

유한양행 (000100)

전통의 강호가 돌아온다

4Q25 Review; 컨센서스 하회에도 불구하고 증명한 오픈 이노베이션 전략

동사의 연결 기준 4분기 매출 및 영업이익은 5,461억원(YoY +10%), 261억원(흑자 전환, OPM 5%)을 달성했다. 시장 컨센서스를 하회하는 실적이다(매출 5,758억원, 영업이익 441억원). 사업부 기준으로 해외사업의 매출이 하락했으나, 라이선스 수익이 이를 상쇄했다. 중국에서의 허가 획득에 따른 마일스톤 약 640억원이 인식되었고 허가를 획득한 유럽 역시 '25년 내 마일스톤이 유입될 것이 기대되었으나 올해로 이연된 상황이다. 마일스톤을 제외한 라이선스 수익은 레이저티닙의 판매와 관련된 로열티로 해석된다. 라이선스 수익이 분기가 거듭될수록 증가하고 있는 상황인 점에서 처방량 확대가 순조롭게 진행되고 있음을 간접적으로 확인할 수 있다.

레이저티닙 처방량 추세도 주목할만하지만 영업 외 손익에서의 동사가 추구했던 R&D 전략이 결실을 맺었다고 판단한다. 당분기 영업외손익 합산액은 948억원이었으며, 기타수익이 907억원으로 대부분을 차지했다. 동사는 21년과 24년 두 차례에 걸쳐 에임드바이오에 40억원을 선제적으로 투자했으며, 당분기 인식한 에임드바이오 관련 관계기업주식처분이익이 450억원에 육박했다. 유망기업에 대한 초기 투자 및 오픈 이노베이션 전략이 성공적으로 발휘된 좋은 예시다.

레이저티닙의 성공 이후 새로운 성장 동력을 증명해야 할 필요성은 있다

국내 최초로 FDA 허가를 획득한 항암제인 레이저티닙은 안정적인 로열티를 분기마다 시현할 것이 예상된다. 올해 상반기 중 유럽 허가 획득에 따른 마일스톤이 유입될 것이 기대되며 판매 지역 확대와 SC제형 허가에 따른 매출 확대가 기대된다. 2025년 연간 레이저티닙 관련 로열티는 마일스톤 제외 시 150억원 수준으로 파악되나 당사가 예측하는 레이저티닙 관련 2026년 로열티 매출은 457억원으로 큰 폭의 성장이 가능할 것으로 판단한다.

다만 레이저티닙 이후 R&D 관련 개발은 순조롭게 진행되고 있으나 성과 측면에서는 아쉬운 상황으로 해석한다. 에이비엘바이오, 지아이이노베이션 등 국내 주요 기업과의 공동연구 개발에 대한 성과들이 올해부터 내년까지 다양하게 예정되어 있어 주목할 필요성은 여전히 있다. 에이비엘바이오와의 공동개발 파이프라인 2종(YH32367, YH32364)는 각각 용량 최적화 및 용량 증대 단계를 거치고 있다. 시장이 특히 기대하는 파이프라인은 지아이이노베이션과의 공동개발 알레르기 치료제 후보물질인 YH35324다. 국내에서는 임상 2상에 대한 IND를 작년말에 획득해 병원과의 미팅을 시작했으며, 중국에서도 최근 IND를 획득하여 올해 내로 임상 개시가 진행될 예정이다. 이전 임상 1상을 통해 시판제품 대비 효능 측면에서의 이점을 보여준 이력이 있다.

투자의견과 목표주가 유지, 기술이전에 대한 의지를 확인한 실적발표

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 이번 실적발표를 통해 꽤나 공격적인 2026년 가이드스를 제시했다(매출 두자리수 및 영업이익 30% 내외 성장). 해당 가이드스의 주요 근거에는 기술수출이 전제되어 있음을 언급했다. 최근 제약바이오 업종이 글로벌 기업과의 계약에 대한 기대감 대비 성과에서 아쉬움을 보였기에 만약 실제 계약을 성사시켜준다면 높은 R&D 개발비용을 정당화할 수 있음과 동시에 레이저티닙 이후 성과 측면에서 주목받지 못했던 동사의 R&D 파이프라인에 대한 리레이팅이 가능할 것으로 전망한다.

