

알테오젠 (196170)

글로벌 제약사들이 몰려올 수밖에 없다!

매수 (신규)

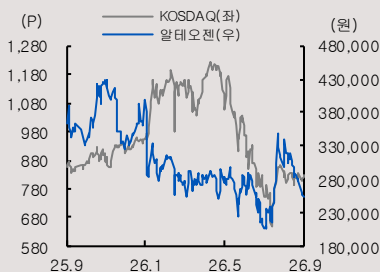
목표주가 (신규)	400,000원
현재가 (9/18)	253,500원

KOSDAQ (9/18)	827.12pt
시가총액	17,658십억원
발행주식수	70,184천주
액면가	500원
52주 최고가	430,124원
최저가	206,213원
60일 일평균거래대금	166십억원
외국인 지분율	15.3%
배당수익률 (2026F)	0.1%

주주구성	
박순재 외 5 인	20.33%
형인우 외 2 인	5.08%
주가상승	1M 6M 12M
상대기준	-14% 31% -28%
절대기준	-15% -7% -30%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	400,000	-	-
EPS(26)	3,682	-	-
EPS(27)	4,105	-	-

알테오젠 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치부문에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

오리지널 의약품의 특허 만료에 대비한 피하주사 전환 수요 확대

오리지널 바이오의약품의 특허 만료를 앞두고 오리지널 제약사의 피하주사(SC) 제형 전환수요가 확대되고 있다. 첫째, 제약사는 물질특허가 만료되더라도 SC 제형의 별도 특허를 확보해 SC 바이오시밀러의 진입장벽을 높일 수 있다. 둘째, SC의 짧은 투약 시간을 앞세워 기존 정맥주사(IV) 처방을 SC로 유도함으로써 IV 바이오시밀러 진입에 따른 매출 잠식을 방어할 수 있다. 알테오젠의 ALT-B4는 SC 전환을 돕는 효소로, MSD(머크)의 키트루다에 적용됐다. SC계약부터 출시까지 5년 이상 소요되는 만큼, 특허만료에 대비한 제약사들의 선제적 기술도입은 지속될 전망이다.

장기 특허가 이끄는 독점 효과가 더욱 확대된다

SC 전환기술을 글로벌 상업화한 기업은 알테오젠과 미국 할로자임 두 곳이다. SC 바이오시밀러의 진입장벽을 유지하려면 전환기술의 특허 잔존기간이 중요하다. 할로자임 효소의 미국 핵심 물질특허는 2027년, 알테오젠 ALT-B4 특허는 2043년 초 만료 예정으로, 장기 특허 방어 수요는 알테오젠에 집중될 수밖에 없다. SC 전환 대상도 단일 항체에서 다양한 모달리티로 확대되고 있다. 알테오젠은 다이에피산교와 엔허투 계약으로 항체-약물 접합체(ADC)의 임상을 진행 중이며, 향후 임상에서 적용 가능성이 입증되면 추가 기술이전으로 이어질 전망이다.

글로벌 1위 항암제의 피하주사 전환, 매출 연동 장기 Royalty에 주목

ALT-B4의 첫 상업화 제품인 MSD의 키트루다 큐렉스는 2025년 9월 FDA 허가를 받았으며, 2026년 2분기 매출은 전분기 대비 262% 증가한 4.6억 달러로 키트루다 전체 매출의 5.5%를 차지했다. MSD는 2027년 말까지 미국 키트루다 처방의 30~40%를 SC로 전환할 계획으로, 가파른 성장세가 예상된다. 알테오젠은 2026~2028년 총 10억 달러의 판매 마일스톤을 수령하고, 2029년부터 시작될 매출 연동 Royalty는 2030년 4.6억 달러(6,440억 원)로 추정한다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	103	216	441	596	786
영업이익	25	107	298	369	489
세전이익	37	163	320	369	491
지배주주순이익	62	142	258	288	383
EPS(원)	901	2,026	3,682	4,105	5,453
증가율(%)	-1,925.5	124.8	81.8	11.5	32.9
영업이익률(%)	24.3	49.5	67.6	61.9	62.2
순이익률(%)	59.2	67.1	60.1	49.5	49.9
ROE(%)	29.5	39.4	45.0	34.4	33.2
PER	264.2	170.7	69.0	61.9	46.6
PBR	60.3	54.5	25.4	18.4	13.4
EV/EBITDA	577.9	210.3	56.9	45.4	34.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

특허 만료가 앞당기는 피하주사 제형 전환

ALT-B4:
30분 정맥주사를
1~2분 피하주사로 전환

알테오젠은 2008년 5월 설립된 바이오 플랫폼 기업으로, 2014년 12월 코스닥에 상장했다. 핵심 자산은 단백질 공학 플랫폼 하이브로자임(Hybrozyme)으로 개발한 재조합 인간 히알루로니다제 ALT-B4다. ALT-B4는 피하조직의 히알루론산을 일시적으로 분해해 대용량 약물이 조직 내에서 퍼지고 흡수되도록 돕는다. 이를 통해 정맥주사(Intravenous Infusion, IV)로 투여하던 항체의약품을 피하주사 (Subcutaneous Injection, SC) 제형으로 전환해 투여 시간을 기존 30분에서 1~2분으로 단축할 수 있다. 환자 편의성은 높아지고 제품의 상업적 수명은 늘어난다.

