

Morning Meeting Notes

2023-03-16



What's Inside

2차전지 산업(OVERWEIGHT) 좀 더 큰 그림을 그려도 좋다
 삼성에스디에스(BUY/160,000) 이제 다시 시작이다
 현대제철(BUY/43,000) 1Q부터 실적 개선 예상
 알테오젠(BUY/75,000) 키트루다SC 저장량까지 추가 임상 개시!

New Issue

뉴욕증시, 스위스은행 CS 폭락에 출렁...다우 0.87% ↓
 뉴욕채권, 미 국채가 급등...은행 리스크 지속·5월 금리인하 기대
 국제유가, 금융위기 우려 속에 국제유가 폭락...WTI, 70달러 붕괴

New Publication

[2차전지] 좀 더 큰 그림을 그려도 좋다(2023-03-16)
 [스몰캡] EUV : 나노 공정의 핵심이 열린다(2023-03-14)
 [채권전략] 글로벌 공급망 개선에 따른 세계경제 영향(2023-03-08)
 [퀀트/글로벌 ETF] 2023년 3월 퀀트/글로벌 ETF 전략: 아직 한 발 남았다(2023-03-06)
 [인터넷/게임] DEEP DIVE SERIES #1 네카오(2023-02-28)
 [건설] Re-overseas: 우리의 밤은 외국의 아침(2023-02-27)
 [음식료] 먹는건 못 참지!(2023-02-24)
 [퀀트/글로벌 ETF] 2023년 2월 퀀트/글로벌 ETF 전략: 여명(黎明)(2023-02-03)

Rating, Target Price Changes

LG에너지솔루션	BUY	675,000 원	▷	BUY	760,000 원 (2023-03-16)
에스앤에스텍	신규편입		▷	BUY	79,000 원 (2023-03-14)
현대코퍼레이션	신규편입		▷	BUY	25,000 원 (2023-03-10)
한올바이오파마	BUY	27,000 원	▷	BUY	29,000 원 (2023-03-07)
LG이노텍	BUY	475,000 원	▷	BUY	440,000 원 (2023-02-28)
동국제강	BUY	16,500 원	▷	BUY	17,700 원 (2023-02-28)
저스텍	신규편입		▷	BUY	24,000 원 (2023-02-28)
DB손해보험	BUY	98,000 원	▷	BUY	102,000 원 (2023-02-23)
한화생명	BUY	3,000 원	▷	BUY	3,300 원 (2023-02-23)
삼성화재	BUY	260,000 원	▷	BUY	270,000 원 (2023-02-22)
삼성생명	BUY	80,000 원	▷	BUY	83,000 원 (2023-02-22)
에스엠	BUY	93,000 원	▷	M.PERFORM	120,000 원 (2023-02-21)
코리안리	BUY	10,000 원	▷	BUY	11,000 원 (2023-02-20)

국내시장 동향	증가(pt)	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,379.72	+1.31	-3.87
대형주	2,360.11	+1.23	-4.07
중형주	2,661.71	+1.67	-3.16
소형주	2,196.21	+1.79	-2.09
KOSDAQ	781.17	+3.05	-0.45

투자자별 매매동향	개인	외국인	기관
KOSPI	(억원)	(억원)	(억원)
순매수	-2,478	-746	2,909
누적순매수(D-20)	22,931	-22,888	-4,427

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위: 억 원)	181,129	185,359	193,009

업종별 지수	증가(pt)	D-1(%)	D-20(%)
건설	75.61	+3.21	-1.59
금융	348.89	+0.91	-2.77
운수장비	1,908.88	+2.86	-1.73
유통	322.70	+0.44	-5.58
음식료	3,589.26	+1.73	-3.93
의약품	12,743.59	+0.66	-5.08
전기전자	24,096.86	+1.42	-4.49
철강금속	4,838.01	+2.84	-0.72
화학	5,472.14	+0.97	-2.17
유틸리티	730.86	+0.58	-5.48
통신	356.22	+1.81	+0.30

해외시장 동향	증가(pt)	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	3,891.93	-0.70	-6.16
NASDAQ	11,434.05	+0.05	-5.27
일본	27,229.48	+0.03	-1.69
중국	3,263.32	+0.55	+0.44
독일	14,735.26	-3.27	-5.14

주요 금리 동향	증가(%)	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.47	+5.00	-4.70
국고채 (10년)	3.42	+4.50	-6.70
은행채AAA (3년)	3.93	+5.50	-7.70
미국국채 (2년)	3.89	-36.30	-74.35
미국국채 (10년)	3.45	-23.44	-35.01

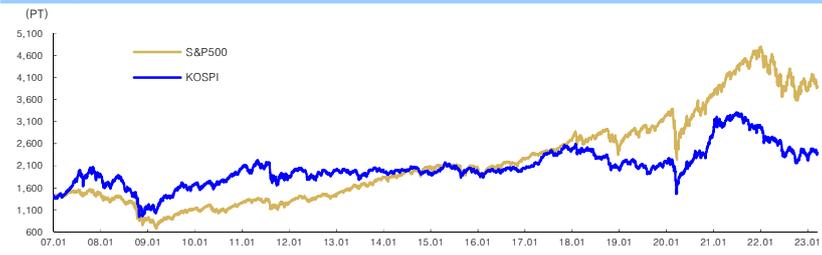
환율 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1303.85	-0.48	+1.64
원/백 엔	983.35	-0.09	+2.30
원/위안	188.79	-0.96	+0.90
달러/유로	1.06	+0.03	-0.88
위안/달러	6.91	-0.47	-0.74
엔/달러	133.37	-0.04	-0.43
Dollar Index	104.65	+1.01	+0.70

상품시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	67.61	-5.22	-13.97
금 (usd/oz)	1,924.3	-0.36	+4.28
BDI	1,587.0	+8.33	+193.35
천연가스(NYMEX)	2.5	+2.34	-2.31

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
삼성전자	56,996	LG에너지솔루션	99,790
LG전자	28,772	KODEX 레버리지	90,496
에스엠	23,906	삼성전자	84,368
기아	20,712	기아	41,457
삼아알미늄	20,219	POSCO홀딩스	39,421

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
SK하이닉스	-111,824	KODEX 코스닥150선물인바	-40,821
KODEX 200선물인버스2X	-56,827	SK이노베이션	-35,681
카카오	-27,725	KODEX 200선물인버스2X	-24,090
NAVER	-26,439	LG이노텍	-19,759
LG이노텍	-15,874	SK하이닉스	-15,003

KOSPI, S&P 추이



본 조서자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사나 신뢰한 만만 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.

2차전지 산업, 좀 더 큰 그림을 그려도 좋다.

Analyst 강동진

02-3787-2228

dongjin.kang@hmsec.com

2차전지 산업의 한계를 EV용으로 한정할 필요는 없다. Next Big Thing, ESS

Tesla는 Investor Day에서 궁극적으로 탈탄소를 위해서 필요한 누적 배터리 수요는 240TWh이며, 이 중 자동차에 사용되는 것은 115TWh라고 밝혔다. 특히, ESS 수요는 78TWh로 자동차 배터리 수요의 70%로 재생에너지와 연계하여 다양한 곳에 사용될 것으로 전망된다. 배터리 셀 업체들의 장기 성장 잠재력을 가늠할 때 EV 시장의 성장을 지표로 삼아왔다. 하지만, 배터리는 EV에만 사용되는 것이 아니다. 재생에너지가 확산되면서 에너지 저장 및 활용과 관련된 ESS 시장이 각광받게 될 전망이며, 2차전지 업체들의 추가적인 성장 요인으로 작용하게 될 것이다.

