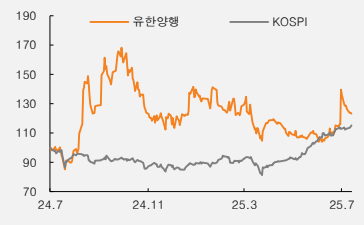


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 170,000원
현재주가(25/7/30)	119,800원
상승여력	41.9%

영업이익(25F, 십억원)	126
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	117
EPS 성장률(25F, %)	219.8
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.3
P/E(25F, x)	43.1
MKT P/E(25F, x)	11.8
KOSPI	3,254.47
시가총액(십억원)	9,580
발행주식수(백만주)	80
유동주식비율(%)	68.7
외국인 보유비중(%)	17.4
베타(12M) 일간수익률	0.69
52주 최저가(원)	82,800
52주 최고가(원)	163,700

(%)	1M	6M	12M
절대주가	15.0	-7.8	22.7
상대주가	8.5	-28.1	3.3



[제약/바이오]

김승민
sm.kim.a@miraeasset.com

조세은
seeun.jo@miraeasset.com

유한양행

API 수출과 라이선스 수익이 이끈 서프라이즈

투자의견 매수, 목표주가 17만원으로 상향(기존 16만원)

목표주가는 영업가치 11.1조원(기존 10.4조원)과 파이프라인 가치 6,046억원 등을 고려해 산정했다. 영업가치 상향은 API 해외사업 부문 호실적에 따른 추정치 상향(25F 영업이익 +13% 상향조정)에 근거한다. 영업가치는 28년 EBITDA의 현재(할인율 8.5%) 4,070억원에 EV/EBITDA 27x를 적용했다. SK바이오팜, 셀트리온 등 상업화 신약 보유 기업에 적용하고 있는 타겟 멀티플이다. 파이프라인 가치는 rNPV 기반 lesigercept(IgE, CSU) 가치다.

향후 기대할만한 이벤트는 YH14618 파트너 스파인바이오파마의 퇴행성디스크 임상 3상(MODEL) 탑라인(8월 추정), 아미반타말 SC 미국 허가(늦가을), MARIPOSA 최종 OS 데이터(4Q25 추정) 및 NCCN 1st line preferred 등재, 유한화학 추가 API 수주, lesigercept 임상1상 아토피 데이터 발표(미정) 등이다.

2Q25P Review 및 2025년 실적 전망

연결 기준, 2Q25P 매출액 5,790억원(+10% YoY), 영업이익 499억원(+169% YoY)으로 컨센서스 대비 매출액 부합, 영업이익은 +15% 상회했다. 약품 사업부는 3,451억원(+2% YoY)으로, OTC가 +10% YoY 증가했으나, 트라젠타, 자디앙 약가 인하 영향으로 ETC가 +0% 정체되었다. 생활건강 사업부는 688억원(-9% YoY)으로 역성장했다. 경기침체 영향이다. 해외사업부는 1,148억원(+18% YoY)으로 고성장을 지속했다. 유한화학 길리어드 항 API 수출 증가 등 때문이다. 라이선스수익은 255억원(+4,502% YoY)으로 레이저티닙 일본 출시 마일스톤 약 207억원, 레이저티닙 러닝로열티 34억원 등이 발생했다. 고마진의 해외사업부 매출 및 라이선스수익 증가로 매출총이익률 34.4%(+2.7%p YoY), 판관비 및 R&D비용 통제로 영업이익률 8.6%(+5.1%p YoY)로 수익성이 개선되었다.

25년 매출액 2조 1,981억원(+6% YoY), 영업이익 1,256억원(+129% YoY)을 예상한다. 약품 사업부 성장 정체와 해외 사업부 고성장을 반영해 매출액 -1% 하향 조정, 영업이익 +13% 상향조정한다. 3Q25F에도 호실적 가능성이 높다(당사 추정 영업이익 577억원 vs. 컨센서스 374억원). 레이저티닙 유럽 출시 마일스톤(\$30mn)과 해외사업부 고성장이 예상되기 때문이다. 한편, 현재 유한화학 캐파는 약 99만리터다. 당사는 최근 화성공장 29만리터 규모 HC동 투자를 결정했다(총 캐파 약 129만리터). 글로벌 제약사들의 임상3상 및 상업화 물량에 대한 문의가 지속되고 있고 이를 고려한 투자로 해석할 수 있다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,859	2,068	2,198	2,422	2,689
영업이익 (십억원)	57	55	126	197	311
영업이익률 (%)	3.1	2.7	5.7	8.1	11.6
순이익 (십억원)	136	71	226	331	460
EPS (원)	1,673	869	2,777	4,080	5,673
ROE (%)	6.7	3.4	10.3	13.6	16.5
P/E (배)	41.1	137.6	43.1	29.4	21.1
P/B (배)	2.5	4.2	3.9	3.5	3.0
배당수익률 (%)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

컨퍼런스콜 주요 Q&A

Q1. 자디양 결정형특허 만료됐는데, 올해 매출 전망?

A. 상반기에는 약가 인하 영향이 있었지만, 마케팅을 확대해 연간 1,000 억원 정도의 매출을 기대하고 있음.

Q2. 레이저티닙 로열티 2분기 때 얼마?

A. 1분기 대략 20억원, 2분기 34억원 수준으로 +55% QoQ 증가. 시간이 지날수록 급격하게 증가할 것으로 기대.

Q3. 레이저티닙 국내 매출 1,000억 가이드선 유지?

