유한양행 (000100)

계획대로 진행 중, R&D의 추가 매력을 기대

더 많은 리포트 보기

2025년 5월 9일

제약/바이오 Analyst 김혜민
hyemin.k@kbfg.com

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 기존 180,000원 → 165,000원으로 소폭 하향

유한양행에 대한 투자의견 Buy를 유지하지만 목표주가는 기존 180,000원에서 165,000원으로 8.3% 하향한다. Risk free rate로 사용하는 최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률 변화를 적용한 조정된 WACC을 반영했지만, 2025E와 2026E의 영업이익을 소폭 조정함에 기인한다. 5/8 종가기준 업사이드는 50.3%로 여전히 높은 매력도를 지닌다.

1Q25 리뷰: 컨센서스 하회임에도 불구하고 주목할만한 성장 확인

연결기준 1Q25 매출액은 4,916억원 (+10.6% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익은 64억원 (+1,012.3%, OPM 1.3%)을 기록하면서 시장 컨센서스를 각각 4.7%, 69.9% 하회했다. 별도 기준 매출액은 4,694억원 (+8.4%), 영업이익은 86억원 (+40.8%)을 기록했는데 약품사업부의 전략품목과 해외사업부 API 매출이 성장을 견인했고, 연구개발비의 경우 502억원 (+9.9%)을 기록했는데 이는 HER2 TKI 임상개시 비용 증가에 기인한다. 사업부문별로 살펴보면 약품사업부는 비처방부문 매출액 543억원 (+15.8%), 처방부문 매출액 3,298억원 (+6.5%)을 기록하며 전략품목인 마그비 등의 매출 성장을 확인했다. 생활건강사업은 매출액 467억원 (+5.1%)을 기록했는데 이는 수익성이 좋은 신제품 위주의 영업에 기인하고 특히 당큐락의 경우 출시 이후 대표품목으로 자리잡고 있는 점이 고무적이라고 판단한다. 해외사업은 매출액 874억원 (+17.9%)을 기록했는데, 유한화학 HB동 라인 증설 완료에 따른 상업화 생산 개시와 지난해 체결한 길리어드 에이즈 치료제 API 공급이 본격적으로 진행됨에 기인한다.

YH32364의 긍정적인 초기 연구결과

금번 AACR 2025에서 4건의 연구결과를 발표하며 여전히 우수한 R&D 성과를 도출해내고 있다는 판단이다. EGFR x 4-1BB 이중항체인 YH32364의 동물모델에서 용량의존적인 항암효능을 확인함과 동시에 tumor rechallenge에서도 면역기억을 확인하며 향후 면역자극을 촉진할 수 있는 기업의 물질과 병용요법 전략 시너지도 기대해볼 수 있다고 판단한다. R&D 성과의 도출과 실적 개선이 지속적으로 이루어진다면 매력적인 구간으로 판단된다.

Buy 유지

목표주가 (하향, 원)	165,000
Dividend yield* (%)	0.5
Total return (%)	50.8
현재가 (5/8, 원)	109,800
Consensus target price (원)	171,364
시가총액 (조원)	8.9

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

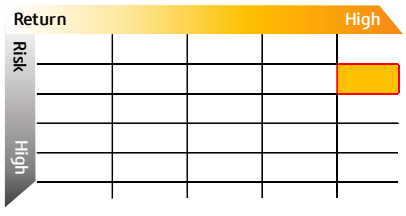
Trading Data

Free float (%)	68.7
거래대금 (3m, 십억원)	96.2
외국인 지분율 (%)	18.2
주요주주 지분율 (%)	유한재단 외 2 인 15.9
	국민연금공단 7.8

Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.6	-19.8	-16.8	52.1
시장대비 상대수익률	-5.4	-22.5	-18.7	58.3

