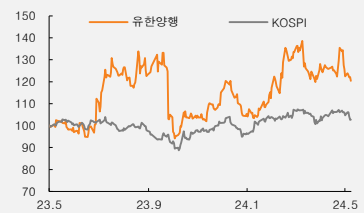


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 105,000원
현재주가(24/5/31)	68,800원
상승여력	52.6%

영업이익(24F, 십억원)	132
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	111
EPS 성장률(24F, %)	31.0
MKT EPS 성장률(24F, %)	76.3
P/E(24F, x)	31.4
MKT P/E(24F, x)	10.7
KOSPI	2,636.52
시가총액(십억원)	5,518
발행주식수(백만주)	80
유동주식비율(%)	68.7
외국인 보유비중(%)	19.6
베타(12M) 일간수익률	1.11
52주 최저가(원)	53,788
52주 최고가(원)	79,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.0	17.3	21.2
상대주가	-3.0	12.8	18.5



[제약/바이오]

김승민

sm.kim.a@miraeasset.com

000100 · 제약/바이오

유한양행

PALOMA-3 데이터 기반 목표주가 상향

투자 의견 매수, 목표주가 10.5만원으로 상향조정(기존 9.5만원)

목표주가는 영업가치 3.6조원, 레이저티닙 가치 3조원(기존 2.2조원) 등을 고려해 산정했다. PALOMA-3 데이터를 기반으로 레이저티닙 가치를 상향조정했다. 1) 아미반타맙SC+레이저티닙의 투약편의성 개선으로 1차 치료제 피크 점유율 달성 시기를 기존 출시 이후 7년에서 5년으로, 2) 안전성 개선 및 생존율 개선으로 1차 치료제 피크 점유율을 기존 30%에서 40%로 상향조정했다(참고로 존슨앤존슨은 1차 치료제 피크 점유율 50%를 목표)

PALOMA-3: 투약시간 단축, 부작용 감소, 반응률 유사, 생존율 개선

ASCO 2024에서 발표된 PALOMA-3 임상시험은 이전에 타그리소와 화학요법 치료 경험이 있는 EGFR 변이 비소세포폐암 환자에 대해 레이저티닙+아미반타맙IV와 레이저티닙+아미반타맙SC 투여 군을 비교한 임상시험이다. 임상 결과, 레이저티닙+아미반타맙SC가 레이저티닙+아미반타맙IV 투여와 비교해 아미반타맙 주입 시간을 단축하고 주입관련 반응 및 정맥 혈전색전증 발생률을 낮추며, 약물동태학 및 효능이 IV 투여와 유사하다는 것을 보여주었다. 또한, 통계적으로 유의미하게 OS 개선을 보였고, 통계적으로 유의미하지는 않았으나 PFS 개선 트렌트를 보였다.

아미반타맙SC 투약 시간은 약 5분으로 단축(vs. IV 5시간)되었고, 주입관련 부작용(Infusion-related reaction, IRR)은 SC 13% vs. IV 66%으로 약 5배 감소했다. SC 투약 85%의 환자가 매우 편리하거나, 편리하다고 답한 반면 IV는 35%에 그쳤다. 정맥 혈전색전증(Venous thromboembolism, VTE) 발생률 또한 항응고제 투여 여부와 상관없이 SC에서 덜 빈번하게 나타났다.

추적관찰기간 7개월 동안, 객관적 반응률(cORR) SC 27%vs. IV 27%로 유사했고, 반응지속기간(mDoR)은 SC 11.2개월vs IV 8.2개월, 무진행생존기간(mPFS)은 SC 6.1개월 vs. IV 4.3개월(HR 0.84, 95% CI, 0.64~1.10: p=0.2), 전체생존기간(OS)은 투약 12개월차 생존율 SC 65% vs. IV 51%(HR 0.62, 95% CI, 0.42~0.92: p=0.02)로 연장되었다.

PALOMA-3는 항암제 연구에 있어 가장 혁신적이고 중요한 성과로 인정되는 Best of ASCO에 선정되었고, 본 데이터를 기반으로 존슨앤존슨은 유럽 EMA에 1차 치료제 허가 신청을 완료, 미국을 포함한 다른 국가에도 허가 신청 예정이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,776	1,859	2,154	2,372	2,609
영업이익 (십억원)	36	57	132	167	250
영업이익률 (%)	2.0	3.1	6.1	7.0	9.6
순이익 (십억원)	95	136	178	222	313
EPS (원)	1,169	1,672	2,190	2,723	3,849
ROE (%)	4.9	6.7	8.4	9.7	12.4
P/E (배)	46.8	41.1	31.4	25.3	17.9
P/B (배)	2.0	2.5	2.3	2.2	1.9
배당수익률 (%)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

PALOMA-3 임상 성공 의미

1) 시장 침투 속도 가속화. 기존 아미반타맙 IV 조합보다 개선된 편의성과 안전성 레이저티닙+아미반타맙IV는 지난 ESMO23, EGFR 변이 비소세포폐암 1차 치료제로 아스트라제네카의 타그리소와 직접 비교한 임상시험(MARIPOSA)에서 mPFS 23.7개월을 도출(vs. 타그리소 16.6개월)하며 질병 진행 및 사망 위험을 30% 감소시킨 바 있다. 이미 레이저티닙+아미반타맙IV 조합은 타그리소 대비 임상적인 이점을 입증했다. 본 데이터를 기반으로 미국 및 유럽 등에 허가 신청해 허가를 기다리고 있다. 다만, 투약 편의성, 안전성 측면에서 경구 제형 단독 요법인 타그리소가 우위에 있기에 시장침투 속도에 대한 우려가 존재했다. 기존 IV 대비 투약 편의성 및 안전성을 개선시킨 PALOMA-3 데이터는 이러한 우려를 불식시키는 임상시험 데이터다.

2) 피크 점유율 확대. 기존 아미반타맙 IV 조합보다 우수한 치료효과 일반적으로 항암제에서 SC제형은 IV제형보다 1) 투약 시간 단축으로 환자의 삶의 질을 향상, 치료 순응도를 향상시켜 치료 효과 향상, 2) 주입 관련, 혈관 관련 합병증 위험을 줄일 수 있고, 3) 체내에 서서히 흡수됨으로써 일정한 약물 농도를 유지하여 더 나은 치료 효과를 보일 수 있으며, 4) 항체 의존성 세포독성(ADCC)이나 보체 의존성 세포 독성(CDC) 반응을 더 효율적으로 유도할 가능성이 있다. PALOMA-3에서 PFS 개선 트렌드를 보이고, 통계적으로 유의미하게 생존율 개선을 보인 것은 이를 입증한 것으로 해석할 수 있다.

