

셀트리온 (068270)

이제 렉키로나주에 대해 가치를 부여해야

렉키로나주 유럽 EMA의 Rolling Review 개시

셀트리온은 현지시각 기준 2월 24일 유럽 EMA 산하 약물사용자문위원회(CHMP)에서 COVID19 치료제인 렉키로나주(성분명, Regdanvimab)의 Rolling Review를 개시했다고 공시했다. 셀트리온은 1월 13일 발표했던 렉키로나주의 임상 2상 결과를 기반으로 Rolling Review를 위한 자료를 제출하였으며, CHMP로부터 허가신청을 위한 검증과 평가를 받을 예정이다. Rolling Review 검토 후 렉키로나주의 COVID19의 치료효과와 안전성이 입증되면 임상 3상이 완료되기 전 유럽 시장에서 시판할 수 있게 된다. 코로나19 바이러스 팬데믹으로 현재 유럽에서는 화이자/바이오엔텍, 모더나, 아스트라제네카, 존슨앤존슨 백신이 Rolling Review를 통해 조건부 허가를 획득했으며, 치료제로서는 길리어드사의 렘데시비르가 작년 6월 25일에, 2월 26일에는 리제네론사의 항체 치료제인 REGN-COV2가 Rolling Review를 통해 조건부 허가를 획득하였다.

렉키로나주의 글로벌 진출의 시작점

1월 13일 셀트리온은 렉키로나주의 임상 2상 결과를 공개하였으나, 효능에 대한 의구심과 글로벌 시장 진출에 대한 불확실성으로 인해 5거래일 연속 하락하며 주가는 발표 전 대비 18.5% 하락했다. 렉키로나주가 국내에서 조건부 허가를 승인 받아 시판된다 하더라도 셀트리온의 실적 개선 효과를 기대하기 어렵기 때문이다. 그러나 미국이나 유럽 시장에서 렉키로나주가 시판된다면 셀트리온은 올해 큰 폭으로 실적이 증가할 수 있을 것으로 기대된다. 2월 말 미국 정부는 일라이릴리사가 개발한 COVID19 항체 카테일 치료제(bamlanivimab+etesevimab) 10만 도즈를 2억 1,000만 달러에 구매했다. 도즈 당 2,100달러(한화 약 235만원)에 구매한 것이다. 옵션 계약으로 11월 25일까지 약 110만 도즈를 추가로 구매, 올해 일라이릴리사는 COVID19 치료제 매출만으로 2.52B 달러(한화 약 2조 8,280억원) 규모를 달성할 수 있을 것으로 예상된다. 결국 환자 수가 많고 의약품 가격이 높게 책정되는 미국이나 유럽시장 진출에 성공한다면 렉키로나주의 매출은 기존 바이오시밀러와는 감히 비교할 수 없을 만큼 큰 규모가 예상된다.

렉키로나주의 가치는?

셀트리온사가 4분기 시장의 기대치에 부응하지 못한 어닝쇼크한 실적을 시현한 이유 중 하나는 바로 렉키로나주 생산에 의한 것이었다. 아직 회사 측에서는 구체적인 생산 규모나 가격을 언급하지는 않으나, 올해 150~300만명 분으로 가격은 대략 일라이릴리의 40% 수준인 100만원 선에서 결정된다면 올해 렉키로나주 매출은 1.5~3조원이라는 기존 셀트리온의 연간 매출액에 맞먹는 규모로 추정될 수 있다. 이의 또한 자체 개발해서 생산한 신약이라는 점에서 50%의 영업이익률을 그대로 적용한다면 1조원 가까운 이익 달성이 가능할 것으로 예상된다. 다만 코로나19 팬데믹이 지속 가능한 상황은 아니며, 백신 개발로 향후 환자 수가 급격히 감소할 것이라고 보는 시각도 존재해 이에 대한 밸류에이션 논란은 발생할 수 있다. 그러나 독감백신이 존재한다고 독감바이러스 치료제인 타미플루가 안 팔리는 것은 아니다. 백신이 개발된다 하더라도 감염병 환자들은 발생하기 마련이며, 이에 대한 치료제는 필요하다. 렉키로나주에 대해 10.6조원의 가치를 부여, 셀트리온의 목표주가를 39만원으로 상향 조정한다. 지금은 렉키로나주 가치를 부여 셀트리온에 대해 저점 매수 해야 할 시점이다.

Update

BUY

TP(12M): 390,000원(상향) | CP(3월 2일): 291,500원

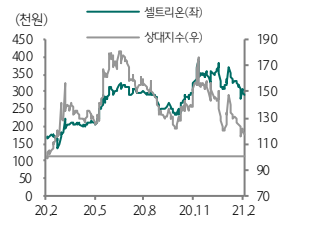
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,043.87
52주 최고/최저(원)	396,240/137,481
시가총액(십억원)	39,360.6
시가총액비중(%)	1.87
발행주식수(천주)	137,703.4
60일 평균 거래량(천주)	1,932,781.0
60일 평균 거래대금(십억원)	674.4
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	21.19
주요주주 지분율(%)	
셀트리온홀딩스 외 68 인	22.79
국민연금공단	7.91
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(18.0) (1.2) 69.6
상대	(16.6) (23.3) 11.6

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,873.8	2,398.1
영업이익(십억원)	773.2	978.2
순이익(십억원)	600.9	767.7
EPS(원)	4,462	5,628
BPS(원)	24,977	30,237

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020P	2021F	2022F
매출액	십억원	982.1	1,128.5	1,849.1	2,108.3	2,429.9
영업이익	십억원	338.7	378.1	712.1	889.0	1,070.7
세전이익	십억원	317.7	378.6	650.7	893.2	1,075.3
순이익	십억원	261.8	297.6	511.3	692.2	830.2
EPS	원	1,914	2,168	3,717	5,027	5,759
증감률	%	(31.72)	13.27	71.45	35.24	14.56
PER	배	109.04	81.99	96.58	59.18	51.66
PBR	배	10.81	8.22	14.15	9.79	8.95
EV/EBITDA	배	60.17	43.21	55.85	38.01	31.88
ROE	%	10.84	11.19	16.74	18.90	18.77
BPS	원	19,299	21,630	25,365	30,396	33,246
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

셀트리온 목표주가 상향

목표주가 390,000원(상향), 투자의견 BUY

목표주가 390,000원(상향)
투자의견 BUY

셀트리온에 대해 목표주가 390,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지한다. 영업가치 산정방식은 기존과 동일 2021년 순이익 추정치에 PER 60배를 부여하였다. PER 60배 부여 근거는 1993년부터 1997년까지 1st 제네릭 출시로 영업이익이 매년 20% 증가했었던 당시 테바사의 PER이 평균 37배 수준이었던 점을 감안, 셀트리온의 주요 비즈니스인 바이오시밀러의 경우 제네릭의약품보다 시장 플레이어 수가 적고, 고성장이 가능한 비즈니스라는 점을 고려하였다. 여기에 최근 유럽 EMA에서 셀트리온이 제출한 렉키로나주의 rolling review가 개시되었다는 것은 렉키로나주의 조건부 판매 가능성이 높아졌음을 의미, 렉키로나주의 가치를 반영하였다. 가정은 셀트리온은 올해 1) 약 200만명분의 렉키로나주를 생산하고 2) 도즈 당 가격은 일라이릴리사의 40% 수준인 100만원으로 가정하였다. 2020년 기준 셀트리온사의 당기순이익률은 33%인데 렉키로나주는 신약이라는 점을 감안, 3) 매우 보수적으로 40%를 부과 약 8,000억원 규모의 순이익이 발생한다고 가정하였다. 코로나19 진단키트처럼 렉키로나주 판매는 일회성에 그칠 것이라는 우려가 존재해 밸류에이션 상 5~60배와 같은 고밸류를 부과하기는 어렵다. 코스피 평균 PER을 그대로 적용하여 렉키로나주의 가치를 10.6조원 규모로 산정하였다.