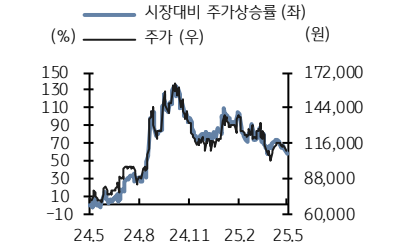
Risk & Total Return (annualized over three years)



Earnings Forecast & Valuation

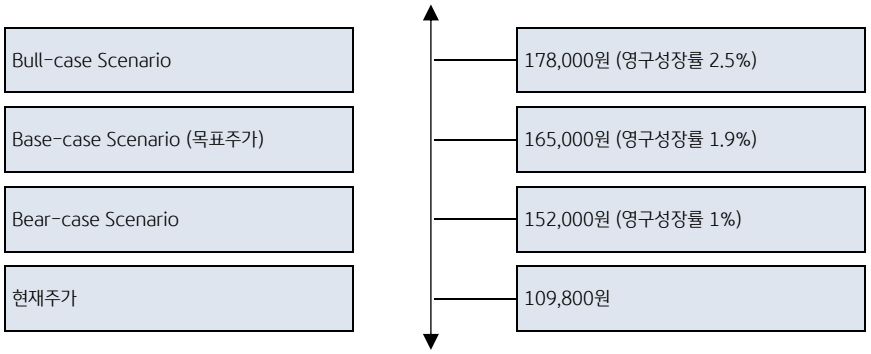
결산기말	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	2,068	2,256	2,529	2,816
영업이익 (십억원)	55	120	190	257
지배주주순이익 (십억원)	71	144	195	292
EPS (원)	869	1,765	2,399	3,583
증감률 (%)	-48.1	103.1	35.9	49.4
P/E (x)	137.6	62.2	45.8	30.6
EV/EBITDA (x)	82.6	50.2	35.3	27.0
P/B (x)	4.6	4.0	3.8	3.4
ROE (%)	3.4	6.7	8.5	11.7
배당수익률 (%)	0.4	0.5	0.5	0.5

Stock Price & Relative Performance



자료: 유한양행, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인

1) 렉라자 미국 출시
2) 신약개발 순항

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

1) 렉라자의 빠른 미국 점유율 상승
2) 신약개발 성과 조기 도출

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

1) 렉라자 더딘 미국 점유율 상승
2) 신약개발 실패

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	2,274	2,533	2,256	2,529	-0.8	-0.2
영업이익	138	211	120	190	-13.1	-9.9
지배주주순이익	164	219	144	195	-12.3	-10.7

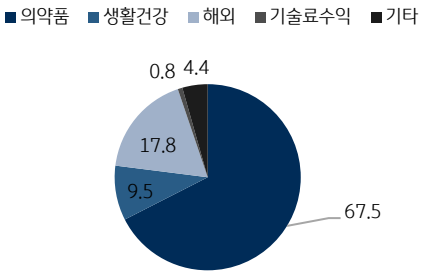
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	2,256	2,529	2,277	2,470	-0.9	2.4
영업이익	120	190	118	203	2.0	-6.4
지배주주순이익	144	195	139	210	3.5	-7.0

자료: FnGuide 컨센서스, KB증권 추정

매출액 구성 (1Q25P)



자료: 유한양행, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
DCF valuation

2) 목표주가 산정:
WACC 7.2%, 영구성장률 1.9%

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
178,000원 ~ 152,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12개월 Fwd. 기준 P/E 49.8배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2025E	2026E
환율 1% 상승 시	+1.9	+1.7
금리 1%p 상승 시	+0.1	+0.1

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
유한양행	8,923	54.5	40.9	4.1	3.8	46.8	32.8	7.7	9.6	0.4	0.4
한미약품	3,331	20.4	18.8	2.7	2.4	10.5	9.5	14.1	13.5	0.5	0.5
종근당	1,095	11.4	11.8	1.1	1.0	5.8	5.5	10.2	9.1	1.4	1.4
대웅제약	1,653	12.4	10.2	1.8	1.5	10.2	8.8	15.5	15.0	0.4	0.4

