

유한양행(000100)

레이저티닙의 무한도전

[제약/바이오] 정재원

2122-9208 jaewon.jeong@imfnsec.com

투자 의견 Buy, 목표주가 150,000원으로 커버리지 개시

유한양행에 대한 투자 의견을 Buy로 제시하며, 목표주가 150,000원으로 커버리지를 개시한다. 유한양행의 영업가치와 파이프라인 가치 및 동사가 보유한 지분 가치를 합산했다. 유한양행의 영업가치는 2조 5,297억원으로 12MF EBITDA 1,143억원에 국내 주요 제약사의 평균 12MF EV/EBITDA 22.1배를 적용했다. 파이프라인 가치는 7조 6,209억원으로 레이저티닙의 진출 케이스를 가정해 rNPV 밸류에이션을 적용했다. 보유한 지분가치는 7,699억원으로 상장사는 3개월 평균 시가총액에 지분율과 할인율을 적용했으며 비상장사는 장부가액 기준을 참고했다. 상기 항목들을 모두 포함한 유한양행의 최종 기업가치는 10조 9,205억원이다.

레이저티닙의 폐암 1차 치료제 시장 진출에 대한 기대감

2025년 3월 유럽폐암학회에서 EGFR 변이 NSCLC 대상 레이저티닙+아미반타맙 병용요법과 타그리소 단독요법을 비교한 MARIPOSA 임상 3상에 대한 데이터를 발표했다. 37.8개월의 중앙추적관찰 시점에서 병용요법의 생존기간 데이터는 중앙값을 도달하지 못했다(95% CI; 42.9~NE). 하지만 타그리소 단독요법의 생존기간 36.7개월 대비 간접적으로 우위에 있음을 증명했다.

구체적인 OS 데이터가 확보되면 NCCN 가이드라인 등재에 따른 1차 치료 시장 진입 기대감이 생긴다. 타그리소는 2018년 EGFR 변이 NSCLC 대상 1차 치료 옵션으로 권고받아 매출이 빠르게 상승했다. 레이저티닙 역시 시장 진입에 따른 매출 상승 모멘텀이 기대되는 상황이다. 폐암 시장 역시 지속적으로 성장할 것이 예측되는 상황도 동사에게는 긍정적이다.

생존기간 데이터 구체화 시점 하반기 전망

유한양행의 연결 기준 2025년 예상 매출 및 영업이익을 2조 2,119억원(YoY +7.0%), 846억원(YoY +54.1%, OPM 3.8%)으로 전망한다. 본업에서의 안정적인 성장이 기대된다. 작년 약 1,000억원의 마일스톤 수익 대비 올해는 일본 상업화 관련 마일스톤을 포함해 약 360억원 수준을 예상한다. 보수적으로 유럽 상업화 및 중국 관련 마일스톤은 2026년 이후 수령하는 것으로 가정했다. 작년 길리어드와 계약한 HIV 치료제 원료의약품 관련 매출로 해외사업부의 성장이 마일스톤 감소분을 상쇄할 수 있을 것으로 예상된다.

하반기 동사의 주요한 이벤트는 MARIPOSA 임상 3상의 OS 최종데이터 발표다. 향후 진행되는 학회나 발표 등을 통해 발표할 것으로 전망한다. 타그리소 대비 우위를 증명할 수 있을 것으로 기대하며, 데이터를 기반으로 EGFR 변이 비소세포폐암 NCCN 가이드라인 1차 치료옵션에서 권고 약물 지위를 획득할 수 있을 것으로 예상된다.

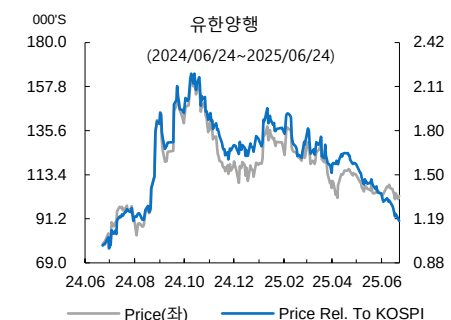
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	150,000원
종가(2025.06.24)	102,700원
상승여력	46.1%

Stock Indicator	
자본금	81십억원
발행주식수	7,997만주
시가총액	8,213십억원
외국인지분율	17.6%
52주 주가	77,000~163,700원
60일평균거래량	381,445주
60일평균거래대금	41.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.2	-14.1	-12.1	31.7
상대수익률	-21.0	-32.0	-39.2	19.4

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	2,068	2,212	2,488	2,803
영업이익(십억원)	55	85	182	242
순이익(십억원)	71	52	107	162
EPS(원)	869	634	1,313	1,986
BPS(원)	25,808	25,965	26,801	28,310
PER(배)	137.6	162.1	78.2	51.7
PBR(배)	4.6	4.0	3.8	3.6
ROE(%)	3.4	2.4	5.0	7.2
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	82.1	51.0	32.7	26.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

투자의견 Buy, 목표주가 150,000원 제시

유한양행에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 150,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 유한양행의 영업가치와 파이프라인 가치 및 동사가 보유한 지분 가치를 합산해 산출된 값이다. 유한양행의 영업가치는 별도 기준 유한양행의 12MF EBITDA 1,143억원에 국내 주요 제약사들의 12MF 평균 EV/EBITDA 22.1배를 적용했다. 총 영업가치는 2조 5,297억원이다.

유한양행의 파이프라인 가치는 레이저티닙에 대해서만 가치를 산출했다. 현재 및 향후 진출이 예상되는 4가지 케이스에 대해 rNPV 밸류에이션을 적용했다. 미국, 유럽, 영국 및 일본에서 1차 및 2차로 판매되는 케이스를 가정했다. 상기 기준을 통해 산출한 레이저티닙의 가치는 7조 6,209억원이다. 동사의 보유 지분가치는 상장사는 3개월 평균 시가총액에 지분율과 할인율을 적용했으며, 비상장사는 장부가액 기준으로 가치를 합산했다. 상장사와 비상장사를 전부 포함한 동사의 보유 지분가치는 7,871억원이다. 상기 3가지 기준을 합산한 유한양행의 총 기업가치는 10조 9,205억원이다.

