



BUY (유지)

목표주가(12M) 450,000원
현재주가(10.08) 241,000원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	892.27
52주 최고/최저(원)	430,124/206,213
시가총액(십억원)	16,786.9
시가총액비중(%)	3.34
발행주식수(천주)	70,255.6
60일 평균 거래량(천주)	503.2
60일 평균 거래대금(십억원)	148.4
외국인지분율(%)	15.59
주요주주 지분율(%)	
박순재 외 5인	20.33
명인우 외 2인	5.08

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	492.4	663.5
영업이익(십억원)	312.7	422.6
순이익(십억원)	312.9	380.6
EPS(원)	4,346	5,180
BPS(원)	10,332	15,164

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	102.9	215.9	580.7	829.5
영업이익	25.4	106.9	368.2	494.9
세전이익	36.6	162.7	424.0	531.8
순이익	62.3	141.7	367.0	461.5
EPS	901	2,026	5,231	6,576
증감율	흑전	124.86	158.19	25.71
PER	264.31	170.72	46.07	36.65
PBR	60.03	54.31	21.02	13.57
EV/EBITDA	581.19	212.09	53.77	39.87
ROE	29.52	39.42	58.79	45.06
BPS	3,967	6,369	11,466	17,758
DPS	0	285	285	285



Analyst 김선아 seonakim@hanafn.com
RA 이희경 hk.lee@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 10월 12일 | 기업분석_Issue Comment

알테오젠 (196170)

네덜란드 법원의 가처분 결정은 충분히 뒤집힐 수 있다

네덜란드 법원의 가처분 결정과 유럽에서의 분쟁 현황 요약

10/8 네덜란드 법원은 Halozyne의 EP2,797,622(이하 EP622) 특허에 기반하여 유럽 8개국(벨기에, 덴마크, 프랑스, 아일랜드, 이탈리아, 스웨덴, 스위스, 네덜란드)에서의 키트루다 SC의 제조/판매/수입 금지 명령을 내렸다. 헤이그 지방법원은 특허 전속 관할 법원으로서 피고의 본사나 주요 영업소가 네덜란드에 소재하고 있다면 Cross-border Injunction이 효력을 갖는다. 그런데 명령문을 보면 현재 덴마크, 프랑스, 스웨덴, 스위스에서는 별도로 무효 소송이 진행 중이다. 모두 이번 가처분 명령과 겹치는 국가이다. “독일 연방특허법원이 (독일 부분) 특허가 유효하다고 잠정적으로 판단” 것을 명령의 근거 중 하나로 고려 했다고 언급하여 불안한 요소도 있지만, 영국의 경우 EP622 특허 유효성을 인정하지 않았던 점을 고려하면 끝까지 지켜봐야 한다. MSD는 당연히 항소를 진행할 것이고, 그 안에서 특허의 무효를 다시 다룰 수 있으며, 무효로 선언되는 순간 가처분 신청 효력은 소멸된다. 이번 네덜란드 법원의 명령에서 독일 연방특허법원의 잠정적 결정을 참고한 만큼, 현재 계류 중인 심판 결과도 중요할 것 같다(2025.9.3 청구: <https://bully.kr/7x9L828>). MSD의 의견을 들을 수 있으면 가장 좋을 텐데, 10/26 ET 2:30pm(KST 10/27 3:30am) ESMO에서의 성과를 발표하는 webinar가 있고 여기서 암백신의 향후 개발 방향에 Qlex를 활용하는 전략에 대해서 설명할 가능성이 높기 때문에 특허 분쟁 관련하여 참고할 만한 것이 있기를 바란다.