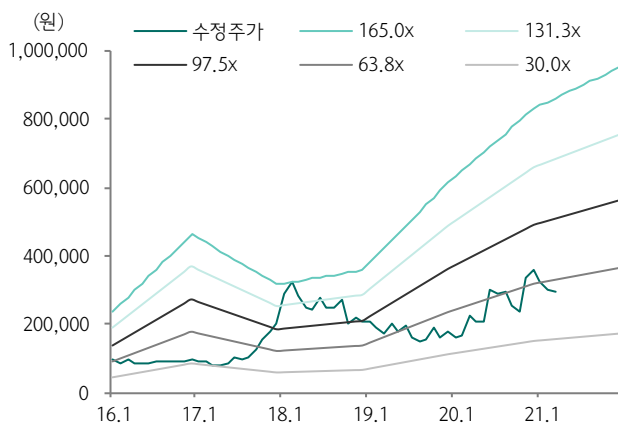
표 1. 셀트리온 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
영업가치	42,177.0	
2021년 순이익 추정치	703.0	
P/E	60	과거 테바사의 PER 참조
렉키로나주 가치	10,640	
자사주(1,000주)	404.6	3개월 평균 주가
순부채	(727.3)	
적정자본가치	53,948.9	
주식 수(1,000주)	137,703	
적정주가	391,776	

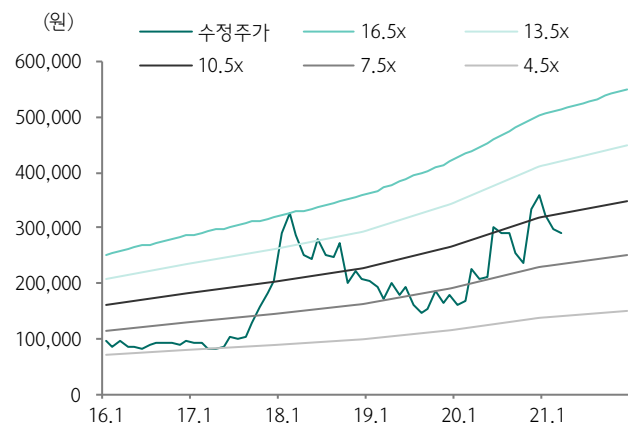
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온 주가차트와 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온 주가차트와 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

표 2. 미국과 유럽 규제기관에서 허가 받은 COVID19 치료제 및 백신

회사명	약물명	FDA		EMA	
		EUA 신청일	승인일	Rolling Review 개시일	승인일
치료제					
길리어드	Remdesivir	2020-03-25	2020-05-01	2020-04-30	2020-06-25
일라이릴리	Bamlanivimab	2020-10-06	2020-11-09		
	Bamlanivimab+Etesevimab 병용투여	2020-11-16	2021-02-09	2021-02-04	
리제네론	Casirivimab+Imdevimab 병용투여	2020-10-07	2020-11-22	2021-02-01	2021-02-26
셀트리온	Regdanvimab			2021-02-24	
백신					
화이자/바이오애크	BNT162b2	2020-11-20	2020-12-11	2020-10-06	2020-12-21
모더나	mRNA-1273	2020-11-30	2021-12-18	2020-11-16	2021-01-06
아스트라제네카/옥스퍼드대	AZD1222			2020-10-01	2021-01-29
큐어백	CVnCoV			2021-02-12	
노바백스	NVX-CoV2373	2Q21 예정		2021-02-03	
존슨앤존슨 (얀센)	JNJ-78436735	2021-02-04	2021-02-27	2020-12-01	2021-02-16

자료: 하나금융투자

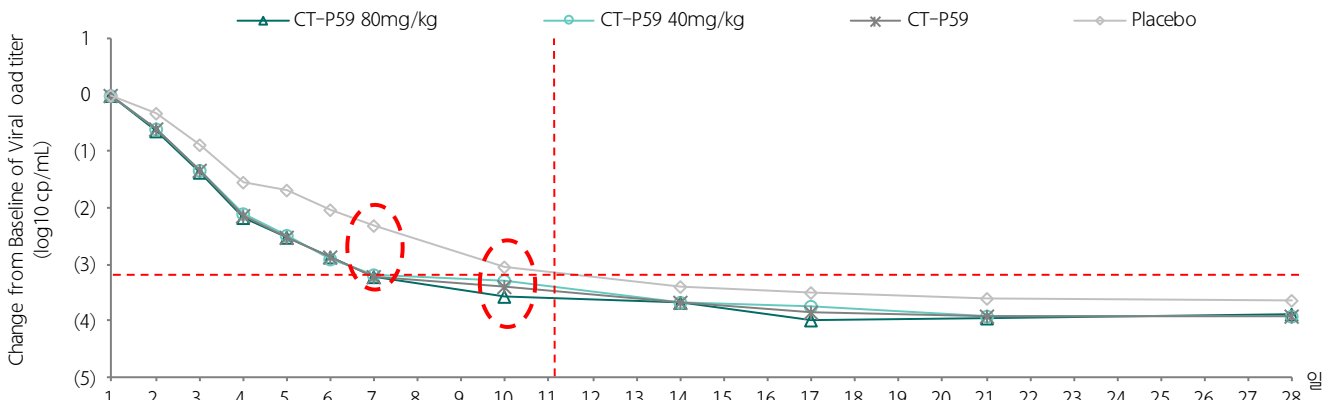
표 3. 미국 정부가 구매한 항체치료제 규모

(단위: 도즈, 백만 달러, 달러)

회사명	약물명	미 정부 수주				비고
		날짜	규모	가격	도즈당 가격	
일라이릴리	Bamlanivimab	2020-10-27	300,000	375	1,250	- 2020년 12월~2021년 1월 인도 - 2020년 10월 27일 맺은 계약에 대한 옵션 계약에 따른 수주
		2020-12-02	650,000	813	1,250	
	2021-01-26	500,000	625	1,250		
리제네론	Bamlanivimab+Etesevimab 병용투여	2021-02-26	100,000	210	2,100	- 2021년 3월까지 인도 예정 - 동일한 계약 조건으로 2021년 11월 25일까지 110만 도즈 추가 구매 계약 옵션
		Casirivimab+Imdevimab 병용투여	2020-07-06	300,000	450	
	2021-01-12	1,250,000	2,625	2,100	- 2021년 상반기까지 인도 예정	

자료: 하나금융투자

그림 3. Mean(±SE) Change from Baseline of Viral Load titer (Log10 scale, 전체 환자)



