



**BUY (유지)**

목표주가(12M) **640,000원**  
현재주가(1.20) **481,000원**

#### Key Data

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| KOSDAQ 지수 (pt)   | 976.37          |
| 52주 최고/최저(원)     | 559,000/317,500 |
| 시가총액(십억원)        | 25,736.3        |
| 시가총액비중(%)        | 4.82            |
| 발행주식수(천주)        | 53,505.8        |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 570.7           |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 278.9           |
| 외국인지분율(%)        | 13.92           |
| 주요주주 지분율(%)      |                 |
| 박순재 외 4인         | 20.38           |
| 명인우 외 2인         | 5.09            |

#### Consensus Data

|           | 2025  | 2026   |
|-----------|-------|--------|
| 매출액(십억원)  | 248.0 | 596.4  |
| 영업이익(십억원) | 137.4 | 418.2  |
| 순이익(십억원)  | 80.1  | 432.3  |
| EPS(원)    | 1,436 | 8,043  |
| BPS(원)    | 6,691 | 14,737 |

#### 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 | 186.75 | 86.02  |
| PBR       | 34.94      | 60.02  | 57.15  | 35.74  |
| 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 seonah.kim@hanafn.com  
RA 유창근 changkeun.yoo@hanafn.com

**하나증권 리서치센터**

2026년 1월 21일 | 기업분석\_Issue Comment

## 알테오젠 (196170)

### 1조대 매출 제품도 SC제형화 해야 하는 속사정

#### 올해 첫 계약, 기존 Daiichi Sankyo와의 Enhertu SC 계약과 유사

1월20일 GSK의 자회사 Tesaro(US)의 항암 치료제 dostarlimab(상품명 Jemperli)의 SC 제형 개발 및 상업화에 대한 독점 라이선스 계약을 체결하였다. 총 계약 규모는 \$285mn (약 4,200억원)으로, 선금금 \$20mn (약 295억원), 마일스톤 \$265mn (약 3,905억원)이다. 지난 JPMHC 발표에서 “이전 규모 수준의 딜”이라는 언급 때문에, 시장은 작년 3월 아스트라제네카와의 1.9조원 대 계약을 기대했던 것 같다. 그러나 단일 품목(Enhertu)에 대한 24년 11월 다이치산쿄와의 계약도 \$300mn 규모에 선금금 20mn으로, 이번 GSK 계약은 우리의 기대치가 높았던 것이지 기술이나 시장성 관련 열위 조건이 반영된 것은 아니다. 또한 아스트라제네카의 경우 Imfinzi를 포함하여 2개의 파이프라인을 더 추가하여 계약한 것이고, 총 계약규모가 다른 만큼 공개되지 않은 로열티에서의 차이가 클 수 있음도 고려해야 한다. 그리고 우리에게 익숙한 수 조원의 계약은 신약에 관한 것이고, 종종 단일 물질이 아닌 target 딜이었다.

#### 1조 대 매출 제품에 계약금 300억원 일시납, GSK 나름 의미 있는 돈을 썼다

이번 계약은 작년 봄 GSK와 첫 미팅 후, 10월에 계약서를 받고 이듬해 1월에 최종 계약에 이르렀다. ‘21년에 허가 받은 후 ‘25년에 매출 YoY+66% 성장할 것이라 기대되는 파이프라인이긴 하나, GSK는 당시 겨우 연 \$600mn(약 8,500억원) 매출이 나오는 제품을 SC 제형화 할 결정을 한 것이다. 또한 공시- 상 특허 존속기간은 ‘37년까지다. 따라서 이번 계약은 PD-1/PD-L1 경쟁 시장에서 이기기 위해 일찍이 IV-to-SC를 결정한 것이고, 매출이 1조원도 되지 않는 파이프라인에 계약금 300억원을 일시납 하는, GSK 입장에서 제법 큰 돈을 쓴 딜이다. 이는 잠재 파트너사가 LoE에 처한 약물로 한정되지 않고, 경쟁 강도가 높은 Target 시장에서 비슷한 규모의 딜이 계속 이어질 가능성이 높음을 보여준다. JPMHC 2026에서 눈에 띄는 분위기를 보자면 PD-L1xVEGF 같은 것들이 향후의 예시가 될 수 있겠다.

