

알테오젠 (196170)

홍가혜

kahye0.hong@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

410,000

상향

현재주가

305,000

(26.08.07)

계약업종

QLEX 순항, 확장되는 플랫폼

- 목표주가 41만원으로 6.6% 상향, 신규 계약 반영
- KEYTRUDA QLEX 판매 호조로 매출 연동 마일스톤 본격화
- RNA 등 신규 모달리티 확장, 추가 계약 모멘텀 기대

투자 의견 매수, 목표주가 410,000원으로 6.6% 상향

목표주가는 rNPV 기반 DCF로 산출함. 기존 체결 계약 품목의 상업화와 연간 2 건의 신규 ALT-B4(SC 플랫폼) 라이선스 계약을 반영했으며, 지난 8/5 체결한 신규 계약을 추가 반영해 목표주가를 상향함. 신규 계약은 Target당 IV Peak Sales \$5,000M, SC 전환율 40%, 로열티 Mid-single digit을 가정함. 향후 신규 계약 대상 품목의 시장 규모 및 계약 조건이 현재 가정을 상회할 경우 추가적인 기업가치 상향 가능성이 존재한다고 판단함.

2Q26 Review: Keytruda Qlex 판매 확대로 판매 마일스톤 본격 반영

2Q26 연결 매출액 689억원(+270% yoy), 영업이익 342억원(흑전 yoy, OPM 49.6%)을 기록. 이 중 기술로 수익은 633억원으로 Keytruda Qlex 판매 마일스톤 및 Sanofi, AstraZeneca 등 기존 파트너사의 개발 진전에 따른 마일스톤이 반영됨. 동사 실적은 기술로 인식 시점에 따라 변동성이 큰 편이나, 이번 분기부터는 계약 체결 및 개발 단계의 일회성 기술료뿐만 아니라 상업화 제품의 판매 확대에 따른 반복적인 판매 마일스톤의 실적 기여가 본격화되기 시작했다는 점에 주목할 필요가 있음.

Keytruda Qlex(SC)의 2Q26 매출은 \$463M으로 전분기 대비 262% 증가했으며, 미국 Keytruda 처방 내 Qlex 비중도 10.6% 수준까지 상승함(Symphony Health 7월 처방 기준). Qlex는 '25년 9월 미국 출시 이후 '26년 4월 J-code 적용을 기점으로 판매가 빠르게 증가하고 있으며, MSD가 제시한 초기 SC 전환 계획에 부합하는 침투 속도로 판단함. 향후 Qlex 매출 증가에 따라 판매 마일스톤 역시 지속적으로 확대될 것으로 전망함. 3분기에도 Keytruda Qlex 관련 판매 마일스톤과 최근 체결한 신규 ALT-B4 계약의 계약금 유입이 예상되는 만큼 견조한 실적 흐름이 이어질 것으로 전망함.

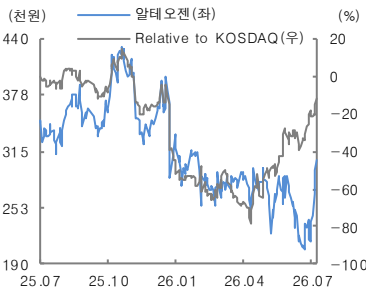
플랫폼 가치 재평가의 시작

최근 신규 계약은 동사 SC 플랫폼의 적용 범위가 기존 항체 중심에서 신규 바이오의약품으로 확대됨을 확인했다는 점에 의미가 있음. 동사는 이번 실적 발표를 통해 RNA까지 플랫폼 적용 영역을 확대하는 전략을 제시했으며, 하반기 추가 플랫폼 라이선스 계약도 기대하고 있음.

글로벌 경쟁사인 Halozyne 역시 최근 ENHANZE 플랫폼을 ADC에 이어 nucleic acid therapeutics까지 확대하는 첫 라이선스 계약을 체결함. 글로벌 SC 플랫폼이 다양한 바이오의약품으로 적용 영역을 확장 중인 만큼, 향후 RNA 등 신규 모달리티로의 확대는 동사의 중장기 성장동력을 강화하고 플랫폼 가치의 추가적인 재평가로 이어질 것으로 전망함.

