iM증권

2026

이젠 Buy요

OUTLOOK

제약/바이오

[제약/바이오] 정재원 2122-9208 jaewon.jeong@imfnsec.com

더 나은 가치, 함께하는 미래 iM More, iM Fine

CONTENTS

Ⅰ. Summary 4

Ⅱ. 2025년 돌아보기 6

Ⅲ. 2026년 업종 전망 13

Ⅳ. 투자 전략 32

Ⅴ. 기업분석 38

SK바이오팜(326030)/Buy/목표주가 190,000원(신규)
대웅제약(069620)/Buy/목표주가 230,000원(신규)
녹십자(006280)/Buy/목표주가 200,000원(신규)
종근당(185750)/Buy/목표주가 120,000원(신규)
동아에스티(170900)/Buy/목표주가 70,000원(신규)
HK이노엔(195940)/Buy/목표주가 60,000원(신규)

I . Summary

Ⅰ. Summary

2025년 돌아보기; 1) 상반된 흐름 2) 역대급 성과 3) AI와 바이오

- 1) 상반된 흐름; 코스피와 코스닥 제약/바이오 업종은 2025년 내내 상반된 흐름을 지속 중. 투자자들은 실적 기반의 성장 스토리보다 글로벌 제약사와의 기술이전, 공동개발 파트너십 체결 등으로 시작되는 네러티브에 민감하게 반응하는 상황. 반도체 슈퍼사이클 영향으로 코스피 지수는 연초 대비 +70%의 상승을 보인 반면 코스피 내 제약/바이오 업종 지수는 +20%에 불과. 이에 반해 코스닥 제약/바이오 업종 지수는 +40%를 기록, 코스닥 시장 성장을 견인
- 2) 역대급 성과; 글로벌 제약사와의 성과 측면에서 2025년 국내 기업들이 보여준 퍼포먼스는 역대급으로 평가. 글로벌 트렌드에 부합하고 경쟁력이 있는 플랫폼을 보유한 기업들, 특히 에이비엘바이오가 연초부터 최근까지 글로벌제약사와 큰 규모의 라이센싱 딜을 체결하면서 시장의 기대감을 끌어올렸음. 그 외에도 알테오젠의 기술을 적용한 키트루다 SC제형 허가, 디앤디파마텍의 에셋을 가져간 멧세라 피인수 등 다분야에서 국내 기업의 저력을 증명
- 3) AI와 바이오; 씨어스테크놀로지, 프로티나 등과 같이 의료AI 분야에서 새롭게 등장한 기업들에 대한 관심이 증가. 냉정하게 사업 분야 자체의 혁신이 일어난 것은 아니지만 성장성을 증명하였거나, 이전에 없던 새로운 비즈니스 모델을 제시하였음에 기인. 향후 신약개발 영역에서 AI와 바이오를 결합시킨 성과가 발생할 것으로 예측되며, 이를 통해 새로운 기업가치 상승의 모멘텀을 만들 수 있을 것으로 전망

2026년 업종전망; 1) 제약사의 반등 2) 불확실성 제거 3) 비만, DAC 주목

- 1) 제약사의 반등; 상대적으로 상승 폭이 적었던 코스피 제약/바이오 업종에 대한 수급이 발생할 것으로 전망. 2026년 중으로 코스닥 시가총액 1위인 알테오젠의 코스피 이전 상장이 논의되고 있다는 점에서 셀트리온의 이전상장 사례와 유사한 현상이 일어날 것으로 전망. 코스피 제약/바이오 업종의 대부분이 제약사라는 점에서 2025년 실적 상승 대비 주가가 부진했던 제약사들에 대한 리레이팅이 일어날 것으로 기대
- 2) 불확실성 제거; 2025년 내내 업종의 불확실성을 야기시켰던 관세와 약가 인하에 대한 리스크는 해소되었다고 판단. 미국향으로 원료나 완제품을 수출하던 국내 기업들의 수익성은 소폭 감소할 가능성은 있지만 기업별로 대응책을 마련했다는 점에서 미국 시장 내 매출 상승 추세가 유지되는 효과가 더 클 것으로 예측. 미국에서 매출이 발생 중인 국내 바이오 기업들에 대한 주목 필요하다 판단
- 3) 비만, DAC 주목; 2026년 R&D 측면에서 주목. 비만은 치료제 영역에서의 성과 기대. 비만의 확장으로 MASH도 글로벌 상업화 제품이 적은 상황에서 임상적 성과 기대감 존재. DAC는 페이로드 자체의 임상적 성과를 시작으로 ADC 영역에서도 초기 임상에서 유효성을 보여줄 것을 기대

업종 투자의견 Overweight으로 상향, 최선호주 SK바이오팜, 관심종목 대웅제약

- 업종 투자의견을 기존 Neutral에서 Overweight으로 상향하고, 최선호주로는 SK바이오팜, 관심종목으로는 대웅제약을 제시한다.

Ⅱ. 2025년 돌아보기

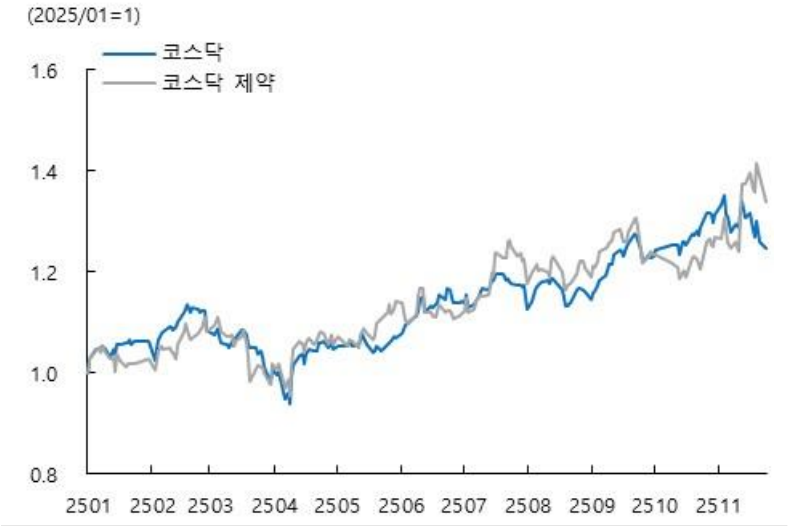
1) 상반된 흐름; 제약사 Down, 바이오텍 Up

- 코스피와 코스닥 제약/바이오 업종은 올해 내내 상반된 흐름을 보였음.
- 코스피는 제약사 위주로 구성되어 있으며, 실적 기반의 성장 스토리를 증명해 주가가 상승하는 논리가 적용되는 시장, 코스닥은 바이오텍 위주이며, 글로벌제약사와의 기술이전, 공동개발 파트너십 체결 등 숫자보다는 네러티브가 얼마나 강력한지에 따라 주가가 개별적인 흐름을 보여주는 시장
- 현 시점은 네러티브의 민감도가 훨씬 큰 상황. 반도체 슈퍼사이클 영향으로 코스피 지수는 연초 대비 +70%의 상승을 보인 반면 코스피 내 제약/바이오 업종 지수는 +20% 상승에 불과. 이에 반해 코스닥 제약/바이오 업종 지수는 +40%를 기록, 코스닥 시장 성장을 견인
- 시가총액 기준 코스피 제약와 코스닥 제약은 약 7:3의 비중 추세를 유지하고 있으며, 합산 시가총액 기준으로 제약/바이오 업종이 차지하는 비중은 전체의 약 7%로 연초 이후 하락세가 지속되었음. 이는 높은 비중을 차지하는 코스피 쪽에서의 상승이 크지 않았음을 의미

<그림> 코스피 및 코스피 제약 지수 추이

자료 : QuantiWise, iM증권 리서치본부

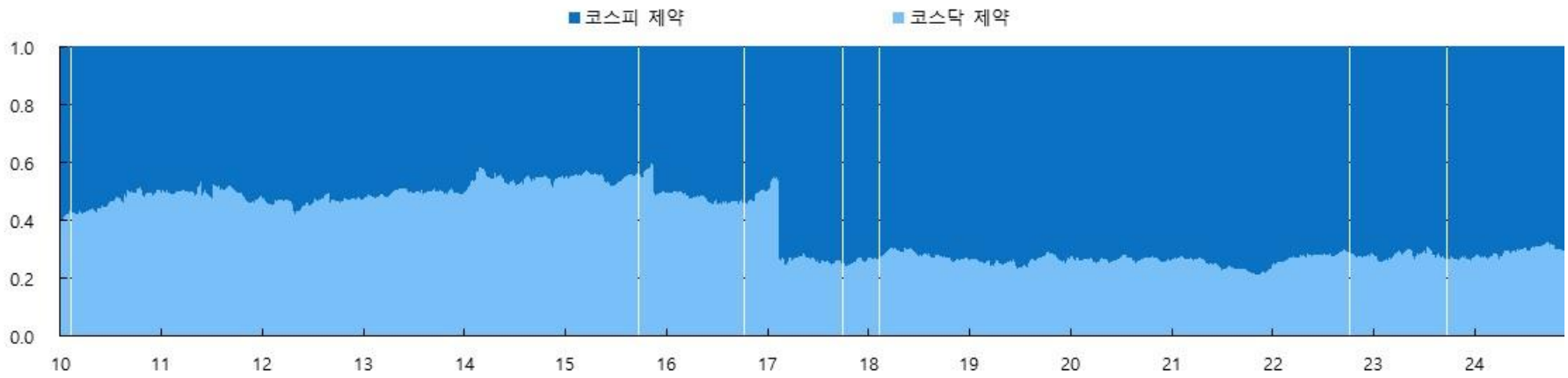
<그림> 코스닥 및 코스닥 제약 지수 추이



자료 : QuantiWise, iM증권 리서치본부

1) 상반된 흐름; 제약사 Down, 바이오텍 Up

<그림> 코스피 제약 및 코스닥 제약 시가총액 비중 추이



자료 : QuantiWise, iM증권 리서치본부

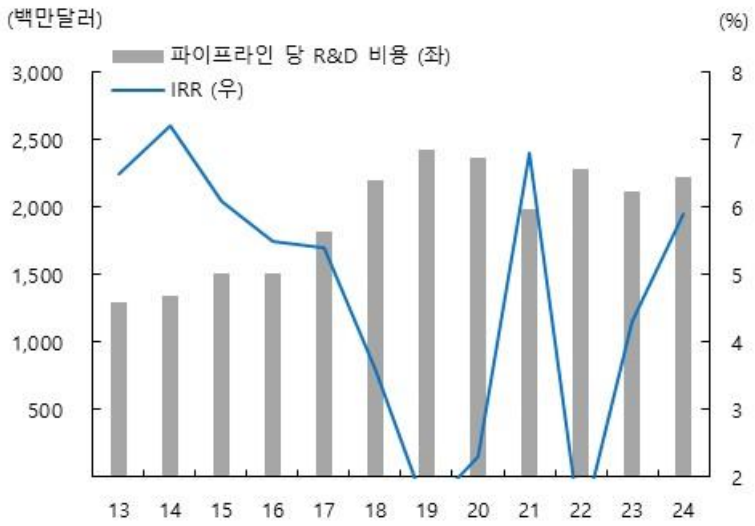
<그림> 제약/바이오 업종 시가총액 및 전체 업종 대비 비중 추이

자료 : QuantiWise, iM증권 리서치본부

2) 역대급 성과; 한국 바이오의 경쟁력이 강해지고 있다

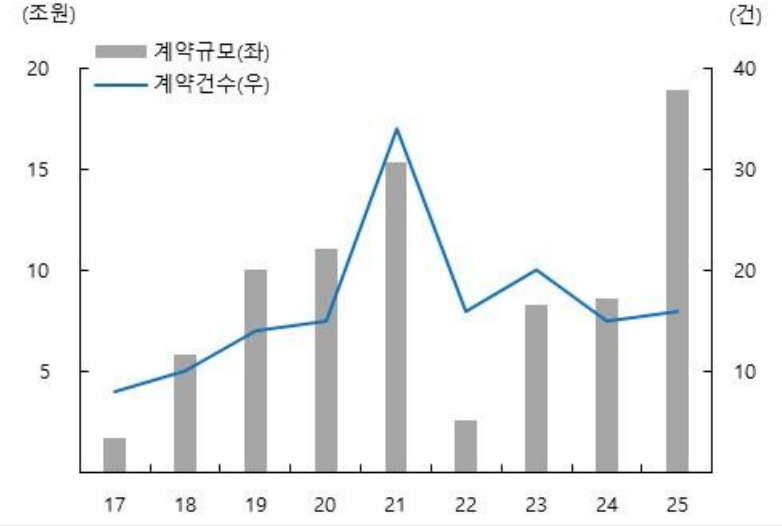
- 글로벌 제약사와 국내 기업 간 발생했던 이벤트 측면에서 2025년은 역대급 퍼포먼스를 기록
- 빅파마들의 개발비 대비 수익성 악화 추세를 극복하기 위한 방편으로 바이오텍의 우수한 파이프라인을 확보해 개발하는 방식이 하나의 트렌드인 상황에서 글로벌 트렌드에 부합하면서 경쟁력이 있는 플랫폼을 보유한 기업 위주로 이벤트가 발생
- 특히 에이비엘바이오가 연초부터 최근까지 글로벌 제약사와 플랫폼 관련 라이센싱 딜을 이끌면서 시장의 기대감을 서서히 증폭시키고 있는 상황임. 그 외에도 알테오젠의 플랫폼을 적용한 키트루다 SC제형이 FDA 허가를 받았고, 디앤디파마텍의 에셋을 확보한 Metsera가 화이자에게 인수되는 등 다분야에서 이벤트가 발생했다는 점을 주목
- 작년부터 매년 국내 바이오 기업들이 성과를 증명하고 있다는 점은 내년에도 있을 주요한 이벤트를 주목할 필요성 부여

<그림> 글로벌 빅파마 개발비 및 IRR 추세



자료 : QuantiWise, iM증권 리서치본부

<그림> 국내 바이오 업종 계약 건수 및 규모 추이



자료 : 한국제약바이오협회, iM증권 리서치본부

2) 역대급 성과; 한국 바이오의 경쟁력이 강해지고 있다

<그림> 2026년 예상되는 국내 기업 주요 이벤트 정리

기업	모달리티	주요 적응증	시기	
			1H26	2H26
알테오젠	SC제형	항암	코스피 이전상장 / 엔허투 SC 임상 결과 발표	
리가켐바이오	ADC	항암	플랫폼 기술이전 계약체결 및 발표 가능성 HER2 ADC, ROR1 ADC, B7-H4 ADC 임상 결과 발표	STING agonist/LRRC15-ADC 등 IND 제출 및 승인
에이비엘바이오	이중항체	항암, CNS	ABL001 담도암 임상 결과 발표	
디앤디파마텍	펩타이드	비만, MASH	DD01 48주 기준 투여 데이터 발표	
코오롱티슈진	CGT	골관절염	인보사 미국 임상 3상 결과 발표	
오름테라퓨틱	ADC(DAC)	항암, 혈액암		ORM-1153 1상 IND 제출
인투셀	ADC	항암		삼성바이오에피스 파트너십 관련 업데이트
한미약품	펩타이드	비만	MASH 파이프라인 임상 데이터 업데이트	
유한양행	TKI	항암	렉라자 SC제형 승인 관련 업데이트	아미반타맙+렉라자 병용요법 OS 데이터 발표 가능성
동아에스티	펩타이드	비만	DA-1241 48주 기준 투여 데이터 발표	
종근당	HDAC6 저해제	심혈관		CKD-510 관련 진행사항 업데이트
셀트리온	바이오시밀러	항암, 항염		아일리아 바이오시밀러 출시
SK바이오팜	Small molecule	뇌전증	엑스코프리 국내 출시 (동아에스티 코프로모션 파트너사)	엑스코프리 중국, 일본 허가
HK이노엔	P-CAB	위궤양	케이캡 미국 NDA 신청, 유럽 파트너사 발표	미국 NDA 허가 가능성
삼성바이오로직스	CDMO		공장 증설 관련 내용 업데이트	
삼성바이오에피스홀딩스	바이오시밀러 등		바이오시밀러 외 신규 투자 관련 내용 업데이트	
대웅제약	펩타이드 등	비만, IPF 등	비만치료제, IPF 치료제 임상 개시 예정	
올릭스	ASO	탈모 등	황반변성 타겟 후보물질 OLX702A 임상 1상 다중용량상승 관련 내용 업데이트	
펩트론	장기지속형	비만	일라이 릴리와의 스마트데포 관련 계약 현황 확인	

자료 : iM증권 리서치본부

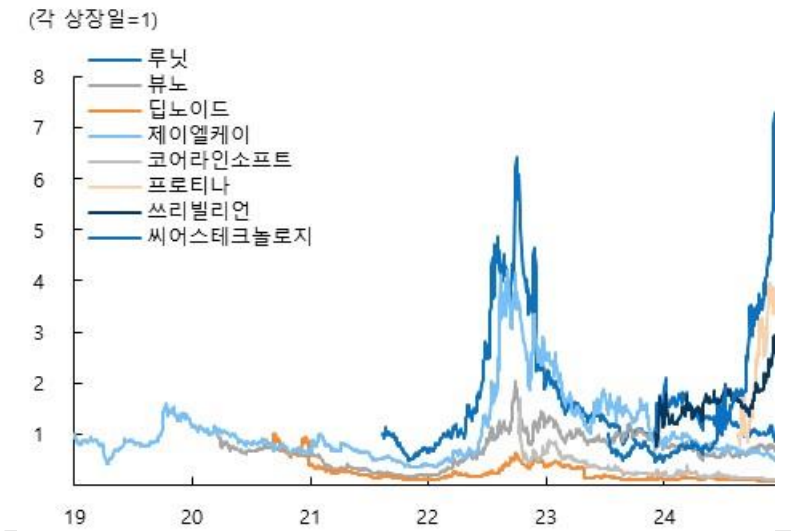
3) AI와 바이오; 새로운 이야기가 만들어내는 기대감

- ③ AI와 바이오; 씨어스테크놀로지, 프로티나 등과 같이 의료AI 분야에서 새롭게 등장한 기업들에 대한 관심이 증가. 냉정하게 사업 분야 자체의 혁신이 일어난 것은 아니지만 성장성을 증명하였거나, 이전에 없던 새로운 비즈니스 모델을 제시하였음에 기인. 향후 신약개발 영역에서 AI와 바이오를 결합시킨 성과가 발생할 것으로 예측되며, 이를 통해 새로운 기업가치 상승의 모멘텀을 만들 수 있을 것으로 전망

- AI에 대한 관심도가 증가함에 따라 바이오 영역에서도 인공지능을 활용하는 기업들에 대한 관심 증대. 특히 최근 상장한 의료AI 기업들이 긍정적인 성과를 보임으로써 주가 퍼포먼스도 양호한 흐름을 기록 중. 씨어스테크놀로지, 프로티나, 쓰리빌리언이 각각의 분야에서 새롭게 떠오르는 종목으로 판단. 씨어스테크놀로지는 입원 환자 모니터링 영역, 프로티나는 단백질 간 상호작용 데이터 기반 바이오마커 제시, 쓰리빌리언은 인공지능 기반의 희귀질환 진단에서 각각 경쟁력이 있는 기업

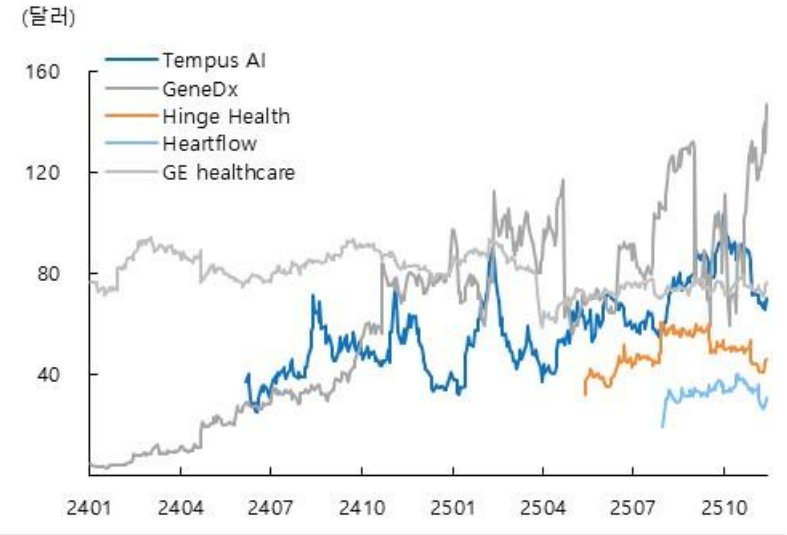
- 씨어스테크놀로지는 실적이 빠르게 개선되고 있으며, 2분기 흑자 전환 이후 3분기에도 성장하는 추세를 증명. 프로티나는 기존에 없던 새로운 비즈니스 모델을 기반으로 글로벌제약사와의 계약 체결 및 국책 과제 선정 등 의료AI 영역에서 기존에 없던 독보적인 분야를 만들어나간다는 점을 주목. 쓰리빌리언 역시 글로벌 피어그룹(템퍼스AI, 진디엑스 등)의 실적 호조에 따른 반사수혜 및 미국 진출에 대한 기대감이 있는 상황

<그림> 주요 의료AI 기업 주가 추이



자료 : QuantiWise, iM증권 리서치본부

<그림> 해외 주요 의료AI 관련기업 주가 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

3) AI와 바이오; 새로운 이야기가 만들어내는 기대감

<그림> 매출 Top 10 글로벌제약사 AI 신약개발 관련 파트너십 현황

자료 : iM증권 리서치본부

Ⅲ. 2026년 업종 전망

1) 제약사의 반등; ① 코스피로의 수급이 발생할 수 있는 이벤트 기대

- 상대적으로 상승 폭이 적었던 코스피 제약/바이오 업종에 대한 수급이 발생하는 이벤트가 2026년 중 발생할 것으로 예상
- 가장 큰 수급을 가져올 수 있는 것은 알테오젠의 코스피 이전 상장. 2025년 8월 이전 상장을 공식화했으며, 12월초 임시 주주총회 개최 예정인 상황. 이후 한국거래소에 주권상장 예비심사청구서를 제출해 예비심사를 받으면 이후 구체적인 날짜가 나올 것으로 예상. 이전 사례를 참고하면 대략적인 이전 상장 시기는 2026년 상반기 중 가능할 것으로 전망
- 이전 바이오 업종에서 셀트리온이 코스닥에서 코스피로 성공적인 이전 상장을 진행했던 사례가 있음. 셀트리온의 경우 이전 상장 시기와 맞물려서 보유한 바이오시밀러 제품의 성장이 입증해 기업 가치가 급상승했었음. 알테오젠의 경우 셀트리온과 같이 자체 보유한 제품 기반으로 성장하는 그림은 단기적으로 어려우나 플랫폼에서 발생하는 로열티 및 마일스톤을 기반으로 매분기 실적 성장을 증명하고 있는 상황이기에 우호적인 주가 흐름을 보여줄 것으로 기대됨

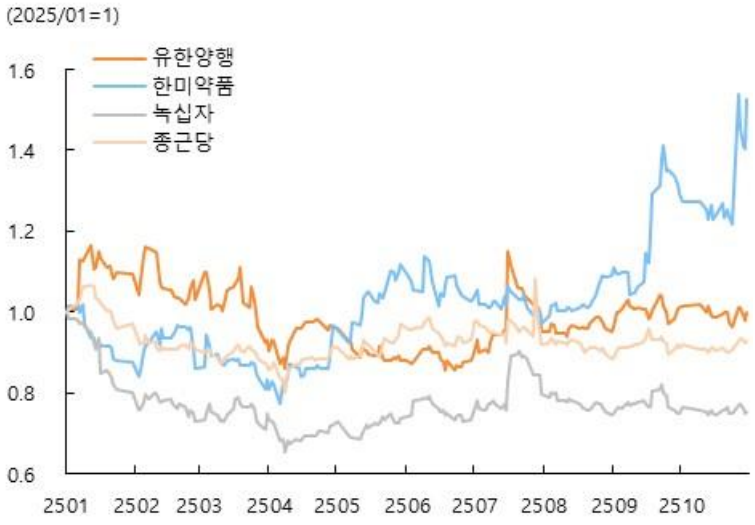
<그림> 셀트리온 이전 상장 사례 분석

자료 : QuantiWise, iM증권 리서치본부

1) 제약사의 반등; ① 코스피로의 수급이 발생할 수 있는 이벤트 기대

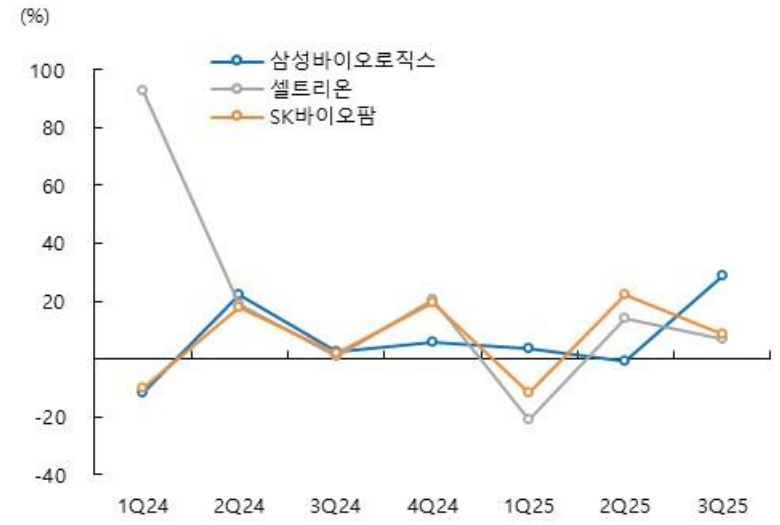
- 이벤트 발생에 따른 코스피 제약 업종에 대한 반등은 곧 제약사로의 반등으로 이어질 전망. 2025년은 비만 관련 파이프라인에 대한 구체적 성과가 있던 한미약품을 제외한 주요 제약사의 주가 변동은 크지 않았음. 주목할 점은 이전 제약사들의 주가 변동의 주요 논리인 실적 측면에서 컨센서스를 벗어났던 기업들이 많지 않았다는 점
- 코스피 내 대형 종목(시가총액 10조원 이상)인 삼성바이오로직스는 분기가 거듭될수록 실적이 개선되고 있으며 셀트리온은 짐펜트라의 성장이 시장의 기대치 대비 아쉬운 상황인 점은 분명하나 바이오시밀러 품목만으로도 합병 이후 이익과 매출이 모두 개선되는 흐름을 보여주고 있음. SK바이오팜은 엑스코프리의 처방 데이터가 경쟁 상황이 심화됨에도 추세가 더욱 가파르게 올라간다는 점에서 향후 실적에 대한 기대감이 여전히 살아있는 상황임
- 2026년에는 코스피 내 대형 바이오 종목의 수가 더욱 증가될 예정. 코스닥에서 이전 예정인 알테오젠을 비롯해 삼성바이오로직스의 인적분할 이후 코스피 시장에 새롭게 상장되는 삼성바이오에피스홀딩스 등 업종에 대한 추가적인 수급을 발생하게 하는 이벤트가 있다는 점에서 업종에 대한 긍정적인 시각을 유지해도 된다는 판단

