Daishin 증권

2026년 05월 20일 수요일

Morning Meeting Brief

Strategy

[퀀틴전시 플랜] 삼성전자 노사 협상 우려와 기대에 흔들린 코스피

- 메모리 공급 병목 우려 부각, 삼성전자 노조 불확실성으로 변동성 확대
- 중동 리스크 잔존, 유가 · 금리 · 환율 부담 지속
- 외국인 대규모 투매에 대부분 업종 약세

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Commodity

변함없을 방향성, 원자재와 함께 춤을

- 여전히 잔존해 있는 종전 가능성, 이는 분명 원자재 가격의 하방 변수
- 그러나 일어날 일은 일어나는 법, 늦어져도 변함없을 인플레이션 방향
- 원자재 조정은 저가 매수의 기회, 내년 상반기까지 인플레 견인 자산 주목

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

산업 및 종목 분석

[고배당 고금리] KT: 찐배당 기업

- 95년 이후 매년 배당. 일회성 요인으로 14년만 미배당
- 민영화 이후 03년부터 누적 배당 성향 별도 당기순이익의 58%
- 26~28년 배당성향 50%. 26년 최소 DPS 1,960원에서 2,400원으로 확대

김회재. hoijae.kim@daishin.com

[Initiation] 제약업: 이익은 가속, 주가는 이제부터

- 글로벌 바이오 업황 회복 속 국내 이익 성장 가속
- 국내 바이오 업종 3yr EPS CAGR 28%, 글로벌 대비 압도적 우위
- 주가-이익 괴리 확대 구간, 비중확대 적기

홍가혜. kahye0.hong@daishin.com

[Initiation] 삼성바이오로직스: 규모의 경제가 만드는 복리 성장

- 글로벌 최대 CAPA · + OPM 45%, 높은 실적 가시성
- '27년 5공장 풀가동 · 미국 공장 매출 반영으로 이익 레버리지 본격화
- 6공장 증설, ADC 확장 등 추가 성장 동력 확보 기대

홍가혜. kahye0.hong@daishin.com

[Initiation] 셀트리온: 이제 보이기 시작한다

- 합병 노이즈 해소, EBITDA margin 30%대 후반 진입
- 제품 증가(현재 11개→’30년 18개)로 강해지는 이익 레버리지
- 저평가 구간, 실적 개선 및 2H26 임상결과로 주가 반등 기대

홍가혜. kahye0.hong@daishin.com

[Initiation] 삼성에피스홀딩스: 안정적 수익 구조에 신약 옵션을 더하다

- 글로벌 바이오시밀러 전방 수요 확대의 직접적 수혜
- 바이오시밀러의 기반 안정적 이익 창출 구조
- 신약 파이프라인 진척에 따른 밸류에이션 리레이팅 가능성

홍가혜. kahye0.hong@daishin.com

[Initiation] 알테오젠: 검증된 플랫폼, 열려 있는 Upside

- 검증된 ALT-B4(SC 제형) 플랫폼, 빅파마 계약 이어지는 중
- 로열티/마일스톤 비즈니스 구조, Keytruda SC로 마진 개선 가속
- 신규 딜 가시화, 모달리티 확장이 re-rating 트리거

홍가혜. kahye0.hong@daishin.com

[Initiation] 에스티팜: 올리고, 성장의 변곡점

- RNA치료제 시장 구조적 성장, 동사 올리고 수주잔고 빠른 증가
- 연내 주요 치료제 FDA 허가 및 임상3상 catalyst 순차 확인 예정
- 증설 가시화로 중장기 실적 레벨업 기대

홍가혜. kahye0.hong@daishin.com

Strategy

삼성전자 노사 협상 우려와 기대에 흔들린 코스피

- 메모리 공급 병목 우려 부각, 삼성전자 노조 불확실성으로 변동성 확대
- 중동 리스크 잔존, 유가·금리·환율 부담 지속
- 외국인 대규모 투매에 대부분 업종 약세

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

메모리 공급 병목 우려 부각, 삼성전자 노조 불확실성으로 변동성 확대

전일 시게이트 CEO는 메모리 생산 확대를 위해 신규 공장을 건설하거나 장비를 도입하더라도 실제 생산까지는 상당한 시간이 소요될 것이라고 언급. 또한 기술 발전 속도 둔화 가능성도 함께 제기

메모리 반도체 공급 병목 우려가 부각되면서 관련 투자심리가 위축. 이에 전일 미국 증시에서 마이크론(-6.0%), 샌디스크(-5.3%), 웨스턴디지털(-4.9%) 등 메모리, 스토리지 관련주가 전반적으로 약세 마감. 국내 반도체 업종 투자심리도 위축되면서 주가 하방 압력으로 작용

한편, 삼성전자 노사 간 2차 사후조정이 진행되면서 증시 변동성 확대. 중노위 위원장이 저녁 중 조정안을 제시할 가능성을 언급하면서 협상 기대감이 유입됐고, 삼성전자는 낙폭을 일부 축소

