

유한양행
(000100)

이희영 heeyoung.lee@dashin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

125,000

목표주가

상향

현재주가

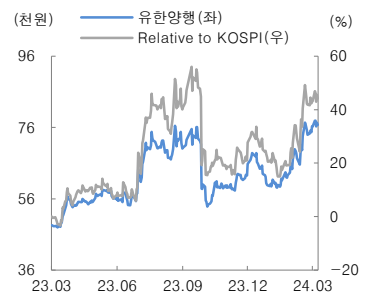
79,200

(24.04.01)

제약업종

KOSPI	2,746.63
시가총액	6,353십억원
시가총액비중	0.29%
자본금(보통주)	80십억원
52주 최고/최저	77,900원 / 47,950원
120일 평균거래대금	373억원
외국인지분율	20.38%
주요주주	유한재단 외 2 인 15.92% 국민연금공단 9.83%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.8	11.5	5.7	59.0
상대수익률	9.5	7.8	-5.1	41.5



토종 폐암 신약의
글로벌 진출 임박

- 국내 최초 글로벌 블록버스터 토종 신약 배출로 기업가치 레벨업
- 2/23일 레이저티닙 우선심사 대상 선정으로 8월 내 FDA 승인 예정
- 알러지치료제(YH35324) 임상 순항중, 추가 기술 수출도 기대

투자의견 매수, 목표주가 125,000원으로 상향

유한양행에 대해 투자의견 매수, 목표주가 125,000원으로 상향. 동사는 국내 최초로 글로벌 블록버스터 토종 신약 출시를 앞두고 있어 기업 가치 레벨업이 예상됨. 따라서 영업이익치는 25년 EBITDA에 국내 상위 제약사 평균 Fwd 12M EV/EBITDA 멀티플에 30% 프리미엄을 더한 21배 적용하여 4.4조원 추정. 신약가치는 레이저티닙 3.1조원, YH35324 4.6천억원, 보유지분 가치 7.9천억원을 더하여 총 기업가치 8.8조원 산출

국내 최초 글로벌 블록버스터 배출 및 로열티 수령 기대

동사는 토종 신약을 빅파마에 기술이전 후 상업화까지 성공시킬 것으로 기대됨. 이에 따라 국내 최초로 빅파마로부터 신약 매출에 따른 판매 로열티를 수령할 것으로 예상됨. FDA 우선 심사 대상 선정에 따라 8월 내 승인 및 조기 출시로 시장 점유율 확대가 가속화될 것으로 전망. 2028년 글로벌 매출 1조 달성 전망. 로열티 현금흐름을 활용한 신약 파이프라인 강화도 기대됨

알러지 치료제 기술 이전 가능성 높음

Next 레이저티닙으로는 알러지치료제(YH35324)를 보유하고 있으며, 2월 미국 알레르기 학회에서 긍정적인 임상 1상 결과 발표 완료, 3Q24 만성 특발성 두드러기 1상 결과 발표 예상. 추가 기술 수출이 기대되는 R&D 모멘텀도 보유하고 있음

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,776	1,859	2,136	2,235	2,281
영업이익	36	57	117	135	148
세전순이익	95	135	193	211	225
총당기순이익	91	134	176	193	180
지배지분순이익	95	136	182	200	185
EPS	1,169	1,672	2,230	2,455	2,272
PER	46.8	41.1	34.4	31.2	33.8
BPS	24,399	25,201	27,062	29,102	30,960
PBR	2.2	2.7	2.8	2.6	2.5
ROE	4.9	6.7	8.5	8.7	7.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

1. 투자의견 및 밸류에이션

투자의견 매수, 목표주가 125,000 원 제시

투자의견 Buy,
목표주가 125,000원
제시

유한양행의 목표주가는 SOTP 방식으로 산출하였으며, 영업가치는 2025년 추정 EBITDA에 Target EV/EBITDA 21배 적용하여 4.4조원으로 산정하였다.

동사는 국내 최초로 글로벌 블록버스터 토종 신약 출시를 앞두고 있어 기업 가치 레벨업이 예상된다. 따라서 EV/EBITDA 멀티플은 국내 상위 제약사 평균 Fwd 12M EV/EBITDA 멀티플 16배에 30% 프리미엄을 반영한 21배 적용하였다.

비영업가치는 레이저티닙, YH35324(알러지 치료제) 신약가치에 보유지분 가치를 더하여 4.4조원으로 산정하였다. 총 기업가치는 8.8조원으로 영업가치에 비영업가치를 더하여 산출하였다. 레이저티닙 신약가치는 FDA 우선심사 대상 선정에 따른 조기 출시가 예상되어 3.4조원으로 상향하였다. YH35324 신약가치는 31년 출시를 가정하여 산정하였고, 성공 확률은 면역질환 치료제가 임상 1상부터 최종 승인에 성공하는 확률 15%를 적용하였다.

표 19. 유한양행 목표주가 산출 (단위: 억원)

	가치	비고
유한양행 영업가치 (A)	43,659	
25년 EBITDA	2,099	
Target EV/EBITDA	21	국내 상위 제약사 평균 Fwd 12 EV/EBITDA 대비 30%프리미엄
비영업가치 (B)	44,426	
레이저티닙 가치	31,862	
해외 가치	24,180	미국/유럽, 1 차/2 차치료제 밸류에이션 합산
마일스톤 가치	7,682	잔여 마일스톤 (가수령 및 '24년 수령 예정 금액 제외)
YH35324 가치	4,620	
보유 지분가치	7,945	장부가액 기준
유한킴벌리 (30%)	2,056	
유한화학 (100%)	2,434	
기타	3,455	
순차입금(C)	-192	
총 기업가치 (A+B+C)	87,893	
발행주식수 (천주)	70,260	
적정주가 (원)	125,097	
목표주가 (원)	125,000	
현재주가 (원)	79,200	
상승여력	58%	

자료: 대신증권 Research Center

표 20. 국내 상위 제약사 Peer 그룹 비교 (단위: 십억원)