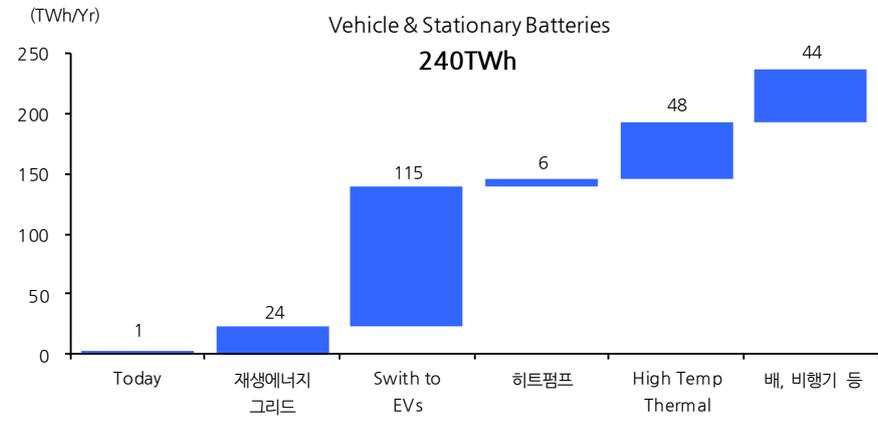
ESS는 전력 플랫폼. ESS를 중심으로 연간 5,000조원의 전력 산업이 놓여있다.

Tesla는 Investor Day에서 Tesla는 전기소매 사업자(Electricity Retailer)라고 말하고 있다. Tesla 에너지 사업은 단순히 ESS에 들어가는 배터리를 제작하여 끝나는 것이 아니다. 이에 사용되는 전장, 공조 등을 통합하고, SI사업(Autobidder 등)을 통해 부가가치를 올리며, 궁극적으로는 전력을 판매하여 부가가치를 올리고 있다. ESS는 단순한 배터리가 아니라 에너지 플랫폼으로서 재생에너지가 증가하면서 부가가치를 높일 수 있는 기회가 커질 것이다. 최근 LG에너지솔루션은 ESS사업을 통해 궁극적으로 EaaS 등과 같이 전력 사업을 통해 부가가치를 창출 할 것으로 전망된다. 전력산업을 연간 5,000조의 시장이다. 좀 더 큰 관점에서 배터리산업을 보자

보급형 EV 및 ESS에서 LFP Chemistry 확대 전망. 한국 배터리 업체들 M/S 확대 기회

LFP 사용이 확대될 것을 전망한다. 전력용 대형 ESS의 경우 LFP가 메인스트림이 될 가능성이 높아지고 있다. EV 역시 장거리 및 트럭의 경우 3원계 배터리가 활용될 전망이나, 보급형에서는 주로 LFP Chemistry가 활용될 것으로 전망된다. 한국 배터리 업체들도 LFP 배터리 양산을 준비하고 있다. LFP 양산은 중국대비 뒤지지만, IRA 영향으로 미국내 생산은 유효하다는 판단이다. 또한, 아직 중국 업체들이 강점을 가지지 못한 파우치에 한국 업체들은 강점이 있다. 한국 배터리 업체들은 LFP 배터리 양산을 통해 M/S 확대를 가속화할 것으로 판단한다.

자동차에 사용되는 Battery는 전체 Battery 수요(누적 기준) 중 50% 미만



자료: Tesla, 현대차증권

이제 다시 시작이다

Analyst 김현용

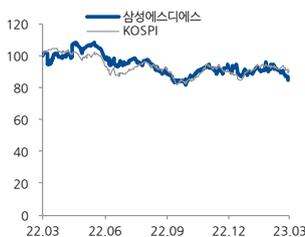
02-3787-2671 hykim@hmsec.com

현재주가 (03/15)	117,700원		
상승여력	35.9%		
시가총액	91,074억원		
발행주식수	77,378천주		
자본금/액면가	387억원/500원		
52주 최고가/최저가	149,000원/113,000원		
일평균 거래대금 (60일)	121억원		
외국인지분율	13.83%		
주요주주	삼성전자외 10인 52.81%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-6.9	-7.3	-3.5
상대주가(%p)	-5.0	-8.1	-2.6

※ KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(22F)	EPS(23F)	T/P
Before	14,143	9,205	160,000
After	14,143	9,205	160,000
Consensus	12,565	9,948	165,800
Cons. 차이	12.6%	-7.5%	-3.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

공급망 관리 S/W 기업 엠로 경영권 인수 결정

-동사는 전일 공급망 관리 솔루션 전문기업인 코스닥 상장사 엠로의 지분 33.4%(3,744,064주)를 1,118억원(주당 29,862원)에 인수키로 결정. 아울러 신주인수권부사채 95억원(주당 25,717원에 369,405주) 및 전환사채 70억원(주당 25,717원에 272,193주) 등 총 165억원의 추가 투자도 전담하기로 함. 추가 투자는 해외 진출 및 기존 솔루션 업그레이드에 활용될 계획. 이에 따라 향후 완전 희석시 동사는 최종적으로 엠로 지분 37%를 확보하게 될 전망

국내 1위 기업 인수로 SaaS 사업 중장기 경쟁력 강화 예상

-엠로는 국내 공급망 관리 소프트웨어 시장에서 35~40% 가량 점유하고 있는 1위 기업으로 이번 인수로 인해 동사 SaaS 사업의 중장기 경쟁력 강화가 예상됨. 엠로는 거의 모든 국내 산업분야에서 자사 솔루션 공급이력을 갖추고 있으며, 2022년 예상 매출액은 550~600억원, 영업이익률 10% 초반으로 동사 클라우드 사업부문 매출액 대비 약 5%에 해당하는 규모. ERP, MES 등 기존의 기업용 솔루션에 이번 인수로 SRM(구매공급망관리)이 더해지며 사업 포트폴리오가 한층 단단해진 것으로 판단됨

딜 사이즈는 아쉽지만, 본격적인 M&A 신호탄이라는 점 긍정적

-이번 딜 사이즈는 총 1,283억원으로 동사 순현금이 5조원(현재 시가총액의 55%)에 육박하는 점을 감안시, 시장에서 조 단위까지도 기대했었던 점과 비교시 많이 못 미치는 것이 사실. 다만, 클라우드 및 디지털 물류사업 강화라는 M&A 방향성에 부합하는 딜이었고, 경영진이 추가적인 딜에 대한 의지가 크다는 점은 긍정적으로 판단

투자 의견 매수(유지), 목표주가 16만원(유지) 제시

-동사에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 16만원으로 각각 기존의 의견 및 목표가를 유지하도록 함. 투자 의견 매수를 유지하는 이유는 1)클라우드 및 IDC(동탄 HPC센터 가동 개시) 고성장으로 IT 서비스 이익률의 하반기 개선이 전망되고, 2)5조원의 순현금을 활용한 M&A가 이번 딜로 개시되어 향후 추가 대규모 딜로 이어질 가능성이 상존하기 때문

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	110,174	8,716	4,435	13,229	5,731	-39.8	31.1	2.1	7.5	6.7	1.3
2021	136,300	8,081	6,112	12,504	7,899	37.8	19.8	1.7	6.3	8.8	1.5
2022F	172,348	9,160	10,944	14,339	14,143	79.1	8.7	1.1	3.2	14.0	2.6
2023F	165,358	9,115	7,122	13,884	9,205	-34.9	12.8	1.0	2.4	8.2	2.7
2024F	179,670	10,169	8,234	13,697	10,641	15.6	11.1	1.0	1.8	9.0	3.0

* KIFRS 연결 기준

COMPANY NOTE

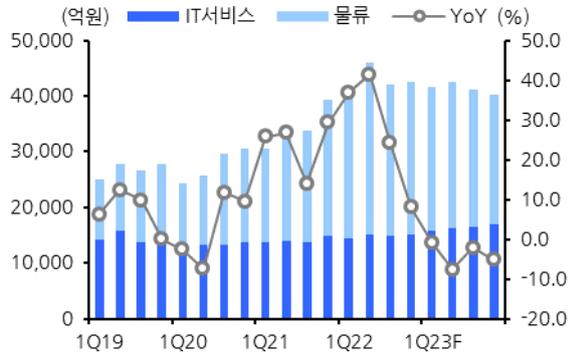
〈표1〉 삼성에스디에스 실적전망 테이블

(단위: 억원, %)