다만 협상 발표가 지연됨에 따라 불확실성 남아있는 상태로 낙폭 회복은 제한적

반도체: 삼성전자(-2.0%), SK하이닉스(-5.2%), SK스퀘어(-6.7%)

중동 리스크 잔존, 유가·금리·환율 부담 지속

트럼프 대통령은 이란에 대한 군사 공격을 보류한다고 발표. 스콧 베센트 장관도 러시아산 원유 거래 제한을 30일간 유예한다고 밝히며 유가의 추가 상승세는 진정

다만 트럼프 대통령이 핵 협상 불발 시 대규모 공격을 준비하도록 지시하면서 지정학 리스크는 잔존. WTI 선물은 103달러 수준으로 여전히 높은 레벨대 유지

고유가 상황 속 미국채 10년물, 30년물 금리는 각각 4.6%, 5.1% 대를 유지. 달러-원 환율은 1,506원을 돌파하며 한달여 만에 최고치를 기록. 외국인은 9거래일 연속 순매도 지속, 누적 순매도는 약 42조원으로 확대되며 하방 압력으로 작용

외국인 대규모 투매에 대부분 업종 약세

중동 불확실성 지속에 방산 업종 강세, 그외 업종 전반적으로 하락 마감

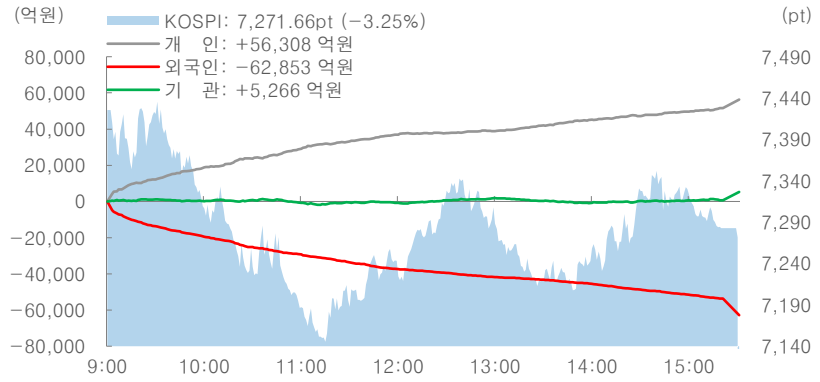
방산: 한화에어로스페이스(+4.8%), LIG디펜스앤에어로스페이스(+2.7%)

자동차/로봇: 현대차(-8.9%), 현대모비스(-8.1%), 현대오토에버(-10.1%)

철강: 현대제철(-11.2%), 세아베스틸지주(-5.4%), POSCO홀딩스(-4.9%)

그외 대형주: LG전자(-11.7%), 두산에너빌리티(-5.4%), 대우건설(-7.7%)

KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름



자료: 대신증권 Research Center

Commodity

변함없을 방향성, 원자재와 함께 춤을

Commodity Analyst 최진영
jinyoing.choi@daishin.com

- 여전히 잔존해 있는 종전 가능성, 이는 분명 원자재 가격의 하방 변수
- 그러나 일어날 일은 일어나는 법, 늦어져도 변함없을 인플레이션 방향
- 원자재 조정은 저가 매수의 기회, 내년 상반기까지 인플레 견인 자산 주목

여전히 잔존해 있는 종전 가능성, 이는 분명 원자재 가격의 하방 변수

지난 4월 28일, 트럼프 대통령은 호르무즈 해협 봉쇄가 장기화될 것을 대비하라 지시했다. 이란의 자금줄인 에너지 수출을 통제해 협상을 유도하겠다는 심산이다. 호르무즈 해협 봉쇄(원유 수출 중단 + 저장 시설 포화)는 단순 병목 현상이 아닌 구조적 문제를 야기할 리스크 요인이다. 유정을 인위적으로 폐쇄할 시 워터 코닝 현상으로 인해 영구적인 생산성 훼손을 유발한다. 폐쇄 기간별 차이가 존재하지만 기술력이 부족한 이란에게는 치명적일 수밖에 없다. 이란과 달리 미국은 버틸 체력이 있다. 2015년 폐지한 EPCA(에너지 수출 허가제)를 부활시켜 미국에 한해 중동발 인플레이션 우려를 진압할 수 있다. 수세에 몰릴 이란, 그렇기에 종전 가능성은 완전히 배제할 수 없다. 종전은 에너지 뿐만 아니라 비철금속 제련에 사용되는 황산, 곡물의 원료인 질소계 비료 가격까지 안정시킨다는 점에서 분명 원자재의 하방 변수이다.

