제약·바이오/화장품
이지원
02)6742-3584
leejw9205@heungkuksec.co.kr

R.A.
박시은
02)6742-3518
parkse@heungkuksec.co.kr

(000100)

유한양행

BUY(유지)

반드시 마주하게 될 별의 순간

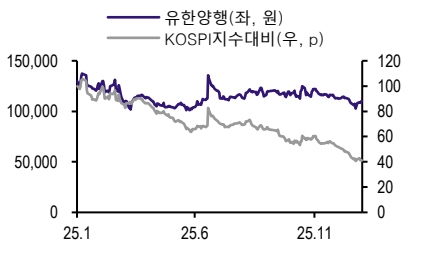
목표주가	150,000원(유지)
현재주가(01/29)	110,200원
상승여력	36.1%
시가총액	8,813십억원
발행주식수	79,968천주
52주 최고가 / 최저가	137,400 / 101,100원
3개월 일평균거래대금	50십억원
외국인 지분율	17.2%
주요주주	
유한재단 (외 4인)	23.4%
자사주 (외 1인)	7.9%
국민연금공단 (외 1인)	7.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.6	-6.0	-8.5	-15.2
상대수익률(KOSPI)	-26.3	-33.9	-70.1	-121.0

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,859	2,068	2,203	2,478
영업이익	57	55	111	169
EBITDA	101	118	181	243
지배기업순이익	136	71	106	161
EPS	1,691	874	1,429	2,184
순차입금	-43	6	189	208
PER	40.7	136.7	77.1	50.5
PBR	2.6	4.6	4.6	4.3
EV/EBITDA	52.3	82.4	50.5	37.6
배당수익률	0.6	0.4	0.5	0.5
ROE	6.7	3.4	5.2	8.0
컨센서스 영업이익	-	-	129	172
컨센서스 EPS	-	-	1,492	2,294

주가추이



4Q25E Preview: 유럽 마일스톤 수령 지연은 일시적

유한양행의 2025년 4분기 연결 매출액은 5,626억원(+13.4% YoY, -1.3% QoQ), 연결 영업이익은 326억원(흑자전환 YoY, +48% QoQ, OPM: 5.8%)으로 시장 컨센서스를 하회하는 실적을 시현할 것으로 전망한다. 컨센서스 하회의 주된 이유는 4분기 예정되었던 레이저티닙 유럽 출시 마일스톤(3,000만 달러, 약 428억원)의 일시적 인식 지연으로 2026년 1분기에는 유입될 것으로 전망한다(유럽 현지 보험 관련 이슈 예상). 유럽 마일스톤 인식 지연 효과를 제외한다면 주요 사업부문의 안정적 이익 성장세로 인해 유한양행의 4분기 별도 실적은 시장의 기대치에 부합 혹은 소폭 상회하는 수준이 될 것으로 예상한다. 4분기 의약품/생활건강/해외사업부 탑라인은 각각 3,638억/548억/685억원(+3.5% YoY/+2.4% YoY/+5.2% YoY) 수준이 될 것으로 추정하며 4분기 라이선스수익은 650억 수준으로 추정한다(25년 10월 말 중국 출시 마일스톤 반영).

레이저티닙의 가파른 처방 확대는 곧 마주하게 될 현실

2025년 하반기 우호적 시장 환경과 수급 상황 속에 11월 레이저티닙+아미반타맙 병용요법이 미국 국립 종합 암센터 네트워크(NCCN) 가이드라인에 EGFRm NSCLC 1차 권고 요법으로 등재되고 12월에는 아미반타맙의 SC 제형이 FDA에서 승인되는 등 호재에도 불구하고 유한양행의 주가는 크게 반응하지 않았다. 현 시점 시장이 가장 큰 관심과 기대를 두고 있는 곳은 MARIPOSA(3상) 최종 mOS 값 업데이트로(MARIPOSA 기대 mOS: 최소 48~49개월 이상 vs. FLAURA/FLAURA2: 38.6/47.5개월), 올해 상반기에 최장 mOS가 확인된다면 하반기부터는 레이저티닙의 가파른 처방 확대가 이루어질 것으로 전망한다. 유한양행 기업가치 리레이팅의 핵심인 레이저티닙 라이선스수익의 압도적 성장세와 함께 알레르기 치료제 레시게르셉트의 임상2상 진입(올해 중간 결과 예상), GLP-1 후보물질 도출도 올해 예정되어 있어 실적 컨센서스 추정치는 향후 가파르게 상승할 것으로 전망한다.

