2025. 3. 10

▲ 제약/바이오
Analyst 김준영
02. 6454-4877
junyoung.kim@meritz.co.kr

유한양행 000100

기술 반환보다 다가올 임상 모멘텀에 주목할 때

- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 20만원 하향
- ✓ Boehringher Ingelheim으로부터 MASH 치료제 BI3006337(YH25724) 반환
- ✓ 약물 문제가 아닌 전략적 판단에 따른 반환으로 판단하며 경쟁 약물들의 결과로 비춰보아 추가적인 기술이전 가능성은 여전히 존재
- ✓ 3/20 초록 발표 및 3/26 – 3/29 개최되는 ELCC2025 주목

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	200,000 원
현재주가 (3.7)	118,900 원
상승여력	68.2%
KOSPI	2,563.48pt
시가총액	95,369억원
발행주식수	8,021만주
유동주식비율	68.67%
외국인비중	19.10%
52주 최고/최저가	163,700원/68,500원
평균거래대금	1,655.4억원
주요주주(%)	
유한재단 외 2 인	15.92
국민연금공단	7.76
유한학원	7.41

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.1	-5.3	70.8
상대주가	-14.6	-6.0	76.4

주가그래프

GLP-1/FGF21 이중효능제 반환

19년 7월 Boehringher Ingelheim과 8억 7천만 달러 규모로 계약했던 MASH 치료제 BI3006337(YH25724)이 반환되었다. GLP-1/FGF21 이중효능제로 임상 1상 진행 중이었으며 선급금 4천만 달러와 임상 1상 시작에 따른 천만 달러를 수령한 바 있다. 3개의 임상 1상은 현재 완료된 것으로 보이나 임상 결과 공개 여부는 불확실하다. 다만 기술 반환 사유는 약물의 문제보다는 전략적 판단에 따른 것으로 보인다. 현재 FGF21 단독효능제로 개발 중인 Akero Therapeutics, 89bio의 경우 긍정적인 임상 결과를 바탕으로 지속적으로 기업가치가 성장 중이다. 또한 GLP-1, FGF21 병용의 이점을 보인 바 있어 향후 추가적인 기술이전 가능성은 여전히 존재한다.

투자의견 Buy, 적정주가 20만원 하향

Boehringher Ingelheim으로부터 반환된 BI3006337의 신약 가치 5,364억원 제외 및 피어 그룹 멀티플 조정에 따라 적정주가를 20만원으로 하향한다. 다만 주요 투자 포인트는 변하지 않았다. 3/26 – 3/29 개최되는 ELCC(유럽폐암학회) 2025에서 렉라자 리브레반트 임상 3상 MARIPOSA 최종 OS(전체생존기간) 공개가 예정되어 있다. 또한 MARIPOSA 임상에서 주요 부작용 중 하나로 거론되었던 피부 관련 부작용 관하여 임상 2상 COCOON 결과 또한 공개 예정이다. 주요 부작용인 IRR(주입 관련부작용)은 SC(피하주사) 제형을 통해, VTE(정맥혈전색전증)은 4개월간 항응고제 투여를 통해, 피부 관련 부작용은 COCOON 결과를 통해 보완을 하며 최종 OS 결과 또한 12개월 이상 개선하는 결과를 도출한다면 향후 SC 제형 승인을 통해 시장 점유율 확보에 유리한 입지를 다질 것으로 예상한다. ELCC2025 초록은 3/20 공개 예정이며 초록과 학회 결과 발표에 주목하자.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,775.9	36.0	95.1	1,180	-8.7	24,399	46.4	2.2	50.9	4.9	23.2
2023	1,859.0	56.8	136.1	1,690	48.1	25,201	40.7	2.7	52.7	6.7	33.9
2024E	2,067.8	47.7	47.4	585	-66.5	25,597	204.3	4.7	83.6	2.3	36.5
2025E	2,263.7	95.0	117.8	1,462	148.9	26,648	81.3	4.5	52.6	5.5	36.9
2026E	2,390.1	137.6	149.9	1,863	27.4	28,094	63.8	4.2	43.1	6.7	33.8

