산업분석 2025. 12

제약·바이오

2026년 연간 전망

제약/바이오 담당 정유경
02-2004-9253
jamie.choung@shinyoung.com

신영증권

I. 2025년 돌아보기

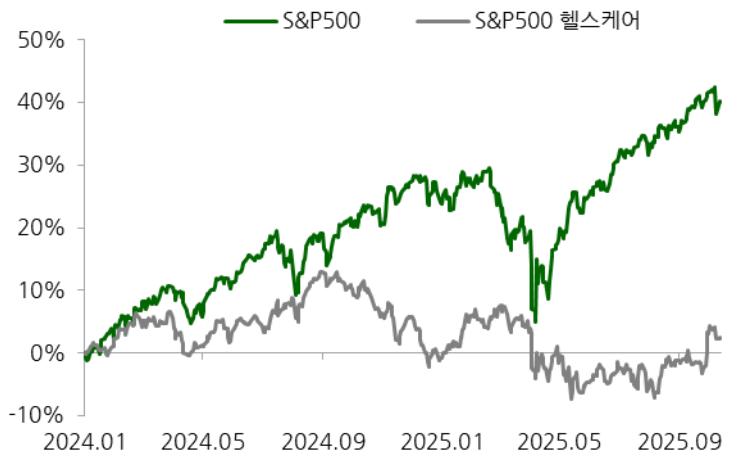
트럼프 정책에 적응이 필요했던 한 해

트럼프 재선으로 위기감에 시작한 한 해

약가인하 - 관세 - 리쇼어링 3대 정책 불확실성 지속

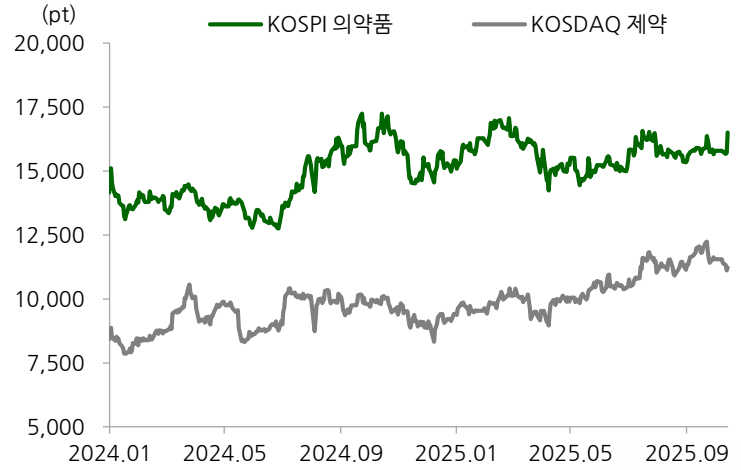
- 당선 직후부터 PBM을 직격하는 언행으로 약가인하 정책의 의지 표명
- 취임 직후(1/28) 의약품 관세 부과 언급 시작으로 25% 품목관세 첫 언급(2/19)
- 빅파마 대표들과 회동 자리에서 해외 생산기지의 미국 이전을 요구하며 리쇼어링 압박 시작
- 5/13 약가인하 행정명령을 발표하며 최혜국(MFN; most-favored nation) 수준으로 약가인하 요구 본격화
  - 연방정부(HHS)의 직접 약가 통제 방침
  - PBM을 거치지 않고 직접 소비자에게 제공하는 DTC(direct-to-customer) 모델 구축 지시
  - MFN 국가 중 공개적으로 유럽의 낮은 약가 지적
- 미국 내 설비 미확보 기업에 관세 부과 언급하며 약가인하도 동시에 압박 중

S&P500 vs. S&P500 헬스케어 지수



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

KOSPI 의약품, KOSDAQ 제약 지수



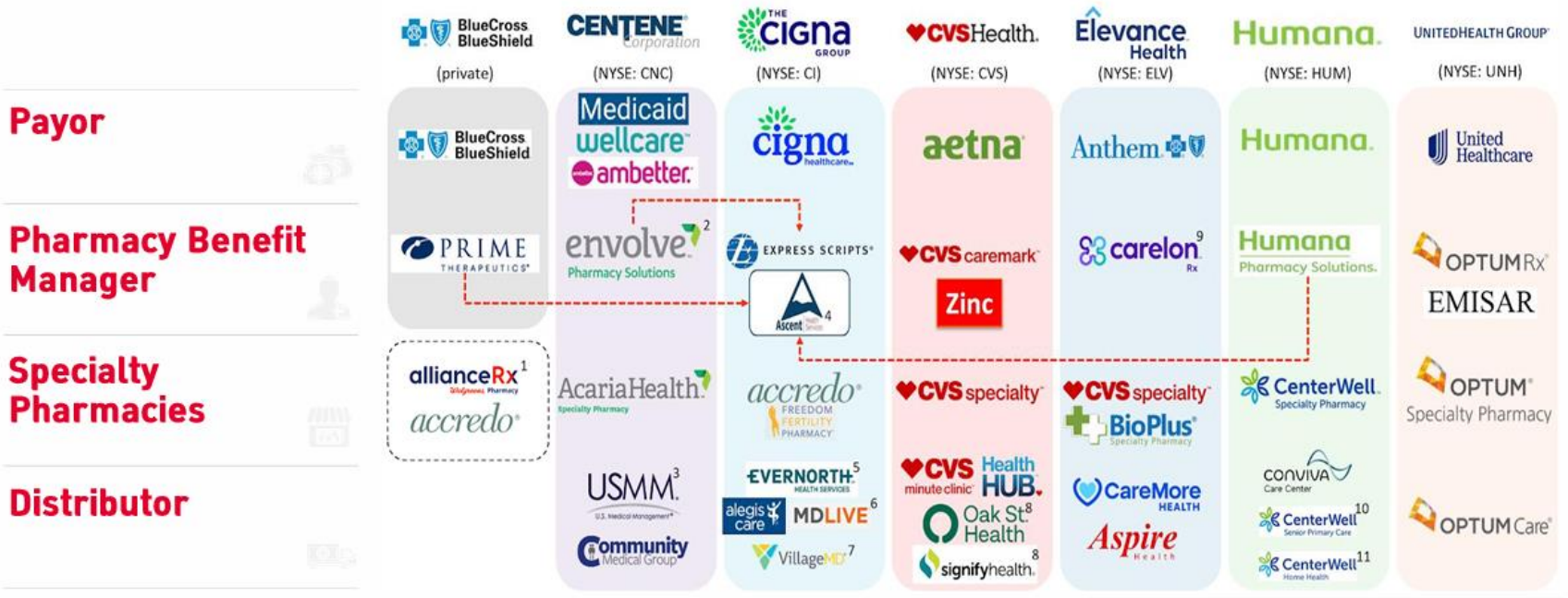
자료:Bloomberg, 신영증권 리서치센터

※ 미국의 의약품 유통 구조

PBM(Pharmacy Benefit Manager)가 좌지우지 하는 시장

- 미국은 공공 건강보험 비중이 적고 사보험 기반의 시장으로 성장
- 보험사 산하의 에이전트인 PBM이 보험등재 의약품을 선정하고 제약사는 대가로 리베이트 지급
- 리베이트 경쟁 시 재정적 부담이 고시약가(WAC) 상승으로 이어지며 payer(환자, 공보험)의 부담이 증가

미국의 사보험사-PBM-약국 유통 경쟁 현황



자료: Drug Channel.com, 신영증권 리서치센터

글로벌 제약사의 몸 사리기 지속

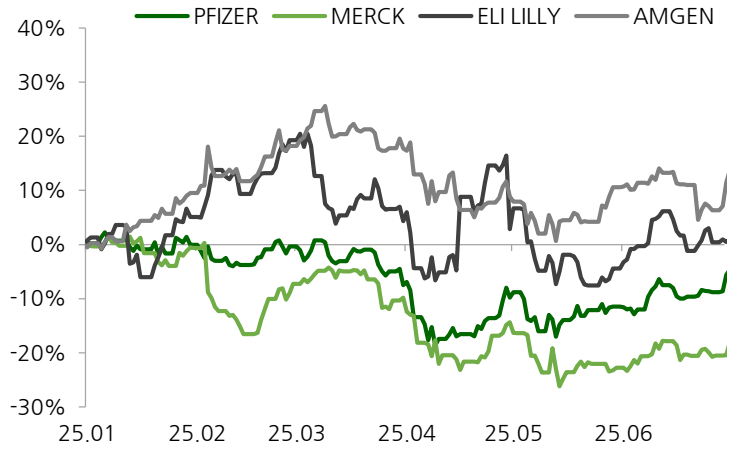
성장 둔화 및 수익성 악화에 직면한 글로벌 제약사

- 미국의 약가는 경쟁국 대비 2.5배 이상 높은 수준이며, 미국시장은 글로벌 의약품 시장의 50%를 차지
- 약가인하 시 빅파마의 매출감소는 불가피하며, 해외로 생산기지를 이전해 온 상황에서 관세는 수익성 악화 자명
- 미국내 생산기지 확보는 향후 10년의 공급망 전략에 변화를 가져오는 이슈이므로 전략변화가 쉽지 않으나, 관세 압박에 리쇼어링 계획 발표는 적극적으로 임하는 상황
  - 2월부터 현재까지 $465B(약 675조원)에 달하는 미국내 생산시설 투자계획 발표
- 트럼프 정책 방향성에 "비위를 맞추며" 소극적으로 움직인 한 해

주요 OECD 주요국 대비 미국의 약가 수준

자료: RAND, 신영증권 리서치센터

1H25 주요 빅파마 수익률 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

글로벌 제약사의 몸 사리기 지속

글로벌 제약사 미국 내 생산 시설 투자 발표 현황 (2025.02~)

회사명	발표시기	투자액	기한	내용
Eli Lilly	2025.02.26	$27B	2030년	총 4개 신규 제조 시설 건설(API 3개, 주사제 1개)
J&J	2025.03.21	$55B	2029년	미국 내 3개 제조 시설 건설 및 기존 시설 확장
Novartis	2025.04.10	$23B	2030년	총 7개 신규 제조 시설 건설 (R&D 1개, 바이오 의약품 3개, 저분자 1개, RPT 2개)
Roche	2025.04.22	$50B	2030년	기존의 R&D, 제조 시설 확장 및 2개의 신규 제조 시설 건설
AbbVie	2025.04.25	$10B	2035년	4개의 신규 제조 시설 건설 (API, 의약품, 펩타이드, 의료기기 등)
Amgen	2025.04.25	$2.2B	2028년	기존 제조 시설 확장
BMS	2025.05.05	$40B	2030년	방사선 의약품 생산 확대 및 R&D 투자
Gilead	2025.05.07	$11B	2030년	$5B는 기술/운영/R&D 시설, $4B는 실험실과 장비, $2B는 디지털 및 첨단 엔지니어링 사업에 투자
Sanofi	2025.05.14	$20B	2030년	R&D 지출 확대 및 사노피 공장 직접 투자와 파트너십을 통한 제조 역량 확대
UCB	2025.06.12	$5B	-	신규 제조 시설 건설
AstraZeneca	2025.07.21	$50B	2030년	기존 R&D 시설 2개 확장, 기존 제조 시설 2개 확장, 신규 제조시설 1개 건설
Biogen	2025.07.21	$2B	-	기존 제조 시설 확장
GSK	2025.09.17	$30B	2030년	기존 5개의 제조 시설에 AI 기술 도입 및 1개의 신규 제조 시설 건설(바이오 의약품)
Pfizer	2025.09.30	$70B	-	-
Merck	2025.10.20	$70B	2030년	최근에 완공된 노스캐롤라이나 백신 공장($1B) 및 기존에 발표한 델라웨어 키트루다 공장($1B), 캔자스 동물 의약품 제조 시설($0.89B) 포함
합계		$465B		

