

유한양행 (000100)

성장의 뿌리는 단단해지고 있다

큰 이슈없이 성장세를 유지한 2분기

동사의 2분기 연결 기준 매출액은 6,394억원(YoY +10%), 영업이익은 669억원(YoY +34%, OPM 11%)을 기록했다. 1분기 이어졌던 레이저티닙(렉라자)의 유럽 지역 허가 획득에 따른 마일스톤 3천만달러가 당분기 인식되었으며 본업에서도 약품 및 해외사업의 견조한 성장이 지속되고 있다. 특히 해외사업에서는 2분기에 미국 소재 바이오기업과의 원료의약품 공급계약 2건(브릿지바이오파마, 길리어드)을 체결했다. 확보된 계약물량을 기반으로 한 중장기적인 생산 계획이 안정적으로 운영될 것이 기대되며 늘어나는 수요를 대비하기 위해 캐파 확대도 준비 중인 상황이다.

리브리반트의 영구 J코드 확보가 가져올 기대효과

2026년 7월 1일부로 리브리반트 파스프로에 대한 영구 J코드가 발효됐다. 미국에서 의사가 직접 투여하는 원내 처방 항암제나 바이오의약품은 Buy-and-bill 형태의 정산 구조를 따른다. 병원과 전문 클리닉은 의약품을 자체 자금으로 선구매하여 환자에게 투약하고 공보험 및 민간보험사에 사후 청구해 환급받는 구조다.

의약품이 허가를 받아 판매가 시작되면 초기에는 고유 코드가 없어 임시 C코드를 사용한다. 임시코드를 사용하면 정산이 늦어지면서 의료진의 처방 장벽이 발생한다. 허나 영구 J코드가 발효되면 표준 코드 기반 전산처리되어 정산 주기가 대폭 단축된다.

과거의 사례를 통해 영구 J코드 발효 전후로 매출이 급증했던 것을 확인할 수 있다. 이에 리브리반트 파스프로도 유사한 효과가 발생할 것으로 예상한다. 또한 병용으로 처방받는 동사의 레이저티닙도 궁극적으로는 로열티 수익 증대를 기대해볼 수 있다.

- ① 테페자(Tepezza): 2020년 1월 FDA의 승인을 획득한 최초의 갑상선암병증 표적치료제. 같은해 10월 영구 J코드가 발효됐으며 2분기 약 1.7억달러, 4분기 약 3.4억달러의 매출 달성
- ② 안크티바(Anktiva): 2024년 4월 FDA의 승인을 획득한 방광암 타겟 면역항암제. 2025년 1월 영구 J코드가 발효되었고 24년 연간 매출(약 1,400억달러)를 뛰어넘는 매출을 1분기 만에 달성
- ③ 주스두리(Zusduri): 2025년 6월 FDA의 승인을 획득한 비근육 침습 방광암 타겟 항암제. 2026년 1월 영구 J코드 발효되었으며 원개발사인 유로젠파마(UroGen Pharma)의 1분기 매출은 전분기 대비 35% 성장

추세는 긍정적이나 조금은 더 기다려야할 듯

레이저티닙의 월별 처방량은 매월 상승하고 있는 상황이다. 상기 언급한 J코드 발효, 발표되지 않은 마리포사 임상의 생존기간 중앙값(mOS) 등 처방량 확대에 따른 로열티 수익을 상승시키는 모멘텀들이 기대된다. 허나 J코드 발효에 따른 실제 매출 증대 효과는 올해 3분기 이후부터 확인할 수 있으며, 생존기간 역시 구체적인 발표 시기를 예측할 수 없다는 점에서 중장기적인 관점으로 접근하는 것이 유효하다는 판단이다.

