

# 알테오젠 (196170)

## NDR 요약: 내부 목표 명확하다

2025년 4월 18일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	730,000 원 (유지)
✓ 상승여력	94.1%	✓ 현재주가 (4월 17일)	376,000 원

### [제약/바이오]

엄민용 연구위원  
✉ my.eom@shinhan.com

### 신한생각 내부 목표 및 향후 회사 방향 적극 소통한 NDR

알테오젠 대다수 계약은 비밀 유지 의무가 있어 지금까지는 소극적 소통. 이번 NDR에선 적극적으로 내부 사업 목표, 임상/허가 일정, 추가 L/O 목표, 마일스톤 유입 내부 전망 및 이전 상장 이슈 소통하며 분위기 환기

#### 지속적 신규 계약 목표 및 다수의 임상 개시, ALT-B4 사업 더 커진다

매년 2건 이상의 ALT-B4 신규 계약 체결 목표이며 현재 MTA 체결 8건 외 연내 추가 L/O 요구한 빅파마 존재. 2019년 계약한 1차 계약사는 연내 임상 1상 개시 및 기업 공개 예정이며 기존 경쟁사의 계약사도 L/O 접촉

다이하제 산료의 임상 1상 결과 연내 확인 시, 계약 확대 및 타 ADC 기업의 SC 기술이전 가속화 예상. 빠르면 연내 데이터 확인 및 내년 3상 진입도 가능해 엔허투SC 출시 시점은 현재 시장 예상을 추월할 것으로 판단

머크는 12~18개월 내 30~40%의 키트루다SC 전환 목표 밝혔으나, 알테오젠 내부 목표는 머크보다 빠른 전환. 키트루다SC 마일스톤 1.57조원 중 계약금, 임상 단계별 마일스톤 및 허가 완료 마일스톤 합산 약 1,000억원 추정. 나머지 1.47조원 판매 마일스톤 2026년~2027년 중 모두 수령 가능

주주환원 관련 자사주 매입 및 소각 계획. 코스피 이전 상장은 증권사 제안 검토 진행했고 내부적 조건 마련 시 이전 계획. 기타 추가 사업으로 지속형 비만 플랫폼 개발 및 주사기 업체 협업 또는 M&A 등 검토 단계

### Valuation & Risk

엔허투SC, MSD 후속 물질, 1차 계약사 SC, 임핀지SC 및 산도즈 시밀러 SC 등 모든 계약사 신규 임상 개시 마일스톤 + 키트루다SC 허가 마일스톤 + 다수 L/O 계약금 등 매출과 이익 큰 폭으로 상승 기대

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	96.5	(9.7)	(3.4)	-	(2.3)	35.3	-	-
2024	102.9	25.4	62.3	264.2	29.5	60.3	581.2	-
2025F	220.7	110.4	25.0	787.2	8.7	66.0	171.8	-
2026F	593.2	445.0	566.0	34.8	97.3	22.8	42.2	-
2027F	784.8	605.2	805.0	24.5	63.5	11.8	29.7	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

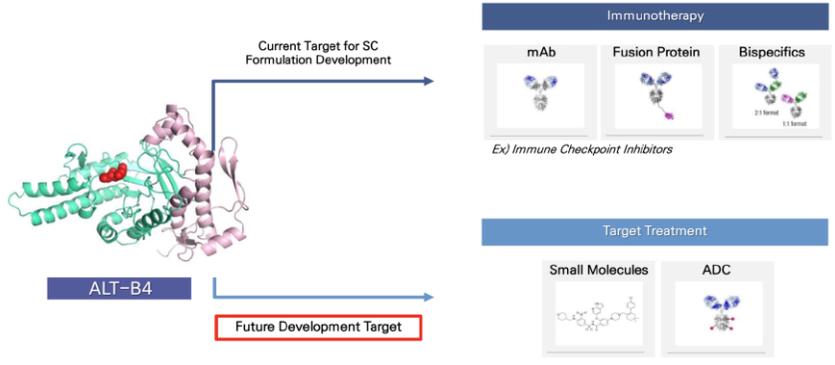
시가총액	20,047.9십억원
발행주식수(유동비율)	53.3백만주(79.5%)
52주 최고가/최저가	445,500 원/160,800 원
일평균 거래액 (60일)	236,188백만원
외국인 지분율	14.9%

