

(Analyst) 김승민 sm.kim.a@miraeeasset.com
(Analyst) 이지현 jiihyun_lee@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

000100 · 제약/바이오

유한양행

J&J 이벤트와 국내 1차 급여 여부에 주목

(유지)

매수

목표주가

85,000원 ▼

상승여력

48.1%

현재주가(23/10/31)

57,400원

KOSPI	2,277.99	시가총액(십억원)	4,399	발행주식수(백만주)	77	외국인 보유비중(%)	18.4
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

투자 의견 매수, 목표주가 85,000원으로 하향(기존 10만원)

목표주가는 영업가치 3.2조원(기존 3.8조원), 레이저티닙 가치 1.9조원(기존 2.3조원)을 고려해 산정했다. 영업가치는 24년 실적 추정에 변동 없으나, 국내 상위 제약사 평균 멀티플 하락을 반영했다. 레이저티닙 가치는 1차 치료제 1.6조원(기존 1.2조원)으로 상향 조정했으나, 2차 치료제 2.3천억원(기존 7천억원), 3차 치료제 766억원(기존 3.3천억원)으로 하향조정했다. 우리는 ami+lazer가 EGFR 변이 비소세포폐암 1차 시장에서 새로운 치료 옵션으로 부상할 것으로 예상한다. 추가적인 가치 증대를 위해서는 시장 침투 속도가 중요하고, 이는 안센의 판매 전략과 OS(전체 생존 기간) 데이터로부터 파악할 수 있겠다. 2차, 3차 치료 시장에서는 안전성 이슈로 +lazer에 대한 추가 임상 데이터가 필요하다. 단기 주목할만한 이벤트는 12/5 J&J의 Enterprise Business Review, 연내 렉라자의 국내 1차 급여 결정 등이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-24.3	-0.3	0.3
상대주가	-18.1	9.4	1.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,688	1,776	1,915	2,214	2,474
영업이익 (십억원)	49	36	74	151	178
영업이익률 (%)	2.9	2.0	3.9	6.8	7.2
순이익 (십억원)	103	95	113	189	216
EPS (원)	1,318	1,223	1,449	2,435	2,782
ROE (%)	5.4	4.9	5.6	8.8	9.3
P/E (배)	45.1	46.8	39.6	23.6	20.6
P/B (배)	2.2	2.0	2.0	1.8	1.7
배당수익률 (%)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

3Q23 실적 리뷰

연결 기준 3Q23 매출액 4,831억원(+12% YoY), 영업이익 9억원(흑전 YoY)으로 매출액은 컨센서스에 부합, 영업이익은 컨센서스를 -95% 하회했다. 전년동기대비 ETC +4%, OTC -11%, 생활유통 +71%, 해외 API +34%, 라이선스수익-84%, 기타(임대, 수탁 등) +24.3%를 기록했다. 영업이익의 감소는 렉라자 무상공급프로그램(EAP) 관련 비용(약 65억원)과 연결대상 자회사 유한화학 실적(연간 수주 금액 중 상반기에 매출 때문이다).

투자의견 매수, 목표주가 85,000원으로 하향(기존 10만원)

투자의견 매수를 유지, 목표주가는 기존 10만원에서 85,000원으로 하향 조정한다. 목표주가는 영업가치 3.2조원, 레이저티닙 가치 1.9조원을 고려해 산정했다. 24년 실적 추정에는 변동 없으나, 국내 상위 제약사 평균 멀티플 하락으로 영업가치를 기존 3.8조원에서 3.2조원으로 하향 조정했다. 레이저티닙 가치는 1차 치료제 1.6조원(기존 1.2조원)으로 상향 조정했으나, 2차 치료제 2.3천억원(기존 7천억원), 3차 치료제 766억원(기존 3.3천억원)으로 하향조정했다.

MARIPOSA에서 도출한 amivantamab+lazertinib의 무진행생존기간(mPFS) 23.7개월(vs. 타그리소 16.6개월)은 시장에서 기대한 절대값 25~30개월 보다 낮았다. 그러나 타그리소 대비 7.1개월의 개선, 질병 진행 및 사망 위험을 30% 감소시킨 성공한 임상 시험이다. 또한, chemo를 사용하면서 발생하는 주요 부작용(호중구감소증 등)에서 자유롭다는 측면에서 타그리소+chemo(FALURA-2) 대비 상당한 이점이 있다.

우리는 Ami+lazer가 EGFRm NSCLC 1차 치료제 시장에서 새로운 치료 옵션으로 부상할 것으로 예상한다. 기존 1차 치료제 가정인 24년 출시, linear한 점유율 확대, 출시 7년 차 피크 점유율 30% 가정을 그대로 유지하며, 안센의 FDA 허가신청 계획에 따라 성공확률을 60%에서 80%로 상향 조정한다. 추가적인 1차 치료제 가치 증대를 위해서는 침투 속도가 중요하다. 이는 안센의 판매 전략과 암환자에게 가장 중요한 전체 생존 기간(Overall Survival) 데이터로부터 파악할 수 있겠다.