자료: FnGuide 컨센서스, KB증권

표 1. 1Q25 Review

(십억원)	1Q24	4Q24	1Q25P	% YoY	% QoQ	KB 추정	컨센서스
매출액	445	496	492	10.6	-0.9	489	516
영업이익	1	-12	6	1,012.4	흑자전환	20	21
opm(%)	*0.1*	*-2.4*	*1.3*			*4.0*	*4.1*
당기순이익	11	-23	10	-7.4	흑자전환	31	25

자료: 유한양행, FnGuide, KB증권 추정

표 2. 추정실적 변경내용

(십억원, 원, %, %p)	수정 전 (25.2.13)		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	2,274	2,533	2,256	2,529	-0.8	-0.2
영업이익	138	211	120	190	-13.1	-9.9
지배주주순이익	164	219	144	195	-12.3	-10.7
EPS	2,014	2,686	1,765	2,399	-12.3	-10.7
BVPS	26,982	29,253	27,113	29,052	0.5	-0.7
영업이익률	6.1	8.3	5.3	7.5	-0.8	-0.8
순이익률	7.2	8.6	6.4	7.7	-0.8	-0.9

자료: 유한양행, KB증권 추정

표 3. DCF Valuation

(십억원)		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
현금흐름추정										
NOPLAT	a	91	144	195	240	290	352	422	500	610
감가상각비	b	55	56	56	57	57	58	59	60	61
총현금흐름	c=a+b	147	200	251	296	347	410	481	560	671
운전자본증감	d	-31	-50	-81	-80	-94	-110	-122	-131	-106
Capex	e	-53	-54	-56	-58	-59	-61	-63	-65	-65
총투자	f=d+e	-83	-104	-137	-138	-153	-171	-185	-196	-171
FCFF	g=c+f	63	95	115	159	194	239	296	364	500
조정 FCF		-67	75	102	130	171	210	259	320	412
현금흐름의현재가치										
WACC		7.20%								
영구성장률		1.90%								
Discount Factor		1.00	0.93	0.87	0.81	0.76	0.71	0.67	0.63	0.59
Discounted Free Cashflow		-67	70	89	106	130	150	173	200	241
Total PV of FCFF		1,389								
Terminal Value		11,699								
PV of Terminal Value		6,440								
Valuation										
총기업가치	h	7,829								
순현금	i	5								
비연결 관계기업투자	j	521								
비지배주주지분의 시장가치	k	139								
확정급여부채	l	2								
우선주시가총액	m	116								
신약가치	n	5,174								
적정기업가치	o	13,271								
보통주 총 주식수(천주)	p	80,209								
목표주가(원)	q=o/p	165,000								
현재주가(원)		109,800	5/8 종가							
상승여력(%)		50.3%								

자료: KB증권 추정

표 4. 영구성장률과 WACC의 민감도 분석

(원)		Terminal Growth (%)								
		0.7	1.0	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1
WACC (%)	6.60	159,000	163,000	169,000	175,000	181,000	189,000	198,000	209,000	222,000
	6.80	155,000	159,000	164,000	169,000	176,000	183,000	191,000	200,000	212,000
	7.00	152,000	156,000	160,000	165,000	170,000	177,000	184,000	192,000	202,000
	7.20	148,000	152,000	156,000	160,000	165,000	171,000	178,000	185,000	194,000
	7.40	145,000	149,000	152,000	156,000	161,000	166,000	172,000	179,000	187,000
	7.60	142,000	145,000	149,000	153,000	157,000	162,000	167,000	173,000	180,000
	7.80	140,000	143,000	146,000	149,000	153,000	157,000	162,000	168,000	174,000

