Results Comment

유한양행 (000100)

성장을 향해 닻을 올리다

- 1Q25 연결 매출액 4,916억원(+10.6% yoy), 영업이익 64억원(+1006.9% yoy)
- 로열티 수익 아쉬우나, 전 사업부 성장하는 모습 확인
- 2분기 일본 출시 마일스톤 수령 및 하반기 다수의 긍정적인 모멘텀 보유

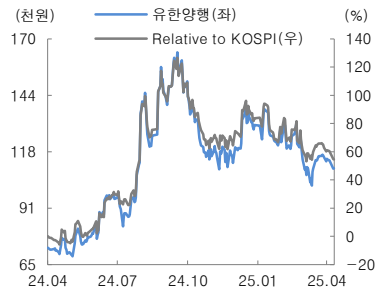
이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	180,000 유지
현재주가 (25.05.08)	109,800
	제약업종

KOSPI	2579.48
시가총액	8,923십억원
시가총액비중	0.42%
자본금(보통주)	80십억원
52주 최고/최저	163,700원 / 68,800원
120일 평균거래대금	1,409억원
외국인지분율	18.16%
주요주주	유한재단 외 2 인 15.92% 국민연금공단 7.76%

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



투자의견 매수, 목표주가 180,000원 유지

1분기 실적 다소 아쉬우나 2분기부터는 1) 고마진의 해외사업부 매출 증가, 2) 라즈클루즈 유럽, 일본 출시 마일스톤 수령, 3) 라즈클루즈 출시 국가 확대 및 아미반타맙SC 병용요법 승인에 따른 매출 확대로 본격적인 이익 개선이 기대됨. 또한 MARIPOSA 최종 mOS 결과 발표, 후속 파이프라인 기술 이전(알러지 치료제, 면역항암제 등), 유한화학 API 추가 수주 등 다수의 긍정적인 모멘텀을 보유하고 있어 투자의견 매수, 목표주가 180,000원 유지

1Q25 Review: 로열티 수익 아쉬우나, 전 사업부 성장하는 모습 확인

1Q25 연결 매출액 4,916억원(+10.6% yoy), 영업이익 64억원(+1006.9% yoy), OPM 1.3%로 컨센서스 하회하는 아쉬운 실적 기록. 매출은 약품사업부 3,298억원(+6.5% yoy), 해외사업부 874억원(+17.9% yoy), 기술료 수익 40억원(+56.6% yoy), 기타 매출 237억원(+69.8% yoy)로 전 사업부 모두 전년 대비 성장하였으나, 높은 컨센서스를 소폭 하회하였음. 영업이익은 1) 고마진의 유한화학 API 매출 증가, 2) 유한건강생활 구조조정 효과로 전년 동기 대비 개선되었으나, 1) YH42946(HER2 TKI) 임상 개시에 따른 연구개발비 증가, 2) 낮은 기술료 수익으로 컨센서스를 -28% 하회

유한화학은 신규 라인 상업화 생산을 개시하였으며, 작년에 계약한 길리어드향 에이즈 치료제 API 공급을 본격적으로 시작함. 이에 신규 생산 동은 생산 개시 즉시 풀가동 되고 있으며, 현재 임상 3상 완료 단계인 글로벌 제약사의 생산 문의가 증가하여 추가 설비 투자를 검토하고 있음. 추후 고마진 해외사업부 매출 증가로 수익성 개선이 기대됨

2분기부터 라즈클루즈 관련 마일스톤 및 로열티 수익 가파른 성장 기대

1분기 라즈클루즈 러닝로열티는 기술료 수익 40억원에 포함. 정확한 러닝로열티는 알 수 없으나, 작년 4분기 기술료 수익이 40억원으로 동일한 수준인 것으로 미루어 보아, 라즈클루즈 매출은 점진적으로 증가하는 것으로 파악됨. 다만, 이는 1분기 매출이 미국에서만 발생하였고, 아직 리브리반트SC 병용요법이 출시되지 않았은 것 주요 요인. 2분기에는 일본 출시 마일스톤 $15mn(약 209억원)이 유입될 예정이며, 하반기에는 1) 유럽 출시 마일스톤 $30mn(약 418억원) 유입, 2) 아비만타맙SC 병용요법 FDA 승인, 3) 유럽, 일본 등 출시 국가 확대로 로열티 수익이 가파르게 증가할 것으로 기대함