그러나 일어날 일은 일어나는 법, 늦어져도 변함없을 인플레이션 방향

그러나 머피의 법칙처럼 일어날 일은 일어나는 법이다. 종전이 인플레이션 도래 시점을 늦출 수는 있어도 방향은 불변이다. 1)이라크, 쿠웨이트 등 호르무즈 해협 내 산유국들은 이미 유정 폐쇄가 장기간 진행된 상태이다. 추후 유가에 생산성 문제가 가격에 반영될 수밖에 없다. 2)세계 공장인 중국의 가격 인상 역시 불가피하다. 그간 중국은 제재 받고 있는 국가(이란, 베네수엘라, 러시아)로부터 염가의 원유를 수입하며 디플레이션을 수출할 수 있었지만 제재가 하나, 둘 해제되려는 상황에서는 지금과 같은 모델을 유지하기 어렵다. 특히, 3)유동성을 선반영하는 자산이자 기대 인플레이션을 선행하는 금 가격(상승률)이 말해주는 것처럼 2027년 말까지 인플레이션의 방향은 불변이다.

원자재 조정은 저가 매수의 기회, 내년 상반기까지 인플레 견인 자산 주목

그렇기에 인플레이션에 베팅할 것을 권고한다. 과거 기대 인플레이션이 급등했던 구간(예: '20~'22년, '16~'17년, '09~'10년)에서 우수한 성과를 도출한 자산들을 주목할 필요가 있다. 로봇, 신흥국, 중소형주 등 다양한 자산들이 아웃퍼폼했지만 그 중에서도 원자재가 양호한 성과를 도출했다. 원유/천연가스를 비롯해 구조적 공급 부족 노출된 구리, 구리 대체재인 알루미늄, 2차전지향 금속이 우수한 성과를 보였다. 원자재는 경기 후행 자산이다. 경기 침체 직전까지도 상승한다는 점에서 매력적이다. 지금 당장은 IT H/W에 모든 이목이 집중되어 있지만 인플레이션 견인 자산들을 통한 알파 창출도 필요하다. 그러한 점에서 호르무즈 해협이 다시 개방된다 하더라도 에너지와 비철금속에 대한 기존 비중 확대 의견을 유지(2027년 상반기限)할 것을 권고한다.

KT (030200)

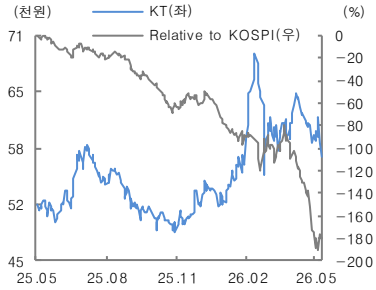
찐배당 기업

김회재
hojae.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	74,000 유지
현재주가 (26.05.19)	56,200
	통신서비스업종

KOSPI	7211.66
시가총액	14,164십억원
시가총액비중	0.26%
자본금(보통주)	1,564십억원
52주 최고/최저	68,900원 / 48,250원
120일 평균거래대금	279억원
외국인지분율	49.00%
주요주주	현대자동차 외 1 인 8.07% 국민연금공단 7.05%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.1	-14.7	13.3	8.1
상대수익률	-25.1	-33.4	-38.8	-61.3



- 95년 이후 매년 배당. 일회성 요인으로 14년만 미배당
- 민영화 이후 03년부터 누적 배당 성향 별도 당기순이익의 58%
- 26~28년 배당성향 50%. 26년 최소 DPS 1,960원에서 2,400원으로 확대

투자의견 매수(Buy), 목표주가 74,000원 유지

26E EPS 5,804원에 PER 13배 적용. 최근 5년 통신업 평균(KT, LGU+ 기준)에 30% 할증 적용

누적 배당 성향 58%의 찐배당 기업

03년부터 12년까지 배당성향 50% 이상 또는 DPS 2천원 이상
12~14년 배당정책 DPS 2천원 이상
일회성 인건비 영향으로 13년 DPS 800원, 14년 0원
15년 배당 재개하면서 DPS 500원, 16년 800원, 17년 1천원, 18~19년 1.1천원

20년부터 다시 3년 단위로 배당정책 제시
20~22년 별도 조정당기순이익의 50%, 최소 DPS 1.1천원
23~25년 별도 조정당기순이익의 50%, 배당 및 자사주, 최소 DPS 1.96천원
26~28년 별도 조정당기순이익의 50%, 배당 및 자사주, 26년 최소 DPS 2.4천원

03년 이후 누적 배당 성향은 별도 당기순이익의 58%

3년 단위의 배당정책 외에, 24년 기업가치제고계획을 통해 25~28년 자사주 1조원 매입/소각 발표. 25년 2.5천억원, 26.3~9월 2.5천억원 취득 중

26~28년 주주환원 정책 발표. 최소 DPS를 1,960원에서 2,400원으로 확대

별도 기준 조정 당기순이익의 50%를 현금배당 및 자사주 매입 후 소각
정책은 동일하나, 최소 DPS는 1,960원에서 26년 기준 2,400원으로 확대

26년 배당은 분리과세에 해당되고, 26.3~9월 2.5천억원의 자사주 취득 등 총주주환원은 8.2천억원, 수익률은 5.7%로 매력적

신한금융, 현대차, 현대모비스 등 매도가능증권 3개사의 투자 금액은 1.2조원(현금투자 4.4천억원, 자사주 교환 7.6천억원), 지분가치는 3.1조원. 히든 밸류
투자자산 중 매도가능증권은 중장기적으로 자본배치 재원으로 활용 가능

