

# 유한양행 (000100)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**180,000**

유지

현재주가

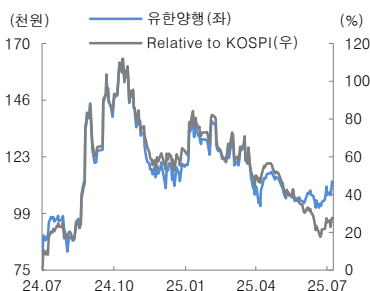
**111,700**

(25.07.11)

제약업종

KOSPI	3175.77
시가총액	9,049십억원
시가총액비중	0.41%
자본금(보통주)	80십억원
52주 최고/최저	163,700원 / 82,800원
120일 평균거래대금	863억원
외국인지분율	18.00%
주요주주	유한재단 외 2 인 15.96% 국민연금공단 7.78%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.2	1.8	-16.6	26.5
상대수익률	-4.6	-22.0	-34.0	15.2



## 글로벌에서 커지는 존재감: 처방 증가와 수주 확대

- 2Q25 매출 5,841억원(+10.6% yoy), 영업이익 418억원(+125.5% yoy)
- 일본 출시 마일스톤 수령으로 영업이익 컨센서스 부합
- 두 가지 성장 동력: 라즈클루즈 로열티와 API 공급 증가

### 투자 의견 매수, 목표주가 180,000원, 최선호주 의견 유지

라즈클루즈 FDA 승인 이후, 동사의 주가는 1) 아쉬운 실적과 2) 트럼프 행정부의 의약품 관세 및 약가 인하 정책 등 대내외 불확실성 부각으로 큰 폭의 조정을 받음. 그러나 실제 처방은 지속 증가 중이며, 출시 국가 확장 및 아미반타맵SC 병용 요법 FDA 승인으로 본격적인 이익 개선이 기대됨. 더불어, MARIPOSA 최종 mOS 결과 발표, NCCN 가이드라인 선호의약품 등재, 유한화학 API 추가 수주 등 다수의 모멘텀을 고려하여 투자 의견 매수, 목표주가 180,000원, 최선호주 의견 유지

### 2Q25 Preview: 일본 출시 마일스톤 수령으로 영업이익 컨센서스 부합 전망

2Q25 연결 매출액 5,841억원(+10.6% yoy), 영업이익 418억원(+125.5% yoy), OPM 7.2%로 전망. 약품사업부 3,466억원(+2.2% yoy), 생활유통사업부 769억원(+2.3% yoy), 해외사업부 1,026억원(+5.6% yoy), 기술료 수익 269억원(+4652.7% yoy), 기타 매출 166억원(+2.0% yoy)로 전 사업부 성장 예상. 2분기 연결 매출은 일부 해외사업부 물량의 3분기 이연으로 컨센서스 및 기존 추정치 대비 소폭 하회할 것으로 예상되나, 이는 일시적 요인으로 연간 매출 추정치는 그대로 유지함. 영업이익은 라즈클루즈 일본 출시 마일스톤 \$15mn(약 207억원)과 러닝 로열티 약 62억원(추정)이 반영되며 시장 컨센서스 부합 전망

### 두 가지 성장 동력: 라즈클루즈 로열티와 유한화학 API 공급 증가

1분기까지는 미국 단일 시장에 국한되었던 라즈클루즈 매출이 2분기부터 유럽과 일본으로 판매 지역이 확대되며, 러닝로열티 수익이 본격적으로 증가할 것으로 예상됨. 하반기에는 1) 리브리반트SC 병용 요법 FDA 승인, 2) 긍정적인 mOS 결과 발표, 3) NCCN 가이드라인 선호의약품 등재 등이 기대되며, 해당 이벤트는 라즈클루즈 처방 확대에 기여할 가능성이 높음