특허 만료 이후
바이오시밀러 진입 방어가
피하주사 전환의 출발점

블록버스터 의약품은 특허가 만료되면 저가 바이오시밀러의 진입으로 가격과 시장 점유율 하락 압력에 직면한다. 오리지널 의약품 개발사는 특허 만료에 앞서 피하주사(SC) 제형으로 전환해 제품의 경쟁력을 유지하려는 유인이 커진다. 투여 시간을 단축하고 환자 편의성을 높이면 기존 IV 제형의 바이오시밀러와 차별화할 수 있기 때문이다. ALT-B4를 활용한 SC 제형 전환이 기존 항체의 물질특허 자체를 연장하는 것은 아니지만, ALT-B4 물질특허와 제형·조성물 특허는 별도의 보호 기반이 될 수 있다. 따라서 블록버스터 의약품의 특허 만료가 가까워질수록 차별화된 제형을 미리 확보하려는 수요가 커지며, 알테오젠의 SC 플랫폼 도입을 앞당기는 요인으로 작용한다.

블록버스터 항체의약품
이미 전환 완료,
대표적인 기술 보유 기업:
알테오젠과 할로자임

이런 전략은 2030년까지 특허 만료를 앞둔 주요 블록버스터에서 이미 실행되고 있다. 히알루로니다제 기반 대용량 SC 전환 기술을 보유한 대표 기업은 알테오젠과 미국 할로자임 테라퓨틱스(Halozyme Therapeutics)로, 글로벌 제약사는 이들과 개발 계약을 체결해 제형 전환을 추진해왔다. MSD의 면역항암제 키트루다는 알테오젠의 ALT-B4를, BMS의 면역항암제 옵디보와 J&J의 다발골수종 치료제 다잘렉스는 할로자임의 ENHANZE를 적용해 SC 제형을 상업화했다. 특허 만료에 앞서 플랫폼 확보와 제품 출시가 이어지면서, SC 전환은 제품 수명주기 관리(Life Cycle Management)의 주요 전략으로 자리 잡고 있다(표 1).

표 1. 알테오젠과 할로자임의 주요 IV 항체의약품 SC제형 전환 기술 적용 예시

글로벌 제약사	기존 IV 제품명	SC 제품명	타깃	적용 기술	플랫폼 계약	SC제형 FDA 승인 /개발 단계	미국 오리지널 특허 만료
J&J	다잘렉스	Darzalex Faspro	CD38 항체	할로자임 rHuPH20	2014년	2020.05	2029년
BMS	옵디보	Opdivo Qvantig	PD-1 항체		2017년	2024.12	2028년
Roche	티센트릭	Tecentriq Hybreza	PD-L1		2018년	2024.09	2030년
MSD	키트루다	Keytruda Qlex	PD-1 항체	알테오젠 ALT-B4	2020년	2025.09	2028년
아스트라제네카	임핀지	-	PD-L1 항체		2025년	임상 1상	2031년
GSK·Tesaro	젬퍼리	-	PD-1 항체		2026년	개발 단계	2035년

자료: 각 사, GlobalData, IBK투자증권

계약~출시 5년 소요,
2031년~2033년 특허
만료 의약품은 이미 계약
체결

SC 제형 전환 수요는 2030년 이후에서 특허가 만료되는 제품에서도 이미 발생하고 있다. SC 전환에는 제형 개발과 임상, 허가에 더해 출시 후 기존 처방을 SC로 전환하는 시간까지 필요하다. MSD는 2020년 알테오젠과 계약한 뒤 2024년에 임상 3상 결과를 확보하고 2025년 9월 키트루다 큐렉스의 미국 허가를 받았다. 계약에서 상업화까지 5년이 걸린 셈이다. 특허 만료 전에 SC 제품을 안착시키려는 제약사일수록 수년 앞서 파트너를 정해야 한다. 미국 물질 특허가 2031년에 만료되는 아스트라제네카의 임핀지와 2033년에 만료되는 다이이찌산쿄의 엔허투는 이미 알테오젠과 SC 플랫폼 계약을 체결했다. 2030년 이후의 특허 만료 일정이 현재의 플랫폼 도입 계약으로 나타나고 있다.

핵심 특허 존속 기간:
알테오젠 2043년 vs
할로자임 일부 특허
2027년

글로벌 제약사의 SC 제형 전환 플랫폼 선정 과정에서 ALT-B4의 핵심 경쟁력은 긴 특허 존속기간이다. 할로자임의 히알루로니다제(rHuPH20) 관련 미국 특허 일부가 2027년 만료되는 반면, ALT-B4의 미국 물질특허는 2043년 초까지 존속한다(표 2). 파트너사는 기존 항체의 특허가 끝난 뒤에도 ALT-B4를 포함한 SC 제품의 특허 보호 기반을 활용할 수 있다. 알테오젠은 장기 특허에 키트루다 큐렉스라는 상업화 이력까지 갖춘 만큼, 2030년 이후 특허 만료에 대비하는 글로벌 제약사의 선제적 플랫폼 확보가 알테오젠의 신규 계약으로 이어질 것으로 판단한다.

