May, 2026

바이오 (Overweight)

바이오의 시간도 온다

제약·바이오/화장품
이지원
02) 6742-3584
leejw9205@heungkuksec.co.kr

Heungkuk Securities

Summary

- 2026년 하반기 그리고 2026년 YTD 코스피 지수가 연일 최고치를 갱신하고 있는 가운데 코스피 대형 헬스케어 기업들의 시가총액 상승률은 상대적으로 저조한 흐름을 보이고 있다. 2026년 1분기 기준 코스피 시가총액 상승률은 104%에 달하였는데 코스피 200 헬스케어 기업들의 시가총액 상승률은 17%에 그쳤다. 바이오 섹터에 대한 그동안의 외면과 차별은 금리 인하 이슈와 일부 바이오텍 기업들의 정보공개 신뢰도 저하 이슈 등 여러 요인이 작용하였지만 주요 대형 바이오 기업들의 이익 성장 모멘텀은 전혀 훼손되지 않았다.

- 6천피 속 대형 바이오주들의 시련은 계속되고 있지만 핵심 대형주들의 컨센서스 이익 추정치 성장률은 여전히 견조하다. 삼성바이오로직스의 2026~28년 컨센서스 영업이익 성장률은 +11~18% YoY, 셀트리온의 2026~28년 컨센서스 영업이익 성장률은 +15~54% YoY, SK바이오팜은 +24~48% YoY, 유한양행과 녹십자는 각각 +15~61% YoY, +16~24% YoY의 견조한 성장 전망을 보여주고 있다.

- 한편 미국이 의약품 관세 부과에서 바이오시밀러를 제외하고(1년 후 재검토 예정) Medicare Part D 지급 구조가 본격 개편되며 보험사들의 약가 부담이 확대됨에 따라 바이오시밀러 사용을 장려하는 우호적인 영업환경이 조성되고 있다. 여기에 더해 FDA가 3월부터 시밀러 개발 및 승인 절차 간소화 지침을 발표, 한국 바이오시밀러 기업들이 향후 미국 내 영업활동을 보다 적극적으로 전개할 수 있는 발판이 마련되었다.

- 2026년 바이오 섹터 내에서 여전히 실적 흐름이 양호하고 이익 성장 포텐셜이 높은 대형 바이오주들, 신약 수출 기업들을 선호한다. **삼성바이오로직스**의 경우 단기 파업 리스크는 무시할 수 없지만 미국 록빌 생산시설 인수에 따른 연간 가이던스 상향 잠재력을 높게 평가하며, **셀트리온**은 우호적 시밀러 영업환경 속 고마진 제품들의 처방량이 확대됨으로써 향후 견조한 이익 성장세를 전망한다. **유한양행**은 유럽 마일스톤 부재에 따른 단기 실적 악화는 아쉽지만 연말 MARIPOSA mOS 데이터 공개에 따른 레이저티닙의 가파른 처방량 확대와 밸류에이션 리레이팅을 전망한다. **녹십자** 또한 미국 내 알리글로 점유율이 점차 상승하며 연결 이익 기여도가 증가, 핵심 자회사들의 실적 턴어라운드와 더불어 향후 이익 성장 모멘텀이 긍정적이다. 코스닥 CDMO 기업 중 올리고 수주 확대 및 상업화 비중 증가에 따른 견고한 이익 성장세를 보여주고 있는 **에스티팜**을 코스닥 Top Pick으로 제시한다.

Index

Part Ⅰ. 6천피 속 바이오섹터의 시련 5

- 대형 바이오주의 UNDEPERFORM

Part Ⅱ. 여전히 견조한 시밀러·CDMO 수요 12

- 글로벌 바이오시밀러 수요 Upcycle

Part Ⅲ. 향후 바이오 섹터 모멘텀 Checkpoint 21

- 금리 인하 수혜 가능성 & 이익 성장 사이클 재부각

Part Ⅵ. 기업분석 26

- 삼성바이오로직스 (207940.KS): 견조한 실적 흐름 지속 전망
- 셀트리온 (068270.KS): 분명한 이익 성장 국면
- 유한양행 (000100.KS): 별의 순간을 기다리며
- 녹십자 (006280.KS): 알리글로 처방 확대 지속
- 에스티팜 (237690.KQ): 올리고 강자의 본격 이익 성장 추세

분석대상 기업 요약

구분		삼성바이오로직스 (207940)	셀트리온 (068270)	유한양행 (000100)	녹십자 (006280)	에스티팜 (237690)
투자의견		BUY (신규)	BUY (유지)	BUY (유지)	BUY (유지)	BUY (유지)
목표주가(원)		1,800,000원 (신규)	270,000원 (유지)	130,000원 (하향)	190,000원 (유지)	200,000원 (상향)
현재주가(원)		1,485,000원	197,800원	90,500원	137,500원	153,800원
상승여력(%)		+21.2%	+36.5%	+43.6%	+38.2%	+30.0%
매출액증가율(%)	2026E	18.5	23.0	5.4	2.6	33.1
	2027E	15.0	18.0	10.4	5.3	39.2
	2028E	12.0	12.0	10.7	3.5	19.1
영업이익증가율(%)	2026E	18.2	51.2	5.7	12.7	41.6
	2027E	15.0	23.1	72.4	23.2	55.3
	2028E	12.2	12.9	29.7	26.2	24.6
순이익증가율(%)	2026E	6.2	26.5	(41.7)	흑전	23.8
	2027E	15.1	23.2	57.3	43.5	50.6
	2028E	12.3	13.5	26.1	43.5	23.5
PER(배)	2026E	36.6	33.2	59.2	56.8	46.8
	2027E	31.5	26.9	37.6	39.6	31.1
	2028E	28.1	23.7	29.8	27.6	25.1
PBR(배)	2026E	10.7	2.8	3.4	1.3	4.9
	2027E	8.0	2.6	3.2	1.3	4.3
	2028E	6.2	2.4	3.0	1.3	3.7
ROE(%)	2026E	27.3	7.8	5.1	2.3	10.9
	2027E	29.0	9.5	8.1	3.4	14.7
	2028E	24.9	9.9	9.5	4.7	15.8
배당수익률(%)	2026E	0.0	0.4	0.7	1.1	0.3
	2027E	0.0	0.4	0.7	1.1	0.3
	2028E	0.0	0.4	0.7	1.1	0.3

주: 2026년 5월 4일 종가 기준
자료: 흥국증권 리서치센터

Ⅰ. 6천피 속 바이오섹터의 시련

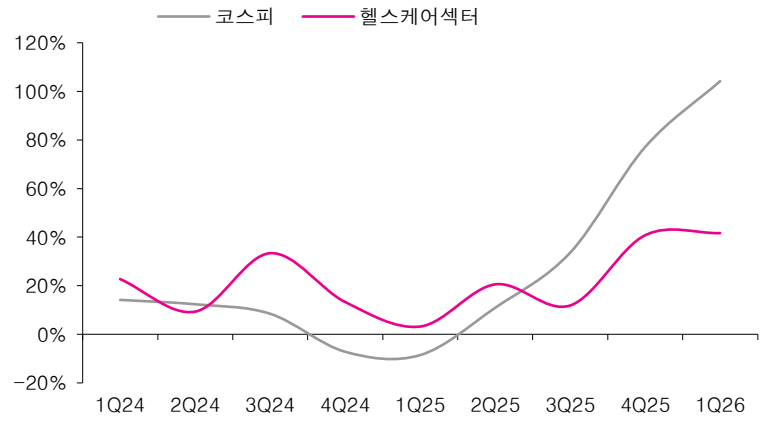
대형 바이오주의 UNDERPERFORM

6천피 속 바이오섹터의 시련

코스피 역사적 랠리 속 외면 당한 대형 바이오주

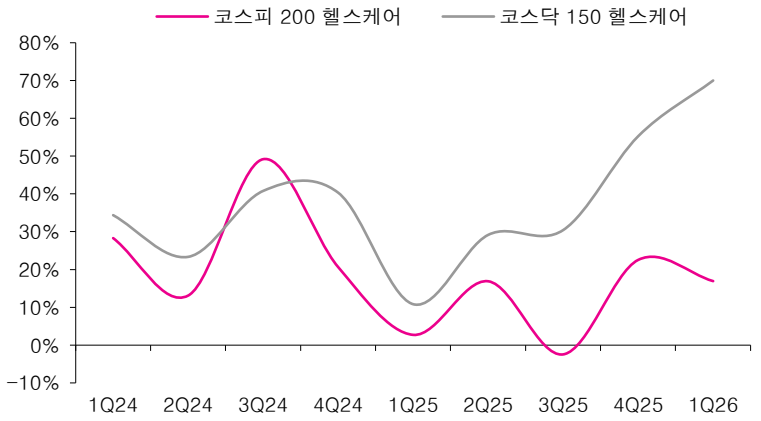
- 코스피의 역사적 전고점 돌파 속 대형 바이오주들의 주가 상승률은 상대적으로 미미했음
- 2025년 하반기 코스피 200 헬스케어 시가총액 상승률 23% vs. 코스피 상장기업 시가총액 상승률 77%
- 2026년 1분기 기준 코스피 200 헬스케어 시가총액 상승률 17% vs. 코스피 상장기업 시가총액 상승률 104%
- 특히 코스피 대형 바이오주들의 시가총액 상승률은 코스닥 바이오텍보다 저조한 성적을 보였음

KOSPI vs. 바이오섹터 시가총액 상승률 추이



자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

KOSPI 바이오 vs. KOSDAQ 바이오 시가총액 상승률 추이



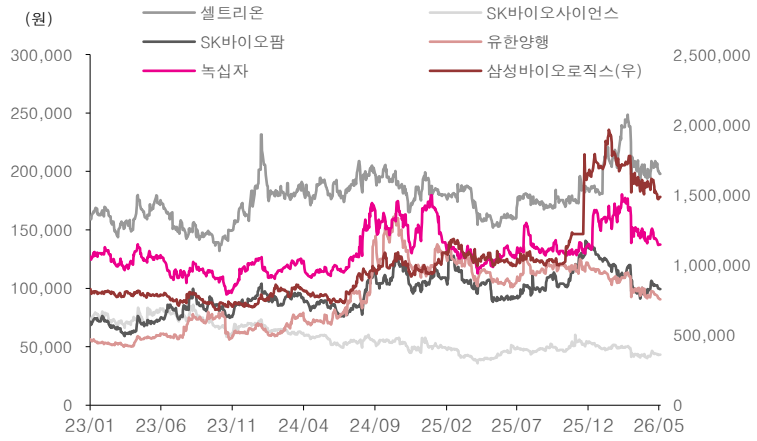
자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

6천피 속 바이오섹터의 시련

대형 바이오주 이익 성장 체력은 견조

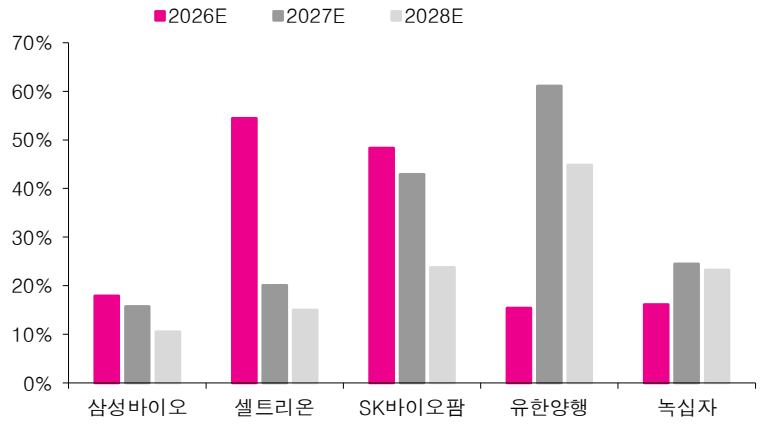
- 코스피 대형 바이오주의 수급 불확실성 속 이익 성장 체력은 여전히 견조함
- 삼성바이오로직스 2026년/2027년/2028년 컨센서스 영업이익 성장률: +18%/+16%/+11%
- 셀트리온 2026년/2027년/2028년 컨센서스 영업이익 성장률: +54%/+20%/+15%
- SK바이오팜 2026년/2027년/2028년 컨센서스 영업이익 성장률: +48%/+43%/+24%
- 유한양행 2026년/2027년/2028년 컨센서스 영업이익 성장률: +15%/+61%/+45%
- 녹십자 2026년/2027년/2028년 컨센서스 영업이익 성장률: +16%/+24%/+23%

주요 대형 바이오주 주가 추이



자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

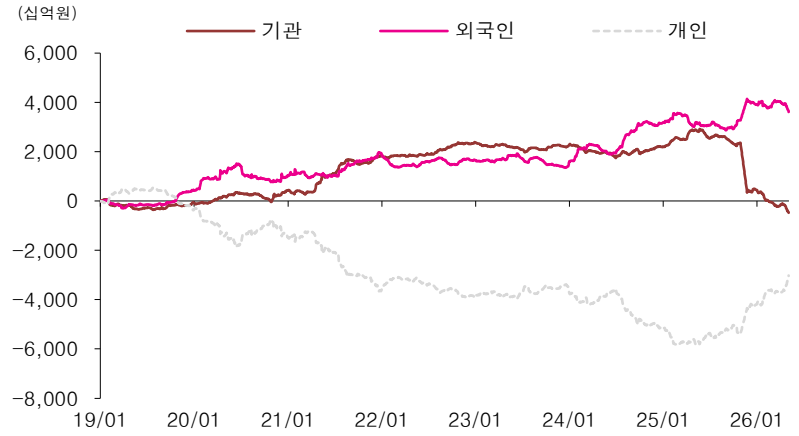
주요 대형 바이오주 컨센서스 이익 성장률 추이



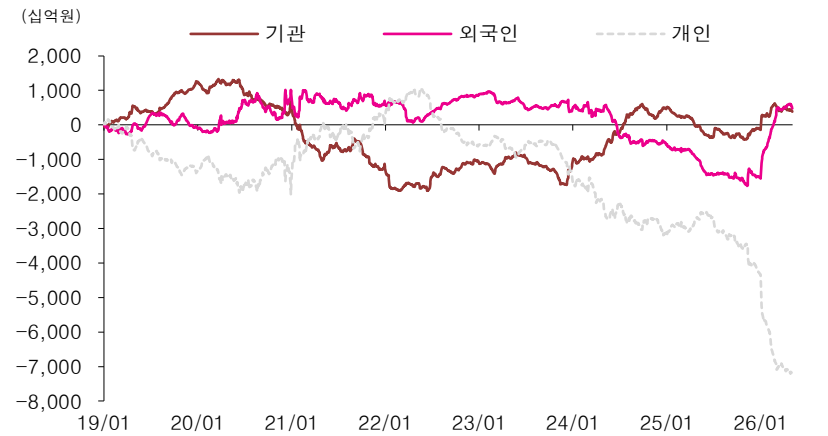
자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

주요 커버리지 종목 수급 점검

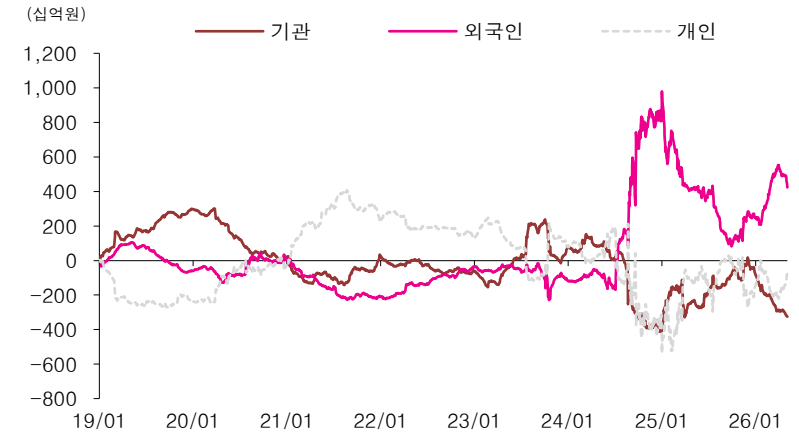
삼성바이오로직스 투자자별 누적 순매수 추이



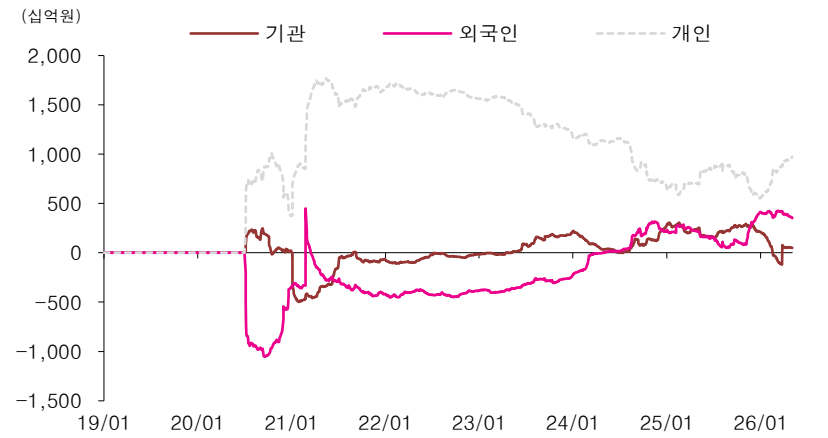
셀트리온 투자자별 누적 순매수 추이



유한양행 투자자별 누적 순매수 추이



SK바이오팜 투자자별 누적 순매수 추이

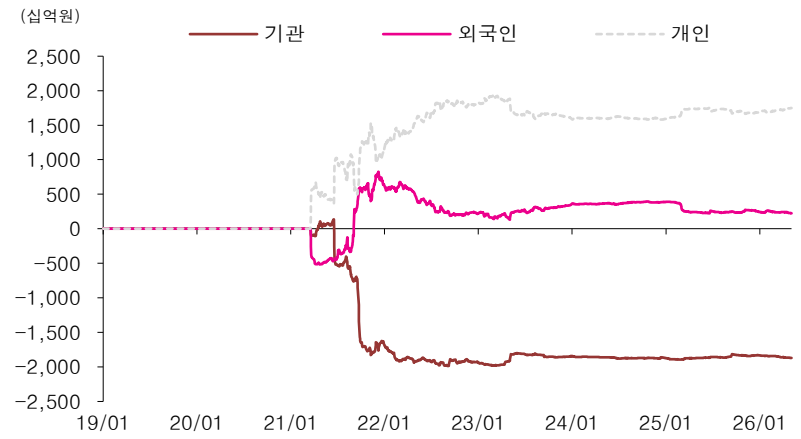


자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

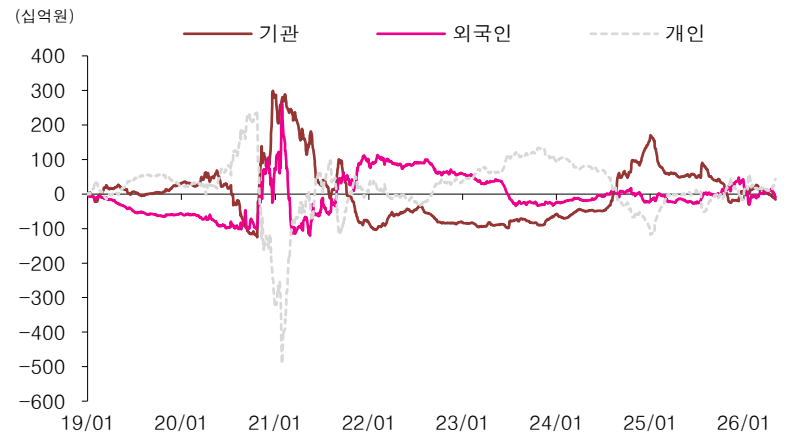
자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

주요 커버리지 종목 수급 점검

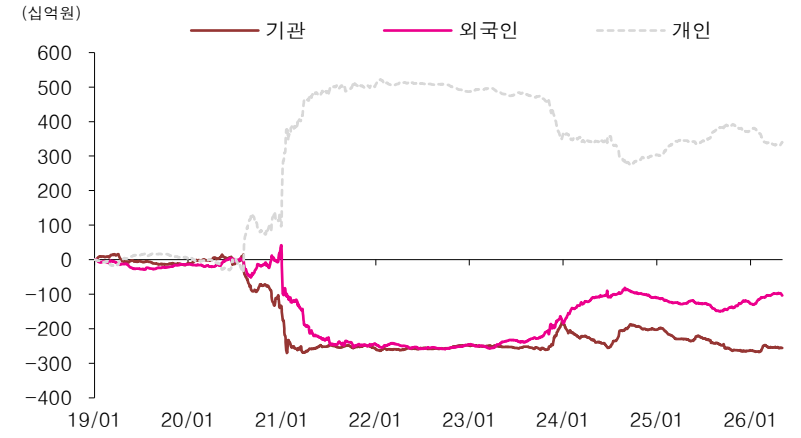
SK바이오사이언스 투자자별 누적 순매수 추이



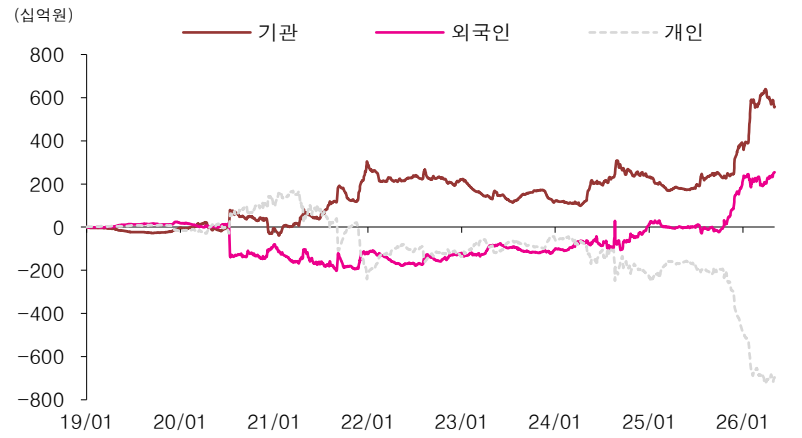
녹십자 투자자별 누적 순매수 추이



종근당 투자자별 누적 순매수 추이



애스티팜 투자자별 누적 순매수 추이

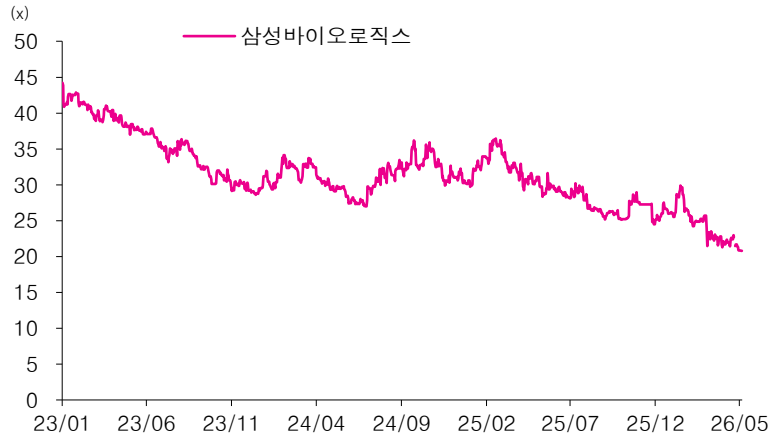


자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

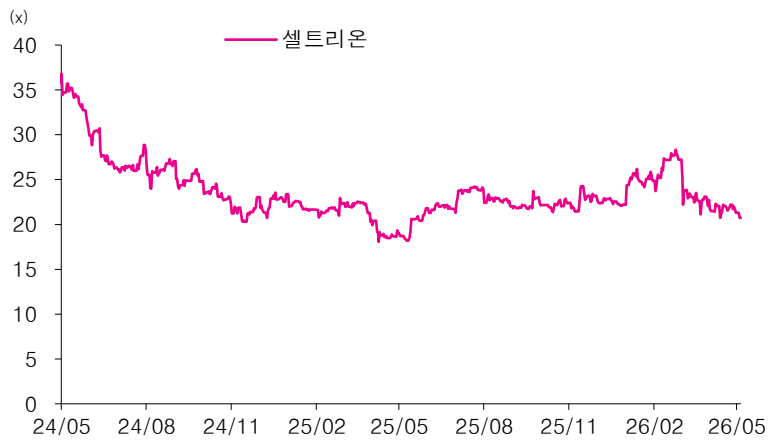
자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