목표주가 산정의 방식은 기존과 동일하다. 파이프라인 중 레이저티닙만 반영했으며 기존 추정 7.6조원 대비 3% 상향한 7.8조원을 적용했다. 이는 중국 판매 케이스 추가 및 점유율 조정에 따름이다. 다만 영업가치를 기존 2.5조원 대비 1.8조원으로 하향함에 따라 목표주가를 기존 15만원 대비 소폭 하향한 14만원으로 제시한다.

Company Brief

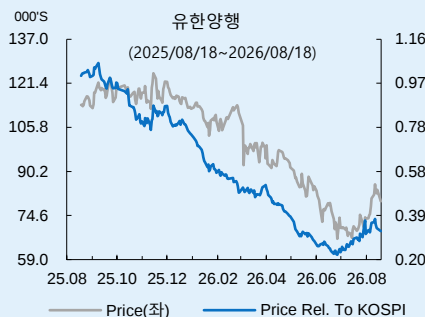
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	140,000원(하향)
증가(2026.08.18)	79,600원
상승여력	75.9%

Stock Indicator	
자본금	81십억원
발행주식수	7,965만주
시가총액	6,340십억원
외국인지분율	20.4%
52주 주가	66,400~125,000원
60일평균거래량	304,440주
60일평균거래대금	23.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.4	-4.6	-26.8	-30.0
상대수익률	11.7	4.0	-51.6	-146.2

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	2,187	2,332	2,442	2,637
영업이익(십억원)	104	128	162	180
순이익(십억원)	194	180	194	212
EPS(원)	2,389	2,218	2,397	2,616
BPS(원)	28,427	30,688	33,128	35,787
PER(배)	47.1	35.9	33.2	30.4
PBR(배)	4.0	2.6	2.4	2.2
ROE(%)	8.8	7.5	7.5	7.6
배당수익률(%)	0.5	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	52.1	29.7	25.0	22.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

정재원

jaewon.jeong@imfnsec.com

2122-9208

표1. 유한양행 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	1,830.3	
A. 유한양행 2026E EBITDA	122.7	별도 기준
B. Target EV/EBITDA	14.9	국내 주요 제약사 2026E 평균 EV/EBITDA
2. 파이프라인 가치 (C)	7,835.3	
C. 레이저티닙	7,835.3	5개 케이스 합산(US, EU, UK, JP, CN)
3. 보유 지분가치 (D+...+N)	948.1	
D. 유한화학	128.4	장부가액 적용
E. 유한킴벌리	205.6	장부가액 적용
F. 테라젠이텍스(6.7%)	4.4	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율(30%) 적용
G. 네오이문텍(0.8%)	0.4	
H. 지아이이노베이션(1.3%)	7.2	
I. 내츄럴엔도텍(5.0%)	2.5	
J. 전진바이오팜(5.5%)	0.7	
K. 프로젠(9.2%)	4.5	
L. 이문온시아(65.9%)	209.7	
M. 에임드바이오(1.3%)	9.9	
N. 기타	374.7	장부가액 적용
4. 유한양행 총 기업가치 (1+2+3)	10,613.7	
5. 보통주주식수	74,764	
6. 적정주가 산출	140,000	
7. 현재 주가	79,600	2026년 8월 18일 종가
8. 상승여력	75.9	