유한화학은 지난 5월 22일 길리어드와 약 888억원 규모의 HIV 치료제 원료의약품(API) 공급 계약을 체결했으며, 이는 작년 9월 수주(약 1,077억원)에 이은 두번째 대형 계약. 최근 글로벌 제약사의 생산 문의도 증가하고 있어, 추가 설비 투자 가능성도 여전히 유효. 이는 글로벌 제약사들의 공급망 재편 및 생산 거점 다변화 전략이 일부 반영된 결과로 해석되며, 향후 고마진의 해외사업부 매출 확대에 수익성 개선이 기대됨

(단위: 십억원 %)

구분	2Q24	1Q25	2Q25(F)				3Q25			
			작전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	528	492	617	584	10.6	18.8	594	604	0.9	3.5
영업이익	19	6	41	42	125.5	551.3	43	25	-47.9	-40.7
순이익	32	9	19	34	6.8	287.8	40	23	-37.5	-31.6

자료: 유한양행 FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 유한양행 목표주가 산출

(단위: 억원)

	가치	비고
<b>유한양행 영업가치 (A)</b>	<b>122,746</b>	
27년 EBITDA	4,721	라즈클루제 출시 3년차 EBITDA 적용
Target EV/EBITDA	26	국내 상위 제약사 평균 Fwd 12 EV/EBITDA 대비 20% 프리미엄
<b>비영업가치 (B)</b>	<b>12,565</b>	
YH35324 가치	4,620	
<b>보유 자본가치</b>	<b>7,945</b>	장부가액 기준
유한킴벌리 (30%)	2,056	
유한화학 (100%)	2,434	
기타	3,455	
<b>순차입금(C)</b>	<b>-396</b>	
<b>총 기업가치 (A+B-C)</b>	<b>135,706</b>	
발행주식수 (천주)	73,794	
적정주가 (원)	183,899	
<b>목표주가 (원)</b>	<b>180,000</b>	
현재주가 (원)	111,700	25.07.11
상승여력	61%	

자료: 대신증권 Research Center

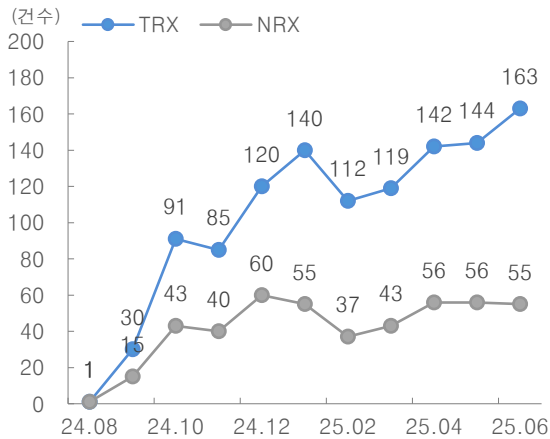
표 2. 유한양행 연결 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>444.6</b>	<b>528.3</b>	<b>598.8</b>	<b>496.1</b>	<b>491.6</b>	<b>584.1</b>	<b>604.4</b>	<b>592.9</b>	<b>2067.8</b>	<b>2273.0</b>	<b>2541.2</b>
yoy (%)	0.3%	6.6%	24.0%	13.5%	10.6%	10.6%	0.9%	19.5%	11.2%	9.9%	11.8%
약품사업	309.5	339.1	347.8	351.4	329.8	346.6	367.1	364.9	1,347.8	1,408.4	1,464.8
yoy (%)	0.0%	-1.8%	0.5%	6.1%	6.5%	2.2%	5.5%	3.9%	1.2%	4.5%	4.0%
생활유통사업	44.5	75.2	67.4	53.5	46.7	76.9	71.2	54.9	240.6	249.8	272.3
yoy (%)	24.2%	24.5%	13.3%	-10.1%	5.1%	2.3%	5.6%	2.6%	11.8%	3.8%	9.0%
해외사업	74.1	97.2	70.1	65.1	87.4	102.6	124.6	69.9	306.5	384.4	422.9
yoy (%)	-3.3%	32.9%	19.6%	98.4%	17.9%	5.6%	77.8%	7.3%	27.1%	25.4%	10.0%
기술료수익	2.6	0.6	98.2	4.0	4.0	26.9	10.0	57.4	105.3	98.3	222.4
yoy (%)	-64.3%	-59.0%	19497.4%	79.9%	56.6%	4652.7%	-89.8%	1344.8%	835.5%	-6.6%	126.2%
기타	13.9	16.3	15.3	22.1	23.7	16.6	15.7	22.8	67.6	78.7	81.1
yoy (%)	-0.5%	5.2%	-16.5%	95.9%	69.8%	2.0%	3.0%	3.0%	14.5%	16.5%	3.0%
<b>매출총이익</b>	<b>134.5</b>	<b>167.4</b>	<b>240.8</b>	<b>146.7</b>	<b>148.7</b>	<b>203.3</b>	<b>198.5</b>	<b>231.1</b>	<b>689.4</b>	<b>781.6</b>	<b>1012.2</b>
GPM(%)	30.3%	31.7%	40.2%	29.6%	30.2%	34.8%	32.8%	39.0%	33.3%	34.4%	39.8%
yoy (%)	-0.8%	9.5%	66.7%	10.3%	10.5%	21.5%	-17.6%	57.5%	21.8%	13.4%	95.3%
<b>영업이익</b>	<b>0.6</b>	<b>18.5</b>	<b>47.6</b>	<b>-11.8</b>	<b>6.4</b>	<b>41.8</b>	<b>24.8</b>	<b>58.8</b>	<b>54.9</b>	<b>131.8</b>	<b>304.3</b>
OPM(%)	0.1%	3.5%	7.9%	-2.4%	1.3%	7.2%	4.1%	9.9%	2.7%	5.8%	12.0%
yoy (%)	-97.4%	-32.1%	5306.8%	-298.7%	1006.9%	125.5%	-47.9%	-597.5%	-3.3%	140.2%	744.5%

