

유한양행(000100)

숨고른 실적, 달려나가는 R&D

3Q25 Review; 강렬했던 작년 3분기로 인한 역기저효과

동사의 연결 기준 3분기 매출 및 영업이익은 5,700억원(YoY -5%), 220억원(YoY -54%, OPM 4%)을 달성했다. 경기 침체에 따른 소비재 시장 둔화가 지속됨에 따라 헬스케어사업부(이전 생활건강)의 매출이 감소했으며 작년 3분기 레이저티닙의 미국 출시에 따른 마일스톤 6천만달러가 인식됨에 따른 역기저효과가 발생했다. 그래도 긍정적이었던 점은 약품사업과 해외사업에서는 성장 기조를 유지했다는 것이다. 비처방/처방 약품사업부 모두에서 매출이 전년동기대비 증가했으며 해외사업은 이전부터 추진했던 거래 다변화의 효과가 서서히 나타남에 따라 다양한 제품에 대한 수주가 체결되어 매출에 기여하고 있다.

순조롭게 확장되고 있는 레이저티닙

동사의 기업가치에 큰 영향을 주는 레이저티닙의 판매 지역은 순조롭게 확대되고 있다. 10월말일자로 중국 상업화 개시에 따른 마일스톤을 수령한다고 공시했다. 금액은 대략 640억원 정도이며 올해 내로 수령할 수 있을 것으로 판단한다. 현 시점에서 유럽 지역 상업화에 따른 마일스톤 수령이 남아있다. 보수적으로 가정하더라도 내년 중 인식할 것으로 전망된다.

중국 시장 진출은 레이저티닙의 매출 확대에 큰 기여를 할 것으로 판단한다. 중국의 신규 폐암환자는 연간 약 500만명 수준으로 타 지역 대비 월등히 높은 수치를 보인다. 여기서 1차 치료가 가능한 환자는 약 90만명 정도가 될 것으로 전망하며 2026년부터 본격적인 매출이 발생할 수 있을 것으로 판단한다. 현재 분기마다 인식되고 있는 레이저티닙 관련 기술료 수익은 약 40억원 수준이다. 현재 레이저티닙+아미반타말 병용요법은 표준치료요법인 타그리소와 비교했을 때 간접적으로 생존기간에서 우위를 보여주고 있다. 향후 OS 데이터에 대한 구체적인 수치가 확정되면 의료진들의 선호도는 이전 대비 올라갈 것으로 전망한다.

목표주가 유지, R&D 강점은 분명하다

유한양행의 목표주가를 15만원으로 유지한다. SOTP 밸류에이션 기법을 통해 동사의 기업가치를 산출했다. 유한양행의 영업가치는 이전 제시했던 2조 5,297억원에서 4% 하향한 2조 4,191억원이다. 파이프라인은 레이저티닙의 4개 지역 진출 케이스만 반영했다(미국, 유럽, 일본, 영국). 총 파이프라인 가치는 7조 6,209억원이다. 동사의 보유 지분가치 계산에서 상장사는 3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30%를 적용했다. 비상장사는 장부가액 기준으로 가치를 합산했다. 상장사와 비상장사를 전부 포함한 보유 지분가치는 8,970억원이다. 상기 3가지 기준을 모두 합친 총 기업가치는 10조 9,370억원이다.

레이저티닙 이후 동사는 알리지 치료제(YH35324), MASH 치료제(YH25724) 등 다분야에 도전하고 있다. 알리지 치료제는 임상 1/2b상에서 표준치료인 졸레어 대비 차별점을 확인했고 원숭이 모델에서 용량 증대에 따른 우수한 알리지 억제효과를 입증했다. 파이프라인에서 향후 발생할 성과는 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 것은 분명하다. 다만 동사의 총 가치에서 영업가치가 감소하는 상황은 해소되어야 할 것으로 판단한다. 본업에서의 성장성을 증명하면서 R&D 성과가 덧붙여져 기업가치가 우상향하는 모습을 4분기에 보여줄 수 있을지 주목할 필요성이 있다.

