알테오젠 (196170)

유럽 시판 허가까지 획득, 연내 추가 L/O도 기대

BUY (유지)

목표주가(12M) 640,000원(상향)
현재주가(11.19) 544,000원

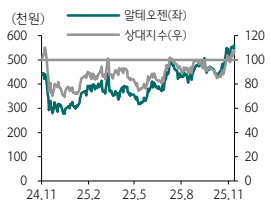
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	871.32
52주 최고/최저(원)	559,000/277,000
시가총액(십억원)	29,107.1
시가총액비중(%)	6.33
발행주식수(천주)	53,505.8
60일 평균 거래량(천주)	415.3
60일 평균 거래대금(십억원)	202.2
외국인지분율(%)	14.92
주요주주 지분율(%)	
박순재 외 4 인	20.38
형인우 외 2 인	5.09

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	204.9	526.0
영업이익(십억원)	110.8	412.9
순이익(십억원)	93.7	412.9
EPS(원)	1,725	7,761
BPS(원)	6,869	14,640

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	96.5	102.9	275.2	599.5
영업이익	(9.7)	25.4	164.4	391.4
세전이익	(3.6)	36.6	167.4	396.0
순이익	(3.4)	62.3	129.5	301.7
EPS	(64)	1,171	2,407	5,592
증감율	적지	흑전	105.55	132.32
PER	(1,539.06)	264.30	226.01	97.28
PBR	34.94	60.02	69.17	40.42
EV/EBITDA	(798.73)	581.19	173.19	72.96
ROE	(2.27)	29.52	37.19	52.58
BPS	2,819	5,157	7,865	13,458
DPS	0	0	0	0

Analyst 김선아 seona.kim@hanafn.com
RA 유창근 changkeunyoo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

3Q25 누적 매출액 1,514억원, 영업이익 873억원 달성

이번 3분기 실적에는 키트루다SC의 FDA 허가 획득에 따른 마일스톤 2,500만 달러가 반영되었기 때문이다. 할로자임이 로열티 수익으로 분기 당 수천억원의 영업이익이 발생되고 있는데, 1개의 파이프라인으로 이정도의 효과를 확인하였기에 향후 파트너쉽의 누적과 본격적인 키트루다SC 판매로 2028년이면 기술료 수익만 1조에 달할 것으로 전망된다. 한편 ALT-B4의 생산/판매 관련 제품 매출이 소액 존재하는데, 키트루다SC가 상업화에 들어가면서 제품 매출도 증가할 것으로 전망한다. 알테오젠은 파트너사에 ALT-B4를 직접 CMO를 통해 생산하여 공급하고, 파트너사에 ALT-B4 생산 권리까지 넘기지 않고 있다. 현금유입이 안정화되면 ALT-B4 생산 공장을 구축하려는 것도 이러한 이유 때문이다. 키트루다SC향 제품매출은 전체 키트루다SC 매출의 5%가 발생하는 것으로 추정하였고, 키트루다SC 외 파이프라인향 ALT-B4 제품 매출은 기존 매출의 평균으로 추정하였다. 이를 반영한 2025년 추정 연매출은 2,752억원, 영업이익 1,644억원으로 전망한다. 회계상 분할 반영되는 매출 추정치, 어제 자 뉴스로 공유된 키트루다SC의 유럽 시판 허가 획득에 따른 마일스톤(약 265억원 추정), 키트루다SC향 ALT-B4의 상업화 매출이 4Q25에 한꺼번에 반영될 것이고, 연내 2건 이상의 L/O 발생할 수 있을 것이라는 기대감도 여전히 유지한다.

'27년F EBITDA에 코스피 대형 제약사 Peer로 추정, 640,000원으로 상향

알테오젠은 12월8일 임시주주총회를 개최하고 코스피 이전 상장을 위한 본격적인 절차에 들어간다. 이번 분기에서 확인된 매출액과 영업이익으로 이미 OPM54.4%를 달성하였고, 키트루다SC가 미국과 유럽에 동시에 본격적으로 출시됨으로써 다음 분기와 내년에도 계속하여 안정적으로 로열티를 수령하며 OPM 50% 미만으로 이익이 감소할 위험은 없어 보인다. ALT-B4의 특허 존속기간도 2039년(PTA, PTE 등 모든 연장 조건 반영시 2042년 초에 이를 것으로 예상)까지 이므로 ALT-B4만으로 수익화가 가능한 기간도 넉넉히 남아 있다. 따라서 코스피 대형 제약사와 견줄만한 위치와 조건을 갖추었다고 판단한다.

