알테오젠 (196170)

영국 특허 첫 판결, 머크에 손 들어줬다

2026년 2월 23일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	570,000 원 (유지)
✓ 상승여력	41.8%	✓ 현재주가 (2 월 20 일)	402,000 원

신한생각 영국에서 특허 침해 여부 다룬 첫 판결 결과, 머크에 손

당사 조사 결과 2026년 1월 21일 영국 특허법원이 할로자임의 특허 침해 반소*가 구체적 근거없이 주장하는 것에 불과하다는 판결 내린 이력 확인. 영국에서 처음으로 판사의 의견이 머크에게 긍정적 방향으로 진행. 향후 영국 본안, 독일 등 유럽과 미국 특허 판결에도 유리한 영향 전망

영국 법원 할로자임 항소 기각, 할로자임은 특허 재현 근거도 제출 실패

2025년 8월 1일 머크가 할로자임의 MDASE 특허 2건에 대해 무효 심판을 청구. 할로자임은 이에 대해 머크 키트루다SC의 MDASE 특허 침해 주장서(SOCI)를 제출하며 반소. 그러나 법원은 할로자임이 제출한 SOCI에서 요청한 핵심 근거 2가지를 포함하지 못했다고 판단 내린점 중요

할로자임은 1) 활성이 있는 히알루로니다제 서열을 지정하지 못했고 2) 효소 안정성 증가의 구체적 사례를 제시하지 못함. 이는 특허성 결여의 증거

결국 영국 법원은 할로자임의 SOCI 제출기간 연장 혹은 집행정지 목적의 항소 진행을 거부하며 기존 일정인 2026년 2월 4일까지 제출하도록 요구. 아직 본원 판결은 진행 중에 있으나 머크에게 유리한 결정 이어지는 중

Valuation & Risk: 로열티 이슈 뛰어넘을 추가 L/O 계속 이어진다

지난 12월 독일 지방법원 키트루다SC 판매금지 가처분* 신청 인용도 이번 영국 법원에서 다룬 2개 특허 중 하나인 EP 622에 대한 침해 가능성으로 내린 결정. 2~3월 독일 특허법원 '예비의견'에서 판매금지 취소 가능성 상승. 6월 2일 이전 미국 특허무효청구 '심리 결과' 또한 긍정적 영향 판단

2026년 1월 20일 GSK 신규 기술이전으로 특허 이슈 해소 중이나 키트루다SC 로열티 2% 공개되며 매출 전망은 낮아진 상황. 그러나 연내 다수 추가 계약으로 미래 현금흐름 전망 높아지며 우려 해소 및 주가 상승 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	96.5	(9.7)	(3.4)	-	(2.3)	35.3	-	-
2024	102.9	25.4	62.3	264.2	29.5	60.3	581.2	-
2025F	239.3	114.1	25.0	967.3	8.7	81.2	205.1	-
2026F	579.3	342.1	423.8	51.2	83.0	30.0	61.0	-
2027F	998.7	477.3	608.3	35.6	59.3	16.3	42.7	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[제약/바이오]

엄민용 연구위원
✉ my.eom@shinhan.com

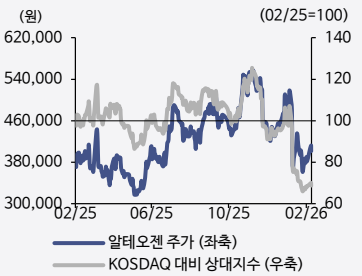
윤석현 연구원
✉ sh.yun@shinhan.com

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	21,509.3 십억원
발행주식수(유동비율)	53.5 백만주(79.6%)
52 주 최고가/최저가	559,000 원/317,500 원
일평균 거래액 (60 일)	340,284 백만원
외국인 지분율	13.5%
주요주주 (%)	
박순재 외 4 인	20.4
형인우 외 2 인	5.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(16.4)	(27.8)	6.3	(12.0)
상대	(29.3)	(44.2)	(29.2)	(27.9)