주요 커버리지 기업 Valuation

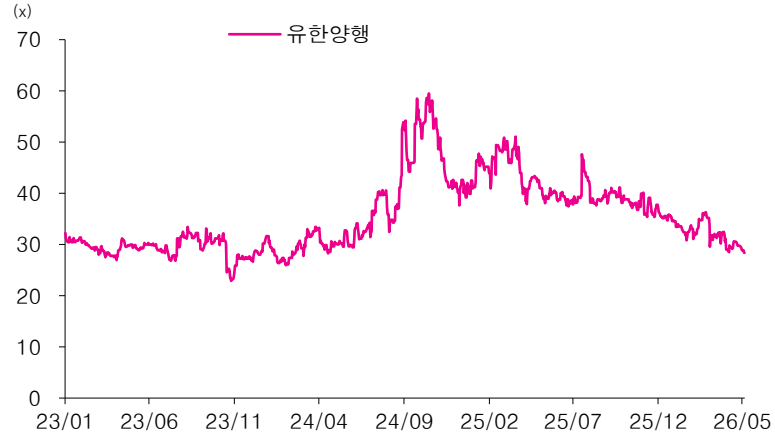
삼성바이오로직스 12M Fwd EV/EBITDA



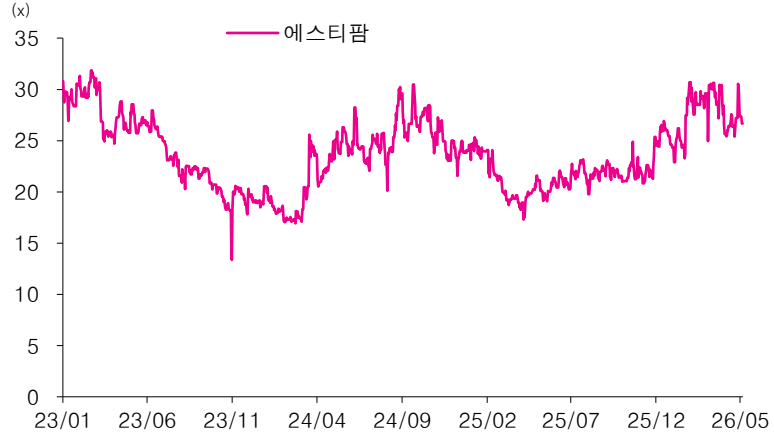
셀트리온 12M Fwd EV/EBITDA



유한양행 12M Fwd EV/EBITDA



에스티팜 12M Fwd EV/EBITDA



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

바이오 Peer Valuation

	시가총액 (백만달러)	주가수익률(%)				P/E(배)		P/B(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
		1M	3M	6M	12M	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
국내													
삼성바이오로직스	46,854	-5.1	-15.8	-15.6	-5.0	35.5	30.9	7.3	5.7	23.4	20.5	22.8	21.0
셀트리온	29,936	1.1	-8.0	13.3	27.3	32.2	26.5	2.4	2.2	22.8	19.3	7.7	8.8
SK바이오사이언스	2,313	4.3	-12.0	-26.6	9.2	-	-	1.7	1.8	-	-	-3.9	-3.2
유한양행	4,918	-2.9	-16.7	-24.4	-20.2	45.4	32.1	3.1	2.8	34.4	24.2	6.6	9.0
에스티팜	2,191	10.9	0.3	54.5	95.4	44.9	34.2	4.9	4.4	29.9	23.5	11.6	13.6
녹십자	1,095	-2.6	-16.4	4.8	9.3	37.6	25.5	1.3	1.2	15.7	14.0	3.4	4.6
바이넥스	245	-0.4	-29.2	-30.4	-30.1	67.6	22.4	2.0	1.8	25.2	13.7	2.8	8.1
삼일제약	136	-5.8	-24.9	-5.2	-26.2	-	103.1	1.3	1.2	44.6	27.4	-1.0	1.2
중국/인도													
Wuxi Apptech	48,608	9.8	25.1	36.9	114.3	20.2	16.8	3.9	3.3	12.8	11.0	21.2	21.3
Wuxi Biologics	18,288	-1.0	-5.3	-0.5	43.7	20.7	17.6	2.2	2.0	12.4	10.4	10.7	11.4
Biocon	6,231	3.6	-0.9	-4.0	14.5	95.8	41.9	2.0	1.8	22.1	17.0	2.6	4.9
Genscript Biotech	3,707	7.4	8.4	-18.6	18.7	51.3	18.8	0.9	0.9	30.0	23.0	2.1	4.7
Luye Pharma	1,300	-12.7	-7.3	-19.8	22.6	12.4	10.0	0.5	0.5	5.4	5.0	4.5	5.4
유럽/미국													
Amgen	178,007	-5.2	-9.9	11.2	17.3	14.8	14.1	16.4	13.4	11.4	11.0	113.8	98.6
Lonza	43,074	-6.4	-8.9	-11.3	-19.8	27.0	22.5	3.6	3.3	15.8	13.8	13.2	14.8
Viatris	17,513	11.9	4.7	43.4	73.9	6.2	5.6	1.2	1.2	7.1	6.7	16.0	17.9
Organon	3,490	109.0	60.3	103.8	38.6	3.8	3.6	2.3	1.5	6.2	6.0	63.6	44.6
Coherus	278	4.0	-18.9	16.1	63.6	-	-	-	-	-	-	-668.2	-
Catalent	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.6	3.7

기준일: 2026년 4월 30일
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

II. 여전히 견조한 시밀러·CDMO 수요

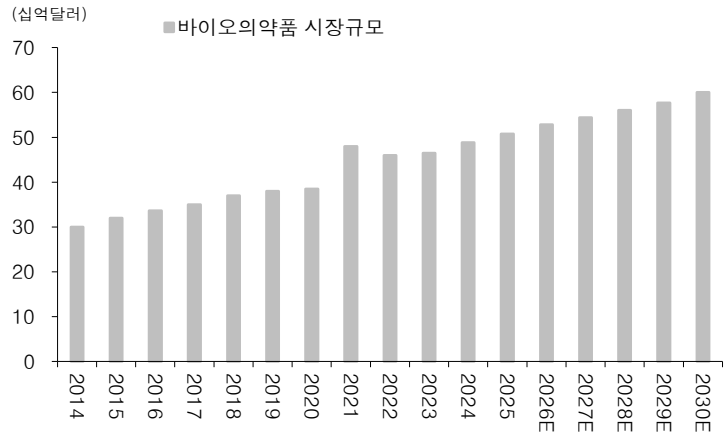
글로벌 바이오시밀러 수요 Upcycle

여전히 견조한 시밀러·CDMO 수요

글로벌 바이오시밀러·CDMO 수요 Upcycle

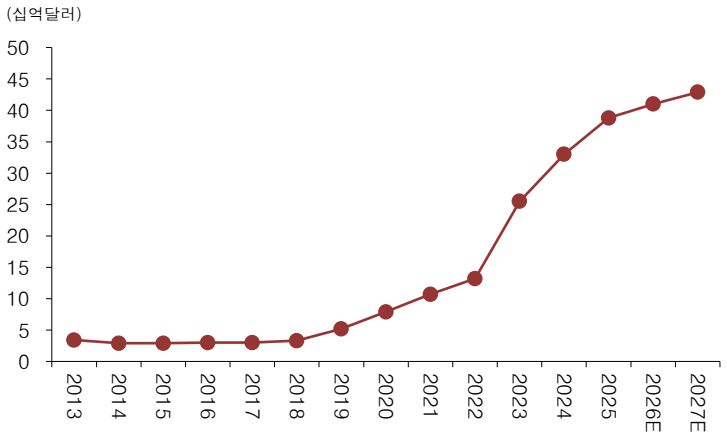
- 2025년 말 기준 미국 내 허가를 취득한 한국 바이오시밀러는 총 19종으로 개별 국가로는 미국(28개) 다음으로 가장 많음
- 글로벌 바이오의약품 수요 예측 우상향 지속하며 시밀러 및 CDMO 글로벌 수요도 Upcycle 전망
- 고가의 바이오의약품 특허 만료 지속 중(2029년까지 약 50여종 시밀러 개발 예상)
- 미국 FDA, 유럽 EMA의 바이오시밀러 승인 절차 간소화, 생산 공정이 복잡하고 높은 품질 관리·안정성을 요구하는 시밀러 특성 등 여러 요인들이 국내외 CDMO 수요를 타이트하게 유지시키는데 기여할 것으로 전망

글로벌 바이오의약품 시장 성장 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 흥국증권 리서치센터

바이오시밀러 출시 이후 미국 내 의료 비용 절감 추이 및 전망



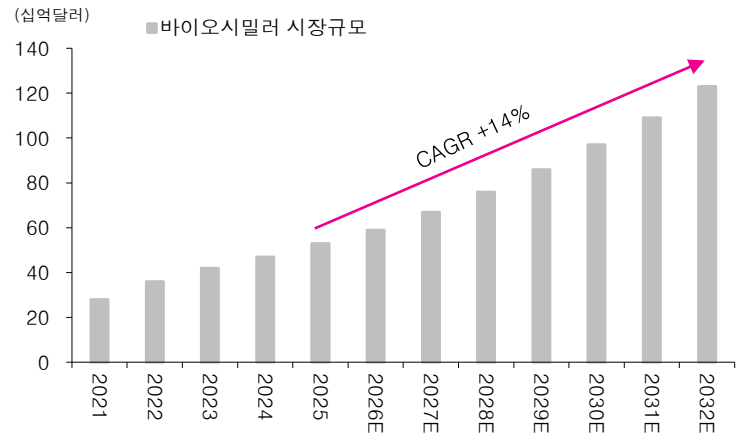
자료: IQVIA, 흥국증권 리서치센터

여전히 견조한 시밀러·CDMO 수요

트럼프 2기 약가 인하 정책 지속 중

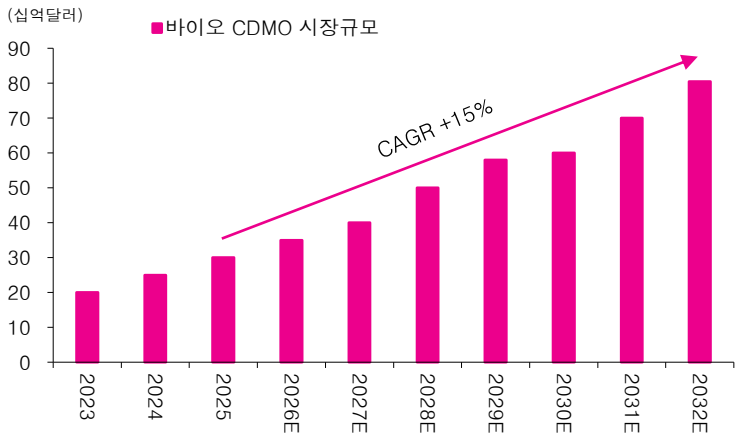
- 작년 5월부터 강력 추진중인 트럼프 2기 행정부 약가 인하 정책은 한국 바이오시밀러 기업들에게 우호적인 영업환경 조성
- 평균적으로, 오리지널 바이오의약품의 첫 시밀러가 시장에 진입한 이후 3년안에 오리지널 제품 포함 전 제품군의 ASP를 41% 하락시키는 것으로 알려짐
- 글로벌 바이오시밀러 시장 2025~2032년 연평균 성장률: +14%
- 글로벌 바이오 CDMO 시장 2025~2032년 연평균 성장률: +15%

