IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권
코스닥리서치센터 보고서

Company Update

Analyst 정이수 CFA
RA 민지윤
02) 6915-5677

알테오젠 (196170)

약가는 내려도 SC 전환은 계속된다

매수 (유지)

목표주가 (하향)	320,000원
현재가 (11/9)	168,400원

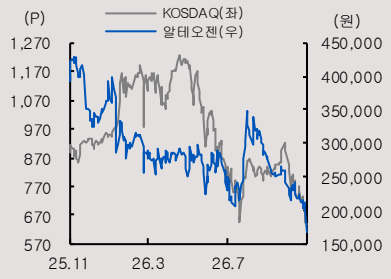
KOSDAQ (11/9)	638.97pt
시가총액	11,730십억원
발행주식수	71,516천주
액면가	500원
52주 최고가	430,124원
최저가	168,400원
60일 일평균거래대금	125십억원
외국인 지분율	16.5%
배당수익률 (2026F)	0.2%

주주구성	
박순재 외 5 인	20.33%
형인우 외 2 인	5.08%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-2%	21%	-43%
절대기준	-30%	-36%	-59%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	320,000	400,000	▼
EPS(26)	3,455	3,682	▼
EPS(27)	4,118	4,105	▲

알테오젠 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 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.

미국 약가협상, 피하주사 제형까지 확대

미국 메디케어·메디케이드 서비스센터(CMS)는 11월 5일 최종규칙을 통해 히알루로니다제를 추가한 피하주사(SC) 제형을 기존 정맥주사(IV)제품과 동일한 약가협상 대상으로 분류하기로 했다. 키트루다(IV)가 2027년 약가협상 대상으로 선정되면 키트루다 큐렉스(SC)에도 2029년부터 메디케어 협상가격이 적용될 전망이다. 협상가격 적용 시점이 2029년으로 예상되는 만큼 2028년까지 총 10억 달러의 판매 마일스톤은 수령할 것으로 전망한다. 다만 이후의 약가 하락을 반영해 2030년 매출 연동 로열티 수익은 3억 달러로 추정한다.

글로벌 제약사가 몰려온 이유, 약가 방어만이 아니다

글로벌 제약사들이 알테오젠의 SC 전환 플랫폼 ALT-B4를 도입하는 이유는 약가 방어에만 있지 않다. 이번 규제로 SC 전환에도 약가 하락은 불가피하겠지만, 기존 IV제형 대비 투약 시간이 짧아 환자와 의료진의 편의성이 개선되는 이점은 여전히 유효하다. 아스트라제네카는 이중항체 릴베고스토미그에서 신약 개발 단계부터 ALT-B4를 도입했다. IV제형이 대부분인 항암제 시장에서 SC제형으로 신약 경쟁력을 높이려는 전략이다. 향후 SC 전환 임상을 통해 ALT-B4의 적용 범위가 단일 항체에서 이중항체, ADC(항체-약물접합체) 등으로 확대될 수 있음을 입증하면 신규 기술이전 가능성은 높아질 것으로 예상한다.

목표주가 320,000원으로 하향, 매수 의견 유지

약가 하락에 따른 장기 수익성 둔화를 반영해 목표주가를 320,000원으로 하향하나, 매수 의견은 유지한다. 2028년까지의 단기 실적 전망에는 변화가 없고, 기존 제품의 SC 전환 수요와 신규 파이프라인의 적용 확장성을 고려하면 현 주가 수준은 상승 여력이 크다고 판단하기 때문이다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	103	216	457	596	786
영업이익	25	107	296	369	489
세전이익	37	163	299	366	493
지배주주순이익	62	142	243	294	396
EPS(원)	901	2,026	3,455	4,118	5,539
증가율(%)	-1,925.5	124.8	70.6	19.2	34.5
영업이익률(%)	24.3	49.5	64.8	61.9	62.2
순이익률(%)	59.2	67.1	54.9	50.7	51.7
ROE(%)	29.5	39.4	42.9	35.7	34.4
PER	264.2	170.7	48.7	40.9	30.4
PBR	60.3	54.5	17.5	12.5	9.0
EV/EBITDA	577.9	210.3	37.4	29.5	22.0

