



BUY (유지)

목표주가(12M) 580,000원  
현재주가(5.12) 342,000원

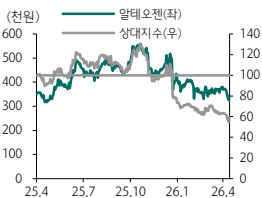
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,179.29
52주 최고/최저(원)	559,000/317,500
시가총액(십억원)	18,308.6
시가총액비중(%)	2.78
발행주식수(천주)	53,533.8
60일 평균 거래량(천주)	349.0
60일 평균 거래대금(십억원)	129.5
외국인지분율(%)	14.15
주요주주 지분율(%)	
박순재 외 4인	20.35
명인우 외 2인	5.09

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	474.6	972.9
영업이익(십억원)	312.4	587.0
순이익(십억원)	290.3	512.0
EPS(원)	5,338	9,436
BPS(원)	12,912	22,075

Stock Price



Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	102.9	215.9	470.3	1,052.5
영업이익	25.4	106.9	246.1	608.7
세전이익	36.6	162.7	294.0	622.4
순이익	62.3	141.7	233.0	493.3
EPS	1,171	2,633	4,320	9,146
증감율	흑전	124.85	64.07	111.71
PER	264.30	170.72	79.17	37.39
PBR	60.02	54.30	27.97	16.28
EV/EBITDA	581.19	212.09	69.89	28.36
ROE	29.52	39.42	42.24	55.12
BPS	5,157	8,278	12,228	21,005
DPS	0	371	371	371



Analyst 김선아 seonakim@hanafn.com  
RA 유창근 changkeunyo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 5월 13일 | 기업분석\_기업분석(Report)

# 알테오젠 (196170)

## 바이오시밀러 대비 우수성을 입증할 기회

### 분기별 꾸준한 마일스톤 유입 이어질 것

동사의 1Q26 실적은 매출액 716억원, 영업이익 393억원 (OPM 54.9%)이다. 이번 분기 매출에는 대부분 1월 GSK향, 3월 Biogen향 기술이전으로 인한 선금금 \$40M (약 587억원)를 한꺼번에 인식했고, 연결회사의 상품 매출(바이오시밀러, 이하 BS)은 직전 분기와 유사한 수준이었다. BD 인력 등을 포함한 연구 인력 증가와 비만치료제 개발을 시작하며 판관비가 증가하였으나, 높은 OPM을 유지할 수 있는 것은 약 94.5%(677억원)의 매출이 기술료 수익이기 때문이다. 동사의 이러한 기초는 남은 분기에도 계속 이어질 것으로 전망된다. Qlex sales milestone은 연간 누적 매출 \$0.5B 달성으로 2Q-3Q 중 1회 및 \$1.0B 달성으로 4Q에 수령할 수 있을 것으로 추정되고, Imfinzi SC의 1상 첫 투약, 듀피젠트 고용량 SC 1상 진입, Enhertu 1상 단기 마일스톤 등을 수령하며 분기별 47~56%대의 OPM을 유지할 것으로 전망한다. 신규 L/O도 이어진다면 품목 당 선금금 \$20M의 유입도 기대할 수 있다.

### Enhanze는 비용 리스크를 줄이기 위함일 뿐, Peer 대비 우수성 입증할 기회 될 것

5/7일 GSK가 Halozyme과 ADC에 Enhanze를 적용하는 계약을 체결하였다. 개발 품목은 적응증을 확장 중인 mocertatug rezetecan (B7-H4 타겟, 난소암, 자궁내막암 3상 중)일 가능성이 높고, 그 외 risvutatug rezetecan (B7-H3 타겟, 소세포성폐암 3상 중)도 있다. GSK는 1Q26 기준 YoY+40% 성장 중인 Jemperli에는 ALT-B4를 적용하고, 아직 시장성이 확인되지 않은 ADC 후보물질에는 Enhanze를 적용하는 시도를 하였는데, 이는 ADC를 SC 투여로 변경하는 모험에서 비용 리스크를 최대한 줄이기 위함인 것으로 보인다. Enhanze가 적용된 Darzalex의 로열티 전망으로 확인된 바와 같이, '27년부터 특허 만료로 로열티는 급격히 줄어들 수 밖에 없다 (이번 L/O건도 선금금 및 규모 비공개). 알테오젠은 타겟이나 적응증이 아닌 제품 당 계약하는 것을 원칙으로 하므로, GSK의 이번 계약은 리스크 회피 외 다른 이유는 없을 것으로 보인다. 연내에 ALT-B4가 적용된 Enhertu SC의 1상 중간 결과(dose escalation)가 확인되고, 새로운 ADC 기술이전 건까지 이어진다면 ALT-B4을 도입해야 할 중요성을 재확인할 계기가 될 것이다. 또한 BS 개발을 목적으로 한 파트너십 (Intas, Sandoz 등)의 성과가 공개되어 Peer와 비교하여 ALT-B4의 이점을 확인하는 것도 알테오젠에게 기회가 될 수 있다 (이르면 '26년 하반기 예상, Intas 개발 5년 차).