	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
유한양행	6248.3	36.1	26.9	2.6	2.4	33.4	23.2	3.0	2.6
한미약품	4445.4	28.9	22.0	3.8	3.1	13.7	12.6	2.7	2.4
녹십자	1450.3	52.4	32.2	1.1	1.1	14.5	17.9	0.8	0.8
종근당	1501.9	16.7	15.6	1.6	1.5	9.5	9.0	1.0	0.8
HK 이노엔	1075.1	13.6	11.5	0.8	0.8	9.4	7.8	1.1	1.1

자료: 대신증권 Research Center

표 21. 레이저티닙 1 차 치료제 가치 추정 (단위: 억원)

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
미국	승인	출시					
미국 폐암 발생자수 (명)	236,739	236,740	236,740	236,741	236,742	236,743	236,744
NSCLC 비율 (85%)	201,228	201,229	201,229	201,230	201,231	201,232	201,232
국소 진행형 또는 전이성 (70%)	140,860	140,860	140,860	140,861	140,861	140,862	140,863
EGFR 돌연변이 비율 (미국, 23.9%)	33,665	33,666	33,666	33,666	33,666	33,666	33,666
Exon 19del + 21-L858R 비율 (85%)	28,616	28,616	28,616	28,616	28,616	28,616	28,616
렉라자 연간 미국 약가 (인상률 2%)	1.26	1.29	1.31	1.34	1.36	1.39	1.42
1 차 치료제 시장 점유율	0.5%	5%	10%	20%	22%	28%	35%
레이저티닙 복용 환자 수 (명)	143	1,431	2,862	5,723	6,296	8,013	10,016
1 차 치료제 매출	180	1,839	3,788	7,803	8,841	11,590	14,922
유럽		승인/출시					
유럽 폐암 발생자수 (명)		318,329	318,330	318,331	318,332	318,333	318,334
NSCLC 비율 (85%)		270,580	270,581	270,581	270,582	270,583	270,584
국소 진행형 또는 전이성 (70%)		189,406	189,406	189,407	189,408	189,408	189,409
EGFR 돌연변이 비율 (유럽, 14.1%)		26,706	26,706	26,706	26,706	26,707	26,707
Exon 19del + 21-L858R 비율 (85%)		22,700	22,700	22,700	22,700	22,701	22,701
렉라자 연간 유럽 약가 (인상률 2%)		0.57	0.58	0.59	0.61	0.62	0.63
1 차 치료제 시장 점유율		5%	10%	15%	20%	25%	30%
환자 수		1,135	2,270	3,405	4,540	5,675	6,810
1 차 치료제 매출		648	1323	2024	2752	3509	4295
유한양행 귀속 로열티 추정							
총 1 차 치료제 매출	180	2,487	5,375	10,097	11,593	15,099	19,217
로열티	27	373	806	1,515	1,739	2,265	2,883
제조마진	9	124	269	505	580	755	961
오스코텍 로열티	11	149	323	606	696	906	1,153
오스코텍 제외 로열티+제조마진	25	348	753	1,414	1,623	2,114	2,690
FCF (세율 20%)	20	279	602	1,131	1,298	1,691	2,152
현재가치 (할인율 8%)	19	240	482	840	896	1,084	1,281
TV 현재가치	15,442						
현재가치 합	20,283						
성공확률 가정 최종 가치	20,283			승인 성공확률 100% 가정			

자료: 대신증권 Research Center

표 22. 레이저티닙 2 차 치료제 가치 추정

(단위: 억원)

역원	2025	2026	2027	2028	2029	2030
미국		승인/출시				
미국 폐암 발생자수 (명)			236,740	236,741	236,742	236,743
NSCLC 비율 (85%)			201,229	201,230	201,231	201,232
국소 진행형 또는 전이성 (70%)			140,860	140,861	140,861	140,862
EGFR 돌연변이 비율 (미국, 23.9%)			33,666	33,666	33,666	33,666
Exon 19del + 21-L858R 비율 (85%)			28,616	28,616	28,616	28,616
레이저티닙 투약 환자 제외			25,754	24,324	22,893	21,462
1 차 치료 후 T790M 변이 or MET 증폭			16,740	15,810	14,880	13,950
렉라자 연간 미국 약가 (인상률 2%)		1.26	1.29	1.31	1.34	1.36
2 차 치료제 시장 점유율			8%	15%	20%	25%
레이저티닙 복용 환자 수 (명)			1,339	2,372	2,976	3,488
2 차 치료제 매출			1755.6	3171.0	4058.9	4851.7
유럽		승인/출시				
유럽 폐암 발생자수 (명)			318,330	318,331	318,332	318,333
NSCLC 비율 (85%)			270,581	270,581	270,582	270,583
국소 진행형 또는 전이성 (70%)			189,406	189,407	189,408	189,408
EGFR 돌연변이 비율 (유럽, 14.1%)			26,706	26,706	26,706	26,707
Exon 19del + 21-L858R 비율 (85%)			22,700	22,700	22,700	22,701
레이저티닙 투약 환자 제외			20,430	19,295	18,160	17,025
1 차 치료 후 T790M 변이 or MET 증폭			13,280	12,542	11,804	11,067
렉라자 연간 유럽 약가 (인상률 2%)		1.26	1.29	1.31	1.34	1.36
2 차 치료제 시장 점유율			8%	15%	20%	25%
환자 수			1,062	1,881	2,361	2,767
2 차 치료제 매출			619.0	1118.0	1431.1	1710.6
유한양행 귀속 로열티 추정						
총 2 차 치료제 매출			2,375	4,289	5,490	6,562
로열티			356	643	824	984
제조마진			119	214	275	328
오스코텍 로열티			142	257	329	394
오스코텍 제외 로열티+제조마진			332	600	769	919
FCF (세율 20%)			266	480	615	735
현재가치 (할인율 8%)			213	357	424	471
TV 현재가치	5,913					
현재가치 합	7,856					
성공확률 가정 최종 가치	3,897		임상 3 상부터 승인까지 성공확률 49.6% 가정			

자료: 대신증권 Research Center

표 23. YH35324 알러지 치료제 가치 추정

(단위: 억원)