여름이 지나기 전, 레이저티닙 FDA 허가 여부에 주목

앞으로의 주요 이벤트는 레이저티닙+아미반타맙의 FDA 허가 여부다. 존슨앤존슨으로부터 PDUFA가 공개되지 않았으나, 지난 2월 FDA로부터 우선심사(Priority Review)에 지정된 바, 늦어도 8/22까지 FDA 허가 여부가 결정될 예정이다. 그 이전에도 허가 가능성은 있다. 경쟁사 아스트라제네카의 타그리소+chemo는 비소세포폐암 1차로 23년 10월 우선심사 지정 4개월 후 2월에 FDA 허가를 획득한 바 있기 때문이다.

레이저티닙 허가 이후 유한양행 기업 가치 방향성

동사 주가 방향성을 예측하는데 좋은 예는 중국의 바이오텍 legend biotech(LEGN US)이다. 존슨앤존슨은 21년부터 향후 성장 동력으로 연간 최대 매출액 \$5bn이상 기대되는 아이템을 언급하고 있다. 이 중 첫번째가 레전드의 실타-셀(브랜드: 카빅티)이고, 두번째가 아미반타맙+레이저티닙이다. 레전드 개발 아이템 중 상업화 아이템은 존슨앤존슨을 통한 카빅티가 유일하고, 파이프라인에는 초기단계 아이템을 제외하고는 모두 카빅티의 적응증 확대 임상이다. 즉, 레전드 기업가치의 대부분은 카빅티의 가치이다. 레전드의 시가총액은 카빅티 FDA허가 당시 \$6bn(약 8조원), 허가 이후 다발성 골수종 초기단계(2차)에서 긍정적인 데이터를 발표하며 \$15bn(약 20조원)까지 상승한 바 있었다.

동사 또한 레이저티닙 허가 이후 존슨앤존슨의 판매 순항에 따른 지속적인 기업 가치 상승이 예상된다. 더불어 올해말/내년 예상되는 MARIPOSA 전체생존기간(OS) 데이터는 폐암 시장 침투 속도를 끌어올릴 수 있는 중요한 데이터가 될 것으로 예상하며, 긍정적인 데이터 도출 시 레이저티닙 가치 상향의 근거가 될 전망이다.

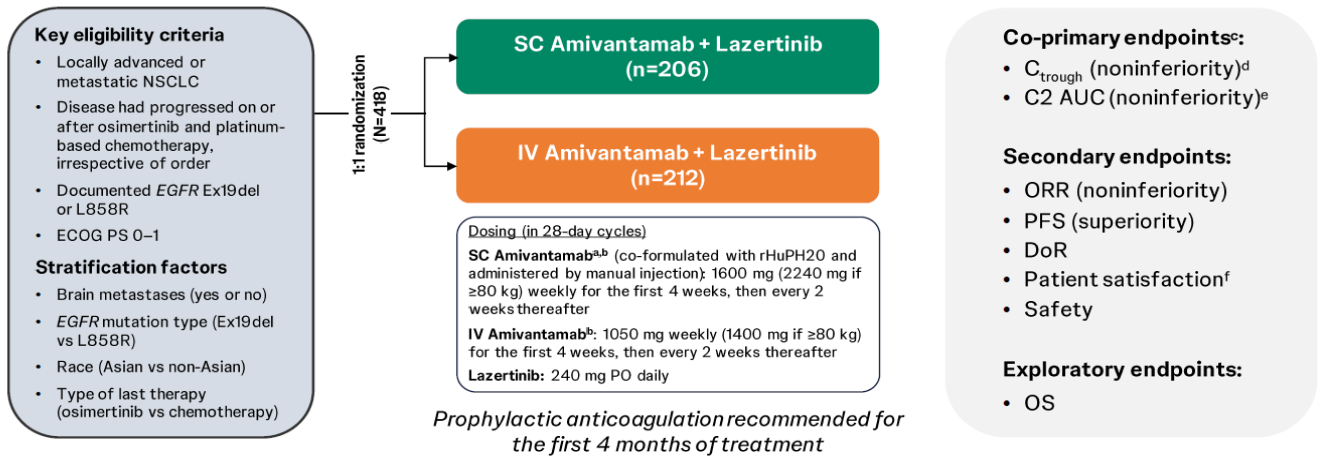
표 1. 유한양행 밸류에이션

(억원, 원, 천주)

구분	내용	비고
12개월 선행 EBITDA	2,044	
Target EV/EBITDA	17.7	* 상위 제약사 평균 대비 30% 프리미엄(급격한 이익개선에 따른 프리미엄)
영업가치	36,263	
순현금	2,139	
파이프라인 가치	29,721	
레이저티닙	29,721	레이저티닙+아미반타맘 병용 대해서만 가치 반영 *미국약가 \$100,000(연간 2% 인상), 유럽 약가 미국의 80%(연간 -2%), 그 외 지역 미국+유럽의 50%, 판매 로열티 13%(-\$1bn) 14%(\$1bn~\$2bn), 15%(\$3bn~), 제조마진 5%, 할인율 12%, 24년~35년, 특허만료 이후 영구성장률-20%
마일스톤	548	판매 마일스톤 \$400mn(확률 30%) 추정
1차	26,119	2024 미국 출시, 침투율 1% to 5년 50%(기존 1% to 7년 30%), 성공확률 90%
2차	2,288	2025 미국 출시, 침투율 1% to 10%, 성공확률 80%
3차	766	2025 미국 출시, 침투율 1% to 10%, 성공확률 80%
비연결 관계기업투자	5,844	* 장부가액
적정 기업가치	73,967	
주식 수 (천주)	70,260	
목표주가 (원)	105,277	* 105,000원
현재주가 (원)	68,800	
상승여력	53.0%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. PALOMA 3 임상 디자인