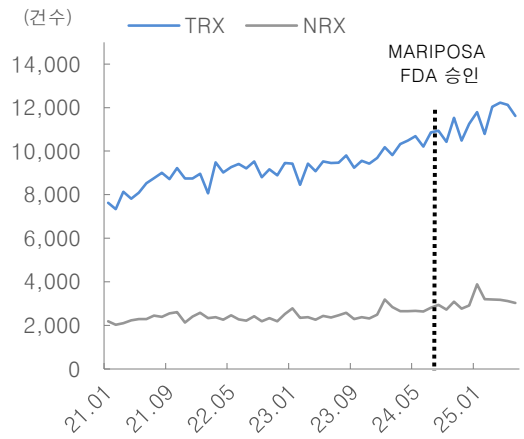
자료: 대신증권 Research Center

라즈클루즈 처방 건수 추이



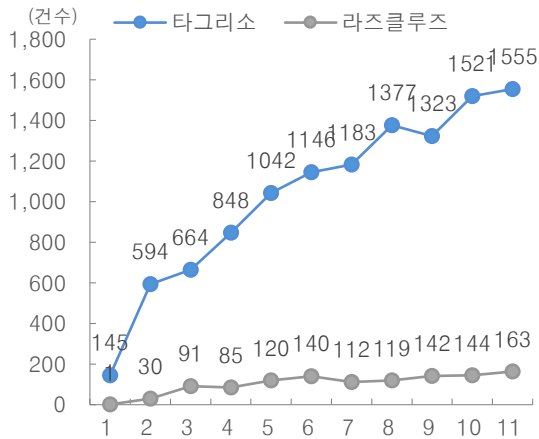
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

타그리스 처방 건수 추이



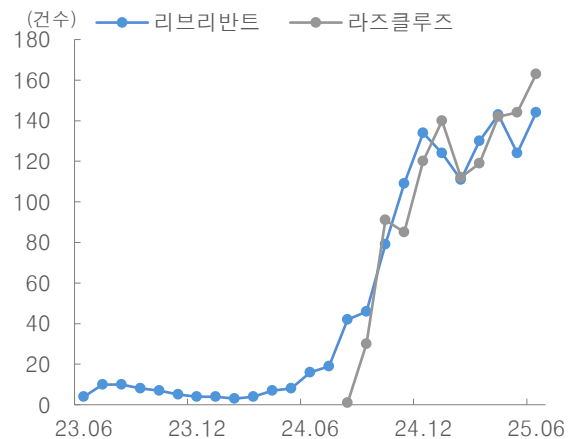
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