항목	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F
매출액	30,613	32,509	33,813	39,365	41,914	45,952	41,981	42,500	41,582	42,429	41,082	40,265	110,174	136,300	172,348	165,358
IT서비스	13,684	13,919	13,792	14,977	14,525	15,109	14,871	15,177	15,732	16,371	16,473	16,952	53,144	56,372	59,682	65,528
SI	4,147	4,015	3,824	4,427	4,100	4,083	3,516	3,140	3,827	4,015	3,971	4,004	13,723	16,413	14,839	15,817
ITO	7,391	7,762	7,772	8,321	7,935	8,299	8,363	8,619	8,348	8,755	8,848	9,145	39,421	31,246	33,216	35,096
클라우드	2,146	2,142	2,196	2,229	2,490	2,727	2,992	3,418	3,557	3,601	3,654	3,803	-	8,713	11,627	14,615
물류	16,929	18,590	20,021	24,388	27,390	30,843	27,110	27,323	25,850	26,058	24,609	23,313	57,030	79,928	112,666	99,830
매출액	25.7	26.7	13.9	29.2	36.9	41.4	24.2	8.0	-0.8	-7.7	-2.1	-5.3	2.8	23.7	26.4	-4.1
IT서비스	6.4	5.5	3.3	9.0	6.1	8.5	7.8	1.3	8.3	8.4	10.8	11.7	-9.5	6.1	5.9	9.8
SI	29.8	18.1	7.5	24.0	-1.1	1.7	-8.1	-29.1	-6.7	-1.7	12.9	27.5	-9.6	19.6	-9.6	6.6
ITO	-	-	-	-	7.4	6.9	7.6	3.6	5.2	5.5	5.8	6.1	n/a	n/a	6.3	5.7
클라우드	n/a	n/a	n/a	n/a	16.0	27.3	36.2	53.3	42.9	32.0	22.1	11.3	n/a	n/a	33.4	25.7
물류	47.2	49.1	22.6	45.8	61.8	65.9	35.4	12.0	-5.6	-15.5	-9.2	-14.7	17.7	40.2	41.0	-11.4
영업이익	2,171	2,247	2,220	1,443	2,735	2,701	1,850	1,875	2,089	2,250	2,337	2,439	8,716	8,081	9,161	9,115
IT서비스	1,847	1,886	1,830	1,077	2,089	1,723	1,197	1,306	1,495	1,703	1,845	1,949	7,788	6,640	6,315	6,992
물류	324	361	390	366	646	977	653	569	595	547	492	490	928	1,441	2,845	2,124
OPM(%)	7.1	6.9	6.6	3.7	6.5	5.9	4.4	4.4	5.0	5.3	5.7	6.1	7.9	5.9	5.3	5.5
IT서비스	13.5	13.5	13.3	7.2	14.4	11.4	8.0	8.6	9.5	10.4	11.2	11.5	14.7	11.8	10.6	10.7
물류	1.9	1.9	1.9	1.5	2.4	3.2	2.4	2.1	2.3	2.1	2.0	2.1	1.6	1.8	2.5	2.1
매출액	30,613	32,509	33,813	39,365	41,914	45,952	41,981	42,500	41,582	42,429	41,082	40,265	110,174	136,300	172,347	165,358
매출총이익	4,289	4,407	4,313	3,823	4,910	5,181	4,472	4,443	4,247	4,540	4,903	4,872	16,897	16,832	19,006	18,562
GPM(%)	14.0	13.6	12.8	9.7	11.7	11.3	10.7	10.5	10.2	10.7	11.9	12.1	15.3	12.3	11.0	11.2
판관비	2,118	2,160	2,093	2,380	2,175	2,480	2,622	2,568	2,158	2,290	2,566	2,433	8,181	8,751	9,845	9,446
영업이익	2,171	2,247	2,220	1,443	2,735	2,701	1,850	1,875	2,089	2,250	2,337	2,439	8,716	8,081	9,161	9,115
OPM(%)	7.1	6.9	6.6	3.7	6.5	5.9	4.4	4.4	5.0	5.3	5.7	6.1	7.9	5.9	5.3	5.5
영업외손익	94	47	250	103	200	434	1,530	-4	211	208	357	105	145	494	2,160	881
세전이익	2,265	2,294	2,470	1,546	2,935	3,135	3,380	1,871	2,300	2,458	2,694	2,544	8,861	8,575	11,321	9,996
법인세비용	680	646	476	439	891	409	-627	-652	605	646	709	669	4,332	2,241	21	2,629
당기순이익	1,585	1,648	1,994	1,107	2,044	2,726	4,007	2,523	1,695	1,811	1,986	1,875	4,529	6,334	11,300	7,367
NIM(%)	5.2	5.1	5.9	2.8	4.9	5.9	9.5	5.9	4.1	4.3	4.8	4.7	4.1	4.6	6.6	4.5
지배주주순이익	1,559	1,591	1,928	1,034	1,976	2,671	3,911	2,439	1,639	1,751	1,919	1,813	4,435	6,112	10,997	7,122
매출액													110,174	136,300	172,347	165,358
IT서비스													53,144	56,372	59,682	65,528
캡티브													43,144	45,372	44,682	47,528
대외													10,000	11,000	15,000	18,000
물류													57,030	79,928	112,666	99,830
캡티브													47,530	65,428	92,666	76,830
대외													9,500	14,500	20,000	23,000
대외매출													19,500	25,500	35,000	41,000
IT서비스													10,000	11,000	15,000	18,000
물류													9,500	14,500	20,000	23,000
대외비중(%)													17.7	18.7	20.3	24.8
IT서비스													18.8	19.5	25.1	27.5
물류													16.7	18.1	17.8	23.0

