유한양행(000100.KS)

매수(유지)

본업의 허약함은 여전하다

분석의 기본 가정

- 유한화학 수주와 로열티 수익 증가 기대하는 가운데 뉴코 전략 방향성이 주가를 결정할 것

제약/바이오 담당 정유경

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

현재주가(2/11)	109,200원
목표주가(12M, 유지)	140,000원

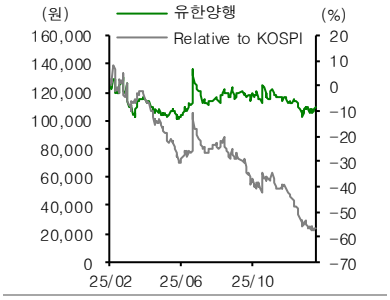
Key Data (기준일: 2026. 2. 11)

KOSPI(pt)	5354.49
KOSDAQ(pt)	1114.87
액면가(원)	1,000
시가총액(억원)	86,975
발행주식수(천주)	80,829
평균거래량(3M,주)	368,370
평균거래대금(3M, 백만원)	41,508
52주 최고/최저	135,800 / 101,100
52주 일간Beta	0.3
배당수익률(26F,%)	0.4
외국인지분율(%)	18.0
주요주주 지분율(%)	
유한재단 외 2 인	16.0 %
국민연금공단	7.9 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.6	-2.8	-2.5	-19.5
KOSPI대비 상대수익률	-17.4	-25.5	-41.6	-61.8

Company vs KOSPI composite



4Q25 Review: 비교적 선방

4분기 연결기준 매출 5,461억원(+10.1% yoy), 영업이익 261억원(흑자전환 yoy), OPM 4.8%, 연간으로는 매출 2조 1,866억원(+5.7% yoy), 영업이익 1,044억원(+90.2% yoy) OPM 6.0%를 기록하며 컨센서스 하회함. 헬스케어사업부(-6.9% yoy)의 부진이 지속되는 가운데 계절성으로 유한화학 등 해외사업부(-24.2% yoy)도 부진하였으나, 약품사업부(+1.9% yoy)의 비처방부문(+7.0% yoy) 실적 호조와 레이저티닙 중국 마일스톤($45M) 유입으로 라이선스 수익(+1,673.7% yoy)이 크게 증가하며 이뮨온시아 연구개발비 증가 등 비용 증가 요인에도 수익성 방어함. 기대했던 레이저티닙 유럽 마일스톤($30M)이 불발되며 컨센서스 하회하였으며 마일스톤 유입 기대감은 지속 분기 이연될 것. 기타수익에서 에임드바이오 관계기업주식처분이익(+451억원), 투자부동산 처분이익(+96억원) 발생하며 당기순이익이 1,101억원으로 크게 증가함

2026년: 예고된 고성장, 한국형 멧세라 모델이 나올 것인가

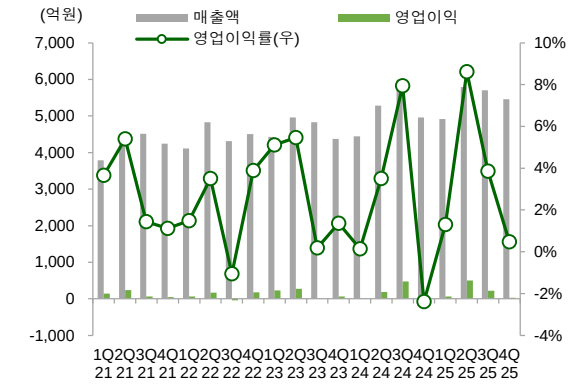
동사는 지난 1월 R&D Day에서 별도 R&D 신규법인(New Co., 이하 "뉴코")을 설립하고 핵심 파이프라인을 기술 이전한 후 외부 투자를 유치하여 R&D를 가속화하는 청사진을 제시한 바 있음. YH35324(알러지), YH25724(MASH) 에셋이 L/O될 가능성이 높으며 조달된 자금으로 임상 2상 가속화될 전망. 동사는 2026년 가이던스로 10출 두 자릿수 성장, 영업이익 30% 증가를 제시하고 있는데 이는 이 같은 L/O 전략에 기반한 수치로 판단됨. 헬스케어사업이 지속 부진한 가운데 유한화학이 CMO로 고성장중이나 약품사업부가 비처방 중심으로 성장하고 있고 레이저티닙 로열티가 161억원 수준에 그치고 있어 본질적인 성장을 위해서는 추가적인 R&D 에셋 경쟁력 입증이 필요함.

