

알테오젠 (196170)

| 제약/바이오 Analyst 오병용 02) 709-2621 byoh@taurus.co.kr

바이오횰약품 시장은 피하주사(SC)가 대세다. 최대 수혜는 알테오젠.

2019년 4월 16일

투자의견

N.R

목표주가

-

현재주가 (4월 15일)

42,650원

Upside

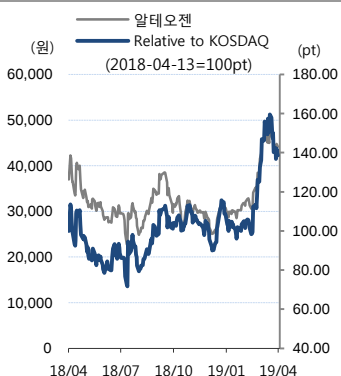
-

KOSDAQ	766.8pt
시가총액(보통주)	541십억원
발행주식수	12,681천주
액면가	500원
자본금	7십억원
60일 평균거래량	211천주
60일 평균거래대금	8,614백만원
외국인 지분율	9.8%
52주 최고가	50,000원
52주 최저가	21,600원
주요 대주주	
박순재외 5인	26.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-6.5	-8.9
3M	45.1	34.0
6M	37.4	30.7

주가차트



바이오횰약품 시장은 이제 편의성 싸움이다.

- 바이오횰약품 시장은 지금 '뉴타입' 전쟁 중이다. 바이오시밀러 제품이 많아지고 시장이 과열경쟁 되고 있는 탓에, 이제 빅파마들은 기존 제품대비 어떻게든 편의성을 높인 제품들을 만들고 있다. 그 대표적인 것이 정맥주사(IV)제품을 피하주사(SC) 제형으로 변경시킨 제품이다. 한국의 셀트리온 또한 포화된 시장에서 성장의 돌파구를 찾기 위해 자사의 대표 제품인 램시마를 SC제형으로 출시하는데 사할을 걸고 있다. 이런 흐름에 맞추어 SC제형 제품 뿐만 아니라 고농축 버전, 펜타입 버전 제품 등도 활발히 개발되고 있다. 이제는 누가 바이오시밀러를 빠르게 개발하느냐가 중요한 것이 아니다. 누가 편의성 높은 제품을 만드느냐가 중요한 시대다.

SC기술이 없는 빅파마는 알테오젠을 찾아올 가능성이 크다.

- 알테오젠은 이와 같은 바이오횰약품 시장의 대세흐름에서 가장 큰 수혜를 볼 수 있는 한국기업이다. 바이오횰약품을 SC제형으로 변환할 수 있도록 하는 '히알루로니데이즈(Hyaluronidase)' 원천특허를 세계 2번째로 보유하고 있기 때문이다. 동사보다 먼저 이 특허를 보유한 미국 '할로자임(Halozyme)'사는 현재까지 9개 빅파마에 기술을 이전하였고, 이 기술을 적용하여 로슈의 허셉틴과 리투산, 샤이어의 HyQvia가 SC제형으로 이미 출시되었다. 또한 안센의 다잘렉스, BMS의 옵디보, 로슈의 퍼제타와 티센트릭 등 10여 개의 블록버스터 신약이 할로자임 기술을 이전 받아 임상 중에 있다.
- 할로자임과 고객사와의 계약조건은 정확히 알 수 없으나 적응증별, 품목별 독점 권한을 주고 있는 것으로 판단된다. 따라서 SC를 만들고 싶어 할로자임과 계약하고 싶으나 계약을 못한 빅파마들이 상당수 존재할 것으로 추정되며, 이 기업들은 알테오젠을 찾을 것이라는 판단이다. 회사에 따르면 실제로 여러 빅파마들과의 협상이 빠르게 진행되고 있다. 바이오 의약품 시장에 SC가 대세가 되고 있는 상황에서 특정 빅파마들에게는 알테오젠 이외에 대안이 없을 수 있다. 따라서 동사의 기술수출 가능성도 매우 높아 보인다.

