

알테오젠 (196170)

노바티스 Del-desiran 가치 제외

2026년 9월 9일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	520,000 원 (하향)
✓ 상승여력	87.7%	✓ 현재주가 (9월 8일)	277,000 원

[계약/바이오]

엄민용 연구위원
✉ my.eom@shinhan.com

윤석현 연구원
✉ sh.yun@shinhan.com

신한생각 노바티스 AOC 3개 중 1개 3상 실패, 목표주가 소폭 하향

지난 9월 2일 노바티스와 4.4조원 규모 기술이전 계약 체결. 당사가 3개 품목 SC 가치 산정했으나, Del-desiran의 임상 3상 실패에 따라 SC 전환 '확정 품목'이 3개에서 2개로 변경. FDA 승인 신청된 Del-zota는 1H27 승인 순항 중. 노바티스 계약에서 이번 결과로 변동되는 사항은 없음

전세계 최초 DM1 치료제 개발은 역시 어렵다. 남은 2개 품목 순항 중

노바티스는 2025년 10월 Avidity 16.4조원 규모 인수로 AOC* 3개 품목 확보했으며 모두 블록버스터로 예상. 3개 에셋 Del-zota, Del-desiran, Del-brax 중 제1형 근긴장성 이영양증(DM1) 치료제 Del-desiran이 임상 3상 1차 지표 미달성 발표. 노바티스는 전 거래일 대비 9.9% 하락 마감

54주간 8주 간격 혈관주사(IV)로 투약하는 Del-desiran 투여 방법에 따라 당사가 SC 개발 후보군으로 추정했으나 향후 개발 전략 아직 미확실. AOC SC 전환 예상 품목 중 Del-desiran 제외하며 3개에서 2개로 축소

Valuation & Risk: 10개 품목 옵션 유지 추정. 다른 AOC로 변경 전망

목표주가 540,000원에서 Del-desiran SC 개발 제외해 520,000원으로 소폭(3.7%) 하향했으나 투자의견 매수 및 업종 내 최선호주 의견 유지

노바티스가 2027년 상반기 승인 예정하고 있는 Del-zota는 순항 중이며 SC 개발 계획 또한 변동 없음. Del-Brax도 최대 40억달러 매출 목표로 개발 중인 상황으로 AOC 2개 물질 SC 개발은 계속 가치평가에 반영. 이번 Del-desiran 실패로 인한 계약금 반환이나 기존 계약 축소 또는 변경은 없을 것. 향후 ADC 및 이중항체 등 총 10개 품목의 SC 개발 추정 전망

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	102.9	215.9	453.5	755.8	1,017.7
영업이익 (십억원)	25.4	106.9	288.8	557.9	843.9
순이익 (십억원)	62.3	141.7	305.6	517.8	721.4
ROE (%)	29.5	39.4	52.5	54.0	47.0
배당수익률 (%)	-	0.1	0.2	0.2	0.2
PER (배)	264.2	170.9	63.6	37.5	26.9
PBR (배)	60.3	54.5	27.0	16.2	10.4
EV/EBITDA (배)	581.2	212.1	60.8	29.8	19.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

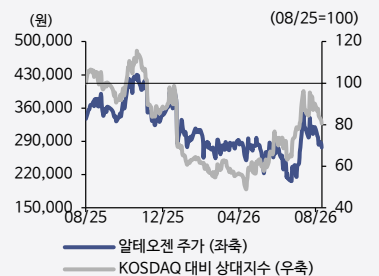
Revision	
실적추정치	유지
Valuation	하향

시가총액	19,294.5십억원
발행주식수(유동비율)	69.7백만주(79.6%)
52주 최고가/최저가	430,124 원/206,213 원
일평균 거래액 (60 일)	177,017백만원
외국인 지분율	14.7%

주요주주 (%)	
박순재 외 5 인	20.3
형인우 외 2 인	5.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(9.2)	24.4	(24.7)	(21.2)
상대	(10.6)	39.6	(24.1)	(8.3)

