제약·바이오/화장품

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr

(000100)

유한양행

BUY(유지)

레이저티닙發 본격 이익 성장 국면

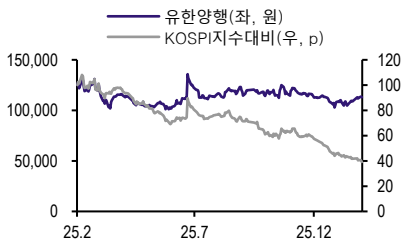
목표주가	150,000원(유지)
현재주가(02/25)	113,100원
상승여력	32.6%
시가총액	9,008십억원
발행주식수	79,648천주
52주 최고가 / 최저가	135,800 / 101,100원
3개월 일평균거래대금	41십억원
외국인 지분율	18.3%
주요주주	
유한재단 (외 4인)	23.5%
국민연금공단 (외 1인)	7.9%
자사주 (외 1인)	7.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.5	-1.2	-3.2	-7.4
상대수익률(KOSPI)	-17.4	-58.9	-92.7	-138.7

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,859	2,068	2,187	2,471
영업이익	57	55	104	169
EBITDA	101	118	174	242
지배기업순이익	136	71	195	174
EPS	1,691	874	2,639	2,351
순차입금	-43	6	107	120
PER	40.7	136.7	42.9	48.1
PBR	2.6	4.6	4.5	4.2
EV/EBITDA	52.3	82.4	53.0	38.1
배당수익률	0.6	0.4	0.4	0.4
ROE	6.7	3.4	9.4	8.3
컨센서스 영업이익	-	-	117	137
컨센서스 EPS	-	-	1,470	2,175

주가추이



유한양행 NDR 진행, mOS와 약가 인하 리스크 관심

우리는 2월 20일 여의도 주요 기관 투자자들을 대상으로 유한양행 NDR을 진행하였으며 대부분의 투자자들이 여전히 2026~27년 레이저티닙발 본격 이익 성장 포텐셜에 동의하고 있음을 확인하였다. 투자자들의 주요 관심은 레이저티닙 처방 확대와 로열티 수익 증가의 핵심 트리거로 작용하게 될 MARIPOSA(3상) 최종 mOS 값 업데이트 여부 및 기존 약가 인하 리스크 진단에 있었다. 작년 11월 레이저티닙+아미반타맙 병용요법의 미국 국립종합 암센터 네트워크(NCCN) 가이드라인 상 EGFRm NSCLC 1차 권고 요법 등재 및 12월 아미반타맙 SC 제형 FDA 승인 등 향후 로열티 수익 증가의 발판은 마련되었지만 시장은 여전히 최장 mOS 데이터 업데이트를 레이저티닙 처방 확대의 핵심 트리거로 보고 있다(MARIPOSA 기대 mOS: 최소 48~49개월 이상 vs. FLAURA/FLAURA2: 38.6/47.5개월). MARIPOSA 최장 mOS 확인은 올해 하반기 가능할 것으로 예상하며 시장 기대치를 넘어서는 서프라이즈도 기대해볼 수 있을 것으로 전망한다. 한편 투자자들이 우려하는 하반기 약가 인하 리스크에 대해서는 아직 구체적인 약가 인하 가이드라인이 제시되지 않은 가운데 유한양행의 제네릭 비중은 20% 수준, 도입 신약 및 개량 신약 비중이 높은 특성으로 인해 향후 약가 인하로 인한 이익 추정치 하향 리스크는 경쟁사들 대비 낮을 것으로 예상한다.

4분기 실적은 무난, 레이저티닙 로열티 수익 증가 기대

유한양행의 2025년 4분기 연결 매출액은 5,461억원(+10.1% YoY, -4.2% QoQ), 영업이익은 261억원(흑자전환 YoY, +18.5% QoQ, OPM: 4.8%)을 시현, 시장의 기대치에 대체적으로 부합하였다. 레이저티닙 유럽 출시 마일스톤(약 420억원)은 올해 1분기에 인식될 것으로 전망하며 2026년 연간 탑라인 및 영업이익 모두 double-digit 성장률 가이던스 제시, 로열티 수익 증가와 API 매출 성장세(두 자릿수 성장률 추정)가 핵심 변수가 될 것으로 본다. 올해 하반기 예상되는 MARIPOSA mOS 데이터 확인이 유한양행 Valuation 리레이팅의 시작점이 될 것으로 확신한다(2026~27년 라인선스 수익/연결 영업이익 추정치: 2,900억~4,350억원/1,687억~2,392억원).

