

제약·바이오/화장품

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr

(000100)

유한양행

BUY(유지)

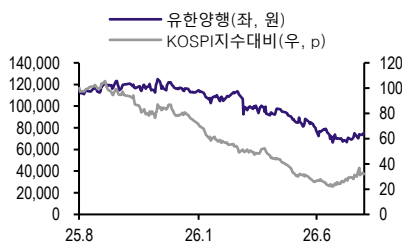
아직 기대해볼만 한 이익 성장 모멘텀

목표주가	110,000원(하향)
현재주가(08/05)	75,100원
상승여력	46.5%
시가총액	5,982십억원
발행주식수	79,648천주
52주 최고가 / 최저가	125,000 / 66,400원
3개월 일평균거래대금	25십억원
외국인 지분율	19.9%
주요주주	
유한재단 (외 4인)	23.5%
자시주 (외 1인)	7.6%
국민연금공단 (외 1인)	6.8%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	6.7 -17.0 -30.1 -34.6
상대수익률(KOSPI)	25.1 -12.1 -57.9 -141.0

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,068	2,187	2,304	2,543
영업이익	55	104	124	190
EBITDA	118	174	199	266
지배주주순이익	71	194	124	178
EPS	874	2,418	1,681	2,421
순차입금	6	-9	199	194
PER	136.7	46.5	44.7	31.0
PBR	4.6	4.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	82.4	52.4	31.5	23.5
배당수익률	0.4	0.5	0.8	0.8
ROE	3.4	8.8	5.5	8.0
컨센서스 영업이익	-	-	130	0
컨센서스 EPS	-	-	2,085	0

추가추이



2Q26 Review: 유럽 마일스톤 인식, 컨센서스 상회

유한양행의 2026년 2분기 연결 매출액은 6,395억원(+10.4% YoY, +21.4% QoQ), 영업이익은 669억원(+34.1% YoY, +658.6% QoQ, OPM: 10.5%)을 시현, 시장 컨센서스를 상회하는 호실적을 기록하였다. 이번 분기 호실적의 핵심 원인은 레이저티닙 유럽 승인 마일스톤 450억원(3,000만달러) 인식과 로열티 수익 증가(70억원)에 있으며 총 라이선스 수익은 589억원(애드파마 마일스톤 69억원 포함)으로 +130% YoY 증가하였다. 여기에 더해 의약품/수출/유한화학/기타 사업 매출액이 안정적인 성장세(+6.3% YoY/+5.4% YoY/+7.3% YoY)를 유지하며 2분기 호실적을 견인하였다. 한편 이번 분기 BridgeBio Pharma, Gilead Sciences와 2,700억원 규모의 원료의약품 공급 계약을 체결한 점도 고무적이다.

레이저티닙이 가져올 본격 이익 성장 국면

2025년 하반기 레이저티닙+아미반타맙 병용요법의 NCCN EGFRm NSCLC 1차 권고 요법 등재 및 아미반타맙 SC 제형의 FDA 승인, 2026년 7월 SC 제형 J-code 부여 등 미국 내 처방량 확대에 우호적인 조건들은 상당 부분 갖추어 졌지만 투자자들은 여전히 MARIPOSA 최종 mOS 업데이트를 기다리고 있다(MARIPOSA OS: 최소 48~49개월 이상 vs. FLAURA/FLAURA2: 38.6/47.5개월). 올해 하반기에 경쟁 요법 대비 개선된 mOS가 확인된다면 2027~28년 레이저티닙의 가파른 처방 확대가 이루어질 것으로 전망한다. 또한 알레르기 치료제 레시게르셉트가 임상 2상에 진입, 환자 등록이 당초 계획보다 빠르게 진행중으로 2027년 초 중간 결과를 확인해볼 수 있을 것으로 예상한다. 우리는 여전히 병용요법 mOS 개선 확인 이후 레이저티닙 로열티 수익의 가파른 성장세와 그에 따른 전사 수익성 향상, 유한양행의 기업가치 re-rating에 대하여 긍정적으로 전망한다.

