

유한양행 (000100)

ESMO에서 안센이 1차 치료제 임상을 개시하는 이유를 보여줬다

ESMO에서 레이저티닙과 안센의 아미반타맙 병용투여 1b상 결과

미국 동부시각 기준 9월 20일 8:25분 안센은 비소세포폐암(NSCLC) 환자 대상으로 EGFR/c-Met 이중항체인 아미반타맙(Amirantamab)과 레이저티닙(TK inhibitor)의 병용 임상 1b상 연구(CHRYSLIS, NCT02609776) 결과를 발표하였다. CHRYSLIS 임상은 EGFR의 Exon19 결손(deletion) 또는 L858R 돌연변이를 보유한 EGFR 변이 비소세포폐암 환자 91명을 대상으로 아미반타맙 단독과 병용투여의 안전성과 약물동태학(Pharmacokinetics, PK)을 평가하기 위한 임상이었다. EGFR의 Exon19 결손(deletion) 또는 L858R 돌연변이는 EGFR 돌연변이 비소세포폐암 환자의 85~90%에서 나타나는 가장 일반적인 형태의 변이다. 91명의 환자는 크게 세 분류로 나누어서 임상이 진행되었는데, 1) 26명은 dose escalation 연구로, 용량별 안전성과 최적의 병용투여 용량(recommended phase 2 combination dose, RP2CD)을 결정하기 위해 모집되었고, 2) 20명은 Naïve 환자, 즉 기존에 항암제를 투여받은 경험이 없는 환자로 이들은 1차 치료제로서의 안전성과 효능, 그리고 내약성을 조사하기 위한 목적으로 모집되었다. 3) 마지막 45명의 환자는 기존 1차 치료제인 타그리소(Osimertinib)에 내성을 보여 더 이상 치료효과를 기대할 수 없는 환자들에게 병용투여의 효능과 안전성을 평가하기 위한 목적으로 모집되었다.

병용투여의 놀라운 결과 발표

1) 26명 대상 dose escalation 결과 아미반타맙은 1,050mg (<80kg), 1,400mg(≥80kg)으로 한 그룹은 일주일에 한번, 다른 한 그룹은 2주에 한번 간격의 정맥주사 방식으로, 레이저티닙은 240mg으로 매일 경구투여 방식으로 RP2CD가 결정되었다. 2) 20명의 Naïve 환자들의 경우 약물치료 시작 후 7개월(중앙값) 시점에서 병용투여 결과 객관적 반응률(ORR)은 100%(모두 PR)로 매우 놀라운 결과를 보여주었다. 3) 45명의 타그리소 내성 환자들의 경우 ORR은 36%, CBR(Clinical benefit rate, ORR+SD)은 60%로 1명은 완전관해(CR), 15명은 부분관해(PR)를 보여주었다. 91명 투여 환자 중 투여관련 부작용(treatment-related adverse events, AE)을 보인 환자들 대다수는 Grade 1~2에 해당하는 경미한 부작용이었고, Grade 3이상의 심각한 부작용을 보인 환자 비율은 10%(11명)에 불과하였다. 심각한 부작용으로 투여를 중단한 환자 비율은 5%(6명)에 그쳤다.

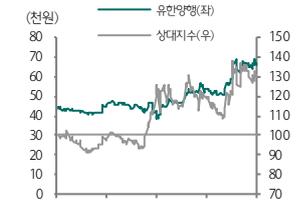
목표주가 100,000원으로 상향

이번 ESMO에서의 발표는 아미반타맙과 레이저티닙의 병용투여 임상으로는 처음 발표된 케이스로 초기 데이터임에도 불구하고 병용투여의 유효성을 입증하였다. 특히 기존 항암제 투여 경험이 없는 Naïve 환자들에게서 100%의 ORR을 보였다는 점은 아미반타맙과 레이저티닙 병용투여의 1차 치료제로서의 성공 가능성을 보여주었다는 점에서 매우 의미있는 결과라 할 수 있다. 안센은 10월부터 병용투여 1차 치료제 임상 3상 연구(MARIPOSA)를 기존 1차 치료제인 타그리소와 비교하는 head to head 방식으로 진행할 예정이다. 레이저티닙의 가치를 제고, 유한양행의 목표주가를 100,000원으로 상향, 투자 의견 BUY 유지, 제약회사 최선호주로 제시한다.

Earnings Review

BUY

TP(12M): 100,000원(상향) | CP(9월 18일): 66,600원

Key Data		Consensus Data		
		2020	2021	
KOSPI 지수 (pt)	2,412.40			
52주 최고/최저 (원)	69,200/38,900	매출액(십억원)	1,565.2	1,641.3
시가총액(십억원)	4,452.7	영업이익(십억원)	71.6	71.7
시가총액비중(%)	0.27	순이익(십억원)	202.1	110.1
발행주식수(천주)	66,856.8	EPS(원)	2,977	1,699
60일 평균 거래량(천주)	1,128,164.6	BPS(원)	29,377	30,104
60일 평균 거래대금(십억원)	70.8	Stock Price		
20년 배당금(예상, 원)	382			
20년 배당수익률(예상, %)	0.56			
외국인지분율(%)	21.63			
주요주주 지분율(%)	유한재단 외 1인			
	15.66			
국민연금공단	12.66			
추가상승률	1M	6M	12M	
절대	7.1	60.5	50.9	
상대	4.2	5.9	29.5	

Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,518.8	1,480.4	1,585.1	1,690.7	1,852.3
영업이익	십억원	50.1	12.5	68.9	56.5	100.0
세전이익	십억원	89.4	54.9	291.9	168.5	209.2
지배순이익	십억원	57.5	40.0	210.5	138.1	173.7
EPS	원	845	588	3,094	2,029	2,553
증감률	%	(47.3)	(30.4)	426.2	(34.4)	25.8
PER	배	46.35	80.44	18.52	28.23	22.45
PBR	배	1.47	1.77	1.94	1.84	1.72
EV/EBITDA	배	20.12	38.64	29.36	32.25	22.82
ROE	%	3.55	2.43	12.10	7.30	8.59
BPS	원	26,556	26,747	29,498	31,171	33,374
DPS	원	365	382	382	382	382



Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 강승원
02-3771-3454
seungwonkang@hanafn.com

유한양행 목표주가 상향

목표주가 10만원 상향
투자의견 BUY 유지

유한양행에 대해 목표주가 100,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지한다. 목표주가 100,000원은 SOTP 방식으로 기존 유한양행의 영업가치, 보유 자회사의 가치, 그리고 유한양행 파이프라인인 비소세포폐암 치료제 레이저티닙(안센으로 기술이전), NASH 치료제 YH25724(베링거인겔하임으로 기술이전), 그리고 최근에 기술이전 계약이 체결된 기능성 위장관 치료제 YH12852의 rNPV 등을 고려하여 산정하였다.

EV/EBITDA에는 셀트리온, 삼성바이오로직스, 한올바이오파마, 부광약품은 제외한 뒤 40% 할인한 값인 13.8배를 적용하였다.

