

유한양행
(000100)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

180,000

유지

현재주가

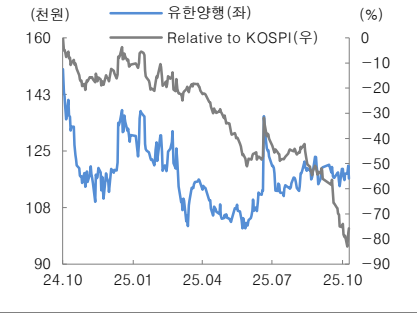
116,400

(25.11.05)

제약업종

KOSPI	4004.42
시가총액	9,438십억원
시가총액비중	0.28%
자본금(보통주)	80십억원
52주 최고/최저	137,700원 / 101,100원
120일 평균거래대금	486억원
외국인지분율	16.66%
주요주주	유한재단 외 2 인 15.96% 국민연금공단 7.85%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.8	1.4	2.6	-14.3
상대수익률	-13.9	-19.0	-34.4	-44.9



레이저티닙 모멘텀 유효,
차세대 성장축은 비만/MASH

- 3Q25 매출 5,700억원(-4.8% yoy), 영업이익은 220억원(-53.7% yoy)
- 일화성 기저 속에서도 본업은 견조한 성장세
- 비만/MASH로 파이프라인 재정비, API 증설 통해 중장기 성장 기반 확보

투자의견 매수, 목표주가 180,000원 유지

3분기 실적은 전년 동기 대비 감소하였으나, 이는 전년도 6,000만 달러 마일스톤 기저 효과에 따른 것으로, 본업 성장세는 유효. 레이저티닙+아미반타맵 병용요법은 미국·유럽·중국에서 처방이 확대되고 있으며, 연내 아미반타맵SC 병용요법 FDA 승인시 본격적인 처방량 상승 기대. 추후 MARIPOSA 최종 mOS 결과 발표, NCCN 가이드라인 선호의약품 등재 등 모멘텀 발생시 주가 상승 가능할 전망

3Q25 Review: 일화성 기저 속에서도 본업은 견조한 성장세

3Q25 연결 매출액 5,700억원(-4.8% yoy), 영업이익은 220억원(-53.7% yoy), OPM +3.9%를 기록하며 컨센서스를 하회했으나, 이는 전도 \$60mn의 일화성 마일스톤 기저 영향에 기인함. 라이선스 수익을 제하하면 매출은 +13% yoy 성장해 본업 성장세는 지속되었음. 사업부별로는 해외사업부 1,350억원(+92.7% yoy)으로 고성장을 이어갔으며, 수익성이 높은 API 수출 비중 확대가 수익성 방어에 기여함. 반면 생활유통사업 522억원 (-22.6% yoy)로 감소, 약품사업 3,608억원(+3.7% yoy) 기록. 일부 처방약(트라젠타, 자디앙 등)의 약가 인하와 제네릭 매출 둔화로 내수 성장률이 제한됨

비만/MASH로 파이프라인 재정비, API 증설 통해 중장기 성장 기반 확보

동사는 글로벌 트렌드에 맞춰 R&D를 대사질환 중심으로 재편함. GLP-1/FGF21 이중작용제(YH25724)는 MASH 환자 대상 임상 1상 개시 예정. 저분자 경구용 비만치료제 연발 선도물질 확보 후 내년 전임상 진입 예정. 인벤티지랩과 공동 개발 중인 1개월 지속형 주사제(Semaglutide)는 임상 1상 IND 신청 준비중. 글로벌 메가트렌드인 대사질환 영역으로 R&D 역량 강화, 추후 임상 성과에 따라 중장기 밸류에이션 리레이팅 기대

