MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2024.7.31

[제약/바이오]
김승민
sm.kim.a@miraeasset.com

000100 · 제약/바이오

유한양행

FDA 허가 기대감 고조

- 2Q24P 매출액 컨센서스에 부합, 영업이익은 -9% 하회
- 레이저티닙 허가 이후 유한양행 기업 가치의 방향성
- 투자의견 매수, 목표주가 10.7만원 유지

2Q24P Review

연결 기준, 2Q24P 매출액 5,283억원(+7% YoY), 영업이익 185억원(-32% YoY), 영업이익률 3.5%(-2%p YoY)을 기록하며 매출액은 컨센서스에 부합, 영업이익은 -9% 하회했다.

부문별로, 약품 3,391억원(-2% YoY), 생활건강 752억원(+25% YoY), 해외 972억원(+33% YoY)을 기록했다. 신제품 기반 OTC는 +4% 성장했으나 트라젠타(당뇨) 특허만료, 전공의 파업 영향으로 ETC가 -3% 감소하면서 약품 부문이 역성장했다. 렉라자는 연간 목표 1,000억원 달성위해 순항중이다. 와이즈바이옴 신제품, 세탁세제 등 기반으로 생활 건강 부문이 고성장했고, 2월 증설한 유한화학의 화성 공장 HB동 상업화 생산이 개시됨에 따라 해외 부문도 고성장했다. 유한화학은 올해 말 완공 목표로 추가 라인 증설을 진행중에 있다.

신규 파이프라인 라이선스-인, 위탁연구비 증가, 이뮨온시아 연결 인식 등으로 R&D 비용이 470억원(+51% YoY)을 기록했고, 전략 품목 육성을 위한 광고선전비 증가 등으로 판관비가 1,018억원(+8%)을 기록, 영업이익은 역성장을 기록했다.

레이저티닙 허가 이후 유한양행 기업 가치 방향성

동사 주가 방향성을 예측하는데 좋은 예는 중국 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 상승을 기대해볼 수 있다.

1) 레이저티닙+아미반타맙 FDA 허가(~8/22)는 예상보다 빠를 가능성이 있고, 2) 알러지 신약 1b상 중간 데이터는 3Q24에 도출 가능성이 있다. 3) 레이저티닙+아미반타맙 시장침투 속도 중요한(J&J 1차 시장 Peak Share 50% 타겟) MARIPOSA의 전체생존기간(OS) 데이터 발표와 PALOMA-3 기반 아미반타맙 SC+레이저티닙 허가는 1H25로 예상된다. 4) 이외에도, HIV 노출전예방요법(PrEP) 적응증 확대가 기대되는 길리어드의 레나카파비르 API 벤더 유한화학 실적 개선에 따른 본업가치 상승도 기대해볼 수 있겠다.

투자의견 매수, 목표주가 10.7만원 유지

목표주가는 영업가치 3.7조원과 레이저티닙 가치 3조원 등을 고려해 산정했다. 우리는 현재 rNPV(Risk-adjusted Net Present Value) 밸류에이션을 활용해 레이저티닙 가치를 3조원으로 추정하고 있다. 연간 약가 10만불, EGFR 변이 비소세포폐암 1차 치료제 시장 출시 5년차, 피크 점유율 40% 가정 2.6조원, 2차, 3차 치료제 시장 출시 7년차 피크 점유율 10% 가정 0.3조원 등을 합산하고 있다.

다만, 국내 최초 글로벌 블록버스터 가능성 항암 신약 FDA 허가가 목전이다. 멀티플 밸류에이션을 적용하면 업사이드 포텐셜은 크다. 레이저티닙 관련 29년 NOPLAT의 현가(할인율 12%) 4,071억원에 유한양행 영업가치 멀티플 18x를 적용하면 7.3조원이 도출된다. 이는 우리가 지난 3월 발간한 '빅파마가 먼저 찾는 K-Bio(https://han.gl/9MyLS)'에서 알테오젠에 적용했던 논리와 같다. 우리의 가정에 따른 알테오젠 키트루다 SC 계약 가치는 rNPV 5조원 수준으로 추정하나, 28년 NOPLAT의 현가(할인율 11%) 6,221억원에 멀티플 18x를 적용하면 11조원이 도출된다.

표 1. 유한양행 2Q24 Review (십억원, %, %p)

	2Q23	1Q24	2Q24P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs.컨센서스	YoY	QoQ
매출액	495.7	444.6	528.3	525.9	0.5	6.6	18.8
매출총이익	27.3	0.6	18.5	20.4	-9.1	-32.1	3112.8
매출총이익률	5.5	0.1	3.5	3.9	-0.4	-2.0	3.4
영업이익	8.6	10.8	31.9	29.4	8.5	271.2	195.2
영업이익률	1.7	2.4	6.0	5.6	0.4	4.3	3.6
순이익	87	127	255	358	-28.7	194.3	100.9

