NH투자증권

유한양행 (000100.KS)

Lazcluze 이제 첫 걸음

1분기 실적 컨센서스 하회, Lazcluze 마일스톤 분기별 인식 타이밍 차이 탓. 연간 마일스톤 총액 변동 無. 한편, 연간 Lazcluze 로열티 320억원 추정, 분기별 우상향 트렌드 확인하며 기업가치 성장을 기대

Analyst 한승연, CFA
02)768-7802, seungyeon.han@nhqv.com
RA 박혜성
02)768-7706, ppysung@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Lazcluze와 YH35324 성장 스토리 기대

투자의견 Buy, 목표주가 160,000원 유지. Lazcluze와 YH35324가 포인트

①**Lazcluze**: 당사 1Q 로열티 매출 26억원 추정(미공개, 로열티율 10% 가정). **올해 로열티 324억원 기대(2Q 58억원, 3Q 97억원, 4Q143억원)**. 향후 Lazcluze 매출 추세는 파트너사 실적발표(Rybrevant 단독도 포함 유의) 및 미국 월별 처방(TRx) 통해 사전 파악 가능. **로열티 우상향 그림 확인이 가장 중요.** 다음 이벤트로 Lazcluze 침투율 상승 기대: 1)피부 부작용 감소 목적 COCOON 2상 데이터(6월 ASCO), 2)NCCN 가이드라인 선호 요법 등재(2H25), 3)Rybrevant SC FDA 허가(4Q25~1Q26), 4)OS 확정 값 업데이트(2H25~)

②**YH35324**: L/O 탐색 중이나, 내년 2상 진입 가능성 시사. 우선 CSU 적응증 진입, 졸레어 불응성/반응성 모두 포함 기대(연내 1상 Part2 데이터 공개 예상)

1Q25 Re: Lazcluze 마일스톤 타이밍 인식 차이

1분기 연결 매출 4,916억원(+11% y-y) 및 영업이익 64억원(OPM 1%)으로 당사 추정치 하회. Lazcluze 마일스톤 인식 타이밍 차이가 주된 이유. **일본(210억원) 및 유럽(420억원) 신약 허가 마일스톤 인식 타이밍 기존 1Q, 2Q에서 2Q, 3Q 지연 인식으로 변경 추정**. 연간 유입 마일스톤 추정 총액은 변동 無

한편, 해외사업(유한화학) 1Q 매출 87억원 호실적, 화성 HB동 완공 효과. 길리어드 HIV API 공급 본격 진행 및 추가 생산 문의 증가로 설비 추가 확장 기대

유한양행 1분기 실적 Review (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P					2Q25E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	444.6	528.3	598.8	496.1	491.6	10.6	-0.9	504.9	515.8	597.5
영업이익	0.6	18.5	47.6	-11.8	6.4	1,012	흑전	25.1	21.3	28.0
영업이익률	*0.1*	*3.5*	*7.9*	*-2.4*	*1.3*			*5.0*	*4.1*	*4.7*
세전이익	14.9	39.2	49.8	-42.5	5.5	-63.1	흑전	24.5	26.6	26.4
당기순이익	12.7	32.1	37.4	-23.1	7.7	-39.6	흑전	34.7	29.7	25.1

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가	**160,000원 (유지)**
현재가 (25/05/08)	**109,800원**
업종	의약품
KOSPI / KOSDAQ	2,579.48 / 729.59
시가총액(보통주)	8,807.0십억원
발행주식수(보통주)	80.2백만주
52주 최고가 ('24/10/15)	163,700원
최저가 ('24/05/31)	68,800원
평균거래대금(60일)	95,161백만원
배당수익률 (2025E)	0.46%
외국인지분율	18.2%
주요주주	
유한재단 외 2 인	15.9%
국민연금공단	7.8%

주가상승률	**3개월**	**6개월**	**12개월**
절대수익률 (%)	-19.8	-17.1	51.4
상대수익률 (%p)	-21.6	-17.7	61.2

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	2,068	2,257	2,508	3,091
증감률	*11.2*	*9.2*	*11.1*	*23.2*
영업이익	54.9	102.3	185.5	463.2
증감률	*-3.8*	*86.3*	*81.4*	*149.7*
영업이익률	*2.7*	*4.5*	*7.4*	*15.0*
(지배지분)순이익	71	88	139	284
EPS	874	1,090	1,723	3,528
증감률	*-48.3*	*24.7*	*58.1*	*104.7*
PER	136.7	100.7	63.7	31.1
PBR	4.6	4.0	3.7	3.1
EV/EBITDA	82.6	54.0	34.7	15.8
ROE	3.4	4.1	6.0	10.8
부채비율	36.8	38.3	38.9	36.9
순차입금	-20	-17	-72	-307

