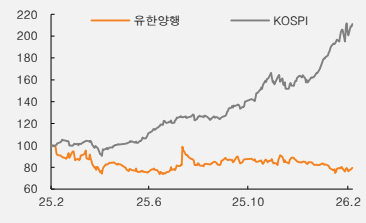


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 155,000원
현재주가(26/2/11)	109,200원
상승여력	41.9%

영업이익(25F, 십억원)	104
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	123
EPS 성장률(25F, %)	236.0
MKT EPS 성장률(25F, %)	36.0
P/E(25F, x)	38.5
MKT P/E(25F, x)	18.2
KOSPI	5,354.49

시가총액(십억원)	8,698
발행주식수(백만주)	80
유동주식비율(%)	68.9
외국인 보유비중(%)	18.0
베타(12M) 일간수익률	0.32
52주 최저가(원)	101,100
52주 최고가(원)	135,800

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.6	-2.5	-19.5
상대주가	-17.4	-41.6	-61.8



[제약/바이오]

김승민
sm.kim.a@miraeasset.com

조세은
seeun.jo@miraeasset.com

유한양행

레이저티닙 성장 속도와 기술수출 가능성에 주목

투자 의견 매수, 목표주가 15.5만원으로 하향(기존 17만원)

목표주가는 영업가치 10.2조원(기존 11.1조원)과 파이프라인 가치 5,688억원 등을 고려해 산정했다. 영업가치 하향조정은 레이저티닙 침투율 조정에 따른 라이선스 수익 조정(28F EBITDA -12% 하향조정)에 근거한다. 영업가치는 28년 EBITDA의 현재가(할인율 8.5%) 3,726억원(vs. 기존 4,070억원)에 EV/EBITDA 27x를 적용했다. 27x는 SK바이오팜 등 상업화 신약 보유 기업에 적용하고 있는 타겟 멀티플이다. 파이프라인 가치는 rNPV 기반 lesigercept(IgE, CSU) 가치다.

레이저티닙의 처방이 가속화될 환경(NCCN 1st line preferred 등재 등)은 마련되었고, 올 상반기 MARIPOSA 전체 생존기간 데이터도 발표될 것으로 예상된다(ASCO 추정). 실제 J&J의 RYBREVANT/LAZCLUZE 매출 성장 가속화에 따른 로열티 수익 증가로 중장기적 수익성 개선이 가능할 전망이다.

한편, 동사 경영진은 매출액 두자릿 수 성장, 영업이익 30% 이상 성장을 목표하고 있고, 이 목표에는 신규 기술수출 마일스톤이 포함된다고 언급했다. 즉, 신규 기술수출이 올해 핵심 전략 과제 중 하나라고 해석할 수 있겠다.

4Q25P Review

연결 기준, 4Q25P 매출액 5,461억원(+10% YoY), 영업이익 261억원(흑전 YoY), 순이익 1,101억원(흑전 YoY)으로 매출액과 영업이익이 컨센서스를 -5%, -41% 하회, 순이익은 +77% 상회했다. 약품 사업부는 3,514억원(+2% YoY)으로, 트라젠타, 자디앙 등 약가 인하 영향을 로수마비브 등 주력 제품 성장으로 상쇄하며 소폭 성장했다. 헬스케어(생활건강) 사업부는 498억원(-7% YoY)으로 역성장했다. 경기침체 영향 지속되며 수익성 개선 위한 포트폴리오 조정 중이다. 해외사업부는 494억원(-24% YoY)으로 역성장했는데, API 선적 시점에 따른 매출 인식 때문이다. 연간 매출은 +26% 성장했다. 유한화학 길리어드 항 API 수출 증가 등 때문이다. 라이선스 수익은 703억원(+1,674% YoY)으로 레이저티닙 중국 출시 마일스톤 약 630억원, 레이저티닙 러닝로열티 47억원 등이 발생했다. 연결 대상 이문온시아의 R&D 비용 증가와 더불어 유럽 출시 마일스톤 약 420억원이 4Q25 인식될 것으로 예상했었기에 영업이익이 기대치를 상당히 하회했다. 다만, 에임드바이오 등 관계기업 주식 처분이익 등 영업외수익으로 순이익은 기대치를 상당히 상회했다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,859	2,068	2,187	2,341	2,635
영업이익 (십억원)	57	55	104	134	218
영업이익률 (%)	3.1	2.7	4.8	5.7	8.3
순이익 (십억원)	136	71	237	243	327
EPS (원)	1,673	869	2,918	3,006	4,046
ROE (%)	6.7	3.4	10.9	10.4	12.6
P/E (배)	41.1	137.6	38.5	36.3	27.0
P/B (배)	2.5	4.2	3.7	3.3	3.0
배당수익률 (%)	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5

