

유한양행 (000100)

인내는 쓰나 그 열매는 달다

마일스톤 이연에 따른 실적 컨센서스 하회 전망

동사의 연결 기준 1분기 매출 및 영업이익을 5,237억원(YoY +7%), 67억원(YoY +4%, OPM 1%)으로 전망한다. 시장 컨센서스(매출 5,455억원, 영업이익 280억원) 대비 하회하는 실적이 예상된다. 당분기 중 인식될 것으로 예상했던 렉라자의 유럽 허가 마일스톤 약 450억원이 이연된 영향이며, 나머지 사업부에서의 큰 특이사항은 현재로서는 없는 것으로 확인된다.

약품사업은 비처방약과 처방약 모두에서 견조하다. 자디양 등 주요 품목에서의 약가 인하가 발생했지만 전략적 품목의 성장을 통해 포트폴리오의 다변화를 추구하고 있다. 해외사업은 글로벌 원료의약품 시장의 탈중국화 추세가 일어나고 있어 이를 통한 간접적인 수혜가 기대되며, 동사의 사업부 중 가장 큰 성장을 보일 것으로 기대된다. 현재 캐파는 100만리터이며 풀 가동 상태다. 고객사들의 공급 요청에 대응하기 위해 30만리터를 추가로 증설하고 있으며, 2028년 중순부터 본격적인 매출이 반영될 수 있을 것으로 예상된다.

아직까지는 미미하지만 SC제형의 잠재력은 여전히 기대된다

처방 데이터 상으로는 리브리반트 SC제형 승인이 되었지만 큰 변화가 발견되지는 않고 있다. TRx(전체 처방량) 기준으로 타그리소는 렉라자+리브리반트 병용요법이 승인된 이후에도 매출 증가하는 추세가 유지되고 있다. 리브리반트 SC는 작년 12월 FDA 승인 이후 처방 데이터가 집계는 되고 있지만 절대적 볼륨 측면에서는 예의주시할만한 처방량 상승은 현재까지 확인되지 않았다.

그럼에도 여전히 SC제형에 대한 잠재력은 기대해볼만하다. SC제형 플랫폼을 제공하는 할로자임은 올해초 가이던스 상향을 언급하면서 리브리반트 SC에 대한 강한 자신감을 드러냈다. 할로자임은 연간 로열티 수익 전망치에 대해 10억달러를 초과할 것으로 제시했으며, 이를 이끌 주요 제품 중 하나로 리브리반트 SC를 언급했다. 또한 FDA는 올해 2월 렉라자+리브리반트 SC제형 병용 1차 치료 시 초기 4주차까지는 주 1회 유도기를 거치고 5주차부터 월 1회 투여하는 방식으로 변경하는 것에 대해 승인했다.

다만 본격적인 점유율 상승의 트리거는 mOS(중앙생존기간)의 중앙값에 대한 구체적인 수치가 공개되는 시점이 될 것이다. 타그리소의 투약 편의성을 극복할만큼의 우수한 생존 데이터를 숫자로 증명하는 것이 필요하다는 판단이다. 또한 기존 IV제형 방식의 투약 대비 SC제형을 승인받음으로써 편의성 측면에서는 두 방식 간의 큰 차이가 없다고 생각하기에 실제 처방 현장에서의 부작용 관리 등이 확인되는 시점부터는 의사의 처방 빈도가 지금보다는 빠르게 늘어날 수 있을 것으로 예상된다.

투자의견 및 목표주가 유지. Next 레이저티닙을 위한 준비는 순조롭다

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 레이저티닙의 성공 이후 다양한 파이프라인이 순조롭게 개발되고 있는 상황이다. 알려지 치료제인 레시게르셉트는 다국적 임상 2상 중이다. 150명 대상이며 2027년 하반기 결과를 도출 예정이다. 해당 임상은 기존 치료에 불응하던 환자군이 코호트에 포함했다는 점에서 시장의 미충족 수요를 타겟할 수 있을 것으로 기대된다. 그 외에도 최근 R&D day를 통해 TPD, MASH 등 시장의 관심이 높은 뉴 모달리티에 대한 개발의지를 피력했다. 레이저티닙의 처방량 상승을 통한 실적 개선과 R&D에서의 임상적 성과가 중장기적으로 기대되는 상황이다.

