유한양행 (000100)

4Q25 Re: 렉라자는 시간이 좀 더 필요

제약/바이오
Analyst 김준영
junyoung.kim@meritz.co.kr

4Q25 Review

4Q25 연결 기준 매출액 5,461억원(YoY +10.1%, QoQ -4.2%), 영업이익 261억원(YoY 흑자전환, QoQ +18.5%)으로 매출액, 영업이익 각각 컨센서스 5.2%, 40.9% 하회하였다. 4Q25 렉라자 병용 요법의 중국 승인에 따라 약 4,500만 달러 마일스톤이 유입되었으나 유럽 승인 마일스톤 약 3,000만 달러 유입이 이연되며 컨센서스를 하회하였으며 유럽 승인 마일스톤은 26년 상반기 수령 가능할 것으로 예상한다.

26년 1월 R&D day를 통해 뉴코(NewCo) 모델 계획을 공개한 바 있다. 뉴코 모델은 특정 파이프라인을 VC 등과 협력하여 별도의 독립 법인을 세워 개발하는 사업 방식으로 자금 조달 및 리스크 분산 등의 이점이 있다. Pfizer에 인수된 Metsera가 가장 성공적인 뉴코 모델 예시이며 중국 기업들도 미중 갈등을 회피하기 위해 적극 활용 중에 있다. 동사는 뉴코 모델을 통해 알러지 치료제 YH35324, MASH 치료제 25724 등 동시에 여러 적응증을 타겟으로 임상 연구 진행을 필요로 하는 파이프라인을 개발하는 전략을 구상 중이며 이를 통해 R&D 비용 부담 경감 및 수익성 개선을 목표로 하고 있다.

투자의견 Buy, 적정주가 17만원으로 하향

제네릭 약가 인하 리스크를 반영하여 적정주가를 17만원으로 하향한다. 기존 제네릭 약가는 오리지널 약가의 53.55% 수준의 산정률을 반영하였으나 40%대로 낮추는 방안이 2026년 하반기 시행을 목표로 추진 중에 있다. 아직 구체적인 조건이 제시되지 않았으며 수년에 걸쳐 단계적 적용 가능성이 존재하나 매출 및 OPM 훼손은 불가피할 것으로 전망한다.

렉라자의 매출 성장세는 시간이 지날수록 가팔라질 것으로 예상한다. NCCN 최선호 가이드라인으로 등재되었으며 병용 약물 Rybrevant SC(피하주사) 제형 또한 미국에서 승인되었다. 최종 mOS(전체생존기간) 결과는 여전히 공개가 되고 있지 않고 있으며 향후 결과 공개 시 신규 처방 속도가 더욱 증가할 것으로 전망한다. 최종 mOS 결과는 26년 상반기 발표를 예상하나 하반기 발표 가능성도 존재한다.

Meritz Research 2026. 2. 12

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	170,000원
현재주가 (2.11)	109,200원
상승여력	55.7%

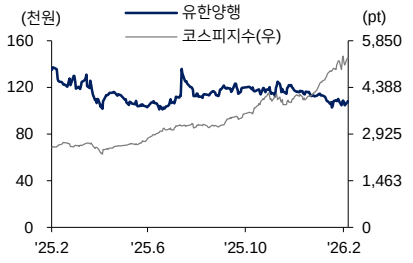
KOSPI	5,354.49pt
시가총액	86,975억원
발행주식수	7,965만주
유동주식비율	68.94%
외국인비중	17.97%
52주 최고/최저가	135,800원/101,100원
평균거래대금	415.1억원

주요주주(%)

유한재단 외 2 인	16.03
국민연금공단	7.88
유한학원	7.46

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.6	-2.5	-19.5
상대주가	-17.4	-41.6	-61.8

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	1,859.0	57.0	136.2	1,692	43.3	25,203	40.7	2.7	52.7	6.7	33.9
2024	2,067.8	54.9	70.7	874	-48.3	25,808	136.7	4.6	82.7	3.4	36.8
2025P	2,186.6	104.4	211.2	2,631	201.0	28,200	42.7	4.0	52.1	9.6	38.4
2026E	2,353.5	133.3	195.3	2,444	-7.1	30,266	44.7	3.6	43.2	8.2	36.8
2027E	2,615.2	221.1	287.3	3,600	47.3	33,357	30.3	3.3	29.4	11.2	34.8