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

2026년 실적 전망

연결 기준, 26년 매출액 2조 3,414억원(+7% YoY), 영업이익 1,342억원(+29% YoY)을 예상한다. 기존 추정치 대비 매출액 -3%, 영업이익 -32% 하향조정했다. ETC 부문의 신제품 출시 등으로 약품 사업부가 +7% YoY, 헬스케어 사업부 포트폴리오 조정 마무리되며 +3% YoY, 글로벌 API 시장 공급망 재편에 따른 수혜로 해외 사업은 +11% YoY 성장할 것으로 예상한다. 다만, 라이선스 수익은 1,142억원(유럽 허가 마일스톤 420억원, 레이저티닙 로열티 522억원, 기타 200억원)으로 예상하는데, 레이저티닙 침투율 조정에 따라 기존 1,908억원에서 하향조정했다. 이에 영업이익을 하향조정했다.

컨퍼런스콜 주요 Q&A

Q1. 26년 실적 가이드نس? 약가 인하 반영 여부?

A. 매출액 두 자릿수 이상 및 영업이익 +30% 이상 성장 목표. 해당 가이드نس는 예상 로열티 및 R&D 예산 등 반영한 수치. 약가 인하의 경우 확정된 사항은 없지만, 전체 매출에서 약가 인하가 반영되는 포션이 비교적 낮기 때문에 타 제약사 대비 영향이 조금 적을 것으로 예상. 하반기 정도 약가 인하가 순차적으로 진행될 것으로 예측되고 있고, 이에 26년 가이드نس 수치에 반영했음.

Q2. R&D 비용 가이드نس?

A. R&D 비용 예산은 두 자릿수 이상 증액 전망되며, 2,700억 이상 잡고 있음.

Q3. 4분기 레이저티닙 로열티 및 26년 예상 규모?

A. 4Q25 47억 및 연간으로 150억 기록. 마리포사 병용요법의 판매가 중국, 일본, 미국 등 마켓이 큰 지역으로 확대되었고, 올해 유럽까지 예정되어 있음. 전체적으로는 450억 규모 유입될 것으로 전망.

Q4. 26년 예상 레이저티닙 마일스톤 규모?

A. 유럽 3,000만불로 약 420억 정도 남아있고, 상반기 내에 들어올 것으로 기대.

Q5. 마리포사 병용요법 경쟁 심화 영향?

A. 1st line 경쟁 약물로 진입하기 위해서는 거쳐야할 단계가 많음. 현재 표준치료로 자리잡은 마리포사 병용, 타그리스 병용, 이러한 표준치료와 1:1로 우월성을 입증하는 임상 디자인이 아니고는 시장에 들어오기가 어려움. 또한, 아미반타맵, 렉라자 OS 예측이 상당히 길게 예측되고 있기에, 생존기간 연장 효과 입증하는 건 상당히 어려운 일이 아닌가 생각.

Q6. 국내 병용요법 코프로모션 및 출시 일정?

A. 코프로모션의 경우 유한이 렉라자 영업, 한국안센이 아미반타맵 영업을 담당. 그러나 보험 급여 신청은 한국안센이 주도. 보험공단과의 협상은 안센 쪽이라 유한 측에서 언급은 어려움. 현재 비급여로 처방은 가능한 상황이고, 실제 처방받는 환자의 숫자는 증가 중.

Q7. 유한화학 HC동 증설 계획과 Capex?

A. 중국 물량 쇄도하며 HB동 1년도 채 되지 않았음에도 캐파가 풀로 찬 상황. Capex는 약 1,500억 예산 잡고 있음. 오는 3월 기공, 28년도 상반기 가동 계획 중.

Q8. API 수출 전망?

A. 금년도 약 4,300억 규모. 두 자릿수 성장 전망.

Q9. 뉴코 구조?

A. 뉴코 형태로 출범하게 되면 에셋의 모든 개발 권한을 그 쪽에 넘기고, 해당 회사의 상당 부분 지분을 확보하며 어떤 경우에는 투자 자금 중 일부를 업프론트로 받을 수 있음. 임상 개발 자금들은 뉴코가 VC, 그 외 재정적 지원자들의 재원을 바탕으로 진행. 대규모 임상비를 부담하지 않으면서도 이익 가져올 수 있는 장점이 있음.

Q10. 뉴코를 통한 임상을 고려 중인 파이프라인?

A. 뉴코에서 우선적으로 생각하는 에셋들은 여러 지방을 타깃으로 많은 임상을 함께 진행할 필요가 있는 에셋들. 알려지 치료제의 경우 특별성 두드러기, 식품 알려지, 천식 등 여러 질환을 적응증으로 하기 때문에 뉴코 설립하게 되면 훨씬 많은 비용을 가지고 동시에 임상을 다발적으로 열 수 있을 것.