다만, MARIPOSA-2에서는 ami+lazer+chemo군에서 +lazer에 대한 안전성 이슈가 부각되었다. 유효성 측면에서는 Ami+lazer+chemo/ami+chemo/chemo 각각에서 mPFS 8.3개월, 6.3개월, 4.2개월로 ami+lazer+chemo는 chemo 대비 질병 진행 및 사망 위험을 56%, ami+chemo는 chemo 대비 56% 감소시켰으나, 3등급 이상 부작용 비율이 92%/72%/48%로 높았다. 또한 ami+lazer+chemo에서 혈액학적 독성의 비율이 높아 chemo 후 lazer 투약으로 일정을 변경한 추가 임상을 시작했다. MARIPOSA-2는 타그리소 내성에 대해 긍정적인 데이터를 도출한 최초의 3상 시험이지만 현재까지 ami+chemo에 해당 되는 것으로 보이고 +lazer에 대해서는 추가 임상 데이터가 필요하다. 이외에도 타그리소 혹은 chemo 치료 후 질병이 진행된 환자들에

대한 다양한 신규 기전, 단독 및 병용 요법 경쟁이 치열하게 나타나고 있다. 4th EGFR inhibitor, cMET inhibitor, HER3 ADC, TROP2 ADC, MET ADC, PD-(L)1 병용요법 등이다. 이를 반영해 기존 2차, 3차 치료제 피크 점유율 30%, 50%에서 10%, 10%로 하향 조정했다.

J&J 이벤트와 국내 1차 급여 여부에 주목

J&J는 21년 11월 Pharma Day에서 ami+lazer의 연간 최대 매출액 50억 달러 이상을 제시한 바 있다. 이후 현재까지 50억달러 이상 기대 아이템으로 제시해왔다. 한편, 오는 12/5 안센은 소비재부문 켄뷰의 스핀오프 이후 처음으로 의약품/의료기기에 집중하는 J&J의 Enterprise Business Review investor day가 예정되어 있다. 본 이벤트에서 MARIPOSA, MARIPOSA-2 데이터 공개 이후 ami+lazer 병용요법 혹은 lazer 단독요법에 대한 J&J의 전략 등을 파악할 수 있을지가 기대된다.

렉라자의 국내 1차 치료제 급여 관련, 현재 건강 보험 공단과 약가 협상 중에 있다. 약가 협상이 완료되면 복지부 건강보험정책심의위원회의 심의를 거쳐 보험에 등재된다. 우리는 1차 치료 급여(약가 -30% 인하, 점유율 50% 가정)적용을 통해 발생하는 영업 이익을 488억원으로 추정하고 있다. 올해 급여 여부 결정이 나올 것으로 예상된다.

표 1. 유한양행 밸류에이션

(억원, 원, 천주)

구분	내용	비고
24년 EBITDA	2,035	
Target EV/EBITDA	15.9	* 상위 제약사 평균 대비 30% 프리미엄(급격한 이익개선에 따른 프리미엄)
영업가치	32,284	
순차입금	-2,868	
파이프라인 가치	19,489	
레이저티닙	19,489	레이저티닙+아미반타탐 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	817	* 출시 마일스톤 \$120mn, 판매 마일스톤 \$400mn 추정. 수령 확률 30%
1차	15,618	* 2024 미국 출시, 침투율 1% to 30%, 성공확률 80%(기존 60%)
2차	2,288	* 2025 미국 출시(기존 2024년), 침투율 1% to 10%(기존 30%), 성공확률 80%
3차	766	* 2025 미국 출시(기존 2024년), 침투율 1% to 10%(기존 50%), 성공확률 80%
비연결		
관계기업투자	5,503	* 장부가액
적정 기업가치	60,088	
주식 수 (천주)	70,260	
목표주가 (원)	85,522	* 85,000원
현재주가 (원)	56,800	
상승여력	50.6%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 국내 상위 제약사 Peer Valuation (컨센서스)

(십억원, %, 배)

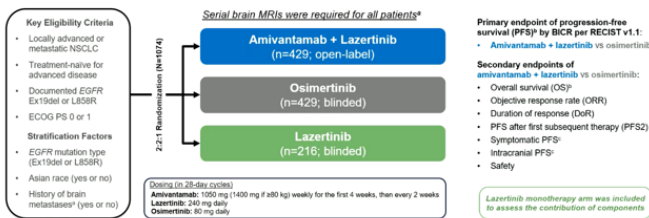
사명	시가총액 (조원)	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
유한양행	4.1	1,906	2,142	93	170	4.9	7.9	96	171	4.8	8.1	43.4	24.0	2.1	2.0	29.9	19.2	2.3	2.1
한미약품	3.4	1,461	1,590	199	229	13.6	14.4	129	148	12.4	12.7	28.9	25.1	3.6	3.2	13.0	11.6	2.4	2.2
종근당	1.1	1,557	1,593	138	118	8.9	7.4	118	89	15.8	10.7	9.8	13.1	1.6	1.4	7.1	7.8	0.8	0.7
동아에스티	0.5	619	656	27	34	4.4	5.1	26	32	4.0	4.6	17.7	14.6	0.7	0.7	12.4	10.9	0.7	0.7
녹십자	1.1	1,691	1,794	39	71	2.3	4.0	18	55	1.2	4.0	69.6	21.0	0.9	0.8	15.2	11.6	0.7	0.6
대웅제약	1.2	1,319	1,404	127	143	9.6	10.2	96	109	13.5	13.4	12.2	10.8	1.7	1.5	9.1	7.9	0.9	0.8
HK이노엔	1.2	840	910	63	93	7.6	10.2	47	66	-	-	25.9	18.4	-	-	16.8	11.7	1.4	1.3
평균						7.3	8.5			8.6	8.9	29.6	18.1	1.7	1.6	14.8	11.5	1.3	1.2

자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. MARIPOSA 임상디자인 및 환자 배이스라인

