유한양행(000100.KS)

매수(유지)

라이선스수익 흐림, CDMO 맑음

분석의 기본 가정

- 유한화학의 수주 지속과 공장 가동률 개선이 단기 실적 성장 이끌 전망

제약/바이오 담당 정유경

T.02)2004-9253 / jamie.choung@shinyoung.com

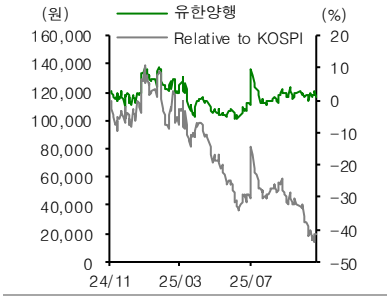
현재주가(11/5)	**116,500원**
목표주가(12M, 유지)	**140,000원**

Key Data	(기준일: 2025.11. 5)
KOSPI(pt)	4004.42
KOSDAQ(pt)	901.89
액면가(원)	1,000
시가총액(억원)	93,163
발행주식수(천주)	81,149
평균거래량(3M,주)	334,147
평균거래대금(3M, 백만원)	39,365
52주 최고/최저	137,700 / 101,100
52주 일간Beta	0.5
배당수익률(25F,%)	0.5
외국인지분율(%)	16.7
주요주주 지분율(%)	
유한재단 외 2 인	16.0 %
국민연금공단	7.9 %

Company Performance

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

Company vs KOSPI composite



3Q25 Review: 너무 도드라진 레이저티닙 미국 출시 마일스톤 역기저

3분기 연결기준 매출 5,700억원(-4.8% yoy), 영업이익 220억원(-53.7% yoy), OPM 3.9%를 기록하며 매출(-1.5%), 영업이익(-14.4%) 모두 컨센서스를 하회함. 별도기준은 매출 5,511억원(-5.8% yoy), 영업이익 241억원(-55.7% yoy), OPM 4.4% 기록. 매출은 3Q24 발생한 레이저티닙 미국 출시 마일스톤 $60M 등 라이선스수익 역기저 효과(-939억원)와 헬스케어사업부의 부진(-22.6% yoy)에도 해외사업이 유한화학 1,060억원(+121% yoy), 수출 1,350억원(+92.7% yoy)으로 크게 성장하며 마일스톤 기저효과 제거 시 전년비 12% 성장함. 영업이익은 연구개발비 -50.9% 감소에도 매출원가가 11.8% 증가한 영향에 마일스톤 역기저가 더해지며 크게 감소함. 약품사업부문은 로수바미브(+16.8% yoy), 페마라(+18.5% yoy), 비타민C(+21.8% yoy)등이 성장하며 일부 품목의 약가인하로 인한 부진에도 소폭(+2.8% yoy) 성장세 이어감

당분간 실적 성장은 유한화학의 CDMO에 기대

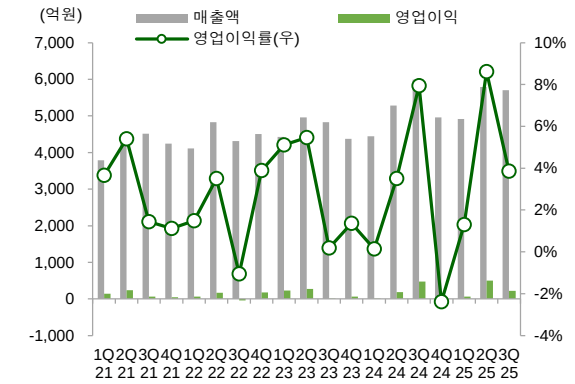
3Q25 J&J의 Rybrevant(아미반타맙)/Lazcluze(레이저티닙) 매출은 $198M(약 2,770억원)을 달성하였으며 동사는 로열티 수입으로 약 40억원 기록함. 아미반타맙SC 미국 승인이 연내 예상되고, 전체생존율(mOS) 데이터 공개 및 NCCN 가이드라인에 SoC로 등재 시 좀 더 공격적인 처방 증가 기대함. 유럽 출시 마일스톤 $30M 유입이 다소 지연되고 있어 성장의 큰 축은 유한화학의 CDMO 매출이 될 전망임. 8월 1,700억원 규모의 길리어드 API 수주에 이어 상업용 물질 1종 및 후기임상 물질 3종을 추가로 수주하며 API CDMO로서의 성장이 기대됨. 증설을 결정한 HC동은 1H28년부터 가동이 가능할 전망이므로 HB동의 가동률을 높여 추가 수주분의 생산을 소화할 것으로 예상함

