알테오젠 (196170)

아스트라제네카로 새로운 국면

2025년 3월 18일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	730,000 원 (유지)
✓ 상승여력	66.1%	✓ 현재주가 (3월 17일)	439,500 원

신한생각 할로자임 특허 분쟁 리스크 해소. 이제 오픈북 테스트

아스트라제네카와 총 3개의 피하주사(SC) 개발에 대해 2조 원 규모 계약 체결. 머크 키트루다SC 매출액 대비 계약 규모 및 계약금은 역대 최대 수준. 할로자임 특허 분쟁으로 불확실성 발생되었다면 불가능한 계약 조건. 이번 공시로 할로자임과 특허 분쟁 이슈 완전한 해소

AZ가 개발할 3개 SC는 이중항체 포함? 유효성 개선?

AZ 미국 자회사 MedImmune와 계약금 365억원/2개(영국), 290억원/1개(미국)로 미국 법인의 경우 이전 다이이찌 산쿄와 계약금 280억원 유사. 미국 법인은 상업화 물질로 추정. 영국 법인은 임상 2개 물질로 추정

AZ는 개발사가 MedImmune인 경우 별도 코드명(MEDI) 사용. 미국 법인 상업화 물질은 PD-L1 면역항암제 임핀지로 추정. 유의미한 매출 보이는 티쎈트릭SC 경쟁약물이 영국 출시 3분기만에 32% SC전환에 성공하여 임핀지의 SC개발은 필수적인 상황

영국 법인 임상 2개 물질은 PD-1 x CTLA-4 타깃 이중항체 Volrustomig, CD73 타깃 단일항체 Oleclumab 추정. 동사 최초의 이중항체SC 개발이자 유효성 및 부작용 개선 위한 첫 사례 추정. 기존 할로자임/J&J 아미반타맙 SC가 유효성 및 부작용 크게 개선한 사례, 임상 물질 최초 SC 계약

Valuation & Risk

AZ와 기존 계약사들 대비 좋은 조건으로 L/O 밝힘. 유효성 및 부작용 개선 위한 SC개발은 프리미엄 로열티 추정. 임상 통해 개발 품목 확인될 경우 밸류에이션 추가 예정. 키트루다SC 임상 3상 ELCC 학회의 초록이 3월 20일 공개 최초 발표, 이번 딜로 특허 분쟁 리스크는 완전 해소 판단

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	28.8	(29.4)	(8.1)	(245.3)	(5.8)	13.5	(72.1)	-
2023	96.5	(9.7)	(3.4)	(1,534.9)	(2.3)	35.3	(798.7)	-
2024F	94.0	17.2	26.0	631.8	16.2	94.8	854.3	-
2025F	119.8	9.5	13.1	1,791.2	7.2	125.2	2,092.7	-
2026F	491.6	369.9	387.4	60.5	101.7	40.8	62.0	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[제약/바이오]

엄민용 연구위원

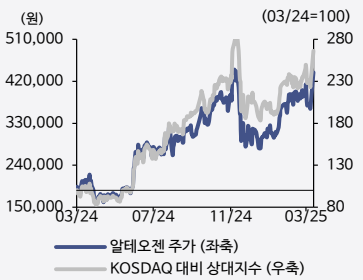
✉ my.eom@shinhan.com

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	23,433.6 십억원
발행주식수(유동비율)	53.3 백만주(79.5%)
52주 최고가/최저가	445,500 원/160,800 원
일평균 거래액 (60일)	230,189 백만원
외국인 지분율	15.6%
주요주주 (%)	
박순재 외 3 인	20.4
형인우 외 1 인	5.0

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	10.3	45.8	114.9	46.5
상대	14.0	36.2	154.5	35.3

주가



AZ 공시에 모든 힌트 나와있다. 특허 이슈 해소로 오픈북 테스트

이번 아스트라제네카 신규 계약은 총 2건의 공시를 통해 발표되었다. 자세히 읽어보면 아스트라제네카의 신약개발 자회사 두 곳과 계약한 것을 확인할 수 있다. 결론적으로 하나의 계약인데 회계상 2개 법인으로 계약이 나뉜 것으로 판단한다.