유한화학은 미국·유럽 제약사의 탈중국 수요 증가에 대응해 HC동(29.2만) 증설을 결정, 28년 상반기 가동 목표. 향후 고난이도 합성 기반 CDMO 수주 확대가 예상됨. 특히 항바이러스제·희귀질환 API 중심의 신규 수주가 늘고 있음. 회사는 향후 API 중심 외형성장과 기술로 기반 수익성 개선의 이중 모멘텀을 확보할 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25				4Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	599	579	601	570	-4.8	-1.5	579	595	20.0
영업이익	48	50	27	22	-53.7	-55.8	26	47	흑전 113.9
순이익	37	46	25	22	-40.4	-51.9	21	81	흑전 183.4

자료: 유한양행, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 유한양행 목표주가 산출 (단위: 억원)

	가치	비고
유한양행 영업가치 (A)	123,855	
27 년 EBITDA	5,385	라즈클루제 출시 3 년차 EBITDA 적용
Target EV/EBITDA	23	국내 상위 제약사 평균 Fwd 12 EV/EBITDA 대비 20% 프리미엄
비영업가치 (B)	12,565	
YH35324 가치	4,620	
보유 지분가치	7,945	장부가액 기준
유한캄벌리 (30%)	2,056	
유한화학 (100%)	2,434	
기타	3,455	
순차입금(C)	-575	
총 기업가치 (A+B-C)	136,995	
발행주식수 (천주)	73,794	
적정주가 (원)	185,645	
목표주가 (원)	180,000	
현재주가 (원)	116,400	25,11.05
상승여력	55%	

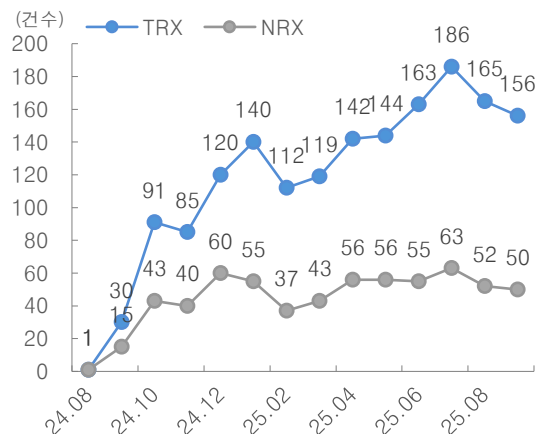
자료: 대신증권 Research Center

표 2. 유한양행 연결 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	444.6	528.3	598.8	496.1	491.6	579.0	570.0	595.3	2067.8	2235.9	2542.7
yoy (%)	0.3%	6.6%	24.0%	13.5%	10.6%	9.6%	-4.8%	20.0%	11.2%	8.1%	13.7%
약품사업	309.5	339.1	347.8	351.4	329.8	345.1	360.8	360.8	1,347.8	1,396.6	1,452.4
yoy (%)	0.0%	-1.8%	0.5%	6.1%	6.5%	1.8%	3.7%	2.7%	1.2%	3.6%	4.0%
생활유통사업	44.5	75.2	67.4	53.5	46.7	68.8	52.2	51.6	240.6	219.3	239.1
yoy (%)	24.2%	24.5%	13.3%	-10.1%	5.1%	-8.5%	-22.6%	-3.6%	11.8%	-8.9%	9.0%
해외사업	74.1	97.2	70.1	65.1	87.4	114.8	135.0	68.9	306.5	406.1	446.7
yoy (%)	-3.3%	32.9%	19.6%	98.4%	17.9%	18.1%	92.7%	5.8%	27.1%	32.5%	10.0%
기술료수익	2.6	0.6	98.2	4.0	4.0	25.6	4.3	67.1	105.3	101.0	222.4
yoy (%)	-64.3%	-59.0%	19497.4%	79.9%	56.6%	4416.8%	-95.6%	1588.9%	835.5%	-4.1%	120.2%
기타	13.9	16.3	15.3	22.1	23.7	24.7	17.6	22.8	67.6	88.8	91.5
yoy (%)	-0.5%	5.2%	-16.5%	95.9%	69.8%	52.1%	15.7%	3.0%	14.5%	31.4%	3.0%
매출총이익	134.5	167.4	240.8	146.7	148.7	199.2	168.9	226.9	689.4	743.6	1018.6
GPM(%)	30.3%	31.7%	40.2%	29.6%	30.2%	34.4%	29.6%	38.1%	33.3%	33.3%	40.1%
yoy (%)	-0.8%	9.5%	66.7%	10.3%	10.5%	19.0%	-29.9%	54.7%	21.8%	7.9%	96.6%
영업이익	0.6	18.5	47.6	-11.8	6.4	49.9	22.0	47.1	54.9	125.4	315.4
OPM(%)	0.1%	3.5%	7.9%	-2.4%	1.3%	8.6%	3.9%	7.9%	2.7%	5.6%	12.4%
yoy (%)	-97.4%	-32.1%	5306.8%	-298.7%	1006.9%	168.9%	-53.7%	-498.4%	-3.3%	128.5%	775.3%

