meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

2025. 12. 11 (목)

Strategy Idea

2026 Outlook #14 [음식료/유통] 소비창조

2026 Outlook #15 [제약/바이오] 거인의 틈, 한국 바이오의 생존 전략

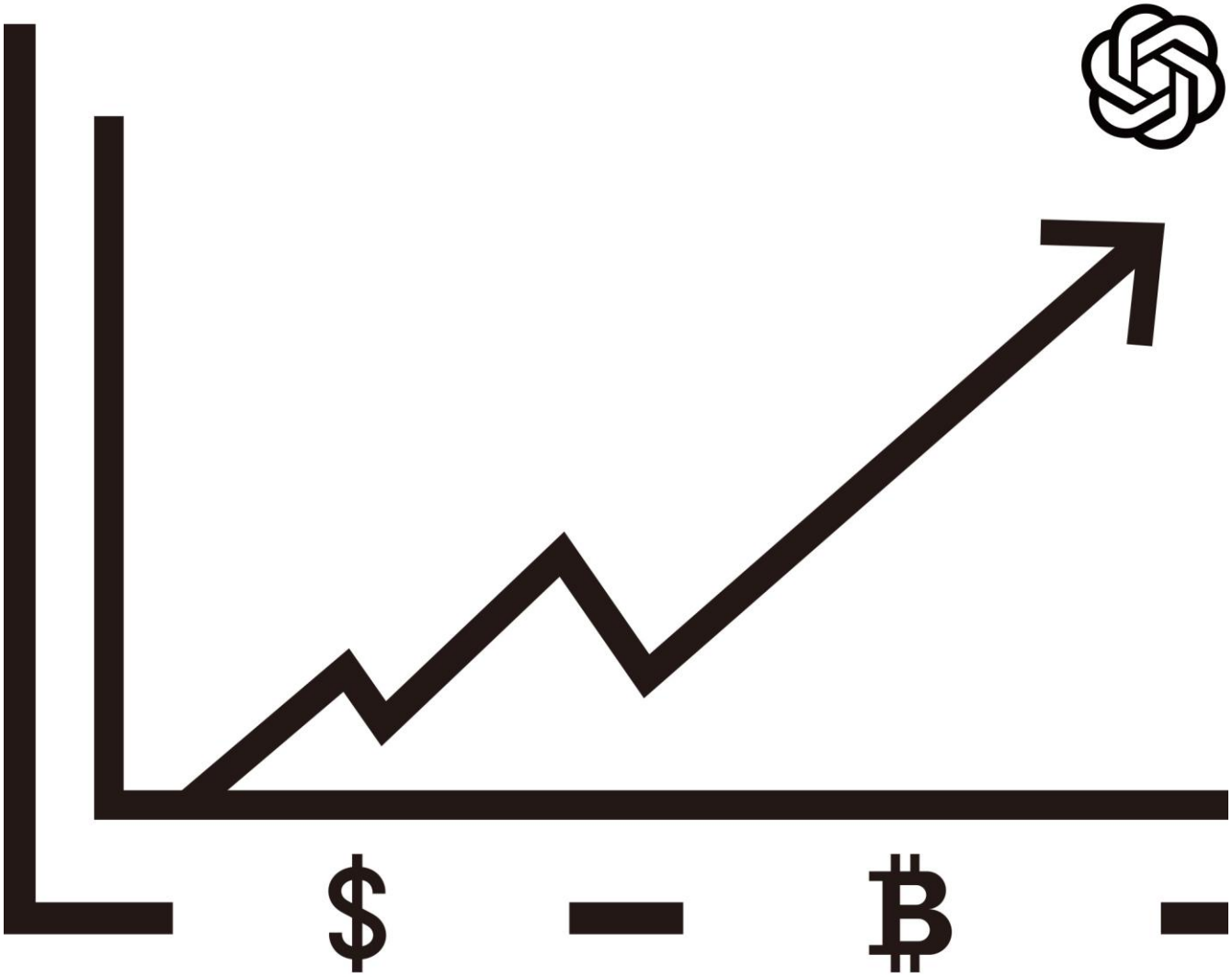
2026 Outlook #16 [이차전지/석유화학] Catch-up or Fall Behind

오늘의 차트

YTD 주가 수익률 1위, 여전한 밸류에이션 매력(2)

칼럼의 재해석

중증위성센터



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2025년 11월 12일 발간된
[2026 Outlook #14 – 음식료/유통: 소비창조] 임

2026 Outlook #14 (해설판)

[음식료/유통] 소비창조

음식료/유통
Analyst **김정욱**
6414@meritz.co.kr

[Part 1] 음식료 산업의 소비창조: 소비자의 컨텐츠로 만드는 신시장

✓ 음식료 섹터 Overweight, 26년 연간전망 해외성장 또는 주주환원의 방향성 필요. 인구 감소라는 미래를 반영하기 시작하며 곡물가 하락과 음식료 섹터는 디커플링. KT&G는 Altria와 공동으로 니코틴 파우치 기업 ASF 인수, 니코틴 파우치 소비 창조

[Part 2] 유통 산업의 소비창조: 해외진출이 어렵다면 인바운드로

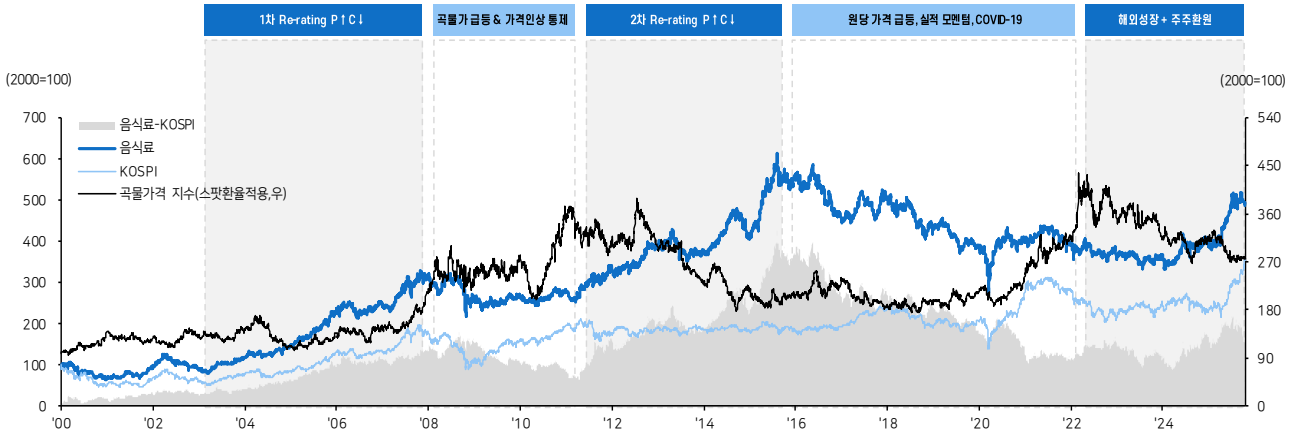
✓ 26년 채널 소비 Trading Down, 고물가/고금리 장기화로 소비 부진 불가피. 축소된 양극화 소비 전망. 유통 투자 의견 Neutral 제시, 업태별 백화점 〉 면세점 〉 대형마트 〉 편의점 〉 홈쇼핑 순, 백화점과 면세점은 인바운드 외국인 소비의 수혜 예상, 상대적으로 백화점이 우위

[Part 3] Top Pick: KT&G, 현대백화점

Part 1 음식료 산업의 소비창조: 소비자의 컨텐츠로 만드는 신시장

26년은 해외시장 성장 또는 주주환원 강화로 명확한 방향성이 필요한 시기이다. 음식료 산업은 11~15년 Price 인상과 Cost 감소로 판가/원가 스프레드가 개선되었고 이후 4년간 원재료 상승 부담, 판가 전가력 약화로 인해 De-rating 되었다. 22년 러-우 전쟁으로 예상치 못한 곡물가 상승기를 겪고 아직까지도 주요 기업들은 원재료 부담을 해소하지 못한 채 부진한 실적을 이어가고 있다. 곡물가와 환율이 각각 6개월/3개월 시차를 두고 상승 부담이 실적에 반영되고 있기 때문이다.

그림1 **26년 연간전망 해외시장 성장 또는 주주환원으로 명확한 방향성 필요**

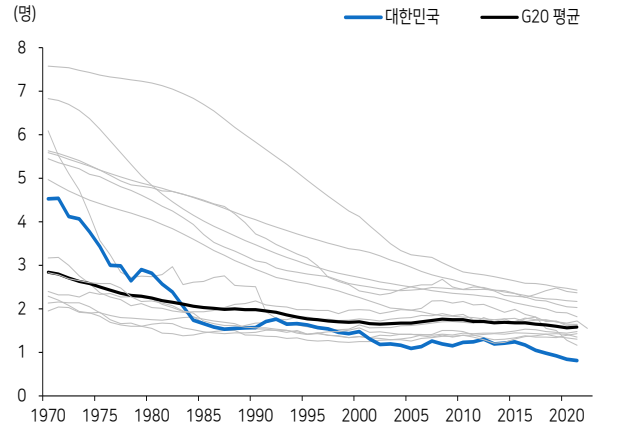


자료: Quantiwise, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

26년도 객단가 상승을 기대하기 어려운 환경을 대처하는 전략으로 승패가 나뉠 전망이다. 양극화 소비는 구조적 변화로, 불확실한 매크로 환경과 저성장 진입의 결과다. 한국의 출산율은 글로벌 대비 빠른 속도로 하락하며 장기 저성장 국면에 돌입하고 있다. 23년 기준 대한민국 합계출산율은 0.72명으로, 0.7명대 출산율이 지속될 경우 20년 후 인구는 절반으로 감소할 것으로 보인다. 고령화 역시 빠르게 진행되며 고령화 비율이 G20에 수렴해가는 모습이다.

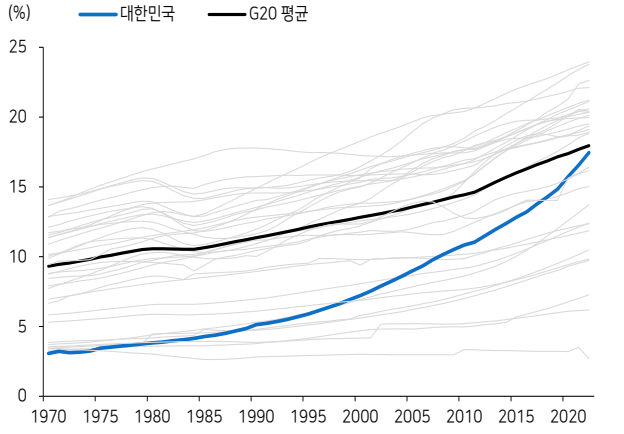
한국의 인구 변화는 식품 산업에 "FOOD CLIFF" 환경을 초래할 수 있다. 개인 하루 섭취량은 연령대별로 상이한데, 인구는 줄고 고령자는 늘면서 전국민 섭취량이 감소할 전망이다. 문제는 전체 인구 수 감소보다 빠른 섭취 칼로리 감소로, 음식료 업체들은 부가가치를 올리기 위한 해외수출 확대에 힘쓰고 있다. 국내 음식료 시장 규모 89.2조원, 글로벌 음식료 시장 규모 9천조원을 고려하면 해외 시장 개척은 필수적이다. 가구 구성 측면에서도 1인 가구 비중이 2050년 40%까지 확대되며 글로벌 대비 빠른 속도를 보이고 있어, 높은 내수 의존도는 위험 요인이다.

그림2 국가별 출산율 추이, 대한민국 VS G20 평균



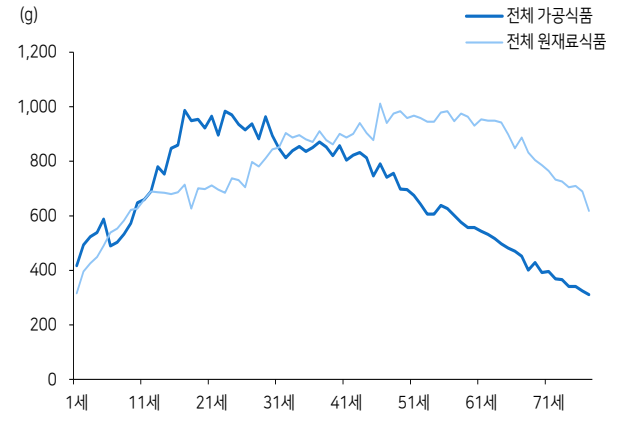
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림3 국가별 고령인구 비율 추이, 대한민국 VS G20 평균



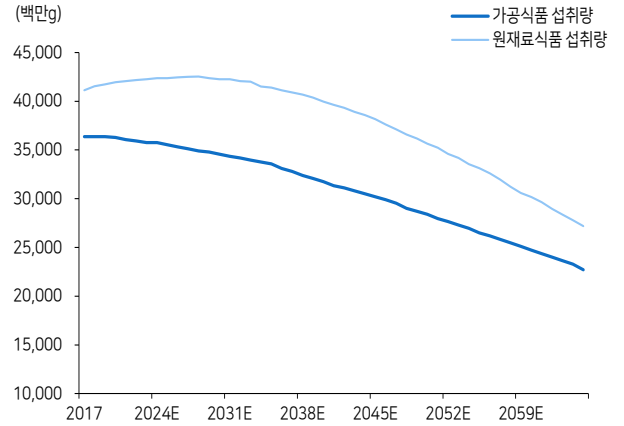
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림4 연령별 1일 섭취량 추이



자료: 질병관리청, 메리츠증권 리서치센터

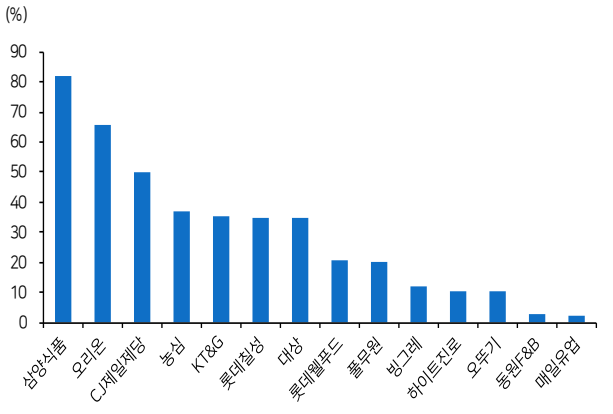
그림5 1일 전국민 섭취량 전망



자료: 질병관리청, 메리츠증권 리서치센터

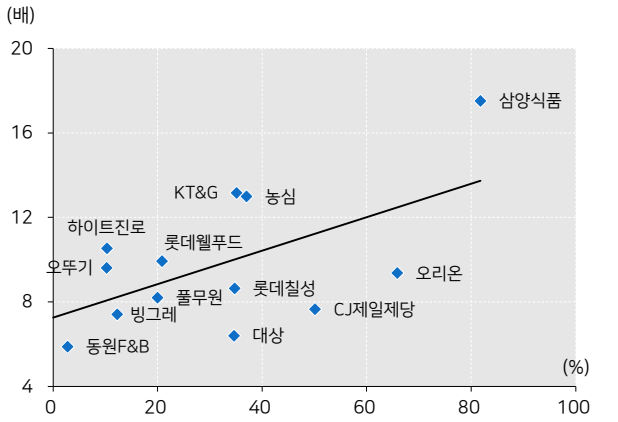
Cost의 안정화 이후에 기대해볼 부문은 Quantity의 증가이며 26년은 해외 시장 수량 증가에 집중할 필요가 있다. 음식료 기업 주력 제품 해외 매출 비중 상위 기업 삼양식품(81.8%), 오리온(65.8%), 하위 기업 오뚜기(10.2%), 동원F&B(2.8%), 매일유업(2.3%)로 해외 비중에 따라 밸류에이션 격차가 심화되었다. 현재 해외 비중 50% 이상 기업의 12M Fwd PER은 12~18배, 해외 비중 10% 이하 기업 PER은 5~9배를 형성한다.

그림6 음식료 기업 주력 제품 해외 비중



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

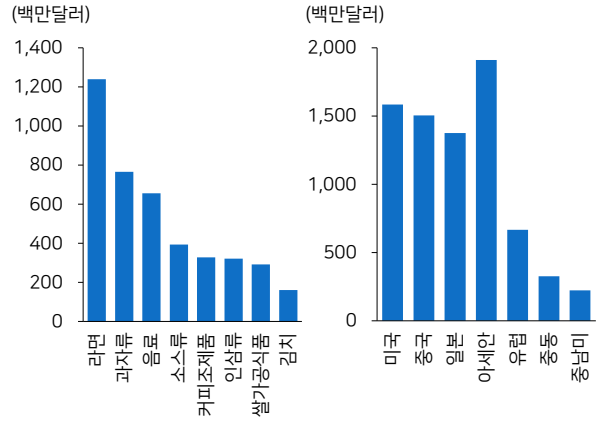
그림7 높은 해외 비중 기업 12M Fwd PER 12~18배 형성



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

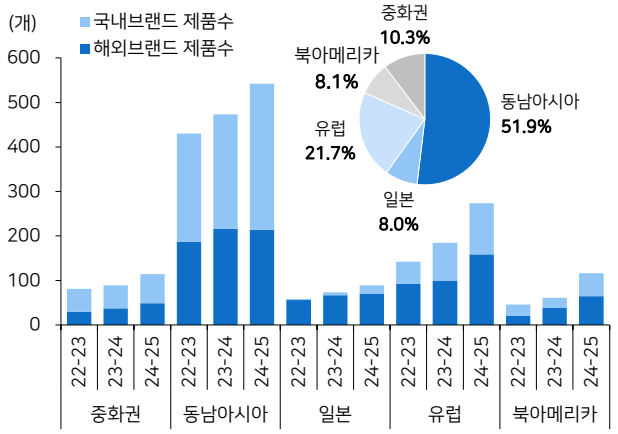
또한, K-푸드의 글로벌 시장 확대가 이어질 전망이다. K-푸드 주요 수출 품목은 라면/과자류/음료/소스류/커피조제품/인삼류/쌀가공품/김치 등으로, 미국/중국/일본/아세안/유럽/중동/중남미 등 다양한 국가로 수출하고 있다. 25년 6~8월 글로벌 시장에서 출시된 K-Food 제품의 수가 300개 이상을 상회했는데, 동아시아가 51.9%, 유럽이 21.7%를 차지했다. 최근 신제품 신장세가 가장 급격한 곳은 북아메리카로 88.7% 성장세를 보였다.

그림8 24년 K-Food 품목별 수출액과 지역별 수출액



자료: 농림축산식품부, 서울대 푸드비즈랩, 메리츠증권 리서치센터

그림9 22~25년 신제품 출시 추이와 시장 권역별 점유율



자료: Mintel, 서울대 푸드비즈랩, 메리츠증권 리서치센터

한국의 신제품이 글로벌 소비자들을 사로잡은 배경은 새로운 트렌드와 다채로운 경험을 제공하기 때문이다. 한국 편의점의 히트 제품 중 고유명사로 제품의 특성을 설명하는 제품명의 비중이 79.4%을 차지하는 반면, 일본은 5.1%에 불과하다. 또한, 한국 편의점에서 신제품 선택 요인이 새로운 트렌드(화제성, 혁신성), 다채로운 경험(식감, 조합)이라면, 일본 편의점은 장인정신(비주얼, 품질), 매일의 변주(한정성, 지역특화, 계절성) 등이 꼽힌다.

표1 한국 VS 일본 편의점, 디저트 Scene 프로파일링 비교

순위	키워드	비중
1	밤티라미수컵	25.5%
2	두바이 초콜릿	14.3%
3	바나나우유	12.3%
4	커피	12.1%
5	과자	7.9%
6	이웃집통통이 두바이쿠키	6.4%
7	빼빼로	5.9%
8	메론킥	5.9%
9	초코마시멜로우팡	4.8%
10	요아정 초코볼 파르페	4.8%

순위	키워드	비중
1	커피	31.0%
2	카페라떼	14.4%
3	프리미엄 롤케이크	13.2%
4	아이스커피	7.8%
5	아이스크림	6.3%
6	스무디	6.1%
7	푸딩	6.1%
8	소프트아이스크림	5.1%
9	고양이 비스킷 샌드	5.1%
10	빵	4.9%

자료: 인스타그램, 생활변화관측소, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국 VS 일본 편의점, 선택 요인 프로파일링 비교

순위	키워드	비중
1	맛	20.6%
2	화제성	16.1%
3	비주얼	13.1%
4	브랜드	10.2%
5	혁신성	8.0%
6	품질	6.2%
7	편의성	5.6%
8	접근성	5.0%
9	경험	4.5%
10	가격	4.4%
11	건강	1.6%
12	다양성	1.1%
13	식감	0.7%
14	특별함	0.6%
15	캐릭터	0.6%
16	인스타그래머블	0.4%
17	조합	0.4%
18	가성비	0.3%
19	수집성	0.3%
20	한정성	0.3%

순위	키워드	비중
1	맛	22.8%
2	비주얼	15.8%
3	화제성	10.7%
4	브랜드	9.4%
5	품질	9.2%
6	혁신성	6.2%
7	편의성	5.9%
8	접근성	5.1%
9	가격	4.1%
10	경험	3.4%
11	건강	1.5%
12	다양성	1.4%
13	특별함	1.0%
14	한정성	0.9%
15	캐릭터	0.7%
16	식감	0.6%
17	지역특화	0.4%
18	수집성	0.4%
19	계절성	0.3%
20	시즌성	0.3%

자료: 인스타그램, 생활변화관측소, 메리츠증권 리서치센터

SNS의 콘텐츠 트렌드 공략도 성공 요인으로 꼽힌다. 제품력만으로 승부하기 어려운 라면 시장에서 GS25의 점보 라면은 먹방 콘텐츠와 결합해 빠른 속도로 확산되었다. 부루구루와 CU가 협업한 생레몬 하이볼은 출시 일주일 만에 CU 매출 2위에 등극했고, 25일 만에 100만캔 판매를 달성했다. 수출 성과도 양호했는데, 대만/중국/몽골 수출 3개월 만에 100만캔을 판매했으며, 미국/유럽/호주로 확대중이다. 생레몬 하이볼은 세로형 쇼츠 동영상 유행의 트렌드 변화를 공략했으며, 500ml 캔, 풀 오픈탭 방식 뚜껑, 레몬 슬라이스를 조합해 콘텐츠 확산에 성공했다.