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
개발단계	P1b	P2		P3				Launch				
천식/두드러기 시장규모 (백만달러)	19,714	20,867	21,381	22,259	23,181	24,009	24,955	25,924	26,908	27,951	29,027	30,142
YoY		5.8%	2.5%	4.1%	4.1%	3.6%	3.9%	3.9%	3.8%	3.9%	3.9%	3.8%
M/S								2%	5%	10%	15%	20%
YH35324 매출								496	1,345	2,795	4,354	6,028
로열티 (15%)								74	202	419	653	904
원화가치								967	2,624	5,450	8,490	11,755
법인세율 (23%)								745	2,020	4,197	6,538	9,052
현재가치 (8%로 할인)								435	1,091	2,099	3,028	3,882
현재가치 합	10,536											
영구 성장률 (-1%)	20,262											
최종가치 (성공확률 15% 가정)	4,620											

자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

II. 투자 포인트

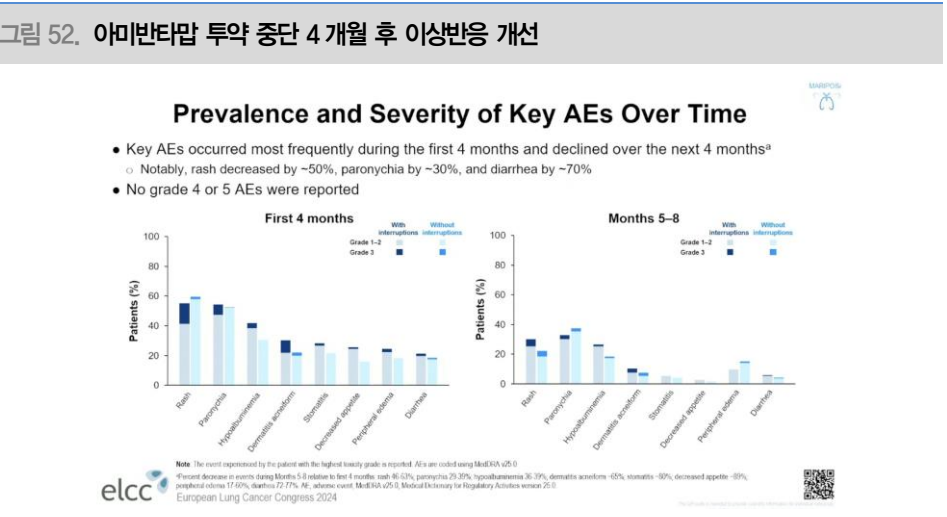
1. 시장이 우려했던 병용 요법 안전성은 높아지는 중

24년 8월내 아미반타맵
+레이저티닙 승인
예상

3/23일 ELCC MARIPOSA 아미반타맵 투약 중단에도 일관된 효능 확인

얀센은 2024년 ELCC(유럽폐암학회, European Lung Cancer Congress)에서 MARIPOSA 추가 분석 결과를 발표했다.

MARIPOSA 임상에서 아미반타맵+레이저티닙 투약 환자의 경우 주요 부작용이 대부분 첫 4개월 내에 발생했다. 임상에서 첫 투약 후 이상반응이 2등급 이상인 환자에 4개월간 리브리반트 투약을 중단했다. 투약 중단 4개월 뒤 이상 반응은 현저히 감소했고 유효성에는 차이가 없음을 확인했다. 따라서 아미반타맵+레이저티닙 병용 요법의 이상 반응은 아미반타맵 투약 조절로 충분히 관리가 가능함을 증명했다.



자료: ELCC 2024, 대신증권 Research Center

그림 53. 아미반타맵 투약 중단 환자군의 유효성 차이는 없었음

Results: Descriptive Analysis of Amivantamab Dose Interruptions

- Among the 421 patients receiving ≥ 1 dose of amivantamab, 206 (49%) had a dose interruption within the first 4 months
- Dose interruption is defined as a skipped dose that is not made up; this population may also include patients that had a dose reduction or drug discontinuation
- Outcomes were similar among patients with and without dose interruptions (Table)

Endpoint, median (95% CI)	Dose interruptions in the first 4 months (n=206)	No interruptions in the first 4 months (n=215)	All randomized patients (n=429)
PFS	23.9 mo (18.5-NE)	23.7 mo (18.4-NE)	23.7 mo (19.1-27.7)
ORR	87% (81-91)	89% (84-93)	86% (83-89)
DoR among confirmed responders	25.8 mo (16.7-NE)	26.1 mo (20.1-NE)	25.8 mo (20.1-NE)

- However, this analysis measures exposure (interruptions) and outcomes over the same time period, which could lead to bias^b

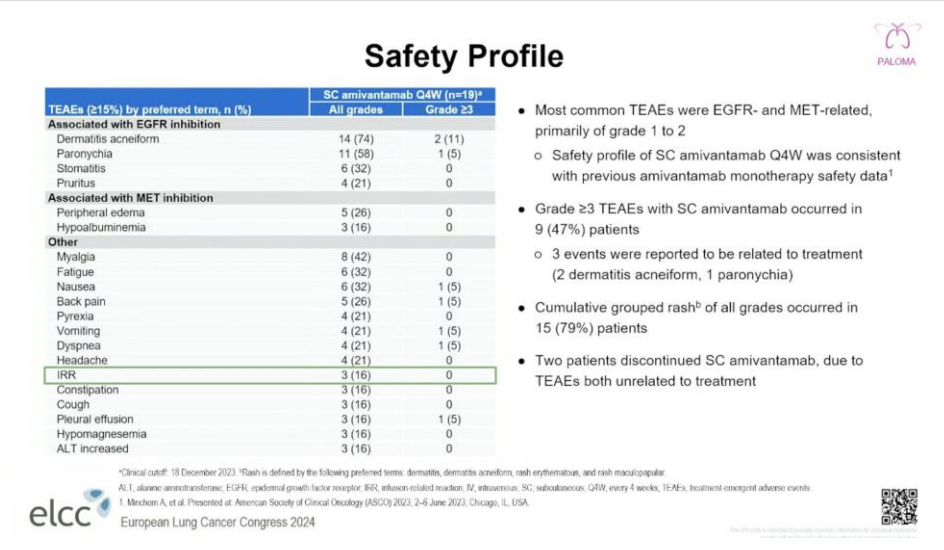
To minimize bias, we evaluated outcomes after the first 4 months (exposure period)^b

