유한양행
(000100)

LAZ/AMI 병용: mOS 개선 1년 초과

투자의견
BUY(유지)

목표주가
220,000 원(유지)

현재주가
121,400 원(01/07)

시가총액
9,737(십억원)

바이오/제약 권해순_ 02)368-6181_ hskwon@eugenefn.com

- 투자의견 BUY 및 목표주가 22만원 유지, 제약업종 Top pick 유지
- 1월 7일 J&J(NYSE:JNJ)는 레이저티닙/아미반타맙 병용요법(LAZ/AMI) MARIPOSA 연구의 긍정적 결과 발표
  : LAZ/AMI의 mOS가 '화학요법 없이' EGFR 돌연변이 폐암에 대한 1차 치료제로 현재 표준 치료법인 OSI(오시머티닙. 제품명 타그리소) 대비 통계적으로 유의미하고 임상적으로 의미 있게 개선되었다(1년 초과 예상)고 발표함
- 향후 일정 및 전망
  ① J&J은 다음 주 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스(1/13)에서 LAZ/AMI의 잠재력에 대해 강조할 것으로 예상됨. J&J는 스텔라라의 특허 만료 이후 성장 둔화 가능성을 상쇄시키는 신제품 출시가 필요한 상황. J&J는 출시 3년차 병용요법의 매출액이 50억 달러(약 7조원 상회)를 상회할 것으로 재차 강조해 왔음.
  ② 2025년 ASCO에서 MARIPOSA 임상 결과를 공식적으로 발표할 것으로 예상됨
  ③ 우수한 치료 효과를 근거로 FDA 정식 승인과 본격적으로 마케팅이 시작될 것
  ④ 하반기 LAZ/AMI SC FDA 승인이 예상됨, 투약 편의성/약효 개선/ 부작용 감소로 상업적 가치는 더욱 높아질 것
- 당사 예상보다 빨리 MARIPOSA 임상의 긍정적 결과가 발표되면서 유한양행의 실적 성장에 대한 기대감이 주가에 선반영될 것, 당사는 2027년 레이저티닙으로부터 유입되는 수익을 추정하여 목표주가에 반영하였음(2024년 9월 23일 자료 참고). 향후 J&J의 판매 전략 및 시장 침투 속도 등 진행 사항을 고려하여 추가 업데이트 할 예정

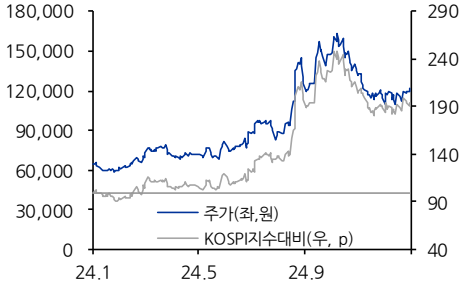
주가(원, 01/07)	121,400
시가총액(십억원)	9,737
발행주식수	80,209천주
52주 최고가	166,900원
최저가	57,500원
52주 일간 Beta	1.36
60일 일평균거래대금	2,533억원
외국인 지분율	20.4%
배당수익률(2024E)	0.4%
주주구성	
유한재단 (외 4인)	23.3%
국민연금공단 (외 1인)	7.8%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	3.0	48.6	87.6
절대기준	5.7	35.6	84.2

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	220,000	220,000	-
영업이익(24)	118	138	▼
영업이익(25)	189	198	▼

12 월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	1,776	1,859	2,136	2,324
영업이익	36	57	118	189
세전손익	95	135	153	261
당기순이익	91	134	127	235
EPS(원)	1,186	1,697	1,989	2,933
증감률(%)	-7.3	43.0	17.2	47.5
PER(배)	46.2	40.5	61.1	41.4
ROE(%)	4.9	6.7	7.6	10.4
PBR(배)	2.1	2.6	4.6	4.2
EV/EBITDA(배)	51.0	52.3	49.6	34.7

자료: 유진투자증권



제약업종 Top pick, 목표주가 22 만원 유지

제약업종 Top pick 유지

투자의견 BUY 및 목표주가 22 만원을 유지한다. 목표주가는 2027 년 예상 순이익을 현가화하여 Target P/E 40 배를 적용한 후 R&D 가치 등을 합산하였다. 제약업종 Top pick 을 유지한다.