Company Brief

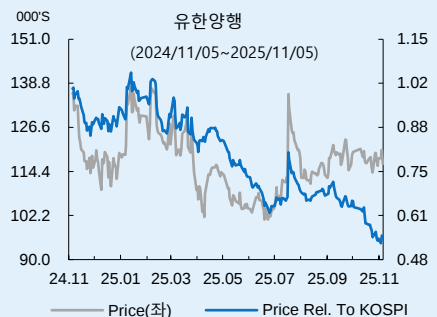
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	150,000원(유지)
증가(2025.11.05)	116,500원
상승여력	28.8%

Stock Indicator	
자본금	81십억원
발행주식수	7,997만주
시가총액	9,316십억원
외국인지분율	16.9%
52주 주가	101,100~137,700원
60일평균거래량	334,147주
60일평균거래대금	39.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.8	1.4	2.6	-14.3
상대수익률	-15.7	-23.8	-53.8	-69.7

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	2,068	2,226	2,291	2,457
영업이익(십억원)	55	118	110	136
순이익(십억원)	71	97	75	105
EPS(원)	869	1,188	918	1,290
BPS(원)	25,808	26,519	26,960	27,773
PER(배)	137.6	98.1	126.9	90.3
PBR(배)	4.6	4.4	4.3	4.2
ROE(%)	3.4	4.5	3.4	4.7
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	82.1	47.8	52.0	47.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

정재원

jaewon.jeong@imfnsec.com

2122-9208

표1. 유한양행 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	2,419.1	
A. 유한양행 12MF EBITDA	101.6	별도 기준 (기술료 수익 제외)
B. Target EV/EBITDA	23.8	국내 주요 제약사 12MF 평균 EV/EBITDA
2. 파이프라인 가치 (C)	7,620.9	
C. 레이저티닙	7,620.9	4개 케이스 합산(US, EU, UK, JP)
3. 보유 지분가치 (D~M)	897.0	
D. 유한화학	128.4	장부가액 적용
E. 유한킴벌리	205.6	장부가액 적용
F. 테라젠이텍스(6.8%)	5.1	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
G. 네오이문텍(1.3%)	1.0	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
H. 지아이이노베이션(1.7%)	13.9	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
I. 내츄럴엔도텍(5.0%)	3.4	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
J. 전진바이오팜(5.5%)	1.1	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
K. 프로젠(8.9%)	6.6	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
L. 이문온시아(66.2%)	194.2	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
M. 기타	337.7	장부가액 적용
4. 유한양행 총 기업가치 (1+2+3)	10,937.0	
5. 보통주주식수	74,939	
6. 적정주가 산출	150,000	

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표2. 유한양행 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출	444.6	528.3	598.8	496.1	491.6	579.0	570.0	585.3	2,067.8	2,225.9	2,291.0
YoY	0.3	6.6	24.0	13.5	10.6	9.6	(4.8)	18.0	11.2	7.6	2.9
약품사업	310.2	341.0	349.3	353.5	331.9	347.3	360.8	363.6	1,354.0	1,403.7	1,451.3
OTC	46.9	52.3	52.9	53.7	54.3	57.4	60.8	61.0	205.8	233.5	266.8
ETC	262.6	286.7	295.0	297.6	275.5	287.7	296.8	300.0	1,141.9	1,159.9	1,172.1
연결대상매출	5.9	7.3	6.5	7.7	7.5	7.7	9.2	8.6	27.4	33.1	39.5
내부매출조정	(5.3)	(5.3)	(5.0)	(5.5)	(5.4)	(5.5)	(6.0)	(6.0)	(21.1)	(22.9)	(27.2)
생활유통사업	44.5	75.2	67.4	53.5	46.7	68.8	52.2	41.2	240.6	209.0	166.8
해외사업	74.1	97.2	70.6	64.6	87.4	114.8	135.0	92.5	306.5	429.7	528.2
라이선스 수익	2.5	0.6	98.2	4.0	4.0	25.6	4.3	68.5	105.2	102.3	63.4
기타	13.3	14.3	13.3	20.5	21.5	22.5	17.6	19.5	61.3	81.1	81.3
매출총이익	134.5	167.4	240.8	146.7	148.7	199.2	168.9	193.3	689.4	710.1	751.1
YoY	(0.8)	9.5	66.7	10.3	10.5	19.0	(29.9)	31.8	21.8	3.0	5.8
GPM	30.3	31.7	40.2	29.6	30.2	34.4	29.6	33.0	33.3	31.9	32.8
영업이익	0.6	18.5	47.6	(11.8)	6.4	49.9	22.0	39.3	54.9	117.6	110.3
YoY	(97.4)	(32.1)	5,286.7	적전	1,012.3	168.9	(53.7)	흑전	(3.8)	114.2	(6.2)
OPM	0.1	3.5	7.9	(2.4)	1.3	8.6	3.9	6.7	2.7	5.3	4.8
지배주주 순이익	12.7	32.1	37.4	(11.5)	8.8	45.5	21.7	20.6	70.7	96.7	74.7
YoY	(42.8)	269.4	91.0	(113.4)	(30.6)	415.8	(52.3)	(5.1)	(48.1)	36.8	(22.7)
NPM	2.9	6.1	6.3	(2.3)	1.8	7.9	3.8	3.5	3.4	4.3	3.3