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

1926년 설립된 제약사로, 의약품, 화학약품, 공업약품, 수의약품, 생활용품 등의 제조 및 매매를 주 사업으로 하는 기업. 주요 제품은 렉라자, 로수바미브, 안티푸라민 등. 주요 자회사인 유한화학은 에이즈치료제, 항생제, C형간염치료제 등의 원료의약품을 주로 공급. 특히 2024년 8월 공동개발사 J&J의 렉라자(레이저티닙)-리브리반트(아미반타맙) 병용요법이 EGFR 변이 비소세포폐암 1차 치료제로서 미국 FDA 허가를 취득함으로써 렉라자는 국산 항암신약 최초로 미국 FDA 승인을 취득. 그 외 주요 파이프라인으로는 지아이이노베이션에서 Lisence in한 알레르기 치료제 YH35324가 있음

Share price drivers/Earnings Momentum

- MARIPOSA NCCN 가이드라인 선호 요법 등재
- 리브리반트 SC제형 FDA 재제출 및 승인
- YH35324(알레르기 치료제) 라이선스 아웃

Downside Risk

- R&D 비용 증가 및 연결자회사 비용 확대
- 리브리반트 SC제형 FDA 허가 지연
- YH35324 라이선스 아웃 지연

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
JNJ	14.8	14.2	5.0	4.5	33.9	31.8
Astrazeneca	15.3	13.6	4.7	4.1	30.8	30.5

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	40.7	136.7	100.7	63.7	31.1
PBR	2.7	4.6	4.0	3.7	3.1
PSR	3.0	4.6	3.9	3.5	2.8
ROE	6.7	3.4	4.1	6.0	10.8
ROIC	3.3	2.2	6.2	10.9	26.0

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

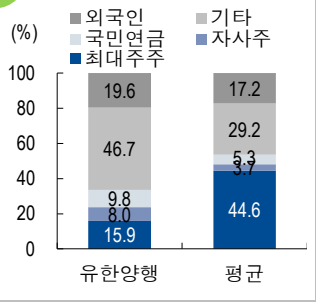
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**1,321**	**1,462**	**1,519**	**1,480**	**1,620**	**1,688**	**1,776**	**1,859**	**2,068**
영업이익	98	89	50	13	84	49	36	57	55
영업이익률(%)	*7.4*	*6.1*	*3.3*	*0.8*	*5.2*	*2.9*	*2.0*	*3.1*	*2.7*
세전이익	205	145	89	55	240	126	95	135	61
순이익	**161**	**110**	**58**	**37**	**190**	**99**	**91**	**134**	**55**
지배지분순이익	**161**	**109**	**57**	**40**	**193**	**103**	**95**	**136**	**71**
EBITDA	141	141	109	71	144	101	79	101	118
CAPEX	80	57	46	43	51	46	58	161	117
Free Cash Flow	-6	69	47	23	-23	53	41	-17	-62
EPS(원)	2,004	1,354	711	493	2,397	1,273	1,180	1,691	874
BPS(원)	18,387	19,658	20,170	20,227	22,609	23,675	24,399	25,203	25,808
DPS(원)	278	291	304	319	333	349	365	430	500
순차입금	-290	-368	-142	-213	-248	-177	-230	-120	-20
ROE(%)	11.3	7.0	3.5	2.4	11.1	5.4	4.9	6.7	3.4
ROIC(%)	14.7	10.0	3.4	1.2	7.5	2.3	-0.7	3.3	2.2
배당성향(%)	12.4	19.5	38.7	58.3	12.7	25.0	28.2	23.2	52.2
배당수익률(%)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.5	0.6	0.7	0.6	0.4
순차입금 비율(%)	-19.4	-22.9	-8.6	-12.9	-13.4	-9.2	-11.5	-5.7	-0.9