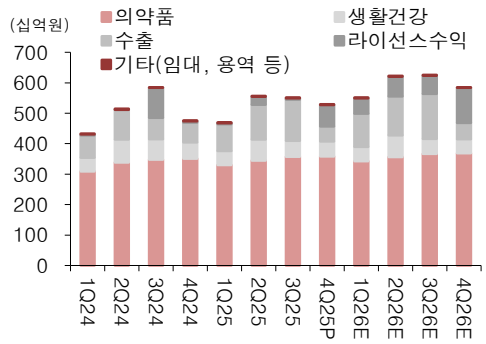
유한양행 투자의견 BUY, 목표주가 150,000원 유지

표 1 **유한양행 주요 기술수출 성과 요약** (단위: $)

계약시점	과제명	계약업체	계약규모	기수령		
				계약금	마일스톤 수익	비고
2018.07	퇴행성관절염	스파인바이오파마	218,150,000	650,000	2,000,000	
2018.11	Lazertinib	얀센바이오테크	950,000,000	50,000,000	35,000,000 65,000,000 60,000,000 15,000,000 45,000,000	미국 출시(2024.9) 일본 출시(2025.5) 중국 출시(2025.10)
2020.08	YH12852	프로세사	410,500,000	2,000,000		
합계			1,578,650,000	52,650,000	222,000,000	

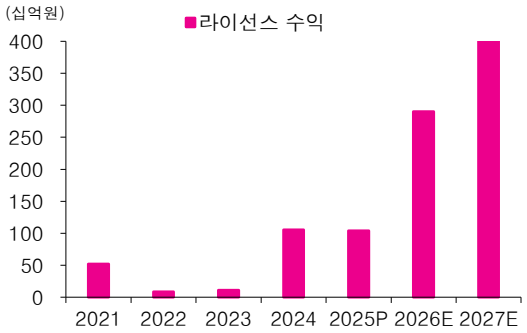
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 1 **유한양행 분기별 별도 매출액 추이 및 전망**



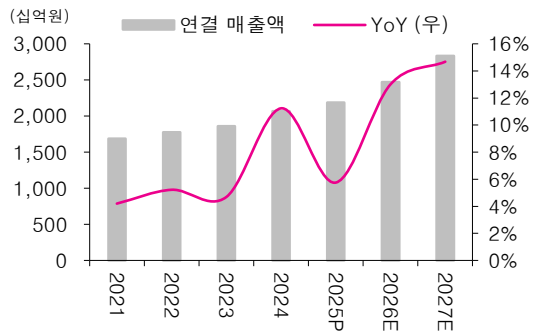
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 2 **유한양행 연간 라이선스 수익 추이 및 전망**



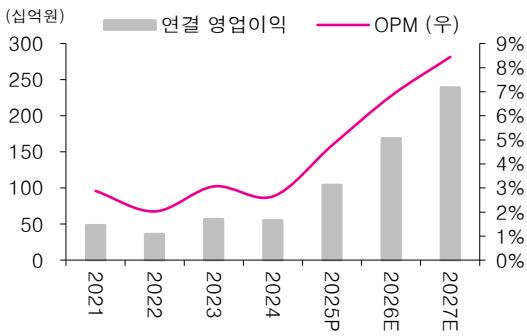
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 3 **유한양행 연간 연결 매출액 추이 및 전망**



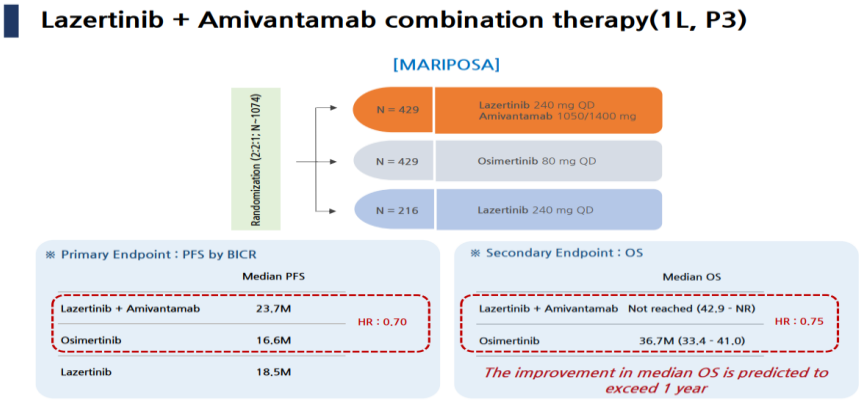
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 4 **유한양행 연간 연결 영업이익 추이 및 전망**



