meritz Strategy Daily

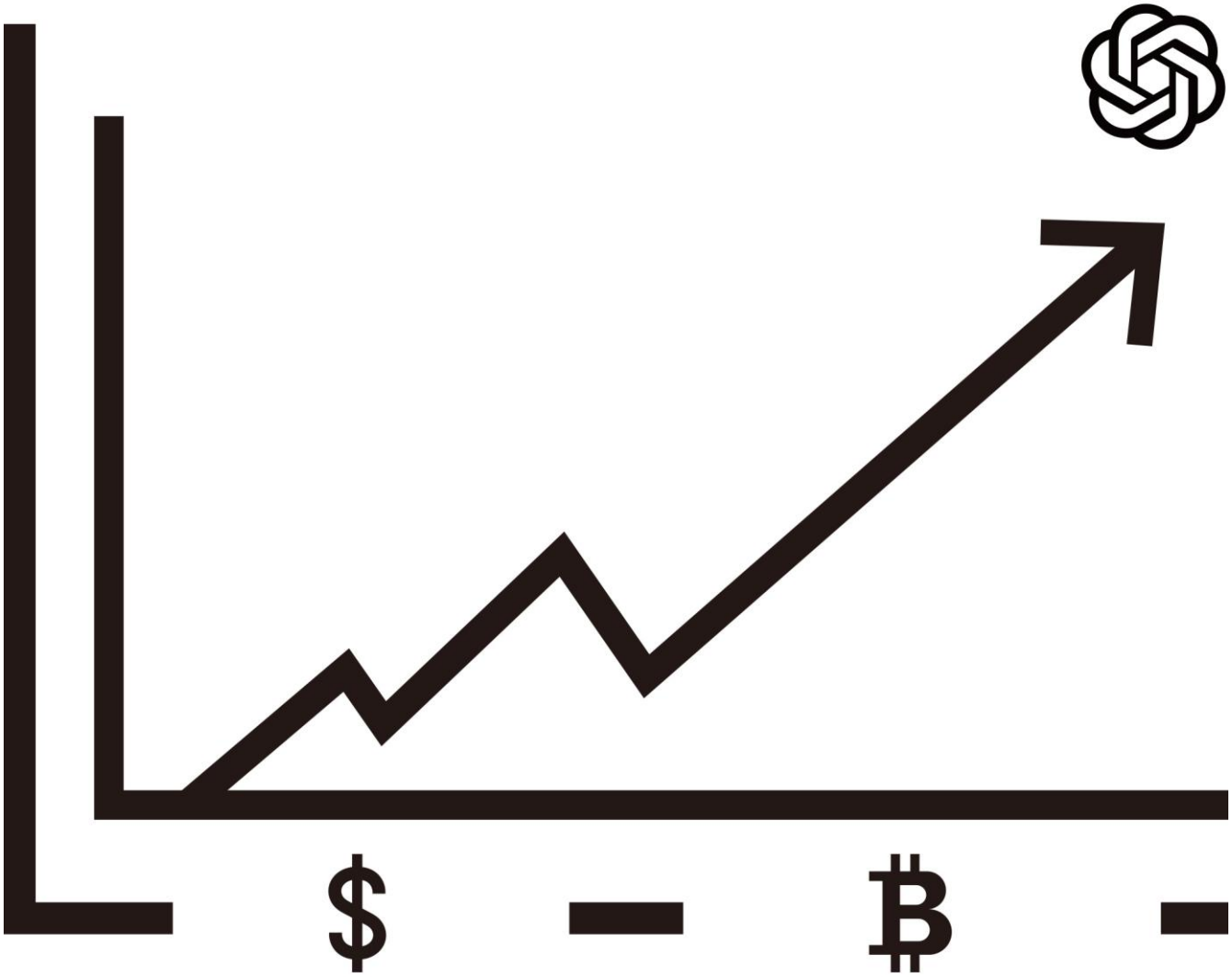
# 전략공감 2.0

2026. 1. 6 (화)

**Strategy Idea**
국장 Upside Risk

**오늘의 차트**
1월 바로미터(January Barometer)

**칼럼의 재해석**
4Q25의 대형 M&A 랠리를 이어갈 2026년



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.

meritz 메리츠증권

Strategy Idea

# 국장 Upside Risk

**투자전략**
Analyst **이수정**
sj_lee@meritz.co.kr

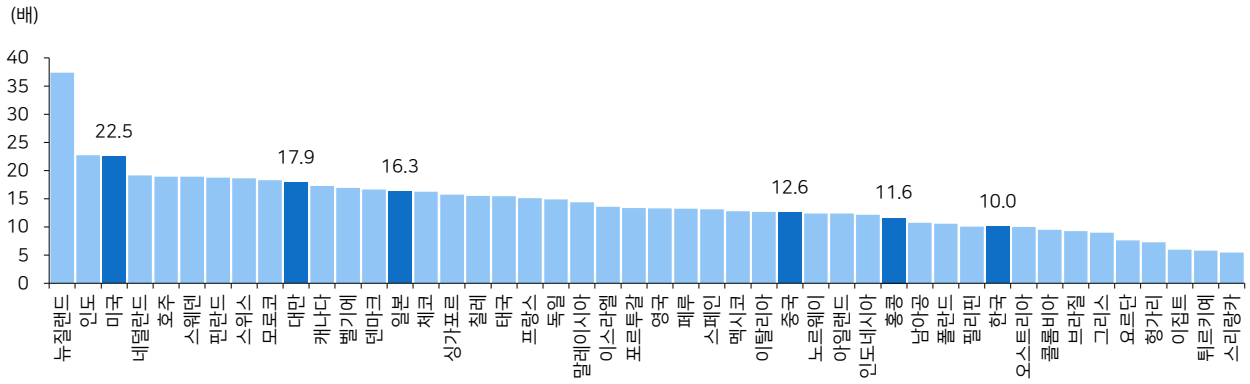
- ✓ 반도체: 고PER에 사서 저PER에 파는 시클리컬 vs. 길어지는 사이클, ROE 상승
- ✓ 서학개미의 환류: (1) 환율 영향은 미미 (2) 국내 증시에 미치는 영향은 유의미
- ✓ 대형주와 지수형 ETF로 쏠릴 개연성

## PBR = PER × ROE

시클리컬은 '고PER에 사서 저PER에 파는' 주식이다. 밸류에이션 멀티플은 사이클 저점에서 가장 높아지고, 사이클 고점에서 가장 낮아진다. 시장이 현재 이익이 아닌 장기 정상 이익을 의식해 가격을 매기기 때문이다.

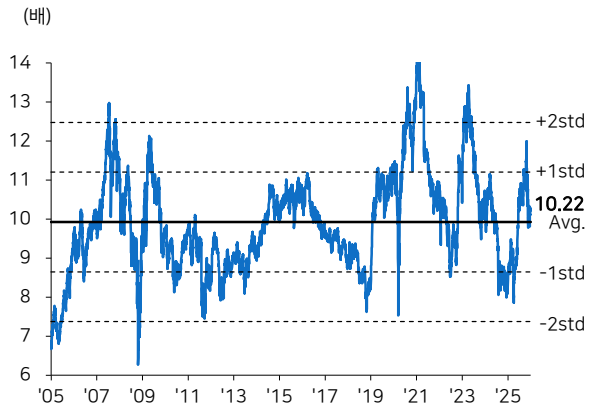
KOSPI 12개월 선행 PER은 다시 10배 수준으로 내려왔다. 12MF 합산 순이익 추정치가 3개월 전 242조 원 → 1개월 전 292조 원 → 현재 321조 원으로 가파르게 증가한 결과다. 전통적인 공식에 의하면 한국 증시를 매도해야할 시점이다.

