

유한양행 (000100)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

180,000

유지

현재주가

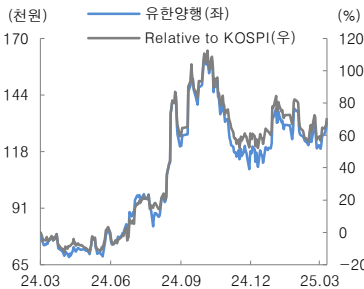
131,100

(25.02.12)

제약업종

KOSPI	2637.1
시가총액	10,649십억원
시가총액비중	0.50%
자본금(보통주)	80십억원
52주 최고/최저	163,700원 / 68,500원
120일 평균거래대금	2,672억원
외국인지분율	19.32%
주요주주	유한재단 외 2인 15.92% 국민연금공단 7.76%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.3	18.9	-9.8	75.5
상대수익률	8.0	8.4	-11.3	79.0



2025 ELCC(유럽폐암학회) Preview

- MARIPOSA mOS HR 0.77 → 0.75로 개선, 사망 위험 25% 감소 전망
- 타그리스 대비 아미반타맙+레이저티닙 mOS 최소 12개월 이상 개선 전망
- MARIPOSA 포함 총 4건의 임상에 대해 긍정적인 결과 발표

투자의견 매수, 목표주가 180,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 라즈클루즈 출시 3년차인 27년 추정 EBITDA를 25년으로 현가화하고 Target EV/EBITDA 26배 적용하여 14조원으로 산정. 비영업가치는 YH35324 신약가치에 보유지분 가치를 더하여 1.2조원 추정. 총 기업가치는 영업가치에 비영업가치를 더하여 15.3조원으로 산정

2025 ELCC Abstract: MARIPOSA mOS HR 0.77 → 0.75로 개선

3/26-29일간 개최되는 유럽폐암학회(ELCC, European Lung Cancer Congress)의 초록이 3/20일 공개됨. MARIPOSA 임상 3상의 추적 관찰기간 37.8개월 결과 확인. mOS는 아미반타맙+레이저티닙 NR(95%, CI 42.9-NE), 타그리스 36.7개월 (95%, CI 33.4-41.0), [HR 0.75, 95% CI 0.61-0.92, P<0.005]. 3년 생존율은 아미반타맙+레이저티닙 60%, 타그리스 51% 달성

아미반타맙+레이저티닙 병용군은 mOS는 아직 도달하지 않았으나, HR(Hazard Ration)의 경우 0.77에서 0.75로 이전보다 개선되며, 타그리스 대비 사망 위험을 25% 감소시킬 것으로 기대되며, mOS를 최소 12개월 이상 연장할 것으로 예상됨. 이는 시장 기대에 부합하는 결과이며, 관련 세부 데이터는 한국 시간으로 3/27일 (목) 00:45AM KST 학회 발표를 통해 확인 가능할 예정

2025 ELCC Preview: 아미반타맙+레이저티닙 총 4개 임상 결과 발표

ELCC에서 안센/유한양행은 MARIPOSA 데이터 업데이트를 포함하여 총 4개의 임상 결과를 발표할 예정이며, 아미반타맙+레이저티닙 병용요법에 대한 우수한 임상 데이터가 지속적으로 쌓여가는 점이 긍정적

초록 내용에 따르면, AMAZE-Lung 임상 2상에서 2L으로 아미반타맙+레이저티닙 +베바시주맙을 적용, 타그리스 치료 후 chemo free 2차 치료제 옵션으로 효과를 확인하였음

COCCON 임상 2상에서 아미반타맙+레이저티닙 1차 치료 환자 대상으로 피부 관련 이상반응 치료 전략을 평가, COCCON DM이 표준 치료법 대비 피부 관련 이상반응 감소 및 아미반타맙 투약 중단율을 약 50% 줄였음

CHRYSLIS-2 임상 2상 Cohort C에서 비정형 EGFR 돌연변이 NSCLC 환자를 대상으로, 1L으로 아미반타맙+레이저티닙 병용군을 1L EGFR TKI 단독군과 비교, 아미반타맙+레이저티닙 병용군 mOS는 도달하지 않았고, 1L EGFR TKI 단독군은 19.6개월 기록, HR 0.29로 사망 위험 71% 감소