자료: 유한양행, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

컨퍼런스 콜 주요 QnA

Q. FDA 승인 관련 타그리소 병용 대비 HR 이 잘 나올 수 있을지, 올해 OS 데이터 확인 가능할지?
A. MARIPOSA 에서 8 주 간격으로 MRI 하는 시험은 하기 어렵지만, 이런 데이터를 분석해 발표하는 것 자체가 임상적으로 의미가 있다. PFS 측면에서 조금 짧게 나왔어서 우려한 것 같은데, 학회나 자문위원회 얘기 들어보면 디자인 차이로 인한 이정도 차이는 의미있는 차이로 보지 않는다고 얘기함. 다만 OS 는 이와 무관. ESMO 결과는 Hazard Ratio 가 0.8 에 가깝고 통계적으로 유의미한 것은 아니었음. 시간이 지나면서 유의미한 데이터가 될 것으로 보고 있음. OS 데이터는 Final 분석은 내년 초 정도로 생각 중. 다만 J&J 에서 미국 유럽 규제기관으로부터 추가분석 요청을 받았고, 이 데이터는 ESMO 데이터와 유사하게 나왔음. ESMO 데이터에서 크게 변동이 없을 것이라는 설명.

Q. 레이저티닙 병용 combo 가 둘다 신약이라 가격 측면에서 AZ 의 약물 대비 비쌀 것 같은데?
A. IV 데이터가 대부분이라 치료 초반에 정맥혈전, 폐동맥 부작용 우려로 항응고제 4 개월 병용 하다보면 가격이 올라가는 점이 있을 수 있음. 하지만 가격 외에도 고려해야 하는 요소가 많음. 뇌전이가 있는지, 고위험 환자인지와 같은 환자 특성, 그리고 마리포사에서 질병 진행 시 Chemo 가 선택지로 남아있고 그에 비해 플로라 2 는 그렇지 않다는 장단점이 각각 있음. 약물은 장단점 각각 존재, 활발하게 논의 중.

Q. Combo SC 로 하면서 OS 개선도 보이고 있는데, 늘어나는 방향으로 나오면 환자 풀이 중증에서 확대될 수 있는지?
A. OS 늘어나면 환자 풀 확대는 당연히 가능하다 생각함. IV 혈전 등 부작용이 현저하게 줄어들기 때문에 내약성 개선으로 환자들이 더 오래 치료가 가능하다 봄.

Q. AZ 가 병용 임상 굉장히 많이 하고 있는데, 경쟁에 대한 생각은?
A. 병용은 초기 임상이라 결과를 지켜봐야 함.

Q. API 길리어드 레나카파비르로 수요 늘거라 보는데, 하반기나 내년 수출 전망은?
A. API 두자리수 성장 지속 중. 미국 자체에서도 중국 견제하고 있어 수요 계속 늘어날 것. 올해 라인 추가공사 진행 중, 내년 가동 가능할 것. 내년도 전망 밝다

Q. 신규 사업 확대? M&A?
A. 연초 언급한 M&A 대상 찾고 있는데, 3~4 천억대 매출을 커버하면서 이익도 날 수 있는 회사가 대상. 쉽게 눈에 들어오지 않고 있음. 준비는 갖추고 있음

Q. osimertinib 의 보조, 신보조 요법 침투 관련 1st line EGFR 비소세포폐암 시장 현황?
A. TKI 단독 요법이 수술 전, 단독으로 얼마나 효과적인 항종양 효과를 나타낼 수 있는지는 회의적 시선이 있긴 함. 그런 부분을 차치하고서라도 수술 보조요법 및 3 기 치료에 대한 Study 결과는 TKI 치료제가 수술 보조요법으로 자리잡을 수 있다는 가능성 보임.
렉라자 병용 마켓에 미치는 영향은, 우리가 1 차 치료제로만 침투한다면 late stage 질환들이 줄어들고 타그리소 치료 후 fail 한 환자들의 프로파일이 달라지면서 영향이 있겠지만, MARIPOSA2 에서 타그리소 Fail 한 환자에서 TKI 유지하며 아비만타맙 추가했을 때 우수하다고 나와서, 후속 치료에서 유사하거나 우월한 치료제가 없어 병용시장 크기가 직접적으로 줄어들다 하기는 어렵다. MARIPOSA 병용 관련해서도 수술 후 실제 종양세포가 남아있는지 피검사 등으로 알 수 있는 첨단 진단이 개발되었기 때문에, 종양

세포가 남아있는 환자 대상으로만 보조요법으로 활용한다던가 하는 전략으로 수술 후 보조요법, 비정형 변이, 적응증 확대 등으로 시장 확대 계획에 있음.

Q. MARIPOSA2 업데이트?
A. ESMO 에서 2 번째 전체 생존률 발표를 목전에 두고 있음. 생존률 데이터로 국내 MARIPOSA 와 함께 적응증 신청해놓았고, 지켜봐야 함.

Q. AZ 타그리소 병용이 2 월에 승인되었고 기존 타그리소 대비 우월한 데이터. AZ 의 타그리소 미국 2 분기 매출이 드라마틱하게 늘어나지 않았음. 회사의 내부적 파악은?
A. 그렇게까지 미세하게 파악하지는 않으나, 여러 기회를 통해 키 오피니언을 파악해보면, 2 월 승인건을 가지고 처방한 적 없다는 선생님들도 있음. 초반이라 그럴 것. 단독으로도 오래 처방해왔기 때문에, 아주 고위험 환자가 아니라면 단독으로도 충분하다고 생각하는 분들이 있을것. 플로라 2 데이터 가치의 한계도 있을 것. 병용 데이터가 MARIPOSA 처럼 엄격하게 평가되지는 않았다고 지적하는 선생님들도 있음. 뇌 전이 혹은 간 전이처럼 명백한 위험환자에서 타그리소 chem 도 조금씩 처방 가능할 것. 처방을 막고 있는 원인이 MARIPOSA 허가 이슈일 것이라 생각. MARIPOSA 가 처방 가능해지면 치열한 경쟁 예상.