자료: iM증권 리서치본부 추정

레이저티닙 가치 산출

당사는 레이저티닙의 가치를 7조 6,209억원으로 산출했다. 현재 1차 치료제로 허가를 받은 미국, 영국, 유럽, 일본의 케이스를 고려했다. Globaldata 및 논문 등을 활용해 신규 폐암환자 중 3세대 EGFR TKI를 투여받는 케이스를 산출했다. 신규 폐암환자 수는 매년 1%씩 성장한다고 가정했다. 그 외 밸류에이션에 적용한 가정은 아래와 같다.

- 1) 로열티: 13%
- 2) 제조마진: 15%. 레이저티닙은 유한양행이 100% 제조
- 3) 약가: Drugs.com 기준 레이저티닙 및 아미반타맵 1년 약가 합산
- 4) Sum of FCFF: 8.7%
- 5) Terminal Value: -3%
- 6) 환율: 1,400원

미국은 2차 치료와 1차 치료 모두 발생한다고 가정했다. 2차 치료는 1차 EGFR TKI 치료 이후 생존한 환자 중에서 T790M 변이가 일어난 환자가 병용요법을 진행한다고 가정했다. 1세대 및 2세대 EGFR TKI 약물 투여 후 T790M 변이가 일어나는 케이스의 평균치 및 타그리소의 투여 후 변이 비율을 고려해 산출했다. 병용요법의 2차 치료 시장점유율은 Peak 기준 30%를 달성한다고 가정했다.

표3. 레이저티닙 US 2차 치료 가치 산출

환자 가정		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
신규폐암환자		226,650	228,917	231,206	235,518	235,853	238,211	240,594	242,999
NSCLC	85%	192,653	194,579	196,525	198,490	200,475	202,480	204,505	206,550
전이성, 절제불가능	75%	144,489	145,934	147,394	148,868	150,356	151,860	153,378	154,912
EGFR 변이	32%	46,237	46,699	47,166	47,638	40,492	40,897	41,306	41,719
Ex19del, L858R 변이	85%	39,301	39,694	40,091	40,492	40,897	41,306	41,719	42,136
최종 환자 타겟		39,301	39,694	40,091	40,492	40,897	41,306	41,719	42,136
EGFR TKI 이후 생존	55.3%	21,734	21,951	22,170	22,392	22,616	22,842	23,071	23,301
1차치료 후 T790M 변이	85.4%	18,564	18,749	18,937	19,126	19,317	19,510	19,706	19,903
시장점유율	Peak 30%	8%	9%	11%	14%	17%	22%	27%	30%
Laz+Ami 연간 약가		344,977							
Laz+Ami 매출액		510	572	722	912	1,152	1,454	1,835	2,060
로열티	13% 가정	45	50	63	80	101	128	161	181
Lazertinib 제조마진	15% 가정	52	58	73	92	117	147	186	209
유한양행 매출액		97	108	137	173	218	275	347	390
법인세 제외한 최종매출	20%	77	87	109	138	174	220	278	312
Sum of FCFF	8.7%	892							
Terminal Value	-3%	2,586							
PV of Terminal Value		1,123							
병용 2차 US 가치	백만달러	1,572							
환율 적용 최종가치	십억원	1,572							

자료: iM증권 리서치본부 추정

표4. 레이저티닙 US 1차 치료 가치 산출

환자 가정		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
신규폐암환자		226,650	228,917	231,206	235,518	235,853	238,211	240,594	242,999
NSCLC	85%	192,653	194,579	196,525	198,490	200,475	202,480	204,505	206,550
전이성, 절제불가능	75%	144,489	145,934	147,394	148,868	150,356	151,860	153,378	154,912
EGFR 변이	32%	46,237	46,699	47,166	47,638	40,492	40,897	41,306	41,719
Ex19del, L858R 변이	85%	39,301	39,694	40,091	40,492	40,897	41,306	41,719	42,136
최종 환자 타겟		39,301	39,694	40,091	40,492	40,897	41,306	41,719	42,136
Timeline	24.8월 승인	처방 시작							
시장점유율	Peak 20%	2%	4%	6%	8%	10%	13%	16%	20%
Laz+Ami 연간 약가		344,977							
Laz+Ami 매출액		271	548	793	1,144	1,445	1,824	2,303	2,907
로열티	13% 가정	24	48	70	101	127	160	202	255
Lazertinib 제조마진	15% 가정	27	56	80	116	146	185	233	295
유한양행 매출액		51	104	150	217	273	345	436	550
법인세 제외한 최종매출	20%	41	83	120	173	219	276	349	440
Sum of FCFF	8.7%	1,057							
Terminal Value	-3%	3,650							
PV of Terminal Value		1,872							
비용 1차 US 가치	백만달러	1,872							
환율 적용 최종가치	십억원	2,621							

