알테오젠 (196170)

진짜가 돌아온다, 아직 더 남은 호재 이벤트

BUY (유지)

목표주가(12M)	580,000원
현재주가(3.25)	358,500원

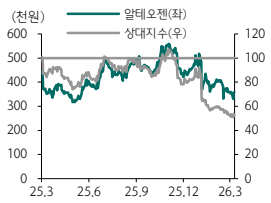
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,159.55
52주 최고/최저(원)	559,000/317,500
시가총액(십억원)	19,191.9
시가총액비중(%)	3.00
발행주식수(천주)	53,533.8
60일 평균 거래량(천주)	726.7
60일 평균 거래대금(십억원)	301.2
외국인지분율(%)	14.13
주요주주 지분율(%)	
박순재 외 4 인	20.37
형인우 외 2 인	5.09

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	221.4	525.3
영업이익(십억원)	107.9	325.2
순이익(십억원)	55.6	327.9
EPS(원)	1,012	6,209
BPS(원)	6,342	12,651

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	96.5	102.9	202.1	471.2
영업이익	(9.7)	25.4	114.8	308.2
세전이익	(3.6)	36.6	121.1	307.0
순이익	(3.4)	62.3	94.6	246.0
EPS	(64)	1,171	1,757	4,561
증감율	적지	흑전	50.04	159.59
PER	(1,539.06)	264.30	255.83	78.60
PBR	34.94	60.02	61.04	30.06
EV/EBITDA	(798.73)	581.19	201.18	64.24
ROE	(2.27)	29.52	28.25	47.42
BPS	2,819	5,157	7,364	11,925
DPS	0	0	0	0

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

하나증권 리서치센터

새로운 고객, 올해 두 번째 계약, 반환의무 없는 선급금만 $40mn (약 595억원)

3월25일 Biogen의 자회사 Biogen International GMBH(CH)과 바이오 의약품 2개 품목의 SC 제형 개발 및 상업화에 대한 독점 라이선스 계약을 체결하였다. 총 계약 규모는 $579mn (약 8,675억원, 1,498.3원/USD)으로, 선급금 $20mn (약 300억원, 두 번째 품목 선정 시 $10mn 추가 수령), 마일스톤 $549mn (약 8,226억원)이다. 계약금과 총 마일스톤을 모두 합친 계약 규모로 보았을 때 품목 당 $289.5mn으로, Enhertu($300mn) 및 GSK($285mn)과의 1개 품목 당 계약과 유사한 수준이다. 이번 계약으로 1분기를 지나는 시점에 선급금만 약 595억원을 수령한다. 로열티 문제는 아쉬울 수 있지만, 꾸준히 새로운 고객과 계약을 이어 나가겠다는 약속은 지키고 있다.

Dapirolizumab pegol 및 Felzartamab 추정하나, LEQEMBI로도 확대 가능

면역질환치료제인 Dapirolizumab pegol(DZP) 및 Felzartamab으로 추정하는 이유는, 두 약물 모두 순조롭게 3상 중이고, IV 투약하고, Biogen이 핵심 파이프라인으로 언급한 바 있기 때문이다. 1) DZP는 CD40L 억제제로, T세포가 B세포를 활성화하는 것을 차단해 자가항체 생성을 감소시키며, 인터페론(IFN) 분비를 억제한다. 전신성홍반성루푸스(전세계 환자 5백만명 추정)로 3상 중이고, '28년 데이터 확인이 가능할 것으로 전망된다. 2) Felzartamab은 Anti-CD38 mAb로 CD38을 발현하는 형질세포를 제거하여 자가항체 생성을 차단한다. 항체매개거부반응(AMR), IgA 신병증, 일차성막성신병증에 대해 개발 중이고, AMR에 대한 3상 결과는 '27년에 확인할 수 있을 것으로 전망된다. AMR 시장은 미국만 $2bn 수준으로 추정된다. 3) 알츠하이머 치료제 LEQEMBI는 SC제형인 "LEQEMBI IQLIK"으로 유지요법(360mg, 주1회)으로써 FDA 승인을 받았고, 시작요법도 '26년5월24일로 PDUFA 확정일을 받은 상태이다. 그런데 시작요법은 500mg인데 250 mg을 두 번 맞는 것이므로, 고용량 1회 투여 제형을 만들기 위해 ALT-B4가 활용될 수 있다. 시장 규모 면에서는 DZP와 LEQEMBI 고용량이 가장 매력적이라는 판단이다.