자료: 셀트리온, 하나금융투자

표 4. 제 14일까지 임상적 회복에 걸린 시간

구분	전체 환자	중등증 환자 (폐렴 동반)	50세 이상의 중등증 환자
위약군 회복 기간	8.8일	10.8일	13.0일
CT-P59 회복 기간 (40mg/kg 치료군)	5.4일	5.7일	6.6일
치료군 단축 회복기간	3.4일 단축	5.1일 단축	6.4일 이상 단축

자료: 셀트리온, 하나금융투자

표 5. 제 28일까지 코로나-19 바이러스 감염으로 인해 입원, 산소 치료 요법을 요하거나 또는 사망한 시험 대상자 비율

	CT-P59 40mg/kg (N=101)	CT-P59 80mg/kg (N=103)	CT-P59 Total (N=204)	Placebo (N=103)
전체 환자	4/101 (4.0)	5/103 (4.9)	9/204 (4.4)	9/103 (8.7)
p-value	0.2513	0.4073	0.1962	
중등증 (폐렴 동반)	4/62 (6.5)	5/63 (7.9)	9/125 (7.2)	9/57 (15.8)
p-value	0.1426	0.2558	0.1055	
50세 이상의 중등증 환자	3/40 (7.5)	4/40 (10.0)	7/80 (8.8)	9/38 (23.7)
p-value	0.0626	0.1343	0.0418*	

*: Nominal significance

자료: 셀트리온, 하나금융투자

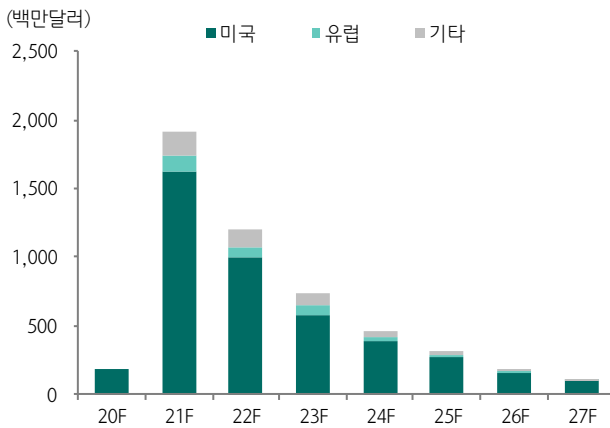
표 6. COVID19 항체치료제 비교

	리제네론	일라이릴리	셀트리온
성분명	casirivimab과 imdevimab	bamlanivimab	Regdanvimab
임상결과 분석 대상 인원	275명	452명	307명
임상대상	18세 이상 증상이 있는 외래환자	경증 및 중증도의 외래환자 이중 70%는 고위험군 환자(65세 이상 고령이거나, BMI 지수가 35이상인 비만 환자)	경증 및 중증도의 외래환자 이중 60%는 폐렴을 동반한 중등증 환자
투여방식	1시간 이상 정맥주사	1시간 이상 정맥주사	90분간 정맥주사
임상디자인	2.4g(저용량) 투여군 92명 8.0g(고용량) 투여군 90명 플라시보 93명	700mg 투여군 101명 2800mg 투여군 107명 7000mg 투여군 101명 플라시보 143명	40mg/kg(저용량) 투여군 101명 80mg/kg(고용량) 투여군 103명 플라시보 103명
평가지표	투여 7일째 바이러스 양(viral load) 변화 투여일부터 29일까지 COVID19 관련 1회 이상 병원 방문한 환자 비율	투여 11일째 바이러스 양(viral load) 변화 투여 3일과 7일째 바이러스 양(viral load) 변화 COVID19 관련 입원 비율	투여 28일째 코로나19 바이러스 감염으로 인해 입원, 산소치료요법을 요하거나 사망한 환자 비율 투여 14일째 임상적 회복에 걸린 시간 투여 후 바이러스 양(Viral load) 변화
임상 2상 결과	7일째 바이러스 양(열청 항체 음성 환자군) : 고용량에서 4배, 저용량에서 3.3배 감소 29일째 병원 방문 유무(열청 항체 음성 환자군) : 위약 15%, 투여군 6%	11일째 바이러스 양 : 2800mg 투여군 3.4배 감소 700mg 투여군 1.6배 감소 7000mg 투여군 1.2배 증가 3일째 바이러스 양 : 2800mg 투여군 4.4배 감소 700mg 투여군 2.6배 감소 7000mg 투여군 2.6배 감소 29일째 병원 방문 유무 : 위약 6.3%, 투여군 1.6%	입원치료가 필요한 중증환자 발생률 : 전체 환자대상 54% 50세 이상 중등증 환자 68% 감소 임상적 회복시간 : 전체 환자대상 3.4일 이상 단축 중등증 환자(폐렴동반) 5.1일 단축 50세 이상 중등증 환자(폐렴동반) 6.4일 이상 단축 체내 바이러스 농도감소 속도 : 투약군에서 위약군 대비 현저하게 높게 나타남
부작용	위약군과 유사한 수준의 부작용	위약군과 유사한 수준의 부작용	중대한 이상반응 및 사망발생 없음
미 FDA의 EUA 승인일	2020년 11월 22일	2020년 11월 9일	-
clinicaltrial.gov 임상코드	NCT04425629	NCT04427501	NCT04602000
결론	투여군에서 바이러스 양 감소 열청 항체 음성 환자군에게서 더 좋은 효과 입증 환자의 면역반응이 유도 되기 전 투여하는 것이 더 효과적	투여한 중화항체는 시간경과에 따른 자연적인 바이러스 양 감소를 가속화시킴 그러나 용량 의존적인 감소효과를 확인하지는 못하였음	나이와 함께 환자의 초기 폐렴동반 여부가 증상 악화에 중요한 위험인자이며, 이 때 렉키로나주가 더욱 효과적임을 입증 중증 진행 정도를 억제함으로써 의료환경 부담 개선
논문 게재일	NEJM, 2020년 12월 17일	NEJM, 2020년 10월 28일	Nature Communications, 2021년 1월 12일