표 2. 알테오젠과 할로자임의 SC 플랫폼 특허 만료 기간 비교

구분	알테오젠 ALT-B4(Hybrozyme)	할로자임 rHuPH20(ENHANZE)
최초 N항체→SC 상업화 제품	키트루다 큐렉스(MSD)	허셉틴 SC(로슈)
최초 허가	2025.09 미국 FDA	2013.08 유럽 EC
파트너 상업화 제품 수	1개	10개
플랫폼 파트너 현황	11곳(비공개 1곳)	16곳
미국 특허 만료	ALT-B4 물질 특허: 2043년 초	rHuPH20 관련 핵심 특허 일부: 2027년

자료: 각 사, IBK투자증권

특허 방어를 넘어, 신약 경쟁력을 높이는 플랫폼으로

특허 만료 방어에서
신약개발 단계로 확대

기존 피하주사(SC) 제형 전환 수요가 특허 만료를 앞둔 블록버스터 항체의 시장 방어에 집중됐다면, 최근 기술이전 계약은 특허 만료를 앞둔 의약품뿐 아니라 개발 단계에 있는 후보물질로 확장되고 있다. 적용 대상도 단일 항체에서 항체-약물접합체(ADC), 이중항체로 넓어졌다. 블록버스터 항체의약품의 SC 플랫폼 계약이 상당 부분 체결된 지금, 플랫폼의 다음 성장은 이러한 신규 수요에서 나올 것으로 예상된다.

1) 엔허투:
항체-약물접합체로
확장하는 첫 시험대

2024년 11월 다이이찌산쿄와 체결한 엔허투(HER2 표적 ADC) SC 계약(선금금 2,000만 달러, 마일스톤 최대 3억 달러)은 ALT-B4를 ADC에 적용한 첫 사례다. 엔허투는 2025년 매출 46억 달러를 기록했으며, 적응증 확대를 바탕으로 2030년 100억 달러 이상의 매출이 전망되는 대표 ADC다. ADC는 세포독성 약물의 독성이 용량을 제한하는데, SC 투여로 흡수 속도를 완만하게 조절할 수 있다면 효능을 유지하면서 일부 독성을 줄일 가능성이 있다. 알테오젠이 자체 HER2 ADC(ALT-P7)로 공개한 미니피그 자료에서 ALT-B4 병용 SC군의 국소·전신 독성 지표가 개선된 것이 초기 근거다. 현재 진행 중인 엔허투 SC 임상 1상은 엔허투 적용이 가능한 고형암 환자를 대상으로, 안전성 기반 적정 용량을 도출해 초기 항암 활성도 평가한다. 긍정적인 결과는 엔허투 후속 개발뿐 아니라 다른 ADC로의 기술이전 근거가 될 수 있다. 엔허투SC 계약 가치는 단일 품목 수익보다 ADC 전반으로의 확장 가능성에 있다.

표 3. 알테오젠의 SC 기술이전 계약 현황 – 엔허투를 시작으로 타 품목 확대

(단위: \$M)

No.	글로벌 제약사	항목	대상 지역	계약 체결일	계약 종료일	계약 총액	수취 금액
1	사노피(Sanofi)	듀피젠트 고용량 SC	전세계	2019.11.29	총 계약금액 수취 완료 시	1,373	13
2	머크(MSD)	키트루다 큐렉스 등	전세계	2020.06.24	총 계약금액 수취 완료 시 (키트루다의 경우 특허 만료 시)	4,317	36
3	인타스(Intas)	하셉틴 SC 바이오시밀러	전세계 (일부 아시아제외)	2021.01.07	제품 출시 후 10년	115	6
4	산도즈(Sandoz)	바이오시밀러 SC(복수 품목)	전세계	2024.07.30	로열티 기간 만료일	비공개	비공개
5	다이이찌산쿄(Daiichi Sankyo)	엔허투 SC	전세계	2024.11.08	로열티 기간 만료일	300	20
6	MedImmune Ltd. (영국)	임핀지 SC	전세계	2025.03.15	로열티 기간 만료일	750	25
7	MedImmune LLC. (미국)	릴베고스토미그 SC	전세계	2025.03.15	로열티 기간 만료일	600	20
8	GSK(Tesaro, Inc.)	젬퍼리 SC	전세계	2026.01.20	로열티 기간 만료일	285	20
9	바이오젠(Biogen International)	펠자타맙 SC 외 1품목(미선정)	전세계	2026.03.25	로열티 기간 만료일	579	20
10	비공개	비공개 딜 (1품목)	-	2026.08.05	로열티 기간 만료일	365	-
11	노바티스(Novartis Pharma)	복수의 품목	-	2026.09.02	로열티 기간 만료일	3,223	비공개

자료: DART, IBK투자증권

2) 개발 단계 신약에서
복수 품목 계약으로 확대,
최대 32억 달러

아스트라제네카의 PD-1·TIGIT 이중항체 릴베고스토미그는 허가 전에 SC 제형을 개발하는 사례로, SC 전환이 출시 후 보완책이 아니라 신약개발 단계의 차별화 전략으로 활용되고 있음을 보여준다. 2026년 9월 노바티스와 체결한 최대 32억 달러 규모의 복수 품목 옵션·라이선스 계약은 적용 범위를 한층 더 넓힐 가능성을 제시했다. 노바티스가 항체-올리고뉴클레오타이드(AOC) 개발사 어비디티를 인수했고, 알테오젠이 확장 모달리티로 RNA를 언급한 만큼, AOC 적용 가능성도 열려 있다. AOC가 주로 겨냥하는 유전성 근질환은 장기간 반복 투여가 필요해, 투여 시간과 병원 방문 부담을 줄이는 SC 전환의 가치가 크다. ALT-B4의 적용 영역이 항암제를 넘어 RNA 치료제와 만성질환으로 확대될 수 있음을 시사한다.