주가



* 반소: 원소송에 대한 반대 소송

* 가처분: 본안 판결 전 임시 명령

I. 영국 법원에서 할로자임 근거 부족 판결

법원 판결 첫 사례, 아직 본원 판결은 아니나 긍정적 의견 첫 확인

할로자임 특허 침해는 주장에 불과, 법원 제출 요구사항 담기지 않은 진술서

영국 법원, 할로자임 반소를 '근거 없는 주장'으로 판단

아직 본원 판결 진행 절차 단계이며 최종 판결은 기다려야 하나 할로자임이 제출한 침해 관련 진술서(SOCI)에서 법원이 요구한 사항에 대해 미충족되는 답변밖에 제출하지 못했고, 이에 따라 잉글랜드-웨일스 고등법원(EWHC)이 할로자임의 특허 침해가 '근거가 없는 주장'이라고 판단한 첫 사례가 확인됐다.

2025년 8월 1일 머크가 할로자임에게 EP 622, EP 347 2개 특허에 대해 특허 무효 심판(사건번호 HP-2025-000041)을 청구했다. 이후 같은 해 9월 2일 할로자임은 오히려 키트루다SC가 본인들의 특허를 침해했다고 반소하며 11월 24일 '할로자임의 침해 관련 진술서(SOCI)'를 제출했다. 그러나 지난 2026년 1월 12일 영국 법원은 할로자임의 항소를 기각했다.

머크 vs. 할로자임: 영국 특허무효 심판의 법원 중간 판결 요약

소송(청구번호)	HP-2025-000041
배경	2025년 8월 1일, 머크가 할로자임 측으로 특허무효 소송 제기 (EP 622, EP347)
	1) EP622 중 청구항 1번: 미변형 대비 페놀계 방부제가 존재할 때 '안전성 증가'로 구성된 기능적 특징 포함
	2) EP347 중 청구항 1번: 미변형 대비 페놀계 방부제가 존재할 때 '활성 증가'로 구성된 기능적 특징 포함
쟁점	소송: ALT-B4의 EP622 및 EP347 청구항의 명시된 '기능적 특징'을 나타내는지의 여부
	판결: 25년 10월 10일, 판사가 명령한 '할로자임의 침해 관련 진술서 적절성 여부 등
EP 622 특허 청구항	i) SEQ ID 번호 3, 7 또는 32-66 중 하나에 기재된 아미노산 서열로 구성된 PH20 폴리펩타이드(이하 미변형)가 존재한다.
	ii) 미변형은 아미노산 치환에 의해 변형되어 변형된 PH20 폴리펩타이드를 형성한다. 해당 아미노산 치환은 명시된 특정 위치 또는 위치들에서 이루어져야 하며, 또한 특정 배제 조건이 적용되지 않아야 한다.
	iii) 변형된 PH20 폴리펩타이드는 페놀계 방부제 존재 하에서 미변형에 비해 증가된 안정성을 나타내야 한다. 이러한 증가된 안정성은, 페놀계 방부제 하에서 미변형과 비교할 때 히알루로니다제 활성이 증가하는 것으로 나타나야 하며, 해당 활성 비교는 동일한 조건하에서 수행되어야 한다.
EP 347 특허 청구항	i) SEQ ID 번호 3, 7 또는 32-66 중 하나에 기재된 아미노산 서열로 구성된 PH20 폴리펩타이드(이하 미변형)가 존재한다.
	ii) 미변형은 아미노산 치환에 의해 변형되어 변형된 PH20 폴리펩타이드를 형성한다. 해당 아미노산 치환은 명시된 특정 위치 또는 위치들에서 이루어져야 하며, 또한 특정 배제 조건이 적용되지 않아야 한다.
	iii) 상기 변형된 PH20 폴리펩타이드는 아미노산 치환을 포함하지 않는 미변형 대비 히알루로니다제 활성이 최소 120% 이상 증가됨을 보인다
할로자임 진술서 적정성	**다음 내용을 근거로 부적절로 판단**
	1) 미변형을 구성하는 SEQ ID 번호 3, 7 또는 32-66에 명시된 아미노산 서열을 구체적으로 식별하지 않음 - ALT-B4가 해당 특허 청구범위에 해당하는 미변형 PH20 폴리펩타이드의 변형인지의 여부를 확인하기 위해서 필요 - 미변형 대비 변형 PH20 폴리펩타이드의 안전성 및 활성 증가를 평가하려면 비교 서열을 명확히 알아야함 - 해당 내용을 멜러 판사가 언급한 후 6주의 SOCI 작성 기간을 주었지만 해당 내용 미포함되었음
	2) EP622 관련, 안전성 향상이 나타나는 조건을 명시하지 않음 - MSD가 안전성 향상이 실제로 동일한 조건에서 비교되고 있는지 여부를 판단하고 주장을 이해하기 위해 필요
항소 불허	**다음 내용을 근거로 항소 허가신청 제한**
	- 항소 허가 판결 기준은 1) 현실적인 성공 가능성, 2) 항소 심리에 대한 강력한 근거로 판단 - 할로자임의 SOCI 내용은 충분한 세부 사항이 없는 문서로 법원의 요구사항을 미충족 - 이 결론에 이의를 제기할 만한 현실적인 가능성이 충분히 없다고 판단되어 항소 허가 불가

