유한양행
(000100)

2분기부터 레이저티닙 관련 수익 반영 본격화

투자의견
BUY(유지)

목표주가
220,000 원(유지)

현재주가
109,700 원(04/11)

시가총액
8,799(십억원)

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

- **2분기**부터 레이저티닙 일본 및 유럽 출시 마일스톤, 판매 로열티 수익이 두드러지게 반영될 것으로 추정됨
- MARIPOSA 임상의 공식적인 최종 결과 발표: 경쟁약 타그리소 대비 12개월 이상 mOS를 연장하면서 글로벌 시장에서 상업적 성공 가능성이 높아지고 있음
- 그러나 투자자들은 타그리소의 시장 지배력을 감안할 때, 아미반타맙/레이저티닙 병용 요법의 시장 점유율 상승 추세 및 peak 시장 점유율에 대해서 불확실성이 높다고 판단, 여전히 보수적으로 접근 중
- **주가 상승 모멘텀 요인:** NCCN(National Comprehensive Cancer Network, 미국 종합 암네트워크) 가이드라인에서 mEGFR 비소세포폐암 1차 치료제 'Preferred Therapy'로 격상되는 것, 현재는 'Other Recommended'로 등재
- 당사는 레이저티닙의 글로벌 매출액을 2025년 $305mn, 2026년 $815mn, 2027년 $2,030mn으로 추정, 유한양행에 배분되어 반영되는 레이저티닙 판매 로열티 및 마일스톤 합산 금액은 2025년 917억원, 2026년 2,145억원, 2027년 3,682억원으로 추정함
- 2025년은 신약 개발 성과가 실적으로 입증되어야 할 시점, 효율적인 투자 집행 등 경영 효율화가 요구됨
  - 매분기 예상치 못했던 투자 증가로 실적 가시성이 낮아지면서 기대 이하의 실적이 발표되어 투자자들의 시각은 여전히 보수적, 글로벌 신약 개발 성과가 실적으로 직결되도록 효율적인 투자 집행 및 비용 통제를 통한 경영 효율화가 필요함

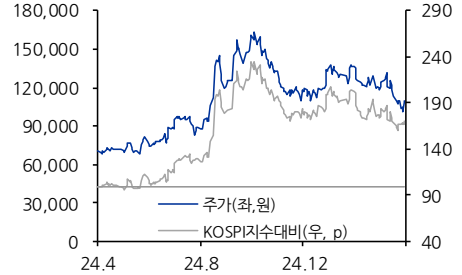
주가(원, 04/11)	109,700
시가총액(십억원)	8,799
발행주식수	80,209천주
52주 최고가	166,900원
최저가	67,800원
52주 일간 Beta	1.20
60일 일평균거래대금	1,352억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025E)	0.4%
주주구성	
유한재단 (외 4인)	23.3%
국민연금공단 (외 1인)	7.8%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-4.4	-25.7	68.7
절대기준	-8.5	-32.0	58.5

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	220,000	220,000	-
영업이익(25)	138	139	▼
영업이익(26)	275	217	▲

12 월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,859	2,068	2,427	2,773
영업이익	57	55	138	275
세전손익	135	61	146	284
당기순이익	134	55	131	256
EPS(원)	1,698	881	1,639	3,190
증감률(%)	43.1	-48.1	85.9	94.6
PER(배)	40.5	135.6	66.9	34.4
ROE(%)	6.7	3.4	6.1	11.1
PBR(배)	2.6	4.6	4.1	3.7
EV/EBITDA(배)	52.3	82.4	35.0	22.4

자료: 유진투자증권



2 분기부터 레이저티닙 판매 유입 본격화

2025 년부터는 레이저티닙의 글로벌 판매가 본격화되면서 관련한 마일스톤(국가별 출시 마일스톤, 매출 도달 마일스톤 등) 및 판매 로열티가 유한양행 실적에서 높은 비중을 차지할 것으로 예상됨. 지난 3 분기 FDA 승인 및 미국 출시로 약 $60mn 의 미국 출시 마일스톤이 유입된 반 있음. 이후 지난 3 월 일본에서 품목허가를 받으면서 2 분기에는 출시가 가능할 것으로 예상되며 유럽은 하반기에 마일스톤이 유입될 것으로 예상됨.