유한양행 투자의견 BUY, 목표주가 150,000원 유지

MARIPOSA 최장 mOS 확보와 함께 레이저티닙의 가파른 처방 확장세를 긍정적으로 전망하며 유한양행 투자의견 BUY, 목표주가 15만원 유지.

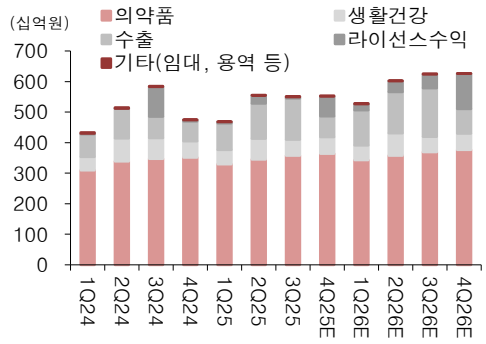
그림 1 유한양행 주요 L/O deal 요약

Out-licensing Deals

Contract Date	Project Name	Partner(Licensor)	Contract Value	Amount received	
				Down payment	Milestone Income
2018.07	YH14618(Degenerative Disc Disease)	Spine Biopharma	$218,150,000	$650,000	$2,000,000
2018.11	Lazertinib(NSCLC)	Janssen Biotech	$950,000,000	$50,000,000	$35,000,000
					$65,000,000
					$60,000,000
					$15,000,000
2020.08	YH12852(Gut Motility Disease)	Processa Pharmaceuticals	$410,500,000	$2,000,000	
Total			$1,578,650,000	$52,650,000	$177,000,000

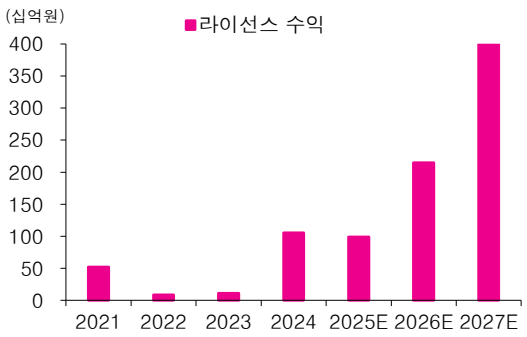
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 2 유한양행 분기별 별도 매출액 추이 및 전망



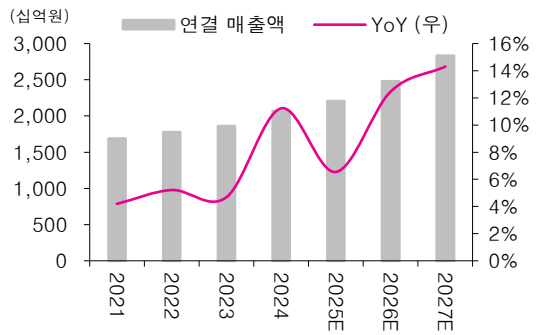
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 3 유한양행 연간 라이선스 수익 추이 및 전망



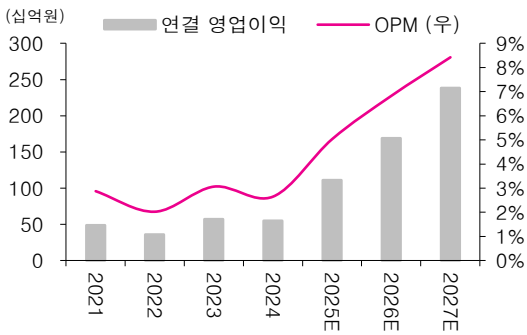
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 4 유한양행 연간 연결 매출액 추이 및 전망



