알테오젠 (196170)

신뢰와 수급의 회복이 필요하다

BUY (유지)

목표주가(12M)	410,000원
현재주가(11.24)	159,700원

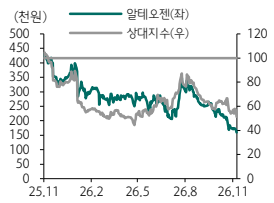
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	665.88
52주 최고/최저(원)	417,043/159,700
시가총액(십억원)	11,126.3
시가총액비중(%)	2.92
발행주식수(천주)	69,670.1
60일 평균 거래량(천주)	457.1
60일 평균 거래대금(십억원)	107.8
외국인지분율(%)	16.73
주요주주 지분율(%)	
박순재 외 5 인	20.33
형인우 외 2 인	5.08

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	451.0	619.4
영업이익(십억원)	293.9	412.3
순이익(십억원)	271.3	363.8
EPS(원)	3,772	4,961
BPS(원)	9,991	14,588

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	102.9	215.9	457.1	593.3
영업이익	25.4	106.9	305.0	406.3
세전이익	36.6	162.7	323.8	428.5
순이익	62.3	141.7	270.1	351.2
EPS	901	2,026	3,841	4,911
증감율	흑전	124.86	89.59	27.86
PER	264.31	170.72	41.58	32.52
PBR	60.03	54.31	15.05	10.48
EV/EBITDA	581.19	212.09	48.39	36.37
ROE	29.52	39.42	44.92	38.06
BPS	3,967	6,369	10,608	15,239
DPS	0	285	285	285



Analyst 김선아 seona.kim@hanafn.com
RA 이희경 hk.lee@hanafn.com

하나증권 리서치센터

Enhertu SC 임상1상의 환자 수 감소, 유사한 사례도 있다

알테오젠의 ALT-B4가 적용된 Enhertu SC 제형의 임상1상 NCT07015697의 현재 임상 현황이 11/19일자로 업데이트 되었다. 여기서 Status가 "Recruiting"에서 "Active, not recruiting"으로 변경된 것과 등록 환자수가 기존 76명(예상)에서 17명(실제)으로 변경되는 것이 문제되었다. 이 중 Status 변경은 현재 모집된 환자로만 우선 임상을 진행하겠다는 의미로 정상적으로 임상 중이니 우려하지 않아도 된다. 그리고 환자 수 감소는 두 개의 계획된 Arm 중 Part 1인 "Dose Escalation" 환자가 모집 완료되었기 때문으로 안전성 등의 이슈를 확인 후 두 번째 Arm인 Part 2 "Dose Expansion"을 진행할 때 Actual 환자 수는 다시 증가할 것으로 보인다. 듀피젠트+ALT-B4 임상1상(NCT07646548)의 경우 2026년6월 기존 40명(예상)에서 종료하는 시점인 2026년10월까지 40명이 유지되었는데, 이 임상은 건강한 지원자를 대상으로 했기 때문에 환자를 대상으로 하는 Enhertu SC와는 차이가 있다.

유사한 사례로 같은 Daiichi Sankyo가 Sponsor인, Valemetostat와 Dxd 계열 ADC와의 병용 1상 NCT06244485를 보면, 2026년7월 "Active, not recruiting"으로 Status가 변경되면서 환자 수가 기존 210명(예상)에서 98명(실제)으로 변경되었다. 이후 해당 임상은 2026년9월 환자 수가 다시 기존 210명(예상)으로 증가했는데 status는 "Active, not recruiting" 그대로를 유지하고 있다. 1상이다 보니 이렇게 변경된 이유는 정확히 확인되지 않는데, 중요한 것은 이러한 사례로부터 알 수 있는 바와 같이 임상 진행 현황에 따라 Clinical Trials 홈페이지 상에서 확인되는 세부 사항이 수시로 변동될 수 있고 수 개월 후 Enhertu SC 임상에도 반복될 것 같다는 것이다. 이번 업데이트에서 Daiichi Sankyo가 임상 종료 일정을 지연시키지 않았기 때문에, 속히 결과를 확인하고 싶어 하는 의지는 확인하였다.