Q. 이뮨온시아 2 분기 이익 -27 억 영향이 있었는데, 연간 -200 억이면 적자폭이 줄었는지?
A. 상반기 영향은 -68 억. 이뮨온시아 연구 현황에 따른 결정이라, 일단 올해 100 억은 넘는 것으로 예상. 상장 트랙 및 심사 청구가 맞물려 영향이 좀 있을 것.

Q. 기타처방약 매출은? 감소하는 원인이 있나?
A. 의료계 사태로 인해 암비솜, 메로펜 주사가 매출 감소.

표 2. 유한양행 밸류에이션 (억원, 원, 천주)

구분	내용	비고
12개월 선행 EBITDA	2,033	
Target EV/EBITDA	18.3	* 상위 제약사 평균 대비 30% 프리미엄(급격한 이익개선에 따른 프리미엄)
영업가치	37,154	
순현금	2,189	
파이프라인 가치	29,721	
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%, 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%
비연결 관계기업투자	5,844	* 장부가액
적정 기업가치	75,108	
주식 수 (천주)	70,260	
목표주가 (원)	106,900	* 107,000원
현재주가 (원)	97,600	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 국내 상위 제약사 Valuation Table (십억원, %, 배)

사명	시총	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
	(조원)	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
유한양행	6.6	2,097	2,263	136	175	6.5	7.7	163	197	7.9	8.8	40.9	34.4	3.2	3.0	34.5	28.3	3.4	3.2
한미약품	3.6	1,627	1,743	257	277	15.8	15.9	185	199	16.1	15.3	20.3	18.5	3.3	2.8	11.0	9.9	2.2	2.1
종근당	1.3	1,534	1,641	117	138	7.6	8.4	94	113	10.5	11.3	13.8	11.6	1.5	1.3	7.3	6.0	0.9	0.8
동아에스티	0.6	661	710	33	45	5.0	6.4	24	31	3.7	4.6	25.2	19.3	0.9	0.9	14.4	12.1	0.9	0.9
녹십자	1.4	1,751	1,857	61	92	3.5	5.0	18	48	1.4	3.3	81.9	34.3	1.2	1.1	15.9	13.1	0.8	0.8
대웅제약	1.4	1,333	1,429	139	160	10.4	11.2	93	116	11.0	12.2	14.6	11.8	1.6	1.4	9.5	8.3	1.0	1.0
HK이노엔	1.1	913	987	99	122	10.9	12.3	70	89	-	-	16.2	12.8	-	-	10.5	8.5	1.2	1.2
평균						8.5	9.6			8.4	9.2	30.4	20.4	1.9	1.8	14.7	12.3	1.5	1.4

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 레이저티닙 멀티플 적용 밸류에이션 (백만달러, 억원)

Multiple 밸류에이션		24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F	31F	32F	33F
NOPLAT ($mn)		3	56	213	334	449	586	501	512	514	516
NOPLAT (억원)		35	734	2,768	4,348	5,833	7,614	6,512	6,661	6,684	6,709
현재가치 (억원)		31	596	2,024	2,864	3,462	4,071	3,136	2,890	2,613	2,623
할로자임 12m 멀티플	13x	409	7,750	26,313	37,235	45,002	52,919	40,774	37,576	33,966	34,096
유한양행 12m 멀티플	18x	567	10,730	36,433	51,556	62,311	73,273	56,456	52,028	47,030	47,209
삼바/셀트 12m 멀티플	30x	945	17,884	60,722	85,927	103,851	122,121	94,093	86,714	78,383	78,682

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 알테오젠 키트루다 SC 변경 계약 멀티플 적용 밸류에이션 (백만달러, 억원)

Multiple 밸류에이션		25F	26F	27F	28F	29F	32F	33F	34F	35F	39F
NOPLAT ($mn)		92.8	92.8	278.3	806.4	891.1	982.3	914.1	851.3	766.1	502.7
NOPLAT (억원)		1,206	1,206	3,618	10,483	11,584	12,770	11,884	11,066	9,960	6,535
현재가치 (억원)		979	882	2,383	6,221	6,193	4,992	4,185	3,511	2,847	1,230
할로자임 12m 멀티플	13x	12,723	11,462	30,980	80,876	80,515	64,897	54,408	45,645	37,010	15,995
유한양행 12m 멀티플	18x	17,617	15,871	42,895	111,983	111,482	89,857	75,334	63,201	51,244	22,147
삼바/셀트 12m 멀티플	30x	29,362	26,452	71,492	186,638	185,803	149,761	125,556	105,335	85,407	36,912

