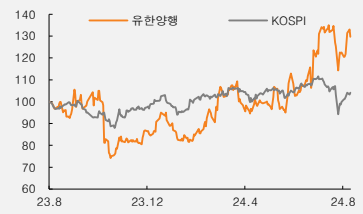


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 116,000원
현재주가(24/8/20)	94,000원
상승여력	23.4%

영업이익(24F,십억원)	121
Consensus 영업이익(24F,십억원)	109
EPS 성장률(24F,%)	23.5
MKT EPS 성장률(24F,%)	87.3
P/E(24F,x)	45.5
MKT P/E(24F,x)	10.3
KOSPI	2,696.63
시가총액(십억원)	7,540
발행주식수(백만주)	80
유동주식비율(%)	68.7
외국인 보유비중(%)	20.4
베타(12M) 일간수익률	1.39
52주 최저가(원)	53,788
52주 최고가(원)	97,800
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-1.5 44.4 34.0
상대주가	2.1 42.3 24.4



[제약/바이오]

김승민
sm.kim.a@miraeasset.com

유한양행

FDA 허가 기반 목표주가 상향

투자 의견 매수, 목표주가 11.6만원(기존 10.7만원)

목표주가는 영업가치 3.9조원(기존 3.7조원)과 레이저티닙 가치 3.4조원(기존 3조원) 등을 고려해 산정했다. 영업가치는 25F EBITDA(vs. 기존 12MF EBITDA)에 EV/EBITDA 18.3x를 적용해 산정했고, 레이저티닙 가치는 1차 치료 FDA 허가로 성공확률 100%(vs. 기존 90%), 판매 마일스톤 수령 확률 50%(vs. 기존 30%)로 상향조정했다.

우리는 현재 rNPV(Risk-adjusted Net Present Value) 밸류에이션을 활용해 레이저티닙 가치를 3.4조원으로 추정하고 있다. 연간 약가 10만불, EGFR 변이 비소세포폐암 1차 치료제 시장 출시 5년차, 피크 점유율 40% 가정 2.9조원, 2차, 3차 치료제 시장 출시 7년차 피크 점유율 10% 가정 0.3조원 등을 합산하고 있다. 다만, 국내 최초 글로벌 블록버스터 가능성 향암 신약 FDA 허가다. 국내 신약 개발 역사상 기념비적이다. 멀티플 밸류에이션을 적용하면 업사이드 포텐셜은 크다.

레이저티닙 관련 29년 NOPLAT의 현가(할인율 12%) 4,071억원에 유한양행 영업가치 멀티플 18x를 적용하면 7.3조원이 도출된다. 즉, 영업가치 3.9조원 + 레이저티닙 가치 7.3조원을 적용하면 적정 기업가치는 11조원을 상회한다(현재 시총 7.5조원 수준). 이는 우리가 지난 3월 발간한 '빅파마가 먼저 찾는 K-Bio에서 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(현재 시총 16조원 수준)

국내 최초 글로벌 블록버스터 가능성 향암 신약 FDA 허가 획득

8/20, 레이저티닙(브랜드 LAZCLUZE) + 아미반타맙(브랜드 RYBREVANT) 병용요법이 FDA로부터 허가를 획득했다. 허가 적응증은 EGFR exon 19 결손 또는 exon 21 L858R 치환 돌연변이가 있는 국소 진행성 또는 전이성 비소세포폐암(NSCLC) 성인 환자의 1차 치료제다. 아스트라제네카의 오시머티닙(브랜드 TAGRISSO) 대비 우수한 무진행 생존율을 보이는 최초이자 유일한 chemo-free 1차 치료제이다. 허가 기반 임상시험(MARIPOSA)에서 오시머티닙 대비 질병 진행 또는 사망 위험(PFS)을 30% 감소시킨 바 있다(mPFS 23.7개월 vs. 오시머티닙 16.6개월)

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,776	1,859	2,094	2,286	2,514
영업이익 (십억원)	36	57	121	165	247
영업이익률 (%)	2.0	3.1	5.8	7.2	9.8
순이익 (십억원)	95	136	168	220	311
EPS (원)	1,169	1,672	2,065	2,704	3,816
ROE (%)	4.9	6.7	7.9	9.6	12.4
P/E (배)	46.8	41.1	45.5	34.8	24.6
P/B (배)	2.0	2.5	3.2	3.0	2.7
배당수익률 (%)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5

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

레이저티닙 추가 가치 상향 가능성

우리의 레이저티닙 rNPV 3.4조원은 1차 치료제 가치 2.9조원, 2차 및 3차 치료제 가치 3,000억원, 세일즈 마일스톤 가치 1,500억원 합이다. 추가 레이저티닙 가치 상향 가능성은 1) MARIPOSA 전체 생존기간 데이터, 2) PALOMA-3 FDA 허가 여부, 3) MARIPOSA-2업데이트 등이다.