주가



* AOC: 항체-올리고 접합체

알테오젠 SOTP Valuation

	(단위: 십억원, 천주, 원)	환산가치 변경 전	환산가치 변경 후	비고
1	영업가치		36,066.5	
	MSD 키트루다SC		4,719.3	키트루다 특허 미국 2029년, 유럽 2031년 만료 기준
	MSD 5개 SC 후속 제품		7,185.6	특허 이슈 해소로 2배 프리미엄
	다이이찌산코 엔허투SC		6,725.4	엔허투SC 2030년 유방암 1차 치료제 승인 가정
	아스트라제네카 SC 3개 품목		6,801.9	임핀지SC, 릴베고스토미그SC, 볼루스토미그SC 3개 제품 반영
	산도즈 바이오시밀러SC 다품목		2,631.1	다잘렉스SC, 오크레부스SC, 옴디보SC 3개 제품만 반영
	노바티스 AOC 3개 품목	2,728.9	1,353.7	AOC 3개 중 del-zota, del-brax SC 2개 제품 반영
	노바티스 항체 및 AOC 7개 품목		4,004.0	7개 후속 물질 개발 가정: 마일스톤 + 로열티 가치 프리미엄
	GSK 젬펄리SC		435.2	젬펄리SC 1개 제품만 반영
	바이오젠 펠자타맵SC		860.3	개발 가능한 2개 제품 중 펠자타맵SC만 반영
	사노피 듀피젠트SC 고용량		561.7	듀피젠트SC 고용량 2030년 출시 및 판매 로열티 없음
	파부시슬, 통증 완화 테르가제		580.2	2024년 상반기 식약처 허가 및 하반기 판매 개시
	인타스 허셉틴SCBS		140.9	허셉틴SC 시밀러, 2024년 하반기 허가 신청, 2025년 판매
	세레스, 알토스		67.2	2025년 장부가액 반영
2	순부채(순현금)		(442.1)	2026년 기말 예상액 반영
3	발행주식수(천주)		69,655	8월 26일 무상증자 신주 상장 완료
4	적정주가(원)		524,134	
5	목표주가(원)		520,000	3.7% 하향 (기존 540,000원)
	현재 주가		277,000	2026년 9월 8일
	상승여력		87.7%	

자료: 에프엔가이드 QunatiWise, 신한투자증권

알테오젠 ALT-B4 피하주사 플랫폼 기술이전 현황

계약일	파트너사	설명	계약규모 (십억원)	계약금 (십억원)	비고
2019.12.02	사노피	듀피젠트 고용량SC + 1개 품목	1,619	15.3	2026년 6월 듀피젠트 고용량SC 임상 1상 개시 마일스톤 2,000만달러 (듀피젠트 25년 매출 22조원)
2024.02.22 (독점 변경)	MSD	키트루다SC(독점) + 5개 품목(비독점)	5,570	46.0	2024년 2월 키트루다SC 독점 변경 2025년 9월 23일 FDA 승인, 10월 출시
2021.01.07	인타스	2개 품목	120	6.5	2025년 상반기 Pivotal 임상 진행 허셉틴SC 바이오시밀러 추정
2024.07.30 (재계약)	산도즈/노바티스	비공개(다품목)	비공개	비공개	첫 마일스톤 2025년 1월, 다품목 (4+), 계약 지역에 따라 지급, 공동 개발 방식
2024.11.08	다이이찌 산코	엔허투SC	420	28.0	2025년 6월 임상 1상 등록, 9월 1상 개시 용량, 안정성, 내약성, PK 및 효능 평가
2025.03.15	아스트라제네카	임핀지SC, 릴베고SC + 1개 품목	1,964	65.4	2026년 2월 임핀지SC 임상 1상 개시 2025년 10월 릴베고스토미그SC 임상 1상 개시
2026.01.20	GSK	젬펄리SC	420	29.5	기존 할로자임 계약사 GSK(ViiV) 신규 계약 의의 특허 이슈 해소 및 플랫폼 가치 우위 확인
2026.03.25	바이오젠	2개 품목	870	30.0	두번째 물질 개발 시 150억원 추가 계약금 인식 최대 3개까지 개발 가능한 옵션 포함
2026.08.04	글로벌 제약사	1개 품목	522	비공개	동일 기전 경쟁 약물 중 매출 1위 약물로 추정 연매출 50억달러 이상 블록버스터로 추정
2026.09.02	노바티스	비공개(다품목)	4,416	비공개	상업화 및 개발단계 물질 모두 포함 추정 단일 이중항체 및 ADC 외 신규 모달리티 포함 추정
ALT-B4 누적 계약 규모(공개 금액 기준)			15,922	220.7	누적 계약규모 15.9조원 글로벌 제약사 10개 기업과 파트너십 체결

