Results Comment

알테오젠 (196170)

Qlex 판매 확대와 신규 계약 효과 확인

- 3Q26 영업이익 789억원, 전년 대비 196% 증가
- Qlex 판매 마일스톤 확대·추가 기술수출 기대
- 투자의견 매수, 목표주가 450,000원 유지

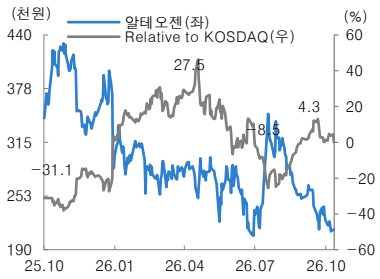
홍가혜 kahye0.hong@daishin.com

성하원 hawon.sung@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	450,000 유지
현재주가 (26.11.03)	213,500
	제약업종

KOSDAQ	704.39
시가총액	14,871십억원
시가총액비중	2.58%
자본금(보통주)	35십억원
52주 최고/최저	430,124원 / 206,213원
120일 평균거래대금	1,548억원
외국인지분율	16.29%
주요주주	박순재 외 5 인 20.33% 형인우 외 2 인 5.08%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-17.7	-12.6	-24.7	-46.9
상대수익률	4.3	-8.5	27.5	-31.1



	2025	2026F
주당배당금(DPS) (원)	285	356
수익률(%)	0.2	0.2
총주주환원 (십억원)	285	356
수익률(%)	0.2	0.2

주: 대신증권 Research Center 추정. 추정치는 12M FWD 기준

투자의견 매수, 목표주가 450,000원 유지

목표주가는 파이프라인별 위험조정 순현재가치(rNPV)를 반영한 DCF 방식으로 산출. 주요 파이프라인 상업화 가정 및 중장기 현금흐름 전망을 유지하며, Qlex 판매 확대에 따른 기술료 수익 증가와 추가 파트너십 확보 가능성에 주목함.

3Q26 Review: Qlex 판매 마일스톤과 신규 계약금이 실적 성장 견인

3Q26 연결 매출액은 1,198억원(+144.4% yoy, +73.9% qoq), 영업이익은 789억원(+195.8% yoy, +130.8% qoq)를 기록. 당사 추정치를 소폭 하회했으나, 전년 동기 및 전분기 대비 큰 폭의 외형 성장과 수익성 개선을 보임. 기술료 수익은 약 1,100억원으로 Keytruda Qlex 판매 마일스톤과 3분기 체결한 ALT-B4 신규 파트너사 기술료 수익이 성장을 견인함. 고수익 기술료 중심의 매출 구성으로 영업이익률은 65.9% (+11.4%p yoy, +16.2%p qoq)를 기록.

파트너사 MSD의 3Q26 Qlex 매출액은 8.3억달러로 전분기 대비 79.3% 증가했으며, Symphony Health의 9월 처방실적 기준 SC 전환율은 15.7%(+3.4%p mom)을 기록하며 판매 확대가 지속되고 있음.

판매 마일스톤 중심의 성장 지속, 신규 계약은 추가 성장 요인

2026년 연결 매출액 4,531억원(+110.0% yoy), 영업이익 3,014억원(+181.9% yoy)을 전망함. 4Q26에도 Qlex 판매 확대에 따라 마일스톤 인식 규모가 증가할 것으로 예상됨. 향후 실적의 핵심은 Qlex의 SC 전환 확대에 따른 판매 목표 달성 속도이며, 신규 ALT-B4 계약과 기존 파트너사의 임상 진전에 따른 개발 마일스톤은 추가적인 이익 개선 요인임. MTA 평가를 마친 잠재 파트너사들과의 후속 논의가 실제 계약으로 이어질 경우 기술료 수익 기반도 확대될 전망.