A. 상반기 매출 660억원 정도 했음. 1,000억원 이상 매출 기대하고 있고, 많게는 1,500 억원까지도 나올 수도 있을 것.

Q4. 연간 연구비 및 판관비 가이드선?

A. 연구비 2,700억원, 연구 진척도가 100%일 때 가능한 수치. 실질적으로 더 낮은 수준

Q5. 지분법 부진 이어지는데, 이번 분기 부진 이유?

A. 유한김벌리, 한국안센, 유한크로락스가 메인 회사. 유한김벌리는 홈플러스에 판매된 대손충당금 109 억원 영향. 한국안센은 ERP 를 실시해서 33 억 정도의 비용이 반영. 유한크로락스는 소비재 시장 둔화 영향으로 전년 대비 200 억 정도 감소. 대손충당금의 경우 1 분기에만 그 효과 반영. 2 분기에는 실질적으로 여신이 보장된 금액만 거래가 되면서 매출이 부진했던 것.

Q6. 약가 인하 관련?

A. 약가에서 API가 차지하는 부분은 굉장히 작은 부분. 미치는 영향이 극히 제한적. 그리고 길리어드항에 치중되어 있는 사업 포션을 다른 국가로 확대할 계획. 타 국가 매출로 충분히 커버할 수 있다고 봄.

Q7. 레이저티닙 경쟁 증가에 대한 뷰?

A. 비소세포폐암에서 EGFR 돌연변이 분야는 아바스틴이나 PD-1 inhibitor 가 표준 처방으로 되지 않음. EGFR-TKI, 아미반타맵 병용으로 해당 pathway 를 블록킹 하는 것이 가장 주된 요법으로 알려져 있음. 물론 최근에 ADC 중에서 TOPO1, HER3 등 타깃하는 ADC 들이 전임상을 지나 1 상 진입 중. 아직까지 성공 가능성에 대한 뚜렷한 시그널이 보이지는 않는다 생각. positive 시그널을 보였다가도 임상 환자 숫자를 확대하면 다시 실패로 이어지기 때문. 레이저티닙+아미반타맵 병용요법이 시장에 자리를 잡는, 적어도 5 년, 7 년 이내에는 가시적으로 라이벌이 될 만한 그런 후보약물로 보이지는 않음. 최근 AZ 에서 타그리소+화학요법, FLAURA2 가 OS 개선을 입증했다 발표했는데, 1 년 이상 차이를 내는 그 정도의 성적은 아닌 걸로 보임. 초기 발표부터 강조되었을 것.

Q8. 레이저티닙이 주로 2차로 쓰이고, 1차에서 마켓셰어 10~15%만 가져와도 5조 매출이 넘어간다고 전망된 바 있음. 주로 2차요법으로 쓰일 거라고 보는지?

A. 분명 1차 치료에서 표준요법으로 올라갈 것으로 기대. 1차에서 마켓셰어를 어느 정도 차지하느냐에 따라 5조가 될지 그 이상이 될지 판가름 날 것. 약물 투여 기간이 2년 반~3 년에 가깝다는 것은 대상 환자의 숫자 증가와 맞먹는 것. 세일즈량이 증가하는 것.

Q9. YH35324 아토피 임상시험이 종료된 것 같은데, 발표는 언제?

A. 시험 결과가 아직 발표되지 않았음. 연구가 끝나고 무조건 발표하는 것이 아니라, 전략적으로 타이밍을 고려해서 계획을 짜고 있음. 용량 결정 모델링 시뮬레이션의 소스가 될 것이기에, 해당 데이터에 가장 적절한 발표 학회를 찾는 중. 결정된 바는 없음.

Q10. 임플란트 사업 제휴 소식이 있었음. 이러한 신규 제휴가 중장기 전략 및 제약사업 중심의 핵심 역량과는 어떤 연계성을 갖는지?

A. 작년 임플란트 관련 관계사 워랜텍 매도. 남아있는 수입 임플란트 덴츠플라이 사업부는 정리 중. 해당 사업부에서 신흥과 MOU 맺어서 검토 차원으로 진행하고 있음. 다만, 회사 차원에서 미래 성장 동력으로 올라와 있지는 않은 사업.

Q11. 시장에서 핵심 제약 사업에 집중 기대 중. 일부 비제약 분야가 명확한 시너지 없이 확장된 것이 아닌지에 대한 시각도 일부 존재하는데?

A. 올해 SI 및 FI로 들어간 곳들 중 목적 달성한 회사들은 엑싯. 500억 가까운 현금을 회수함. 미래 신약을 핵심 동력으로 많은 비중을 두고 있음. 이를 위한 기반으로 ETC, OTC, API 사업을 주력 성장 동력으로 가꾸는 중. 과거의 오픈이노베이션 방식의 지분투자는 사양하고 파이프라인 직접 투자 방식으로 R&D 투자 효율성을 확대하는 것을 목표로 하고 있음. 낮은 OPM에 대한 지적이 있어왔고, 이에 ROI를 7~8%로 확대시키기 위해 고민 중. 올해 매출 대비 1,000억원 이상의 영업이익 달성을 위해 노력하고 있음.

Q12. 글로벌 매출 대비 로열티 수익 비중이 향후 증가할 수 있는지?

A. JNJ에서 분기별 발표하는 매출 규모는 실제로 총 3가지. 아미반타맵 단독, 아미반타맵+항암 2차, 아미반타맵+레이저티닙 1차. 앞의 두 요법이 레이저티닙 병용보다 빠르게 시장 진출한 만큼 매출에 많이 섞여있음.

