

Eli Lilly and Company

NYSE: LLY — บริษัทยาที่ดีที่สุดในโลก ในราคาที่เรียกร้องความสมบูรณ์แบบ



ถือ ห้ามเพิ่ม → Watchlist

ราคา (2026-07-09)

\$1,216.95

Market cap \$1.146T · 52w \$623.78–
\$1,249.45

E[V] ถ่วงน้ำหนัก 3 ฉากทัศน์

\$762.79

E[V]/P = **0.63** → OVERVALUED · MOS
–37.3%

Trigger ซื้อเพิ่ม

≤ \$610

= E[V] ÷ 1.25 (ห่างจากราคา –50%)

Quality Score (D·E·E·O)

91 / 100

สูงสุดที่กรอบนี้เคยให้ (D4·E5·E5·O4)

Bear / Base / Bull

298 · 765 · 1,222

p = 25/50/25 — Bull ≈ ราคาตลาดพอดี

ROIC vs WACC

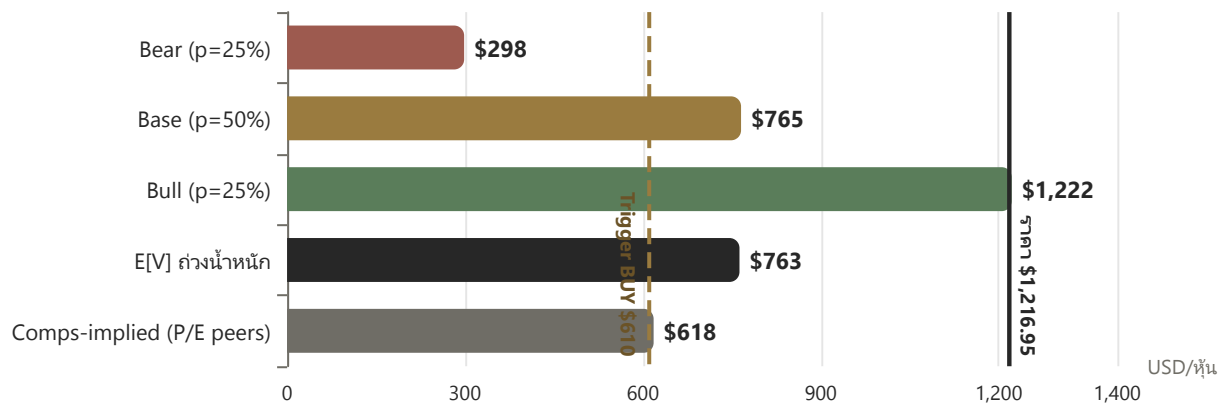
36.9% vs 8.2%

spread +28.7pp · EP ~\$19.9B/ปี

The One Question: ธุรกิจ incretin (tirzepatide + orforglipron) จะรักษา volume × net price × ความทนทาน ได้ในระดับที่ทำให้รายได้โต ~20%+/ปี ไป 5 ปีหรือไม่ — เพราะราคาหุ้นวันนี้ฝัง 23.1% CAGR (รายได้ \$204B ในปี 5) ไว้แล้ว

One-Q Tally: Yes 5 · กลาง 3 · No 3 — ธุรกิจตอบ Yes เกือบทุกด้าน แต่ฝังราคาตอบ No · **Thesis in One Sentence:** หุ้นที่ดีที่สุดในโลกก็ยังขาดทุนได้ ถ้าจ่ายแพงเกินไป

1 Executive Verdict & Valuation Field



กราฟ 1 — ราคาตลาด (เส้นทึบ) สูงกว่าทั้ง E[V], Base DCF และ comps · และเฉพาะกรณี Bull ที่ทุกอย่างเข้าทาง

นี่คือเคสที่การแก้บั๊กของกรอบออกแบออกมาเพื่อ: ถ้ายังใช้ระบบถ่วงน้ำหนักแบบเดิม (Price = 20% ของคะแนน) LLY จะได้ ~80 คะแนน → ● ซื้อเพิ่ม ทั้งที่ DCF บอกว่าแพงกว่ามูลค่า 60% · Hard rule ของ v3+: **Overvalued** → ห้ามได้ ● ไม่ว่า Quality จะสูงแค่ไหน

ปกเลขพาดหัว (กติกาข้อ 11) — "Mounjaro +125% · guide \$82–85B"