기존의 우리의 Valuation 방식은 기업가치에 로열티 추정치만 반영하였었다. 그러나 현재 동사는 키트루다SC의 미국 및 유럽 출시에 따라 상업화에 따른 제품 매출을 반영할 필요가 있게 되었다. 아울러 2028년 가동을 목표로 2,500억원을 투입하여 생산 공장을 설립할 계획을 갖고 있으므로 감가상각비 등도 고려해야 한다. 이러한 구조는 제약사와 유사하다고 판단하여 EV/EBITDA 추정 방식으로 변경한다. 25F EV/EBITDA Peer 평균은 글로벌향 매출 비중이 높은 삼성바이오로직스, 셀트리온, SK바이오팜, 유한양행을 참고하여 37.8배를 적용하고, 여기에 Global Data 추정 키트루다IV Peak Sales인 27F의 EBITDA의 WACC 8.9%로 할인한 현가 EBITDA를 곱하였다.

도표 1. PGR 타임라인

기한	날짜	제출 내용	비고
~~DUE DATE 1~~	~~2025-09-23~~	~~할로자임(Halozyme)의 특허무효심판에 대한 답변~~ ~~할로자임의 특허 정정 신청(권리범위 축소, 청구항 삭제 등)~~	~~2025.08.27에 변경~~
DUE DATE 2	2026-01-20	할로자임 답변에 대한 머크(Merck)의 반박 특허 정정 신청에 대한 머크의 반대 의견	2025.11.03에 변경
DUE DATE 4	2026-01-19	구술 심리 요청 (합의로 연장 불가)	조정 불가
DUE DATE 3	2026-02-16	머크의 반박에 대한 할로자임의 재반박 특허 정정 신청 반대에 대한 할로자임의 반박 (또는 정정 재시도)	2025.09.29에 변경
DUE DATE 5	2026-02-19	머크의 정정 반박에 대한 할로자임의 재반박 양당사자의 증거 배제 신청	2025.09.29에 변경
DUE DATE 6	2026-02-20	양당사자의 증거 배제 신청에 대한 반대 의견 양당사자의 사전 심리 회의 요청	2025.09.29에 변경
DUE DATE 7	2026-02-23	양당사자의 증거 배제 반대 의견에 대한 반박	조정 불가
DUE DATE 8	2026-03-02	구술 심리 (양당사자 중 하나 이상이 요청한 경우에 한함)	조정 불가
종료	2026-06-02	PGR 최종심결	ID 후 1 year

주: 이미 종료된 일정은 취소선 처리
자료: PTAB, 하나증권

도표 2. 2025.11.19 기준 진행 중인 PGR

Proceeding #	Patent #	Application # / Reexam Control #	Appellant/PO/Respondent	Proceeding Status	Proceeding Filing Date
PGR2025-00052	12264345	18778554	Halozyme, Inc. et al.	Trial Instituted	06-27-2025
PGR2025-00053	12195773	18659215	Halozyme, Inc. et al.	Pending	06-06-2025
PGR2025-00050	12077791	18339829	Halozyme, Inc. et al.	Pending	05-07-2025
PGR2025-00046	12091692	17327568	Halozyme, Inc. et al.	Trial Instituted	04-29-2025
PGR2025-00042	12037618	17327586	Halozyme, Inc. et al.	Trial Instituted	04-15-2025
PGR2025-00039	12104185	18599428	Halozyme, Inc. et al.	Trial Instituted	03-28-2025
PGR2025-00033	12049652	18064886	Halozyme, Inc. et al.	Trial Instituted	03-07-2025
PGR2025-00024	12060590	18068218	Halozyme, Inc. et al.	Trial Instituted	02-21-2025
PGR2025-00030	12054758	18066960	Halozyme, Inc. et al.	Trial Instituted	02-04-2025
PGR2025-00017	12110520	18068418	Halozyme, Inc. et al.	Trial Instituted	01-17-2025
PGR2025-00009	12123035	18068327	Halozyme, Inc. et al.	Trial Instituted	12-27-2024
PGR2025-00006	12152262	18340802	Halozyme, Inc. et al.	Trial Instituted	12-10-2024
PGR2025-00004	12018298	18340482	Halozyme, Inc. et al.	Trial Instituted	11-26-2024
PGR2025-00003	11952600	18338189	Halozyme, Inc. et al.	Trial Instituted	11-12-2024

