

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

업종 투자 의견: 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 이익성장예 예상됨.

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

	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



홍기혜 kahe0.hong@daishin.com
 이채리 RA cherry.lee@daishin.com

투자 의견

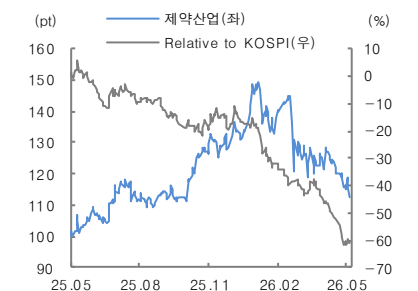
Overweight

비중확대, 신규

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



Contents

I.	업종 투자이견 및 밸류에이션	4
II.	산업 분석	7
	[CDMO] 두 개의 성장 축: 항체 대량 생산과 RNA 치료제 변곡점	7
	[바이오시밀러] 개발 공백 속 규제 완화와 탐티어 수혜	12
	[SC제형 전환] 빅파마의 시간을 사는 기술'	19
III.	기업 분석	24

I. 업종 투자의견 및 밸류에이션

계약·바이오 업종 투자의견 비중확대(Overweight)로 커버리지 개시

투자의견: 이익 성장 가속 구간 진입, 비중 확대 제시

당사는 제약·바이오 업종에 대한 커버리지를 비중확대(Overweight)로 개시한다. 글로벌 업황의 구조적 성장에 기반한 국내 기업들의 이익 성장 가속과 가시성 확보, 글로벌 밸류체인 내 차별화된 포지션으로 빅파마 자본배분의 직접적 손해가 그 근거이다. 현 추가 수준에서 중장기 투자 매력이 부각되는 시점으로 판단한다

글로벌 업황: 일시적 정체를 지나 구조적 성장 국면으로 재진입

글로벌 제약·바이오 산업은 코로나 기저효과로 2023년 일시적 역성장을 기록한 후, 2024년~2030년 연평균 7% 수준의 안정적 성장 국면으로 복귀했다(Evaluate Pharma). 펀더멘탈 훼손이 아닌 일시적 정체 구간을 통과한 것이며, GLP-1 기반 비만 치료제 시장의 본격적 개화가 성장 모멘텀을 한층 강화하고 있다.

불확실성 완화: 관세, 약가 리스크의 점진적 해소

지난해 업종 전반의 불확실성으로 작용한 의약품 관세와 약가 인하 압력이 점차 완화되고 있다. 관세 이슈는 지난 4월 의약품 관세율을 확정된 것을 기점으로 불확실성이 축소되며, 시장이 이를 변수가 아닌 상수로 받아들이는 국면으로 전환됐다. 약가 인하 압력 역시 '25년 9월부터 주요 빅파마들이 미국 정부와 차례로 합의에 나서면서 예측 가능성이 높아지고 있다. 이에 발맞춰 글로벌 바이오 증시도 코로나19 Peak-out 이후 약 3년간의 조정 국면을 마무리하고 반등세를 이어가고 있으며, Patent Cliff에 직면한 빅파마들의 M&A가 활발히 재개되면서 업종 전반의 투자심리가 개선되고 있다.

국내 업종: 주가와 이익 전망 사이의 괴리 확대

국내 제약·바이오 업종은 글로벌 업황의 반등에도 불구하고, 국내 증시 내 공급 쏠림과 개별 기업 노이즈가 겹치며 부진한 수익률을 기록하고 있다. FactSet 기준 지난 5년간 누적 수익률은 미국 +22.4%, 글로벌 +11.5%인 반면, 한국은 -13.1%에 머물러 있다. 반면 이익 전망은 상반된 흐름이다. 향후 3년 EPS CAGR(2025~2028년)은 한국이 28%로 미국(18%)과 글로벌(16%)을 크게 상회한다. 이익 성장 속도와 주가 수익률 간 괴리가 확대된 구간으로, 현 시점에서 업종 비중 확대를 권고한다.

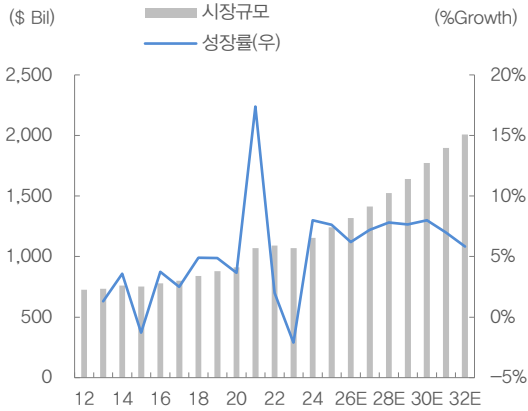
커버리지: 글로벌 밸류체인의 핵심 포지션 5개사

당사는 삼성바이오로직스, 셀트리온, 삼성에피스홀딩스, 알테오젠, 에스티팜을 커버리지로 제시한다. 이들 모두 글로벌 밸류체인에서 차별화된 포지션을 확보하고 있으며, 이를 기반으로 '26년 합산 매출액 13.6조원(+43.2% yoy), 영업이익 5.1조원(+53.5% yoy), 향후 3년 EPS CAGR('25-28년) 43.6%로 고성장이 지속될 전망이다. 삼성바이오로직스는 글로벌 항체치료제 CDMO로서 규모의 경제를 기반으로 수익성과 성장성을 동시에 확보하고 있으며, 에스티팜은 RNA 원료 CDMO로서 RNA 치료제 전방 수요 증가에 따른 실적 성장이 가시화되고 있다. 셀트리온과 삼성에피스홀딩스는 바이오시밀러 규제 완화 환경에서 글로벌 선도업체로서의 구조적 손해가 기대된다. 알테오젠은 빅파마의 Patent Cliff의 직접 손해자로서 SC제형 전환 플랫폼의 글로벌 확산으로 마일스톤 로열티 기반의 가파른 실적 성장이 전망된다.

Top Picks: 셀트리온(최선호), 알테오젠 에스티팜(차선호)

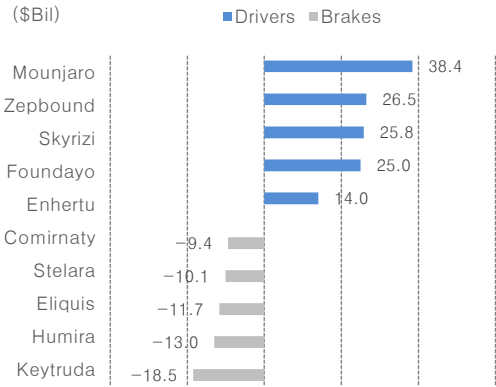
최선호주는 이익개선과 저평가 매력이 돋보이는 셀트리온으로 제시한다. 차선호주는 SC제형 전환 모멘텀이 본격화되는 알테오젠과 RNA CDMO 수주 가시성이 높아지는 에스티팜으로 제시한다.

그림 1. 글로벌 제약 바이오 시장 전망



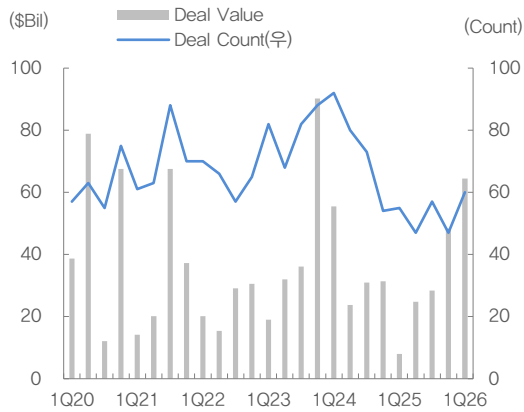
자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

그림 2. 글로벌 의약품 Growth Drivers vs. Brakes



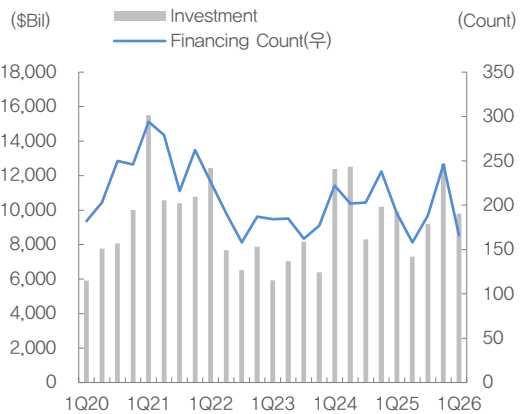
자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

그림 3. 글로벌 바이오 산업 M&A 추이



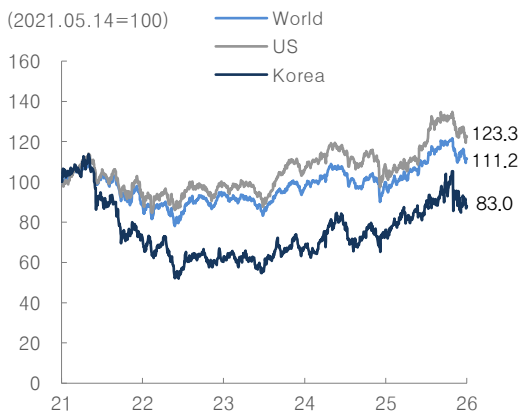
자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

그림 4. 글로벌 바이오 VC 투자 추이



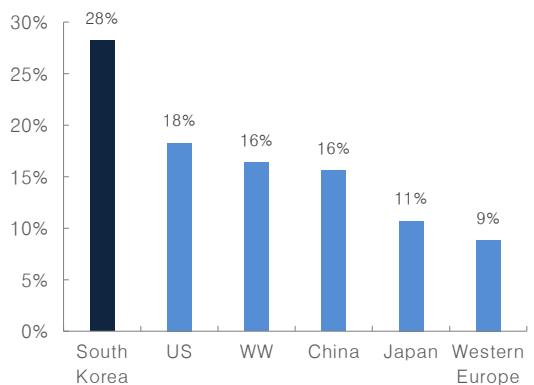
자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

그림 5. 지역별 헬스케어 섹터 Total return 비교



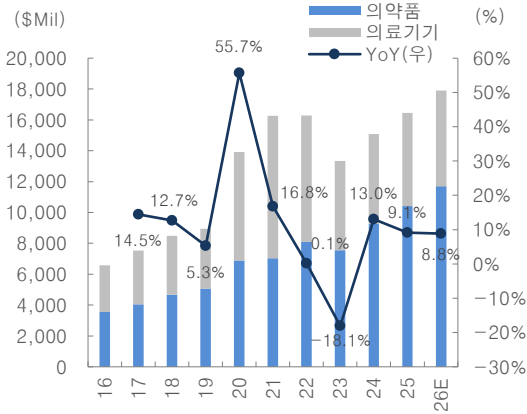
자료: Factset, 대신증권 Research Center

그림 6. 지역별 헬스케어 섹터 3yr EPS CAGR 비교



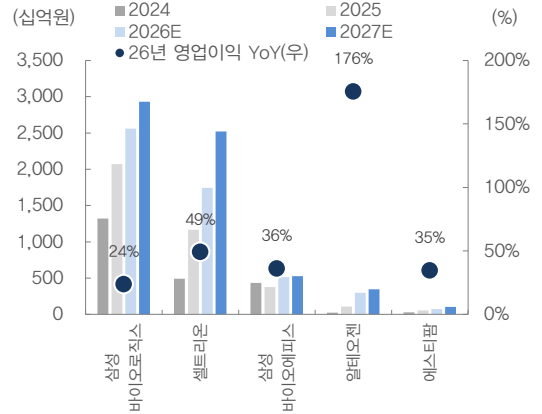
주: Factset consensus 기준(25~28)
자료: Factset, 대신증권 Research Center

그림 7. 한국 바이오헬스케어 수출 추이



자료: 한국보건산업진흥원, 한국무역통계진흥원, 대신증권 Research Center

그림 8. 커버리지 5개사 영업이익 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

표 1. 제약/바이오 업종 커버리지 투자이건 및 목표주가 요약

(원, %, 십억원, 천주)

	삼성바이오로직스	셀트리온	삼성바이오에피스	알테오젠	에스티팜
코드	(207940)	(068270)	(237690)	(196170)	(000060)
투자이건	매수(Buy)	매수(Buy)	매수(Buy)	매수(Buy)	매수(Buy)
목표주가	2,000,000	280,000	620,000	500,000	200,000
상승여력(%)	44.3%	52.8%	24.9%	39.9%	60.1%
현재주가(5/19)	1,346,000	182,500	479,000	366,500	128,600
적정기업가치	91,872	65,320	15,406	26,519	4,073
총주식수	46,290	218,711	24,883	53,510	20,843
2026E EPS	42,113	5,772	13,708	5,000	3,267
2026E P/E	32.9	32.7	36.2	73.8	43.6

자료: 대신증권 Research Center

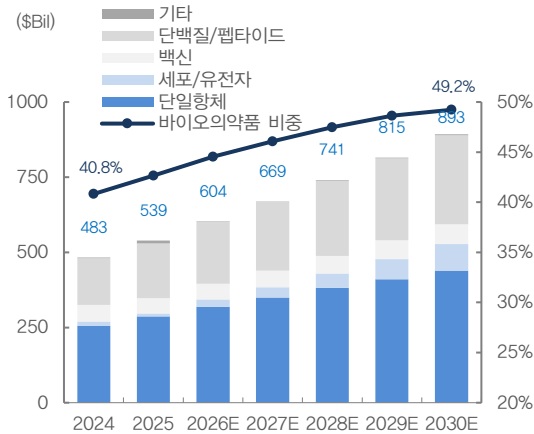
II. 산업 분석

[CDMO] 두 개의 성장 축: 항체 대량 생산과 RNA 치료제 변곡점

바이오 CDMO, 전방 시장을 구조적으로 상회하는 성장

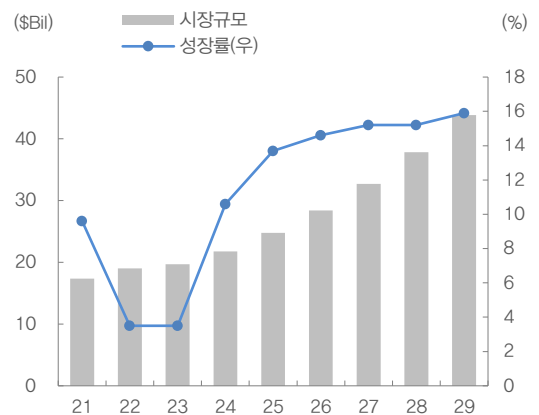
글로벌 바이오의약품 CDMO 시장은 전방 시장 성장률을 구조적으로 상회하고 있다. 바이오의약품 시장이 '30년까지 연평균 10.6% 성장이 전망되는 가운데, CDMO 시장은 '25년 248억 달러에서 '29년 439억 달러로 연평균 15.4% 성장이 추정된다. 아웃소싱 비중 확대가 이러한 초과 성장의 핵심 동인이다. 글로벌 임상 파이프라인에서 소형 바이오텍이 차지하는 비중이 '15년 60%에서 '25년 75%로 확대되면서, 자체 생산설비를 보유하지 않는 개발사들의 CDMO 의존이 지속적으로 증가하고 있다. 여기에 FDA의 이중 생산거점(Dual Sourcing) 권고에 따른 복수 생산기지 확보 수요, 모달리티 복잡도 심화에 따른 전문 CDMO 의존도 상승이 더해지면서 아웃소싱 확대 흐름은 가속화되고 있다. 특히 수혜는 모든 CDMO에게 균등하게 분배되지 않는다. 상업화 수요가 증가하는 모달리티에서, 기술력·생산 규모·트랙레코드를 갖춘 검증된 소수 업체로 수주가 집중되는 구조다. 당사는 이러한 관점에서 항체의약품 대규모 위탁생산과 RNA 원료의약품 생산에 주목한다.

그림 9. 글로벌 바이오의약품 시장 전망



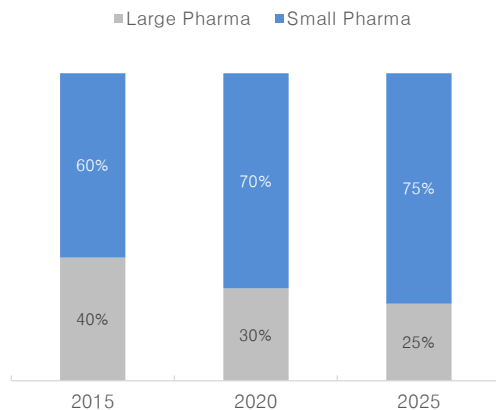
자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

그림 10. 글로벌 바이오 CDMO 시장 전망



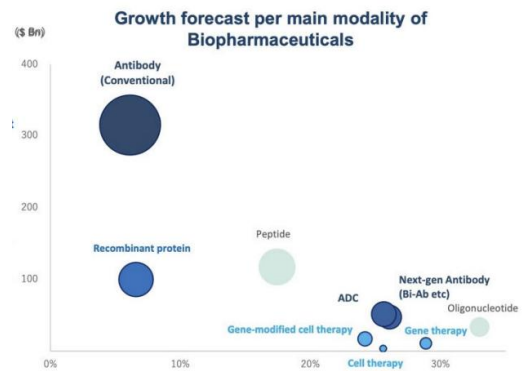
자료: Frost&sullivan, 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 11. Small biotech의 파이프라인 개발 증가



자료: Lonza, 대신증권 Research Center

그림 12. 모달리티별 시장 규모 및 성장률



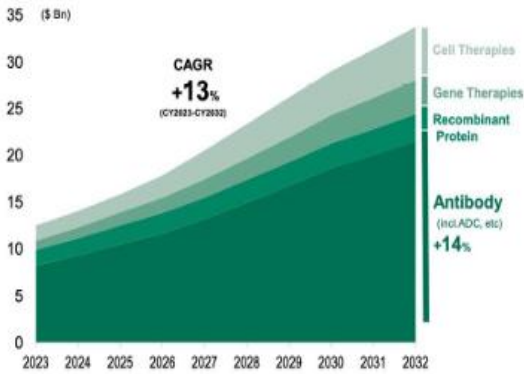
자료: Fujifilm holdings, 대신증권 Research Center

①항체의약품: 모달리티 확장이 만드는 생산 수요의 구조적 증가

항체의약품은 글로벌 의약품 시장의 주축으로 자리잡았다. 바이오의약품이 전체 제약 매출에서 차지하는 비중은 2010년 26%에서 2024년 54%로 확대됐으며, 그 중심에 항체의약품이 있다.

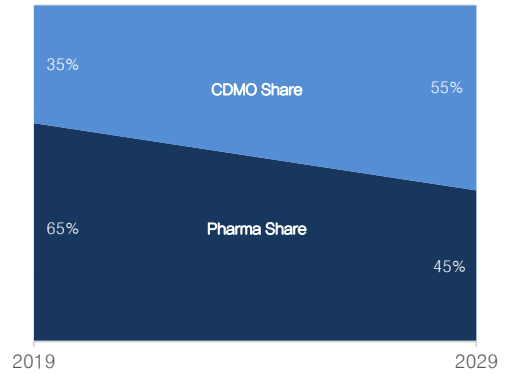
항체의약품의 생산 수요는 크게 다음과 같은 측면에서 동시에 증가하고 있다. 1) 블록버스터 신약의 지속적 출시, 2)특히 만료에 따른 바이오시밀러 상업화 증가, 3)항체를 기반으로 한 모달리티 자체가 단일클론항체(mAb)에서 ADC, 이중항체(BsAb)로 확장되면서 생산 수요의 저변이 넓어지고 있다. mAb 임상 파이프라인은 2024년 대비 7% 증가했으며, 파이프라인 가치는 9% 상승했다. ADC와 이중항체 핵심 원료 역시 항체인데, ADC 파이프라인의 가치는 2024년 대비 40% 성장하며 최근 5년간 CAGR 22%를 기록했고, 이중항체 파이프라인 예상 매출도 빠르게 증가하는 등 항체 기반 모달리티 전반에서 파이프라인이 크게 확대되고 있다.