1) 1H25 MARIPOSA의 전체 생존 기간(OS) 데이터다. 이번 허가 기반 데이터는 mPFS 데이터다. 항암제 유효성의 가장 중요한 평가 척도인 OS 데이터가 통계적으로 유의하게 오시머티닙 대비 우월한 개선을 보일 경우 1차 치료제 피크 점유율은 더욱 커질 수 있다. 우리는 현재 1차 치료제 피크 점유율 40%를 가정하고 있고, J&J는 50%를 목표하고 있다.

2) 1Q24 PALOMA-3의 FDA 허가 여부다. 지난 ASCO 24에서 서프라이즈였던 레이저티닙+아미반타맵SC 임상시험으로, IV 대비 SC에서 투약 편의성 개선, 안전성 개선 및 생존율 개선을 보였다. 최근 FDA로부터 우선심사(Priority Review) 트랙으로 허가 검토중이다. 아미반타맵 IV보다 SC제형의 데이터가 더 좋았기에, 시장 침투 속도에 중요하다. 우리는 1차 치료제 피크 점유율 달성 시기를 5년으로 가정하고 있고, J&J는 피크 점유율 달성 평균 기간을 26개월로 언급하고 있다.

3) 현재 아무 기대가 없는 MARIPOSA-2 추가 데이터다. MARIPOSA-2는 오시머티닙 내성 환자들에 대한 임상시험이다. 지난 ESMO 23에서 발표한 데이터에 따르면 아미반타맵+레이저티닙+chemo군에서 +레이저티닙에 대한 안전성 이슈가 발생했고, 이 때문에 아미반타맵+chemo로 FDA 허가를 획득했다. 우리는 MARIPOSA-2 데이터가 발표되기 전 레이저티닙의 2차+3차 가치를 약 1조원으로 평가했었으나, 발표 이후 3,000억원으로 하향조정한 바 있다. 그러나 MARIPOSA-2는 끝난 임상시험이 아니다. 혈액학적 독성 부작용을 줄이기 위해 화학항암제 투약 후 레이저티닙 투약으로 일정을 변경한 추가 임상을 작년에 시작한 바 있다. MARIPOSA-2에서 +레이저티닙의 긍정적인 데이터가 도출된다면 2차, 3차 치료제 가치 상향 가능성이 있다. 오는 9/14 ESMO 24에서 MARIPOSA-2(LBA 54)와 MARIPOSA(LBA55) 데이터 업데이트가 예정되어 있다.

허가 이후 유한양행의 주가 방향성

동사 주가 방향성을 예측하는데 좋은 예는 중국 바이오텍 legend biotech(LEGN US)이다. 존슨앤존슨은 21년부터 향후 성장 동력으로 연간 최대 매출액 \$5bn이상 기대되는 아이টে를 언급하고 있다. 이 중 첫번째가 레전드의 실타-셀(브랜드: CARVYKTY)이고, 두번째가 레이저티닙+아미반타맵이다. 레전드 개발 아이টে 중 상업화 아이টে는 존슨앤존슨을 통한 카빅티가 유일하고, 파이프라인에는 초기단계 아이টে를 제외하고는 모두 카빅티의 적응증 확대 임상이다. 즉, 레전드 기업가치의 대부분은 카빅티의 가치다. 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.

이외에 알려지 신약 1b상 중간 데이터가 3Q24에 도출 가능성이 있고, HIV 노출전예방요법(PrEP) 적응증 확대가 기대되는 길리어드의 레나카파비르 API 벤더 유한화학 실적 개선에 따른 본업가치 상승도 기대해 볼 수 있겠다.

표 1. 유한양행 밸류에이션

(억원, 원, 천주)

구분	내용	비고
25F EBITDA	2,153	* (기존 12M fwd EV/EBITDA)
Target EV/EBITDA	18.3	* 상위 제약사 평균 대비 30% 프리미엄(급격한 이익개선에 따른 프리미엄)
영업가치	39,345	
순현금	2,389	
파이프라인 가치	23,598	
레이저티닙	33,598	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	1,523	판매 마일스톤 \$400mn(확률 50%) 추정
1차	29,021	2024 미국 출시, 침투율 1% to 5년 40%, 성공확률 100%(기존 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	81,175	
주식 수 (천주)	70,260	
적정주가 (원)	115,754	* 116,000원
현재주가 (원)	94,000	
상승여력	23%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 국내 상위 제약사 Valuation Table

(십억원, %, 배)

사명	시총 (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	7.0	2,087	2,231	135	185	6.5	8.3	168	205	7.9	9.1	44.0	35.4	3.5	3.2	37.0	28.6	3.7	3.4
한미약품	3.7	1,625	1,743	264	283	16.3	16.3	191	205	16.0	14.8	20.3	18.8	3.2	2.8	10.8	9.8	2.3	2.1
종근당	1.5	1,546	1,664	109	118	7.1	7.1	91	100	9.7	9.1	17.3	16.7	1.7	1.5	8.6	7.9	1.0	0.9
동아에스티	0.7	659	704	31	42	4.7	6.0	29	33	4.1	4.7	26.0	20.6	1.1	1.0	15.4	12.8	1.0	1.0
녹십자	1.7	1,765	1,902	63	89	3.6	4.7	17	48	1.3	3.5	102.0	36.8	1.3	1.3	17.6	15.2	1.0	0.9
대웅제약	1.6	1,313	1,407	149	168	11.3	12.0	83	122	9.9	12.6	19.5	13.6	1.9	1.7	10.8	9.5	1.2	1.2
HK이노엔	1.2	910	978	99	114	10.9	11.7	71	81	-	-	16.6	14.7	-	-	11.4	9.6	1.3	1.2
평균						8.6	9.4			8.2	9.0	35.1	22.4	2.1	1.9	15.9	13.3	1.6	1.5