표1 4Q25P Review 테이블

(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**546.1**	496.1	10.1	570.0	-4.2	570.2	-4.2	575.8	-5.2
영업이익	**26.1**	-11.8	흑전	22.0	18.5	39.1	-33.4	44.1	-40.9
세전이익	**120.9**	-42.5	흑전	35.2	243.7	46.9	157.7	52.4	130.7
당기순이익	**110.1**	-23.1	흑전	21.2	420.3	40.8	169.9	36.3	203.1
영업이익률(%)	**4.8**	-2.4		3.9		6.9		7.7	
세전이익률(%)	**22.1**	-8.6		6.2		8.2		9.1	
순이익률(%)	**20.2**	-4.7		3.7		7.2		6.3	

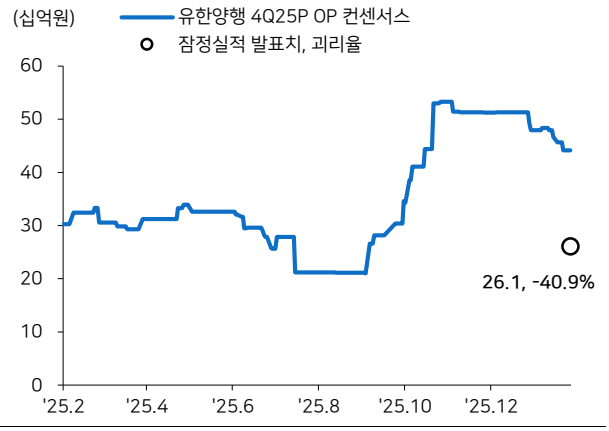
자료: QuantiWise, 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025P 연간 실적 테이블

(십억원)	2025P	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**2,186.6**	2,067.8	5.7	2,210.8	-1.1	2,219.8	-1.5
영업이익	**104.5**	54.9	90.4	117.4	-11.0	123.1	-15.2
세전이익	**222.7**	61.4	262.4	148.7	49.8	147.6	50.9
당기순이익	**185.3**	55.2	236.0	116.0	59.8	137.1	35.2
영업이익률(%)	**4.8**	2.7		5.3		5.5	
세전이익률(%)	**10.2**	3.0		6.7		6.6	
순이익률(%)	**8.5**	2.7		5.2		6.2	

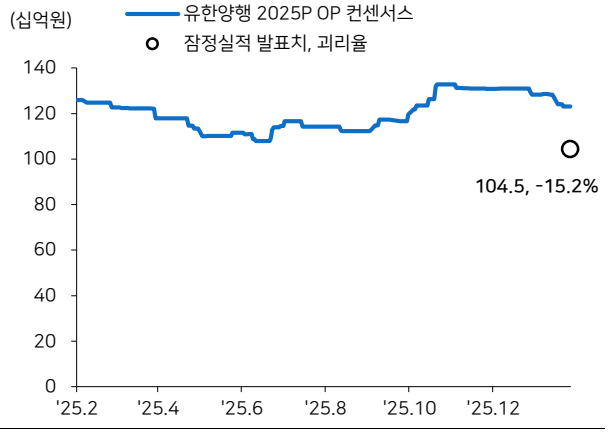
자료: QuantiWise, 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25 영업이익, 컨센서스 40.9% 하회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025 영업이익, 컨센서스 15.2% 하회 전망



