유한양행(000100.KS) 매수(유지)

아쉬웠지만 더욱 기대되는 라이선스 수익

분석의 기본 가정

- 유한화학 CMO 성장과 하반기 레이저티닙 라이선스 수익 증가로 주가 리레이팅 가능

제약/바이오 담당 정유경

T.02)2004-9253 / jamie.choung@shinyoung.com

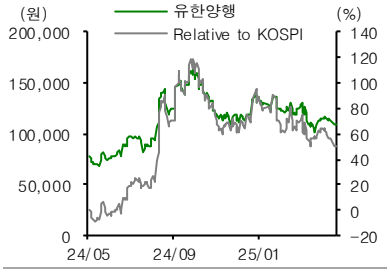
현재주가(05/08)	109,800원
목표주가(12M, 상향)	140,000원

Key Data	(기준일: 2025. 5. 8)
KOSPI(pt)	2579.48
KOSDAQ(pt)	729.59
액면가(원)	1,000
시가총액(억원)	88,070
발행주식수(천주)	81,390
평균거래량(3M,주)	772,881
평균거래대금(3M, 백만원)	95,161
52주 최고/최저	163,700 / 68,800
52주 일간Beta	0.8
배당수익률(25F,%)	0.5
외국인지분율(%)	18.2
주요주주 지분율(%)	
유한재단 외 2 인	15.9 %
국민연금공단	7.8 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.6	-19.8	-17.1	51.4
KOSPI대비 상대수익률	-5.4	-21.6	-17.7	61.2

Company vs KOSPI composite



1Q25 Review: 컨센서스 하회

1분기 연결기준 매출 4,916억원(+10.6% yoy), 영업이익 64억원(+1012% yoy)을 기록하며 매출(vs 5,196억원), 영업이익(vs. 280억원) 모두 컨센서스를 큰 폭 하회함. 별도기준 매출 4,694억원(+8.4% yoy) 영업이익 86억원(+40.8% yoy) 기록. 매출은 마그비(+25.2% yoy), 비타민C(+39.5% yoy)등 약품사업부의 전략 품목이 성장하고 해외사업부의 API 매출이 증가(+17.9% yoy)하였으나 라이선스 수익이 40억원으로 레이저티닙 로열티 매출이 예상대비 부진하며 컨센서스 하회. 영업이익은 광고선전비 감소(-42.5% yoy)에도 연구개발비 증가(+9.9% yoy)와 로열티 수익 부재로 역시 부진함

레이저티닙 마일스톤 & 로열티 수익 모멘텀 기대

J&J는 지난 1분기 실적발표에서 Rybrevant(아미반타맙)/Lazcluze(레이저티닙) 매출을 $141M(약 2,009억원)으로 발표함. J&J는 당분기 발생한 레이저티닙 매출에 대해 당분기 로열티 정산을 진행하므로 1분기 라이선스 수익 40억원은 기대치에 크게 못 미치는 수준. 그러나 전년 동기 $47M 대비 매출이 3배 증가하였고 유럽 SC 승인으로 처방이 가속화될 전망이므로 2분기 J&J의 R/L 매출과 동사의 라이선스 수익 규모를 보며 로열티 수익을 전망해 볼 수 있을 것. 올해 레이저티닙 일본과 유럽 출시에 따른 마일스톤 매출 약 $45M도 2분기부터 순차적으로 발생할 것으로 예상됨

투자의견 매수, 목표주가 140,000원 제시

약품사업부 전략품목이 꾸준히 성장하는 가운데 유한화학의 CMO 매출 성장과 레이저티닙 마일스톤/로열티 수익 인식 추이가 올해 동사의 실적 성장 관전 포인트임. 길리어드 CMO는 유럽向(아일랜드) 매출이므로 미국 관세 영향이 제한적이며, 관세 이슈에도 불구하고 J&J 레이저티닙 CMO 수주도 기대해 볼 수 있을 것. 하반기 레이저티닙 유럽 마일스톤 수익 인식, 아미반타맙 SC 미국 승인 가시화 시 주가 리레이팅 가능함. 2026년부터 레이저티닙 로열티 인식이 본격화되며 수익성도 크게 개선될 전망. 투자의견 매수, 목표주가 140,000원 제시함

