

유한양행 (000100)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

180,000

유지

현재주가

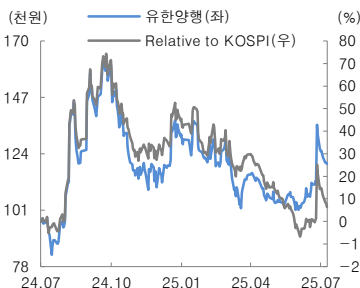
119,800

(25.07.30)

제약업종

KOSPI	3254.47
시가총액	9,704십억원
시가총액비중	0.44%
자본금(보통주)	80십억원
52주 최고/최저	163,700원 / 82,800원
120일 평균거래대금	809억원
외국인지분율	17.32%
주요주주	유한재단 외 2 인 15.96% 국민연금공단 7.78%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.0	5.3	-7.8	22.7
상대수익률	8.5	-17.3	-28.1	3.3



고수익 구조로 체질 개선 중

- 2Q25 매출 5,790억원(+9.6% yoy), 영업이익 499억원(+168.9% yoy)
- 마일스톤, API가 이끈 분기 최대 실적
- API 사업, 글로벌 수요 증가에 따른 생산능력 확대 결정

투자 의견 매수, 목표주가 180,000원, 최선호주 의견 유지

J&J 2분기 실적발표에 따르면, 라즈클루즈 병용요법에 대해 의사들의 처방의도가 증가하고 있으며, 실제로 현재 1차 치료 환자의 약 25%에서 병용요법이 선택되고 있음. 미국을 시작으로 유럽, 일본 등 주요 시장에서 처방이 확대되고 있으며, 아미반타입SC 병용요법 FDA 승인시 본격적인 성장 국면 진입이 기대됨. 하반기에는 MARIPOSA 최종 mOS 결과 발표, NCCN 가이드라인 선호의약품 등재 등 다수의 모멘텀도 예정되어 있음

2Q25 Review: 마일스톤, API가 이끈 분기 최대 실적

2Q25 연결 매출액 5,790억원(+9.6% yoy), 영업이익 499억원(+168.9% yoy)을 기록하며, OPM 8.6%로 분기 기준 최대치를 경신. 시장 컨센서스에 부합하는 실적을 달성함. 사업부별로는 약품사업부 3,451억원(+1.8% yoy), 생활유통사업부 688억원(-8.5% yoy)로 비교적 무난한 흐름을 보인 반면, 해외사업부 1,148억원(+18.1% yoy), 기술로 수익 256억원(+4416.8% yoy), 기타 247억원(+52.1% yoy)이 고성장하며 전사 실적 성장을 견인. 수익성 개선은 1) 고마진 품목(로수마비르, 아토마비르 등) 중심의 제품 믹스 개선, 2) 비용 효율화, 3) 유한화학 API 수출 확대에 의한 원가율 하락 효과가 복합적으로 작용한 결과임. 또한 기술로 수익은 라즈클루즈 병용요법의 일본 출시 마일스톤(\$15mn)과 러닝로열티 34억원이 반영으로 수익성 개선에 직접 기여함. 하반기에는 유럽 출시 마일스톤(\$30mn) 수령이 예정되어 있어, 기술로 기반의 고마진 성장 구조가 본격화될 것으로 기대됨

API 사업, 글로벌 수요 증가에 따른 생산능력 확대 결정

유한화학 HB동 설비가 풀가동에 도달한 가운데, 글로벌 제약사의 임상 3상 완료 파이프라인 관련 API 생산 수주 문의 증가로 추가 증설을 결정함. 기존 화성공장(29.2만리터)에 HC동(27년 하반기 가동 예정)을 신설해 총 생산능력은 128.6만리터로 확대될 예정. 고난이도 합성 기반 CDMO에 특화되어, 진입장벽과 수익성이 모두 높아, 26년까지 연평균 20%에 수준의 성장이 기대됨. 또한 API는 주로 유럽 완제의약품 공장에 중간재 형태로 공급되기 때문에 미국 의약품 관세 정책의 직접적 영향은 제한적일 것으로 판단됨

(단위: 십억원 %)