표1 유한양행 적정주가 산출

(십억원)		단위
유한양행의 영업 가치 (A)	7,014.8	글로벌 매출 달성 기업(셀트리온, SK바이오팜, 녹십자) 12개월 선행 EV/EBITDA 평균 23.9배에 30% 프리미엄 적용
유한양행의 신약 가치 (B)	6,330.0	DCF valuation
1) Lazertinib	5,805.8	
2) YH35324	524.2	
3) BI3006337(YH25724)	-	기존 5,364억원 제외
유한양행의 지분 가치 (C)	807.8	
유한화학(100%)	128.4	장부가
유한킴벌리(30%)	205.6	장부가
기타	473.8	장부가
순차입금 (D)	-13.8	2025년 말 기준
주주가치 (E=A+B+C-D)	14,166.3	
주식수 (F)	73,794천주	유통주식수 기준
적정주가 (P=E/F)	**200,000원**	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 유한양행 파이프라인 현황(25.02.12 기준)

약물	타겟	적응증	후보물질	비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	Licensor	Licensee
LAZERTINIB	EGFR 돌연변이 3세대 TKI	EGFR돌연변이 비소세포폐암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (J&J) 글로벌 3상					GENOSCO	Johnson&Johnson Innovative Medicine
YH14618 (Remedisc)	TGF-B	퇴행성 디스크						EnsolBio sciences	SpineBiopharma
YH12852 (PCS12852)	5-HT receptor	위마비증							Processa Pharmaceuticals
BI3006337	GLP-1/FGF21	MASH							Boehringer Ingelheim
YH35324	IgE	Allergy (CSU, 천식, AD)						GI innovation	
YH32367	Her2/4-1BB	유방암, 위암, 담관암 등						ablbio	
YH42946	Her2, EGFR	Her2돌연변이 폐암, 위암 등						JINTS BIO	
YH35995	GCS	고셔병, 파브리병						GC	
YH32364	EGFR/4-1BB	두경부암, 위암, 대장암 등						ablbio	
YH45057	Androgen receptor	전립선암						Ubix Therapeutics	
YH44529	SOS1	고형암						CYRUS KANAPH	

