

유한양행 (000100/KS)

앞으로 기대할 이벤트가 많다

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 140,000 원(신규편입)

현재주가: 106,200 원

상승여력: 31.8%



Analyst
이선영

seonkyoung.lee@sk.com
3773-9089

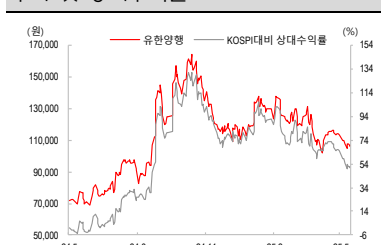
Company Data

발행주식수	7,997 만주
시가총액	8,518 십억원
주요주주	
유한재단(외2)	15.92%
국민연금공단	7.76%

Stock Data

주가(25/05/16)	106,200 원
KOSPI	2,626.87pt
52주 최고가	163,700 원
52주 최저가	68,800 원
60일 평균 거래대금	85 십억원

주가 및 상대수익률



25년 레이저티닙 및 길리어드항 수주 매출 본격화

동사의 주가를 견인하는 주요 요인은 J&J 로 기술이전한 레이저티닙의 임상 3 상 OS(전체 생존율)연구결과 발표에 따른 미래 매출 성장 기대감 및 라이선스 수익 인식에 따른 실적 개선 기대감이라 할 수 있다. 우수한 효능으로 최종 OS 발표 시점이 늦어지고 있는 가운데 지난 1 분기 J&J 가 발표한 미국 레이저티닙+아미반타맵 매출액은 1억 1,300 만 달러(+12.3% QoQ, 약 1,600 억원)로 견조했음에도 불구하고 1 분기 유한양행에 인식된 라이선스 수익은 40 억원에 불과, 현재 시장에서는 실망과 우려가 공존하고 있다. 특히 미국 내 의약품 약가 인하, 관세 등 정책적 불확실성까지 더해져 최근 동사의 주가는 부진한 상황이나 유한양행의 실적 개선 및 향후 이벤트를 고려한다면 불확실성이 확대되는 지금이 매수 기회라 판단된다.

유한양행의 연결기준 25 년 매출액은 2 조 2,653 억원(+9.6% YoY), 영업이익은 766 억원(+39.6% YoY, OPM 3.4%)을 전망한다. 2 분기 레이저티닙+아미반타맵 병용요법의 일본 출시, 3 분기 유럽 출시가 예상되는 가운데 이에 따라 인식될 마일스톤, 권역 확장 및 미국내 처방 (205% 성장 가정) 증가 등을 고려 25 년 라이선스 수익은 총 869 억원이 기대되는 상황이다.

지난 1 분기 고성장한 API 수출(874 억원, +17.9% YoY, +34.1% QoQ)은 2 분기부터 본격화 될 길리어드 계약을 고려 25 년 41.8% 성장이 기대된다. 참고로 지난 9 월 공시한 계약금 8,089 만 달러(공시 환율 1,331 원 기준, 약 1,077 억원) 길리어드 HIV API 공급 계약은 고위험 HIV 예방 요법의 FDA 승인(승인 기일 6 월 19 일)을 앞두고 선제적 대응을 위한 공급 계약으로 파악된다. 해당 계약은 2 분기부터 본격화될 것으로 판단되며 상업화 물량인 만큼 이전 매출 대비 수익성 개선에 도움이 될 것으로 판단된다.