자료: PTAB Search, 하나증권

도표 3. 알테오젠 ALT-B4 기술이전 잠재 파트너사

파이프라인 명	개발사 명	주요 특허 번호	주요 특허 만료일	개발 단계	투여방법
pumitamig	BioNTech SE	US20230340158A1	심사 중	임상3상	3주마다 IV 1,500mg
ivonescimab	Akeso Inc	US12195527B2	Aug-2039	임상3상	2주 마다 IV 최대 30mg/kg -> 60kg 기준 1800mg
etalanetug	Eisai Co Ltd	US10829547B2	Oct-2038	임상3상	4주 마다 IV 최대 4,500 mg
dazukibart	Pfizer Inc	US10829553B2	Jul-2038	임상3상	4주 마다 IV 최대 600 mg
frexalimab	Sanofi	US10874738B2	Apr-2037	임상3상	4주 마다 IV 1800mg
fianlimab	Regeneron Pharmaceuticals Inc	US10358495B2	Feb-2037	임상3상	3주 마다 IV 최대 40mg/kg -> 60kg 기준 2400mg
coramitug	Novo Nordisk AS	US9879080B2	Jan-2036	임상3상	4주 마다 IV 최대 60mg/kg -> 60kg 기준 3600mg
garetosmab	Regeneron Pharmaceuticals Inc	US11407822B2	Sep-2035	임상3상	4주 마다 IV 최대 10mg/kg -> 60kg 기준 600mg
spartalizumab	Novartis AG	US9683048B2	Jan-2035	임상3상	2주 마다 IV 최대 10mg/kg -> 60kg 기준 600mg
riliprubart	Sanofi	US8945562B2	Nov-2033	임상3상	PFS: 600 mg SC or 50 mg/kg IV
astegolimab	F. Hoffmann-La Roche Ltd	US9382318B2	May-2033	임상3상	SC: up to 490mg (Halozyme X)
donanemab (Kisunla)	Eli Lilly and Co	US8679498B2	Sep-2031	상업화	IV: 350 mg >>> 1,400mg 증량
dupilumab (Dupixent)	Regeneron Pharmaceuticals Inc	US7608693B2	Mar-2031	상업화	600 mg(300mg 2회 투여)
ixekizumab (Taltz)	Eli Lilly and Co	US7838638B2	Feb-2030	상업화	160 mg (80 mg 2회 투여)
nemolizumab (Nemluvio)	Chugai Pharmaceutical	US8575317B2	Dec-2029	상업화	60 mg (30 mg 2회 투여)

주: 주요 파이프라인 음영 표시
- 임상 중인 파이프라인의 경우, 해당 개발사의 주력 파이프라인이면서 1,000mg 이상 투여
- 상업화된 제품의 경우, 특허 만료일이 4-5년 내이고 해당 유의미한 매출이 발생하면서 총 투여량이 300mg 이상인 경우
- 특허만료일이 3년 내로 임박하였음에도 불구하고 SC 개발하지 않는 경우, 에버그리닝 포기한 것이라 판단