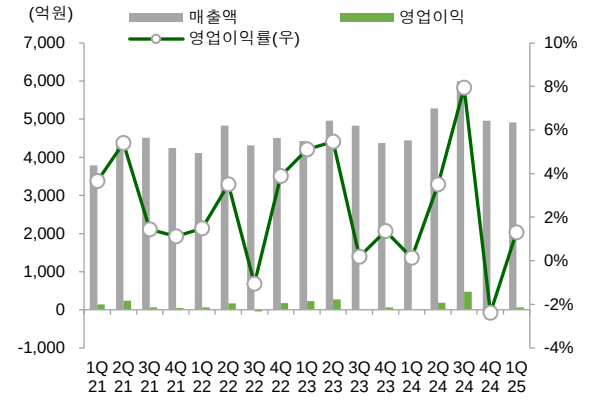
결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	1,859	2,068	2,249	2,498	2,748
영업이익(십억원)	57	55	101	237	316
세전손익(십억원)	135	61	107	246	332
지배순이익(십억원)	136	71	81	187	252
EPS(원)	1,673	869	997	2,294	3,096
증감율(%)	43.1	-48.1	14.8	130.0	35.0
ROE(%)	6.7	3.4	3.8	8.5	10.5
PER(배)	39.3	137.6	110.1	47.9	35.5
PBR(배)	2.5	4.2	3.8	3.6	3.3
EV/EBITDA(배)	52.6	82.7	50.3	29.2	23.3

도표 1. 유한양행 목표주가 산정 개요

산출 내용		비고
2026F EBITDA	2,257억원	할인률 9.2%
Target	43배	12M fwd EV/EBITDA 1년 평균
영업가치	97,061억원	
보유지분	3,654억원	2024년말 장부가치의 80%
합산가치	102,526억원	영업가치-순차입금+보유지분
유통주식수	73,790,935주	자기주식 6,418,126주 제외
목표주가	**140,000원**	
현재주가(5/8)	109,800원	
상승여력	27.5%	

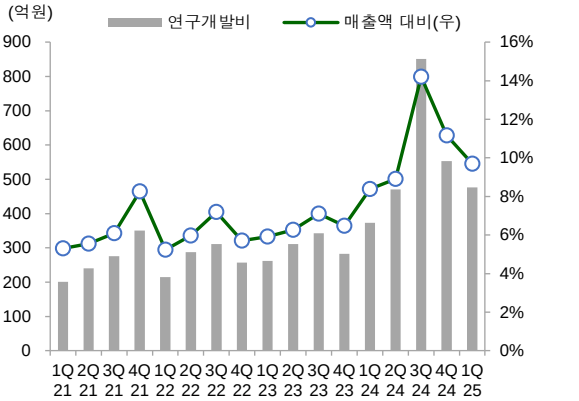
자료: 신영증권 리서치센터

도표 2. 분기 매출, 영업이익, 영업이익률 추이



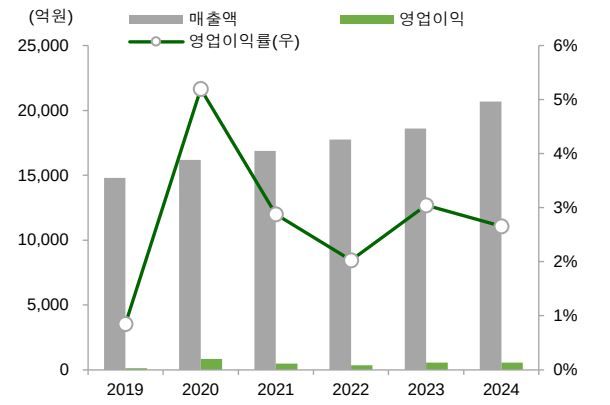
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 3. 분기 연구개발비 추이



