



# 머크 (MRK.US)

## 포스트 키트루다 전략은 신제품으로

- 글로벌 세계 1위 항암제 키트루다 특허 만료(약 2029년경)를 대비하여 순조롭게 전략 진행 중. 2030년 중반 \$70bn 이상 매출 잠재력 확보. (전년 대비 \$20bn 상향)
- Winrevair, Ohtuvayre 등 신규 출시 제품의 강력한 수요 확인 및 키트루다 QLEX(SC제형)의 본격 전환 준비.

### 4Q 실적 및 주요 현황 업데이트

지난 2/3 일 진행된 4Q25 실적 발표에서 매출 \$16.4bn(YoY +5%)을 기록하며 견고한 성장세를 이어갔다. 특히, 이번 실적발표에서는 키트루다 특허 만료(LOE) 이후 \$70bn 매출 잠재력(Revenue Potential) 보유로 인한 지속 성장을 강조했다. 2026년 매출 가이드는 \$65.5bn~\$67bn 으로 제시하였는데, 자누비아 등 기존 제품의 **제네릭 경쟁 및 IRA 약가 인하 영향(\$2.5bn 규모)을 신제품 매출 성장이 상쇄**할 것이라고 밝혔다. 또한, 올해 HIV(이슬라트라비르+레나카파비르), 안과 질환(MK-3000) 등 주요 파이프라인의 3상 데이터 발표 예정으로 풍부한 모멘텀을 보유하고 있다.

지난 1월 JPM 자료에서 제외된 한미약품의 MASH 치료제 파이프라인이 (Efinopegdutide) 이번 머크 실적 장표 파이프라인 현황 2상에 표기되며 불확실성 우려로 2/4일 한미약품의 주가 +7%, 시가총액 +4,740억 원 증가하였다. 이는 JPM에서 주가 하락하기 이전보다 높은 수준이다. 다만, Merck의 유망 파이프라인이나 데이터 발표 모멘텀에는 Efinopegdutide에 대한 언급이 없어 MASH 파이프라인에 대한 선부른 기대보다는 조심스럽게 데이터 발표를 기다릴 필요가 있어 보인다.

### 키트루다 SC제형 4월 이후 전환율 상승 기대

키트루다 조성물 특허는 2028 말이나, 최근 판례 등을 근거로 추가적인 2개 특허(제조 및 용법)를 통해 2029년 5월 또는 11월까지 방어 가능에 대한 자신감이 높아진 것을 확인하였다. 키트루다 큐플렉스(SC제형, QLEX) 초기 출시 반응 긍정적이라고 언급하였으며, **4월 J-코드 확보 이후 전환 속도 가속화될 것으로** 보이며, 2028년 전환율 30~40% 목표를 유지한다고 밝혀 기존과 같은 입장을 재차 확인하였다. **가격 책정 전략**을 통해 IV에서 SC로의 전환을 유도하고 있다고 언급했다. 키트루다 큐플렉스 3Q25 매출액은 \$5mn(전환율 0.06%), 4Q25 \$35mn(전환율 0.4%)를 기록하였다. 제약/바이오 전문 매체에서 임상 대상 설문조사에서 약 40%가 이미 큐플렉스를 일상적인 진료에 적용하기 시작했다고 답해 시간이 지날수록 전환율이

### ▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.02.03): \$115.84

목표주가 컨센서스: \$118.13

### ▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유	매도
71%	29%	0%

### Stock Data

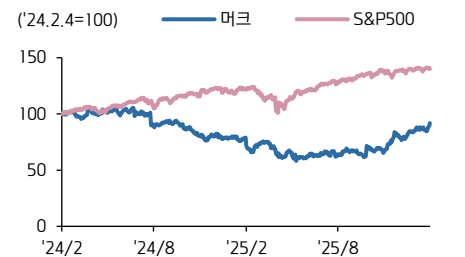
산업분류	제약
S&P 500 (02/03)	6,917.81
현재주가/목표주가	115.84 / 118.13
52주 최고/최저 (\$)	118.46 / 73.31
시가총액 (백만\$)	287,517
유통주식 수 (백만)	2,480
일평균거래량 (3M)	14,223,408

### Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	64,168	64,011	67,453	71,131
영업이익	23,398	23,889	19,101	30,019
OPM(%)	36.5	37.3	28.3	42.2
순이익	19,444	23,035	13,725	24,534
EPS	7.7	9.2	5.3	9.9
증가율(%)	406.6	20.0	-42.2	87.4
PER(배)	10.5	13.1	21.8	11.7
PBR(배)	5.4	4.8	4.0	3.4
ROE(%)	46.4	39.5	29.1	39.4
배당수익률(%)	3.1	3.1	2.8	3.1

### Performance & Price Trend

추가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	10.1	8.8	46.1	16.1
S&P Index	1.1	0.9	10.9	15.4



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

의미있게 늘어날 것으로 보인다. (참고: *Physician Views Results: Oncologists begin integrating SC Keytruda Qlex, expect meaningful uptake within a year*)

### 키트루다 특허 절벽 대응을 위한 전략적 자산

지난해 11 월 \$9.2bn 에 인수한 Cidara 의 주요 파이프라인인 고위험군 대상 장기 지속형 인플루엔자 예방 파이프라인 MK-1406(3 상 환자 등록 완료)의 매출 잠재력을 연간 \$5bn 이상으로 평가했다. 신제품인 COPD 치료제 오투베어(Ohtuvayre)는 4 분기 매출 \$178mn 기록하며 시장 안착에 성공하였다. 기존 스테로이드 치료의 한계를 넘는 기전으로 신규 환자 유입이 가팔라 장기적 블록버스터 성장이 기대된다. PAH 시장의 표준 치료제로 자리 잡은 윈레베어(Winrevair)의 4 분기 매출은 \$467mn 기록하였고, 경구용 PCSK9 억제제(엔리시타이드)는 3 상 데이터를 확보하였다.

키트루다와 키트루다 SC 매출 현황

(\$ mn)				
구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
키트루다	7,205	7,956	8,142	8,337
키트루다 SC			5	40

자료: Merck, 키움증권 리서치

키트루다 특허 만료 대비를 위한 핵심 파이프라인

구분	주요 타겟 질환	매출 예상 (Peak Sales)	주요 이벤트/일정
Keytruda QLEX	각종 고형암 (SC)	30~40% 전환 목표	2026년 4월 J-코드 적용
Winrevair	폐동맥고혈압(PAH)	블록버스터급	적응증 확대(CADENCE 2상 성공)
MK-1406 (Cidara)	인플루엔자 예방	\$5bn+	2027년 3상 데이터 결과 기대
Ohtuvayre (Verona)	COPD	\$5bn	미국 시장 점유율 가파른 상승 중
Enlicitide	이상지질혈증 (경구 PCSK9)	고성장 기대	2026년 FDA 서류 제출 준비