표 1. 유한양행 목표주가 산출 (단위: 억원)

	가치	비고
유한양행 영업가치 (A)	122,746	
27년 EBITDA	4,721	라즈클루제 출시 3년차 EBITDA 적용
Target EV/EBITDA	26	국내 상위 제약사 평균 Fwd 12 EV/EBITDA 대비 20% 프리미엄
비영업가치 (B)	12,565	
YH35324 가치	4,620	
보유 자본가치	7,945	장부가액 기준
유한킴벌리 (30%)	2,056	
유한화학 (100%)	2,434	
기타	3,455	
순차입금(C)	-396	
총 기업가치 (A+B-C)	135,706	
발행주식수 (천주)	73,794	
적정주가 (원)	183,899	
목표주가 (원)	180,000	
현재주가 (원)	131,100	25.03.20
상승여력	37%	

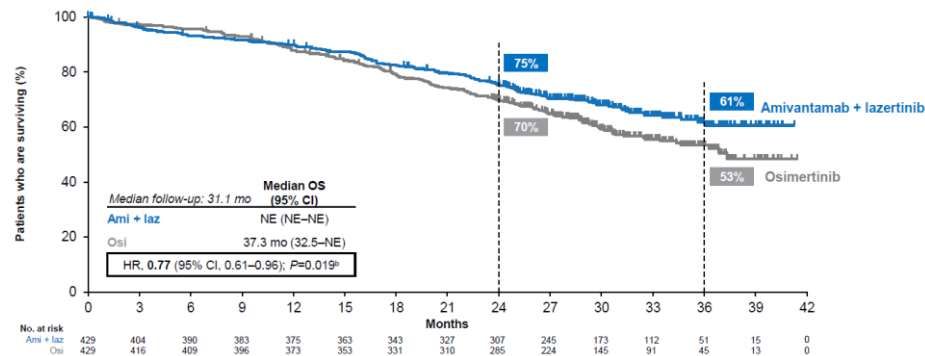
자료: 대신증권 Research Center

표 2. 2025 ELCC 초록 내용

발표 일정 (한국 시간)	초록 제목	초록 내용
25.03.27(목) 00:45- 02:15AM KST	Amivantamab Plus Lazertinib vs Osimertinib in First-line (1L) EGFR-mutant (EGFRm) Advanced NSCLC: Final Overall Survival (OS) from the Phase 3 MARIPOSA Study	-임상: MARIPOSA (NCT04487080) -mOS: NR(Ami+Laz) vs 36.7 개월(Osi) [HR 0.75, 95% CI 0.61-0.92, P<0.005] -36 개월 생존률: 60%(Ami+Laz) vs 51%(Osi) -결론: 최소 12 개월의 OS benefit 예상
25.03.28(금) 00:00- 01:00AM KST	Amivantamab, lazertinib and bevacizumab in EGFR-mutant advanced NSCLC with acquired resistance to 3rd generation EGFR-TKI - Final results from the phase II ETOP AMAZE-lung trial	-임상: AMAZE-lung (NCT05601973) -단계/약물: P2, Ami+Laz+bevacizumab -ORR 33%, DCR: 79% -mDoR 13.9 개월, mPFS 10.9 개월, mOS 15.5 개월 -결론: Ami+Laz+bevacizumab 은 Post-osi 에서 chemo free 요법의 대안이 될 수 있음
	Preventing Moderate to Severe Dermatologic Adverse Events in First-line EGFR-mutant Advanced NSCLC Treated with Amivantamab Plus Lazertinib: Early Success of the COCOON Trial	-임상: COCOON (NCT06120140) -단계/약물: P2, Ami+Laz, COCOON DM vs SoC DM -12 주차 2 등급 이상의 DAE: 39%(COCOON DM), 76%(SoC DM) -12 주차 3 등급 이상의 DAE: 4%(COCOON DM), 9%(SoC DM) -Ami 용량 감소율: 10%(COCOON DM), 19%(SoC DM) -Ami 중단율: 11%(COCOON DM), 19%(SoC DM) -결론: COCOON DM 요법으로 피부 AE 의 발생률 SoC DM 대비 50% 감소하였고, AE 로 인한 Ami 중단 약 50% 감소
25.03.28(금) 21:00- 21:45PM KST	Evaluating the Effectiveness of Amivantamab Plus Lazertinib in CHRYSALIS-2 vs EGFR TKI Monotherapy in a Matched Real-world Cohort of Participants with Atypical EGFR-mutated Advanced NSCLC	-임상: CHRYSALIS-2 Cohort C (NCT04077463) -mOS: NR(Ami+Laz) vs 19.6 개월(1L EGFR TKI) [HR 0.29, 95% CI 0.12-0.71, P=0.015] -24 개월 생존률: 77%(Ami+Laz), 47%(1L EGFR TKI) -mTTD(Time to Treatment Discontinuation): 14.0 개월(Ami+Laz), 3.7 개월(1L EGFR TKI) [HR 0.44 0.44, 95% CI 0.26-0.75, P=0.008] -결론: Uncommon EGFR 돌연변이 NSCLC 에서 1L Ami+Laz 병용군이 1L EGFR TKI 단독 요법 대비 전체 생존 기간 유의미하게 향상됨