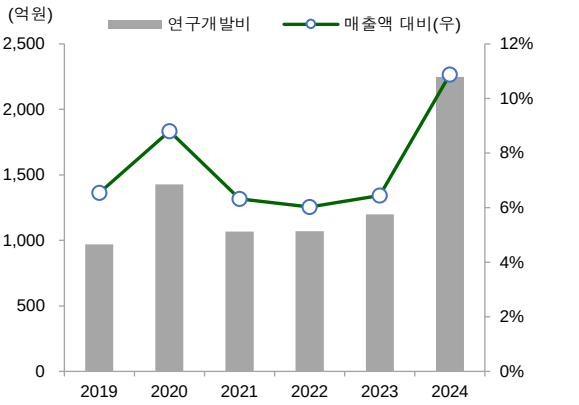
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 4. 연간 매출, 영업이익, 영업이익률 추이



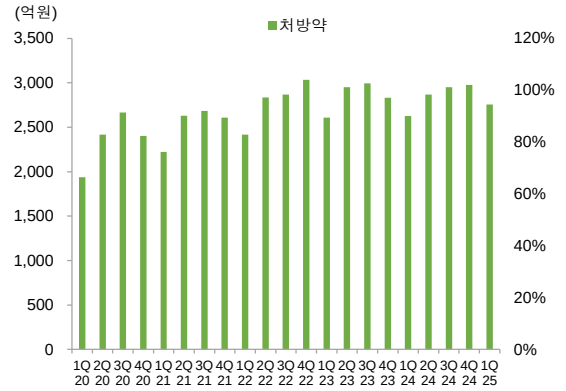
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 5. 연간 연구개발비 추이



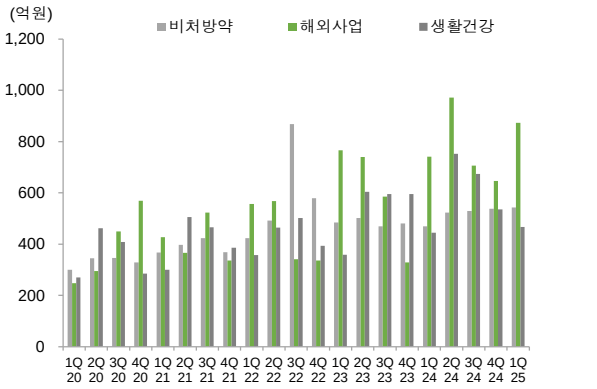
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 6. ETC 부문 분기 매출 추이



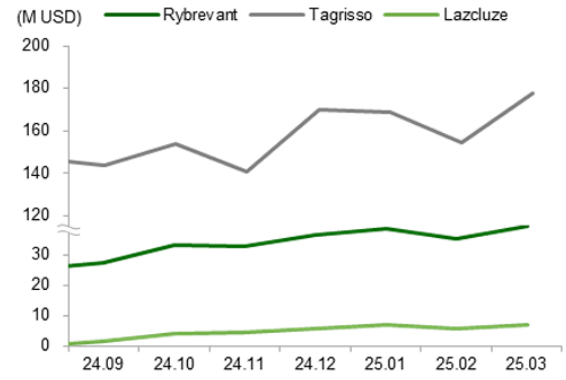
자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 7. 기타 사업부문 분기 매출 추이 (ETC 외)



자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 8. 리브리반트/라즈클루즈 처방액 증가 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