자료: iM증권 리서치본부 추정

1차 치료제로 적응증을 획득한 지역 3곳(유럽, 영국, 일본)에 대해서도 1차 치료 시장에서의 기대 매출을 rNPV 밸류에이션 기법을 통해 가치를 산출했다. 약가, 적용 인구 등의 데이터는 논문이나 연구 등을 통해 산출된 수치를 활용했다. 그 외 나머지 수치는 미국 케이스와 동일하게 적용했다. 상기 기준을 통해 산출된 각 지역별 가치는 총 3조 4,275억원이다(유럽 2조 3,593억원, 영국 1,617억원, 일본 9,065억원).

표5. 레이저티닙 유럽 1차 치료 가치 산출

환자 가정		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
최종 환자 타겟		82,768	83,596	84,432	85,276	86,129	86,990	87,860	88,739
Timeline	24.8월 승인	처방 시작							
시장점유율	Peak 20%	2%	4%	6%	8%	10%	13%	16%	20%
Laz+Ami 연간 약가		147,426							
Laz+Ami 매출액		244	493	714	1,030	1,300	1,642	2,072	2,616
로열티	13% 가정	21	43	63	91	114	144	182	230
Lazertinib 제조마진	15% 가정	25	50	72	104	132	166	210	265
유한양행 매출액		46	93	135	195	246	311	392	495
법인세 제외한 최종매출	20%	37	75	108	156	197	249	314	396
Sum of FCFF	8.7%	952							
Terminal Value	-3%	3,285							
PV of Terminal Value		1,685							
비용 1차 유럽 가치	백만달러	1,685							
환율 적용 최종가치	십억원	2,359							

자료: iM증권 리서치본부 추정

표6. 레이저티닙 영국 1차 치료 가치 산출

환자 가정		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
최종 환자 타겟		8,824	8,913	9,002	9,092	9,183	9,274	9,367	9,461
Timeline	25.3월 승인	처방 시작							
시장점유율	Peak 20%	2%	4%	6%	8%	10%	13%	16%	20%
Laz+Ami 연간 약가		94,774							
Laz+Ami 매출액		17	34	49	71	89	113	142	179
로열티	13% 가정	1	3	4	6	8	10	12	16
Lazertinib 제조마진	15% 가정	2	3	5	7	9	11	14	18
유한양행 매출액		3	6	9	13	17	21	27	34
법인세 제외한 최종매출	20%	3	5	7	11	13	17	22	27
Sum of FCFF	8.7%	65							
Terminal Value	-3%	225							
PV of Terminal Value		116							
비용 1차 영국 가치	백만달러	116							
환율 적용 최종가치	십억원	162							

자료: iM증권 리서치본부 추정

표7. 레이저티닙 일본 1차 치료 가치 산출

환자 가정		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
최종 환자 타겟		22,102	22,323	22,546	22,772	22,999	23,229	23,462	23,696
Timeline	25.2월 승인	처방 시작							
시장점유율	Peak 20%	2%	4%	6%	8%	10%	13%	16%	20%
Laz+Ami 연간 약가		212,115							
Laz+Ami 매출액		94	189	274	396	500	631	796	1,005
로열티	13% 가정	8	17	24	35	44	55	70	88
Lazertinib 제조마진	15% 가정	10	19	28	40	51	64	81	102
유한양행 매출액		18	36	52	75	95	119	151	190
법인세 제외한 최종매출	20%	14	29	42	60	76	96	121	152
Sum of FCFF	8.7%	366							
Terminal Value	-3%	1,262							
PV of Terminal Value		647							
비용 1차 일본 가치	백만달러	647							
환율 적용 최종가치	십억원	907							

