

알테오젠

(196170)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	53,000	49,000	상향
Earnings			상향

Stock Information

현재가 (5/13)	42,750원
예상 주가상승률	24.0%
시가총액	5,669억원
비중(KOSDAQ내)	0.23%
발행주식수	13,260천주
52주 최저가 / 최고가	22,650 - 48,500원
3개월 일평균거래대금	97억원
외국인 지분율	9.0%
주요주주지분율(%)	
박순재 (외 8인)	27.1
KISSEI PHARMACEUTICAL	5.1
이민석	0.1

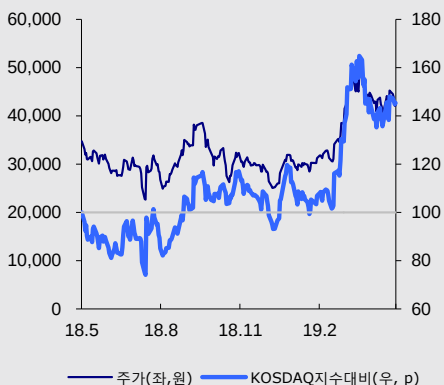
Valuation wide

	2018	2019E	2020E
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	5.5	8.6	8.8
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(3.2)	39.9	23.0	49.5
KOSDAQ대비상대(%)	4.5	34.3	41.2	44.6

Price Trend



ktb 투자증권

Issue & Pitch

14 May. 2019

제약/바이오 강하영 hy.kang@ktb.co.kr
제약/바이오 이해린 hrin@ktb.co.kr

Hybrozyme에 거는 기대

► Issue

파이프라인 개발 현황 업데이트

► Pitch

- 파이프라인 별 타겟 시장 전망치 변경, NPV 기준 회계연도 변경 등 반영하여 목표주가 8% 상향 조정, 투자 의견 BUY 유지 (Fig. 08)
- ADC 치료제, Eylea 바이오시밀러 등 기존 파이프라인 임상 진전과 바이오의약품 피하주사 제형 변경에 필요한 재조합 인간 히알루로니다제 효소 Hybrozyme 기술이전 계약 등 R&D 모멘텀 기대

► Rationale

- 2월 세계 최초 인간 히알루로니다제 개발사 Halozyme이 argenx에 제형 변경 플랫폼 ENHANZE을 기술 수출한 데 이어 Roche의 Herceptin Hylecta가(SC제형) FDA 허가를 받으며 동사의 SC 제형 변경 플랫폼 Hybrozyme L/O 기대감 상승 중
- 의약품 투여 편의성 증진, 전체 의료비용 절감, 특히 연장 등의 장점이 있어 다수의 글로벌 제약사들은 Halozyme의 기술을 이용하여 자사의 블록버스터 약품을 SC 제형으로 변경하는 임상 진행 중. Darzalex, Opdivo, Perjeta 등 항암제가 주를 이루며 Halozyme의 계약이 타겟 하나 당 평균 \$100mn 규모로 L/O된 것에서 보아 동사의 Hybrozyme이 5~6개 타겟으로 기술이전 되면 총 계약 규모 5천억~6천억원에 이를 수 있을 것으로 기대
- 지난 3월 아스트라제네카는 다이에산교의 ADC 치료제 DS-8201을 총 규모 \$6.9bn, Upfront \$1.4bn에 L/I. HER2 타겟 항체에 약물을 접합한 형태로 유방암 임상 3상, 위암 임상 2상 진행 중. Evaluate Pharma에 따르면 ADC 치료제 시장은 2018년 \$2.0bn에서 2024년 \$12.9bn으로 6년 CAGR +36.8% 전망
- 동사의 유방암 ADC 치료제 ALT-P7 국내 임상 1상 마무리 단계. 하반기 관련 데이터 발표 후 임상 진전에 따른 파이프라인 가치 상향 기대. L/O 통한 글로벌 임상도 계획 중
- Eylea 바이오시밀러 ALT-L9는 글로벌 L/O를 통한 임상 기대 중이나, 자체적으로 국내 임상부터 개시할 계획. 지난 3월 식약처에 임상 1상 IND 신청 완료. 지속형 성장호르몬 ALT-P1은 유럽 소아 임상 2상 IND 신청 준비 중