2027 년 예상 순이익 현가화한 값에 Target P/E 40 배를 적용하고, 기타 부문 가치 합산

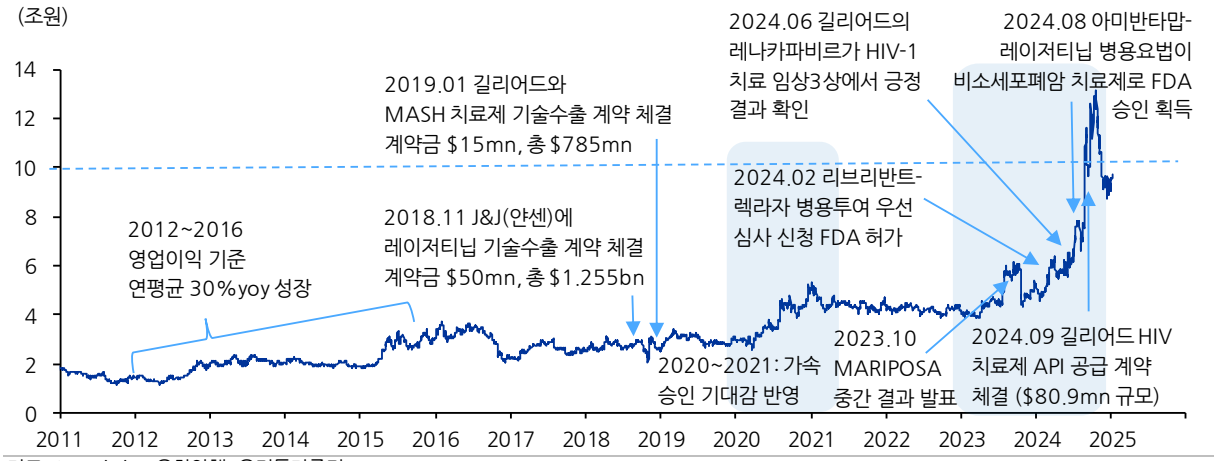
목표주가는 레이저티닙의 성공적인 글로벌 상업화를 가정하여 2027 년 예상 순이익 5,070 억원을 현가화(할인율 10%)한 값(4,190 억원)에 Target P/E 40 배를 적용한 영업가치 16.8 조원, 기타 신약 파이프라인 추정 가치 0.43 조원, 투자자산 추정 가치 0.19 조원을 합산하여 산출하였다. 유한화학(비상장)의 HIV 치료제 원료 의약품 공급계약 및 레이저티닙 예상 매출액 등을 중장기 실적에 반영하여 유한양행의 2027 년까지 실적 전망을 추정한 것을 도표 4~13 에 나타냈다.

도표 1. **유한양행 목표주가 22 만원**

구성요소	Value (십억원)	산정 근거
영업 가치	16,775	2027 년 예상 순이익을 5,070 억원을 2025 년 초로 현가화(할인율 10%)한 값에 Target P/E 40 배(한미약품에 적용하는 투자지표에서 할증) 적용
기타 R&D 가치	434	MASH 치료제 등 계약금을 제외한 계약 규모에 임상 진행률 15% 반영
투자 지분 가치	192	
가치 합산	17,401	
주당 가치 (원)	216,950	
목표 주가 (원)	220,000	

자료: 유진투자증권

도표 2. **유한양행 시가총액 및 이벤트 차트**



자료: Quantiwise, 유한양행, 유진투자증권

MARIPOSA 연구 결과 공개: 경쟁약 대비 우수한 약효 입증

병용요법 mOS 는 50 개월 수준으로 추정 vs. 타그리소 mOS 37 개월

1 월 7 일 J&J(NYSE:JNJ)는 레이저티닙(라즈클루즈®)/아미반타맙(리브리반트®) 병용 요법인 MARIPOSA 연구의 긍정적 결과를 발표하였다. 레이저티닙/아미반타맙의 mOS(median Overall Survival) 값이 '화학요법 없이' EGFR 돌연변이 폐암에 대한 1 차 치료제로 현재 표준 치료법인 오시머티닙(제품명 타그리소, 판매사 아스트라제네카) 대비 통계적으로 유의미하고 임상적으로 의미 있게 개선되었다고 밝혔다. 2024 년 9 월 세계폐암학회에서 J&J 가 공개한 MARIPOSA 임상 중간 결과에서 타그리소의 mOS 가 37 개월이었다는 점에서 레이저티닙/아미반타밥의 mOS 는 50 개월 수준을 기록하였을 것으로 예상된다. 매우 긍정적인 임상 결과라고 판단되며, 레이저티닙의 상업적 가치가 당사의 기존 예상보다 높아질 가능성도 있을 것으로 기대한다.