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 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 4. 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 5. 레이저티닙 rNPV 밸류에이션 가정

(억원, 원, 천주)

구분	내용	비고
레이저티닙	33,598	레이저티닙+아미반타답 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%
	1,523	판매 마일스톤 \$400mn(확률 50%) 추정
1차	29,021	2024 미국 출시, 침투율 1% to 5년 40%, 성공확률 100%(기존 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

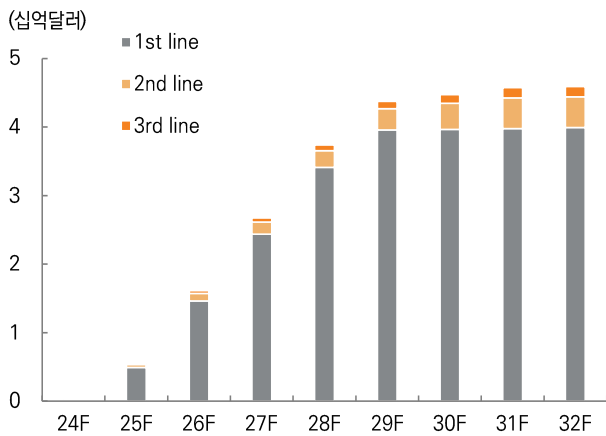
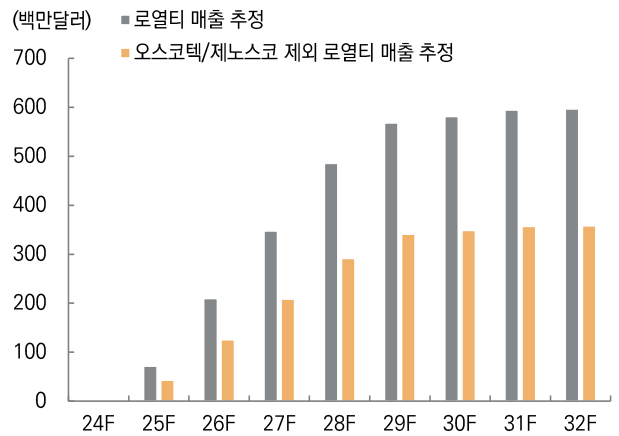


그림 2. 레이저티닙 로열티 매출 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 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 (100%) PoA	2,232								
원화 가치 환산 (1,300원)	2,902								