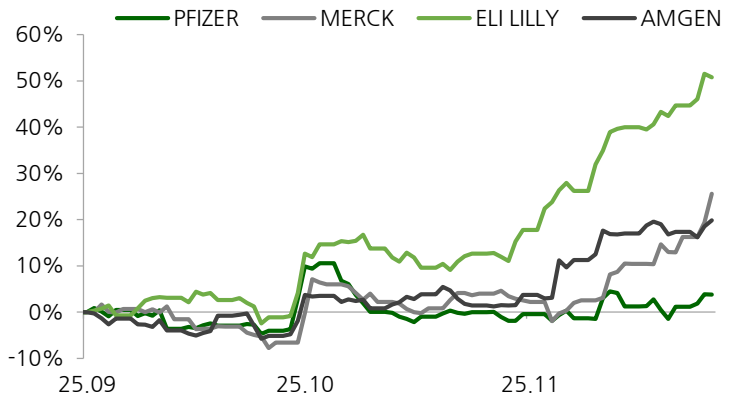
주) 음영은 착공에 들어간 투자
자료: 신영증권 리서치센터

그럼에도 턴어라운드 국면에 들어선 4Q25

불확실성 해소 가능성에 회복되는 투심

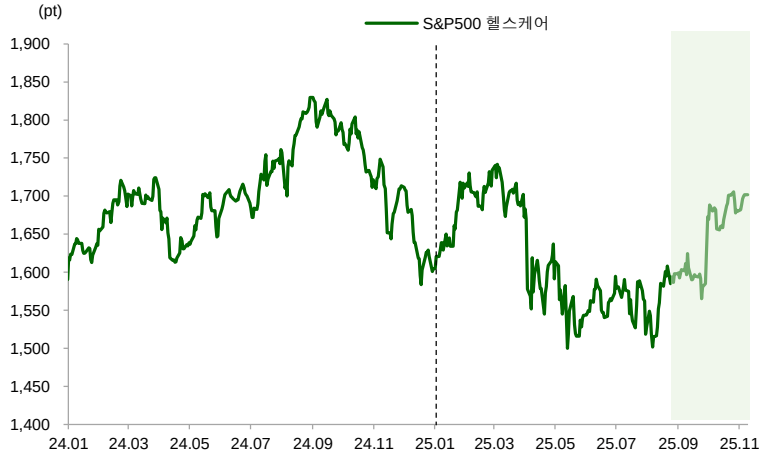
- 트럼프 정부와 빅파마의 약가협상 진행 중 (9월~)
  - 화이자, 아스트라제네카, 일라이릴리, 노보노디스크는 관세 유예(3년)와 맞바꾸는 약가인하에 합의
  - 직판 플랫폼 확대 및 미국내 투자집행 재확약
- 바이든 정부 시절 확정된 IRA 약가인하도 2026년 부터 본격 시행되므로 약가인하는 피할 수 없는 대세로 어느 정도 받아들이는 분위기
- 리쇼어링도 협조 시 관세부담은 회피할 수 있어 정부와 협상에 임하는 모습에서 불확실성은 정리되는 국면

2H25 주요 빅파마 수익률 추이



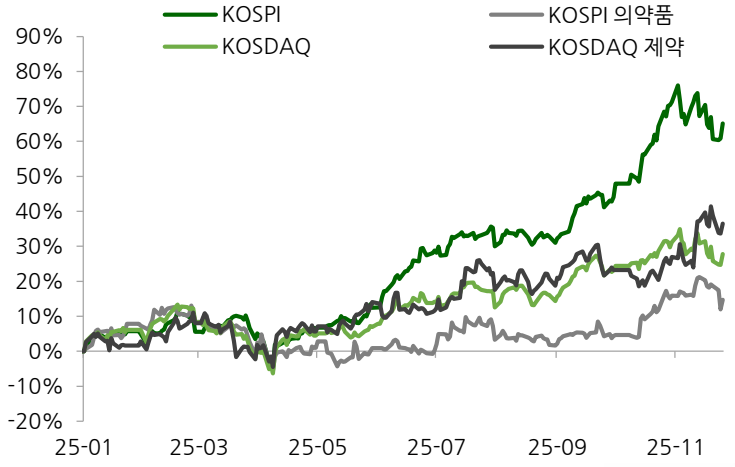
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

회복 국면의 S&P500 헬스케어



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

KOSPI 의약품, KOSDAQ 제약 수익률 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

II. 2026년 내다보기

트럼프의 속내를 알면 방향성이 보인다
글로벌 제약사의 전략에 편승하자

트럼프는 1기의 실패를 반복하지 않을 것

트럼프 헬스케어 정책 제1의 목표: 약가인하

- 1기 집권 시 MFN 모델로 약가인하를 추진했지만 빅파마의 반대를 누를 충분한 시간을 갖지 못하며 퇴임
- 2기 행정부에서는 실패를 반복하지 않으려 초기부터 압박하며 임기내 조기 안정화 꾀할 것
  - (1년차) 정책 선포 (2년차) 정책 적용 및 시행 (3년차) 정책의 안정화가 목표
  - 1H26까지 빅파마와 약가인하 합의가 어느정도 완성되어야 3년차인 2027년부터 정책의 안정적 운영 기대
  - 2년차인 2026년까지 정책이 안착되지 않을 시, 3년차는 빅파마의 버티기로 헬스케어 정책에서는 조기 레임덕 가능성 높음 (1기와 유사한 흐름)
- 트럼프는 협상카드(리쇼어링)를 적절히 사용하며 궁극적인 목표(약가인하)가 달성 가능해지기 전까지 압박카드(품목관세)는 확정하지 않을 공산이 큼
  - 10/1 품목관세 부과 전격 유예 발표가 그 예
  - 약가인하에 순응하는 한 관세 우려는 사실상 없을 것

약가인하 관련 정책 요약

정책	내용	함의	예상 시기
약가인하	– MFN 가격목표를 제시하고 제약사에 이행 강제 – 공보험(메디케어/메디케이드) 대상 필수의약품 중심 최대 90%약가 인하 – 소비자 직접판매 플랫폼(TrumpRx) 추진	– 미국민 약가 부담 감소 – 공보험 재정 부담 완화	~ 1H26
의약품 관세	– 상호관세: 개별국가 협상 마무리 – 품목관세: 100% 언급했었으나 미정 – 제네릭, API 제외	– 최혜국 주요국 상호관세는 15%로 합의 – 브랜드의약품 최대 100%품목관세 부과	~ 2H26
리쇼어링	– 미국내 생산확대로 일자리 확대 – 미국내 투자 시 관세 유예 가능	– 공급망 주권 회복 – 일자리 확대로 지지 기반 공고화	임기 중 지속

자료: 신영증권 리서치센터

트럼프는 1기의 실패를 반복하지 않을 것

또 하나의 강력한 트럼프 헬스케어 정책: 중국 견제

- **바이든 정부에서 무산되었던 생물보안법**
  - 우시바이오로직스, 우시앱텍 등 중국 공산당과 연계된 기업을 명시하고 이들 기업과의 거래를 불법화
  - 2031년말까지 유예기간을 주며 소급적용 하려는 하원의 안(案)과 불소급의 상원의 의견이 배치되며 불발
- **트럼프 행정부에서 다시 살아난 생물보안법**
  - 2026년 국방수권법에 포함되어 상원 통과, 12월 하원과의 조정 절차 후 대통령 서명 완료 시 효력발생
  - 미국 공보험 및 공적 서비스와 연결된 제약사의 중국 CDMO, 유전체 분석 기업과의 거래 금지
  - 바이든 정부시절 안과는 달리 특정 기업을 명시하지는 않으나 추후 지정 가능
- **중국 신약 R&D 규제**
  - 미국 제약사의 중국 신약 기술 도입 시, 정부기관인 미국안보위원회 평가 필요
  - FDA 신약 허가 신청에 중국 임상 데이터 포함 시, 엄격한 검토 및 추가 비용 요구

트럼프는 1기의 실패를 반복하지 않을 것

2025년 발표된 트럼프 주요 헬스케어 정책 타임라인

주제	날짜	내용
약가 인하		
	2025.05.13	트럼프는 약가인하 행정명령 Delivering Most-Favored-Nation Prescription Drug Pricing to American Patients 발표 MFN 모델 도입하고 MFN 약가를 강제하며, 의약품 직접구매 시스템을 구축하고 공보험 대상 공격적 약가인하 방침 선포
	2025.07.31	트럼프는 17개 글로벌 제약사에 서한을 보내 9월 29일까지 미국 내 투자 및 약가 인하 방안을 제시하라고 요구함.
	2025.08.10	트럼프는 약값을 최대 1,500%까지 인하하고, 향후 2~3개월 동안 인하가 시작될 것이라고 언급함
	2025.08.25	트럼프는 최혜국 정책(MFN)으로 인해 미국내 처방약 가격이 1,400~1,500%까지 인하될 것이라 재차 언급함
의약품 관세		
	2025.01.27	공화당 의원 연찬회 연설에서 트럼프 대통령은 미국으로 수입되는 의약품, 반도체 등에 대해 관세 부과 계획을 언급함
	2025.02.18	플로리다주에서 열린 기자회견에서 트럼프 대통령은 의약품에 최소 25%의 관세를 부과할 것이라고 공식 발표함
	2025.04.02	미국은 57개국을 대상으로 한 상호 관세부과 조치를 발표했으나, 의약품은 관세 대상에서 제외됨
	2025.04.08	공화당 기금모금 만찬 연설에서 트럼프 대통령은 "의약품에 관세를 매기면 다국적 제약사들이 생산시설을 미국으로 들고 돌아올 것"이라며 대규모 의약품 관세 부과 계획을 언급함
	2025.07.08	내각 회의에서 트럼프 대통령은 의약품에 최대 200%까지 관세를 부과할 것이라 언급함
	2025.08.05	트럼프 대통령은 CNBC와의 전화 인터뷰에서 의약품에 처음에는 소액 관세로 시작해 최대 1.5년 안에 관세를 150%로 인상하고, 그 후 최대 250%까지 부과하는 단계적 관세 부과 예고함
	2025.09.25	10/1부터 미국에 수입되는 특허·브랜드 의약품에 100% 관세부과 발표하며 미국에 공장을 짓고 있는 제약사에겐 적용되지 않음 언급
	2025.10.01	당초 이날 발효 예고되었던 특허의약품 100% 관세 조치는 제약사와 막판 협상이 진행됨에 따라 보류됨. 상무부 장관 하워드 러트닉은 "제약사들과의 협상이 가장 중요하므로 협상 진행을 지켜보겠다"고 밝혀, 합의가 도출되는 동안 관세 부과를 유예할 것임을 시사함
생물보안법		
	2025.10.10	미국 상원은 국방수권법(NDAA) 개정안에 중국 바이오기업 견제를 위한 생물보안법(BIOSECURE)법안을 포함시켜 가결됨
의약품 규제		
	2025.04.01	미국 상무부가 무역확장법 232조에 따라 의약품(원료, 중간체, 완제품) 수입의 미국 국가안보 위협 여부에 대한 조사를 실시함
	2025.05.06	FDA는 미국 의약품 제조공장과 동일한 수준으로 해외 의약품 제조공장에 대한 불시 현장검사를 확대 실시할 것이라고 발표함
	2025.09.14	트럼프 행정부의 FDA는 신약 승인 시 외부 전문가로 구성된 자문위원회 개최를 대폭 줄이고 내부 판단으로 결정을 내리는 방향으로 정책을 변경함

자료: 신영증권 리서치센터

글로벌 제약사의 속내는?

정책에 최대한 순응하며 실적 방어에 전념

- **매출 방어(약가인하) – 수익성 방어(품목관세) – 현금 방어(리쇼어링)**
  - IRA 시행으로 2026년부터 메디케어 Part D Top 10 품목 약가인하 적용 + 2027년 적용 추가 15개 품목 확정
    ☞ 1 차는 평균 22% 인하, 2차는 36% 인하 효과 기대. 사보험 약가에도 동일 수준 적용 가능성 높음
  - 2028년 부터는 part B 의약품까지 확대, 약가인하는 피할 수 없으며 주가에는 선반영 판단
  - 현재 Top 15개사 중 4개사 약가인하 합의 완료. 매출 하락으로 절대 수익성이 감소하는 상황에서 관세로 인한 추가 수익성 악화를 피하려면 대부분 약가인하에 합의할 전망
  - 수익성 방어를 위해 TrumpRx 동참 또는 자체 구축으로 트럼프가 요구하는 DTC 시스템 2026년 내 마련, 운영 전망

글로벌 제약사의 DTC 모델 구축 현황

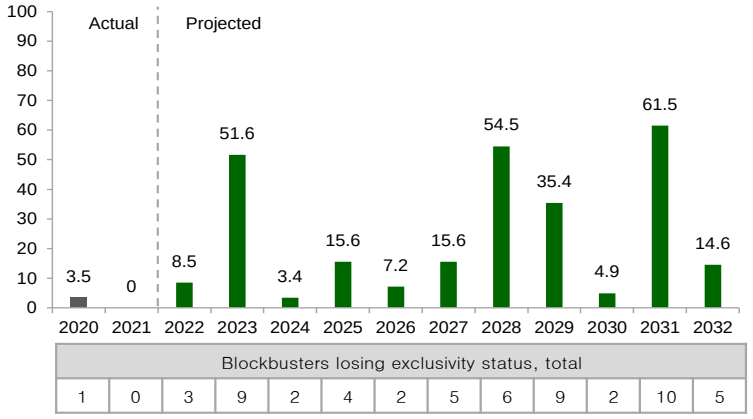
자료: Gary Monk, 신영증권 리서치센터

글로벌 제약사의 속내는?