(단위: 십억원, %)

구분	3Q25	2Q26	3Q26					4Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	49	69	145	120	144.4	73.9	116	193	198.9	61.0
영업이익	27	34	90	79	195.8	130.8	76	149	658.8	88.9
순이익	22	28	87	43	92.3	51.2	50	129	86.3	200.2

자료: 알테오젠, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 , %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	103	216	453	514	639
영업이익	25	107	301	331	424
세전순이익	37	163	344	400	493
총당기순이익	61	145	272	300	370
지배지분순이익	62	142	272	300	370
EPS	901	2,026	3,870	4,198	5,175
PER	264.2	170.7	55.0	50.7	41.2
BPS	3,961	6,366	10,042	13,790	18,685
PBR	60.1	54.3	21.3	15.5	11.4
ROE	29.5	39.4	47.3	35.5	31.9

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	520	512	453	514	-12.9	0.3
판매비와 관리비	140	145	107	140	-23.6	-3.4
영업이익	324	308	301	331	-7.1	7.6
영업이익률	62.3	60.2	66.5	64.5	4.2	4.3
영업외손익	102	75	42	69	-58.5	-8.0
세전순이익	426	383	344	400	-19.4	4.5
지배지분순이익	337	287	272	300	-19.4	4.5
순이익률	64.8	56.1	60.0	58.5	-4.8	2.3
EPS(지배지분순이익)	4,809	4,093	3,870	4,198	-19.5	2.6

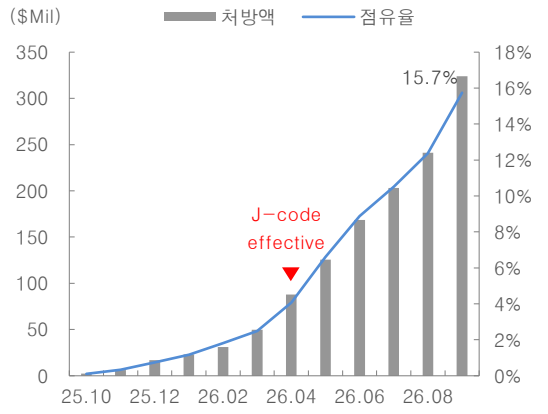
자료: 알테오젠, 대신증권 Research Center

표 1. 알테오젠 목표주가 산정

구분	Value
영업가치(십억원)	31,262
순현금 및 금융자산(십억원)	282
지분가치(십억원)	**31,536**
총주식수(천주)	69,655
산출주가(원)	452,749
목표주가(원)	**450,000**
현재주가(원)	213,500
상승여력	**110.8%**

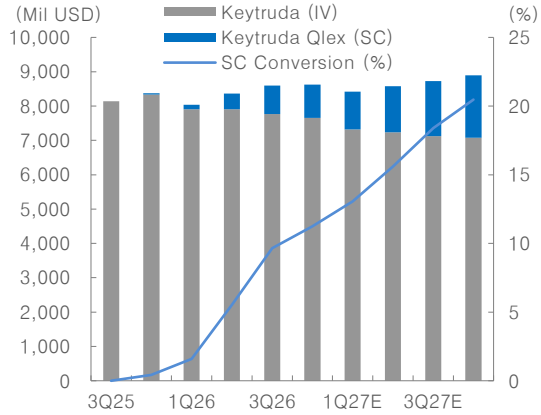
주: WACC 9.26%(terminal), 영구성장률 4.5% 적용
자료: 대신증권 Research Center

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	Daiichi 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

표 3. 알테오젠 파이프라인 현황

분류	파이프라인명	적응증/적용 범위	개발 단계	파트너사
플랫폼 (제형변경)	ALT-B4 등	피하주사 제형 변경	-	해외 L/O(8 건), 파트너사별 개별 진행
신약	ALT-M5	비만	전임상	-
신약	ALTS-OP01	황반변성	전임상	-
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	11,078	164.8	48.0	48.0	126.2	44.6	24.2	149	365	54.1%	65.8%	53.9%	66.7%
Halozyme	HALO US EQUITY	14,636	20.4	15.3	13.5	18.1	13.4	12.4	1,391	1,881	61.4%	58.4%	65.9%	65.8%

주: 26.11.03 기준
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	103	216	453	514	639
매출원가	39	50	45	42	44
매출총이익	64	166	408	471	594
판매비와관리비	39	59	107	140	170
영업이익	25	107	301	331	424
영업이익률	24.7	49.5	66.5	64.5	66.4
EBITDA	28	112	319	357	466
영업외손익	11	56	42	69	69
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	8	56	62	60	58
외환관련이익	8	4	2	2	2
금융비용	-4	-12	-60	-6	-6
외환관련손실	0	0	59	6	6
기타	7	12	40	15	17
법인세비용차감전순손익	37	163	344	400	493
법인세비용	24	-18	-71	-100	-123
계속사업순손익	61	145	272	300	370
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	61	145	272	300	370
당기순이익률	59.0	67.3	60.0	58.5	58.0
비지배지분순이익	-2	4	0	0	0
지배지분순이익	62	142	272	300	370
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	61	145	272	300	370
비지배지분포괄이익	-2	4	0	0	0
지배지분포괄이익	62	142	272	300	370

