

유한양행 (000100)

유럽 마일스톤을 통해 컨센서스 상회

제약/바이오

Analyst 김준영

junyoung.kim@meritz.co.kr

RA 김현비

hyunbee.kim@meritz.co.kr

2Q26 Review

2Q26 연결 기준 매출액 6,395억원(YoY +10.4%, QoQ +21.4%), 영업이익 669억원(YoY +34.1%, QoQ +658.6%)을 기록하며 컨센서스를 상회하였다. 약품사업과 해외사업이 각각 전년 대비 6%, 5% 성장한 가운데 Lazcluze/Rybrevant 병용 요법의 유럽 상업화에 따른 3,000만달러의 마일스톤 약 450억원이 인식된 영향이다. 이외 애드파마의 공동개발·판매 계약과 관련된 기술료 약 60억원도 라이선스 수익에 반영되었다. 상반기 Lazcluze 러닝 로열티는 124억원으로 목표 대비 낮았지만 7월 Rybrevant SC의 J-code 적용 이후 미국 처방 접근성이 개선되며 하반기 로열티 증가 속도는 점차 빨라질 전망이다.

Meritz Research 2026. 7. 31

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	120,000원
현재주가 (7.30)	74,000원
상승여력	62.2%

API CDMO와 파이프라인이 중장기 성장 견인

하반기에는 유한화학의 API·CDMO 매출 증가와 ETC 자체제품 비중 확대가 성장을 견인할 전망이다. BridgeBio와 Gilead의 원료의약품 공급계약을 기반으로 해외사업의 중장기 가시성이 높아졌으며, 임상용 API의 상업용 전환과 생산능력 확대는 향후 이익 성장의 기반이 될 것으로 판단한다.

알레르기 치료제 Lesigercept 임상 2상도 목표 환자 150명 중 42명이 등록되며 계획보다 빠르게 진행되고 있다. 2026년 말에서 2027년 초 중간 결과 확인을 예상하고 있어 데이터 발표와 글로벌 파트너십 논의가 차기 모멘텀으로 작용할 전망이다.

투자의견 Buy, 적정주가 12만원으로 하향

투자의견 Buy를 유지하며 적정주가는 기존 14만원에서 12만원으로 조정한다. Lazcluze의 초기 글로벌 침투 속도를 보수적으로 반영해 2028년 EBITDA 추정치를 3,862억원으로 조정하였다. EV/EBITDA는 셀트리온과 SK바이오팜의 평균 12개월 선행 멀티플에 Lazcluze 로열티, 유한화학 CDMO와 파이프라인 가치를 고려한 20% 프리미엄을 적용한 18.5배를 사용하였다.

적정주가 조정은 렉라자의 장기 상업성 훼손보다는 초기 처방 확대 속도와 피어 멀티플 변화를 반영한 결과다. API·CDMO의 성장 가시성이 높아지고 Lesigercept의 개발 일정이 순조롭게 진행되는 가운데, 4,253억원 규모의 자사주 소각을 통한 주주환원 강화도 긍정적이다. 향후 렉라자 로열티 증가와 Lesigercept 중간 데이터가 확인될 경우 실적과 기업가치의 추가 상승이 가능할 전망이다.

표1 2Q26P Review 테이블

(십억원)	2Q26P	2Q25	(% YoY)	1Q26	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	639.5	579.0	10.4	526.8	21.4	593.4	7.8	628.1	1.8
영업이익	66.9	49.9	34.1	8.8	658.2	43.8	52.5	58.2	14.8
세전이익	88.4	51.6	71.3	28.8	207.3	59.2	49.2	70.8	24.8
당기순이익	68.0	44.0	54.6	23.4	191.2	50.4	35.1	61.7	10.3
영업이익률(%)	10.5	8.6		1.7		7.4		9.3	
세전이익률(%)	13.8	8.9		5.5		10.0		11.3	
순이익률(%)	10.6	7.6		4.4		8.5		9.8	

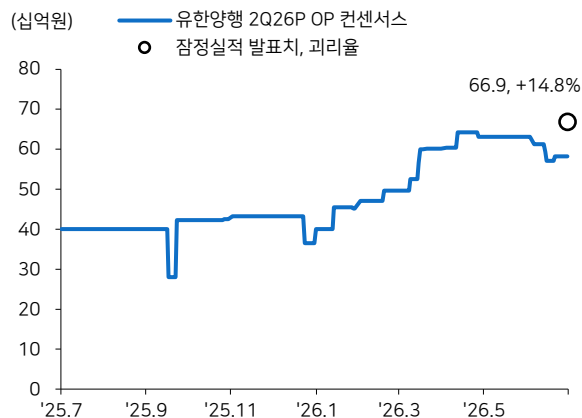
자료: QuantiWise, 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