글로벌 바이오시밀러 시장 성장 추이 및 전망



자료: Market & Markets, 흥국증권 리서치센터

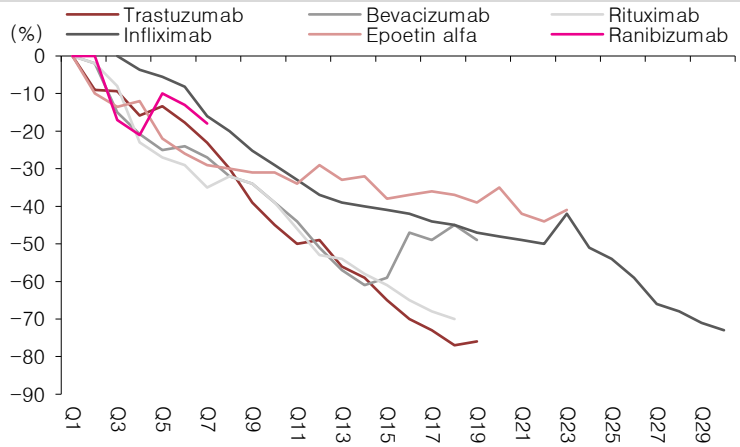
글로벌 바이오 CDMO 시장 성장 추이 및 전망



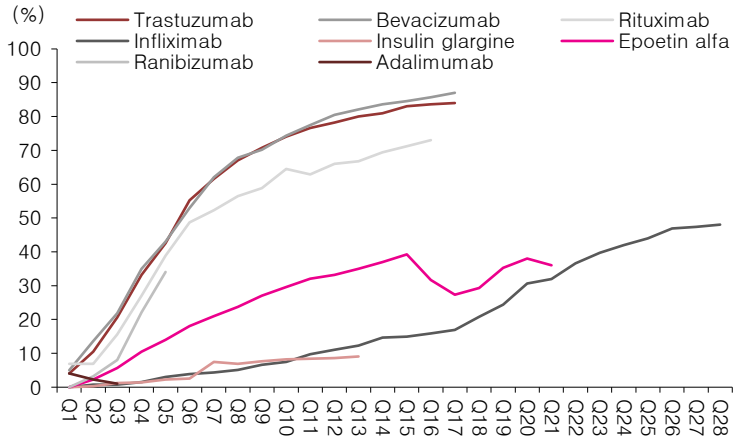
자료: Frost & Sullivan, 흥국증권 리서치센터

바이오시밀러 관련 주요 Data 요약

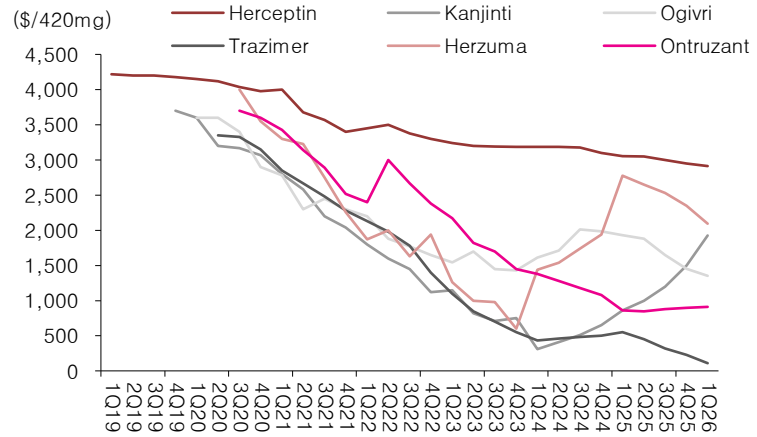
주요 바이오시밀러 출시 이후 분기별 ASP 변화 추이



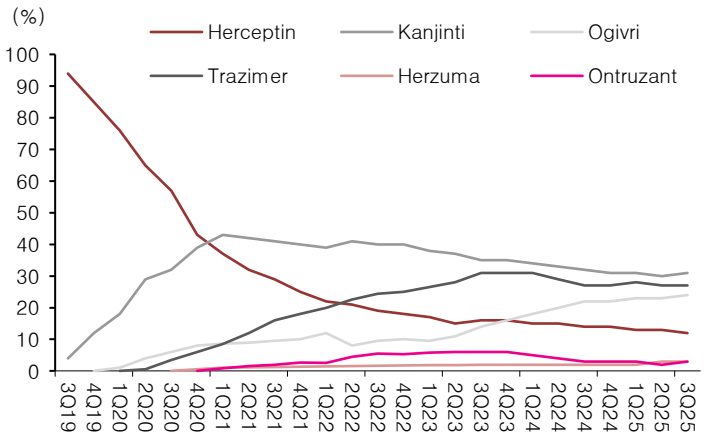
주요 바이오시밀러 출시 이후 분기별 점유율 변화 추이



Herceptin(Trastuzumab) 오리지널 vs. 시밀러 ASP



Herceptin(Trastuzumab) 오리지널 vs. 시밀러 점유율

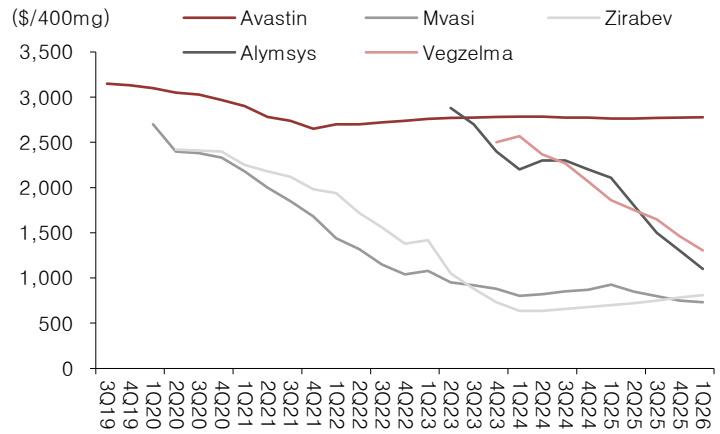


자료: IQVIA, 삼성바이오에피스, 흥국증권 리서치센터

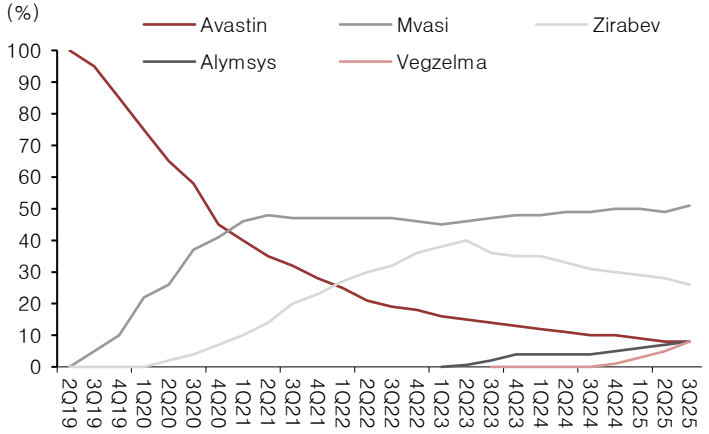
자료: IQVIA, 삼성바이오에피스, 흥국증권 리서치센터

바이오시밀러 관련 주요 Data 요약

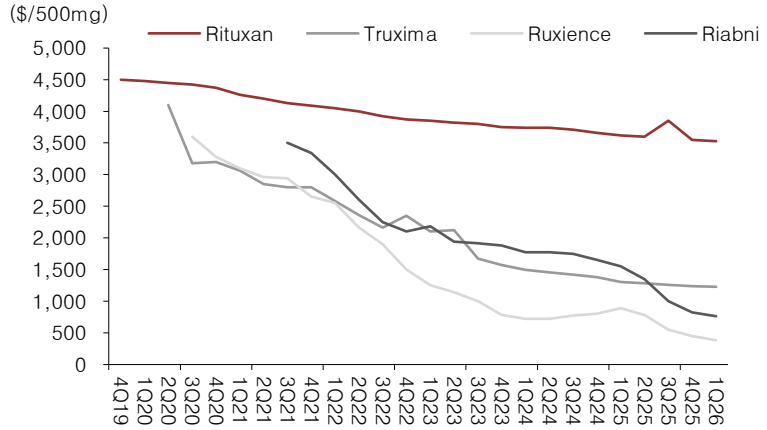
Avastin(Bevacizumab) 오리지널 vs. 시밀러 ASP



Avastin(Bevacizumab) 오리지널 vs. 시밀러 점유율

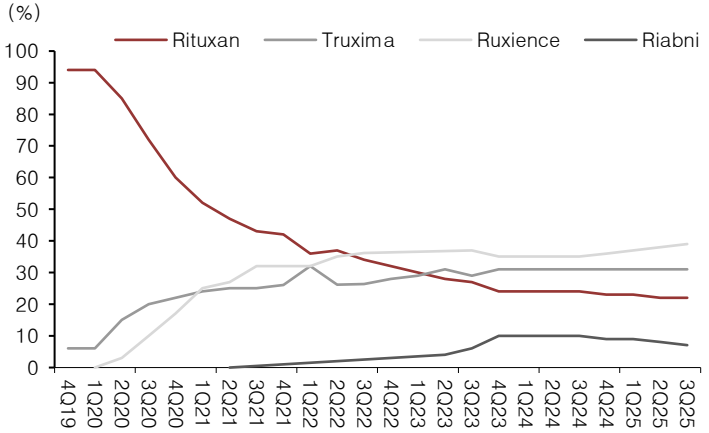


Rituxan(Rituximab) 오리지널 vs. 시밀러 ASP



자료: IQVIA, 삼성바이오에피스, 흥국증권 리서치센터

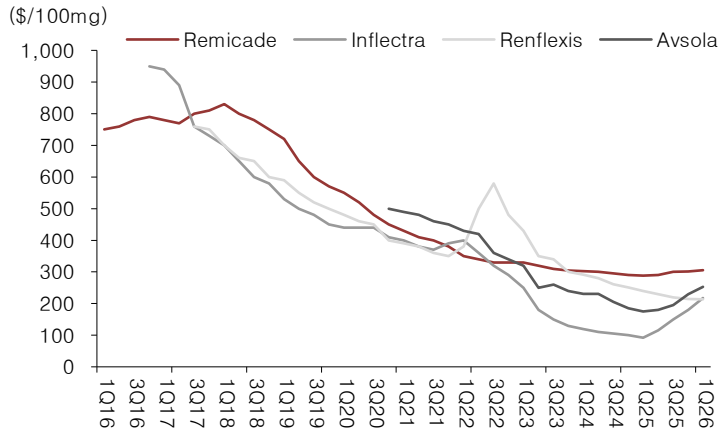
Rituxan(Rituximab) 오리지널 vs. 시밀러 점유율



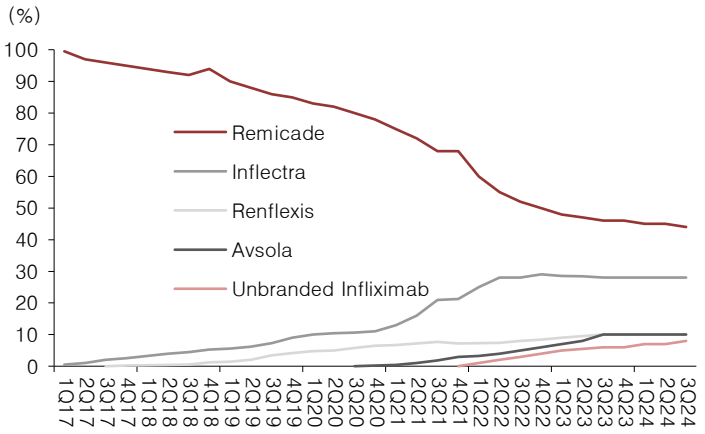
자료: IQVIA, 삼성바이오에피스, 흥국증권 리서치센터

바이오시밀러 관련 주요 Data 요약

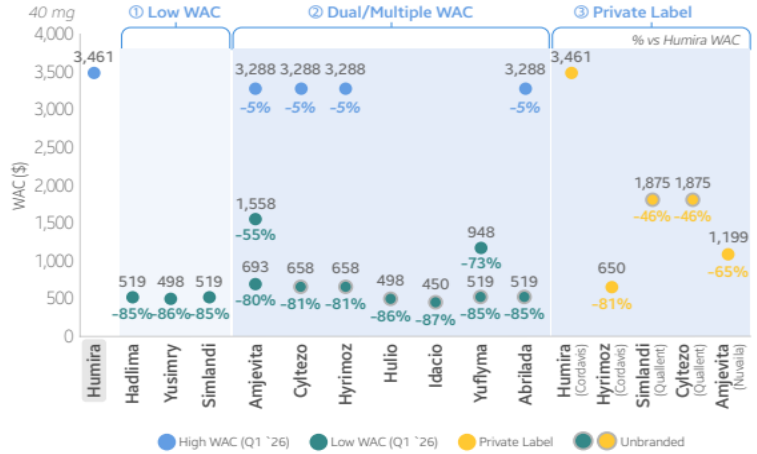
Remicade(Infliximab) 오리지널 vs. 시밀러 ASP



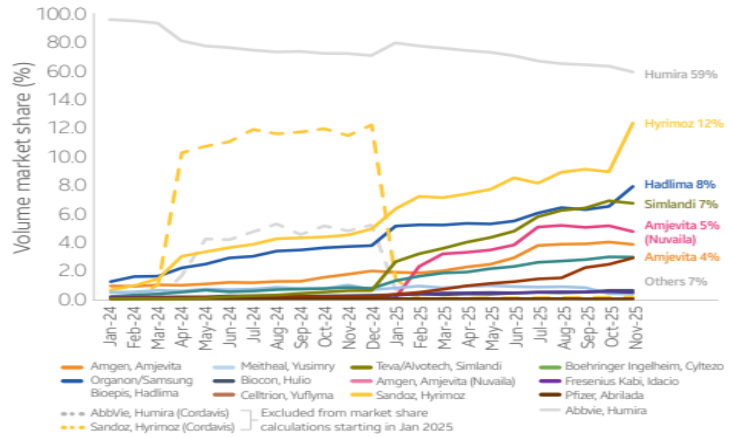
Remicade(Infliximab) 오리지널 vs. 시밀러 점유율



Humira(Adalimumab) 오리지널 vs. 시밀러 ASP



Humira(Adalimumab) 오리지널 vs. 시밀러 점유율



자료: IQVIA, 삼성바이오에피스, 흥국증권 리서치센터

자료: IQVIA, 삼성바이오에피스, 흥국증권 리서치센터

바이오시밀러 관련 주요 Data 요약

바이오시밀러 제품 개발 단계별 세부내역 정리

단계	세부 내용	
Cell Line 및 Process 개발	▷ Cell Line 개발 유전자 구성이 같은 세포주를 개발하는 단계로, 바이오시밀러 제품은 특성이 동일한 Host 세포주를 사용하여 입수된 오리지널 제품을 이용, 세포주를 제조 ▷ Process개발 구축된 세포주를 이용하여 공정개발을 진행 바이오시밀러는 특성상 오리지널 제품의 생산공정을 가능한 모방하되 과학적 발전에 따른 배지 및 생산공정 개선을 적용, 상업화 시 경쟁력 있는 공정 개발	품질의 동등성 평가 업무
전임상 시험	사람에게 약을 투여하기 전에 쥐나 원숭이 등에 투여하여 독성 및 물리화학적 성질 조사를 하는 단계로, 회사가 개발 중인 바이오시밀러는 위탁연구기관(CRO)을 활용하여 오리지널 제품과의 동등성 (Comparability)을 조사, 전임상 디자인과 관련한 국가별 요구사항을 맞추기 위해 경험 있는 전임상 관련 위탁연구기관의 서비스를 아웃소싱하여 향후 IND 승인에 문제가 없도록 준비	GLP 규정을 충족하는 CRO와 전임상 위탁 연구 진행
IND 승인	개발한 제품과 오리지널 제품과의 품질과 전임상 결과를 바탕으로 인체 임상을 결정하는 단계로, I ND 승인을 득한 후에 임상을 진행할 수 있음	Global CRO
임상시험	사람을 대상으로 임상물질의 안정성과 유효성을 시험하는 단계로서, 오리지널 제품과의 동등성(Comparability)을 입증하기 위해 대량의 오리지널 제품(대조약)을 구입	Global CRO, F&F, L&P, Central Lab 운영
BLA 승인	개발한 제품의 품질, 전임상 및 임상결과를 바탕으로 제품 품목허가를 행하는 단계로, 품목허가를 받은 경우 최종소비자에게 제품을 판매할 수 있는 단계로 돌입함	Global CRO

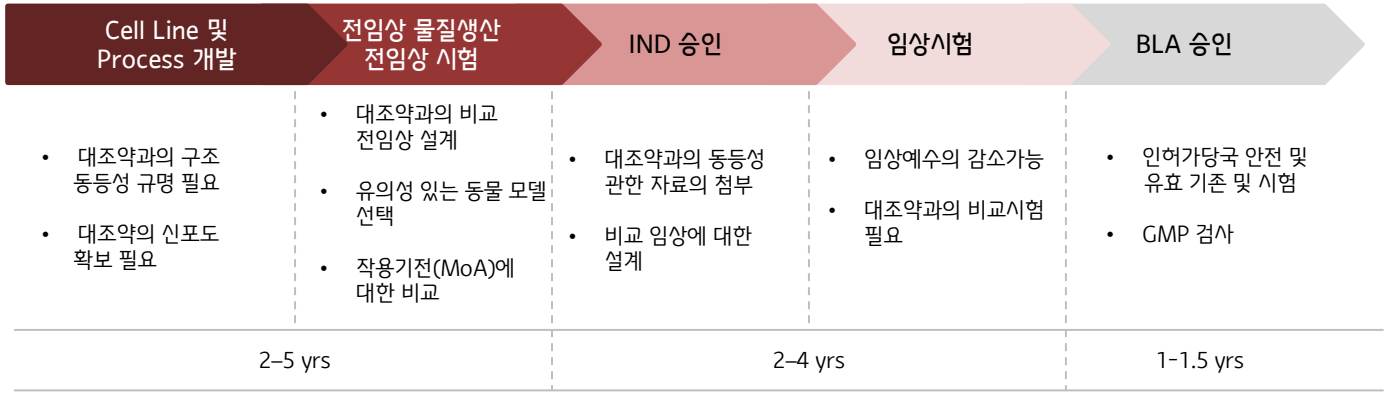
자료: FDA, 흥국증권 리서치센터

바이오시밀러 관련 주요 Data 요약

바이오시밀러 임상 단계별 세부내용 요약

단계	내용
임상 1상	건강한 피실험자를 대상으로, 인체에 투여하여도 부작용이 발생하지 않는지에 대한 Test이며, 주로 안전성을 위주로 약물의 투여방법/투여시기/투여량 등을 실험하는 단계
임상 2상	질환이 있는 피실험자를 대상으로 약물의 안정성과 더불어 실제 약효성을 검사하며, 약물의 투여방법/투여주기/투여량을 실험하는 단계
임상 3상	다수의 질환이 있는 피실험자들에게 임상 1상과 2상의 결과를 바탕으로 결정된 투여방법/투여시기/투여량으로 약물을 투여하며 약효성 및 안전성을 검증하는 단계

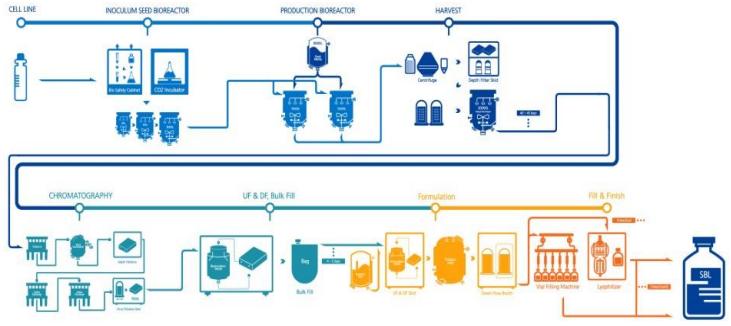
바이오시밀러 제품 개발 과정 및 개발 기간 요약



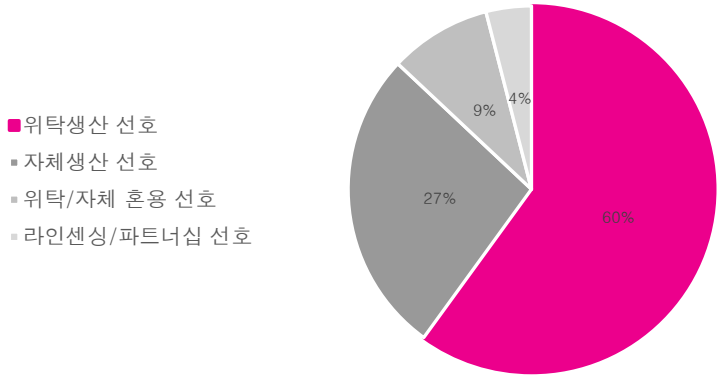
자료: FDA, 흥국증권 리서치센터

견조한 글로벌 바이오 CDMO 수요

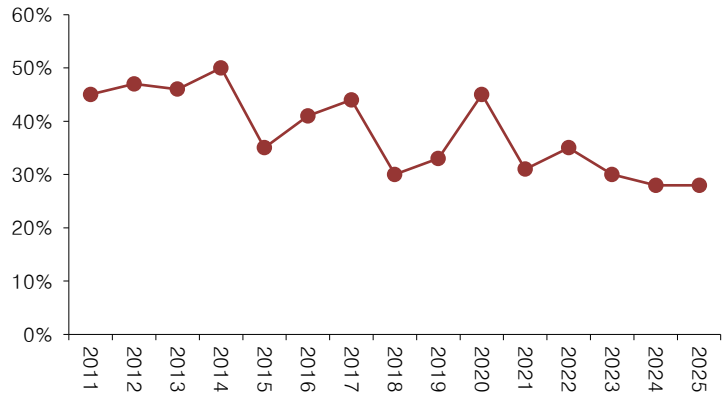
바이오 CDMO 주요 단계별 프로세스 요약



글로벌 빅파마 대상 CDMO 설문조사 요약

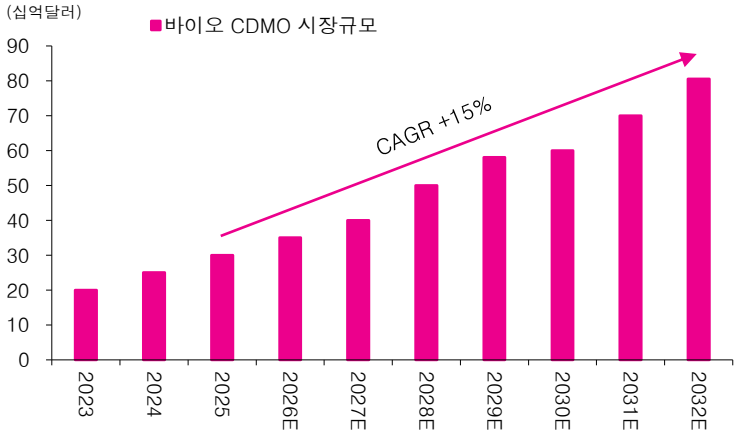


글로벌 바이오의약품 In-house 생산 비중 추이



자료: CRB Horizons, 삼성바이오로직스, 흥국증권 리서치센터

글로벌 바이오 CDMO 시장 성장 추이 및 전망



자료: CRB Horizons, Frost & Sullivan, 흥국증권 리서치센터

III. 향후 바이오 섹터 모멘텀 Checkpoint

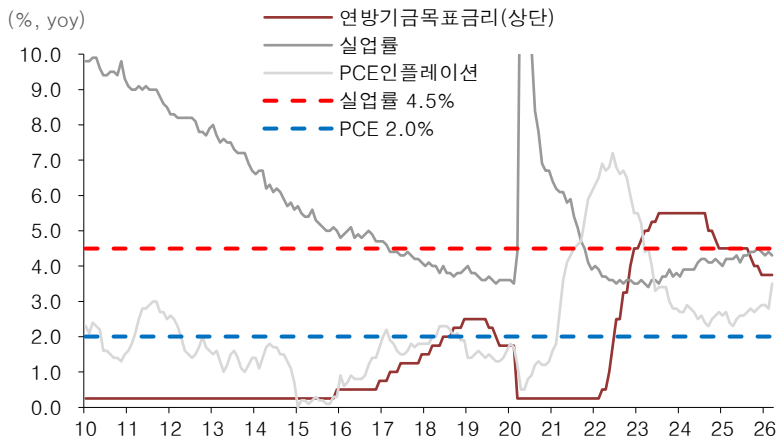
금리 인하 수혜 가능성 & 이익 성장 사이클 재부각

향후 바이오 섹터 모멘텀 Checkpoint

금리 인하 수혜 가능성 촉각

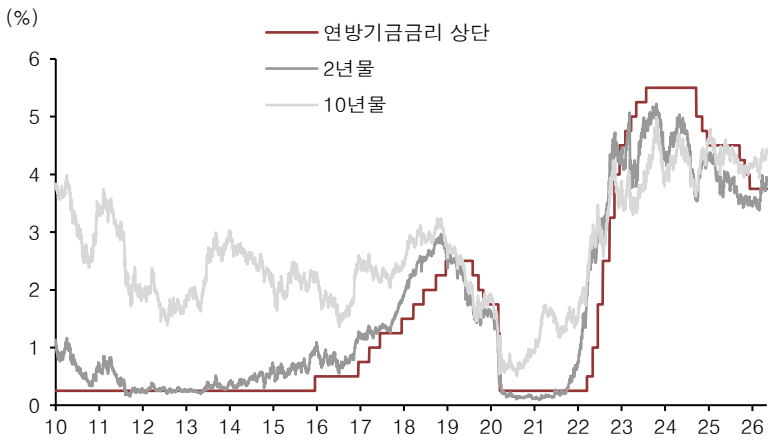
- 파월의 퇴임 이후 워시 연준의 적극적 금리 인하 가능성은 현재로는 낮다는 것이 시장의 전반적 평가
- 하지만 향후 미국 연준의 금리 인하가 향후 경기 둔화 우려에 대응하기 위한 정책 수단으로 등장하는 시점에 바이오 섹터가 경기방어적 성격과 성장성을 동시에 지님으로써 매력적 투자 대안으로 재부각될 것으로 전망
- 현재 시장 주류 시나리오는 금리 인하 지연, 중립 시나리오는 2026년 하반기 1회 정도 인하를 보고 있음 (유가 안정 및 물가 둔화 조건 필요)

연방기금목표금리와 물가, 실업률



자료: FRB, 흥국증권 리서치센터

FOMC 기준금리 장기전망(SEP) 변화



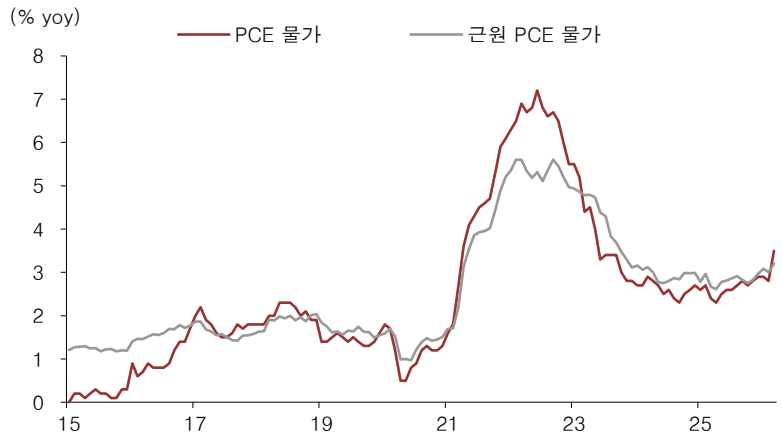
자료: FRB, 흥국증권 리서치센터

향후 바이오 섹터 모멘텀 Checkpoint

금리 인하 수혜 가능성 촉각

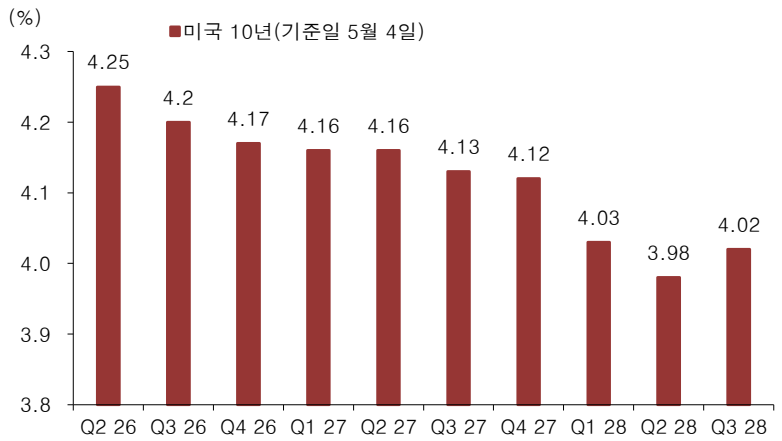
- 파월의 퇴임 이후 워시 연준의 적극적 금리 인하 가능성은 현재로는 낮다는 것이 시장의 전반적 평가
- 하지만 향후 미국 연준의 금리 인하가 향후 경기 둔화 우려에 대응하기 위한 정책 수단으로 등장하는 시점에 바이오 섹터가 경기방어적 성격과 성장성을 동시에 지님으로써 매력적 투자 대안으로 재부각될 것으로 전망
- 현재 시장 주류 시나리오는 금리 인하 지연, 중립 시나리오는 2026년 하반기 1회 정도 인하를 보고 있음 (유가 안정 및 물가 둔화 조건 필요)

미국 PCE 물가 상승률 추이



자료: FRB, 흥국증권 리서치센터

미국 국채 10년물 금리 컨센서스 추이



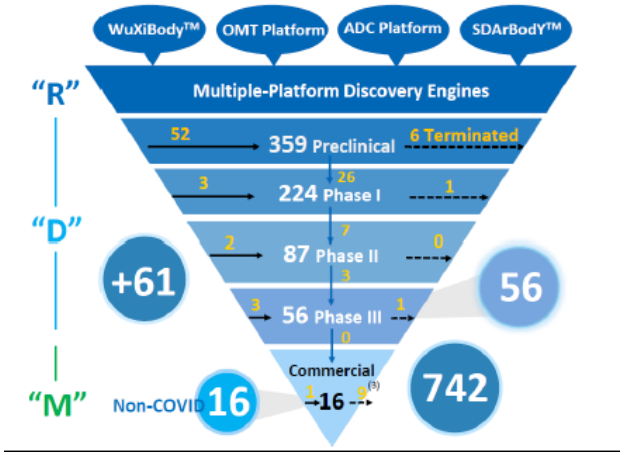
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

향후 바이오 섹터 모멘텀 Checkpoint

생물보안법 통과에 따른 국내 CDMO 수혜 모멘텀

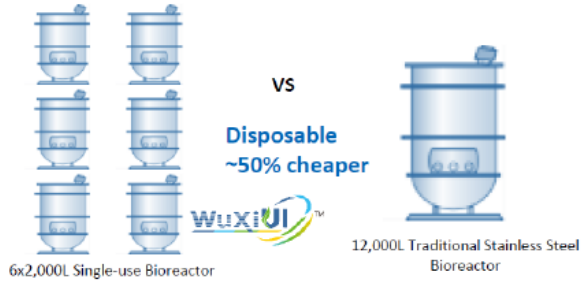
- 생물보안법의 기본 취지는 Wuxi Biologics를 필두로 중국 바이오테크 기업 견제, 향후 적극 시행 시 Wuxi의 주요 고객사 이탈 수혜를 입을 것으로 전망
- Wuxi 그룹의 사업 포트폴리오 특성 상 단기적으로 중소형 바이오텍 고객 이탈이 먼저 일어날 것으로 예상, Wuxi의 전임상 단계 프로젝트를 수행하는데 도움을 줄 수 있는 국내 중소형 CDMO사들이 수혜주가 될 것으로 전망 (에스티팜, 바이넥스)
- 중장기적으로는, 미국과 그 동맹국 중심의 바이오 공급망 재편 의지에 힘입어 압도적 CAPA를 보유하고 있고 우수한 GMP 역량에 기반한 track record를 확보하고 있는 대형 국내 CDMO사들이 직간접적 수혜주가 될 것 (삼성바이오로직스)