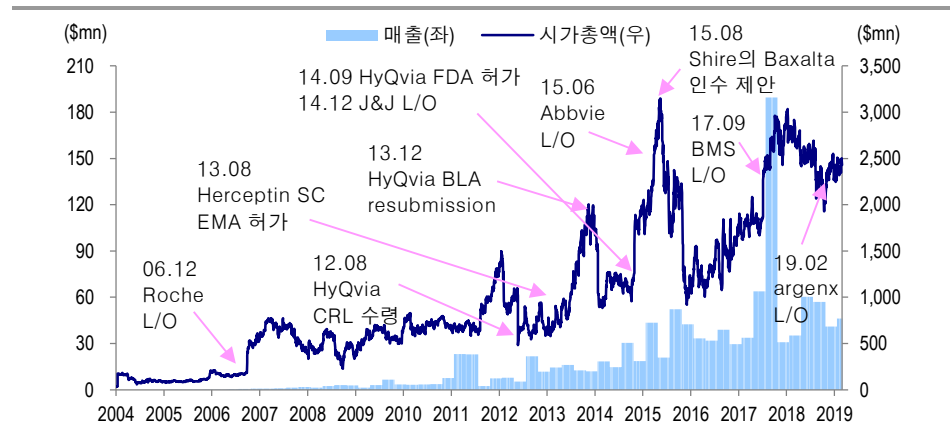
► Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	7	12	14	17	21	26	32
영업이익	(5)	(6)	(8)	(5)	(3)	(0)	3
EBITDA	(5)	(6)	(7)	(4)	(2)	1	4
순이익	(4)	(7)	(7)	(3)	(1)	2	5
자산총계	48	43	71	69	68	71	76
자본총계	45	40	67	64	63	65	69
순차입금	(37)	(33)	(51)	(49)	(47)	(46)	(45)
매출액증가율	44.8	76.9	13.2	22.5	23.6	24.8	22.3
영업이익률	(79.1)	(51.0)	(55.9)	(27.8)	(14.6)	(1.3)	8.5
순이익률	(52.4)	(61.5)	(51.6)	(16.8)	(4.2)	6.8	14.3
EPS증가율	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	158.4
ROE	(8.6)	(17.5)	(13.3)	(4.3)	(1.4)	2.7	6.8

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 01: Halozyme 시가총액과 주요 이벤트



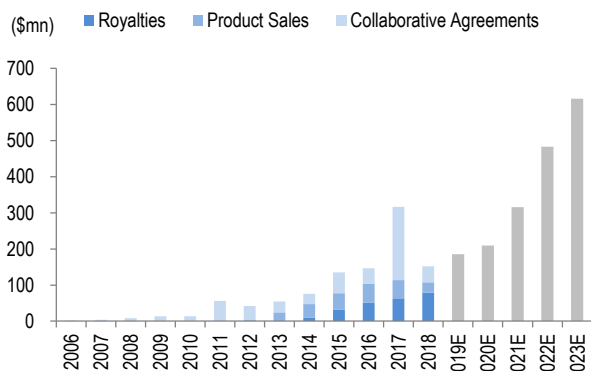
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 02: ENHANZE 플랫폼 기술제휴 계약 현황