그림 13. 모달리티별 바이오 CDMO 시장 전망



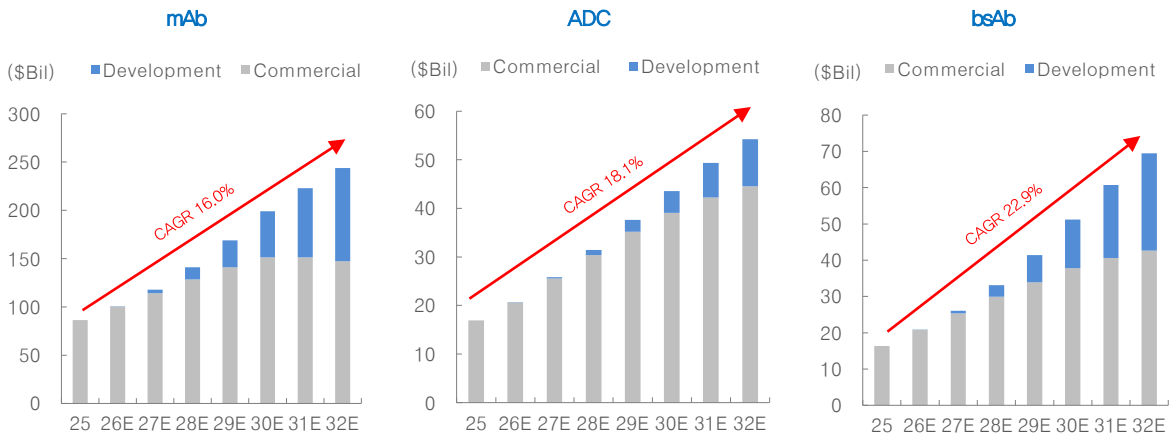
자료: Fujifilm holdings, 대신증권 Research Center

그림 14. Mammalian CDMO 아웃소싱 비중 확대 2019년 35% → 2029년 55%



자료: Lonza, 대신증권 Research Center

그림 15. 항체 모달리티별 매출 전망

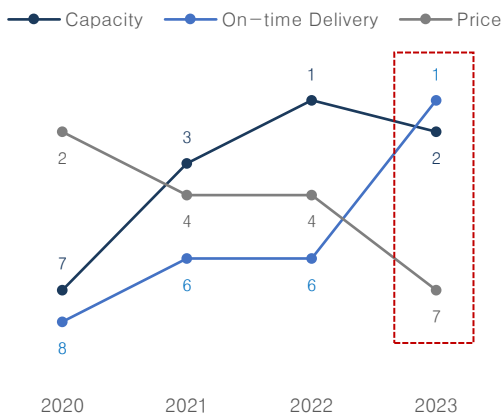


자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

항체 CDMO의 핵심
진입장벽: 규모의 경
제

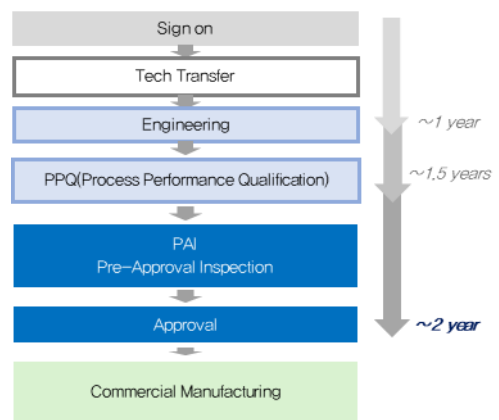
항체의약품 CDMO의 경쟁 구도를 결정 짓는 것은 규모의 경제다. 대규모 바이오리액터 CAPA 확보에는 수천억 원의 선행 투자와 수년의 구축 기간이 필요하며, 확보된 CAPA는 고정비 레버리지를 통해 생산 규모가 커질수록 마진이 개선되는 구조를 만든다. 여기에 FDA·EMA 등 글로벌 규제기관의 GMP 인증과 빅파마와의 검증된 파트너십은 후발 주자가 단기간에 복제할 수 없는 추가 진입장벽으로 작용한다. 수주 계약 체결에서 상업 생산 개시까지 통상 2년이 소요되는 높은 전환 비용은 기존 파트너십의 지속성을 높이는 동시에, 규모와 트랙레코드를 먼저 갖춘 플레이어의 수주 우위를 고착시킨다. 규모의 경제에 먼저 진입한 플레이어는 높은 수익성과 안정적 수주를 동시에 확보하는 위치에 있다.

그림 16. CDMO 선택 기준



주: Mammalian DS 기준
자료: ISR report, Fujifilm holdings, 대신증권 Research Center

그림 17. 의약품 상업생산 프로세스



자료: Fujifilm holdings, 대신증권 Research Center

표 2. 글로벌 CDMO 업체 비교

기업명	비즈니스 모델	모달리티	Capacity(kL)	생산 거점
Lonza	Pure-play CDMO	mAb, bioconjugate, microbial, mRNA, CGT, small molecule	771	스위스, 싱가포르, 미국('24년 Roche 공장 인수; +300kL)
삼성바이오로직스	Pure-play CDMO	mAb, bioconjugate(ADC), mRNA	845	한국(송도), 미국('26년 GSK 공장 인수; 60kL)
WuXi Biologics	Pure-play CDMO	mAb, bioconjugate, microbial	~500	중국, 독일, 아일랜드, 미국, 싱가포르
Fujifilm Biotechnologies	Pure-play CDMO	mAb, bioconjugate(ADC), microbial, vaccine, CGT	417	미국, 덴마크, 영국, 일본
Boehringer Ingelheim (BioXcelence)	Hybrid (자체제품+CDMO)	mAb, microbial	460	독일, 오스트리아, 중국, 미국
셀트리온	Hybrid (자체제품+CDMO)	mAb	316	한국(송도), 미국('25년 BMS 공장 인수; 66kL)
롯데바이오로직스	Pure-play CDMO	mAb, ADC	400	한국(송도), 미국('23년 BMS 공장 인수; 40kL)

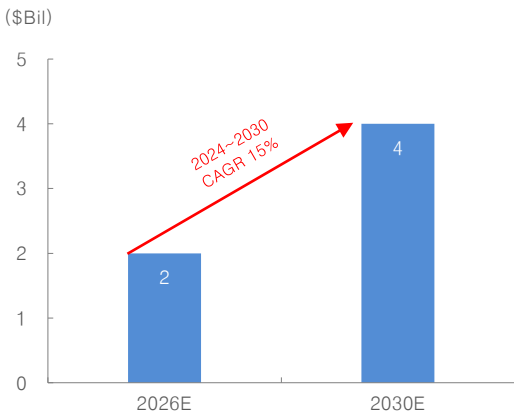
주: Capacity는 Mammalian DS 기준 추정
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

②올리고 CDMO: 만 성질환이 만드는 구조 적 변곡점

올리고뉴클레오타이드(siRNA·ASO) 치료제 시장이 구조적 변곡점에 진입하고 있다. 적응증이 기존 희귀질환에서 고지혈증·심혈관계·대사질환 등 대형 만성질환으로 빠르게 확장되면서, 수요의 성격 자체가 바뀌고 있다. 소량 다품종 중심이었던 올리고 CDMO 수요가 블록버스터급 대량 상업화 물량으로 전환되는 국면이다.

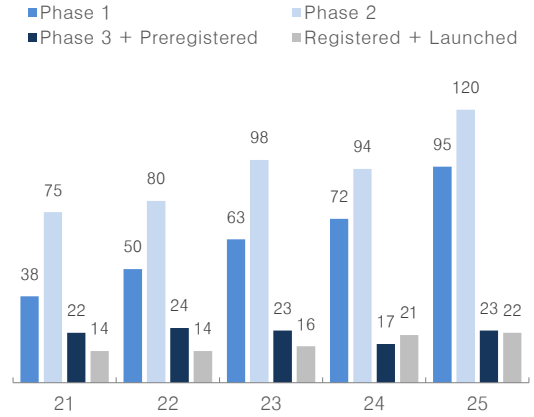
시장 규모와 파이프라인 모두 이를 뒷받침한다. 글로벌 올리고 CDMO 시장은 2026년 20억 달러에서 2030년 40억 달러 이상으로 연평균 15% 성장이 전망되며, siRNA 기반 임상·상업화 프로젝트는 2020년 48개에서 2025년 108개로 5년간 2배 이상 확대됐다. 특히 임상 3상 단계 프로젝트의 약 30%가 심혈관·대사질환 등 대형 적응증에 집중되어 있어 향후 2~3년 내 상업화 물량 급증이 가시화될 전망이다.

그림 18. 글로벌 올리고뉴클레오타이드 CDMO 시장 전망



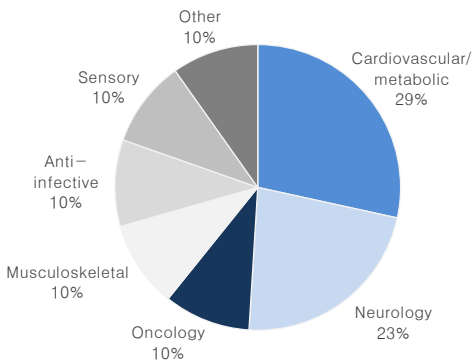
자료: Agilent, 대신증권 Research Center

그림 19. 글로벌 올리고뉴클레오타이드 파이프라인 개발 증가



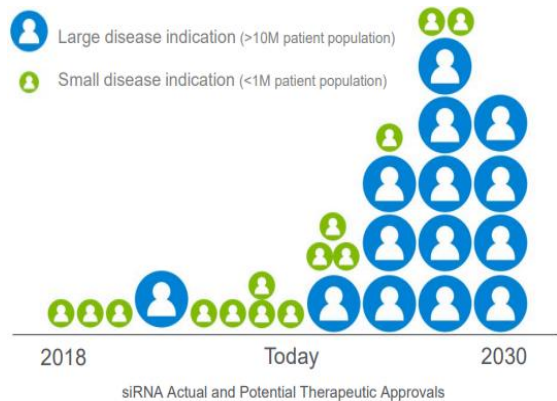
자료: Bachem, 대신증권 Research Center

그림 20. 올리고뉴클레오타이드 치료제 적응증 개발 현황



자료: Bachem, 대신증권 Research Center

그림 21. siRNA 치료제 타겟 환자군 변화



자료: Agilent, 대신증권 Research Center

올리고 CDMO의 핵심 진입장벽: 공급자 제한과 높은 전환 비용

올리고 원료를 상업 규모로 생산할 수 있는 CDMO는 미국의 Agilent Technologies, 일본 Nitto Denko, 스위스 Bachem, 국내 에스티팜 등 소수에 불과하다. 상업 규모에서 고수율·고순도의 올리고뉴클레오타이드를 안정적으로 생산하는 공정 자체의 난이도가 높아 진입장벽으로 작용하고 있다. 빅파마 입장에서도 원료 공급사 교체에 따르는 기술 검증·규제 승인 비용이 상당하여, 한번 검증된 공급자와의 파트너십은 장기간 지속되는 경향이 있다. 이는 올리고 CDMO 시장의 외형 성장을 넘어, 기존 공급자의 협상력과 수주 안정성을 동시에 높이는 요인으로 작용한다.

트랙레코드가 곧 경쟁 우위

CDMO 시장에서 트랙레코드는 단순한 실적 기록이 아니라 수주 경쟁의 진입장벽이다. 삼성바이오로직스가 항체 생산에서, 에스티팜이 RNA 원료에서 축적해온 검증된 실적은 시장이 성장할수록 경쟁 우위가 강화되는 자산이다. 당사는 이러한 관점에서 항체 CDMO에서 글로벌 선도 업체로 자리잡은 삼성바이오로직스와, 올리고CDMO 시장 변곡점의 직접 수혜가 기대되는 에스티팜에 주목한다.

리스크 요인

고객사 생산 내재화: 빅파마의 자체 CAPA 확충 시 수요 일부 대체 가능성이 있다. 다만 대규모 바이오리액터 투자에 수년과 대규모 자본이 수반되는 점, GLP-1 수요 급증으로 빅파마 내부 생산 자원이 이미 분산되고 있는 점에서 단기 현실화 가능성은 제한적이다.

지정학 리스크: 미국 온쇼어링 정책 심화 시 미국 외 지역 CDMO에 수주 압박이 발생할 수 있다. 다만 미국 외 수요 기반 TAM은 여전히 유효하며, 미국 생산거점을 선제적으로 확보한 플레이어의 영향은 상대적으로 제한적이다.

공급 과잉: 주요 CDMO들의 동시다발적 증설로 단기 수주 단가 하락 압력이 발생할 수 있다. 증설 속도와 수요 증가 속도 간 미스매치는 지속적인 모니터링이 필요하다.

[바이오시밀러] 개발 공백 속 규제완화와 탐티어 수혜

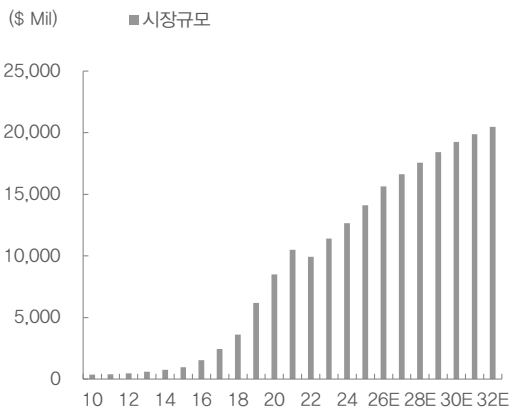
시장 전망: 공급 공백이 만드는 가속 구간

글로벌 바이오시밀러 시장은 오리지널 바이오의약품 시장 확대와 특히 만료 사이클에 따라 꾸준히 성장해왔다. 여기에 새로운 가속 요인이 더해지고 있다. 2025년~2032년 사이 특히 만료가 예정된 바이오의약품이 급증하는 반면, 이를 소화할 바이오시밀러 개발 파이프라인이 현저히 부족하다. IQVIA에 따르면, 유럽의 경우 특히 만료 예정 약 100개 품목 중 79%가 바이오시밀러 개발 파이프라인이 없는 상태다. 수요를 공급이 따라가지 못하는 이 구조적 불균형이 시장 성장 속도를 높이는 핵심 변수다.

유럽과 미국, 두 지역 모두에서 성장 여력은 충분하다. 2006년 세계 최초로 바이오시밀러를 승인한 유럽은 현재 미국 대비 55% 큰 시장이지만, 특허만료 품목 대비 바이오시밀러 파이프라인 공백은 여전히 크다. 미국은 전체 의약품 시장 규모 대비 바이오시밀러 침투율이 유럽보다 낮아 추가 성장 여력이 남아있다.

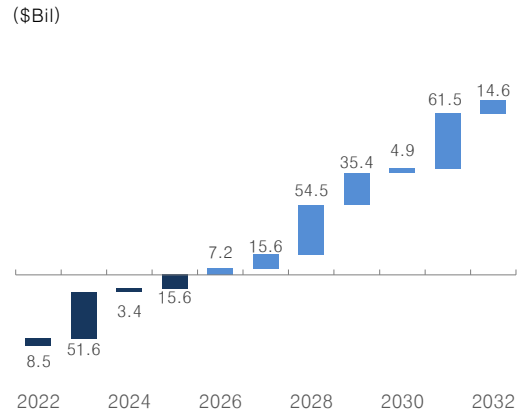
* Biosimilar Void: 블록버스터 바이오의약품 특허 만료 후 바이오시밀러가 아직 출시되지 않아 시장 공백이 발생하는 구간

그림 22. 글로벌 바이오시밀러 시장 전망



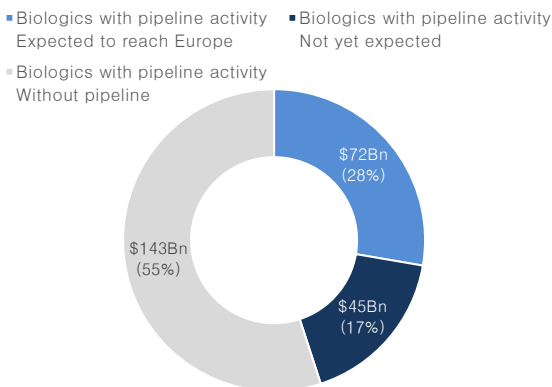
자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

그림 23. 특허 만료에 따른 의약품 매출 영향



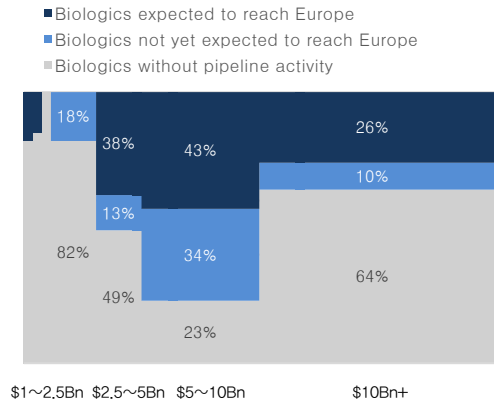
주: 2026E~2032E Cumulative: \$194B
자료: Formycon, 대신증권 Research Center

그림 24. 특허만료 예정 바이오의약품, 절반 이상이 바이오시밀러 파이프라인 부재



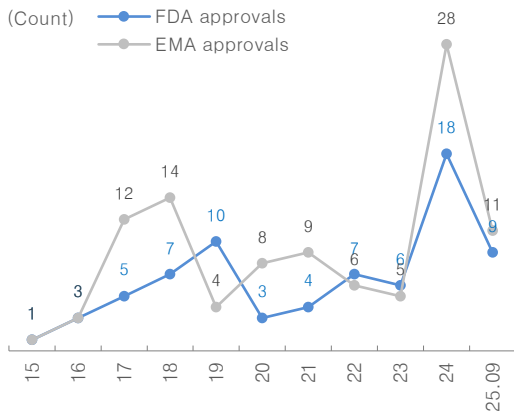
주: 특허만료 2025~2032년 기준 / 자료: IQVIA, 대신증권 Research Center

그림 25. 블록버스터일수록 바이오시밀러 개발 공백 심화



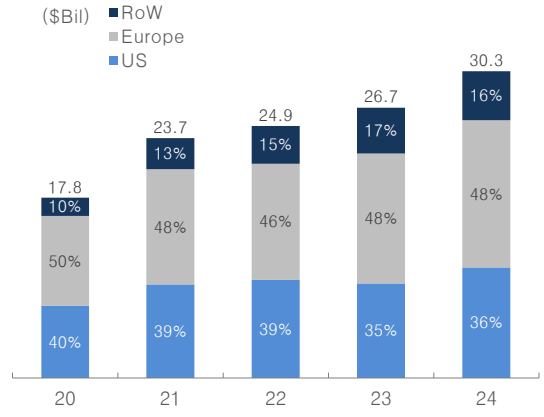
자료: IQVIA, 대신증권 Research Center

그림 26. FDA, EMA 바이오시밀러 승인 건수 추이



자료: Alira Health, 대신증권 Research Center

그림 27. 지역별 바이오시밀러 시장 규모 및 비중



자료: Alira Health, 대신증권 Research Center

Catalyst① 규제 간소화: 개발 비용·기간의 구조적 절감

이 공백을 메우려는 움직임의 배경에는 급증하는 의료비 부담이 있다. 바이오의약품이 전체 의약품 지출에서 차지하는 비중이 지속적으로 증가하는 가운데, 각국 정부와 보험자 입장에서 바이오시밀러 활성화는 의료비 절감을 위한 가장 현실적인 수단이다.