주: NEJM, The New England Journal of Medicine

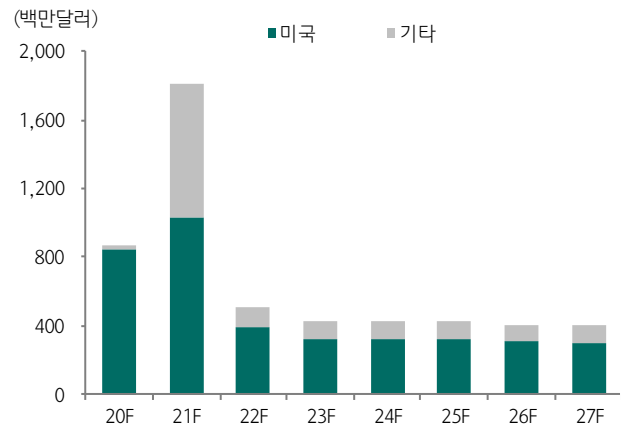
자료: 하나금융투자

그림 4. 리제네론 COVID19 항체치료제 예상 매출액



자료: Globaldata, 하나금융투자

그림 5. 일라이릴리 COVID19 항체치료제 예상 매출액



주: Bamlanivimab 단독투여 기준

자료: Globaldata, 하나금융투자

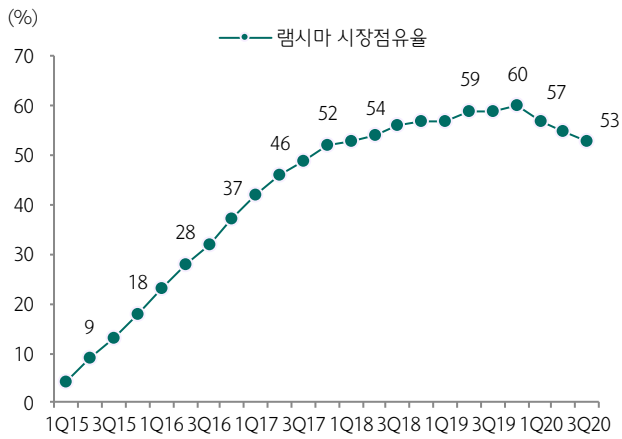
표 7. 셀트리온 연간 실적 추정 (연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20P	21F
매출액	372.8	428.8	548.8	498.7	468.1	510.6	597.1	532.5	1,128.5	1,849.1	2,108.3
YoY	68.2%	82.5%	89.9%	30.3%	25.5%	19.1%	8.8%	6.8%	14.9%	63.9%	14.0%
셀트리온(별도)	345.7	404.3	487.4	452.4	428.0	466.1	540.5	483.0	981.9	1,689.8	1,917.6
YoY	80.5%	105.4%	96.4%	31.0%	23.8%	15.3%	10.9%	6.8%	13.9%	72.1%	13.5%
램시마	70.8	85.8	126.2	54.9	102.7	98.6	138.8	57.6	68.9	337.7	397.8
램시마 SC	108.1	90.0	192.1	124.7	75.7	72.0	76.8	106.0	301.9	514.9	330.5
트룩시마	85.8	111.5	22.0	94.8	108.1	118.2	109.8	99.5	339.6	313.9	435.5
허쥬마	26.1	38.6	22.0	5.0	31.3	43.2	35.1	24.9	91.3	91.6	134.6
TEVA			43.9	59.8	12.2		50.0	65.0	84.4	103.7	127.2
휴미라 바이오시밀러				19.9	30.0	60.0	50.0	45.0		19.9	185.0
기타	54.9	78.4	81.3	93.4	68.0	74.0	80.0	85.0	95.7	307.9	307.0
셀트리온제약(별도)	44.1	46.4	65.5	53.8	57.3	55.7	70.7	61.9	172.7	209.8	245.6
YoY	16.7%	8.8%	38.1%	20.0%	30.0%	20.0%	8.0%	15.0%	23.8%	21.5%	17.1%
셀트리온제약AP				9.5	20.0	35.0	45.0	50.0		9.5	150.0
YoY					15.0%	15.0%	15.0%	15.0%			1478.4%
기타 및 연결조정	(16.9)	(21.9)	(4.1)	(17.1)	(17.2)	(11.1)	(14.1)	(12.4)	(26.1)	(60.0)	(54.9)
매출총이익	185.4	239.7	319.8	276.4	258.4	288.5	349.9	305.1	629.9	1,021.2	1,201.9
YoY	39.4%	69.5%	87.8%	49.2%	39.4%	20.4%	9.4%	10.4%	14.7%	62.1%	17.7%
GPM	49.7%	55.9%	58.3%	55.4%	55.2%	56.5%	58.6%	57.3%	55.8%	55.2%	57.0%
판매관리비	65.1	57.9	74.5	111.6	78.3	72.3	70.7	91.6	251.9	309.1	312.9
YoY	17.1%	-0.4%	10.9%	57.1%	20.2%	24.9%	-5.0%	-17.9%	19.7%	22.7%	1.2%
일반관리비	31.2	29.5	30.5	46.5	35.8	35.4	32.1	49.3	138.4	137.6	152.5
경상연구개발비	34.0	28.4	43.9	65.1	42.5	36.9	38.7	42.3	113.5	171.4	160.4
영업이익	120.2	181.8	245.3	164.7	180.1	216.2	279.2	213.5	378.1	712.1	889.0
YoY	55.4%	118.1%	137.8%	44.3%	49.8%	18.9%	13.8%	29.6%	11.6%	88.4%	24.8%
OPM	32.2%	42.4%	44.7%	33.0%	38.5%	42.3%	46.8%	40.1%	33.5%	38.5%	42.2%
셀트리온(별도)	126.2	189.5	234.3	153.3	166.5	200.5	261.9	194.4	359.9	703.3	823.3
YoY	66.4%	141.1%	138.5%	42.9%	31.9%	5.8%	11.8%	26.9%	7.4%	95.4%	17.1%
OPM	36.5%	46.9%	48.1%	33.9%	38.9%	43.0%	48.4%	40.3%	36.7%	41.6%	42.9%
당기순이익	105.3	138.6	175.8	99.5	132.7	156.3	234.7	179.2	298.0	519.2	703.0
YoY	67.1%	77.0%	185.4%	4.7%	26.1%	12.8%	33.5%	80.0%	17.5%	74.3%	35.4%
NPM	28.2%	32.3%	32.0%	20.0%	28.4%	30.6%	39.3%	33.6%	26.4%	28.1%	33.3%

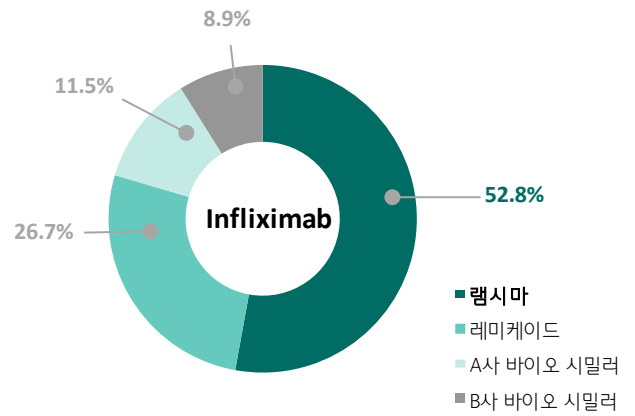
자료: 하나금융투자

그림 6. 유럽시장에서 램시마 분기별 점유율



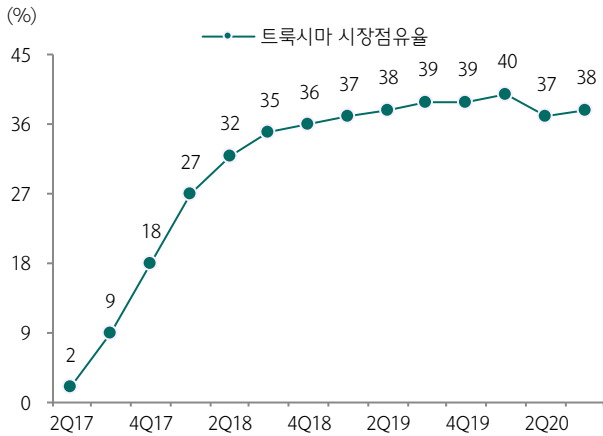
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 7. 유럽 Infliximab 시장에서 램시마 점유율