아스트라제네카 계약 정리 (제품은 추정)

계약 상대방	제품 (추정)	총 계약 규모	마일스톤	계약금
MedImmune, LLC (미국 법인-AZ 자회사)	임핀지 (Imfinzi) MEDI4736	13억 5,000만달러 (1조 9,640억원)/3개 (로열티 별도)	5억 8,000만 달러 (8,437억원)/1개 (로열티 별도)	2,000만 달러 (290억원)/1개
MedImmune Limited (영국 법인-AZ 자회사)	볼루스토미그 (Volustomig)		7억 2,500만 달러 (1조 547억원)/2개 (로열티 별도)	2,500만 달러 (364억원)/2개
	올레클루맙 (Oleclumab)			

자료: Evaluate Pharma, Astrazeneca, clinical trials, 신한투자증권

계약금과 향후 마일스톤, 로열티는 개발사에 따라 지급의 주체가 달라 MedImmune LLC(미국)에 1개 계약, MedImmune Limited(영국)에 2개 계약한 것으로 공시로 확인된다. 두 법인의 계약의 규모는 개당 단가로 쳤을 때 미국 법인이 1개에 6억 달러로 영국 2개의 6.5억 달러 대비 거의 2배 높다. 미국은 특히나 계약금을 290억원 수령할 예정인데 이는 지난해 11월 8일 계약한 다이이찌 산쿄와 엔허투SC를 개발하기 위한 계약금 280억원과 거의 일치한다.

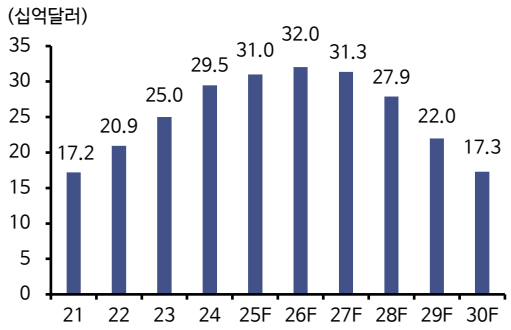
그러므로 계약 규모가 높은 미국 법인 MedImmune LLC와 체결한 SC개발 제품이 이미 상업화된 물질인 것으로 추정할 수 있고, 경쟁 면역항암제 중 유의미한 매출을 일으키는 MSD 키트루다, BMS 옵디보, 로슈 티쎈트릭 대비했을 때 유일하게 피하주사를 개발하지 않고 있는 AZ 임핀지일 확률이 높다고 보인다.

글로벌 면역항암제 주요 제품 SC 개발 현황

바이오마커	성분명	제품명	개발사	출시년도	SC 개발사
PD-1	Nivolumab	옵디보	BMS	2014	할로자임 (타겟독점)
	Pembrolizumab	키트루다	MSD	2014	알테오젠 (품목독점)
	Cemiplimab	립타요	리제네론	2018	미확인
	Dostarlimab	젬펄리	GSK	2021	미확인
PD-L1	Atezolizumab	티센트릭	로슈	2016	할로자임 (타겟독점)
	Avelumab	바벤시오	머크-화이자	2017	미확인
	Durvalumab	임핀지	아스트라제네카	2017	알테오젠(추정)

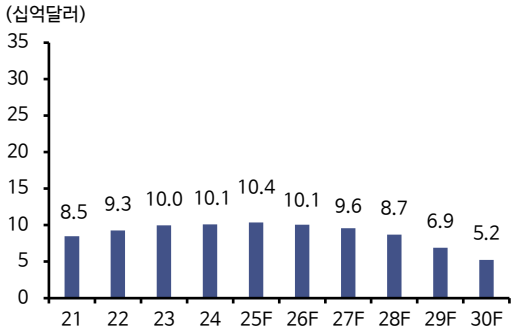
자료: 신한투자증권 정리

MSD 키트루다(PD-1) 매출 전망



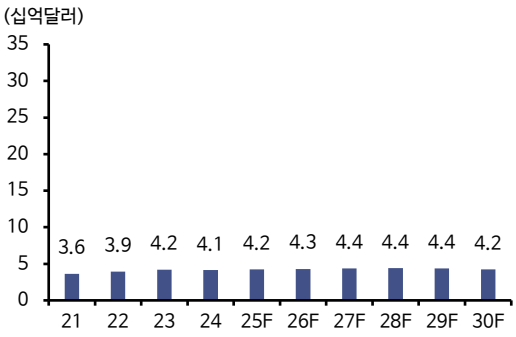
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

BMS 옵디보(PD-1) 매출 전망



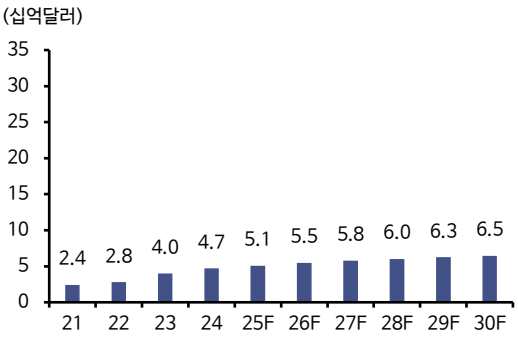
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

로슈 티쎈트릭(PD-L1) 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

AZ 임핀지(PD-L1) 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

MedImmune이 개발한 임핀지 그리고 2개 더 SC 개발

아스트라제네카는 자회사 MedImmune이 개발하고 있는 파이프라인의 경우 MEDI라는 코드명을 붙여 MEDI0000으로 표현하는데, 임핀지 또한 MedImmune 자회사가 개발한 물질로 임핀지는 코드명이 MEDI4736다.