그 안에서 아미반타맵+레이저티닙 개별 매출을 받기에는 아직 어려운 상황. 순매출에 대한 로열티를 수령. 전체 매출에서 순매출 계산까지 차감되는 여러 경비, 도매상, PBM, 인센 등 여러 금액들이 있음. 이 모든 정보를 받기가 어려운 것. 미국 시장은 특히 복잡한 비용 체계를 가지고 있기 때문.

다만, 일본, 유럽의 경우 전 국민 의료 시스템으로 비용이 적은 국가에서 매출이 올라가면 레라자의 순매출로 잡혀서 로열티로 들어오지 않을까 생각. 27년이 전세계적으로 판매가 확대될 수 있는 시기이고, 그 때까지 매출이 지속 증가할 것으로 예상. 한 번 처방받은 환자들이 최소 2~3년 지속 처방을 받기 때문. 이에 따른 로열티 상승 기대. 참고로, 현재는 발생주의로 처리 중이며 국내 유입만 60일 내 수령 중.

Q13. 마일스톤 제외 시 본업단에서 마진이나 비용이 통제된 듯함. 유한화학 API 비즈니스가 빨리 올라온 영향인지? 하반기 지속 가능 여부?

A. 현재 원가율 약 1.7%p 하락. 제품 구성비에서 고지혈증 치료제 등 고마진 제품으로 전환하려는 노력 지속 중. 향후에도 힘쓰는 방향이기 때문에 원가율도 동사 제품으로 치환하면서 마진 확보 계획, 지속 가능 전망.

Q14. HC동 완공 27년이면, 26년에 이쪽 비즈니스 성장을 어느 정도?

A. API 올해 3,700억원 정도 예상. 내년에도 20%에 육박하는 4,000억원 매출 돌파 예상.

Q15. 퇴행성디스크 관련, 탐라인 발표는 조만간 관련 학회에서 진행하는 건지? 마일스톤 유입은?

A. 임상 마무리 단계. 작년 가을 등록 완료, 6 개월 투약이기 때문에 투약도 마무리 단계. 7 월 중 탐라인 확보 예상. 다만, 스파인에서 직접 진행 중이기 때문에 정보를 기다리는 중이고, 조만간 공유받을 수 있을 것으로 예상. 듣기로는 이사회에서 8 월 중 탐라인 공유가 예상되고, 어느 정도 유한도 공유받을 수 있을 전망. 탐라인은 보통 학회 발표를 하지 않고, 1 차 평가지표 달성 여부에 대해 1 장 정도의 보고로 먼저 발표. 추후 디테일한 내용은 이사회나 파트너사에 공유됨.

Q16. 알리지 치료제 1상 이후 빅파마들의 관심이 많을 것 같은데, 2상 진입 전략은?

A. 글로벌 2상 개시를 위한 IND 제출 준비 마무리 중. 임상 전략은 항상 라이선싱 아웃 전략과 맞물려서 고려. 개발 능력 및 마케팅 능력을 보유한 글로벌 회사와 그 회사의 경영 전략, 해당회사의 기 보유 파이프라인과의 우선순위 등을 따져보고 있음.

Q17. 추측성 기사로 한미약품 인수 관련 언론 보도된 바 있음. 향후 재투자에 있어 파이프라인 위주일지, 기업 인수는 담혀있는지?

A. 추측성 기사. 유한은 한미 지분 인수 계획은 전혀 없음. 연구 관련 투자는 향후에도 파이프라인 위주로 진행하는 것이 원칙. 회사 성장을 위한 M&A는 항상 열려 있음.

Q18. 하반기~연간 실적 컬러?

A. 연간 전망은 약 10% 성장한 2.6 조원. 영업이익은 1,200 억원 기대하나 1,000 억원 이상은 가져가려고 함. 현재 500 억 넘었음

표 1. 유한양행 밸류에이션

(억원, 원, 천주)

구분	내용	비고
28F EBITDA의 현재가치	4,070	* 28F EBITDA 5,415억원의 현재가치(WACC 8.5%)
Target EV/EBITDA	27	* 미국 상업화 신약 기업 SK바이오팜, 셀트리온에 적용하는 타겟 멀티플
영업가치	111,115	
순현금	1,350	
파이프라인 가치	6,046	
lesigercept (IgE, 알러지)	6,046	* 28F 출시, 7년차 미국 CSU Peak 점유율 30%, 약가 \$41k가정 유럽 매출액은 미국 30% 가정. 지아이이노베이션 배분비율 5:5 가정. 임상1상 성공확률(PoA) 15%, 할인율 10%, 영구성장률 -20% 가정
비연결 관계기업투자	5,844	* 장부가액
적정 기업가치	124,355	
주식 수 (천주)	73,790	
적정주가 (원)	169,523	* 170,000원
현재주가 (원)	119,800	
상승여력	40.67%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 국내 상위 제약사 Valuation Table

(십억원, %, 배)

사명	시총 (조원)	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
유한양행	8.9	2,247	2,453	109	177	4.9	7.2	101	156	4.5	6.5	95.8	62.3	4.3	4.1	55.4	40.3	4.3	4.0
한미약품	3.5	1,582	1,710	248	277	15.7	16.2	169	192	13.3	13.3	21.8	19.1	2.9	2.5	11.1	9.9	2.3	2.1
대웅제약	1.8	1,434	1,534	182	209	12.7	13.6	127	151	14.2	14.6	13.9	11.7	2.0	1.7	10.1	8.8	1.3	1.2
녹십자	1.7	1,823	1,968	72	96	3.9	4.9	50	58	4.0	4.6	34.1	28.7	1.4	1.3	16.1	14.5	0.9	0.9
HK이노엔	1.2	1,054	1,113	105	122	9.9	11.0	73	90	5.9	6.8	16.3	13.3	1.0	0.9	9.9	8.4	1.1	1.1
종근당	1.1	1,669	1,716	79	86	4.7	5.0	72	80	7.4	7.5	18.3	17.0	1.4	1.3	10.0	9.2	0.7	0.7
동아에스티	0.4	716	774	32	44	4.4	5.7	13	29	2.0	4.1	31.3	15.0	0.6	0.6	12.9	10.6	0.6	0.6
평균	2.7					8.0	9.1			7.3	8.2	33.1	23.9	1.9	1.8	17.9	14.5	1.6	1.5