Partner	Targets	Disclosed disease area	Disclosed products/targets	Upfront (\$mn)	Milestones (\$mn)	Total (\$mn)	Royalty	Date
Roche	13	Cancer	rituximab(anti-CD20 mAb), trastuzumab(anti-HER2 mAb), pertuzumab(anti-HER2 mAb), tocilizumab(anti-IL-6 receptor)	31	581	612	Mid-single digit	2006-12-06
Baxter (Baxalta)	1	Hematology	HyQvia immune globulin infusion 10% with recombinant human hyaluronidase	10	37	47	Mid-single digit	2007-09-10
Pfizer	6	ND	ND	8	507	515	ND	2012-12-21
Johnson & Johnson	5	Cancer	daratumumab(anti-CD38 mAb)	15	566	581	ND	2014-12-17
Abbvie	9	ND	Tumor necrosis factor α	23	1,170	1,193	ND	2015-06-03
Eli Lilly	5	ND	ND	25	800	825	Mid-single digit	2015-12-21
Roche	1	ND	ND	30	160	190	Mid-single digit	2017-07-14
BMS	11	Cancer	nivolumab(anti-PD-1 mAb), BMS-986179(anti-CD73 mAb)	105	1,760	1,865	ND	2017-09-14
Alexion Pharmaceuticals	4	Hematology	ALXN1210(complement C5 inhibitor)	40	640	680	Mid-single digit	2017-12-07
Roche	1*	ND	ND	25	160	185	Mid-single digit	2018-10-30
argenx	3*	Immunology	FcRn(ARGX-113 외 2개)	30	170	200	Mid-single digit	2019-02-04
Total	58			330	6,509	6,839		

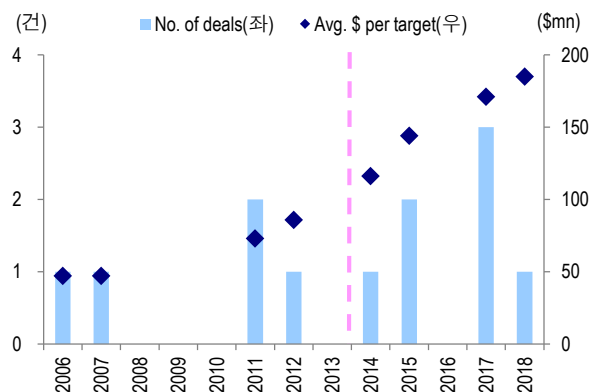
Source: Biocentury, Halozyme Therapeutics, KTB투자증권

Fig. 03: Halozyme 매출 추이 및 전망



Source: Halozyme, Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 04: ENHANZE 플랫폼 제휴 계약 건수와 평균 규모



Source: Biocentury, KTB투자증권

Fig. 05: ENHANZE 플랫폼의 가치



Source: Halozyme, KTB투자증권

Fig. 06: 알테오젠 주요 파이프라인

	Pipeline	Indication	Site	Research	Process Dev.	Pre-clinic	Phase 1	Phase 2	Phase 3	비고
Biosimilar	Eylea(ALT-L9)	노인성황반변성	글로벌	→						국내 1상 IND 신청
	Herceptin(ALT-02)	유방암/위암	글로벌	→						글로벌 임상 1상 완료, L/O 준비 중
			중국	→						1/3상 IND 신청 완료 Qilu 제약이 개발/상업화 전담
	Herceptin SC(ALT-B4)	유방암/위암		→						국내 기술특허 출원
ADC (NexMab)	ALT-P7	유방암	한국	→						위암 치료제 FDA 희귀의약품 지정
	ALT-Q5	난소암		→						효능시험 완료
지속형 (NexP)	ALT-P1	성인성장호르몬결핍증	한국	→						1b/2a상 완료
		소아성장호르몬결핍증	유럽	→						2상 IND 준비
	LAT-P2	NASH		→						효능시험, 미국 Lynkogen이 개발

Source: KTB투자증권

Fig. 07: 알테오젠 신약가치 및 목표주가 산출(변경 전)