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 유한양행 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2024	2025P	2026E
매출액	**444.6**	**528.3**	**598.8**	**496.1**	**491.6**	**579.0**	**570.0**	**546.1**	**2,067.8**	**2,186.6**	**2,353.5**
% YoY	0.3	6.6	24.0	13.5	10.6	9.6	(4.8)	10.1	11.2	5.7	7.6
별도매출	**433.1**	**514.6**	**585.2**	**475.4**	**469.4**	**556.2**	**551.1**	**529.0**	**2,008.4**	**2,105.7**	**2,262.5**
% YoY	0.4	6.8	24.8	11.4	8.4	8.1	(5.8)	11.3	11.0	4.8	7.4
약품사업	309.5	339.1	347.8	351.4	329.8	345.1	357.6	358.0	1,347.8	1,390.5	1,453.6
생활유통사업	44.5	75.2	67.4	53.5	46.7	68.8	52.2	49.8	240.6	217.6	228.4
해외사업	74.1	97.2	70.1	65.1	87.4	114.8	135.0	49.4	306.5	386.5	476.2
라이선스수익	2.5	0.6	98.2	4.0	4.0	25.5	4.3	70.3	105.2	104.1	97.3
기타	2.5	2.6	1.7	1.4	1.6	1.9	2.0	1.5	8.2	7.0	7.0
연결조정	11.4	13.7	13.6	20.7	22.1	22.8	18.9	17.1	59.4	81.0	91.0
매출총이익	**134.5**	**167.4**	**240.8**	**146.7**	**148.7**	**199.2**	**168.9**	**213.1**	**689.4**	**729.9**	**813.9**
GPM (%)	30.3	31.7	40.2	29.6	30.2	34.4	29.6	39.0	33.3	33.4	34.6
영업이익	**0.6**	**18.5**	**47.6**	**(11.8)**	**6.4**	**49.9**	**22.0**	**26.1**	**54.9**	**104.4**	**133.3**
% YoY	(97.4)	(32.1)	5,306.8	적전	1006.9	168.9	(53.7)	흑전	(3.8)	90.2	27.7
OPM (%)	0.1	3.5	7.9	(2.4)	1.3	8.6	3.9	4.8	2.7	4.8	5.7
당기순이익	**10.8**	**31.9**	**35.5**	**(23.1)**	**10.0**	**44.0**	**21.2**	**110.1**	**55.2**	**185.3**	**163.5**
% YoY	(51.5)	271.0	86.9	적전	(7.4)	37.9	(40.4)	흑전	(58.9)	236.0	(11.8)
NPM (%)	2.4	6.0	5.9	(4.7)	2.0	7.6	3.7	20.2	2.7	8.5	6.9

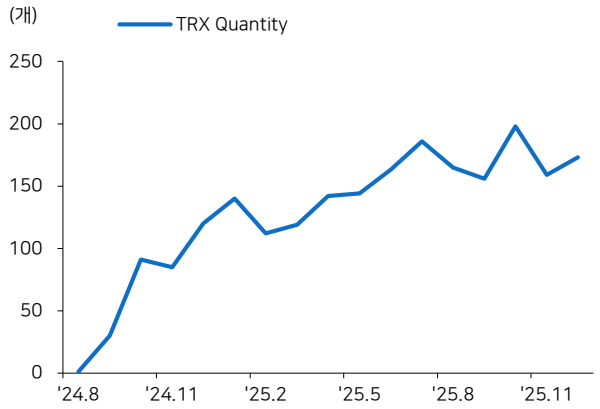
자료: 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

표4 유한양행 적정주가 산출

(십억원)		단위
유한양행의 영업 가치 (A)	**10,313.0**	
28년 EBITDA	424.6	
WACC	6.6%	
EV/EBITDA(Fwd. 12m)	27.6	셀트리온, SK바이오팜 멀티플 평균에 15% 프리미엄 부여
유한양행의 신약 가치 (B)	**931.4**	DCF valuation
1) YH35324	931.4	
유한양행의 지분 가치 (C)	**784.7**	
유한화학(100%)	128.4	장부가
유한킴벌리(30%)	205.6	장부가
기타	450.8	장부가
순차입금 (D)	-182.3	2026년 말 기준
주주가치 (E=A+B+C-D)	**12,211.4**	
주식수 (F)	73,791천주	유통주식수 기준
적정주가 (P=E/F)	**170,000**	

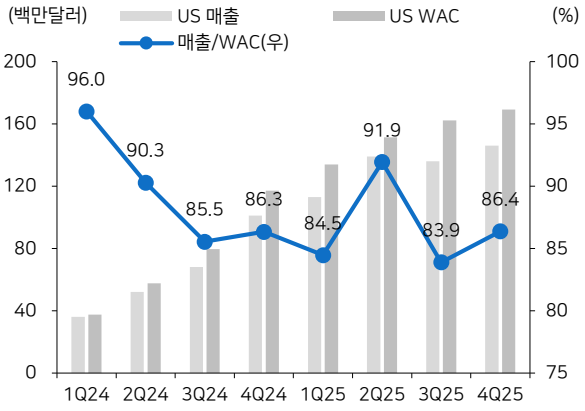
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 Lazcluze 월별 TRx, 추이



