

SC 전환, 거스를 수 없는 흐름

Not Rated 신규

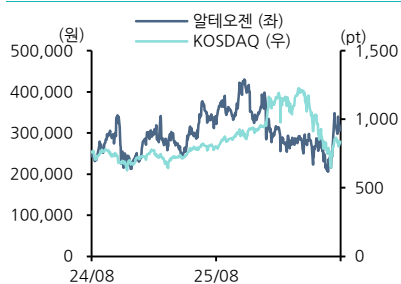
목표주가

종가(26.08.27)	311,500원
상승여력	-

Stock Data

KOSDAQ(08/27)	837.7pt
시가총액	216,976억원
액면가	500원
52 주 최고가	430,124원
52 주 최저가	206,213원
외국인지분율	15.5%
90 일 일평균거래대금	1,714억원
주요주주지분율	
박순재 (외 6 인)	20.3%
유동주식비율	79.6%

Stock Price



다수의 글로벌 빅파마 기술수출로 인증받은 기업

동사는 2019년 사노피 기술수출을 시작으로 2020년 머크, 2024년 다이치산쿄 등 대형 기술수출 이외에도 작은 기술수출이 연달아 이어지고 있다. 그 중 머크의 키트루다는 SC제형이 2025년 9월에 미국 FDA 승인을 받아 현재 시판되고 있다. 2024년 다이치산쿄의 ADC, 2025년 아스트라제네카의 이중항체 등 동사의 기술수출은 기존 항체 치료제에 국한되지 않고 다양한 모달리티로의 확장을 진행하고 있다. 글로벌 빅파마로의 기술수출로 레퍼런스가 쌓이면서 향후 추가 기술수출에 대한 기대감이 높은 상황이다.

돈 벌기 시작

키트루다 QLEX는 2025년 9월 미국에서 승인을 받은 이후 9월말부터 바로 출시가 되었고 초기 런칭 단계에서는 키트루다 매출 전체에서 차지하는 비중이 크지 않았으나 2026년부터 비중이 상승하기 시작하였으며 4월 J-code 도입 이후부터 크게 상승하였다. 이후 블록버스터급 의약품 듀피젠트도 하반기 중 임상3상 진입 예정, 빠른 시일 내에 출시 될 것으로 전망되어 실적 개선세를 견인할 전망, 동사는 실질적으로 돈 버는 회사로 거듭나고 있다.

SC전환의 시대가 열린다

SC 전환은 의약품 산업에서 거스를 수 없는 대세이다. SC제형 도입 초반에 머크는 키트루다의 특허연장을 위한 목적이 컸으나 출시 이후에는 환자들의 투약 편리성, 병원에서의 경제성이 더욱 부각되고 있다. IV에서 SC로의 전환이 이루어진 다잘렉스의 경우 SC제형 출시 2년 후 다잘렉스 전체 매출액의 84%를 SC제형이 차지하는 만큼 빠른 전환이 이루어졌다. 이러한 트렌드 변화는 동사의 SC 플랫폼에 대한 수요 자체를 더욱 커지게 할 수 있는 요인이 될 것이며 추가 기술수출로 이어질 것이라는 판단이다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	39	-15	-6	-124	n/a	n/a	20.4	-6.4	0.0
2022	29	-29	-8	-158	n/a	n/a	13.5	-5.8	0.0
2023	97	-10	-3	-64	n/a	n/a	35.3	-2.3	0.0
2024	103	25	62	1,168	265.1	581.2	60.3	29.5	0.0
2025	216	107	142	2,645	170.0	212.0	54.5	39.4	0.1

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

다수의 글로벌 빅파마 기술수출로 인증받은 기업

이제까지의 성과를 바탕으로
앞으로가 더욱 기대된다

동사는 2019년 사노피 기술수출을 시작으로 2020년 머크, 2024년 다이치산쿄 등 대형 기술수출 이외에도 작은 기술수출이 연달아 이어지고 있다. 그 중 머크의 키트루다는 SC제형이 2025년 9월에 미국에서 승인을 받아 현재 시판되고 있다.