#### 연 내에 계약은 계속 이어질 것, SC는 에버그리닝을 넘어 시장성을 위한 필수

회사는 JPMHC에서 그 어느 때 보다도 많은 회사와 계약 논의를 하였고, 다양한 modality를 계속 시도 중이라 IV-to-SC 제형에 관심이 없을 것 같았던 빅파마 부터, 기존 계약을 이미 맺고 있던 기업과도 제품 추가 논의를 진행 중이다. GSK 사례와 같이 SC는 에버그리닝을 넘어 시장에 진입하기 위해 갖추어야 하는 필요조건이 되었다. 계약 규모에 대한 우리의 기대감이 매우 높아진 편이나, Enhertu나 Jemperli류의 계약의 수 자체가 많아지면 계약 규모만 키운 딜 한 두 개 보다 현금 유입 속도 더 빠르고 안정적일 것이다.

도표 1. PD-1, PD-L1 단일 표적 항암제와 매출액

(단위: \$ mn)

| 약물명             | 성분명                     | 회사명              | 2024년 매출액  | 2025년(F) 매출액 | YoY        | FDA 최초 승인일           |
|-----------------|-------------------------|------------------|------------|--------------|------------|----------------------|
| Keytruda        | pembrolizumab           | Merck            | 29,482     | 31,784       | 8%         | 2014년 09월 04일        |
| Opdivo          | nivolumab               | BMS              | 10,179     | 10,774       | 6%         | 2014년 12월 22일        |
| Imfinzi         | durvalumab              | AstraZeneca      | 4,717      | 5,797        | 23%        | 2017년 05월 01일        |
| Tecentriq       | atezolizumab            | Roche            | 4,134      | 4,042        | -2%        | 2016년 05월 18일        |
| Libtayo         | cemiplimab-rwlc         | Regeneron        | 1,217      | 1,435        | 18%        | 2018년 09월 28일        |
| <b>Jemperli</b> | <b>dostarlimab-gxly</b> | <b>GSK</b>       | <b>597</b> | <b>993</b>   | <b>66%</b> | <b>2021년 04월 22일</b> |
| Bavencio        | avelumab                | Merck            | 795        | 751          | -6%        | 2017년 03월 23일        |
| Zynyz           | retifanlimab-dlwr       | Incyte           | 3          | 56           | 1767%      | 2023년 03월 22일        |
| Loqtorzi        | toripalimab-tpzi        | Coherus Oncology | 19         | 50           | 163%       | 2023년 10월 27일        |

자료: Global Data(Global 매출 기준), 하나증권

도표 2. 알테오젠 지금까지의 파트너사와 계약 규모 (환율 1,400원/\$로 환산)

| 계약일시       | 상대방                | 내용                            | 선금금              | 총 계약금               |
|------------|--------------------|-------------------------------|------------------|---------------------|
| 2026-01-20 | GSK                | dostarlimab의 피하주사 제형 개발 및 상업화 | \$20mn (약 280억원) | \$285mn (약 3,990억원) |
| 2025-03-15 | Medimmune (AZ 자회사) | Imfinzy®의 피하주사제형 개발           | \$20mn (약 280억원) | \$600mn (약 8,400억원) |
| 2025-11-08 | Daiichi Sankyo     | Enhertu®의 피하주사제형 개발 및 판매      | \$20mn (약 280억원) | \$300mn (약 4,200억원) |

자료: Dart, 하나증권

도표 3. 알테오젠의 파트너사의 약물과 Jemperli 계약 비교

(단위: \$mn)

| 약물명             | 성분명                    | 회사명                          | 2024년 매출액  | 2025년(F) 매출액 | YoY        |
|-----------------|------------------------|------------------------------|------------|--------------|------------|
| Enhertu         | trastuzumab deruxtecan | Daiichi Sankyo & AstraZeneca | 4,171      | 5,278        | 27%        |
| Imfinzi         | durvalumab             | AstraZeneca                  | 4,717      | 5,797        | 23%        |
| <b>Jemperli</b> | <b>dostarlimab</b>     | <b>GSK</b>                   | <b>597</b> | <b>993</b>   | <b>66%</b> |