아직 남은 이벤트 다수, 코스닥 1등 자리 다시 찾아올 것

이번 계약처럼 신규 계약 서프라이즈는 계속 이어질 것으로 보이고, 그 외에도 호재로 인식될 것으로 전망되는 이벤트는 더 남아 있다. 1) 미국 보험코드(J-code)가 4월 발효되니, Keytruda Qlex의 처방 수 증가를 5월 중순경 확인하는 것, 2) 작년 12/26 옵션 계약한 건의 본계약 진행, 3) 6월 2일경 첫 번째 PGR 심결을 확인하는 것이다. 분쟁 진행상황은 여전히 MSD에 유리한 분위기이고, 빅파마들의 러브콜은 계속 이어지고 있으니 긍정적인 전망을 유지한다. 호재 이벤트들이 이어지며, 다시 코스닥 1등 자리를 찾아오길 희망한다.

도표 1. 알테오젠 지금까지의 파트너사와 계약 규모

계약일시	상대방	내용	선급금	총 계약금 (최대)
2026-03-25	**Biogen**	**2개 바이오 의약품의 피하주사 제형 개발 및 상업화**	**$20mn (두 번째 품목 선정 시 $10mn 추가)**	**$579mn (품목 당 $289.5mn)**
2026-01-20	GSK	dostarlimab의 피하주사 제형 개발 및 상업화	$20mn	$285mn
2025-03-15	MedImmune (AZ 자회사)	Imfinzy®의 피하주사제형 개발	$20mn	$600mn
2025-11-08	Daiichi Sankyo	Enhertu®의 피하주사제형 개발 및 판매	$20mn	$300mn

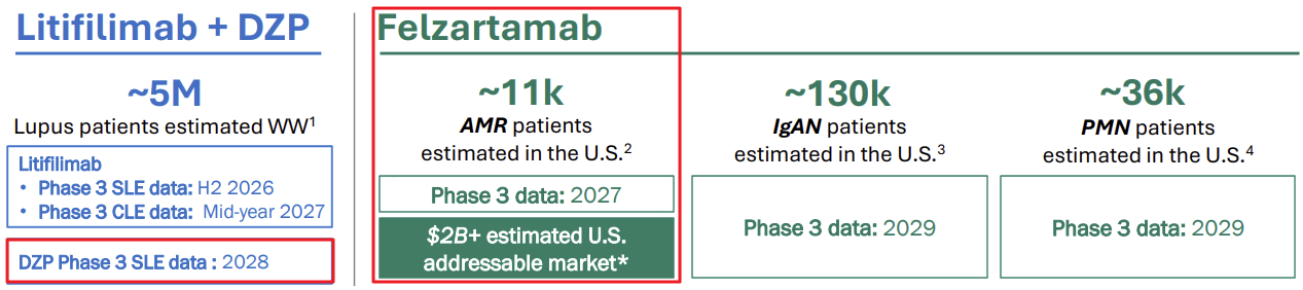
자료: Dart, 하나증권

도표 2. ALT-B4 기술수출 계약

계약 상대	계약일	계약 유형	선급금	총계약금(최대)	비고
글로벌 10대 제약사	2019.11.29	타깃 비독점	$13mn	$1.373bn	-
Merck (MSD)	2024.02.22	키트루다 품목 독점	$20mn	$1,096mn	Keytruda, 독점적 계약 전환 (2024.02.22) '20년 품목당 max $644mn 딜 독점 전환하며 증액
Intas Pharmaceuticals	2021.01.07	품목 독점	$6mn	$115mn	-
Sandoz	2022.12.29	품목 독점	미공개	$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	Enhertu 품목 독점	$20mn	$300mn	세계 최초 피하주사 제형 ADC
AstraZeneca	2025.03.17	품목 독점	$45mn	$1.35bn	항암 치료제 3개 품목 (Imfinzi + 임상 중 2개)
GSK	2026.01.20	Jemperli 품목 독점	$20mn	$285mn	anti-PD-1 SC 개발
Biogen	2026.03.25	품목 독점	$30mn (최대)	$579mn	계약 선급금 $20mn, 두 번째 품목 선정 시 $10mn 추가 수령