자료: iM증권 리서치본부 추정

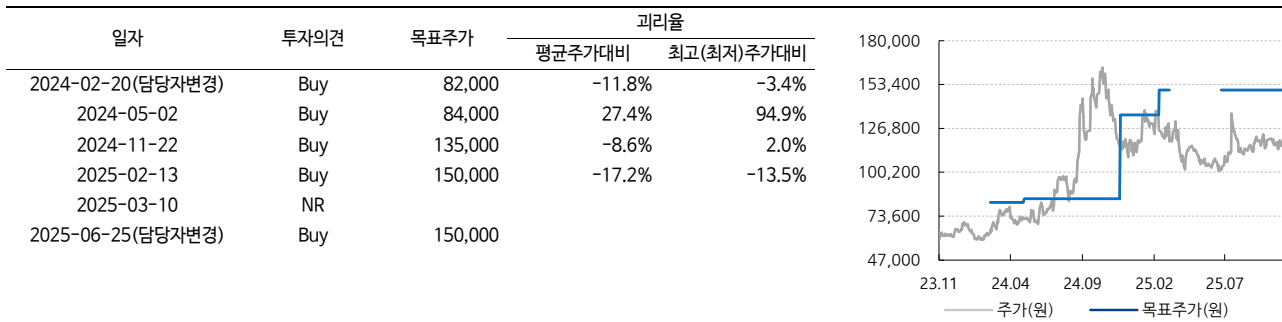
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,360	1,480	1,567	1,687	매출액	2,068	2,226	2,291	2,457
현금 및 현금성자산	306	363	428	475	증가율(%)	11.2	7.6	2.9	7.3
단기금융자산	25	26	28	30	매출원가	1,378	1,516	1,540	1,651
매출채권	641	689	709	759	매출총이익	689	710	751	806
재고자산	343	369	380	408	판매비와관리비	635	593	641	670
비유동자산	1,582	1,542	1,513	1,492	연구개발비	225	242	249	267
유형자산	598	541	491	448	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	285	267	251	237	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,942	3,022	3,080	3,179	영업이익	55	118	110	136
유동부채	619	640	655	682	증가율(%)	-3.8	114.2	-6.2	23.2
매입채무	176	190	195	210	영업이익률(%)	2.7	5.3	4.8	5.5
단기차입금	168	158	148	138	이자수익	9	10	12	13
유동성장기부채	11	11	11	11	이자비용	15	14	14	13
비유동부채	172	172	172	172	지분법이익(손실)	47	47	47	47
사채	16	16	16	16	기타영업외손익	-45	1	-6	-12
장기차입금	105	105	105	105	세전계속사업이익	61	139	129	165
부채총계	791	812	828	854	법인세비용	6	41	48	55
지배주주지분	2,101	2,158	2,194	2,260	세전계속이익률(%)	3.0	6.3	5.6	6.7
자본금	81	81	81	81	당기순이익	55	98	82	110
자본잉여금	123	123	123	123	순이익률(%)	2.7	4.4	3.6	4.5
이익잉여금	2,010	2,069	2,106	2,174	지배주주귀속 순이익	71	97	75	105
기타자본항목	-113	-115	-116	-117	기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
비지배주주지분	50	52	58	64	총포괄이익	54	97	80	109
자본총계	2,151	2,210	2,253	2,324	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	55	243	252	234	주당지표(원)				
당기순이익	55	98	82	110	EPS	869	1,188	918	1,290
유형자산감가상각비	45	58	49	43	BPS	25,808	26,519	26,960	27,773
무형자산상각비	18	18	16	14	CFPS	1,643	2,112	1,720	1,989
지분법관련손실(이익)	47	47	47	47	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	-117	-74	-74	-74	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-113	-	-	-	PER	137.6	98.1	126.9	90.3
무형자산의 처분(취득)	-17	-	-	-	PBR	4.6	4.4	4.3	4.2
금융상품의 증감	50	-36	-36	-36	PCR	72.7	55.2	67.7	58.6
재무활동 현금흐름	66	-37	-37	-37	EV/EBITDA	82.1	47.8	52.0	47.1
단기금융부채의증감	34	-10	-10	-10	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	56	-	-	-	ROE	3.4	4.5	3.4	4.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	5.7	8.7	7.7	7.9
배당금지급	-32	-37	-37	-37	부채비율	36.8	36.8	36.7	36.8
현금및현금성자산의증감	7	56	65	48	순부채비율	-1.4	-4.5	-7.8	-10.1
기초현금및현금성자산	299	306	363	428	매출채권회전율(x)	3.4	3.3	3.3	3.3
기말현금및현금성자산	306	363	428	475	재고자산회전율(x)	6.6	6.2	6.1	6.2

자료 : 유한양행, iM증권 리서치본부

유한양행 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%