투자의견 매수, 목표주가 140,000원 유지

유한화학이 생물보안법 영향에 API CMO 수주가 증가하고 있어 1Q26 HC동 증설 착공이 예정되어 있는 등 해외사업부 중심으로 실적은 견조할 전망. 레이저티닙 로열티는 병용요법이 NCCN 가이드라인 선호요법 등재로 처방 증가가 기대되므로 전년비 큰 폭 증가 기대. 중장기 성장에 필요한 핵심 품목 확보는 여전히 절실하여 블록버스터 상품 도입이나 뉴코를 통한 전략 파이프라인의 L/O가 밸류에이션 제고에 도움이 될 것

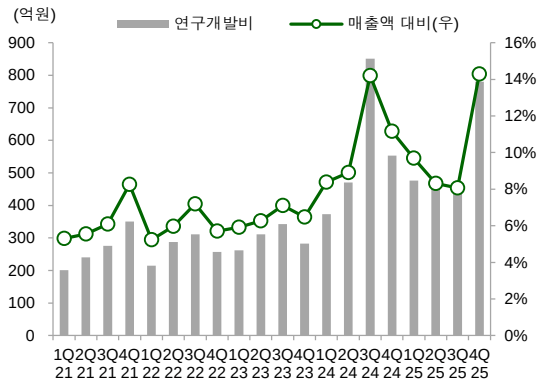
결산기(12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액(십억원)	1,859	2,068	2,187	2,498	2,748
영업이익(십억원)	57	55	104	237	316
세전손익(십억원)	135	61	223	246	332
지배순이익(십억원)	136	71	185	187	252
EPS(원)	1,673	869	2,292	2,310	3,117
증감율(%)	43.1	-48.1	163.9	0.8	35.0
ROE(%)	6.7	3.4	8.6	8.1	10.1
PER(배)	39.3	137.6	47.6	47.3	35.0
PBR(배)	2.5	4.2	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA(배)	52.6	82.7	49.8	28.5	22.7

도표 1. 분기 매출, 영업이익, 영업이익률 추이



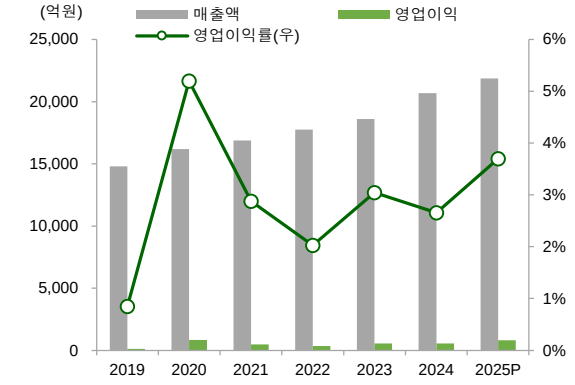
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 2. 분기 연구개발비 추이



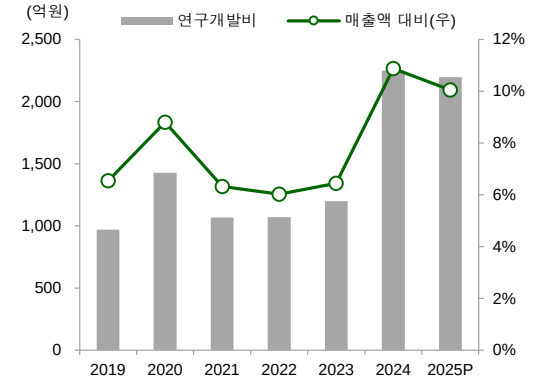
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 3. 연간 매출, 영업이익, 영업이익률 추이



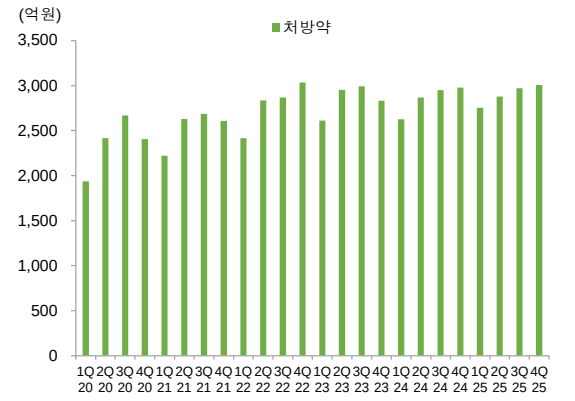
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 4. 연간 연구개발비 추이