자료: EWHC(잉글랜드-웨일스 고등법원), Google Patents, 신한투자증권

할로자임 특허 3가지 결함:
1) 치환 위치 불일치
2) 방부제 사용의 진보성
3) 실예시 제시 불가

EP 622, EP 347 총 2개의 유럽 특허는 1) 히알루론산분해효소를 사용할 때 페놀계 방부제를 사용하는 것 자체에 대한 발명의 주장 2) 특정 아미노산 서열의 치환을 통한 변형된 히알루론산분해효소에 대해 페놀계 방부제 존재하에서의 안정성 향상 등 피하주사 기술로 사용될 히알루론산분해효소의 기능과 안정성 향상을 포함한다. 법원은 할로자임에게 이에 대한 구체적인 실시예를 요청하였는데 6주라는 긴 시간을 주었는데도 할로자임이 이를 전혀 제시하지 못한 것이다.

할로자임 주장에 따르면 아미노산 치환 범위가 SEQ ID NO:3 기준 310, 317, 318에서의 변형이지만 해당 범위는 알테오젠 ALT-B4의 치환 위치와 완전히 달라 특허 침해 가능성은 없다고 판단된다. 나아가 영국 법원의 판단은 치환 위치 불일치에 더해 1) 페놀계 방부제 사용 여부의 진보성 결여, 2) 실제 발명의 예시 미제시라는 추가적인 결함을 공식적으로 문제삼은 사례라는 점에서 의미가 크다.

머크 vs. 할로자임: 영국 특허무효 소송 타임라인

구분	날짜	내용	주체
판결	2026.01.21	판결: [2026] EWHC 121 (Pat)	법원, Richards 판사
문서 제출	2026.01.19	특허무효 사유서 제출 (Grounds of Invalidity)	-
문서 제출	2025.11.28	SOCI(침해 관련 주장서, 수정본) 제출	할로자임
법원 지시	2025.11.24	절차 지시 (Order for Directions)	법원, Mellor 판사
구두 변론	2025.10.10	절차 정리 (CMC, Case Management Conference)	법원, Mellor 판사
문서 제출	2025.10.15	답변서 제출 (Reply)	할로자임
문서 제출	2025.10.01	수정된 방어 및 반소 답변서 제출 (Amended Defence & Reply to Counterclaim)	머크
문서 제출	2025.09.29	수정된 방어 및 반소에 대한 답변 제출 (Amended Defence & Reply to Counterclaim)	머크
문서 제출	2025.09.23	특허무효 사유서 제출 (Grounds of Invalidity)	머크
문서 제출	2025.09.23	반소에 대한 답변 및 방어 제출 (Reply and Defence to Counterclaim)	머크
법원 지시	2025.09.05	봉인 명령(Sealed Order) 송달	법원
문서 제출	2025.09.02	방어 및 반소 제출 (Defence & Counterclaim) 특허 침해 상세서 제출 (Particulars of Infringement)	할로자임
문서 제출	2025.08.01	청구서 및 상세서 제출 (Claim Form - Part 7) 특허무효 사유서 제출 (Grounds of Invalidity)	머크
접수	2025.08.01	사건 접수: HP-2025-000041 (Case Filed)	머크

