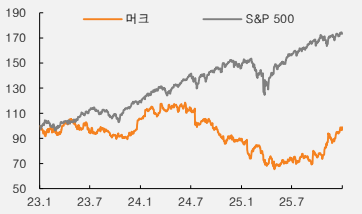
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.1.15

투자의견(유지)	중립
목표주가(상향)	▲ USD 100
현재주가(26/1/14)	USD 111.01
상승여력	-9.9%

S&P 500(p)	6,926.99
EPS 성장률(25F,%)	19.4
P/E(25F,x)	13.0
배당수익률(%)	3.1
시가총액(십억USD)	275.53
시가총액(조원)	405.80
상장주식수(백만주)	2,482.0
60일 평균 거래대금(백만USD)	1,341.55
52주 최저가(USD)	73.47
52주 최고가(USD)	111.01

(%)	1M	6M	12M
절대주가	10.7	32.7	11.4
상대주가	9.1	20.1	-6.0



[글로벌 바이오텍]

서미화
mihwa.seo@miraeasset.com

머크

Next 키트루다를 보여줘야 할 때

키트루다 충격 관리를 위한 노력

머크에게 가장 중요한 것은 Next 키트루다이다. 키트루다 정맥주사형은 2028년 특허만료를 앞두고 있으며, 이에 따라 머크는 특허 이후 키트루다의 매출 급감을 막으면서 신규 매출을 채울 수 있는 Next 키트루다 아이템을 찾고 있다. 키트루다는 병용요법, 피하주사 제형 출시를 통해 매출하락을 방어할 계획이다. 키트루다 피하주사제형인 QLEX는 1분내 피하주사가 가능하며 18~24개월 내 채택률 30~40%를 목표로 하고 있다.

머크는 ADC 모달리티에 대한 파이프라인도 보유하고 있다. 22년 5월, 중국 켈룬을 통해 확보한 sac-TMT(TROP2 ADC)는 16건의 임상 3상이 진행 중이며, 이중 11건의 임상은 성공 시, First-in-class 허가 가능성이 높다. 26년 임상 3상 결과가 기대되는 ADC 파이프라인은 다이이찌산쿄와 함께 개발 중인 I-DXd(B7-H3 ADC)다.

면역학 분야에서 주목할만한 파이프라인은 Tulisokibart(TL1A)다. Tulisokibart는 23년 4월 프로메테우스를 108억 달러에 인수하며 확보한 파이프라인 중 하나다. Tulisokibart는 항염증 및 항섬유화의 이중 작용 기전을 가진다. 궤양성 대장염과 크론병 시장은 2028년 280억 달러까지 성장할 것으로 전망된다. Tulisokibart는 2031년 13억 달러의 매출이 전망되며, 8월 임상 3상에 대한 결과발표가 기대된다.

목표주가 100달러로 상향하나, 투자의견 중립 유지

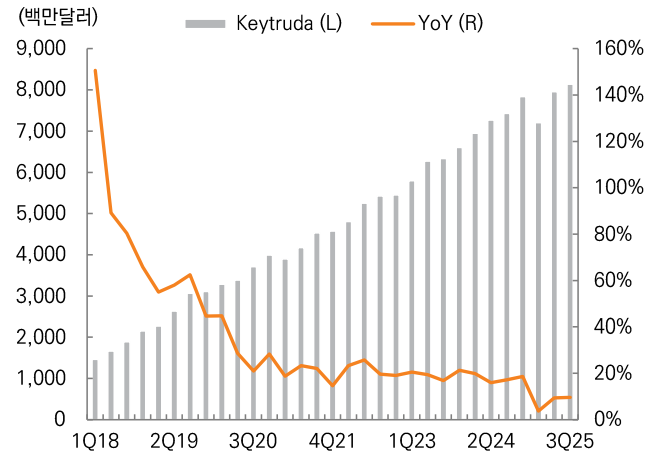
머크의 2026년 매출액은 685억 달러(+6.5% YoY), 영업이익 232억 달러(+4.8% YoY)로 추정했다. 2026F EPS 7.67 달러(기존 25년 7.16 달러)를 반영하여 목표주가를 100 달러(기존 91 달러)로 10% 상향한다. 상승여력이 -9.9% 인점을 고려하여 투자의견 중립은 유지한다. 주가는 25년 상반기를 저점으로 반등하여 글로벌 빅파마 평균 14.3배와 유사한 14.5배에 도달했다. 하지만 여전히 키트루다의 특허 만료 이후에 대한 우려는 남아있다. 또한, 24년 이후 역성장 중인 자궁경부암 백신 가다실 매출 또한 중국 수출 회복이 어렵고, 최근 CDC의 1회 접종 권고까지 더해지며 26년 성장도 어려울 것으로 예상된다.

