

알테오젠 (196170)

벌써 계약 3건, 하반기 몇 발 더 남았다

2026년 8월 6일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	480,000 원 (상향)
✓ 상승여력	73.3%	✓ 현재주가 (8월 5일)	277,000 원

신한생각 하반기 복수 L/O, 임상 결과 및 마일스톤 등 성과 지속

코스닥 바이오텍 중 최초로 한 해 글로벌 제약사 L/O 3건 체결 신기록. 하반기 복수의 파트너사 추가 체결 가능. 올해 빅파마 딜 성공은 알테오젠이 유일. 최근 임상 및 개발 불확실성 이어지는 상황에서 가장 안정적으로 계약과 매출 고속 성장 중. 업종 내 코스닥 Top-pick 유지

매년 7-8조원 매출 일으키는 블록버스터 제품이 알테오젠 SC 선택

8월 5일 5,200억원 규모 계약으로 GSK, 바이오젠 합산 최초 한 해 3건, 누적 1.8조원 달성. 공개된 총 계약 규모만 11조원 달성. 지난 12월 옵션 계약사로 추정되며 비공개 물질은 연매출 약 7-8조원의 블록버스터로, 경쟁 영역에서 글로벌 점유율 1위 제품. 할로자임과 경쟁약품일 가능성 높아 비공개 진행 판단. 임상 리스크 없고 빠른 개발과 출시 가능하다는 장점

키트루다SC 전환율은 4월 J-code* 등록 이후 3개월만에 9%까지 가파른 상승. 2분기 매출 4.63억달러(약 6,621억원) 달성(QoQ +262%). 상반기 누적 매출만 5.9억달러(약 8,437억원)에 이르며, 7월 전환율도 최소 10%로 시작해 12월 15% 초과 전망. 이는 글로벌 컨센서스 대비 2배 이상 빠른 속도. 올해 누적 매출액 약 3-4조원(전환율 7-9% 가정) 추정. 알테오젠이 인식할 판매 마일스톤 4-5% 가정 시 연내 2,000억원 수령 충분히 가능

Valuation & Risk: 지속적인 L/O 및 임상 성과, 마일스톤으로 우뚝

코스닥 잔류로 코스닥 승강제 윤곽 시 최대 수혜주 전망. 국민성장펀드 및 하반기 대형 계약 포함한 신규 L/O 다수 체결 목표. 다이이찌 산코 엔허 투SC(ADC), AZ 임핀지SC·릴베고스토크미그SC(이중항체) 1상 중. 사노피 듀피젠트 고용량SC(25년 매출 25조원) 1상 종료 및 하반기 바로 3상 개시. GSK, 바이오젠 및 산도즈 하반기 1상 착수 등 가장 큰 폭의 성장 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2024	102.9	25.4	62.3	343.4	29.5	78.4	581.2	-
2025	215.9	106.9	141.7	222.1	39.4	70.8	212.1	0.1
2026F	378.9	214.3	239.7	81.1	43.7	29.8	65.0	0.2
2027F	725.8	535.4	498.2	39.0	56.5	17.5	25.8	0.2
2028F	882.1	711.8	618.8	31.4	44.2	11.5	18.6	0.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[계약/바이오]

엄민용 연구위원

✉ my.eom@shinhan.com

윤석현 연구원

✉ sh.yun@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	상향

시가총액	14,843.4십억원
발행주식수(유동비율)	69.7백만주(79.6%)
52주 최고가/최저가	430,124 원/206,213 원
일평균 거래액 (60 일)	182,923백만원
외국인 지분율	14.4%

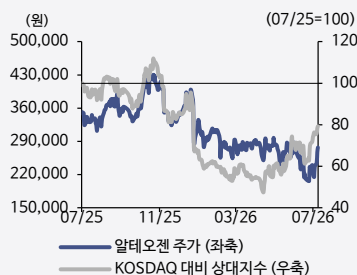
주요주주 (%)

박순재 외 4인	20.3
형인우 외 2인	5.1

수익률 (%)

	1M	3M	12M	YTD
절대	5.4	(3.5)	(18.9)	(21.2)
상대	14.5	46.5	(19.0)	(6.8)

주가



* J-code: 미국 주사제 보험 청구 시 사용하는 고유 코드, 부여 시 본격적 처방 가능

Valuation

알테오젠 SOTP Valuation

	(단위: 억원)	환산 가치	비고
1	영업가치	331,091	
	MSD 키트루다SC	46,821	키트루다 특허 미국 2029년, 유럽 2031년 만료 기준
	MSD 5개 SC 후속 제품	71,856	특허 이슈 해소로 2배 프리미엄
	다이이썬산교 엔허투SC	67,254	엔허투SC 2030년 유방암 1차 치료제 승인 가정
	아스트라제네카 SC 3개 품목	88,323	임핀지SC, 릴베고스토티그SC, 볼루스토티그SC 3개 제품 반영
	산도즈 바이오시밀러SC 다품목	26,311	다잘렉스SC, 오크레부스SC, 옴디보SC 3개 제품만 반영
	GSK 켄펄리SC	5,382	켄펄리SC 1개 제품만 반영
	바이오젠 펠자타맙SC	12,827	개발 가능한 2개 제품 중 펠자타맙SC만 반영
	사노피 듀피젠트SC 고용량	4,433	듀피젠트SC 고용량 2030년 출시 및 판매 로열티 없음
	피부시술, 통증 완화 테르가제	5,802	2024년 상반기 식약처 허가 및 하반기 판매 개시
	인타스 허셉틴SCBS	1,409	허셉틴SC 시밀러, 2024년 하반기 허가 신청, 2025년 판매
	세레스, 알토스	672	2025년 장부가액 반영
2	순부채(순현금)	(429.0)	2026년 기말 예상액 반영
3	발행주식수(천주)	69,631	무상증자 30% 반영(8월 26일 상장)
4	적정주가(원)	476,109	
5	목표주가(원)	480,000	0.6% 상향
	현재 주가	277,000	2026년 8월 5일
	상승여력	73.3%	

자료: 에프엔가이드 QunatiWise, 신한투자증권

무상증자 주요사항보고서 공시 요약: 1주당 3주 배정, 8월 26일 상장

	무상증자 전 발행주식총수	무상증자 배정내역	무상증자 후 발행주식총수
보통주(자기주식 제외)	53,562,635	16,068,790	69,631,425
보통주(자기주식)	23,708	-	23,708
상환전환우선주	406,793	122,037	528,830
합 계	53,993,136	16,190,827	70,183,963

자료: DART(26.07), 신한투자증권

머크 키트루다SC 가치 산정

머크 키트루다SC 가치 산정 주요 가정

파이프라인	항목	주요가정
ALT-B4 (머크)	현재 개발 단계	총 6개 중 1개 물질(키트루다SC) 2025년 10월 상업화 완료(품목 독점) 그 외 5개 물질 2027년 임상 1상 개시 가정(품목 비독점)
	상업화	2025년 9월
	허가/전환 성공률	키트루다SC 100%
	가치 산정	1. 전체 계약 규모 5.55조원 계약(43.2억달러)는 키트루다SC만 품목 독점 계약 변경에 따라 기존 계약 구조 5,600억원 매출액에 따른 마일스톤 증액
		2. 키트루다SC 1.4조원 (=8,300억원 + 5,560억원) 제외한 4.15조원은 5개 물질 비독점 계약 유지 가정 (5개 추가 개발 물질 8,300억원/개)
		3. 임상 단계별로 받을 수 있는 마일스톤은 전체 계약규모의 10% 가정, 837억원(193억원 계약금 포함)은 판매 마일스톤에서 제외
		4. IRA 약가인하 회피 위한 시밀러 합의 가정, 키트루다SC 2025년 9월 출시: 2028년 전환율 기준 50%에서 33.5%로 하향, 2036년까지 70% 전환 가정
		5. 총 누적 매출 약 30조원(약 200억달러) 달성 마일스톤 1.3조원 수취 완료 (특정 매출 목표 달성 시 인식하는 일시적 마일스톤은 예상되는 분기 매출에 반영)
		6. 마일스톤 약 5%, 로열티 2% 가정 Hyaluronidase 원료 CMO 수주 금액 전체 매출액의 0.5% 및 CMO 수주 영업이익은 30% 가정
		7. 키트루다 IV 특허 미국 2028년 12월, 유럽 2031년 1월, 일본 2032년 및 그 외 국가 2028년 가정 키트루다SC는 IV 특허 만료 후 40% 약가 인하 가정
		8. 2027년 후속 물질 임상 개시 예상(현재 전임상 단계), 특허 이슈 해소로 2배 프리미엄 적용