ชั้น	สิ่งที่เจอ
Definition	Q1'26: Mounjaro \$8.7B + Zepbound \$4.2B = \$12.9B = 65% ของรายได้ทั้งบริษัท — เป็นโมเลกุลเดียวกัน (tirzepatide) ต่างแค่ฉลาก
Timing	Guide \$82–85B คือปี 2026 · แต่ราคาหุ้นต้องการ \$204B ในปี 5 — ช่องว่างนี้ไม่มีใน guidance ใด ๆ
Concentration	Single-molecule 65% + single-mechanism (GLP-1/GIP) เกือบทั้งการเติบโต; orforglipron ก็ยังเป็น incretin = ความเสี่ยงร่วมของ class
Quality & offsets	บริษัทระบุเอง: volume โต "partially offset by lower realized prices" · ข่าวดีที่ซ่อนอยู่: CagriSema ของ Novo แพ้ head-to-head (23.0% vs Zepbound 25.5%) → moat ระยะกลางแข็งขึ้นจริง

2 Variant Perception — จุดที่เราไม่เห็นด้วยกับตลาด

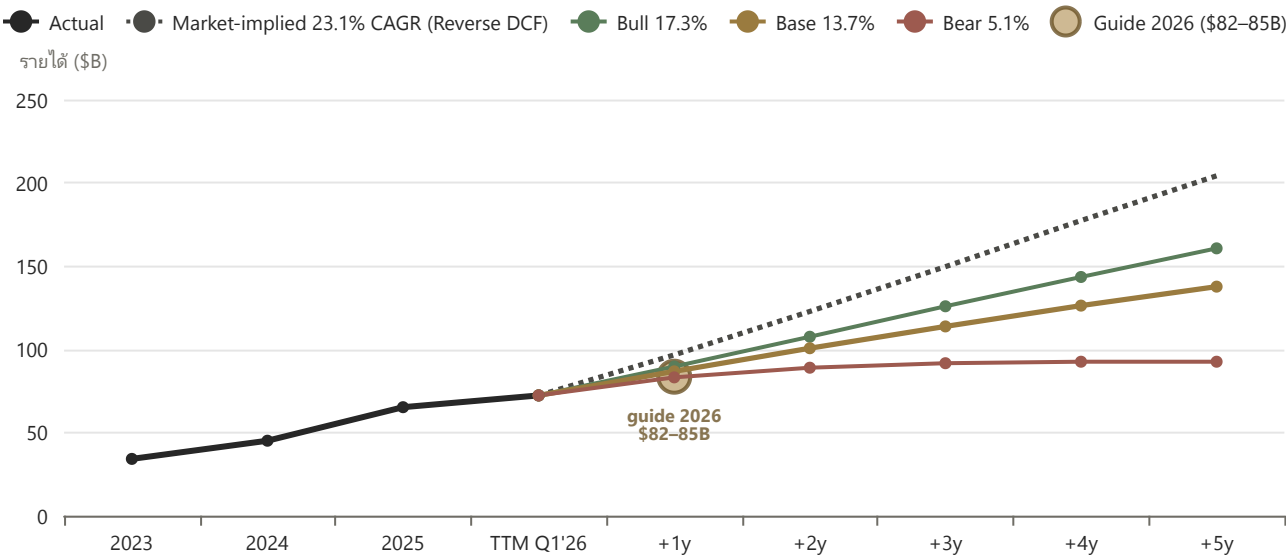
ฝั่ง	ความเชื่อ (ตัวแปร + ค่า)	หลักฐานที่แข็งที่สุด (steelman)
ตลาด	รายได้โต 23.1% CAGR 5 ปี → \$204B (หรือถ้าโตตาม Base เรา ต้องมี stable margin 60%)	(1) Q1'26 โต 56% และ guide ถูกยกขึ้นอีก \$2B (2) CagriSema แพ้ head-to-head → LLY ครองตลาด obesity เดี่ยว (3) orforglipron = ยากิน ขยาย TAM + ผลิต scale ง่ายกว่าเข็ม (4) TAM obesity ประเมิน \$100–150B ปี 2030 (5) analyst median target \$1,251 · Morgan Stanley \$1,347
เรา	รายได้โต 13.7% CAGR → \$137B · stable operating margin 42%	(1) Base rate: บริษัทรายได้ >\$70B ที่โต ≥20%/ปี ต่อเนื่อง 5 ปี แทบไม่มีในประวัติศาสตร์ (2) บริษัทยอมรับเองว่า realized price ลดลงแล้ว (3) TrumpRx/Medicare — semaglutide เข้า negotiation แล้ว tirzepatide คิวถัดไป (4) generic entry ตามทะเบียน: Zepbound 2027-12-20, Mounjaro 2028-12-19 (compound patent ถึง 2036) (5) capex/D&A 4.2× → FCF conversion เหลือ 47%

