Morning Meeting Notes

2023-09-20

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

오리온(BUY/170,000) 8월 잠정 실적 Review
알테오젠(BUY/115,000) 머크 IV로 불가능했던 영역을 SC로 확장하는 임상 개시!
[채권] 외국인 투자자-한국 채권시장 Q&A 보고서

New Issue

뉴욕증시, FOMC 경계감 속 하락 마감... 나스닥 0.23%↓
뉴욕채권, 인플레이션 장기화 우려 및 안정적인 경제지표에 美 국채가 하락 마감
국제유가, 상승랠리에 따른 차익실현 매물에 하락 마감... WTI 0.31%↓

New Publication

[반도체] 중국 반도체 기업 탐방 후기(2023-09-19)
[보험] 리스크 축소 초입에서 찾는 기회(2023-09-13)
[철강] 탈탄소 WAVE: 철강산업의 경쟁우위 변화(2023-09-13)
[퀀트/글로벌 ETF] 퀀트/글로벌 ETF 전략 - 변동성을 지나쳐 나아가겠소(2023-09-08)
[중국/신흥국] 脫중국화 시대 대응 전략: 포스트 차이나로 주목받는 인도-베트남의 기회(2023-09-06)
[엔터] 카카오엔터테인먼트 미리보기(2023-09-04)
[주식전략] 9월 증시-고도를 기다리며(2023-08-29)
[ESG] ESG 리서치 통합 보고서: 공시제도 현황과 주요 기업분석(2023-08-28)
[주식전략] 8월 증시-2% 부족할 때(2023-08-03)

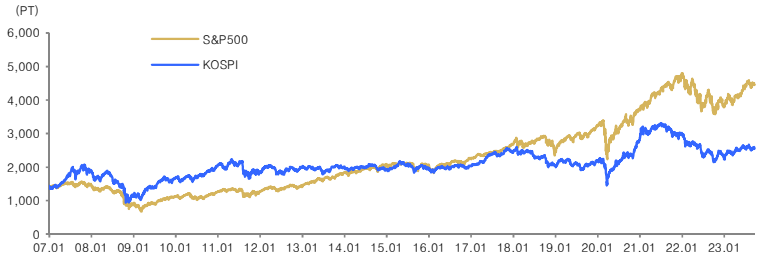
Rating, Target Price Changes

알테오젠	BUY	75,000 원 ▷	BUY	115,000 원	(2023-09-20)
파크시스템스	BUY	170,000 원 ▷	BUY	210,000 원	(2023-09-19)
크래프톤	BUY	280,000 원 ▷	BUY	250,000 원	(2023-09-14)
태광	BUY	22,000 원 ▷	BUY	31,000 원	(2023-09-13)
넥스틴	BUY	82,000 원 ▷	BUY	110,000 원	(2023-09-12)
현대제철	BUY	48,000 원 ▷	BUY	54,000 원	(2023-09-08)
기업은행	BUY	12,000 원 ▷	BUY	13,000 원	(2023-08-30)
현대해상	BUY	69,000 원 ▷	BUY	49,000 원	(2023-08-23)
LG이노텍	BUY	440,000 원 ▷	BUY	360,000 원	(2023-08-23)
SK렌터카	BUY	9,000 원 ▷	M.PERFORM	11,000 원	(2023-08-16)
금호건설	BUY	8,000 원 ▷	BUY	7,000 원	(2023-08-14)
하이트진로	BUY	27,000 원 ▷	BUY	25,000 원	(2023-08-14)
농심	BUY	560,000 원 ▷	BUY	590,000 원	(2023-08-14)
아난티	M.PERFORM	15,000 원 ▷	BUY	21,000 원	(2023-08-11)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
삼성전자	44,621	두산에너빌리티	40,875
SK이노베이션	30,647	POSCO홀딩스	31,411
두산에너빌리티	27,586	KODEX 200선물인버스2X	30,935
삼성SDI	16,172	금호석유	26,335
레인보우로보틱스	9,751	TIGER 200	25,011

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
LG화학	-56,414	삼성전자	-367,024
POSCO홀딩스	-52,960	SK이노베이션	-82,701
LG에너지솔루션	-30,060	삼성SDI	-80,489
에코프로	-25,989	포스코퓨처엠	-62,075
TIGER 200	-25,480	SK하이닉스	-49,325

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,559.21	-0.60	+1.73
대형주	2,545.81	-0.69	+1.72
중형주	2,817.25	-0.01	+2.50
소형주	2,355.72	-0.55	+0.38
KOSDAQ	883.89	-0.83	-1.06

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	3,165	-16	-3,846
누적순매수(D-20)	-13,012	-9,606	18,879

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	164,553	169,673	211,968

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	73.91	+0.64	+6.78
금융	376.67	-0.08	+7.01
운수장비	2,125.84	-0.34	+1.63
유통	381.31	-0.17	+1.98
음식료	3,640.52	+0.62	+0.68
의약품	12,713.81	-0.26	-1.91
전기전자	26,506.14	-0.88	+0.55
철강금속	6,886.19	-0.99	+6.66
화학	5,149.67	-1.47	+0.06
유틸리티	601.86	+0.08	+1.30
통신	371.42	-0.43	+3.40

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	4,443.95	-0.22	+1.29
NASDAQ	13,678.19	-0.23	+1.28
일본	33,242.59	-0.87	+4.35
중국	3,124.96	-0.03	+0.15
독일	15,664.48	-0.40	-0.26

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.89	-0.40	+8.50
국고채 (10년)	3.95	-3.00	-3.40
은행채AAA (3년)	4.37	-0.60	+11.40
미국국채 (2년)	5.10	+6.40	+4.84
미국국채 (10년)	4.36	+5.52	+3.46

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,328.50	+0.31	-0.52
원/백 엔	898.55	+0.19	-1.84
원/위안	182.06	+0.24	-0.57
달러/유로	1.07	-0.12	-1.53
위안/달러	7.30	+0.08	+0.05
엔/달러	147.85	+0.12	+1.34
Dollar Index	105.15	+0.07	+1.50

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	91.20	-0.31	+13.50
금 (usd/oz)	1,953.70	+0.02	+1.44
BDI	1,439.00	+4.20	+17.66
천연가스(NYMEX)	2.85	4.40	+11.25

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Company Note
2023. 09. 20

오리온 (271560)

BUY
TP 170,000원

8월 잠정 실적 Review

Analyst 하희지
02-3787-2574 1300691@hmsec.com

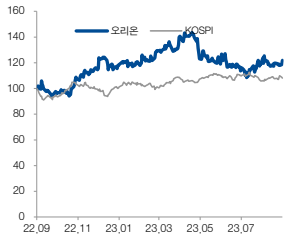
현재주가 (9/19)	125,600원
상승여력	35.4%
시가총액	4,966십억원
발행주식수	39,536천주
자본금/액면가	20십억원/500원
52주 최고가/최저가	147,800원/96,700원
일평균 거래대금 (60일)	10십억원
외국인지분율	42.41%
주요주주	오리온홀딩스 외 6 인 43.80%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	2.6	2.5	-5.8
상대주가(%p)	0.4	4.5	-11.8

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	9,135	10,536	170,000
After	9,036	10,405	170,000
Consensus	9,220	10,491	169,500
Cons. 차이	-2.0%	-0.8%	0.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 오리온 8월 잠정 법인별 합산 매출액은 2,646억원(+4.1%yoy), 영업이익은 538억원(+13.0% yoy, OPM 20.3%) 시현. 국내 두자릿수 매출 성장세 유지, 베트남 신제품 출시 효과로 인한 매출 성장. 중국/러시아 환율 효과로 매출 감소. 러시아 제외 제조원가율 개선되며 수익성 개선되고 있다는 점 긍정적
- 투자의견 BUY, 목표주가 170,000원 유지