특히 베링거에서 반환된 MASH 치료제의 경우에도 하나의 임상이 아니라 F1부터 F4까지 다양한 환자 그룹, 최근 시판되거나 개발 중인 다른 치료제와의 병용임상 필요성이 많이 제기되고 있음. 다양한 임상을 동시에 개시하기 위해서는 마찬가지로 큰 재원이 필요.

Q11. 신약 개발 관련 AI 활용 현황? 효율성 개선?

A. 저분자 신약 연구의 시간 단축과 효율성 극대화를 위한 AI 플랫폼인 유니버스를 구축 중이고, 과제에 적용하는 단계. 현재로서는 얼마나 효율성이 개선될지 통계적 수치는 나와 있지는 않음. 금년도 과제 다수 진행 후 업데이트 드릴 것.

Q12. 학회 초록 제출이나 데이터 발표 일정 있는지?

A. 임상 진행 속도 고려 시 올해 하반기 유럽 암학회 목표. 다만, 일반적으로 임상 결과는 분석 과정도 필요하고 환자 치료 경과를 1년 정도 팔로업을 진행. 가능하면 올해 가을에는 임상 근거가 된 동물 시험 결과를 우선 발표하고, 내년 AACR이나 ASCO 때는 해당 임상 발표할 수 있게끔 진행할 계획.

표 1. 유한양행 밸류에이션

(억원, 원, 천주)

구분	내용	비고
28F EBITDA의 현가	3,726 (vs. 기존 4,070)	* 28F EBITDA 4,759억원(vs. 기존 5,415억원)의 현가(WACC 8.5%)
Target EV/EBITDA	27x	* 미국 상업화 신약 기업 SK바이오팜에 적용하는 타겟 멀티플
영업가치	102,088 (vs. 기존 111,115)	
순현금	700	* 26년 예상
파이프라인 가치	5,688	
lesigercept (IgE, 알러지)	5,688	* 30F 출시, 7년차 미국 CSU Peak 점유율 30%, 약가 \$43.2k 가정 유럽 매출액은 미국 30% 가정. 지아이이노베이션 배분비율 5:5 가정. 임상1상 성공확률(PoA) 15%, 할인율 10%, 영구성장률 -10% 가정
비연결 관계기업투자	5,844	* 장부가액
적정 기업가치	114,320	
주식 수 (천주)	73,615	
적정주가 (원)	155,293	* 155,000원
현재주가 (원)	109,200	
상승여력	41.9%	

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	8.7	2,232	2,431	127	177	5.7	7.3	185	273	7.5	10.1	47.5	33.8	3.7	3.4	35.6	25.2	3.6	3.2
한미약품	8.0	1,671	1,829	275	315	16.5	17.2	197	230	14.6	14.8	40.5	34.6	5.6	4.8	22.1	19.5	4.8	4.4
녹십자	2.1	1,967	2,107	66	96	3.4	4.5	48	48	2.7	3.8	57.4	42.8	1.6	1.6	20.7	17.6	1.1	1.0
대웅제약	2.0	1,578	1,689	199	223	12.6	13.2	165	187	15.2	15.3	12.7	10.9	1.9	1.7	10.0	8.6	1.2	1.1
HK이노엔	1.6	1,055	1,125	109	125	10.3	11.1	87	108	6.4	7.4	17.6	14.4	1.1	1.0	10.6	8.6	1.4	1.3
종근당	1.3	1,692	1,765	81	89	4.8	5.0	78	72	8.7	7.8	15.9	17.2	1.4	1.4	10.7	9.8	0.8	0.7
동아에스티	0.5	745	852	27	41	3.7	4.9	6	18	1.0	2.0	65.9	30.5	0.8	0.8	15.6	12.8	0.7	0.6
평균						8.1	9.0			8.0	8.7	36.8	26.3	2.3	2.1	17.9	14.6	1.9	1.7

주: 26년 2월 11일 종가 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 유한양행 4Q25P Review

(억원, %, %p)

	4Q24	3Q25	4Q25P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs.컨센서스	YoY	QoQ
매출액	4,961	5,700	5,461	5,758	-5.2	10.1	-4.2
매출총이익	1,467	1,689	2,131	2,180	-2.2	45.3	26.2
매출총이익률	29.6	29.6	39.0	37.9	1.2	9.5	9.4
영업이익	-118	220	261	441	-40.9	흑전	18.5
영업이익률	-2.4	3.9	4.8	7.7	-2.9	7.2	0.9
순이익	-231	212	1,101	623	76.9	흑전	420.3

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 실적 추정 변경

(억원, %)

	변경 전		변경 후		변경 비율	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	24,223	26,892	23,414	26,348	-3.3	-2.0
영업이익	1,968	3,105	1,344	2,182	-31.7	-29.7
EBITDA	2,638	3,796	2,095	2,983	-20.6	-21.4
순이익	2,584	3,433	1,898	2,552	-26.5	-25.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 유한양행 분기 및 연간 실적 전망