표2 2026E 연간 실적 테이블

(십억원)	2026E	2025	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,362.7	2,186.6	8.1	2,271.0	4.0	2,374.2	-0.5
영업이익	138.8	104.4	33.0	91.4	51.9	146.2	-5.0
세전이익	224.8	222.7	1.0	166.5	35.0	180.1	24.8
당기순이익	183.0	185.3	-1.3	140.5	30.2	166.1	10.2
영업이익률(%)	5.9	4.8		4.0		6.2	
세전이익률(%)	9.5	10.2		7.3		7.6	
순이익률(%)	7.7	8.5		6.2		7.0	

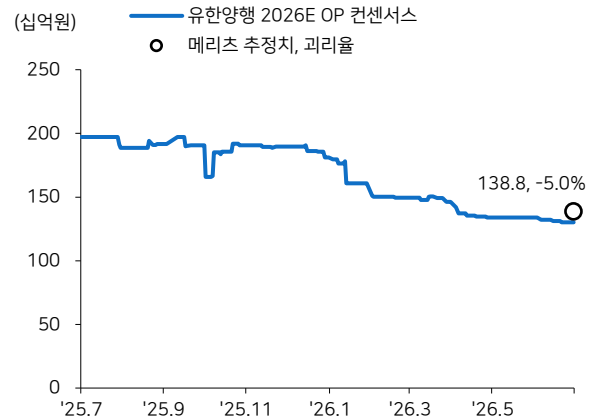
자료: QuantiWise, 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q26P 영업이익, 컨센서스 14.8% 상회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 5.0% 하회 전망



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 유한양행 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	491.6	579.0	570.0	546.1	526.8	639.5	601.2	595.2	2,067.8	2,186.6	2,362.7
% YoY	10.6	9.6	(4.8)	10.1	7.2	10.4	5.5	9.0	11.2	5.7	8.1
별도매출	469.4	556.2	551.1	529.0	509.6	614.0	581.3	575.3	2,008.4	2,105.7	2,280.3
% YoY	8.4	8.1	(5.8)	11.3	8.6	10.4	5.5	8.8	11.0	4.8	8.3
약품사업	329.8	345.1	357.6	358.0	348.9	366.8	387.9	389.9	1,347.8	1,390.5	1,493.5
생활유통사업	46.7	68.8	52.2	49.8	48.1	65.0	57.4	54.8	240.6	217.6	225.3
해외사업	87.4	114.8	135.0	49.4	106.0	121.0	118.7	108.8	306.5	386.5	454.5
라이선스수익	4.0	25.5	4.3	70.3	4.9	58.9	15.5	20.0	105.2	104.1	99.3
기타	1.6	1.9	2.0	1.5	1.7	2.3	1.9	1.8	8.2	7.0	7.7
연결조정	22.1	22.8	18.9	17.1	17.2	25.4	19.9	19.9	59.4	81.0	82.4
매출총이익	148.7	199.2	168.9	213.2	149.4	228.0	197.2	197.0	689.4	729.9	771.6
GPM (%)	30.2	34.4	29.6	39.0	28.4	35.7	32.8	33.1	33.3	33.4	32.7
영업이익	6.4	49.9	22.0	26.1	8.8	66.9	35.6	27.4	54.9	104.4	138.7
% YoY	1006.9	168.9	(53.7)	흑자전환	37.4	34.1	61.9	흑자전환	(3.8)	90.2	32.9
OPM (%)	1.3	8.6	3.9	4.8	1.7	10.5	5.9	4.6	2.7	4.8	5.9
당기순이익	10.0	44.0	21.2	110.1	23.4	68.0	48.4	43.1	55.2	185.3	183.0
% YoY	(7.4)	37.9	(40.4)	흑자전환	133.5	54.6	128.7	흑자전환	(58.9)	236.0	(1.3)
NPM (%)	2.0	7.6	3.7	20.2	4.4	10.6	8.1	7.2	2.7	8.5	7.7