향후 일정 전망

JP 모건 헬스케어 컨퍼런스에서 병용요법의 높은 상업적 가치에 대해 강조할 것으로 예상됨

다음 주 개최될 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스(1/13)에서 J&J 은 레이저티닙/아미반타맙의 높은 상업적 가치에 대해 강조할 것으로 예상된다. J&J 는 주력 제품인 스텔라라(Stelrara®)의 특허 만료 이후 성장 둔화 가능성을 상쇄시키는 신제품 출시가 필요한 상황이다. J&J 는 2022 년 병용요법의 2025 년 예상 매출액이 선진국에서만 50 억 달러를 상회할 것으로 재차 강조해왔다. 2024 년 초에는 2027 년 예상 매출액이 50 억 달러를 상회할 주력 품목으로 다시 강조하였다.

5 월 말 ASCO 에서 공식 데이터 발표할 것으로 예상됨

5 월 말에 개최되는 2025 년 ASCO 에서 MARIPOSA 임상 결과를 공식적으로 발표할 것으로 예상되며 우수한 치료 효과를 근거로 FDA 정식 승인과 본격적으로 마케팅이 시작될 것으로 기대된다. EGFR 변이 비소세포폐암 치료제 시장에서 아스트라제네카가 판매하는 타그리소의 입지가 확고했고, 고형암 치료제 시장에서 아스트라제네카의 입지를 감안하여 대부분의 국내외 투자자들은 병용요법의 상업적 가치에 대한 회의적 시각이 매우 높았다. 하지만 금번 MARIPOSA 임상 결과를 근거로 J&J 가 관련 시장에 무난히 진입할 수 있을 것으로 예상된다. 2024 년 타그리소의 예상 매출액은 68 억 달러(+17%yoy)를 달성하였을 것으로 당사는 추정한다. 또한 관련 치료제 시장은 2030 년까지 연평균 8%yoy 이상 고성장할 것으로 기대되고 있어 매우 상업적 잠재력이 큰 시장이다.

하반기에는 레이저티닙/아미반타맙 SC(피하주사 제형)의 FDA 승인이 예상된다. 이중항체 아미반타맙 SC 의 투약의 편의성, 약효 개선 및 부작용 감소 등의 이점을 감안할 때 병용요법의 상업적 가치는 더욱 높아질 것으로 예상된다.

레이저티닙 관련 매출 전망

종전 추정치: 3 년차 2027 년 예상 점유율 17% 가정, 추가 업데이트 예정

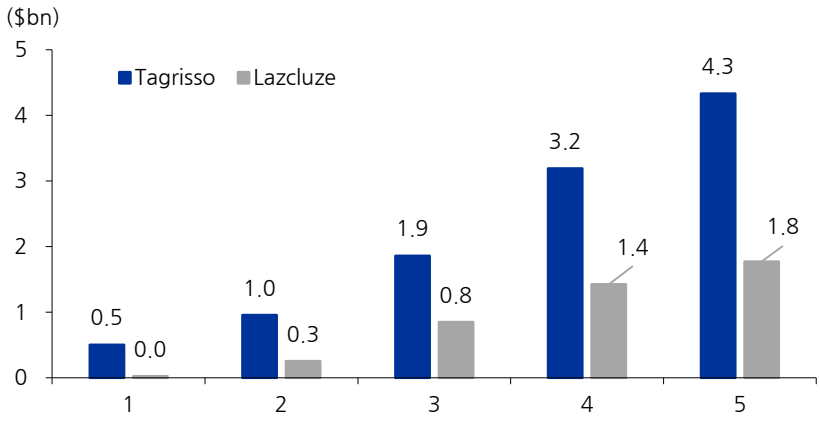
당사 예상보다 빨리 MARIPOSA 임상의 긍정적 결과가 발표되면서 유한양행의 기업가치 상승에 대한 기대감이 주가에 선반영될 것으로 예상된다. 당사는 2027 년 레이저티닙으로부터 유입되는 수익을 추정하여 실적 및 목표주가 산정에 반영한 바 있다(2024 년 9 월 23 일 자료 참고). 향후 J&J 의 판매 전략 및 시장 침투 속도 등 진행 사항을 고려하여 추가 업데이트 할 예정이다.