(억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	4,916	5,790	5,700	5,461	5,696	5,990	6,225	5,504	20,678	21,866	23,414	26,348
YoY 성장률	10.6	9.6	-4.8	10.1	15.9	3.5	9.2	0.8	11.2	5.7	7.1	12.5
별도 매출액	4,694	5,562	5,511	5,290	5,508	5,785	6,055	5,350	20,084	21,057	22,697	25,580
YoY 성장률	8.4	8.1	-5.8	11.3	17.3	4.0	9.9	1.1	11.0	4.8	7.8	12.7
약품 사업부	3,298	3,451	3,576	3,580	3,497	3,629	3,791	4,017	13,478	13,905	14,933	15,680
YoY 성장률	6.5	1.8	2.8	1.9	6.0	5.2	6.0	12.2	0.4	3.2	7.4	5.0
생활건강 사업	467	688	522	498	481	709	538	513	2,406	2,176	2,241	2,398
YoY 성장률	5.1	-8.5	-22.6	-6.9	3.0	3.0	3.0	3.0	11.8	-9.6	3.0	7.0
해외사업	874	1,148	1,350	494	978	1,286	1,512	533	3,065	3,865	4,310	5,171
YoY 성장률	17.9	18.1	92.7	-24.2	12.0	12.0	12.0	8.0	27.1	26.1	11.5	20.0
라이선스 수익	40	255	43	703	536	142	193	271	1,058	1,041	1,142	2,260
YoY 성장률	56.0	4,502.3	-95.6	1,673.7	1,247.6	-44.4	347.8	-61.4	841.5	-1.6	9.7	97.9
기타	16	19	20	15	15	19	21	15	82	70	71	71
YoY 성장률	-38.2	-25.4	21.5	2.4	-0.5	-0.5	5.7	1.8	-10.4	-15.0	1.8	0.0
연결 조정	222	228	189	171	188	205	170	154	594	810	718	768
YoY 성장률	93.5	66.7	38.7	-17.2	-15.0	-10.0	-10.0	-10.0	19.1	36.2	-11.4	7.0
매출총이익	1,487	1,992	1,689	2,131	2,084	1,896	2,032	1,893	6,894	7,299	7,906	9,486
YoY 성장률	10.5	19.0	-29.9	45.3	40.2	-4.8	20.4	-11.2	21.8	5.9	8.3	20.0
매출총이익률	30.2	34.4	29.6	39.0	36.6	31.7	32.7	34.4	33.3	33.4	33.8	36.0
영업이익	64	499	220	261	475	310	359	198	549	1,044	1,342	2,182
YoY 성장률	1,012.3	168.9	-53.7	흑전	640.7	-37.8	63.0	-24.1	-3.8	90.2	28.6	62.6
영업이익률	1.3	8.6	3.9	4.8	8.3	5.2	5.8	3.6	2.7	4.8	5.7	8.3
EBITDA	227	676	400	445	649	499	551	394	1,179	1,748	2,093	2,983
YoY 성장률	46.4	94.6	-36.5	849.9	185.6	-26.2	37.6	-11.4	16.2	48.2	19.7	42.5
EBITDA 마진	4.6	11.7	7.0	8.1	11.4	8.3	8.8	7.2	5.7	8.0	8.9	11.3
순이익	100	440	212	1,098	563	360	502	471	552	1,850	1,897	2,552
YoY 성장률	-7.4	37.9	-40.4	-575.5	463.0	-18.1	137.1	-57.1	-58.9	235.4	2.5	34.6
순이익률	2.0	7.6	3.7	20.1	9.9	6.0	8.1	8.6	2.7	8.5	8.1	9.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 레이저티닙 연간 매출 추정

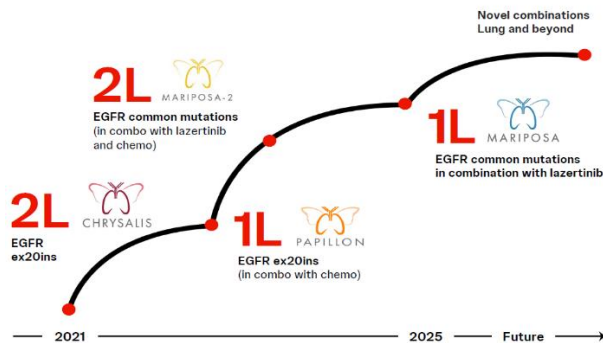
(백만달러)