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

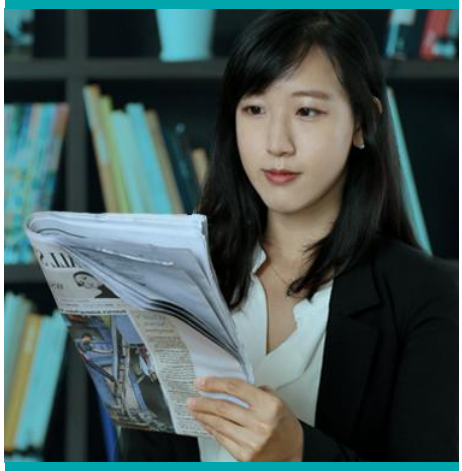
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	26,431	28,244	27,644	28,045	28,561
영업이익	809	2,469	2,126	2,182	2,269
세전순이익	585	2,418	2,077	2,025	2,133
총당기순이익	417	1,837	1,577	1,539	1,621
지배지분순이익	470	1,731	1,457	1,431	1,508
EPS	1,850	6,869	5,804	5,797	6,210
PER	23.7	7.7	10.3	10.3	9.6
BPS	63,770	70,056	72,821	76,409	80,186
PBR	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
ROE	2.9	10.2	8.1	7.7	7.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: KT, 대신증권 Research Center

Initiation

제약업

이익은 가속, 주가는 이제부터



- 글로벌 바이오 업황 회복 속 국내 이익 성장 가속
- 국내 바이오 업종 3yr EPS CAGR 28%, 글로벌 대비 압도적 우위
- 주가-이익 괴리 확대 구간, 비중확대 적기

홍가혜 kahye0.hong@daishin.com
이채리 RA cherry.lee@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 신규

업종 투자의견: 비중확대(Overweight)로 커버리지 개시

글로벌 제약•바이오, 구조적 성장 국면 재진입. 코로나 기저효과에 따른 2023년 일시적 역성장 이후, 2024-2030년 연평균 7% 성장 궤도로 복귀. GLP-1 비만 치료제 시장의 본격 개화가 성장 모멘텀을 강화하고 있으며, 의약품 관세 확정('26.4월)과 약가 협상 타결 진행('25.9월~)으로 불확실성이 점진적으로 해소되는 국면

국내 업종, 이익 성장과 주가의 괴리 확대. 지난 5년 누적 수익률은 한국 -17.0%로, 미국(+23.3%) 및 글로벌(+11.2%) 대비 현저히 부진. 반면 향후 3년 EPS CAGR('25-'28E)은 한국 28%로 미국(18%), 글로벌(16%)을 크게 상회. 이익 성장 속도 대비 주가 디스카운트가 확대된 구간으로, 업종 비중 확대를 권고

커버리지 5개사, 글로벌 밸류체인 내 차별화된 포지션

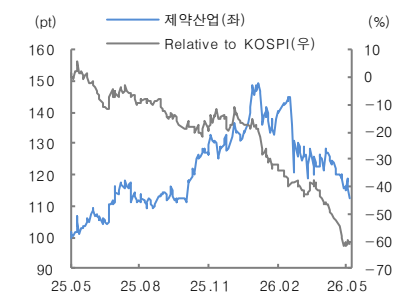
당사 커버리지는 삼성바이오로직스(항체 CDMO), 에스티팜(RNA 원료 CDMO), 셀트리온•삼성에피스홀딩스(바이오시밀러), 알테오젠(SC제형 전환 플랫폼)으로 구성. 글로벌 바이오 밸류체인 내에서 대체 가능성이 낮은 포지션을 확보한 기업으로 선별. 5개사의 '26E 합산 매출액은 13.6조원(+43.2% yoy), 영업이익 5.1조원(+53.5% yoy)으로 전망되며, EPS CAGR('25-'28E) 43.6%로 국내 바이오 업종 평균을 크게 상회하는 이익성장이 예상됨.

최선호주는 이익 개선 가시성과 저평가 매력이 부각되는 셀트리온, 차선호주는 SC제형 전환 본격화가 기대되는 알테오젠과 RNA CDMO 수주 가시성이 확대되고 있는 에스티팜으로 제시

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
셀트리온	Buy	280,000원
삼성바이오로직스	Buy	2,000,000원
삼성에피스홀딩스	Buy	620,000원
알테오젠	Buy	500,000원
에스티팜	Buy	200,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.7	-19.5	-13.9	12.0
상대수익률	-27.3	-41.0	-54.7	-60.9