그림10 8인분 점보라면 성공 후 대중화를 위한 용량조절 및 콜라보

점보라면 1.0 (크기)	기존 상품대비 용량도 가격도 8배		
	먹방&챌린지	Instagramable	
점보라면 2.0 (맛/방법)	신규 컨셉화		
	꿀조합	레시피	메쉬업
점보라면 3.0 (+@)	미니점보(MINI JUMBO) 브랜드화		
	프리미엄	콜라보	

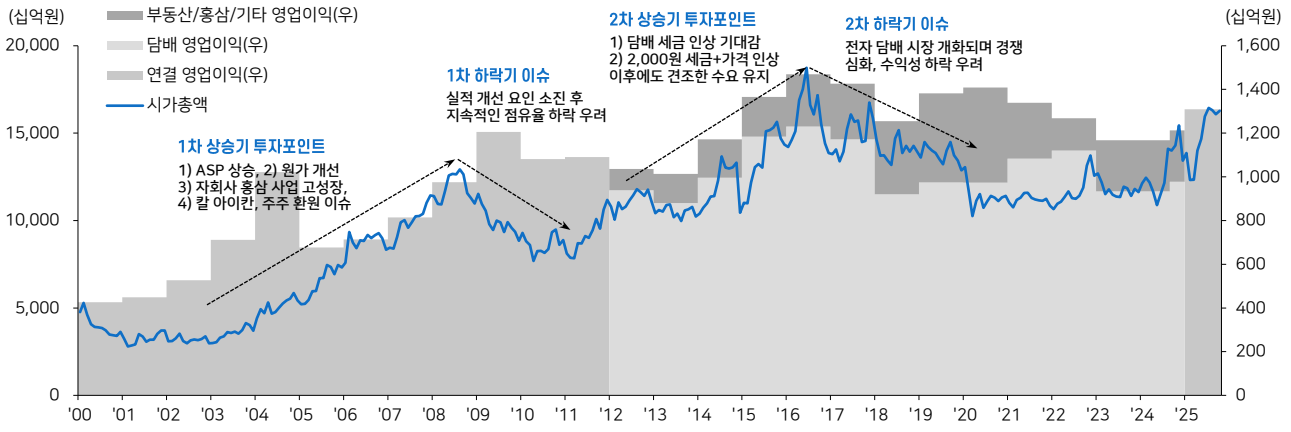
자료: GS25, 메리츠증권 리서치센터

그림11 세로형 동영상 유행의 트렌드 변화를 공략

자료: 부루구루

한편, 담배는 지난 10년간 유일하게 가격이 동결된 소비재로, 내수 시장은 일반 담배 시장의 감소를 전자 담배 침투율 확대로 방어하고 있다. 해외 담배는 중동/인니/러시아 등 주력 국가 중심으로 고성장 중이며, 전자 담배는 신규 디바이스 플랫폼 효과가 기대된다. 해외 담배 중심의 펀더멘털 개선과 더불어 강화된 주주환원 역시 긍정적인 모멘텀으로 작용할 전망이다. KT&G 기업가치는 주주환원 확대 기대감으로 재차 반등 중이다.

그림12 KT&G 1~2차 랠리 이후 23년 행동주의 이슈, 24년 주주환원 확대 기대감 재차 반등



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G 방경만 대표 체제 이후, 기업가치 상승이 뚜렷하게 나타나고 있다. 26년에도 KT&G의 성장 전략과 주주환원 정책이 강화되고 지속될 수 있다고 판단한다. 2025 KT&G CEO Investor Day를 통해 1) 글로벌 궐련 사업 지속 확대 25년 글로벌 생산 비중 30% 목표, 이후 목표비중은 50%, 2) 주주환원 25년 추가 자사주 매입 소각 2,600억원(전년비 +1,000억원), 기말 배당금 400원 증액으로 연간 배당금 총 6,000원(전년비 +11.1%), 3) Altria와 협업 니코틴 파우치 기업 ASF 지분(51%) 인수 글로벌 니코틴파우치 사업 진출을 발표했다.

표3 KT&G 방경만 대표 체제 이후, 기업가치 상승 뚜렷

거버넌스 고도화 및 이행역량 강화	
지배구조	**절차 투명성**
핵심지표 준수율 **100%**	**이사 선임 절차 강화** 사장/사외이사 후보추천위원회 전원 사외이사 구성 외부인선자문단 도입
이사회 전문성	**경영진 평가 및 보상**
Board Skills Matrix 고도화	장기적 관점 주주가치 일치 위한 **주식보상비중 60%, 양도제한조건부주식** 제도 도입
주주권익 보호	- 기업지배구조 투명성 강화를 위해 금융위원회가 권고하는 15개 지표
집중투표제 채택	- CEO 장기성과급 - 사내이사 대상

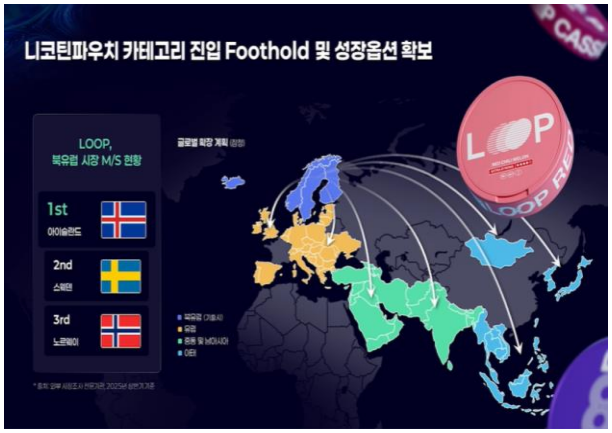
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

그림13 대규모 CAPEX 마무리, 비핵심자산 유동화

자료: KT&G

ASF(주요 제품명 LOOP)는 아이슬란드 1위, 스웨덴 2위, 노르웨이 3위 회사로 빠르게 성장 중인 글로벌 니코틴 파우치 시장에 진입 발판을 마련해 유럽, 중동 및 동남아시아, 아태 지역 확장을 목표로 한다. 니코틴 파우치의 전세계 성장률은 연평균 50%로 빠르게 성장 중이며, 골든타임을 놓치지 않고 신속하게 진입하기 위해 글로벌 시장 지위가 높은 글로벌 회사 인수 전략을 선택했다.

그림14 KT&G 니코틴파우치 진입 및 성장옵션 확보 발표



자료: KT&G

그림15 ASF의 니코틴파우치 주요 브랜드 LOOP

자료: KT&G

담배 세금 인상 기대감도 확대될 전망이다. 과거 담배 세금 인상은 05년, 15년 두 차례로 10년의 기간을 두고 이뤄졌다. 둘 다 새로운 정권이 집권한 뒤 2~3년차에 접어든 시기였으며 총선/지방선거 등 중요한 선거가 치뤄진 이후였다. 세수 확보 차원에서도 담배 세금 인상은 긍정적이며 국민 건강 증진이라는 공익적인 성격도 가지고 있어 인상 기대감이 형성되고 있다.

표4 담배 세금 인상 05년, 15년 대통령 집권 2~3년차 국회의원/지방 선거 이후 진행, 26년 6월 지방선거, 28년 4월 국회의원 선거

노무현 정부	2002년 대통령 선거 2002.12.19	구분	2012년 대통령 선거 2012.12.19	박근혜 정부
	2003.05.23: 김화중 보건복지부 장관 담배 가격 인상 의지 밝힘	집권 1년차	2013.02.05: 보건복지부 담배 가격 인상 지속적으로 검토하겠음	
	2003.07.23: 보건복지부 "1,000원 인상을 골자로 한 개정안 상정 예정"		2013.02.14: 박재완 기획재정부 장관 "물가상승 감안 시 인상 필요"	
	2003.11.06: 김진표 경제부총리 "담배 가격 인상 시기적으로 적절하지 않다"		2013.05.16: 진영 보건복지부 장관 "담배 가격 인상 올해 안에는 힘들 것 같다"	
			2013.10.31: 현오석 부총리 "담배 가격 인상 문제를 논의하고 있지 않다"	
	국회의원 선거 2004.04.15	집권 2년차	2014.02.11: 문형표 보건복지부 장관 "담배 가격 인상 고려하겠다"	
	2004.05.09: 재정경제부 물가 부담 고려 500원 인상안을 관철		2014.02.25: 문형표 장관 "경제부처에 담배 가격 인상 지속적으로 제안할 것"	
	2004.10.12: 정부 국무회의 담배 가격 500원 인상 관련 개정안 의결		지방 선거 2014.06.04	
	2004.12.09 담배 가격 인상 개정안 국회 본회의 통과		2014.09.11: 보건복지부 11일 제31회 경제관계장관회의 '종합 금연 대책'을 확정 발표 담배 가격 2,000원 인상 포함	
	2004.12.30 담배가격 갑당 500원 인상			
	지방 선거 2006.05.31	향후 주요 선거	국회의원 선거 2016.04.13	

자료: 메리츠증권 리서치센터

Part 2 유통 산업의 소비창조: 해외진출이 어렵다면 인바운드로

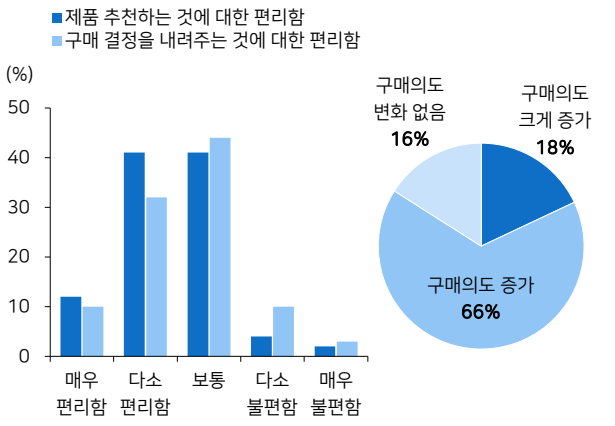
26년 유통 투자 의견 Neutral 제시한다. 고물가/고금리 장기화로 소비 부진이 불가피하며 축소된 양극화 소비가 전망된다. 업태별 선호도는 백화점 〉 면세점 〉 대형마트 〉 편의점 〉 홈쇼핑 순이다, 백화점과 면세점은 인바운드 외국인 소비의 수혜가 예상되며, 상대적으로 백화점이 우위에 있다고 판단한다.

그림16 **유통 투자 의견 Neutral, 업태별 백화점 〉 면세점 〉 대형마트 〉 편의점 〉 홈쇼핑**

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

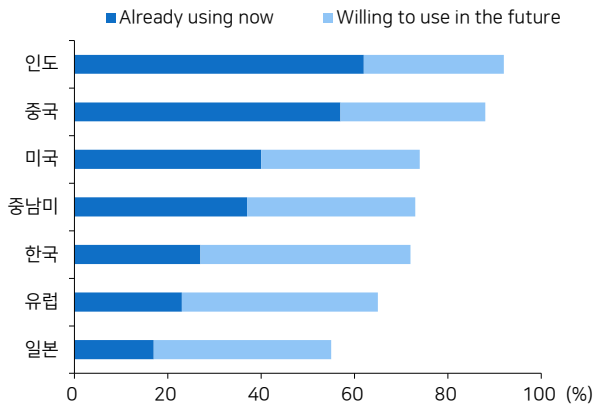
변동성과 불확실성에 익숙해진 소비자들은 단순화, 고도화되는 모습이다. 소비자들의 평균 온라인 쇼핑 플랫폼 이용 수는 평균 2개 이하로 구매 여정이 단순화되고 있고, 쇼핑 플랫폼의 개인화된 추천/구매 서비스를 활용해, 구매 결정까지 가는 만족도 역시 크게 향상되고 있다. 또한 한국은 온라인 구매 채널 비중이 가장 높은 국가 중 하나이나, AI 쇼핑 침투율은 미국의 40% 대비 현저히 낮다. 한국 이커머스 시장도 성숙기에 접어든 상황에서 온라인 쿠팡과 네이버, 온오프 올리브영, 다이소, 코스트코 등 일부에 집중한다. 편리한 배송 인프라에 구매/검색을 단순하게 고도화하며, AI쇼핑을 통한 잠재력이 높다.

그림17 **쇼핑 플랫폼 서비스 선호도(좌), 구매의도 영향(우)**



자료: NIQ, 메리츠증권 리서치센터

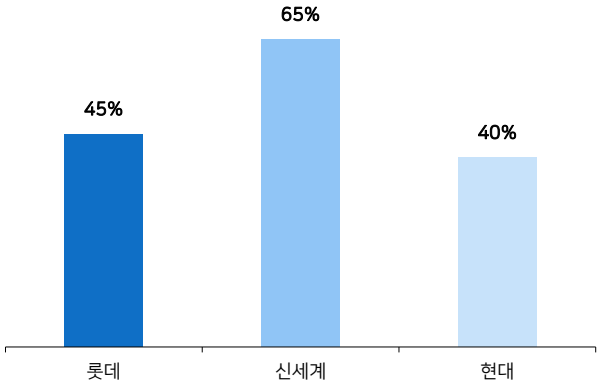
그림18 **국가별 AI 쇼핑 활용 여부**



자료: NIQ, 메리츠증권 리서치센터

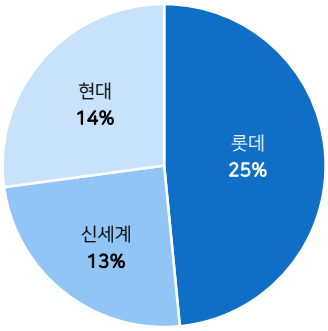
백화점은 양극화 소비 및 인바운드 확대 수혜로 실적 개선이 기대된다. 주요 점포 입지 경쟁력은 관광 명소로 변모했으며, 외국인 매출 고성장으로 소비를 창조하고 있다. 외국인은 내국인보다 1인당 지출액이 월등히 높고, 짧은 체류 기간에 고액 소비를 집중적으로 하는 특징을 가진다. K팝 등 한류 열풍에 힘입어 K패션/명품/화장품 매출이 눈에 띄게 늘자 백화점업계는 외국인 고객을 유치하기 위한 전용 시설 확충과 쿠폰·프로모션 강화에 총력을 다하고 있다. 25년 3분기 주요 백화점 외국인 매출액 성장률은 롯데 +45%, 신세계 +65%, 현대 +41% 등을 기록했다.

그림19 3Q25 백화점 외국인 매출 증가율



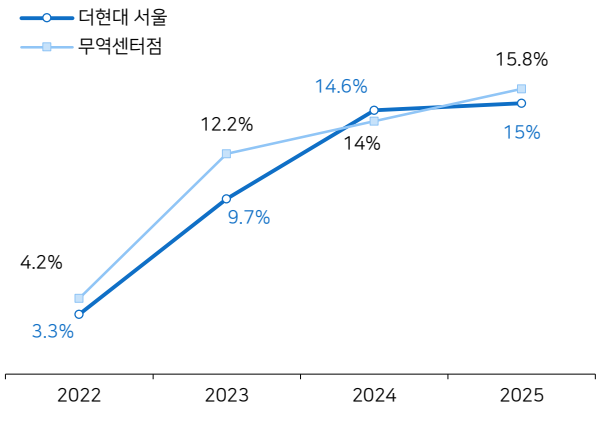
자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림20 백화점 주요 점포 외국인 비중



자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림21 현대백화점 외국인 매출 비중 변화 추이



자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림22 현대백화점 외국인 방문객

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2025년 11월 13일 발간된
[2026 Outlook #15 – 제약/바이오: 거인의 틈, 한국 바이오의 생존 전략] 임

2026 Outlook #15 (해설판)

[제약/바이오] 거인의 틈, 한국 바이오의 생존 전략

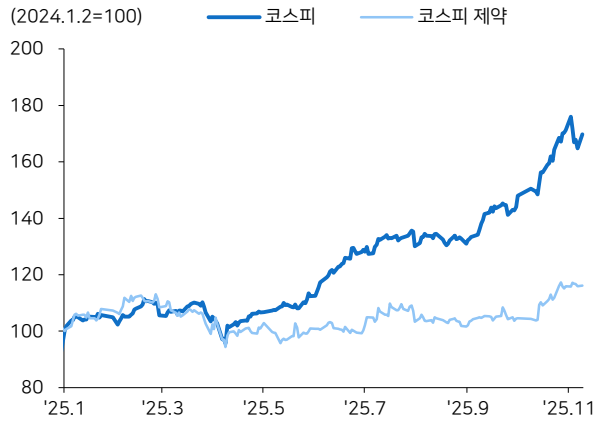
제약/바이오
Analyst **김준영**
junyoung.kim@meritz.co.kr

- ✓ 트럼프 행정부의 약가 인하와 관세 압박에 따라 빅파마들은 전문의약품을 50 ~ 80% 할인된 가격으로 TrumpRx·DTC 채널을 통해 제공하고, 미국 내 생산·투자를 확대할 계획 발표. 2025~2034년 특허 만료로 글로벌파마의 매출 약 2,340억 달러가 감소할 전망. 이에 빅파마들은 중장기적 파트너십보다 단기 파이프라인 확보를 위한 M&A를 확대 중
- ✓ 中 바이오 산업이 급부상하며 글로벌 거래 빈도 및 규모 증가. 다만 CNS질환 파이프라인에서는 취약점을 보이는 중. 최근 美 생물보안법 재추진으로 지정학적 리스크 대두
- ✓ ADC는 초기 치료 영역으로 진입 중이며, 페이로드 내성 문제의 대두로 기존 Auristatin과 Topo1 기반을 넘어 새로운 페이로드 필요성 증가. PD-(L)1×VEGF 이중 항체가 새로운 항암 트렌드로 부상 중이며, 기존 PD-(L)1 단일 항체 면역항암제 시장 뿐만 아니라 VEGF 단일 항체가 형성한 시장까지 타겟 가능할 것으로 예상
- ✓ RNA 치료제는 희귀 질환에서 대사 질환으로 확장 중이며, 이와 더불어 간으로만 전달되던 기존 개발 방향에서 간 외로 전달할 수 있는 플랫폼 니즈가 지속적으로 증가

Part 1 관세, 약가, 그리고 중국

2025년 하반기 KOSPI 의약품 지수는 KOSPI 지수 대비 언더퍼폼 흐름을 보였다. 미국 트럼프 행정부의 관세 인상과 약가 인하 리스크에 대한 우려가 확대되면서 투자 심리가 약화된 점이 주요 원인으로 작용했다. 한편 KOSDAQ은 상위 시가총액 종목 다수가 바이오텍으로 구성되어 있어 지수와 업종 간 높은 상관성을 보였다.

그림1 KOSPI와 KOSPI 의약품 지수 동향



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 KOSDAQ과 KOSDAQ 제약 지수 동향

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

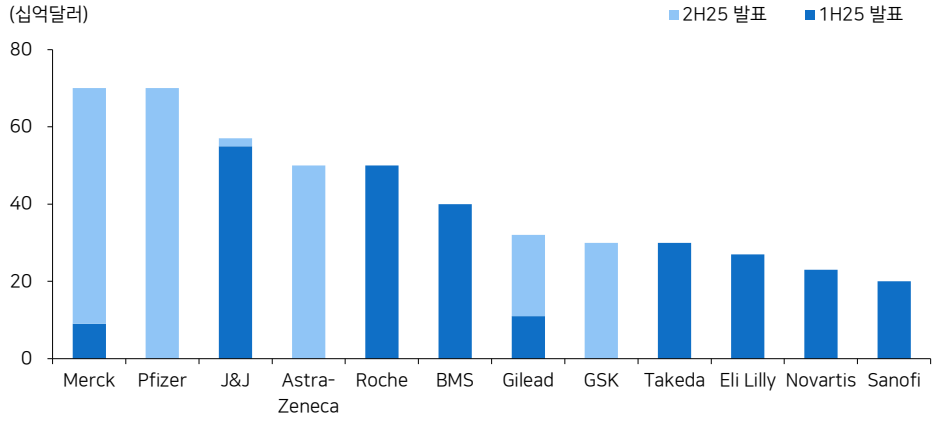
S&P500 역시 상반기에는 트럼프 행정부의 관세 강화 정책과 약가 압박 기조에 대한 우려로 성장세가 둔화되었다. 그러나 2025년 9월 30일과 10월 10일, Pfizer와 AstraZeneca가 각각 트럼프 정부와 약가 인하 협상을 체결하고 관세를 3년간 유예하기로 합의하면서 정책 리스크가 완화될 가능성이 제시됐다. 이에 따라 섹터 내 불확실성이 점차 완화되어 S&P500은 이후 반등 흐름으로 전환했다.

관세 리스크에 대응하기 위한 빅파마의 전략

트럼프 미국 대통령은 2025년 최대 250%의 의약품 관세를 예고했다. 빅파마는 이러한 관세 정책에 대비해 단기적(0~12개월)으로는 선수입 및 비축을 통해 선제적 재고를 확보했으며, 중장기적(1년 이상)으로는 Made in USA 밸류체인 재배치 전략을 구축했다.

