분기 실적, 전 분기 대비 감익이 예상되지만.....

금호석유의 올해 2분기 영업이익은 1,113억원으로 전 분기 대비 14.5% 감소할 전망이다. EPDM과 SBR 등 고부가 합성고무는 역내/외 업체들의 사업 철수 및 전기차 등 친환경/고성능 타이어 수요 증가로 여전히 견고한 수익성을 지속하고 있으나, 1) 고가 원재료 가격 투입 영향으로 5~6월 전 사업부문의 레깅 스프레드 축소가 전망되고, 2) 경쟁사 말레이시아 플랜트 가동으로 NB Latex 가격이 하락세로 전환되었으며, 3) 열병합발전소 정기보수 및 SMP 하락 등으로 에너지부문의 실적 감소가 예상되기 때문이다.

다만 동사는 올해 3분기부터 의미 있는 실적 반등이 예상된다. 2분기 폐놀유도체부문 정기보수로 인한 물량 측면의 기저효과가 발생하는 가운데, 합성고무는 증설 부담이 타 화학제품 대비 제한적이고, 부타디엔/에틸렌/프로필렌/벤젠 등 원재료 가격 하락으로 합성고무부문의 스프레드 개선이 예상되며, 고객사 품질 승인 완료로 수익성이 높은 SBR(작년 4분기 6만톤 증설 완료)의 점진적 판매 증가가 전망되기 때문이다. 또한 역내 스팀 크래커들의 정기보수 완료로 6월 이후 저가 원재료 투입 효과가 추가적으로 확대되는 점도 동사 하반기 실적에 긍정적일 전망이다.

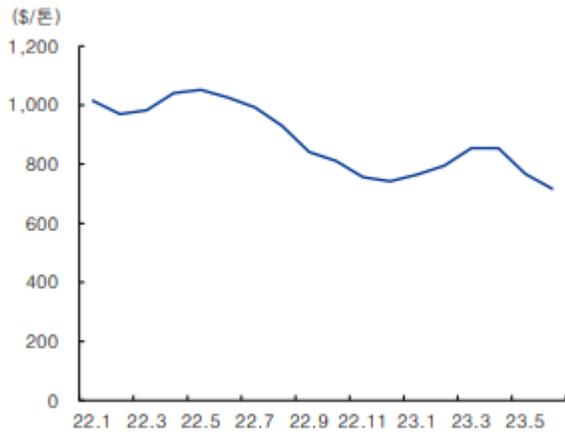
EPDM, 견고한 실적 지속 중

전방 수요의 급격한 개선이 제한되었지만, 금호폴리켄의 주요 제품인 EPDM은 견고한 실적을 지속하고 있다. 북미 수요가 최근 증가하고 있고, 러시아 합성고무 수출 제한 및 최근 몇 년 동안 이어진 경쟁사들의 설비 합리화로 인하여 견고한 수급이 지속되고 있기 때문이다. 한편 세계 EPDM 시장 규모는 작년 180만톤 규모에서 2027년 245만톤으로 연평균 6.5%씩 성장할 전망이다. 전기차에 대한 수요 증가가 아시아 지역의 수요를 확대시키고, 리오프닝 이후 자동차/건설 등 주요 전방의 수요 개선에 기인한다.

(단위:십억원배)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	4,810	8,462	7,976	7,039	7,808
영업이익	742	2,407	1,148	554	725
세전이익	767	2,618	1,252	688	868
지배주주순이익	583	1,965	1,025	538	678
EPS(원)	17,405	58,694	31,017	16,624	20,980
증가율(%)	97.9	237.2	-47.2	-46.4	26.2
영업이익률(%)	15.4	28.4	14.4	7.9	9.3
순이익률(%)	12.1	23.2	12.9	7.6	8.7
ROE(%)	20.2	47.8	19.1	9.2	10.7
PER	8.3	2.8	4.1	7.8	6.2
PBR	1.5	1.1	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.4	1.8	2.6	4.4	3.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 NB Latex 가격 추이



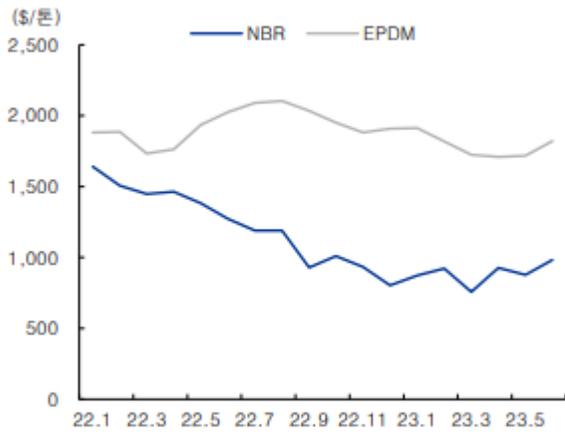
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 2. 국내 SBR/BR 스프레드(Spot) 추이



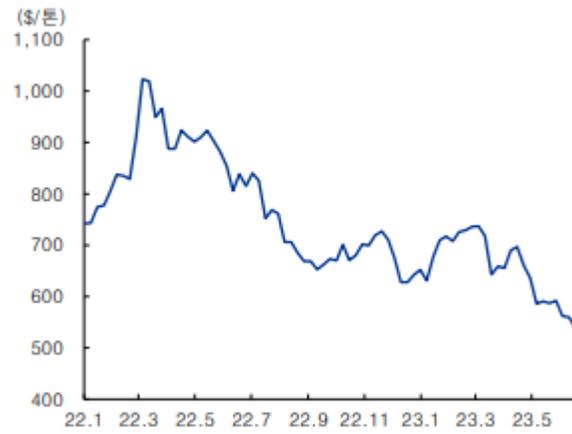
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 3. 국내 NBR/EPDM 스프레드(Spot) 추이