주요주주 (%)	
박순재 외 3인	20.4
형인우 외 1인	5.0

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(14.4)	22.3	133.8	25.3
상대	(10.6)	24.5	173.7	20.9

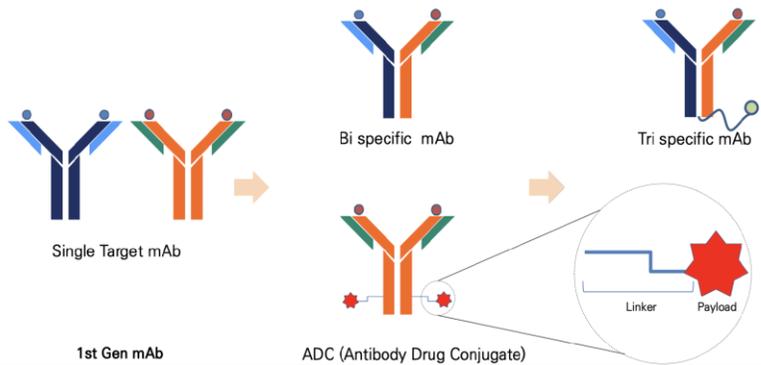


알테오젠 ALT-B4 적용 타겟 및 개발 목표 타겟



자료: 알테오젠, 신한투자증권

알테오젠 ALT-B4 확장 목표: 이중항체, 삼중항체 및 ADC



자료: 알테오젠, 신한투자증권

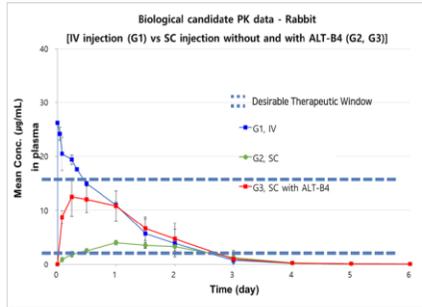
알테오젠 주요 파이프라인 및 개발단계

품목	파트너사	2025 개발단계(E)	2024 개발단계
재조합 하임로로니다제 Hybrozyme™	Keytruda® SC (1 <sup>st</sup> Application)	MSD	BLA Approval and Launching in US
	Confidential (1 <sup>st</sup> Application of Biosimilar SC)	Intas Pharmaceuticals	Submission of BLA
	Confidential (1 <sup>st</sup> Application of Biosimilar SC)	Sandoz AG	confidential
	Enhertu® SC	Daiichi Sankyo	Initiation of Phase 1 Clinical Trial
	Confidential (1 <sup>st</sup> Application)	A company for 2019 Agreement	Initiation of Phase 1 Clinical Trial
	Confidential	AstraZeneca	Execution of License Agreement
	Tergase® (stand alone product)	Alteogen Healthcare (subsidiary)	Commercialization in RoW Initiation of new indication study
지속형 바이오백터	ALT-P1 (Long-acting Hgh)	Cristália	Completion of Phase 2 Clinical trial
	ALT-B5 (Long-acting hGH antagonist)	-	Initiation of preclinical study
바이오시밀러	安曲妥® (Trastuzumab biosimilar)	Qilu Pharmaceuticals	Commercialization in China
	ALT-L9 (Aflibercept biosimilar)	Altos Biologics (subsidiary)	Commercialization in EU, KR and RoW

자료: 알테오젠, 신한투자증권

### 알테오젠 ALT-B4 PK data 및 ADC SC 개발전략

Biological candidate PK data - Rabbit



#### ADC SC Formulation

"ADC 분야에서 가장 큰 hurdle로 생각되는  
부작용 문제는 감소시키고,  
원자의 편의성을 증대시킬 수 있음"

"특히 만료 앞둔 Blockbuster ADC 제품  
exclusivity 기간 연장"

#### Key factors in SC development

- 독성 강한 페이로드가 야기하는 피부 부작용 감소 방법
- 항체-펩티드-페이로드의 복잡성에 따른 개발 및 투약 방식 개발
- 해결방식에 관한 **국내 우선권 출원(2024.08)**