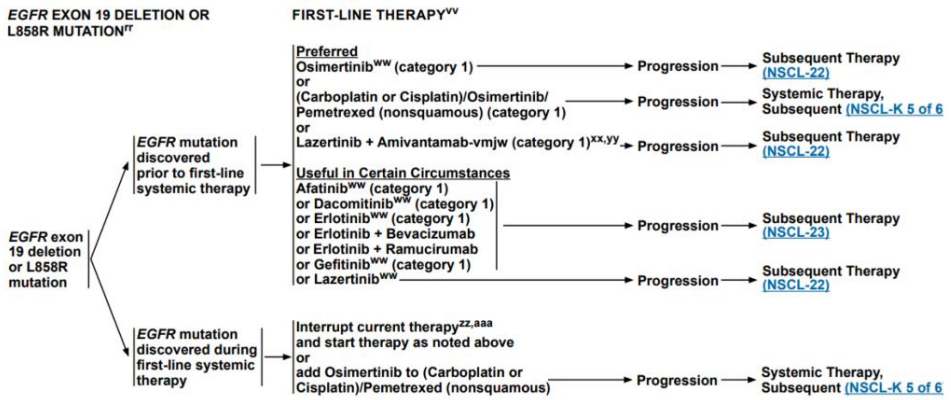
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 5 유한양행 - 레이저티닙 + 아미반타맙 병용요법 1차 치료제 임상 3상 (MARIPOSA)



자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 6 유한양행 - 레이저티닙 + 아미반타맙 병용요법 NCCN EGFRm NSCLC 선호 요법 등재



자료: NCCN Guidelines, 흥국증권 리서치센터

그림 7 유한양행 - R&D 파이프라인 업데이트 (4Q25)

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				GENOSCO	Johnson&Johnson
				1L + Amivantamab (Global)					
				2L + Amivantamab (Global)					
	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]						EnsolBio	SpineBiopharma
	PCS12852 5-HT4R agonist	Gastroparesis							Process Pharmaceuticals

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

자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

표 2 유한양행 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	**492**	**579**	**570**	**546**	**567**	**659**	**683**	**562**	**2,068**	**2,187**	**2,471**	**2,834**
별도	**469**	**556**	**551**	**529**	**551**	**622**	**626**	**585**	**2,008**	**2,106**	**2,385**	**2,639**
의약품	330	345	358	358	342	357	367	368	1,348	1,390	1,435	1,484
생활건강	47	69	52	50	47	71	49	47	241	218	214	212
수출	87	115	135	49	110	127	148	53	306	387	438	500
라이선스	4	26	4	70	50	65	60	115	105	104	290	435
기타	2	2	2	1	2	2	2	2	8	7	7	7
유한화학	64	85	106	34	76	97	117	37	212	290	326	363
기타 연결조정	-42	-62	-87	-17	-60	-60	-60	-60	-153	-209	-240	-168
영업이익	**6**	**50**	**22**	**26**	**29**	**47**	**49**	**43**	**55**	**104**	**169**	**239**
수익성(%)												
영업이익률	1.3%	8.6%	3.9%	4.8%	5.1%	7.2%	7.2%	7.6%	2.7%	4.8%	6.8%	8.4%
성장률(YoY)												
전체 매출액	10.6%	9.6%	-4.8%	10.1%	15.4%	13.8%	19.8%	2.9%	11.2%	5.7%	13.0%	14.7%
별도	8.4%	8.1%	-5.8%	11.3%	17.4%	11.9%	13.6%	10.6%	11.0%	4.8%	13.2%	10.7%
의약품	6.5%	1.8%	2.8%	1.9%	3.8%	3.4%	2.7%	2.9%	1.2%	3.2%	3.2%	3.4%
생활건강	5.1%	-8.5%	-22.6%	-6.9%	1.4%	3.7%	-6.6%	-6.2%	11.8%	-9.6%	-1.5%	-1.2%
수출	17.9%	18.1%	92.7%	-24.2%	25.6%	11.0%	9.6%	8.0%	27.1%	26.1%	13.4%	14.1%
라이선스	56.0%	4502.3%	-95.6%	1673.7%	1157.5%	154.5%	1293.7%	63.6%	836.7%	-1.1%	178.5%	50.0%
기타	-38.2%	-25.4%	21.5%	2.3%	7.3%	-6.5%	-0.2%	4.9%	-10.4%	-15.0%	0.8%	1.1%
유한화학	31.1%	22.2%	121.0%	-24.6%	18.3%	13.6%	10.1%	7.7%	25.6%	36.5%	12.6%	11.2%