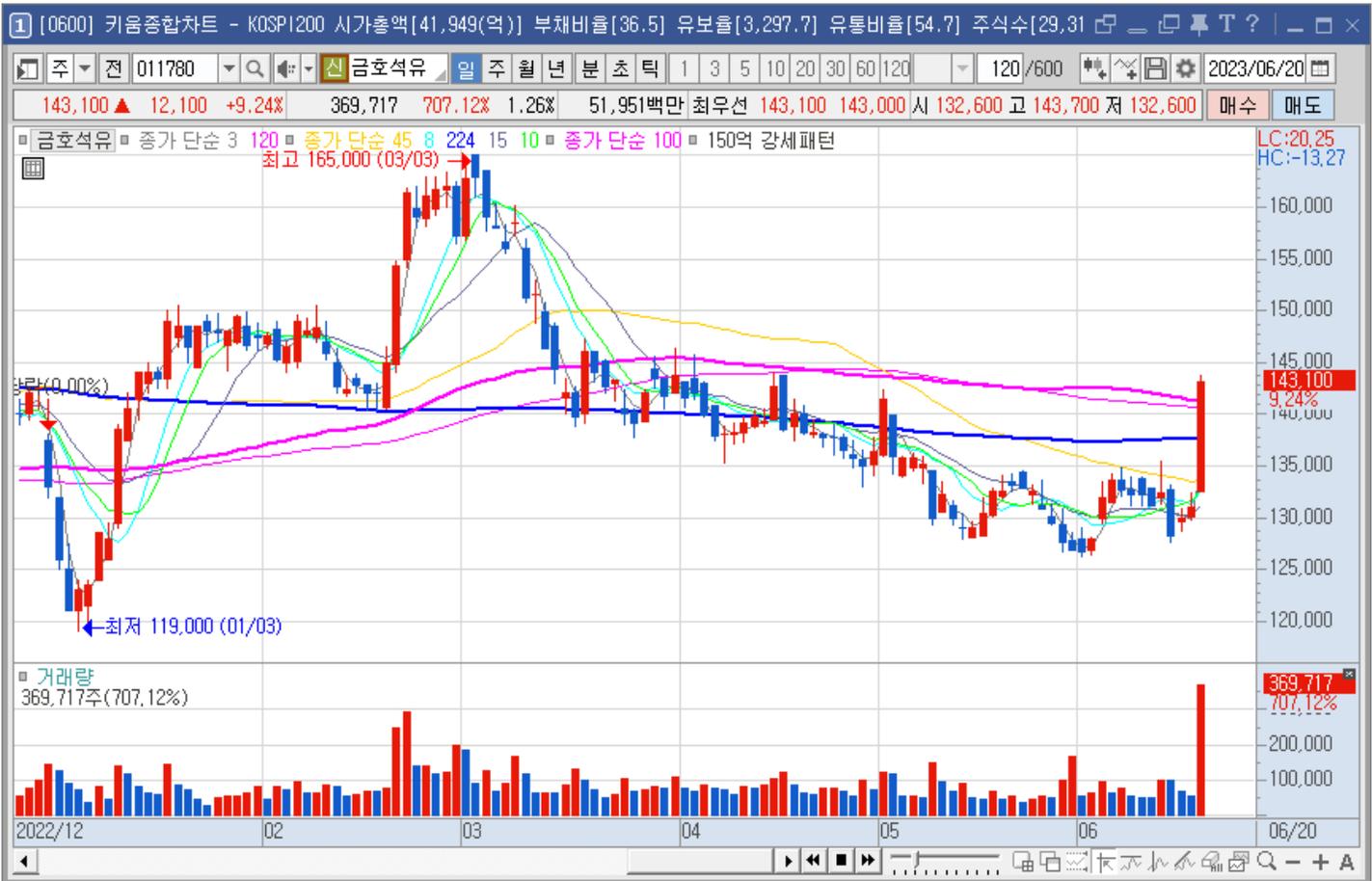


자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 4. 국내 부타디엔 가격 추이



자료: 씨스켄, IBK투자증권



큐브엔터

역대 분기 최대 앨범 신기록 작성

[\[출처\] 키움증권 이남수 애널리스트](#)

2분기 영업이익 46억원(yoy +158%)

2분기 매출액 470억원(yoy +67%), 영업이익 46억원(yoy +158%, OPM 9.8%)을 전망한다. (여자)아이들과 비투비의 컴백 앨범으로 130만장 이상의 역대 최대 분기 앨범 판매량을 예상한다.

(여자)아이들 밀리언 셀러 등극으로 가파른 실적 상승을 예상하는 엔터는 327억원(yoy +142%)을 기대한다. 앨범 외 음원, 광고, 콘텐츠, 콘서트(국내 2회)등 모두 전년 대비 확장될 것으로 보여 양과 질 모두 개선이다. 오프라인 매장 확대와 신제품 출시가 동시 진행 중인 일본 코스메틱은 2분기를 기점으로 실적 개선의 시동을 걸어 하반기 성장을 전망한다.

(여자)아이들, 밀리언 셀러가 주는 버프

(여자)아이들은 전년 상반기부터 초동 앨범 판매량(17.6만장 → 67.8만장 → 116.3만장)의 성장 속도를 높이고 있다. 이로 인해 월드투어 후 이뤄질 하반기 컴백에 대한 앨범 성장 기대감이 한층 높아지고 있다. 특히 하반기 앨범 판매 증가가 나타난다면 구보 세일즈까지 더해질 것으로 판단해 수익성 개선은 더욱 두드러질 것이다.

6/17 시작한 (여자)아이들의 월드투어는 9월까지 현재 11개국 19회가 계획되어 있다. 회당 콘서트 좌석 규모가 지난해 3천 명 보다 두 배 이상 업그레이드 되면서 모객 인원 증가로 인한 수익성 개선이 나타날 것이다. 2022년 6만명에서 10만명 이상으로 모객 규모 확대가 발생한다. 지난해는 한국, 미국, 남미, 일본, 동남아 투어를 통해 10개국 21회를 개최했는데, 올해는 유럽과 태국, 홍콩 등이 새롭게 추가되었다. K-POP 강세 지역인 동남아 공연이 추가된다면 월드투어에 따른 실적 개선은 하반기 더욱 확실해질 것이다.