자료: 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

표2 ELCC 2025 중 국내 기업 관련 관심을 가져야할 주요 발표

관련 기업	일정 (현지시간)	제목
유한양행	25.03.26(수)	Amivantamab Plus Lazertinib vs Osimertinib in First-line (1L) EGFR-mutant (EGFRm) Advanced NSCLC: Final Overall Survival (OS) from the Phase 3 MARIPOSA Study
(AstraZeneca)	25.03.26(수)	Osimertinib (osi) + datopotamab deruxtecan (Dato-DXd) in patients (pts) with EGFR-mutated (EGFRm) advanced NSCLC (aNSCLC) whose disease progressed on first-line (1L) osi: ORCHARD
	25.03.27(목)	Amivantamab, lazertinib and bevacizumab in EGFR-mutant advanced NSCLC with acquired resistance to 3rd generation EGFR-TKI - Final results from the phase II ETOP AMAZE-lung trial
	25.03.27(목)	Preventing Moderate to Severe Dermatologic Adverse Events in First-line EGFR-mutant Advanced NSCLC Treated with Amivantamab Plus Lazertinib: Early Success of the COCOON Trial
	25.03.28(금)	Neoadjuvant lazertinib therapy guided by EGFR mutation detection in BALF for resectable lung cancer: Prospective real-world phase 2 study.
	25.03.28(금)	Evaluating the Effectiveness of Amivantamab Plus Lazertinib in CHRYSALIS-2 vs EGFR TKI Monotherapy in a Matched Real-world Cohort of Participants with Atypical EGFR-mutated Advanced NSCLC
	25.03.28(금)	Subcutaneous (SC) after intravenous (IV) amivantamab in advanced NSCLC: Initial results from PALOMA-2
	25.03.28(금)	First line treatment in epidermal growth factor receptor (EGFR)-mutated non-small cell lung cancer (NSCLC): a review and individual patient data (IPD) comparison of phase 3 clinical trials
(AstraZeneca)	25.03.28(금)	TROPION-Lung14: A phase 3 study of osimertinib ± datopotamab deruxtecan (Dato-DXd) as first-line (1L) treatment for patients with EGFR-mutated locally advanced or metastatic (LA/M) non-small cell lung cancer (NSCLC)
(AstraZeneca)	25.03.28(금)	TROPION-Lung15: A phase 3 study of datopotamab deruxtecan (Dato-DXd) ± osimertinib vs platinum doublet chemotherapy in patients with EGFR-mutated locally advanced or metastatic non-small cell lung cancer (NSCLC) and disease progression on prior osimertinib
(AstraZeneca)	25.03.28(금)	Balancing Efficacy and Safety: Systematic Review of Osimertinib Plus Chemotherapy in advanced EGFR-Mutated NSCLC
(AstraZeneca)	25.03.28(금)	Characterisation of benefit-risk by pemetrexed (pem) exposure in patients (pts) with EGFRm aNSCLC treated with 1L osimertinib (osi) + platinum-pem in FLAURA2
	25.03.28(금)	EGFR-TKI Combined with Chemotherapy versus EGFR-TKI Alone for locally advanced EGFR-mutant NSCLC: A Real-World Study
알테오젠	25.03.27(목)	Subcutaneous (SC) Versus Intravenous (IV) Pembrolizumab (Pembro) Plus Chemotherapy (CT) in Metastatic Non–Small Cell Lung Cancer (mNSCLC): Phase 3 MK-3475A-D77 Trial
	25.03.28(금)	A Multi-country Time & Motion (T&M) Study of Subcutaneous (SC) vs Intravenous (IV) Pembrolizumab (Pembro) plus Chemotherapy (Chemo) in Metastatic Non-small Cell Lung Cancer (mNSCLC)
에이비온 (AstraZeneca)	25.03.26	SAVANNAH: Savolitinib (savo) + osimertinib (osi) in patients (pts) with EGFRm advanced NSCLC and MET overexpression (OverExp) and/or amplification (Amp) following progressive disease (PD) on osi
(AstraZeneca)	25.03.28	Final Overall Survival and Long-term Safety Outcomes of Savolitinib in Patients with Locally Advanced or Metastatic NSCLC Harboring MET Exon 14 (METex14) Mutation: An Update from a Phase 3b Study
보로노이 (Bayer)	25.03.26	Phase I/II SOHO-01 study of BAY 2927088 in patients with previously treated HER2-mutant NSCLC: Safety and efficacy results from 2 expansion cohorts