### 목표주가 유지, 일단 단기적으로 PGR 결과 확인할 것

목표주가는 '29년 EBIT을 기준으로 산정 하였으므로, '26년 각 분기별 추정치 조정에 따른 변동은 없다. 단기적으로는 6월2일 내 PGR 최종 심결을 확인하는 것이 주가 상승에 중요한 요소이다. '25년6월2일 예비판결에서 무효 심결을 얻은 바 있고, Halozyme은 이를 뒤집을 만한 조치를 취하지 않았으므로 알테오젠에 유리한 심결을 얻게 될 것으로 예상된다.

도표 1. 분기별 추정된 용역 매출 구분

(단위: 십억원)

	1Q26A	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F	2027F	2028F
매출액	71.6	101.0	119.5	178.1	470.3	1,052.5	1,246.7
YoY%	-14.4%	441.8%	143.8%	249.7%	132.5%	123.8%	18.4%
QoQ%	40.7%	41.0%	18.3%	49.1%	-	-	-
제품매출	0.4	29.1	44.3	73.9	147.7	525.1	572.1
상품매출	3.5	3.6	3.7	3.6	14.5	15.2	15.9
용역매출	67.7	68.3	71.4	100.6	308.1	512.3	658.7
매출원가	10.1	30.4	37.4	55.8	133.8	351.4	372.6
매출총이익	61.5	70.6	82.1	122.3	336.5	701.1	874.1
판관비	22.2	22.7	22.6	22.9	90.4	92.4	94.3
YoY%	119.6%	82.0%	71.6%	-0.3%	54.0%	2.2%	2.0%
QoQ%	-3.2%	2.4%	-0.4%	1.0%	-	-	-
영업이익	39.3	47.9	59.4	99.5	246.1	608.7	779.8
YoY%	-35.6%	후자전환	122.8%	406.5%	130.2%	147.4%	28.1%
QoQ%	100.1%	21.8%	24.1%	67.4%	-	-	-
OPM	54.9%	47.4%	49.7%	55.8%	52.3%	57.8%	62.5%

주: 26F → 27F 매출 YoY%의 급격한 성장은 '27년 Keytruda Qlex 점유율 30% 달성을 가정함으로써, ALT-B4 제조 및 납품 매출이 급격하게 증가하기 때문

도표 2. 분기별 추정된 용역 매출 구분

구분	1Q26A	2Q26F	3Q26F	4Q26F	비고
총 추정치(십억원)	67.7	68.3	71.4	100.6	-
환율(원/달러)	1,464.7	1,450	1,430	1,440	-
주요 항목	26년 1월 GSK향 L/O (\$20M)	Qlex sales \$0.5B 달성 sales milestone (\$36M 추정)		Qlex sales \$1.0B 달성 sales milestone (\$54M 추정)	'26년 Qlex 매출 추정치 \$1.7B (점유율 6.2%)
	26년 3월 Biogen향 L/O (\$20M)	Imfinzi SC 1상 진입 마일스톤 (\$11.6M 추정)	AZ 임상 중인 품목 (2개) 1상 진입 (총합 \$13.1M 추정)		
	-	듀피젠트 SC 1상 진입 (\$4.4M 추정)	-	Enhertu 1상 단기 마일스톤 (\$1.4M 추정)	Enhertu 1상 마일스톤은 4분할 함 (completion date는 '28년임을 고려)
그 외 항목	<ul style="list-style-type: none"> <li>IMFINZI-subQ 임상(NCT07391670)의 ClinicalTrials.gov 상 Start Date 2026년3월31일</li> <li>그 외 Sandoz향 품목 1상 진입, Intas향 품목 FDA 승인(개발 기간 5년), 추가 기술이전 1건 이상(선금금 \$20M 추정) 등을 반영함</li> <li>듀피젠트SC는 상반기 1상 후 하반기 3상에 바로 진입할 가능성 있음(현금 유입 시점은 보수적으로 '27년으로 추정)</li> </ul>				