그림1 **글로벌 증시 12M Forward PER**



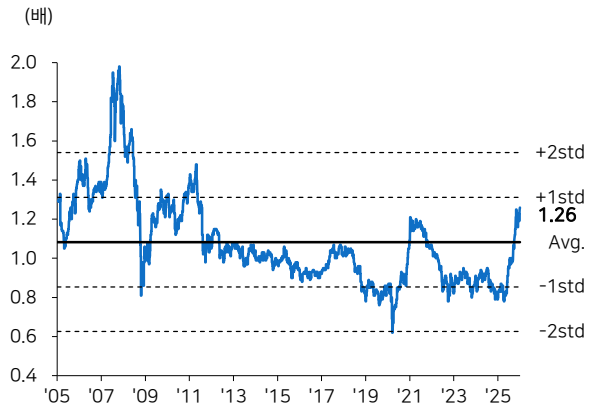

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림2 KOSPI 12M Forward PER



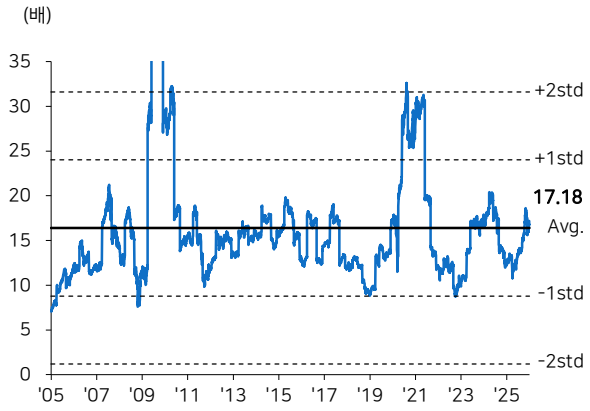

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림3 KOSPI 12M Forward PBR



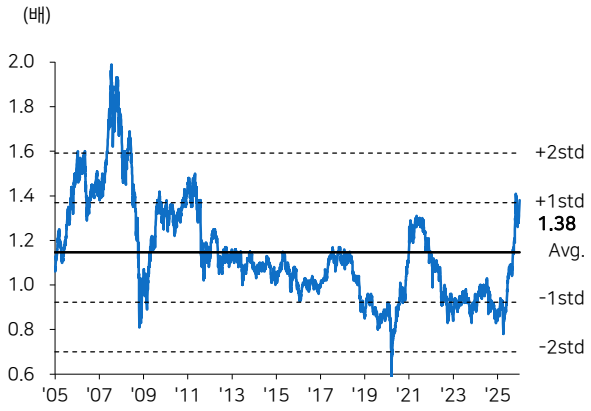

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림4 KOSPI 12M Trailing PER



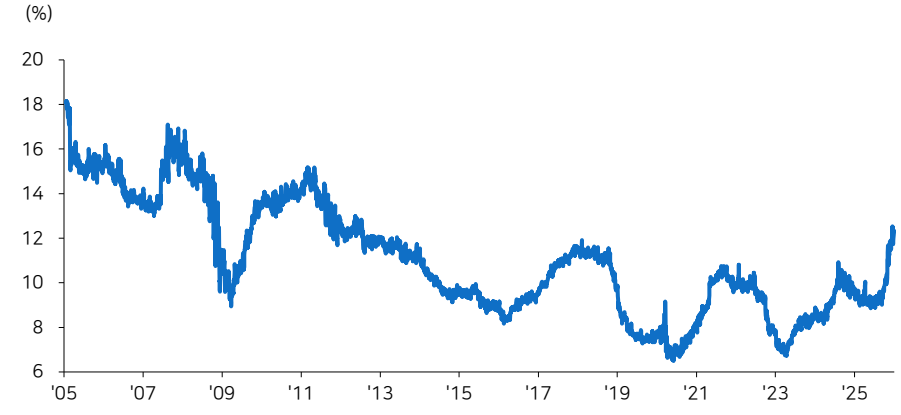

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림5 KOSPI 12M Trailing PBR




자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림6 KOSPI 12M Forward ROE

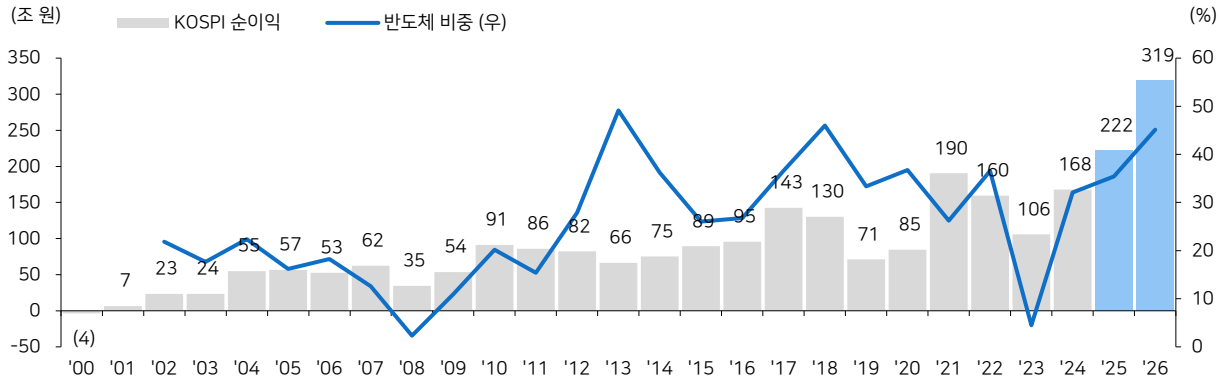



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그러나 PBR과 ROE의 향상에도 주목해야한다. PER이 역사적 평균으로 내려오는데 PBR은 올라가고 있다는 사실은 ROE의 기계적인 상승을 의미한다(PBR = PER × ROE). PER은 "이익 1원당 가격", PBR은 "자본 1원당 가격"인데, ROE가 높아 같은 이익을 더 적은 자본으로 만들어낼 수 있다면 PBR은 상승한다.

ROE는 자사주 매입·소각, 대규모 배당 등으로 자기자본이 줄어들 때도 올라가지만, 현재의 ROE 개선은 반도체 업종의 이익 체력과 자본 효율 개선 때문이다. 1월 2일 기준 2026E 반도체 업종 순이익 전망치는 144조 원으로 KOSPI 전체의 45%를 차지한다.

그림7 **KOSPI 순이익과 반도체 비중**

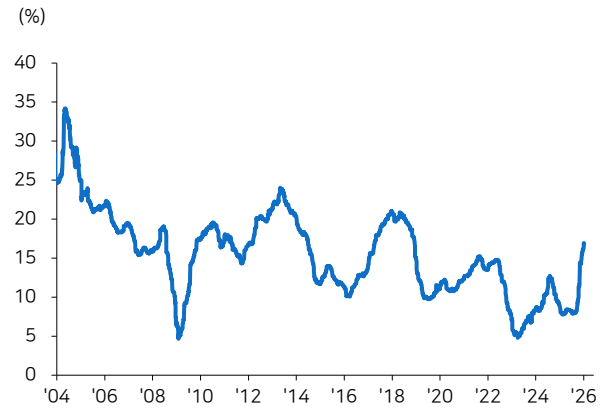



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

과거 2013년(49%)과 2018년(46%)에도 반도체의 이익 기여도가 40%를 넘어섰다. 다만 2013년 KOSPI는 2012~2016년 이어진 2000pt 전후의 박스피 구간을 벗어나지 못했고(연간 +0.7%), 2018년은 지수 레벨 자체가 크게 하락(-16.5%)했다.