Company Brief

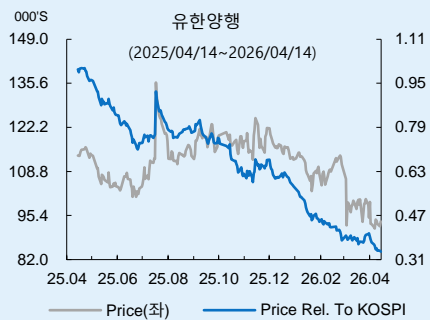
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	150,000원(유지)
증가(2026.04.14)	93,600원
상승여력	60.3%

Stock Indicator	
자본금	81십억원
발행주식수	7,965만주
시가총액	7,455십억원
외국인지분율	18.7%
52주 주가	91,400~135,800원
60일평균거래량	337,157주
60일평균거래대금	35.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.7	-14.3	-22.0	-17.6
상대수익률	-14.5	-40.6	-89.5	-160.6

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	2,187	2,285	2,416	2,625
영업이익(십억원)	104	138	158	189
순이익(십억원)	194	169	185	198
EPS(원)	2,389	2,088	2,285	2,446
BPS(원)	28,427	30,558	32,886	35,375
PER(배)	47.1	44.8	41.0	38.3
PBR(배)	4.0	3.1	2.8	2.6
ROE(%)	8.8	7.1	7.2	7.2
배당수익률(%)	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	52.1	33.4	30.3	26.2

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)	2,562.5	
A. 유한양행 2026E EBITDA	154.1	별도 기준 (기술료 수익 제외)
B. Target EV/EBITDA	16.6	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~N)	1,066.1	
D. 유한화학	128.4	장부가액 적용
E. 유한킴벌리	205.6	장부가액 적용
F. 테라젠이텍스(6.7%)	4.9	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
G. 네오이문텍(0.8%)	0.6	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
H. 지아이이노베이션(1.3%)	9.1	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
I. 내츄럴엔도텍(5.0%)	2.9	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
J. 전진바이오팜(5.5%)	0.9	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
K. 프로그엔(9.2%)	6.6	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
L. 이문온시아(65.9%)	318.4	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
M. 에임드바이오(1.3%)	14.1	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
N. 기타	374.7	장부가액 적용
4. 유한양행 총 기업가치 (1+2+3)	11,249.5	
5. 보통주주식수	74,939	
6. 적정주가 산출	150,000	

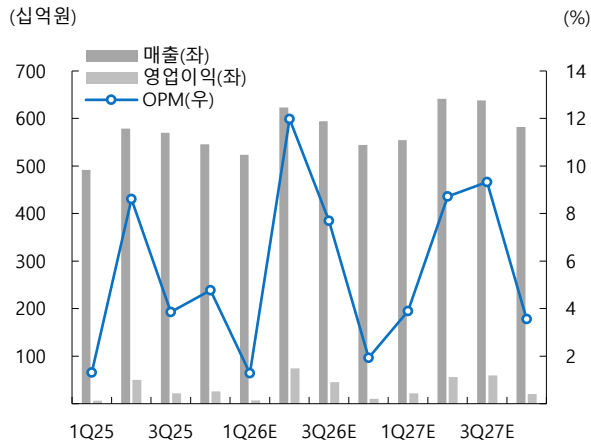
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