투자의견 매수, 목표주가 140,000원 유지

레이저티닙 로열티 수입은 병용요법의 NCCN 가이드라인 SoC 등재 전까지 크게 증가하기는 어려울 전망으로 연 200억원 수준 예상함. 높은 수익성의 유한화학 CDMO가 당분간 매출 성장과 영업이익 개선을 이끌 전망이나 중장기 성장에 도움이 될 핵심 품목 확보가 필요한 시기임. 블록버스터 상품 도입이나 전략 파이프라인의 적극적인 L/O 추진으로 본업 성장이 필요할 것. 투자의견 매수, 목표주가 140,000원 유지함

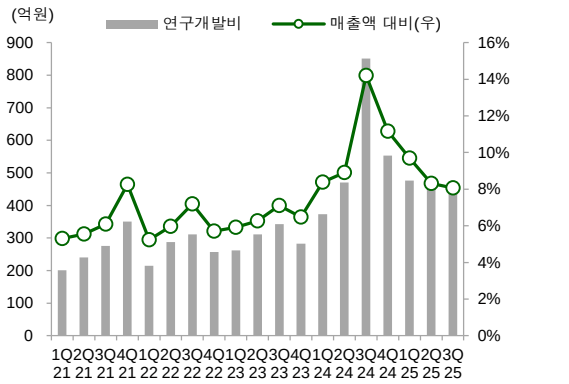
결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	1,859	2,068	2,249	2,498	2,748
영업이익(십억원)	57	55	101	237	316
세전손익(십억원)	135	61	107	246	332
지배순이익(십억원)	136	71	81	187	252
EPS(원)	1,673	869	999	2,301	3,105
증감율(%)	43.1	-48.1	15.1	130.3	35.0
ROE(%)	6.7	3.4	3.8	8.5	10.5
PER(배)	39.3	137.6	116.6	50.6	37.5
PBR(배)	2.5	4.2	4.0	3.8	3.5
EV/EBITDA(배)	52.6	82.7	53.3	30.9	24.7

도표 1. 분기 매출, 영업이익, 영업이익률 추이



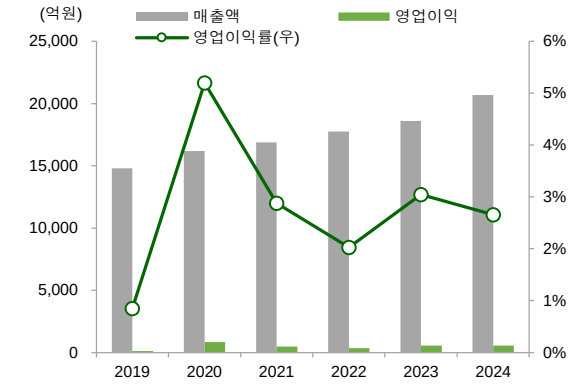
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 2. 분기 연구개발비 추이



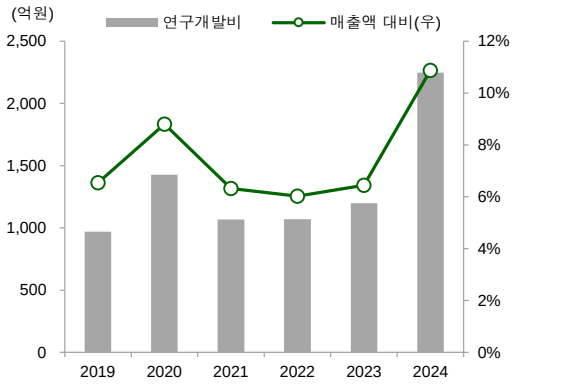
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 3. 연간 매출, 영업이익, 영업이익률 추이