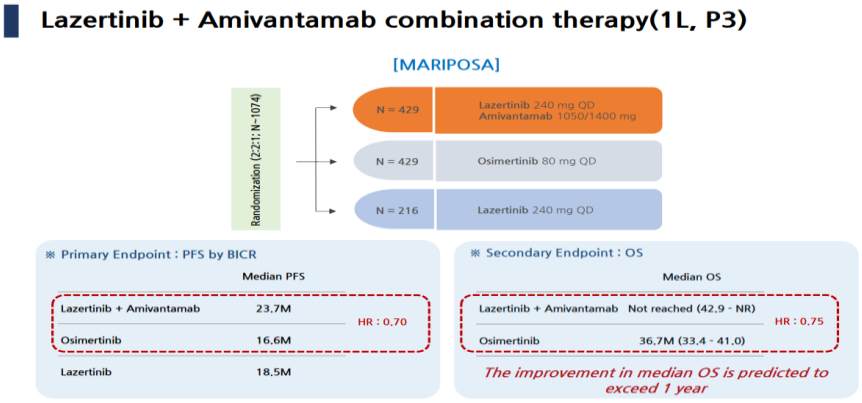
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 5 유한양행 연간 연결 영업이익 추이 및 전망



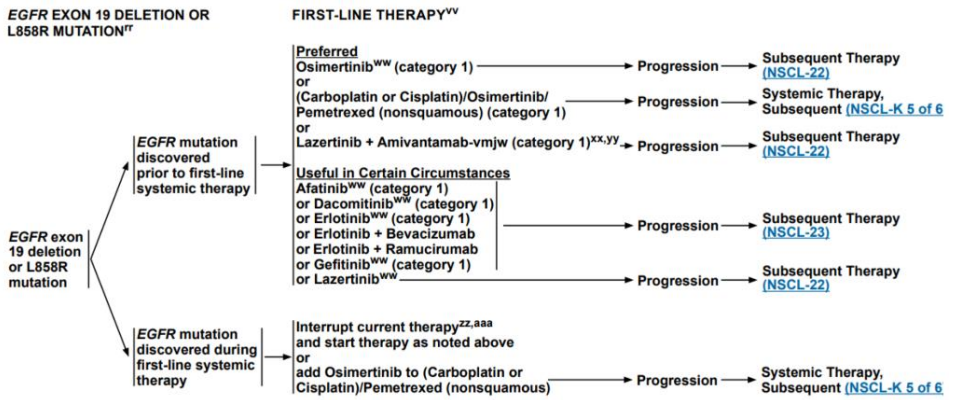
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 6 유한양행 - 레이저티닙 + 아미반타맙 병용요법 1차 치료제 임상 3상 (MARIPOSA)



자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 7 유한양행 - 레이저티닙 + 아미반타맙 병용요법 NCCN EGFRm NSCLC 선호 요법 등재



자료: NCCN Guidelines, 흥국증권 리서치센터

그림 8 유한양행 - R&D 파이프라인 업데이트 (3Q25)

Section	Drug	Indication	Preclinical	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						ABL bio	
	YH32364 EGFR/4-1BB bsAb	Solid cancer						ABL bio	
	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]						EnsoiBio sciences	SpineBiopharma
	PCS12852 5-HT4R agonist	Gastroparesis							Process Pharmaceuticals