레이저티닙 1차 치료제 가치 산정	2024	2025	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%	2%	3%	7%	17%	25%	35%	45%	50%
미국 연간 비용 (\$170,000 연간 2%인상)	170	173	177	180	184	188	191	195	199
미국 1차 치료 레이저티닙 매출액	45	92	141	338	841	1,270	1,824	2,406	2,744
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%	2%	5%	13%	19%	26%	34%
유럽 연간 비용(미국 연간비용 80%, 연 2% 가격 인하)		136	133	131	128	125	123	120	118
유럽 1차 치료 레이저티닙 매출액		66	129	190	437	1,042	1,506	2,073	2,619
미국/유럽 외 매출(미국/유럽의 50%)			135	264	639	1,156	1,665	2,239	2,681
1차 치료 레이저티닙 매출액	45	140	405	792	1,917	3,467	4,995	6,718	8,044
유한양행 유입 로열티 (10%~15%)	6	14	41	87	240	416	649	941	1,207
유한양행 유입 허가/판매 마일스톤	60	45	30	60	60	120	60		

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 evidence ¹	Our execution	Our ambition
✓ 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	26-month avg time to peak share for 1L therapies² 2025 subcutaneous formulation - Treatment experience evidence at launch	~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 Intrinsix Data Access August 2020; ³ Non-risk adjusted peak year operational sales, including partner sales; ⁴ US, EU, GS Global Center Enviva

자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. J&J의 LAZCLUZE/RYBREVANT 관련 코멘트

LAZCLUZE/RYBREVANT 관련 최근 코멘트

[JPM 2026] "And then the strength that we are developing in lung cancer with RYBREVANT plus LAZCLUZE. RYBREVANT also, we have shown data already in head and neck cancer and in colorectal cancer so it's going to be a large product."

"The second one in the short term is RYBREVANT. RYBREVANT, we just had the approval of the subcutaneous formulation. It offers overall survival, which is unmatched. It's likely to be able to double the overall survival, the five-year overall survival, the percentage of patients that are alive after five years compared to the standard of care. And we have presented data, both in head and neck and in colorectal cancer, which is very promising. So RYBREVANT still remains underestimated."

[4Q25 Earnings call] "We're also seeing significant momentum in our solid tumor portfolio. In Q4, we received FDA approval for RYBREVANT FASPRO as the first subcutaneous therapy for EGFR mutated non-small cell lung cancer, reducing administration time from hours to minutes and improving patient experience."

"In lung cancer, RYBREVANT plus LAZCLUZE delivered sales of \$216 million and growth of 76.5%, driven by continued launch uptake in all regions. We continue to see share gains in both first and second lines of therapy."

"2026 sales growth across our Innovative Medicine business will be driven by TREMFYA, DARZALEX, CARVYKTI, ERLEADA, and SPRAVATO, as well as new launches of RYBREVANT plus LAZCLUZE in lung cancer..."

자료: J&J, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

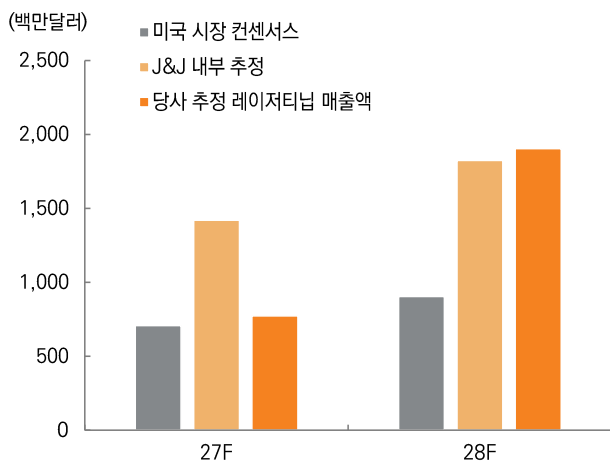
그림 3. 마켓 추정치와 존슨앤존슨 내부 전망과의 괴리

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}
	~\$1.8B / ~\$2.3B	2x higher
	~\$2.1B / ~\$2.3B	50% higher
	~\$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

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

자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

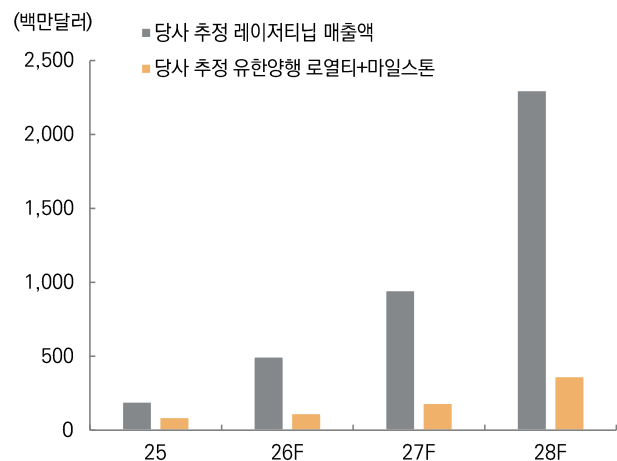
그림 4. 27F, 28F 라즈클루즈 추정치 비교



주: RYBREVANT/LAZCLUZE 병용 매출 추정치에 WAC 비율 6:4 적용.