17명으로도 Dose Escalation은 가능하다, 문제는 신뢰와 수급의 회복

이번 사건에서 시장이 궁금해 한 다른 의문은 Dose Escalation을 하기에 17명이 너무 적지 않냐는 것이다. 많은 임상1상 디자인이 3+3이나 여기서 개량된 방식을 따르기 때문에 17명도 충분하다고 판단이 되고(도표 3 참고), 완전 신약이 아니라 제형 변경이기 때문에 예측된 수준의 독성이나 효능에 있어서 탐색하는 용량 범위도 그리 넓을 것 같지 않다. 듀피젠트+ALT-B4 임상도 면역질환 치료제임에도 1상은 40명으로 완료했고, 3상은 150명을 모집 중이다. 따라서 환자 수는 너무 우려하지 않아도 될 것 같다.

여전히 시장은 악재에 민감하고 ADC를 SC로 변경하는 시도를 위험하게 인식하고 있는데, Enhertu SC 임상 현황에 대한 회사의 설명이 시장에 충분히 설득되지 않는 상황이 문제였던 것으로 보인다. Enhertu SC는 다른 항체 SC보다 리스크가 크다고 인식되는 만큼, 향후 Part 1이 큰 무리 없이 Part 2로 넘어가는 것이 주요 호재가 될 것이다.

도표 1. Enhertu SC 임상1상인 NCT07015697의 Arm 부분 발췌

Arms	Assigned Interventions
Experimental: Part 1 (Dose Escalation) Participants will receive Trastuzumab Deruxtecan subcutaneously at escalating doses. The recommended dose for expansion (RDE) will be calculated using data collected from this population.	Drug: Trastuzumab Deruxtecan • Dose Escalation Part: Trastuzumab Deruxtecan will be administered at escalating doses to determine the RDE. Expansion Part: Trastuzumab Deruxtecan will be administered at RDE. • Other Names: ◦ T-DXd ◦ ENHERTU®
Experimental: Part 2 (Dose Expansion) Participants will receive Trastuzumab Deruxtecan subcutaneously at the recommended dose for expansion (RDE)	Drug: Trastuzumab Deruxtecan • Dose Escalation Part: Trastuzumab Deruxtecan will be administered at escalating doses to determine the RDE. Expansion Part: Trastuzumab Deruxtecan will be administered at RDE. • Other Names: ◦ T-DXd ◦ ENHERTU®

자료: ClinicalTrials.gov

도표 2. 유사한 사례인 NCT06244485 임상1상 히스토리 요약 (붉은 색: 기존/ 초록 색: 업데이트 된 부분; 해당 임상의 Arm은 6개)

A Study of Valemetostat Tosylate in Combination With DXd ADCs in Subjects With Solid Tumors

Active, not recruiting

No longer looking for participants

ClinicalTrials.gov ID NCT06244485

Sponsor Daiichi Sankyo

Information provided by Daiichi Sankyo (Responsible Party)

