

유한양행 (000100/KS)

2Q25 Pre: 라이선스 및 API 매출 성장 지속

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 140,000 원(유지)

현재주가: 106,400 원

상승여력: 31.6%



Analyst
이선경

seonkyoung.lee@sk.com
3773-9089

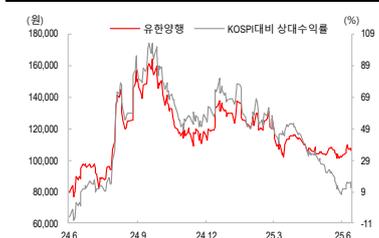
Company Data

발행주식수	7,997 만주
시가총액	8,509 십억원
주요주주	
유한재단(외2)	15.96%
국민연금공단	7.78%

Stock Data

주가(25/07/08)	106,400 원
KOSPI	3,114.95 pt
52주 최고가	163,700 원
52주 최저가	82,800 원
60일 평균 거래대금	37 십억원

주가 및 상대수익률



2Q25 Pre: 레이저티닙과 API 수출 등 고마진 사업 성장 지속

유한양행의 25년 2분기 연결 기준 매출액은 5,814 억원(+10%YoY, +18.3%QoQ), 영업이익은 400 억원(+115.5%YoY, +522.6%QoQ, OPM 6.9%)으로 컨센서스 매출액 5,988 억원 대비 2.9% 하회하나 영업이익은 컨센서스 403 억원에 부합할 것으로 전망한다.

의약품(3,485 억원, +2.8%YoY, +5.7%QoQ), 생활용품(779 억원, +3.5%YoY, +66.6%QoQ)의 견조한 성장이 예상되며, 레이저티닙의 일본 출시에 따른 마일스톤 유입 및 미국 로열티 증가에 따라 라이선스 매출(277 억원, +4,797%YoY, +591%QoQ), API 수출 확대에 따른 해외 사업부의 매출(1,102 억원, +13.4%YoY, +26.1%QoQ)의 고성장이 기대된다. 고마진 사업부의 성장으로 GPM(15.5%, +6.0%pYoY, +4.9%pQoQ)과 OPM(6.9%, +3.4%pYoY, +5.6%pQoQ) 모두 개선될 전망이다.

하반기, R&D 모멘텀에 유한화학 API 추가 수주 가능성 주목

동사의 미래 성장을 견인할 핵심 가치인 레이저티닙은 3분기 유럽 출시가 예정되어 있어 \$30M(약 400 억원)의 마일스톤 수령에 따라 3분기 수익성이 크게 개선될 수 있을 것으로 판단되며, 6월 18일 길리어드의 HIV 예방약의 FDA 승인에 따라 유한화학의 API 매출도 지속 성장이 가능할 것으로 예상된다.

시장에서 가장 주목하고 있는 레이저티닙+아미반타말의 mOS 결과 및 아미반타말의 SC 제형의 승인, 레이저티닙의 중국 품목허가 승인도 연내 기대해 볼 수 있으며, 유한화학의 글로벌 수주 경쟁력을 기반으로 글로벌 빅파마의 블록버스터급 API 추가 품목 수주 계약도 기대해 볼 수 있다는 점도 주목할 필요가 있다.

지난 1분기 레이저티닙 로열티 매출에 대한 실망감에 미국 내 의약품 약가 인하, 관세 등 정책적 불확실성까지 더해져 최근 동사의 주가는 부진한 상황이나 유한양행의 실적 개선 및 향후 이벤트를 고려, 긍정적인 주가 흐름이 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,776	1,859	2,068	2,252	2,431	2,692
영업이익	십억원	36	57	55	118	167	231
순이익(지배주주)	십억원	95	136	71	42	59	80
EPS	원	1,169	1,673	869	523	723	988
PER	배	46.8	41.1	137.6	203.6	147.1	107.7
PBR	배	2.0	2.5	4.2	3.7	3.7	3.6
EV/EBITDA	배	50.9	52.7	82.7	49.2	39.5	31.2
ROE	%	4.9	6.7	3.4	2.0	2.8	3.7

실적 추정 변경 내용 (단위: 십억원, %)						
구분	25년 2분기			25년 연간 실적		
	신규 추정치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	차이
매출액	581.4	591.91	-1.78%	2,252	2,265.2	-0.56%
의약품	348.5	356.0	-2.1%	1,416	1,423.8	-0.5%
- 처방	292.5	301.0	-2.9%	1,196	1,204.7	-0.7%
- 비처방	56.0	54.9	+1.9%	220	219.1	+0.5%
생활용품	77.9	77.9	-	250	250.0	-
해외사업	110.2	122.2	-9.8%	423	434.7	-2.8%
라이선스 수익	27.7	18.7	+48%	93.7	86.9	+7.8%
기타/연결조정	17.1	17.1	-	70	69.8	-
영업이익	40.0	24.3	+64.4%	118	76.6	54.0%
OPM (%)	6.9	4.1	+2.8%p	5.2%	3.4%	+1.9%p