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25					2Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	445	496	519	492	10.6	-0.9	516	617	16.7	25.5
영업이익	1	-12	14	6	1,012.4	흑전	21	41	118.7	531.7
순이익	13	-12	30	5	-58.2	흑전	30	19	-41.3	254.2

자료: 유한양행, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. **유한양행 목표주가 산출** (단위: 억원)

	가치	비고
유한양행 영업가치 (A)	**122,746**	
27 년 EBITDA	4,721	라즈클루제 출시 3 년차 EBITDA 적용
Target EV/EBITDA	26	국내 상위 제약사 평균 Fwd 12 EV/EBITDA 대비 20% 프리미엄
비영업가치 (B)	**12,565**	
YH35324 가치	**4,620**	
보유 지분가치	**7,945**	장부가액 기준
유한킴벌리 (30%)	2,056	
유한화학 (100%)	2,434	
기타	3,455	
순차입금(C)	**-396**	
총 기업가치 (A+B-C)	**135,706**	
발행주식수 (천주)	73,794	
적정주가 (원)	183,899	
목표주가 (원)	**180,000**	
현재주가 (원)	109,900	
상승여력	63%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 유한양행 연결 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**444.6**	**528.3**	**598.8**	**496.1**	**491.6**	**616.8**	**576.7**	**592.4**	**2067.8**	**2277.4**	**2543.2**
yoy (%)	0.3%	6.6%	24.0%	13.5%	10.6%	16.7%	-3.7%	19.4%	11.2%	10.1%	11.7%
약품사업	309.5	339.1	347.8	351.4	329.8	358.2	367.1	364.9	1,347.8	1,420.0	1,476.8
yoy (%)	0.0%	-1.8%	0.5%	6.1%	6.5%	5.6%	5.5%	3.9%	1.2%	5.4%	4.0%
생활유통사업	44.5	75.2	67.4	53.5	46.7	78.2	71.4	55.1	240.6	251.4	274.1
yoy (%)	24.2%	24.5%	13.3%	-10.1%	5.1%	4.0%	5.9%	2.9%	11.8%	4.5%	9.0%
해외사업	74.1	97.2	70.1	65.1	87.4	120.3	96.6	67.9	306.5	372.1	409.4
yoy (%)	-3.3%	32.9%	19.6%	98.4%	17.9%	23.8%	37.8%	4.3%	27.1%	21.4%	10.0%
기술료수익	2.6	0.6	98.2	4.0	4.0	27.5	10.0	58.6	105.3	100.1	222.4
yoy (%)	-64.3%	-59.0%	19497.4%	79.9%	56.6%	4758.7%	-89.8%	1375.0%	835.5%	-4.9%	122.1%
기타	13.9	16.3	15.3	22.1	23.7	16.7	15.7	22.8	67.6	78.9	81.3
yoy (%)	-0.5%	5.2%	-16.5%	95.9%	69.8%	3.0%	3.0%	3.0%	14.5%	16.8%	3.0%
매출총이익	**134.5**	**167.4**	**240.8**	**146.7**	**148.7**	**214.4**	**190.3**	**231.9**	**689.4**	**785.2**	**1013.9**
GPM(%)	30.3%	31.7%	40.2%	29.6%	30.2%	34.8%	33.0%	39.1%	33.3%	34.5%	39.9%
yoy (%)	-0.8%	9.5%	66.7%	10.3%	10.5%	28.1%	-21.0%	58.1%	21.8%	13.9%	95.7%
영업이익	**0.6**	**18.5**	**47.6**	**-11.8**	**6.4**	**40.6**	**19.1**	**59.9**	**54.9**	**126.0**	**301.9**
OPM(%)	0.1%	3.5%	7.9%	-2.4%	1.3%	6.6%	3.3%	10.1%	2.7%	5.5%	11.9%
yoy (%)	-97.4%	-32.1%	5306.8%	-298.7%	1006.9%	118.8%	-59.8%	-606.4%	-3.3%	129.5%	738.0%