자료: Caseboard, 신한투자증권

영국 법원의 증거 부족 판결은 미국과 독일에도 긍정적 영향 전망

영국을 넘어 독일, 미국에도 머크 측에 긍정적 결론 전망

독일의 키트루다SC 판매금지 가처분 또한 머크 측에 긍정적 결론으로 종결될 것으로 판단한다. 뮌헨 지방법원은 2025년 12월 4일 키트루다SC가 할로자임 특허를 침해했다고 판단하고 판매금지 가처분 신청(사건번호 7 O 12286/25)을 인용했다. 여기서 침해되었다고 판단된 특허가 영국 법원에서 다뤄진 EP 622이다.

독일 키트루다SC 판매 관련 예비 금지명령: EP 622 관련 침해가 근거

Halozyme Wins Preliminary Injunction Against Merck's Keytruda SC in Germany

December 4, 2025

SAN DIEGO, Dec. 4, 2025 /PRNewswire/ -- Halozyme Therapeutics, Inc. (NASDAQ: HALO) (Halozyme), announced today that a German court has granted its request for a preliminary injunction ordering Merck to refrain from distributing and offering Keytruda SC in Germany.

The Munich Regional Court's 7th Civil Division found that there is imminent infringement for Keytruda SC in Germany regarding one of Halozyme's MDASE™ patents in Europe, European Patent No. 2 797 622 (EP 622). As a consequence, Merck's launch activities for Keytruda SC in Germany that are within the scope of the order must be halted. Although the preliminary injunction decision is appealable, Halozyme believes the order will withstand attack if appealed. Separate nullity proceedings against this patent initiated by Merck in August 2025 are pending before the German Federal Patent Court.

자료: Halozyme, 신한투자증권

독일 뮌헨 지방법원의 결정은 독일 특허법원의 결론과 연관이 없다. 그러나 2025년 8월 청구한 머크 측의 할로자임 MDASE 특허무효심판 이후 6개월내 발표될 '예비의견'에 따라 뮌헨 지방법원이 가처분 인용을 취소할 수 있다. 또한 이번에 확인된 영국 의견에 따라 독일 가처분 신청 인용이 취소될 가능성도 높다.

독일 뮌헨 지방법원: 키트루다SC 판매 금지 가처분 근거 (EP 622 청구항)

구분	7 O 12286/25 (독일 뮌헨 지방법원 소관)
청구항 1번	비변형 PH20 폴리펩타이드 및 변형 방식, 기능에 관한 물질 관련 특허
청구항 14번	물질 관련 내용(1-8항)의 단백질을 포함한 의약적 부형제의 조성물 관련 특허
청구항 19번	특정 치료제를 동반(14-18항) 조성물로 활성 물질을 전달(Delivery)용도 관련 특허