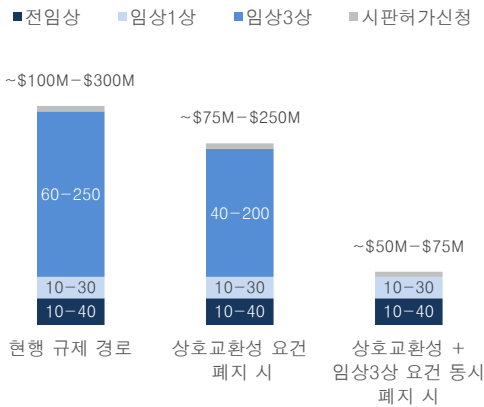
각국 규제 당국은 이에 대응해 임상 요건 간소화를 추진하고 있다. 영국 MHRA를 시작으로, 2025년 유럽 EMA와 미국 FDA가 잇따라 비교 효능 시험 요건 폐지를 추진 중이다. 임상 요건이 간소화될 경우, 바이오시밀러 개발 비용은 현행 1억~3억 달러에서 5,000만~7,500만 달러 수준으로 낮아지고, 평균 개발 기간도 7~8년에서 5~6년으로 단축될 것으로 추정된다. 개발 비용과 시간의 절감은 그간 경제성 부족으로 파이프라인 공백이 컸던 품목에 대한 개발 유인을 높여, 공급 확대에 이어질 수 있다.

표 3. 글로벌 바이오시밀러 개발 규제 완화 흐름

시점	규제 당국	주요 변화	시사점
2025년 초	EMA(유럽)	분석적 비교가능성-약물동태학 연구만으로 충분, 비교 효능 시험은 복잡한 경우에 한해 사용	유럽이 글로벌 규제 완화의 선도
2025년 초	MHRA(영국)	분석적 동등성 입증 시 3상 임상시험 요건 폐지	EMA와 정렬된 간소화 기초
2025.10	FDA(미국)	351(k) 경로에서 비교 효능 시험(CES) 표준 요건 폐지 공식화	제품당 1억~3억 달러 비용-기간 절감 효과
2026.03	FDA(미국)	미국 외 비교 제품(non-US comparator) 활용 허용 가이드라인	글로벌 단일 개발 전략 가능, 추가 비용 절감

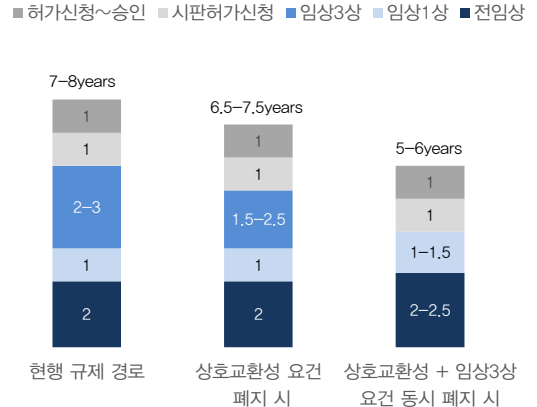
자료: FDA, EMA, MHRA, 대신증권 Research Center

그림 28. 바이오시밀러 개발 단계별 비용



자료: 삼성바이오에피스, 대신증권 Research Center

그림 29. 바이오시밀러 개발 단계별 소요 기간



자료: 삼성바이오에피스, 대신증권 Research Center

Catalyst②: 미국 PBM 구조 변화: 채택 환경의 근본적 전환

미국에서는 유통 채널의 제도적 변화가 바이오시밀러 침투를 가속화시키는 또 다른 동인이다. 그동안 PBM(Pharmacy Benefit Managers) 시장은 높은 리베이트를 제공하는 오리지널 의약품에 우호적인 계약 구조를 유지하며, 바이오시밀러 진입의 실질적 장벽으로 작용해왔다. 그러나 2024년부터 주요 PBM들을 중심으로 리베이트 패스스루(Rebate Pass-through)와 피듀셔리(Fiduciary) 추진이 본격화되면서, 수익 구조가 리베이트 기반에서 수수료 기반으로 전환이 예상되고 있다. 이는 PBM이 가격이 낮은 바이오시밀러를 처방집(Formulary) 상단에 배치할 유인을 제공한다. 주요 PBM들이 2028년까지 투명성 강화 로드맵 이행을 선언한 만큼, 향후 특히 만료가 예정된 블록버스터 품목의 바이오시밀러는 과거보다 빠르게 점유율을 확대할 수 있을 것으로 예상된다.

* 리베이트 패스스루(Rebate Pass-through): PBM이 제약사로부터 수취한 리베이트를 직접 취하지 않고 보험사 등 최종 지불자에게 그대로 전달하는 방식. PBM의 저가 약물 선택 유인을 높임.

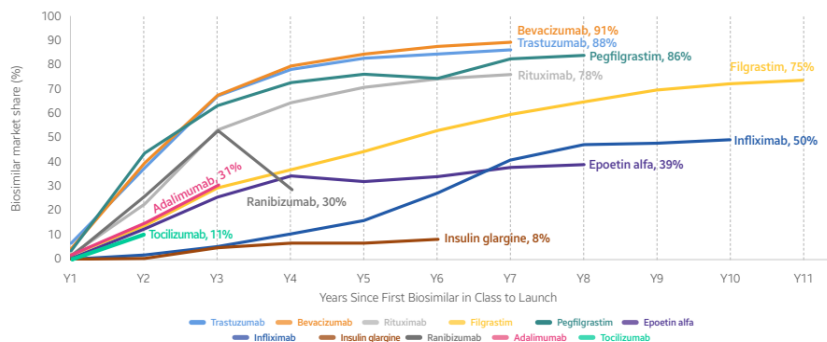
* 피듀셔리(Fiduciary) 모델: PBM이 법적으로 고용주·보험 가입자의 이익을 최우선으로 행동할 의무를 지는 계약 구조.

표 4. US PBM 계약 구조 변화: 바이오시밀러 채택 환경 개선

구분	기존 모델	신규 모델
계약 구조	Rebate Guarantee	Pass-through / Fiduciary/
PBM 인센티브	High WAC 오리지널 선호	바이오시밀러 우선
바이오시밀러 포지션	Rebate Guarantee 대상 제외 → 구조적 불리	Formulary 우선 등재 대상

주: 2024년 주요 PBM의 Rebate Exclusion 조항 도입을 기점으로 전환 시작, 2028년 Full Rebate Pass-through 완전 전환 목표
 자료: 대신증권 Research Center

그림 30. 주요 Molecule 별 바이오시밀러 점유율 추이



¹Trastuzumab, bevacizumab, and rituximab ²Averages include products that are 5 years or older ³Infliximab and adalimumab ⁴Calculated based on calendar year

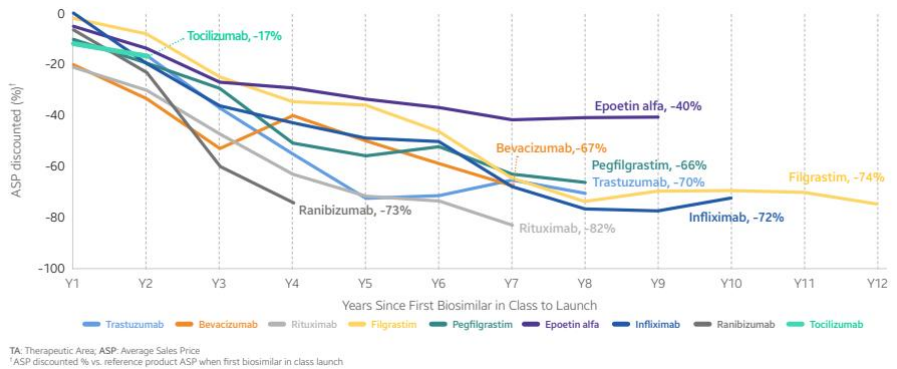
주: US 기준
 자료: 삼성바이오에피스, 대신증권 Research Center

타입어의 시간: 포트폴리오 연속성이 만드는 이중 우위

바이오시밀러 시장은 Void 구간 확대, 규제 완화, PBM 구조 변화가 맞물리며 구조적 성장 가속 국면에 진입하고 있다. 그러나 이 환경에서 수혜가 모든 참여자에게 균등하게 분산되지는 않는다. 바이오시밀러의 수익구조를 결정짓는 것은 개별 품목의 성과가 아니라 포트폴리오의 연속성이다. 단일 품목은 경쟁사 진입과 가격 하락에 따라 수익 기여도가 시간이 지날수록 더 크게 반영된다. 실제로 adalimumab의 경우 바이오시밀러 출시 이후 WAC 기준 가격이 빠르게 하락했으며, 경쟁사 수가 늘어날수록 가격 하락분을 상쇄할 신규 품목을 연속적으로 출시하는 포트폴리오 회전이 필수적이다.

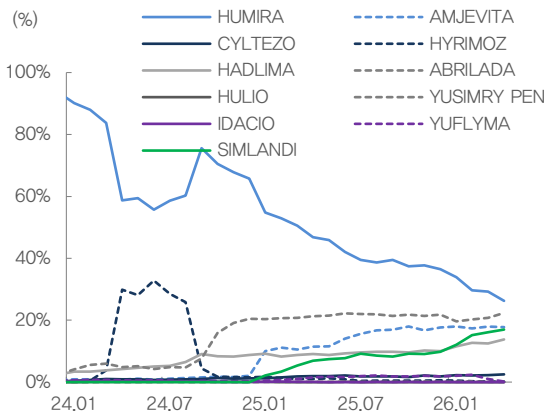
포트폴리오 회전 역량은 상위 업체에게 구조적으로 집중된다. 세포주 개발 효율성과 생산 스케일을 갖춘 업체는 품목당 개발 비용을 낮추면서 동시에 복수의 파이프라인 개발을 병렬 추진할 수 있다. 규제 간소화가 이 우위를 더욱 강화한다. 개발 비용과 기간이 단축될수록 포트폴리오 회전 속도를 높일 수 있는 역량을 보유한 업체, 즉 이미 복수 품목의 개발/허가/상업화 경험을 축적한 선도업체가 가장 큰 수혜를 받는 구조다. 결국 선도 업체는 경쟁이 심한 기존 품목에서도 스케일 기반의 원가 우위로 수익성을 방어하면서, 미개척 void 품목으로 빠르게 확장하는 이중 우위를 누릴 수 있다.

그림 31. 바이오시밀러 ASP 추이



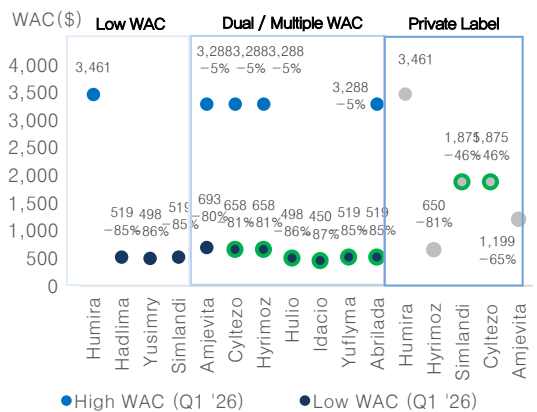
주: US 기준 / 자료: 삼성바이오에피스, 대신증권 Research Center

그림 32. Adalimumab 점유율 추이



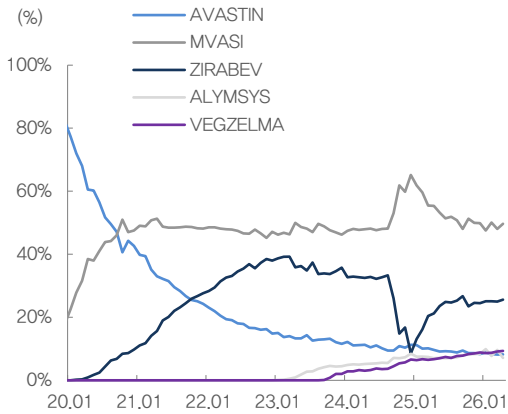
주: US 기준 / 자료: Symphony Health, 대신증권 Research Center

그림 33. Adalimumab WAC 추이



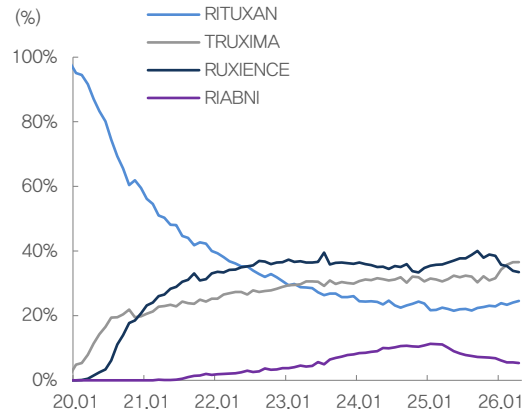
주: US 기준 / 자료: 삼성바이오에피스, 대신증권 Research Center

그림 34. Bevacizumab 점유율 추이



주: US 기준
자료: Symphony Health, 대신증권 Research Center

그림 35. Rituximab 점유율 추이



주: US 기준
자료: Symphony Health, 대신증권 Research Center

셀트리온·삼성바이오에피스: 포트폴리오 회전이 만드는 이익 이익 안정성

글로벌 바이오시밀러 선도업체인 셀트리온과 삼성바이오에피스(삼성에피스홀딩스 자회사)는 당사 커버리지내 핵심 수혜주다. 양사는 포트폴리오 연속성 측면에서 가장 앞선 위치에 있다. 셀트리온은 현재 11개 품목을 보유하고 있으며 2030년까지 18개, 2038년까지 41개로 포트폴리오를 확대할 계획이다. 삼성바이오에피스 역시 2030년까지 10종 이상의 추가 제품 개발을 목표로 파이프라인 확충을 추진하고 있다. 기존 품목의 가격 하락을 신규 품목 출시로 상쇄하는 포트폴리오 회전 구조가 작동하는 한, void 구간 확대/규제 완화/PBM 구조 변화는 양사의 이익 성장을 가속시키는 환경으로 작용할 전망이다.

다음 챕터: 바이오시밀러 역량 기반의 신약 진출

양사의 중장기 투자 매력을 높이는 것은 신약 파이프라인으로의 확장이다. 바이오시밀러 개발 과정에서 축적한 세포주 개발·항체 생산·글로벌 규제 대응 역량은 ADC·이중항체 등 차세대 항체약품 개발의 기술적 토대가 된다. 셀트리온은 CT-P70(cMET ADC), CT-P27(HER2, CD3 이중항체) 등 4개의 신약이 임상 1상에 진입해 있으며, 2026년 하반기 중 초기 임상 데이터 도출이 예정돼 있다. 삼성바이오에피스는 SBE303(Nectin-4 ADC)이 임상 1상 단계이며, Semaglutide 장기지속형(LAI) 등 전임상 파이프라인을 병행 추진 중이다. 바이오시밀러가 안정적 캐시카우로 작용하고, 신약 파이프라인이 중장기 성장동력과 밸류에이션 리레이팅의 트리거로 작용하는 구조다. 임상 진척에 따라 바이오시밀러 업체에서 신약 개발 기업으로의 재평가 가능성까지 갖추고 있다는 점에서, 현 시점의 투자 매력은 높다.

표 5. 셀트리온, 삼성에피소홀딩스 주요 신약 파이프라인 현황

기업명	파이프라인명	타겟	적응증	개발 단계	Catalyst
셀트리온	CT-P70	cMET	비소세포폐암, 대장암, 위암	임상 1 상	FDA 패스트트랙 지정 완료(2026.01) 임상 결과 도출(2H26)
	CT-P71	Nectin-4	오로상피암, 유방암, 전립선암	임상 1 상	FDA 패스트트랙 지정 완료(2026.04) 임상 결과 도출(2H26)
	CT-P72	HER2, CD3	유방암, 위암, 대장암,	임상 1 상	FDA 패스트트랙 신청 예정(2026)
	CT-P73	CD142	자궁경부암, 두경부암, 대장암	임상 1 상	임상 결과 도출(2H26) 및 FDA 패스트트랙 신청 예정(2026)
삼성바이오에피스	SBE303	Nectin-4	방광암	임상 1 상	전임상 결과 발표(AACR 2026)
	SBE313	EGFR, HER 3	폐암	전임상	-
	Semaglutide LAI	GLP-1	비만	전임상	-

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

리스크 요인

경쟁 심화에 따른 가격 압력: 품목별 경쟁사 수 증가로 WAC 기준 가격 하락이 가속화 되고 있다. 규제 간소화로 신규 진입자가 늘어날 경우 후발 진입 품목의 수익성이 추가로 압박 받을 수 있다.

오리지널사의 LCM 전략: SC 제형 전환·적응증 확대 등 오리지널사의 생애주기관리 (LCM) 전략 강화로 IV 바이오시밀러의 침투 가능 시장이 선제적으로 축소될 수 있다. Darzalex의 SC 전환 이후 IV 환자의 80% 이상이 SC로 전환된 사례가 대표적이다.

미국 정책 불확실성: PBM 구조 변화는 바이오시밀러 채택 확대의 핵심 변수이나, 제도 전환 속도와 실제 처방 행태 변화 간 시차가 존재하므로 모니터링이 필요하다.

[SC 제형 전환] 빅파마의 시간을 사는 기술

SC 전환: 가장 경제
적인 매출 방어 수단

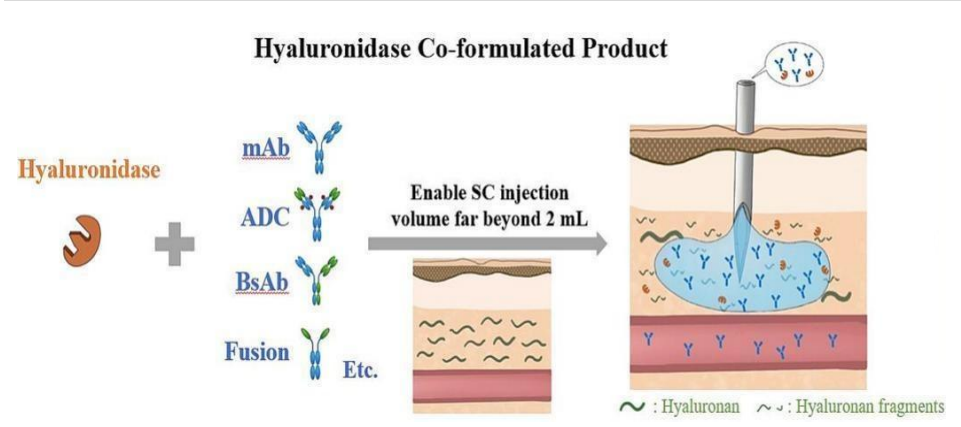
Patent Cliff와 약가 인하 압박에 직면한 빅파마의 전략적 우선순위가 신약 개발에서 기존 블록버스터 매출 방어로 확장되고 있다. 이 환경에서 SC(피하주사) 제형 전환은 빅파마가 선택할 수 있는 가장 경제적인 LCM(Life-cycle Management) 수단으로 부상하고 있다.

