

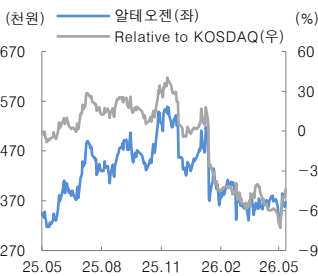
알테오젠 (196170)

홍기혜 kahye0.hong@dashin.com
이채리 RA chery.lee@dashin.com

투자 의견 **Buy**
신규
6개월 목표주가 **500,000**
신규
현재주가 **366,500**
(26.05.19) 업종

KOSPI	1,084.36
시가총액	19,639십억원
시가총액비중	2.91%
자본금(보통주)	27십억원
52주 최고/최저	559,000원 / 317,500원
120일 평균거래대금	2,424억원
외국인지분율	14.24%
주요주주	박순재 외 4 인 20.33% 형인우 외 2 인 5.08%

주가수익률(%)	1W	2W	3W	4W
절대수익률	0.1	-10.9	-32.6	14.7
상대수익률	8.0	-4.7	-45.9	-24.5



Initiation

검증된 플랫폼, 열려 있는 Upside

- 검증된 ALT-B4(SC 제형) 플랫폼, 빅파마 계약 이어지는 중
- 로열티/마일스톤 비즈니스 구조, Keytruda SC로 마진 개선 가속
- 신규 딜 가시화, 모달리티 확장이 re-rating 트리거

투자 의견 매수, 목표주가 500,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 파이프라인별 마일스톤 및 로열티 수익 추정 기반 rNPV 방식의 DCF로 산출. 기체결 계약 및 연 2건의 신규 계약(IV Peak sales \$5bn, Conversion rate 40~60%) 가정 포함. WACC 9.26%, 영구성장률 4.5% 적용. 딜 규모 상회, 상업화 품목 비중 확대 시 목표주가 상향 가능.

검증된 플랫폼, 확장되는 파트너십

키트루다 SC제형의 미국/EU 허가 및 판매 개시로 ALT-B4 플랫폼의 임상적/상업적 검증 완료. 글로벌 빅파마 다수와 라이선스 계약을 체결한 상태이며, '26년에도 Biogen, GSK와 신규 계약 추가됨. IV→SC 전환은 환자 편의성 향상과 의료비 절감이라는 구조적 방향성에 기반하며, 트랙레코드 축적에 따른 협상력 강화로 파트너십 확장 모멘텀은 지속될 전망.

이미 시작된 기술로 스트림. 장기 현금흐름 가시성 확보

Keytruda SC 세일즈 연동 마일스톤 수취가 본격화됨. '26년 약 3,000억원, '27년 약 4,000억원, '28년 약 5,000억원 수취 예상되며, 이후 경상 로열티 전환. Dupixent SC는 연내 임상 3상 진입 추정되며, 상업화 시 추가 마일스톤 수취가 가시화될 전망. 플랫폼 특허 기간이 2043년까지 확보되어 장기 현금흐름 가시성이 높음

신규 계약과 모달리티 확장이 주가 리레이팅의 핵심 변수

로열티율 논란/특허 분쟁 등 노이즈로 주가가 조정 받았으나, 특허 분쟁 리스크는 점진적으로 완화되는 추세로 불확실성 해소 과정에 있음. 2Q26 내 추가 신규 계약 가시화가 기대되며, 계약 품목 및 조건이 목표주가 상향의 핵심 변수로 작용할 전망. 하반기 주요 체크포인트는 Dupixent SC 임상 3상 진입, Enhertu SC 임상 결과, Keytruda SC 점유율 확대가 있음. 특히 Enhertu SC는 ADC 계열 최초의 SC 제형 전환 시도로, 임상 성공 시 플랫폼의 적용 범위가 항체에서 ADC로 확장됨을 의미함. ADC/이중항체 등 복합 모달리티 등 추가 확장 시 플랫폼 가치의 구조적 재평가가 기대됨

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	28.7	20.3	14.8
ROE	29.5	39.4	47.3	36.7	33.2

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

표1. 알테오젠 목표주가 산정 DCF

(십억원, %, 천주, 원)

(십억원, %, 천주, 원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
NOPLAT	246	395	413	972	1,010	795	852	961
감가상각비	17	18	19	22	22	22	22	22
총현금흐름	262	413	432	994	1,033	818	875	984
설비 및 무형자산 투자	-15	-20	-20	-2	-2	-2	-2	-2
운전자본 증감	-17	-15	-2	-58	-4	21	-6	-10
총투자	-32	-35	-22	-60	-6	19	-8	-12
FCFF								
Adjusted Free Cashflow	286	390	609	970	955	848	906	998
Discounted Free Cashflow	286	358	514	754	685	562	556	567
Valuation								
Total PV of FCFF('26E-'33E)	5,971							
PV of Terminal Value	20,274							
EV	26,245							
+ 순현금	281							
+ 관계기업투자	1							
- 비지배주주지분	9							
지분가치	26,519							
총주식수	53,510							
산출주가	495,586							
목표주가	500,000							
현재주가	369,000							
Upside	34%							