도표 3. **레이저티닙/아미반타맙 병용요법**

	임상	임상 결과
2023 ESMO	MARIPOSA	mPFS HR 0.7 (병용요법 vs. 타그리소: 23.7m vs. 16.6m) mOS: not mature, HR 0.8
2024 WLCL	MARIPOSA	mOS: 타그리소만 도출됨(37 개월), HR = 0.77
2025.01.07	**MARIPOSA**	**J&J 가 병용요법의 mOS 가 타그리소 대비 1 년 이상 개선되었다고 공개**
2025 ASCO	MARIPOSA	mOS 데이터 최종 데이터 발표 기대

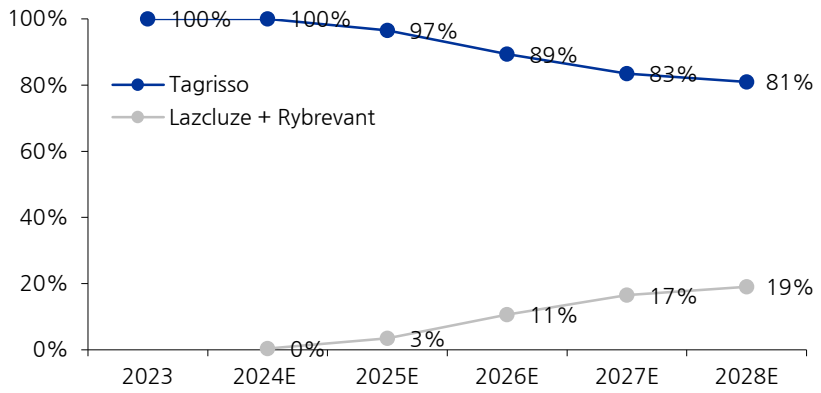
자료: 유진투자증권 정리

도표 4. **타그리소 및 라즈클루즈(레이저티닙 상품명) 출시 후 (예상)매출 비교**



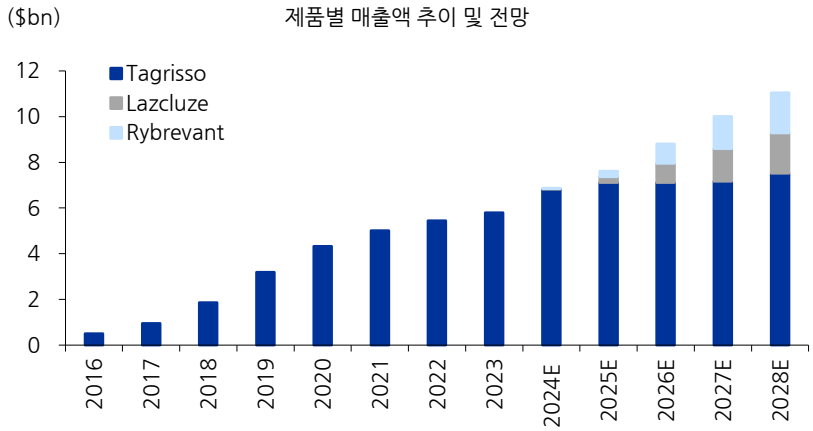
자료: 아스트라제네카, 유진투자증권 추정
주: 연간 매출액 기준

도표 5. **시장 점유율 추이 및 전망**



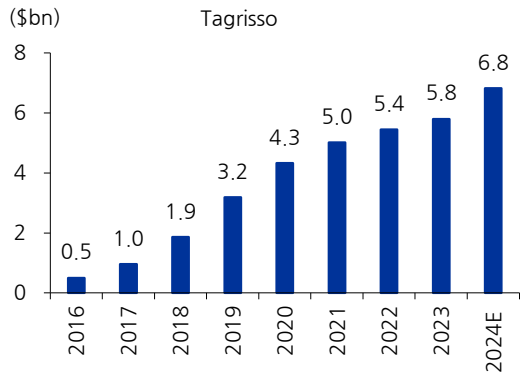
자료: 각 사, 유진투자증권 추정

도표 6. **제품별 매출액 추이 및 전망**



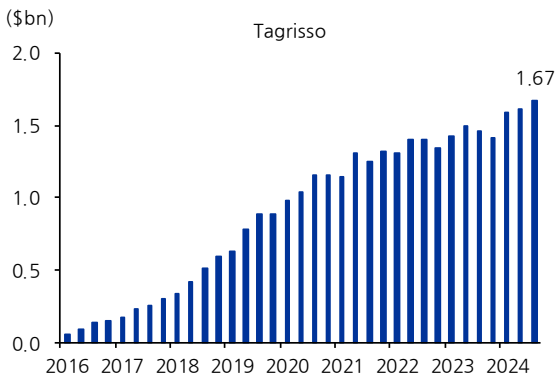
자료: 각 사, 유진투자증권 추정

도표 7. **타그리소 연간 판매액**



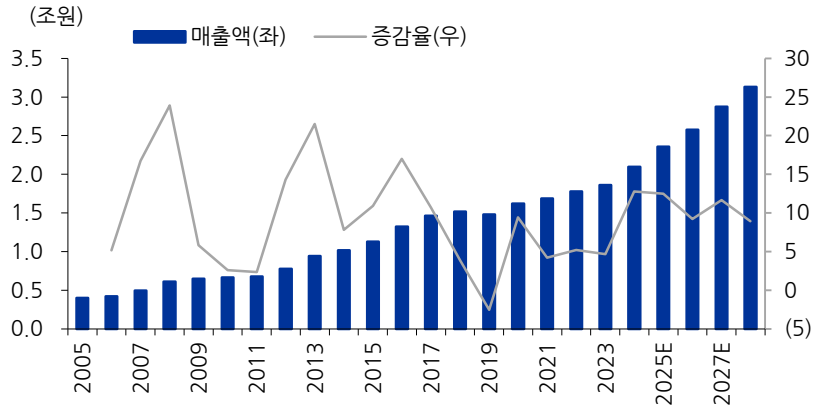
자료: 아스트라제네카, 유진투자증권 추정

도표 8. **타그리소 분기별 판매액**



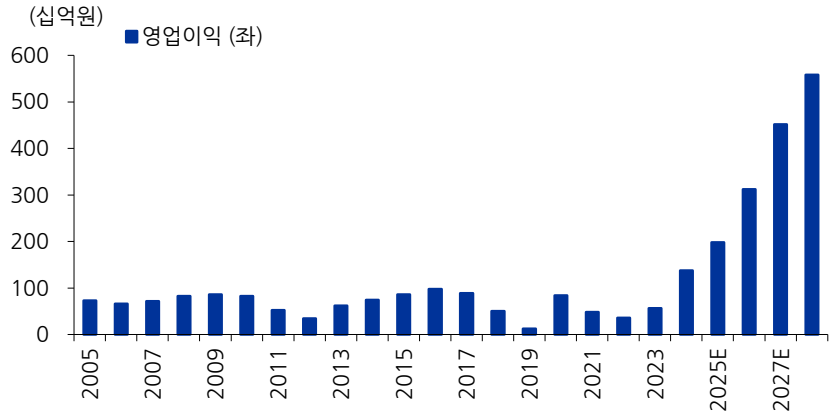
자료: 아스트라제네카, 유진투자증권

도표 9. **유한양행 매출액 추이 및 전망**



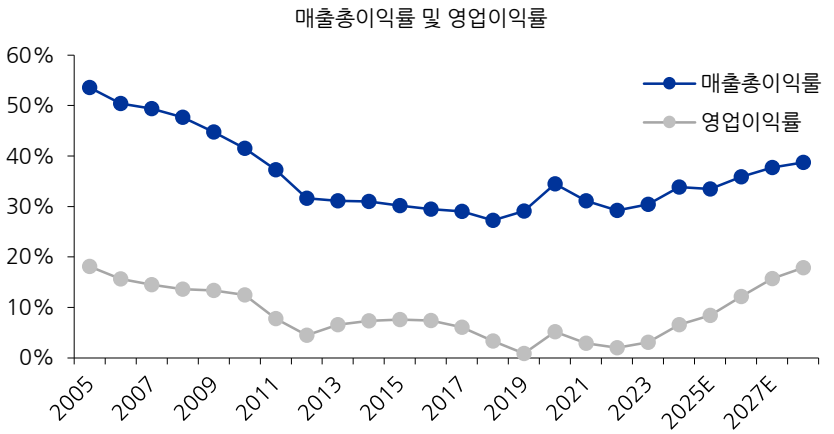
자료: 유한양행. 유진투자증권 추정

도표 10. **유한양행 영업이익 추이 및 전망**