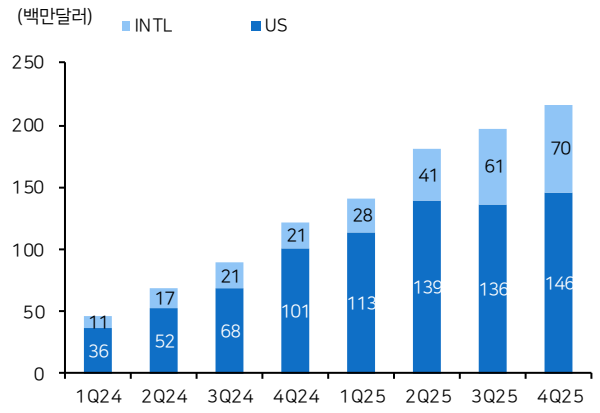
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Rybrevant/Lazcluze 분기별 매출, WAC 추이



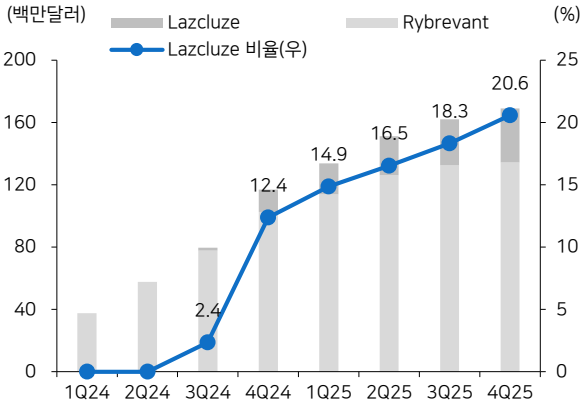
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Rybrevant/Lazcluze 분기별 매출 추이



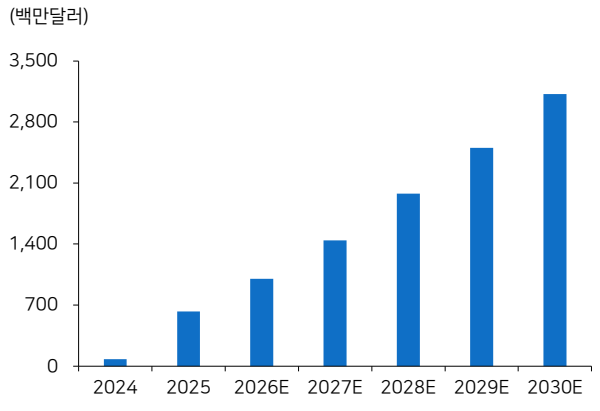
자료: Johnson & Johnson, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Rybrevant/Lazcluze 분기별 WAC내 Lazcluze 비율



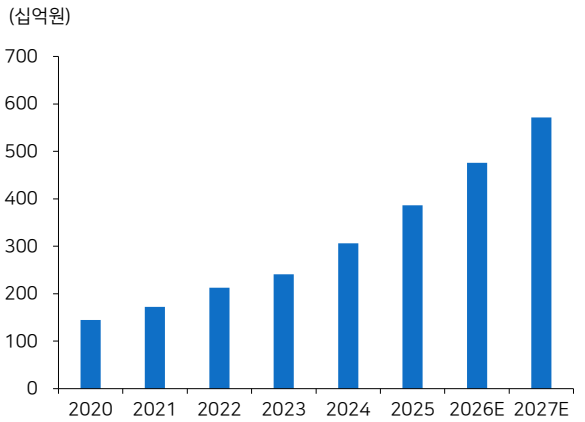
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Lenacapavir 연간 매출 추이