투자의견 매수, 목표주가 14 만원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 14 만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP(Sum-of-the-parts) 방식으로 영업가치 9 조 5 천억원에 비연결 관계 기업의 가치 4,228 억원을 합산하여 산출했다. 일반적으로 혁신 신약의 경우 출시 3-4 년차에 Peak Sales 에 도달하는 점을 고려, 영업가치는 28 년 EBITDA 를 현금화한 3,750 억원에 미국내 신약을 판매중인 국내기업(녹십자, 셀트리온, SK 바이오팜)의 12 개월 Fwd EV/EBITDA 의 1년 평균 26 배를 적용했다. 2 분기 실적 기대감 및 알러지 파이프라인의 기술이전 등 주목할 만한 이벤트가 많은 만큼 긍정적인 주가 흐름을 기대한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,776	1,859	2,068	2,265	2,431	2,692
영업이익	십억원	36	57	55	77	107	231
순이익(지배주주)	십억원	95	136	71	28	39	80
EPS	원	1,169	1,673	869	346	476	988
PER	배	46.8	41.1	137.6	306.7	223.0	107.5
PBR	배	2.0	2.5	4.2	3.7	3.7	3.7
EV/EBITDA	배	50.9	52.7	82.7	64.5	54.3	31.3
ROE	%	4.9	6.7	3.4	1.3	1.8	3.8

유한양행 목표주가 산정			
항목	적정가치	단위	비고
1. 영업가치	9,500	십억원	진출 후 3~4 년차 Peak Sales 도달 고려, 28년 EBITDA 현재화 3,750 억원 * 미국내 신약 판매중인 국내기업(녹십자, 셀트리온, SK 바팜)12개월 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 26 배
2. 순차입금	-102	십억원	
3. 지분가치	423	십억원	비연결 관계기업 및 공동기업 투자 주식의 장부가액, 25년 3월 기준
4. 기업가치	10,275	십억원	
5. 발행 주식수	73,790	천주	유통주식수
6. 적정주가	139,242	원	
7. 목표주가	140,000	원	

자료: 유한양행, SK 증권

유한양행 분기별 실적추정										(단위: 십억원, %)
구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
매출액	444.6	528.3	598.8	496.1	491.6	591.9	593.2	588.6	2,067.8	2,265.3
YoY (%)	0.3	6.6	24.0	13.5	10.6	12.0	-0.9	18.6	11.2	9.6
의약품	309.5	339.1	347.8	351.4	329.8	356.0	361.2	376.8	1,347.8	1,423.8
- 처방	262.6	286.7	295.0	297.6	275.5	301.1	306.8	321.4	1,141.9	1,204.7
- 비처방	46.9	52.4	52.9	53.7	54.3	55.0	54.5	55.4	205.9	219.1
생활용품	44.5	75.2	67.4	53.5	46.7	77.9	70.8	54.6	240.6	250.0
수출	74.1	97.2	70.1	65.1	87.4	122.2	110.1	115.1	306.5	434.7
라이선스 수익	2.6	0.6	98.2	4.0	4.0	18.7	35.2	29.0	105.3	86.9
기타(임대/수탁/연결)	13.9	16.3	15.3	22.1	23.7	17.1	15.9	13.1	67.6	69.8
매출총이익	134.5	167.4	240.8	146.7	148.7	177.6	191.6	186.5	689.4	704.4
YoY (%)	-0.8	9.5	66.7	10.3	10.5	6.1	-20.4	27.2	21.8	2.2
GPM (%)	30.3	31.7	40.2	29.6	30.2	30.0	32.3	31.7	33.3	31.1
영업이익	0.6	18.5	47.6	-11.8	6.4	24.3	22.6	23.3	54.9	76.6
YoY (%)	-97.5	-32.1	5383.3	적전	1012.3	31.1	-52.5	흑전	-3.8	39.6
OPM (%)	1.50	3.50	-1.10	-2.38	1.31%	4.11	3.81	3.96	2.0	3.4