분석해보면 아래 아스트라제네카 전체 파이프라인 중 MedImmune이 개발 중이면서 항체 치료제이고 피하주사 전환이 필요한 혈관주사 제형의 제품은 총 3-4개 정도로 축약된다. 정확히 상업화된 임핀지(MEDI4736), 임상 단계의 2개 물질(MEDI5752, MEDI9447)이 확인된다. 그 외 임주도(Imjudo) 등도 피하주사로 개발의 필요가 예상되나 자회사 MedImmune과 기술이전 계약을 체결했으므로 아닌 것으로 판단된다.

아스트라제네카 파이프라인 개발 현황

개발 상태	항암제	바이오마커	AZ 개발 여부*	기전 및 제형	비고
Maketed	Tagrisso	EGFR	O	경구제	-
	Imfinzi (MEDI4736)	PD-L1	O	주사제	메디뮨
	Calquence	BTK	X(에이서타 파마)	캡슐/정제	-
	Lynparza	BRCA1 BRCA2	O(공동개발: 머크)	캡슐/정제	-
	Zoladex	LHRH 분비 억제 -> 성호르몬 생성 억제	O(판권: 터세라)	임플란트 주사	-
	Enhertu	HER2	O(공동개발: 다이이찌산쿄)	ADC	다이이찌산쿄 계약
	Koselugo	MEK	O(공동개발: 머크)	캡슐	-
	Truqap	AKT	O	경구제	-
	Imjudo	CTLA-4	O(화이자->AZ)	주사제	-
	Faslodex	에스트로겐 수용체	O	주사제(근육)	-
	Orpathys	MET	O(공동개발: 허치매드)	경구제	-
	Zytiga	항안드로젠	X(J&J)	경구제	-
	Iressa	EGFR-TK	O	경구제	-
	Casodex	AR(안드로겐 수용체)	O	경구제	-
	Arimidex	아로마타제	X(세로노)	경구제	-
Approved	Datroway	TROP2	O(공동개발: 다이이찌산쿄)	ADC, 주사제(정맥)	다이이찌산쿄 계약
임상3상	Ceralasertib	ATR 단백질	O	캡슐	-
	Monalizumab	NKG2A	O(공동개발: 인네이트파마)	주사제	임상중단
	Oleclumab (MEDI9447, MedImmune LLC)	CD73	O(메디뮨)	주사제(정맥)	메디뮨
	Rilvegostomig	PD-1*TIGIT	O	이중항체	-
	Volrustomig (MEDI5752)	PD-1*CTLA-4	O(메디뮨)	이중항체	메디뮨
	Camizestrant	에스트로겐 수용체	O	경구제	-
	Saruparib	PARP	O	경구제	-
	CMG901	Claudin18.2	X(KYM 바이오사이언스)	ADC	-
	TNB-486	CD19/CD3	X(테네오투)	이중항체	-
	FPI-2265	PSMA	X(퓨전 파마슈티컬스)	방사성의약품	-
임상2상	AZD5335	FOLR1*TOP1	O	ADC	-
	AZD0754	STEAP2	O	CAR-T	-
	Sabestomig	PD-1*TIM-3	O	이중항체	임상중단

자료: Evaluate Pharma, Astrazeneca, clinical trials, 신한투자증권

* AZ 및 메디뮨이 개발한 물질만 O, 라이선스 계약으로 취득한 물질은 X로 표기

할로자임은 PD-1 타겟에 대한 모든 개발 권한을 BMS에게 넘겼으므로 MSD의 키트루다가 동종계열 PD-1 물질을 할로자임과 계약할 수 없었던 것으로 본다. 그러므로 로슈 티쎈트릭SC가 승인된 시점에서 로슈 또한 PD-L1에 대한 모든 개발 권한을 할로자임과 독점하고 있다고 가정할 수 있다. 그렇다면 AZ 임핀지는 PD-L1을 타겟하는 동종약물로 알테오젠과 계약을 할 수밖에 없을 것이다.

또한 현재 임상 3상 단계에서 피하주사 개발이 가능할 것으로 파악되는 파이프라인은 딱 2개다. 코드명 MEDI5752인 Volustomig 이중항체다. PD-1 x CTLA-4 타깃 이중항체인데 지난 J&J/할로자임의 EGFR x C-MET 이중항체 아미반타맙SC 임상3상 결과를 보았을 때 유효성 및 부작용 개선을 위한 것으로 판단된다.