표1. 유한양행 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	2,529.7	
A. 유한양행 12MF EBITDA	114.3	별도 기준
B. Target EV/EBITDA	22.1	국내 주요 제약사 12MF 평균 EV/EBITDA
2. 파이프라인 가치 (C)	7,620.9	
C. 레이저티닙	7,620.9	4개 케이스 합산(US, EU, UK, JP)
3. 보유 지분가치 (D~L)	769.9	
D. 유한화학	128.4	장부가액 적용
E. 유한킴벌리	205.6	장부가액 적용
F. 테라젠이텍스(7.8%)	5.6	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
G. 제넥신(1.4%)	2.1	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
H. 네오이문텍(1.3%)	1.1	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
I. 지아이이노베이션(3.5%)	16.4	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
J. 내츄럴엔도텍(5.0%)	1.8	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
K. 셀비온(1.4%)	2.0	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
L. 전진바이오팜(5.5%)	0.9	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
M. 프로젠(9.8%)	5.7	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
I. 기타	400.3	장부가액 적용
4. 유한양행 총 기업가치 (1+2+3)	10,920.5	
5. 보통주주식수	74,939	
6. 적정주가 산출	150,000	

자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표2. 유한양행 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출	443.0	495.7	483.1	437.2	444.6	528.3	598.8	496.1	2,067.8	2,211.9	2,488.0
YoY	7.8	2.6	11.9	(3.0)	0.3	6.6	24.0	13.5	11.2	7.0	12.5
약품사업	310.2	341.0	349.3	353.5	331.9	369.5	376.3	385.4	1,354.0	1,463.2	1,608.6
OTC	46.9	52.3	52.9	53.7	54.3	60.6	61.9	61.8	205.8	238.6	272.6
ETC	262.6	286.7	295.0	297.6	275.5	306.8	312.7	321.4	1,141.9	1,216.4	1,327.2
연결대상매출	5.9	7.3	6.5	7.7	7.5	7.7	6.8	8.0	27.4	30.1	32.3
내부매출조정	(5.3)	(5.3)	(5.0)	(5.5)	(5.4)	(5.6)	(5.0)	(5.8)	(21.1)	(21.8)	(23.5)
생활유통사업	44.5	75.2	67.4	53.5	46.7	87.3	75.0	56.3	240.6	265.3	288.7
해외사업	74.1	97.2	70.6	64.6	87.4	117.4	88.8	80.6	306.5	374.2	460.0
라이선스 수익	2.5	0.6	98.2	4.0	4.0	4.0	24.7	4.0	105.2	36.7	58.6
기타	13.3	14.3	13.3	20.5	21.5	16.9	14.5	19.5	61.3	72.4	72.2
매출총이익	134.5	167.4	240.8	146.7	148.7	198.2	192.6	176.8	689.4	716.3	839.2
YoY	(0.8)	9.5	66.7	10.3	10.5	18.4	(20.0)	20.6	21.8	3.9	17.2
GPM	30.3	31.7	40.2	29.6	30.2	33.3	33.2	32.4	33.3	32.4	33.7
영업이익	0.6	18.5	47.6	(11.8)	6.4	54.9	10.8	12.4	54.9	84.6	182.4
YoY	(97.4)	(32.1)	5,286.7	적전	1,012.3	196.3	(77.3)	흑전	(3.8)	54.1	115.7
OPM	0.1	3.5	7.9	적전	1.3	9.2	1.9	2.3	2.7	3.8	7.3
지배주주 순이익	12.7	32.1	37.4	(11.5)	8.8	35.6	3.6	3.5	70.7	51.6	106.9
YoY	(42.8)	269.4	91.0	적전	(30.6)	303.4	(89.8)	(4.5)	(48.1)	(27.0)	107.2
NPM	2.9	6.1	6.3	적전	1.8	6.0	0.6	0.6	3.4	2.3	4.3

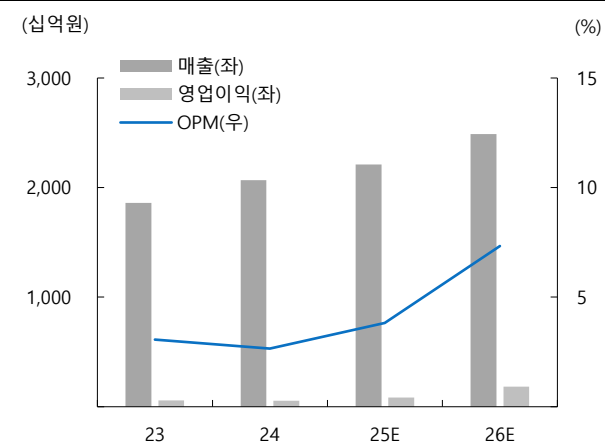
자료: iM증권 리서치본부 추정

기업 개요

유한양행은 1926년 설립되어 1962년 상장한 전통 제약사다. 당사는 의약품, 화학약품, 공업약품, 수의약품, 생활용품 등의 제조 및 매매를 주 사업으로 영위하고 있다. 주요 제품으로는 렉라자, 안티푸라민 등이 있다.

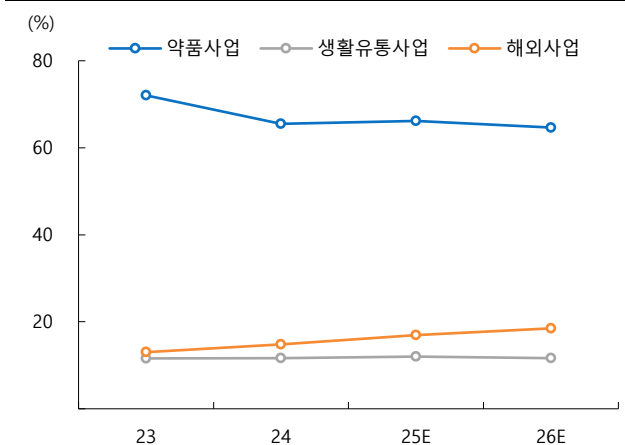
사업부는 크게 약품사업, 생활건강사업, 해외사업 부문으로 나뉘어져 있다. 약품사업부문은 비처방약과 처방약 위주, 생활건강사업부문은 유한락스 등 생활용품, 해외사업부문은 유한화학, 원료의약품 수출 등을 담당하고 있다. 2024년 연결 기준 약품사업부문의 매출은 전체의 66%, 생활건강부문은 12%, 해외사업은 15%를 차지했다. 나머지는 라이선스 수익 등이다.