유한양행 투자자의견 BUY 유지, 목표주가 110,000원

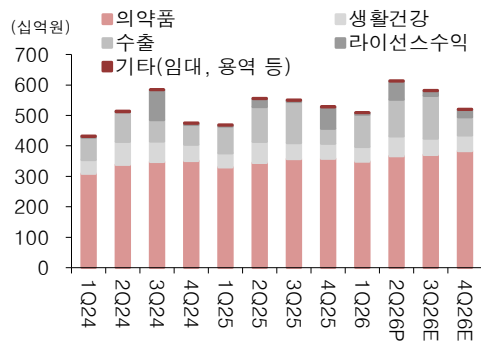
MARIPOSA 최장 mOS 확보, 레시게르셉트의 임상2상 순항, 레이저티닙의 가파른 로열티 증가세 긍정적으로 전망하며 유한양행에 대한 투자자의견을 BUY로 유지한다. 목표주가는 최근 국내 헬스케어 섹터 멀티플 디레이팅에 따라 기존 130,000원에서 110,000원으로 하향 조정한다.

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
					\$35,000,000
					\$65,000,000
2018.11	Lazertinib(NSCLC)	Janssen Biotech	\$950,000,000	\$50,000,000	\$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

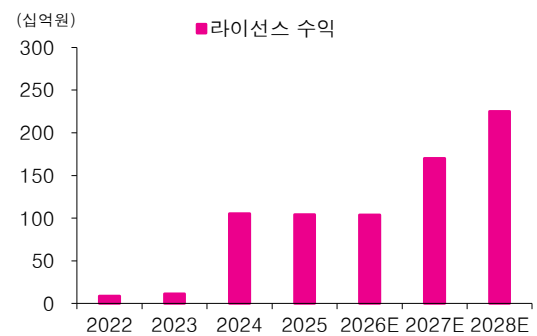
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 2 유한양행 분기별 별도 매출액 추이 및 전망



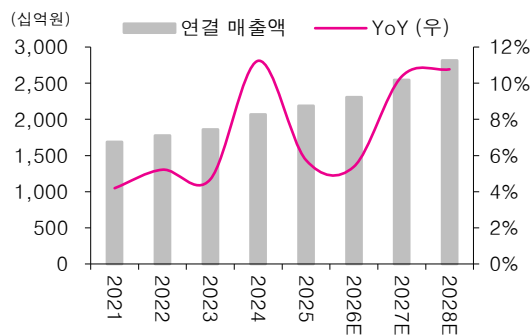
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 3 유한양행 연간 라이선스 수익 추이 및 전망



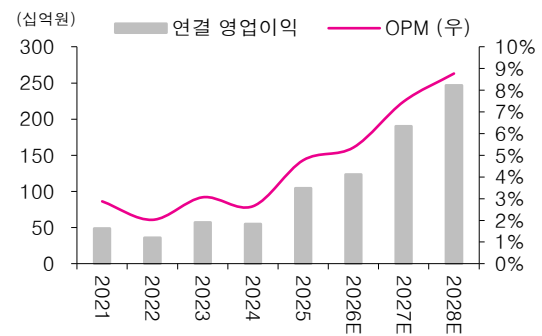
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 4 유한양행 연간 연결 매출액 추이 및 전망



