가능성을 팔던 시대, 경쟁력을 파는 시대

2026.11.25. | 키움증권 리서치센터 | 산업분석 | 제약/바이오 Overweight(Maintain) | 제약/바이오 Analyst 허혜민 | Ra 김종현



: 한국 제약·바이오의 두 번째 성장 사이클

키움증권

Contents

Summary p.03

I. Performance Review p.04

II. 2027 정책변화 p.18

III. K-BIO 뭉치면 산다 p.31

IV. 투자전략 p.37

V. 기업분석 P.42

- 삼성바이오로직스(207940)
- 셀트리온(068270)
- 한미약품(128940) ★ Top Picks
- 한올바이오파마(009420)
- 디앤디파마텍(347850)

* 시가총액 순서 기준



Summary

>>> '26년 기술이전 금액은 최고치 경신한 반면, 코스닥 제약지수 '22년과 '19년의 저점 수준.

- 올해 **기술이전** 최대 마일스톤 금액의 합산은 **이미 역대 최대 규모였던 '25년을 상회**
- 시장의 투자심리가 기업의 기초체력보다 더 크게 악화. 코스닥 제약 지수는 올해 고점 대비 -60% 이상 하락. 국가별 MSCI Healthcare Index YTD 수익률 또한 주요국 중 **한국만 -16%로 하락**. 인도 +18%, 미국 +13%, 일본 +9%.
- 다만, 최근 호재에 다시 반응하기 시작하며 투자심리 전환의 신호가 포착됨.

>>> 특허절벽과 시밀러 촉진 정책으로 시밀러 황금기 기대. 미·중 기술 견제 강화 추세

- 특허절벽과 함께 미국 정부의 의료비 절감을 위한 바이오시밀러 촉진 강화 기대. 중장기적으로 **시밀러 황금기 도래** 전망.
- 한편, 빅파마 지난 10년간 신규 임상시험 비중 약 50% 감소하며 외부 바이오텍의 혁신 기술 도입 전략이 중요해지고 있으며, 이로 인해 중국 바이오텍이 수혜를 보고 있음.
- 그러나, 미국의 중국에 대한 견제가 **기존 제조/서비스 공급망에서 자본과 IP쪽**으로 무게가 옮겨가고 있으며, **중국에서도** 자국 기술이 해외로 이전되는 거래에 대한 통제가 강화되기 시작. '27년 주요 정책 변화를 면밀히 관찰할 필요가 있음.

>>> 2015년 데자뷰, 호황기는 기술이전과 시밀러로 시작. 옥석가리기 중요.

- 현재는 과거 2015년과 같이 기술이전이 기록적인 해. **기술이전 호황 이후 바이오시밀러 개화기를 맞았던 시기와 유사**할 것으로 전망. 단, 과거와 달라진 점은 높아진 시장 눈높이와 심화된 글로벌 경쟁.
- 이에 따라 옥석가리기가 더욱 중요한 시기로 진화.

>>> 형님(대형사) 먼저 시장의 방어주이자 성장주 역할 한 뒤, 바톤을 아우(바이오텍)에게

- Top pick: 한미약품. 관심종목: 삼성바이오로직스, 셀트리온, 한올바이오파마, 디앤디파마텍.

I. Performance Review

#행동재무학, #회복기로 진입



회복기로 진입하기 시작한 바이오

◎ 제약/바이오 섹터는 행동재무학적 요인이 주가에 크게 작용하기 쉬운 산업 구조.

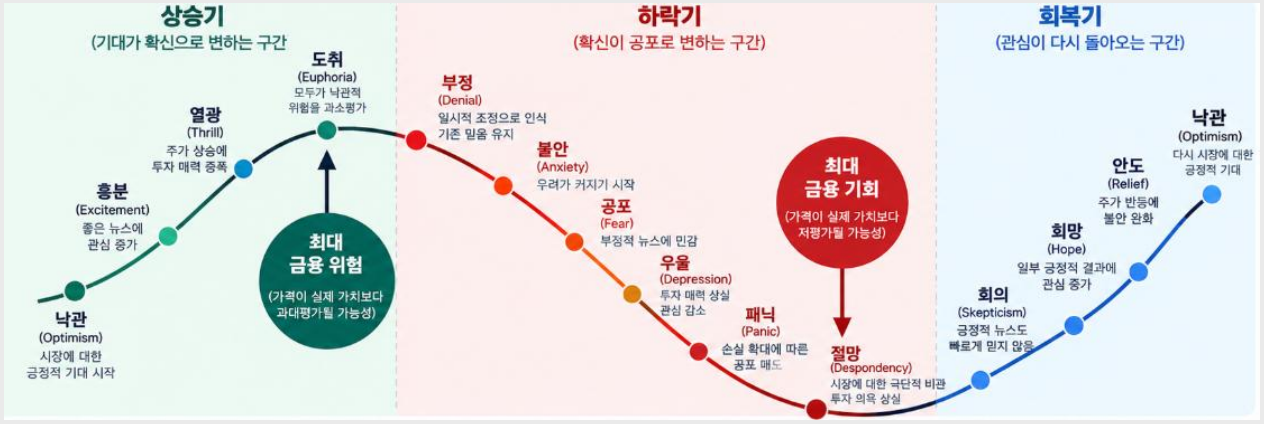
- 기업가치 대부분이 장기간에 걸친 불확실한 미래 현금흐름에 의존하고, 임상결과 등이 가치를 결정

¶ 행동재무학(Behavioral Finance)이란, 투자자가 인지적 편향과 감정에 의해 체계적으로 비합리적인 판단을 내리며, 이러한 판단이 차익거래의 한계로 인해 해소되지 않고 자산 가격을 내재가치로부터 지속적으로 괴리 시킨다는 점을 설명하는 재무학의 한 분야

◎ 현재는 **절망(Despondency)에서 회의(Skepticism)**으로 넘어가는 구간으로 **회복기로 진입**한 것으로 판단.

- 하락기: Denial(부정) → Anxiety(불안) → Fear(공포) → Depression(우울) → Panic(패닉) → Capitulation(투매)
- 회복기: Despondency(절망) → Skepticism(회의) → Hope(희망) → Relief(안도) → Optimism(낙관)

행동재무학의 감정 곡선 및 투자 심리 사이클



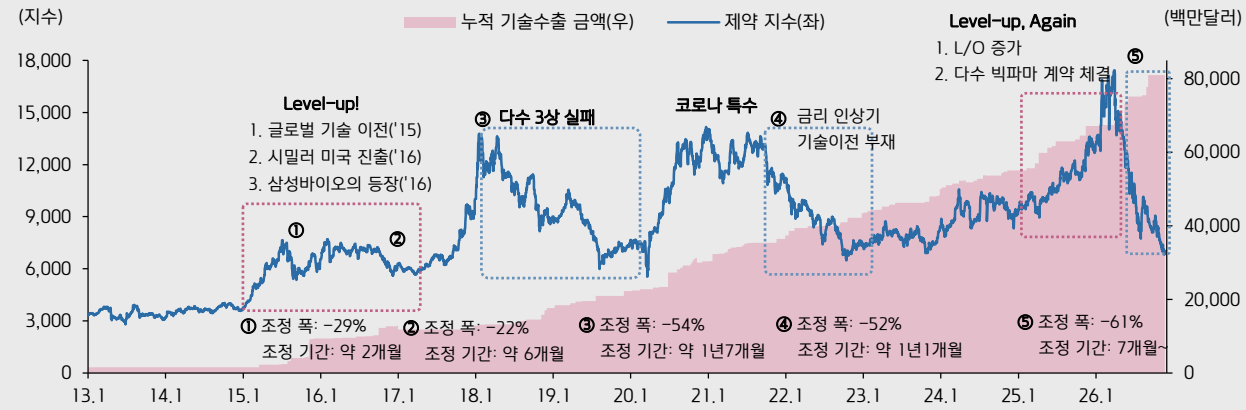
자료: The Decision LAB, Retirement Rips (2024, October 26), Behaviral finance and market downturns, AI로 재구성, 키움증권 리서치센터

투자심리가 기초체력보다 더 크게 악화

◎ 시장의 투자심리가 기업의 기초체력보다 더 크게 악화
- 기술이전 계약 증가 및 글로벌 임상 파이프라인 진척에도 시장에서 긍정적 성과를 충분히 반영하지 않아 투자심리 위축

◎ 투자심리 전환의 신호: 대형 제약/바이오 업체가 긍정적 흐름을 보이고, **호재에 다시 반응**하기 시작할 때
- 최근 한미약품의 MASH 치료제 데이터 발표 및 코스피 제약사의 양호한 실적에 주가 반응을 나타냄

코스닥 제약 지수와 누적 기술 수출 금액 추이



주: 조정 폭은 고점 대비 바닥까지의 지수 하락 폭을 의미. 조정 기간은 고점 대비 바닥까지 하락 후 반등 전까지의 기간을 의미. 2026/11/20일까지 기준
자료: 에프앤가이드 DataGuide, 키움증권 리서치센터

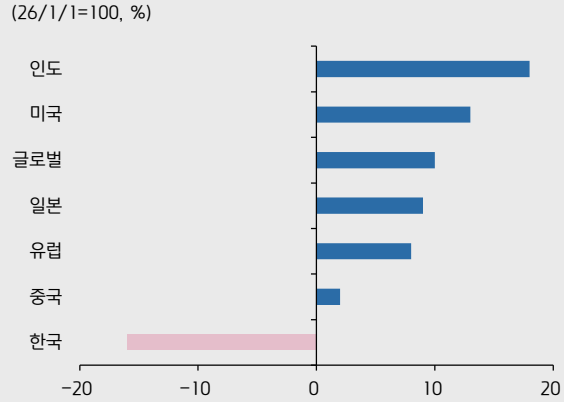
국가별 헬스케어 지수 수익률

◎ 올해 주요국 헬스케어 지수 중, 한국 제약/바이오 섹터가 가장 부진.

- 2026년 YTD 기준, 한국 MSCI 헬스케어 지수 수익률 -16%로 주요국 중 홀로 부진.

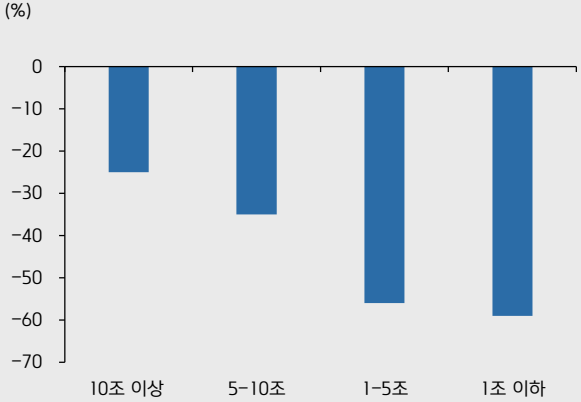
◎ **시가 총액이 낮은 바이오텍 위주**로 최근 2년 사이 주가 하락률 심화.

2026년 이후, 국가별 MSCI 헬스케어 Index 수익률



주: 2026/11/20일 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국내 Sub-Sector별 누적 YTD 수익률



주: 10조 이상(삼성바이오로직스, 셀트리온, 알테오젠), 5-10조 (삼성에피스홀딩스, SK바이오팜, 유한양행, 한미약품), 1-5조 (HLB, 삼천당제약, SK바이오사이언스, 한올바이오파마, 에이비엘바이오, 리가켐바이오, 펩트론, 보로노이, 올릭스, 디앤디파마텍, 1조 이하 (코오롱티슈진, 지투지바이오, 알지노믹스, HLB이노베이션, 큐리언트, 온코닉테라퓨틱스, 지아이이노베이션, 에스티큐브, 일동제약, 부광약품), 2026/1/1부터 2026/11/23일까지 기준
자료: 에프앤가이드 DataGuide, 키움증권 리서치센터

IPO 2026 Review

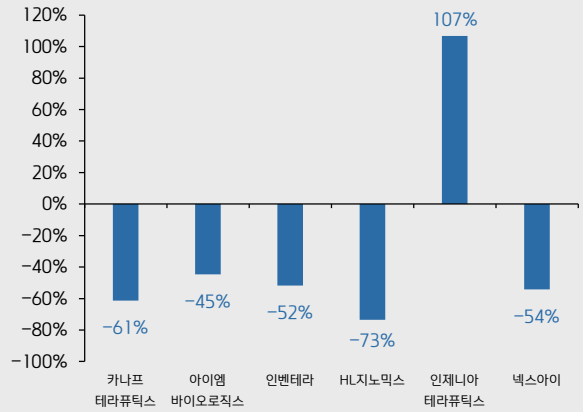
◎ 2026년 바이오텍 IPO 기업, **대체로 공모가 대비 하회**.

- 밸류에이션 부담을 덜고, 상장을 단행했음에도 불구하고 투자심리 악화로 공모가 대비 하회

◎ 제약/바이오 IPO 기업의 공모가 대비 수익률 올해 최저 기록해 **주가 부진을 겪었던 '22년보다 어려운 환경**.

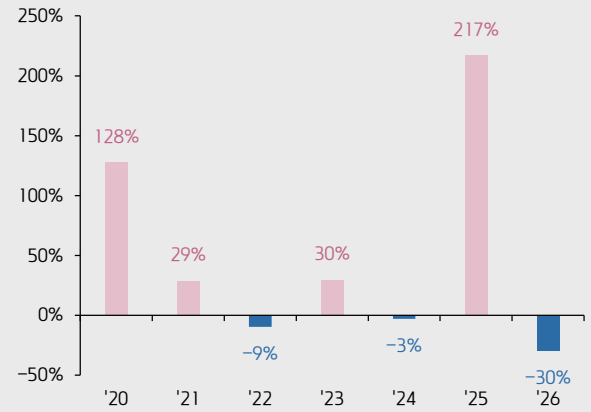
- '26년 IPO 기업의 공모가 대비 주가 수익률은 평균 -30% 하락.
- 인제니아를 제외하면 , 평균 -57% 하락.

2026년 공모가 대비 IPO 수익률



주: 2026/11/23일 기준
자료: 에프앤가이드 DataGuide, 키움증권 리서치센터

2020년 이후 연도별 IPO 공모가 대비 연말 수익률



주: 2026/11/23일 기준. IPO 기업들의 상장 년도 말일 주가 수익률 평균.
자료: 에프앤가이드 DataGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

기술이전 성과, '25년 기록 갱신

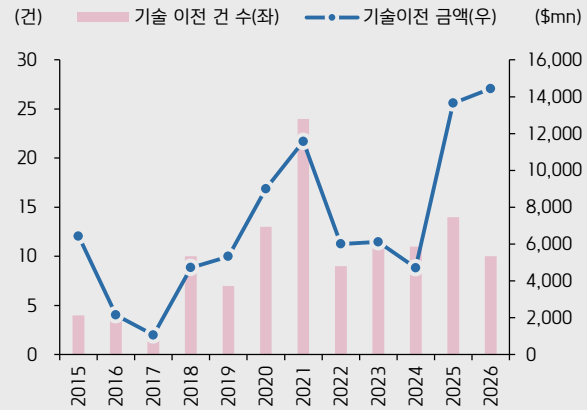
◎ 반면, 기술이전 최대 마일스톤 규모는 이미 **역대 최대였던 '25년을 상회**.

- '25년 최대 규모였던 $16.7bn을 상회하는 $14.5bn 기록.
- 아리바이오/포순 $4.7bn을 제외하더라도, '20~'21년 규모 수준인 $9.7bn.

◎ '26년 물질 기술이전 확대되며, 연간 계약금 평균 $226mn을 상회하는 $474mn 기록

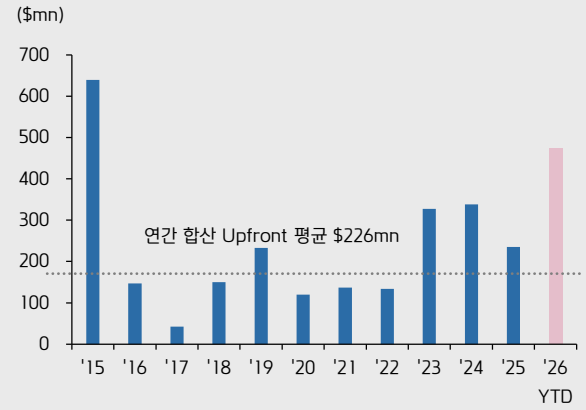
- 한미/녹십자의 파브리병 치료제가 계약금 비율 14.7%로 최근 높은 계약금 비율로 계약 성사되고 있음.

기술이전 성과



주: 2026/11/2일 기준
자료: 키움증권 리서치센터

기술이전 계약금 유입액 추이



주: 2026/11/2일 기준
자료: 키움증권 리서치센터

2026년은 물질 위주 기술이전

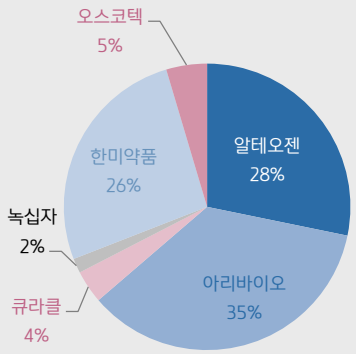
◎ '26년 한미약품과 알테오젠 중심으로 기술이전.

- 물질(Assets) 기술이전 MVP: 한미약품 (3건).
- 플랫폼 기술이전 MVP: 알테오젠 (3건)

◎ 올해는 물질(Assets) 중심으로 기술이전 성과 다수.

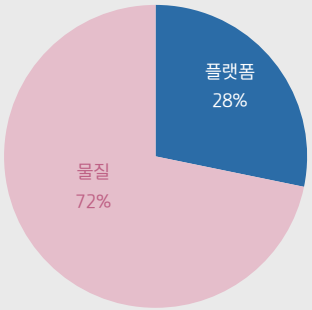
- '25년 플랫폼과 플랫폼 기반 물질 비중 72%에 비해 올해는 물질(Assets) 중심으로 기술이전 성과 달성이 특징

2026년 기술이전 업체별 금액 비중



주: 2026/11/23일 기준
자료: 키움증권 리서치센터

2026년 기술이전 플랫폼/자산별 금액 비중



주: 2026/11/23일 기준
자료: 키움증권 리서치센터

글로벌 M&A와 기술이전. 전년대비 M&A 비중 증가

◎ 2026년 3분기 누적 글로벌 제약·바이오 기술이전 및 M&A 거래금액, 사상 최대 $403bn 기록

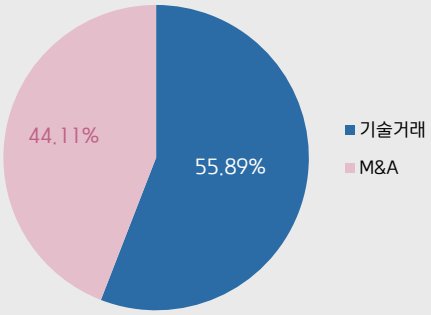
◎ 기술이전 **거래 건수는 감소**했지만, **거래금액은 증가**

- 2026년 1~9월 누적 거래 건수는 840건으로, 전년 동기 885건 대비 5% 감소했으나, 기술이전 거래 금액은 증가.

◎ M&A 2026년 1~3분기 누적 $177.71bn으로 사상 최대

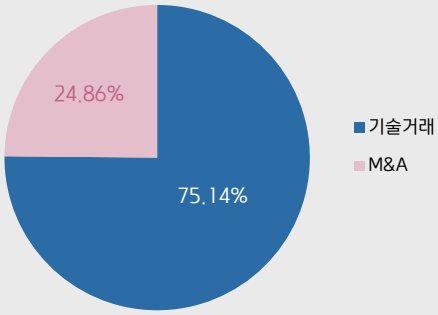
- 올해 릴리가 M&A에 적극적으로 나서며, **지난해 대비 M&A 비중 증가**
- 이미 임상적 성과를 확보했거나, 상업화에 근접한 자산 중심으로 대규모 M&A 이뤄졌음.