자료: Dart, 하나증권

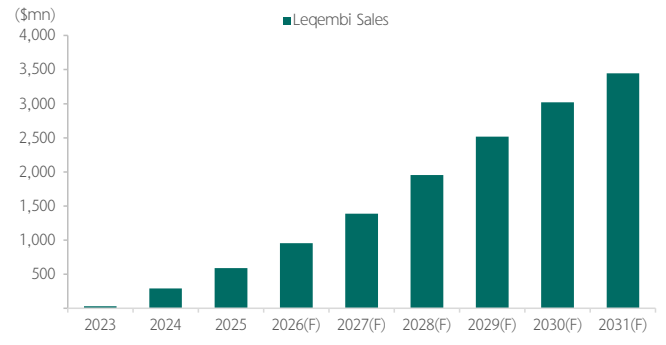
도표 3. Biogen이 주목하는 3상 중인 파이프라인



주: DZP = Dapirolizumab pegol; SLE = systemic lupus erythematosus; CLE = cutaneous lupus erythematosus; WW = worldwide; AMR = antibody-mediated rejection (kidney); IgAN = IgA nephropathy; PMN = primary membranous nephropathy;

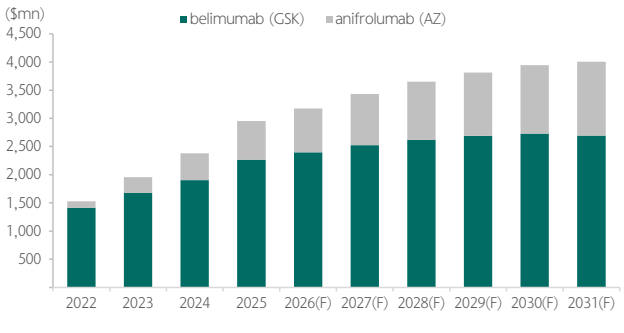
자료: Biogen 4Q25 Earning Call

도표 19. Leqembi 매출 전망 ('30년 약 $3bn)



자료: Global Data, 하나증권

도표 20. SLE 치료제 제품의 연간 매출 전망 ('30년 합계 약 $4bn)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. DZP의 투약 방법 참고 자료 (NCT02804763, phase 2 임상)

Arms and Interventions

Participant Group/Arm	Intervention/Treatment
Placebo Comparator: Placebo Placebo in a specified sequence for a total of 24 weeks	Drug: Placebo • Solution for infusion, 0,9% saline
Experimental: DZP dose 1 Dapirolizumab pegol (DZP) dose 1 in a specified sequence for a total of 24 weeks	Drug: Dapirolizumab pegol (DZP) • Solution for infusion

자료: Clinical Trials, 하나증권

도표 5. Felzartamab의 투약 방법 참고 자료 (NCT05021484, phase 2 임상)

Arms and Interventions

Participant Group/Arm	Intervention/Treatment
Active Comparator: Felzartamab 9 doses of felzartamab as an intravenous infusion over 6 treatment cycles at 28 days each. Dosing occurs every week in cycle 1 and every four weeks in cycles 2-6.	Drug: Felzartamab • Intravenous infusion in regular intervals over 6 months • Other Names: ◦ MOR202, CD38 monoclonal antibody
Placebo Comparator: Placebo 9 doses of placebo as an intravenous infusion over 6 treatment cycles at 28 days each. Dosing occurs every week in cycle 1 and every four weeks in cycles 2-6.	Drug: Placebo • Intravenous infusion in regular intervals over 6 months • Other Names: ◦ 0.9% Saline

자료: Clinical Trials, 하나증권

도표 6. LEQEMBI IQLIK의 시작용법에 관한 Eisai 공지글 (2026.01.26)

TOKYO and CAMBRIDGE, Mass., January 26, 2026 – Eisai Co., Ltd. (Headquarters: Tokyo, CEO: Haruo Naito, "Eisai") and Biogen Inc. (Nasdaq: BIIB, Corporate headquarters: Cambridge, Massachusetts, CEO: Christopher A. Viehbacher, "Biogen") announced today that the U.S. Food and Drug Administration (FDA) has accepted for review Eisai's Supplemental Biologics License Application (sBLA) for lecanemab-irmb (U.S. brand name: LEQEMBI®) subcutaneous autoinjector (SC-AI), LEQEMBI IQLIK, as weekly starting dose. LEQEMBI is indicated for the treatment of Alzheimer's disease (AD) in patients with Mild Cognitive Impairment (MCI) or mild dementia stage of disease (collectively referred to as early AD). The sBLA has been granted Priority Review, with a Prescription Drug User Fee Act (PDUFA) action date of May 24, 2026.