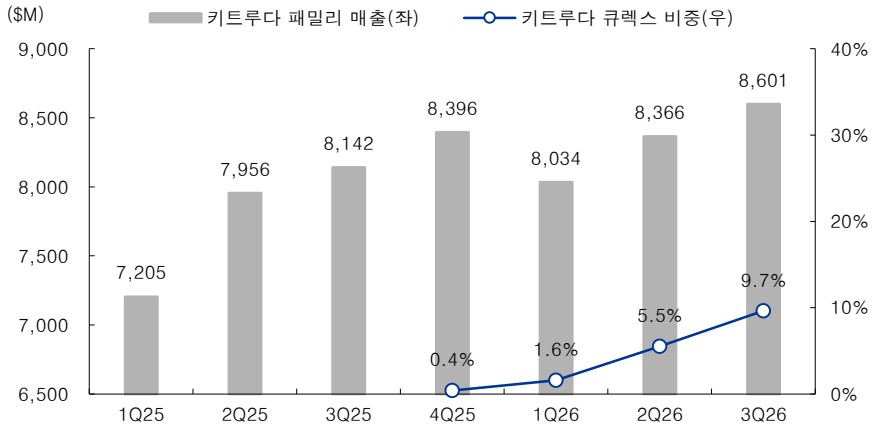
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 알테오젠 분기 실적 추정 (단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F
매출액	83.7	18.6	49.0	64.5	71.6	68.9	119.8	197.0	215.9	457.3
YoY	*139.8%*	*52.4%*	*902.2%*	*26.9%*	*-14.5%*	*269.6%*	*144.4%*	*205.4%*	*109.9%*	*111.8%*
기술료 수익	70.4	12.5	39.6	51.4	67.8	63.3	113.0	180.0	173.8	424.1
제품 및 상품	13.3	6.2	9.5	13.1	3.8	5.6	6.8	17.0	42.1	33.2
매출총이익	71.1	12.1	39.9	42.6	61.5	61.5	105.7	172.9	165.6	401.7
매출총이익률	85.0%	64.8%	81.3%	66.0%	85.9%	89.3%	88.2%	87.8%	76.9%	88.0%
영업이익	61.0	-0.4	26.7	19.6	39.3	34.2	78.9	143.4	106.9	295.8
영업이익률	72.9%	-2.3%	54.4%	30.4%	54.9%	49.6%	65.9%	72.8%	49.5%	64.8%

자료: IBK투자증권

그림 1. 키트루다 패밀리 분기별 매출 추이



자료: GlobalData, MSD, IBK투자증권
주: 키트루다 패밀리 매출은 키트루다IV와 키트루다 큐렉스 합산

표 2. 글로벌 키트루다 큐렉스 매출 추정 (단위: $M)

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
펨브롤리주맙 전체 매출	31,649	30,067	28,563	25,707	23,136
SC 전환율	7.5%	21.3%	32.3%	41.1%	65.0%
키트루다 큐렉스 매출	2,374	6,400	9,222	10,567	15,039
마일스톤(총 $1,000M)	200	350	450	-	-
로열티	-	-	-	211	301
기술료 수익 합산	200	350	450	211	301

자료: IBK투자증권
주: 펨브롤리주맙(키트루다 성분명) 전체 매출 2027년~2028년 5% 감소, 2029년부터 약가 하락 반영해 10% 감소 가정

표 3. 알테오젠 목표주가 산출

구분	값	단위
목표주가 (SOTP 산출)	320,000	원
현재 주가(2026.11.09 종가)	168,400	원
상승여력	90	%
목표 시가총액	22,358	십억 원
발행주식 수	69,655,133	주