M&A와 기술거래 비중 (2026.3Q 누계)



자료: Bioworld, 키움증권 리서치센터

M&A와 기술거래 비중 (2025년)



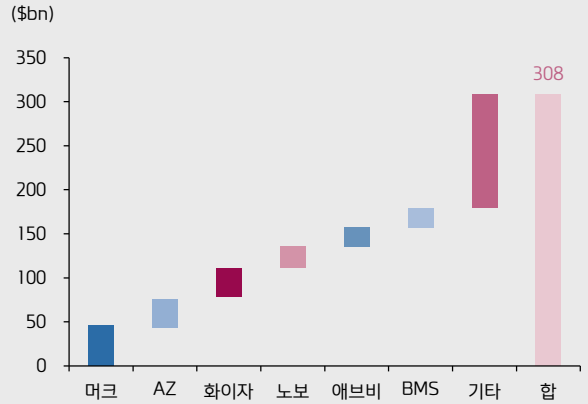
자료: Bioworld, 키움증권 리서치센터

특허절벽이 촉진할 M&A

◎ 현재 약 $300bn 규모의 제약산업 매출이 향후 몇 년 동안 **제네릭과 바이오시밀러 경쟁에 노출**
- 전체 제약산업 매출의 약 40%에 해당

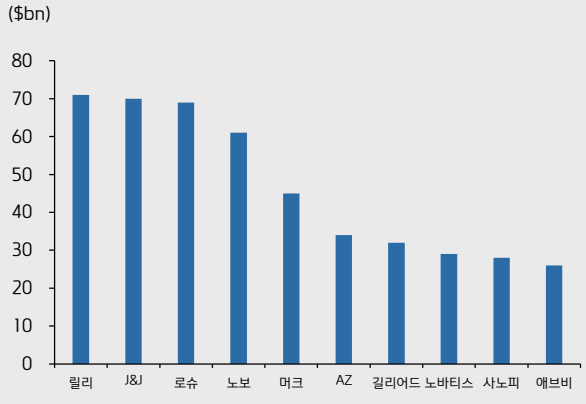
◎ 대형 제약사, 입수합병에 활용 가능한 충분한 자금 보유
- 대형 제약사들의 잠재적 인수 여력은 약 $500bn~$1tn에 달함

글로벌 빅파마 특허절벽 규모 약 $300bn(2026~2033년)



자료: Atlas Venture, 키움증권 리서치센터

글로벌 주요 제약사 가용 현금 규모, EBITDA 3배 차입 가정



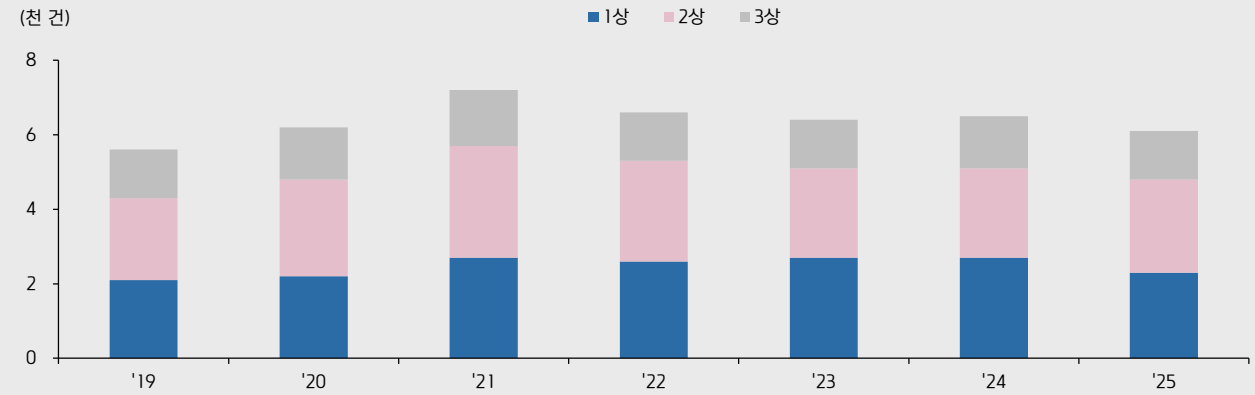
자료: Atlas Venture, 키움증권 리서치센터

글로벌 신약 개발의 혁신 주체 다변화

◎ 반면, 글로벌 **빅파마의** 지난 10년간 **신규 임상시험 비중은 약 50% 감소**
- 임상시험의 주도권이 빅파마에서 신흥 바이오텍과 중국 기업으로 이동

◎ 글로벌 빅파마가 모든 신약을 자체 개발하기보다 **외부 바이오텍의 혁신 기술을 도입하는 오픈이노베이션** 전략이 중요해지고 있음
- 특허절벽에 직면한 빅파마의 외부 파이프라인 확보 및 오픈이노베이션 전략의 중요성을 높이는 요인으로 판단

글로벌 신규 임상시험 건수 추이(2019~2025년)

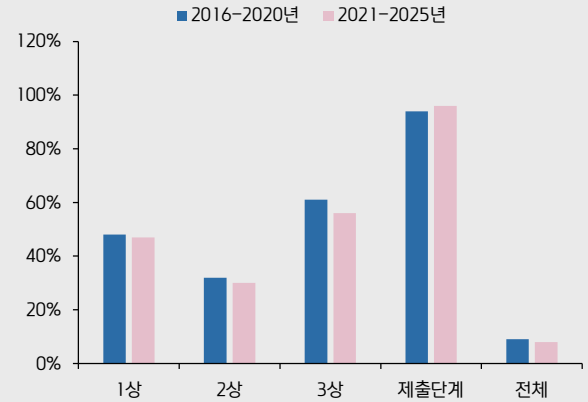


자료: Atlas Venture, 키움증권 리서치센터

신약 개발 성공확률 하락

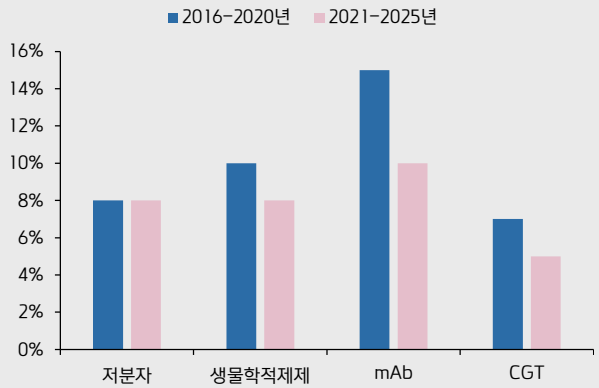
◎ 글로벌 신약 개발의 전체 성공확률은 2016~2020년 9%에서 2021~2025년 8%로 하락
- 특히, 임상 3상 성공확률이 61%에서 56%로 하락

글로벌 신약 개발 단계별 성공확률 비교



자료: Atlas Venture, 키움증권 리서치센터

신약 유형별 임상 1상부터 허가까지의 최종 성공확률



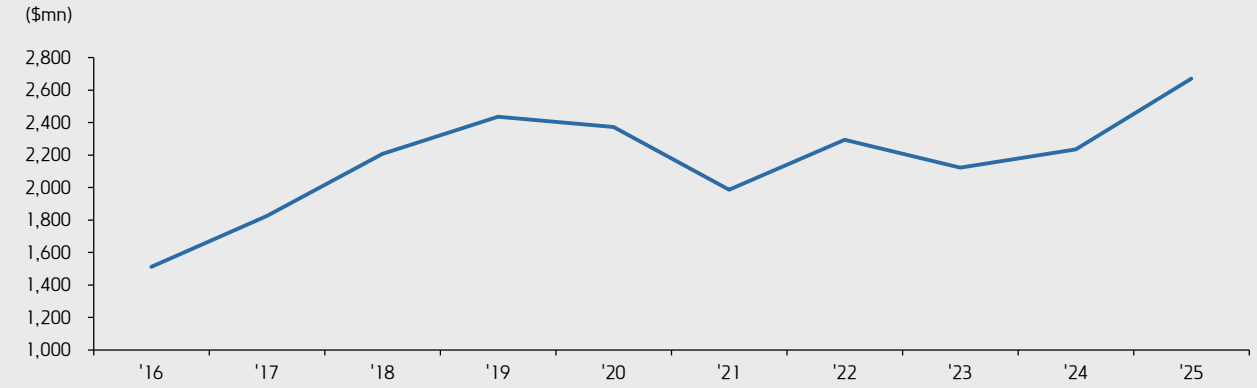
자료: Atlas Venture, 키움증권 리서치센터

신약 개발 비용 증가, 외부 혁신 확보의 중요성 확대

◎ 글로벌 신약 1개 개발에 소요되는 평균 R&D 비용은 2025년 약 $2.7bn으로, 여전히 높은 수준
- 주 요인으로는 1) 낮은 성공률, 2) 긴 개발 기간, 3) 경쟁 심화

◎ 빅파마 자체 R&D만으로 신약 파이프라인을 확보하기보다 바이오텍으로부터 **유망 자산을 도입하는 전략 강화**하는 이유 중 하나가 **R&D 생산성 문제 때문**
- 다만 우량 자산 확보 경쟁이 심화되면서 기술도입 자체의 투자수익률을 관리하는 것이 새로운 과제로 부상

글로벌 신약 1개 개발에 소요되는 평균 R&D 비용 추이(2016~2025년)



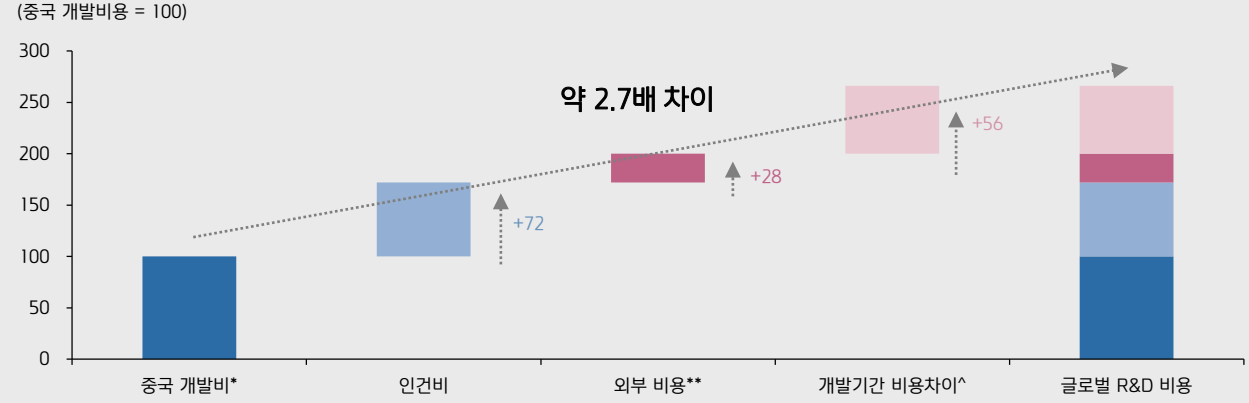
자료: Atlas Venture, 키움증권 리서치센터

비용과 개발 속도 경쟁력 기반, 중국의 영향력 확대

◎ 중국 바이오텍은 비용 경쟁력을 기반으로 신약 개발 역량을 확대

- 중국의 개발비용을 100으로 가정했을 때, 서구권에서는 인건비와 투입비용만으로도 **중국 대비 약 두 배가 소요**
- 중국에서는 연구개발을 더 빠르게 수행할 수 있기 때문에 인건비뿐 아니라 조직 운영에 필요한 간접비까지 절감할 수 있어 중국 바이오텍과 R&D 협력 강화되고 있음

중국 대비 글로벌 신약 개발비용 약 2.7배, 인건비·개발기간 등이 격차 요인



주: * 중국의 비용에는 인건비 약 25%, 원재료비 약 25%, 외주비 및 간접비 약 30%, 임상시험 기관 및 환자 관련 비용 약 20%가 포함.
** 원재료비, 간접비 및 임상시험 수행 지역 구성의 차이를 반영. ^ 시장 출시까지 소요되는 기간(Time to Market)
자료: Atlas Venture, McKinsey Global Institute 분석, 「Biopharma R&D: The evolving formula for discovery and development」, 키움증권 리서치센터

비용과 개발 속도 경쟁력 기반, 중국의 영향력 확대

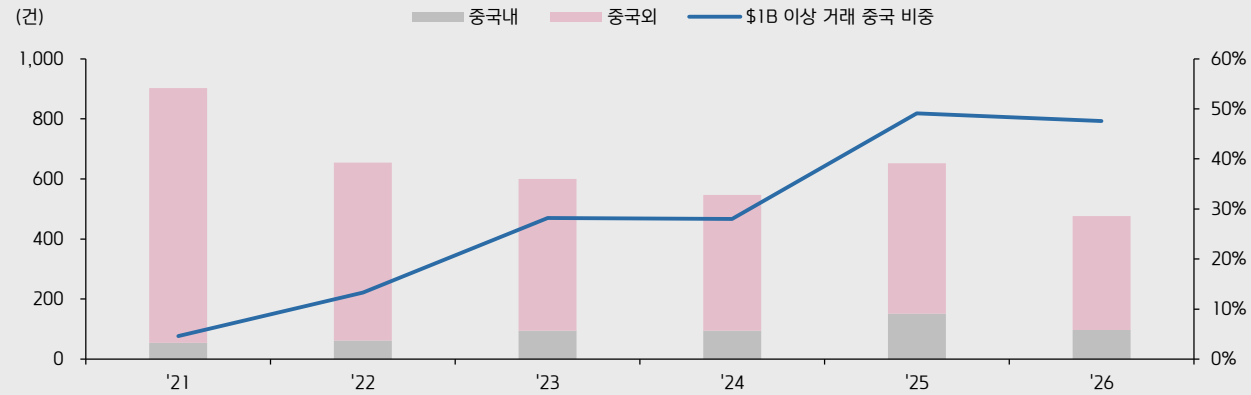
◎ 글로벌 전체 계약 건수는 감소, **중국 기업은 비중 확대**

- 2021년 약 900건에서 2026년 YTD 약 490건으로 감소, 반면 중국 기업 관련 계약은 2021년 약 60건에서 2025년 약 150건으로 증가

◎ 대형 계약에서 중국 기업의 영향력 급증

- 2021년 약 5%에 불과했던 중국 기업의 $1bn 이상 대형 계약 비중은 2025년 약 49%까지 상승

중국 바이오텍, $1bn 이상 대형 R&D 협력 계약의 약 50% 차지



자료: Atlas Venture, 키움증권 리서치센터

Ⅱ. 2027 정책변화



미국 중간선거 이후

◎ 중국 견제, **기존 공급망에서 자본과 IP로 확대** 중

◎ 민주당의 의회 장악으로 저가 대체의약품 사용 촉진과 **바이오시밀러 접근성 확대** 정책에 힘이 실릴 것

미국 제약/바이오 산업 관련 주요 정책 일정

일정	세부내역
2026/10/22	**해외투자 국가안보법(COINS Act) 규제안 발표.**
2026/12/07	미국 재무부의 COINS Act 시행규정 개정안 의견수렴 마감. 기술이전 허용 및 지분투자·합작법인·공동개발 규제 범위
2026/12/18	BIOSECURE Act, 미국 관리예산실(OMB) **우려 바이오기술 기업 목록**을 발표
2026년 12월	**연방 예산 협상**
	현 의회의 임시예산 만료 시점인 12월 11일 전후 NIH·FDA 예산과 정부 운영 예산 협상
2027년 1월	**신임 의회 출범. BINSA 법안 통과 여부.**
	상원 HELP위원회와 하원 주요 보건 관련 위원회의 지도부 변화, FDA 인사 인준, 보건정책 청문회
2027/03/13	COINS Act 이행 규정 마련 법정 기한. **금지 대상 기술과 거래 구조 확정**
2027년	**약가·바이오시밀러 정책**
	Medicare 약가 협상 확대 법안, PBM 개혁, 바이오시밀러 시장 진입 촉진 법안의 구체적인 조항과 입법 진척 여부
	중국 바이오 및 공급망 정책
	중국 바이오 기술 투자 제한, 기술이전 예외 규정, 미국 생산시설 관련 정책 변화가 국내 CDMO·신약 기업에 미치는 영향 확인

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

① 신약개발 바이오텍

◎ 중간선거 결과, 민주당 상·하원에서 다수 의석을 확보. MAHA 진영의 정치적 영향력 약화되고 FDA·NIH에 대한 의회 감독 강화될 전망.

- 다만, 지난 11/17일 백악관은 상원 인준에 필요한 표를 확보하지 못할 조짐이 커지자 Heidi Overton 지명 철회하며, FDA 국장 공석이 이어지고 있음.
- NIH 예산은 FY2026 여야 합의로 소폭 증액. FY2027 증액안이 논의 중.

◎ 또한 Medicaid 삭감 철회 및 ACA 보조금 복원 논의는 환자의 의료 접근성과 **의약품 처방 확대**에 기여

- 민주당은 ACA 보조금 복원, Medicaid 삭감 철회, NIH 연구비 복원을 주요 의제로 제시. 그러나 트럼프 대통령의 거부권과 상원 60표 장벽으로 예산 협상을 통한 부분 복원/유예가 현실적 시나리오로 거론됨.

중간선거 이후, 기대할 수 있는 신약개발 관련 변화

분야	기대할 수 있는 변화	남아 있는 변수
백신 개발	기존 백신 권고체계 복원 논의, 접종 접근성 개선	RFK Jr. 재임 및 행정부 권한
초기 신약개발	NIH 연구비 복원·지원 확대 논의	실제 예산 편성 및 집행
임상 개발	FDA 전문인력 유지 및 규제 일관성에 대한 기대	인력 복원 여부, 인준 지연
신약 상업화	Medicaid·ACA 보장성 회복 시 환자 접근성 개선	보험 확대 법안 통과 여부
혁신 신약 수익성	보험 가입자 확대에 따른 처방 기회	Medicare 약가 협상 확대 및 가격 통제

자료: STAT, 키움증권 리서치센터

① 신약개발 바이오텍

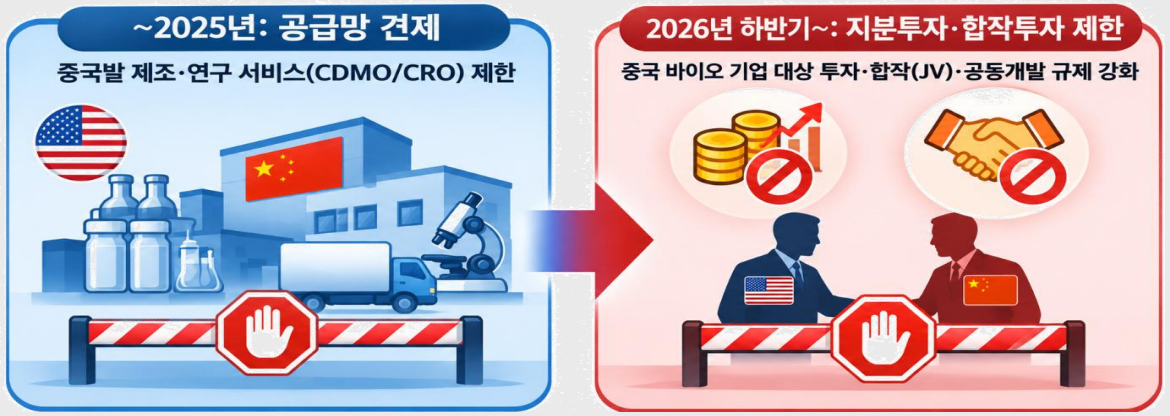
◎ 지금까지의 중국 견제는 BIOSECURE처럼 **제조·서비스(CDMO/CRO) 공급망**을 겨냥했다면, 2026년 하반기부터는 **자본과 IP(투자·라이선싱)** 쪽으로 무게가 옮겨가고 있음

- 미국 재무부 '26.10월 해외투자 국가안보법(COINS Act) 규제 대상에 바이오산업 포함 안이 제안됨 (최종안 마감 '27.3월).
  미국이 중국 바이오텍에 대한 지분 투자와 합작투자는 제한하나, 일반적인 신약 기술이전 계약은 대부분 허용
- 공화당/민주당이 발의한 BINSA(Biotech Investment National Security Act, 바이오기술 투자 국가안보법안)는 중국 기업과의 라이선싱까지 재무부 심사 대상으로 확대하는 내용 (통과 시 재무부가 1년 내 세부 규칙 마련).

◎ **COINS Act + BINSA 통과**된다면, 미국 빅파마의 파트너 및 **신약 도입처 다변화 필요**

- 제119대 미국 의회 종료가 '27.1.3일까지로 법안 통과되지 않으면, 다음 의회에서 재발의 필요.