자료: Landgericht München I, Az. 7 O 12286/25, Google Patents, 신한투자증권

할로자임 EP 622 청구항 1번 핵심 내용 요약

구분	내용
(A) 비변형 PH20 폴리펩타이드	SEQ ID NO: 3, 7 또는 32-66 중 하나의 아미노산 서열
(B) 변형의 방식 및 위치	하나의 아미노산 치환이 필수적 NO:3 위치 기준 310, 317 또는 318 위치에서 치환 발생 치환이 1개뿐인 경우 V12A 또는 E249Q 치환은 배제
(C) 기능적 한정	페놀계 방부제 존재하의 안전성 증가 히알루로니다제 활성 증가로 나타나야 하며, 비교는 동일 조건에서 수행

자료: Google Patents, 신한투자증권

유럽특허청(EPO) 심사 지침 중 일부

유럽 특허청 심사 지침	해석
4. Clarity and interpretation of claims	청구항의 명확성 및 해석
4.10 Result to be achieved	청구항이 정의한 영역은 발명 범위 내에서 최대한 정확해야함 일반적으로 달성할 결과로 발명을 정의하려는 청구항은 허용되지 않음 즉, 명확한 결과의 정의가 우선적으로 필요
4.11 Parameters	제품/특허항의 신뢰를 위해 구체적인 파라미터 사용 요구 일관된 값을 산출해야하고 측정 방법이 명확해야 함
5. Clarity and completeness of disclosure	공개의 명확성 및 완전성
5.4. Invention to be performed over the whole scope claimed	청구된 전체 범위에 걸쳐 수행되어야 하는 발명
	숙련된 사람이 청구항 전체 범위 내에서 기대되는 결과를 과도한 어려움 없이 달성할 수 있는 일반화 가능한 기술 개념을 공개해야 완전한 공개

자료: EPO(유럽특허청), 신한투자증권

이미 글로벌 빅파마들은 특허 이슈 없다고 판단하여 핵심 제품 임상 확대 중

영국 사례에 더해 유럽 특허청의 심사 지침을 고려했을 때, 할로자임이 제출한 SOCI의 한계가 더욱 명확하게 확인된다. 할로자임이 EP 633의 기능적 향상에 대한 명확한 기준을 제시하지 않았고, 그에 따라 안정성 증가 예시가 확인될 수 없으므로 청구항의 명확성 및 완전성 모두 결여된다.

미국에서는 2025년 6월 2일 PGR(특허무효심판청구)의 심리가 개시되었고 1년의 심리가 개시되어 곧 다가올 2026년 6월 2일 전 판결 결과가 나올 수 있는 상황이다. 미국의 결과 또한 기존 전망대로 할로자임의 특허성 결여로 인해 무효될 가능성이 높다고 판단된다.

알테오젠은 특허 이슈가 발생된 2024년 11월 이후로도 다이이찌 산쿄와 전세계 최초의 ADC의 피하주사 계약 체결했다. 다이이찌 산쿄 핵심 파이프라인인 HER2 타깃 엔허투SC 2025년 10월 임상 1상 개시 및 지난달 다국가 임상 1상으로 확대되며 성공적인 1상 결과를 기대할 수 있는 상황이다.

이에 더해, 2025년 3월 아스트라제네카와 총 3개 물질에 대한 2.2조원 규모 기술이전 체결 이후 임핀지SC, 이중항체 릴베고스토미SC 또한 임상 1상을 개시하며 특허 문제가 없다는 사실이 기존 계약들의 임상 확대로 지속 증명되고 있다. 그것도 특허 이슈가 절대 발생되면 안될 각 파트너사의 핵심 제품들로 말이다.

II. GSK 계약의 의미, SC 필수 시장으로 간다

비독점 계약으로 추가 계약 이어진다. 상황은 다시 반전될 것

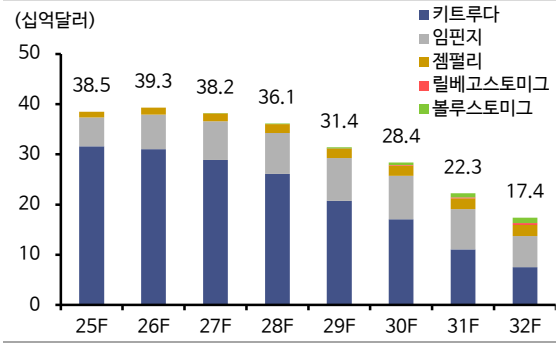
키트루다SC 대비 우위의 이중항체도 결국 SC 전환 위한 계약 체결 전망