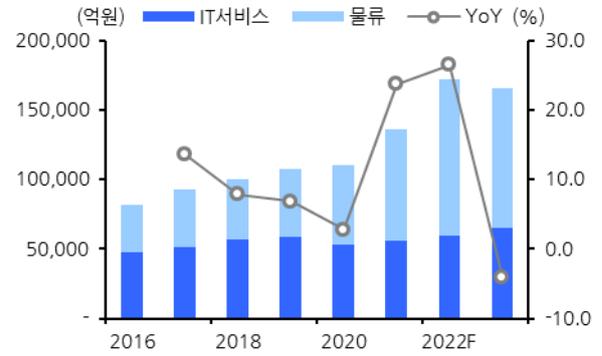
자료 : 삼성에스디에스, 현대차증권

<그림1> 분기별 매출액 & YoY 전망



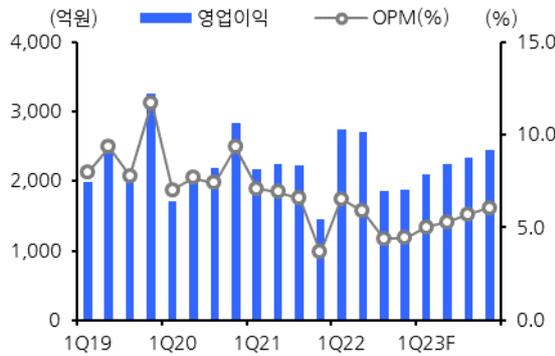
자료 : 삼성에스디에스, 현대차증권

<그림2> 연간 매출액 & YoY 전망



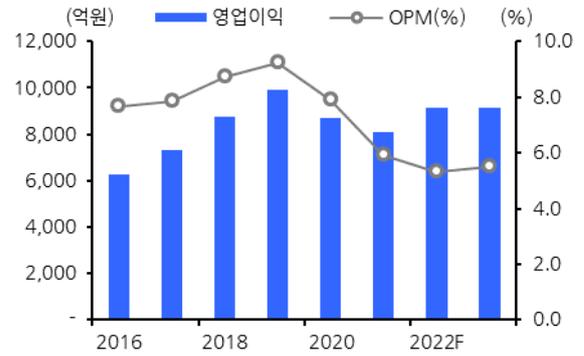
자료 : 삼성에스디에스, 현대차증권

<그림3> 분기별 영업이익 & OPM 전망



자료 : 삼성에스디에스, 현대차증권

<그림4> 연간 영업이익 & OPM 전망



자료 : 삼성에스디에스, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	110,174	136,300	172,348	165,358	179,670
증가율 (%)	2.8	23.7	26.4	-4.1	8.7
매출원가	93,277	119,468	153,342	146,796	158,508
매출원가율 (%)	84.7	87.7	89.0	88.8	88.2
매출총이익	16,897	16,832	19,005	18,562	21,162
매출이익률 (%)	15.3	12.3	11.0	11.2	11.8
증가율 (%)	-5.8	-0.4	12.9	-2.3	14.0
판매관리비	8,181	8,751	9,845	9,446	10,993
판매비율(%)	7.4	6.4	5.7	5.7	6.1
EBITDA	13,229	12,504	14,339	13,884	13,697
EBITDA 이익률 (%)	12.0	9.2	8.3	8.4	7.6
증가율 (%)	-7.6	-5.5	14.7	-3.2	-1.3
영업이익	8,716	8,081	9,160	9,115	10,169
영업이익률 (%)	7.9	5.9	5.3	5.5	5.7
증가율 (%)	-12.0	-7.3	13.4	-0.5	11.6
영업외손익	115	430	2,065	772	1,325
금융수익	1,536	1,309	3,126	1,416	1,628
금융비용	1,127	801	1,759	386	399
기타영업외손익	-294	-78	697	-258	95
종속/관계기업관련손익	30	65	86	109	36
세전계속사업이익	8,861	8,575	11,311	9,996	11,530
세전계속사업이익률	8.0	6.3	6.6	6.0	6.4
증가율 (%)	-14.5	-3.2	31.9	-11.6	15.3
법인세비용	4,332	2,242	24	2,629	3,019
계속사업이익	4,529	6,334	11,287	7,367	8,510
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,529	6,334	11,287	7,367	8,510
당기순이익률 (%)	4.1	4.6	6.5	4.5	4.7
증가율 (%)	-39.6	39.8	78.2	-34.7	15.5
지배주주지분 순이익	4,435	6,112	10,944	7,122	8,234
비지배주주지분 순이익	95	222	343	245	277
기타포괄이익	-1,307	1,399	2,749	0	0
총포괄이익	3,222	7,733	14,037	7,367	8,510

(단위: 억원)

현금흐름표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	9,794	9,802	13,942	12,115	11,953
당기순이익	4,529	6,334	11,287	7,367	8,510
유형자산 상각비	3,858	3,872	4,674	4,322	3,110
무형자산 상각비	655	552	504	446	418
외환손익	63	-30	-543	0	0
운전자본의 감소(증가)	-3,488	-2,660	-872	34	-49
기타	4,177	1,735	-1,108	-55	-36
투자활동으로인한현금흐름	-5,452	-8,266	-6,296	-1,557	-4,534
투자자산의 감소(증가)	129	-180	488	118	-53
유형자산의 감소	10	3	22	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,355	-2,866	-4,487	-538	-578
기타	-3,236	-5,223	-2,320	-1,137	-3,903
재무활동으로인한현금흐름	-3,510	-3,234	-3,226	-2,475	-2,475
차입금의 증가(감소)	1	-4	-5	0	0
사채의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-1,883	-1,880	-1,883	-2,475	-2,475
기타	-1,629	-1,350	-1,339	0	0
기타현금흐름	-321	514	390	0	0
현금의증가(감소)	511	-1,184	4,810	8,083	4,943
기초현금	11,482	11,993	10,809	15,619	23,702
기말현금	11,993	10,809	15,619	23,702	28,645

* K-IFRS 연결기준

(단위: 억원)

재무상태표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	65,812	75,760	85,741	93,266	104,525
현금성자산	11,993	10,809	15,619	23,702	28,645
단기투자자산	29,950	35,103	37,898	39,035	42,938
매출채권	15,009	19,189	20,716	19,627	21,177
채고자산	257	443	478	453	489
기타유동자산	8,602	10,216	11,030	10,450	11,275
비유동자산	25,738	29,415	34,424	30,131	27,270
유형자산	11,163	11,786	13,293	9,509	6,977
무형자산	7,367	7,154	7,064	6,618	6,200
투자자산	1,228	1,821	1,490	1,428	1,517
기타비유동자산	5,980	8,654	12,577	12,577	12,577
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	91,549	105,174	120,165	123,397	131,795
유동부채	17,208	23,703	25,979	24,718	26,513
단기차입금	9	5	0	0	0
매입채무	5,744	8,218	8,872	8,405	9,069
유동성장기부채	1,260	1,490	2,003	2,003	2,003
기타유동부채	10,195	13,990	15,104	14,310	15,440
비유동부채	5,751	7,034	7,595	7,195	7,764
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5,751	7,034	7,595	7,195	7,764
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	22,958	30,737	33,574	31,913	34,276
지배주주지분	66,690	72,287	84,114	88,762	94,520
자본금	387	387	387	387	387
자본잉여금	12,975	12,975	12,975	12,975	12,975
자본조정 등	788	788	788	788	788
기타포괄이익누계액	-4,072	-2,730	9	9	9
이익잉여금	56,613	60,868	69,956	74,603	80,362
비지배주주지분	1,901	2,150	2,477	2,722	2,999
자본총계	68,591	74,437	86,591	91,484	97,519

(단위: 원, 백, %)

주요투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS(당기순이익 기준)	5,853	8,186	14,587	9,521	10,998
EPS(지배순이익 기준)	5,731	7,899	14,143	9,205	10,641
BPS(자본총계 기준)	88,644	96,199	111,907	118,230	126,030
BPS(지배지분 기준)	86,188	93,421	108,706	114,712	122,154
DPS	2,400	2,400	3,200	3,200	3,500
P/E(당기순이익 기준)	30.5	19.1	8.4	12.4	10.7
P/E(지배순이익 기준)	31.1	19.8	8.7	12.8	11.1
P/B(자본총계 기준)	2.0	1.6	1.1	1.0	0.9
P/B(지배지분 기준)	2.1	1.7	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA(Reported)	7.5	6.3	3.2	2.4	1.8
배당수익률	1.3	1.5	2.6	2.7	3.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-39.6	39.8	78.2	-34.7	15.5
EPS(지배순이익 기준)	-39.8	37.8	79.1	-34.9	15.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	6.7	8.9	14.0	8.3	9.0
ROE(지배순이익 기준)	6.7	8.8	14.0	8.2	9.0
ROA	5.0	6.4	10.0	6.0	6.7
안정성 (%)					
부채비율	33.5	41.3	38.8	34.9	35.1
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	53.3	45.8	31.7	25.0	27.9

1Q부터 실적 개선 예상

Analyst 박현욱

02-3787-2190 hwpark@hmsec.com

현재주가 (3/15)	33,300원		
상승여력	29.1%		
시가총액	4,444십억원		
발행주식수	133,446천주		
자본금/액면가	667십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	44,550원/28,100원		
일평균 거래대금 (60일)	20십억원		
외국인지분율	23.40%		
주요주주	기아 외 7 인 35.96%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.6	0.8	-4.2
상대주가(%p)	-1.7	0.0	-3.3

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(22F)	EPS(23F)	T/P
Before	7,654	5,065	43,000
After	7,654	5,065	43,000
Consensus	9,817	6,421	45,583
Cons. 차이	-22.0%	-21.1%	-5.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 현대제철 1분기 별도 영업이익 1,470억원, 연결 영업이익 1,640억원으로 예상되며 당사 추정치는 컨센서스 보다 낮은 수준
- 투자포인트는 글로벌 철강가격이 연초부터 인상되고 있어 실적은 작년 4분기를 저점으로 올해 1분기부터 회복될 것으로 예상되고, 연초대비 주가 상승에도 여전히 valuation 매력이 있다는 점임. 투자의견 BUY 및 목표주가 43,000원 유지