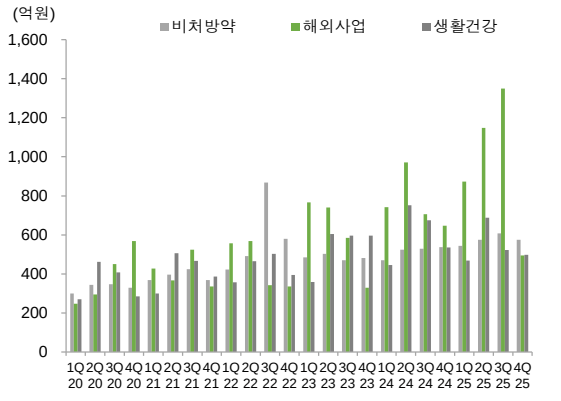
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 5. ETC 부문 분기 매출 추이



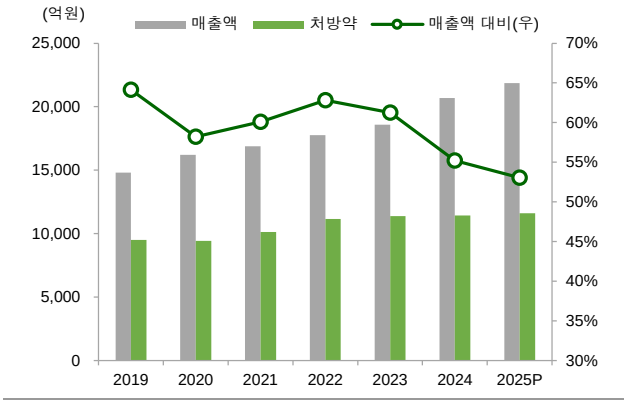
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 6. 기타 사업부문 분기 매출 추이 (ETC 외)



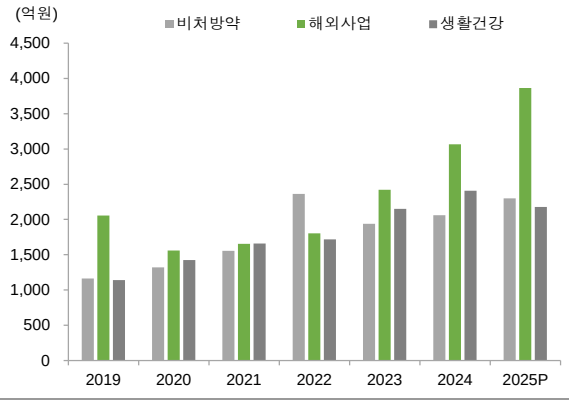
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 7. ETC 부문 매출 비중



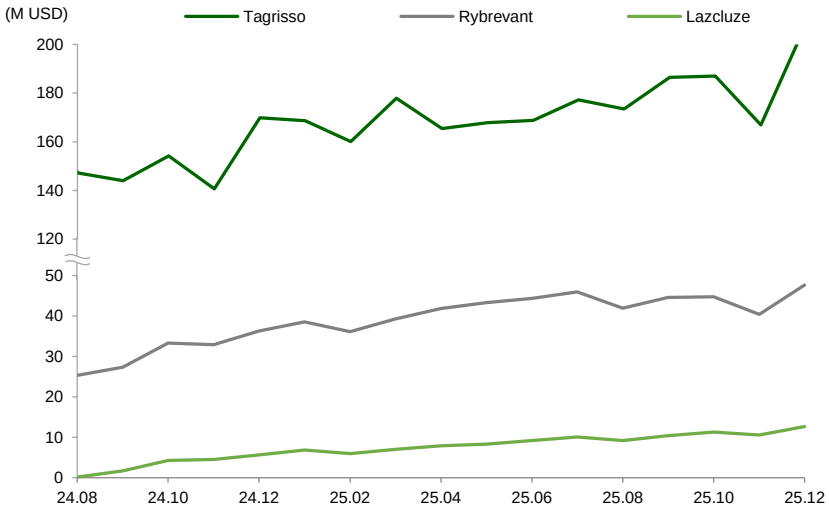
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 8. 비 ETC 부문 매출 증가 추이