자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

그림8 유한양행 해외 사업부 연간 매출 추정



자료: 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

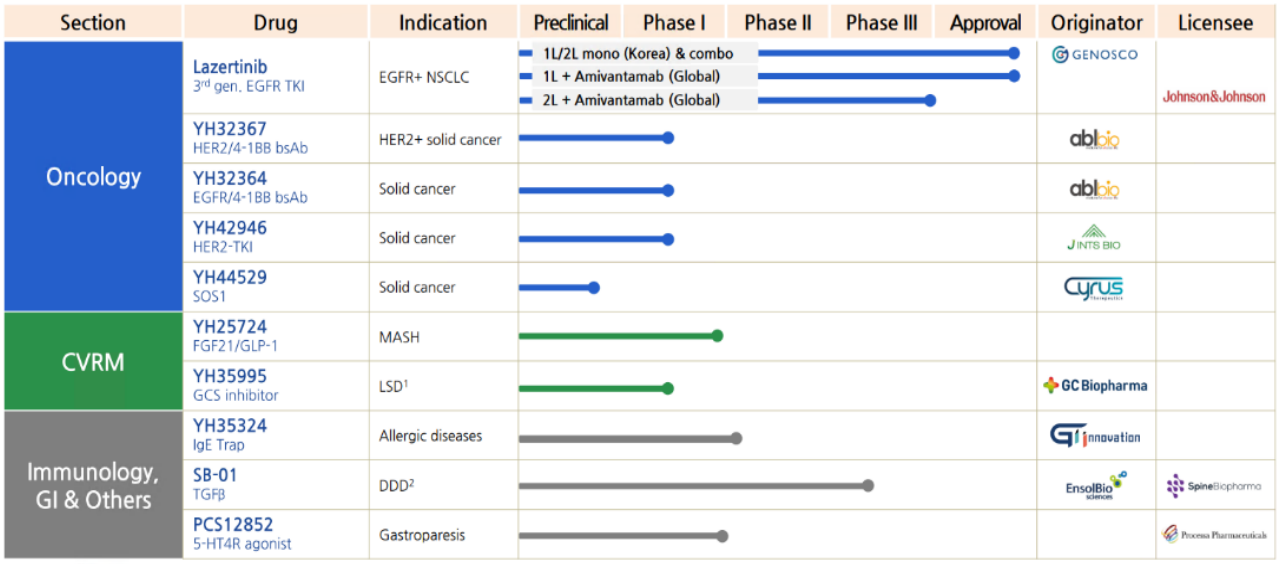
표5 EGFR 변이 NSCLC(비소세포폐암) 임상 결과 비교

임상 연구명	MARIPOSA		FLAURA2		FLAURA	
약물	Amivantamab + Lazertinib	Osimertinib	Osimertinib + Chemo	Osimertinib	Osimertinib	Gefitinib/Erlotinib
MoA	c-Met x EGFR BsAb + EGFR TKI	EGFR TKI	EGFR TKI + Chemo	EGFR TKI	EGFR TKI	EGFR TKI
용법	Ami: IV QW(초기) IV Q2W(유지 요법) Laz: PO QD	PO QD	Osi: PO QD Pemetrexed: IV Q3W Carboplatin/Cisplatin: IV Q3W 4 cycles	PO QD	PO QD	Gef: PO QD Erl: PO QD
환자 특징(%)						
환자수(명)	429	429	279	278	279	277
	ECOG		WHO Performance Status		WHO Performance Status	
0	32.9	34.7	37.3	36.7	40.1	41.9
1	67.1	65.3	62.4	63.3	59.9	57.8
Asian 환자	58.3	58.5	64.2	63.3	62.4	62.5
CNS metastases	41.5	40.1	41.6	39.6	19.0	22.7
EGFR 변이						
Ex19del	60.1	59.9	60.6	60.4	62.7	62.8
L858R	40.1	40.1	38.0	38.5	37.3	37.2
효능						
ORR(%)	86.2	84.5	83.2	75.5	79.9	75.8
PFS(개월)	23.7	16.6	25.5	16.7	18.9	10.2
HR	0.70 (0.58-0.85, p<0.001)		0.62 (0.49-0.79, p<0.001)		0.46 (0.37-0.57, p<0.001)	
PFS2(개월)	NR	32.4	30.6	27.8	-	-
HR	0.73 (0.59-0.91, p=0.004)		0.70 (0.52-0.93)		-	
OS(개월)	**NR**	**36.7**	**47.5**	**37.6**	**38.6**	**31.8**
HR	**0.75 (0.61-0.92, p<0.005)**		**0.77 (0.61-0.96, p=0.02)**		**0.80 (0.64-1.00, p=0.046)**	
mDoR(개월)	25.8	16.8	24.0	15.3	17.2	8.5
Brain metastases Subgroup						
PFS(개월)	18.3	13.0	24.9	13.8	15.2	9.6
HR	0.69 (0.53-0.92)		0.47 (0.33-0.66)		0.47 (0.30-0.74, p<0.001)	
Asian Subgroup						
PFS(개월)	27.5	18.3	25.5	19.4	16.5	11.0
HR	0.67 (0.52-0.86)		0.69 (0.51-0.94)		0.54 (0.41-0.72, p<0.0001)	
OS(개월)	-	-	40.5	38.3	-	-
HR	0.75 (0.58-0.98)		0.80 (0.57-1.12)		0.65 (0.42-1.02, p=0.0609)	
부작용(%)						
Gr3 이상 AE	75.1	42.8	63.8	27.3	31.9	41.2
Discontinuation	34.9	13.6	10.9	6.2	14.7	18.1
Serious AE	23.0	5.6	37.7	19.3	21.5	25.3
ILD(간질성폐질환)	3.1	3.0	1.8	2.2	3.9	2.2
주요 부작용	주입 관련 부작용, 피부 부작용, VTE		빈혈, 백혈구/혈소판 감소증		심장 부작용	