Last Update Posted 2026-09-15

Study Status

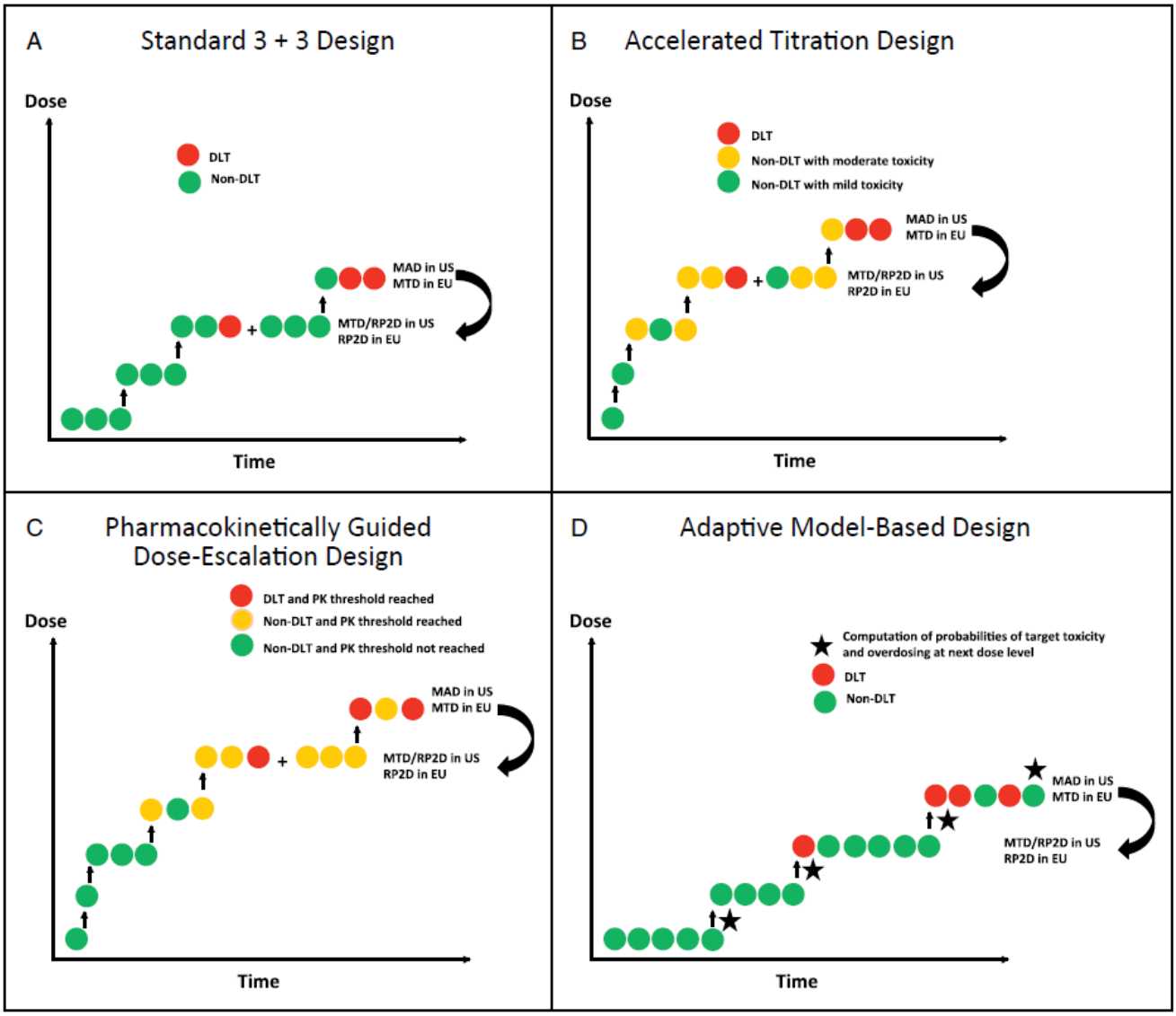
Record Verification	~~2026-07~~ 2026-09
Overall Status	Active, not recruiting
Study Start	~~2024-02-16~~ 2024-02-22 [Actual]
Primary Completion	2028-11-01 [Estimated]
Study Completion	2028-11-01 [Estimated]
First Submitted	2024-01-29
First Submitted that Met QC Criteria	2024-01-29
First Posted	2024-02-06 [Actual]
Last Update Submitted that Met QC Criteria	~~2026-07-17~~ 2026-09-11
Last Update Posted	~~2026-07-21~~ 2026-09-15 [Actual]

