

알테오젠

(196170)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	72,000	53,000	상향
Earnings			상향

Stock Information

현재가 (11/29)	49,900원
예상 주가 상승률	44.3%
시가총액	6,934억원
비중(KOSDAQ내)	0.31%
발행주식수	13,897천주
52주 최저가 / 최고가	21,700 - 49,950원
3개월 일평균 거래대금	104억원
외국인 지분율	8.6%
주요주주 지분율(%)	
박순재 (외 7인)	26.7
이민석 (외 1인)	0.1

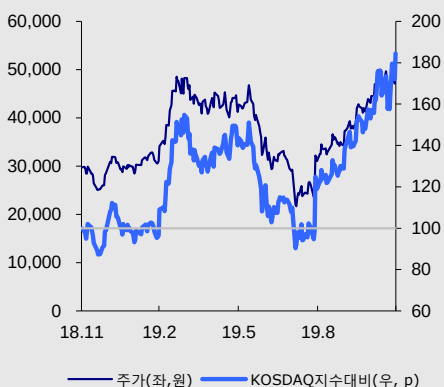
Valuation wide

	2018	2019E	2020E
PER(배)	n/a	n/a	46.6
PBR(배)	5.5	10.2	8.4
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	55.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가 상승률	14.2	17.3	67.4	74.5
KOSDAQ 대비 상대(%)	18.0	25.7	76.4	80.8

Price Trend



ktb 투자증권

Issue & Pitch

02 Dec. 2019

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

첫 대규모 기술 수출 성공

▶ Issue

인간 히알루로니다제 제형 변경 플랫폼 ALT-B4 10대 글로벌 제약사 중 한 곳으로 총 14억달러 규모에 기술 수출. 플랫폼 가치 반영을 통해 목표주가 상향

▶ Pitch

ALT-B4 플랫폼 가치 2,526억원 신규 반영에 따라 목표주가 7.2만원으로 36% 상향. 투자 의견 BUY 유지. Halozyme이 2006년 Roche, 2012년 Pfizer와 각각 6억, 5억달러 규모의 라이선스 계약 체결 후 평균 시가총액 3억달러 이상 상승한 점에서 볼 때, 목표주가에 반영한 ALT-B4 가치 과도하지 않다는 판단. 금번 계약을 통해 동사의 기술력 입증된 만큼 추가 기술 이전 계약을 통한 플랫폼 가치 상향 가능성 높아 보임

▶ Rationale

- ALT-B4는 세계 두 번째 재조합 인간 히알루로니다제 효소로 정맥주사 의약품을 피하주사 제형으로 변경하는 원천 기술
- 최초의 재조합 인간 히알루로니다제 제형 변경 플랫폼 개발사 Halozyme은 2006년부터 현재까지 10곳의 글로벌 제약사와 약 60여개 물질에 대한 라이선스 계약을 체결하였으며 총 계약 규모는 약 7조원에 달함. 11/4 항암제 파이프라인 개발 중단하고 사업 역량을 제형 변경 플랫폼에 집중하겠다고 밝히며 주가 약 26% 상승하여 시가총액 28억달러 형성 중
- Halozyme은 타겟별로 기술의 독점 사용권을 부여하기 때문에 경쟁사가 이미 Halozyme과 계약을 체결했을 경우 동일 타겟의 약물을 출시했거나 개발 중인 회사들은 제형 변경을 위해 동사와의 파트너십이 필요할 것으로 전망됨. Roche, J&J, BMS와 Halozyme과의 계약에서 드러난 타겟 물질은 PD-1, PD-L1, IL-6, CD38 등으로 각 사의 오리지널 제품 제외한 합산 시장 규모는 2020년 176억달러에 달할 것으로 전망됨
- ALT-B4 가치는 적용 제품 5개, 개발/판매 마일스톤 Halozyme 평균 1.6억달러/target 25% 할인한 1.2억달러, 성공확률 50%, 개발 기간 5년으로 가정하여 산출. 타겟 질환 및 계약 품목 미공개인 관계로 개발/판매 마일스톤까지만 반영하였으며, 개발 끝낸 물질의 제형 변경 임상이나 품목 수 고려하여 성공확률 보수적으로 가정하였음. 향후 임상 진전 및 타겟 공개 시 세분화하여 목표주가에 반영할 계획