미국의 중국 견제가 공급망에서 자본과 IP로 확대 중



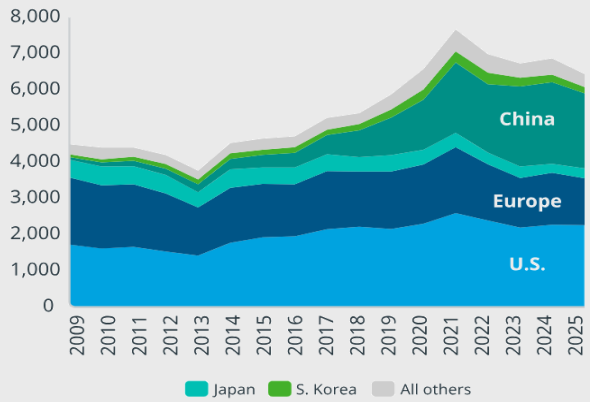
자료: AI 이미지, 키움증권 리서치센터

① 신약개발 바이오텍

◎ **중국 역시** 중국에서 개발한 기술·지식재산권(IP)·데이터·사업 자산이 **해외로 이전되는 거래에 대한 통제** 강화

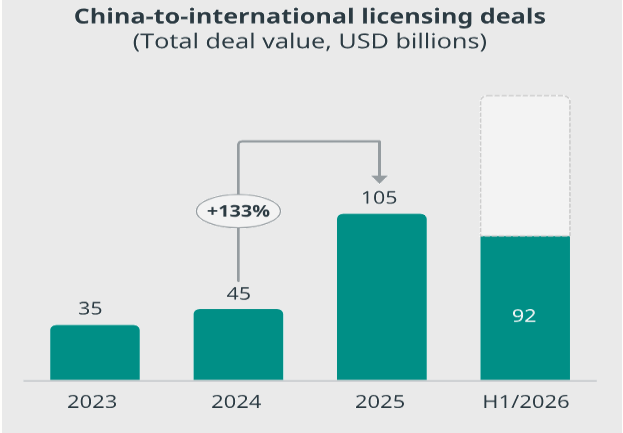
- '26.10월 기술수출 금지/제한 목록 개정. 세포/유전자치료, 핵산의약품 등 일부 기술 추가 규제 추진. 최종 개정안은 아니며 의견 수렴 단계.

국가별 임상 1~3상 신규 착수 건수 추이



주: 기업 본사 소재지 기준
자료: Citeline Trialtrove, IQVIA Pharma Deals, IQVIA(2026)

중국 바이오텍의 해외 기술이전 계약 규모 추이



주: 총 계약금액 기준, $bn. 중국의 해외 기술이전 계약 중 치료제 관련 거래만 포함하며, AI 관련 파트너십은 제외. 총 계약금액 $50mn 이상인 거래를 대상으로 집계.
자료: Citeline Trialtrove, IQVIA Pharma Deals, IQVIA(2026)

① 신약개발 바이오텍 _국내 약가제 개편

◎ 약가제 개편, **연구개발 투자 여력 갖춘 기업과 그렇지 못한 기업 간의 중장기 경쟁력 차별화** 심화 전망

- 2026년 8월 약가제도 개선방안 시행. 신규 제네릭 약가 산정률 기존 53.33% → 45%. 다만, 기존 등재 의약품 일시 인하가 아니라 등재 시점 등에 따라 장기간에(약 10년) 걸쳐 단계적 조정
- 정부는 혁신형 제약기업에 60%, 준혁신형 제약기업 등에 50%의 우대 산정률을 적용하는 체계도 마련

2027년 약가제도 개편 주요 내용

일정	정책 변화	내용
2027.4월	기등재 제네릭 약가 인하	1차 약가 조정 시작. 단계적 조정. 기본 산정률 53.55% → 45%
2027.6월, 12월	혁신형 제약기업 인증	바뀐 기준으로 재인증. 혁신형 제약기업은 요건 충족 시 60%까지 우대
2027년 중	신약 가치 평가 개선	신약 경제성평가 기준(ICER 임계값) 상향 적용
2027년부터	사후 약가인하 연2회 통일	약가 인하 시점을 정해진 날(4월과 10월)로 정례화

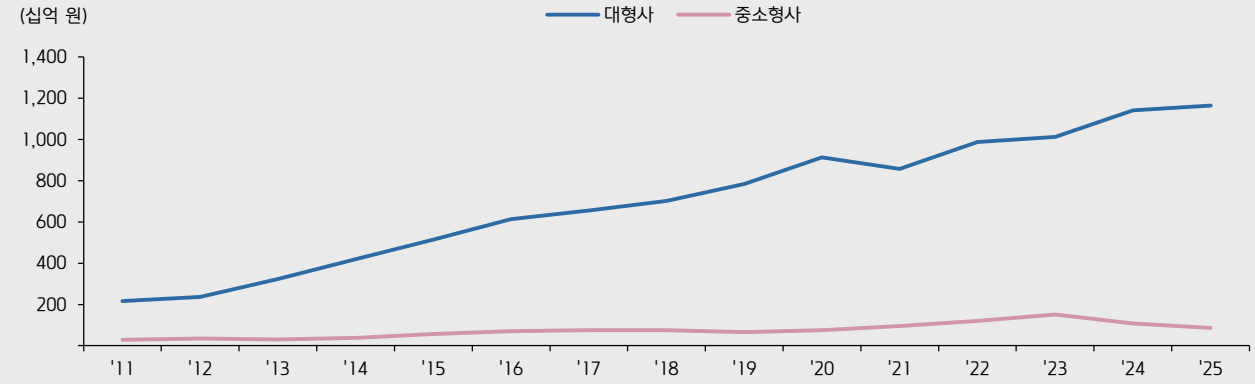
주: ICER(증분비용효과비)는 새 약이 기존 치료보다 "얼마나 더 비싼가"를 "얼마나 더 효과가 있는가"로 나눈 값을 말함.
자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

① 신약개발 바이오텍 _국내 약가제 개편

◎ 2012년 일괄 약가인하는 국내 제약사들이 **제네릭 중심의 사업구조에서 신약개발과 해외 기술이전**으로 눈을 돌리게 만든 중요한 계기 중 하나였음

- 2012.4월 정부는 제네릭 약가를 오리지널 가격의 53.55% 수준으로 조정하는 일괄 약가인하 시행
- 제네릭 사업의 수익성 압박 → 사업모델 전환. 2015년 한미약품을 비롯한 국내 제약사들의 대형 해외 기술이전 계약 체결
- 국내 제약사와 바이오텍 간 라이선싱·공동개발·지분투자 확대로 나타날 가능성

상위 10대 제약사와 중소형 제약사간의 R&D 투자금액 추이 차이



주: 상위 10대 제약사에는 유한양행, 녹십자, 종근당, 광동제약, 대웅제약, 한미약품, HK이노엔, 보령, 동아에스티, JW중외제약 포함('25년 매출액 기준). 중소형사는 코스피 제약사 중 매출 하위 15개 사, 자료: 에프앤가이드 DataGuide, 키움증권 리서치센터

② CDMO

◎ **생물보안법**(BIOSECURE Act) 강화되면 중국 CDMO 의존도 낮추는 **반사수혜** 가능

- '25.12월 국방수권법(NDAA)에 포함돼 법제화. OMB가 **'26.12.18일까지 우려기업 명단 공개**. '27.6월까지 시행지침 발표

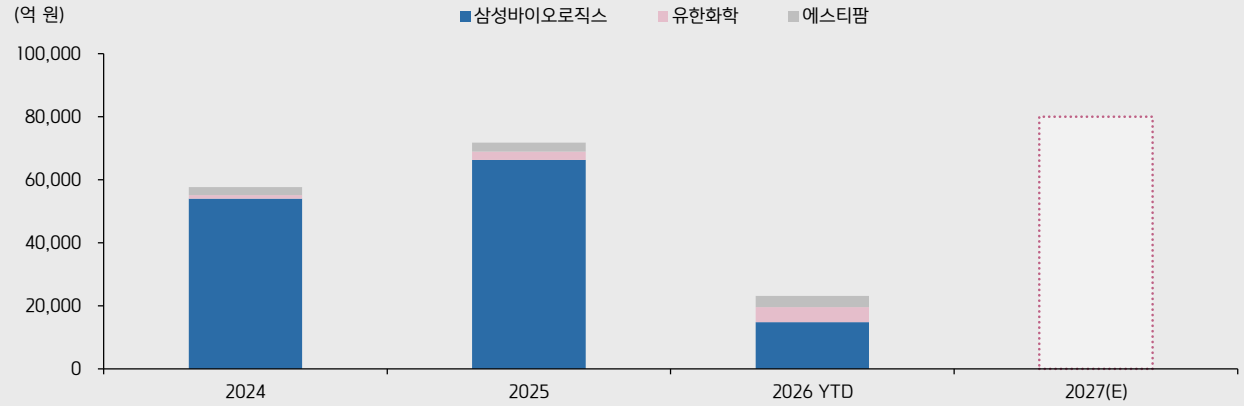
  현재, 우시바이오로직스는 지정되어 있지 않음

  ¶ OMB(Office of Management and Budget)는 미국 백악관 산하 관리예산실

- 우려기업 지정 경로는 ① 국방부 1260H 명단 등재 시 자동 지정, ② OMB 독자 지정. OMB 첫 명단은 '26.12.18까지 공개 예정. 지정 여부와 무관하게 글로벌 제약사의 공급망 다변화 전망. 초당적 중국 견제의 지속 → 중국 CDMO 리스크 프리미엄 확대 → 신규 항체 생산처 다변화

◎ '25년 관세 불확실성으로 수주 논의에 시간 소요. '26년 수주 부진하였으나, **논의 재개되며 '27년 신규 수주 확대 여부에 주목**.

2025년말 바이오보안법 통과 이후, 주요 CDMO 업체 수주 추이



주: 삼성바이오로직스는 금년 단일판매/공급계약체결 공시 기준 공시액 및 기재정정 차액의 합
주2: 유한화학은 금년 단일판매/공급계약체결 공시 기준. 에스티팜은 '26년도 3분기 사업보고서 기준, 자료: 전자공시, 각 사, 키움증권 리서치센터

③ 바이오시밀러

◎ 미국 의료비 절감 정책과 경쟁 촉진 법안이 **바이오시밀러 시장 확대** 기회로 이어질 가능성

- 제네릭·바이오시밀러와 같은 저가 대체의약품 사용 촉진 정책 확대 기대.
- 약가 인하 압력이 커질 수록 Payer의 바이오시밀러 처방 유도에 우호적.
- FDA는 이미 2026년 3월 바이오시밀러 개발 비용을 줄이기 위한 규제 간소화 발표. 민주당의 약가 정책 제안에도 바이오시밀러 사용 촉진 방안이 포함

◎ 셀트리온의 경우 이미 구축한 미국 직판망과 신제품 포트폴리오를 통해 시장 침투 확대 여건에 우호적

미국 특허 만료 앞둔 약물의 '26년 매출 추정치 및 기허가/개발 중인 시밀러 개수

($mn)

미국 특허 만료 연도	개발사	약물 이름	매출 규모('26년 추정)	시밀러 개수
2025	암젠	프롤리아/엑스지바	4,491	32
2027	릴리	트루리시티	3,569	4
2027	로슈	오크레부스	9,175	7
2028	머크	키트루다	31,063	22
2028	BMS	옵디보	10,279	10
2029	J&J	다잘렉스	17,022	12
2029	노바티스	코센틱스	7,061	6
2029	암젠	엔브렐	2,393	25
2031	사노피/리제네론	듀픽센트	22,246	12
2032	타케다	엔티비오	6,575	7
2033	애브비	스카이리치	21,830	3

주: '26년 매출 추정치와 개발 중인 바이오시밀러 개수는 Evaluate 기준. 특허 만기 다가오는 제품 중 Novartis 엔트레스토 등 시밀러가 아닌 제네릭 개발되고 있는 약물 및 백신 제외. 개발 중단 및 중단 추정 약물 제외, 주2: 시밀러 개수는 출시/허가 + 개발 중인 파이프라인 개수의 합, 자료: Evaluate Pharma, 키움증권 리서치센터

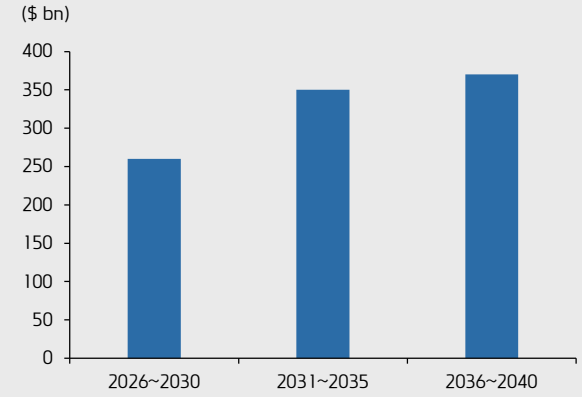
③ 바이오시밀러_산도즈로 확인한 시밀러 황금기

◎ 특허절벽 시기 도래로 **다시 바이오시밀러 구조적 성장기 진입** 전망

◎ 산도즈, 바이오시밀러 시장을 전례 없는 특허만료 기회가 도래하는 **황금의 10년(golden Decade)**으로 평가.

- **특허만료 규모 확대:** 바이오시밀러·제네릭 합산 특허만료 시장 2026~2030년 $260bn에서 2036~2040년 $370bn 확대 전망.
- **바이오시밀러 공급 공백**: 2032년까지 60개 이상의 바이오의약품 특허만료 기회 발생하나, 상당수 후속 바이오시밀러 개발 충분하지 않은 상황.
- **시장 선점의 중요성**: 특허만료 기회가 확대되더라도 모든 기업이 수혜를 누리지는 못함. 개발·생산·판매 역량을 갖춘 기업이 기회를 확보할 것으로 판단.

2026~2040년 특허만료 의약품 시장 기회



주: 산도즈 2026 발표 기준, 바이오시밀러와 제네릭 합산
자료: Sandoz, 키움증권 리서치센터

산도즈와 셀트리온 전략 비교

구분	산도즈	셀트리온
장기 제품 목표	2040년 100개 이상	2038년 약 41개
핵심 성장동력	바이오시밀러 포트폴리오 확대	바이오시밀러 확대 + 신약 R&D
상업화 전략	글로벌 판매망 활용	미국·유럽 직판망 활용
주요 경쟁력	개발·생산 규모, 원가 경쟁력	CMC·생산·허가 경험, 직판망
장기 방향	바이오시밀러 중심 성장	바이오시밀러 현금창출 + 신약 가치 확보

자료: Sandoz, 셀트리온, 키움증권 리서치센터

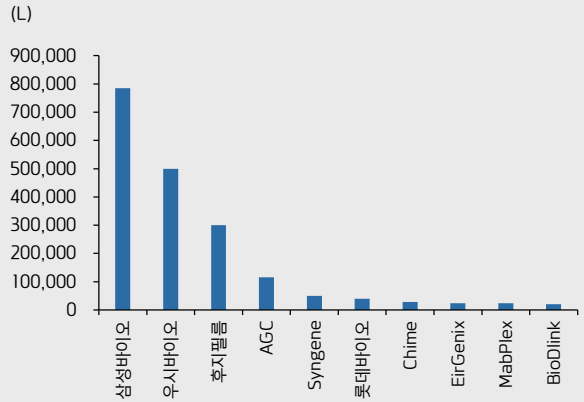
글로벌 경쟁력 갖춘 CDMO와 바이오시밀러

◎ 중국 대비 글로벌 경쟁력을 갖춘 K-BIO 산업은 CDMO와 바이오시밀러

◎ 바이오리엑터 생산능력 기준 바이오의약품 CDMO 1위 삼성바이오

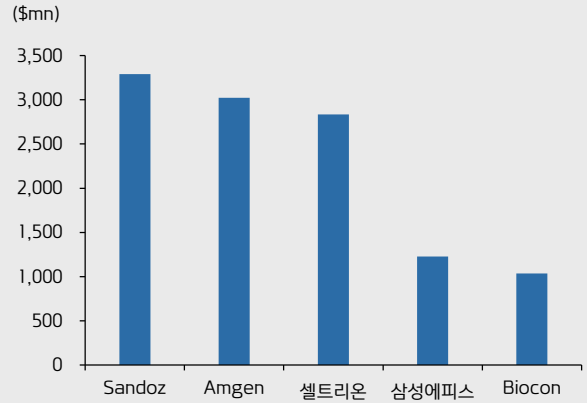
- 삼성바이오로직스(약 78.5만 L, 글로벌 약 84.5만 L), 우시바이오로직스(50만 L+), 후지필름(약 30만 L+)
- 글로벌 기준으로도 삼성바이오가 84.5만L로 1위, 론자 79.3만L

아시아 주요 바이오의약품 CDMO 생산능력(CAPA) 순위



주: 가동 중인 원료의약품(Drug Substance) 바이오리액터 생산능력, 단위 L
자료: EmailAddress.ai, Asia's Largest Biologics CDMOs, 키움증권 리서치센터

바이오시밀러 매출액 순위 (2025년 기준)



자료: Sandoz, Amgen, Biocon, 전자공시, 키움증권 리서치센터

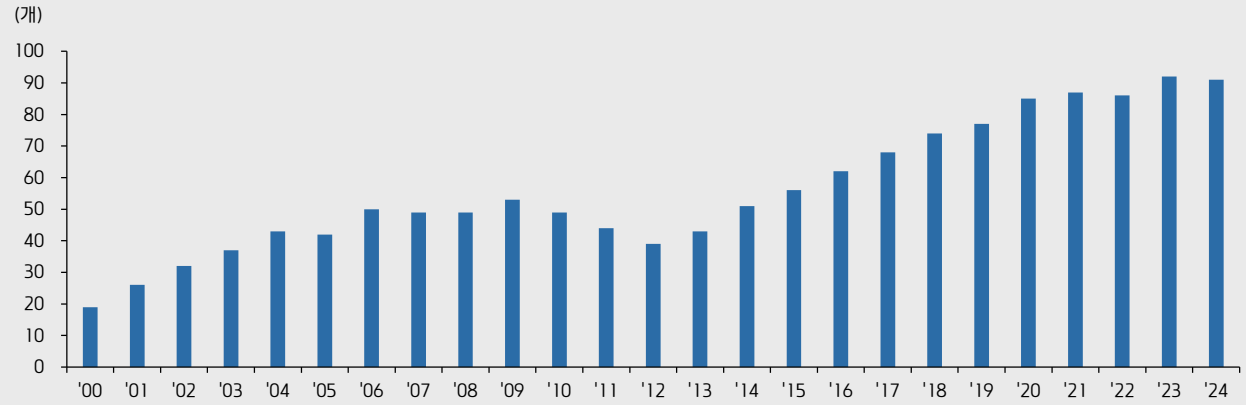
메가 블록버스터 특허 만료 순차 도래

◎ 2012년 주요 대형 의약품들의 잇따른 독점권 상실을 겪으며, **바이오시밀러 시장 기회 확대**

◎ 현재 14개 메가 블록버스터 중 10개가 2028~2036년 사이 독점권을 상실할 것으로 예상

- 특히 2028년에는 7개 블록버스터 의약품이 미국에서 독점권 상실 전망. 이들 의약품의 2024년 글로벌 매출액 합계는 약 $90bn에 달함
- 엘리퀴스(Eliquis)와 키트루다(Keytruda) 포함되며, 두 제품의 2024년 글로벌 매출액 합계만 약 $65bn.

연도별 글로벌 블록버스터 의약품 수 추이(2000~2024년)



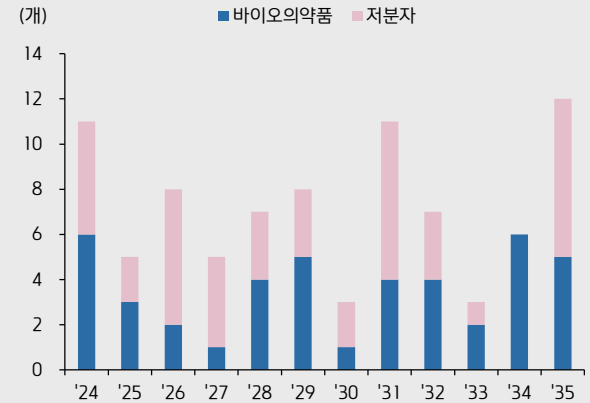
주: 블록버스터 의약품은 1986년 연간 글로벌 매출액 $1bn을 기준으로 물가상승률을 반영하여 정의. 2024년 기준 약 $2.4bn에 해당.
자료: IQVIA MIDAS(2024.12), IQVIA Institute(2026.10)., 키움증권 리서치센터

향후 10년간 대규모 블록버스터 특허절벽 도래

◎ 향후 10년간 다수의 주요 블록버스터 의약품이 바이오시밀러 경쟁에 직면할 전망

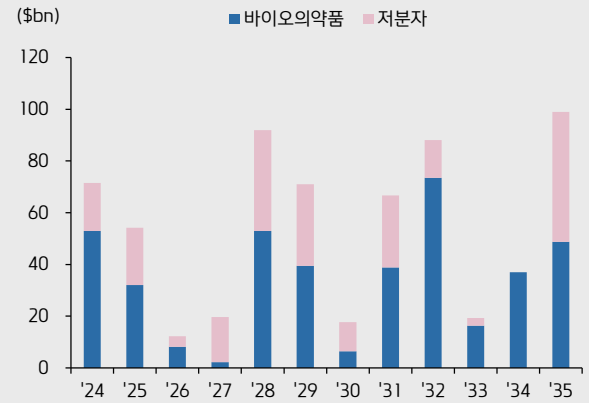
- 셀트리온은 글로벌 바이오시밀러 산업에서 경쟁력을 갖추고 있고, 중국과의 경쟁에서도 우위를 점하고 있음.

