

2025. 7. 18



▲ 제약/바이오

Analyst **김준영**
02. 6454-4877
junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **200,000 원**

현재주가 (7.17) **135,800 원**

상승여력 **47.3%**

KOSPI	3,192.29pt
시가총액	108,597억원
발행주식수	7,997만주
유동주식비율	68.77%
외국인비중	18.44%
52주 최고/최저가	163,700원/82,800원
평균거래대금	470.3억원

주요주주(%)

유한재단 외 2 인	15.96
국민연금공단	7.78
유한학원	7.43

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	29.7	1.3	40.6
상대주가	19.9	-19.9	25.2

주가그래프



유한양행 000100

2Q25 Pre: Lazcluze 순조롭게 침투 중

- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 20만원 유지
- ✓ 2Q25 연결 기준 매출액 5,862억원(YoY +11.0%, QoQ +19.3%), 영업이익 419억원 (YoY +126.2%, QoQ +553.3%)으로 컨센서스 부합 예상
- ✓ Lazcluze 일본 승인에 따라 1,500만 달러 마일스톤 수령하며 OPM 개선 예정
- ✓ 2Q25 J&J 실적 컨콜에 따르면 Rybrent/Lazcluze 병용 요법은 NSCLC 1차 치료 시장 침투율 25%로 순항 중

2Q25 Preview

유한양행의 2Q25 연결 기준 매출액 5,862억원(YoY +11.0%, QoQ +19.3%), 영업이익 419억원(YoY +126.2%, QoQ +553.3%)으로 컨센서스 부합 예상한다. Lazcluze 일본 승인으로 인한 1,500만 달러의 마일스톤 수령과 더불어 Lazcluze 로열티를 수령하며 기술로 수익 288억원(YoY +5,083.0%) 달성 전망한다. 또한 최근 1년간 약 1,965억원의 Gilead API 수주를 통해 해외 사업 매출이 1,001억원(YoY +3.0%)으로 성장하며 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. Gilead API 수주 예상 품목은 HIV 예방치료제 Lenacapavir이며 2030년 30억 달러 매출이 예상되는 만큼 유한화학의 추가 API 수주 가능성은 여전히 남아있다.

투자의견 Buy, 적정주가 20만원 유지

동사의 주가는 아쉬운 실적, MARIPOSA OS의 긍정적 추이로 인해 최종 결과 미도출, 알라지 신약 YH35324 기술 이전 지연에 따라 단기적 임상, 실적 모멘텀이 소멸되어 박스권에 머무는 상황이다. 다만 J&J 2Q25 실적 컨퍼런스콜에서 Rybrent/Lazcluze 병용 요법이 NSCLC(비소세포폐암) 1차 치료제 시장에서 25%의 점유율로 순조롭게 시장 침투 중임을 밝힌 바 있어 중장기적 매출 성장 가능성은 유효하다. 더불어 하반기 Rybrent SC(피하 주사) 제형 승인 가능성이 있으며 NCCN 가이드라인 선호 등재 및 최종 OS 결과 도출에 따라 매출 성장세가 더욱 가팔라질 가능성 존재한다. 향후 Lazcluze 로열티와 유한화학의 추가 API 수주를 통해 OPM이 개선되며 주가 리레이팅 가능하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	1,859.0	57.0	136.2	1,692	43.3	25,203	40.7	2.7	52.7	6.7	33.9
2024	2,067.8	54.9	70.7	874	-48.3	25,808	136.7	4.6	82.7	3.4	36.8
2025E	2,299.2	142.4	73.3	907	3.7	26,249	149.8	5.2	55.3	3.5	35.2
2026E	2,584.4	157.4	78.8	975	7.5	26,756	139.4	5.1	51.4	3.7	33.0
2027E	2,943.9	225.9	106.4	1,319	35.3	27,602	103.0	4.9	39.0	4.8	31.6

표1 2Q25E Preview 테이블

(십억원)	2Q25E	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	586.2	528.3	11.0	491.6	19.2	629.6	(6.9)	590.7	(0.8)
영업이익	41.9	18.5	126.5	6.4	554.7	59.9	(30.1)	43.6	(3.9)
세전이익	51.6	39.2	31.6	15.0	244.0	69.9	(26.2)	49.2	4.9
당기순이익	41.3	31.9	29.5	10.0	313.0	55.9	(26.1)	40.0	3.2
영업이익률(%)	7.1	3.5		1.3		9.5		7.4	
세전이익률(%)	8.8	7.4		3.1		11.1		8.3	
순이익률(%)	7.0	6.0		2.0		8.9		6.8	