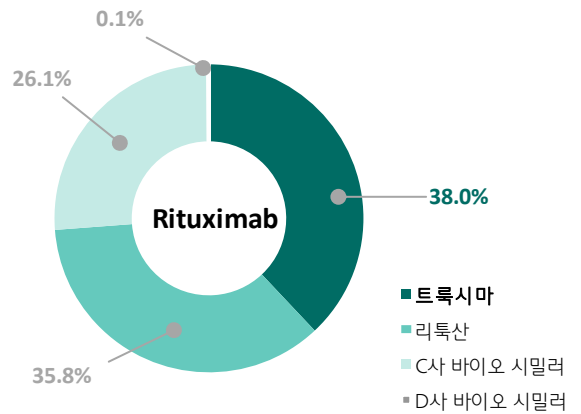
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 8. 유럽시장에서 트룩시마 분기별 점유율



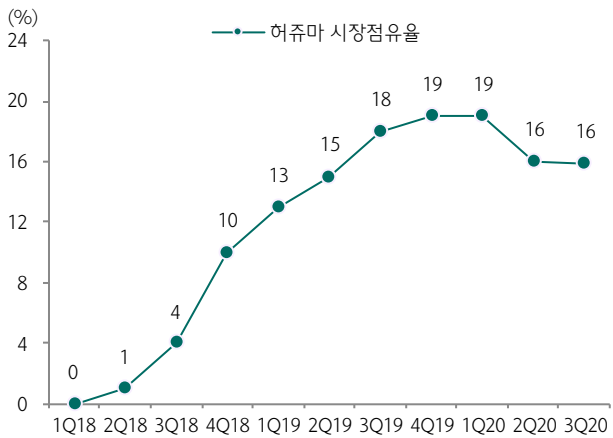
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 9. 유럽 Rituximab 시장에서 트룩시마 점유율



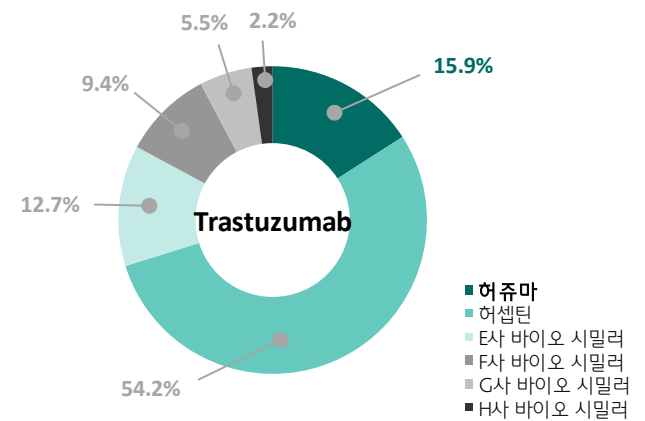
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 10. 유럽시장에서 허쥬마 분기별 점유율



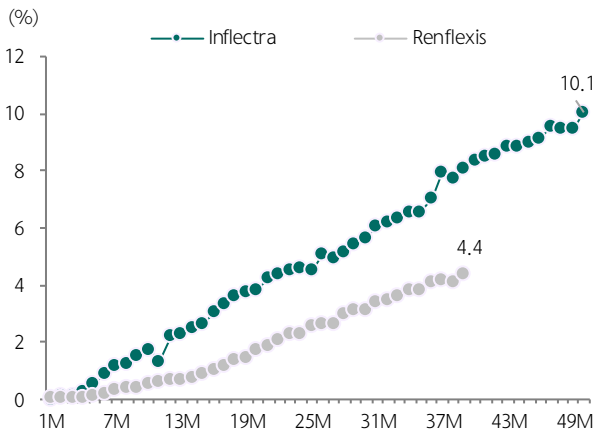
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 11. 유럽 Trastuzumab 시장에서 허쥬마 점유율



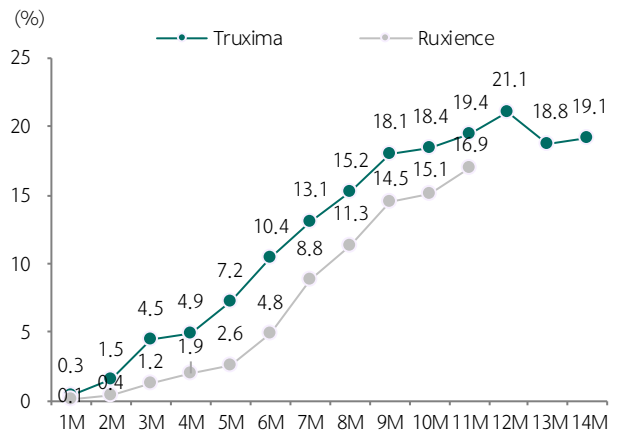
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 12. 미국시장에서 레미케이드 바이오시밀러 시장 점유율 추이



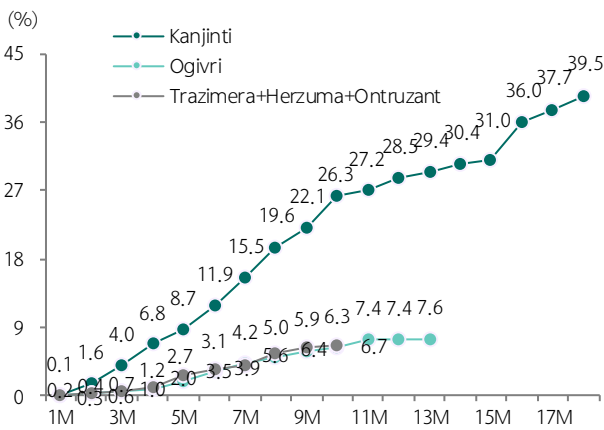
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 13. 미국시장에서 리톡산 바이오시밀러 시장 점유율 추이



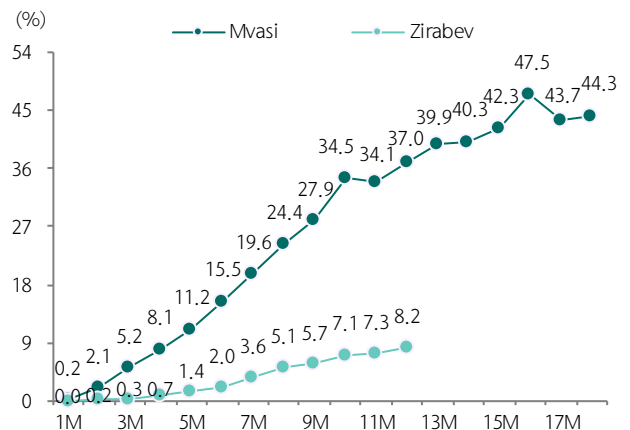
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 14. 미국시장에서 허셉틴 바이오시밀러 시장 점유율 추이



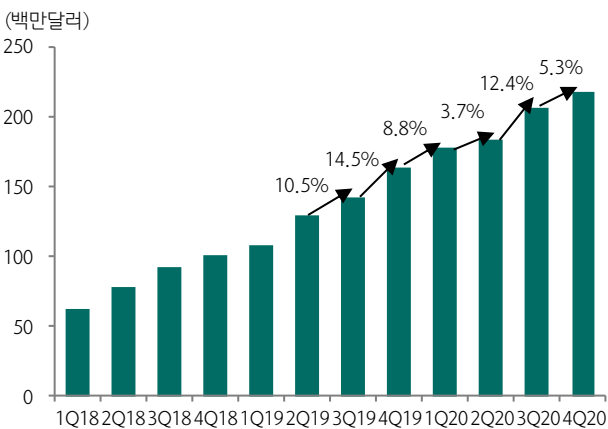
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 15. 미국시장에서 아바스틴 바이오시밀러 시장 점유율 추이



