유한양행 000100

Analyst 이달미 | 제약/바이오
02-3779-3553, tm.lee@sangsanginib.com

이제부터는 돈 버는 시기

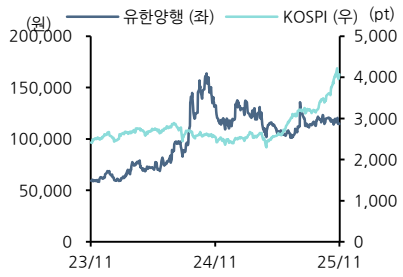
BUY 신규

목표주가 신규	160,000원
종가(25.11.10)	114,500원
상승여력	39.7%

Stock Data

KOSPI(11/10)	4,073.2pt
시가총액	91,564억원
액면가	1,000원
52주 최고가	137,700원
52주 최저가	101,100원
외국인지분율	16.3%
90일 일평균거래대금	399억원
주요주주지분율	
유한재단 (외 4인)	23.4%
유동주식비율	68.7%

Stock Price



QR코드로 간편하게
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

2025년 3분기 실적 Review

동사의 2025년 3분기 연결 실적은 매출액 5,700억원(-4.8%YoY), 영업이익 220억원(-53.7%YoY, OPM 3.9%)를 기록하며 시장 컨센서스를 하회하였다. 실적부진의 주요 원인은 3Q24 인식된 라즈클루즈 미국 출시 마일스톤 약 800억 수준이 유입되면서 높은 기저에 따른 역성장을 기록했다. 일회성 마일스톤을 제외하면 3Q25 별도기준 매출액은 +12%YoY 성장세를 기록했다. 유한화학에서 API 수주 증가로 해외사업부 매출 +91.3%YoY 증가가 전체 성장세를 견인하였다.

2025년 4분기 실적 Preview

2025년 3분기 라즈클루즈 마일스톤은 40억원이었으나 2025년 4분기에는 중국 출시에 따른 마일스톤 약 640억원과 유럽 출시로 인한 추가적인 마일스톤 유입으로 매출액은 6,027억원(+21.5%YoY), 영업이익은 559억원(흑자전환) 시현이 전망된다. 유한화학은 API 수주증가로 4분기에도 고성장세를 유지할 전망이다.

투자의견 BUY와 목표주가 160,000원을 제시하며 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 160,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 영업가치에 라즈클루즈의 2028년도 매출액 및 유한화학의 증설공장 총 130만 리터가 가동되는 시점인 2028년 EBITDA에 국내 주요 제약/바이오 업체 평균 EV/EBITDA 25배를 적용하였고 비영업가치에는 보유지분가치의 장부가액을 반영, 영업과 비영업가치를 합산하여 산정되었다. 얀센은 라즈클루즈와 아미반타맙 병용 매출액이 2028년 50억 달러 이상을 예상하고 있어 2028년 라즈클루즈로 인한 로열티 수입은 크게 증가할 전망이다. 지난주 라즈클루즈는 NCCN 가이드라인에서 NSCLC 1차 치료제 최선호 요법에 등재되면서 등급이 한단계 상향되었다. 이는 라즈클루즈의 매출확대에 긍정적일 전망이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	1,859	57	136	1,691	40.7	52.3	2.6	6.7	0.6
2024	2,068	55	71	874	136.7	82.4	4.6	3.4	0.4
2025E	2,243	134	116	1,576	72.7	45.4	4.2	5.4	0.4
2026E	2,559	165	164	2,228	51.4	38.3	4.0	7.2	0.4
2027E	2,873	268	243	3,291	34.8	26.2	3.7	10.0	0.4