여전히 네덜란드 법원의 가처분 결정이 뒤집힐 것으로 전망하는 이유

문제된 Halozyne의 EP622의 청구항1은 나열한 66개의 아미노산 중에 1개만 돌연변이가 있어도 페놀 보존제 하에 WT 대비 안정성을 유지할 수 있다고 하지만, 개시된 데이터를 살펴보면 페놀 보존제인 m-cresol 환경에서 테스트 했을 때 안정성이 유지되는 돌연변이는 F204P 뿐이다. 종속항을 모두 봐도 결론은 마찬가지이다. 그런데 F204의 바로 옆에 위치한 N205(66개 아미노산 중 하나) 초차 어떤 돌연변이에도 WT보다 우수한 안정성을 보여주지 못한다(명세서 상 200페이지부터 Table 11, 12. 명세서 전문 링크: <https://bully.kr/GEAwyyQX>).

또한 독일에서의 가처분신청은 2025년10월 제기, 2개월 후인 12월에 심리 후 가처분 결정을 내렸다. 네덜란드에서의 반소도 2026년2월에 제기, 5개월 후인 7월 말에 심리 후 3개월 만에 가처분결정을 내렸다. 특허 무효성을 판단하는데 걸린 기간이 2-3개월 밖에 되지 않는다. 미국의 경우 청구일로부터 무효 여부를 판단하기 위한 심리 개시 결정에만 약 6개월이 걸렸고, 2025년6월에 심리를 개시하여 1년 후인 2026년5월에 무효심결을 확인하였다. 따라서 가처분신청 내의 무효 여부는 증거자료로서 제대로 다뤘다고 보기 어렵다. 명령문 내에서 독일 약식 절차 상 잠정적 판단을 중요하게 고려했다는 언급, 라이선스 제품인 옴디보 SC(EP622와 관련 없는 ENHNAZE를 사용)의 시장 점유율 손실을 가처분 근거로 내세웠는데 받아들여진 점 등 정식적이지 않거나 납득하기 어려운 근거가 기재되어 있다.

미국으로 번질 가능성 매우 낮고, 빠르면 '27년 내 반전 기대 가능

미국에서는 가치분 신청에 앞서 일찍이(2025.05) 무효심판(PGR)에서 첫 무효 판결을 받고 패밀리 특허에도 동일한 판결이 계속 이어지고 있다. 유럽 내에서도 네덜란드와 독일은 비슷하게 진행 중이지만, 영국은 무효성을 인정하며 국가별로 다른 경향을 보이고 있다. 원칙적으로 속지주의에 따라 각국 법원은 무효성을 독립적으로 판단하니, 미국으로 잘못 번질 가능성은 없다. 앞서 말한 여러 정황상 유럽은 본격적인 무효성 다툼을 이미 했다고 보고 어렵다. 독일이나 Cross-border 국가 중 1개라도 EP622의 무효를 선언하는 경우 판세는 빠르게 바뀔 것이고, 그 결과는 '27년 내에도 확인 가능할 것 같고(무효심판청구 2-3년차), 이 때 할로자임에는 가치분 취소와 함께 손해배상 책임이 따른다. 우리는 여전히 이번 소송 결과가 긍정적으로 도출될 것이라 전망하고, 현재 Valuation은 '29년 추정 EBIT과 순현금에 기반하는데 긍정적 소송 결과를 전망하는 만큼 손해배상액 일부 수령도 기대하고 있기 때문에 목표주가는 조정하지 않는다.

도표 1. 네덜란드 법원의 명령문 (네덜란드어라 구글 직역 활용)

반소에서

5.2. Keytruda SC는 EP 622의 벨기에, 덴마크, 프랑스, 아일랜드, 이탈리아, 네덜란드, 스웨덴 및 스위스 부분의 보호 범위에 속한다고 선언합니다.

5.3. 이 판결이 송달된 날로부터 7일 이내에 MSD가 EP 622의 벨기에, 덴마크, 프랑스, 아일랜드, 이탈리아, 네덜란드, 스웨덴 및 스위스 부분을 침해하는 행위, 특히 해당 국가에서 Keytruda SC를 제조하거나 제조하도록 하거나, 제공하거나, 시장에 출시하거나, 사용하거나, 그러한 목적으로 수입하거나 재고로 보유하는 행위를 금지합니다.