Study Design

Study Type	Interventional
Primary Purpose	Treatment
Study Phase	Phase 1
Interventional Study Model	Sequential Assignment
Number of Arms	6
Masking	None (Open Label)
Allocation	Non-Randomized
Enrollment	~~98~~ 210 [~~Actual~~ Estimated]

자료: ClinicalTrials.gov

도표 3. 임상1상 디자인의 예시



주: DLT, dose-limiting toxicities(용량 제한 독성, 독성 판정 기준); MTD, maximum tolerated dose(허용 가능 최고 용량); MAD, maximum administered dose(최대 투약 용량)
자료: Aaron R. Hansen et al. 2014

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**102.9**	**215.9**	**457.1**	**593.3**	**763.3**
매출원가	38.8	50.2	47.6	67.8	71.7
매출총이익	64.1	165.7	409.5	525.5	691.6
판관비	38.7	58.7	104.5	119.2	132.5
영업이익	**25.4**	**106.9**	**305.0**	**406.3**	**559.0**
금융손익	3.8	44.1	7.4	3.0	12.8
종속/관계기업손익	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	7.4	11.7	11.4	19.2	27.6
세전이익	**36.6**	**162.7**	**323.8**	**428.5**	**599.5**
법인세	(24.1)	17.6	43.1	57.8	80.9
계속사업이익	60.7	145.2	280.7	370.6	518.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**60.7**	**145.2**	**280.7**	**370.6**	**518.6**
비지배주주지분 순이익	(1.6)	3.5	10.6	19.4	27.1
지배주주순이익	**62.3**	**141.7**	**270.1**	**351.2**	**491.4**
지배주주지분포괄이익	62.3	141.7	270.1	351.2	491.4
NOPAT	42.1	95.4	264.4	351.4	483.6
EBITDA	28.3	112.4	298.9	391.9	538.6
성장성(%)					
매출액증가율	6.63	109.82	111.72	29.80	28.65
NOPAT증가율	흑전	126.60	177.15	32.90	37.62
EBITDA증가율	흑전	297.17	165.93	31.11	37.43
영업이익증가율	흑전	320.87	185.31	33.21	37.58
(지배주주)순익증가율	흑전	127.45	90.61	30.03	39.92
EPS증가율	흑전	124.86	89.59	27.86	39.91
수익성(%)					
매출총이익률	62.29	76.75	89.59	88.57	90.61
EBITDA이익률	27.50	52.06	65.39	66.05	70.56
영업이익률	24.68	49.51	66.73	68.48	73.23
계속사업이익률	58.99	67.25	61.41	62.46	67.94

대차대조표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**211.8**	**480.8**	**789.2**	**1,019.1**	**1,423.1**
금융자산	185.3	430.0	697.3	915.6	1,285.5
현금성자산	19.0	66.4	320.9	519.1	869.0
매출채권	17.2	4.8	17.2	25.1	36.8
재고자산	1.0	6.5	15.8	12.2	15.7
기타유동자산	8.3	39.5	58.9	66.2	85.1
비유동자산	**197.2**	**217.9**	**272.7**	**386.3**	**494.6**
투자자산	2.7	3.6	7.7	8.0	9.9
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**	**40.9**	**40.9**	**40.9**
자산총계	**409.0**	**698.7**	**1,061.9**	**1,405.4**	**1,917.7**
유동부채	**129.2**	**239.7**	**171.2**	**144.0**	**137.6**
금융부채	98.7	201.9	154.0	125.4	102.1
매입채무	10.0	11.2	11.8	12.1	12.3
기타유동부채	20.5	26.6	5.4	6.5	23.2
비유동부채	**5.7**	**4.6**	**113.2**	**133.2**	**153.2**
금융부채	**5.1**	**4.2**	**113.2**	**133.2**	**153.2**
기타비유동부채	0.6	0.4	0.0	0.0	0.0
부채총계	**134.9**	**244.3**	**284.4**	**277.2**	**290.9**
지배주주지분	**273.6**	**445.2**	**757.3**	**1,088.4**	**1,559.8**
자본금	**26.7**	**26.8**	**27.8**	**27.8**	**27.8**
자본잉여금	165.3	192.7	172.4	172.4	172.4
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	548.6	879.8	1,351.2
비지배주주지분	**0.5**	**9.2**	**20.2**	**39.6**	**66.7**
자본총계	**274.1**	**454.4**	**777.5**	**1,128.0**	**1,626.5**
순금융부채	(81.5)	(223.9)	(430.2)	(657.0)	(1,030.2)