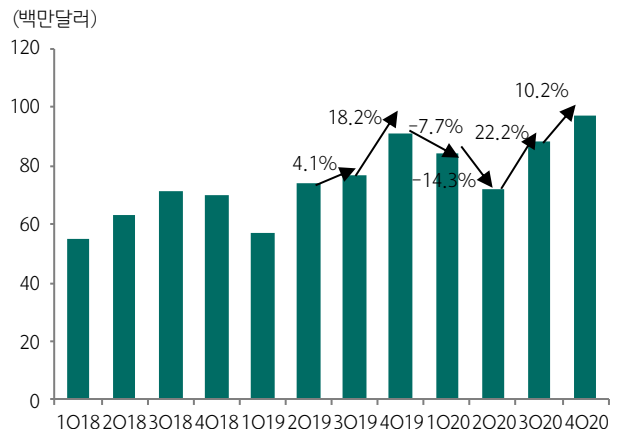
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 16. 미국 인플렉트라 분기별 처방액



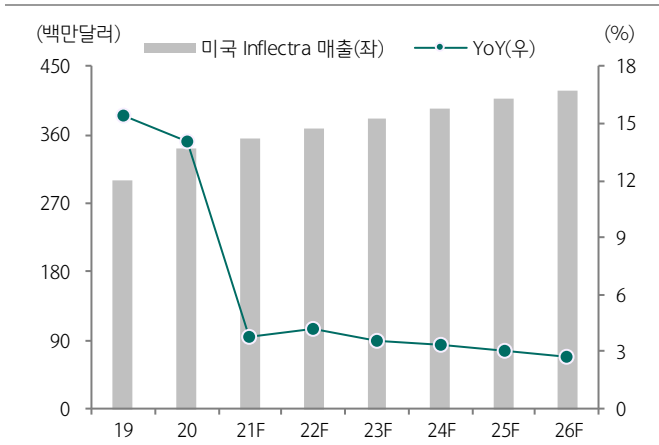
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 17. 화이자의 미국 인플렉트라 분기별 매출액



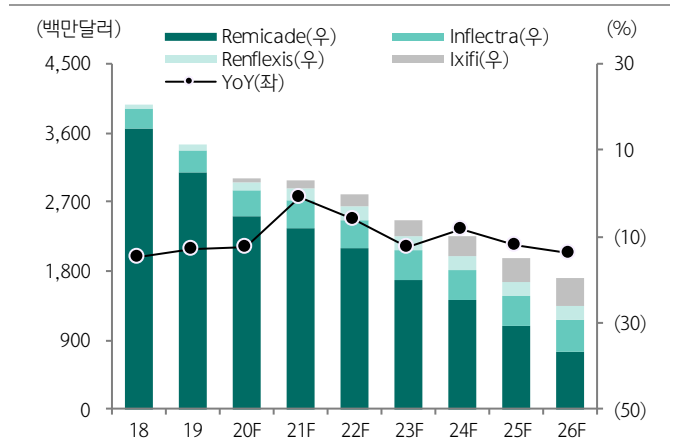
자료: 화이자, 하나금융투자

그림 18. 화이자 미국 인플렉트라 연간 매출 추정치



자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 19. 미국 Infliximab 시장 규모 추정치



자료: GlobalData, 하나금융투자

표 8. 셀트리온의 바이오시밀러 개발 현황

제품명	오리지널 의약품	개발사	적응증	글로벌 시장규모 (십억달러)	US	EU
REMSIMA SC (CT-P13 SC)	-	Celltrion	자가면역질환	46.8	임상 3상 진행중	모든 적응증 추가 승인 (2020.7월, 소아적응증 제외)
CT-P17	휴미라 (Adalimumab)	AbbVie	자가면역질환	26.5	허가신청 준비중	유럽 최종판매허가 획득 (2021.2월)
CT-P16	아바스틴 (Bevacizumab)	Roche	대장암 등	6.4	글로벌 임상 3상 진행 중 (환자모집 3Q20, 임상완료 1H21 목표)	
CT-P39	졸레어 (Omalizumab)	Genentech	알레르기성 천식, 만성 두드러기	3.1	글로벌 임상 3상 개시 (2020.07~)	
CT-P43	스텔라라 (Ustekinumab)	Johnson & Johnson	자가면역질환	8.7	글로벌 임상 1상 진행, 3상 개시 (2020.09~)	
CT-P41	프롤리아 (Denosumab)	Amgen	골다공증	4.7	글로벌 임상 1상 진행, 3상 개시 (2020.09~)	
CT-P42	아일리아 (Aflibercept)	Regeneron	황반변성	7.5	글로벌 임상 1상 진행, 3상 개시 (2021.01~)	

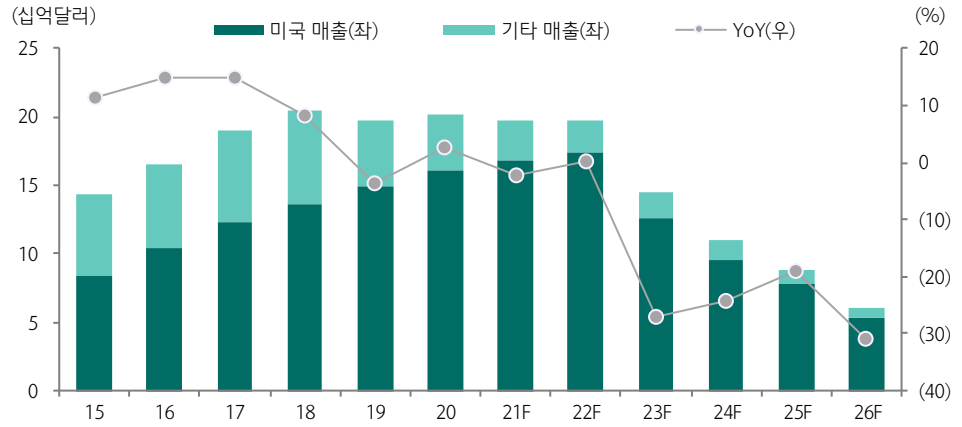
자료: 셀트리온, 하나금융투자

표 9. 휴미라 바이오시밀러 현황

바이오시밀러사	상품명	EMA 승인일	EU 출시 여부	FDA 승인일	미국 출시 예정일
암젠	Amgevita	2017년 3월	2018년 10월 출시	2016년 9월	2023년 1월
삼성바이오에피스	Imraldi	2017년 8월	2018년 10월 출시	2019년 7월	2023년 6월
베링거인겔하임	Cyltezo	2017년 11월	유럽 미출시 결정	2017년 8월	2023년 7월
마일란/후지	Hulio	2018년 9월	2018년 10월 출시	2020년 7월	2023년 7월
산도즈	Hyrimoz	2018년 7월	2018년 10월 출시	2018년 10월	2023년 9월
화이자	Amsparity	2020년 2월	유럽 미출시 결정	2019년 11월	2023년 11월
셀트리온	Yuflyma	2021년 2월	유럽 출시 예정	-	-