자료: QuantiWise, 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

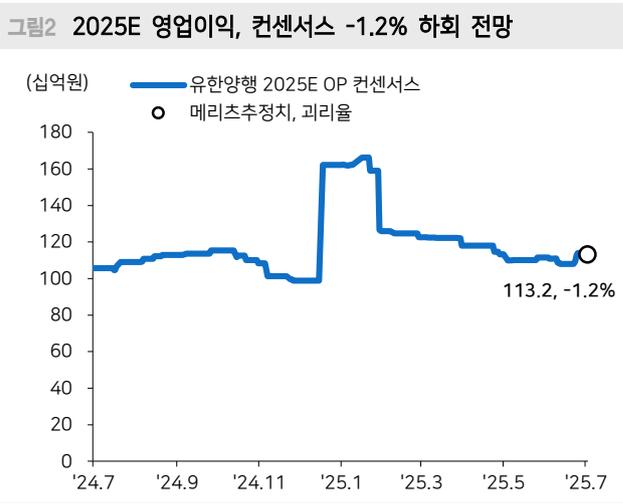
표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,229.9	2,067.8	7.8	2,299.2	(3.0)	2,269.1	(1.7)
영업이익	113.2	54.9	106.2	142.4	(20.5)	114.5	(1.2)
세전이익	149.2	61.4	143.0	183.9	(18.9)	136.9	9.0
당기순이익	117.4	55.2	112.7	147.1	(20.2)	109.9	6.8
영업이익률(%)	5.1	2.7		6.2		5.0	
세전이익률(%)	6.7	3.0		8.0		6.0	
순이익률(%)	5.3	2.7		6.4		4.8	

자료: QuantiWise, 유한양행, 메리츠증권 리서치센터



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 유한양행 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	444.6	528.3	598.8	496.1	491.6	586.2	581.5	570.6	2,067.8	2,229.9	2,506.3
% YoY	0.3	6.6	24.0	13.5	10.6	11.0	-2.9	15.0	11.2	7.8	12.4
별도매출	433.1	514.6	585.2	475.4	469.4	569.0	563.7	549.5	2,008.4	2,151.6	2,430.9
% YoY	0.4	6.7	24.8	11.4	8.4	10.6	-3.7	15.6	11.0	7.1	13.0
약품사업	309.5	339.1	347.8	351.4	329.8	363.1	361.1	367.6	1,347.8	1,421.6	1,501.5
생활유통사업	44.5	75.2	67.4	53.5	46.7	75.2	67.4	53.5	240.6	242.9	286.6
해외사업	74.1	97.2	70.1	65.1	87.4	100.1	122.6	68.4	306.5	378.5	454.2
라이선스수익	2.5	0.6	98.2	4.0	4.0	28.8	10.9	58.5	105.2	102.1	182.0
기타	2.5	2.6	1.7	1.4	1.6	1.8	1.6	1.6	8.2	6.6	6.6
연결조정	11.5	13.7	13.6	20.7	22.2	17.2	17.8	21.1	59.4	81.4	78.3
매출총이익	134.5	167.4	240.8	146.7	148.7	206.3	184.9	214.0	689.4	753.9	924.0
GPM (%)	30.3	31.7	40.2	29.6	30.2	35.2	31.8	37.5	33.3	33.8	36.9
영업이익	0.6	18.5	47.6	-11.8	6.4	41.9	18.7	46.1	54.9	113.2	219.2
% YoY	-97.4	-32.1	5,306.8	적전	1,006.9	126.2	-60.7	흑전	-3.8	106.2	93.6
OPM (%)	0.1	3.5	7.9	-2.4	1.3	7.2	3.2	8.1	2.7	5.1	8.7
당기순이익	10.8	31.9	35.5	-23.1	10.0	41.3	22.2	43.9	55.2	117.4	204.2
% YoY	-51.5	271.0	86.9	적전	-7.4	29.4	-37.4	흑전	-58.9	112.8	73.9
NPM (%)	2.4	6.0	5.9	-4.7	2.0	7.0	3.8	7.7	2.7	5.3	8.1