자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권

유한화학 공장증설로 고성장세 지속 전망

중장기적으로 유한화학의 API 수주증가는 동사의 전체 매출성장세를 견인할 전망이다. 과거 길리어드사로부터의 C형 간염치료제 수주감소로 매출이 축소되었다. 그러나 최근 길리어드의 에이즈 치료제 수주가 발생되기 시작하면서 C형 간염치료제 수주도 증가하고 있다. 이러한 현상은 미국 생물보안법 영향 때문인 것으로 판단된다. 미중 갈등 때문에 글로벌 업체들이 API 공급선을 기존 중국업체에서 바꾸고 있는데 대부분이 우리나라 업체와 인도 업체들이다. 국내에서는 신약 API를 하는 업체가 많지 않고 동사는 기존 길리어드 벤더였기 때문에 가장 큰 수혜를 보고 있다. 이에 따라 화성공장 증설을 결정하였고 현재 capa 100만리터에서 추가로 30만리터를 증설하여 2028년에는 130만리터에 달할 것이다. 지속되는 API 수주 및 공장증설 효과로 유한화학은 2028년까지 큰 폭의 성장세 시현이 전망, 이에 따른 장기적인 주가 우상향이 예상된다.

표 1. 유한양행 Valuation Table

(십억원, %, 주)	내용	비고
2028 년 EBITDA	438.8	
Target EV/EBITDA	25.0	국내 주요 제약/바이오 업체 과거 3 년 평균
A. 영업가치	10,969.0	
B. 비영업가치	780.0	
보유지분가치		
유한화학(100%)	128.4	장부가액
유한킴벌리(30%)	205.6	장부가액
기타	451.3	장부가액
순차입금	5.2	2025 년말 예상기준
기업가치(A+B)	11,749.0	
발행주식수	73,615,744.0	자사주 제외
주당가치(원)	159,599	
목표주가(원)	**160,000**	
현재주가(원)	114,500	
상승여력(%)	**39.7**	

자료: 상상인증권 추정치

표 2. 유한양행의 2025년 3분기 실적 Review

(십억원, %)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P		증감율		컨센서스 차이
					확정치	시장 컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	598.8	496.1	491.6	579.0	**570.0**	**578.6**	-4.8	(1.5)	(1.5)
영업이익	47.6	-11.8	6.4	49.9	**22.0**	**25.7**	-53.7	(55.8)	(14.3)
세전이익	49.8	-42.5	15.0	51.6	**35.2**	**34.2**	-29.3	(31.8)	2.8
순이익	35.5	-23.1	10.0	44.0	**21.2**	**23.5**	-40.3	(51.8)	(9.7)
영업이익률	*7.9*	*-2.4*	*1.3*	*8.6*	***3.9***	***4.4***			
세전이익률	*8.3*	*-8.6*	*3.1*	*8.9*	***6.2***	***133.1***			
순이익률	*5.9*	*-4.7*	*2.0*	*7.6*	***3.7***	***68.7***			