SC 전환의
전략적 가치

바이오향약품은 전통적으로 병원 내 정맥주사(IV) 방식으로 투여됐으나, 피하주사(SC) 방식에서의 전환이 가속화되고 있다. SC 전환은 투여 시간을 수 시간에서 수 분으로 단축하여 의료비 절감, 병상 가동률 향상, 환자 편의성 개선이라는 임상적·경제적 가치를 동시에 제공하며, 일부 제품의 경우 가정 내 자가투여로의 확장 가능성도 열려 있다.

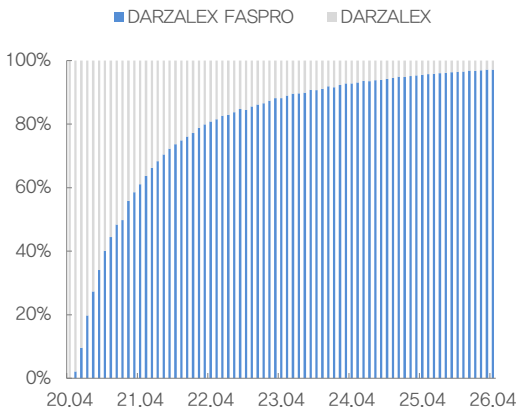
빅파마 입장에서 SC 제형의 전략적 가치는 더욱 명확하다. IV 제형 특허 만료 이후에도 SC 제형으로 독점권을 연장하고, 환자의 SC 전환을 유도함으로써 IV 바이오시밀러의 침투 가능 시장 자체를 선제적으로 축소할 수 있다. Darzalex SC제형(Darzalex Faspor) 출시 이후 기존 IV 환자의 약 80% 이상이 SC로 전환된 것이 대표적 사례다. 나아가 바이오시밀러 업체조차 시장 선점을 위해 SC 플랫폼에 로열티를 지불하는 구조가 형성되고 있다는 점은, SC 전환이 오리지널 LCM 수단을 넘어 시장 전반의 표준으로 자리잡고 있음을 시사한다.

그림 36. 히알루로니다제 기반 피하주사(SC) 원리



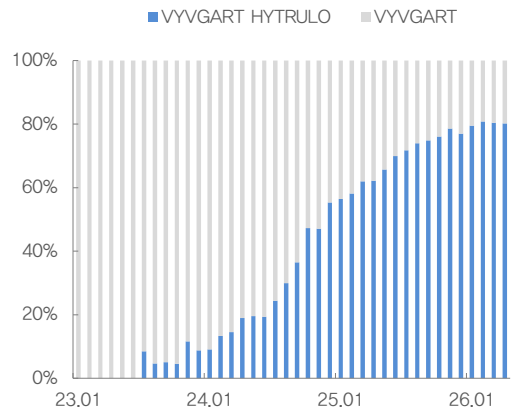
자료: Guo J, et al. J Control Release. 2025;381:113573., 대신증권 Research Center

그림 37. Daratumumab IV→SC switching



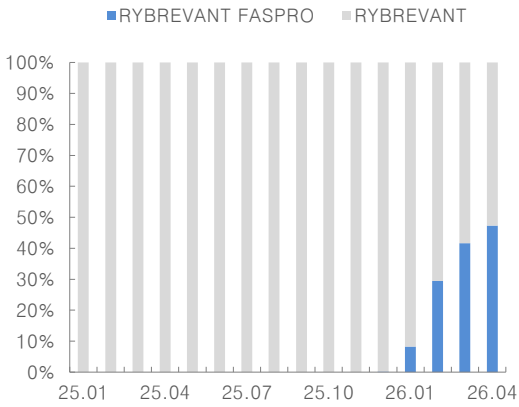
자료: Symphony Health, 대신증권 Research Center

그림 38. Vyvgart IV→SC switching



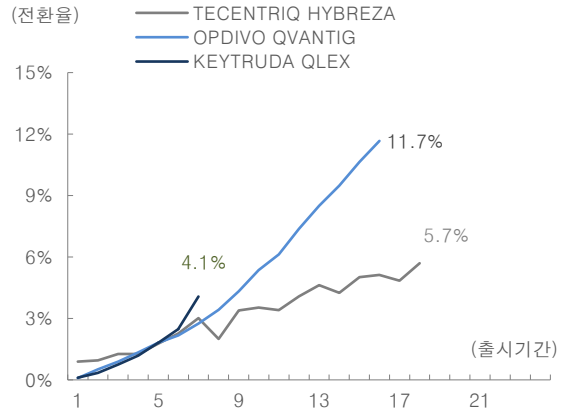
자료: Symphony Health, 대신증권 Research Center

그림 39. Amivantamab IV→SC switching



자료: Symphony Health, 대신증권 Research Center

그림 40. PD-1/PD-L1 계열 IV→SC switching



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

왜 히알루로니다제인가: 구조적으로 낮은 개발 실패 위험

SC 전환은 기술적으로 단순하지 않다. SC 주사는 1회 투여 부위당 약 1.5-2.0mL로 용량이 제한되어 있어 고농도 제형이 필수적이다. 그러나 100mg/mL 이상의 고농도에서 단일클론항체 용액은 점도가 급격히 상승하고 응집이 가속화되는 등 물리화학적 한계에 직면한다.

SC 전환 방법은 크게 자체 물성 개선과 히알루로니다제 첨가 두 가지로 나뉜다. 히알루로니다제는 약물 구조를 변형하지 않고, 피하 조직의 투과 경로를 확장하는 방식이기 때문에, 개발 실패 위험이 구조적으로 낮다. 기존 약물의 유효성·안전성 프로파일을 유지하면서 제형만 전환하는 셈이어서, 빅파마 입장에서 개발 기간 단축과 높은 성공 확률이라는 ROI 우위를 동시에 확보할 수 있는 가장 실용적인 수단이다.

표 6. 히알루로니다제 적용 SC 제품 현황

(백만 달러)

적용 기술	제품명	오리지널 약물	모달리티	적응증	SC 투여시간	출시연도 (US)
Enhance (Halozyme)	Darzalex Faspro	daratumumab	mAb	다발성골수종	3~5분	2020
	Herceptin Hylecta	trastuzumab	mAb	유방암	2~5분	2019
	Phesgo	pertuzumab / trastuzumab	mAb(FDC)	유방암	~5분	2020
	Rybrevant Faspro	amivantamab	bsAb	비소세포폐암	~5분	2025
	Ocrevus Zunovo	ocrelizumab	mAb	다발성골수종	~10분	2024
	Opdivo Qvantig	nivolumab	mAb	다수 고형암	3~5분	2024
	Tocentric Hybreza	atezolizumab	mAb	다수 고형암	~7분	2024
	HyQvia	immune globulin 10%	Protein	면역결핍	월 1 회	2014
	Vyvgart Hytrulo	efgartigimod	Protein	중증근무력증	30초~90초	2023
	Rituxan Hycela	rituximab	mAb	혈액암	5~7분	2017
Hybrozyme(알테오젠)	Keytruda Qlex	pembrolizumab	mAb	다수 고형암	1~2분 투여	2025

주: Peak 매출 규모는 IV 기준

자료: 각 사, Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

시장 구도: Enhance vs. ALT-B4, 소수 플레이어의 과점

글로벌 히알루로니다제 플랫폼 시장은 할로자임(Enhance)과 알테오젠(ALT-B4)사실상 두 플레이어가 과점하고 있다. 히알루로니다제의 자체 특허 및 임상에서 검증된 트랙레코드가 진입장벽으로 작용해 후발주자의 시장 진입이 구조적으로 어렵다.

할로자임의 Enhance 기술은 Darzalex Faspro, Phesgo 등 10개의 의약품에 적용되어 압도적인 트랙레코드를 보유하고 있다. 알테오젠의 ALT-B4는 2025년 Keytruda SC제형(Keytruda Qlex) 허가로 글로벌 트랙레코드를 확보했다. 후발주자이지만 특허 수명에서는 알테오젠이 유리하다. Enhance 주요 미국 특허는 2029년 만료가 예상되는 반면, ALT-B4는 2043년까지 특허가 유지되어 중장기 플랫폼 경쟁력 측면에서 우위에 있다.

모달리티 확장:

단일클론항체를 넘어
ADC · 이중항체로

히알루로니다제 플랫폼의 적용범위는 단일클론항체를 넘어 ADC와 이중항체로 확장되고 있다. 이중항체 영역에서는 할로자임 기술을 활용한 Rybrevant Faspro(Amivantamab SC)가 이미 상용화되어 트랙레코드를 확보한 상태다. 알테오젠 역시 아스트라제네카와 rilvegostomig 임상 1상으로 이중항체 영역에 진입했다.

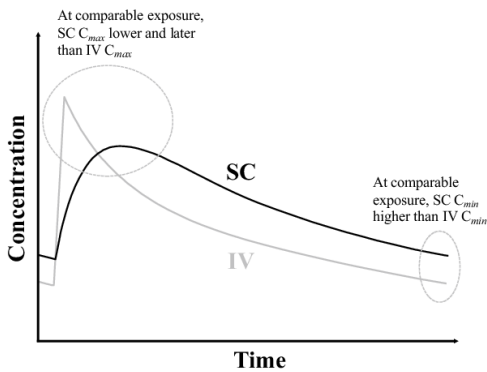
ADC SC 전환에서는 알테오젠이 글로벌 선두 포지션을 점하고 있다. ALT-B4가 적용된 Enhertu(trastuzumab deruxtecan)가 임상 1상을 진행 중이다. ADC의 SC 전환은 단순한 편의성 개선을 넘어 치료적 우위까지 기대된다. ADC는 약물 독성으로 인해 IV 투여 시 혈중 농도 관리가 까다롭지만, SC 투여 시 혈중 농도가 서서히 상승하는 약동학적(PK) 특성이 독성 부작용을 완화할 수 있기 때문이다. 약물 구조를 변형하지 않는 플랫폼 특성상, 항체 기반 접합체 전반으로 적용 가능성이 열려 있다.

비즈니스 구조:

로열티 기반의 높은
수익성과 가시성

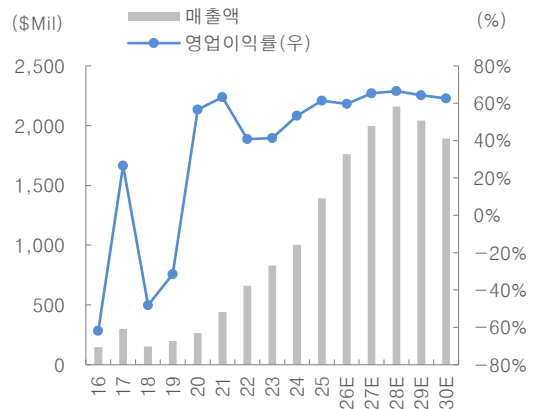
히알루로니다제 플랫폼 비즈니스는 로열티 기반 수익 구조로 수익성이 높다. 의약품 개발과 상업화를 파트너사(빅파마)가 주도하기 때문에 플랫폼사의 비용 부담이 매우 낮고, 상업화 이후에는 SC 약물 판매출의 mid-single digit 수준의 로열티를 장기적으로 수취하는 구조이기 때문이다. 일반적인 신약 라이선스 아웃 대비 로열티율은 낮은 편이나, 파트너사가 LCM 전략으로 활용하는 만큼 개발 의지가 강하고 성공 확률이 높아 수익의 가시성이 뛰어나다. 플랫폼 성숙기에 진입한 할로자임의 2025년 영업이익이익률은 61%에 달하며, 로열티가 아직 본격화되지 않은 알테오젠도 영업이익이익률 54%를 기록했다.

그림 41. 약물 PK Profile (SC vs. IV)



주: SC는 IV 대비 혈중농도가 서서히 증가하여 ADC 독성 부작용 완화 기대
자료: Bitner B et al, BioDrugs 2024;38:15-32, 대신증권 Research Center

그림 42. Halozyne 실적 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

알테오젠의 구조적 우위에 주목

SC 제형 전환은 빅파마의 LCM 전략 수단을 넘어 바이오시밀러 업체까지 활용하는 시장 표준으로 자리잡고 있다. 모달리티 다변화에 따라 플랫폼의 적용 가능 시장은 지속적으로 확대되고 있다. 알테오젠은 Keytruda SC 허가로 글로벌 트랙레코드를 확보한 데 이어, ADC SC 전환 임상 선두 포지션과 이중항체 영역 진입으로 차세대 성장 동력을 갖추고 있다. ALT-B4의 특허 수명(2043년)이 Enhanze(2029년)를 크게 상회한다는 점에서, 중장기 플랫폼 경쟁력의 구조적 우위에 주목한다.

리스크 요인

기술적 경쟁: 히알루로니다제 없이 고농도 제형화를 가능케 하는 자체 물성 개선 기술이나 고용량 약물 전달용 디바이스의 발전은 플랫폼 의존도를 낮추는 잠재적 위협이다. 할로자임도 기업 인수를 통해 고농축 제형 기술을 확보하고 있으며, 국내에서도 셀트리온, 인벤티지랩, 휴온스랩 등이 SC 기술을 개발 중이다.

제도적 제약: IRA 하에서 CMS는 IV와 SC 제형을 동일 약물로 간주해 통합 약가 협상 대상으로 관리하는 규칙을 제안하고 있다. 이 경우 SC제형이 IV 대비 별도의 가격 프리미엄을 인정받기 어려워지며, SC 전환을 통한 LCM의 매출 방어 효과가 희석될 수 있다는 점에서 모니터링이 필요하다.

특허 분쟁 리스크: 히알루로니다제 플랫폼은 특허가 핵심 진입장벽인 만큼, 플레이어 간 특허 무효 심판 및 침해 소송이 사업의 불확실성 요인으로 작용할 수 있다..

기업분석

Initiation

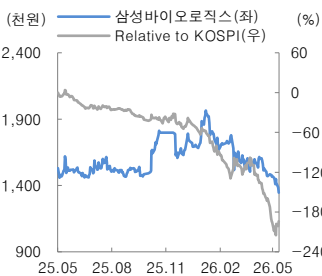
삼성바이오로직스 (207940)

홍기혜 kahye0.hong@dashin.com
이채리 RA chery.lee@dashin.com

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

KOSPI	7,271.66
시가총액	62,308십억원
시가총액비중	1.14%
지분금(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



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 항체약품 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 병행 중으로, 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 주주 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

표 1. 삼성바이오로직스 목표주가 산출

(십억원, %, 천주, 원)

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
NOPLAT	1,919	2,313	2,432	2,465	2,780	3,263	3,839	3,937
감가상각비	513	519	651	791	1,057	1,330	1,721	2,113
총현금흐름	2,432	2,831	3,083	3,257	3,837	4,593	5,559	6,050
설비 및 무형자산 투자	-1,817	-1,050	-1,251	-1,328	-1,308	-1,365	-1,224	-394
운전자본 증감	-698	-540	-104	-50	-474	-626	-802	-143
총투자	-2,515	-1,590	-1,355	-1,378	-1,782	-1,990	-2,026	-537
FCFF	-83	1,241	1,728	1,878	2,055	2,603	3,533	5,512
Adjusted Free Cashflow	418	1,425	1,785	1,945	2,262	2,955	4,282	5,749
Discounted Free Cashflow	418	1,321	1,532	1,545	1,664	2,012	2,700	3,359
Valuation								
Total PV of FCFF('26E-'33E)	20,140							
PV of Terminal Value	71,732							
EV	91,872							
+ 순현금	543							
+ 관계기업투자	78							
지분가치	92,539							
총주식수	46,290							
산출주가	1,999,073							
목표주가	2,000,000							
현재주가	1,346,000							
Upside	44.3%							

자료: 대신증권 Research Center 추정

주: WACC=7.8%, 영구성장률 (g)=3.5% 적용

표 2. Peer valuation

(백만달러, X, %)

기업명	시가총액	12M Fwd P/E	EPS 2-yr CAGR	EBITDA margin('26E)	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 2-yr CAGR
삼성바이오로직스	42,904	33	15%	53.2%	21.1	9%
Lonza	41,595	26.3	12%	32.3%	15.6	9%
Wuxi biologics	17,419	17.3	22%	37.5%	11.4	20%
WUXI XDC	8,597	28	34%	32.7%	8.1	39%

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

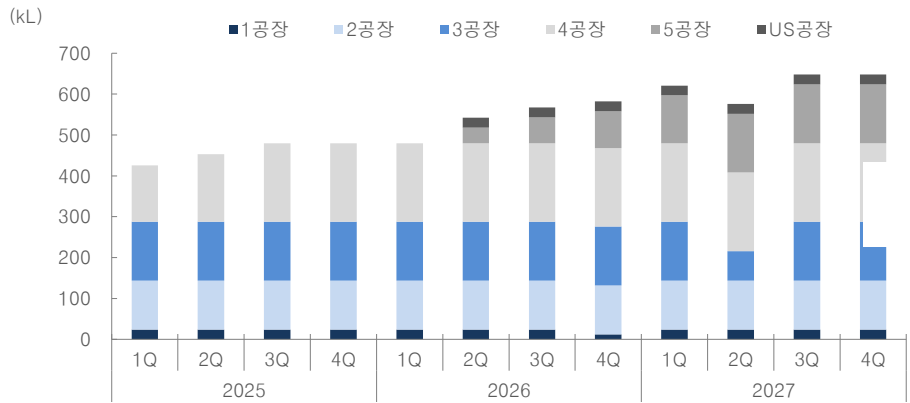
표 3. 삼성바이오로직스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	1,298	1,290	1,660	309	1,257	1,313	1,529	1,588	4,557	5,687	6,704
(% yoy)	37.1	11.5	39.9	49.6	-3.2	1.8	-7.9	414.7	30.3	24.8	17.9
제품	921	969	1,220	1,249	1,207	1,261	1,468	1,525	4,358	5,473	6,472
마일스톤	79	46	38	36	50	53	61	64	199	215	232
매출총이익	733	719	979	86	680	715	845	888	2,517	3,128	3,754
매출총이익률	56.4	55.7	59.0	27.9	54.1	54.4	55.3	55.9	55.2	55.0	56.0
(% yoy)	74.4	9.3	79.9	-3.5	-7.2	-0.6	-13.7	933.0	47.1	24.3	20.0
영업이익	487	476	729	378	581	565	683	731	2,069	2,559	3,077
영업이익률	37.5	36.9	43.9	122.5	46.2	43.0	44.7	46.0	45.4	45.0	45.9
(% yoy)	119.9	9.5	115.3	15.6	19.3	18.7	-6.3	93.4	56.6	23.7	20.2
순이익	376	324	574	510	443	431	520	556	1,784	1,949	2,329
순이익률	28.9	25.1	34.6	165.3	35.3	32.8	34.0	35.0	39.2	34.3	34.7
(% yoy)	109.4	2.0	117.2	58.6	18.0	32.8	-9.6	9.0	64.7	9.3	19.5

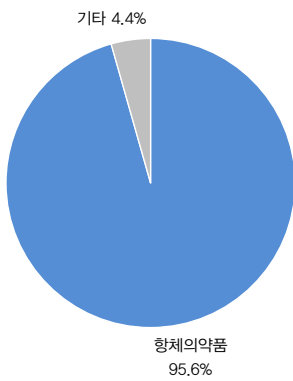
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 공장별 가동 CAPA 추정



