

[엠젠 26Q2 Review] 성장 포트폴리오가 특허절벽을 뚫었다, 투자의견 매수 유지



26.08.04 · AI Engineer 조재운 jaeun.jo@daishin.com

핵심 요약

- 매출 \$10.1B·EPS \$6.29, 컨센 동시 상회
- FY26 가이드스 \$38.2~39.4B 로 대폭 상향
- TAVNEOS 철회 제안·데이터 유출이 새 변수

엠젠의 2026 년 2 분기 총매출은 101 억 달러로 전년 동기 대비 10% 늘며 분기 기준 처음으로 100 억 달러를 넘었다. 시장 평균 전망(컨센서스) 94.3 억 달러를 7.1% 웃돌았고, 경상 주당순이익 6.29 달러도 전망치 5.62 달러를 12.0% 상회했다. 직전 분기 매출 증가율이 4%로 둔화되며 성장 감속 우려가 커졌던 것을 감안하면, 한 분기 만의 재가속이다.

주목할 점은 이 성장이 골다공증 치료제 계열의 침식이 전혀 완화되지 않은 상태에서 나왔다는 것이다. Prolia 는 7.59 억 달러(-32%), XGEVA 는 3.52 억 달러(-34%)로 두 제품 합산 5.4 억 달러가 1 년 만에 사라졌고, 회사는 추가 바이오시밀러 출시를 예고했다. 그럼에도 Repatha 9.53 억 달러(+37%), EVENITY 7.14 억 달러(+38%), TEZSPIRE 4.86 억 달러(+42%), UPLIZNA(+90%), IMDELLTRA(+115%), PAVBLU(+121%)가 그 구멍을 메웠다. 경영진은 "6 대 핵심 성장동력이 26% 성장해 2 분기 제품매출의 약 70%를 창출했다"라고 밝혔다. 상쇄 구조가 한 겹 더 두꺼워졌다는 뜻이다.

다만 손익은 회계 기준에 따라 그림이 갈린다. 회계기준(GAAP) 주당순이익은 4.37 달러로 65% 급증했지만, 이는 Horizon 인수 관련 무형자산 상각 부담이 견인 효과가 크다. 반면 조정 기준(non-GAAP) 영업마진(이익률)은 48.4%로 전년 48.9%보다 0.5%p 낮아졌고, 경상 주당순이익 증가율은 4%에 그쳤다. 매출원가율이 1.9%p 오르고 비만 치료 후보물질 MariTide 중심으로 연구개발비가 10% 늘어난 결과다. 외형은 두 자릿수로 커지는데 조정 기준 수익성은 제자리라는 점은 기록해둘 필요가 있다.

가이드스(회사 전망)의 상향 폭은 성격이 달라졌다. 2 월과 5 월에는 1 억 달러 수준의 미세 조정에 그쳤지만, 이번에는 연간 매출 전망을 382 억~394 억 달러로 하단 11 억 달러를 끌어올렸다. 중간값은 시장 평균 전망을 약 2.8% 웃돈다. 자본지출 26 억 달러와 자사주 매입 한도 30 억 달러는 유지돼, 투자 사이클이 확대 단계를 지나 집행 단계로 안착한 모습이다. 대신 새 변수가 두 개 붙었다. 7 월 24 일 미 식품의약국이 TAVNEOS(분기 매출 1.5 억 달러)의 미국 철회를 제안해 회사가 이익을 제기했고, 7 월 29 일 자로 중대성이 확정된 데이터 유출 사고가 있다. 회사는 제품·운영·재무보고에 영향이 없다고 공시했으나 법적·평판 비용의 꼬리 위험은 남는다. 약가 정책 압력도 실제로 짝했다 — Enbrel 순판매가가 22% 떨어졌다.



펀더멘털은 강하다. 특허절벽 제품군이 30% 넘게 빠지는데도 전체가 10% 성장하고, 17 개 제품이 연환산 10 억 달러를 넘겼다는 것은 포트폴리오 폭이 확보됐다는 증거다. 밸류에이션은 다소 비싸다. 향후 12 개월 예상 주가수익비율 16.5 배는 산업그룹 평균 21.0 배보다 싸지만, 자기 5 년 평균 14.0 배는 약 18% 웃돈다. 투자의견은 **매수**를 유지한다(확신도 중간). 가이던스 상향 폭이 미세 조정에서 실질 상향으로 바뀌어 시장 전망이 따라 올라올 여지가 크고, 규제·보안 이슈는 현재 확인된 규모상 성장 궤도를 되돌릴 수준이 아니기 때문이다.