자료: IBK투자증권

표 4. Valuation 세부내역

SOTP 구성	가치(십억 원)	주요 가정
2030F 순이익 x P/E(30.0x) x 할인계수	5,808	2030년 키트루다 큐렉스 로열티율 2%, 할인율 10% 적용
키트루다 큐렉스 마일스톤 PV	997	2028년까지 키트루다 마일스톤 수취 완료 (총 $1,000M)
영업가치 합산	6,805	
듀피젠트 고용량 SC(사노피)	2,666	로열티 2.5%, Peak $27.8B, 성공확률 95%, 2030년 출시
엔허투 SC(다이이찌산쿄)	1,495	로열티 5%, Peak $11.9B, 성공확률 85%, 2032년 출시
임핀지 SC(아스트라제네카)	1,626	로열티 5%, Peak $10.2B, 성공확률 100%, 2031년 출시
릴베고스토미그 SC(아스트라제네카)	891	로열티 5%, Peak $5.0B(AZ 가이던스), 성공확률 81%, 2031년 출시
젬퍼리 SC(GSK)	399	로열티 5%, Peak $3.0B(GSK 가이던스), 성공확률 100%, 2033년 출시
펠자르타맙 SC(바이오젠)	348	로열티 5%, Peak $2.0B, 성공확률 70%, 2033년 출시
허셉틴 SC 시밀러(인타스)	368	로열티 10%(출시 후 10년), Peak $0.5B, 성공확률 100%, 2027년 출시
MSD 기타 품목(키트루다 제외)	3,143	잔여 마일스톤 $3,281M × 성공확률 70% + 로열티 배수 1.87x
바이오젠 2번째 품목 (미선정)	263	마일스톤 추정 $274.5M × 성공확률 70% + 로열티 배수 1.87x
노바티스 (복수 품목 옵션)	3,088	$3,223M × 성공확률 70% + 로열티 배수 1.87x
비공개 딜(2026.08)	350	$365M × 70% + 1.87x 배수
산도즈 시밀러 SC (다수 품목)	386	$345M × 70% + 1.87x 배수, 2028년 출시
기술이전 계약가치 합산	15,021	
순현금	532	2026년 말 추정치
합계	22,358	

자료: GlobalData, 각 사, IBK투자증권
주: 약가 하락에 따른 로열티 감소는 듀피젠트, 엔허투, 임핀지, 젬퍼리에 반영

알테오젠 (196170)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	103	216	457	596	786
증가율(%)	6.6	109.9	111.8	30.4	31.9
매출원가	39	50	56	97	128
매출총이익	64	166	402	499	658
매출총이익률 (%)	62.1	76.9	88.0	83.7	83.7
판관비	39	59	106	130	169
판관비율(%)	37.9	27.3	23.2	21.8	21.5
영업이익	25	107	296	369	489
증가율(%)	-360.9	320.8	176.6	24.8	32.5
영업이익률(%)	24.3	49.5	64.8	61.9	62.2
순금융손익	7	44	17	-13	-6
이자손익	7	0	0	5	14
기타	0	44	17	-18	-20
기타영업외손익	4	12	-14	10	10
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	37	163	299	366	493
법인세	-24	18	48	65	87
법인세율	-64.9	11.0	16.1	17.8	17.6
계속사업이익	61	145	251	302	406
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	61	145	251	302	406
증가율(%)	-1,794.2	139.2	72.9	20.1	34.5
당기순이익률 (%)	59.2	67.1	54.9	50.7	51.7
지배주주당기순이익	62	142	243	294	396
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	61	145	251	302	406
EBITDA	28	112	300	373	492
증가율(%)	-541.2	297.8	166.6	24.5	31.8
EBITDA마진율(%)	27.2	51.9	65.6	62.6	62.6