자료: 2025 ELCC, 대신증권 Research Center

그림 1. MARIPOSA mOS(전체 생존기간) 추이



자료: 2024 WCLC, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

- 1926년 설립, 1962년 KOSPI 상장, 주요 사업부문은 약품사업부문, 생활건강사업부문, 해외사업부문, 설립자 유일한, 대표이제 조옥제
- 연간 1,000억원 이상 R&D 투자 집행, 오픈이노베이션 전략, 바이오핵과 협력을 통해 R&D 모델링 강화
- 약품사업부문의 주요 제품으로는 렉타자, 안타푸라민, 베콤씨, 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, 대신증권 Research Center

Earnings Driver

2024년 유한양행 매출 구성

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

유한양행 지배구조

자료: 대신증권 Research Center

사업부별 매출 비중 추이 (연간)

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

분기별 매출, 영업이익, 영업이익률

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

연간 매출, 영업이익, 영업이익률

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,859	2,068	2,272	2,570	2,916
매출원가	1,293	1,378	1,509	1,555	1,629
매출총이익	566	689	763	1,015	1,287
판매비와판매비	509	642	637	709	810
영업이익	57	48	125	306	477
영업외수익	3.1	2.3	5.5	11.9	16.4
EBITDA	101	96	175	356	537
영업외손익	78	6	84	92	92
관계기업손익	56	47	53	55	55
금융수익	27	24	30	34	26
외환관련이익	4	3	3	3	3
금융비용	-16	-19	-18	-16	-9
외환관련손실	10	8	8	8	8
기타	11	-45	19	19	19
법인세비용차감전순이익	135	54	210	397	569
법인세비용	-1	-6	-46	-83	-119
계속사업순이익	134	48	189	339	449
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	134	48	189	339	449
당기순이익	7.2	2.3	8.3	13.2	15.4
비자비자분순이익	-2	-2	-6	-9	0
자비자분순이익	136	49	195	348	449
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	118	31	172	322	432
비자비자분포괄이익	-2	-1	-6	-9	0
자비자분포괄이익	120	32	178	331	432

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,672	607	2,394	4,277	5,519
PER	41.1	196.9	56.8	31.8	24.6
BPS	25,201	25,439	27,418	31,281	36,386
PBR	2.7	4.7	4.8	4.2	3.6
EBITDAPS	1,246	1,184	2,151	4,372	6,604
EV/EBITDA	52.7	101.9	61.3	29.8	19.3
SPS	22,840	25,406	27,916	31,575	35,832
PSR	3.0	4.7	4.7	4.2	3.7
CFPS	1,529	586	2,817	5,123	7,047
DPS	430	430	430	430	430