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	901	2,026	3,841	4,911	6,871
BPS	3,967	6,369	10,608	15,239	21,830
CFPS	506	1,866	3,144	5,412	7,587
EBITDAPS	409	1,607	4,251	5,479	7,531
SPS	1,489	3,087	6,502	8,296	10,673
DPS	0	285	285	285	285
주가지표(배)					
PER	264.31	170.72	41.58	32.52	23.24
PBR	60.03	54.31	15.05	10.48	7.32
PCFR	470.64	185.35	50.80	29.51	21.05
EV/EBITDA	581.19	212.09	48.39	36.37	25.82
PSR	159.94	112.04	24.56	19.25	14.96
재무비율(%)					
ROE	29.52	39.42	44.92	38.06	37.11
ROA	18.72	25.58	30.68	28.47	29.58
ROIC	35.92	63.15	110.93	99.28	103.31
부채비율	49.22	53.76	36.59	24.57	17.88
순부채비율	(29.74)	(49.28)	(55.33)	(58.24)	(63.34)
이자보상배율(배)	37.64	9.75	19.53	17.99	25.31

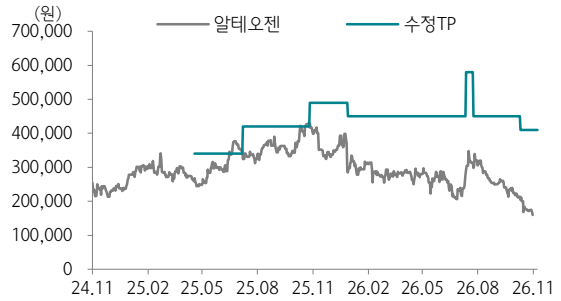
현금흐름표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**53.0**	**124.1**	**188.3**	**329.5**	**468.8**
당기순이익	60.7	145.2	280.7	370.6	518.6
조정	(23.3)	(8.6)	(80.8)	(38.4)	(44.1)
감가상각비	2.9	5.5	(6.2)	(14.4)	(20.5)
외환거래손익	(4.9)	0.9	(10.9)	(24.0)	(23.6)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(21.3)	(15.0)	(63.7)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	15.6	(12.5)	(11.6)	(2.7)	(5.7)
투자활동 현금흐름	**(107.8)**	**(231.1)**	**(54.7)**	**(99.7)**	**(84.3)**
투자자산감소(증가)	0.6	(0.9)	(4.0)	(0.4)	(1.9)
자본증가(감소)	(2.7)	(23.0)	(58.1)	(91.3)	(74.0)
기타	(105.7)	(207.2)	7.4	(8.0)	(8.4)
재무활동 현금흐름	**81.7**	**155.6**	**112.4**	**(28.6)**	**(23.3)**
금융부채증가(감소)	18.5	102.3	61.1	(8.6)	(3.3)
자본증가(감소)	62.1	27.6	(19.4)	0.0	0.0
기타재무활동	1.1	25.7	90.7	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	(20.0)	(20.0)	(20.0)
현금의 증감	**27.0**	**47.4**	**252.7**	**198.1**	**349.6**
Unlevered CFO	34.9	130.5	221.0	387.1	542.6
Free Cash Flow	50.3	101.1	130.2	238.2	394.8

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

알테오젠



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.11.4	BUY	410,000		
26.8.18	BUY	450,000	-42.09%	-24.56%
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 11월 25일 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 2026년 11월 25일 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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.30%	2.70%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 11월 22일