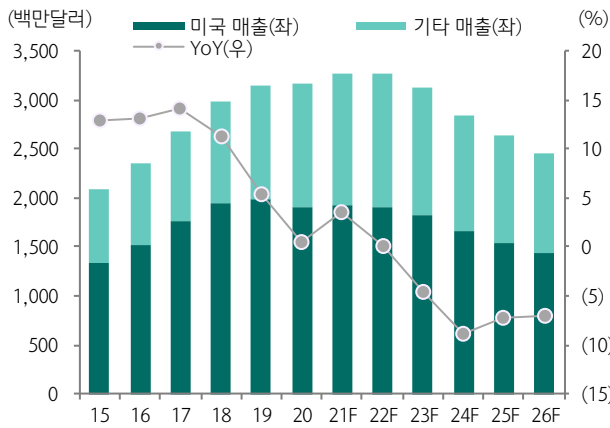
자료: 하나금융투자

그림 20. 휴미라 연간 매출 추정



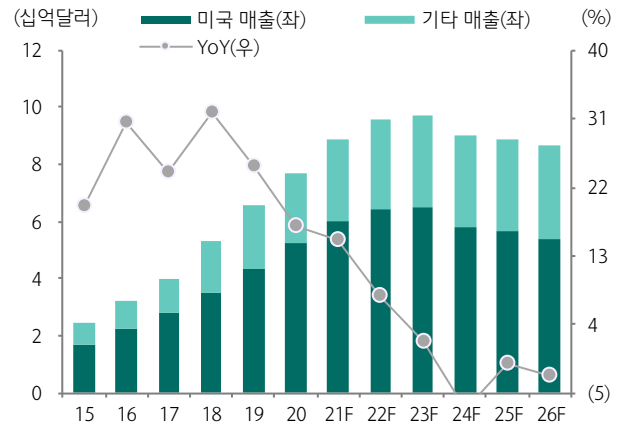
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 21. 졸레어 연간 매출 추정



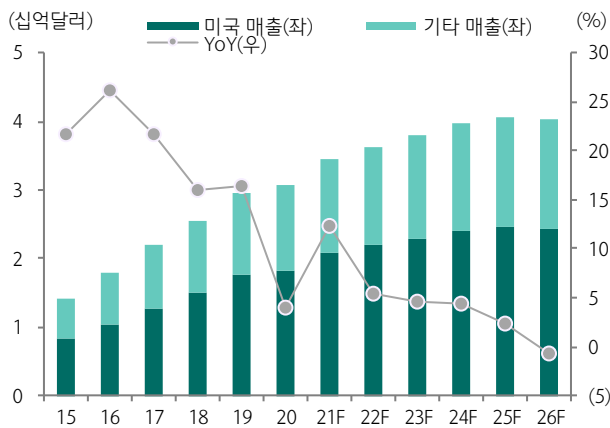
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 22. 스텔라라 연간 매출 추정



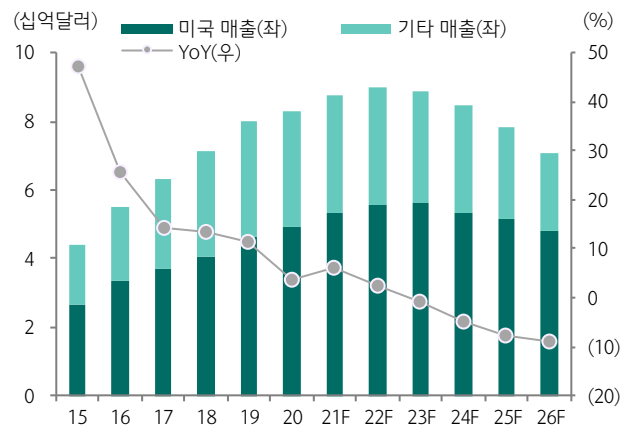
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 23. 프리리아 연간 매출 추정



자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 24. 아이리아 연간 매출 추정



자료: GlobalData, 하나금융투자

표 10. 졸레어 바이오시밀러 개발 현황

개발사	현재 개발단계	향후 일정
셀트리온	임상 3상 진입	2020년 7월 임상 3상 진입
Biosana Pharma	임상 1상 종료	2021년 임상 3상 진입 예정
Glenmark Pharmaceuticals	임상 1상 종료	임상 3상 진입 전 파트너사 결정 예정
Sorrento Therapeutics	중국 내 임상 3상 종료	파트너사 Mabtech와 개발 중

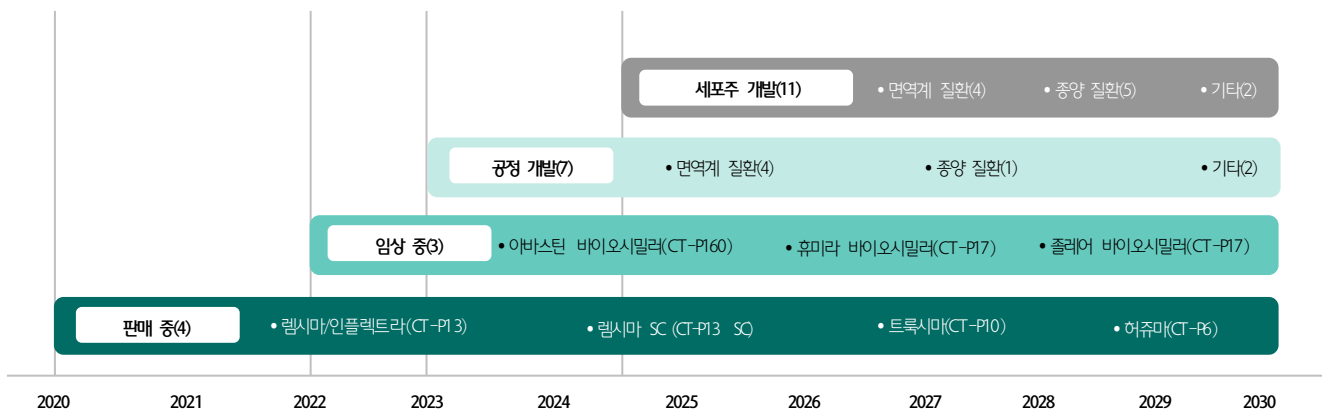
자료: 하나금융투자

표 11. 스텔라라 바이오시밀러 개발 현황

개발사	현재 개발단계	향후 일정
셀트리온	임상 1상 진입	2020년 6월 임상 1상 진입
Meiji Seika Pharma	임상 1상 진입	2019년 12월 임상 1상 진입
NeuClone	임상 1상 중간 결과 발표	2020년 3분기 임상 1상 최종 결과 발표
Formycon	임상 1상 진입	2020년 3분기 임상 3상 진입 예정
Bio-Thera Solution	NMPA(중국)로부터 임상 1상 시험 계획 승인	-
Alvotech	전임상	2019년 5월 Fuji Pharma와 스텔라라 바이오시밀러 독점 공급 계약