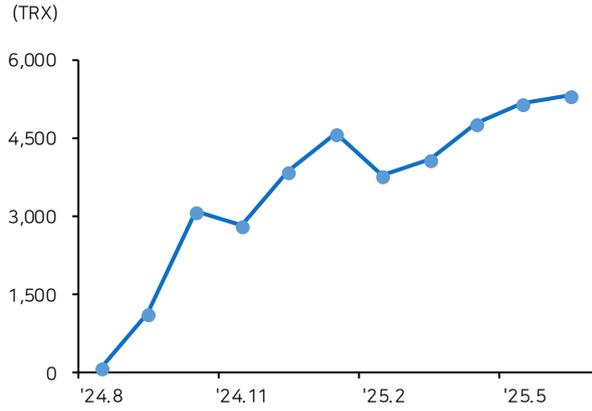
자료: 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

표4 유한양행 적정주가 산출

(십억원)		단위
유한양행의 영업 가치 (A)	12,973.2	국내 상위 제약사 12mth forward EV/EBITDA X26.5
유한양행의 신약 가치 (B)	524.2	DCF valuation
1) YH35324	524.2	
유한양행의 지분 가치 (C)	787.1	
유한화학(100%)	128.4	장부가
유한킴벌리(30%)	205.6	장부가
기타	453.1	장부가
순차입금 (D)	30.3	2025년 말 기준
주주가치 (E=A+B+C-D)	14,314.8	
주식수 (F)	73,791천주	유통주식수 기준
적정주가 (P=E/F)	200,000원	

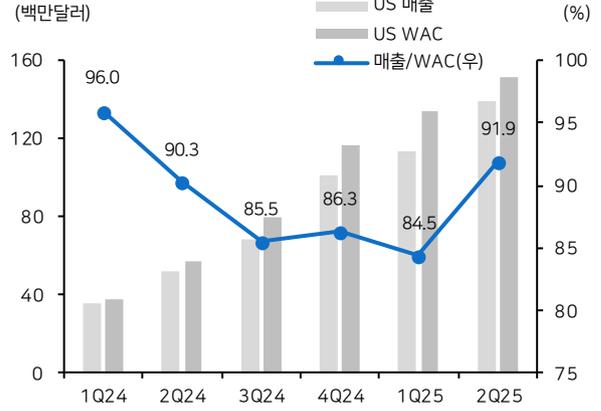
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 Lazcluze 월별 TRX 추이



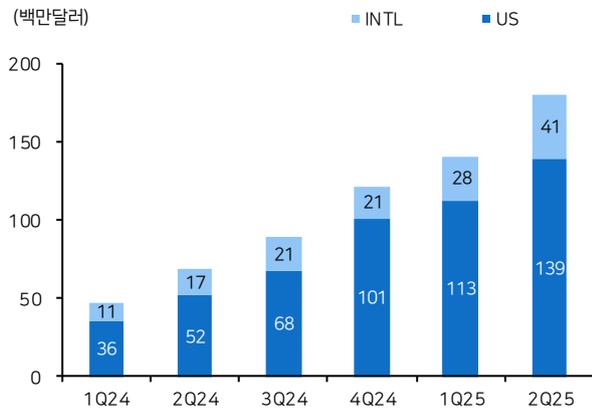
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Rybrevant/Lazcluze 분기별 매출, WAC 추이



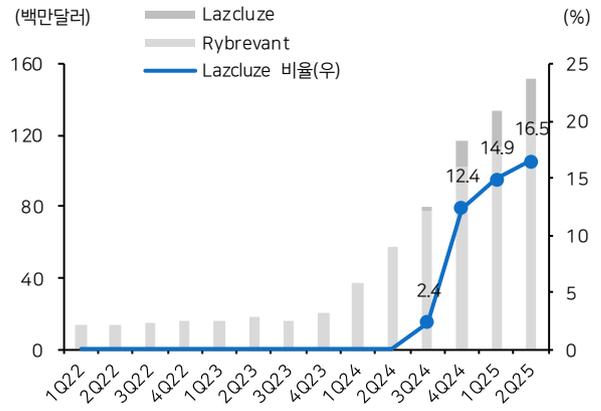
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Rybrevant/Lazcluze 분기별 매출 추이



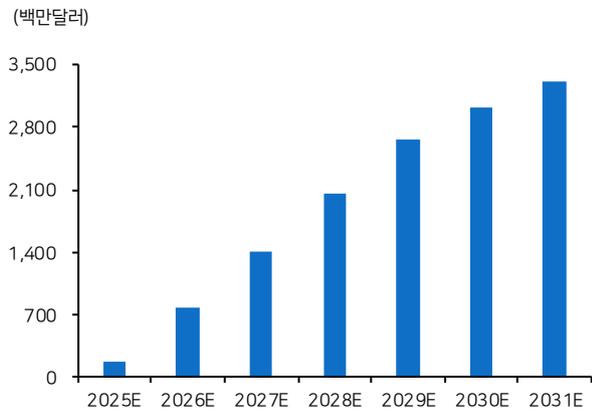
자료: Johnson & Johnson, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Rybrevant/Lazcluze 분기별 WAC내 Lazcluze 비율