이미 미국에서 승인을 받아 시판되고 있는 QLEX와 다이치산쿄의 엔허투는 대표적인 글로벌 블록버스터급 항암제다. 항암제는 대부분 정맥주사로 투여되는 데 최근에는 피하주사제형이 투여기간을 단축하고 편리하기 때문에 항암제들의 피하주사제형 전환이 빅파마들의 새로운 트렌드로 부각되고 있다.

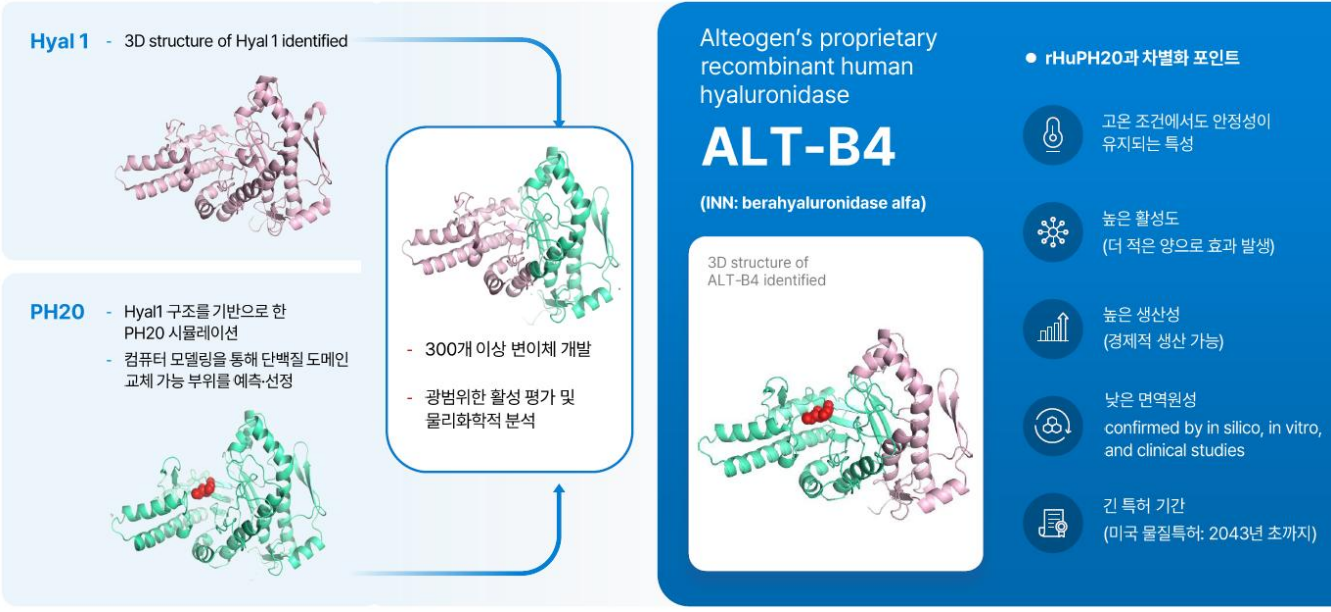
2025년 아스트라제네카 기술수출은 총 3개의 후보물질이며 그 중 하나는 임핀지, 그리고 PD1/TIGIT의 이중항체이다. 2024년 다이치산쿄의 ADC, 2025년 아스트라제네카의 이중항체 등 동사의 기술수출은 기존 항체 치료제에 국한되지 않고 다양한 모달리티로의 확장을 진행하고 있다. 그렇기 때문에 향후 추가 기술수출에 대한 기대감이 높은 상황이다.