자료: 하나금융투자

그림 25. 중장기 바이오시밀러 파이프라인 개발 계획



자료: 셀트리온, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	982.1	1,128.5	1,849.1	2,108.3	2,429.9
매출원가	432.9	498.4	827.9	906.4	1,013.3
매출총이익	549.2	630.1	1,021.2	1,201.9	1,416.6
판매비	210.5	252.0	309.1	312.9	346.0
영업이익	338.7	378.1	712.1	889.0	1,070.7
금융손익	3.5	3.4	(28.1)	3.3	3.8
종속/관계기업손익	(0.5)	(0.5)	2.6	0.0	0.0
기타영업외손익	(24.0)	(2.4)	(35.9)	0.9	0.8
세전이익	317.7	378.6	650.7	893.2	1,075.3
법인세	64.2	80.6	131.4	190.3	232.3
계속사업이익	253.6	298.0	519.2	703.0	843.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	253.6	298.0	519.2	703.0	843.0
비배주주지분 손익	(8.3)	0.4	7.9	10.7	12.9
지배주주순이익	261.8	297.6	511.3	692.2	830.2
지배주주지분포괄이익	263.8	290.6	518.1	701.4	841.2
NOPAT	270.3	297.6	568.2	699.7	839.4
EBITDA	465.5	537.3	866.2	1,041.1	1,224.4
성장성(%)					
매출액증가율	3.48	14.91	63.85	14.02	15.25
NOPAT증가율	(32.26)	10.10	90.93	23.14	19.97
EBITDA증가율	(23.16)	15.42	61.21	20.19	17.61
영업이익증가율	(33.30)	11.63	88.34	24.84	20.44
(지배주주)순이익증가율	(31.56)	13.67	71.81	35.38	19.94
EPS증가율	(31.72)	13.27	71.45	35.24	14.56
수익성(%)					
매출총이익률	55.92	55.84	55.23	57.01	58.30
EBITDA이익률	47.40	47.61	46.84	49.38	50.39
영업이익률	34.49	33.50	38.51	42.17	44.06
계속사업이익률	25.82	26.41	28.08	33.34	34.69

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,914	2,168	3,717	5,027	5,759
BPS	19,299	21,630	25,365	30,396	33,246
CFPS	3,435	4,101	5,805	7,586	8,532
EBITDAPS	3,403	3,915	6,296	7,560	8,494
SPS	7,179	8,223	13,442	15,311	16,858
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	109.04	81.99	96.58	59.18	51.66
PBR	10.81	8.22	14.15	9.79	8.95
PCFR	60.76	43.34	61.84	39.22	34.87
EV/EBITDA	60.17	43.21	55.85	38.01	31.88
PSR	29.07	21.62	26.71	19.43	17.65
재무비율(%)					
ROE	10.84	11.19	16.74	18.90	18.77
ROA	7.64	8.00	11.90	13.51	13.78
ROIC	14.58	14.56	26.13	31.54	36.66
부채비율	34.48	33.94	36.72	34.00	30.42
순부채비율	(0.60)	(4.42)	(6.13)	(17.57)	(25.82)
이자보상배율(배)	23.81	34.92	63.57	75.84	88.70

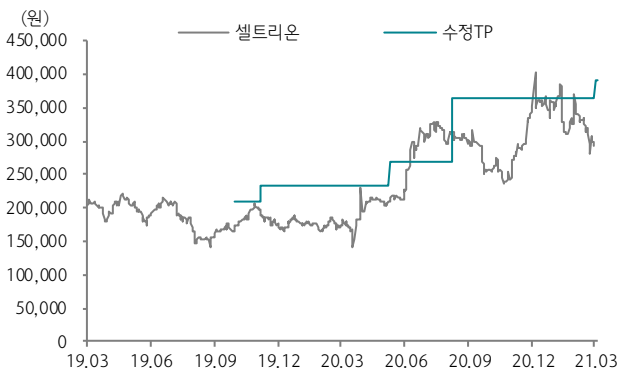
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,664.5	1,787.3	2,594.1	3,425.3	4,296.7
금융자산	532.4	627.8	694.1	1,258.9	1,799.9
현금성자산	410.5	546.1	560.2	1,106.3	1,624.1
매출채권	807.7	814.4	1,334.4	1,521.5	1,753.6
재고자산	163.1	308.9	506.2	577.2	665.2
기타유동자산	161.3	36.2	59.4	67.7	78.0
비유동자산	1,876.1	2,106.4	2,103.3	2,122.4	2,202.6
투자자산	47.0	65.5	96.5	107.6	121.5
금융자산	19.0	17.6	18.1	18.2	18.4
유형자산	881.4	923.6	917.4	932.5	987.2
무형자산	922.3	1,040.0	1,012.1	1,005.0	1,016.6
기타비유동자산	25.4	77.3	77.3	77.3	77.3
자산총계	3,540.6	3,893.7	4,697.4	5,547.7	6,499.3
유동부채	678.1	657.2	826.0	947.2	1,022.6
금융부채	413.6	356.3	353.2	419.6	421.3
매입채무	20.7	42.7	70.0	79.8	91.9
기타유동부채	243.8	258.2	402.8	447.8	509.4
비유동부채	229.8	329.5	435.6	460.4	493.5
금융부채	103.1	143.1	130.1	112.1	92.1
기타비유동부채	126.7	186.4	305.5	348.3	401.4
부채총계	907.8	986.7	1,261.6	1,407.6	1,516.1
지배주주지분	2,524.0	2,794.2	3,315.1	4,008.6	4,838.8
자본금	125.5	128.3	134.7	141.2	147.9
자본잉여금	776.6	802.2	802.2	802.2	802.2
자본조정	(89.8)	(136.3)	(136.3)	(136.3)	(136.3)
기타포괄이익누계액	10.0	3.0	12.6	14.0	14.0
이익잉여금	1,701.8	1,996.9	2,501.8	3,187.5	4,011.0
비지배주주지분	108.8	112.8	120.7	131.5	144.4
자본총계	2,632.8	2,907.0	3,435.8	4,140.1	4,983.2
순금융부채	(15.7)	(128.5)	(210.8)	(727.3)	(1,286.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	382.1	474.0	703.5	867.4	1,013.7
당기순이익	253.6	298.0	519.2	703.0	843.0
조정	14	20	15	15	15
감가상각비	126.8	159.2	154.1	152.0	153.7
외환거래손익	(0.3)	2.8	4.8	3.6	5.7
지분법손익	0.5	(4.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(113.0)	(137.5)	(143.9)	(140.6)	(144.4)
영업활동 자산부채 변동	(11.4)	(22.7)	36.4	13.1	16.3
투자활동 현금흐름	(193.1)	(251.4)	(197.8)	(180.5)	(247.8)
투자자산감소(증가)	(13.3)	(18.0)	(31.0)	(11.2)	(13.8)
자본증가(감소)	(79.1)	(91.7)	(40.0)	(60.0)	(100.0)
기타	(100.7)	(141.7)	(126.8)	(109.3)	(134.0)
재무활동 현금흐름	(198.1)	(85.9)	(27.4)	36.5	(30.6)
금융부채증가(감소)	(124.3)	(17.3)	(16.1)	48.4	(18.2)
자본증가(감소)	19.3	26.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(93.1)	(94.6)	(11.3)	(11.9)	(12.4)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(8.7)	135.6	14.1	546.1	517.7
Unlevered CFO	469.9	562.8	798.6	1,044.6	1,229.8
Free Cash Flow	302.7	379.7	663.5	807.4	913.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

셀트리온



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.03.03	BUY	390,000		
20.11.2	BUY	364,000	-8.37%	10.85%
20.8.10	BUY	363,000	-23.08%	-12.40%
20.5.11	BUY	270,000	3.94%	21.85%
19.11.7	BUY	233,000	-22.43%	-17.32%
19.9.30	BUY	210,000	-9.92%	-2.14%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	92.7%	7.3%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2021년 3월 2일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 3월 3일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2021년 3월 3일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.