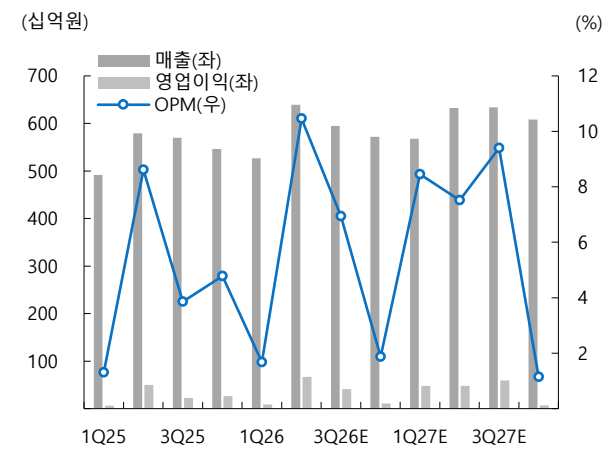
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표2. 유한양행 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
연결 매출	491.6	579.0	570.0	546.1	526.8	639.4	594.4	571.7	2,186.6	2,332.4	2,441.8
YoY	10.6	9.6	(4.8)	10.1	7.2	10.4	4.3	4.7	5.7	6.7	4.7
약품사업	331.9	347.3	360.8	360.8	353.1	370.5	383.5	383.8	1,400.9	1,490.9	1,583.8
OTC	54.3	57.4	60.8	57.5	58.3	63.9	66.4	63.5	230.1	252.1	277.2
ETC	275.5	287.7	296.8	300.5	290.7	302.8	312.8	316.5	1,160.4	1,222.9	1,288.5
연결대상매출	7.5	7.7	9.2	8.1	9.1	8.8	10.8	9.4	32.6	38.1	44.2
내부매출조정	(5.4)	(5.5)	(6.0)	(5.4)	(5.0)	(5.0)	(6.6)	(5.6)	(22.3)	(22.2)	(26.1)
생활유통사업	46.7	68.8	52.2	49.8	48.1	65.0	52.9	50.8	217.6	216.8	220.8
해외사업	87.4	114.8	135.0	49.4	106.1	121.0	122.5	102.6	386.6	452.2	501.1
라이선스 수익	4.0	25.6	4.3	70.2	5.0	58.9	15.3	16.8	104.1	96.0	50.3
기타	21.5	22.5	17.6	15.9	14.6	24.0	20.2	17.6	77.5	76.5	85.8
매출총이익	148.7	199.2	168.9	213.1	149.4	228.0	205.2	208.9	729.9	791.4	826.3
YoY	10.5	19.0	(29.9)	45.3	0.5	14.4	21.5	(2.0)	5.9	8.4	4.4
GPM	30.2	34.4	29.6	39.0	28.4	35.7	34.5	36.5	33.4	33.9	33.8
영업이익	6.4	49.9	22.0	26.1	8.8	66.9	41.2	10.7	104.4	127.6	162.1
YoY	1,012.3	168.9	(53.7)	흑전	37.3	34.1	87.4	(59.1)	90.2	22.3	27.0
OPM	1.3	8.6	3.9	4.8	1.7	10.5	6.9	1.9	4.8	5.5	6.6

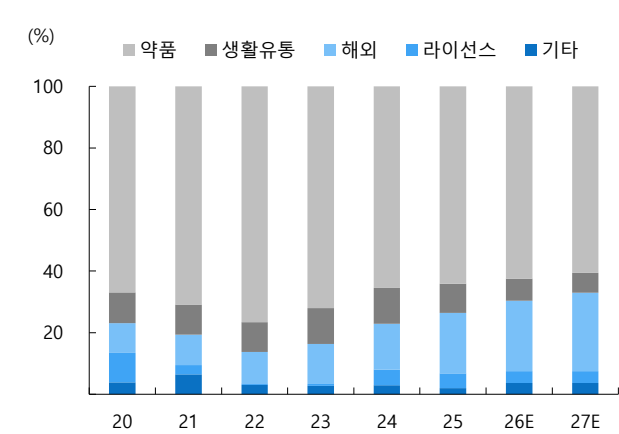
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. 유한양행 분기별 실적 추이 및 전망



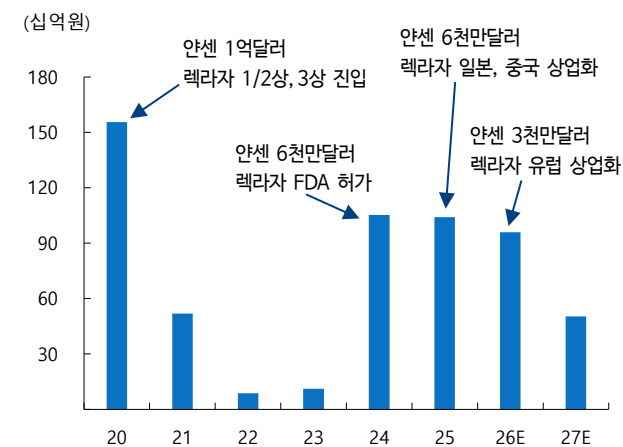
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부 추정