주요이슈 및 실적전망

- 1) 국내 법인: 매출액 +15.0%yoy, 영업이익 +25.6%yoy. 가격 인상 효과 및 신제품 출시로 전 채널 두 자릿수 성장 지속. 주요 원재료(유지류, 부재료) 단가 인하로 8월 제조원가율 -3.5%p 하락. 하반기에도 적극적인 수요 대응 및 신제품 출시, 원가 하락에 의한 마진 스프레드 개선 기대
- 2) 중국 법인: 매출액 -0.1%yoy, 영업이익 +15.9%yoy. 중국 환율 영향으로 인해 원화 기준 매출 감소, 현지화 기준 매출 성장률은 +6%yoy. 비스켓/젤리 카테고리 성장세 지속(+25.0% yoy, +20.8%yoy). 중국은 수익성 개선이 돋보임. 일부 원재료 부담 지속에도 불구하고 제조원가율은 -0.8%p 개선. 판관비 측면에서도 전년대비 광고비 축소, 코로나 특수 일회성 비용 제거되며 OPM +3.4%p 개선 긍정적. 8~9월은 추석 물량 출고 및 제조원가율 개선으로 8월과 같은 이익률 기대 가능. 4Q 신규 성장 채널(벌크 채널) 확대 및 젤리/스낵 생산라인 증설 예정. 춘절 시점 차이에 의한 실적 감소는 불가피하나 2024년 성장세 기대 가능
- 3) 베트남 법인: 매출액 +6.9%yoy, 영업이익 +9.3%yoy. 베트남 신규 카테고리인 유음료, 월병 출고에 따라 매출 증가(각 20억 매출 수준). 하반기 신제품 확장 및 가성비 제품 통한 성장 집중
- 4) 러시아 법인: 매출액 -19.6%yoy, 영업이익 -36.8%yoy. 루블화 약세로 원화기준 매출/ 영업이익 역성장. 다만, 루블화 기준 20% 넘는 성장 기록. 하반기 젤리 라인(젤리 신제품 5개 출시), 초코파이 라인 추가 증설 통해 포트폴리오 확장 및 시장 확대 이어갈 것으로 전망

주가전망 및 Valuation

- 오리온, 7월부터 원가 부담 하락이 법인별로 가시화 되고 있다는 점 긍정적. 2024년은 춘절 시점에 따른 외형 증가 기대. 또한, 내년은 지속적인 Capa 증설/ 신제품 출시/ 신규 지역 진출 성과가 나타날 것으로 전망됨에 따라 현재 시점에서 저점 매수 전략 추천

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	2,355	373	258	523	6,518	-3.7	15.9	1.9	7.1	12.8	0.7
2022	2,873	467	392	628	9,924	52.2	12.9	2.0	6.8	16.5	0.7
2023F	2,967	494	357	650	9,036	-8.9	13.9	1.8	5.9	13.3	0.8
2024F	3,239	560	411	715	10,405	15.1	12.1	1.6	4.9	13.7	0.8
2025F	3,324	585	430	735	10,875	4.5	11.5	1.4	4.0	12.7	0.8

*K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 오리온 월별 실적 추이

(KRWbn)	22.08	22.09	22.10	22.11	22.12	23.01	23.02	23.03	23.04	23.05	23.06	23.07	23.08
매출액	254.2	267.10	252.30	265.50	341.00	237.80	198.50	229.50	237.10	253.10	227.7	233.6	264.6
YoY(%)	21.2%	17.1%	23.4%	33.4%	50.8%	-22.5%	21.3%	22.5%	15.1%	14.9%	10.3%	3.5%	4.1%
한국	79.9	80.3	81.9	83.4	89.9	81.2	78.9	88	90.9	92.8	89.5	89.5	91.9
YoY(%)	23.3%	15.2%	14.2%	25.2%	20.5%	6.7%	19.0%	13.8%	18.2%	21.3%	19.8%	18.1%	15.0%
중국	113.8	125	104.2	101.8	164.8	94.5	75.5	94.2	102	105.9	89.5	95	113.7
YoY(%)	4.3%	5.9%	13.6%	27.6%	78.9%	-44.6%	24.8%	26.4%	15.8%	13.1%	10.4%	-2.0%	-0.1%
베트남	39.1	38.8	41.9	56.1	66.2	46.8	28.4	30.1	28.8	34.9	32.0	35.6	41.8
YoY(%)	56.4%	35.2%	37.8%	42.0%	39.7%	-6.2%	7.2%	15.3%	-1.0%	8.4%	0.3%	1.4%	6.9%
러시아	21.4	23	24.3	24.2	20.1	15.3	15.7	17.2	15.4	19.5	16.7	13.5	17.2
YoY(%)	96.3%	98.3%	129.2%	84.7%	67.5%	47.1%	51.0%	81.1%	29.4%	8.9%	-10.7%	-25.0%	-19.6%
영업이익	47.6	48.5	46.5	52.8	53.1	36.4	28.6	35.5	38.1	44.5	34.5	38.6	53.8
OPM(%)	18.7%	18.2%	18.4%	19.9%	15.6%	15.3%	14.4%	15.5%	16.1%	17.6%	15.2%	16.5%	20.3%
YoY(%)	18.4%	5.4%	22.4%	62.5%	42.7%	-38.3%	45.2%	29.6%	24.5%	22.6%	28.3%	35.9%	13.0%
한국	11.7	12.0	14.4	14.00	9.00	12.9	10.8	13.8	14.9	16.1	13.6	13.9	14.7
OPM(%)	14.6%	14.9%	17.6%	16.8%	10.0%	15.9%	13.7%	15.7%	16.4%	17.3%	15.2%	15.5%	16.0%
YoY(%)	39.3%	5.3%	8.3%	26.1%	-21.1%	-5.1%	30.1%	13.1%	18.3%	25.8%	29.5%	44.8%	25.6%
중국(OPC)	24.6	24.9	19	21	26.8	11.1	11.5	15.7	17.6	19.5	14.1	16.9	28.5
OPM(%)	21.6%	19.9%	18.2%	20.6%	16.3%	11.7%	15.2%	16.7%	17.3%	18.4%	15.8%	17.8%	25.1%
YoY(%)	-8.6%	-8.8%	13.8%	125.8%	114.4%	-66.9%	117.0%	46.7%	50.4%	29.1%	58.4%	67.3%	15.9%
베트남(OPV)	7.5	7.7	8.2	12.9	14.6	9.9	3.4	3.1	3.1	5.8	4.7	6.1	8.2
OPM(%)	19.2%	19.8%	19.6%	23.0%	22.1%	21.2%	12.0%	10.3%	10.8%	16.6%	14.7%	17.1%	19.6%
YoY(%)	114.3%	35.1%	32.3%	27.7%	24.8%	-5.7%	-29.2%	-6.1%	-26.2%	7.4%	-4.1%	5.2%	9.3%
러시아(OIE)	3.8	3.9	4.9	4.9	2.7	2.5	2.9	2.9	2.5	3.1	2.1	1.7	2.4
OPM(%)	17.8%	17.0%	20.2%	20.2%	13.4%	16.3%	18.5%	16.9%	16.2%	15.9%	12.6%	12.6%	14.0%
YoY(%)	171.4%	143.8%	172.2%	145.0%	68.8%	78.6%	123.1%	141.7%	19.0%	3.3%	-19.2%	-41.4%	-36.8%

