

알테오젠 (196170)

홍가혜

kahye0.hong@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

450,000

상향

현재주가

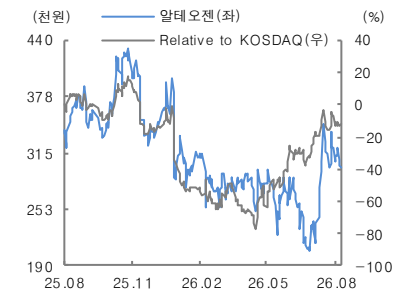
298,500

(26.09.02)

제약업종

KOSDAQ	803.98
시가총액	20,792십억원
시가총액비중	3.61%
자본금(보통주)	35십억원
52주 최고/최저	430,124원 / 206,213원
120일 평균거래대금	1,636억원
외국인지분율	15.46%
주요주주	박순재 외 5 인 20.33% 형인우 외 2 인 5.08%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.7	8.7	-4.8	-16.1
상대수익률	12.6	38.7	41.2	-17.2



반복되는 기술수출, ALT-B4 가치 재평가

- 목표주가 450,000원으로 9.8% 상향, Novartis 신규 계약 반영
- 연이은 기술수출로 ALT-B4 플랫폼 가치 재평가
- 하반기 Catalyst: Qlex 판매 확대와 후속 임상 본격화

투자의견 매수 유지, 목표주가 450,000원으로 9.8% 상향

목표주가는 파이프라인별 rNPV를 반영한 DCF 방식으로 산출했으며, 9/2 체결한 Novartis항 ALT-B4 신규 기술이전 계약의 가치를 추가 반영함. 이번 계약은 복수 제품을 대상으로 한 옵션 구조로 세부 Target이 공개되지 않은 만큼, Target별 예상 상업가치와 개발 및 옵션 행사 가능성을 고려해 보수적으로 산정함. 이에 따라 DCF 기준 적정 주식가치를 28.5조원에서 31.4조원으로 조정하며 목표주가를 450,000원으로 상향함. 향후 Target 확정 및 임상 진입이 가시화될 경우 추가적인 가치 상향 여지가 있음.

Novartis도 신규 고객사로 확보, 올해 4번째 ALT-B4 기술이전

동사는 9/2 Novartis와 ALT-B4를 활용한 바이오의약품의 피하주사(SC) 제형 개발 및 상업화를 위한 라이선스 계약을 체결함. 이번 계약을 통해 신규 글로벌 고객사인 Novartis를 확보했으며, 모든 옵션이 행사되고 개발 및 상업화 마일스톤이 달성될 경우 최대 \$3.2bn을 수취 가능함(판매 로열티 별도).

이번 계약은 복수 Target을 대상으로 한 옵션 구조로, 개별 Target 선정 및 옵션행사에 따라 계약가치가 단계적으로 구체화될 전망임. 세부 Target과 개수는 공개되지 않았으나, 복수 제품을 포괄하는 계약 구조라는 점에서 향후 개발 프로그램 확대 가능성을 열어둔 계약으로 판단함.

반복되는 기술수출, 넓어지는 ALT-B4의 적용 범위

이번 계약에서는 ALT-B4의 고객 기반 확대와 적용 모달리티 다변화 가능성에 주목할 필요가 있음. 올해 GSK, Biogen, Novartis 등 글로벌 제약사와 연이은 신규 계약을 체결하며 ALT-B4에 대한 높은 수요가 반복적으로 확인되고 있음. 동시에 적용 범위도 기존 항체약품 중심에서 ADC 및 핵산치료제 등으로 넓어지고 있음. 최근 글로벌 시장에서도 해당 SC 기술을 다양한 모달리티로 확장하려는 시도가 이어지고 있으며, Novartis 역시 복수 모달리티에 대한 ALT-B4의 적용 가능성을 평가한 이후 이번 계약을 체결한 것으로 파악됨. 향후 적용 의약품군이 확대될수록 신규 기술수출 기회와 잠재 시장도 확대될 수 있어 ALT-B4 플랫폼의 기술가치 재평가로 이어질 것으로 판단함.