자료: 대신증권 Research Center

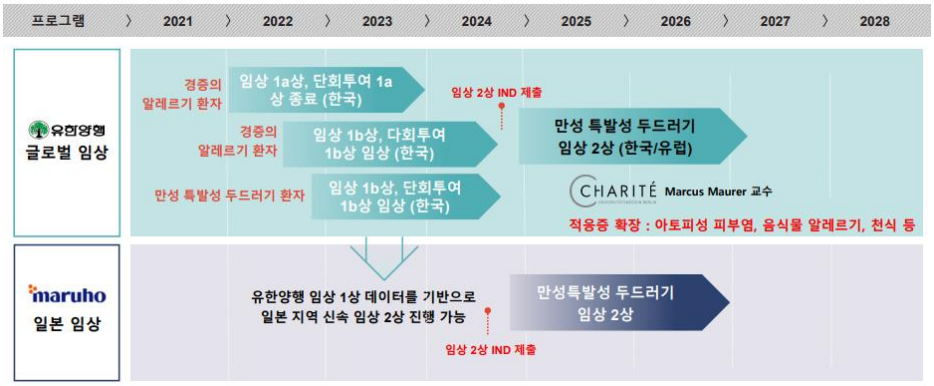
그림 1. 유한양행 주요 파이프라인 현황

* 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-B	퇴행성 디스크						EnsolBio sciences	SpineBiopharma
YH12852 (PCS12852)	5-HT receptor	위마비증							Process 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	

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

그림 1. YH35324 개발 타임라인



자료: 지아이이노베이션, 대신증권 Research Center

표 3. 유한양행 기술수출 현황

계약 체결일	계약 상대방	대상 기술	계약 규모	임상 진행 단계
2018.07	스파인바이오파마	퇴행성 관절염	US$218,150,000	미국 임상 3 상
2018.11	얀센	EGFR 변이 양성 비소세포폐암	US$1,255,000,000	국내: 렉라자 출시 글로벌: 임상 3 상"
2019.01	길리어드	NASH (비알코올성 지방간염)	US$785,000,000	전임상
2020.08	프로세사 파마슈티컬	위장관 질환 치료제	US$410,500,000	임상 2a 상

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

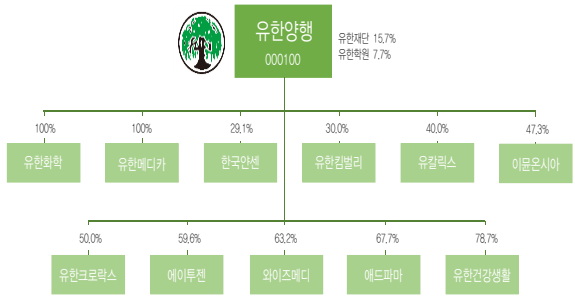
- 1926년 설립, 1962년 KOSPI 상장. 주요 사업부문은 약품사업부문, 생활건강사업부문, 해외사업부문, 설립자 유일한, 대표이제 조욱제
- 연간 1,000억원 이상 R&D 투자 집행. 오픈이노베이션 전략, 바이오텍과 협력을 통해 R&D 모멘텀 강화
- 의약품사업부문의 주요 제품으로는 렉라자, 안티푸라민, 삐콤씨, 듀오웰, 코푸시럽 등
- 신약 파이프라인 섬유증질환/비만 7개, 항암제 14개, 신경계 5개, 기타 4개

주가 변동요인

- (+) 실적 개선, 신약개발 임상 진전 및 기술수출 계약 체결
- (-) 실적 악화, 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