자료: 유한양행, NH투자증권 리서치본부

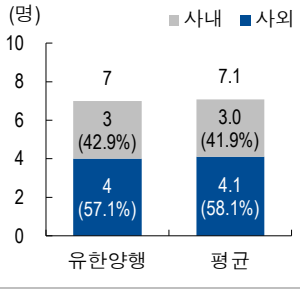
ESG Index & Event

G

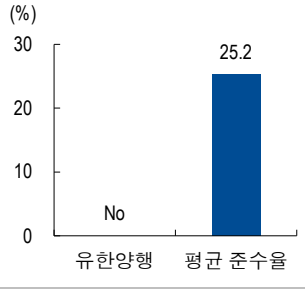
주주 구성



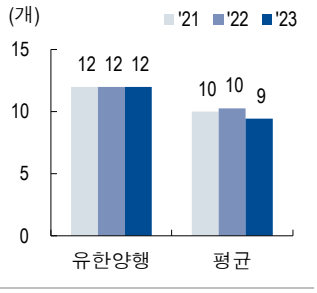
이사회 구성



이사회 의장의 사외이사 여부



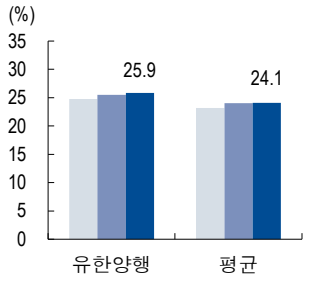
기업지배구조 핵심지표 준수



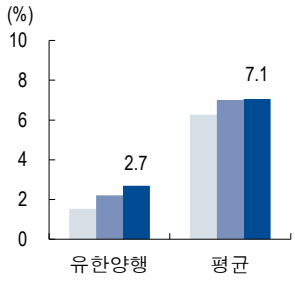
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 유한양행, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

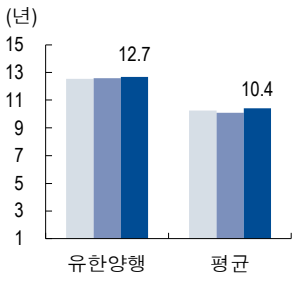
여성 임직원 비율



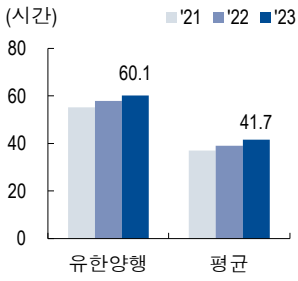
계약직 비율



근속연수



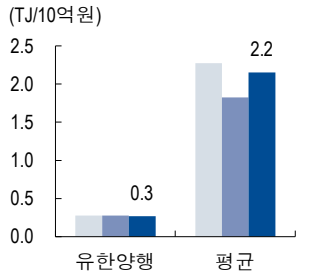
인당 교육시간



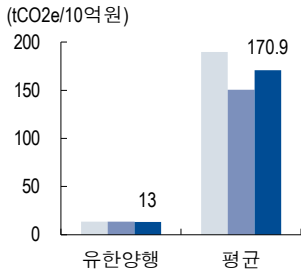
주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 유한양행, NH투자증권 리서치본부

E

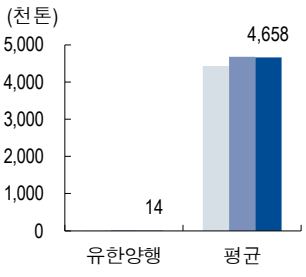
에너지 사용량



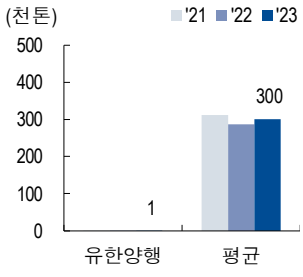
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 유한양행, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2024.03	- 보육원 원아들을 위한 재활용 원단 이용 친환경 업사이클링 인형 만들기 봉사활동 수행
S	2025.01	- 2019년부터 연말 바자회, 경매 등을 통해 누적 1억 3천만원의 장애인, 소아암 환자 지원금 마련
G	2025.03	- 2024년 3월 정기주총에서 28년 만에 회장 및 부회장직 신설. 그러나 현재까지도 여전히 공석