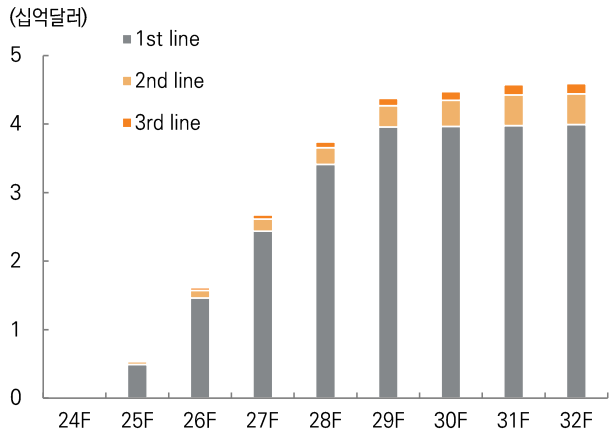
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 레이저티닙 rNPV 밸류에이션 가정 (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%

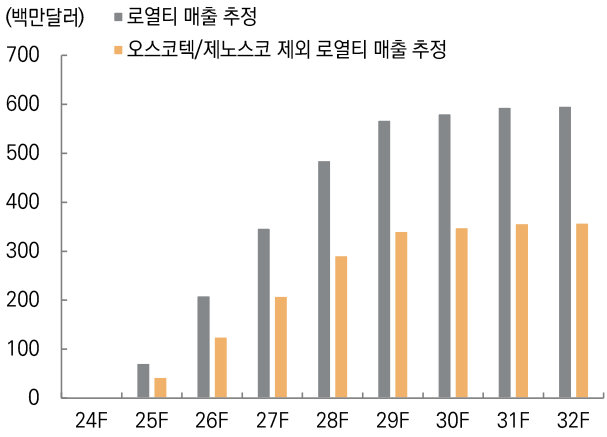
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 레이저티닙 매출 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 레이저티닙 로열티 매출 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 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								

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								

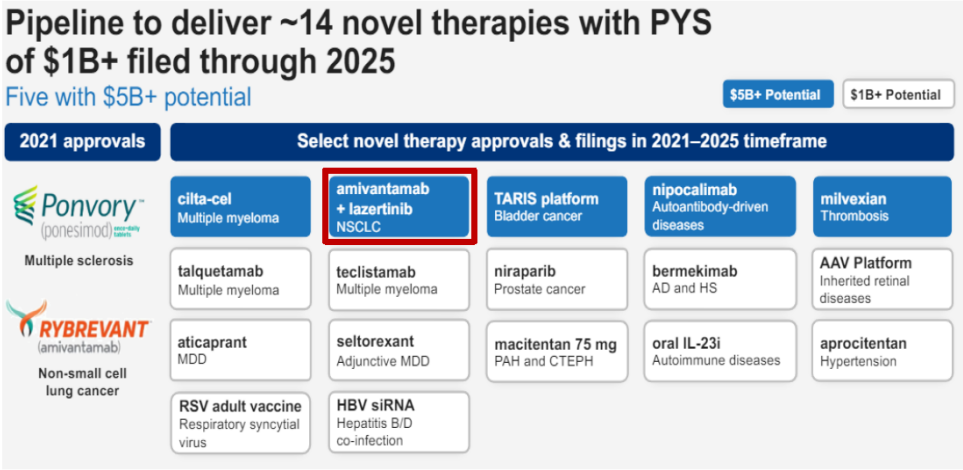
주: 잔존가치 영구성장률 -20% 자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 레이저티닙 멀티플 적용 밸류에이션 (백만달러, 억원)

Multiple 밸류에이션		24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F	31F	32F	33F
NOPLAT ($mn)		3	56	213	334	449	586	501	512	514	516
NOPLAT (억원)		35	734	2,768	4,348	5,833	7,614	6,512	6,661	6,684	6,709
현재가치 (억원)		31	596	2,024	2,864	3,462	4,071	3,136	2,890	2,613	2,623
할로자임 24F 멀티플	13x	409	7,750	26,313	37,235	45,002	52,919	40,774	37,576	33,966	34,096
유한양행 24F 멀티플	18x	567	10,730	36,433	51,556	62,311	73,273	56,456	52,028	47,030	47,209
삼바/셀트 24F 멀티플	30x	945	17,884	60,722	85,927	103,851	122,121	94,093	86,714	78,383	78,682

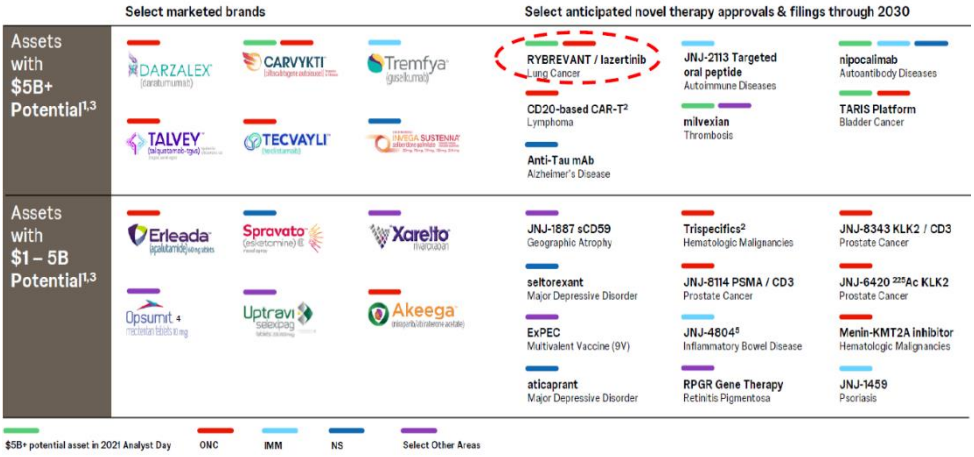
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 존슨앤존슨의 연간 최대 매출액 10억달러 이상 기대 아이템 (21년 11월 version)