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

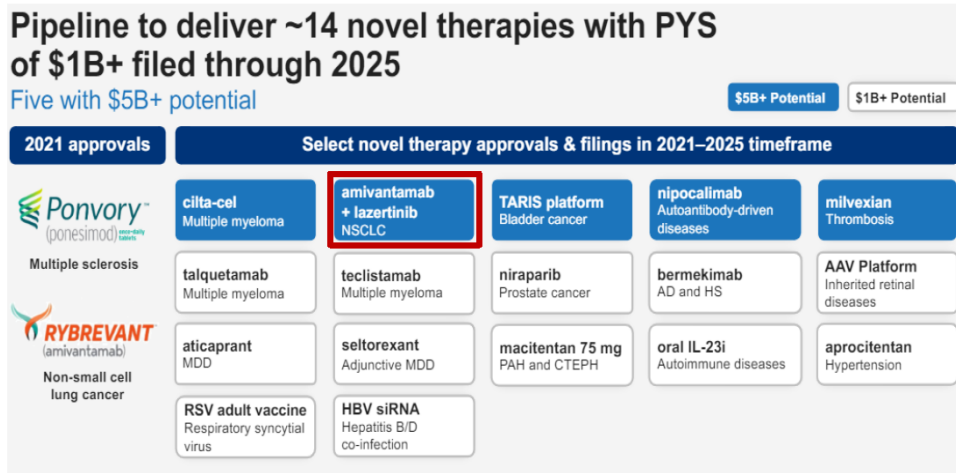
표 7. 레이저티닙 멀티플 적용 밸류에이션

(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

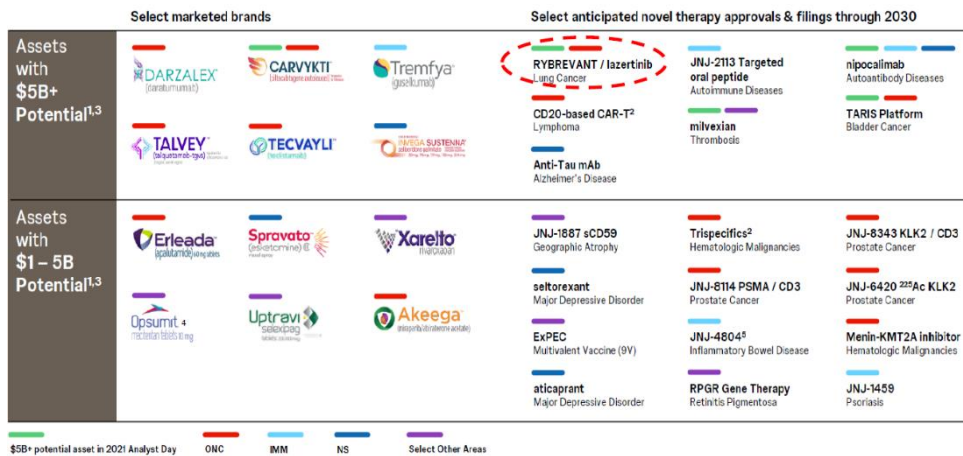
자료: 미래에셋증권 리서치센터

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



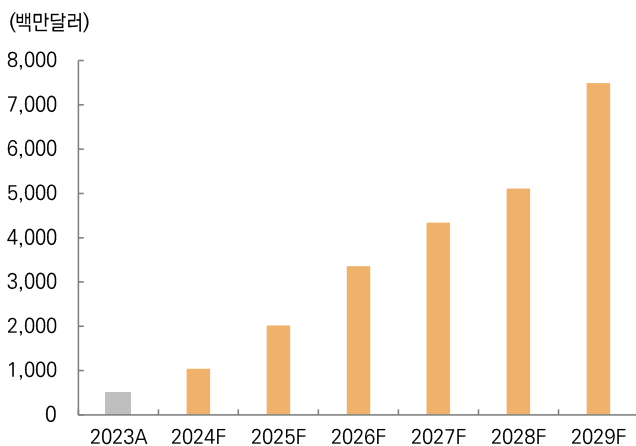
자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

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



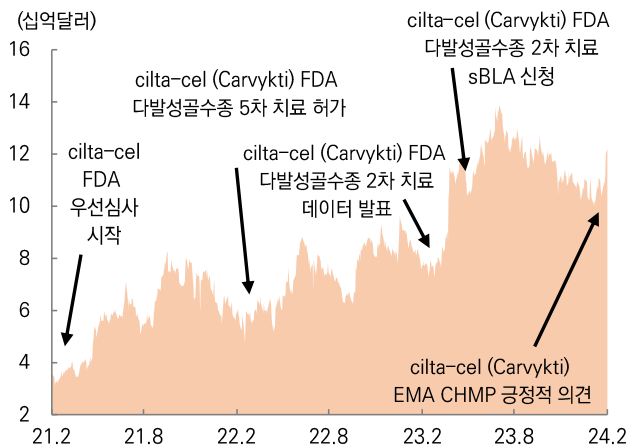
자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. J&J 실타셀(카빅티) 연간 매출 전망



자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

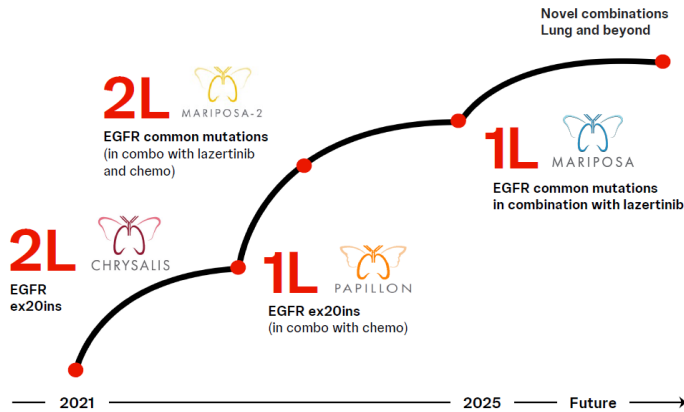
그림 6. 레전드 바이오(LEGN US) 시가총액 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. J&J의 EGFR 비소세포폐암 시장 침투 로드맵

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 8. J&J의 EGFR 비소세포폐암 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 	<p>~50% 1L pts on RYBREVATM & lazertinib</p>
<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 	<p>\$5B+ lung portfolio³</p>
<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 	<div style="background-color: #f5f5f5; padding: 10px;"> <p>...Transforming outcomes for more than 320,000⁴ patients with EGFR+ NSCLC globally</p> </div>

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 Cancer Enviz

자료: Johnson&Johnson, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. ESMO 2024에서 MARIPOSA-2(LBA54), MARIPOSA-1(LBA55) 업데이트 예정

Q Proffered Paper session

LBA54 - Amivantamab Plus Chemotherapy vs Chemotherapy in EGFR-mutated, Advanced Non-small Cell Lung Cancer After Disease Progression on Osimertinib: 2nd Interim Overall Survival From MARIPOSA-2