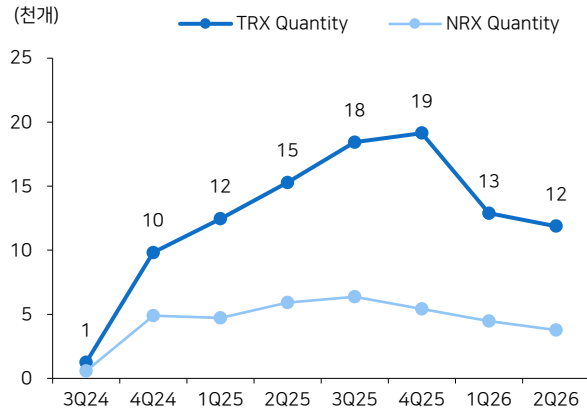
자료: 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

표4 유한양행 적정주가 산출

(십억원)	단위	
유한양행의 영업 가치 (A)	6,301.1	
28년 EBITDA	386.2	
WACC	6.6%	
EV/EBITDA(Fwd. 12m)	18.5	셀트리온, SK바이오팜 멀티플 평균에 20% 프리미엄 부여
유한양행의 신약 가치 (B)	1,000.4	DCF valuation
1) YH35324	1,000.4	
유한양행의 지분 가치 (C)	816.3	
유한화학(100%)	128.4	장부가
유한킴벌리(30%)	205.6	장부가
기타	482.3	장부가
순차입금 (D)	-61.9	2026년 말 기준
주주가치 (E=A+B+C-D)	8,179.5	
주식수 (F)	73,616천주	유통주식수 기준
적정주가 (P=E/F)	120,000	

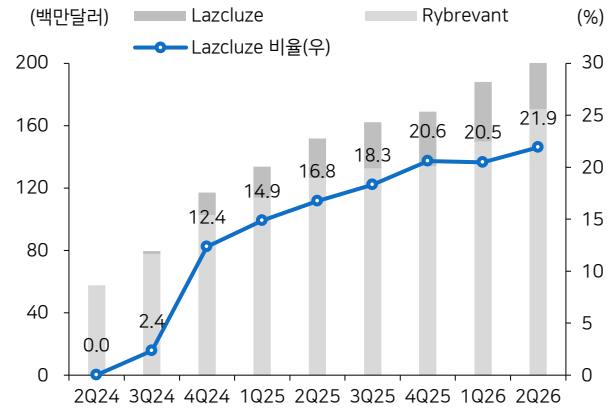
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 Lazcluze TRx, NRx 추이



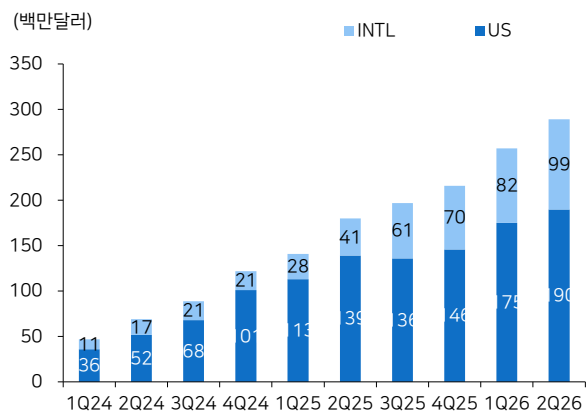
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Rybrevant/Lazcluze 매출, WAC 추이



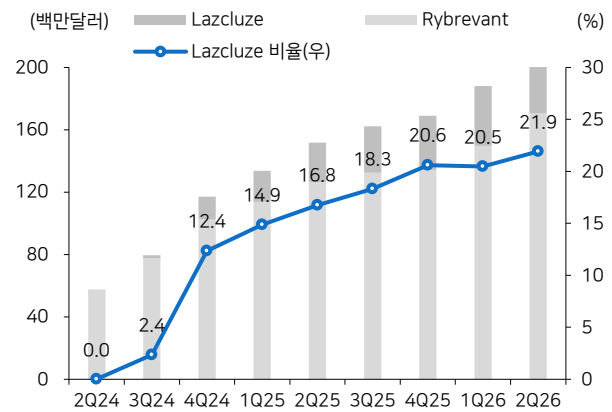
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Rybrevant/Lazcluze 국가별 매출 추이



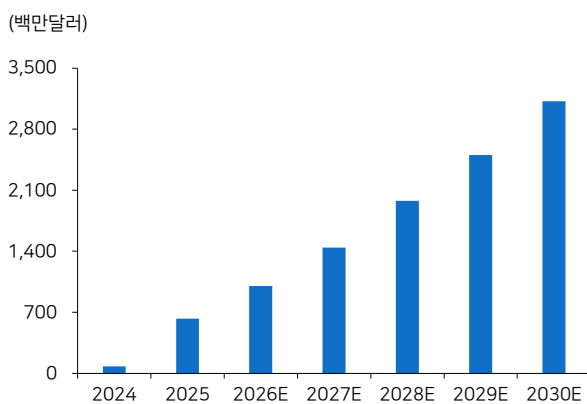
자료: Johnson & Johnson, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Rybrevant/Lazcluze WAC 비교