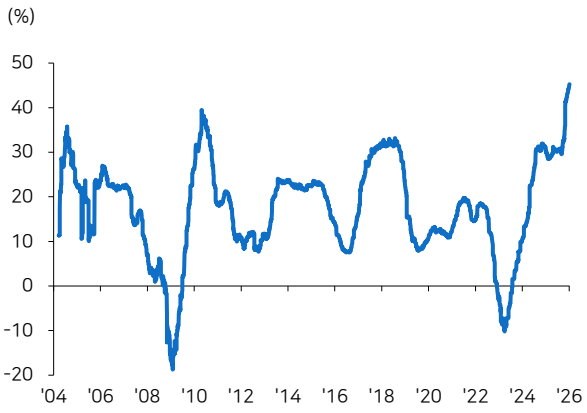
2013년은 공급 쇼크의 해(SK하이닉스 Wuxi 공장 화재), 2018년은 DRAM 슈퍼사이클이 종료된 해로, 시클리컬의 관성을 벗어나지 못했다. 반면 현재는 장기 계약 및 선점 효과로 사이클의 기간이 더 길게 인식되고 있다. 실제 메모리 3사는 2026년 메모리 생산능력을 사실상 완판했다고 밝혔다. 과거 사이클의 종료를 알렸던 스팟 계약가 하락이 당분간 나오기 어려운 구조다. 반도체를 팔 이유가 없는 국면이다.

그림8 삼성전자 12MF ROE



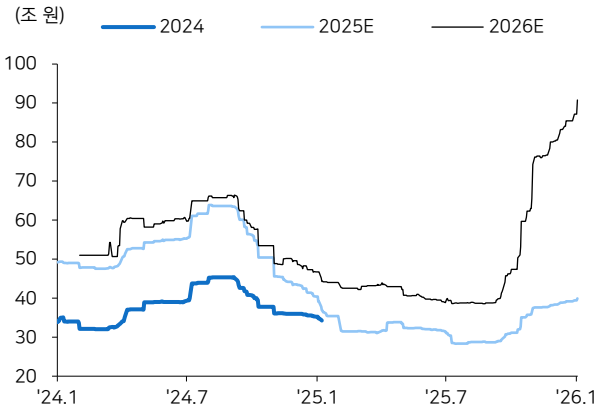

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림9 SK하이닉스 12MF ROE



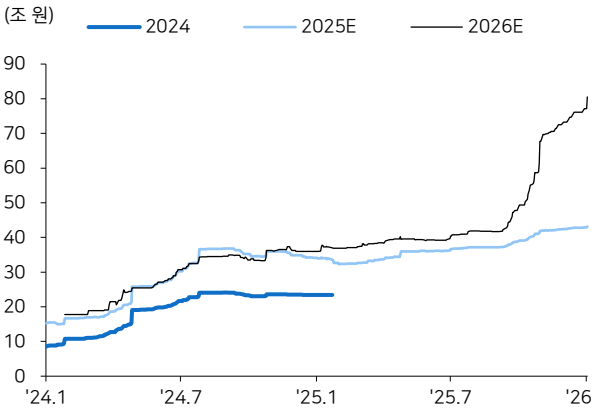

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림10 삼성전자 연간 영업이익 추정치: 90.8조 원



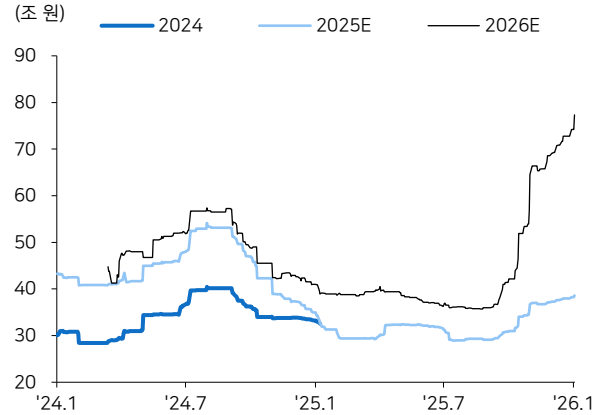

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림11 SK하이닉스 연간 영업이익 추정치: 80.5조 원



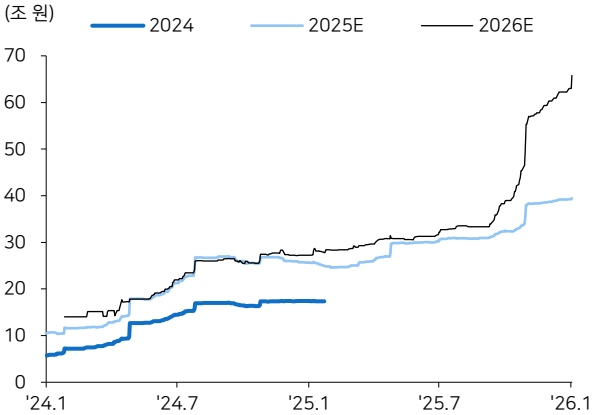

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림12 삼성전자 연간 순이익 추정치: 77.3조 원



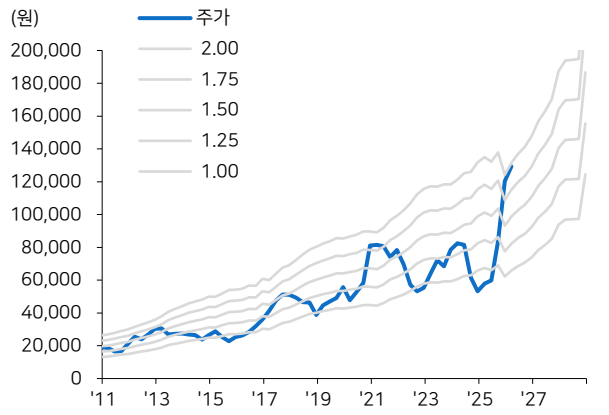

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림13 SK하이닉스 연간 순이익 추정치: 65.8조 원