자료: 알테오젠, 각 사, 하나증권

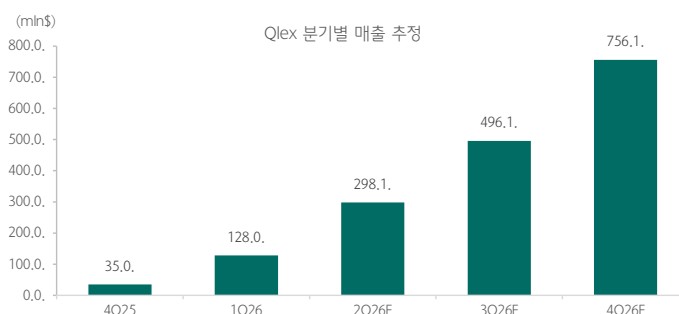
도표 3. 연간 추정치 변경

구분	변경 전		변경 후	
	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	471.2	1,090.80	470.3	1,052.50
매출총이익	359	662.1	336.5	701.1
판관비	50.8	53.4	90.4	92.4
영업이익	308.2	608.7	246.1	608.7
OPM	65.4%	55.8%	52.3%	57.8%

주: 판관비가 크게 변경된 이유는 1Q26 실적을 통해 확인된 R&D 비용 증가 및 전문 인력 증가 등으로 인한 비용 증가를 반영하였기 때문  
자료: 하나증권

도표 4. Qlex 분기별 매출 추정

당사 추정치로 연간 누적 매출  
2Q26 \$426M  
4Q26 \$1.7B



자료: GSK 1Q26 실적발표 IR, 하나증권

도표 5. 미국 무효심판인 PGR2025-00003 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 Search, 하나증권

도표 3. 할로자임 MDASE 패밀리 특허 현황

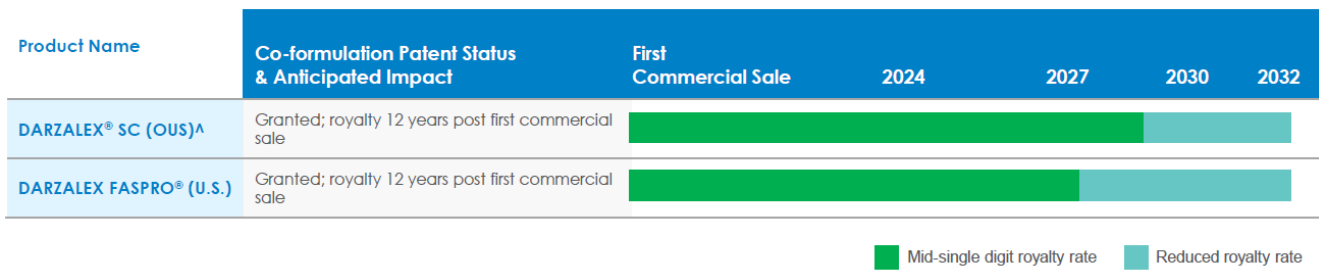
No.	Reference No.	출원번호 (출원일)	등록일	소멸일	권리범위 중 치환 관련 요소 (Claim 문구 그대로 기재)	침해소송 여부
1	US 12152262 B2	18/340802 (2023.06.23)	2024.11.26	2032.12.29	position 317 is a replacement selected from the group consisting of H, I, K, M, Q, R, and S	0
2	US 12123035 B2	18/068327 (2022.12.19)	2024.10.22	2032.12.29	the replacement at the position corresponding to residue 312 is selected from the group consisting of G, K, L, N, and T	
3	US 12110520 B2	18/068418 (2022.12.19)	2024.10.08	2032.12.29	replacement at the position corresponding to residue 324 is selected from the group consisting of A, D, H, M, N, R and S	0
4	US 12104184 B2	18/068443 (2022.12.19)	2024.10.01	2033.01.12	the replacement at the position corresponding to residue 328 is selected from the group consisting of A, C, G, H, I, K, L, Q, R, S, T, V, and Y	
5	US 12104185 B2	18/599428 (2024.03.08)	2024.10.01	2032.12.29	the modification at position 320 is a replacement selected from the group consisting of H, K, R and S	0
6	US 12195773 B2	18/659215 (2024.05.09)	2025.01.14	2032.12.28	a modification at a position aligned to position 320 with reference to the amino acid positions set forth in SEQ ID NO: 3, and 19 or less additional amino acid modifications, and the modification at position 320 is a replacement selected from the group consisting of H, K, and R.	0
7	US 12091692 B2	17/327568 (2021.05.21)	2024.09.17	2034.03.03	position 313 with reference to amino acid positions of SEQ ID NO:3	0
8	US 12077791 B2	18/339829 (2023.06.22)	2024.09.03	2032.12.29	position 309 is a replacement selected from among E, G, H, L, M, N, Q, R, S, and T	0
9	US 12060590 B2	18/068218 (2022.12.19)	2024.08.13	2032.12.29	position corresponding to residue 307 is selected from the group consisting of G, K, N, Q, S, T, V, W, and Y	
10	US 12054758 B2	18/066960 (2022.12.15)	2024.08.06	2032.12.29	position corresponding to residue 317 is selected from the group consisting of A, I, K, M, Q, and R	0
11	US 12049652 B2	18/064886 (2022.12.12)	2024.07.30	2032.12.29	position corresponding to residue 320 is selected from the group consisting of H, K, R, and S	0
12	US 12037618 B2	17/327586 (2021.05.21)	2024.07.16	2034.03.03	a modification at a position corresponding to position 309 with reference to amino acid positions of SEQ ID NO: 3	0
13	US 12018298 B2	18/340482 (2023.06.23)	2024.06.25	2032.12.29	the modification at position 313 is a replacement selected from among A, H, K, L, P, R, and Y	0
14	US 11952600 B2	18/338189 (2023.06.20)	2024.04.09	2032.12.29	the modification at position 320 is a replacement selected from among H, K, R and S	0
15	US 2023-0287381 A1	18/069651 (2022.12.21)	심사 중	심사 중	the replacement at the position corresponding to residue 306 is D	
16	US 11066656 B2	16/912590 (2020.06.25)	2021.07.20	2032.12.29	an amino acid replacement that confers the increased hyaluronidase activity is at a position corresponding to residue 309	0
17	US 11041149 B2	16/824572 (2020.03.19)	2021.06.22	2032.12.29	the amino acid replacement(s) is at a position corresponding to 313 with reference to amino acid positions of SEQ ID NO:3	0
18	US 12264345 B1	18/778554 (2024.07.19)	2025.04.01	2032.12.29	an amino acid replacement at the residue corresponding to M313 with reference to numbering in SEQ ID NO:7, wherein the hyaluronidase domain contains up to 20 modifications.	0
19	US 10865400 B2	15/226489 (2016.08.02)	2020.12.15	2035.01.01	at a position corresponding to a position selected from 1, 15, 24, 27, 29, 30, 31, 32, 33, 37, 39, 48, 63, 67, 69, 71, 72, 73, 75, 87, 92, 93, 94, 118, 120, 135, 141, 147, 148, 150, 151, 152, 155, 156, 163, 164, 165, 170, 198, 209, 212, 215, 219, 233, 236, 247, 257, 259, 260, 263, 269, 271, 272, 276, 278, 282, 293, 305, 308, 313, 320, 324, 325, 326, 328, 353, 359, 371, 377, 380, 389, 392, 395, 405, 409, 410, 418, 425, 436, 437, 438, 441, 442, 446 and 447	0
20	US 12371685 B2	18/340786 (2023.06.23)	2025.06.29	2033.08.10	the modification at position 324 is a replacement selected from among D, N, and R	
21	US 9447401 B2	13/694731 (2012.12.28)	2016.09.20	2034.03.03	the amino acid replacement is replacement with proline at a position corresponding to <b>position 204</b>	