추가적인 주가의 반등을 위해서는 키트루다 QLEX(SC제형)의 점유율 확대와 확실한 Next 키트루다 품목의 성과가 더 필요하다는 판단이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (USD bn)	60	64	66	68	71
영업이익 (USD bn)	2	20	22	23	25
영업이익률 (%)	3.3	31.3	33.3	33.8	35.2
순이익 (USD bn)	0	17	20	19	20
EPS	0.14	6.76	8.07	7.67	8.22
ROE (%)	0.9	40.8	40.0	31.3	27.6
P/E (배)	757.8	14.7	13.0	14.5	13.5
P/B (배)	2.9	2.4	2.3	2.1	1.9

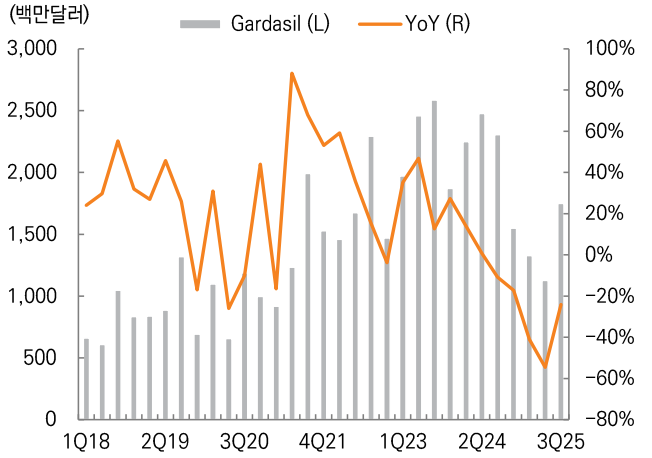
주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 머크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 키트루다 분기별 매출 추이



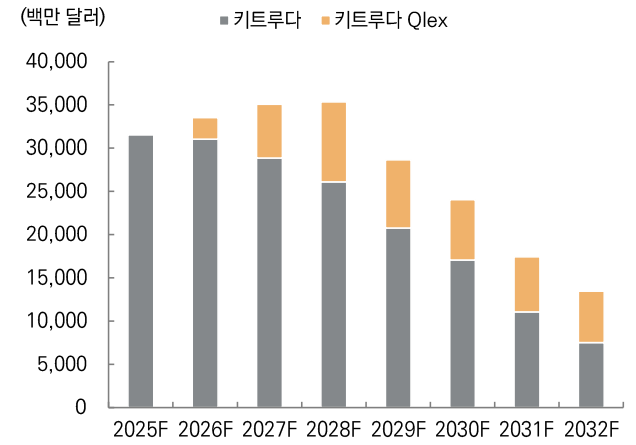
자료: 머크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 가다실 분기별 매출 추이



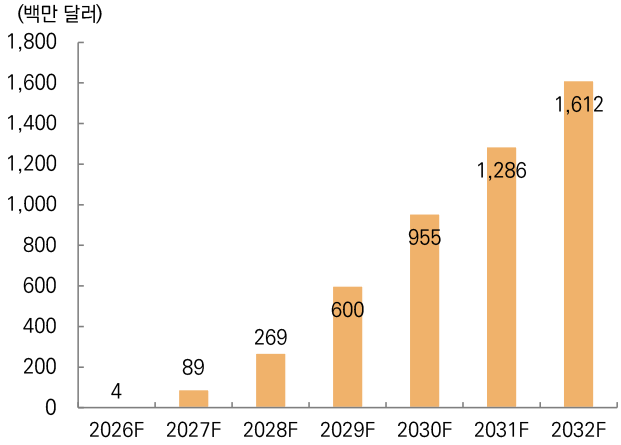
자료: 머크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 키트루다 매출 전망치



