



불편한 진실

전일 알테오젠 키트루다SC제형의 로열티 비율이 시장 기대치(약 5%)를 하회하는 2%가 공개되자, 주가 급락 및 바이오 전반의 투자 심리를 끌어내렸음. 기술 이전 수익화에 대한 기대감 하락이 과매도로 이어졌다고 판단. 단기 투자 심리 회복을 위해서는 강한 모멘텀이 발생이 필요. 올해 다수 확인이 필요한 임상 데이터 대기 중으로 당분간 개별 종목 장세 예상. 이제는 기술 이전 계약 구조의 질(Quality)과 다양한 검증이 가능한 밸류에이션에 대해서 면밀히 살펴봐야 할 것.

◎ 바이오텍 대장주의 하락

» 시장 기대치를 하회하는 알테오젠 기술 이전 계약 소식과 키트루다 SC제형의 로열티 비율이 시장 기대치 5%보다 낮은 2%로 공개되면서, 전일 주가 -22% 하락. 시가총액 5.7조원 감소.

» 바이오텍 대장주의 하락으로 코스피 제약지수 -3% 하락하며, 코스피 지수를 -3%p 하회. 코스닥 제약 지수 -5% 하락해 코스닥 지수를 -2%p 하회하여 전반적인 바이오 투자심리를 끌어내렸음. 알테오젠의 하락은 섹터에 상징적인 의미. 알테오젠이 머크와 독점 계약한 뒤로 바이오텍의 Peer valuation 상승을 이끌어왔는데, 기술 이전 기대감을 보유한 플랫폼 기업의 적정가치 산정에 유사한 매출 로열티율이 적용되었기 때문

◎ 투자심리, 회복할 수 있을까?

» 기술 이전 수익화에 대한 기대감 하락이 과매도로 이어짐. 전날의 강진 이후, 여진이 지속될 수 있음. 바이오텍 종목들이 정상적인 밸류에이션 기반으로 상승해온 것은 아니고, 모멘텀과 Peer valuation 기반 상승이었기에 적정 시가총액에 대한 판단이 쉽지 않은 상황. 단기 투자 심리 회복을 위해서는 강한 모멘텀 발생이 필요.

» 과거 2018년 삼성바이오 분식회계 논란과 셀트리온의 고의 회계처리 의혹으로 대장주의 신뢰도 하락과 2019년 인보사 허가 취소, 신라젠 3상 중단 등으로 신뢰도 훼손되어 긴 조정기간을 거친 사례가 있음. 다만, 당시와 달리 신뢰도가 훼손된 것은 아니며, K-BIO 펀더멘털은 개선되었고, 글로벌 무대에서 실질적 성과를 나타내고 기술 인지도가 높아지는 K-BIO 기업들이 많아지고 있어, 과거와 같은 암흑기는 오지 않을 것으로 판단. 지난해 제약/바이오 산업은 투자판단을 할 수 있는 주요 임상 데이터나 실적/로열티율 등이 부재하여 대체로 데이터 리스크 프리(Risk-Free)였고, 기술 이전 실적은 역사상 최고치를 기록하였음. 반면, 올해는 확인해야 할 다수 주요 임상 데이터가 대기 중으로 데이터의 결과에 따라 개별 종목 장세 예상. (뒷장 표 참조)

◎ 이제는 기술 이전 계약 구조의 질(Quality)과 다양한 검증이 가능한 밸류에이션에 대해서도 따져봐야 할 때.

» 임상 단계나 계약 구조에 따라 다르나, 일반적으로 신약 자산(Asset)보다 플랫폼 기업에 대해 매출 로열티율이 낮은 불편한 진실에 대해 대부분의 시장 참여자가 학습하게 되는 계기가 됨. 바이오텍의 수많은 시행착오부터 빅파마로의 성장까지의 과정을 지켜본 선진 시장의 바이오텍 투자자 대비 이제 막 성장하고 있는 K-BIO 투자자들에게 이번 사건은 성장통으로 국내 자본시장이 더욱 발전하는 계기가 되길 바람.