미국 예상 특허만료(LOE) 연도별 블록버스터 수



주: 2024년 블록버스터 의약품을 대상으로 미국 독점권 상실(LOE) 예상 연도별 품목 수(좌)와 해당 의약품의 2024년 글로벌 매출액(우)을 표시. 바이오의약품과 합성의약품으로 구분했으며, 백신은 제외. 매출액은 2024년 명목금액 기준(단위: $bn).
자료: IQVIA MIDAS(2024.12), IQVIA Institute(2026.10)., 키움증권 리서치센터

미국 예상 특허만료(LOE) 연도별 블록버스터 매출액



주: 2024년 블록버스터 의약품을 대상으로 미국 독점권 상실(LOE) 예상 연도별 품목 수(좌)와 해당 의약품의 2024년 글로벌 매출액(우)을 표시. 바이오의약품과 합성의약품으로 구분했으며, 백신은 제외. 매출액은 2024년 명목금액 기준(단위: $bn).
자료: IQVIA MIDAS(2024.12), IQVIA Institute(2026.10)., 키움증권 리서치센터

Ⅲ. K-BIO 뭉치면 산다

#오픈 이노베이션과 M&A



성공 노하우 기반, 오픈이노베이션의 성과 나타나기 시작

◎ 글로벌 기술이전 경험과 개발 노하우가 축적된 기업들을 중심으로 **오픈이노베이션 시너지 본격화**

- 오스코텍은 제노스코 및 유한양행과의 협력을 통해 기술이전 및 글로벌 신약 출시에 성공. 이를 기반으로 아델과 공동개발한 알츠하이머 치료제의 사노피 기술이전 성과 창출
- 한미약품과 GC녹십자 역시 국내 대형제약사간 첫 공동연구를 통해 기술이전에 성공한 사례

◎ 국내 제약·바이오산업의 글로벌 기술이전이 본격화된 지 10여 년이 지나면서, 기술이전 수익의 재투자와 개발·사업개발(BD) 노하우의 공유를 통한 **선순환 구조 형성** 기대

국내 제약/바이오 업체간 오픈 이노베이션 시너지 사례

국내 협력 기업	파이프라인 / 적응증	해외 기술이전	기술이전 시기	계약 규모	수익 배분
유한양행/오스코텍·제노스코	레이저티닙 / 폐암	J&J (얀센)	2018.11월	$1.255bn	유한 60%, 오스코텍·제노스코 40%
오스코텍/아델	ADEL-Y01 / 알츠하이머	사노피	2025.12월	$1.04bn	아델 53%, 오스코텍 47%
큐라클/맵틱스	MT-103 / 망막질환	메멘토메디신즈	2026.5월	약 1.56조원	비공개
한미약품/GC녹십자	LA-GLA / 파브리병	바이오마린	2026.10월	$475mn	50:50

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

다음 오픈이노베이션의 성과는요?

◎ 기술이전 및 글로벌 상업화 경험을 보유한 기업들의 후속 오픈이노베이션 성과 기대

- 유한양행은 지아이이노베이션 등과 협력하며 신약 및 차세대 제형 개발 추진. **단기적으로 지아이이노베이션과 개발 중인 알레르기 치료제 GI-301(YH35324)의 기술이전 기대**
- 셀트리온과 삼성바이오에피스는 축적된 글로벌 개발·허가 역량을 기반으로 외부 혁신기술 도입 및 신약개발 협력 확대

대형사와 바이오텍간의 주요 오픈이노베이션 사례

기업명		파이프라인·기술	협력 내용	향후 기대 성과
유한양행	지아이이노베이션	YH35324(GI-301)	IgE 표적 알레르기 치료제	글로벌 기술이전
유한양행	에이비엘바이오	YH32367(ABL105)	HER2×4-1BB 면역항암제 공동개발	임상 데이터 및 글로벌 기술이전
유한양행	인벤티지랩	장기지속형 비만치료제	장기지속형 주사제 공동개발	임상 진전 및 기술이전
유한양행	카나프테라퓨틱스	SOS1 저해제	항암제 기술도입	후속 개발 및 글로벌 기술이전
오스코텍	카나프테라퓨틱스	EP2/EP4 이중저해제	면역항암제 기술도입	임상개발 및 기술이전
셀트리온	피노바이오	PINOT-ADC	ADC 플랫폼 도입	ADC 임상 데이터
셀트리온	머스트바이오	면역항암제	공동연구	신규 항암 파이프라인 확보
셀트리온	갤럭스	AI 항체 설계	공동연구	신규 항체 후보물질 발굴
셀트리온	포트래이	AI·공간전사체	공동연구	신약개발 및 표적 발굴
삼성바이오에피스	인투셀	SBE303(Nectin-4 ADC)	ADC 공동연구 및 개발·상업화 계약	임상 데이터 및 추가 ADC 본계약
삼성바이오에피스	인투셀	SBE303(Nectin-4 ADC)	최대 5종 ADC 공동연구 및 기술도입	1상 데이터 및 추가 본계약
삼성바이오에피스	지투지바이오	GB-7001/3	장기지속형 비만치료제 기술도입 및 공동개발	IND 신청 및 임상 진입
삼성바이오에피스	프로티나	SPID 플랫폼	AI 기반 항체 신약 및 바이오베터 개발	2027년까지 후보물질 10개 개발 목표

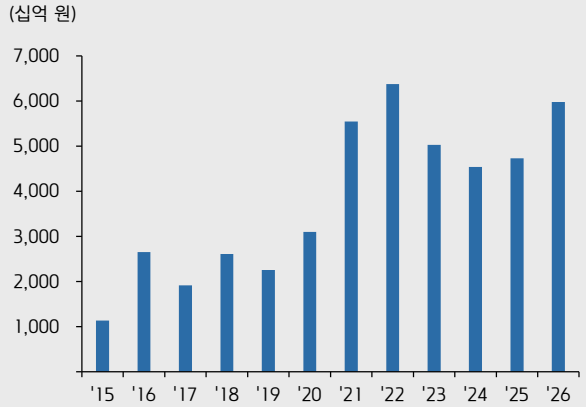
자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

M&A하기에 딱 좋은 시기

◎ 오픈이노베이션 활성화에 이어 **국내 제약·바이오 기업 간 M&A하기에도 좋은 시점**

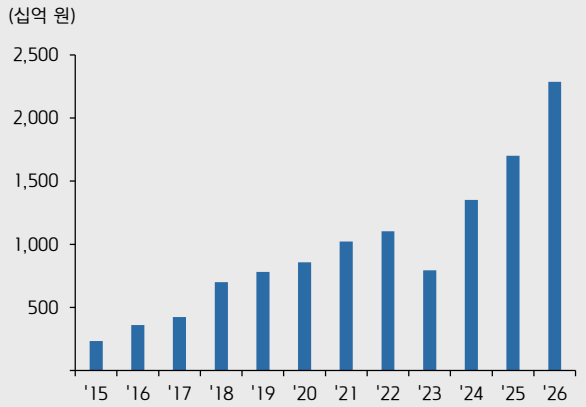
- 최근 중소형 바이오텍의 주가 하락으로 인수 부담이 낮아진 반면, 기술이전 및 상업화에 성공한 대형 제약·바이오 기업들의 자금 여력은 확대되고 있음.
- 현금 여력이 풍부한 기업 입장에서는 자체 R&D뿐 아니라 M&A를 통해 유망 파이프라인과 플랫폼 기술을 확보하기에 유리한 환경이 조성되고 있음.

코스피 주요 제약/바이오 업체들의 현금 보유액 추이



주: 삼성바이오로직스, 삼성에피스홀딩스, 셀트리온, 한미약품, SK바이오사이언스, SK바이오팜, 유한양행, 한올바이오파마, 녹십자 합. '26년은 3분기 말 기준
자료: 에프앤가이드 DataGuide, 키움증권 리서치센터

코스닥 주요 제약/바이오 업체들의 현금 보유액 추이



주: 알테오젠, 리가켐바이오, 올릭스, 에스티팜, 에이비엘바이오, HLB, 디앤디파마텍, 오스코텍, 알지노믹스, HK이노엔 합. '26년은 3분기 기준
자료: 에프앤가이드 DataGuide, 키움증권 리서치센터

M&A하기에 딱 좋은 시기

◎ 이종 산업 간 M&A보다 **동종 산업 내 M&A 활성화**된다면, 미국 헬스케어 산업과 같이 바이오텍에 본격적인 투심 개선될 것으로 기대

- 비제약·바이오 기업의 인수도 산업 내 자본 유입 측면에서 의미가 있으나, 동종 기업 간 M&A는 개발 노하우 및 기술적 시너지 창출 측면에서 더욱 긍정적임.
- 미국과 같이 대형 제약·바이오 기업의 바이오텍 인수가 활성화될 경우, 중소형 바이오텍의 기업가치 재평가 및 섹터 전반의 투자심리 개선을 견인할 수 있음.

주요 국내 제약/바이오 업체 인수 사례

연도	인수사	피인수사	인수대금(억원)	비고
2015	대웅제약	한올바이오파마	1,046	지분 30.2%, 최대주주 등극 및 공동경영 참여
2016	한미사이언스	제이브이엠	1,292	지분 약 30%, 경영권 확보
2018	한국콜마	CJ헬스케어	13,100	현 HK이노엔, 지분 100% 인수
2020	HLB	메디포럼제약	266	현 HLB제약, HLB생명과학 140억, HLB 100억 투자 등
2020	GC녹십자헬스케어	유비케어	2,088	지분 52.7% 확보
2021	CJ제일제당	천랩	983	현 CJ바이오사이언스, 지분 43.99%
2021	HLB	지트리비앤티	950	현 HLB테라퓨틱스, 컨소시엄 지분 11.17%
2022	OCI	부광약품	1,461	지분 11%, 최대주주 지위 확보, 공동경영
2023	동아에스티	앱티스	314	지분 51.5% 확보, 종속회사 편입
2023	유한양행	프로젠	300	지분 38.9% 확보, 관계사 편입
2024	오리온	리가켐바이오	5,485	지분 25.73%, 경영권 확보
2024	동구바이오제약	큐리언트	100	지분 8.05%, 최대주주 지위 확보
2025	인벤티지랩	큐라티스	250	신주 100억원, CB 150억원, 최대주주 지위 확보
2025	녹십자웰빙	이니바이오	400	지분 21.35%, 경영권 확보 및 관계기업 편입
2026	IMM/TKG휴켐스	에이프릴바이오	3,468	총 전환 기준 약 33%, 경영권은 TKG 휴켐스 소유
2026	부광약품	한국유니온제약	300	지분 75.14% 확보, 현재 부광유니파마

주: 외국기업을 인수한 케이스, 기존 자회사 관련 인수합병 케이스 및 대금 100억 이하 케이스 제외, 과반 지분 인수 아니더라도 최대주주가 된 거래 포함
자료: 전자공시, 각 사, 키움증권 리서치센터

현금 보유 상위 제약/바이오 업체

◎ M&A의 주체가 반드시 전통 대형 제약사일 필요는 없음

- 삼성바이오로직스, 셀트리온뿐 아니라 알테오젠과 같이 글로벌 기술이전을 통해 자금을 축적한 대형 바이오텍도 잠재적 인수 주체가 될 수 있음.
- 기술이전으로 확보한 자본과 노하우가 국내 바이오텍 인수 및 후속 신약개발에 재투자되는 산업 내 선순환 구조 형성 기대.

◎ 실제로 **알테오젠**은 보유자금을 바탕으로 **고농축 제형 및 장기지속형 약물전달 기술 확보**를 위해 2026년 말~2027년 초 외부 기술도입 및 M&A에 본격적으로 나설 계획임을 밝힌 바 있음.

- 글로벌 기술이전에 성공한 국내 바이오텍이 기술 공급자에서 기술 수요자로 역할을 확대한다는 점에서 산업 생태계의 질적 성장 기대

2026년 3분기 기준 현금보유 상위 Top 10

	현금 + 단기금융자산(억 원)
삼성바이오로직스	23,425
셀트리온	12,072
SK바이오사이언스	8,330
리가켐바이오	8,162
SK바이오팜	4,735
유한양행	4,525
명인제약	4,415
알테오젠	4,299
에이프릴바이오	4,216
씨젠	3,701

주: 3분기 연결재무상태표(연결 없는 경우 별도) 기준
자료: 에프앤가이드 DataGuide, 키움증권 리서치센터

Ⅳ. 투자전략

#2027 준비된 자들의 시간,

#진짜 옥석가리기



2015년 데자뷰: 호황기는 기술이전과 시밀러로 시작

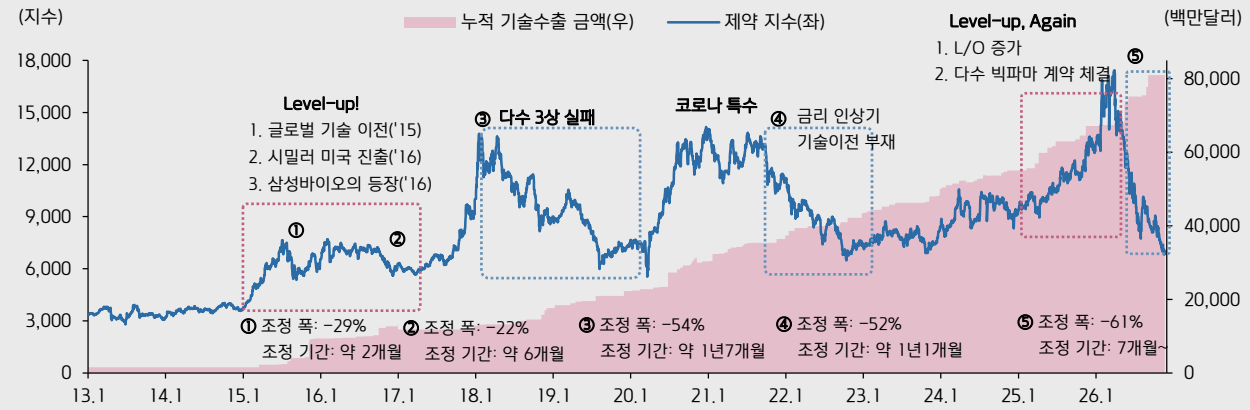
◎ 과거 바이오텍의 붐 시작은 **한미약품발 기술이전 이후 바이오시밀러 개화기**로 촉발

- 당시 바이오 투자가 익숙치 않아 우후죽순 버블이 나타나고 이로 인한 후유증을 겪었으나, 시장은 여러 사건을 통해 학습하여 이제 진정한 옥석가리기가 가능한 수준으로 높아짐. 기업체 역시 기술이전 노하우와 기술력 향상.
- 현재는 과거 2015년과 같이 기술이전이 기록적인 해이며(특히 한미약품의 양질의 기술이전 3건 기록), 당시에도 기술이전 버블 이후 바이오시밀러 개화기를 맞았음.
- 이번에도 유사하게 2028년 이후 특허만료 시기 도래하며, 바이오시밀러 호황기 진입 전망.

◎ 다만, 과거와 달라진 점은 **시장 참여자들이 진정한 옥석 가리기가 가능해졌고, 글로벌 경쟁 또한 심화**되었음.

- 높아진 시장의 눈높이와 글로벌 경쟁 심화로 더욱 옥석가리기가 중요해진 시점으로 판단

코스닥 제약 지수와 누적 기술 수출 금액 추이



주: 조정 폭은 고점 대비 바닥까지의 지수 하락 폭을 의미. 조정 기간은 고점 대비 바닥까지 하락 후 반등 전까지의 기간을 의미. 2026/11/20일까지 기준
자료: 에프앤가이드 DataGuide, 키움증권 리서치센터

시집가서 잘 살고 있다는 걸 보여줘

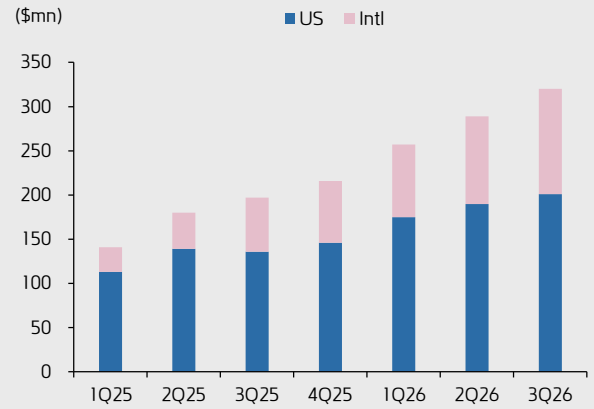
◎ 국내 제약/바이오 산업의 본격적인 기술이전을 시작한 2015년 이후, 글로벌로 출시한 국산 신약은 이제 2건

- 키움증권 집계, '15~'26년까지 기술 이전 건 수 120건 중 2건 승인으로 이제 하나 둘 상업화되기 시작.
- '18.11월 유한양행이 얀센에 기술이전한 렉라자 **7년만에 '24.8월 미국 FDA 승인**.
- 알테오젠 '20.6월 기술이전한 ALT-B4 SC 플랫폼 **6년만에 '25.9월 미국 FDA 승인**.

◎ 2027년은 **기술 이전한 파이프라인의 진척도에 따라 섹터 신뢰도 및 레벨 업 방향성 결정**될 것으로 전망.

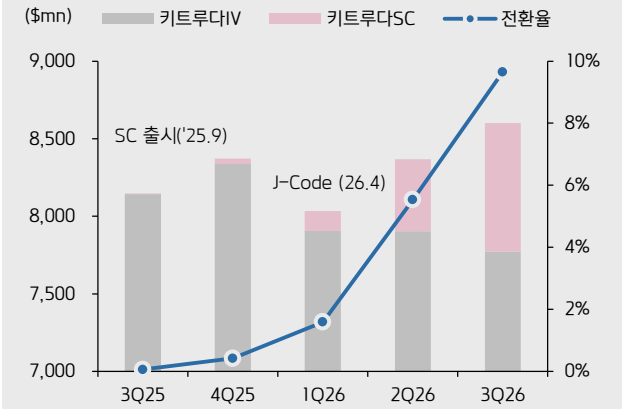
- 2027년 렉라자 병용 요법 전체생존(OS) 데이터 발표 및 키트루다SC 전환율 속도 확인될 것.
- 이 외에도 현재 3상 혹은 3상 단계로 진척되는 파이프라인과 허가임상 PoC 확인 파이프라인 다수 데이터 발표 예정되어 있어 섹터 신뢰도와 투자심리 방향 전환 여부 결정될 것으로 보임.

J&J의 Rybrevant/Lazcluse 분기별 매출 추이



자료: J&J, 키움증권 리서치센터

MSD의 키트루다SC 매출 추이와 전환율



자료: MSD, 키움증권 리서치센터

주요 기술이전 파이프라인의 현황

기술이전 파이프라인 2027년 다수 임상진척 예정

기업명	파트너사	물질명(타겟)	적응증	1상	2상	3상	허가 신청/상용화	비고
유한양행	J&J	레이저티닙(EGFR)	폐암					허가 ('24.8)
알테오젠	MSD	ALT-B4(Hyaluronidase)	혈액암·고형암					허가 ('25.9)
에이비엘바이오	Compass	Tovecimig(DLL4 × VEGF)	담도암					허가 재검토
아리바이오	Fosun	AR1001(PDE5)	알츠하이머					'27년말 허가 신청
SK바이오사이언스	Sanofi	GBP410	폐렴					'27년 탑라인
인제니아테라퓨틱스	MSD	MK-8748(Tie2/VEGF)	습성AME, DME					
한올바이오	Immunovant	IMVT-1402(FcRn)	자가면역					'27년 GD, MG 발표
앱클론	헨리우스	HLX22(HER2)	위암 1차					'27.2H 탑라인
앱클론	헨리우스	HLX22(HER2)	유방암 2상					
한미약품	MSD	Efinopegdutide(GLP/GCG)	MASH					2b상 종료
한미약품	Lilly	Sonefpeglutide(GLP-2)	단장증후군					'27.12월 완료
종근당	Novartis	CKD-510(HDAC6)	신경질환					'27.9월 완료
한미약품/녹십자	Biomarin	LA-GLA(HM15421/GC1134A)	파브리		1/2상			'28년 종료
한미약품	Genentech	HM17321(UCN2)	비만					'27.3월 종료
올릭스	Lilly	OLX702A(MAC1)	MASH					'26.1H 1b 종료
리가켐바이오	Janssen	LCB84(TROP2 ADC)	고형암					'26.1H 2상 진입
에임드바이오	BI	BI 4060107(ADC)	고형암					'30.5월 종료
오스코텍/아델	Sanofi	ADEL-Y01(Tau)	알츠하이머					'26년 1상 종료
에이비엘바이오	NovaBridge	Givastomig(CLDN18.2 × 4-1BB)	위암					'27.2H 2상 발표
에이비엘바이오	NovaBridge	ABL503(PD-L1 × 4-1BB)	고형암					2상 생략, 3상 진입 예정
에임드바이오	Biohaven	BHV-1530(FGFR3 ADC)	방광암					'29.3월 종료
리가켐바이오	Ono	ONO-7429(L1CAM ADC)	고형암					'28.7월 종료
리가켐바이오	Iksuda	IKS014(HER2 ADC)	고형암					'26.12월 종료
리가켐바이오	Cstone	CS5001(ROR1 ADC)	혈액암·고형암					'27.6월 종료

주: 임상 중단 및 우선순위 하향건은 제외, 전임상 단계 제외
자료: Clinicaltrials.gov, 키움증권 리서치센터

투자전략 및 관심종목

◎ 대형사 위주로 방어주이자 성장주 역할하며, 투자심리가 먼저 개선되고 이후 바이오텍으로 전파 전망

- 이는 과거 2015년 한미약품이 대장주 역할을 했던 시기와 유사. 당시에도 대형주 먼저 움직이는 흐름을 보인 뒤, 바이오텍으로 개선된 투자심리가 전파됨.