자료: DART, 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	409.0	698.7	974.0	1,461.7	2,153.9
유동자산	211.8	480.8	712.9	1,100.0	1,730.5
현금및현금성자산	19.0	66.4	202.5	491.7	911.4
매출채권	17.2	4.8	10.1	16.8	22.7
재고자산	1.0	6.5	13.7	22.9	30.8
비유동자산	197.2	217.9	261.2	361.7	423.4
유형자산	19.2	40.4	81.9	181.1	241.7
무형자산	112.1	120.1	120.8	120.8	120.8
투자자산	2.7	3.6	4.6	5.9	7.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	134.9	244.3	238.5	234.6	233.4
유동부채	129.2	239.7	234.4	230.8	230.1
단기차입금	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	10.0	11.2	23.5	39.1	52.7
유동성장기부채	0.0	1.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
비유동부채	5.7	4.6	4.1	3.8	3.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	5.1	4.2	3.2	2.2	1.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	274.1	454.4	735.5	1,227.2	1,920.5
자본금	26.7	26.8	26.8	26.8	26.8
자본잉여금	165.3	192.7	192.7	192.7	192.7
기타자본	4.8	7.2	7.2	7.2	7.2
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	76.9	218.5	492.1	970.9	1,646.3
지배주주지분	273.6	445.2	718.7	1,197.6	1,873.0
비지배주주지분	0.5	9.2	16.8	29.6	47.5
*총차입금	103.7	206.1	164.0	133.8	108.5
*순차입금(순현금)	(81.5)	(223.9)	(442.1)	(788.5)	(1,382.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	53.0	124.1	302.4	542.2	781.9
당기순이익	60.7	145.2	313.1	530.6	739.3
유형자산상각비	2.7	2.6	18.5	60.8	84.6
무형자산상각비	0.2	2.9	3.2	3.2	3.2
외화환산손실(이익)	(4.9)	0.9	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
운전자본변동	15.6	(12.5)	(31.7)	(51.8)	(44.4)
(법인세납부)	(3.2)	(0.3)	(37.9)	(101.1)	(196.5)
기타	(18.1)	(14.7)	37.2	100.5	195.7
투자활동으로인한현금흐름	(107.8)	(231.1)	(104.3)	(190.7)	(298.0)
유형자산증가(CAPEX)	(2.7)	(23.0)	(60.0)	(160.1)	(145.2)
유형자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(21.7)	(10.4)	(3.9)	(3.2)	(3.2)
투자자산감소(증가)	3.6	(0.3)	(1.0)	(1.3)	(1.1)
기타	(87.0)	(197.4)	(39.4)	(26.1)	(148.5)
FCF	62.6	60.8	199.1	327.2	571.3
재무활동으로인한현금흐름	43.3	155.6	(62.1)	(62.3)	(64.2)
차입금증가(감소)	10.0	(5.0)	(42.0)	(30.3)	(25.2)
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	(20.0)	(32.0)	(39.0)
기타	33.3	160.6	(0.1)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
연결범위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.3	(1.3)	0.0	0.0	0.0
현금증가(감소)	(11.2)	47.4	136.1	289.1	419.7
기초현금	30.2	19.0	66.4	202.5	491.7
기말현금	19.0	66.4	202.5	491.7	911.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	102.9	215.9	453.5	755.8	1,017.7
증감률 (%)	6.6	109.9	110.1	66.6	34.6
매출원가	38.8	50.2	50.4	82.3	75.4
매출총이익	64.1	165.6	403.2	673.5	942.2
매출총이익률 (%)	62.3	76.7	88.9	89.1	92.6
판매관리비	38.7	58.7	114.4	115.6	98.3
영업이익	25.4	106.9	288.8	557.9	843.9
증감률 (%)	흑전	320.8	170.1	93.2	51.3
영업이익률 (%)	24.7	49.5	63.7	73.8	82.9
영업외손익	11.2	55.8	62.2	73.8	91.8
금융손익	3.8	44.1	49.7	61.2	79.3
기타영업외손익	7.4	11.7	12.6	12.6	12.6
중소 및 관계기업관련손익	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
세전계속사업이익	36.6	162.7	351.0	631.7	935.8
법인세비용	(24.1)	17.6	37.9	101.1	196.5
계속사업이익	60.7	145.2	313.1	530.6	739.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	60.7	145.2	313.1	530.6	739.3
증감률 (%)	흑전	139.2	115.7	69.5	39.3
순이익률 (%)	59.0	67.3	69.0	70.2	72.6
(지배주주)당기순이익	62.3	141.7	305.6	517.8	721.4
(비지배주주)당기순이익	(1.6)	3.5	7.6	12.8	17.9
총포괄이익	60.7	145.2	313.1	530.6	739.3
(지배주주)총포괄이익	62.3	141.7	305.6	517.8	721.4
(비지배주주)총포괄이익	(1.6)	3.5	7.6	12.8	17.9
EBITDA	28.3	112.4	310.5	622.0	931.7
증감률 (%)	흑전	297.8	176.3	100.3	49.8
EBITDA 이익률 (%)	27.5	52.1	68.5	82.3	91.6