하반기 Catalyst: Qlex 판매 확대와 후속 임상 본격화

하반기에는 Keytruda Qlex의 처방 확대에 따라 판매 마일스톤이 증가하며 실적 기여도가 점차 높아질 것으로 전망함. R&D 측면에서는 Sanofi의 Dupixent SC가 3Q26 임상 1상 완료, 4Q26 임상 3상 진입이 예상됨. GSK의 Jemperli와 Biogen의 felzartamab 역시 하반기 SC 제형 임상 1상 진입이 기대됨. 최근 체결된 기술이전 계약들이 빠르게 임상 개발 단계로 이어지면서 ALT-B4 적용 파이프라인의 개발 가시성도 높아지고 있음.

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	103	216	520	512	631
영업이익	25	107	324	308	391
세전순이익	37	163	426	383	467
총당기순이익	61	145	337	287	350
지배지분순이익	62	142	337	287	350
EPS	901	2,026	4,809	4,093	4,985
PER	264.2	170.7	62.1	72.9	59.9
BPS	3,961	6,366	10,985	14,791	19,493
PBR	60.1	54.3	27.2	20.2	15.3
ROE	29.5	39.4	55.5	31.8	29.1

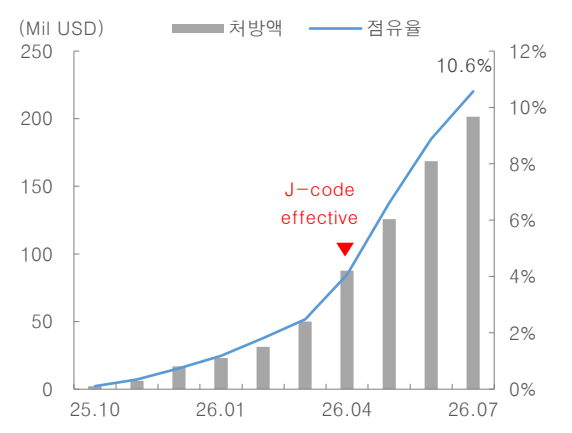
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 알테오젠, 대신증권 Research Center

표 1. 알테오젠 목표주가 산정

구분	Value
영업가치(십억원)	31,095
순현금 및 금융자산(십억원)	282
자분가치(십억원)	31,369
총주식수(천주)	69,655
산출주가(원)	450,348
목표주가(원)	450,000
현재주가(원)	298,500
상승여력	50.8%

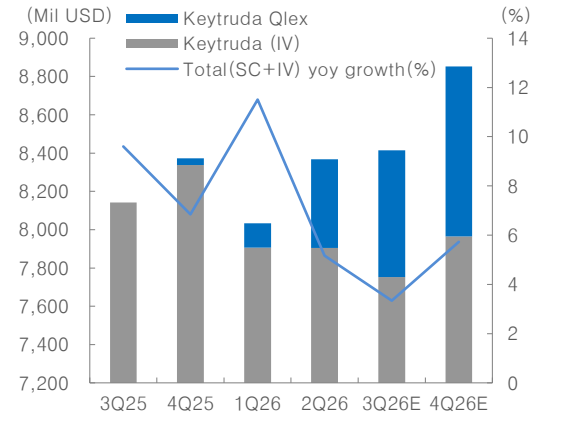
주: WACC 7.37%(terminal), 영구성장률 4.5% 적용
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. Keytruda Qlex 미국 처방추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. Keytruda 분기 매출추이 및 전망



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 2. ALT-B4(재조합 히알루로니다제) 기술수출 현황