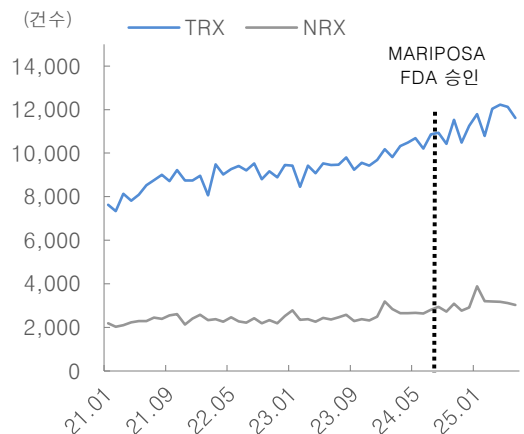
자료: 대신증권 Research Center

라즈클루즈 처방 건수 추이



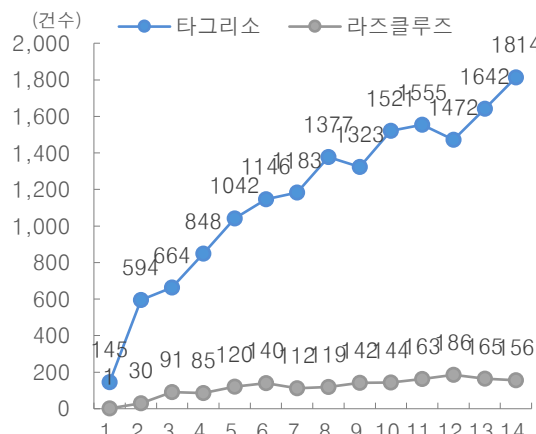
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

타그리스 처방 건수 추이



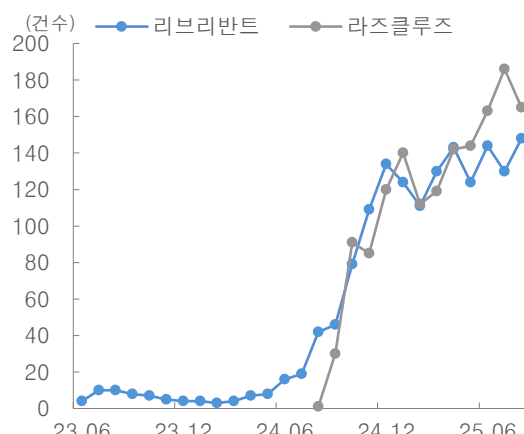
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

출시 후 월간 처방 건수 비교 (TRX)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

MARIPOSA 승인 후 리브리반트 처방 건수 추이 (TRX)