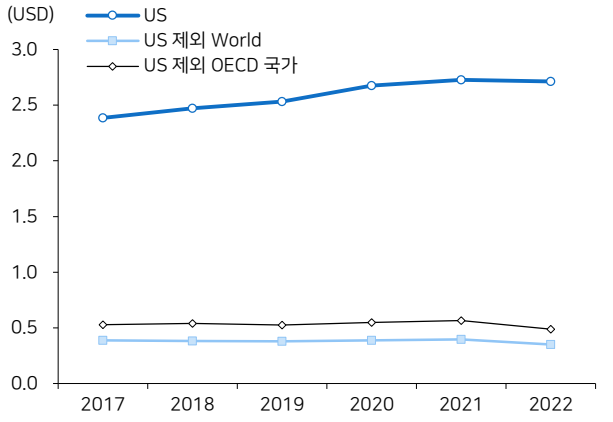
또한 2025년 5월 미국 보건복지부(HHS)는 MFN(Most Favored Nation) 약가 정책 계획을 공개했다. 해당 정책은 미국의 1인당 GDP가 OECD 평균의 60% 이상인 국가들 가운데, 가장 낮은 의약품 가격을 기준으로 미국 내 약가를 책정하도록 규정한다. 약가 인하 압박은 DTC(Direct-To-Consumers) 모델 도입을 촉진하고 있다. DTC 모델은 PBM의 리베이트 구조를 축소해 비용 절감을 유도할 수 있어, 약가 인하 리스크를 최소화할 수 있다. Pfizer, AstraZeneca, Eli Lilly, Novo Nordisk는 트럼프 정부와 약가 인하 협상 타결을 통해 일부 전문약을 평균 50%, 최대 약 80% 할인된 가격으로 TrumpRx 채널 혹은 DTC 채널 확대를 통해 환자에게 제공하는 대신, 동시에 3년간 관세 유예 혜택을 부여받았다.

그림3 **미국 내 밸류체인 구축 투자를 이어가는 빅파마**



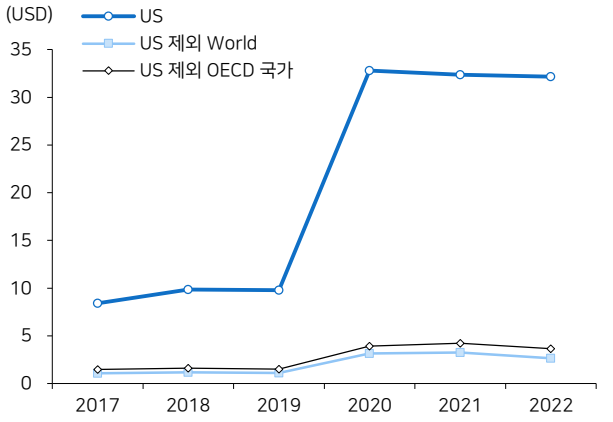
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2017-2022 매출 상위 50위 의약품 유닛당 평균가격



자료: ASPE 2024, IQVIA MIDAS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2017-2022 의약품 유닛당 평균가격

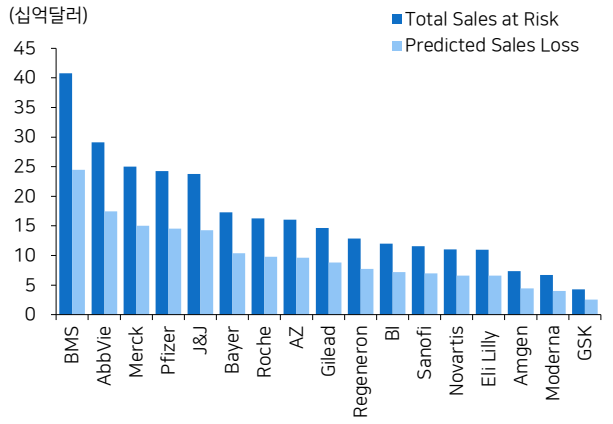


자료: ASPE 2024, IQVIA MIDAS, 메리츠증권 리서치센터

특허 절벽에 대비하기 위한 빅파마의 전략

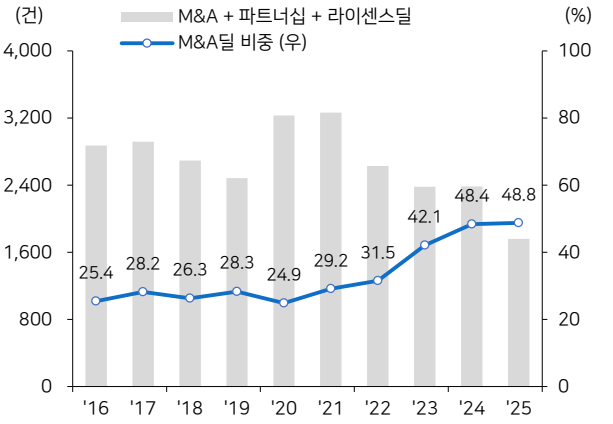
빅파마는 정책 이슈 외에도 특허 절벽이라는 구조적 문제에 직면해 있다. 2025년부터 2034년까지 특허 만료로 인해 2,340억 달러의 매출이 감소할 전망이다. 이에 따라 중장기적인 시간을 필요로 하는 파트너십 비중은 감소 중이며, 단기적으로 제품 및 후기 임상 파이프라인을 확보할 수 있는 M&A 비중이 지속적으로 증가하고 있다. 이는 막대한 비용 소모와 낮은 성공 리스크를 보완하고자 하는 전략이다.

그림6 글로벌 파마의 제품 특허 만료로 감소되는 매출액



자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

그림7 글로벌 거래 내 M&A 비중



자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

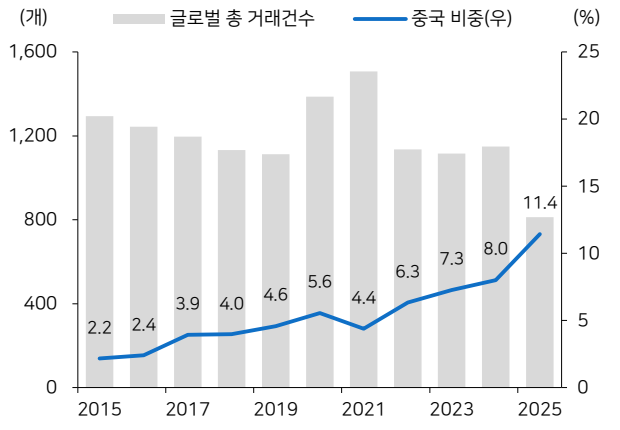
중국 바이오의 급 부상

중국 바이오의 급부상 역시 산업 구조 변화의 핵심 변수로 작용하고 있다. 중국 바이오 섹터는 빠른 기술력 성장, 글로벌 빅파마들과의 활발한 라이선스 아웃 계약을 주요 상승동력으로 급부상했다. 다만 최근 미국의 '생물보안법 (Biosecure Act)' 재추진으로 지정학적 리스크가 부각되자 조정 국면에 진입했다.

글로벌적으로 발생한 라이선스 거래, 파트너십, M&A 등 거래 건수의 중국 비중은 2015년 2.2%에서 2025년 11.4%로 증가했다. 거래 빈도 뿐 아니라 거래 규모 또한 2020년 글로벌 거래 규모의 4.2%에서 2024년 51.9%로 크게 증가했다.

2024~2025년에 체결된 라이선스아웃 규모는 약 1,000억달러에 이르며, 이 중 업프론트 총 규모도 약 100억달러 수준으로 높게 집계된다. 중국 정부의 지원, 낮은 개발 비용 구조, 빠른 임상 구축 및 데이터 획득 속도 등이 이러한 성장의 핵심 배경으로 작용하고 있다.

그림8 글로벌 거래 건수 내 중국 거래 건수 비중

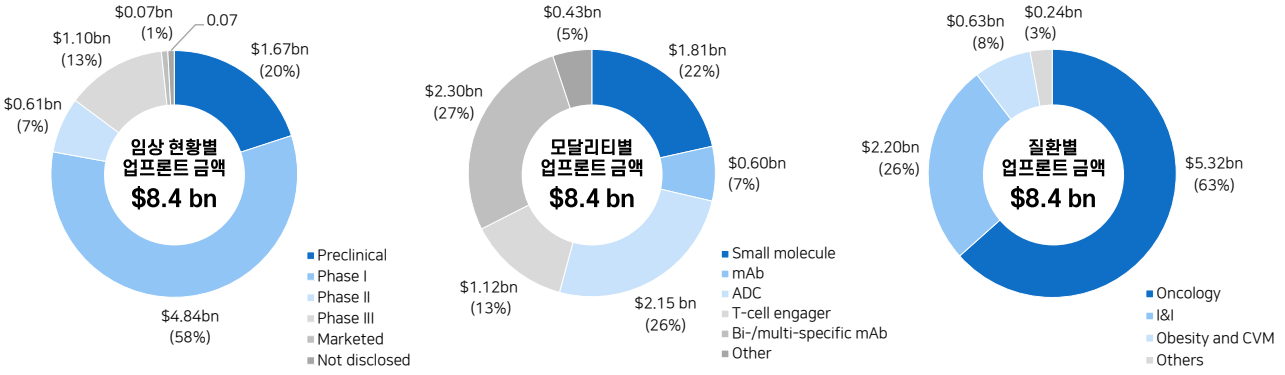


자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

그림9 글로벌 거래 규모 대비 중국 거래 규모 비중

자료: Sen Liu, et al. Nature Reviews Drug Discovery 2025, 메리츠증권 리서치센터

그림10 2024년 중국 거래 중 임상 현황/모달리티/질환별 업프론트 금액



자료: Nature Reviews Drug Discovery, 메리츠증권 리서치센터

중국 바이오 거래는 임상 1상 파이프라인 비중이 과반수로, 중국 임상을 통해 안전성 데이터를 확인한 뒤 이를 라이선스 인 후 다시 글로벌 임상으로 확장하는 전략을 세우기에 용이하다. 중국 바이오 거래의 모달리티는 저분자 화합물, ADC, 다중 항체가 주를 차지하고 있다. 전체 파이프라인 중 약 63%가 항암제 파이프라인이며 비만 등의 대사/심혈관 질환이 뒤를 이어 약 26%를 차지한다. 반면 CNS 질환 파이프라인은 극소수이다.

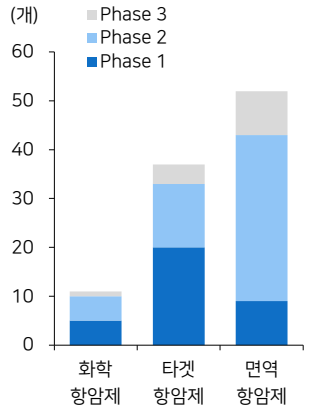
Part 2 Therapeutic Modality Tracker 2025

향후 ADC 개발 포인트는 1) 초기 치료 옵션 진입, 2) 항암제, 타겟 항암제 등과의 병용 요법, 3) 내성관리, 4) Sequence 전략으로 정리할 수 있다. Pfizer의 ADC Padcev와 Merck의 Keytruda 병용요법이 요로상피암 1차 치료제로 등재되어 있으며, AstraZeneca의 Enhertu 유방암 1차 치료 옵션 및 초기 치료(Neoadjuvant, Adjuvant) 옵션 진입도 예상되고 있다. 이렇듯 ADC 병용 요법을 대상으로 한 임상이 활발히 진행 중이며, 이중 항체 ADC, ISAC, 듀얼 페이로드 ADC, DAC 등이 개발되고 있다.

ADC의 초기 치료 옵션 진입: 수술 전후 보조 요법으로의 확장

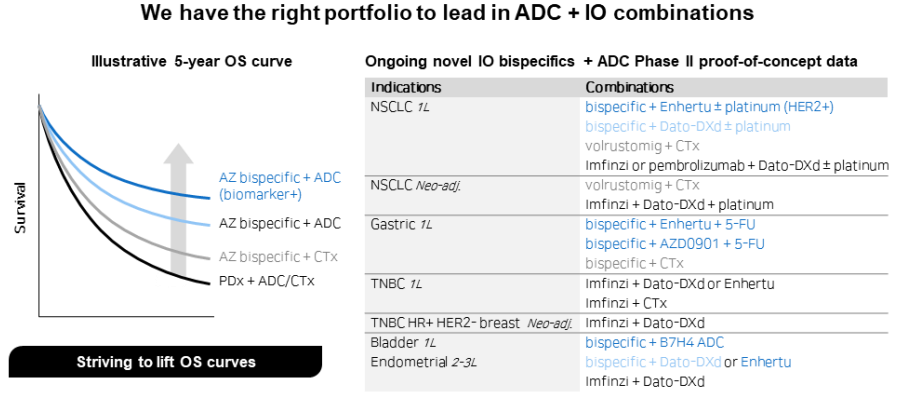
ASCO 2025에서는 HER2 양성 유방암 1차 치료 옵션의 긍정적 결과가 발표되었다. 이어서 ESMO 2025에서도 HER2 양성 유방암 초기 치료(Neoadjuvant, Adjuvant) 옵션에서 긍정적 결과가 발표되었다. HER2 양성 유방암 1차 치료 옵션에 대한 PDUFA는 2026년 1월 23일, HER2 양성 유방암 초기 치료 옵션 PDUFA는 2026년 5월 18일로 예정되어 있다.

그림11 ADC 병용 임상 연구 수



자료: Qing Wei et al. 2024, 메리츠증권 리서치센터

그림12 AstraZeneca의 ADC 병용 요법 개발 계획

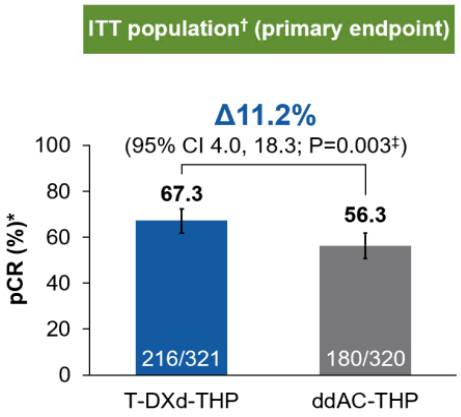


자료: AstraZeneca, 메리츠증권 리서치센터

Neoadjuvant 치료 옵션 DESTINY-Breast11은 수술 전 조기 유방암 환자를 대상으로 한 임상으로, AstraZeneca의 Enhertu-THP(Trastuzumab, Pertuzumab, Paclitaxe)와 표준요법인 ddAC-THP를 비교한다. pCR(병리학적 완전 반응)은 장기 생존 개선과 상관 관계가 높은데, DB-11 결과 표준 요법 대비 11.2% 개선하는 긍정적 결과가 도출되었다. EFS(재발, 진행, 사망 등의 사건 없이 생존한 기간)는 표준 요법 대비 위험도를 44% 낮추는 긍정적 결과가 나왔다.

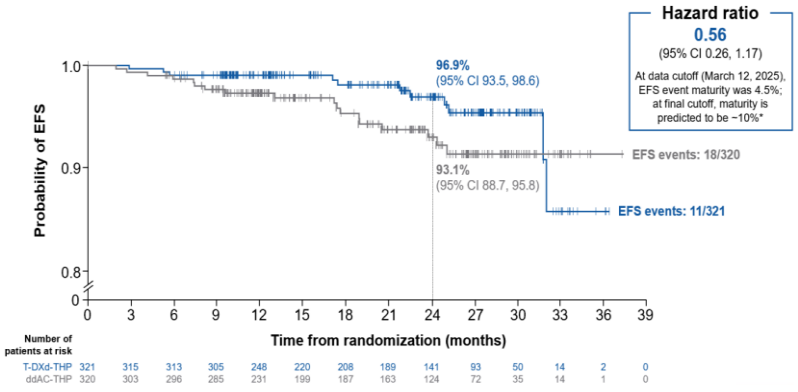
Neoadjuvant 치료 옵션 DESTINY-Breast11 부작용 결과, Enhertu의 부작용 증세는 다른 임상 3상 결과와 유사한 수준으로 나타났다. 기존 요법 대비 Grade 3 이상의 중증 부작용 및 ILD, 심독성 등이 개선되는 결과가 도출되었다.

그림13 DESTINY-Breast11 pCR(완전반응) 결과



자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

그림14 DESTINY-Breast11 EFS(사건 없는 생존기간) 결과



자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

표1 DESTINY-Breast11 부작용 결과

n (%)	T-DXd-THP (n=320)	ddAC-THP (n=312)
Any AE	314 (98.1)	308 (98.7)
Grade≥3	120 (37.5)	174 (55.8)
Any Serious AE	34 (10.6)	63 (20.2)
AE leading to reduction	58 (18.1)	60 (19.2)
AE leading to interruption	121 (37.8)	170 (54.5)
AE leading to discontinuation	45 (14.1)	31 (9.9)
Any AE with outcome of death	2 (0.6)	2 (0.6)
AE of special interest		
Drug-related adjudicated ILD/pneumonitis	14 (4.4)	16 (5.1)
Grade≥3	2 (0.6)	6 (1.9)
Grade 5	1 (0.3)	1 (0.3)
Left ventricular dysfunction	4 (1.3)	19 (6.1)
Grade≥3	1 (0.3)	6 (1.9)
Grade 5	0	0
AE leading to surgical delay	11 (3.4)	8 (2.6)

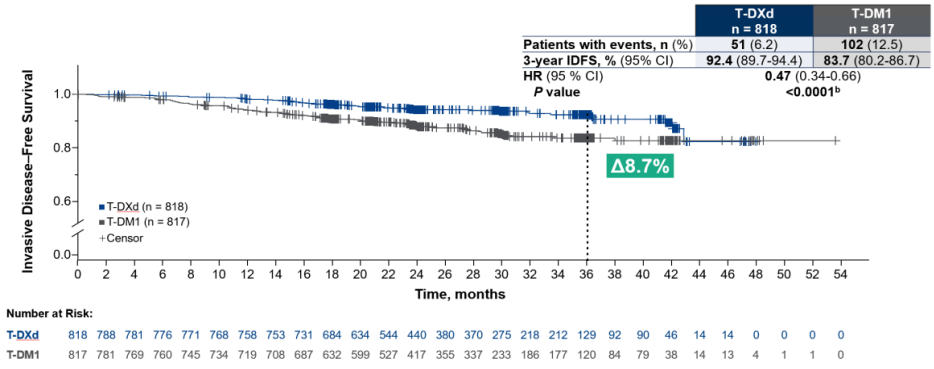
자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

Adjuvant 치료 옵션 DESTINY-Breast05는 Neoadjuvant 치료 후 침윤성 잔존 병변이 있는 고위험 HER2 양성 조기 유방암 환자를 대상으로 하는 임상 3상 연구다. HER2 ADC인 Kadcyla와 비교하는 H2H(Head to Head) 디자인으로 설계되었다. 해당 임상에서 IDFS는 침윤성 재발, 사망까지의 기간을 의미하는데, Kadcyla 대비 위험도를 53% 감소시키는 결과를 보였다. DFS는 암 재발, 사망 전까지의 기간인 무병생존기간을 의미하며, 해당 지표에서도 위험도가 53% 감소하며 통계적, 임상적 유의성을 확보했다.

Adjuvant 치료 옵션 DESTINY-Breast05 부작용 결과의 경우 Grade 3 이상의 중증 부작용이 Enhertu 환자군에서 50.6%, Kadcyla 환자군에서 51.9% 발생했다. 치

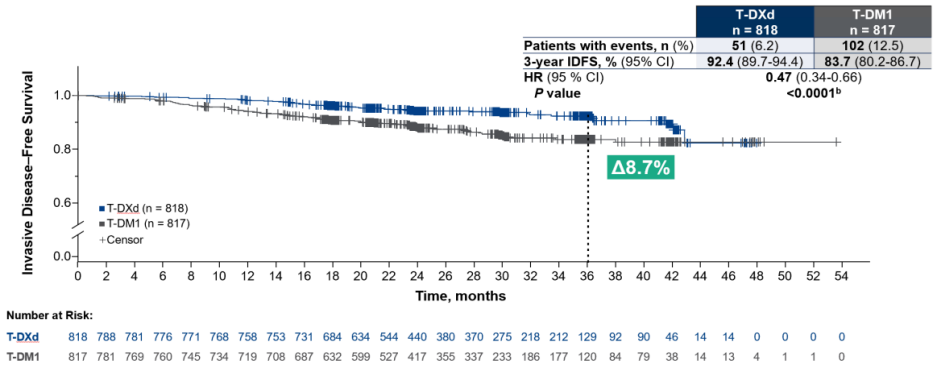
료 중단 비율은 Enhertu 환자군에서 17.9%, Kadcyla 환자군에서 12.9% 도출되었으며 이 중 ILD 발생률이 Enhertu 환자군에서 10.8% 도출되었다. Enhertu 환자군은 오심(Nausea) 발생률이 높은 반면 Kadcyla 환자군은 혈소판 감소 발생률이 높으며 특히 중증 빈도가 높게 나타났다.