자료: SK 증권

유한양행 분기별 실적추정 (단위: 십억원, %)										
구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
매출액	444.6	528.3	598.8	496.1	491.6	581.4	616.0	563.5	2,067.8	2,252.5
YoY (%)	0.3	6.6	24.0	13.5	10.6	10.0	2.9	13.6	11.2	8.9
의약품	309.5	339.1	347.8	351.4	329.8	348.5	361.2	376.8	1,347.8	1,416.3
- 처방	262.6	286.7	295.0	297.6	275.5	292.5	306.8	321.4	1,141.9	1,196.1
- 비처방	46.9	52.4	52.9	53.7	54.3	56.0	54.5	55.4	205.9	220.2
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	110.2	120.1	105.1	306.5	422.7
라이선스 수익	2.6	0.6	98.2	4.0	4.0	27.7	48.0	14.0	105.3	93.7
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	193.3	218.4	180.0	689.4	740.3
YoY (%)	-0.8	9.5	66.7	10.3	10.5	15.5	-9.3	22.7	21.8	7.4
GPM (%)	30.3	31.7	40.2	29.6	30.2	33.2	35.4	31.9	33.3	32.9
영업이익	0.6	18.5	47.6	-11.8	6.4	40.0	54.8	16.8	54.9	118.0
YoY (%)	-97.5	-32.1	5383.3	적전	1012.3	115.5	15.2	흑전	-3.8	115.0
OPM (%)	1.5	3.5	-1.1	-2.4	1.3	6.9	8.9	3.0	2.0	5.2

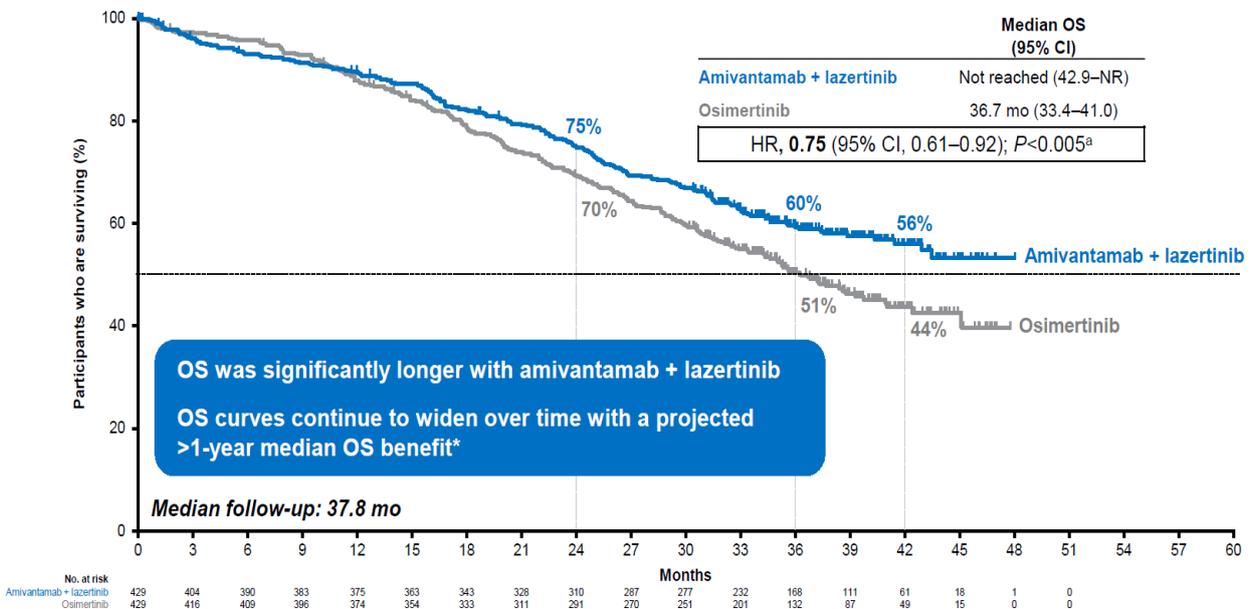
자료: 유한양행 SK 증권

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 + LAZCLUZE	~\$1.8B / ~\$2.3B	➤ 2x higher
 Spravato	~\$2.1B / ~\$2.3B	➤ 50% higher
 Tremfya	~\$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	SpineBioPharma
YH12852 (PCS12852)	5-HT receptor	위마비증							Process 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						Uba Therapeutics	
YH44529	SOS1	고혈압						Cyrus	KUNAMI

자료: 유한양행, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,256	1,360	1,451	1,603	1,794
현금및현금성자산	299	306	304	354	445
매출채권 및 기타채권	574	626	711	775	837
재고자산	285	343	390	425	459
비유동자산	1,556	1,582	1,627	1,621	1,618
장기금융자산	131	103	109	113	116
유형자산	528	598	556	518	486
무형자산	291	285	266	247	227
자산총계	2,812	2,942	3,077	3,224	3,411
유동부채	583	619	703	765	826
단기금융부채	169	187	212	231	250
매입채무 및 기타채무	249	262	341	371	401
단기충당부채	32	29	33	36	38
비유동부채	128	172	177	180	183
장기금융부채	100	140	140	140	140
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	25	29	33	36	39
부채총계	712	791	879	945	1,009
지배주주지분	2,051	2,101	2,105	2,127	2,170
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	2,015	2,036	2,079
비지배주주지분	49	50	93	152	233
자본총계	2,101	2,151	2,198	2,279	2,402
부채외자본총계	2,812	2,942	3,077	3,224	3,411