Wuxi Biologics의 중장기 사업 방향성



자료: Wuxi Biologics, 흥국증권 리서치센터

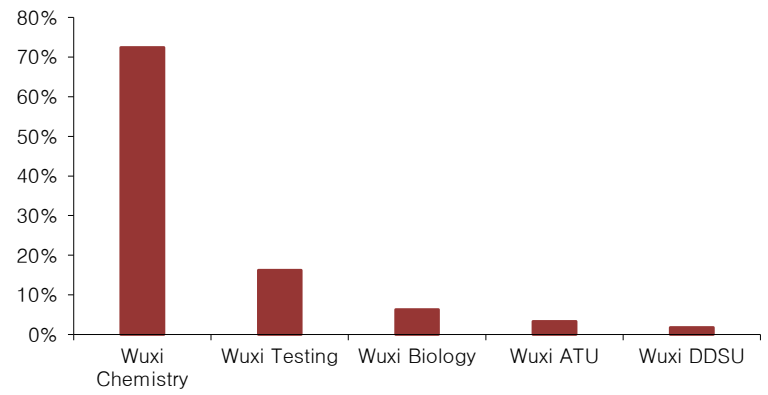
Wuxi Biologics의 Scale-out 전략



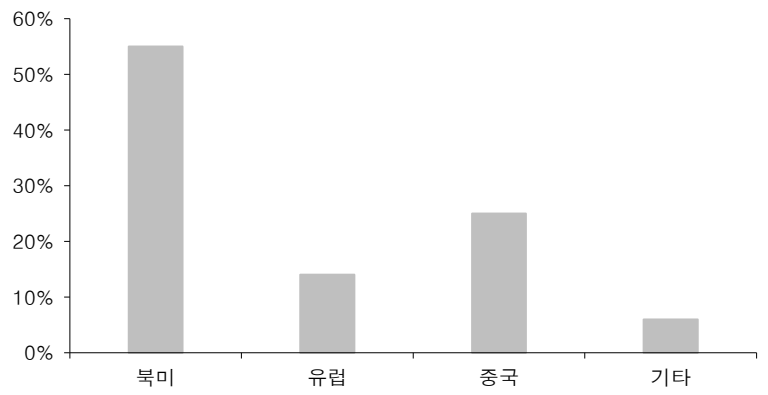
자료: Wuxi Biologics, 흥국증권 리서치센터

생물보안법 통과의 주요 타깃은 Wuxi

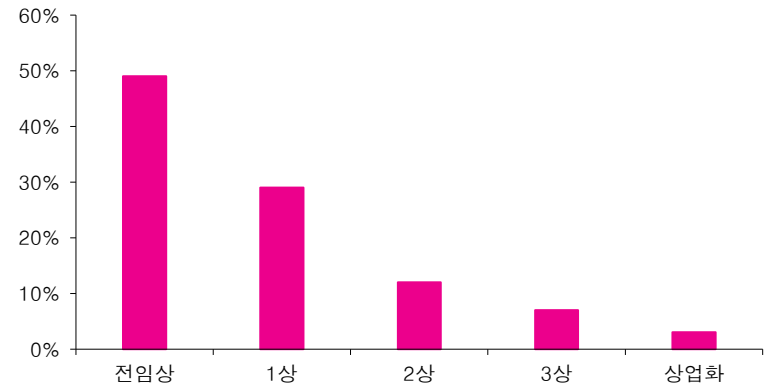
Wuxi Apptech의 사업부문별 매출 비중 현황



Wuxi Biologics의 지역별 프로젝트 분포 현황

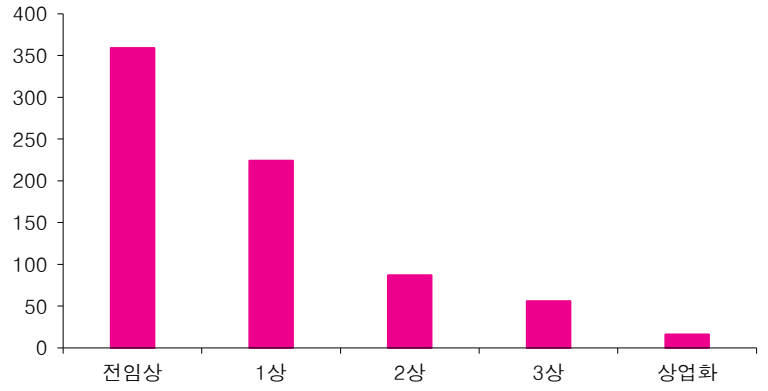


Wuxi Biologics의 단계별 프로젝트 매출 비중 현황



자료: Wuxi Apptech, Wuxi Biologics, 흥국증권 리서치센터

Wuxi Biologics의 단계별 프로젝트 수 현황



자료: Wuxi Apptech, Wuxi Biologics, 흥국증권 리서치센터

IV. 기업 분석

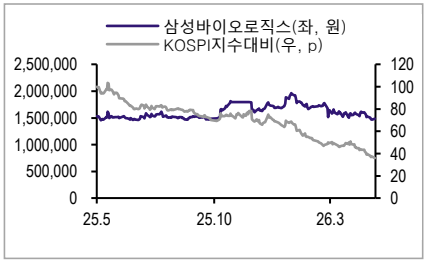
1. 삼성바이오로직스 (207940.KS)	견조한 실적 흐름 지속 전망
2. 셀트리온 (068270.KS)	분명한 이익 성장 국면
3. 유한양행 (000100.KS)	별의 순간을 기다리며
4. 녹십자 (006280.KS)	알리글로 처방 확대 지속
5. 에스티팜 (237690.KQ)	올리고 강자의 본격 이익 성장 추세

견조한 실적 흐름 지속 전망

BUY(신규)

목표주가	1,800,000원(신규)
현재주가(05/04)	1,485,000원
상승여력	+21.2%
시가총액	68,742십억원
발행주식수	46,291천주
52주 최고가 / 최저가	1,965,000 / 1,458,498원
3개월 일평균거래대금	82십억원
외국인 지분율	12.2%
주요주주	
삼성물산 (외 6인)	74.3%
국민연금공단 (외 1인)	6.7%
삼성바이오로직스우리사주 (외 1인)	0.1%

(배, %)	2025	2026E	2027E
PER	44.0	36.3	31.5
PBR	10.5	10.7	8.0
EV/EBITDA	28.8	22.8	20.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0
ROE	19.4	27.3	29.0



1Q26P 실적: 시장 컨센서스 대체적으로 부합

- 삼성바이오로직스 2026년 1분기 매출액: 1.26조원(+25.8% YoY, -2.2% QoQ), 영업이익: 5,808억원(+35.1% YoY, +10.0% QoQ, OPM: 46.2%) 시현
- 컨센서스 대체적으로 부합, 1~4공장 풀가동 중, 우호적 환율 기조와 비용 효율화 속 높은 영업이익률 시현
- 작년 4월부터 가동 중인 5공장의 경우 상업화 물량 본격 소화 시점은 2027년 상반기가 될 것으로 전망

단기 수주 모멘텀과 노조 파업에 대한 시장의 우려는 존재, 미국 록빌 공장 인수 완료 시 가이던스 상향 기대

- 2026년 1분기 수주 금액이 2억 달러에 그치며 작년과 달리 수주 모멘텀 저하에 대한 시장의 우려 존재
- 현재 진행 중인 노조 파업에 따른 생산 차질로 인해 연간 실적 컨센서스 추정치 하향 조정 가능성 존재, 추가 협상을 기다려봐야 함
- GSK로부터 인수한 미국 록빌 생산시설 매출은 3분기부터 본격적으로 인식 예정, 향후 추가 수주 및 탑라인 가이던스(현재 +15~20% YoY) 상향 모멘텀 기대

투자의견: BUY, 목표주가: 1,800,000원 제시

- 2026년 삼성바이오로직스 매출액 5.4조원(+18.5% YoY), 영업이익 2.45조원(+18.2% YoY, OPM: 45.3%)으로 전망
- 미국 록빌 공장 추가 수주 기대감 및 가이던스 상향 모멘텀은 긍정적, 노조 파업 지속에 따른 생산 차질 및 비용 증가는 최대의 리스크
- 단기 수주 정체 우려 및 파업 노이즈 해소 시 실적 추정치 상향 가능성 존재, DCF Valuation 적용 CDMO 적정 사업가치 82.4조원 제시

분기 실적 Summary

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	1,298	1,290	1,660	309	1,257	1,350	1,350	1,443	4,557	5,400
영업이익	487	476	729	378	581	611	611	642	2,069	2,445
영업이익률(%)	*37.5%*	*36.9%*	*43.9%*	*122.5%*	*46.2%*	*45.3%*	*45.3%*	*44.5%*	*45.4%*	*45.3%*
지배주주순이익	376	324	574	510	443	474	474	504	1,784	1,895
지배주주순이익률(%)	*28.9%*	*25.1%*	*34.6%*	*165.3%*	*35.2%*	*35.1%*	*35.1%*	*35.0%*	*39.2%*	*35.1%*

자료: 삼성바이오로직스, 흥국증권 리서치센터

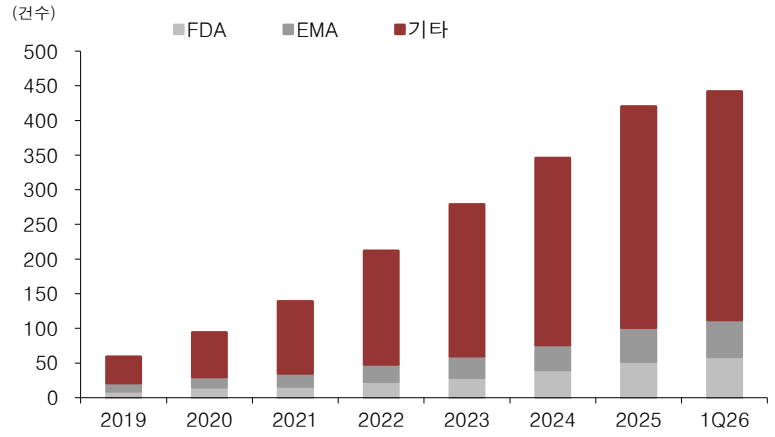
연도별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
매출액	**3,497**	**4,557**	**5,400**	**6,210**	**6,955**	**7,720**	**8,569**	**9,426**	**10,368**	**11,405**
CMO 매출액	**3,380**	**4,358**	**5,185**	**5,978**	**6,707**	**7,447**	**8,242**	**9,033**	**9,877**	**10,791**
Plant 1	246	265	288	291	294	297	300	303	306	309
Plant 2	1,070	1,173	1,295	1,308	1,318	1,345	1,372	1,399	1,427	1,456
Plant 3	1,315	1,412	1,492	1,510	1,545	1,625	1,703	1,753	1,868	1,899
Plant 4	523	1,507	1,860	2,009	2,170	2,386	2,625	2,888	3,263	3,752
Plant 5	0	0	250	860	1,380	1,794	2,243	2,691	3,014	3,376
매출액 YoY	*19%*	*30%*	*18%*	*15%*	*12%*	*11%*	*11%*	*10%*	*10%*	*10%*
영업이익	**1,321**	**2,069**	**2,445**	**2,812**	**3,156**	**3,519**	**3,923**	**4,334**	**4,788**	**5,290**
영업이익률	*37.8%*	*45.4%*	*45.3%*	*45.3%*	*45.4%*	*45.6%*	*45.8%*	*46.0%*	*46.2%*	*46.4%*
(리터)										
생산능력	604,000	784,000	784,000	784,000	784,000	784,000	784,000	784,000	784,000	784,000
Plant 1	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
Plant 2	154,000	154,000	154,000	154,000	154,000	154,000	154,000	154,000	154,000	154,000
Plant 3	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
Plant 4	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000
Plant 5	-	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
(%)										
가동률										
Plant 1	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
Plant 2	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
Plant 3	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
Plant 4	40%	75%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
Plant 5	0%	0%	25%	55%	85%	85%	85%	85%	85%	85%

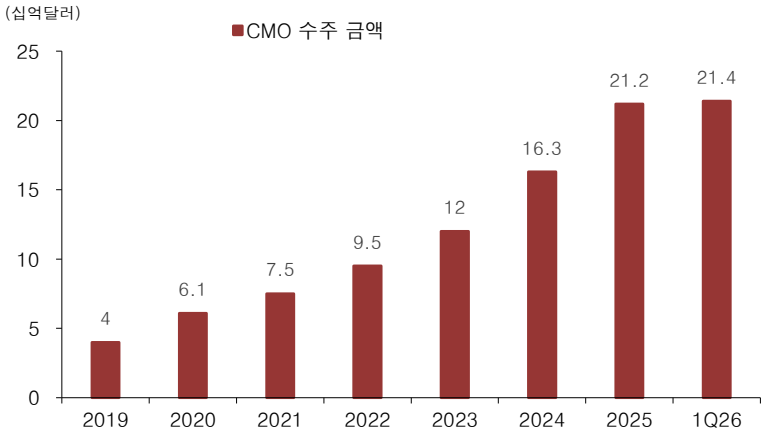
자료: 삼성바이오로직스, 흥국증권 리서치센터

Key chart

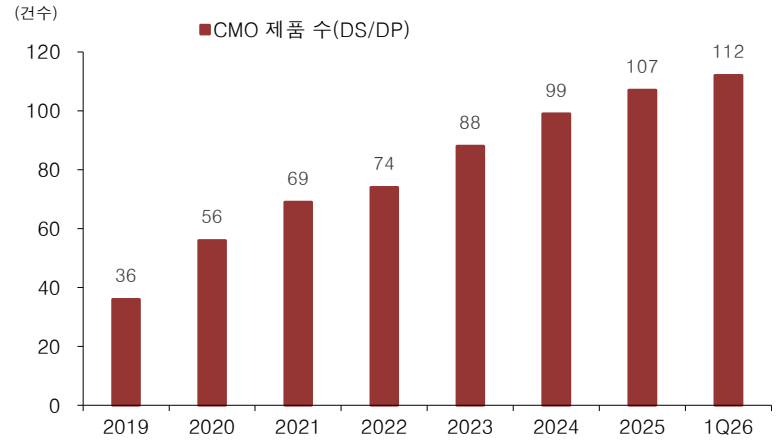
삼성바이오로직스 CMO 누적 승인 현황 (1Q26)



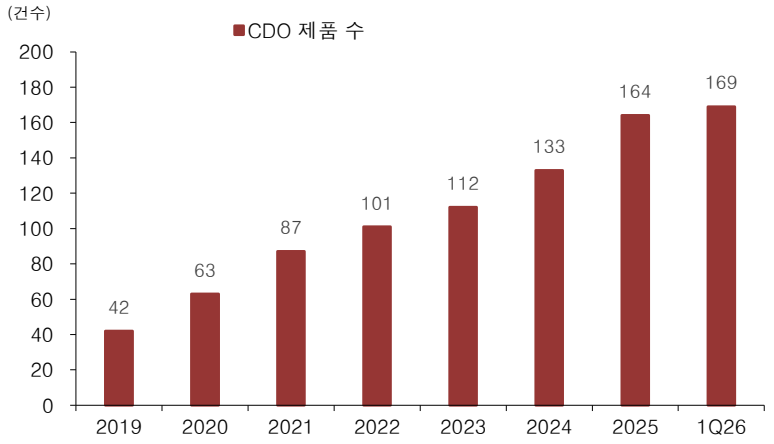
삼성바이오로직스 누적 수주 금액 추이 (1Q26)



삼성바이오로직스 CMO 수주 제품 수 추이 (1Q26)



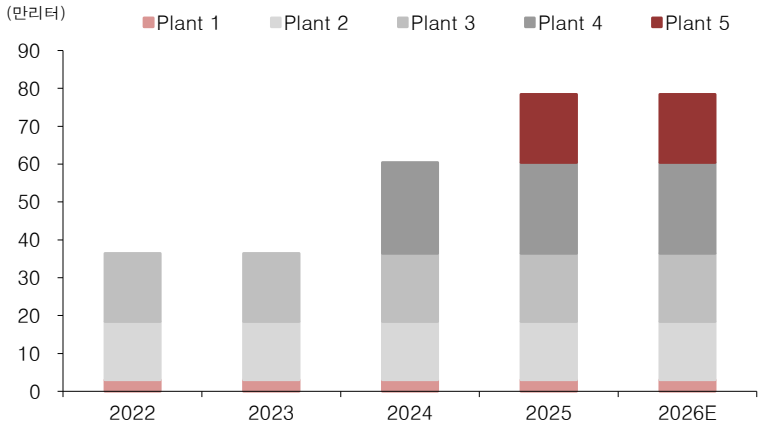
삼성바이오로직스 CDO 수주 제품 수 추이 (1Q26)



자료: 삼성바이오로직스, 흥국증권 리서치센터

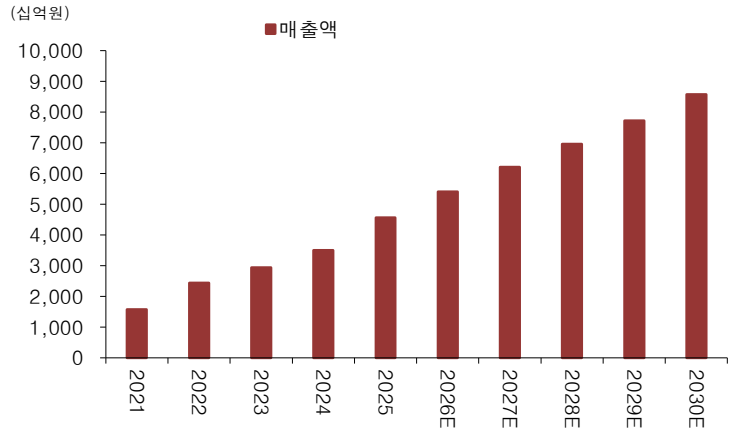
Key chart

삼성바이오로직스 전체 CDMO CAPA 추이

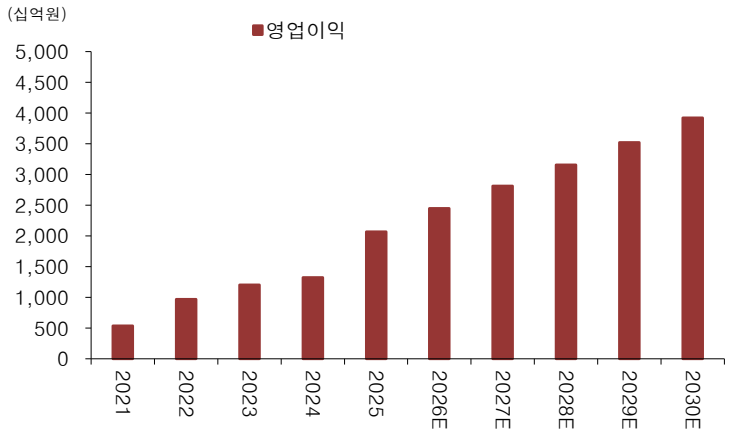


미국 Rockville 생산시설 인수 개요

삼성바이오로직스 연간 매출액 추이 및 전망



삼성바이오로직스 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 삼성바이오로직스, 흥국증권 리서치센터

DCF Valuation

삼성바이오로직스 CDMO 사업가치 산정									
(십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
NOPLAT	1,712	1,968	2,209	2,463	2,746	3,034	3,352	3,703	3,962
(+) D&A	439	483	519	529	539	550	561	572	584
(-) Capex	1,200	1,100	1,000	1,000	1,000	1,000	950	950	950
(-) Change in working capital	325	377	437	507	588	683	792	919	1,065
Free cash flows (FCF)	626	975	1,291	1,485	1,697	1,902	2,171	2,407	2,531
Discounted FCF	584	849	1,048	1,125	1,200	1,255	1,337	1,383	1,356
PV of FCF	10,137								
PV of terminal value	72,307								
Enterprise value	**82,443**								

삼성바이오로직스 목표주가 산정 SOTP 밸류에이션		
(십억원)		비고
삼성바이오로직스 CMO value	**82,443**	
Non-core assets		
(-) Net debt	-1,079	FY25~26E 순부채 평균
(-) Preferred shares	0	
Fair value of equity	83,523	
No. of total shares (m)	46.3	
NAV/Share (W)	1,804,295	
목표주가 (원)	**1,800,000**	
현재주가 (원)	1,485,000	
상승여력	+21.2%	

자료: 흥국증권 리서치센터

삼성바이오로직스(207940) 요약 재무제표

포괄손익계산서 (단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**3,497**	**4,557**	**5,400**	**6,210**	**6,955**
증가율 (Y-Y,%)	(5.3)	30.3	18.5	15.0	12.0
영업이익	**1,321**	**2,069**	**2,445**	**2,812**	**3,156**
증가율 (Y-Y,%)	18.6	56.6	18.2	15.0	12.2
EBITDA	1,920	2,703	2,938	3,290	3,670
영업외손익	64	49	(16)	(15)	(16)
순이자수익	20	17	47	49	52
외화관련손익	42	(7)	0	0	0
지분법손익	3	43	111	111	111
세전계속사업손익	1,385	2,119	2,429	2,796	3,140
당기순이익	**1,083**	**1,784**	**1,895**	**2,181**	**2,449**
지배기업당기순이익	**1,083**	**1,784**	**1,895**	**2,181**	**2,449**
증가율 (Y-Y,%)	26.3	64.7	6.2	15.1	12.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	30.7	14.9	13.5	21.1	15.1
영업이익증가율(3Yr)	35.0	28.1	30.0	28.6	15.1
EBITDA증가율(3Yr)	40.1	27.9	22.4	19.7	10.7
순이익증가율(3Yr)	40.1	30.8	30.2	26.3	11.1
영업이익률(%)	37.8	45.4	45.3	45.3	45.4
EBITDA마진(%)	54.9	59.3	54.4	53.0	52.8
순이익률 (%)	31.0	39.2	35.1	35.1	35.2
NOPLAT	**993**	**1,577**	**1,907**	**2,193**	**2,462**
(+) Dep	599	634	493	478	514
(-) 운전자본투자	(36)	(82)	368	351	319
(-) Capex	1,304	1,392	1,190	1,091	992
OpFCF	324	900	842	1,229	1,665

재무상태표 (단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	5,518	4,408	5,643	7,144	9,047
현금성자산	1,331	1,485	2,196	3,194	4,633
매출채권	1,165	676	802	922	1,033
재고자산	2,818	2,128	2,522	2,900	3,248
비유동자산	11,818	6,652	7,382	8,027	8,538
투자자산	879	564	586	610	635
유형자산	5,374	6,029	6,795	7,417	7,903
무형자산	5,565	60	(0)	(0)	(0)
자산총계	**17,336**	**11,061**	**13,025**	**15,172**	**17,585**
유동부채	3,853	2,533	2,461	2,383	2,298
매입채무	1,522	498	584	664	734
유동성이자부채	466	327	100	(130)	(360)
비유동부채	2,578	1,077	4,126	4,169	4,218
비유동이자부채	1,026	600	496	393	290
부채총계	**6,432**	**3,610**	**6,587**	**6,552**	**6,516**
자본금	178	116	116	116	116
자본잉여금	5,663	3,392	3,392	3,392	3,392
이익잉여금	5,087	6,871	8,765	10,947	13,396
자본조정	(23)	(2,928)	(5,835)	(5,835)	(5,835)
자기주식	0	(2,908)	(2,908)	(2,908)	(2,908)
자본총계	**10,905**	**7,451**	**6,438**	**8,619**	**11,069**
투하자본	11,006	6,815	4,756	5,603	6,277
순차입금	160	(558)	(1,601)	(2,932)	(4,703)
ROA	6.5	12.6	15.7	15.5	15.0
ROE	10.4	19.4	27.3	29.0	24.9
ROIC	9.6	17.7	33.0	42.3	41.4