ช่องว่างนี้คือทั้งหมดของรายงาน: ถ้าตลาดถูก มูลค่า ≈ \$1,222 (Bull) · ถ้าเราถูก มูลค่า ≈ \$765 (Base) · ราคาวันนี้ \$1,217 = ตลาดถูกเกือบ 100%

Resolvers — data point ที่จะตัดสิน

#	Data point	ออกเมื่อ	เกณฑ์อ่านค่า
R1	รายได้ Q2'26 + การปรับ guide	~ต้น ส.ค. 2026	ยกทะลุ \$85B → ตลาดถูก · คง/ลด → เราถูก
R2	Net price / gross-to-net ของ incretin	Q2'26, Q3'26 call	erosion <5% YoY → ตลาดถูก · >10% → เราถูก
R3	Guidance 2027	~ปลาย ม.ค./ก.พ. 2027	growth ≥20% → ตลาดถูก · <15% → เราถูก + ไก่ Killer #1
R4	รายชื่อ Medicare negotiation รอบถัดไป	~ก.พ. 2027	tirzepatide ไม่ติด → ตลาดถูก · ติด → เราถูก + Killer #3

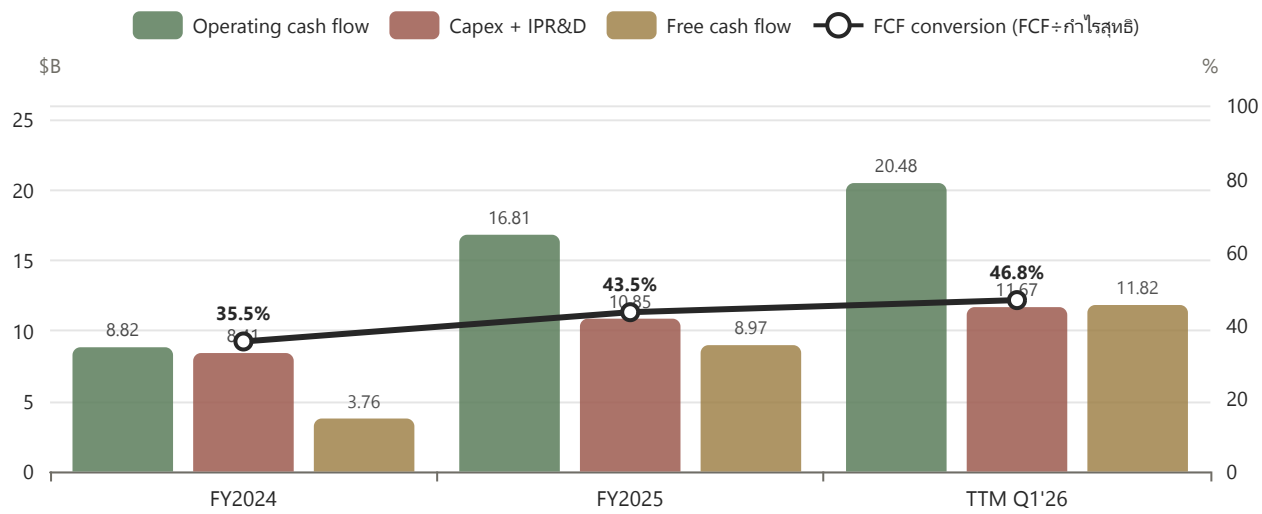
One-Q: No — ตัวเลขที่ราคาฝั่งไว้สูงกว่าที่ธุรกิจ (ที่ยอดเยียมอยู่แล้ว) น่าจะส่งมอบได้



กราฟ 2 — เส้นประเข้มคือรายได้ที่ราคาตลาดเรียกร้อง (\$204B ในปี 5) · จุดทองคือ guidance จริงของบริษัทปี 2026 · ช่องว่างระหว่างเส้นประกับเส้นทอง (Base) คือ variant perception

3 DEEP+O Quality Score — 91/100 (สูงสุดเท่าที่กรอบนี้เคยให้)

มิติ	นน.	คะแนน	ถ่วง	เหตุผล + One-Q
D — Demand	30%	4	24	TAM มหาศาลและ underpenetrated; แต่ concentration สุดขั้ว (tirzepatide 65%) และ pricing power ถูกทดสอบจริง · One-Q: กลาง — volume ใช้ / price ไม่ใช่
E — Execution	25%	5	25	ชนะ head-to-head, อนุมัติ orforglipron ตามกำหนด, ยก guide, สร้าง pre-launch inventory \$1.5B · One-Q: Yes
E — Economics	30%	5	30	ROIC 36.9% vs WACC 8.22% = spread 28.7pp · EP \$19.9B/ปี · ND/EBITDA 1.13× · จุดอ่อนเดียว: FCF conversion 47% · One-Q: Yes — economics ระดับตำนาน
O — Optionality	15%	4	12	orforglipron, retatrutide, Kisunla, pipeline หนา — แต่ตลาด price ไปเยอะแล้ว · One-Q: กลาง — มี option จริง แต่จ่ายไปแล้ว
รวม			91	ชั้น: สูง (≥70)