자료: 신한투자증권

머크 키트루다SC 마일스톤 5%, 로열티 2%

(단위: 백만달러, 억원)	배수(%)	노트	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
연차		2025년 발매	2년차	3년차	4년차	5년차	6년차	7년차	8년차	9년차	10년차
키트루다 전체 매출 (백만달러)			34,515	35,550	35,906	28,725	22,980	21,831	20,739	19,702	18,717
키트루다SC 매출 (백만달러)			2,951	7,643	12,028	13,472	12,933	13,515	13,738	13,443	12,898
판매 마일스톤 (억원)	5.0	①	2,066	5,350	5,557	-	-	-	-	-	-
판매 로열티 (억원)	2.0	②	-	-	1,145	3,772	3,621	3,784	3,847	3,764	3,612
ALT-B4 원료 매출 (억원)	0.5	③	207	535	842	943	905	946	962	941	903
연간 총 매출 (억원)		①+②+③	2,272	5,885	7,544	4,715	4,527	4,730	4,808	4,705	4,514
연간 발생 이익 (억원)	50	원료 매출 이익	2,169	5,618	7,123	4,244	4,074	4,257	4,327	4,234	4,063
FCF (억원)	22	법인세율	1,692	4,382	5,556	3,310	3,178	3,321	3,375	3,303	3,169
PV 이자요소	8.0	WACC	100%	93%	86%	79%	74%	68%	63%	58%	54%
PV (억원)			1,692	4,057	4,764	2,628	2,336	2,260	2,127	1,927	1,712
NPV (억원)		26,202									
Terminal value (억원)		20,619									
Total value (억원)		46,821									
성공확률 반영 (억원)	100	46,821									

자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권 / 주: Terminal growth 2% 가정

알테오젠 분기 매출액 전망

(단위: 억원, %)	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2026F	2027F
매출액	716.0	642.6	856.5	1,574.0	1,532.0	1,796.0	1,969.0	1,960.8	3,789.1	7,257.8
YoY	(14.5)	244.7	74.7	144.0	114.0	179.5	129.9	24.6	75.5	91.5
QoQ	11.0	(10.2)	33.3	83.8	(2.7)	17.2	9.6	(0.4)	-	-
매출원가	100.7	131.7	107.0	222.0	190.9	200.5	210.5	221.0	561.4	822.8
YoY	(19.9)	100.2	16.9	1.2	89.6	52.2	96.7	(0.4)	11.8	46.6
QoQ	(54.1)	30.8	(18.7)	107.4	(14.0)	5.0	5.0	5.0	-	-
매출총이익	615.3	510.9	749.5	1,352.0	1,341.0	1,595.6	1,758.5	1,739.8	3,227.7	6,435.0
GPM	85.9	79.5	87.5	85.9	87.5	88.8	89.3	88.7	85.2	88.7
판매비	222.3	255.6	286.3	320.7	256.5	261.7	274.8	288.5	1,084.9	1,081.4
YoY	119.9	104.6	117.1	39.8	15.4	2.4	(4.0)	(10.0)	84.7	(0.3)
판매비율	31.0	39.8	33.4	20.4	16.7	14.6	14.0	14.7	28.6	14.9
영업이익	393.0	255.3	463.2	1,031.3	1,084.5	1,333.9	1,483.8	1,451.4	2,142.8	5,353.6
YoY	(35.6)	흑전	73.7	425.2	176.0	422.6	220.4	40.7	100.4	149.8
QoQ	100.1	(35.0)	81.4	122.7	5.2	23.0	11.2	(2.2)	-	-
OPM	54.9	39.7	54.1	65.5	70.8	74.3	75.4	74.0	56.6	73.8
당기순이익	713.4	500.2	708.1	535.1	1,403.9	1,653.3	1,803.2	245.2	2,456.8	5,105.6
YoY	(14.1)	흑전	221.4	(28.1)	96.8	230.5	154.7	(54.2)	69.2	107.8
QoQ	(4.2)	(29.9)	41.6	(24.4)	162.4	17.8	9.1	(86.4)	-	-
NPM	99.6	77.8	82.7	34.0	91.6	92.1	91.6	12.5	64.8	70.3

자료: 에프엔가이드 QunatiWise, 신한투자증권 / 주) 연결 기준

알테오젠 ABT-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	다이아찌 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 릴베고스토톡미그SC 임상 1상 개시
2026.01.20	GSK	젬퍼리SC	420	29.5	기존 할로자임 계약사 GSK(Viv) 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	미공개	동일 기존 경쟁 약물 중 매출 1위 약물로 추정 연매출 50억달러 이상 블록버스터로 추정
ALT-B4 누적 계약 규모(공개 금액 기준)			11,505	220.7	누적 계약규모 11.5조원 글로벌 제약사 9개 기업과 파트너십 체결

자료: DART, 회사 자료, 신한투자증권

사노피 듀피젠트SC 고용량

사노피 듀피젠트SC(ALT-B4) 임상 1상 NCT07646548: 연내 3상 개시 목표

구분	내용
환자	건강한 참여자 (n=40)
실험군/대조군	ALT-B4 적용된 듀피젠트 SC 혹은 ALT-B4 미적용 듀피젠트 SC 무작위 배정
목적	ALT-B4 적용된 듀피젠트SC 단회 투여 시 PK 및 내약성 평가
1차 평가변수	C _{max} (최대 혈중농도), AUC _{last} (약물 투여~마지막 농도 측정까지의 곡선 아래 면적)
보조 평가변수	부작용(TEAE), 면역원성
임상 개시일	2026년 6월 11일
임상 완료일	2026년 9월 30일(추정)

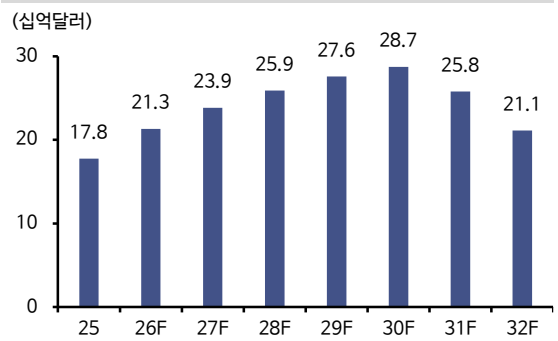
자료: clinical trials, 신한투자증권

2025년 글로벌 매출 Top 5 의약품: 듀피젠트 4위

제품명(제약사)	적응증	25년 매출 (백만달러)	32년 매출 (백만달러)
1 키트루다(MSD)	고형암	31,641	7,164
2 마운자로(릴리)	당뇨	22,965	43,556
3 오젠평(노보)	당뇨	19,245	9,799
4 듀피젠트(사노피)	아토피/천식	17,761	21,136
5 스카이라지(애브비)	건선 등	17,562	33,550

