

제약·바이오/화장품

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr

(000100)

유한양행

BUY(유지)

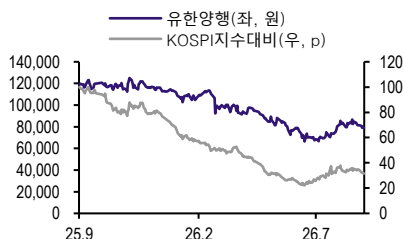
로열티 수익 + 레시게르셉트 기대감

목표주가	110,000원(유지)
현재주가(09/10)	78,900원
상승여력	39.4%
시가총액	5,808십억원
발행주식수	73,616천주
52주 최고가 / 최저가	125,000 / 66,400원
3개월 일평균거래대금	22십억원
외국인 지분율	21.3%
주요주주	
유한재단 (외 4인)	25.4%
자사주 (외 1인)	7.4%
국민연금공단 (외 1인)	6.5%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	-3.8 2.6 -19.9 -34.0
상대수익률(KOSPI)	-15.4 11.6 -47.0 -146.2

(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	191	184
PER	136.7	46.5	46.9	32.6
PBR	4.6	4.0	2.9	2.8
EV/EBITDA	82.4	52.4	30.6	22.8
배당수익률	0.4	0.5	0.8	0.8
ROE	3.4	8.8	5.5	8.0
컨센서스 영업이익	-	-	130	0
컨센서스 EPS	-	-	2,097	0

주가추이



레이저티닙 처방 확대에 대한 기대감 여전히 유효

작년 하반기 레이저티닙 + 아미반타맵 병용요법의 NCCN EGFRm NSCLC 1차 권고 요법 등재, 그리고 2026년 7월 SC 제형 J-code 부여 등 글로벌 처방 확대의 발판은 상당 부분 마련되었지만 시장은 여전히 마리포사 임상 의 mOS(생존기간 중앙값) 업데이트와 그에 따른 레이저티닙 로열티 수익 확대 포텐셜에 큰 관심을 부여하고 있는 것으로 본다. 마리포사의 기대 OS 가 경쟁 약물 대비 현저히 높아진다면 향후 레이저티닙의 처방량 증가는 J-커브를 그리며 가파른 상승세를 시현할 가능성이 높다. 우리는 올해 말 혹은 내년 초 마리포사 임상 데이터의 유의미한 개선세를 확인할 수 있을 것으로 여전히 믿고 있으며 레이저티닙 처방 확대에 따른 유한양행 이익 성장 모멘텀에 대하여 긍정적으로 전망한다.

레시게르셉트 기술이전 모멘텀 + 안정적 이익 성장세

2026년 6월 유한양행의 알레르기 치료제 레시게르셉트(코드명 YH35324)의 임상 1b상 결과 발표 및 글로벌 임상 2상 진입 이후 향후 기술이전에 대한 기대감이 상승하고 있으며 임상 환자 등록이 당초 계획보다 빠르게 진행 중으로 2027년 상반기에는 2상 중간 결과를 확인해볼 수 있을 것으로 예상된다. 레시게르셉트 기술이전이 현실화한다면 국내 헬스케어 섹터의 불확실한 매크로와 수급 상황 속 과도한 하락세를 겪은 유한양행의 주가 회복에 긍정적인 기여를 할 것으로 전망한다(2026년 YTD 유한양행의 주가 상승률: -30%). 우리는 유한양행의 레이저티닙 처방 확대와 레시게르셉트 기술이전 모멘텀에 대한 기대감을 놓지 않고 있으며 마리포사 mOS 개선 확인 이후 레이저티닙 로열티 수익의 가파른 증가와 그에 따른 유한양행의 중장기 이익 성장세에 대하여 긍정적으로 전망한다(2027~28년 유한양행의 영업이익 증가율: +30~54% YoY).

유한양행 투자의견 BUY, 목표주가 110,000원 유지

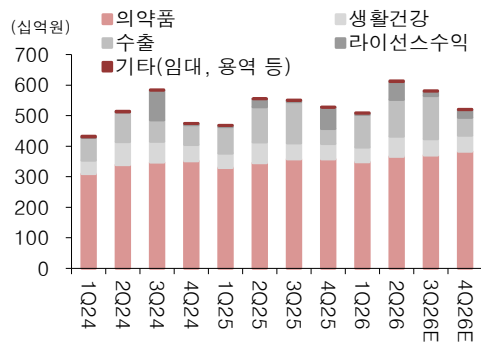
MARIPOSA 최장 mOS 확보, 레시게르셉트 기술이전 모멘텀, 레이저티닙의 가파른 로열티 수익 증가세를 긍정적으로 전망하며 유한양행에 대한 투자 의견을 BUY로 유지한다. 2026~28년 실적 추정치는 기존 그대로 유지하였으며 유한양행의 목표주가도 기존 110,000원으로 유지한다.