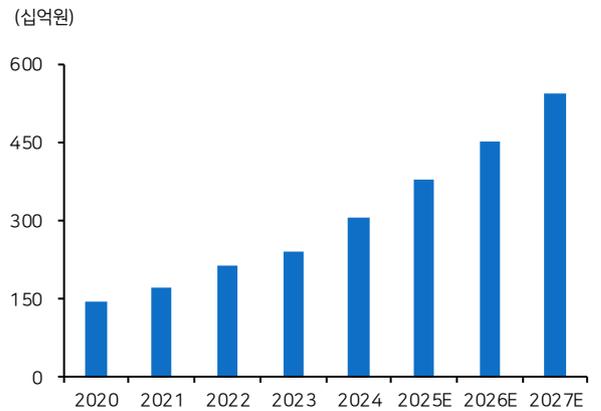
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Lenacapavir 연간 매출 추이



자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

그림8 유한양행 해외 사업부 연간 매출 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

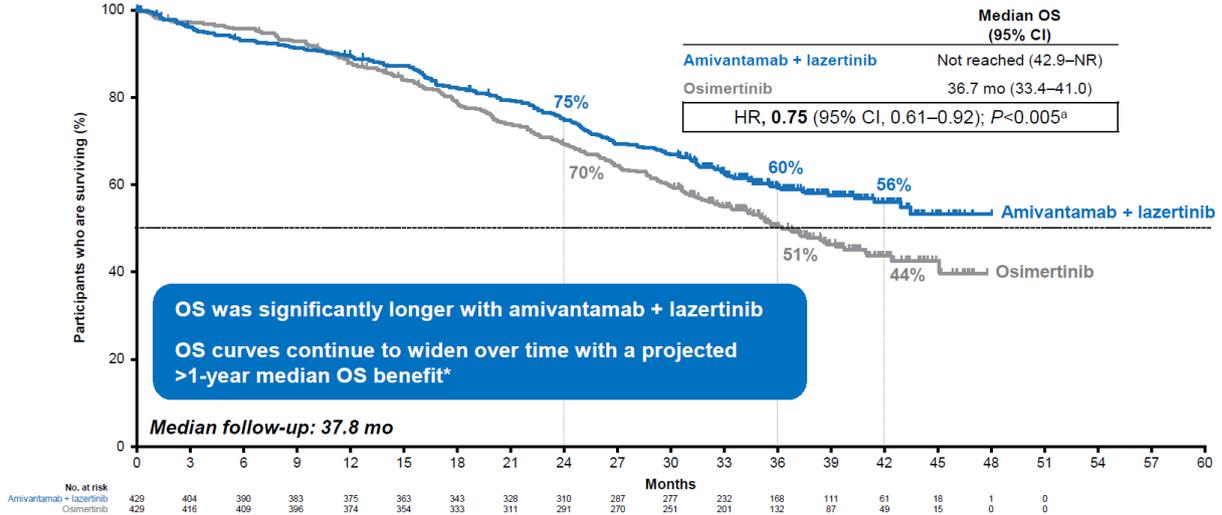
표5 EGFR 변이 NSCLC(비소세포암) 임상 결과 비교

임상 연구명	MARIPOSA		FLAURA2		FLAURA	
약물	Amivantamab + Lazertinib	Osimertinib	Osimertinib + Chemo	Osimertinib	Osimertinib	Gefitinib/Erlotinib
MoA	c-Met x EGFR BsAb + EGFR TKI	EGFR TKI	EGFR TKI + Chemo	EGFR TKI	EGFR TKI	EGFR TKI
용법	Ami: IV QW(초기) IV Q2W(유지 요법) Laz: PO QD	PO QD	Osi: PO QD Pemetrexed: IV Q3W Carboplatin/Cisplatin: IV Q3W 4 cycles	PO QD	PO QD	Gef: PO QD Erl: PO QD
환자 특징(%)						
환자수(명)	429	429	279	278	279	277
	ECOG		WHO Performance Status		WHO Performance Status	
0	32.9	34.7	37.3	36.7	40.1	41.9
1	67.1	65.3	62.4	63.3	59.9	57.8
Asian 환자	58.3	58.5	64.2	63.3	62.4	62.5
CNS metastases	41.5	40.1	41.6	39.6	19.0	22.7
EGFR 변이						
Ex19del	60.1	59.9	60.6	60.4	62.7	62.8
L858R	40.1	40.1	38.0	38.5	37.3	37.2
효능						
ORR(%)	86.2	84.5	83.2	75.5	79.9	75.8
PFS(개월)	23.7	16.6	25.5	16.7	18.9	10.2
HR	0.70 (0.58-0.85, p<0.001)		0.62 (0.49-0.79, p<0.001)		0.46 (0.37-0.57, p<0.001)	
PFS2(개월)	NR	32.4	30.6	27.8	-	-
HR	0.73 (0.59-0.91, p=0.004)		0.70 (0.52-0.93)		-	
OS(개월)	NR	36.7	NR	36.7	38.6	31.8
HR	0.75 (0.61-0.92, p<0.005)		0.75 (0.57-0.97, p=0.028)		0.80 (0.64-1.00, p=0.046)	
mDoR(개월)	25.8	16.8	24.0	15.3	17.2	8.5
Brain metastases Subgroup						
PFS(개월)	18.3	13.0	24.9	13.8	15.2	9.6
HR	0.69 (0.53-0.92)		0.47 (0.33-0.66)		0.47 (0.30-0.74, p<0.001)	
Asian Subgroup						
PFS(개월)	27.5	18.3	25.5	19.4	16.5	11.0
HR	0.67 (0.52-0.86)		0.69 (0.51-0.94)		0.54 (0.41-0.72, p<0.0001)	
OS(개월)	-	-	40.5	38.3	-	-
HR	0.75 (0.58-0.98)		0.80 (0.57-1.12)		0.65 (0.42-1.02, p=0.0609)	
부작용(%)						
Gr3 이상 AE	75.1	42.8	63.8	27.3	31.9	41.2
Discontinuation	34.9	13.6	10.9	6.2	14.7	18.1
Serious AE	23.0	5.6	37.7	19.3	21.5	25.3