표 1. 알테오젠의 기술수출

시점	파트너사	대상	총계약규모	비고
2019.11.29	Sanofi	복수 제품	최대 13.7억달러	초기 글로벌 파트너십
2020.06.24	Merck	6개 제품	최대 43.2억달러	2024.02.22 Keytruda 독점 계약으로 전환
2021.01.07	Intas	2개 제품	1.2억달러 + 로열티	
2022.12.29	Sandoz	복수 제품	1.5억달러 + 로열티	2024.07.30 Joint Development 계약으로 변경
2024.11.08	Daiichi Sankyo	Enhertu	3.0억달러 + 로열티	
2025.03.17	AstraZeneca	3개 제품	13.5억달러 + 로열티	
2026.01.20	GSK	Jemperli (dostarlimab)	2.9억달러 + 로열티	
2026.03.25	Biogen	2개 제품	5.8억달러 + 로열티	2개 품목 SC 전환, 추가 1개 품목 옵션 보유
2026.08.04	비공개	1개 제품	3.7억달러 + 로열티	

자료: 알테오젠, 언론종합, 상상인증권

그림 1. 알테오젠의 히알루로니다제



자료: 알테오젠, 상상인증권

돈 벌기 시작

키트루다 QLEX 출시 이후 빠른 전환율이 예상

키트루다 QLEX는 2025년 9월 미국에서 승인을 받은 이후 9월 말부터 바로 출시가 되었고 초기 런칭 단계에서는 키트루다 매출 전체에서 차지하는 비중이 크지 않았으나 2026년부터 비중이 상승하기 시작하였으며 4월 J-code 도입 이후부터 크게 상승하였다. 머크의 2분기 실적발표에 따르면 QLEX의 1Q26 매출액은 1.28억달러(약 1,770억원, 매출비중 약 1.6%) 수준에서 2Q26 4.63억달러(약 6,403억원)으로 대폭 증가하였고 이는 키트루다 전체 매출비중으로 봤을 때 약 5.5% 비중이다. 현재까지의 전환율은 두 자릿수대에 달하는 것으로 파악되고 있으며 2027년 말까지는 평균 30~40%의 전환율을 전망하고 있다. 또한 높은 전환율은 키트루다 단독이나 경구제 병용환자에서 가장 많이 이루어질 것으로 예측했다. 실질적으로 QLEX가 투여되었을 때 가장 큰 장점으로 선호되는 부분은 투여시간 단축이다. 따라서 머크에서 전망한 30~40%의 전환율 달성은 충분히 가능할 것으로 보여진다.

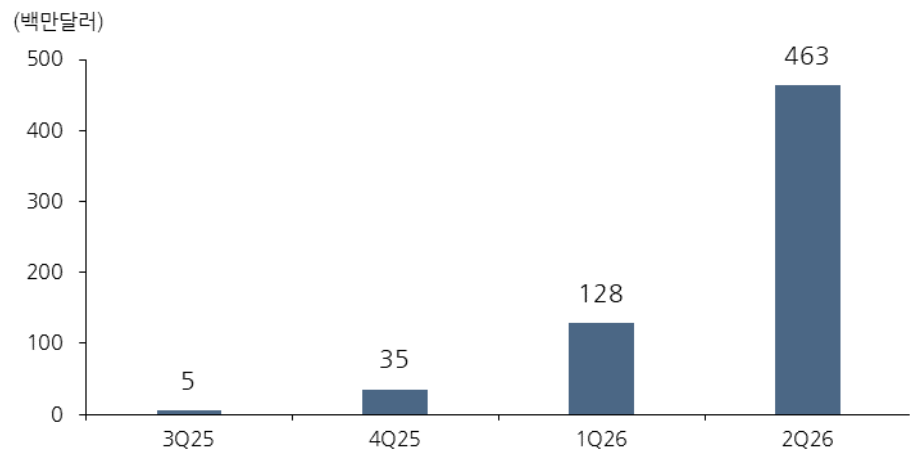
동사는 올해부터 10억달러(약 1.4조원)에 대한 마일스톤을 향후 2~3년에 걸쳐 인식한 이후 세일즈 로열티(로열티율 2%)를 받게 된다. 머크의 추정을 감안했을 때 QLEX로의 전환율을 30% ~ 40%로 가정하면 QLEX의 연 매출액은 100억달러(약 13.8조원) ~ 134억달러(약 18.5조원) 수준이 될 것이다. 이것을 로열티율 2%를 적용하면 연간 2억달러(약 2,767억원) ~ 2.68억달러(약 3,708억원) 수준이 될 전망이다. 이 로열티는 마일스톤 10억달러 수취 이후부터 매년 매출액으로 인식될 예정이다.