영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	6,511	8,926	10,955	12,965	15,339
영업이익	1,761	1,936	3,559	4,522	5,596
세전순이익	1,771	2,062	3,654	4,631	5,677
총당기순이익	1,380	1,762	2,816	3,569	4,392
지배지분순이익	1,380	1,781	2,829	3,594	4,420
EPS	18,465	20,052	30,836	39,229	48,243
PER	67.2	66.7	44.1	34.7	28.2
BPS	367,684	330,849	354,276	397,829	452,455
PBR	3.4	4.0	3.8	3.4	3.0
ROE	5.0	6.3	9.1	10.4	11.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 셀트리온, 삼성바이오로직스, 에스티팜, 삼성에피스홀딩스, 알테오젠 합산, 대신증권 Research Center

Initiation

셀트리온 (068270)

이제 보이기 시작한다

홍가혜 kahye0.hong@daishin.com
이채리 RA cherry.lee@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 신규

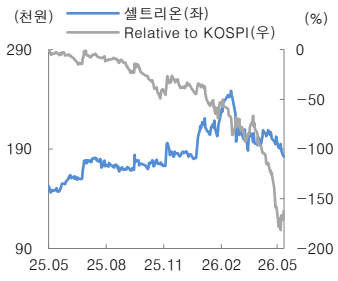
6개월 목표주가 280,000
신규

현재주가 (26.05.19) 182,500
제약업종

- 합병 노이즈 해소, EBITDA margin 30%대 후반 진입
- 제품 증가(현재 11개→'30년 18개)로 강해지는 이익 레버리지
- 저평가 구간, 실적 개선 및 2H26 임상결과로 주가 반등 기대

KOSPI	7,271.66
시가총액	41,504십억원
시가총액비중	0.74%
자본금(보통주)	230십억원
52주 최고/최저	248,500원 / 147,083원
120일 평균거래대금	1,374억원
외국인지분율	24.18%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 96 인 32.53% 국민연금공단 6.66%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.0	-25.4	-1.4	23.0
상대수익률	-25.1	-41.7	-46.7	-56.0



투자의견 매수, 목표주가 280,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 EV/EBITDA 방식으로 산출, 12mF EBITDA 2조 2,589억원에 Target multiple 28배 적용함. 동사는 바이오시밀러 자체 생산 및 직판 체계를 통한 수익성 확보, 신제품 성장 가속화, CMO 다변화를 고려하여 글로벌 바이오시밀러 peer 대비 프리미엄을 적용함

바이오시밀러 수직계열화의 완성, 이익 레버리지 본격화

①합병 노이즈 해소, 수익성 본궤도 진입: 헬스케어 합병 과정의 채널 재고 노이즈가 마무리되며 자체 생산·직판 체계 기반의 구조적 수익성 가시화. EBITDA 마진 30%대 후반, 글로벌 바이오시밀러 peer 대비 차별화된 수익 구조. **②포트폴리오가 깊어질수록 강해지는 이익 레버리지**: 현재 11개 → '30년 18개 → '38년 41개. 품목 추가될수록 고정비 레버리지 확대, 신규 고수익 제품 비중 확대로 믹스 개선 지속 전망. **③글로벌 제약사 CMO 수주 확보, 새로운 수익축 가시화:** Eli Lilly 등 글로벌 제약사 수주 확보. '29년까지 생산물량 9,700억원 이상 확보. '27년부터 품목 다변화로 안정적 매출 기여 전망. 미국 공장 증설로 관세 리스크 해소

저평가 구간 진입, 실적 개선과 신약이 주가 반등의 계기가 될 것

합병 이후 실적 변동성 확대와 섹터 수급 위축 영향으로 저평가 구간에 진입했으나, 펀더멘탈은 성장 궤도에 있음. 2026년 매출액 5.2조원(yoy+25%), 영업이익 1.7조원(yoy+49%) 전망되며, OPM은 33%대 회복이 예상됨. 신규 바이오시밀러 제품 믹스 개선이 가속화되는 가운데, 하반기 CT-P70, CT-P71 임상1상 결과 확인이 추가 upside 요인으로 작용할 전망

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,557	4,162	5,220	6,962	7,459
영업이익	492	1,168	1,743	2,519	2,834
세전순이익	576	1,154	1,738	2,521	2,837
총당기순이익	419	1,031	1,303	1,890	2,128
지배지분순이익	423	1,030	1,292	1,874	2,109
EPS	1,787	4,447	5,772	8,463	9,525
PER	101.1	40.7	32.7	22.3	19.8
BPS	73,730	74,317	81,241	89,512	98,109
PBR	2.4	2.4	2.3	2.1	1.9
ROE	2.5	5.9	7.3	9.9	10.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

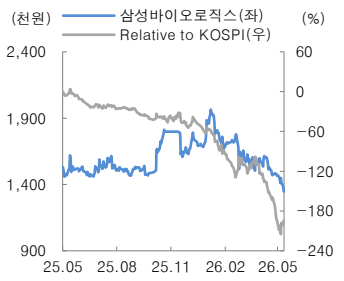
삼성바이오로직스 (207940)

홍가혜 kahye0.hong@daishin.com
이채리 RA cherry.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	2,000,000 상향
현재주가 (26.05.19)	1,346,000 제약업종