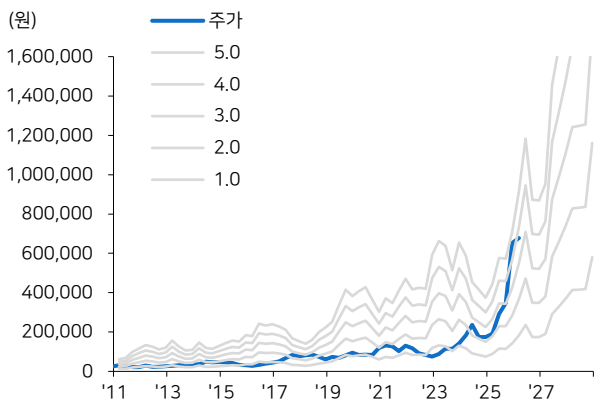

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림14 삼성전자 PBR 밴드



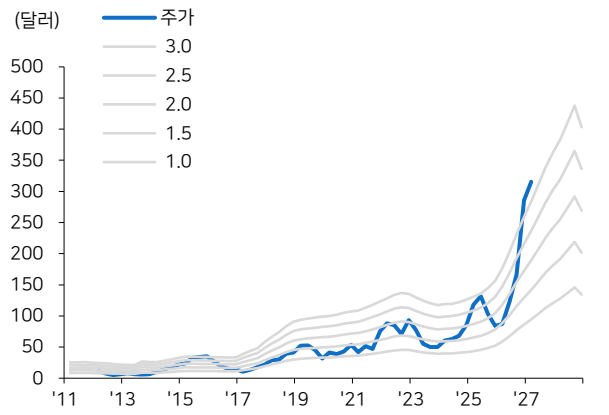

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 SK하이닉스 PBR 밴드



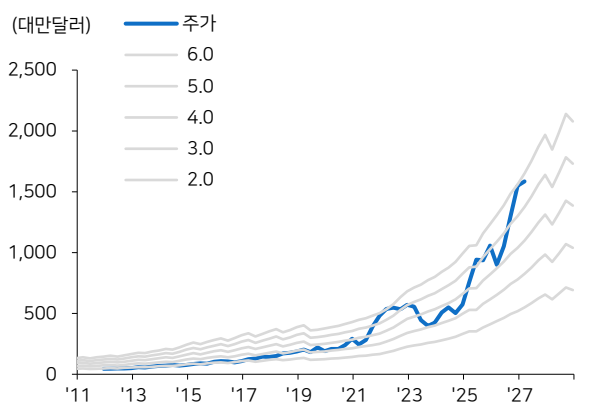

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 Micron PBR 밴드



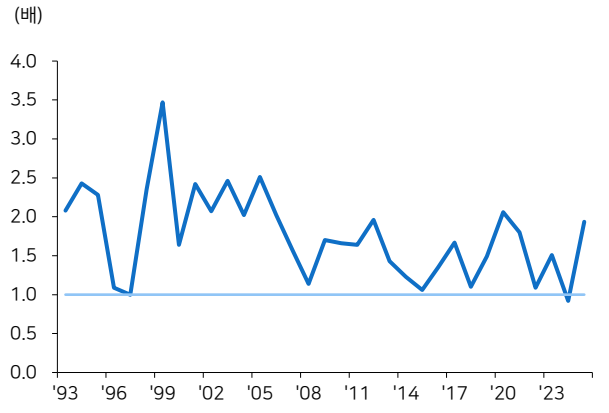

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 TSMC PBR 밴드



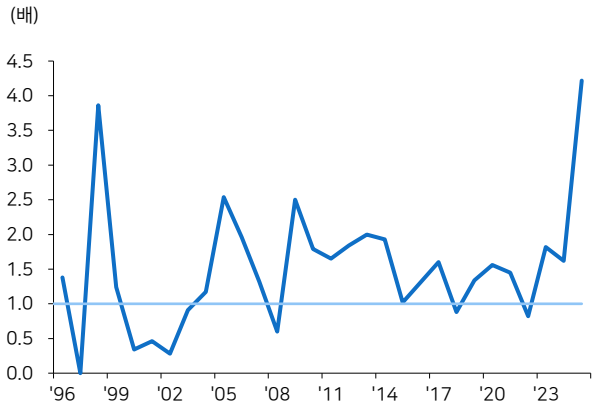

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 삼성전자 연말 PBR 추이




자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림19 SK하이닉스 연말 PBR 추이




자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림20 주가 잔여이익(Residual Income) 평가식: 장부가치(B) + 단기(향후 2년) 잔여이익의 현재가치 + 장기 성장/추정(Speculation)

$$P_{i,t} = B_{i,t} + \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E[X_{i,\tau+1} - rB_{i,t+\tau-1}]}{(1+r)^{\tau}}$$

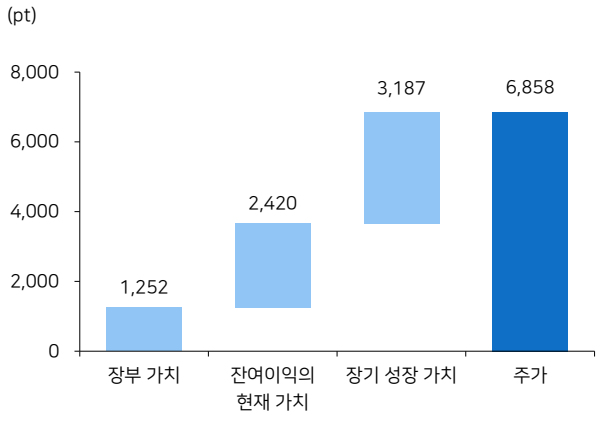
$$= B_{i,t} + \frac{E[X_{i,t+1} - rB_{i,t}]}{1+r} + \frac{E[X_{i,t+2} - rB_{i,t+1}]}{(1+r)r} + \boldsymbol{Speculation}$$

$$= Book\ value_t + Short - term\ growth + \boldsymbol{Long - term\ growth}$$

- $P_{i,t}$: 시점 $t$의 주가
- $B_{i,t}$: 시점 $t$의 자기자본 장부가치(book value of equity).
  $B_{i,t} = B_{i,t-1} + X_{i,t} - D_{i,t}$
- $X_{i,t}$: 기간 $t$의 순이익(보통주 귀속)
- $D_{i,t}$: 기간 $t$의 순배당(Net payouts) – 현금배당 + 순자사주매입(매입–발행)
- $r$ : 자기자본비용(cost of equity)
- $X_{i,t+1} - rB_{i,t}$: 기간 t의 잔여이익(Residual Income)

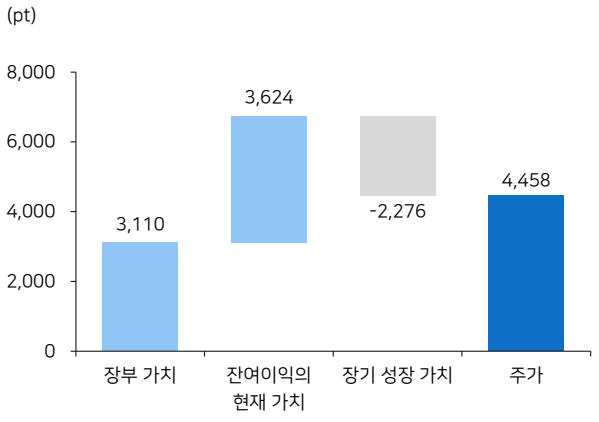
주: 할인율 = 10년물 국채 금리 + Beta * 주식 ERP
자료: Israel, Laursen, Richardson (2021), Is (Systematic) Value Investing Dead?

그림21 주가 잔여이익 평가식 분해 - S&P 500



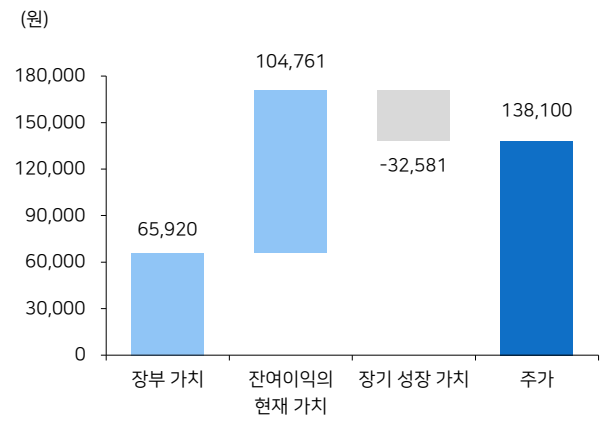

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 주가 잔여이익 평가식 분해 - KOSPI



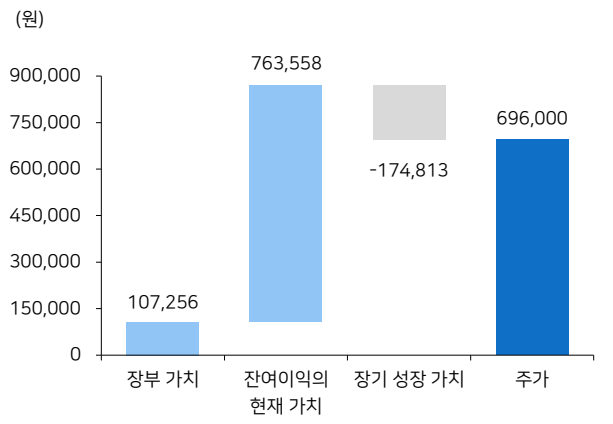

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 주가 잔여이익 평가식 분해 - 삼성전자




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 주가 잔여이익 평가식 분해 - SK하이닉스




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 서학개미 환류?