연내 키트루다 이상 유효성 물질 포함 신규 계약 전망

마지막으로 최근 2026년 1월 20일 GSK와 PD-1 면역항암제 젬펄리SC 3,900억원 규모 계약이 체결됐다. 시장 기대 대비 작은 계약규모로 실망 매물이 나왔으나 오히려 ALT-B4의 잠재력을 보여준 서프라이즈 계약으로 판단한다.

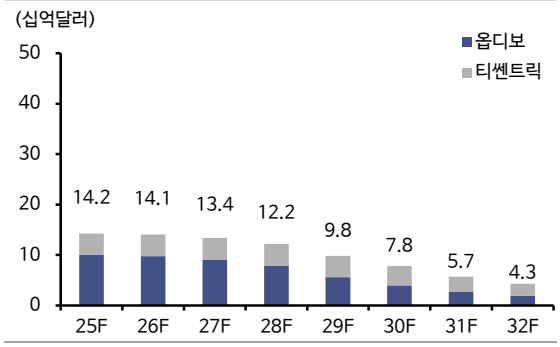
젬펄리는 연간 매출액이 2조원에 채 되지 않는 제품으로 키트루다 매출 대비 굉장히 저조하다. 그러나 BMS의 옵디보SC, 로슈의 티쎈트릭SC, 아스트라제네카의 임핀지SC까지 모두 SC로 전환되며 2조원 매출의 젬펄리도 SC로 전환하지 않으면 제품 자체가 팔릴 수 없다는 현실을 GSK가 몸소 보여준 중요한 계약이다. 결과적으로 이제는 블록버스터 제품이 아니어도 SC로의 전환이 필수적임이 확인된 것으로, 알테오젠 피하주사 계약은 장기적으로 지속 확대될 것으로 전망된다.

알테오젠 파트너사 면역항암제 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

할로자임 파트너사 면역항암제 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

키트루다는 현존하는 최대 매출 의약품이자 항암제다. 그러나 키트루다의 매출은 특허만료와 경쟁제품의 출현으로 점차 하락세로 접어들 것이다. 판매 로열티가 2%로 공개되며 미래 현금흐름 전망치가 단기적으로 감소했으나, 매출액의 4~5%에 달하는 초기 판매 마일스톤은 2029년 전까지 모두 인식될 것으로 추정한다.

알테오젠은 키트루다SC 로열티만 2%이고 추후 계약한 파트너사와는 4~6%로 합의했음을 밝혔다. 키트루다SC 로열티 인식이 시작될 것으로 추정되는 2029년 이후 기존 추정치 보다 낮은 현금흐름이 발생될 것으로 보이지만 실제는 다르다.

산도즈와 3~4개의 SC 바이오시밀러, 인타스와 SC 바이오시밀러, 다이이찌 산쿄와 엔허투SC, 아스트라제네카 임핀지SC + 릴베고스토미그SC, GSK 젬펄리SC 등으로부터 9~10개 제품의 4~6% 수준 로열티 수익이 추가될 것이다. 키트루다보다 높은 유효성을 보인 제품의 신규 계약 체결도 연내 기대되며 향후 2026년, 2027년, 2028년 지속적인 추가 계약으로 미래 현금흐름의 큰 증가를 전망한다.