계약일	계약 상대	대상 약물	타겟 수	Upfront (\$M)	계약 총액 (\$M)
19.11.29	Sanofi	Dupixent 외	미공개	13	1,373
20.06.24	MSD	Keytruda 외	미공개	16	4,317
21.01.07	Intas	미공개	2 개	6	115
22.12.29	Sandoz	Darzalex, Ocrevus, Opdivo Qvantig, Vyvgart/Hytrulo 외 (추정)	미공개	미공개	미공개
24.11.08	Daichi Sankyo	Enhertu	1 개	20	300
25.03.17	AstraZeneca	Imfinzi 외 2 개	3 개	45	1,350
26.01.20	GSK	Jemperli	1 개	20	285
26.03.25	Biogen	Felzartamab 외 1 개	2 개	30	579
26.08.05	미공개	미공개	1 개	미공개	365
26.09.02	Novartis	미공개	미공개 (다수)	미공개	3,223

자료: 알테오젠, 대신증권 Research Center

그림 1. ALT-B4 적용 가능 모달리티



자료: 알테오젠, 대신증권 Research Center

표 3.알테오젠 파이프라인 현황

분류	파이프라인명	적응증/적용 범위	개발 단계	파트너사
플랫폼 (제형변경)	ALT-B4 등	피하주사 제형 변경	–	해외 L/O(6 건), 파트너사별 개별 진행
신약	ALT-P1	성장호르몬 결핍증	임상 2 상 (한국, 인도)	크리스탈리아
신약	ALT-P7	유방암	임상 1 상 완료(한국)	–
바이오 시밀러	ALT-L9	습성 황반변성	품목허가 (한국, 유럽)	–
바이오 시밀러	ALT-L2	유방암	중국 시판 (중국)	치루제약
기타	ALT-BB4	부종/통증 완화 등	국내 시판 (한국)	

자료: 알테오젠, 대신증권 Research Center

표 4. SC 제형 Peer Valuation

COMPANY	TICKER	MARKET CAP	PER			EV/EBITDA			SALES		OP Margin		EBITDA Margin	
			2025A	2026E	12mF	2025A	2026E	12mF	2025A	2026E	2025A	2026E	2025A	2026E
알테오젠	196170 KS EQUITY	15,184	229.7	72.4	72.4	176.9	66.7	36.4	149	329	54.1%	64.7%	53.9%	67.0%
Halozyne	HALO US EQUITY	12,226	17.0	12.9	11.5	15.4	11.6	10.6	1,391	1,839	61.4%	59.0%	65.9%	66.3%

자료: 알테오젠, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	103	216	520	512	631
매출원가	39	50	56	59	59
매출총이익	64	166	464	453	571
판매비와관리비	39	59	140	145	180
영업이익	25	107	324	308	391
영업이익률	24.7	49.5	62.3	60.2	62.1
EBITDA	28	112	334	320	406
영업외손익	11	56	102	75	75
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	8	56	62	60	58
외환관련이익	8	4	2	2	2
금융비용	-4	-12	-1	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	7	12	40	15	17
법인세비용차감전순이익	37	163	426	383	467
법인세비용	24	-18	-89	-96	-117
계속사업순이익	61	145	337	287	350
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	61	145	337	287	350
당기순이익률	59.0	67.3	64.8	56.1	55.5
비지배자분순이익	-2	4	0	0	0
지배자분순이익	62	142	337	287	350
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	61	145	337	287	350
비지배자분포괄이익	-2	4	0	0	0
지배자분포괄이익	62	142	337	287	350

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	901	2,026	4,809	4,083	4,985
PER	2642	170.7	62.1	72.9	59.9
BPS	3,961	6,366	10,985	14,791	19,493
PBR	60.1	54.3	27.2	20.2	15.3
EBITDAPS	409	1,607	4,754	4,566	5,791
EV/EBITDA	581.2	212.1	60.8	62.5	48.5
SPS	1,489	3,087	7,418	7,294	8,988
PSR	159.9	112.1	40.2	40.9	33.2
CFPS	506	1,866	5,502	4,934	6,160
DPS	0	285	285	285	285