자료: ELCC 2024, 대신증권 Research Center

3/23일 ELCC PALOMA 아미반타맵 SC 이상 반응 감소 확인

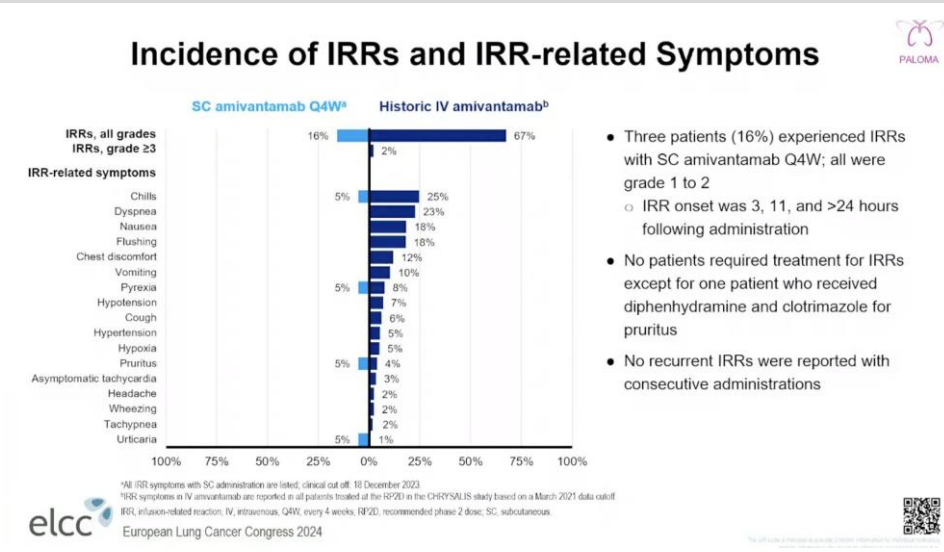
얀센은 2024년 ELCC에서 고형암 치료를 위한 아미반타맵 SC (피하주사제형, Subcutaneous) 임상 1b상 중간 결과를 발표했다. 임상 결과 다양한 고형암 환자에게 아미반타맵 SC를 2주 1회 또는 3주 1회 투여군이 IV(정맥 내 투여, Intravenous) 대조군 대비 내약성이 더 우수하고 IRR(주입 관련 반응, Infusion-related Reaction) 발생률이 더 낮았다. (IRR: SC 16% vs IV 67%). MARIPOSA 임상에서 아미반타맵+레이저티닙 병용군의 IRR 이상반응 발생률이 63%로 높았던 점을 감안하면, 추가로 진행되고 있는 아미반타맵SC+레이저티닙 임상 (PALOMA-3)에는 IRR 이상 반응이 낮아질 가능성이 높다.

그림 54. 아미반타맵 SC 투약군에서 IRR 이상반응 16% (vs 67%)



자료: ELCC 2024, 대신증권 Research Center

그림 55. 아미반타맵 IV 투약군 대비 SC 투약군에서 IRR 이상반응 감소



자료: ELCC 2024, 대신증권 Research Center

2. 가만히 있어도 돈이 들어와요

레이저티닙 국가별 출시 마일스톤과 판매 마일스톤 수령 예정

올해 8월 아미반타맙+레이저티닙 병용 요법의 FDA 승인이 예상된다. 1) 아미반타맙과 레이저티닙은 각각 미국과 한국에서 이미 단독요법으로 승인을 받은 약물이며, 2) 글로벌 임상 3상 성공 및 FDA 우선 심사 대상으로 선정되면서 해당 병용 요법의 FDA 승인 가능성은 매우 높을것으로 예상된다.

병용 요법이 8월 내 승인 될 경우, 4분기 중 안센으로부터 미국 출시 마일스톤 6,000만달러를 수령하게 된다. 미국 외에 현재 유럽과 중국에도 승인 신청 완료한 상태이며, 출시 국가가 늘어날수록 추가 마일스톤 유입이 기대된다. 2025년부터는 약물 판매에 따른 판매 로열티 유입이 본격화 될 것으로 전망한다.

따라서 유한양행은 1) 고수익 제품 레이저티닙 국내 판매 본격화와 2) 글로벌 출시 및 판매 마일스톤 수령으로 올해부터 매출 및 수익성 개선이 예상된다. 추후 안정적인 현금 흐름을 바탕으로 동사의 신약 파이프라인 강화도 기대해볼 수 있다.

표 24. 레이저티닙 글로벌 매출 전망 및 예상 귀속 수익 (단위: 억원)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
미국 약가 가정	1.26	1.29	1.32	1.36	1.40	1.45	1.49
유럽 약가 가정		0.57	0.58	0.59	0.61	0.62	0.63
미국 1 차 치료제	승인/출시						
시장 점유율 가정	0.5%	5%	10%	20%	22%	28%	35%
미국 1 차 치료제 매출	180	1,839	3,788	7,803	8,841	11,590	14,922
유럽 1 차 치료제	승인/출시						
시장 점유율 가정		5%	12%	17%	20%	25%	30%
유럽 1 차 치료제 매출		648	1,587	2,293	2,752	3,509	4,295
2 차 치료제	승인		출시				
미국/유럽 시장 점유율 가정			8%	15%	20%	25%	30%
미국 2 차치료제 매출			1,773	3,043	4,075	4,843	5,404
유럽 2 차치료제 매출			605	1,092	1,431	1,711	1,954
총 2 차 치료제 매출			2,378	4,135	5,506	6,554	7,358
유한양행 귀속 수익							
제조마진 (5%)	9	124	388	712	855	1,083	1,329
로열티 (15%)	27	373	1,163	2,135	2,565	3,248	3,986
오스코텍 로열티 (40%)	11	149	465	854	1,026	1,299	1,595
총 유한양행 귀속 수익	25	348	1,085	1,992	2,394	3,031	3,721