자료: USPTO searching, 하나증권

\*회색 셀: 머크가 PGR를 제기한 특허/ 하늘색 셀: 머크가 IPR를 제기한 특허/ 녹색 셀: 해당 패밀리 특허 중 할로자임이 가장 먼저 등록된 특허

\*Reference No. 숫자 뒤에 붙는 알파벳(숫자는 무시) A는 공개된 출원(등록 전), B는 등록된 특허임을 의미

도표 6. Enhance가 적용된 Darzalex의 로열티 전망 ('27년 유럽부터 특허 만료 시작)



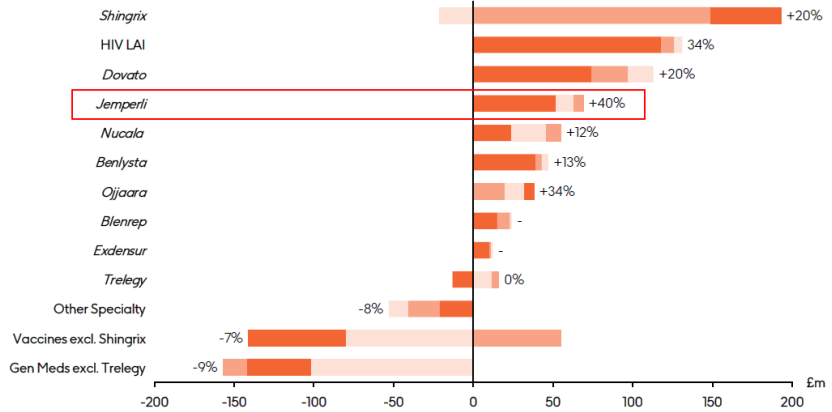
주: 2027년부터 로열티가 감소하는 것은 인핸즈의 특허 존속기간 만료 때문임  
 자료: Halozyme, 하나증권