주: IV: 정맥주사, PO: 경구, QD: 1일 1회, QW: 매주, Q2W: 2주 1회, Q3W: 3주 1회

자료: MARIPOSA, FLAURA2, FLAURA, ELCC2024, WCLC2024, ESMO2024, ESMO Asia 2024, ELCC 2025, 메리츠증권 리서치센터

그림9 **유한양행 파이프라인 현황**



자료: 유한양행

유한양행 (000100)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	**1,859.0**	**2,067.8**	**2,186.6**	**2,353.5**	**2,615.2**
매출액증가율(%)	4.7	11.2	5.7	7.6	11.1
매출원가	1,293.1	1,378.4	1,456.7	1,539.7	1,682.0
매출총이익	565.9	689.4	729.9	813.9	933.2
판매관리비	508.8	634.5	625.5	680.5	712.2
영업이익	**57.0**	**54.9**	**104.4**	**133.3**	**221.1**
영업이익률(%)	3.1	2.7	4.8	5.7	8.5
금융손익	11.2	4.6	-6.7	-3.3	-2.4
종속/관계기업손익	55.6	46.9	41.9	49.8	51.7
기타영업외손익	11.1	-44.9	83.2	12.6	12.6
세전계속사업이익	134.8	61.4	222.7	192.4	283.0
법인세비용	0.6	6.3	37.4	28.9	42.5
당기순이익	**134.2**	**55.2**	**185.3**	**163.5**	**240.5**
지배주주지분 순이익	136.2	70.7	211.2	195.3	287.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**144.1**	**54.6**	**245.2**	**173.3**	**259.4**
당기순이익(손실)	134.2	55.2	185.3	163.5	240.5
유형자산상각비	38.5	45.1	51.6	54.4	55.1
무형자산상각비	5.9	18.0	16.8	12.0	12.5
운전자본의 증감	-8.4	-124.4	-49.7	-56.6	-48.8
투자활동 현금흐름	**-199.2**	**-117.4**	**-69.4**	**-106.9**	**-111.5**
유형자산의증가(CAPEX)	-161.5	-117.1	-82.2	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	50.8	51.1	17.9	13.1	8.5
재무활동 현금흐름	**63.3**	**65.8**	**11.9**	**-54.8**	**-54.3**
차입금의 증감	170.2	56.9	39.1	-17.4	-16.9
자본의 증가	1.2	12.2	21.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6.2	7.2	188.0	11.6	93.6
기초현금	293.0	299.3	306.5	494.5	506.1
기말현금	299.3	306.5	494.5	506.1	599.7