자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

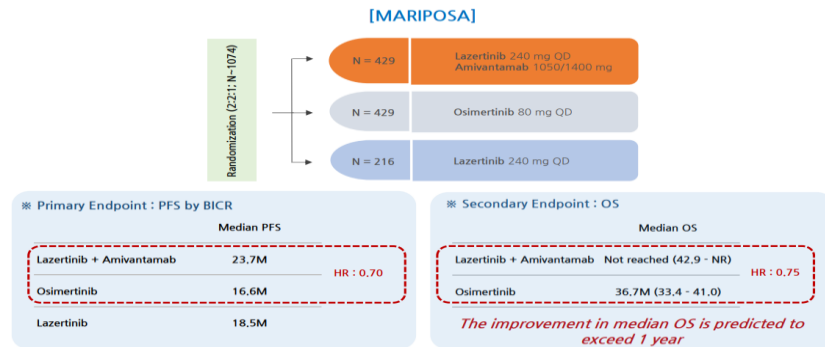
그림 5 유한양행 연간 연결 영업이익 추이 및 전망



자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

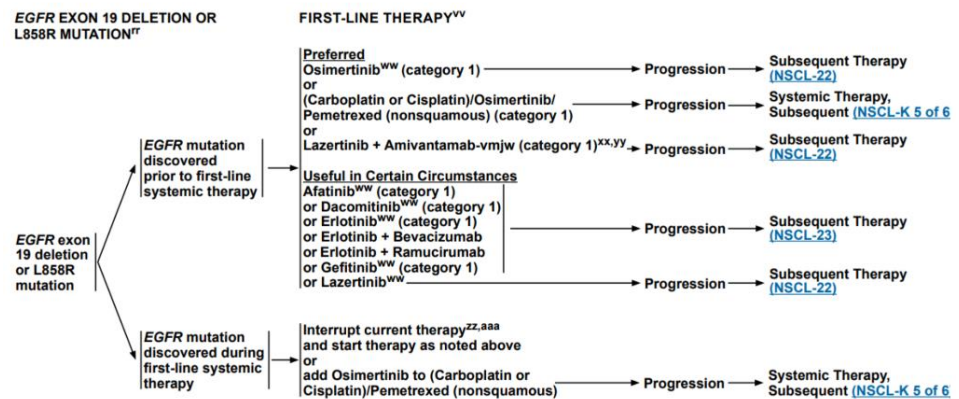
그림 6 유한양행 - 레이저티닙 + 아미반타맵 병용요법 1차 치료제 임상 3상 (MARIPOSA)

Lazertinib + Amivantamab combination therapy(1L, P3)



자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

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



자료: NCCN Guidelines, 흥국증권 리서치센터

그림 8 유한양행 - R&D 파이프라인 업데이트 (2Q26)

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						abt	
	YH32364 EGFR/4-1BB bsAb	Solid cancer						abt	
	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						EnsoBio science	SpineBioPharma
	PCS12852 5-HT4R agonist	Gastroparesis							Protona Pharmaceuticals

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

자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

표 1 유한양행 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	492	579	570	546	527	639	615	523	2,068	2,187	2,304	2,543
별도	469	556	551	529	510	614	582	521	2,008	2,106	2,227	2,443
의약품	330	345	358	358	349	367	371	383	1,348	1,390	1,470	1,555
생활건강	47	69	52	50	48	65	53	52	241	218	218	222
수출	87	115	135	49	106	121	141	59	306	387	428	487
라이선스	4	26	4	70	5	59	15	25	105	104	104	170
기타	2	2	2	1	2	2	2	2	8	7	8	9
유한화학	64	85	106	34	83	91	112	44	212	290	331	383
기타 연결조정	-42	-62	-87	-17	-66	-66	-80	-42	-153	-209	-254	-283
영업이익	6	50	22	26	9	67	30	18	55	104	124	190
수익성(%)												
영업이익률	1.3%	8.6%	3.9%	4.8%	1.7%	10.5%	4.8%	3.5%	2.7%	4.8%	5.4%	7.5%
성장률(YoY)												
전체 매출액	10.6%	9.6%	-4.8%	10.1%	7.2%	10.4%	7.9%	-4.2%	11.2%	5.7%	5.4%	10.4%
별도	8.4%	8.1%	-5.8%	11.3%	8.6%	10.4%	5.7%	-1.5%	11.0%	4.8%	5.8%	9.7%
의약품	6.5%	1.8%	2.8%	1.9%	5.8%	6.3%	3.7%	7.1%	1.2%	3.2%	5.7%	5.8%
생활건강	5.1%	-8.5%	-22.6%	-6.9%	2.8%	-5.5%	1.8%	3.9%	11.8%	-9.6%	0.2%	2.0%
수출	17.9%	18.1%	92.7%	-24.2%	21.4%	5.4%	4.7%	20.0%	27.1%	26.1%	10.6%	14.0%
라이선스	56.0%	4502.3%	-95.6%	1673.7%	24.0%	130.6%	248.4%	-64.4%	836.7%	-1.1%	-0.3%	63.7%
기타	-38.2%	-25.4%	21.5%	2.3%	6.9%	20.3%	5.1%	11.2%	-10.4%	-15.0%	11.0%	10.2%
유한화학	31.1%	22.2%	121.0%	-24.6%	29.4%	7.3%	6.0%	27.8%	25.6%	36.5%	14.2%	15.7%