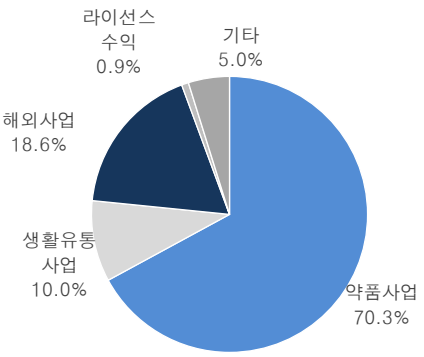
유한양행 지배구조



자료: 대신증권 Research Center

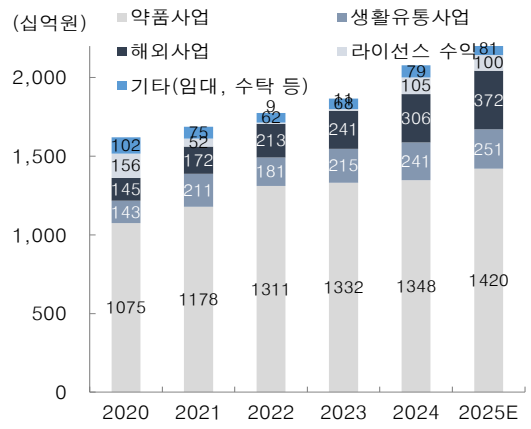
Earnings Driver

1Q25 유한양행 매출 구성



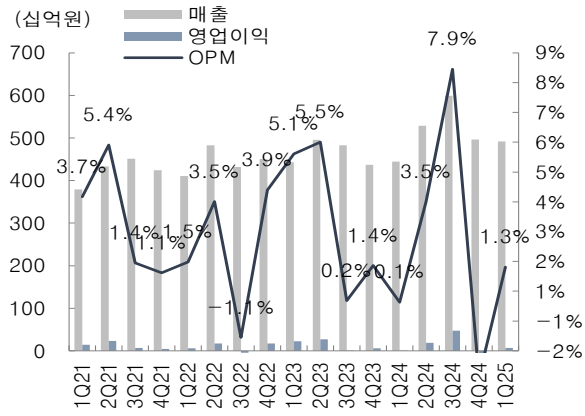
자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

사업부별 매출 비중 추이 (연간)



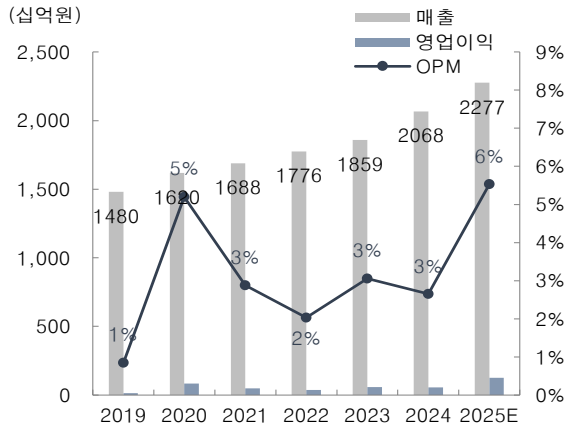
자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

연간 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,859	2,068	2,277	2,543	2,922
매출원가	1,293	1,378	1,492	1,529	1,600
매출총이익	566	689	785	1,014	1,322
판매비와관리비	509	635	659	712	853
영업이익	57	55	126	302	469
영업이익률	3.1	2.7	5.5	11.9	16.1
EBITDA	101	118	187	364	539
영업외손익	78	7	45	48	56
관계기업손익	56	47	30	33	36
금융수익	27	24	24	30	21
외환관련이익	4	8	6	6	6
금융비용	-16	-19	-32	-34	-20
외환관련손실	10	5	5	5	5
기타	11	-45	23	19	19
법인세비용차감전순손익	135	61	171	350	525
법인세비용	-1	-6	-49	-74	-110
계속사업순손익	134	55	148	302	415
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	134	55	148	302	415
당기순이익률	7.2	2.7	6.5	11.9	14.2
비지배지분순이익	-2	-16	-17	-41	0
지배지분순이익	136	71	165	343	415
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	0	0	0	0
포괄순이익	118	54	147	302	415
비지배지분포괄이익	-2	-16	-17	-41	0
지배지분포괄이익	120	70	164	343	415

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,256	1,360	1,510	1,890	2,456
현금및현금성자산	299	306	346	591	968
매출채권 및 기타채권	574	626	690	771	886
재고자산	285	343	378	422	485
기타유동자산	98	85	96	106	117
비유동자산	1,556	1,582	1,603	1,624	1,640
유형자산	528	598	624	646	647
관계기업투자금	489	457	476	498	523
기타비유동자산	538	527	503	481	470
자산총계	2,812	2,942	3,113	3,514	4,096
유동부채	583	619	646	714	881
매입채무 및 기타채무	287	300	318	340	373
차입금	128	168	155	143	130
유동성채무	4	11	30	82	223
기타유동부채	163	140	142	148	155
비유동부채	128	172	181	196	217
차입금	60	105	114	129	143
전환증권	0	16	16	16	16
기타비유동부채	68	51	51	51	57
부채총계	712	791	826	909	1,098
지배지분	2,051	2,101	2,233	2,544	2,928
자본금	78	81	81	81	81
자본잉여금	114	123	123	123	123
이익잉여금	1,976	2,010	2,137	2,443	2,820
기타자본변동	-116	-113	-108	-102	-97
비지배지분	49	50	53	61	70
자본총계	2,101	2,151	2,286	2,605	2,997
순차입금	-53	-5	-43	-239	-473