ILD(간질성폐질환)	3.1	3.0	1.8	2.2	3.9	2.2
주요 부작용	주입 관련 부작용, 피부 부작용, VTE		빈혈, 백혈구/혈소판 감소증		심장 부작용	

주: IV: 정맥주사, PO: 경구, QD: 1일 1회, QW: 매주, Q2W: 2주 1회, Q3W: 3주 1회

자료: MARIPOSA, FLAURA2, FLAURA, ELCC2024, WCLC2024, ESMO2024, ESMO Asia 2024, ELCC 2025, 메리츠증권 리서치센터

그림9 ELCC2025에서 공개된 MARIPOSA 최종 OS 결과



자료: ELCC 2025, 메리츠증권 리서치센터

그림10 유한양행 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	위마비증							Process Pharmaceuticals
YH35324	IgE	Allergy (CSU, 천식, AD)						G1 innovation	
YH32367	Her2/4-1BB	유방암, 위암, 담관암 등						ablbio	
YH42946	Her2, EGFR	Her2돌연변이 폐암, 위암 등						JINTS BIO	
YH35995	GCS	고셔병, 파브리병						GC	
YH32364	EGFR/4-1BB	두경부암, 위암, 대장암 등						ablbio	
YH45057	Androgen receptor	전립선암						Ubox Therapeutics	
YH44529	SOS1	고형암						CYRUS	KANAPH

자료: 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

유한양행 (000100)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,859.0	2,067.8	2,299.2	2,584.4	2,943.9
매출액증가율(%)	4.7	11.2	11.2	12.4	13.9
매출원가	1,293.1	1,378.4	1,483.2	1,632.0	1,854.7
매출총이익	565.9	689.4	816.1	952.4	1,089.2
판매관리비	508.8	634.5	673.7	795.1	863.3
영업이익	57.0	54.9	142.4	157.4	225.9
영업이익률(%)	3.1	2.7	6.2	6.1	7.7
금융손익	11.2	4.6	2.2	3.0	4.1
중속/관계기업손익	55.6	46.9	40.9	39.3	38.9
기타영업외손익	11.1	-44.9	-1.6	-2.0	-2.1
세전계속사업이익	134.8	61.4	183.9	197.6	266.8
법인세비용	0.6	6.3	36.8	39.5	53.4
당기순이익	134.2	55.2	147.1	158.1	213.4
지배주주지분 순이익	136.2	70.7	73.3	78.8	106.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	144.1	54.6	170.7	155.6	235.7
당기순이익(손실)	134.2	55.2	147.1	158.1	213.4
유형자산상각비	38.5	45.1	46.7	48.3	49.8
무형자산상각비	5.9	18.0	11.9	12.5	12.9
운전자본의 증감	-8.4	-124.4	-35.0	-63.2	-40.5
투자활동 현금흐름	-199.2	-117.4	-137.2	-137.3	-137.5
유형자산의증가(CAPEX)	-161.5	-117.1	-108.0	-108.0	-108.0
투자자산의감소(증가)	50.8	51.1	-9.2	-9.3	-9.5
재무활동 현금흐름	63.3	65.8	-74.4	-65.1	-64.0
차입금의 증감	170.2	56.9	-36.9	-27.7	-26.5
자본의 증가	1.2	12.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6.2	7.2	-40.9	-46.9	34.2
기초현금	293.0	299.3	306.5	265.6	218.7
기말현금	299.3	306.5	265.6	218.7	252.9

