

유한양행 (000100)

3Q25P Review: 원료 의약품 수출 호조

투자의견

BUY(유지)

목표주가

220,000 원(유지)

현재주가

116,500 원(11/05)

시가총액

9,316(십억원)

바이오/제약 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 2025년 3분기 유한양행 연결 매출액 5,700억원(-5%yoy), 영업이익 220억원(-54%yoy, OPM 3.9%)로 당사 추정치를 상회하였음. 마일스톤 인식 시점에 따라 분기별 영업이익 변동성은 불가피함. 유한양행은 4분기 유럽 출시가 이루어지질 경우 영업이익이 약 1,400억원을 상회할 수 있다고 기대하고 있으며, 이는 당사 2025년 추정치 수준
- J&J은 3분기 실적 발표에서도 리브리반트/라즈클루즈 병용요법의 2028년 예상 매출액을 \$5bn 이상으로 기대하고 있으며, 2025년 내 리브리반트 SC제형을 출시 계획을 유지함. 반면 블룸버그 컨센서스에 따르면 동 병용요법의 2028년 매출액은 \$2.7bn을 초과할 것으로 예상됨
- 수익성 높은 해외 원료 매출(유한화학 관련)이 1,350억원(+90%yoy)으로 큰 폭 증가. 이에 따라 2분기부터 레이저티닙 글로벌 판매와 관련된 마일스톤을 제외하더라도 연결 기준 영업흑자가 지속되고 있음. 원료 수출 증가는 고객사 길리어드의 HIV 예방약 'Yeztugo®' 판매가 고성장하고 있기 때문. 2025년 6월 FDA 승인 이후 2025년 3분기 매출액이 \$39mn을 기록했으며, peak sales \$4~5bn으로 예상되는 블록버스터 의약품이 될 것으로 기대됨. 예즈투고 외에도 원료의약품 수주 확대가 예상되어, 유한화학은 2028년 완공을 목표로 신규 공장의 착공을 계획하고 있음
- 예상보다 레이저티닙의 글로벌 판매가 더디게 증가하고 있으나 리브리반트SC 출시와 일본, 중국, 유럽 등으로 판매 지역 확대로 2026년에는 유의미한 이익 성장세가 예상됨. 다만 원료 수출 증가에도 불구하고 유한양행의 영업이익률은 여전히 국내 상위 제약사 중 가장 낮은 수준임. 저수익성 사업 구조 탓에 글로벌 신약을 출시했음에도 기업가치 레벨업이 제한되고 있음. 경영진의 지속적이고 가시적인 수익성 개선 성과가 요구됨. 예상보다 더딘 수익성 상승 추세를 반영하여 실적을 소폭 하향 조정하나 영향은 미미하여 투자의견 및 목표주가는 유지함

주가(원, 11/05)	116,500		
시가총액(십억원)	9,316		
발행주식수	79,968천주		
52주 최고가	140,700원		
최저가	100,400원		
52주 일간 Beta	0.55		
60일 일평균거래대금	394억원		
외국인 지분율	16.9%		
배당수익률(2025E)	0.4%		
주주구성			
유한재단 (외 4인)	23.4%		
국민연금공단 (외 1인)	7.9%		
주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-15.7	-53.8	-69.7
절대기준	-2.8	2.6	-14.3
(원, 십억원)	현재	현재	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	220,000	220,000	-
영업이익(25)	138	138	-
영업이익(26)	265	275	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,859	2,068	2,283	2,665
영업이익	57	55	138	265
세전손익	135	61	149	281
당기순이익	134	55	118	253
EPS(원)	1,698	881	1,476	3,162
증감률(%)	43.1	-48.1	67.5	114.3
PER(배)	40.5	135.6	78.9	36.8
ROE(%)	6.7	3.4	5.5	11.0
PBR(배)	2.6	4.6	4.3	3.9
EV/EBITDA(배)	52.3	82.4	40.1	24.0