주요투자지표 (단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	15,221	38,546	40,927	47,124	52,913
BPS	153,212	160,963	139,076	186,200	239,113
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	62.3	44.0	36.3	31.5	28.1
PBR	6.2	10.5	10.7	8.0	6.2
EV/ EBITDA	35.3	28.8	22.8	20.0	17.4
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	33.7	26.4	27.3	25.5	22.9
PSR	19.3	17.2	12.7	11.1	9.9
재무건전성 (%)					
부채비율	59.0	48.4	102.3	76.0	58.9
Net debt/Equity	1.5	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	8.3	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	143.2	174.0	229.3	299.8	393.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.0	0.6	0.0	0.0	0.0
자산구조					
투하자본(%)	83.3	76.9	63.1	59.6	54.4
현금+투자자산(%)	16.7	23.1	36.9	40.4	45.6
자본구조					
차입금(%)	12.0	11.1	8.5	3.0	(0.6)
자기자본(%)	88.0	88.9	91.5	97.0	100.6

현금흐름표 (단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	**1,659**	**2,248**	**2,154**	**2,343**	**2,685**
당기순이익	1,083	1,784	1,895	2,181	2,449
자산상각비	599	634	493	478	514
운전자본증감	(45)	(131)	(368)	(351)	(319)
매출채권감소(증가)	(451)	293	(125)	(120)	(111)
재고자산감소(증가)	(236)	(388)	(394)	(378)	(348)
매입채무증가(감소)	409	(226)	86	80	70
투자현금	**(1,244)**	**(1,862)**	**(1,165)**	**(1,069)**	**(972)**
단기투자자산감소	745	(406)	(54)	(56)	(59)
장기투자증권감소	(11)	17	108	108	108
설비투자	(1,304)	(1,392)	(1,190)	(1,091)	(992)
유무형자산감소	(73)	(82)	(10)	(9)	(8)
재무현금	**(434)**	**(621)**	**(331)**	**(333)**	**(333)**
차입금증가	(434)	(312)	(331)	(333)	(333)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	23	(242)	657	941	1,380
총현금흐름(Gross CF)	**2,006**	**2,972**	**2,522**	**2,694**	**3,004**
(-) 운전자본증가(감소)	(36)	(82)	368	351	319
(-) 설비투자	1,304	1,392	1,190	1,091	992
(+) 자산매각	(73)	(82)	(10)	(9)	(8)
Free Cash Flow	666	1,580	954	1,243	1,685
(-) 기타투자	11	(17)	(108)	(108)	(108)
잉여현금	655	1,597	1,062	1,352	1,793

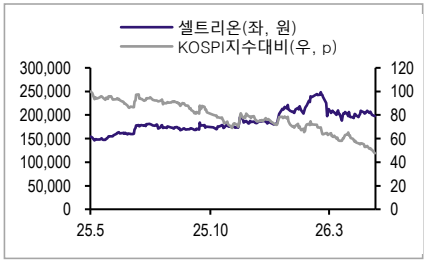
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

분명한 이익 성장 국면

BUY(유지)

목표주가	270,000원(유지)
현재주가(05/04)	197,800원
상승여력	+36.5%
시가총액	43,899십억원
발행주식수	221,938천주
52주 최고가 / 최저가	248,500 / 146,216원
3개월 일평균거래대금	130십억원
외국인 지분율	24.1%
주요주주	
셀트리온홀딩스 (외 99인)	32.5%
국민연금공단 (외 1인)	6.7%
자사주 (외 1인)	1.7%

(배, %)	2025	2026E	2027E
PER	40.6	33.2	26.9
PBR	2.4	2.8	2.6
EV/EBITDA	30.4	22.2	18.3
배당수익률	0.4	0.4	0.4
ROE	5.9	7.8	9.5



1Q26E 실적: 미국 공장 셧다운 관련 일회성 비용 반영 예상

- 셀트리온 2026년 1분기 연결 매출액: 1.13조원(+33.6% YoY, -15.5% QoQ), 연결 영업이익: 3,045억원(+103.8% YoY, -35.9% QoQ, OPM: 27.1%) 전망
- 최근 눈높이가 낮아진 시장 컨센서스에 대체적으로 부합할 것으로 전망, 미국 브렌치버그 공장 셧다운에 따른 일회성 비용 반영 예상
- 연초 가격 인상 전 4분기 재고 선제 소진 및 일회성 비용 계상에 따른 일시적 실적 부진으로 판단, 고마진 시밀러 탑라인 성장 지속 중

2026~27년 견조한 이익 성장세 지속 전망, 미국 바이오시밀러 관련 제도적 환경도 우호적

- 스테키마, 옴리클로 등 고마진 신규 시밀러 제품들의 처방량 확대 및 점유율 상승 예상(2026년 스테키마/옴리클로/스토보클로&오센벨트 탑라인 추정치: 1,900억/2,150억/1,900억원), 향후 분기별 처방량 확대에 따라 추정치 상향 예정
- 송도 공장 증설(180,000 리터 규모), 브렌치버그 공장 증설(75,000리터)에 따른 향후 원가 절감 효과 및 DS 생산 역량 강화
- 미 의약품 관세에서 바이오시밀러 제외 + Medicare Part D 지급 구조 개편에 따른 보험사 부담 확대 + FDA 시밀러 개발 간소화 지침

투자의견: BUY (유지), 목표주가: 270,000원 (유지)

- 2026년 셀트리온 연결 매출액 5.12조원(+23.0% YoY), 연결 영업이익 1.77조원(+51.2% YoY, OPM: 34.5%)으로 전망
- 2026~27년 견조한 이익 성장세를 전망, 미국 내 시밀러 영업환경도 우호적으로 진화 중, 자사주 소각/배당 확대 적극적 스탠스 유지 중
- 글로벌 바이오시밀러 시장의 대표적 선두주자 지위 강화 중으로 투자의견 BUY를 유지, 목표주가도 270,000원을 유지

분기 실적 Summary

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	842	961	1,029	1,330	1,125	1,186	1,300	1,511	4,162	5,121
영업이익	149	242	301	475	305	381	485	597	1,168	1,767
영업이익률(%)	*17.7%*	*25.2%*	*29.3%*	*35.7%*	*27.1%*	*32.1%*	*37.3%*	*39.5%*	*28.1%*	*34.5%*
지배주주순이익	109	61	331	528	189	265	369	481	1,030	1,303
지배주주순이익률(%)	*12.9%*	*6.4%*	*32.2%*	*39.7%*	*16.8%*	*22.3%*	*28.4%*	*31.8%*	*24.7%*	*25.4%*

자료: 흥국증권 리서치센터

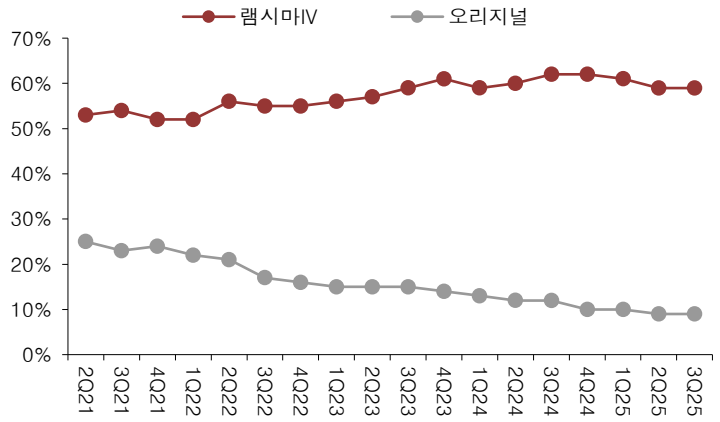
부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
연결 매출액	**842**	**961**	**1,029**	**1,330**	**1,125**	**1,186**	**1,300**	**1,509**	**4,162**	**5,121**	**6,043**
바이오 제품	**768**	**883**	**961**	**1,252**	**1,023**	**1,063**	**1,163**	**1,358**	**3,864**	**4,606**	**5,431**
램시마 IV	238	261	265	285	245	269	273	293	1,050	1,081	1,092
트룩시마	129	103	126	169	133	106	130	174	526	542	548
허쥬마	54	51	49	64	56	53	51	60	217	220	225
램시마 SC	135	161	185	236	178	177	204	230	717	789	876
유플라이마	118	137	144	104	139	162	170	147	503	618	705
베그젤마	59	80	75	155	65	88	82	170	369	406	446
짐펜트라	13	23	28	58	38	75	93	99	122	305	650
스테키마	21	35	35	42	45	36	43	66	134	190	250
스토보틀로/오센벨트	1	7	20	71	55	38	46	51	99	190	275
옴리클로	0	22	28	49	58	47	57	53	99	215	305
기타	-1	3	6	20	10	12	14	14	28	50	60
Non-바이오 제품	**74**	**79**	**68**	**78**	**102**	**123**	**137**	**151**	**299**	**513**	**610**
제약/케미컬	68	72	63	70	58	67	72	73	274	270	260
CMO	0	0	0	0	38	49	58	70	0	215	320
기타	6	6	4	8	6	7	7	8	25	28	30
연결 매출액 YoY	*14%*	*10%*	*17%*	*25%*	*34%*	*23%*	*26%*	*13%*	*17%*	*23%*	*18%*
연결 영업이익	**149**	**242**	**301**	**475**	**305**	**381**	**485**	**597**	**1,168**	**1,767**	**2,175**
영업이익률	*17.7%*	*25.2%*	*29.3%*	*35.7%*	*27.1%*	*32.1%*	*37.3%*	*39.5%*	*28.1%*	*34.5%*	*36.0%*

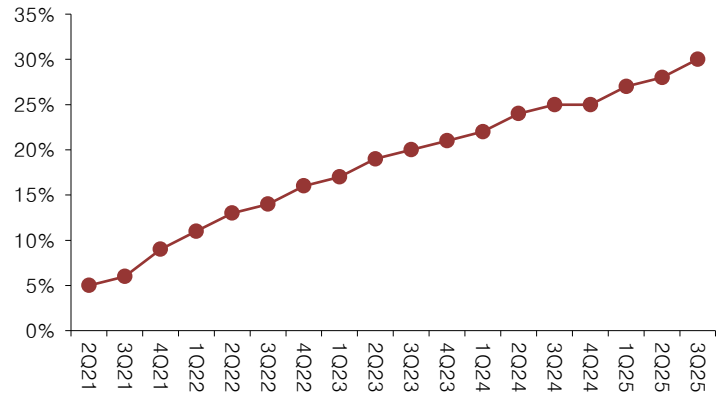
자료: 셀트리온, 흥국증권 리서치센터

Key chart

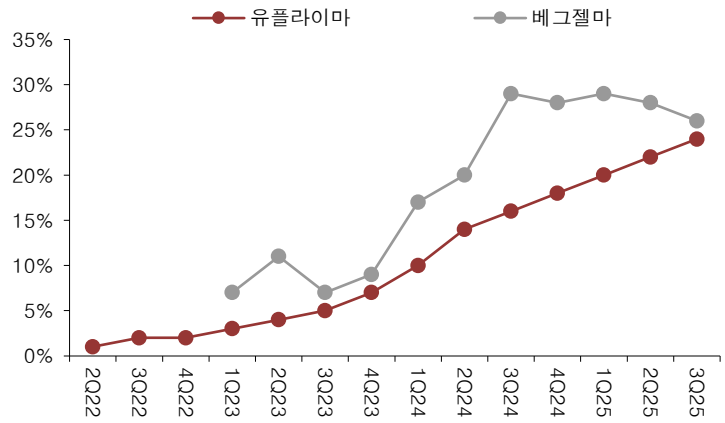
램시마 IV 유럽 시장 점유율 추이



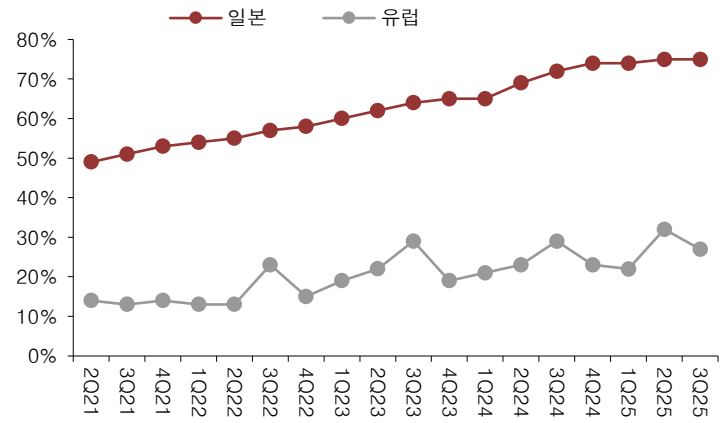
램시마 SC 유럽 주요 5개국 시장 점유율 추이



유플라이마 및 베그젤마 유럽 시장 점유율 추이



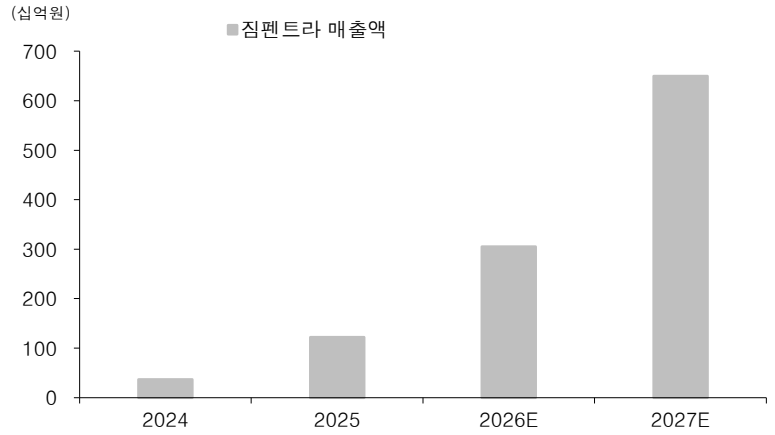
허쥬마 글로벌 시장 점유율 추이



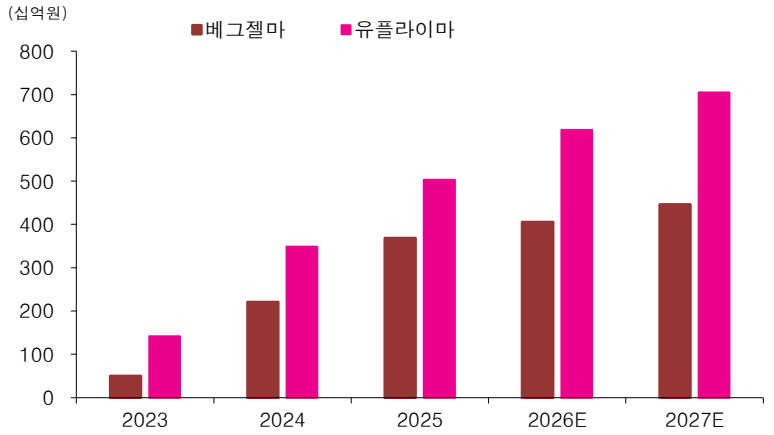
자료: 셀트리온, 흥국증권 리서치센터

Key chart

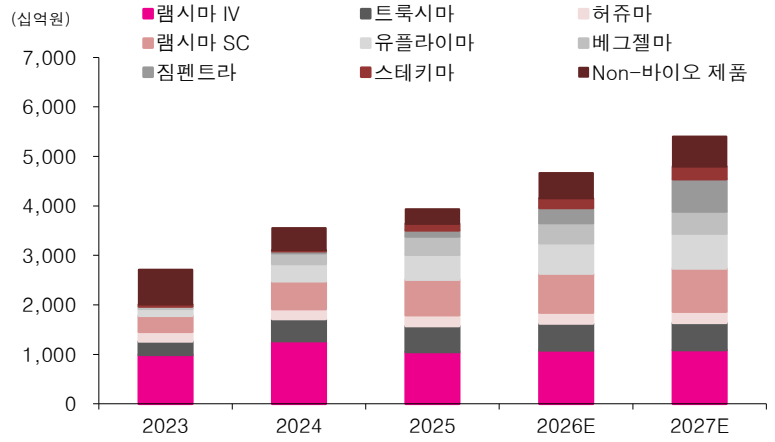
짐펜트라 매출액 전망



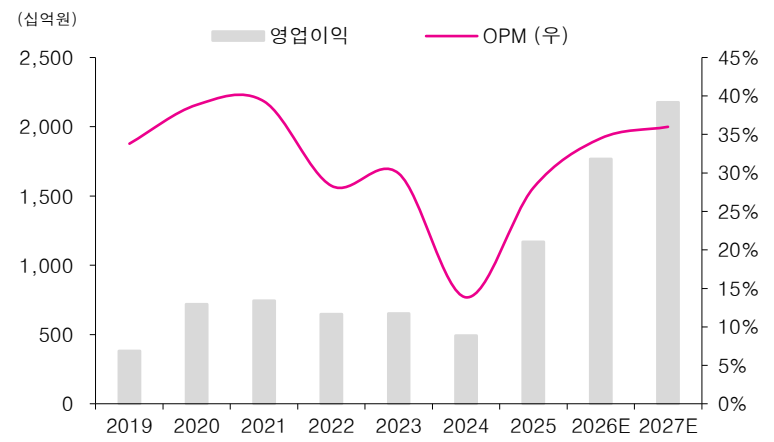
베그젤마/유플라이마 매출액 전망



셀트리온 연간 매출액 추이 및 전망



셀트리온 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 셀트리온, 흥국증권 리서치센터

Valuation

셀트리온 목표주가 산정 SOTP 밸류에이션

(십억원)		비고
셀트리온 EBITDA	2,276.7	2026~27년 셀트리온 EBITDA 평균
Fair EV/EBITDA multiple (x)	28.2	글로벌 바이오시밀러 업체 2026~27년 EV/EBITDA 평균
셀트리온 value (A)	**64,202**	
Non-core assets		
(-) Net debt (B)	2,015	2025~27년 순부채 평균
(-) Preferred shares (C)	0	
Fair value of equity (A-B-C)	**62,187**	
No. of total shares (백만주)	231.0	
NAV/Share (W)	269,255	
목표주가 (원)	**270,000**	
현재주가 (원)	197,800	
상승여력	+36.5%	

자료: 흥국증권 리서치센터

셀트리온(068270) 요약 재무제표

포괄손익계산서 (단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**3,557**	**4,162**	**5,121**	**6,043**	**6,769**
증가율 (Y-Y,%)	63.4	17.0	23.0	18.0	12.0
영업이익	**492**	**1,168**	**1,767**	**2,175**	**2,457**
증가율 (Y-Y,%)	(24.5)	137.5	51.2	23.1	12.9
EBITDA	910	1,456	2,072	2,481	2,762
영업외손익	84	(15)	(72)	(87)	(87)
순이자수익	(42)	(52)	(69)	(66)	(62)
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	(3)	(17)	(63)	(63)	(63)
세전계속사업손익	576	1,154	1,695	2,089	2,370
당기순이익	**419**	**1,031**	**1,305**	**1,608**	**1,825**
지배기업당기순이익	**423**	**1,030**	**1,303**	**1,605**	**1,822**
증가율 (Y-Y,%)	(21.1)	143.6	26.5	23.2	13.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	23.4	22.1	33.0	19.3	17.6
영업이익증가율(3Yr)	(12.9)	21.8	39.4	64.1	28.1
EBITDA증가율(3Yr)	(1.7)	18.6	32.2	39.7	23.8
순이익증가율(3Yr)	(11.1)	23.9	34.2	56.6	20.9
영업이익률(%)	13.8	28.1	34.5	36.0	36.3
EBITDA마진(%)	25.6	35.0	40.5	41.1	40.8
순이익률 (%)	11.8	24.8	25.5	26.6	27.0
NOPLAT	**358**	**1,045**	**1,360**	**1,675**	**1,892**
(+) Dep	418	288	306	305	305
(-) 운전자본투자	(250)	484	978	905	703
(-) Capex	135	108	130	130	130
OpFCF	891	740	557	946	1,364

재무상태표 (단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	5,584	6,205	7,571	9,207	10,347
현금성자산	1,144	1,239	1,523	2,116	2,432
매출채권	1,259	1,840	2,264	2,672	2,993
재고자산	2,766	2,803	3,449	4,070	4,559
비유동자산	15,471	16,130	16,068	16,008	15,949
투자자산	525	649	675	703	731
유형자산	1,245	1,703	1,722	1,740	1,757
무형자산	13,702	13,778	13,671	13,566	13,461
자산총계	**21,055**	**22,335**	**23,640**	**25,215**	**26,296**
유동부채	3,187	4,454	4,476	4,527	4,558
매입채무	550	629	712	829	929
유동성이자부채	2,102	3,327	3,246	3,158	3,068
비유동부채	288	529	2,858	2,941	2,333
비유동이자부채	106	413	397	381	365
부채총계	**3,475**	**4,982**	**7,334**	**7,467**	**6,891**
자본금	221	239	239	239	239
자본잉여금	14,828	14,215	14,215	14,215	14,215
이익잉여금	3,744	4,407	5,546	6,987	8,645
자본조정	(1,353)	(1,653)	(3,839)	(3,839)	(3,839)
자기주식	(2,108)	(2,186)	(2,186)	(2,186)	(2,186)
자본총계	**17,580**	**17,353**	**16,306**	**17,747**	**19,405**
투하자본	18,485	19,684	18,249	18,987	20,215
순차입금	1,064	2,501	2,120	1,423	1,001
ROA	2.1	4.7	5.7	6.6	7.1
ROE	2.5	5.9	7.8	9.5	9.9
ROIC	2.0	5.5	7.2	9.0	9.7