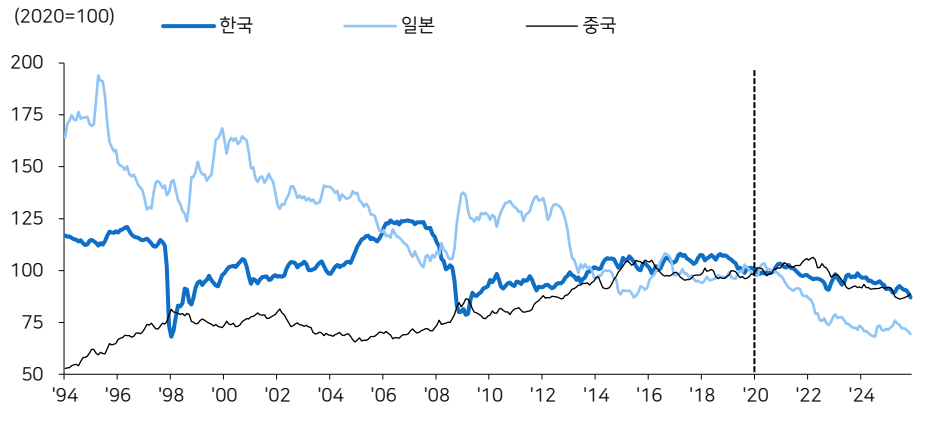
올해 또 하나의 변수는 해외투자자의 국내 복귀 여부다. 기획재정부는 해외주식을 매각한 뒤 국내주식에 장기 투자하면 1년 동안 한시적으로 양도소득세를 감면하는 정책을 발표했다. 2025년 3분기 말 개인투자자 해외주식 보유잔액(국제투자대조표 기준)은 $1,611억 규모다.

표1 국내투자 · 외환안정 세제지원 방안

| 정책 분야 | 국내 자본시장 활성화 / 자금 환류 | 환리스크 관리 / 외환시장 안정 | 기업 해외이익 환류(배당) |
|---|---|---|---|
| 세부 조치 | 환류투자계좌(RIA) 세제 지원 | 개인용 선물환(매도) + 환헤지 세제지원 | 해외자회사 배당 익금불산입* 100%로 상향 |
| 공식 설명 | 해외주식 양도차익에 대해 1년 한시 세제 인센티브를 제공하여, (2025-12-23 기준 보유분을 매도한 뒤) 원화로 환전해 국내 상장주식에 장기(예: 1년 이상) 투자하도록 유도 | 주요 증권사가 개인 대상 선물환(환헤지) 상품을 출시하도록 지원. 또한 (2025-12-23 기준 보유 해외주식에 대한) 환헤지 시행 시 세제 혜택을 부여 | 국내 모회사가 해외 자회사로부터 수령하는 배당에 대해 익금불산입률을 95%→100%로 상향해 이중과세 부담을 완화 |
| 적용 대상 | 개인(개인투자자) | 개인(개인투자자) | 법인(국내 모회사) |
| 적용 자산/범위 | 2025-12-23 기준 보유한 해외주식 | 2025-12-23 기준 보유한 해외주식 | 해외 자회사로부터 수령하는 배당 |
| 적용 요건 | 대상 해외주식 매도 → 매도대금 원화 환전 → RIA를 통해 국내주식에 장기 투자(예: 1년 이상 보유). 환류 시점에 따라 감면율 차등 | 대상 해외주식에 연계해 개인용 선물환(환헤지) 매도 거래를 체결(증권사 상품으로 제공) | 적용일 이후 지급되는 배당을 수령 |
| 혜택 | 해외주식 양도소득세(양도차익) 한시 감면/면제 | 환헤지 관련 해외주식 양도소득세 추가공제(보도에 따르면 헤지상품 매입액 연동) | 해외자회사 배당소득의 과세소득 산입 제외 확대(95%→100%) |
| 주요 조건/한도 | 1인당 감면 인정 매도금액 한도(예: 5천만원 US$34,000). 시점별 예시: 2026년 1분기 100%, 2분기 80%, 하반기 50% | 헤지상품 매입액의 최대 5%를 추가 공제(최대 500만원). 인정 잔액 기준은 연평균 최대 1억원으로 보도됨 | 해당 없음(비율 변경) |
| 시행 시점 | 1년 한시. 2026-01-01 이후(법 개정 및 제도/계좌 출시 시점에 따라) 적용 추진 | 개인용 선물환 상품 출시 즉시 적용 추진; 2026-01-01 이후(상품 출시 및 법령 정비에 따라) 적용 | 2026-01-01 이후 지급되는 배당에 적용 |
| 추진/확정 상태 | 조특법 등 법령 개정 추진 | 증권사 상품 출시 + 세제 근거 마련 필요 | 패키지의 일환으로 법령 개정 추진 |

주: *익금불산입 = 기업회계상으로는 수익에 해당하지만 법인세법상으로는 익금(과세대상 수익)에 포함하지 않는 항목
자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림25 **실질실효환율 지수**




자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

국내시장 복귀계좌 RIA(Reshoring Investment Account)는 개인당 매도금액 상한(예: 5천만원)이 설정될 예정으로 국내 환류 금액은 참가자 수에 의해 제한된다. 전부 상한까지 참여한다고 가정했을 때, 5만명 참여 → 2.5조원($17억 수준), 20만명 참여 → 10조원($69억), 100만명 참여 → 50조원($345억)의 식이다.

해외주식 양도세는 양도차익(-기본공제)에 부과되므로, 차익이 작거나 기본공제 범위에 가까운 투자자의 경우 RIA 인센티브가 약하다. 국내주식 1년 이상 보유 조건도 "국장"에 확신이 없는 투자자에게 진입장벽이 될 수 있다.

그럼에도 불구하고 단순 추정을 해보면, 잔고가 존재하는 활동 해외주식 계좌는 2025년 8월 기준 대략 1,105만 개다. 중복 계좌 보유를 감안한 해외주식 투자자 수는 약 600~710만 명이다. 달러 매도에 대한 환율 변동 민감도는 $10억 매도당 -0.14%1 ~ -0.5%2 범위로 제시된다. 해외주식 투자자 659만 명과 1인당 평균 환류액 2,500만 원/5,000만 원을 가정했을 때, 집행 기간에 따른 환율 영향 추정은 [표 2]~[표 3]과 같다.

서울 FX시장의 2024년 일평균 현물 거래량은 $123.1억인다. 즉 60거래일 시나리오의 일평균 달러 매도 규모($0.19~1.9억)는 현물 일평균의 약 0.15% ~ 1.54% 수준이다. 물론 파생까지 포함한 거래 규모는 훨씬 커 체감 충격은 더 작을 것이다. 이러한 추정은 RIA로 인한 순 달러 매도 부분만 고려한 기계적 계산으로, 실제

[1] Alain Chaboud, Benjamin Chiquoine, Erik Hjalmarsson, Clara Vega, 「Rise of the Machines: Algorithmic Trading in the Foreign Exchange Market」, Federal Reserve Board, International Finance Discussion Papers No. 980, Oct 2009

[2] Martin D. D. Evans, Richard K. Lyons, 「Order Flow and Exchange Rate Dynamics」, NBER Working Paper No. 7317 (1999)

환율은 미국 금리/달러지수, 수출입 결제, 외국인 주식·채권 플로우, 당국 개입 등에 의해 쉽게 상쇄될 수 있다.