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
자산총계	**256.1**	**409.0**	**541.6**	**976.3**	**1,651.6**
유동자산	144.1	211.8	347.0	783.6	1,460.2
현금및현금성자산	30.2	19.0	97.0	419.1	972.0
매출채권	14.3	17.2	40.1	97.0	167.2
재고자산	1.1	1.0	2.2	5.4	9.3
비유동자산	112.0	197.2	194.6	192.7	191.3
유형자산	18.8	19.2	16.8	15.2	14.1
무형자산	89.3	112.1	111.9	111.7	111.4
투자자산	1.2	2.7	2.7	2.7	2.7
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**108.3**	**134.9**	**238.5**	**260.0**	**342.2**
유동부채	100.4	129.2	231.9	256.3	335.9
단기차입금	0.0	5.0	55.0	0.0	0.0
매입채무	1.0	10.0	23.4	56.6	97.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	7.8	5.7	6.6	3.7	6.3
사채	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.7	5.1	5.1	0.1	0.1
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**147.8**	**274.1**	**303.1**	**716.3**	**1,309.4**
자본금	26.5	26.7	26.7	26.7	26.7
자본잉여금	103.3	165.3	165.3	165.3	165.3
기타자본	3.7	4.8	4.8	4.8	4.8
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	14.6	76.9	101.9	525.7	1,134.0
지배주주지분	**148.1**	**273.6**	**298.6**	**722.4**	**1,330.8**
비지배주주지분	(0.3)	0.5	4.5	(6.1)	(21.4)
*총차입금	85.2	103.7	166.0	119.8	128.5
*순차입금(순현금)	(25.4)	(81.5)	(119.3)	(514.4)	(1,074.2)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**96.5**	**102.9**	**239.3**	**579.3**	**998.7**
증감률 (%)	235.1	6.6	132.7	142.1	72.4
매출원가	**65.3**	**38.8**	**68.5**	**116.2**	**223.5**
매출총이익	**31.2**	**64.1**	**170.8**	**463.0**	**775.1**
매출총이익률 (%)	32.3	62.3	71.4	79.9	77.6
판매관리비	**40.9**	**38.7**	**56.7**	**120.9**	**297.8**
영업이익	**(9.7)**	**25.4**	**114.1**	**342.1**	**477.3**
증감률 (%)	적지	흑전	349.0	199.9	39.5
영업이익률 (%)	(10.1)	24.7	47.7	59.1	47.8
영업외손익	6.2	11.2	3.6	20.3	44.7
금융손익	4.7	7.2	3.6	23.3	47.7
기타영업외손익	1.5	4.0	0.0	(3.0)	(3.0)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**(3.6)**	**36.6**	**29.0**	**362.4**	**521.9**
법인세비용	0.0	(24.1)	0.0	(50.8)	(71.1)
계속사업이익	(3.6)	60.7	29.0	413.2	593.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(3.6)**	**60.7**	**29.0**	**413.2**	**593.1**
증감률 (%)	적지	흑전	(52.2)	1,324.8	43.5
순이익률 (%)	(3.7)	59.0	12.1	71.3	59.4
(지배주주)당기순이익	(3.4)	62.3	25.0	423.8	608.3
(비지배주주)당기순이익	(0.2)	(1.6)	4.0	(10.6)	(15.3)
총포괄이익	(3.6)	60.7	29.0	413.2	593.1
(지배주주)총포괄이익	(3.4)	36.6	17.5	249.3	357.8
(비지배주주)총포괄이익	(0.2)	24.1	11.5	163.9	235.3
EBITDA	**(6.4)**	**28.3**	**116.7**	**344.0**	**478.6**
증감률 (%)	적지	흑전	313.1	194.7	39.1
EBITDA 이익률 (%)	(6.6)	27.5	48.8	59.4	47.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**(7.8)**	**53.0**	**37.8**	**396.0**	**560.7**
당기순이익	(3.6)	60.7	29.0	413.2	593.1
유형자산상각비	3.2	2.7	2.4	1.6	1.1
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
외화환산손실(이익)	0.4	(4.9)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(10.7)	15.6	6.2	(20.0)	(34.6)
(법인세납부)	(0.1)	(3.2)	0.0	50.8	71.1
기타	2.9	(18.1)	(0.0)	(49.8)	(70.2)
투자활동으로인한현금흐름	**(9.3)**	**(107.8)**	**(22.0)**	**(26.7)**	**(15.5)**
유형자산의증가(CAPEX)	(1.2)	(2.7)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(39.2)	(21.7)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(6.2)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
기타	32.3	(81.9)	(22.0)	(26.7)	(15.5)
FCF	(13.4)	62.6	122.0	369.8	506.4
재무활동으로인한현금흐름	**1.7**	**43.3**	**62.2**	**(47.2)**	**7.8**
차입금의 증가(감소)	(2.4)	10.0	62.2	(46.2)	8.6
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.1	33.3	0.0	(1.0)	(0.8)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.3)	0.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**(15.6)**	**(11.2)**	**78.0**	**322.1**	**552.9**
기초현금	45.8	30.2	19.0	97.0	419.1
기말현금	30.2	19.0	97.0	419.1	972.0