도표 7. GSK 1Q26 실적발표 상 품목당 매출

Jemperli에 대해 '26년 3월  
 ALT-B4 적용 L/O됨

Q1 key sales drivers

Incremental Growth (€m) / CER Growth %

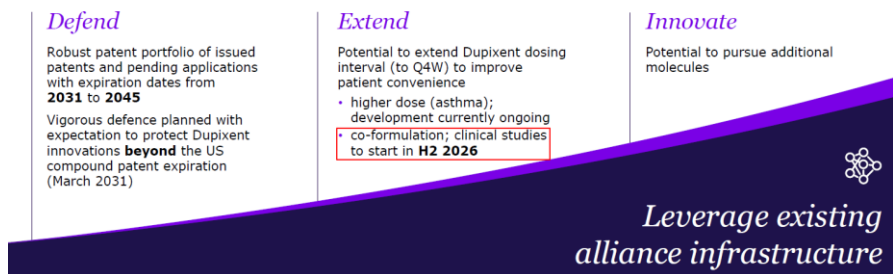


자료: GSK 1Q26 실적발표 IR, 하나증권

도표 8. 듀피젠트의 가치 증대 전략

상반기 1상 후  
 곧바로 하반기 3상 진입할 것

Dupixent: multiple options for continued value creation



자료: Sanofi 1Q26 실적발표 IR, 하나증권

## 2. Valuation

도표 9. 알테오젠 주가 Valuation

Multiple (배)	37.5 (기존 38배)
29F 알테오젠 EBIT	1,092.5
WACC	8.9%
현가 EBIT	809.9
영업가치	30,372.2 (십억원)
순현금	223.9 25년 기말 기준
기업가치	30,596.2 (십억원)
주식수	53,533,843 주
현재주가	342,000 (원)
주당가격	580,000 (원, 만원 미만 절상)
상승여력	69.6%

주: multiple은 삼성바이오로직스, 셀트리온, SK바이오팜 유한양행 EV/EBIT(FY1) 평균  
자료: 하나증권

도표 10. Peer Valuation (2026년 5월 12일 종가 기준)

단위: 십억원, 배

기업명	시가총액	매출액 (FY1)	영업이익 (FY1)	EBITDA (FY1)	EBIT (FY1)	EV/EBITDA (FY1)	EV/EBIT (FY1)	OPM (FY1)
삼성바이오로직스	68,140.3	5,364.7	2,503.0	2,995.3	2,503.0	21.94	26.25	46.7%
셀트리온	44,032.6	5,307.3	1,766.6	2,065.8	1,766.6	21.48	25.12	33.3%
SK바이오팜	7,784.3	953.2	331.9	346.6	331.9	20.79	21.71	34.8%
유한양행	6,897.5	2,355.7	137.3	210.4	137.3	31.94	48.97	5.8%
알테오젠(당사 추정)	18,228.3	470.3	246.1	257.3	246.1	-	-	52.3%