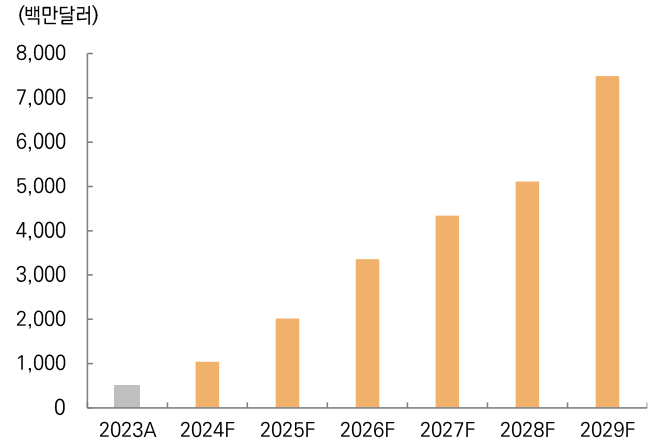
자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 존슨앤존슨의 연간 최대 매출액 10억달러 이상 기대 아이템 (23년 12월 version)



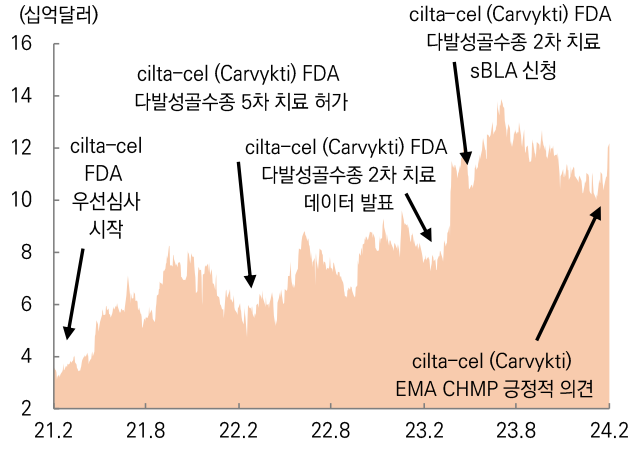
자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. J&J 실타셀(카빅티) 연간 매출 전망



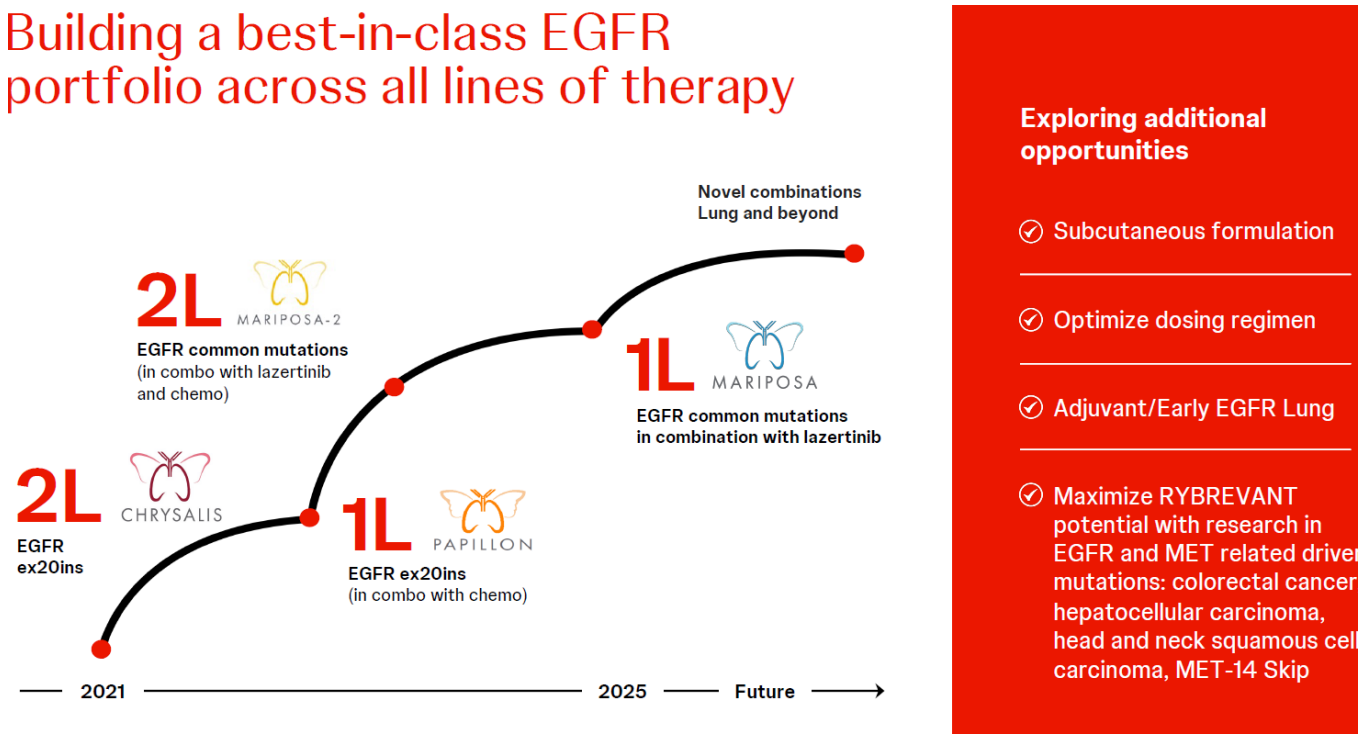
자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 레전드 바이오(LEGN US) 시가총액 추이