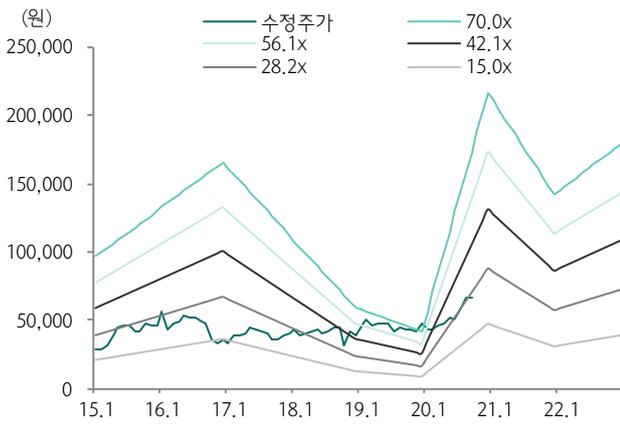
표 1. 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
영업가치	1,559.4	
12MF 예상 EBITDA	113.0	
EV/EBITDA	13.8	KOSPI 의약품 12M Fwd EV/EBITDA 40% 할인 적용
자회사 가치	796.9	
유한킴벌리	598.2	20년 예상 순이익 x P/E(12) x 30%
한국안센	75.2	20년 예상 순이익 x P/E(10) x 30%
유한크로락스	41.2	20년 예상 순이익 x P/E(10) x 50%
유칼릭스	4.4	20년 예상 순이익 x P/E(10) x 40%
기타 투자자산 가치	78.0	
파이프라인 가치	3,627.9	
레이저티닙	3,011.2	
YH25724	466.5	
YH12582	150.2	
투자 부동산 가치	46.1	
자사주	345.5	
우선주 시가총액	77.2	
순부채	(392.9)	
적정자본가치	6,691.6	
주식 수(1,000주)	66,856.8	
적정주가	100,088.9	

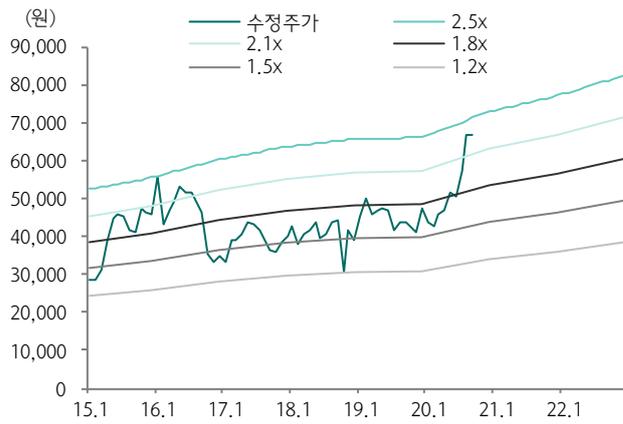
자료: 하나금융투자

그림 1. 유한양행 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 유한양행 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

표 2. 유한양행 실적 전망(연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
매출액	345.0	359.4	382.3	393.7	313.3	415.5	419.2	437.1	1,480.4	1,585.1	1,690.7
YoY	1.5%	-6.9%	1.0%	-4.9%	-9.2%	15.6%	9.7%	11.0%	-2.5%	7.1%	6.7%
약품사업	261.3	263.3	283.5	299.0	240.1	284.8	311.0	333.1	1,107.1	1,168.9	1,325.2
YoY	-5.1%	-8.9%	-2.3%	-2.9%	-8.1%	8.1%	9.7%	11.4%	-4.7%	5.6%	13.4%
비처방약(OTC)	28.9	28.9	29.6	29.0	29.9	34.4	31.4	30.5	116.4	126.2	133.2
YoY	3.3%	-3.0%	15.1%	2.1%	3.7%	19.2%	6.0%	5.0%	4.0%	8.4%	5.5%
처방약(ETC)	223.6	224.6	246.0	255.3	193.7	241.7	270.6	286.0	949.5	992.0	1,134.2
YoY	-6.4%	-10.3%	-4.0%	-6.0%	-13.3%	7.6%	10.0%	12.0%	-6.7%	4.5%	14.3%
AHC	4.2	4.8	4.1	4.7	4.6	5.1	4.8	5.5	17.8	20.0	23.3
YoY	17.0%	20.4%	10.6%	8.0%	10.7%	6.1%	15.0%	18.0%	13.8%	12.4%	16.6%
원료의약품	1.6	1.3	1.5	1.9	1.8	1.8	1.7	2.1	6.4	7.4	8.5
YoY	19.2%	-26.7%	7.1%	146.8%	12.3%	33.9%	12.0%	10.0%	18.7%	16.1%	14.9%
유한메디카(매출조정)	3.1	3.7	2.2	8.1	10.0	1.8	2.5	9.1	17.1	23.3	26.1
YoY	-14.9%	30.2%	-20.2%	218.4%	222.6%	-52.6%	12.0%	13.0%	44.9%	36.6%	11.8%
생활건강사업	21.2	34.8	33.0	24.8	27.0	46.2	37.3	28.8	113.9	139.3	154.5
YoY	-0.7%	10.1%	13.3%	7.8%	27.4%	32.7%	13.0%	16.0%	8.3%	22.4%	10.9%
해외사업(원료의약품)	48.3	53.7	44.3	59.3	24.7	29.5	45.2	44.5	205.7	144.0	151.0
YoY	20.4%	-13.3%	-20.2%	-24.7%	-48.8%	-45.1%	2.0%	-25.0%	-13.0%	-30.0%	4.9%
기술료 수익	9.4	1.9	8.7	3.3	16.9	44.1	21.2	26.2	23.2	108.4	42.0
기타(임대, 수탁 등)	4.8	5.6	12.7	7.3	4.6	10.9	4.5	4.5	30.5	24.5	18.0
매출총이익	103.3	98.9	105.1	123.5	91.4	153.6	136.2	144.3	430.9	525.4	561.7
YoY	1.4%	-9.2%	8.9%	16.0%	-11.5%	55.2%	29.6%	16.8%	4.1%	22.0%	6.9%
GPM	29.9%	27.5%	27.5%	31.4%	29.2%	37.0%	32.5%	33.0%	29.1%	33.1%	33.2%
판매관리비	97.2	104.3	101.8	115.0	90.3	117.9	122.0	126.3	418.3	456.5	505.2
YoY	27.6%	13.0%	5.6%	16.4%	-7.1%	13.0%	19.9%	9.8%	15.0%	9.1%	10.7%
판매비율	28.2%	29.0%	26.6%	29.2%	28.8%	28.4%	29.1%	28.9%	28.3%	28.8%	29.9%
경상연구개발비	22.3	23.2	20.6	30.8	21.7	36.3	34.4	35.0	96.9	127.3	141.2
YoY	46.6%	31.0%	-8.1%	64.4%	-2.8%	56.4%	66.8%	13.7%	30.8%	31.4%	10.9%
기타판매관리비	74.9	81.1	81.2	84.3	68.6	81.6	87.6	91.4	321.4	329.2	364.0
YoY	22.9%	8.7%	9.8%	5.2%	-8.3%	0.6%	8.0%	8.4%	11.0%	2.4%	10.6%
영업이익	6.1	(5.4)	3.3	8.5	1.1	35.7	14.3	17.9	12.5	68.9	56.5
YoY	-76.3%	TR	2100.7%	10.6%	-82.4%	TB	326.1%	110.5%	-75.0%	449.7%	-18.0%
OPM	1.8%	-1.5%	0.9%	2.2%	0.3%	8.6%	3.4%	4.1%	0.8%	4.3%	3.3%
당기순이익	15.7	5.7	12.6	2.7	115.4	34.3	23.2	19.8	36.6	192.7	126.4
YoY	-26.0%	-65.6%	15.3%	-72.2%	636.7%	502.8%	84.9%	631.4%	-37.2%	426.2%	-34.4%
NPM	4.5%	1.6%	3.3%	0.7%	36.8%	8.3%	5.5%	4.5%	2.5%	12.2%	7.5%