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

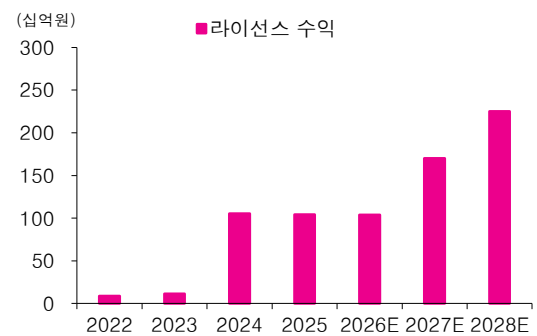
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 2 유한양행 분기별 별도 매출액 추이 및 전망



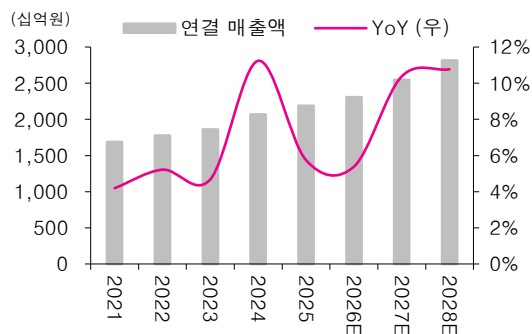
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 3 유한양행 연간 라이선스 수익 추이 및 전망



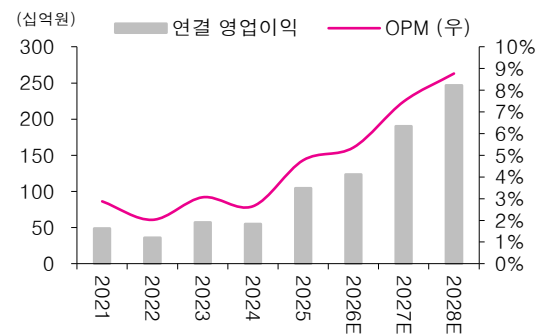
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 4 유한양행 연간 연결 매출액 추이 및 전망



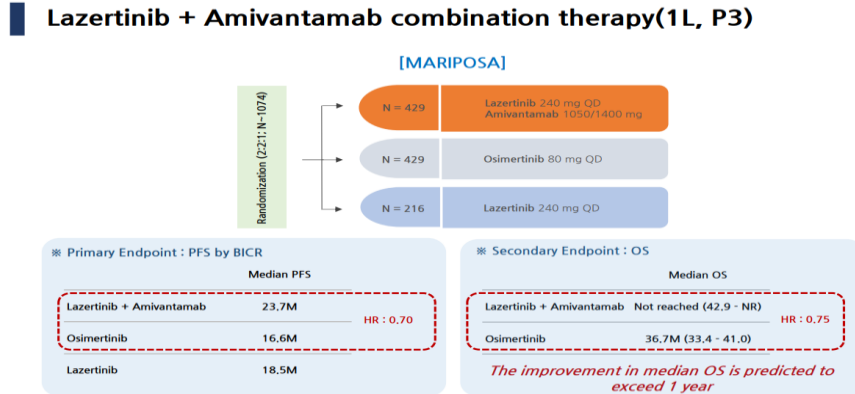
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

그림 5 유한양행 연간 연결 영업이익 추이 및 전망



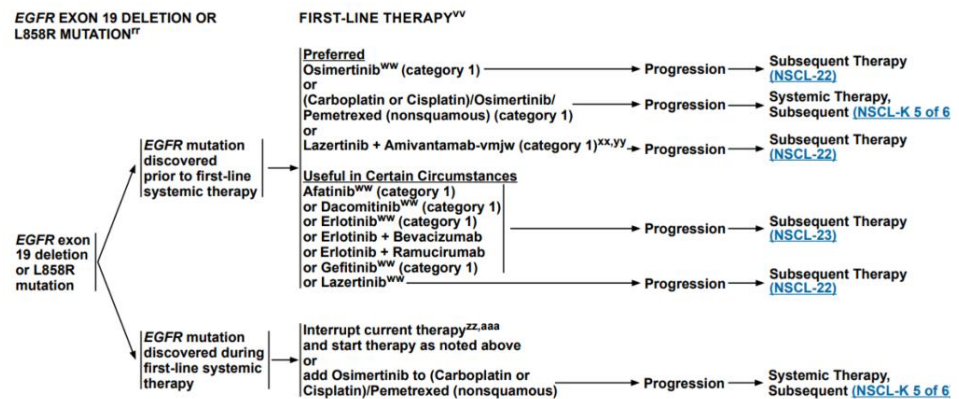
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

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



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						Gf Innovation	
	SB-01 TGFβ	DDD ²						EnsoBio science	SpineBioPharma
	PCS12852 5-HT4R agonist	Gastroparesis							Proton 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	2Q26	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%