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	1,256.5	1,360.3	1,623.7	1,717.2	1,898.8
현금및현금성자산	299.3	306.5	494.5	506.1	599.7
매출채권	559.0	609.1	651.8	697.4	746.2
재고자산	284.8	343.2	370.6	400.3	432.3
비유동자산	1,555.9	1,581.8	1,597.5	1,637.9	1,681.9
유형자산	528.4	598.2	644.8	690.4	735.3
무형자산	290.9	284.8	289.7	297.7	305.3
투자자산	571.6	521.4	497.8	484.7	476.2
자산총계	**2,812.3**	**2,942.1**	**3,221.1**	**3,355.1**	**3,580.6**
유동부채	583.2	619.1	737.1	750.1	777.2
매입채무	179.1	176.3	194.1	207.6	234.3
단기차입금	128.2	168.0	197.9	187.9	177.9
유동성장기부채	4.2	11.2	20.1	20.1	20.1
비유동부채	128.5	172.2	157.2	152.0	147.3
사채	0.0	16.1	0.0	0.0	0.0
장기차입금	60.2	105.3	103.5	95.5	87.5
부채총계	**711.7**	**791.4**	**894.2**	**902.1**	**924.5**
자본금	77.8	81.4	81.4	81.4	81.4
자본잉여금	113.9	122.6	144.4	144.4	144.4
기타포괄이익누계액	101.0	106.1	114.0	114.0	114.0
이익잉여금	1,975.6	2,010.0	2,180.0	2,337.9	2,587.8
비지배주주지분	49.4	50.1	38.5	6.7	-40.0
자본총계	**2,100.7**	**2,150.7**	**2,326.9**	**2,453.0**	**2,656.2**

Key Financial Data

	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	23,177	25,780	27,312	29,545	32,834
EPS(지배주주)	1,692	874	2,631	2,444	3,600
CFPS	1,552	1,949	3,627	3,305	4,437
EBITDAPS	1,265	1,470	2,158	2,507	3,624
BPS	25,203	25,808	28,200	30,266	33,357
DPS	430	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	40.7	136.7	42.7	44.7	30.3
PCR	44.3	61.3	31.0	33.0	24.6
PSR	3.0	4.6	4.1	3.7	3.3
PBR	2.7	4.6	4.0	3.6	3.3
EBITDA(십억원)	101.4	117.9	172.8	199.7	288.7
EV/EBITDA	52.7	82.7	52.1	43.2	29.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.7	3.4	9.6	8.2	11.2
EBITDA 이익률	5.5	5.7	7.9	8.5	11.0
부채비율	33.9	36.8	38.4	36.8	34.8
금융비용부담률	0.3	0.7	0.7	0.7	0.6
이자보상배율(x)	9.1	3.7	6.7	8.5	15.1
매출채권회전율(x)	3.5	3.5	3.5	3.5	3.6
재고자산회전율(x)	6.6	6.6	6.1	6.1	6.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료 공표일 현재 유한양행의 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

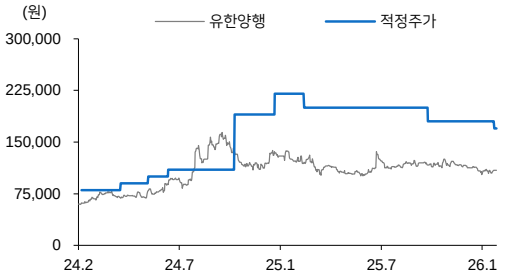
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025 년 12 월 31 일 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

유한양행 (000100) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.07	기업브리프	Buy	80,000	김준영	-11.5	-1.0
2024.04.17	기업브리프	Buy	90,000	김준영	-19.9	-12.8
2024.06.05	산업분석	Buy	100,000	김준영	-20.2	-10.5
2024.07.11	기업브리프	Buy	110,000	김준영	11.3	48.8
2024.11.06	산업분석	Buy	190,000	김준영	-36.3	-27.5
2025.01.17	기업브리프	Buy	220,000	김준영	-41.9	-37.5
2025.03.10	기업브리프	Buy	200,000	김준영	-43.2	-32.1
2025.10.17	기업브리프	Buy	180,000	김준영	-36.5	-30.6
2026.02.12	기업브리프	Buy	170,000	김준영	-	-

주가 및 적정주가 변동추이