그 밖에 사노피에 기술수출된 듀피젠트가 현재 임상1상 진행 중, 9월에 완료된 이후 바로 임상3상에 들어갈 예정인데 듀피젠트 단일품목으로 연간 27조원의 매출을 일으키는 블록버스터급 의약품이기 때문에 향후 상업화 이후의 기대감이 높다. 듀피젠트는 현재 300mg, 600mg으로 두 가지 용량이 있어 이미 주사제로 쓰이고 있으나 더 높은 용량 출시를 위해 임상을 진행 중이다.

다이치산교 엔허투는 임상1상 중, clinical trials.com에 따르면 2028년까지 임상을 마치겠다고 하였고 인타스로 기술수출된 후보물질 역시 현재 임상 진행 중이다. 그 밖에 아스트라제네카에 기술수출된 후보물질 3개 중 2개가 임상에 돌입하였다.

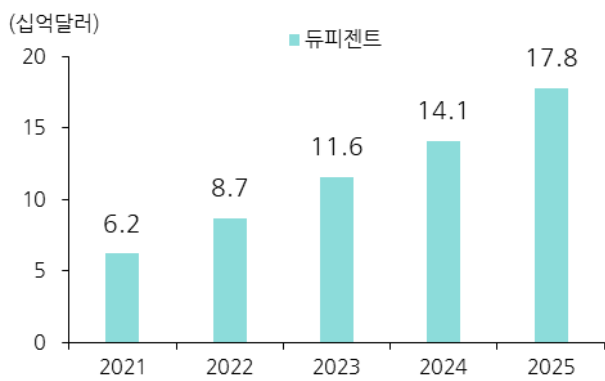
동사는 2026년 2분기 매출액 689억원(+269.6%YoY) 영업이익 342억원(흑자전환)을 실현하였고 2026년 연간 매출액 3,500억원, 영업이익 2,500억원 수준이 전망되는 만큼 QLEX 출시를 시작으로 향후 장기적인 실적 성장세는 이제부터 시작이라는 판단이다.

그림 2. QLEX 분기별 매출액 추이



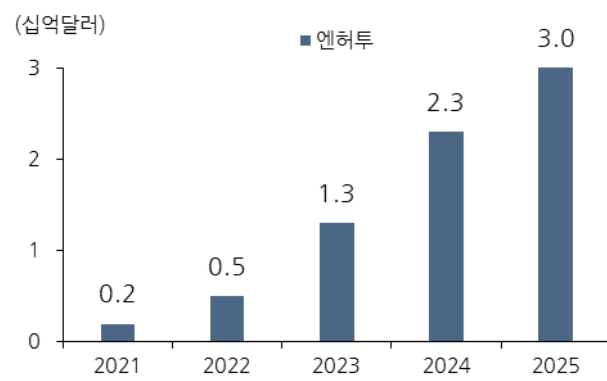
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 3. 듀피젠트 연간 매출액 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 4. 엔허투 연간 매출액 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권