알테오젠 VS 셀리버리

- 셀리버리와 알테오젠과의 공통점은 플랫폼 기술 특허를 취득하며 주가가 상승했다는 점이다. 셀리버리는 뇌의 BBB를 뚫는 세포투과기술, 알테오젠은 SC기술이다. 셀리버리 주가는 3배 올랐으나, 알테오젠은 기대감 대비 미미하게 상승했다. 개량신약 형태로 제품화 가능한 SC플랫폼(히알루로니데이즈)의 실현가능성과 넓은 적용범위는 셀리버리에 뒤지지 않는다. 올해 실제 라이선스 계약의 성과들이 나오면 또 다른 계약 기대감이 생길 것이며, 주가는 더 크게 상승할 것이다.

Financial Data

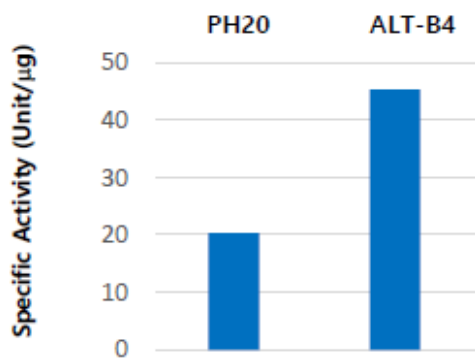
(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	7.0	4.7	6.8	12.1	13.7
영업이익	0.7	0.1	-5.4	-6.2	-7.7
영업이익률(%)	10.3	2.6	-79.1	-51.0	-55.9
세전이익	0.8	1.0	-4.5	-7.4	-6.0
지배주주지분순이익	0.9	1.2	-3.6	-7.4	-6.9
EPS(원)	84	103	-299	-593	-544
증감률(%)	-!	23.6	적전	적지	적지
ROE(%)	4.4	3.2	-8.6	-17.5	-12.9
PER (배)	150.7	192.4	-142.8	-72.0	-78.4
PBR (배)	3.9	6.1	11.8	13.5	8.8
EV/EBITDA (배)	132.3	617.0	-99.5	-88.2	-69.0

자료: 알테오젠, 토러스투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

할로자임 기술 대비 더 좋을 가능성도 있다.

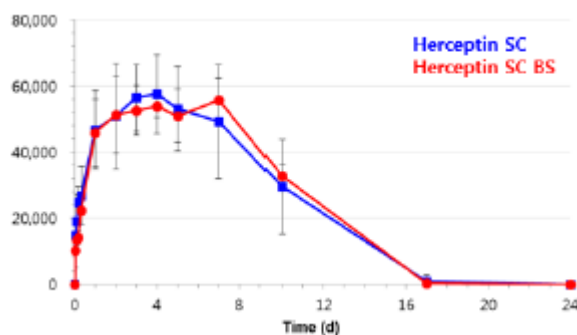
- 할로자임의 히알루로니데이즈는 여러 개의 단백질 덩어리로 구성되어 있다. 동사는 그 중 한 개의 도메인을 통으로 바꿔서 특허를 회피한 것이다. 운이 좋아서 인지 모르겠으나, 회사 자체 실험에서는 동사의 물질이 오리지널 대비 액티비티가 더 잘 나왔으며 열 안정성도 높았다(그림1~3참조). 물론 후에 공인된 기관에서 실험해 봐야겠으나, 동사의 물질이 개량화된 히알루로니데이즈가 될 가능성도 있다는 판단이다.
- 동사는 자체기술을 통해 허셉틴SC의 바이오시밀러도 개발하고 있다. 허셉틴SC는 이미 유럽에서 시장점유율 50%를 넘어선 약이다. 개발된다면 세계최초의 시밀러다.