주: 25년 7월 30일 종가 기준

자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 유한양행 2Q25P Review

(억원, %, %p)

	2Q24	1Q25	2Q25P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs.컨센서스	YoY	QoQ
매출액	5,283	4,916	5,790	5,903	-1.9	9.6	17.8
매출총이익	1,674	1,487	1,992	2,005	-0.6	19.0	34.0
매출총이익률	31.7	30.2	34.4	34.0	0.4	2.7	4.2
영업이익	185	64	499	434	14.8	168.9	676.7
영업이익률	3.5	1.3	8.6	7.4	1.3	5.1	7.3
순이익	321	88	440	400	9.9	37.2	398.5

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 실적 추정 변경

(억원, %)

	변경 전		변경 후		변경 비율	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	22,245	24,443	21,981	24,223	-1.2	-0.9
영업이익	1,114	1,879	1,256	1,968	12.7	4.7
EBITDA	1,764	2,549	1,906	2,638	8.1	3.5
순이익	1,623	2,492	1,761	2,584	8.5	3.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 유한양행 분기 및 연간 실적 전망

(억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,446	5,283	5,988	4,961	4,916	5,790	6,089	5,186	20,678	21,981	24,223	26,892
YoY 성장률	0.3	6.6	24.0	13.5	10.6	9.6	1.7	4.5	11.2	6.3	10.2	11.0
별도 매출액	4,331	5,146	5,852	4,754	4,694	5,562	5,863	4,957	20,084	21,075	23,254	25,855
YoY 성장률	0.4	6.8	24.8	11.4	8.4	8.1	0.2	4.3	11.0	4.9	10.3	11.2
약품 사업부	3,095	3,391	3,478	3,514	3,298	3,451	3,616	3,703	13,478	14,068	14,490	14,925
YoY 성장률	0.0	-4.5	0.5	6.1	6.5	1.8	4.0	5.4	0.4	4.4	3.0	3.0
생활건강 사업	445	752	674	535	467	688	661	526	2,406	2,342	2,506	2,682
YoY 성장률	24.2	24.5	13.3	-10.1	5.1	-8.5	-2.0	-1.8	11.8	-2.7	7.0	7.0
해외사업	741	972	701	651	874	1,148	1,086	619	3,065	3,726	4,285	4,928
YoY 성장률	-3.3	32.9	19.6	98.4	17.9	18.1	55.0	-5.0	27.1	21.6	15.0	15.0
라이선스 수익	25	6	987	40	40	255	485	95	1,058	875	1,908	3,257
YoY 성장률	-64.4	-59.8	19,602.6	81.0	56.0	4,502.3	-50.9	139.0	841.5	-17.3	118.2	70.6
기타	25	26	17	14	16	19	15	14	82	64	64	64
YoY 성장률	4.3	42.6	-59.7	76.1	-38.2	-25.4	-11.8	0.2	-10.4	-22.1	0.0	0.0
연결 조정	114	137	136	207	222	228	226	230	594	905	969	1,037
YoY 성장률	-1.3	0.3	-3.9	97.2	93.5	66.7	66.0	11.0	19.1	52.3	7.0	7.0
매출총이익	1,345	1,674	2,408	1,467	1,487	1,992	2,244	1,571	6,894	7,295	8,808	10,730
YoY 성장률	-0.8	9.5	66.7	10.3	10.5	19.0	-6.8	7.1	21.8	5.8	20.7	21.8
매출총이익률	30.3	31.7	40.2	29.6	30.2	34.4	36.9	30.3	33.3	33.2	36.4	39.9
영업이익	6	185	476	-118	64	499	577	116	549	1,256	1,968	3,105
YoY 성장률	-97.4	-32.1	5,286.7	-289.9	1,012.3	168.9	21.3	-197.9	-3.8	128.8	56.7	57.8
영업이익률	0.1	3.5	7.9	-2.4	1.3	8.6	9.5	2.2	2.7	5.7	8.1	11.5
EBITDA	155	347	630	47	227	666	736	277	1,179	1,906	2,638	3,796
YoY 성장률	-53.4	-9.2	427.8	-73.9	46.4	91.7	16.9	490.9	16.2	61.6	38.4	43.9
EBITDA 마진	3.5	6.6	10.5	0.9	4.6	11.5	12.1	5.3	5.7	8.7	10.9	14.1
순이익	108	319	355	-231	100	440	741	480	552	1,761	2,584	3,433
YoY 성장률	-51.5	271.2	86.9	-127.4	-7.4	37.8	108.4	-307.9	-58.9	219.2	46.7	32.9
순이익률	2.4	6.0	5.9	-4.7	2.0	7.6	12.2	9.3	2.7	8.0	10.7	12.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 레이저티닙 연간 매출 추정