자료: 대신증권 Research Center

3. FDA와 빅파마가 인정한 병용 요법의 가치

24년 8월내 아미반타맙+레이저티닙 승인
예상

2/22일 아미반타맙+레이저티닙 FDA 우선심사 대상으로 선정

얀센은 MARIPOSA 임상 결과를 바탕으로 2023년 12월 FDA와 EMA에 허가 신청 완료 하였고, 2024년 2월 FDA 우선심사(Priority Review) 대상으로 선정되었다. FDA 우선심사 대상으로 선정되면 FDA 검토 의견을 6개월 내에 수령 가능하다. FDA에 따르면, 우선심사 대상 선정 조건은 해당 약물이 “표준 치료제와 비교해서 심각한 질병의 치료, 진단 또는 예방에 있어 안전성 또는 유효성이 크게 향상 된 경우”로 명시하고 있다.

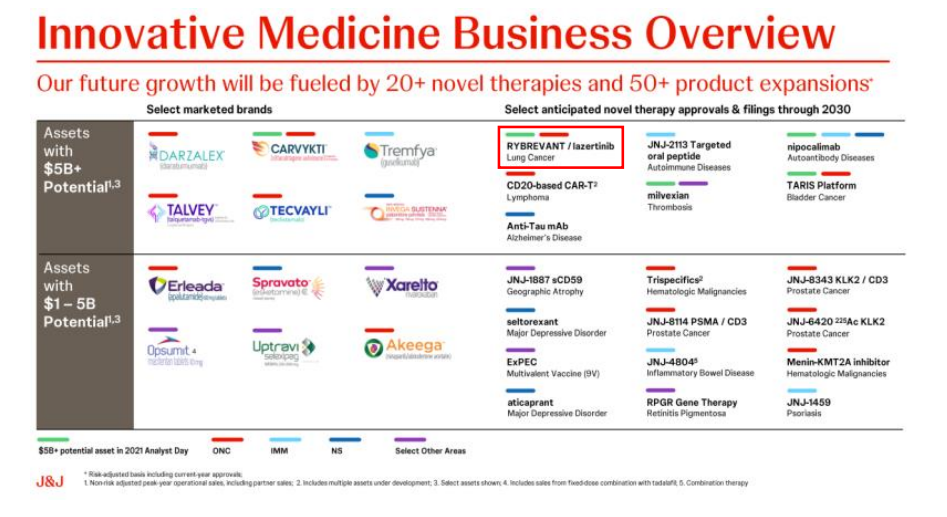
아미반타맙+레이저티닙 병용요법이 FDA 우선심사 대상자로 선정됨에 따라 8월 내에 FDA 승인 결과를 수령할 예정이며, 이에 따라 조기 마일스톤 수령 및 조기 미국 출시가 기대된다. FLAURA-2 임상 결과를 토대로 타그리소+화학항암제 병용 요법이 우선심사 대상 선정 후 4개월 만에 승인된 점을 감안하면, 8월보다 더 빠른 승인도 가능할 것으로 예상된다.

아미반타맙+레이저티닙
얀센의 기대작

2030년 50억달러+ 매출 전망이 기대되는 파이프라인

레이저티닙의 전세계 판권(대한민국 제외)을 보유한 얀센은 2023년 12월 Enterprise Business Review에서 2030년 매출 50억달러(약 6.7조원) 달성이 예상되는 파이프라인 중 하나로 아미반타맙+레이저티닙을 꼽았다. 또한 2023년 9월 MARIPOSA 임상 3상 성공을 발표한 뒤 이례적으로 3개월만에 FDA와 EMA에 동시에 신약 허가 신청서를 제출했다. 이러한 점을 바탕으로 얀센이 아미반타맙+레이저티닙에 강한 상업화 의지를 가지고 있다고 판단 가능하다.

그림 56. 얀센이 발표한 2030년 매출 50억달러 달성 가능 파이프라인



자료: JNJ, 대신증권 Research Center

4. 레이저티닙 확장성도 유효

타그리소는 추가 임상을 통해 적응증을 확장해 왔는데 해당 전략은 레이저티닙에도 충분히 가능하다. 현재 얀센에서는 MARIPOSA/MARIPOSA-2 이외에도 Uncommon EGFR (CHRYCALIS-2, P1), 아미반타맵SC+레이저티닙(PALOMA-2, P2), 아바스틴 병용 (AMAZE-Lung, P2) 등 임상을 진행중에 있으며, 중간 결과는 24년-25년중 확인 가능할 것으로 예상된다. Clinical trials에 등록된 임상 목록을 통해 현재 국내에서도 레이저티닙+화학항암제 병용, 선항암 치료요법 등 여러 연구자 임상이 진행중이며 결과에 따라 관련 임상 추가 개시 가능성도 유효하다.