표2 서학개미 환류 - 집행 기간 20거래일(1개월) 시나리오 환율 영향

| 참여율 | 1인 평균 환류액 | 총 환류액 (조 원) | 총 달러매도 (십억 달러) | 일간 USD/KRW 하락폭 (원) | 집행완료 시점 환율 레벨 하락폭 (원) |
|---|---|---|---|---|---|
| 1% | 2,500만원 | 1.65 | 1.14 | 0.12 ~ 0.41 | 2.3 ~ 8.2 |
| 1% | 5,000만원 | 3.3 | 2.29 | 0.23 ~ 0.82 | 4.6 ~ 16.5 |
| 3% | 2,500만원 | 4.95 | 3.43 | 0.35 ~ 1.24 | 6.9 ~ 24.7 |
| 3% | 5,000만원 | 9.89 | 6.86 | 0.69 ~ 2.47 | 13.9 ~ 49.5 |
| 5% | 2,500만원 | 8.25 | 5.71 | 0.58 ~ 2.06 | 11.5 ~ 41.2 |
| 5% | 5,000만원 | 16.49 | 11.43 | 1.15 ~ 4.12 | 23.1 ~ 82.5 |

주: 기준 환율 1 달러 = 1,443원 (현 시점 중간환율 수준), 총 환류액(원) = 투자자수 × 참여율 × 1인 평균환류액,
총 달러매도($) = 총 환류액(원) ÷ (원/달러), 추정 하락폭(원) = (기준환율) × (탄력% × (달러매도액 / $1bn))
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 서학개미 환류 - 집행 기간 60거래일(1분기) 시나리오 환율 영향

| 참여율 | 1인 평균 환류액 | 총 환류액 (조 원) | 총 달러매도 (십억 달러) | 일간 USD/KRW 하락폭 (원) | 집행완료 시점 환율 레벨 하락폭 (원) |
|---|---|---|---|---|---|
| 1% | 2,500만원 | 1.65 | 1.14 | 0.04 ~ 0.14 | 2.3 ~ 8.2 |
| 1% | 5,000만원 | 3.3 | 2.29 | 0.08 ~ 0.27 | 4.6 ~ 16.5 |
| 3% | 2,500만원 | 4.95 | 3.43 | 0.12 ~ 0.41 | 6.9 ~ 24.7 |
| 3% | 5,000만원 | 9.89 | 6.86 | 0.23 ~ 0.82 | 13.9 ~ 49.5 |
| 5% | 2,500만원 | 8.25 | 5.71 | 0.19 ~ 0.69 | 11.5 ~ 41.2 |
| 5% | 5,000만원 | 16.49 | 11.43 | 0.38 ~ 1.37 | 23.1 ~ 82.5 |

주: 기준 환율 1 달러 = 1,443원 (현 시점 중간환율 수준), 총 환류액(원) = 투자자수 × 참여율 × 1인 평균환류액
총 달러매도($) = 총 환류액(원) ÷ (원/달러), 추정 하락폭(원) = (기준환율) × (탄력% × (달러매도액 / $1bn))
자료: 메리츠증권 리서치센터

한편 서학개미의 환류가 국내 증시에 미치는 영향은 환율보다 더 유의미할 수 있다. 총 환류액 10조 원 내외(예: 참여율 3% · 5,000만원)는 2025년 외국인 순매도 9조원 전체를 상쇄할 수 있는 규모다. 20거래일 시나리오의 일평균 환류액은 작년 거래대금 대비 0.49~4.87% 수준으로 지수 레벨에 방향성 압력을 줄 수 있는 규모다. 특히 자금이 대형주와 지수형 ETF로 쏠린다면 체감 영향은 더욱 강력해진다. 1분기 삼성전자를 비롯한 대형주의 업사이드 리스크에 주목한다.

표4 서학개미 환류 - 집행 기간 20거래일(1개월) 시나리오 국내 거래대금 영향

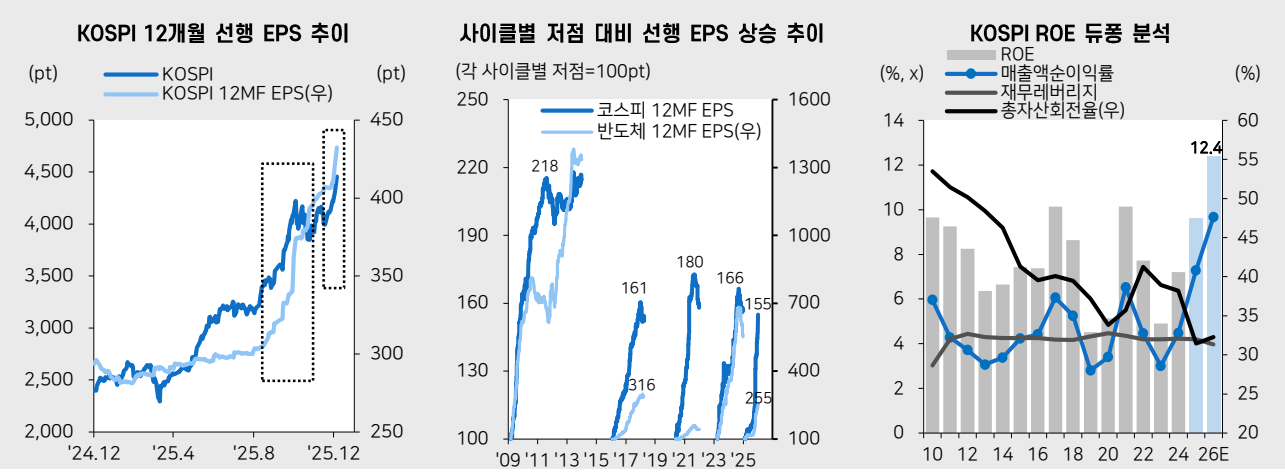
| 참여율 | 1인 평균 환류액 | 총 환류액 (조 원) | 일간 환류액 (원) | 2025년 일평균 거래대금 대비 | 2025년 12월 일평균 거래대금 대비 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1% | 2,500만원 | 1.65 | 0.082조(824억) | 0.49% | 0.32% |
| 1% | 5,000만원 | 3.3 | 0.165조(1,648억) | 0.97% | 0.63% |
| 3% | 2,500만원 | 4.95 | 0.247조(2,471억) | 1.46% | 0.95% |
| 3% | 5,000만원 | 9.89 | 0.494조(4,943억) | 2.92% | 1.90% |
| 5% | 2,500만원 | 8.25 | 0.412조(4,119억) | 2.44% | 1.58% |
| 5% | 5,000만원 | 16.49 | 0.824조(8,238억) | 4.87% | 3.17% |

주: 2025년 일평균 거래대금 16.9조원(KRX+NXT 합산), 2025년 12월 대략 26조 원
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 오늘의 차트

이수정 연구위원

### 1 월 바로미터(January Barometer)




주: KOSPI 12MF EPS = KOSPI 종가 / KOSPI 12MF PER 값으로 산출
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

2026년 KOSPI는 2거래일 연속 사상 최고치를 경신하며 4,457.52pt를 기록했다. 1월증시 수익률은 상반기 주도 업종과 '26년 연간 시장 상승 여부를 가늠하는 바로미터로 볼 수 있다. 역사적으로 S&P500과 KOSPI 모두 1월 주가 수익률 상위 업종이 2~6월까지 높은 수익률을 보여준 경향이 존재한다. 나아가 '05년 이후 1월 시장 상승 마감 시 KOSPI 연간 지수 상승 확률은 83%, 평균 수익률은 +18.2%에 달한다('25년 수익률 제외 시 +13.0%). 1월 증시 동향을 눈여겨봐야 할 이유이다.

'26년 1월 그리고 '26년 전체에 걸쳐 KOSPI 상승의 주요 동인은 이익 모멘텀의 지속성이라 판단한다. '25~'26년 KOSPI +85.8% 수익률은 PER +26.2%p, EPS +47.2%p에 기인해 전체 지수 상승 중 64%가 펀더멘털로 설명된다. KOSPI 12개월 선행 EPS는 11개월 연속 상향 조정 중이다.