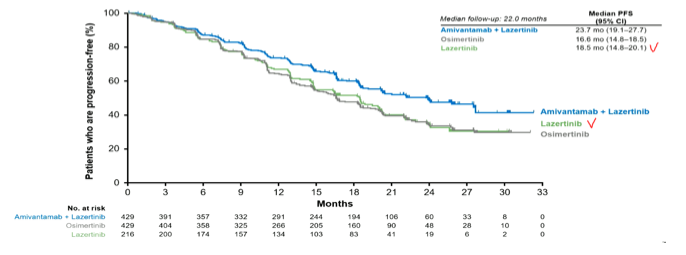
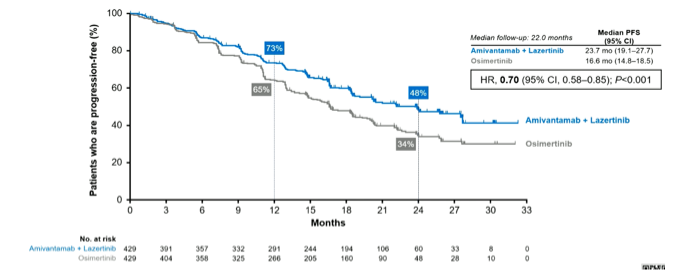
그림 2. 1차 평가변수 PFS by BICR

MARIPOSA: Phase 3 Study Design



Characteristic, n (%)	Amivantamab + Lazertinib (n=429)	Osimertinib (n=429)	Lazertinib (n=216)
Median age, years (range)	64 (25-88)	63 (28-88)	63 (31-87)
Female	275 (64)	251 (59)	136 (63)
Race			
Asian	250 (58)	251 (59)	128 (59)
White	164 (38)	165 (38)	79 (37)
Other ^a	15 (3)	13 (3)	9 (4)
ECOG PS 1	288 (67)	280 (65)	140 (65)
History of smoking	130 (30)	134 (31)	73 (34)
History of brain metastases	178 (41)	172 (40)	86 (40)
EGFR mutation type ^b			
Ex19del	258 (60)	257 (60)	131 (61)
L858R	172 (40)	172 (40)	85 (39)
Adenocarcinoma subtype	417 (97)	415 (97)	212 (98)

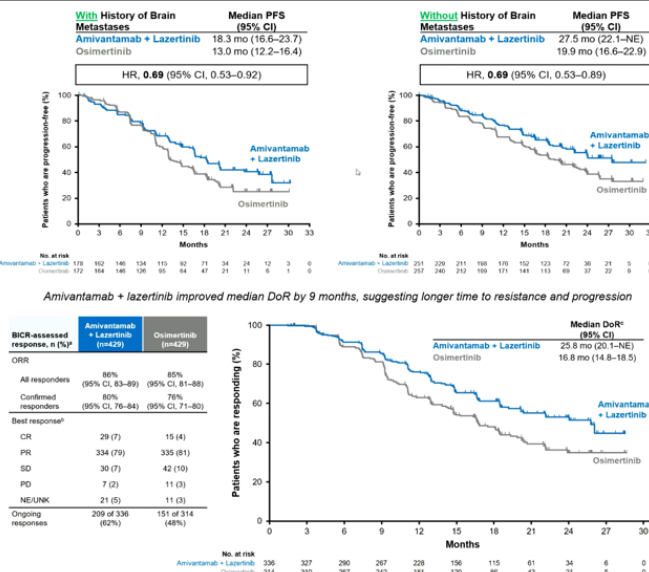
자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터



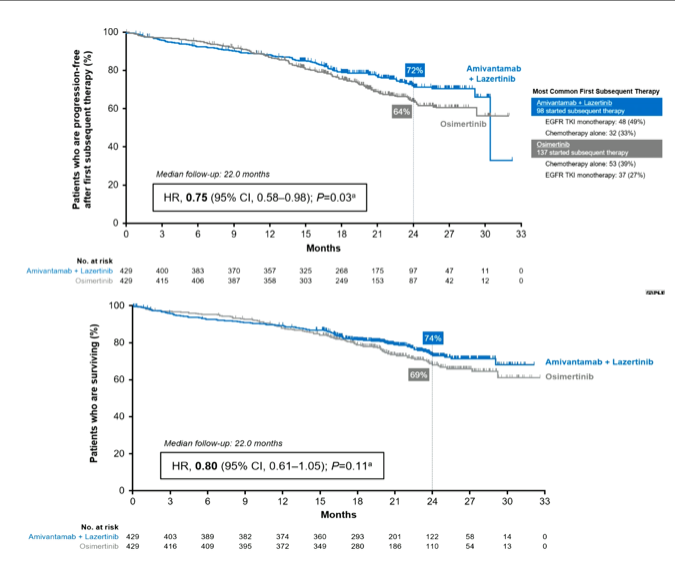
자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 뇌전이 여부에 따른 PFS / ORR, DoR

그림 4. 2차 평가변수 PFS2, 중간 전체 생존기간(OS) 분석



자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터



자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터

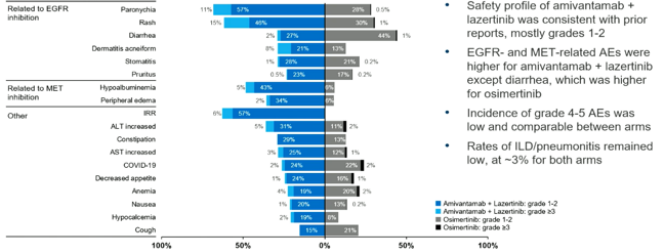
그림 5. MARIPOSA 안전성 데이터 개요 / 세부 사항

- Median treatment duration was 18.5 mo for amivantamab + lazertinib and 18.0 mo for osimertinib