자료: 하나금융투자

표 3. 유한양행 지분법이익 전망

(단위: 백만원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
유한킴벌리	11,722	9,744	10,882	5,582	17,220	11,731	18,282	18,979	37,930	66,212	71,413
유한크로락스	105	271	1,508	1,435	759	639	1,538	1,507	3,319	4,443	4,786
한국안센	1,227	2,109	2,349	81	2,334	4,629	2,490	162	5,766	9,615	10,309
유칼릭스	19	53	95	192	44	82	114	221	359	461	550
이문온시아	1,496	(4,997)	(581)	0	0	0	(593)	0	(4,082)	(593)	(604)
기타	(1,059)	(68)	163	4,702	(1,315)	(335)	166	4,796	3,738	3,312	3,379
합계	13,510	7,112	14,416	11,992	19,042	16,746	21,998	25,664	47,030	83,450	89,832.79

자료: 하나금융투자

표 4. 유한양행 R&D 모멘텀

물질명	기술이전 사	적용중	분류	현재 임상진행 현황	3Q20	4Q20
레이저티닙	안센	비소세포페암 치료제	국내	1차 치료제 임상 3상 진입		식약처에 조건부 허가 신청서 제출
			안센 수행	4월 안센의 이중항체와 병용투여 임상 2상 진입	9월 개최되는 ESMO에서 안센의 학회 발표	10월 안센의 이중항체와 병용투여 1차 치료제 임상 3상 진입
NASH 치료제	길리어드	NASH		동물모델에서 유효성 테스트 진행	최적의 선도물질 도출	back-up 물질 도출
YH25724	베링거 잉겔하임	NASH		4월 GLP-Tox(비임상 독성실험) 완료	3분기 임상 1상 진입	
YH12852	프로세사	기능성 위장관		임상 1상 완료/임상 2상 보류		

자료: 하나금융투자

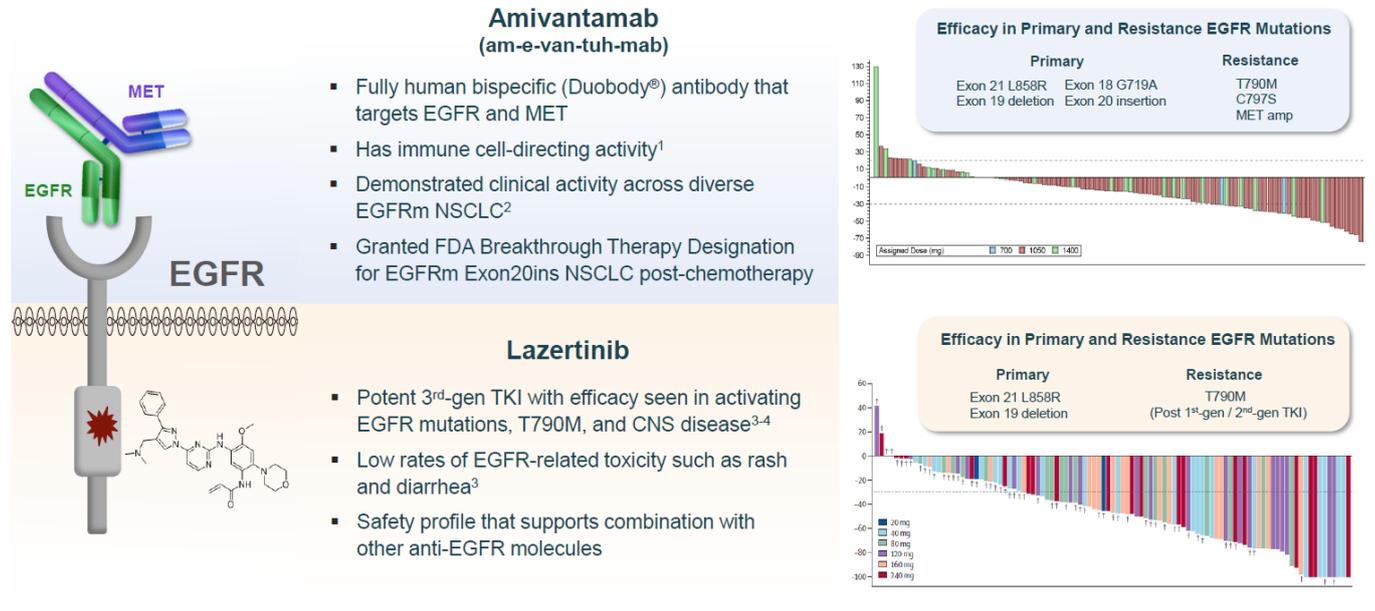
표 5. 유한양행 R&D 파이프라인

구분	적용중	과제명	단계				
			후보물질	전임상	임상1상	임상2상	임상3상
신약	항암제(표적 폐암)	YH25448					
	퇴행성디스크	YH14618					
	변비, 수술 후 장폐색증	YH12852					
	비알콜성지방간염(NASH)	YH25724					
	항암제(면역)	YH24931					
	천식	YH25487					
	항암제	YH25248					
개량신약	순환기	AD-201					
	순환기	AD-207					
	소화기	AD-203					
	소화기	AD-206					