그림1 경쟁사와의 히알루로니데이즈 기술 액티비티 비교



자료 : 알테오젠, 토러스투자증권 리서치센터

그림2 로슈의 허셉틴SC와 동사의 허셉틴SC PK시험 비교



자료 : 알테오젠, 토러스투자증권 리서치센터

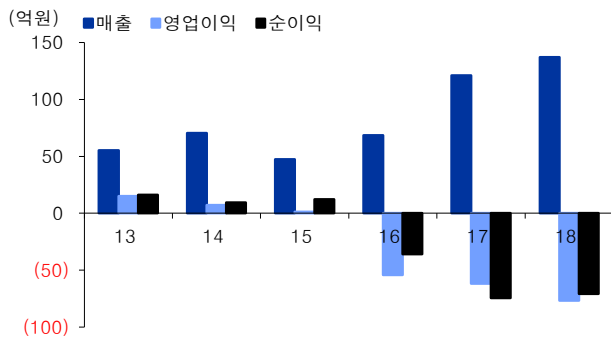
그림3 동사와 경쟁사의 히알루로니데이즈 기술 액티비티 비교

Kinetics determined by Morgan-Elson assay

	K_m (mg/mL)	k_{cat} (1/min)	k_{cat}/K_m (1/min/mg/mL)
PH20	2.29 ± 0.20	0.72 ± 0.01	0.32 ± 0.03
ALT-B4	1.78 ± 0.04	1.31 ± 0.10	0.73 ± 0.04