자료: KB증권 추정

표 5. WACC 산출 내역

(십억원, %)		비고
COE (A) = a + b x c	**8.05**	
Risk Free Rate (a)	2.55	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	1.06	1년 Adj. Beta
Raw Beta	1.10	
Risk Premium (c = d - e)	5.19	
Market (d)	8.44	2001년~2025년 WMI500 연평균 Total Return
Risk Free Rate (e)	3.25	2001년~2025년 통안채 1년물 연평균 Total Return
세후 COD (B)	**1.66**	
주식가치 가중치 (f)	86.69	
차입금 가중치 (g)	13.31	
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	**7.20**	

자료: KB증권 추정

표 6. WACC 변경 내역

(십억원, %)	변경 전 (25.2.13)	변경 후 (25.5.9)	비고
COE (A) = a + b x c	**8.19**	**8.05**	
Risk Free Rate (a)	2.69	2.55	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	1.06	1.06	1년 Adj. Beta
Raw Beta	1.32	1.10	
Risk Premium (c = d - e)	5.19	5.19	
Market (d)	8.54	8.44	01년~25년 WMI500 연평균 Total Return
Risk Free Rate (e)	3.35	3.25	01년~25년 통안채 1년물 연평균 Total Return
COD (B)	**1.66**	**1.66**	
주식가치 가중치 (f)	88.07	86.69	
차입금 가중치 (g)	11.93	13.31	
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	**7.41**	**7.20**	

자료: KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	1,859	2,068	2,256	2,529	2,816
매출원가	1,293	1,378	1,444	1,593	1,746
매출총이익	566	689	812	936	1,070
판매비와관리비	509	635	692	754	822
영업이익	57	55	120	190	257
EBITDA	101	118	176	245	313
영업외손익	78	7	64	67	70
이자수익	11	9	9	10	11
이자비용	6	15	15	15	16
지분법손익	56	47	48	50	51
기타영업외손익	17	-34	21	22	23
세전이익	135	61	184	257	328
법인세비용	1	6	33	51	53
당기순이익	134	55	151	206	275
지배주주순이익	136	71	144	195	292
수정순이익	136	71	144	195	292

성장성 및 수익성 비율

(%)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 성장률	4.7	11.2	9.1	12.1	11.4
영업이익 성장률	58.3	-3.8	119.3	57.7	35.5
EBITDA 성장률	28.3	16.3	49.1	39.6	27.6
지배기업순이익 성장률	43.2	-48.1	103.2	35.9	49.3
매출총이익률	30.4	33.3	36.0	37.0	38.0
영업이익률	3.1	2.7	5.3	7.5	9.1
EBITDA이익률	5.5	5.7	7.8	9.7	11.1
세전이익률	7.3	3.0	8.2	10.2	11.6
지배기업순이익률	7.3	3.4	6.4	7.7	10.4

현금흐름표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	144	55	147	162	199
당기순이익	134	55	151	206	275
유무형자산상각비	44	63	55	56	56
기타비현금손익 조정	-54	38	-15	2	1
운전자본증감	-8	-124	-31	-50	-81
매출채권감소 (증가)	-63	-48	-18	-19	-73
재고자산감소 (증가)	-5	-59	-31	-45	-48
매입채무증가 (감소)	45	-4	16	23	24
기타운전자본증감	16	-13	3	-9	16
기타영업현금흐름	28	23	-14	-51	-53
투자활동 현금흐름	-199	-117	-16	-15	-20
유형자산투자감소 (증가)	-161	-113	-53	-54	-56
무형자산투자감소 (증가)	-42	-17	0	0	0
투자자산감소 (증가)	-94	11	46	42	39
기타투자현금흐름	99	1	-9	-3	-3
재무활동 현금흐름	63	66	97	148	181
금융부채 증감	86	88	83	121	178
자본의 증감	-7	-3	0	0	0
배당금 당기지급액	-27	-32	-37	-37	-37
기타재무현금흐름	12	12	51	64	41
기타현금흐름	-2	4	0	0	0
현금의 증가 (감소)	6	7	228	294	360
기말현금	299	306	534	829	1,188
잉여현금흐름 (FCF)	-17	-58	94	107	143
순현금흐름	-164	-78	147	176	185
순현금 (순차입금)	90	13	160	336	521