Presentation Number LBA54
 Speakers Sanjay Popat (London, United Kingdom)
 Lecture Time 09:20 - 09:30

Q Proffered Paper session

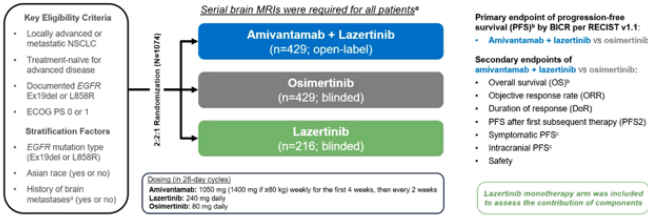
LBA55 - Mechanisms of Acquired Resistance to First-line Amivantamab Plus Lazertinib Versus Osimertinib in Patients With EGFR-mutant Advanced Non-Small Cell Lung Cancer: An Early Analysis from the Phase 3 MARIPOSA Study

Presentation Number LBA55
 Speakers Benjamin Besse (Villejuif, Cedex, France, CEDEX)
 Lecture Time 09:30 - 09:40

자료: ESMO 2024, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. MARIPOSA 임상디자인 및 환자 베이스라인

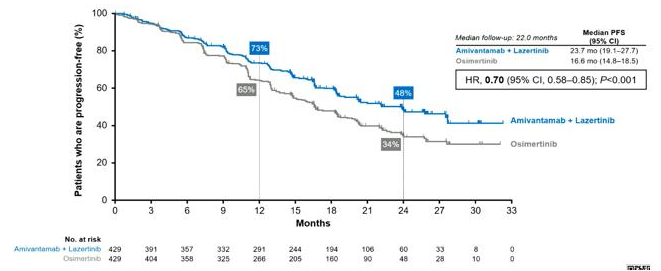
MARIPOSA: Phase 3 Study Design



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*	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*			
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

그림 11. 1차 평가변수 PFS by BICR



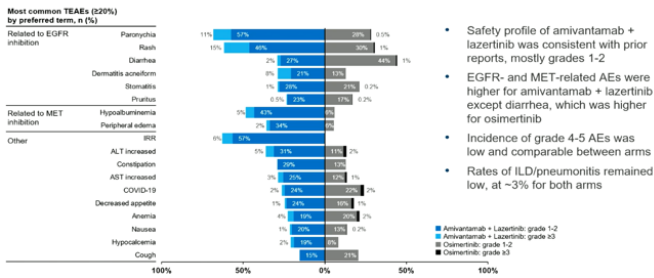
자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 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



- Safety profile of amivantamab + lazertinib was consistent with prior responses, 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

자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 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

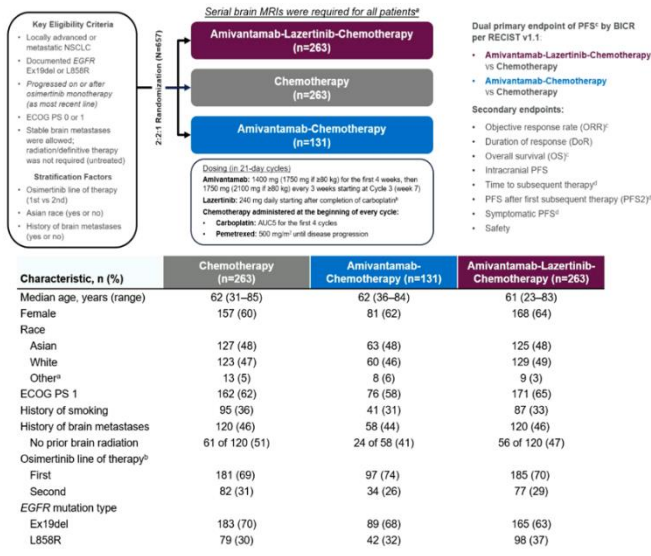
Conclusions

- 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
 - Inrequent discontinuations due to treatment-related AEs (10%)

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

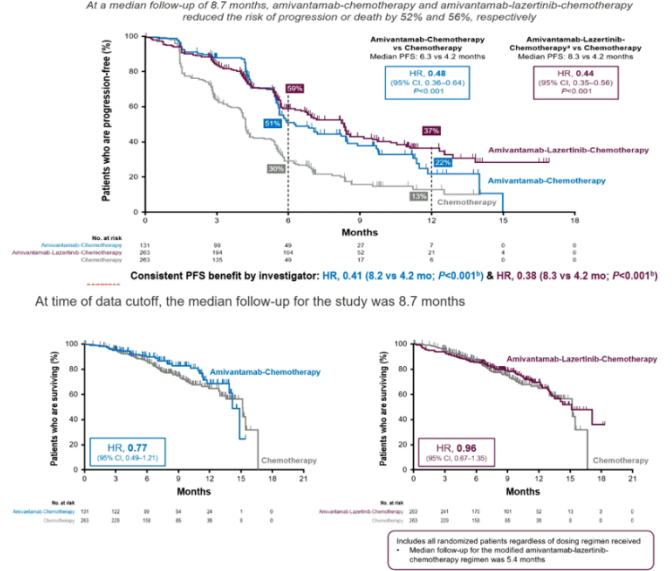
자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. MARIPOSA-2 임상디자인 및 환자 베이스라인