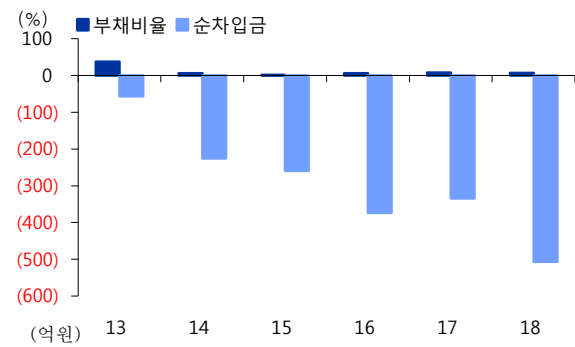
자료 : 알테오젠, 토러스투자증권 리서치센터

그림4 연간 실적 추이



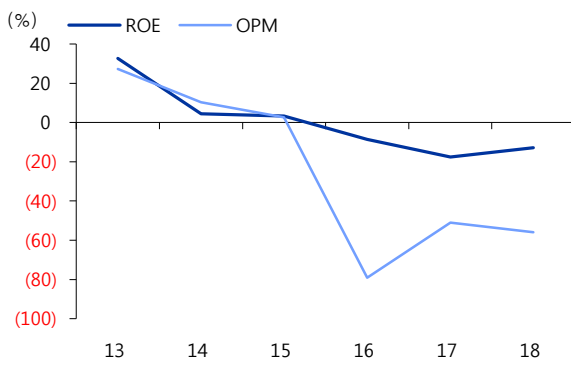
자료 : 알테오젠

그림5 부채비율, 순차입금 추이



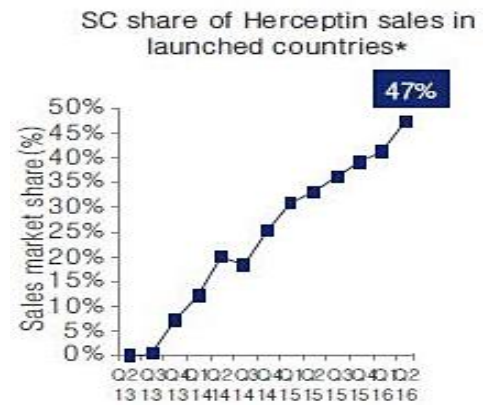
자료 : 알테오젠

그림6 ROE, OPM 추이



자료 : 알테오젠

그림7 로슈의 SC제형 허셉틴 시장점유율 추이



자료 : 알테오젠

Balance Sheet					
(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	25.2	26.7	39.3	35.7	58.3
현금및현금성자산	8.7	7.1	8.4	5.2	8.9
매출채권 및 기타채권	1.5	0.0	1.4	1.3	4.1
재고자산	0.0	0.0	0.2	0.2	0.5
기타유동자산	15.0	19.6	29.4	28.9	44.7
비유동자산	12.8	12.7	8.6	7.3	13.1
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	0.5	4.1	4.7	5.0	11.7
무형자산	0.1	0.2	2.1	0.6	0.6
자산총계	38.0	39.4	47.9	43.0	71.4
유동부채	1.8	0.4	2.2	2.7	2.5
매입채무 및 기타채무	0.9	0.2	1.8	1.5	1.8
단기금융부채	0.8	0.0	0.0	0.0	0.3
기타유동부채	0.2	0.2	0.4	1.2	0.4
비유동부채	0.3	0.4	0.5	0.5	2.2
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5
기타비유동부채	0.3	0.4	0.5	0.5	0.7
부채총계	2.1	0.8	2.7	3.2	4.7
지배주주지분	35.8	38.6	45.2	39.8	66.6
자본금	2.8	3.0	3.1	6.3	6.9
자본잉여금	27.6	28.8	40.0	38.4	71.3
이익잉여금	4.2	5.4	1.8	-5.7	-12.5
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
자본총계	35.8	38.6	45.2	39.8	66.7

주: K-IFRS 연결 기준 / 자료: 알테오젠, 토러스투자증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	7.0	4.7	6.8	12.1	13.7
매출원가	3.2	1.3	6.2	11.1	11.7
매출총이익	3.9	3.5	0.6	1.0	2.0
판매비 및 관리비	3.2	3.3	6.0	7.2	9.6
영업이익	0.7	0.1	-5.4	-6.2	-7.7
(EBITDA)	0.9	0.3	-5.1	-5.8	-7.1
금융손익	0.0	0.9	0.9	0.4	1.0
이자비용	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.0	0.0	-1.6	0.6
세전계속사업이익	0.8	1.0	-4.5	-7.4	-6.0
계속사업법인세비용	-0.2	-0.2	-0.9	0.1	1.0
계속사업이익	0.9	1.2	-3.6	-7.4	-7.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.9	1.2	-3.6	-7.4	-7.1
지배주주	0.9	1.2	-3.6	-7.4	-6.9
총포괄이익	0.9	1.2	-3.6	-7.4	-7.1
매출총이익률 (%)	55.0	73.2	9.2	8.6	14.3
영업이익률 (%)	10.3	2.6	-79.1	-51.0	-55.9
EBITDA 마진률 (%)	12.6	7.1	-73.9	-47.5	-51.9
당기순이익률 (%)	13.2	25.6	-52.4	-61.5	-51.6
ROA (%)	4.0	3.1	-8.2	-16.4	-12.0
ROE (%)	4.4	3.2	-8.6	-17.5	-12.9
ROIC (%)	7.7	0.7	-38.3	-62.5	-49.6