구분	2Q24	1Q25	2Q25				3Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	528	492	584	579	9.6	17.8	590	601	0.3
영업이익	19	6	42	50	169.1	677.3	43	27	-43.3
순이익	32	9	34	44	37.9	339.6	40	25	-33.8

자료: 유한양행 FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 유한양행 목표주가 산출 (단위: 억원)

	가치	비고
유한양행 영업가치 (A)	122,746	
27 년 EBITDA	4,721	라즈클루제 출시 3 년차 EBITDA 적용
Target EV/EBITDA	26	국내 상위 제약사 평균 Fwd 12 EV/EBITDA 대비 20% 프리미엄
비영업가치 (B)	12,565	
YH35324 가치	4,620	
보유 자본가치	7,945	장부가액 기준
유한킴벌리 (30%)	2,056	
유한화학 (100%)	2,434	
기타	3,455	
순차입금(C)	-396	
총 기업가치 (A+B-C)	135,706	
발행주식수 (천주)	73,794	
적정주가 (원)	183,899	
목표주가 (원)	180,000	
현재주가 (원)	119,800	25.07.30
상승여력	50%	

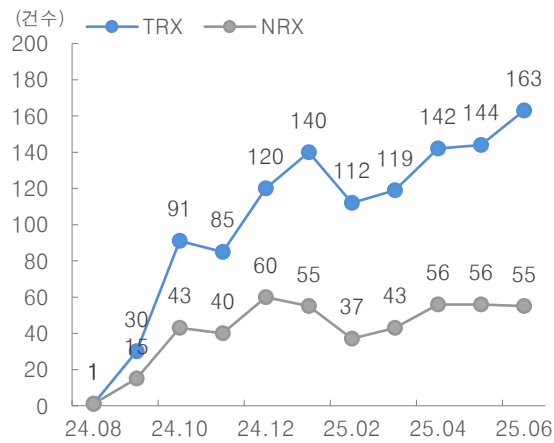
자료: 대신증권 Research Center

표 2. 유한양행 연결 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	444.6	528.3	598.8	496.1	491.6	579.0	600.5	591.5	2067.8	2262.6	2555.6
yoy (%)	0.3%	6.6%	24.0%	13.5%	10.6%	9.6%	0.3%	19.2%	11.2%	9.4%	13.0%
약품사업	309.5	339.1	347.8	351.4	329.8	345.1	363.9	360.8	1,347.8	1,399.6	1,455.6
yoy (%)	0.0%	-1.8%	0.5%	6.1%	6.5%	1.8%	4.6%	2.7%	1.2%	3.8%	4.0%
생활유통사업	44.5	75.2	67.4	53.5	46.7	68.8	70.1	53.8	240.6	239.5	261.0
yoy (%)	24.2%	24.5%	13.3%	-10.1%	5.1%	-8.5%	3.9%	0.6%	11.8%	-0.5%	9.0%
해외사업	74.1	97.2	70.1	65.1	87.4	114.8	124.6	72.7	306.5	399.5	439.4
yoy (%)	-3.3%	32.9%	19.6%	98.4%	17.9%	18.1%	77.8%	11.7%	27.1%	30.3%	10.0%
기술료수익	2.6	0.6	98.2	4.0	4.0	25.6	10.0	57.4	105.3	97.0	222.4
yoy (%)	-64.3%	-59.0%	19497.4%	79.9%	56.6%	4416.8%	-89.8%	1344.8%	835.5%	-7.9%	129.3%
기타	13.9	16.3	15.3	22.1	23.7	24.7	15.7	22.8	67.6	86.9	89.5
yoy (%)	-0.5%	5.2%	-16.5%	95.9%	69.8%	52.1%	3.0%	3.0%	14.5%	28.6%	3.0%
매출총이익	134.5	167.4	240.8	146.7	148.7	199.2	198.9	225.2	689.4	772.0	1024.7
GPM(%)	30.3%	31.7%	40.2%	29.6%	30.2%	34.4%	33.1%	38.1%	33.3%	34.1%	40.1%
yoy (%)	-0.8%	9.5%	66.7%	10.3%	10.5%	19.0%	-17.4%	53.5%	21.8%	12.0%	97.7%
영업이익	0.6	18.5	47.6	-11.8	6.4	49.9	27.0	50.7	54.9	134.0	317.6
OPM(%)	0.1%	3.5%	7.9%	-2.4%	1.3%	8.6%	4.5%	8.6%	2.7%	5.9%	12.4%
yoy (%)	-97.4%	-32.1%	5306.8%	-298.7%	1006.9%	169.2%	-43.3%	-528.8%	-3.3%	144.1%	781.4%