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	212	481	758	1,020	1,323
현금및현금성자산	19	66	292	542	827
매출채권 및 기타채권	20	30	42	52	65
재고자산	1	7	14	16	19
기타유동자산	172	378	411	411	411
비유동자산	197	218	222	255	321
유형자산	19	40	48	83	150
관계기업투자금	0	1	1	1	1
기타비유동자산	178	177	173	171	170
자산총계	409	699	981	1,275	1,644
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
지배지분	274	445	706	986	1,336
자본금	27	27	36	36	36
자본잉여금	165	193	193	193	193
이익잉여금	77	219	471	751	1,101
기타자본변동	5	7	7	7	7
비지배지분	0	9	15	20	28
자본총계	274	454	721	1,007	1,364
순차입금	-82	-224	-282	-731	-1,011

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	901	2,026	3,870	4,198	5,175
PER	264.2	170.7	55.0	50.7	41.2
BPS	3,961	6,366	10,042	13,790	18,685
PBR	60.1	54.3	21.3	15.5	11.4
EBITDAPS	409	1,607	4,531	4,990	6,523
EV/EBITDA	581.2	212.1	45.2	39.7	29.8
SPS	1,489	3,087	6,445	7,182	8,929
PSR	159.9	112.1	33.1	29.7	23.9
CFPS	506	1,866	5,225	5,300	6,834
DPS	0	285	285	285	285

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	53	124	305	289	375
당기순이익	61	145	272	300	370
비현금항목의 가감	-26	-15	95	79	119
감가상각비	3	5	17	26	42
외환손익	-5	1	57	4	4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-24	-21	21	49	72
자산부채의 증감	16	-13	-3	-3	-3
기타현금흐름	2	6	-59	-88	-111
투자활동 현금흐름	-108	-231	-64	-59	-110
투자자산	23	1	0	0	0
유형자산	-3	-23	-12	-47	-97
기타	-128	-209	-52	-12	-13
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	9	0	0
현금배당	0	0	-20	-20	-20
기타	25	151	150	151	151
현금의 증감	-11	47	225	250	285
기초 현금	30	19	66	292	542
기말 현금	19	66	292	542	827
NOPLAT	42	95	239	249	318
FCF	21	67	231	213	248

재무비율

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	6.6	109.9	109.9	13.4	24.3
영업이익 증가율	흑전	320.8	181.9	9.9	28.0
순이익 증가율	흑전	139.2	87.4	10.4	23.3
수익성					
ROIC	33.0	66.6	150.9	140.1	139.9
ROA	7.6	19.3	35.9	29.4	29.1
ROE	29.5	39.4	47.3	35.5	31.9
안정성					
부채비율	49.2	53.8	36.1	26.6	20.5
순차입금비율	-29.7	-49.3	-67.5	-72.7	-74.1
이자보상배율	37.6	9.7	8,013.5	-1,560.2	-917.4

자료: 알테오젠, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

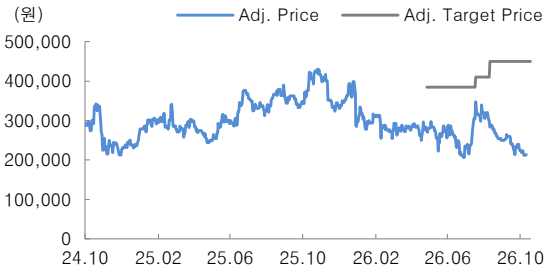
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	26.11.04	26.10.23	26.09.03	26.08.24	26.08.10	26.05.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	450,000	450,000	450,000	410,000	410,000	384,700
괴리율(평균,%)		(45.48)	(44.10)	(24.01)	(22.55)	(32.74)
괴리율(최대/최소,%)		(35.89)	(35.89)	(17.20)	(17.20)	(9.55)
제시일자	26.05.20					
투자의견	Buy					
목표주가	384,700					
괴리율(평균,%)	(26.45)					
괴리율(최대/최소,%)	(22.70)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						00.06.29
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20261101)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(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