주: 에이비온, 보로노이는 경쟁 약물의 임상 발표

자료: ELCC 2025, 메리츠증권 리서치센터

표3 EGFR 변이 NSCLC(비소세포폐암) 임상 결과 비교

임상 연구명	MARIPOSA		FLAURA2		FLAURA	
약물	Amivantamab + Lazertinib	Osimertinib	Osimertinib + Chemo	Osimertinib	Osimertinib	Gefitinib/Erlotinib
MoA	c-Met x EGFR BsAb + EGFR TKI	EGFR TKI	EGFR TKI + Chemo	EGFR TKI	EGFR TKI	EGFR TKI
용법	Ami: IV QW(초기) IV Q2W(유지 요법) Laz: PO QD	PO QD	Osi: PO QD Pemetrexed: IV Q3W Carboplatin/Cisplatin: IV Q3W 4 cycles	PO QD	PO QD	Gef: PO QD Erl: PO QD
환자 특징(%)						
환자수(명)	429	429	279	278	279	277
	ECOG		WHO Performance Status		WHO Performance Status	
0	32.9	34.7	37.3	36.7	40.1	41.9
1	67.1	65.3	62.4	63.3	59.9	57.8
Asian 환자	58.3	58.5	64.2	63.3	62.4	62.5
CNS metastases	41.5	40.1	41.6	39.6	19.0	22.7
EGFR 변이						
Ex19del	60.1	59.9	60.6	60.4	62.7	62.8
L858R	40.1	40.1	38.0	38.5	37.3	37.2
효능						
ORR(%)	86.2	84.5	83.2	75.5	79.9	75.8
PFS(개월)	23.7	16.6	25.5	16.7	18.9	10.2
HR	0.70 (0.58-0.85, p<0.001)		0.62 (0.49-0.79, p<0.001)		0.46 (0.37-0.57, p<0.001)	
PFS2(개월)	NR	32.4	30.6	27.8	-	-
HR	0.73 (0.59-0.91, p=0.004)		0.70 (0.52-0.93)		-	
OS(개월)	NR (12개월 이상 개선 예상)	37.3	NR	36.7	38.6	31.8
HR	0.77 (0.61-0.96, p=0.019)		0.75 (0.57-0.97, p=0.028)		0.80 (0.64-1.00, p=0.046)	
mDoR(개월)	25.8	16.8	24.0	15.3	17.2	8.5
Brain metastases Subgroup						
PFS(개월)	18.3	13.0	24.9	13.8	15.2	9.6
HR	0.69 (0.53-0.92)		0.47 (0.33-0.66)		0.47 (0.30-0.74, p<0.001)	
Asian Subgroup						
PFS(개월)	27.5	18.3	25.5	19.4	16.5	11.0
HR	0.67 (0.52-0.86)		0.69 (0.51-0.94)		0.54 (0.41-0.72, p<0.0001)	
OS(개월)	-	-	40.5	38.3	NR	NR
HR	-		0.80 (0.57-1.12)		0.65 (0.42-1.02, p=0.0609)	
부작용(%)						
Gr3 이상 AE	75.1	42.8	63.8	27.3	31.9	41.2
Discontinuation	34.9	13.6	10.9	6.2	14.7	18.1
Serious AE	23.0	5.6	37.7	19.3	21.5	25.3
ILD(간질성폐질환)	3.1	3.0	1.8	2.2	3.9	2.2
주요 부작용	주입 관련 부작용, 피부 부작용, VTE		빈혈, 백혈구/혈소판 감소증		심장 부작용	

주: IV: 정맥주사, PO: 경구, QD: 1일 1회, QW: 매주, Q2W: 2주 1회, Q3W: 3주 1회

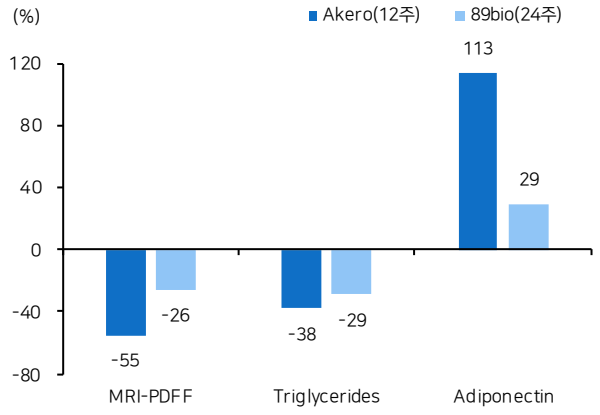
자료: MARIPOSA, FLAURA2, FLAURA, ELCC2024, WCLC2024, ESMO2024, ESMO Asia 2024, 메리츠증권 리서치센터

표4 BI3006337 임상 연구

임상 제목	임상 단계	임상 현황	Primary Completion	NCT number
A Study to Test How Well Men Tolerate Different Doses of BI 3006337	Phase 1	Completed	2023.03.03	NCT05076422
A Study to Test How Well Different Doses of BI 3006337 Are Tolerated by People With Overweight or Obesity and With Fatty Liver Disease	Phase 1	Completed	2024.10.31	NCT05970640
A Study in Healthy Japanese Men to Test How Well Different Doses of BI 3006337 Are Tolerated	Phase 1	Completed	2024.10.31	NCT06310005