Company Brief

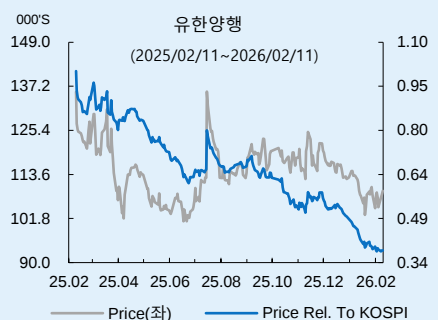
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	150,000원(유지)
증가(2026.02.11)	109,200원
상승여력	37.4 %

Stock Indicator	
자본금	81십억원
발행주식수	7,965만주
시가총액	8,698십억원
외국인지분율	17.9%
52주 주가	101,100~135,800원
60일평균거래량	368,370주
60일평균거래대금	41.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.6	-2.8	-2.5	-19.5
상대수익률	-20.4	-33.2	-69.5	-130.4

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	2,068	2,187	2,318	2,480
영업이익(십억원)	55	104	133	182
순이익(십억원)	71	182	221	214
EPS(원)	869	2,240	2,721	2,623
BPS(원)	25,808	27,572	29,816	31,962
PER(배)	137.6	48.7	40.1	41.6
PBR(배)	4.6	4.0	3.7	3.4
ROE(%)	3.4	8.4	9.5	8.5
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	82.1	47.3	42.7	33.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

정재원

jaewon.jeong@imfnsec.com

2122-9208

표1. 유한양행 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	2,717.0	
A. 유한양행 2026E EBITDA	201.0	별도 기준 (기술료 수익 제외)
B. Target EV/EBITDA	13.5	국내 주요 제약사 2026E 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~M)	992.6	
D. 유한화학	128.4	장부가액 적용
E. 유한킴벌리	205.6	장부가액 적용
F. 테라젠이텍스(6.8%)	5.0	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
G. 네오이문텍(1.3%)	1.0	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
H. 지아이이노베이션(1.7%)	12.9	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
I. 내츄럴엔도텍(5.0%)	3.1	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
J. 전진바이오팜(5.5%)	1.0	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
K. 프로젠(8.9%)	6.6	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
L. 이문온시아(66.2%)	291.5	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
M. 기타	337.7	장부가액 적용
4. 유한양행 총 기업가치 (1+2+3)	11,330.6	
5. 보통주주식수	74,939	
6. 적정주가 산출	150,000	

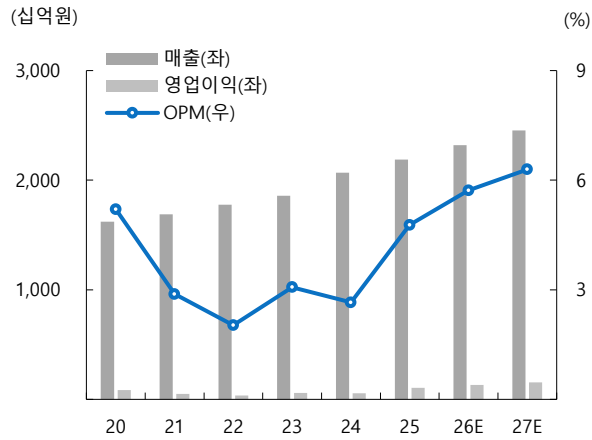
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표2. 유한양행 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
연결 매출	491.6	579.0	570.0	546.1	551.8	605.2	621.0	539.9	2,186.6	2,317.9	2,479.8
YoY	10.6	9.6	(4.8)	10.1	12.3	4.5	8.9	(1.1)	5.7	6.0	7.0
약품사업	331.9	347.3	360.8	360.8	342.3	360.0	372.6	373.0	1,400.9	1,448.0	1,502.4
OTC	54.3	57.4	60.8	57.5	61.4	66.2	69.5	65.7	233.5	266.8	303.9
ETC	275.5	287.7	296.8	300.5	278.2	290.8	299.5	304.1	1,159.9	1,172.1	1,183.8
연결대상매출	7.5	7.7	9.2	8.1	8.6	9.2	10.9	9.8	32.6	38.5	45.6
내부매출조정	(5.4)	(5.5)	(6.0)	(5.4)	(5.9)	(6.2)	(7.3)	(6.6)	(22.3)	(26.0)	(31.0)
생활유통사업	46.7	68.8	52.2	49.8	43.9	66.8	49.7	48.5	209.0	166.8	158.5
해외사업	87.4	114.8	135.0	49.4	97.1	141.6	166.3	88.9	429.7	528.2	633.9
라이선스 수익	4.0	25.6	4.3	70.2	50.5	12.7	13.1	13.4	104.1	89.7	94.1
기타	21.5	22.5	17.6	15.9	18.0	24.1	19.3	16.1	77.5	77.4	91.0
매출총이익	148.7	199.2	168.9	213.1	186.4	200.0	197.6	184.6	729.9	768.5	848.8
YoY	10.5	19.0	(29.9)	45.3	25.3	0.4	17.0	(13.4)	5.9	5.3	10.4
GPM	30.2	34.4	29.6	39.0	33.8	33.0	31.8	34.2	33.4	33.2	34.2
영업이익	6.4	49.9	22.0	26.1	33.1	40.5	51.2	7.7	104.4	132.5	181.9
YoY	1,012.3	168.9	(53.7)	흑전	415.4	(18.7)	132.7	(70.5)	90.2	27.0	37.2
OPM	1.3	8.6	3.9	4.8	6.0	6.7	8.2	1.4	4.8	5.7	7.3