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,673	869	2,022	4,214	5,099
PER	41.1	137.6	56.2	27.0	22.3
BPS	25,203	25,808	27,436	31,258	35,970
PBR	2.7	4.6	4.0	3.5	3.1
EBITDAPS	1,246	1,449	2,298	4,475	6,616
EV/EBITDA	52.7	82.7	47.8	24.0	15.8
SPS	22,840	25,406	27,982	31,247	35,900
PSR	3.0	4.7	3.9	3.5	3.1
CFPS	1,529	1,920	3,510	5,736	7,611
DPS	430	500	500	500	500

재무비율 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	4.7	11.2	10.1	11.7	14.9
영업이익 증가율	58.3	-3.8	129.5	139.7	55.4
순이익 증가율	48.2	-58.9	167.4	104.4	37.6
수익성					
ROIC	4.6	3.3	5.5	13.8	19.9
ROA	2.2	1.9	4.2	9.1	12.3
ROE	6.7	3.4	7.6	14.4	15.2
안정성					
부채비율	33.9	36.8	36.1	34.9	36.6
순차입금비율	-2.5	-0.2	-1.9	-9.2	-15.8
이자보상배율	9.1	3.7	10.6	21.2	0.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	144	55	142	276	354
당기순이익	134	55	148	302	415
비현금항목의 가감	-10	101	138	165	204
감가상각비	44	63	61	62	69
외환손익	2	-3	-7	-7	-7
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-56	41	85	110	142
자산부채의 증감	-8	-124	-92	-113	-155
기타현금흐름	28	23	-52	-78	-110
투자활동 현금흐름	-199	-117	-98	-99	-99
투자자산	-94	11	-19	-22	-25
유형자산	-161	-113	-72	-70	-66
기타	56	-16	-7	-8	-8
재무활동 현금흐름	63	66	-12	27	116
단기차입금	57	40	-13	-13	-13
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	58	56	9	15	15
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-27	-32	-37	-37	-37
기타	-24	2	29	62	151
현금의 증감	6	7	40	245	377
기초 현금	293	299	306	346	591
기말 현금	299	306	346	591	968
NOPLAT	57	49	90	239	371
FCF	-103	-22	75	227	370

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

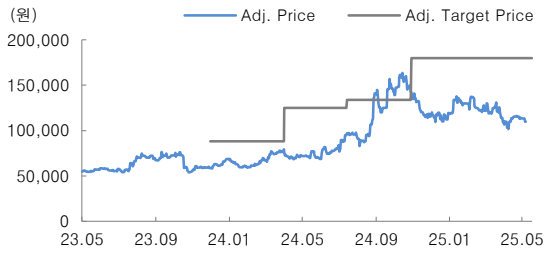
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

유한양행(000100) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.05.10	25.04.30	25.03.21	25.02.13	24.11.16	24.10.30
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
괴리율(평균%)		(38.33)	(32.42)	(30.96)	(30.93)	(27.05)
괴리율(최대/최소%)		(36.94)	(21.78)	(21.78)	(21.78)	(21.78)
제시일자	24.08.21	24.08.02	24.07.31	24.07.15	24.06.28	24.06.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	134,000	134,000	134,000	134,000	125,000	125,000
괴리율(평균%)	(8.54)	(30.64)	(28.31)	(27.92)	(39.72)	(41.26)
괴리율(최대/최소%)	22.16	(27.01)	(27.01)	(27.01)	(24.08)	(34.56)
제시일자	24.05.31	24.05.06	24.05.02	24.04.02	23.12.02	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	88,100	88,100
괴리율(평균%)	(42.17)	(42.64)	(43.01)	(43.07)	(24.86)	
괴리율(최대/최소%)	(34.56)	(38.08)	(41.28)	(41.28)	(10.05)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균%)						
괴리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250507)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상