◎ 양질의 기술이전을 3건 성사시킨 **한미약품 Top Pick**으로 추천

관심종목 세부 내역

회사명	투자의견	목표주가(원)	투자 포인트
삼성바이오	BUY	2,000,000	연말 수주 확보와 연초 6공장 착공 소식 기대. '27년 폴리펩타이드 인수로 시너지 기대.
셀트리온	BUY	290,000	바이오시밀러 정책 지원과 특허절벽이 만나며 시밀러 황금기 재차 도래 전망. 시밀러 사이클에 신제품 지속 출시되며 제품 믹스 개선 기대. 생산부터 직판까지 내제화 역시 장점.
한미약품 ★	BUY	710,000	'26년 기술이전 3건. 추가 기술이전 모멘텀 상존. MSD향 MASH 치료제 3상 진입 전망.
한올바이오파마	BUY	80,000	12월 Roivant Investor Day 구체적 개발/상업화 일정 공개 기대. '27년 허가신청을 위한 등록임상 단계의 GD와 MG 탑라인 발표 예정.
디앤디파마텍	N.R	-	MASH 치료제 기술이전 협상 본격화와 UCN-2 파이프라인 향후 추가 기술이전 기대

자료: 키움증권 리서치센터

V. 기업 분석

- 삼성바이오로직스(207940)
- 셀트리온(068270)
- 한미약품(128940) ★ Top Picks
- 한올바이오파마(009420)
- 디앤디파마텍(347850)

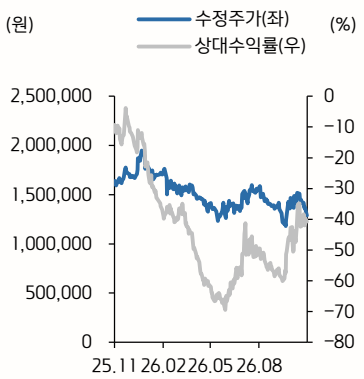


삼성바이오로직스(207940): 기다림의 끝, 수주의 시간

BUY (Maintain)

목표주가: 2,000,000원
주가(11/25): 1,363,000원

KOSPI (11/25)		4,697.51pt
시가총액		630,946억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	1,949,875원	1,182,000원
최고/최저가대비	-30.1%	15.3%
주가수익률	절대	상대
1M	-7.0%	9.9%
6M	-2.9%	62.2%
1Y	-15.6%	-30.7%
발행주식수		46,291천주
일평균 거래량(3M)		59천주
외국인 지분율		12.5%
배당수익률(26E)		0.0%
BPS(26E)		201,679원
주요 주주	삼성물산 외5인	70.8%



제약/바이오 Analyst 허혜민
RA 김종현

◎ 관세 불확실성 해소 이후 수주 논의 재개, 시차를 두고 연말부터 가시화 기대

- 2025년 연간 수주는 역대 최대였으나, 2026년은 관세 불확실성으로 고객 논의가 지연되며 수주 공시가 상대적으로 부진했음.
- 2026년 4월 2일 무역확장법 232조 의약품 관세가 확정되며 불확실성이 해소됨. 한국은 15%를 적용받고, 바이오시밀러는 제외되었음. 이후 고객 논의가 회복 단계에 있음.
- **6공장 2026년 말~2027년 초 착공** 목표. 6공장 착공은 5공장 수주가 상당 부분 확보되었다는 신호로 해석
- 노사 갈등이 고객 신뢰 측면에서 불확실성으로 남아있으나, 노조 2차 부분파업은 11/27일 종료 예정.

◎ 항체에 펩타이드를 더한 전략. 시너지 기대

- 2028년 이후 대형 항체의 특허 만료가 이어지며, 시밀러 물량 증가 기대. 글로벌 제약사와 바이오시밀러 개발사 간 품목 제휴도 이어지고 있음.
- **2026년 12월 18일까지 바이오보안법 우려 기업 목록 발표**될 예정으로 경쟁사 포함시 반사수혜 기대.
- 2027년 폴리펩타이드 연결 편입, 모달리티 다변화 긍정적. 거래 종료전으로 아직 연결 추정치에 미포함.

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 200만원.

(십억 원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,497.1	4,557.0	5,578.3	6,164.0	6,843.9
영업이익	1,321.4	2,069.2	2,468.2	2,744.5	3,053.9
EBITDA	1,920.5	2,702.9	3,175.5	3,233.8	3,489.8
세전이익	1,384.9	2,118.6	2,583.8	2,930.5	3,317.6
순이익	1,083.3	1,784.4	1,968.7	2,233.0	2,527.9
지배주주순이익	1,083.3	1,784.4	1,968.7	2,233.0	2,527.9
EPS(원)	15,094	26,350	42,175	47,835	54,153
증감률(%,YoY)	26.3	74.6	60.1	13.4	13.2
PER(배)	91.8	63.8	30.6	27.0	23.8
PBR(배)	9.12	10.54	6.40	5.17	4.25
EV/EBITDA(배)	35.3	28.8	18.1	17.0	15.1
영업이익률(%)	37.8	45.4	44.2	44.5	44.6
ROE(%)	10.4	19.4	23.3	21.2	19.6
순차입금비율(%)	1.4	-7.5	-24.9	-39.6	-50.3

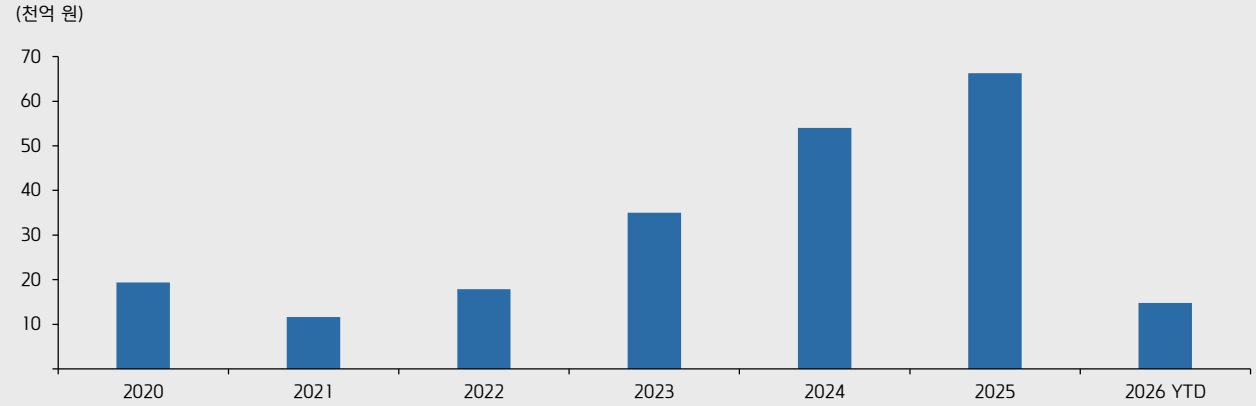
자료: 키움증권 리서치센터

삼성바이오로직스(207940): 기다림의 끝, 수주의 시간

◎ 연말부터 수주 확보 기대

- 법원이 쟁의행위 금지 공정을 9개로 확대하면서, 노조는 2차 총파업을 약 400명 규모의 부분파업(11/6~27)으로 축소
- 핵심 공정은 정상 가동되어 생산 차질은 제한적일 것으로 판단하며, 이는 고객사의 우려를 완화해 **신규 수주에도 긍정적으로 작용할 것으로 예상**. 다만 노사 간 입장 차가 여전해, 타결 전까지 불확실성은 남아 있음
- **12/18일에는 바이오보안법상 우려기업 목록이 발표**될 예정. 중국 CDMO가 포함될 경우 2027년 신규 프로젝트의 비중국 CDMO 이전이 빨라질 수 있음
- 11/3일 4,343억원 규모의 신규 계약에 이어 대규모 수주 가능성 높아졌으며, **올해 말~내년 초 6공장 착공** 소식도 기대

삼성바이오 연도별 수주 추이



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

삼성바이오로직스(207940): 기다림의 끝, 수주의 시간

◎ 환율 영향 있겠으나, 4분기 록빌 공장 매출과 이연 배치 생산 반영되어 양호한 실적 전망

- 4분기는 록빌 공장의 매출 생산 기여와 이연된 배치 생산 반영이 예상되어 무난히 매출 가이던스 상단 달성 예상(연간 매출 가이던스: 전년대비 +15~20% 제시 → +20%로 전망치 상향 제시).
- **4분기 컨센서스 매출액 1.49조원, 영업이익 6,520억원 상회 전망**

분기별 실적 세부 내역

(십억원)

구 분	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2026E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2027E
매출액	**1,257.1**	**1,320.9**	**1,490.3**	**1,509.9**	**5,578.3**	**1,470.1**	**1,623.6**	**1,813.4**	**1,257.1**	**6,164.0**
YOY	*26%*	*30%*	*19%*	*17%*	*22%*	*17%*	*23%*	*22%*	*-17%*	*11%*
매출 원가	577.2	621.0	751.8	720.6	2,670.6	689.7	763.3	914.8	612.5	2,980.2
원가율	*46%*	*47%*	*50%*	*48%*	*48%*	*47%*	*47%*	*50%*	*49%*	*48%*
매출총이익	679.9	699.9	738.5	789.4	2,907.7	780.4	860.2	898.6	644.6	3,183.8
판매관리비	99.2	113.4	98.4	128.5	439.5	98.6	120.1	106.3	114.3	439.2
판매관리비율	*8%*	*9%*	*7%*	*9%*	*8%*	*7%*	*7%*	*6%*	*9%*	*7%*
영업이익	**580.8**	**586.4**	**640.1**	**660.9**	**2,468.2**	**681.8**	**740.1**	**792.3**	**530.3**	**2,744.5**
YOY	*41%*	*24%*	*2%*	*28%*	*22%*	*17%*	*26%*	*24%*	*-20%*	*11%*
OPM	*46%*	*44%*	*43%*	*44%*	*44%*	*46%*	*46%*	*44%*	*42%*	*45%*

자료: 키움증권 리서치센터

삼성바이오로직스(207940) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,497.1	4,557.0	5,578.3	6,164.0	6,843.9
매출원가	1,786.0	2,040.3	2,670.6	2,980.2	3,311.1
매출총이익	1,711.2	2,516.6	2,907.7	3,183.8	3,532.8
판관비	389.8	447.4	439.5	439.2	478.9
영업이익	1,321.4	2,069.2	2,468.2	2,744.5	3,053.9
EBITDA	1,920.5	2,702.9	3,175.5	3,233.8	3,489.8
영업외손익	63.5	49.4	115.6	186.0	263.7
이자수익	54.4	46.0	101.3	171.7	249.4
이자비용	34.1	29.2	29.2	29.2	29.2
외환관련이익	153.0	104.7	94.9	94.9	94.9
외환관련손실	111.1	112.2	96.9	96.9	96.9
종속 및 관계기업손익	2.7	43.1	43.1	43.1	43.1
기타	-1.4	-3.0	2.4	2.4	2.4
법인세차감전이익	1,384.9	2,118.6	2,583.8	2,930.5	3,317.6
법인세비용	344.6	504.3	615.0	697.6	789.7
계속사업순손익	1,040.3	1,614.3	1,968.7	2,233.0	2,527.9
당기순이익	1,083.3	1,784.4	1,968.7	2,233.0	2,527.9
지배주주순이익	1,083.3	1,784.4	1,968.7	2,233.0	2,527.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-5.3	30.3	22.4	10.5	11.0
영업이익 증감율	18.7	56.6	19.3	11.2	11.3
EBITDA 증감율	19.8	40.7	17.5	1.8	7.9
지배주주순이익 증감율	26.3	64.7	10.3	13.4	13.2
EPS 증감율	26.3	74.6	60.1	13.4	13.2
매출총이익율(%)	48.9	55.2	52.1	51.7	51.6
영업이익률(%)	37.8	45.4	44.2	44.5	44.6
EBITDA Margin(%)	54.9	59.3	56.9	52.5	51.0
지배주주순이익률(%)	31.0	39.2	35.3	36.2	36.9

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,659.3	2,247.8	1,734.1	2,221.2	2,459.1
당기순이익	1,083.3	1,784.4	1,968.7	2,233.0	2,527.9
비현금항목의 가감	922.5	1,187.2	1,169.4	963.5	924.7
유형자산감가상각비	304.4	368.5	556.8	496.4	442.6
무형자산감가상각비	294.7	265.1	150.5	-7.2	-6.6
지분법평가손익	-2.7	-43.1	-43.1	-43.1	-43.1
기타	326.1	596.7	505.2	517.4	531.8
영업활동자산부채증감	-45.4	-131.5	-861.2	-420.3	-424.0
매출채권및기타채권의감소	-451.0	292.8	-151.6	-87.0	-100.9
재고자산의감소	-236.2	-388.2	-477.0	-273.5	-317.5
매입채무및기타채무의증가	409.3	-226.3	-281.9	-88.6	-22.5
기타	232.5	190.2	49.3	28.8	16.9
기타현금흐름	-301.1	-592.3	-542.8	-555.0	-569.5
투자활동 현금흐름	-1,243.8	-1,862.4	-582.1	-819.5	-1,156.8
유형자산의 취득	-1,303.6	-1,391.7	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	1.4	1.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-74.0	-83.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-13.6	43.0	16.8	16.8	16.8
단기금융자산의감소(증가)	748.3	-396.2	-563.1	-800.4	-1,137.7
기타	-602.3	-35.8	-35.8	-35.9	-35.9
재무활동 현금흐름	-433.8	-620.5	-363.5	-363.5	-363.5
차입금의 증가(감소)	-288.5	-165.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-92.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-145.3	-363.5	-363.5	-363.5	-363.5
기타현금흐름	41.6	-7.2	431.6	431.6	431.6
현금 및 현금성자산의 순증가	23.3	-242.4	1,220.1	1,469.8	1,370.4
기초현금 및 현금성자산	367.9	391.2	148.9	1,368.9	2,838.7
기말현금 및 현금성자산	391.2	148.9	1,368.9	2,838.7	4,209.2

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,518.1	4,408.4	6,770.8	9,372.7	12,282.5
현금 및 현금성자산	391.2	148.9	1,368.9	2,838.7	4,209.2
단기금융자산	940.1	1,336.2	1,899.3	2,699.8	3,837.5
매출채권 및 기타채권	1,165.4	676.5	828.1	915.0	1,016.0
재고자산	2,818.3	2,128.2	2,605.1	2,878.7	3,196.2
기타유동자산	203.1	118.6	69.4	40.5	23.6
비유동자산	11,818.2	6,652.4	5,971.4	5,508.4	5,098.7
투자자산	88.9	89.0	115.2	141.5	167.7
유형자산	5,374.0	6,028.7	5,471.9	4,975.4	4,532.8
무형자산	5,565.3	60.2	-90.3	-83.1	-76.4
기타비유동자산	790.0	474.5	474.6	474.6	474.6
자산총계	17,336.3	11,060.7	12,742.1	14,881.1	17,381.1
유동부채	3,853.2	2,532.9	2,251.0	2,162.4	2,139.9
매입채무 및 기타채무	1,522.3	498.0	216.1	127.5	105.0
단기금융부채	465.6	327.0	327.0	327.0	327.0
기타유동부채	1,865.3	1,707.9	1,707.9	1,707.9	1,707.9
비유동부채	2,578.4	1,076.7	1,076.7	1,076.7	1,076.7
장기금융부채	1,020.6	600.1	600.1	600.1	600.1
기타비유동부채	1,557.8	476.6	476.6	476.6	476.6
부채총계	6,431.6	3,609.6	3,327.7	3,239.1	3,216.6
지배지분	10,904.7	7,451.1	9,414.5	11,642.0	14,164.5
자본금	177.9	115.7	115.7	115.7	115.7
자본잉여금	5,663.1	3,391.9	3,391.9	3,391.9	3,391.9
기타자본	0.0	-2,907.7	-2,907.7	-2,907.7	-2,907.7
기타포괄손익누계액	-23.0	-19.8	-25.2	-30.6	-36.0
이익잉여금	5,086.6	6,871.0	8,839.7	11,072.7	13,600.5
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	10,904.7	7,451.1	9,414.5	11,642.0	14,164.5

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	15,094	26,350	42,175	47,835	54,153
BPS	151,933	159,620	201,679	249,399	303,436
CFPS	27,947	43,882	67,226	68,476	73,961
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	91.8	63.8	30.6	27.0	23.8
PER(최고)	107.7	70.1	46.8		
PER(최저)	69.8	51.2	27.3		
PBR	9.12	10.54	6.40	5.17	4.25
PBR(최고)	10.70	11.57	9.78		
PBR(최저)	6.93	8.45	5.70		
PSR	28.44	24.99	10.79	9.77	8.80
PCFR	49.6	38.3	19.2	18.8	17.4
EV/EBITDA	35.3	28.8	18.1	17.0	15.1
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	6.5	12.6	16.5	16.2	15.7
ROE	10.4	19.4	23.3	21.2	19.6
ROIC	6.5	4.8	26.0	28.8	32.2
매출채권회전율	3.8	4.9	7.4	7.1	7.1
재고자산회전율	1.3	1.8	2.4	2.2	2.3
부채비율	59.0	48.4	35.3	27.8	22.7
순차입금비율	1.4	-7.5	-24.9	-39.6	-50.3
이자보상배율,현금)	38.7	70.9	84.6	94.1	104.7
총차입금	1,486.2	927.1	927.1	927.1	927.1
순차입금	155.0	-558.0	-2,341.2	-4,611.4	-7,119.6
NOPLAT	1,920.5	2,702.9	3,175.5	3,233.8	3,489.8
FCF	-42.3	-499.3	1,726.8	2,160.2	2,338.9

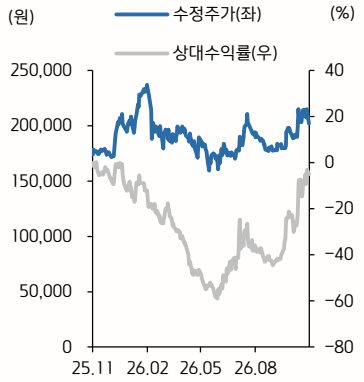
자료: 키움증권 리서치센터

셀트리온(068270): 특허가 지는 곳에 셀트리온이 뜬다

BUY (Maintain)

목표주가: 290,000원
주가(11/25): 217,000원

KOSPI (11/25)		4,697.51pt
시가총액		503,720억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	236,862원	159,400원
최고/최저가대비	-8.4%	36.1%
주가수익률	절대	상대
1M	11.6%	31.9%
6M	14.6%	91.4%
1Y	21.5%	2.4%
발행주식수		232,129천주
일평균 거래량(3M)		489천주
외국인 지분율		25.7%
배당수익률(26E)		0.4%
BPS(26E)		74,616원
주요 주주	셀트리온홀딩스외9인	32.9%



제약/바이오 Analyst 허혜민
RA 김종현

◎ 바이오시밀러 정책 지원과 특허절벽이 만나며 **시밀러 황금기** 도래 전망.

- 바이오시밀러는 의료재정 절감 효과가 큰 만큼 각국 정부의 사용 촉진 정책 지속 전망. 특히 휴미라 바이오시밀러 출시 이후 미국의 의료비 절감 효과 확대되며, 바이오시밀러의 경제적 가치 부각.
- 전례없는 특허만료 기회 또한 도래. 산도즈는 향후 10년을 바이오시밀러의 황금기로 평가하며, 2032년까지 60개 이상의 바이오의약품 특허만료 기회가 도래할 것으로 전망.
- 동사는 생산부터 유통·판매까지 수직계열화된 사업구조와 안정적인 공급능력, 상업화 경험 및 제품 차별화 전략을 바탕으로 선두 지위 강화 기대.

◎ 시밀러 사이클 도래시 차별화한 신제품 출시로 외형 성장과 수익성 모두를 노린다.