그림1. 유한양행 실적 추이 및 전망



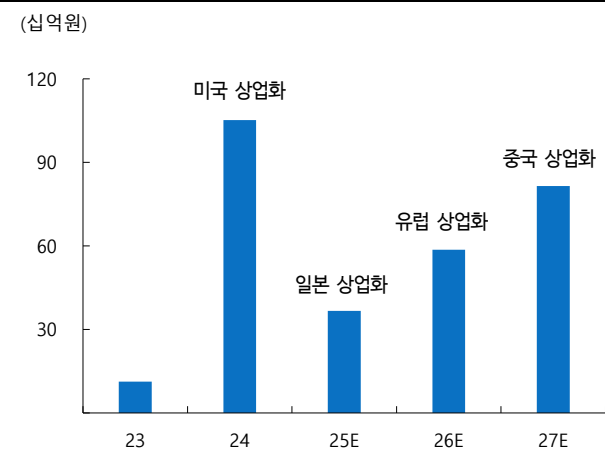
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 유한양행 사업부 연간 매출 비중 변화 추이



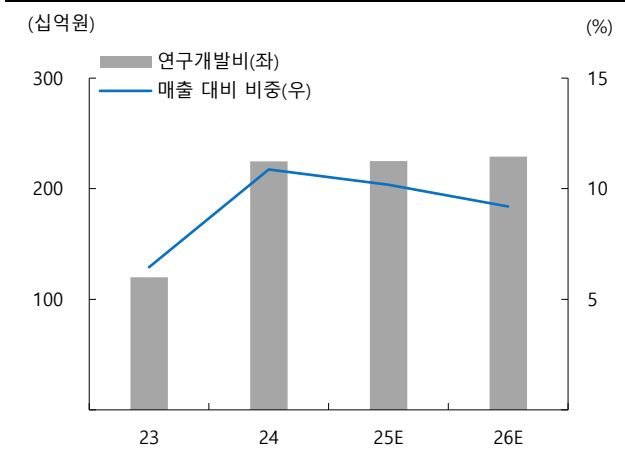
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림3. 유한양행 라이선스 수익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림4. 유한양행 연구개발비 추이 및 전망



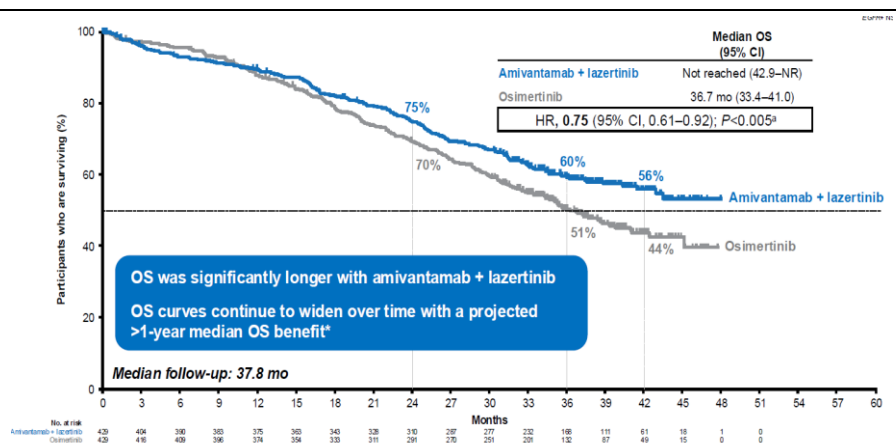
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

동사의 제품 중에서 렉라자는 국내 기업 중 최초로 FDA 승인을 획득한 3세대 EGFR TKI 제품이다. 2015년 오스코텍의 자회사인 제노스코로부터 레이저티닙을 도입했다. 유한양행은 공정 개발, 물질 최적화 및 초기 임상을 진행했고 2018년 J&J에 총 1조 4,000억원 규모로 한국 제외 전세계에서 레이저티닙의 개발, 제조 및 상업화에 대한 독점적 권리를 J&J에게 이전하는 기술이전 계약을 체결했다.

이후 J&J는 자체 개발한 이중항체 후보물질 아미반타맵(Amivantamab)과 레이저티닙을 함께 투여하는 형태로 임상을 진행했다. 기존 EGFR 변이 비소세포폐암 적응증에서 사용되던 아스트라제네카의 타그리스(Osimertinib) 대비 우수한 데이터를 지속적으로 증명해 치료제 가능성을 확보했다.

가장 최근 발표한 임상은 MARIPOSA다. 37.8개월의 중앙추적관찰 시점에서 병용요법의 OS 중앙값은 도달하지 못했지만(95% CI; 42.9~NE) 단독요법 OS 36.7개월 대비 최소 6개월 이상 생존 기간을 늘려줄 것이 기대된다. 또한 뇌전이 관련 지표 및 TTSP 등에서도 병용요법이 이점이 있음을 입증했다.

그림5. MARIPOSA 임상 생존기간 데이터



자료: ELCC 2025, iM증권 리서치본부

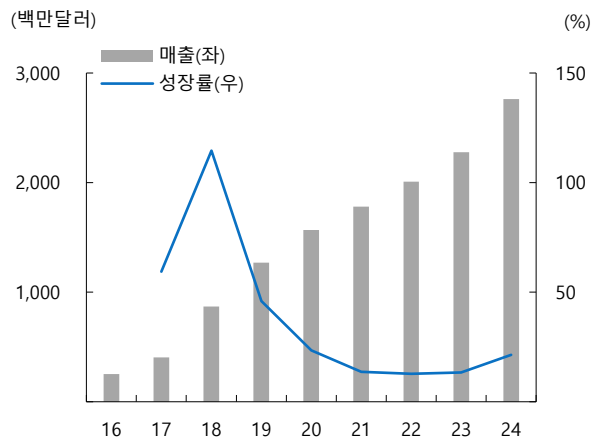
투자포인트

레이저티닙 비소세포폐암 1차 치료제 진입 모멘텀

비소세포폐암(NSCLC)은 폐암의 85%를 차지하며 이 중 EGFR 변이를 가진 환자군은 동아시아 인구에서 높은 비율을 기록한다. EGFR 변이 NSCLC 환자 표적치료제는 생존 기간을 개선시켰으며 현재는 아스트라제네카의 타그리소가 1차 치료 시장에서 사용되고 있다. 타그리소는 2015년 EGFR T790M 돌연변이 환자 대상 2차 치료제로 시장에 진출했고 이후 1차 치료제로 범위를 확장했다. 타그리소는 꾸준히 성장해 2024년 기준 미국에서만 4조원의 매출을 기록했다.