주요이슈 및 실적전망

- 23년 1분기 별도 매출액 5조 4,900억원, 영업이익 1,470억원, 세전이익 1,160억원으로 영업이익은 전년동기대비 -76%, 전분기대비 흑자전환 예상. 연결 영업이익도 1,640억원으로 전분기대비 흑자전환 예상
- 흑자전환을 예상하는 근거는 판재 spread는 전분기 수준에서 유지되고, 봉형강 spread는 축소될 것으로 전망되지만 작년 4분기 당진제철소 부분 파업 등 일회성 요인들이 해소되고 판매량도 정상화될 것이기 때문
- 중국과 미국 등 주요 지역의 철강가격은 연초대비 30~50% 상승. 특히 중국 바오스틸은 1월부터 4월까지 매월 내수가격 인상 발표. 글로벌 철강 수요가 여전히 부진함에도 주요 철강사들이 가격 인상을 하고 있는 상황은 중국공급과잉이 심하였던 2010년대와는 확실히 달라진 모습으로 평가됨. 글로벌 가격 인상은 시차를 두고 2분기부터 동사 판재 spread 개선에 기여를 할 것으로 예상됨

주가전망 및 Valuation

- 동사 valuation multiple은 역사적 저점 수준으로 하방 리스크는 제한적이며 철강 경기 개선에 대한 주가 민감도는 상대적으로 둔보일 것으로 판단됨
- 중국 양회 이후 동사를 포함한 철강업체들 주가는 소강상태에 있지만 분기 실적 개선의 방향성을 고려하였을 때 주가는 우상향할 것으로 예상됨

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 (%)
2020	18,023	73	-430	1,652	-3,222	적전	N/A	0.3	9.8	N/A	1.3
2021	22,850	2,448	1,461	4,039	10,951	흑전	3.7	0.3	3.9	8.5	2.4
2022	27,341	1,617	1,021	3,222	7,654	-30.1	4.0	0.2	4.5	5.6	3.3
2023F	25,973	1,089	676	2,686	5,065	-33.8	6.5	0.2	5.5	3.6	3.0
2024F	26,435	1,185	728	2,790	5,456	7.7	6.1	0.2	5.2	3.8	3.0

* K-IFRS 연결 기준

<표1> 현대제철 2023년 1분기 별도 예상 실적

(단위: 십억원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	1Q22	4Q22	1Q23F	(YoY)	(QoQ)	1Q23F	대비
매출액	6,086	5,008	5,490	-10%	10%	5,731	-4%
영업이익	612	-293	147	-76%	흑전	229	-36%
세전이익	584	-388	116	-80%	흑전	133	-13%
당기순이익	437	-310	90	-79%	흑전	129	-30%

자료: 현대차증권

<표2> 현대제철 2023년 1분기 연결 예상 실적

(단위: 십억원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	1Q22	4Q22	1Q23F	(YoY)	(QoQ)	1Q23F	대비
매출액	6,980	5,980	6,462	-7%	8%	6,704	-4%
영업이익	697	-276	164	-76%	흑전	264	-38%
세전이익	649	-382	130	-80%	흑전	184	-29%
당기순이익	488	-280	100	-79%	흑전	143	-30%

자료: 현대차증권

<표3> 현대제철 분기 별도 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F
매출액	6,086	6,546	6,028	5,008	5,490	5,587	5,410	5,595	19,991	23,667	22,083
영업이익	612	803	343	-293	147	254	279	332	2,300	1,465	1,011
세전이익	584	743	322	-388	116	200	232	278	1,944	1,261	826
당기순이익	437	567	276	-310	90	154	180	215	1,382	970	639
영업이익률	10%	12%	6%	-6%	3%	5%	5%	6%	12%	6%	5%
세전이익률	10%	11%	5%	-8%	2%	4%	4%	5%	10%	5%	4%
순이익률	7%	9%	5%	-6%	2%	3%	3%	4%	7%	4%	3%

자료: 현대차증권

<표4> 현대제철 분기 연결 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F
매출액	6,980	7,381	7,000	5,980	6,462	6,560	6,383	6,568	22,850	27,341	25,973
영업이익	697	822	373	-276	164	274	297	353	2,448	1,617	1,089
세전이익	649	758	323	-382	130	215	246	295	2,149	1,349	886
당기순이익	488	567	264	-280	100	166	190	228	1,505	1,038	684
영업이익률	10%	11%	5%	-5%	3%	4%	5%	5%	11%	6%	4%
세전이익률	9%	10%	5%	-6%	2%	3%	4%	4%	9%	5%	3%
순이익률	7%	8%	4%	-5%	2%	3%	3%	3%	7%	4%	3%

자료: 현대차증권

<그림1> 현대제철 주가 추이



자료: 현대차증권

<그림2> 현대제철 P/B 밴드 추이



자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	18,023	22,850	27,341	25,973	26,435
증가율 (%)	-12.1	26.8	19.7	-5.0	1.8
매출원가	16,930	19,326	24,507	23,766	24,111
매출원가율 (%)	93.9	84.6	89.6	91.5	91.2
매출총이익	1,093	3,524	2,834	2,207	2,323
매출이익률 (%)	6.1	15.4	10.4	8.5	8.8
증가율 (%)	-21.8	222.4	-19.6	-22.1	5.3
판매관리비	1,020	1,076	1,217	1,118	1,138
판매비율 (%)	5.7	4.7	4.5	4.3	4.3
EBITDA	1,652	4,039	3,222	2,686	2,790
EBITDA 이익률 (%)	9.2	17.7	11.8	10.3	10.6
증가율 (%)	-12.1	144.5	-20.2	-16.6	3.9
영업이익	73	2,448	1,617	1,089	1,185
영업이익률 (%)	0.4	10.7	5.9	4.2	4.5
증가율 (%)	-77.9	3,253.4	-33.9	-32.7	8.8
영업외손익	-597	-302	-272	-207	-230
금융수익	227	265	371	418	423
금융비용	588	461	606	580	580
기타영업외손익	-236	-106	-37	-45	-73
종속관계기업관련손익	19	3	5	5	0
세전계속사업이익	-504	2,149	1,349	886	954
세전계속사업이익률	-2.8	9.4	4.9	3.4	3.6
증가율 (%)	적전	흑전	-37.2	-34.3	7.7
법인세비용	-64	644	310	202	218
계속사업이익	-440	1,505	1,038	684	737
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-440	1,505	1,038	684	737
당기순이익률 (%)	-2.4	6.6	3.8	2.6	2.8
증가율 (%)	적전	흑전	-31.0	-34.1	7.7
지배주주지분 손이익	-430	1,461	1,021	676	728
비지배주주지분 손이익	-10	44	17	8	9
기타포괄이익	-31	129	-217	0	0
총포괄이익	-471	1,634	822	684	737

(단위: 십억원)

현금흐름표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	2,008	2,003	679	706	1,030
당기순이익	-440	1,505	1,038	684	737
유형자산 상각비	1,493	1,531	1,547	1,548	1,560
무형자산 상각비	86	61	58	49	44
외환손익	30	-19	-9	0	0
운전자본의 감소(증가)	574	-1,726	-2,137	-1,576	-1,311
기타	265	651	182	1	0
투자활동으로인한현금흐름	-2,438	-663	-642	-721	-875
투자자산의 감소(증가)	35	1	117	-43	-10
유형자산의 감소	61	16	5	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,034	-904	-650	-650	-650
기타	-1,500	224	-114	-28	-215
재무활동으로인한현금흐름	454	-887	-198	-124	-130
차입금의 증가(감소)	409	-595	-516	0	0
사채의 증가(감소)	289	-223	-588	0	0
자본의 증가	-8	0	0	0	0
배당금	-99	-67	-132	-132	-132
기타	-137	-2	1,038	8	2
기타현금흐름	-24	11	19	0	0
현금의증가(감소)	1	464	-143	-139	25
기초현금	916	917	1,381	1,238	1,099
기말현금	917	1,381	1,238	1,099	1,124