자료: 유한양행, 하나금융투자

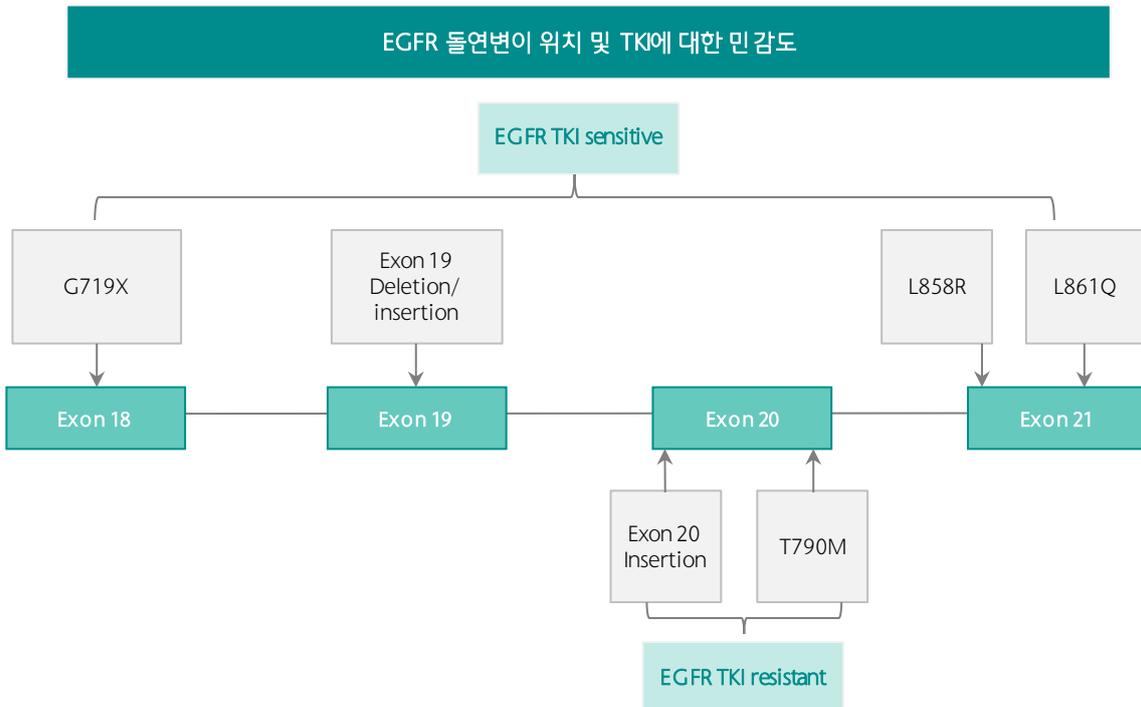
ESMO 발표내용

그림 3. 아미반타맙과 레이저티닙 병용투여 결과



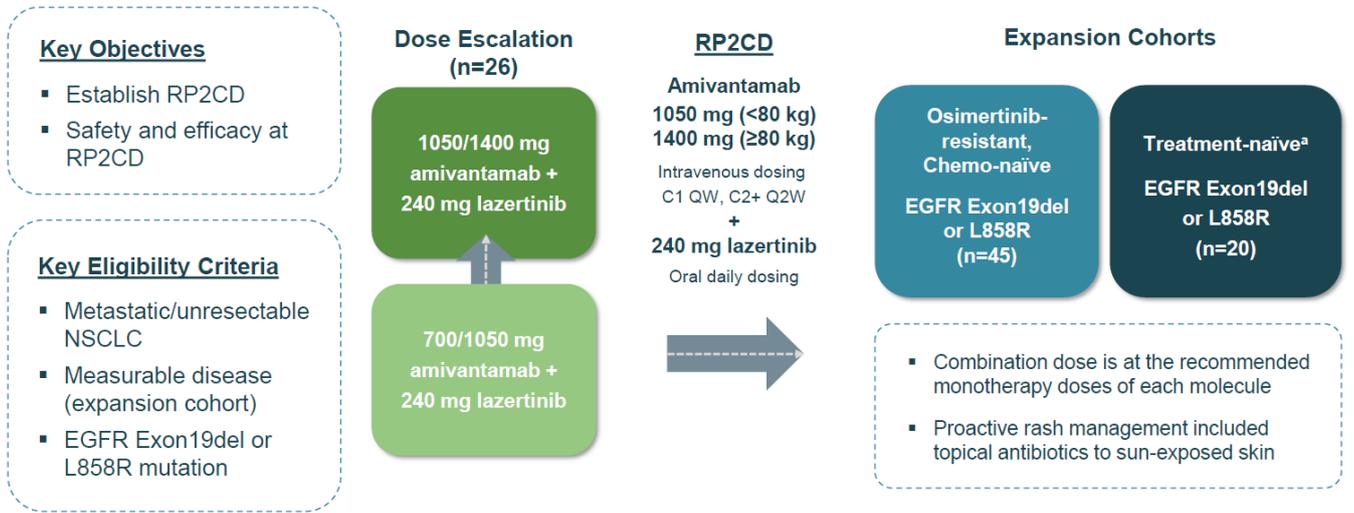
자료: ESMO, 하나금융투자

참고. EGFR 돌연변이 위치 및 TKI에 대한 민감도



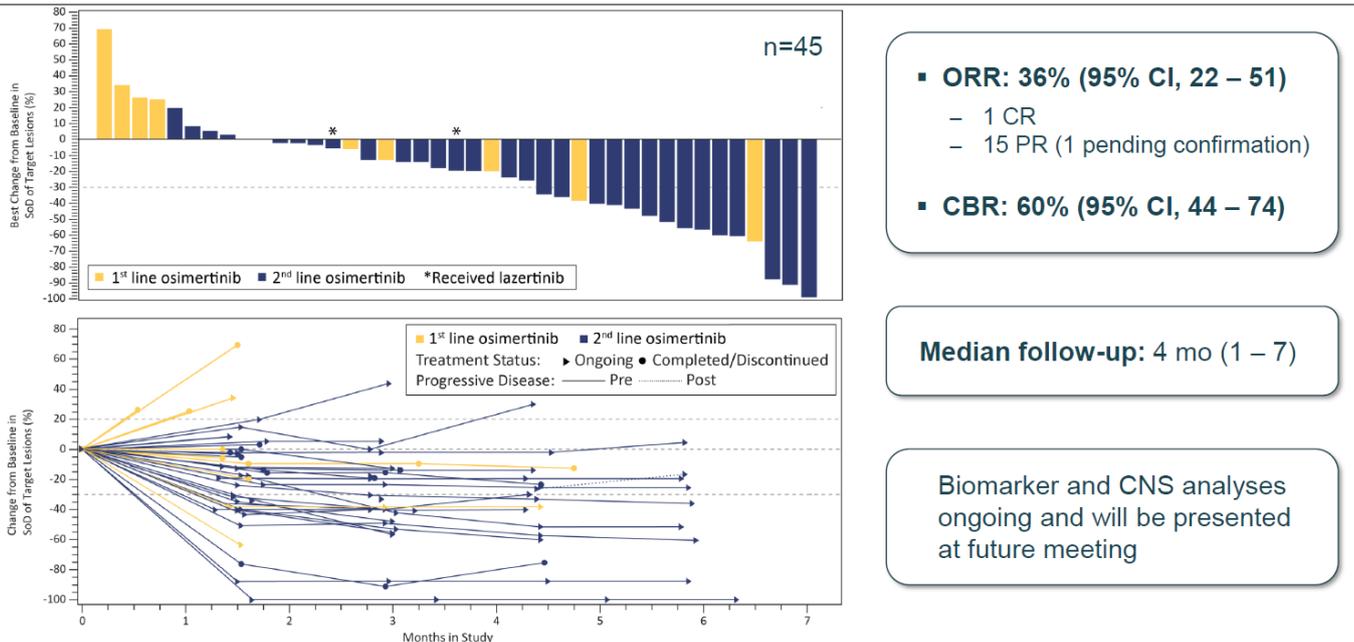
자료: 산업자료, 하나금융투자

그림 4. 아미반타맙과 레이저티닙 병용투여 임상 1b(CHRYSLIS) 디자인



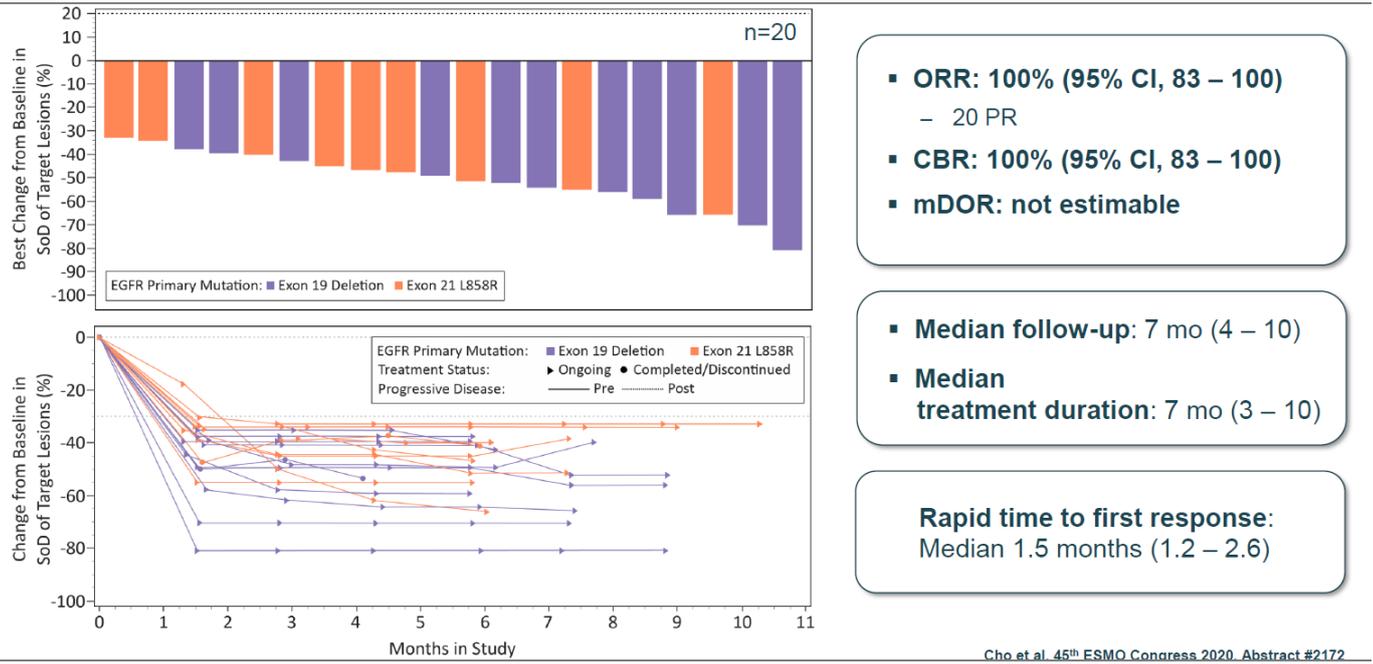