자료: 유한양행, NH투자증권 리서치본부

표1. 유한양행 별도 기준 실적 추정치 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25F	4Q25F	2024	2025E	2026F
매출액	433.2	514.6	585.2	475.4	469.4	579.5	594.8	531.4	2,008.4	2,175.1	2,415.5
y-y(%)	*0.4*	*6.8*	*24.8*	*11.4*	*8.4*	*12.6*	*1.6*	*11.8*	*11.0*	*8.3*	*11.1*
1)약품사업	309.5	339.1	347.8	351.4	329.8	354.3	361.6	363.2	1,347.8	1,408.9	1,479.9
매출 비중(%)	*71.5*	*65.9*	*59.4*	*73.9*	*70.3*	*61.1*	*60.8*	*68.3*	*67.1*	*64.8*	*61.3*
y-y(%)	*0.0*	*-1.8*	*0.5*	*6.1*	*6.5*	*4.5*	*4.0*	*3.4*	*1.2*	*4.5*	*5.0*
2)생활유통사업	44.5	75.2	67.4	53.5	46.7	84.2	75.5	59.9	240.6	266.4	294.4
매출 비중(%)	*10.3*	*14.6*	*11.5*	*11.3*	*10.0*	*23.8*	*20.9*	*16.5*	*12.0*	*12.3*	*12.2*
y-y(%)	*24.2*	*24.5*	*13.3*	*-10.1*	*5.1*	*12.0*	*12.0*	*12.0*	*11.8*	*10.7*	*10.5*
3)해외사업 (수출)	74.1	97.2	70.1	65.1	87.4	108.8	101.6	89.9	306.5	387.7	445.8
매출 비중(%)	*17.1*	*18.9*	*12.0*	*13.7*	*18.6*	*30.7*	*28.1*	*24.7*	*15.3*	*17.8*	*18.5*
y-y(%)	*-3.3*	*32.9*	*19.6*	*98.4*	*17.9*	*12.0*	*45.0*	*38.0*	*27.1*	*26.5*	*15.0*
4)기술료수익	2.5	0.6	98.2	4.0	4.0	29.5	54.4	17.0	105.2	104.9	188.3
매출 비중(%)	*0.6*	*0.1*	*16.8*	*0.8*	*1.2*	*8.3*	*15.1*	*4.7*	*5.2*	*4.8*	*7.8*
y-y(%)	*-64.4*	*-59.8*	*19494.8*	*81.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*836.7*	*-0.3*	*79.4*
*Lazcluze 기술료			81.0		2.6	26.8	51.7	14.3	81.0	95.4	178.3
마일스톤			81.0		0.0	21.0	42.0	0.0	81.0	63.0	62.1
로열티					2.6	5.8	9.7	14.3		32.4	116.2
*기타 기술료					1.4	2.7	2.7	2.7		9.5	10.0
5)기타 (임대, 용역)	2.5	2.6	1.7	1.4	1.6	2.5	1.6	1.4	8.2	7.1	7.0
매출총이익	124.6	149.5	230.1	137.4	133.0	194.5	216.0	171.3	641.6	714.8	856.3
GPM(%)	*28.8*	*29.1*	*39.3*	*28.9*	*28.3*	*33.6*	*36.3*	*32.2*	*31.9*	*32.9*	*35.4*
판매관리비	-118.4	-133.8	-175.6	-143.7	-124.4	-162.2	-159.4	-152.8	-571.5	-598.8	-666.9
판관비율(%)	*27.3*	*26.0*	*30.0*	*30.2*	*26.5*	*28.0*	*26.8*	*28.8*	*28.5*	*27.5*	*27.6*
판관비(R&D 제외)	-84.0	-90.3	-96.4	-89.8	-80.6	-101.7	-102.7	-93.6	-360.5	-378.7	-402.7
R&D비용	-34.5	-43.5	-79.2	-53.8	-43.7	-60.5	-56.7	-59.2	-211.0	-220.1	-264.2
*오스코텍향 추정	-0.5	-1.0	-33.6	-1.4	-2.3	-12.0	-22.0	-7.0	-36.5	-43.4	-78.9
영업이익	6.2	15.7	54.5	-6.2	8.6	32.3	56.6	18.5	70.1	116.0	189.4
y-y(%)	*-68.4*	*-35.5*	*690.6*	*-196.7*	*40.6*	*105.2*	*3.9*	*-396.9*	*22.6*	*65.5*	*63.2*
OPM(%)	*1.4*	*3.1*	*9.3*	*-1.3*	*1.8*	*5.6*	*9.5*	*3.5*	*3.5*	*5.3*	*7.8*