자료: GlobalData, 하나증권

도표 4. 알테오젠 분기별 매출 추정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F
매출액	**83.7**	**18.6**	**49**	**123.8**	**146.8**	**148.6**	**151.1**	**153**	**275.2**	**599.5**
제품매출	9.9	3	5.5	36.7	42.5	43	43.7	44.2	55	173.3
상품매출	3.4	3.2	4	4.1	4.2	4.4	4.5	4.6	14.7	17.7
용역매출	70.4	12.5	39.6	83	100.1	101.3	103	104.2	205.4	408.5
매출원가	12.6	6.6	9.2	34.8	39.3	39.3	39.4	39.4	63.1	157.3
제품 매출 원가(추정)	-	-	4.7	30.8	35.2	35.1	35.2	35.1	35.5	140.5
상품 매출 원가(추정)	-	-	4	4	4.1	4.2	4.2	4.3	8	16.8
제품매출 관련 GPM	-	-	*85%*	*84%*	*83%*	*82%*	*81%*	*79%*		*81.10%*
상품 매출 관련 GPM	-	-	*100%*	*99%*	*97%*	*96%*	*95%*	*93%*		*95.10%*
매출총이익	71.1	12.1	39.9	89	107.5	109.4	111.7	113.6	212	442.2
판관비	10.1	12.5	13.2	11.8	12.3	12.8	12.9	12.8	47.6	50.8
영업이익	**61**	**-0.4**	**26.7**	**77.1**	**95.2**	**96.6**	**98.8**	**100.8**	**164.4**	**391.4**
OPM	*72.9%*	*적자*	*54.4%*	*62.3%*	*64.9%*	*65.0%*	*65.4%*	*65.9%*	*60%*	*65%*

주: 키트루다SC향 제품매출은 키트루다SC 추정 매출의 5%로 추정. 키트루다SC는 상업화 단계로서 매출 비중이 압도적으로 크기 때문에 임상시료로서 공급되는 제품 매출은 추정하지 않음

자료: 하나증권

2. Valuation

도표 5. 알테오젠 주가 Valuation

multiple	37.8	
27F 알테오젠 EBITDA	1,076.3	
WACC	8.9%	
현가 EBITDA	901.2	
기업가치	34,059.3	(십억원)
주식수	53,940,636	주
현재주가	544,000	(원)
주당가격	**640,000**	**(원, 만원 미만 절상)**
상승여력	**17.6%**	

주: multiple은 삼성바이오로직스, 셀트리온, SK바이오팜 유한양행 25F EV/EBITDA 평균
자료: 하나증권

도표 6. Valuation 요소

점유율 상승률	5.0%	
로열티율	3.2%	
임상1상 마일스톤	2.0%	
임상2상 마일스톤	5.0%	
임상3상 마일스톤	5.0%	
상업화 성공 로열티	10.0%	(FDA NDA 제출 및 승인 포함)
시장 성장률	3.0%	(영구성장률 참고)
시판 매출액 가정	10	(배수)

자료: 하나증권

도표 7. Peer Valuation

단위: 십억원, 배

기업명	시가총액	매출액 (Fwd.12M)	영업이익 (Fwd.12M)	EBITDA (Fwd.12M)	EBIT (Fwd.12M)	EV/EBITDA	EV/EBITDA (Fwd.12M)	OPM (Fwd.12M)
삼성바이오로직스	86,903.5	6,767.1	2,481.4	3,118.3	2,481.4	30.91	27.28	36.7%
셀트리온	42,750.9	4,863.0	1,534.9	1,869.9	1,534.9	30.15	22.83	31.6%
SK바이오팜	9,836.1	894.8	309.3	324.8	309.3	43.06	28.89	34.6%
유한양행	9,276.3	2,428.5	181.4	255.8	181.4	47.05	37.48	7.5%
알테오젠	29,107.1	499.2	387.7	389.3	387.7	263.63	75.02	77.7%