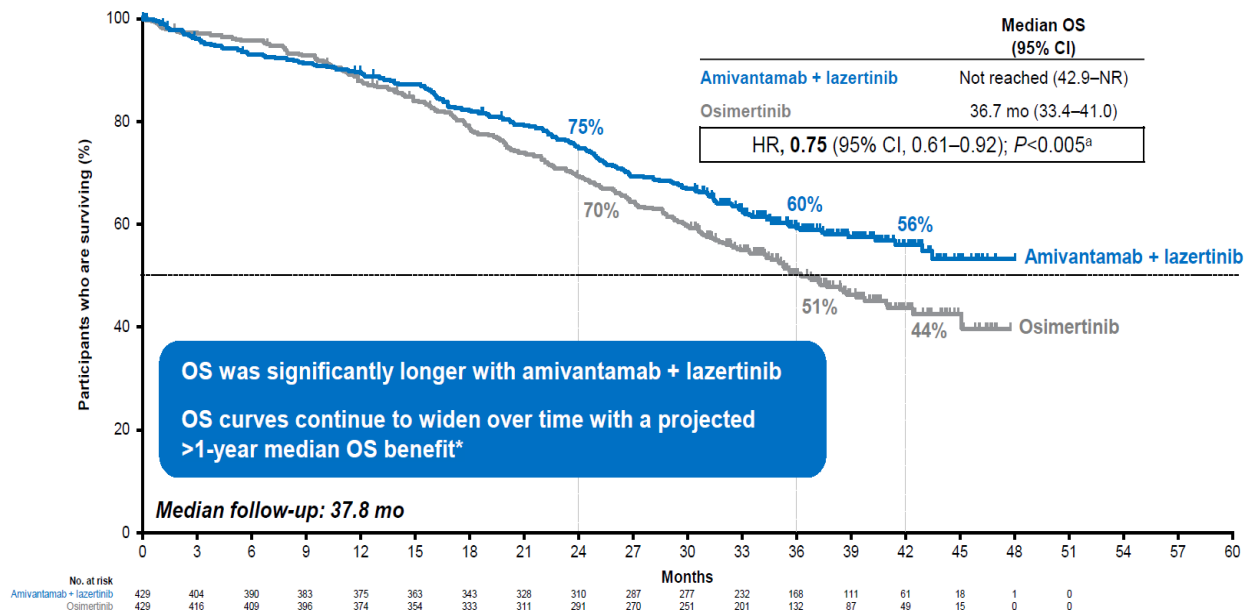
자료: 유한양행 SK 증권

1L NSCLC 환자 대상 EGFR TKI 치료제의 임상 3상 결과 비교

임상명/권역	MARIPOSA Study: 글로벌		FLAURA-2 Study: 글로벌		AEBEAS2 Study: 중국	
개발사	Janssen		AstraZeneca		Hansoh Pharma	
투약군(N)	Amivantamab +Lazertinib (n=429)	Osimertinib (n=429)	Osimertinib +Chemo (n=279)	Osimertinib (n=278)	Aumolertinib +Chemo (n=304)	Aumolertinib (n=316)
ORR	86%	85%	83%	76%		
mPFS	23.7개월	16.6개월	25.5개월	16.7개월	28.9개월	18.9개월
Hazard Ratio	HR, 0.70 (7.1개월 개선)		HR, 0.70 (7.1개월 개선)		HR, 0.47(10개월 개선)	
mOS	Not Reached (42.9, NR)	36.7개월 (33.4-41)	Not Reached (38.0, NR)	36.7개월 (33.2, NR)	Not Reached	Not Reached
Hazard Ratio	HR, 0.75		HR, 0.75		HR, 0.44	
3 등급 이상 부작용	75%	43%	64%	27%	79.6%	34.8%
부작용에 의한 중단	10%	3%	11%	6%	21.1%	1.6%

자료: J&J, ELCC2025, 유한양행, AACR2025, SK 증권

MARIPOSA Study OS 결과

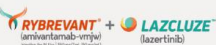


자료: ELCC2025, SK 증권

얀센의 RYBREVANT+LAZCLUZE 연도별 매출 목표 및 시장 기대치

2027 / 2028 At-A-Glance

Potential sales of select Innovative Medicine assets vs. current market estimates¹

In-market brands	Current 2027 / 2028 market estimates for specific product sales ^{1,2}	Our internal forecast vs. current 2027 / 2028 market estimates ^{1,2}
 RYBREVANT [®] (amivantamab-vmwj) + LAZCLUZE [™] (lazertinib)	~\$1.8B / ~\$2.3B	➤ 2x higher
 Spravato [®] (vilanterone)	~\$2.1B / ~\$2.3B	➤ 50% higher
 Tremfya [®] (guselkumab)	~\$5.7B / ~\$6.3B	➤ 25% higher
Pipeline	Current 2028 market estimates for specific product sales ²	Our internal forecast vs. current 2028 market estimates ²
Intravesical drug releasing system ³	~\$0.7B	➤ 3x higher
icotrokinra	~\$0.7B	➤ 2x higher