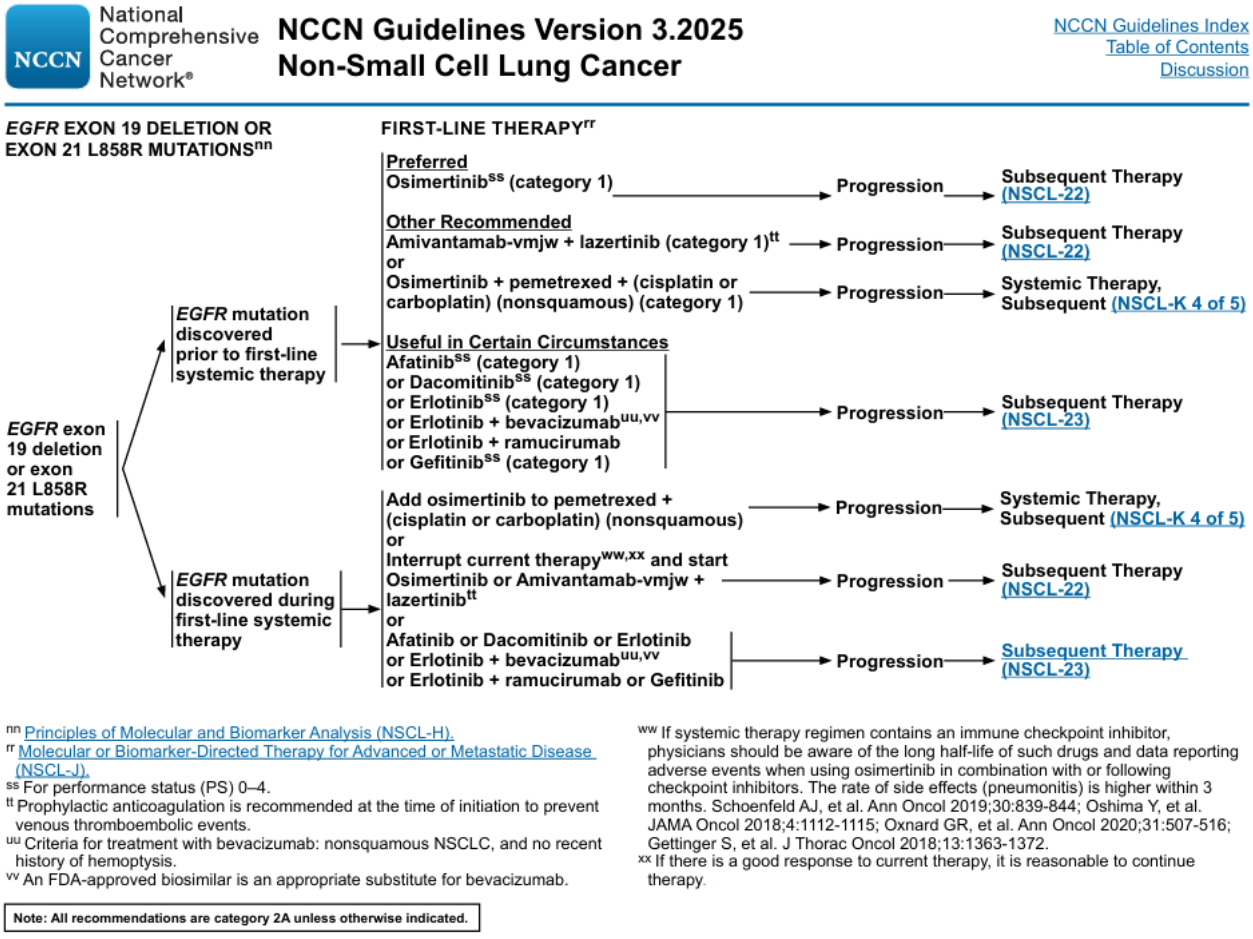
도표 9. 유한양행 파이프라인 현황

* Black 합성신약, Blue 바이오신약

약물	타겟	적응증	후보물질	비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	Licensor	Licensee
LAZERTINIB	EGFR 돌연변이 3세대 TKI	EGFR돌연변이 비소세포폐암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (J&J) 글로벌 3상					GENOSCO	Johnson&Johnson Innovative Medicine
YH14618 (Remedisc)	TGF-β	퇴행성 디스크						EnsolBio sciences	SpineBiopharma
YH12852 (PCS12852)	5-HT receptor	위마비증							Processa Pharmaceuticals
YH35324	IgE	Allergy (CSU, 천식, AD)						GI innovation	
YH32367	Her2/4-1BB	유방암, 위암, 담관암 등						ablbio	
YH42946	Her2, EGFR	Her2돌연변이 폐암, 위암 등						JINTS BIO	
YH35995	GCS	고셔병, 파브리병						GC	
YH32364	EGFR/4-1BB	두경부암, 위암, 대장암 등						ablbio	
YH45057	Androgen receptor	전립선암						Ubix Therapeutics	
YH44529	SOS1	고형암						Cyrus KANAPH	

자료: 유한양행, 신영증권 리서치센터

도표 10. 미국 종합 암 네트워크(NCCN) 비소세포폐암 치료 가이드라인



자료: NCCN, 신영증권 리서치센터

유한양행(000100.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**18,590**	**20,678**	**22,491**	**24,977**	**27,477**
증가율(%)	4.7	11.2	8.8	11.1	10.0
매출원가	**12,931**	**13,784**	**15,631**	**16,235**	**17,310**
원가율(%)	69.6	66.7	69.5	65.0	63.0
매출총이익	**5,659**	**6,894**	**6,860**	**8,742**	**10,166**
매출총이익률(%)	30.4	33.3	30.5	35.0	37.0
판매비와 관리비 등	**5,088**	**6,345**	**5,848**	**6,369**	**7,007**
판관비율(%)	27.4	30.7	26.0	25.5	25.5
영업이익	**570**	**549**	**1,012**	**2,373**	**3,160**
증가율(%)	58.3	-3.7	84.3	134.5	33.2
영업이익률(%)	3.1	2.7	4.5	9.5	11.5
EBITDA	**1,014**	**1,179**	**1,767**	**3,011**	**3,700**
EBITDA마진(%)	5.5	5.7	7.9	12.1	13.5
순금융손익	**112**	**46**	**89**	**80**	**88**
이자손익	49	-61	-45	-17	25
외화관련손익	36	106	78	78	78
기타영업외손익	**111**	**-449**	**-171**	**-102**	**-42**
종속및관계기업 관련손익	**556**	**469**	**141**	**112**	**118**
법인세차감전계속사업이익	**1,348**	**614**	**1,071**	**2,463**	**3,324**
계속사업손익법인세비용	**6**	**63**	**259**	**596**	**804**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**1,342**	**552**	**812**	**1,867**	**2,520**
증가율(%)	48.1	-58.9	47.1	129.9	35.0
순이익률(%)	7.2	2.7	3.6	7.5	9.2
지배주주지분 당기순이익	1,362	707	812	1,867	2,520
증가율(%)	43.2	-48.1	14.9	129.9	35.0
기타포괄이익	**-163**	**-13**	**-163**	**102**	**68**
총포괄이익	**1,180**	**538**	**649**	**1,969**	**2,588**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**12,565**	**13,603**	**14,675**	**17,058**	**20,021**