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	523.7	623.1	594.1	544.4	2,186.6	2,285.2	2,416.1
YoY	10.6	9.6	(4.8)	10.1	6.5	7.6	4.2	(0.3)	5.7	4.5	5.7
약품사업	331.9	347.3	360.8	360.8	348.0	366.0	374.3	372.9	1,400.9	1,461.2	1,526.6
OTC	54.3	57.4	60.8	57.5	61.4	66.2	69.5	65.7	230.1	262.8	300.3
ETC	275.5	287.7	296.8	300.5	283.7	296.9	301.0	304.1	1,160.4	1,185.7	1,211.1
연결대상매출	7.5	7.7	9.2	8.1	9.1	9.2	11.3	9.5	32.6	39.0	46.6
내부매출조정	(5.4)	(5.5)	(6.0)	(5.4)	(6.2)	(6.2)	(7.5)	(6.4)	(22.3)	(26.4)	(31.4)
생활유통사업	46.7	68.8	52.2	49.8	43.9	66.8	49.7	48.5	217.6	208.9	200.6
해외사업	87.4	114.8	135.0	49.4	106.8	133.4	144.5	99.9	386.6	484.6	574.2
라이선스 수익	4.0	25.6	4.3	70.2	6.9	32.8	6.4	7.0	104.1	53.2	35.9
기타	21.5	22.5	17.6	15.9	18.0	24.1	19.3	16.1	77.5	77.4	78.8
매출총이익	148.7	199.2	168.9	213.1	153.1	228.5	188.3	199.7	729.9	769.6	816.5
YoY	10.5	19.0	(29.9)	45.3	2.9	14.7	11.5	(6.3)	5.9	5.4	6.1
GPM	30.2	34.4	29.6	39.0	29.2	36.7	31.7	36.7	33.4	33.7	33.8
영업이익	6.4	49.9	22.0	26.1	6.7	74.7	45.7	10.5	104.4	137.6	157.7
YoY	1,012.3	168.9	(53.7)	흑전	4.3	49.7	107.5	(59.6)	90.2	31.8	14.7
OPM	1.3	8.6	3.9	4.8	1.3	12.0	7.7	1.9	4.8	6.0	6.5

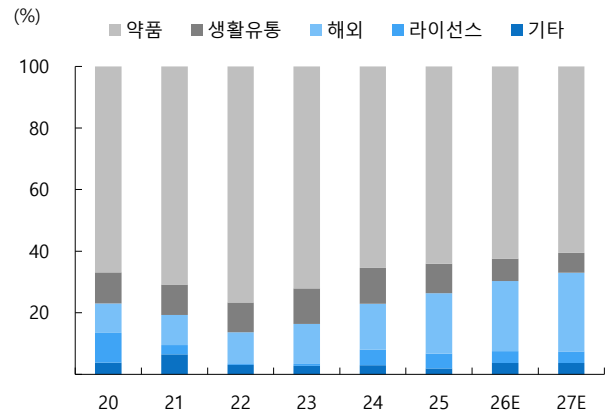
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. 유한양행 분기별 실적 추이 및 전망



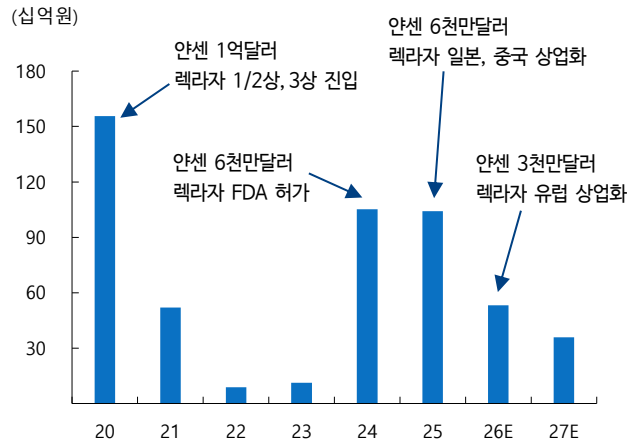
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 유한양행 사업부 연간 매출 비중 변화 추이



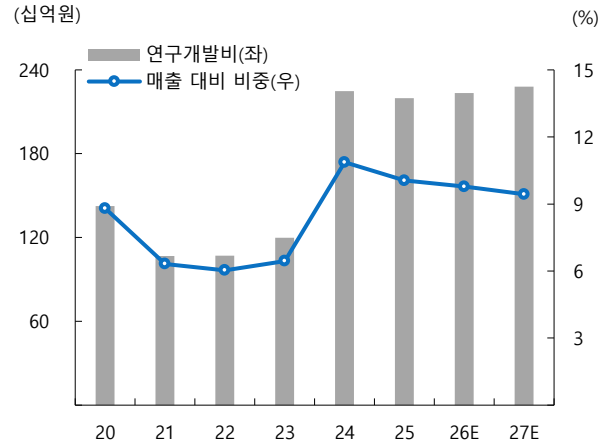
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림3. 유한양행 라이선스 수익 추이 및 전망