KOSDAQ	798.81
시가총액	16,344십억원
시가총액비중	2.84%
자본금(보통주)	35십억원
52주 최고/최저	430,124원 / 206,213원
120일 평균거래대금	1,564억원
외국인지분율	14.57%
주요주주	박순재 외 4 인 20.33% 형인우 외 2 인 5.08%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.4	11.2	9.8	-8.2
상대수익률	22.2	66.9	48.6	-7.4



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	103	216	497	512	631
영업이익	25	107	301	308	391
세전순이익	37	163	396	377	460
총당기순이익	61	145	314	283	345
지배지분순이익	62	142	314	283	345
EPS	901	2,026	4,473	4,030	4,917
PER	264.2	170.7	65.6	72.8	59.7
BPS	3,961	6,366	10,649	14,392	19,026
PBR	60.1	54.3	28.6	21.2	16.0
ROE	29.5	39.4	52.6	32.2	29.4

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	454	513	497	512	9.4	-0.2
판매비와 관리비	101	108	140	145	38.1	33.9
영업이익	295	344	301	308	1.9	-10.6
영업이익률	65.0	67.1	60.6	60.2	-4.5	-6.9
영업외손익	63	64	95	69	52.0	8.0
세전순이익	358	408	396	377	10.7	-7.7
지배지분순이익	270	308	314	283	16.3	-8.1
순이익률	59.1	59.7	63.1	55.2	4.0	-4.4
EPS(지배지분순이익)	5,000	5,700	4,473	4,030	-10.5	-29.3

자료: 알테오젠, 대신증권 Research Center

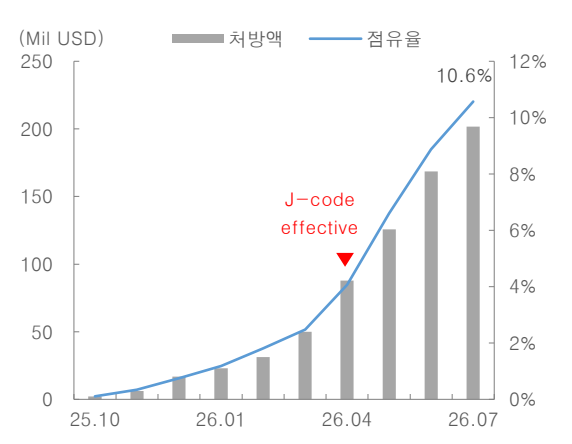
표 1. 알테오젠 목표주가 산정

(십억원, 천주, 원)

구분	Value
영업가치	28,245
순현금 및 금융자산	281
지분가치	28,526
총주식수(천주)	69,631
산출주가	409,565
목표주가	410,000
현재주가	305,000
상승여력	34.4%

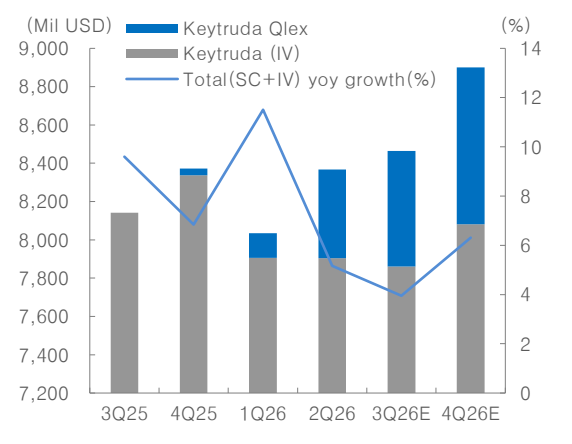
주: WACC 7.37%(terminal), 영구성장률 4.5%, 적용
자료: 대신증권 Research Center

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	계약 내용	계약 총액
19.11.29	Sanofi	다수의 제품에 대한 비독점 계약	\$1,373M
20.06.24	MSD	다수의 제품에 대한 비독점 계약 (Keytruda 독점 전환, 24.02.22)	\$4,317M
21.01.07	Intas	2개 제품에 대한 독점 계약	\$115M
22.12.29	Sandoz	다수 제품에 대한 독점 계약 (‘공동 개발’ 전환, 24.07.30)	비공개
24.11.08	Daichi Sankyo	Enhertu 독점 계약	\$300M
25.03.17	AstraZeneca	3 개 제품에 대한 독점 계약	\$750M
26.06.20	GSK	Jemperli 독점 계약	\$600M
26.03.25	Biogen	2 개 제품에 대한 독점 계약	\$285M
26.08.05	비공개	1 개 제품에 대한 독점 계약	\$365M

자료: 알테오젠, 대신증권 Research Center

그림 3. 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)	—
바이오시밀러	ALT-L9	습성 황반변성	품목허가(한국, 유럽)	—
바이오시밀러	ALT-L2	유방암	시판(중국)	치루제약
기타	ALT-BB4	부종/통증 완화 등	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	15,072	235.5	68.8	68.8	181.4	65.7	37.4	148.5	316.9	54.1%	64.4%	53.9%	70.5%
Halozyme	HALO US EQUITY	11,704	16.3	12.4	11.0	14.8	11.1	10.2	1,391.0	1,839.3	61.4%	59.0%	65.9%	66.3%