กราฟ 3 — เครื่องยนต์แรงจริง (OCF โตเท่าตัว) แต่บิลก็โตตาม: capex + IPR&D กินเกือบทั้งหมด → FCF conversion ยังแค่ 47% ของกำไรสุทธิ

4

Valuation Verdict — OVERVALUED ·

5

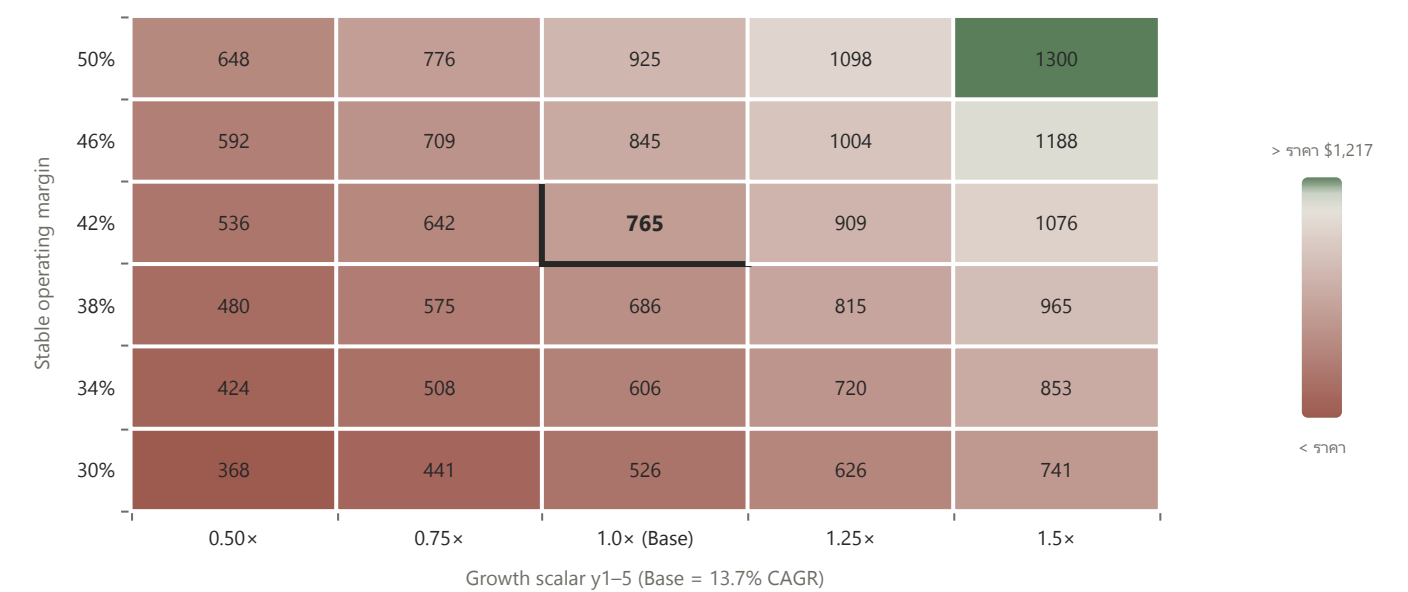
Decision Matrix

Scenario	Assumption deltas หลัก	Value/share	p
Bear	growth 15→0% (patent/pricing shock) · margin ไหลลง 33% · S/C 1.8→1.6 · WACC 8.72→9.0% · g∞3.0 · ROIC∞12%	\$298.49	25%
Base	growth 20→9% (13.7% CAGR) · margin 44→42% · S/C 2.3→2.5→2.2 · WACC 8.22→8.5% · g∞3.5 · ROIC∞18%	\$765.45	50%
Bull	growth 24→12% (17.3% CAGR) · margin ไต่ 47% · S/C 2.6→2.9→2.6 · WACC 7.97→8.25% · g∞4.0 · ROIC∞22%	\$1,221.78	25%
E[V] · MOS −37.3% · comps-implied \$618 (spread 21% — ไม่ conflict) · Robustness: bear 35/bull 20 → \$693 (0.57) · bear 15/bull 35 → \$855 (0.70) — ยัง Overvalued ทั้งสองทาง		\$762.79	100%