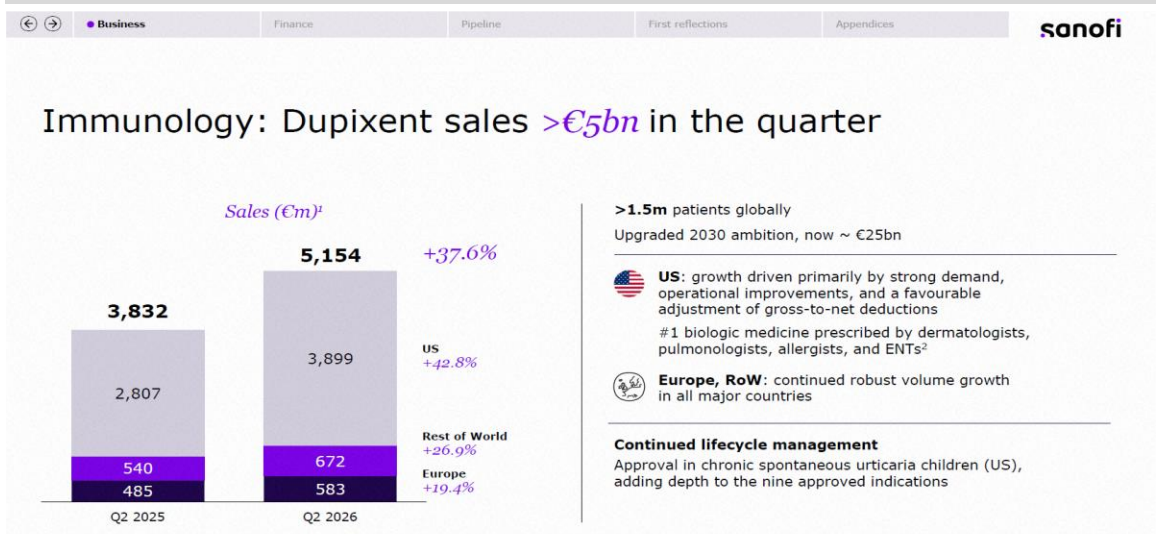
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

사노피 듀피젠트 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

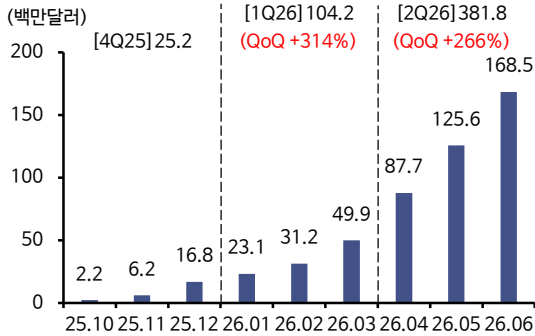
듀피젠트 분기 실적 최초 50억유로(약 8조원) 돌파: 분기 매출 51.5억유로(YoY +37.6%)로 견조한 성장세 지속



자료: 사노피(2Q26 IR), 신한투자증권

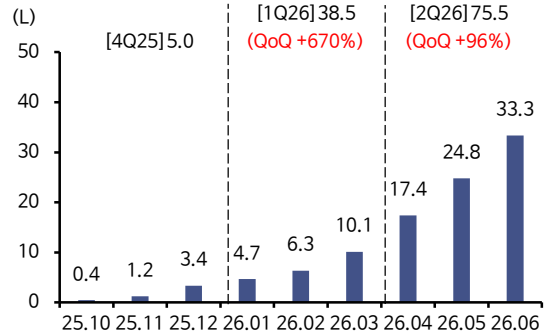
MSD 키트루다SC

키트루다SC 월별 매출액 추이(WAC 기준)



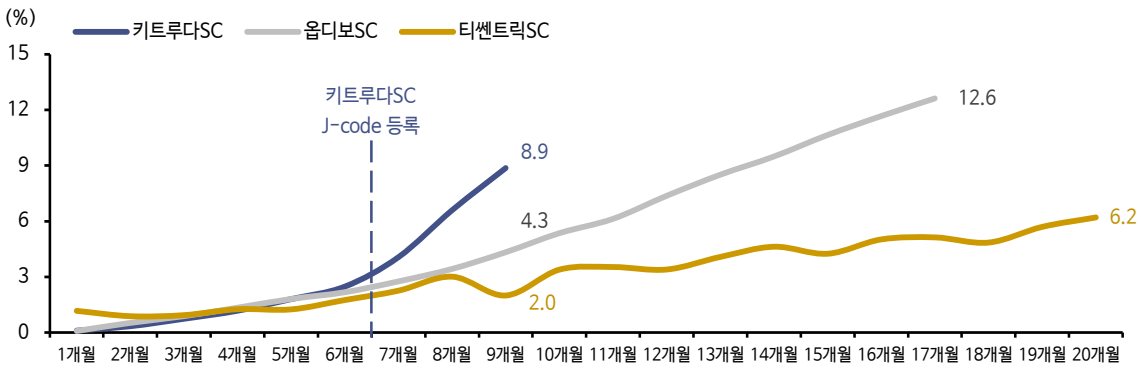
자료: Bloomberg, 신한투자증권

키트루다SC 월별 처방량 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

SC 전환 항암제 전환률 추이: 키트루다SC 출시 9개월만에 8.9% 전환하며 역대급 속도



자료: Bloomberg, 신한투자증권

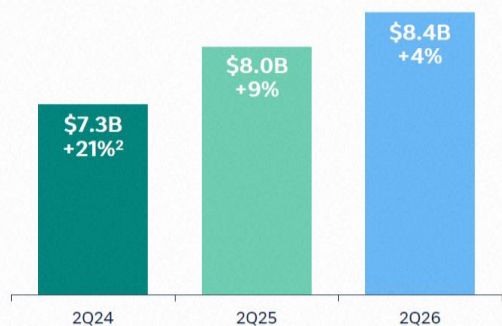
키트루다 프랜차이즈 2분기 매출 기록 갱신(YoY +4%): 키트루다SC(Qlex) J-code 발급 이후 견조한 처방 지속

KEYTRUDA family¹ sales of \$8.4B increased 4% driven by strong uptake in earlier-stage cancers and robust demand from metastatic indications

- Growth driven by usage in tumors predominantly affecting women, including those with certain breast and cervical cancers
- Increased use of KEYTRUDA in combination with enfortumab vedotin in locally advanced or metastatic urothelial cancer
- KEYTRUDA QLEX sales of \$463M in 2Q26 following launch in 3Q25; permanent J-code effective April 1st

KEYTRUDA
(pembrolizumab) injection 100 mg

KEYTRUDA Qlex™
pembrolizumab + berahyaluronidase alfa-pmpH
(pembrolizumab injection) 100 mg + 2000 units/mL



Growth rates exclude the impact of foreign exchange 1. KEYTRUDA family includes KEYTRUDA and KEYTRUDA QLEX (available as KEYTRUDA SC in some markets) 2. ~4 percentage points of negative impact of foreign exchange was due to devaluation of Argentine peso, which was largely offset by inflation-related price increases, consistent with practice in that market.

자료: MSD(2Q26 IR), 신한투자증권

다이하찌 산코 엔허투SC

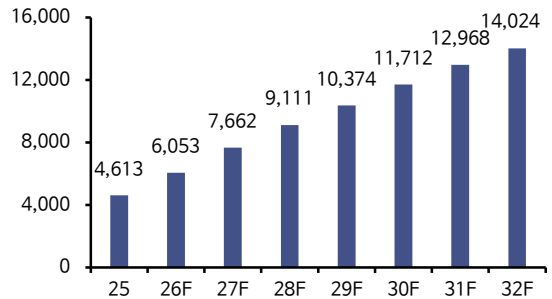
엔허투SC 임상 1상 순항 확인

Phase 1	
(US/EU/Asia) HER2 low BC chemo naïve/post chemo (combo) DESTINY-Breast08	(JP/US/EU/Asia) NSCLC
(US/EU/Asia) HER2 overexpressing non-squamous NSCLC 1L (ICI ± PBC combo) DESTINY-Lung03	(JP/US/Asia) EGFR-mutated NSCLC 1L/2L (osimertinib combo)
(US/EU) BC, NSCLC (pembrolizumab combo)	(JP/US) renal cell carcinoma, ovarian cancer
(JP/US/EU/Asia) solid tumors (subcutaneous injection)	ENHERTU® (T-DXd) HER3-DXd DATOWAY® T-DXd R-DXd