<그림> 코스피 주요 제약사 주가 추이



자료 : QuantiWise, iM증권 리서치본부

<그림> 삼성바이오로직스, 셀트리온, SK바이오팜 매출 QoQ 성장률



자료 : 각 사, iM증권 리서치본부
주) 삼성바이오로직스는 인적분할 이전 연결 기준 실적

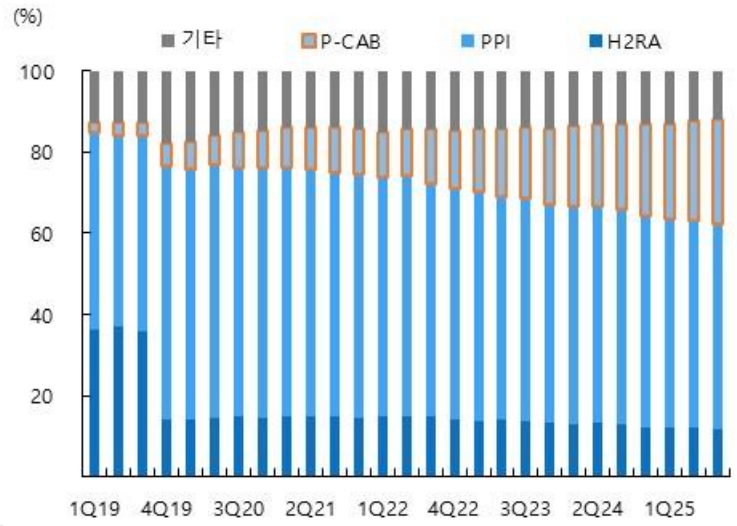
1) 제약사의 반등; ② P-CAB의 성장성이 실적으로 증명될 것

- 2026년 국내 제약사의 실적 개선을 이끌 수 있는 주요 포인트로 P-CAB(칼륨 경쟁적 위산분비 억제제) 제시. 현재 국내 소화성궤양용제 시장규모는 약 1.4조원이며 이 중 약 20%의 점유율을 P-CAB이 차지하고 있는 것으로 파악. 시장의 메인 플레이어는 PPI(프로톤 펌프 억제제)로 절반에 가까운 점유율을 확보하고 있는 것으로 추정

- HK이노엔의 케이캡이 처음 출시된 이후 대웅제약의 펙수클루, 온코닉테라퓨틱스의 자큐보 등 P-CAB 자체의 경쟁 상황은 심화되고 있는 상황이나 P-CAB이 차지하는 전체 규모 대비 비중이 빠르게 확대되는 점을 주목. HK이노엔은 보령, 대웅제약은 종근당, 온코닉테라퓨틱스는 동아에스티와의 파트너십을 통해 공동 판매를 진행 중인 점에서 매출 확대에 따른 반사이익도 기대 가능하다고 판단

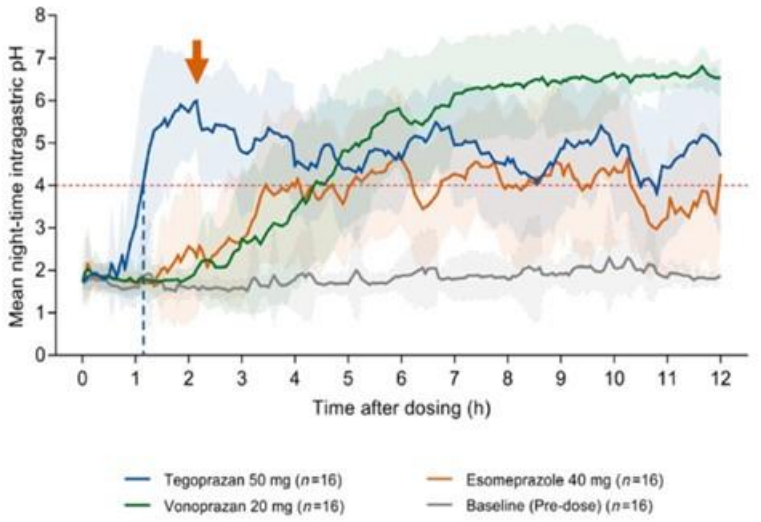
- 글로벌 측면에서 P-CAB 침투 가능성은 여전히 높은 상황으로 판단. 최근 발간한 EJCP(European Journal of Clinical Pharmacology) P-CAB과 관련된 연구 결과를 발표했는데, PPI가 커버하는 다양한 적응증(GERD, 위궤양, 헬리코박터 파일로리 제균치료 등)에서 P-CAB이 PPI 대비 우수했음을 언급했다. 중국, 미국 등 인구수가 많은 시장에 진출할 수 있는 포텐셜이 남아있는 점에서 P-CAB의 국내 및 글로벌 성장 추세는 2026년에도 지속될 수 있을 것으로 전망

<그림> 국내 소화성궤양용제 제형별 점유율 현황



자료 : HK이노엔, iM증권 리서치본부

<그림> 주요 소화성궤양용제별 투여에 따른 pH 변화 추이



자료 : Current Gastroenterology Reports, iM증권 리서치본부

1) 제약사의 반등; ③ 파이프라인에서의 모멘텀 기대

- 제약사의 임상 파이프라인에서도 기대할 포인트는 존재. 현재 제약사의 가치평가에서 실적 기반 영업가치 외 파이프라인 가치를 덧붙이는 케이스는 한미약품, 유한양행 등 임상적으로 유의미한 성과를 냈던 제약사 케이스가 주로 해당. 한미약품은 2015년 기술수출을 이끌었던 대표적인 제약사로 최근 자체 진행 중인 비만치료제 임상 3상에 대한 데이터를 발표. 유한양행은 오스코텍으로부터 도입한 물질을 다시 J&J에게 라이선스아웃하여 2024년 J&J의 이중항체 물질인 아미반타맙과의 병용요법으로 비소세포폐암 적응증 대상 FDA 허가를 획득

- 성과 측면에서는 아쉬웠으나 주목할만한 임상 모멘텀을 가진 제약사를 주목. 긍정적인 데이터 발표 시 파이프라인 가치에 대한 반영이 가능해지므로 기업 가치 상승에 따른 주가 반등이 가능할 것으로 기대. 종근당이 노바티스에게 기술이전했던 CKD-510은 기술수출 이후 개발 상황에 대한 진척이 확인되지 않으나 올해 5월 2상 IND 제출에 따른 마일스톤을 수령했기에 진행 중인 것으로 해석 가능
  - 노바티스의 자체 파이프라인 중에서 CKD-510과 메커니즘이 유사한 후보물질(PKN605)이 현재 clinicaltrials.gov에 등록되어 있음. 그렇기에 상기 내용을 근거로 CKD-510과 PKN605는 같은 물질로 추측됨. 만약 두 후보물질이 다르더라도 CKD-510에 대한 노바티스의 개발 의지는 충분한 상황이라고 판단되기에 향후 추가적인 내용이 발표될 가능성은 높다고 판단

- 녹십자의 관계사인 미국 큐레보가 진행 중인 대상포진백신 후보물질 CRV-101의 임상 2상에 대한 결과도 2026년 중 확인 가능한 것으로 파악됨. 해당 임상은 싱그릭스와 Head to head 디자인인 점에서 면역원성/내약성에서 우위를 보인다면 추가적인 기업 가치 상승이 가능. 싱그릭스는 화이자의 프리베나, MSD의 가다실에 이어 글로벌 매출 3위를 달성하는 제품으로 2024년 기준 매출 5조원 이상을 달성한 블록버스터 품목임

<그림> 주목하는 제약사 R&D 파이프라인 모멘텀

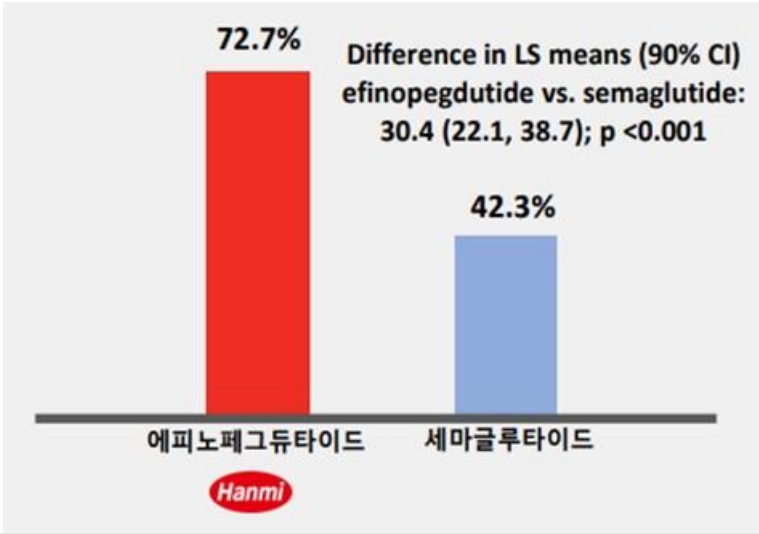
기업	모달리티	주요 적응증	시기	
			1H26	2H26
한미약품	펩타이드	비만	MASH 파이프라인 임상 데이터 업데이트	
유한양행	TKI	항암	렉라자 SC제형 승인 관련 업데이트	아미반타맙+렉라자 병용요법 OS 데이터 발표 가능성
동아에스티	펩타이드	비만	DA-1241 48주 기준 투여 데이터 발표	
종근당	HDAC6 저해제	심혈관		CKD-510 관련 진행사항 업데이트
SK바이오팜	Small molecule	뇌전증	엑스코프리 국내 출시 (동아에스티 코프로모션 파트너사)	엑스코프리 중국, 일본 허가
HK이노엔	P-CAB	위궤양	케이캡 미국 NDA 신청, 유럽 파트너사 발표	미국 NDA 허가 가능성
대웅제약	펩타이드 등	비만, IPF 등	비만치료제, IPF 치료제 임상 개시 예정	
녹십자	백신	독감 등	싱그릭스와의 head to head 임상 관련 내용 업데이트 가능성	

자료 : 각 사, iM증권 리서치본부

1) 제약사의 반등; ③ 파이프라인에서의 모멘텀 기대

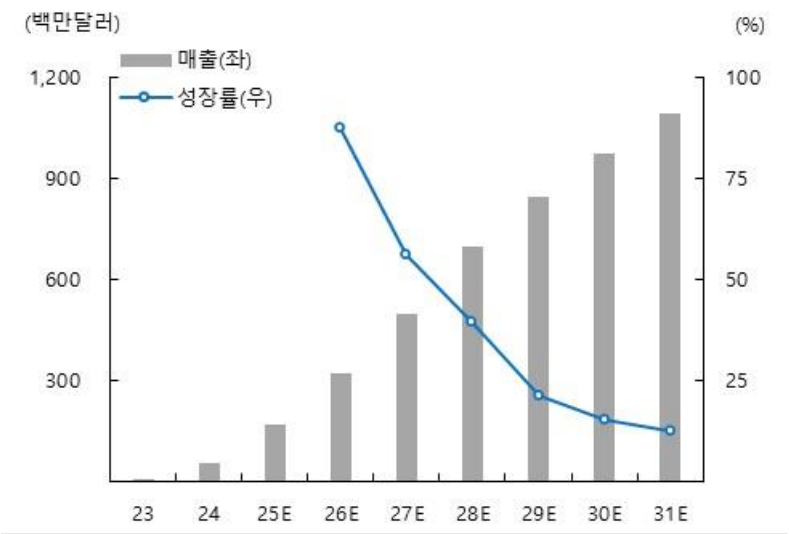
- 그 외 제약사 파이프라인 중에서 주목할 이벤트로 한미약품의 MASH 후보물질 임상결과와 HK이노엔의 케이캡 FDA 허가여부
- 한미약품은 2종의 MASH 후보물질을 보유. 에포시페그트루타이드는 GLP-1/글루카곤/GIP 삼중 작용제로 생검을 통해 확인한 MASH 환자를 대상으로 임상 2b상을 미국과 한국에서 진행 중임. 에피노페그듀타이드는 MSD에 기술이전한 MASH 후보물질로 GLP-1/글루카곤 이중 작용제 컨셉이며 2020년 1.3조원의 규모로 MSD에게 L/O된 후보물질이며 현재 임상 2b상 진행 중. 임상 2a상에서 24주차 간 지방량 변화율 약 73%를 달성했다는 점에서 내년초 이후 발표될 것으로 예상되는 2b상 결과를 주목
- 케이캡의 미국 임상을 담당하는 파트너사인 세벨라는 지난 4월 1차, 2차 평가지표를 충족하는 임상 3상 결과를 발표. 미란성 식도염(EE), 비미란성 위식도 역류질환(NERD) 환자 대상으로 진행한 임상이었으며, 올해 4분기 NDA 제출 예정. 현재 미국에서 승인된 P-CAB 제제는 Takeda의 Voquezna 하나 뿐인 상황으로, 제품 출시에 따른 매출 상승 모멘텀은 존재한다고 판단
  - Voquezna 미국 판매를 담당하는 패썸파마(Phathom Pharma)가 발표한 내용에 따르면 모든 처방채널에서 P-CAB 선호도가 올라가는 상황. 현재 패썸 파마는 적응증 확대를 위한 추가 임상을 진행 중이며, 분기마다 성장하고 있는 추세임을 확인

<그림> 한미약품 MASH 데이터



자료 : QuantiWise, iM증권 리서치본부

<그림> 보노프라잔 미국 매출, 성장률 추이 및 전망



자료 : Globaldata, iM증권 리서치본부

2) 불확실성 제거; ① 일단락된 관세 협상

- 2025년 내내 업종의 불확실성을 야기시켰던 관세와 약가 인하에 대한 리스크는 해소되었다고 판단. 최근 체결되어 발표된 팩트시트 내 의약품 관련 내용 중 주목할 점은 크게 3가지

- 1) 의약품에 부과되는 어떠한 관세의 경우에도 15%를 초과하지 않도록 적용한다는 것(최혜국 대우); 관세 상한선이 정해졌다는 것은 긍정적이며 불확실성을 확실히 제거하는 효과. Worst case에도 수익성의 15%가 관세로 소거되는 것으로 마무리. 다만 미국 정부가 추진하는 약가 인하 정책과 관세 부과로 인한 의약품 가격 증가 효과는 상충하기 때문에 추가적인 내용을 확인할 필요성 존재. 가령 품목별 관세가 부과될 가능성도 있으며, 무관세 적용범위가 확장될 가능성도 있다고 판단

- 2) 제네릭 의약품, 의약품 원료, 화학 전구체 등에는 무관세; 현재 제네릭 의약품에 대해서 무관세를 적용한다고 발표했지만 바이오의약품의 제네릭 버전인 바이오시밀러의 포함 여부가 단기적으로 중요하다고 판단. 트럼프 정부는 이전에도 바이오시밀러 친화적인 스탠스를 보여줬기에 무관세 항목에 바이오시밀러 포함 시 국내 관련기업들 중에서 미국 내 매출이 발생 중인 기업(셀트리온, 삼성바이오에피스, 동아에스티, 삼천당제약 등) 수익성 개선 가능할 것으로 기대

- 3) 한국 정부/기업의 미국 내 투자 분야에 의약품 포함; 미국 내 전략적 투자는 이전 셀트리온이 보여준 공장 인수 등을 포함해 다양한 형태로 일어날 수 있을 것으로 예상. 미국 내 소재지에 신규 공장 증설, 라이선싱 계약, 파트너십 체결 등 미국 소재 제약사들이 보유한 에셋 관련 딜 및 지분 투자 등이 향후 일어날 수 있을 것으로 전망

<그림> 한미협상 팩트시트 주요내용

항목	주요 내용
투자 분야	- 한국과 한국 기업이 의약품 등을 포함한 다양한 분야에 대해 미국에 투자. 총 약정금액은 2,000억 달러
관세	- 자동차, 원목, 목재, 의약품 등은 최대 15%를 넘지않음
투자실행 및 운영	- 투자약정기간은 2029년 1월 19일까지 수시로 발생
	- 투자위원회는 미국이 담당, 투자를 집행하기 전 한국과 미국이 지명한 자들로 구성된 협의위원회를 통해 한국과 협의
자금 조달	- 통보일로부터 최소 45일 영업일이 경과하는 날짜에 투자금액을 조달, 연도별 상한 조달금액은 200억달러
무관세 리스트	- 제네릭 의약품, 의약 원료, 전구체 화학물질, 미국에서 구할 수 없는 천연자원, 항공기, 항공기 부품에 대해서는 상호관세 15% 없앨 방침

자료 : 백악관, 대한민국 정책브리핑, iM증권 리서치본부

2) 불확실성 제거; ① 일단락된 관세 협상

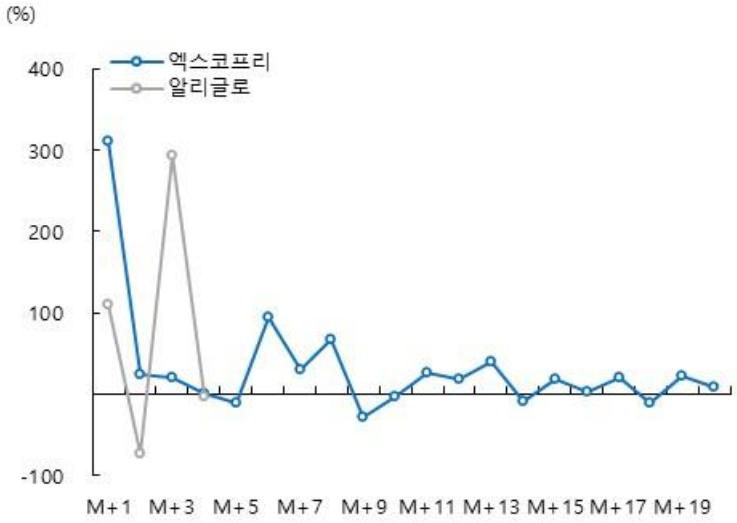
- 바이오시밀러 외에도 현재 미국 내에서 매출을 일으키는 제품의 성장성을 무시할 수 없음. 미국 내에서 유의미한 성과를 내고 있는 국내 기업으로 삼성바이오로직스, 셀트리온, SK바이오팜, 유한양행, 녹십자, 대웅제약 등이 있음. SK바이오팜은 뇌전증 치료제 엑스코프리, 유한양행은 비소세포폐암 타겟 렉라자, 녹십자는 면역글로불린 제제인 알리글로를, 대웅제약은 보톨리눔톡신 나보타를 판매함에 따라 미국에서 매출이 발생하고 있음
- 결론적으로 수익성의 감소가 일어날 가능성은 있지만 기업별로 미리 관세에 대한 대응책을 마련했음. 관세 적용 전 재고를 미리 보내거나, 이전가격 조정, 미국향 원료의약품으로 전환해 완제의약품 생산 등의 다양한 방식을 도입해 관세의 리스크를 최소화하려는 시나리오를 구축한 상황. 그렇기에 관세에 따른 매출 감소보다는 제품 자체의 미국 시장 내 매출 성장 효과가 더 크게 일어날 것으로 전망

<그림> 미국 내 매출을 발생시키고 있는 주요 기업

기업	제품	기업	제품
삼성바이오로직스	CDMO 수주계약 기반 매출 발생	유한양행	레이저티닙
셀트리온	미국 출시 중인 바이오시밀러 제품군	녹십자	알리글로
SK바이오팜	엑스코프리	대웅제약	나보타(Jeaveau)

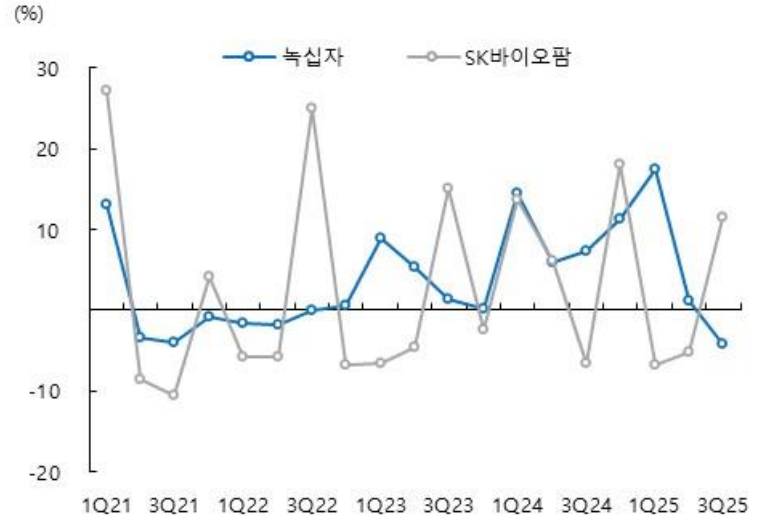
자료 : iM증권 리서치본부

<그림> 엑스코프리, 알리글로 출시 후 분기별 증감율 추이



자료 : 각 사, iM증권 리서치본부
주) 엑스코프리 기술이전 관련 일시 수익금 제외한 수치

<그림> SK바이오팜, 녹십자 재고자산 분기별 증감율 추이

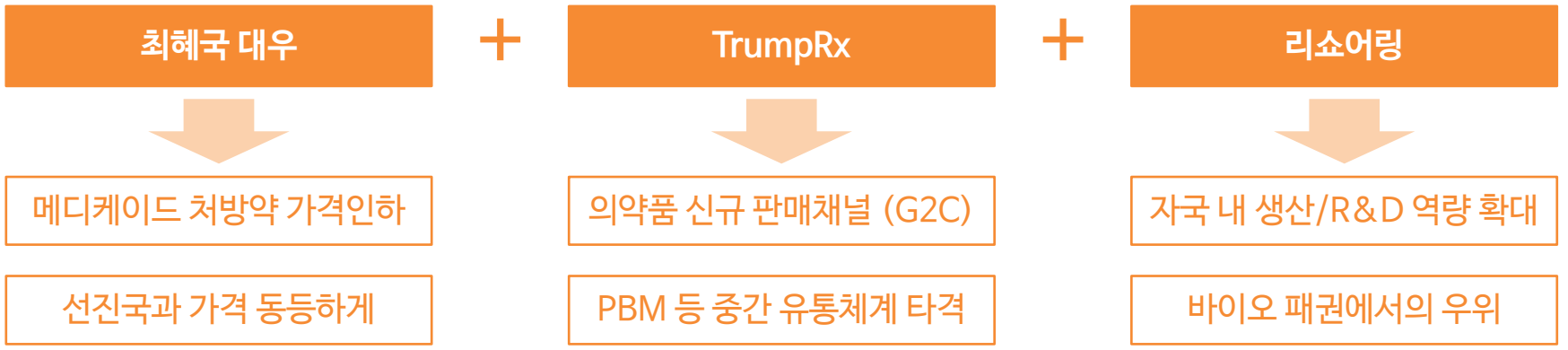


자료 : 각 사, iM증권 리서치본부

2) 불확실성 제거; ② 살짝 공개된 약가 인하 로드맵, '최혜국 대우+TrumpRx+리쇼어링'

- 2025년 5월 트럼프 정부가 서명한 최혜국 대우(MFN, Most Favored Nation) 약가 정책을 시작으로 합의에 도달한 Pfizer, AstraZeneca 및 Eli Lilly, Novo nordisk 사례를 보면 미국이 추구하려는 약가 인하 로드맵을 대략적으로 확인할 수 있음
  - 9월말 발표된 Pfizer와의 합의에서는 Pfizer는 미국에 향후 출시하는 신제품에 대해서는 선진국과 가격을 동등한 수준으로 맞출 것이라 언급. 또한 저소득층을 위한 메디케이드 프로그램 내 모든 처방약 가격을 인하할 것이며, 2026년 출범 예정인 TrumpRx를 통해 일부 의약품을 직접 판매할 계획임을 밝힘. 또한 향후 700억달러(약 100조원)을 미국 내 제조시설 및 R&D에 투자하겠다고 발표
  - AstraZeneca와의 합의 내용도 Pfizer의 합의 내용에서 크게 벗어나지 않았음. 보유한 제품 중 일부를 인하한 가격으로 TrumpRx에서 판매, 메디케이드 프로그램에서 최혜국 약가로 구매 및 2030년까지 500억달러(약 72조원) 제조 및 R&D에 투자
  - 가장 최근 발표된 Eli Lilly 및 Novo nordisk는 2026년부터 메디케어 및 메디케이드 적용대상에게 GLP-1 약물 가격을 인하해서 제공할 예정. 다만 적용대상은 BMI, 당뇨병, 심혈관, 고혈압 등 특정 조건을 충족해야함. 또한 TrumpRx에서도 할인된 가격으로 직접 구매도 가능해질 예정
- 합의를 발표하지 않은 남은 제약사도 유사한 형태로 진행될 가능성이 큼. 합의의 결과는 공통적으로 특정 기간동안의 의약품 관세 면제를 제공받음. 즉 '보유한 의약품 최혜국 수준으로 약가 인하(정부 지출 내 헬스케어 비중 감소) + TrumpRx(직접 판매로 PBM 등 중간유통구조 비용 절감) + 리쇼어링(자국 바이오 역량 강화) ↔ n년간 관세 면제'의 방식으로 로드맵을 그리고 있는 상황으로 판단

<그림> 트럼프 약가 인하 로드맵 도식화

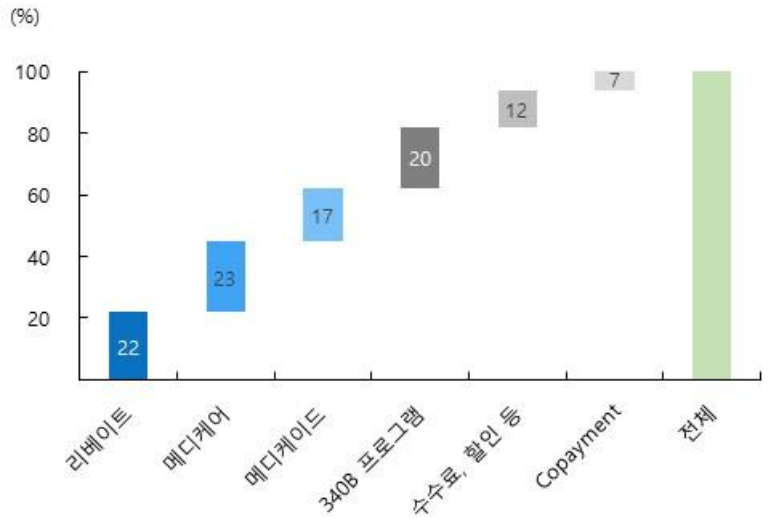


자료 : iM증권 리서치본부

2) 불확실성 제거; ② 살짝 공개된 약가 인하 로드맵, '최혜국 대우+TrumpRx+리쇼어링'

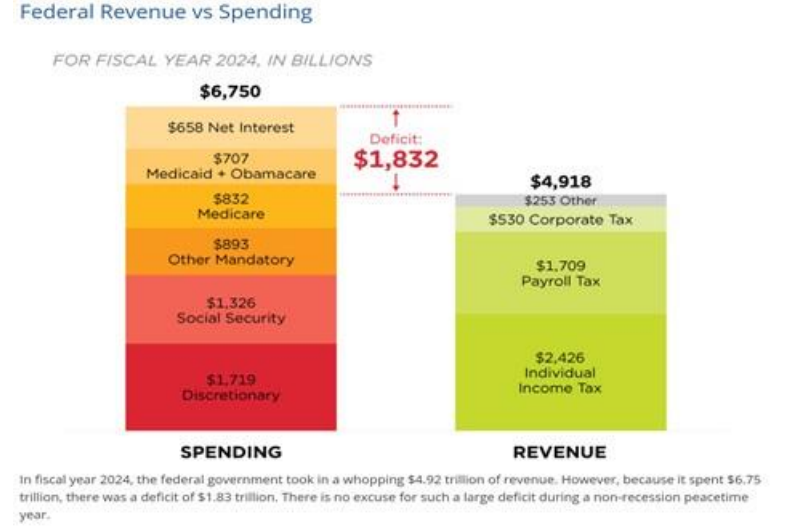
- 2026년 1월 공개되는 TrumpRx가 약가 인하의 방향성을 제시해줄 것으로 예상. 기대 효과는 크게 3가지로 제시
  - 정부가 직접 언급하는 의약품 가격; 해당 가격 이상의 비용이 든다면, 구매자들은 TrumpRx를 활용할 것이므로 가격 상한선을 정해주는 효과
  - 의약품 유통채널의 근본적인 변화; PBM 중심적인 유통 구조에서 제조사와 환자 직판 구조로의 변화 가능성 존재
  - 재정 부담 완화; PBM 리베이트 절감, 의약품 가격 인하에 따른 공공보험에서의 의료 관련 지출액 감소 등 직접적인 금액 감소 효과 발생 가능
- 미국 정부 지출 비중이 높고, 글로벌 매출 규모가 큰 블록버스터 제품 위주로 플래그십 제품이 늘어날 가능성이 크다고 판단. GLP-1 주사제/경구용 외에도 고가의 만성질환 타겟 제품이 합의 대상에 향후 추가될 것으로 예상
- 다만 우려되는 점은 미국 외 지역의 약가가 올라갈 가능성도 존재. 즉 최저수준을 높인다면 미국 내 수익성도 보장되면서 관세 면제의 혜택이 최대화 될 것이기 때문