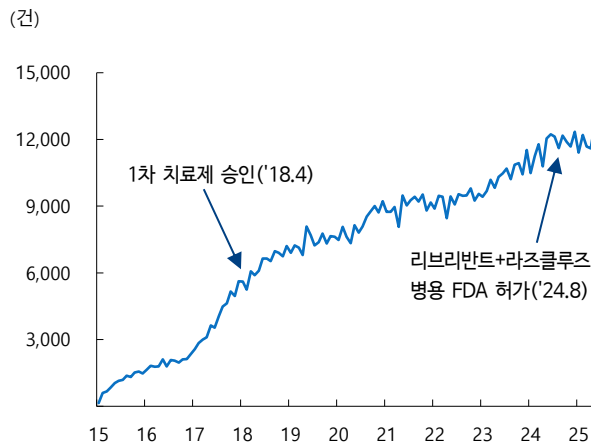
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림4. 유한양행 연구개발비 추이 및 전망



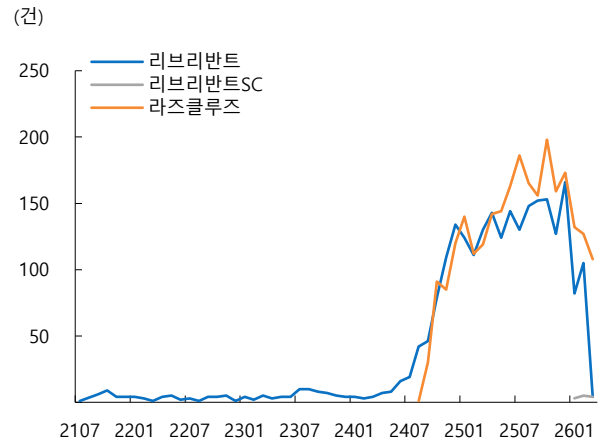
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림5. 타그리소 월별 처방 데이터



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 리브리반트 및 라즈클루즈 월별 처방 데이터



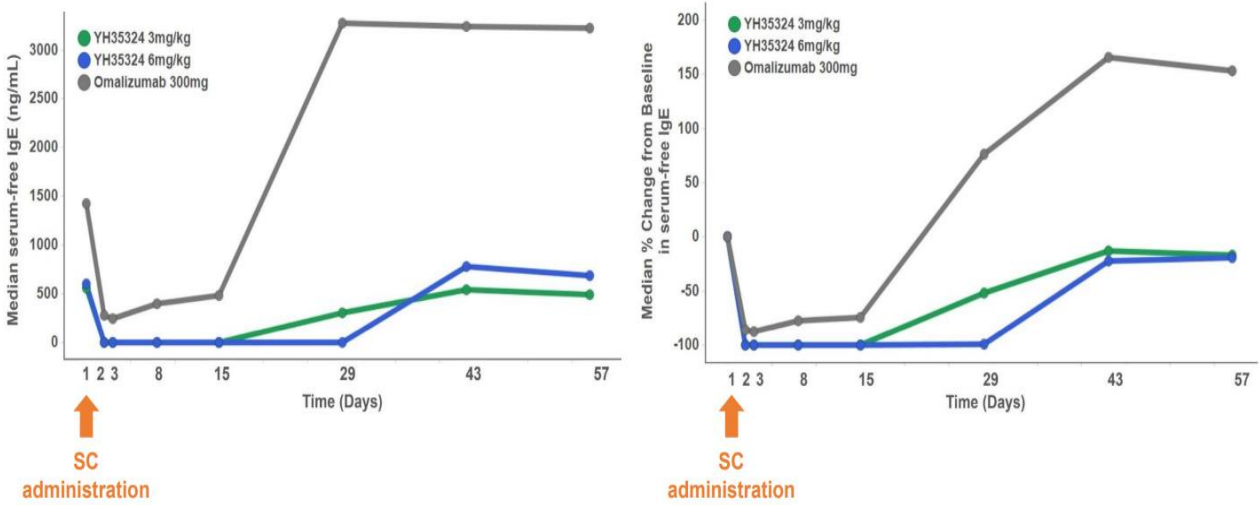
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 주요 혁신신약 파이프라인 개발 현황

Section	Drug	Indication	Preclinical	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						GI innovation	
	SB-01 TGFβ	DDD ²						EnsolBio sciences	SpineBiopharma
	PCS12852 5-HT4R agonist	Gastroparesis							Processa Pharmaceuticals