자료: 알테오젠, 신한투자증권

### 알테오젠 경쟁사 할로자임 파이프라인(타겟 독점) 현황

품목	타겟	개발사	비고
HyVia (2013)	IgG	Takeda	
Herceptin SC (2013)	HER2	Roche	특허 만료 전 SC 제형 출시 필요성 확인
MabThera SC (2014)	CD20	Roche	
Pflesgo (2020)	HER2	Roche	최초 복합제형 하이브리드나노다제 사용 SC 제형 치료제
Darzalex Faspro (2020)	CD38	J&J	
Vyvgart SC (2023)	FcRn	Argenx	최초 대용량 자가면역치료제 하이브리드나노다제 사용 SC 제형 치료제
Tacentiq SC (2024)	PD-L1	Roche	최초 면역관문억제제 SC 제형 치료제
Ocrevus SC (2024)	CD20	Roche	CD20 독점권 Roche 소유 동 타겟 치료제 개발
Opdivo SC (2024)	PD-1	BMS	최초 PD-1 타겟 SC 제형 치료제

#### 하이브리드자임 플랫폼 주요 목표 시장

특히 질병 앞둔 블록버스터 치료제  
기존 항암면역치료제 + 대용량 자가면역치료제 + 복합제형 치료제  
이미 경쟁제품에 타겟 독점 계약을 체결한 치료제 - ADC, 이중/삼중항체 등

자료: 알테오젠, 신한투자증권

알테오젠 주요 파이프라인 개발 현황

계약 체결일	파트너사	파이프라인	설명	계약 규모 (십억원)	계약금 (십억원)	추가 설명
2019.12.02	글로벌 10대 제약사	ALT-B4 (Hybrozyme)	피하주사(SC) 제형 개발	1,619	15.3	임상 1상 준비 중 누적 마일스톤 2,000만 달러 인식
2020.06.24 (기존) 2024.02.22 (변경)	MSD (미국)	ALT-B4 (Hybrozyme)	키트루다SC(독점) + 5개 품목(비독점)	5,570	46 (0.8%)	'24년 2월 키트루다SC 독점 변경 '25년 9월 23일 FDA 승인 '25년 10월 1일 출시 예정
2021.01.07	Intas (인도)	ALT-B4 (Hybrozyme)	피하주사(SC) 2개 품목	120 +Royalty	6.5	'24년 상반기 Pivotal 임상 완료 '25년 상반기 유럽 허가신청 예정
2022.12.19 (반환) 2024.07.30 (재계약)	산도즈/노바티스 (스위스)	ALT-B4가 아닌 신규 히알루로니다제	비공개 (기존: 최대 3개 옵션)	비공개 (기존: 183.9)	비공개	첫 마일스톤 '25년 1월 다품목 계약(4+) 계약 지역에 따라 지급 공동 개발 방식
2024.11.08	다이아이찌 산쿄 (일본)	ALT-B4 (Hybrozyme)	엔허투SC	420	28 (6.7%)	수개월 내 임상 1상 개시 유효성 및 부작용 개선 목적 추가 계약 가능성 발표됨
2025.03.15	AstraZeneca (영국, 미국)	ALT-B4 (Hybrozyme)	피하주사(SC) 3개 품목	1,964	65.4	상업화 1개 제품(추정) 임상용 2개 제품(추정) 유효성 및 부작용 개선 목적