출시 후 월간 처방 건수 비교 (TRX)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

MARIPOSA 승인 후 리브리반트 처방 건수 추이 (TRX)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 3. 라즈클루즈, 타그리스 임상 결과 비교

임상명	MARIPOSA			PALOMA-3		FLAURA	
	레이저티닙 +아미반타말 IV (n=429)	타그리스 (n=429)	레이저티닙 (n=216)	레이저티닙 +아미반타말 SC (n=206)	레이저티닙 +아미반타말 IV (n=212)	타그리스 (n=279)	게피티닙 엘로티닙 (n=277)
대상 환자	Naïve			이전 치료 이력이 있는 환자		Naïve	
타겟변이	Exon19del, L858R			Exon19del, L858R		Exon19del, L858R	
ORR (%)	86%	85%	83%	30%	33%	76.7%	69.0%
mPFS (개월)	23.7	16.6	18.5	6.1	4.3	18.9	10.2
HR, P Value	HR=0.70, P<0.001		HR=0.98, P=0.86	HR=0.84, P=0.20		0.46, P<0.0001	
CNS mPFS	18.3m	13.0m	16.4m	-	-	15.2	9.6
HR, P Value	HR=0.70, P<0.001		HR=0.98, P=0.86	-		HR=0.46, P=0.0005	
mOS	NR	36.7	NR	12.9	NR	38.6	31.8
mOS HR	HR=0.75, P<0.005		HR=1.00, P=1.00	HR=0.62, P=0.02		HR=0.80, P=0.0462	
TEAE (≥3 등급)	75%	43%	-	52%	56%	34%	45%
ILD (간질성 폐질환)	3%	3%	3%	-	-	4%	2%
VTE(정맥혈전색전증)	37%	9%	-	9%	14%	1%	0%
약물 관련 임상중단을	10%	3%	5%	13%	14%	13%	18%
약물 관련 사망률	8%	7%	6%	3%	5%	2%	4%

자료: Clinical trials, 대신증권 Research Center

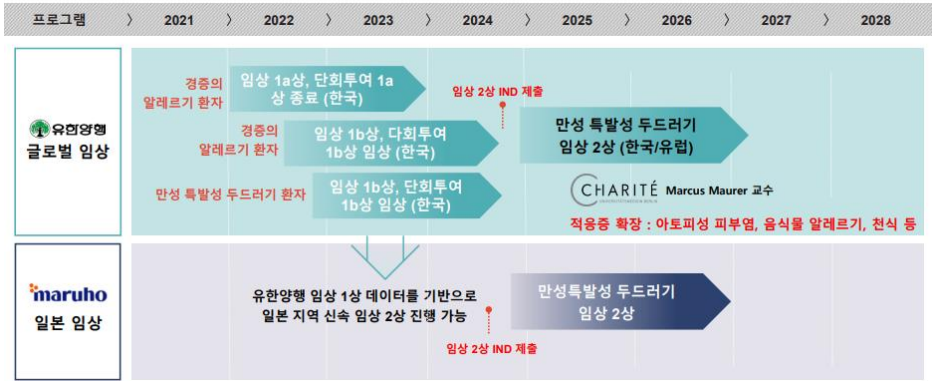
그림 1. 유한양행 주요 파이프라인 현황

\* Black 합성신약, Blue 바이오신약

약물	타겟	적응증	후보물질	비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	Licensor	Licensee
LAZERTINIB	EGFR 돌연변이 3세대 TKI	EGFR 돌연변이 비소세포폐암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (I&J) 글로벌 3상					GENOSCO	Janssen & Johnson Innovative Medicine
YH14618 (Remedisc)	TGF-β	퇴행성 디스크						EnsolBio sciences	SpineSigna
YH12852 (PCS12852)	5-HT receptor	위마비증							Pharma Pharmaceuticals
YH35324	IgE	Allergy (CSU, 천식, AD)						GTI Innovation	
YH32367	Her2/4-1BB	유방암, 위암, 담관암 등						abl bio	
YH42946	Her2, EGFR	Her2 돌연변이 폐암, 위암 등						JINTS BIO	
YH35995	GCS	고서병, 파브리병						GC	
YH32364	EGFR/4-1BB	두경부암, 위암, 대장암 등						abl bio	
YH45057	Androgen receptor	전립선암						UAB Therapeutics	
YH44529	SOS1	고형암						Cyrus	Novartis