그림2. 유한양행 사업부 연간 매출 비중 변화 추이



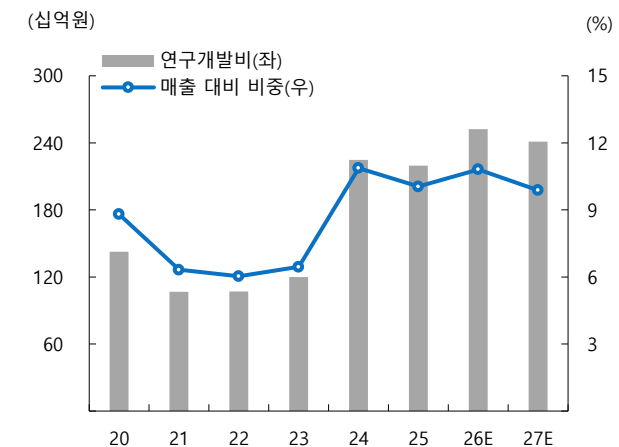
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 유한양행 라이선스 수익 추이 및 전망



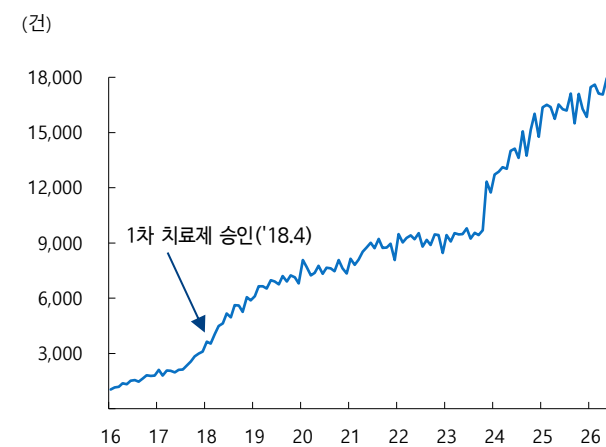
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부 추정

그림4. 유한양행 연구개발비 추이 및 전망



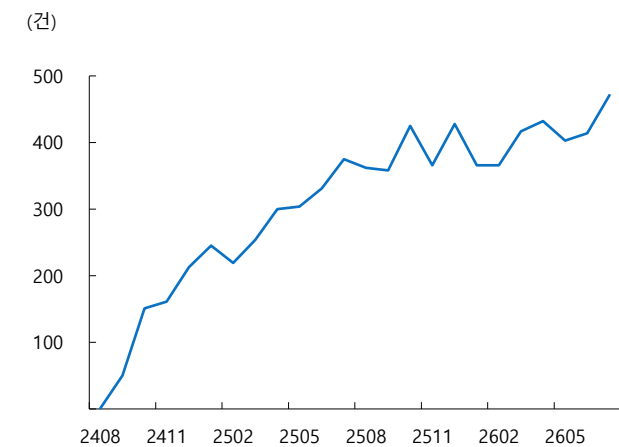
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부 추정