AZ 자회사 개발 파이프라인 중 SC개발 후보

개발 상태	항암제	바이오마커	AZ 개발 여부*	기전/제형	임상
Maketed	Imfinzi (MEDI4736)	PD-L1	O(메디뮨)	주사제	해당없음
임상3상	Oleclumab (MEDI9447)	CD73	O(메디뮨)	주사제	NCT05221840
임상3상	Volrustomig (MEDI5752)	PD-1*CTLA-4	O(메디뮨)	이중항체	eVOLVE-HNSCC (NCT06129864)

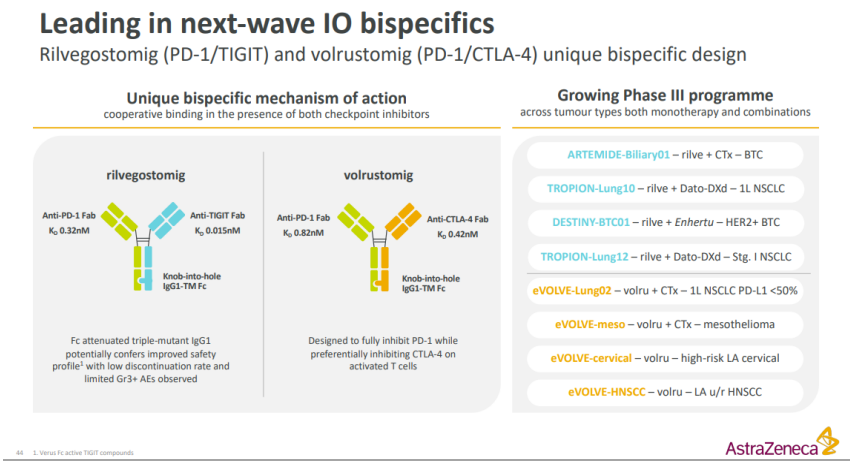
자료: Evaluate Pharma, Astrazeneca, clinical trials, 신한투자증권
* AZ 및 메디뮨이 개발한 물질만 O, 라이선스 계약으로 취득한 물질은 X로 표기

AZ 직접 개발 또는 L/I된 파이프라인 중 SC개발 후보

개발 상태	항암제	바이오마커	AZ 개발 여부*	기전/제형	임상
Maketed	Zoladex	LHRH 분비 억제 -> 성호르몬 억제	O (판권: 터세라)	임플란트 주사	-
Maketed	Imjudo	CTLA-4	O (화이자->AZ)	주사제	-
Maketed	Faslodex	에스트로겐 수용체	O	주사제(근육)	-
임상3상	Rilvegostomig	PD-1*TIGIT	O	이중항체	ARTEMIDELung04 (NCT06868277)

자료: Evaluate Pharma, Astrazeneca, clinical trials, 신한투자증권
* AZ 및 메디뮨이 개발한 물질만 O, 라이선스 계약으로 취득한 물질은 X로 표기

아스트라제네카 Volustomig 이중항체 설명



자료: Astrazeneca, WCLC and ESMO 2024

마지막 세번째는 MEDI9447 코드명을 쓰는 CD73 타깃 항체이자 항암제인 Oleclumab으로 추정된다. Volustomig와 같이 임상 3상 단계 제품이자 MedImmune이 개발 중인 제품으로 유효성과 부작용 개선을 위한 SC 개발이 이루어질 것으로 추정된다.

만약 알테오젠의 피하주사 기술을 통해 유효성과 부작용 개선이 실현된다면 매출액의 일정부분은 피하주사 기술 덕분일 것으로 볼 수 있기 때문에 개발사는 동사에게 프리미엄 로열티를 줄 수밖에 없다. 다이이찌 산쿄 또한 지난 JPMHC 2025에서 유효성과 부작용 개선을 기대한다고 밝혔기 때문에 기존 엔허투IV 대비 높은 매출액을 엔허투SC가 달성한다면 당연히 추가 매출이 일어난 부분에 대해서는 로열티가 높을 것이다.