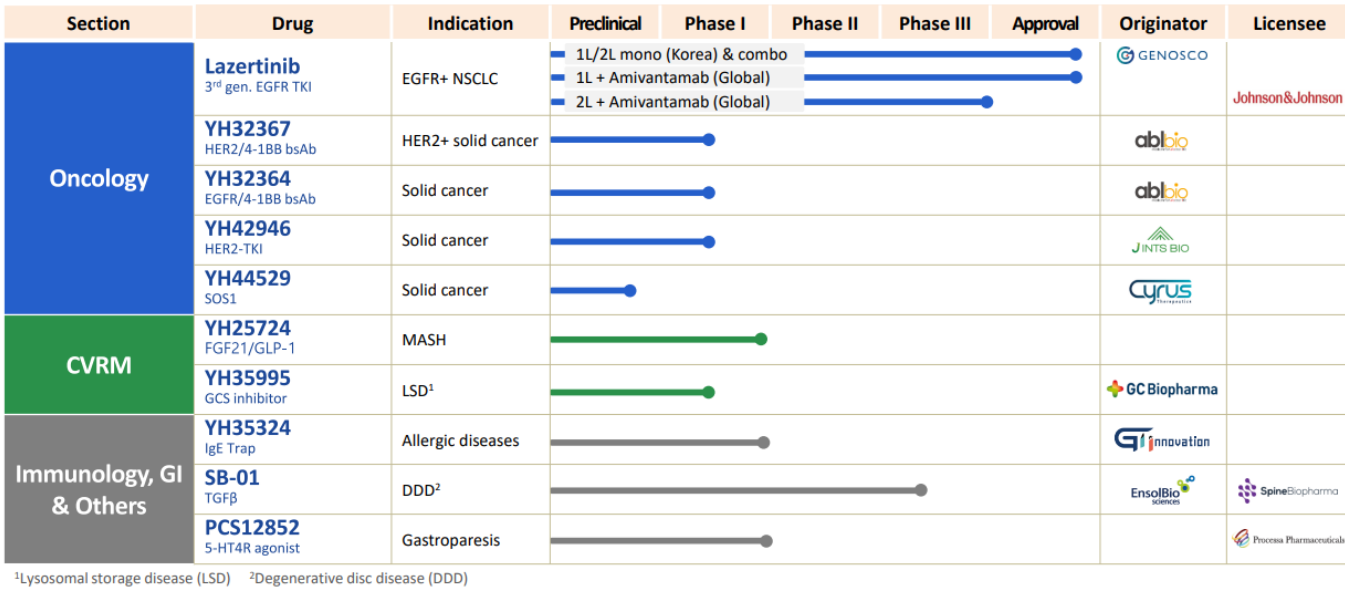
자료: 유한양행, 상상인증권 추정치

표 3. 유한양행 분기 및 연간 실적 전망 Table

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**444.6**	**528.3**	**598.8**	**496.1**	**491.6**	**579.0**	**570.0**	**602.7**	**1,859.0**	**2,067.8**	**2,243.2**	**2,558.8**
약품사업	310.2	341.1	349.3	353.5	331.9	347.6	360.8	369.5	1,339.4	1,354.1	1,409.9	1,666.9
생활건강사업	44.5	75.2	67.4	53.5	46.7	68.8	52.2	56.2	215.3	240.6	224.0	228.4
해외사업	74.1	97.2	70.6	64.6	87.4	114.8	135.0	79.7	241.9	306.5	416.9	456.9
라이선스 수익	2.6	0.6	98.2	4.0	4.0	25.6	4.3	70.0	11.3	105.3	103.9	100.0
기타	13.3	14.3	13.3	20.5	21.5	22.5	17.6	27.2	51.1	61.3	88.9	106.6
영업이익	**0.6**	**18.5**	**47.6**	**-11.8**	**6.4**	**49.9**	**22.0**	**55.9**	**57.0**	**54.9**	**134.2**	**165.3**
세전이익	**14.9**	**39.2**	**49.8**	**-42.5**	**15.0**	**51.6**	**35.2**	**51.8**	**134.8**	**61.4**	**153.5**	**211.9**
순이익	**10.8**	**31.9**	**35.5**	**-23.1**	**10.0**	**44.0**	**21.2**	**38.8**	**134.2**	**55.2**	**114.1**	**159.0**
성장률 YoY(%)												
매출액	0.3	6.6	24.0	13.5	10.6	9.6	-4.8	21.5	4.7	11.2	8.5	14.1
영업이익	-97.4	-32.1	5,286.7	적전	1,012.3	168.9	-53.7	흑전	58.3	-3.8	144.6	23.2
세전이익	-58.3	185.0	157.8	적전	0.4	31.7	-29.3	흑전	42.0	-54.4	149.9	38.0
순이익	-51.5	271.2	86.9	적전	-7.4	37.9	-40.3	흑전	48.2	-58.9	106.8	39.4
수익률(%)												
영업이익	0.1	3.5	7.9	-2.4	1.3	8.6	3.9	9.3	3.1	2.7	6.0	6.5
세전이익	3.4	7.4	8.3	-8.6	3.1	8.9	6.2	8.6	7.3	3.0	6.8	8.3
순이익	2.4	6.0	5.9	-4.7	2.0	7.6	3.7	6.4	7.2	2.7	5.1	6.2