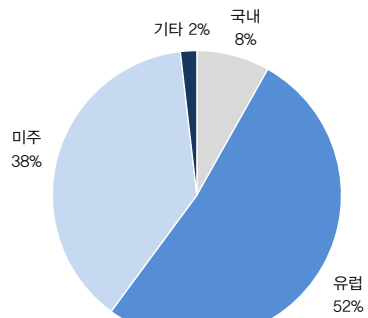
주: 당사 추정치, 정기 유지보수 반영(1공장 4Q26E, 3공장 2Q27E)
 자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 유형별 매출비중



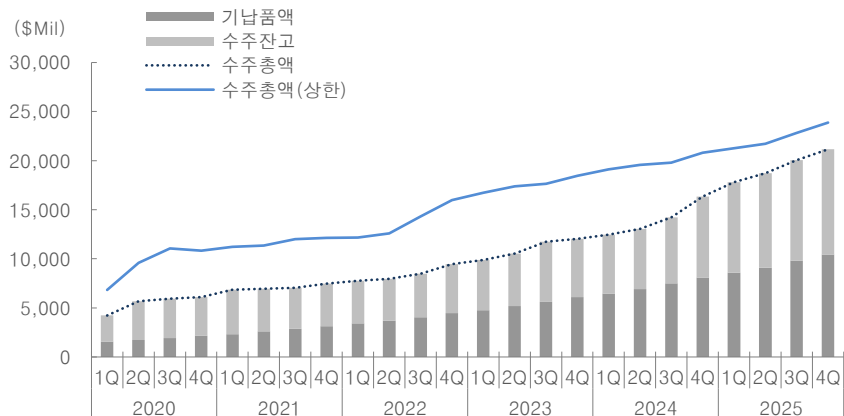
주: 4Q25 기준
 자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 3. 지역별 매출비중



주: 4Q25 기준
 자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 4. 수주 현황



주: 수주총액(상한)은 고객사 제품개발 성공 시 예상 수요 물량 기준
 자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

표 4. 삼성바이오로직스 공장 개요

(단위: 단위)

구분	1 공장	2 공장	3 공장	4 공장	5 공장	ADC 공장	US 공장
위치	인천 송도	인천 송도	인천 송도	인천 송도	인천 송도	인천 송도	미국 메릴랜드주
규모	30 kL	150 kL	180 kL	240 kL	180 kL	500L	60 KL
건설기간	25개월	29개월	34개월	31개월	24개월	-	-
건설비용	3,500	7,000	8,500	17,490	19,800	-	GSK 공장 인수 \$353M (26.04)
cGMP ready	' 13.06	' 16.02	' 18.10	' 23.06	' 25.04	' 25.02	-
가동현황	상업생산	상업생산	상업생산	상업생산	상업생산	상업생산	상업생산

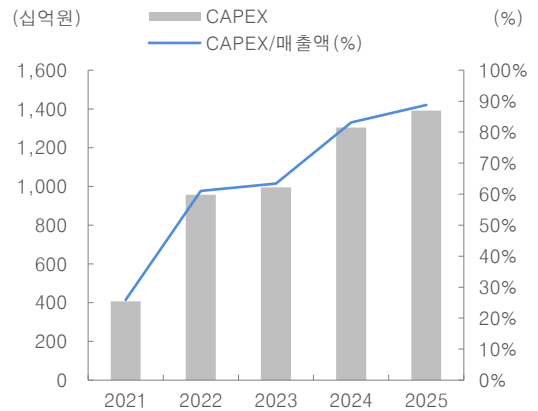
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 5. CAPA 확대 계획: 송도 제3 바이오캠퍼스



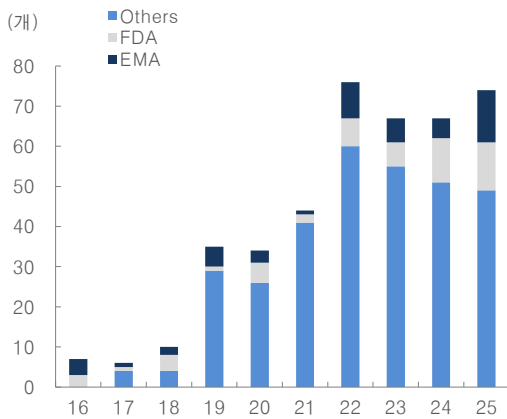
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 6. CAPEX 투자현황



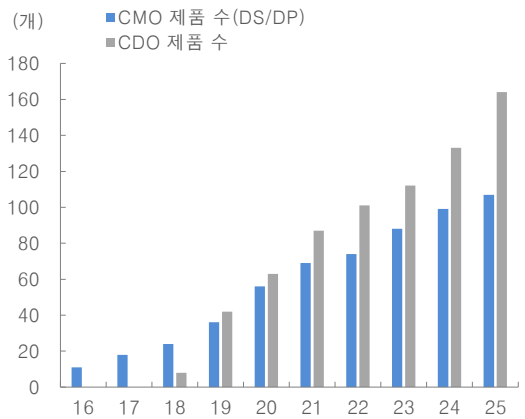
자료: DART, Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 7. Track Record: CMO 승인 현황



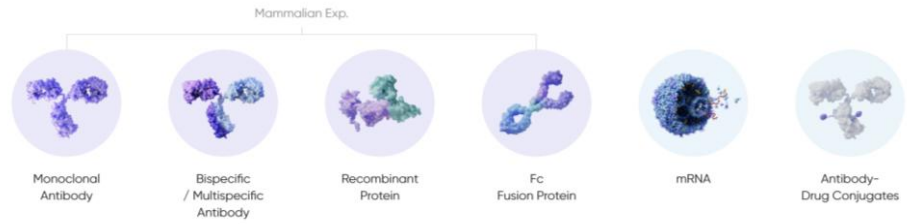
주: 수주총액(상한)은 고객사 제품개발 성공 시 예상 수요 물량 기준
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 8. 수주 제품 수



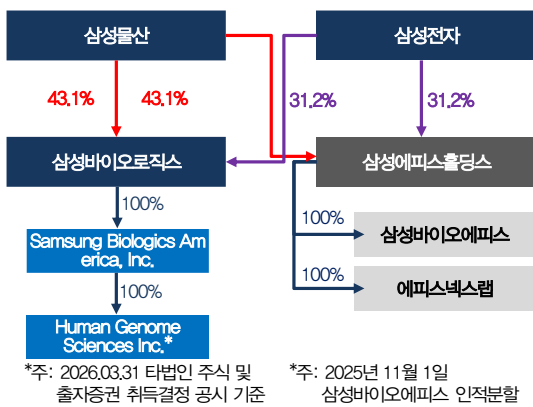
주: 누적 기준
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 9. 생산 모달리티: 항체를 중심으로 다각화



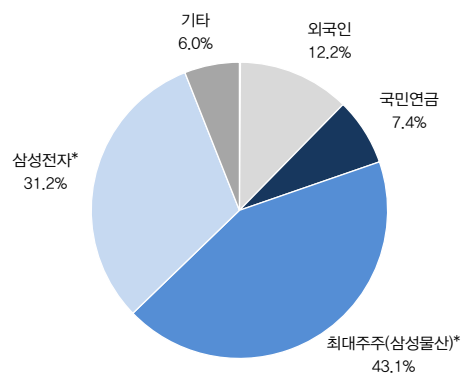
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 10. 지배구조



주: 4Q25 기준
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 11. 주주구성



자료: DART, 대신증권 Research Center

재무제표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,497	4,557	5,687	6,704	6,899
매출원가	1,786	2,040	2,559	2,950	2,967
매출총이익	1,711	2,517	3,128	3,754	3,933
판매비와관리비	390	447	569	677	693
영업이익	1,321	2,069	2,559	3,077	3,240
영업이익률	37.8	45.4	45.0	45.9	47.0
EBITDA	1,920	2,703	3,049	3,591	3,783
영업외손익	64	49	40	28	22
관계기업손익	3	43	0	0	0
금융수익	208	151	181	174	170
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-146	-141	-139	-143	-145
외환관련손실	111	112	112	112	112
기타	-2	-3	-2	-3	-3
법인세비용차감전순이익	1,385	2,119	2,599	3,105	3,262
법인세비용	-345	-504	-650	-776	-816
계속사업순이익	1,040	1,614	1,949	2,329	2,447
중단사업순이익	43	170	0	0	0
당기순이익	1,083	1,784	1,949	2,329	2,447
당기순이익률	31.0	39.2	34.3	34.7	35.5
비재배분순이익	0	0	0	0	0
재배분순이익	1,083	1,784	1,949	2,329	2,447
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	0	0	0
포괄순이익	1,074	1,779	1,946	2,327	2,446
비재배분포괄이익	0	0	0	0	0
재배분포괄이익	1,074	1,779	1,946	2,327	2,446

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
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
EBITDAPS	26,983	40,250	65,862	77,572	81,726
EV/EBITDA	35.3	28.8	20.0	16.7	15.4
SPS	49,135	67,861	122,856	144,814	149,046
PSR	28.4	25.0	11.3	9.6	9.3
CFPS	28,182	44,251	67,138	78,842	82,999
DPS	0	0	0	0	0

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	-5.3	30.3	24.8	17.9	2.9
영업이익 증가율	18.6	56.6	23.7	20.2	5.3
순이익 증가율	26.3	64.7	9.3	19.5	5.1
수익성					
ROC	88	166	23.4	23.3	22.3
ROA	7.9	14.6	19.5	19.2	17.9
ROE	10.4	19.4	19.7	17.3	15.4
안정성					
부채비율	59.0	48.4	23.6	15.3	12.7
순차입금비율	1.5	-7.5	-25.5	-28.7	-34.6
이자보상배율	38.7	70.9	94.0	97.6	97.3

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,518	4,408	7,377	8,524	10,403
현금및현금성자산	391	149	2,467	3,095	4,764
매출채권 및 기타채권	1,165	676	1,024	1,207	1,242
재고자산	2,818	2,128	2,559	3,017	3,105
기타유동자산	1,143	1,455	1,327	1,206	1,292
비유동자산	11,818	6,652	7,839	8,362	8,862
유형자산	5,374	6,029	7,386	7,937	8,452
관계기업투자금	53	78	80	82	84
기타비유동자산	6,392	546	373	342	326
자산총계	17,336	11,061	15,216	16,885	19,265
유동부채	3,853	2,533	2,761	2,056	1,941
매입채무 및 기타채무	1,522	498	597	624	630
차입금	327	0	0	0	0
유동성채무	0	320	600	0	0
기타유동부채	2,004	1,715	1,564	1,432	1,311
비유동부채	2,578	1,077	144	188	233
차입금	1,013	599	45	90	135
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,566	478	99	98	98
부채총계	6,432	3,610	2,905	2,243	2,174
자배지분	10,905	7,451	12,311	14,642	17,091
자본금	178	116	116	116	116
자본잉여금	5,663	3,392	3,392	3,392	3,392
이익잉여금	5,087	6,871	8,820	11,149	13,596
기타지분변동	-23	-2,928	-17	-15	-13
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	10,905	7,451	12,311	14,642	17,091
순차입금	160	-558	-3,142	-4,203	-5,913

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,659	2,248	1,989	2,482	3,133
당기순이익	1,083	1,784	1,949	2,329	2,447
비현금항목의 가감	922	1,187	1,158	1,321	1,395
감가상각비	599	634	490	514	543
외환손익	-78	14	-23	-19	-12
지분법평가손익	-3	-43	0	0	0
기타	404	583	692	826	864
자산부채의 증감	-45	-131	-489	-403	93
기타현금흐름	-301	-592	-631	-765	-802
투자활동 현금흐름	-1,244	-1,862	-1,805	-931	-1,139
투자자산	-16	11	-3	-3	-3
유형자산	-1,302	-1,390	-1,817	-1,050	-1,050
기타	74	-483	15	122	-86
재무활동 현금흐름	-434	-621	-274	-555	45
단기차입금	-448	-90	0	0	0
사채	418	0	-599	0	0
장기차입금	95	45	45	45	45
유상증자	0	-2,343	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-499	1,767	280	-600	0
현금의 증감	23	-242	2,318	628	1,669
기초 현금	368	391	149	2,467	3,095
기말 현금	391	149	2,467	3,095	4,764
NOPLAT	993	1,577	1,919	2,308	2,430
FCF	214	735	592	1,771	1,923

자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

Initiation

셀트리온 (068270)

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

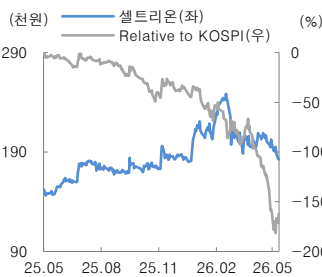
투자 의견 **BUY**
매수, 신규

6개월 목표주가 **280,000**
신규

현재주가 **182,500**
(26.05.19)
제약업종

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



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

투자 의견 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

①**합병 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. ②**포트폴리오가 깊어질수록 강해지는 이익 레버리지**: 현재 11개 → '30년 18개 → '38년 41개. 품목 추가될수록 고정비 레버리지 확대, 신규 고수익 제품 비중 확대로 믹스 개선 지속 전망. ③**글로벌 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

표 1. 셀트리온 목표주가 산출

(십억원, 천주, 배, %)

항목	가치	비고
12mF EBITDA (십억원)	2,259	2026E~2027E 추정 기준
Target EV/EBITDA (배)	28.0	글로벌 바이오시밀러 peer 대비 할증
목표 EV (십억원)	67,770	
순차입금 (십억원)	2,418	2026E 기준
목표 시가총액 (십억원)	65,320	
유통주식수 (천주)	218,711	
목표주가 (원)	280,000	
현재주가 (원)	182,500	
Upside	52.8%	

주: '26.5.19 증가 기준

자료: 대신증권 Research Center

표 2. Peer valuation

(백만달러, X, %)

기업명	시가총액	12M Fwd P/E	EPS 2-yr CAGR	EBITDA margin('26E)	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 2-yr CAGR
셀트리온	27,165	28.4	39%	39.1%	20.4	27%
삼성에피스홀딩스	8,251	29.9	-	25.7%	26.8	-
Sandoz	36,755	20.6	17%	22.6%	14.9	13%

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

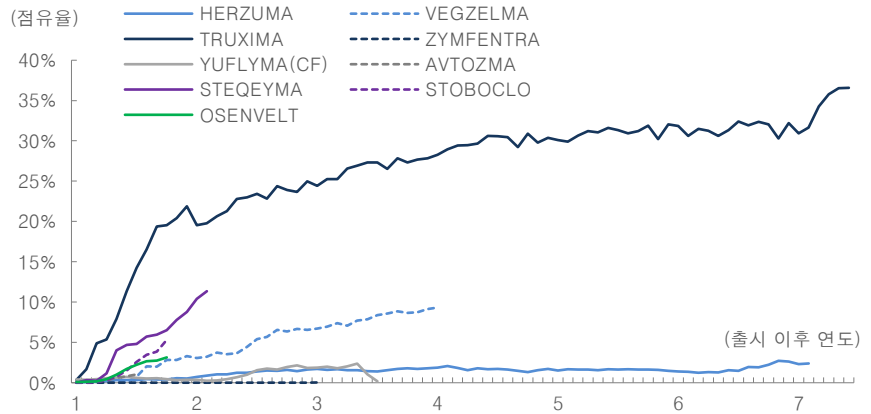
표 3. 셀트리온 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	842	961	1,029	1,330	1,145	1,218	1,306	1,551	4,162	5,220	6,962
(% yoy)	14.2	9.9	16.7	25.1	36.0	26.7	26.9	16.6	17.0	25.4	33.4
바이오의약품	768	883	961	1,252	974	1,092	1,193	1,432	3,864	4,690	5,307
제약+케미컬	68	72	63	70	69	76	68	74	274	287	316
CMO	0	0	0	0	96	33	40	47	0	216	1166
매출총이익	443	544	626	854	686	755	836	1,024	2,467	3,301	4,563
매출총이익률	52.6	56.6	60.8	64.2	59.9	62.0	64.0	66.0	59.3	63.2	65.5
(% yoy)	44.4	48.0	35.1	57.0	54.9	38.7	33.5	19.9	46.7	33.8	38.2
영업이익	149	242	301	475	322	390	457	574	1,168	1,743	2,519
영업이익률	17.7	25.2	29.3	35.7	28.1	32.0	35.0	37.0	28.1	33.4	36.2
(% yoy)	867.9	234.5	45.1	141.9	115.4	60.8	51.6	20.8	137.5	49.1	44.6
순이익	108	63	332	528	241	291	342	430	1,031	1,303	1,890
순이익률	12.9	6.6	32.3	39.7	21.0	23.9	26.2	27.7	24.8	25.0	27.2
(% yoy)	421.6	-19.3	294.7	124.1	122.0	360.5	3.0	-18.6	146.2	26.4	45.0

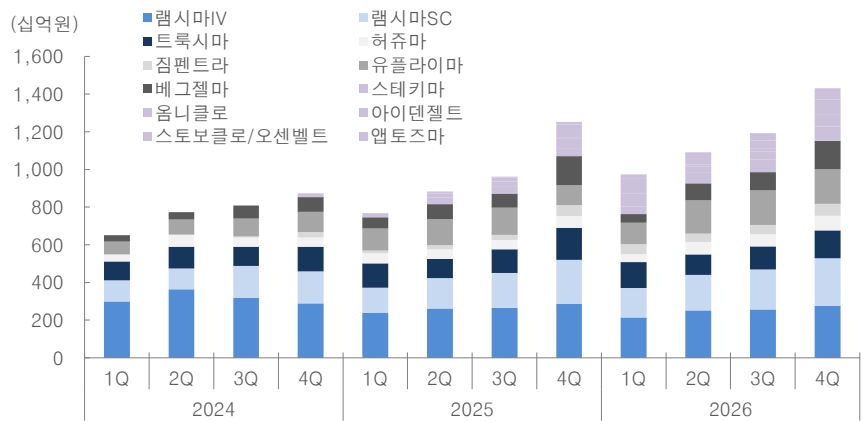
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 셀트리온 바이오시밀러 미국 점유율 추이



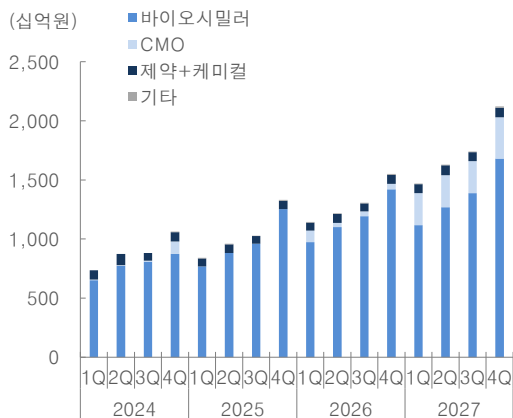
주: US 기준
자료: Symphony Health, 대신증권 Research Center

그림 2. 셀트리온 바이오시밀러 매출 추이 및 전망



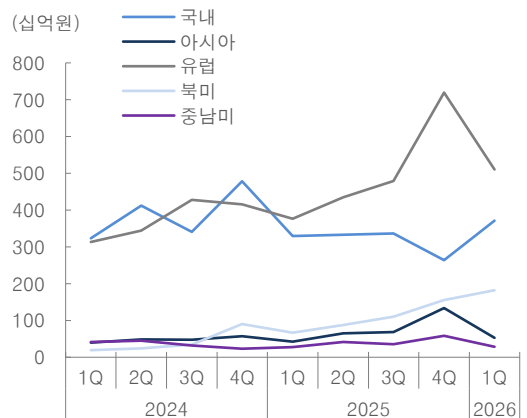
주: '26년 당사 추정치
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 3. 사업부문별 매출 추이 및 전망