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,256.5	1,360.3	1,395.6	1,430.6	1,552.8
현금및현금성자산	299.3	306.5	265.6	218.7	252.9
매출채권	559.0	609.1	651.8	697.4	746.2
재고자산	284.8	343.2	370.6	400.3	432.3
비유동자산	1,555.9	1,581.8	1,660.3	1,736.9	1,811.7
유형자산	528.4	598.2	659.5	719.1	777.3
무형자산	290.9	284.8	292.8	300.4	307.4
투자자산	571.6	521.4	530.6	539.9	549.5
자산총계	2,812.3	2,942.1	3,055.9	3,167.5	3,364.5
유동부채	583.2	619.1	638.6	635.0	660.5
매입채무	179.1	176.3	206.9	215.0	250.9
단기차입금	128.2	168.0	148.0	128.0	108.0
유동성장기부채	4.2	11.2	11.2	11.2	11.2
비유동부채	128.5	172.2	157.0	151.7	147.1
사채	0.0	16.1	16.1	16.1	16.1
장기차입금	60.2	105.3	97.3	89.3	81.3
부채총계	711.7	791.4	795.6	786.6	807.6
자본금	77.8	81.4	81.4	81.4	81.4
자본잉여금	113.9	122.6	122.6	122.6	122.6
기타포괄이익누계액	101.0	106.1	106.1	106.1	106.1
이익잉여금	1,975.6	2,010.0	2,045.9	2,087.1	2,156.0
비지배주주지분	49.4	50.1	123.9	203.2	310.3
자본총계	2,100.7	2,150.7	2,260.3	2,380.9	2,556.8

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	23,177	25,780	28,665	32,221	36,703
EPS(지배주주)	1,692	874	907	975	1,319
CFPS	1,552	1,949	3,063	3,260	4,136
EBITDAPS	1,265	1,470	2,506	2,720	3,599
BPS	25,203	25,808	26,249	26,756	27,602
DPS	430	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	40.7	136.7	149.8	139.4	103.0
PCR	44.3	61.3	44.3	41.7	32.8
PSR	3.0	4.6	4.7	4.2	3.7
PBR	2.7	4.6	5.2	5.1	4.9
EBITDA(십억원)	101.4	117.9	201.0	218.1	288.7
EV/EBITDA	52.7	82.7	55.3	51.4	39.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.7	3.4	3.5	3.7	4.8
EBITDA 이익률	5.5	5.7	8.7	8.4	9.8
부채비율	33.9	36.8	35.2	33.0	31.6
금융비용부담률	0.3	0.7	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	9.1	3.7	13.3	15.8	24.6
매출채권회전율(x)	3.5	3.5	3.6	3.8	4.1
재고자산회전율(x)	6.6	6.6	6.4	6.7	7.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료 공표일 현재 유한양행의 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련된 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

유한양행 (000100) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.12.06	산업분석	Buy	76,567	김준영	-18.2	-10.1	
2024.02.07	기업브리프	Buy	80,000	김준영	-11.5	-1.0	
2024.04.17	기업브리프	Buy	90,000	김준영	-19.9	-12.8	
2024.06.05	산업분석	Buy	100,000	김준영	-20.2	-10.5	
2024.07.11	기업브리프	Buy	110,000	김준영	11.3	48.8	
2024.11.06	산업분석	Buy	190,000	김준영	-36.3	-27.5	
2025.01.17	기업브리프	Buy	220,000	김준영	-41.9	-37.5	
2025.03.10	기업브리프	Buy	200,000	김준영	-	-	