5.4. 판결은 송달 후 7일 이내에 MSD가 벨기에, 덴마크, 프랑스, 아일랜드 및 이탈리아에서 EP 622를 침해하도록 다른 MSD 계열사를 선동하거나, 그러한 침해를 허용, 승인, 조장, 촉진 또는 선동하거나, 그러한 침해로부터 고의적이고 의도적으로 이익을 취하는 행위, 특히 키트루다 SC에 대한 유럽 판매 허가를 승인하거나 제공함으로써 그러한 침해로부터 이익을 취하는 행위를 금지합니다.

5.5. 5.2항의 선언은 EP 622의 각 외국어 부분과 관련하여, 해당 외국어 부분이 EP 622와 관련된 무효 소송을 심리할 권한이 있는 국내 법원에 의해 전부 또는 일부 취소 불가능하게 무효로 선언되는 순간에 효력을 상실한다는 조건을 따른다고 규정합니다.

5.6. 5.3 및 5.4항의 금지 사항은 EP 622의 각 외국어 부분과 관련하여, 해당 외국어 부분이 EP 622에 관한 무효 소송을 심리할 권한을 가진 국내 법원(1심 또는 상급심)에 의해 전부 또는 일부 무효로 선언되는 순간 해당 금지 사항의 효력이 소멸된다는 조건을 명시합니다. 단, 해당 특허가 관련 항소 또는 상고 절차에서 유효한 것으로 간주되는 순간 해당 금지 사항이 다시 효력을 발휘하게 됩니다.

5.7. 5.3 및 5.4에 명시된 금지 사항을 위반하는 경우 MSD는 하루에 25,000유로의 벌금을 납부해야 하며, Halozyne의 선택에 따라 금지 사항 위반으로 영향을 받는 제품당 25,000유로를 납부해야 하며, 최대 (총) 금액은 50,000,000유로로 제한됩니다.

자료: Rechtspraak.nl(네덜란드 사법부 통합 판결 검색 포털: <https://bully.kr/GkvEAnh>), 구글 번역, 하나증권