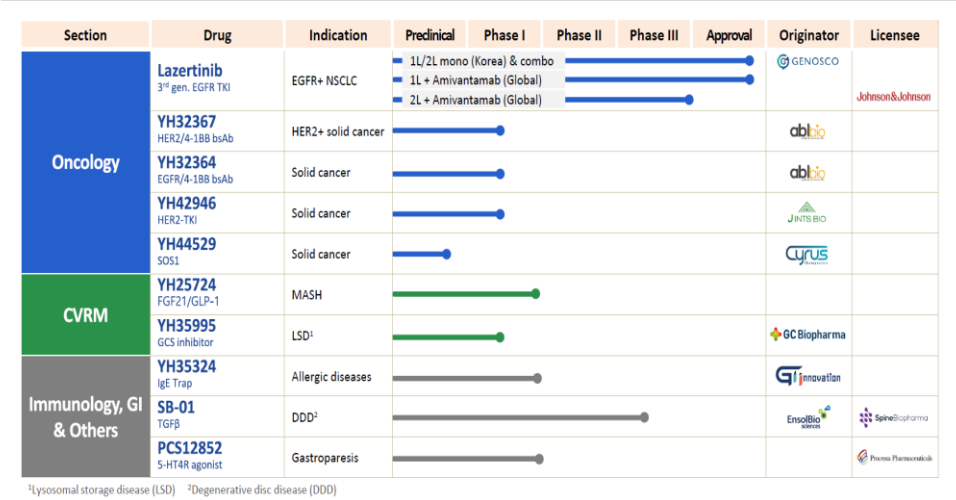
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 3. 라즈클루즈, 타그리스 임상 결과 비교

임상명 치료제 (n=환자수)	MARIPOSA			PALOMA-3		FLAURA	
	레이저티닙 +아미반타말 IV (n=429)	타그리스 (n=429)	레이저티닙 (n=216)	레이저티닙 +아미반타말 SC (n=206)	레이저티닙 +아미반타말 IV (n=212)	타그리스 (n=279)	게피티닙 엘로티닙 (n=277)
대상 환자	Naïve			이전 치료 이력이 있는 환자		Naïve	
타겟변이	Exon19del, L858R			Exon19del, L858R		Exon19del, L858R	
ORR (%)	86%	85%	83%	30%	33%	76.7%	69.0%
mPFS (개월)	23.7	16.6	18.5	6.1	4.3	18.9	10.2
HR, P Value	HR=0.70, P<0.001		HR=0.98, P=0.86	HR=0.84, P=0.20		0.46, P<0.0001	
CNS mPFS	18.3m	13.0m	16.4m	—	—	15.2	9.6
HR, P Value	HR=0.70, P<0.001		HR=0.98, P=0.86	—		HR=0.46, P=0.0005	
mOS	NR	36.7	NR	12.9	NR	38.6	31.8
mOS HR	HR=0.75, P<0.005		HR=1.00, P=1.00	HR=0.62, P=0.02		HR=0.80, P=0.0462	
TEAE (≥3 등급)	75%	43%	—	52%	56%	34%	45%
ILD (간질성 폐질환)	3%	3%	3%	—	—	4%	2%
VTE(정맥혈전색전증)	37%	9%	—	9%	14%	1%	0%
약물 관련 임상중단율	10%	3%	5%	13%	14%	13%	18%
약물 관련 사망률	8%	7%	6%	3%	5%	2%	4%

자료: Clinical trials, 대신증권 Research Center

그림 1. 유한양행 주요 파이프라인 현황



자료: 유한양행 대산증권 Research Center

표 4. 유한양행 기술수출 현황

계약 체결일	계약 상대방	대상 기술	계약 규모	임상 진행 단계
2018.07	스파인바이오파마	퇴행성 관절염	US\$218,150,000	미국 임상 3 상
2018.11	안센	EGFR 변이 양성 비소세포폐암	US\$1,255,000,000	국내: 렉라자 출시 글로벌: 임상 3 상
2019.01	길리어드	NASH (비알코올성 지방간염)	US\$785,000,000	전임상
2019.07	베링거인겔하임	NASH (비알코올성 지방간염)	US\$870,000,000	반환
2020.08	프로세스 파마슈티컬	위장관 질환 치료제	US\$410,500,000	임상 2a 상