초기에는 특허 연장 전략을 위한 제형 전환이었으나 최근에는 편의성과 경제성이 더욱 부각

SC 전환의 시대가 열린다

SC제형으로의 전환은 의약품 산업에서 거스를 수 없는 대세로 발전하고 있다. 머크가 처음 동사의 ALT-B4를 기술도입한 이유는 키트루다의 특허만료 때문이었다. 2028년 12월 키트루다의 성분인 펌브롤리주맙의 물질 특허가 만료되기 때문에 바이오시밀러 출시가 가능하다. 그러나 펌브롤리주맙을 ALT-B4와 합치면 새로운 복합체가 되면서 특허보호 기간이 2043년까지 늘어나게 된다. 그렇기 때문에 머크 입장에서는 특허만료 이후 키트루다 매출하락을 방어하기 위해 최대한 환자를 전환하려는 전략으로 2025년 하반기에 조기 출시하였다.

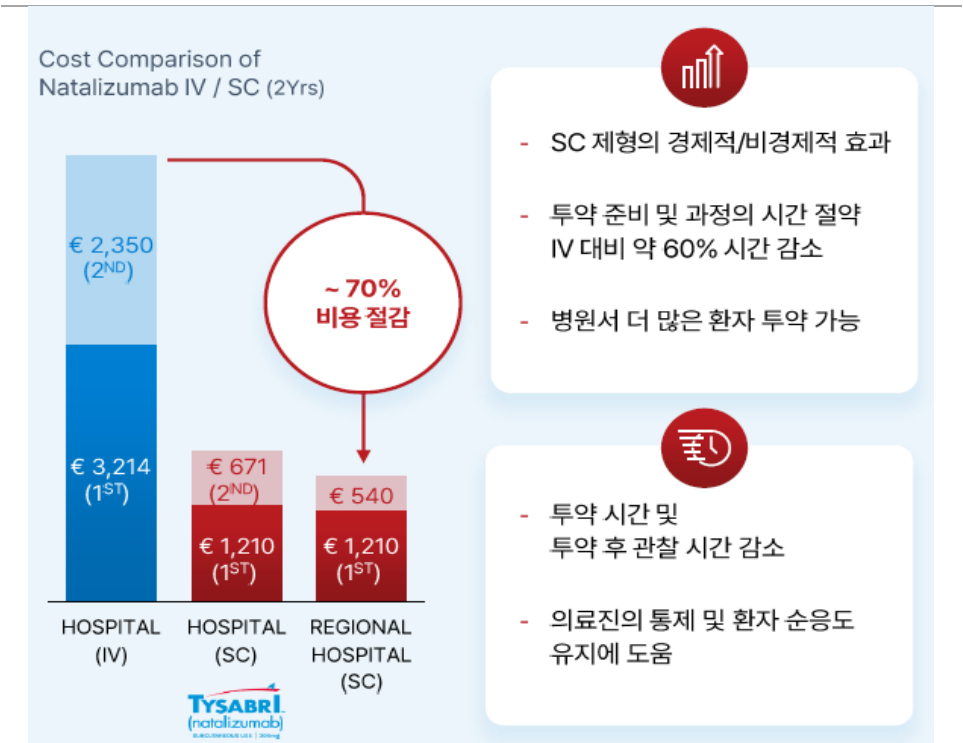
그러나 무엇보다도 SC 제형의 가장 큰 장점은 투여 부담을 줄여준다는 것에 있다. 키트루다는 3주와 6주 요법이 있는데 IV제형의 경우 약 30분의 투여시간이 걸리는 반면, SC제형의 경우 3주는 1분, 6주는 2분으로 투여시간이 크게 단축된다. 또한 병원 입장에서도 IV 제형의 경우 약제준비, infusion chair 확보, 투여, 모니터링까지 시간이 꽤 걸리는 반면 SC는 1분 ~ 2분으로 투여시간이 짧다 보니 훨씬 경제성이 높다.

결론적으로 블록버스터급 의약품의 경우 SC제형으로의 전환은 1) 환자에게는 투여시간을 단축시켜 편의성을 개선하고 2) 병원에게는 infusion chair 점유시간을 감소하여 인력을 효율적으로 운영할 수 있게 하여 경제성을 높이고 3) 제약사 입장에서는 기존 IV에서 SC로 전환하여 시장지배력을 유지하게 해준다는 장점이 있다.