Guardrails ผ่านทุกฉาก: $g_{\infty} \leq r_f 4.54\%$ · terminal reinvestment = $g/ROIC = 19.4 / 25.0 / 18.2\%$ · tax → marginal 21% · **Cost of capital:** bottom-up beta 0.89 (Damodaran, Drugs/Pharma, ม.ค. 2026, n=228) relevered D/E 3.8% → 0.917 → CoE 8.37%, WACC 8.22% (regression beta ของ LLY = 0.51 จะให้ CoE เพียง 6.7% และต้นทุนค่าขึ้นแรง — เราเลือก bottom-up ตามกติกา v4 เพราะ regression beta ของหุ้น momentum แรงแม้ต่ำเกินไปจริง)

Quality \ Valuation	Undervalued (≥ 1.25)	Fair	Overvalued (≤ 0.80)
สูง (≥ 70) ← LLY 91	🟢 ซื้อเพิ่ม	🟡 ถือ / รอจังหวะ	→ 🟡 ถือ ห้ามเพิ่ม → watchlist ←
กลาง (45–69)	🟡 เช็ค value trap	🟡 ถือ	🔴 ลดน้ำหนัก
ต่ำ (<45)	🔴 สงสัย value trap	🔴 ขาย	🔴 ขาย

One-Q: No — ทุกเส้นทางมูลค่า ยกเว้น bull สุดขั้ว อยู่ต่ำกว่าราคา



กราฟ 4 — เกือบทั้งตารางเป็นสีแดง (ต่ำกว่าราคา \$1,217) · ต้องไปมุมขวาบนสุด (margin 50% + growth 1.5x) ถึงจะเกินราคา — สองแกนนี้คือสองขาของ One Question

Reverse DCF — ราคานี้เรียกร้องอะไร: ตรึง margin/S-C/WACC ของ Base แล้ว solve → **growth scalar 1.685x** → รายได้โต $y_{1-5} = 33.7 / 27.0 / 21.9 / 18.5 / 15.2\% = \text{CAGR } 23.1\%$ → **\$204B ในปีที่ 5** · หรืออีกทาง: ถ้าโตตาม Base ราคานี้ต้องการ **stable operating margin 60.0%** (TTM จริง 43.6%) · **Reality check:** \$204B ≈ รายได้ Pfizer + Merck + AbbVie รวมกันในวันนี้ *One-Q: No*

Option-adjusted: EV_core (Base) ≈ \$721B · EV ตลาด \$1,181B → ส่วนต่าง ~\$460B คือมูลค่าที่ตลาดให้ **option ทั้งหมด** (orforglipron scale-up, retatrutide, TAM expansion, Alzheimer's) — ใหญ่กว่า market cap ของ Novo Nordisk ทั้งบริษัท *One-Q: No* — option มีจริง แต่ราคาที่สูงเกินไป

Credit Module: ไม่ activate — FCF TTM +\$11.8B · ND/EBITDA 1.13x · capex/OCF 0.42 · **Moody's Aa3, outlook** → **positive** (2025-12-12) · S&P A+ [ต้อง verify outlook ล่าสุด] → งบดุลไม่ใช่ประเด็นของหุ้นตัวนี้ *One-Q: Yes* — เงินทุนไม่ใช่ข้อจำกัด

Risk	รุนแรง	โอกาส	Score	หมายเหตุ
Valuation / expectation risk	5	4	20	ราคาฝั่ง bull case เต็ม — miss เล็กน้อยก็ de-rate แรง
Pricing / policy (Medicare, TrumpRx, gross-to-net)	4	4	16	บริษัทยอมรับแล้วว่า realized price ลดลง
Concentration — tirzepatide 65% ของรายได้	5	2	10	class-wide safety event = tail risk
Competition — Novo, amylin, oral รุ่นถัดไป	3	3	9	CagriSema แพ้แล้ว แต่ห่วย่ายยาว
Execution / supply — scale orforglipron	2	2	4	ทำได้ดีมาตลอด

One-Q: No — ความเสี่ยงอันดับ 1 ไม่ใช่ธุรกิจ แต่คือราคา

Killers (เกิดแล้ว exit): (1) growth <15% ×2Q → row1 · (2) margin <38% ×2Q → row2 · (3) tirzepatide ติด Medicare negotiation / ตีลด net price >15% → row4 · (4) guide 2027 <15% → row3 · (5) class-wide safety signal ของ GLP-1/GIP → row6 · *One-Q: กลาง — killers ส่วนใหญ่เกี่ยวกับ "ความเร็ว" ไม่ใช่ "การอยู่รอด"*