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

자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

표 1 유한양행 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**492**	**579**	**570**	**563**	**539**	**641**	**684**	**614**	**2,068**	**2,203**	**2,478**	**2,833**
별도	**469**	**556**	**551**	**553**	**528**	**603**	**626**	**627**	**2,008**	**2,130**	**2,384**	**2,659**
의약품	330	345	358	364	343	358	369	376	1,348	1,396	1,447	1,499
생활건강	47	69	52	55	48	73	50	53	241	223	225	225
수출	87	115	135	69	115	136	159	81	306	406	491	528
라이선스	4	26	4	65	20	35	45	115	105	99	215	400
기타	2	2	2	1	2	2	2	1	8	7	7	7
유한화학	64	85	106	43	71	97	118	47	212	298	334	374
기타 연결조정	-42	-62	-87	-34	-60	-60	-60	-60	-153	-225	-240	-200
영업이익	**6**	**50**	**22**	**33**	**26**	**50**	**45**	**48**	**55**	**111**	**169**	**238**
수익성(%)												
영업이익률	1.3%	8.6%	3.9%	5.8%	4.9%	7.8%	6.6%	7.8%	2.7%	5.0%	6.8%	8.4%
성장률(YoY)												
전체 매출액	10.6%	9.6%	-4.8%	13.4%	9.7%	10.7%	20.0%	9.1%	11.2%	6.5%	12.5%	14.3%
별도	8.4%	8.1%	-5.8%	16.4%	12.5%	8.5%	13.5%	13.3%	11.0%	6.1%	11.9%	11.5%
의약품	6.5%	1.8%	2.8%	3.5%	4.1%	3.8%	3.2%	3.5%	1.2%	3.6%	3.6%	3.6%
생활건강	5.1%	-8.5%	-22.6%	2.4%	3.3%	6.0%	-3.9%	-3.0%	11.8%	-7.5%	0.9%	0.2%
수출	17.9%	18.1%	92.7%	5.2%	31.5%	18.1%	18.1%	18.1%	27.1%	32.4%	21.0%	7.6%
라이선스	56.0%	4502.3%	-95.6%	1540.2%	403.0%	37.0%	945.3%	76.9%	836.7%	-6.1%	117.6%	86.0%
기타	-38.2%	-25.4%	21.5%	-5.1%	5.8%	-8.3%	-2.3%	2.3%	-10.4%	-16.3%	-1.2%	-1.4%
유한화학	31.1%	22.2%	121.0%	-5.7%	10.9%	14.6%	11.3%	9.2%	25.6%	40.6%	11.9%	12.0%

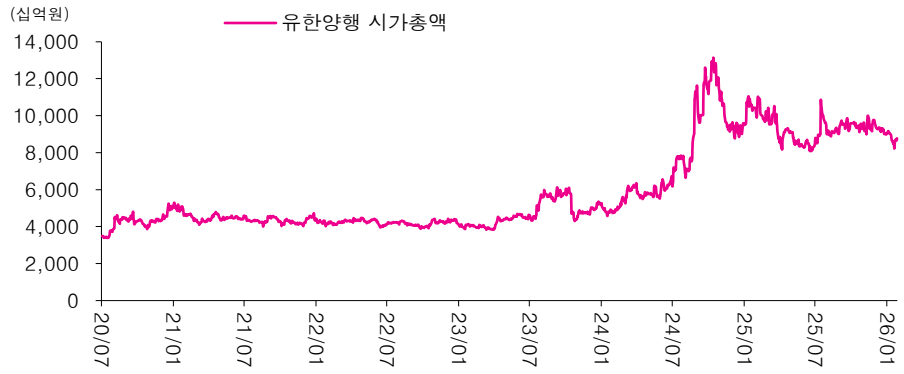
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

표 2 유한양행 목표주가 산정 SOTP 밸류에이션

(십억원)		비고
유한양행 EBITDA	369.4	2027~28E EBITDA 평균
Fair P/E multiple (x)	27.8	국내 대형 제약사 2027E EV/EBITDA 평균
유한양행 value (A)	**10,268**	
Non-core assets		
(+) Investment assets (B)	775	
(-) Net debt (C)	194	2025~27년 순차입금 평균
Fair value of equity (A+B-C)	**10,849**	
No. of total shares (백만주)	73.6	
NAV/Share (원)	147,373	
목표주가 (원)	**150,000**	
현재주가 (원)	110,200	
상승여력	36.1%	