<그림> 리베이트, 할인 등으로 올라갈 수 밖에 없는 List price 도식화



자료 : Drugchannels.net, iM증권 리서치본부

<그림> 미국 정부 재정 지출 현황. 헬스케어 분야가 약 1.5조달러



자료 : The Heritage Foundation, iM증권 리서치본부

2) 불확실성 제거; ② 살짝 공개된 약가 인하 로드맵, '최혜국 대우+TrumpRx+리쇼어링'

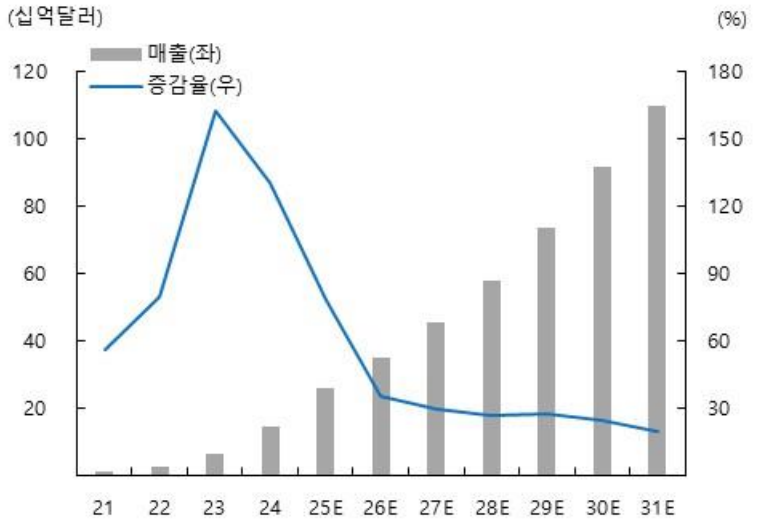
- 단기적으로는 CDMO, 중장기적으로는 바이오시밀러 및 신약 파이프라인 보유기업이 수혜를 볼 수 있을 것으로 기대
  - (단기적) 리쇼어링 효과로 미국에 투자하는 금액이 커지는 상황은 부정할 수 없음. 다만 실제 공장 증설부터 가동까지의 시간이 보수적으로 3년 이상은 걸린다는 점에서 미국 외 지역에서 수주를 진행하던 기존의 상황은 단기적으로 유지될 것으로 예상. 이미 글로벌 제약사와의 수주 트랙 레코드를 다수 보유하고 있는 삼성바이오로직스, 에스티팜 등의 기업으로의 기존 수주 유지 및 추가 수주 가능성은 여전히 존재
  - (중,장기적) TrumpRx 효과로 오리지널 의약품과 바이오시밀러 간 가격 차이가 크지 않는 상황이 발생한다면 기존 대비 시장 침투율 상승 가능. 또한 바이오시밀러는 무관세 품목으로 분류되는 제네릭의 범위에 포함될 가능성 존재. 항체의약품 바이오시밀러의 경쟁력이 부각될 수 있을 것. 신약 파이프라인을 보유한 기업은 라이센싱 기회가 확대됨에 따른 추가 계약 기대감이 생길 것으로 전망. 의약품의 전반적 가격 인하는 신약 밸류에이션에서의 전체 가치를 감소시키나 오히려 낮아진 밸류를 강점으로 글로벌 제약사들의 공격적 라이센싱 트렌드가 만들어질 가능성을 기대

- 또한 미국의 헬스케어 관련 재정 지출을 줄이는 방향성에서 IRA의 영향도 무시할 수 없을 것으로 판단. 2026년부터 IRA 법안의 영향이 본격적으로 나타날 것. 우선적으로 선정된 10개 품목에 대해 메디케어가 제조사와의 협상을 기반으로 한 약가 인하가 시작되고, 이후 매년 단위로 할인 품목이 업데이트됨. 2028년부터는 외래 약(메디케어 파트D) 뿐만 아니라 주사제, 항암제 등이 포함되는 메디케어 파트B로도 확장될 예정
  - IRA는 약가의 상승 상한을 구조적으로 만들어주는 장치의 역할이면서 PBM의 리베이트폭을 줄이는 방향으로 작동될 것이 기대됨. TrumpRx가 성공적으로 운영된다면 PBM을 거치는 단계를 없애버리는 효과가 발생될 것. 구체적인 효과는 향후 약가 인하 관련 협의에 도달한 글로벌 제약사들의 분기별 실적 추이를 통해 확인할 수 있을 것으로 예상

3) 2026년 R&D 주목 포인트; ① 비만

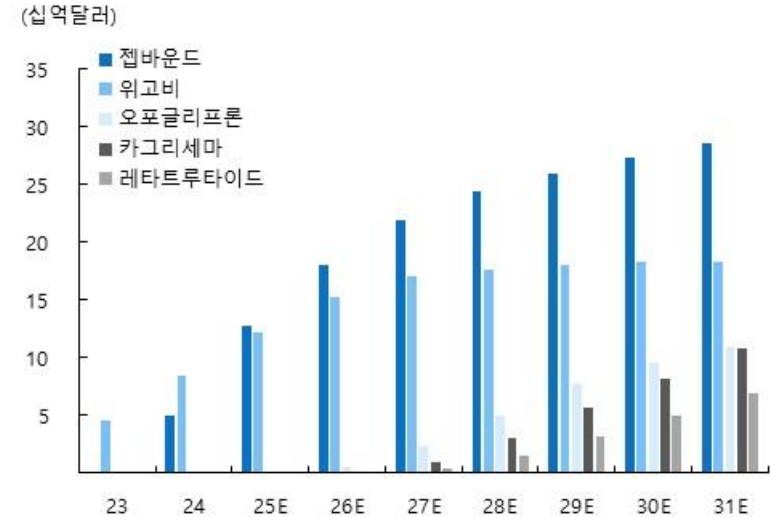
- 치료제와 플랫폼 사이에서 치료제를 바라보는 시각이 더욱 집중되는 2026년 전망. GLP-1 기반 다중 작용제 및 새로운 기전의 후보물질들이 개발 중인 상황에서 임상 이벤트 주목할 필요성 존재
- 상반기 중 비만치료제 파이프라인 유망 후보물질들의 탑라인 결과를 확인할 수 있을 것으로 예상. 주목하는 파이프라인은 일라이 릴리가 개발중인 레타트루타이드와 오포글리프론, 베링거인겔하임과 질랜드파마가 개발 중인 서보두타이드 및 멧세라가 개발 중인 MET-097i
  - 레타트루타이드(Eli Lilly); 삼중 작용제. 현재 임상 3상 진행 중. 2상에서 48주간 평균 체중감소율 8mg과 12mg에서 각각 23%, 24% 기록
  - 오포글리프론(Eli Lilly); 경구용 비만치료제. 72주간 진행한 다국적 임상 3상에서 평균 11%의 체중 감소 효과 확인. 2026년 허가신청 계획
  - 서보두타이드(Boehringer Ingelheim & Zealand Pharma); 이중 작용제. 46주간 투여 결과 최고 용량군에서 평균 15% 체중감소 확인
  - MET-097i(Metsera); 월1회 투여. 현재 임상 2b상 진행 중이며, 2a상에서 12주간 투여 결과 최고 용량군에서 위약 대비 11% 체중감소 확인

<그림> 비만 시장규모 추이



자료 : Globaldata, iM증권 리서치본부

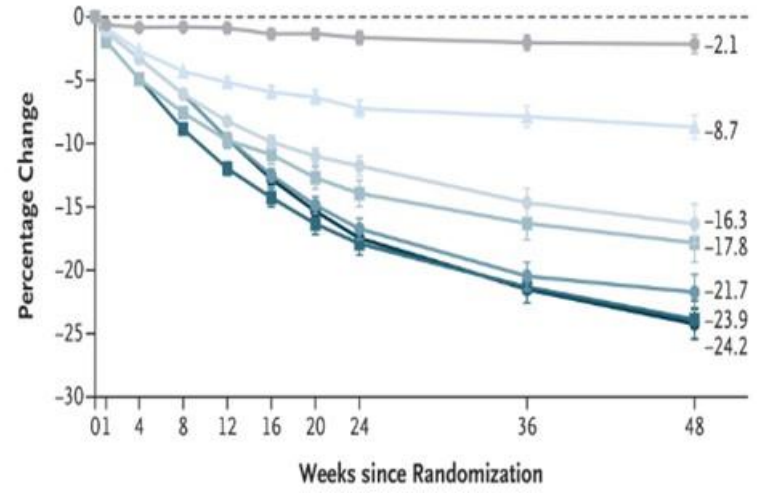
<그림> 주요제품 매출 추이 및 전망



자료 : Globaldata, iM증권 리서치본부

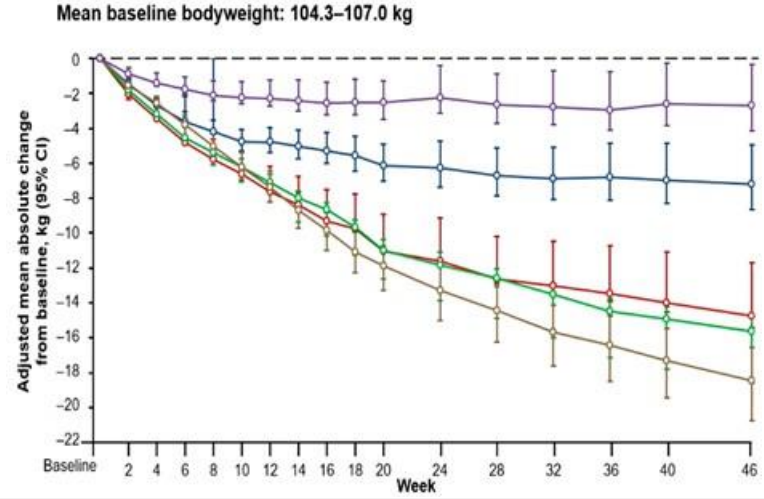
3) 2026년 R&D 주목 포인트; ① 비만

<그림> 레타트루타이드 용량별 체중 감소 결과



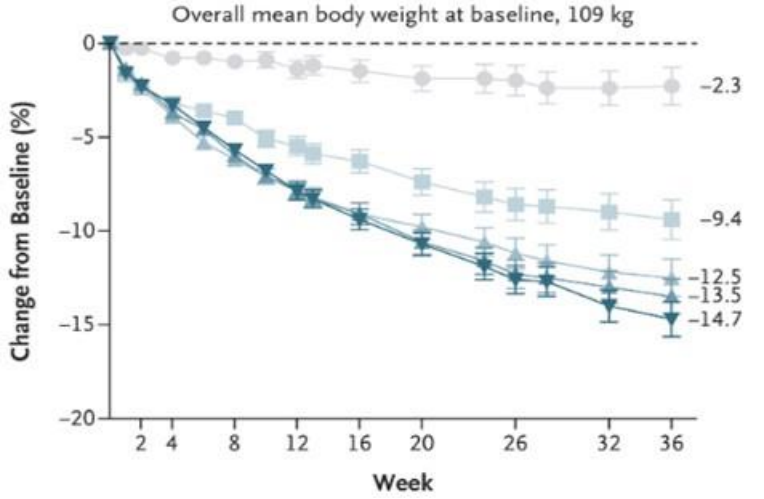
자료 : NEJM, iM증권 리서치본부

<그림> 서보두타이드 용량별 체중 감소 결과



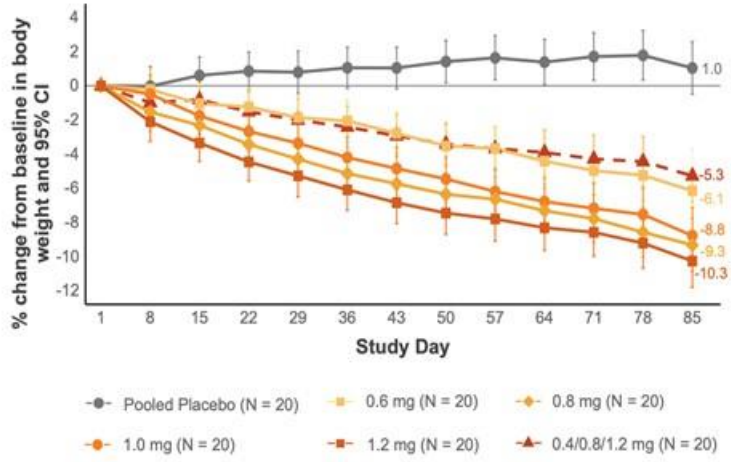
자료 : EASD, iM증권 리서치본부

<그림> 오포글리프론 용량별 체중 감소 효과



자료 : NEJM, iM증권 리서치본부

<그림> MET-097i 용량별 체중 감소 결과

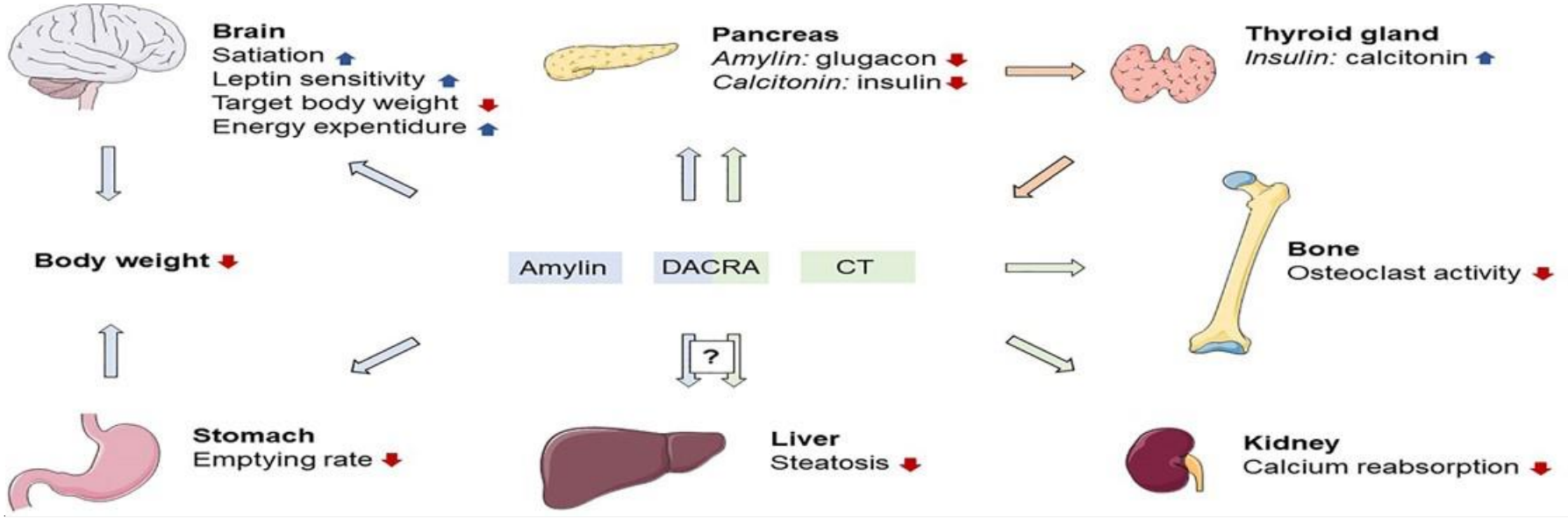


자료 : Metsera, iM증권 리서치본부

3) 2026년 R&D 주목 포인트; ① 비만

- Non-GLP-1 기반의 비만치료제도 개발이 활발하게 진행 중이며, GLP-1 기반으로 개발 중이나 근육량 증가+체중감소와 같이 이전 치료제가 시도하지 않았던 형태의 체중 감소를 추구하는 후보물질도 초기 단계이지만 주목받는 상황. 초기라는 점에서 유의미한 성과를 보여준다면 글로벌 기업과의 계약 기대감은 올라갈 수 있을 것으로 판단
- 주목하는 파이프라인은 질랜드파마의 페트렐린타이드, 노보 노디스크의 카그릴린타이드, 구브라의 GUB-UCN2, 한미약품의 HM17321 주목
  - 페트렐린타이드(Zealand Pharma); 아밀린 수용체 작용제. 로슈와 공동개발 중으로 2026년 상반기 중 2상 탑라인 결과 발표할 것으로 예상
  - 카그릴린타이드(Novo Nordisk); 아밀린 수용체 작용제. 진행 중인 임상 3상에서 68주간 투여 기준 12%의 체중감소 발표
  - GUB-UCN2(Gubra); UCN2(Urocotin 2) 타겟. 위고비와 병용 시 체중 감소+근육량 감소를 줄이는 효과 발생했음을 확인
  - HM17321(한미약품); UCN2 타겟. 단독요법에서 지방 감소, 근육량 증가 효과 확인. 올해 하반기 임상 1상 진입 예정

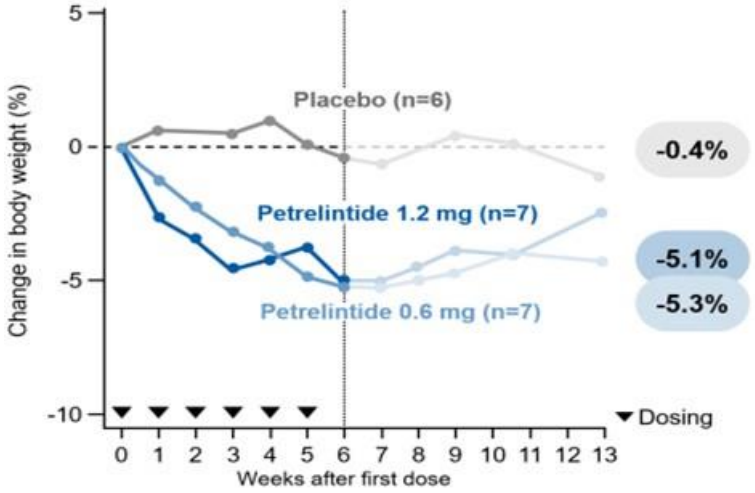
<그림> 주요 Non-GLP-1 기전 중 하나인 아밀린 수용체 타겟 시 기관별 예상 효과. 식욕 억제 + 위에서 장으로 음식을 보내는 속도를 저하시켜 체중 감소 발생



자료 : Frontiers, iM증권 리서치본부

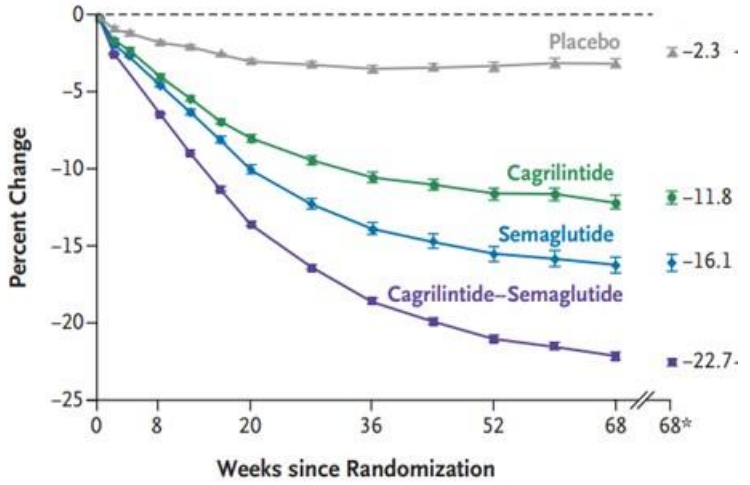
3) 2026년 R&D 주목 포인트; ① 비만

<그림> 페트렐린타이드 임상 1b상 MAD 16주차 탑라인 결과



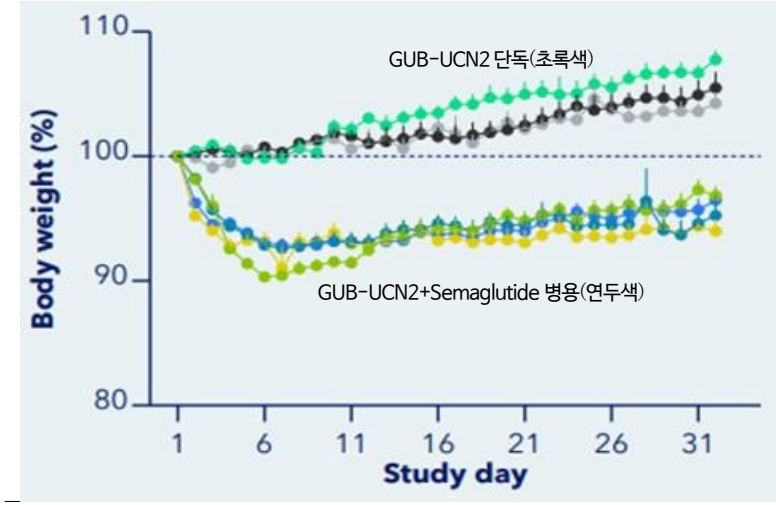
자료 : Zealand Pharma, iM증권 리서치본부

<그림> 카그릴린타이드+세마글루타이드 임상 3a상 체중감소 데이터



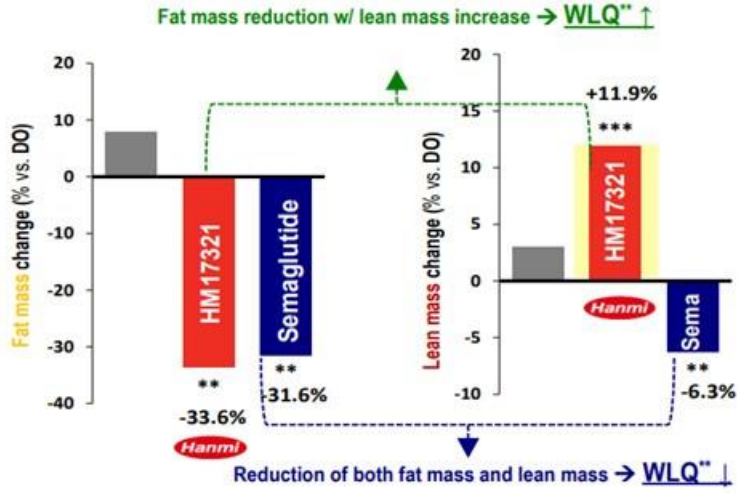
자료 : NEJM, iM증권 리서치본부

<그림> GUB-UCN2 체중 감소 효과



자료 : Gubra, iM증권 리서치본부

<그림> HM17321의 체지방 및 근육량 감소 효과

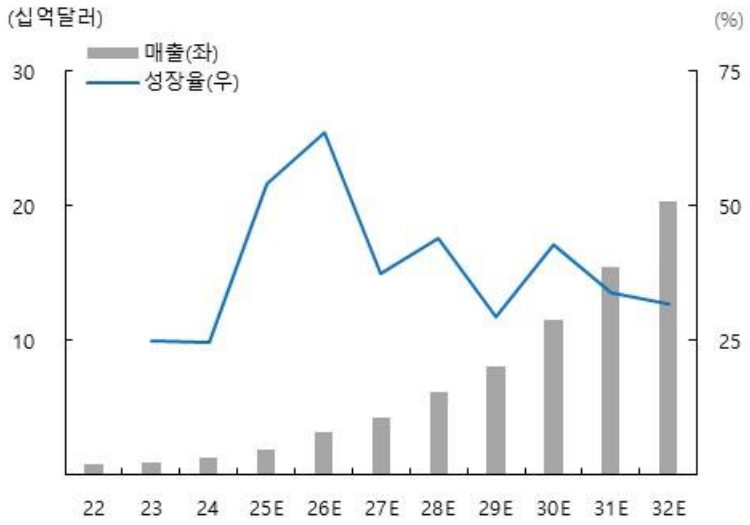


자료 : Obesityweek, iM증권 리서치본부

3) 2026년 R&D 주목 포인트; ① 비만

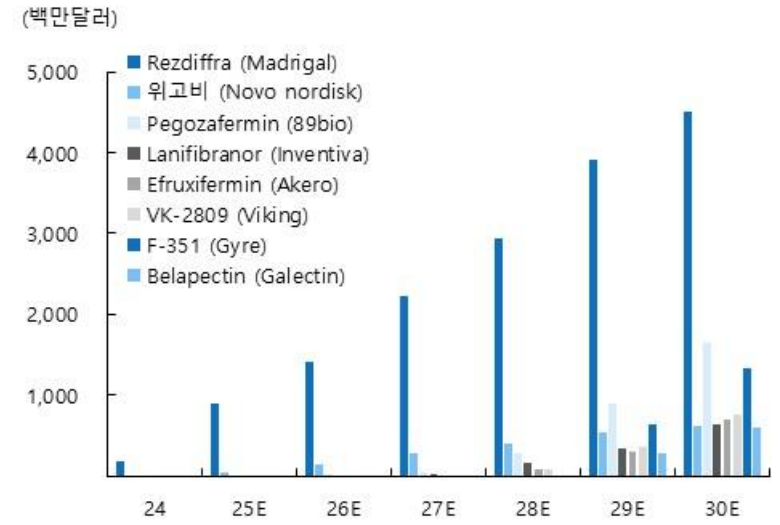
- MASH 역시 임상이 활발하게 일어나는 분야로 2026년 중 유의미한 임상 모멘텀이 존재하는 시장으로 판단. 현재 MASH 적응증을 대상으로 FDA 허가를 획득한 제품은 2종(마드리갈의 Rezdiffra, 노보 노디스크의 Wegovy). Globaldata 기준 2030년 미국 시장규모는 약 100억달러(14조원)
- 상기 허가제품을 제외한 대부분의 임상 중인 파이프라인은 2028년 이후 출시가 예상되는 상황. 2가지 포인트에서 주목할만한 파이프라인 제시
  - 후기 임상을 진행 중인 국내 파이프라인에서의 성과; 한미약품의 MASH 파이프라인 2종(에피노페그듀타이드, 에포시페그트루타이드)
    - 에포시페그트루타이드는 MASH 환자를 대상으로 임상 2b상 진행 중
    - 에피노페그듀타이드는 MSD에 기술이전한 MASH 후보물질로 임상 2b상 진행 중
  - 초기 우수한 데이터를 증명한 에셋의 라이센싱 가능성; 테라시드바이오사이언스의 TB-840
    - TB-840은 1상에서 중대한 이상반응 없었고, 기전 자체가 기존 치료제와 크게 겹치지 않는다는 점을 주목

<그림> MASH 시장 규모 추이



자료 : Globaldata, iM증권 리서치본부
주) 주요 7개국 기준(미국, 프랑스, 독일, 이탈리아, 스페인, 영국, 일본)

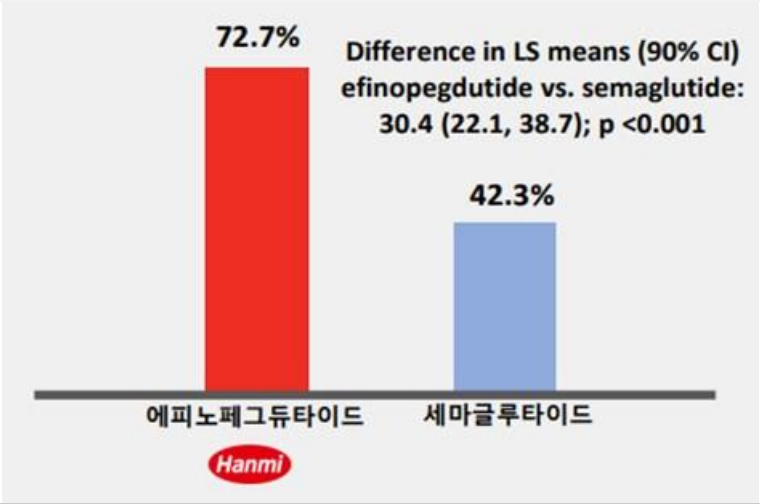
<그림> 주요제품 매출 추이 및 전망



자료 : Globaldata, iM증권 리서치본부

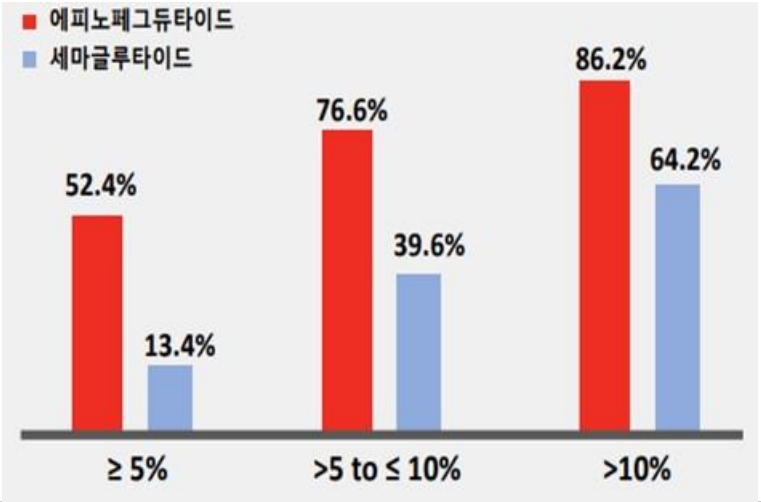
3) 2026년 R&D 주목 포인트; ① 비만

<그림> 에피노페그듀타이드 지방간 감소율 데이터



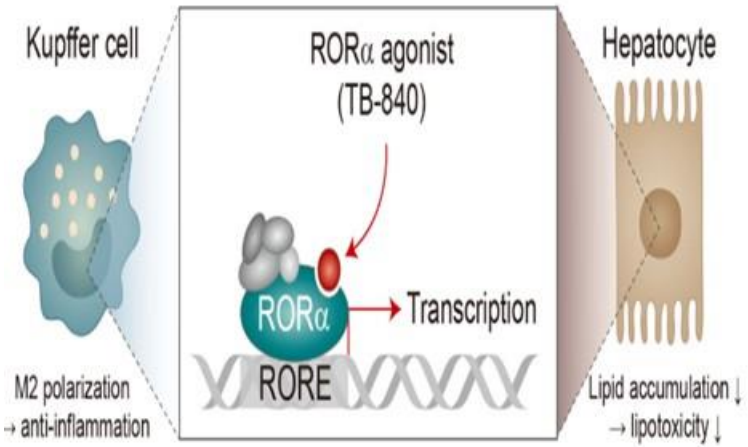
자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<그림> 에피노페그듀타이드 체중 감소 데이터