#	Metric	ค่าปัจจุบัน (as-of 2026-07-10)	ทิศที่ Base คาด	เส้นตาย Bear	ผูกกับ
1	Revenue growth YoY	+56% (Q1'26)	เฟดหา ~20% ปีแรก แล้ว teens	<15% ×2Q	K1, R1
2	Operating margin	43.6% TTM	ย่อนุ่ม ๆ สู่ 42%	<38% ×2Q	K2, R2
3	Guidance FY	\$82–85B (ยก 2026-04-30)	ไม่ลด; 2027 โต ≥15%	2027 <15%	K4, R3
4	Net price / gross-to-net	ลดลง (บริษัทยอมรับ Q1'26)	erosion 5–8%/ปี	>10%/ปี หรือเข้า negotiation	K3, R2, R4
5	FCF conversion (FCF÷กำไรสุทธิ)	47% (\$11.8B/\$25.3B)	ฟื้น >60% เมื่อ capex peak	<40% ต่อเนื่อง	Sens axis
6	tirzepatide % ของรายได้	65% (Q1'26)	ลดเมื่อ orforglipron scale	>70% + safety signal	K5
7	S/C rolling (ΔRev ÷ reinvestment)	2.27 (FY25)	≥2.2	<1.8 ต่อเนื่อง	Sens axis
8	Credit (ND/EBITDA, outlook)	1.13× · Moody's Aa3 positive	คงที่	ND/EBITDA >2 → activate	Credit

รอบเช็ครัดไป: งบ Q2'26 ~ต้น ส.ค. 2026 (Resolver R1 + R2) — ตารางนี้ออกแบบให้ scheduled agent อ่านต่อได้ทันที

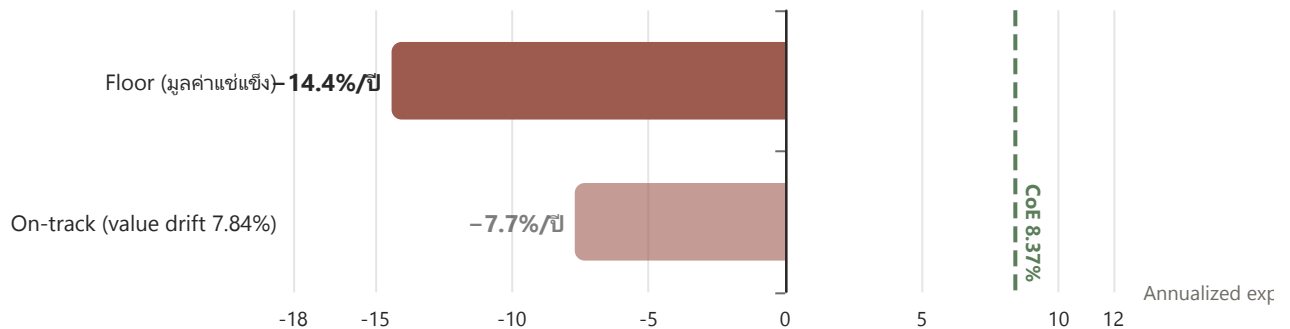
10) Catalysts Map (12–24 เดือน)

ช่วง	Catalyst	Metric ที่จะขยับ
~ต้น ส.ค. 2026	งบ Q2'26 = R1 + R2	growth, net price, guide
ปลาย 2026	FDA ตัดสิน CagriSema ของ Novo	competitive intensity
ต.ค.–พ.ย. 2026	งบ Q3'26 + trajectory ของ orforglipron	mix, margin
~ก.พ. 2027	Guidance 2027 (R3) + รายชื่อ Medicare negotiation (R4)	จุดตัดสิน Base vs Bull
2027-12-20	วันเร็วสุดตามทะเบียนสำหรับ generic Zepbound	LOE narrative