표 25. 레이저티닙 임상 목록

NCT Number (임상명)	Study Title	약물	N	Sponsor	Phase	Start Date	Primary Completion Date	Completion Date
NCT05277701 (LU21-16)	-대상 환자: Uncommon EGFR 돌연변이 양성	레이저티닙 1L	36	얀센	P2	22.04.01	24.12.01	24.12.01
NCT02609776 (CHRYCALIS)	-Arm1: 아미반타맵 단일요법 및 병용 용량 증량 -Arm2: 아미반타맵 단일요법 및 병용 용량 확장	아미반타맵+레이저티닙	751	얀센	P1/2	16.05.24	24.01.04	24.12.31
NCT04077463 (CHRYCALIS-2)	-코호트 A: 타그리소 치료 이력이 있는 환자 2L+ -코호트 B: EGFR Exon 20 ins 2L -코호트 C: Uncommon EGFR 비소세포암	아미반타맵+레이저티닙	460	얀센	P1	19.09.04	25.02.03	27.02.14
NCT04606381 (PALOMA)	-대상 환자: EGFR 또는 MET 양성 고형암 환자 -Arm1: 아미반타맵 저용량 SC -Arm2: 아미반타맵 고용량 SC -Arm3: 아미반타맵 고용량 SC+레이저티닙	아미반타맵 SC 아미반타맵+레이저티닙	166	얀센	P1	20.11.10	24.01.31	25.10.21
NCT05498428 (PALOMA-2)	-코호트 1: EGFR 돌연변이 비소세포암 1L -코호트 2: Exon20ins 1L -코호트 3: 타그리소 치료 이력 있는 환자 2L -코호트 4: 기존 아미반타맵 IV→ SC -코호트 5: EGFR 돌연변이 비소세포암 1L -코호트 6: EGFR 돌연변이 비소세포암 1L -코호트 7: EGFR 돌연변이 비소세포암 2L	-아미반타맵 SC+레이저티닙 -아미반타맵 SC+화학항암제 -아미반타맵 SC+레이저티닙+화학항암제 -아미반타맵 SC -아미반타맵 SC+레이저티닙 -아미반타맵 SC+레이저티닙+항응고제 -아미반타맵 SC+화학항암제	390	얀센	P2	22.11.11	24.05.21	26.07.01
NCT05388669 (PALOMA-3)	-대상 환자: 타그리소+화학요법 치료 환자 -Arm1: 아미반타맵 SC+레이저티닙 -Arm2: 아미반타맵 IV+레이저티닙	아미반타맵 SC+레이저티닙	418	얀센	P3	22.08.05	24.01.03	25.01.09
NCT04965090	-대상 환자: 노전가 있는 EGFR 양성 비소세포암	아미반타맵+레이저티닙	43	얀센	P2	21.09.30	25.07.01	25.07.01
NCT06020989 (CHAMELEON)	-대상 환자: 레이저티닙 단독 요법 후 dDNA 제거가 없는 EGFR 돌연변이 비소세포암 환자 -Arm1: 레이저티닙+화학항암제 -Arm2: 레이저티닙	레이저티닙+화학항암제	129	얀센	P2	23.09.01	24.09.01	25.12.01
NCT05786430 (LUCAS)	-대상 환자: 레이저티닙 치료 이력이 있는 EGFR 돌연변이 비소세포암 환자 -Arm1: 레이저티닙+화학항암제	레이저티닙+화학항암제 2L	87	얀센	P2	23.03.01	24.12.01	25.12.01
NCT04487080 (MARIPOSA)	-대상 환자: EGFR 양성 비소세포암 1L -Arm1: 아미반타맵+레이저티닙 -Arm2: 타그리소	아미반타맵+레이저티닙	1074	얀센	P3	20.09.30	24.04.30	27.06.09
NCT04988295 (MARIPOSA-2)	-대상 환자: 타그리소 치료 이력이 있는 EGFR 돌연변이 비소세포암 환자 2 -Arm1: 아미반타맵+레이저티닙+화학항암제 -Arm2: 화학항암제 -Arm3: 아미반타맵+화학항암제	아미반타맵+레이저티닙+화학항암제	776	얀센	P3	21.11.17	23.07.10	25.12.08
NCT05601973 (AMAZE-Lung)	-대상 환자: 타그리소 치료 이력이 있는 EGFR 돌연변이 비소세포암 환자	아미반타맵+레이저티닙+베바시주맵	60	얀센	P2	23.03.27	26.03.30	26.09.30
NCT0529125 (AMIGO-1)	-대상 환자: EGFR 양성 비소세포암 1L	아미반타맵+레이저티닙+화학항암제	49	얀센	P2	23.05.24	26.10.01	28.04.01
NCT06268210 (NeoLazer)	-대상 환자: 절제 가능한 EGFR 돌연변이 환자 대상 신항암요법 -Arm1: 레이저티닙+화학항암제 -Arm2: 레이저티닙	레이저티닙 (+화학항암제) 신항암 치료요법	160	얀센	P2	24.03.01	26.06.01	28.06.01

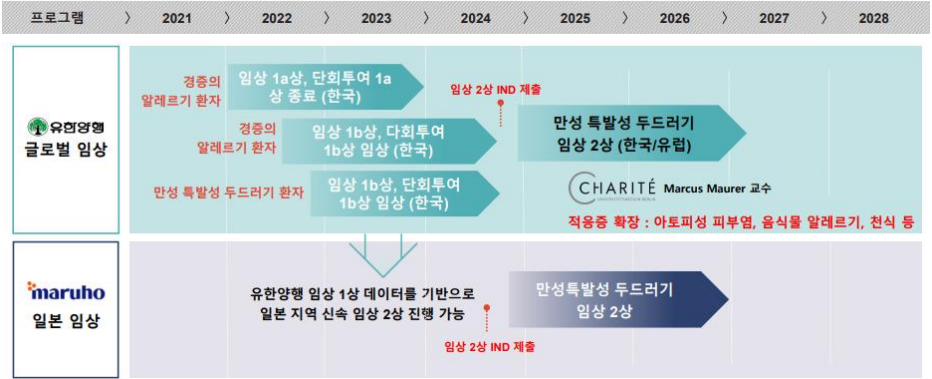
자료: Clinical Trials, 대신증권 Research Center

그림 57. 유한양행 주요 파이프라인 현황

약물	적응증	후보물질	비임상 특성	임상 1상	임상 2상	임상 3상	파트너사
렉라자 [®] LAZERTINIB	EGFR돌연변이 비소세포암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 (2023.6.30 1차치료제 식약처 허가) Amivantamab 병용요법 (안센) 글로벌 3상 (MARIPOSA, MARIPOSA2)					Johnson & Johnson Innovative Medicine
YH14618 (Remedisc)	퇴행성 디스크						SpineBiopharma
YH12852 (PCS12852)	Gut Motility Disease						Protona Pharmaceuticals
YH25724	NASH						Boehringer Ingelheim
YH35324	Allergy (CSU, 천식, AD)						G1Innovation
YH32367	면역항암						ablbio
YH42946	Her2돌연변이 폐암, 위암 등						JINTS BIO
YH35995A	고셔병, 파브리병						GC
YH32364	위암, 대장암, 두경부암 등						ablbio
YHC1102	NASH/Fibrosis						GILEAD