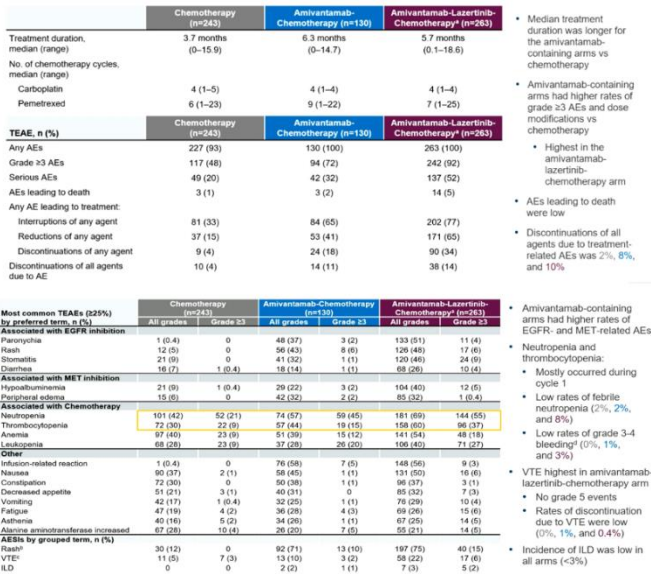
자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 1차 평가변수 PFS, 2차 평가 변수 OS



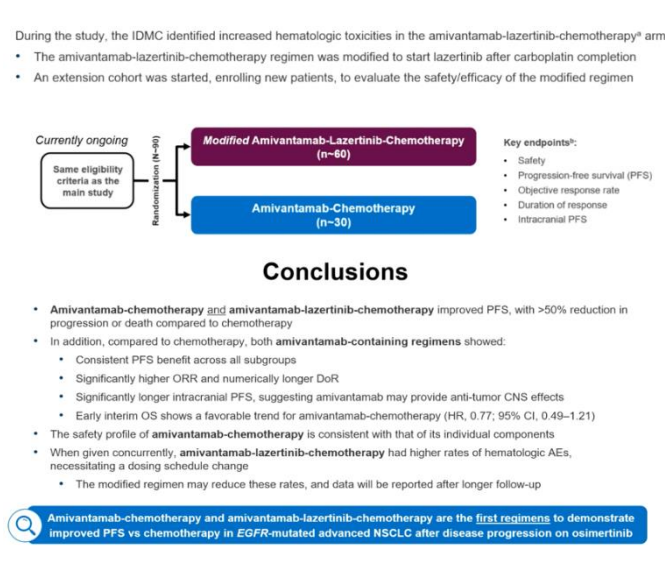
자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. MARIPOSA-2 안전성 개요 및 세부 사항



자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. Ami+chemo+lazer 추가 임상 디자인 / 임상 결과



자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 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 9. 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 10. 알테오젠 키트루다 SC 변경 계약 멀티플 적용 밸류에이션

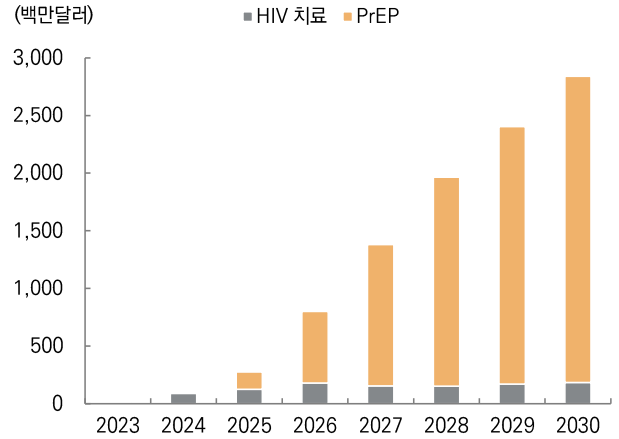
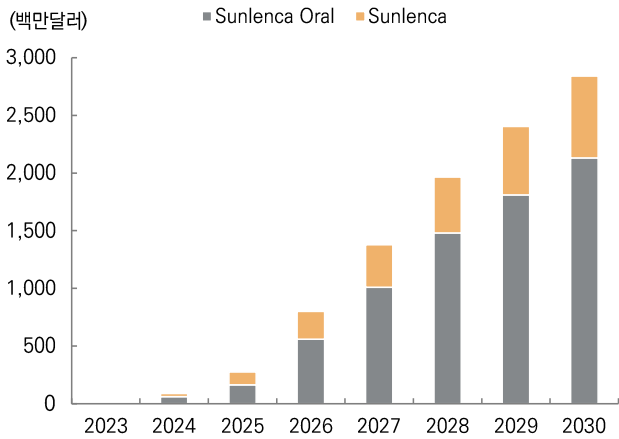
(백만달러, 억원)