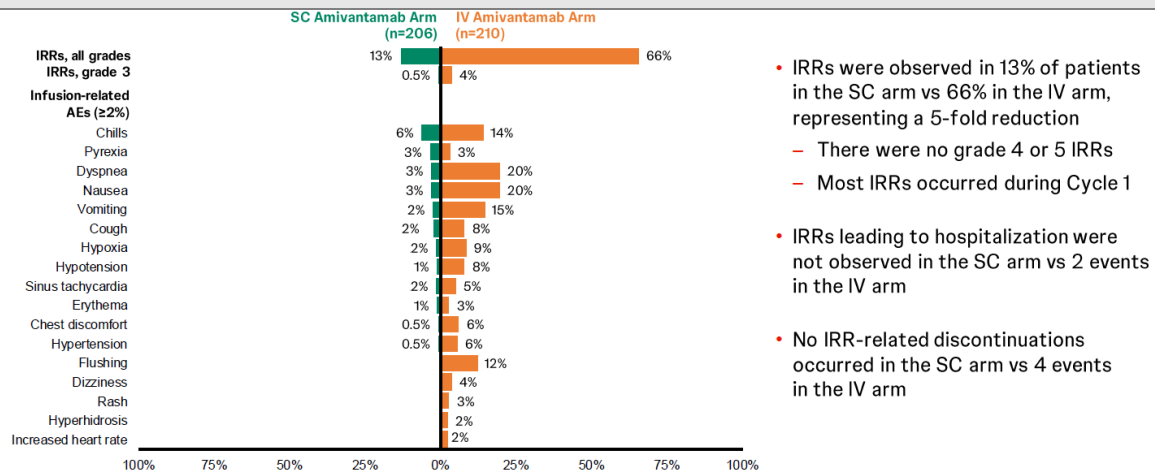
PALOMA-3 (ClinicalTrials.gov Identifier: NCT05388669) enrollment period: August 2022 to October 2023; data cutoff: 03-Jan-2024.

^aSC amivantamab was co-formulated with rHuPH20 at a concentration of 160 mg/mL.^bC1 for IV: Days 1 to 2 (Day 2 applies to IV split dose only [350 mg on Day 1 and the remainder on Day 2]), 8, 15, and 22; C1 for SC: Days 1, 8, 15, and 22; after C1 for all: Days 1 and 15 (28-day cycles). ^cFor calculating primary and key secondary outcomes, we estimated that a sample size of 400 patients would provide >95% power for a 1-sided alpha of 0.05 allocated to each of the co-primary endpoints and 80% power with a 1-sided alpha of 0.025 allocated to ORR. A hierarchical testing approach at a 2-sided alpha of 0.05 was used for the co-primary endpoints (noninferiority), followed by ORR (noninferiority) and PFS (superiority), with a combined 2-sided alpha of 0.05. ^dTwo definitions of the same endpoint were used as per regional health authority guidance. ^eMeasured between C2D1 and C2D15. ^fAssessed by modified TASQ.

AUC, area under the concentration-time curve; C, Cycle; C_{trough} , observed serum concentration of amivantamab at steady state; D, Day; DoR, duration of response; ECOG PS, Eastern Cooperative Oncology Group performance status; EGFR, epidermal growth factor receptor; Ex19del, Exon 19 deletion; IV, intravenous; NSCLC, non-small cell lung cancer; ORR, objective response rate; OS, overall survival; PFS, progression-free survival; PO, orally; rHuPH20, hyaluronidase; SC, subcutaneous; TASQ, Therapy Administration Satisfaction Questionnaire.

자료: ASCO 2024, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. PALOMA 3 IRR: SC 투여군 13% vs. IV 투여군 66%. 약 5배 차이

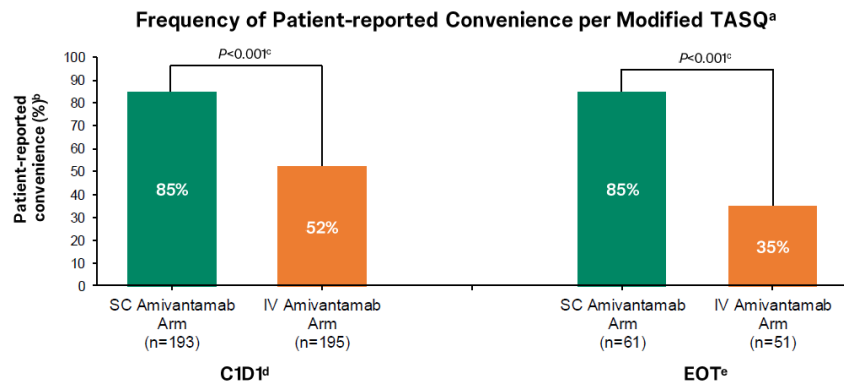


Note: The safety population included all the patients who had undergone randomization and received ≥1 dose of any trial treatment.
AE, adverse event; IRR, infusion-related reaction; IV, intravenous; SC, subcutaneous.

자료: ASCO 2024, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. PALOMA 3 투약 편의 설문 TASQ. Very convenient, Convenient 비율

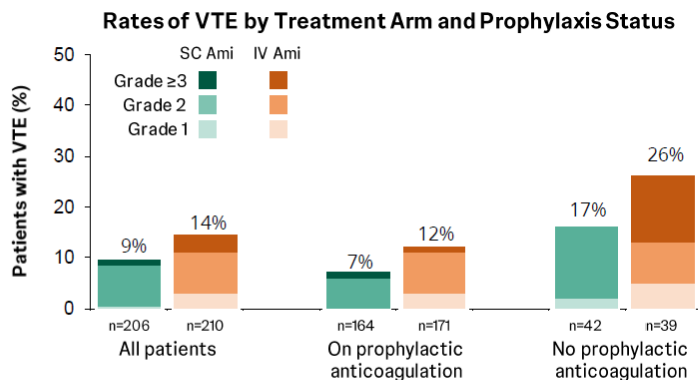
- Treatment administration time was reduced to less than 5 minutes for SC amivantamab from 5 hours for the first infusion (2 hours for subsequent infusions) for IV amivantamab
- More patients reported their administration method to be convenient or very convenient with SC vs IV amivantamab



*Response categories on the modified TASQ convenience question included "Very convenient", "Convenient", "Neither convenient nor inconvenient", "Inconvenient", and "Very inconvenient". †Includes patients whose answer was "Very convenient" or "Convenient." ‡P values were nominal and obtained by Pearson's chi-squared test. ††C1D2 for patients who received IV amivantamab due to split dosing. †††Could have been collected after the last dose of treatment.
C, Cycle; D, Day; EOT, end of treatment; IV, intravenous; SC, subcutaneous; TASQ, Treatment Administration Satisfaction Questionnaire.

