

알테오젠 (196170)

홍가혜

이채리 RA

kahye0.hong@daishin.com

cherry.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

500,000

유지

현재주가

366,000

(26.06.01)

제약업종

특허 리스크 Down, 신규 딜 가능성 Up

- 미국 핵심 특허 리스크 완화 확인
- 신규 라이선스 계약 체결 가시화
- 키트루다 SC 판매 순항, 마일스톤 유입 기대

Key Takeaways

다수의 기관투자자를 대상으로 알테오젠 경영진 및 IR과 NDR을 진행함 (5/26-5/28). 투자자들의 주요 관심사는 ①특허분쟁 현황, ②추가 라이선스 계약 전망, ③키트루다 SC 판매 현황, ④ALT-B4 적용 타 파이프라인 개발 현황으로 확인됨. 올해 초, 일부 파트너사 로열티율이 시장 기대치를 하회했고, 최근 제약/바이오 섹터 수급 소외가 겹치며 동사 주가가 부진했으나, NDR을 통해 특허 리스크 완화와 추가 라이선스 계약 모멘텀 가시화를 확인함

미국 내 핵심 특허 리스크 완화

최근 미국 특허심판원(PTAB)은 동사 파트너사 MSD가 경쟁사 Halozyme에 제기한 특허무효심판(PGR)에서 Halozyme 핵심 특허(600)를 특허불능 판단했고(5/12), 미국 특허청은 Halozyme이 동사 공정특허에 제기한 무효심판(IPR)도 심리 개시를 기각함(5/15). 두 건 모두 우호적으로 종결되며 미국 내 핵심 IP 리스크가 상당 부분 완화됨.

추가 라이선스 계약 체결 가능성

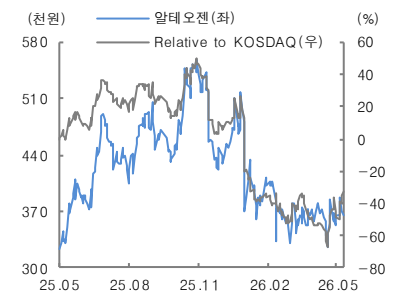
올해 GSK, Biogen 2건의 라이선스 계약이 체결됐으며, 기업 측에 따르면 이후 논의 파트너사가 증가해 현재 10개 이상의 잠재 파트너사와 MTA 기반 논의가 진행 중인 것으로 파악됨. 다수 파트너사와의 논의가 구체화 단계에 있어 올해 중 추가 딜 클로징이 이어질 것으로 예상됨. 최근 딜은 품목당 ~\$300M+mid-single digit 로열티 수준에서 형성되고 있으며(GSK \$285M/1Product, Biogen \$579M/2Products), 다수 Product 묶음 계약 시대 형화 여지가 있음. 단일클론항체-이중항체-ADC 등 다양한 모달리티에 적용되고 있으며, 향후 적용 범위 확대가 기대됨.

키트루다 SC 초기 판매 on-track

키트루다 SC(Keytruda Qlex)의 미국 초기 판매량이 빠르게 증가하며 세일즈 마일스톤의 본격 유입이 기대됨. '25년 9월 출시 이후 1Q26 매출 \$128M 기록(MSD 매출 기준). Symphony health에 따르면 4월 WAC 처방액은 \$88M으로, 4월 J-code 적용 이후 MoM +76% 증가하며 점유율 확대 중. 동일 타겟 (PD-1) 약물인 Opdivo SC 대비 SC 전환율이 빠름(4.1% vs. 2.8%). 이에 따라 동사가 MSD로부터 수취할 잔여 세일즈 마일스톤 \$1bn은 3~4년 분할 수령이 예상되며, 2Q26부터 인식 개시 전망. 이외에도 Dupixent, Imfinzi, Enhertu, Jemperli SC 등이 2029~2030년 순차 상업화되면 연간 로열티 1조 원 이상 수취가 기대됨

KOSDAQ	1050.03
시가총액	19,613십억원
시가총액비중	2.91%
자본금(보통주)	27십억원
52주 최고/최저	559,000원 / 325,000원
120일 평균거래대금	2,454억원
외국인지분율	14.51%
주요주주	박순재 외 4인 20.33% 형인우 외 2인 5.08%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.7	-10.2	-32.5	10.9
상대수익률	12.8	2.0	-40.7	-22.4



파이프라인 개발 현황

(ALT-B4 기반) 듀피젠트 추정 제품은 고용량 SC제형으로 올해 상반기 임상 1상, 하반기 임상 3상 진입, 2029년 출시 예상. 엔허투 SC는 1상 part 1결과가 중순 도출될 예정이며(결과 발표는 미정), ADC 중 임상이 가장 앞섬. ALT-B4가 적용된 ADC 약물의 경우, 동물 실험에서 초기 독성 및 호중구 감소 완화 효과가 확인됐으며, 6월 World ADC학회에서 발표가 예정됨. (기타) 장기지속형 인간성장호르몬(ALT-P1) 2상 탐라인 하반기 도출, 월1회 제형 비만치료제는 내년 임상 진입 가능성이 있음

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	103	216	454	513	632
영업이익	25	107	295	344	448
세전순이익	37	163	358	408	513
총당기순이익	61	145	269	306	385
지배지분순이익	62	142	270	308	387
EPS	1,171	2,633	5,000	5,700	7,168
PER	264.2	170.7	73.8	64.7	51.5
BPS	5,149	8,275	12,878	18,206	25,006
PBR	60.1	54.3	28.4	20.1	14.6
ROE	29.5	39.4	47.3	36.7	33.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 알테오젠, 대신증권 Research Center

Valuation

목표주가 500,000원과 Buy 의견을 유지함(현재가 366,000원, upside +37%). 이번 NDR에서 확인된 특허 리스크 완화와 키트루다 SC 판매 가속은 기존 추정에 부합하며, rNPV 기반 DCF 가정에 변경 요인은 없음. 신규 딜 규모가 가정을 상회하거나 SC 전환 대상 약물 중 기상업화 품목 비중이 확대 되어 rNPV 디스카운트가 완화될 경우 상향 여지가 있음.