성장성 확보는 그 어느때보다 절실 ☞ M&A 가속화 전망

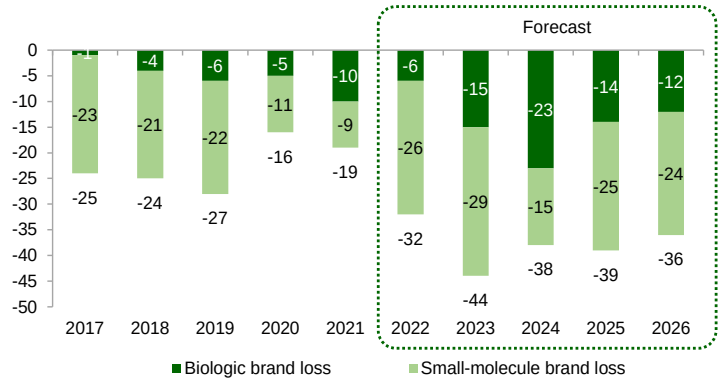
- **1) 블록버스터의 특허만료 임박, 2) 신약의 블록버스터화 둔화, 3) 차세대 대세 모달리티 미출현**
  - 2028년 이후 심화될 특허 절벽: 누적 $170B 규모의 시장을 가진 품목들의 특허 만료
  - 적응증 세분화, 시장의 고도화, 경쟁 심화로 블록버스터 의약품의 출현 둔화
    ☞ 신약을 출시해도 예전만큼 벌지 못하는 상황
  - 항체의약품 시장의 saturation: 세포유전자치료제와 같은 차세대 모달리티로의 진화가 미진하며 익숙한 항체를 응용하는 시장으로의 정체
- **그러나 리쇼어링으로 인한 재원 부담 가중으로 어느때 보다 신중한 접근 예상**
  - 경쟁의 우위를 점할 수 있는 플랫폼 기술 & 단시일내 상업화 가능한 후기 파이프라인 중심 deal 가속화 전망

2026년 이후 블록버스터 의약품 특허만료 가속화



자료: Evaluate Pharma, McKinsey & Company

선진시장에서 오리지널 의약품의 특허만료로 인한 영향



자료: IQViA

글로벌 제약사의 속내는?

항체의약품 시장의 Saturation: 신약의 블록버스터화 둔화

No.	mAb	제품명	판매사/개발사	적응증	승인년도	시장규모(M$)
1	Muromonab- CD3	OKT3	Centocor	Kidney transplant rej.	1986	sale ended
2	Abciximab	Reopro	Eli Lilly	Prevention of blood clots	1994	N/A
3	Rituximab	Rituxan	Roche	Non-Hodgkin lymphoma	1997	4,507
4	Infliximab	Remicade	Janssen	Crohn's disease	1998	5,138
5	Trastuzumab	Herceptin	Roche	Breast cancer	1998	7,111
6	Palivizumab	Synagis	AbbVie	Prevention of RSV	1998	719
7	Alemtuzumab	Lemtrada	Genzyme	Leukemia	2001	97
8	Adalimumab	Humira	AbbVie	Rheumatoid arthritis	2002	20,694
9	Ibritumomab tiuxetan	Zevalin	Schering	Non-Hodgkin lymphoma	2002	N/A
10	Omalizumab	Xolair	Roche	Asthma	2003	3,280
11	Bevacizumab	Avastin	Roche	Colorectal cancer	2004	3,344
12	Cetuximab	Erbitux	Bristol-Myers Squibb	Colorectal cancer	2004	1,715
13	Natalizumab	Tysabri	Biogen	Multiple sclerosis	2004	2,063
14	Ranibizumab	Lucentis	Roche	Macular degeneration	2006	3,641
15	Panitumumab	Vectibix	Amgen	Colorectal cancer	2006	1,093
16	Eculizumab	Soliris	Alexion	Hemoglobinuria	2007	2,562
17	Certolizumab pegol	Cimzia	UCB	Crohn's disease	2008	2,281
18	Ustekinumab	Stelara	Janssen	Psoriasis	2009	9,134
19	Golimumab	Simponi	Janssen	Rheumatoid arthritis	2009	3,487
20	Canakinumab	Ilaris	Novartis	Muckle-Wells syndrome	2009	1,059
21	Ofatumumab	Arzerra	GlaxoSmithKline	Leukemia	2009	372
22	Tocilizumab	Actemra	Roche	Rheumatoid arthritis	2010	3,897
23	Denosumab	Prolia	Amgen	Bone loss	2010	5,831
24	Belimumab	Benlysta	GlaxoSmithKline	Lupus	2011	1,202
25	Ipilimumab	Yervoy	Bristol-Myers Squibb	Metastatic melanoma	2011	2,026
26	Pertuzumab	Perjeta	Roche	Breast Cancer	2012	4,699
27	Trastuzumab emtansine	Kadcyla	Roche	Breast cancer	2012	2,169
28	Raxibacumab	Abthrax	GlaxoSmithKline	Anthrax infection	2012	N/A
29	Obinutuzumab	Gazyva	Roche	Leukemia	2013	789
30	Nivolumab	Opdivo	Bristol-Myers Squibb	Melanoma	2014	8,524
31	Pembrolizumab	Keytruda	Merck	Melanoma	2014	17,186
32	Vedolizumab	Entyvio	Takeda	Ulcerative colitis	2014	4,645
33	Blinatumomab	Blincyto	Amgen	Leukemia	2014	542
34	Siltuximab	Sylvant	Janssen	Castleman disease	2014	N/A
35	Ramucirumab	Cyramza	Eli Lilly	Gastric cancer	2014	1,033
36	Daratumumab	Darzalex	Janssen	Multiple myeloma	2015	6,023
37	Idarucizumab	Praxbind	Boehringer Ingelheim	Anticoagulation	2015	N/A
38	Necitumumab	Portrazza	Eli Lilly	Lung cancer	2015	N/A
39	Dinutuximab	Unituxin	United Therapeutics	Neuroblastoma	2015	202
40	Secukinumab	Cosentyx	Novartis	Psoriasis	2015	4,718
41	Mepolizumab	Nucala	GlaxoSmithKline	Asthma	2015	1,571
42	Alirocumab	Praluent	Sanofi	High cholesterol	2015	428
43	Evolocumab	Repatha	Amgen	High cholesterol	2015	1,169
44	Elotuzumab	Empliciti	Bristol-Myers Squibb	Multiple myeloma	2015	334
45	Atezolizumab	Tecentriq	Roche	Bladder cancer	2016	3,627
46	Ixekizumab	Taltz	Eli Lilly	Psoriasis	2016	2,213
47	Reslizumab	Cinqaero	Teva	Asthma	2016	N/A
48	Olaratumab	Lartruvo	Eli Lilly	Soft tissue sarcoma	2016	N/A
49	Bezlotoxumab	Zinplava	Merck	Prevention of Clostridium	2016	N/A
50	Obiltoxaximab	Anthim	Elusys Therapeutics	Prevention of	2016	N/A

No.	mAb	제품명	판매사/개발사	적응증	미국승인	시장규모(M$)
51	Avelumab	Bavencio	Merck	Merkel cell carcinoma	2017	441
52	Durvalumab	Imfinzi	AstraZeneca	Bladder cancer	2017	2,412
53	Inotuzumab ozogamicin	Besponsa	Pfizer	Leukemia	2017	192
54	Brodalumab	Siliq	Amgen	Plaque psoriasis	2017	155
55	Guselkumab	Tremfya	Janssen	Plaque psoriasis	2017	2,127
56	Dupilumab	Dupixent	Sanofi	Atopic dermatitis	2017	6,207
57	Sarilumab	Kevzara	Sanofi	Rheumatoid arthritis	2017	404
58	Ocrelizumab	Ocrevus	Roche	Multiple sclerosis	2017	5,531
59	Emicizumab	Hemlibra	Roche	Hemophilia A	2017	3,306
60	Benralizumab	Fasenra	AstraZeneca	Asthma	2017	1,258
61	Gemtuzumab ozogamicin	Mylotarg	Pfizer	Acute myeloid leukemia	2017	N/A
62	Burosumab	Crysvita	Ultragenyx	Hypophosphatemia	2018	782
63	Lanadelumab	Takhzyro	Dyax	Angioedema attacks	2018	919
64	Mogamulizumab	Poteligeo	Kyowa Hakko Kirin	Mycosis fungoides	2018	154
65	Erenumab	Aimovig	Novartis	Migraine prevention	2018	532
66	Galcanezumab	Emgality	Eli Lilly	Migraine prevention	2018	618
67	Tildrakizumab	Ilumya	Merck	Plaque psoriasis	2018	97
68	Cemiplimab	Libtayo	Regeneron	Cell carcinoma	2018	459
69	Emapalumab	Gamifant	NovImmune	Lymphohistiocytosis	2018	98
70	Fremanezumab	Ajovy	Teva	Migraine prevention	2018	263
71	Ibalizumab	Trogarzo	Taimed	HIV infection	2018	27
72	Moxetumomab pasudodox	Lumoxiti	AstraZeneca	Hairy cell leukemia	2018	N/A
73	Ravulizumab	Ultomiris	Alexion	Hemoglobinuria	2018	688
74	Caplacizumab	Cablivi	Ablynx	Purpura	2019	194
75	Romosozumab	Evenity	Amgen	Osteoporosis in	2019	821
76	Risankizumab	Skyrizi	AbbVie	Plaque psoriasis	2019	2,939
77	Polatuzumab vedotin	Polivy	Roche	DLBCL	2019	270
78	Brolucizumab	Beovu	Novartis	Macular degeneration	2019	186
79	Crizanlizumab	Adakveo	Novartis	Sickle cell disease	2019	164

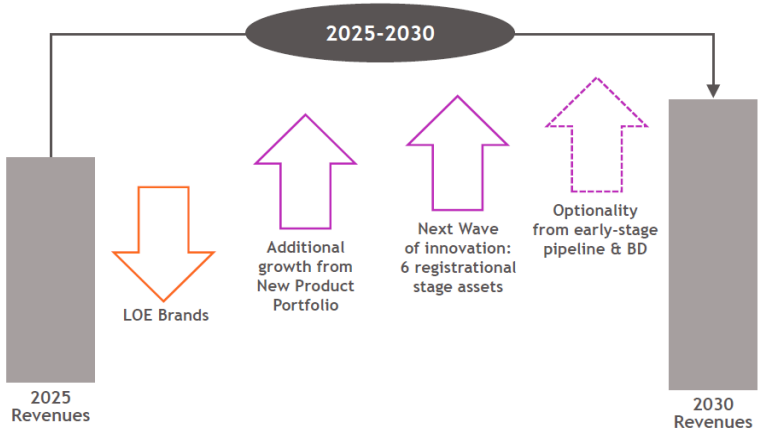
자료: Development of therapeutic antibodies for the treatment of diseases 2020, 신영증권 리서치센터