자료: 오리온, 현대차증권

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	**653.2**	**627.4**	**741.1**	**851.6**	**663.8**	**713.9**	**771.7**	**817.4**	**2,873.2**	**2,966.7**	**3,238.9**
YoY(%)	*8.5%*	*25.0%*	*18.5%*	*35.9%*	*1.6%*	*13.8%*	*4.1%*	*-4.0%*	*22.0%*	*3.3%*	*9.2%*
1. 한국	219.7	228.2	236.0	255.2	248.1	273.3	274.6	270.4	939.1	1066.4	1104.2
YoY(%)	*10.6%*	*17.0%*	*17.6%*	*19.9%*	*12.9%*	*19.8%*	*16.3%*	*6.0%*	*16.3%*	*13.6%*	*3.5%*
2. 중국	305.2	263.2	335.7	370.8	264.2	297.4	334.8	332.7	1274.9	1229.2	1389.4
YoY(%)	*1.1%*	*19.6%*	*5.0%*	*38.4%*	*-13.4%*	*13.0%*	*-0.3%*	*-10.3%*	*14.9%*	*-3.6%*	*13.0%*
3. 베트남	102.5	93.2	113.0	164.2	105.3	95.7	117.1	159.7	472.9	477.8	538.2
YoY(%)	*23.7%*	*48.6%*	*44.0%*	*39.9%*	*2.8%*	*2.7%*	*3.6%*	*-2.7%*	*38.5%*	*1.0%*	*12.6%*
4. 러시아	30.3	48.6	62.3	68.7	48.2	51.6	49.1	58.6	209.8	207.5	224.3
YoY(%)	*30.9%*	*76.6%*	*103.4%*	*92.2%*	*59.2%*	*6.4%*	*-21.2%*	*-14.7%*	*79.4%*	*-1.1%*	*8.1%*
영업이익	**108.6**	**89.7**	**121.7**	**146.7**	**99.1**	**112.2**	**142.5**	**140.4**	**466.6**	**494.3**	**559.9**
OPM(%)	***16.6%***	***14.3%***	***16.4%***	***17.2%***	***14.9%***	***15.7%***	***18.5%***	***17.2%***	***16.2%***	***16.7%***	***17.3%***
YoY(%)	***6.5%***	***62.9%***	***6.6%***	***44.2%***	***-8.7%***	***25.1%***	***17.1%***	***-4.3%***	***25.1%***	***5.9%***	***13.3%***
1. 한국	34.1	35.5	33.2	37.4	37.4	44.4	43.8	43.6	140.2	169.1	182.0
OPM(%)	*15.5%*	*15.6%*	*14.1%*	*14.6%*	*15.1%*	*16.2%*	*15.9%*	*16.1%*	*14.9%*	*15.9%*	*16.5%*
YoY(%)	*-3.2%*	*15.2%*	*13.2%*	*11.1%*	*9.7%*	*25.0%*	*31.7%*	*16.6%*	*7.1%*	*20.6%*	*7.6%*
2. 중국	49.5	35.7	59.6	66.7	38.3	51.1	71.0	57.2	211.6	217.7	247.9
OPM(%)	*16.2%*	*13.6%*	*17.8%*	*18.0%*	*14.5%*	*17.2%*	*21.2%*	*17.2%*	*16.6%*	*17.7%*	*17.8%*
YoY(%)	*6.5%*	*170.3%*	*-14.3%*	*19.3%*	*-22.6%*	*43.2%*	*19.1%*	*-14.3%*	*26.1%*	*2.9%*	*13.9%*
3. 베트남	18.6	14.5	21.0	35.7	16.4	13.5	22.3	33.4	89.8	85.6	98.6
OPM(%)	*18.2%*	*15.6%*	*18.6%*	*21.7%*	*15.6%*	*14.1%*	*19.0%*	*20.9%*	*19.0%*	*17.9%*	*18.3%*
YoY(%)	*18.5%*	*85.1%*	*65.8%*	*13.3%*	*-11.6%*	*-6.9%*	*6.1%*	*-6.4%*	*40.2%*	*-4.6%*	*15.1%*
4. 러시아	3.9	7.7	10.6	12.6	8.3	7.7	6.8	10.2	34.8	33.0	38.7
OPM(%)	*12.9%*	*15.9%*	*17.0%*	*18.3%*	*17.2%*	*14.9%*	*13.9%*	*17.4%*	*16.6%*	*15.9%*	*17.3%*
YoY(%)	*7.0%*	*98.1%*	*181.5%*	*116.0%*	*112.2%*	*-0.2%*	*-35.4%*	*-18.7%*	*106.9%*	*-5.0%*	*17.2%*
세전이익	**112.5**	**100.3**	**127.2**	**146.7**	**104.0**	**119.8**	**148.2**	**142.1**	**486.7**	**514.1**	**591.8**
세전이익(%)	*17.2%*	*16.0%*	*17.2%*	*17.2%*	*15.7%*	*16.8%*	*19.2%*	*17.4%*	*16.9%*	*17.3%*	*18.3%*
YoY(%)	*8.3%*	*-10.9%*	*26.9%*	*15.4%*	*-7.6%*	*19.5%*	*16.5%*	*-3.1%*	*28.4%*	*5.6%*	*15.1%*
지배주주순이익	**76.83**	**68.02**	**84.48**	**163.0**	**76.1**	**81.5**	**98.3**	**101.3**	**392.4**	**357.3**	**411.4**
순이익(%)	*11.8%*	*10.8%*	*11.4%*	*19.1%*	*11.5%*	*11.4%*	*12.7%*	*12.4%*	*13.7%*	*12.0%*	*12.7%*
%YoY	*3.6%*	*-11.5%*	*24.2%*	*88.8%*	*-1.0%*	*19.9%*	*16.4%*	*-37.9%*	*52.2%*	*-8.9%*	*15.1%*

자료: 오리온, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,355	2,873	2,967	3,239	3,324
증가율 (%)	5.6	22.0	3.3	9.2	2.6
매출원가	1,409	1,782	1,834	1,970	2,011
매출원가율 (%)	59.8	62.0	61.8	60.8	60.5
매출총이익	946	1,091	1,133	1,269	1,313
매출이익률 (%)	40.2	38.0	38.2	39.2	39.5
증가율 (%)	-0.7	15.3	3.8	12.0	3.5
판매관리비	573	625	639	709	729
판관비율(%)	24.3	21.8	21.5	21.9	21.9
EBITDA	523	628	650	715	735
EBITDA 이익률 (%)	22.2	21.9	21.9	22.1	22.1
증가율 (%)	1.6	20.1	3.5	10.0	2.8
영업이익	373	467	494	560	585
영업이익률 (%)	15.8	16.3	16.6	17.3	17.6
증가율 (%)	-0.8	25.2	5.8	13.4	4.5
영업외손익	6	19	19	31	28
금융수익	16	30	44	47	54
금융비용	8	7	10	9	12
기타영업외손익	-2	-4	-15	-7	-14
종속/관계기업관련손익	0	1	0	0	0
세전계속사업이익	379	487	514	592	613
세전계속사업이익률	16.1	17.0	17.3	18.3	18.4
증가율 (%)	-4.5	28.5	5.5	15.2	3.5
법인세비용	115	88	148	170	172
계속사업이익	264	398	366	422	441
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	264	398	366	422	441
당기순이익률 (%)	11.2	13.9	12.3	13.0	13.3
증가율 (%)	-4.0	50.8	-8.0	15.3	4.5
지배주주지분 순이익	258	392	357	411	430
비지배주주지분 순이익	6	6	8	11	11
기타포괄이익	162	-22	-51	-10	0
총포괄이익	426	377	315	412	441

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,146	1,470	1,863	2,180	2,750
현금성자산	550	610	923	1,142	1,686
단기투자자산	135	386	443	532	545
매출채권	176	203	219	213	218
재고자산	208	235	234	245	251
기타유동자산	37	37	43	49	50
비유동자산	1,974	1,901	1,865	1,895	1,745
유형자산	1,774	1,668	1,649	1,681	1,533
무형자산	57	55	52	49	46
투자자산	48	53	39	39	40
기타비유동자산	95	125	125	126	126
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,120	3,372	3,728	4,075	4,495
유동부채	522	556	533	550	562
단기차입금	2	24	94	95	95
매입채무	117	150	139	151	154
유동성장기부채	160	70	-15	-14	-14
기타유동부채	243	312	315	318	327
비유동부채	306	176	278	233	239
사채	70	0	60	10	10
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	236	176	218	223	229
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	828	732	811	784	801
지배주주지분	2,211	2,554	2,824	3,187	3,580
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
자본조정 등	622	622	622	622	622
기타포괄이익누계액	124	96	50	40	40
이익잉여금	847	1,218	1,534	1,907	2,300
비지배주주지분	82	85	93	104	115
자본총계	2,293	2,639	2,917	3,291	3,695

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	405	546	534	586	596
당기순이익	264	398	366	422	441
유형자산 상각비	146	157	152	152	148
무형자산 상각비	4	5	3	3	3
외환손익	-0	-0	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-59	16	26	10	4
기타	50	-30	-12	-1	0
투자활동으로인한현금흐름	-227	-292	-220	-283	-14
투자자산의 감소(증가)	6	3	15	-1	-1
유형자산의 감소	3	10	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-142	-85	-146	-184	0
기타	-94	-220	-90	-98	-13
재무활동으로인한현금흐름	-40	-177	2	-85	-37
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	-160	-70	60	-50	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-30	-30	-38	-38	-38
기타	150	-77	-20	3	1
기타현금흐름	45	-18	-3	0	0
현금의증가(감소)	183	59	314	218	545
기초현금	367	550	610	923	1,142
기말현금	550	610	923	1,142	1,686