자료: 유한양행 대산증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

- 1926년 설립, 1962년 KOSPI 상장, 주요 사업부문은 약품사업부문, 생활건강사업부문, 해외사업부문, 설립자 유일한, 대표이제 조옥제
- 연간 1,000억원 이상 R&D 투자 집행, 오픈이노베이션 전략, 바이오핵과 협력을 통해 R&D 모멘텀 강화
- 약품사업부문의 주요 제품으로는 렉타자, 안타푸라민, 베콤씨, 듀오웰 코푸시럽 등
- 신약 파이프라인 섬유증질환/비만 7개, 항암제 14개, 신경계 5개, 기타 4개

주가 변동요인

- (+) 실적 개선, 신약개발 임상 진전 및 기술수출 계약 체결
- (-) 실적 악화, 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

Earnings Driver

1Q25 유한양행 매출 구성

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

유한양행 지배구조

자료: 대신증권 Research Center

사업부별 매출 비중 추이 (연간)

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

분기별 매출, 영업이익, 영업이익률

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

연간 매출, 영업이익, 영업이익률

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,859	2,068	2,236	2,543	2,922
매출원가	1,293	1,378	1,492	1,524	1,600
매출총이익	566	689	744	1,019	1,322
판매비와관리비	509	635	618	703	853
영업이익	57	55	125	315	469
영업외수익	31	27	56	124	161
EBITDA	101	118	186	378	539
영업외손익	78	7	45	59	74
관계기업손익	56	47	30	33	36
금융수익	27	24	24	30	21
외환관련이익	4	8	6	6	6
금융비용	-16	-19	-32	-34	-20
외환관련손실	10	5	5	5	5
기타	11	-45	23	30	37
법인세비용차감전순이익	135	61	171	374	544
법인세비용	-1	-6	-49	-79	-114
계속사업순이익	134	55	147	321	429
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	134	55	147	321	429
당기순이익률	7.2	2.7	6.6	12.6	14.7
비자비자분순이익	-2	-16	-17	-44	0
자비자분순이익	136	71	164	365	429
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	0	0	0	0
포괄순이익	118	54	147	321	429
비자비자분포괄이익	-2	-16	-17	-44	0
자비자분포괄이익	120	70	164	365	429

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,673	869	2,020	4,494	5,292
PER	41.1	137.6	57.8	26.0	22.1
BPS	25,203	25,808	27,477	31,611	36,515
PBR	2.7	4.6	4.2	3.7	3.2
EBITDAPS	1,246	1,449	2,295	4,654	6,636
EV/EBITDA	52.7	82.7	50.6	24.5	16.7
SPS	22,840	25,406	27,521	31,333	36,007
PSR	3.0	4.7	4.2	3.7	3.2
CFPS	1,529	1,920	3,509	6,051	7,858
DPS	430	500	500	500	500

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감률	4.7	11.2	8.1	13.7	14.9
영업이익 증/감률	58.3	-3.8	128.5	151.5	48.7
순이익 증/감률	48.2	-58.9	166.7	118.0	33.9
수익성					
ROIC	4.6	3.3	5.5	14.5	19.9
ROA	2.2	1.9	4.1	9.5	12.2
ROE	6.7	3.4	7.6	15.2	15.5
안정성					
부채비율	33.9	36.8	36.0	34.6	36.2
순차입금비율	-2.5	-0.2	-2.5	-9.9	-16.8
이자보상비율	9.1	3.7	10.6	22.1	0.0