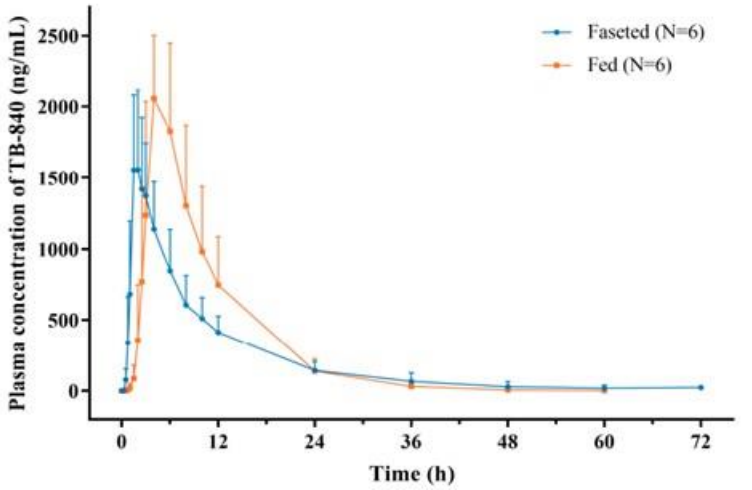
자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<그림> TB-840 작용기전. 전사 과정에 관여해 간세포 지방축척 억제



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<그림> TB-840 임상 1상 약동학 데이터

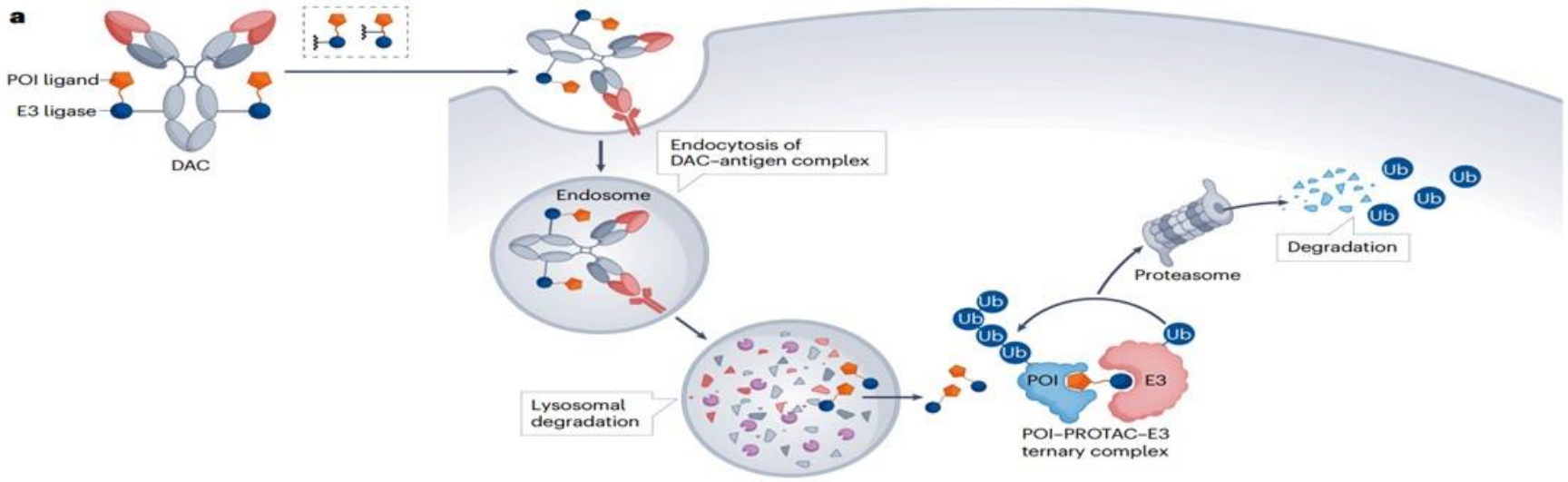


자료 : Life 2025, iM증권 리서치본부

3) 2026년 R&D 주목 포인트; ② DAC(Degrader Antibody Conjugate)

- DAC는 차세대 ADC 플랫폼으로 단백질분해유도제(Degrader)를 페이로드로 활용하는 형태의 ADC. 종양세포 내 표적 단백질을 직접적으로 파괴해 기존 ADC 대비 근본적 치료 가능성을 제시
- 단백질분해유도제의 특성 상 반복적 분해가 가능하기에 저용량으로도 항암 효과를 기대할 수 있음. 또한 기존 페이로드가 타겟하지 못했던 단백질에 대한 접근도 가능하다는 점에서 타겟 확장 가능성도 존재
- 임상 검증 단계에 있어 단백질분해유도제 자체의 임상적 성과가 선행되어야 하는 상황. 지난 3월 PROTAC 임상의 선두주자 격이었던 Arvinas는 Vepdegestrant의 임상 3상 결과 발표했으나 전체 환자군에서 유의미한 개선을 보여주지 못했으며, 9월 해당 에셋의 상업화 권리를 제3자에게 라이선스아웃한다고 발표. FDA는 Vepdegestrant의 NDA 신청을 수락했으며 PDUFA는 2026년 6월 5일로 결정됨
- 국내에서는 오름테라퓨틱이 DAC 플랫폼 개발 중이며 리드 파이프라인 2026년 중 IND 신청 예정. BMS로 기술이전한 에셋은 2024년 환자 등록을 시작한 이후 현재까지 모집 중인 것으로 파악되며 BMS가 학회 등을 통해 중간 결과 형태로 데이터를 발표할 수 있는 가능성 존재

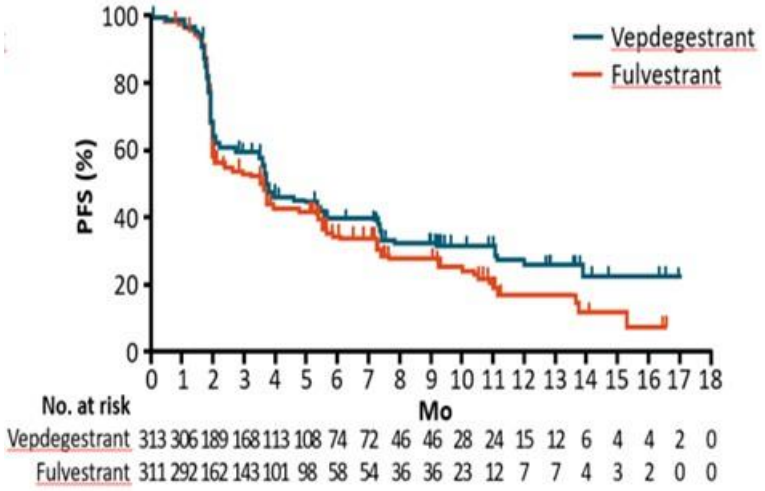
<그림> DAC 작용기전. 내부화 이후 Degrader 방출되어 표적단백질 유비퀴틴화 및 분해



자료 : Tsuchikama et al., 2024, iM증권 리서치본부

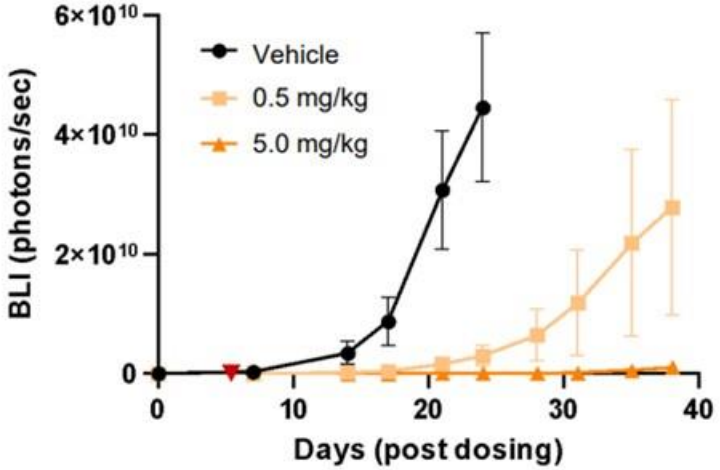
3) 2026년 R&D 주목 포인트; ② DAC(Degrader Antibody Conjugate)

<그림> ARV-471 임상 3상 전체 환자군 대상 PFS 데이터



자료 : Arvinas, iM증권 리서치본부

<그림> ORM-1153 마우스 모델에서의 항암 효과



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<그림> 오름테라퓨틱 주요 파이프라인 개발 스케줄

자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

Ⅳ. 투자 전략

1) 투자 전략; 투자의견 상향의 근거

- 업종의견 Overweight으로 상향. 기존 Netural 제시의 근거는 크게 2가지. ① 올해 하반기에도 관세/약가인하 등의 업종에 상존하는 불확실성이 해소되지 않을 것이며, ② 중국의 R&D 경쟁력이 괄목할 수준으로 올라오는 상황에서 국내의 경쟁력이 감소할 가능성이 있다고 판단. 현 시점에서 상기 근거에 대한 리스크가 해소되었다고 생각하기에 업종에 대한 투자의견을 상향하기로 결정

- 결론적으로 관세에 대한 리스크는 해소되었다고 판단. 상한선이 설정됨에 따라 수익성이 일부 감소할 가능성은 있으나 품목에 대한 구체적 가이드가 부재하는 상황. 향후 발표되는 제네릭 외 바이오의약품 관련 관세가 어느 수준으로 설정이 되는지를 지켜볼 필요성 존재. 기대되는 포인트는 제네릭 범위에 바이오시밀러가 포함되는 것. 컨셉 자체는 제네릭과 바이오시밀러 간 차이가 크지 않기에 무관세 품목으로 포함될 가능성은 충분하다 판단

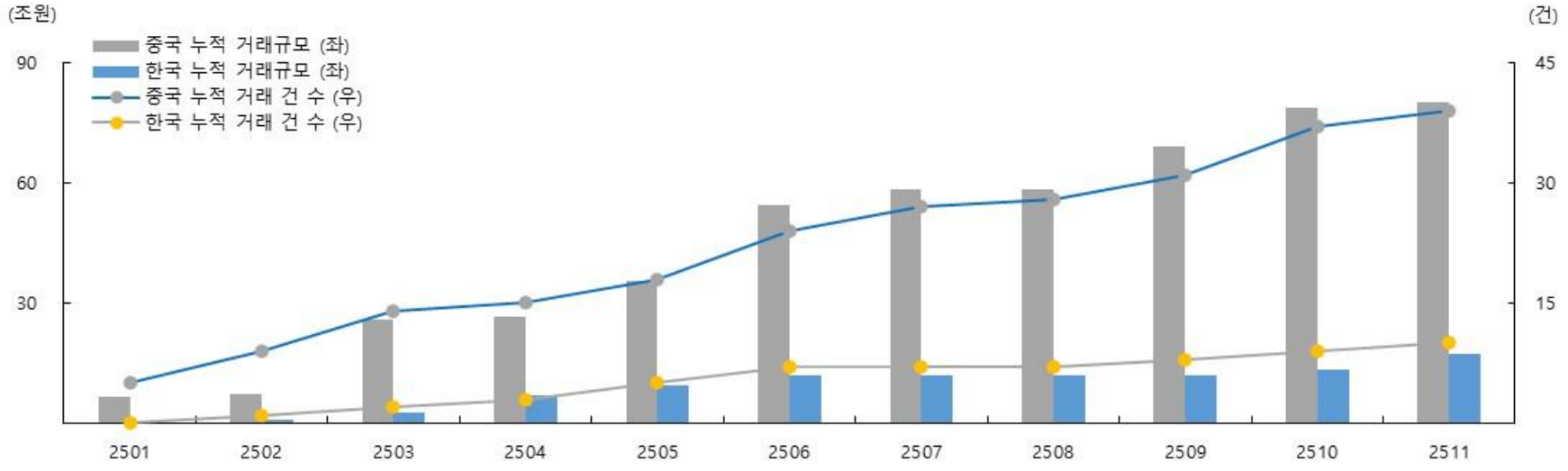
- 약가 인하 역시 대략적인 방향성은 정해졌다고 생각. 관세를 면제해준다는 조건으로 제약사들과의 합의가 진행되고 있음. 또한 메디케이드, 메디케어 내 등재된 의약품 가격을 인하하고 PBM 등 중간과정을 거치지 않고 직접 판매하는 TrumpRx 등 새로운 유통 구조가 만들어질 것이 예상되어짐. 장기적으로 미국 중심의 생산 체계로 재편되는 것은 부정할 수 없으나 단기적으로는 생산시설 관련 노이즈는 크지 않을 것으로 예상, 생물보안법의 재추진에 따라 국내 CDMO 기업의 반사수혜 가능할 것으로 판단

- 2026년 약가 인하가 본격적으로 진행되었을 때 플랫폼을 보유한 바이오텍 역시 글로벌 제약사들과의 기술이전에 대한 기대감을 가져볼 수 있을 것. 수익성 측면에서 개발비용은 변화가 없지만 향후 기대매출에서의 감소가 예상되는 상황이기에 이익 개선을 위해서 현재 추세보다 더욱 공격적으로 글로벌 제약사들의 투자는 이뤄질 것으로 예측

1) 투자 전략; 투자의견 상향의 근거

- 2025년 중국의 라이선싱계약 관련 총 계약규모 합산액은 약 80조원으로 동기간 한국 소재 기업의 라이선싱계약 총 규모 18조원 대비 규모에서는 우위를 보였으나 건수 대비 평균 계약 규모는 유사한 수준임을 확인. 중국이 한국보다 우위라는 접근보다는 노동 집약적인 산업의 측면에서 절대적 노동력의 차이에서 유래되는 것으로 판단하는 것이 적합. 중국 약 200만명(CEIC, 2024년말 기준), 한국 약 15만명(KHIDI, 2025년 2분기 기준)
- 국내 라이센싱 계약의 특징이라면 자체 플랫폼의 경쟁력이 있는 기업들이 선택을 받았다는 것. 특히 큰 규모로 계약을 체결한 에이비엘바이오는 4월, 11월에 발생한 라이센싱 계약 모두 그랩바디-B 플랫폼이었음. 그 외에도 거래를 체결한 알테오젠은 SC제형에 대한 독자적 플랫폼에 강점이 있으며 비상장이지만 빅파마와 계약을 체결했던 알지노믹스와 에임드바이오는 각각 RNA 편집 플랫폼과 정밀항체 기반 ADC 개발 플랫폼을 가지고 있음
- 기술이전의 시점이나 규모에 대해서 예측은 어려우나, 가능성이 있는 기업들에 대한 관심을 가지는 전략은 2026년에도 유효할 것으로 판단. 주요 모달리티/컨셉별 플랫폼 및 강점이 있다고 판단되는 기업은 아래와 같음
  - 모달리티; (ADC) 리가켐바이오, 인투셀, 오름테라퓨틱 / (이중항체) 에이비엘바이오, 와이바이오로직스 / (CGT) 앱클론
  - 컨셉; (비만) 한미약품, 디앤디파마텍(Metsera), 올릭스 / (의료AI) 프로티나, 쓰리빌리언

<그림> 2025년 중국, 한국의 라이선싱 계약 규모 및 건수



자료 : iM증권 리서치본부

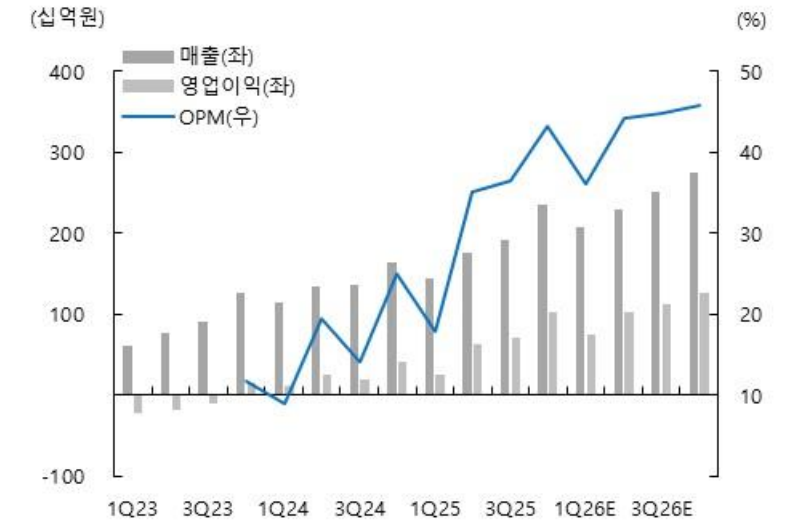
2) 신규 커버리지 종목 및 Top picks 소개

- SK바이오팜, 대웅제약, 녹십자, 종근당, 동아에스티 및 HK이노엔에 대한 커버리지 개시. 코스피 제약/바이오 업종의 반등 국면에서 실적 성장의 가능성이 높다는 점, R&D 파이프라인에서 기대감이 있다는 공통점을 보유. Top pick은 SK바이오팜이며, 대웅제약을 관심종목으로 제시

- SK바이오팜은 미국 내 직판 체계를 구축함에 따라 원가율이 한자릿수대라는 점, 엑스코프리라는 제품만으로도 매출 성장이 2026년에도 지속될 수 있다는 것과 향후 추가적인 상업화 제품 라인업 구축에 따른 외형 성장이 유지될 수 있다는 점을 주목. 특히 엑스코프리는 이미 점유율 1위 제품인 Vimpat의 제네릭 버전이 출시되었음에도 처방량이 증가하고 있는 상황이며, 2027년 출시가 예상되는 Xenon의 아제투칼너가 차기 경쟁제품으로 출시될 예정이나 견고한 매출 성장을 유지할 것으로 기대

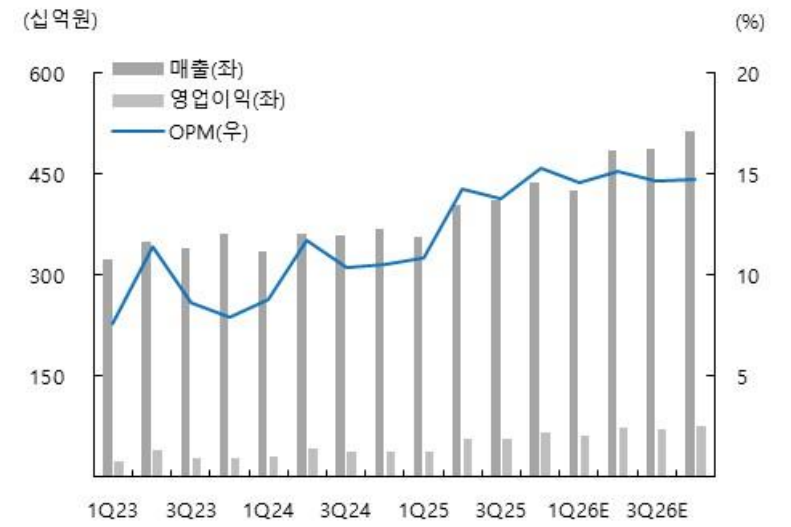
- 대웅제약은 나보타/펙수클루/디지털헬스케어의 3가지 축에서의 성장이 기대됨. 나보타는 국내 소송에 대한 리스크가 있는 상황이지만 에볼루스가 판매 중인 미국 지역에서의 성장 가능성이 여전히 남아있는 상황. 펙수클루 역시 국내/외 적응증 확대 순조롭게 진행되고 있으며 P-CAB 제품 간의 경쟁심화보다는 시장 자체가 커지는 것을 주목. 디지털헬스케어 영역은 씨어스테크놀로지와 국내 판매 계약을 맺고 영업활동을 동사가 담당 중이며, 씨어스의 매출 성장 추세가 가파르게 증가하고 있다는 점에서 향후 동사의 기업가치에도 해당 분야가 반영을 해줄 것으로 기대

<그림> SK바이오팜 분기별 실적 추이 및 전망



자료 : iM증권 리서치본부

<그림> 대웅제약 분기별 실적 추이 및 전망



자료 : iM증권 리서치본부

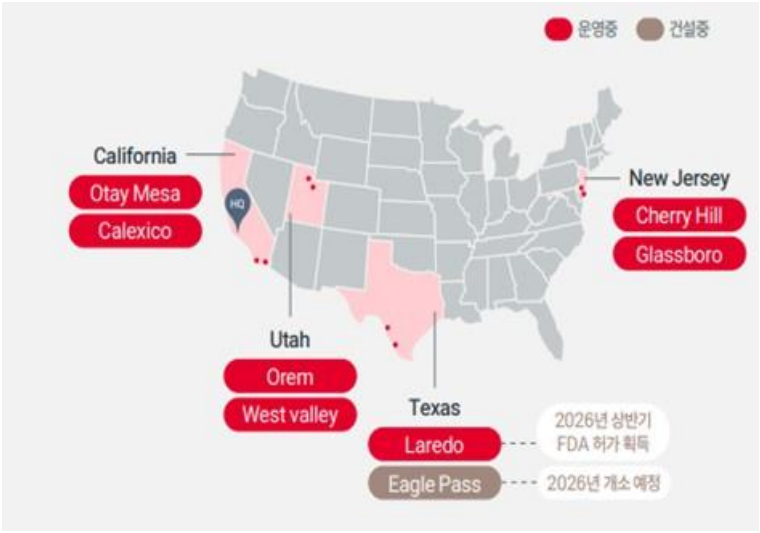
2) 신규 커버리지 종목 및 Top picks 소개

- 녹십자는 미국에서 판매 중인 알리글로의 성장성을 주목. 수요 대비 공급이 큰 혈액제제의 특성 상 미국 시장에서의 성장성은 충분하다고 판단되며 자회사인 ABO홀딩스를 통해 미국에서 생산되는 혈장을 기반으로 수량의 대다수를 제조할 수 있다는 점에서 수익성도 장기적으로 개선될 여지 존재

- 종근당과 동아에스티는 '성장기조 유지 + 저평가되었던 R&D 파이프라인에서의 성과'가 기대되는 종목. 종근당은 2023년 노바티스에게 기술이전한 CKD-510이 최근 임상 2상단계에 진입한 상황이며 ADC, 바이오시밀러 분야에서 임상 관련 이벤트 발생할 것으로 기대. 동아에스티는 R&D 개발의 방향성이 변화 중인 상황으로 SK바이오팜의 세노바메이트에 대한 국내 허가를 최근 획득하는 등 검증된 에셋을 가져와 기여하는 방식으로 개선 중. 비만, 치매 등 다분야에서 임상 성과가 기대되는 파이프라인이 있어 결과를 지켜볼 필요성 있다고 판단

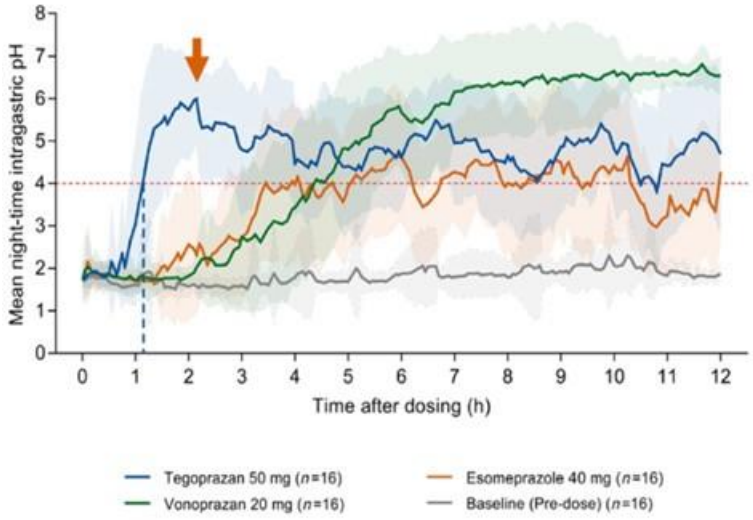
- HK이노엔은 케이캡의 글로벌 확장 가능성을 주목. 미국 임상 3상을 성공적으로 종료한 상황이며 올해말 신약 허가 신청 시 2026년 중 허가 가능성 존재. 유럽 지역은 현재 파트너사 선정 중인 상황으로 올해말~내년초 중 관련된 소식 발표할 것으로 기대. 글로벌 측면에서 PPI가 대부분의 점유율을 차지하고 있기에 편의성 측면에서 이점이 있는 P-CAB이 출시한다면 유의미한 점유율 가져올 수 있을 것으로 전망

<그림> ABO 홀딩스 혈장센터 확보 현황



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<그림> 주요 소화성궤양용제별 투여에 따른 pH 변화 추이