J&J ¹ Market estimates based on analyst models as of April 9th, 2025 that identify product specific sales in 2027
² Market estimates based on analyst models as of April 9th, 2025 that identify product specific sales in 2028
³ Previously referred to as TARIS platform

자료: J&J, SK 증권

유한양행 혁신 신약 파이프라인 현황

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 (J&J) 글로벌 3상					GENOSCO	Johnson & Johnson Innovative Medicine
YH14618 (Remedisc)	TGF-β	퇴행성 디스크						EnsolBio sciences	SpineBioPharma
YH12852 (PCS12852)	5-HT receptor	위암비증							Proton Pharmaceuticals
YH35324	IgE	Allergy (CSU, 천식, AD)						GT Innovation	
YH32367	Her2/4-1BB	유방암, 위암, 담관암 등						abl bio	
YH42946	Her2, EGFR	Her2돌연변이 폐암, 위암 등						JINTS BIO	
YH35995	GCS	고셔병, 파브리병						GC	
YH32364	EGFR/4-1BB	두경부암, 위암, 대장암 등						abl bio	
YH45057	Androgen receptor	전립선암						Usta Therapeutics	
YH44529	SOS1	고형암						Cyrus	Kurumi

자료: 유한양행, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,256	1,360	1,429	1,534	1,725
현금및현금성자산	299	306	232	285	376
매출채권 및 기타채권	574	626	743	775	837
재고자산	285	343	407	425	459
비유동자산	1,556	1,582	1,652	1,621	1,618
장기금융자산	131	103	111	113	116
유형자산	528	598	556	518	486
무형자산	291	285	266	247	227
자산총계	2,812	2,942	3,081	3,155	3,342
유동부채	583	619	733	765	826
단기금융부채	169	187	221	231	250
매입채무 및 기타채무	249	262	356	371	401
단기충당부채	32	29	34	36	38
비유동부채	128	172	178	180	183
장기금융부채	100	140	140	140	140
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	25	29	34	36	39
부채총계	712	791	912	945	1,009
지배주주지분	2,051	2,101	2,091	2,092	2,135
자본금	78	81	81	81	81
자본잉여금	114	123	123	123	123
기타자본구성요소	-217	-219	-219	-219	-219
자기주식	-217	-219	-219	-219	-219
이익잉여금	1,976	2,010	2,001	2,002	2,045
비지배주주지분	49	50	78	117	198
자본총계	2,101	2,151	2,170	2,210	2,333
부채와자본총계	2,812	2,942	3,081	3,155	3,342

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	144	55	17	104	157
당기순이익(손실)	134	55	56	78	161
비현금성항목등	-10	101	76	87	122
유형자산감가상각비	38	45	43	37	33
무형자산상각비	6	18	18	19	20
기타	-54	38	15	30	70
운전자본감소(증가)	-8	-124	-95	-26	-51
매출채권및기타채권의감소(증가)	-63	-48	-117	-32	-62
재고자산의감소(증가)	-5	-59	-64	-18	-34
매입채무및기타채무의증가(감소)	45	-4	56	15	30
기타	-5	-5	-45	-71	-155
법인세납부	-33	-27	-25	-37	-80
투자활동현금흐름	-199	-117	-128	-23	-45
금융자산의감소(증가)	41	9	-3	-1	-1
유형자산의감소(증가)	-161	-113	0	0	0
무형자산의감소(증가)	-42	-17	0	0	0
기타	-36	3	-125	-22	-44
재무활동현금흐름	63	66	-3	-28	-19
단기금융부채의증가(감소)	31	34	35	10	19
장기금융부채의증가(감소)	55	54	0	0	0
자본의증가(감소)	1	12	0	0	0
배당금지급	-27	-32	-37	-37	-37
기타	3	-3	0	-0	0
현금의 증가(감소)	6	7	-74	53	92
기초현금	293	299	306	232	285
기말현금	299	306	232	285	376
FCF	-17	-58	17	104	157