현금및현금성자산	2,993	3,065	3,722	4,816	6,436
매출채권 및 기타채권	5,739	6,261	6,540	7,260	7,987
재고자산	2,848	3,432	3,415	3,792	4,172
비유동자산	**15,558**	**15,818**	**15,421**	**15,141**	**14,960**
유형자산	5,284	5,981	5,406	4,929	4,532
무형자산	2,909	2,848	2,668	2,507	2,363
투자자산	5,716	5,214	5,573	5,931	6,290
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**28,123**	**29,420**	**30,096**	**32,199**	**34,981**
유동부채	**5,832**	**6,191**	**6,593**	**7,101**	**7,670**
단기차입금	1,282	1,680	1,680	1,680	1,680
매입채무및기타채무	2,874	2,998	3,400	3,908	4,477
유동성장기부채	41	112	112	112	112
비유동부채	**1,285**	**1,722**	**1,722**	**1,722**	**1,722**
사채	0	161	161	161	161
장기차입금	602	1,052	1,052	1,052	1,052
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**7,116**	**7,914**	**8,315**	**8,824**	**9,393**
지배주주지분	**20,513**	**21,005**	**21,280**	**22,874**	**25,087**
자본금	778	814	814	814	814
자본잉여금	1,139	1,226	1,226	1,226	1,226
기타포괄이익누계액	1,010	1,061	898	1,000	1,068
이익잉여금	19,756	20,100	20,537	22,030	24,175
비지배주주지분	**494**	**501**	**501**	**501**	**501**
자본총계	**21,007**	**21,507**	**21,781**	**23,375**	**25,588**
총차입금	**2,693**	**3,261**	**3,261**	**3,261**	**3,261**
순차입금	**-570**	**-83**	**-713**	**-1,811**	**-3,435**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**1,441**	**546**	**1,480**	**1,652**	**2,212**
당기순이익	**1,342**	**552**	**812**	**1,867**	**2,520**
현금유출이없는비용및수익	**-98**	**1,011**	**982**	**1,174**	**1,243**
유형자산감가상각비	385	450	575	478	396
무형자산상각비	59	180	180	161	144
영업활동관련자산부채변동	**-84**	**-1,244**	**-9**	**-776**	**-770**
매출채권의감소(증가)	-634	-482	-278	-721	-727
재고자산의감소(증가)	-54	-586	17	-377	-380
매입채무의증가(감소)	445	-44	402	508	569
투자활동으로인한현금흐름	**-1,992**	**-1,174**	**-1,070**	**-1,070**	**-1,070**
투자자산의 감소(증가)	503	502	-359	-359	-359
유형자산의 감소	2	43	0	0	0
CAPEX	-1,615	-1,171	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	153	-9	-4	-4	-4
재무활동으로인한현금흐름	**632**	**658**	**-275**	**-275**	**-275**
장기차입금의증가(감소)	576	561	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**-19**	**41**	**522**	**786**	**752**
현금의 증가	**62**	**72**	**658**	**1,094**	**1,620**
기초현금	2,930	2,993	3,065	3,722	4,816
기말현금	2,993	3,065	3,722	4,816	6,436