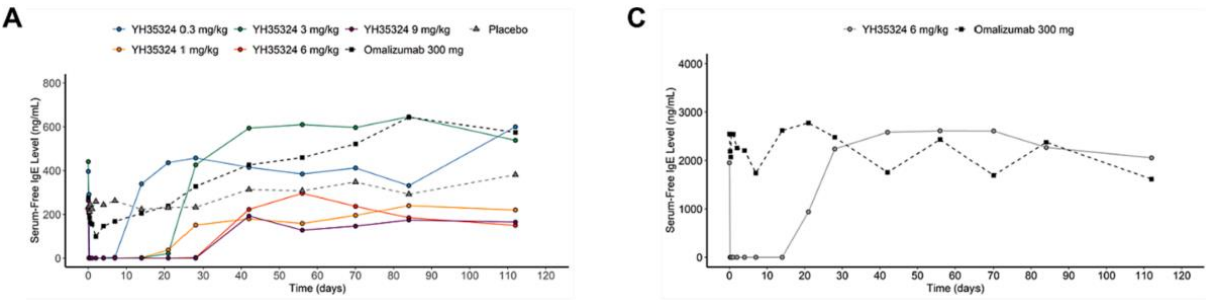
자료: 유한양행 대산증권 Research Center

그림 58. YH35324 개발 타임라인



자료: 자이아노베이션 대산증권 Research Center

그림 59. YH35324 임상 1b상 결과: 출레어 대비 IgE 농도를 효과적으로 억제



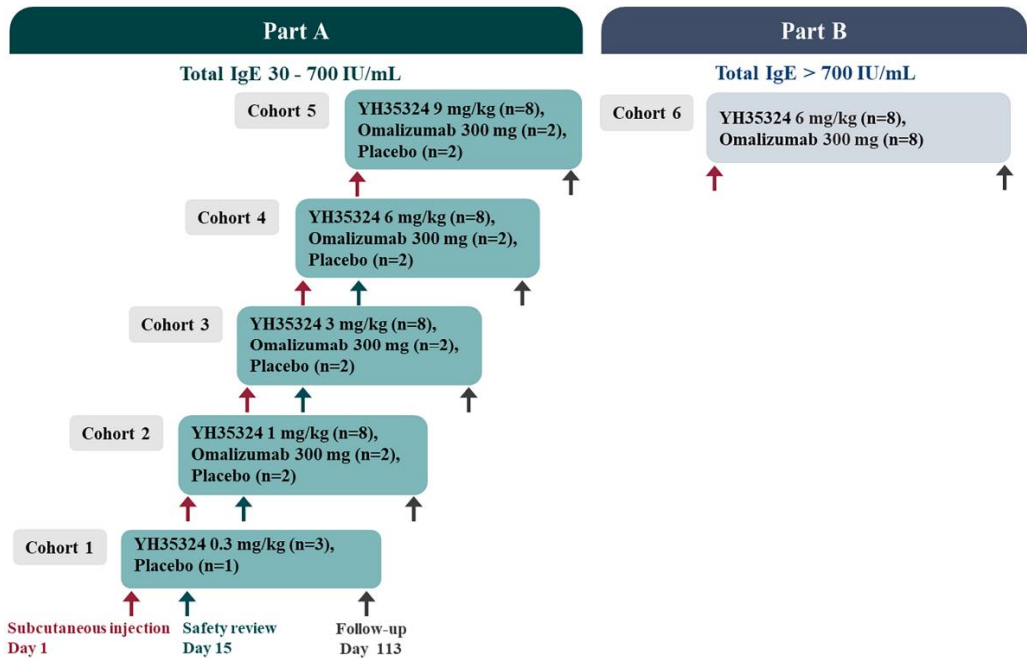
자료: Y.M. International Immunopharmacology 130 (2024) 111706, 대산증권 Research Center
A: IgE 30~700 IU/mL인 환자 B: IgE >700 IU/mL인 환자

표 26. YH35324 임상 1b 상 결과: 졸레어 대비 부작용 낮음

환자수 (%)	YH35324	Omalizumab	Placebo	All subjects
Part A	n = 35	n = 8	n = 9	n = 52
TEAE	13 (37.1)	4 (50.0)	3 (33.3)	20 (38.5)
Drug-related TEAE	3 (8.6)	3 (37.5)	1 (11.1)	7 (13.5)
심각한 TEAE (아낙필라시스, 사망 등)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)
주사 반응 TEAE	2 (5.7)	0 (0.0)	1 (11.1)	3 (5.8)
Part B	n = 8	n = 8		n = 16
TEAE	8 (100)	2 (25.0)	–	10 (62.5)
Drug-related TEAE	1 (12.5)	2 (25.0)	–	3 (18.8)
심각한 TEAE (아낙필라시스, 사망 등)	0 (0.0)	0 (0.0)	–	0 (0.0)
주사 반응 TEAE	0 (0.0)	1 (12.5)	–	1 (6.3)

자료: Y.M. International Immunopharmacology 130 (2024) 111706, 대신증권 Research Center

그림 60. YH35324 임상 1b 상 디자인



자료: Y.M. International Immunopharmacology 130 (2024) 111706, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

- 1926년 설립, 1962년 KOSPI 상장, 주요 사업부문은 약품사업부문, 생활건강사업부문, 해외사업부문, 설립자 유일한 대표이제 조속제
- 연간 1,000억원 이상 R&D 투자 집행, 오픈이노베이션 전략, 바이오핵과 협력을 통해 R&D 모멘텀 강화
- 약품사업부문의 주요 제품으로는 레파자, 안티푸리민, 배콤씨, 듀오엘 코푸시럽 등
- 신약 파이프라인: 섬유증질환/비만 7개, 항암제 14개, 신경계 5개, 기타 4개

주가 변동요인

- (+) 실적 개선, 신약개발 임상 진전 및 기술수출 계약 체결
- (-) 실적 악화, 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화