실제로 다잘렉스의 경우 다잘렉스 SC제형 출시 2년 후 다잘렉스 전체 매출에서 84%가 SC 제형에서 발생되었고 이후 2023년 4분기에는 그 비중이 92%까지 상승하는 모습을 보였다. 키트루다 QLEX 역시 2027년말까지 전환율 30~40%를 목표로 하고 있는 만큼 SC제형 전환을 적극적으로 추진하고 있다. 이러한 트렌드 변화는 글로벌 빅파마들의 SC 플랫폼에 대한 수요 자체를 더욱 커지게 하는 요인이다.

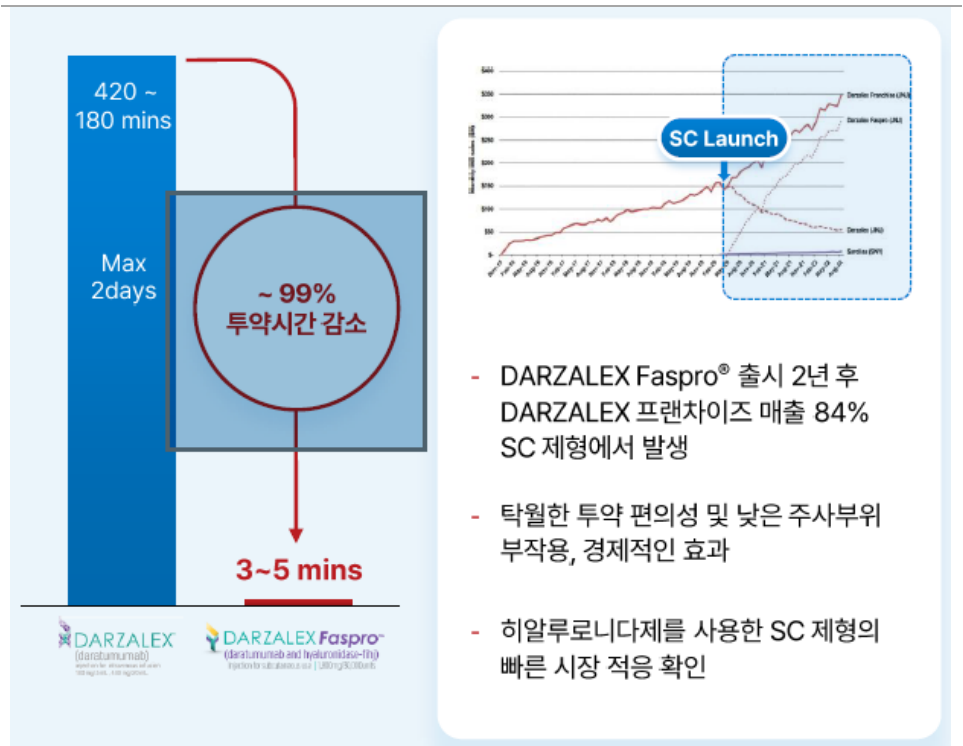
따라서 다잘렉스의 SC제형으로의 전환 성공, 키트루다 QLEX의 매출증가 등 블록버스터급 의약품들의 SC제형 전환은 SC 플랫폼 자체가 하나의 산업으로 성장하고 있다는 것을 의미하며 이는 동사의 추가 기술수출로 이어질 것이라는 판단이다.