TEAE, n (%)	Amivantamab + Lazertinib (n=421)	Osimertinib (n=428)
Any AE	421 (100)	425 (99)
Grade ≥3 AEs	316 (75)	183 (43)
Serious AEs	205 (49)	143 (33)
AEs leading to death	34 (8)	31 (7)
Any AE leading to treatment:		
Interruptions of any agent	350 (83)	165 (39)
Reductions of any agent	249 (59)	23 (5)
Discontinuations of any agent	147 (35)	58 (14)

Treatment-related AEs leading to discontinuations of all agents occurred in 10% of patients treated with amivantamab + lazertinib and 3% with osimertinib

Most common TEAEs (≥20%) by preferred term, n (%)



- Safety profile of amivantamab + lazertinib was consistent with prior reports, mostly grades 1-2
- EGFR- and MET-related AEs were higher for amivantamab + lazertinib except diarrhea, which was higher for osimertinib
- Incidence of grade 4-5 AEs was low and comparable between arms
- Rates of ILD/pneumonitis remained low, at ~3% for both arms

그림 6. VTE 안전성 데이터 / 임상 책임자 발표 결론

	Amivantamab + Lazertinib (n=421)	Osimertinib (n=428)
Any VTE, n (%)	157 (37)	39 (9)
Grade 1	5 (1)	0
Grade 2	105 (25)	24 (6)
Grade 3	43 (10)	12 (3)
Grade 4	2 (0.5)	1 (0.2)
Grade 5	2 (0.5)	2 (0.5)
Any VTE leading to death, n (%)	2 (0.5)	2 (0.5)
Any VTE leading to any discontinuation, n (%)	12 (3)	2 (0.5)
Anticoagulant use at time of first VTE, n (%)		
On anticoagulants	5 (1)	0
Not on anticoagulants	152 (36)	39 (9)
Median onset to first VTE	84 days	194 days
Within first 4 months, n (%)	97 of 157 (62)	13 of 39 (33)

- VTE rates were higher for amivantamab + lazertinib
- Most common preferred terms were pulmonary embolism and deep vein thrombosis
- Most VTEs were grade 1-2
- Incidence of grade 4-5 VTEs was low (<1%) and comparable between arms
- Rates of discontinuations due to VTE were low and comparable between arms
- At time of first VTE:
 - Most patients were not on anticoagulants
 - Majority in the amivantamab + lazertinib arm occurred within the first 4 months
- Prophylactic dose anticoagulation is now recommended for the first 4 months of treatment in ongoing trials of amivantamab + lazertinib

Conclusions

- Amivantamab + lazertinib significantly improved PFS over osimertinib in first-line EGFR-mutant advanced NSCLC (HR, 0.70; 95% CI, 0.58–0.85; $P < 0.001$)
- In addition, amivantamab + lazertinib compared to osimertinib showed:
 - Consistent benefit in patients with and without brain metastases
 - More durable responses, with a 9-month improvement in median DoR (25.8 vs 16.8 mo)
 - Favorable trend in OS at early interim assessment (HR, 0.80; $P = 0.11$)
- Amivantamab + lazertinib had higher rates of EGFR- and MET-related AEs and VTEs, majority grade 1-2
 - In frequent discontinuations due to treatment-related AEs (10%)



Amivantamab + lazertinib represents a new standard of care in patients with first-line, EGFR-mutant advanced NSCLC

자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터

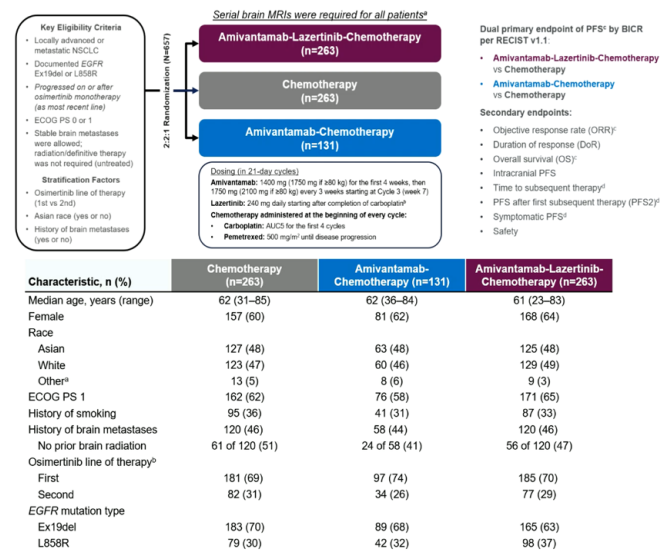
자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7 EGFR mutation NSCLC 1차 치료 임상 시험 데이터 비교