재무상태표

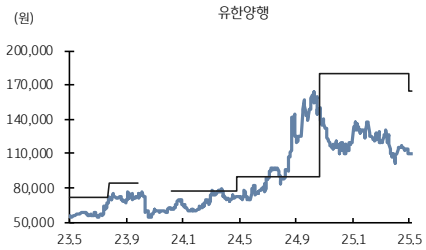
(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	2,812	2,942	3,167	3,496	3,951
유동자산	1,256	1,360	1,647	2,019	2,513
현금 및 현금성자산	299	306	534	829	1,188
단기금융자산	23	25	27	30	34
매출채권	559	609	627	646	720
재고자산	285	343	374	420	467
기타유동자산	90	77	84	94	104
비유동자산	1,556	1,582	1,521	1,477	1,438
투자자산	619	569	523	480	441
유형자산	528	598	601	605	610
무형자산	291	285	279	274	268
기타비유동자산	118	130	118	118	118
부채총계	712	791	903	1,063	1,281
유동부채	583	619	728	884	1,097
매입채무	179	176	192	216	240
단기금융부채	132	179	262	384	561
기타유동부채	272	264	273	284	296
비유동부채	128	172	175	180	184
장기금융부채	100	140	140	140	140
기타비유동부채	29	33	36	40	45
자본총계	2,101	2,151	2,264	2,432	2,670
자본금	78	81	81	81	81
자본잉여금	114	123	123	123	123
기타자본항목	-217	-219	-219	-219	-219
기타포괄손익누계액	101	106	106	106	106
이익잉여금	1,976	2,010	2,116	2,274	2,528
지배지분 계	2,051	2,101	2,207	2,365	2,619
비지배지분	49	50	58	68	51

주요투자지표

(X, %, 원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Multiples					
P/E	41.1	137.6	62.2	45.8	30.6
P/B	2.7	4.6	4.0	3.8	3.4
P/S	3.0	4.7	4.0	3.5	3.2
EV/EBITDA	52.3	82.6	50.2	35.3	27.0
EV/EBIT	93.0	177.6	73.3	45.6	32.9
배당수익률	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
EPS	1,673	869	1,765	2,399	3,583
BVPS	25,203	25,808	27,113	29,052	32,174
SPS (주당매출액)	22,840	25,406	27,712	31,071	34,598
DPS (주당배당금)	430	500	500	500	500
배당성향 (%)	23.6	53.0	26.1	19.2	12.9
수익성지표					
ROE	6.8	3.4	6.7	8.5	11.7
ROA	5.1	1.9	5.0	6.2	7.4
ROIC	6.5	3.6	6.3	7.7	9.9
안정성지표					
부채비율	33.9	36.8	39.9	43.7	48.0
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3
이자보상배율 (배)	9.1	3.7	8.0	12.4	16.5
활동성지표					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
매출채권회전율	3.5	3.5	3.7	4.0	4.1
매입채무회전율	11.9	11.6	12.2	12.4	12.4
재고자산회전율	6.6	6.6	6.3	6.4	6.4

자료: 유한양행, KB증권 추정

투자자 고지 사항



KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

주가 (현재가):
보고서에 쓰인 모든 주가는 KRX (유가증권, 코스닥) 종가를 기준으로 합니다.

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 ┅)

유한양행 (000100)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
23-04-26	Buy	김태희	71,781	-20.65	
23-07-31	Buy	김태희	84,223	-21.77	-9.20
23-12-13	담당자변경	김혜민			
23-12-13	Buy	김혜민	76,567	-11.59	3.44
24-05-02	Buy	김혜민	90,000	15.00	81.89
24-10-29	Buy	김혜민	180,000	-32.47	-21.11
25-05-09	Buy	김혜민	165,000		

투자등급 비율 (2025. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.3	13.7	-

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다.
이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.