그림 5. SC제형의 높은 경제성



자료: 알테오젠, 상상인증권

그림 6. 다잘렉스의 SC제형 변경 이후 빠른 전환



자료: 알테오젠, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	210.2	145.1	144.1	211.8	480.8
현금 및 현금성자산	10.5	45.8	30.2	19.0	66.4
매출채권	4.3	8.8	16.7	20.2	29.6
재고자산	1.0	1.6	1.1	1.0	6.5
비유동자산	48.1	100.4	112.0	197.2	217.9
관계기업투자등	0.0	0.0	1.2	2.7	3.6
유형자산	29.3	27.0	18.8	19.2	40.4
무형자산	11.3	47.3	89.3	112.1	120.1
자산총계	258.3	245.5	256.1	409.0	698.7
유동부채	122.8	94.3	100.4	129.2	239.7
매입채무	3.5	4.4	17.1	18.7	26.4
단기금융부채	116.2	87.3	83.3	98.7	201.9
비유동부채	4.0	5.8	7.8	5.7	4.6
장기금융부채	1.1	0.8	2.0	5.1	4.2
부채총계	126.8	100.1	108.3	134.9	244.3
지배주주지분	134.3	148.8	148.1	273.6	445.2
자본금	21.5	26.2	26.5	26.7	26.8
자본잉여금	146.2	102.2	103.3	165.3	192.7
이익잉여금	-35.3	18.0	14.6	76.9	218.5
비지배주주지분	-2.8	-3.4	-0.3	0.5	9.2
자본총계	131.5	145.4	147.8	274.1	454.4

손익계산서

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	38.7	28.8	96.5	102.9	215.9
매출원가	33.0	24.3	65.3	38.8	50.2
매출총이익	5.8	4.5	31.2	64.1	165.6
판매비와 관리비	21.0	33.9	40.9	38.7	58.7
영업이익	-15.2	-29.4	-9.7	25.4	106.9
EBITDA	-13.0	-26.7	-6.4	28.3	112.4
금융손익	4.4	5.1	4.9	14.2	-2.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	14.3	1.3	-3.0	57.9
세전계속사업이익	-10.7	-10.0	-3.6	36.6	162.7
계속사업법인세비용	0.9	0.1	0.0	-24.1	17.6
당기순이익	-11.6	-10.1	-3.6	60.7	145.2
지배주주순이익	-6.3	-8.1	-3.4	62.3	141.7
매출총이익률 (%)	14.9	15.7	32.3	62.3	76.7
영업이익률 (%)	-39.2	-102.0	-10.1	24.7	49.5
EBITDA 마진률 (%)	-33.7	-92.8	-6.6	27.5	52.1
세전이익률 (%)	-27.6	-34.6	-3.7	35.6	75.4
지배주주순이익률 (%)	-16.2	-28.3	-3.5	60.5	65.6
ROA (%)	-3.0	-3.2	-1.3	18.7	25.6
ROE (%)	-6.4	-5.8	-2.3	29.5	39.4
ROIC (%)	-34.7	-28.1	-6.1	11.6	45.8