2023년 상저하고, 올 해 보다 내년도 기대

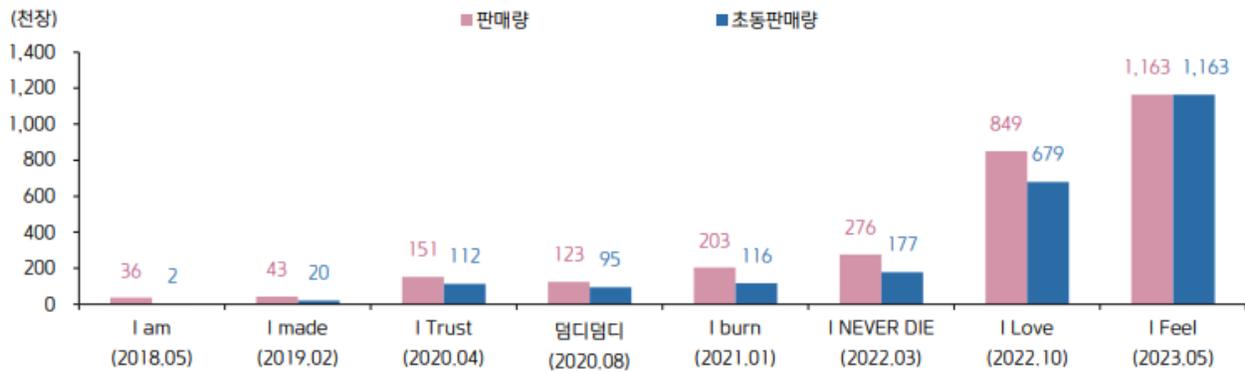
2023년 매출액 1,656억원(yoy +37%), 영업이익 157억원(yoy +126%)을 전망한다. (여자)아이들 성장(밀리언 셀러, 월드투어 확대), 비투비의 탄탄한 팬덤, 신인 보이그룹 데뷔까지 엔터 파이프 라인 강화를 기대한다. 또한 아티스트 성장을 기반으로 국내 음반/음원 유통 계약이 확대된 만큼 중국 등에서 선전도 기대한다. 리들 샷으로 공략할 일본 코스메틱 실적 개선도 하반기 본격화 될 것이다. 규모의 성장을 바탕으로 실적 체력이 업그레이드 될 시점이다

투자지표

(십억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	71.9	120.6	165.6	201.7
영업이익	1.2	6.9	15.8	19.4
EBITDA	5.5	11.2	17.7	23.5
세전이익	-1.9	5.7	17.0	20.7
순이익	-2.9	6.1	13.2	15.7
지배주주지분순이익	-3.3	6.1	13.2	15.7
EPS(원)	-238	443	954	1,137
증감률(% YoY)	적전	흑전	115.4	19.2
PER(배)	-105.5	36.6	24.4	20.5
PBR(배)	9.70	5.83	6.53	5.14
EV/EBITDA(배)	61.7	16.4	16.6	12.3
영업이익률(%)	1.7	5.7	9.5	9.6
ROE(%)	-9.0	16.5	30.1	28.1
순차입금비율(%)	-28.5	-104.1	-56.2	-49.8

자료: 키움증권 리서치센터

여자아이들 앨범 판매량 추이



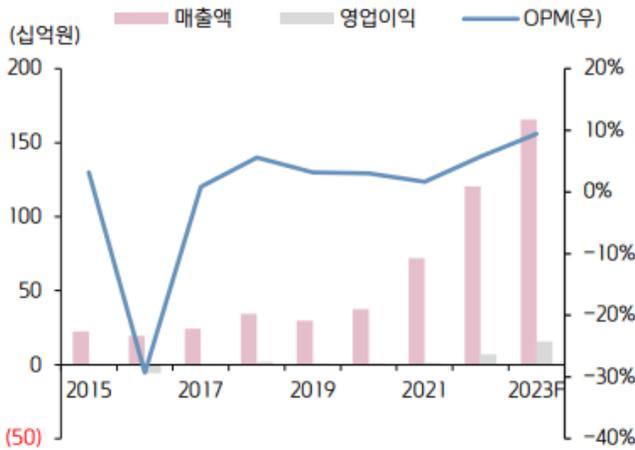
자료: 씨클차트, 한터차트, 키움증권 리서치센터

주요 아티스트 연차별 앨범 판매량 추이

구분	앨범명	출시 일자	동시 달성	(천장)									
보이그룹	아티스트	데뷔일	1년차 (데뷔)	2년차	3년차	4년차	5년차	6년차	7년차	8년차	9년차	10년차	11년차
하이브	BTS	2013-06-13	58	231	563	1,459	2,723	5,151	6,218	9,331	7,380	5,752	262+α
하이브	세븐틴	2015-05-26	176	562	782	703	1,438	2,609	3,816	5,584	6,580+α		
SM	NCT	2016-04-09	0	0	346	46	2,406	2,411	526	+α			
SM	NCT127	2016-07-07	83	263	505	311	1,555	4,038	2,186	1,050+α			
SM	NCT DREAM	2016-08-25	0	164	224	383	700	3,870	5,659	322+α			
JYP	STRAYKIDS	2018-03-25	344	647	1,002	2,658	5,685	5,400+α					
하이브	TXT	2019-03-04	406	964	2,062	2,782	3,503+α						
YG	트레저	2020-08-07	716	355	1,398	104+α							
걸그룹													
SM	레드벨벳	2014-08-01		95	125	296	425	413	58	426	2,375	155+α	
JYP	TWICE	2015-10-20	50	581	1,180	1,453	1,189	1,233	1,540	1,866	1,942+α		
YG	BLACKPINK	2016-08-08			230	346	1,725	426	2,778	249+α			
CUBE	(여자)아이들	2018-05-02	28	42	283	203	1,085	1,200+α					
JYP	있지	2019-02-12	124	397	925	2,198	65+α						
SM	에스파	2020-11-17		574	1,970	2,086+α							
JYP	엔믹스	2022-02-22	1,046	955+α									
하이브	르세라핌	2022-05-02	1,289	1,855+α									
하이브	뉴진스	2022-07-22	770	1,929+α									