자료: ASCO 2024, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. PALOMA 3 VTE: 항응고제 투약 여부와 상관없이 SC에서 덜 빈번하게 나타남



- Between study arms, incidence of VTE was less frequent in the SC amivantamab arm compared to the IV arm, regardless of prophylactic anticoagulation status

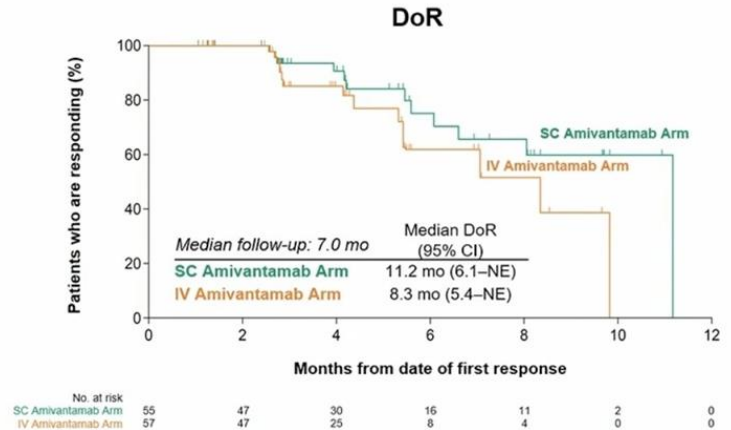
Note: The safety population included all the patients who had undergone randomization and received at least one dose of any trial treatment.

*Grouping includes pulmonary embolism, deep vein thrombosis, venous embolism, venous thrombosis limb, embolism, thrombosis, subclavian vein thrombosis, superficial vein thrombosis, pulmonary infarction, venous thrombosis.
†VTE prophylaxis with apixaban, rivaroxaban, dalteparin, or enoxaparin was recommended by protocol (per the National Comprehensive Cancer Network guideline *Cancer-Associated Venous Thromboembolic Disease v1.2022*).

자료: ASCO 2024, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. PALOMA 3 ORR: 비열등. DoR: 개선

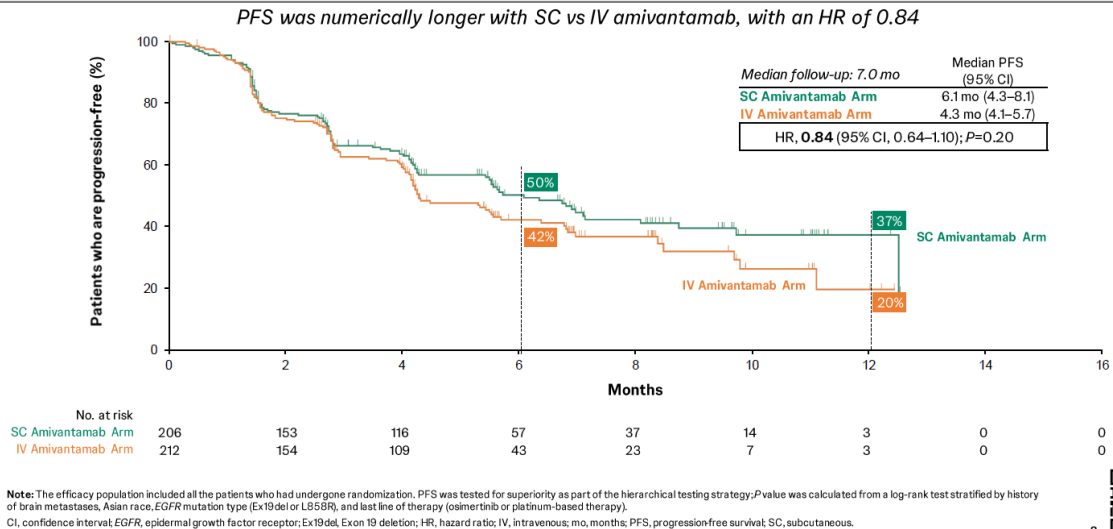
	SC Amivantamab Arm (n=206)	IV Amivantamab Arm (n=212)
ORR, % (95% CI)^a		
All responders	30 (24–37)	33 (26–39)
	Relative risk, 0.92 (95% CI, 0.70–1.23); <i>P</i> =0.001	
Confirmed responders	27 (21–33)	27 (21–33)
	Relative risk, 0.99 (95% CI, 0.72–1.36); <i>P</i> <0.001	
Best response, n (%)		
CR	1 (0.5)	1 (0.5)
PR	61 (30)	68 (32)
SD	93 (45)	81 (38)
PD	37 (18)	42 (20)
Not evaluable	14 (7)	20 (9)
DCR, % (95% CI)^b	75 (69–81)	71 (64–77)
Median time to response (range), mo	1.5 (1.2–6.9)	1.5 (1.2–9.9)



^aThe objective response (CR or PR) was assessed using RECIST v1.1 and analyzed using logistic regression. The lower bound of the 95% CI indicated ≥70% retention of ORR exceeding the predefined 60% retention assumed for determining noninferiority. ^bNot protocol specified.

CI, confidence interval; CR, complete response; DCR, disease control rate (CR+PR+SD); DoR, duration of response; IV, intravenous; mo, months; NE, not estimable; ORR, objective response rate; PR, partial response; RECIST, Response Evaluation Criteria in Solid Tumors; SC, subcutaneous; SD, stable disease.