- '26년에 이어 '27년에도 고마진 신제품 졸레어 바이오시밀러 옴리클로의 성장이 두드러질 전망
- 이는 시밀러지만 차별화한 전략이 잘 통했기 때문. 경쟁 시밀러보다 먼저 식품 알레르기 적응증 확보해 출시했다는 점에서 선점 효과 기대. 여기에 보관 편의성 개선과 라텍스 미사용 등 제품 차별화도 경쟁력으로 작용할 전망.
- 이러한 **시밀러 차별화 전략을 바탕으로 바이오시밀러 사이클 도래하면, 신제품 지속 출시와 공장 및 직판 내재화로 인해 고마진의 제품 믹스** 긍정적.

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 29만원 상향

- 산도즈 시밀러 사업부 EV/EBITDA 25배 적용하여, 목표주가 상향

(십억 원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,557.3	4,162.5	5,728.1	6,732.1	7,482.7
영업이익	492.0	1,168.5	1,923.0	2,402.1	2,649.0
EBITDA	910.3	1,456.0	2,257.0	2,700.4	2,915.5
세전이익	576.1	1,153.7	1,596.4	2,473.2	2,746.9
순이익	418.9	1,031.5	1,293.1	2,003.3	2,225.0
지배주주순이익	422.7	1,029.6	1,290.7	1,999.6	2,220.9
EPS(원)	1,703	4,238	5,326	8,251	9,165
증감률(%,YoY)	-46.6	148.8	25.7	54.9	11.1
PER(배)	101.1	40.7	39.2	25.3	22.8
PBR(배)	2.45	2.43	2.80	2.58	2.36
EV/EBITDA(배)	46.0	30.5	22.8	18.8	16.9
영업이익률(%)	13.8	28.1	33.6	35.7	35.4
ROE(%)	2.5	5.9	7.3	10.6	10.8
순차입금비율(%)	6.0	14.3	15.8	10.0	3.0

자료: 키움증권 리서치센터

셀트리온(068270): 특허가 지는 곳에 셀트리온이 뜬다

◎ 2027년 **ADC 임상 데이터 발표**로 신약 개발 역량 검증 시작
- '27년 cMET 표적 ADC CT-P70을 시작으로 ADC 2종의 임상 1상 초기 결과 발표 예정

◎ 중장기적으로는 FcRn 억제제 CT-P77과 4중 작용 비만치료제 CT-G32에 주목
- CT-P77은 내년 임상에 진입해 가치 반영까지 시간이 소요될 수 있으나, 성공시 기존 자가면역질환 사업과의 시너지 기대

◎ '27년은 신약 초기 임상 데이터 확보를 통해 바이오시밀러 중심 기업에서 **신약 개발 기업으로의 확장 가능성을 확인**하는 해가 될 전망



출처: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

셀트리온(068270): 특허가 지는 곳에 셀트리온이 뜬다

◎ 4분기 실적 컨센서스 부합 전망

- 4Q26 컨센서스 매출액 1조 6,862억원에 부합, 영업이익 컨센서스 6,199억원 상회 전망

분기별 실적 세부 내역

(단위, 십억원)

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2026E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2027E
바이오의약품	974.2	1,263.9	1,359.9	1,366.3	4,964.3	1,316.3	1,446.0	1,514.2	1,605.3	5,881.8
기존 제품	393.0	439.0	454.1	437.3	1,723.4	400.6	444.9	437.1	460.7	1,743.4
신규 제품	581.2	824.9	905.8	929.0	3,240.9	915.7	1,001.1	1,077.1	1,144.5	4,138.4
Non-바이오제품	170.8	129.8	215.6	247.6	763.8	185.0	208.3	219.6	237.5	850.3
매출액	**1,145.0**	**1,393.7**	**1,575.5**	**1,613.9**	**5,728.1**	**1,501.2**	**1,654.3**	**1,733.8**	**1,842.8**	**6,732.1**
YoY	36%	45%	53%	21%	38%	31%	19%	10%	14%	18%
매출원가	459.1	529.5	620.8	523.2	2,132.6	572.0	628.5	665.8	579.0	2,445.3
원가율	40%	38%	39%	32%	37%	38%	38%	38%	31%	36%
매출총이익	685.8	864.2	954.7	1,090.7	3,595.4	929.3	1,025.8	1,068.0	1,263.8	4,286.8
매출총이익율	60%	62%	61%	68%	63%	62%	62%	62%	69%	64%
판매관리비	364.0	412.4	429.5	466.5	1,672.4	432.5	457.0	453.5	541.8	1,884.8
영업이익	**321.9**	**451.8**	**525.2**	**624.2**	**1,923.0**	**496.8**	**568.9**	**614.5**	**722.0**	**2,402.1**
YoY	115%	86%	74%	31%	65%	54%	26%	17%	16%	25%
OPM	28%	32%	33%	39%	34%	33%	34%	35%	39%	36%

자료: 키움증권 리서치센터

셀트리온(068270) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,557.3	4,162.5	5,728.1	6,732.1	7,482.7
매출원가	1,875.6	1,695.5	2,132.6	2,445.3	2,738.8
매출총이익	1,681.7	2,467.0	3,595.4	4,286.8	4,743.9
판관비	1,189.7	1,298.6	1,672.4	1,884.8	2,094.9
영업이익	492.0	1,168.5	1,923.0	2,402.1	2,649.0
EBITDA	910.3	1,456.0	2,257.0	2,700.4	2,915.5
영업외손익	84.1	-14.8	-326.6	71.1	97.9
이자수익	33.5	23.2	17.1	34.9	61.7
이자비용	75.6	75.5	111.9	111.9	111.9
외환관련이익	193.7	318.7	388.7	388.7	388.7
외환관련손실	49.9	142.0	177.0	177.0	177.0
종속 및 관계기업손익	-11.9	-13.5	-13.5	-13.5	-13.5
기타	-5.7	-125.7	-430.0	-50.1	-50.1
법인세차감전이익	576.1	1,153.7	1,596.4	2,473.2	2,746.9
법인세비용	157.2	122.2	303.3	469.9	521.9
계속사업순손익	418.9	1,031.5	1,293.1	2,003.3	2,225.0
당기순이익	418.9	1,031.5	1,293.1	2,003.3	2,225.0
지배주주순이익	422.7	1,029.6	1,290.7	1,999.6	2,220.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	63.4	17.0	37.6	17.5	11.1
영업이익 증감율	-24.5	137.5	64.6	24.9	10.3
EBITDA 증감율	1.4	59.9	55.0	19.6	8.0
지배주주순이익 증감율	-21.1	143.6	25.4	54.9	11.1
EPS 증감율	-46.6	148.8	25.7	54.9	11.1
매출총이익율(%)	47.3	59.3	62.8	63.7	63.4
영업이익률(%)	13.8	28.1	33.6	35.7	35.4
EBITDA Margin(%)	25.6	35.0	39.4	40.1	39.0
지배주주순이익률(%)	11.9	24.7	22.5	29.7	29.7

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	901.9	646.1	190.5	1,460.1	1,914.6
당기순이익	418.9	1,031.5	1,293.1	2,003.3	2,225.0
비현금항목의 가감	649.1	553.4	891.3	1,004.5	997.9
유형자산감가상각비	72.6	92.8	126.9	113.8	102.1
무형자산감가상각비	345.6	194.8	207.1	184.5	164.4
지분법평가손익	-28.6	-17.4	-13.5	-13.5	-13.5
기타	259.5	283.2	570.8	719.7	744.9
영업활동자산부채증감	-21.3	-495.0	-1,595.8	-1,000.7	-736.1
매출채권및기타채권의감소	-173.9	-344.2	-692.1	-443.9	-331.8
재고자산의감소	224.6	-135.0	-1,054.4	-676.2	-505.5
매입채무및기타채무의증가	-144.2	-149.2	78.1	63.3	57.7
기타	72.2	133.4	72.6	56.1	43.5
기타현금흐름	-144.8	-443.8	-398.1	-547.0	-572.2
투자활동 현금흐름	-169.4	-860.4	-544.7	-544.7	-544.7
유형자산의 취득	-135.1	-108.2	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-195.3	-223.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-37.7	-22.4	-11.7	-11.7	-11.7
단기금융자산의감소(증가)	46.4	26.1	0.0	0.0	0.0
기타	152.3	-532.9	-533.0	-533.0	-533.0
재무활동 현금흐름	-353.0	339.3	1,281.8	1,281.8	1,281.8
차입금의 증가(감소)	-69.2	-56.2	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	21.1	11.9	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-438.8	-908.4	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-103.6	-153.8	-164.0	-164.0	-164.0
기타	237.5	1,445.8	1,445.8	1,445.8	1,445.8
기타현금흐름	52.4	-2.2	-1,311.2	-1,311.2	-1,311.2
현금 및 현금성자산의 순증가	431.8	122.8	-383.5	886.1	1,340.6
기초현금 및 현금성자산	564.6	996.4	1,119.2	735.7	1,621.7
기말현금 및 현금성자산	996.4	1,119.2	735.7	1,621.7	2,962.3

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,584.1	6,205.3	7,495.6	9,445.6	11,580.0
현금 및 현금성자산	996.4	1,119.2	735.7	1,621.7	2,962.3
단기금융자산	147.7	121.7	121.7	121.7	121.7
매출채권 및 기타채권	1,259.3	1,840.2	2,532.3	2,976.2	3,308.0
재고자산	2,765.9	2,803.5	3,857.9	4,534.1	5,039.6
기타유동자산	414.8	320.7	248.0	191.9	148.4
비유동자산	15,471.1	16,129.6	15,793.9	15,493.7	15,225.4
투자자산	161.0	169.9	168.0	166.2	164.3
유형자산	1,244.6	1,702.6	1,575.7	1,461.9	1,359.8
무형자산	13,701.6	13,778.3	13,571.2	13,386.7	13,222.3
기타비유동자산	363.9	478.8	479.0	478.9	479.0
자산총계	21,055.2	22,334.9	23,289.5	24,939.3	26,805.4
유동부채	3,187.1	4,453.8	4,532.0	4,595.2	4,653.0
매입채무 및 기타채무	550.2	628.9	707.0	770.3	828.0
단기금융부채	2,087.0	3,316.8	3,316.8	3,316.8	3,316.8
기타유동부채	549.9	508.1	508.2	508.1	508.2
비유동부채	288.0	528.6	528.6	528.6	528.6
장기금융부채	105.7	413.1	413.1	413.1	413.1
기타비유동부채	182.3	115.5	115.5	115.5	115.5
부채총계	3,475.2	4,982.4	5,060.5	5,123.8	5,181.5
지배지분	17,439.1	17,208.5	18,082.6	19,665.5	21,469.8
자본금	220.5	239.4	239.4	239.4	239.4
자본잉여금	14,827.6	14,215.3	14,215.3	14,215.3	14,215.3
기타자본	-1,916.0	-1,962.9	-1,962.9	-1,962.9	-1,962.9
기타포괄손익누계액	562.7	309.6	56.9	-195.8	-448.5
이익잉여금	3,744.3	4,407.1	5,533.9	7,369.6	9,426.6
비지배지분	140.9	144.1	146.4	150.0	154.1
자본총계	17,580.1	17,352.5	18,229.0	19,815.6	21,623.9

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	1,703	4,238	5,326	8,251	9,165
BPS	70,361	71,009	74,616	81,148	88,593
CFPS	4,303	6,523	9,013	12,411	13,299
DPS	800	750	750	750	750
주가배수(배)					
PER	101.1	40.7	39.2	25.3	22.8
PER(최고)	124.1	45.8	44.9		
PER(최저)	82.5	32.6	29.8		
PBR	2.45	2.43	2.80	2.58	2.36
PBR(최고)	3.00	2.73	3.21		
PBR(최저)	2.00	1.94	2.12		
PSR	12.01	10.07	8.84	7.52	6.77
PCFR	40.0	26.4	23.2	16.8	15.7
EV/EBITDA	46.0	30.5	22.8	18.8	16.9
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	36.7	15.9	12.7	8.2	7.4
배당수익률(%,보통주,현금)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
ROA	2.0	4.8	5.7	8.3	8.6
ROE	2.5	5.9	7.3	10.6	10.8
ROIC	1.1	4.8	7.7	9.2	9.9
매출채권회전율	3.2	2.7	2.6	2.4	2.4
재고자산회전율	1.2	1.5	1.7	1.6	1.6
부채비율	19.8	28.7	27.8	25.9	24.0
순차입금비율	6.0	14.3	15.8	10.0	3.0
이자보상배율,현금)	6.5	15.5	17.2	21.5	23.7
총차입금	2,192.7	3,730.0	3,730.0	3,730.0	3,730.0
순차입금	1,048.5	2,489.1	2,872.7	1,986.6	646.0
NOPLAT	910.3	1,456.0	2,257.0	2,700.4	2,915.5
FCF	275.8	364.7	295.8	1,243.3	1,676.1

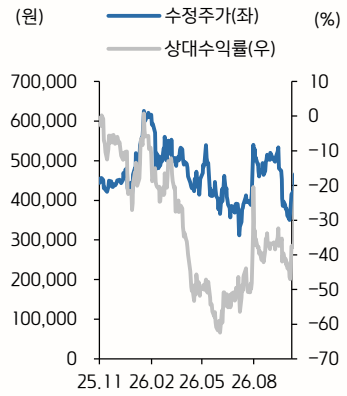
자료: 키움증권 리서치센터

한미약품(128940): 다시 한미가 이끄는 K-BIO의 부활

BUY (Maintain)

목표주가: 710,000원
주가(11/25): 466,500원

KOSPI (11/25)		4,697.51pt
시가총액		59,763억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	626,000원	311,500원
최고/최저가대비	-25.5%	49.8%
주가수익률	절대	상대
1M	29.0%	52.5%
6M	2.8%	71.7%
1Y	4.9%	-13.8%
발행주식수		12,811천주
일평균 거래량(3M)		124천주
외국인 지분율		10.6%
배당수익률(26E)		0.4%
BPS(26E)		120,753원
주요 주주	한미사이언스 외 6인	49.6%



제약/바이오 Analyst 허혜민
RA 김종현

◎ 아직 살아있는 R&D 모멘텀

- '26년 릴리(GLP-2), 제넨텍(UCN2), 바이오마린(파브리병)향 기술이전 3건 체결. 합산 계약규모 최대 5조원 상회하며 글로벌 신약개발 경쟁력 입증.
- 비만 삼중작용제(HM15275), 항마이오스타틴 등 **추가 기술이전** 후보 보유. HM15275 '27.1월 2상 종료 예정.

◎ MSD, 높아진 MASH 치료제 3상 진입 가능성

- MSD향 에피노페그듀타이드의 MASH 2b상 긍정적 결과를 바탕으로 '27년 3상 개발 전략 구체화 기대.
- **'27년 1월 JPM 헬스케어 컨퍼런스에서** 후속 개발 계획 언급 가능성.

◎ 기술이전은 끝이 아닌 시작. 글로벌 파트너사의 임상 진척과 재평가 기대

- 로슈/제넨텍 HM17321(UCN2): 근육량 증가 및 체성분 개선을 겨냥한 비만 파이프라인. '27년 초기 임상 결과 및 후속 개발 전략 확인 기대. **'27.3월 1상 종료** 예정.
- 릴리 소네페글루타이드(GLP-2): 희귀질환 치료제 개발 진척 및 후속 임상 전략 구체화 기대. 희귀질환 특성상 효능 입증 시 개발 가속화 가능성. **'27.12월 종료** 예정.
- 바이오마린 HM15421(파브리병): 글로벌 1/2상 진행 중으로 **2028년 종료** 예정.

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 71만원. Top Pick 추천

(십억 원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,495.5	1,547.5	1,862.2	1,721.5	1,833.7
영업이익	216.2	257.8	483.6	297.1	316.9
EBITDA	313.5	356.6	576.8	378.0	387.1
세전이익	171.3	213.5	437.4	274.5	302.8
순이익	140.4	187.1	343.4	222.4	245.3
지배주주순이익	121.3	169.6	315.9	204.6	225.7
EPS(원)	9,470	13,235	24,659	15,969	17,614
증감률(%,YoY)	-17.0	39.8	86.3	-35.2	10.3
PER(배)	29.6	34.2	18.5	28.6	25.9
PBR(배)	3.31	4.63	3.78	3.38	3.02
EV/EBITDA(배)	12.9	17.4	10.4	15.1	14.2
영업이익률(%)	14.5	16.7	26.0	17.3	17.3
ROE(%)	11.9	14.5	22.6	12.5	12.3
순차입금비율(%)	24.5	16.4	-1.9	-18.2	-27.1

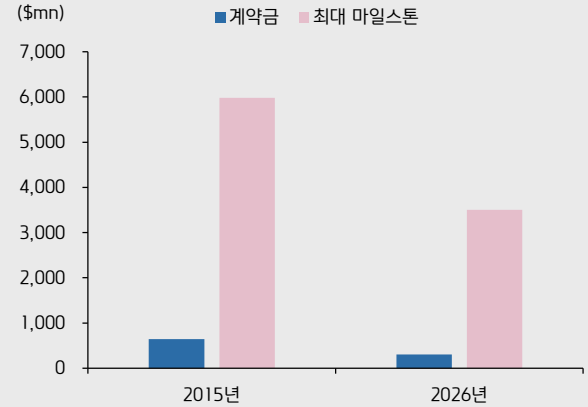
자료: 키움증권 리서치센터

한미약품(128940): 다시 한미가 이끄는 K-BIO의 부활

◎ 기술이전 이후 산전수전 다 겪고, 다시 기술이전이 터지기까지 오랜 시간이 걸린 이유는 반환되지 않도록 전략과 파트너를 신중히 선정했기 때문

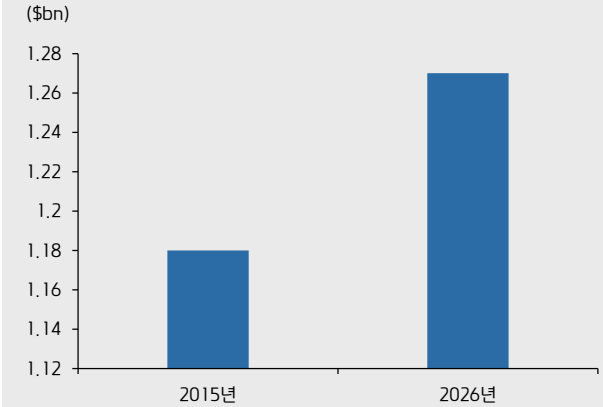
- '15년 6건, $7.1bn의 기술이전 이후 '26년 3건, $3.8bn 규모의 기술이전 성사. 건당 평균 계약규모는 오히려 $1.18bn에서 $1.27bn으로 확대.
- '15년 기술이전이 국내 신약개발 가능성을 보여준 시기였다면, '26년은 축적된 R&D 역량을 바탕으로 상업화까지 개발할 수 있는 신중한 파트너 선택.
- '27년에는 추가 기술이전뿐 아니라 글로벌 파트너사의 후속 임상 진척에 따른 기존 신약 파이프라인 가치 재평가 기대

2015년과 2026년도 기술이전



주: 최대 마일스톤은 계약금 미포함
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

건 당 기술이전 비교



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

한미약품(128940): 다시 한미가 이끄는 K-BIO의 부활

◎ 4분기 실적을 일회성 기술이전 마일스톤 유입으로 호실적 기대

- 제넨텍에 HM17321(LA-UCN-2) 기술이전('26.8) 계약금 $190mn(약 2,500억원)
- 바이오마린 HM15421(파브리병) 기술이전('26.10) 계약금 $35mn(약 470억원)

분기별 실적 세부 내역

(단위, 십억원)

구 분	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2026E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2027E
한미약품	285.2	406.9	291.4	522.2	1,505.7	330.1	342.0	334.9	357.5	1,364.6
내수	248.5	254.3	260.3	258.0	1,021.1	283.6	287.7	292.1	283.5	1,146.8
수출	36.6	39.8	29.7	47.4	153.5	43.8	40.3	30.1	43.9	158.1
기술료 수익	0.1	112.8	1.4	216.7	331.0	2.7	14.1	12.7	30.1	59.6
북경한미	104.0	60.7	79.3	98.2	342.2	101.9	75.2	80.5	90.4	348
한미정밀화학	21.7	24.0	22.8	31.1	99.6	22.4	24.7	23.5	32.1	102.6
내부매출차감	-18	-24.3	-16.1	-26.9	-85.3	-25.8	-20.8	-21.6	-25.5	-93.7
연결 매출액	**392.9**	**467.2**	**377.4**	**624.6**	**1,862.2**	**428.6**	**421.2**	**417.2**	**454.4**	**1,721.5**
yoy	*1%*	*29%*	*4%*	*44%*	*20%*	*9%*	*-10%*	*11%*	*-27%*	*-8%*
영업이익	**53.6**	**131.1**	**37.8**	**261.0**	**483.6**	**75.5**	**77.2**	**64.1**	**80.4**	**297.1**
yoy	*-9%*	*117%*	*-31%*	*214%*	*88%*	*41%*	*-41%*	*69%*	*-69%*	*-39%*
OPM	*14%*	*28%*	*10%*	*42%*	*26%*	*18%*	*18%*	*15%*	*18%*	*17%*