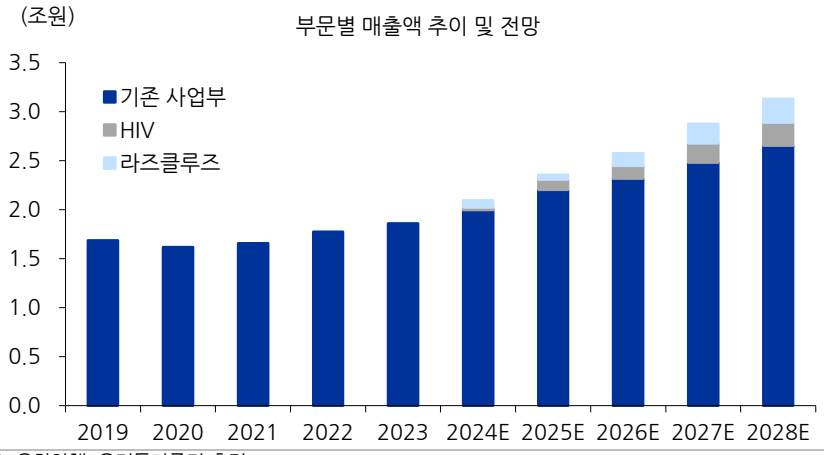
자료: 유한양행 유진투자증권, 추정

도표 11. **유한양행 매출총이익률 및 영업이익률 추이 및 전망**



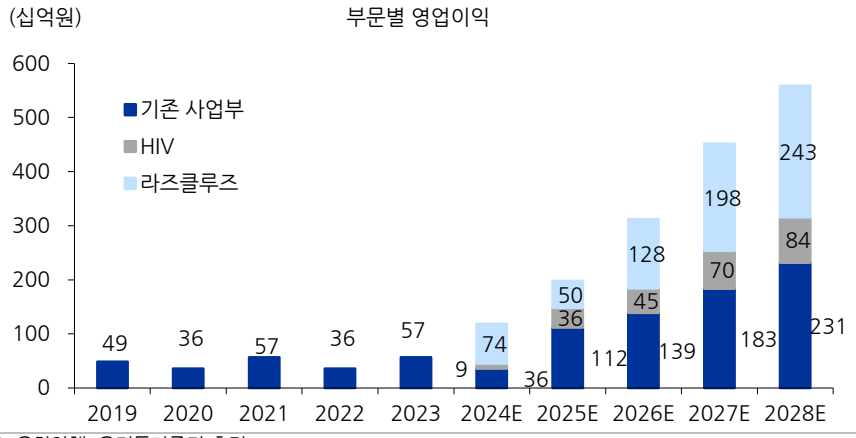
자료: 유한양행, 유진투자증권 추정

도표 12. **유한양행 부문별 매출액 분석**



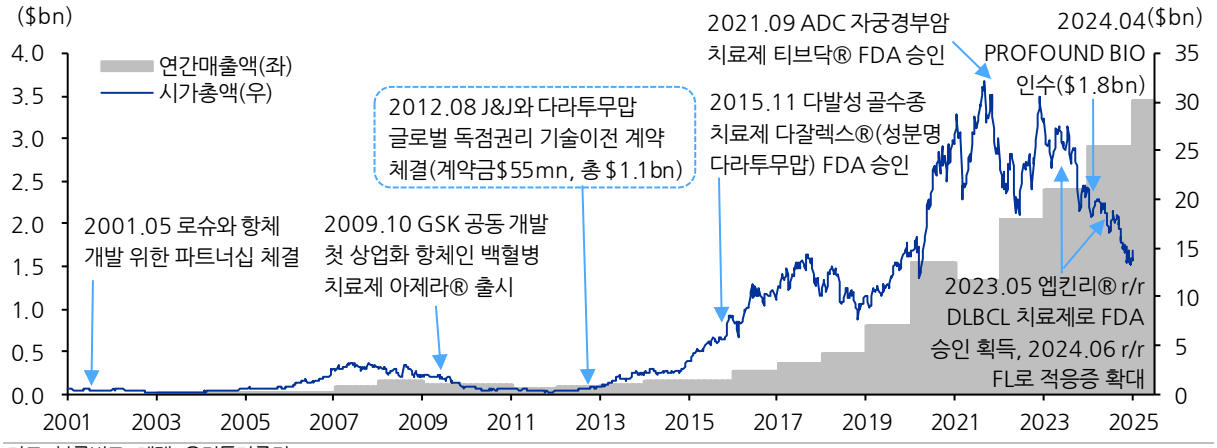
자료: 유한양행. 유진투자증권 추정

도표 13. **유한양행 부문별 예상 영업이익**



자료: 유한양행, 유진투자증권 추정

도표 14. **젠맵 시가총액 및 이벤트차트: J&J 에게 다잘렉스 기술 이전 후 실적 추이 및 기업가치 급상승**



자료: 블룸버그, 젠맵, 유진투자증권
주: 2024, 2025 년 연간 매출액은 블룸버그 컨센서스

유한양행(000100.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	2,473	2,814	2,995	3,108	3,339
유동자산	1,189	1,256	1,443	1,693	1,978
현금성자산	321	312	438	804	1,150
매출채권	509	574	588	527	473
재고자산	275	285	334	279	270
비유동자산	1,284	1,558	1,552	1,414	1,361
투자자산	791	736	728	730	731
유형자산	355	523	528	385	327
기타	138	298	296	300	303
부채총계	465	712	760	673	599
유동부채	434	583	638	549	473
매입채무	208	287	294	254	277
유동성이자부채	96	169	216	166	66
기타	130	126	128	129	130
비유동부채	31	129	123	124	125
비유동이자부채	3	100	90	90	90
기타	27	29	33	34	36