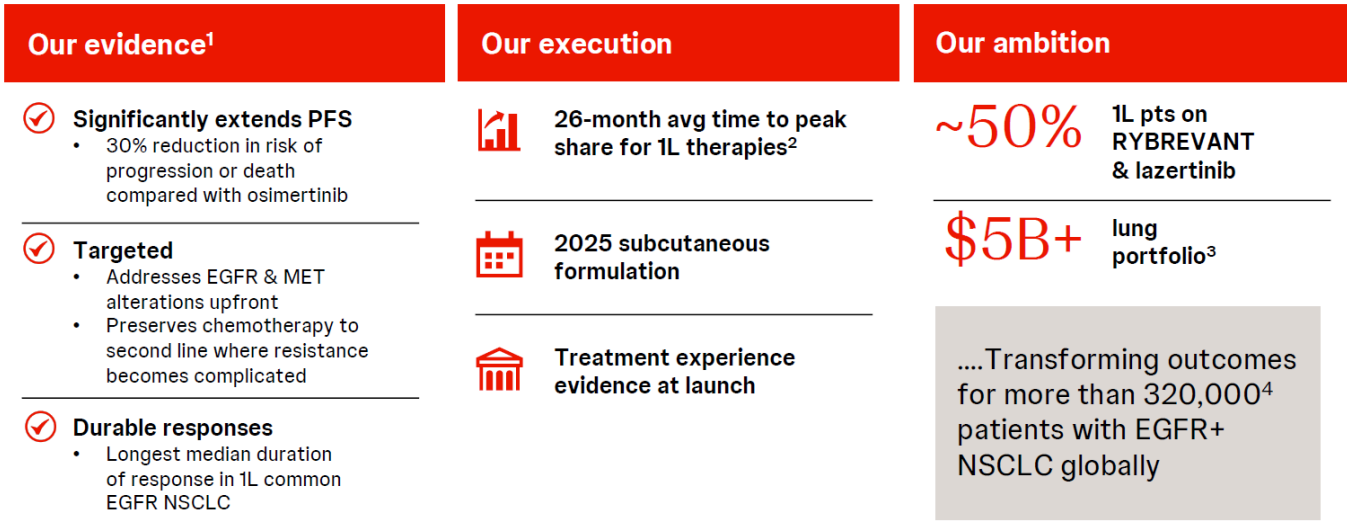
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. J&J의 EGFR 비소세포폐암 시장 침투 로드맵



자료: Johnson&Johnson, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. J&J의 EGFR 비소세포폐암 시장 침투 목표. 1차 치료제 점유율 50%, 매출액 50억달러 이상



자료: Johnson&Johnson, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 알테오젠 키트루다 SC 계약 rNPV 밸류에이션 기본 가정

가정	내용
①	25년 키트루다 SC 제형 출시, 현재 임상3상, 임상성공확률 90%
②	키트루다 연간 최대 매출액 28년에 $33.5bn
③	28년까지 SC 전환율 50%에서 31년 최대 90%
④	29년부터 키트루다 IV시밀러 등장에 따른 키트루다 매출 -5% 감소 할로자임 특허만료(유럽 32년, 미국 34년) 이후 -10% 감소
⑤	판매마일스톤 수령,: 키트루다 SC 누적 매출 1, 3, 5, 7, 10, 15, $20bn 달성
⑥	로열티 5%,
⑦	키트루다 SC 특허만료 2039년, 이후 영구성장률 -20%
⑧	할인율 11%, 세율 20%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 알테오젠 키트루다 SC 변경 계약 rNPV 밸류에이션