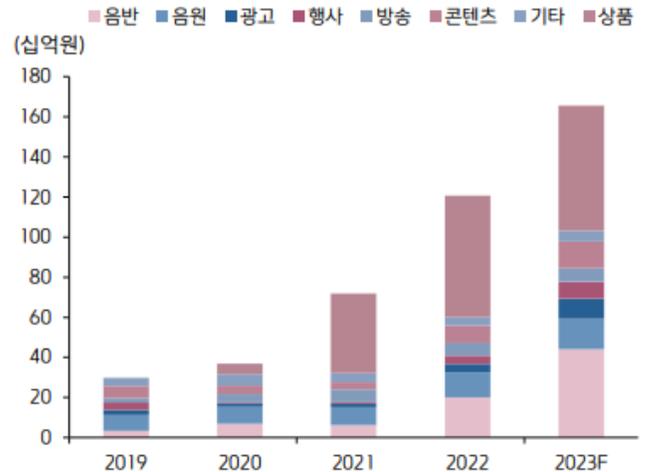
자료: 씨클차트, 한터차트, 키움증권 리서치센터

연도별 매출액, 영업이익 OPM 추이

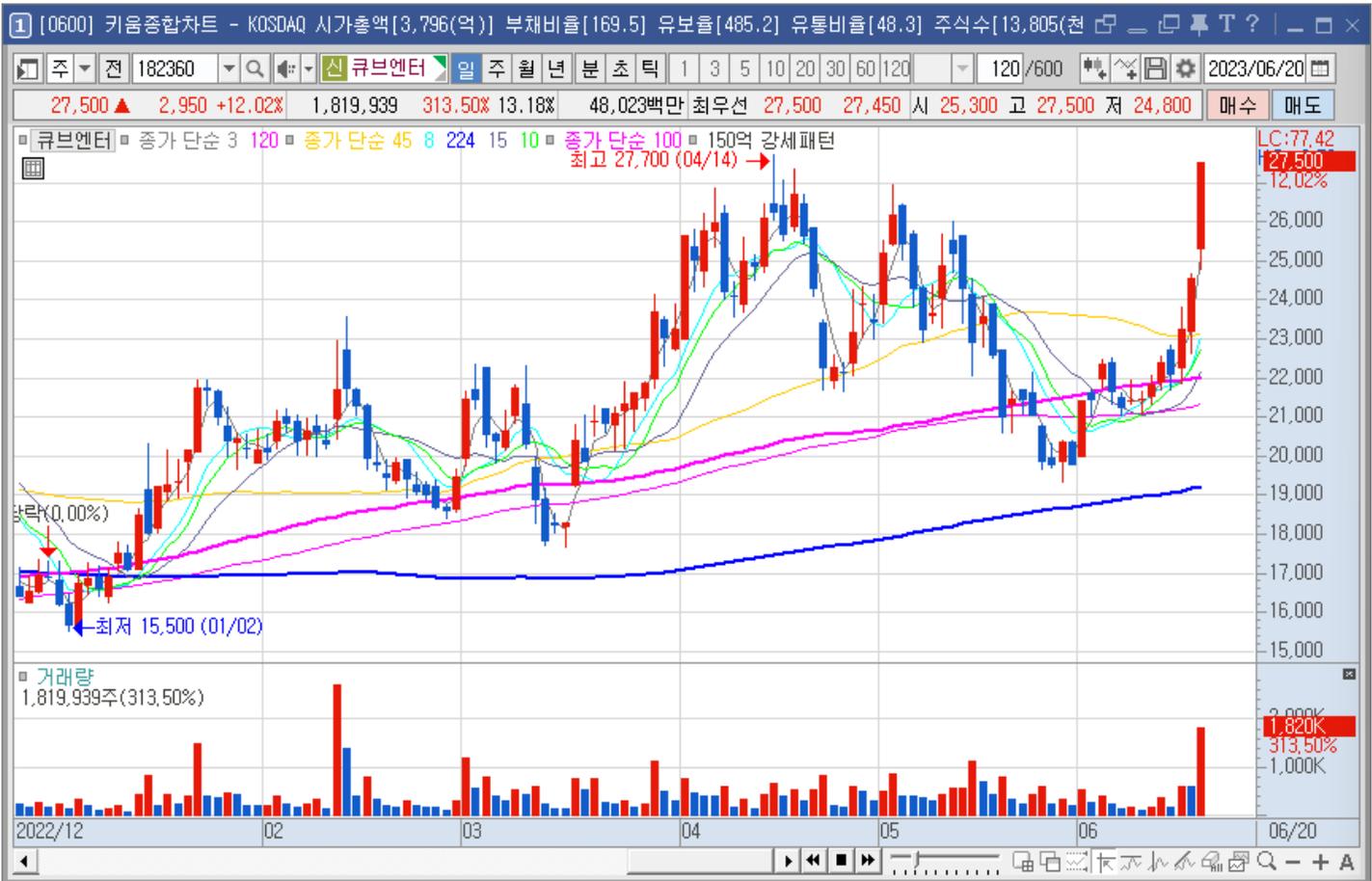


자료: 큐브엔터, 키움증권 리서치센터

연도별 사업부문 매출액 구분



자료: 큐브엔터, 키움증권 리서치센터



선바이오
업데이트

[\[출처\] 하나증권 박재경 애널리스트](#)

국내 PEGylation 전문 기업

선바이오는 PEG(Polythylene glycol, 생체적합 고분자)에 반응기를 더한 PEG 유도체를 목표물질에 결합해 혈중 반감기를 늘리는 PEGylation 기술을 보유한 업체다. 선바이오는 바이오시밀러, 바이오 신약, 의료기기 등 다양한 분야에 PEGylation 기술을 접목해 상품화하는 사업 모델을 가지고 있다. 대표 품목은 Intas Pharma에 기술이전한 호중구감소증 치료제 Neulasta 바이오시밀러 Neupeg와 구강건조증 치료제 MucoPEG이다.