그림15 DESTINY-Breast05 IDFS 결과



자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

그림16 DESTINY-Breast05 DFS 결과



자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

표2 DESTINY-Breast05 부작용 결과

TRAEs, n (%)	T-DXd (n=806)	T-DM1 (n=801)
Any grade	802 (99.5)	788 (98.4)
Grade≥3	408 (50.6)	416 (51.9)
Serious	140 (17.4)	109 (13.6)
Associated with drug discontinuation	144 (17.9)	103 (12.9)
Drug-related ILD/pneumonitis	87 (10.8)	20 (2.5)
Associated with drug interruptions	400 (49.6)	329 (41.1)
Associated with dose reductions	213 (26.4)	213 (26.6)
Associated with deaths	3 (0.4)	5 (0.6)

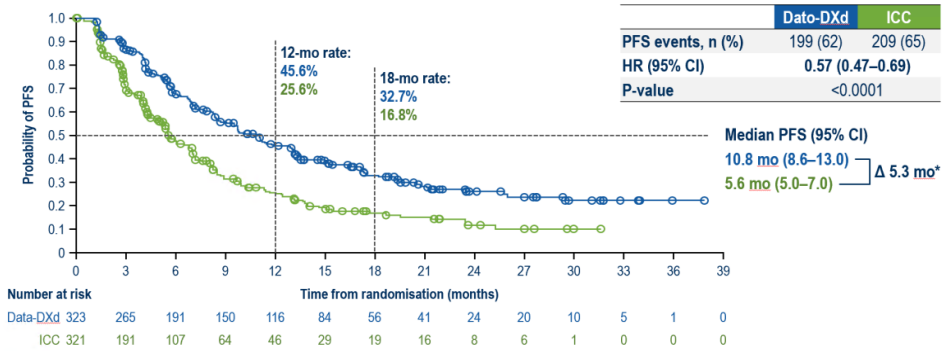
자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

ADC의 초기 치료 옵션 진입: TROP2 ADC의 TNBC 1차 진입 가능성

TROPION-Breast02는 AstraZeneca의 TROP2 ADC인 Dato-DXd의 PD-(L)1 치료가 부적합한 TNBC(삼중음성유방암) 1차 치료 옵션 임상 3상 연구다. 해당 연구에서 PFS(무진행생존기간) 결과는 화학항암제 요법이 5.6개월로 도출된 반면, Dato-DXd는 10.8개월이 도출되어 5.3개월 개선되었으며 위험도는 43% 감소해 임상적, 통계적 유의성을 확보했다. OS(전체생존기간) 결과에서는 화학항암제 요법은 18.7개월로 도출된 반면 Dato-DXd는 23.7개월이 도출되며 5.0개월 개선 및 위험도 21% 감소해 임상적, 통계적 유의성을 확보했다.

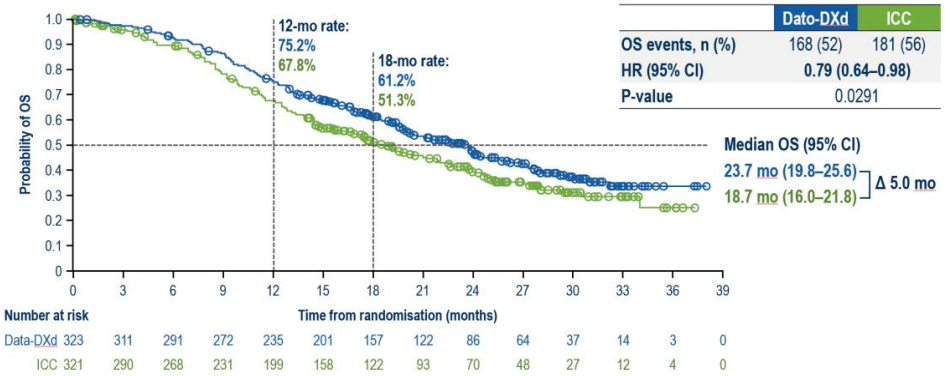
TROPION-Breast02 부작용 결과의 경우 Grade 3 이상의 중증 부작용은 Dato-DXd 복용군은 33%, 화학항암제 병용군은 29% 발생했다. 치료 중단 비율은 Dato-DXd 복용군이 4%, 화학항암제 병용군이 7% 도출되며 개선을 보였다. 구내염(Stomatitis)는 Grade 3 이상이 8% 발생하였고, 안구 독성 또한 7% 이상이 Grade 3 이상으로 발생하며 관리가 필요한 수준으로 나타났다.

그림17 TROPION-Breast02 PFS(무진행생존기간) 결과



자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

그림18 TROPION-Breast02 OS(전체생존기간) 결과



자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

그림19 TROPION-Breast02 부작용 결과

Treatment-related AEs, n (%)	Dato-DXd (n=319)	ICC (n=309)
Any grade	296 (93)	257 (83)
Grade ≥3	105 (33)	89 (29)
Serious TRAEs	29 (9)	26 (8)
Associated with dose interruption	76 (24)	60 (19)
Associated with dose reduction	85 (27)	56 (18)
Associated with discontinuation	14 (4)	23 (7)
Associated with death	0	0

자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

그림20 TROPION-Breast02 Dato-DXd 연관 부작용 결과

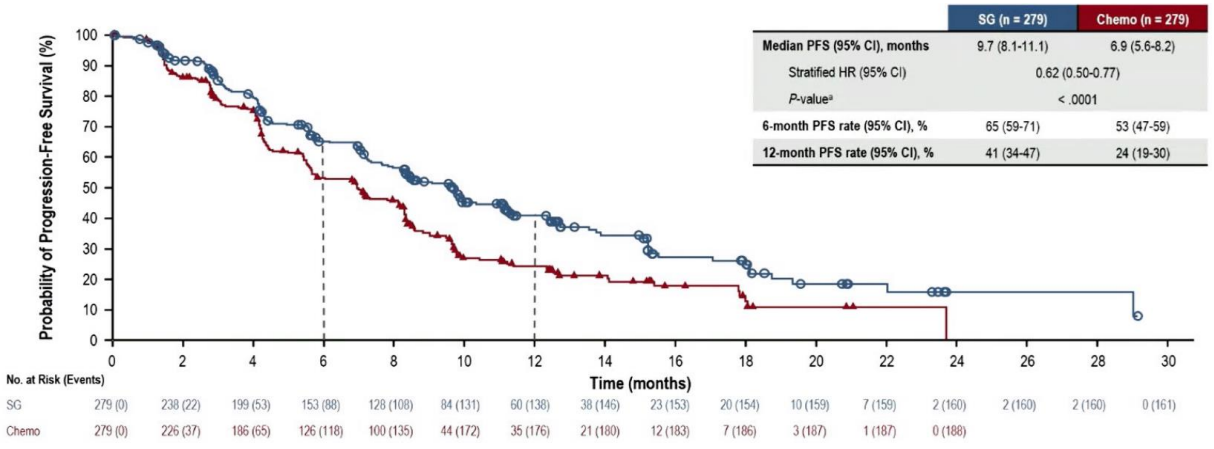
AESI category, n (%) Preferred term*	Dato-DXd (n=319)			ICC (n=309)		
	Grade 1	Grade 2	Grade ≥3	Grade 1	Grade 2	Grade ≥3
Oral mucositis/stomatitis†	78 (24)	87 (27)	27 (8)	22 (7)	8 (3)	0
Stomatitis	72 (23)	83 (26)	27 (8)	19 (6)	8 (3)	0
Ocular surface events‡§	76 (24)	50 (16)	23 (7)	9 (3)	5 (2)	1 (<1)
Dry eye	51 (16)	21 (7)	4 (1)	6 (2)	3 (1)	0
Keratitis	21 (7)	14 (4)	7 (2)	1 (<1)	0	0
Conjunctivitis	7 (2)	13 (4)	1 (<1)	0	0	0
Adjudicated drug-related ILD/pneumonitis¶	1 (<1)	7 (2)	1 (<1)#	1 (<1)	1 (<1)	0

자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

ASCENT-03는 Gilead의 TROP2 ADC인 Trodelvy의 PD-(L)1 치료가 부적합한 TNBC(삼중음성유방암) 1차 치료 옵션 임상 3상 연구이다. PFS(무진행생존기간) 결과는 화학항암제 요법이 6.9개월이 도출된 반면 Trodelvy는 9.7개월이 도출되며 2.8개월 개선 및 위험도 38% 감소해 임상적, 통계적 유의성을 확보했다. OS(전체 생존기간) 결과는 교차 투여를 허용하였기에 비교에는 한계가 있으나, Trodelvy는 21.5개월, 화학항암제는 20.2개월이 도출되며 유의성 확보에 실패했다.

ASCENT-03 부작용의 경우 Grade 3 이상의 중증 부작용(TRAE)은 Trodelvy 투여군은 61%, 화학항암제 투여군은 53% 발생했다. 치료 중단 비율은 Trodelvy 투여군이 4%, 화학항암제 투여군이 12%했으며, 두 치료 옵션 모두 혈액학적 부작용이 주로 발생했다.

그림21 ASCENT-03 PFS(무진행생존기간) 결과



자료: J. Cortés, et al. NEJM 2025, 메리츠증권 리서치센터

그림22 ASCENT-03 OS(전체생존기간) 결과

Overall survival	SG (n = 279)	Chemo (n = 279)
Number of events, %	103 (37)	103 (37)
Median (95% CI) , months	21.5 (17.7-NR)	20.2 (18.2-NR)
Stratified HR (95% CI)	0.98 (0.75-1.30)	
OS rate (95% CI), % 12-month 24-month	 75 (70-80) 46 (36-56)	 73 (67-78) 42 (29-54)

자료: J. Cortés, et al. NEJM 2025, 메리츠증권 리서치센터

표3 ASCENT-03 부작용 결과

TEAEs, n (%)	SG (n=275)	Chemo (n=276)
Any TEAE	273 (99)	269 (97)
Grade ≥ 3 TEAEs	**181 (66)**	**171 (62)**
Treatment-related	**167 (61)**	**147 (53)**
Treatment-emergent SAE	71 (26)	67 (24)
Treatment-related	46 (17)	37 (13)
TEAEs leading to treatment discontinuation	**10 (4)**	**33 (12)**
TEAEs leading to dose interruption	181 (66)	171 (62)
TEAEs leading to dose reduction	101 (37)	124 (45)
TEAEs leading to death	7 (3)	1 (<1)
Treatment-related	6 (2)	1 (<1)

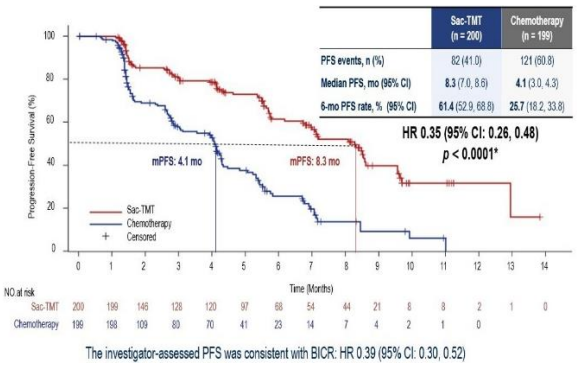
자료: J. Cortés, et al. NEJM 2025, 메리츠증권 리서치센터

ADC의 초기 치료 옵션 진입: Merck의 TROP2 ADC 개발 전략

OptiTROP-Breast02는 Merck의 TROP2 ADC인 Sac-TMT의 HER2 음성 HR 양성 유방암 2차 이상의 치료 요법 임상 3상 연구이다. PFS(무진행생존기간) 결과 화학항암제 요법은 4.1개월이 도출된 반면 Sac-TMT는 8.3개월이 도출되며 4.2개월 개선되었고, 위험도는 65% 감소해 임상적, 통계적 유의성을 확보했다. OS(전체생존기간)는 아직 미성숙한 상황이나 그래프 추이 및 위험도를 67% 낮추는 트렌드를 보이고 있어 긍정적 결과를 기대 중이다.

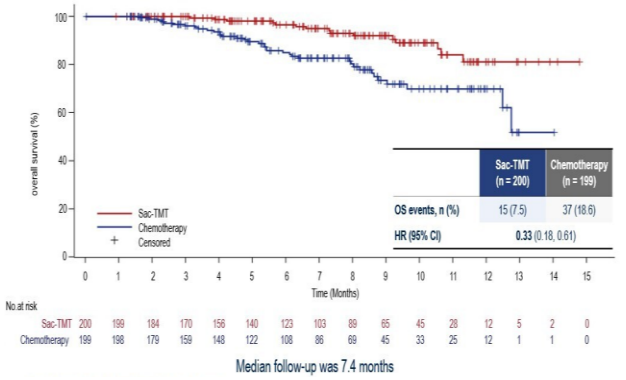
OptiTROP-Lung04은 Merck의 TROP2 ADC인 Sac-TMT의 EGFR 변이 NSCLC(비소세포폐암) 2차 치료 요법 임상 3상 연구이다. PFS(무진행생존기간) 결과 화학항암제 요법은 4.3개월이 도출된 반면 Sac-TMT는 8.3개월이 도출되며 4.0개월 개선되었고, 위험도는 51% 감소하며 임상적, 통계적 유의성을 확보했다. OS(전체생존기간) 결과 화학항암제 요법이 17.4개월이 도출된 반면 Sac-TMT는 도출되지 않은 상황이다. 위험도는 40% 감소했으며 그래프가 벌어지고 있어 향후 결과가 기대된다.

그림23 OptiTROP-Breast02 PFS(무진행생존기간) 결과



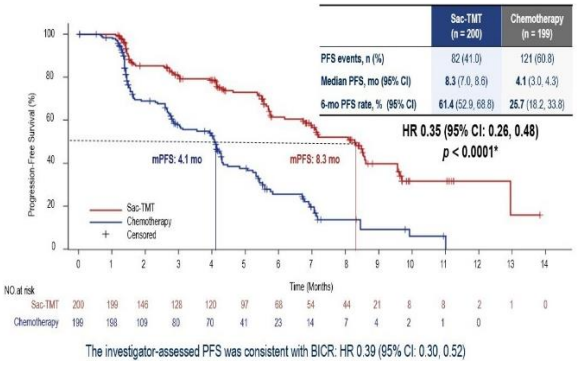
자료: ESMO 2025 , 메리츠증권 리서치센터

그림24 OptiTROP-Breast02 OS(전체생존기간) 결과



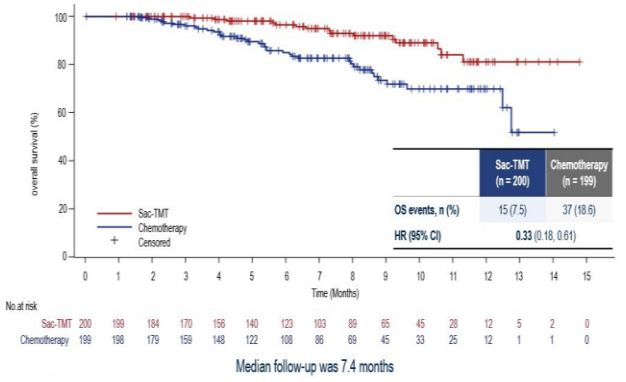
자료: ESMO 2025 , 메리츠증권 리서치센터

그림25 OptiTROP-Lung04 PFS(무진행생존기간) 결과



자료: ESMO 2025 , 메리츠증권 리서치센터

그림26 OptiTROP-Lung04 OS(전체생존기간) 결과



자료: ESMO 2025 , 메리츠증권 리서치센터

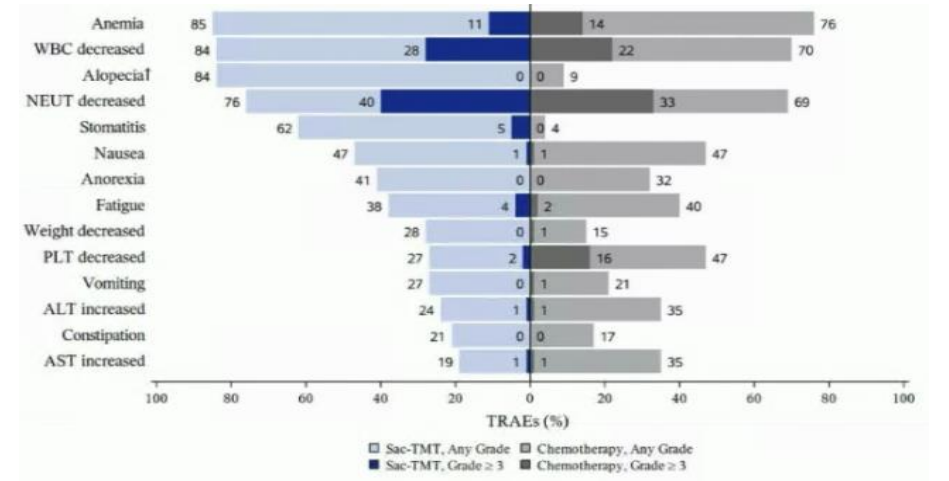
OptiTROP-Lung04의 Grade 3 이상 중증 부작용의 경우 Sac-TMT 복용군은 33%, 화학항암제 병용군은 29% 발생했다. 치료 중단 비율은 Dato-DXd 복용군이 4%, 화학항암제 병용군이 7% 도출되며 개선되었다. 구내염(Stomatitis)는 Grade 3 이상 8% 발생했으며, 안구 독성 또한 7% 이상이 Grade 3 이상으로 발생하며 관리가 필요한 수준이다.

표4 OptiTROP-Lung04 부작용 결과

Safety-related variables	Sac-TMT (n=188), n (%)	Chemotherapy (n=182), n (%)
TRAEs	188 (100)	179 (98.4)
Grade≥3 TRAEs	**109 (58.0)**	**98 (53.8)**
Serious TRAEs	17 (9.0)	32 (17.6)
TRAEs leading to dose reduction	57 (30.3)	41 (22.5)
TRAEs leading to dose interruption	69 (36.7)	60 (33.0)
TRAEs leading to discontinuation	**0**	**1 (0.5)**
TRAEs leading to death	0	1 (0.5)

자료: ESMO 2025 , 메리츠증권 리서치센터

그림27 **OptiTROP-Lung04 부작용 증상별 결과**



자료: ESMO 2025 , 메리츠증권 리서치센터

PD-(L)1 x VEGF 이중 항체: 항암제 트렌드세터

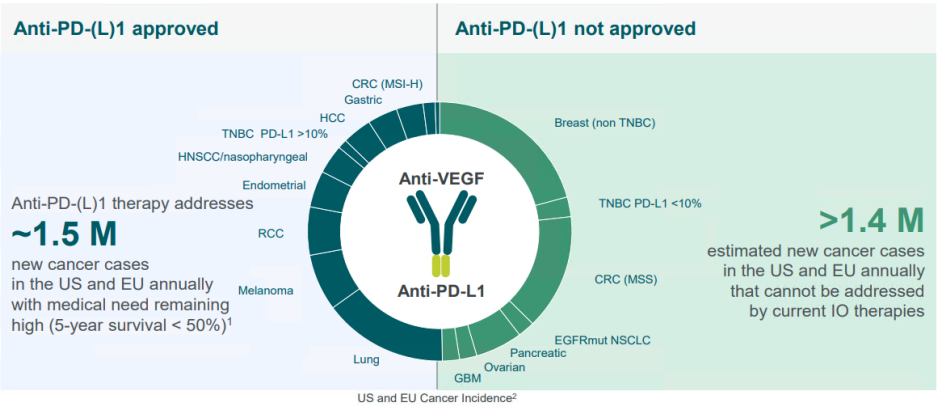
현재 ADC는 Auristatin, Topo 1 inhibitors 페이로드 위주로 임상 연구가 진행 중이며, AstraZeneca의 Enhertu가 초기 치료 옵션으로 이동함에 따라 페이로드에 대한 내성 문제가 대두되고 있다. 이에 따라 새로운 페이로드를 탑재한 ADC 개발이 점점 중요해질 것으로 예상된다.

PD-(L)1 x VEGF 이중 항체는 WCLC 2024, ESMO 2024에서 Keytruda를 위협할 만한 결과를 선보이며 관심도가 상승했다. Keytruda, Opdivo 등 PD-1 면역항암제가 블록버스터로 등극하였으나 여전히 불응 환자가 존재하는 상황이다. PD-(L)1 x VEGF 이중 항체는 기존 PD-(L)1 단일 항체 면역항암제가 형성한 시장 뿐만 아니라 VEGF 단일 항체가 형성한 시장까지 타겟 가능할 것으로 예상된다.

PD-(L)1 x VEGF 이중 항체 거래는 24년 Summit Therapeutics의 Ivonescimab, BioNTech의 BMS327의 긍정적 임상 결과에 따라 25년 거래 규모가 증가 중이다. Merck, Pfizer, BMS 3개의 빅파마도 PD-(L)1 x VEGF 이중 항체 파이프라인을 확보했으며, Eli Lilly, Novartis의 ASCO 2025 현장 인터뷰에 따르면 아직 대부분이 초기 결과이기에 성숙된 데이터 도출이 중요하나 이들 역시 전략적 기회를 모색하고 있음을 언급한 바 있다.

PD-(L)1 x VEGF 이중 항체와 ADC 병용 개발 전략도 진행 중이다. Pfizer는 25년 2월 ADC 개발 전략을 밝히며 ADC와 PD-(L)1 면역항암제와의 병용 요법을 강조했다. PD-1/PD-L1 경로 차단을 통해 T세포의 암세포 사멸 기능을 유지하며 페이로드의 항암 효과를 극대화하는 전략이다. 25년 2월에는 Summit Therapeutics와의 파트너쉽 계약을 통해 다양한 고형암 대상으로 병용 요법 개발 계획을 언급했으며, 25년 5월에는 3sbio와 PD-(L)1 x VEGF 이중 항체 라이선스 계약을 체결하며 애셋을 확보했다.