자료: 신영증권 리서치센터

2025년 트렌드로 엿보는 2026년 M&A 방향성

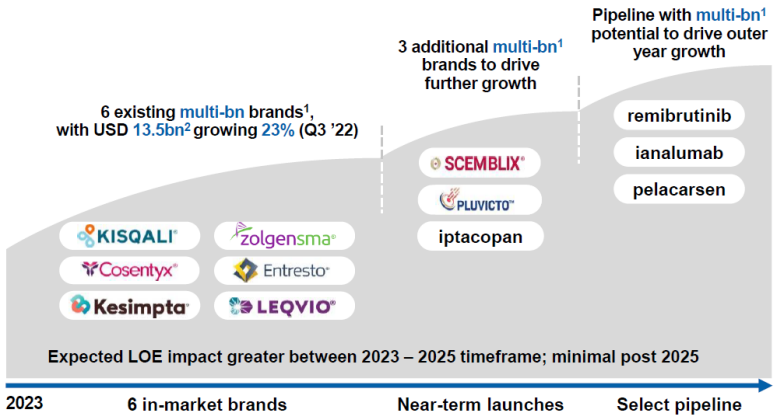
- 2023년 JPM 컨퍼런스에서 2025년 이후 성장성 강조 (특허절벽, 2026년 IRA 약가인하 시작)
- 2023년 이후 M&A deal 개수 보다는 deal 당 금액이 커지며 양질의 deal 추구하는 경향 강화
- 2025년은 신규 성장동력을 확보하여 새로운 경쟁력으로 시장 우위를 선점하려는 대형 deal 속출
  - Pfizer의 Metsera $10B 에 인수 (비만)
  - Roche의 89Bio $3.5B에 인수 (MASH)
  - Novo Nordisk의 Akero $5.2B에 인수 (MASH)
  - GSK($2.8B) 및 Eli Lilly($2.6B)의 에이비엘바이오 기술 도입 (BBB 셔틀)
- 미국의 대중국 견제에도 불구하고 중국의 파이프라인 적극 도입 중

2023 JPM: BMS 중기 성장 전략



자료: BMS, 신영증권 리서치센터

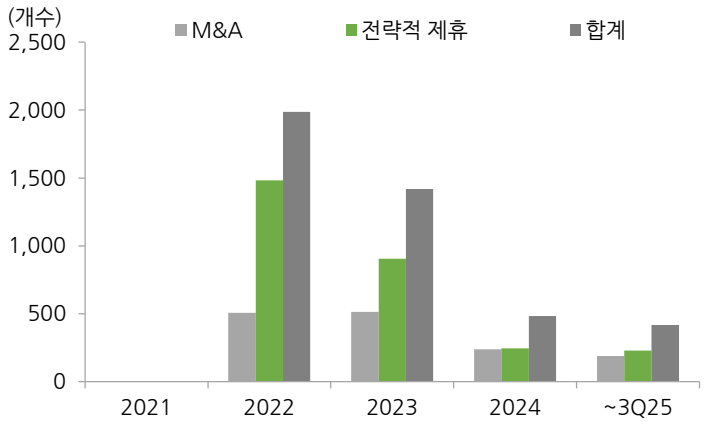
2023 JPM: 노바티스 중기 성장 전략



자료: Novartis, 신영증권 리서치센터

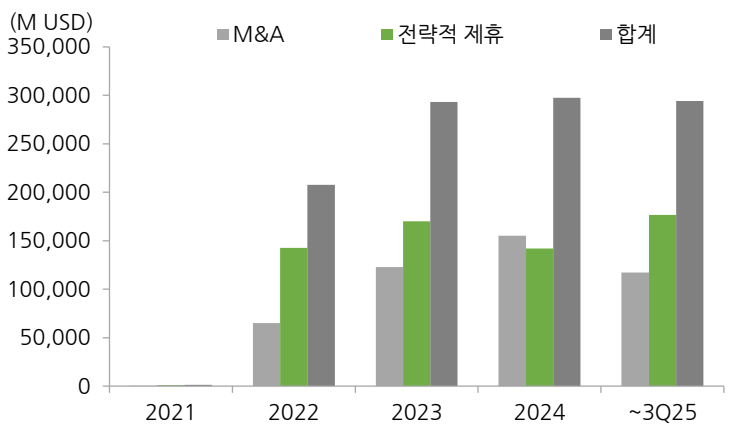
2025년 트렌드로 엿보는 2026년 M&A 방향성

제약바이오 M&A 및 전략적 제휴 (deal case)



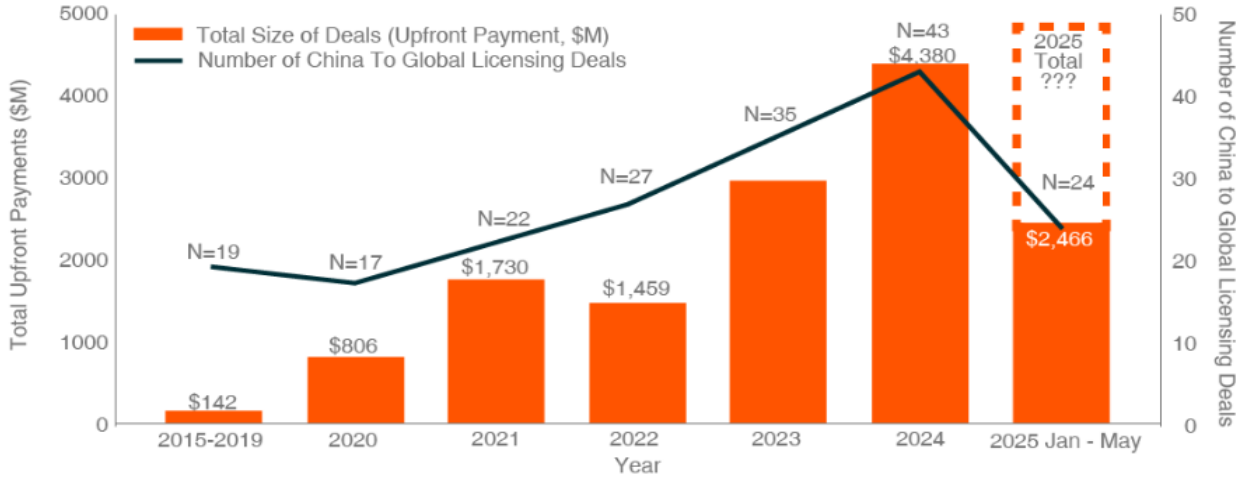
자료: Global Data, 신영증권 리서치센터

제약바이오 M&A 및 전략적 제휴 (deal amount)



자료: Global Data, 신영증권 리서치센터

중국 바이오텍 글로벌 라이선스아웃 거래 추이



자료: Jefferies, 신영증권 리서치센터

2025년 트렌드로 엿보는 2026년 M&A 방향성

2025년 주요 헬스케어 M&A 및 기술거래 현황_$2B 이상 (~ 2025.11)

체결일	인수자	피인수자	내용	딜 규모
2025-04-02	J&J	Intra-Cellular Therapies	조현병 치료제 카플리타 확보	$14.6B
2025-10-07	Merck	Verona Pharma	만선 폐쇄성 폐질환 신약 오투바이레에 확보	$10.0B
2025-07-18	Sanofi	Blueprint Medicines	희귀 위장관 종양 치료제 아이바킷 확보	$9.5B
2025-11-13	Pfizer	Metsera	장기 지속형 비만 치료제 파이프라인 확보	$7.0B
2025-07-24	Pfizer	3SBio	이중항체 SSGJ-707 글로벌 라이선스 확보	$6.3B
2025-09-15	Novartis	Monte Rosa Therapeutics	분자 접착제 플랫폼 QuEEN 확보	$5.7B
2025-05-09	Roche	Zealand Pharma	아말린 유사체 페트렐린타이드 공동 개발 및 상용화 권리 확보	$5.3B
2025-02-19	Stryker	Inari Medical	혈관 질환 의료기기 파이프라인 강화	$4.9B
2025-03-21	AstraZeneca	Hbm Holdings	CLDN18.2, CD3 이중항체 HBM7022 확보	$4.6B
2025-06-25	Vor BioPharma	RemeGen	자가면역질환 치료제 텔리타시셉트 글로벌 라이선스 확보	$4.1B
2025-09-02	Thermo Fisher	Solventum	바이오 의약품 여과, 정제 사업부 인수	$4.0B
2025-02-03	The Carlyle Group	Baxter International	신장투석 사업 인수로 헬스케어 서비스 포트폴리오 확대	$3.8B
2025-10-30	Roche	89bio	MASH 치료제 페고자페르민 확보	$3.5B
2025-03-21	AstraZeneca	Syneron Bio	거대 고리 펩타이드 개발 플랫폼 Synova 도입	$3.5B
2025-07-01	Merck KGaA	SpringWorks Therapeutics	희귀 종양 치료제 포트폴리오 강화	$3.4B
2025-04-03	Novartis	Anthos Therapeutics	항응고제 후보물질 아벨라시맙 인수	$3.1B
2025-05-01	Roquette	International Flavors & Fragrances	제약 솔루션 사업부 인수	$2.9B
2025-01-30	Cardinal Health	GI Alliance	소화기 전문 클리닉 체인 지분 인수	$2.8B
2025-04-06	GSK	ABL Bio	이중항체 기반 면역항암·뇌질환 치료제 파이프라인 확보	$2.8B
2025-03-31	Eli Lilly	Scorpion Therapeutics	유방암, 고형암 PI3Kα 선택 저해제 STX-478 도입	$2.5B
2025-06-03	McKesson Corp	Core Ventures	미국 종양 네트워크 병원의 지분 70% 인수	$2.5B
2025-01-10	Verdiva Bio	Sciwind Biosciences	경구용 비만치료제 파이프라인 확보	$2.5B
2025-04-01	AbbVie	Gubra	장기 지속형 SC 제형 아말린 유사체 GUB014295 확보	$2.2B
2025-07-10	Advanced Instruments	Nova Biomedical	파킨슨병 치료제 후보물질 ARO-SNCA 글로벌 라이선스 확보	$2.2B
2025-10-21	Novartis	Arrowhead Pharmaceuticals	임상용 분석 기기 포트폴리오 인수	$2.2B
2025-02-10	Sarepta Therapeutics	Arrowhead Pharmaceuticals	RNAi 기반 근육 질환 치료제 ARO-DM1 공동 개발	$2.2B
2025-07-22	Erigen	Shanghai Keyi Pharmaceutical Technology	이중 표적 CAR-T 치료제 후보물질 KQ-2003 확보	$2.1B
2025-10-06	Chiesi Farmaceutici	Arbor Biotechnologies	PH1 질환 유전자 치료제 ABO-101 도입	$2.1B
2025-08-19	AbbVie	Capstan Therapeutics	BTK 억제제 오렐라브루티닙 중국 제외 글로벌 라이선스 확보	$2.1B
2025-10-08	Zenas BioPharma	InnoCare Pharma	in-vivo RNA 기술 확보	$2.1B
2025-11-03	Roche	Manifold Bio	BBB 셔틀 포트폴리오 강화	$2.1B
2025-06-02	Regeneron	Hansoh Pharmaceutical Group	비만 치료제 파이프라인 강화	$2.0B
2025-07-07	GSK	Boston Pharmaceuticals	임상 3상 예정인 간경변증 치료 후보물질 확보	$2.0B
			합계	**$132.5B**

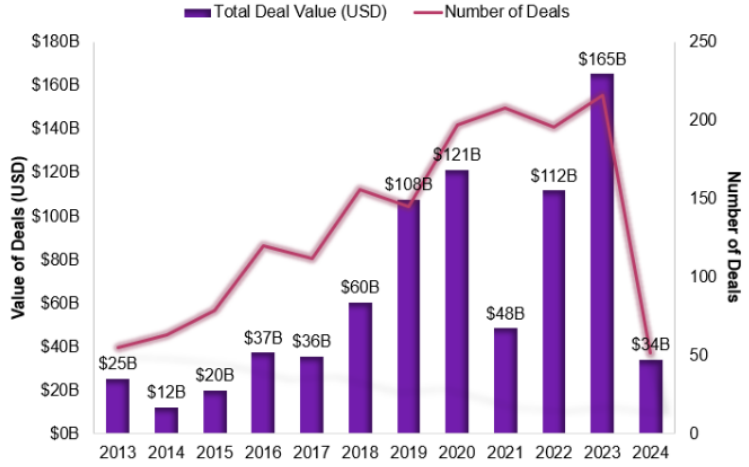
주) 회색 음영은 중국 바이오텍 deal
자료: Global Data, 신영증권 리서치센터