자료: 유한양행 대산증권 Research Center

그림 1. YH35324 개발 타임라인



자료: 자이이노베이션 대산증권 Research Center

표 4. 유한양행 기술수출 현황

계약 체결일	계약 상대방	대상 기술	계약 규모	임상 진행 단계
2018.07	스파인바이오파마	퇴행성 관절염	US\$218,150,000	미국 임상 3상
2018.11	안센	EGFR 변이 양성 비소세포폐암	US\$1,255,000,000	국내: 엑라자 출시 글로벌: 임상 3상
2019.01	길리어드	NASH (비알코올성 지방간염)	US\$785,000,000	전임상
2019.07	베링거인겔하임	NASH (비알코올성 지방간염)	US\$870,000,000	반환
2020.08	프로세스사 파마슈티컬	위장관 질환 치료제	US\$410,500,000	임상 2a상

자료: 유한양행 대산증권 Research Center

## 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

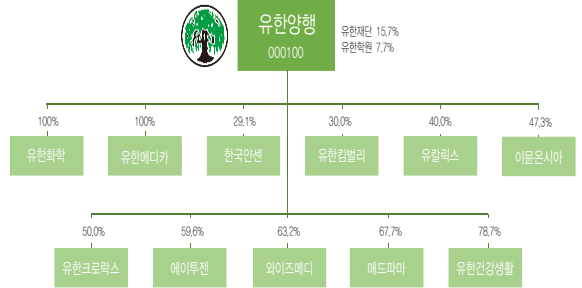
- 1926년 설립, 1962년 KOSPI 상장, 주요 사업부문은 약품사업부문, 생활건강사업부문, 해외사업부문, 설립자 유일한, 대표이제 조옥제
- 연간 1,000억원 이상 R&D 투자 집행, 오픈이노베이션 전략, 바이오핵과 협력을 통해 R&D 모멘텀 강화
- 약품사업부문의 주요 제품으로는 렉라자, 안티푸라민, 배롬씨, 듀오엘 코푸시럽 등
- 신약 파이프라인 섬유증질환/비만 7개, 항암제 14개, 신경계 5개, 기타 4개

### 주가 변동요인

- (+) 실적 개선, 신약개발 임상 진전 및 기술수출 계약 체결
- (-) 실적 악화, 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