주목할 점은 '26년 들어 선행 EPS 상승 추세가 '25년 9~10월과 유사한 전개 양상이라는 것이다('25년 9월 수익률 +7.5%, 10월 수익률 +19.9%). ① 4개월 연속 서프라이즈를 기록한 한국 12월 수출(전년대비 +13.4%) 데이터 ② 마이크론 실적 및 가이던스가 컨센서스를 상회하며 메모리 업황이 여전히 업사이클 초입 국면에 있음을 재확인한 점은 KOSPI 이익 모멘텀을 이어갈 재료가 될 수 있다.

또한 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. 현재 저점 대비 +55% 상향되었다.

PBR과 ROE의 향상에도 주목해야한다. 현재 12개월 선행 PER(10.31배)은 '25년 고점(11.99배) 대비 -14% 하락했지만, 12개월 후행 PBR(1.43배)로 '25년 고점(1.41배)를 넘어섰다. PBR=PER*ROE 식을 고려했을 때, 매출액순이익률 상승에 기인한 ROE 개선이 PBR 지표를 지지하고 있다.

## 칼럼의 재해석

김준영 수석연구원

### 4Q25 의 대형 M&A 랠리를 이어갈 2026 년 (Fierce Pharma)

2025년 상반기 빅파마들은 규제 일정과 가격 환경을 가늠하기 어려워 딜 체결을 보류했다. 그러나 연말로 갈수록 규제에 대한 가시성이 높아지며 시장이 빠르게 회복됐다. 2025년 최대 거래 대부분이 하반기, 특히 4분기에 집중되며 분위기 반전을 확인시켰다.

이 흐름은 2026년에도 이어질 가능성이 크다는 전망이 우세하다. 특허 절벽으로 2030년까지 대규모 매출 감소이 예상되면서 파이프라인 재건 압박이 커지고 있다. 견조한 재무 여력과 개선된 바이오텍 투자심리가 맞물려 10억 달러 이상 거래가 다수 발생할 수 있다는 관측이 나온다. 바이오텍 밸류에이션도 2025년 봄 저점 이후 큰 폭으로 반등하며 매수자와 매도자 간 힘의 균형을 회복시켰다.

M&A의 초점은 점점 더 구체적인 치료 영역과 검증된 자산으로 이동하고 있다. 신경과, 종양학, 심혈관·대사 분야가 핵심 타깃으로 부상했으며, GLP-1을 중심으로 한 경쟁이 이를 가속했다. 대형 제약사들은 무관한 확장보다 파이프라인을 메우는 전략적 인수를 선호하는 모습이다. 초대형 통합 거래보다는 선택과 집중, 그리고 필요할 경우 효율성 제고를 위한 통합 가능성이 논의되고 있다.

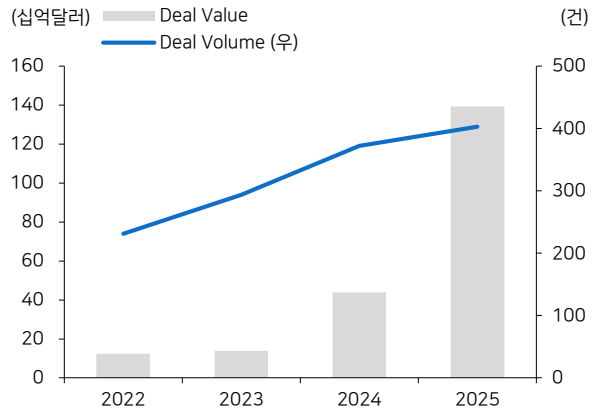
### 하반기에 집중된 2025 바이오 M&A

2025년 1월 13일 Johnson & Johnson이 Intra-Cellular Therapies를 146억 달러에 인수한다고 발표하자, 바이오파마 M&A 시장은 대형 거래에 대한 기대감으로 부풀었다. 그러나 실제 상반기 딜 건수는 216건에 그쳤고, 딜 규모는 143.7억 달러에 불과했다. 2024년 상반기 딜 규모였던 240.5억 달러에 비해 못 미치는 수치다.

상반기 M&A 정체의 원인은 불확실성이었다. 2025년 초 유례없는 수준의 FDA의 인력 이탈과 조직 개편이 진행되며, 심사 일정의 예측 가능성이 낮아졌다. 후기 임상 자산은 허가 시점에 따라 순현재가치가 크게 달라지기 때문에 이는 인수 자산의 가치 평가에 있어 직접적 부담으로 작용했다.

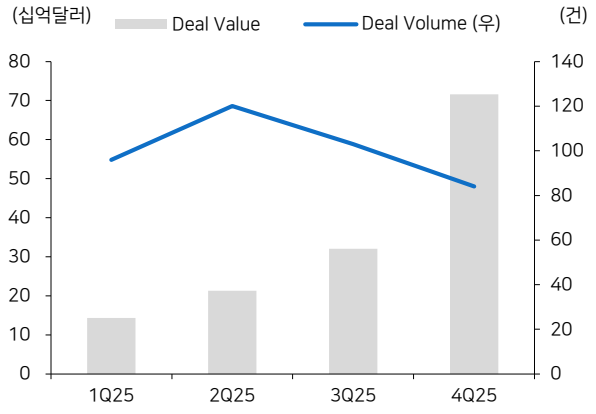
무엇보다 트럼프 행정부가 취임 후 의약품에 관세를 부과하겠다는 계획을 발표했고, 지난 5월에는 미국 약가를 최대 90% 인하하는 행정명령을 발표했다. 대상 파이프라인의 장기 현금흐름 가정이 불안정해지자 다수 기업들이 딜 체결 결정을 유보하는 양상이 나타났다.

그림1 연도별 글로벌 바이오 딜 추이




주: M&A, Licensing Agreement, Partnership 거래 기준
자료: Global data, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025년 분기별 글로벌 바이오 딜 추이



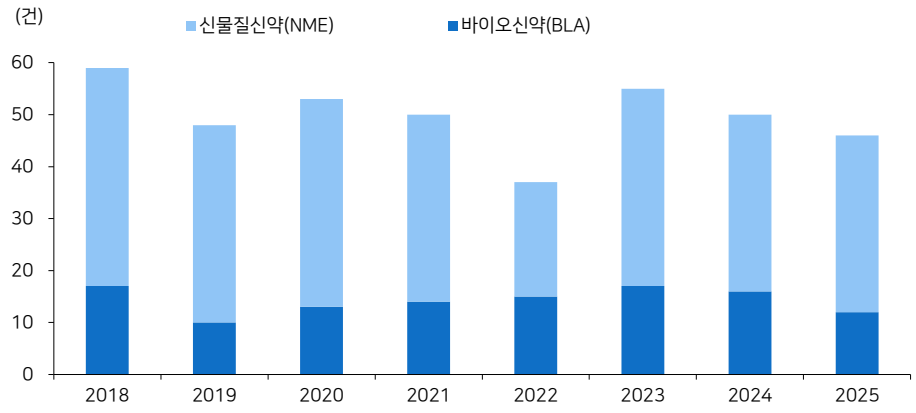

주: M&A, Licensing Agreement, Partnership 거래 기준
자료: Global data, 메리츠증권 리서치센터

트럼프 행정부와 주요 글로벌 제약사들이 약가 인하 관련 협상을 체결해 정책 리스크가 해소되자 2025년 하반기 M&A 거래가 재개됐다. 2025년에 집행된 최대 10건의 거래 중 8건이 하반기에 발생했으며, 그중 6건은 4분기에 이루어졌다.