KOSPI	7,271.66
시가총액	62,308십억원
시가총액비중	1.14%
자본금(보통주)	116십억원
52주 최고/최저	1,965,000원 / 992,000원
120일 평균거래대금	1,015억원
외국인지분율	12.20%
주요주주	삼성물산 외 5 인 74.31% 국민연금공단 6.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.9	-21.7	10.2	30.9
상대수익률	-28.4	-38.9	-40.4	-53.1



Initiation

규모의 경제가 만드는 복리 성장

- 글로벌 최대 CAPA·+ OPM 45%, 높은 실적 가시성
- '27년 5공장 풀가동·미국 공장 매출 반영으로 이익 레버리지 본격화
- 6공장 증설, ADC 확장 등 추가 성장 동력 확보 기대

투자의견 매수, 목표주가 2,000,000원으로 커버리지 개시

삼성바이오로직스에 대해 투자의견 매수, 목표주가 2,000,000원으로 커버리지를 개시. 목표주가는 DCF 방식으로 산출했으며, 추정기간 '26-'33년, WACC 7.8%, 영구성장률 3.5%를 적용. 현재 주가 대비 상승여력 39%를 제시.

프리미엄의 근거: 실적 가시성과 이익 레버리지 구간 진입

동사는 글로벌 최대 항체의약품 CDMO로서 고객사의 장기 Lock-in 구조와 최소구매물량 계약이 실적 하방으로 작용하며, 규모의 경제에 기반한 높은 수익성('26E OPM 45%)이 가능한 사업 구조. '26년 5공장 가동률 상승과 하반기 미국 공장 매출 반영을 시작으로, '27년 5공장 풀가동 시 고정비 레버리지 효과가 극대화될 전망.

중장기 성장 모멘텀 견조, 단기 조정은 진입 기회

연내 착공을 목표로 하는 6공장 증설은 중장기 성장 모멘텀을 재확인하는 계기가 될 전망. 미국 GSK 공장 인수 및 ADC 모달리티 확장도 병행중으로, 지역 및 모달리티 다변화가 중장기 성장에 기여할 것으로 판단. 파업 이슈는 단기 생산 차질 및 실적 변동성을 유발할 수 있으나, 당사 추정치에는 아직 반영되지 않은 변수임. 신규 수주 가시화가 우려 해소의 핵심 트리거이며, 단기 변동성과 중장기 성장성 사이에서 파업 이슈 해소 시 현 주가는 매력적인 진입구간으로 판단됨.

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,497	4,557	5,687	6,704	6,899
영업이익	1,321	2,069	2,559	3,077	3,240
세전순이익	1,385	2,119	2,599	3,105	3,262
총당기순이익	1,083	1,784	1,949	2,329	2,447
지배지분순이익	1,083	1,784	1,949	2,329	2,447
EPS	15,221	26,572	42,113	50,304	52,855
PER	91.8	63.8	32.9	27.6	26.2
BPS	153,212	110,959	265,948	316,303	369,201
PBR	9.1	15.3	5.2	4.4	3.8
ROE	10.4	19.4	19.7	17.3	15.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

Initiation

삼성 에피스홀딩스 (237690)

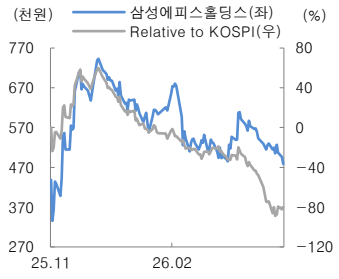
안정적 수익 구조에 신약 옵션을 더하다

홍가혜 kahye0.hong@daishin.com
이채리 RA cherry.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	620,000 신규
현재주가 (26.05.19)	479,000 제약업종

KOSDAQ	7,271.66
시가총액	11,919십억원
시가총액비중	0.22%
자본금(보통주)	62십억원
52주 최고/최저	743,000원 / 335,500원
120일 평균거래대금	2,165억원
외국인지분율	6.88%
주요주주	삼성물산 외 8 인 74.34% 국민연금공단 5.70%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-19.0	-22.9	0.0	0.0
상대수익률	-31.0	-39.8	0.0	0.0



- 글로벌 바이오시밀러 전방 수요 확대의 직접적 수혜
- 바이오시밀러의 기반 안정적 이익 창출 구조
- 신약 파이프라인 진척에 따른 밸류에이션 리레이팅 가능성

투자의견 매수, 목표주가 620,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 12mF EBITDA 7,340억원에 target multiple 21.3배(바이오시밀러 Peer 평균)를 적용해 산출. 현 주가 대비 24.9% 상승 여력 보유.