자료: 다이하찌 산코(1Q26 IR), 신한투자증권

다이하찌 산코 엔허투 매출 전망

(백만달러)



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

다이하찌 산코 엔허투 주요 R&D 마일스톤

Major R&D Milestones : ENHERTU®

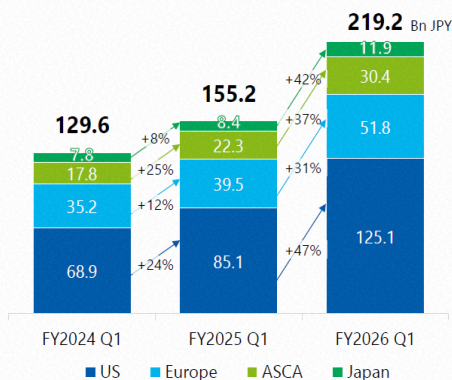
As of Jul 2026



Project	Target indication [phase, study name]	FY2026		FY2027
		H1	H2	
ENHERTU®	• HER2+ with residual invasive disease following neoadjuvant, adjuvant [Ph3, DESTINY-Breast05]	• Approved (US) • Filing accepted (CN)		
	• HER2+, 1L, mono or pertuzumab combo [Ph3, DESTINY-Breast09]	• Regulatory decision anticipated (pertuzumab combo) (EU)	• TLR (mono) anticipated	
	• HER2+, neoadjuvant, mono followed by THP [Ph3, DESTINY-Breast11]	• Approved (US)		
	• HER2 mutant, 1L [Ph3, DESTINY-Lung04]	• TLR anticipated		
	• HER2 positive solid tumors*1 [Ph2, DESTINY-PanTumor02]	• Approved (EU)		
	• HER2 expressing solid tumors [Ph2, DESTINY-PanTumor03]	• Filing accepted (CN)		

자료: 다이하찌 산코(1Q26 IR), 신한투자증권 / 주) 3월 결산 기업

엔허투 매출 추이(YoY +41.2%, 컨센서스 대비 +25.4% 호실적): 미국 neo-adjuvant 및 유럽 고형암 승인 완료



1L: first line, BC: breast cancer, Bn: billions, FY: fiscal year (Apr-Mar), HER2+: HER2 positive, HR: hormone receptor, JPY: Japanese Yen, NCCN: National Comprehensive Cancer Network, Q1: the first quarter (Apr-Jun), YoY: year on year

● Q1 Global Product Sales Result 219.2 Bn JPY

YoY +64.0 Bn JPY (+41.2%) Progress vs May Forecast 25.4%

— Updated annual forecast: Jul. forecast 894.9 Bn JPY (vs May forecast +33.6 Bn JPY)

New Indication Approvals

- HER2 positive BC neoadjuvant: US in May
- HER2 positive BC post-neoadjuvant: US in May
- HER2 positive solid tumors: Europe in Jun.

Updates by Indication

- Continue to observe growth in new patient starts in HR+ HER2 low/ultralow BC
- HER2+ BC 1L is expanding new patient share in the US
- In addition to HER2+ BC 1L, HER2+ solid tumors are leading sales growth in the US

NCCN Guideline Updates

- HER2 positive BC neoadjuvant (category 2A) **NEW**



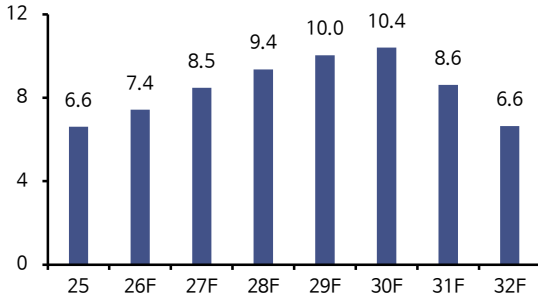
15

자료: 다이하찌 산코(1Q26 IR), 신한투자증권 / 주) 3월 결산 기업

아스트라제네카 임핀지SC, 릴베고스토미그SC + 1개 물질

아스트라제네카 임핀지 매출 전망

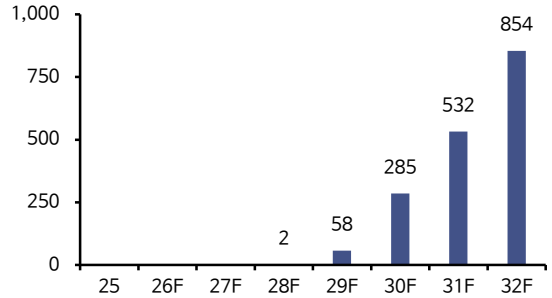
(십억달러)



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

아스트라제네카 릴베고스토미그 매출 전망

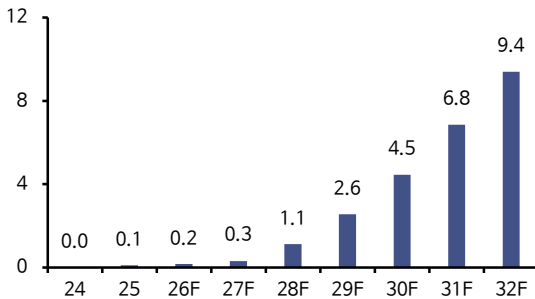
(백만달러)



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

서밋/아케소 이보네시맙 매출 전망

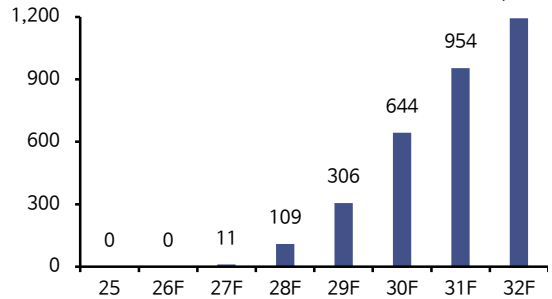
(십억달러)



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

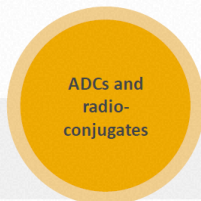
BMS/바이오텍 푸미타미그 매출 전망

(백만달러)



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

아스트라제네카 차세대 항암제로 이중항체 집중: 릴베고스토미그SC 임상 1상 순항중

First Phase III data for **laroprostat** H1 20276 Phase III trials initiated for **elecoglipron**AZD6234 Phase II readout H1 2026
AZD6234/AZD9550 Phase IIb expected H2 2026First positive Phase III data: **sone-ve** in CLARITY-Gastric01First Phase III data for **puxi-sam** H2 2027 in Bluestar-Endometrial01First patients dosed in **torwu-sam** and **zade-gu** Phase III programmes in Q2 2026

16 Phase III trials across 9 tumour types

5 Phase III trials in combination with ADCs

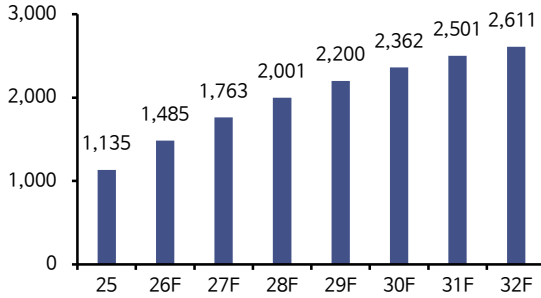
Subcutaneous **rilvegostomig** development ongoingOngoing Phase III for **AZD0120** in r/r multiple myeloma; further Phase III initiating in newly diagnosed diseaseOngoing **surovatamig** Phase IIIs in follicular lymphoma and DLBCL**AZD0120** and **surovatamig** ongoing early trials in autoimmune disease