Neupeg, MucoPEG 업데이트

Neupeg은 FDA 품목허가 승인을 진행하고 있다. 제조시설 실사 결과에 대한 보완 서류를 3월 제출했으며, 23년 하반기~24년 상반기 미국 승인/출시가 이뤄질 것으로 예상된다. 미국을 제외한 인도, 캐나다, EU에서는 파트너사 Intas를 통해 판매되고 있다. MucoPEG은 19년 11월 의료기기로 FDA 승인을 획득한 품목이다. 선바이오는 올해 3월 AADOCR(American Association for Dental, Oral, and Craniofacial Research)에서 기존 시장 1위 제품인 GSK의 Biotene과 MucoPEG의 비교 임상 중간 결과를 발표했다. 임상 결과 보고서는 7월 내로 수령할 예정이며, 이를 근거로 기술이전을 추진할 계획이다. 중국 시장은 Guangzhou Bairui사를 통해 허가 절차가 진행되고 있다. 하반기 허가 신청이 이뤄질 것으로 예상된다.

추가 고객사 확보와 신사업 진출

선바이오는 기술 이전한 업체 외의 다른 고객사에도 PEG 유도를 공급하고 있다. 신규 고객사로 Reliance Bio, Sigma Aldrich 등이 있으며, LNP(Lipid Nano Particle) 생산 업체 Evonik에 대한 추가 수주가 기대된다. 더불어 선바이오는 4월 14일 이사회를 통해 신규 사업으로 2차전지 및 연료전지 전고체 전해질 기술개발과 기술이전, 관련 소재 생산 및 판매 사업 진출을 의결했다. PEGylation 기술을 전해질 개발에 접목시킨다는 계획이다. 현재 후보물질 개발 단계로, 특허 확보를 시작으로 사업화를 시작할 예정이다

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	6.5	5.5	10.0	7.4
영업이익	1.7	1.6	3.4	0.2
세전이익	1.5	1.2	1.1	0.9
순이익	1.5	1.2	0.3	0.9
EPS	127	104	25	73
증감율	(6,450.00)	(18.11)	(75.96)	192.00
PER	93.79	139.75	1,060.70	151.97
PBR	17.95	18.54	19.44	5.70
EV/EBITDA	57.65	69.89	70.60	145.16
ROE	22.87	14.79	2.35	4.43
BPS	664	788	1,337	1,955
DPS	0	0	0	0