주: *Lacluze 관련 매출 및 비용은 당사 추정치; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 유한양행 연결 기준 실적 추정치 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25F	4Q25F	2024	2025E	2026F
매출액	444.6	528.3	598.8	496.1	491.6	597.5	611.7	556.5	2,067.8	2,257.2	2,508.5
y-y(%)	*0.3*	*6.6*	*24.0*	*13.5*	*10.6*	*13.1*	*2.1*	*12.2*	*11.2*	*9.2*	*11.1*
1)별도 매출	433.2	514.6	585.2	475.4	469.4	579.5	594.8	531.4	2,008.4	2,175.1	2,415.5
y-y(%)	*0.4*	*6.8*	*24.8*	*11.4*	*8.4*	*12.6*	*1.6*	*11.8*	*11.0*	*8.3*	*11.1*
2)기타(연결 차이)	11.4	13.7	13.6	20.7	22.1	18.0	16.9	25.1	59.4	82.1	93.0
y-y(%)	*-1.4*	*0.3*	*-4.0*	*97.2*	*93.5*	*31.6*	*24.0*	*21.4*	*19.1*	*38.2*	*13.2*
영업이익	0.6	18.5	47.6	-11.8	6.4	28.0	50.1	17.8	54.9	102.3	185.5
y-y(%)	*-97.5*	*-32.1*	*5306.8*	*적전*	*1026.3*	*51.0*	*5.3*	*흑전*	*-3.8*	*86.4*	*81.4*
OPM(%)	*0.1*	*3.5*	*7.9*	*-2.4*	*1.3*	*4.7*	*8.2*	*3.2*	*2.7*	*4.5*	*7.4*
연결-별도 차이	-5.6	2.8	-6.9	-5.6	-2.2	-4.3	-6.5	-0.8	-15.3	-13.8	-3.9
OPM(%p)	*-1.3*	*0.5*	*-1.2*	*-1.1*	*-0.5*	*-0.7*	*-1.1*	*-0.1*	*-0.7*	*-0.6*	*-0.2*
EBITDA	15.5	34.7	63.0	4.7	23.0	45.0	67.3	35.4	117.9	170.6	259.4
EBITDA 마진(%)	*3.5*	*6.6*	*10.5*	*0.9*	*4.7*	*7.5*	*11.0*	*6.4*	*5.7*	*7.6*	*10.3*

주: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 유한양행 글로벌 Lazcluze 매출 전망 (단위: 백만달러, %)

	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
1.MARIPOSA	64	513	2,241	4,244	6,104	9,069	11,194	11,934	12,484
미국	64	417	1,196	2,252	3,205	4,928	6,001	6,402	6,685
유럽	-	49	430	809	1,151	1,770	2,156	2,300	2,402
기타(+일본)	-	46	616	1,183	1,747	2,371	3,037	3,232	3,397
2.Lazcluze	21	232	842	1,599	2,282	3,397	4,218	4,432	4,668
미국	21	136	392	738	1,050	1,614	1,965	2,097	2,190
유럽	-	49	141	265	377	580	706	753	787
기타(+일본)	-	46	310	596	855	1,203	1,546	1,582	1,692
3.유한양행 귀속(매출)	62	68	129	435	577	744	867	665	700
마일스톤	60	45	45	235	235	235	235	-	-
로열티	2	23	84	200	342	510	633	665	700
로열티율(%)	10.0%	10.0%	10.0%	12.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
4.유한양행 인식(OP)	37	41	78	261	346	447	520	399	420
오스코텍 배분(40%)	25	27	52	174	231	298	347	266	280

주: NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 글로벌 EGFRm NSCLC 1L 주요 치료제 매출액 전망 (단위: 백만달러, %)

	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
글로벌 시장규모	3,820	4,094	4,785	5,578	7,223	9,027	10,948	13,689	15,942	17,326	18,668
미국	1,394	1,607	2,089	2,487	3,186	4,088	5,012	6,491	7,558	8,201	8,805
유럽	722	791	919	990	1,357	1,698	2,054	2,612	3,026	3,290	3,544
기타(+일본)	1,704	1,697	1,777	2,101	2,680	3,241	3,882	4,586	5,359	5,835	6,319
1.Tagrisso(Flaura 1,2)	3,820	4,094	4,721	5,065	4,982	4,784	4,843	4,620	4,748	5,393	6,183
미국	1,394	1,607	2,025	2,069	1,990	1,836	1,807	1,563	1,557	1,800	2,120
유럽	722	791	919	941	928	889	903	842	870	991	1,142
기타(+일본)	1,704	1,697	1,777	2,055	2,064	2,059	2,134	2,216	2,322	2,602	2,922
2.MARIPOSA			64	513	2,241	4,244	6,104	9,069	11,194	11,934	12,484
미국			64	417	1,196	2,252	3,205	4,928	6,001	6,402	6,685
유럽			-	49	430	809	1,151	1,770	2,156	2,300	2,402
기타(+일본)			-	46	616	1,183	1,747	2,371	3,037	3,232	3,397
1)Lazcluze			21	232	842	1,599	2,282	3,397	4,218	4,432	4,668
미국			21	136	392	738	1,050	1,614	1,965	2,097	2,190
유럽			-	49	141	265	377	580	706	753	787
기타(+일본)			-	46	310	596	855	1,203	1,546	1,582	1,692
2)Rybrevant			43	281	1,399	2,645	3,822	5,672	6,976	7,502	7,816
미국			43	281	804	1,514	2,156	3,314	4,036	4,305	4,496
유럽			-	-	289	544	774	1,191	1,450	1,546	1,615
기타(+일본)			-	-	306	586	892	1,167	1,491	1,650	1,705