2026년 기술 트렌드 전망

모달리티 다양화에 자신만의 엣지를 찾는다

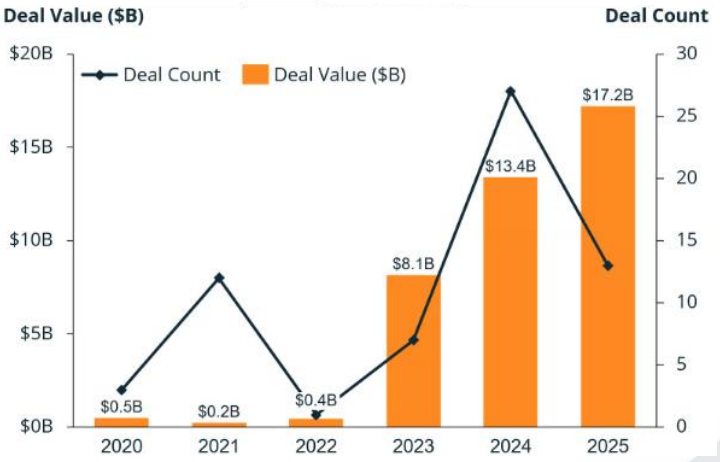
- 항체에서 모달리티가 다양해지고 경쟁이 격화되며 시장의 파이를 키우면서 헤게모니를 가져가려는 움직임 심화
- 트렌드가 확고해진 지난 3년간의 제약바이오 업계
  - (2010년대 중반) PD-(L)1 → (2010년대 후반) Cell & Gene Therapy → (코로나 시기) RNA
  - (2022년~) ADC, GLP-1 계열 편중화 심화
- **2026년 기술 트렌드: "Smaller" Molecule & Conjugation Technology**
  - ADC: 여전히 oncology의 대세 모달리티, 그러나 핫함은 예전만 못한…?
  - 비만 치료제: 2030F $47.5B로 연평균 30.8% 시장 성장 전망
    ☞ GLP-1 계열은 적응증 확장 가능성과 함께 당분간 대세 모달리티 지위 유지할 것
  - 그 외 RNA 제제, TPD, PD-(L)1 x VEGF, AI 신약개발 플랫폼이 2026년 주력 기술 테마로 부각될 것

ADC Deal 추이 (~ mid 2024)



자료: Hanson Wade 2024, 신영증권 리서치센터

비만 치료제 Deal 추이 (~ mid 2025)



자료: Evaluate Pharma, 신영증권 리서치센터

2026년 기술 트렌드 전망

다시 부각되는 Obesity-MASH 시장

- GLP-1은 상수, 떠오르는 Amylin & GLP-1/CGC 복합제
- Obesity War

  (1차-2023~2024년) 위고비, 젭바운드 출시 ☞ 두 자릿수 % 감량, 주 1회 투여의 혁신
  (2차-2024~2025년) 공급부족 해소와의 싸움 & 장기지속 제형의 필요성 (진행 중)
  (3차-2026년) 경구용 & 주사제 시장으로 세분화 & 부작용 최소화에 방점
  (4차-2027년) 적응증 확대
- 빅파마는 제형 다양화로 시장 확대에 주력하며 부작용(근육감소, 위장관 질환) 감소 및 적응증 확대 집중 예상
- 후발주자는 약 3년 뒤처져 있어 로컬시장 확보에 주력할 전망이나 부작용 감소와 적응증 확대는 경쟁 가능

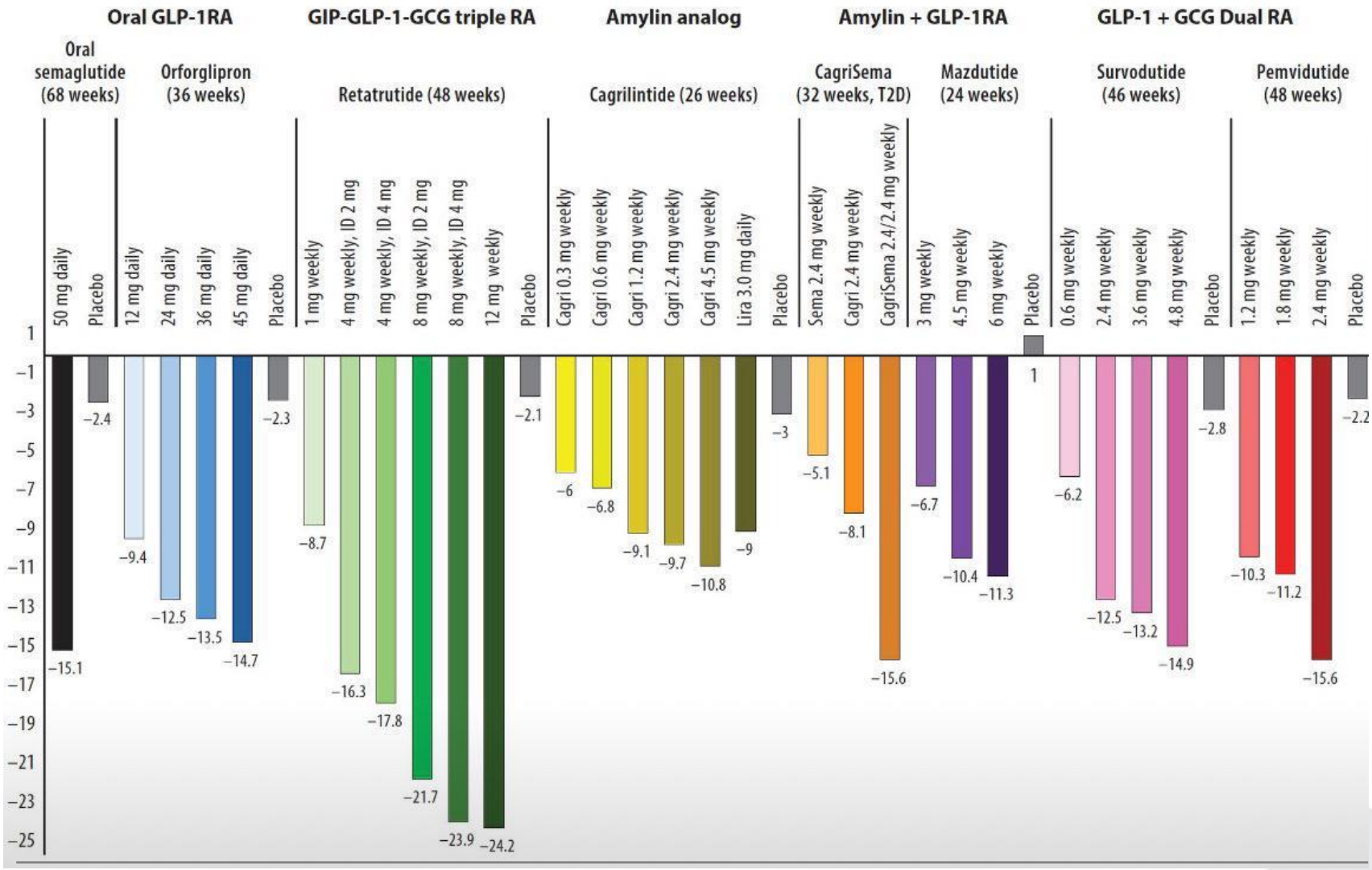
글로벌 제약사 주요 비만 파이프라인 현황

유형		일라이 릴리	노보 노디스크	화이자/멧세라	로슈
GLP-1		올포글리프론 (1H26 허가 전망)	**위고비/오젬픽** 위고비 Pill (25.12 허가 전망)	임상 2b상	임상 2상
GLP-1 +	GIP	**젭바운드/마운자로**	-	-	-
	GIP + GCG	레타트루타이드 (임상 3상)	-	-	-
Amylin		임상 2상	임상 3상	임상1/2a상	임상 2b상
Amylin +		-	임상 3상	-	전임상

주) 로슈 GLP-1은 Camot aseet, Amylin은 Zealand Pharma asset
자료: 신영증권 리서치센터

2026년 기술 트렌드 전망

물질별 체중감량 효과 비교



2026년 기술 트렌드 전망

MASH: 레스메티롬의 아쉬움을 풀 수 있을까?

- 세계 최초의 MASH 치료제의 아쉬운 섬유화 개선도
  - 갑상선호르몬수용체베타(THR-β) 작용제로 25.9~29.9%의 섬유증 악화 없는 개선을 바탕으로 2024년 승인
- 좀 더 나은 섬유화 개선을 보이는 품목에 대한 경쟁 ☞ FGF21 agonist는 로슈와 노보가 선점
- GLP-1/GCG dual agonist가 다음 타겟으로 관심 증가 중
  - (1Q25) MSD 임상2b 결과 / (2Q26) 디앤디파마텍 임상2상 결과

타겟별 개발 중인 MASH 치료제 현황

Target	GLP-1/GCG	FGF21	THR-ß	GLP-1 GLP-1/GIP
주요 개발사	Boeringer Ingelheim MSD Altimmune D&D Pharmatech	Akero 89Bio GSK	Madrigal Viking Therapeutics	Novo Nordisk Eli Lilly
지방간 제거	O	△	△	△
MASH 해소	**O**	**O**	△	△
섬유화 개선	**O**	**O**	△	△
체중조절	O	X	X	O
혈당 조절	O/X (GLP-1/GCG 비율에 따라 상이)	△	X	O
주 섬유화 레벨 타겟	F1-F3	F3-F4	F1-F3	F1-F3
비고	– 대사촉진 및 간지방 제거 기전 – 체중 및 혈당 조절 기능 (GLP-1 비율이 높은 경우)	– 중증 섬유화 개선효과 기대 – 체중조절 효과 없음 – 단백질제제로 펩타이드 제제 대비 높은 제조비용	– 최초 허가된 MASH 치료제 (Madrigal) – 일 1회 경구제 – MASH 치료효과 제한적 – 체중/혈당 조절기능 없음	– 체중 및 혈당 조절 기능 우수 – MASH 치료효과 제한적

자료: 신영증권 리서치센터

2026년 기술 트렌드 전망

MASH 치료제 글로벌 개발 현황

제품명	Resmetirom	VK2809	Semaglutide	Tirzeptide	Survodutide	Efinopegdutide	DD01	Pemvidutide
개발사	Madrigal Pharmaceuticals	VIKING THERAPEUTICS	novo nordisk	Lilly	Boehringer Ingelheim	MSD	D&D pharmatech	altimmune
MASH 개발단계	**승인 ('24.03.14)**	임상 2b상	**승인 ('25.08.15)**	임상 2상	임상 3상	임상 2b상	임상 2상	임상 2b상
Target	THR-ß	THR-ß	GLP-1	GLP-1/GIP	GLP-1/GCG	GLP-1/GCG	GLP-1/GCG	GLP-1/GCG
투여주기	일 1회	일 1회	주 1회	주 1회	주 1회	주 1회	주 1회	주 1회
제형	경구투여	경구투여	피하주사	피하주사	피하주사	피하주사	피하주사	피하주사
임상 대상	MASH	MASH	MASH	MASH	MASH	MASLD	MASLD/MASH	MASH
임상 기간	52주	52주	72주	52주	48주	24주	12주	24주
지방간 감소	-46.6% (n=323)	-55.3% (n=49)	-57% (n=34)	-57% (n=48)	-62.3% (n=46)	-72.7% (n=72)	-62.3% (n=31)	-62.8% (n=79)
지방간 30% 이상 감소환자 비율	N/A	87.8%	N/A	N/A	76.9%	81.9%	75.8%	83.5%
섬유화 악화 없는 MASH 해소	20.2% (n=321)	45.7% (n=44)	28.7%	52.6% (n=48)	47.7% (n=34)	N/A	TBC	33% (n=85)
MASH 악화 없는 섬유화 개선	11.7% (n=321)	22.7% (n=44)	14.4%	21.3% (n=48)	36.6% (n=34)	N/A	TBC	8.6% (n=85)