그림28 기존 PD-(L)1 단일 항체 타겟 가능 환자군과 불가능 환자군



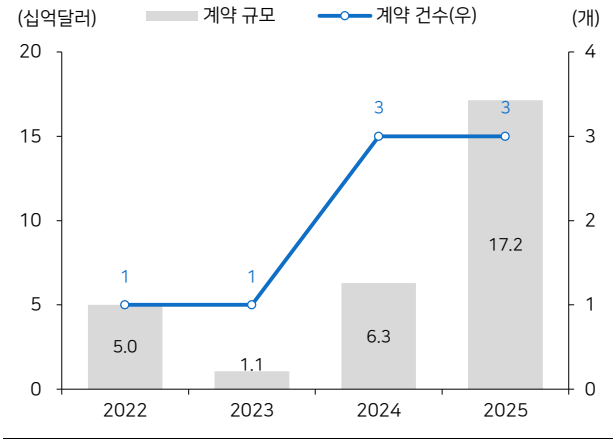
자료: BioNTech, 메리츠증권 리서치센터

표5 PD-(L)1 x VEGF 이중 항체 거래 현황

계약시기 (십억달러)	Licencee	Licenser	총계약 규모	선급금	마일스톤
2022.12	Summit Therapeutics	Akeso	5	0.5	4.5
2023.11	BioNTech	Biotheus	1.1	0.06	1
2024.08	Instil Bio	ImmuneOnco	2.1	0.05	2
2024.11	BioNTech	Biotheus	1	0.8	0.15
2024.12	Merck & Co.	LaNova Medicines	3.3	0.59	2.7
2025.02	Pfizer	Summit Therapeutics	-	-	-
2025.05	Pfizer	3SBio	6.1	1.25	4.8
2025.06	BMS	BioNTech	11.1	1.5	9.6

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림29 PD-(L)1 x VEGF 이중 항체 거래 규모와 건수



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그 외 BioNTech는 BNT 327과 TROP2 ADC(DB-1305), HER2 ADC(DB-1303), B7H3 ADC(DB-1311), HER3 ADC(YL202)와 병용 전략 구축 및 계획 중이며. Minghui Pharma는 PD-1 x VEGF 이중 항체인 MHB039A와 TROP2 ADC인 MHB036C 병용 요법으로 NSCLC 환자 대상 임상 2상을 진행 중이다.

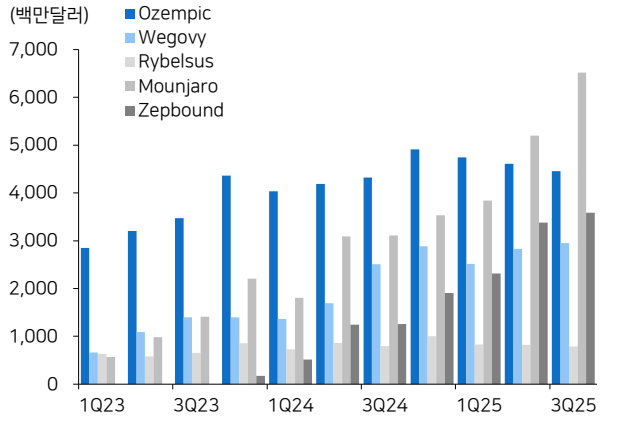
Pfizer와 RemeGen은 HER2 ADC인 Disitamab Vedotin(DV)과 RemeGen의 PD-(L)1 x VEGF 이중 항체인 RC148 병용 임상 2상 디자인을 공개했다. TNBC(삼중음성유방암) 대상으로 PD-L1 양성 환자군은 Paclitaxel과 PD-1 단일 항체 Toripalimab 병용 요법을, PD-L1 음성 환자군은 Paclitaxel 단독 요법을 대조군으로 설정했다. 해당 임상은 중국에서 진행 중이며, 25년 2월 시작하여 25년 5월 기준 20명이 등록된 상태다.

비만 치료제의 성장 및 적응증 확대 가능성

한편 비만 치료제에서 Semaglutide(오젬픽/위고비), Tirzepatide(마운자로/젭바운드)의 매출은 계속해서 성장 중이다. Semaglutide 제제는 20년도부터 매년 60-90%의 성장세를 보이는 중이나 Tirzepatide의 등장으로 인해 성장세가 둔화되고 있다. Tirzepatide 제제는 2023년 1,005%의 성장세를 보였고 2023년 11월 젭바운드가 승인되며 성장세를 이어가는 중이다. 26년부터는 Semaglutide의 매출을 넘어설 것으로 예상된다.

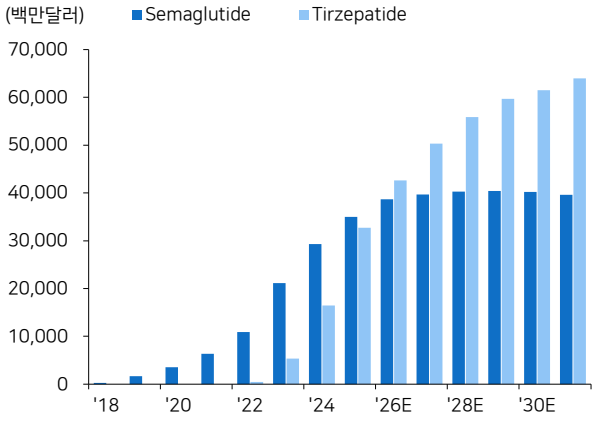
비만 치료제의 적응증 확장 가능성도 주목된다. 심혈관 및 신장 질환, MASH(비알코올성 지방간염), 수면무호흡증, 알츠하이머, 파킨슨 등 여러 질환 치료제로 확장 가능성이 제시되고 있으며, 위고비의 심혈관 관련 질환 예방 적응증 승인은 이러한 가능성을 뒷받침한다. 25년 4분기에는 Wegovy의 알츠하이머 임상 3상 결과가 발표될 예정이다. 긍정적 결과가 도출될 경우 GLP-1 시장이 CNS 질환으로 확장될 가능성이 생기며 시장 성장의 발판이 될 것으로 예상한다.

그림30 인크레틴 기반 비만 치료제 매출 비교



자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

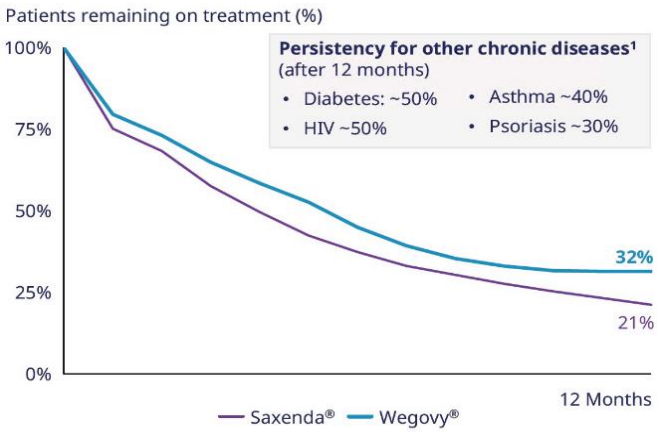
그림31 Semaglutide 제제와 Tirzepatide 제제 양강 구도



자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

그러나 GLP-1 치료제도 부작용 이슈에서 자유롭지는 못한 상황이다. 높은 약가, 구역, 구토 등의 위장관 부작용 등으로 인해 지난 1년 동안 위고비 유지 환자 비율은 32% 수준으로 감소했다. 현재의 매출 성장은 기존 환자 감소 대비 신규 환자 증가가 앞서기에 가능한 것으로 보이며. 복용 중단 시 요요 현상이 발생하는 만큼 부작용 관리가 중요하다. 또한 현재 글로벌 비만 환자 중 치료제 처방 비율은 1%보다 낮은 상황이다.

그림32 GLP-1 비만 치료제 유지 환자 비율



자료: Novo Nordisk, 메리츠증권 리서치센터

Compound product와 TrumpRx의 등장

비만 치료제 시장의 높은 약가 및 공급 부족 문제가 대두되던 시기에 Compound product 한시적으로 허용되며 Hims & Hers 주가가 타격을 받은 바 있었다. 위고비 가격 기준 월 1,350 달러 대비 Compounded GLP-1은 월 199 달러 가격으로 형성됐다. 이후 트럼프 정부가 Eli Lilly, Novo Nordisk와 협상을 체결하며 GLP-1 약물 가격을 월 350 달러 수준으로 조정 합의했다. 직접 구매 시 향후 2년 안에 월 250 달러 수준까지 인하될 수 있으며, 아직 출시되지 않은 경구 GLP-1 약물 가격은 월 150 달러 수준으로 형성될 예정이다.

GLP-1 바이오시밀러

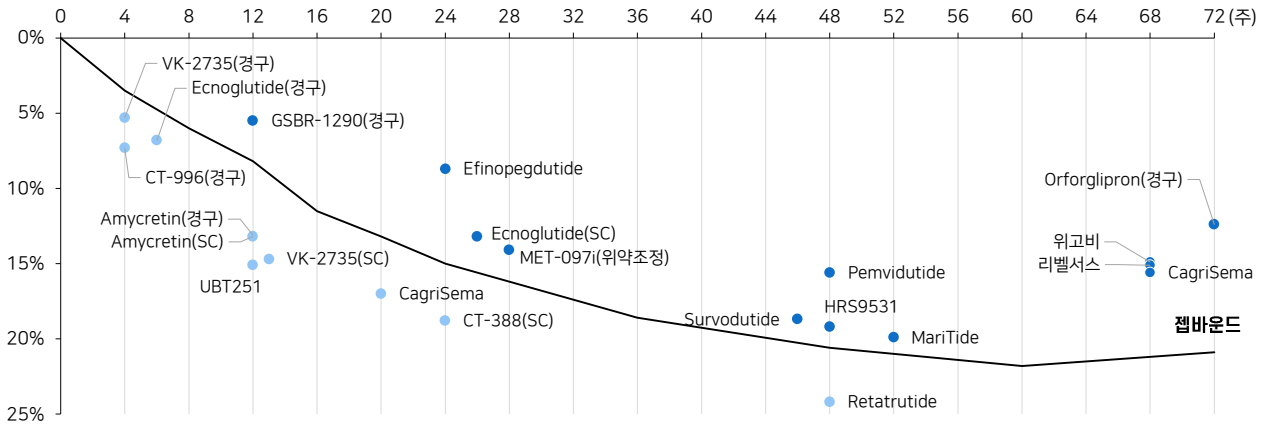
GLP-1 바이오시밀러와 관련해서는 인도 기업 Biocon 24년 3월 영국에서 처음으로 삭센다 시밀러 허가를 받았으며. 스위스 기업 Sandoz와 이스라엘 기업 Teva Pharmaceutical 등도 26~27년 삭센다 시밀러 출시를 예상한다. 중국에서는 삭센다 특허가 이미 만료되어 바이오시밀러 Liluping이 출시되었다. 위고비의 물질 특허 시점은 중국과 인도 26년, 유럽 31년, 미국 32년으로 예상되며, 한독은 Biocon과 삭센다 시밀러의 국내 독점 판매 및 유통 계약을 체결한 상황이다.

GLP-1 개선 포인트

향후 GLP-1 치료제의 개선 방향은 크게 1) 효능 개선, 2) 편의성 개선, 3) 적응증 확대로 전망된다. 효능 개선 측면에서는 단독요법에서 병용요법으로의 확장, 근감소 부작용을 줄이면서 체중 감소 효과를 높이는 질적 개선, 요요 현상 감소 등이 제시된다. 편의성 개선 측면에서는 주 1회에서 월 1회로의 투약 주기 증가, 피하주사에서 경구로의 제형 변경, 위장관 부작용 완화 등이 주요 개선 지점이다. 적응증 확대 측면에서는 심혈관 질환, 신장 질환, MASH, 수면무호흡증, 골관절염, 알코올 중독, 알츠하이머 등 다양한 질환군으로의 확장 가능성이 제기되고 있다.

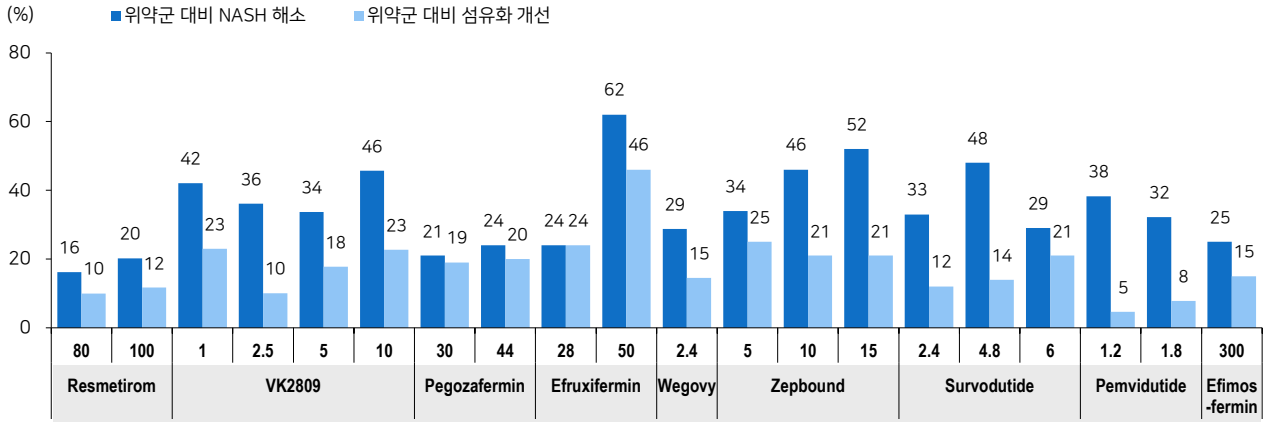
치료제 불모지였던 MASH(Metabolic Associated Steatohepatitis) 시장에서도 GLP-1이 두각을 나타내고 있다. THR-β 효능제인 Resmetirom과 GLP-1 효능제인 Semaglutide가 승인되며 2개의 MASH 치료제가 출시되었다. MASH 치료제 개발 트렌드는 THR-β 효능제, FGF21 유사체, GLP-1 단독/병용요법으로 나뉜다. GLP-1 병용이 MASH 해소 측면에서 두각을 나타내고 있으며 FGF 21 유사체는 섬유화 개선에 효능을 보일 것으로 기대된다.

그림33 **비만 파이프라인 체중 감량 효과 비교**



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림34 **MASH 파이프라인 임상 효능 비교**



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

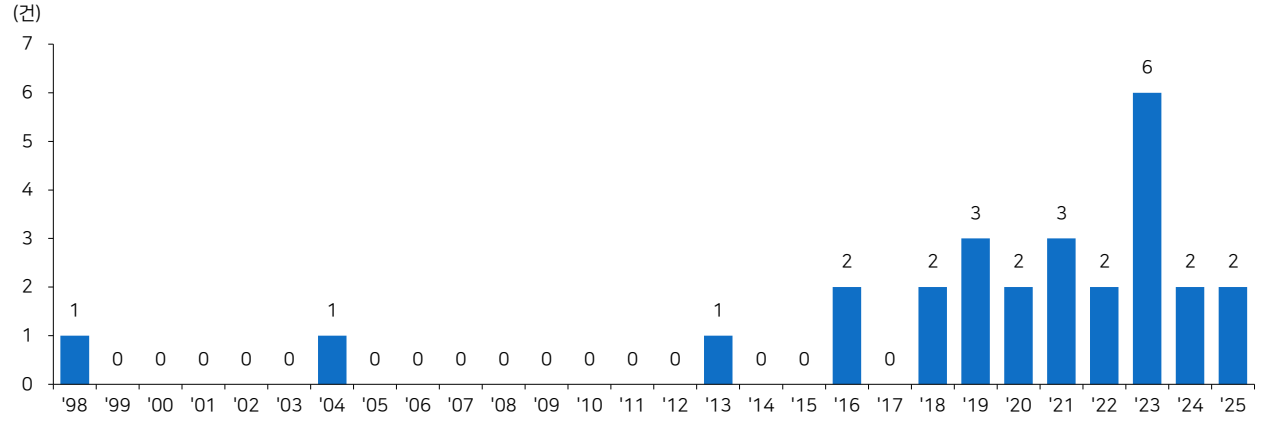
RNA 치료제의 확장: Q의 확장, 전달체 개선, CDMO 수요 증가

먼저 기존 희귀 질환 중심에서 고지혈증 등의 대사 질환으로 적응증이 확대되면서 Q의 폭발적 확장에 대한 기대가 커지고 있다. RNA 치료제 대사 질환 확장의 대표적인 사례는 Novartis의 Leqvio로, 21년 말 동맥경화성 심혈관 질환(ASCVD), 헤테로접합성 가족성 고지혈증(HeFH) 치료제로 승인 받은 이후 Statin 보조 요법으로 주로 처방되었다. 25년 7월 임상 3상 VICTORION-Mono의 긍정적 임상 결과를 바탕으로 Statin 치료 없이 1차 치료제로 Label 업데이트되며 성장세가 가속화되는 추세다. ApoC3 타겟 siRNA인 Arrowhead의 Plozasiran의 PDUFA가 25.11.18로 예정되어 있어 또 다른 대사 질환 치료제의 출시가 예상된다. 임상 3상 파이프라인이 대사, 심혈관 질환에 많이 연구되는 만큼 향후 승인 시 시장 확대 가능성이 커지고 있다.

RNA 치료제는 2010년대까지 전달체의 부재로 인해 RNA 치료제의 전신 독성이 치료제 개발의 가장 큰 장애물로 작용해왔다. 2010년 후반부터 LNP, GalNAc이 등장하면서 간으로의 전달 문제와 전신 독성 문제를 해결했고, RNA 치료제 시장이 개화하기 시작했다. 현재는 RNA 치료제의 간 외로의 전달이 빅파마 및 RNA 개발사에게 주요 수요로 떠오르며 이를 해결하기 위한 연구와 거래가 발생하고 있다.

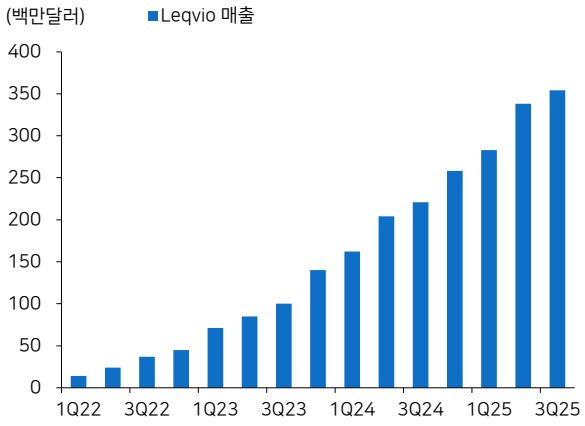
Q의 폭발적 성장에 따라 수요의 증가를 감당할 수 있는 CDMO의 수요도 함께 부상하고 있다. 21, 22년 높은 매출을 달성했던 코로나 백신 매출을 제외하더라도 20년 후반부터 RNA 시장의 본격적인 성장이 전망된다. 24년 승인된 RNA 치료제의 전체 매출은 약 57억 달러 규모였으며 31년에는 약 211억 달러 규모로 확대될 전망이다. 이와 더불어 ApoC3, Lp(a) 타겟 RNA 치료제 등 차기 유망 대사 질환 RNA 치료제가 시장에 진입할 경우 RNA 치료제 시장의 성장 기울기는 더욱 가팔라질 전망이다.

그림35 **연도별 승인 받은 RNA 치료제**



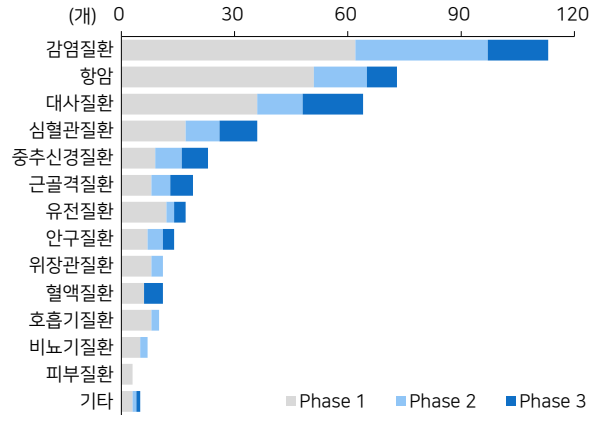
자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

그림36 Leqvio 매출 추이



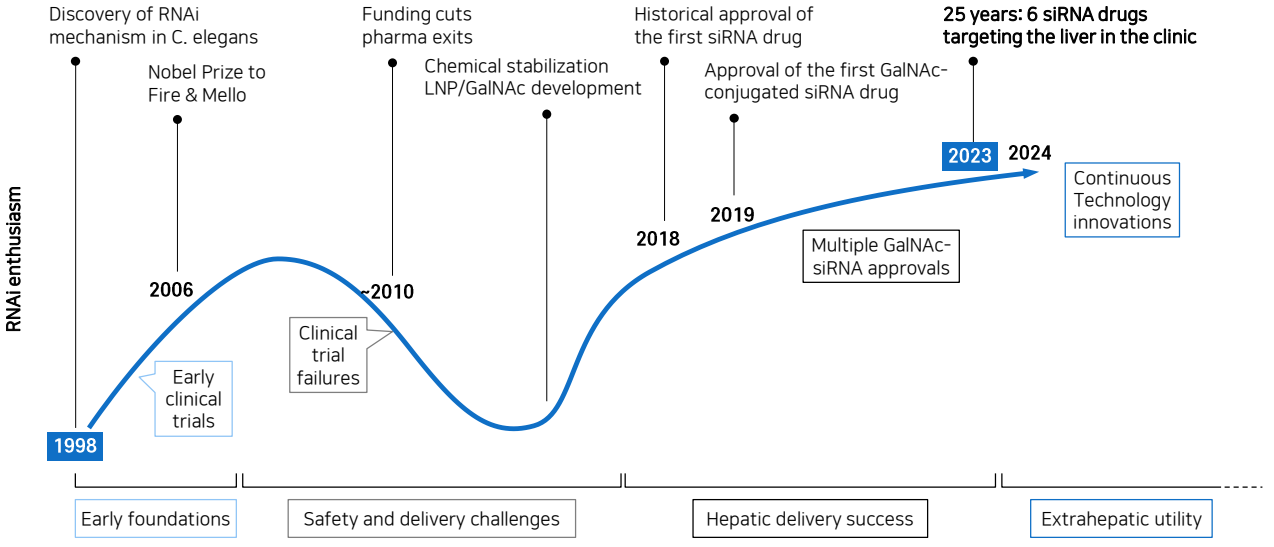
자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

그림37 질환별 RNA 치료제 파이프라인 현황



자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

그림38 RNA 치료제 발견부터 상용화까지의 여정



자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2025년 11월 13일 발간된
[2026 Outlook #16 – 이차전지/석유화학: Catch-up or Fall Behind] 임

2026 Outlook #16 (해설판)

[이차전지/석유화학]
Catch-up or Fall Behind

이차전지/석유화학
Analyst **노우호**
wooho.rho@meritz.co.kr

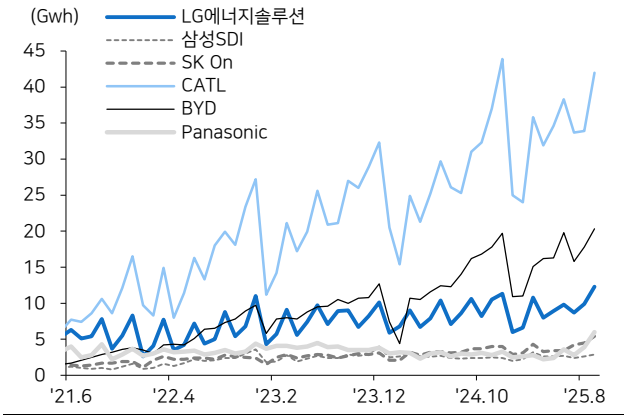
- ✓ 2026년 이차전지 산업 기업별 사업 극복 역량 상이하지만 공급과잉 불황 기조 여전
- ✓ 국내 이차전지 기업들은 사업 돌파구를 마련: ESS 및 LFP→ 2026년 중국 기업들과의 사업 격차 축소가 적정가치 변수
- ✓ 2026년 석유화학 섹터를 지배할 키워드는 (1) 석유화학 각 산업단지별 구조조정, (2) Value-up(할인율, 자사주 등)

Part 1. 이차전지 ESS 사업으로 반전의 계기 마련

2025년 연중 이차전지 섹터 주가변동성은 공급망, 관세 등 대외변수와 미국 AI 데이터센터 향 ESS 사업에서 발생했다. 2025년 하반기 국내 이차전지 셀 기업들은 ESS 사업으로 자동차 전지 부진을 만회할 돌파구를 마련했다. LG에너지솔루션은 ESS 대규모 수주에 성공, 삼성SDI는 3분기 실적설명회에서 ESS 생산 CAPA를 30Gwh로 상향했으며 SK On은 첫 수주를 논의 중이다. 2026년 EV 배터리 부문 부진은 불가피하지만 글로벌 AI 전력 인프라 투자 확대에 국내 이차전지 기업들의 ESS 부문 영업실적은 우상향할 것으로 전망한다.