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	144	55	71	118	157
당기순이익(손실)	134	55	85	118	161
비현금성항목등	-10	101	89	106	120
유형자산감가상각비	38	45	43	37	33
무형자산상각비	6	18	18	19	20
기타	-54	38	28	49	68
운전자본감소(증가)	-8	-124	-69	-52	-51
매출채권및기타채권의감소(증가)	-63	-48	-85	-64	-62
재고자산의감소(증가)	-5	-59	-47	-35	-34
매입채무및기타채무의증가(감소)	45	-4	41	31	30
기타	-5	-5	-73	-110	-154
법인세납부	-33	-27	-39	-57	-80
투자활동현금흐름	-199	-117	-102	-48	-45
금융자산의감소(증가)	41	9	-2	-1	-1
유형자산의감소(증가)	-161	-113	0	0	0
무형자산의감소(증가)	-42	-17	0	0	0
기타	-36	3	-100	-47	-44
재무활동현금흐름	63	66	-12	-18	-19
단기금융부채의증가(감소)	31	34	25	19	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	-3	50	92
기초현금	293	299	306	304	354
기말현금	299	306	304	354	445
FCF	-17	-58	71	118	157

자료 : 유한양행, SK증권 추정

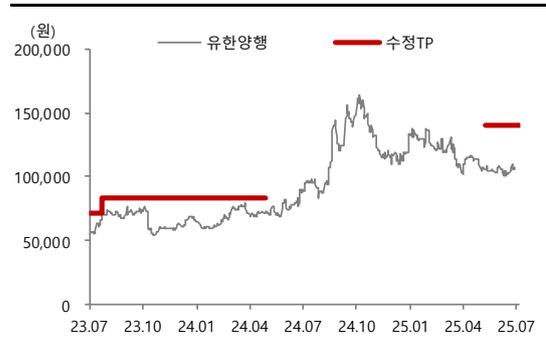
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,859	2,068	2,252	2,431	2,692
매출원가	1,293	1,378	1,512	1,634	1,786
매출총이익	566	689	740	798	906
매출총이익률(%)	30.4	33.3	32.9	32.8	33.7
판매비와 관리비	509	635	622	631	675
영업이익	57	55	118	167	231
영업이익률(%)	3.1	2.7	5.2	6.9	8.6
비영업손익	78	7	6	8	9
순금융손익	5	-6	5	4	6
외환관련손익	2	10	6	4	6
관계기업등 투자손익	56	47	48	48	48
세전계속사업이익	135	61	124	175	241
세전계속사업이익률(%)	7.3	3.0	5.5	7.2	8.9
계속사업법인세	1	6	39	57	80
계속사업이익	134	55	85	118	161
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	134	55	85	118	161
순이익률(%)	7.2	2.7	3.8	4.8	6.0
지배주주	136	71	42	59	80
지배주주귀속 순이익률(%)	7.3	3.4	1.9	2.4	3.0
비지배주주	-2	-16	43	59	81
총포괄이익	118	54	85	118	161
지배주주	120	70	48	67	92
비지배주주	-2	-16	37	51	69
EBITDA	101	118	179	224	284

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	4.7	11.2	8.9	7.9	10.7
영업이익	58.3	-3.8	115.0	41.6	38.5
세전계속사업이익	42.0	-54.4	101.9	41.1	37.7
EBITDA	28.3	16.2	51.7	24.9	27.0
EPS	43.1	-48.1	-39.8	38.4	36.6
수익성 (%)					
ROA	5.1	1.9	2.8	3.7	4.8
ROE	6.7	3.4	2.0	2.8	3.7
EBITDA마진	5.5	5.7	7.9	9.2	10.5
안정성 (%)					
유동비율	215.4	219.7	206.5	209.5	217.2
부채비율	33.9	36.8	40.0	41.5	42.0
순차입금/자기자본	-2.5	-0.2	1.0	-0.5	-3.6
EBITDA/이자비용(배)	16.1	8.0	67.1	79.3	94.8
배당성향	23.6	53.0	88.1	63.7	46.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,673	869	523	723	988
BPS	27,869	28,505	28,651	28,913	29,441
CFPS	2,219	1,643	1,274	1,419	1,634
주당 현금배당금	430	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER	41.1	137.6	203.6	147.1	107.7
PBR	2.5	4.2	3.7	3.7	3.6
PCR	31.0	72.7	83.5	75.0	65.1
EV/EBITDA	52.7	82.7	49.2	39.5	31.2
배당수익률	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.05.19	매수	140,000원	6개월		
2024.07.05	담당자 변경				
2023.07.31	매수	83,266원	6개월	-17.88%	0.64%
2023.07.19	매수	71,781원	6개월	-12.51%	-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 기관투자가 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 07월 09일 기준)

매수	96.82%	중립	3.18%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------