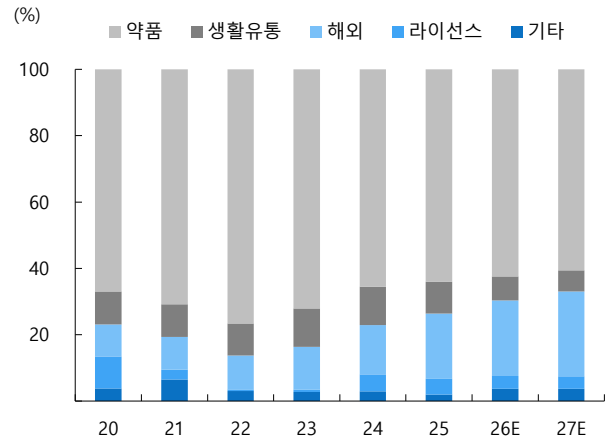
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. 유한양행 실적 추이 및 전망



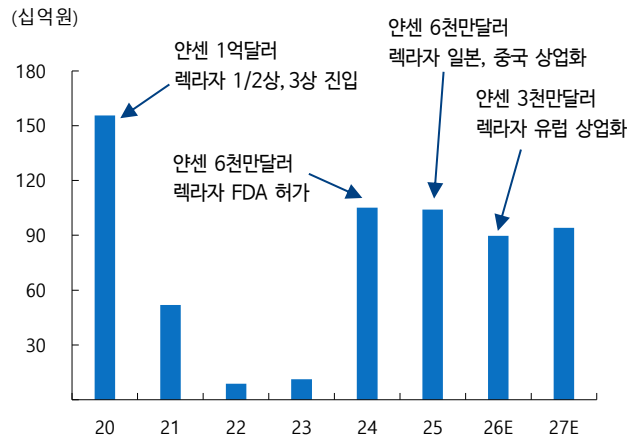
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 유한양행 사업부 연간 매출 비중 변화 추이



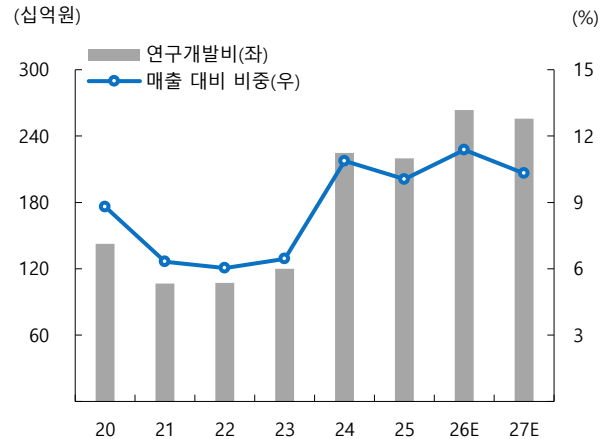
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림3. 유한양행 라이선스 수익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림4. 유한양행 연구개발비 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림5. 주요 혁신신약 파이프라인 개발 현황

Section	Drug	Indication	Predclinical	Phase I	Phase II	Phase III	Approval	Originator	Licensee
Oncology	Lazertinib 3 rd gen. EGFR TKI	EGFR+ NSCLC	1L/2L mono (Korea) & combo 1L + Amivantamab (Global) 2L + Amivantamab (Global)					GENOSCO	Johnson&Johnson
	YH32367 HER2/4-1BB bsAb	HER2+ solid cancer						ablbio	
	YH32364 EGFR/4-1BB bsAb	Solid cancer						ablbio	
	YH42946 HER2-TKI	Solid cancer						JINTS BIO	
	YH44529 SOS1	Solid cancer						Cyrus	
CVRM	YH25724 FGF21/GLP-1	MASH							
	YH35995 GCS inhibitor	LSD ¹						GC Biopharma	
Immunology, GI & Others	YH35324 IgE Trap	Allergic diseases						GT innovation	
	SB-01 TGFβ	DDD ²						EnsolBio sciences	SpineBiopharma
	PCS12852 5-HT4R agonist	Gastroparesis							Process Pharmaceuticals