Should the FDA approve the LEQEMBI IQLIK 500 mg SC dosing regimen (two 250 mg injections), the autoinjector could be use to administer a once-weekly starting dose, as an alternative to the current bi-weekly intravenous (IV) dosing. This would enabl patients and care partners to choose SC administration at home for both treatment initiation and the currently approved maintenance therapy (360 mg), offering the option of SC or IV administration throughout the entire treatment journey. The injection time for LEQEMBI IQLIK autoinjector takes approximately 15 seconds per each 250 mg injection. The SC formulation also has the potential to reduce healthcare resources associated with IV dosing, such as infusion preparation and nurse monitoring, while streamlining the overall AD treatment pathway.

자료: Eisai 홈페이지, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**96.5**	**102.9**	**202.1**	**471.2**	**1,090.8**
매출원가	65.3	38.8	39.7	112.2	428.8
매출총이익	31.2	64.1	162.4	359.0	662.0
판관비	40.9	38.7	47.6	50.8	53.4
영업이익	**(9.7)**	**25.4**	**114.8**	**308.2**	**608.7**
금융손익	4.7	7.2	0.2	1.6	8.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	1.5	4.0	6.1	(2.8)	(2.2)
세전이익	**(3.6)**	**36.6**	**121.1**	**307.0**	**615.2**
법인세	0.0	(24.1)	28.5	64.5	129.2
계속사업이익	(3.6)	60.7	92.6	242.5	486.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(3.6)**	**60.7**	**92.6**	**242.5**	**486.0**
비지배주주지분 순이익	(0.2)	(1.6)	(2.0)	(3.5)	(7.1)
지배주주순이익	**(3.4)**	**62.3**	**94.6**	**246.0**	**493.0**
지배주주지분포괄이익	(3.4)	36.6	94.6	246.0	493.0
NOPAT	(9.8)	42.1	87.7	243.5	480.9
EBITDA	(6.4)	28.3	118.8	313.7	614.6
성장성(%)					
매출액증가율	235.07	6.63	96.40	133.15	131.49
NOPAT증가율	적지	흑전	108.31	177.65	97.49
EBITDA증가율	적지	흑전	319.79	164.06	95.92
영업이익증가율	적지	흑전	351.97	168.47	97.50
(지배주주)순익증가율	적지	흑전	51.85	160.04	100.41
EPS증가율	적지	흑전	50.04	159.59	100.39
수익성(%)					
매출총이익률	32.33	62.29	80.36	76.19	60.69
EBITDA이익률	(6.63)	27.50	58.78	66.57	56.34
영업이익률	(10.05)	24.68	56.80	65.41	55.80
계속사업이익률	(3.73)	58.99	45.82	51.46	44.55

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**144.1**	**211.8**	**463.4**	**633.8**	**1,046.7**
금융자산	110.6	185.3	399.0	551.9	933.2
현금성자산	30.2	19.0	66.0	198.8	560.2
매출채권	14.3	17.2	44.2	49.8	56.0
재고자산	1.1	1.0	6.9	16.4	38.0
기타유동자산	18.1	8.3	13.3	15.7	19.5
비유동자산	**112.0**	**197.2**	**199.3**	**292.5**	**385.7**
투자자산	1.2	2.7	2.0	2.4	2.9
금융자산	1.2	2.7	2.0	2.4	2.9
유형자산	18.8	19.2	26.1	109.8	193.6
무형자산	**89.3**	**112.1**	**121.8**	**130.9**	**139.8**
기타비유동자산	**2.7**	**63.2**	**49.4**	**49.4**	**49.4**
자산총계	**256.1**	**409.0**	**662.7**	**926.3**	**1,432.4**
유동부채	**100.4**	**129.2**	**252.7**	**253.9**	**253.9**
금융부채	83.3	98.7	234.7	236.8	237.0
매입채무	1.0	10.0	2.1	2.4	2.5
기타유동부채	16.1	20.5	15.9	14.7	14.4
비유동부채	**7.8**	**5.7**	**10.2**	**30.2**	**50.2**
금융부채	**2.0**	**5.1**	**10.2**	**30.2**	**50.2**
기타비유동부채	5.8	0.6	0.0	0.0	0.0
부채총계	**108.3**	**134.9**	**262.9**	**284.0**	**304.2**
지배주주지분	**148.1**	**273.6**	**395.8**	**641.8**	**1,134.9**
자본금	**26.5**	**26.7**	**26.8**	**26.8**	**26.8**
자본잉여금	103.3	165.3	191.8	191.8	191.8
자본조정	3.7	4.8	5.9	5.9	5.9
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	14.6	76.9	171.4	417.5	910.5
비지배주주지분	**(0.3)**	**0.5**	**3.9**	**0.4**	**(6.7)**
자본총계	**147.8**	**274.1**	**399.7**	**642.2**	**1,128.2**
순금융부채	(25.4)	(81.5)	(154.2)	(284.9)	(646.1)