자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 9. 리브리반트/라즈클루즈 처방액 증가 추이



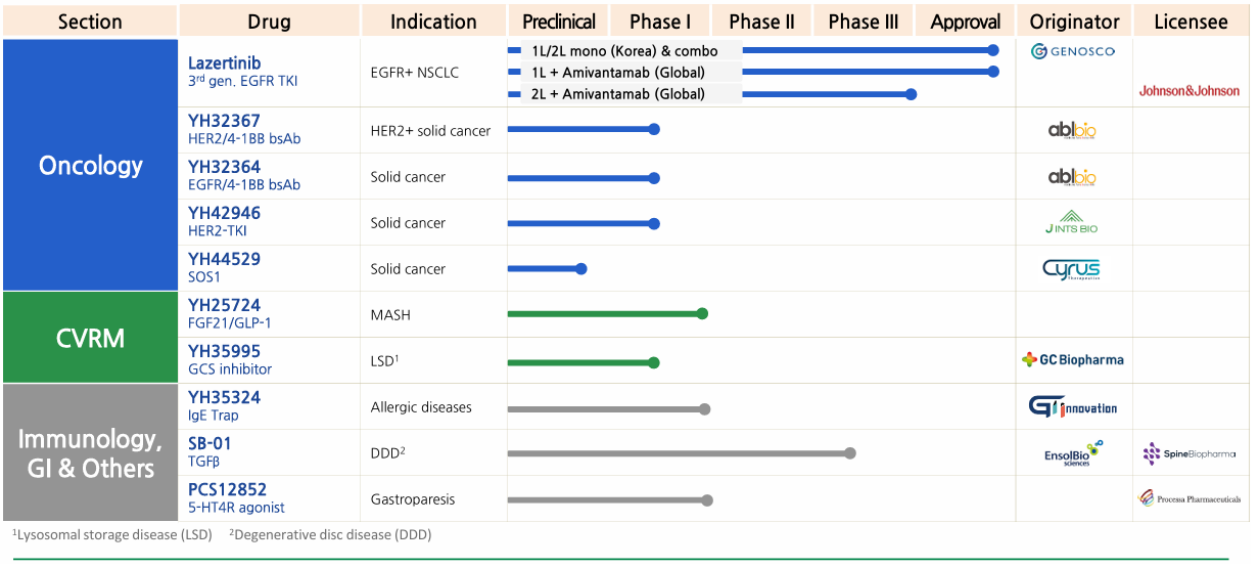
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 10. J&J 아미반타맙+레이저티닙 매출 추이

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
원 달러 환율 (단위: KRW/USD)	1,453	1,404	1,385	1,451	1,422
아미반타맙+레이저티닙 (단위: M USD)	**141**	**180**	**197**	**216**	**734**
U.S.	113	139	136	146	534
Non U.S.	28	41	61	70	200
아미반타맙+레이저티닙 (단위: 억원)	**2,049**	**2,527**	**2,729**	**3,134**	**10,439**
U.S.	1,642	1,952	1,884	2,118	7,596
Non U.S.	407	576	845	1,016	2,843
유한양행 로열티 (단위: 억원)	**40**	**34**	**40**	**47**	**161**