주: 단위는 USD, 배, %
자료: 알테오젠, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	103	216	497	512	631
매출원가	39	50	56	59	59
매출총이익	64	166	441	453	571
판매비와관리비	39	59	140	145	180
영업이익	25	107	301	308	391
영업이익률	24.7	49.5	60.6	60.2	62.1
EBITDA	28	112	319	335	435
영업외손익	11	56	95	69	69
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	8	56	56	54	52
외환관련이익	8	4	2	2	2
금융비용	-4	-12	-1	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	7	12	40	15	16
법인세비용차감전순손익	37	163	396	377	460
법인세비용	24	-18	-82	-94	-115
계속사업순손익	61	145	314	283	345
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	61	145	314	283	345
당기순이익률	59.0	67.3	63.1	55.2	54.7
비지배지분순이익	-2	4	0	0	0
지배지분순이익	62	142	314	283	345
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	61	145	314	283	345
비지배지분포괄이익	-2	4	0	0	0
지배지분포괄이익	62	142	314	283	345

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	901	2,026	4,473	4,030	4,917
PER	264.2	170.7	65.6	72.8	59.7
BPS	3,961	6,366	10,649	14,392	19,026
PBR	60.1	54.3	28.6	21.2	16.0
EBITDAPS	409	1,607	4,543	4,769	6,201
EV/EBITDA	581.2	212.1	49.7	46.7	35.3
SPS	1,489	3,087	7,084	7,294	8,988
PSR	159.9	112.1	43.1	41.8	33.9
CFPS	506	1,866	5,291	5,136	6,556
DPS	0	285	285	285	285

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	66	109.9	130.3	30	23.2
영업이익 증가율	흑전	320.8	181.6	23	27.1
순이익 증가율	흑전	139.2	116.2	-9.9	22.0
수익성					
ROIC	33.0	66.6	149.6	127.8	126.3
ROA	7.6	19.3	34.9	26.5	26.6
ROE	29.5	39.4	52.6	32.2	29.4
안정성					
부채비율	49.2	53.8	34.4	26.0	20.5
순차입금비율	-29.7	-49.3	-69.0	-72.9	-73.7
이자보상배율	37.6	9.7	8,004.2	-1,450.6	-846.6

자료: 알테오젠, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	212	481	800	1,040	1,316
현금및현금성자산	19	66	331	562	821
매출채권 및 기타채권	20	30	43	51	65
재고자산	1	7	15	15	19
기타유동자산	172	378	411	411	411
비유동자산	197	218	225	259	327
유형자산	19	40	51	87	156
관계기업투자금	0	1	1	1	1
기타비유동자산	178	177	173	171	170
자산총계	409	699	1,025	1,299	1,643
유동부채	129	240	258	264	276
매입채무 및 기타채무	19	26	41	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	262	268	280
자배지분	274	445	747	1,010	1,335
자본금	27	27	35	35	35
자본잉여금	165	193	193	193	193
이익잉여금	77	219	512	775	1,101
기타지분변동	5	7	7	7	7
비자배지분	0	9	16	21	28
자본총계	274	454	763	1,031	1,363
순차입금	-82	-224	-526	-751	-1,004

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	53	124	292	270	349
당기순이익	61	145	314	283	345
비현금항목의 가감	-26	-15	57	78	115
감가상각비	3	5	18	27	44
외환손익	-5	1	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-24	-21	38	50	70
자산부채의 증감	16	-13	-3	-3	-3
기타현금흐름	2	6	-77	-88	-108
투자활동 현금흐름	-108	-231	-67	-62	-113
투자자산	23	1	0	0	0
유형자산	-3	-23	-15	-50	-100
기타	-128	-209	-52	-12	-13
재무활동 현금흐름	43	156	-18	-25	-25
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	-1	0	0
현금의 증감	-11	47	265	231	259
기초 현금	30	19	66	331	562
기말 현금	19	66	331	562	821
NOPLAT	42	95	238	231	294
FCF	21	67	231	197	225

[Compliance Notice]

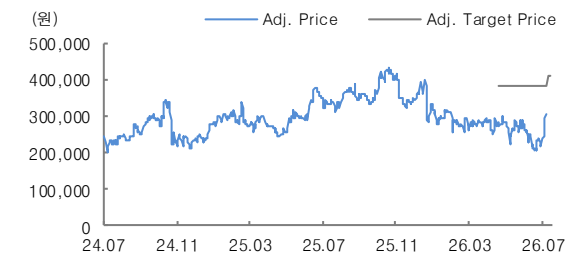
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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



제시일자	26.08.10	26.05.29	26.05.20
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	410,000	384,700	384,700
과리율(평균.%)		(33.17)	(26.45)
과리율(최대/최소.%)		(20.72)	(22.70)
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균.%)			
과리율(최대/최소.%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균.%)			
과리율(최대/최소.%)			
제시일자			00.06.29
투자의견			
목표주가			
과리율(평균.%)			
과리율(최대/최소.%)			

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260806)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	91.8%	8.2%	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