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	9,935	12,776	14,835	16,881	18,562
현금성자산	917	1,381	1,238	1,099	1,124
단기투자자산	669	339	417	445	660
매출채권	2,465	3,139	3,797	4,530	4,872
재고자산	4,688	6,730	7,843	9,218	10,306
기타유동자산	242	246	495	543	554
비유동자산	24,910	24,266	22,609	21,705	20,760
유형자산	19,874	19,251	18,373	17,475	16,565
무형자산	1,507	1,365	1,332	1,283	1,238
투자자산	1,958	2,005	1,617	1,660	1,669
기타비유동자산	1,571	1,645	1,287	1,287	1,288
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	34,845	37,042	37,445	38,586	39,322
유동부채	6,073	7,467	8,430	8,832	8,921
단기차입금	553	507	1,325	1,325	1,325
매입채무	1,430	2,207	2,049	2,251	2,295
유동성장기부채	2,341	2,556	3,016	3,016	3,016
기타유동부채	1,749	2,197	2,040	2,240	2,285
비유동부채	12,079	11,315	10,065	10,252	10,294
사채	4,694	4,472	3,884	3,884	3,884
장기차입금	5,208	4,671	4,100	4,100	4,100
장기금융부채	186	128	183	183	183
기타비유동부채	1,991	2,044	1,898	2,085	2,127
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	18,152	18,782	18,495	19,084	19,215
지배주주지분	16,345	17,868	18,542	19,086	19,682
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,906	3,906	3,906	3,906	3,906
자본조정 등	-112	-112	-112	-112	-112
기타포괄이익누계액	951	1,049	834	834	834
이익잉여금	10,933	12,359	13,247	13,791	14,388
비지배주주지분	348	392	408	416	425
자본총계	16,693	18,260	18,950	19,502	20,107

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS(당기순이익 기준)	-3,298	11,279	7,781	5,125	5,521
EPS(지배순이익 기준)	-3,222	10,951	7,654	5,065	5,456
BPS(자본총계 기준)	125,092	136,838	142,003	146,142	150,678
BPS(지배지분 기준)	122,488	133,901	138,946	143,025	147,496
DPS	500	1,000	1,000	1,000	1,000
P/E(당기순이익 기준)	N/A	3.6	3.9	6.4	6.0
P/E(지배순이익 기준)	N/A	3.7	4.0	6.5	6.1
P/B(자본총계 기준)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
P/B(지배지분 기준)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(Reported)	9.8	3.9	4.5	5.5	5.2
배당수익률	1.3	2.4	3.3	3.0	3.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	-31.0	-34.1	7.7
EPS(지배순이익 기준)	적전	흑전	-30.1	-33.8	7.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-2.6	8.6	5.6	3.6	3.7
ROE(지배순이익 기준)	-2.6	8.5	5.6	3.6	3.8
ROA	-1.3	4.2	2.8	1.8	1.9
안정성 (%)					
부채비율	108.7	102.9	97.6	97.9	95.6
순차입금비율	63.1	53.4	52.1	51.3	48.5
이자보상배율	0.2	8.1	4.6	2.9	3.1

키트루다SC 저용량까지 추가 임상 개시!

Analyst 엄민용

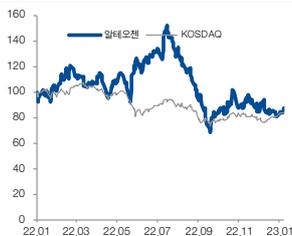
02-3787-2474 myeom@hmsec.com

현재주가 (1/31)	36,700원		
상승여력	104.4%		
시가총액	1,891십억원		
발행주식수	51,519천주		
자본금/액면가	22십억원/500원		
52주 최고가/최저가	63,810원/28,694원		
일평균 거래대금 (60일)	21십억원		
외국인지분율	9.45%		
주요주주	박순재 외 7 인 25.22%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-4.1	0.0	-32.5
상대주가(%p)	-12.0	-6.1	-26.8

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(22F)	EPS(23F)	T/P
Before	-248	-106	75,000
After	-248	-106	75,000
Consensus	-133	349	
Cons. 차이	86.5%	-130.4%	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

머크 자체 개발 저용량 향방이 불투명하다... 알테오젠 기술로 추가 임상 1 상 개시 확인!

- 현지시간 13일 2차 계약사로 추정되는 머크(MSD)의 키트루다의 SC(피하주사) 임상 1 상에서 투약군 정보가 기존 6주 간격 투약군과 함께 3주 간격 투약군이 추가 (NCT05017012)
- 이는 키트루다SC 저용량 버전 또한 동사의 기술로 개발을 시작했다는 뜻으로 머크 자체 개발 중인 비소세포페암 임상 3 상에 문제가 발생했을 가능성이 있다는 뜻
- 지난 '21년 AACR에서 발표되었던 머크 자체 개발 키트루다SC 저용량 흑색종 임상 1 상 결과에서 혈관주사(IV) 대비 피하주사(SC)가 생체이용률(Bioavailability)이 64% 수준에 불과
- 이렇게 되면 키트루다SC는 저용량(285mg, 3주 간격 투약)과 고용량(650mg, 6주 간격 투약) 모두 동사의 ALT-B4(hyaluronidase) 기술이 적용되어 판매될 가능성 높음
- 머크는 키트루다 저용량 용법 또한 ALT-B4기술이 없이는 SC 개발이 불가하다는 판단이 있을 수 있다고 추측되는 부분이지만 머크 입장에서 바이오시밀러 방어를 위해서는 더욱 좋은 선택!

키트루다SC 저용량도 히알루로니다제 필요하다면 바이오시밀러 진입은 더욱 어려워진다

- 기존에 키트루다SC 저용량 버전은 알테오젠 기술없이 개발되고 있었기 때문에 이는 바이오시밀러 개발 기업들 또한 특허만료 후 기술없이 개발이 가능하다는 뜻
- 머크 입장에서 자체 개발 키트루다SC 저용량 버전의 개발이 어려워진 것이 오히려 좋은 선택이라고 볼 수도 있음, '28년 특허 만료예정이기 때문에 모든 용량에서 빠른 SC제형 전환 필요
- 지난 1월 새로 업데이트된 키트루다SC 6주 간격 투약 임상 3 상은 성인 비소세포페암을 적응증으로 추가 개시되며 알테오젠의 기술 적용된 키트루다SC의 매출의 우려를 해소했는데 저용량까지 판매 마일스톤을 받는다면 상황은 더욱 좋아짐
- 더군다나 임상 1 상은 암중에 국한하지 않고 일반 고형암(Solid tumor) 환자를 대상으로 진행하고 있기 때문에 비소세포페암 임상 3 상만으로도 다수의 적응증을 모두 출시 가능할 것으로 기대
- 머크가 왜 아직까지 알테오젠의 기술이 적용된 임상 1 상을 특별한 결과 발표 없이 임상 3 상을 진행했는지에 대해서도 저용량 3주 간격 투약까지 추가 검토하기 위함임을 알 수 있음
- 키트루다 저용량 3주 간격 투약은 Primary outcome measure에서 약 6 cycle을 검토하는 것으로 보이며 18주면 결과 확인 가능, 하반기 임상 3 상까지도 추가 업데이트될 가능성 높음

전세계 출시 가능한 기술플랫폼 보유한 기업이 어디일까? 수 천억이 쌓이는 순간 고대

- '23년 전세계에서 가장 높은 매출액을 달성할 머크의 키트루다의 피하주사 임상 3 상이 '24년 9월 1차 종료될 예정, 키트루다의 모든 용량용법이 동사의 기술로 대체 가능한 상황
- 동사 목표주가 75,000원, BUY의견 및 업종 내 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 (%)
2020	42	0	-16	2	-314	적지	N/A	83.1	2,762.9	NA	0.0
2021	41	-13	-4	-11	-77	적지	N/A	24.0	NA	NA	0.0
2022F	24	-35	-13	-33	-250	적지	N/A	14.1	NA	NA	0.0
2023F	108	49	48	52	937	흑전	42.0	10.6	36.2	28.3	0.0
2024F	161	96	94	100	1,816	93.7	21.7	7.2	18.0	38.7	0.0

* K-IFRS 연결 기준

<표1> 키트루다 피하주사(SC) 임상 1상의 업데이트 비교표 (NCT05017012)