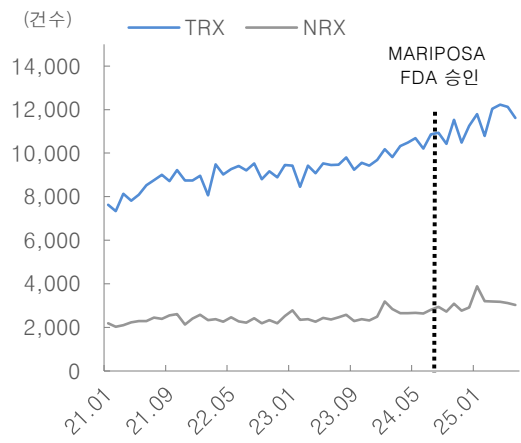
자료: 대신증권 Research Center

라즈클루즈 처방 건수 추이



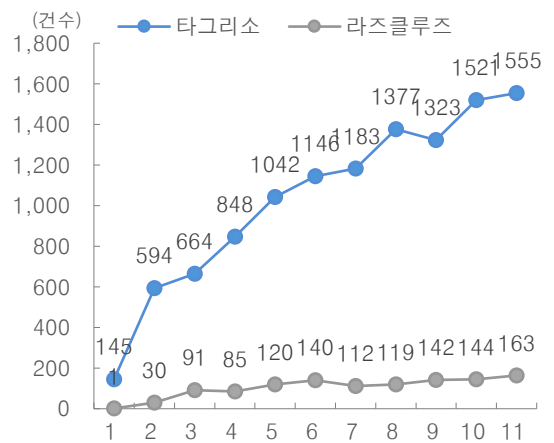
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

타그리스 처방 건수 추이



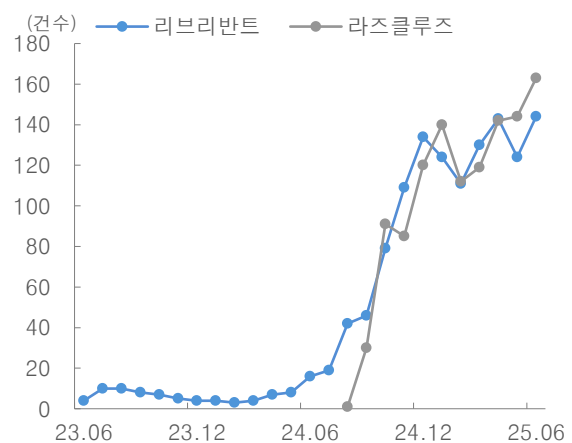
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

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 치료제 (n=환자수)	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=0.84, 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=0.46, P=0.0005	
mOS	NR	36.7	NR	12.9	NR	38.6	31.8
mOS HR	HR=0.75, P<0.005			HR=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