자료: Astrazeneca, Cortellis, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

표5. 미국 EGFR 변이 비소세포폐암 1차 치료제 환자 수(TAM) 전망 (단위: 명, %)

	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
미국 TAM 환자 수	16,860	17,703	18,588	19,518	21,079	22,766	24,587	26,554	28,678	30,972
증가율		5%	5%	5%	8%	8%	8%	8%	8%	8%

자료: NH투자증권 리서치본부

표6. 미국 EGFR 변이 비소세포폐암 1차 치료제 M/S 추정 (단위: 명, %)

	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
미국 환자 수(Q)	16,860	17,703	18,588	19,518	21,079	22,766	24,587	26,554	28,678
1.Mariposa	166	1,062	2,974	5,465	7,589	11,383	13,523	14,074	14,339
2.Fluara1, 2	16,694	16,641	15,614	14,053	13,490	11,383	11,064	12,480	14,339
점유율(M/S)									
1.Mariposa	1%	6%	16%	28%	36%	50%	55%	53%	50%
2.Fluara1, 2 및 기타	99%	94%	84%	72%	64%	50%	45%	47%	50%

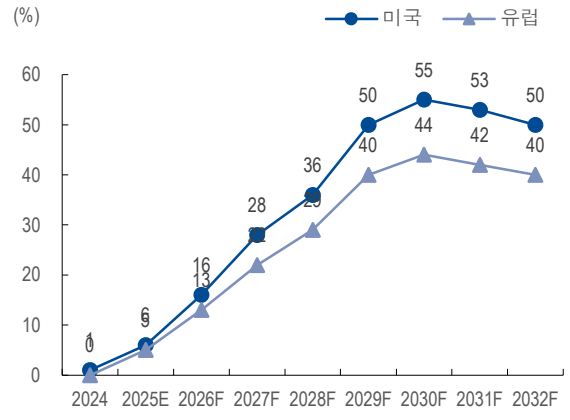
자료: Astrazeneca, Cortellis, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

표7. MARIPOSA 및 FLAURA, FLAURA2 미국 약가(ASP) 추정 (단위: 달러)

	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
1.Mariposa	383,307	392,890	402,035	412,085	422,388	432,947	443,770	454,865	466,236
Lazcluze	125,330	128,463	131,675	134,966	138,341	141,799	145,344	148,978	152,702
Rybrevant IV	257,977	264,427	257,485	263,922	270,521	277,284	284,216	291,321	298,604
Rybrevant SC			270,360	277,119	284,047	291,148	298,426	305,887	313,534
2.Flaura(Tagrisso)	121,326	124,359	127,468	130,655	133,921	137,269	140,701	144,218	147,824
3.Flaura2(+화학요법)	155,326	158,359	161,468	164,655	167,921	171,269	174,701	178,218	181,824
Tagrisso	121,326	124,359	127,468	130,655	133,921	137,269	140,701	144,218	147,824
화학요법	34,000	34,000	34,000	34,000	34,000	34,000	34,000	34,000	34,000

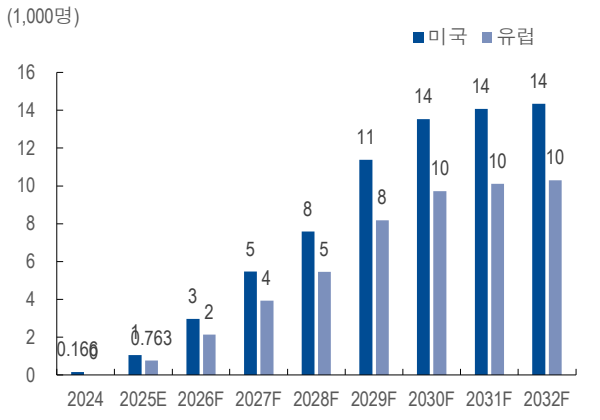
주: 화학요법 pemetrexed, cisplatin, carboplatin 포함; 자료: Bloomberg, FDA, NH투자증권 리서치본부

그림1. 미국 및 유럽 MARIPOSA M/S 추정치



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 미국 및 유럽 MARIPOSA 처방 환자 수



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표8. YH35324 밸류에이션(특발성 두드러기 적응증 가치) (단위: 천명, 백만달러, 십억원, %)