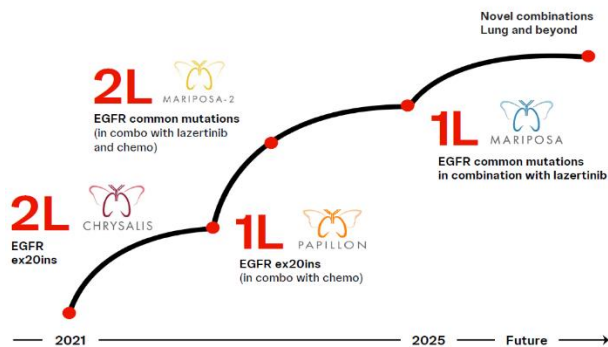
(백만달러)

레이저티닙 1차 치료제 가치 산정	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
미국 전이성 비소세포폐암(65% of NSCLC)	82,064	82,556	83,052	83,550	84,051	84,555	85,063	85,573	86,087
미국 EGFR 변이 mNSCLC(32%)	26,260	26,418	26,577	26,736	26,896	27,058	27,220	27,383	27,548
미국 침투율(1% to 40%)	1%	3%	5%	10%	20%	30%	40%	40%	40%
미국 연간 비용 (\$170,000 연간 2%인상)	170	173	177	180	184	188	191	195	199
미국 1차 치료 레이저티닙 매출액	45	137	235	482	990	1,524	2,084	2,139	2,195
유럽 전이성 비소세포폐암(65% of NSCLC)	130,367	130,758	131,150	131,544	131,938	132,334	132,731	133,129	133,529
유럽 EGFR 변이 환자 mNSCLC(32%)	64,181	64,373	64,566	64,760	64,954	65,149	65,345	65,541	65,737
유럽 침투율(미국 침투율의 75%)		1%	2%	4%	8%	15%	23%	30%	30%
유럽 연간 비용(미국 연간비용 80%, 연 2% 가격 인하)		136	133	131	128	125	123	120	118
유럽 1차 치료 레이저티닙 매출액		66	194	317	624	1,226	1,807	2,369	2,328
미국/유럽 외 매출(미국/유럽의 50%)			214	400	807	1,375	1,946	2,254	2,262
1차 치료 레이저티닙 매출액	45	203	643	1,199	2,420	4,124	5,838	6,762	6,785
유한양행 유입 로열티 (13%~15%)	6	26	84	168	339	619	876	1,014	1,018
유한양행 유입 허가/판매 마일스톤	60	45	20	80	80	160	80		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. J&J의 EGFR 비소세포폐암 시장 침투 로드맵

Building a best-in-class EGFR portfolio across all lines of therapy



Exploring additional opportunities

- ✓ Subcutaneous formulation
- ✓ Optimize dosing regimen
- ✓ Adjuvant/Early EGFR Lung
- ✓ Maximize RYBREVENT potential with research in EGFR and MET related driver mutations: colorectal cancer, hepatocellular carcinoma, head and neck squamous cell carcinoma, MET-14 Skip

자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. J&J의 EGFR 비소세포폐암 시장 침투 목표. 1차 치료제 점유율 50%, 매출액 50억달러 이상

Our evidence¹

- ✓ **Significantly extends PFS**
 - 30% reduction in risk of progression or death compared with osimertinib

- ✓ **Targeted**
 - Addresses EGFR & MET alterations upfront
 - Preserves chemotherapy to second line where resistance becomes complicated

- ✓ **Durable responses**
 - Longest median duration of response in 1L common EGFR NSCLC

Our execution

- 26-month avg time to peak share for 1L therapies²

- 2025 subcutaneous formulation

- Treatment experience evidence at launch

Our ambition

~50% 1L pts on RYBREVENT & lazertinib

\$5B+ lung portfolio³

...Transforming outcomes for more than 320,000⁴ patients with EGFR+ NSCLC globally

J&J

¹ Cho BC, et al. Amivantamab Plus Lazertinib vs Osimertinib as First-line Treatment in Patients With EGFR-mutated, Advanced Non-small Cell Lung Cancer (NSCLC): Primary Results From MARIPOSA, a Phase 3, Global, Randomized, Controlled Trial. Abstract presented at the European Society for Medical Oncology 2023 Meeting, October 20-24, Madrid, Spain; 2. Intrinsic Data Access August 2020; 3. Non-risk adjusted peak year operational sales, including partner sales; 4. US, EU, G5 Global Cancer Enviza

자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. J&J의 LAZCLUZE/RYBREVANT 관련 코멘트

LAZCLUZE/RYBREVANT 관련 최근 코멘트(2Q25)

"Second is lung cancer, where our chemotherapy-free combination of RYBREVANT plus LAZCLUZE has a projected overall survival of at least a year over the current standard of care in frontline non-small cell lung cancer with EGFR mutations."

"Intend to prescribe continues to grow among health care professionals, which you can see in our strong quarterly sales." "As a reminder, RYBREVANT plus LAZCLUZE is the first and only regimen that provides really clinically meaningful overall survival to patients greater than probably 12 months versus osimertinib." "If you think about new patients, newly diagnosed patients, they want to live longer, and they do not want to be using chemo in a first-line setting. And so we think we've really got the winning combination and are poised to become the new standard of care in that frontline lung cancer, EGFR mutated lung cancer." "In terms of the launch, while we're still early in it... the intent to prescribe has grown and we're now the number one regimen that providers are claiming that they intend to prescribe for those frontline patients." "We're already in nearly 100% of our high-priority accounts." "One out of every four patients across those lines of therapies now being initiated on a RYBREVANT plus LAZCLUZE combination."