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	6,669	10,075	9,250	10,671	11,154
EPS(지배순이익 기준)	6,518	9,924	9,036	10,405	10,875
BPS(자본총계 기준)	57,986	66,755	73,777	83,245	93,450
BPS(지배지분 기준)	55,925	64,594	71,414	80,616	90,542
DPS	750	950	950	950	950
P/E(당기순이익 기준)	15.5	12.7	13.6	11.8	11.3
P/E(지배순이익 기준)	15.9	12.9	13.9	12.1	11.5
P/B(자본총계 기준)	1.8	1.9	1.7	1.5	1.3
P/B(지배지분 기준)	1.9	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA(Reported)	7.1	6.8	5.9	4.9	4.0
배당수익률	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-4.0	51.1	-8.2	15.4	4.5
EPS(지배순이익 기준)	-3.7	52.2	-8.9	15.1	4.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	12.6	16.2	13.2	13.6	12.6
ROE(지배순이익 기준)	12.8	16.5	13.3	13.7	12.7
ROA	9.1	12.3	10.3	10.8	10.3
안정성 (%)					
부채비율	36.1	27.8	27.8	23.8	21.7
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	58.4	106.2	112.8	86.0	125.3

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2023. 09. 20

알테오젠 (196170)

BUY
TP 115,000원

머크 IV로 불가능했던 영역을 SC로 확장하는 임상 개시!

Analyst 엄민용
02-3787-2474 myeom@hmsec.com

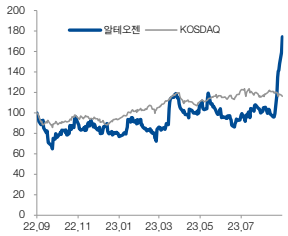
현재주가 (9/19)	77,100원
상승여력	49.2%
시가총액	3,992십억원
발행주식수	51,771천주
자본금/액면가	26십억원/500원
52주 최고가/최저가	77,100원/28,694원
일평균 거래대금 (60일)	62십억원
외국인지분율	10.00%
주요주주	박순재 외 4 인 24.59%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	74.6	67.6	107.8
상대주가(%p)	73.3	68.5	87.5

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	-106	353	75,000
After	173	-286	115,000
Consensus	95	-256	72,500
Cons. 차이	82.1%	11.7%	58.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

머크가 지난 새벽 키트루다 SC 임상 2 상을 등록, 혈관주사로 못하던 더 긴 투약 주기로 확대?!

- 최근 동사의 주가 상승이 눈에 띄는 가운데 현지시간 19일 새벽 머크가 동사의 ALT-B4 피하주사(SC) 기술로 개발 추정 중인 키트루다SC에 대해 굉장히 중요하고 새로운 버전의 키트루다SC 임상 2상을 미국임상정보사이트(Clinicaltrials.gov)에 새롭게 개시 (NCT06041802)
- 주목할만한 점은 기존 키트루다 혈관주사(IV)로 3주 간격 투약하던 편평세포암 적응증을 키트루다 피하주사(SC)로 임상 2상을 한다는 점, 보통 용법용량을 변경할 경우만 임상 2상을 개시
- 결국 머크는 기존 3주 간격 IV제형들을 모두 SC제형을 통해 6주 간격 투약으로 확장할 가능성! 이는 IV제형의 투약을 축소시키고 키트루다SC 6주 간격으로 불편했던 편의성을 완전히 재편
- 공개된 정보에 따르면 27개월 부작용 관찰 기간 동안 총 18번의 키트루다SC를 투약해 기존 3주 간격 IV로 획득한 편평세포암 적응증을 키트루다SC 6주 간격으로 검토하는 것
- 기존 키트루다IV 3주 간격 투약 임상에서 약물반응기간(DoR) 12주 이상이 31%까지 낮은 상황, IV로는 6주 간격이 불가했을 것?! 키트루다SC의 장점인 투약 시 체내 흡수 및 유지시간 확대를 통해 DoR 개선하는 임상 2상 및 유효성 평가 진행할 것으로 추정
(피하주사는 혈관주사 대비 투여 후 initial burst가 없어 체내 부작용이 적은 것이 장점)

기존 편평세포암 완전관해 11~17%, 1 차 치료제 처방 중인데 새롭게 임상 2 상 개시한 이유는?!

- 머크 키트루다는 IV 제형으로 1) 재발성/전이성 편평세포암(r/m cSCC)과 2) 국소진행성 절제불가 편평세포암(LA cSCC) 대상 임상 2상을 완료, 각각 완전관해(CR) 11%, 17%, 객관적반응률(ORR) 35%, 50% 결과를 발표한 바 있어 1차 치료제로 FDA 승인 및 처방되고 있는 상황
- 새롭게 개시된 임상 2상의 1차 지표가 객관적반응률(ORR)인 것으로 보아 새로운 용량 또는 투약주기에 대한 유효성 평가가 이루어짐, 약물반응기간(DoR) 및 부작용이 2차 지표로 설정되어 있어 기존 키트루다IV 와는 다른 SC 투약주기 또는 용량이 시도된다고 추정할 수 있음
- 머크와 키트루다SC의 품목독점 계약 변경이 될 경우 기존 계약 4.7조원 규모 가치가 재평가될 수 있는 중요한 시기이며, 독점 변경 후 기존 투약 주기에서 확장된 투약 주기를 출시함으로서 추가로 바이오시밀러 진입을 막는 에버그리닝(Ever-Greening) 전략을 더욱 공고히 할 가능성

2 차 계약사 품목 독점 변경과 산도즈 SC, ADC SC 가능성 등 본업 파이프라인 재평가 시점

- 최근 ADC SC 개발 또한 빅파마와 협의 중임을 밝혀 기업가치 키트루다SC에서 점점 확대 중인 상황으로 직접 동사가 언급한 만큼 가시화 기대, 기업의 파이프라인 가치 재평가 필요 시점
- 머크 키트루다SC 품목독점 변경될 시 기존 4.7조원 계약의 가치 재평가, 산도즈 바이오시밀러 SC 등 SOTP 밸류에이션 통해 목표주가 115,000원 상향, 투자의견 BUY, 업종내 Top pick 유지

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	39	-15	-6	-13	-124	적지	N/A	24.4	N/A	N/A	0.0
2022	29	-29	-8	-27	-159	적지	N/A	13.5	N/A	N/A	0.0
2023F	65	-2	9	1	173	흑전	446.0	25.2	1,819.9	5.8	0.0
2024F	27	-23	-15	-20	-286	적전	N/A	27.8	N/A	N/A	0.0
2025F	121	54	54	57	1,048	흑전	73.6	20.2	48.5	31.3	0.0

K-IFRS 연결 기준

<표1> 키트루다SC+MK-5180(ALT-B4) 편평상피세포암 임상 2상이 새롭게 추가

NOT YET RECRUITING

NEW

NCT06041802

A Study of MK-3475A (Pembrolizumab Formulated With **MK-5180**) in Japanese Participants With Recurrent or Metastatic Cutaneous Squamous Cell Carcinoma (R/M cSCC) or Locally Advanced (LA) Unresectable cSCC...