항목	이번 분기 실적	시장 전망(컨센서스)	실적 vs 시장	회사 전망(가이던스)
매출	101.0 억 달러 (전년 대비 +10%)	94.26 억 달러	+7.1%	FY26 382~394 억 달러
영업이익(조정 기준)	약 48.9 억 달러 (마진 48.4%)	41.71 억 달러	+17.2%	—
발표 주당순이익(회계기준)	4.37 달러 (+65%)	—	—	FY26 15.80~17.08 달러
경상 주당순이익(조정 기준)	6.29 달러 (+4%)	5.62 달러	+12.0%	FY26 22.30~23.50 달러 (직전 21.70~23.10 → 상향)
6 대 핵심 성장동력	+26%, 제품매출의 약 70%	—	—	—
Prolia+XGEVA 합산	11.11 억 달러 (-33%)	—	—	바이오시밀러 추가 출시 예고
자본지출	—	21.05 억 달러	—	약 26 억 달러 유지 → 컨센 상회
FY26 매출 전망	—	377.4 억 달러	—	382~394 억 달러 → 중간값 +2.8% 상회

이번 분기 실적 (컨센서스 대비)

26Q2 실적 스코어카드는 LSEG I/B/E/S 실적 반영 후 표시됩니다 (발표 직후 데이터 벤더 반영 지연). 발표 실적치는 본문 분석을 참고하세요.

※ 투자의견 체계 — 적극 매수 > 매수 > 중립 > 비중축소 > 매도 5 단계. 하우스 뷰의 방향(강세·중립·약세)과 확신도(높음·중간·낮음)를 결합해 부여하며, 목표주가 대비 기대수익률을 기준으로 산정한 등급이 아니다. 상향·유지·하향은 같은 종목 직전 발간물의 등급과 비교한 결과다.

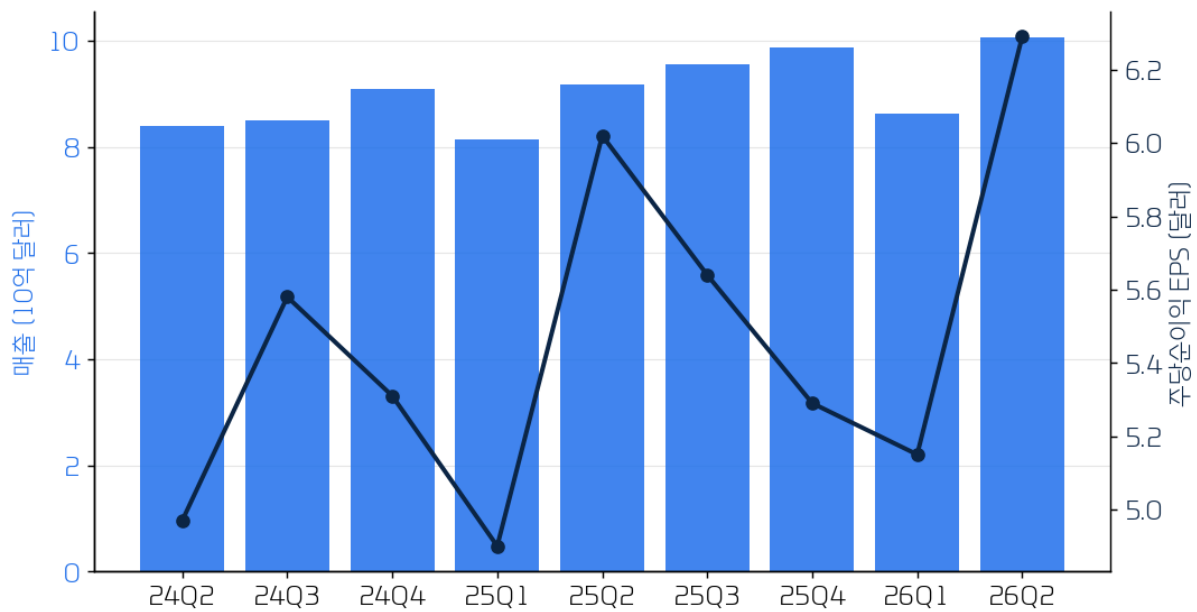
재무 요약 (I/B/E/S 컨센서스)