		2030E	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	2038F
TAM(Q)										
미국 성인 CSU 환자(Q)	CAGR 2%	2,173	2,205	2,238	2,272	2,306	2,340	2,376	2,411	2,447
CSU 진단	75%	1,629	1,654	1,679	1,704	1,729	1,755	1,782	1,808	1,836
H1-AH 치료	50%	815	827	839	852	865	878	891	904	918
H1-AH 내성/불응	50%	407	413	420	426	432	439	445	452	459
M/S										
1)졸레어 내성 시장	30%		124,039	125,900	127,788	129,705	131,651	133,626	135,630	137,664
YH35324 치료 환자			4,962	10,072	15,335	20,753	26,330	33,406	40,689	41,299
M/S			4%	8%	12%	16%	20%	25%	30%	30%
2)전체 - 졸레어 내성	70%		289,425	293,766	298,173	302,646	307,185	311,793	316,470	321,217
YH35324 치료 환자			4,631	9,401	14,312	19,369	24,575	31,179	37,976	38,546
M/S			2%	3%	5%	6%	8%	10%	12%	12%
미국 매출			**230**	**467**	**712**	**963**	**1,222**	**1,550**	**1,888**	**1,916**
EBIT			115	234	356	481	611	775	944	958
NOPLAT			93	188	286	387	491	623	759	770

위험 조정 가치(십억원)	928
유한양행 귀속(50%)	464

자료: NH투자증권 리서치본부

표9 유한양행 연간 실적 전망 (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	2,067.8	2,257.2	2,508.5	3,090.6
	- 수정 전	-	2,254.2	2,505.8	3,089.0
	- 변동률	-	*0.1*	*0.1*	*0.1*
영업이익	- 수정 후	54.9	102.3	185.5	463.2
	- 수정 전	-	100.1	187.4	466.8
	- 변동률	-	*2.2*	*-1.0*	*-0.8*
영업이익률(수정 후)		*2.7*	*4.5*	*7.4*	*15.0*
EBITDA		117.9	165.3	253.8	537.1
(지배지분)순이익		70.7	88.0	138.8	283.6
EPS	- 수정 후	874	1,090	1,723	3,528
	- 수정 전	-	1,648	2,533	4,913
	- 변동률	-	*-33.9*	*-32.0*	*-28.2*
PER		136.7	100.7	63.7	31.1
PBR		4.6	4.0	3.7	3.1
EV/EBITDA		82.6	54.0	34.7	15.8
ROE		3.4	4.1	6.0	10.8

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	**2,068**	**2,257**	**2,508**	**3,091**
증감률 (%)	*11.2*	*9.2*	*11.1*	*23.2*
매출원가	**1,378**	**1,484**	**1,585**	**1,697**
매출총이익	**689.4**	**773.5**	**923.9**	**1,394**
Gross 마진 (%)	*33.3*	*34.3*	*36.8*	*45.1*
판매비와 일반관리비	634.5	671.2	738.4	930.5
영업이익	**54.9**	**102.3**	**185.5**	**463.2**
증감률 (%)	*-3.8*	*86.3*	*81.4*	*149.7*
OP 마진 (%)	*2.7*	*4.5*	*7.4*	*15.0*
EBITDA	**117.9**	**165.3**	**253.8**	**537.1**
영업외손익	**6.6**	**-9.5**	**-9.4**	**-6.2**
금융수익(비용)	4.6	-9.5	-9.4	-6.2
기타영업외손익	-44.9	0.0	0.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	46.9	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**61.4**	**92.8**	**176.1**	**456.9**
법인세비용	**6.3**	**9.5**	**18.0**	**46.6**
계속사업이익	55.2	83.3	158.1	410.3
당기순이익	**55.2**	**114.8**	**181.0**	**369.7**
증감률 (%)	*-58.9*	*108.1*	*57.6*	*104.3*
Net 마진 (%)	*2.7*	*5.1*	*7.2*	*12.0*
지배주주지분 순이익	70.7	88.0	138.8	283.6
비지배주주지분 순이익	-15.5	-32.3	-50.9	-104.0
기타포괄이익	-1.3	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	53.8	114.8	181.0	369.7

Valuations/profitability/stability

	2024/12	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	136.7	100.7	63.7	31.1
PBR(X)	4.6	4.0	3.7	3.1
PCR(X)	61.3	56.4	36.3	17.8
PSR(X)	4.6	3.9	3.5	2.8
EV/EBITDA(X)	82.6	54.0	34.7	15.8
EV/EBIT(X)	177.4	87.3	47.5	18.3
EPS(W)	874	1,090	1,723	3,528
BPS(W)	25,808	27,156	29,544	34,905
SPS(W)	25,780	28,141	31,274	38,532
자기자본이익률(ROE, %)	3.4	4.1	6.0	10.8
총자산이익률(ROA, %)	1.9	3.8	5.7	10.6
투하자본이익률 (ROIC, %)	2.2	6.2	10.9	26.0
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.5	0.5
배당성향(%)	52.2	41.9	26.6	13.0
총현금배당금(십억원)	37	37	37	37
보통주 주당배당금(W)	500	500	500	500
순부채(현금)/자기자본(%)	-0.9	-0.8	-3.0	-11.4
총부채/자기자본(%)	36.8	38.3	38.9	36.9
이자발생부채	326	346	368	392
유동비율(%)	219.7	214.4	217.1	240.9
총발행주식수(mn)	81	81	81	81
액면가(W)	1,000	1,000	1,000	1,000
주가(W)	119,500	109,800	109,800	109,800
시가총액(십억원)	9,708	8,923	8,923	8,923