도표 1. 선바이오 파이프라인

Investor Relations 2022

01. 파이프라인

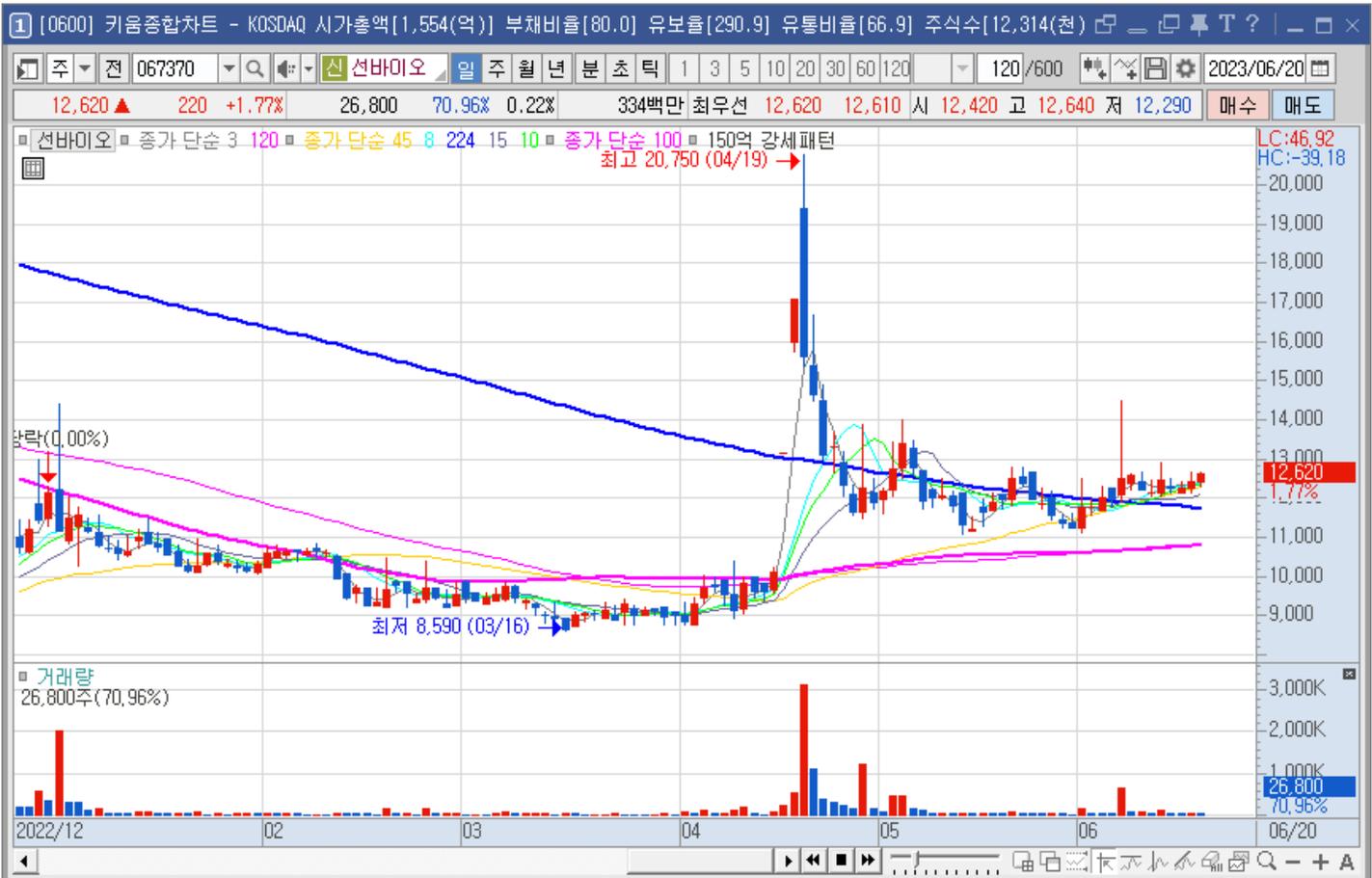


20년 업력의 PEGylation 전문 파이프라인 구축

1998년 PEG 유도체 소재 자체 개발 성공 후 신약·바이오시밀라·의료기기 등 다양한 분야에 적용

파이프라인	적응증	2003-2010	2011-2015	2016-2020	2021-2025	2026-2030
중단기 프로젝트	바이오 시빌러 호중구 감소증 치료제	2003 Infas사와 L/O 체결 2007 인도 판매 승인 유럽 및 미국 임상 완료			2018 캐나다, EU 2019 호주, 멕시코 승인 2023 미국 승인 예상	
	바이오 의료기기 구강건조증 치료제			미국 DMF 등록 국내외 특허 등록	2019 미국 FDA 510(K) 판매 승인 2021 중국 PharmaSolution사와 L/O 체결 2022 미국 비교 임상	2023 해외 기술이전 및 마케팅, 국내 개발
장기 프로젝트	바이오 의료기기 연골활액 증진제			R&D 개발	비임상	임상 1상 → L/O 체결 임상 2-3상 → 허가
	바이오 신약 SBX 프로젝트 (인공혈액)			R&D 개발 제시작	비임상	임상 1상 → 임상 2상-임상 3상 → 허가
	바이오 신약 동풍치료제				R&D 개발	비임상 → 기술이전

자료: 선바이오, 하나증권



브레인즈컴퍼니

클라우드 집중을 통한 실적 개선세 기대

[\[출처\] 키움증권 김학준 애널리스트](#)

인수 이후 나타나는 성장통

브레인즈컴퍼니는 IT인프라 통합관리 솔루션을 판매하는 업체이다. IT/SW 업황은 최근 중견 기업들이 투자 집행을 감축하면서 시장이 부진한 상황이다. 아직까지 대기업 및 정부기관의 투자 및 예산 집행은 유지되고 있어 큰 폭의 감소는 나타나고 있지 않으나 성장성이 정체된 모습이 나타나고 있다. 동사는 인수한 클라우드 커스터마이징 업체 에이프리카(지분 66.7%)의 인수를 통해 Top Line의 성장을 이루었지만 인건비 증가에 따라 실적 부진이 나타나고 있다. 고객사 다변화에 따른 시너지 효과는 즉각적이기 보다는 점진적으로 나타난다는 점, 통합 솔루션 개발에 따른 비용이 소요되어 비용확대가 나타난다는 점은 인수 이후에 나타나는 성장통으로 풀이된다.

1Q는 비수기 영향, 하반기 업황 개선 기대

1Q 실적부진은 비수기에 따른 매출부진, 인수에 따른 일시적 비용 반영, 인건비 상승에 따른 영향이었다. 2Q부터는 실적 개선이 나타날 것으로 전망된다. 최근 'Zenius ITSM v3.0'가 한국정보통신기술협회의 GS인증 1등급을 받음에 따라 단가가 높아 기존 ITSM의 도입이 어려운 중소기업들을 대상으로 확장할 계획이다. ITSM v3.0은 SaaS 형태로 서비스가 제공되어 초기 도입비용이 기존 ITSM대비 낮다는 장점이 있다. 신규제품과 더불어 동사의 기존 제품들은 B2G 비중이 높기 때문에 매출의 상당수가 4Q에 집행된다. B2G 및 대기업 향 매출들은 특성상 변동성이 낮기 때문에 신성장 동력인 클라우드 제품들의 성과가 향후 성장성의 키포인트가 될 것으로 판단된다.

2023년 하반기 회복 기대

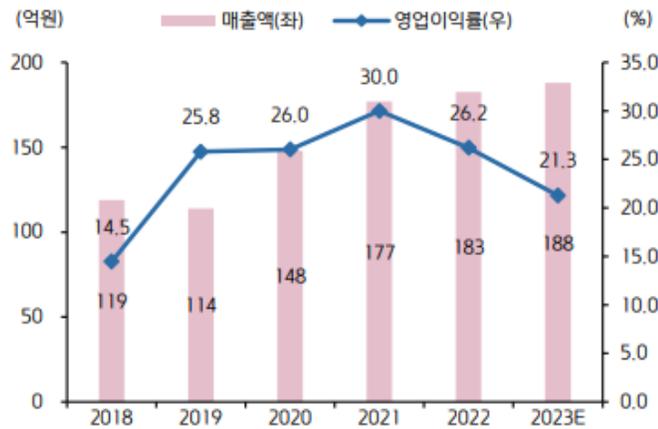
2023년 별도 기준 실적은 매출액 188억원(+3.0% YoY), 영업이익 40억원(-16.4% YoY)으로 추정된다. 2022년과 비슷한 수준의 매출 성과가 예상되는 가운데 솔루션 매출 비중은 전년과 비슷한 수준으로 유지될 것으로 전망된다. 다만, 상반기 인력 채용을 진행하면서 개발자 인원 수 확대와 인당 인건비 증가 영향으로 이익률은 21.3%를 기록하며 낮아진 모습을 보일 것으로 전망된다. 하반기 특화 솔루션의 판매 확대 및 인수한 에이프리카(1Q 순이익 -3억원)를 통한 클라우드 제품들이 확대된다면 연결기준 실적에서 이익 개선이 나타날 수 있을 것이다.