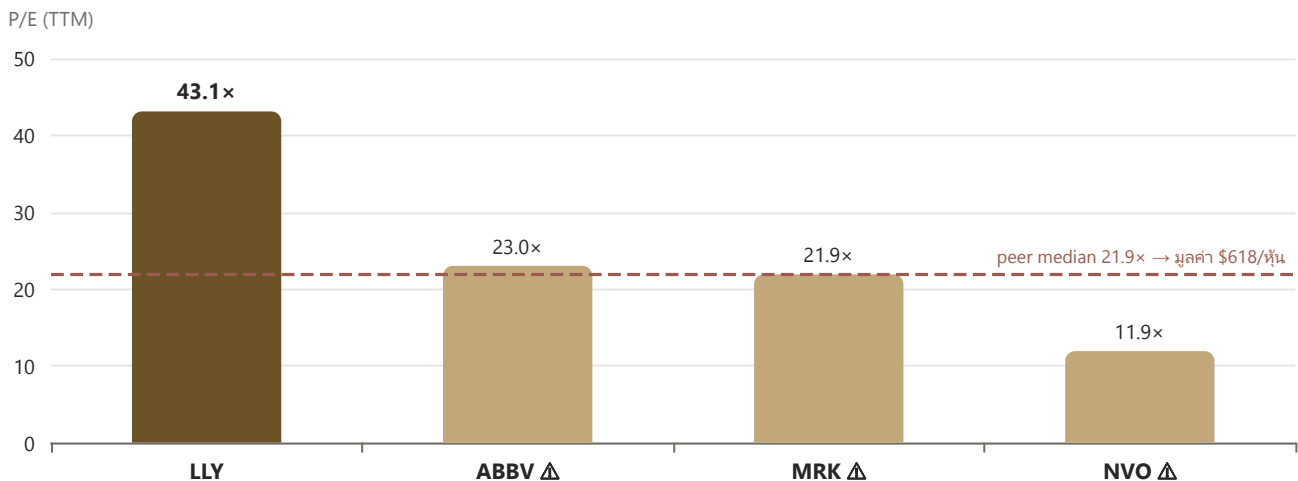
11 Underwriting Checklist & Return Math

ต้องเชื่อ 5 ข้อนี้ถึงจะซื้อที่ \$1,216.95:

1. รายได้โต $\geq 23\%$ ต่อปีไปห้าปี (ไม่ใช่ 14%) $\rightarrow$ \$204B ในปี 2031
2. หรือ operating margin ยืนที่ **60%** — ระดับที่ไม่เคยมีบริษัทยาขนาดนี้ทำได้
3. Medicare / TrumpRx จะไม่กด net price ของ tirzepatide อย่างมีนัย
4. Generic / biosimilar ไม่แตะแฟรนไชส์ก่อน 2031
5. ยอมรับว่า **expected return ติดลบ** ถ้าโลกเดินตาม Base



กราฟ 6 — แม้แต่ชอบ on-track (มูลค่าเติบโตตาม cost of equity ระหว่างรอ) ผลตอบแทนคาดหวัง 3 ปีก็ยังติดลบ และห่างจาก hurdle 8.37% มาก



กราฟ 5 — LLY เทรดที่ 43.1x เกือบสองเท่าของ peer median · ส่วนต่างนี้มีเหตุผล (โตเร็วกว่ามาก) แต่ comps-implied (\$618) กับ DCF (\$763) ต่างกันแค่ 21% = ไม่ conflict ทั้งคู่ต่ำกว่าราคา

Horizon	Floor (มูลค่าแช่แข็ง)	On-track (value drift $g_v = \text{CoE} - \text{div yield} = 7.84\%$)	เทียบกับ CoE 8.37%
3 ปี	-14.4%/ปี	-7.7%/ปี	ต่ำกว่า hurdle ทั้งสองขอบ
5 ปี	-8.9%/ปี	-1.8%/ปี	ยังต่ำกว่า hurdle

Uncertainty Class: HIGH ($V_{\text{bull}}/V_{\text{bear}} = 4.09\times$) — การแปลงเป็นขนาดไม่เป็นหน้าที่ PM · เงินจริงต้องผ่าน Real-Money Protocol

Entry Framework (Section 12): ไม่ได้ทำ — เป็น opt-in ตามสเปค และรอบนี้ไม่มีข้อมูลราคาย้อนหลัง/MA (FMP quote endpoint ถูกจำกัดสิทธิ์)

13 One-Pager

Eli Lilly คือบริษัทยาที่ทำผลงานดีที่สุดในโลกตอนนี้ ไม่ใช่ค่าชม แต่เป็นสิ่งที่ตัวเลขบอก: ปีที่แล้วรายได้โต 45 เปอร์เซนต์ ไตรมาสล่าสุดโต 56 เปอร์เซนต์ ยาลดน้ำหนักและเบาหวานสองตัวของบริษัท ซึ่งจริง ๆ คือสารตัวเดียวกันแต่คนละฉลาก ทำรายได้รวมกันเกือบสองในสามของทั้ง