자료: 신영증권 리서치센터

도표 11. 유한양행 주요 혁신 신약 파이프라인



자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

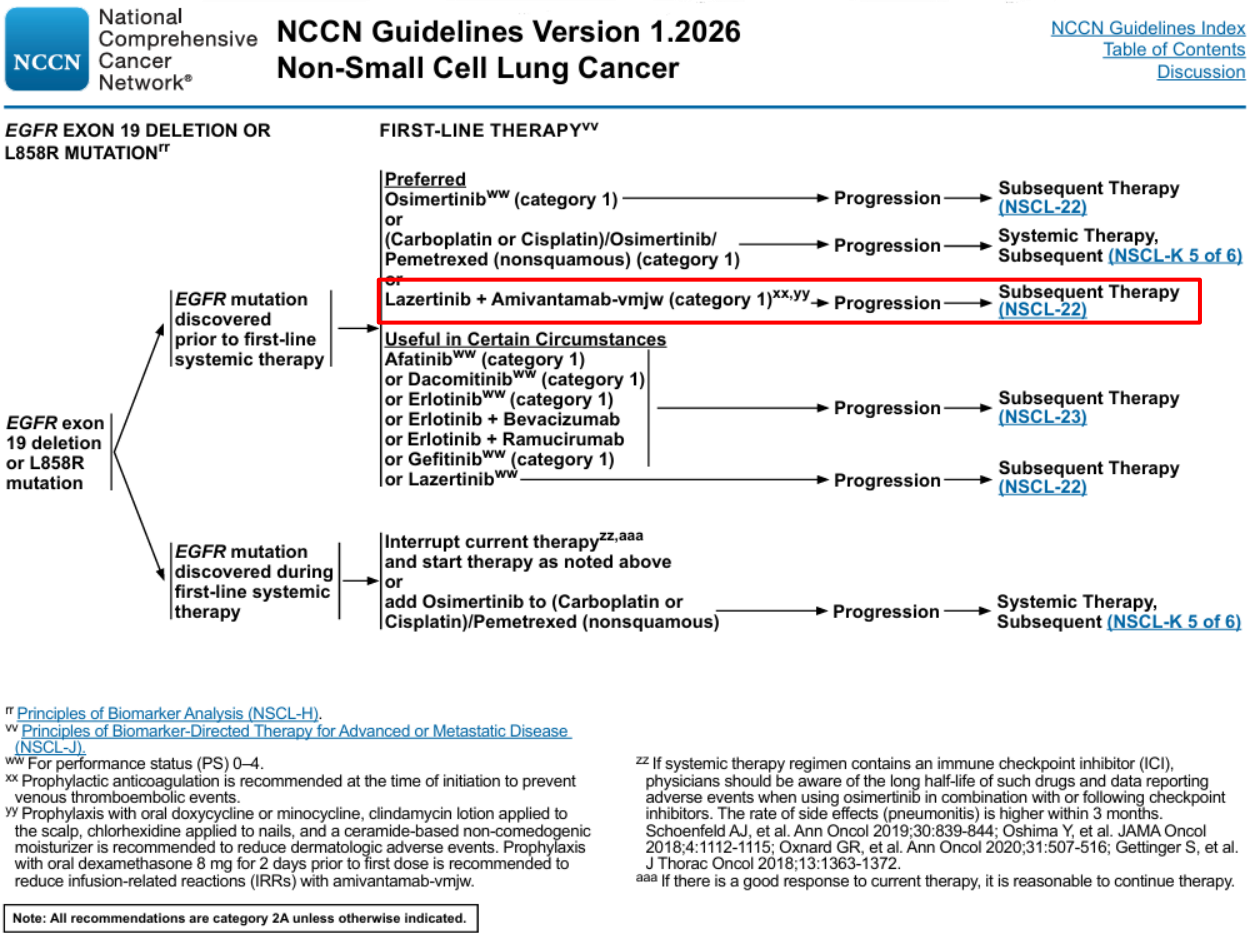
도표 12. 유한양행 주요 전임상 파이프라인

바이오 / 합성신약

Section	Hit identification(탐색)	Hit to Lead(유효물질)	Lead Optimization(선도물질)	Development(후보물질)
Oncology	mRNA-TPD	합성치사제		표적항암제
	이중항체	합성치사 분해제(TPD)		표적항암제
		표적항암제		이중항체
CVRM	비만치료제(경구)		비만치료제(경구)	만성신장질환 치료제
Immunology, GI & Others	이중항체	퇴행성 뇌질환 치료제	퇴행성 뇌질환 치료제	

자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 13. 미국 종합 암 네트워크(NCCN) 비소세포폐암 치료 가이드라인