자료: 하나증권

도표 8. ALT-B4 파이프라인 가치

상품명	매출 구분	총 계약 규모 (mln$)	2025(E)	2026(E)	2027(E)	2028(E)	2029(E)	2030(E)	2031(E)	2032(E)
KeytrudaSC 기술료 수익: FDA 승인, EU 25년 내 승인 예상										
Keytruda 총 매출 추정	*Global data consensus ('32F는 보정)*		31,935.0	34,073.0	35,753.0	33,697.0	27,736.0	24,264.0	19,028.0	17,454.8
KeytrudaSC 매출 추정	*27년까지 30% 점유, 이후 "점유율 상승률" 반영*		414.9	2,127.1	10,725.9	10,614.6	9,173.7	8,426.6	6,938.6	6,683.2
KeytrudaSC 점유율			1.3%	6.2%	30%	32%	33%	35%	36%	38%
상업화 마일스톤	*1bil을 5년간 수령 가정(5년 차부터 5년 분할 회계 인식)*		43.0	78.2	142.3	259.0	94.3	94.3	94.3	94.3
로열티			13.3	68.1	343.2	339.7	293.6	269.7	222.0	213.9
리스크 할인			100%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
알테오젠 KeytrudaSC 기술료 수익		4,297.0	56.2	131.6	437.0	538.8	349.1	327.5	284.7	277.3
AZ New 1(Imfinzi 추정) 기술료 수익: Phase 1부터 진행										
AZ New 1의 개발단계			*제형개발*	*phase 1 진입*	*phase 2 진입*	*phase 3 진입(1)*	*phase 3(2) ~ NDA*	*FDA 승인*	*판매*	*판매*
Imfinzi 총 매출 추정	*Gloabal data Consensus ('32F는 보정)*		5,534.0	6,151.0	6,676.0	7,074.0	7,363.0	7,582.0	7,485.0	7,871.4
Imfinzi-SC 매출 추정			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	436.9	3,148.5
Imfinzi-SC 점유율			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%	40.0%
리스크 할인			90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
알테오젠 AZ New 1 기술료 수익		580.0	18.0	10.4	29.0	14.5	14.5	58.0	14.0	100.8
AZ New 2 및 New 3의 기술료 수익: 임상2중 제품 추정										
AZ New 2 및 New 3의 개발단계			*제형개발*	*phase 1 진입*	*phase 2 진입*	*phase 3(1) 진입*	*phase 3(2) ~ NDA*	*FDA 승인*	*판매*	*판매*
AZ New 2+3 매출 추정			7,250.0	7,419.6	7,593.1	7,770.7	7,952.5	8,138.5	8,328.8	8,523.7
리스크 할인			90%	90%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
알테오젠 AZ New 2+3 기술료 수익		725.0	22.5	13.1	21.8	10.9	10.9	43.5	139.2	163.7
Ehnhertu SC 기술료 수익: phase 1부터 진행										
Enhertu의 개발단계			*phase 1 진입*	*phase 2 진입*	*phase 3(1) 진입*	*phase 3(2) ~ NDA*	*FDA 승인*	*판매*	*판매*	*판매*
Enhertu 총 매출 추정	*Gloabal data Consensus ('32F는 보정)*		4,384.0	6,381.0	8,348.0	9,593.0	10,799.0	11,600.0	12,336.0	14,657.4
Enhertu-SC 매출 추정			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	677.1	4,934.4	6,156.1
Enhertu-SC 점유율			*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*5.8%*	*40.0%*	*42.0%*
리스크 할인			90%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
알테오젠 Enhertu-SC 기술료 수익		280.0	5.6	7.0	3.5	3.5	14.0	10.8	79.0	98.5
Sandoz향 기술료 수익: phase 1부터 진행										
Sandoz BS의 개발단계			*제형개발*	*phase 1 진입*	*phase 3(1) 진입*	*phase 3(2) ~ NDA*	*FDA 승인*	*판매*	*판매*	*판매*
DarzalexSC 총 매출 추정			13,490.0	14,472.0	15,360.0	16,180.0	16,879.0	15,910.0	15,521.0	15,888.1
OcrevusSC 총 매출 추정			8,153.0	8,591.0	8,956.0	9,161.0	9,021.0	8,591.0	8,205.0	8,213.7
Sandoz BS 매출 추정			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1,225.1	1,245.6	1,328.6
Sandoz BS의 시장 점유율			*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*5.0%*	*5.3%*	*5.5%*
리스크 할인			60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
알테오젠 Sandoz향 기술료 수익		2,450.1	0.0	29.4	36.8	36.8	147.0	73.5	74.7	79.7
알테오젠 Intas향 기술료 수익 (Sandoz BS 1개 가정)		미공개	0.0	14.7	18.4	18.4	73.5	36.8	37.4	39.9
리스크 할인	*이미 Sandoz 추정시 반영함*									
Approved New 1	AZ New 1 deal 가정	580.0	18.0	10.4	29.0	14.5	14.5	58.0	14.0	100.8
Approved New 2	AZ New deal 가정	1,160.0		36.0	20.9	58.0	29.0	29.0	116.0	28.0
Approved New 3	AZ New deal 가정	1,160.0			36.0	20.9	58.0	29.0	29.0	116.0
Clinical New 1	Enhertu deal 가정	725.0	11.3	6.5	10.9	5.4	5.4	21.8	69.6	81.8
Clinical New 2	Enhertu deal 가정	725.0		22.5	13.1	21.8	10.9	10.9	43.5	139.2
Clinical New 3	Enhertu deal 가정	725.0			22.5	13.1	21.8	10.9	10.9	43.5
Clinical New 4	Enhertu deal 가정	725.0				22.5	13.1	21.8	10.9	10.9
Clinical New 5	Enhertu deal 가정	725.0					22.5	13.1	21.8	10.9
Clinical New 6	Enhertu deal 가정	725.0						22.5	13.1	21.8
BS New 1	Snadoz 동일 가정				29.4	36.8	36.8	147.0	73.5	74.7
BS New 2	Snadoz 동일 가정					29.4	36.8	36.8	147.0	73.5
BS New 3	Snadoz 동일 가정						29.4	36.8	36.8	147.0
BS New 4	Snadoz 동일 가정							29.4	36.8	36.8
알테오젠 추가 파트너십 매출			29.3	75.5	161.7	222.3	278.0	466.7	622.6	884.7
합계	**(mln$)**		**131.6**	**281.7**	**708.1**	**845.1**	**887.0**	**1,016.8**	**1,251.6**	**1,644.6**
원/달러 환율			*1,410.6*	*1,380.0*	*1,320.0*	*1,320.0*	*1,320.0*	*1,320.0*	*1,320.0*	*1,320.0*
원화 환산 합계(십억원)			185.6	388.7	934.7	1,115.6	1,170.8	1,342.2	1,652.1	2,170.8
회계상 분할 반영 매출			19.8	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
Adjusted 매출액			**205.4**	**408.5**	**954.5**	**1,135.4**	**1,190.6**	**1,362.0**	**1,671.9**	**2,190.6**