3) 2026년 신규 계약 4건
임상 결과와 노바티스
품목 확정이 차기 모멘텀

2026년 체결된 4건의 신규 계약은 수요가 다변화되고 있음을 보여준다(표 3). 앞으로 주목할 점은 신규 모달리티의 임상 검증이 후속 기술이전으로 이어질지 여부다. 2026년 4분기~2027년에는 듀피젠트 고용량 SC와 엔허투 SC의 임상 진전, 노바티스의 계약 대상 모달리티 구체화가 핵심 모멘텀으로 작용할 전망이다(표 4). 각 단계의 개발 성과는 후속 파트너의 도입 판단을 뒷받침하며, 알테오젠의 중장기 밸류에이션에는 기존 계약의 마일스톤·로열티에 더해 신약 개발 단계에서 플랫폼으로의 확장 가능성도 함께 반영할 필요가 있다.

2026년 듀피젠트 고용량
임상 1상 종료
2028년 엔허투SC
임상 1상 종료

표 4. 알테오젠 SC 제형 개발 현황 - 2026년 4분기부터 임상 데이터 발표 기대

글로벌 제약사	항목	SC 개발 현황
머크(MSD)	키트루다 큐렉스	상업화(미국 FDA 승인 2025.9)
인타스(Intas)	허셉틴 SC 바이오시밀러	유럽 EMA 허가 신청
사노피(Sanofi)	듀피젠트 고용량 SC	1상 (NCT07646548, 2026.06~2026.09)
다이이찌산쿄(Daiichi Sankyo)	엔허투 SC	1상 (NCT07015697, 2025.07~2028.12)
MedImmune Ltd. (영국)	임핀지 SC	1상 (NCT07391670, 2026.03~2027.08)
MedImmune LLC. (미국)	릴베고스토미그 SC	1상 (NCT07161414, 2025.11~2027.07)

자료: DART, Clinicaltrials.gov, IBK투자증권

키트루다 큐렉스, 플랫폼 가치가 이익으로 바뀌는 첫 상업화 자산

글로벌 1위 항암제
키트루다의 피하주사
제형, 매출에 연동한
수익 창출

2Q26 매출 전분기 대비
262% 증가,
전체 키트루다의 5.5%
→ 침투 초기

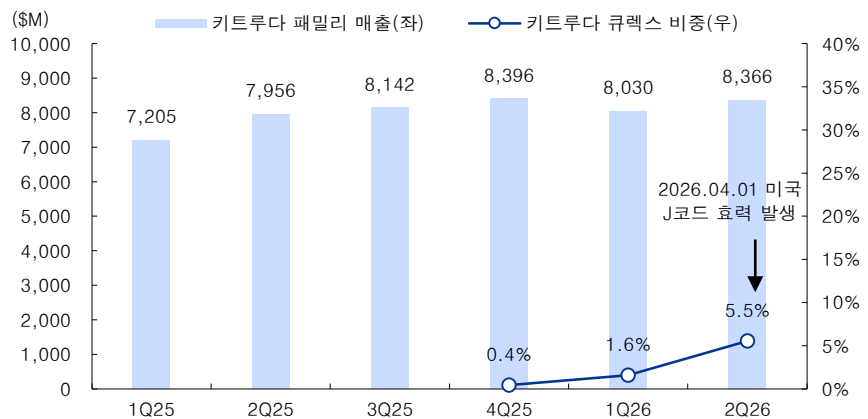
MSD 목표: 2027년 말
미국 처방 30~40%
피하주사 제형 전환

MSD의 면역항암제 키트루다는 2025년 매출 317억 달러를 기록한 글로벌 1위 항체 의약품이다. 알테오젠의 ALT-B4를 적용한 SC 제형인 키트루다 큐렉스는 2025년 9월 미국 FDA 허가 이후 출시됐다. 알테오젠은 키트루다 큐렉스를 통해 ALT-B4의 상업성을 입증하는 동시에, 제품 매출에 연동된 수익을 확보하기 시작했다.

기존 IV 제형에서 SC 제형으로의 전환은 숫자로 확인되고 있다. 2026년 4월 미국 전용 보험 청구코드(J코드)가 발효되면서 보험 청구 절차가 간소화됐고, 2분기 키트루다 큐렉스 매출은 4억 6,300만 달러로 전분기 대비 262% 증가했다. 아직 키트루다 전체 매출의 5.5%에 불과해, 추가 SC 전환에 따른 성장 여력은 상당히 크다(그림 1).