	기업가치(억원)	주당가치(원)	비중	주요 가정
A. 신약가치	6,380	46,564	100.0%	
ALP-P1(지속형성장호르몬)	2,241	16,356	35.1%	2030년 Peak 점유율 16%, 성공확률 33%
ATL-P7(Herceptin ADC)	950	6,932	14.9%	2031년 Peak 점유율 21%, 성공확률 15%
Eylea 바이오시밀러	1,340	9,779	21.0%	2028년 Peak 점유율 20%, 성공확률 15%
Herceptin 바이오시밀러	1,849	13,496	29.0%	2025년 Peak 점유율 10%, 성공확률 50%
B. 채권자가치(순차입금)	(268)	(1,953)	-	2018년 기말 기준
C. 주주가치(A-B)	6,647	48,518	-	

Source: KTB투자증권

Fig. 08: 알테오젠 신약가치 및 목표주가 산출(변경 후)

	기업가치(억원)	주당가치(원)	비중	주요 가정
A. 신약가치	6,847	49,854	100.0%	
ALP-P1(지속형성장호르몬)	1,624	11,827	23.7%	2030년 Peak 점유율 10%, 성공확률 33%
ATL-P7(Herceptin ADC)	1,670	12,160	24.4%	2032년 Peak 점유율 21%, 성공확률 15% 2024년 HER2 ADC 치료제 시장규모 전망치 상향조정(\$2.4bn→\$3.2bn)
Eylea 바이오시밀러	2,717	19,784	39.7%	2028년 Peak 점유율 20%, 성공확률 20%
Herceptin 바이오시밀러	836	6,084	12.2%	2025년 Peak 점유율 10%, 성공확률 50% 2024년 Herceptin 바이오시밀러 시장규모 전망치 하향조정(\$5.2bn→\$1.6bn)
B. 채권자가치(순차입금)	(489)	(3,560)	-	2019년 기말 기준
C. 주주가치(A-B)	7,336	53,414	-	

Source: KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	35.7	58.3	55.6	54.5	54.8
현금성자산	33.4	52.5	50.7	48.7	47.8
매출채권	1.3	4.1	3.3	4.1	5.1
재고자산	0.2	0.5	0.4	0.5	0.7
비유동자산	7.3	13.1	13.2	14.0	16.0
투자자산	1.7	0.8	1.0	1.2	1.5
유형자산	5.0	11.7	11.3	11.0	10.8
무형자산	0.6	0.6	1.0	1.8	3.7
자산총계	43.0	71.4	68.8	68.5	70.8
유동부채	2.7	2.5	2.7	3.2	3.8
매입채무	1.5	1.8	2.0	2.5	3.1
유동성이자부채	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
비유동부채	0.5	2.2	2.2	2.2	2.2
비유동이자부채	0.0	1.5	1.5	1.5	1.5
부채총계	3.2	4.7	4.9	5.4	6.0
자본금	6.3	6.9	6.9	6.9	6.9
자본잉여금	38.4	71.3	71.3	71.3	71.3
이익잉여금	(5.7)	(12.5)	(15.3)	(16.1)	(14.4)
자본조정	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	39.8	66.7	64.0	63.1	64.8
투하자본	6.4	16.0	15.1	16.2	18.8
순차입금	(33.4)	(50.7)	(48.9)	(46.9)	(46.0)
ROA	(16.4)	(12.4)	(4.0)	(1.3)	2.5
ROE	(17.5)	(13.3)	(4.3)	(1.4)	2.7
ROIC	(62.5)	(49.6)	(21.8)	(14.0)	(1.6)

