

[머크 26Q3 Preview] GARDASIL 두 분기 연속 성장 유지 여부, 투자의견 중립 유지



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

10 월 29 일, 시장이 보는 건 매출 규모가 아니라 회복의 지속성이다

머크는 10 월 29 일 2026 년 3 분기 실적을 발표한다. 머크는 항암제 KEYTRUDA(키트루다)로 전체 매출의 절반 가까이 버는 회사다. 그 KEYTRUDA 가 2028 년 특허만료(독점 판매권 상실)를 앞두고 있다는 점이 이 종목을 둘러싼 모든 논쟁의 출발점이다. 직전 2 분기에는 6 개 분기 연속 역성장했던 자궁경부암 백신 GARDASIL 이 +4%로 성장 전환하면서 서사가 한 번 바뀌었다. 이번 분기의 질문은 그 전환이 일시적 요인이었는지, 아니면 바닥을 지난 것인지다. 동시에 경영진이 이미 예고한 KEYTRUDA 약 2 억 5 천만달러 규모의 타이밍 역풍이 실제로 숫자에 찍히는 분기다.

3 분기는 계절적 고점이지만 예고된 역풍이 겹친다

머크의 3 분기는 통상 계절적 고점이다. 지난해 같은 분기 매출은 172.8 억달러였다. 회사 가이드(자체 전망)를 역산하면 하반기에 334~344 억달러가 남아 있고, 이 가운데 상당 부분이 3 분기에 배분되는 구조다. 다만 1 분기에 발생한 선매수의 되돌림으로 KEYTRUDA 에서 약 2 억 5 천만달러의 타이밍 역풍이 들어온다. 우리 모델은 매출 170~175 억달러, 조정 주당순이익 2.10~2.30 달러를 보고 있다. 시장 평균 전망(컨센서스)은 매출 172.9 억달러 수준으로, 역풍을 감안하면 컨센서스 하단 근처 착지도 배제하기 어렵다는 게 우리 판단이다.