Statement of financial position

(십억원)	2024/12	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	306.5	322.0	397.1	654.6
매출채권	609.1	663.9	723.7	788.8
유동자산	**1,360**	**1,453**	**1,611**	**1,958**
유형자산	598.1	613.1	634.0	660.9
투자자산	521.4	551.5	583.6	617.8
비유동자산	**1,582**	**1,629**	**1,683**	**1,743**
자산총계	**2,942**	**3,082**	**3,294**	**3,701**
단기성부채	186.6	206.3	228.2	252.6
매입채무	176.3	192.2	209.5	228.4
유동부채	**619.1**	**677.8**	**742.1**	**812.7**
장기성부채	139.5	139.5	139.5	139.5
장기충당부채	31.0	34.5	38.3	42.6
비유동부채	**172.2**	**175.9**	**180.0**	**184.5**
부채총계	**791.4**	**853.7**	**922.1**	**997.3**
자본금	81.4	81.4	81.4	81.4
자본잉여금	122.6	122.6	122.6	122.6
이익잉여금	2,010	2,120	2,314	2,750
비지배주주지분	50.1	17.8	-33.1	-137.2
자본총계	**2,151**	**2,228**	**2,372**	**2,704**

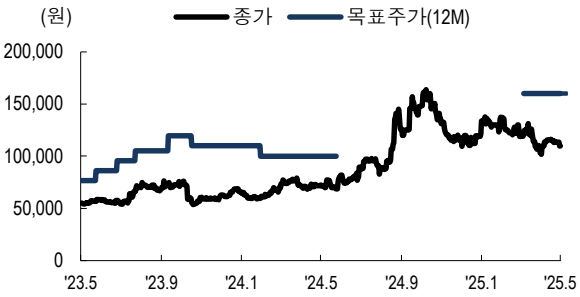
Cash flow statement

(십억원)	2024/12	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	**54.6**	**144.1**	**213.5**	**405.6**
당기순이익	55.2	114.8	181.0	369.7
+ 유/무형자산상각비	63.0	63.1	68.3	73.9
+ 종속, 관계기업관련손익	-35.5	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-2.9	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	156.3	156.1	242.5	494.8
- 운전자본의증가(감소)	-124.4	-33.8	-35.9	-38.1
투자활동 현금흐름	**-117.4**	**-110.8**	**-122.8**	**-134.9**
+ 유형자산 감소	4.3	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-117.1	-60.0	-70.0	-80.0
+ 투자자산의매각(취득)	59.1	-30.1	-32.1	-34.2
Free Cash Flow	-62.5	84.1	143.5	325.6
Net Cash Flow	-62.8	33.3	90.7	270.6
재무활동현금흐름	**65.8**	**-17.8**	**-15.6**	**-13.1**
자기자본 증가	12.2	0.0	0.0	0.0
부채증감	53.6	-17.8	-15.6	-13.1
현금의증가	7.2	15.5	75.1	257.5
기말현금 및 현금성자산	306.5	322.0	397.1	654.6
기말 순부채(순현금)	-19.8	-17.1	-72.0	-306.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.03.14	Buy	160,000원(12개월)	-	-
		담당 Analyst 교체	-	-
2024.02.06	Buy	100,000원(12개월)	1.2%	63.7%
2024.01.02	Buy	110,000원(12개월)	-43.7%	-37.5%
2023.10.24	Buy	115,000원(12개월)	-45.3%	-37.5%
2023.09.18	Buy	125,000원(12개월)	-41.5%	-36.4%
2023.07.30	Buy	110,000원(12개월)	-32.8%	-27.4%
2023.07.02	Buy	100,000원(12개월)	-39.0%	-30.7%
2023.05.31	Buy	90,000원(12개월)	-33.9%	-32.0%
2023.04.09	Buy	80,000원(12개월)	-27.8%	-25.0%

유한양행 (000100.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy: 15% 초과
   - Hold: -15% ~ 15%
   - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2025년 3월 31일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
86.9%	13.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '유한양행'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.