알테오젠 주요 파이프라인 개발 현황

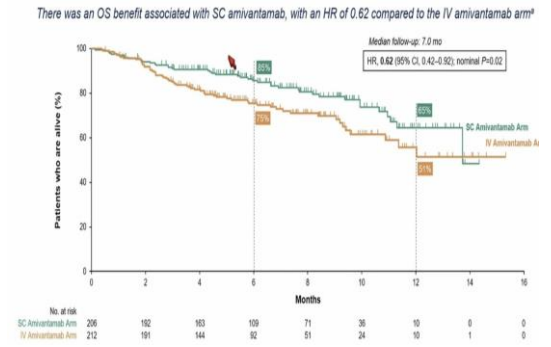
계약 체결일	파트너사	파이프라인	설명	계약 규모	계약금	추가 설명
2019.12.02	글로벌 10대 제약사	ALT-B4 (Hybrozyme)	피하주사(SC) 제형 개발	1조 6,190억원	153억원	임상 1상 준비 중 누적 마일스톤 2,000만 달러 인식"
2020.06.24 (기존) 2024.02.22 (변경)	MSD (미국)	ALT-B4 (Hybrozyme)	키트루다SC(독점) +5개 품목(비독점)	5조 5,700억원	460억원	24.02 키트루다SC 독점 변경 24.11 3상 성공, 25년 출시 예정"
2021.01.07	Intas (인도)	ALT-B4 (Hybrozyme)	피하주사(SC) 2개 품목	1,200억원 + Royalty	65억원	24년 상반기 Pivotal 임상 완료 25년 상반기 유럽 허가신청 예정
2022.12.29 (반환) 2024.07.30 (재계약)	산도즈/노바티스 (스위스)	ALT-B4가 아닌 신규 히알루로니다제	비공개 (기: 3개까지 옵션)	비공개 (기: 1.839억)	비공개	첫 마일스톤 25.01, 다품목 (4+) 계약지역에 따라 지급 공동개발 방식
2024.11.08	다이이찌 산쿄 (일본)	ALT-B4 (Hybrozyme)	엔허투 SC	4,200억원	280억원	수개월 내 임상 1상 개시 유효성, 부작용 개선 목적 추가 계약 가능성 발표됨
2025.03.15	AstraZeneca (영국, 미국)	ALT-B4 (Hybrozyme)	피하주사(SC) 3개 품목	1조 9,640억원	655억원	수개월 내 임상 개시 상업화 1개 제품(추정) 특허보호 목적 임상용 2개 제품(추정) 유효성, 부작용 개선 목적

자료: 신한투자증권 정리

머크 키트루다SC를 4~5% 로열티로 추정하고 있기 때문에 다이이찌 산쿄의 매출액에 따른 로열티는 6-7%를 추정한다. 그리고 동사는 계약 조건에 대해 상세한 설명은 공시나 보도자료 내용 외 불가능하나 계약 조건이 기존 머크나 다이이찌 산쿄보다 좋은 구조를 가진다고 설명하였기 때문에 더욱 고무적이다.

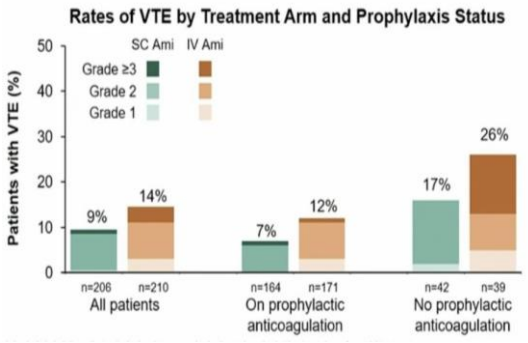
예상하기로 이미 부작용이 낮고 상업화에 성공한 임핀지SC는 머크 수준 로열티, 임상 단계 파이프라인 2개는 유효성과 부작용 개선을 위해 SC를 개발하므로 6-7% 로열티를 추정해볼 수 있겠다. 아직 SC 전환 계획이 공개되지 않았고 임상 3상 단계 제품으로 추정 중이다. 수 개월 내 임상을 개시하며 어떤 제품인지 확인할 수 있을 것으로 판단되어 밸류에이션 조정은 추후에 다시 논의하고자 한다.

J&J 아미반타맙SC 사망위험율 -28%



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

J&J 아미반타맙SC 부작용 -54%



자료: Janssen, 신한투자증권

할로자임 반환했던 아스트라제네카, 알테오젠과 계약해 특허 이슈 해소

이번 공시로 사실상 할로자임과 특허 분쟁 이슈는 빅파마들 사이에서 큰 문제가 아님이 다시 밝혀졌다. 이미 다이이찌 산쿄, 산도즈, 사노피(추정) 등 기존 계약사들이 계약 반환이나 개발 중단 또는 할로자임과 복수 계약을 이루고 있지 않기 때문에 정황상으로도 충분히 특허분쟁은 이슈가 아니었다.

그러나 아스트라제네카가 2020년 12월 무려 390억 달러 (당시 환율 기준 약 42조원)에 인수했던 미국 알렉시온(Alexion)의 할로자임 피하주사 기술 반환 사례를 보면 현재 할로자임고 알테오젠의 특허분쟁이 문제가 없으며 오히려 알테오젠의 특허가 우위에 있음을 보여준다.

알렉시온은 할로자임과 2017년 12월 4개의 표적을 대상으로 하는 피하주사 기술이전 계약을 체결했고, 울토리미스라는 지속형 C5 단백질 보체 저해제를 할로자임과 피하주사 2018년 8월 임상을 개시했으나 2020년 4월 ALXN1810, ALXN1210(울토미리스)를 더 이상 SC로 추가 개발을 진행하지 않기로 결정했다. 그리고 4개월 뒤 아스트라제네카가 알렉시온을 인수했으므로 반환 의사결정에 영향 미쳤을 것으로 추측된다. 그런 아스트라제네카가 할로자임이 아닌 알테오젠을 선택했다는 점은 시사하는 바가 크다.