*C: cycle(28일), Q2W: 2주에 한번, QW: 일주에 한번, RP2CD: recommended phase 2 combination dose
 자료: ESMO, 하나금융투자

그림 5. 타그리소 내성 발생 환자 대상으로 아미반타맙과 레이저티닙 병용투여 결과



* CBR: clinical benefit rate, CR: complete response, PR: partial response, SD: stable disease, SoD: sum of diameters
 자료: ESMO, 하나금융투자

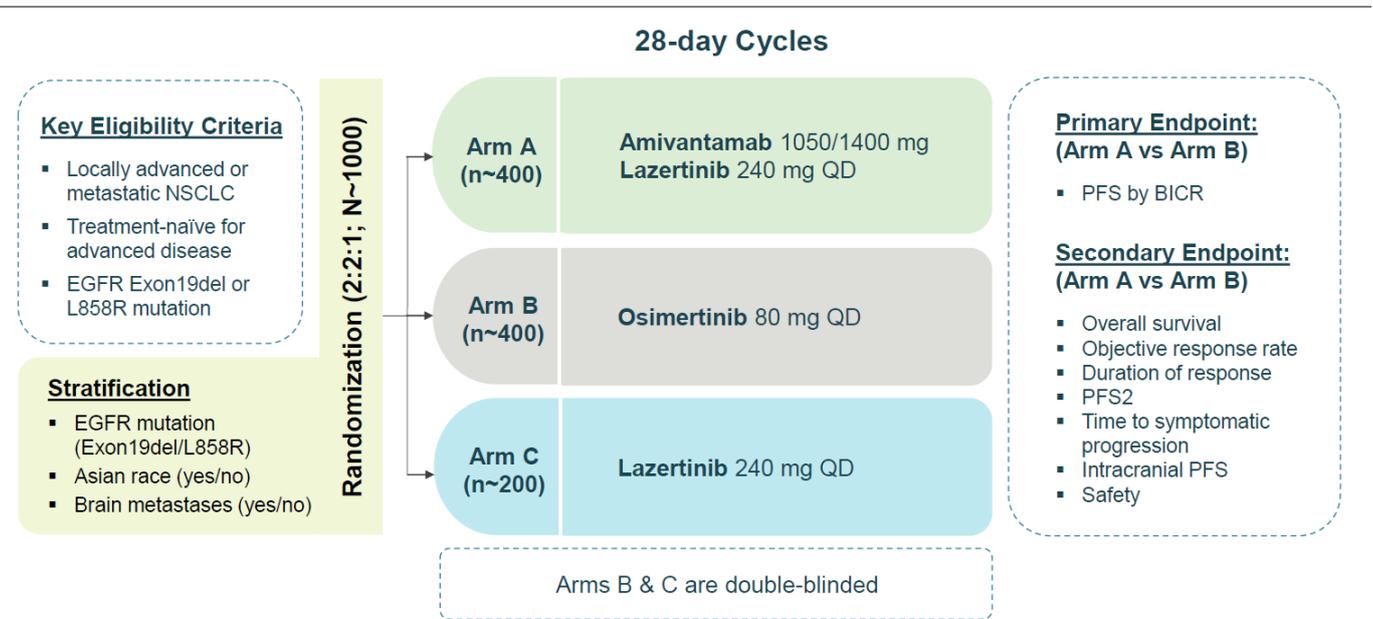
그림 6. Naive 환자 대상으로 아미반타맙과 레이저티닙 병용투여 결과