	24F	25F	26F	27F	28F	29F…	32F	33F	34F	35F…	39F
					키트루다 IV 만료		할로자임 EU만료		할로자임 US 만료		키트루다 SC 만료
키트루다 매출 ($bn)	27.9	30.1	32.2	33.5	33.5	31.8	27.3	25.4	23.6	21.3	14.0
키트루다 미국 매출	16.9	18.3	19.5	20.5	20.5	19.5	16.7	15.9	15.1	13.6	8.9
YoY 성장률	11.5%	8.3%	6.8%	5.1%	0.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-10.0%	-10.0%
키트루다 미국 외 매출	11.0	11.9	12.7	13.0	13.0	12.4	10.6	9.5	8.6	7.7	5.1
YoY 성장률	11.1%	7.7%	6.8%	2.8%	0.0%	-5.0%	-5.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
SC 침투율 가정		5%	10%	30%	50%	70%	90%	90%	90%	90%	90%
SC 매출액 ($bn)		1.5	3.2	10.1	16.8	22.3	24.6	22.9	21.3	19.2	12.6
Sales 마일스톤 ($mn)		116.0	115.95	347.85	432						
Sales 로열티 ($mn)	5%				576	1114	1228	1143	1064	958	628
Tax ($mn)	20%	23.2	23.2	69.6	201.6	222.8	245.6	228.5	212.8	191.5	125.7
FCF ($mn)		93	93	278	806	891	982	914	851	766	503
FCF 현재가치 ($mn)	11%	75	68	183	479	476	384	322	270	219	95
FCF 현재가치 합($mn)	3,924										TV
TV 현재가치 ($mn)	275										1,621
적정 가치 ($mn)	3,779										영구성장률
적정 가치 (억원)	49,129										-20%

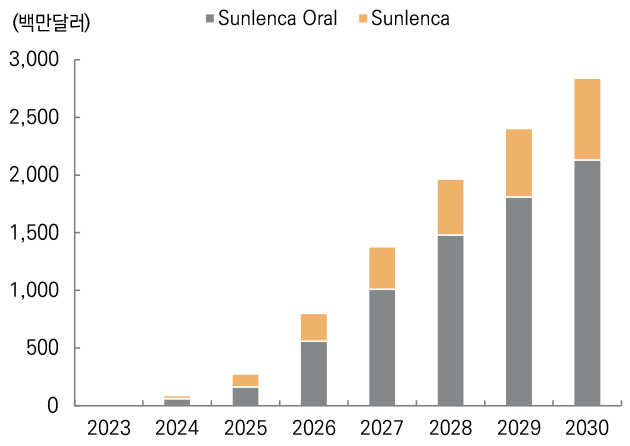
표 11. 알테오젠 키트루다 SC 변경 계약 멀티플 적용 밸류에이션

(백만달러, 억원)

Multiple 밸류에이션		25F	26F	27F	28F	29F	32F	33F	34F	35F	39F
NOPLAT ($mn)		92.8	92.8	278.3	806.4	891.1	982.3	914.1	851.3	766.1	502.7
NOPLAT (억원)		1,206	1,206	3,618	10,483	11,584	12,770	11,884	11,066	9,960	6,535
현재가치 (억원)		979	882	2,383	6,221	6,193	4,992	4,185	3,511	2,847	1,230
할로자임 12m 멀티플	13x	12,723	11,462	30,980	80,876	80,515	64,897	54,408	45,645	37,010	15,995
유한양행 12m 멀티플	18x	17,617	15,871	42,895	111,983	111,482	89,857	75,334	63,201	51,244	22,147
삼바/셀트 12m 멀티플	30x	29,362	26,452	71,492	186,638	185,803	149,761	125,556	105,335	85,407	36,912

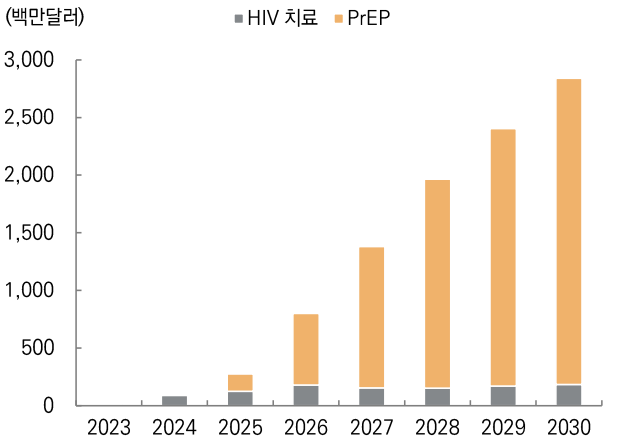
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. Lenacapavir 예상 매출액 전망



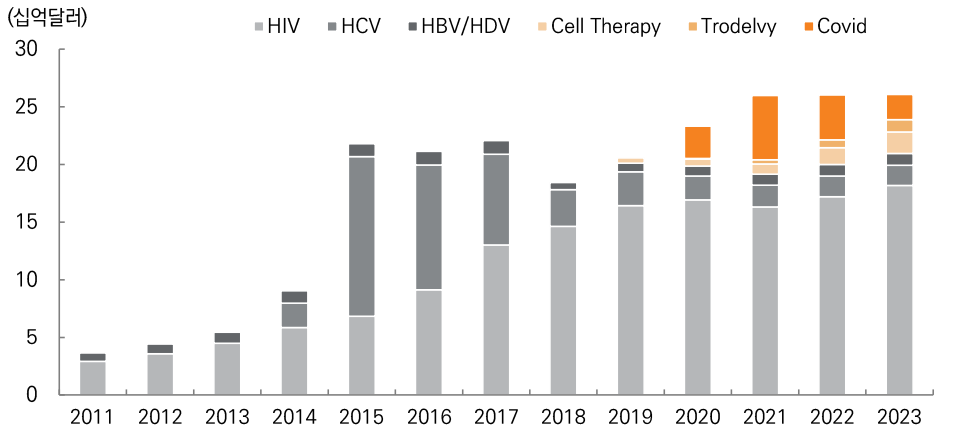
자료: Evaluate, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. Lenacapavir 적응증별 매출액 전망