자료: 키움증권 리서치

머크의 파이프라인 현황에 한미약품의 MASH 치료제 표기

Broad and innovative pipeline to address significant unmet medical needs

Phase 2		Phase 3		Under regulatory review	
<b>Oncology</b> MK-1022 (patritumab deruxtecan) <sup>1,3</sup> Biliary Bladder Cervical Endometrial Esophageal Gastric HCC HNSCC Melanoma NSCLC Ovarian Pancreas Prostate MK-1084 (calderasib) <sup>1</sup> Solid Tumors MK-2400 (ifinatamab deruxtecan) <sup>1</sup> Biliary Bladder Breast Cervical CRC Endometrial HCC HNSCC Melanoma NSCLC Ovarian Pancreas MK-2870 (sacituzumab tirumotecan) <sup>1,3</sup> Biliary Bladder CRC Esophageal Neoplasm Malignant Pancreatic	MK-3120 Bladder KEYTRUDA (MK-3475) Prostate KEYTRUDA QLEX (MK-3475A) Hematological Malignancies (U.S.) MK-5684 (opevesostat) Breast Endometrial Ovarian MK-5909 (raludotatug deruxtecan) <sup>1</sup> Biliary Bladder Cervical CRC Endometrial Gastric NSCLC Pancreas RCC SCLC MK-6070 (gocetamig) <sup>1</sup> SCLC WELIREG (MK-6482) Breast V940 (intismeran autogene) <sup>1,3</sup> Bladder RCC <b>Ophthalmology</b> MK-8748 Eye Disorders	<b>Cardiometabolic &amp; Respiratory</b> MK-5475 PH-COPD MK-5884A (ensifentrine + glycopyrrolate) COPD MK-6024 (efinopegdutida) MASH MK-7262 Atherosclerosis WINREVAIR (MK-7962) Pulmonary Hypertension due to Left Heart Disease <b>Infectious Disease</b> MK-8591B (islatravir + ulonvirine) HIV-1 Infection <b>Immunology</b> MK-7240 (tuliksikbart) Axial Spondyloarthritis Hidradenitis Suppurativa Rheumatoid Arthritis Systemic Sclerosis <b>Neuroscience</b> MK-1167 Alzheimer's Disease MK-2214 Alzheimer's Disease	<b>Oncology</b> MK-1022 (patritumab deruxtecan) <sup>3</sup> Breast MK-1026 (nemtabrutinib) Hematological Malignancies MK-1084 (calderasib) <sup>1,2</sup> CRC NSCLC MK-1308A (quavonlimab + pembrolizumab) RCC MK-2140 (silovertamab vedotin) Hematological Malignancies MK-2400 (ifinatamab deruxtecan) <sup>3</sup> Esophageal Prostate SCLC MK-2870 (sacituzumab tirumotecan) <sup>1,3</sup> Breast Cervical Endometrial Gastric NSCLC Ovarian MK-5909 (raludotatug deruxtecan) <sup>1</sup> Ovarian <b>Cardiometabolic &amp; Respiratory</b> MK-0616 (enlicitide decanoate) Hypercholesterolemia <b>Vaccines</b> V181 Dengue Fever Virus	KEYTRUDA (MK-3475) SCLC MK-3543 (bomedemstat) Myeloproliferative Disorders MK-5684 (opevesostat) Prostate LYNPARZA (MK-7339) <sup>1,2</sup> NSCLC SCLC V940 (intismeran autogene) <sup>1,2</sup> Melanoma NSCLC <b>Ophthalmology</b> MK-3000 <sup>6</sup> Diabetic Macular Edema <b>Immunology</b> MK-7240 (tuliksikbart) Crohn's Disease Ulcerative Colitis <b>Infectious Disease</b> MK-1406 Influenza LAGEVRIO (MK-4482) <sup>5</sup> COVID-19 Antiviral (U.S.) MK-8527 HIV-1 PrEP MK-8591A (doravirine + islatravir) HIV-1 Infection (EU) MK-8591D (islatravir + lenacapavir) <sup>4</sup> HIV-1 Infection	<b>Oncology</b> KEYTRUDA (MK-3475) HNSCC (JPN) MIBC (EU, JPN) Ovarian (U.S., EU, JPN) KEYTRUDA QLEX (MK-3475A) Ovarian (U.S.) <b>Cardiometabolic &amp; Respiratory</b> WINREVAIR (MK-7962) Pulmonary arterial hypertension <b>Infectious Disease</b> ENFLONZIA (MK-1654) Respiratory Syncytial Virus (EU, JPN) MK-8591A (doravirine + islatravir) HIV-1 Infection (U.S., JPN)

As of February 3, 2026

1. Being developed in a collaboration 2. Being developed in combination with KEYTRUDA and/or KEYTRUDA QLEX 3. Being developed as monotherapy and/or in combination with KEYTRUDA and/or KEYTRUDA QLEX 4. On partial clinical hold for higher doses of islatravir than those used in current clinical trials 5. Available in the U.S. under Emergency Use Authorization 6. Program is in Phase 2/3 study

자료: Merck, 키움증권 리서치

향후 데이터 발표 예상에 한미약품의 MASH 치료제 미표기

## Key upcoming dates and milestones

### Oncology

**KEYTRUDA Family<sup>1</sup>**

- KEYNOTE-B96 KEYTRUDA PDUFA date February 20<sup>th</sup>
- KEYNOTE-B96 KEYTRUDA QLEX PDUFA date April 14<sup>th</sup>
- Presentation of detailed findings from Phase 3 KEYNOTE-B15<sup>2</sup> in cisplatin-ineligible patients with MIBC at ASCO-GU

**WELIREG**

- Presentation of detailed findings from Phase 3 LITESPARK-011 and LITESPARK-022 at ASCO-GU

### Cardiomatabolic & respiratory

**WINREVAIR**

- Presentation of detailed findings from Phase 2 CADENCE trial in CpcPH due to HFpEF at ACC
- HYPERION PDUFA date September 21<sup>st</sup>