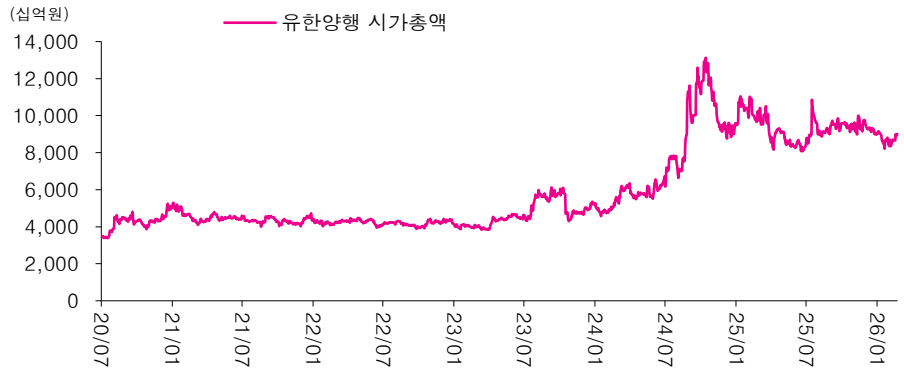
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

표 3 유한양행 목표주가 산정 SOTP 밸류에이션

(십억원)		비고
유한양행 EBITDA	370.3	2027~28E EBITDA 평균
Fair P/E multiple (x)	27.6	국내 대형 제약사 2027E EV/EBITDA 평균
유한양행 value (A)	**10,219**	
Non-core assets		
(+) Investment assets (B)	775	
(-) Net debt (C)	101	2025~27년 순차입금 평균
Fair value of equity (A+B-C)	**10,893**	
No. of total shares (백만주)	73.6	
NAV/Share (원)	147,972	
목표주가 (원)	**150,000**	
현재주가 (원)	113,100	
상승여력	32.6%	

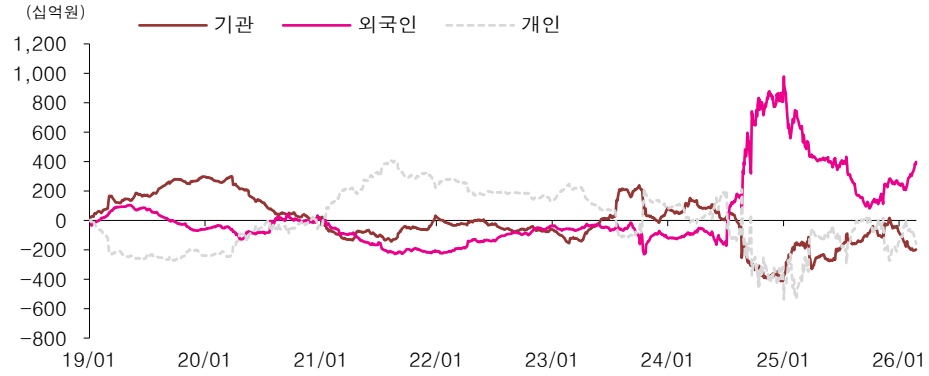
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

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**	**2,187**	**2,471**	**2,834**
증가율 (Y-Y,%)	4.7	11.2	5.7	13.0	14.7
영업이익	**57**	**55**	**104**	**169**	**239**
증가율 (Y-Y,%)	58.3	(3.8)	90.2	61.6	41.8
EBITDA	101	118	174	242	315
영업외손익	78	7	119	49	50
순이자수익	8	(6)	(7)	(11)	(15)
외화관련손익	2	10	(3)	0	0
지분법손익	81	35	49	50	50
세전계속사업손익	135	61	223	218	289
당기순이익	**134**	**55**	**185**	**170**	**225**
지배기업당기순이익	**136**	**71**	**195**	**174**	**230**
증가율 (Y-Y,%)	43.1	(48.1)	175.4	(10.9)	32.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	4.7	7.0	7.2	10.0	11.1
영업이익증가율(3Yr)	(12.2)	4.1	42.6	43.5	63.4
EBITDA증가율(3Yr)	(11.0)	5.2	30.1	33.7	38.8
순이익증가율(3Yr)	(11.0)	(17.7)	26.8	8.2	59.9
영업이익률(%)	3.1	2.7	4.8	6.8	8.4
EBITDA마진(%)	5.5	5.7	8.0	9.8	11.1
순이익률 (%)	7.2	2.7	8.4	6.9	8.0
NOPLAT	**57**	**49**	**86**	**132**	**187**
(+) Dep	44	63	70	74	76
(-) 운전자본투자	1	77	14	93	121
(-) Capex	161	117	93	96	87
OpFCF	(62)	(82)	49	16	54