	FLAURA		OPAL		LAZER301		FLAURA 2		MARIPOSA		
	Tagrisso (osimertinib)	EGFR-TKI (gefitinib/erlotinib)	Tagrisso(osi) + cisplatin/carboplatin	Tagrisso(osi) + pemetrexed	LECLAZA (lazertinib)	gefitinib	Tagrisso(osi) + pemetrexed + cisplatin/carboplatin	Tagrisso(osi)	Amivantamab + lazertinib	Tagrisso (Osimertinib)	leclaza Lazertinib
원자 수	279	277	34	33	196	197	279	278	429	429	216
유효성											
무진행생존기간 (mPFS, 95% CI)	18.9개월 (15.2, 21.4)	10.2개월 (9.6, 11.1)	30.6개월 (24.5, NR)		20.6개월 (17.8, 26.1)	9.7개월 (9.2, 11.3)	25.5개월 (24.7, NC)	16.7개월 (14.1, 21.3)	23.7개월 (19.1, 27.7)	16.6개월 (14.8, 18.5)	18.5개월 (14.8, 20.1)
위험 비율 (HR, 95% CI)	0.46(0.37, 0.57)				0.45(0.34, 0.58)		0.62(0.49, 0.79)		0.68(0.56, 0.83)		
	p(0.0001)				p(0.001)		p(0.0001)		p(0.001)		
전체반응률 (ORR, 95% CI)	77% (71, 82)	69% (63, 74)	91% (81.1, 100)	91% (81.1, 100)	76% (69, 82)	76% (70, 82)	83%	76%	86%	85%	
완전 관해 (Complete Response, CR)	2%	1%		6%	1%	<1%			7%	4%	
부분 관해 (Partial Response, PR)	75%	68%	91%	85%	75%	76%			79%	81%	
안전성											
3등급 이상 부작용	34%	45%	89.6%		15%	24%	64%	27%	75%	43%	
부작용으로 인한 치료 중단	15%	18%	17.6%	12.1%			48%	6%	35%	14%	
가려움증(=3등급)	58%(1%)	78%(7%)	44%(3%)	36%(3%)	36%(1%)	37%(3%)					
설사(=3등급)	58%(2%)	57%(2%)	67%(0%)	55%(6%)	26%(3%)	39%(1%)					
피부건조(=3등급)	36%(1%)	36%(1%)	44%(6%)	24%(0%)	15%(0%)	12%(0%)					

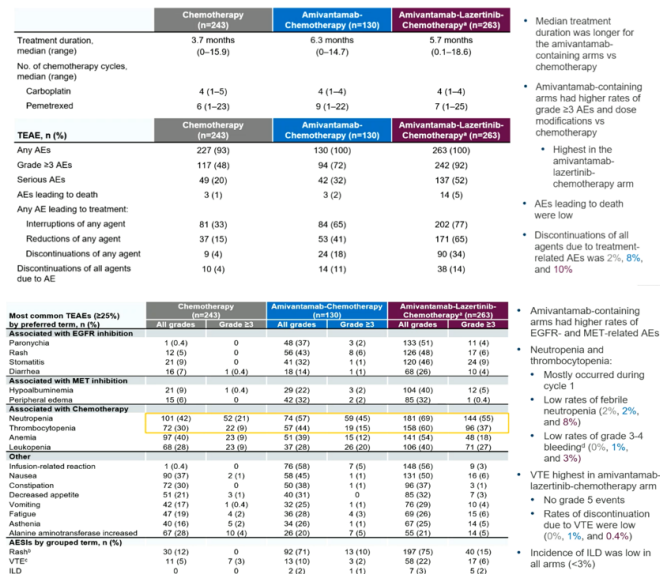
자료: NEJM, ESMO 22 asia, WCLC 23, ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. MARIPOSA-2 임상디자인 및 환자 베이스라인