**Enlicitide decanoate**

- Presentation of detailed findings from Phase 3 CORALreef AddOn trial at ACC

### HIV

**Doravirine/Islatravir**

- PDUFA date April 28<sup>th</sup>

**Islatravir/Lenacapavir<sup>3</sup>**

- PCDs in April for Phase 3 ISLEND-1 and ISLEND-2 trials in HIV treatment

### Immunology

**Tulisokibart**

- PCD in May for Phase 2 ATHENA trial in SSc-ILD
- PCD in August for Phase 3 ATLAS trial in UC

### Ophthalmology

**MK-3000**

- PCD in September for Phase 3 BRUNELLO trial in DME

**MK-8748**

- PCD in April for Phase 2 RIOJA trial in NVAMD, DME, and RVO

1. KEYTRUDA family includes KEYTRUDA and KEYTRUDA QLEX 2. In collaboration with Pfizer and Astellas 3. In collaboration with Gilead

자료: Merck, 키움증권 리서치

블록버스터 가능성 있는 파이프라인

## Transforming our portfolio with more than 20 new growth drivers, almost all with blockbuster potential

	2024	2025	2026	2027	2028+
★ Key near-term programs that represent majority of \$70B <sup>1</sup> of non-risk adjusted commercial opportunity by the mid-2030s	<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>WINREVAIR</b> <small>Enlicitide decanoate</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>Ohtuvayre</b> <small>(oprelvekin) i.v. solution</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;"><b>CAPVIXIVE</b> <small>Respirational syncytial virus</small></div>	<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>KEYTRUDA Qlex<sup>2</sup></b> <small>particulate suspension for intravenous injection</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>ENFLONSIA<sup>3</sup></b> <small>Enflurone</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>enlicitide decanoate</b> <small>Oral PCSK9i</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;"><b>doravirine + islatravir</b> <small>NNRTI + NRTTI</small></div>	<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>islatravir + lenacapavir<sup>3</sup></b> <small>NRTTI + capsid inhibitor</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>MK-3000</b> <small>Wnt agonist</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;"><b>tulisokibart</b> <small>TL1A mAb</small></div>	<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>MK-1406</b> <small>zanamivir-Fc conjugate</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>sacituzumab tirumotecan<sup>4</sup></b> <small>TROP2 ADC</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>ifinatumab deruxtecan<sup>5</sup></b></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>nemtabrutinib</b> <small>BTki</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>MK-8527</b> <small>NRTTI</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>zilovertamab vedotin</b> <small>ROR1 ADC</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>raludotatug deruxtecan<sup>5</sup></b> <small>CDH6 ADC</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;"><b>bomedemstat</b> <small>LSD1i</small></div>	<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>intismeran autogene<sup>6</sup></b> <small>INT</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>opevesostat</b> <small>CYP11A1i</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>calderasib<sup>7</sup></b> <small>KRAS G12Ci</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>patritumab deruxtecan<sup>5</sup></b> <small>HER3 ADC</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>V181</b> <small>Tetravalent dengue vaccine</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>gocatumig<sup>5</sup></b> <small>DLL3 T-cell engager</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>MK-1045</b> <small>CD3xCD19 T-cell engager</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 2px;"><b>MK-8748</b> <small>Tie2 agonist/VEGFi</small></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;"><b>islatravir + ulonivirine</b> <small>NRTTI + NNRTI</small></div>
■ First-in-class potential					
<b>Therapeutic area</b>	Oncology	Cardiomatabolic & Respiratory	Infectious Disease	Immunology	Ophthalmology
<b>Mid-2030s commercial opportunity<sup>2</sup></b>	>\$25B <sup>1</sup>	~\$20B	~\$15B	>\$5B	>\$5B

Timing above represents approval date for marketed products or earliest Phase 3 primary completion date according to clinicaltrials.gov for pipeline compounds 1. Excludes KEYTRUDA QLEX 2. Non-risk adjusted annual sales by the mid 2030s 3. In collaboration with Gilead 4. In collaboration with Kelun 5. In collaboration with Daiichi Sankyo 6. In collaboration with Moderna 7. In collaboration with Taiho and Astex

자료: Merck, 키움증권 리서치

#### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

#### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.