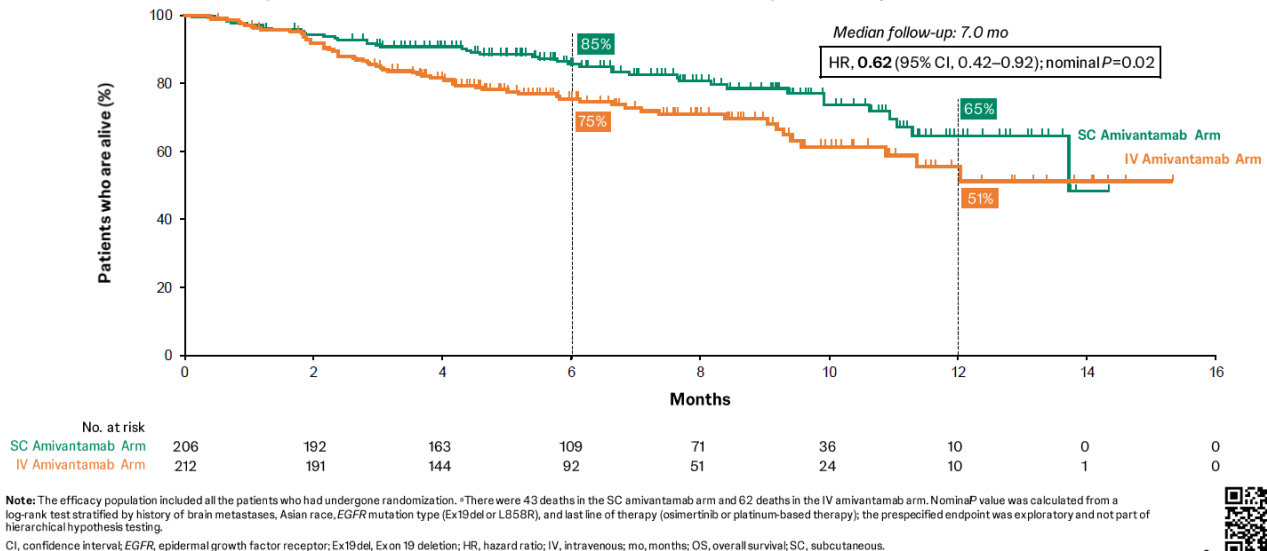
자료: ASCO 2024, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. PALOMA 3 PFS: 질병 진행 및 사망 위험 16% 개선. 통계적으로 유의미하지는 않음(HR: 0.84 95% CI, 0.64–1.10: *p*=0.2)

자료: ASCO 2024, 미래에셋증권 리서치센터

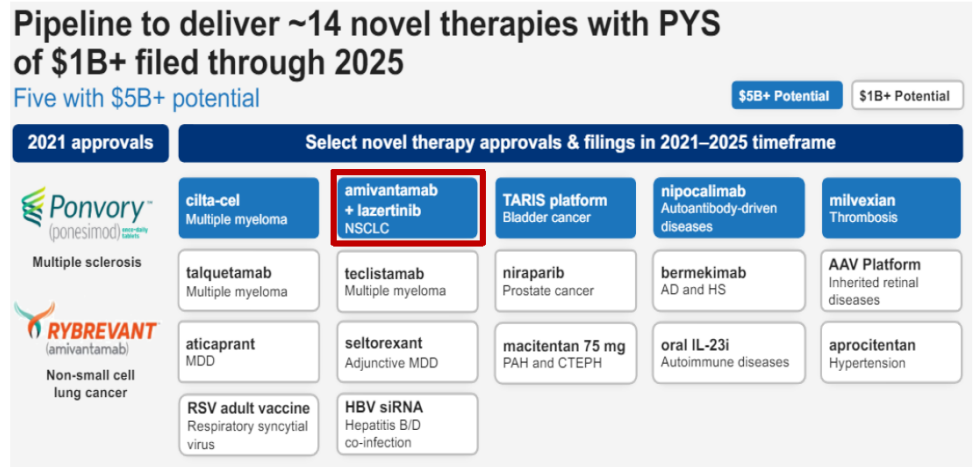
그림 7. PALOMA 3 OS: 12개월차 amivantamab IV 대비 사망 위험 38% 개선(HR: 0.62 95% CI, 0.42–0.92: *p*=0.02)

There was an OS benefit associated with SC amivantamab, with an HR of 0.62 compared to the IV amivantamab arm^a



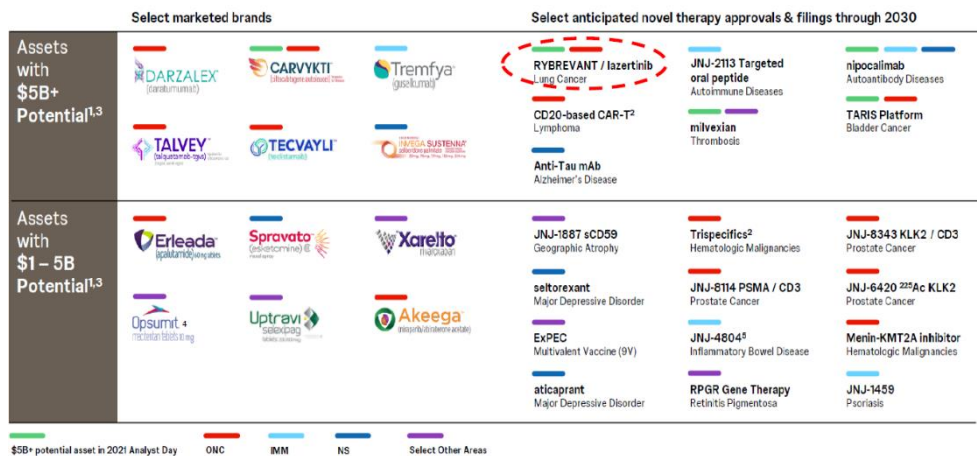
자료: ASCO 2024, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 존슨앤존슨의 연간 최대 매출액 10억달러 이상 기대 아이템 (21년 11월 version)



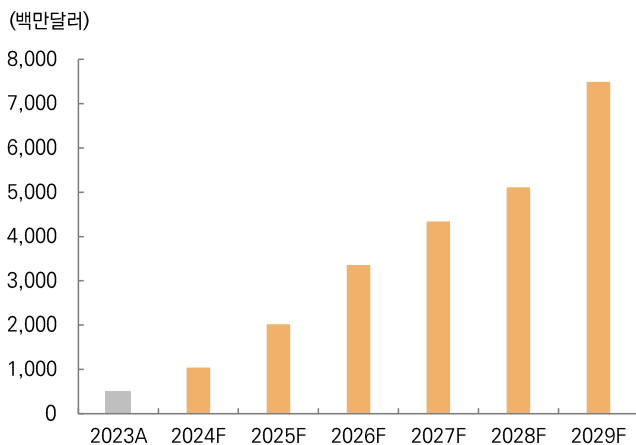
자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 존슨앤존슨의 연간 최대 매출액 10억달러 이상 기대 아이템 (23년 12월 version)