CONDITIONS

Squamous Cell Carcinoma

LOCATIONS

Location not provided

자료 : clinicaltrials.gov, 현대차증권 정리

<표2> 키트루다SC+MK-5180(ALT-B4) 편평상피세포암 임상 2상이 현지시간 18일 업데이트

NOT YET RECRUITING

A Study of MK-3475A (Pembrolizumab Formulated With MK-5180) in Japanese Participants With Recurrent or Metastatic Cutaneous Squamous Cell Carcinoma (R/M cSCC) or Locally Advanced (LA) Unresectable cSCC (MK-3475A-E39)

ClinicalTrials.gov ID NCT06041802

Sponsor Merck Sharp & Dohme LLC

Information provided by Merck Sharp & Dohme LLC (Responsible Party)

Last Update Posted 2023-09-18

Study Details | Table View | No Results Posted | Record History

On this page

- Trial Contacts
- Study Record Dates
- Outcome Measures
- Trial Description
- Recruitment Information
- Administrative Information

Trial Contacts

Contacts	ICMJE	Not provided

Study Record Dates

First Submitted	ICMJE	2023-09-11
First Posted	ICMJE	2023-09-18
Last Update Posted		2023-09-18
Last Verified		2023-09

자료 : clinicaltrials.gov, 현대차증권 정리

<표3> 키트루다SC 제형 편평상피세포암 대상 임상 2상 디자인 (새로운 용법용량 임상 추정)

구분		내용
임상 제목		A Study of MK-3475A (Pembrolizumab Formulated With MK-5180) in Japanese Participants With Recurrent or Metastatic Cutaneous Squamous Cell Carcinoma (R/M cSCC) or Locally Advanced (LA) Unresectable cSCC
NIH 임상코드		NCT06041802
임상 약물명		MK-3475A(키트루다 SC)
임상 단계		임상 2 상
적응증		재발성/전이성/국소진행성 편평세포암(cSCC)
투약군		40 개월 동안 투약관찰, **키트루다 SC 18 번 투약 (6 주 간격)**
평가지표	1 차 평가지표	객관적 반응률(ORR)
	2 차 평가지표	약물반응기간(DOR) 질병통제율(DCR) 전체생존율(OS) 30 개월 동안 부작용을 경험한 환자의 수 **27 개월 동안 부작용(AEs)으로 임상을 중단한 환자의 수 (총 투약 기간?!)**
환자 수(명)		19
임상개시일		2023-10-12
임상완료일		2027-03-02

자료 : clinicaltrials.gov, 현대차증권 정리

<표4> 기존 키트루다 혈관주사(IV) 제형 편평상피세포암 대상 임상 2상 결과

	재발성/전이성 편평세포암(r/m cSCC)	국소진행성 절제불가 편평세포암(LA cSCC)
임상 환자 수	105	54
완전관해(CR)	11(11%)	9(17%)
부분관해(PR)	26(25%)	18(33%)
객관적반응률(ORR)	37(35%)	27(50%)
반응기간(DOR) 6 주 이상	76%	81%
반응기간(DOR) 12 주 이상	68%	31%

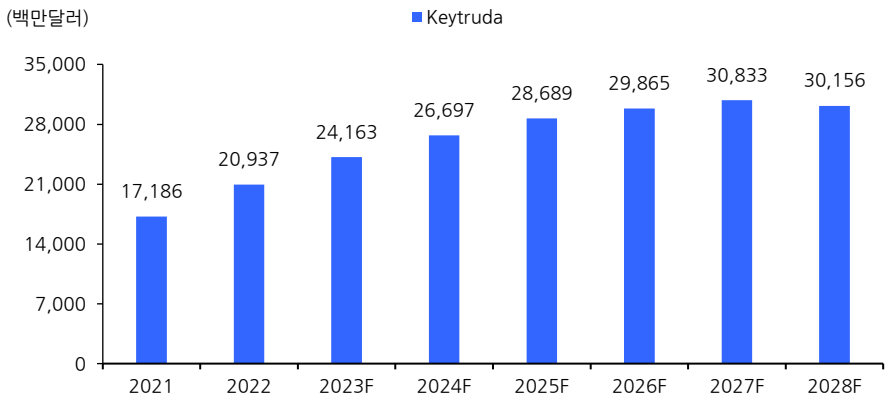
자료 : clinicaltrials.gov, 현대차증권 정리

<표5> 키트루다 피하주사(SC) 제형 개발 임상 현황 업데이트 및 정리 (총 5개로 9/19 업데이트)

임상 개시	임상 단계	적응증 (환자 수)	1차 임상 종료 일자	혈관주사 투약 대조군	피하주사(SC) 실제 투약량	개발 주체/기술	고유번호
2018-11-19	임상 1상	흑색종 (136명)	2023-12-04	소아용 200mg (3주 간격)	소아용 380mg (3주 간격)	머크 자체 개발 (피하주사 기술 미적용)	NCT03665597
2021-08-05	임상 3상	비소세포폐암 (450명)	2023-04-04	소아용 200mg (3주 간격)	소아용 380mg (3주 간격)	머크 자체 개발 (피하주사 기술 미적용)	NCT04956692
2021-09-21	임상 1상	고형암 (72명)	2026-09-26	성인용 400mg (6주 간격)	380mg / 650mg (3주, 6주 간격)	머크/알테오젠 개발 (ALT-B4 기술 적용)	NCT05017012
2023-02-10	임상 3상	비소세포폐암 (339명)	2024-09-23	성인용 400mg (6주 간격)	성인용 650mg (6주 간격)	머크/알테오젠 개발 (ALT-B4 기술 적용)	NCT05722015
2023-09-18	**임상 2상**	**편평상피세포암 (19명)**	**2027-03-02**	**없음**	**3주 간격 → 6주 간격 변경(?)**	**머크/알테오젠 개발 (ALT-B4 기술 적용)**	**NCT06041802**

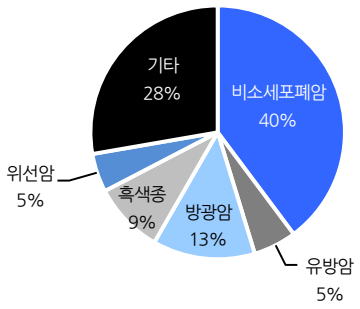
자료 : clinicaltrials.gov, 현대차증권 정리

<그림1> 머크 키트루다 매출 전망



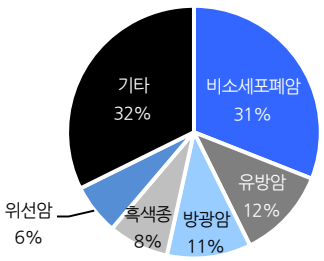
자료 : Evaluate Pharma, 현대차증권

<그림2> 2023년 키트루다 적응증 별 매출 비중 전망



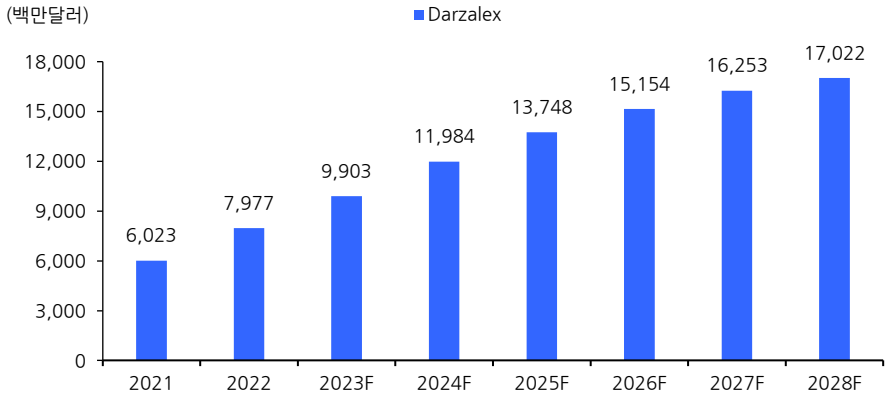
자료 : Evaluate Pharma, 현대차증권

<그림3> 2028년 키트루다 적응증 별 매출 비중 전망



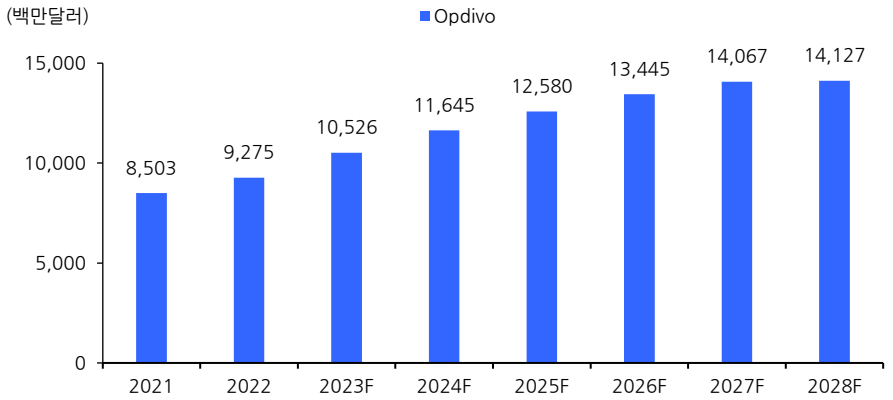
자료 : Evaluate Pharma, 현대차증권

<그림4> 얀센 다잘렉스 매출 전망



자료 : Evaluate Pharma, 현대차증권

<그림5> BMS 옵디보 매출 전망



자료 : Evaluate Pharma, 현대차증권

알테오젠 SOTP Valuation

〈표6〉 알테오젠 SOTP(Sum of the parts) Valuation (단위: 억, 천주)