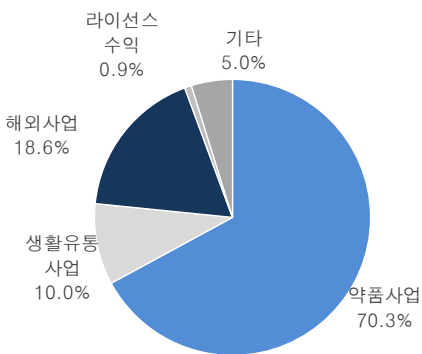
### 유한양행 지배구조



자료: 대신증권 Research Center

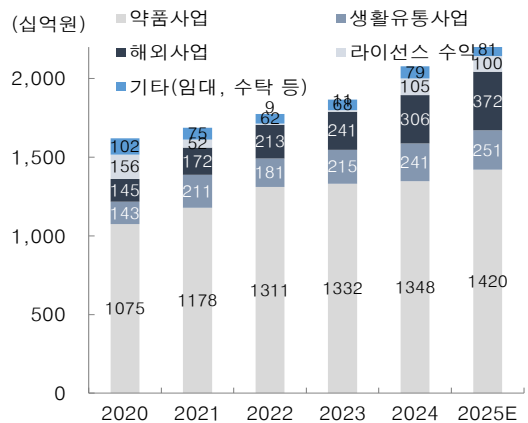
## Earnings Driver

### 1Q25 유한양행 매출 구성



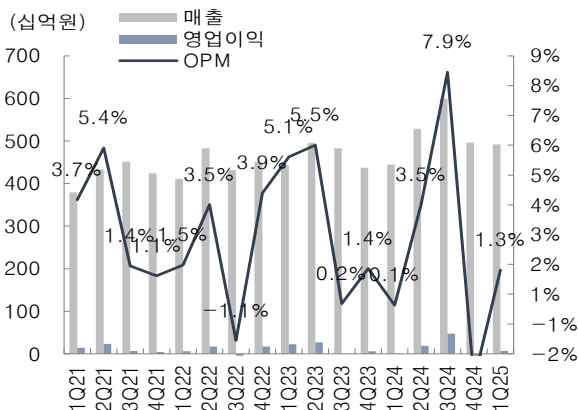
자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

### 사업부별 매출 비중 추이 (연간)



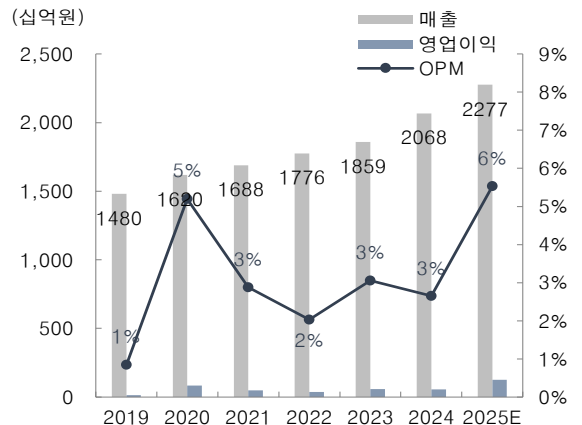
자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

### 분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

### 연간 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

재무제표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,859	2,068	2,273	2,541	2,922
매출원가	1,293	1,378	1,491	1,529	1,600
매출총이익	566	689	782	1,012	1,322
판매비와관리비	509	635	650	708	853
영업이익	57	55	132	304	469
영업외수익	3.1	2.7	5.8	12.0	16.1
EBITDA	101	118	193	367	539
영업외손익	78	7	45	59	74
관계기업손익	56	47	30	33	36
금융수익	27	24	24	30	21
외환평가이익	4	8	6	6	6
금융비용	-16	-19	-32	-34	-20
외환평가손실	10	5	5	5	5
기타	11	-45	23	30	37
법인세비용차감전순이익	135	61	177	363	544
법인세비용	-1	-6	-51	-76	-114
계속사업순이익	134	55	152	312	429
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	134	55	152	312	429
당기순이익	7.2	2.7	6.7	12.3	14.7
비재계분순이익	-2	-16	-18	-43	0
재계분순이익	136	71	169	355	429
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	0	0	0	0
포괄순이익	118	54	152	312	429
비재계분포괄이익	-2	-16	-17	-43	0
재계분포괄이익	120	70	169	355	429

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,673	869	2,083	4,371	5,292
PER	41.1	137.6	53.6	25.6	21.1
BPS	25,203	25,808	27,540	31,551	36,454
PBR	2.7	4.6	4.1	3.5	3.1
EBITDAPS	1,246	1,449	2,374	4,517	6,636
EV/EBITDA	52.7	82.7	46.9	24.2	16.0
SPS	22,840	25,406	27,978	31,314	36,007
PSR	3.0	4.7	4.0	3.6	3.1
CFPS	1,529	1,920	3,588	5,914	7,858
DPS	430	500	500	500	500