주) 일부 데이터는 플라시보 결과값과 보정한 수치
자료: 신영증권 리서치센터

2026년 전망

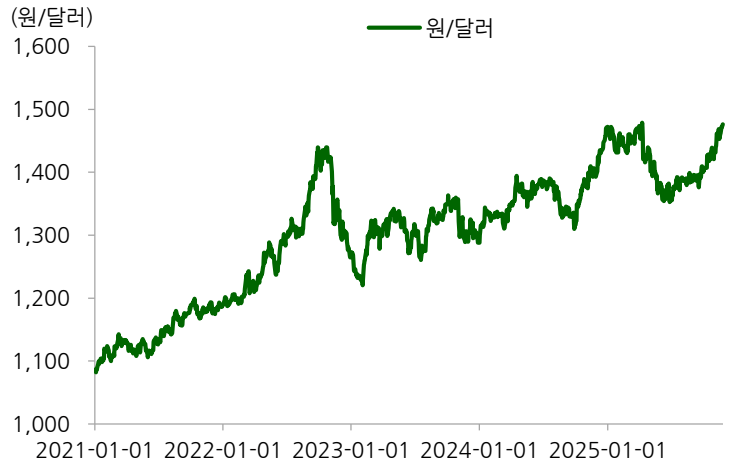
다시 바이오의 시대가 온다

- 정책 불확실성의 해소 국면 & 이제는 익숙해진 불확실성
- 코로나와 경기침체를 겪으며 우량 바이오텍 생존/선별 완료 ☞ 금리인하에 대한 투심의 민감도 하락
- 고환율 지속은 수출비중이 증가하고 라이선스/마일스톤 유입이 있는 바이오 기업에 유리
- 2025년 고성장한 테크 섹터에 편중된 자금의 이탈 가능성
  ☞ 대표적 기술 섹터인 테크와 바이오의 투심은 역의 상관관계

금리 추이

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

원달러 환율 추이



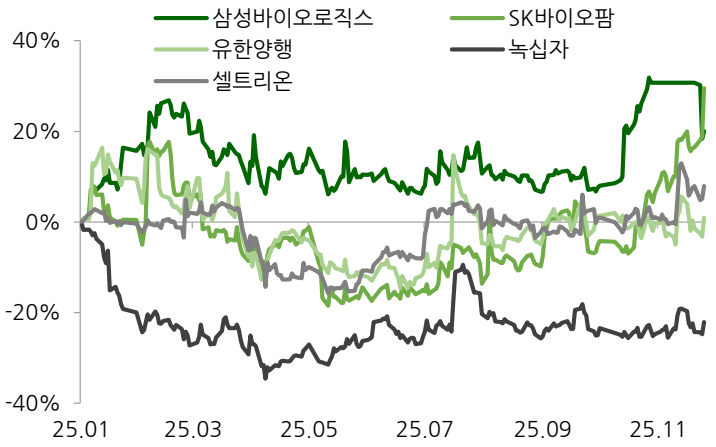
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

2026년 투자전략

글로벌 제약사 전략 수혜 분야/기업에 집중

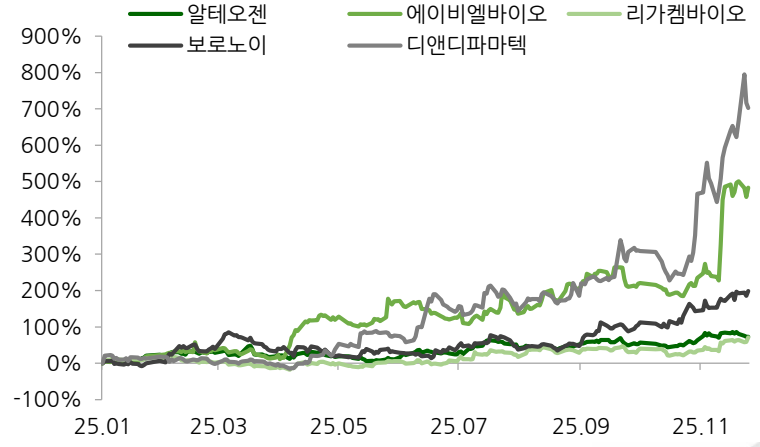
- 정책 불확실성의 확실한 해소 국면 시 밸류에이션이 낮아진 대형주에 주목
- 그러나 최소 상반기는 밸류에이션 보다 모멘텀 장세가 될 전망이므로 바이오텍 비중확대 추천
- 바이오텍
  - 빅파마의 기술/파이프라인 쇼핑 대상이 될 수 있는 기업에 집중
  - 빅파마에 license-out(LO) deal 경험이 있거나 이미 협업 중인 기업이 추가 수혜 가능성이 높음
- 대형주
  - 고환율 속 빅파마의 원가절감 기조에 수혜를 볼 수 있는 CDMO 및 대미 정책 리스크 완화 기업에 관심 가질 때
  - 그러나 리쇼어링은 CDMO에 부정적 요소이므로 중장기적 관점에서는 정책 방향성 반드시 체크 필요

주요 대형주 주가 추이



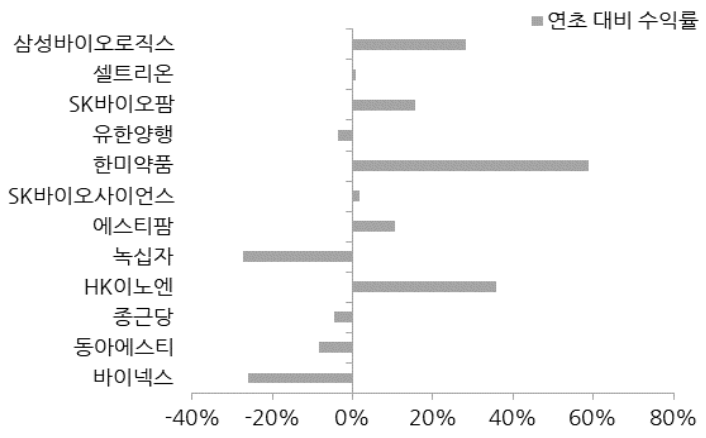
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주요 바이오텍 주가 추이



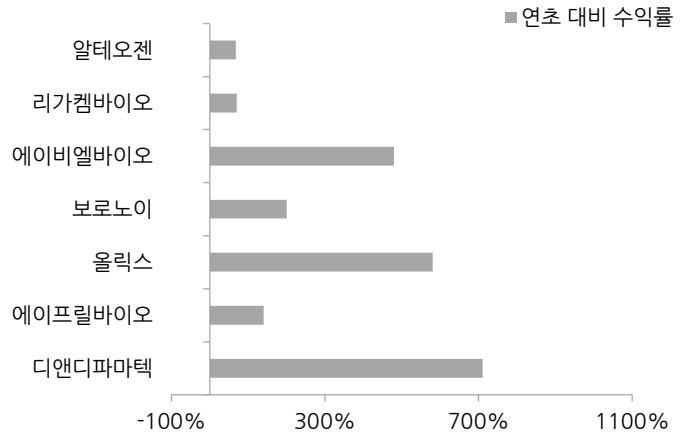
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

국내 제약바이오 주요 기업 연초대비 수익률



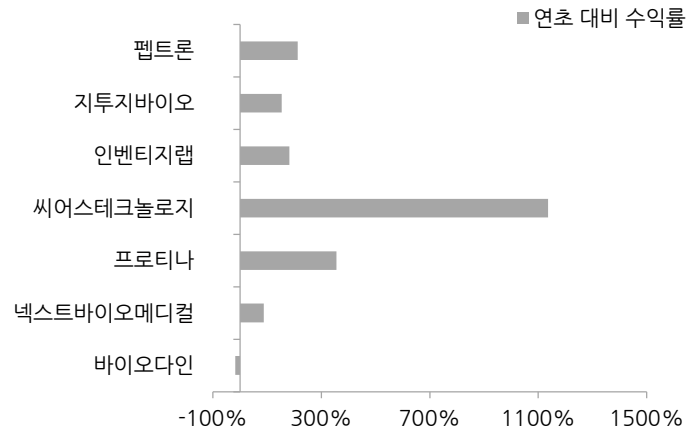
자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

주요 바이오텍 연초대비 수익률 (1)



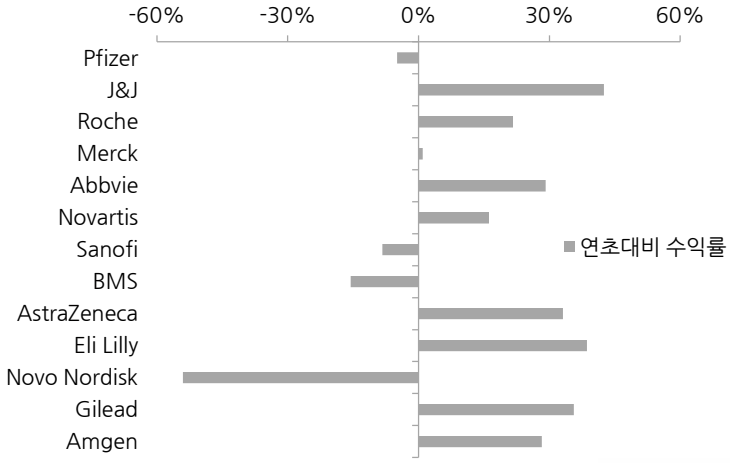
자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

주요 바이오텍 연초대비 수익률 (2)



자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

글로벌 빅파마 연초대비 수익률



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

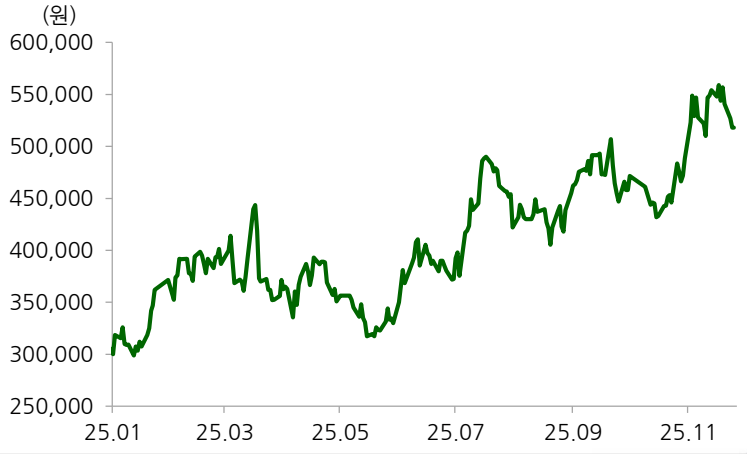
이슈 체크: 알테오젠 KOSPI 이전 상장

- 12/8 코스피 이전상장 결의 임시주주총회 개최
- 주총 승인 후 6개월 이내 이전상장 완료 예상
- 상장 직후 KOSPI 지수 특례편입에 따른 변동성으로 주가 오버슈팅 가능성 높음
  - MSCI에는 2024년 5월 standard 지수 편입으로 이전상장에 따른 효과는 제한적
- 알테오젠 코스닥 이탈 시 벤치마크 자금의 재분배 예상 ☞ <u>알테오젠을 대체할 유망한 바이오텍 사전 선별 필요</u>