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,256	1,360	1,365	1,598	1,904
현금성자산	312	320	291	388	522
매출채권	574	626	662	748	858
재고자산	285	343	363	410	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**	**2,980**	**3,270**	**3,623**
유동부채	583	619	718	816	921
매입채무	287	300	317	354	399
유동성이자부채	169	187	265	320	374
비유동부채	128	172	169	225	281
비유동이자부채	100	140	133	187	242
부채총계	**712**	**791**	**888**	**1,041**	**1,202**
자본금	78	81	81	81	81
자본잉여금	114	123	144	144	144
이익잉여금	1,976	2,010	2,163	2,300	2,492
자본조정	(116)	(113)	(356)	(356)	(356)
자기주식	(217)	(219)	(231)	(231)	(231)
자본총계	**2,101**	**2,151**	**2,093**	**2,229**	**2,421**
투하자본	1,486	1,635	1,694	1,822	1,967
순차입금	(43)	6	107	120	94
ROA	5.2	2.5	6.6	5.6	6.7
ROE	6.7	3.4	9.4	8.3	10.2
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	2,639	2,351	3,119
BPS	26,359	25,808	25,050	26,728	29,101
DPS	430	500	500	500	500
Multiples(x,%)					
PER	40.7	136.7	42.9	48.1	36.3
PBR	2.6	4.6	4.5	4.2	3.9
EV/ EBITDA	52.3	82.4	53.0	38.1	29.2
배당수익율	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	45.0	62.2	34.5	46.1	35.6
PSR	3.0	4.7	4.2	3.7	3.2
재무건전성 (%)					
부채비율	33.9	36.8	42.4	46.7	49.6
Net debt/Equity	n/a	0.3	5.1	5.4	3.9
Net debt/EBITDA	n/a	4.9	61.6	49.5	29.7
유동비율	215.4	219.7	190.1	195.8	206.8
이자보상배율	n/a	9.1	14.1	15.5	15.7
이자비용/매출액	0.3	0.7	0.7	0.8	0.9
자산구조					
투하자본(%)	58.6	61.6	63.7	62.6	61.1
현금+투자자산(%)	41.4	38.4	36.3	37.4	38.9
자본구조					
차입금(%)	11.4	13.2	16.0	18.6	20.3
자기자본(%)	88.6	86.8	84.0	81.4	79.7

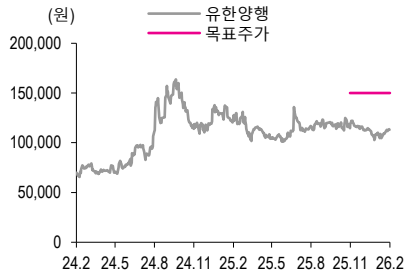
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**144**	**55**	**235**	**106**	**136**
당기순이익	134	55	185	170	225
자산상각비	44	63	70	74	76
운전자본증감	(8)	(124)	(48)	(93)	(121)
매출채권감소(증가)	(63)	(48)	(18)	(86)	(110)
재고자산감소(증가)	(5)	(59)	(20)	(47)	(60)
매입채무증가(감소)	45	(4)	31	37	45
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	(37)	96	133
총현금흐름(Gross CF)	**124**	**156**	**266**	**199**	**258**
(-) 운전자본증가(감소)	1	77	14	93	121
(-) 설비투자	161	117	93	96	87
(+) 자산매각	(42)	(13)	(20)	(8)	(7)
Free Cash Flow	(81)	(50)	139	2	42
(-) 기타투자	94	(11)	(15)	(29)	(28)
잉여현금	(175)	(39)	154	31	71

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	(25.0)	(18.7)
2026-02-26	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