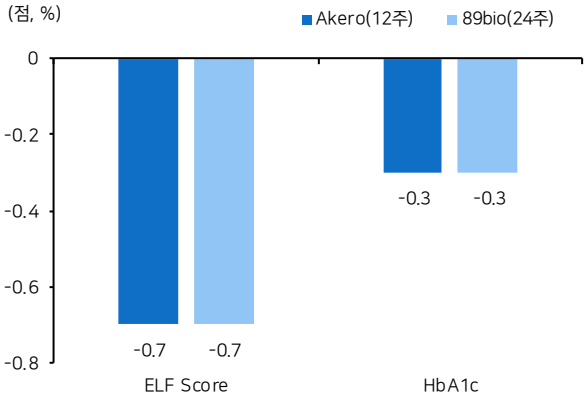
자료: Clinical Trials, 메리츠증권 리서치센터

그림2 GLP-1과 FGF21 병용 시 위약군 조정 효능 결과



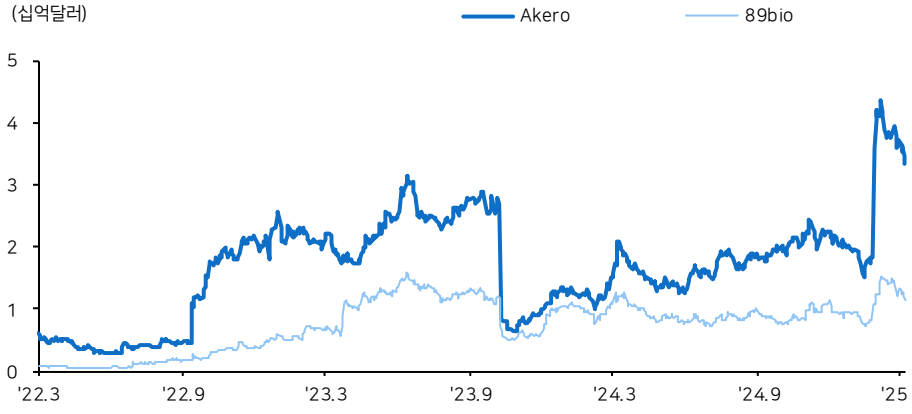
자료: Akero, 89bio, 메리츠증권 리서치센터

그림3 GLP-1과 FGF21 병용 시 위약군 조정 효능 결과



자료: Akero, 89bio, 메리츠증권 리서치센터

그림4 FGF21 효능제 개발 기업 시가 총액 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유한양행 (000100)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**1,775.9**	**1,859.0**	**2,067.8**	**2,263.7**	**2,390.1**
매출액증가율(%)	5.2	4.7	11.2	9.5	5.6
매출원가	1,257.7	1,293.1	1,378.4	1,459.1	1,553.5
매출총이익	518.2	565.9	689.4	804.6	836.5
판매관리비	482.2	509.1	641.7	709.6	698.9
영업이익	**36.0**	**56.8**	**47.7**	**95.0**	**137.6**
영업이익률(%)	2.0	3.1	2.3	4.2	5.8
금융손익	-0.6	11.2	0.1	-13.4	-11.5
종속/관계기업손익	56.8	55.6	46.9	40.9	39.3
기타영업외손익	2.7	11.1	-44.9	15.9	12.7
세전계속사업이익	94.9	134.5	49.8	138.4	178.0
법인세비용	4.3	0.5	4.5	26.5	35.6
당기순이익	**90.6**	**134.0**	**45.3**	**111.9**	**142.4**
지배주주지분 순이익	95.1	136.1	47.4	117.8	149.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**99.5**	**144.1**	**66.0**	**182.6**	**148.9**
당기순이익(손실)	90.6	134.0	45.3	111.9	142.4
유형자산상각비	38.6	38.5	49.1	62.1	61.8
무형자산상각비	4.5	6.2	20.1	27.2	26.1
운전자본의 증감	-110.1	-8.4	-53.2	-18.5	-81.4
투자활동 현금흐름	**15.6**	**-199.2**	**-120.4**	**-138.1**	**-138.2**
유형자산의증가(CAPEX)	-58.3	-161.5	-108.7	-108.0	-108.0
투자자산의감소(증가)	123.7	50.8	3.8	-10.1	-10.2
재무활동 현금흐름	**-65.5**	**63.3**	**40.7**	**-50.9**	**-62.6**
차입금의 증감	-25.7	170.2	35.8	-18.7	-30.3
자본의 증가	7.1	1.2	15.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	39.5	6.2	-14.2	-6.4	-51.8
기초현금	253.6	293.0	299.3	285.1	278.7
기말현금	293.0	299.3	285.1	278.7	226.8