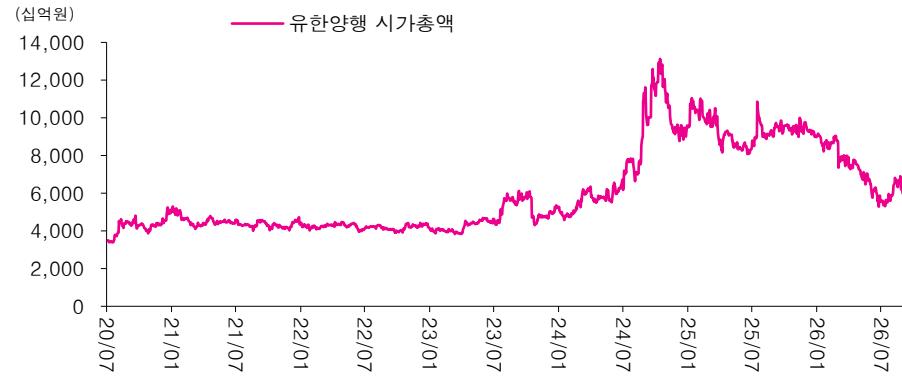
자료: 유한양행, 흥국증권 리서치센터

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)	122	2025~27년 순차입금 평균
Fair value of equity (A+B-C)	7,890	
No. of total shares (백만주)	73.6	
NAV/Share (원)	107,184	
목표주가 (원)	110,000	
현재주가 (원)	78,900	
상승여력	+39.4%	

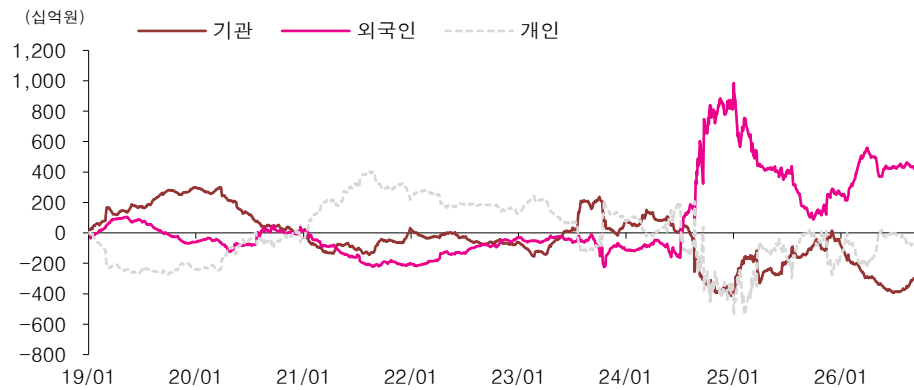
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 9 유한양행 시가총액 추이



자료: Quantwise, 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	50	83	97
(-) Capex	117	100	82	74	74
OpFCF	(82)	(19)	39	67	99

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,360	1,512	1,380	1,520	1,710
현금성자산	320	368	190	209	261
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	3,097	3,282	3,517
유동부채	619	734	707	720	737
매입채무	300	307	333	365	400
유동성이자부채	187	273	250	226	202
비유동부채	172	125	173	211	249
비유동이자부채	140	87	130	167	203
부채총계	791	859	880	932	986
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	1,893	1,999	2,118
순차입금	6	(9)	191	184	144
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	9.4

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	46.9	32.6	25.8
PBR	4.6	4.0	2.9	2.8	2.6
EV/ EBITDA	82.4	52.4	30.6	22.8	18.6
배당수익율	0.4	0.5	0.8	0.8	0.8
PCR	62.2	42.4	n/a	31.0	25.2
PSR	4.7	4.2	2.8	2.5	2.3
재무건전성 (%)					
부채비율	36.8	36.3	39.7	39.6	39.0
Net debt/Equity	0.3	n/a	8.6	7.8	5.7
Net debt/EBITDA	4.9	n/a	95.9	69.0	44.4
유동비율	219.7	206.1	195.1	211.0	232.0
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	66.9	66.9	66.4
현금+투자자산(%)	38.4	38.7	33.1	33.1	33.6
자본구조					
차입금(%)	13.2	13.2	14.6	14.3	13.8
자기자본(%)	86.8	86.8	85.4	85.7	86.2

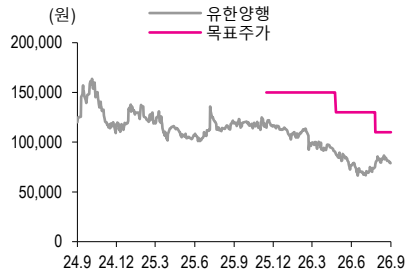
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	55	106	(121)	122	156
당기순이익	55	185	118	170	215
자산상각비	63	69	75	76	78
운전자본증감	(124)	(136)	(72)	(83)	(97)
매출채권감소(증가)	(48)	(88)	18	(78)	(89)
재고자산감소(증가)	(59)	(34)	(17)	(41)	(47)
매입채무증감(감소)	(4)	(0)	(7)	32	36
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	(175)	19	51
총현금흐름(Gross CF)	156	215	(67)	206	254
(-) 운전자본증감(감소)	77	75	50	83	97
(-) 설비투자	117	100	82	74	74
(+) 자산매각	(13)	(33)	(17)	(17)	(17)
Free Cash Flow	(50)	8	(216)	31	65
(-) 기타투자	(11)	(41)	(23)	(30)	(29)
잉여현금	(39)	49	(193)	61	94

유한양행 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2025-11-25	담당자변경			
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	(25.4)	(21.2)
2026-09-11	Buy	110,000		

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 (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 중간사로 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.



<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