셀트리온 KOSPI 이전상장 전후 주가 추이 및 기간별 수익률

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

알테오젠 주가 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

2026년 투자전략

2026년 주요 학회 일정

학회명	약자	한국명	개최 장소	일정 (현지시간)
CTAD	Clinical Trials on Alzheimer's Disease	알츠하이머 임상 학회	미국 샌디에이고	2025년 12월 1일~12월 4일
ASH	American Society of Hematology	미국 혈액 학회	미국 올랜도	2025년 12월 6일~9일
JPM Healthcare	JP Morgan Healthcare Conference	JP모건 헬스케어 컨퍼런스	미국 샌프란시스코	1월 12일~15일
AAAAI	America Academy of Allergy Asthma & Immunology	미국 알레르기 천식 면역 학회	미국 필라델피아	2월 26일~3월 02일
AD/PD	Alzheimer's Disease and Parkinson's Disease	알츠하이머/파킨슨병 국제 학회	덴마크 코펜하겐	3월 17일~21일
ELCC	European Lung Cancer Congress	유럽 폐암 학회	프랑스 파리	3월 26일~29일
AACR	American Association of Cancer Research	미국 암 연구 학회	미국 샌디에이고	4월 17일~22일
EASL	European Association for the Study of the Liver	유럽 간학회	스페인 바르셀로나	5월 27일~30일
ASCO	American Society of Clinical Oncology	미국 임상 종양 학회	미국 시카고	5월 29일~6월 2일
EULAR	European Alliance of Associations for Rheumatology	유럽 류마티스 학회	영국 런던	6월 03일~6일
ADA	American Diabetes Association	미국 당뇨병 학회	미국 뉴올리언스	6월 05일~8일
EAACI	European Academy of Allergy & Clinical Immunology	유럽 알레르기 임상 면약학회	터키 이스탄불	6월 12일~15일
ENDO	Endocrine Society	내분비 학회	미국 시카고	6월 13일~16일
BIO USA	BIO International Convention	바이오 미국	미국 샌디에이고	6월 22일~25일
AAIC	Alzheimer's Association International Conference	알츠하이머 협회 국제 컨퍼런스	영국 런던	7월 12일~15일
WCLC	World Conference on Lung Cancer	세계 폐암 학회	대한민국 서울	9월 12일~15일
EASD	European Association for the Study of Diabetes	유럽 당뇨병 학회	이탈리아 밀라노	9월 28일~10월 2일
ESMO	European Society of Medical Oncology	유럽 종양 학회	스페인 마드리드	10월 23일~27일
World ADC	World Antibody-Durg Conjugate- San Diego	세계 항체-약물 접합체 컨퍼런스	미국 샌디에이고	10월 경
PODD	Partnership Opportunities in Drug Delivery	약물전달체 컨퍼런스	미국 보스턴	10월 29일~30일
BIO Europe	Biotechnology Innovation Organization-Europe	바이오 유럽	오스트리아 비엔나	11월 3일~5일
SITC	Society for Immunotherapy of Cancer	면역 항암 학회	미국 피닉스	11월 4일~8일
AASLD	American Association for the Study of Liver Diseases	미국 간 학회	미국 덴버	11월 5일~9일
AHA	American Heart Association Scientific Sessions	미국 심장 학회	미국 시카고	11월 7일~9일
Obesity Week	Obesity Week	세계 비만 학회	미국 워싱턴 DC	11월 14일~17일
AES	American Epilepsy Society	미국 뇌전증 학회	미국 덴버	12월 04일~8일

자료: 신영증권 리서치센터

III. 기업분석

삼성바이오로직스 (207940.KS / 매수 / 2,100,000원-상향)
SK바이오팜 (326030.KS / 매수 / 160,000원)
씨어스테크놀로지 (458870.KQ / 매수 / 140,000원)

삼성바이오로직스 (207940.KS / 매수 / TP 2,100,000원-상향)

CDMO 본연의 가치로 온전히 인정받을 것

- 바이오시밀러 사업 분할로 pure CDMO 기업으로의 성장과 수익성으로 평가 받을 수 있을 전망
  - CDMO 사업의 40%대 영업이익률이 바이오시밀러 사업의 20%대 영업이익률로 더이상 희석되지 않을 것
- 빅파마의 리쇼어링과 공급망 제어 정책으로 미국내 설비 선호가 증가 할 수 있으나, 수익성 압박 해소과 고환율로 믿을 만한 CDMO 이용이 증가할 전망
- 2026년은 5공장 수주완성 및 가동률 개선과 6공장 및 미국공장 착공이 성장성을 증명할 것. 수주 잔고 증가 추이가 투심의 바로미터가 될 전망임

실적 전망 (단위: 십억원, 원, %, 배)

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,695	4,547	4,410	5,153	5,680
영업이익	1,114	1,320	2,063	2,348	2,604
세전손익	1,120	1,370	2,056	2,341	2,596
지배순이익	858	1,083	1,559	1,775	1,968
EPS	12,051	15,221	23,210	38,336	42,515
증감율	5.6	26.3	52.5	65.2	10.9
ROE	9.1	10.4	13.4	13.4	13.0
PER	63.1	62.3	71.3	43.1	38.9
PBR	8.1	9.1	6.2	5.4	4.7
EV/EBITDA	33.6	35.3	28.4	25.6	23.3

주) 2024A는 분할 전 연결 수치, 2025는 분할 후 수정 추정치
자료: 신영증권 리서치센터

Valuation Table

구 분	가격/배수
2035F DCF 추정 기업가치(억원)	949,779
WACC	7.1%
Terminal Growth	5.1%
발행주식총수(주)	46,290,951
목표주가(원)	2,100,000

자료: 신영증권 리서치센터

주가 차트 및 Key Data

KOSPI(pt)	4036.30
KOSDAQ(pt)	932.01
액면가(원)	2,500
시가총액(억원)	765,652
발행주식수(천주)	46,291
평균거래량(3M,주)	72,130
평균거래대금(3M, 백만원)	90,333
52주 최고/최저	1,789,000 / 934,000
52주 일간Beta	0.4
배당수익률(25F,%)	0.0
외국인지분율(%)	12.7
주요주주 지분율(%)	
삼성물산 외 4 인	74.3 %
국민연금공단	6.7 %

자료: 신영증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940.KS / 매수 / TP 2,100,000원-상향)

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**36,946**	**45,473**	**44,096**	**51,526**	**56,804**
증가율(%)	23.1	23.1	-3.0	16.8	10.2
매출원가	**18,918**	**22,565**	**18,961**	**23,187**	**25,562**
매출총이익	**18,028**	**22,908**	**25,135**	**28,339**	**31,242**
매출총이익률(%)	48.8	50.4	57.0	55.0	55.0
판매비와 관리비 등	**6,891**	**9,708**	**4,503**	**4,863**	**5,204**
영업이익	**11,137**	**13,201**	**20,632**	**23,476**	**26,038**
증가율(%)	13.2	18.5	56.3	13.8	10.9
영업이익률(%)	30.1	29.0	46.8	45.6	45.8
EBITDA	**16,035**	**19,192**	**26,505**	**28,874**	**31,000**
EBITDA마진(%)	43.4	42.2	60.1	56.0	54.6
순금융손익	**20**	**1,117**	**7**	**9**	**1**
기타영업외손익	**49**	**-643**	**-76**	**-74**	**-76**
종속및관계기업 관련손익	**-5**	**27**	**0**	**0**	**0**
법인세차감전계속사업이익	**11,200**	**13,701**	**20,562**	**23,412**	**25,964**
계속사업손익법인세비용	**2,623**	**2,867**	**4,976**	**5,666**	**6,283**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**8,577**	**10,833**	**15,586**	**17,746**	**19,681**
지배주주지분 당기순이익	**8,577**	**10,833**	**15,586**	**17,746**	**19,681**
증가율(%)	**7.5**	**26.3**	**43.9**	**13.9**	**10.9**
기타포괄이익	**-117**	**-91**	**0**	**0**	**0**
총포괄이익	**8,460**	**10,742**	**15,586**	**17,746**	**19,681**

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**55,220**	**55,181**	**75,256**	**95,838**	**118,101**
현금및현금성자산	3,679	3,912	18,117	32,797	50,761
매출채권 및 기타채권	6,794	11,654	12,237	12,849	13,491
재고자산	26,414	28,183	33,920	39,635	43,695
비유동자산	**105,242**	**118,182**	**111,585**	**106,323**	**101,498**
유형자산	38,801	53,740	52,814	50,140	47,696
무형자산	58,321	55,653	52,706	49,982	47,464
투자자산	726	889	1,025	1,162	1,298
자산총계	**160,462**	**173,363**	**186,841**	**202,161**	**219,599**
유동부채	**41,579**	**38,532**	**38,593**	**37,559**	**36,569**
단기차입금	6,545	2,070	2,070	2,070	2,070
매입채무및기타채무	12,193	15,223	15,284	14,250	13,260
유동성장기부채	7,334	1,200	1,200	1,200	1,200
비유동부채	**20,578**	**25,784**	**24,237**	**22,845**	**21,592**
부채총계	**62,157**	**64,316**	**62,830**	**60,404**	**58,162**
지배주주지분	**98,305**	**109,047**	**124,011**	**141,757**	**161,438**
자본금	1,779	1,779	1,157	1,157	1,157
자본잉여금	56,631	56,631	56,631	56,631	56,631
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**98,305**	**109,047**	**124,011**	**141,757**	**161,438**
총차입금	**19,342**	**14,916**	**14,916**	**14,916**	**14,916**
순차입금	**-1,407**	**1,462**	**-12,132**	**-26,366**	**-43,905**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**16,662**	**16,593**	**13,639**	**14,376**	**17,682**
당기순이익	**8,577**	**10,833**	**15,586**	**17,746**	**19,681**
현금유출이없는비용및수익	**8,028**	**9,225**	**10,072**	**9,611**	**8,960**
유형자산감가상각비	2,628	3,044	2,926	2,674	2,444
무형자산상각비	2,269	2,947	2,947	2,724	2,517
영업활동관련자산부채변동	**2,987**	**-454**	**-7,826**	**-8,774**	**-6,966**
매출채권의감소(증가)	301	-4,510	-583	-612	-642
재고자산의감소(증가)	-2,739	-2,362	-5,738	-5,715	-4,060
매입채무의증가(감소)	2,670	4,093	61	-1,034	-989
투자활동으로인한현금흐름	**-15,663**	**-12,438**	**-7,220**	**-7,243**	**-7,265**
투자자산의 감소(증가)	-29	-136	-136	-136	-136
유형자산의 감소	28	14	0	0	0
CAPEX	-9,951	-13,036	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	5,248	7,534	470	447	424
재무활동으로인한현금흐름	**-6,350**	**-4,338**	**-2,075**	**-1,453**	**-1,453**
장기차입금의증가(감소)	57	950	0	0	0
사채의증가(감소)	-400	4,177	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-622	0	0
기타현금흐름	**122**	**416**	**9,860**	**9,000**	**9,000**
현금의 증가	**-5,229**	**233**	**14,205**	**14,680**	**17,964**
기초현금	8,908	3,679	3,912	18,117	32,797
기말현금	3,679	3,912	18,117	32,797	50,761

SK바이오팜 (326030.KS / 매수 / TP 160,000원)

엑스코프리와 고환율이 빚어낼 성장

- 엑스코프리 고성장이 지속되는 가운데 2026년 mTRx는 6만건에 육박할 전망이며 고환율 지속의 수혜 예상
- 트럼프 정책으로 DTC 채널로의 유통 확대는 엑스코프리의 인지도를 제고시키며 매출 성장의 동인이 될 수 있을 것
- 방사성의약품 후보물질을 The Wisconsin Alumni Research Foundation으로부터 계약금 219억원, 총 8,400억원 규모로 도입, RPT 파이프라인 확대에 긍정적
- 2027년 이후 경쟁심화가 예상되므로 엑스코프리가 홀로 이끄는 매출 성장을 분담할 2nd product는 절실함. 2026년 내에는 상업화 가능한 품목 도입 기대

실적 전망 (단위: 십억원, 원, %, 배)

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	355	548	714	996	1,234
영업이익	-38	96	228	427	633
세전손익	-44	73	225	424	630
지배순이익	-33	241	705	321	477
EPS	-420	3,074	9,000	4,104	6,096
증감율	적지	흑전	192.8	-54.4	48.5
ROE	-11.0	58.0	77.3	22.2	25.4
PER	-	36.1	15.1	33.0	22.2
PBR	27.7	15.9	7.4	5.8	4.4
EV/EBITDA	-	75.4	35.2	19.2	12.2

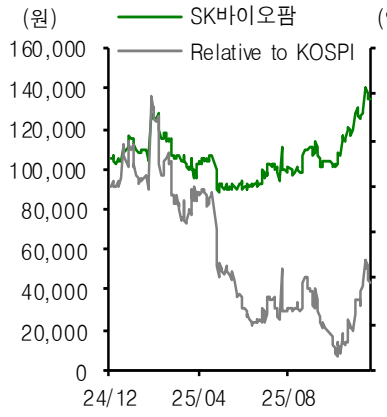
자료: 신영증권 리서치센터

Valuation Table

구 분	가격/배수
2035F DCF 추정 기업가치(억원)	12,759,450
WACC	7.8%
Terminal Growth	2.6%
발행주식총수(주)	78,313,250
목표주가(원)	160,000