Risk

잔여 특허 심판 결과, 키트루다 SC 전환율 둔화, 신규 딜 클로징 지연 등

재무제표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	103	216	454	513	632
매출원가	39	50	57	60	61
매출총이익	64	166	397	453	571
판매비와관리비	39	59	101	108	123
영업이익	25	107	295	344	448
영업이익률	24.7	49.5	65.0	67.1	70.9
EBITDA	28	112	312	362	467
영업외손익	11	56	63	64	65
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	8	56	52	52	53
외환관련이익	8	4	2	2	2
금융비용	-4	-12	-1	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	7	12	12	12	12
법인세비용차감전순손익	37	163	358	408	513
법인세비용	24	-18	-90	-102	-128
계속사업순손익	61	145	269	306	385
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	61	145	269	306	385
당기순이익률	59.0	67.3	59.1	59.7	60.9
비재배분순이익	-2	4	-1	-2	-2
재배분순이익	62	142	270	308	387
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	61	145	269	306	385
비재배분포괄이익	-2	4	-1	-2	-2
재배분포괄이익	62	142	270	308	387

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	1,171	2,633	5,000	5,700	7,168
PER	2642	170.7	738	64.7	51.5
BPS	5,149	8,275	12,878	18,206	25,006
PBR	60.1	54.3	28.4	20.1	14.6
EBITDAPS	532	2,089	5,783	6,709	8,651
EV/EBITDA	581.2	212.1	61.4	52.1	39.7
SPS	1,936	4,012	8,415	9,503	11,706
PSR	159.9	112.0	43.5	38.5	31.3
CFPS	657	2,425	6,151	7,092	9,046
DPS	0	371	371	371	371

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	66	109.9	110.4	13.0	23.2
영업이익 증가율	흑전	3208	176.3	16.6	30.2
순이익 증가율	흑전	139.2	85.0	14.0	25.7
수익성					
ROC	33.0	66.6	140.8	160.3	204.0
ROA	7.6	19.3	35.4	30.7	30.6
ROE	29.5	39.4	47.3	36.7	33.2
안정성					
부채비율	49.2	53.8	36.7	26.7	20.3
순차입금비율	-29.7	-49.3	-67.2	-75.6	-81.2
이자보상배율	37.6	9.7	7,854.1	-1,621.7	-969.7

자료: 일테오젠, 대신증권 Research Center

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	212	481	749	1,048	1,431
현금및현금성자산	19	66	282	557	911
매출채권 및 기타채권	20	30	42	51	65
재고자산	1	7	14	16	19
기타유동자산	172	378	411	423	436
비유동자산	197	218	221	224	227
유형자산	19	40	47	52	56
관계기업투자금	0	1	1	1	1
기타비유동자산	178	177	173	171	170
자산총계	409	699	970	1,272	1,658
유동부채	129	240	256	264	276
매입채무 및 기타채무	19	26	39	42	48
차입금	5	0	-5	-10	-15
유동성채무	0	1	0	0	0
기타유동부채	105	212	222	232	243
비유동부채	6	5	4	4	4
차입금	5	4	4	4	4
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	0	0	0
부채총계	135	244	260	268	280
자배지분	274	445	695	983	1,350
자본금	27	27	27	27	27
자본잉여금	165	193	193	193	193
이익잉여금	77	219	468	756	1,123
기타지분변동	5	7	7	7	7
비재배지분	0	9	14	20	28
자본총계	274	454	710	1,003	1,378
순차입금	-82	-224	-477	-759	-1,119

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	53	124	246	285	364
당기순이익	61	145	269	306	385
비현금항목의 가감	-26	-15	63	77	103
감가상각비	3	5	17	18	19
외환손익	-5	1	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-24	-21	45	57	83
자산부채의 증감	16	-13	-3	-3	-3
기타현금흐름	2	6	-84	-96	-122
투자활동 현금흐름	-108	-231	-62	-34	-35
투자자산	23	1	0	0	0
유형자산	-3	-23	-10	-10	-10
기타	-128	-209	-52	-24	-25
재무활동 현금흐름	43	156	125	126	126
단기차입금	5	-5	-5	-5	-5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	5	0	0	0	0
유상증자	8	10	0	0	0
현금배당	0	0	-20	-20	-20
기타	25	151	150	151	151
현금의 증감	-11	47	216	275	364
기초 현금	30	19	66	282	557
기말 현금	19	66	282	557	911
NOPLAT	42	95	222	258	336
FCF	21	67	218	255	333

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:홍가혜)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

알테오젠(196170) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	26.06.02	26.05.29	26.05.20
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	500,000	500,000	500,000
과리율(평균.%)		(26.50)	(26.45)
과리율(최대/최소.%)		(22.70)	(22.70)

제시일자	26.06.02
투자의견	Buy
목표주가	500,000
과리율(평균.%)	(26.50)
과리율(최대/최소.%)	(22.70)

제시일자	00.06.29
투자의견	Buy
목표주가	500,000
과리율(평균.%)	(26.50)
과리율(최대/최소.%)	(22.70)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260530)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.6%	9.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상