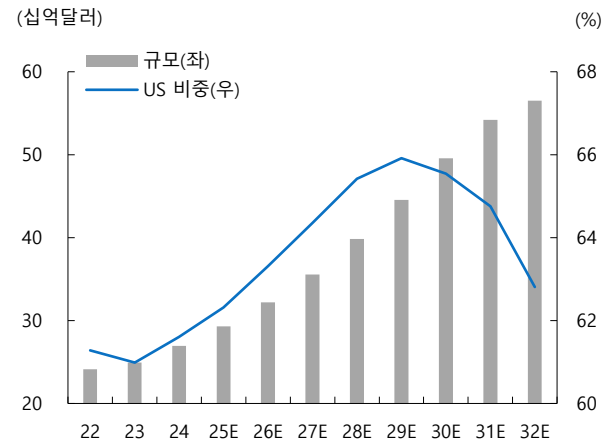
현재의 1차 치료 시장에 레이저티닙+아미반타맵 병용요법이 진입할 수 있는 기대감이 있다. 단일치료 대비 병용요법의 이점이 임상상을 통해 데이터로 증명되고 있다. 또한 폐암 시장 자체 규모 역시 성장하는 추세다. NCCN 가이드라인 등재를 통해 타그리소 단독요법의 시장 점유율을 레이저티닙과 아미반타맵의 병용요법이 일부 가져올 수 있을 것으로 기대한다.

그림6. 타그리소 미국 매출 추이



자료: Globaldata, iM증권 리서치본부

그림7. 폐암 시장규모 및 미국 비중 추이



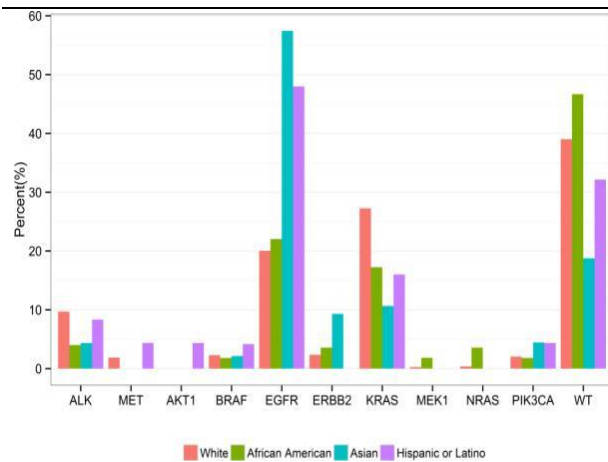
자료: Globaldata, iM증권 리서치본부

표3. 타그리소 주요 임상 데이터

임상명	디자인	적응증	평가지표					
			ORR(%)		PFS(개월)		OS(개월)	
FLAURA2	타그리소 단독 vs 타그리소+화학 병용	EGFRm NSCLC 1L	단독	병용	단독	병용	단독	병용
			76	84	19.4	27.9	38.3	40.5
LAURA	타그리소 vs 위약	EGFRm NSCLC 3L	위약	Osi.	위약	Osi.	위약	Osi.
			N/A	N/A	5.6	39.1	54.1	58.8
임상명	디자인	적응증	평가지표					
			DFS(개월)		Stage 2-3A OS(개월)		Stage 1B-3A OS(개월)	
ADAURA	타그리소 vs 위약	절제 후 보조요법	위약	Osi.	위약	Osi.	위약	Osi.
			28.1	65.8	73	85	78	88