자료 : Current Gastroenterology Reports, iM증권 리서치본부

<그림> 제약/바이오 신규 커버리지 종목 2026 Outlook & Valuation 요약

(십억원)		1H26E	2H26E	Valuation	2026 Outlook
SK바이오팜	매출액	436.4	526.2	P/E	엑스코프리의 성장성이 단기적으로 지속될 수 있는 영업 환경 형성. 2028년 경쟁제품 출시 예정
(033780)	YoY %	36.1%	23.1%	31.1X	2nd 상업화 제품에 대한 협의는 순조롭게 진행 중이며, 계약 체결 시 동사의 외형 성장에 빠르게 기여할 수 있을 것으로 기대
	영업이익	176.4	238.9	P/B	RPT, CGT, TPD 3분야로 장기 성장 축을 설정해 파이프라인 개발 중이며 본격적인 TPD 임상은 26년 중 시작될 예정
	YoY %	101.5%	39.0%	8.9X	미국에서의 관세 관련 불확실성이 소거된 상황, 한자릿수대의 낮은 원가율 등 이익 개선의 추세가 장기 지속 가능한 상황
대웅제약	매출액	911.0	1,002.5	P/E	나보타/펙수클루의 해외 성장 가능성. 필러+톡신 번들링 전략에 따른 점유율 상승, 적응증 확대에 따른 추가 시장 확보 등
(097950)	YoY %	19.6%	18.0%	10.4X	씨어스테크놀로지 대비 디지털헬스케어 영역에서의 가치를 반영하지 않고 있는 현재 상황 주목
	영업이익	135.5	147.8	P/B	메디톡스와의 소송 관련 결과는 상반기 중 확인 가능할 것으로 예상
	YoY %	40.3%	19.2%	1.7X	P/E가 낮은 이유도 소송에 대한 우려가 반영된 것으로 판단, 본업에서의 실적 악화 요인은 크게 보이지 않음
녹십자	매출액	1,144.1	1,271.3	P/E	알리글로의 미국 성장성 주목. 수요 대비 공급 과잉인 혈액제제 시장에서의 유의미한 매출 상승 가능
(271560)	YoY %	29.4%	8.9%	32.5X	미국 내 혈장 기반으로 생산역량이 증대되는 상황. 관세, 원가 등 미국 내 소재지 기반 원료 생산으로 수익성 개선 기대
	영업이익	25.3	44.6	P/B	4분기 통상적으로 비용 일시 집행, 본 사업 매출 감소로 적자 기조 유지됐으나 26년 4분기부터 흑자 전환 가능 전망
	YoY %	-28.5%	118.7%	1.1X	
종근당	매출액	883.1	913.6	P/E	케이캡 코프로모션 종료 이후 신규 도입품목을 통한 빠른 매출 회복 확인. 2026년에는 이를 통한 외형 성장 가능성 높음
(007310)	YoY %	6.6%	6.2%	12.7X	높은 R&D 비용 대비 성과 측면에서 아쉽다는 측면을 만회할 이벤트 발생 기대. ADC, 비만 등 다수의 모달리티 개발 중
	영업이익	53.8	56.6	P/B	2026F P/E 13배로 주요 제약사의 26F 평균 P/E 27배 대비 저평가된 상황은 맞으나 R&D 이벤트가 선행되어야할 것
	YoY %	53.7%	27.0%	1.1X	
동아에스티	매출액	380.6	409.3	P/E	자큐보, 엑스코프리 등 도입제품에서의 매출 성장 주목
(004370)	YoY %	9.9%	8.1%	19.7X	비만, 치매, MASH 등 파이프라인에서의 R&D 모멘텀은 올해말부터 내년초까지 다수 존재
	영업이익	24.9	28.8	P/B	한미약품, 디앤디파마텍 등 비만치료제를 가진 기업에 대한 가치 리레이팅 일어났으나 상대적으로 소외된 상황을 주목
	YoY %	125.4%	21.3%	0.7X	
HK이노엔	매출액	555.0	580.4	P/E	케이캡 국내: 처방량 상승 추세 지속, P-CAB 제제의 시장점유율 상승에 따른 경쟁 심화효과 상쇄
(005300)	YoY %	8.7%	6.0%	19.1X	케이캡 해외: 완제품 수출국가 확대, 미국 NDA 제출에 대한 결과 확인, 유럽 파트너사 최종 발표
	영업이익	54.4	49.3	P/B	수액 사업부: 의료계 파업 관련 이벤트 소멸에 따른 전 제품 YoY 성장 예상
	YoY %	21.2%	-11.3%	1.0X	항암 사업부: 로슈 아바스틴 코프로모션 진행에 따른 외형 성장 가능

자료: iM증권 리서치본부

Ⅴ. 기업분석

SK바이오팜(326030)/Buy/목표주가 190,000원(신규)

대웅제약(069620)/Buy/목표주가 230,000원(신규)

녹십자(006280)/Buy/목표주가 200,000원(신규)

종근당(185750)/Buy/목표주가 120,000원(신규)

동아에스티(170900)/Buy/목표주가 70,000원(신규)

HK이노엔(195940)/Buy/목표주가 60,000원(신규)

SK바이오팜(326030)

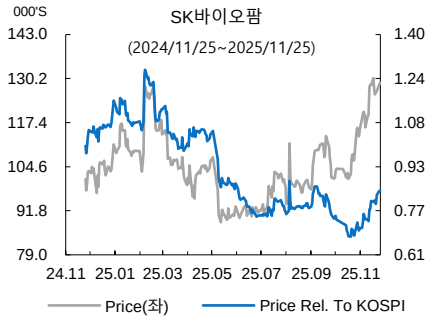
꺾이지 않을 성장

Buy(Initiatie)

목표주가(12M)	190,000원(신규)
종가(2025.11.25)	129,000원
상승여력	47.3 %

Stock Indicator	
자본금	39십억원
발행주식수	7,831만주
시가총액	10,102십억원
외국인지분율	12.2%
52주 주가	88,500~130,300원
60일평균거래량	246,644주
60일평균거래대금	28.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.1	28.4	43.7	27.8
상대수익률	23.3	8.2	-5.2	-24.4



[투자포인트]

■ 동사의 주요 제품인 엑스코프리의 성장성은 2026년에도 유지될 것으로 예상. 출시 이후 경쟁상황이 있었음에도 매출 상승 추세가 지속되는 상황이며 낮은 원가율, 미국 직판 체제 구축의 이점은 지속될 것으로 판단

■ 엑스코프리 외 기업가치 상승의 소재도 충분한 상황 .2nd 상업화 제품 순조롭게 협상 중이며, RPT/CGT/TPD 등 회사가 추구하는 새로운 모달리티에서의 성과도 기대해볼 수 있음

[실적 추정]

■ 2026년 연간 매출 및 영업이익을 9,626억원(YoY +28.6%), 4,154억원(YoY +60.1%, OPM 43.1%) 제시. 흑자 전환 이후 성장 추세를 유지 중. 미국 내 관세 관련 리스크가 어느정도 해소된 상황에서 낮은 원가율과 처방량 상승 추세가 유지된다는 점이 동사의 성장을 가속화시켜줄 요인

[목표주가 19만원으로 커버리지 개시]

■ DCF 밸류에이션을 적용해 산출한 동사의 기업가치는 약 15조원. Terminal growth는 3%로 설정. 엑스코프리의 경쟁 상황은 현재 상황 대비 유사하거나 크지 않다고 판단. 현재 기업가치에 산출된 항목에 RPT, 신규 상업화 제품은 포함하지 않았다는 것과 엑스코프리 미국 외 지역에 대한 반영을 하지 않았다는 점을 주목. 기업가치를 추가적으로 상승시킬 소재는 여전히 충분

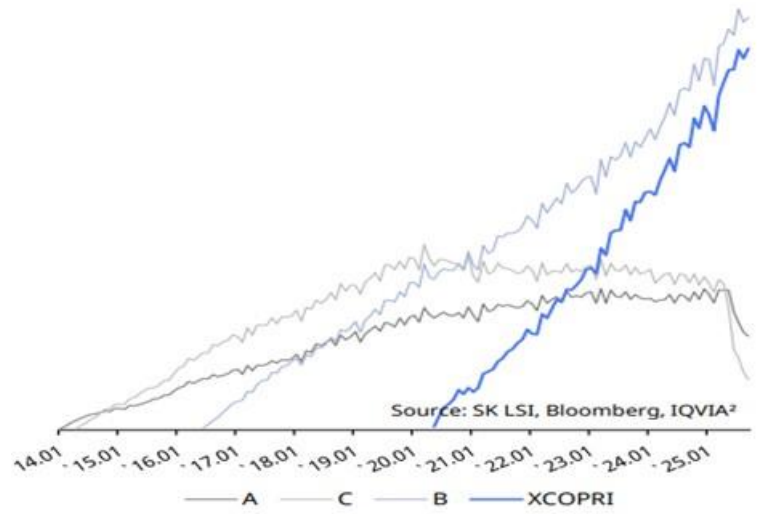
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	548	748	963	1,088
영업이익(십억원)	96	260	415	471
순이익(십억원)	241	214	325	372
EPS(원)	3,074	2,737	4,154	4,753
BPS(원)	6,975	10,045	14,531	19,617
PER(배)	36.1	47.1	31.1	27.1
PBR(배)	15.9	12.8	8.9	6.6
ROE(%)	58.0	32.2	33.8	27.8
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	75.0	35.2	22.6	19.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

투자 포인트 ① 엑스코프리, 여전히 성장 중

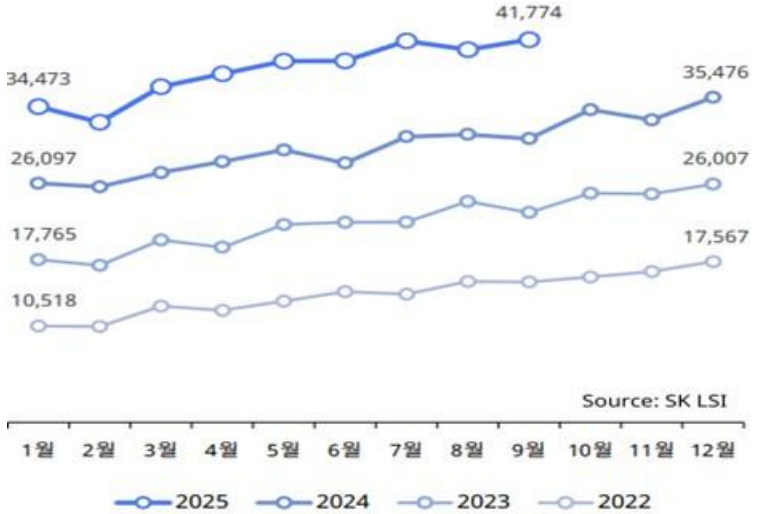
- 동사의 주요 제품인 뇌전증치료제 엑스코프리의 매출 성장 추세는 2026년에도 유지될 것으로 전망
- Small molecule 기반 제품이라는 점과 미국 내 직판 체제를 구축함에 따라 원가율 한자릿수대는 유지될 것으로 판단
- 2022년부터 경쟁제품의 제네릭 출시 등 경쟁상황 존재했으나 매출과 처방량 모두 우상향하는 상황이 지속되고 있음. 2028년 중 제논의 신규 경쟁 제품이 출시 예상되나 통계적 유의성 측면에서 엑스코프리의 약효가 더 좋았다고 판단하여 현 시점에서는 경쟁에 대한 리스크 크지 않다고 판단
- 2025년 엑스코프리 미국 매출은 약 6,800억원에 달할 것으로 전망하며 2028년 단일제품 미국 매출만으로 1조원 달성 가능할 것으로 예상

<그림> 경쟁 신약 TRx 추이



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<그림> 엑스코프리 월별 TRx 추이

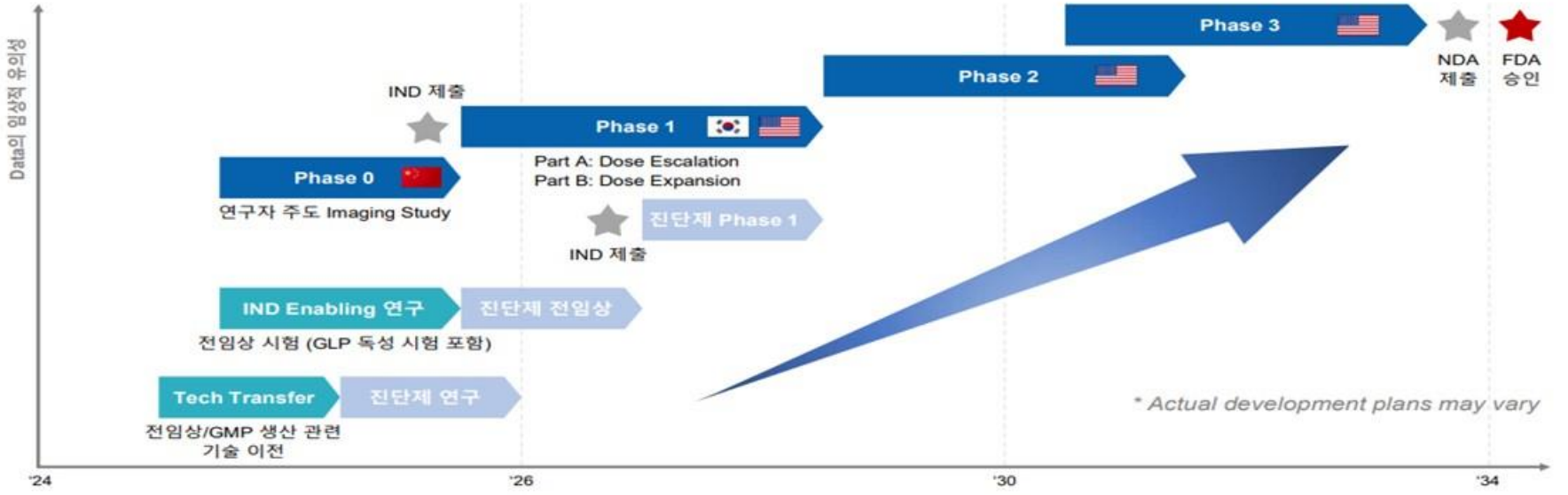


자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

투자 포인트 ② 기업가치 상승의 소재는 충분

- 기업가치를 추가적으로 상승시킬 수 있는 소재는 크게 2nd product도입과 파이프라인 이벤트로 판단
- 두번째 상업화 물질 도입 관련하여 소통했던 계획 대비 시간이 더 소요되는 상황은 맞지만 차질이 생긴 것은 아닌 상황으로 확인. 물질 인수를 위한 가격 협상이 진행 중이며 계약 이후 빠르게 매출에 기여할 수 있을 것으로 기대
- 파이프라인에서는 RPT 및 TPD 분야에서 적극적인 행보를 보여주고 있음. 홍콩 소재의 Full-life사의 RPT 후보물질을 라이선싱인해 확보한 SKL35501은 현재 전임상 진행 중이며 연내 1상 IND 제출 후 2026년부터 본격적인 임상에 진입할 것으로 예상. 원료 공급 측면에서도 2022년 TerraPower에 약 3천억원 투자를 진행했고, 공급계약을 2024년 8월 추가로 체결함에 따라 아시아 4개국 독점 공급 협상권을 확보한 상황
- 세노바메이트는 11월 국내에서 신약으로 허가 획득. 국내 판권은 동아에스티가 보유. 일본/중국 등 추가 허가에 대한 기대감 존재하는 상황. 일본은 오노약품이 파트너사로 9월말 NDA를 제출했으며 중국은 2024년 12월 NDA 제출했으나 허가 관련 소식은 나오지 않았음. 보수적으로 2025년말~2026년 상반기 중 관련 소식 나올 것으로 예상

<그림> SKL35501 개발 계획

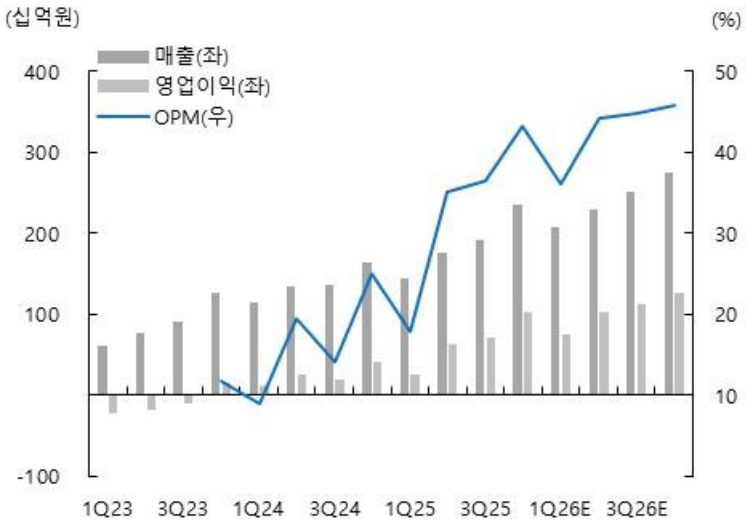


자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

실적 추정 및 Valuation

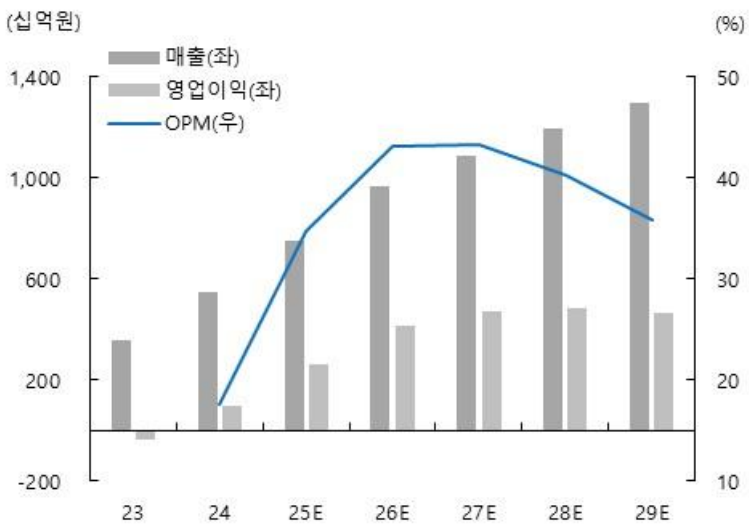
- 2026년 동사의 연간 매출 및 영업이익을 9,626억원(YoY +28.6%), 4,154억원(YoY +60.1%, OPM 43.1%) 제시
- 2023년 4분기 흑자 전환 이후 성장 추세를 유지 중인 상황. 직판체제를 구축함에 따른 낮은 원가율과 엑스코프리의 처방량 상승 추세가 유지되고 있음에 기인
- 2026년에도 외형 성장의 그림은 이전과 유사함. 엑스코프리에서는 미국 내 처방량 상승에 따른 성장, 판매지역 확대에 따른 로열티 수익의 증가를 기대해볼 수 있음. 엑스코프리 외 2nd 상업화 제품의 매출이 인식되는 시점부터 US 마케팅 플랫폼 레버리징으로 성장 가속화가 가능할 것으로 기대

<그림> SK바이오팜 분기별 실적 추이 및 전망



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<그림> SK바이오팜 연간 실적 추이 및 전망



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

실적 추정 및 Valuation

- DCF 밸류에이션을 적용해 산출한 동사의 기업가치는 약 15조원. Terminal growth는 3%로 설정. 엑스코프리의 경쟁 상황은 현재 상황 대비 유사하거나 크지 않다고 판단

- 목표주가 산출에서 주목할 포인트는 현재 기업가치에 산출된 항목에 RPT, 신규 상업화 제품은 포함하지 않았다는 것과 엑스코프리 미국 외 지역에 대한 반영을 하지 않았다는 점. 아시아(한국, 일본, 중국)에서의 허가 이후 실적 추이 및 엑스코프리 외 파이프라인에서의 성과가 증명된다면 기업 가치를 상승시킬 여력은 충분히 남아있는 상황으로 해석

<그림> SK바이오팜 DCF 밸류에이션

(십억원, %, 천개, 원)		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Operating EBIT		260	415	471	480	462
NOPLAT		241	329	374	381	368
FCF		153	222	308	323	306
Terminal growth	3%					
PV of Forecasted FCFF		1,171				
PV of Terminal Value		13,551				
Operating Value of FCFF		14,723				
영업 외 손익		112				
기업가치		14,835				
주식 수		78,313				
목표주가		**190,000**				

자료 : iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	651	928	1,288	1,697
현금 및 현금성자산	323	484	720	1,048
단기금융자산	2	2	2	3
매출채권	182	247	316	356
재고자산	112	153	196	222
비유동자산	385	336	297	262
유형자산	12	2	0	0
무형자산	33	25	19	14
자산총계	1,037	1,264	1,586	1,958
유동부채	396	405	414	424
매입채무	3	5	6	7
단기차입금	50	50	50	50
유동성장기부채	108	108	108	108
비유동부채	67	67	67	67
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	463	472	481	491
지배주주지분	546	787	1,138	1,536
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085
이익잉여금	-622	-407	-82	290
기타자본항목	44	70	96	122
비지배주주지분	28	5	-33	-68
자본총계	574	792	1,105	1,468

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	548	748	963	1,088
증가율(%)	54.3	36.6	28.6	13.0
매출원가	43	40	43	43
매출총이익	504	709	919	1,045
판매비와관리비	408	449	504	574
연구개발비	161	167	171	183
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	96	260	415	471
증가율(%)	흑전	169.4	60.0	13.4
영업이익률(%)	17.6	34.7	43.1	43.3
이자수익	10	15	23	33
이자비용	11	11	11	11
지분법이익(손실)	-31	-31	-31	-31
기타영업외손익	1	-5	-5	-4
세전계속사업이익	73	207	361	425
법인세비용	-154	14	75	88
세전계속이익률(%)	13.3	27.6	37.5	39.1
당기순이익	227	192	286	337
순이익률(%)	41.4	25.7	29.8	31.0
지배주주귀속 순이익	241	214	325	372
기타포괄이익	26	26	26	26
총포괄이익	253	218	312	363
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	95	-17	58	150
당기순이익	227	192	286	337
유형자산감가상각비	11	10	2	0
무형자산상각비	6	8	6	4
지분법관련손실(이익)	-31	-31	-31	-31
투자활동 현금흐름	-11	20	20	20
유형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-11	-	-	-
금융상품의 증감	-19	-	-	-
재무활동 현금흐름	-4	-4	-4	-4
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	83	161	236	328
기초현금및현금성자산	240	323	484	720
기말현금및현금성자산	323	484	720	1,048

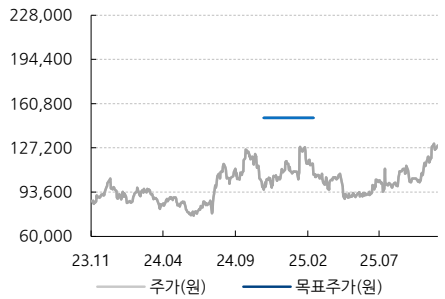
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	3,074	2,737	4,154	4,753
BPS	6,975	10,045	14,531	19,617
CFPS	3,297	2,966	4,249	4,812
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	36.1	47.1	31.1	27.1
PBR	15.9	12.8	8.9	6.6
PCR	33.7	43.5	30.4	26.8
EV/EBITDA	75.0	35.2	22.6	19.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	58.0	32.2	33.8	27.8
EBITDA이익률	20.8	37.1	43.9	43.7
부채비율	80.6	59.5	43.5	33.4
순부채비율	-29.0	-41.4	-51.1	-60.8
매출채권회전율(x)	3.6	3.5	3.4	3.2
재고자산회전율(x)	5.1	5.7	5.5	5.2

자료 : SK바이오팜, iM증권 리서치본부

SK바이오팜 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-11-22	Buy	150,000	-26.2%	-14.7%
2025-03-10	NR			
2025-11-26	Buy	190,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급-공시 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%

대웅제약(069620)

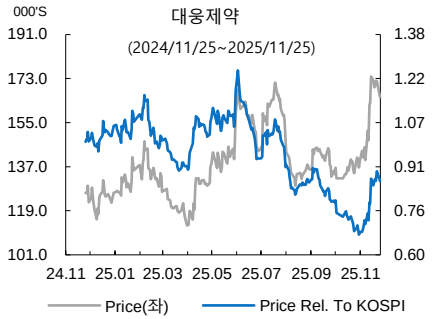
슬슬 보시는게 좋아보여요

Buy(Initiate)

목표주가(12M)	230,000원(신규)
종가(2025.11.25)	165,400원
상승여력	39.1 %

Stock Indicator	
자본금	29십억원
발행주식수	1,159만주
시가총액	1,916십억원
외국인지분율	12.1%
52주 주가	113,000~173,800원
60일평균거래량	49,672주
60일평균거래대금	7.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	23.2	22.0	17.3	31.0
상대수익률	25.3	1.8	-31.5	-21.3



[투자포인트]

■ 나보타와 펙수클루를 필두로 한 해외 성장 기대. 나보타는 미국에서의 필러+톡신 번들링 전략을 통한 점유율 확보 및 판매 국가 확장 모멘텀, 펙수클루는 적응증 확대 및 판매 채널 확대를 통한 약가 인하 리스크 해소 가능

■ 디지털 헬스케어 분야에서의 리레이팅 가능성 존재. 올해 3분기부터 관련 매출이 발생 중이며 국내 병상 수 확대 속도가 가파르게 상승 중인 상황에서 씨어스테크놀로지 대비 동사가 디지털 헬스케어 사업을 통해 부여받는 사업부 가치는 미미한 상황으로 해석해 리레이팅 가능성 존재한다 판단

[실적 추정]

■ 동사의 26년 매출 및 영업이익을 1조 9,135억원(YoY +18.7%), 2,833억원(YoY +28.5%, OPM 14.8%) 전망. 전 사업부에서의 고른 성장 추세와 비용 통제 효과로 전년 대비 두자릿수 성장 가능할 것으로 기대

[목표주가 23만원으로 커버리지 개시]

■ 목표주가는 2026년 예상 EBITDA에 Target EV/EBITDA 13.9배 적용한 기업가치에서 순차입금 반영. 소송 관련 리스크가 남아있다는 점에서 주요 제약사의 2026년 예상 EV/EBITDA에서 20% 할인 적용하였음

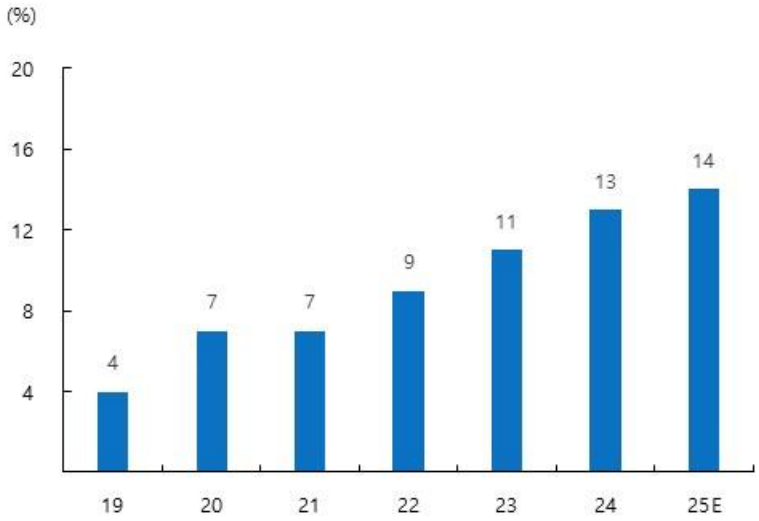
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,423	1,612	1,914	2,207
영업이익(십억원)	148	220	283	370
순이익(십억원)	25	142	184	235
EPS(원)	2,135	12,244	15,857	20,254
BPS(원)	68,583	79,983	94,995	114,405
PER(배)	59.2	13.5	10.4	8.2
PBR(배)	1.8	2.1	1.7	1.4
ROE(%)	3.2	16.5	18.1	19.3
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	10.1	8.5	6.7	5.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

투자 포인트 ① 나보타/펙수클루를 필두로 한 해외 성장성

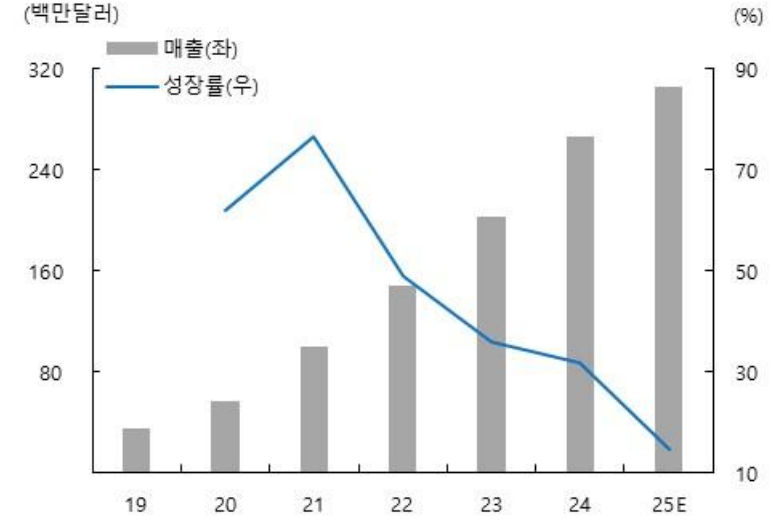
- 해외 지역에서의 제품 성장을 필두로 한 외형 성장 기대. 특히 나보타와 펙수클루를 주목
- 나보타 관련해서 에볼루스의 미국 현지 점유율은 14%. 올해 4월 출시한 필러와의 번들 전략으로 인한 점유율 상승을 기대해볼 수 있음. 현재는 약 37%의 환자가 필러와 톡신을 함께 시술하는 것으로 확인. 미국 외에도 브라질 등의 추가 해외 지역에서의 계약 규모가 확대되고 있다는 점을 주목
- 펙수클루는 올해 2월 약가 인하 합의 이후 처방 단가가 낮아짐에 따라 매출이 작년 수준과 유사한 상황. 2026년은 적응증 확대와 판매 채널 확대의 두 가지 요인으로 인한 성장을 기대. 올해 4월 위염 적응증, 10월 헬리코박터 파일로리 제균용 항생제 병용요법 적응증에 대한 품목허가를 신청했음. 또한 저용량 제품을 출시해 펙수클루 라인업 다변화 중
- 또한 펙수클루는 9월 중국 NMPA 품목허가 획득. 현재 12개국에 대한 허가 승인을 받았고 이 중 6개국 출시를 완료함. 허가를 획득했으나 출시하지 않은 국가에서의 추가적인 매출 확보 기대감이 있는 상황으로 해석