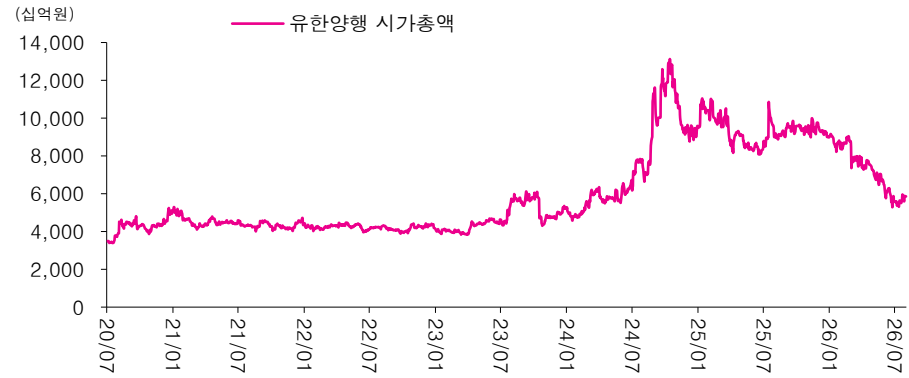
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

표 2 유한양행 목표주가 산정 SOTP 밸류에이션

(십억원)	비고	
유한양행 EBITDA	295.5	2027~28E EBITDA 평균
Fair P/E multiple (x)	24.8	국내 대형 제약사 2026~27E EV/EBITDA 평균
유한양행 value (A)	7,327	
Non-core assets		
(+) Investment assets (B)	685	
(-) Net debt (C)	128	2025~27년 순차입금 평균
Fair value of equity (A+B-C)	7,884	
No. of total shares (백만주)	73.6	
NAV/Share (원)	107,097	
목표주가 (원)	110,000	
현재주가 (원)	75,100	
상승여력	+46.5%	

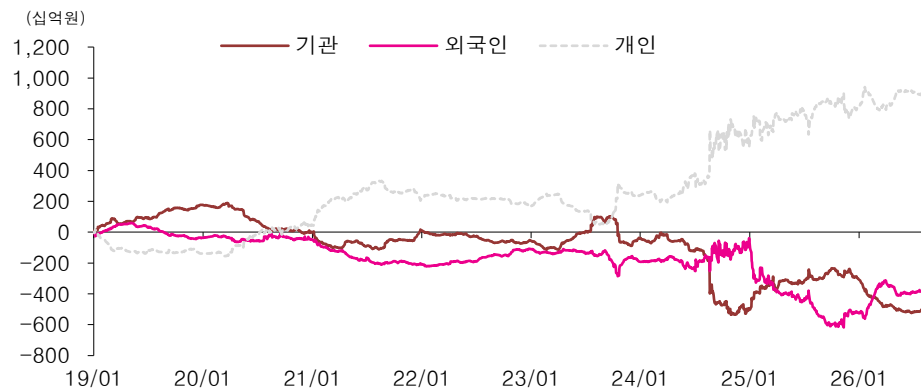
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 9 유한양행 시가총액 추이



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 10 유한양행 투자자별 누적 순매수 추이



자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,068	2,187	2,304	2,543	2,817
증가율 (Y-Y, %)	11.2	5.7	5.4	10.4	10.8
영업이익	55	104	124	190	247
증가율 (Y-Y, %)	(3.8)	90.2	18.3	53.9	29.8
EBITDA	118	174	199	266	324
영업외손익	7	118	28	28	28
순이자수익	(6)	(7)	(6)	(7)	(7)
외화관련손익	10	(0)	6	0	0
지분법손익	35	125	51	51	51
세전계속사업손익	61	223	152	218	275
당기순이익	55	185	118	170	215
지배기업당기순이익	71	194	124	178	225
증가율 (Y-Y, %)	(48.1)	174.6	(36.1)	43.8	26.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	7.0	7.2	7.4	7.1	8.8
영업이익증가율(3Yr)	4.1	42.6	29.4	51.3	33.2
EBITDA증가율(3Yr)	5.2	30.0	25.1	31.2	23.2
순이익증가율(3Yr)	(17.7)	26.9	(4.1)	45.6	5.0
영업이익률(%)	2.7	4.8	5.4	7.5	8.8
EBITDA마진(%)	5.7	7.9	8.6	10.5	11.5
순이익률 (%)	2.7	8.5	5.1	6.7	7.6
NOPLAT	49	87	96	148	193
(+) Dep	63	69	75	76	78
(-) 운전자본투자	77	75	59	85	98
(-) Capex	117	100	82	74	74
OpFCF	(82)	(19)	30	66	98