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	212	481	622	831	1,044
현금및현금성자산	19	66	153	476	576
유가증권	166	364	384	291	383
매출채권	17	5	20	15	20
재고자산	1	7	6	4	6
비유동자산	197	218	310	329	554
유형자산	19	40	72	121	319
무형자산	112	120	116	114	113
투자자산	3	4	5	5	5
자산총계	409	699	932	1,160	1,599
유동부채	129	240	221	168	221
매입채무및기타채무	10	11	3	2	3
단기차입금	5	0	0	0	0
유동성장기부채	0	1	2	2	2
비유동부채	6	5	5	4	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	5	4	3	3	3
부채총계	135	244	226	172	226
지배주주지분	274	445	688	962	1,339
자본금	27	27	36	36	36
자본잉여금	165	193	122	122	122
자본조정등	5	7	9	9	9
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	77	219	521	796	1,172
비지배주주지분	0	9	18	25	34
자본총계	274	454	706	987	1,373
비이자부채	125	239	221	167	221
총차입금	10	5	5	5	5
순차입금	-175	-425	-532	-762	-955

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	901	2,026	3,455	4,118	5,539
BPS	3,948	6,349	9,621	13,458	18,717
DPS	0	285	285	285	285
밸류에이션(배)					
PER	264.2	170.7	48.7	40.9	30.4
PBR	60.3	54.5	17.5	12.5	9.0
EV/EBITDA	577.9	210.3	37.4	29.5	22.0
성장성지표(%)					
매출증가율	6.6	109.9	111.8	30.4	31.9
EPS증가율	-1,925.5	124.8	70.6	19.2	34.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
ROE	29.5	39.4	42.9	35.7	34.4
ROA	18.2	26.2	30.8	28.8	29.4
ROIC	162.0	4,632.4	1,964.4	324.3	188.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	49.2	53.8	32.0	17.5	16.4
순차입금 비율(%)	-63.9	-93.6	-75.4	-77.2	-69.6
이자보상배율(배)	37.6	9.7	20.0	24.1	31.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.5	19.6	37.3	34.5	45.5
재고자산회전율	101.6	57.7	73.5	114.9	151.7
총자산회전율	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	53	124	217	289	383
당기순이익	61	145	251	302	406
비현금성 비용 및 수익	-26	-15	-37	-23	-31
유형자산감가상각비	3	3	3	2	2
무형자산상각비	0	3	1	2	1
운전자본변동	16	-13	-4	6	-5
매출채권등의 감소	-3	-6	-7	5	-5
재고자산의 감소	0	-6	1	1	-1
매입채무등의 증가	9	1	2	-1	1
기타 영업현금흐름	2	7	7	4	13
투자활동 현금흐름	-108	-231	-122	85	-335
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-23	-36	-51	-200
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-22	-10	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	1	0	0	0
기타	-82	-199	-85	136	-135
재무활동 현금흐름	43	156	-8	-51	53
차입금의 증가(감소)	5	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	9	0	0
기타	38	156	-17	-51	53
기타 및 조정	1	-2	0	0	-1
현금의 증가	-11	47	87	323	100
기초현금	30	19	66	153	476
기말현금	19	66	153	476	576

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 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 지분율 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%	

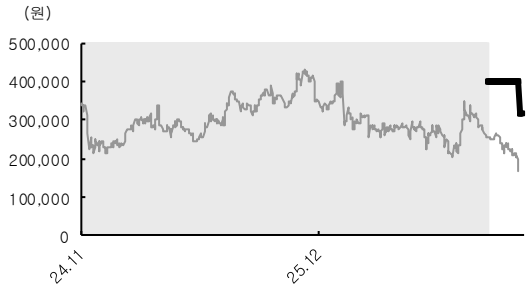
투자등급 통계 (2025.10.01~2026.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	184	96.8
Trading Buy (중립)	5	2.6
중립	1	0.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(■) Not Rated / 담당자 변경

알테오젠



추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.09.18	매수	400,000	-42.24	-33.75
2026.11.10	매수	320,000		