MSD는 핵심 특허 만료에 앞서 2027년 말까지 미국 내 키트루다 처방의 30~40%를 SC 제형으로 전환하는 것을 목표로 한다. 전환율 40%를 2025년 미국 매출 189억 달러에 단순 적용하면 약 76억 달러에 해당하며, 글로벌 시장까지 고려하면 키트루다 큐렉스의 매출 확대 여력은 더욱 크다고 판단한다. SC 전환 대상 환자군도 단계적으로 확대될 전망이다. 우선 전체 환자의 약 68%를 차지하는 단독요법 환자군에서 시작해, 이어 병용 약물이 경구제인 환자와 수술 전후 보조요법 환자로 확대될 수 있다. 모더나·MSD의 개인맞춤형 mRNA 암백신 인티스메란 오토진도 새로운 수요 기반이 될 것으로 예상된다. 인티스메란 오토진은 키트루다 병용 임상 3상에서 성공했으며, MSD는 비소세포폐암에서 키트루다 큐렉스와의 병용 3상도 진행하고 있다. 근육주사로 투여하는 암백신과 SC 제형을 병용하면 정맥주사 부담을 줄일 수 있어, 암백신 병용요법에서도 키트루다 큐렉스의 활용이 확대될 것으로 기대한다.

그림 1. 키트루다 패밀리 분기별 매출 추이



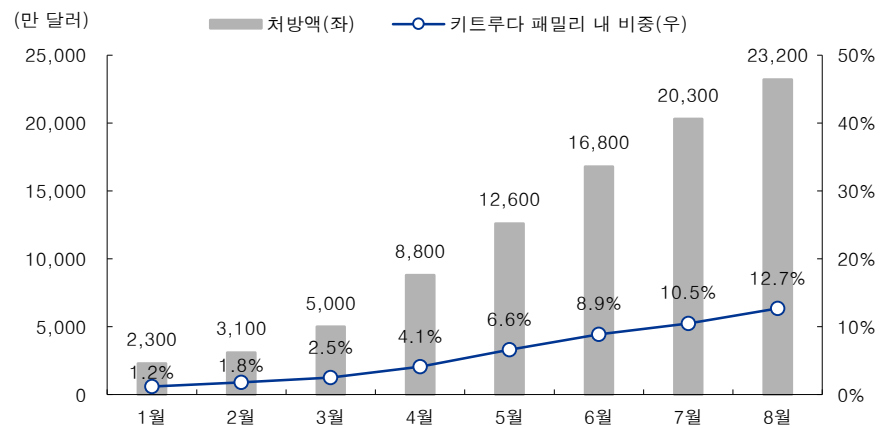
자료: GlobalData, MSD, IBK투자증권

주: 키트루다 패밀리 매출은 키트루다 IV와 키트루다 큐렉스 합산

마일스톤 총 10억 달러,
2026년 8월 첫 수령.
2028년까지 잔여
마일스톤 유입 전망

키트루다 큐렉스의 매출 확대는 알테오젠 실적으로 직결된다. 알테오젠이 MSD와 체결한 43억 달러 규모 계약 중 키트루다 관련 판매 마일스톤은 총 10억 달러로, 출시 후 연간·누적 매출 달성 수준에 따라 단계적으로 마일스톤을 수령한다. 2026년 8월 첫 판매 마일스톤 2,500만 달러(약 344억 원) 수령이 확정됐으며, 잔여 9억 7,500만 달러도 키트루다 큐렉스 매출 증가에 따라 순차 유입될 전망이다. 월별 처방이 가파르게 증가하고 있는 점을 감안하면 2026년 키트루다 큐렉스 매출은 20억 달러를 상회할 가능성이 높다고 판단한다(그림 2). 빠른 매출 확대는 후속 판매 마일스톤 수취 시점을 앞당기는 요인이다. 당사는 알테오젠이 2026년 2억 달러, 2027년 3억 5,000만 달러, 2028년 4억 5,000만 달러를 수령해 2028년까지 총 10억 달러의 판매 마일스톤을 확보할 것으로 추정한다.

그림 2. 키트루다 큐렉스 월별 처방 추이 꾸준히 증가



자료: 연론기사, IBK투자증권

2029년부터 매출액 2%
로열티, 2043년까지 지속

당사 예상대로 2028년까지 판매 마일스톤 수령이 완료되면, 2029년부터 알테오젠의 현금흐름 중심은 일회성 마일스톤에서 지속적인 로열티로 이동한다. 키트루다 큐렉스 매출과 연동된 로열티는 ALT-B4 특허가 끝나는 2043년 초까지 이어질 것으로 예상한다. 기존 IV제형에서 SC제형으로의 전환율은 최대 65%로 가정했으며, 로열티가 본격화되는 2030년에는 4억 6,000만 달러로 추정한다(표 5).

로열티 수익이 본격화되는
2030년 기대, 전환율은
최대 65%로 가정

표 5. 글로벌 키트루다 큐렉스 매출 추정 - 2030년 로열티 4.6억 달러

(단위: \$M)

	2026	2027	2028	2029	2030
펄브롤리주맙 전체 처방 수요	32,315	33,930	35,627	37,408	39,279
SC 전환율	7.5%	21.3%	32.3%	41.1%	65.0%
SC 가격 지수	1.00	1.00	1.00	1.00	0.90
키트루다 큐렉스 매출	2,424	7,222	11,503	15,377	22,978
마일스톤(총 \$1,000M)	200	350	450	-	-
로열티	-	-	-	308	460
기술료 수익 합산	200	350	450	308	460

자료: IBK투자증권

주: 2030년 바이오시밀러 출시 가정(제형, 용도, 공정 특허와 특허 소송 및 합의로 일정 지연 가정), 전체 처방 수요, SC 전환율, 마일스톤 수취 모두 당사 추정치, 펄브롤리주맙은 키트루다 성분명.