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	1,673	869	997	2,294	3,096
BPS	27,869	28,505	28,842	30,801	33,520
DPS	430	500	500	500	500
Multiples (배)					
PER	39.3	137.6	110.1	47.9	35.5
PBR	2.5	4.2	3.8	3.6	3.3
EV/EBITDA	52.6	82.7	50.3	29.2	23.3

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	43.1%	-48.1%	14.8%	130.0%	35.0%
EBITDA(발표기준) 증가율	28.4%	16.3%	49.9%	70.4%	22.9%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	6.5%	2.6%	3.8%	8.3%	10.3%
ROE(지배순이익 기준)	6.7%	3.4%	3.8%	8.5%	10.5%
ROIC	3.1%	2.0%	5.1%	12.2%	16.0%
WACC	10.8%	11.0%	10.9%	10.9%	10.9%
안전성(%)					
부채비율	33.9%	36.8%	38.2%	37.7%	36.7%
순차입금비율	-2.7%	-0.4%	-3.3%	-7.7%	-13.4%
이자보상배율	9.1	3.7	6.9	16.1	21.5

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목
- **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
- **중립** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
- **매도** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업
- **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
- **중 립** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
- **비중축소** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20250331)	매수 : 87.76%	중립 : 11.56%	매도 : 0.68%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
유한양행	-	-	-	-	O	-	-	-

유한양행 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-05-09	매수	140000		
2024-11-27	매수	130000	-7.23	5.92
2024-07-11	매수	100000	22.91	63.70
2023-06-07	매수	78000	-11.65	6.63

[2023년06월07일]애널리스트 변경