자료: Global Data, 하나증권

도표 4. ALT-B4 기술수출 계약

| 계약 상대                 | 계약일               | 계약 유형                        | 선금금                   | 총계약금                     | 비고                                    |
|-----------------------|-------------------|------------------------------|-----------------------|--------------------------|---------------------------------------|
| 글로벌 10대 제약사           | 2019.11.29        | 타깃 비독점                       | 153억원 (\$13mn)        | 1조 6190억원 (\$1.373bn)    | -                                     |
| MSD                   | 2020.06.24        | 타깃 비독점                       | 193.6억원 (\$16mn)      | 5조 2340억원 (\$4.317bn)    | Keytruda, 독점적 계약 전환 (2024.02.22)      |
|                       | 2024.02.22        | 키트루다 독점적 계약전환                | 267억원 (\$20mn)        |                          |                                       |
| Intas Pharmaceuticals | 2021.01.07        | 품목 독점                        | 65억원 (\$6mn)          | 1,250억원 (\$115mn)        | -                                     |
| Sandoz                | 2022.12.29        | 품목 독점                        | 미공개                   | 1,839억원 (\$145mn)        | 히알루로니다제 공동개발 및 품목 확대 계약(2024.07.29)   |
|                       | 2024.07.29        | 공동개발 및 품목확대 (Novel Hyal. 추정) | 미공개                   | 미공개                      |                                       |
| Daiichi Sankyo        | 2024.11.08        | 품목 독점                        | 280억원 (\$20mn)        | 4,197억원 (\$300mn)        | 품목명: Enhertu, 세계 최초 피하주사 제형 ADC       |
| AstraZeneca           | 2025.03.17        | 품목 독점                        | 655억원 (\$45mn)        | 1조 9,656억원 (\$1.35bn)    | 항암 치료제 3개 품목 (Imfinzi + 임상 중 2개)      |
| <b>GSK</b>            | <b>2026.01.20</b> | <b>품목 독점</b>                 | <b>295억원 (\$20mn)</b> | <b>4,200억원 (\$285mn)</b> | <b>품목명: Jemperli, anti-PD-1 SC 개발</b> |

자료: Dart, 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 |
| 판매비          | 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)순이익증가율 | 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   |

| 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  | 186.75  | 86.02   | 31.14   |
| PBR       |  | 34.94      | 60.02   | 57.15   | 35.74   | 16.64   |
| PCFR      |  | (3,940.00) | 471.08  | 144.35  | 65.97   | 24.11   |
| EV/EBITDA |  | (798.73)   | 581.19  | 173.19  | 72.96   | 25.99   |
| PSR       |  | 53.62      | 159.87  | 87.90   | 43.28   | 15.18   |
| 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   |

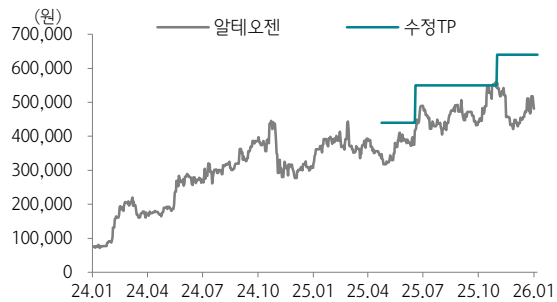
자료: 하나증권

| 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) |

| 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   |

## 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 | -14.86% | 1.64%  |
| 25.5.13  | BUY  | 440,000 | -16.59% | -5.23% |

## Compliance Notice

- 당사는 2026년 1월 20일 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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 2026년 1월 20일 현재 해당회사의 유가증권권을 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 신뢰 할 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 | 95.73%  | 4.27%       | 0.00%      | 100% |

\* 기준일: 2026년 01월 17일