자료: 유한양행 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,256	1,360	1,506	1,911	2,492
현금및현금성자산	299	306	361	613	1,004
매출채권 및 기타채권	574	626	678	771	886
재고자산	285	343	371	422	485
기타유동자산	98	85	96	106	117
비유동자산	1,556	1,582	1,603	1,624	1,640
유형자산	528	598	624	646	647
관계기업투자금	489	457	476	498	523
기타비유동자산	538	527	503	481	470
자산총계	2,812	2,942	3,108	3,536	4,132
유동부채	583	619	642	714	881
매입채무 및 기타채무	287	300	314	340	373
차입금	128	168	155	143	130
유동상채무	4	11	30	82	223
기타유동부채	163	140	142	148	155
비유동부채	128	172	181	196	217
차입금	60	105	114	129	143
전환증권	0	16	16	16	16
기타비유동부채	68	51	51	51	57
부채총계	712	791	823	909	1,098
자본부분	2,051	2,101	2,232	2,565	2,963
자본금	78	81	81	81	81
자본잉여금	114	123	123	123	123
이익잉여금	1,976	2,010	2,137	2,464	2,856
기타자본변동	-116	-113	-108	-102	-97
비자비자분	49	50	53	61	71
자본총계	2,101	2,151	2,286	2,626	3,034
순차입금	-53	-5	-58	-261	-509

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	144	55	157	280	368
당기 순이익	134	55	147	321	429
비현금항목의가감	-10	101	138	170	208
감가상각비	44	63	61	62	69
외환손익	2	-3	-7	-7	-7
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-56	41	84	115	146
자산부채의증감	-8	-124	-76	-128	-155
기타현금흐름	28	23	-52	-83	-114
투자활동 현금흐름	-199	-117	-98	-99	-99
투자자산	-94	11	-19	-22	-25
유형자산	-161	-113	-72	-70	-66
기타	56	-16	-7	-8	-8
재무활동 현금흐름	63	66	-12	27	116
단기차입금	57	40	-13	-13	-13
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	58	56	9	15	15
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-27	-32	-37	-37	-37
기타	-24	2	29	62	151
현금의증감	6	7	55	252	391
기초 현금	293	299	306	361	613
기말 현금	299	306	361	613	1,004
NOPLAT	57	49	90	249	371
FCF	-103	-22	75	238	370

[Compliance Notice]

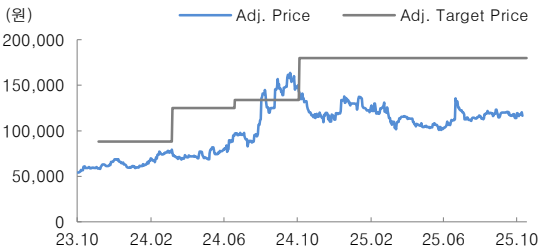
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

유한양행(000100) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.11.07	25.07.31	25.07.15	25.07.04	25.06.19	25.05.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
과다율(평균%)		(36.98)	(39.09)	(41.13)	(41.57)	(41.38)
과다율(최대/최소%)		(24.56)	(24.56)	(37.33)	(38.89)	(39.72)
제시일자	25.04.30	25.03.21	25.02.13	24.11.16	24.10.30	24.08.21
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	134,000
과다율(평균%)	(38.86)	(32.42)	(30.96)	(30.93)	(27.05)	(8.54)
과다율(최대/최소%)	(36.94)	(21.78)	(21.78)	(21.78)	(21.78)	22.16
제시일자	24.08.02	24.07.31	24.07.15	24.06.28	24.06.10	24.05.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	134,000	134,000	134,000	125,000	125,000	125,000
과다율(평균%)	(30.64)	(28.31)	(27.92)	(39.72)	(41.26)	(42.17)
과다율(최대/최소%)	(27.01)	(27.01)	(27.01)	(24.08)	(34.56)	(34.56)
제시일자	24.05.06	24.05.02	24.04.02	23.12.02	23.12.01	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	125,000	125,000	125,000	94,000	94,000	
과다율(평균%)	(42.64)	(43.01)	(43.07)	(24.86)		
과다율(최대/최소%)	(38.08)	(41.28)	(41.28)	(10.05)		

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251104)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	0.0%

산업 투자의견

－ Overweight(비중확대)
： 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

－ Neutral(중립)
： 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

－ Underweight(비중축소)
： 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

－ Buy(매수)
： 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상

－ Marketperform(시장수익률)
： 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상

－ Underperform(시장수익률 하회)
： 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상