>> 바이오텍은 밸류에이션의 틀 없이 모멘텀에 의존해왔었으나, 적정가치와 하단을 지지할 수 있는 **밸류에이션 틀 적용이 필요**하며, 시장 참여자 또한 비판적이고 객관적인 시각에서 이를 **수용할 수 있는 시장 참여 분위기 형성**이 중요.

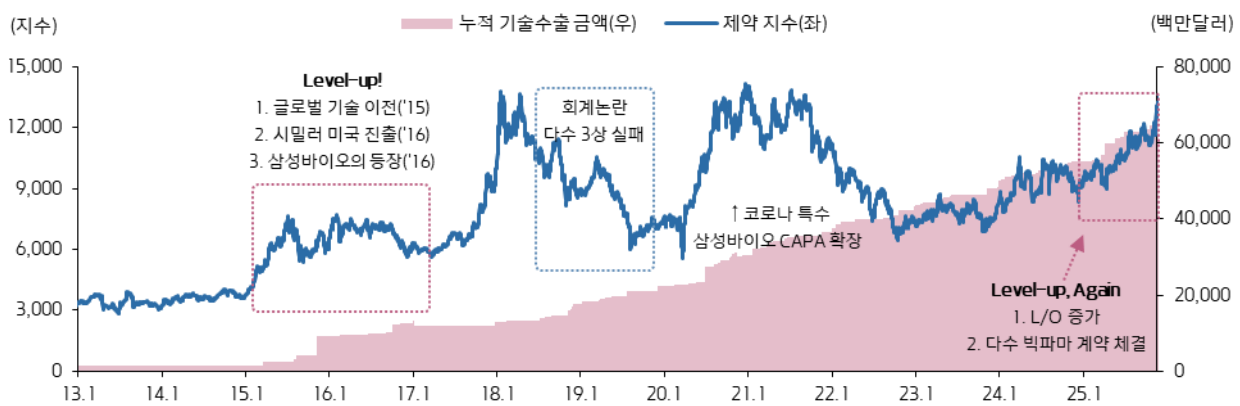
>> 당사 역시 커버리지 기업들의 경우, 기술 이전 관련된 해외 기업의 연간보고서(10-K) 및 분기보고서(10-Q) 등을 통해 로열티율과 계약구조는 파악해왔으나, 비커버리지라 할지라도 이번 건을 놓친 것에 대한 **부끄러움과 반성**의 시간을 갖음. 그런 의미에서 국내 관련 해외사 3분기 보고서(10-Q) 로열티율 언급 부분 발췌하였으니, 뒷 장의 표를 참고.

Merck 3분기보고서(FORM 10-Q)

In February 2024, Merck and Alteogen Inc. (Alteogen) converted their existing non-exclusive license agreement into an exclusive license for the use of Alteogen's proprietary berahyaluronidase alfa for the formulation of subcutaneous pembrolizumab. Pursuant to the amended agreement, Alteogen is eligible to receive regulatory approval milestone payments of up to \$51 million, as well as annual and cumulative sales-based milestone payments of up to \$1.0 billion in the aggregate. After the achievement of all sales-based milestones, **a 2% royalty on net sales** is payable to Alteogen. In September 2025, the U.S. Food and Drug Administration (FDA) approved *Keytruda Qlex* (pembrolizumab and berahyaluronidase alfa-pmph) injection, which triggered regulatory milestone payments of \$25 million in the aggregate from Merck to Alteogen. Additionally, following FDA approval, the Company determined that it was probable that sales of *Keytruda Qlex* in the future would trigger \$680 million of sales-based milestone payments from Merck to Alteogen. Accordingly, in the third quarter of 2025, Merck recorded a \$705 million liability for these regulatory and sales-based milestone payments and a corresponding intangible asset related to *Keytruda Qlex* included in *Other Intangibles, Net*. The intangible asset will be amortized over its estimated useful life through December 2030. The \$25 million of regulatory milestone payments were made in October 2025; the future sales-based milestone payments will be paid upon achievement of the corresponding milestone.