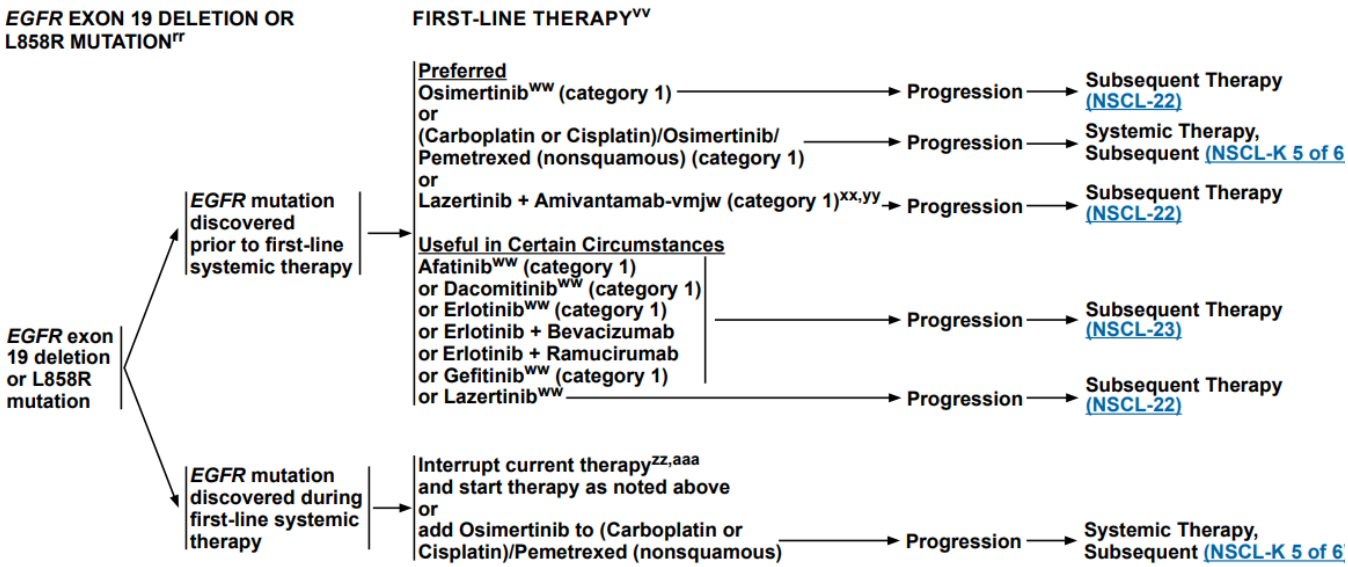
자료: 유한양행, 상상인증권 추정치

그림 1. 유한양행 R&D 파이프라인 현황



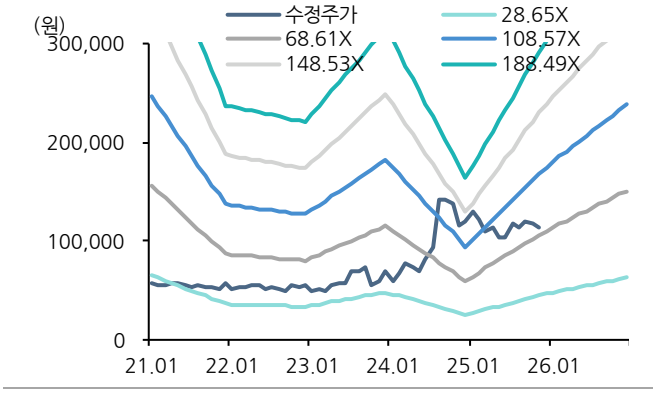
자료: 유한양행, 상상인증권

그림 2. NCCN 가이드라인 업데이트



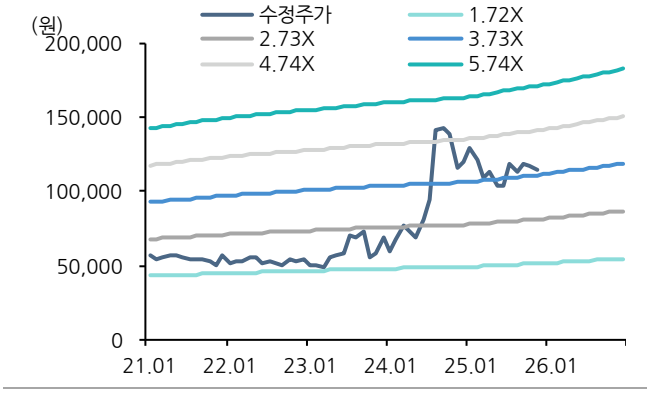
자료: NCCN Guidelines. Non-Small Cell Lung Cancer, Version 1.2026., 상상인증권