자료: J&J, Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 마켓 추정치와 존슨앤존슨 내부 전망과의 괴리

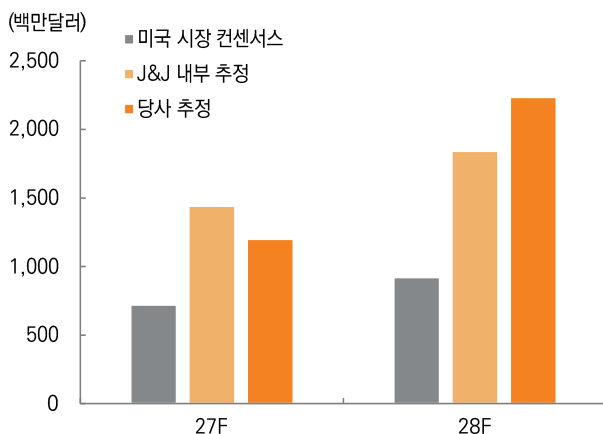
In-market brands	Current 2027 / 2028 market estimates for specific product sales ^{1,2}	Our internal forecast vs. current 2027 / 2028 market estimates ^{1,2}
 RYBREVANT + LAZCLUZE (osimertinib + lazertinib)	~\$1.8B / ~\$2.3B	2x higher
 Spravato (esketamine) (nasal spray)	~\$2.1B / ~\$2.3B	50% higher
 Tremfya (guselkumab)	~\$5.7B / ~\$6.3B	25% higher
Pipeline	Current 2028 market estimates for specific product sales ²	Our internal forecast vs. current 2028 market estimates ²
Intravesical drug releasing system ³	~\$0.7B	3x higher
icotrokinra	~\$0.7B	2x higher

J&J

¹Market estimates based on analyst models as of April 9th, 2025 that identify product specific sales in 2027
²Market estimates based on analyst models as of April 9th, 2025 that identify product specific sales in 2028
³Previously referred to as TABS platform

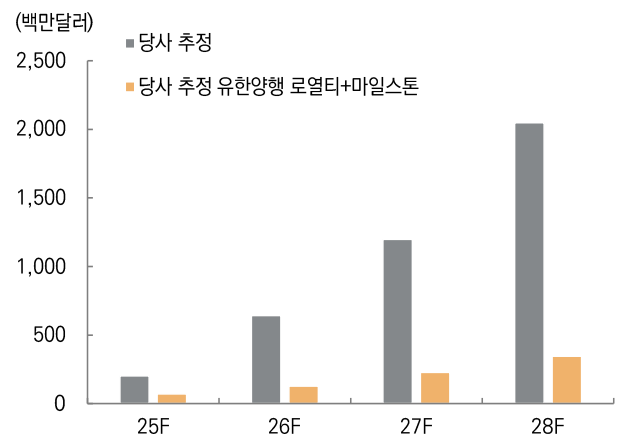
자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 27F, 28F 라즈클루즈 추정치 비교



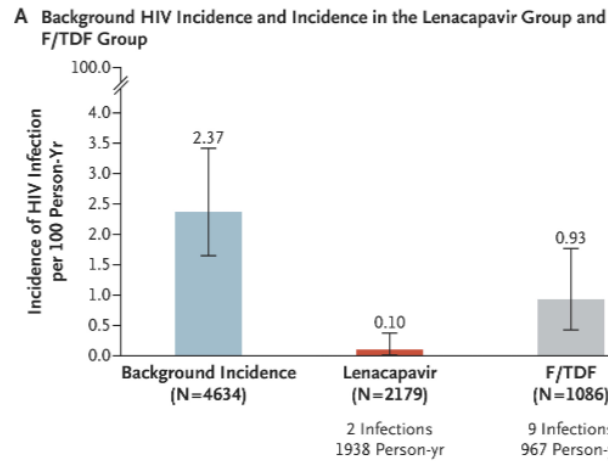
주: RYBREVANT/LAZCLUZE 병용 매출 추정치에 WAC 비율 6:4 적용.
 자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 당사 추정 라즈클루즈 매출액 및 유한양행 유입 로열티



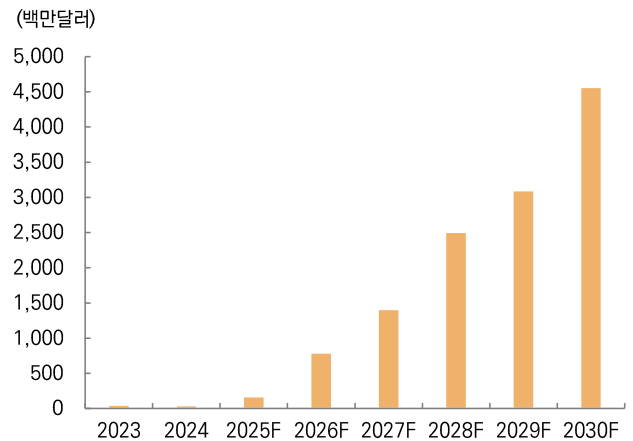
자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. Lenacapavir HIV 예방율 99.9%



자료: NEJM 2025;392:1261-1276, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. Lenacapavir 연간 매출 컨센서스