자료: 유한양행, 대산증권 Research Center

Earnings Driver

2023년 유한양행 매출 구성

자료: 유한양행, 대산증권 Research Center

유한양행 지배구조

자료: 대산증권 Research Center

사업부별 매출 비중 추이 (연간)

자료: 유한양행, 대산증권 Research Center

분기별 매출, 영업이익, 영업이익률

자료: 유한양행, 대산증권 Research Center

연간 매출, 영업이익, 영업이익률

자료: 유한양행, 대산증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,776	1,859	2,136	2,235	2,281
매출원가	1,258	1,293	1,459	1,526	1,567
매출총이익	518	566	677	709	714
판매비용포함비	482	509	559	574	566
영업이익	36	57	117	135	148
영업외수익	20	3.1	5.5	6.1	6.5
EBITDA	79	101	182	210	230
영업외손익	59	78	76	75	77
관계기업손익	57	56	54	53	52
금융수익	17	27	28	30	34
외환포함이익	31	4	3	3	3
금융비용	-17	-16	-21	-21	-20
외환포함손실	14	10	8	8	8
기타	3	11	15	13	11
법인세비용차감전순이익	95	135	193	211	225
법인세비용	4	1	39	42	45
계속사업순이익	91	134	176	193	180
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	91	134	176	193	180
당기순이익	5.1	7.2	8.2	8.7	7.9
비재계분순이익	-5	-2	-6	-6	-5
재계분순이익	95	136	182	200	185
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	92	118	159	177	163
비재계분포괄이익	-5	-2	-5	-6	-4
재계분포괄이익	96	120	165	183	168

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,169	1,672	2,230	2,455	2,272
PER	46.8	41.1	34.4	31.2	33.8
BPS	24,399	25,201	27,062	29,102	30,960
PBR	2.2	2.7	2.8	2.6	2.5
EBITDAPS	971	1,246	2,239	2,579	2,823
EV/EBITDA	50.9	52.7	34.8	30.2	27.6
SPS	21,819	22,840	26,241	27,457	28,022
PSR	2.5	3.0	2.9	2.8	2.7
CFPS	1,735	1,529	2,775	3,165	3,133
DPS	365	430	430	430	430

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증감률	5.2	4.7	14.9	4.6	2.1
영업이익 증감률	-25.9	57.5	106.7	15.5	9.0
순이익 증감률	-8.6	47.9	31.0	10.2	-7.0
수익성					
ROIC	3.5	4.5	6.1	6.4	6.6
ROA	1.5	2.1	4.0	4.2	4.3
ROE	4.9	6.7	8.5	8.7	7.6
안정성					
부채비율	23.2	33.9	36.2	37.0	37.4
순차입금비율	-12.4	-2.5	2.8	2.4	1.7
이자보상비율	10.4	9.0	15.1	13.3	13.1

자료: 유한상행, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,189	1,256	1,308	1,435	1,542
현금및현금성자산	293	299	241	304	371
매출채권 및 기타채권	509	574	625	656	674
재고자산	275	285	327	342	349
기타유동자산	112	98	115	132	148
비유동자산	1,284	1,558	1,765	1,891	2,006
유형자산	355	523	674	741	797
관계기업투자금	532	489	565	639	712
기타비유동자산	397	546	527	511	497
자산총계	2,473	2,814	3,073	3,326	3,548
유동부채	434	583	645	684	708
매입채무 및 기타채무	208	287	322	332	336
차입금	64	128	143	158	163
유동상채무	26	4	4	4	5
기타유동부채	136	163	175	190	204
비유동부채	31	129	172	215	258
차입금	1	60	100	139	178
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	30	69	72	76	80
부채총계	465	712	816	899	966
자본자본	1,986	2,051	2,203	2,369	2,520
자본금	74	78	81	81	81
자본잉여금	116	114	114	114	114
이익잉여금	1,902	1,975	2,125	2,292	2,445
기타자본변동	-107	-116	-118	-119	-121
비자본자본	22	51	54	58	62
자본총계	2,008	2,102	2,257	2,427	2,582
순차입금	-249	-53	63	58	43

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	100	144	148	198	210
당기순이익	91	134	176	193	180
비현금항목의 가감	51	-10	50	64	75
감가상각비	43	45	65	74	82
외환손익	10	2	-4	-4	-4
자본법정이익	0	0	0	0	0
기타	-2	-56	-11	-6	-3
자산부채의 증감	-110	-8	-40	-17	0
기타현금흐름	68	28	-38	-42	-46
투자활동 현금흐름	16	-199	-226	-152	-147
투자자산	0	-94	-75	-74	-73
유형자산					-58
기타	73	56	60	59	58
재무활동 현금흐름	-66	63	35	32	22
단기차입금	-5	57	15	15	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-2	58	39	39	39
유상증자	0	0	4	0	0
현금배당	-26	-27	-32	-32	-32
기타	-33	-24	10	10	10
현금의 증감	39	6	-58	62	67
기초 현금	254	293	299	241	304
기말 현금	293	299	241	304	371
NOPLAT	34	57	94	108	118
FCF	-17	-103	-51	46	68

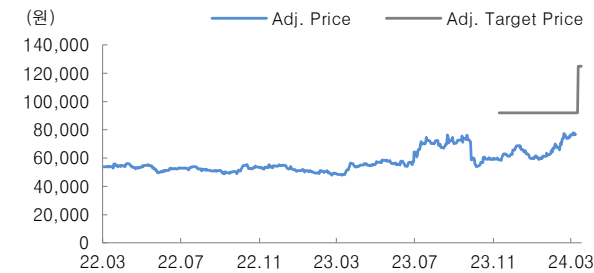
[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

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

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

유한양행(000100) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	240402	231201
투자의견	Buy	Buy
목표주가	125,000	92,000
과다율(평균%)		(28.73)
과다율(최대/최소%)		(15.33)
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과다율(평균%)		
과다율(최대/최소%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과다율(평균%)		
과다율(최대/최소%)		

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240401)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.0%	9.0%	0.0%

산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상