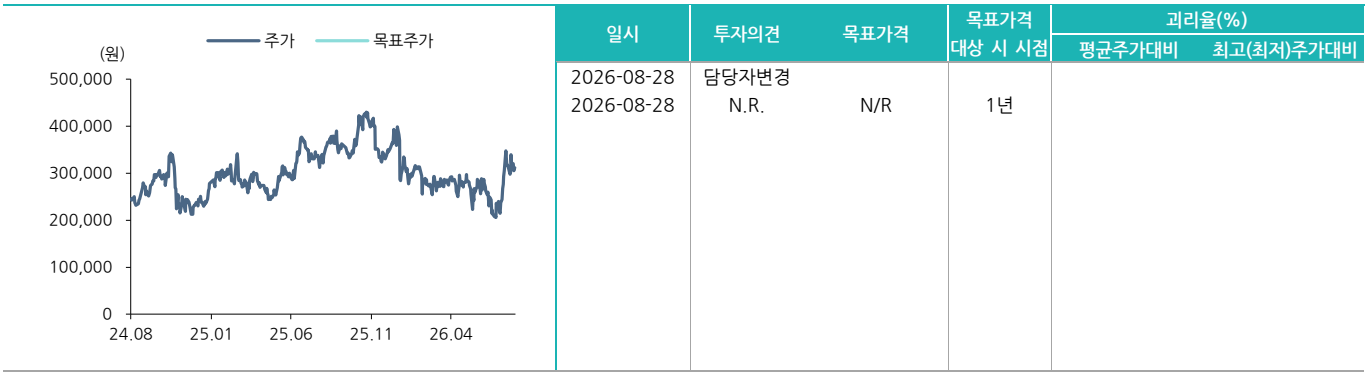
현금흐름표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	-9.5	-17.9	-7.8	53.0	124.1
당기순이익(손실)	-11.6	-10.1	-3.6	60.7	145.2
현금수익비용가감	2.1	-9.4	2.2	-25.8	-14.7
유형자산감가상각비	2.1	2.5	3.2	2.7	2.6
무형자산상각비	0.1	0.1	0.2	0.2	2.9
기타현금수익비용	-0.1	-12.0	-1.1	-28.6	-20.2
운전자본 증감	-0.4	-1.5	-10.7	15.6	-12.5
매출채권의 감소(증가)	-0.5	-5.2	-6.8	-2.7	-5.7
재고자산의 감소(증가)	-0.6	-0.5	-0.3	0.1	-5.6
매입채무의 증가(감소)	1.6	-1.3	0.9	8.8	1.3
기타영업현금흐름	-0.9	5.6	-4.3	9.5	-2.5
투자활동 현금흐름	-125.9	50.2	-9.3	-107.8	-231.1
유형자산 처분(취득)	-13.6	-6.2	3.7	-2.7	-23.0
무형자산 감소(증가)	-10.5	-36.1	-39.2	-21.7	-10.4
투자자산 감소(증가)	-95.3	110.9	20.4	-82.3	-197.0
기타투자활동	-6.5	-18.5	5.8	-1.0	-0.7
재무활동 현금흐름	107.0	2.9	1.7	43.3	155.6
차입금의 증가(감소)	-0.4	0.4	-2.7	9.6	-5.4
자본의 증가(감소)	0.4	2.1	2.4	6.2	7.5
배당금 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	106.9	0.4	2.0	27.4	153.5
현금의 증감	-28.4	35.3	-15.6	-11.2	47.4
기초현금	38.9	10.5	45.8	30.2	19.0
기말현금	10.5	45.8	30.2	19.0	66.4

주요투자지표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
투자지표 (배)					
P/E	n/a	n/a	n/a	265.1	170.0
P/B	20.4	13.5	35.3	60.3	54.5
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	581.2	212.0
P/S	84.7	69.6	54.1	160.4	112.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
성장성 (%)					
매출액 증가율	-8.7	-25.7	235.1	6.6	109.9
영업이익 증가율	적지	적지	적지	흑전	320.8
세전이익 증가율	적지	적지	적지	흑전	344.5
지배주주순이익 증가율	적지	적지	적지	흑전	127.6
EPS 증가율	적지	적지	적지	흑전	126.5
안정성 (%)					
부채비율	96.4	68.9	73.2	49.2	53.8
유동비율	171.3	153.9	143.5	163.9	200.6
순차입금/자기자본	-65.2	-27.1	-13.7	-29.7	-49.3
영업이익/금융비용	-25.1	-69.0	-14.5	37.6	9.7
총차입금 (십억원)	117.3	88.1	85.2	103.7	206.1
순차입금 (십억원)	-85.8	-39.4	-20.3	-81.5	-223.9
주당지표 (원)					
EPS	-124	-158	-64	1,168	2,645
BPS	3,102	2,838	2,794	5,131	8,253
SPS	746	550	1,821	1,929	4,002
DPS	0	0	0	0	371

알테오젠 목표주가 추이 및 투자이견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이달미)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자이견 기준 및 기간	투자등급	투자이견 비율	비고	구분	투자이견 기준 및 기간	투자등급	투자이견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		