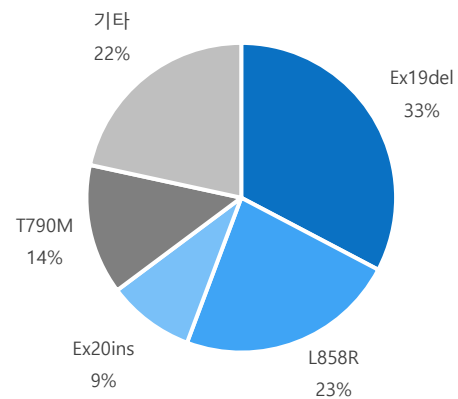
자료: AstraZeneca, iM증권 리서치본부

그림8. 폐암 주요변이 단백질 인종별 발현율



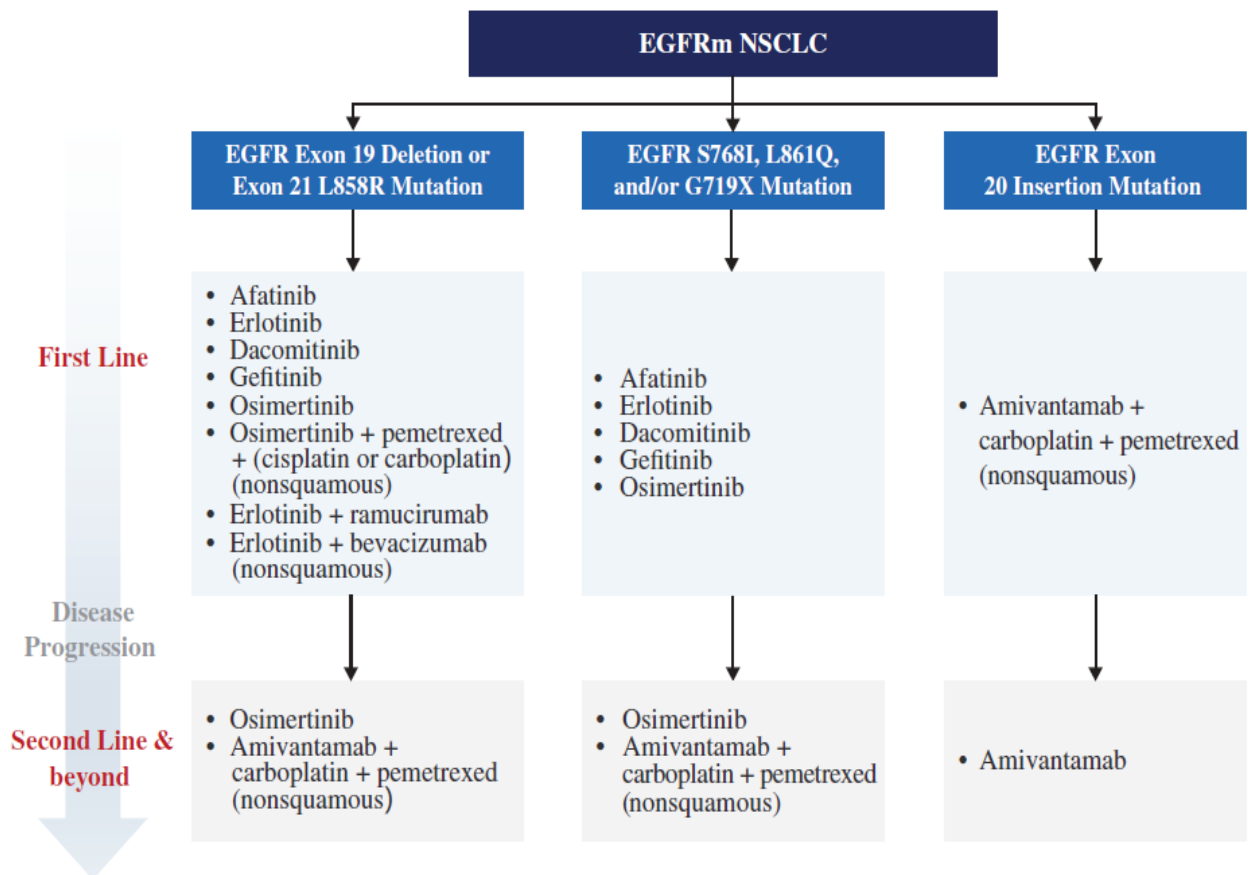
자료: Cancer, iM증권 리서치본부

그림9. EGFR 변이 비중



자료: Nature, iM증권 리서치본부

그림10. EGFR 변이 NSCLC 치료요법 현황



자료: NCCN, iM증권 리서치본부

4개 지역 진출 케이스를 고려한 레이저티닙 가치 7조 6,209억원 제시

당사는 레이저티닙의 가치를 7조 6,209억원으로 산출했다. 현재 1차 치료제로 허가를 받은 미국, 영국, 유럽, 일본의 케이스를 고려했다. Globaldata 및 논문 등을 활용해 신규 폐암환자 중 3세대 EGFR TKI를 투여받는 케이스를 산출했다. 신규 폐암환자 수는 매년 1%씩 성장한다고 가정했다.

그 외 밸류에이션에 적용한 가정은 아래와 같다.

- 1) 로열티: 13%
- 2) 제조마진: 15%. 레이저티닙은 유한양행이 100% 제조
- 3) 약가: Drugs.com 기준 레이저티닙 및 아미반타맙 1년 약가 합산
- 4) Sum of FCFF: 8.7%
- 5) Terminal Value: -3%
- 6) 환율: 1,400원

미국은 2차 치료와 1차 치료 모두 발생한다고 가정했다. 2차 치료는 1차 EGFR TKI 치료 이후 생존한 환자 중에서 T790M 변이가 일어난 환자가 병용요법을 진행한다고 가정했다. 1세대 및 2세대 EGFR TKI 약물 투여 후 T790M 변이가 일어나는 케이스의 평균치 및 타그리소의 투여 후 변이 비율을 고려해 산출했다. 병용요법의 2차 치료 시장점유율은 Peak 기준 30%를 달성한다고 가정했다.

그림11. Ex19del. Ex21 L858R 변이 비율. Ex19del 46%, L858R(Ex21ins) 39%로 총 85%

Type of mutation	Exon	Designation	Nucleotide number and sequence (5' → 3')	Amino acid change	No. with mutation (%)
In-frame deletion	19	Δ1	2235-2249 del GGAATTAAGAGAAGC	E746-A750 del	27 (20)
		Δ2	2236-2250 del GAATTAAGAGAAGCA	E746-A750 del	15 (11)
		Δ3	2240-2254 del TAAGAGAAGCAACAT	L747-T751 del	4 (3)
		Δ4	2239-2247 del TTAAGAGAA, 2248 G>C	L747-E749 del P ins	3 (2)
		Δ5	2239-2250 del TTAAGAGAAGCA, 2251 A>C	L747-T750 del P ins	3 (2)
		Δ6	2240-2257 del TAAGAGAAGCAACATCTC	L747-S752 del S ins	3 (2)
		Δ7	2237-2254 del AATTAAGAGAAGCAACAT, 2255 C>T	E746-T751 del V ins	2 (1.5)
		Δ8	2239-2256 del TTAAGAGAAGCAACATCT	L747-S752 del	2 (1.5)
		Δ9	2235-2252 del GGAATTAAGAGAAGCAAC, 2254 T>A, 2255 C>T	E746-T751 del I ins	1 (1)
		Δ10	2237-2251 del AATTAAGAGAAGCAA, 2252 C>T	E746-A750 del V ins	1 (1)
		Δ11	2239-2256 del TTAAGAGAAGCAACATCT, 2258 C>A	L747-S752 del Q ins	1 (1)
Total					62 (46)
Single-nucleotide substitution†	21	M1	2573 T>G	L858R	52 (39)
	18	M2	2120 A>T	E769V	1 (1)
	18	M3	2144 T>G	I715S	1 (1)
	18	M4	2155 G>T	G719C	1 (1)
	18	M5	2155 G>A	G719S	1 (1)
	18	M6	2156 G>C	G719A	1 (1)
	18	M7	2159 C>T	S720F	1 (1)
	20	M8	2303 G>T	S768I	1 (1)
	21	M9	2582 T>G	L861Q	1 (1)
Total					60 (45)

자료: Journal of the National Cancer Institute 2005, iM증권 리서치본부

표4. 레이저티닙 US 2차 치료 가치 산출

환자 가정		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
신규폐암환자		226,650	228,917	231,206	235,518	235,853	238,211	240,594	242,999
NSCLC	85%	192,653	194,579	196,525	198,490	200,475	202,480	204,505	206,550
전이성, 절제불가능	75%	144,489	145,934	147,394	148,868	150,356	151,860	153,378	154,912
EGFR 변이	32%	46,237	46,699	47,166	47,638	40,492	40,897	41,306	41,719
Ex19del, L858R 변이	85%	39,301	39,694	40,091	40,492	40,897	41,306	41,719	42,136
최종 환자 타겟		39,301	39,694	40,091	40,492	40,897	41,306	41,719	42,136
EGFR TKI 이후 생존	55.3%	21,734	21,951	22,170	22,392	22,616	22,842	23,071	23,301
1차치료 후 T790M 변이	85.4%	18,564	18,749	18,937	19,126	19,317	19,510	19,706	19,903
시장점유율	Peak 30%	8%	9%	11%	14%	17%	22%	27%	30%
Laz+Ami 연간 약가		344,977							
Laz+Ami 매출액		510	572	722	912	1,152	1,454	1,835	2,060
로열티	13% 가정	45	50	63	80	101	128	161	181
Lazertinib 제조마진	15% 가정	52	58	73	92	117	147	186	209
유한양행 매출액		97	108	137	173	218	275	347	390
법인세 제외한 최종매출	20%	77	87	109	138	174	220	278	312
Sum of FCF	8.7%	892							
Terminal Value	-3%	2,586							
PV of Terminal Value		1,123							
비용 2차 US 가치	백만달러	1,572							
환율 적용 최종가치	십억원	1,572							