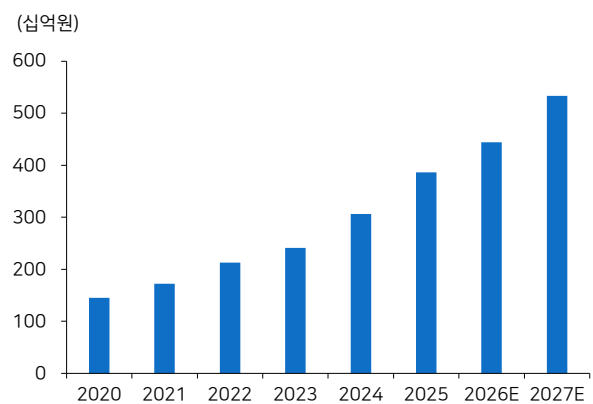
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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
0	ECOG		WHO Performance Status		WHO Performance Status	
	32.9	34.7	37.3	36.7	40.1	41.9
	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

Section	Drug	Indication	Preclinical	Phase I	Phase II	Phase III	Approval	Originator	Licensee
Oncology	Lazertinib 3 rd gen. EGFR TKI	EGFR+ NSCLC	1L/2L mono (Korea) & combo 1L + Amivantamab (Global) 2L + Amivantamab (Global)					GENOSCO	Johnson&Johnson
	Nesfrotamig (YH32367) HER2/4-1BB bsAb	HER2+ solid cancer						ablbio	
	YH32364 EGFR/4-1BB bsAb	Solid cancer						ablbio	
	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	Lesigercept (YH35324) IgE Trap	Allergic diseases						GT innovation	
	SB-01 TGFβ	DDD ²						EnsolBio sciences	SpineBioPharma
	PCS12852 5-HT4R agonist	Gastroparesis							Process Pharmaceuticals

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

자료: 유한양행

Company Data

유한양행 (000100)

KOSPI	5,593.56pt
시가총액	58,939억원
발행주식수	7,362만주
유동주식비율	68.93%
외국인비중	19.80%
52주 최고/최저가	125,000원/66,400원
평균거래대금	249.2억원

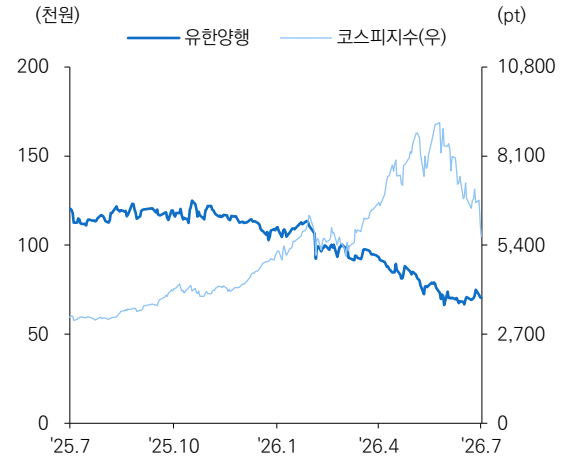
주요주주(%)

유한재단 외 2 인	16.03
유한학원	7.46
국민연금공단	6.83

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.4	-31.5	-38.2
상대주가	59.7	-36.0	-64.1

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	2,067.8	54.9	70.7	874	-48.3	25,808	136.7	4.63	82.7	3.4	36.8
2025	2,186.6	104.4	194.1	2,415	176.4	28,427	46.5	3.95	52.7	8.8	36.3
2026E	2,362.7	138.7	211.8	2,650	9.7	30,045	27.9	2.46	27.3	8.9	36.2
2027E	2,562.1	186.4	266.4	3,336	25.9	32,786	22.2	2.26	21.8	10.5	34.3
2028E	2,937.6	307.4	377.8	4,735	41.9	36,905	15.6	2.01	14.4	13.4	32.3