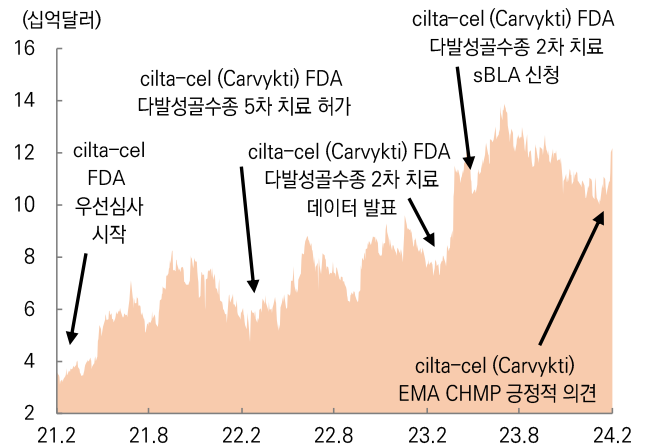
자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. J&J 실타셀(카빅티) 연간 매출 전망



자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

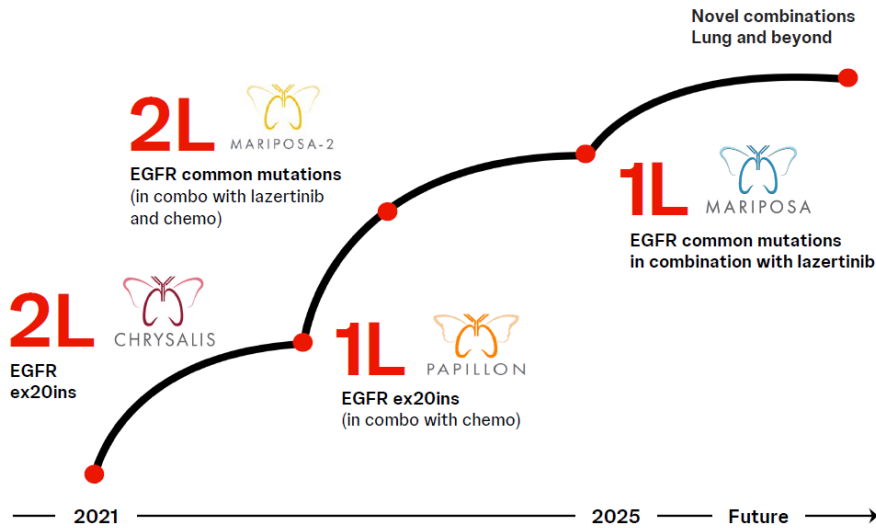
그림 11. 레전드 바이오(LEGN US) 시가총액 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. J&J의 EGFR 비소세포암 시장 침투 로드맵

Building a best-in-class EGFR portfolio across all lines of therapy



Exploring additional opportunities

- ✓ Subcutaneous formulation
- ✓ Optimize dosing regimen
- ✓ Adjuvant/Early EGFR Lung
- ✓ Maximize RYBREVATM potential with research in EGFR and MET related driver mutations: colorectal cancer, hepatocellular carcinoma, head and neck squamous cell carcinoma, MET-14 Skip

자료: Johnson&Johnson, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. J&J의 EGFR 비소세포암 시장 침투 목표. 1차 치료제 점유율 50%, 매출액 50억달러 이상

Our evidence ¹	Our execution	Our ambition
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Significantly extends PFS <ul style="list-style-type: none"> 30% reduction in risk of progression or death compared with osimertinib 	<ul style="list-style-type: none"> 26-month avg time to peak share for 1L therapies² 	<ul style="list-style-type: none"> ~50% 1L pts on RYBREVATM & lazertinib
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Targeted <ul style="list-style-type: none"> Addresses EGFR & MET alterations upfront Preserves chemotherapy to second line where resistance becomes complicated 	<ul style="list-style-type: none"> 2025 subcutaneous formulation 	<ul style="list-style-type: none"> \$5B+ lung portfolio³
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Durable responses <ul style="list-style-type: none"> Longest median duration of response in 1L common EGFR NSCLC 	<ul style="list-style-type: none"> Treatment experience evidence at launch 	<ul style="list-style-type: none">Transforming outcomes for more than 320,000⁴ patients with EGFR+ NSCLC globally

J&J

1. Cho BC, et al. Amivantamab Plus Lazertinib vs Osimertinib as First-line Treatment in Patients With EGFR-mutated, Advanced Non-small Cell Lung Cancer (NSCLC): Primary Results From MARIPOSA, a Phase 3, Global, Randomized, Controlled Trial. Abstract presented at the European Society for Medical Oncology 2023 Meeting, October 20-24, Madrid, Spain; 2. Intrinsic Data Access August 2020; 3. Non-risk adjusted peak year operational sales, including partner sales; 4. US, EU, G5 Global Cerner Enviza

자료: Johnson&Johnson, 미래에셋증권 리서치센터

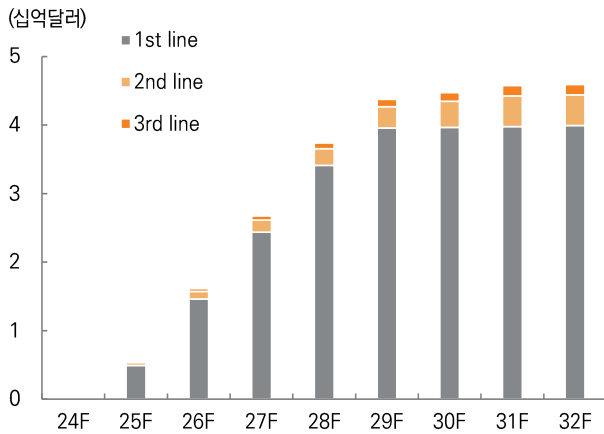
표 2. 레이저티닙 밸류에이션

(억원, 원, 천주)

구분	내용	비고
레이저티닙	29,721	레이저티닙+아미반타맙 병용 대해서만 가치 반영 *미국약가 \$100,000(연간 2% 인상), 유럽 약가 미국의 80%(연간 -2%), 그 외 지역 미국+유럽의 50%, 판매 로열티 13%(~\$1bn) 14%(\$1bn~\$2bn), 15%(\$3bn~), 제조마진 5%, 할인율 12%, 24년~35년, 특허만료 이후 영구성장률 -20%
마일스톤	548	판매 마일스톤 \$400mn(확률 30%) 추정
1차	26,119	2024 미국 출시, 침투율 1% to 5년 40%(기존 1% to 7년 30%), 성공확률 90%
2차	2,288	2025 미국 출시, 침투율 1% to 7년 10%, 성공확률 80%
3차	766	2025 미국 출시, 침투율 1% to 7년 10%, 성공확률 80%