주: WACC=9.26, 영구성장률(g)=4.5% 적용
 자료: 대신증권 Research Center 추정

표2. 주요 가정

(단위: 백만달러, %)

계약사	추정 제품	계약총액	추정 로열티	PoS 가정
S 사	Dupixent 외	\$1,373M	-	90%
MSD	Keytruda 외	\$4,317M	2%	100%
Daiichi Sankyo	Enhertu	\$300M	4%	76%
AZ	Imfinzi 외	\$1,350M	4%	90%
GSK	Jemperli	\$285M	4%	90%
Biogen	felzartamab 외	\$579M	4%	73%

자료: 대신증권 Research Center

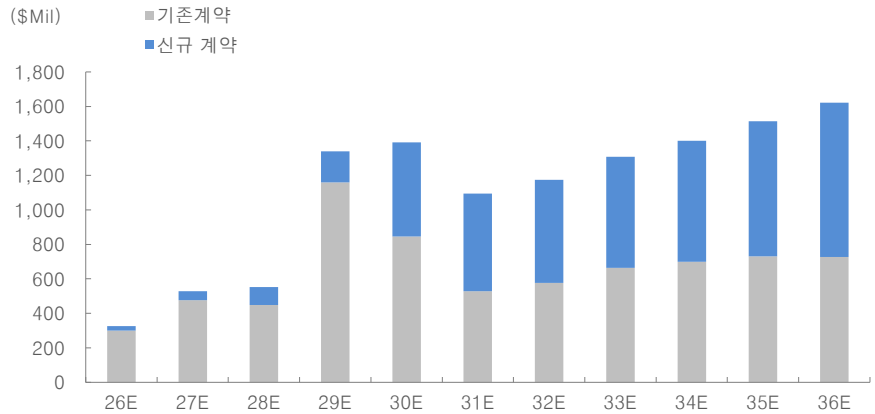
표3. Peer Valuation

(단위: 단위)

기업명	시가총액	12M Fwd P/E	EPS 2-yr CAGR	Operating margin('26E)	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 2-yr CAGR
알테오젠	12,712	66.7	133%	70.3%	38.2	131%
할로자임	7,961	8.0	23%	58.6%	7.9	23%

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 1. ALT-B4 계약별 매출 추정



자료: 알테오젠, 대신증권 Research Center

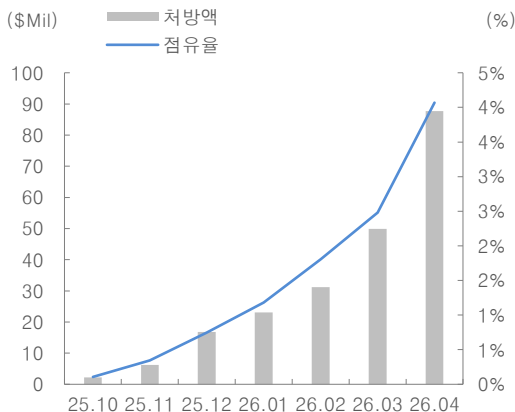
표4. ALT-B4(재조합 히알루로니다제) 기술수출 현황

(단위: 백만달러)

계약상대방	대상지역	계약종료일	계약총액	수취금액	진행단계
비공개(글로벌 제약사)	WW	총 계약금액 수취 완료 시	\$1,373M	\$13M	비공개
MSD(스위스)	WW	"총 계약금액 수취 완료 시 (키트루다의 경우 특허 만료 시)"	\$4,317M	\$36M	키트루다 피하주사제형 미국, EU 판매 개시
Intas(인도)	WW (일부 아시아국가제외)	제품 출시 후 10년	\$115M	\$6M	비공개
Sandoz(스위스)	WW	로열티 기간 만료일	비공개	비공개	비공개
Daichi Sankyo (일본)	WW	로열티 기간 만료일	\$300M	\$20M	비공개
MedImmune Ltd. (영국)	WW	로열티 기간 만료일	\$750M	\$25M	비공개
MedImmune, LLC (미국)	WW	로열티 기간 만료일	\$600M	\$20M	비공개
Tesaro, Inc. (미국)	WW	로열티 기간 만료일	\$285M	\$20M	비공개
Biogen International GMBH (스위스)	WW	로열티 기간 만료일	\$579M	\$20M	비공개

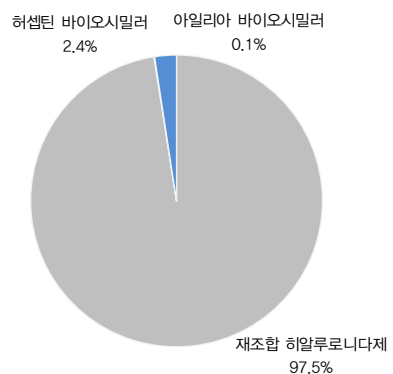
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. Keytruda SC 처방 데이터(US)