자본총계	2,008	2,102	2,235	2,435	2,741
지배지분	1,986	2,051	2,170	2,371	2,676
자본금	74	78	81	81	81
자본잉여금	116	114	102	102	102
이익잉여금	1,902	1,975	2,103	2,303	2,609
기타	(107)	(116)	(116)	(116)	(116)
비지배지분	22	51	64	64	64
자본총계	2,008	2,102	2,235	2,435	2,741
총차입금	99	269	306	256	156
순차입금	(222)	(43)	(133)	(548)	(995)

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,776	1,859	2,136	2,324	2,543
증가율(%)	5.2	4.7	14.9	8.8	9.4
매출원가	1,258	1,293	1,402	1,546	1,626
매출총이익	518	566	735	778	917
판매 및 일반관리비	482	509	617	589	607
기타영업손익	1	6	21	(5)	3
영업이익	36	57	118	189	311
증가율(%)	(25.9)	57.5	107.3	60.8	64.2
EBITDA	79	101	196	268	375
증가율(%)	(21.9)	28.3	93.4	36.7	39.8
영업외손익	59	78	35	72	79
이자수익	10	14	11	13	13
이자비용	3	6	10	4	4
지분법손익	42	81	70	74	78
기타영업손익	10	(11)	(36)	(11)	(8)
세전순이익	95	135	153	261	390
증가율(%)	(24.7)	41.7	13.7	70.8	49.0
법인세비용	4	1	26	26	39
당기순이익	91	134	127	235	351
증가율(%)	(8.6)	47.9	(4.9)	84.7	49.0
지배주주지분	95	136	159	235	351
증가율(%)	(7.3)	43.0	17.2	47.5	49.0
비지배지분	(5)	(2)	(2)	0	0