<그림> 나보타(주보, Jeuveau) 미국 내 점유율 추이



자료 : Evolus, iM증권 리서치본부

<그림> 나보타(주보, Jeuveau) 미국 매출 추이

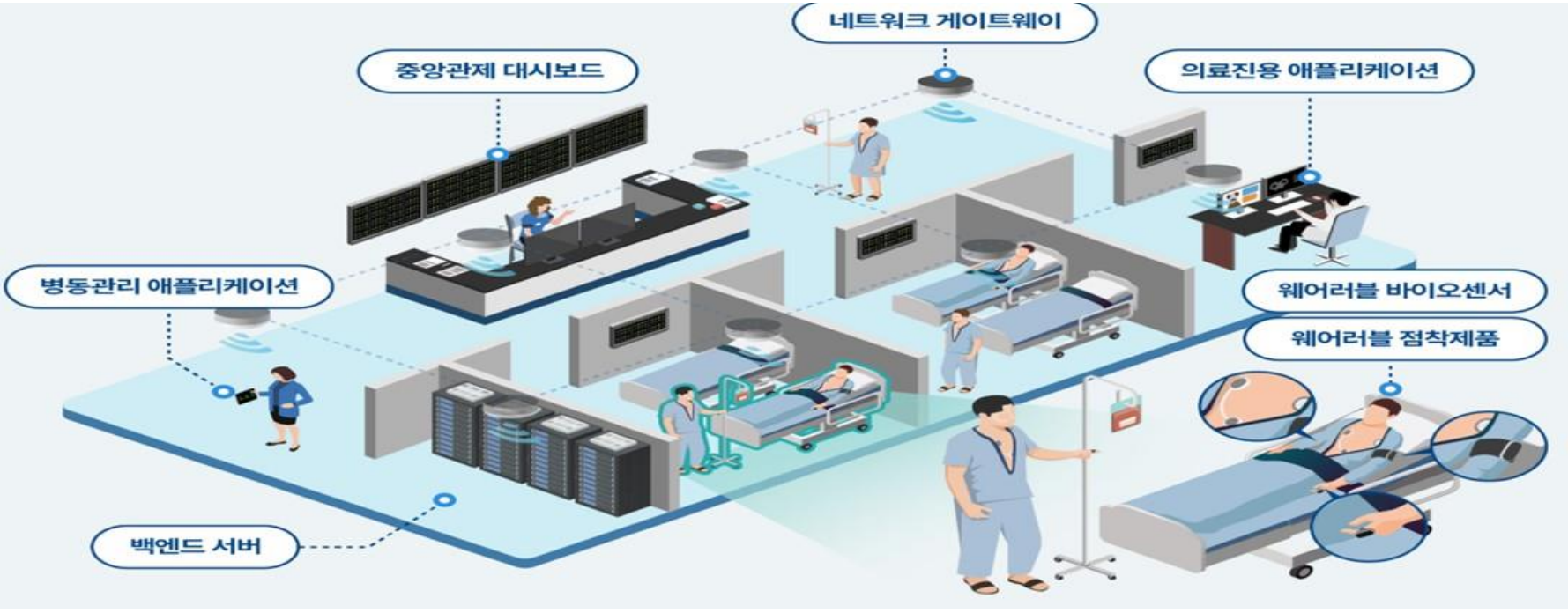


자료 : Evolus, iM증권 리서치본부

투자 포인트 ② 디지털 헬스케어 영역에서의 기업가치 리레이팅 가능성

- 동사는 올해 4월 씨어스테크놀로지와 전략적 업무협약 체결. 씨어스테크놀로지의 스마트 병상 모니터링 시스템 씽크(ThynC)를 병원의 EMR 시스템과 연동하는 컨셉으로 대웅제약이 병원 및 의료기관 대상으로 마케팅 활동 담당
- 3분기부터 디지털 헬스케어 분야 중 씽크 관련 매출이 발생. 병상 수 기반으로 매출이 확대되는 구조이며 10월 기준 13,000개 이상의 병상을 이미 확보한 것으로 확인됨. 빠르게 씽크가 도입되는 상황으로 해석되며 해당 분야에서의 성장 속도를 주목하면 좋을 것으로 판단
- 씨어스테크놀로지는 의료AI 기업 중 지난분기 흑자 전환을 발표, 3분기 성장 추세를 증명함에 따라 주가가 가파르게 상승. 현재 대웅제약과 씨어스테크놀로지의 시가총액에서의 격차가 줄어들고 있으며 당사는 대웅제약이 디지털 헬스케어 관련 영역에서의 가치가 반영되어 있지 않은 상황으로 해석. 2026년부터 디지털 헬스케어 영역에서의 매출 성장이 본격적으로 확인되면 동사 기업가치의 리레이팅 가능성은 충분하다고 판단

<그림> 씽크 솔루션 Overview

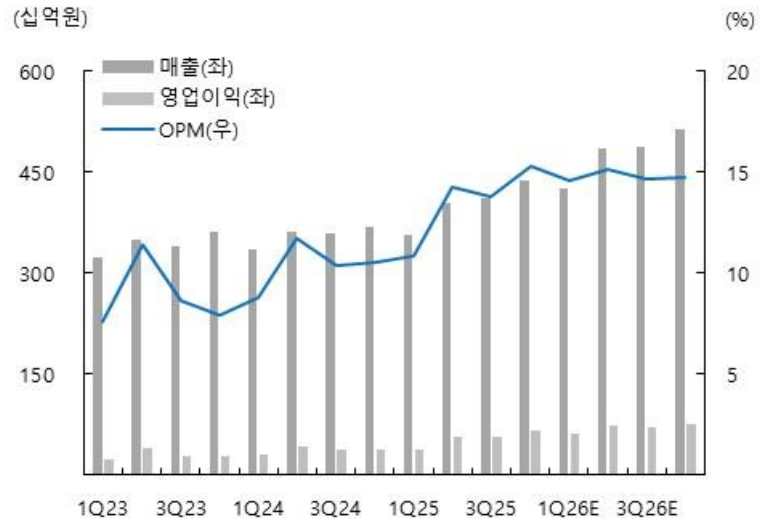


자료 : 씨어스테크놀로지, iM증권 리서치본부

실적 추정 및 Valuation

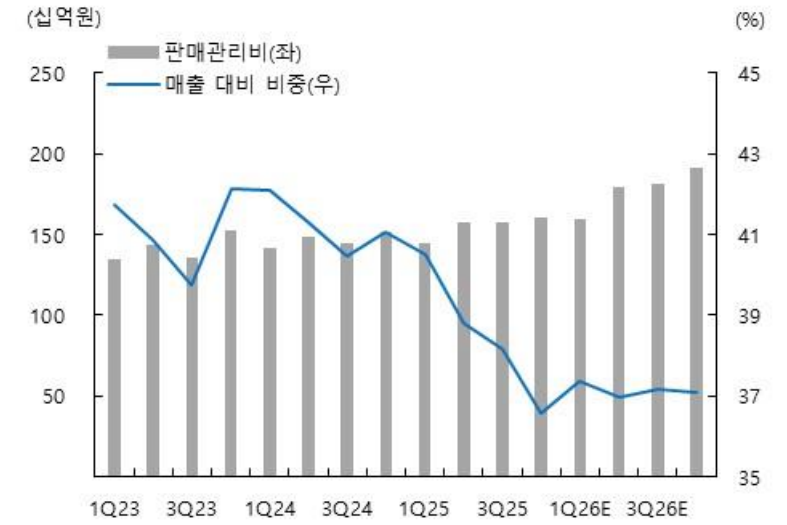
- 동사의 26년 매출 및 영업이익을 1조 9,135억원(YoY +18.7%), 2,833억원(YoY +28.5%, OPM 14.8%) 전망
- 전 사업부에서의 고른 성장 추세는 26년에도 유지될 것으로 전망. 매출 측면에서는 펙수클루의 실적 정체 해소 및 나보타 및 디지털헬스케어 분야의 성장을 주목. 비용 측면에서는 연구개발비가 소폭 증가될 것으로 예상하나 나머지 항목에서의 통제 효과로 매출 성장폭 대비 비용 성장폭은 낮을 것
- 연구개발비 측면에서 현재 진행 중인 비만치료제 국내 임상 1상, 특발성폐섬유증(IPF) 치료제 글로벌 임상 2a상 등이 2026년 진행될 것으로 예상. 그 외에도 엔블로, 펙수클루 등 기존 시판제품의 적응증 확대를 위한 임상 및 항암 파이프라인에서의 임상 개시 예정

<그림> 대웅제약 분기별 실적 추이 및 전망



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<그림> 대웅제약 분기별 판매관리비 및 매출 대비 비중 추이 및 전망



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

실적 추정 및 Valuation

- 투자의견 Buy, 목표주가 23만원으로 커버리지 개시
- 목표주가는 대웅제약의 2026년 예상 EBITDA에 Target EV/EBITDA 13.9배 적용한 기업가치에서 순차입금 반영. 소송 관련 리스크가 남아있다는 점에서 주요 제약사의 2026년 예상 EV/EBITDA에서 20% 할인 적용하였음
- 산출된 영업가치는 3조 2,265억원이며 2024년말 기준 대웅제약의 순차입금 5,680억원을 반영. 소송 리스크 해소, 국내 ETC 사업부를 필두로 한 견조한 성장 흐름, 나보타/펙수클루 등 해외에서의 성장 가능성이 높은 품목에서의 기대감 및 디지털헬스케어 사업부 가치 리레이팅 시 국내 제약사 중 상승 여력이 큰 상황으로 판단

<그림> 대웅제약 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)			비고
1. 영업가치 (A*B)		3,226.5	
A. 2026F EBITDA		232.7	연결 기준
B. Target EV/EBITDA		13.9	국내 주요 제약사 2026F EV/EBITDA 평균값에 20% 할인 적용
2. 순차입금		568.0	2024년말 기준
3. 보통주 주식수		11,506	
4. 적정주가 산출		**230,000**	
5. 현재 주가		165,400	2025년 11월 25일 종가
6. 상승여력		39.1%	

자료 : iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	613	798	1,030	1,307
현금 및 현금성자산	103	218	330	475
단기금융자산	13	7	4	2
매출채권	231	259	305	349
재고자산	256	290	345	398
비유동자산	1,364	1,325	1,291	1,262
유형자산	656	618	585	555
무형자산	347	331	317	303
자산총계	1,977	2,123	2,321	2,569
유동부채	629	641	658	676
매입채무	83	94	112	129
단기차입금	206	206	206	206
유동성장기부채	117	117	117	117
비유동부채	421	421	421	421
사채	194	194	194	194
장기차입금	130	130	130	130
부채총계	1,050	1,061	1,079	1,096
지배주주지분	795	927	1,101	1,326
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	150	150	150	150
이익잉여금	636	771	947	1,175
기타자본항목	-20	-23	-26	-29
비지배주주지분	132	135	141	147
자본총계	927	1,062	1,242	1,473

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,423	1,612	1,914	2,207
증가율(%)	3.4	13.3	18.7	15.3
매출원가	689	772	919	1,053
매출총이익	734	839	994	1,154
판매비와관리비	586	619	711	784
연구개발비	171	175	196	210
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	148	220	283	370
증가율(%)	20.7	49.0	28.5	30.5
영업이익률(%)	10.4	13.7	14.8	16.8
이자수익	5	10	15	21
이자비용	7	7	7	7
지분법이익(손실)	13	13	13	13
기타영업외손익	-80	-24	-25	-24
세전계속사업이익	57	170	233	319
법인세비용	33	26	43	78
세전계속이익률(%)	4.0	10.6	12.2	14.5
당기순이익	23	145	190	241
순이익률(%)	1.6	9.0	9.9	10.9
지배주주귀속 순이익	25	142	184	235
기타포괄이익	-3	-3	-3	-3
총포괄이익	20	142	187	238
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	51	178	178	213
당기순이익	23	145	190	241
유형자산감가상각비	36	38	34	29
무형자산상각비	13	15	15	14
지분법관련손실(이익)	13	13	13	13
투자활동 현금흐름	-265	-80	-83	-84
유형자산의 처분(취득)	-155	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-74	-	-	-
금융상품의 증감	35	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	201	-4	-4	-4
단기금융부채의증감	-26	-	-	-
장기금융부채의증감	232	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-8	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감	-9	115	112	145
기초현금및현금성자산	112	103	218	330
기말현금및현금성자산	103	218	330	475

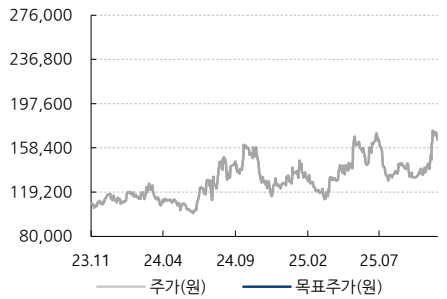
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	2,135	12,244	15,857	20,254
BPS	68,583	79,983	94,995	114,405
CFPS	6,362	16,886	20,010	23,976
DPS	600	600	600	600
Valuation(배)				
PER	59.2	13.5	10.4	8.2
PBR	1.8	2.1	1.7	1.4
PCR	19.9	9.8	8.3	6.9
EV/EBITDA	10.1	8.5	6.7	5.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.2	16.5	18.1	19.3
EBITDA이익률	13.8	17.0	17.3	18.7
부채비율	113.3	99.9	86.9	74.4
순부채비율	57.3	39.9	25.3	11.6
매출채권회전율(x)	6.7	6.6	6.8	6.7
재고자산회전율(x)	5.7	5.9	6.0	5.9

자료 : 대웅제약, iM증권 리서치본부

대웅제약 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-11-26	Buy	230,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급-공시 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%

녹십자(006280)

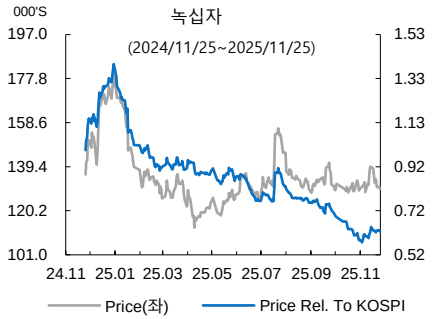
스페셜리스트의 특별함

Buy(Initiate)

목표주가(12M)	200,000원(신규)
종가(2025.11.25)	129,700원
상승여력	54.2 %

Stock Indicator	
자본금	58십억원
발행주식수	1,169만주
시가총액	1,516십억원
외국인지분율	22.6%
52주 주가	112,800~179,500원
60일평균거래량	42,818주
60일평균거래대금	5.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.7	-3.4	2.9	-4.6
상대수익률	2.8	-23.5	-46.0	-56.9



[투자포인트]

■ 면역글로불린 시장의 성장성은 향후에도 현재의 흐름에서 크게 달라지지 않을 것. 수요 대비 공급이 과잉인 혈액제제 특성 상 약가와 시장 규모 모두 우상향하는 시장

■ 2024년 3분기부터 매출이 본격적으로 발생 중인 알리글로를 주목. 향후 자회사(ABO홀딩스)를 통한 자체 원료 조달에 따른 이익 개선과 점유율 상승에 따른 외형 성장 기대. 알리글로의 2026년 이후 발생하는 매출을 현가화한 가치는 약 1조원으로 제시

[실적 추정]

■ 26년 매출 및 영업이익을 2조 4,155억원(YoY +17.8%), 557억원(YoY +73.6%, OPM 2.7%)으로 전망. 올해 3분기부터 팍스로비드가 상품 라인업에 포함됨에 따라 외형 성장은 2026년에도 이뤄질 것. 연도가 거듭될수록 수익성 개선에 도움을 주는 제품군(처방의약품, 알리글로 등)의 성장을 주목

[목표주가 20만원으로 커버리지 개시]

■ 목표주가는 SOTP 밸류에이션을 통해 산출. 영업 가치 1조 5,800억원, 계열사 지분가치 4,334억원 및 파이프라인 가치 1조 428억원을 적용한 총 기업가치는 3조 562억원으로 제시

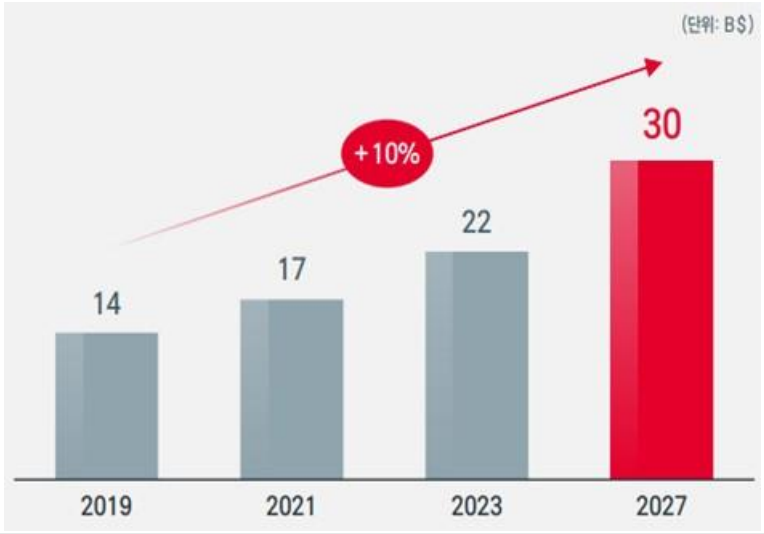
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,680	2,051	2,415	2,542
영업이익(십억원)	32	56	70	71
순이익(십억원)	-26	73	47	44
EPS(원)	-2,249	6,262	3,987	3,747
BPS(원)	107,187	111,310	113,159	114,767
PER(배)		20.7	32.5	34.6
PBR(배)	1.7	1.2	1.1	1.1
ROE(%)	-2.1	5.7	3.6	3.3
배당수익률(%)	0.8	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA(배)	24.6	15.4	14.3	13.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

주요 투자 포인트; 알리글로의 미국 내 성장성 주목

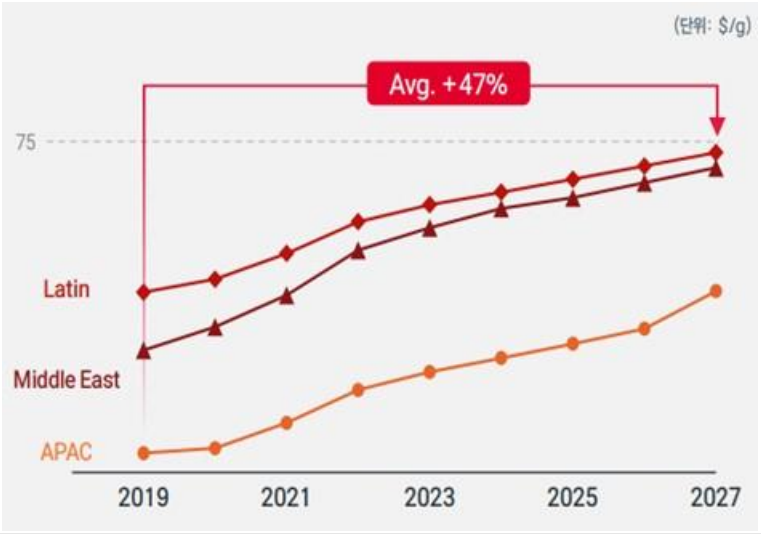
- 글로벌 면역글로불린(ImmunoGlobulin, IG)은 전세계 모든 곳에서 견조한 성장 흐름이 이어질 것으로 예측되는 시장. 2027년 면역글로불린 시장 규모는 300억달러(약 40조원)에 이를 것으로 전망되며 2027년 예상되는 약가 역시 2019년 대비 평균 47% 인상될 것으로 언급. 이는 혈장제제의 수요 대비 공급 과잉 현상에 따른 것으로 추측
- 동사가 FDA의 허가를 받아 미국에 출시한 알리글로는 면역글로불린 IV제형으로 2024년 3분기부터 본격적으로 매출이 발생 중. 동사의 자회사인 GC Biopharma USA에서 알리글로의 매출이 인식되는 형태로 2024년 486억원, 2025년 3분기 기준 누적 755억원 달성
- 당사는 2025년 알리글로의 연간 누적 매출 1,337억원으로 전망. 4분기 계절적 이슈로 매출이 급증하는 점 및 매분기 성장성을 증명하고 있다는 점 주목하며 장기적으로 미국 내 혈장을 기반으로 생산되는 알리글로 물량 비중이 늘어남에 따라 수익성 역시 개선될 것으로 판단

<그림> 면역글로불린 시장 글로벌 규모 추이 및 전망



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<그림> 면역글로불린 약가 추이 및 전망



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

주요 투자 포인트; 알리글로의 미국 내 성장성 주목

- 당사는 2026년 이후의 알리글로의 가치를 DCF 방식으로 별도로 산정했으며, 산출된 총 가치는 1조 428억원
- 가치 산출의 주요 가정으로는 다음과 같음
  - 주요 가정; 관세 15% 적용, 2027년부터 알리글로 50% 미국에서 커버를 할 수 있고 2033년 최대 80% 커버 가능하다고 가정, 점유율은 IVIG 출시제품 중 가장 후발주자인 ADMA의 Peak M/S 케이스를 적용했고 Peak 2030년 달성 가정
  - 그 외; WACC 8.7%, Terminal value -3%, 환율 1,400원 등

<그림> 알리글로 가치 산출

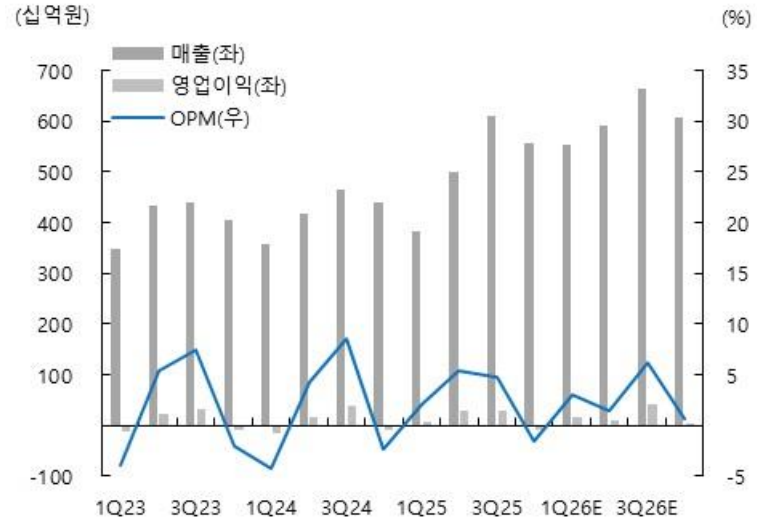
		26E	27E	28E	29E	30E	31E	32E	33E	34E	35E
미국 IVIG 시장 규모(십억달러)		15	**16**	**17**	19	20	22	23	25	27	29
알리글로 점유율(%)	Peak 2%	0.8	**1.2**	**1.6**	1.7	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
US 생산비중(%)		40	**50**	**55**	60	65	70	75	80	80	80
관세 적용한 최종 매출(십억원)		144	**260**	**371**	413	531	547	561	575	582	587
법인세 적용	20%	115	**208**	**297**	330	424	437	449	460	465	469
총 현금흐름		115	**208**	**297**	330	424	437	449	460	465	469
현재가치이자율(PVIF)		0.92	**0.87**	**0.83**	0.78	0.74	0.70	0.67	0.63	0.60	0.57
PV of FCFF		106	**181**	**246**	259	315	308	300	291	279	267
Sum of FCFF	8.7%	1,586									
Terminal Value	-3%	2,209									
PV of Terminal Value		**1,043**									

자료 : iM증권 리서치본부

실적 추정 및 Valuation

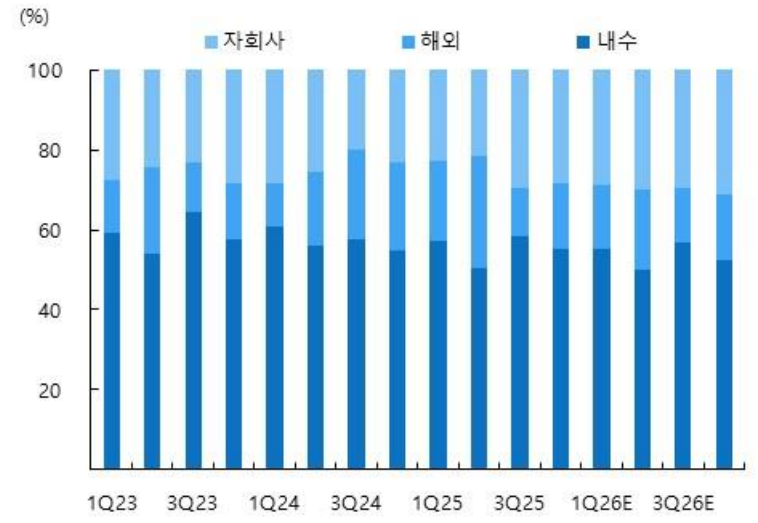
- 동사의 26년 매출 및 영업이익을 2조 4,155억원(YoY +17.8%), 557억원(YoY +73.6%, OPM 2.7%)으로 전망
- 올해 3분기부터 매출로 인식되는 팍스로비드 영향으로 외형 개선은 진행될 예정. 다만 상품이기 때문에 매출 성장과 더불어 원가율도 소폭 상승할 것으로 전망. 연도가 거듭될수록 동사가 보유한 제품에서의 이익 비중이 늘어남에 따른 수익성 개선 일어날 것으로 판단
- 2026년 알리글로 미국 매출은 1,584억원 전망. ABO 홀딩스를 통해 진행되는 혈장 판매 사업은 매분기 300억 내외로 안정적인 매출이 발생할 것. 현재 8개 사이트 중 6개의 라이선스를 획득했으며 2027년 중 나머지 2곳도 라이선스를 획득해 사업에 기여할 수 있을 것으로 전망
- 본 사업에서는 견조한 매출 흐름 지속될 예정. 배리셀라는 2026년 태국 지역 임상 3상이 진행될 계획이며 큰 문제없이 진행된다면 2028년 중 태국 시장 출시 가능할 것. 그 외에도 관계사인 큐레보가 진행 중인 싱그릭스와의 Head to head 임상에 대한 내용도 26년 중 확인할 수 있을 것으로 기대

<그림> 녹십자 분기별 실적 추이 및 전망



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<그림> 녹십자 분기별 사업부별 매출 비중 추이 및 전망



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

실적 추정 및 Valuation

- 투자의견 Buy, 목표주가 20만원으로 커버리지 개시. 목표주가 산출은 SOTP 밸류에이션 방식을 적용
- 영업 가치 1조 5,800억원, 계열사 지분가치 4,334억원 및 파이프라인 가치 1조 428억원을 적용한 녹십자의 총 기업가치는 3조 562억원
- 향후 알리글로 SC제형, 적응증 확장 등에 따른 성장 폭 확대 기대감 있으며 mRNA 관련 인프라를 구축해 개발하고 있는 상황에서 신규 모달리티에서의 파이프라인 가치 상승 가능성도 장기적으로 기대할 수 있는 포인트가 될 것으로 예상

<그림> 녹십자 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	1,580.0	
A. 12MF EBITDA	80.8	별도 기준
B. Target EV/EBITDA	19.6	국내 주요 제약사 12MF EV/EBITDA 평균
2. 계열사 지분가치 (C+D+E+F+G)	433.4	
C. 녹십자엠에스	25.1	3개월 평균 시가총액 * 지분율 * 할인율 30% 적용
D. 녹십자웰빙	26.7	3개월 평균 시가총액 * 지분율 * 할인율 30% 적용
E. 지씨셀	127.7	3개월 평균 시가총액 * 지분율 * 할인율 30% 적용
F. GC Biopharma USA	105.3	장부가액 기준
G. ABO Holdings	148.5	장부가액 기준
3. 파이프라인 가치 (H)	1,042.8	
H. 알리글로	1,042.8	
4. 순차입금	807.0	2024년말 기준
5. 보통주 주식수	11,413	
6. 적정주가 산출	**200,000**	
7. 현재 주가	129,700	2025년 11월 25일 종가
8. 상승여력	54.2%	