주: '26-'27 당사 추정치
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

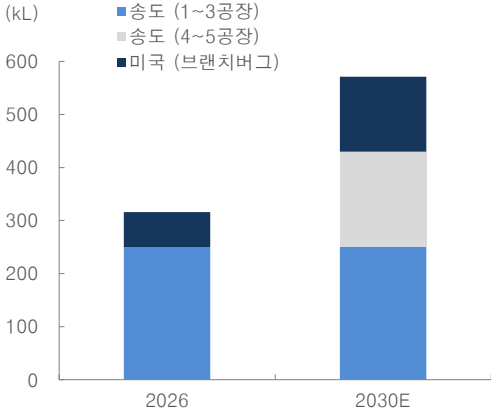
그림 4. 지역별 매출추이



자료: DART, 대신증권 Research Center

표 4. 셀트리온 바이오시밀러 출시 현황 및 전망

그림 5. 셀트리온 DS 생산 CAPA 확장 계획



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 6. 셀트리온 주요 신약 파이프라인 현황

파이프 라인명	개발 단계	타겟	적응증	Catalyst
CT-P70	임상 1상	cMET	비소세포폐암, 대장암 등	FDA 패스트트랙 지정 원료(2026.01) 임상 결과 도출(24-26)
CT-P71	임상 1상	Nectin-4	요로상피암, 유방암 등	FDA 패스트트랙 지정 원료(2026.04) 임상 결과 도출(24-26)
CT-P72	임상 1상	HER2, CD3	유방암, 위암 등	FDA 패스트트랙 신청 예정(2026)
CT-P73	임상 1상	CD142	지궁경부암, 두경부암 등	임상 결과 도출(24-26) 및 FDA 패스트트랙 신청 예정(2026)

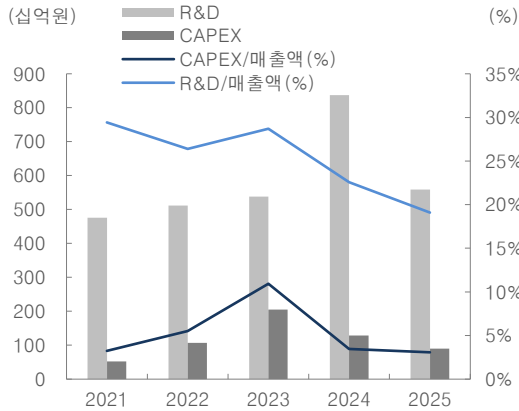
자료: DART, 대신증권 Research Center

표 5. 셀트리온-바이오텍 주요 계약 체결 현황

계약체결일	계약상대방	내용
2025.11	트리오어(한국)	트리오어사의 플랫폼 기술실시 및 라이선스 계약
2025.11	Kaigene(미국)	희귀 자가면역질환 치료 신약물질 License-in 계약
2025.01	머스트바이오(한국)	PD-1 x VEGF x IL-2v 삼중융합단백질 신약 공동 연구개발 및 라이선스 계약
2025.01	포트라이(한국)	공간전사체 기반 항체 발굴 및 후속 연구 개발을 위한 공동 연구 계약
2023.12	사이린테라퓨틱스(한국)	다중항체 개발을 위한 공동 연구 계약
2023.04	바스젠바이오(한국)	유전체 기반의 바이오마커 발굴을 위한 공동 연구개발 계약
2023.03	지뉴브(한국)	항체 발굴 및 연구개발을 위한 공동 연구개발 계약
2023.02	진메디신(한국)	항암바이러스 플랫폼 기술 개발 계약
2023.02	리스크어바이오사이언스(한국)	마이크로바이옴 파킨슨병 신약 공동 연구개발 계약
2023.06	Rani Therapeutics(미국)	경구형 아달리무맙 항체치료제 공동 개발 계약
2023.01	Rani Therapeutics(미국)	경구형 우스테키누맙 항체치료제 공동 개발 계약
2022.01	피노바이오(한국)	피노바이오가 보유한 ADC 링커-페이로드 플랫폼 기술 실시 옵션 도입 계약
2022.09	Abpro Corporation(미국)	HER2 양성 고행암 표적 이중항체 치료 후보물질 'ABP102'의 글로벌 공동 개발 계약
2021.08	TriLink BioTechnologies(미국)	차세대 mRNA 백신 플랫폼 개발
2021.06	Iksuda Therapeutics(영국)	항체약물접합체(ADC) 기반 차세대 항암 신약 개발

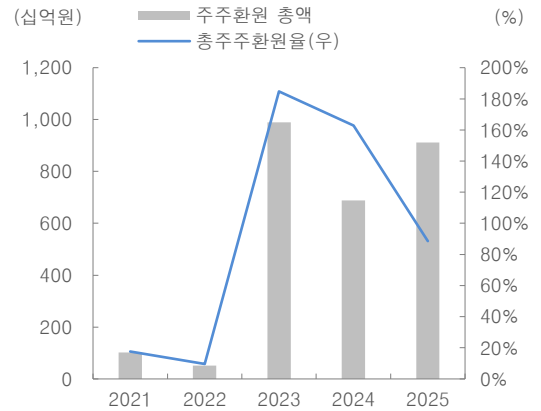
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 7. R&D 및 CAPEX 투자현황



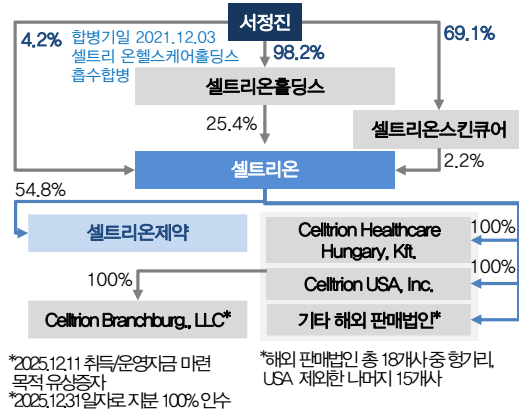
자료: DART, Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 8. 주주환원 총액 및 총주주환원율



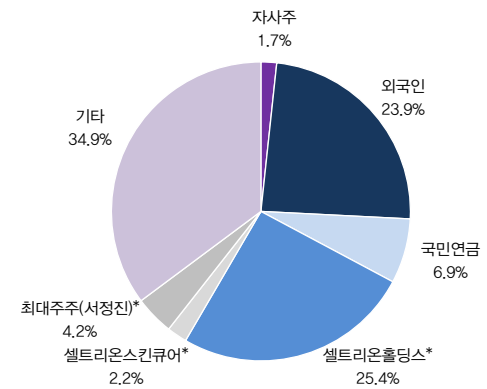
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 9. 지배구조



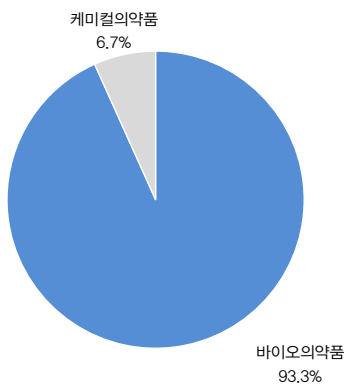
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 10. 주주구성



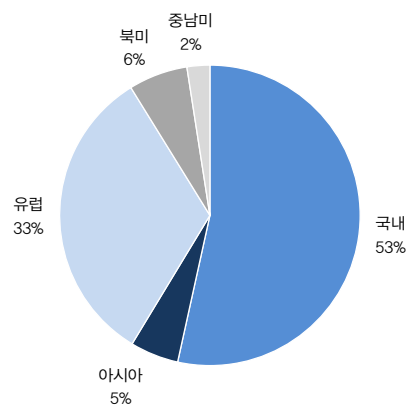
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 11. 유형별 매출 비중



주: 4Q25기준
 자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 12. 지역별 매출비중



주: 4Q25기준
 자료: DART, 대신증권 Research Center

재무제표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,557	4,162	5,220	6,962	7,459
매출원가	1,876	1,695	1,920	2,399	2,461
매출총이익	1,682	2,467	3,301	4,563	4,998
판매비와관리비	1,190	1,299	1,558	2,044	2,163
영업이익	492	1,168	1,743	2,519	2,834
영업이익률	13.8	28.1	33.4	36.2	38.0
EBITDA	910	1,456	2,028	2,818	3,148
영업외손익	84	-15	-5	1	2
관계기업손익	-12	-14	8	7	7
금융수익	57	60	56	54	54
외환관련이익	171	282	282	282	282
금융비용	-80	-96	-99	-95	-95
외환관련손실	4	21	21	21	21
기타	120	36	30	35	36
법인세비용차감전순손익	576	1,154	1,738	2,521	2,837
법인세비용	-157	-122	-434	-630	-709
계속사업순손익	419	1,031	1,303	1,890	2,128
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	419	1,031	1,303	1,890	2,128
당기순이익률	11.8	24.8	25.0	27.2	28.5
비지배지분순이익	-4	2	11	16	18
지배지분순이익	423	1,030	1,292	1,874	2,109
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	51	-25	25	26	26
포괄순이익	925	779	1,557	2,145	2,383
비지배지분포괄이익	-4	2	13	18	20
지배지분포괄이익	929	777	1,544	2,127	2,362

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
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
EBITDAPS	3,848	6,288	9,057	12,724	14,217
EV/EBITDA	46.0	30.5	22.1	16.1	14.1
SPS	15,040	17,976	23,317	31,439	33,683
PSR	12.0	10.1	8.1	6.0	5.6
CFPS	4,515	6,845	9,346	13,039	14,537
DPS	689	750	750	750	750

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	63.4	17.0	25.4	33.4	7.1
영업이익 증가율	-24.5	137.5	49.1	44.6	12.5
순이익 증가율	-22.4	146.2	26.4	45.0	12.5
수익성					
ROC	1.9	5.5	6.5	8.6	9.0
ROA	2.4	5.4	7.7	10.5	11.0
ROE	2.5	5.9	7.3	9.9	10.2
안정성					
부채비율	19.8	28.7	26.5	24.3	22.0
순차입금비율	6.1	14.4	14.9	16.5	10.3
이자보상배율	6.5	15.5	22.5	34.0	38.3

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,584	6,205	6,876	8,237	9,820
현금및현금성자산	996	1,119	822	277	1,324
매출채권 및 기타채권	1,259	1,840	2,298	3,050	3,266
재고자산	2,766	2,803	3,516	4,689	5,024
기타유동자산	562	442	240	221	206
비유동자산	15,471	16,130	16,322	16,600	16,903
유형자산	1,245	1,703	2,040	2,449	2,868
관계기업투자금	112	106	126	144	163
기타비유동자산	14,115	14,321	14,156	14,006	13,872
자산총계	21,055	22,335	23,197	24,837	26,723
유동부채	3,187	4,454	4,371	4,389	4,373
매입채무 및 기타채무	550	629	661	713	728
차입금	1,989	3,239	3,239	3,239	3,239
유동성채무	98	77	0	0	0
기타유동부채	550	509	471	437	406
비유동부채	288	529	486	459	442
차입금	87	387	387	387	387
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	201	141	99	72	55
부채총계	3,475	4,982	4,857	4,848	4,815
지배지분	17,439	17,208	18,188	19,822	21,726
자본금	221	239	230	230	230
자본잉여금	14,828	14,215	14,215	14,215	14,215
이익잉여금	3,744	4,407	5,535	7,246	9,192
기타자본변동	-1,353	-1,653	-1,793	-1,869	-1,911
비지배지분	141	144	152	166	182
자본총계	17,580	17,353	18,340	19,988	21,908
순차입금	1,064	2,499	2,738	3,300	2,266

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	902	646	597	464	2,054
당기순이익	419	1,031	1,303	1,890	2,128
비현금항목의 가감	649	553	789	997	1,092
감가상각비	418	288	285	298	314
외환손익	-104	-118	-177	-177	-177
지분법평가손익	12	14	-8	-7	-7
기타	323	370	689	882	961
자산부채의 증감	-21	-495	-1,002	-1,737	-400
기타현금흐름	-145	-444	-493	-686	-765
투자활동 현금흐름	-169	-860	-423	-527	-571
투자자산	-38	-19	-19	-19	-19
유형자산	-135	-108	-450	-550	-590
기타	3	-734	46	42	38
재무활동 현금흐름	-353	339	-333	-246	-246
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	31	-594	-10	0	0
현금배당	-104	-154	-164	-163	-163
기타	-281	1,087	-160	-83	-83
현금의 증감	432	123	-297	-546	1,048
기초 현금	565	996	1,119	822	277
기말 현금	996	1,119	822	277	1,324
NOPLAT	358	1,045	1,307	1,889	2,126
FCF	446	1,001	1,142	1,638	1,850

자료: 셉트리온, 대신증권 Research Center

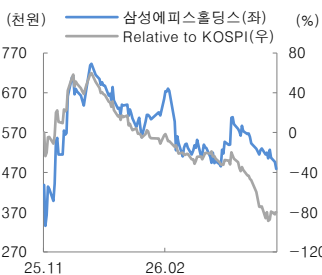
삼성 에피스홀딩스 (237690)

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

투자이견 BUY
매수, 신규
6개월 목표주가 620,000
신규
현재주가 479,000
(26.05.19) 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 8인 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



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

투자이견 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

표 1. 삼성에피스홀딩스 목표주가 산출

(십억원, 천주, 배, %)

항목	가치	비고
12mF EBITDA (십억원)	730	2026E~2027E 추정 기준
Target EV/EBITDA (배)	21.3	글로벌 바이오시밀러 peer 평균
목표 EV (십억원)	15,552	
순차입금 (십억원)	147	2026E 기준
목표 시가총액 (십억원)	15,406	
유통주식수 (천주)	24,883	
목표주가 (원)	619,131	
현재주가 (원)	479,000	
Upside	24.9%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. Peer valuation

(백만달러, X, %)

기업명	시가총액	12M Fwd P/E	EPS 2-yr CAGR	EBITDA margin(26E)	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 2-yr CAGR
삼성에피스홀딩스	8,251	29.9	-	25.7%	26.8	-
셀트리온	27,165	28.4	39%	39.1%	20.4	27%
Sandoz	36,755	20.6	17%	22.6%	14.9	13%

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 3. 삼성에피스홀딩스 실적 추이 및 전망

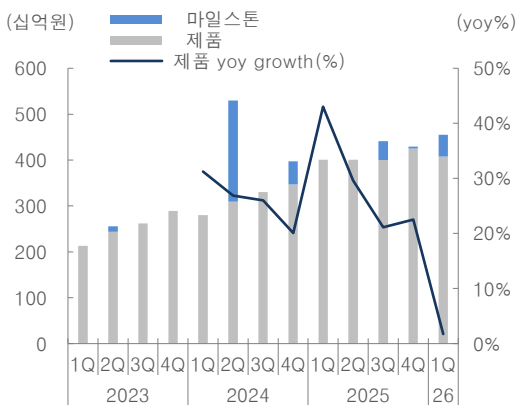
(십억원, %)

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E	2027E	2028E
매출액	453.9	439.3	479.8	478.9	1,851.8	1,964.9	2,128.6
바이오시밀러	454.9	440.3	480.8	479.9	1,855.9	1,969.2	2,133.3
기타	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-4.1	-4.3	-4.7
매출총이익	239.7	267.8	292.4	291.9	1,088.8	1,004.0	1,016.0
바이오시밀러	290.9	267.7	292.3	291.7	1,142.6	1,191.4	1,290.6
기타	-51.2	0.2	0.2	0.2	-53.8	-187.3	-274.7
영업이익	90.5	112.2	122.7	126.4	451.9	335.8	298.5
바이오시밀러	144.0	114.3	124.9	128.6	511.8	528.0	582.4
기타	-53.5	-2.1	-2.1	-2.1	-59.9	-192.2	-283.9

기타: 홀딩스 연결조정 및 넥스랩 포함

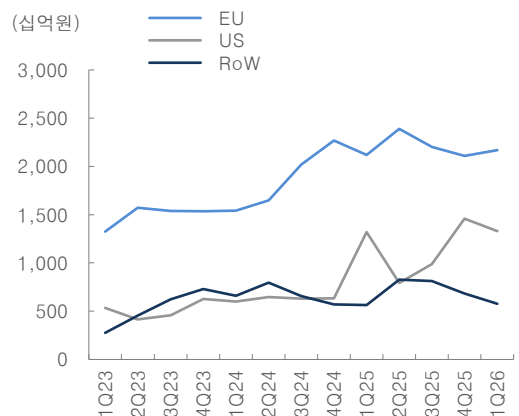
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 주요 사업부별 매출액 추이



주: 삼성바이오에피스 기준
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 2. 주요 지역별 매출액 추이



자료: 삼성에피스홀딩스, 대신증권 Research Center

표 4. 삼성에피소홀딩스 바이오시밀러 개발 현황

파이프라인명	Reference Drug	시장 규모(\$b)	개발 단계	치료 분야(적응증)
SB27	Keytruda	31.2	임상 3 상	종양질환(폐암, 흑색종, 유방암, 신장암, 방광암 등 다수 암종)
SB33	Dupixent	20.7	임상 준비 중	자가면역질환(아토피 피부염, 천식, 만성 비부비동염 등)
SB34	Tremfya	6.2	임상 준비 중	자가면역질환(판상 건선, 건선성 관절염, 궤양성 대장염, 크론병)
SB35	Taltz	3.6	임상 준비 중	자가면역질환(판상 건선, 건선성 관절염, 강직성 척추염 등)
SB36	Entyvio	7.0	임상 준비 중	자가면역질환(궤양성 대장염, 크론병)
SB37	Ocrevus	8.8	임상 준비 중	신경질환(다발성 경화증)
SB38	Enhertu(ADC)	15.4	임상 준비 중	종양질환(유방암)

자료: 삼성에피소홀딩스, 대신증권 Research Center

표 5. 삼성바이오에피스 제품 출시 현황 및 전망

제품	오리지널	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26E	27E	28E	29E	30E	31E	32E	33E	34E
출시 완료																				
SB4	Enbrel	EU													US					
SB2	Remicade	EU	US																	
SB5	Humira			EU						US										
SB3	Herceptin			EU		US														
SB8	Avastin				EU															
SB11	Lucentis						US	EU												
SB12	Soliris							EU		US										
SB17	Stelara								EU	US										
SB16-1	Prolia										EU	US								
SB16-2	Xgeva											EU								
SB15	Eylea											EU	US							
파이프라인 (LoE+1년 기준 예상)																				
SB27	Keytruda														US					
SB37	Ocrevus															US				
SB35	Taltz																US			
SB33	Dupixent																		US	
SB34	Tremfya																		US	
SB36	Entyvio																			US
SB38	Enhertu																			US

자료: 삼성바이오에피스, 대신증권 Research Center

표 6. 삼성에피소홀딩스 주요 신약 파이프라인 현황

파이프라인명	타겟	적응증	개발 단계	비고
SBE303	Nectin-4	방광암	임상 1 상	전임상 결과 발표(AACR 2026)
SBE313	EGFR, HER 3	폐암	전임상	-
Semaglutide LAI	GLP-1	비만	전임상	-