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	4.7	11.2	9.9	13.1	13.5
영업이익 증가율	57.5	-16.0	163.1	143.6	56.1
순이익 증가율	47.9	-64.3	294.7	79.7	32.6
수익성					
ROIC	4.5	2.9	6.3	14.7	21.4
ROA	2.1	1.7	4.2	9.3	12.8
ROE	6.7	2.4	9.1	14.6	16.3
안정성					
부채비율	33.9	35.7	35.0	33.0	30.7
순차입금비율	-2.5	2.7	1.5	-4.2	-10.7
이자보상비율	9.0	7.4	16.9	39.1	0.0

자료: 유한상행 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,256	1,235	1,377	1,690	2,107
현금및현금성자산	299	197	230	393	635
매출채권 및 기타채권	574	605	667	756	860
재고자산	285	317	348	394	447
기타유동자산	98	115	132	148	166
비유동자산	1,558	1,644	1,711	1,779	1,858
유형자산	523	560	568	573	588
관계기업투자지급	489	557	632	708	784
기타비유동자산	546	527	511	497	485
자산총계	2,814	2,879	3,088	3,469	3,965
유동부채	583	625	662	709	761
매입채무 및 기타채무	287	315	335	365	400
차입금	128	133	138	143	148
유동상채무	4	4	4	5	5
기타유동부채	163	172	184	196	208
비유동부채	129	133	139	152	170
차입금	60	67	76	91	107
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	69	66	63	60	63
부채총계	712	757	801	860	930
자비자분	2,051	2,070	2,232	2,546	2,961
자본금	78	81	81	81	81
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	1,975	1,993	2,155	2,471	2,888
기타자비자분	-116	-118	-119	-121	-122
비자비자분	51	51	55	63	73
자본총계	2,102	2,122	2,287	2,609	3,034
순차입금	-53	57	34	-108	-325

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	144	27	133	252	356
당기순이익	134	48	189	339	449
비현금항목의가감	-10	0	41	78	124
감가상각비	45	49	50	50	60
외환손익	2	-4	-4	-4	-4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-56	-45	-5	32	68
자산부채의증감	-8	-17	-53	-85	-101
기타현금흐름	28	-4	-44	-81	-117
투자활동 현금흐름	-199	-88	-67	-68	-88
투자자산	-94	-68	-74	-76	-76
유형자산	-161	-80	-52	-50	-70
기타	56	60	59	58	58
재무활동 현금흐름	63	-8	-8	-2	-2
단기차입금	57	5	5	5	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	58	6	9	15	15
유상증자	0	4	0	0	0
현금배당	-27	-32	-32	-32	-32
기타	-24	10	10	10	10
현금의증감	6	-102	33	163	242
기초 현금	293	299	197	230	393
기말 현금	299	197	230	393	635
NOPLAT	57	42	98	241	377
FCF	-103	11	95	241	367

[Compliance Notice]

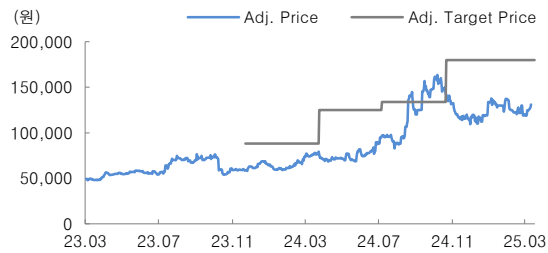
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.03.21	25.02.13	24.11.16	24.10.30	24.08.21	24.08.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000	180,000	180,000	180,000	134,000	134,000
과다율(평균%)		(30.96)	(30.92)	(27.05)	(8.54)	(30.64)
과다율(최대/최소%)		(21.78)	(21.78)	(21.78)	22.16	(27.01)
제시일자	24.07.31	24.07.15	24.06.28	24.06.10	24.05.31	24.05.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	134,000	134,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과다율(평균%)	(28.31)	(27.92)	(39.72)	(41.26)	(42.17)	(42.64)
과다율(최대/최소%)	(27.01)	(27.01)	(24.08)	(34.56)	(34.56)	(38.08)
제시일자	24.05.02	24.04.02	23.12.02	23.12.01		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	125,000	125,000	92,000	92,000		
과다율(평균%)	(43.01)	(43.07)	(27.96)			
과다율(최대/최소%)	(41.28)	(41.28)	(13.91)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250318)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	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 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상