자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 유한화학 화성공장 HC동 투자 결정



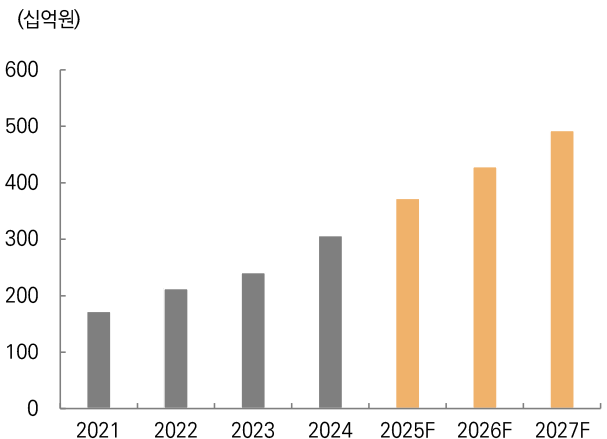
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 민주당 개리 피터스 상원의원의 생물 보안법 재추진 시사



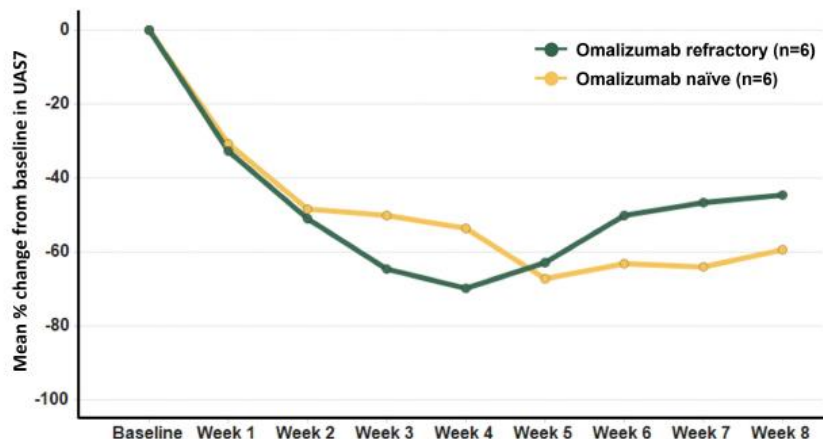
자료: Brookings, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 유한양행 해외 사업부 연간 매출 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 오말리주맙 치료경험 없는 환자와 불응성 환자의 UAS7 변화



자료: 2025 EAACI, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 알리지 신약 YH35324 risk-adjusted Net Present Value

(백만달러, 십억원)

	2025F...	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F...	2039F	2040F
미국 두드러기 환자 (1%)	3,442,817	3,618,498	3,678,326	3,738,797	3,799,918	3,861,694	3,924,131	3,987,237	4,312,996	4,380,238
CSU 진단환자 (15%)	509,537	535,538	544,392	553,342	562,388	571,531	580,771	590,111	638,323	648,275
18세 이상 (67%)	342,409	359,881	365,832	371,846	377,925	384,069	390,278	396,555	428,953	435,641
항히스타민불응(58%)	198,597	208,731	212,182	215,671	219,196	222,760	226,361	230,002	248,793	252,672
침투율(1% to 30%)		1%	6%	11%	16%	20%	25%	30%	30%	30%
점유 환자 수		2,087	12,377	23,005	33,975	45,294	56,968	69,001	74,638	75,802
WAC(Xolair 참고)	48,960	51,957	52,996	54,056	55,137	56,240	57,364	58,512	64,602	65,894
Rebate 등 (20% to 40%)		20%	22%	23%	25%	27%	28%	30%	38%	40%
Annual Net Price		41,565	41,513	41,443	41,353	41,242	41,111	40,958	39,838	39,536
미국 매출액		87	514	953	1,405	1,868	2,342	2,826	2,973	2,997
유럽 매출액(미국의 30%)		26	154	286	421	560	703	848	892	899
전체 매출액		113	668	1,239	1,826	2,428	3,045	3,674	3,865	3,896
EBIT(Peak Margin 65%)	-50	-18	304	629	972	1,261	1,550	1,834	1,736	1,633
NOPLAT	-40	-14	243	504	778	1,009	1,240	1,467	1,389	1,307
NOPLAT 현재가치	-36	-10	158	298	419	494	552	593	349	298
NOPLAT 현재가치 합	4,854									TV
TV의 현재가치	904									4,356
rNPV(PoS 15%)	864									
원화 가치 (1,400원)	1,209									
지아이 배분 후 가치	604.6									

주: 할인율 10%, 40년 이후 영구성장률 -20% 적용

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 유한양행 파이프라인 현황 (2Q25)

약물	타겟	적응증	후보물질	비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	Licensor	Licensee
LAZERTINIB	EGFR 돌연변이 3세대 TKI	EGFR돌연변이 비소세포암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (J&J) 글로벌 3상					GENOSCO	Johnson & Johnson Innovative Medicine
YH14618 (Remedisc)	TGF-β	퇴행성 디스크						EnsolBio sciences	SpineBiopharma
YH12852 (PCS12852)	5-HT receptor	위마비증							Protona Pharmaceuticals
YH35324	IgE	Allergy (CSU, 천식, AD)						GTI innovation	
YH32367	Her2/4-1BB	유방암, 위암, 담관암 등						abl bio	
YH42946	Her2, EGFR	Her2돌연변이 폐암, 위암 등						JINTS BIO	
YH35995	GCS	고셔병, 파브리병						GC	
YH32364	EGFR/4-1BB	두경부암, 위암, 대장암 등						abl bio	
YH45057	Androgen receptor	전립선암						Ubi Therapeutics	
YH44529	SOS1	고형암						Cyrus KANAPI	