투자지표

(억원, IFRS 별도)	2020	2021	2022	2023E
매출액	148	177	183	188
영업이익	39	53	48	40
EBITDA	41	56	51	44
세전이익	42	57	53	46
순이익	37	49	50	44
지배주주지분순이익	37	49	50	44
EPS(원)	561	652	614	531
증감률(% YoY)	144.2	16.4	-5.8	-13.6
PER(배)	0.0	22.7	11.0	16.8
PBR(배)	0.00	3.00	1.28	1.55
EV/EBITDA(배)		15.4	3.7	7.5
영업이익률(%)	26.4	29.9	26.2	21.3
ROE(%)	17.5	15.4	12.1	9.7
순차입금비율(%)	-82.4	-86.4	-84.5	-86.0

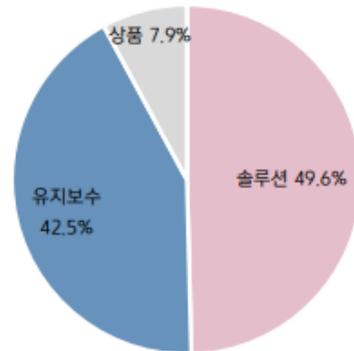
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

브레인즈컴퍼니 연간 실적 추이 및 전망(별도기준)



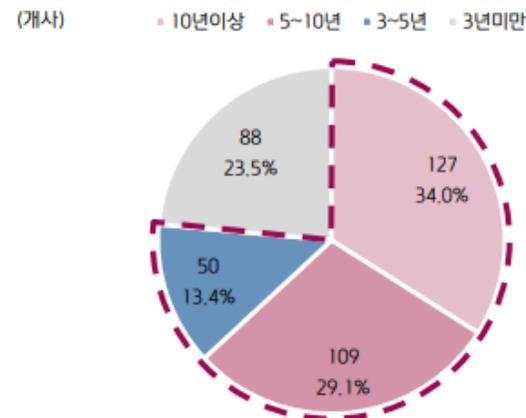
자료: 브레인즈컴퍼니, 키움증권 추정

브레인즈컴퍼니 사업부문별 매출 비중 (1Q23기준)



자료: 전자공시, 키움증권

중장기 고객으로 구성되어 안정적인 실적 구현



자료: 브레인즈컴퍼니, 키움증권

EMS 주요 솔루션



자료: Technavio, 브레인즈컴퍼니, 키움증권



포스코퓨처엠

여전히 투자 매력도 높은 이유

[\[출처\] 유안타증권 이안나 애널리스트](#)

장기 수주 계약 계속되는 중

동사는 미국 IRA 정책 발표 이후, 주요 고객사의 계속되는 JV로 인해 장기 수주 계약이 이어지고 있음. 2023년 6월 현재까지 100조원 이상의 양극재 수주 계약이 체결되었으며 전부 5년 이상 장기 공급 계약임. LG에너지솔루션은 대부분이 Ultium Cells 향이며, 삼성SDI 수주는 스텔란티스 등으로 공급하는 것. 계속된 수주로 인해 2024~2025년 생산능력 계획은 더욱 확대됨. 대규모 수주 계약으로 하반기 수주 모멘텀 부재에 대한 우려가 있음. 그러나 LG에너지솔루션도 완성차 4개 기업 이상, 삼성SDI도 2개 기업 이상 JV 맺은 상태. 동사가 받은 주요 고객사향 계약은 대부분 하나의 완성차 기업에 대한 것이기 때문에 추가 수주 모멘텀 여전

에너지 소재 중심 외형성장 본격화

동사는 에너지 소재 중심 2023~2025년 연평균 성장률 약 80%가 예상됨. 이 중 100조원이상의 양극재 수주 계약 반영(환율 변동도 고려) 시, 양극재 연평균 성장률(2023~2025)은 90%이상으로 예상. 추가 양극재 수주 계약 진행 시, 2025년 외형성장 폭 더 커질 것. 음극재는 인조흑연 중심 성장이 기대됨. 인조흑연은 이제 시작하는 만큼 수율 정상화까지의 시간이 필요할 것으로 보임. 다만, 향후 미국 내 셀 기업들의 중국 제외 인조흑연 공급망에 대한 니즈가 높아질 것. 이에 2024년부터는 인조흑연 수주 확대도 기대됨. 미국 내 완성차 기업들은 수직계열화된 양극재 기업을 선호. 특히 동사의 경우, 포스코홀딩스의 리튬, 니켈, 전구체까지 국내에서는 가장 안정적인 양극재 밸류체인을 갖추고 있어 완성차 기업들에게 선호도 높음

동사에 대한 목표주가 473,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 473,000원으로 상향 조정함. 이는 LG에너지솔루션 30조원 수주계약을 환율 1,200원에 맞추어 반영한 것. 또한 2023년부터 계약이지만, 공급 비중은 2024년 하반기부터가 클 것으로 예상되기 때문에 2025년 실적 상향 조정 폭 컸음

	2Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	12,133	51.1	6.9	13,398	-9.4
영업이익	487	-11.8	140.4	720	-32.3
세전계속사업이익	908	53.6	78.5	837	8.5
지배순이익	623	53.7	59.2	637	-2.2
영업이익률 (%)	4.0	-2.9 %pt	+2.2 %pt	5.4	-1.4 %pt
지배순이익률 (%)	5.1	+0.1 %pt	+1.7 %pt	4.8	+0.3 %pt