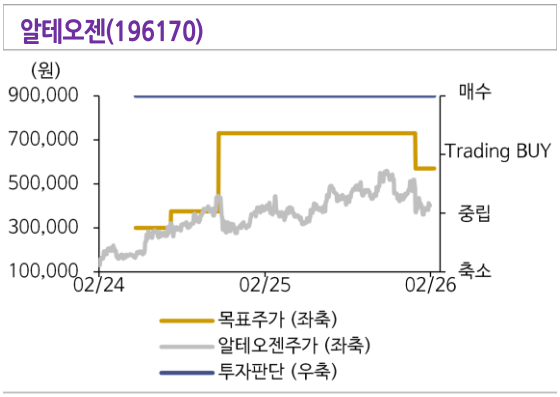
자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (당기순이익, 원)	(68)	1,142	539	7,660	10,995
EPS (지배순이익, 원)	(64)	1,171	465	7,857	11,278
BPS (자본총계, 원)	2,789	5,141	5,619	13,279	24,274
BPS (지배지분, 원)	2,794	5,131	5,536	13,393	24,671
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	-	271.0	833.9	52.5	36.6
PER (지배순이익, 배)	-	264.2	967.3	51.2	35.6
PBR (자본총계, 배)	35.3	60.2	80.0	30.3	16.6
PBR (지배지분, 배)	35.3	60.3	81.2	30.0	16.3
EV/EBITDA (배)	-	581.2	205.1	61.0	42.7
배당성향 (%)	-	-	-	-	-
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	(6.6)	27.5	48.8	59.4	47.9
영업이익률 (%)	(10.1)	24.7	47.7	59.1	47.8
순이익률 (%)	(3.7)	59.0	12.1	71.3	59.4
ROA (%)	(1.4)	18.2	6.1	54.4	45.1
ROE (지배순이익, %)	(2.3)	29.5	8.7	83.0	59.3
ROIC (%)	(9.4)	(15.2)	92.4	301.0	344.0
안정성					
부채비율 (%)	73.2	49.2	78.7	36.3	26.1
순차입금비율 (%)	(17.2)	(29.7)	(39.4)	(71.8)	(82.0)
현금비율 (%)	30.1	14.7	41.8	163.5	289.4
이자보상배율 (배)	-	-	-	-	-
활동성					
순운전자본회전율 (회)	7.2	16.7	(36.0)	324.2	31.7
재고자산회수기간 (일)	5.0	3.6	2.4	2.4	2.7
매출채권회수기간 (일)	40.9	55.9	43.7	43.2	48.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
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	(51.7)	(39.2)
2025년 05월 14일		6개월경과	(40.3)	(24.1)
2025년 11월 15일		6개월경과	(33.9)	(23.4)
2026년 01월 21일	매수	570,000	-	-

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, 윤석현)
- 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 (2026년 02월 20일 기준)

매수 (매수)	88.72%	Trading BUY (중립)	8.56%	중립 (중립)	2.72%	축소 (매도)	0.00%