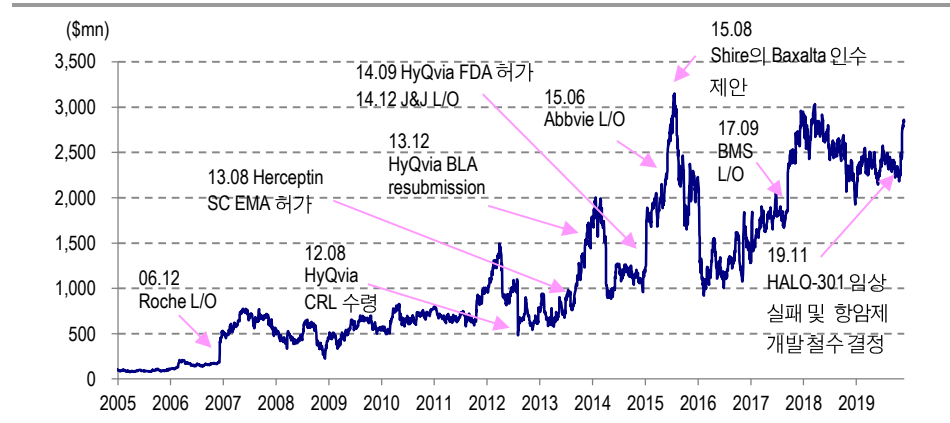
▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
매출액	12	14	17	36	21	26	32
영업이익	(6)	(8)	(6)	11	(3)	(0)	3
EBITDA	(6)	(7)	(5)	11	(2)	1	4
순이익	(7)	(7)	(4)	14	(0)	2	5
자산총계	43	71	67	83	81	84	89
자본총계	40	67	62	76	76	78	82
순차입금	(33)	(51)	(48)	(58)	(60)	(61)	(65)
매출액증가율	76.9	13.2	23.8	113.4	(40.9)	23.6	21.2
영업이익률	(51.0)	(55.9)	(36.5)	29.3	(12.2)	(0.0)	9.9
순이익률	(61.5)	(51.6)	(25.6)	38.5	(1.6)	7.8	15.5
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	적전	흑전	141.1
ROE	(17.5)	(13.3)	(6.7)	20.1	(0.4)	2.7	6.2

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 01: Halozyme 시가총액 추이



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 02: Halozyme 플랫폼 라이선스 계약 구조

	Roche		Baxalta	Pfizer	Janssen	abbvie	Lilly	BMS	Roche	ALEXION	Roche	argenx
	2006	2007	2012	2014	2015		2017			2018		2019
One-time Upfront	\$20M	\$10M	\$8M	\$15M	\$23M	\$25M	\$105M	\$30M	\$40M	\$25M		\$30M
Milestones / Target ¹	\$37-47M	\$37M	\$85M	\$113M	~\$130M ~\$160M		\$160M	\$160M	\$160M	\$160-165M		\$160
Targets	8	1	6	5	9	5	11	1	4	3		3

Recurring Average Mid-single Digit Royalties on Net Sales

Source: Halozyme Therapeutics, KTB투자증권

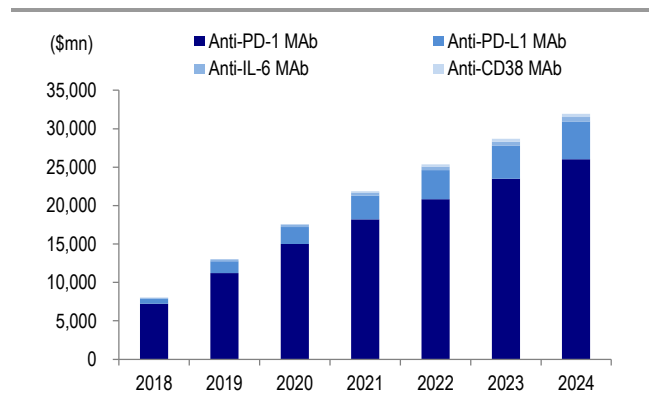
Note: 1 Assumes all developmental and commercial milestones per target achieved and paid to Halozyme