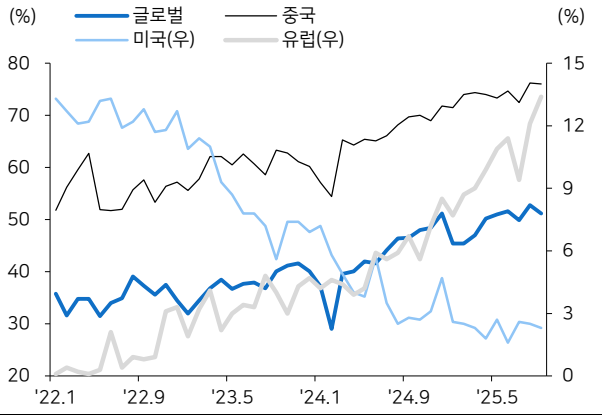
2026년 ESS 사업 방향성은 긍정적이지만, 평가 시점별 속도와 폭이 주가 변동성의 핵심 포인트다. ESS 사업으로 체질 변화가 예상되는 기업으로 LG에너지솔루션과 삼성SDI를 주목한다.

그림1 **월별 배터리 출하량**



자료: SNER, 메리츠증권 리서치센터

그림2 **지역별 LFP 침투율 현황**

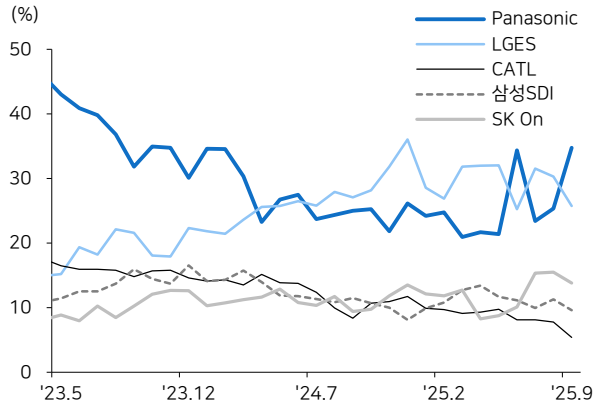


자료: SNER, 메리츠증권 리서치센터

2025년 9월 글로벌 LFP 침투율은 51.2%로 꾸준히 증가하는 추세다. 지역별로는 중국은 76%, 유럽 13%, 미국 2%로 차이가 있지만 뛰어난 가격 경쟁력으로 탑재량이 증가했다. 안정성을 중시하는 ESS에서는 89%로 LFP 탑재율이 압도적이다. 2025년 국내 기업들은 늦은 감이 있지만 LFP 사업전략을 시도했다. LG에너지솔루션은 미국 미시간 공장에서 LFP 기반 ESS 양산을 개시, 엘앤에프와 선제적 투자를 통해 LFP 양극재를 양산할 예정이다.

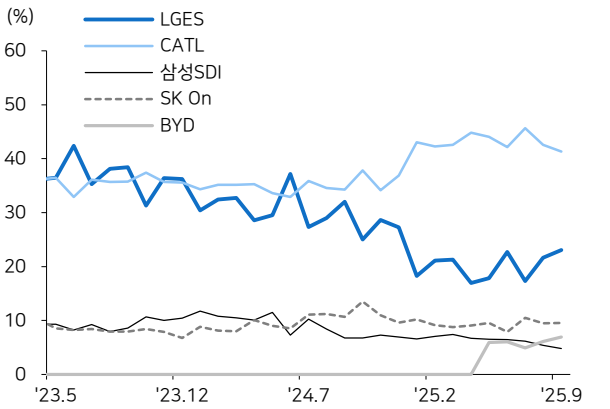
파나소닉은 현지 생산거점 마련 및 운영 효율성 최적화로 미국 내 점유율이 상승했다. LG에너지솔루션은 GM 등 주요 고객사의 판매량 부진으로 하락, CATL은 미국의 대중 관세 영향으로 하락 추세를 보였다. 유럽은 중국 기업의 선전이 돋보였다. CATL은 헝가리, 독일, 스페인에 생산거점을 마련하면서 유럽 OEM과 ESS향 출하량이 증가했고 BYD는 저가형 차량 판매가 증가하면서 상승 추세를 보였다.

그림3 미국 내 배터리 월간 출하량 기준 점유율



자료: SNER, 메리츠증권 리서치센터

그림4 유럽 내 배터리 월간 출하량 기준 점유율



자료: SNER, 메리츠증권 리서치센터

IRA 폐지의 나비효과

IRA 30D 조항인 친환경차 구매 보조금 /연비규제 폐지 결정으로 4Q25 이후 북미 BEV 수요에 비관적 전망을 제시한다. 실제로 차량 보조금 폐지 이후 첫 BEV 수요 Data인 25.10월 북미 BEV 판매량은 -45% MoM으로 급락했다. GM, FORD 등 주요 OEM 업체들이 EV 계획 조정을 발표하면서 이러한 추세는 지속될 전망이다. 반면, 테슬라는 사업 선순환 구조를 마련하며 전기차 사업 10년만에 (+) 현금흐름을 달성했다. EV 정책 모멘텀이 소멸된 현 시점에서 선도 기업과 하위 기업들간의 격차는 더욱더 확대될 것이다.

2026년 이차전지 섹터 투자의견 Neutral을 유지한다. 다만 기업별로 선별적인 접근이 필요하다. ESS로 포트폴리오 다변화, LFP와 전고체 등 케미스트리 다변화, 탈 중국 공급망이 현실화되면 수혜를 볼 수 있는 기업군을 주목할 필요가 있다. 작년 2년간 이차전지 기업들은 거듭된 불황을 경험했다. 영업실적의 단기 바닥은 확인했지만, 업황 회복 기대감은 여전히 낮다. 현재 셀 기업들의 평균 가동률은 50%로 영업 레버리지 효과를 기대하기 어렵다.

2019~2022년 낙관적 투자심리로 이차전지 기업들은 자금조달을 원활히 진행했다. 이후 업황이 비관적으로 변화화며 재무건전성이 악화되었지만, ESS 등 돌파구 마련을 위해 여전히 Capex 집행을 위한 자금조달이 필요하다. 내년에도 기업들의 자금조달 수요가 많은 상황에서 부채비율 추이를 예의주시 해야한다.

반면 CATL은 2025년 누적 영업이익률 21.4%, 순이익률 17.3% 달성했다. EV배터리 GPM 23.8%, ESS GPM 28.2% 등 주력 사업부문에서 압도적인 사업성과를 기록중이다. 지난 2년간 국내 이차전지 기업들의 영업실적 부진 대비 중국 CATL의 압도적인 펀더멘털은 인상적이다.

그림5 GM: EV부문에 힘빼기 시작

자료: FOX Business

그림6 Ford: 비관적 대외변수에 Non-EV에 집중 계획

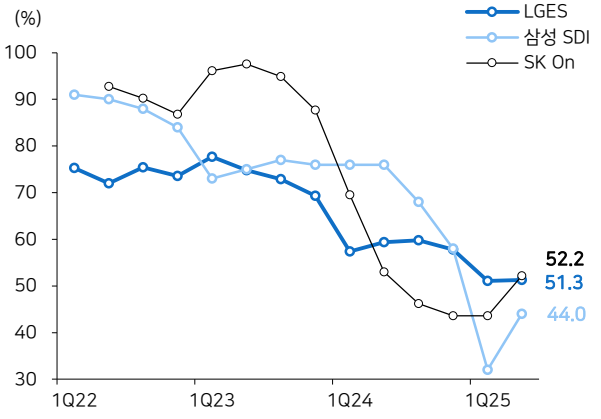
자료: Yahoo Finance

한국 Vs 중국 배터리 기업

작년 2년간 이차전지 기업들은 거듭된 불황을 경험했다. 영업실적의 단기 바닥은 확인했지만, 업황 회복 기대감은 여전히 낮다. 현재 셀 기업들의 평균 가동률은 50%로 영업 레버리지 효과를 기대하기 어렵다.

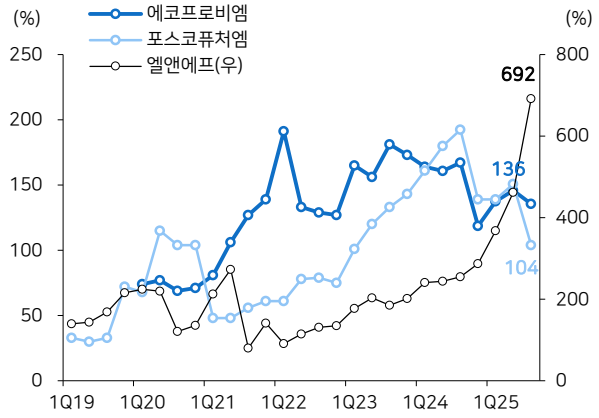
2019~2022년 낙관적 투자심리로 이차전지 기업들은 자금조달을 원활히 진행했다. 이후 업황이 비관적으로 변화화며 재무건전성이 악화되었지만, ESS 등 돌파구 마련을 위해 여전히 Capex 집행을 위한 자금조달이 필요하다. 내년에도 기업들의 자금조달 수요가 많은 상황에서 부채비율 추이를 예의주시 해야한다.

그림7 국내 배터리 셀 3개사의 분기별 평균 가동률 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

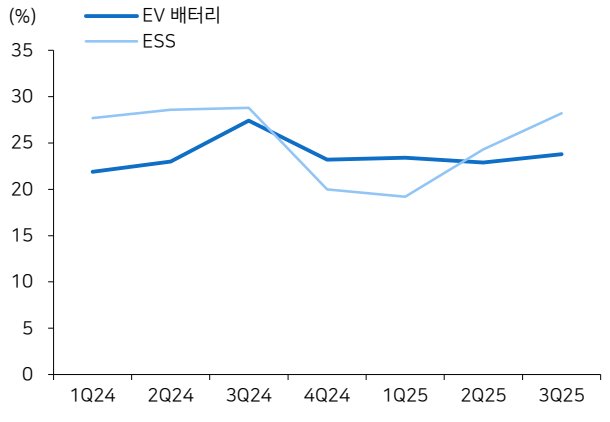
그림8 국내 양극재 기업들의 부채비율 동향



주: 3Q25P 엘앤에프는 공모BW 3천억원 반영 전 부채비율
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

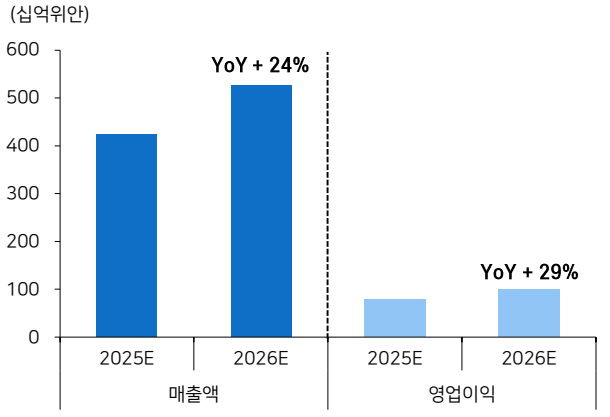
반면 CATL은 2025년 누적 영업이익률 21.4%, 순이익률 17.3% 달성했다. EV배터리 GPM 23.8%, ESS GPM 28.2% 등 주력 사업부문에서 압도적인 사업성과를 기록중이다. 지난 2년간 국내 이차전지 기업들의 영업실적 부진 대비 중국 CATL의 압도적인 펀더멘털은 인상적이다. 주요 재무지표도 2024년 기준 순이익율 14%, ROE 23%, 부채비율 70%로 건전함을 증명했다. 게다가, 올해 5월 홍콩 증시 상장으로 확보한 신규 자금으로 추가 투자 확대 예정이다.

그림9 CATL의 분기별 EV 및 ESS부문 매출총이익률 추이



자료: CATL, 메리츠증권 리서치센터

그림10 CATL 2025~26년 영업실적 컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 CATL의 분기별 영업실적 추이

(백만위안)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
매출액	**79,771**	**86,996**	**92,278**	**102,968**	**84,705**	**94,182**	**104,186**
전기차 배터리	54,684	57,965	62,894	77,499	62,000	69,573	79,800
ESS	12,334	16,491	17,594	10,871	12,480	15,920	16,500
기타	12,540	11,790	14,598	10,225	8,689	12,540	7,886
매출총이익	**18,548**	**20,561**	**25,583**	**23,801**	**20,674**	**24,088**	**26,882**
전기차 배터리	12,000	13,350	17,263	17,967	14,500	15,959	19,019
ESS	3,416	4,718	5,067	2,177	2,400	3,875	4,653
기타	2,493	3,253	3,657	3,774	4,254	2,493	3,210
매출총이익률	**23.30%**	**23.60%**	**27.70%**	**23.10%**	**24.40%**	**25.60%**	**25.80%**
전기차 배터리	21.90%	23.00%	27.40%	23.20%	23.40%	22.90%	23.80%
ESS	27.70%	28.60%	28.80%	20.00%	19.20%	24.30%	28.20%

자료: CATL, 메리츠증권 리서치센터

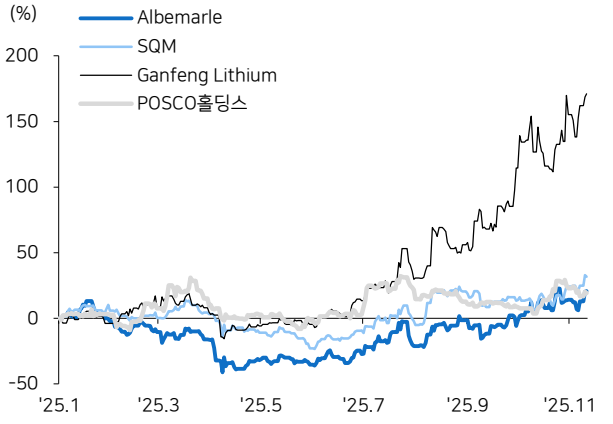
광물 가격 하향 안정화 전망

배터리 주요 광물들은 전통적 가격 변동의 틀을 벗어나는 '소버린(Sovereign)' 전략 원자재 성격으로 변모 중이다. 기존 원자재 가격은 (1) 수급: 현재와 미래의 수급 Balance 괴리, (2) 투기적 움직임 등으로 결정되었다. 하지만 2020년 이후 미국과 EU는 배터리 주요 광물자원들에 '탈중국' PFE 규제 시행을 본격화했다. 중국 기업들 역시 해당 규제를 회피하기 위해 제3의 지역에 Upstream 생산기지 확보 및 판매 중이다. 2026년에는 (1) 공급: 2026년 규제 정책 등 공급 불안정성 심리가 가격 하방을 지지되며 (2) 수요: ESS 가동률 상승에 따른 광물 확보 선수요 효과가 발생할 것으로 전망한다.

2025년 광물 가격 바닥을 확인한 Upstream 기업들은 주가 반등을 이뤄냈다. Ganfen Lithium, SQM, Albemarle은 하반기부터 상승 전환했으며 우상향 여부를 지속 점검할 필요가 있다. 특히 Non-China 광물들에 수요는 지속적으로 증가중이다. 특히 미국은 정부 차원에서 25.7월 희토류: MP Materials(미국 국방부가 1.5억달러 투자), 10월 리튬: Lithium Americas(미국 DOE가 지분 5% 확보)에 투자를 단행했다. 이는 지정학 균열 시대에서 국가별 각자도생을 위한 전략 원자재 확보의 신호탄이며, 가격 관점에서 긍정적 요소로 판단한다.

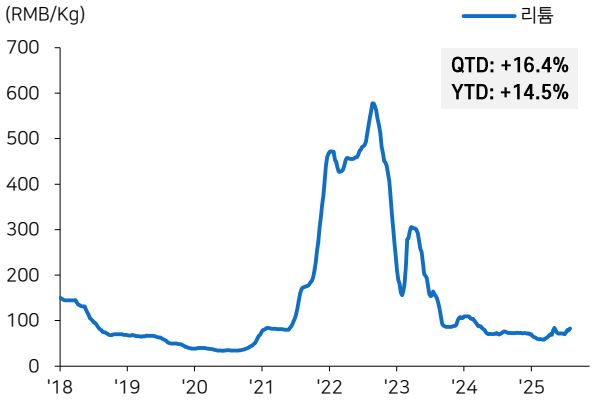
연장선상에서 Non-china 배터리 기업도 수혜를 받을 수 있다. 중국 CATL/BYD 등 저가형 기반 중국 기업들의 글로벌 영향력을 부인할 수 없지만, AI 인프라의 ESS는 소버린(Sovereign)'급 전략 공급망 관점에서 접근이 필요하다. 국내 기업이 관세를 제외하고도 가격 경쟁력을 확보한다면 개선될 여지는 충분하다.

그림11 이차전지 Upstream 주요 기업들의 주가 변화율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 리튬 가격 동향



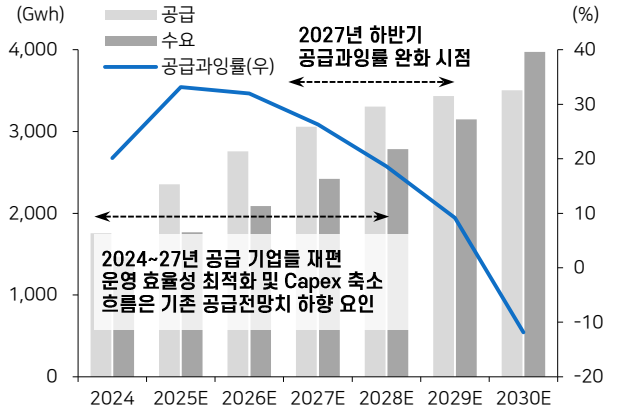
자료: KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

2026년 Key Point: 중국 산업 동향, Tesla 공급망과 EV 제외 수요 창출

2020년 이후 글로벌 이차전지 기업들은 Capex 투자를 공격적으로 늘렸다. 하지만 수요 성장세가 둔화되면서 현재는 공급량 조정 시기를 겪고 있다. 업황은 여전히 다운사이클이며 향후 반등을 위해서는 타이트한 공급이 전제되어야 한다. 국내 이차전지 기업들은 미국 생산설비 라인을 EV에서 ESS로 조정중으로 보수적인 Capex 투자가 예상된다. 수요 측면에서 어플리케이션 다변화 등으로 기존 수요를 뛰어넘는 신규 수요가 발생한다면 사이클 반등이 이뤄질 수 있다. 연관된 데이터로 셀 기업들의 총 설비 가동률 변화와 광물 가격 동향을 주목할 필요가 있다.