그림 3. 유한양행의 P/E Band 차트



자료: 상상인증권

그림 4. 유한양행의 P/B Band 차트



자료: 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**1,256.5**	**1,360.3**	**1,494.6**	**1,582.7**	**1,748.9**
현금 및 현금성자산	299.3	306.5	346.4	380.5	477.4
매출채권	573.9	626.1	680.2	720.0	754.3
재고자산	284.8	343.2	398.7	410.0	442.1
비유동자산	**1,555.8**	**1,581.8**	**1,637.2**	**1,747.1**	**1,854.5**
관계기업투자등	571.1	521.3	501.1	521.4	542.6
유형자산	528.4	598.1	671.3	753.1	831.3
무형자산	290.9	284.8	289.5	290.2	290.9
자산총계	**2,812.3**	**2,942.0**	**3,131.8**	**3,329.8**	**3,603.4**
유동부채	**583.2**	**619.1**	**682.7**	**752.2**	**819.1**
매입채무	287.4	299.8	316.4	330.0	350.8
단기금융부채	169.4	186.6	221.2	271.2	311.2
비유동부채	**128.5**	**172.2**	**179.8**	**181.1**	**182.5**
장기금융부채	99.9	139.5	145.6	145.6	145.6
부채총계	711.6	791.4	862.4	933.3	1,001.7
지배주주지분	**2,051.3**	**2,100.5**	**2,205.3**	**2,332.5**	**2,537.7**
자본금	77.8	81.4	81.4	81.4	81.4
자본잉여금	113.9	122.6	143.9	143.9	143.9
이익잉여금	1,975.6	2,010.0	2,085.2	2,212.3	2,417.6
비지배주주지분	**49.4**	**50.1**	**64.0**	**64.0**	**64.0**
자본총계	**2,100.7**	**2,150.7**	**2,269.4**	**2,396.5**	**2,601.7**

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,859.0**	**2,067.8**	**2,243.2**	**2,558.8**	**2,872.5**
매출원가	1,293.1	1,378.4	1,525.5	1,732.3	1,924.6
매출총이익	565.9	689.4	717.7	826.5	947.9
판매비와 관리비	508.8	634.5	583.5	661.2	680.0
영업이익	**57.0**	**54.9**	**134.2**	**165.3**	**267.9**
EBITDA	101.4	117.9	204.5	242.9	352.0
금융손익	9.9	4.3	-14.1	-6.9	-8.6
관계기업등 투자손익	81.4	35.5	63.5	78.7	78.7
기타영업외손익	-13.4	-33.2	-30.0	-25.1	-25.4
세전계속사업이익	**134.8**	**61.4**	**153.5**	**211.9**	**312.6**
계속사업법인세비용	0.6	6.3	39.5	53.0	78.2
당기순이익	134.2	55.2	114.1	159.0	234.5
지배주주순이익	**136.2**	**70.7**	**116.5**	**164.5**	**242.6**
매출총이익률 (%)	30.4	33.3	32.0	32.3	33.0
영업이익률 (%)	3.1	2.7	6.0	6.5	9.3
EBITDA 마진률 (%)	5.5	5.7	9.1	9.5	12.3
세전이익률 (%)	7.3	3.0	6.8	8.3	10.9
지배주주순이익률 (%)	7.3	3.4	5.2	6.4	8.4
ROA (%)	5.2	2.5	3.8	5.1	7.0
ROE (%)	6.7	3.4	5.4	7.2	10.0
ROIC (%)	4.3	3.2	5.9	6.8	10.3