자료: 신영증권 리서치센터

주가 차트 및 Key Data



KOSPI(pt)	4036.30
KOSDAQ(pt)	932.01
액면가(원)	500
시가총액(억원)	106,114
발행주식수(천주)	78,313
평균거래량(3M,주)	272,297
평균거래대금(3M, 백만원)	32,588
52주 최고/최저	140,700 / 88,500
52주 일간Beta	0.7
배당수익률(25F,%)	0.0
외국인지분율(%)	12.4
주요주주 지분율(%)	
SK 외 5 인	64.0 %
국민연금공단	7.0 %

자료: 신영증권 리서치센터

SK바이오팜 (326030.KS / 매수 / TP 160,000원)

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**3,549**	**5,476**	**7,140**	**9,960**	**12,335**
증가율(%)	44.2	54.3	30.4	39.5	23.8
매출원가	**341**	**431**	**357**	**747**	**863**
매출총이익	**3,208**	**5,045**	**6,783**	**9,213**	**11,472**
매출총이익률(%)	90.4	92.1	95.0	92.5	93.0
판매비와 관리비 등	**3,583**	**4,082**	**4,498**	**4,948**	**5,146**
영업이익	**-375**	**963**	**2,285**	**4,265**	**6,326**
증가율(%)	적지	흑전	137.3	86.7	48.3
영업이익률(%)	-10.6	17.6	32.0	42.8	51.3
EBITDA	**-222**	**1,138**	**2,446**	**4,330**	**6,368**
EBITDA마진(%)	-6.3	20.8	34.3	43.5	51.6
순금융손익	**0**	**66**	**0**	**10**	**11**
기타영업외손익	**-70**	**9**	**-35**	**-38**	**-42**
종속및관계기업 관련손익	**6**	**-313**	**3**	**3**	**4**
법인세차감전계속사업이익	**-439**	**726**	**2,253**	**4,240**	**6,298**
계속사업손익법인세비용	**-85**	**-1,544**	**-4,795**	**1,026**	**1,524**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**-354**	**2,270**	**7,048**	**3,214**	**4,774**
지배주주지분 당기순이익	**-329**	**2,407**	**7,048**	**3,214**	**4,774**
증가율(%)	**적지**	**흑전**	**192.8**	**-54.4**	**48.5**
기타포괄이익	**6**	**261**	**261**	**261**	**261**
총포괄이익	**-348**	**2,530**	**7,309**	**3,475**	**5,035**

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**4,887**	**6,514**	**14,374**	**18,323**	**23,813**
현금및현금성자산	2,397	3,228	10,562	13,595	18,718
매출채권 및 기타채권	1,137	1,762	1,878	2,025	2,098
재고자산	1,025	1,117	1,396	1,992	2,056
비유동자산	**2,344**	**3,854**	**3,381**	**3,003**	**2,649**
유형자산	136	120	21	5	2
무형자산	270	325	264	215	176
투자자산	1,042	915	603	290	-22
자산총계	**7,232**	**10,368**	**17,755**	**21,326**	**26,462**
유동부채	**2,416**	**3,963**	**4,041**	**4,137**	**4,239**
단기차입금	500	500	500	500	500
매입채무및기타채무	759	838	916	1,012	1,114
유동성장기부채	71	1,078	1,078	1,078	1,078
비유동부채	**1,606**	**666**	**666**	**666**	**666**
부채총계	**4,022**	**4,628**	**4,706**	**4,803**	**4,904**
지배주주지분	**2,837**	**5,463**	**12,772**	**16,246**	**21,281**
자본금	392	392	392	392	392
자본잉여금	10,848	10,848	10,848	10,848	10,848
비지배주주지분	**373**	**277**	**277**	**277**	**277**
자본총계	**3,210**	**5,740**	**13,049**	**16,524**	**21,558**
총차입금	**1,781**	**1,887**	**1,887**	**1,887**	**1,887**
순차입금	**-792**	**-1,499**	**-8,695**	**-11,732**	**-16,861**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**-942**	**949**	**6,964**	**2,664**	**4,756**
당기순이익	**-354**	**2,270**	**7,048**	**3,214**	**4,774**
현금유출이없는비용및수익	**210**	**-883**	**-4,644**	**990**	**1,312**
유형자산감가상각비	95	113	100	16	2
무형자산상각비	59	61	61	49	39
영업활동관련자산부채변동	**-756**	**-327**	**-446**	**-815**	**-261**
매출채권의감소(증가)	-536	-351	-116	-146	-74
재고자산의감소(증가)	-137	-86	-280	-596	-64
매입채무의증가(감소)	-207	9	78	96	102
투자활동으로인한현금흐름	**2,253**	**-109**	**-50**	**-51**	**-52**
투자자산의 감소(증가)	-157	-186	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
CAPEX	-24	-14	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	1,997	4	-3	-4	-5
재무활동으로인한현금흐름	**66**	**-45**	**-45**	**-45**	**-45**
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**-21**	**36**	**464**	**464**	**464**
현금의 증가	**1,356**	**831**	**7,334**	**3,033**	**5,123**
기초현금	1,041	2,397	3,228	10,562	13,595
기말현금	2,397	3,228	10,562	13,595	18,718

씨어스테크놀로지 (458870.KQ / 매수 / TP 140,000원)

실적 추정치를 나날이 경신 중

- 씽크 설치에 탄력을 받으며 수주분 소화능력이 개선되고 있어 연간 500억원 매출은 무난할 전망
- 2026년 2만건의 씽크 매출을 예상하였으나 인력 증원 및 내부 프로세스가 개선되면 2.5~3만건의 설치도 가능할 전망
- 미국 모비케어 FDA 인증, 중동 UAE의 모비케어에 이은 씽크 사업 진출 기대하며, 이 경우 국내 씽크 설치 개선세와 함께 2026년 실적 추정치의 큰 상향 변동 요인이 될 전망임

실적 전망 (단위: 십억원, 원, %, 배)

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2	8	50	82	129
영업이익	-10	-9	16	33	58
세전손익	-10	-9	16	33	58
지배순이익	-10	-9	12	25	44
EPS	-905	-752	963	1,961	3,491
증감율	적지	적지	흑전	103.6	78.1
ROE	-75.9	-60.1	44.5	54.6	55.5
PER	-	-	128.2	62.9	35.3
PBR	0.0	6.2	35.0	20.2	11.5
EV/EBITDA	-	-	67.7	34.2	19.1

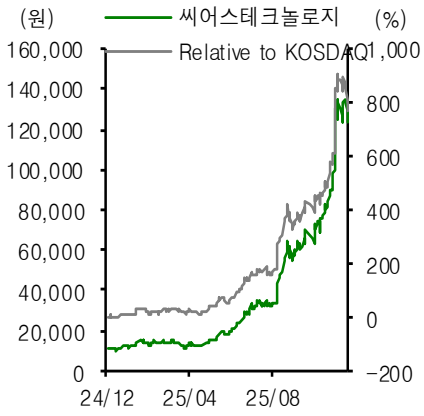
자료: 신영증권 리서치센터

Valuation Table

구 분	가격/배수
2027F 추정 순이익 (억원)	4420
Target PER(배)	40
기업가치(억원)	17,689
발행주식총수(주)	12,665,880
목표주가(원)	140,000

자료: 신영증권 리서치센터

주가 차트 및 Key Data



KOSPI(pt)	4036.30
KOSDAQ(pt)	932.01
액면가(원)	500
시가총액(억원)	15,630
발행주식수(천주)	12,666
평균거래량(3M,주)	200,718
평균거래대금(3M, 백만원)	18,216
52주 최고/최저	135,000 / 8,580
52주 일간Beta	2.3
배당수익률(25F,%)	0.0
외국인지분율(%)	6.6
주요주주 지분율(%)	
이영신 외 4 인	28.3 %
변동준	5.6 %

자료: 신영증권 리서치센터

씨어스테크놀로지 (458870.KQ / 매수 / TP 140,000원)

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**19**	**81**	**500**	**823**	**1,294**
증가율(%)	58.3	326.3	517.3	64.6	57.2
매출원가	**27**	**47**	**160**	**247**	**388**
매출총이익	**-8**	**34**	**340**	**576**	**906**
매출총이익률(%)	-42.1	42.0	68.0	70.0	70.0
판매비와 관리비 등	**90**	**121**	**179**	**248**	**323**
영업이익	**-98**	**-87**	**161**	**328**	**583**
증가율(%)	적지	적지	흑전	103.7	77.7
영업이익률(%)	-515.8	-107.4	32.2	39.9	45.1
EBITDA	**-88**	**-76**	**171**	**336**	**589**
EBITDA마진(%)	-463.2	-93.8	34.2	40.8	45.5
순금융손익	**-1**	**-1**	**-1**	**0**	**1**
기타영업외손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
종속및관계기업 관련손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
법인세차감전계속사업이익	**-99**	**-88**	**160**	**328**	**583**
계속사업손익법인세비용	**0**	**1**	**39**	**79**	**141**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**-99**	**-89**	**121**	**248**	**442**
지배주주지분 당기순이익	**-99**	**-89**	**121**	**248**	**442**
증가율(%)	**적지**	**적지**	**흑전**	**105.0**	**78.2**
기타포괄이익	**-1**	**-4**	**-4**	**-4**	**-4**
총포괄이익	**-100**	**-92**	**118**	**245**	**439**

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**59**	**164**	**306**	**570**	**1,032**
현금및현금성자산	41	108	79	190	414
매출채권 및 기타채권	7	42	147	242	380
재고자산	10	12	76	125	196
비유동자산	**113**	**116**	**106**	**98**	**92**
유형자산	108	102	92	84	77
무형자산	0	0	0	0	0
투자자산	0	10	10	10	10
자산총계	**171**	**281**	**413**	**669**	**1,123**
유동부채	**67**	**39**	**52**	**63**	**79**
단기차입금	46	16	16	16	16
매입채무및기타채무	7	13	26	38	53
유동성장기부채	3	4	4	4	4
비유동부채	**23**	**28**	**28**	**28**	**28**
부채총계	**90**	**67**	**80**	**91**	**107**
지배주주지분	**81**	**214**	**333**	**577**	**1,016**
자본금	55	63	63	63	63
자본잉여금	382	600	600	600	600
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**81**	**214**	**333**	**577**	**1,016**
총차입금	**63**	**30**	**30**	**30**	**30**
순차입금	**-119**	**-219**	**-48**	**-159**	**-383**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**-79**	**-111**	**-27**	**114**	**228**
당기순이익	**-99**	**-89**	**121**	**248**	**442**
현금유출이없는비용및수익	**15**	**17**	**52**	**89**	**147**
유형자산감가상각비	10	11	10	8	7
무형자산상각비	0	0	0	0	0
영업활동관련자산부채변동	**7**	**-38**	**-158**	**-142**	**-221**
매출채권의감소(증가)	2	-35	-104	-95	-138
재고자산의감소(증가)	-3	-2	-63	-49	-71
매입채무의증가(감소)	1	6	13	11	16
투자활동으로인한현금흐름	**-10**	**-14**	**0**	**0**	**0**
투자자산의 감소(증가)	0	-10	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
CAPEX	-7	-4	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	**27**	**192**	**8**	**8**	**8**
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	217	1	0	0
기타현금흐름	**0**	**0**	**-11**	**-11**	**-11**
현금의 증가	**-62**	**67**	**-29**	**111**	**224**
기초현금	103	41	108	79	190
기말현금	41	108	79	190	414

Compliance Notice

- **투자등급**

종목
매수 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업
비중확대 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중　　립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20250930)	매수 : 87.41%	중립 : 11.89%	매도 : 0.7%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
삼성바이오로직스	-	-	-	-	-	-	-	-
SK바이오팜	-	-	-	-	-	-	-	-
씨어스테크놀로지	-	-	-	-	-	-	-	-

Compliance Notice

삼성바이오로직스 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-12-04	매수	2100000		
2025-10-29	매수	1400000	-14.92	-12.79
2024-10-24	매수	1300000	-20.35	-8.85
2024-01-25	매수	1000000	-14.35	9.10

SK바이오팜 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-12-04	매수	160000		
2025-02-07	매수	160000		
2024-01-30	매수	130000	-25.68	-3.15

Compliance Notice

씨어스테크놀로지 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2025-12-04	매수	140000		
	2025-11-13	매수	140000		