머크 주가와 12 개월 선행 주당순이익 추이

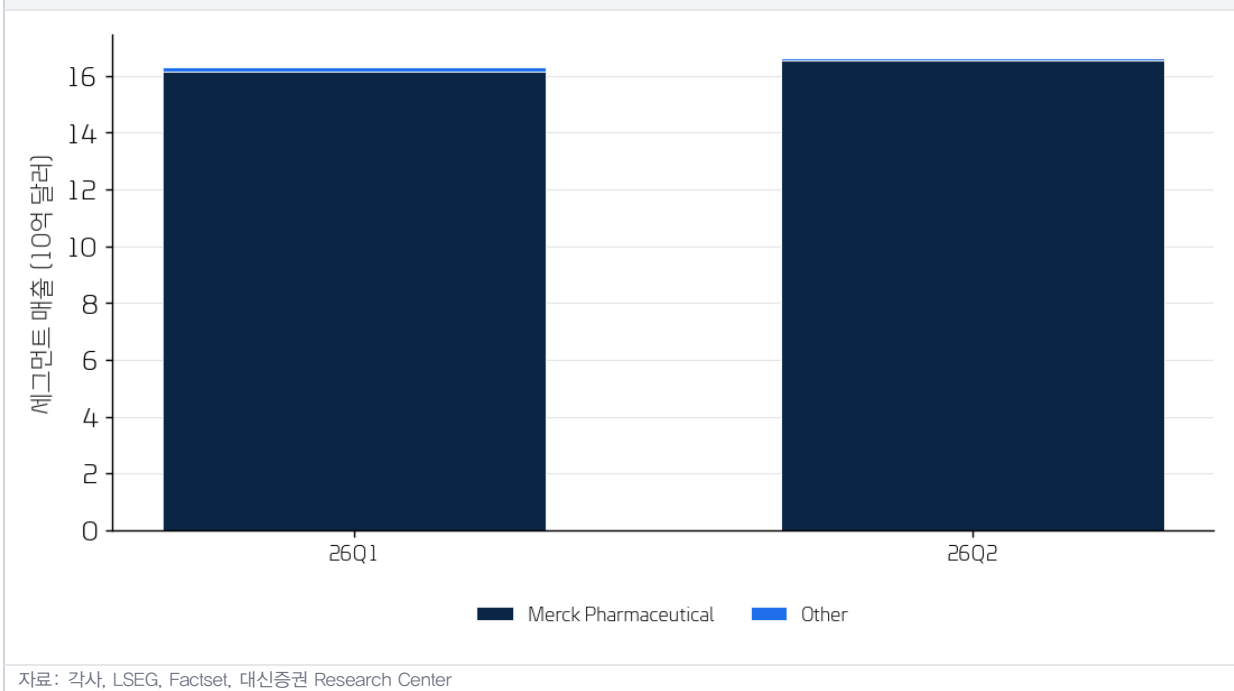


성장의 무게중심이 KEYTRUDA 한 축에서 분산되는지가 핵심

직전 분기에 가장 의미 있던 변화는 성장 기여가 흩어지기 시작했다는 점이다. KEYTRUDA의 피하주사 제형인 QLEX 기여가 1.28억달러에서 4.63억달러로 3.6배 늘었고, 폐동맥고혈압 치료제 WINREVAIR는 5.88억달러로 8개 분기 연속 전분기 대비 성장을 이어갔다.

WINREVAIR·WELIREG·OHTUVAYRE·CAPVAXIVE 네 개 신규 제품 합계는 12.47억달러로 직전 9.97억달러에서 25% 늘었다. 다만 WELIREG는 미국 도매상 매입 패턴, OHTUVAYRE는 전문약국 매입 시점 효과가 섞여 있어 실제 런레이트는 분기 수치보다 낮을 수 있다. 이번에도 순차 성장이 이어지는지, 특히 GARDASIL이 유럽 입찰 시점 효과 없이도 플러스를 유지하는지가 가늠자다.

머크 세그먼트 매출 구성(사업부/지역)



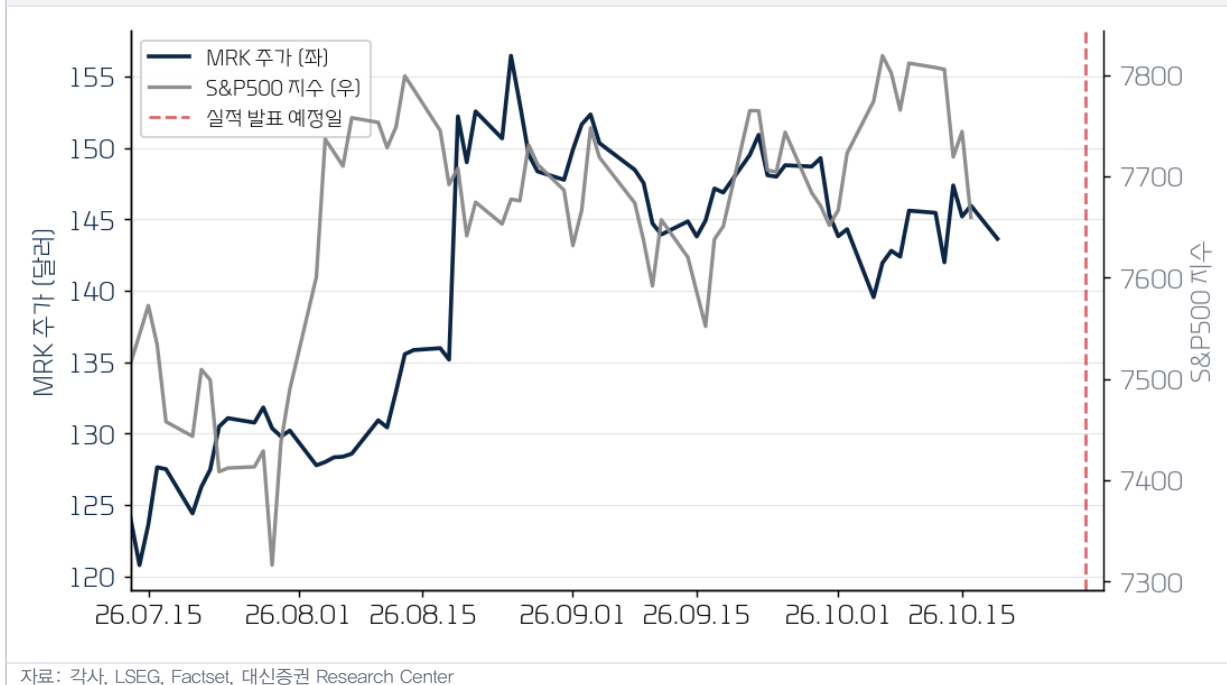
매출이 좋아도 주당순이익 레버리지는 전보다 약하다

손익 구조는 지난 분기에 한 번 눈높이가 낮아졌다. non-GAAP 총이익률 가정이 약 82%에서 약 81%로 내려갔고, 영업비용 가이드는 420~427억달러로 올라갔다. 실효세율 가정도 35~36%로 높아졌다. 2025년 4월 이후 비용 전망은 여섯 분기 연속 위를 향했다. 즉 매출이 시장 눈높이를 웃돌아도 그만큼 주당순이익으로 떨어지지 않는 국면이다. 반대로 Cidara·Terns 인수 관련 대형 일회성 비용이 이번에는 추가로 없을 가능성이 높아, 헤드라인 주당순이익이 정상 궤도로 복귀하는 첫 분기가 될 여지는 있다. 시장 평균 전망 2.27달러는 가이드선 역산 범위의 상단에 가까워 소폭 하회 위험이 남아 있다고 본다.