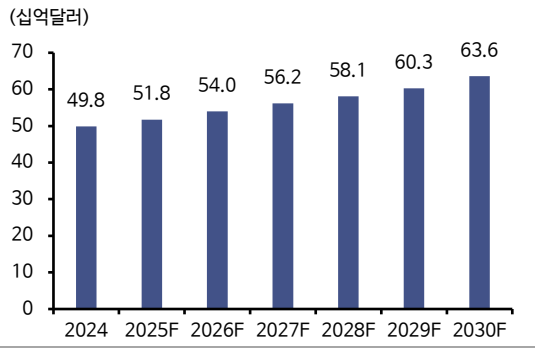
SC 추가 계약으로 불확실성 해소, 키트루다SC 3상 발표, 연내 런칭 기대

이번 아스트라제네카 SC 신규 계약 외에도 동사는 현재 최소 6-7건의 MTA(물질이전계약) 상태의 계약 상대방들이 대기 중이다. 모두 빅파마이며 이번 아스트라제네카의 신규 계약을 보며 특허에 대한 의구심은 더욱 사라졌을 것으로 판단한다. 작년 연말까지 계약조건 마무리를 목표하던 기업이 2개라고 밝혔으며 이번에 아스트라제네카 계약이 공시되었기 때문에 곧 추가 계약이 나올 수 있을지 주목된다. 또한 사노피(추정)와 아토피 치료제인 듀피젠트의 지속형 피하주사 개발을 위한 공시 또는 임상 개시가 이루어질지도 계속 지켜보고 있다.

동사의 키트루다SC 임상 3상에 대한 첫 발표가 곧 3월 27일 열리는 ELCC(유럽폐암학회)에서 공개된다. 그리고 그 초록이 3월 20일 공개되며 5분으로 굉장히 짧은 Mini oral presentation이기 때문에 키 데이터만 공개될 가능성이 높고, 본 발표는 5월 30일 열리는 ASCO에서 집중적으로 다뤄질 가능성이 높다. 할로자임 특허 이슈 해소를 통해 이번 임상 3상 발표, 그리고 이미 FDA와 EMA를 포함한 다국가 허가신청 및 3-4분기 출시 기대감은 곧 최고조에 달할 것이다.

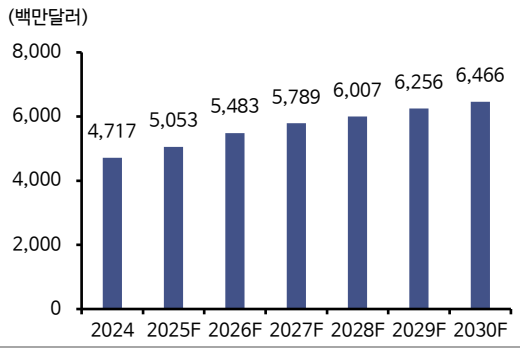
동사는 키트루다SC 출시 후 본격적인 전환이 일어나는 내년, 수 천억원 규모의 판매 마일스톤 인식, 그리고 추후 로열티 수령 및 기존 계약사 임상 개시 및 마일스톤, 추가 계약에 대한 공시를 지속하며 글로벌 제약사로 발돋움하는 현장을 곧 보게될 것으로 기대한다. 이번 공시로 의문점이 모두 해소되었기를 기대하며 완전한 재평가 필요한 시점으로 판단한다. 섹터 최선호주 추천 및 목표주가 730,000원 유지한다.

아스트라제네카 총 매출 추정



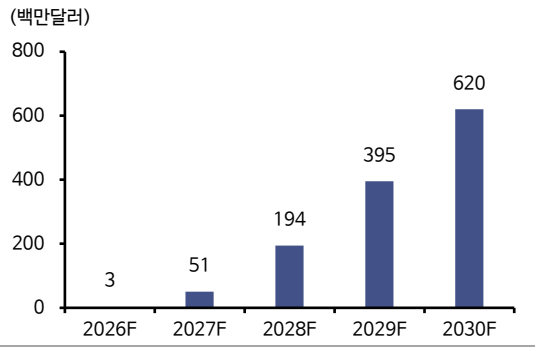
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권 정리

AZ Imfinzi 매출 추정



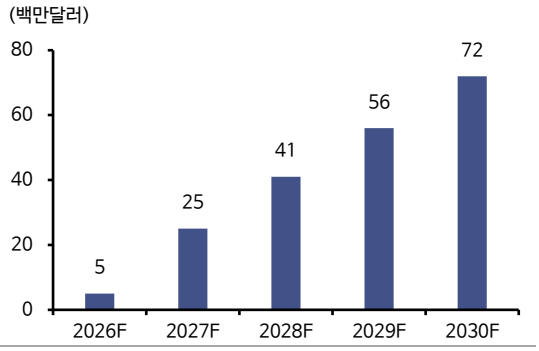
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권 정리