자료: 유진투자증권

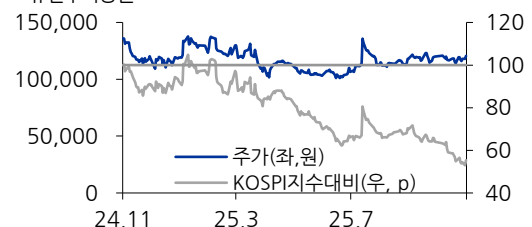


도표 1. 유한양행 3Q25 실적 Review 및 4Q25 실적 전망(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	3Q25P					4Q25E			2024	2025E		2026E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoy	qoq		당사 예상치	yoy	당사 예상치	yoy
매출액	570.0	629.1	(9.4)	578.6	(1.5)	642.3	29.5	12.7	2,068	2,283	10.4	2,665	16.7
영업이익	22.0	15.3	43.7	25.7	(14.3)	60.0	흑전	172.8	54.9	138.3	152.1	265.4	91.8
지배순이익	21.2	27.9	(24.2)	21.4	(1.2)	42.5	흑전	100.7	70.7	118.0	66.9	252.9	114.3
영업이익률	3.9	2.4	1.4	4.4	(0.6)	9.3	11.7	5.5	2.7	6.1	3.4	10.0	3.9
지배순이익률	3.7	4.4	(0.7)	3.7	0.0	6.6	8.9	2.9	3.4	5.2	1.8	9.5	4.3

자료: 유한양행, FnGuide, 유진투자증권

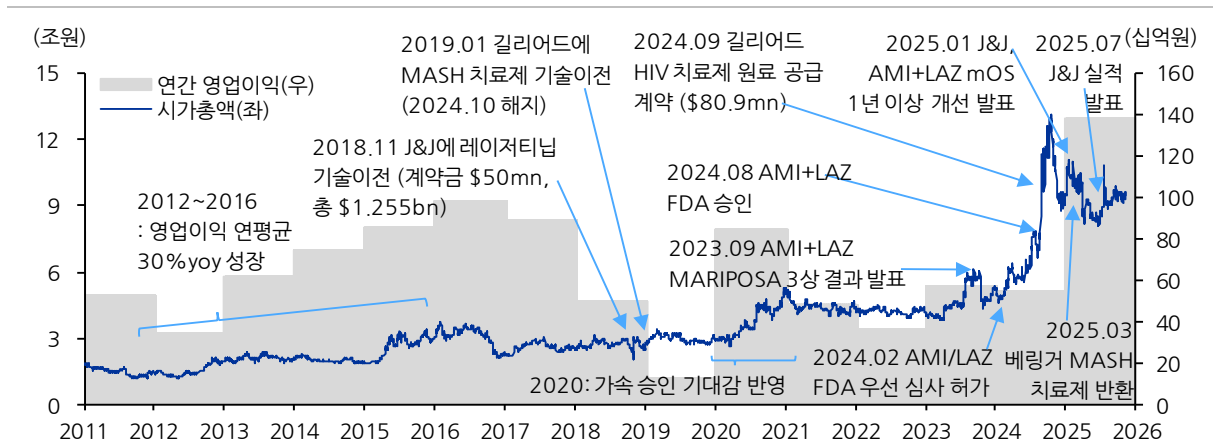
주: 3Q25P는 잠정 실적에서 발표된 당기순이익 기준

도표 2. 유한양행 실적 추정치 조정(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	2024	NEW				OLD			Change		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
매출액	2,068	2,283	2,665	3,143	2,427	2,773	3,262	(6.0)	(3.9)	(3.7)	
영업이익	54.9	138.3	265.4	448.0	138.0	274.7	459.3	0.3	(3.4)	(2.5)	
지배순이익	70.7	118.0	252.9	419.5	131.4	255.8	422.4	(10.2)	(1.1)	(0.7)	
영업이익률	2.7	6.1	10.0	14.3	5.7	9.9	14.1	0.4	0.1	0.2	
지배순이익률	3.4	5.2	9.5	13.3	5.4	9.2	12.9	(0.2)	0.3	0.4	