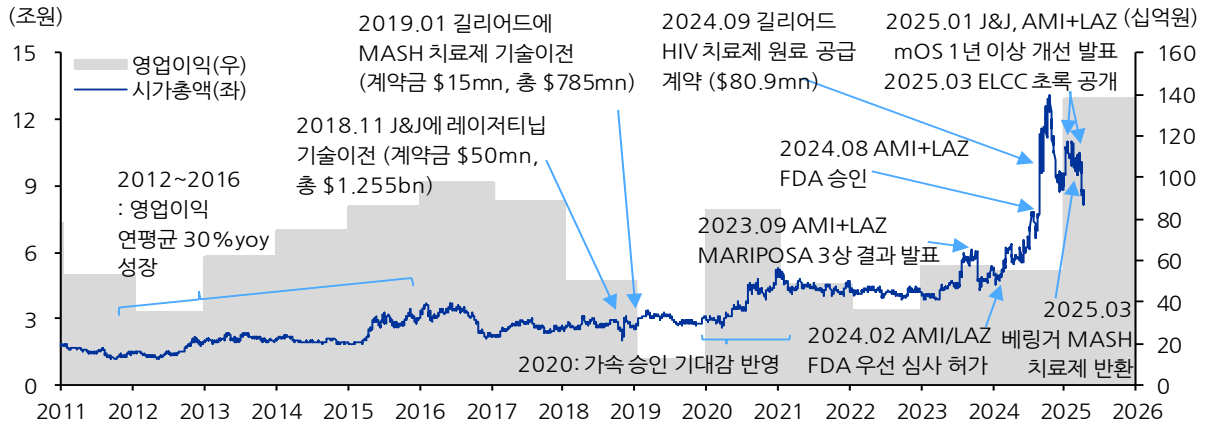
이에 따라 당사가 종전에 1 분기에 유럽 출시를 예상하여 반영했던 마일스톤을 하반기로 이연함에 따라 1 분기 영업이익을 종전 740 억원에서 140 억원으로 하향 조정함. 그러나 연내 유입이 가능할 것으로 예상되어 연간 실적에 미치는 영향은 미미함.

도표 1. **유한양행 1Q25E 예상 실적 Preview (연결 기준)**

(단위: 십억원, %, %pt)	2024				2025E				2024	2025E		2026E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	445	528	599	496	537	654	629	607	2,068	2,427	*17.4*	2,773	*14.2*
영업이익	1	19	48	(12)	14	64	15	45	55	138	*151.4*	275	*99.1*
지배순이익	11	32	36	(23)	24	72	28	7	55	131	*138.3*	256	*94.6*
영업이익률	*0.2*	*3.6*	*8.0*	*(2.4)*	*2.5*	*9.8*	*2.4*	*7.4*	*2.7*	*5.7*	3.0	*9.9*	*4.2*
지배순이익률	*2.5*	*6.1*	*6.0*	*(4.6)*	*4.5*	*11.1*	*4.4*	*1.1*	*2.7*	*5.4*	2.7	*9.2*	*3.8*

자료: 유한양행, 유진투자증권

도표 2. **유한양행 시가총액 및 이벤트 차트**



자료: Quantiwise, 유한양행, 유진투자증권
주: 2025E 영업이익은 당사 추정치

투자의견 BUY 및 목표주가 22 만원 유지

유한양행에 대한 목표주가 22 만원을 유지함. 목표주가는 2028 년 예상 순이익을 현가화 한 값에 Target P/E 40 배를 적용한 값과 기타 R&D 가치 및 투자지분 가치를 합산하여 산출하였음.

연내 레이저티닙의 매출 추이가 확인되는 하반기로 갈수록 주가가 상승할 것으로 예상되나, 이에 앞서 병용요법이 NCCN(National Comprehensive Cancer Network, 미국 종합 암네트워크) 가이드라인에서 EGFR 변이 비소세포폐암 1 차 치료제 preferred treatment 로 격상되는 것이 단기적 주가 상승 모멘텀으로 작용할 전망.

도표 3. **유한양행 목표주가 22 만원**

구성요소	Value (십억원)	산정 근거
영업 가치	17,500	- 레이저티닙의 중장기 매출 성장성을 감안하여 2028 년 예상 순이익 5,511 억원을 2025 년 초로 현가화(할인율 8%)한 값에 Target P/E 40 배 (셀트리온에 적용하는 투자 지표) 적용
기타 R&D 가치	135	- 계약금을 제외한 계약 규모에 임상 진행률 15% 반영 - 연내 추가 기술 이전과 관련된 성과 기
투자 지분 가치	192	
가치 합산	17,827	
주당 가치 (원)	222,260	
목표 주가 (원)	**220,000**	

자료: 유진투자증권

EGFR 변이 비소세포폐암 치료에서 MARIPOSA(아미반타맙/레이저티닙 병용요법) 임상이 경쟁약 타그리소 대비 12 개월 이상 mOS 를 연장한 공식 결과를 발표하면서 병용요법의 상업적 성공 가능성이 높아지고 있다고 판단됨. 당사는 레이저티닙의 글로벌 매출액을 2025 년 $305mn, 2026 년 $815mn, 2027 년 $2,030mn 으로 추정하였으며, 이를 기준으로 유한양행에 배분(약 60%)되어 반영되는 레이저티닙 판매 로열티 및 마일스톤 합산 금액은 2025 년 917 억원, 2026 년 2,145 억원, 2027 년 3,682 억원, 2028 년 4,850 억원으로 추정함.