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	(4.4)	(9.5)	(1.1)	(0.7)	1.8
당기순이익	(7.4)	(7.1)	(2.8)	(0.9)	1.8
자산상각비	0.4	0.6	0.8	0.8	0.9
운전자본증감	0.4	(3.6)	1.0	(0.4)	(0.5)
매출채권감소(증가)	0.0	(2.7)	0.8	(0.8)	(1.0)
재고자산감소(증가)	(0.0)	(0.3)	0.1	(0.1)	(0.1)
매입채무증가(감소)	(0.2)	0.3	0.2	0.5	0.6
투자현금	(0.3)	(22.8)	(0.7)	(1.4)	(2.7)
단기투자자산감소	0.7	(15.4)	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(0.7)	(7.2)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
유무형자산감소	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.9)	(2.1)
재무현금	1.7	35.9	0.0	0.0	0.0
차입금증가	0.0	2.2	0.0	0.0	0.0
자본증가	2.6	32.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(3.2)	3.7	(1.8)	(2.0)	(0.8)
총현금흐름(Gross CF)	(5.4)	(6.2)	(2.1)	(0.3)	2.3
(-) 운전자본증가(감소)	(0.3)	4.0	(1.0)	0.4	0.5
(-) 설비투자	0.7	7.2	0.3	0.4	0.5
(+) 자산매각	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.9)	(2.1)
Free Cash Flow	(5.3)	(32.7)	(1.8)	(2.0)	(0.8)
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(5.3)	(32.7)	(1.8)	(2.0)	(0.8)

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	12.1	13.7	16.8	20.7	25.9
증가율 (Y-Y, %)	76.9	13.2	22.5	23.6	24.8
영업이익	(6.2)	(7.7)	(4.7)	(3.0)	(0.3)
증가율 (Y-Y, %)	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	(5.8)	(7.1)	(3.9)	(2.2)	0.6
영업외손익	(1.2)	1.6	1.8	2.1	2.5
순이자수익	0.5	0.8	1.2	1.5	1.9
외화관련손익	(0.2)	0.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(7.4)	(6.0)	(2.8)	(0.9)	2.2
당기순이익	(7.4)	(7.1)	(2.8)	(0.9)	1.8
연배기당당기순이익	(7.4)	(6.9)	(2.7)	(0.9)	1.7
증가율 (Y-Y, %)	적지	적지	적지	적지	흑전
NOPLAT	(4.5)	(5.6)	(3.4)	(2.2)	(0.3)
(+) Dep	0.4	0.6	0.8	0.8	0.9
(-) 운전자본투자	(0.3)	4.0	(1.0)	0.4	0.5
(-) Capex	0.7	7.2	0.3	0.4	0.5
OpFCF	(4.5)	(16.2)	(1.9)	(2.2)	(0.4)
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	19.8	42.6	34.8	19.7	23.6
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	(51.0)	(55.9)	(27.8)	(14.6)	(1.3)
EBITDA마진(%)	(47.5)	(51.9)	(23.0)	(10.5)	2.3
순이익률(%)	(61.5)	(51.6)	(16.8)	(4.2)	6.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	(593)	(544)	(217)	(68)	135
BPS	3,112	5,221	4,976	4,843	4,827
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	317.6
PBR	7.1	5.5	8.6	8.8	8.9
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	869.6
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	230.5
PSR	23.1	26.4	32.2	26.1	20.9
재무건전성 (%)					
부채비율	8.0	7.0	7.6	8.5	9.2
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	1,323.5	2,352.1	2,079.0	1,729.0	1,453.7
이자보상배율	11.9	9.4	3.8	2.0	0.2
이자비용/매출액	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1
자산구조					
투하자본(%)	15.4	23.1	22.6	24.5	27.6
현금+투자자산(%)	84.6	76.9	77.4	75.5	72.4
자본구조					
차입금(%)	0.0	2.6	2.7	2.8	2.7
자기자본(%)	100.0	97.4	97.3	97.2	97.3

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY : 85.7% **HOLD :** 13.7% **SELL :** 0.6%

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- **STRONG BUY:** 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- **BUY:** 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- **REDUCE:** 추천기준일 종가대비 -5%미만.
- **HOLD:** 추천기준일 종가대비 -5%이상~ +15%미만.
- **SUSPENDED:** 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.
• **Overweight:** 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
• **Neutral:** 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
• **Underweight:** 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용

알테오젠 (196170)



일자	2018.4.16	2019.5.14
투자의견	커버리지 BUY	BUY
목표주가	개시 49,000원	53,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가 괴리율	2018.04.16	49,000원	32,476원	48,500원	-33.7	-1.0
	2019.05.14	53,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 5월 13일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가