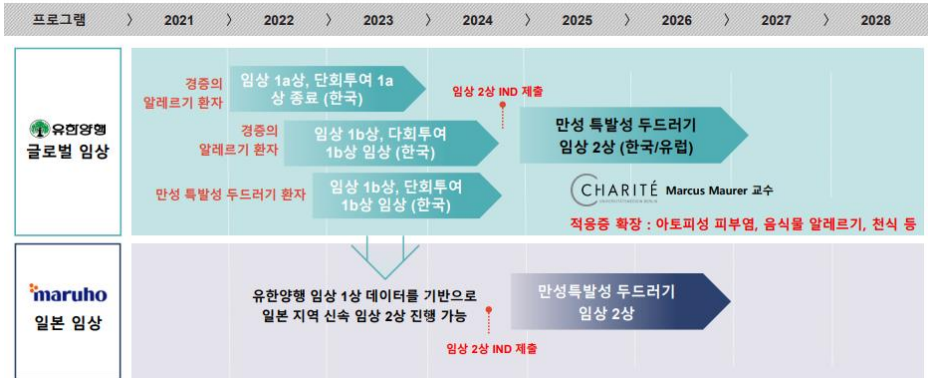
그림 1. 유한양행 주요 파이프라인 현황

* Black 합성신약, Blue 바이오신약

약물	타겟	적응증	후보물질	비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	Licensor	Licensee
LAZERTINIB	EGFR 돌연변이 3세대 TKI	EGFR돌연변이 비소세포폐암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (I&J) 글로벌 3상					GENOSCO	Johnson&Johnson Innovative Medicine
YH14618 (Remedisc)	TGF-β	퇴행성 디스크						EnsolBio sciences	Spinalignoma
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	Her2돌연변이 폐암, 위암 등						JINTS BIO	
YH35995	GCS	고서병, 파브리병						GC	
YH32364	EGFR/4-1BB	두경부암, 위암, 대장암 등						abl bio	
YH45057	Androgen receptor	전립선암						Neo Therapeutics	
YH44529	SOS1	고형암						Cynus	

자료: 유한양행 대산증권 Research Center

그림 1. YH35324 개발 타임라인



기업개요

기업 및 경영진 현황

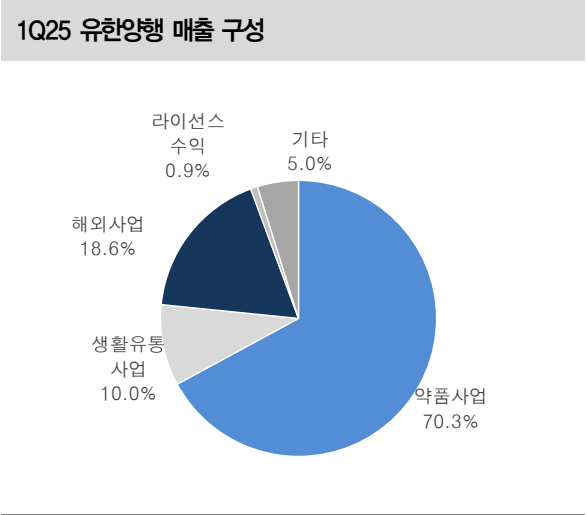
- 1926년 설립, 1962년 KOSPI 상장, 주요 사업부문은 약품사업부문, 생활건강사업부문, 해외사업부문, 설립자 유일한, 대표이제 조옥제
- 연간 1,000억원 이상 R&D 투자 집행, 오픈이노베이션 전략, 바이오핵과 협력을 통해 R&D 모멘텀 강화
- 약품사업부문의 주요 제품으로는 렉타자, 안티푸라민, 베로씨, 듀오엘 코푸시럽 등
- 신약 파이프라인 섬유증질환/비만 7개, 항암제 14개, 신경계 5개, 기타 4개

주가 변동요인

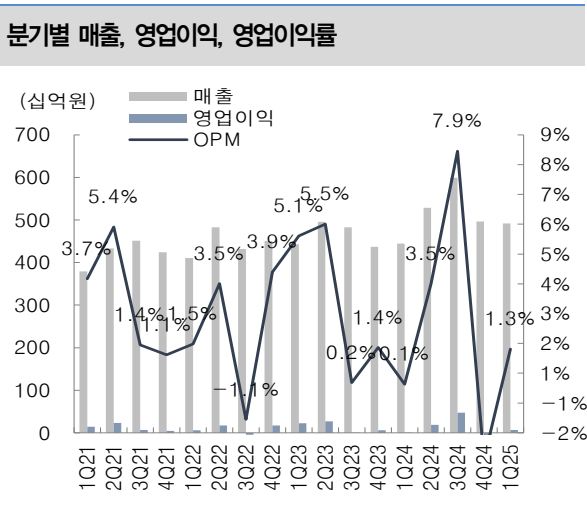
- (+) 실적 개선, 신약개발 임상 진전 및 기술수출 계약 체결
- (-) 실적 악화, 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