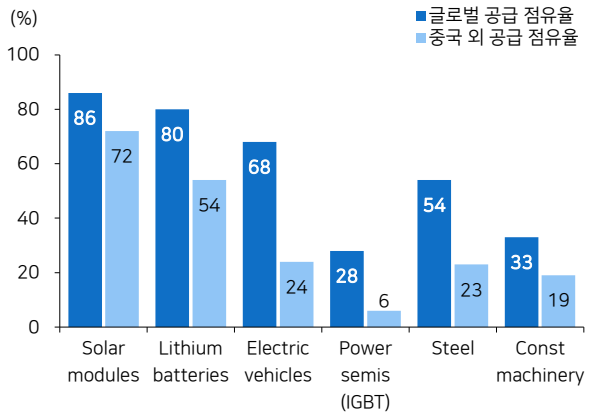
중국 정부는 지난 7월 자국 내 과잉 공급 산업에 대한 구조조정을 시사했다. 기존 공급과잉 산업들에 자발적 설비 조정을 유도할 예정이며 배터리 산업도 포함되었다. 중국의 산업 재편의지는 중장기 공급 건전성 기대를 높인다. 출혈 경쟁 지양으로 산업 사이클 바닥 지지 가능성이 올라오게 된다. 중국은 선도기업인 CATL, BYD, EVE Energy 위주로 과점화되며 무리한 가격 하락 경쟁은 완화될 수 있다.

그림13 글로벌 이차전지 생산Capa 및 Cycle 점검



자료: 메리츠증권 리서치센터

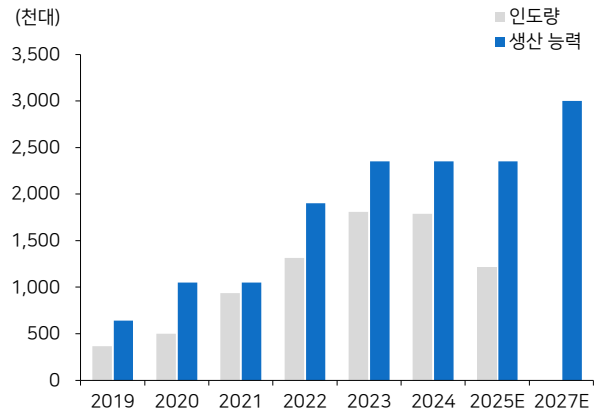
그림14 중국의 주요 산업별 점유율



주: 글로벌 공급 점유율(중국 기업들의 총 점유율), 중국 외(중국 시장 외 중국 기업들의 점유율)
자료: 메리츠증권 리서치센터

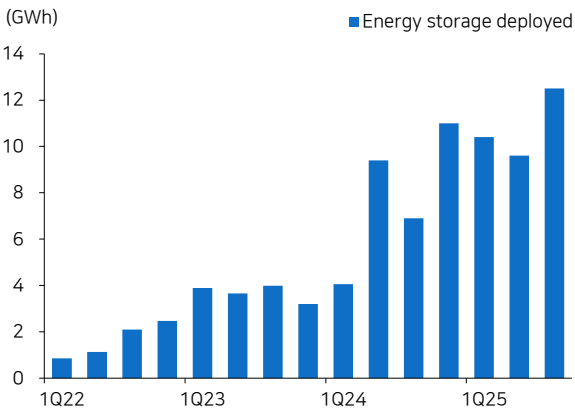
업황이 부진하다고 모든 기업이 부진한 건 아니다. 기업별로 상황과 대응 방안이 다르며, 포트폴리오(고객사: 최종 완성차, 수요 Application별)에 따라 기업간 영업실적은 차별화될 것이다. 완성차 'Tesla', 수요 Application: ESS 및 원통형 전지향 공급망에 노출된 기업들은 상대적으로 아웃퍼폼 가능성이 높다. 이에 해당하는 기업으로는 LG에너지솔루션, 엘앤에프, 대주전자재료, 롯데에너지머티, SKC 등이 있다. 2026년은 With Tesla, or without Tesla에 따라 기업별 출하량이 상이할 전망이다.

그림15 Tesla 연간 전기차 판매량 및 전망



자료: Tesla, 메리츠증권 리서치센터

그림16 Tesla ESS 설치량 추이



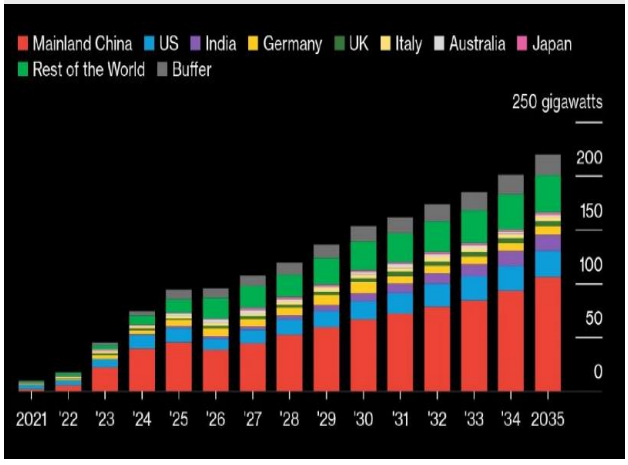
자료: 메리츠증권 리서치센터

글로벌 데이터센터 구축에 따라 전력수요량은 급증할 것으로 전망된다. 전례없던 AI발 투자 확대에 전력수요는 2030년 890Twh, 2040년 1,800Twh, 2050년 3,000Twh 증가가 예상된다. 특히 미국 소재 Datacenter 규모는 2024년 46Gw, 2035년 140Gw에 도달하는데, 대중국 관세가 부과되면서 국내 기업들의 ESS 사업은 반사수혜를 누릴 수 있다. 중국의 미국향 EV 및 ESS 관세는 EV 배터리는 25%, ESS는 25년 40.9%, 26년 58.4%로 추정된다. 더군다나 국내 기업들의 생산 현지화 전략으로 AMPC 보조금 수령이 가능한 점을 감안하면 가격 경쟁력은 충분하다.

2025년 7월 LG에너지솔루션의 ESS 수주 공시 이후 이차전지 섹터 주가 반전의 계기로 작용했다. 3Q25 기준 LG에너지솔루션의 ESS부문 실적은 매출액 8,400억원, 영업이익 900억원으로 추정된다. 2026년 생산Capa 증설과 라인전환으로 Q 출하량은 3배 증가하면서 ESS 부문 가파른 성장이 예상된다. 삼성SDI 역시 미국 ESS 생산 Capa 계획을 30Gwh로 상향하는 등 추후 시장 지배력이 향상될 전망이다. 그동안 국내 기업들은 기존 BEV에 집중했기에 ESS발 공헌 이익 증가는 이들의 주가 Trading Band 하단을 지지하고 상승 변수로 작용할 수 있다.

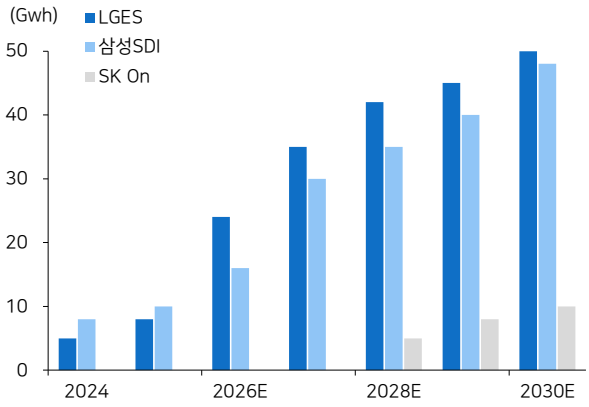
반면 서두에 언급한 바와 같이, 북미 EV배터리 생산법인들의 가동률 및 판매량 급락 우려는 여전하다. 또한 유럽 생산법인들의 실적 기여도 미미해서 ESS 노출도가 낮은 소재 기업들은 영업실적 하락이 전망된다. 이러한 장단이 공존하는 상황에서 국내 이차전지 섹터 리레이팅은 신중한 접근이 필요하다.

그림17 글로벌 ESS 시장 전망



자료: BNEF

그림18 국내 이차전지 기업들의 북미 ESS 생산계획

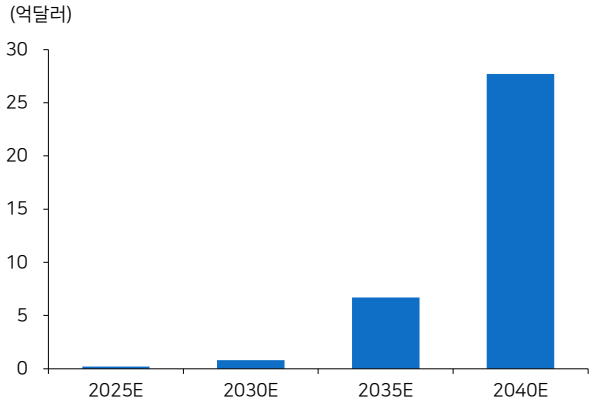


자료: 메리츠증권 리서치센터

신규 수요 창출 가능성은 이차전지 업계에 긍정적으로 판단한다. 단, 신규 수요 선점에는 기존의 틀을 뛰어넘는 새로운 배터리 Chemistry 및 폼팩터가 요구된다. 2026년 이차전지 신규 Application은 Humanoid Robotics 이후 항공 및 해운분야에 적합한 배터리 모델이 출현될 수 있다.

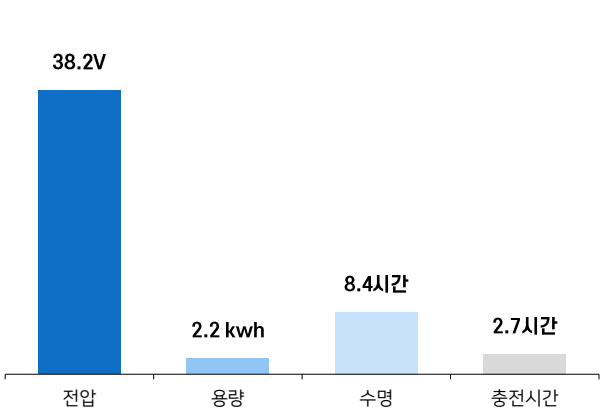
차세대 배터리 선두주자는 단연 로봇이다. 로보티스 배터리의 핵심 요소는 500wh/kg 이상의 고밀도, 경량화, 안전성이 꼽힌다. 그렇기에 민첩성이 요구되는 휴머노이드 로봇은 LFP 배터리에서는 한계가 나타날 수 있다. 현재 중국의 휴머노이드 로봇은 LFP를 비롯한 리튬이온 배터리가 사용중이지만 향후에는 전고체 배터리로 대체될 가능성이 높다. 2025년에 일부 기업들 Capex 투자를 단행했으며 2026년에는 기업간 협력 확대가 예상된다. 해당되는 기업으로는 삼성SDI, 이수스페셜티케미컬, Solid Power, CATL 등을 주목한다.

그림19 Humanoid Robotics 배터리 시장 규모 추정



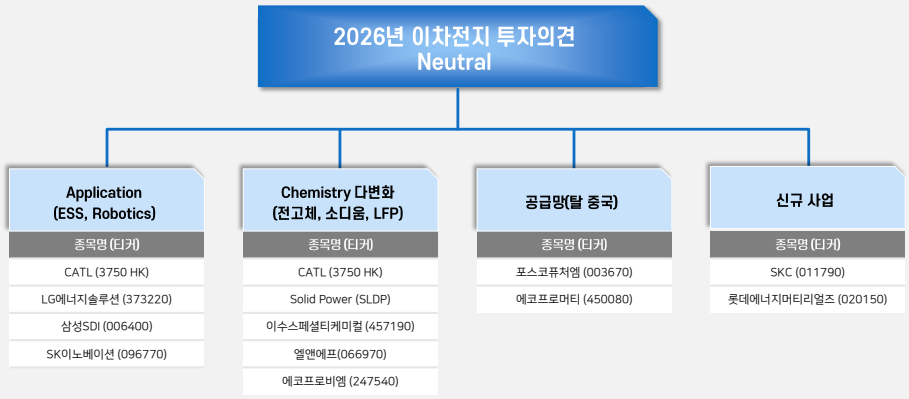
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림20 현재 Robotics 배터리에 적용된 평균 Spec



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림21 **2026년 이차전지 투자의견: Neutral**



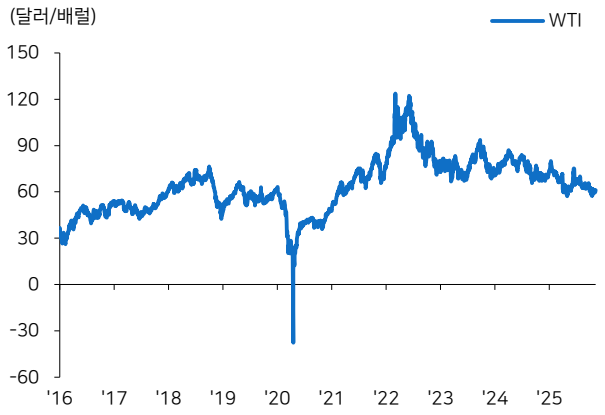
자료: 메리츠증권 리서치센터

Part 2. 석유화학 유가와 정제마진

거듭된 업황 불황에 소외 섹터로 낙인된 석유화학은 올해 역시 코스피를 언더퍼폼 중이다. 반면 LG화학은 25.5월 주가 저점 대비 100% 가량 상승했다. 이차전지 사업부문외에도 자회사 지분 매각을 통한 할인율 축소와 행동주의 펀드의 주주서한이 반등을 야기했다. S-Oil 역시 정제마진 강세가 이어지면서 영업실적 컨센서스가 지속해서 상향되었다. 2026년 석유화학 섹터에서는 1) 석유화학 단지별 설비 통폐합 구조조정 이행 정도 2) 주주 행동주의를 주목할 필요가 있다.

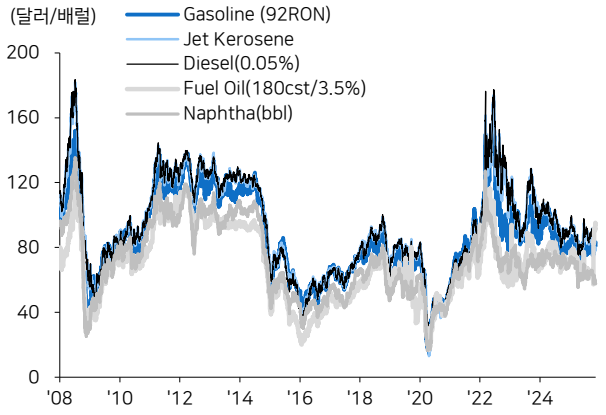
2026년 국제유가 변동성은 다소 완화될 것으로 예상한다. 미국의 러시아 제재는 공급 축소를 유발하며 미국과 EU 석유제품 재고는 타이트한 수준이다. 국가간 갈등으로 지정학적 리스크라는 변수가 있지만 하향 안정화를 전망한다. 이는 정제마진 반등과도 연결된다. 2025년 하반기 정제마진은 연중 고점을 경신 중인데, 타이트한 공급여건과 발전용 수요 증가 강세가 중첩되었다.

그림22 **국제유가 추이**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 **석유제품별 가격 현황**

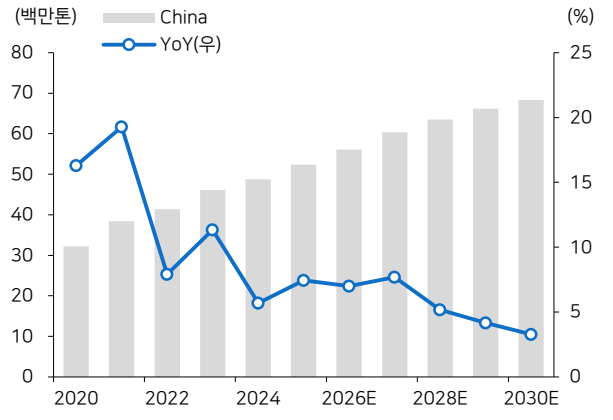


자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

다만, 글로벌 석유화학 Capa 확장추세는 여전하다. 한국 석유화학 기업들에 가장 큰 위협은 수출 시장이던 중국은 석유화학 투자를 지속한다. 2028년부터는 원가 경쟁력을 바탕으로한 중동의 석유화학 투자도 본격화된다. 국내 석유화학 산업은 대외변수로 일회적인 업황 개선은 나타날 수 있지만, 펀더멘털 변화는 기대하기 어렵다는 판단이다. 2026년 역시 확률 적은 Cycle 반등을 기대하기보다 설비 구조조정으로 효율화 작업이 필요하다. 과거 석유화학은 Up-cycle 구간에서 공급기업들의 뒤늦은 투자의사결정 집행이 변곡점을 형성했다. 하지만, 2020년대 이후 장기화되는 석유화학 Down-Cycle은 (1) 뚜렷한 전방 수요 개선 미미 (2) 중국발 석유화학 증설 영향으로 지속되고 있다. 다만 중국 석유화학도 언젠가는 과잉 Capa 우려에 직면할 것이다. 현재 중국은 거침없는 석유화학 증설 투자로 자급률 이상의 공급 역량을 갖추고 있다. 중국 석유화학은 아로마틱스→ PP→ ABS/PVC 등 제품 전반에 걸쳐 투자했으며, 일부 제품은 2027년에 자급률 120%를 초과 달성할 것으로 보인다. 2028~29년까지 석유화학 투자가 예정된 중국은 내수 시장 필요량을 상회한 수준으로 과거 철강 산업 사례처럼 공급 구조조정 정책 가능성이 충분하다.

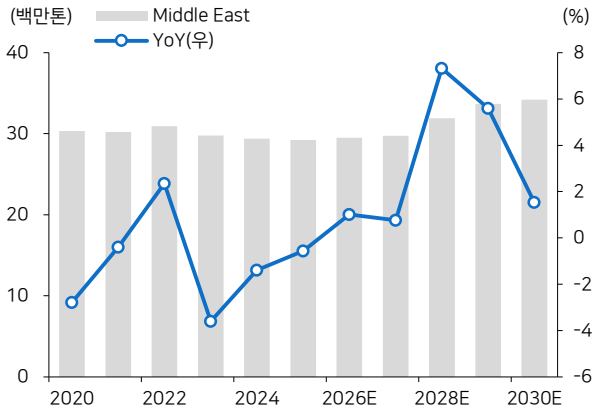
기술 중심의 성장 정책을 추진 중인 중국 정부는가 석유화학 산업의 구조적 변화를 이끌기에는 제한적이다. 중앙정부는 '반내권(反內卷)'이라는 기업간, 산업간의 비효율적인 과열 경쟁을 방지하는 구조조정 기조로 7월부터 강조하기 시작했다. 하지만, 구조조정 산업의 민영기업 비중 확대와 수요 회복 지연으로 업스트림의 가격 상승이 다운스트림까지 확산되기 어려운 구조다. 15차 5개년 계획에서도 특별히 공급 축소하는 문구가 부재했고 전통산업의 질적 성장을 강조했으나, 정책 강도는 예상 하회한 바 있다.

그림24 중국의 에틸렌 생산Capa 공급현황



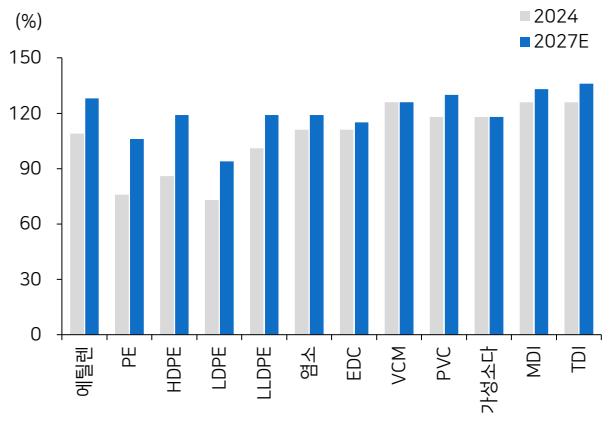
자료: OPIS, 메리츠증권 리서치센터

그림25 중동의 에틸렌 생산Capa 공급현황



자료: OPIS, 메리츠증권 리서치센터

그림26 중국 석유화학 제품별 자급률



자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 중국의 과거와 현재 산업 구조조정 현황 비교

	공급측개혁1.0 (2015-2018)	반내권1.0 (2025-현재)
대상 산업	Upstream	(Up-Middle-Down) Stream
기업 성격	국영기업 중심	민영기업 중심
집행 방식	행정명령	협의 등 자율적 조절
캐파 유형	노후설비	선진 설비 포함
수요 진작 조치	1. 실업 보조금 지급 2. 지방정부 부채 차환 3. 판자촌개조(유동성 공급)	1. 지방정부 부채 차환. 단 부채 신규증가 엄격히 제한

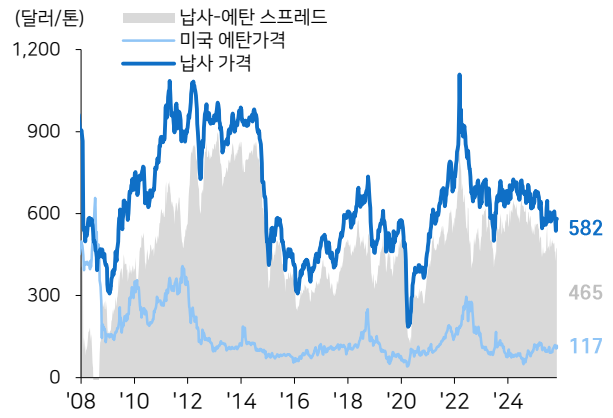
자료: 메리츠증권 리서치센터

국제유가 55달러/배럴, 나프타 프리미엄 완화 가능성에 NCC 기반 설비들의 투입 원가 부담은 다소 완화될 전망이다.

에탄의 결정변수인 미국 Henry Hub 가격은 25.11월 4달러/mmtbu를 상회하며 강세 전환했다. 이는 동절기 천연가스의 계절적 수요, 낮은 재고수준, 수요 파이프라인 증가 등에 기인한다. 상대적 강세 요인이 소멸된 나프타 대비 가격이 반등한 에탄 상황을 고려하면, ECC 대비 NCC의 상대적 강세가 펼쳐질 개연성이 있다.