항목	FY Dec-24	FY Dec-25	FY Dec-26 (E)	FY Dec-27 (E)	FY Dec-28 (E)
매출 (Revenue)	33.42	36.75	37.74	38.70	39.70
↳ 증가율	18.57%	9.95%	2.69%	2.54%	2.59%
매출총이익	27.69	30.33	30.22	30.96	32.40
↳ 마진	82.84%	82.52%	80.08%	80.00%	81.60%
EBITDA	20.62	21.37	21.90	22.01	22.11
↳ 마진	61.69%	58.15%	58.03%	56.88%	55.68%
영업이익 (EBIT)	15.03	16.20	16.50	16.94	17.42
↳ 마진	44.96%	44.09%	43.73%	43.76%	43.88%
순이익	10.73	11.84	12.11	12.62	13.14
↳ 마진	32.11%	32.21%	32.09%	32.61%	33.09%
EPS	19.84	21.84	22.35	23.46	24.45
↳ 증가율	6.38%	10.08%	2.34%	4.95%	4.23%
잉여현금흐름 (FCF)	10.39	8.10	11.60	13.87	14.37
P/E	34.5x	23.0x	17.0x	16.2x	15.5x

자료: LSEG, 대신증권 Research Center

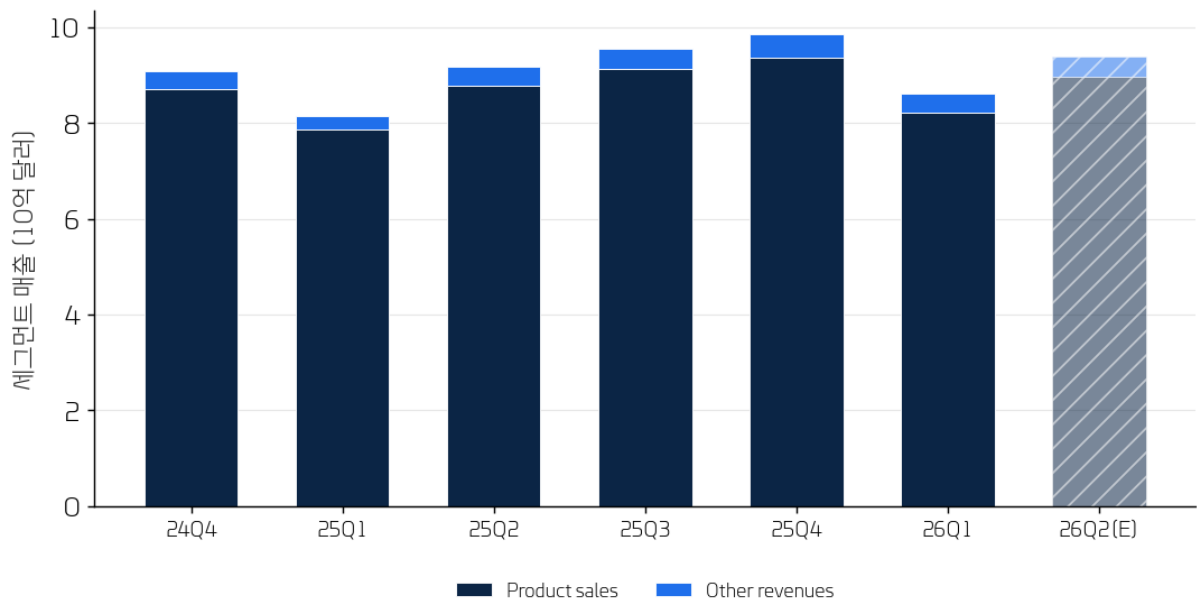
주: 증가율은 YoY, 단위는 십억 USD