자료: 키움증권 리서치센터

한미약품(128940): 다시 한미가 이끄는 K-BIO의 부활

한미약품 주요 파이프라인 현황

과제명	적응증	임상1상	임상2상	임상3상/승인	글로벌 파트너
에페 / 에페글레나타이드	비만 / 제2형 당뇨병				
에포시페그트루타이드	MASH				
에피노페그듀타이드(GLP/GCG)	MASH				MSD
잔트루타이드(LA-GLP/GIP/GCG)	비만 / 제2형 당뇨병				
HM17321(LA-UCN2)	비만 / 제2형 당뇨병				Genentech
롤론티스	호중구 감소증				Zydus
오락솔	전이성 유방암				Health Hope
포지오티닙(pan-HER)	HER2m NSCLC				Zydus
포셀티닙(multi TEC)	B 세포 림프종				Nobo med
티부메시르논(CCR4)	위암				RAPT
벨바라페닙(Pan-RAF)	NRASm 흑색종				
투스페티닙(MKI)	급성 골수성 백혈병				Aptose
HM97662(EZH1/2)	고형암 및 혈액암				
BH2950(PD-1/HER2)	고형암				
BH3120(PD-L1/4-1BB)	고형암				
HM16390(IL-2)	고형암				
에페거글루카곤(GCG)	선천성 고인슐린혈증				
소네페글루타이드(GLP-2)	단장증후군				Lilly
HM15421(LA-GLA)	파브리병				Biomarin/GC
히알루마	슬관절 골관절염				Arthrex
루미네이트(리수테가닙)	건성 노인성황반변성				Allegro, Affamed

자료: 한미약품, 키움증권 리서치센터

한미약품(128940) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,495.5	1,547.5	1,862.2	1,721.5	1,833.7
매출원가	678.5	663.1	683.3	769.5	819.3
매출총이익	817.0	884.4	1,179.0	951.9	1,014.4
판관비	600.9	626.6	695.4	654.9	697.6
영업이익	216.2	257.8	483.6	297.1	316.9
EBITDA	313.5	356.6	576.8	378.0	387.1
영업외손익	-44.9	-44.3	-46.2	-22.6	-14.1
이자수익	5.7	7.3	16.9	28.5	37.0
이자비용	24.4	17.0	17.0	17.0	17.0
외환관련이익	12.5	7.5	11.0	6.0	6.0
외환관련손실	3.2	6.1	4.0	4.0	4.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-35.5	-36.0	-53.1	-36.1	-36.1
법인세차감전이익	171.3	213.5	437.4	274.5	302.8
법인세비용	30.8	26.3	94.0	52.2	57.5
계속사업순손익	140.4	187.1	343.4	222.4	245.3
당기순이익	140.4	187.1	343.4	222.4	245.3
지배주주순이익	121.3	169.6	315.9	204.6	225.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	0.3	3.5	20.3	-7.6	6.5
영업이익 증감율	-2.0	19.2	87.6	-38.6	6.7
EBITDA 증감율	-1.8	13.7	61.7	-34.5	2.4
지배주주순이익 증감율	-17.0	39.8	86.3	-35.2	10.3
EPS 증감율	-17.0	39.8	86.3	-35.2	10.3
매출총이익율(%)	54.6	57.2	63.3	55.3	55.3
영업이익률(%)	14.5	16.7	26.0	17.3	17.3
EBITDA Margin(%)	21.0	23.0	31.0	22.0	21.1
지배주주순이익률(%)	8.1	11.0	17.0	11.9	12.3

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	746.3	893.9	1,297.7	1,556.8	1,840.3
현금 및 현금성자산	192.3	108.3	374.8	696.6	931.7
단기금융자산	0.9	93.0	93.0	93.0	93.0
매출채권 및 기타채권	238.8	341.8	411.3	380.2	405.0
재고자산	300.9	338.5	407.4	376.6	401.1
기타유동자산	13.4	12.3	11.2	10.4	9.5
비유동자산	1,274.5	1,243.6	1,150.4	1,069.5	999.3
투자자산	172.4	123.6	123.6	123.6	123.6
유형자산	795.6	760.2	682.1	614.3	555.5
무형자산	94.1	113.3	98.1	85.0	73.6
기타비유동자산	212.4	246.5	246.6	246.6	246.6
자산총계	2,020.8	2,137.6	2,448.2	2,626.3	2,839.6
유동부채	682.8	605.2	591.1	565.5	552.3
매입채무 및 기타채무	212.8	198.0	183.9	158.3	145.1
단기금융부채	404.8	337.5	337.5	337.5	337.5
기타유동부채	65.2	69.7	69.7	69.7	69.7
비유동부채	97.3	109.5	109.5	109.5	109.5
장기금융부채	91.9	96.7	96.7	96.7	96.7
기타비유동부채	5.4	12.8	12.8	12.8	12.8
부채총계	780.1	714.7	700.7	675.0	661.8
지배지분	1,084.9	1,249.8	1,547.0	1,732.8	1,939.8
자본금	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0
자본잉여금	411.3	411.3	411.3	411.3	411.3
기타자본	-43.3	-43.3	-43.3	-43.3	-43.3
기타포괄손익누계액	4.0	13.2	19.9	26.5	33.2
이익잉여금	680.9	836.5	1,127.0	1,306.3	1,506.6
비지배지분	155.9	173.1	200.6	218.4	238.0
자본총계	1,240.8	1,422.9	1,747.5	1,951.2	2,177.8

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	193.5	173.1	335.2	390.5	303.8
당기순이익	140.4	187.1	343.4	222.4	245.3
비현금항목의 가감	179.3	198.1	237.3	171.4	157.6
유형자산감가상각비	85.5	86.2	78.0	67.8	58.8
무형자산감가상각비	11.8	12.6	15.2	13.1	11.4
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	82.0	99.3	144.1	90.5	87.4
영업활동자산부채증감	-90.3	-150.1	-151.4	37.2	-61.7
매출채권및기타채권의감소	-61.1	-87.3	-69.5	31.1	-24.8
재고자산의감소	1.9	-37.0	-68.8	30.8	-24.6
매입채무및기타채무의증가	-10.4	12.5	-14.1	-25.7	-13.2
기타	-20.7	-38.3	1.0	1.0	0.9
기타현금흐름	-35.9	-62.0	-94.1	-40.5	-37.4
투자활동 현금흐름	24.9	-159.5	-40.6	-40.6	-40.6
유형자산의 취득	-39.3	-43.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.1	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-22.8	-33.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-127.9	48.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	199.3	-92.1	0.0	0.0	0.0
기타	15.5	-40.7	-40.6	-40.6	-40.6
재무활동 현금흐름	-93.8	-97.2	-28.9	-28.9	-28.9
차입금의 증가(감소)	-75.8	-62.8	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-3.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-12.6	-30.9	-25.4	-25.4	-25.4
기타	-2.1	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5
기타현금흐름	12.7	-0.4	0.7	0.7	0.7
현금 및 현금성자산의 순증가	137.3	-84.0	266.5	321.7	235.1
기초현금 및 현금성자산	55.0	192.3	108.3	374.8	696.5
기말현금 및 현금성자산	192.3	108.3	374.8	696.5	931.6

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	9,470	13,235	24,659	15,969	17,614
BPS	84,685	97,553	120,753	135,262	151,416
CFPS	24,961	30,071	45,323	30,739	31,450
DPS	1,250	2,000	2,000	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	29.6	34.2	18.5	28.6	25.9
PER(최고)	39.8	37.3	26.2		
PER(최저)	25.7	16.2	12.2		
PBR	3.31	4.63	3.78	3.38	3.02
PBR(최고)	4.45	5.06	5.36		
PBR(최저)	2.88	2.20	2.50		
PSR	2.40	3.74	3.14	3.40	3.19
PCFR	11.2	15.0	10.1	14.9	14.5
EV/EBITDA	12.9	17.4	10.4	15.1	14.2
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	11.3	13.6	7.4	11.4	10.3
배당수익률(%,보통주,현금)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
ROA	7.2	9.0	15.0	8.8	9.0
ROE	11.9	14.5	22.6	12.5	12.3
ROIC	12.9	15.6	27.0	17.5	19.6
매출채권회전율	7.2	5.3	4.9	4.3	4.7
재고자산회전율	5.1	4.8	5.0	4.4	4.7
부채비율	62.9	50.2	40.1	34.6	30.4
순차입금비율	24.5	16.4	-1.9	-18.2	-27.1
이자보상배율,현금)	8.9	15.2	28.5	17.5	18.7
총차입금	496.7	434.2	434.2	434.2	434.2
순차입금	303.5	232.9	-33.6	-355.4	-590.5
NOPLAT	313.5	356.6	576.8	378.0	387.1
FCF	104.8	76.8	321.5	358.7	265.2

자료: 키움증권 리서치센터

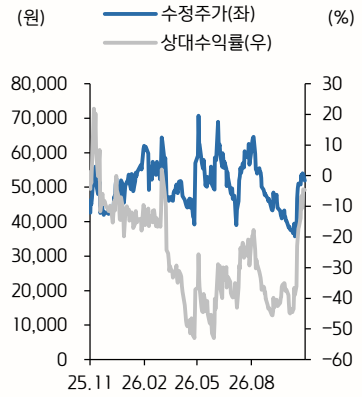
한올바이오파마(009420): 승부처가 될 2027년

BUY (Maintain)

제약/바이오 Analyst 허혜민
RA 김종현

목표주가: 80,000원
주가(11/25): 54,500원

KOSPI (11/25)		4,697.51pt
시가총액		28,471억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	70,700원	35,700원
최고/최저가대비	-22.9%	52.7%
주가수익률	절대	상대
1M	35.6%	60.2%
6M	-4.4%	59.7%
1Y	27.8%	4.9%
발행주식수		52,241천주
일평균 거래량(3M)		251천주
외국인 지분율		5.0%
배당수익률(26E)		0.0%
BPS(26E)		2,773원
주요 주주	대웅제약 외3인	31.3%



◎ 2027년 그레이브스병(GD) 탑라인 발표

- IMVT-1402의 첫 번째 적응증 **탑라인 결과가 2027년 발표 예정, 2028년 상업화 목표**로 개발 중.
- 1세대 Batoclimab의 GD 임상에서 투약 중단 6개월 후에도 반응을 유지한 환자 17명 중 8명(47%)이 기존 항갑상선제 없이 갑상선호르몬 수치 정상화 유지. 단순 증상 조절을 넘어 질병 자체를 개선할 가능성을 확인한 것으로, '27년 후속 물질인 IMVT-1402의 데이터 재현 여부가 핵심 관전 포인트..

◎ 중증근무력증(MG)도 2027년 탑라인 발표로 Best-in-class 검증

- MG는 이미 Argenx가 선두주자로 자리잡은 시장.
- Batoclimab Phase 3 MG 데이터 기준 MG-ADL -5.6점 감소, MSE 달성률 42%로 역대 Phase 3 MG 트라이얼 중 최고 수준을 기록한 바 있어, IMVT-1402가 이를 재현할 수 있을지가 관건.

◎ 연말부터 이어지는 이벤트.

- **12/9일 Roivant Investor Day**에서 D2T RA, GD, MG 등 각 적응증별 구체적 개발과 상업화 일정 공개 기대
- 난치성 류마티스 관절염(D2T RA)은 '26년말~'27년초 FDA 협의를 통해 후속 임상 규모 및 허가 전략을 구체화할 것으로 전망.

(십억 원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	138.9	155.2	166.9	182.1	190.8
영업이익	0.2	-0.9	6.9	3.8	4.0
EBITDA	3.4	2.6	10.4	6.7	6.4
세전이익	-0.2	-6.2	-18.4	2.5	2.8
순이익	-1.8	-5.6	-16.2	2.2	2.4
지배주주순이익	-1.8	-5.6	-16.2	2.2	2.4
EPS(원)	-35	-106	-310	43	47
증감률(%,YoY)	적전	적지	적지	흑전	9.2
PER(배)	-1,118.7	-411.1	-169.1	1,227.7	1,124.5
PBR(배)	11.99	14.14	18.90	18.69	18.46
EV/EBITDA(배)	595.6	866.7	265.5	412.7	431.9
영업이익률(%)	0.1	-0.6	4.1	2.1	2.1
ROE(%)	-1.0	-3.4	-10.6	1.5	1.7
순차입금비율(%)	-13.8	4.4	16.4	15.6	12.9

자료: 키움증권 리서치센터

한올바이오파마(009420): 승부처가 될 2027년

◎ 2027년 GD, MG 탑라인 발표 예정

- 허가 신청을 위한 등록 임상 단계로 GD는 First-in-class, MG는 Best-in-class를 목표로 함.

파이프라인 현황

Area	Project code	Indication	Preclinical	Phase 1	Proof-of-Concept	Pivotal	BLA/NDA Review	Partners
Immunology	Batoclimab	중증근무력증 (MG)					(US/EU/Japan) (China)	IMMUNOVANT HARBOUR BIOMED
	Imeroprubart (IMVT-1402)	그레이브스병 (GD)				(US/EU)		IMMUNOVANT
		류마티스 관절염 (ACPA+ D2T RA)				(US/EU)		IMMUNOVANT
		중증근무력증 (MG)				(US)		IMMUNOVANT
		만성 염증성 다발성 신경병증 (CIDP)				(US)		IMMUNOVANT
		쇼그렌 증후군 (SjD)				(US)		IMMUNOVANT
		피부 홍반성 루푸스 (CLE)			(US)			IMMUNOVANT

Area	Project code	Indication	Preclinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	BLA/NDA Review	Partners
Ophthalmology	Tanfanercept (HL036)	안구건조증 (DED)				(US) (China)		DAEWOONG HARBOUR BIOMED
Neurology	HL192	파킨슨병 (PD)			(Canada)			NURRON DAEWOONG

자료: 한올바이오파마, 키움증권 리서치센터

한올바이오파마(009420) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	138.9	155.2	166.9	182.1	190.8
매출원가	65.6	74.3	79.2	90.2	94.5
매출총이익	73.3	80.9	87.8	91.9	96.3
판관비	73.1	81.8	80.8	88.0	92.3
영업이익	0.2	-0.9	6.9	3.8	4.0
EBITDA	3.4	2.6	10.4	6.7	6.4
영업외손익	-0.4	-5.3	-25.3	-1.3	-1.3
이자수익	0.5	0.3	0.1	0.1	0.1
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련이익	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4
외환관련손실	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
종속 및 관계기업손익	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	-0.2	-5.4	-25.0	-1.0	-1.0
법인세차감전이익	-0.2	-6.2	-18.4	2.5	2.8
법인세비용	1.6	-0.6	-2.2	0.3	0.3
계속사업순손익	-1.8	-5.6	-16.2	2.2	2.4
당기순이익	-1.8	-5.6	-16.2	2.2	2.4
지배주주순이익	-1.8	-5.6	-16.2	2.2	2.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.0	11.7	7.5	9.1	4.8
영업이익 증감율	-91.0	-550.0	-866.7	-44.9	5.3
EBITDA 증감율	-37.7	-23.5	300.0	-35.6	-4.5
지배주주순이익 증감율	-151.3	211.1	189.3	-113.6	9.1
EPS 증감율	적전	적지	적지	흑전	9.2
매출총이익율(%)	52.8	52.1	52.6	50.5	50.5
영업이익률(%)	0.1	-0.6	4.1	2.1	2.1
EBITDA Margin(%)	2.4	1.7	6.2	3.7	3.4
지배주주순이익률(%)	-1.3	-3.6	-9.7	1.2	1.3

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	85.4	84.9	72.5	78.7	85.5
현금 및 현금성자산	16.4	24.7	8.2	9.0	12.7
단기금융자산	8.3	0.1	0.0	0.0	0.0
매출채권 및 기타채권	20.1	19.3	20.7	22.6	23.7
재고자산	37.7	38.1	41.0	44.7	46.9
기타유동자산	2.9	2.7	2.6	2.4	2.2
비유동자산	127.5	140.3	139.7	139.7	140.2
투자자산	44.4	44.0	46.9	49.7	52.6
유형자산	17.0	15.9	12.9	10.5	8.6
무형자산	51.8	64.6	64.1	63.6	63.2
기타비유동자산	14.3	15.8	15.8	15.9	15.8
자산총계	212.9	225.2	212.2	218.4	225.7
유동부채	34.7	44.5	48.2	52.9	58.2
매입채무 및 기타채무	22.6	19.8	23.5	28.2	33.5
단기금융부채	0.7	16.3	16.3	16.3	16.3
기타유동부채	11.4	8.4	8.4	8.4	8.4
비유동부채	9.8	19.1	19.1	19.1	19.1
장기금융부채	0.7	15.6	15.6	15.6	15.6
기타비유동부채	9.1	3.5	3.5	3.5	3.5
부채총계	44.5	63.5	67.3	71.9	77.3
지배지분	168.4	161.7	144.9	146.5	148.3
자본금	26.1	26.1	26.1	26.1	26.1
자본잉여금	116.8	120.5	120.5	120.5	120.5
기타자본	-7.4	-11.6	-11.6	-11.6	-11.6
기타포괄손익누계액	6.4	5.6	4.9	4.3	3.7
이익잉여금	26.5	21.1	4.9	7.2	9.6
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	168.4	161.7	144.9	146.5	148.3

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	9.4	-2.3	-4.5	12.9	15.7
당기순이익	-1.8	-5.6	-16.2	2.2	2.4
비현금항목의 가감	8.0	12.3	9.8	11.6	11.1
유형자산감가상각비	2.9	3.2	3.0	2.4	1.9
무형자산감가상각비	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
지분법평가손익	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
기타	5.0	8.9	6.4	8.8	8.8
영업활동자산부채증감	3.5	-9.5	-0.4	-0.8	2.3
매출채권및기타채권의감소	2.4	1.2	-1.5	-1.9	-1.1
재고자산의감소	-5.7	-2.2	-2.9	-3.7	-2.1
매입채무및기타채무의증가	-0.1	-2.5	3.8	4.6	5.4
기타	6.9	-6.0	0.2	0.2	0.1
기타현금흐름	-0.3	0.5	2.3	-0.1	-0.1
투자활동 현금흐름	-27.5	-18.8	-16.1	-16.2	-16.2
유형자산의 취득	-1.6	-0.9	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-21.4	-13.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	15.0	0.3	-3.0	-3.0	-3.0
단기금융자산의감소(증가)	14.5	8.2	0.1	0.0	0.0
기타	-34.0	-13.2	-13.2	-13.2	-13.2
재무활동 현금흐름	0.8	29.6	1.9	1.9	1.9
차입금의 증가(감소)	0.0	30.9	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-3.2	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.8	1.9	1.9	1.9	1.9
기타현금흐름	0.0	0.0	2.2	2.2	2.2
현금 및 현금성자산의 순증가	-17.3	8.4	-16.5	0.8	3.6
기초현금 및 현금성자산	33.7	16.4	24.7	8.2	9.1
기말현금 및 현금성자산	16.4	24.7	8.2	9.1	12.7

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	-35	-106	-310	43	47
BPS	3,223	3,095	2,773	2,804	2,838
CFPS	118	129	-123	265	260
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-1,118.7	-411.1	-169.1	1,227.7	1,124.5
PER(최고)	-1,505.1	-536.6	-235.6		
PER(최저)	-824.9	-225.5	-113.3		
PBR	11.99	14.14	18.90	18.69	18.46
PBR(최고)	16.14	18.45	26.32		
PBR(최저)	8.84	7.75	12.66		
PSR	14.53	14.73	16.40	15.03	14.35
PCFR	326.4	339.3	-426.1	197.4	201.9
EV/EBITDA	595.6	866.7	265.5	412.7	431.9
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-0.8	-2.5	-7.4	1.0	1.1
ROE	-1.0	-3.4	-10.6	1.5	1.7
ROIC	-2.5	-1.0	5.2	3.0	3.2
매출채권회전율	6.5	7.9	8.4	8.4	8.2
재고자산회전율	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2
부채비율	26.5	39.3	46.5	49.1	52.1
순차입금비율	-13.8	4.4	16.4	15.6	12.9
이자보상배율,현금)	3.2	-6.4	48.6	27.0	28.4
총차입금	1.4	31.9	31.9	31.9	31.9
순차입금	-23.3	7.1	23.7	22.9	19.2
NOPLAT	3.4	2.6	10.4	6.7	6.4
FCF	-18.7	-21.0	9.1	5.4	8.2

자료: 키움증권 리서치센터

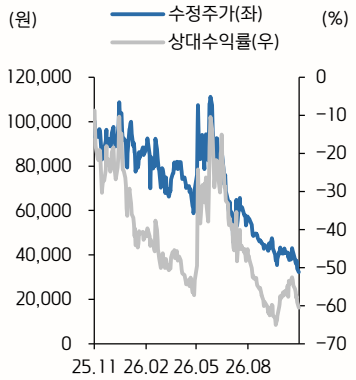
디앤디파마텍(347850): 경쟁사의 데이터가 반가운 이유

Not Rated

제약/바이오 Analyst 허혜민
RA 김종현

주가(11/25): 33,850원

KOSDAQ (11/25)			650.64pt
시가총액			15,570억원
52주 주가동향		최고가	최저가
		111,200원	32,200원
최고/최저가대비		-69.6%	5.1%
주가수익률		절대	상대
	1M	-16.9%	-4.0%
	6M	-51.4%	-13.3%
	1Y	-65.7%	-53.7%
발행주식수			45,996천주
일평균 거래량(3M)			518천주
외국인 지분율			11.1%
배당수익률(25)			0.0%
BPS(25)			1,826원
주요 주주		이슬기 외 11인	20.1%



◎ DD01, 조직생검 3대 지표 모두 P값 달성으로 기술이전 협상 본격화

- '26.5월 유럽간학회(EASL 2026)에서 DD01(Zabopegdutide) 48주 조직생검 결과 공개. **환자 수는 적었으나 3대 허가 요건 지표에서 모두 통계적 유의성 확보**.
  - 섬유화 악화 없는 MASH 해소: 위약 대비 +57.2%p (p=0.0003)
  - MASH 악화 없는 섬유화 개선: 위약 대비 +34.2%p (p=0.0323)
  - MASH 해소 및 섬유화 개선 복합지표: 위약 대비 +32.2%p (p=0.0192)
- GSK에 최대 $2bn에 인수된 Efimosfermin의 섬유화 개선율 24%p를 DD01의 34.2%p가 상회
- 동일 기전 **MSD 2b상 성공으로 DD01 후기 임상 재현 가능성에 대한 신뢰도** 상승

◎ 비만 근육 보존이 가능한 UCN-2, 차기 기술이전 후보

- 이번 ObesityWeek에서 근육 보존이 핵심 화두로 계속 강조. 동사는 UCN-2 유사체 DD18의 전임상 결과를 발표
- 로슈(Genentech)는 한미약품의 UCN-2 유사체 HM17321에 계약금 $190mn, 총 최대 $2.3bn 규모의 라이선스 계약 체결하였으며, 현재 1상 진행 중.
- UCN-2는 개발 경쟁이 치열하지 않은 타겟이라 기술이전 협상에서 유리. **내년 로슈/한미의 임상 데이터가 공개**되면 기전이 시장의 화두가 될 수 있고, DD18에 대한 빅파마 관심도 함께 높아질 것으로 기대.