*mDOR: median duration of response

자료: ESMO, 하나금융투자

그림 7. 아미반타맙과 레이저티닙 병용 1차 치료제 임상 3상(MARIPOSA) 디자인



*BICR: blinded independent central review, PFS: progression-free survival, PFS2: PFS after first subsequent therapy, QD: 하루에 한번

자료: ESMO, 하나금융투자

표 6. 바이오벤처 투자현황

투자업체	취득시점	투자대금	사업내용	취득	상장여부	수익률(%) (2019/01/01 기준)
바이오니아	2015-09-22	100억	siRNA	파이프라인 확충	코스닥상장	152.7
코스온	2015-11-05	150억	화장품		코스닥상장	-53.3
제넥신	2015-12-03	200억	hyFC	파이프라인 확충	코스닥상장	74.5
이엠텍	2015-12-11	20억	보청기	사업영역 확대	코스닥상장	-22.9
이문온시아	2016-03-02	120억	면역항암제	해외 조인트벤처(JV) - 면역항암제 개발 미국 소렌토사와 합작 투자	비상장	
파매펀	2016-04-08	30억	항체신약	파이프라인 확충	코스닥상장	-49.4
Sorrento	2016-04-25	1000만불	면역항암제	파트너십 강화	나스닥 상장	186
NeolmmuneTech	2016-07-28	300만불	hyFC	파이프라인 확충	비상장, 미국	
Genosco	2016-08-19	420만불	표적항암제	파이프라인 확충	비상장, 미국	
씨앤씨	2016-11-28	25억	오랄케어	사업협력 강화	비상장	
바이오포아	2017-03-08	20억	축산 백신	사업협력 강화	비상장	
워랜텍	2017-03-29	20억	임플란트	사업협력 강화	비상장	
유한필리아	2017-04-18	70억	뷰티사업	사업영역 확대	비상장	
애드마파	2017-11-14	30억	개량신약	파이프라인 확충	비상장	
칭다오 세브란스병원	2018-02-28	200억	병원사업	중국 진출 교두보 마련	비상장	
Yuhan USA	2018-03-30	20억	미국진출	글로벌 임상 및 License in/out 목적	비상장	
브릿지바이오	2018-05-15	20억	바이오 신약 개발	공동연구개발	비상장	
곤티셀	2018-07-11	50억	암/면역질환 세포치료제 개발	파이프라인 확충	비상장	

자료: 유한양행, 하나금융투자

레이저티닙 신약 가치

레이저티닙의 rNPV

레이저티닙의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 전 세계에서 비소세포폐암 환자 수는 약 170만명으로 추정하고 있다. 매년 약 3% 씩 증가한다고 가정하였다.
- 2차 치료제는 적어도 1차 치료제 투여 이후 1년 정도 경과된 환자들로 비소세포폐암 환자의 1년 생존률이 약 32%임을 감안하여 환자 수를 추정하였다.
- 단독 2차 치료제 환자 수 추정은 비소세포폐암 환자 중 약 30%가 EGFR 유전자 변이 환자이고, 1차 치료제인 이레사, 타세바에 내성을 보이는 환자 중 약 45%의 환자들이 T790M 돌연변이 환자들이다.
- 이번 ESMO의 발표내용에 따르면, 병용투여 1차 치료제는 기존 항암제 투여 경험이 없는 Naïve 한 환자들로 병용투여 1차 치료제 환자수는 전체 환자수에서 EGFR 변이 환자 비율인 30%를 적용하여 추정하였다.
- 병용투여 3차 치료제의 경우 EGFR 변이 발생 비율 30%에 생존율을 감안 20%를 적용하여 환자수를 가정하였다.
- 이 중 타그리소 내성발생 되는 환자 비율이 약 50% 임을 감안하여 병용 3차 치료제 해당 환자 수를 추정하였다.
- 기존 아스트라제네카의 타그리소의 연간 치료비가 미국에서 평균 \$150,000 달러인 점을 고려, 레이저티닙의 글로벌 평균 연간치료비는 병용요법은 \$80,000 달러, 단독요법은 \$50,000 달러로 가정하여 시장규모는 신규환자수 × 연간치료비로 산정하였다.
- 출시 시점은 현재 임상단계를 고려, 단독치료제와 병용 1차 치료제의 경우 2024년, 병용 3차 치료제의 경우 2025년으로 가정하였다.
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없어 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- 성공확률은 항암제 임상 3상의 LOA(Likelihood of approval)인 54.7%를 적용하였다(출처 Nature Drug Discovery, 2014).
- 로열티는 일반적인 계약의 특성상 약 12%로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.
- 유한양행과 오스코텍의 수익 배분 비율은 6:4로 알려져 있어서 유한양행의 수익배분 비율은 60%로 산정하였다.

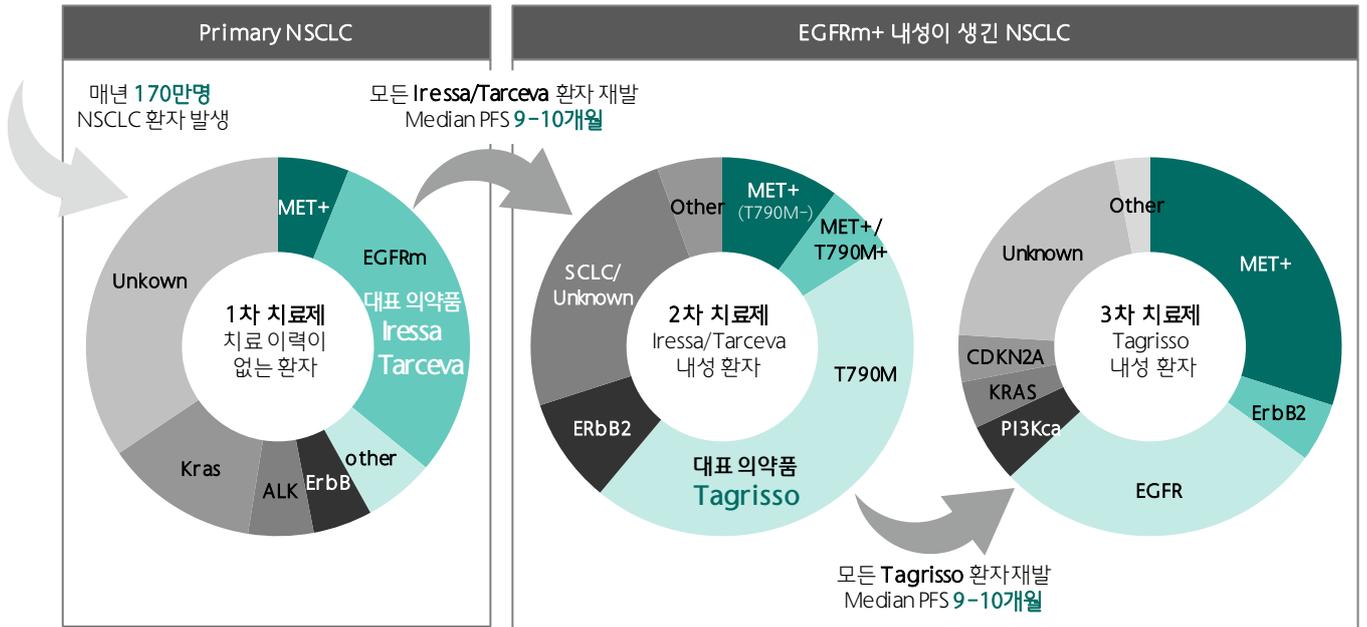
표 7. 레이저티닙의 rNPV

(단위: 백만달러, 십억원)