EPS(원)	1,186	1,697	1,989	2,933	4,372
증가율(%)	(7.3)	43.0	17.2	47.5	49.0
수정EPS(원)	1,186	1,697	1,982	2,925	4,362
증가율(%)	(7.3)	43.0	16.8	47.6	49.1

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	100	144	152	318	425
당기순이익	91	134	157	235	351
자산상각비	43	45	79	79	64
기타비현금성손익	(124)	(293)	(185)	(222)	(233)
운전자본증감	(110)	(8)	(62)	76	86
매출채권감소(증가)	(37)	(63)	4	61	54
재고자산감소(증가)	(0)	(5)	(48)	55	9
매입채무증가(감소)	(8)	45	36	(40)	23
기타	(65)	16	(53)	0	0
투자현금	16	(199)	(43)	132	66
단기투자자산감소	129	41	(4)	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	(94)	26	73	76
설비투자	58	161	75	(70)	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(36)	(42)	(10)	(10)	(10)
재무현금	(66)	63	15	(85)	(145)
차입금증가	(30)	86	38	(50)	(100)
자본증가	(43)	(35)	(34)	(35)	(45)
배당금지급	26	27	32	35	45
현금 증감	39	6	124	365	345
기초현금	254	293	299	423	788
기말현금	293	299	423	788	1,134
Gross Cash flow	141	124	195	242	339
Gross Investment	223	248	101	(209)	(152)
Free Cash Flow	(82)	(124)	94	451	491