[가정 요소]
1) 환율: 하나은행 매매기준율 기준, 25F 평균 적용, 25F 이후 1350원 일괄 적용
2) Keytruda 추정
- Keytruda 총 매출 추정은 Gloabal data Consensus (단, '32F는 '25F~'31F의 CAGR로 가정) (update일 2025.09.20)
- KeytrudaSC 매출(=MSD 매출)은 '27년 30% 달성, 이후 점유율 상승률 만큼 증가하는 것으로 가정
- '28년 이후 약가인하는 이미 Gloabal data Consensus에 반영되어 있으므로 배제
- 보수적 추정 요소: 상업화 마일스톤은 3년 간 분할 수령 가정
3) AZ New 1(Imfinzi 추정) 추정
- Imfinzi는 1시간 투여로 편의성 이점이 더욱 크다고 판단. 2년 내 점유율 40% 가정 (vs. Keytruda IV 30min)
- 임상2상 진입 후 일괄 개발 실패 리스크 20% 할인
4) Approved Drug의 경우, phase 1~3 모두 수행 및 5년 소요 가정 (평균적으로 5년, FDA 가이드라인은 여전히 신약에 준함)
5) Clinical Drug도 phase 1~3 모두 수행 및 5년 가정하되, 개발 리스크를 크게 반영
6) 그 외 약물에 대한 점유율은, Approved Drug의 경우 Imfinzi의 점유율로 가정(2년 내 40%, 전환할 이점이 크다고 가정), clinical drug 및 BS는 100%로 추정하고 "시장 성장률" 적용(SC로만 출시하는 것으로 가정, Darzalex SC도 90% 초과함)
7) 로열티율은 Dazalex를 참고해 일괄 3.2%로 산정(global data의 25F Dazalex royalty에 근거)
8) 회색 음영은 로열티 수령 시기
9) AZ New 2, 3과 같이 Consensus 매출이 없는 경우, 25F 매출의 10배한 것이 상용화 시기의 총 매출 PV인 것으로 가정('25년F 매출 대비 총 계약규모는 pembrolizumab 13.5%, Imfinzi 10.7%)
10) 그 외 각 파이프라인에 반영된 사항
- AZ New 2, 3은 둘 중 하나의 파이프라인이 개발 속도가 늦어지거나 실패하는 것을 가정하여 20% 추가(총 40%) 리스크 할인
- Enhertu-SC는 성공 사례가 없는 만큼 리스크 할인 50%로 크게 반영
- BS는 개발 기간을 4년으로 1년 짧게 설정
- Sandoz의 로열티는 10% 적용 (공동개발이고, New Enzyme으로 추정되기 때문)
-"추가 파트너십 매출"은 기준이 되는 파이프라인에 리스크 할인이 반영되어 있음
11) 회계상 분할 반영 매출은 매분기 마다 추정
- ex. 2Q25 L/O 없을 때 용역 매출 125억원. 3Q25 키트루다 FDA 승인으로 마일스톤 수령 후 매출 396억원.
  >> 분기 마다 반영되던 매출 125억원에, 2Q25와 3Q25의 차액인 271억원의 평균인 198억원을 4Q25에 추가 반영함
  (분기마다 끊어지고 새로 반영되는 회계상 분할 매출액은 비공개라 매분기마다 추정하기 어렵기 때문에 두 개 분기 평균 값을 매번 추정하여 수정)
자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**96.5**	**102.9**	**275.2**	**599.5**	**1,709.6**
매출원가	65.3	38.8	63.1	157.3	581.4
매출총이익	31.2	64.1	212.1	442.2	1,128.2
판관비	40.9	38.7	47.6	50.8	53.4
영업이익	**(9.7)**	**25.4**	**164.4**	**391.4**	**1,074.9**
금융손익	4.7	7.2	0.9	4.6	18.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	1.5	4.0	2.1	0.0	0.0
세전이익	**(3.6)**	**36.6**	**167.4**	**396.0**	**1,093.8**
법인세	0.0	(24.1)	36.3	83.1	229.7
계속사업이익	(3.6)	60.7	131.1	312.8	864.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(3.6)**	**60.7**	**131.1**	**312.8**	**864.1**
비지배주주지분 순이익	(0.2)	(1.6)	1.6	11.1	30.8
지배주주순이익	**(3.4)**	**62.3**	**129.5**	**301.7**	**833.3**
지배주주지분포괄이익	(3.4)	36.6	129.5	301.7	833.3
NOPAT	(9.8)	42.1	128.7	309.2	849.1
EBITDA	(6.4)	28.3	166.9	393.3	1,076.3
성장성(%)					
매출액증가율	235.07	6.63	167.44	117.84	185.17
NOPAT증가율	적지	흑전	205.70	140.25	174.61
EBITDA증가율	적지	흑전	489.75	135.65	173.66
영업이익증가율	적지	흑전	547.24	138.08	174.63
(지배주주)순익증가율	적지	흑전	107.87	132.97	176.20
EPS증가율	적지	흑전	105.55	132.32	176.25
수익성(%)					
매출총이익률	32.33	62.29	77.07	73.76	65.99
EBITDA이익률	(6.63)	27.50	60.65	65.60	62.96
영업이익률	(10.05)	24.68	59.74	65.29	62.87
계속사업이익률	(3.73)	58.99	47.64	52.18	50.54