그림5. 타그리소 월별 처방 데이터



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

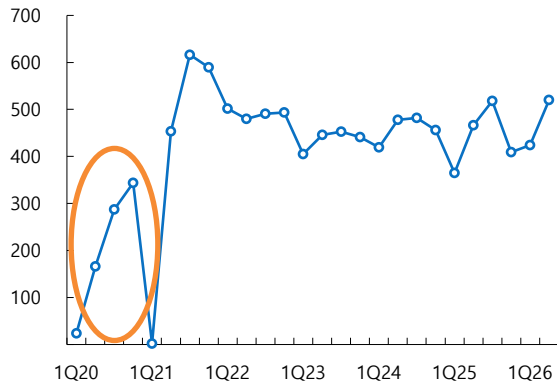
그림6. 라즈클루즈 월별 처방 데이터



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. J코드 발효 기대효과 케이스(1) 테페자 분기 매출 추이.
2020년 10월 영구 J코드 발효

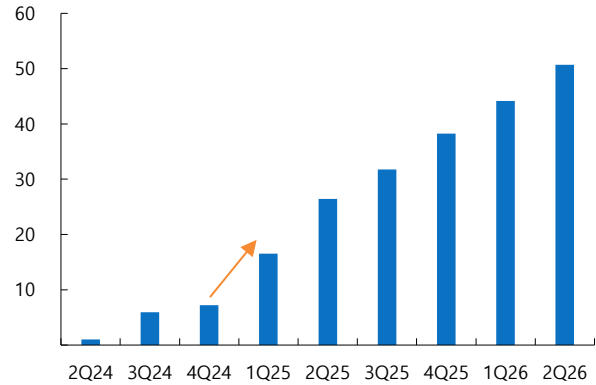
(백만달러)



자료: Evaluate Pharma, iM증권 리서치본부

그림8. J코드 발효 기대효과 케이스(2) 안크티바 분기 매출 추이.
2025년 1월 영구 J코드 발효

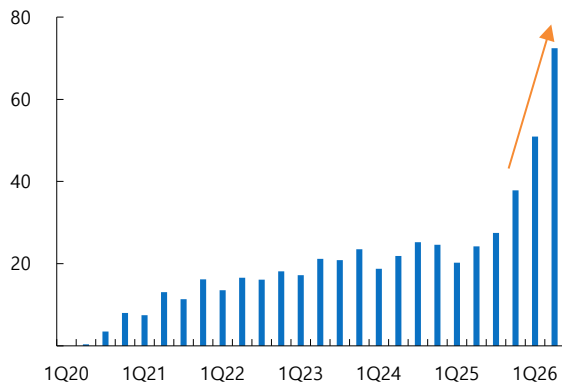
(백만달러)



자료: Evaluate Pharma, iM증권 리서치본부

그림9. J코드 발효 기대효과 케이스(3) 유로젠파마 분기 매출 추이.
2026년 1월 주스두리의 영구 J코드 발효

(백만달러)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 주요 혁신신약 파이프라인 개발 현황 (2026년 2분기 실적자료 기준)

Section	Drug	Indication	Predclinical	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						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	Lesigercept (YH35324) IgE Trap	Allergic diseases						Innovation	
	SB-01 TGFβ	DDD ²						EnsolBio	SpineBioPharma
	PCS12852 5-HT4R agonist	Gastroparesis							Process Pharmaceuticals