표 6. 알테오젠 분기 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
매출액	84	19	49	65	72	69	144	157	216	441
YoY	139.8%	52.4%	902.2%	26.9%	-14.5%	269.6%	192.8%	143.4%	109.9%	104.3%
기술료 수익	70	12	40	51	68	63	133	140	174	404
제품 및 상품	13	6	9	13	4	6	11	17	42	37
매출총이익	71	12	40	43	62	62	131	143	166	398
매출총이익률	85.0%	64.8%	81.3%	66.0%	85.9%	89.3%	91.4%	91.4%	76.7%	90.2%
영업이익	61	-0.4	27	20	39	34	107	117	107	298
영업이익률	72.9%	-2.3%	54.4%	30.4%	54.9%	49.6%	74.5%	74.7%	49.5%	67.6%

자료: IBK투자증권

투자의견 매수 및 목표주가 400,000원 신규 제시

키트루다 큐렉스 영업가치
10.8조 원+기타 계약가치
16.3조 원

알테오젠에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 400,000원을 신규로 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP(Sum of The Parts) 방식으로, 키트루다 큐렉스 기술료 수익에 기반한 영업가치와 기타 기술이전 계약가치를 합산해 산출했다. 영업가치 10조 7,770억 원에 기타 기술이전 계약 가치 16조 3,410억 원과 순현금 5,400억 원을 합산했다.

표 7. 알테오젠 목표주가 산출

구분	값	단위
목표주가	400,000	원
현재 주가(2026.09.18 종가)	253,500	원
상승여력	57.8	%
SOTP 합계(기업가치)	27,658	십억원
발행주식 수(보통주)	69,655,133	주

자료: IBK투자증권

표 8. Valuation 세부 내역

SOTP 구성	가치(십억 원)	주요 가정
2030F 순이익 x P/E(30.0x) x 할인계수	9,780	2030년 키트루다 큐렉스 로열티 수익 본격화 (로열티율 2%, 할인율 10% 적용)
키트루다 큐렉스 마일스톤 PV	997	2028년까지 키트루다 마일스톤 수취 완료 (총 \$1,000M)
영업가치 합산	10,777	
듀피젠티트 고용량 SC(사노피)	2,959	로열티 2.5%(독점 계약 변경 시, 타 품목 로열티의 50% 수준 가정), 피크 매출 \$27.8B, 성공확률 95%, 2030년 출시
엔허투 SC(다이아피산코)	1,699	로열티 5%, 피크 매출 \$11.9B, 성공확률 85%, 2032년 출시
임핀지 SC(아스트라제네카)	1,831	로열티 5%, 피크 매출 \$10.2B, 성공확률 100%, 2031년 출시
릴베고스토미그 SC(아스트라제네카)	891	로열티 5%, 피크 매출 \$5.0B(AZ 가이드인스), 성공확률 81%, 2031년 출시
젠퍼리 SC(GSK)	438	로열티 5%, 피크 매출 \$3.0B(GSK 가이드인스), 성공확률 100%, 2033년 출시
펠자르타맙 SC(바이오젠)	348	로열티 5%, 피크 매출 \$2.0B, 성공확률 70%, 2033년 출시
허셉틴 SC 시밀러(인타스)	368	로열티 10%(최대 두 자릿수, 출시 후 10년), 피크 매출 \$0.5B, 성공확률 100%, 2027년 출시
MSD 기타 품목(키트루다 제외)	3,395	잔여 마일스톤 \$3,281M x 성공확률 70% + 로열티 배수 2.10x
바이오젠 2번째 품목 (미선정)	284	마일스톤 추정 \$274.5M x 성공확률 70% + 로열티 배수 2.10x
노바티스 (복수 품목 옵션)	3,335	\$3,223M x 성공확률 70% + 로열티 배수 2.10x
비공개 딜(2026.08)	378	\$365M x 성공확률 70% + 2.10x 배수
산도즈 시밀러 SC (다수 품목)	417	\$345M x 성공확률 70% + 2.10x 배수
기술이전 계약가치 합산	16,341	
순현금	540	2026년 말 추정치
합계	27,658	

자료: GlobalData, 각 사, IBK투자증권

주: 피크 매출은 각 사 가이드인스 및 GlobalData 추정치 활용, 로열티 배수는 계약 조건이 공개된 7개 품목의 마일스톤 대비 로열티 수취액 배수 중앙값인 2.1배를 비공개 딜에 적용, 잔여 마일스톤은 개발 20%, 허가 25%, 판매 55% 비중으로 배분했으며, 로열티 인식 기간은 2043년까지로 통일(바이오시밀러 제외).

이익의 30배:
비교 기업 25배+20%.
로열티 기반 2043년까지
지속

영업가치는 키트루다 큐렉스 로열티 수익이 본격화되는 2030년 순이익을 현재화하여 P/E 30배를 적용해 산출했다(표 9). P/E 30배는 삼성바이오로직스, 셀트리온, SK바이오팜, 유한양행 4사의 12개월 선행 P/E 평균 25배에 20% 프리미엄을 가산한 것이다. 프리미엄의 근거는 이익의 질과 지속성이다. 알테오젠의 2030년 매출은 대부분 로열티 수익으로 구성되어 제조 및 판매 기반 피어 대비 영업이익률이 구조적으로 높고, ALT-B4 물질특허가 만료되는 2043년까지 장기간 이어질 전망이다. 2026년 한 해에만 4건의 신규 계약이 체결된 점도 ALT-B4의 확장성을 보여주며, 중장기 이익 지속성을 뒷받침한다.