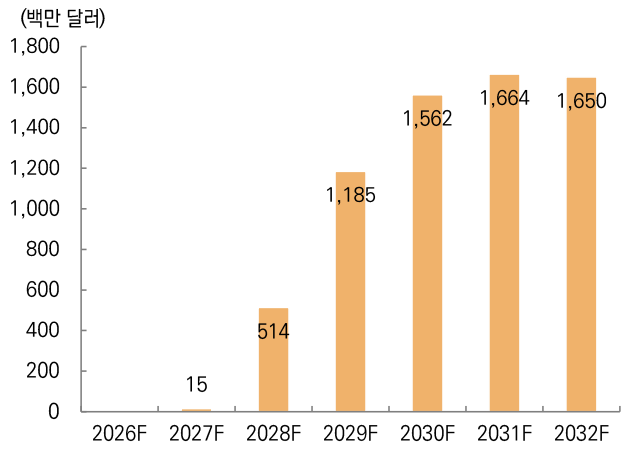
자료: 이밸류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. Tulisokibart 매출 전망치



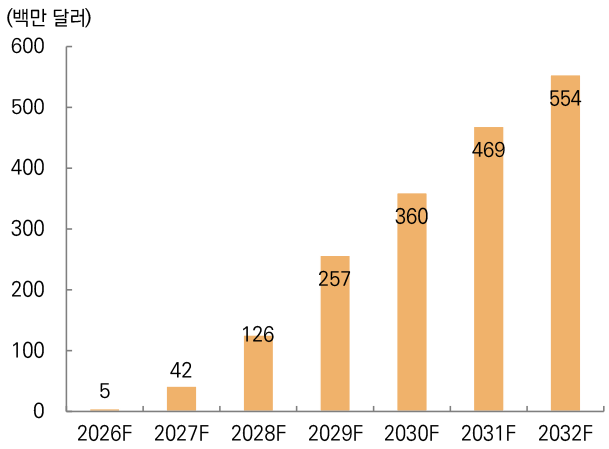
자료: 이밸류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. sac-TMT(TROP2 ADC) 매출 전망치



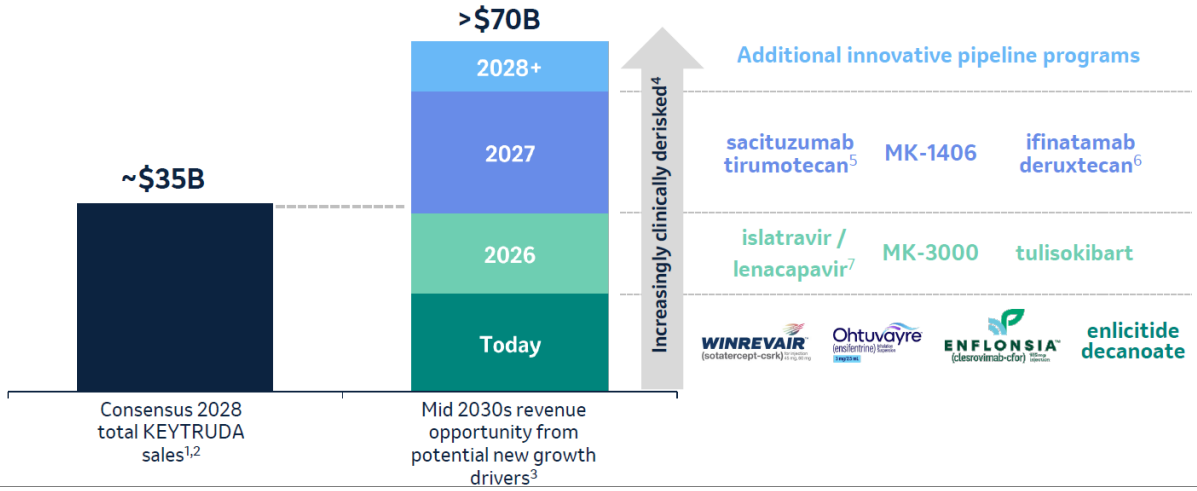
자료: 이밸류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. I-DXd (B7-H3 ADC) 매출 전망치