자료: 유한양행, 유진투자증권

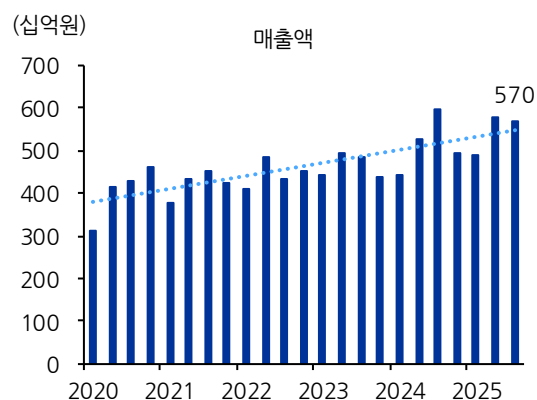
도표 3. 유한양행 시가총액 및 이벤트 차트



자료: Quantivise, 유한양행, 유진투자증권

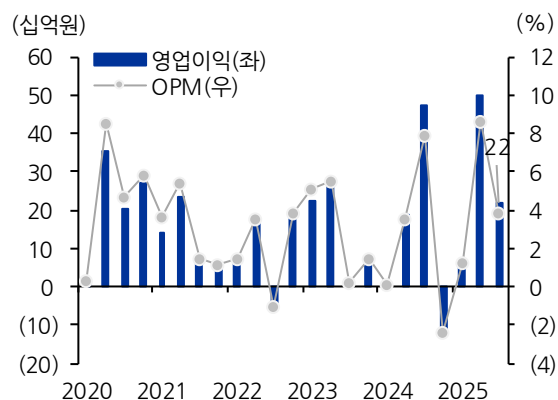
주: 2025E 영업이익은 당사 추정치

도표 4. 유한양행 연결 매출액 추이



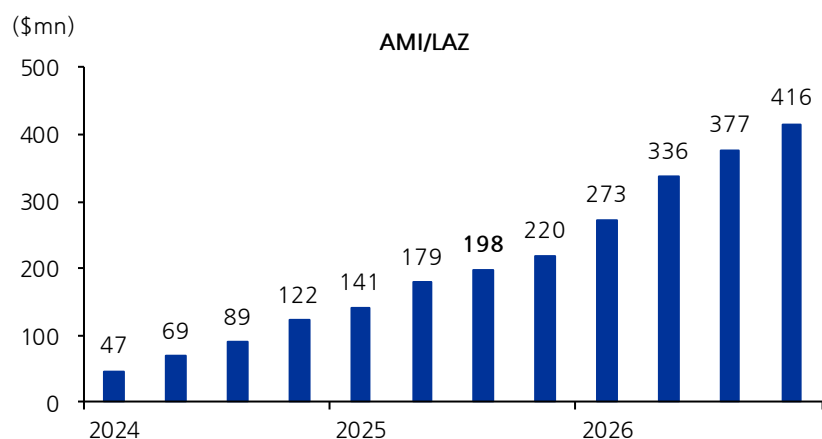
자료: 유한양행, 유진투자증권

도표 5. 유한양행 연결 영업이익 추이



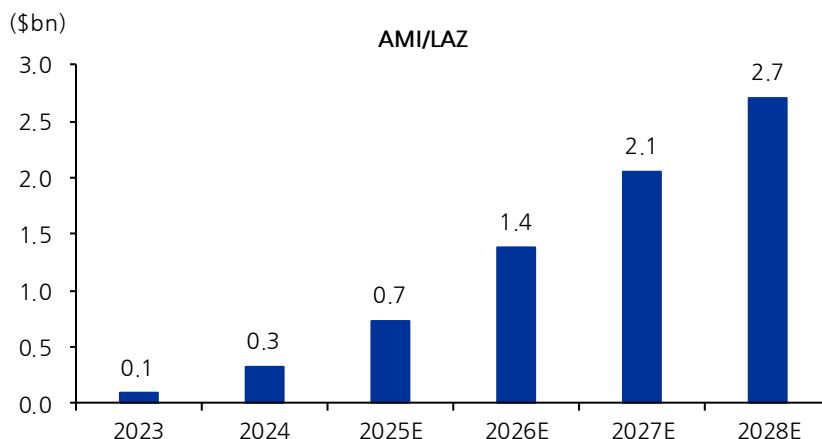
자료: 유한양행, 유진투자증권

도표 6. 리브리반트/라즈클루즈 분기별 매출액 추이 및 전망



자료: J&J, 4Q25E 부터의 예상실적은 블룸버그 컨센서스

도표 7. 리브리반트/라즈클루즈 연간 매출액 추이 및 전망



자료: J&J, 2025E 부터의 예상실적은 블룸버그 컨센서스

유한양행(000100.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	2,812	2,942	3,135	3,306	3,651
유동자산	1,256	1,360	1,571	1,808	2,205
현금성자산	312	320	469	681	909
매출채권	574	626	669	680	771
재고자산	285	343	380	394	471
비유동자산	1,556	1,582	1,564	1,498	1,447
투자자산	736	699	664	665	666
유형자산	528	598	611	543	490
기타	291	285	290	290	291
부채총계	712	791	872	831	802
유동부채	583	619	692	650	619
매입채무	287	300	337	343	411
유동성이자부채	169	187	221	171	71
기타	126	133	134	135	137
비유동부채	128	172	180	181	183
비유동이자부채	100	140	146	146	146
기타	29	33	34	36	37
자본총계	2,101	2,151	2,263	2,475	2,850
지배지분	2,051	2,101	2,199	2,411	2,786
자본금	78	81	81	81	81
자본잉여금	114	123	144	144	144
이익잉여금	1,976	2,010	2,087	2,299	2,674
기타	(116)	(113)	(113)	(113)	(113)
비지배지분	49	50	64	64	64
자본총계	2,101	2,151	2,263	2,475	2,850
총차입금	269	326	367	317	217
순차입금	(43)	6	(102)	(364)	(692)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	144	55	144	282	353
당기순이익	134	55	118	253	420
자산상각비	44	63	95	113	103
기타비현금성손익	(293)	(142)	(178)	(212)	(222)
운전자본증감	(8)	(124)	(58)	(17)	(100)
매출채권감소(증가)	(63)	(48)	(32)	(11)	(91)
재고자산감소(증가)	(5)	(59)	(38)	(13)	(77)
매입채무증가(감소)	45	(4)	73	6	68
기타	16	(13)	(60)	1	1
투자현금	(199)	(117)	(32)	20	18
단기투자자산감소	41	9	(4)	(1)	(1)
장기투자증권감소	(94)	11	47	67	70
설비투자	161	117	73	27	31
유형자산처분	0	4	0	0	0
무형자산처분	(42)	(17)	(23)	(19)	(19)
재무현금	63	66	37	(91)	(145)
차입금증가	86	88	39	(50)	(100)
자본증가	(35)	(35)	(5)	(41)	(45)