	기존 임상 1상 정보	변경된 임상 1상 정보 (현시시간 2023.03.13 변경)
Am1	<p>Experimental: MK-3475A(Concentration 1) Participants receive MK-3475A (pembrolizumab Conc1 [dose 1] + MK-5180) SC on Day 1 of Cycles 1 and 3 plus 400 mg pembrolizumab intravenously (IV) on Day 1 of Cycles 2 and 4 to 18, with or without background standard of care (SOC) chemotherapy as appropriate for the indication. A cycle is 42 days(6주 간격).</p>	좌동
Am2	<p>Experimental: MK-3475A(Concentration 2) Participants receive MK-3475A (pembrolizumab Conc2 [dose 1] + MK-5180) SC on Day 1 of Cycles 1 and 3 plus 400 mg pembrolizumab IV on Day 1 of Cycles 2 and 4 to 18, with or without background SOC chemotherapy as appropriate for the indication. A cycle is 42 days(6주 간격).</p>	좌동
Am3	<p>Experimental: MK-3475A(Concentration 1) + SOC Chemotherapy Participants in Japan receive MK-3475A (pembrolizumab Conc1 [dose 1] + MK-5180) SC on Day 1 of Cycle 1, with background SOC chemotherapy, and then receive 400 mg pembrolizumab IV on Day 1 of Cycles 2 to 18, with background SOC chemotherapy. A cycle is 42 days(6주 간격).</p>	좌동
Am4 (추가됨)	-	<p>2023.03.13 추가</p> <p>Experimental: MK-3475A(Pembrolizumab Conc1 [dose 2] + MK-5180) Participants receive MK-3475A (pembrolizumab Conc1 [dose 2] + MK-5180) SC on Day 1 of Cycles 1 to 35 without background standard of care (SOC) chemotherapy. A cycle is 21 days(3주 간격).</p>

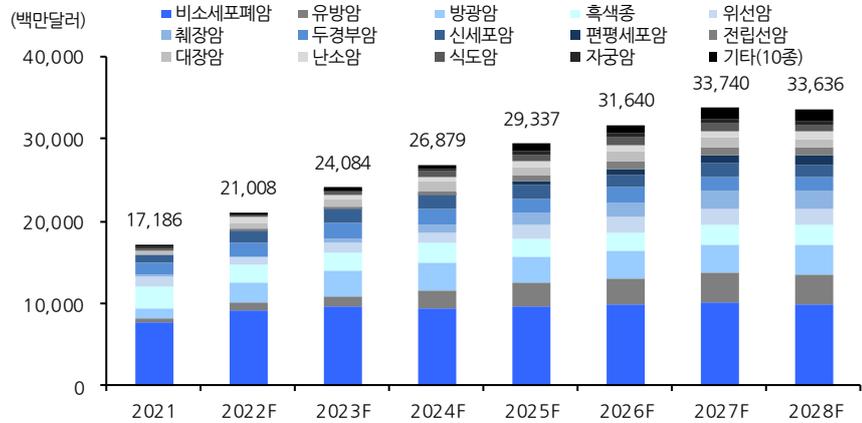
자료 : 현대차증권 정리

<표2> 키트루다 피하주사(SC) 제형 개발 임상 현황 업데이트 및 정리

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 285mg (3주 간격)	머크 자체 개발 (피하주사 기술 없이 개발 중)	NCT03665597
2021-08-05	임상 3상	비스소포페암 (450명)	2023-04-04	소아용 200mg (3주 간격)	소아용 285mg (3주 간격)	머크 자체 개발 (피하주사 기술 없이 개발 중)	NCT04956692
2021-09-21	임상 1상	고형암 (72명)	2026-09-26	성인용 400mg (6주 간격)	285mg/650mg (3주, 6주 간격)	머크/알테오젠 개발 (Hybrozyme 기술 적용)	NCT05017012
2023-02-10	임상 3상	비스소포페암 (339명)	2024-09-23	성인용 400mg (6주 간격)	성인용 650mg (6주 간격)	머크/알테오젠 개발 (Hybrozyme 기술 적용)	NCT05722015

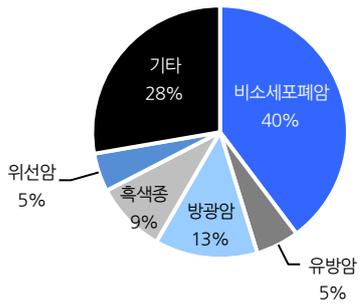
자료 : 현대차증권 정리

<그림1> 키트루다 적응증 별 매출 전망



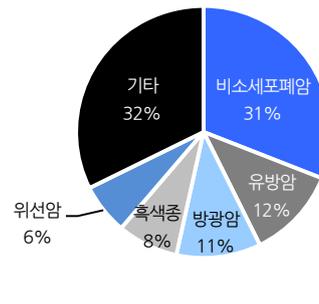
자료 : Evaluate Pharma, 현대차증권

<그림2> 2023년 키트루다 적응증 별 매출 비중 전망



자료 : Evaluate Pharma, 현대차증권

<그림3> 2028년 키트루다 적응증 별 매출 비중 전망



자료 : Evaluate Pharma, 현대차증권

기술이전 이력 및 파이프라인 현황

<표3> 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 환자모집 완료
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 개시 (미국, 대만)
2021.01.07	Intas (인도)	ALT-B4 (Hybrozyme)	피하주사(SC) 2개 품목	1,200억원 +로열티 별도	65억원	피하주사 바이오시밀러 개발 Pivotal 임상 연내 개시 예정
2022.12.29	산도즈(Sandoz)	ALT-B4 (Hybrozyme)	피하주사(SC) 1개 품목	1,839억원 +로열티 별도	비공개 (45일 이내)	피하주사 바이오시밀러 개발 (1개 품목 체결하였으나 2개 품목 추가 검토 중)

자료 : 알테오젠, 현대차증권

<표4> 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 2023년 2월 품목허가 신청 완료
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

〈표5〉 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]						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 예정
	ALT-LS2(Herceptin IV biosimilar) [유방암/위암 치료제]						파트너사 임상 3상 종료 추정
	ALT-L9(Eylea biosimilar) [습성황반변성]						임상 1상 완료 (국내)
Hyaluronidase (Hybrozyme™)	1차 계약사 (글로벌 TOP10 제약사)						임상 1상 준비 중
	2차 계약사 (글로벌 TOP10 제약사)						파트너사 임상 3상 개시
	Intas(인도) (SC 바이오시밀러)						임상 1상 준비 중
	Sandoz(스위스) (SC 바이오시밀러)						품목 1건 비공개
	ALT-BB4 (히알루로니다제 단독 제품)						품목허가 준비 중

자료 : 알테오젠, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	42	41	24	108	161
증가율 (%)	45.1	-3.1	-42.1	355.1	49.0
매출원가	24	33	23	28	32
매출원가율 (%)	55.8	80.1	95.7	25.8	20.0
매출총이익	19	8	1	80	129
매출이익률 (%)	44.2	19.9	4.3	74.2	80.0
증가율 (%)	69.0	-56.5	-87.4	7,734.6	60.6
판매관리비	19	21	36	32	33
판매관리비율 (%)	44.3	51.0	152.7	29.4	20.6
EBITDA	2	-11	-33	52	100
EBITDA 이익률 (%)	4.3	-25.9	-136.5	48.4	61.9
증가율 (%)	흑전	적전	적지	흑전	90.7
영업이익	0	-13	-35	49	96
영업이익률 (%)	-0.1	-31.1	-148.4	44.8	59.5
증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	97.9
영업외손익	-18	4	21	5	7
금융수익	1	2	3	5	7
금융비용	1	1	0	0	0
기타영업외손익	-18	3	18	0	0
중속관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-18	-8	-15	53	103
세전계속사업이익률	-41.7	-20.2	-60.9	49.2	63.8
증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	93.5
법인세비용	1	1	0	1	1
계속사업이익	-18	-9	-14	53	102
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-18	-9	-14	53	102
당기순이익률 (%)	-43.1	-22.4	-60.0	48.5	63.0
증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	93.7
지배주주지분 순이익	-16	-4	-13	48	94
비지배주주지분 순이익	-2	-5	-1	4	8
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	-18	-9	-14	53	102