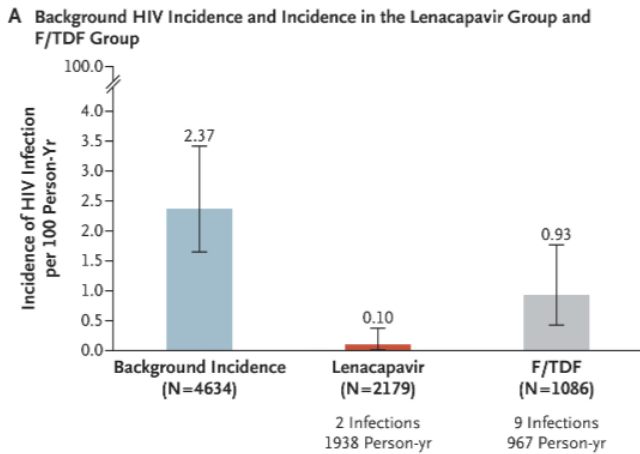
자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 당사 추정 라즈클루즈 매출액 및 유한양행 유입 로열티



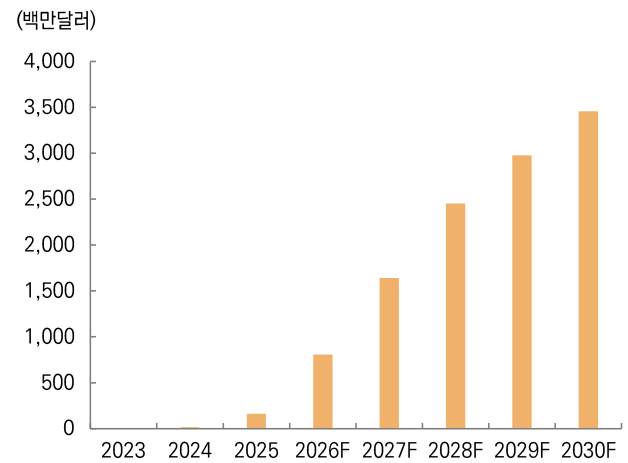
자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. Lenacapavir HIV 예방율 99.9%



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

그림 7. Lenacapavir 연간 매출 컨센서스



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 유한화학 화성공장 HC동 투자 결정



자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

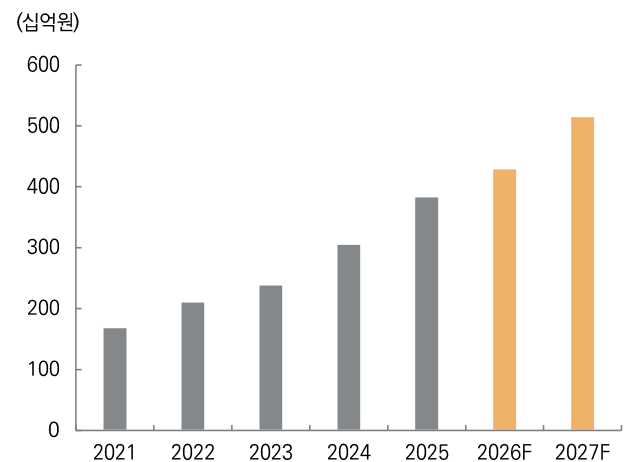
그림 9. 생물보안법 포함 FY2026 NDAA 법제화



Today, I have signed into law S. 1071, the "National Defense Authorization Act for Fiscal Year 2026" (the "Act"). The Act authorizes fiscal year appropriations for the Department of War (DoW), the Department of Energy national security programs, the Department of State, the Department of Homeland Security, the Intelligence Community, and other executive departments and agencies. The Act will enable the DoW to carry out my Peace Through Strength agenda, protect the homeland from domestic and foreign threats, and strengthen the defense industrial base, while eliminating funding for wasteful and radical programs that undermine the warfighting ethos of our Nation's men and women in uniform. Importantly, the Act codifies aspects of over a dozen Executive Orders and actions taken by my Administration, including those focused on warfighter lethality, advancing homeland missile defense by fully supporting the Golden Dome for America plan, restoring America's airspace sovereignty, and providing Federal recognition of the Lumbee Tribe of North Carolina.