자료 : iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,202	1,366	1,515	1,635
현금 및 현금성자산	23	142	178	305
단기금융자산	10	13	17	22
매출채권	421	494	528	506
재고자산	747	701	750	718
비유동자산	1,542	1,468	1,402	1,341
유형자산	805	739	679	625
무형자산	307	294	281	269
자산총계	2,744	2,835	2,917	2,976
유동부채	769	824	880	918
매입채무	157	191	225	237
단기차입금	367	367	367	367
유동성장기부채	11	11	11	11
비유동부채	493	493	493	493
사채	239	239	239	239
장기차입금	101	101	101	101
부채총계	1,263	1,317	1,374	1,411
지배주주지분	1,253	1,301	1,322	1,341
자본금	58	58	58	58
자본잉여금	396	396	396	396
이익잉여금	815	871	901	928
기타자본항목	-17	-25	-33	-41
비지배주주지분	228	217	220	224
자본총계	1,481	1,518	1,543	1,565

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,680	2,051	2,415	2,542
증가율(%)	3.3	22.1	17.8	5.3
매출원가	1,198	1,503	1,816	1,887
매출총이익	482	548	599	655
판매비와관리비	450	492	529	584
연구개발비	166	158	146	174
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	32	56	70	71
증가율(%)	-6.8	73.6	25.4	2.1
영업이익률(%)	1.9	2.7	2.9	2.8
이자수익	3	16	20	33
이자비용	40	40	40	40
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-22	31	31	29
세전계속사업이익	-41	60	65	60
법인세비용	2	-2	15	13
세전계속이익률(%)	-2.4	2.9	2.7	2.3
당기순이익	-43	62	50	47
순이익률(%)	-2.5	3.0	2.1	1.9
지배주주귀속 순이익	-26	73	47	44
기타포괄이익	-8	-8	-8	-8
총포괄이익	-51	54	42	39
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-53	175	93	185
당기순이익	-43	62	50	47
유형자산감가상각비	66	66	60	55
무형자산상각비	15	14	13	12
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-68	-17	-18	-19
유형자산의 처분(취득)	-31	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-10	-	-	-
금융상품의 증감	-16	-6	-6	-6
재무활동 현금흐름	94	-25	-25	-25
단기금융부채의증감	-158	-	-	-
장기금융부채의증감	279	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-20	-17	-17	-17
현금및현금성자산의증감	-27	119	36	127
기초현금및현금성자산	50	23	142	178
기말현금및현금성자산	23	142	178	305

주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	-2,249	6,262	3,987	3,747
BPS	107,187	111,310	113,159	114,767
CFPS	4,685	13,056	10,196	9,422
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation(배)				
PER		20.7	32.5	34.6
PBR	1.7	1.2	1.1	1.1
PCR	38.3	9.9	12.7	13.8
EV/EBITDA	24.6	15.4	14.3	13.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-2.1	5.7	3.6	3.3
EBITDA이익률	6.7	6.6	5.9	5.4
부채비율	85.3	86.8	89.0	90.2
순부채비율	46.2	37.1	33.9	25.0
매출채권회전율(x)	3.7	4.5	4.7	4.9
재고자산회전율(x)	2.7	2.8	3.3	3.5

자료 : 녹십자, iM증권 리서치본부

녹십자 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-11-26	Buy	200,000		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급-공시 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%

종근당(185750)

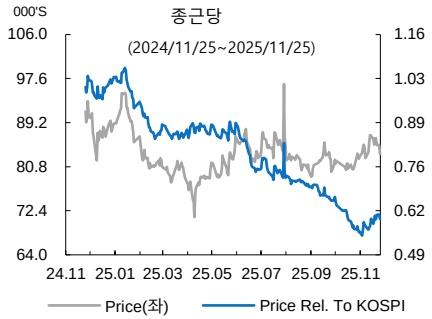
본업으로 으라차차

Buy(Initiate)

목표주가(12M)	120,000원(신규)
종가(2025.11.25)	83,200원
상승여력	44.2 %

Stock Indicator	
자본금	33십억원
발행주식수	1,380만주
시가총액	1,148십억원
외국인지분율	14.8%
52주 주가	71,200~96,500원
60일평균거래량	43,421주
60일평균거래대금	3.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.1	2.6	-0.4	-8.8
상대수익률	5.2	-17.6	-49.2	-61.1



[투자포인트]

■ 본업에서의 실적 개선 기대감 존재. 고덱스, 펙수클루, 위고비 등 주요 상품 코프로모션 계약 기반으로 성장하는 기조는 유지될 것으로 전망. 상품 비중이 올라감에 따라 원가율 소폭 상승할 것이 예상되나 이전 케이캡 사례와 유사하게 매출 상승 시 레버리징 일어나 이익 개선될 것

■ 2026년에는 CKD-510 이후 주춤했던 파이프라인에서의 성과 발생할 수 있을 것으로 예상. ADC, 비만, 바이오시밀러 등 다양한 분야에서 R&D 개발이 순조롭게 진행 중

[실적 추정]

■ 동사의 26년 매출 및 영업이익을 1조 7,967억원(YoY +6.4%), 1,104억원(YoY +38.7%, OPM 6.1%) 전망. 비용 측면에서 변수 요인은 바이오 연구복합단지 조성 이벤트. 구체적인 내용에 대해서는 확인 필요

[목표주가 12만원으로 커버리지 개시]

■ 목표주가는 12MF EBITDA에 Target EV/EBITDA 10.8배 적용한 기업가치에서 순차입금 반영. R&D 관련 모멘텀이 타 제약사 대비 크지 않다는 점을 고려해 주요 제약사의 12MF EV/EBITDA 값에서 할인 적용

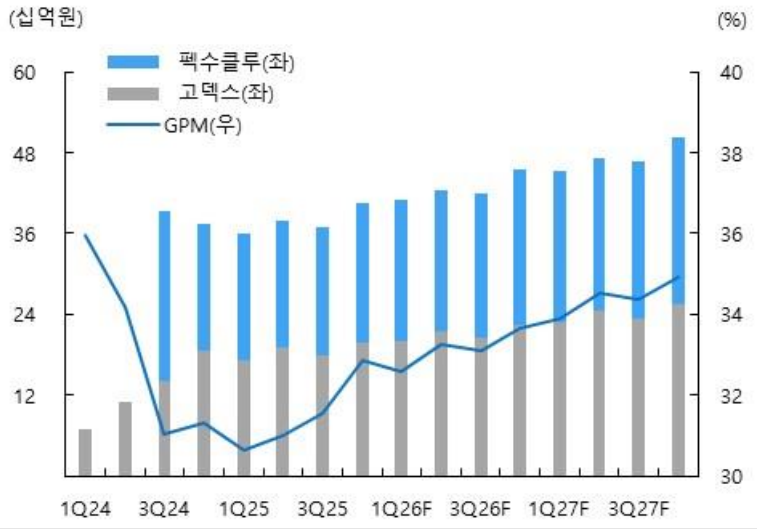
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,559	1,689	1,797	1,912
영업이익(십억원)	88	80	110	139
순이익(십억원)	108	73	90	112
EPS(원)	7,803	5,288	6,539	8,107
BPS(원)	67,151	71,537	77,234	84,573
PER(배)	11.4	15.7	12.7	10.3
PBR(배)	1.3	1.2	1.1	1.0
ROE(%)	12.7	8.0	9.2	10.5
배당수익률(%)	1.2	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	8.3	7.9	6.2	4.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

투자 포인트 ① 실적 개선 기조는 앞으로도 지속될 것

- 케이캡 파트너사 종료에 따른 매출 감소 추세를 빠르게 회복. 이는 코프로모션 다변화 전략 및 영업력에서의 강점을 활용한 결과로 판단. 2024년초 셀트리온제약과 고덱스 및 딜라트렌 맞트레이드 방식의 코프로모션 계약을 체결했고 이후 대웅제약과 펙수클루에 대한 코프로모션 계약을 체결하는 등 케이캡의 부재를 만회
  - 고덱스는 24년 506억, 25년 3분기 누적 기준 543억원의 매출 달성. 올해 700억원 내외의 매출을 달성 가능할 것으로 전망
  - 펙수클루는 24년 3분기부터 판매를 시작하여 연간 442억원, 25년 3분기 누적 기준 568억원 달성. 연간 800억원 내외의 매출 달성 가능 전망
- 외형 성장 기조는 2026년에도 지속될 수 있을 것으로 판단. 다만 전체 매출 내 상품의 비중이 올라감에 따라 원가율은 이전 대비 소폭 하락할 것으로 예상되며 분기가 거듭될수록 이익은 개선될 수 있을 것으로 예상. 이전 동사가 코프로모션 계약을 맺었을 때 보여줬던 일정 매출 구간을 지나가면 이익에 대한 레버리징 효과가 발생했던 방식을 최근 계약을 체결했던 파트너사와도 그대로 적용했다고 가정

<그림> 고덱스, 펙수클루 분기별 매출 및 GPM 추이



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

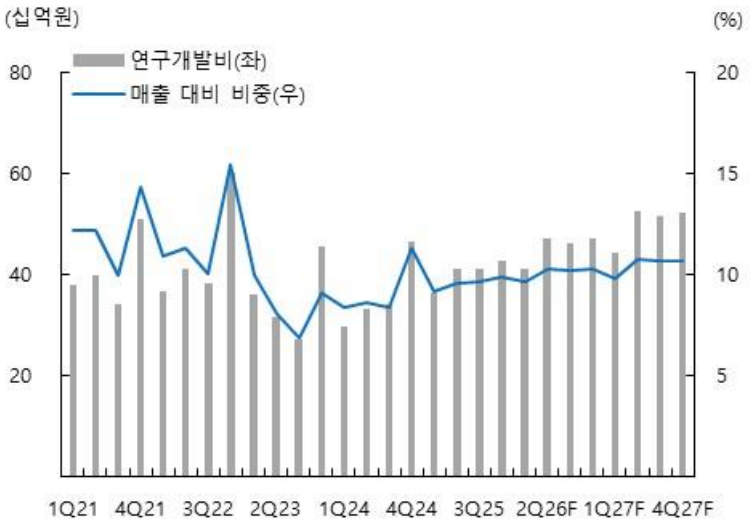
<그림> 케이캡 분기별 매출 및 GPM 추이

자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

투자 포인트 ② CKD-510 이후 주춤했던 파이프라인에서의 성과 기대

- 2023년말 노바티스에게 기술이전했던 CKD-510 관련해 동사는 올해 5월 2상 IND 제출에 따른 마일스톤을 수령하였음. 진척사항에 대한 내용을 확인할 수 없었던 상황에서 R&D 역량에 대한 우려 발생했으나 Clinicaltrials에 등록한 바에 따르면 임상은 차질없이 진행될 것으로 예상되는 상황
- 노바티스가 등록한 자체 파이프라인 중 유사한 메커니즘의 후보물질 PKN605가 CKD-510과 동일한 물질로 추측됨. 만약 다른 물질이라 가정해도 메커니즘이 유사한 제품을 개발한다는 측면에서 해당 모달리티, 기전에 대한 노바티스의 개발 의지는 충분한 상황으로 해석되기에 CKD-510 관련 추가적인 내용이 발표될 수 있는 여지가 있음
- 그 외에도 ADC, 비만 등 시장 주요 트렌드에 속하는 파이프라인을 개발 중. ADC는 2023년 네덜란드 소재의 시나픽스로부터 도입한 플랫폼 기술을 활용해 후보물질 CKD-703 도출. 올해 7월 FDA로부터 미국 임상 1/2a상 IND 승인받아 미국에서 임상 1상을 진행 중인 것으로 파악. 비만에서는 경구용 GLP-1 후보물질 CKD-514를 보유했으며 2026년 하반기 중 임상 1상에 진입할 예정
- 진행 중인 파이프라인에서의 성과가 추가적으로 발생한다면 동사가 집행하는 높은 R&D 비용에 대한 우려 소멸과 파이프라인에 대한 기대감을 동시에 충족시켜줄 수 있을 것으로 판단

<그림> 종근당 연구개발비, 매출 대비 비중 추이 및 전망



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<그림> PKN605 임상 정보

Recruitment Information

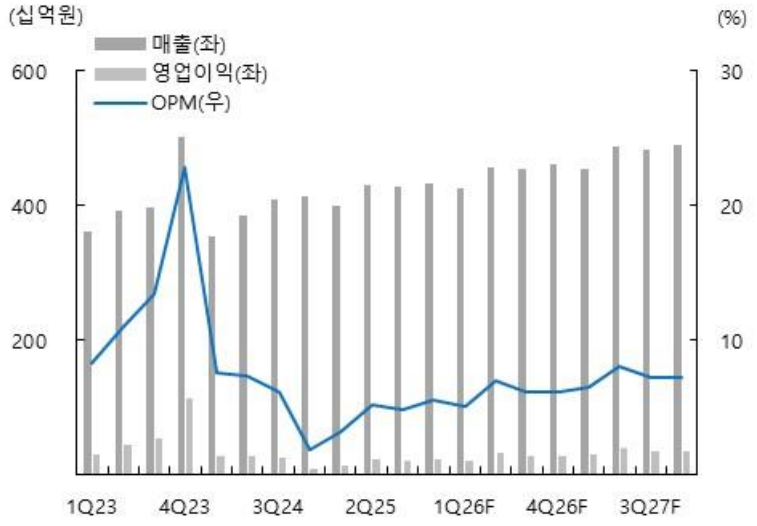
Recruitment Status *	ICMJE	Recruiting
Enrollment (Estimated) *§ (Submitted: 2025-10-14)	ICMJE	165
Original Enrollment (Estimated) *§	ICMJE	Same as current
Study Start Date (Actual) *§	ICMJE	2025-10-28
Primary Completion Date (Estimated) *		2027-09-09 (Final data collection date for primary outcome measure)
Study Completion Date (Estimated) *§	ICMJE	2027-09-09

자료 : Clinicaltrials.gov, iM증권 리서치본부

실적 추정 및 Valuation

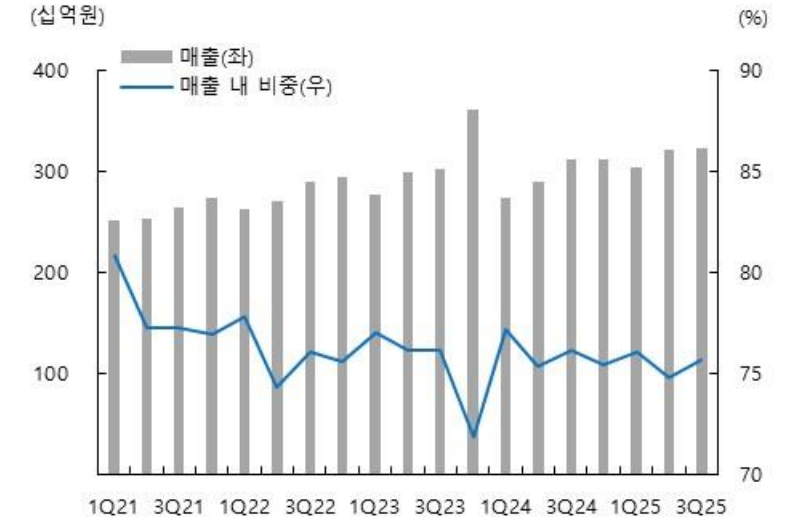
- 동사의 26년 매출 및 영업이익을 1조 7,967억원(YoY +6.4%), 1,104억원(YoY +38.7%, OPM 6.1%)으로 전망
- 2025년 10월부터 위고비 영업 및 마케팅 진행. 이미 동사 보유제품 중 비만치료제 라인업인 큐시미아가 판매 중이라는 점에서, 영업이나 마케팅 등으로 인한 추가 비용은 크지 않을 것으로 예측. 고덱스, 펙수클루, 위고비 등 외형 성장에 기여를 하는 상품 라인업이 다변화되고 있는 상황을 주목
- 비용 측면에서 2026년 중 변수가 생길 수 있는 요인은 25년 6월 발표한 바이오 연구복합단지 조성 건으로 판단. 신약 개발, 유전자치료제 연구 등을 해당 단지를 통해 진행할 것으로 예상. 규모나 추가적인 내용에 대해서는 확인이 필요한 상황이나 2026년부터 설계가 들어간다는 점을 주목

<그림> 종근당 분기별 실적 추이 및 전망



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<그림>종근당 Top 20 제품매출 비중 추이



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

실적 추정 및 Valuation

- 투자의견 Buy, 목표주가 12만원으로 커버리지 개시
- 목표주가는 종근당의 12MF EBITDA 1,109억원에 Target EV/EBITDA 10.8배 적용 후 순차입금 반영해 산출. 동사가 보유한 파이프라인에서의 R&D 모멘텀이 상대적으로 크지 않다는 점을 반영해 국내 주요 제약사의 12MF EV/EBITDA에서 20% 할인한 값을 적용
- 2026년 예정된 임상 파이프라인에서의 데이터 발표 및 임상적 성과 도출 시 할인율에 대한 재조정 가능할 것으로 판단. 2026년 예상 PER는 13배, 주요 제약사의 2026년 예상 PER의 평균값은 27배로 주가 상승에 대한 가능성 자체는 열려있는 상황으로 해석됨. 다만 R&D 측면에서의 기대감을 충족하고, 실적 성장 및 체질 개선이 일어나고 있음을 지속적으로 증명해야할 필요성 존재

<그림> 종근당 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	1,201.1	
A. 12MF EBITDA	110.9	
B. Target EV/EBITDA	10.8	국내 주요 제약사12MF EV/EBITDA 평균값에 20% 할인 적용
2. 순차입금	(398.9)	2025년 상반기 기준
3. 보통주 주식수	12,568	
4. 적정주가 산출	**120,000**	
5. 현재 주가	83,200	2025년 11월 25일 종가
6. 상승여력	44.2%	

자료 : iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	939	1,043	1,155	1,285
현금 및 현금성자산	215	303	389	480
단기금융자산	74	37	19	10
매출채권	300	325	346	368
재고자산	350	379	403	429
비유동자산	491	452	422	398
유형자산	306	268	238	214
무형자산	76	69	62	57
자산총계	1,430	1,496	1,577	1,682
유동부채	358	366	372	380
매입채무	199	215	229	244
단기차입금	62	62	62	62
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	187	187	187	187
사채	100	100	100	100
장기차입금	10	10	10	10
부채총계	546	553	560	568
지배주주지분	885	942	1,018	1,114
자본금	33	33	33	33
자본잉여금	262	262	262	262
이익잉여금	662	721	798	896
기타자본항목	-72	-74	-75	-77
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	885	942	1,018	1,114

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,559	1,689	1,797	1,912
증가율(%)	-5.5	8.3	6.4	6.4
매출원가	1,045	1,156	1,201	1,253
매출총이익	515	533	596	658
판매비와관리비	427	453	485	520
연구개발비	143	161	181	200
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	88	80	110	139
증가율(%)	-63.4	-9.7	38.7	25.7
영업이익률(%)	5.7	4.7	6.1	7.3
이자수익	13	15	18	21
이자비용	7	7	7	7
지분법이익(손실)	5	5	5	5
기타영업외손익	-4	1	-1	-1
세전계속사업이익	96	83	113	142
법인세비용	-12	10	23	30
세전계속이익률(%)	6.2	4.9	6.3	7.4
당기순이익	108	73	90	112
순이익률(%)	6.9	4.3	5.0	5.9
지배주주귀속 순이익	108	73	90	112
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	106	72	89	111
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	54	67	83	97
당기순이익	108	73	90	112
유형자산감가상각비	35	38	30	24
무형자산상각비	5	7	6	6
지분법관련손실(이익)	5	5	5	5
투자활동 현금흐름	3	35	17	8
유형자산의 처분(취득)	-38	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-27	-	-	-
금융상품의 증감	-2	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-59	-17	-17	-17
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-27	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-13	-14	-14	-14
현금및현금성자산의증감	2	88	86	91
기초현금및현금성자산	213	215	303	389
기말현금및현금성자산	215	303	389	480

주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	7,803	5,288	6,539	8,107
BPS	67,151	71,537	77,234	84,573
CFPS	10,650	8,519	9,176	10,263
DPS	1,100	1,100	1,100	1,100
Valuation(배)				
PER	11.4	15.7	12.7	10.3
PBR	1.3	1.2	1.1	1.0
PCR	8.4	9.8	9.1	8.1
EV/EBITDA	8.3	7.9	6.2	4.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	12.7	8.0	9.2	10.5
EBITDA이익률	8.2	7.4	8.2	8.8
부채비율	61.7	58.7	55.0	51.0
순부채비율	-13.2	-17.9	-23.2	-28.6
매출채권회전율(x)	5.1	5.4	5.4	5.4
재고자산회전율(x)	5.1	4.6	4.6	4.6

자료 : 종근당, iM증권 리서치본부

종근당 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-11-26	Buy	120,000		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급 공시 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%

동아에스티(170900)

은근히 많이 가진 모멘텀

Buy(Initiate)

목표주가(12M)	70,000원(신규)
종가(2025.11.25)	51,600원
상승여력	35.7 %

Stock Indicator	
자본금	46십억원
발행주식수	935만주
시가총액	483십억원
외국인지분율	18.6%
52주 주가	41,200~62,400원
60일평균거래량	24,225주
60일평균거래대금	1.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.2	14.8	9.8	-16.4
상대수익률	15.3	-5.4	-39.0	-68.6

[투자포인트]

■ 그로트로핀, 캔박카스 등 주요 제품의 매출 성장폭이 줄어드는 가운데 신규 도입 품목에서의 성과가 나타나고 있음. 상품인 점에서 원가율은 소폭 상승하나 외형 성장으로 인한 수익성 개선 효과가 더욱 클 것으로 전망

■ 올해말부터 내년 상반기 중까지 다양한 분야에서 R&D 모멘텀 발생할 예정. 이중작용제 파이프라인의 임상 2a상 결과 발표, 치매치료제 파이프라인의 임상 1a상 탑라인 발표 등 시장의 주요 트렌드에 속하는 후보물질들의 이벤트 다수를 보유했다는 점을 주목

[실적 추정]

■ 동사의 26년 매출 및 영업이익을 7,899억원(YoY +9.0%), 536억원(YoY +54.3%, OPM 6.8%)으로 전망. 2026년에는 로열티 수익에 대한 확인이 가능할 것으로 예상. 그 외에도 본업에서의 견조한 매출 흐름 및 도입 품목에서의 성과 기대

[목표주가 7만원으로 커버리지 개시]

■ 목표주가는 26년 당기순이익에 Target PER 37.3배 적용한 영업가치에서 파이프라인 가치 및 순차입금 반영. 영업가치 9,128억원, 파이프라인 가치 1,129억원 및 순차입금 3,530억원 적용한 동사의 총 기업가치는 6,727억원 제시

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	641	725	790	825
영업이익(십억원)	32	35	54	53
순이익(십억원)	15	5	25	21
EPS(원)	1,659	484	2,620	2,278
BPS(원)	75,683	74,635	75,766	76,548
PER(배)	35.4	106.7	19.7	22.7
PBR(배)	0.8	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	2.2	0.7	3.6	3.0
배당수익률(%)	1.2	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	12.9	13.0	11.1	12.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

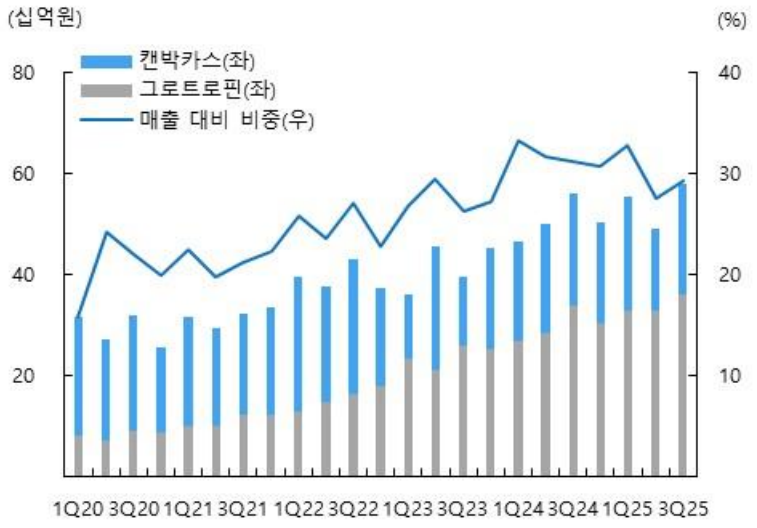
투자 포인트 ① 외형 성장의 소재가 다각화되는 중

- 이전 동사의 주요 매출원은 그로트로핀, 캔박카스 등 일부 품목으로 한정된 형태. 그로트로핀의 성장성이 최근 정체되는 경향이 나타나고, 캔박카스는 대외적 상황에 의한 매출 변동이 심했던 상황에서 매출 창출의 소재가 다각화되고 있는 상황

- 최근 동사의 실적 추이를 기준으로 판단했을 때 외형 성장을 1차적 목표로 설정한 것으로 보임. 2024년 3분기부터 매출로 인식된 온코닉테라퓨틱스의 P-CAB 제제인 자큐보가 빠른 속도로 매출 성장 중이며 7월 SK바이오팜의 엑스코프리(세노바메이트)에 대한 국내 판권을 라이선스인하였고 11월 국내 식약처 허가를 획득하였음. 급여와 약가 등 추가적인 작업에 대한 시간을 고려한다면 보수적으로 내년 중 출시해 동사의 매출에 추가적인 기여를 해줄 수 있을 것으로 예상

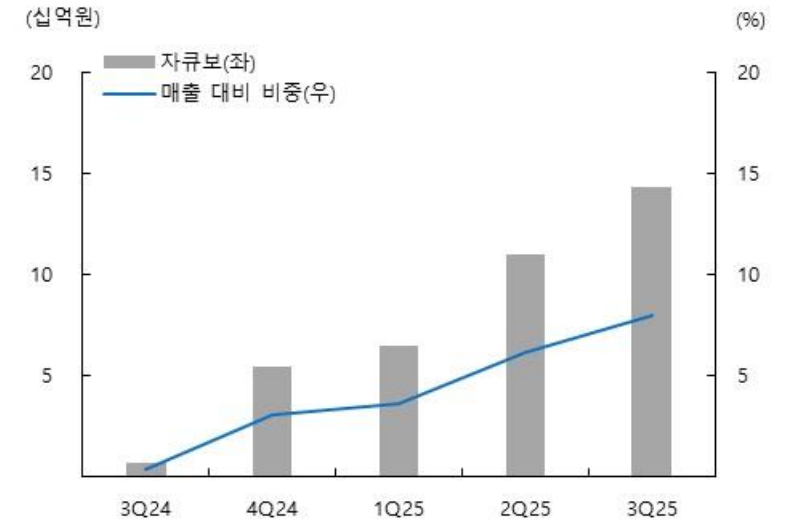
- 이전 대비 외형 성장을 이끌 수 있는 소재가 다각화되고 있다는 점을 주목. 현재까지의 실적 기반으로 경향성을 판단했을 때 상품 도입에 따른 이익의 악영향은 크게 관찰되지 않고 있음. 원가율은 상승했으나 비용 측면에서 통제가 잘 이뤄지고 있는 상황이며 일반적인 제약사들의 코프로모션 계약의 구조를 기반으로 판단했을 때 매출이 특정 구간을 돌파한다면 레버리징 효과가 발생할 수 있다는 점에서 외형성장을 우선적으로 추구하는 방향성은 긍정적으로 볼 수 있는 포인트