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	2	-9	-22	57	106
당기순이익	-18	-9	-14	53	102
유형자산 상각비	2	2	3	4	4
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	2	-2	-2	0	0
운전자본의 감소(증가)	-3	-3	1	0	0
기타	19	3	-10	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-43	-126	-6	-8	7
투자자산의 감소(증가)	0	13	11	-1	0
유형자산의 감소	3	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-5	-14	-7	-4	-4
기타	-40	-126	-11	-4	11
재무활동으로인한현금흐름	76	107	11	-4	-1
차입금의 증가(감소)	85	26	-22	-4	-1
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	6	79	22	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-15	2	10	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	35	-28	-18	45	112
기초현금	4	39	11	-7	37
기말현금	39	11	-7	37	149

* K-IFRS 연결 기준

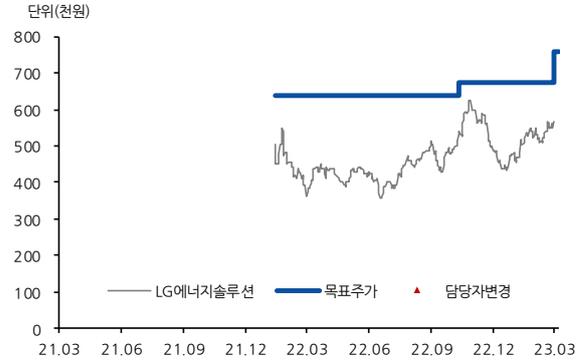
	(단위:십억원)				
재무상태표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	138	212	181	247	351
현금성자산	39	11	10	55	167
단기투자자산	95	192	168	172	161
매출채권	2	4	1	10	11
채고자산	0	1	0	2	3
기타유동자산	2	4	1	9	10
비유동자산	21	48	78	78	78
유형자산	19	29	33	33	34
무형자산	1	11	39	39	38
투자자산	0	0	0	1	1
기타비유동자산	1	7	6	6	6
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	159	260	259	326	429
유동부채	97	123	97	107	108
단기차입금	3	2	3	3	3
매입채무	0	1	0	3	4
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	94	119	93	100	101
비유동부채	2	3	2	6	6
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1	1	1	1	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	2	1	5	6
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	99	126	98	112	114
지배주주지분	61	137	146	195	288
자본금	14	22	22	22	22
자본잉여금	75	146	168	168	168
자본조정 등	2	2	3	3	3
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	-29	-33	-46	3	96
비지배주주지분	-1	-3	-3	1	9
자본총계	61	134	143	196	298

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS(당기순이익 기준)	-363	-182	-279	1,020	1,976
EPS(지배순이익 기준)	-314	-77	-250	937	1,816
BPS(자본총계 기준)	1,190	2,577	2,735	3,737	5,679
BPS(지배지분 기준)	1,203	2,631	2,793	3,714	5,498
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	N/A	N/A	N/A	38.6	19.9
P/E(지배순이익 기준)	N/A	N/A	N/A	42.0	21.7
P/B(자본총계 기준)	84.0	24.5	14.4	10.5	6.9
P/B(지배지분 기준)	83.1	24.0	14.1	10.6	7.2
EV/EBITDA(Reported)	2,762.9	N/A	N/A	36.2	18.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적지	적지	적지	흑전	93.7
EPS(지배순이익 기준)	적지	적지	적지	흑전	93.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-27.9	-9.5	-10.3	31.0	41.2
ROE(지배순이익 기준)	-24.1	-3.9	-9.1	28.3	38.7
ROA	-14.9	-4.4	-5.5	18.0	27.0
안정성 (%)					
부채비율	162.8	94.4	68.7	57.4	38.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	N/A	N/A	N/A	303.1	600.9

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.01.28	BUY	640,000	-34.41	-14.38
2022.07.28	AFTER 6M	640,000	-26.76	-17.34
2022.10.27	BUY	675,000	-22.09	-7.56
2023.03.16	BUY	760,000		

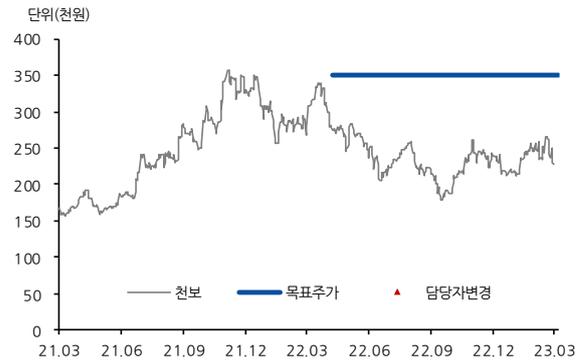
▶ 최근 2년간 LG에너지솔루션 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.04.22	BUY	350,000	-33.05	-19.06
2022.10.22	AFTER 6M	350,000	-32.77	-24.00
2023.03.16	BUY	350,000		

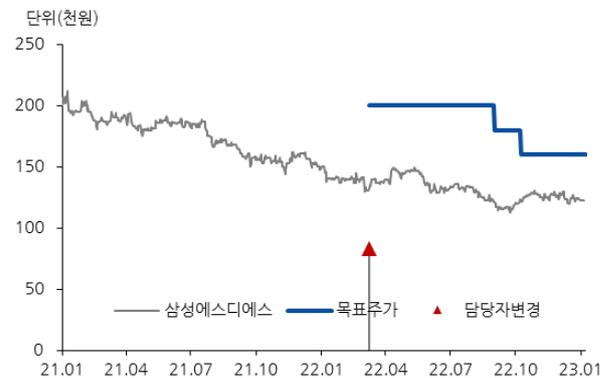
▶ 최근 2년간 천보 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2020.07.27	BUY	205,000	-16.05	7.07
2022.03.28	담당자 변경	담당자변경	-	-
2022.03.28	BUY	200,000	-32.16	-25.50
2022.09.21	BUY	180,000	-34.66	-31.67
2022.10.28	BUY	160,000		

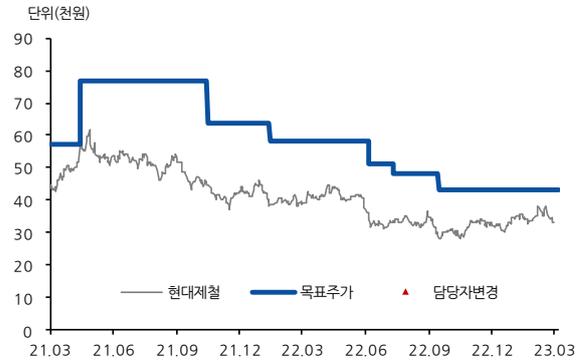
▶ 최근 2년간 삼성에스디에스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.01.11	BUY	57,000	-21.63	-0.53
2021.04.28	BUY	77,000	-33.07	-19.61
2021.10.28	AFTER 6M	77,000		
2021.10.29	BUY	64,000	-34.45	-27.89
2022.01.28	BUY	58,000	-30.08	-23.19
2022.06.21	BUY	51,000	-36.15	-33.82
2022.07.27	BUY	48,000	-31.32	-23.75
2022.09.30	BUY	43,000	-23.61	-10.93
2023.03.16	BUY	43,000		

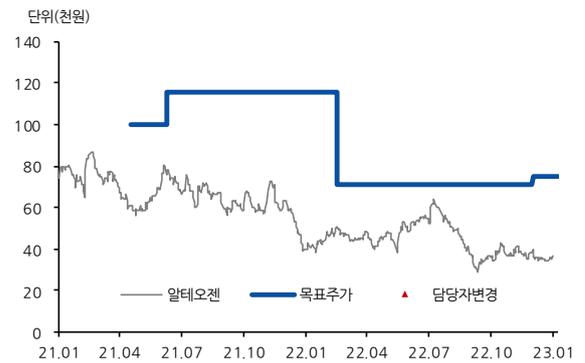
▶ 최근 2년간 현대제철 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.05.18	BUY	100,095	-35.21	-19.75
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	-52.96	-51.60
2023.02.01	BUY	75,000		

▶ 최근 2년간 알테오젠 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자자 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.
- 당사는 추천일 현대제철과 관련하여 계열 회사의 관계에 있습니다.
- 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 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.01.01~2022.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175건	92.6%
보유	14건	7.4%
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.