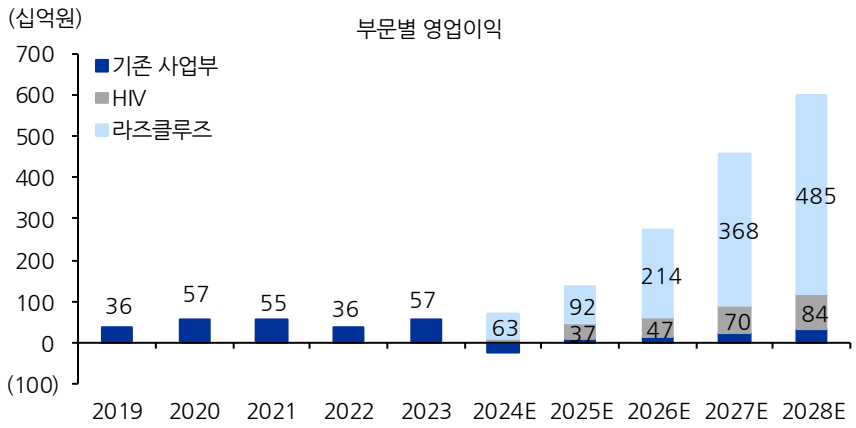
우수한 임상 결과에 근거하여 레이저티닙의 매출 성장률이 종전보다 높을 것으로 예상하여 2026 년 이후 실적을 상향 조정함.

도표 4. **유한양행 2026 년 이후 예상 실적 상향 조정**

(단위: 십억원, %, %pt)	신규			종전			Change (%, %pt)		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	2,427	2,773	3,262	2,326	2,470	2,745	*4.4*	*12.2*	*18.8*
영업이익	138	275	459	139	217	350	*-0.7*	*26.6*	*31.2*
지배순이익	131	256	422	178	251	376	*-26.2*	*1.9*	*12.3*
영업이익률	*5.7*	*9.9*	*14.1*	*6.0*	*8.8*	*12.8*	*-0.3*	*1.1*	*1.3*
지배순이익률	*5.4*	*9.2*	*12.9*	*7.7*	*10.2*	*13.7*	*-2.2*	*-0.9*	*-0.8*

자료: 유진투자증권

도표 5. **유한양행 부문별 영업이익 추이 및 전망**



자료: 유진투자증권, 유진투자증권

유한양행(000100.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	2,812	2,942	3,038	3,216	3,557
유동자산	1,256	1,360	1,496	1,738	2,130
현금성자산	312	320	435	685	1,064
매출채권	574	626	632	642	632
재고자산	285	343	359	340	361
비유동자산	1,556	1,582	1,542	1,478	1,428
투자자산	736	699	700	702	703
유형자산	528	598	563	503	457
기타	291	285	279	273	268
부채총계	712	791	793	756	720
유동부채	583	619	620	582	544
매입채무	287	300	299	310	370
유동성이자부채	169	187	187	137	37
기타	126	133	134	135	137
비유동부채	128	172	174	175	176
비유동이자부채	100	140	140	140	140
기타	29	33	34	35	37
자본총계	2,101	2,151	2,245	2,460	2,837
지배지분	2,051	2,101	2,194	2,410	2,787
자본금	78	81	81	81	81
자본잉여금	114	123	123	123	123
이익잉여금	1,976	2,010	2,104	2,319	2,697
기타	(116)	(113)	(113)	(113)	(113)
비지배지분	49	50	50	50	50
자본총계	2,101	2,151	2,245	2,460	2,837
총차입금	269	326	326	276	176
순차입금	(43)	6	(109)	(409)	(888)