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	66	109.9	141.1	-1.6	23.2
영업이익 증가율	흑전	320.8	203.5	-5.0	27.1
순이익 증가율	흑전	139.2	132.4	-14.9	21.8
수익성					
ROC	33.0	66.6	157.9	131.7	158.5
ROA	7.6	19.3	37.1	25.9	26.1
ROE	29.5	39.4	55.5	31.8	29.1
안정성					
부채비율	49.2	53.8	33.5	25.3	20.0
순차입금비율	-29.7	-49.3	-69.1	-75.2	-79.8
이자보상배율	37.6	9.7	0.0	0.0	0.0

자료: 알테오젠, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	212	481	819	1,086	1,427
현금및현금성자산	19	66	349	608	931
매출채권 및 기타채권	20	30	43	51	65
재고자산	1	7	16	15	19
기타유동자산	172	378	411	411	411
비유동자산	197	218	231	242	250
유형자산	19	40	57	70	81
관계기업투자금	0	1	1	1	1
기타비유동자산	178	177	174	171	168
자산총계	409	699	1,050	1,328	1,676
유동부채	129	240	259	264	276
매입채무 및 기타채무	19	26	42	42	48
차입금	5	0	-5	-10	-15
유동상채무	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	264	268	280
자배지분	274	445	771	1,038	1,368
자본금	27	27	35	35	35
자본잉여금	165	193	193	193	193
이익잉여금	77	219	536	803	1,133
기타자본변동	5	7	7	7	7
비지배자분	0	9	16	22	28
자본총계	274	454	787	1,060	1,397
순차입금	-82	-224	-544	-797	-1,115

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	53	124	307	260	325
당기순이익	61	145	337	287	350
비현금항목의 가감	-26	-15	49	59	82
감가상각비	3	5	9	12	15
외환손익	-5	1	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-24	-21	38	45	66
자산부채의 증감	16	-13	-3	-2	-3
기타현금흐름	2	6	-76	-84	-104
투자활동 현금흐름	-108	-231	-65	-24	-24
투자자산	23	1	0	0	0
유형자산	-3	-23	-23	-23	-23
기타	-128	-209	-42	-1	-1
재무활동 현금흐름	43	156	133	126	126
단기차입금	5	-5	-5	-5	-5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	5	0	0	0	0
유상증자	8	10	8	0	0
현금배당	0	0	-20	-20	-20
기타	25	151	150	151	151
현금의 증감	-11	47	282	259	324
기초 현금	30	19	66	349	608
기말 현금	19	66	349	608	931
NOPLAT	42	95	257	231	294
FCF	21	67	243	220	286

[Compliance Notice]

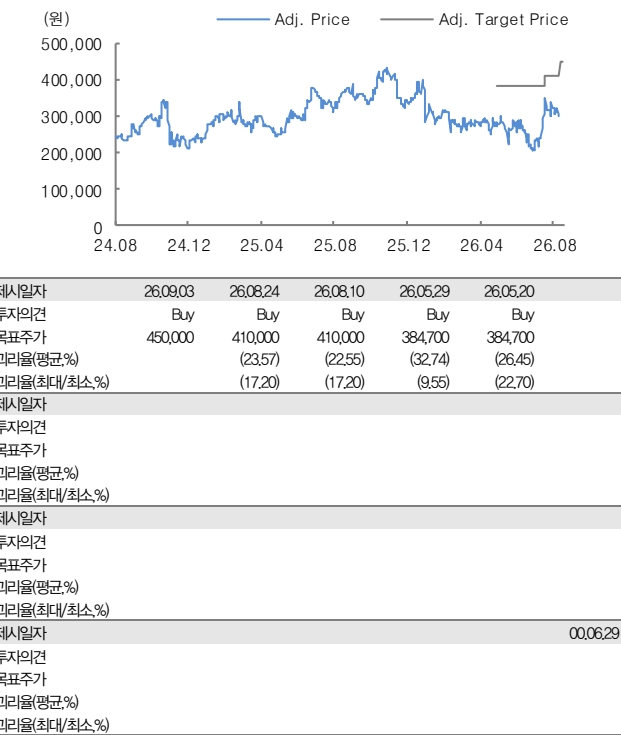
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

알테오젠(196170) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260831)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.3%	7.7%	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