<그림> 그로트로핀/캔박카스 분기별 실적, 매출 대비 비중 추이



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<그림> 자큐보 실적, 매출 대비 비중 추이

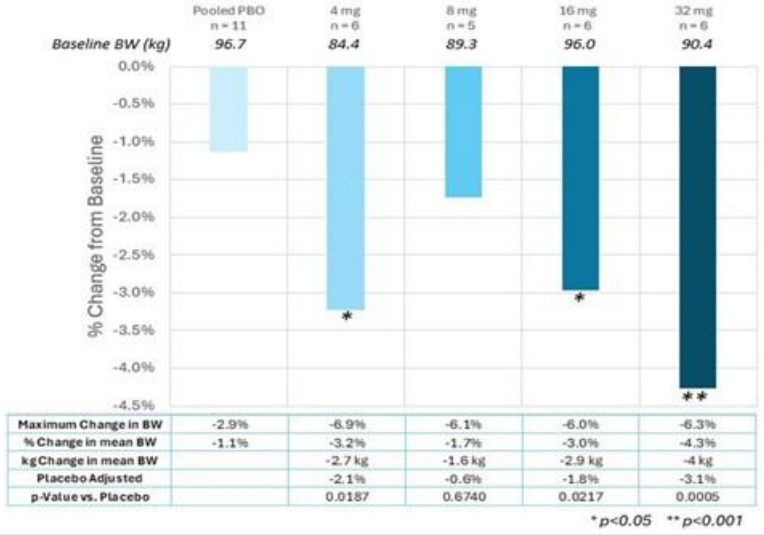


자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

투자 포인트 ② 비만, ADC, 치매 등 폭넓은 R&D 모멘텀

- 최근 한미약품이나 디앤디파마텍의 사례를 보면 비만치료제를 보유한 기업에 대한 프리미엄이 주어지는 상황으로 해석됨. 다만 동사가 보유한 비만 파이프라인은 데이터 대비 주목을 많이 받지 않은 것으로 판단되기에 향후 추가적인 데이터 발표에 따른 기업가치 상승 모멘텀이 남아있다고 판단
  - 비만, MASH 타겟 파이프라인 DA-1726은 GLP-1/GCGR 이중작용제. 올해 4분기 임상 1a상 고용량 재평가 관련 일정이 종료될 것으로 예상. 내년 학회 등을 통해 임상 데이터 결과를 보여줄 것으로 기대. 해당 데이터는 48mg 기준 8주 투여한 결과에 대한 것으로 32mg 투약 기준으로 4주 후 체중감소효과 최대 8% 수준. 용량을 증대함에 따른 체중감소 효과 및 이전 투약 용량과 비교했을 때 안전성에서 큰 차이가 없다면 시장의 주목도를 받는 파이프라인이 될 수 있을 것으로 기대. 내년 상반기 중 임상 2a상 진입 예정
- 비만 외에도 국내 임상 1a상을 진행 중인 치매 타겟 후보물질 DA-7503도 올해 4분기 탑라인 결과를 발표할 예정. 마우스 모델에서 Tau 단백질의 응집을 억제하는 것을 확인. 또한 ADC 후보물질 DA-3501은 최근 임상 1상 IND 승인을 획득해 내년 상반기 중 임상 1상에 진입할 것이 예상되어짐. 비만, ADC, 치매 등 폭넓은 R&D 모멘텀이 있는 상황에서 향후 동사의 기업가치에 추가적인 상승 여력은 남아있다고 판단

<그림> DA-1726 임상 데이터



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<그림> 동아에스티 주요 파이프라인

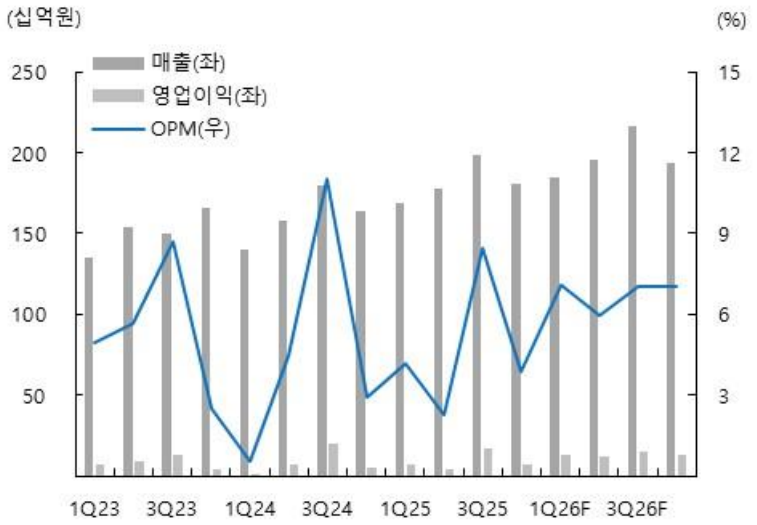
분야	주요 과제	진행 현황	목표 및 시점
비만	DA-1726	글로벌 임상 1a상	1Q26 임상 2a 진입
MASH	DA-1241	글로벌 임상 2a상	임상 2b or L/O
치매	DA-7503	국내 임상 1a상	4Q25 탑라인 발표
면역항암제	DA-4505	국내 임상 1a상	2Q26 탑라인 발표
ADC	DA-3501	IND 승인 획득	1Q26 임상 1상 진입

자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

실적 추정 및 Valuation

- 동사의 26년 매출 및 영업이익을 7,899억원(YoY +9.0%), 536억원(YoY +54.3%, OPM 6.8%)으로 전망
- 2026년부터 이뮬도사 판매와 관련된 로열티 수익이 본격적으로 인식될 것으로 기대. 현재는 판매 채널을 확대하는 것에 판매 파트너사가 집중하고 있음. 로열티 수익은 반기 정산 구조로 되어 있어 4월, 10월에 인보이스에 대한 대금을 수령하는 방식임. 향후 1분기 및 4분기의 매출 추이를 통해 바이오시밀러 시장에서 동사의 경쟁력이 얼마나 있는지 확인할 수 있을 것으로 판단
- 기존 주요 제품의 견조한 매출 흐름이 지속될 것. 그로트로핀은 30%대의 점유율을 유지할 수 있을 것으로 예상되며 캔박카스는 관세 불확실성 소멸, 대외적 정세 이슈 등으로부터 반사이익을 받을 수 있는 모멘텀이 있어 이전 대비 성장하는 추세는 보여줄 것으로 기대. 여기에 자큐보, 엑스코프리 등 신규 도입 품목에서의 성장이 가세되는 모습이 나올 것

<그림> 동아에스티 분기별 실적 추이 및 전망



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<그림> 동아에스티 사업부별 매출 비중 추이

자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

실적 추정 및 Valuation

- 투자의견 Buy, 목표주가 7만원으로 커버리지 개시. 목표주가 산출은 SOTP 밸류에이션 방식을 적용
- 영업 가치 9,128억원, 및 파이프라인 가치 1,129억원 및 순차입금 3,530억원을 적용한 동아에스티의 총 기업가치는 6,727억원
- 파이프라인 가치에는 현재 미국/유럽에 출시한 스텔라라 바이오시밀러인 이뮬도사의 2026년 이후 매출에 대한 DCF 밸류에이션을 적용해 현가화. Profit sharing 기반 로열티 배분율은 메이지:동아쏘시오:동아에스티=50:25:25로 설정했으며 로열티율은 20%로 가정
  - DP 생산은 에스티젠바이오와 외부 CMO가 함께 전담하는 방식으로 가정했고, 에스티젠바이오의 Capa가 확장되는 시점을 2030년으로 가정. 생산비율의 변화 점진적으로 에스티젠바이오로 확대될 것이며 생산원가율 역시 에스티젠바이오(10% 가정)가 외부 CMO(30% 가정) 대비 낮은 수준으로 생산 가능할 것으로 예상

<그림> 동아에스티 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	912.8	
A. 2026F 당기순이익	24.5	
B. Target PER	37.3	국내 주요 제약사 2026F PER 평균
2. 파이프라인 가치 (C)	112.9	
C. 이뮬도사	112.9	2026년 이후 매출에 대한 DCF 밸류에이션 적용
3. 순차입금	353.0	2024년말 기준
4. 보통주 주식수	8,984	자사주 제외
5. 적정주가 산출	**70,000**	
6. 현재 주가	51,600	2025년 11월 25일 종가
7. 상승여력	35.7%	

자료 : iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	514	423	751	874
현금 및 현금성자산	149	25	294	343
단기금융자산	105	148	209	295
매출채권	114	114	113	108
재고자산	130	119	118	112
비유동자산	821	894	969	1,046
유형자산	436	413	392	374
무형자산	77	74	72	69
자산총계	1,335	1,316	1,720	1,920
유동부채	215	206	499	692
매입채무	47	53	58	60
단기차입금	15	15	315	515
유동성장기부채	70	70	70	70
비유동부채	426	426	526	526
사채	175	175	175	175
장기차입금	212	212	312	312
부채총계	640	632	1,025	1,218
지배주주지분	694	685	695	702
자본금	46	46	46	46
자본잉여금	318	318	318	318
이익잉여금	201	199	216	230
기타자본항목	129	122	115	108
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	694	685	695	702

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	641	725	790	825
증가율(%)	5.9	13.1	9.0	4.4
매출원가	315	382	405	422
매출총이익	326	343	385	402
판매비와관리비	293	308	331	349
연구개발비	96	106	119	128
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	32	35	54	53
증가율(%)	-0.8	7.1	54.3	-0.6
영업이익률(%)	5.1	4.8	6.8	6.5
이자수익	8	5	16	20
이자비용	20	20	38	46
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-20	-16	-18	-17
세전계속사업이익	21	6	32	28
법인세비용	6	2	8	7
세전계속이익률(%)	3.3	0.8	4.1	3.4
당기순이익	15	5	25	21
순이익률(%)	2.4	0.6	3.1	2.6
지배주주귀속 순이익	15	5	25	21
기타포괄이익	-6	-7	-7	-7
총포괄이익	9	-2	18	14
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	34	25	36	41
당기순이익	15	5	25	21
유형자산감가상각비	24	23	21	19
무형자산상각비	3	3	2	2
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-150	-141	-159	-184
유형자산의 처분(취득)	-21	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-11	-	-	-
금융상품의 증감	-88	-98	-98	-98
재무활동 현금흐름	80	-25	375	175
단기금융부채의증감	-90	-	300	200
장기금융부채의증감	195	-	100	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-6	-6	-6	-6
현금및현금성자산의증감	-32	-124	269	49
기초현금및현금성자산	180	149	25	294
기말현금및현금성자산	149	25	294	343

주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	1,659	484	2,620	2,278
BPS	75,683	74,635	75,766	76,548
CFPS	4,517	3,194	5,081	4,513
DPS	700	700	700	700
Valuation(배)				
PER	35.4	106.7	19.7	22.7
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7
PCR	13.0	16.2	10.2	11.4
EV/EBITDA	12.9	13.0	11.1	12.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	2.2	0.7	3.6	3.0
EBITDA이익률	9.1	8.3	9.7	9.0
부채비율	92.2	92.3	147.5	173.5
순부채비율	31.4	43.7	53.0	61.7
매출채권회전율(x)	5.8	6.3	6.9	7.5
재고자산회전율(x)	5.5	5.8	6.7	7.2

자료 : 동아에스티, iM증권 리서치본부

동아에스티 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-11-26	Buy	70,000		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급 공시 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%

HK이노엔(195940)

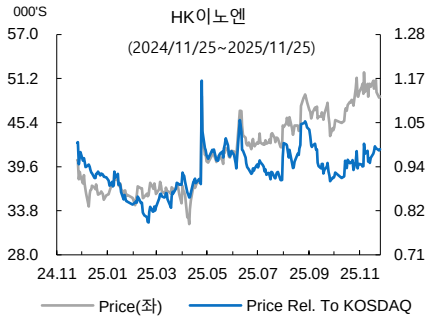
케이캡이 좋은걸 어떡해

Buy(Initiate)

목표주가(12M)	60,000원(신규)
종가(2025.11.25)	48,850원
상승여력	22.8 %

Stock Indicator	
자본금	14십억원
발행주식수	2,833만주
시가총액	1,384십억원
외국인지분율	10.4%
52주 주가	32,050~52,000원
60일평균거래량	209,860주
60일평균거래대금	10.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.5	0.4	16.2	20.8
상대수익률	5.6	-6.9	-3.4	-2.1



[투자포인트]

■ 케이캡 국내 시장 경쟁상황은 존재하나 매분기 성장 추세 유지 중. 경쟁으로 인한 매출 감소 효과보다 PPI 제형 대비 P-CAB 제형이 가지는 우위를 통한 소화성궤양용제 시장에서의 점유율 상승 효과로 인한 매출 상승 지속

■ 해외에서는 완제품 수출국가 확대와 파트너사 계약에 따른 마일스톤/로열티 상승 가능성 주목. 중국에서는 이미 로열티가 발생 중이며, 미국/유럽에서의 임상 관련 마일스톤, 로열티 관련 매출 발생할 것으로 기대. 미국은 연내 NDA 제출 시 보수적으로 내년 중 허가 이벤트 발생 예상

[실적 추정]

■ 동사의 26년 매출 및 영업이익을 1조 1,355억원(YoY +7.3%), 1,037억원(YoY +3.2%, OPM 9.1%)으로 전망. 케이캡 외에도 수액 사업과 항암 사업부에서의 견조한 성장 흐름 지속 가능. 의료계 파업 영향이 없어질 것으로 예상되는 26년 수액 사업의 성장과 코프로모션에 따른 항암 사업부 성장 가능할 것으로 예상

[목표주가 6만원으로 커버리지 개시]

■ 목표주가는 HK이노엔의 2026년 예상 EBITDA 855억원에 Target EV/EBITDA 22.9배 적용 후 순차입금 2,152억원을 반영해 산출하였으며 총 기업가치는 약 1.7조원으로 제시

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	897	1,058	1,135	1,266
영업이익(십억원)	88	101	104	125
순이익(십억원)	62	68	72	90
EPS(원)	2,174	2,409	2,557	3,181
BPS(원)	44,172	45,941	47,858	50,399
PER(배)	16.5	20.3	19.1	15.4
PBR(배)	0.8	1.1	1.0	1.0
ROE(%)	5.0	5.3	5.5	6.5
배당수익률(%)	1.0	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	10.6	10.4	10.1	8.7

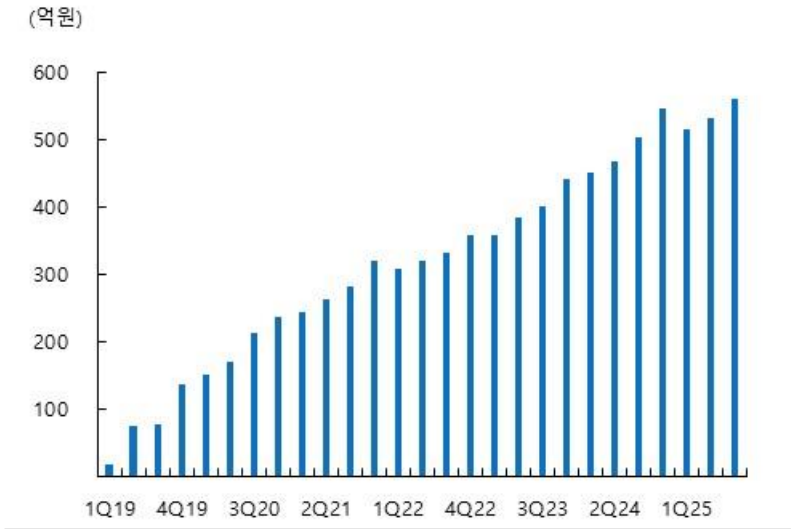
주: K-IFRS 별도 요약 재무제표

투자 포인트 ① 꺾이지 않는 케이캡의 성장세

- 2019년 소화성궤양용제 신약으로 국내 출시한 케이캡은 출시 1년만에 누적 처방 1,000억원을 돌파하는 블록버스터 제품으로 성장. 현재 시장의 주요 P-CAB 플레이어는 HK이노엔(케이캡), 대웅제약(펙수클루), 온코닉테라퓨틱스(자큐보)다. 경쟁에 따른 심화가 일어날 것으로 예상했으나 출시 이후 처방량 측면에서 지속적으로 우상향하는 모습을 지속하고 있음

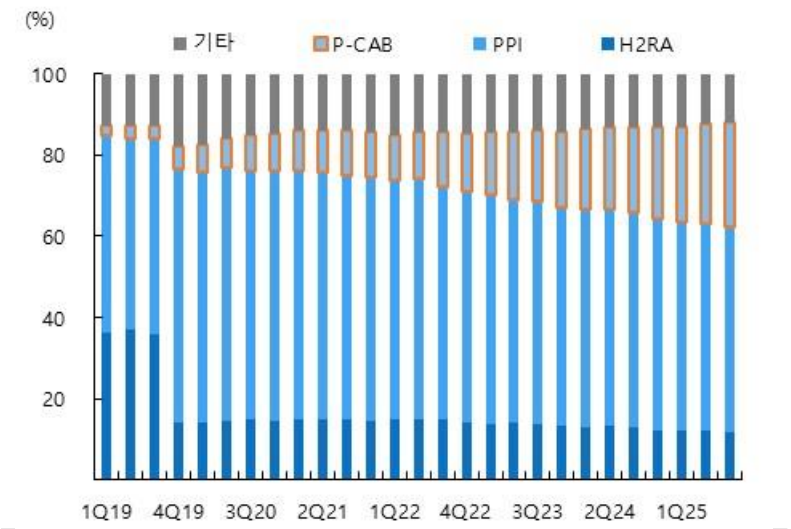
- 전체 시장에서의 P-CAB 제제가 차지하는 비율은 케이캡 출시 초기 2%대에서 현재 25% 내외로 성장. 결국 경쟁이 일어난 것은 맞지만 경쟁에 의한 매출 감소 효과보다 시장에서의 P-CAB 제제가 침투하여 점유율이 상승하는 효과가 컸다는 것을 의미. 주목할 점은 실제 환자에게 P-CAB 제제를 처방함에 따라 쌓이는 리얼월드데이터라고 판단. PPI 대비 P-CAB이 실제 처방환경에서 우위가 있음이 지속적으로 증명된다면 50%에 육박하는 PPI 우위의 시장에서의 변화가 생길 가능성도 충분하다고 전망

<그림> 케이캡 국내 처방실적



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<그림> 국내 소화성궤양용제 제형별 비중 추이



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

투자 포인트 ② 해외 P-CAB 진출 모멘텀

- 케이캡의 해외 관련 매출은 크게 1) 완제품 수출, 2) 파트너사를 통한 로열티로 구분되어 발생
- 완제품에 대한 실제 수출이 진행되어 매출이 발생 중인 국가는 16개국이며 동남아시아와 남아메리카 국가 위주에서 최근 인도 등 잠재적 시장성이 높은 국가로 출시 중. 정해진 물량을 정해진 시기에 납품하는 형태가 아닌, 필요로 하는 시기에 원하는 양을 수출하는 형태이기 때문에 수출과 관련한 매출의 변동성은 존재함. 하지만 주목할 것은 출시 국가가 늘어남에 따라 저점 자체가 상승하고 있는 상황이라는 것
- 파트너사를 통한 로열티 측면에서는 미국과 중국, 유럽 시장에서의 이벤트를 기대. 중국의 경우 뤄신제약과 파트너십을 맺어 판매에 따른 로열티를 수령받는 상황이며, 미국은 올해초 파트너사인 세벨라가 성공적인 임상 3상 결과를 발표, 연내 NDA 신청을 진행할 계획. 보수적으로 가정하더라도 내년 중 허가 및 출시에 대한 마일스톤과 로열티 기대해볼 수 있으며, 유럽은 현재 파트너사 선정 중인 것으로 확인. 빠르면 연말~내년초 중 파트너사 관련 소식이 나올 것으로 예상

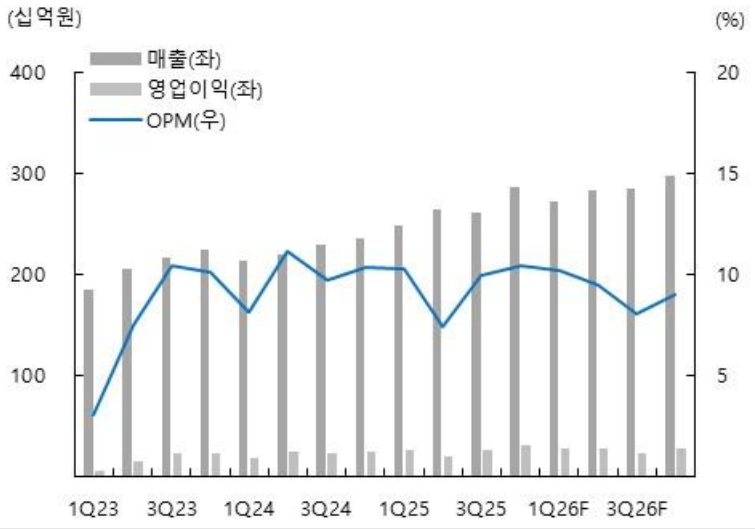
<그림> 케이캡 글로벌 현황

자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

실적 추정 및 Valuation

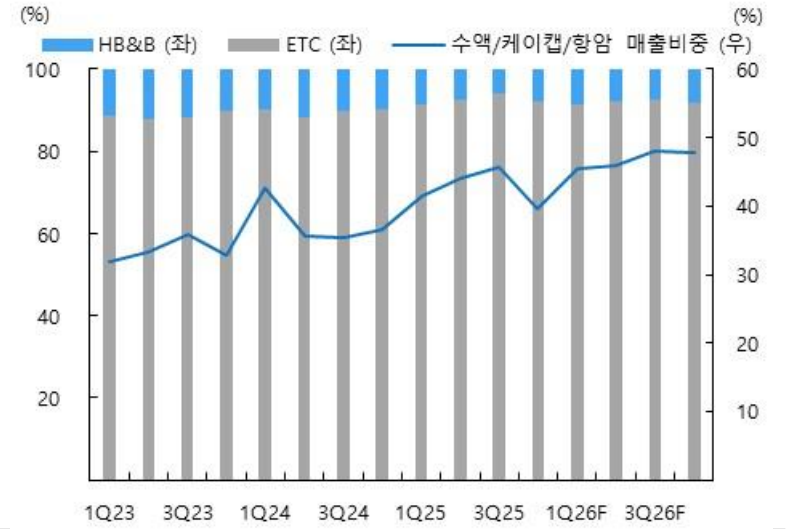
- 동사의 26년 매출 및 영업이익을 1조 1,355억원(YoY +7.3%), 1,037억원(YoY +3.2%, OPM 9.1%)으로 전망
- ETC 분야에서 주요 사업부(수액, 항암)의 견조한 성장과 중국 지역 케이캡 판매 확대에 따른 로열티 증가로 이익 개선이 일어날 수 있을 것으로 기대. 수액은 의료계 파업 영향으로부터 벗어남에 따라 수액 전 분야에서 회복이 일어날 수 있을 것으로 판단. 항암 사업부는 로슈의 아바스틴 코프로모션 영향에 따른 외형 성장이 가능할 것으로 예상. 중국은 전체 시장의 약 40%가 주사제형이라는 점에서, 현재 케이캡 주사제형에 대한 임상을 진행 중. 2024년부터 진행한 상황이기에 2026년 중 관련된 소식 확인할 수 있을 것으로 기대
- HB&B 사업부는 음료 일부 제품 회수, 주류 소비 감소 트렌드로 인한 컨디션 매출 감소 등 부진이 2025년까지 지속될 것으로 판단하나 2026년은 24년 수준까지 회복될 수 있을 것으로 전망. 컨디션 점유율을 상승시키기 위한 프로모션, 신제품 추가 발매 등 새로운 동력원을 확보하려는 시도가 활발히 일어나고 있는 사업 분야

<그림> HK이노엔 분기별 실적 추이 및 전망



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

<그림> HK이노엔 사업부별 분기 매출 비중 추이 및 전망



자료 : 회사 자료, iM증권 리서치본부

실적 추정 및 Valuation

- 투자의견 Buy, 목표주가 60,000원으로 커버리지 개시
- 목표주가는 HK이노엔의 2026년 예상 EBITDA 855억원에 Target EV/EBITDA 22.9배 적용 후 순차입금 2,152억원을 반영해 산출하였으며 총 기업가치는 약 1.7조원으로 제시
- 케이캡의 성장 가능성이 여전히 살아있음. 국내 처방량은 경쟁 상황이 심화됨에도 불구, 적응증 확대와 다양한 용량을 마련해 상승하는 추세 지속 중. 또한 소화성궤양용제의 시장점유율에서 2세대인 PPI가 절반에 가까운 점유율을 차지하고 있다는 점에서 P-CAB 제제의 점유율 상승 모멘텀 역시 사라지지 않은 상황으로 해석. 해외는 53개국과 계약을 맺은 상황에서 18개국에서는 출시를, 3개국에서는 허가를 받았음. 30여개 남짓한 국가에서 허가 및 출시에 따른 외형 성장 기대감이 있으며, 미국 임상이 성공적으로 마무리된 점에서 미국과 유럽 시장에 대한 진출도 가능하다는 점을 주목

<그림> HK이노엔 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	1,961.4	
A. 2026F EBITDA	85.5	
B. Target EV/EBITDA	22.9	국내 주요 제약사 2026F EV/EBITDA 평균
2. 순차입금	215.2	2024년말 기준
3. 보통주 주식수	28,904	
4. 적정주가 산출	**60,000**	
5. 현재 주가	48,850	2025년 11월 25일 종가
6. 상승여력	22.8%	

자료 : iM증권 리서치본부

K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	385	518	641	779
현금 및 현금성자산	45	120	211	300
단기금융자산	37	41	45	50
매출채권	124	146	157	175
재고자산	177	209	225	250
비유동자산	1,504	1,446	1,396	1,355
유형자산	378	329	289	256
무형자산	1,071	1,061	1,052	1,044
자산총계	1,890	1,964	2,037	2,134
유동부채	464	488	507	532
매입채무	67	79	84	94
단기차입금	250	250	250	250
유동성장기부채	23	23	23	23
비유동부채	174	174	174	174
사채	150	150	150	150
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	638	662	681	706
지배주주지분	1,251	1,301	1,356	1,428
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	466	466	466	466
이익잉여금	208	266	329	409
기타자본항목	563	555	547	539
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	1,251	1,301	1,356	1,428

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	897	1,058	1,135	1,266
증가율(%)	8.2	17.9	7.3	11.5
매출원가	462	584	623	697
매출총이익	435	474	513	570
판매비와관리비	347	374	409	445
연구개발비	27	25	26	25
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	88	101	104	125
증가율(%)	33.8	13.9	3.2	20.5
영업이익률(%)	9.8	9.5	9.1	9.9
이자수익	3	6	9	13
이자비용	15	15	15	15
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-5	-5	-6	-6
세전계속사업이익	72	81	86	106
법인세비용	10	13	13	16
세전계속이익률(%)	8.0	7.6	7.5	8.4
당기순이익	62	68	72	90
순이익률(%)	6.9	6.5	6.4	7.1
지배주주귀속 순이익	62	68	72	90
기타포괄이익	-8	-8	-8	-8
총포괄이익	53	60	64	82
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	106	102	121	118
당기순이익	62	68	72	90
유형자산감가상각비	29	49	40	33
무형자산상각비	10	10	9	8
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-130	-6	-6	-7
유형자산의 처분(취득)	-117	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-9	-	-	-
금융상품의 증감	1	-	-	-
재무활동 현금흐름	-38	-33	-33	-33
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-9	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-6	-10	-10	-10
현금및현금성자산의증감	-62	74	92	89
기초현금및현금성자산	108	45	120	211
기말현금및현금성자산	45	120	211	300

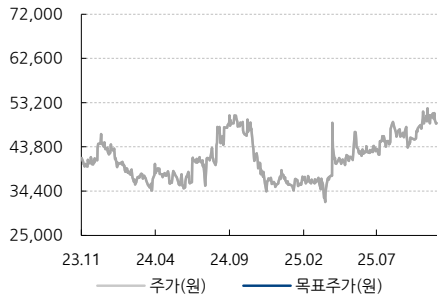
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	2,174	2,409	2,557	3,181
BPS	44,172	45,941	47,858	50,399
CFPS	3,576	4,472	4,297	4,650
DPS	350	350	350	350
Valuation(배)				
PER	16.5	20.3	19.1	15.4
PBR	0.8	1.1	1.0	1.0
PCR	10.0	10.9	11.4	10.5
EV/EBITDA	10.6	10.4	10.1	8.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.0	5.3	5.5	6.5
EBITDA이익률	14.3	15.0	13.5	13.2
부채비율	51.0	50.9	50.3	49.4
순부채비율	27.2	20.1	12.2	5.0
매출채권회전율(x)	6.6	7.8	7.5	7.6
재고자산회전율(x)	5.6	5.5	5.2	5.3

자료 : HK이노엔, iM증권 리서치본부

HK이노엔 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-11-26	Buy	60,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급 공시 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%