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증감률	4.7	11.2	9.9	11.8	15.0
영업이익 증감률	58.3	-3.8	140.2	130.8	54.2
순이익 증감률	48.2	-58.9	175.0	105.6	37.7
수익성					
ROIC	4.6	3.3	5.8	13.9	20.0
ROA	2.2	1.9	4.4	9.2	12.3
ROE	6.7	3.4	7.8	14.8	15.6
안정성					
부채비율	33.9	36.8	36.1	34.7	36.3
순차입금비율	-2.5	-0.2	-2.1	-9.8	-16.6
이자보상비율	9.1	3.7	11.1	21.3	0.0

자료: 유한양행 대산증권 Research Center

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,256	1,360	1,514	1,906	2,487
현금및현금성자산	299	306	352	608	999
매출채권 및 기타채권	574	626	689	770	886
재고자산	285	343	377	422	485
기타유동자산	98	85	96	106	117
비유동자산	1,556	1,582	1,603	1,624	1,640
유형자산	528	598	624	646	647
관계기업투자지분	489	457	476	498	523
기타비유동자산	538	527	503	481	470
자산총계	2,812	2,942	3,117	3,531	4,127
유동부채	583	619	645	714	881
매입채무 및 기타채무	287	300	317	340	373
차입금	128	168	155	143	130
유동상채무	4	11	30	82	223
기타유동부채	163	140	142	148	155
비유동부채	128	172	181	196	217
차입금	60	105	114	129	143
전환증권	0	16	16	16	16
기타비유동부채	68	51	51	51	57
부채총계	712	791	826	909	1,098
자본부분	2,051	2,101	2,237	2,560	2,958
자본금	78	81	81	81	81
자본잉여금	114	123	123	123	123
이익잉여금	1,976	2,010	2,142	2,459	2,851
기타자본변동	-116	-113	-108	-102	-97
비자본부분	49	50	53	61	71
자본총계	2,101	2,151	2,291	2,621	3,029
순차입금	-53	-5	-49	-257	-504

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	144	55	147	285	368
당기순이익	134	55	152	312	429
비유동장목의기감	-10	101	140	168	208
감가상각비	44	63	61	62	69
외환손익	2	-3	-7	-7	-7
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-56	41	86	113	146
자산부채의증감	-8	-124	-90	-114	-156
기타현금흐름	28	23	-54	-81	-114
투자활동 현금흐름	-199	-117	-98	-99	-99
투자자산	-94	11	-19	-22	-25
유형자산	-161	-113	-72	-70	-66
기타	56	-16	-7	-8	-8
재무활동 현금흐름	63	66	-12	27	116
단기차입금	57	40	-13	-13	-13
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	58	56	9	15	15
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-27	-32	-37	-37	-37
기타	-24	2	29	62	151
현금의증감	6	7	46	256	391
기초 현금	293	299	306	353	608
기말 현금	299	306	353	608	999
NOPLAT	57	49	94	240	371
FCF	-103	-22	79	229	370

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 유한양행(000100) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	25.07.15	25.07.04	25.06.19	25.05.09	25.04.30	25.03.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
과다율(평균%)		(41.29)	(41.57)	(41.39)	(38.86)	(32.42)
과다율(최대/최소%)		(37.72)	(38.89)	(39.72)	(36.94)	(21.78)

제시일자	25.02.13	24.11.16	24.10.30	24.08.21	24.08.02	24.07.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000	180,000	180,000	134,000	134,000	134,000
과다율(평균%)	(30.96)	(30.93)	(27.05)	(8.54)	(30.64)	(28.31)
과다율(최대/최소%)	(21.78)	(21.78)	(21.78)	22.16	(27.01)	(27.01)

제시일자	24.07.15	24.06.28	24.06.10	24.05.31	24.05.06	24.05.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	134,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과다율(평균%)	(27.92)	(39.72)	(41.26)	(42.17)	(42.64)	(43.01)
과다율(최대/최소%)	(27.01)	(24.08)	(34.56)	(34.56)	(38.08)	(41.28)

제시일자	24.04.02	23.12.02	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	92,000	92,000
과다율(평균%)	(43.07)	(28.09)	
과다율(최대/최소%)	(41.28)	(13.91)	

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250712)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.7%	8.3%	0.0%

**산업 투자의견**

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상