주가는 이미 올랐고 옵션시장은 양방향으로 벌어진 결과를 본다

주가는 연초 대비 20%대 상승을 기록했다. 여섯 분기 동안 반복해서 지적했던 역사적 저점 할인, 즉 향후 12 개월 기준 주가수익비율 8~9 배라는 구간은 사라졌다. 일회성 비용이 소멸하는 2 년 뒤 이익 전망 9.61 달러를 기준으로 하면 약 13.3 배로, 5 년 평균 13.1 배와 사실상 같은 수준이다. 셀사이드 목표주가도 10 월 들어 HSBC 175 달러 상향, 씨티 145 달러 상향, RBC 145 달러 하향, BofA 163 달러 하향으로 엇갈렸다. 옵션시장이 반영한 예상 변동폭은 8.4% 안팎, 하방 보호 수요를 나타내는 25 델타 스쿠도 벌어져 있다. 불확실성이 이미 가격에 상당 부분 들어왔다는 뜻으로 읽힌다. 여기에 10 월 7 일 Halozyme 이 유럽 일부 시장에서 KEYTRUDA 주사제형 판매를 막는 법원 명령을 받아낸 건은 새로 추가된 변수다.

머크 주가 vs S&P500 — 발표 전 약 90 일



상회해도 재평가의 문턱은 2028 년 이후 가시성에 있다

매출이 175 억달러에 가깝고 GARDASIL 이 두 분기 연속 플러스를 지키면 상회 시나리오다. 이 경우 주가는 포트폴리오 전환이 숫자로 축적된다는 근거를 얻겠지만, 할인이 닫힌 상태여서 재평가 폭은 제한적일 수 있다. 부합이라면 시장은 하반기 가이드스 유지 여부와 LITESPARK 생존 데이터·CADENCE 2 상 일정으로 관심을 옮길 것으로 본다. 반대로 타이밍 역풍이 그대로 찍히고 GARDASIL 이 되돌림을 보이면 조정 주당순이익이 2.10 달러 근처로 내려앉을 수 있고, 예고된 변동폭 안에서도 아래쪽이 현실화될 소지가 있다. 실행은 분명히 개선됐고 10 월 ESMO 에서 sac-TMT 의 자궁내막암 생존 데이터까지 도착했다. 그러나 추가 상방은 2028 년 KEYTRUDA 특허만료 이후의 실적 가시성이라는 미해결 항목에 달려 있다. 발표를 앞둔 현재 투자 의견은 **중립**을 유지한다(확신도 중간).

한눈에 보는 관전 포인트

관전 포인트	시장 눈높이(컨센서스)	회사 가이드스	우리가 보는 초점
분기 매출	약 172.9 억달러	하반기 334~344 억달러 배분	우리 모델 170~175 억달러, 하단 착지 가능성
KEYTRUDA·QLEX	전년 대비 완만한 성장	3 분기 약 2.5 억달러 타이밍 역풍 예고	QLEX 기여가 4.63 억달러에서 더 늘어나는지
GARDASIL	성장 전환 유지 기대	별도 제시 없음	유럽 입찰 시점 효과 없이도 플러스인지
조정 주당순이익	약 2.27 달러	연간 non-GAAP 2.66~2.76 달러(일회성 포함)	우리 모델 2.10~2.30 달러, 소폭 하회 위험
마진·비용	총이익률 약 81% 전제	영업비용 420~427 억달러, 실효세율 35~36%	매출 상회 이익으로 전이되는 강도
다음 분기·파이프라인	연간 가이드스 유지 여부	연간 매출 663~673 억달러	LITESPARK 생존 데이터·CADENCE 2 상 일정 언급

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

Compliance Notice

- 본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 정보를 제공할 목적으로 인공지능(AI) 기술을 활용하여 생성되었으며, 투자권유를 목적으로 하지 않습니다. AI 생성 특성상 오류가 포함될 수 있습니다.
 - AI가 생성한 본 자료의 내용은 금융투자분석사가 최종 검수하였으나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
 - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 본 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다.
-