다만 거래 재개 이후에도 매수자들이 여전히 보수적인 태도를 유지하면서 거래 구조는 리스크를 낮추는 방향으로 변화했다. 2025년 4분기 M&A 거래에서 평균 마일스톤 지급액은 3분기 대비 255% 증가하며 조건부 지급 비중의 증가 양상을 보였다. 또한 매출이나 주가 등 재무 지표 중심의 과거 마일스톤과 달리 임상 진행, 허가 일정, 생산·상업화 단계 진입 등 운영 기반 마일스톤이 빈번하게 등장하는 추세다.

상장 기업 주주에게 마일스톤 달성 시 추가 가치를 제공하는 조건부 가치 권리(CVR) 역시 빈번하게 활용됐다. 화이자의 메트세라 인수, 노보 노디스크의 Akero Therapeutics 인수, Roche와 89bio 간 35억 달러 규모 거래 모두 CVR을 포함한 구조를 채택했다. 이러한 구조는 불확실한 규제·약가 환경 속에서 매수자와 매도자 간 밸류에이션 격차를 조정하고, 거래 성사 가능성을 높일 수 있다.

그림3 **근 3년 이래 최저를 기록한 2025년 FDA 신약 승인 수**




자료: FDA, 메리츠증권 리서치센터

## 2026년 M&A 분위기를 이끌어갈 구조적 동인

업계에 따르면 2026년 바이오 M&A 딜 속도는 더욱 빨라질 전망이다. 다수의 글로벌 블록버스터 의약품이 특허 만료 구간에 진입하기 때문이다. 현재 BMS, Abbvie, Merck, Pfizer 등의 글로벌 빅파마 다수가 특허 절벽으로 인한 매출 감소를 앞두고 있으며, 2025년부터 2034년까지 특허 만료로 인해 약 2,340억 달러의 매출이 감소될 것으로 예상된다.

내부 R&D만으로 이 공백을 상쇄하기는 어려운 만큼, 제품과 후기 임상 파이프라인을 단기간에 확보할 수 있는 M&A의 전략적 중요성이 커지고 있다. 실제로 2025년 하반기 조 단위 인수에 나선 기업들은 공통적으로 기존 주력 제품에 대한 매출 의존도가 높고, 블록버스터 의약품의 특허 만료가 가시화된 기업들이었다.

Sanofi는 2025년 하반기에만 세 건의 인수를 발표하며, 총 거래 규모가 최대 180억 달러에 이르는 공격적인 M&A를 단행했다. Dynavax 인수를 통해 성인용 B형간염 백신과 대상포진 후보물질을 확보했고, Blueprint Medicines와 Vicebio 인수를 통해 희귀·면역 및 백신 파이프라인을 보강했다. 이는 2031년 특허 만료가 예정된 Dupixent의 매출 의존도를 낮추기 위한 포트폴리오 재편으로 볼 수 있다.

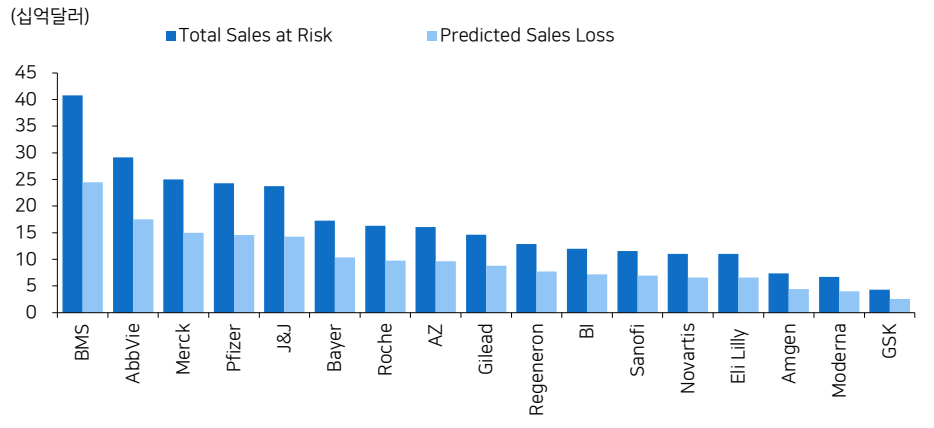
Novo Nordisk 역시 위고비의 주성분인 Semaglutide 특허가 2026년부터 주요 국가에서 순차적으로 만료될 예정인 상황에서, Akero Therapeutics를 최대 52억 달러에 인수해 MASH 후보물질 Efruxifermin을 확보했다. 이는 비만 단일 적응증에 대한 의존에서 벗어나, 동일 환자군 내 대사질환 전반으로 포트폴리오를 확장하려는 전략으로 해석된다.

**표1 빅파마 별 주요 의약품 특허만료일 및 매출 비중**

| 의약품 명 | 기업 명 | 특허만료 (미국) | 특허만료 (유럽) | 매출 비중 |
|---|---|---|---|---|
| Ozempic | Novo Nordisk | 2032 | 2031 | 41.0% |
| Keytruda | Merck | 2036 | 2028 | 47.1% |
| Eliquis | BMS | 2028 | 2026 | 30.6% |
| Opdivo | BMS/Ono | 2028 | 2026 | 20.7% |
| Ibrance | Pfizer | 2027 | 2024 | 6.8% |
| Imbruvica | Abbvie/JNJ | 2026 | 2026 | 4.9% |
| Biktarvy | Gilead | 2036 | 2033 | 52.2% |
| Dupixent | Sanofi | 2031 | 2032 | 33.9% |
| Ocrevus | Roche | 2029 | 2028 | 71.1% |
| Trulicity | Eli Lillly | 2027 | 2033 | 7.1% |

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

**그림4 특허 만료로 인한 빅파마 매출 감소액**




자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

바이오텍 밸류에이션의 반등 역시 딜에 우호적인 환경을 조성했다. 미국 바이오텍 중소형주 주식 지수인 XBI은 2025년 4월, 트럼프의 관세 정책 발표를 기점으로 최저를 기록했으나 지난 12월 75% 증가해 2021년 이후 최고 수준을 기록했다. 이는 강력한 재무 여력을 갖춘 빅파마들과 매도자들 간 힘의 균형을 맞추는 데 기여할 수 있다.

## 빅파마 전략 변화와 국내 바이오

향후 전개될 M&A는 동급 대형사 간 수평적 합병보다는 파이프라인 공백을 보완하기 위한 선택적·테마형 거래가 주류를 이룰 가능성이 높다. 과거에는 대형 제약사들이 플랫폼이나 초기 파이프라인을 포함해 광범위한 치료 영역을 수평적으로 인수하는 사례가 많았다. 그러나 현재는 지배력을 보유한 치료 영역에서 성공 확률이 높은 인접 자산만을 선별적으로 확보하는 방향으로 전략이 변화하고 있다.

국내 바이오 기업들 역시 글로벌 빅파마에 경쟁력을 인정받아 2025년 딜을 활발하게 이어갔다. 에이비엘바이오는 2025년 11월 Eli Lilly와 Grabody-B 플랫폼에 대해 최대 26억 달러 규모의 라이선스·연구·협력 계약을 체결했다. Lilly는 라이선스 체결 직후 ABL Bio에 지분투자까지 병행하며 해당 플랫폼에 대한 장기적 접근권을 확보했다. 이는 국내 바이오 기업의 기술력이 글로벌 빅파마에 인정받기 시작했음을 보여주는 사례다. 이러한 상황에서 글로벌 M&A 시장의 긍정적 흐름은 국내 기업들에게도 라이선스 및 전략적 투자 형태의 수혜로 이어질 가능성이 있다.

**원문:** *2026 forecast: After a surge of M&A in Q4, will the trend continue? (Fierce Pharma)*