บริษัท คู่แข่งที่ใกล้เคียงที่สุดอย่าง Novo Nordisk เพิ่งแพ้การทดลองเปรียบเทียบตรง ๆ และเมื่อเดือนเมษายนที่ผ่านมา Lilly ก็เพิ่งได้อนุมัติยาลดน้ำหนักแบบเม็ดตัวแรกของโลก ผลตอบแทนต่อเงินลงทุนของบริษัทอยู่ที่เกือบ 37 เปอร์เซ็นต์ ขณะที่ต้นทุนเงินทุนอยู่แค่ 8 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งเป็นช่องว่างที่กว้างที่สุดที่กรอบวิเคราะห์นี้เคยเจอ เราให้คะแนนคุณภาพธุรกิจ 91 เต็ม 100 สูงที่สุดเท่าที่เคยให้มา แล้วปัญหาย่อยตรงไหน อยู่ที่ราคาเมื่อเราถอดรหัสราคาหุ้นที่ 1,217 ดอลลาร์ออกมาเป็นสมมติฐาน มันบอกว่าการลงทุนกำลังคาดหวังให้บริษัทที่มีรายได้ 72,000 ล้านดอลลาร์ต่อปี เติบโตปีละ 23 เปอร์เซ็นต์ต่อหนึ่งห้าปี จนรายได้แตะ 204,000 ล้านดอลลาร์ ซึ่งมากกว่ารายได้ของ Pfizer กับ Merck รวมกันในวันนี้ หรือไม่ต้องมีอัตราค่าโรชั่นปฏิบัติการ 60 เปอร์เซ็นต์ ระดับที่ไม่เคยมีบริษัทขนาดนี้ทำได้ ในขณะที่บริษัทเองยอมรับในไตรมาสล่าสุดว่ายอดขายโตด้วยปริมาณ แต่ราคาที่ขายได้จริงกำลังลดลงจากแรงกดดันของรัฐบาลและการแข่งขัน เมื่อเราสร้างแบบจำลองกระแสเงินสดสามฉากทัศน์ ได้มูลค่าที่ 298 ดอลลาร์ในกรณีเลวร้าย 765 ดอลลาร์ในกรณีฐาน และ 1,222 ดอลลาร์ในกรณีที่ทุกอย่างเข้าทาง สังเกตว่ากรณีดีที่สุดเท่ากับราคาตลาดพอดี แปลว่าราคาวัดนี้ไม่เหลือส่วนเผื่อความปลอดภัยแม้แต่บาทเดียว ข้อสรุปจึงไม่ใช่ว่าบริษัทนี้ไม่ดี แต่คือหุ้นที่ดีที่สุดในโลกก็ยังขาดทุนได้ถ้าจ่ายแพงเกินไป ค่าตัดสินคือถือได้ถ้ามีอยู่แล้ว ห้ามซื้อเพิ่ม และเก็บไว้ใน watchlist โดยจุดที่กรอบนี้จะเปลี่ยนเป็นสัญญาณซื้อคือราว 610 ดอลลาร์ หรือเมื่อบริษัทพิสูจน์ว่ารายได้จะโตเกิน 20 เปอร์เซ็นต์ต่อไปได้จริงพร้อมกับราคาขายที่ไม่ถูกกดลง ตัววัดตัวแรกจะออกในไตรมาสหน้าต้นเดือนสิงหาคมนี้

14 แหล่งอ้างอิง (เปิดจริงทั้งหมด, 2026-07-10)

- (1) เอกสารบริษัท — primary source: SEC EDGAR XBRL Company Facts CIK 0000059478 (revenue, EBIT, tax, OCF, capex, D&A, debt, equity, shares ทุกตัว) · Lilly Q1 2026 press release (investor.lilly.com) · 8-K Q1'26 (sec.gov)
- (2) ข้อมูลตลาด: FMP MCP profile-symbol LLY (price, market cap, beta, dividend) · treasury-rates 10Y 4.54% (2026-07-09) · ⚠ FMP statements/analyst/quote endpoints ถูกจำกัดสิทธิ์สำหรับ LLY → ใช้ EDGAR แทนตาม Source Ladder
- (3) Damodaran Online: Betas by Sector — Drugs (Pharmaceutical) unlevered 0.89 / levered 0.98, n=228, ม.ค. 2026 · Implied ERP 4.18% (2026-07-01)
- (4) ข่าว/พัฒนาการ: Pharmaceutical Technology & CNBC (Q1'26 + guidance raise) · AJMC (FDA approves orforglipron/Foundayo, 2026-04-01) · FiercePharma (\$1.5B pre-launch inventory) · CNBC & STAT (CagriSema แพ้ head-to-head 23.0% vs 25.5%) · DrugPatentWatch (Mounjaro/Zepbound patents) · ⚠ Peer P/E (NVO 11.9× · MRK 21.9× · ABBV 23.0×) จากเว็บการเงิน ไม่ใช่ primary · ⚠ analyst target median ~\$1,251 (MarketBeat), MS \$1,347
- (5) Credit: Moody's affirms Aa3, outlook → positive (2025-12-12) via cbonds / Investing.com
- Data Completeness Gate: ❌ ในข้อ 1–8 = 0 → ไม่ติด Confidence cap · ❌ ที่มี: management comp (DEF 14A), short interest/13F, ESG