자료: Merck, 키움증권 리서치센터

기술 이전과 코스닥 제약지수



자료: 에프앤가이드 DataGuide, 키움증권 리서치센터

2026년 국내 주요 임상 발표 예상 일정

개발사	물질명	적응증	임상단계	파트너사	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
유한양행/오스코텍	렉라자 병용	폐암	출시	J&J	최종 mOS 데이터 발표			
유한양행/지아이이노베이션	YH35324	알려지	2상	-				
코오롱티슈진	TG-C	골관절염	3상	-				
메디포스트	카타스텐	골관절염	일본 3상	-				
엠펙론	HLX22 (HER2)	HER2-low 유방암	2상	헨리우스				
아리바이오	AR-1001 (PDE5, 경구)	알츠하이머	3상	-				
리가켄바이오	HER2 ADC	유방암	중국 3상	Fosun	임상 종료			
	HER2 ADC	고형암	1a상	Iksuda				
	CS5001 ¹⁾ ROR1 ADC	항암	1b상	CSTONE				
	LCB41A (B7H4-MMAE)	고형암	1a상	-				
에이비엘바이오	CTX-009 (VEGFxDLL4)	담도암	3상	Compass	3월말			
	ABL111 ²⁾ (CLDN18.2x4-1BB)	고형암	1상	-				
한미약품	efinopegdutide (GLP-1/GCG)	MASH	2b상	MSD				
	Efpegerglucagon (LAPS-GCG)	선천성 고인슐린혈증	2상	-				
	Efocipegtrutide (GLP/GCG/GIP)	MASH	2b상	-				
	투스페티닙 (MKI)	급성 골수성 백혈병	1상	Aptose			중순	
	HM17321 (LA-UCN2)	비만	1상	-			중순	
지아이이노베이션	GI-101A+ pembrolizumab	고형암	1/2상	-				
	GI-101A(CD80-IgG4 Fc-IL-2v)	신장암	2상	-				
	GI-101A(CD80-IgG4 Fc-IL-2v)	흑색종	2상	-				
삼성에피스/인투셀	B7-H3 ADC	고형암	1상	-				
셀트리온	CT-P70 (C-MET ADC)	고형암	1상	-				
	CT-P71 (Nectin-4 ADC)	고형암	1상	-				
디앤디파마텍	DD01 (GLP/GCG)	MASH	2상	-		5~6월		
한올바이오파마	IMVT-1402(FcRN)	류마티스	2b상	Immunovant				
	IMVT-1402(FcRN)	피부 홍반성 루푸스	2상	Immunovant				
알테오젠	Enhertu SC	전이성 고형암	1상	다이하찌산쿄			중순	
동아에스티	DA-4505 (AHR)	고형암	국내 1상	-				

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

해외 업체 분기보고서에 로열티 명시 유/무

국내사	기술 도입사	로열티
에이비엘바이오	릴리	-
올릭스		-
알지노믹스		-
에이비엘바이오	사노피	-
SK바이오사이언스		-
오스코텍/아텔		-
리가캠바이오	Amgen	-
알테오젠	AZ	-
에이비엘바이오	GSK	-
유한양행/오스코텍	J&J	-
리가캠바이오		-
알테오젠	Merck	2%
한미약품		-
오름	Vertex	-
	BMS	-
에이프릴바이오	Evomune	Mid to high single digit
디앤디파마텍	Pfizer/Metsera	Low Single~ Mid single ¹⁾ Mid Single~Low double digit ²⁾
종근당	Novartis	-
에이비엘바이오	Compass	Single-digit royalties
보로노이	ORIC	로열티 지불 의무 명시

1) Low Single~ Mid single. 당사가 개발하고 D&D의 플랫폼 기술을 사용해 경구 투여용으로 제형화된 GLP-1 작용제 또는 아밀린 작용제

2) Mid Single~Low double digit. 디앤디가 디앤디의 플랫폼 기술을 사용해 개발한 GLP-1 작용제 또는 아밀린 작용제

자료: 각 사, SEC, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 1월 21일 현재 상기 언급된 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.