주: 검정색 - 합성신약, 파란색 - 바이오신약

자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

유한양행 (000100)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,068	2,198	2,422	2,689
매출원가	1,378	1,469	1,542	1,616
매출총이익	690	729	880	1,073
판매비와관리비	635	604	684	762
조정영업이익	55	126	197	311
영업이익	55	126	197	311
비영업손익	6	59	76	75
금융손익	-6	-5	-2	2
관계기업등 투자손익	47	53	52	51
세전계속사업손익	61	185	273	386
계속사업법인세비용	6	9	14	26
계속사업이익	55	176	258	359
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	55	176	258	359
지배주주	71	226	331	460
비지배주주	-16	-50	-73	-101
총포괄이익	54	176	258	359
지배주주	70	228	335	466
비지배주주	-16	-52	-76	-106
EBITDA	118	191	264	378
FCF	-62	200	252	340
EBITDA 마진율 (%)	5.7	8.7	10.9	14.1
영업이익률 (%)	2.7	5.7	8.1	11.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.4	10.3	13.7	17.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,360	1,497	1,705	1,910
현금 및 현금성자산	306	379	474	545
매출채권 및 기타채권	626	664	732	813
재고자산	343	365	402	446
기타유동자산	85	89	97	106
비유동자산	1,582	1,572	1,606	1,754
관계기업투자등	457	485	535	594
유형자산	598	548	501	455
무형자산	285	296	328	462
자산총계	2,942	3,069	3,311	3,664
유동부채	619	606	623	650
매입채무 및 기타채무	262	278	306	340
단기금융부채	187	146	117	88
기타유동부채	170	182	200	222
비유동부채	172	174	178	182
장기금융부채	140	140	140	140
기타비유동부채	32	34	38	42
부채총계	791	780	801	832
지배주주지분	2,101	2,288	2,582	3,005
자본금	81	81	81	81
자본잉여금	123	123	123	123
이익잉여금	2,010	2,198	2,492	2,915
비지배주주지분	50	1	-72	-173
자본총계	2,151	2,289	2,510	2,832

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	55	197	254	342
당기순이익	55	176	258	359
비현금수익비용가감	101	17	19	26
유형자산감가상각비	45	47	49	49
무형자산상각비	18	18	18	18
기타	38	-48	-48	-41
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-124	-34	-61	-73
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-48	-38	-66	-79
재고자산 감소(증가)	-59	-22	-37	-44
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	11	19	23
법인세납부	-27	-9	-14	-26
투자활동으로 인한 현금흐름	-117	-23	-48	-152
유형자산처분(취득)	-113	3	-2	-2
무형자산감소(증가)	-17	-29	-50	-153
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	-1	-2	-2
기타투자활동	14	4	6	5
재무활동으로 인한 현금흐름	66	-78	-67	-67
장단기금융부채의 증가(감소)	57	-41	-29	-29
자본의 증가(감소)	12	0	0	0
배당금의 지급	-32	-37	-37	-37
기타재무활동	29	0	-1	-1
현금의 증가	7	72	95	71
기초현금	299	306	379	474
기말현금	306	379	474	545

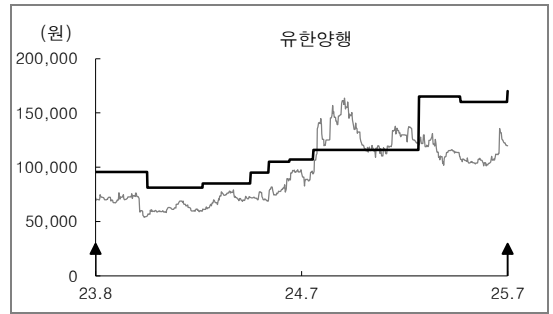
자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	137.6	43.1	29.4	21.1
P/CF (x)	62.2	50.4	35.1	25.2
P/B (x)	4.2	3.9	3.5	3.0
EV/EBITDA (x)	82.8	50.3	35.6	24.3
EPS (원)	869	2,777	4,080	5,673
CFPS (원)	1,920	2,377	3,413	4,753
BPS (원)	28,505	30,908	34,526	39,737
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	66.9	21.0	14.3	10.3
배당수익률 (%)	0.4	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	11.2	6.3	10.2	11.0
EBITDA증가율 (%)	16.2	61.6	38.4	43.1
조정영업이익증가율 (%)	-3.8	128.8	56.7	57.8
EPS증가율 (%)	-48.1	219.8	46.9	39.0
매출채권 회전율 (회)	3.5	3.5	3.6	3.6
재고자산 회전율 (회)	6.6	6.2	6.3	6.3
매입채무 회전율 (회)	7.8	8.1	7.8	7.4
ROA (%)	1.9	5.9	8.1	10.3
ROE (%)	3.4	10.3	13.6	16.5
ROIC (%)	3.3	7.6	11.7	16.9
부채비율 (%)	36.8	34.1	31.9	29.4
유동비율 (%)	219.7	247.2	273.6	293.9
순차입금/자기자본 (%)	0.3	-5.2	-9.8	-12.2
조정영업이익/금융비용 (x)	3.7	8.3	14.7	26.0

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
유한양행 (000100)				
2025.07.31	매수	170,000	-	-
2025.05.09	매수	160,000	-31.57	-15.13
2025.02.24	매수	165,000	-29.09	-20.55
2024.08.21	매수	116,000	12.29	41.12
2024.07.10	매수	107,000	-13.08	-8.60
2024.06.03	매수	105,000	-24.46	-14.76
2024.05.02	매수	95,000	-24.15	-18.53
2024.02.07	매수	85,000	-16.37	-6.82
2023.11.01	매수	81,352	-24.50	-15.43
2023.07.31	매수	95,708	-27.93	-20.10
2023.04.27	매수	76,567	-25.56	-13.38



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.