바이오시밀러 포트폴리오 확장과 채널 다변화로 수익성 강화 기대

바이오시밀러 시장의 구조적 확대 속에서, 동사의 핵심 강점은 연속적 제품 출시 역량임. 2030년까지 10종 이상의 신규 제품 개발을 목표로 하고 있어, 기존 품목의 가격 하락을 신규 출시로 상쇄하는 포트폴리오 회전 구조가 유효하다. 기존 제품군은 파트너사 채널을 활용한 자산경량형(Asset-light) 모델로 안정적 수익을 시현하고 있으며, SB12(솔리리스 BS)·SB16(프롤리아BS) 등 신규 제품에 대해서는 유럽 일부 지역에서 직판을 개시해 마진 개선을 추진 중임. 미국 매출 비중 확대에 따른 지역 편중 완화도 긍정적. 삼성바이오에피스 기준 2026년 매출액 1조 8,476억원(+10.5% yoy), 영업이익 4,490억원(+19.4% yoy), OPM 24.3% 전망.

중장기 리레이팅은 키트루다BS와 신약 옵션

'29~'33년 다수 신제품의 출시가 예상되며, 핵심 품목인 SB27(키트루다 BS, 오리지널 매출 $31.2B)은 현재 임상 3상 진행 중으로 상업화 성공 시 밸류에이션 리레이팅의 핵심 트리거가 될 전망. ADC 파이프라인(SB38 등)도 임상 1상에 진입하면서 신약 개발 기대감이 증가하고 있음. 바이오시밀러가 밸류에이션 하방을 지지하는 가운데, 신약 파이프라인 진척이 업사이드 요소로 작용할 전망.

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	NA	252	1,852	1,965	2,129
영업이익	NA	-64	449	332	299
세전순이익	NA	-49	455	339	307
총당기순이익	NA	-31	341	254	231
지배지분순이익	NA	-31	341	254	231
EPS	NA	-7,803	13,708	10,224	9,266
PER	NA	NA	36.2	48.6	53.6
BPS	NA	1,468,297	251,862	262,086	271,352
PBR	NA	0.5	2.0	1.9	1.8
ROE	NA	-1.1	5.6	4.0	3.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 삼성에피스홀딩스, 대신증권 Research Center

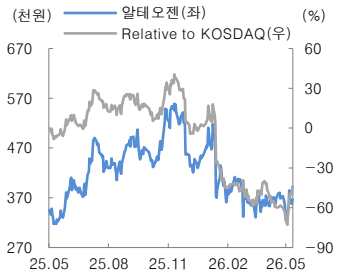
알테오젠
(196170)

홍가혜 kahye0.hong@dashin.com
이채리 RA cherry.lee@dashin.com

투자의견	Buy 신규
6개월 목표주가	500,000 신규
현재주가 (26.05.19)	366,500 업종

KOSPI	1,084.36
시가총액	19,639십억원
시가총액비중	2.91%
자본금(보통주)	27십억원
52주 최고/최저	559,000원 / 317,500원
120일 평균거래대금	2,424억원
외국인지분율	14.24%
주요주주	박순재 외 4 인 20.33% 형인우 외 2 인 5.08%

주가수익률(%)	1W	2W	3W	4W
절대수익률	0.1	-10.9	-32.6	14.7
상대수익률	8.0	-4.7	-45.9	-24.5



Initiation

검증된 플랫폼, 열려 있는 Upside

- 검증된 ALT-B4(SC 제형) 플랫폼, 빅파마 계약 이어지는 중
- 로열티/마일스톤 비즈니스 구조, Keytruda SC로 마진 개선 가속
- 신규 딜 가시화, 모달리티 확장이 re-rating 트리거

투자의견 매수, 목표주가 500,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 파이프라인별 마일스톤 및 로열티 수익 추정 기반 rNPV 방식의 DCF로 산출. 기체결 계약 및 연 2건의 신규 계약(IV Peak sales $5bn, Conversion rate 40~60%) 가정 포함. WACC 9.26%, 영구성장률 4.5% 적용. 딜 규모 상회, 상업화 품목 비중 확대 시 목표주가 상향 가능.

검증된 플랫폼, 확장되는 파트너십

키트루다 SC제형의 미국/EU 허가 및 판매 개시로 ALT-B4 플랫폼의 임상적/상업적 검증 완료. 글로벌 빅파마 다수와 라이선스 계약을 체결한 상태이며, '26년에도 Biogen, GSK와 신규 계약 추가됨. IV→SC 전환은 환자 편의성 향상과 의료비 절감이라는 구조적 방향성에 기반하며, 트랙레코드 축적에 따른 협상력 강화로 파트너십 확장 모멘텀은 지속될 전망.