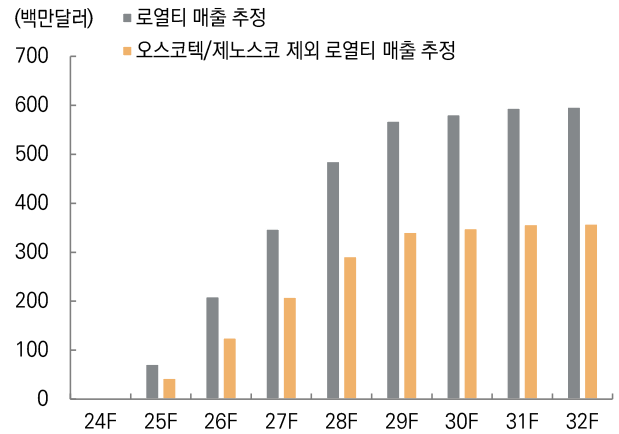
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 레이저티닙 매출 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 레이저티닙 로열티 매출 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 레이저티닙 rNPV

(백만달러, 십억원)

레이저티닙 1차 치료제 가치 산정	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2034F	2035F	TV
미국 전이성 비소세포폐암(65% of NSCLC)	82,064	82,556	83,052	83,550	84,051	84,555	87,123	87,646	
미국 EGFR 변이 mNSCLC(32%)	26,260	26,418	26,577	26,736	26,896	27,058	27,879	28,047	
미국 침투율(1% to 40%)	1%	11%	21%	30%	40%	40%	40%	40%	
미국 연간 비용 (\$100,000 연간 2%인상)	100	102	104	106	108	110	122	124	
미국 1차 치료 레이저티닙 매출액	26	290	567	858	1,165	1,195	1,359	1,395	
유럽 전이성 비소세포폐암(65% of NSCLC)	130,367	130,758	131,150	131,544	131,938	132,334	134,331	134,734	
유럽 EGFR 변이 환자 mNSCLC(32%)	64,181	64,373	64,566	64,760	64,954	65,149	66,132	66,331	
유럽 침투율(미국 침투율의 75%)		1%	8%	15%	23%	30%	30%	30%	
유럽 연간 비용(미국 연간비용 80%, 연 2% 가격 인하)		80	78	77	75	74	67	65	
유럽 1차 치료 레이저티닙 매출액		39	408	765	1,110	1,442	1,323	1,301	
미국/유럽 외 매출(미국/유럽의 50%)		164	487	812	1,137	1,319	1,341	1,348	
1차 치료 레이저티닙 매출액	26	492	1,462	2,435	3,411	3,956	4,024	4,043	
로열티 (13%~15%)	3	64	190	341	478	593	604	607	
제조마진 (5%)	1	25	73	122	171	198	201	202	
오스코텍 제외 유한 로열티 (60%) + 제조마진	3	63	187	326	457	554	563	566	
FCF (세율 20%)	3	50	150	261	366	443	451	453	1,415
현재가치(할인율 12%)	2	40	107	166	207	224	163	163	456
현재가치 합	2,232								
성공가능성 (90%) PoA	2,009								
원화 가치 환산 (1,300원)	2,612								

주: 잔존가치 영구성장률 -20% 자료: 미래에셋증권 리서치센터

레이저티닙 2차 치료제 가치 산정	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2034F	2035F	TV
미국 EGFR T790M 변이(45%)	11,817	11,888	11,959	12,031	12,103	12,176	12,546	12,621	
미국 침투율(1% to 10%)		1%	3%	4%	6%	7%	10%	10%	
미국 연간 비용 (\$100,000 연간 2%인상)	100	102	104	106	108	110	122	124	
미국 2차 치료 레이저티닙 매출액		12	31	51	72	94	153	157	
유럽 EGFR T790M 변이(45%)	28,881	28,968	29,055	29,142	29,229	29,317	29,760	29,849	
유럽 침투율(미국 침투율의 75%)		1%	2%	3%	4%	5%	8%	8%	
유럽 연간 비용(미국 연간비용 80%, 연 2% 가격 인하)		80	78	77	75	74	67	65	
유럽 2차 치료 레이저티닙 매출액		17	43	67	91	114	149	146	
미국/유럽 외 매출(미국/유럽의 50%)		15	37	59	81	104	151	152	
2차 치료 레이저티닙 매출액	0	44	111	177	244	312	453	455	
로열티 (13%~15%)	0	6	14	25	34	47	68	68	
제조마진 (5%)	0	2	6	9	12	16	23	23	
오스코텍 제외 유한 로열티 (60%) + 제조마진	0	6	14	24	33	44	63	64	
FCF (세율 20%)	0	5	11	19	26	35	51	51	159
현재가치(할인율 12%)	0	4	8	12	15	18	18	18	51
FCFF 현재가치 합	220								
성공가능성 (80%) PoA	176								
원화 가치 환산 (1300원)	229								

주: 잔존가치 영구성장률 -20% 자료: 미래에셋증권 리서치센터

레이저티닙 3차 치료제 가치 산정	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2034	2035	TV
미국 EGFR C797S MET 변이(30%)	3,545	3,566	3,588	3,609	3,631	3,653	3,764	3,786	
미국 침투율 (1% to 10%)		1%	3%	4%	6%	7%	10%	10%	
미국 연간 비용 (\$100,000 연간 2%인상)	100	102	104	106	108	110	122	124	
미국 3차 치료 레이저티닙 매출액	0	4	9	15	22	28	46	47	
유럽 EGFR C797S MET 변이(30%)	8,664	8,690	8,716	8,743	8,769	8,795	8,928	8,955	
유럽 침투율(미국 침투율의 75%)		1%	2%	3%	4%	5%	8%	8%	
유럽 연간 비용(미국 연간비용 80%, 연 2% 가격 인하)		98	96	94	92	90	82	80	
유럽 3차 치료 레이저티닙 매출액	0	6	16	25	33	42	55	54	
미국/유럽 외 매출(미국/유럽의 50%)		5	13	20	27	35	50	50	
3차 치료 레이저티닙 매출액	0	15	38	60	82	105	151	151	
로열티 (13%~15%)	0	2	5	8	12	16	23	23	
제조마진 (5%)	0	1	2	3	4	5	8	8	
오스코텍 제외 유한 로열티 (60%) + 제조마진	0	2	5	8	11	15	21	21	0
FCF (세율 20%)	0	2	4	6	9	12	17	17	53
현재가치(할인율 12%)	0	1	3	4	5	6	6	6	17
현재가치 합	74								
성공가능성(80%) PoA	59								
원화 가치 환산 (1300원)	77								
허가/판매 마일스톤	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2034	2035	
마일스톤			48	48	48	96			
현재 가치, 원화 환산(1,300원), 수령 확률 30%	55								