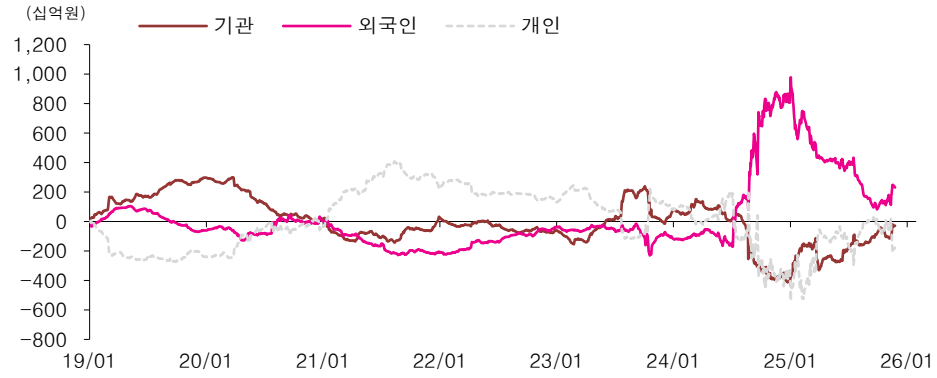
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 9 **유한양행 시가총액 추이**



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 10 **유한양행 투자자별 누적 순매수 추이**



자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,859**	**2,068**	**2,203**	**2,478**	**2,833**
증가율 (Y-Y,%)	4.7	11.2	6.5	12.5	14.3
영업이익	**57**	**55**	**111**	**169**	**238**
증가율 (Y-Y,%)	58.3	(3.8)	102.1	52.4	41.0
EBITDA	101	118	181	243	314
영업외손익	78	7	21	32	32
순이자수익	8	(6)	(7)	(11)	(15)
외화관련손익	2	10	(3)	0	0
지분법손익	81	35	49	50	50
세전계속사업손익	135	61	132	201	270
당기순이익	**134**	**55**	**103**	**156**	**211**
지배기업당기순이익	**136**	**71**	**106**	**161**	**217**
증가율 (Y-Y,%)	43.1	(48.1)	49.5	52.5	34.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	4.7	7.0	7.5	10.1	11.1
영업이익증가율(3Yr)	(12.2)	4.1	45.5	43.7	63.2
EBITDA증가율(3Yr)	(11.0)	5.2	31.7	33.8	38.7
순이익증가율(3Yr)	(11.0)	(17.7)	4.5	5.2	56.4
영업이익률(%)	3.1	2.7	5.0	6.8	8.4
EBITDA마진(%)	5.5	5.7	8.2	9.8	11.1
순이익률 (%)	7.2	2.7	4.7	6.3	7.4
NOPLAT	**57**	**49**	**87**	**132**	**186**
(+) Dep	44	63	70	74	76
(-) 운전자본투자	1	77	6	87	113
(-) Capex	161	117	93	96	87
OpFCF	(62)	(82)	57	22	61

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,256	1,360	1,291	1,513	1,810
현금성자산	312	320	209	300	429
매출채권	574	626	667	750	858
재고자산	285	343	366	411	470
비유동자산	1,556	1,582	1,615	1,673	1,719
투자자산	736	699	673	700	728
유형자산	528	598	655	692	717
무형자산	291	285	287	281	274
자산총계	**2,812**	**2,942**	**2,906**	**3,185**	**3,530**
유동부채	583	619	733	833	941
매입채무	287	300	332	370	419
유동성이자부채	169	187	265	320	374
비유동부채	128	172	169	225	281
비유동이자부채	100	140	133	187	242
부채총계	**712**	**791**	**903**	**1,058**	**1,222**
자본금	78	81	81	81	81
자본잉여금	114	123	144	144	144
이익잉여금	1,976	2,010	2,074	2,198	2,378
자본조정	(116)	(113)	(356)	(356)	(356)
자기주식	(217)	(219)	(231)	(231)	(231)
자본총계	**2,101**	**2,151**	**2,004**	**2,127**	**2,307**
투하자본	1,486	1,635	1,687	1,809	1,946
순차입금	(43)	6	189	208	187
ROA	5.2	2.5	3.6	5.3	6.5
ROE	6.7	3.4	5.2	8.0	10.1
ROIC	4.3	3.2	5.2	7.5	9.9