자료 : 유한양행, SK증권 추정

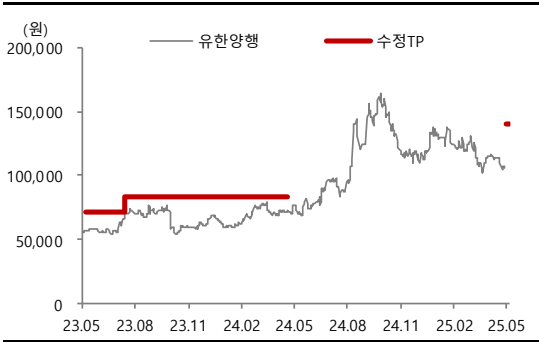
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,859	2,068	2,265	2,431	2,692
매출원가	1,293	1,378	1,561	1,674	1,786
매출총이익	566	689	704	758	906
매출총이익률(%)	30.4	33.3	31.1	31.2	33.7
판매비와 관리비	509	635	628	651	675
영업이익	57	55	77	107	231
영업이익률(%)	3.1	2.7	3.4	4.4	8.6
비영업손익	78	7	5	8	9
순금융손익	5	-6	5	3	5
외환관련손익	2	10	6	4	6
관계기업등 투자손익	56	47	48	48	48
세전계속사업이익	135	61	81	115	241
세전계속사업이익률(%)	7.3	3.0	3.6	4.7	8.9
계속사업법인세	1	6	25	37	80
계속사업이익	134	55	56	78	161
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	134	55	56	78	161
순이익률(%)	7.2	2.7	2.5	3.2	6.0
지배주주	136	71	28	39	80
지배주주귀속 순이익률(%)	7.3	3.4	1.2	1.6	3.0
비지배주주	-2	-16	28	39	81
총포괄이익	118	54	56	78	161
지배주주	120	70	32	44	92
비지배주주	-2	-16	24	33	69
EBITDA	101	118	138	163	284

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	4.7	11.2	9.6	7.3	10.7
영업이익	58.3	-3.8	39.6	39.6	116.3
세전계속사업이익	42.0	-54.4	32.6	41.0	109.7
EBITDA	28.3	16.2	16.7	18.8	73.7
EPS	43.1	-48.1	-60.1	37.5	107.4
수익성 (%)					
ROA	5.1	1.9	1.9	2.5	5.0
ROE	6.7	3.4	1.3	1.8	3.8
EBITDA마진	5.5	5.7	6.1	6.7	10.5
안정성 (%)					
유동비율	215.4	219.7	194.9	200.5	208.8
부채비율	33.9	36.8	42.0	42.8	43.2
순차입금/자기자본	-2.5	-0.2	4.7	2.6	-0.7
EBITDA/이자비용(배)	16.1	8.0	51.4	57.8	94.8
배당성향	23.6	53.0	132.9	96.7	46.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,673	869	346	476	988
BPS	27,869	28,505	28,474	28,490	29,017
CFPS	2,219	1,643	1,097	1,172	1,634
주당 현금배당금	430	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER	41.1	137.6	306.7	223.0	107.5
PBR	2.5	4.2	3.7	3.7	3.7
PCR	31.0	72.7	96.8	90.6	65.0
EV/EBITDA	52.7	82.7	64.5	54.3	31.3
배당수익률	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.05.18	매수	140,000원	6개월		
2024.07.05	담당자 변경				
2023.07.31	매수	83,266원	6개월	-17.88%	0.64%
2023.05.25	매수	71,781원	6개월	-19.75%	-7.60%
2023.01.13	담당자 변경				



Compliance Notice

작성자(이선경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 05월 18일 기준)

매수	96.86%	중립	3.14%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------