	분류	환산가치	비고
1	영업가치	57,903	
	2 차 ALT-B4 계약 (글로벌 제약사 2)	25,160	글로벌 임상 3 상 단계 물질 1 개 가치만 적용
	4 차 ALT-B4 계약 (산도즈)	23,710	글로벌 빅파마 바이오시밀러 SC 1 개 가치만 적용
	ALT-L9 (Eylea 바이오시밀러)	6,330	글로벌 임상 3 상 승인 및 투약 중
	ALT-P1 (지속형 인성장호르몬)	2,703	글로벌 임상 2 상 진행
2	순부채	(1,681)	
3	발행주식수(천주)	51,703	
4	적정주가(원)	115,243	
5	목표주가(원)	115,000	

자료 : 현대차증권

〈표7〉 SC제형변경(바이오베터) 가치 산정

파이프라인	항목	주요가정
ALT-B4 (2 차 계약사)	현재 개발 단계	총 6 개 중 1 개 물질 임상 3 상 진입 및 '25 년 출시(품목 독점 가정), '24 년 후속물질 임상 1 상 개시 가정(비독점)
	발매년도	2025 년
	허가/전환 성공률	허가 성공률 80.5% (Clinical decelopment success rates and contributing factors 2011-2020 참고)
	가치 산정	-전체 계약 규모 4.7 조원 계약, 총 6 개 품목 중 1 개 품목 임상 1 상 진입 및 2024 년 9 월 임상 3 상 종료 가정 -4.7 조원 기술이전 계약 중 1 개 제품에 대해서만 품목독점 계약으로 변경, 5 개 물질 비독점 계약 유지 가정 -임상 단계별로 받을 수 있는 마일스톤은 전체 계약규모의 10% 가정, 776.3 억원 (193 억원 계약금 포함)은 판매 마일스톤에서 제외 -2025 년 상반기 출시 및 2028 년 전체 매출액 50% 비중 차지할 것으로 가정 후 예상 매출액 산정 (2025 년 287 억 달러, 2027 년 308 억 달러) -비독점 구조라함은 특허만료 전 2027 년까지 발생될 SC 제품 약 14.7 조원 매출액 중 5% 판매 마일스톤 약 7,057 억원 가정했으나, -품목독점 구조로 변경 시 2028 년 이후 판매 마일스톤도 수령 가정, SC 매출액 중 약 2.5~5.0% 판매 마일스톤 수령 가정 -2028 년 Hyaluronidase 원료 CMO 수주 금액 전체 매출액 중 약 0.5% 추가 인식, CMO 수주에 따른 영업이익 40% 가정 -연간 원료 매출 1,000 억원 수준 가정해도 OPM 40% 수준으로 연간 최소 400 억원 이익 발생 -최종적으로 품목독점 변경 시 '28 년부터 특정 목표 매출 달성 시 수령되는 마일스톤 전체 매출액 2.5% 지급, 원료 매출 0.5% 합산하여 총 3.0% 수준 SC 제품 매출액 대비 매출 발생 가정하여 밸류에이션

자료 : 현대차증권

〈표8〉 ALT-B4 산도즈 SC바이오시밀러 가치 산정

파이프라인	항목	주요가정
산도즈 SC 바이오시밀러	현재 개발 단계	임상 1 상 준비 중
	발매년도	2029 년
	허가/전환 성공률	바이오시밀러 1 상부터 승인까지 확률 32.2%
	가치 산정	-산도즈 1,839 억원으로 1 개 물질 계약 체결 -단계별 마일스톤 및 판매 로열티를 받는 계약으로 품목이 비공개되어 단계별 마일스톤 수취 가능성 검토, 로열티 수취 가정 -단계별 마일스톤과 판매 마일스톤 1,839 억원 수령 가능성 여부는 바이오시밀러 임상 성공률 80% 적용 -현재 할로자임이 수령하는 가장 높은 비중의 제품일 것으로 추정 -현재 HERCEPTIN SC, PHESGO, DARJALEX SC 등 후보군 다수 -DARJALEX SC 제품 전체 매출액 중 보수적으로 30% 점유율, 오리지날 대비 80% 수준 약가 적용

자료 : 현대차증권

〈표9〉 아일리아 바이오시밀러 가치 산정

파이프라인	항목	주요가정
아일리아 바이오시밀러	현재 개발 단계	임상 1 상 완료, 임상 3 상 2023 년 완료 및 출시 2024 년 가정
	발매년도	2025 년
	허가/전환 성공률	허가 성공률 80.5% (Clinical decelopment success rates and contributing factors 2011-2020 참고)
	가치 산정	-황반변성 글로벌 시장 (Global data) -2018 년 86 억달러(아일리아 M/S 56.4%, 48.6 억달러) -2028 년 163 억달러(아일리아 M/S 21.5%, 35.0 억달러) -2025 년 출시 후 5 년차 2030 년 peak market sales -35 억달러 중 peak M/S 20% 가정 7,826 억원 -5,087 억원 시장 중 가격 경쟁력 심화로 80% 약가 적용하여 3,561 억원으로 peak sales 추정 -파이프라인 가치 7,927 억원 추정(임상 성공확률 80.5% 적용)

자료 : 현대차증권

〈표10〉 ALT-P1 지속적 인성장 호르몬 가치 산정

파이프라인	항목	주요가정
지속형 인성장 호르몬	현재 개발 단계	국내 임상 2 상 완료, 인도 임상 1b 상 성공, 브라질 2/3 상 예정
	발매년도	2026 년
	허가/전환 성공률	임상 3 상 전환율 44.6% 적용, 어센디스 스카이트로판, 화이자 소마트로곤 승인으로 점유율 5%로 조정
	가치 산정	-2026 년 주요 7 개국 (미국, 프랑스, 독일, 이탈리아, 스페인, 영국, 일본) 시장 기준 -성장호르몬결핍증 총 20.8 억달러 시장(Global data) -2026 년 출시 후 7 년차인 2032 년 peak market sales 달성 -2 조 3920 억원 중 peak M/S 10% 가정, 7 년차 peak sales 2,392 억원 -NPV(순현재가치) + 영구가치 합산 5,792 억원 -바이오시밀러 임상 성공률 80.5% 적용하여 4,637 억원 추정

자료 : 현대차증권

<표11> ALT-B4 2차 계약사 SC제형변경(바이오베터) 가치 산정

	ALT-B4 2 차	배수	노트	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	…	2033F
1	연차		2025 년 발매					1 년차	2 년차	3 년차	4 년차	…	9 년차
2	빅파마 제품 매출 (백만달러)			17,186	20,937	24,163	26,697	28,689	29,865	30,833	30,156	…	27,259
3	SC 매출 (백만달러)			-	-	-	-	2,869	3,882	4,625	12,063	…	15,395
4	판매 마일스톤 + 원료 매출 (억원)	5.0~3.0%						1,865	2,524	3,006	4,704	…	6,004
5	FCF	23%	법인세율					1,436	1,943	2,315	3,622	…	4,623
6	PV 이자요소	13.0%	WACC					88%	78%	69%	61%	…	33%
7	PV							1,271	1,522	1,604	2,222	…	1,539
8	Net present value			15,578.7									
9	Terminal value			15,851.6									
10	Total value			31,430.3									
11	성공확률	80%	2	25,159.9									