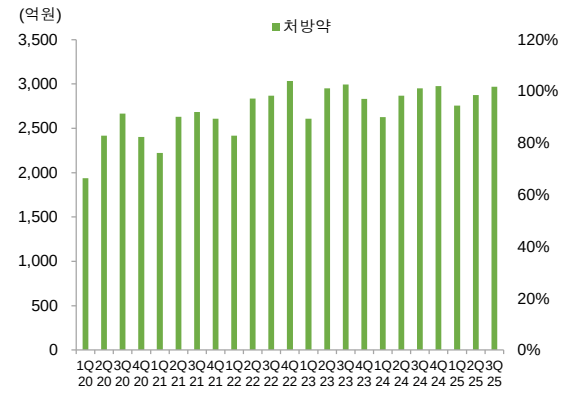
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 4. 연간 연구개발비 추이



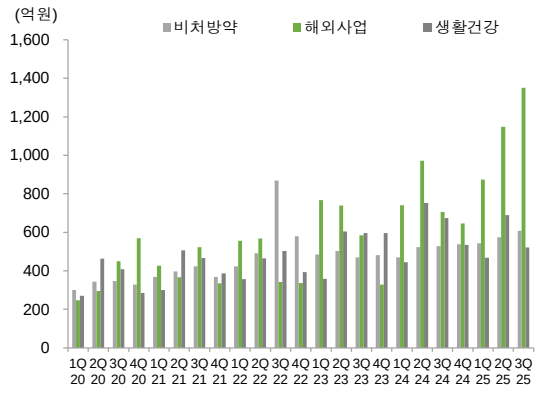
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 5. ETC 부문 분기 매출 추이



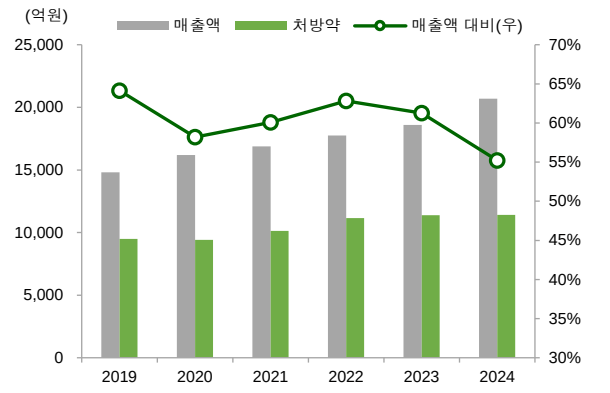
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 6. 기타 사업부문 분기 매출 추이 (ETC 외)



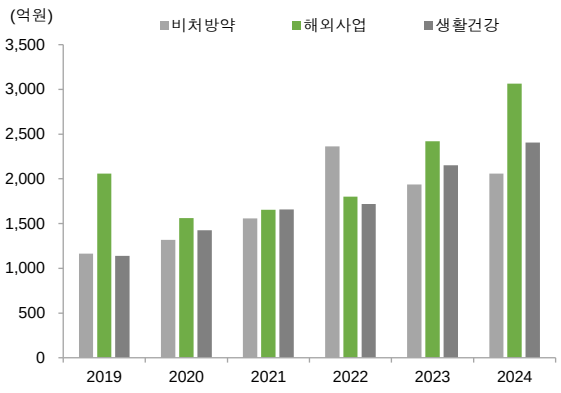
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 7. ETC 부문 매출 비중



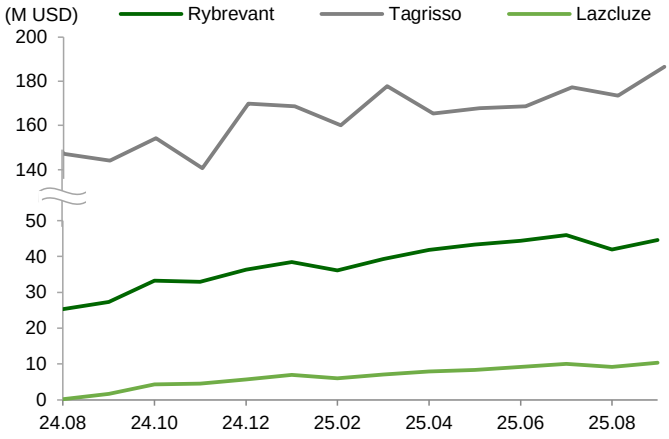
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 8. 비 ETC 부문 매출 증가 추이