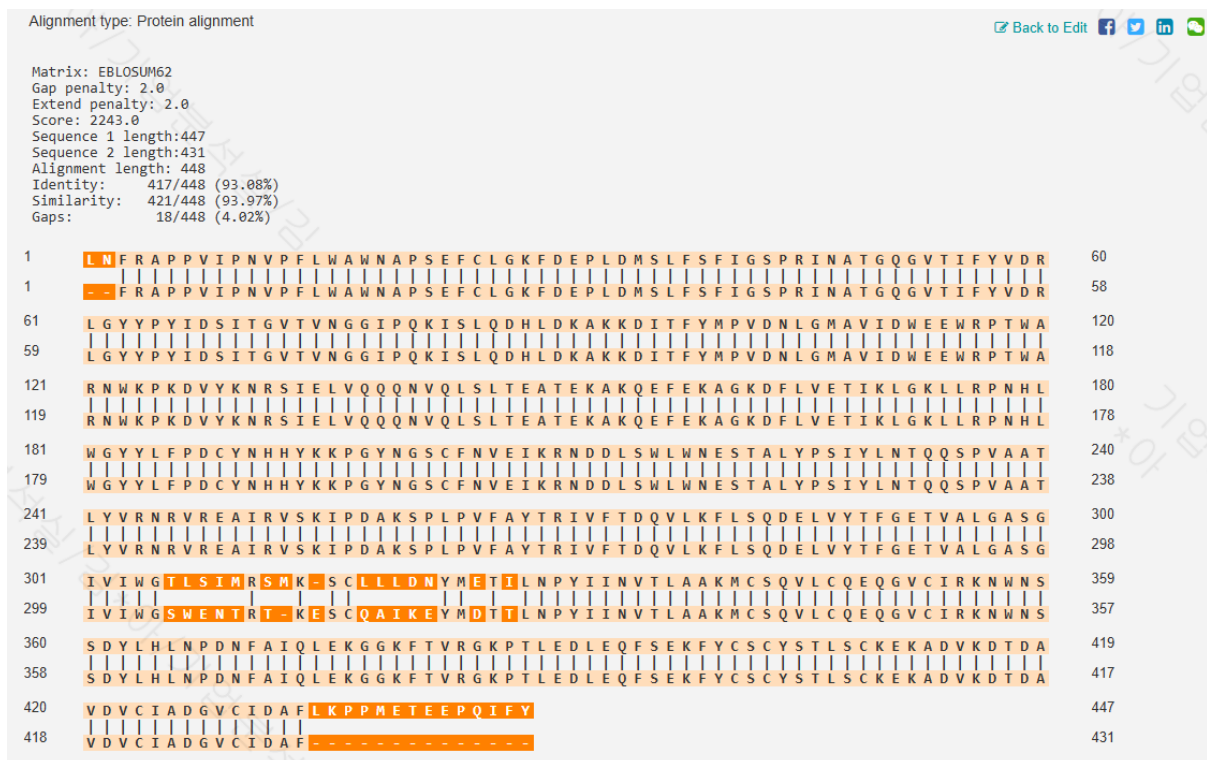
도표 2. MSD의 EP622에 대응 중인 현황

Between August and June 2026, the Company filed revocation actions against EP Patent No. 2 797 622 (the '622 patent) owned by Halozyne in the UK, France, Germany, The Netherlands, Denmark, Sweden, and Switzerland. Halozyne counterclaimed for an injunction in the UK under the '622 patent as well as EP Patent No. 3 130 347 (the '347 patent) but have undertaken not to enforce any injunction there until the validity of both patents, which is in dispute, is finally determined. In May 2026, Halozyne consented to revocation of the '622 patent in the UK. In October 2025, the Company accepted service of a preliminary injunction filed by Halozyne under the '622 patent in Germany. Following a one day hearing in December 2025, a preliminary injunction was awarded against the Company, prohibiting sales in Germany. The Company has appealed the preliminary injunction decision, and the appeal hearing is set for November 19, 2026. In the Dutch action, in February 2026, Halozyne counterclaimed for infringement including also Belgium, Denmark, France, Ireland, Italy, Sweden and Switzerland. The Dutch action was heard at the end of July 2026 with a decision expected within three months thereof.

당사(MSD)는 2025년(원문에는 없으나 오타인 것으로 보임)8월부터 2026년6월 사이에 영국, 프랑스, 독일, 네덜란드, 덴마크, 스웨덴, 스위스에서 Halozyne이 보유한 EP 특허 제2 797 622호(이하 '622 특허')에 대한 특허 취소 소송을 제기했습니다. Halozyne은 영국에서 '622 특허 및 EP 특허 제3 130 347호(이하 '347 특허')를 근거로 금지명령을 청구하는 반소를 제기했으나, 현재 분쟁 중인 두 특허의 유효성이 최종 확정될 때까지 해당 지역에서 금지명령을 집행하지 않기로 했습니다. 2026년 5월, Halozyne은 영국 내 '622 특허의 취소에 동의했습니다. 2025년 10월, 당사는 독일에서 Halozyne이 '622 특허를 근거로 제기한 가처분 신청서를 송달받았습니다. 2025년 12월에 열린 1일 심리 후, 당사에 대해 독일 내 판매를 금지하는 가처분 결정이 내려졌습니다. 당사는 해당 가처분 결정에 대해 항소했으며, 항소심 심리는 2026년 11월 19일로 예정되어 있습니다. 네덜란드 소송과 관련하여, 2026년 2월 Halozyne은 벨기에, 덴마크, 프랑스, 아일랜드, 이탈리아, 스웨덴, 스위스를 포함한 지역에서의 특허 침해를 이유로 반소를 제기했습니다. 네덜란드 소송에 대한 심리는 2026년 7월 말에 진행되었으며, 판결은 그로부터 3개월 이내에 내려질 것으로 예상됩니다.