자료: 이밸류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 키트루다 이외의 새로운 성장 동력



자료: 이밸류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 머크 실적 추정치 (백만 달러)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	15,775	16,112	16,657	15,624	15,529	15,806	17,276	15,949	64,168	64,560	68,455
제약	14,006	14,408	14,973	14,042	13,638	14,050	15,611	14,236	57,429	57,535	61,283
키트루다	6,947	7,270	7,429	7,836	7,205	7,956	8,142	8,620	29,482	31,923	34,157
가다실	2,249	2,478	2,306	1,550	1,327	1,126	1,749	1,240	8,583	5,442	5,551
ProQuad	570	617	703	594	539	609	684	598	2,484	2,430	2,357
브리디온	440	455	420	449	441	461	439	453	1,764	1,794	1,759
Lagevrio	350	110	383	121	102	83	138	36	964	359	287
Januvia	419	405	278	232	549	372	382	209	1,334	1,512	1,361
Janumet	251	224	204	255	247	251	243	204	934	945	756
Lynparza	292	317	337	365	312	370	379	407	1,311	1,468	1,615
Lenvima	255	249	251	255	258	265	258	252	1,010	1,033	981
Welireg	85	126	139	160	137	162	196	314	510	809	2,023
Vaxneuvance	219	189	239	161	230	229	226	160	808	845	930
Winrevair		70	149	200	280	336	360	240	419	1,216	3,040
제약 기타	2,780	2,849	3,250	3,005	3,228	3,192	3,834	1,503	11,884	11,757	6,466
ANIMAL HEALTH	1,511	1,482	1,487	1,397	1,588	1,646	1,615	1,518	5,877	6,367	6,502
Livestock	850	837	886	889	924	961	1,023	983	3,462	3,891	3,930
Companion Animal	661	645	601	508	661	685	592	535	2,415	2,473	2,572
기타	258	222	227	185	303	110	50	194	892	657	670
매출원가	3,424	3,679	3,888	3,707	3,383	3,457	3,783	3,828	14,698	14,451	16,087
영업비용	6,714	6,385	8,841	7,620	6,278	7,357	6,986	7,336	29,560	27,957	29,162
영업이익	5,637	6,048	3,928	4,297	5,868	4,992	6,507	4,785	19,910	22,152	23,206
YoY(%)											
매출액	8.9%	7.2%	4.4%	6.8%	-1.6%	-1.9%	3.7%	2.1%	6.7%	0.6%	6.0%
제약	10.1%	7.1%	5.0%	6.9%	-2.6%	-2.5%	4.3%	1.4%	7.2%	0.2%	6.5%
키트루다	19.9%	15.9%	17.2%	18.6%	3.7%	9.4%	10.0%	10.0%	17.9%	8.3%	7.0%
가다실	14.0%	0.8%	-10.8%	-17.2%	-41.0%	-54.6%	-25.0%	-20.0%	-3.4%	-36.6%	2.0%
ProQuad	8.0%	6.0%	-1.4%	9.0%	-5.4%	-1.3%	0.2%	0.6%	4.9%	-2.2%	-3.0%
브리디온	-9.7%	-9.4%	-0.9%	4.7%	0.2%	1.3%	1.0%	1.0%	-4.2%	1.7%	-2.0%
Lagevrio	-10.7%	-45.8%	-40.2%	-37.3%	-70.9%	-24.5%	-10.0%	-70.0%	-32.5%	-62.7%	-20.0%
Januvia	-24.0%	-20.7%	-52.2%	-57.6%	31.0%	-8.1%	-30.0%	-10.0%	-39.1%	13.3%	-10.0%
Janumet	-23.7%	-36.7%	-20.0%	6.3%	-1.6%	12.1%	-20.0%	-20.0%	-20.7%	1.2%	-20.0%
Lynparza	6.2%	51.0%	-42.4%	22.1%	6.8%	16.7%	0.8%	11.6%	-4.2%	12.0%	10.0%
Lenvima	9.9%	2.9%	-47.0%	-1.9%	1.2%	6.4%	-10.3%	-1.2%	-16.4%	2.3%	-5.0%
Welireg	102.4%	168.1%	54.4%	207.7%	61.2%	28.6%	88.0%	96.4%	120.8%	58.7%	150.0%
Vaxneuvance	106.6%	12.5%	-12.8%	-24.8%	5.0%	21.2%	-2.8%	-0.4%	6.0%	4.6%	10.0%
Winrevair						380.0%	50.0%	20.0%		190.2%	150.0%
제약 기타	4.2%	10.6%	19.2%	11.0%	16.1%	12.0%	-40.0%	-50.0%	11.3%	-1.1%	-45.0%
ANIMAL HEALTH	1.3%	1.8%	6.2%	9.3%	5.1%	11.1%	8.6%	8.7%	4.5%	8.3%	2.1%
Livestock	0.1%	3.7%	1.4%	10.0%	8.7%	14.8%	8.7%	10.6%	3.7%	12.4%	1.0%
Companion Animal	3.0%	-0.6%	14.3%	8.1%	0.0%	6.2%	7.1%	5.4%	5.6%	2.4%	4.0%
기타	-6.2%	82.0%	-24.1%	-12.3%	17.4%	-50.5%	5.0%	5.0%	-1.7%	-26.3%	2.0%
매출원가	-12.1%	-7.8%	-8.1%	-2.3%	-1.2%	-6.0%	-2.7%	3.3%	-7.6%	-1.7%	11.3%
영업비용	-9.6%	-60.6%	47.7%	-40.5%	-6.5%	15.2%	-21.0%	-3.7%	-30.3%	-5.4%	4.3%
영업이익	78.0%	-217.1%	-31.6%	-318.3%	4.1%	-17.5%	65.7%	11.3%	1017.6%	11.3%	4.8%