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,360	1,512	1,371	1,510	1,698
현금성자산	320	368	181	199	249
매출채권	626	714	752	830	920
재고자산	343	373	393	434	480
비유동자산	1,582	1,709	1,717	1,762	1,807
투자자산	699	771	748	779	810
유형자산	598	639	667	682	696
무형자산	285	300	302	301	301
자산총계	2,942	3,221	3,088	3,272	3,505
유동부채	619	734	698	710	726
매입채무	300	307	324	355	389
유동성이자부채	187	273	250	226	202
비유동부채	172	125	173	211	249
비유동이자부채	140	87	130	167	203
부채총계	791	859	871	922	975
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	123	145	146	146	146
이익잉여금	2,010	2,188	2,254	2,388	2,568
자본조정	(113)	(108)	(316)	(316)	(316)
자기주식	(219)	(231)	(220)	(220)	(220)
자본총계	2,151	2,362	2,217	2,350	2,530
투하자본	1,635	1,805	1,902	2,009	2,129
순차입금	6	(9)	199	194	155
ROA	2.5	6.3	3.9	5.6	6.6
ROE	3.4	8.8	5.5	8.0	9.4
ROIC	3.2	5.1	5.2	7.6	9.3

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	874	2,418	1,681	2,421	3,058
BPS	25,808	28,427	26,787	28,439	30,667
DPS	500	600	600	600	600
Multiples(x, %)					
PER	136.7	46.5	44.7	31.0	24.6
PBR	4.6	4.0	2.8	2.6	2.4
EV/ EBITDA	82.4	52.4	31.5	23.5	19.2
배당수익율	0.4	0.5	0.8	0.8	0.8
PCR	62.2	42.4	n/a	29.5	23.9
PSR	4.7	4.2	2.6	2.4	2.2
재무건전성 (%)					
부채비율	36.8	36.3	39.3	39.2	38.5
Net debt/Equity	0.3	n/a	9.0	8.2	6.1
Net debt/EBITDA	4.9	n/a	100.5	72.8	47.9
유동비율	219.7	206.1	196.3	212.6	234.1
이자보상배율	9.1	14.5	19.4	29.0	37.1
이자비용/매출액	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
자산구조					
투하자본(%)	61.6	61.3	67.2	67.3	66.8
현금+투자자산(%)	38.4	38.7	32.8	32.7	33.2
자본구조					
차입금(%)	13.2	13.2	14.6	14.3	13.8
자기자본(%)	86.8	86.8	85.4	85.7	86.2

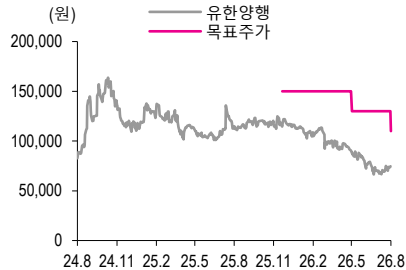
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	55	106	(130)	121	155
당기순이익	55	185	118	170	215
자산상각비	63	69	75	76	78
운전자본증감	(124)	(136)	(81)	(85)	(98)
매출채권감소(증가)	(48)	(88)	18	(78)	(89)
재고자산감소(증가)	(59)	(34)	(17)	(41)	(47)
매입채무증감(감소)	(4)	(0)	(16)	31	34
투자현금	(117)	(71)	(78)	(71)	(73)
단기투자자산감소	9	(4)	4	(1)	(1)
장기투자증권감소	11	41	23	30	29
설비투자	(117)	(100)	(82)	(74)	(74)
유무형자산감소	(13)	(33)	(17)	(17)	(17)
재무현금	66	8	20	(32)	(33)
차입금증가	88	32	19	13	12
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(32)	(37)	(45)	(45)	(45)
현금 증감	7	42	(184)	18	50
총현금흐름(Gross CF)	156	215	(67)	206	254
(-) 운전자본증감(감소)	77	75	59	85	98
(-) 설비투자	117	100	82	74	74
(+) 자산매각	(13)	(33)	(17)	(17)	(17)
Free Cash Flow	(50)	8	(225)	30	64
(-) 기타투자	(11)	(41)	(23)	(30)	(29)
잉여현금	(39)	49	(202)	60	93

유한양행 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2025-11-25	담당자 변경			
2025-11-25	Buy	150,000	(29.5)	(18.7)
2026-05-06	Buy	130,000	(41.3)	(31.2)
2026-08-06	Buy	110,000		

투자 의견(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
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2026년 06월 30일 기준)

Buy (96.6%)	Hold (3.4%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 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, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앤티체

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



<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