자료: NCCN, 신영증권 리서치센터

유한양행(000100.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	**18,590**	**20,678**	**21,866**	**24,977**	**27,477**
증가율(%)	4.7	11.2	5.7	14.2	10.0
매출원가	**12,931**	**13,784**	**14,567**	**16,235**	**17,310**
원가율(%)	69.6	66.7	66.6	65.0	63.0
매출총이익	**5,659**	**6,894**	**7,299**	**8,742**	**10,166**
매출총이익률(%)	30.4	33.3	33.4	35.0	37.0
판매비와 관리비 등	**5,088**	**6,345**	**6,255**	**6,369**	**7,007**
판관비율(%)	27.4	30.7	28.6	25.5	25.5
영업이익	**570**	**549**	**1,044**	**2,373**	**3,160**
증가율(%)	58.3	-3.7	90.2	127.3	33.2
영업이익률(%)	3.1	2.7	4.8	9.5	11.5
EBITDA	**1,014**	**1,179**	**1,799**	**3,011**	**3,700**
EBITDA마진(%)	5.5	5.7	8.2	12.1	13.5
순금융손익	**112**	**46**	**-67**	**80**	**88**
이자손익	49	-61	-13	9	51
외화관련손익	36	106	78	78	78
기타영업외손익	**111**	**-449**	**831**	**-102**	**-42**
종속및관계기업 관련손익	**556**	**469**	**419**	**112**	**118**
법인세차감전계속사업이익	**1,348**	**614**	**2,227**	**2,463**	**3,324**
계속사업손익법인세비용	**6**	**63**	**374**	**596**	**804**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**1,342**	**552**	**1,853**	**1,867**	**2,520**
증가율(%)	48.1	-58.9	235.7	0.8	35.0
순이익률(%)	7.2	2.7	8.5	7.5	9.2
지배주주지분 당기순이익	1,362	707	1,853	1,867	2,520
증가율(%)	43.2	-48.1	162.1	0.8	35.0
기타포괄이익	**-163**	**-13**	**-163**	**102**	**68**
총포괄이익	**1,180**	**538**	**1,690**	**1,969**	**2,588**

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

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
유동자산	**12,565**	**13,603**	**15,658**	**18,095**	**21,059**
현금및현금성자산	2,993	3,065	4,977	5,853	7,474
매출채권 및 기타채권	5,739	6,261	6,363	7,260	7,987
재고자산	2,848	3,432	3,320	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**	**31,079**	**33,236**	**36,019**
유동부채	**5,832**	**6,191**	**6,540**	**7,101**	**7,670**
단기차입금	1,282	1,680	1,680	1,680	1,680
매입채무및기타채무	2,874	2,998	3,347	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**	**8,262**	**8,824**	**9,393**
지배주주지분	**20,513**	**21,005**	**22,316**	**23,911**	**26,125**
자본금	778	814	808	808	808
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	21,579	23,072	25,218
비지배주주지분	**494**	**501**	**501**	**501**	**501**
자본총계	**21,007**	**21,507**	**22,817**	**24,413**	**26,626**
총차입금	**2,693**	**3,261**	**3,261**	**3,261**	**3,261**
순차입금	**-570**	**-83**	**-1,968**	**-2,848**	**-4,473**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**1,441**	**546**	**2,740**	**1,433**	**2,212**
당기순이익	**1,342**	**552**	**1,853**	**1,867**	**2,520**
현금유출이없는비용및수익	**-98**	**1,011**	**1,065**	**1,147**	**1,216**
유형자산감가상각비	385	450	575	478	396
무형자산상각비	59	180	180	161	144
영업활동관련자산부채변동	**-84**	**-1,244**	**210**	**-995**	**-770**
매출채권의감소(증가)	-634	-482	-102	-897	-727
재고자산의감소(증가)	-54	-586	112	-472	-380
매입채무의증가(감소)	445	-44	348	562	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**	**-280**	**-274**	**-274**
장기차입금의증가(감소)	576	561	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-6	0	0
기타현금흐름	**-19**	**41**	**522**	**786**	**752**
현금의 증가	**62**	**72**	**1,912**	**876**	**1,621**
기초현금	2,930	2,993	3,065	4,977	5,853
기말현금	2,993	3,065	4,977	5,853	7,474

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	1,673	869	2,292	2,310	3,117
BPS	27,869	28,505	30,325	32,298	35,037
DPS	430	500	500	500	500
Multiples (배)					
PER	39.3	137.6	47.6	47.3	35.0
PBR	2.5	4.2	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	52.6	82.7	49.8	28.5	22.7

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	43.1%	-48.1%	163.9%	0.8%	35.0%
EBITDA(발표기준) 증가율	28.4%	16.3%	52.6%	67.4%	22.9%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	6.5%	2.6%	8.4%	7.9%	9.9%
ROE(지배순이익 기준)	6.7%	3.4%	8.6%	8.1%	10.1%
ROIC	3.1%	2.0%	5.8%	12.3%	16.0%
WACC	7.7%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
안전성(%)					
부채비율	33.9%	36.8%	36.2%	36.1%	35.3%
순차입금비율	-2.7%	-0.4%	-8.6%	-11.7%	-16.8%
이자보상배율	9.1	3.7	7.1	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(20251231)	매수 : 87.18%	중립 : 11.54%	매도 : 1.28%

[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
2026-02-12	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