자료: 하나증권

도표 11. ALT-B4 파이프라인 가치

상품명	매출 구분	총 마일스톤 (mln\$)	2026(E)	2027(E)	2028(E)	2029(E)	2030(E)	2031(E)	2032(E)
<b>KeytrudaSC 기술료 수익</b>									
KeytrudaSC 매출 추정	28년 특허만료 후 시장 성장을 만큼 증가		1,678.2	9,116.3	9,957.0	10,255.7	10,563.3	10,880.2	11,206.6
KeytrudaSC 점유율			6.2%	30%	32%	33%	35%	36%	38%
상업화 마일스톤(공개)	1b1을 '26-'29년간 수령함을 가정		100.0	200.0	300.0	400.0	0.0	0.0	0.0
로열티(공개)	2%		0.0	0.0	0.0	0.0	211.3	217.6	224.1
리스크 할인			90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
알테오젠 KeytrudaSC 기술료 수익		4,297.0	90.0	180.0	270.0	360.0	190.1	195.8	201.7
<b>AZ New 1(Imfinzi 추정) 기술료 수익: Phase 1부터 진행</b>									
AZ New 1의 개발단계			phase 1 진입	phase 2 진입	phase 3 진입	phase 3(2) ~ NDA	FDA 승인	판매	판매
리스크 할인			100%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
AZ New 1 기술료 수익		580.0	11.6	29.0	14.5	14.5	58.0	14.0	100.8
<b>AZ New 2 및 New 3의 기술료 수익: 임상2중 제품 추정</b>									
AZ New 2 및 New 3의 개발단계			phase 1 진입	phase 2 진입	phase 3(1) 진입	phase 3(2) ~ NDA	FDA 승인	판매	판매
리스크 할인			90%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
AZ New 2+3 기술료 수익		725.0	25.0	13.1	21.8	10.9	10.9	43.5	164.9
<b>Ehhertu SC 기술료 수익: phase 1부터 진행</b>									
Ehhertu의 개발단계			phase 2 진입	phase 3(1) 진입	phase 3(2) ~ NDA	FDA 승인	판매	판매	판매
리스크 할인			100%	100%	100%	50%	50%	50%	50%
Ehhertu-SC 기술료 수익		280.0	1.4	1.4	1.4	7.0	3.5	3.5	14.0
<b>dostarlimab(GSK) SC 기술료 수익</b>									
dostarlimab의 개발단계			재형 개발	phase 1 진입	phase 2 진입	phase 3 진입	phase 3(2) ~ NDA	FDA 승인	판매
리스크 할인			100%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
dostarlimab-SC 기술료 수익		265.0	20.0	4.8	13.3	6.6	6.6	26.5	3.4
<b>Bioen양 (DZP, Felzartamab, Leqembi 중 2개 추정) SC 기술료 수익</b>									
Bioen 파이프라인의 개발단계			재형개발	phase 1 진입	phase 2 진입	phase 3(1) 진입	phase 3(2) ~ NDA	FDA 승인	판매
리스크 할인			100%	90%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
Bioen양 기술료 수익		549.0	20.0	9.9	16.5	8.2	8.2	43.5	156.1
<b>Sandoz양 기술료 수익: phase 1부터 진행</b>									
Sandoz BS의 개발단계			phase 1 진입	phase 3(1) 진입	phase 3(2) ~ NDA	FDA 승인	판매	판매	판매
리스크 할인			50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
Sandoz양 기술료 수익		1,225.1	12.3	15.3	15.3	61.3	61.3	62.3	66.4
<b>D (비공개, '19년 계약건)양 기술료 수익: phase 1부터 진행</b>									
D의 개발단계			phase 1 진입	phase 3(1) 진입	phase 3(2) ~ NDA	FDA 승인	판매	판매	판매
리스크 할인			80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
D양 기술료 수익 (Ehhertu, Jemperli 평균 가정)		272.5	4.4	5.5	5.5	21.8	197.4	205.7	200.9
<b>알테오젠 Intas양 기술료 수익 (Sandoz BS 1개 가정)</b>									
리스크 할인	이미 Sandoz 추정시 반영함								
알테오젠 Intas양 기술료 수익	미공개		4.1	5.1	5.1	20.4	20.4	20.8	22.1
알테오젠 추가 파트너십 매출			0.0	20.0	82.0	108.4	160.6	212.7	269.3
<b>합계 (mln\$)</b>			<b>196.7</b>	<b>354.7</b>	<b>460.8</b>	<b>671.3</b>	<b>801.8</b>	<b>1,006.3</b>	<b>1,291.8</b>
원/달러 환율			1,450.0	1,380.0	1,380.0	1,380.0	1,380.0	1,380.0	1,380.0
원화 환산 합계(십억원)			285.3	489.5	635.9	926.4	1,106.4	1,388.6	1,782.7
회계상 분할 반영 매출			22.8	22.8	22.8	22.8	22.8	22.8	22.8
<b>Adjusted 매출액</b>			<b>308.1</b>	<b>512.3</b>	<b>658.7</b>	<b>949.2</b>	<b>1,129.2</b>	<b>1,411.4</b>	<b>1,805.5</b>

[가정 요소]

- 환율: 하나은행 매매기준을 기준, 하우스 추정치 적용
- Keytruda 추정
  - Keytruda 총 매출 추정은 Global data Consensus (단, '32F는 '25F~'31F의 CAGR로 가정) (update일 2026.01.21)
  - KeytrudaSC 매출(=MSD 매출)은 '27년 30% 달성, 이후 점유율 상승률 만큼 증가하는 것으로 가정
  - '28년 이후 약가인하는 이미 Global data Consensus에 반영되어 있으므로 배제
- 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
- Approved Drug의 경우, phase 1~3 모두 수행 및 5년 소요 가정 (평균적으로 5년, FDA 가이드라인은 여전히 신약에 준함)
- Clinical Drug도 phase 1~3 모두 수행 및 5년 가정하다, 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)/ Biogen은 4%, Keytruda 2%로 조정
  - 8) AZ New 2, 3과 같이 Consensus 매출이 없는 경우, 계약 년도 매출의 10배한 것이 상용화 시기의 총 매출 PV인 것으로 가정('25년F 매출 대비 총 계약규모는 pembrolizumab 13.5%, Imfinzi 10.7%)
  - 9) 그 외 각 파이프라인에 반영된 사항
    - AZ New 2, 3은 개발 속도가 늦어지거나 실패하는 것을 가정하여 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
  - 10) 회계상 분할 반영 매출은 매분기 마다 실적발표와 괴리값을 계산하여 수정
- 자료: 하나증권