주: 잔존가치 영구성장률 -20%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

유한양행 (000100)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,859	2,154	2,372	2,609
매출원가	1,293	1,454	1,590	1,704
매출총이익	566	700	782	905
판매비와관리비	509	568	615	655
조정영업이익	57	132	167	250
영업이익	57	132	167	250
비영업손익	78	63	63	75
금융손익	5	2	5	10
관계기업등 투자손익	56	57	56	56
세전계속사업손익	135	195	230	325
계속사업법인세비용	1	19	11	16
계속사업이익	134	176	218	309
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	134	176	218	309
지배주주	136	178	222	313
비지배주주	-2	-3	-3	-5
총포괄이익	118	176	218	309
지배주주	120	179	222	314
비지배주주	-2	-3	-4	-5
EBITDA	101	185	224	309
FCF	-17	148	212	299
EBITDA 마진율 (%)	5.4	8.6	9.4	11.8
영업이익률 (%)	3.1	6.1	7.0	9.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.3	8.3	9.4	12.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,256	1,412	1,619	1,921
현금 및 현금성자산	299	306	402	583
매출채권 및 기타채권	574	664	731	804
재고자산	285	330	363	400
기타유동자산	98	112	123	134
비유동자산	1,558	1,587	1,593	1,598
관계기업투자등	489	567	624	687
유형자산	523	475	425	373
무형자산	298	298	296	291
자산총계	2,814	3,000	3,212	3,519
유동부채	583	621	643	671
매입채무 및 기타채무	249	289	318	350
단기금융부채	169	141	115	90
기타유동부채	165	191	210	231
비유동부채	129	134	137	141
장기금융부채	100	100	100	100
기타비유동부채	29	34	37	41
부채총계	712	754	781	812
지배주주지분	2,051	2,197	2,386	2,667
자본금	78	78	78	78
자본잉여금	114	114	114	114
이익잉여금	1,975	2,122	2,311	2,592
비지배주주지분	51	48	45	40
자본총계	2,102	2,245	2,431	2,707

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	144	148	213	300
당기순이익	134	176	218	309
비현금수익비용가감	-10	12	5	6
유형자산감가상각비	38	49	51	53
무형자산상각비	6	4	5	5
기타	-54	-41	-51	-52
영업활동으로인한자산및부채의변동	-8	-77	-57	-62
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-63	-89	-65	-71
재고자산 감소(증가)	-5	-45	-33	-36
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	45	28	21	23
법인세납부	-33	-19	-11	-16
투자활동으로 인한 현금흐름	-199	-7	-6	-3
유형자산처분(취득)	-161	0	-1	-1
무형자산감소(증가)	-42	-4	-3	0
장단기금융자산의 감소(증가)	15	-2	-2	-2
기타투자활동	-11	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	63	-60	-58	-58
장단기금융부채의 증가(감소)	170	-28	-26	-25
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-27	-32	-32	-32
기타재무활동	-81	0	0	-1
현금의 증가	6	7	96	181
기초현금	293	299	306	402
기말현금	299	306	402	583

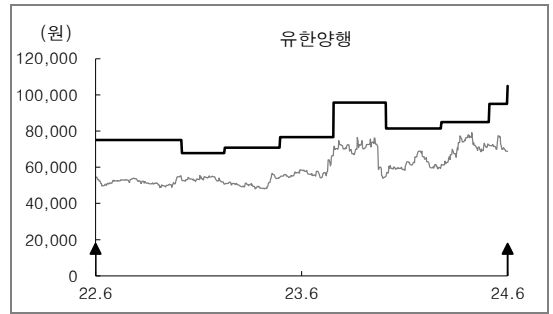
자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	41.1	31.4	25.3	17.9
P/CF (x)	45.0	29.8	25.1	17.8
P/B (x)	2.5	2.3	2.2	1.9
EV/EBITDA (x)	52.8	29.9	24.3	16.9
EPS (원)	1,672	2,190	2,723	3,849
CFPS (원)	1,529	2,308	2,741	3,868
BPS (원)	27,867	29,663	31,989	35,442
DPS (원)	430	430	430	430
배당성향 (%)	23.6	18.1	14.5	10.3
배당수익률 (%)	0.6	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	4.7	15.9	10.1	10.0
EBITDA증가율 (%)	28.3	82.7	20.6	38.0
조정영업이익증가율 (%)	57.5	133.3	26.3	49.8
EPS증가율 (%)	43.0	31.0	24.3	41.3
매출채권 회전율 (회)	3.5	3.6	3.5	3.5
재고자산 회전율 (회)	6.6	7.0	6.8	6.8
매입채무 회전율 (회)	8.3	7.5	7.3	7.1
ROA (%)	5.1	6.0	7.0	9.2
ROE (%)	6.7	8.4	9.7	12.4
ROIC (%)	4.4	8.2	10.7	15.8
부채비율 (%)	33.9	33.6	32.1	30.0
유동비율 (%)	215.4	227.5	251.6	286.3
순차입금/자기자본 (%)	-2.0	-4.0	-8.8	-15.6
조정영업이익/금융비용 (x)	9.0	15.2	21.4	36.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
유한양행 (000100)				
2024.06.03	매수	105,000	-	-
2024.05.02	매수	95,000	-24.15	-18.53
2024.02.07	매수	85,000	-16.37	-6.82
2023.11.01	매수	81,352	-24.50	-15.43
2023.07.31	매수	95,708	-27.93	-20.10
2023.04.27	매수	76,567	-25.56	-13.38
2023.01.19	매수	70,824	-28.35	-20.00
2022.11.04	매수	67,750	-21.11	-18.24
2022.02.07	매수	75,074	-29.89	-25.49



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.