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(64)	1,171	1,757	4,561	9,140
BPS	2,819	5,157	7,364	11,925	21,065
CFPS	(25)	657	2,242	5,768	11,347
EBITDAPS	(122)	532	2,208	5,816	11,394
SPS	1,837	1,936	3,757	8,736	20,223
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(1,539.06)	264.30	255.83	78.60	39.22
PBR	34.94	60.02	61.04	30.06	17.02
PCFR	(3,940.00)	471.08	200.49	62.15	31.59
EV/EBITDA	(798.73)	581.19	201.18	64.24	32.20
PSR	53.62	159.87	119.64	41.04	17.73
재무비율(%)					
ROE	(2.27)	29.52	28.25	47.42	55.50
ROA	(1.34)	18.72	17.64	30.97	41.81
ROIC	(10.28)	35.92	64.08	118.29	151.18
부채비율	73.23	49.22	65.77	44.23	26.96
순부채비율	(17.16)	(29.74)	(38.57)	(44.36)	(57.27)
이자보상배율(배)	(14.51)	37.64	10.80	23.38	42.82

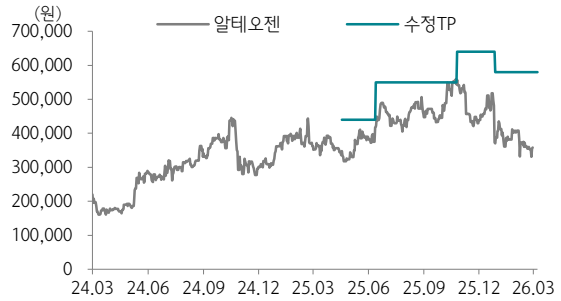
현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**(7.8)**	**53.0**	**87.8**	**248.3**	**480.3**
당기순이익	(3.6)	60.7	92.6	242.5	486.0
조정	6.5	(23.3)	29.5	19.0	19.7
감가상각비	3.3	2.9	4.0	5.5	5.8
외환거래손익	0.4	(4.9)	1.6	0.2	(0.3)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.8	(21.3)	23.9	13.3	14.2
영업활동 자산부채 변동	(10.7)	15.6	(34.3)	(13.2)	(25.4)
투자활동 현금흐름	**(9.3)**	**(107.8)**	**(189.1)**	**(116.4)**	**(116.0)**
투자자산감소(증가)	19.1	(25.1)	0.7	(0.4)	(0.5)
자본증가(감소)	(1.2)	(2.7)	(8.2)	(83.7)	(83.7)
기타	(27.2)	(80.0)	(181.6)	(32.3)	(31.8)
재무활동 현금흐름	**(0.1)**	**81.7**	**150.7**	**9.0**	**5.9**
금융부채증가(감소)	(2.9)	18.5	141.1	22.1	20.1
자본증가(감소)	1.4	62.1	26.6	0.0	0.0
기타재무활동	1.4	1.1	(17.0)	(13.1)	(14.2)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**(17.3)**	**27.0**	**46.3**	**133.0**	**361.3**
Unlevered CFO	(1.3)	34.9	120.6	311.1	612.1
Free Cash Flow	(9.0)	50.3	79.6	164.5	396.6

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

알테오젠



날짜	투자의견	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 3월 26일 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 2026년 3월 26일 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	96.76%	3.24%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 03월 24일