Fig. 03: ALT-B4 라이선스 계약 개요

계약 상대방	글로벌 10대 제약사
계약금	\$13mn(153억원), 계약 후 영업일 30일 이내 일시 인식
마일스톤 기술료	ALT-B4를 여러 제품에 적용하여 각 국가별 임상 계획 중인 임상 진행하고, 국가별 허가 및 판매 이정표 달성 시 마일스톤 수령
계약 기간	2019.12.02~2039.12.01(특허 만료까지)
계약 지역	전세계
비고	- 비독점적 기술 라이선싱 계약으로 계약금 반환의무 없음 - 계약 상대의 정맥주사 제품에 알테오젠 기술 적용하여 피하주사형 제품을 개발할 수 있는 권리 라이선싱 - 최대 수령 가능 금액은 \$1.373bn(1조 6,190억원)

Source: 알테오젠, KTB투자증권

Fig. 04: ALT-B4 타겟 시장



Source: Evaluate Pharma, KTB투자증권

Note: Halozyme과 라이선스 계약 체결한 품목 제외한 시장 규모

Fig. 05: 일테오젠 신약가치 및 목표주가 산출(변경 후)

	기업가치(억원)	주당가치(원)	비중	주요 가정
A. 신약가치	9,288	67,633	100.0%	
ALT-B4	2,526	18,394	27.2%	- 계약 품목 미공개인 관계로 5개로 가정하여 개발/판매 마일스톤까지 반영 - Halozyme의 평균 개발/판매 마일스톤 \$160mn/target 25% 할인 적용 - 개발 끝낸 물질의 제형 변경 임상이나, 품목 수 고려하여 성공확률 50%로 보수적으로 가정. 개발 기간은 5년 가정 - 할인을 12% 가정
ALP-P1(지속형성장호르몬)	1,705	12,418	18.4%	2030년 Peak 점유율 10%, 성공확률 33%
ATL-P7(Herceptin ADC)	1,753	12,768	18.9%	2032년 Peak 점유율 21%, 성공확률 15%
Eylea 바이오시밀러	2,426	17,665	26.1%	2029년 Peak 점유율 20%, 성공확률 20%
Herceptin 바이오시밀러	877	6,388	9.4%	2025년 Peak 점유율 10%, 성공확률 50%
B. 채권자가치(순차입금)	(578)	(4,208)	-	2020년 기말 기준
C. 주주가치(A-B)	9,866	71,842	-	

Source: KTB투자증권

Fig. 06: 일테오젠 신약가치 및 목표주가 산출(변경 전)

	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	54.3	68.9	67.7
현금성자산	33.4	52.5	49.4	59.6	61.7
매출채권	1.3	4.1	3.4	7.2	4.3
재고자산	0.2	0.5	0.4	0.9	0.5
비유동자산	7.3	13.1	13.1	14.4	13.4
투자자산	1.7	0.8	1.0	2.1	1.2
유형자산	5.0	11.7	11.3	11.3	11.0
무형자산	0.6	0.6	0.8	1.0	1.2
자산총계	43.0	71.4	67.4	83.2	81.1
유동부채	2.7	2.5	2.7	5.0	3.2
매입채무	1.5	1.8	2.0	4.4	2.6
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	7.2	5.4
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)	(16.8)	(3.2)	(3.5)
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	62.5	76.0	75.7
투자자본	6.4	16.0	14.9	18.2	15.8
순차입금	(33.4)	(50.7)	(47.6)	(57.8)	(59.9)
ROA	(16.4)	(12.4)	(6.3)	18.5	(0.4)
ROE	(17.5)	(13.3)	(6.7)	20.1	(0.4)
ROIC	(62.5)	(49.6)	(29.1)	46.5	(11.1)