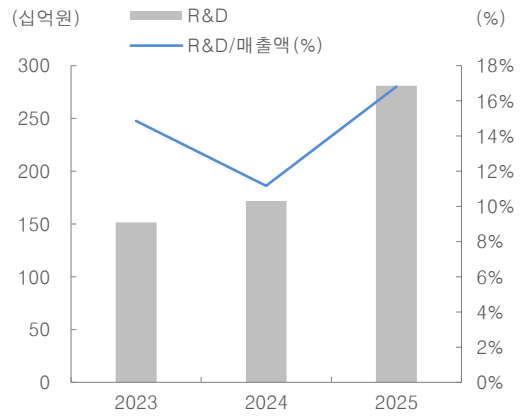
자료: 삼성에피소홀딩스, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성에피소홀딩스 기술제휴 현황

계약일	계약 분류	품목	계약 상대방	비고
2023.12.4	공동 연구	ADC	인투셀	인투셀의 ADC 링카페이로드 기술 도입, 최대 5개 항암 타겟 ADC 특성 평가
2025.10.1	공동 연구	ADC	Phrontline Biopharma	파이프라인 2종 공동개발
2025.10.1	Payload 독점적 실시권	ADC	Phrontline Biopharma	Payload 독점 실시권 확보, 다른 제품 적용 가능

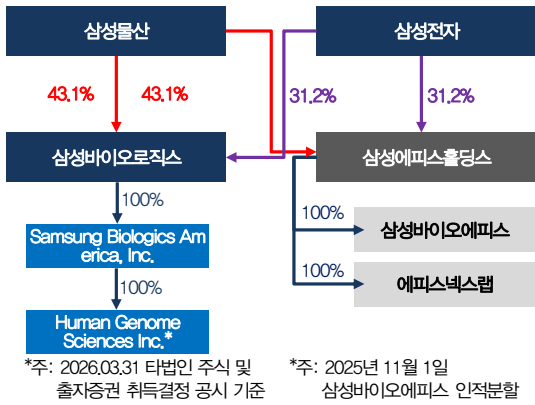
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 4. R&D 투자현황



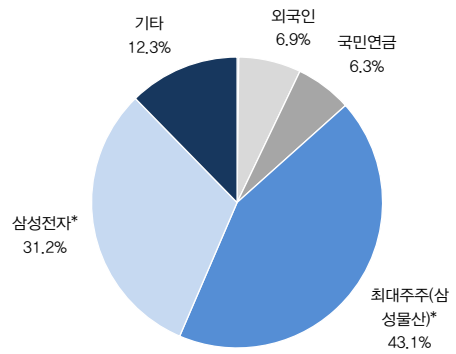
주: 삼성바이오에피스 기준
자료: DART, Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 5. 지배구조



주: *반영
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 6. 주주구성



자료: DART, 대신증권 Research Center

재무제표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	0	252	1,852	1,965	2,129
매출원가	0	159	763	961	1,113
매출총이익	0	92	1,089	1,004	1,016
판매비와관리비	0	156	640	673	717
영업이익	0	-64	449	332	299
영업이익률	na	-25.3	24.2	16.9	14.0
EBITDA	0	4	794	602	569
영업외손익	0	15	6	7	9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	49	45	45	45
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	-28	-33	-32	-30
외환관련손실	0	27	24	24	24
기타	0	-6	-6	-6	-6
법인세비용차감전순손익	0	-49	455	339	307
법인세비용	0	17	-114	-85	-77
계속사업순손익	0	-31	341	254	231
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	-31	341	254	231
당기순이익률	na	-12.5	18.4	12.9	10.8
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	0	-31	341	254	231
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	0	88	344	257	233
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	88	344	257	233

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	0	-7,803	13,708	10,224	9,266
PER	#DIV/0!	NA	36.2	48.6	53.6
BPS	0	1,468,297	251,862	262,086	271,352
PBR	0.0	0.5	2.0	1.9	1.8
EBITDAPS	#DIV/0!	1,111	31,925	24,184	22,847
EV/EBITDA	0.0	4,190.9	15.3	19.3	19.4
SPS	0	62,575	74,424	78,978	85,545
PSR	0.0	11.9	6.7	6.3	5.8
CFPS	0	4,988	37,241	29,500	28,163
DPS	0	0	0	0	0

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	na	na	635.8	6.1	8.3
영업이익 증가율	na	na	흑전	-26.1	-10.0
순이익 증가율	na	na	흑전	-25.4	-9.4
수익성					
ROC	0.0	-1.1	5.0	4.1	3.9
ROA	0.0	-1.6	6.1	4.6	4.0
ROE	0.0	-1.1	5.6	4.0	3.5
안정성					
부채비율	0.0	30.6	13.0	12.7	12.4
순차입금비율	0.0	4.2	-3.1	-11.6	-19.4
이자보상배율	0.0	-56.9	50.6	45.0	50.9

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	0	1,900	1,893	2,697	3,479
현금및현금성자산	0	131	532	1,099	1,658
매출채권 및 기타채권	0	382	121	124	129
재고자산	0	1,037	1,240	1,474	1,691
기타유동자산	0	350	0	0	0
비유동자산	0	5,816	5,190	4,650	4,110
유형자산	0	326	326	326	326
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	0	5,490	4,865	4,325	3,785
자산총계	0	7,716	7,083	7,348	7,589
유동부채	0	1,401	407	418	428
매입채무 및 기타채무	0	1,042	88	94	101
차입금	0	237	242	247	250
유동성채무	0	45	0	0	0
기타유동부채	0	77	77	77	77
비유동부채	0	409	409	409	409
차입금	0	95	95	95	95
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	314	314	314	314
부채총계	0	1,810	816	826	837
지배지분	0	5,906	6,267	6,521	6,752
자본금	0	62	62	62	62
자본잉여금	0	5,776	5,776	5,776	5,776
이익잉여금	0	85	426	681	911
기타지분변동	0	-18	3	3	3
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	5,906	6,267	6,521	6,752
순차입금	0	247	-194	-756	-1,313

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	0	-104	1,264	581	568
당기순이익	0	-31	341	254	231
비현금항목의 가감	0	51	586	480	470
감가상각비	0	68	346	270	270
외환손익	0	-1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	0	-16	240	210	200
자산부채의 증감	0	-122	346	-145	-127
기타현금흐름	0	-1	-9	-7	-6
투자활동 현금흐름	0	-83	280	270	270
투자자산	0	-1	0	0	0
유형자산	0	-6	0	0	0
기타	0	-76	280	270	270
재무활동 현금흐름	0	100	-40	5	3
단기차입금	0	120	5	5	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	5,838	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	-5,859	-45	0	0
현금의 증감	0	-85	401	567	559
기초 현금	0	0	131	532	1,099
기말 현금	0	-85	532	1,099	1,658
NOPLAT	0	-41	337	249	224
FCF	0	-13	962	789	764

자료: 삼성에프스홀딩스, 대신증권 Research Center

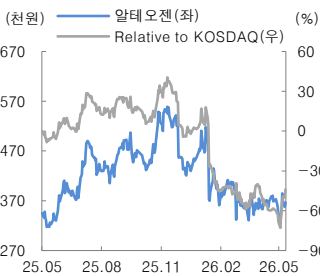
알테오젠 (196170)

홍기혜 kahye0.hong@dashin.com
이채리 RA chery.lee@dashin.com

투자 의견 **Buy**
신규
6개월 목표주가 **500,000**
신규
현재주가 **366,500**
(26.05.19) 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 가능
- 신규 딜 가시화, 모달리티 확장이 re-rating 트리거

투자 의견 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%, 연구성장률 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 기술로 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 확보되어 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

표1. 알테오젠 목표주가 산정 DCF

(십억원, %, 천주, 원)

(십억원, %, 천주, 원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
NOPLAT	246	395	413	972	1,010	795	852	961
감가상각비	17	18	19	22	22	22	22	22
총현금흐름	262	413	432	994	1,033	818	875	984
설비 및 무형자산 투자	-15	-20	-20	-2	-2	-2	-2	-2
운전자본 증감	-17	-15	-2	-58	-4	21	-6	-10
총투자	-32	-35	-22	-60	-6	19	-8	-12
FCFF								
Adjusted Free Cashflow	286	390	609	970	955	848	906	998
Discounted Free Cashflow	286	358	514	754	685	562	556	567
Valuation								
Total PV of FCFF('26E-'33E)	5,971							
PV of Terminal Value	20,274							
EV	26,245							
+ 순현금	281							
+ 관계기업투자	1							
- 비지배주주지분	9							
지분가치	26,519							
총주식수	53,510							
산출주가	495,586							
목표주가	500,000							
현재주가	369,000							
Upside	34%							

주: WACC=9.26, 영구성장률(g)=4.5% 적용
 자료: 대신증권 Research Center 추정

표2. 주요 가정

(단위: 백만달러, %)

계약사	추정 제품	계약총액	추정 로열티	PoS 가정
S 사	Dupixent 외	\$1,373M	-	90%
MSD	Keytruda 외	\$4,317M	2%	100%
Daiichi Sankyo	Enhertu	\$300M	4%	76%
AZ	Imfinzi 외	\$1,350M	4%	90%
GSK	Jemperli	\$285M	4%	90%
Biogen	felzartamab 외	\$579M	4%	73%

자료: 대신증권 Research Center

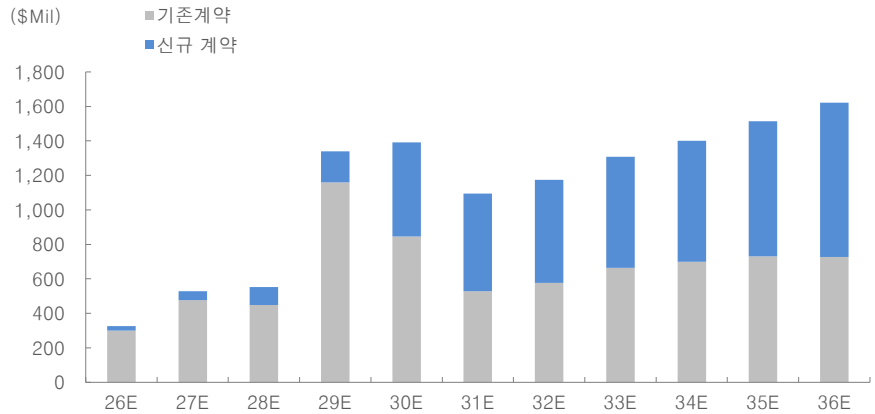
표3. Peer Valuation

(단위: 단위)

기업명	시가총액	12M Fwd P/E	EPS 2-yr CAGR	Operating margin('26E)	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 2-yr CAGR
알테오젠	12,712	66.7	133%	70.3%	38.2	131%
할로자임	7,961	8.0	23%	58.6%	7.9	23%

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 1. ALT-B4 계약별 매출 추정



자료: 알테오젠, 대신증권 Research Center

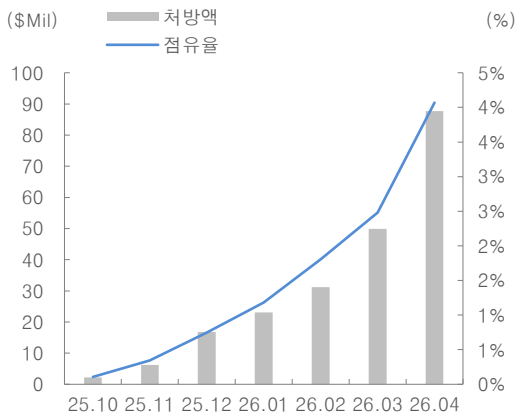
표4. ALT-B4(재조합 히알루로니다제) 기술수출 현황

(단위: 백만달러)

계약상대방	대상지역	계약종류일	계약총액	수취금액	진행단계
비공개(글로벌 제약사)	WW	총 계약금액 수취 완료 시	\$1,373M	\$13M	비공개
MSD(스위스)	WW	"총 계약금액 수취 완료 시 (키트루다의 경우 특허 만료 시)"	\$4,317M	\$36M	키트루다 피하주사제형 미국, EU 판매 개시
Intas(인도)	WW (일부 아시아국가제외)	제품 출시 후 10년	\$115M	\$6M	비공개
Sandoz(스위스)	WW	로열티 기간 만료일	비공개	비공개	비공개
Daichi Sankyo (일본)	WW	로열티 기간 만료일	\$300M	\$20M	비공개
MedImmune Ltd. (영국)	WW	로열티 기간 만료일	\$750M	\$25M	비공개
MedImmune, LLC (미국)	WW	로열티 기간 만료일	\$600M	\$20M	비공개
Tesaro, Inc. (미국)	WW	로열티 기간 만료일	\$285M	\$20M	비공개
Biogen International GMBH (스위스)	WW	로열티 기간 만료일	\$579M	\$20M	비공개

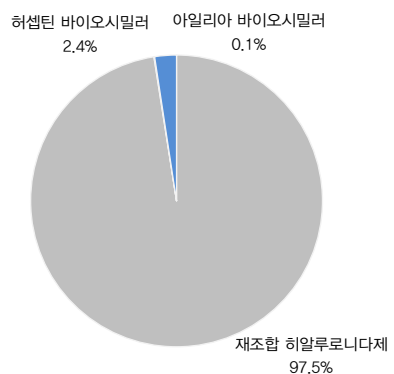
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. Keytruda SC 처방 데이터(US)



주: US 기준
자료: Symphony Health, 대신증권 Research Center

그림 3. 유형별 매출 비중



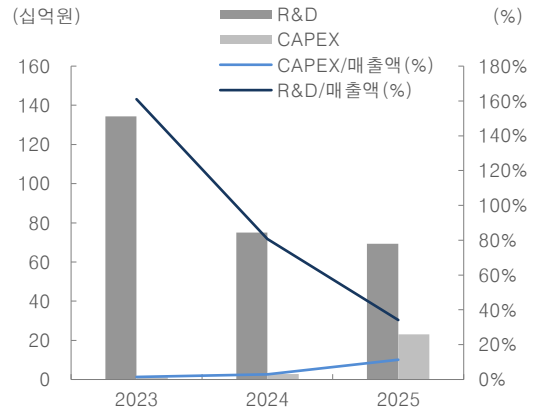
주: 4Q25 기준
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 4. 알테오젠 파이프라인 현황

분류	파이프 라인명	적응증/ 적용 범위	개발 단계	파트너사
플랫폼 (제형변경)	ALT-B4 등	피하주사 제형 변경	-	해외/06건, 파트너사별 개별 진행
신약	ALT-P1	성장호르몬 결핍증	임상 2상 (한국, 인도)	크리스탈리아
신약	ALT-P7	유방암	임상 1상 완료(한국)	-
바이오 시밀러	ALT-L9	습성 황반변성	품목허가 (한국, 유럽)	-
바이오 시밀러	ALT-L2	유방암	품목허가 (중국)	치루제약
기타	ALT-BB4	부종/통증 완화 등	품목허가 (한국)	-

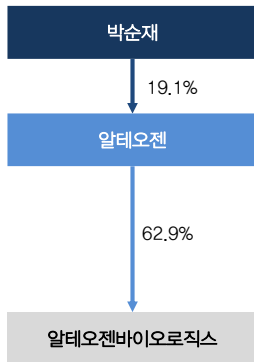
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 5. R&D 및 CAPEX 투자현황



자료: DART, Quantwise, 대신증권 Research Center

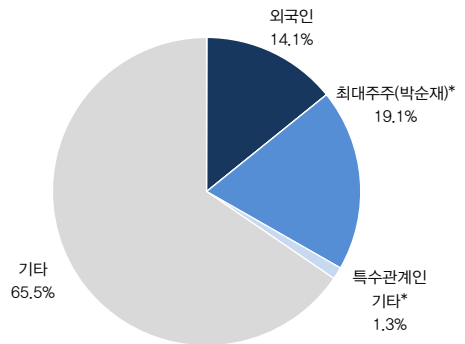
그림 6. 지배구조



*당기 중 알테오젠헬스케어가 알토스바이오로직스에 흡수합병되며 알테오젠바이오로직스로 사명변경

주: 4Q25 기준
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 7. 주주구성



주: 4Q25 기준
자료: DART, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	103	216	454	513	632
매출원가	39	50	57	60	61
매출총이익	64	166	397	453	571
판매비와관리비	39	59	101	108	123
영업이익	25	107	295	344	448
영업이익률	24.7	49.5	65.0	67.1	70.9
EBITDA	28	112	312	362	467
영업외손익	11	56	63	64	65
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	8	56	52	52	53
외환관련이익	8	4	2	2	2
금융비용	-4	-12	-1	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	7	12	12	12	12
법인세비용차감전순손익	37	163	358	408	513
법인세비용	24	-18	-90	-102	-128
계속사업순손익	61	145	269	306	385
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	61	145	269	306	385
당기순이익률	59.0	67.3	59.1	59.7	60.9
비지배지분순이익	-2	4	-1	-2	-2
지배지분순이익	62	142	270	308	387
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	61	145	269	306	385
비지배지분포괄이익	-2	4	-1	-2	-2
지배지분포괄이익	62	142	270	308	387

Valuation 지표 (단위: 원 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
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
EBITDAPS	532	2,089	5,783	6,709	8,651
EV/EBITDA	581.2	212.1	61.8	52.5	40.0
SPS	1,936	4,012	8,415	9,503	11,706
PSR	159.9	112.0	43.9	38.8	31.5
CFPS	657	2,425	6,151	7,092	9,046
DPS	0	371	371	371	371

재무비율 (단위: 원 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	66	109.9	110.4	130	23.2
영업이익 증가율	흑전	320.8	176.3	16.6	30.2
순이익 증가율	흑전	139.2	85.0	14.0	25.7
수익성					
ROC	33.0	66.6	140.8	160.3	204.0
ROA	7.6	19.3	35.4	30.7	30.6
ROE	29.5	39.4	47.3	36.7	33.2
안정성					
부채비율	49.2	53.8	36.7	26.7	20.3
순차입금비율	-29.7	-49.3	-67.2	-75.6	-81.2
이자보상배율	37.6	9.7	7,854.1	-1,621.7	-969.7

자료: 알테오젠, 대신증권 Research Center

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	212	481	749	1,048	1,431
현금및현금성자산	19	66	282	557	911
매출채권 및 기타채권	20	30	42	51	65
재고자산	1	7	14	16	19
기타유동자산	172	378	411	423	436
비유동자산	197	218	221	224	227
유형자산	19	40	47	52	56
관계기업투자금	0	1	1	1	1
기타비유동자산	178	177	173	171	170
자산총계	409	699	970	1,272	1,658
유동부채	129	240	256	264	276
매입채무 및 기타채무	19	26	39	42	48
차입금	5	0	-5	-10	-15
유동성채무	0	1	0	0	0
기타유동부채	105	212	222	232	243
비유동부채	6	5	4	4	4
차입금	5	4	4	4	4
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	0	0	0
부채총계	135	244	260	268	280
자배지분	274	445	695	983	1,350
자본금	27	27	27	27	27
자본잉여금	165	193	193	193	193
이익잉여금	77	219	468	756	1,123
기타지분변동	5	7	7	7	7
비지배지분	0	9	14	20	28
자본총계	274	454	710	1,003	1,378
순차입금	-82	-224	-477	-759	-1,119