자료: 아스트라제네카(2Q26 IR), 신한투자증권

GSK 켄펄리SC

GSK 켄펄리 매출 전망

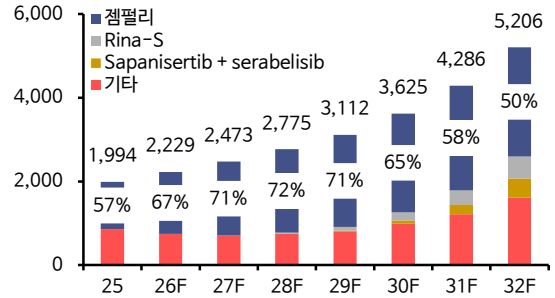
(백만달러)



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

자궁내막암 시장 매출 전망

(백만달러)

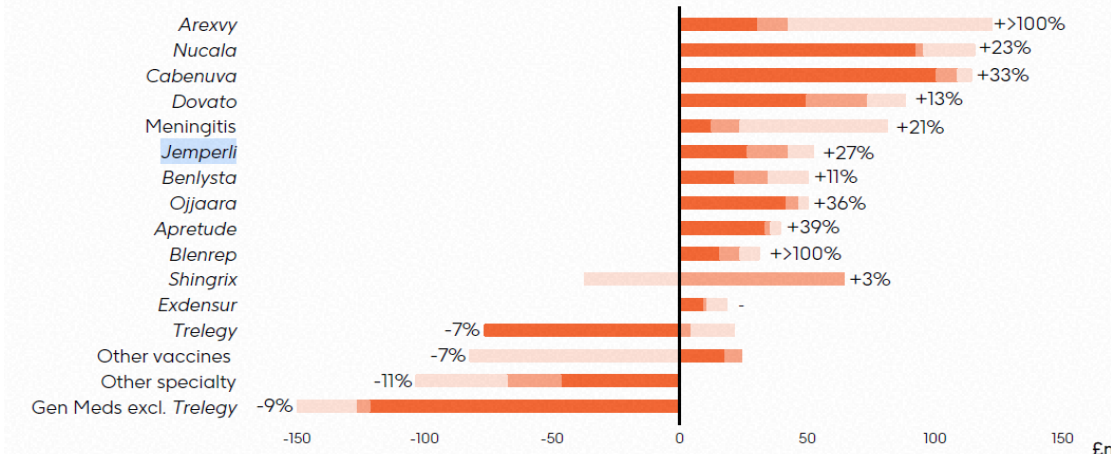


자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

GSK 켄펄리 2Q26 매출 성장 YoY 27%: GSK 전문의약품 + 백신 중 성장세 6위

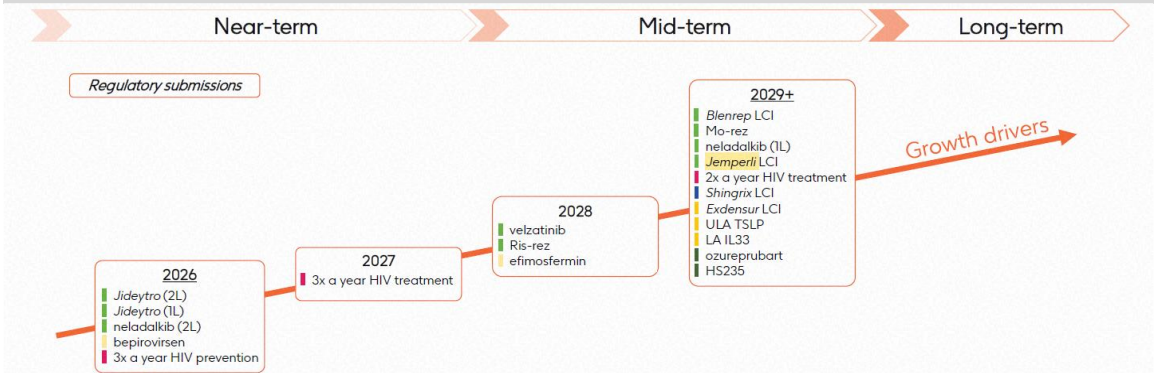
Q2 key sales drivers

Incremental Growth (€m) / CER Growth %



자료: GSK(2Q26 IR), 신한투자증권

GSK 중기 성장 핵심 에셋에 켄펄리 선정



자료: GSK(2Q26 IR), 신한투자증권

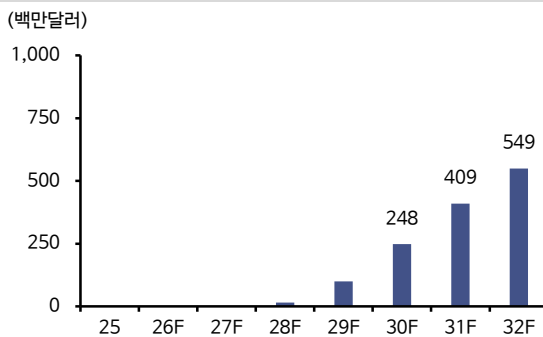
바이오젠 2개 품목

바이오젠의 펠자르타맙SC 제형 언급(Leerink Conference 2026)

Utpal Patel, Head of West Coast Hub, Biogen: A couple things that we're, you know, working on is we recognize felzartamab in the format that we inherited it is an IV formulation. We're working on generating a subcutaneous format to optimize patient convenience and get this to as many patients as might benefit. We don't want that to be a limitation. The other is that, you know, I think we really believe in this target and are working on a next generation anti-CD38 as well.

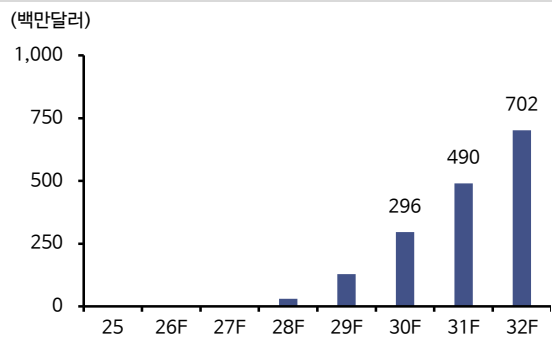
자료: Leerink Conference 2026, 바이오젠, 신한투자증권

바이오젠 펠자르타맙 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

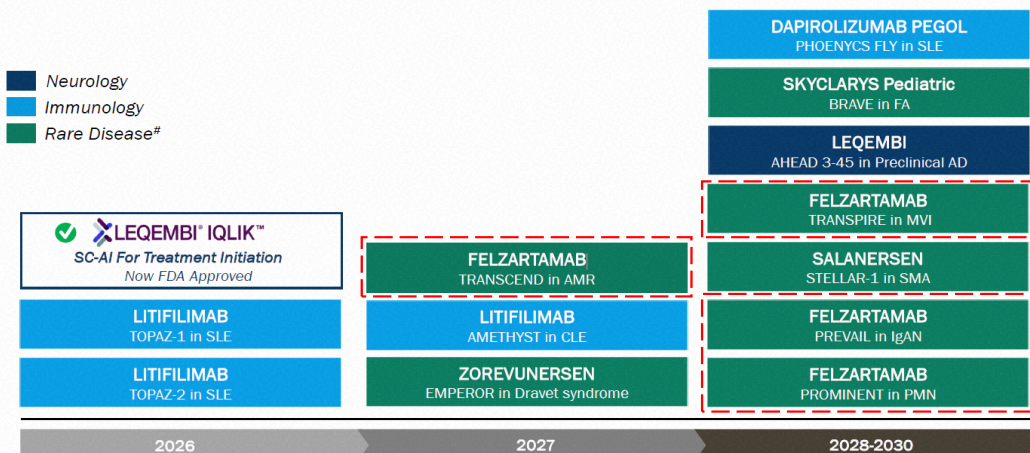
바이오젠 DZP 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