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 18. Lenacapavir 예상 매출액 전망

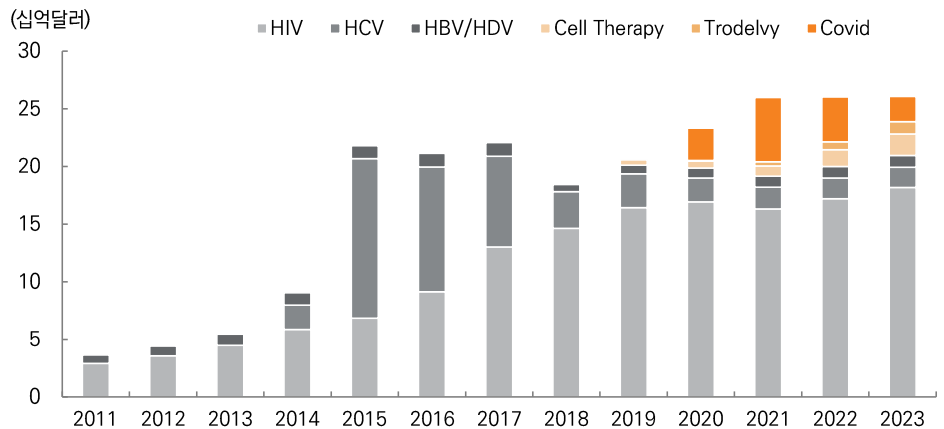
그림 19. Lenacapavir 적응증별 매출액 전망



자료: Evaluate, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Evaluate, 미래에셋증권 리서치센터

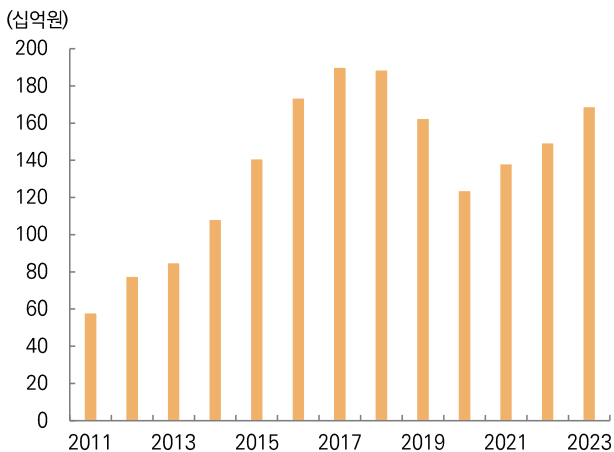
그림 20. 길리어드 연간 매출액 구성



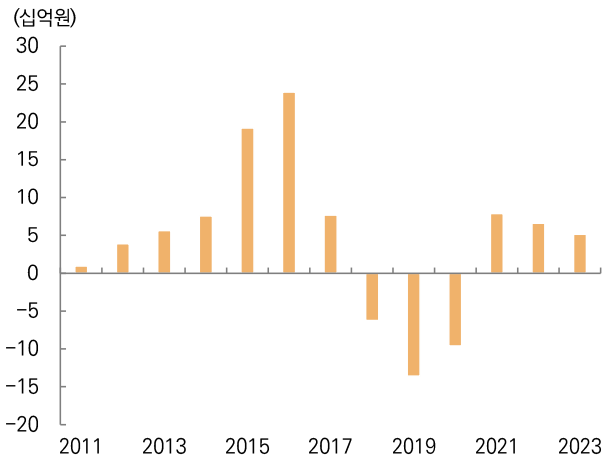
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 유한화학 매출액 추이

그림 22. 유한화학 영업손익 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 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 PrEP¹
- Expected US launch in early 2022

<25%

of the 1.2 million people who could benefit from PrEP in the US are currently taking PrEP²

>11m

people aged 15-44 in the US who indicated they engaged in a behaviour which made them vulnerable to HIV in last 12 months³

>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 24. 유한양행 파이프라인 현황

약물	적응증	후보물질	비임상 독성	임상 1상	임상 2상	임상 3상	파트너사
렉라자® LAZERTINIB	EGFR돌연변이 비소세포암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 글로벌 3상					Johnson & Johnson Innovative Medicine
YH14618 (Remedisc)	퇴행성 디스크						SpineBiopharma
YH12852 (PCS12852)	Gut Motility Disease						Processa Pharmaceuticals
YH25724	MASH						Boehringer Ingelheim
YH35324	Allergy (CSU, 천식, AD)						GT Innovation
YH32367	면역항암						ablbio
YH42946	Her2돌연변이 폐암, 위암 등						JINTS BIO
YH35995A	고셔병, 파브리병						GC
YH32364	위암, 대장암, 두경부암 등						ablbio
YHC1102	MASH/Fibrosis						GILEAD