주요투자지표 (단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	1,789	4,458	5,960	7,344	8,334
BPS	80,336	74,508	69,975	76,217	83,394
DPS	735	750	750	750	750
Multiples(x,%)					
PER	100.9	40.6	33.2	26.9	23.7
PBR	2.2	2.4	2.8	2.6	2.4
EV/ EBITDA	45.9	30.4	22.2	18.3	16.3
배당수익율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	39.9	26.4	22.5	22.0	28.6
PSR	12.0	10.0	8.9	7.6	6.7
재무건전성 (%)					
부채비율	19.8	28.7	45.0	42.1	35.5
Net debt/Equity	6.1	14.4	13.0	8.0	5.2
Net debt/EBITDA	116.9	171.8	102.3	57.4	36.2
유동비율	175.2	139.3	169.1	203.4	227.0
이자보상배율	11.7	22.5	25.5	33.1	39.7
이자비용/매출액	2.1	1.8	1.9	1.5	1.3
자산구조					
투하자본(%)	91.7	91.2	89.2	87.1	86.5
현금+투자자산(%)	8.3	8.8	10.8	12.9	13.5
자본구조					
차입금(%)	11.2	17.7	18.3	16.6	15.0
자기자본(%)	88.8	82.3	81.7	83.4	85.0

현금흐름표 (단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	**902**	**646**	**1,048**	**1,169**	**895**
당기순이익	419	1,031	1,305	1,608	1,825
자산상각비	418	288	306	305	305
운전자본증감	(21)	(495)	(978)	(905)	(703)
매출채권감소(증가)	(174)	(344)	(424)	(408)	(321)
재고자산감소(증가)	225	(135)	(645)	(621)	(489)
매입채무증가(감소)	(144)	(149)	83	117	100
투자현금	**(169)**	**(860)**	**(507)**	**(313)**	**(315)**
단기투자자산감소	7	7	(5)	(5)	(5)
장기투자증권감소	(15)	(12)	(70)	(70)	(71)
설비투자	(135)	(108)	(130)	(130)	(130)
유무형자산감소	(195)	(223)	(87)	(87)	(87)
재무현금	**(353)**	**339**	**(261)**	**(268)**	**(270)**
차입금증가	(80)	(72)	(97)	(104)	(106)
자본증가	21	12	0	0	0
배당금지급	(104)	(154)	(164)	(164)	(164)
현금 증감	432	123	279	588	311
총현금흐름(Gross CF)	**1,068**	**1,585**	**2,026**	**2,074**	**1,598**
(-) 운전자본증가(감소)	(250)	484	978	905	703
(-) 설비투자	135	108	130	130	130
(+) 자산매각	(195)	(223)	(87)	(87)	(87)
Free Cash Flow	988	769	830	951	678
(-) 기타투자	15	12	70	70	71
잉여현금	973	758	760	881	607

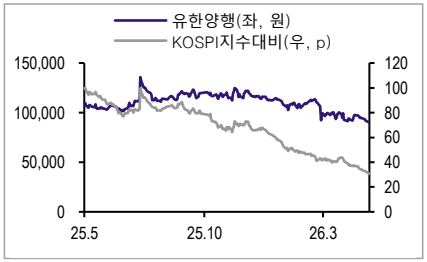
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

별의 순간을 기다리며

BUY(유지)

목표주가	130,000원(하향)
현재주가(05/04)	90,500원
상승여력	+43.6%
시가총액	7,208십억원
발행주식수	79,648천주
52주 최고가 / 최저가	135,800 / 90,500원
3개월 일평균거래대금	28십억원
외국인 지분율	18.3%
주요주주	
유한재단 (외 4인)	23.5%
자사주 (외 1인)	7.6%
국민연금공단 (외 1인)	6.8%

(배, %)	2025	2026E	2027E
PER	46.5	59.2	37.6
PBR	4.0	3.4	3.2
EV/EBITDA	52.4	39.9	27.6
배당수익률	0.5	0.7	0.7
ROE	8.8	5.1	8.1



1Q26 실적: 유럽 마일스톤 부재로 컨센서스 하회

- 유한양행 2026년 1분기 연결 매출액: 5,268억원(+7.2% YoY, -3.5% QoQ), 연결 영업이익: 88억원(+37.3% YoY, -66.2% QoQ, OPM: 1.7%) 시현, 시장 컨센서스 하회
- 이번 1분기 수령 예상했던 레이저티닙 유럽 출시 마일스톤(3,000만 달러, 약 428억원)의 인식 지연에 따른 일시적 분기 실적 부진
- 신약 API 매출 증가로 1분기 해외 수출 금액은 1,060억원으로 전년 동기 대비 21% 성장 시현, 유럽 마일스톤은 2분기 수령 예정

레이저티닙의 가파른 처방 확대는 곧 마주하게 될 현실, 국내 약가 인하 리스크는 제한적

- 현 시점 시장이 가장 큰 관심과 기대를 두고 있는 것은 MARIPOSA 최종 mOS 업데이트(MARIPOSA 기대 mOS: 최소 48~49개월 이상 vs. FLAURA/FLAURA2: 38.6/47.5개월), 2026년 하반기 시장 기대치를 넘어서는 서프라이즈 최장 mOS 값 확인 가능 예상
- 레이저티닙 병용요법의 NCCN 1차 권고 요법 등재 및 아미반타맙 SC 제형 FDA 승인(월 1회 투여) 등 우호적 환경 조성, mOS가 트리거!
- 국내 약가 인하 리스크 노출은 제한적, 유한양행의 제네릭 비중은 20% 수준으로 향후 이익 추정치 하향 리스크는 경쟁사들 대비 낮음

투자의견: BUY (유지), 목표주가: 130,000원 (하향)

- 2026년 유한양행 연결 매출액 2.3조원(+5.4% YoY), 연결 영업이익 1,103억원(+5.7% YoY, OPM: 4.8%)으로 전망
- 올해 하반기 예상되는 MARIPOSA mOS 데이터 확인이 유한양행 밸류에이션 리레이팅의 시작점이 될 것으로 확신
- 1분기 컨센서스 하회에 따른 실적 추정치 하향 조정에 따라 목표주가는 기존 150,000원에서 130,000원으로 하향, 투자의견은 BUY 유지

분기 실적 Summary

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	492	579	570	546	527	637	625	515	2,187	2,304
영업이익	6	50	22	26	9	49	28	24	104	110
영업이익률(%)	*1.3%*	*8.6%*	*3.9%*	*4.8%*	*1.7%*	*7.7%*	*4.5%*	*4.7%*	*4.8%*	*4.8%*
지배주주순이익	9	46	25	114	9	51	29	25	194	113
지배주주순이익률(%)	*1.8%*	*7.9%*	*4.4%*	*21.0%*	*1.6%*	*8.0%*	*4.6%*	*4.8%*	*8.9%*	*4.9%*

자료: 흥국증권 리서치센터

부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**492**	**579**	**570**	**546**	**527**	**637**	**625**	**515**	**2,187**	**2,304**	**2,543**
별도	469	556	551	529	510	604	596	497	2,106	2,206	2,392
의약품	330	345	358	358	349	358	369	371	1,390	1,447	1,506
생활건강	47	69	52	50	48	72	54	53	218	227	238
수출	87	115	135	49	106	121	145	52	387	424	471
라이선스수익	4	26	4	70	5	52	25	20	104	102	170
기타	2	2	2	1	2	2	2	2	7	7	7
유한화학	64	85	106	34	83	98	120	38	290	339	390
기타 연결조정	-42	-62	-87	-17	-66	-66	-90	-20	-209	-242	-240
영업이익	**6**	**50**	**22**	**26**	**9**	**49**	**28**	**24**	**104**	**110**	**190**
수익성(%)											
영업이익률	**1.3%**	**8.6%**	**3.9%**	**4.8%**	**1.7%**	**7.7%**	**4.5%**	**4.7%**	**4.8%**	**4.8%**	**7.5%**
성장률(YoY)											
전체 매출액	**10.6%**	**9.6%**	**-4.8%**	**10.1%**	**7.2%**	**10.0%**	**9.7%**	**-5.6%**	**5.7%**	**5.4%**	**10.4%**
별도	8.4%	8.1%	-5.8%	11.3%	8.6%	8.6%	8.1%	-6.0%	4.8%	4.8%	8.4%
의약품	6.5%	1.8%	2.8%	1.9%	5.8%	3.8%	3.2%	3.5%	3.2%	4.0%	4.1%
생활건강	5.1%	-8.5%	-22.6%	-6.9%	2.8%	4.0%	3.7%	6.2%	-9.6%	4.2%	5.2%
수출	17.9%	18.1%	92.7%	-24.2%	21.4%	5.2%	7.6%	5.5%	26.1%	9.7%	10.9%
라이선스	56.0%	4502.3%	-95.6%	1673.7%	24.0%	103.6%	480.7%	-71.5%	-1.1%	-2.1%	66.8%
기타	-38.2%	-25.4%	21.5%	2.3%	6.9%	-6.6%	-0.3%	4.8%	-15.0%	0.6%	1.0%
유한화학	31.1%	22.2%	121.0%	-24.6%	29.4%	15.8%	12.7%	10.8%	36.5%	17.1%	15.0%

자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

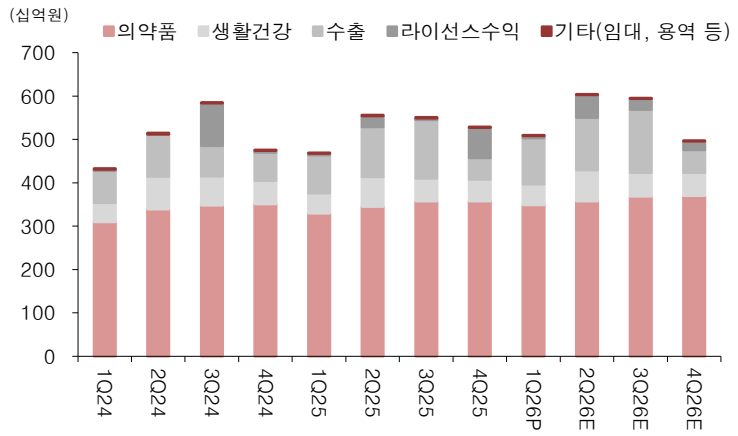
Key chart

유한양행 주요 기술수출 성과 요약

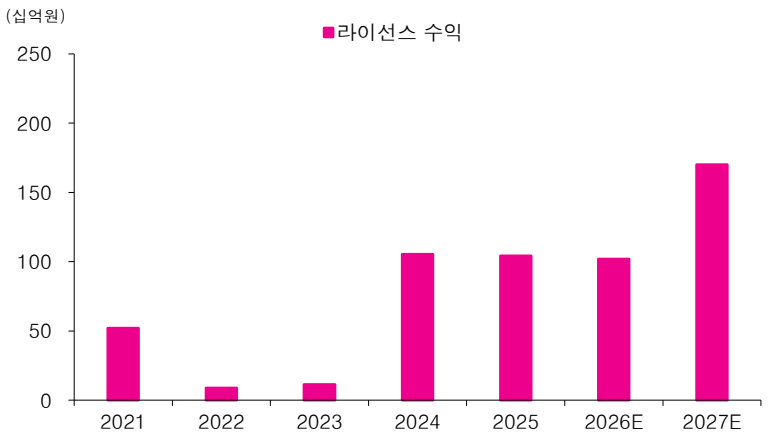
(단위: $)

계약시점	과제명	계약업체	계약규모	기수령		
				계약금	마일스톤 수익	비고
2018.07	퇴행성관절염	스파인바이오파마	218,150,000	650,000	2,000,000	
2018.11	Lazertinib	얀센바이오테크	950,000,000	50,000,000	35,000,000 65,000,000 60,000,000 15,000,000 45,000,000	미국 출시(2024.9) 일본 출시(2025.5) 중국 출시(2025.10)
2020.08	YH12852	프로세사	410,500,000	2,000,000		
합계			1,578,650,000	52,650,000	222,000,000	

유한양행 분기별 별도 매출액 추이 및 전망



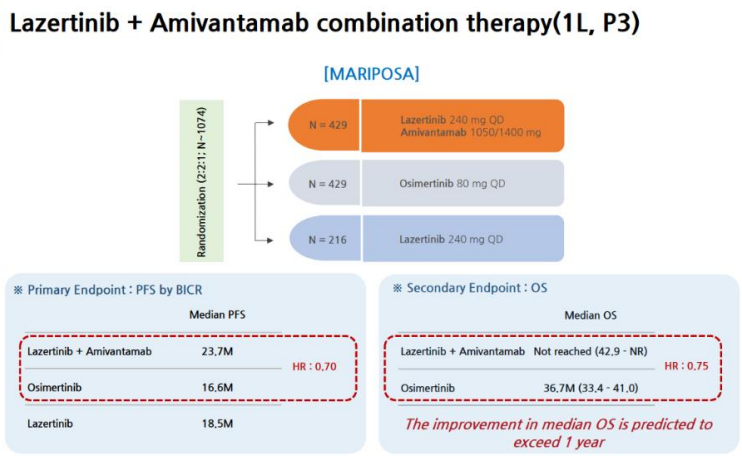
유한양행 연간 라이선스 수익 추이 및 전망



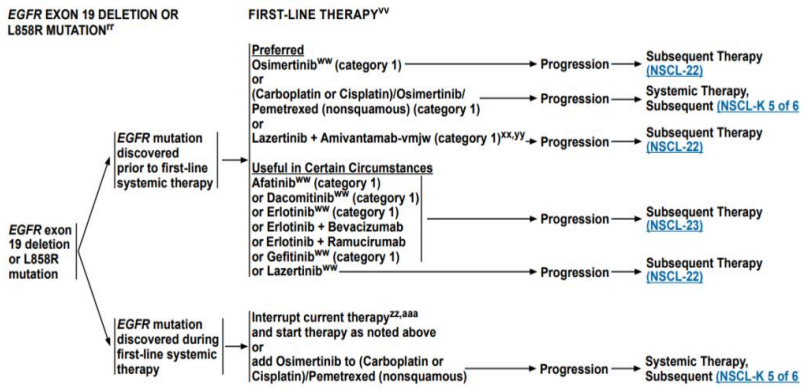
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

Key chart

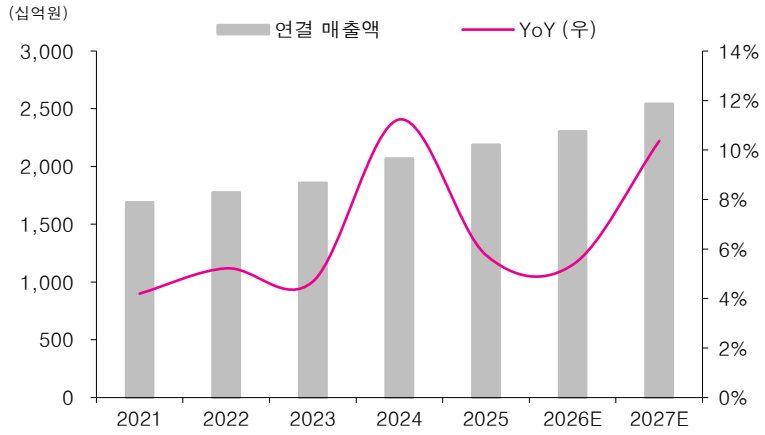
레이저티닙 + 아미반타맙 병용요법 1차 치료제 임상 3상 (MARIPOSA)



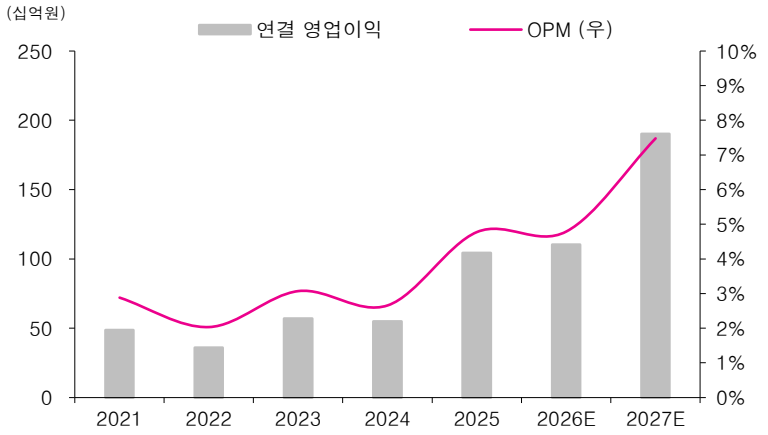
레이저티닙 + 아미반타맙 병용요법 NCCN EGFRm NSCLC 선호 요법 등재



유한양행 연간 연결 매출액 추이 및 전망



유한양행 연간 연결 영업이익 추이 및 전망



자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

Valuation

유한양행 목표주가 산정 SOTP 밸류에이션

(십억원)		비고
유한양행 EBITDA	317.1	유한양행 2027~28년 EBITDA 평균
Fair EV/EBITDA multiple (x)	27.6	국내 제약사 2027년 EV/EBITDA 평균
유한양행 value (A)	**8,752**	
Non-core assets		
(+) Investment assets (B)	775	
(-) Net debt (C)	46	2025~27년 순부채 평균
Fair value of equity (A+B-C)	**9,481**	
No. of total shares (백만주)	73.6	
NAV/Share (W)	128,789	
목표주가 (원)	**130,000**	
현재주가 (원)	90,500	
상승여력	+43.6%	

자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

유한양행(000100) 요약 재무제표

포괄손익계산서 (단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**2,068**	**2,187**	**2,304**	**2,543**	**2,816**
증가율 (Y-Y,%)	11.2	5.7	5.4	10.4	10.7
영업이익	**55**	**104**	**110**	**190**	**247**
증가율 (Y-Y,%)	(3.8)	90.2	5.7	72.4	29.7
EBITDA	118	174	185	266	324
영업외손익	7	118	28	28	28
순이자수익	(6)	(7)	(6)	(6)	(5)
외화관련손익	10	(0)	0	0	0
지분법손익	35	125	354	354	354
세전계속사업손익	61	223	139	218	275
당기순이익	**55**	**185**	**108**	**170**	**214**
지배기업당기순이익	**71**	**194**	**113**	**178**	**225**
증가율 (Y-Y,%)	(48.1)	174.6	(41.7)	57.3	26.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	7.0	7.2	7.4	7.1	8.8
영업이익증가율(3Yr)	4.1	42.6	24.6	51.3	33.2
EBITDA증가율(3Yr)	5.2	30.0	22.2	31.2	23.2
순이익증가율(3Yr)	(17.7)	26.9	(7.0)	45.5	5.0
영업이익률(%)	2.7	4.8	4.8	7.5	8.8
EBITDA마진(%)	5.7	7.9	8.0	10.5	11.5
순이익률 (%)	2.7	8.5	4.7	6.7	7.6
NOPLAT	**49**	**87**	**86**	**148**	**192**
(+) Dep	63	69	75	76	78
(-) 운전자본투자	77	75	36	83	97
(-) Capex	117	100	81	74	74
OpFCF	(82)	(19)	43	67	99

재무상태표 (단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,360	1,512	1,487	1,617	1,798
현금성자산	320	368	283	292	334
매출채권	626	714	752	830	919
재고자산	343	373	393	433	480
비유동자산	1,582	1,709	1,766	1,814	1,861
투자자산	699	771	802	835	869
유형자산	598	639	663	678	692
무형자산	285	300	301	301	300
자산총계	**2,942**	**3,221**	**3,253**	**3,431**	**3,658**
유동부채	619	734	750	777	808
매입채무	300	307	325	356	391
유동성이자부채	187	273	265	255	244
비유동부채	172	125	303	321	338
비유동이자부채	140	87	97	106	115
부채총계	**791**	**859**	**1,053**	**1,098**	**1,146**
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	123	145	145	145	145
이익잉여금	2,010	2,188	2,257	2,390	2,570
자본조정	(113)	(108)	(340)	(340)	(340)
자기주식	(219)	(231)	(231)	(231)	(231)
자본총계	**2,151**	**2,362**	**2,199**	**2,333**	**2,512**
투하자본	1,635	1,805	1,708	1,807	1,918
순차입금	6	(9)	79	68	24
ROA	2.5	6.3	3.5	5.3	6.3
ROE	3.4	8.8	5.1	8.1	9.5
ROIC	3.2	5.1	4.9	8.4	10.3

주요투자지표 (단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	874	2,418	1,528	2,410	3,041
BPS	25,808	28,427	26,419	28,061	30,275
DPS	500	600	600	600	600
Multiples(x,%)					
PER	136.7	46.5	59.2	37.6	29.8
PBR	4.6	4.0	3.4	3.2	3.0
EV/ EBITDA	82.4	52.4	39.9	27.6	22.6
배당수익율	0.4	0.5	0.7	0.7	0.7
PCR	62.2	42.4	n/a	n/a	n/a
PSR	4.7	4.2	3.2	2.9	2.6
재무건전성 (%)					
부채비율	36.8	36.3	47.9	47.1	45.6
Net debt/Equity	0.3	n/a	3.6	2.9	1.0
Net debt/EBITDA	4.9	n/a	42.9	25.7	7.5
유동비율	219.7	206.1	198.1	208.0	222.5
이자보상배율	9.1	14.5	17.4	32.4	45.7
이자비용/매출액	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
자산구조					
투하자본(%)	61.6	61.3	61.1	61.6	61.5
현금+투자자산(%)	38.4	38.7	38.9	38.4	38.5
자본구조					
차입금(%)	13.2	13.2	14.1	13.4	12.5
자기자본(%)	86.8	86.8	85.9	86.6	87.5

현금흐름표 (단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	**55**	**106**	**(268)**	**(174)**	**(140)**
당기순이익	55	185	108	170	214
자산상각비	63	69	75	76	78
운전자본증감	(124)	(136)	(36)	(83)	(97)
매출채권감소(증가)	(48)	(88)	(38)	(78)	(89)
재고자산감소(증가)	(59)	(34)	(20)	(41)	(47)
매입채무증가(감소)	(4)	(0)	18	31	34
투자현금	**(117)**	**(71)**	**221**	**229**	**228**
단기투자자산감소	9	(4)	(1)	(1)	(1)
장기투자증권감소	11	41	332	331	330
설비투자	(117)	(100)	(81)	(74)	(74)
유무형자산감소	(13)	(33)	(19)	(17)	(17)
재무현금	**66**	**8**	**(43)**	**(46)**	**(47)**
차입금증가	88	32	2	(1)	(2)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(32)	(37)	(45)	(45)	(45)
현금 증감	7	42	(86)	9	41
총현금흐름(Gross CF)	**156**	**215**	**(232)**	**(91)**	**(43)**
(-) 운전자본증가(감소)	77	75	36	83	97
(-) 설비투자	117	100	81	74	74
(+) 자산매각	(13)	(33)	(19)	(17)	(17)
Free Cash Flow	(50)	8	(369)	(265)	(231)
(-) 기타투자	(11)	(41)	(332)	(331)	(330)
잉여현금	(39)	49	(37)	65	99

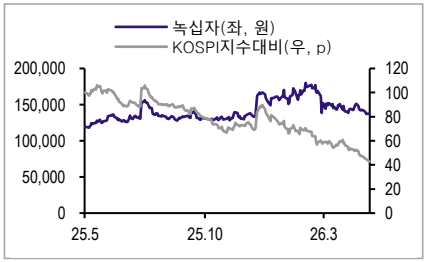
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