**도표 12. 추정 요소**

점유율 상승률	5.0%	
로열티율	3.2%	(Keytruda만 2% 적용)
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

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	<b>102.9</b>	<b>215.9</b>	<b>470.3</b>	<b>1,052.5</b>	<b>1,246.7</b>
매출원가	38.8	50.2	133.8	351.4	372.6
매출총이익	64.1	165.7	336.5	701.1	874.1
판매비	38.7	58.7	90.4	92.4	94.3
<b>영업이익</b>	<b>25.4</b>	<b>106.9</b>	<b>246.1</b>	<b>608.7</b>	<b>779.8</b>
금융손익	3.8	44.1	47.6	12.5	29.6
종속/관계기업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	7.4	11.7	0.4	1.2	0.0
<b>세전이익</b>	<b>36.6</b>	<b>162.7</b>	<b>294.0</b>	<b>622.4</b>	<b>809.4</b>
법인세	(24.1)	17.6	43.5	92.1	119.8
계속사업이익	60.7	145.2	250.5	530.3	689.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>60.7</b>	<b>145.2</b>	<b>250.5</b>	<b>530.3</b>	<b>689.6</b>
비배주주지분 손이익	(1.6)	3.5	17.5	37.0	48.1
<b>지배주주순이익</b>	<b>62.3</b>	<b>141.7</b>	<b>233.0</b>	<b>493.3</b>	<b>641.5</b>
지배주주지분포괄이익	62.3	141.7	233.0	493.3	641.5
NOPAT	42.1	95.4	209.6	518.6	664.4
EBITDA	28.3	112.4	257.3	621.2	796.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	6.63	109.82	117.83	123.79	18.45
NOPAT증가율	흑전	126.60	119.71	147.42	28.11
EBITDA증가율	흑전	297.17	128.91	141.43	28.17
영업이익증가율	흑전	320.87	130.22	147.34	28.11
(지배주주)순이익증가율	흑전	127.45	64.43	111.72	30.04
EPS증가율	흑전	124.85	64.07	111.71	30.03
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	62.29	76.75	71.55	66.61	70.11
EBITDA이익률	27.50	52.06	54.71	59.02	63.86
영업이익률	24.68	49.51	52.33	57.83	62.55
계속사업이익률	58.99	67.25	53.26	50.38	55.31

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,171	2,633	4,320	9,146	11,893
BPS	5,157	8,278	12,228	21,005	32,530
CFPS	657	2,425	5,585	11,513	14,760
EBITDAPS	532	2,089	4,770	11,517	14,760
SPS	1,936	4,012	8,718	19,513	23,113
DPS	0	371	371	371	371
<b>추가지표(배)</b>					
PER	264.30	170.72	79.17	37.39	28.76
PBR	60.02	54.30	27.97	16.28	10.51
PCFR	471.08	185.36	61.24	29.71	23.17
EV/EBITDA	581.19	212.09	69.89	28.36	21.44
PSR	159.87	112.04	39.23	17.53	14.80
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	29.52	39.42	42.24	55.12	44.47
ROA	18.72	25.58	28.86	42.20	36.35
ROIC	35.92	63.15	91.31	156.64	160.05
부채비율	49.22	53.76	33.81	18.93	13.04
순부채비율	(29.74)	(49.28)	(51.19)	(62.86)	(72.52)
이자보상배율(배)	37.64	9.75	20.26	53.80	71.75