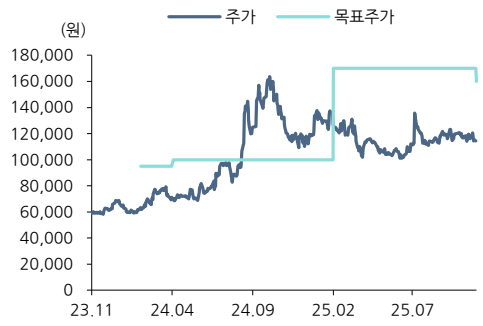
현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**144.1**	**54.6**	**85.9**	**130.9**	**207.7**
당기순이익(손실)	134.2	55.2	114.1	159.0	234.5
현금수익비용가감	-9.8	101.1	43.6	5.8	15.0
유형자산감가상각비	38.5	45.0	51.9	58.9	65.4
무형자산상각비	5.9	18.0	18.4	18.6	18.7
기타현금수익비용	-54.2	38.1	-156.0	-229.2	-226.5
운전자본 증감	-8.4	-124.4	-98.6	-33.8	-41.7
매출채권의 감소(증가)	-63.4	-48.2	-43.7	-39.8	-34.3
재고자산의 감소(증가)	-5.4	-58.6	-56.6	-11.3	-32.1
매입채무의 증가(감소)	44.5	-4.4	52.0	13.6	20.8
기타영업현금흐름	15.9	-13.2	-50.3	3.7	3.8
투자활동 현금흐름	**-199.2**	**-117.4**	**-82.0**	**-109.4**	**-113.5**
유형자산 처분(취득)	-161.3	-112.8	-108.8	-140.7	-143.6
무형자산 감소(증가)	-42.4	-16.8	-23.2	-19.3	-19.3
투자자산 감소(증가)	-53.8	20.0	32.9	57.7	56.9
기타투자활동	58.3	-7.8	17.1	-7.1	-7.4
재무활동 현금흐름	**63.2**	**65.8**	**37.1**	**12.6**	**2.6**
차입금의 증가(감소)	85.9	88.3	38.9	50.0	40.0
자본의 증가(감소)	-34.7	-34.7	-4.6	-37.4	-37.4
배당금 지급	27.3	32.1	37.5	37.4	37.4
기타재무활동	12.1	12.2	2.7	0.0	0.0
현금의 증감	**6.2**	**7.2**	**39.9**	**34.1**	**96.9**
기초현금	293.0	299.3	306.5	346.4	380.5
기말현금	299.3	306.5	346.4	380.5	477.4

주요투자지표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (배)					
P/E	40.7	136.7	72.7	51.4	34.8
P/B	2.6	4.6	4.2	4.0	3.7
EV/EBITDA	52.3	82.4	45.4	38.3	26.2
P/S	3.0	4.7	4.1	3.6	3.2
배당수익률 (%)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
성장성 (%)					
매출액 증가율	4.7	11.2	8.5	14.1	12.3
영업이익 증가율	58.3	-3.8	144.6	23.2	62.1
세전이익 증가율	42.0	-54.4	149.9	38.0	47.5
지배주주순이익 증가율	43.1	-48.1	64.8	41.2	47.5
EPS 증가율	43.3	-48.3	80.3	41.4	47.7
안정성 (%)					
부채비율	33.9	36.8	38.0	38.9	38.5
유동비율	215.4	219.7	218.9	210.4	213.5
순차입금/자기자본	-2.0	0.3	0.2	0.9	-1.4
영업이익/금융비용	9.1	3.7	8.7	10.3	14.8
총차입금 (십억원)	269.3	326.1	366.8	416.8	456.8
순차입금 (십억원)	-42.9	5.8	5.2	20.4	-37.1
주당지표 (원)					
EPS	1,691	874	1,576	2,228	3,291
BPS	26,359	25,808	27,176	28,743	31,272
SPS	22,840	25,406	27,643	31,532	35,398
DPS	430	500	500	500	500

유한양행 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-02-13	Buy	170,000	1년	-32.5	-20.1
2025-11-11	담당자변경				
2025-11-11	Buy	160,000	1년		

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이달미)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	84.6%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 절대수익률	BUY	93.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	15.4%	시가총액 수준 유지			HOLD	6.5%	절대수익률 +15%~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
			합계 100%					합계 100%	