키트루다 큐렉스 기술료
수익 기반 영업가치
10.8조 원

표 9. 2030F 연결 손익 추정 기반 영업가치 산정

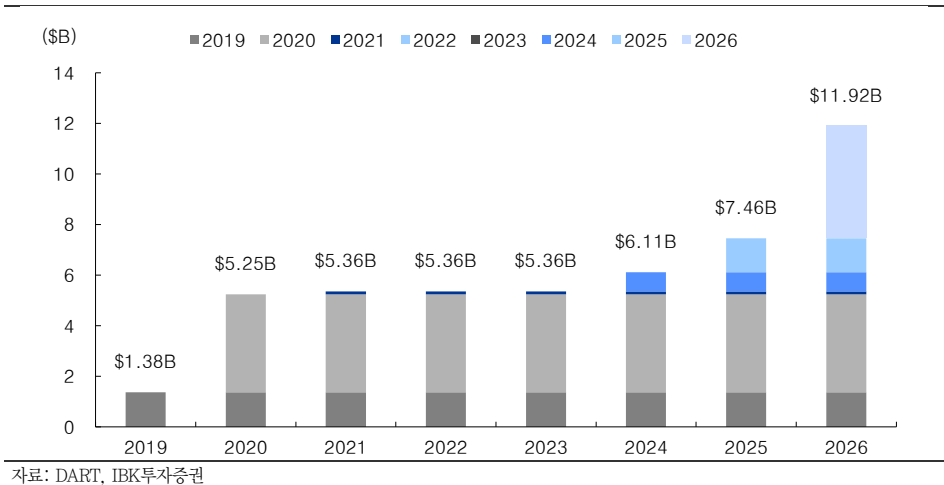
항목	십억 원	비고
키트루다 큐렉스 매출(\$M)	22,978	
키트루다 로열티	643	로열티율 2%, 환율 1,400원
ALT-B4 원료 공급 매출	193	원료 공급 비율 0.6% 가정
제품/상품 매출	100	아이젠피, 테르가제, 상품 매출 합산 가정
매출액 합계	936	
총 비용(제품/원료 원가+판매비)	362	
영업이익	574	
순금융수익	22	
세전이익	596	
순이익	477	세율 20% 적용
할인계수	0.6830	2030년, 할인율 10%
Target P/E	30.0x	피어 평균 25배 +20% 프리미엄
A. 순이익 X P/E X 할인계수	9,780	
B. 키트루다 큐렉스 마일스톤 PV	997	
영업가치(A+B)	10,777	

자료: IBK투자증권

품목을 공개한 7건은
피크 매출 전망 반영,
비공개 계약은 마일스톤
기준 산정

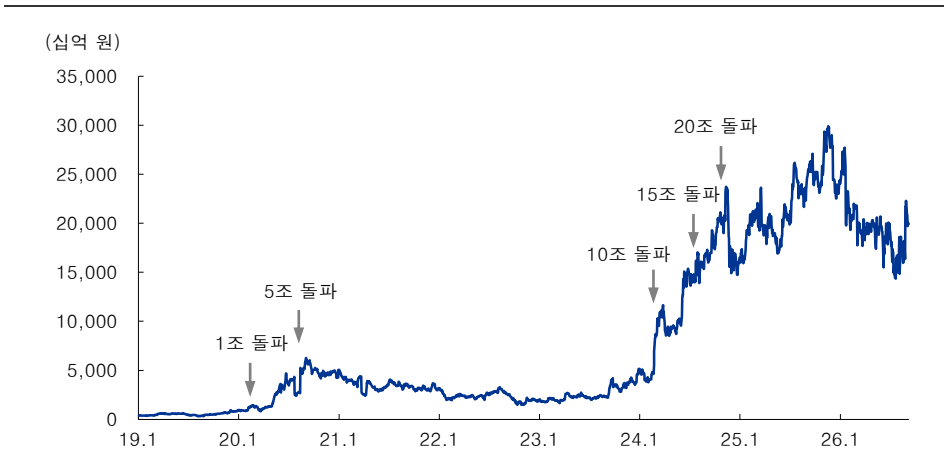
기술이전 계약가치는 파트너와 품목이 공개된 7개 품목에 로열티를 포함한 가치를 적용했으며, 품목이 비공개인 계약은 공시된 계약 금액을 기준으로 별도 산정했다. 아직 체결되지 않은 신규 계약은 가치에 반영하지 않았다. 향후 항체-약물 접합체(ADC), 이중항체, 항체-올리고뉴클레오타이드접합체(AOC) 등 신규 모달리티에서 임상 성과가 확인되고 후속 기술이전이 이어질 경우, 추가적인 기업가치와 목표주가 상향 요인으로 작용할 전망이다.