유한양행 (000100)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,067.8	2,186.6	2,362.7	2,562.1	2,937.6
매출액증가율(%)	11.2	5.7	8.1	8.4	14.7
매출원가	1,378.4	1,456.7	1,591.1	1,693.9	1,906.9
매출총이익	689.4	729.9	771.6	868.2	1,030.7
판매관리비	634.5	625.5	632.9	681.9	723.4
영업이익	54.9	104.4	138.7	186.4	307.4
영업이익률(%)	2.7	4.8	5.9	7.3	10.5
금융손익	4.6	-6.7	14.3	9.9	1.7
종속/관계기업손익	46.9	41.9	65.9	67.6	67.7
기타영업외손익	-44.9	83.2	6.1	7.0	7.3
세전계속사업이익	61.4	222.7	224.9	270.8	384.1
법인세비용	6.3	37.4	41.9	40.6	57.6
당기순이익	55.2	185.3	183.0	230.2	326.5
지배주주지분 순이익	70.7	194.1	211.8	266.4	377.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	54.6	106.2	196.6	252.8	354.1
당기순이익(손실)	55.2	185.3	183.0	230.2	326.5
유형자산상각비	45.1	51.8	64.3	66.1	65.3
무형자산상각비	18.0	17.4	14.5	13.1	13.6
운전자본의 증감	-124.4	-136.4	-78.1	-56.6	-51.3
투자활동 현금흐름	-117.4	-71.0	-109.0	-111.5	-111.6
유형자산의증가(CAPEX)	-117.1	-99.6	-96.3	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	51.1	-29.8	55.4	8.6	8.4
재무활동 현금흐름	65.8	8.0	-42.8	-62.0	-51.6
차입금의 증감	56.9	33.7	2.2	-17.2	-6.7
자본의 증가	12.2	22.8	0.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	7.2	42.1	48.3	79.4	190.9
기초현금	299.3	306.5	348.6	396.9	476.2
기말현금	306.5	348.6	396.9	476.2	667.1

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,360.3	1,511.6	1,640.9	1,810.2	2,097.6
현금및현금성자산	306.5	348.6	396.9	476.2	667.1
매출채권	609.1	694.4	743.1	795.1	850.7
재고자산	343.2	372.8	402.6	434.8	469.6
비유동자산	1,581.8	1,709.3	1,702.4	1,734.6	1,767.4
유형자산	598.2	638.7	673.7	707.6	742.3
무형자산	284.8	299.7	305.9	312.8	319.2
투자자산	521.4	548.7	495.7	487.2	478.8
자산총계	2,942.1	3,220.9	3,343.3	3,544.8	3,865.0
유동부채	619.1	733.6	746.0	766.8	809.4
매입채무	176.3	175.5	191.3	212.4	244.7
단기차입금	168.0	199.8	190.8	180.8	180.8
유동성장기부채	11.2	47.8	43.7	43.7	43.7
비유동부채	172.2	125.1	142.2	137.7	133.6
사채	16.1	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	105.3	71.1	85.1	77.1	69.1
부채총계	791.4	858.6	888.3	904.4	943.1
자본금	81.4	81.4	81.4	81.4	81.4
자본잉여금	122.6	145.3	145.7	145.7	145.7
기타포괄이익누계액	106.1	122.9	123.7	123.7	123.7
이익잉여금	2,010.0	2,188.5	2,297.4	2,518.9	2,851.9
비지배주주지분	50.1	55.4	26.6	-9.7	-61.0
자본총계	2,150.7	2,362.3	2,455.0	2,640.4	2,922.0

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	25,780	27,312	29,660	32,168	36,882
EPS(지배주주)	874	2,415	2,650	3,336	4,735
CFPS	1,949	2,688	3,748	4,445	5,817
EBITDAPS	1,470	2,167	2,731	3,335	4,849
BPS	25,808	28,427	30,045	32,786	36,905
DPS	500	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	136.7	46.5	27.9	22.2	15.6
PCR	61.3	41.8	19.7	16.6	12.7
PSR	4.6	4.1	2.5	2.3	2.0
PBR	4.63	3.95	2.46	2.26	2.01
EBITDA(십억원)	117.9	173.5	217.6	265.6	386.2
EV/EBITDA	82.7	52.7	27.3	21.8	14.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.4	8.8	8.9	10.5	13.4
EBITDA 이익률	5.7	7.9	9.2	10.4	13.1
부채비율	36.8	36.3	36.2	34.3	32.3
금융비용부담률	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	3.7	6.8	8.9	12.7	21.5
매출채권회전율(x)	3.5	3.4	3.3	3.3	3.6
재고자산회전율(x)	6.6	6.1	6.1	6.1	6.5

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

유한양행 (000100) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)
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	-41.8	-33.2
2026.05.04	기업브리프	Buy	140,000	김준영	-45.2	-35.4
2026.07.31	기업브리프	Buy	120,000	김준영	-	-