	19	20	21	22	23	24	25	...	30	31	32
단독 1차 치료제											
폐암 신규환자 수(천명)	1,700	1,751	1,804	1,858	1,913	1,971	2,030		2,353	2,424	2,497
NCLC 중 EGFR 변이 환자 비율(천명)	510	525	541	557	574	591	609		706	727	749
레이저티닙 개발단계		3상 개시		3상 완료	NDA 신청	승인 시판					
시장 점유율						1%	2%		9%	10%	10%
레이저티닙 예상매출액(백만달러)						355	731		3,812	4,363	4,494
단독 2차 치료제											
2차 치료제 폐암 환자 수	170만명 X 32%	544	560	577	594	612	631	650	753	776	799
NCLC 중 EGFR 변이 환자 중 T790M 변이환자(천명)	30% X 45%	73.4	75.6	77.9	80.2	82.7	85.1	87.7	101.7	104.7	107.8
레이저티닙 개발단계		2상 /3상 개시	완료	3상 완료	NDA 신청	승인 시판					
시장 점유율						2%	5%		23%	27%	30%
레이저티닙 예상매출액(백만달러)						102	263		1,403	1,696	1,941
병용 3차 치료제											
3차 치료제 폐암 환자 수	170만명 X 20% X 30%	102	105	108	111	115	118	122	141	145	150
타그리소 내성 발생 환자 수	50%	51	53	54	56	57	59	61	71	73	75
레이저티닙 개발단계		개시	2상 완료	3상 개시	3상 완료	NDA 신청	승인 시판				
시장 점유율							10%		30%	35%	40%
레이저티닙 예상매출액(백만달러)							487		1,694	2,036	2,397
병용 1차 치료제											
폐암 신규환자 수(천명)	1,700	1,751	1,804	1,858	1,913	1,971	2,030		2,353	2,424	2,497
NCLC 중 EGFR 변이 환자 비율(천명)	510	525	541	557	574	591	609		706	727	749
레이저티닙 개발단계		3상 개시		3상 완료	NDA 신청	승인 시판					
시장 점유율						2%	3%		12%	15%	16%
레이저티닙 예상매출액(백만달러)						946	1,462		6,777	8,726	9,587
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)				50	115	300			100	100	100
로열티	12%로 가정					168.3	353.1		1,642.4	2,018.5	2,210.2
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정	0.0	0.0	60.0	138.0	562.0	423.7		2,090.9	2,542.2	2,772.2
세후이익(십억원)	법인세율 20% 가정	0.0	0.0	48.0	110.4	449.6	339.0		1,672.7	2,033.7	2,217.8
할인율	10%	1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62		0.39	0.35	0.32
현재 가치 환산(십억원)		0.0	0.0	39.7	82.9	307.1	210.5		644.9	712.8	706.7
NPV		9,175									
Terminal Value	-5%	4,475									
적정가치	54.7%	5,019									
유한양행 수익배분 비율	60%	3,011									

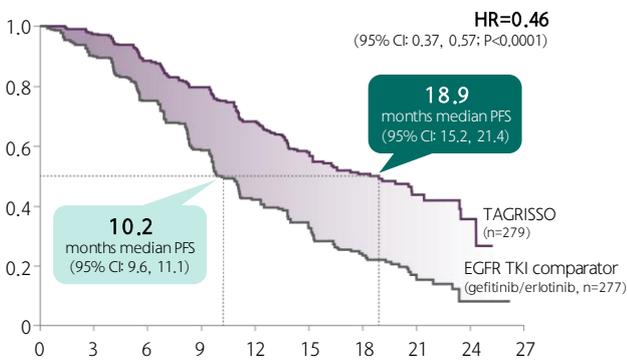
자료: 하나금융투자

그림 8. 비소세포폐암 치료제 단계별 유전자 변이 분포도



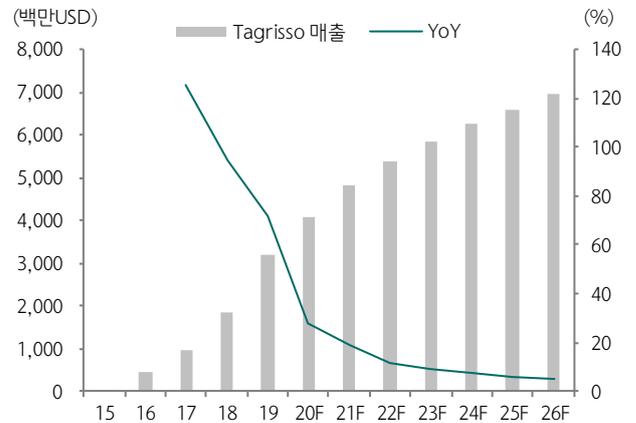
자료: 오스코텍, 하나금융투자

그림 9. 타그리소 1차 치료제 임상 3상 mPFS



자료: 아스트라제네카, 하나금융투자

그림 10. 타그리소 연간 매출 추정



자료: GlobalData, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,518.8	1,480.4	1,585.1	1,690.7	1,852.3
매출원가	1,105.0	1,049.5	1,059.7	1,128.9	1,229.9
매출총이익	413.8	430.9	525.4	561.8	622.4
판매비	363.7	418.3	456.5	505.2	522.3
영업이익	50.1	12.5	68.9	56.5	100.0
금융손익	11.2	11.7	9.4	13.1	14.4
종속/관계기업손익	31.7	47.0	83.4	89.8	94.3
기타영업외손익	(3.6)	(16.3)	130.2	9.0	0.5
세전이익	89.4	54.9	291.9	168.5	209.2
법인세	31.1	18.3	99.3	42.1	50.2
계속사업이익	58.3	36.6	192.7	126.4	159.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	58.3	36.6	192.7	126.4	159.0
비지배주주지분 손이익	0.9	(3.4)	(17.9)	(11.7)	(14.7)
지배주주순이익	57.5	40.0	210.5	138.1	173.7
지배주주지분포괄이익	78.2	36.8	216.3	141.9	178.4
NOPAT	32.7	8.4	45.5	42.4	76.0
EBITDA	109.1	71.2	119.3	106.7	146.6
성장성(%)					
매출액증가율	3.87	(2.53)	7.07	6.66	9.56
NOPAT증가율	(51.27)	(74.31)	441.67	(6.81)	79.25
EBITDA증가율	(22.57)	(34.74)	67.56	(10.56)	37.39
영업이익증가율	(43.52)	(75.05)	451.20	(18.00)	76.99
(지배주주)순이익증가율	(47.25)	(30.43)	426.25	(34.39)	25.78
EPS증가율	(47.29)	(30.41)	426.19	(34.42)	25.83
수익성(%)					
매출총이익률	27.25	29.11	33.15	33.23	33.60
EBITDA이익률	7.18	4.81	7.53	6.31	7.91
영업이익률	3.30	0.84	4.35	3.34	5.40
계속사업이익률	3.84	2.47	12.16	7.48	8.58