자료: Merck 2Q26 F-10, 하나증권

도표 3. PH20 WT과 ALT-B4 서열(Sequence 2; 아래 서열) 얼라인먼트 (주황색 하이라이트된 아미노산이 특히 분쟁 중인 돌연변이)



주: 붉은 박스가 WT의 F204 자리로 P로 돌연변이된 경우 침해를 피하기 어려움. ALT-B4는 WT와 동일한 F를 유지하고 있음(즉, F204 자리 돌연변이 없음)

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	102.9	215.9	580.7	829.5	1,008.2
매출원가	38.8	50.2	67.9	137.5	144.1
매출총이익	64.1	165.7	512.8	692.0	864.1
판매비	38.7	58.7	144.5	197.1	185.5
영업이익	25.4	106.9	368.2	494.9	678.6
금융손익	3.8	44.1	27.9	11.0	24.9
종속/관계기업손익	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	7.4	11.7	27.8	25.9	0.0
세전이익	36.6	162.7	424.0	531.8	703.5
법인세	(24.1)	17.6	41.0	44.8	59.3
계속사업이익	60.7	145.2	383.0	487.0	644.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	60.7	145.2	383.0	487.0	644.2
비지배주주지분 손이익	(1.6)	3.5	16.0	25.5	33.7
지배주주순이익	62.3	141.7	367.0	461.5	610.5
지배주주지분포괄이익	62.3	141.7	367.0	461.5	610.5
NOPAT	42.1	95.4	332.6	453.1	621.4
EBITDA	28.3	112.4	362.1	480.4	658.1
성장성(%)					
매출액증가율	6.63	109.82	168.97	42.84	21.54
NOPAT증가율	흑전	126.60	248.64	36.23	37.14
EBITDA증가율	흑전	297.17	222.15	32.67	36.99
영업이익증가율	흑전	320.87	244.43	34.41	37.12
(지배주주)순이익증가율	흑전	127.45	159.00	25.75	32.29
EPS증가율	흑전	124.86	158.19	25.71	32.27
수익성(%)					
매출총이익률	62.29	76.75	88.31	83.42	85.71
EBITDA이익률	27.50	52.06	62.36	57.91	65.27
영업이익률	24.68	49.51	63.41	59.66	67.31
계속사업이익률	58.99	67.25	65.95	58.71	63.90

투자지표					
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	901	2,026	5,231	6,576	8,698
BPS	3,967	6,369	11,466	17,758	26,173
CFPS	506	1,866	4,561	6,873	9,377
EBITDAPS	409	1,607	5,161	6,845	9,377
SPS	1,489	3,087	8,276	11,819	14,365
DPS	0	285	285	285	285
주가지표(배)					
PER	264.31	170.72	46.07	36.65	27.71
PBR	60.03	54.31	21.02	13.57	9.21
PCFR	470.64	185.35	52.84	35.06	25.70
EV/EBITDA	581.19	212.09	53.77	39.87	28.38
PSR	159.94	112.04	29.12	20.39	16.78
재무비율(%)					
ROE	29.52	39.42	58.79	45.06	39.63
ROA	18.72	25.58	42.56	36.77	33.82
ROIC	35.92	63.15	138.00	125.93	132.25
부채비율	49.22	53.76	23.77	14.52	10.70
순부채비율	(29.74)	(49.28)	(57.56)	(63.25)	(69.19)
이자보상배율(배)					
	37.64	9.75	24.64	33.01	47.23