자료: 머크, 미래에셋증권 리서치센터

머크 (MRK US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(USD bn)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**64**	**66**	**68**	**71**
매출원가	**15**	**14**	**16**	**16**
매출총이익	**49**	**52**	**52**	**55**
판매비와관리비	**30**	**29**	**29**	**30**
영업이익	**20**	**22**	**23**	**25**
비영업손익	**0**	**1**	**1**	**1**
금융손익	-1	-1	-1	-1
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	1	2	2	2
법인세차감전순이익	20	23	24	26
법인세	3	3	5	5
당기순이익	**17**	**20**	**19**	**20**
지배주주	17	20	19	20
비지배주주	0	0	0	0

Growth & margins	2024	2025F	2026F	2027F
매출액증가율	6.7	3.1	3.0	4.4
매출총이익증가율	11.4	6.1	0.0	5.8
영업이익증가율	900.0	10.0	4.5	8.7
순이익증가율	-	17.6	-5.0	5.3
EPS증가율	4,598.9	19.4	-5.0	7.2
매출총이익률	76.6	78.8	76.5	77.5
영업이익률	31.3	33.3	33.8	35.2
당기순이익률	26.6	30.3	27.9	28.2

예상 재무상태표 (요약)

(USD bn)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**39**	**49**	**83**	**102**
현금성자산	13	21	54	71
매출채권	11	12	13	13
재고자산	6	7	7	7
기타유동자산	9	9	9	11
비유동자산	**78**	**84**	**65**	**63**
투자자산	2	2	2	2
유형자산	25	27	27	27
무형자산	38	37	35	34
기타비유동자산	13	18	1	0
자산총계	**117**	**132**	**148**	**165**
유동부채	**28**	**30**	**28**	**30**
매입채무	4	5	5	5
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	24	25	23	25
비유동부채	**42**	**49**	**52**	**55**
장기금융부채	34	40	43	45
기타비유동부채	8	9	9	10
부채총계	**71**	**79**	**80**	**85**
지배주주지분(연결)	**46**	**54**	**68**	**80**
자본금	2	2	2	2
자본잉여금	45	45	45	45
이익잉여금	61	74	86	98
기타	-62	-67	-65	-65
비지배주주지분(연결)	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**46**	**54**	**68**	**80**

예상 현금흐름표 (요약)

(USD bn)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**21**	**23**	**18**	**19**
당기순이익	17	20	19	20
감가상각비	4	6	5	5
기타	0	-3	-6	-6
투자활동 현금흐름	**-8**	**-4**	**-4**	**-3**
- 자본적 지출(CAPEX)	-3	-4	-5	-5
기타	-5	0	1	2
재무활동 현금흐름	**-7**	**-7**	**-1**	**2**
배당금	8	6	0	0
자본 증가	0	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	2	4	1	3
기타	-17	-17	-2	-1
현금의 증감	6	7	33	17
기초현금	7	13	21	54
기말현금	13	21	54	71

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (배)	14.7	13.0	14.5	13.5
P/S (배)	3.9	4.0	4.0	3.9
P/B (배)	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA (배)	11.3	8.5	7.2	6.4
EPS	6.76	8.07	7.67	8.22
BPS	41.39	46.61	52.17	57.20
DPS	3.08	3.20	3.20	3.20
배당성향 (%)	45.5	39.6	39.6	39.6
배당수익률 (%)	3.1	3.0	2.9	2.9
매출채권회전율 (회)	5.8	5.6	5.5	5.5
재고자산회전율 (회)	10.3	10.2	10.0	10.0
매입채무 회전율 (회)	3.7	3.4	3.5	3.4
ROA (%)	15.3	16.1	13.6	13.0
ROE (%)	40.8	40.0	31.3	27.6
ROIC (%)	22.8	24.9	25.7	32.2
부채비율 (배)	152.5	145.6	118.3	106.2
유동비율 (배)	136.5	163.5	293.5	335.0
순차입금/자기자본 (배)	50.5	37.5	-18.7	-33.7

자료: 머크, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.