AZ Volrustomig 매출 추정



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권 정리

AZ Oleclumab 매출 추정



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권 정리

주요 약물 SC 제형 전환율

제품	티쎈트릭	허셉틴	리툭산	다잘렉스
특이 사항	IV 특허 만료 전 SC 출시	IV 특허 만료 전 SC 출시	IV 특허 만료 후 SC 출시	IV 특허 만료 전 SC 출시
전환율	32% (영국, 승인 후 9개월 간)	24.1% (미국, 승인 후 4.75년 간)	55% (승인 후 5년 간)	94% (미국, 승인 후 4년 간)
제품명	티쎈트릭SC 티쎈트릭 하이브레자(미국)	허셉틴SC 허셉틴 하이렉타(미국)	리툭산SC 리툭산 하이셀라(미국)	다잘렉스SC 다잘렉스 파스프로(미국)
출시(승인)일	2023년 9월(영국)	2019년 2월(미국)	2014년 3월(유럽) 2017년 6월(미국)	2020년 3월(유럽, 미국)
전환율 측정 기준일	2Q24	2023년 10월	2019년	2Q24
출시(승인일)로부터 기준일 간 기간 차이	9개월 (영국 전환률)	4년 8개월(미국 전환률)	5년 이상	4년(미국 전환률)

자료: 각 사, Bloomberg, 신한투자증권 정리

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	**245.5**	**256.1**	**280.9**	**323.3**	**1,144.2**
유동자산	145.1	144.1	171.0	215.0	1,037.3
현금및현금성자산	45.8	30.2	60.0	74.9	478.2
매출채권	7.3	14.3	13.9	17.8	72.9
재고자산	1.6	1.1	1.0	1.3	5.4
비유동자산	100.4	112.0	110.0	108.3	106.9
유형자산	27.0	18.8	17.1	15.7	14.6
무형자산	47.3	89.3	89.0	88.7	88.4
투자자산	20.3	1.2	1.2	1.2	1.2
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**100.1**	**108.3**	**105.4**	**133.9**	**543.2**
유동부채	94.3	100.4	97.8	124.7	511.4
단기차입금	3.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.2	1.0	1.0	1.3	5.2
유동성장기부채	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	5.8	7.8	7.7	9.3	31.8
사채	0.0	1.2	1.2	1.2	1.2
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**145.4**	**147.8**	**175.5**	**189.4**	**601.0**
자본금	26.2	26.5	26.5	26.5	26.5
자본잉여금	102.2	103.3	103.3	103.3	103.3
기타자본	2.3	3.7	3.7	3.7	3.7
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	18.0	14.6	40.7	53.7	441.1
지배주주지분	**148.8**	**148.1**	**174.1**	**187.2**	**574.7**
비지배주주지분	(3.4)	(0.3)	1.4	2.2	26.3
*총차입금	88.1	85.2	83.0	105.3	426.0
*순차입금(순현금)	(39.4)	(25.4)	(55.4)	(68.2)	(440.9)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**28.8**	**96.5**	**94.0**	**119.8**	**491.6**
증감률 (%)	(25.7)	235.1	(2.6)	27.5	310.2
매출원가	**24.3**	**65.3**	**41.6**	**69.8**	**58.9**
매출총이익	**4.5**	**31.2**	**52.4**	**50.1**	**432.7**
매출총이익률 (%)	15.7	32.3	55.7	41.8	88.0
판매관리비	**33.9**	**40.9**	**35.2**	**40.6**	**62.8**
영업이익	**(29.4)**	**(9.7)**	**17.2**	**9.5**	**369.9**
증감률 (%)	적지	적지	흑전	(44.9)	3,802.9
영업이익률 (%)	(102.0)	(10.1)	18.3	7.9	75.3
영업외손익	19.4	6.2	7.1	5.1	23.3
금융손익	3.4	4.6	5.1	3.1	21.3
기타영업외손익	16.0	1.6	2.0	2.0	2.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**(10.0)**	**(3.6)**	**27.6**	**13.9**	**392.5**
법인세비용	0.1	0.0	(0.1)	0.0	(19.0)
계속사업이익	(10.1)	(3.6)	27.7	13.9	411.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(10.1)**	**(3.6)**	**27.7**	**13.9**	**411.6**
증감률 (%)	적지	적지	흑전	(49.7)	2,861.1
순이익률 (%)	(35.0)	(3.7)	29.4	11.6	83.7
(지배주주)당기순이익	(8.1)	(3.4)	26.0	13.1	387.4
(비지배주주)당기순이익	(1.9)	(0.2)	1.6	0.8	24.2
총포괄이익	(10.1)	(3.6)	27.7	13.9	411.6
(지배주주)총포괄이익	(8.1)	(3.4)	26.0	13.1	387.4
(비지배주주)총포괄이익	(1.9)	(0.2)	1.6	0.8	24.2
EBITDA	**(26.7)**	**(6.4)**	**19.3**	**11.2**	**371.3**
증감률 (%)	적지	적지	흑전	(42.0)	3,225.2
EBITDA 이익률 (%)	(92.8)	(6.6)	20.5	9.3	75.5