2027년부터 펠자르타맙의 본격적 적응증 승인 및 상업화 추진 계획

WE ARE ENTERING A MULTI-YEAR REGISTRATIONAL CYCLE



Note: Planned data flow, subject to change. LEQEMBI (lecanemab-irnb) is being developed in collaboration with Eisai Co; Zorevunersen is being developed in collaboration with Stoke Therapeutics, Inc.; Dapirolizumab pegol is being developed in collaboration with UCB; Salanersen is licensed from Ionis Pharmaceuticals, Inc. # Rare Disease is a commercial designation that includes multiple therapeutic indications. AD = Alzheimer's disease; AMR = antibody mediated rejection; CLE = cutaneous lupus erythematosus; FA = Friedreich ataxia; IgAN = IgA nephropathy; MVI = microvascular inflammation in kidney transplant patients; PMN = primary membranous nephropathy; SC-AI = subcutaneous autoinjector; SLE = systemic lupus erythematosus; SMA = spinal muscular atrophy

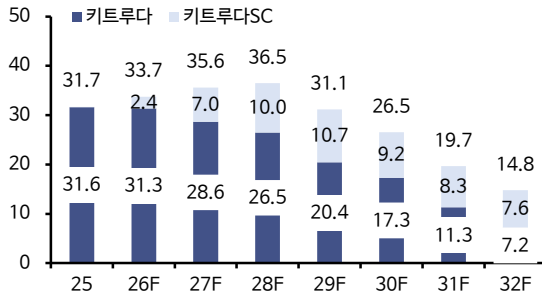
Biogen

자료: 바이오젠(2Q26 IR), 신한투자증권

Appendix. 주요 약물 매출 전망

[항체] MSD 키트루다 프랜차이즈 매출 전망

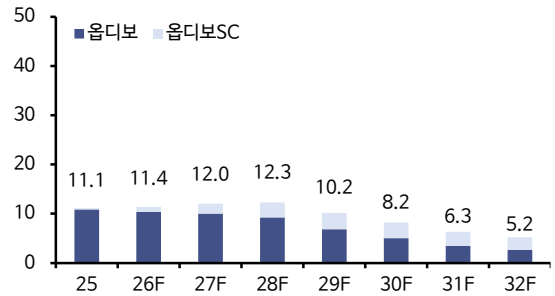
(십억달러)



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

[항체] BMS 옵디보 매출 전망

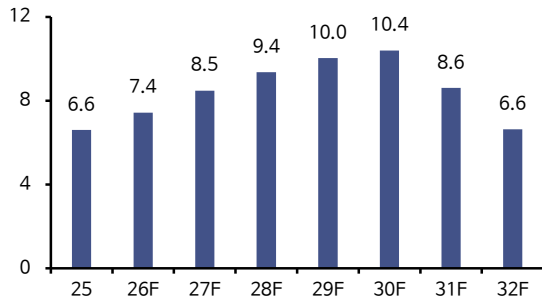
(십억달러)



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

[항체] 아스트라제네카 임핀지 매출 전망

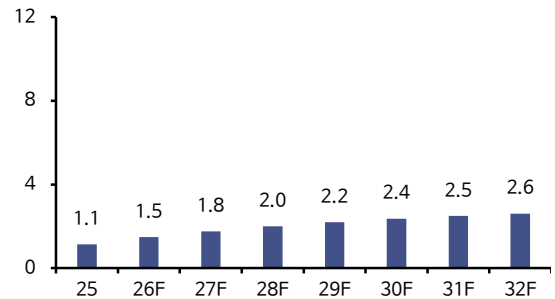
(십억달러)



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

[항체] GSK 켄펄리 매출 전망

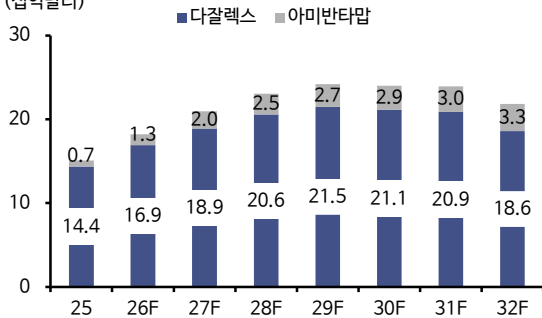
(백만달러)



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

[항체] J&J 다잘렉스/아미반타맙 매출 전망

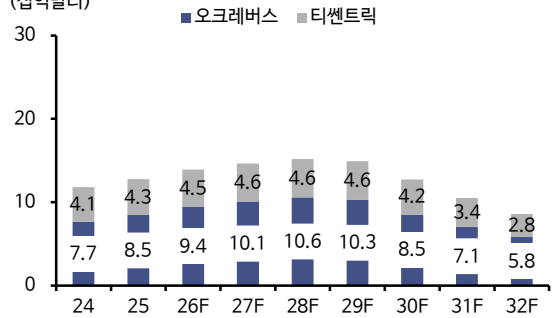
(십억달러)



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

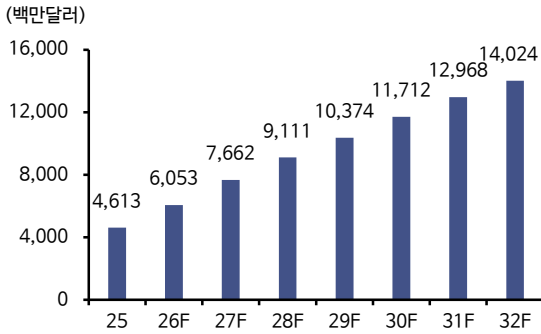
[항체] 로슈 오크레버스/티센트릭 매출 전망

(십억달러)



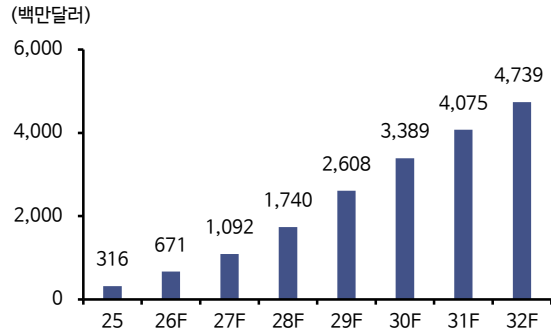
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

[ADC] 다이이찌 산쿄 엔허투 매출 전망



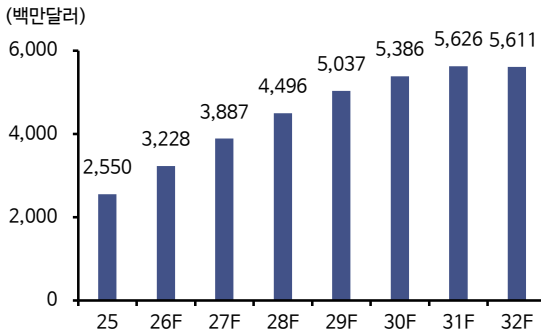
자료: 신한투자증권

[ADC] 다이이찌 산쿄 닥트로웨이 매출 전망



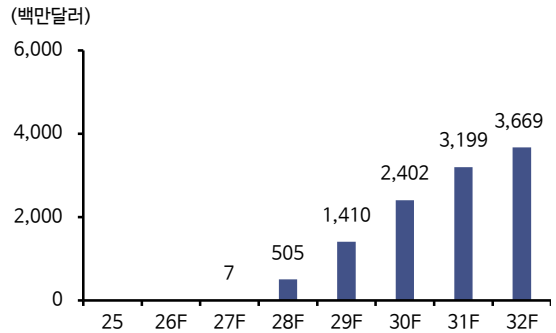
자료: 신한투자증권

[ADC] 화이자 파드셉 매출 전망



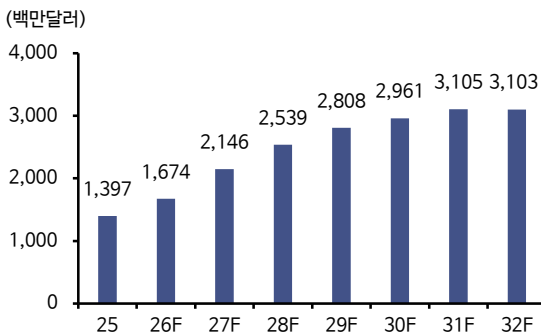
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