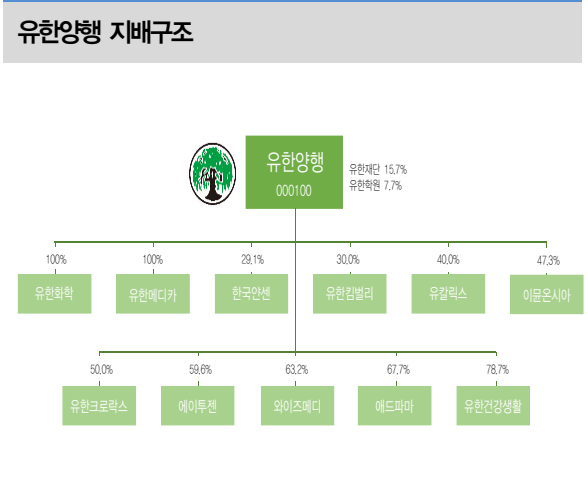
Earnings Driver



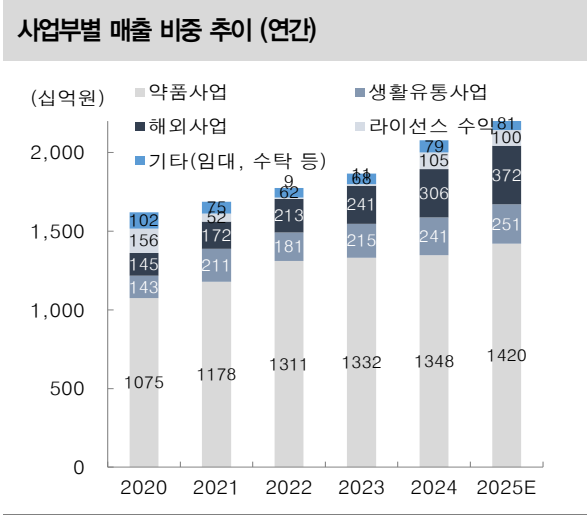
자료: 유한양행, 대신증권 Research Center



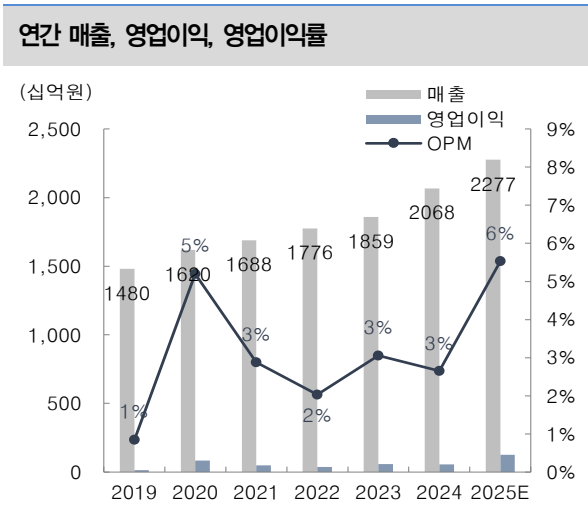
자료: 유한양행, 대신증권 Research Center



자료: 대신증권 Research Center



자료: 유한양행, 대신증권 Research Center



자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,859	2,068	2,263	2,556	2,922
매출원가	1,293	1,378	1,491	1,531	1,600
매출총이익	566	689	772	1,025	1,322
판매비와관리비	509	635	638	707	853
영업이익	57	55	134	318	469
영업외수익	3.1	2.7	5.9	12.4	16.1
EBITDA	101	118	195	380	539
영업외손익	78	7	45	59	74
관계기업손익	56	47	30	33	36
금융수익	27	24	24	30	21
외환보통이익	4	8	6	6	6
금융비용	-16	-19	-32	-34	-20
외환보통손실	10	5	5	5	5
기타	11	-45	23	30	37
법인세비용차감전순이익	135	61	179	376	544
법인세비용	-1	-6	-51	-79	-114
계속사업순이익	134	55	153	322	429
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	134	55	153	322	429
당기순이익률	7.2	2.7	6.8	12.6	14.7
비재계분순이익	-2	-16	-18	-44	0
재계분순이익	136	71	171	367	429
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	0	0	0	0
포괄순이익	118	54	153	322	429
비재계분포괄이익	-2	-16	-18	-44	0
재계분포괄이익	120	70	171	367	429