자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 9. 리브리반트/라즈클루즈 처방액 증가 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

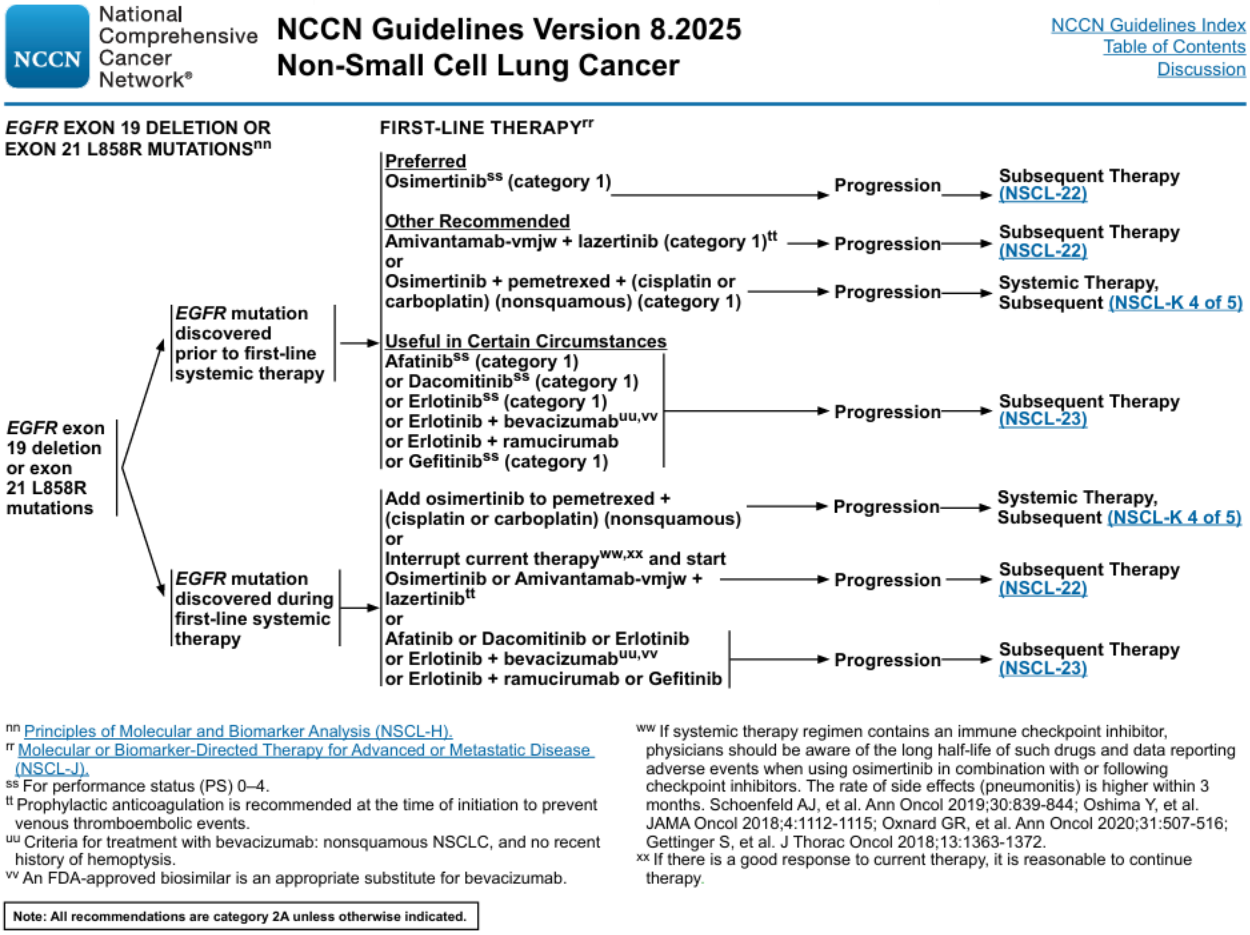
도표 10. 유한양행 파이프라인 현황

Section	Drug	Indication	Predinical	Phase I	Phase II	Phase III	Approval	Originator	Licensee
Oncology	Lazertinib 3rd gen. EGFR TKI	EGFR+ NSCLC	1L/2L mono (Korea) & combo 1L + Amivantamab (Global) 2L + Amivantamab (Global)					GENOSCO	Johnson&Johnson
	YH32367 HER2/4-1BB bsAb	HER2+ solid cancer						ablbio	
	YH32364 EGFR/4-1BB bsAb	Solid cancer						ablbio	
	YH42946 HER2-TKI	Solid cancer						JINTS BIO	
	YH44529 SOS1	Solid cancer						Cyrus	
CVRM	YH25724 FGF21/GLP-1	MASH							
	YH35995 GCS inhibitor	LSD[1]						GC Biopharma	
Immunology, GI & Others	YH35324 IgE Trap	Allergic diseases						GI Innovation	
	SB-01 TGFβ	DDD[2]						EnsolBio sciences	SpineBiopharma
	PCS12852 5-HT4R agonist	Gastroparesis							Procesa Pharmaceuticals

[1]Lysosomal storage disease (LSD) [2]Degenerative disc disease (DDD)

자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 11. 미국 종합 암 네트워크(NCCN) 비소세포폐암 치료 가이드라인



자료: NCCN, 신영증권 리서치센터

유한양행(000100.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**18,590**	**20,678**	**22,491**	**24,977**	**27,477**
증가율(%)	4.7	11.2	8.8	11.1	10.0
매출원가	**12,931**	**13,784**	**15,631**	**16,235**	**17,310**
원가율(%)	69.6	66.7	69.5	65.0	63.0
매출총이익	**5,659**	**6,894**	**6,860**	**8,742**	**10,166**
매출총이익률(%)	30.4	33.3	30.5	35.0	37.0
판매비와 관리비 등	**5,088**	**6,345**	**5,848**	**6,369**	**7,007**
판관비율(%)	27.4	30.7	26.0	25.5	25.5
영업이익	**570**	**549**	**1,012**	**2,373**	**3,160**
증가율(%)	58.3	-3.7	84.3	134.5	33.2
영업이익률(%)	3.1	2.7	4.5	9.5	11.5
EBITDA	**1,014**	**1,179**	**1,767**	**3,011**	**3,700**
EBITDA마진(%)	5.5	5.7	7.9	12.1	13.5
순금융손익	**112**	**46**	**89**	**80**	**88**
이자손익	49	-61	-45	-17	25
외화관련손익	36	106	78	78	78
기타영업외손익	**111**	**-449**	**-171**	**-102**	**-42**
종속및관계기업 관련손익	**556**	**469**	**141**	**112**	**118**
법인세차감전계속사업이익	**1,348**	**614**	**1,071**	**2,463**	**3,324**
계속사업손익법인세비용	**6**	**63**	**259**	**596**	**804**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**1,342**	**552**	**812**	**1,867**	**2,520**
증가율(%)	48.1	-58.9	47.1	129.9	35.0
순이익률(%)	7.2	2.7	3.6	7.5	9.2
지배주주지분 당기순이익	1,362	707	812	1,867	2,520
증가율(%)	43.2	-48.1	14.9	129.9	35.0