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	1,691	874	1,429	2,184	2,945
BPS	26,359	25,808	23,953	25,479	27,695
DPS	430	500	500	500	500
Multiples(x,%)					
PER	40.7	136.7	77.1	50.5	37.4
PBR	2.6	4.6	4.6	4.3	4.0
EV/ EBITDA	52.3	82.4	50.5	37.6	29.0
배당수익율	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
PCR	45.0	62.2	48.3	47.9	36.5
PSR	3.0	4.7	4.1	3.6	3.2
재무건전성 (%)					
부채비율	33.9	36.8	45.1	49.7	53.0
Net debt/Equity	n/a	0.3	9.4	9.8	8.1
Net debt/EBITDA	n/a	4.9	104.5	85.7	59.4
유동비율	215.4	219.7	176.1	181.7	192.4
이자보상배율	n/a	9.1	15.0	15.6	15.7
이자비용/매출액	0.3	0.7	0.7	0.8	0.9
자산구조					
투하자본(%)	58.6	61.6	65.7	64.4	62.7
현금+투자자산(%)	41.4	38.4	34.3	35.6	37.3
자본구조					
차입금(%)	11.4	13.2	16.6	19.3	21.1
자기자본(%)	88.6	86.8	83.4	80.7	78.9

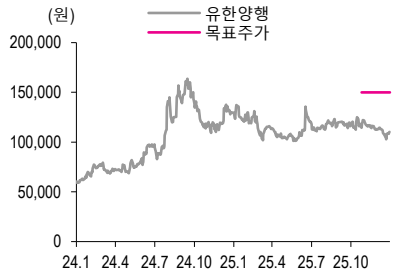
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**144**	**55**	**161**	**100**	**131**
당기순이익	134	55	103	156	211
자산상각비	44	63	70	74	76
운전자본증감	(8)	(124)	(41)	(87)	(113)
매출채권감소(증가)	(63)	(48)	(23)	(83)	(107)
재고자산감소(증가)	(5)	(59)	(23)	(46)	(59)
매입채무증가(감소)	45	(4)	46	38	49
투자현금	**(199)**	**(117)**	**(83)**	**(82)**	**(74)**
단기투자자산감소	41	9	(6)	(1)	(1)
장기투자증권감소	(94)	11	15	29	28
설비투자	(161)	(117)	(93)	(96)	(87)
유무형자산감소	(42)	(13)	(20)	(8)	(7)
재무현금	**63**	**66**	**44**	**73**	**71**
차입금증가	86	88	69	110	108
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(27)	(32)	(37)	(37)	(37)
현금 증감	6	7	(118)	90	128
총현금흐름(Gross CF)	**124**	**156**	**185**	**187**	**245**
(-) 운전자본증가(감소)	1	77	6	87	113
(-) 설비투자	161	117	93	96	87
(+) 자산매각	(42)	(13)	(20)	(8)	(7)
Free Cash Flow	(81)	(50)	65	(4)	37
(-) 기타투자	94	(11)	(15)	(29)	(28)
잉여현금	(175)	(39)	81	25	66

유한양행 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2025-11-25	담당자변경			
2025-11-25	Buy	150,000	(24.2)	(18.7)
2026-01-30	Buy	150,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.4%)	Hold (2.6%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스 타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286