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**144.1**	**211.8**	**498.9**	**799.7**	**1,548.3**
금융자산	110.6	185.3	444.7	734.6	1,443.4
현금성자산	30.2	19.0	131.4	424.4	1,133.3
매출채권	14.3	17.2	28.4	34.2	34.6
재고자산	1.1	1.0	15.1	18.6	53.0
기타유동자산	18.1	8.3	10.7	12.3	17.3
비유동자산	**112.0**	**197.2**	**192.6**	**274.0**	**355.9**
투자자산	1.2	2.7	1.7	1.7	1.7
금융자산	1.2	2.7	1.7	1.7	1.7
유형자산	18.8	19.2	19.6	101.2	183.3
무형자산	**89.3**	**112.1**	**117.7**	**117.5**	**117.2**
기타비유동자산	**2.7**	**63.2**	**53.6**	**53.6**	**53.7**
자산총계	**256.1**	**409.0**	**691.6**	**1,073.7**	**1,904.1**
유동부채	**100.4**	**129.2**	**213.2**	**201.9**	**201.2**
금융부채	83.3	98.7	190.4	178.9	178.1
매입채무	1.0	10.0	2.3	2.6	2.6
기타유동부채	16.1	20.5	20.5	20.4	20.5
비유동부채	**7.8**	**5.7**	**48.3**	**129.1**	**96.1**
금융부채	**2.0**	**5.1**	**45.3**	**125.3**	**85.3**
기타비유동부채	5.8	0.6	3.0	3.8	10.8
부채총계	**108.3**	**134.9**	**261.5**	**330.9**	**297.2**
지배주주지분	**148.1**	**273.6**	**422.9**	**724.5**	**1,557.9**
자본금	**26.5**	**26.7**	**26.7**	**26.7**	**26.7**
자본잉여금	103.3	165.3	184.3	184.3	184.3
자본조정	3.7	4.8	5.5	5.5	5.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	14.6	76.9	206.4	508.0	1,341.3
비지배주주지분	**(0.3)**	**0.5**	**7.1**	**18.3**	**49.0**
자본총계	**147.8**	**274.1**	**430.0**	**742.8**	**1,606.9**
순금융부채	(25.4)	(81.5)	(209.0)	(430.5)	(1,180.0)