분기 매출·주당순이익(EPS) 추이



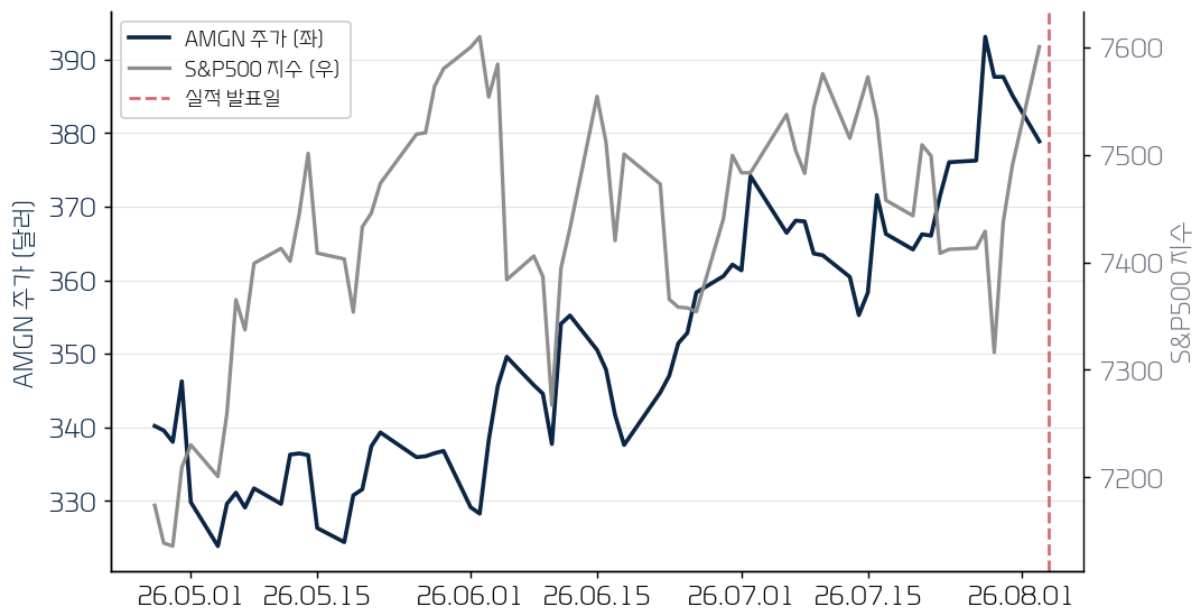
자료: 각사, LSEG, Factset, 대신증권 Research Center

세그먼트 매출 구성(사업부/지역)



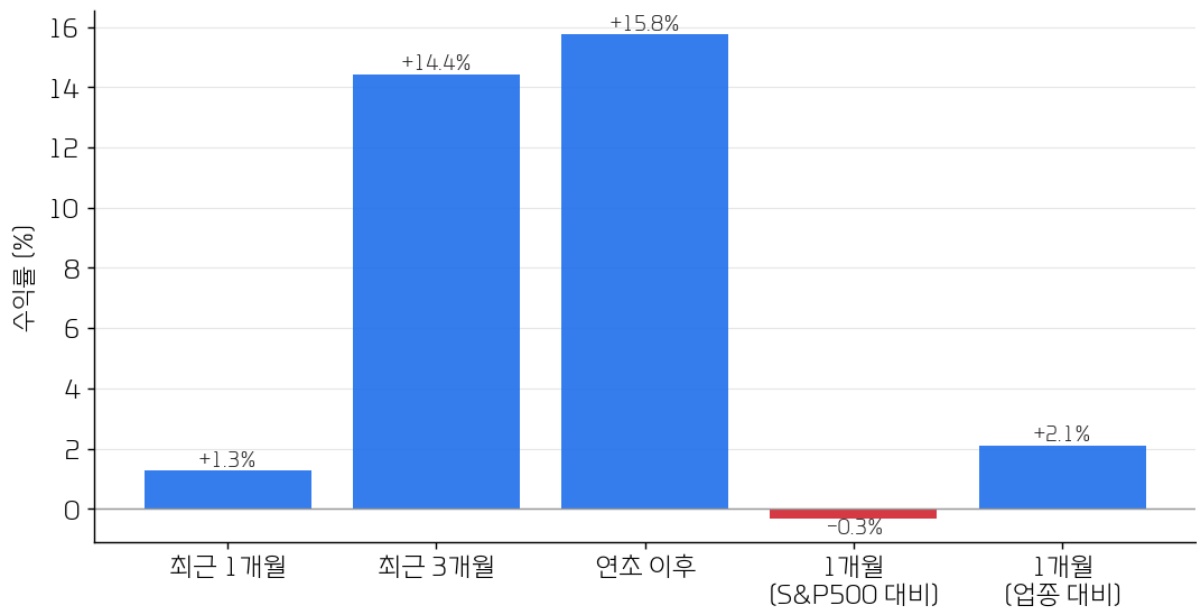
자료: 각사, LSEG, Factset, 대신증권 Research Center

실적 발표 전후 주가 추이



자료: 각사, LSEG, Factset, 대신증권 Research Center

수익률 (절대·시장/업종 대비)



자료: 각사, LSEG, Factset, 대신증권 Research Center

6 대 팩터 점수



자료: 각사, LSEG, Factset, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

금융투자업규정 4-20 조 1 항 5 호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (담당자:조재운)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center 의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

※ 본 자료는 인공지능(AI)을 활용하여 자동 생성되었으며, 투자 권유를 목적으로 하지 않습니다. AI 생성 특성상 오류가 포함될 수 있습니다.