알리글로 처방 확대 지속

BUY(유지)

목표주가	190,000원(유지)
현재주가(05/04)	137,500원
상승여력	+38.2%
시가총액	1,607십억원
발행주식수	11,687천주
52주 최고가 / 최저가	180,300 / 118,100원
3개월 일평균거래대금	8십억원
외국인 지분율	22.4%
주요주주	
녹십자홀딩스 (외 13인)	51.4%
국민연금공단 (외 1인)	7.7%
자사주 (외 1인)	2.3%

(배, %)	2025	2026E	2027E
PER	n/a	56.8	39.6
PBR	1.5	1.3	1.3
EV/EBITDA	17.9	15.0	13.3
배당수익률	0.9	1.1	1.1
ROE	-0.4	2.3	3.4



1Q26E 실적: 컨센서스 부합 예상

- 녹십자 2026년 1분기 연결 매출액: 4,392억원(+14.4% YoY, -11.8% QoQ), 연결 영업이익: 121억원(+51.7% YoY, +162.5% QoQ, OPM: 2.8%) 전망, 시장 컨센서스에 부합하는 수준
- 고마진 품목 헌터라제와 베리셀라 백신의 수출 물량이 중동 공항 문제로 인해 2분기 이후 시점으로 이연된 것이 1분기 이익 상승을 저해
- 핵심 수출 품목 IVIG 10% 알리글로의 미국 내 처방 확대는 현재 진행 중, 1분기 알리글로 매출액은 연결 기준 310억원 수준(+280% YoY)

알리글로 처방 확대 지속, 이익 기여도 상승 전망

- 2026년 알리글로 연간 매출액 추정치는 2,500억원, 연결 매출액 비중은 12%, 연결 이익 기여도는 58% 전망(알리글로의 마진율 20%, 원/달러 환율 1,430원 가정)
- 녹십자가 제시한 2027년 알리글로 가이던스 2억달러, 2028년 3억달러 수준은 충분히 달성 가능할 것으로 확신
- 향후 알리글로의 매출 비중이 높아질수록 알리글로 연결 이익 기여도는 가파르게 증가할 것으로 전망

투자의견: BUY (유지), 목표주가: 190,000원 (유지)

- 2026년 녹십자 연결 매출액 2.04조원(+3% YoY), 영업이익 779억원(+13% YoY, OPM: 3.8%)으로 전망(녹십자웰빙 지분 매각 감안)
- 녹십자웰빙 지분 매각대금 505억원은 향후 공장 증설과 알리글로 SC제형 개발 등 중장기 성장 잠재력 확보에 투입될 것으로 전망
- 알리글로의 이익 기여도 증가, 핵심 자회사들의 실적 턴어라운드에 따른 이익 성장 모멘텀 긍정적, 투자의견 BUY/목표주가 19만원 유지

분기 실적 Summary

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	384	500	609	498	439	517	597	490	1,991	2,042
영업이익	8	27	29	5	12	25	29	12	69	78
영업이익률(%)	*2.1%*	*5.5%*	*4.8%*	*0.9%*	*2.8%*	*4.8%*	*4.9%*	*2.4%*	*3.5%*	*3.8%*
지배주주순이익	30	38	16	-88	0	12	16	1	-5	28
지배주주순이익률(%)	*7.7%*	*7.6%*	*2.6%*	*-17.7%*	*0.1%*	*2.3%*	*2.6%*	*0.1%*	*-0.2%*	*1.4%*

자료: 흥국증권 리서치센터

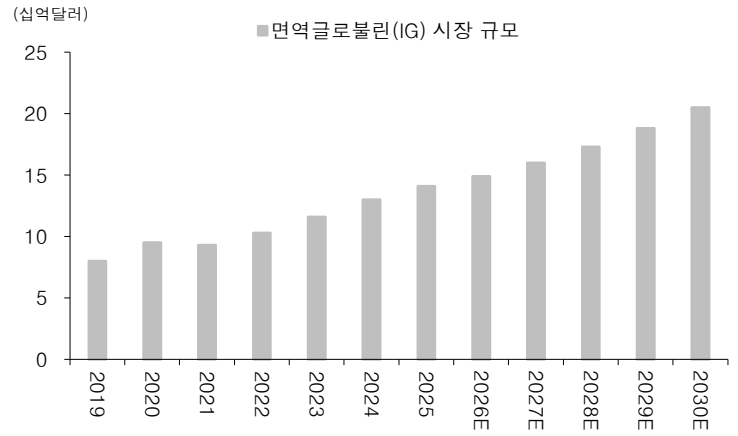
부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**384**	**500**	**609**	**498**	**439**	**517**	**597**	**490**	**1,680**	**1,991**	**2,042**	**2,150**
혈액제제류	127	152	134	148	124	162	142	159	478	560	587	637
내수	84	80	90	83	87	82	92	84	310	337	345	356
해외	43	72	44	65	38	79	49	76	169	224	242	281
백신류	49	103	92	56	52	109	96	59	256	301	316	333
전문의약품	92	106	170	112	94	109	187	123	420	480	513	537
일반의약품 등	27	31	34	28	27	30	33	27	122	120	117	116
자회사	88	108	180	155	142	107	138	121	404	531	508	527
영업이익	**8**	**27**	**29**	**5**	**12**	**25**	**29**	**12**	**32**	**69**	**78**	**96**
수익성(%)												
영업이익률	**2.1%**	**5.5%**	**4.8%**	**0.9%**	**2.8%**	**4.8%**	**4.9%**	**2.4%**	**1.9%**	**3.5%**	**3.8%**	**4.5%**
성장성(YoY)												
전체 매출액	**7.6%**	**19.9%**	**31.1%**	**12.9%**	**14.4%**	**3.3%**	**-2.1%**	**-1.6%**	**3.3%**	**18.5%**	**2.6%**	**5.3%**
혈액제제류	42.3%	67.6%	-2.2%	-8.8%	-2.3%	6.4%	6.2%	8.1%	12.7%	17.1%	4.8%	8.5%
내수	13.3%	7.4%	11.1%	3.2%	3.2%	3.1%	2.9%	1.2%	-0.3%	8.7%	2.6%	3.2%
해외	181.4%	344.4%	-21.5%	-20.6%	-13.0%	10.0%	13.0%	17.1%	48.2%	32.5%	8.2%	15.9%
백신류	56.3%	19.0%	-2.6%	29.4%	5.2%	6.2%	4.9%	4.3%	-2.3%	17.4%	5.3%	5.2%
전문의약품	-13.9%	4.1%	57.6%	8.0%	2.5%	2.3%	10.1%	10.1%	5.2%	14.3%	6.9%	4.6%
일반의약품 등	-1.8%	-2.5%	4.6%	-8.3%	-1.5%	-1.9%	-1.9%	-1.9%	-1.5%	-1.9%	-1.8%	-0.9%
자회사	-13.1%	1.7%	92.6%	51.4%	61.2%	-1.2%	-23.5%	-21.5%	-3.2%	31.6%	-4.3%	3.7%

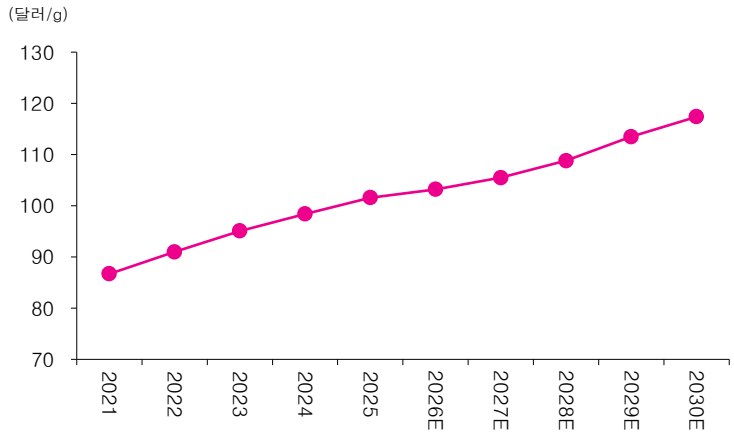
자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

Key chart

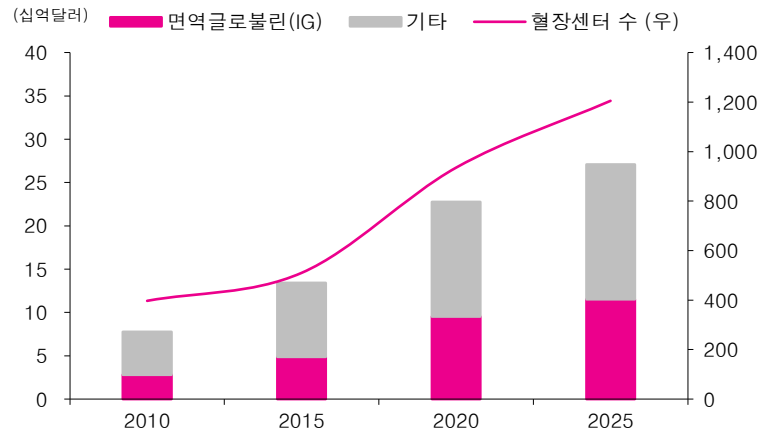
미국 면역글로불린(IG) 시장 규모 추이 및 전망



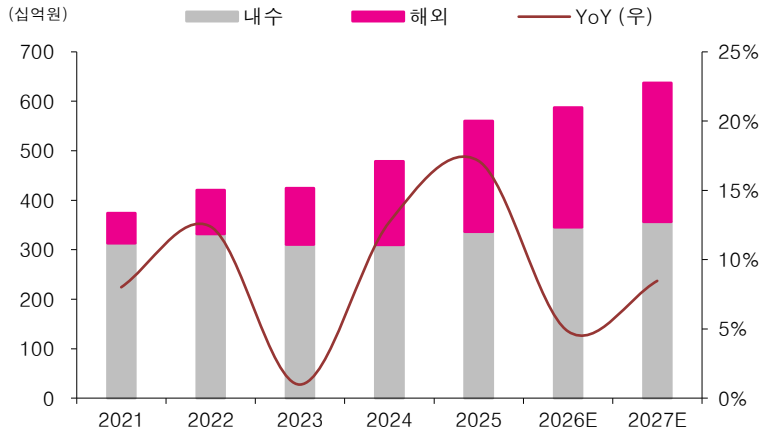
미국 내 정맥 면역글로불린(IVIG) ASP 추이 및 전망



미국 혈장 센터 수 및 혈액제제 시장 규모



녹십자 혈액제제류 매출액 추이 및 전망



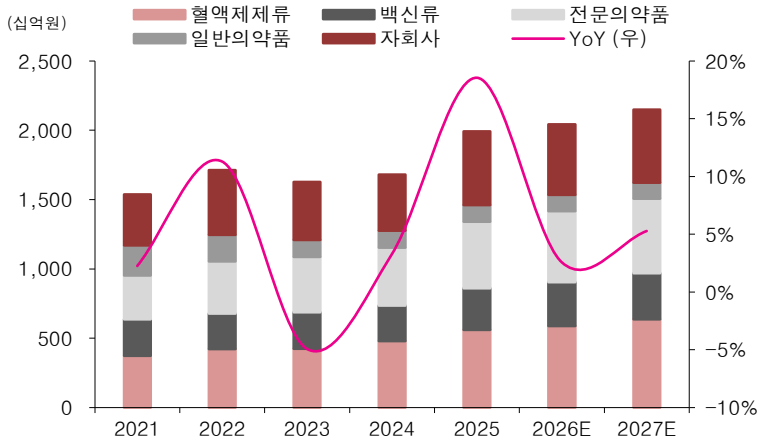
자료: 녹십자, Marketing Research Bureau, 흥국증권 리서치센터

Key chart

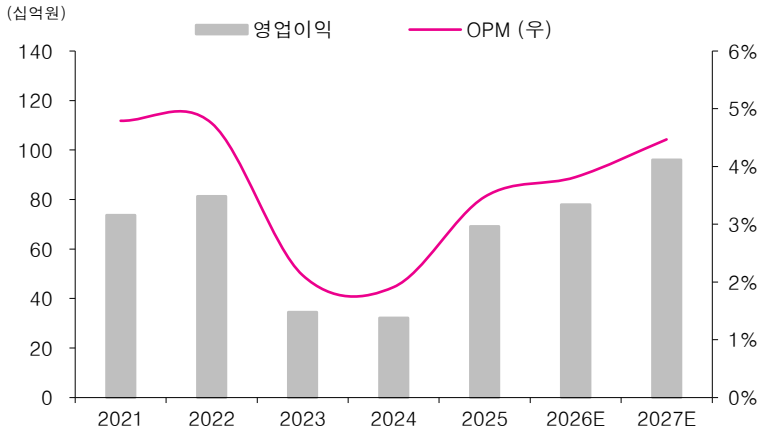
녹십자 미국 혈장 분획제제 사업 추진 계획

녹십자 R&D Pipeline (4Q25)

녹십자 연간 연결 매출액 추이 및 전망



녹십자 연간 연결 영업이익 추이 및 전망



자료: 녹십자, Marketing Research Bureau, 흥국증권 리서치센터

DCF Valuation

녹십자 사업가치 산정 (DCF Valuation)									
(십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
NOPLAT	62	77	97	109	122	136	153	171	196
(+) D&A	93	91	88	86	83	85	87	88	90
(-) Capex	80	70	70	60	60	60	55	55	50
(-) Change in working capital	-24	-22	-20	-18	-17	-18	-20	-21	-22
Free cash flows (FCF)	100	120	135	152	161	179	204	225	259
Discounted FCF	91	100	104	107	104	106	110	111	117
PV of FCF	951								
PV of terminal value	2,171								
Enterprise value	**3,121**								

녹십자 목표주가 산정 SOTP 밸류에이션		
(십억원)		**비고**
녹십자 value (A)	**3,121**	
Non-core assets		
(-) Net debt (B)	913	2025~27년 순부채 평균
(-) Preferred shares (C)	0	
Fair value of equity (A-B-C)	**2,208**	
No. of total shares (백만주)	11.7	
NAV/Share (원)	188,953	
목표주가 (원)	**190,000**	
현재주가 (원)	137,500	
상승여력	+38.2%	

자료: 흥국증권 리서치센터

녹십자(006280) 요약 재무제표

포괄손익계산서 (단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**1,680**	**1,991**	**2,042**	**2,150**	**2,225**
증가율 (Y-Y,%)	3.3	18.5	2.6	5.3	3.5
영업이익	**32**	**69**	**78**	**96**	**121**
증가율 (Y-Y,%)	(6.8)	115.4	12.7	23.2	26.2
EBITDA	113	157	170	186	208
영업외손익	(73)	(104)	(38)	(38)	(38)
순이자수익	(37)	(47)	(50)	(47)	(44)
외화관련손익	7	(2)	0	0	0
지분법손익	(26)	57	(33)	(33)	(33)
세전계속사업손익	(41)	(35)	40	58	83
당기순이익	**(43)**	**(30)**	**31**	**45**	**65**
지배기업당기순이익	**(26)**	**(5)**	**28**	**41**	**58**
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	흑전	43.5	43.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	3.0	5.2	7.9	8.6	3.8
영업이익증가율(3Yr)	(24.2)	(5.2)	31.3	44.1	20.6
EBITDA증가율(3Yr)	(4.4)	2.3	15.4	17.9	10.0
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	1.9	3.5	3.8	4.5	5.4
EBITDA마진(%)	6.7	7.9	8.3	8.6	9.4
순이익률 (%)	(2.5)	(1.5)	1.5	2.1	2.9
NOPLAT	**23**	**50**	**61**	**75**	**95**
(+) Dep	81	88	92	90	87
(-) 운전자본투자	136	8	22	(93)	(62)
(-) Capex	32	72	55	48	48
OpFCF	(63)	57	75	210	196

재무상태표 (단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,202	1,370	1,395	1,227	1,164
현금성자산	33	52	43	73	83
매출채권	399	409	420	537	506
재고자산	747	892	914	597	556
비유동자산	1,542	1,601	1,595	1,583	1,574
투자자산	430	419	435	453	472
유형자산	805	845	826	802	780
무형자산	307	337	333	327	322
자산총계	**2,744**	**2,971**	**2,990**	**2,810**	**2,738**
유동부채	769	1,146	996	706	509
매입채무	302	440	449	340	327
유동성이자부채	404	639	478	293	106
비유동부채	493	431	625	711	796
비유동이자부채	436	359	500	638	775
부채총계	**1,263**	**1,577**	**1,621**	**1,417**	**1,305**
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	396	396	396	396	396
이익잉여금	815	797	808	831	872
자본조정	(17)	(34)	(69)	(69)	(69)
자기주식	(36)	(36)	(36)	(36)	(36)
자본총계	**1,481**	**1,394**	**1,370**	**1,393**	**1,434**
투하자본	2,063	2,142	2,099	2,037	2,008
순차입금	807	946	935	858	798
ROA	(1.0)	(0.2)	0.9	1.4	2.1
ROE	(2.1)	(0.4)	2.3	3.4	4.7
ROIC	1.1	2.4	2.9	3.6	4.7

주요투자지표 (단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	(2,249)	(400)	2,421	3,475	4,986
BPS	107,187	104,178	102,079	104,054	107,540
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	56.8	39.6	27.6
PBR	1.7	1.5	1.3	1.3	1.3
EV/ EBITDA	25.7	17.9	15.0	13.3	11.5
배당수익율	0.8	0.9	1.1	1.1	1.1
PCR	16.2	10.8	9.5	14.4	12.7
PSR	1.2	0.9	0.8	0.7	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	85.3	113.1	118.3	101.7	91.0
Net debt/Equity	54.5	67.8	68.2	61.6	55.7
Net debt/EBITDA	713.4	603.3	551.1	462.4	382.8
유동비율	156.2	119.6	140.2	173.8	229.0
이자보상배율	0.9	1.5	1.6	2.0	2.7
이자비용/매출액	2.4	2.5	2.6	2.3	2.1
자산구조					
투하자본(%)	81.7	82.0	81.4	79.5	78.4
현금+투자자산(%)	18.3	18.0	18.6	20.5	21.6
자본구조					
차입금(%)	36.2	41.7	41.7	40.1	38.1
자기자본(%)	63.8	58.3	58.3	59.9	61.9

현금흐름표 (단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	**(53)**	**99**	**147**	**205**	**189**
당기순이익	(43)	(30)	31	45	65
자산상각비	81	88	92	90	87
운전자본증감	(144)	(25)	(22)	93	62
매출채권감소(증가)	55	(21)	(10)	(118)	32
재고자산감소(증가)	(230)	(125)	(23)	317	41
매입채무증가(감소)	26	111	9	(109)	(13)
투자현금	**(68)**	**(187)**	**(119)**	**(111)**	**(111)**
단기투자자산감소	(18)	17	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	(6)	(43)	(41)	(41)	(42)
설비투자	(32)	(72)	(55)	(48)	(48)
유무형자산감소	(9)	(30)	(14)	(12)	(12)
재무현금	**94**	**112**	**(37)**	**(64)**	**(68)**
차입금증가	114	130	(20)	(47)	(51)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(20)	(19)	(17)	(18)	(18)
현금 증감	(27)	27	(9)	30	10
총현금흐름(Gross CF)	**130**	**172**	**169**	**111**	**127**
(-) 운전자본증가(감소)	136	8	22	(93)	(62)
(-) 설비투자	32	72	55	48	48
(+) 자산매각	(9)	(30)	(14)	(12)	(12)
Free Cash Flow	(47)	62	78	145	129
(-) 기타투자	6	43	41	41	42
잉여현금	(53)	18	37	104	88

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

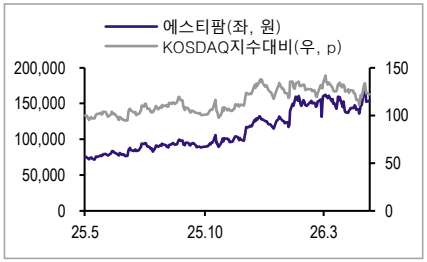
5. 에스티팜 (237690)

올리고 강자의 본격 이익 성장 추세

BUY(유지)

목표주가	200,000원(상향)
현재주가(05/04)	153,800원
상승여력	+30.0%
시가총액	3,206십억원
발행주식수	20,844천주
52주 최고가 / 최저가	168,700 / 71,600원
3개월 일평균거래대금	26십억원
외국인 지분율	11.8%
주요주주	
동아쏘시오홀딩스 (외 6인)	37.5%
국민연금공단 (외 1인)	6.0%
에스티팜우리사주 (외 1인)	0.5%

(배, %)	2025	2026E	2027E
PER	44.9	46.8	31.1
PBR	4.2	4.9	4.3
EV/EBITDA	29.8	29.3	20.3
배당수익률	0.4	0.3	0.3
ROE	10.0	10.9	14.7



1Q26P 실적: 영업이익 컨센서스 상회

- 에스티팜 2026년 1분기 연결 매출액: 670억원(+27.8% YoY, -48.1% QoQ), 연결 영업이익: 115억원(+1,021.8% YoY, -56.2% QoQ, OPM: 17.2%) 시현, 영업이익이 시장 컨센서스를 30% 상회하는 호실적 기록
- 1분기 서프라이즈의 주요 원인은 고마진 올리고 품목의 매출 증가로 인한 믹스 개선 및 환율, 1분기 올리고 수주 잔고는 약 3,400억원 수준
- 상업화 지연에 따른 일부 올리고 물량 2026년 2분기로 이연, 2분기 역시 호실적에 대한 시장의 기대감 상승 중

올리고 상업화 프로젝트 비중 증가 + STP0404 탑라인 기대감

- FCS 고중성지방혈증 적응증 추가(6월 30일 FDA 허가 예상), 동맥경화증 치료제 임상3상 발표 및 NDA 제출 등 수주 증가 모멘텀 뚜렷함, 2026년 연간 올리고 상업화 비중은 77% 추정(vs. 2023~24년 상업화 비중: 34~64%)
- 작년 4분기부터 상업화용 배치 생산 시작한 제2올리고동은 2026년 가동률 60%, 2027년 풀가동 전망, 올해 하반기 추가 증설 공시 예고
- 한편 HIV 치료제 STP0404 임상 2a상 발표 올해 하반기 예상, 에스티팜의 밸류에이션 리레이팅에 긍정적인 기여 전망

투자의견: BUY (유지), 목표주가: 200,000원 (상향)

- 2026년 에스티팜 연결 매출액 4,414억원(+33.1% YoY), 연결 영업이익 778억원(+41.6% YoY, OPM: 17.6%)으로 높은 성장세 전망
- 글로벌 RNA 치료제 시장의 본격 확장 국면에서 올리고 수주 확대, 상업화 비중 증가에 따른 믹스 개선 및 이익 성장 모멘텀 매우 긍정적
- 2027~28년 실적 추정치 상향 조정에 따라 목표주가를 기존 180,000원에서 200,000원으로 상향, 코스닥 커버리지 TOP PICK