이미 시작된 기술료 스트림, 장기 현금흐름 가시성 확보

Keytruda SC 세일즈 연동 마일스톤 수취가 본격화됨. '26년 약 3,000억원, '27년 약 4,000억원, '28년 약 5,000억원 수취 예상되며, 이후 경상 로열티 전환. Dupixent SC는 연내 임상 3상 진입 추정되며, 상업화 시 추가 마일스톤 수취가 가시화될 전망. 플랫폼 특허 기간이 2043년까지 확보돼 있어 장기 현금흐름 가시성이 높음

신규 계약과 모달리티 확장이 주가 리레이팅의 핵심 변수

로열티율 논란/특허 분쟁 등 노이즈로 주가가 조정 받았으나, 특허 분쟁 리스크는 점진적으로 완화되는 추세로 불확실성 해소 과정에 있음.
2Q26 내 추가 신규 계약 가시화가 기대되며, 계약 품목 및 조건이 목표주가 상향의 핵심 변수로 작용할 전망. 하반기 주요 체크포인트는 Dupixent SC 임상 3상 진입, Enhertu SC 임상 결과, Keytruda SC 점유율 확대가 있음. 특히 Enhertu SC는 ADC 계열 최초의 SC 제형 전환 시도로, 임상 성공 시 플랫폼의 적용 범위가 항체에서 ADC로 확장됨을 의미함. ADC/이중항체 등 복합 모달리티 등 추가 확장 시 플랫폼 가치의 구조적 재평가가 기대됨

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	103	216	454	513	632
영업이익	25	107	295	344	448
세전순이익	37	163	358	408	513
총당기순이익	61	145	269	306	385
지배지분순이익	62	142	270	308	387
EPS	1,171	2,633	5,000	5,700	7,168
PER	264.2	170.7	73.8	64.7	51.5
BPS	5,149	8,275	12,878	18,206	25,006
PBR	60.1	54.3	28.7	20.3	14.8
ROE	29.5	39.4	47.3	36.7	33.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출/자료: 알테오젠, 대신증권 Research Center

Initiation

에스티팜 (237690)

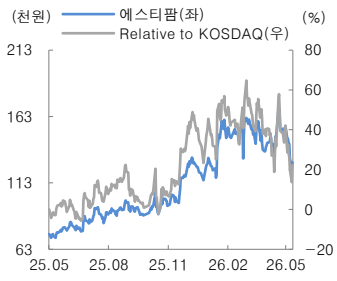
올리고, 성장의 변곡점

홍기혜 kahye0.hong@daishin.com
이채리 RA cherry.lee@daishin.com

투자의견	Buy 매수, 신규
6개월 목표주가	200,000 신규
현재주가 (26.05.19)	128,600 유통

KOSPI	1,084.36
시가총액	2,681십억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	10십억원
52주 최고/최저	168,700원 / 71,600원
120일 평균거래대금	288억원
외국인지분율	12.10%
주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 5 인 37.45% 국민연금공단 6.04%

주가수익률(%)	1W	2W	3W	4W
절대수익률	-8.8	-16.2	30.3	79.6
상대수익률	-1.6	-10.3	4.7	18.2



- RNA치료제 시장 구조적 성장, 동사 올리고 수주잔고 빠른 증가
- 연내 주요 치료제 FDA 허가 및 임상3상 catalyst 순차 확인 예정
- 증설 가시화로 중장기 실적 레벨업 기대

투자의견 매수, 목표주가 200,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 EV/EBITDA 방식으로 산출, 12mF EBITDA 1,010억원에 target multiple 40배 적용(historical value 48배 대비 할인). '25-'28E EBITDA CAGR 19% 성장 전망되며, 현 주가대비 60% 상승여력 보유

RNA치료제 시장 성장으로 구조적 수주 확대 전망

RNA 치료제 상업화가 증가하고, 적응증이 희귀질환에서 만성질환으로 확장되면서 RNA 원료인 올리고 수요가 구조적으로 증가하고 있음. 동사는 높은 합성 효율과 상업화 제품 생산 트랙레코드를 기반으로 수주잔고가 빠르게 확대('23년말 $140M→1Q26~$310M) 중이며, 특히 상업용 물량 비중 확대에 따라 실적 가시성이 한층 높아진 상황. 기존 상업화 약물(6개) 품목에 더해, 향후 3년 내 4개 품목의 추가 상업화가 기대됨. RNA 원료 수요 증가에 대비한 제2올리고동 증설이 가시화되고 있어 중장기 실적 레벨업이 가능할 전망

2026년 다양한 catalyst와 함께 긍정적 주가 흐름 기대

동사는 섹터 수급 악화 환경 속에서 상대적으로 견조한 수익률을 기록 중. '26년 전방 시장인 RNA 치료제 시장의 가시성에 따라 주가 향방이 결정될 전망. 1)Olezarsen 약물 추가 적응증 FDA 허가 결정(PDUFA 6/30) 및 2)Pelacarsen 약물 임상3상 결과 도출(2H26) 등 다양한 임상/허가 catalyst가 예상됨에 따라 긍정적 주가 흐름 기대

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	274	332	416	533	621
영업이익	28	55	74	104	130
세전순이익	43	59	73	102	127
총당기순이익	32	55	68	94	118
지배지분순이익	35	55	68	94	118
EPS	1,780	2,706	3,267	4,524	5,679
PER	50.0	44.1	43.6	31.5	25.1
BPS	25,796	29,197	31,261	35,257	40,436
PBR	3.4	4.1	4.2	3.7	3.2
ROE	7.8	10.0	10.9	13.6	15.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.