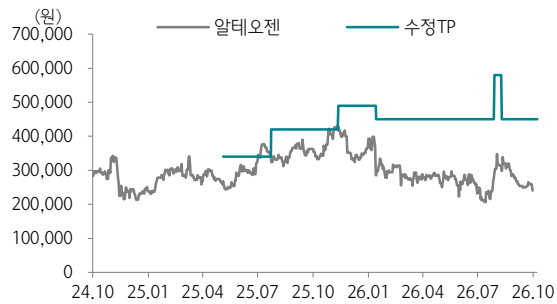
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	211.8	480.8	752.6	1,097.0	1,630.4
금융자산	185.3	430.0	656.9	989.2	1,493.6
현금성자산	19.0	66.4	280.4	592.8	1,077.2
매출채권	17.2	4.8	15.7	23.0	33.7
재고자산	1.0	6.5	22.2	19.7	24.0
기타유동자산	8.3	39.5	57.8	65.1	79.1
비유동자산	197.2	217.9	273.2	387.1	495.5
투자자산	2.7	3.6	8.3	8.9	10.8
금융자산	2.7	2.7	4.8	5.9	7.1
유형자산	19.2	40.4	97.3	188.7	271.6
무형자산	112.1	120.1	126.8	148.7	172.2
기타비유동자산	63.2	53.8	40.8	40.8	40.9
자산총계	409.0	698.7	1,025.9	1,484.2	2,125.9
유동부채	129.2	239.7	183.2	154.3	151.7
금융부채	98.7	201.9	165.9	135.8	111.2
매입채무	10.0	11.2	11.8	12.1	12.3
기타유동부채	20.5	26.6	5.5	6.4	28.2
비유동부채	5.7	4.6	13.9	33.9	53.9
금융부채	5.1	4.2	13.8	33.8	53.8
기타비유동부채	0.6	0.4	0.1	0.1	0.1
부채총계	134.9	244.3	197.0	188.2	205.6
지배주주지분	273.6	445.2	803.4	1,245.0	1,835.6
자본금	26.7	26.8	26.8	26.8	26.8
자본잉여금	165.3	192.7	122.5	122.5	122.5
자본조정	4.8	7.2	8.6	8.6	8.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	76.9	218.5	645.5	1,087.2	1,677.8
비지배주주지분	0.5	9.2	25.5	51.0	84.7
자본총계	274.1	454.4	828.9	1,296.0	1,920.3
순금융부채	(81.5)	(223.9)	(477.1)	(819.7)	(1,328.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	53.0	124.1	285.3	444.8	627.3
당기순이익	60.7	145.2	383.0	487.0	644.2
조정	(23.3)	(8.6)	(80.8)	(38.5)	(20.4)
감가상각비	2.9	5.5	(6.2)	(14.4)	(20.5)
외환거래손익	(4.9)	0.9	(10.9)	(24.0)	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(21.3)	(15.0)	(63.7)	(0.1)	0.1
영업활동 자산부채 변동	15.6	(12.5)	(16.9)	(3.7)	3.5
투자활동 현금흐름	(107.8)	(231.1)	(55.3)	(100.0)	(107.9)
투자자산감소(증가)	0.6	(0.9)	(4.6)	(0.7)	(1.9)
자본증가(감소)	(2.7)	(23.0)	(58.1)	(91.3)	(74.0)
기타	(105.7)	(207.2)	7.4	(8.0)	(32.0)
재무활동 현금흐름	81.7	155.6	(25.9)	(30.0)	(24.4)
금융부채증가(감소)	18.5	102.3	(26.3)	(10.2)	(4.6)
자본증가(감소)	62.1	27.6	(70.2)	0.0	0.0
기타재무활동	1.1	25.7	90.6	0.1	0.1
배당지급	0.0	0.0	(20.0)	(19.9)	(19.9)
현금의 증감	27.0	47.4	212.1	312.3	484.4
Unlevered CFO	34.9	130.5	320.0	482.4	658.1
Free Cash Flow	50.3	101.1	227.2	353.5	553.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

알테오젠



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.8.18	BUY	450,000		
26.8.6	BUY	580,000	-44.55%	-40.00%
26.1.22	BUY	450,000	-39.03%	-25.62%
25.11.20	BUY	490,000	-25.67%	-14.89%
25.8.1	BUY	420,000	-13.90%	2.41%
25.5.13	BUY	340,000	-9.96%	10.89%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 10월 12일 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 10월 12일 현재 해당회사의 유가 증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	98.18%	1.82%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 10월 09일