자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터

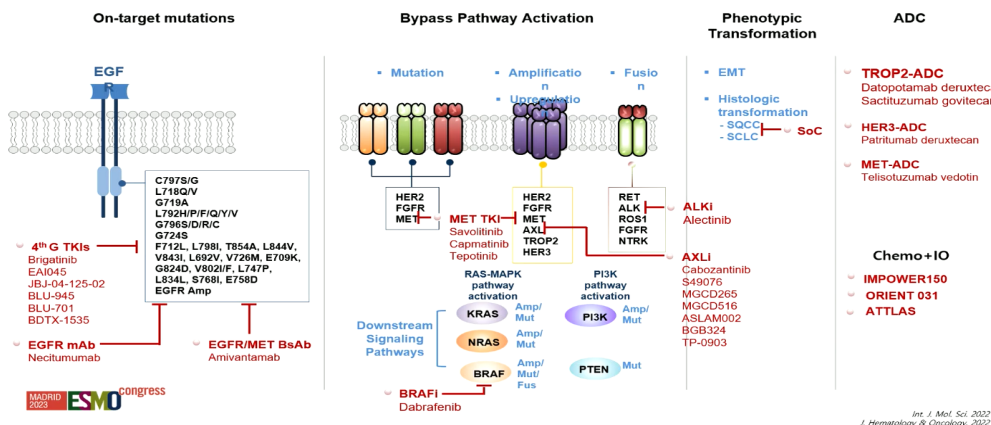
그림 10. MARIPOSA-2 안전성 개요 및 세부 사항



자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터

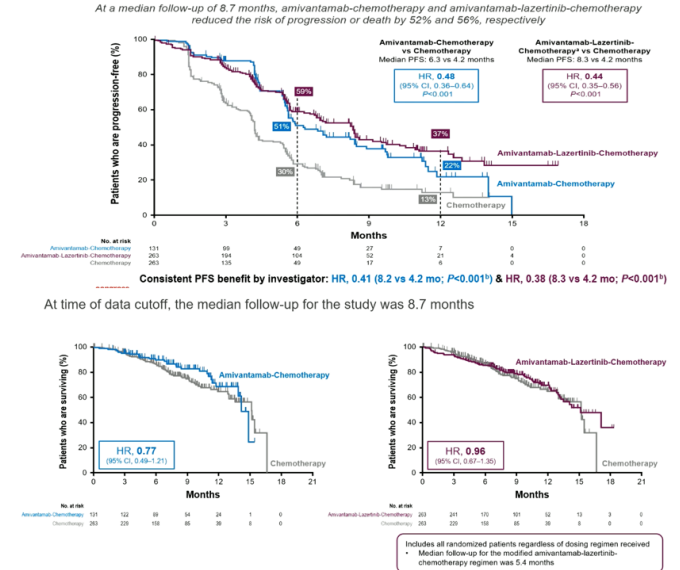
그림 12. 타그리소 내성 치료제 개발 현황

Treatment Strategies to Overcome Resistance



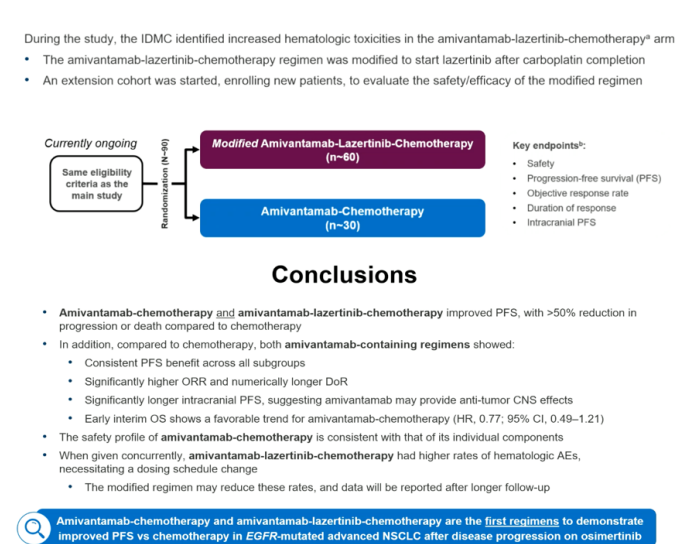
자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 1차 평가변수 PFS, 2차 평가 변수 OS



자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. Ami+chemo+lazer 추가 임상 디자인 / 임상 결과



자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 유한양행 3Q23 Review

(억원, %, %p)

	3Q22	2Q23	3Q23P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs.컨센서스	YoY	QoQ
매출액	4,315	4,957	4,831	4,725	2.2	11.9	-2.6
매출총이익	1,208	1,528	1,445			19.7	-5.4
매출총이익률	28	31	30			1.9	-0.9
영업이익	-45	273	9	176	-95.0	-119.5	-96.8
영업이익률	-1.1	5.5	0.2	3.7	-3.5	1.2	-5.3
순이익	55	86	190	285	-33.3	243.2	121.2

자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 연간 실적 추정 변경

(억원, %)

	조정 전		조정 후		조정 비율	
	23년	24년	23년	24년	23년	24년
매출액	19,228	22,129	19,154	22,139	-0.4	0.0
영업이익	856	1,505	741	1,506	-13.5	0.0
EBITDA	1,364	2,084	1,248	2,035	-8.5	-2.4