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(64)	1,171	2,407	5,592	15,448
BPS	2,819	5,157	7,865	13,458	28,906
CFPS	(25)	657	3,114	7,291	19,954
EBITDAPS	(122)	532	3,102	7,291	19,954
SPS	1,837	1,936	5,114	11,114	31,694
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(1,539.06)	264.30	226.01	97.28	35.21
PBR	34.94	60.02	69.17	40.42	18.82
PCFR	(3,940.00)	471.08	174.69	74.61	27.26
EV/EBITDA	(798.73)	581.19	173.19	72.96	25.99
PSR	53.62	159.87	106.37	48.95	17.16
재무비율(%)					
ROE	(2.27)	29.52	37.19	52.58	73.02
ROA	(1.34)	18.72	23.53	34.18	55.97
ROIC	(10.28)	35.92	97.31	165.40	291.61
부채비율	73.23	49.22	60.82	44.55	18.50
순부채비율	(17.16)	(29.74)	(48.61)	(57.96)	(73.43)
이자보상배율(배)	(14.51)	37.64	16.86	28.66	73.29

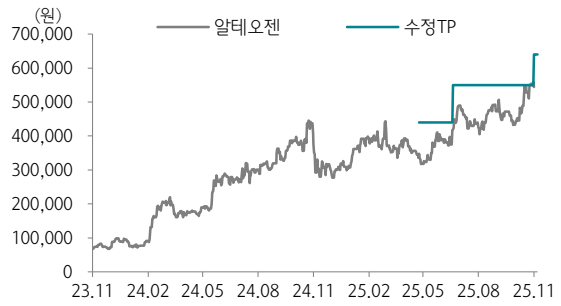
현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**(7.8)**	**53.0**	**135.5**	**310.3**	**833.2**
당기순이익	(3.6)	60.7	131.1	312.8	864.1
조정	6.5	(23.3)	18.8	1.9	1.5
감가상각비	3.3	2.9	2.5	2.0	1.5
외환거래손익	0.4	(4.9)	6.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.8	(21.3)	10.3	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(10.7)	15.6	(14.4)	(4.4)	(32.4)
투자활동 현금흐름	**(9.3)**	**(107.8)**	**(161.5)**	**(80.4)**	**(83.1)**
투자자산감소(증가)	19.1	(25.1)	1.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(1.2)	(2.7)	(2.4)	(83.3)	(83.3)
기타	(27.2)	(80.0)	(160.1)	2.9	0.2
재무활동 현금흐름	**(0.1)**	**81.7**	**156.4**	**68.5**	**(40.7)**
금융부채증가(감소)	(2.9)	18.5	131.9	68.5	(40.7)
자본증가(감소)	1.4	62.1	19.1	0.0	0.0
기타재무활동	1.4	1.1	5.4	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**(17.3)**	**27.0**	**111.8**	**293.0**	**708.9**
Unlevered CFO	(1.3)	34.9	167.6	393.3	1,076.3
Free Cash Flow	(9.0)	50.3	133.1	227.0	749.8

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

알테오젠



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.20	BUY	640,000		
25.7.8	BUY	550,000	-15.01%	1.64%
25.5.13	BUY	440,000	-16.59%	-5.23%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 2025년 11월 19일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.77%	4.23%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 16일