자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

유한양행 (000100)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,859	2,094	2,286	2,514
매출원가	1,293	1,412	1,528	1,637
매출총이익	566	682	758	877
판매비와관리비	509	561	593	631
조정영업이익	57	121	165	247
영업이익	57	121	165	247
비영업손익	78	63	63	75
금융손익	5	3	6	11
관계기업등 투자손익	56	57	56	56
세전계속사업손익	135	184	228	322
계속사업법인세비용	1	18	11	16
계속사업이익	134	166	217	306
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	134	166	217	306
지배주주	136	168	220	311
비지배주주	-2	-3	-3	-5
총포괄이익	118	166	217	306
지배주주	120	168	220	311
비지배주주	-2	-3	-4	-5
EBITDA	101	167	215	299
FCF	-17	147	211	292
EBITDA 마진율 (%)	5.4	8.0	9.4	11.9
영업이익률 (%)	3.1	5.8	7.2	9.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.3	8.0	9.6	12.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,256	1,403	1,599	1,892
현금 및 현금성자산	299	327	426	603
매출채권 및 기타채권	574	645	704	775
재고자산	285	321	350	385
기타유동자산	98	110	119	129
비유동자산	1,558	1,571	1,579	1,589
관계기업투자등	489	551	601	662
유형자산	523	486	447	406
무형자산	298	287	283	273
자산총계	2,814	2,974	3,178	3,481
유동부채	583	606	623	648
매입채무 및 기타채무	249	281	307	337
단기금융부채	169	140	114	88
기타유동부채	165	185	202	223
비유동부채	129	133	136	139
장기금융부채	100	100	100	100
기타비유동부채	29	33	36	39
부채총계	712	739	758	787
지배주주지분	2,051	2,187	2,375	2,653
자본금	78	78	78	78
자본잉여금	114	114	114	114
이익잉여금	1,975	2,111	2,299	2,578
비지배주주지분	51	48	45	40
자본총계	2,102	2,235	2,420	2,693

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	144	148	213	293
당기순이익	134	166	217	306
비현금수익비용가감	-10	4	-2	-1
유형자산감가상각비	38	38	40	42
무형자산상각비	6	9	11	9
기타	-54	-43	-53	-52
영업활동으로인한자산및부채의변동	-8	-61	-50	-60
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-63	-71	-58	-69
재고자산 감소(증가)	-5	-36	-29	-35
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	45	23	18	22
법인세납부	-33	-18	-11	-16
투자활동으로 인한 현금흐름	-199	0	-9	-3
유형자산처분(취득)	-161	0	-1	-1
무형자산감소(증가)	-42	2	-6	0
장단기금융자산의 감소(증가)	15	-2	-1	-2
기타투자활동	-11	0	-1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	63	-62	-58	-58
장단기금융부채의 증가(감소)	170	-29	-26	-25
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-27	-32	-32	-32
기타재무활동	-81	-1	0	-1
현금의 증가	6	28	99	176
기초현금	293	299	327	426
기말현금	299	327	426	603

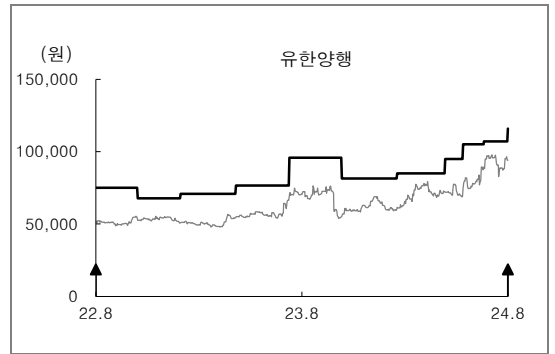
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	41.1	45.5	34.8	24.6
P/CF (x)	45.0	45.0	35.6	25.1
P/B (x)	2.5	3.2	3.0	2.7
EV/EBITDA (x)	52.8	45.2	34.6	24.2
EPS (원)	1,672	2,065	2,704	3,816
CFPS (원)	1,529	2,087	2,639	3,744
BPS (원)	27,867	29,538	31,845	35,265
DPS (원)	430	430	430	430
배당성향 (%)	23.6	19.2	14.6	10.4
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	4.7	12.6	9.2	10.0
EBITDA증가율 (%)	28.3	64.9	28.7	38.7
조정영업이익증가율 (%)	57.5	113.1	36.2	49.9
EPS증가율 (%)	43.0	23.5	30.9	41.1
매출채권 회전율 (회)	3.5	3.5	3.5	3.5
재고자산 회전율 (회)	6.6	6.9	6.8	6.8
매입채무 회전율 (회)	8.3	7.4	7.2	7.1
ROA (%)	5.1	5.7	7.0	9.2
ROE (%)	6.7	7.9	9.6	12.4
ROIC (%)	4.4	7.5	10.6	15.7
부채비율 (%)	33.9	33.1	31.3	29.2
유동비율 (%)	215.4	231.4	256.9	292.0
순차입금/자기자본 (%)	-2.0	-5.0	-9.9	-16.4
조정영업이익/금융비용 (x)	9.0	13.9	21.2	35.9

자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
유한양행 (000100)				
2024.08.21	매수	116,000	-	-
2024.07.10	매수	107,000	-13.08	-8.60
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



* 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(◆), 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.