그림 3. 알테오젠 연도별 라이선스 아웃 체결 규모(누적)



자료: DART, IBK투자증권

그림 4. 알테오젠 시가총액 추이(2019~2026년 현재)



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

알테오젠 (196170)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	103	216	441	596	786
증가율(%)	6.6	109.9	104.3	35.2	31.9
매출원가	39	50	43	97	128
매출총이익	64	166	398	499	658
매출총이익률 (%)	62.1	76.9	90.2	83.7	83.7
판매비	39	59	100	130	169
판매비율(%)	37.9	27.3	22.7	21.8	21.5
영업이익	25	107	298	369	489
증가율(%)	-360.9	320.8	178.5	24.0	32.5
영업이익률(%)	24.3	49.5	67.6	61.9	62.2
순금융손익	4	44	17	-10	-9
이자손익	7	0	0	8	11
기타	-3	44	17	-18	-20
기타영업외손익	7	12	6	10	10
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	37	163	320	369	491
법인세	-24	18	56	74	98
법인세율	-64.9	11.0	17.5	20.1	20.0
계속사업이익	61	145	265	295	392
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	61	145	265	295	392
증가율(%)	-1,794.2	139.2	82.2	11.7	32.9
당기순이익률 (%)	59.2	67.1	60.1	49.5	49.9
지배주주당기순이익	62	142	258	288	383
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	61	145	265	295	392
EBITDA	28	112	302	373	492
증가율(%)	-541.2	297.8	168.4	23.7	31.8
EBITDA마진율(%)	27.2	51.9	68.5	62.6	62.6

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	901	2,026	3,682	4,105	5,453
BPS	3,948	6,349	10,014	13,835	19,005
DPS	0	285	285	285	285
밸류에이션(배)					
PER	264.2	170.7	69.0	61.9	46.6
PBR	60.3	54.5	25.4	18.4	13.4
EV/EBITDA	577.9	210.3	56.9	45.4	34.1
성장성지표(%)					
매출증가율	6.6	109.9	104.3	35.2	31.9
EPS증가율	-1,925.5	124.8	81.8	11.5	32.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE	29.5	39.4	45.0	34.4	33.2
ROA	18.2	26.2	33.1	28.6	28.5
ROIC	162.0	4,632.4	980.8	273.0	180.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	49.2	53.8	25.2	17.3	16.5
순차입금 비율(%)	-63.9	-93.6	-75.1	-77.1	-69.1
이자보상배율(배)	37.6	9.7	20.1	24.1	31.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.5	19.6	43.0	39.0	45.5
재고자산회전율	101.6	57.7	78.5	129.9	151.7
총자산회전율	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	212	481	612	836	1,035
현금및현금성자산	19	66	239	481	567
유가증권	166	364	306	291	383
매출채권	17	5	16	15	20
재고자산	1	7	5	4	6
비유동자산	197	218	287	331	557
유형자산	19	40	72	121	319
무형자산	112	120	116	116	116
투자자산	3	4	5	5	5
자산총계	409	699	900	1,166	1,592
유동부채	129	240	177	168	221
매입채무및기타채무	10	11	2	2	3
단기차입금	5	0	0	0	0
유동성장기부채	0	1	2	2	2
비유동부채	6	5	4	4	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	5	4	3	3	3
부채총계	135	244	181	172	226
지배주주지분	274	445	703	971	1,334
자본금	27	27	35	35	35
자본잉여금	165	193	122	122	122
자본조정등	5	7	9	9	9
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	77	219	537	805	1,168
비지배주주지분	0	9	16	23	33
자본총계	274	454	719	994	1,367
비이자부채	125	239	176	167	221
총차입금	10	5	5	5	5
순차입금	-175	-425	-540	-766	-945

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	53	124	215	278	369
당기순이익	61	145	265	295	392
비현금성 비용 및 수익	-26	-15	-57	-26	-29
유형자산감가상각비	3	3	3	2	2
무형자산상각비	0	3	1	2	1
운전자본변동	16	-13	0	1	-5
매출채권등의 감소	-3	-6	-3	1	-5
재고자산의 감소	0	-6	2	0	-1
매입채무등의 증가	9	1	1	0	1
기타 영업현금흐름	2	7	7	8	11
투자활동 현금흐름	-108	-231	-10	-30	-336
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-23	-36	-51	-200
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-22	-10	-2	-1	-1
투자자산의 감소(증가)	19	1	0	0	0
기타	-102	-199	28	22	-135
재무활동 현금흐름	43	156	-33	-7	53
차입금의 증가(감소)	5	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	8	0	0
기타	38	156	-41	-7	53
기타 및 조정	1	-2	0	1	0
현금의 증가	-11	47	172	242	86
기초현금	30	19	66	239	481
기말현금	19	66	239	481	567

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

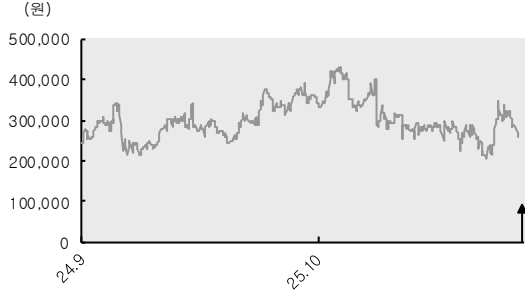
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2025.07.01~2026.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	143	95.3
Trading Buy (중립)	6	4
중립	1	0.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

알테오젠	추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
	2026.09.18	매수	400,000		