자료: 미래에셋증권 리서치센터

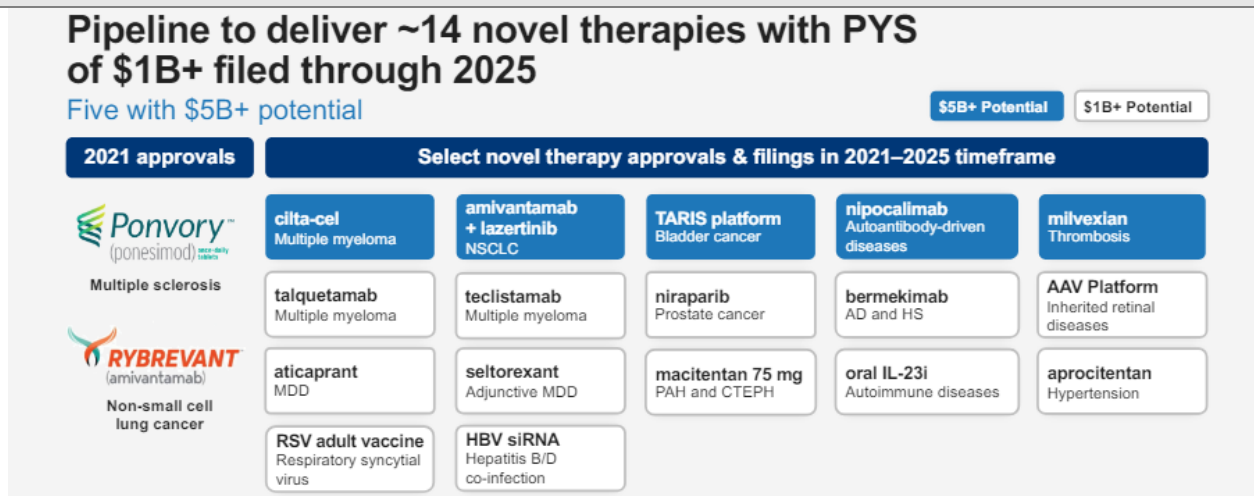
표 5. 유한양행 분기 및 연간 실적 전망

(억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	4,109	4,830	4,315	4,505	4,430	4,957	4,831	4,936	16,878	17,758	19,154	22,139
YoY 성장률	8.4	11.4	-4.4	6.3	7.8	2.6	11.9	9.6	4.2	5.2	7.9	15.6
별도 매출액	3,977	4,680	4,242	4,365	4,314	4,821	4,689	4,789	16,241	17,264	18,613	21,456
YoY 성장률	12.3	10.4	-2.8	6.6	8.5	3.0	10.5	9.7	3.6	6.3	7.8	15.3
약품 사업부	2,853	3,349	3,391	3,520	3,094	3,550	3,462	3,905	11,778	13,112	14,011	15,982
YoY 성장률	8.7	10.3	8.4	17.7	8.5	6.0	2.1	11.0	7.9	11.3	6.9	14.1
생활건강 사업	467	595	348	403	358	604	595	423	2,106	1,813	1,980	2,178
YoY 성장률	26.3	1.0	-39.8	-29.2	-23.4	1.5	71.3	5.0		-13.9	9.2	10.0
해외사업(API)	613	653	439	424	766	731	586	390	1,723	2,128	2,473	2,795
YoY 성장률	67.5	56.1	-22.3	13.3	25.1	12.0	33.5	-8.0		23.5	16.2	13.0
라이선스 수익	15	52	31	-10	72	14	5	45	519	87	135	400
YoY 성장률	-90.6	-69.0	-51.7	-107.4	393.0	-73.3	-83.9	-555.9		-83.1	54.9	195.3
기타	30	32	33	29	24	18	41	26	116	123	109	101
YoY 성장률	6.5	17.3	8.0	-5.6	-18.9	-42.8	24.3	-10.8		6.3	-11.6	-7.3
연결 조정	132	149	74	140	116	136	142	147	637	495	541	683
YoY 성장률	-46.9	56.8	-50.9	-2.3	-11.9	-8.6	92.0	5.0	22.6	-22.3	9.4	26.1
매출총이익	1,158	1,454	1,208	1,362	1,356	1,528	1,445	1,638	5,247	5,182	5,967	7,412
YoY 성장률	0.7	3.0	-9.0	0.3	17.0	5.1	19.7	20.3	-6.0	-1.2	15.1	24.2
매출총이익률	28.2	30.1	28.0	30.2	30.6	30.8	29.9	33.2	31.1	29.2	31.2	33.5
영업이익	61	169	-45	175	226	273	9	233	486	360	741	1,506
YoY 성장률	-56.1	-27.7	-169.6	268.8	270.9	61.2	-119.5	32.8	-42.3	-25.9	105.6	103.2
영업이익률	1.5	3.5	-1.1	3.9	5.1	5.5	0.2	4.7	2.9	2.0	3.9	6.8
EBITDA	170	277	60	283	333	382	133	399	1,013	790	1,248	2,035
YoY 성장률	-39.9	-24.4	-68.4	63.6	95.4	38.3	122.2	40.9	-29.7	-21.9	57.9	63.0
EBITDA 마진	4.1	5.7	1.4	6.3	7.5	7.7	2.8	8.1	6.0	4.5	6.5	9.2
순이익	161	329	55	361	223	86	190	575	991	906	1,074	1,804
YoY 성장률	-20.1	-0.9	-81.6	129.3	38.6	-73.9	243.2	59.4	-47.9	-8.6	18.5	68.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 21년 11월 Pharma Investor Day 슬라이드 25년까지 허가 신청 예정 10억달러 이상 기대(50억 달러 이상 5가지) 아이템



자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

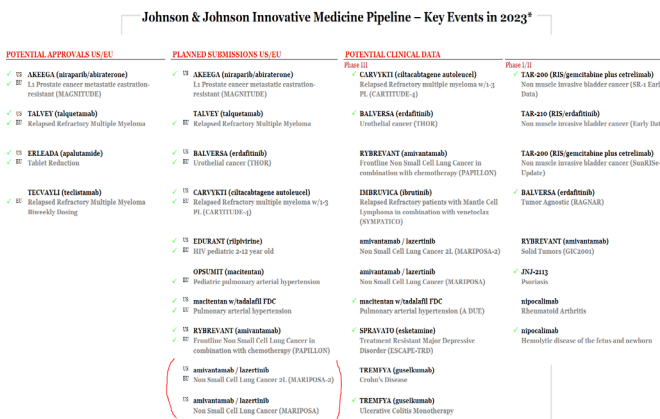
표 6. J&J의 lazertinib 관련 코멘트 모음

구분	내용
J&J의 Pharmaceuticals Investor Meeting (2021.11.18)	I've just shared that we expect 14 novel therapy filings by 2025. These, I want to emphasize, will be big products. They have an average peak year sales expectation among these 14, of \$4 billion in average. And many of them may exceed that figure. We expect five of these to be products that will have peak year sales significantly more than \$5 billion. This includes <u>CARVYKT</u> , which has the potential to be the best treatment for all stages and forms of multiple myeloma; <u>RYBREVANT</u> in combination with lazertinib with the potential to replace the standard of care in EGFR-positive non-small cell lung cancer. And our <u>TARIS local delivery system</u> for bladder promises to create a very high impact platform; <u>nipocalimab</u> , our pipeline and a product with 10 or more indications for rare and common diseases. And finally, our Factor XI inhibitor, <u>milvexian</u> aims to be the next generation safe and effective anticoagulant.
J&J의 4Q22 Earnings Call (2023.01.24)	At the same time, we continue to make significant progress in some of the key products in our pipeline, some of them <u>we commented that were opportunities of more than \$5 billion</u> . A sample of them, milvexian, our oral anticoagulant, a combination of <u>RYBREVANT plus lazertinib in non-small cell lung cancer</u> , our TARIS platform in bladder cancer, finally nipocalimab in auto antibody-mediated diseases. So those are the key drivers of our growth moving into 2025
J&J의 Goldman Sachs 컨퍼런스 (2023.06.13)	The most important thing about the MARIPOSA study is that really the combination of the best, according to data. I mean, <u>we have seen Yuhan YH25448-201 data, a third-generation TKI that numerically has impressive results versus osimertinib, while at the same time having absolutely no issues with cardiotoxicity, which is the issue with the other third-generation TKI, as well as low levels of diarrhea</u> . And that combinability with RYBREVANT, <u>that brings then ultimately the combination of the depleting eGFR extracellularly, and as well as intracellularly, and bringing macrophages to the space where you can expect the longer-term effect of adding RYBREVANT there is something that's scientifically very plausible and we're so excited about data coming out</u> . And in that sense, setting a new standard for what we should be looking at in the frontline setting and expecting from our therapies.