자료 : 현대차증권

<표12> ALT-B4 산도즈 SC바이오시밀러 가치 산정

	D 제품 SC	배수	노트	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	…	2033F
1	연차		2029 년 발매				1 상 투약	1 상 종료	3 상 투약	3 상 종료	BLA 제출	…	5 년차
2	D 제품 전체 매출액 (백만달러)			6,023	7,977	9,903	11,984	13,748	15,154	16,253	17,022	…	10,610
3	D 제품 SC 매출 (백만달러)			4,216	6,382	8,418	10,187	11,686	12,881	13,815	14,469	…	9,549
4	산도즈 매출액 (백만달러)	약가	70%									…	1,671
5	판매 로열티 (억원)		12%									…	2,406
6	FCF	23%	법인세율									…	1,853
7	PV 이자요소	13.0%	WACC									…	61%
8	PV											…	1,136
9	Net present value			4,817.2									
10	Terminal value			11,704.8									
11	Total value			16,522.0									
12	단계별 마일스톤(억원)			1,839.0									
13	성공확률	32%	'29 년 글로벌 허가	23,710.1									

자료 : 현대차증권

<표13> 아일리아 바이오시밀러 가치 산정

	ALT-L9	배수	노트	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	…	2033F
1	연차		2026 년 발매					1 년차	2 년차	3 년차	4 년차	…	9 년차
2	YoY 성장률								200.0%	180.0%	160.0%	…	103.0%
3	예상 시장 점유							782.6	1,565.2	2,817.4	4,507.8	…	8,551.7
4	약가 할인 적용	70%						547.8	1,095.6	1,972.2	3,155.4	…	5,986.2
5	예상 로열티	50%						273.9	547.8	986.1	1,577.7	…	2,993.1
6	FCF	23%	법인세율					210.9	421.8	759.3	1,214.8	…	2,304.7
7	PV 이자요소	13.0%	WACC					88%	78%	69%	61%	…	33%
8	PV							186.6	330.3	526.2	745.1	…	767.2
9	Net present value			5.1									
10	Terminal value			7,902.1									
11	Total value			7,907.2									
12	성공확률	80%	25 년 허가	6,329.7									

자료 : 현대차증권

<표14> ALT-P1 지속적 인성장 호르몬 가치 산정

	ALT-P1	배수	노트	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	…	2033F
1	연차		2026 년 발매						1 년차	2 년차	3 년차	…	8 년차
2	YoY 성장률									200.0%	180.0%	…	103.0%
3	국내 매출액								239.2	478.4	861.1	…	2,537.7
4	예상 매출액								239.2	478.4	861.1	…	2,537.7
5	EBIT	80%							191.4	382.7	688.9	…	2,030.1
6	FCF	23%	법인세율						147.3	294.7	530.4	…	1,563.2
7	PV 이자요소	13.0%	WACC						88%	78%	69%	…	38%
8	PV								130.4	230.8	367.6	…	588.0
9	Net present value			4.8									
10	Terminal value			6,056.6									
11	Total value			6,061.4									
12	성공확률	45%	26 년 허가	2,703.4									

자료 : 현대차증권

기술이전 이력 및 파이프라인 현황

〈표15〉 알테오젠 기술이전 계약 현황 정리

계약 체결일	파트너사	파이프라인	설명	총 계약 규모	계약금	현황
2017.03.29	QILU pharmaceutical (중국)	Herceptin IV Biosimilar	유방암	비공개	비공개	중국 임상3상 완료 추정 2023년 BLA 제출 예정
2019.07.23	Cristalia (브라질, 남미독점)	ALT-P1 (NexP)	지속형 인성장호르몬	비공개	23.6억원	임상 2,3상 준비 중 (남미 외 판권 알테오젠 소유)
2019.12.02	글로벌 10대 제약사	ALT-B4 (Hybrozyme)	피하주사(SC) 제형 개발	1조 6,190억원	153억원	임상 1상 준비 중
2020.03.25	한림MS (알토스바이오로직스)	ALT-L9 (Eylea Biosimilar)	wAMD (습성 황반변성)	-	20억	2021년 8월 임상 1상 성공 2023년 임상 3상 투약 중
2020.06.24	글로벌 10대 제약사	ALT-B4 (Hybrozyme)	피하주사(SC) 6개 품목	4조 7,000억원	193억 6,000만원	임상 1상 성공 추정 임상 3 진행 중 (글로벌 15개국)
2021.01.07	Intas (인도)	ALT-B4 (Hybrozyme)	피하주사(SC) 2개 품목	1,200억원 +로열티 별도	65억원	피하주사 바이오시밀러 개발 Pivotal 임상 진행 중
2022.12.29	산도즈(Sandoz)	ALT-B4 (Hybrozyme)	피하주사(SC) 1개 품목	1,839억원 +로열티 별도	비공개	피하주사 바이오시밀러 개발 (1개 품목 체결, 2개 추가 검토 중)

자료 : 알테오젠, 현대차증권

〈표16〉 알테오젠 기술이전 외 주요 파이프라인 현황

개발 현황	파이프라인	기술플랫폼	설명	주요	상세
품목허가 신청 준비	테르가제	Hybrozyme	인간 히알루로니다제	피부과 시술/수술 후 통증 및 부종완화	임상 1상으로 허가 가능 2024년 국내 판매 개시 예정
국내 임상 1상 완료	ALT-P7	NexMab	ADC 항암제	위암, 유방암	국내 임상 1상 완료 임상 2상 유방암, 위암, 병용 총 3가지 진행 계획 중

자료 : 알테오젠, 현대차증권

〈표17〉 알테오젠 주요 파이프라인 현황

구분	파이프라인	임상 단계					비고
		연구단계	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	
Ling-Acting Biobetter	ALT-P1(NexP™-Hgh) [PGHD]						임상 2상 (인도)
							소아 임상 1상 완료 (인도)
NexMab™ (ADC)	ALT-P7(HM2-MMAE) [유방암/위암 치료제]						임상 1상 완료 (국내)
Biosimilars	ALT-LS2(Herceptin SC biosimilar) [유방암/위암 치료제]						파트너사 Pivotal 임상 진행
	ALT-LS2(Herceptin IV biosimilar) [유방암/위암 치료제]						파트너사 임상 3상 종료 추정
	ALT-L9(Eylea biosimilar) [습성황반변성]						임상 3상 진행 중
Hyaluronidase (Hybrozyme™)	1차 계약사 (글로벌 TOP10 제약사)						임상 1상 준비 중
	2차 계약사 (글로벌 TOP10 제약사)						임상 3상 '24년 종료
	Intas(인도) (SC 바이오시밀러)						Pivotal 유럽 개시
	Sandoz(스위스) (SC 바이오시밀러)						품목 1건 비공개
	ALT-BB4 (히알루로니다제 단독 제품)						품목허가 준비 중

자료 : 알테오젠, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**39**	**29**	**65**	**27**	**121**
증가율 (%)	-8.7	-25.7	125.8	-59.1	353.3
매출원가	**33**	**24**	**41**	**31**	**44**
매출원가율 (%)	85.1	84.3	63.2	116.6	36.2
매출총이익	**6**	**5**	**24**	**-4**	**77**
매출이익률 (%)	14.9	15.7	36.8	-16.6	63.8
증가율 (%)	-69.1	-21.7	428.1	적전	흑전
판매관리비	**21**	**34**	**26**	**19**	**23**
판관비율(%)	54.2	117.7	39.6	70.5	19.0
EBITDA	**-13**	**-27**	**1**	**-20**	**57**
EBITDA 이익률 (%)	-33.7	-92.8	2.2	-73.9	47.4
증가율 (%)	적전	적지	흑전	적전	흑전
영업이익	**-15**	**-29**	**-2**	**-23**	**54**
영업이익률 (%)	-39.2	-102.0	-2.8	-87.1	44.8
증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	흑전
영업외손익	**4**	**19**	**12**	**7**	**5**
금융수익	2	4	6	8	6
금융비용	1	0	0	1	1
기타영업외손익	3	16	6	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**-11**	**-10**	**10**	**-16**	**59**
세전계속사업이익률	-27.6	-34.6	15.5	-60.5	49.0
증가율 (%)	적지	적지	흑전	적전	흑전
법인세비용	1	0	0	0	0
계속사업이익	-12	-10	10	-16	59
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-12**	**-10**	**10**	**-16**	**59**
당기순이익률 (%)	-29.9	-35.0	15.5	-60.6	49.1
증가율 (%)	적지	적지	흑전	적전	흑전
지배주주지분 순이익	-6	-8	9	-15	54
비지배주주지분 순이익	-5	-2	1	-1	5
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	-12	-10	10	-16	59