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,186	1,697	1,989	2,933	4,372
BPS	26,687	26,358	26,665	29,126	32,883
DPS	365	430	430	550	600
밸류에이션(배,%)					
PER	46.2	40.5	61.1	41.4	27.8
PBR	2.1	2.6	4.6	4.2	3.7
EV/ EBITDA	51.0	52.3	49.6	34.7	23.7
배당수익율	0.7	0.6	0.4	0.5	0.5
PCR	31.6	45.0	50.7	40.9	29.2
수익성(%)					
영업이익율	2.0	3.1	5.5	8.1	12.2
EBITDA이익율	4.5	5.5	9.2	11.5	14.7
순이익율	5.1	7.2	6.0	10.1	13.8
ROE	4.9	6.7	7.6	10.4	13.9
ROIC	3.1	4.3	6.5	11.9	22.4
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(11.1)	(2.0)	(5.9)	(22.5)	(36.3)
유동비율	273.8	215.4	226.3	308.4	417.8
이자보상배율	10.4	9.0	11.9	47.3	77.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
매출채권회전율	3.6	3.4	3.7	4.2	5.1
재고자산회전율	6.5	6.6	6.9	7.6	9.3
매입채무회전율	8.4	7.5	7.3	8.5	9.6

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

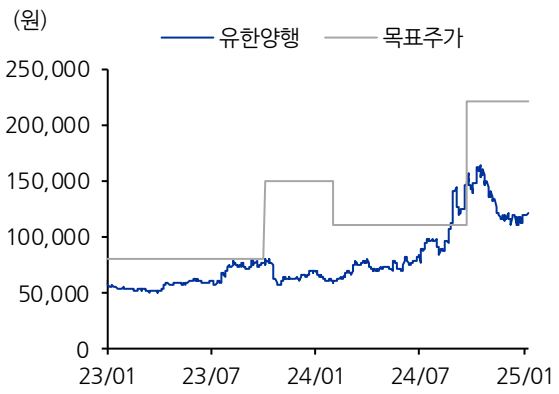
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2024.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2023-02-24	Buy	80,000	1년	-22.6	-0.1
2023-05-08	Buy	80,000	1년	-17.7	-0.1
2023-05-30	Buy	80,000	1년	-16.0	-0.1
2023-07-03	Buy	80,000	1년	-12.4	-0.1
2023-07-31	Buy	80,000	1년	-7.3	-0.1
2023-08-07	Buy	80,000	1년	-7.2	-0.1
2023-08-29	Buy	80,000	1년	-7.4	-0.1
2023-09-06	Buy	80,000	1년	-6.0	-0.1
2023-10-04	Buy	150,000	1년	-56.9	-47.0
2023-10-10	Buy	150,000	1년	-57.2	-47.0
2023-10-17	Buy	150,000	1년	-57.7	-52.1
2023-11-01	Buy	150,000	1년	-57.2	-52.1
2023-11-15	Buy	150,000	1년	-56.9	-52.1
2024-01-02	Buy	150,000	1년	-58.8	-54.1
2024-01-04	Buy	150,000	1년	-59.1	-56.1
2024-02-07	Buy	110,000	1년	-23.6	32.2
2024-04-23	Buy	110,000	1년	-17.7	32.2
2024-05-02	Buy	110,000	1년	-16.7	32.2
2024-06-27	Buy	110,000	1년	-6.6	32.2
2024-07-02	Buy	110,000	1년	-5.5	32.2
2024-07-09	Buy	110,000	1년	-3.7	32.2
2024-08-21	Buy	110,000	1년	15.0	32.2
2024-09-23	Buy	220,000	1년	-40.4	-25.6
2024-10-29	Buy	220,000	1년	-45.0	-35.5
2024-12-03	Buy	220,000	1년	-47.1	-44.8
2024-12-18	Buy	220,000	1년	-47.0	-44.8
2025-01-07	Buy	220,000	1년		
2025-01-08	Buy	220,000	1년		

유한양행(000100.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 권해순