기타포괄이익	**-163**	**-13**	**-163**	**102**	**68**
총포괄이익	**1,180**	**538**	**649**	**1,969**	**2,588**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**12,565**	**13,603**	**14,674**	**17,057**	**20,022**
현금및현금성자산	2,993	3,065	3,721	4,815	6,436
매출채권 및 기타채권	5,739	6,261	6,540	7,260	7,987
재고자산	2,848	3,432	3,415	3,792	4,172
비유동자산	**15,558**	**15,818**	**15,421**	**15,141**	**14,960**
유형자산	5,284	5,981	5,406	4,929	4,532
무형자산	2,909	2,848	2,668	2,507	2,363
투자자산	5,716	5,214	5,573	5,931	6,290
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**28,123**	**29,420**	**30,095**	**32,199**	**34,981**
유동부채	**5,832**	**6,191**	**6,593**	**7,101**	**7,670**
단기차입금	1,282	1,680	1,680	1,680	1,680
매입채무및기타채무	2,874	2,998	3,400	3,908	4,477
유동성장기부채	41	112	112	112	112
비유동부채	**1,285**	**1,722**	**1,722**	**1,722**	**1,722**
사채	0	161	161	161	161
장기차입금	602	1,052	1,052	1,052	1,052
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**7,116**	**7,914**	**8,315**	**8,824**	**9,393**
지배주주지분	**20,513**	**21,005**	**21,278**	**22,873**	**25,087**
자본금	778	814	811	811	811
자본잉여금	1,139	1,226	1,226	1,226	1,226
기타포괄이익누계액	1,010	1,061	898	1,000	1,068
이익잉여금	19,756	20,100	20,538	22,031	24,177
비지배주주지분	**494**	**501**	**501**	**501**	**501**
자본총계	**21,007**	**21,507**	**21,780**	**23,375**	**25,589**
총차입금	**2,693**	**3,261**	**3,261**	**3,261**	**3,261**
순차입금	**-570**	**-83**	**-712**	**-1,810**	**-3,436**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**1,441**	**546**	**1,481**	**1,652**	**2,212**
당기순이익	**1,342**	**552**	**812**	**1,867**	**2,520**
현금유출이없는비용및수익	**-98**	**1,011**	**982**	**1,174**	**1,243**
유형자산감가상각비	385	450	575	478	396
무형자산상각비	59	180	180	161	144
영업활동관련자산부채변동	**-84**	**-1,244**	**-8**	**-776**	**-770**
매출채권의감소(증가)	-634	-482	-278	-721	-727
재고자산의감소(증가)	-54	-586	17	-377	-380
매입채무의증가(감소)	445	-44	402	508	569
투자활동으로인한현금흐름	**-1,992**	**-1,174**	**-1,070**	**-1,070**	**-1,070**
투자자산의 감소(증가)	503	502	-359	-359	-359
유형자산의 감소	2	43	0	0	0
CAPEX	-1,615	-1,171	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	153	-9	-4	-4	-4
재무활동으로인한현금흐름	**632**	**658**	**98**	**-274**	**-274**
장기차입금의증가(감소)	576	561	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-2	0	0
기타현금흐름	**-19**	**41**	**147**	**786**	**752**
현금의 증가	**62**	**72**	**656**	**1,094**	**1,621**
기초현금	2,930	2,993	3,065	3,721	4,815
기말현금	2,993	3,065	3,721	4,815	6,436