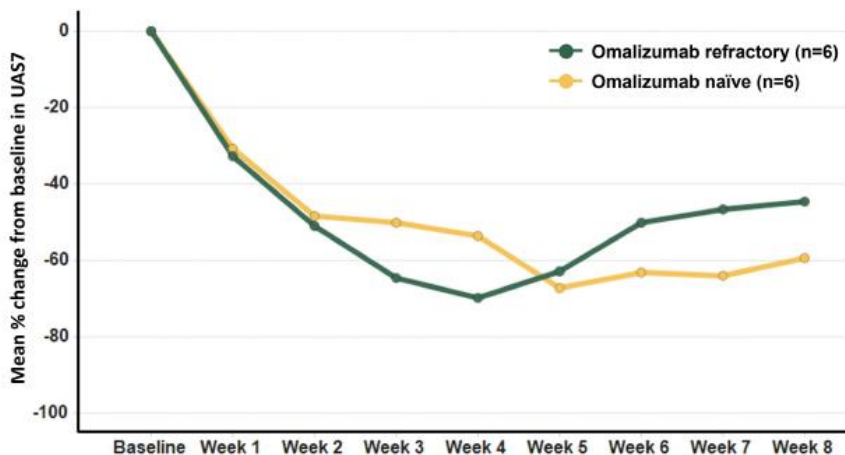
자료: The White House, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 유한양행 해외 사업부 연간 매출 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 오말리주맙 치료경험 없는 환자와 불응성 환자들의 UAS7 변화



자료: EAACI 2025, 미래에셋증권 리서치센터

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

(백만달러, 십억원)

	2026F...	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F...	2039F	2040F
미국 두드러기 환자 (1%)	3,500,749	3,738,797	3,799,918	3,861,694	3,924,131	3,987,237	4,051,016	4,115,475	4,312,996	4,380,238
CSU 진단환자 (15%)	518,111	553,342	562,388	571,531	580,771	590,111	599,550	609,090	638,323	648,275
18세 이상 (67%)	348,171	371,846	377,925	384,069	390,278	396,555	402,898	409,309	428,953	435,641
항히스타민불응(58%)	201,939	215,671	219,196	222,760	226,361	230,002	233,681	237,399	248,793	252,672
침투율(1% to 30%)		1%	6%	11%	16%	20%	25%	30%	30%	30%
점유 환자 수		2,157	12,786	23,761	35,086	46,767	58,810	71,220	74,638	75,802
WAC(Xolair 참고)	49,939	54,056	55,137	56,240	57,364	58,512	59,682	60,876	64,602	65,894
Rebate 등 (20% to 40%)		20%	22%	24%	26%	28%	30%	32%	38%	40%
Annual Net Price		43,245	43,007	42,742	42,450	42,128	41,777	41,395	40,053	39,536
미국 매출액		93	550	1,016	1,489	1,970	2,457	2,948	2,989	2,997
유럽 매출액(미국의 30%)		28	165	305	447	591	737	884	897	899
전체 매출액		121	715	1,320	1,936	2,561	3,194	3,833	3,886	3,896
EBIT(Peak Margin 65%)	-50	-119	228	686	986	1,279	1,563	1,837	1,746	1,633
NOPLAT	-45	-107	206	617	887	1,151	1,406	1,653	1,571	1,470
NOPLAT 현재가치	-41	-66	116	317	414	488	542	579	414	352
NOPLAT 현재가치 합	3,818									TV
TV의 현재가치	1,600									7,350
rNPV(PoS 15%)	813									
원화 가치 (1,400원)	1,138									
지아이 배분 후 가치	568.8									

주: 할인율 10%, 40년 이후 영구성장률 -20% 적용

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 유한양행 주요 혁신신약 파이프라인

Section	Drug	Indication	Preclinical	Phase I	Phase II	Phase III	Approval	Originator	Licensee
Oncology	Lazertinib 3 rd gen. EGFR TKI	EGFR+ NSCLC	1L/2L mono (Korea) & combo 1L + Amivantamab (Global) 2L + Amivantamab (Global)					GENOSCO	Johnson & Johnson
	YH32367 HER2/4-1BB bsAb	HER2+ solid cancer						abl bio	
	YH32364 EGFR/4-1BB bsAb	Solid cancer						abl bio	
	YH42946 HER2-TKI	Solid cancer						JINTS BIO	
	YH44529 SOS1	Solid cancer						Cyrus	
CVRM	YH25724 FGF21/GLP-1	MASH							
	YH35995 GCS inhibitor	LSD ¹						GC Biopharma	
Immunology, GI & Others	YH35324 IgE Trap	Allergic diseases						GT innovation	
	SB-01 TGFβ	DDD ²						EnsolBio sciences	SpineBioPharma
	PCS12852 5-HT4R agonist	Gastroparesis							Protona Pharmaceuticals

¹Lysosomal storage disease (LSD) ²Degenerative disc disease (DDD)