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**210**	**145**	**186**	**208**	**173**
현금성자산	11	46	4	36	42
단기투자자산	192	82	172	161	0
매출채권	2	7	4	5	54
재고자산	1	2	1	1	12
기타유동자산	4	9	5	6	65
비유동자산	**48**	**100**	**114**	**115**	**250**
유형자산	29	27	26	27	24
무형자산	11	47	71	70	70
투자자산	0	20	12	14	151
기타비유동자산	7	6	5	5	5
기타금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**258**	**245**	**300**	**324**	**423**
유동부채	**123**	**94**	**135**	**175**	**181**
단기차입금	2	3	48	88	128
매입채무	1	0	0	0	1
유동성장기부채	0	0	0	1	1
기타유동부채	119	91	86	87	51
비유동부채	**4**	**6**	**5**	**5**	**40**
사채	0	0	1	1	1
장기차입금	1	1	1	0	0
장기금융부채	0	0	1	1	1
기타비유동부채	3	5	3	3	38
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**127**	**100**	**140**	**181**	**221**
지배주주지분	**134**	**149**	**161**	**146**	**200**
자본금	22	26	26	26	26
자본잉여금	146	102	104	104	104
자본조정 등	2	2	3	3	3
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	-35	18	27	12	66
비지배주주지분	**-3**	**-3**	**-1**	**-3**	**2**
자본총계	**132**	**145**	**159**	**143**	**202**

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	**-9**	**-18**	**7**	**-13**	**25**
당기순이익	**-12**	**-10**	**10**	**-16**	**59**
유형자산 상각비	2	3	3	3	3
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-2	0	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	0	-1	-3	0	-37
기타	3	-9	-3	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-126**	**50**	**-100**	**6**	**23**
투자자산의 감소(증가)	13	-9	14	-1	-138
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-14	-6	-2	-4	0
기타	-126	65	-112	11	161
재무활동으로인한현금흐름	**107**	**3**	**51**	**40**	**-42**
차입금의 증가(감소)	26	-29	44	39	-42
사채의증가(감소)	0	0	1	0	0
자본의 증가	79	-39	2	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	2	71	4	0	0
기타현금흐름	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**-28**	**35**	**-42**	**32**	**6**
기초현금	39	11	46	4	36
기말현금	11	46	4	36	42

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	-229	-196	195	-312	1,144
EPS(지배순이익 기준)	-124	-159	173	-286	1,048
BPS(자본총계 기준)	2,531	2,774	3,032	2,726	3,850
BPS(지배지분 기준)	2,585	2,838	3,058	2,777	3,808
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	N/A	N/A	266.2	N/A	45.4
P/E(지배순이익 기준)	N/A	N/A	300.2	N/A	49.5
P/B(자본총계 기준)	24.9	13.8	17.1	19.0	13.5
P/B(지배지분 기준)	24.4	13.5	17.0	18.7	13.6
EV/EBITDA(Reported)	-238.5	-72.1	1,819.9	-135.1	48.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적지	적지	흑전	적전	흑전
EPS(지배순이익 기준)	적지	적지	흑전	적전	흑전
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-12.1	-7.3	6.6	-10.6	34.2
ROE(지배순이익 기준)	-6.4	-5.8	5.8	-9.6	31.3
ROA	-5.6	-4.0	3.7	-5.2	15.8
안정성 (%)					
부채비율	96.4	68.9	87.9	126.1	109.0
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	43.7
이자보상배율	NA	NA	NA	NA	94.9

** K-IFRS 연결 기준*

Bond Strategy
2023. 09. 19

현대차증권 채권투자 전략

외국인 투자자 – 한국 채권시장 Q&A 보고서

Economist 오창섭
02) 3787-2385
cs.oh@hmsec.com

1. 한국경제 동향 – 올해 1%대 성장률 예상

- 올해 상반기 들어 한국경제 성장률이 0%대로 떨어진 가운데 올해 성장률 1%대 초반을 기록할 전망
- 올해 한국경제 성장률은 2009년 국제 금융위기 0.8% 및 2020년 코로나 사태 -0.7% 이후 최저 가능성
- 한국경제는 작년 11월 이후 10개월 연속 전년대비 수출 증가율이 Minus(-)를 기록하고 있다는 점이 부담

2. 국내채권 이슈 – WGBI 편입 여부 및 추경 여부 등 관심

- 추경호 경제기획부 장관은 2022년 국채백서 등에서 올해 9월 한국 국채 WGBI 편입 가능성을 언급하며 기대감 지속
- 정부는 올해 60조원 가량 세수 부족에도 불구하고 외평기금, 기금 여유재원, 세계잉여금 등을 통해 추경 편성 배제 피력
- 정부의 내년 예산안도 재정건전화를 위해 예산 증가율을 2.8%로 축소하는 가운데 국채 발행 물량도 9조원 감축 계획
- 부동산 대출 연체율은 2.01%로 21년 0.37% 대비 크게 증가한 가운데 증권 15.9%, 저축은행 4.1%, 여전사 4.2% 주목
- 현재 Bond-CRS Spread는 2010년대 이후 최고치를 기록하며 만기 1년 영역을 중심으로 재정거래 투자유인 크게 증가

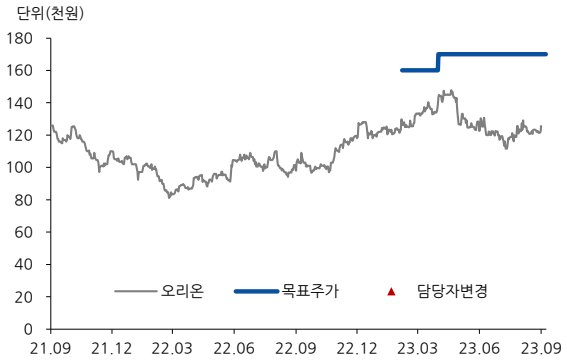
3. 국내 채권투자 – 단기채권 투자매력 부각

- 향후 채권금리 횡보국면 및 금리인하가 시장의 예상보다 늦어질 가능성을 감안할 때 단기채권 투자매력 부각 판단
- 특히, 수익률곡선에서 만기 1년~2년 영역 기울기가 가파른 점을 감안할 때 현재 시점에서 1~2년 단기채권 투자 제안
- 또한 외국인 투자자의 경우 만기 1년 금리 재정거래 기대수익이 역사적 고점 상황임을 감안할 때 투자매력 주목
- 중장기 관점에서는 채권금리 고점 이후 중장기적 채권금리 하락사이클을 대비한 장기채권 투자비중 확대

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.02.24	BUY	160,000	-17.34	-12.25
2023.04.19	BUY	170,000	-25.61	-13.06
2023.09.20	BUY	170,000		

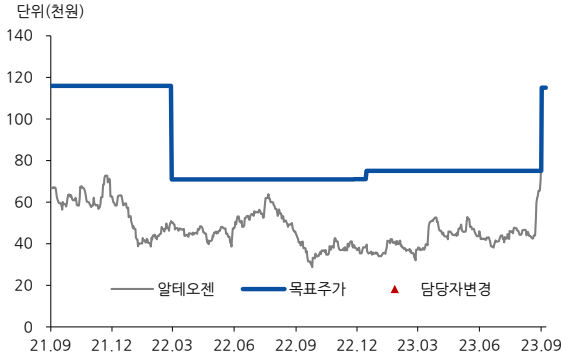
▶ 최근 2년간 오리온 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.07.09	BUY	115,943	-43.89	-33.02
2022.01.09	AFTER 6M	115,943	-60.59	-50.29
2022.03.18	BUY	70,900	-30.40	-10.00
2022.09.18	AFTER 6M	70,900	-47.16	-37.41
2022.12.15	BUY	71,000	-47.69	-46.06
2023.01.02	BUY	75,000	-44.31	-29.60
2023.07.02	AFTER 6M	75,000	-38.52	2.80
2023.09.20	BUY	115,000		

▶ 최근 2년간 알테오젠 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.07.01~2023.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	155건	90.6%
보유	16건	9.4%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.