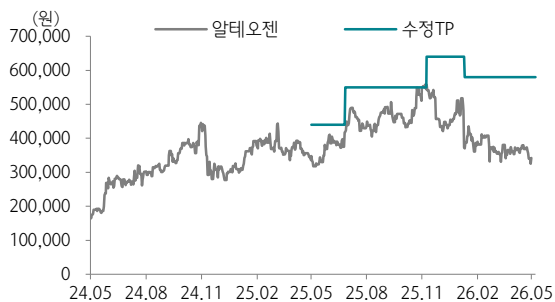
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	<b>211.8</b>	<b>480.8</b>	<b>609.2</b>	<b>1,017.8</b>	<b>1,633.3</b>
금융자산	185.3	430.0	539.7	930.4	1,527.1
현금성자산	19.0	66.4	156.1	526.8	1,103.5
매출채권	17.2	4.8	7.0	10.3	15.1
재고자산	1.0	6.5	18.0	27.2	32.2
기타유동자산	8.3	39.5	44.5	49.9	58.9
<b>비유동자산</b>	<b>197.2</b>	<b>217.9</b>	<b>307.3</b>	<b>403.9</b>	<b>475.1</b>
투자자산	2.7	3.6	5.8	7.8	9.4
금융자산	2.7	2.7	3.3	4.0	4.8
유형자산	19.2	40.4	124.1	215.4	282.0
무형자산	<b>112.1</b>	<b>120.1</b>	<b>123.6</b>	<b>126.8</b>	<b>129.7</b>
기타비유동자산	<b>63.2</b>	<b>53.8</b>	<b>53.8</b>	<b>53.9</b>	<b>54.0</b>
<b>자산총계</b>	<b>409.0</b>	<b>698.7</b>	<b>916.5</b>	<b>1,421.7</b>	<b>2,108.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>129.2</b>	<b>239.7</b>	<b>206.1</b>	<b>180.3</b>	<b>176.8</b>
금융부채	98.7	201.9	165.0	134.8	110.3
매입채무	10.0	11.2	11.8	12.1	12.3
기타유동부채	20.5	26.6	29.3	33.4	54.2
<b>비유동부채</b>	<b>5.7</b>	<b>4.6</b>	<b>25.4</b>	<b>46.1</b>	<b>66.4</b>
금융부채	<b>5.1</b>	<b>4.2</b>	<b>24.2</b>	<b>44.2</b>	<b>64.2</b>
기타비유동부채	0.6	0.4	1.2	1.9	2.2
<b>부채총계</b>	<b>134.9</b>	<b>244.3</b>	<b>231.6</b>	<b>226.3</b>	<b>243.2</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>273.6</b>	<b>445.2</b>	<b>658.2</b>	<b>1,131.7</b>	<b>1,753.3</b>
자본금	<b>26.7</b>	<b>26.8</b>	<b>26.8</b>	<b>26.8</b>	<b>26.8</b>
자본잉여금	165.3	192.7	192.7	192.7	192.7
자본조정	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	431.6	905.0	1,526.7
<b>비배주주지분</b>	<b>0.5</b>	<b>9.2</b>	<b>26.7</b>	<b>63.7</b>	<b>111.8</b>
<b>자본총계</b>	<b>274.1</b>	<b>454.4</b>	<b>684.9</b>	<b>1,195.4</b>	<b>1,865.1</b>
순금융부채	(81.5)	(223.9)	(350.6)	(751.5)	(1,352.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>53.0</b>	<b>124.1</b>	<b>248.1</b>	<b>531.3</b>	<b>713.2</b>
당기순이익	60.7	145.2	250.5	530.3	689.6
조정	(23.3)	(8.6)	10.4	11.1	16.4
감가상각비	2.9	5.5	11.3	12.5	16.4
외환거래손익	(4.9)	0.9	(0.9)	(1.4)	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(21.3)	(15.0)	(0.0)	(0.0)	0.0
영업활동 자산부채 변동	15.6	(12.5)	(12.8)	(10.1)	7.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(107.8)</b>	<b>(231.1)</b>	<b>(117.1)</b>	<b>(123.9)</b>	<b>(107.6)</b>
투자자산감소(증가)	0.6	(0.9)	(2.2)	(2.0)	(1.6)
자본증가(감소)	(2.7)	(23.0)	(83.7)	(91.3)	(74.0)
기타	(105.7)	(207.2)	(31.2)	(30.6)	(32.0)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>81.7</b>	<b>155.6</b>	<b>(37.0)</b>	<b>(30.0)</b>	<b>(24.4)</b>
금융부채증가(감소)	18.5	102.3	(17.0)	(10.1)	(4.5)
자본증가(감소)	62.1	27.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1.1	25.7	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	(20.0)	(19.9)	(19.9)
<b>현금의 증감</b>	<b>27.0</b>	<b>47.4</b>	<b>87.8</b>	<b>370.7</b>	<b>576.6</b>
Unlevered CFO	34.9	130.5	301.2	621.0	796.2
Free Cash Flow	50.3	101.1	164.3	440.0	639.2

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

알테오젠



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.1.22	BUY	580,000		
25.11.20	BUY	640,000	-26.04%	-15.31%
25.7.8	BUY	550,000	-14.86%	1.64%
25.5.13	BUY	440,000	-16.59%	-5.23%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 5월 13일 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 2026년 5월 13일 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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	96.85%	3.15%	0.00%	100%

\* 기준일: 2026년 05월 10일