자료: iM증권 리서치본부 추정

표5. 레이저티닙 US 1차 치료 가치 산출

환자 가정		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
신규폐암환자		226,650	228,917	231,206	235,518	235,853	238,211	240,594	242,999
NSCLC	85%	192,653	194,579	196,525	198,490	200,475	202,480	204,505	206,550
전이성, 절제불가능	75%	144,489	145,934	147,394	148,868	150,356	151,860	153,378	154,912
EGFR 변이	32%	46,237	46,699	47,166	47,638	40,492	40,897	41,306	41,719
Ex19del, L858R 변이	85%	39,301	39,694	40,091	40,492	40,897	41,306	41,719	42,136
최종 환자 타겟		39,301	39,694	40,091	40,492	40,897	41,306	41,719	42,136
Timeline	24.8월 승인	처방 시작							
시장점유율	Peak 20%	2%	4%	6%	8%	10%	13%	16%	20%
Laz+Ami 연간 약가		344,977							
Laz+Ami 매출액		271	548	793	1,144	1,445	1,824	2,303	2,907
로열티	13% 가정	24	48	70	101	127	160	202	255
Lazertinib 제조마진	15% 가정	27	56	80	116	146	185	233	295
유한양행 매출액		51	104	150	217	273	345	436	550
법인세 제외한 최종매출	20%	41	83	120	173	219	276	349	440
Sum of FCF	8.7%	1,057							
Terminal Value	-3%	3,650							
PV of Terminal Value		1,872							
비용 1차 US 가치	백만달러	1,872							
환율 적용 최종가치	십억원	2,621							

자료: iM증권 리서치본부 추정

1차 치료제로 적응증을 획득한 지역 3곳(유럽, 영국, 일본)에 대해서도 1차 치료 시장에서의 기대 매출을 rNPV 밸류에이션 기법을 통해 가치를 산출했다. 약가, 적용 인구 등의 데이터는 논문이나 연구 등을 통해 산출된 수치를 활용했다. 그 외 나머지 수치는 미국 케이스와 동일하게 적용했다. 상기 기준을 통해 산출된 각 지역별 가치는 총 3조 4,275억원이다(유럽 2조 3,593억원, 영국 1,617억원, 일본 9,065억원).

표6. 레이저티닙 유럽 1차 치료 가치 산출

환자 가정		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
신규폐암환자		477,325	482,098	486,919	491,788	496,706	501,673	506,690	511,757
NSCLC	85%	405,726	409,784	413,881	418,020	422,200	426,422	430,687	434,994
전이성, 절제불가능	75%	304,295	307,338	310,411	313,515	316,650	319,817	323,015	326,245
EGFR 변이	32%	97,374	98,348	99,332	100,325	101,328	102,341	103,365	104,398
Ex19del, Ex21 L858R 변이	85%	82,768	83,596	84,432	85,276	86,129	86,990	87,860	88,739
최종 환자 타겟		82,768	83,596	84,432	85,276	86,129	86,990	87,860	88,739
Timeline	24.8월 승인	처방 시작							
시장점유율	Peak 20%	2%	4%	6%	8%	10%	13%	16%	20%
Laz+Ami 연간 약가		147,426							
Laz+Ami 매출액		244	493	714	1,030	1,300	1,642	2,072	2,616
로열티	13% 가정	21	43	63	91	114	144	182	230
Lazertinib 제조마진	15% 가정	25	50	72	104	132	166	210	265
유한양행 매출액		46	93	135	195	246	311	392	495
법인세 제외한 최종매출	20%	37	75	108	156	197	249	314	396
Sum of FCF	8.7%	952							
Terminal Value	-3%	3,285							
PV of Terminal Value		1,685							
비용 1차 유럽 가치	백만달러	1,685							
환율 적용 최종가치	십억원	2,359							

자료: iM증권 리서치본부 추정

표7. 레이저티닙 영국 1차 치료 가치 산출

환자 가정		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
신규폐암환자		50,890	51,399	51,913	52,432	52,956	53,486	54,020	54,561
NSCLC	85%	43,256	43,689	44,126	44,567	45,013	45,463	45,917	46,377
전이성, 절제불가능	75%	32,442	32,767	33,094	33,425	33,759	34,097	34,438	34,782
EGFR 변이	32%	10,381	10,485	10,590	10,696	10,803	10,911	11,020	11,130
Ex19del, Ex21 L858R 변이	85%	8,824	8,913	9,002	9,092	9,183	9,274	9,367	9,461
최종 환자 타겟		8,824	8,913	9,002	9,092	9,183	9,274	9,367	9,461
Timeline	25.3월 승인	처방 시작							
시장점유율	Peak 20%	2%	4%	6%	8%	10%	13%	16%	20%
Laz+Ami 연간 약가		94,774							
Laz+Ami 매출액		17	34	49	71	89	113	142	179
로열티	13% 가정	1	3	4	6	8	10	12	16
Lazertinib 제조마진	15% 가정	2	3	5	7	9	11	14	18
유한양행 매출액		3	6	9	13	17	21	27	34
법인세 제외한 최종매출	20%	3	5	7	11	13	17	22	27
Sum of FCFF	8.7%	65							
Terminal Value	-3%	225							
PV of Terminal Value		116							
비용 1차 영국 가치	백만달러	116							
환율 적용 최종가치	십억원	162							