자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림8. 레시게르셉트 임상 1b상 데이터. 기존 제품 대비 IgE(알러지 유발 단백질) 억제 효과 확인



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

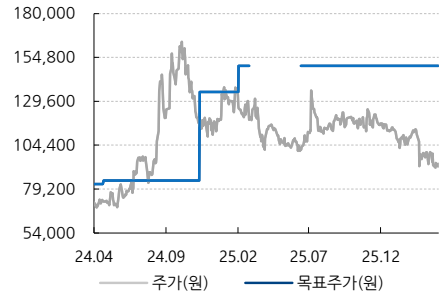
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,512	1,715	1,935	2,221	매출액	2,187	2,285	2,416	2,625
현금 및 현금성자산	349	508	663	843	증가율(%)	5.7	4.5	5.7	8.6
단기금융자산	30	36	43	51	매출원가	1,457	1,516	1,600	1,732
매출채권	726	758	801	869	매출총이익	730	770	816	892
재고자산	373	390	412	447	판매비와관리비	626	632	659	703
비유동자산	1,709	1,682	1,657	1,586	연구개발비	220	223	228	232
유형자산	639	629	621	564	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	300	281	264	249	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	3,221	3,397	3,592	3,807	영업이익	104	138	158	189
유동부채	734	740	749	766	증가율(%)	90.2	31.8	14.7	19.8
매입채무	175	183	194	211	영업이익률(%)	4.8	6.0	6.5	7.2
단기차입금	200	190	180	170	이자수익	8	12	15	19
유동성장기부채	48	48	48	48	이자비용	15	15	15	14
비유동부채	125	125	125	125	지분법이익(손실)	42	42	42	42
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	83	23	23	10
장기차입금	71	71	71	71	세전계속사업이익	223	207	230	245
부채총계	859	865	875	891	법인세비용	37	41	48	50
자배주주지분	2,307	2,480	2,669	2,871	세전계속이익률(%)	10.2	9.1	9.5	9.3
자본금	81	81	81	81	당기순이익	185	166	182	195
자본잉여금	145	145	145	145	순이익률(%)	8.5	7.3	7.5	7.4
이익잉여금	2,188	2,313	2,454	2,607	지배주주귀속 순이익	194	169	185	198
기타자본항목	-108	-60	-12	37	기타포괄이익	48	48	48	48
비지배주주지분	55	52	49	45	총포괄이익	234	215	230	243
자본총계	2,362	2,532	2,717	2,916	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	106	302	299	275	주당지표 (원)				
당기순이익	185	166	182	195	EPS	2,389	2,088	2,285	2,446
유형자산감가상각비	52	60	58	57	BPS	28,427	30,558	32,886	35,375
무형자산상각비	17	19	17	15	CFPS	3,240	3,054	3,209	3,334
지분법관련손실(이익)	42	42	42	42	DPS	600	600	600	600
투자활동 현금흐름	-71	37	36	84	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-99	-50	-50	-	PER	47.1	44.8	41.0	38.3
무형자산의 처분(취득)	-33	-	-	-	PBR	4.0	3.1	2.8	2.6
금융상품의 증감	-27	-1	-1	-1	PCR	34.7	30.6	29.2	28.1
재무활동 현금흐름	8	-56	-56	-56	EV/EBITDA	52.1	33.4	30.3	26.2
단기금융부채의증감	21	-10	-10	-10	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	14	-	-	-	ROE	8.8	7.1	7.2	7.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	7.9	9.5	9.6	9.9
배당금지급	-37	-45	-45	-45	부채비율	36.3	34.2	32.2	30.6
현금및현금성자산의증감	42	159	155	180	순부채비율	-2.5	-9.3	-15.0	-20.8
기초현금및현금성자산	306	349	508	663	매출채권회전율(x)	3.2	3.1	3.1	3.1
기말현금및현금성자산	349	508	663	843	재고자산회전율(x)	6.1	6.0	6.0	6.1

자료 : 유한양행, IM증권 리서치본부

유한양행 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-05-02	Buy	84,000	27.4%	94.9%
2024-11-22	Buy	135,000	-8.6%	2.0%
2025-02-13	Buy	150,000	-17.2%	-13.5%
2025-03-10	NR			
2025-06-25(담당자변경)	Buy	150,000		



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.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 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 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-