[ADC] 머크/켈론 sac-TMT 매출 전망



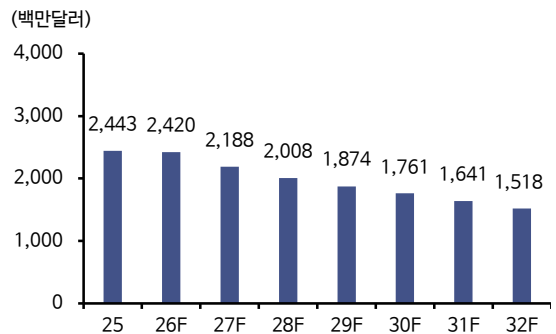
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

[ADC] 길리어드 트로델비 매출 전망



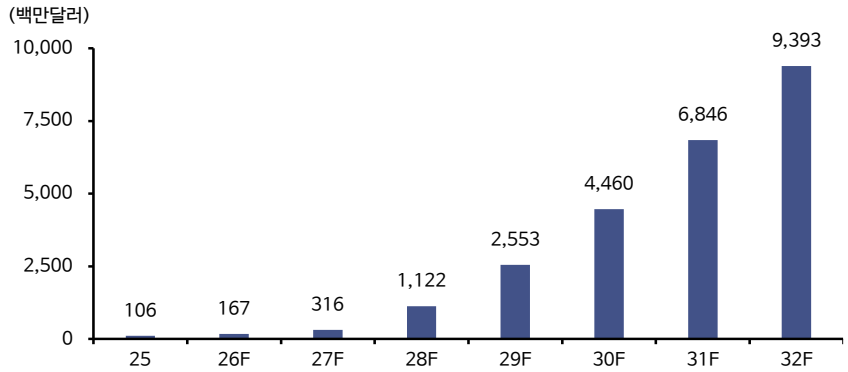
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

[ADC] 로슈 캐싸일라 매출 전망



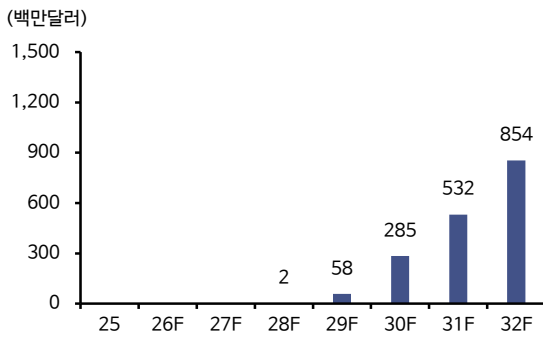
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

[이중항체] 서밋/아케소 이보네시맙 매출 전망



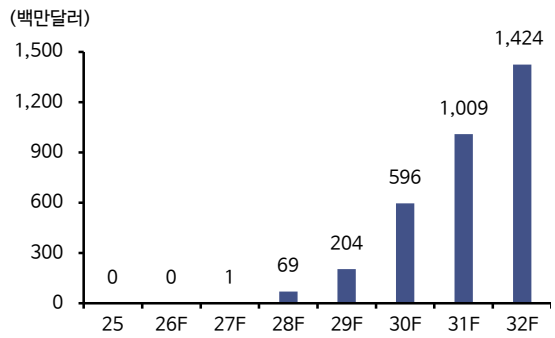
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

[이중항체] 아스트라제네카 릴베고스토미그 매출 전망



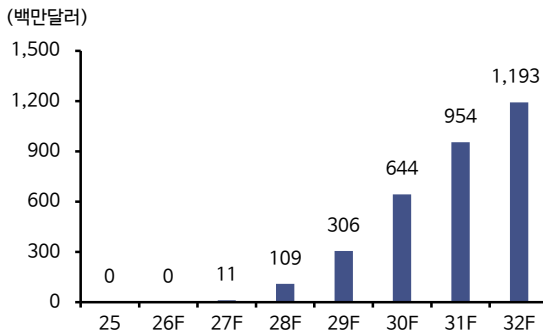
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

[이중항체] 아스트라제네카 볼루스토미그 매출 전망



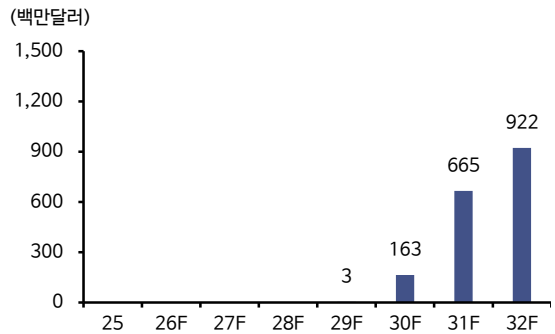
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

[이중항체] BMS/바이오엔텍 푸미타미그 매출 전망



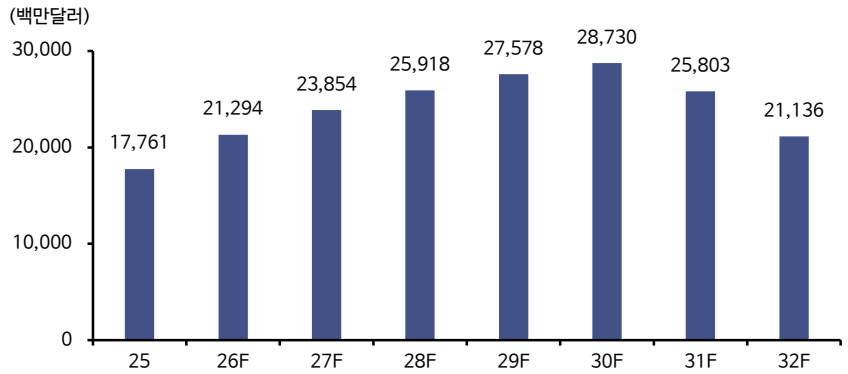
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

[ADC] 화이자/3Sbio SSGJ-707 매출 전망



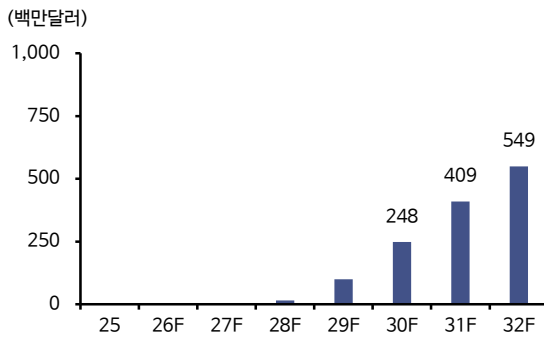
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

사노피 듀피젠트 매출 전망



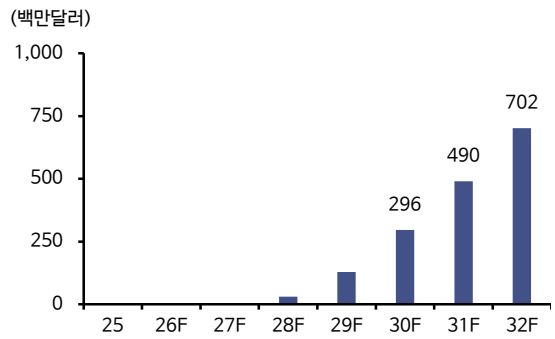
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

바이오젠 펠자르타맙 매출 전망



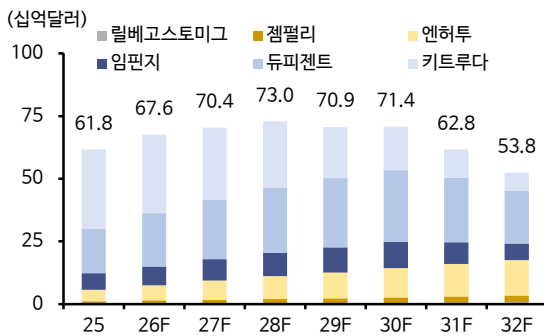
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