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	53	124	246	285	364
당기순이익	61	145	269	306	385
비현금항목의 가감	-26	-15	63	77	103
감가상각비	3	5	17	18	19
외환손익	-5	1	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-24	-21	45	57	83
자산부채의 증감	16	-13	-3	-3	-3
기타현금흐름	2	6	-84	-96	-122
투자활동 현금흐름	-108	-231	-62	-34	-35
투자자산	23	1	0	0	0
유형자산	-3	-23	-10	-10	-10
기타	-128	-209	-52	-24	-25
재무활동 현금흐름	43	156	125	126	126
단기차입금	5	-5	-5	-5	-5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	5	0	0	0	0
유상증자	8	10	0	0	0
현금배당	0	0	-20	-20	-20
기타	25	151	150	151	151
현금의 증감	-11	47	216	275	354
기초 현금	30	19	66	282	557
기말 현금	19	66	282	557	911
NOPLAT	42	95	222	258	336
FCF	21	67	218	255	333

Initiation

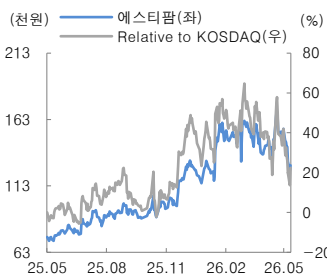
에스티팜 (237690)

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

투자 의견 **Buy**
매수, 신규
6개월 목표주가 **200,000**
신규
현재주가 **128,600**
(26.05.19) 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



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

투자 의견 매수, 목표주가 200,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 EV/EBITDA 방식으로 산출, 12m 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

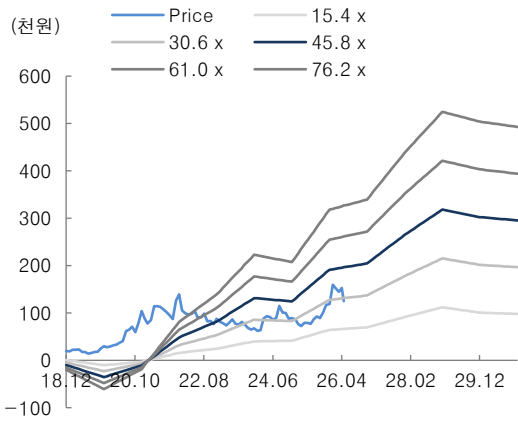
표 1. 에스티팜 목표주가 산출

(십억원, 천주, 배, %)

항목	가치	비고
12mF EBITDA (십억원)	101	2026E~2027E 추정 기준
Target EV/EBITDA (배)	40	에스티팜 historical EV/EBITDA band 기준 평균(45.8x)에서 할인
목표 EV (십억원)	4,051	
순차입금 (십억원)	-22	2026E 기준
목표 시가총액 (십억원)	4,073	
유통주식수 (천주)	20,843	
목표주가 (원)	200,000	
현재주가 (원)	128,600	
Upside	60.1%	

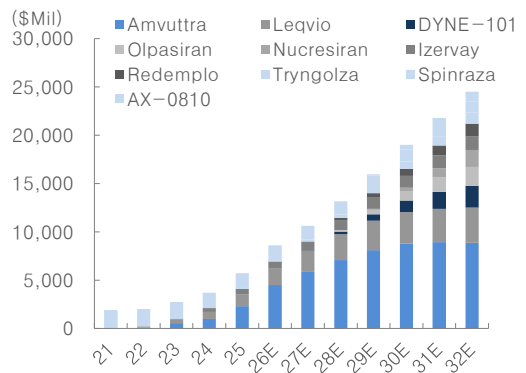
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 에스티팜 Forward EV/EBITDA band chart



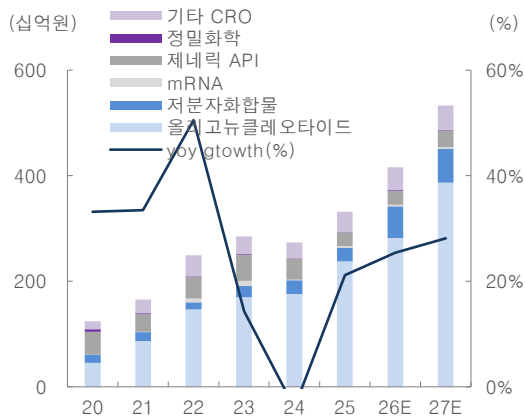
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. RNA 주요 치료제 매출 전망



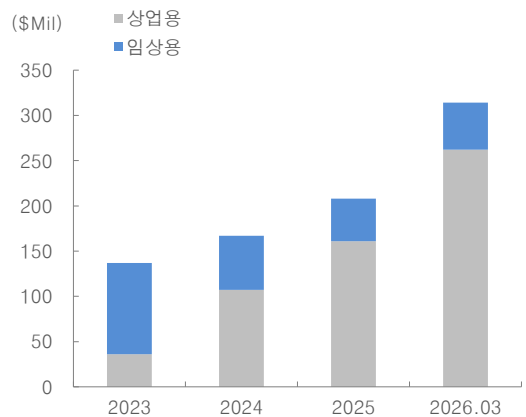
자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

그림 3. 사업부문별 매출 추이 및 전망



자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 4. CDMO 사업 수주잔고 추이



자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

그림 5. 신약 CDMO 프로젝트 현황

	비임상 임상단계	상업화 단계	승인 예정
Oligo	20	5	~4
Small Molecule	6	2	~1
mRNA	7	-	-

자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

그림 6. 에스티팜 파이프라인 현황

구분	파이프 라인명	적응증	현재 진행단계	비고
화학합성 신약	STP0404	HIV-1 치료제	미국 임상 2a 상	First-in-class
화학합성 신약	STP1002	항암제	미국 임상 1 상 완료	First-in-class
mRNA 예방 백신	STP2104	COVID-19	한국, 남아공 임상 1 상 완료	에스티팜 고유 특허 플랫폼 기술적용 (SmartCap®)

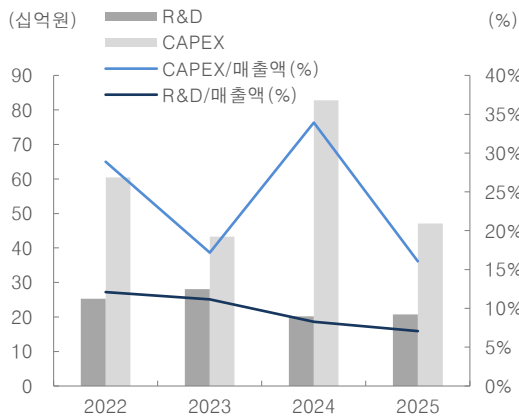
자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

표 2. 생산시설 현황 및 증설 계획

구분	Chemical Plant		Oligo Plant		mRNA Plant
	현재	증설 (~'28)	현재	증설 (~'29)	현재
품목	SM, Generic, Monomer	Specialty Monomer	Oligo, sgRNA	Oligo, sgRNA	mRNA
Capacity	96 reactors 376,250 L	Kilo-lab, Ligation Line	6 Lines (Large 4, Mid 1, Small 1)	~2 Lines	Max. 100M Dose/Yr

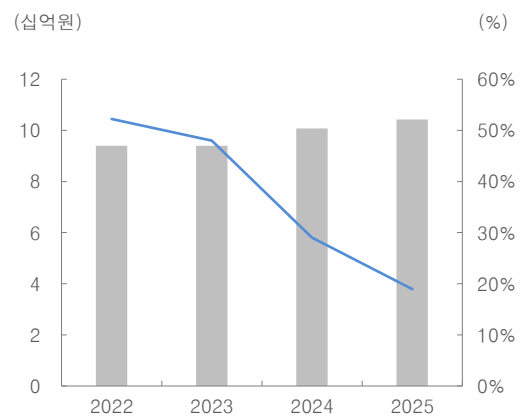
자료: 대신증권 Research Center

그림 7. R&D / CAPEX 투자현황



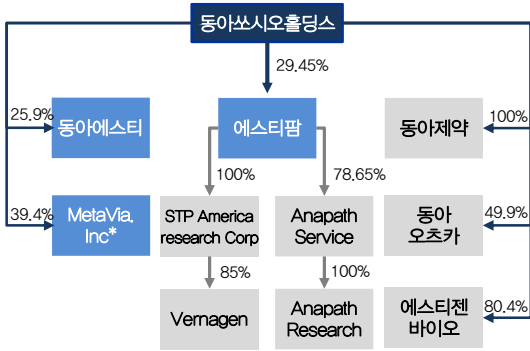
자료: DART, Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 8. 주주환원 현황



자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

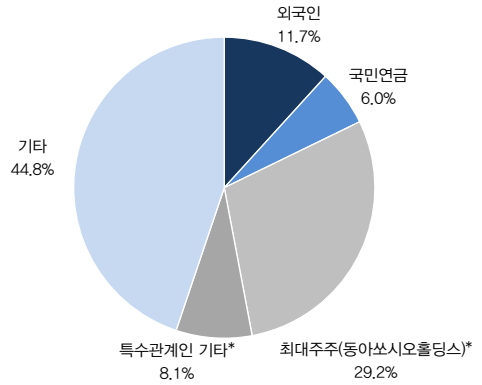
그림 9. 지배구조



*미국상장 해외법인. 당기 중 지분 신규취득
 뉴로보 파마슈티컬스에서 24.11 사명변경 심장 대사 질환 치료제 개발

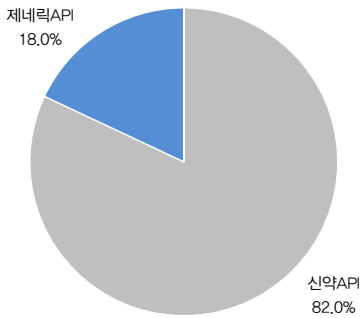
주: 4Q25 기준
 자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 10. 주주구성



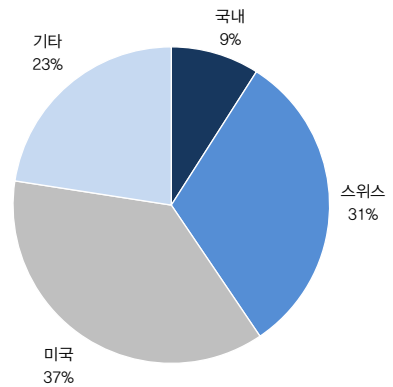
주: 4Q25 기준
 자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 11. 유형별 매출 비중



주: 4Q25 기준
 자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 12. 지역별 매출비중



주: 4Q25 기준
 자료: DART, 대신증권 Research Center

재무제표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	274	332	416	533	621
매출원가	178	195	234	291	333
매출총이익	96	136	182	242	288
판매비와관리비	68	81	108	138	158
영업이익	28	55	74	104	130
영업이익률	10.1	16.6	17.8	19.5	21.0
EBITDA	53	85	92	119	141
영업외손익	15	4	-1	-3	-3
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	35	18	15	14	14
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-19	-13	-15	-16	-16
외환관련손실	5	9	7	7	7
기타	-2	-1	-1	-1	-1
법인세비용차감전순손익	43	59	73	102	127
법인세비용	-10	-4	-5	-7	-9
계속사업순손익	32	55	68	94	118
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	32	55	68	94	118
당기순이익률	11.9	16.5	16.4	17.7	19.1
비재배분순이익	-2	0	0	0	0
지배지분순이익	35	55	68	94	118
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	32	56	69	96	120
비재배분포괄이익	-2	0	0	0	0
지배지분포괄이익	34	56	69	96	120

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
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
EBITDAPS	2,731	4,173	4,438	5,706	6,786
EV/EBITDA	33.9	29.1	29.4	22.5	18.3
SPS	14,036	16,319	19,970	25,566	29,794
PSR	6.3	7.3	6.6	5.1	4.4
CFPS	3,984	5,024	5,063	6,235	7,315
DPS	500	500	500	500	500

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	-39	21.2	25.4	28.1	16.5
영업이익 증가율	-17.4	98.4	34.6	40.9	24.9
순이익 증가율	85.3	68.1	24.7	38.6	25.5
수익성					
ROC	4.1	9.1	11.2	14.8	17.7
ROA	4.0	7.3	9.4	12.4	13.7
ROE	7.8	10.0	10.9	13.6	15.0
안정성					
부채비율	43.5	32.0	21.4	21.0	20.1
순차입금비율	2.8	0.4	-3.4	-8.8	-18.0
이자보상배율	3.6	13.6	79.7	116.1	140.3

자료: 에스티팜, 대신증권 Research Center

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	330	373	429	577	747
현금및현금성자산	63	31	21	76	175
매출채권 및 기타채권	70	99	124	158	184
재고자산	127	169	213	272	317
기타유동자산	70	74	71	71	71
비유동자산	392	410	361	312	265
유형자산	336	357	310	261	215
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	56	53	52	51	50
자산총계	722	783	790	889	1,012
유동부채	133	165	116	132	147
매입채무 및 기타채무	35	33	38	43	46
차입금	30	31	43	54	65
유동성채무	42	45	0	0	0
기타유동부채	27	55	35	35	35
비유동부채	86	25	23	22	22
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	43	0	0	0	0
기타비유동부채	42	25	23	22	22
부채총계	219	190	139	154	169
지배지분	503	593	651	735	843
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	316	358	358	358	358
이익잉여금	159	204	262	346	454
기타지분변동	18	21	21	21	21
비지배지분	0	0	0	-1	-1
자본총계	503	593	651	734	842
순차입금	14	3	-22	-65	-152

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	109	14	39	35	78
당기순이익	32	55	68	94	118
비현금항목의 가감	45	48	37	36	34
감가상각비	26	30	18	15	11
외환손익	-3	1	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	22	17	18	20	21
자산부채의 증감	37	-79	-60	-87	-65
기타현금흐름	-5	-9	-6	-8	-10
투자활동 현금흐름	-87	-26	-26	-31	-31
투자자산	-39	8	0	0	0
유형자산	-83	-47	-30	-35	-35
기타	35	13	4	4	4
재무활동 현금흐름	-11	-20	-45	0	0
단기차입금	25	11	11	11	11
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-24	-19	0	0	0
유상증자	90	40	0	0	0
현금배당	-9	-10	-10	-10	-10
기타	-93	-43	-46	-1	-1
현금의 증감	13	-33	-9	55	99
기초 현금	50	63	31	21	76
기말 현금	63	31	21	76	175
NOPLAT	21	51	69	97	121
FCF	-36	34	57	77	97

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 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:홍가혜)

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

[투자등급관련사항]

산업 투자 의견	기업 투자 의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 증가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 증가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 증가 하락 예상

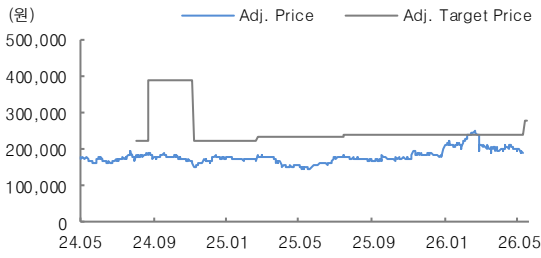
[투자 의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.5%	9.5%	0.0%

(기준일자: 20260324)

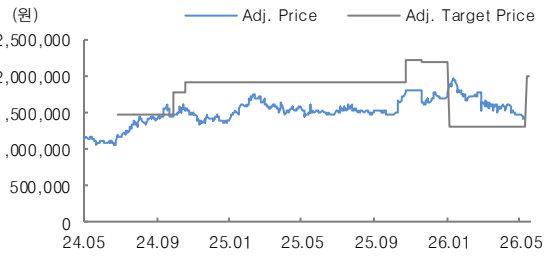
[투자 의견 및 목표주가 변경 내용]

셀트리온(068270) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



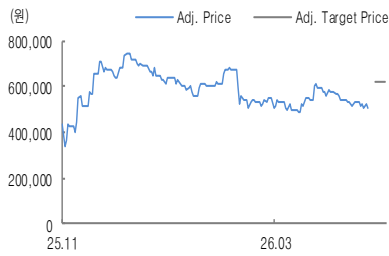
제시일자	26.05.20	담당자 변경	26.01.22	26.01.08	25.12.01	25.11.28
투자 의견	Buy		6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	280,000		240,000	240,000	240,000	240,000
과리율(평균.%)			(9.44)	(24.34)	(25.54)	(26.68)
과리율(최대/최소.%)			354	(7.92)	(11.25)	(18.29)
제시일자	25.11.05	25.09.24	25.07.22	25.04.22	25.02.26	24.11.16
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	240,000	240,000	240,000	231,200	231,200	220,800
과리율(평균.%)	(26.73)	(27.47)	(27.81)	(29.16)	(26.73)	(22.48)
과리율(최대/최소.%)	(18.29)	(23.25)	(23.25)	(21.62)	(21.62)	(17.00)
제시일자	24.11.12	24.10.04	24.08.30	24.08.07	24.05.06	24.04.15
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	220,800	386,400	386,400	220,800	184,000	220,800
과리율(평균.%)	(30.97)	(54.36)	(53.26)	(17.20)	(6.50)	(25.19)
과리율(최대/최소.%)	(30.67)	(51.07)	(51.07)	(14.58)	450	(21.25)
제시일자						
투자 의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

삼성바이오로직스(207940) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



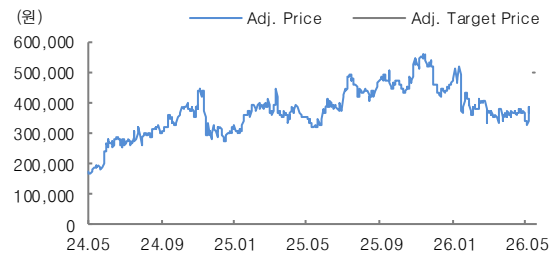
제시일자	26.05.20	담당자 변경	26.01.08	25.11.25	25.10.29	25.10.24
투자 의견	Buy		Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	2,000,000		1,300,000	2,200,000	2,207,600	1,913,300
과리율(평균.%)			32.32	(22.76)	(19.02)	(6.13)
과리율(최대/최소.%)			16.62	(14.32)	(18.60)	(5.23)
제시일자	25.04.24	24.10.24	24.10.04	24.10.01	24.04.01	
투자 의견	6개월 경과	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	
목표주가	1,913,300	1,913,300	1,766,100	1,471,700	1,471,700	
과리율(평균.%)	(20.20)	(20.42)	(13.24)	(1.20)	(15.20)	
과리율(최대/최소.%)	(9.38)	(8.85)	(9.08)	(0.10)	8.70	
제시일자						
투자 의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

삼성에피스홀딩스(012620) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



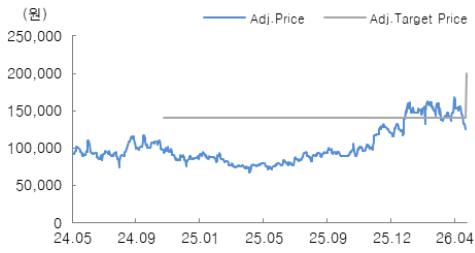
제시일자	26.05.20
투자 의견	Buy
목표주가	620,000
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자 의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자 의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자 의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

알테오젠(196170) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.05.20
투자 의견	Buy
목표주가	500,000
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자 의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자 의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자 의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

에스티팜(237690) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.05.20	담당자 변경	25.12.01	25.11.28	25.10.31	25.04.30
투자의견	Buy		Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy
목표주가	200,000		140,000	140,000	140,000	140,000
과리율(평균.%)			1.02	(16.64)	(27.61)	(37.75)
과리율(최대/최소.%)			20.50	(16.64)	(16.43)	(24.50)
제시일자	25.04.28	24.11.16	24.10.28			
투자의견	6개월 경과 이후	Buy	Buy			
목표주가	140,000	140,000	140,000			
과리율(평균.%)	(43.86)	(40.20)	(31.67)			
과리율(최대/최소.%)	(43.57)	(27.93)	(27.93)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						