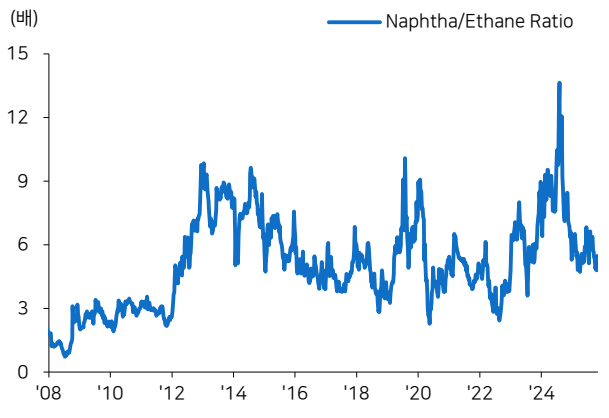
당장 수익성 턴어라운드는 기대하기 어렵지만, 그동안의 업황 부진은 되려 기저효과로 작용할 수 있다. 2026년 국내 석유화학 기업들은 가동률 최적화 시도 및 원가 부담 완화로 제품별 스프레드는 점진적으로 반등 가능하며 개선 폭에 주목해야 한다.

그림27 나프타와 에탄간 가격 차이 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 나프타/에탄 Ratio 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국내 석유화학 산업 구조 개편과 주주 행동주의

지난 8월 20일 정부는 석유화학 산업구조 개편 방안을 발표했다. 기업들의 자발적 구조조정을 유도하는 방향으로 최대 370만톤(25%)의 NCC 생산시설 감축이 목표다. 정부가 제시한 큰 틀은 1)과잉 설비 감축 및 고부가 전환 2)재무 건전성 확보 3)지역경제·고용 영향 최소화다. 결국 설비 통합을 넘어 운영 효율화 및 폐쇄가 현실화 되어야한다.

현재 국내 석유화학 업계는 산업 단지별 기업간 구조조정 진행 중이다. 석유화학 단지별 산업 특징은 (1) 원가 경쟁력 및 다운스트림 시너지가 필요한 대산 및 울산 (2) 제품 포트폴리오 전환에 절실한 노력이 필요한 여수 지역으로 구분된다. 단기적으로 구조적 공급과잉 해소 및 제품 고도화 전환은 어렵기 때문에 산업 단지별 기업간 결합을 통한 효율성 극대화 전략 실행이 필요하다.

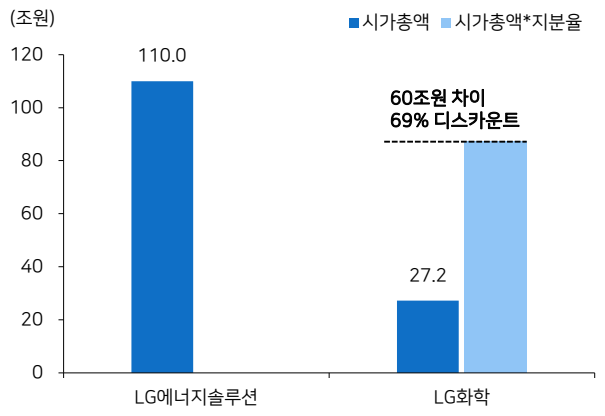
주주 행동주의로 상장 자회사 할인율이 축소될 수 있다. 2020년대 이후 LG에너지솔루션, SK바이오사이언스 등 사업부 물적 분할 이후 상장 추진 사례가 다수 등장했다.

자회사 가치 상승에도 불구, 모회사들은 중복 상장 이슈에 자회사 가치가 주가에 반영되지 못하던 할인율이 존재했다.

이러한 이유로 행동주의 펀드들의 적극적 제안이 있었다. 2021년 싱가폴 메트리카 파트너스가 SK케미칼에 자회사 SK바이오사이언스 지분 매각을 제안한 바 있다. 그리고 최근에는 영국 팰리서캐피탈이 LG화학에 자회사 LGES 지분 매각 및 전지소재 사업부 LGES에 이관 등을 요구하면서 주가 변동이 있었다.

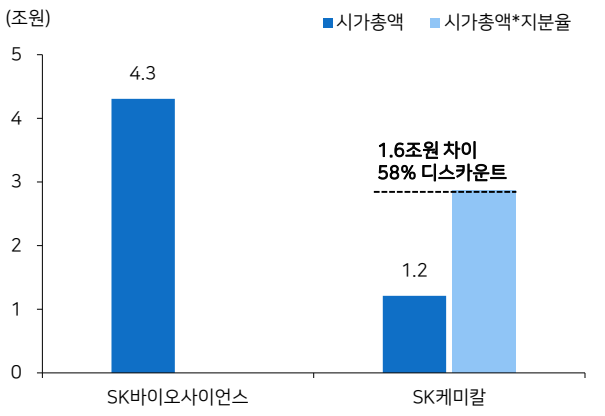
2025년 정부의 상법 개정 등 주주 가치 극대화 움직임에 지주사들의 자회사 할인율은 축소 중이다. 이는 섹터 내 중간지주 기업의 주가에 긍정적 작용으로 작용할 수 있다. 금호석유, 대한유화, KCC 등 자사주 소각을 통한 주주가치 극대화 요구도 활발해질 전망이다.

그림29 LG화학의 상장 자회사 LGES 할인율 축소 시



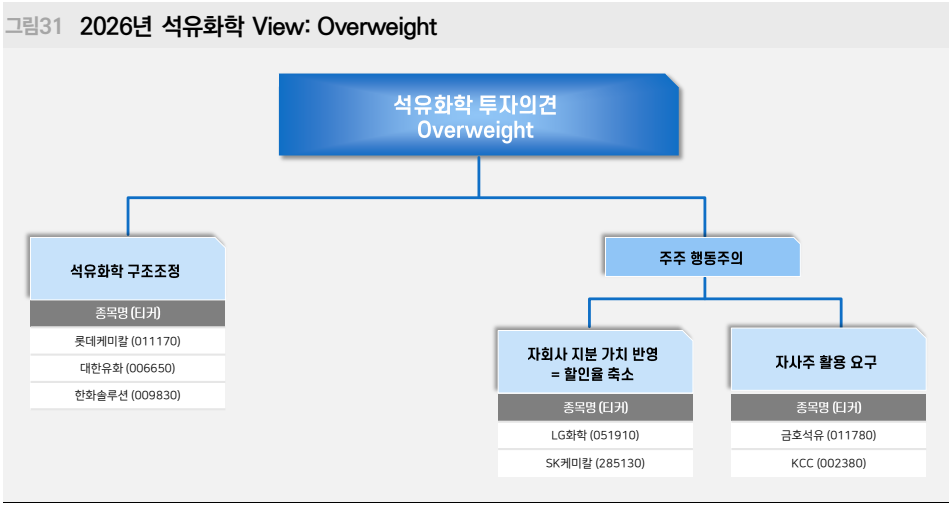
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림30 SK케미칼 자회사 SK바이오사이언스 할인율 축소 시



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림31 2026년 석유화학 View: Overweight

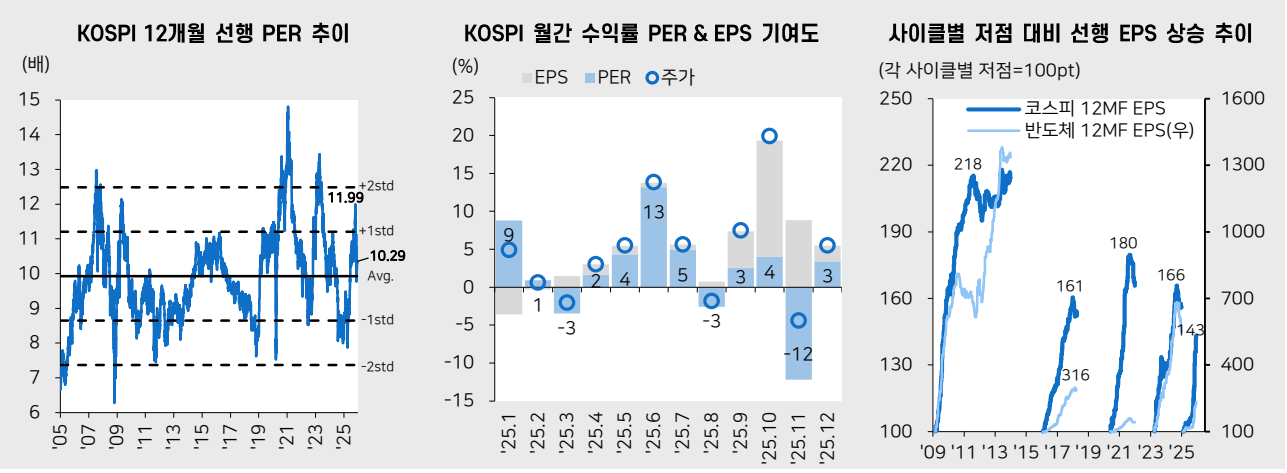


자료: 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이수정 연구위원

YTD 주가 수익률 1 위, 여전한 밸류에이션 매력(2)



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

지난 12월 2일 차트에선 MSCI 지수 기준 글로벌 주요국의 YTD 수익률과 밸류에이션 지표(선행 PER 글로벌 19.1배, 신흥국 13.4배) 비교를 통해 국내 증시 매력도를 점검했다. 이번 차트에서는 KOSPI 지수에 초점을 맞춰 2025년 성과를 분석해봤다.

KOSPI는 올해 1월 2,399pt로 시작해 현재 4,144pt까지 상승하여 YTD +73% 수익률을 기록하고 있다. KOSPI 월별 수익률을 PER과 EPS 기여도로 분해한 두 번째 차트에서 볼 수 있듯이 코스피 랠리는 상반기 밸류에이션, 하반기는 실적 추정치 상향이 이끌었다.

KOSPI 12개월 선행 PER 추이를 살펴보면 4월부터 신정부 출범에 따른 정책 동력 내러티브로 지수 밸류에이션이 상승하기 시작했다. 지난 10월 29일엔 밸류에이션 강세장 상단 수준인 12배를 기록해 YTD 고점을 형성했다. 그러나 11월 위험자산 전반의 디레버리징/변동성 확대되며 PER은 고점대비 -17.0% 하락해 역사적 평균 수준인 9.95배를 기록했다. 현재 선행 PER은 소폭 반등하여 YTD 고점 대비 -14.2% 하락한 10.29배다.

KOSPI 12개월 선행 EPS 추정치는 10개월 연속 상향 조정 중이다. EPS 추정치가 본격적으로 상승한 9월 이후 지배 기준 순이익 전망 값은 68.6조 원 높아져 2026년 예상 순이익은 305.8조 원(YoY +39.4%) 수준이다. 업종별 순이익 증분 기여도는 반도체(91%), 상사/자본재(4%), 에너지(2%) 순으로 대부분 반도체 업종의 실적 추정치 상향에 기인한다.

반도체 상승 사이클별 저점 대비 EPS 상승 추이 분석 시 KOSPI 실적 추정 상향 정도는 과거 사이클 대비 공격적인 수준은 아니다. 과거 4차례 사이클에서 최소 +61%~최대 +118%의 실적 추정 상향이 나타났기 때문이다. 현재는 저점 대비 +43% 상향되었다. 따라서 현재 부담 없는 밸류에이션 수준과 추가적인 실적 상향 기대를 고려했을 때 2026년에도 KOSPI 지수를 계속해서 주목해볼 필요가 있다는 판단이다.

칼럼의 재해석

박건영 연구원

중증위성센터 (Spacenews)

2025년 12월 중국의 궤도상 연료 보급 및 위성 수명 연장 기술 실험 위성 스젠(Shijian)-25호가 6개월간의 임무 수행을 마치고 궤도를 이탈한 것으로 확인됐다. 궤도상 재급유는 크게 위성 수명의 연장, 심우주 탐사 범위의 확장 측면에서 중요성이 커지고 있다.

위성의 수명은 궤도 유지 및 회피기동을 위한 연료 탑재량으로 결정된다. 일반적으로 정지궤도 위성은 15년 운용 가능하게 설계된다. 십수 년 유지되는 위성 수명으로 미군은 연료 공급을 후순위 프로젝트로 보류했다. 그러나 최근 위성의 군사화에 따라 기동성 향상 수요가 증가하며 궤도상 재급유의 중요성이 커지고 있다. 미 우주군은 Orbit Fab과 궤도 재급유 계약을 체결하는 등 우주 궤도 자산 유지보수 산업이 개화하기 시작했다. 궤도 연료 보급이 상용화되면 30년간 정지궤도 위성 1기 운용 비용이 -45.1% 감축될 전망이다.

로켓 탐사 범위의 확장을 위해서도 궤도 상 연료 재보급이 필요하다. 로켓의 속도 변화량과 질량 사이의 관계를 나타내는 로켓 방정식에 따르면, Starship이 화성에 가기 위해서는 궤도상 재급유가 필수적이다. 2026년 SpaceX는 Starship 버전 업그레이드와 함께 재급유 기술을 시연할 예정이다. SpaceX가 다시 한번 혁신을 일으키며 우주 경쟁에서 승리를 가져올 수 있을지 주목할 필요가 있다.

위성을 살리는 기술

2025년 11월 25일 중국 국가항천국이 3개년 상업 우주 육성 계획을 발표하고, 비록 실패로 끝나긴 했으나 민간 기업 Land space의 재활용 발사체 실험 등 중국 우주산업의 발전이 가속화되고 있다. 그러나 최근 중국이 보여줬던 우주 활동 중 가장 주목해야 할 부분은 최초의 정지궤도 상 위성 간 연료 재급유 성공이다.

상하이우주비행기술연구원(SAST)은 궤도상 연료 보급 및 위성 수명 연장 기술을 시연하기 위해 2025년 1월 실험용 위성 스젠(Shijian)-25를 성공적으로 발사했다. 6월 지구 적도 상공 35,786km의 정지궤도에서 5년간 별도 임무를 수행 중이던 스젠-21호와 근접 비행을 실시했으며, 도킹까지 진행한 것으로 추정된다. 중국 정부는 정확한 임무에 대해 공개하지 않았으나, 위성 물류 및 우주 감시 기업의 데이터를 보면 두 위성은 약 5개월간 근접 비행과 재급유를 시행한 것으로 판단된다.

그림32 스젠-25호 발사 목적

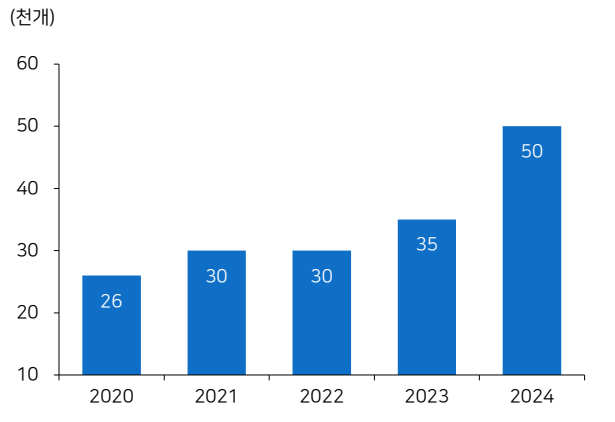
자료: CASC

궤도 내 재급유 기술은 크게 1) 위성 수명을 연장하고, 2) 심우주 탐사 범위를 확장할 수 있다는 장점이 있다. 일반적으로 위성의 수명은 궤도 유지 및 회피기동을 위한 연료 탑재량으로 결정된다. 지구 중력의 영향을 많이 받고, 우주 쓰레기가 많아 회피기동이 빈번히 요구되는 저궤도의 경우 5년, 정지궤도는 15년 운용 가능하게 설계된다. 궤도 내 재급유로 위성의 연료를 보충하면 수명을 5년가량 늘리거나, 걱정 없이 자유로운 회피기동과 궤도 수정이 가능해진다.

미국은 2007년 방위고등연구계획국(DARPA)의 'Orbital Express' 임무를 통해 저궤도에서 위성 간 연료 재공급 시연에 성공한 바 있다. 그러나 십수 년 유지되는 위성 수명과 임박한 위협의 부재로 군은 연료 공급을 후순위 프로젝트로 보류했다. 18년이 지난 현재 다시 상황이 반전됐다. 미 우주군은 적국 위성 미행, 접근, 무력화를 위해 기동성을 높이는 "Maneuver without regret"을 목표로 설정하고 있다. 다른 방위 산업이 유지보수에 많은 자금을 투자하는 것과 달리 우주 궤도 자산 유지보수 산업은 이제 개화하기 시작했다. 미 우주군은 궤도 재급유 기업 Orbit Fab과 4년 1,330만달러 규모의 정지궤도 위성 재급유 계약을 체결했다. 초기 발사 지연으로 2026년 첫 서비스를 시작할 예정이다. 노스롭 그루먼의 우주 물류 사업부는 DARPA의 기술을 차용해 상업 수명연장 차량에 적용하기 시작했다.

재급유 상용화에 성공한다면 30년간 정지궤도 위성 1기 운용 비용이 약 2억달러(-45.1%) 감축될 전망이다. 위성 무게는 3톤, 수명은 설계상 수명인 15년이며, 기술 발전에도 불구하고 동일 스펙과 동일 가격의 위성을 재발사한다고 가정했다.

그림33 10cm 이상 우주쓰레기 개수 추이



자료: ESA, 메리츠증권 리서치센터

표3 정지궤도 위성 30년 운용 비용 비교

	위성 재발사 비용	궤도 내 재급유 비용
필요 위성 수	임무 수행 위성 2기	임무 수행 위성 1기 + 재급유 위성 1기
총 위성 제작 비용	6억달러	3억3천만달러
사용 발사체	Falcon Heavy	Falcon 9
발사 비용	2,280만달러	1,200만달러
총 비용	6억 2,280만달러	3억 4,200만달러

자료: Orbit Fab, 언론, 메리츠증권 리서치센터

위성뿐만 아니라 로켓 또한 탐사 범위의 획기적인 확장을 위해 궤도 상 연료 재보급이 필요하다. 궤도 상에서 로켓의 재급유가 필요한 이유는 로켓 방정식으로 설명 가능하다. 로켓 방정식이란 간단히 속도 변화량과 질량 사이의 관계를 나타낸다. 연료 역시 질량이기에 연료를 들어올리기 위한 연료가 필요하다. 따라서 발사 시점에서 2단부의 연료를 최소화하고 궤도에서 재급유 하는 편이 효율적이다.

또한 로켓은 이륙 후 지구 중력 탈출 간에 연료의 대부분을 소모한다. Starship의 경우 국제항공연맹에서 지구의 대기권과 우주 공간 사이의 경계를 정의하는 상공 100km 카르만 선을 채 넘기지 못하고 1단 분리가 진행된다. 남은 20km를 2단부 Ship의 연료로 항해해야 하는데, 궤도 도달 시 착륙을 위한 연료를 제외하곤 전량 소진한다. SpaceX의 최종 목적 화성 탐사를 위해 필요한 속도 변화량은 16.2km/s 이다. 지구 표면에서 저궤도 도달까지 9.6km/s, 화성으로 가는 최적 경로인 호프만 전이궤도 항해에 3.6km/s, 화성 도착 후 착륙에 3.0km/s으로 구성된다. 그러나 Starship이 지닌 연료로 만들 수 있는 속도 변화량은 8.8km/s에 불과하다.

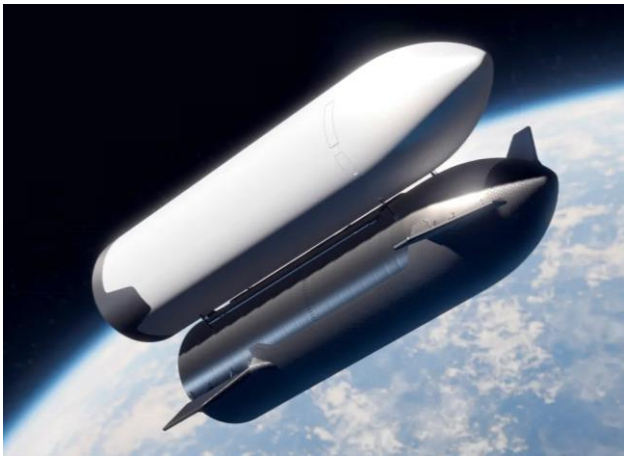
물리학적으로 SpaceX는 화성으로 향한다는 창립 목표를 달성하기 위해 궤도 내 재급유 기술 확보가 필수적이다. 2026년 중 Starship간 재급유를 시연할 예정이다. SpaceX는 2015년 12월 Falcon9의 지상 착륙에 처음으로 성공하며 우주 산업에 혁신을 이룬 바 있다. 2026년에는 재급유를 성공해 인류에게 혁신을 가져오고, 다시 한번 우주 경쟁에서 미국에 승리를 가져다줄 수 있을지 주목할 필요가 있다.

표4 Starship 화성 탐사에 필요한 가속도

(km/s)	필요한 Δv	비고
해수면 ~ 지구 표면	12.0	Super Heavy 부스터가 담당
지구 표면 ~ LEO	9.6	중력 손실 + 대기 저항 포함
LEO ~ 화성 이주 궤도	3.6	호프만 궤도 기준, 최단기간은 4.2
화성 착륙 전 감속	3.0	화성 대기 제동 영향 반영
총 필요 Δv	16.2	
로켓 방정식: $\Delta v = v_e \times \ln(m_0/m_f)$		
v_e= 엔진 배기 속도, Raptor Vacuum은 3.8		
m_0= 이륙 시 질량, 1,350톤		
m_f= 건조질량, 150톤		
Starship 획득 가능 Δv= 8.8		

자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

그림34 Starship 궤도 재급유 상상도



자료: SpaceX

원문: *The overlooked space race: keeping satellites alive (Spacenews)*