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**(17.9)**	**(7.8)**	**24.3**	**7.1**	**367.1**
당기순이익	(10.1)	(3.6)	27.7	13.9	411.6
유형자산상각비	2.5	3.2	1.7	1.4	1.1
무형자산상각비	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
외화환산손실(이익)	(0.2)	0.4	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(1.5)	(10.7)	0.3	(2.8)	(40.2)
(법인세납부)	(0.7)	(0.1)	0.1	0.0	19.0
기타	(7.9)	2.9	(5.7)	(5.6)	(24.6)
투자활동으로인한현금흐름	**50.2**	**(9.3)**	**7.6**	**(14.6)**	**(284.6)**
유형자산의증가(CAPEX)	(6.4)	(1.2)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	0.2	5.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(36.1)	(42.2)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	(6.2)	5.6	5.6	5.6
기타	92.5	35.3	2.0	(20.2)	(290.2)
FCF	(43.4)	(13.4)	19.7	6.8	326.4
재무활동으로인한현금흐름	**2.9**	**1.7**	**(2.2)**	**22.3**	**320.7**
차입금의 증가(감소)	0.6	(2.4)	(2.2)	22.3	320.7
자기주식의처분(취득)	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.7	4.1	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	(0.3)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**35.3**	**(15.6)**	**29.8**	**14.9**	**403.3**
기초현금	10.5	45.8	30.2	60.0	74.9
기말현금	45.8	30.2	60.0	74.9	478.2

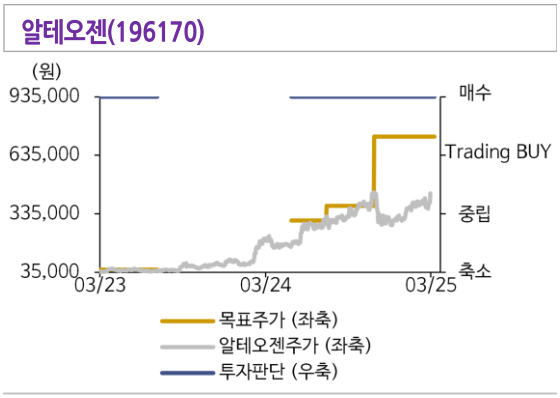
자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(193)	(68)	520	261	7,719
EPS (지배순이익, 원)	(156)	(64)	490	245	7,266
BPS (자본총계, 원)	2,774	2,789	3,292	3,552	11,271
BPS (지배지분, 원)	2,838	2,794	3,266	3,512	10,777
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(198.3)	(1,444.7)	594.7	1,686.0	56.9
PER (지배순이익, 배)	(245.3)	(1,534.9)	631.8	1,791.2	60.5
PBR (자본총계, 배)	13.8	35.3	94.0	123.7	39.0
PBR (지배지분, 배)	13.5	35.3	94.8	125.2	40.8
EV/EBITDA (배)	(72.1)	(798.7)	854.3	2,092.7	62.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	(92.8)	(6.6)	20.5	9.3	75.5
영업이익률 (%)	(102.0)	(10.1)	18.3	7.9	75.3
순이익률 (%)	(35.0)	(3.7)	29.4	11.6	83.7
ROA (%)	(4.0)	(1.4)	10.3	4.6	56.1
ROE (지배순이익, %)	(5.8)	(2.3)	16.2	7.2	101.7
ROIC (%)	(47.1)	(9.4)	14.0	7.7	249.6
안정성					
부채비율 (%)	68.9	73.2	60.1	70.7	90.4
순차입금비율 (%)	(27.1)	(17.2)	(31.5)	(36.0)	(73.4)
현금비율 (%)	48.6	30.1	61.4	60.1	93.5
이자보상배율 (배)	(69.0)	(14.5)	26.4	13.0	179.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	5.1	7.2	5.8	6.6	9.5
재고자산회수기간 (일)	16.6	5.0	4.1	3.6	2.5
매출채권회수기간 (일)	59.4	40.9	54.8	48.3	33.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2023년 01월 03일	매수	48,000	(13.1)	10.0
2023년 07월 24일		커버리지제외	-	-
2024년 05월 14일	매수	300,000	(16.0)	6.8
2024년 07월 31일	매수	375,000	(8.8)	18.8
2024년 11월 13일	매수	730,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 엄민용)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 14일 기준)

매수 (매수)	90.73%	Trading BUY (중립)	7.26%	중립 (중립)	2.02%	축소 (매도)	0.00%