◎ 화이자에 대한 아쉬움은 주가에 상당 부분 반영, 1월 JPM에서 방향성 점검 필요

- 화이자가 인수한 Metsera의 경구 비만 자산 중 동사의 기술이 적용된 오럴링크 MET-224o 중단. 현재 경구 GLP-1은 중국 YaoPharma에서 도입한 저분자 PF-08642534(YP05002)만 남아있어, **경구 전략이 화이자가 강점을 가진 저분자 중심으로 재편**되는 모습. 오랄링크 기반 경구 펩타이드가 빠졌다는 점이 시장의 아쉬움.
- 화이자는 2027년 경영 계획과 비만 방향성을 검토 중일 것으로 추측되며, 내년 1월 **JP모건 헬스케어 컨퍼런스(JPM)에서 경구 비만 전략을 점검**할 필요가 있음.
- 다만, 시장 기대치는 이미 낮아진 상태로 동사의 주가는 11/23일 기준 올해 고점(6/19일) 대비 -71% 하락.
- 빅파마에 Zabopegdutide가 기술이전된다면, 대규모 자금을 투입해 3상을 진행하는 것으로 파이프라인 재평가 받을 것으로 기대.

디앤디파마텍(347850): 경쟁사의 데이터가 반가운 이유

◎ 아직 MASH 파이프라인 미보유 빅파마들이 많고, 경쟁사로 인해 전략상 MASH 파이프라인 확보 니즈 충분

Top 20 빅파마 중, MASH 파이프라인 보유 유/무

사명	MASH 자산	타깃	비고
머크	에피노페그듀타이드	GLP-1 x GCG	한미약품 기술이전 / 2b상 종료
AZ	AZD2389	FAP	ADC / 2상
릴리	LY3849891	PNPLA3	siRNA / 1상 완료
	OLX702A	MARC1	siRNA / 올릭스 기술이전, 1상 완료
노보	세마글루타이드	GLP-1	F2-F3 미국 승인
	Efruxifermin	FGF21	Akero 인수로 확보 / 3상 3건
로슈	Pegozafermin	FGF21	89bio 인수로 확보 / 3상
GSK	Efimosfermin alfa	FGF21	Boston Pharma 인수로 확보 / 3상
BI	Survodutide	GLP-1 x GCG	3상 진행 중
화이자	X	-	보유 파이프라인 Madrigal로 이전
노바티스	X	-	-
사노피	X	-	-
애브비	X	-	-
암젠	X	-	-
J&J	X	-	-
BMS	X	-	-
타케다	X	-	TAK647 개발 중단
길리어드	X	-	selonsertib 개발 중단
바이엘	X	-	-
CSL	X	-	-
테바	X	-	-
다이이치산쿄	X	-	-

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

디앤디파마텍(347850): 경쟁사의 데이터가 반가운 이유

파이프라인 현황

과제명	적응증	전임상/IND	임상1상	임상2상	글로벌 파트너
Zabopegdutide	MASH				
Pegsebrenatide	파킨슨/AD/MS				
MET-002o	비만				Pfizer
MET-224o	비만				Pfizer
MET-097o	비만				Pfizer
NLY12	비만&T2D				
MET-875o	비만				Pfizer
MET-GGGo	비만				Pfizer
MET-AMYo	비만				Pfizer
MET-GGGi	비만				Pfizer
P4M01	치주질환				
TLY012	간섬유화증 등				
PMI04	신경염증				
PMI05	고형암				
PMI06	고형암				
PMI07	고형암				
NLY02	파킨슨/AD				

주: Metsera에 기술이전한 상업화 목적의 파이프라인은 경구제 5종 및 주사제 1종으로 구성.
MET-002o는 ORALINK 플랫폼의 인체 검증 및 최적 경구 제형 도출을 위한 프로토타입으로 별도 표기.
자료: 디앤디파마텍, 키움증권 리서치센터

키움증권

디앤디파마텍(347850) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	1.4	0.6	18.7	11.4	4.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1.4	0.6	18.7	11.4	4.3
판관비	77.0	69.3	32.2	36.5	38.3
영업이익	-75.7	-68.7	-13.5	-25.0	-34.0
EBITDA	-63.8	-54.9	-9.1	-19.5	-28.5
영업외손익	3.6	-94.9	18.0	-5.3	9.1
이자수익	0.3	0.7	0.6	1.1	0.9
이자비용	1.0	3.0	1.4	0.6	0.5
외환관련이익	0.5	0.1	0.7	1.3	0.4
외환관련손실	0.3	0.7	0.3	0.7	0.5
종속 및 관계기업손익	0.0	-9.1	-1.8	1.8	-4.8
기타	4.1	-82.9	20.2	-8.2	13.6
법인세차감전이익	-72.0	-163.5	4.5	-30.4	-24.9
법인세비용	-2.2	-26.5	1.1	-0.9	-0.9
계속사업순손익	-69.9	-137.0	3.4	-29.5	-24.0
당기순이익	-69.9	-137.0	3.4	-29.5	-24.0
지배주주순이익	-68.2	-136.1	3.9	-28.6	-23.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	-57.1	3,016.7	-39.0	-62.3
영업이익 증감율	흑전	-9.2	-80.3	85.2	36.0
EBITDA 증감율	흑전	-13.9	-83.4	114.3	46.2
지배주주순이익 증감율	흑전	99.6	-102.9	-833.3	-17.5
EPS 증감율	NA	적지	흑전	적전	적지
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	-5,407.1	-11,450.0	-72.2	-219.3	-790.7
EBITDA Margin(%)	-4,557.1	-9,150.0	-48.7	-171.1	-662.8
지배주주순이익률(%)	-4,871.4	-22,683.3	20.9	-250.9	-548.8

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
유동자산	81.7	33.4	19.6	39.8	51.0
현금 및 현금성자산	76.0	25.5	15.6	30.0	32.9
단기금융자산	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
매출채권 및 기타채권	0.1	0.3	1.2	5.3	1.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	5.6	7.6	2.6	4.3	16.1
비유동자산	169.4	60.3	59.6	57.7	46.6
투자자산	0.5	12.8	11.3	14.9	9.9
유형자산	11.0	3.0	6.4	7.7	5.6
무형자산	157.4	44.0	41.5	34.6	30.4
기타비유동자산	0.5	0.5	0.4	0.5	0.7
자산총계	251.1	93.6	79.2	97.5	97.5
유동부채	66.9	54.9	7.5	11.1	5.4
매입채무 및 기타채무	8.2	8.3	3.3	6.5	2.5
단기금융부채	36.1	20.8	3.0	3.6	2.0
기타유동부채	22.6	25.8	1.2	1.0	0.9
비유동부채	45.9	20.2	16.5	16.8	13.1
장기금융부채	7.5	6.4	5.1	6.2	4.3
기타비유동부채	38.4	13.8	11.4	10.6	8.8
부채총계	112.8	75.1	24.0	27.9	18.6
지배지분	132.1	9.4	46.6	70.1	79.5
자본금	4.0	4.0	4.6	5.3	21.8
자본잉여금	268.7	268.9	297.5	337.0	333.8
기타자본	11.2	15.1	18.0	16.6	12.7
기타포괄손익누계액	5.8	15.0	16.2	20.6	19.9
이익잉여금	-157.5	-293.6	-289.7	-309.4	-332.9
비지배지분	6.2	9.1	8.6	-0.5	-0.5
자본총계	138.3	18.5	55.2	69.6	79.0

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
영업활동 현금흐름	-51.9	-53.1	-9.1	-21.8	-21.1
당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비현금항목의 가감	14.3	113.0	-9.3	13.5	1.4
유형자산감가상각비	2.2	2.8	1.3	2.2	2.1
무형자산감가상각비	9.7	11.0	3.2	3.3	3.4
지분법평가손익	0.0	-9.1	-1.8	-5.4	-4.8
기타	2.4	108.3	-12.0	13.4	0.7
영업활동자산부채증감	6.2	-2.7	-2.6	-5.4	1.9
매출채권및기타채권의감소	0.9	-0.2	-3.6	-3.9	4.0
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	5.3	-2.5	1.0	-1.5	-2.1
기타현금흐름	-72.4	-163.4	2.8	-29.9	-24.4
투자활동 현금흐름	-2.0	-0.5	0.3	-0.5	-0.1
유형자산의 취득	-1.6	-0.7	0.0	-0.4	-0.1
유형자산의 처분	0.0	0.2	0.3	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.3	-21.4	-0.2	-1.7	0.1
단기금융자산의감소(증가)	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0
기타	-0.1	21.4	0.4	1.6	-0.1
재무활동 현금흐름	67.7	2.0	-0.6	36.3	24.2
차입금의 증가(감소)	6.3	3.2	1.0	0.0	-0.9
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	2.7	0.0	0.0	35.8	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	58.7	-1.2	-1.6	0.5	25.1
기타현금흐름	1.6	1.1	-0.4	0.5	-0.1
현금 및 현금성자산의 순증가	15.3	-50.5	-9.9	14.4	2.9
기초현금 및 현금성자산	60.6	76.0	25.5	15.6	30.0
기말현금 및 현금성자산	76.0	25.5	15.6	30.0	32.9

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
주당지표(원)					
EPS	-2,109	-4,120	110	-706	-547
BPS	4,001	286	1,254	1,659	1,826
CFPS	-1,717	-728	-163	-394	-525
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	0.0	0.0	0.0	-17.2	-167.8
PER(최고)	0.0	0.0	0.0		
PER(최저)	0.0	0.0	0.0		
PBR	0.00	0.00	0.00	7.33	50.27
PBR(최고)	0.00	0.00	0.00		
PBR(최저)	0.00	0.00	0.00		
PSR	0.00	0.00	0.00	43.14	919.85
PCFR	0.0	0.0	0.0	-30.9	-174.8
EV/EBITDA				-25.3	-139.5
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%,보통주,현금)				0.0	0.0
ROA	-29.1	-79.5	4.0	-33.4	-24.6
ROE	-43.6	-192.3	14.0	-49.0	-31.5
ROIC	-48.2	-99.0	-31.9	-52.0	-70.6
매출채권회전율	19.9	2.8	24.2	3.5	1.2
재고자산회전율					
부채비율	81.5	405.7	43.4	40.1	23.5
순차입금비율	-23.4	9.2	-13.9	-29.3	-33.9
이자보상배율,현금)	-74.8	-23.2	-9.5	-40.7	-72.2
총차입금	43.6	27.2	8.1	9.8	6.2
순차입금	-32.4	1.7	-7.7	-20.4	-26.8
NOPLAT	-63.8	-54.9	-9.1	-19.5	-28.5
FCF	-57.3	-71.1	-8.8	-24.4	-26.5

자료: 키움증권 리서치센터

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

> 당사는 11월 25일 현재 보고서에 언급된 종목들 중 'SK바이오사이언스'의 교환사채를 1%이상 보유하고 있으며, 그 밖에 언급된 종목들의 발행주식은 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
> 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자 허혜민 애널리스트는 미국 비만학회(ObesityWeek 2026)에 2026/11/13~2026/11/18 기간 중 디앤디파마텍의 비용(항공권 및 숙박비)을 지원받아 참석한 사실이 있으며, 기타 다른 특별한 이해 관계는 없음을 고지합니다.
> 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
> 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
> 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.

◎ 투자의견 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

◎ 투자등급 비율 통계 (2025/10/01~2026/09/30)

매수	중립	매도
97.09%	2.43%	0.48%

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

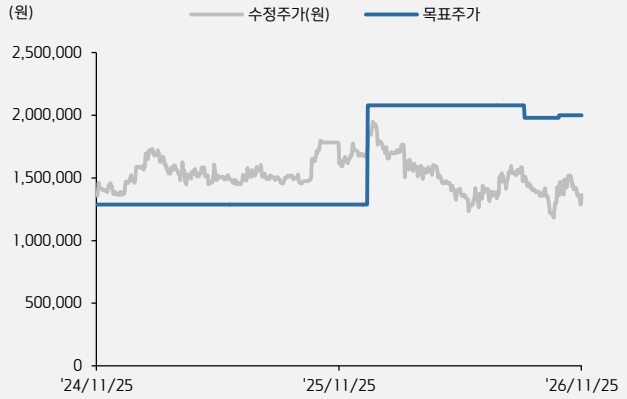
투자의견 변동내역 (2개년)

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
삼성바이오로직스 (207940)	2025-01-08	Buy(Maintain)	1,287,000원	6개월	14.89	18.24
	2025-01-23	Buy(Maintain)	1,287,000원	6개월	23.65	34.47
	2025-04-03	Buy(Maintain)	1,287,000원	6개월	22.69	34.47
	2025-04-24	Buy(Maintain)	1,287,000원	6개월	20.25	34.47
	2025-07-04	Buy(Maintain)	1,287,000원	6개월	20.19	34.47
	2025-10-15	Buy(Maintain)	1,287,000원	6개월	32.89	39.80
	2026-01-07	Buy(Maintain)	2,079,000원	6개월	-18.07	-6.21
	2026-04-02	Buy(Maintain)	2,079,000원	6개월	-25.10	-6.21
	2026-07-24	Buy(Maintain)	2,079,000원	6개월	-26.80	-23.20
	2026-08-31	Buy(Maintain)	1,980,000원	6개월	-31.10	-23.82
	2026-10-22	Buy(Maintain)	2,000,000원	6개월	-30.54	-24.00
	2026-11-25	Buy(Maintain)	2,000,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)

삼성바이오로직스 (207940)



투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

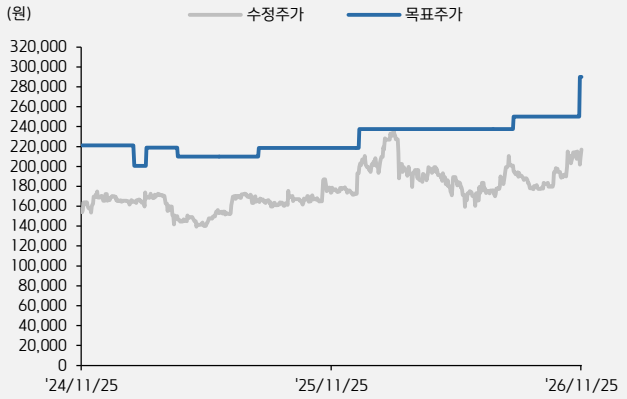
투자의견 변동내역 (2개년)

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
셀트리온	2025-02-10	Buy(Maintain)	200,640원	6개월	-17.65	-13.38
(068270)	2025-02-28	Buy(Maintain)	218,880원	6개월	-25.04	-21.10
	2025-04-15	Buy(Maintain)	209,760원	6개월	-26.17	-17.66
	2025-08-11	Buy(Maintain)	218,500원	6개월	-27.52	-19.65
	2025-11-05	Buy(Maintain)	218,500원	6개월	-19.38	-11.66
	2026-01-05	Buy(Maintain)	237,500원	6개월	-13.48	-0.27
	2026-04-07	Buy(Maintain)	237,500원	6개월	-18.21	-0.27
	2026-08-18	Buy(Maintain)	250,000원	6개월	-23.54	-14.00
	2026-11-25	Buy(Maintain)	290,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)

셀트리온 (068270)



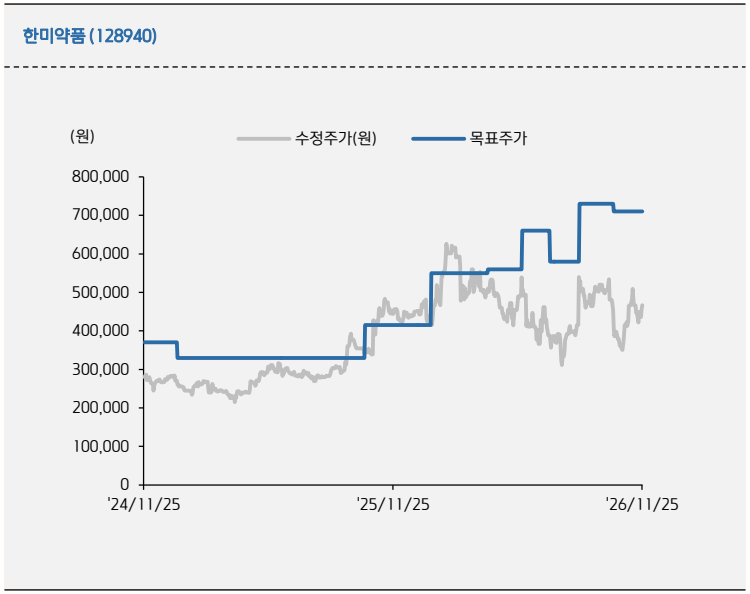
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 (2개년)

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
한미약품 (128940)	2025-01-13	Buy(Upgrade)	330,000원	6개월	-24.51	-21.06
	2025-02-05	Buy(Maintain)	330,000원	6개월	-23.76	-18.33
	2025-03-27	Buy(Maintain)	330,000원	6개월	-24.76	-18.33
	2025-04-09	Buy(Maintain)	330,000원	6개월	-19.95	-4.09
	2025-10-15	Buy(Maintain)	415,000원	6개월	4.26	16.39
	2026-01-20	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-3.07	13.82
	2026-04-13	Outperform (Downgrade)	560,000원	6개월	-15.30	-3.75
	2026-06-02	Buy(Upgrade)	660,000원	6개월	-35.67	-23.18
	2026-07-13	BUY(Maintain)	580,000원	6개월	-33.48	-6.90
	2026-08-25	BUY(Maintain)	730,000원	6개월	-32.17	-26.85
	2026-10-14	BUY(Maintain)	710,000원	6개월	-45.95	-41.55
	2026-11-02	BUY(Maintain)	710,000원	6개월	-40.47	-28.31
	2026-11-25	BUY(Maintain)	710,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 (2개년)

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
한올바이오파마	2026-08-18	BUY(Initiate)	80,000원	6개월	-40.71	-19.25
(009420)	2026-11-11	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-39.88	-19.25
	2026-11-25	BUY(Maintain)	80,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)