주: US 기준
자료: Symphony Health, 대신증권 Research Center

그림 3. 유형별 매출 비중



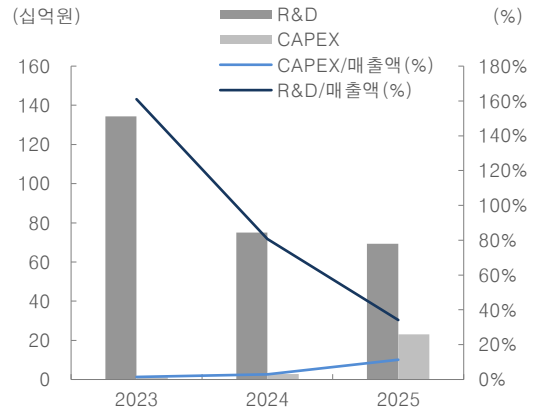
주: 4Q25 기준
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 4. 알테오젠 파이프라인 현황

분류	파이프 라인명	적응증/ 적용 범위	개발 단계	파트너사
플랫폼 (제형변경)	ALT-B4 등	피하주사 제형 변경	-	해외/06건, 파트너사별 개별 진행
신약	ALT-P1	성장호르몬 결핍증	임상 2상 (한국, 인도)	크리스탈리아
신약	ALT-P7	유방암	임상 1상 완료(한국)	-
바이오 시밀러	ALT-L9	습성 황반변성	품목허가 (한국, 유럽)	-
바이오 시밀러	ALT-L2	유방암	품목허가 (중국)	치루제약
기타	ALT-BB4	부종/통증 완화 등	품목허가 (한국)	-

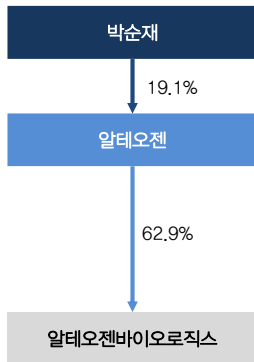
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 5. R&D 및 CAPEX 투자현황



자료: DART, Quantwise, 대신증권 Research Center

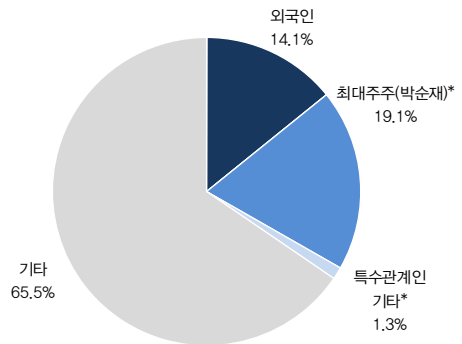
그림 6. 지배구조



*당기 중 알테오젠헬스케어가 알토스바이오로직스에 흡수합병되며 알테오젠바이오로직스로 사명변경

주: 4Q25 기준
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 7. 주주구성



주: 4Q25 기준
자료: DART, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	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	296	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
비지배지분순이익	-2	4	-1	-2	-2
지배지분순이익	62	142	270	308	387
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	61	145	269	306	385
비지배지분포괄이익	-2	4	-1	-2	-2
지배지분포괄이익	62	142	270	308	387

Valuation 지표 (단위: 원 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
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	28.7	20.3	14.8
EBITDAPS	532	2,089	5,783	6,709	8,651
EV/EBITDA	581.2	212.1	61.8	52.5	40.0
SPS	1,936	4,012	8,415	9,503	11,706
PSR	159.9	112.0	43.9	38.8	31.5
CFPS	657	2,425	6,151	7,092	9,046
DPS	0	371	371	371	371

재무비율 (단위: 원 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	66	109.9	110.4	130	23.2
영업이익 증가율	흑전	320.8	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: 알테오젠, 대신증권 Research Center

재무상태표 (단위: 십억원)

	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
기타자본변동	5	7	7	7	7
비지배지분	0	9	14	20	28
자본총계	274	454	710	1,003	1,378
순차입금	-82	-224	-477	-759	-1,119

현금흐름표 (단위: 십억원)

	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	354
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]

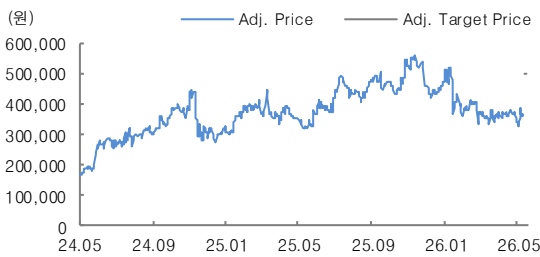
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	26.05.20
투자의견	Buy
목표주가	500,000
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
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:20260517)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.9%	10.1%	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