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	1,673	869	999	2,301	3,105
BPS	27,869	28,505	28,926	30,892	33,620
DPS	0	0	500	500	500
Multiples (배)					
PER	39.3	137.6	116.6	50.6	37.5
PBR	2.5	4.2	4.0	3.8	3.5
EV/EBITDA	52.6	82.7	53.3	30.9	24.7

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	43.1%	-48.1%	15.1%	130.3%	35.0%
EBITDA(발표기준) 증가율	28.4%	16.3%	49.9%	70.4%	22.9%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	6.5%	2.6%	3.8%	8.3%	10.3%
ROE(지배순이익 기준)	6.7%	3.4%	3.8%	8.5%	10.5%
ROIC	3.1%	2.0%	5.1%	12.2%	16.0%
WACC	8.6%	8.8%	8.7%	8.7%	8.7%
안전성(%)					
부채비율	33.9%	36.8%	38.2%	37.7%	36.7%
순차입금비율	-2.7%	-0.4%	-3.3%	-7.7%	-13.4%
이자보상배율	9.1	3.7	6.9	16.1	21.5

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목
- **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
- **중립** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
- **매도** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업
- **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
- **중 립** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
- **비중축소** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20250930)	매수 : 87.41%	중립 : 11.89%	매도 : 0.7%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
유한양행	-	-	-	-	O	-	-	-

유한양행 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-11-06	매수	140000		
2025-05-09	매수	140000		
2024-11-27	매수	130000	-7.23	5.92
2024-07-11	매수	100000	22.91	63.70