자료: iM증권 리서치본부 추정

표8. 레이저티닙 일본 1차 치료 가치 산출

환자 가정		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
신규폐암환자		127,462	128,737	130,024	131,324	132,637	133,964	135,303	136,657
NSCLC	85%	108,343	109,426	110,520	111,626	112,742	113,869	115,008	116,158
전이성, 절제불가능	75%	81,257	82,070	82,890	83,719	84,556	85,402	86,256	87,119
EGFR 변이	32%	26,002	26,262	26,525	26,790	27,058	27,329	27,602	27,878
Ex19del, Ex21 L858R 변이	85%	22,102	22,323	22,546	22,772	22,999	23,229	23,462	23,696
최종 환자 타겟		22,102	22,323	22,546	22,772	22,999	23,229	23,462	23,696
Timeline	25.2월 승인	처방 시작							
시장점유율	Peak 20%	2%	4%	6%	8%	10%	13%	16%	20%
Laz+Ami 연간 약가		212,115							
Laz+Ami 매출액		94	189	274	396	500	631	796	1,005
로열티	13% 가정	8	17	24	35	44	55	70	88
Lazertinib 제조마진	15% 가정	10	19	28	40	51	64	81	102
유한양행 매출액		18	36	52	75	95	119	151	190
법인세 제외한 최종매출	20%	14	29	42	60	76	96	121	152
Sum of FCFF	8.7%	366							
Terminal Value	-3%	1,262							
PV of Terminal Value		647							
비용 1차 일본 가치	백만달러	647							
환율 적용 최종가치	십억원	907							

자료: iM증권 리서치본부 추정

중국을 시작으로 허가지역 확장을 통한 레이저티닙 가치 지속 상승 전망

레이저티닙의 가치는 지속 상승할 것으로 전망한다. 가치에 포함된 지역 외 중국 등 추가 시장 진출에 대한 기대감이 여전히 살아있는 상황이다. 중국국가암센터가 2022년 발표한 자료에 따르면 중국에서 신규 발생하는 폐암환자는 연간 약 500만명 수준으로 타 지역 대비 월등히 높은 수치를 보여주고 있다. 1차 치료가 가능한 환자는 중국에서만 연간 약 90만명이다. 현재 레이저티닙+아미반타맵은 중국 허가를 기다리고 있는 상황이며, 2025년 하반기 중 허가 관련 이벤트가 발표될 것으로 예상된다.

표9. 레이저티닙 중국 1차 치료 가치 가정 (레이저티닙 가치에는 미포함)

환자 가정		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
신규폐암환자		4,971,202	5,020,914	5,071,123	5,121,835	5,173,053	5,224,784	5,277,031	5,329,802
NSCLC	85%	4,225,522	4,267,777	4,310,455	4,353,560	4,397,095	4,441,066	4,485,477	4,530,331
전이성, 절제불가능	75%	3,169,141	3,200,833	3,232,841	3,265,170	3,297,821	3,330,800	3,364,108	3,397,749
EGFR 변이	32%	1,014,125	1,024,267	1,034,509	1,044,854	1,055,303	1,065,856	1,076,514	1,087,280
Ex19del, Ex21 L858R 변이	85%	862,006	870,627	879,333	888,126	897,007	905,977	915,037	924,188
최종 환자 타겟		862,006	870,627	879,333	888,126	897,007	905,977	915,037	924,188
Timeline		2H 승인	2H 출시						
시장점유율	Peak 20%			2%	4%	6%	8%	10%	13%
Laz+Ami 연간 약가		20,339							
Laz+Ami 매출액				358	723	1,046	1,509	1,906	2,406
로열티	13% 가정			31	63	92	133	167	211
Lazertinib 제조마진	15% 가정			36	73	106	153	193	244
유한양행 매출액				68	137	198	286	361	455
법인세 제외한 최종매출	20%			54	109	158	229	289	364
Sum of FCFF	8.7%	840							
Terminal Value	-3%	3,020							
PV of Terminal Value		1,831							
허가승인	80% 가정	1,465							
비용 1차 중국 가치	백만달러	1,465							
환율 적용 최종가치	십억원	2,051							

자료: iM증권 리서치본부 추정

실적 추정

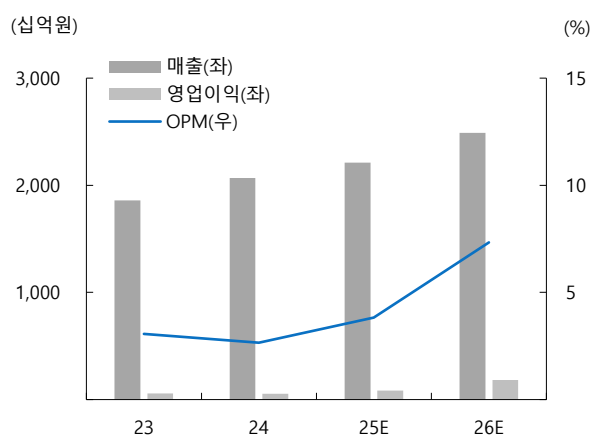
본업은 문제없이 성장 중. 레이저티닙 이벤트를 주목

2025년 1분기 연결 기준 유한양행의 매출 및 영업이익은 4,916억원(YoY +10.6%), 영업이익 64억원(YoY +1,012.3%, OPM 1.3%)을 달성했다. 파이프라인 임상 개시에 따른 R&D 비용 증가로 시장의 기대치를 하회했다. 또한 1분기 유입이 예상되던 레이저티닙 일본 상업화에 따른 마일스톤이 인식되지 않았다. 하지만 전 사업부가 고른 외형 성장 기조를 유지하고 있는 상황이며, 특히 작년 길리어드와 HIV 치료제 원료의약품 생산 계약을 맺었던 유한화학을 필두로 한 해외사업부의 성장이 주목되는 상황이다. 유한화학의 대부분 생산 물량은 필수약품에 대한 API이며 추가 증설에 대한 계획도 논의되고 있어 장기적으로 동사의 수익성에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

2025년 연간으로는 매출 2조 2,119억원(YoY +7.0%), 영업이익 846억원(YoY +54.1%, OPM 3.8%)을 전망한다. 레이저티닙 관련 라이선스 수익은 약 40억원 수준이 안정적으로 발생하고 있다. 보수적으로 유럽 상업화에 대한 마일스톤은 2026년 반영했다. 향후 MARIPOSA 임상의 OS 데이터 구체화 및 아미반타맵 SC제형의 승인 지역 확장 등의 이벤트로 인한 상승 모멘텀이 기대된다. 1분기 R&D 비용이 높게 발생했으나 전체 비용은 작년 수준으로 집행할 계획이라고 밝혔기에 수익성 개선도 기대되는 상황이다.