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,859	2,068	2,427	2,773	3,262
증가율(%)	4.7	11.2	17.4	14.2	17.7
매출원가	1,293	1,378	1,604	1,780	2,039
매출총이익	566	689	823	992	1,224
판매 및 일반관리비	509	635	685	718	764
기타영업손익	6	25	8	5	6
영업이익	57	55	138	275	459
증가율(%)	58.3	(3.8)	151.4	99.1	67.2
EBITDA	101	118	252	380	556
증가율(%)	28.3	16.2	113.6	50.8	46.3
영업외손익	78	7	8	10	10
이자수익	14	9	9	9	9
이자비용	6	15	15	4	4
지분법손익	81	35	72	75	79
기타영업손익	(11)	(23)	(58)	(70)	(74)
세전순이익	135	61	146	284	469
증가율(%)	42.0	(54.4)	137.7	94.6	65.1
법인세비용	1	6	15	28	47
당기순이익	134	55	131	256	422
증가율(%)	48.2	(58.9)	138.3	94.6	65.1
지배주주지분	136	71	131	256	422
증가율(%)	43.1	(48.1)	85.9	94.6	65.1
비지배지분	(2)	(16)	0	0	0
EPS(원)	1,698	881	1,639	3,190	5,266
증가율(%)	43.1	(48.1)	85.9	94.6	65.1
수정EPS(원)	1,698	881	1,631	3,181	5,257
증가율(%)	43.1	(48.1)	85.1	95.0	65.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	144	55	154	307	490
당기순이익	134	55	131	256	422
자산상각비	44	63	114	105	96
기타비현금성손익	(293)	(142)	(226)	(237)	(248)
운전자본증감	(8)	(124)	(21)	20	49
매출채권감소(증가)	(63)	(48)	(5)	(10)	9
재고자산감소(증가)	(5)	(59)	(16)	19	(22)
매입채무증가(감소)	45	(4)	(1)	10	61
기타	16	(13)	1	1	1
투자현금	(199)	(117)	(3)	34	32
단기투자자산감소	41	9	(1)	(1)	(1)
장기투자증권감소	(94)	11	71	74	78
설비투자	161	117	61	28	33
유형자산처분	0	4	0	0	0
무형자산처분	(42)	(17)	(12)	(12)	(12)
재무현금	63	66	(37)	(91)	(145)
차입금증가	86	88	0	(50)	(100)
자본증가	(35)	(35)	(37)	(41)	(45)
배당금지급	27	32	37	41	45
현금 증감	6	7	114	250	378
기초현금	293	299	306	420	670
기말현금	299	306	420	670	1,048
Gross Cash flow	124	156	175	287	441
Gross Investment	248	251	23	(54)	(82)
Free Cash Flow	(124)	(94)	152	341	523

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,698	881	1,639	3,190	5,266
BPS	26,359	25,808	26,963	29,606	34,245
DPS	430	500	500	550	600
밸류에이션(배,%)					
PER	40.5	135.6	66.9	34.4	20.8
PBR	2.6	4.6	4.1	3.7	3.2
EV/ EBITDA	52.3	82.4	35.0	22.4	14.5
배당수익율	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
PCR	45.0	62.2	51.0	31.1	20.2
수익성(%)					
영업이익율	3.1	2.7	5.7	9.9	14.1
EBITDA이익율	5.5	5.7	10.4	13.7	17.0
순이익율	7.2	2.7	5.4	9.2	12.9
ROE	6.7	3.4	6.1	11.1	16.3
ROIC	4.3	3.2	7.6	15.7	28.0
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(2.0)	0.3	(4.8)	(16.6)	(31.3)
유동비율	215.4	219.7	241.4	298.9	391.7
이자보상배율	9.1	3.7	9.4	68.7	114.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
매출채권회전율	3.4	3.4	3.9	4.4	5.1
재고자산회전율	6.6	6.6	6.9	7.9	9.3
매입채무회전율	7.5	7.0	8.1	9.1	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

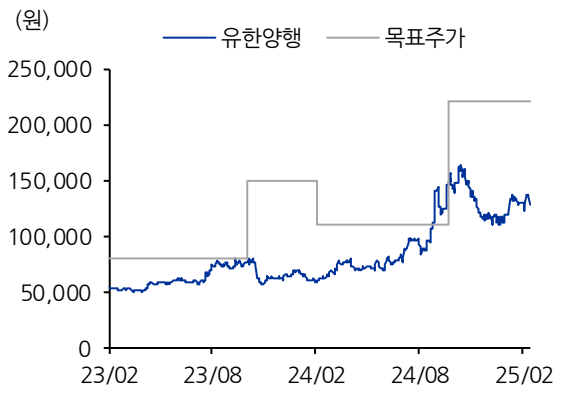
투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

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%

(2025.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
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	-42.0	-25.6
2024-10-29	Buy	220,000	1년	-44.2	-35.5
2024-12-03	Buy	220,000	1년	-44.6	-37.4
2024-12-18	Buy	220,000	1년	-44.2	-37.4
2025-01-07	Buy	220,000	1년	-43.7	-37.4
2025-01-08	Buy	220,000	1년	-43.7	-37.4
2025-01-20	Buy	220,000	1년	-44.4	-37.5
2025-02-13	Buy	220,000	1년	-45.8	-40.4
2025-03-11	Buy	220,000	1년	-47.2	-40.4
2025-03-18	Buy	220,000	1년	-48.2	-40.4
2025-04-07	Buy	220,000	1년	-51.7	-50.1
2025-04-14	Buy	220,000	1년		

유한양행(000100.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 권해순