배당금지급	27	32	37	41	45
현금 증감	6	7	147	212	227
기초현금	293	299	306	454	665
기말현금	299	306	454	665	892
Gross Cash flow	124	156	174	300	453
Gross Investment	248	251	86	(3)	81
Free Cash Flow	(124)	(94)	89	303	372

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,859	2,068	2,283	2,665	3,143
증가율(%)	4.7	11.2	10.4	16.7	17.9
매출원가	1,293	1,378	1,538	1,707	1,957
매출총이익	566	689	744	958	1,185
판매 및 일반관리비	509	635	606	693	737
기타영업손익	6	25	(4)	14	6
영업이익	57	55	138	265	448
증가율(%)	58.3	(3.8)	152.1	91.8	68.8
EBITDA	101	118	233	379	551
증가율(%)	28.3	16.2	97.5	62.5	45.7
영업외손익	78	7	11	16	18
이자수익	14	9	8	8	8
이자비용	6	15	16	4	4
지분법손익	81	35	64	68	71
기타영업외손익	(11)	(23)	(45)	(56)	(57)
세전순이익	135	61	149	281	466
증가율(%)	42.0	(54.4)	142.5	88.6	65.9
법인세비용	1	6	31	28	47
당기순이익	134	55	118	253	420
증가율(%)	48.2	(58.9)	113.3	114.9	65.9
지배주주지분	136	71	118	253	420
증가율(%)	43.1	(48.1)	66.9	114.3	65.9
비지배지분	(2)	(16)	(0)	0	0
EPS(원)	1,698	881	1,476	3,162	5,246
증가율(%)	43.1	(48.1)	67.5	114.3	65.9
수정EPS(원)	1,698	881	1,468	3,154	5,237
증가율(%)	43.1	(48.1)	66.6	114.8	66.0

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,698	881	1,476	3,162	5,246
BPS	26,359	25,808	27,094	29,710	34,330
DPS	430	500	500	550	600
밸류에이션(배, %)					
PER	40.5	135.6	78.9	36.8	22.2
PBR	2.6	4.6	4.3	3.9	3.4
EV/ EBITDA	52.3	82.4	40.1	24.0	15.9
배당수익율	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5
PCR	45.0	62.2	54.2	31.5	20.9
수익성(%)					
영업이익율	3.1	2.7	6.1	10.0	14.3
EBITDA이익율	5.5	5.7	10.2	14.2	17.5
순이익율	7.2	2.7	5.2	9.5	13.3
ROE	6.7	3.4	5.5	11.0	16.1
ROIC	4.3	3.2	6.6	14.5	24.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(2.0)	0.3	(4.5)	(14.7)	(24.3)
유동비율	215.4	219.7	226.8	278.1	356.2
이자보상배율	9.1	3.7	8.4	66.4	112.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
매출채권회전율	3.4	3.4	3.5	4.0	4.3
재고자산회전율	6.6	6.6	6.3	6.9	7.3
매입채무회전율	7.5	7.0	7.2	7.8	8.3

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