바이오젠 DZP 매출 전망



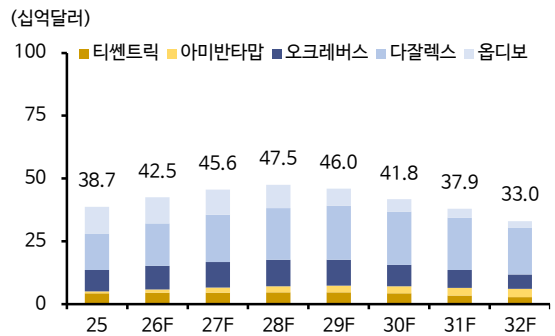
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

알테오젠 계약 물질(확정) 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

할로자임 계약 물질 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	409.0	698.7	955.6	1,424.5	1,969.7
유동자산	211.8	480.8	735.3	1,183.0	1,685.2
현금및현금성자산	19.0	66.4	255.1	585.4	958.9
매출채권	17.2	4.8	8.4	16.2	19.6
재고자산	1.0	6.5	11.5	22.0	26.7
비유동자산	197.2	217.9	220.3	241.5	284.5
유형자산	19.2	40.4	41.4	61.0	103.3
무형자산	112.1	120.1	120.8	120.8	120.8
투자자산	2.7	3.6	4.3	5.8	6.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	134.9	244.3	287.6	284.9	242.0
유동부채	129.2	239.7	283.6	281.2	238.9
단기차입금	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	10.0	11.2	19.6	37.6	45.7
유동성장기부채	0.0	1.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
비유동부채	5.7	4.6	4.0	3.7	3.0
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	668.1	1,139.6	1,727.7
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	426.2	885.4	1,458.2
지배주주지분	273.6	445.2	652.9	1,112.1	1,684.9
비지배주주지분	0.5	9.2	15.2	27.5	42.8
*총차입금	103.7	206.1	217.1	185.8	124.4
*순차입금(순현금)	(81.5)	(223.9)	(429.0)	(826.5)	(1,353.3)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	53.0	124.1	234.5	458.1	622.9
당기순이익	60.7	145.2	245.6	510.5	634.1
유형자산상각비	2.7	2.6	4.5	4.9	11.7
무형자산상각비	0.2	2.9	3.2	3.2	3.2
외환환산손실(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)	(18.2)	(59.8)	(25.3)
(법인세납부)	(3.2)	(0.3)	(29.7)	(97.2)	(168.6)
기타	(18.1)	(14.7)	29.1	96.5	167.8
투자활동으로인한현금흐름	(107.8)	(231.1)	(36.9)	(64.3)	(149.1)
유형자산증가(CAPEX)	(2.7)	(23.0)	(5.5)	(24.5)	(54.0)
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)	(0.7)	(1.5)	(0.6)
기타	(87.0)	(197.4)	(26.8)	(35.1)	(91.3)
FCF	62.6	60.8	186.9	379.6	504.5
재무활동으로인한현금흐름	43.3	155.6	(8.9)	(63.4)	(100.4)
차입금증가(감소)	10.0	(5.0)	11.1	(31.4)	(61.4)
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	0.0	0.0	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
연결법위변동으로인한현금증가	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	188.7	330.3	373.5
기초현금	30.2	19.0	66.4	255.1	585.4
기말현금	19.0	66.4	255.1	585.4	958.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	102.9	215.9	378.9	725.8	882.1
증감률 (%)	6.6	109.9	75.5	91.5	21.5
매출원가	38.8	50.2	56.1	82.3	78.3
매출총이익	64.1	165.6	322.8	643.5	803.8
매출총이익률 (%)	62.3	76.7	85.2	88.7	91.1
판매관리비	38.7	58.7	108.5	108.1	92.0
영업이익	25.4	106.9	214.3	535.4	711.8
증감률 (%)	흑전	320.8	100.4	149.8	33.0
영업이익률 (%)	24.7	49.5	56.6	73.8	80.7
영업외손익	11.2	55.8	61.1	72.4	90.8
금융손익	3.8	44.1	48.5	59.8	78.3
기타영업외손익	7.4	11.7	12.6	12.6	12.6
종속 및 관계기업관련손익	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
세전계속사업이익	36.6	162.7	275.4	607.8	802.6
법인세비용	(24.1)	17.6	29.7	97.2	168.6
계속사업이익	60.7	145.2	245.6	510.5	634.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	60.7	145.2	245.6	510.5	634.1
증감률 (%)	흑전	139.2	69.2	107.8	24.2
순이익률 (%)	59.0	67.3	64.8	70.3	71.9
(지배주주)당기순이익	62.3	141.7	239.7	498.2	618.8
(비지배주주)당기순이익	(1.6)	3.5	5.9	12.3	15.3
총포괄이익	60.7	145.2	245.6	510.5	634.1
(지배주주)총포괄이익	62.3	141.7	239.7	498.2	618.8
(비지배주주)총포괄이익	(1.6)	3.5	5.9	12.3	15.3
EBITDA	28.3	112.4	222.0	543.4	726.6
증감률 (%)	흑전	297.8	97.5	144.8	33.7
EBITDA 이익률 (%)	27.5	52.1	58.6	74.9	82.4

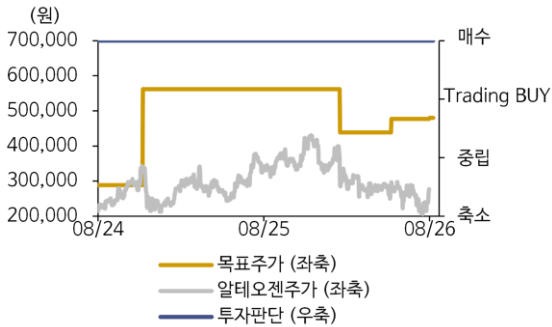
주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	879	2,074	3,501	7,274	9,034
EPS (지배순이익, 원)	901	2,023	3,417	7,098	8,816
BPS (자본총계, 원)	3,955	6,481	9,519	16,237	24,617
BPS (지배지분, 원)	3,948	6,349	9,302	15,845	24,007
DPS (원)	0	285	460	560	660
PER (당기순이익, 배)	352.3	216.8	79.1	38.1	30.7
PER (지배순이익, 배)	343.4	222.1	81.1	39.0	31.4
PBR (자본총계, 배)	78.3	69.4	29.1	17.1	11.3
PBR (지배지분, 배)	78.4	70.8	29.8	17.5	11.5
EV/EBITDA (배)	581.2	212.1	65.0	25.8	18.6
배당성향 (%)	0.0	14.1	13.4	7.8	7.4
배당수익률 (%)	-	0.1	0.2	0.2	0.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	27.5	52.1	58.6	74.9	82.4
영업이익률 (%)	24.7	49.5	56.6	73.8	80.7
순이익률 (%)	59.0	67.3	64.8	70.3	71.9
ROA (%)	18.2	26.2	29.7	42.9	37.4
ROE (지배순이익, %)	29.5	39.4	43.7	56.5	44.2
ROIC (%)	(15.2)	69.5	107.6	206.0	197.0
안정성					
부채비율 (%)	49.2	53.8	43.0	25.0	14.0
순차입금비율 (%)	(29.7)	(49.3)	(64.2)	(72.5)	(78.3)
현금비율 (%)	14.7	27.7	89.9	208.2	401.3
이자보상배율 (배)	37.6	9.7	14.3	37.5	64.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	16.7	47.8	23.3	15.7	10.7
재고자산회수기간 (일)	3.6	6.3	8.7	8.4	10.1
매출채권회수기간 (일)	55.9	18.6	6.4	6.2	7.4

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	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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.
- ◆ 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 08월 04일 기준)

매수 (매수)	92.72%	Trading BUY (중립)	4.60%	중립 (중립)	2.68%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------