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	845	588	3,094	2,029	2,553
BPS	26,556	26,747	29,498	31,171	33,374
CFPS	2,033	1,538	2,953	1,009	1,486
EBITDAPS	1,604	1,046	1,754	1,568	2,155
SPS	22,323	21,758	23,298	24,849	27,224
DPS	365	382	382	382	382
주가지표(배)					
PER	46.34	80.44	21.53	32.82	26.09
PBR	1.47	1.77	2.26	2.14	2.00
PCFR	19.26	30.75	22.55	66.01	44.82
EV/EBITDA	20.12	38.64	35.78	39.43	28.05
PSR	1.75	2.17	2.86	2.68	2.45
재무비율(%)					
ROE	3.55	2.43	12.10	7.30	8.59
ROA	2.69	1.86	9.49	5.80	6.89
ROIC	4.39	1.11	6.00	5.35	9.31
부채비율	31.61	28.32	27.50	27.15	26.47
순부채비율	(21.59)	(19.62)	(21.60)	(23.11)	(25.43)
이자보상배율(배)	13.66	4.04	27.28	24.94	52.12

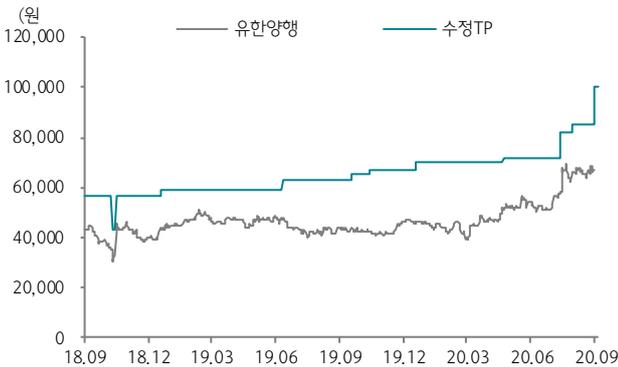
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,111.0	1,117.0	1,220.0	1,311.3	1,442.9
금융자산	475.1	415.2	472.6	517.9	579.0
현금성자산	241.3	274.2	329.5	373.2	431.9
매출채권	343.2	397.1	425.3	453.6	496.9
재고자산	248.9	186.9	200.1	213.5	233.9
기타유동자산	43.8	117.8	122.0	126.3	133.1
비유동자산	1,062.9	1,000.2	1,099.3	1,131.2	1,157.3
투자자산	551.4	565.2	594.0	624.9	669.5
금융자산	151.6	158.1	158.1	158.1	158.1
유형자산	343.3	327.5	323.1	315.2	296.0
무형자산	33.8	28.7	52.7	60.4	61.1
기타비유동자산	134.4	78.8	129.5	130.7	130.7
자산총계	2,173.8	2,117.2	2,319.3	2,442.5	2,600.2
유동부채	349.7	352.2	388.6	409.2	424.8
금융부채	48.4	41.8	38.0	36.2	18.5
매입채무	90.0	110.8	118.6	126.5	138.6
기타유동부채	211.3	199.6	232.0	246.5	267.7
비유동부채	172.4	115.0	111.6	112.3	119.4
금융부채	70.2	49.7	41.7	37.7	37.7
기타비유동부채	102.2	65.3	69.9	74.6	81.7
부채총계	522.1	467.2	500.2	521.5	544.2
지배주주지분	1,641.6	1,646.3	1,833.4	1,947.3	2,097.2
자본금	62.2	65.1	65.1	65.1	65.1
자본잉여금	113.9	111.9	112.4	112.0	112.0
자본조정	(165.1)	(173.5)	(173.5)	(173.5)	(173.5)
기타포괄이익누계액	95.3	97.4	97.4	97.4	97.4
이익잉여금	1,535.4	1,545.4	1,732.1	1,846.4	1,996.2
비지배주주지분	10.1	3.7	(14.3)	(26.2)	(41.2)
자본총계	1,651.7	1,650.0	1,819.1	1,921.1	2,056.0
순금융부채	(356.5)	(323.7)	(392.9)	(444.0)	(522.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	93.5	66.0	141.4	68.6	84.2
당기순이익	58.3	36.6	192.7	126.4	159.0
조정	9	9	(3)	(4)	(4)
감가상각비	59.0	58.7	50.4	50.2	46.6
외환거래손익	(0.6)	(2.3)	6.4	3.8	4.4
지분법손익	(31.6)	(37.6)	(83.4)	(89.8)	(94.3)
기타	(17.8)	(9.8)	23.6	31.8	39.3
영업활동 자산부채변동	(59.1)	(63.9)	(19.4)	(19.6)	(30.0)
투자활동 현금흐름	(58.2)	31.6	(69.6)	4.5	16.1
투자자산감소(증가)	(36.5)	(12.6)	59.6	61.1	50.9
자본증가(감소)	(43.5)	(42.4)	(40.0)	(35.0)	(20.0)
기타	21.8	86.6	(89.2)	(21.6)	(14.8)
재무활동 현금흐름	(51.4)	(67.0)	(35.1)	(30.1)	(41.6)
금융부채증가(감소)	(15.2)	(27.1)	(11.8)	(5.8)	(17.7)
자본증가(감소)	(1.0)	0.8	0.5	(0.4)	0.0
기타재무활동	(13.3)	(17.8)	0.0	(0.0)	(0.0)
배당지급	(21.9)	(22.9)	(23.8)	(23.9)	(23.9)
현금의 증감	(15.3)	32.9	55.2	43.7	58.8
Unlevered CFO	138.3	104.6	200.9	68.6	101.1
Free Cash Flow	47.5	23.2	101.4	33.6	64.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

유한양행



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.9.21	BUY	100,000		
20.8.21	BUY	85,000	-21.87%	-19.18%
20.8.3	BUY	82,000	-20.25%	-15.61%
20.5.13	BUY	72,000	-26.56%	-20.42%
20.1.8	BUY	70,000	-35.63%	-25.71%
19.11.4	BUY	67,012	-35.31%	-29.42%
19.10.9	BUY	65,098	-34.39%	-32.65%
19.7.2	BUY	63,183	-31.75%	-23.94%
19.1.8	BUY	59,354	-21.39%	-14.36%
18.11.5	BUY	56,796	-26.43%	-17.90%
18.10.30	BUY	43,055	-27.02%	-24.25%
18.5.14	BUY	56,796	-27.16%	-20.81%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.76%	8.24%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 9월 18일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 9월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 9월 21일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.