분기 실적 Summary

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	52	68	82	129	67	109	111	154	332	441
영업이익	1	13	15	26	12	18	19	30	55	78
영업이익률(%)	*2.0%*	*18.9%*	*18.0%*	*20.3%*	*17.2%*	*16.1%*	*17.3%*	*19.2%*	*16.6%*	*17.6%*
지배주주순이익	1	5	18	31	9	15	17	28	55	68
지배주주순이익률(%)	*2.0%*	*7.9%*	*21.5%*	*24.0%*	*12.9%*	*13.8%*	*15.1%*	*17.9%*	*16.6%*	*15.4%*

자료: 흥국증권 리서치센터

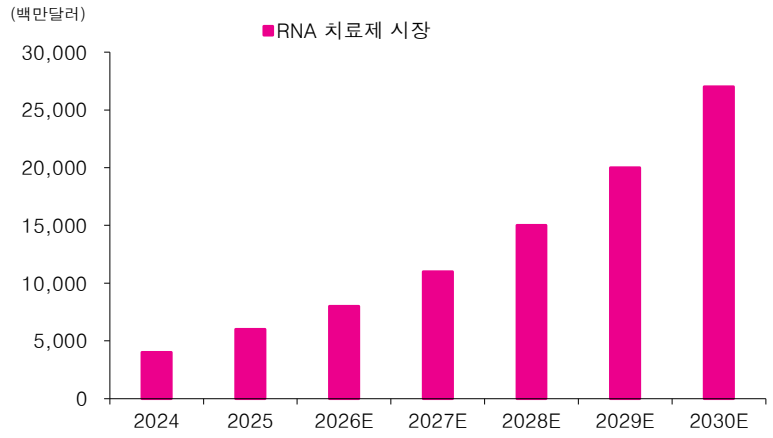
부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**52**	**68**	**82**	**129**	**67**	**109**	**111**	**154**	**274**	**332**	**441**	**614**
올리고	38	43	69	88	40	76	72	104	176	238	293	433
상업화	32	37	34	71	27	60	53	85	113	174	225	310
임상	5	6	35	17	13	16	19	19	63	63	68	123
Small Molecule	1	7	0	18	5	9	16	25	26	26	54	86
mRNA	1	1	1	0	1	1	2	1	1	3	5	10
제네릭 API	5	9	2	9	10	10	6	9	40	26	35	55
기타	8	8	9	13	11	14	15	15	31	39	54	30
영업이익	**1**	**13**	**15**	**26**	**12**	**18**	**19**	**30**	**28**	**55**	**78**	**121**
수익성(%)												
영업이익률	**2.0%**	**18.9%**	**18.0%**	**20.3%**	**17.2%**	**16.1%**	**17.3%**	**19.2%**	**10.1%**	**16.6%**	**17.6%**	**19.7%**
성장성(YoY)												
전체 매출액	**1.4%**	**53.1%**	**32.7%**	**11.5%**	**27.8%**	**60.2%**	**35.5%**	**19.4%**	**-3.9%**	**21.2%**	**33.1%**	**39.2%**
올리고	8.9%	83.0%	92.9%	7.0%	7.7%	74.7%	5.2%	18.4%	3.8%	35.0%	23.2%	48.0%
Small Molecule	-73.6%	312.2%	-98.9%	69.1%	300.5%	27.6%	-	35.9%	18.5%	2.4%	105.6%	58.9%
mRNA	-	177.0%	84.4%	-6.5%	57.5%	57.5%	57.5%	200.0%	-84.3%	106.9%	76.1%	83.3%
제네릭 API	5.5%	19.7%	-80.0%	-40.7%	81.9%	15.0%	155.0%	2.0%	-20.0%	-35.4%	37.5%	55.4%
기타	0.3%	-26.2%	107.9%	89.5%	45.7%	58.9%	54.1%	9.0%	-11.2%	26.5%	38.1%	-43.5%

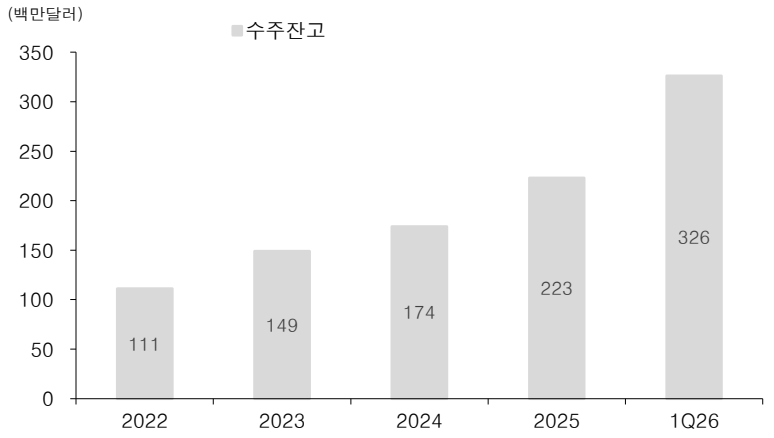
자료: 에스티팜, 흥국증권 리서치센터

Key chart

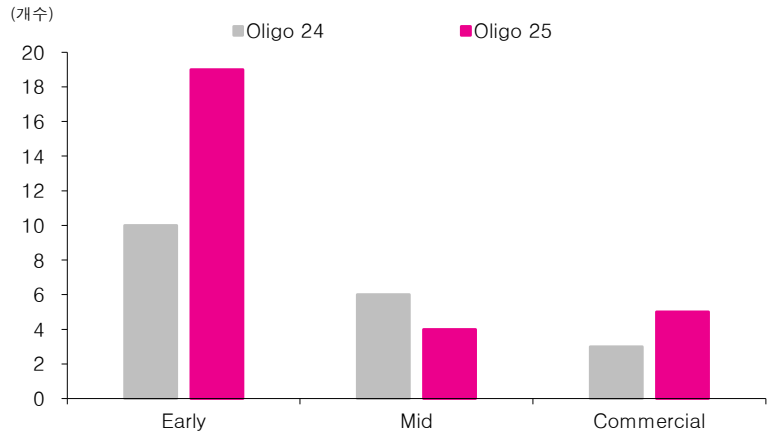
글로벌 RNA 치료제 시장 규모 전망



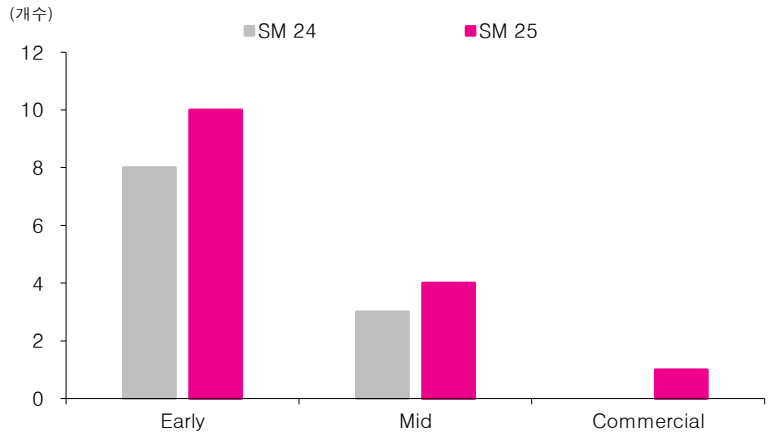
에스티팜 총 수주잔고 추이 (1Q26)



에스티팜 CDMO 연구 프로젝트 추이 (올리고)



에스티팜 CDMO 연구 프로젝트 추이 (Small Molecule)



자료: 에스티팜, 흥국증권 리서치센터

Key chart

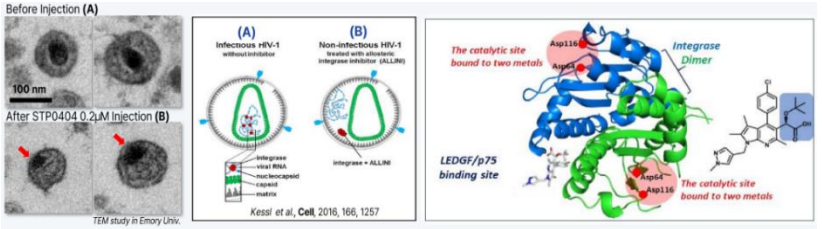
에스티팜 GMP 생산시설 현황

생산시설	Chemical Plant	Oligo Plant	mRNA Plant
	SM, Generic, Monomer	Oligonucleotide API	mRNA, sgRNA
Capacity	96 reactors, 376,250 L	6 lines, 6~8 mole	Max. 100M Dose/Yr

Banwol Site (28,220 sqm)

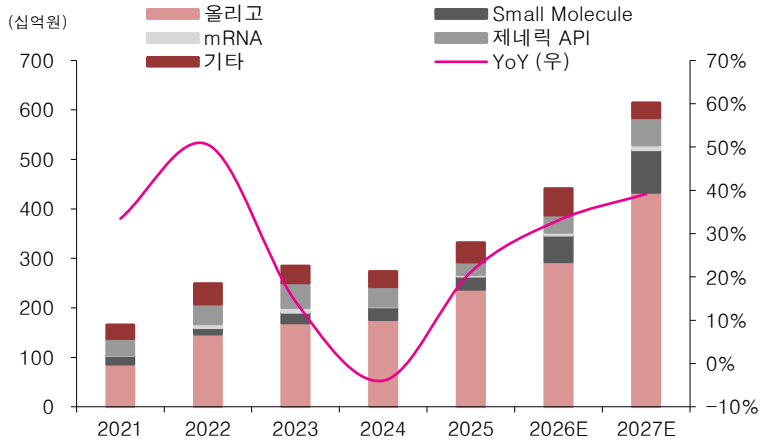
Sihwa Site (16,400 sqm)

STP0404, ALLINI 기반 신규 기전 HIV/AID 치료제

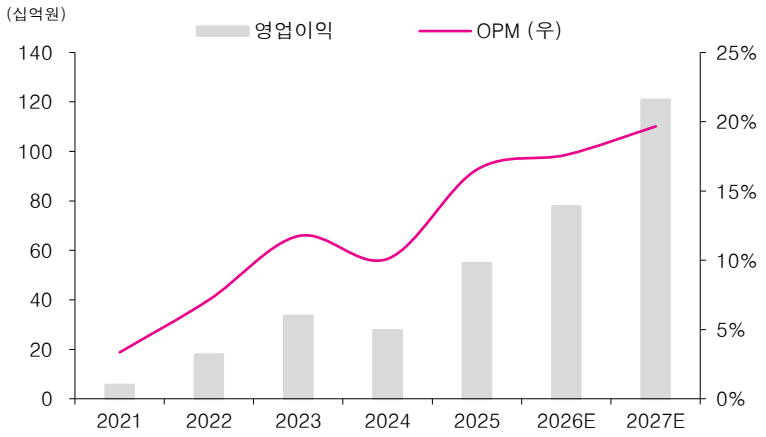


- 미국 콜로라도 대학 M. Kvaratskhelia 교수가 ALLINI (Allosteric integrase inhibitor)의 신규 작용 메커니즘을 발견, '16년 발표
- HIV-1 인테그라제는 바이러스 RNA 게놈과 결합하여 바이러스가 형성되고 기능할 수 있도록 성숙해 지는 과정에서 중요한 역할을 함 (A)
- ALLINI 기전은 비정상적(aberrant) 인테그라제 멀티멀화(Multimerization)를 유도하고 바이러스 RNA에 결합하여 인테그라제의 정위치 상실(mislocalization)를 유도함 (B)
- STP0404로 인해 캡시드 외부로 vRNP(viral ribonucleoprotein) 복합체가 정위치를 상실함에 따라, 비감염성 HIV-1 형성을 가능하게 함 (B)
- "New MOA for HIV-cure as "maturation inhibitor" - "Divide and Conquer", not 'Shock & Kill' or 'Block & Lock""
- ALLINI 신규 메커니즘 규명을 위해 '18년 미국 국립보건원 (NIH) 연구 지원 과제로 선정, 에모리 대학, 콜로라도 대학과 공동연구 진행 중

에스티팜 연간 연결 매출액 추이 및 전망



에스티팜 연간 연결 영업이익 추이 및 전망



자료: 에스티팜, 흥국증권 리서치센터

실적 추정치 변경 및 Valuation

에스티팜 실적 추정치 변경

	변경 전			변경 후			변경률		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	441	591	687	441	614	732	0%	4%	6%
영업이익 (십억원)	78	113	139	78	121	151	0%	7%	9%
영업이익률 (%)	*17.6%*	*19.1%*	*20.2%*	*17.6%*	*19.7%*	*20.6%*			
지배기업순이익 (십억원)	68	96	117	68	103	127	0%	7%	8%

에스티팜 사업가치 산정 (DCF Valuation)

(십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
NOPLAT	60	93	116	166	239	263	290	330	383
(+) D&A	34	38	42	48	55	63	73	85	99
(-) Capex	75	85	85	80	80	80	80	80	80
(-) Change in working capital	-70	-81	-93	-106	-122	-141	-155	-173	-205
Free cash flows (FCF)	89	126	165	241	337	387	437	509	607
Discounted FCF	79	101	118	153	192	197	199	206	220
PV of FCF	1,465								
PV of terminal value	2,708								
Enterprise value	**4,173**								

자료: 흥국증권 리서치센터

실적 추정치 변경 및 Valuation

에스티팜 목표주가 산정 SOTP 밸류에이션		
(십억원)		비고
에스티팜 value (A)	**4,173**	
Non-core assets		
(-) Net debt (B)	45	2025~27년 순부채 평균
(-) Preferred shares (C)	0	
Fair value of equity (A-B-C)	**4,127**	
No. of total shares (백만주)	20.7	
NAV/Share (원)	199,376	
목표주가 (원)	**200,000**	
현재주가 (원)	153,800	
상승여력	+30.0%	

자료: 흥국증권 리서치센터

에스티팜(237690) 요약 재무제표

포괄손익계산서 (단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**274**	**332**	**441**	**614**	**732**
증가율 (Y-Y,%)	(3.9)	21.2	33.1	39.2	19.1
영업이익	**28**	**55**	**78**	**121**	**151**
증가율 (Y-Y,%)	(17.4)	98.4	41.6	55.3	24.6
EBITDA	53	85	112	158	192
영업외손익	15	4	7	6	6
순이자수익	(3)	(1)	(11)	(9)	(8)
외화관련손익	13	(2)	0	0	0
지분법손익	(0)	0	0	0	0
세전계속사업손익	43	59	84	127	157
당기순이익	**32**	**55**	**66**	**99**	**122**
지배기업당기순이익	**35**	**55**	**68**	**103**	**127**
증가율 (Y-Y,%)	77.3	58.4	23.8	50.6	23.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	18.2	10.0	15.7	30.9	30.2
영업이익증가율(3Yr)	70.6	45.5	32.4	63.4	39.9
EBITDA증가율(3Yr)	38.6	33.7	25.4	43.8	31.3
순이익증가율(3Yr)	112.6	46.0	55.4	45.0	30.9
영업이익률(%)	10.1	16.6	17.6	19.7	20.6
EBITDA마진(%)	19.5	25.6	25.3	25.8	26.2
순이익률 (%)	11.9	16.5	14.9	16.1	16.7
NOPLAT	**21**	**51**	**61**	**94**	**117**
(+) Dep	26	30	34	38	41
(-) 운전자본투자	(8)	70	83	(58)	28
(-) Capex	83	47	75	85	85
OpFCF	(28)	(36)	(63)	105	47

재무상태표 (단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	330	373	456	468	533
현금성자산	73	31	22	65	101
매출채권	70	99	132	154	166
재고자산	127	169	226	171	183
비유동자산	392	410	453	501	546
투자자산	39	36	37	39	40
유형자산	336	357	399	448	492
무형자산	17	17	16	15	14
자산총계	**722**	**783**	**908**	**970**	**1,079**
유동부채	133	165	189	234	252
매입채무	35	33	40	66	65
유동성이자부채	73	91	107	124	141
비유동부채	86	25	68	(7)	(32)
비유동이자부채	62	3	(22)	(48)	(75)
부채총계	**219**	**190**	**258**	**227**	**220**
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	316	358	358	358	358
이익잉여금	159	204	262	354	470
자본조정	18	21	21	21	21
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	**503**	**593**	**651**	**743**	**859**
투하자본	556	648	705	745	815
순차입금	62	63	63	11	(35)
ROA	5.0	7.3	8.1	10.9	12.4
ROE	7.8	10.0	10.9	14.7	15.8
ROIC	4.0	8.5	9.0	13.0	15.1

주요투자지표 (단위:십억원, 원)

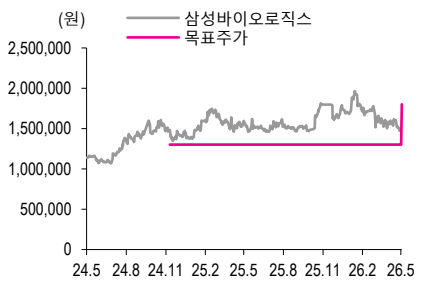
결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	1,722	2,656	3,288	4,953	6,119
BPS	24,966	28,666	31,455	35,908	41,527
DPS	500	500	500	500	500
Multiples(x,%)					
PER	51.6	44.9	46.8	31.1	25.1
PBR	3.6	4.2	4.9	4.3	3.7
EV/ EBITDA	34.8	29.8	29.3	20.3	16.5
배당수익율	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	23.1	24.2	18.7	34.9	18.7
PSR	6.5	7.4	7.2	5.2	4.4
재무건전성 (%)					
부채비율	43.5	32.0	39.6	30.5	25.6
Net debt/Equity	12.3	10.6	9.6	1.4	n/a
Net debt/EBITDA	116.4	74.3	56.1	6.6	n/a
유동비율	247.7	226.2	240.8	200.3	211.4
이자보상배율	8.7	94.2	7.3	13.2	19.8
이자비용/매출액	2.8	1.2	3.1	2.0	1.5
자산구조					
투하자본(%)	83.2	90.7	92.2	87.8	85.2
현금+투자자산(%)	16.8	9.3	7.8	12.2	14.8
자본구조					
차입금(%)	21.2	13.7	11.5	9.2	7.2
자기자본(%)	78.8	86.3	88.5	90.8	92.8

현금흐름표 (단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	**109**	**14**	**87**	**149**	**142**
당기순이익	32	55	66	99	122
자산상각비	26	30	34	38	41
운전자본증감	37	(79)	(83)	58	(28)
매출채권감소(증가)	53	(31)	(33)	(22)	(13)
재고자산감소(증가)	(13)	(53)	(56)	55	(12)
매입채무증가(감소)	(7)	1	7	26	(1)
투자현금	**(87)**	**(26)**	**(76)**	**(86)**	**(87)**
단기투자자산감소	(9)	18	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(83)	(47)	(75)	(85)	(85)
유무형자산감소	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	**(11)**	**(20)**	**(20)**	**(20)**	**(20)**
차입금증가	(1)	(9)	(9)	(9)	(9)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(9)	(10)	(10)	(10)	(10)
현금 증감	13	(33)	(9)	43	36
총현금흐름(Gross CF)	**78**	**102**	**171**	**91**	**170**
(-) 운전자본증가(감소)	(8)	70	83	(58)	28
(-) 설비투자	83	47	75	85	85
(+) 자산매각	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Free Cash Flow	3	(15)	12	64	57
(-) 기타투자	0	0	0	0	0
잉여현금	3	(15)	12	64	57

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

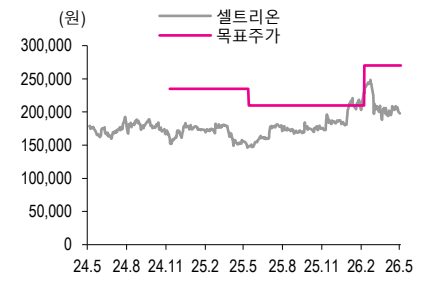
삼성바이오로직스 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-11-11	담당자변경			
2024-11-11	Buy	1,300,000	(19.6)	(5.2)
2026-05-06	Buy	1,800,000		

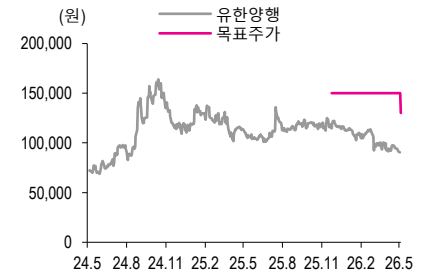
셀트리온 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-11-11	담당자변경			
2024-11-11	Buy	235,000	(20.2)	(15.2)
2025-05-13	Buy	210,000	(12.2)	9.5
2026-02-10	Buy	270,000	(22.0)	(8.0)
2026-05-06	Buy	270,000		

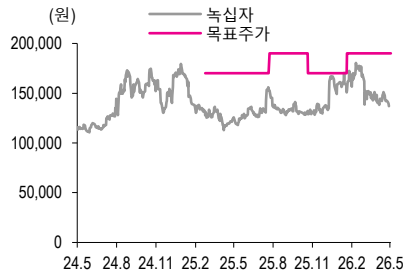
유한양행 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2025-11-25	담당자변경			
2025-11-25	Buy	150,000	(29.5)	(18.7)
2026-02-26	Buy	150,000	(29.5)	(18.7)
2026-05-06	Buy	130,000		

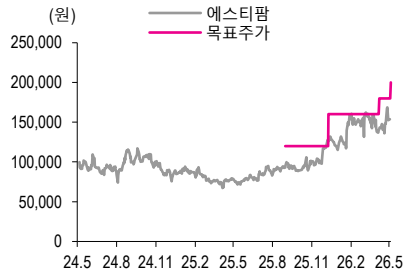
녹십자 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2025-02-25	담당자변경			
2025-02-25	Buy	170,000	(24.7)	(8.2)
2025-07-24	Buy	190,000	(29.4)	(19.6)
2025-10-23	Buy	170,000	(14.7)	0.3
2026-01-22	Buy	190,000	(19.0)	(5.1)
2026-05-06	Buy	190,000		

에스티팜 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2025-09-01	담당자변경			
2025-09-01	Buy	120,000	(17.1)	6.3
2025-12-11	Buy	160,000	(11.6)	1.3
2026-04-09	Buy	180,000	(17.4)	(6.3)
2026-05-06	Buy	200,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
	Hold(중립): -15% ~15%		NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
	Sell(매도): -15% 이하		UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2026년 03월 31일 기준)

Buy (96.2%)	Hold (3.8%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Thank you

http://www.heungkuksec.co.kr

본 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다.
본 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3600
□ 팩스 영업부 대표 02)6742-3629