자료: 각 사, 신한투자증권 정리

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
<b>자산총계</b>	<b>256.1</b>	<b>409.0</b>	<b>678.0</b>	<b>1,626.8</b>	<b>2,641.6</b>
유동자산	144.1	211.8	483.4	1,434.2	2,450.3
현금및현금성자산	30.2	19.0	69.8	322.2	979.2
매출채권	14.3	17.2	37.0	99.3	131.4
재고자산	1.1	1.0	2.1	5.5	7.3
비유동자산	112.0	197.2	194.6	192.7	191.3
유형자산	18.8	19.2	16.8	15.2	14.1
무형자산	89.3	112.1	111.9	111.7	111.4
투자자산	1.2	2.7	2.7	2.7	2.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>108.3</b>	<b>134.9</b>	<b>374.9</b>	<b>771.9</b>	<b>1,001.8</b>
유동부채	100.4	129.2	318.4	713.1	941.8
단기차입금	0.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매입채무	1.0	10.0	21.5	57.9	76.6
유동성장기부채	0.0	1.4	50.0	0.0	0.0
비유동부채	7.8	5.7	56.5	58.8	60.0
사채	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.7	5.1	55.1	55.1	55.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>147.8</b>	<b>274.1</b>	<b>303.1</b>	<b>854.9</b>	<b>1,639.7</b>
자본금	26.5	26.7	26.7	26.7	26.7
자본잉여금	103.3	165.3	165.3	165.3	165.3
기타자본	3.7	4.8	4.8	4.8	4.8
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	14.6	76.9	101.9	667.9	1,472.9
<b>지배주주지분</b>	<b>148.1</b>	<b>273.6</b>	<b>298.6</b>	<b>864.6</b>	<b>1,669.6</b>
비지배주주지분	(0.3)	0.5	4.5	(9.7)	(29.9)
*총차입금	85.2	103.7	308.0	592.1	764.0
*순차입금(순현금)	(25.4)	(81.5)	(118.5)	(689.0)	(1,483.8)

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>(7.8)</b>	<b>53.0</b>	<b>37.0</b>	<b>573.7</b>	<b>799.6</b>
당기순이익	(3.6)	60.7	29.0	551.8	784.8
유형자산상각비	3.2	2.7	2.4	1.6	1.1
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
외환환산손실(이익)	0.4	(4.9)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(10.7)	15.6	5.3	16.8	8.6
(법인세납부)	(0.1)	(3.2)	0.0	67.9	94.1
기타	2.9	(18.1)	0.1	(64.6)	(89.2)
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(9.3)</b>	<b>(107.8)</b>	<b>(190.4)</b>	<b>(602.2)</b>	<b>(309.7)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(1.2)	(2.7)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(39.2)	(21.7)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(6.2)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
기타	32.3	(81.9)	(190.4)	(602.2)	(309.7)
<b>FCF</b>	<b>(13.4)</b>	<b>62.6</b>	<b>117.7</b>	<b>523.8</b>	<b>696.5</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>1.7</b>	<b>43.3</b>	<b>204.2</b>	<b>280.9</b>	<b>167.0</b>
차입금의 증가(감소)	(2.4)	10.0	204.2	284.1	171.8
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.1	33.3	0.0	(3.2)	(4.8)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.3)	0.3	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(15.6)</b>	<b>(11.2)</b>	<b>50.8</b>	<b>252.4</b>	<b>656.9</b>
기초현금	45.8	30.2	19.0	69.8	322.2
기말현금	30.2	19.0	69.8	322.2	979.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**포괄손익계산서**