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,673	869	2,104	4,518	5,292
PER	41.1	137.6	53.1	24.7	21.1
BPS	25,203	25,808	27,561	31,719	36,622
PBR	2.7	4.6	4.3	3.8	3.3
EBITDAPS	1,246	1,449	2,400	4,681	6,636
EV/EBITDA	52.7	82.7	49.8	25.0	17.2
SPS	22,840	25,406	27,849	31,492	36,007
PSR	3.0	4.7	4.3	3.8	3.3
CFPS	1,529	1,920	3,614	6,078	7,858
DPS	430	500	500	500	500

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	4.7	11.2	9.4	13.0	14.3
영업이익 증가율	58.3	-3.8	144.1	137.1	47.7
순이익 증가율	48.2	-58.9	177.8	110.4	33.2
수익성					
ROIC	4.6	3.3	5.9	14.5	19.9
ROA	2.2	1.9	4.4	9.5	12.2
ROE	6.7	3.4	7.9	15.2	15.5
안정성					
부채비율	33.9	36.8	36.0	34.6	36.1
순차입금비율	-2.5	-0.2	-2.4	-10.1	-17.0
이자보상배율	9.1	3.7	11.3	22.2	0.0

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,256	1,360	1,515	1,921	2,501
현금및현금성자산	299	306	358	617	1,013
매출채권 및 기타채권	574	626	686	775	886
재고자산	285	343	375	424	485
기타유동자산	98	85	96	106	117
비유동자산	1,556	1,582	1,603	1,624	1,640
유형자산	528	598	624	646	647
관계기업투자지급	489	457	476	498	523
기타비유동자산	538	527	503	481	470
자산총계	2,812	2,942	3,118	3,546	4,141
유동부채	583	619	644	715	881
매입채무 및 기타채무	287	300	316	341	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	825	911	1,098
자본계분	2,051	2,101	2,239	2,574	2,972
자본금	78	81	81	81	81
자본잉여금	114	123	123	123	123
이익잉여금	1,976	2,010	2,143	2,473	2,865
기타자본변동	-116	-113	-108	-102	-97
비재계분	49	50	53	61	71
자본총계	2,101	2,151	2,293	2,635	3,043
순차입금	-53	-5	-55	-265	-518

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	144	55	153	286	373
당기순이익	134	55	153	322	429
비현금성항목의가감	-10	101	140	171	208
감가상각비	44	63	61	62	69
외환손익	2	-3	-7	-7	-7
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-56	41	87	116	146
자산부채의증감	-8	-124	-86	-123	-151
기타현금흐름	28	23	-55	-84	-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	52	259	396
기초 현금	293	299	306	358	617
기말 현금	299	306	358	617	1,013
NOPLAT	57	49	96	251	371
FCF	-103	-22	81	239	370

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 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

구분	23.07	23.11	24.03	24.07	24.11	25.03	25.07
Adj. Price	~70,000	~75,000	~80,000	~100,000	~140,000	~120,000	~130,000
Adj. Target Price	100,000	100,000	120,000	130,000	180,000	180,000	180,000

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250728)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.7%	9.3%	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

제시일자	25.08.01	25.07.15	25.07.04	25.06.19	25.05.09	25.04.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
과다율(평균%)		(39.18)	(41.13)	(41.57)	(41.38)	(38.86)
과다율(최대/최소%)		(24.56)	(37.33)	(38.89)	(39.72)	(36.94)

제시일자	25.03.21	25.02.13	24.11.16	24.10.30	24.08.21	24.08.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000	180,000	180,000	180,000	134,000	134,000
과다율(평균%)	(32.42)	(30.96)	(30.93)	(27.05)	(8.54)	(30.64)
과다율(최대/최소%)	(21.78)	(21.78)	(21.78)	(21.78)	22.16	(27.01)

제시일자	24.07.31	24.07.15	24.06.28	24.06.10	24.05.31	24.05.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	134,000	134,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과다율(평균%)	(28.31)	(27.92)	(39.72)	(41.26)	(42.17)	(42.64)
과다율(최대/최소%)	(27.01)	(27.01)	(24.08)	(34.56)	(34.56)	(38.08)

제시일자	24.05.02	24.04.02	23.12.02	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	92,000	92,000
과다율(평균%)	(43.01)	(43.07)	(28.09)	
과다율(최대/최소%)	(41.28)	(41.28)	(13.91)	