자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. MARIPOSA, MARIPOSA-2 올해 내 허가 신청 계획

그림 15. J&J의 investor day event



자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터



자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

유한양행 (000100)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,776	1,915	2,214	2,474
매출원가	1,258	1,319	1,473	1,631
매출총이익	518	596	741	843
판매비와관리비	482	523	591	664
조정영업이익	36	74	151	178
영업이익	36	74	151	178
비영업손익	59	53	58	54
금융손익	6	6	7	8
관계기업등 투자손익	57	61	61	61
세전계속사업손익	95	127	209	232
계속사업법인세비용	4	20	29	26
계속사업이익	91	107	180	206
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	91	107	180	206
지배주주	95	113	189	216
비지배주주	-5	-5	-9	-10
총포괄이익	92	107	180	206
지배주주	96	113	190	217
비지배주주	-5	-6	-9	-11
EBITDA	79	125	203	235
FCF	41	108	140	179
EBITDA 마진율 (%)	4.4	6.5	9.2	9.5
영업이익률 (%)	2.0	3.9	6.8	7.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.3	5.9	8.5	8.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,189	1,258	1,421	1,617
현금 및 현금성자산	293	293	310	379
매출채권 및 기타채권	509	549	635	710
재고자산	275	297	343	383
기타유동자산	112	119	133	145
비유동자산	1,284	1,294	1,346	1,382
관계기업투자등	532	574	663	741
유형자산	355	321	283	243
무형자산	138	140	140	138
자산총계	2,473	2,552	2,766	2,999
유동부채	434	431	488	537
매입채무 및 기타채무	175	189	219	244
단기금융부채	96	66	66	66
기타유동부채	163	176	203	227
비유동부채	31	33	38	42
장기금융부채	3	3	3	3
기타비유동부채	28	30	35	39
부채총계	465	464	525	579
지배주주지분	1,986	2,071	2,233	2,423
자본금	74	74	74	74
자본잉여금	116	116	116	116
이익잉여금	1,902	1,988	2,150	2,339
비지배주주지분	22	17	8	-3
자본총계	2,008	2,088	2,241	2,420

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	100	120	151	190
당기순이익	91	107	180	206
비현금수익비용가감	51	-65	-56	-57
유형자산감가상각비	39	46	49	51
무형자산상각비	4	5	4	5
기타	8	-116	-109	-113
영업활동으로인한자산및부채의변동	-110	-38	-80	-70
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-37	-39	-83	-73
재고자산 감소(증가)	0	-22	-46	-40
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-8	11	22	20
법인세납부	-66	-20	-29	-26
투자활동으로 인한 현금흐름	16	-21	-20	-19
유형자산처분(취득)	-58	-12	-10	-11
무형자산감소(증가)	-36	-7	-4	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	13	-2	-5	-4
기타투자활동	97	0	-1	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	-66	-57	-27	-28
장단기금융부채의 증가(감소)	-26	-30	0	0
자본의 증가(감소)	7	0	0	0
배당금의 지급	-26	-27	-27	-27
기타재무활동	-21	0	0	-1
현금의 증가	39	0	17	69
기초현금	254	293	293	310
기말현금	293	293	310	379

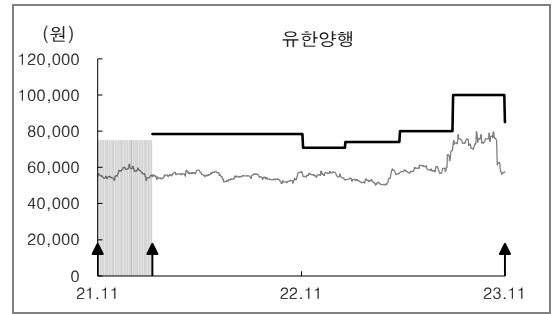
자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	46.8	39.6	23.6	20.6
P/CF (x)	31.5	104.9	36.0	29.9
P/B (x)	2.0	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA (x)	51.3	33.6	20.5	17.4
EPS (원)	1,223	1,449	2,435	2,782
CFPS (원)	1,814	547	1,593	1,919
BPS (원)	28,211	29,310	31,393	33,824
DPS (원)	382	382	382	382
배당성향 (%)	29.6	25.0	14.9	13.0
배당수익률 (%)	0.7	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	5.2	7.9	15.6	11.7
EBITDA증가율 (%)	-21.9	57.9	63.0	15.3
조정영업이익증가율 (%)	-25.9	105.6	103.2	18.4
EPS증가율 (%)	-7.3	18.5	68.0	14.3
매출채권 회전율 (회)	3.7	3.7	3.8	3.8
재고자산 회전율 (회)	6.5	6.7	6.9	6.8
매입채무 회전율 (회)	9.1	9.5	9.5	9.2
ROA (%)	3.7	4.3	6.8	7.2
ROE (%)	4.9	5.6	8.8	9.3
ROIC (%)	3.4	5.6	11.2	13.2
부채비율 (%)	23.2	22.2	23.4	23.9
유동비율 (%)	273.8	291.7	291.2	301.0
순차입금/자기자본 (%)	-11.1	-13.5	-13.5	-15.5
조정영업이익/금융비용 (x)	10.4	28.4	70.0	83.2

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
유한양행 (000100)				
2023.11.01	매수	85,000	-	-
2023.07.31	매수	100,000	-27.93	-20.10
2023.04.27	매수	80,000	-25.56	-13.38
2023.01.19	매수	74,000	-28.35	-20.00
2022.11.04	매수	70,788	-21.11	-18.24
2022.02.07	매수	78,441	-29.89	-25.49
2021.08.31	분석 대상 제외		-	-



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 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.