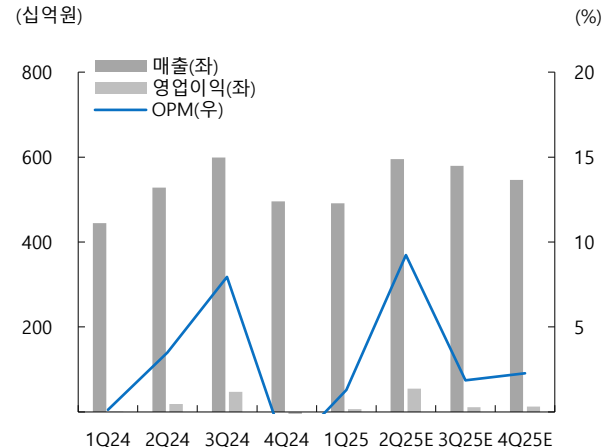
파이프라인 측면에서 레이저티닙 외에도 알리지 치료제 파이프라인 YH35324는 최근 학회를 통해 임상 1b상 part 1 결과를 공개했다. 만성 자발성 두드러기 환자 대상 졸레어 대비 IgE 억제 활성에서 우수함을 보였다. 해당 파이프라인에 대한 가치는 현재 동사의 기업가치에 반영하지 않았으나 데이터의 우수함이 지속적으로 증명된다면 추가적인 기업 가치 상승 모멘텀으로 이어질 수 있다.

그림12. 유한양행 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부 추정

그림13. 유한양행 분기별 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부 추정

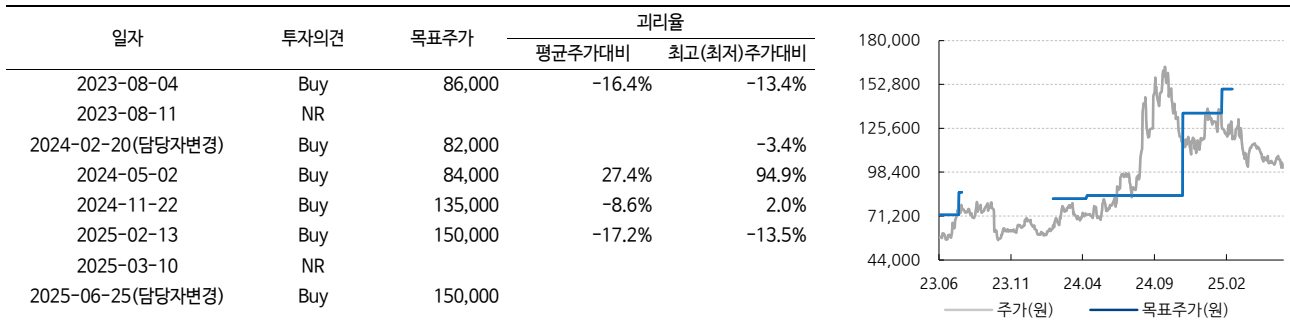
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,360	1,437	1,588	1,795	매출액	2,068	2,212	2,488	2,803
현금 및 현금성자산	306	327	356	421	증가율(%)	11.2	7.0	12.5	12.7
단기금융자산	25	26	28	30	매출원가	1,378	1,496	1,649	1,863
매출채권	641	685	769	864	매출총이익	689	716	839	940
재고자산	343	367	413	465	판매비와관리비	635	632	657	698
비유동자산	1,582	1,542	1,513	1,492	연구개발비	225	225	229	236
유형자산	598	541	491	448	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	285	267	251	237	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,942	2,980	3,101	3,287	영업이익	55	85	182	242
유동부채	619	639	672	712	증가율(%)	-3.8	54.1	115.7	32.5
매입채무	176	189	212	239	영업이익률(%)	2.7	3.8	7.3	8.6
단기차입금	168	158	148	138	이자수익	9	9	10	12
유동성장기부채	11	11	11	11	이자비용	15	14	14	13
비유동부채	172	172	172	172	지분법이익(손실)	47	47	47	47
사채	16	16	16	16	기타영업외손익	-45	-30	-40	-28
장기차입금	105	105	105	105	세전계속사업이익	61	82	171	257
부채총계	791	811	844	884	법인세비용	6	25	44	72
자배주지분	2,101	2,113	2,181	2,304	세전계속이익률(%)	3.0	3.7	6.9	9.2
자본금	81	81	81	81	당기순이익	55	57	127	185
자본잉여금	123	123	123	123	순이익률(%)	2.7	2.6	5.1	6.6
이익잉여금	2,010	2,024	2,093	2,218	자배주주귀속 순이익	71	52	107	162
기타자본항목	-113	-115	-116	-117	기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
비자배주지분	50	55	75	99	총포괄이익	54	56	126	183
자본총계	2,151	2,169	2,257	2,403	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	55	207	216	252	주당지표 (원)				
당기순이익	55	57	127	185	EPS	869	634	1,313	1,986
유형자산감가상각비	45	58	49	43	BPS	25,808	25,965	26,801	28,310
무형자산감가상각비	18	18	16	14	CFPS	1,643	1,558	2,115	2,685
지분법관련손실(이익)	47	47	47	47	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	-117	-74	-74	-74	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-113	-	-	-	PER	137.6	162.1	78.2	51.7
무형자산의 처분(취득)	-17	-	-	-	PBR	4.6	4.0	3.8	3.6
금융상품의 증감	50	-36	-36	-36	PCR	72.7	65.9	48.6	38.2
재무활동 현금흐름	66	-37	-37	-37	EV/EBITDA	82.1	51.0	32.7	26.9
단기금융부채의증감	34	-10	-10	-10	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	56	-	-	-	ROE	3.4	2.4	5.0	7.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	5.7	7.2	10.0	10.7
배당금지급	-32	-37	-37	-37	부채비율	36.8	37.4	37.4	36.8
현금및현금성자산의증감	7	20	30	65	순부채비율	-1.4	-2.9	-4.6	-7.5
기초현금및현금성자산	299	306	327	356	매출채권회전율(x)	3.4	3.3	3.4	3.4
기말현금및현금성자산	306	327	356	421	재고자산회전율(x)	6.6	6.2	6.4	6.4

자료 : 유한양행, iM증권 리서치본부

유한양행 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%