자료: 유안타증권

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	19,895	33,019	49,704	89,604
영업이익	1,217	1,659	2,027	5,075
지배순이익	1,342	1,183	2,425	4,457
PER	85.4	96.5	121.9	66.3
PBR	4.9	4.6	11.0	9.5
EV/EBITDA	55.4	47.4	95.7	47.7
ROE	7.9	4.9	9.4	15.4

자료: 유안타증권



알테오젠

기술료 유입으로 2분기 호실적 전망

[\[출처\] 키움증권 허혜민 애널리스트](#)

자가면역질환 치료제, SC 제형 경쟁 중

Argenx의 자가면역질환 치료제 Efgartigimod(항 FcRN) 전신 중증 근무력증 대상 SC 제형 미국 승인(PDUFA) 결정이 현지시간 6/20일로 항FcRN 첫 SC 제형 승인이 예상된다(할로자임 기술 기반). 주요 경쟁 제품으로는 J&J, UCB, Immunovant으로 대부분 SC 제형을 보유하고 있다. 다만, J&J는 1상 종료('22.5월) 후 임상 진행 진척 소식이 없어, SC 제형 경쟁에 뒤처지지 않기 위한 추가 기술 도입 가능성이 있을 것으로 추측된다.

2분기 흑자전환 기대. 3상 상업화 생산 긍정적

기술 수출했던 3곳으로부터 cGMP 준비 완료 및 임상 진척되어 마일스톤 유입(약 2,100만불)으로 2분기 매출액 363억원(YoY +538%), 영업이익 76억원(YoY 흑전)이 전망된다. 최근 고객사로부터 400억원 규모의 ALT-B4 관련 용역을 받아 1년간 인식될 예정이며, 이는 공급 및 생산기술이전 등 상업화 규모 시험 생산(PPQ)이라는 점에서 의미가 크다. 머크는 최근 ASCO 2023 발표 자료에서 키트루다 + 히알루로니다제 SC 과제 MK-3475A를 소개한 바 있다. 히알루로니다제 SC 제형 플랫폼 보유 업체는 할로자임과 동사뿐으로 BMS가 할로자임과 파트너십을 통해 옵디보 SC 제형 독점 개발 중으로 머크의 과제는 동사로 추정된다. 전이성 비소세포폐암 화학 병용 1차 치료에서 키트루다 정맥주사 대비 키트루다 피하주사제의 안전성과 약동학을 점검하는 3상이 진행 중이며, 비열등성이 주평가지표이다. ClinicalTrials.gov에 따르면, 임상 종료 예정은 2024년 9월로 성공시 2025년 승인 및 출시가 예상되기 때문에 상업화 생산을 준비하는 것으로 풀이된다. 기술이전 당시 6개 품목에 최대 마일스톤 4.7조원으로 계약하였기 때문에, 2024년 키트루다 SC 제형의 3상 성공하게 되면, 이후에는 키트루다 병용 품목 및 여타 품목으로 제품 확장이 전망된다.

예상 가능한 단기 모멘텀 부재하나, '24년 전환점 기대

2분기 마일스톤 유입 이후, 예상 가능한 추가 일회성 마일스톤 유입 없을 것으로 보이나 약 400억원 규모의 용역이 1년간 인식될 예정이다. 1.6조원에 기술이전한 ALT-B4 기술이전1의 진척 속도 감안하여 마일스톤 유입 추정치 조정하여 목표주가를 53,000원으로 하향하였다. 다만, 올해말~내년초 히알루로니다제 자체 제품 '테르가제'가 국내 허가 받아 출시가 전망되고, '24년 하반기 키트루다로 추정되는 SC 제형 3상에 성공한다면 추가 기술 이전에 탄력을 받을 것으로 예상된다

투자지표

(십억 원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	38.7	28.8	74.7	60.1
영업이익	-15.2	-29.4	-13.5	-32.2
EBITDA	-13.0	-26.7	-10.0	-29.3
세전이익	-10.7	-10.0	-10.8	-30.3
순이익	-11.6	-10.1	-11.0	-30.6
지배주주지분순이익	-6.3	-8.1	-8.9	-24.8
EPS(원)	-121	-156	-169	-471
증감률(% YoY)	적지	적지	적지	적지
PER(배)	-	-	-	-
PBR(배)	24.43	13.48	16.37	19.89
EV/EBITDA(배)	-	-	-	-
영업이익률(%)	-	-	-	-
ROE(%)	-	-	-	-
순차입금비율(%)	-	-	-	-

자료: 키움증권

파이프라인 현황

플랫폼	품목명	공정개발	전임상	임상1상	임상 2상	임상 3상	마케팅
재조합 히알루로니다제 (Hybrozyme™)	ALT-B4 (SC 제형 변경)	GLOBAL TOP 10 파트너사 글로벌 임상 3상 착수					총 4개사 L/O 임상3상 시료공급 완료
	ALT-BB4 (단독투여)	식약처 품목허가신청					피보탈 임상 완료 품목허가신청 제출
지속형 바이오베터 (NexP™)	ALT-P1 (성장호르몬)	성인 대상 국내 임상 2상 완료					알테오젠 주도 임상2상 IND 신청예정
		소아 대상 글로벌 임상 2상 준비					
	ALT-B5 (말단비대증)	전임상 준비 중					국가신약 개발과제 2021년 선정
ADC (NexMab™)	ALT-P7 (유방암/위암)	국내 임상 1상 완료					병합요법 연구 중
바이오시밀러*	ALT-L9 (습성 황반변성)	글로벌 임상 3상 진행					글로벌 12개국 대상 2024년 완료예정
	ALT-L2 (유방암/위암)	중국 파트너사(QiLu) 임상3상 완료					중국 임상3상 완료 품목허가 준비

주: 바이오시밀러 2상 면제

자료: 알테오젠, 키움증권 리서치센터