자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

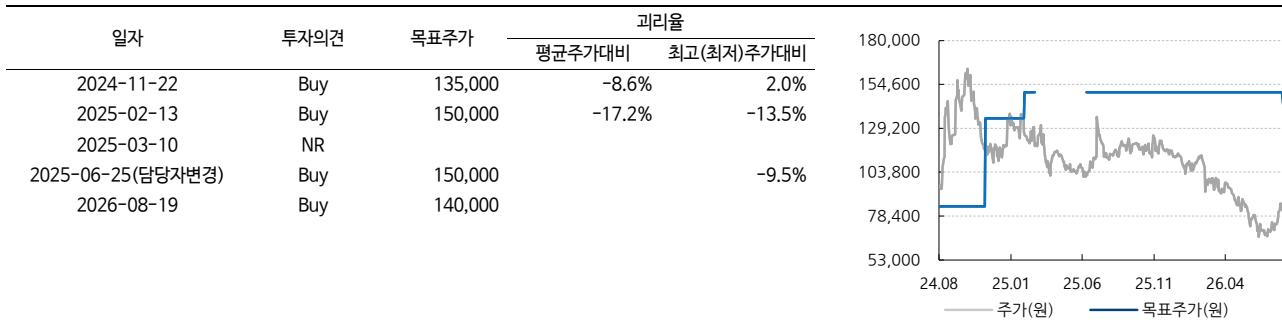
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,512	1,726	1,945	2,238	매출액	2,187	2,332	2,442	2,637
현금 및 현금성자산	349	495	661	854	증가율(%)	5.7	6.7	4.7	8.0
단기금융자산	30	36	43	51	매출원가	1,457	1,541	1,616	1,732
매출채권	726	773	809	873	매출총이익	730	791	826	904
재고자산	373	398	416	449	판매비와관리비	626	664	664	724
비유동자산	1,709	1,682	1,657	1,586	연구개발비	220	252	241	261
유형자산	639	629	621	564	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	300	281	264	249	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	3,221	3,408	3,603	3,824	영업이익	104	128	162	180
유동부채	734	744	751	767	증가율(%)	90.2	22.3	27.0	11.2
매입채무	175	187	196	212	영업이익률(%)	4.8	5.5	6.6	6.8
단기차입금	200	190	180	170	이자수익	8	11	15	20
유동성장기부채	48	48	48	48	이자비용	15	15	15	14
비유동부채	125	125	125	125	지분법이익(손실)	42	42	42	42
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	83	11	11	11
장기차입금	71	71	71	71	세전계속사업이익	223	219	233	256
부채총계	859	869	877	892	법인세비용	37	46	50	54
지배주주지분	2,307	2,490	2,688	2,904	세전계속이익률(%)	10.2	9.4	9.6	9.7
자본금	81	81	81	81	당기순이익	185	173	184	202
자본잉여금	145	145	145	145	순이익률(%)	8.5	7.4	7.5	7.7
이익잉여금	2,188	2,324	2,473	2,641	지배주주귀속 순이익	194	180	194	212
기타자본항목	-108	-60	-12	37	기타포괄이익	48	48	48	48
비지배주주지분	55	49	38	28	총포괄이익	234	221	232	251
자본총계	2,362	2,539	2,726	2,932	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	106	289	310	289	주당지표 (원)				
당기순이익	185	173	184	202	EPS	2,389	2,218	2,397	2,616
유형자산감가상각비	52	60	58	57	BPS	28,427	30,688	33,128	35,787
무형자산감가상각비	17	19	17	15	CFPS	3,240	3,184	3,321	3,504
지분법관련손실(이익)	42	42	42	42	DPS	600	600	600	600
투자활동 현금흐름	-71	37	36	84	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-99	-50	-50	-	PER	47.1	35.9	33.2	30.4
무형자산의 처분(취득)	-33	-	-	-	PBR	4.0	2.6	2.4	2.2
금융상품의 증감	-27	-1	-1	-1	PCR	34.7	25.0	24.0	22.7
재무활동 현금흐름	8	-56	-56	-56	EV/EBITDA	52.1	29.7	25.0	22.7
단기금융부채의증감	21	-10	-10	-10	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	14	-	-	-	ROE	8.8	7.5	7.5	7.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	7.9	8.8	9.7	9.6
배당금지급	-37	-45	-45	-45	부채비율	36.3	34.2	32.2	30.4
현금및현금성자산의증감	42	146	166	193	순부채비율	-2.5	-8.7	-14.8	-21.0
기초현금및현금성자산	306	349	495	661	매출채권회전율(x)	3.2	3.1	3.1	3.1
기말현금및현금성자산	349	495	661	854	재고자산회전율(x)	6.1	6.1	6.0	6.1

자료 : 유한양행, iM증권 리서치본부

유한양행 투자이견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-