자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

유한양행 (000100)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,068	2,187	2,341	2,635
매출원가	1,378	1,457	1,551	1,686
매출총이익	690	730	790	949
판매비와관리비	635	626	656	730
조정영업이익	55	104	134	218
영업이익	55	104	134	218
비영업손익	6	118	75	72
금융손익	-6	-6	-3	-1
관계기업등 투자손익	47	53	52	51
세전계속사업손익	61	222	209	290
계속사업법인세비용	6	37	19	35
계속사업이익	55	185	190	255
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	55	185	190	255
지배주주	71	237	243	327
비지배주주	-16	-52	-53	-72
총포괄이익	54	126	190	255
지배주주	70	164	246	331
비지배주주	-16	-37	-56	-76
EBITDA	118	175	209	293
FCF	-62	159	210	237
EBITDA 마진율 (%)	5.7	8.0	8.9	11.1
영업이익률 (%)	2.7	4.8	5.7	8.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.4	10.8	10.4	12.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,360	1,453	1,600	1,709
현금 및 현금성자산	306	340	409	371
매출채권 및 기타채권	626	661	708	797
재고자산	343	363	389	437
기타유동자산	85	89	94	104
비유동자산	1,582	1,564	1,575	1,720
관계기업투자등	457	483	517	582
유형자산	598	544	490	436
무형자산	285	295	326	460
자산총계	2,942	3,017	3,175	3,430
유동부채	619	603	606	639
매입채무 및 기타채무	262	277	296	333
단기금융부채	187	146	116	87
기타유동부채	170	180	194	219
비유동부채	172	174	177	181
장기금융부채	140	140	140	140
기타비유동부채	32	34	37	41
부채총계	791	777	783	820
지배주주지분	2,101	2,242	2,447	2,737
자본금	81	81	81	81
자본잉여금	123	123	123	123
이익잉여금	2,010	2,210	2,415	2,705
비지배주주지분	50	-2	-55	-127
자본총계	2,151	2,240	2,392	2,610

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	55	156	212	239
당기순이익	55	185	190	255
비현금수익비용가감	101	-8	33	46
유형자산감가상각비	45	52	56	56
무형자산상각비	18	19	19	19
기타	38	-79	-42	-29
영업활동으로인한자산및부채의변동	-124	-31	-42	-80
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-48	-35	-46	-86
재고자산 감소(증가)	-59	-20	-26	-49
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	10	13	25
법인세납부	-27	-37	-19	-35
투자활동으로 인한 현금흐름	-117	-23	-48	-153
유형자산처분(취득)	-113	3	-2	-2
무형자산감소(증가)	-17	-29	-50	-153
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	-1	-1	-2
기타투자활동	14	4	5	4
재무활동으로 인한 현금흐름	66	-78	-67	-66
장단기금융부채의 증가(감소)	57	-41	-29	-29
자본의 증가(감소)	12	0	0	0
배당금의 지급	-32	-37	-37	-37
기타재무활동	29	0	-1	0
현금의 증가	7	34	69	-38
기초현금	299	306	340	409
기말현금	306	340	409	371

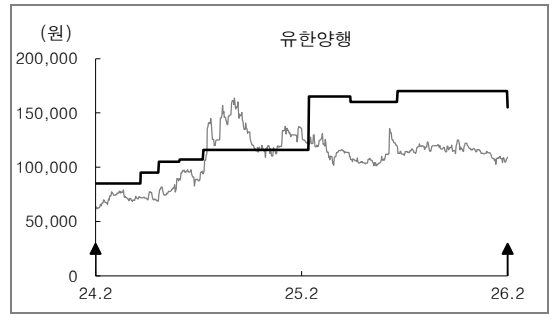
자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	137.6	38.5	36.3	27.0
P/CF (x)	62.2	51.5	39.7	29.3
P/B (x)	4.2	3.7	3.3	3.0
EV/EBITDA (x)	82.8	51.6	41.0	29.0
EPS (원)	869	2,918	3,006	4,046
CFPS (원)	1,920	2,182	2,752	3,729
BPS (원)	28,505	30,328	32,993	36,576
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	66.9	19.9	19.4	14.4
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	11.2	5.7	7.1	12.5
EBITDA증가율 (%)	16.2	48.2	19.7	40.2
조정영업이익증가율 (%)	-3.8	90.2	28.6	62.6
EPS증가율 (%)	-48.1	236.0	3.0	34.6
매출채권 회전율 (회)	3.5	3.5	3.5	3.6
재고자산 회전율 (회)	6.6	6.2	6.2	6.4
매입채무 회전율 (회)	7.8	8.0	8.0	7.9
ROA (%)	1.9	6.2	6.1	7.7
ROE (%)	3.4	10.9	10.4	12.6
ROIC (%)	3.3	5.5	7.7	11.5
부채비율 (%)	36.8	34.7	32.7	31.4
유동비율 (%)	219.7	240.9	263.9	267.7
순차입금/자기자본 (%)	0.3	-3.6	-7.5	-6.6
조정영업이익/금융비용 (x)	3.7	6.9	10.0	18.3

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
유한양행 (000100)				
2026.02.12	매수	155,000	-	-
2025.07.31	매수	170,000	-32.21	-26.47
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



* 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(◆), 추가(—), 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
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 31일 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.