자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

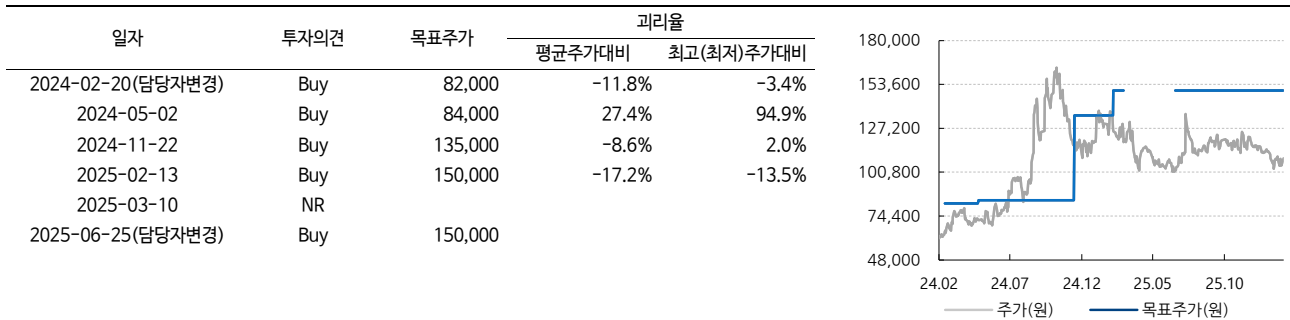
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,360	1,574	1,734	1,894	매출액	2,068	2,187	2,318	2,480
현금 및 현금성자산	306	475	582	672	증가율(%)	11.2	5.7	6.0	7.0
단기금융자산	25	26	28	30	매출원가	1,378	1,457	1,549	1,631
매출채권	641	677	717	766	매출총이익	689	730	769	849
재고자산	343	363	385	412	판매비와관리비	635	626	636	667
비유동자산	1,582	1,542	1,590	1,634	연구개발비	225	220	264	256
유형자산	598	541	568	590	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	285	267	251	237	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,942	3,116	3,323	3,528	영업이익	55	104	133	182
유동부채	619	647	668	694	증가율(%)	-3.8	90.2	27.0	37.2
매입채무	176	186	198	211	영업이익률(%)	2.7	4.8	5.7	7.3
단기차입금	168	168	158	148	이자수익	9	13	16	18
유동성장기부채	11	11	11	11	이자비용	15	15	14	14
비유동부채	172	172	172	172	지분법이익(손실)	47	47	47	47
사채	16	16	16	16	기타영업외손익	-45	83	112	38
장기차입금	105	105	105	105	세전계속사업이익	61	223	291	270
부채총계	791	819	840	866	법인세비용	6	37	65	53
지배주주지분	2,101	2,244	2,427	2,601	세전계속이익률(%)	3.0	10.2	12.5	10.9
자본금	81	81	81	81	당기순이익	55	185	225	217
자본잉여금	123	123	123	123	순이익률(%)	2.7	8.5	9.7	8.8
이익잉여금	2,010	2,155	2,339	2,515	지배주주귀속 순이익	71	182	221	214
기타자본항목	-113	-115	-116	-117	기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
비지배주주지분	50	53	57	60	총포괄이익	54	184	224	216
자본총계	2,151	2,297	2,483	2,662	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	55	345	368	352	주당지표 (원)				
당기순이익	55	185	225	217	EPS	869	2,240	2,721	2,623
유형자산감가상각비	45	58	48	52	BPS	25,808	27,572	29,816	31,962
무형자산감가상각비	18	18	16	14	CFPS	1,643	3,164	3,502	3,441
지분법관련손실(이익)	47	47	47	47	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	-117	-74	-149	-149	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-113	-	-75	-75	PER	137.6	48.7	40.1	41.6
무형자산의 처분(취득)	-17	-	-	-	PBR	4.6	4.0	3.7	3.4
금융상품의 증감	50	-36	-36	-36	PCR	72.7	34.5	31.2	31.7
재무활동 현금흐름	66	-27	-37	-37	EV/EBITDA	82.1	47.3	42.7	33.3
단기금융부채의증감	34	-	-10	-10	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	56	-	-	-	ROE	3.4	8.4	9.5	8.5
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	5.7	8.2	8.5	10.0
배당금지급	-32	-37	-37	-37	부채비율	36.8	35.6	33.8	32.6
현금및현금성자산의증감	7	168	107	90	순부채비율	-1.4	-8.7	-12.8	-15.8
기초현금및현금성자산	299	306	475	582	매출채권회전율(x)	3.4	3.3	3.3	3.3
기말현금및현금성자산	306	475	582	672	재고자산회전율(x)	6.6	6.2	6.2	6.2

자료 : 유한양행, iM증권 리서치본부

유한양행 투자이전 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. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 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 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-