자료: 알테오젠, 토러스투자증권 리서치센터

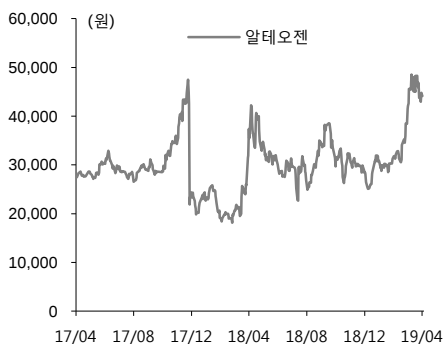
Cashflow Statement					
(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	0.4	2.8	-3.3	-4.4	-9.5
당기순이익(손실)	0.9	1.2	-3.6	-7.4	-7.1
비현금수익비용가감	0.8	-0.2	-0.5	2.1	0.8
유형자산감가상각비	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	0.1	-0.2	-0.1	0.2	-0.2
영업활동 자산부채변동	-1.5	1.5	0.1	0.4	-3.6
매출채권 감소(증가)	-1.2	1.5	-0.8	0.0	-2.7
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.1	0.0	-0.3
매입채무 증가(감소)	0.0	0.0	0.7	-0.2	0.3
기타자산, 부채변동	-0.3	0.0	0.1	0.6	-1.0
투자활동 현금	-20.1	-4.2	-5.0	-0.3	-22.8
유형자산처분(취득)	0.0	-3.8	-0.9	-0.7	-7.2
무형자산 감소(증가)	0.0	-0.1	-1.6	-0.1	-0.2
투자자산 감소(증가)	-8.0	7.8	-2.0	0.7	-15.4
기타투자활동	-12.0	-8.1	-0.5	-0.3	-0.1
재무활동 현금	28.1	-0.4	9.5	1.7	35.9
차입금의 증가(감소)	0.6	-0.6	0.0	0.0	2.2
자본의 증가(감소)	27.4	0.0	10.0	2.6	32.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	0.1	-0.5	-0.9	1.7
현금의 증가	8.3	-1.6	1.3	-3.2	3.7
기초현금	0.3	8.7	7.1	8.4	5.2
기말현금	8.7	7.1	8.4	5.2	8.9
NOPLAT	0.5	0.1	-3.9	-4.5	-5.6
FCF	-19.9	-1.7	-9.0	-5.3	-32.7

자료: 알테오젠, 토러스투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
(원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	150.7	192.4	-142.8	-72.0	-78.4
P/B	3.9	6.1	11.8	13.5	8.8
P/S	19.9	49.2	74.8	44.3	39.3
EV/EBITDA	132.3	617.0	-99.5	-88.2	-69.0
P/CF	82.4	234.2	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
성장성 (%)					
매출액	27.4	-32.9	44.8	76.9	13.2
영업이익	-52.1	-82.9	적전	적지	적지
세전이익	-52.2	35.9	적전	적지	적지
당기순이익	-42.0	29.8	적전	적지	적지
EPS	-	23.6	적전	적지	적지
안정성 (%)					
부채비율	6.0	2.2	6.0	8.0	7.0
유동비율	1,377.9	6,450.8	1,769.1	1,323.5	2,352.1
순차입금/자기자본(x)	-62.9	-67.3	-82.5	-83.9	-76.0
영업이익/금융비용(x)	741.4	1,832.2	-	-	-
총차입금 (십억원)	0.8	0.0	0.0	0.0	1.8
순차입금 (십억원)	-22.5	-26.0	-37.3	-33.4	-50.7
주당지표(원)					
EPS	84	103	-299	-593	-544
BPS	3,214	3,268	3,623	3,160	4,851
SPS	632	404	570	963	1,085
CFPS	153	85	-	-	-
DPS	-	-	-	-	-

자료: 알테오젠, 토러스투자증권 리서치센터

알테오젠(196170) 투자등급 및 목표주가 추이



제시일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율 (%)	
				평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.03.18.	N.R	-	-	-	-
2019.04.16	N.R	-	-	-	-

투자의견(향후 6~12개월간 주가 등락 기준)

			투자의견 비율 (%)
기업	STRONG BUY	+ 50 % 이상의 투자수익이 예상되는 경우	12.1
	BUY	+ 20% ~ + 50% 이내의 투자수익이 예상되는 경우	85.4
	HOLD	- 20% ~ + 20% 이내의 등락이 예상되는 경우	2.5
	SELL	-20% 미만의 주가하락이 예상되는 경우	0.0
업종	OVERWEIGHT	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견	
	NEUTRAL		
	UNDERWEIGHT		

주 : 기준일 2019. 01. 01.

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 오병용)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.