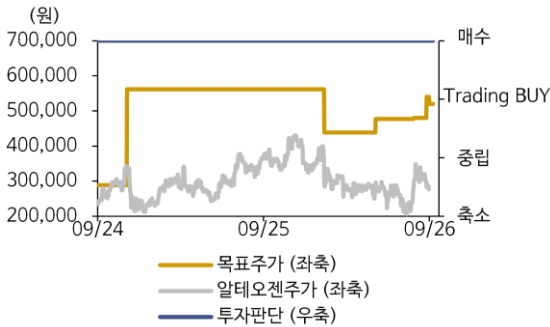
주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	879	2,074	4,463	7,561	10,533
EPS (지배순이익, 원)	901	2,023	4,355	7,378	10,279
BPS (자본총계, 원)	3,955	6,481	10,480	17,485	27,363
BPS (지배지분, 원)	3,948	6,349	10,241	17,063	26,687
DPS (원)	0	285	460	560	660
PER (당기순이익, 배)	271.0	166.8	62.1	36.6	26.3
PER (지배순이익, 배)	264.2	170.9	63.6	37.5	26.9
PBR (자본총계, 배)	60.2	53.4	26.4	15.8	10.1
PBR (지배지분, 배)	60.3	54.5	27.0	16.2	10.4
EV/EBITDA (배)	581.2	212.1	60.8	29.8	19.3
배당성향 (%)	0.0	14.1	10.5	7.5	6.4
배당수익률 (%)	-	0.1	0.2	0.2	0.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	27.5	52.1	68.5	82.3	91.6
영업이익률 (%)	24.7	49.5	63.7	73.8	82.9
순이익률 (%)	59.0	67.3	69.0	70.2	72.6
ROA (%)	18.2	26.2	37.4	43.6	40.9
ROE (지배순이익, %)	29.5	39.4	52.5	54.0	47.0
ROIC (%)	(15.2)	69.5	125.9	152.1	155.1
안정성					
부채비율 (%)	49.2	53.8	32.4	19.1	12.2
순차입금비율 (%)	(29.7)	(49.3)	(60.1)	(64.2)	(72.0)
현금비율 (%)	14.7	27.7	86.4	213.0	396.1
이자보상배율 (배)	37.6	9.7	22.0	52.9	98.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	16.7	47.8	19.6	13.5	10.4
재고자산회수기간 (일)	3.6	6.3	8.1	8.8	9.6
매출채권회수기간 (일)	55.9	18.6	6.0	6.5	7.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

알테오젠(196170)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 07월 31일	매수	288,545	(8.8)	18.8
2024년 11월 13일	매수	561,700	(51.7)	(39.2)
2025년 05월 14일		6개월경과	(40.3)	(24.1)
2025년 11월 15일		6개월경과	(33.9)	(23.4)
2026년 01월 21일	매수	438,588	(34.5)	(23.7)
2026년 05월 14일	매수	477,061	(46.1)	(37.7)
2026년 08월 06일	매수	480,000	(34.4)	(27.5)
2026년 09월 03일	매수	540,000	(47.4)	(46.6)
2026년 09월 09일	매수	520,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 엄민용, 윤석현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 알테오젠과 상당한 이해관계가 있다고 인정되는 금융투자사임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 09월 07일 기준)

매수 (매수)	94.40%	Trading BUY (중립)	2.24%	중립 (중립)	3.36%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------