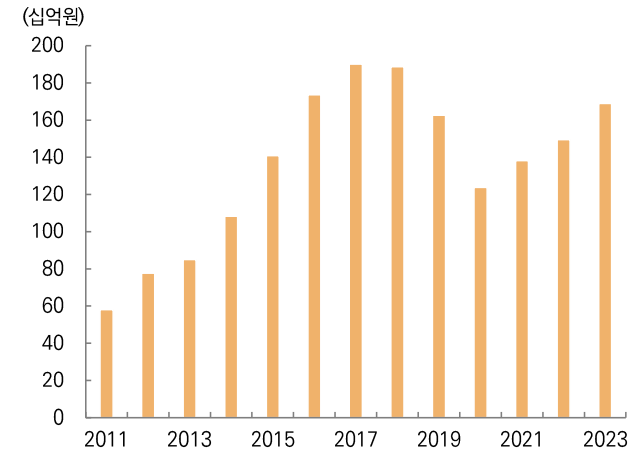
자료: Evaluate, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 길리어드 연간 매출액 구성



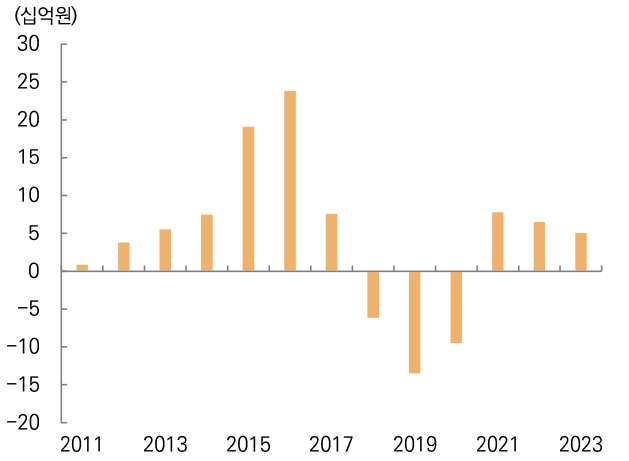
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 유한화학 매출액 추이



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 유한화학 영업손익 추이



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 길리어드와 경쟁하는 GSK, LA injectable PrEP 시장 규모 40~50억 파운드 규모 예상

Shifting the paradigm towards LA for pre-exposure prophylaxis (PrEP)
Cabotegravir: 1st LA regimen for HIV prevention

LA injectable PrEP market c.£4-5bn by 2030

- First LA injectable PrEP administered every two months
- Cabotegravir for PrEP received US FDA breakthrough designation with regulatory decision due before 23 January 2022
- Clinical data shows 3x superiority in men and 9x superiority in women in reducing incidence of HIV compared to oral PrEP[1]
- Expected US launch in early 2022

<25%
of the 1.2 million people who could benefit from PrEP in the US are currently taking PrEP[2]

>11m
people aged 15-44 in the US who indicated they engaged in a behaviour which made them vulnerable to HIV in last 12 months[3]

>x2
predicted growth in the PrEP market over the next decade

1. In HPTN studies 2. CDC HIV Surveillance Data 3. CDC key statistics.

자료: GSK, 미래에셋증권 리서치센터

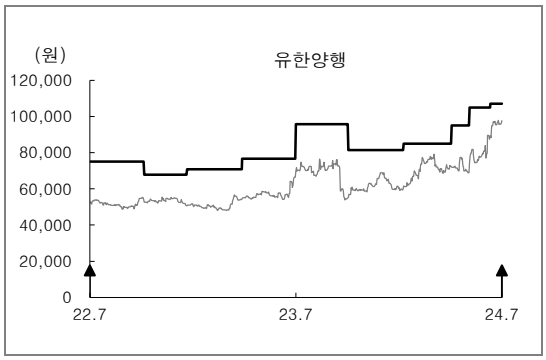
그림 15. 유한양행 파이프라인 현황

약물	적응증	후보물질	비임상 독성	임상 1상	임상 2상	임상 3상	파트너사
렉라자® LAZERTINIB	EGFR돌연변이 비소세포폐암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (얀센) 글로벌 3상					Johnson&Johnson Innovative Medicine
YH14618 (Remedisc)	퇴행성 디스크						SpineBiopharma
YH12852 (PCS12852)	Gut Motility Disease						Processa Pharmaceuticals
YH35324	Allergy (CSU, 천식, AD)						GI innovation
YH25724	MASH						Boehringer Ingelheim
YH32367	유방암, 위암, 담관암 등						ablbio
YH42946	Her2돌연변이 폐암, 위암 등	5월 / 6월 : 미국 / 한국 IND 승인					JINTS BIO
YH35995	고셔병, 파브리병	6월 : 한국 IND 승인					GC
YH32364	위암, 대장암, 두경부암 등						ablbio
YHC1102	NASH/Fibrosis						GILEAD

자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
유한양행 (000100)				
2024.07.10	매수	107,000	-	-
2024.06.03	매수	105,000	-24.46	-14.76
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



* 괴리율 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 주가하락이 예상		

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 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.