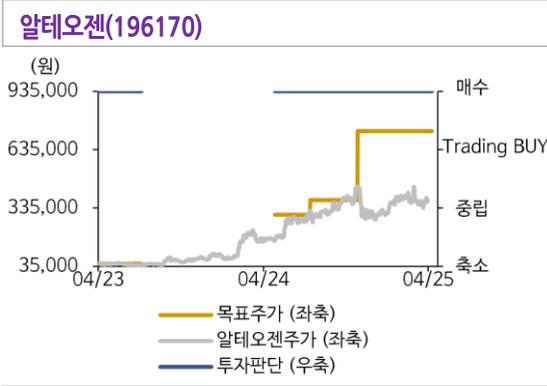
12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>96.5</b>	<b>102.9</b>	<b>220.7</b>	<b>593.2</b>	<b>784.8</b>
증감률 (%)	235.1	6.6	114.5	168.8	32.3
<b>매출원가</b>	<b>65.3</b>	<b>38.8</b>	<b>60.0</b>	<b>60.7</b>	<b>59.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>31.2</b>	<b>64.1</b>	<b>160.7</b>	<b>532.5</b>	<b>725.8</b>
매출총이익률 (%)	32.3	62.3	72.8	89.8	92.5
<b>판매관리비</b>	<b>40.9</b>	<b>38.7</b>	<b>50.3</b>	<b>87.5</b>	<b>120.6</b>
<b>영업이익</b>	<b>(9.7)</b>	<b>25.4</b>	<b>110.4</b>	<b>445.0</b>	<b>605.2</b>
증감률 (%)	적지	흑전	334.7	303.0	36.0
영업이익률 (%)	(10.1)	24.7	50.0	75.0	77.1
영업외손익	6.2	11.2	3.6	38.9	85.4
금융손익	4.7	7.2	3.6	41.9	88.4
기타영업외손익	1.5	4.0	0.0	(3.0)	(3.0)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>(3.6)</b>	<b>36.6</b>	<b>29.0</b>	<b>484.0</b>	<b>690.7</b>
법인세비용	0.0	(24.1)	0.0	(67.9)	(94.1)
계속사업이익	(3.6)	60.7	29.0	551.8	784.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(3.6)</b>	<b>60.7</b>	<b>29.0</b>	<b>551.8</b>	<b>784.8</b>
증감률 (%)	적지	흑전	(52.2)	1,802.9	42.2
순이익률 (%)	(3.7)	59.0	13.1	93.0	100.0
(지배주주)당기순이익	(3.4)	62.3	25.0	566.0	805.0
(비지배주주)당기순이익	(0.2)	(1.6)	4.0	(14.2)	(20.2)
총포괄이익	(3.6)	60.7	29.0	551.8	784.8
(지배주주)총포괄이익	(3.4)	36.6	17.5	332.9	473.4
(비지배주주)총포괄이익	(0.2)	24.1	11.5	218.9	311.4
<b>EBITDA</b>	<b>(6.4)</b>	<b>28.3</b>	<b>113.1</b>	<b>446.9</b>	<b>606.6</b>
증감률 (%)	적지	흑전	300.2	295.2	35.7
EBITDA 이익률 (%)	(6.6)	27.5	51.2	75.3	77.3

**주요 투자지표**

12월 결산	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (당기순이익, 원)	(68)	1,142	540	10,266	14,600
EPS (지배순이익, 원)	(64)	1,171	466	10,530	14,976
BPS (자본총계, 원)	2,789	5,141	5,639	15,905	30,505
BPS (지배지분, 원)	2,794	5,131	5,555	16,085	31,061
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(1,444.7)	271.0	678.6	35.7	25.1
PER (지배순이익, 배)	(1,534.9)	264.2	787.2	34.8	24.5
PBR (자본총계, 배)	35.3	60.2	65.0	23.0	12.0
PBR (지배지분, 배)	35.3	60.3	66.0	22.8	11.8
EV/EBITDA (배)	(798.7)	581.2	171.8	42.2	29.7
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	(6.6)	27.5	51.2	75.3	77.3
영업이익률 (%)	(10.1)	24.7	50.0	75.0	77.1
순이익률 (%)	(3.7)	59.0	13.1	93.0	100.0
ROA (%)	(1.4)	18.2	5.3	47.9	36.8
ROE (지배순이익, %)	(2.3)	29.5	8.7	97.3	63.5
ROIC (%)	(9.4)	(15.2)	89.2	453.2	691.9
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	73.2	49.2	123.7	90.3	61.1
순차입금비율 (%)	(17.2)	(29.7)	(39.1)	(80.6)	(90.5)
현금비율 (%)	30.1	14.7	21.9	45.2	104.0
이자보상배율 (배)	(14.5)	37.6	N/A	138.4	125.0
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	7.2	16.7	(35.1)	(37.5)	(29.3)
재고자산회수기간 (일)	5.0	3.6	2.5	2.3	3.0
매출채권회수기간 (일)	40.9	55.9	44.8	41.9	53.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2023년 01월 03일	매수	48,000	(13.1)	10.0
2023년 07월 24일	매수	커버리지제외	-	-
2024년 05월 14일	매수	300,000	(16.0)	6.8
2024년 07월 31일	매수	375,000	(8.8)	18.8
2024년 11월 13일	매수	730,000	-	-

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)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 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	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

### 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 04월 16일 기준)

매수 (매수)	91.20%	Trading BUY (중립)	6.80%	중립 (중립)	2.00%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------