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	(4.4)	(9.5)	(2.6)	11.2	2.9
당기순이익	(7.4)	(7.1)	(4.3)	13.9	(0.3)
자산상각비	0.4	0.6	0.8	0.8	0.8
운전자본증감	0.4	(3.6)	1.0	(2.0)	1.5
매출채권감소(증가)	0.0	(2.7)	0.7	(3.8)	2.9
재고자산감소(증가)	(0.0)	(0.3)	0.0	(0.5)	0.4
매입채무증가(감소)	(0.2)	0.3	0.2	2.3	(1.8)
투자현금	(0.3)	(22.8)	(0.6)	(1.0)	(0.7)
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)	(0.7)	(0.4)
유무형자산감소	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
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	(3.2)	10.2	2.1
총현금흐름(Gross CF)	(5.4)	(6.2)	(3.6)	13.2	1.3
(-) 운전자본증가(감소)	(0.3)	4.0	(1.0)	2.0	(1.5)
(-) 설비투자	0.7	7.2	0.3	0.7	0.4
(+) 자산매각	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
Free Cash Flow	(5.3)	(32.7)	(3.2)	10.2	2.1
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(5.3)	(32.7)	(3.2)	10.2	2.1

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	12.1	13.7	17.0	36.2	21.4
증가율 (Y-Y,%)	76.9	13.2	23.8	113.4	(40.9)
영업이익	(6.2)	(7.7)	(6.2)	10.6	(2.6)
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	확전	적전
EBITDA	(5.8)	(7.1)	(5.4)	11.4	(1.8)
영업외손익	(1.2)	1.6	1.8	3.3	2.2
순이자소득	0.5	0.8	1.2	2.7	1.6
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)	(4.3)	13.9	(0.4)
당기순이익	(7.4)	(7.1)	(4.3)	13.9	(0.3)
지배기업당기순이익	(7.4)	(6.9)	(4.2)	13.5	(0.3)
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	확전	적전
NOPLAT	(4.5)	(5.6)	(4.5)	7.7	(1.9)
(+) Dep	0.4	0.6	0.8	0.8	0.8
(-) 운전자본투자	(0.3)	4.0	(1.0)	2.0	(1.5)
(-) Capex	0.7	7.2	0.3	0.7	0.4
OpFCF	(4.5)	(16.2)	(3.0)	5.8	0.0
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	19.8	42.6	35.3	44.1	16.0
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)	(36.5)	29.3	(12.2)
EBITDA마진(%)	(47.5)	(51.9)	(31.8)	31.6	(8.5)
순이익률(%)	(61.5)	(51.6)	(25.6)	38.5	(1.6)

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	(593)	(544)	(334)	1,070	(26)
BPS	3,112	5,221	4,873	5,928	5,884
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	46.6	n/a
PBR	7.1	5.5	10.2	8.4	8.5
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	55.6	n/a
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	n/a	47.7	472.6
PSR	23.1	26.4	37.2	17.4	29.5
재무건전성 (%)					
부채비율	8.0	7.0	7.8	9.5	7.2
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	2,014.3	1,374.0	2,094.5
이자보상배율	11.9	9.4	5.0	n/a	1.7
이자비용/매출액	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1
자산구조					
투자자본(%)	15.4	23.1	22.9	22.8	20.0
현금+투자자산(%)	84.6	76.9	77.1	77.2	80.0
자본구조					
차입금(%)	0.0	2.6	2.8	2.3	2.3
자기자본(%)	100.0	97.4	97.2	97.7	97.7

▶ 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 : 89.6% **HOLD :** 9.8% **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	2019.12.2
투자의견	커버리지	BUY	BUY	BUY
목표주가	개시	49,000원	53,000원	72,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가	2018.04.16	49,000원	32,476원	48,500원	-33.72	-1.02
괴리율	2019.05.14	53,000원	37,320원	49,950원	-29.58	-5.75
	2019.12.02	72,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 11월 29일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가