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,188.9	1,256.5	1,309.6	1,377.4	1,405.4
현금및현금성자산	293.0	299.3	285.1	278.6	226.8
매출채권	496.7	559.0	598.1	640.0	684.8
재고자산	275.2	284.8	307.5	332.1	358.7
비유동자산	1,283.8	1,557.6	1,613.9	1,662.7	1,712.9
유형자산	355.0	522.9	598.1	644.0	690.3
무형자산	137.6	298.3	291.8	284.6	278.5
투자자산	621.9	571.6	568.7	578.8	588.9
자산총계	**2,472.7**	**2,814.1**	**2,923.5**	**3,040.1**	**3,118.4**
유동부채	434.2	583.2	616.9	658.6	632.7
매입채무	133.8	179.1	203.3	248.5	237.4
단기차입금	64.1	128.2	126.7	106.7	86.7
유동성장기부채	26.0	4.2	3.2	3.2	3.2
비유동부채	30.8	129.2	165.1	160.4	154.4
사채	0.0	0.0	16.1	16.1	16.1
장기차입금	0.6	60.2	109.1	101.1	93.1
부채총계	**464.9**	**712.3**	**781.9**	**819.0**	**787.1**
자본금	74.4	77.8	81.4	81.4	81.4
자본잉여금	116.1	113.9	125.5	125.5	125.5
기타포괄이익누계액	102.5	101.0	104.0	104.0	104.0
이익잉여금	1,902.4	1,975.4	1,991.7	2,077.2	2,194.9
비지배주주지분	22.0	50.6	58.2	52.3	44.7
자본총계	**2,007.8**	**2,101.7**	**2,141.6**	**2,221.2**	**2,331.3**

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	22,140	23,177	25,780	28,222	29,798
EPS(지배주주)	1,180	1,690	585	1,462	1,863
CFPS	1,760	1,552	1,341	3,072	3,534
EBITDAPS	986	1,265	1,456	2,298	2,811
BPS	24,399	25,201	25,597	26,648	28,094
DPS	365	430	430	430	430
배당수익률(%)	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	46.4	40.7	204.3	81.3	63.8
PCR	31.1	44.3	89.1	38.7	33.6
PSR	2.5	3.0	4.6	4.2	4.0
PBR	2.2	2.7	4.7	4.5	4.2
EBITDA(십억원)	79.1	101.4	116.8	184.3	225.5
EV/EBITDA	50.9	52.7	83.6	52.6	43.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.9	6.7	2.3	5.5	6.7
EBITDA 이익률	4.5	5.5	5.6	8.1	9.4
부채비율	23.2	33.9	36.5	36.9	33.8
금융비용부담률	0.2	0.3	0.9	1.1	1.0
이자보상배율(x)	10.4	9.0	2.6	3.8	5.9
매출채권회전율(x)	3.7	3.5	3.6	3.7	3.6
재고자산회전율(x)	6.5	6.6	7.0	7.1	6.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료 공표일 현재 유한양행의 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

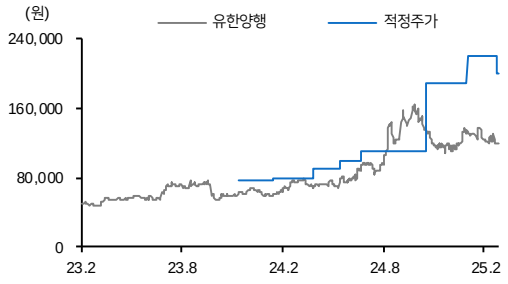
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

유한양행 (000100) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.12.06	산업분석	Buy	76,567	김준영	-18.2	-10.1
2024.02.07	기업브리프	Buy	80,000	김준영	-11.5	-1.0
2024.04.17	기업브리프	Buy	90,000	김준영	-19.9	-12.8
2024.06.05	산업분석	Buy	100,000	김준영	-20.2	-10.5
2024.07.11	기업브리프	Buy	110,000	김준영	11.3	48.8
2024.11.06	산업분석	Buy	190,000	김준영	-36.3	-27.5
2025.01.17	기업브리프	Buy	220,000	김준영	-41.9	-37.5
2025.03.10	기업브리프	Buy	200,000	김준영	-	-

주가 및 적정주가 변동추이